脱炭素社会につながるグリーンエクイティの可能性
－証券取引所と発行体による挑戦－

江夏　あかね

▌要　約▐

1. 環境課題を解決するための金融（グリーンファイナンス）は21世紀に入って、債券やローンといった債務（デット）を中心に発展してきたが、2020 年代に入った頃から株式（エクイティ）に関して徐々に取り組みが見られるようになっている。
2. 本稿では、（1）グリーンな活動に取り組みかつ一定の要件を満たす企業の株式をグリーンエクイティ等の名称で指定する仕組みを実施する証券取引所（ナスダック・ノルディック及びブラジルのサンパウロ証券取引所〔B3〕）、（2）グリーンエクイティ、サステナビリティ・リンク転換社債（SLCB）、グリーン CB、グリーン社債型種類株式といった手法を通じてグリーンエクイティ関連の資金調達を行った企業（日本プロロジスリート投資法人、イタリアの石油・ガス大手のエニ〔Eni〕及び日本のインフロニア・ホールディングス）、による取り組みを概観した。
3. 発行体にとっては、グリーンエクイティ指定やグリーンエクイティ関連金融手法による資金調達を通じて（1）資金調達手段の多様化、（2）インパクト投資家や個人投資家も含めた投資家層の拡大、（3）（金融市場環境にもよるものの）資金調達コストの低減、（4）投資家等のステークホルダーへの安心感の醸成、等のメリットが期待される。
4. グリーンエクイティが金融資本市場に広まっていくための論点としては、（1）グリーンデット（グリーンボンド等）と同水準以上の信頼性の確保、（2）グリーンも含めた成長戦略の展開、が挙げられる。

野村資本市場研究所　関連論文等

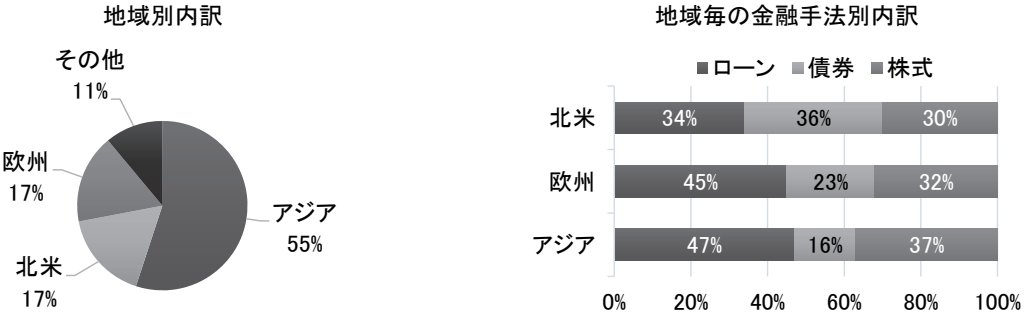
・橋口達「個人投資家のニーズを踏まえて進展する種類株式の多様化－社債型種類株式の発行とその意義－」『野村資本市場クォータリー』第 27 巻第 2 号（2023 年秋号）。
・江夏あかね・加藤貴大「不動産セクターとサステナブルファイナンス―評価・認証制度と共に続く発展－」『野村サステナビリティクォータリー』第 2 巻第 3 号（2021 年夏号）。

Ⅰ　グリーンファイナンスの一手段としてのグリーンエクイティ

環境課題を解決するための金融（グリーンファイナンス）は 21 世紀に入って、債券やローンといった債務（デット）を中心に発展してきた。一方、グローバル金融市場協会（GFMA）等が 2020 年 12 月に公表した報告書[1]では、グリーンファイナンスの手法として、新規参入者や大規模なインフラ・ファイナンスのニーズを踏まえると、デットのみならず、株式（エクイティ）が果たす役割は大きいと指摘されている（図表 1 参照）。

このような中、国際取引所連合[2]（WFE）が 2023 年 3 月に「グリーンエクイティ原則」を公表したり、ナスダック・ノルディックやブラジルのサンパウロ証券取引所（B3）がグリーンな活動に取り組みかつ一定の要件を満たす企業の株式をグリーンエクイティ等の名称で指定する取り組みを始めている。発行体についても、不動産投資法人[3]によるグリーンエクイティ、事業会社によるサステナビリティ・リンク転換社債（SLCB）、グリーン CB、グリーン社債型種類株式といった手法を通じて、グリーンエクイティ関連の資金調達を行う事例が見られ始めている。本稿では、証券取引所と発行体による主な取り組みを概観し、今後の論点を考察する。

図表 1　世界における脱炭素社会の実現に向けて必要な推計投資額の内訳



（注）　推計投資額の合計は 121.7 兆ドル。
（出所）Global Financial Markets Association et al., “Climate Finance Markets and the Real Economy,” December 2020、より野村資本市場研究所作成

1　Global Financial Markets Association et al., “Climate Finance Markets and the Real Economy,” December 2020.
2　国際取引所連合（WFE）は、世界の取引所・清算機関等が加盟する連合組織であり、資本市場に関する政策提言や調査研究活動、統計データの収集・提供等に取り組んでいる。また、会員間の情報交換や新興取引所に対する技術支援を通じて、市場インフラの発展をサポートしている。最近の活動においては、データビジネスでの取引所の役割、システミックリスク防止での清算機関の役割、環境・社会・ガバナンス（ESG）課題、及びテクノロジーの傾向等を重点テーマとして取り上げている。日本取引所グループ（JPX）は、同連合の理事会メンバーを歴任している（日本取引所グループ「関連団体との協力」）。
3　不動産投資法人は、不動産から得られるリース等の収入から、不動産管理や資金運用管理に関する報酬を控除した上で、当該資金を不動産投資証券の保有者に配当したり、調達した融資等を返済したりする不動産投資専門の法人（国土交通省「『ヘルスケア施設供給促進のための不動産証券化手法の活用及び安定利用の確保に関する検討委員会』取りまとめ」2013 年 3 月）。

Ⅱ 証券取引所による取り組み

証券取引所については、（1）WFE による「グリーンエクイティ原則」（Green Equity Principles）、（2）ナスダック・ノルディックによる「グリーンエクイティ指定」（Green Equity Designation）、（3）B3 による「B3 Açães Verdes（BAV、日本語訳： B3 グリーン・アクション）指定」、を概観する。

1．WFE による「グリーンエクイティ原則」

WFE は 2023 年 3 月、グリーンエクイティ原則を公表した。同原則は、株式をグリーンと認定する初の世界的な枠組みであり、グリーンウォッシュを防止するとともに、サステナブルな経済に資金を振り向けることを目的としている[4]。同原則では、上場株式が 5 つの適格基準（収益／投資、タクソノミー、ガバナンス、評価、開示）の要件を満たした場合、「WFE グリーンエクイティ区分」（WFE Green Equity Classification）の認定を受けることができると記された（図表 2 参照）。

