

社債市場における SDGs 債の歴史・現状と課題

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 国内の社債市場において、調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当される SDGs 債は、発行の裾野が着実に広がっており、2023 年度の発行額は約 2.8 兆円、社債の発行額全体に占める SDGs 債の割合は 2 割超に達した。
2. 日本の社債市場における SDGs 債は、2010 年代後半に環境省の発行支援策の後押し等も背景に、グリーンボンドを中心に発行規模が拡大した。2020 年代に入って、日本政府による重層的な支援を受けながら、トランジションボンドの発行実績が増えつつある。
3. 社債市場において SDGs 債の発行拡大が進む中、（1）社債発行に占める SDGs 債の割合の上昇、（2）業種及び発行体の多様化、が進展している。中長期的な観点から、SDGs 債による資金調達ニーズ、SDGs 債の対象プロジェクトの広がり、一般社債対比の発行条件等を踏まえた、企業による SDGs 債の発行に向けたさらなる取り組みが注目される。
4. 今後の SDGs 債を含む社債市場を見据えると、国内外の金融政策、主要各国における選挙、地政学リスク等により、先行きを見通すのが困難な状況にあると言える。このような状況も踏まえた上で、SDGs 債の市場発展に資する論点としては、（1）投資家層の拡大に向けた取り組み、（2）インパクトレポートの比較可能性の向上、が挙げられる。発行体がこれらの取り組みを進めることを通じて、日本の SDGs 債市場全体がさらに活性化することが期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 富永健司「新型コロナウイルス感染症と社債発行の拡大」『野村資本市場クォーターリー』2021 年夏号。
- ・ 富永健司「日本の社債市場で発行が拡大するグリーンボンドと今後の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年秋号。

I 社債市場で発行が進展する SDGs 債

国内の公募普通社債市場においては近年、調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当される SDGs 債の存在感が増している。SDGs 債には、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）、トランジションボンド等がある（図表 1）。

国内の社債市場における SDGs 債は、2016 年度に初の円建てグリーンボンドが発行された後、発行の裾野が着実に広がっており、2023 年度の発行額は約 2.8 兆円、社債の発行額全体に占める SDGs 債の割合は 2 割超に達した（図表 2）。

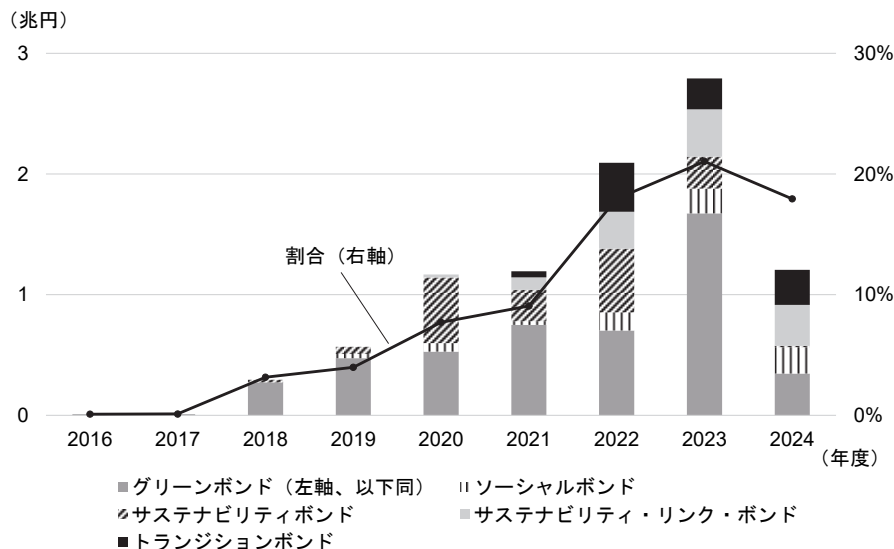
本稿では、社債市場における SDGs 債の発展経緯を概観すると共に現状を分析した上で、SDGs 債市場の発展に資する取り組みについて考察する。