図表 2　WFE の「グリーンエクイティ原則」の概要

項目	概要	
序章	・ 本原則は、個々の取引所が上場株式のグリーン・オファリングの仕組みを確立し、サステナブルな経済に資するファイナンスに関する資金フローを向上するために利用できるグローバルな枠組みを定めている ・ この自主的な原則は、株式（新規株式公開〔IPO〕を含む）に関する「グリーン」基準を定義しており、要件を満たした上場株式は、「WFE グリーンエクイティ区分」（WFE Green Equity Classification）の指定を受けることができる	
原則の目的	・ 本原則の目的は、(1)グリーンな活動を行う発行体による資本へのアクセス改善の促進、(2)投資家にグリーンな活動に関する追加情報を提供し、資金配分の決定の支援、である	
適格基準／要件	・ 適格基準は、以下の 5 つの柱で構成されている	
	収益／投資	・ グリーン経済に貢献する収益の割合は、発行体が公表する最新の財務諸表に基づく必要がある ・ 上場発行体は、年間総収益のうち 50%超をグリーン経済に貢献する活動から創出する必要がある ・ プレ収益ステージ（pre-revenue stage）にある発行体は、極めてグリーンとみなされるビジネスモデルを有していることが求められる。取引所は、(1)投資の 50%超がグリーンとみなされる活動に振り向けられている、(2)年間総収益の全てがグリーン経済に貢献する活動から得られている、といった 2 つの基準から選択することができる ・ 取引所は、本原則の範囲内でそれぞれの区分の下でグリーン活動とは何を意味するかを定義し、公表しなければならない
	タクソノミー	・ 取引所は、グリーンな収益または投資を決定するために使用する適格なタクソノミーを定義することができ、公表する必要がある ・ 区分評価を行うため、発行体は、グリーンな収益または投資がグリーン経済に貢献していることを確認するために使用する基準と定義とともに、使用するタクソノミーを示さなければならない。使用したタクソノミー、基準及び定義を公表するとともに、評価報告書に記載しなければならない
	ガバナンス	・ 発行体は、上場企業であることを前提とし、既存の上場要件に従う
	評価	・ グリーン経済に貢献する活動及び関連収益の評価は、取引所が認定した評価者によって毎年実施される必要がある
	開示	・ 発行体は、本基準をどのように満たしているかを適切に開示する必要がある

（出所） World Federation of Exchanges, “The WFE Green Equity Principles,” March 23, 2023、より野村資本市場研究所作成

[4] World Federation of Exchanges, “Exchanges Globally Agree Framework for Green Equities,” March 23, 2023; World Federation of Exchanges, “The WFE’s 9th Sustainability Survey: Exchanges Reach New Milestones in Their ESG Goals,” June 12, 2023.

その後、WFE は同年 9 月、同原則に沿った仕組みを導入する取引所のための実務上の考慮事項を規定したガイダンス（図表 3 参照）を発出すると共に、原則及びガイダンスの両方に関する意見募集を 2024 年 1 月 15 日まで実施する旨を明らかにした[5]。

図表 3　WFE による「グリーンエクイティ原則」に関するガイダンスの概要

項目	概要
適切なリソース	・ 取引所は、分類に関する情報を管理するため、適切な能力／経験を有する特定の従業員またはチームを責任者／チームとして指定（指定機能、designated function）する必要がある
区分の取り消し基準を含む関連プロセス	・ 指定機能は、上場発行体が区分を申請する制度を設置する必要がある ・ 指定機能は、年次（またはより頻繁に）評価が実施されていることと、発行体が継続的に適格基準を満たしていることを監視するための内部プロセスを確立する必要がある ・ 指定機能は、区分を取り消すことができる基準を確立する必要がある。年次評価実施時に、グリーン収益（グリーン経済に貢献する活動から得る収益）の割合が全体の 50%を下回った場合、区分を取り消す必要がある
区分マーク／ロゴと公開情報の提供	・ 取引所は、独自の区分マークまたはロゴをデザインし、WFE のグリーンエクイティ原則に準拠していることを明記することができる。取引所は、ウェブサイト等で、区分を提供していることを説明し、取引所が区分をどのように管理しているか、グリーン活動が何を意味するかについて説明情報を提供する必要がある ・ 取引所は、区分を付与された発行体のリストを保持し、リストが常に最新の状態で維持されるためのプロセスを導入する必要がある。また、リストをウェブサイト等で公開することを検討できる
外部評価者の適格性を評価する基準	・ 指定機能は、認定外部評価者のリストを決定する責任を有することがある。その場合、外部評価者の適格性を評価するための基準を確立する責務がある。基準には、内部ガバナンス管理、倫理及び独立性基準の遵守、利益相反の管理、適切なリスク管理コントロール、サステナビリティに関する知識と経験、グリーンタクソノミーの理解、グリーン収益の評価に係る方法論及び一般的なレビュープロセスに関する透明性、が挙げられる

（注）　実務上の考慮の部分を抜粋。
（出所）World Federation of Exchanges, “WFE Consultation on Green Equity Principles and Guidance,” September 14, 2023、より野村資本市場研究所作成

2．ナスダック・ノルディックによる「グリーンエクイティ指定」

ナスダックの北欧における取引所部門であるナスダック・ノルディックは 2021 年、独自の「グリーンエクイティ指定」の仕組みを開始した[6]。対象は、スウェーデン、フィンランド、デンマーク及びアイスランドの上場・非上場企業である[7]。ナスダック・ノルディックは、WFE と緊密に連携し、WFE による「グリーンエクイティ原則」の策定に関わったこともあり、ナスダック・ノルディックによる仕組みは大部分が WFE の「グリーンエクイティ原則」と共通している。ただし、ナスダック・ノルディックによると、（1）要件において化石燃料関連の収益を限定、（2）「グリーンエクイティ」と「グリーンエクイティ・トランジション」といった 2 つの指定区分を設置、等の違いがある。2 つの指定区分について、（1）グリーンエクイティ指定は、グリーンとみなされる活動からの収益が収益全体の 50%を超え、グリーンな活動に多額の投資を継続している企業、（2）グリーンエクイティ・トランジション指定は、グリーンに移行する意欲があり、グリーンな活動に投資の大部分を振り向けている企業、が対象となっている[8]（図表 4 参照）。

2 種類の指定は、ナスダック・ノルディックによる「グリーンエクイティ原則」に基づく（図表 5 参照）。同原則は、（1）グリーンとみなされる活動と環境目標に関する情報

5　World Federation of Exchanges, “Green Equity Principles & Guidance – Public Call for Comments,” September 14, 2023.
6　Nasdaq, “Nasdaq Collaborates with World Federation of Exchanges on Launch of Green Equity Principles,” April 18, 2023.
7　Nasdaq, “Nasdaq Green Equity.”
8　前掲注 7 参照。

提供、（2）ナスダック認定評価者によるグリーンステータスに関する評価、（3）年次更新、（4）データの透明性、で構成されている。

図表 4　ナスダック・ノルディックによる 2 種類の「グリーンエクイティ指定」の要件の概要

項目	グリーンエクイティ指定	グリーンエクイティ・トランジション指定
収益	グリーン収益が全体の 50%超かつ 化石燃料関連の収益が 5%未満	化石燃料関連の収益が 50%未満
投資	グリーンとみなされる活動への投資（資本的支出と事業運営費の合計）が全体の 50%超	
EU タクソノミーとの整合性	欧州連合（EU）タクソノミーとの整合性（収益、資本的支出及び事業運営費）	
環境目標	2℃目標との整合性	

（出所）Moody's ESG Solution, "Nasdaq Green Designation Assessment," January 2022、より野村資本市場研究所作成