図表 1 SDGs 債の事例

種類	詳細
グリーンボンド	環境改善効果のある事業であるグリーンプロジェクトに必要な資金を調達するために発行される債券
ソーシャルボンド	社会課題への対処や軽減を目指すソーシャルプロジェクトに必要な資金を調達するために発行される債券
サステナビリティボンド	調達資金がグリーンプロジェクトやソーシャルプロジェクトに充当される債券
サステナビリティ・リンク・ボンド	発行体が設定するサステナビリティに関連する目標の達成状況により財務的・構造的特性が変化する債券
トランジションボンド	温室効果ガス多排出産業を中心に、省エネルギー・燃料転換等を含む着実な脱炭素化へのトランジションに貢献する債券

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 国内社債市場における SDGs 債の発行額及び割合



（注）折れ線は社債発行額に占める SDGs 債の割合を示す。国内で公募された円建て普通社債が対象。高速道路会社が発行する債券を除く。グリーンボンドはブルーボンド（海洋資源の持続可能な利用に関する事業を資金使途とする債券）を含み、トランジションボンドについてはトランジション・リンク・ボンドの発行額を含む。数値は 2024 年 9 月末時点。

（出所）日本証券業協会ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

Ⅱ 社債市場における SDGs 債の発展経緯

本章では、日本の社債市場における SDGs 債の発展経緯を 2010 年代と 2020 年代に分けて概観する。

1. グリーンボンドを中心に発行規模が拡大した 2010 年代

国内の社債市場における SDGs 債については、野村総合研究所が 2016 年 9 月に初めて円建てのグリーンボンドを発行した¹。その後、環境省によるグリーンボンドの発行を支援する施策に後押しされ、同債券の発行が拡大した。例えば、環境省は 2017 年 3 月、環境改善効果に関する信頼性の確保と発行体のコストや事務的負担の軽減とを両立させ、国内のグリーンボンドの普及を図ることを目的として、グリーンボンドに係る具体的な対応例や解釈を示したグリーンボンドガイドラインを公表した²。さらに、環境省は 2018 年 5 月、グリーンボンドの発行に要する外部レビュー等の追加的費用に関する補助事業を開始した。

この頃から企業におけるサステナビリティの取り組みが本格化する傾向が見られた。その背景の一つとして、日本経済団体連合会が 2017 年 11 月に公表した、会員企業の行動原則である企業行動憲章の改定がある。この改定においては、SDGs の達成を柱として、イノベーションを通じて、持続可能な経済成長と社会課題の解決を図るとの文言等が新たに盛り込まれた。そして、この翌年度以降、SDGs を経営戦略に取り入れる企業や、SDGs 債としてグリーンボンドのみならずソーシャルボンドやサステナビリティボンドによる資金調達を行う企業が増えていった。具体的には、アシックスが 2019 年 3 月にサステナビリティボンドを、ANA ホールディングスが 2019 年 5 月にソーシャルボンドを日本の事業会社として初めて発行し、SDGs 債の商品についての多様化が進んでいった³。

2. 2020 年代のトランジション分野を中心とした拡大

2020 年代初頭以降、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて企業の資金需要が拡大した。社債市場では、発行利回りの上昇や起債見送りの動き等が一時的に見られたものの、政府・日本銀行による迅速かつ積極的な対応が実施された結果、発行環境は 2020 年夏に入る頃には落ち着きを取り戻した⁴。2020 年度には、外出自粛により収入が大幅に減少した鉄道会社を含む陸運セクターによる社債の発行が拡大した。SDGs 債についても、社会課題の解決への関心が高まったことで、サステナビリティボンド等の発行が広がった。

¹ 水口剛編著、野村資本市場研究所「ESG 債市場の持続的発展に関する研究会」著『サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGs と債券市場』金融財政事情研究会、2019 年。

² 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017 年版」2017 年 3 月。

³ アシックス「日本の一般事業会社初 環境配慮と社会課題の解決を目的とした社債 サステナビリティボンドの発行を決定」2019 年 3 月 7 日、ANA ホールディングス「『ANA ホールディングス ソーシャルボンド』を発行いたします」2019 年 4 月 17 日。