図表 5　ナスダック・ノルディックの「グリーンエクイティ原則」の概要

項目	概要	
原則の位置付け	・本原則は、下記の指定の承認を受ける企業の要件を提示している ➢ ナスダック・グリーンエクイティ指定 ➢ ナスダック・グリーンエクイティ指定－非上場企業 ➢ ナスダック・グリーンエクイティ・トランジション指定 ➢ ナスダック・グリーンエクイティ・トランジション指定－非上場企業	
グリーンとみなされる活動と環境目標に関する情報提供	収益（グリーンとみなされる活動による収益）	・ナスダック・グリーンエクイティ指定／ナスダック・グリーンエクイティ指定－非上場企業は、最新の監査済年次財務報告書で評価された、グリーンとみなされる活動からの収益が収益全体に占める割合 50％超かつ化石燃料関連収益が収益全体に占める割合 5％未満。企業は、透明性を確保すべく、収益を評価するために必要な情報を全て共有する必要がある ・ナスダック・グリーンエクイティ・トランジション指定／ナスダック・グリーンエクイティ・トランジション指定－非上場企業は、グリーンとみなされる活動による収益に関する最低水準はないが、化石燃料からの収益が収益全体の 50％未満である必要がある
	投資	・最新の監査済年次財務報告書で評価された、グリーンとみなされる活動に対する投資（資本的支出と事業運営費の合計）が投資全体に占める割合が 50%超。企業は透明性を確保すべく、投資を評価するために必要な情報を全て共有する必要がある
	EU タクソノミーとの整合性	・企業は、事業活動が EU タクソノミーに含まれている範囲で、環境的にサステナブルな活動（売上高、資本的支出、事業運営費）に関して、EU タクソノミーとの整合性を表明しなければならない。EU タクソノミーで定義されているミニマムセーフガード基準及び著しい害を与えない（DNSH）基準を考慮しなければならない
	環境目標	・企業はパリ協定に関して、科学的根拠に基づく目標や気候に関する重要業績評価指標（KPI）など、関連する環境目標と KPI に関する情報を提供しなければならない
ナスダック認定評価者によるグリーンステータスに関する評価	・企業が本原則に準拠しているか否かは、ナスダック認定評価者によって評価されなければならない ・ナスダック認定評価者は、独自の公開された方法論を適用し、ナスダックの ESG データポータルで共有されたデータを含む全ての必要な情報を分析し、評価レポートを作成する	
年次更新	・企業が指定を維持するためには、毎年更新する必要がある。年次更新は、ナスダック認定評価者による本原則への継続的な適合性といった限定的な評価に基づく。3 年毎に全面的な評価が必要となる	
データの透明性	・企業は、グリーン収益と投資といった環境関連情報、EU タクソノミーとの整合性、環境目標などの関連情報を、ナスダックの ESG データポータルで最初の申請時に共有するとともに、指定の年次更新時に毎年更新することにコミットする必要がある	

（出所）Nasdaq, "Nasdaq Green Equity Principles"、より野村資本市場研究所作成

ナスダック・ノルディックでは2024年8月末現在、S&Pグローバル（シェイズ・オブ・グリーン〔Shades of Green〕、前・国際気候研究センター〔CICERO〕）及びムーディーズ ESG ソリューションを認定評価者としている[9]。両者ともナスダック・ノルディックの

9　前掲注 7 参照。

グリーンエクイティ原則との適合性を判断する方法を採っているが、S&P グローバルは、シェイズ・オブ・グリーンの手法に基づき、評価企業の収益、投資、事業運営費を 5 段階の色合いに分類するといった特徴を有している（図表 6 参照）。

ナスダック・ノルディックが公表した「グリーンエクイティ指定」を受けた企業一覧（11 社、2024 年 9 月末時点）によると、（1）本社所在国はスウェーデンが 8 社（全体の 7 割強）で残りがフィンランド、（2）指定区分は 8 社（同 7 割強）が「グリーンエクイティ」、2 社（同 2 割弱）が「グリーンエクイティー非上場企業」、1 社（同 1 割弱）が「グリーンエクイティ・トランジション」、（3）セクターは 5 社（同 45%）が不動産、（4）外部評価は 11 社全てが S&P グローバルから取得、となっている（図表 7 参照）。

図表 6　ナスダック認定評価者による評価の概要

S&P グローバル
・ ナスダック・ノルディックの「グリーンエクイティ原則」との適合性を下記の項目により評価 ➢ 企業の収益全体の 50%超がグリーン活動（ライトグリーン、ミディアムグリーン、ダークグリーンと評価される活動）から創出されている ➢ 企業の化石燃料関連活動（レッドと評価される活動）から創出される収益が全体の 5%未満 ➢ 企業の投資全体のうち 50%超がグリーン関連（ライトグリーン、ミディアムグリーン、ダークグリーンに評価される活動）に対するもの ➢ 企業から提供された情報（環境に関する閾値、DNSH、社会的セーフガード）に基づく、企業の活動と EU タクソノミーとの整合性に関する透明性 ➢ 企業の環境目標と KPI に関する透明性
・ 5 段階の色合いの分類 ➢ ダークグリーン：低炭素で気候変動に強靭な未来といった長期ビジョンに対応するプロジェクトやソリューションに付与（例：太陽光発電） ➢ ミディアムグリーン：長期ビジョンの実現に向けた重要な段階にあるものの、まだ実現に至っていないプロジェクトやソリューションに付与（例：省エネルギー建物） ➢ ライトグリーン：排出量が固定されないトランジション活動に付与。これらのプロジェクトは、低炭素で気候変動に強靭な長期的な解決策ではなく、排出量を削減したり、短期的に他の環境上のメリットをもたらす（例：ハイブリット車） ➢ イエロー：低炭素で気候変動に強靭な未来へのトランジションに明確に貢献しないプロジェクトや解決策に付与。本カテゴリーには、評価するための情報が少なすぎる活動も含まれる（例：ヘルスケアサービス） ➢ レッド：低炭素で気候変動に強靭な未来において果たすべき役割を有さないプロジェクトやソリューションに付与。排出量が最も多い資産、すなわち、カーボンロックイン(注 1)の可能性や座礁資産(注 2)となるリスクが最も高い資産が該当（例：新規石油採掘）
ムーディーズ ESG ソリューション
・ 独自のフレームワークを適用し、下記の項目を評価 ➢ 企業の収益全体のうち、50%超がグリーン活動による ➢ 企業の投資全体のうち、50%超がグリーン企業及びグリーン活動に対するもの ➢ 企業の収益全体のうち、化石燃料に関するものが 5%未満である ➢ 環境及びサステナビリティ関連の主要 KPI に関する証拠を公表している ➢ ビジネス慣行が EU タクソノミーに沿っている

（注）　1. カーボンロックインとは、二酸化炭素（CO2）排出量が大きい設備が耐用年数まで維持され、排出が続くこと。
2. 座礁資産とは、市場環境や社会環境が激変することにより、価値が大きく毀損する資産。

（出所）S&P Global, “Shades of Green Methodology Description for Nasdaq Green Designation,” October 2023; Moody’s ESG Solution, “Moody’s Verification of the Nasdaq Green Designation Assessment”、より野村資本市場研究所作成

ナスダック・ノルディックでは、「グリーンエクイティ指定」のメリットについて、（1）認定評価者による評価を通じた「信頼性」（credibility）確保、（2）指定を受けた企業はナスダックのウェブサイト等を通じてグリーンビジネスモデル、戦略、重要業績評価指標（KPI）等を公表可能と言う意味で、「透明性」（transparency）確保、（3）ナスダックのデジタルチャンネルを通じた指定企業の「可視性」（visibility）向上、と説明し

ている[10]。一方、指定企業においては、（1）化学やポリマーを取り扱っていてもビジネスがサステナブルであることを示すとともに、高度なサステナブル関連の取り組みに対して、従業員、顧客、投資家に安心感を醸成することができた（ネクサム・ケミカル〔Nexam Chemical〕）、（2）グローバルなインパクト投資家の間で認知度を高める一助になった（ラモー・コーポレーション〔Lamor Corporation〕）、（3）指定を通じて投資家等のステークホルダーに透明性を提供できた（ゴッドシンレセン・ノルディック、Godsinlösen Nordic）、といったメリットを享受していると報じられている[11]。

図表 7　ナスダック・ノルディックによる「グリーンエクイティ指定」を受けた企業一覧

企業名	本社所在国	セクター	指定区分	外部評価
Wästbygg Gruppen	スウェーデン	不動産	GE	S&P グローバル
Annehem Fastigheter	スウェーデン	不動産	GE	S&P グローバル
Platzer Fastigheter	スウェーデン	不動産	GE	S&P グローバル
Castellum	スウェーデン	不動産	GE	S&P グローバル
Fabege	スウェーデン	不動産	GE	S&P グローバル
Lamor Corporation	フィンランド	廃棄物処理	GE	S&P グローバル
Kempower	フィンランド	製造業（EV インフラ）	GE	S&P グローバル
Godsinlösen Nordic	スウェーデン	修理・リユース・サービス	GE	S&P グローバル
Nexam Chemical Holding	スウェーデン	化学	GET	S&P グローバル
Primrock	スウェーデン	エネルギーサービス	GEP	S&P グローバル
Solar Foods	フィンランド	食品製造	GEP	S&P グローバル

（注）　1. 2024 年 9 月 30 日時点。
2. 指定区分は、グリーンエクイティ＝GE、グリーンエクイティ・トランジション＝GET、グリーンエクイティ―非上場企業＝GEP。

（出所）Nasdaq, “Nasdaq Green Designation Company Assessment Reports,” August 31, 2024、S&P グローバル、より野村資本市場研究所作成

３．B3 による「BAV 指定」

サンパウロ証券取引所（B3）は 2024 年 5 月、グリーンエクイティを指定する「BAV 指定」を開始した[12]。「BAV 指定」は、環境保護と気候変動対応に貢献する活動を行う企業を識別すべく、上場企業や新規株式公開（IPO）を行う企業に対して B3 が指定を行うものである。

ブラジルは、2024 年に 20 ヵ国・地域首脳会合（G20）の議長国となっているほか、2025 年 11 月に第 30 回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP30）が開催予定となっている。そのような中、同取引所は、（1）G20 や COP30 の開催を踏まえると、企業や投資家が気候変動に関する目標を達成し、移行を迅速に進めるために役立つ投資ソリューションを支援するまたとない機会となり得る、（2）取引所に上場する金融商品を推進すべく公開市場を動員することが重要であるとともに、大規模かつサステナブルな資本が特に新興

[10] Nasdaq, “Enhancing Visibility and Transparency for Companies Seeking Sustainable Investments.”
[11] “Nasdaq’s First Green Designations of 2022: Celebating the Beginning of a Sustainable Future,” *KnowESG*, April 5, 2022.
[12] Bolsa do Brasil, “Circular Letter,” May 7, 2024; Bolsa do Brasil, “Ações Verdes.”

市場やフロンティア市場において不可欠、といった考えの下、「BAV 指定」を開始した[13]。

「BAV 指定」の要件は、トランジション指定や、EU タクソノミーとの整合性に関する要件が含まれていないといった点などを除けば、ナスダックの仕組みに類似している（図表 8 参照）。ただし、EU タクソノミーとの整合性については、BAV 指定の唯一の認定評価者（2024 年 8 月末時点）である S&P グローバルが評価を行う際、EU タクソノミーで適格な活動のみを閾値の算出に含めるとしている（図表 9 参照）。

S&P グローバルのウェブページによると 2024 年 9 月末現在、サンパウロ州上下水道公社（Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo、SABESP）及び廃棄物処理、緊急対応及び環境サービスを提供するアンビパー（Ambipar）のみが BAV 指定を受けているとみられる[14]。なお、SABESP は 2024 年 6～7 月にかけて民営化を実施し、ブラジルの電力持株会社のエクアトリアル（Equatorial Energia）、投資ファンド、個人等が新たに投資家となり、州政府の保有比率は 50.3%から 18.3%に低下しており[15]、株式の公募等も踏まえて BAV 指定を受けた可能性がある。

図表 8　BAV 指定ガイドラインの概要

項目	概要
ガイドラインの位置付け	・ 本ガイドラインは、BAV 指定の特徴と B3 の上場企業が BAV 指定を受けるための条件を定めている ・ BAV 指定は任意であり、認定評価者が本ガイドラインに定められた要件に適合していることを確認の上、実施される
認定評価者	・ B3 の認定評価者になるためには、ブラジルに所在、組織の規模と活動領域に適した人的及び技術的資源を構成・維持している等の要件を満たす必要がある
BAV 指定企業の要件	・ 企業が BAV 指定を受けるために、認定評価者は、企業が下記要件を満たしていることを宣言しなければならない ➢ グリーン経済に貢献する活動からの収益が収益全体の 50%超 ➢ グリーン経済に貢献する年間投資及び運営事業費が全体の 50%超 ➢ 化石燃料活動から生じる収益が全体の 5%未満 ・ BAV の指定を維持するために、認定評価者は毎年活動を評価する必要がある。最初の評価は全面的に行われ、次の 2 年間で全面的または限定的なものが企業の裁量で選択される。ただし、3 年毎に全体的な評価が義務付けられる ・ 認定評価者によるレポートは、企業が一般に公表しなければならない ・ B3 は、企業が人権または環境慣行に関連するコンプライアンス違反がある、企業、株主、取締役または役員が環境・社会・ガバナンス（ESG）に関連した出来事や事件に関係し、BAV の概念や B3 のイメージを損なう可能性がある等の場合、BAV の指定を停止または付与しないことができる

（出所）Bolsa do Brasil, “Circular Letter,” May 7, 2024、より野村資本市場研究所作成

図表 9　BAV 指定の認定評価者（S&P グローバル）による評価の概要

・ BAV 要件との整合性を評価するために、5 段階の色合い(注)のうち、ダークグリーン、ミディアムグリーン、ライトグリーンに該当する活動がグリーン経済に貢献すると判断する。BAV の要件について、EU タクソノミーで適格な活動のみが、BAV の閾値の算出に含まれる
  ➢ 収益全体のうち 50%超がグリーン経済に貢献
  ➢ 投資（資本的支出）及び運営事業費の 50%超がグリーン経済に貢献
  ➢ 化石燃料に関連する収益が収益全体の 5%未満
・ 企業評価レポートは、色合い評価またはガバナンスセクションのいずれかで、環境に関するネガティブ・インパクトとリスクに関する透明性を確保する。BAV 要件との適合性は、更新された企業評価を通じて毎年再確認される

（注）　5 段階の色合いの分類は、前掲図表 6 を参照。

（出所）S&P Global, “Shades of Green Methodology Description for B3 Ações Verdes,” June 10, 2024、より野村資本市場研究所作成

[13] World Federation of Exchanges, “Green Equities: Capital Markets as a Force for Good,” May 2024.