⁴ 日本銀行「金融システムレポート」2020 年 10 月。

2020 年度以降は、SDGs 債市場において新たな金融商品として SLB、トランジションボンドが広がっている。SLB による調達資金は、従来の SDGs 債と異なり、資金使途は特定されず、一般事業目的とされている。国内では、ヒューリックが 2020 年 10 月に初めて SLB を発行した⁵。

他方、トランジションボンドについては、日本政府が 2020 年 10 月に表明した 2050 年カーボンニュートラルの達成に向けて、脱炭素社会への移行を資金面で支える金融（トランジション・ファイナンス）の一環で、政府が重層的に支援を進めている。例えば、金融庁・経済産業省・環境省は 2021 年 5 月、「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」を公表し、温室効果ガスを多く排出する企業が段階的に進める脱炭素化の取り組みを資金面から支援する上での考え方を示した。

さらに、経済産業省は、金融機関等が、企業による脱炭素に向けた戦略・取り組みがトランジション・ファイナンスとして適格かどうかを判断する際の一助として、温室効果ガス多排出産業（鉄鋼、化学、電力、ガス、石油等）の脱炭素化に向けて、現時点で想定され得る低炭素・脱炭素技術や実用化のタイミング等を示したロードマップを順次公表した。こうした政府の後押しもあり、トランジションボンドの実績は着実に増えつつある。国内では、日本郵船が 2021 年 7 月、初のトランジションボンドを発行した⁶。さらに、トランジションボンドについて、資金使途特定型以外に、サステナビリティ・リンク型のトランジション・リンク・ボンド（TLB）を発行する企業も出現している。

III 社債市場における SDGs 債の現状分析

本章では、日本の社債市場における SDGs 債の現状について、（1）業種別の社債発行に占める SDGs 債の割合、（2）発行体別の状況、（3）SDGs 債の発行条件、に関する分析を行う。

1. 業種別の社債発行に占める SDGs 債の割合

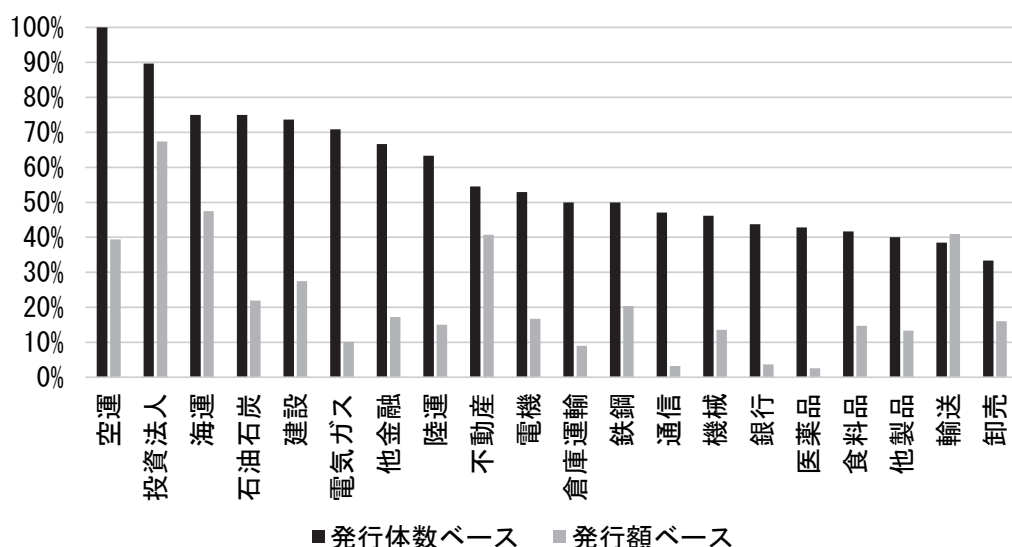
業種別の社債発行に占める SDGs 債の割合に関連して、2020 年 1 月～2024 年 9 月の期間で社債発行に占める SDGs 債の割合が、発行体数ベースで相対的に高い業種として、空運、投資法人、海運、石油石炭、建設等が挙げられる（図表 3）。これらの業種については、業界全体での SDGs 債の発行が進展していることが示唆される。