[14] S&P Global, “Company Assessments: Public Reports.”（2024 年 9 月 30 日閲覧）
＜https://www.spglobal.com/ratings/en/products-benefits/public-reports/company-assessments＞

[15] 「サンパウロ州上下水道公社の民営化が完了（サンパウロ発）」『ジェトロ・ビジネス短信』2024 年 7 月 24 日。

Ⅲ 発行体による取り組み

発行体については、グリーンエクイティ関連の資金調達を行った順に、（1）不動産投資法人によるグリーンエクイティの発行体として、日本プロロジスリート投資法人（プロロジス R）、（2）SLCB の発行体として、イタリアの石油・ガス大手のエニ（Eni）、（3）グリーン CB 及びグリーン社債型種類株式の発行体として、日本のインフロニア・ホールディングス（インフロニア HD）、を事例として取り上げ、資金調達に関する取り組みを概観する。

１．プロロジス R によるグリーンエクイティ

日本の不動産投資法人であるプロロジス R は 2021 年 2 月、日本の不動産投資信託（J-REIT）として初となるグリーンエクイティ・オファリングに取り組み始めた。

物流不動産会社の米プロロジス・グループは、プロロジス R も含めた複数の発行体でグリーンファイナンスに取り組んでいる。プロロジス R は、環境負荷をできるだけ低減したエネルギー効率の高い先進的物流施設への投資とその運用に積極的に取り組む一環で、2018 年 8 月よりグリーンボンドを発行している[16]。2021 年 1 月には、グリーンエクイティ・フレームワーク[17]を策定し、翌月よりグリーンエクイティ・オファリングを開始した。

プロロジス R は、グリーンエクイティ・オファリングを開始した背景として、ESG 投資に強い関心を持つ投資家の需要を一層喚起することを目指す、（2）本投資法人の投資家層のさらなる拡大とエクイティ資金調達力の中長期的な強化に資すると考えている、と説明した[18]。同社は 2021 年 2 月以降、2024 年 9 月末時点で 4 回のグリーンエクイティ・オファリング（調達額合計 1,131.44 億円）を実施している（図表 10 参照）。なお、プロロジス R がグリーンエクイティ・オファリングを開始して以降、日本の他の不動産投資法人も同様の手法により資金調達を行っている[19]。

プロロジス R のグリーンエクイティ・フレームワークは、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則（GBP）の 4 つの核となる要素を参照して構成されている（図表 11 参照）。そして、外部評価機関の DNV GL ビジネス・アシュアランス・ジャパン（当時、現・DNV ビジネス・アシュアランス・ジャパン）によるセカンドパーティ・オピニオン（SPO）には「GBP 等で定められる 4 つの核となる要素の主要な要件に合致していること、

16 プロロジス R のグリーンボンドの詳細は、江夏あかね・加藤貴大「不動産セクターとサステナブルファイナンス―評価・認証制度と共に続く発展―」『野村サステナビリティクォータリー』第 2 巻第 3 号（2021 年夏号）、を参照されたい。

17 Nippon Prologis REIT, “Green Equity Framework,” January 2021.

18 日本プロロジスリート投資法人「新投資口発行（グリーンエクイティ・オファリング）及び投資口売出し等に関するお知らせ」2021 年 1 月 20 日。

19 例えば、外部評価機関の DNV GL ビジネス・アシュアランス・ジャパンがグリーンエクイティ・フレームワークの評価を行った不動産投資法人は 2024 年 8 月 31 日時点で、プロロジス R 以外で、CRE ロジスティックスファンド投資法人、三菱地所物流リート投資法人となっている。

また、グリーンファイナンスの定義・目的である『環境への利益を伴う新規プロジェクトもしくは既存プロジェクトへの資本調達及び投資を可能にする』という点と一致していることを意見表明」[20]する旨が記されている。

図表 10　プロロジス R によるグリーンエクイティ・オファリングの概要

払込日	調達額（億円）	資金使途
2021 年 2 月 2 日	356.04	適格グリーンプロジェクトである 3 物件（プロロジスパーク千葉ニュータウン、プロロジスパーク千葉 2 及びプロロジスパークつくば 2）の取得資金の一部
2021 年 12 月 10 日	294.91	適格グリーンプロジェクトである 3 物件（プロロジスパーク猪名川 2、プロロジスパーク神戸 5 及びプロロジスパーク海老名 2）の取得資金のために 2021 年 12 月 1 日に借り入れた短期借入金 571 億円の期限前弁済資金の一部
2022 年 12 月 14 日	236.49	適格グリーンプロジェクトである 3 物件（プロロジスパーク猪名川 1、プロロジスパーク神戸 3 及びプロロジスパーク小郡）の取得資金の一部
2023 年 6 月 1 日	244.00	適格グリーンプロジェクトであるプロロジスパーク草加の取得資金の一部

（注）　2024 年 9 月 30 日時点。
（出所）日本プロロジスリート投資法人「グリーンファイナンスへの取組み」、より野村資本市場研究所作成

図表 11　プロロジス R によるグリーンエクイティ・フレームワークの概要

1. 資金調達の方法
調達資金は、適格グリーンプロジェクトへの新規若しくは既存の投資または支出に充当する
2. 調達資金の使途
調達資金が充当されるプロジェクトは、本資産運用会社の「ESG コミッティー」により、評価と選定が行われる
3. プロジェクトの評価及び選定のプロセス
調達資金は、本投資法人の資産ポートフォリオのうち、適格グリーンプロジェクトからなるポートフォリオ（適格グリーンプロジェクト・ポートフォリオ）に充当される
4. レポーティング
本投資法人は、グリーンエクイティ・オファリングによる新投資口発行から 1 年以内に、本ウェブサイト上において、適格グリーンプロジェクト・ポートフォリオへの調達資金の充当状況を報告する（資金充当状況レポーティング）。本投資法人は、実務上可能な限り、以下の情報を開示する ・　充当された調達資金の総額 ・　適格グリーンプロジェクトの件数 ・　未充当の調達資金の額 ・　適格グリーンプロジェクト・ポートフォリオ内の資産が取得した認証レベル等
適格グリーンプロジェクト
1. 下記①～⑤の第三者認証機関の認証のいずれかを取得・更新済もしくは今後取得・更新予定の資産

① LEED	Platinum、Gold、Silver（LEED BD+C の場合は v4 以降）
② BREEAM	Outstanding、Excellent、Very Good
③ CASBEE	S、A、B+　自治体版 CASBEE における S、A、B+（ただし、工事完了日から 3 年以内のものに限る）
④ DBJ Green Building 認証	5 つ星、4 つ星
⑤ BELS	BELS（2016 年基準）：5 つ星、4 つ星 BELS（2024 年基準）における以下のレベル 非住宅：レベル 6～レベル 4 再生可能エネルギー設備がある住宅：レベル 6～レベル 3 再生可能エネルギー設備がない住宅：レベル 4～レベル 3

2. エネルギー効率性向上または環境負荷軽減を目的とした資産または改修工事（改修工事計画時点で 30%以上の削減効果が認められるもの）
3. 再生可能エネルギー発電設備及びその設置工事

（出所）日本プロロジスリート投資法人「グリーンファイナンスへの取組み」、より野村資本市場研究所作成

[20] DNV GL ビジネス・アシュアランス・ジャパン「日本プロロジスリート投資法人 グリーンエクイティ・フレームワーク　グリーン適格性アセスメント報告書　DNV GL セカンドパーティ・オピニオン」2021 年 1 月。

２．エニによる SLCB

エニは 2023 年 9 月、エネルギーセクターで世界初となる SLCB（発行年限 7 年、シニア無担保、10 億ユーロ）を発行した[21]。本 SLCB は、転換価格 17.5513 ユーロ（参照価格 14.6261 ユーロに 20%上乗せした形）で、イタリア証券取引所（Borsa Italiana）に上場しているエニの普通株式に転換可能となっている。また、同社が 2025 年 12 月 31 日までに、（1）上流事業でのカーボンフットプリント[22]（スコープ 1 及び 2）が 5.2MtCO2eq（二酸化炭素〔CO2〕換算 100 万トン、2018 年ベースライン比 65%減）、（2）再生可能エネルギー事業の導入量 5GW 以上、という目標の一方または両方を達成しなかった場合、本 CB の元本の 0.5%に相当する金額が投資家に対して第 4 回利払日（2027 年 9 月 14 日）に支払われる仕組みとなっている。

近年のエニによる資金調達状況を見ると、2021 年 6 月にサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）の発行を開始し、2023 年 2 月、同年 5 月、同年 9 月と継続発行しており、2 回目の 2023 年 2 月に初めて個人投資家向け、4 回目の 2023 年 9 月で初めて CB の形式での起債を行った。エニは、サステナビリティ・リンクでの資金調達に取り組む理由について、（1）主要なエネルギー企業の一社として、ESG へのコミットメントを推進し、有意義で困難な目標を達成することで環境問題に取り組む義務がある、（2）SLB、サステナビリティ・リンク・ローン（SLL）、その他のサステナビリティ・リンク金融商品（デリバリティブやその他の形態）を含む新しいサステナビリティ・リンク証券を発行していくことで、サステナブルファイナンスにおける主導的役割をさらに強化することを目指している、（3）サステナビリティと財務戦略を組み合わせ、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）の達成の症例を通じて、事業にとって関連性が高く、中核的かつ重要なサステナビリティ・パフォーマンスを改善していく、と説明している[23]。

エニの一連の SLB は、サステナビリティ・リンク・ファイナンシング・フレームワークに基づいている[24]。同フレームワークは、ICMA による SLB 原則（SLBP）とローン・マーケット・アソシエーション（LMA）等による SLL 原則に沿って作成されている（図表 12 参照）。また、ムーディーズより SPO を取得しており、両原則に関して適合している旨を確認するとともに、「サステナビリティ・クオリティ・スコア（SQS）」で 5 段階のうち、

[21] Eni, “Eni Launches the First Sustainability-Linked Convertible Bond Issue in its Sector,” September 7, 2023; Eni, “Eni Announces the Successful Placement of its Sustainability-Linked Convertible Bond,” September 7, 2023.

[22] カーボンフットプリントは、製品やサービスの原材料調達から廃棄、リサイクルに至るまでのライフサイクル全体を通じて排出される温室効果ガス（GHG）の排出量を CO2 排出量に換算し、製品に表示された数値若しくはそれを表示する仕組み。

[23] Eni, “Eni Sustainability-Linked Financing Framework,” April 2023.

[24] 同フレームワークは、2021 年 5 月に当初策定された後、2023 年 5 月に更新された（Eni, “Eni Sustainability-Linked Financing Framework,” May 2021; Eni, “Eni Sustainability-Linked Financing Framework,” April 2023）。

上から 4 番目の「SQS4：Intermediate（中位）[25]」と評価している[26]。

図表 12　エニによるサステナビリティ・リンク・ファイナンシング・フレームワークの概要

1. KPI の設定				
下記 4 つの KPI が 2050 年までに温室効果ガス（GHG）排出量のスコープ 1、2 及び 3 の完全カーボンニュートラルを達成するエニの戦略に完全に合致すると考え、選択した				
KPI#1　再生可能エネルギー事業の導入量（エニのシェア）				
KPI#2　同社の上流事業でのカーボンフットプリント（スコープ 1 及び 2）				
KPI#3　GHG のライフサイクル排出量（スコープ 1、2 及び 3）				
KPI#4　ネット・カーボンインテンシティ(注)（スコープ 1、2 及び 3）				
2. SPTs の測定				
SPT#1　再生可能エネルギー事業の導入量				
最終年度	2025	2026	2030	
SPT	5GW	5.25GW	11GW	
SPT#2　同社の上流事業でのカーボンフットプリント（スコープ 1 及び 2）				
最終年度	2024	2025	2030	
SPT	7.4MtCO2eq	5.2MtCO2eq	0MtCO2eq	
	2018 年比 50%減	2018 年比 65%減	2018 年比 100%減	
SPT#3　GHG のライフサイクル排出量（スコープ 1、2 及び 3）				
最終年度	2030	2035	2040	2050
SPT	328MtCO2eq	227MtCO2eq	101MtCO2eq	0MtCO2eq
	2018 年比 35%減	2018 年比 55%減	2018 年比 80%減	2018 年比 100%減
SPT#4　同社の上流事業でのカーボンフットプリント（スコープ 1、2 及び 3）				
最終年度	2030	2040	2050	
SPT	58gCO2eq/MJ	34gCO2eq/MJ	0gCO2eq/MJ	
	2018 年比 15%減	2018 年比 50%減	2018 年比 100%減	
3. 債券の特性				
エニのサステナビリティ・リンク・ファイナンスの調達資金は、一般的な事業目的に活用される 該当する SPT 観測日に、エニが選択した SPT を達成できなかった場合、ステップ・アップ・マージンまたは調整マージンが発動し、当該基準日移行の金利期間に適用される金利が引き上げられる				
4. レポーティング				
エニの SPT は、エニのウェブサイト及び／または年次報告書で少なくとも年 1 回公表される				
5. 検証				
エニの KPI のパフォーマンスは、関連する基準日の SPT に基づき、外部検証者による検証を受ける				

（注）　カーボンインテンシティ（炭素排出原単位）は、CO2 換算排出量を売上高等で除した指標。
（出所）Eni, “Eni Sustainability-Linked Financing Framework,” April 2023、より野村資本市場研究所作成

エニによる SLCB の発行は、バランスの取れた財務構造を維持しつつ、将来のビジネスニーズに対応し、投資家基盤を拡大することが目的とされた[27]。SLCB をめぐっては、2020 年 11 月にフランスの大手電機機器メーカーのシュナイダーエレクトリック（Schneider Electric）が世界初の起債を行って以降、同国の決済サービス企業のエデンレッド（Edenred）やエンジニアリング企業のスピー（Spie）等も発行に取り組んでいる[28]。エニの SLCB をめ

[25] ムーディーズの SPO は、金融商品／フレームワークが関連するサステナビリティ原則とどのように適合しているか、そして発行体の長期的なサステナビリティ・デベロップメントの促進にどの程度貢献すると期待されるかを評価するものであり、原則との適合とサステナビリティへの貢献度を考慮している。総合的な評価は、5 段階（最も高い SQS1～最も低い SQS5）のサステナビリティ・クオリティ・スコアによって示される。SQS4 は、「金融商品／フレームワークは総合的にサステナビリティの質が中位と考えられる。開示情報の関連原則との適合もしくは金融商品／フレームワークに期待される発行体の長期的なサステナビリティ・デベロップメントの促進への貢献に弱さが認められ、それを相殺する強みが限定的」との評価である（ムーディーズ「格付記号と定義」2023 年 12 月）。

[26] Moody’s, “Eni S.p.A: Second Party Opinion- Sustainability-Linked Financing Framework Assigned SQS4 Sustainability Quality Score,” April 21, 2023.

[27] Eni, “Eni Launches the First Sustainability-Linked Convertible Bond Issue in its Sector,” September 7, 2023.

[28] “Eni Prepares Ground-Breaking Sustainability-Linked Convertible Bond,” *Environmental Finance*, September 7, 2023.