他方、発行額ベースで SDGs 債の割合が高い業種として、投資法人、海運、輸送、不動産、空運等が挙げられる。これらの業種については、業種全体で SDGs 債の発行が進んでいるケースの他、業種内の比較的少数の企業が積極的に SDGs 債の発行に取り組んでいるケースが考えられる。

⁵ ヒューリック「サステナビリティ・リンク・ボンドの発行条件決定に関するお知らせ」2020 年 10 月 9 日。

⁶ 日本郵船「トランジションボンド 発行条件決定のお知らせ」2021 年 7 月 21 日。

図表 3 社債発行に占める SDGs 債の割合（上位業種）



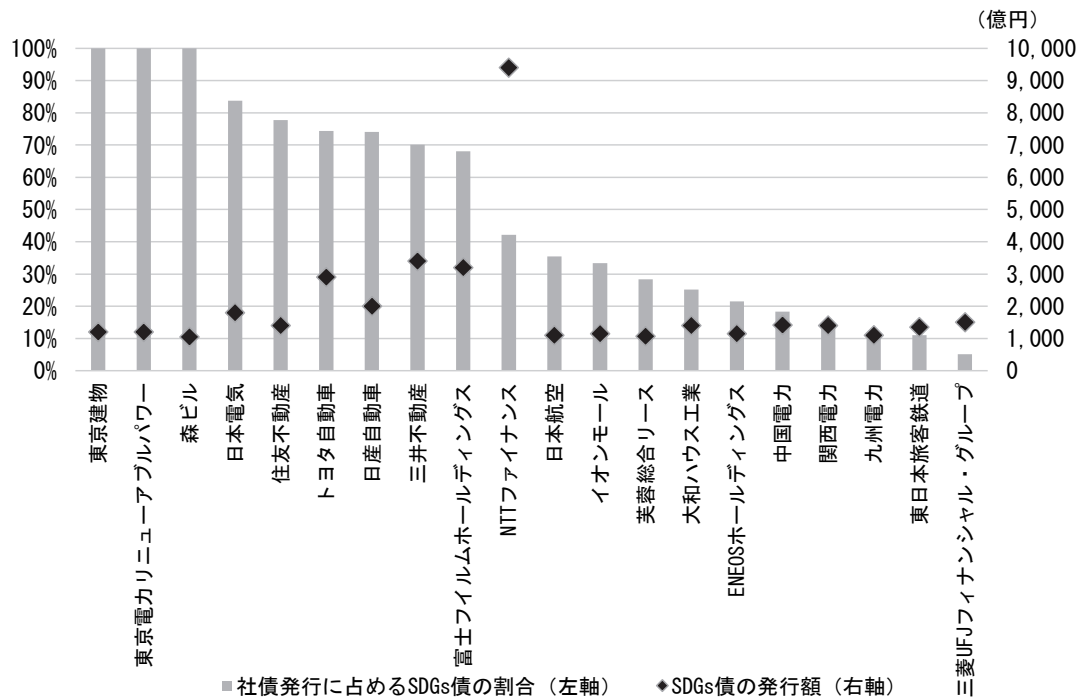
(注) 国内で公募された円建て普通社債が対象。高速道路会社が発行する債券を除く。発行体数ベースの割合は、SDGs 債を発行した企業数を、社債を発行した企業数で除した数値。2020 年 1 月～2024 年 9 月の累積値に基づく。

(出所) 日本証券業協会ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

2. 発行体別の状況

社債発行に占める SDGs 債の割合が高い企業に関連して、2020 年 1 月～2024 年 9 月の期間で SDGs 債の割合が上位の企業を見ると、東京建物、東京電力リニューアブルパワー、森ビル、日本電気、住友不動産等が挙げられる（図表 4）。他方、SDGs 債の累積発行額が大きい発行体として、NTT ファイナンス、三井不動産、富士フイルムホールディングス、トヨタ自動車、日産自動車等が挙げられる。これらのうち多くの企業は、社債発行に占める SDGs 債の割合が発行体数ベース又は発行額ベースで相対的に高い業種に含まれている。