ぐっては、発行額（10億ユーロ）に対して、英国、フランス、スイス等の投資家から約28億ユーロの応募があった[29]。なお、ブルームバーグは、同社の SLCB の起債について、（1）CB 市場は過去においてハイイールドの発行体が中心だったが、エニの信用格付水準が比較的高いことが堅調な投資需要につながった可能性がある、（2）エニは同起債を通じて、サステナブルな金融商品による資金調達かつ普通社債に比して低い利率での借り替えという2つの機会を得ることになった、との金融市場関係者の意見を報じている[30]。

３．インフロニア HD によるグリーン CB とグリーン社債型種類株式

インフロニア HD は、2024年4月に転換社債型新株予約権付社債（グリーン CB、発行年限5年、ゼロ・クーポン、600億円）、同年7月にグリーン社債型種類株式を発行した。

インフロニア HD は、前田建設工業、前田道路及び前田製作所が経営統合して2021年10月に設立された持株会社である。同社は 2022 年 8 月にグリーンファイナンス・フレームワークを策定し、翌月にグリーンボンドを発行している[31]。

同社は、成長戦略の核となるインフラ運営事業の一環として再生可能エネルギー事業を掲げる中、風力発電を手掛ける日本風力開発の株式を2024年1月に取得し、完全子会社化した[32]。同社は、株式取得に当たって金融機関より 2,184 億円の借入を行い、1 年以内にリファイナンスする旨を明らかにしていたが、その返済資金の一部に充当すべく、グリーン CB を2024年4月に発行した[33]。なお、資金使途の対象に風力発電等を追加すべく、グリーンファイナンス・フレームワークを同年 3 月に更新し（図表 13 参照）、日本格付研究所（JCR）より GBP 等に関する適合性に関する外部評価を取得している[34]。

---

29 “Eni Raises €1bn from Debut Sustainability-Linked Convertible Bond,” *Environmental Finance*, September 8, 2023.

30 “Eni Cashes in on Convertible Bond Demand with €1 Billion Offer,” *Bloomberg*, September 8, 2023.

31 インフロニア・ホールディングス「グリーンファイナンス・フレームワーク」2022 年 8 月、同「インフロニア・ホールディングス株式会社第1回無担保社債（グリーンボンド）発行条件決定に関するお知らせ」2022年9月8日。

32 インフロニア・ホールディングス「日本風力開発株式会社の株式の取得（完全子会社化）完了に関するお知らせ」2024年1月31日。

33 インフロニア・ホールディングス「日本風力開発株式会社の株式取得に係る資金調達のお知らせ」2024年1月17 日、同「2029 年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（グリーン CB）の発行に関するお知らせ」2024 年 3 月 21 日、同「2029 年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（グリーン CB）の発行条件等の決定に関するお知らせ」2024年3月21日。

34 本フレームワークは、GBP、GLP、グリーンボンドガイドライン及びグリーンローンガイドラインが定める 4 つの要件に沿って策定されている。JCR は総合評価を最上位の「Green1（F）」とした（インフロニア・ホールディングス「グリーンファイナンス・フレームワーク」2024年3月、日本格付研究所「インフロニア・ホールディングス株式会社　グリーンファイナンス・フレームワーク　据置」2024年3月21日）。

図表 13　インフロニア HD によるグリーンファイナンシング・フレームワークの概要

1. 調達資金の使途
グリーンファイナンスによる調達資金は、当社グループにおける以下の適格クライテリアを満たすプロジェクト（適格プロジェクト）に係る新規支出またはリファイナンスに充当する予定
2. プロジェクトの評価及び選定のプロセス
財務戦略部は、当社グループの方針との整合性や中長期経営計画『INFRONEER Vision 2030』への貢献度について関係部署と協議を行った上で、適格クライテリアへの適合性を評価し、候補となるプロジェクトの選定を行う。適格プロジェクトの最終決定は、代表執行役社長が行う
3. 調達資金の管理
グリーンファイナンスによる調達資金は、財務戦略部が適格プロジェクトへの充当状況を関連部署と共有した上で、内部会計システムを用いて追跡管理する。調達資金は、グループ会社または SPC（特別目的会社）を通じて適格プロジェクトに充当されることがある。グリーンファイナンスによる調達資金は、当該グリーンファイナンスの実行から概ね 12 ヶ月以内にその全額を適格プロジェクトに充当する予定である
4. レポーティング
グリーンファイナンスによる調達資金の充当状況及び環境改善効果として、当社が定めた内容について、合理的に実行可能な限りにおいて、年1回、当社ウェブサイト上に開示する

適格プロジェクト

事業カテゴリー	適格クライテリア
グリーンビルディング	以下のいずれかの第三者認証機関の上位 2 つの認証または再認証を取得済または今後取得予定の不動産の建設 ・ DBJ Green Building 認証における 5 つ星または 4 つ星 ・ BELS 認証（2016 年基準）における 5 つ星または 4 つ星 ・ BELS 認証（2024 年基準）における以下のレベル ➢ 非住宅：レベル 6～レベル 4 ➢ 再生可能エネルギー設備がある住宅：レベル 6～レベル 3 ➢ 再生可能エネルギー設備がない住宅：レベル 4～レベル 3 ・ CASBEE（自治体版含む）における S ランクまたは A ランク ・ LEED 認証における Platinum または Gold ・ BREEAM 認証における Outstanding または Excellent ・ ZEB（ネット・ゼロ・エネルギー・ビル）／ZEH（ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス）／ZEH-M（ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス・マンション）（nearly、ready、oriented を含む）
エネルギー効率	・ ZEB 化/ZEH 化/ZEH-M 化を目指した建築物の改修 ・ 従来比 30%以上のエネルギー効率改善が見込まれる ➢ 建設物の改修 ➢ 省エネ性能の高い機器・設備の導入
再生可能エネルギー	・ a、b、c いずれに関連する設備投資（土地の賃貸・購入、施設建設、設備の購入・設置、運営、保守・管理、施設拡張を含む） ・ a、b、c いずれの事業を専業とする先の株式取得資金 a. 太陽光発電 b. 陸上及び洋上風力発電 c. バイオマス発電
汚染防止及び抑制	バイオ重油製造プラントに関連する設備投資（土地の賃貸・購入、施設建設、設備の購入・設置、運営、保守・管理、施設拡張を含む）

（出所）インフロニア・ホールディングス「グリーンファイナンス・フレームワーク」2024 年 3 月、より野村資本市場研究所作成

インフロニア HD では、資金調達手段としてグリーン CB を選択した狙いとして、資金調達コストの最小化、調達手段の多様化、既存株主への配慮等を挙げている（図表 14 参照）。既存株主への配慮として付与された転換制限条項は、期中の株価が転換価格の 150%（～満期 1 年前）または 130%（満期 1 年前～満期 3 ヶ月前）を一定期間（各四半期の最終 20 連続取引日）超えて推移しない限り、CB 投資家が転換請求することができないという仕組みである[35]。同社のグリーン CB は、欧州、アジアを中心とした海外市場（米国を除く）で募集が行われた。

[35] インフロニア・ホールディングス「2029 年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（グリーン CB）の発行に関する補足説明資料について」2024 年 4 月 4 日。

図表 14　インフロニア HD による新株予約権付社債発行の狙い

- 本新株予約権付社債は、ゼロ･クーポンで発行されるため、今般の資金調達に伴う金利コストの発生を回避でき、資金調達コストの最小化を図った調達手段である
- 本新株予約権付社債は、当社の資金調達手段の多様化に寄与し、今後の資金調達戦略における柔軟性向上が期待できる
- 本新株予約権付社債について、時価を上回る転換価額を設定することで、1株当たり利益の希薄化を極力抑制し、既存株主に配慮した設計となる
- 本新株予約権付社債は、転換制限条項を付与しており、普通株式への転換可能性を抑制し、既存株主に配慮した負債性の高い設計となっている