図表 4 社債発行に占める SDGs 債の割合及び発行額（上位発行体）



(注) 国内で公募された円建て普通社債が対象。高速道路会社が発行する債券を除く。
2020年1月～2024年9月の累積値に基づく。

(出所) 日本証券業協会ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

3. SDGs 債の発行条件

SDGs債の発行条件に関連して、2021年1月～2024年9月の期間で、償還期間が約5年、発行時点の取得格付がA格⁷の社債について、SDGs債又は一般社債の発行件数が2件以上の月における発行時の平均利率を、SDGs債と一般社債との間で比較すると、SDGs債の数値が一般社債を下回る傾向が見られている⁸（図表5）。こうした傾向は、（1）発行額の水準の違い、（2）発行コストが総じて低い水準の発行体がSDGs債の発行を積極的に行っている可能性、（3）需給環境、等の複合的な要因によるものと考えられる。

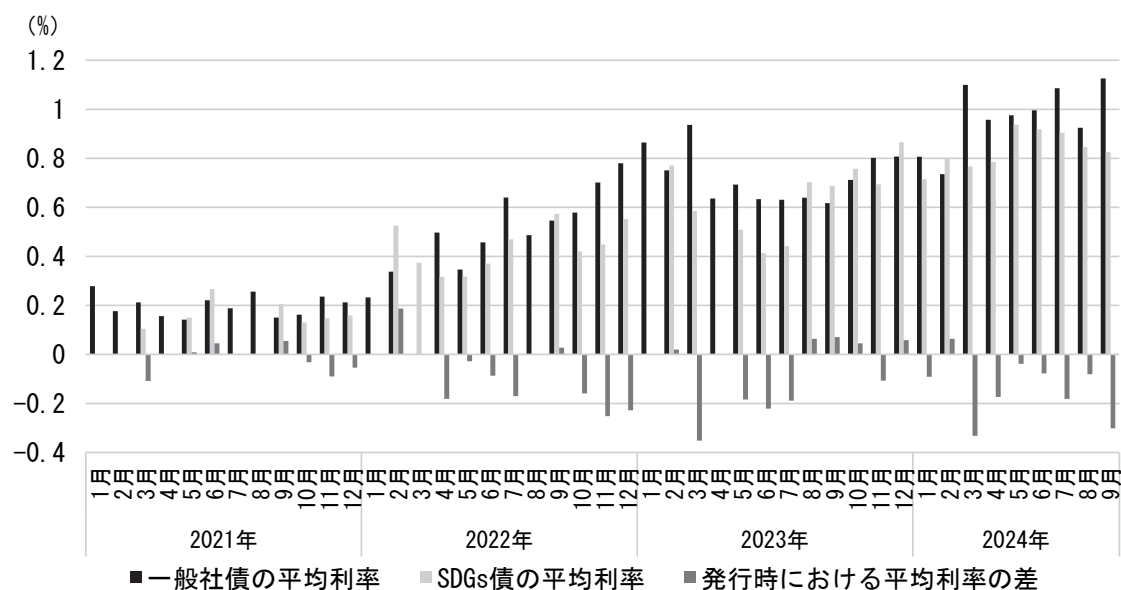
日本銀行が実施している、国内の市場参加者を対象とした気候変動関連の市場機能に関するサーベイにおいては、SDGs債⁹の発行条件について、全体の4割強が金利面を中心に一般社債対比で優位性があるとの回答を示している一方、優位性を感じないという回答も

⁷ 格付投資情報センター（R&I）、日本格付研究所（JCR）、ムーディーズ（Moody's）、S&P グローバル、のいずれかの会社よりA格の格付を取得している社債が含まれる。

⁸ 本稿で実施した分析に類似のアプローチのものとして、ブルームバーグによる分析が挙げられる。具体的には、日本で2019年から2023年5月5日までに発行されたグリーンボンドの最終利回りの平均値は、一般社債の利回りに比して最大で40bps（ベースポイント、1bpは0.01%）下回ったとの結果を示している（ブルームバーグ「先進国債券市場で環境債プレミアムが顕在化」2023年5月5日）。本稿で実施した分析は、ブルームバーグの分析と対象債券及び期間が一部異なることや、発行時の利率のみに絞ったものであること等に留意する必要があるが、SDGs債と一般社債についての平均利率の差は約-35～18bpsとなっており、SDGs債の平均利率が一般社債を下回った際の最大値（-35bps）については、ブルームバーグの分析とほぼ同水準となった。