（出所）インフロニア・ホールディングス「2029 年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（グリーン CB）の発行に関するお知らせ」2024 年 3 月 21 日

インフロニア HD は 2024 年 8 月、第 1 回社債型種類株式（グリーン社債型種類株式、発行価格総額 1,000 億円、2,000 万株）を発行し、東証プライム市場に上場した[36]。調達した資金の使途は、グリーン CB と同様に、同社のグリーンファイナンス・フレームワークに基づく適格プロジェクトである、日本風力開発の株式取得（子会社化）に伴う金融機関からの借入金の返済資金が予定されている。

インフロニア HD による社債型種類株式は、2023 年 11 月のソフトバンク[37]に続いて日本で 2 件目、グリーン社債型種類株式としては本邦初となった。同社がグリーン社債型種類株式を資金調達手段として選択した背景について、グループ戦略である「総合インフラサービス企業」としての推進を支えるべく、健全な財務基盤の確保に向けた施策を検討する中で、既存株主への議決権の希薄化が生じず、個人投資家を中心とした幅広い投資家からの調達が有用となり得るとの考えを明らかにした[38]。また、社債型種類株式の特徴として、（1）会計上／格付上のいずれも資本を拡充し、原則として 2029 年 8 月 1 日以降に同社による取得が可能、（2）既存株主の議決権の希薄化は生じず、財務指標への影響も限定的、（2）資本性調達手法としては劣後債と普通株式の双方の特徴を有し、東京証券取引所で自由に売買することが可能、等の点を挙げた（図表 15～16 参照）。

[36] インフロニア・ホールディングス「第 1 回社債型種類株式優先配当金の配当年率の決定に関するお知らせ」2024 年 7 月 12 日。

[37] ソフトバンクによる社債型種類株式に関する詳細は、橋口達「個人投資家のニーズを踏まえて進展する種類株式の多様化－社債型種類株式の発行とその意義－」『野村資本市場クォータリー』第 27 巻第 2 号（2023 年秋号）、を参照されたい。

[38] インフロニア・ホールディングス「グリーン社債型種類株式」。

図表 15　インフロニア HD の社債型種類株式の特徴

項目	説明
議決権	なし
普通株式への転換権	なし
優先配当	2030 年 3 月 31 日までは固定配当（以降は変動配当）(注 1) 分配順位は普通配当に優先、非参加型(注 2)、累積型(注 3)
金銭対価の取得条項 （インフロニア HD による選択）	原則として、2029 年 8 月 1 日以降より行使可能 （発行価格相当額に未払配当金及び経過配当金を加えた金額で取得）
東証上場	東証プライム市場へ上場（証券コード：50765）
格付上の資本性	格付会社（JCR）より資本性を認定（調達額の 50%）

（注）　1. 配当年率は、2030 年 3 月 31 日までは固定の基準金利に当初スプレッドを加えた率とし、2030 年 4 月 1 日以降は変動の基準金利に当初スプレッド及び 1%を加えた率とする。
2. 本社債型種類株式は、発行時に定めた優先配当金以上の配当が行われない「非参加型」の商品性。
3. 本社債型種類株式は、未払の優先配当金がある場合に未払分を翌期以降に繰り越して支払う「累積型」の商品性。

（出所）インフロニア・ホールディングス「第 1 回社債型種類株式に関するご説明資料」2024 年 6 月 25 日、より野村資本市場研究所作成

図表 16　資本性調達手段の比較

項目	劣後債	社債型種類株式	公募増資
会計上の取り扱い	負債：100%	資本：100%	資本：100%
格付上の取り扱い	負債：50% 資本：50%	負債：50% 資本：50%	資本：100%
議決権の希薄化	生じない	生じない（議決権／転換権なし）	発生
財務指標への主な影響（普通株式に係る自己資本比率〔ROE〕、1 株当たり純利益〔EPS〕等）	なし	影響は限定的 （社債型種類株式分のみ減少）	希薄化が発生
参加／非参加	非参加型	参加型	参加型
発行体による取得条項	あり	あり	なし
上場	なし	上場株式（東証プライム市場）	上場株式（東証プライム市場）

（出所）インフロニア・ホールディングス「第 1 回社債型種類株式に関するご説明資料」2024 年 6 月 25 日、より野村資本市場研究所作成

Ⅳ 今後の論点

本稿では、（1）グリーンな活動に取り組みかつ一定の要件を満たす企業の株式をグリーンエクイティ等の名称で指定する仕組みを実施する証券取引所（ナスダック・ノルディック及び B3）、（2）グリーンエクイティ、SLCB、グリーン CB、グリーン社債型種類株式といった手法を通じてエクイティ関連の資金調達を行った企業（プロロジス R、エニ及びインフロニア HD）、による取り組みを概観した。本稿で取り上げた事例を見る限り、発行体はグリーンエクイティ指定やグリーンエクイティ関連金融手法による資金調達を通じて、（1）資金調達手段の多様化、（2）インパクト投資家や個人投資家も含めた投資家層の拡大、（3）（金融市場環境にもよるものの）資金調達コストの低減、（4）投資家等のステークホルダーへの安心感の醸成、等のメリットを享受したようだ。

21 世紀に入ってデットが中心に広がってきたグリーンファイナンスで、エクイティについては 2020 年代に入った頃から発展が始まったが、脱炭素社会の実現を始めとした環

境課題の対応に向けて、グリーンファイナンスの一環としてエクイティが果たす役割は今後ますます大きくなると想定される。将来的に、グリーンエクイティが金融資本市場に広まっていくための論点としては、（1）グリーンデット（グリーンボンド等）と同水準以上の信頼性の確保、（2）グリーンも含めた成長戦略の展開、が挙げられる。

1 点目について、今回のケーススタディで取り上げた 3 社については、元々グリーンボンドや SLB を発行していたこともあり、デットでの資金調達と同様のアプローチで、フレームワーク[39]の策定や外部評価の取得を行い、エクイティ関連の資金調達を成功させている。このようなアプローチを通じて、インパクトレポーティングを始めとしたデット投資家が信頼できる水準の情報開示が行われるとともに、発行体としての説明責任が果たされると解釈される。グリーンファイナンスがデット中心で歴史を刻んできたことを踏まえると、仮にこれまでデットでのグリーンファイナンスに取り組んだことがない発行体がグリーンエクイティ関連金融手法で資金調達を行う場合にも、既存のデット投資家が信頼できる水準の対応を行うことがより幅広い投資家に訴求する上でカギになる可能性がある。

2 点目について、グリーンといったラベル付の金融商品が浸透してきたデットの世界とは異なり、エクイティの世界ではグリーンというラベルは比較的新しい存在とも言える。一般論として、デット投資家は下方リスクに着目するため、発行体の経営や財務の安定性／健全性、債務の償還確実性を重視する一方、エクイティ投資家はアップサイド、すなわち発行体の成長余地や業績の伸びしろといった成長性を重視する傾向がある[40]。その意味で、発行体がグリーンエクイティによる調達資金を活用して、どのようにグリーンも含めた成長戦略を描いていくかを丁寧に説明していくことが、エクイティ投資家にも投資対象としての魅力を伝えていく上で大切になると考えられる。

[39] フレームワークは、一般的に、ファイナンスの実施に先立ち、資金調達の使途・プロジェクトの評価及び選定・調達資金の管理・レポーティング等について発行体が定める方針のことを指す。

[40] 松田千恵子『デット IR－新時代の戦略財務―』シグマベイスキャピタル、2004 年。