⁹ サーベイの対象は、グリーンボンド、サステナビリティボンド、SLB、トランジションボンド。

図表 5 一般社債及び SDGs 債の発行時における平均利率の比較



(注) 国内で公募された円建て普通社債が対象。高速道路会社が発行する債券を除く。月間の発行件数が2件以上の月に発行された、格付がA格で、発行時の償還期間が約5年の社債が対象。平均利率の差は、(SDGs債の平均利率－一般社債の平均利率)により算出。

(出所) 日本証券業協会ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

4 割強となっており、SDGs 債の一般社債対比の発行条件に関する認識には市場関係者の間でばらつきがあるようだ¹⁰。SDGs 債の発行においては、資金調達ニーズや対象プロジェクトの有無による影響が大きいと考えられる一方で、一般社債との相対的な発行条件の優位性に関する考え方についても一定程度のインセンティブとなる可能性があることから、SDGs 債の発行条件に対する認識の変化についても引き続き注目される。

IV SDGs 債市場の発展に資する2つの論点

社債市場における SDGs 債は、政府によるグリーンボンドの発行支援策やトランジション・ファイナンスの普及に向けた取り組みの後押しも受けながら、新型コロナウイルス感染症による影響を乗り越えて、発行規模の拡大と商品の多様化が進展してきた。こうした動きの中で、(1) 社債発行に占める SDGs 債の割合の上昇、(2) 業種及び発行体の多様化、が進んでいる。

ただし、今後の SDGs 債を含む社債市場を見据えると、国内外の金融政策、主要各国における選挙、地政学リスク等により、先行きを見通すのが困難な状況にあると言える。

このような状況も踏まえた上で、SDGs 債の市場発展に資する論点としては、(1) 投資

¹⁰ 日本銀行「気候変動関連の市場機能サーベイ（第3回）調査結果―市場機能向上の進展状況と今後の課題―」2024年6月7日。

家層の拡大に向けた取り組み、(2) インパクトレポーティングの比較可能性の向上、が挙げられる。

1 点目は、投資家層の拡大に向けた取り組みである。SDGs 債について、発行体の大きなメリットとしては、投資家層の拡大が挙げられる。従来の社債における主要な投資家層である資産運用会社、銀行、保険会社等のみならず、発行体の SDGs への取り組みに共感し、事業会社、学校法人、財団等の新規の投資家が購入するケースも見られる。新規の投資家層にも発行体の情報をわかりやすく説明する投資家向け広報（インベスターリレーション）の工夫が大切であるのは言うまでもない。一方、2018年5月に初めて発行された商船三井によるグリーンボンドをはじめとして、一部で個人投資家向けの SDGs 債の発行が行われている。一般論として、個人投資家は満期保有目的での投資が大部分を占めており、安定的な投資家層と考えられるため、機関投資家向けのみならず個人投資家向けに発行を検討することも意義があると言える。

2 点目は、インパクトレポーティングの比較可能性の向上である。インパクトレポーティングとは、一般的に調達資金をもとに行われた事業による環境改善や社会課題対応等の効果（インパクト）に関する情報開示を指す。日本の SDGs 債の発行体は、少なくとも年に1回、インパクトレポーティングを行っているものの、投資家が銘柄選択を行う際に横比較を行えるような情報開示となっていないのが現状である。国際的にはインパクトレポーティングの比較可能性を担保するための取り組みを行っている動きが一部で見られる。例えば、国際資本市場協会（ICMA）は、インパクトレポーティングについて、具体的な指標やセクター別のガイダンス、テンプレート等を含むガイダンス文書を公表している¹¹。日本においても、日本政府や業界団体等がインパクトレポーティングの比較可能性を向上させるための取り組みを進めることを通じて、日本の SDGs 債市場全体の活性化につながる事が期待される。

¹¹ 国際資本市場協会「ハンドブック インパクトレポーティングについて調和のとれた枠組みを目指すガイダンス文書」2022年6月。