

【研究論文】

サステナブルファイナンスにおける格付会社の役割

香月 康伸（みずほ証券）

【要 約】

いまやメインストリームとなりつつある ESG 投資と、格付会社を含む ESG 評価の現状整理と今後の展望を行う。環境・社会・ガバナンス（ESG）や持続可能な開発目標（SDGs）といったキーワードが金融市場で注目されるなか、債券市場ではグリーンボンド等のラベルを付した SDGs 債市場が急速に拡大している。これらのベースとなるグリーンボンド原則等とは何か、それを評価する確認機関の役割が重要だが、その分野に格付会社が参入している。また、代表的な ESG 投資のスタイルを俯瞰し、最も一般的なインテグレーションで重要な ESG スコア（ESG 格付）の役割と課題、そしてエンゲージメントの重要性の高まりを論じる。特に、機関投資家がグローバルな脱炭素のアライナンスに加盟するなか、信用リスク、ESG スコアに加え、「温室効果ガス（GHG）」という新たな投資尺度が浮上している。脱炭素に向けた長期的な取り組みは、発行体との継続的な対話が必要であり、金融市場におけるエンゲージメントの重要性は債券投資家の間でも増している。

最後に、ESG 投資は、従来の信用評価の枠組みを超えた広がりを見せており、格付会社もこの ESG 業界の主要プレーヤーとして、その業界再編の中心に存在する現状を整理したい。

はじめに

CSR から ESG、そして SDGs へとキーワードが変遷するにしたがい、その目的は成熟し、参加者も多様化している。企業活動の社会的責任を表明する CSR は、企業側からのワンウェイ（一方向）の表明の性格が強い。それに対して、「環境」「社会」「ガバナンス」の3つの視点に着目する ESG は、それぞれの視点から投資家・金融市場が企業を積極評価するツーウェイ（双方向）の活動となった。そして、2006 年に国連が提唱した SDGs（持続可能な開発目標）は、金融市場のみならず、様々なステークホルダーから評価される「企業経営そのものを評価」する性格を帯びようになった。

ESG 投資は、改めて説明するまでもなく、「環境、

社会、ガバナンス」の3つの要素を投資判断に取り入れる投資の考え方である。初めて ESG の文字を目にしたとき、環境と社会とガバナンスの3つに何の関係があるのか、疑問を持った人も多いだろう。一見無関係に見えるが、共通点が1つある。「財務諸表には掲載されていない」点である。つまり、ESG 投資の本質は、収益力やバランスシートの強弱だけで投資判断を行うのではなく、財務諸表には表現されていない発行体・企業の ESG の取り組み（非財務情報）も重視して投資判断を行うべきというものである。ある意味、行き過ぎた「株主至上主義」のアンチテーゼとしての性格も指摘される。実際に、ESG 投資は株式市場で急速に普及したわけだが、時間を置いて、債券市場でも急速に浸透することとなった。

そして、ESG と SDGs の関係をひとことで表

現すると、「SDGs はゴール,そのプロセスが ESG」。そして「ESG のなかでも,調達資金を環境プロジェクトに充当するために発行する債券がグリーンボンド,社会課題解決の場合がソーシャルボンド」と整理される。

プロジェクトには資金が必要であり,そのために資金調達をする発行体,それに投資(資金提供)する投資家が,双方の立場で SDGs のゴール達成に貢献するというイメージである。ESG の世界では,上場企業がその主な対象であったが,SDGs では非上場の地方自治体や政府機関などもメインプレーヤーになり得るため,債券市場との親和性も高いといえる。

グリーンボンドなどの名称の債券は以前から存在したが,特に公式な定義はなく,環境プロジェクトのための資金調達を標榜すれば,発行体は自由にグリーンボンドを名乗ることができた。しかし,ESG の概念が市場に浸透し,環境問題に世の中の関心が高まるなか,グリーンボンドで調達した資金が実際に約束どおりの事業に充当されたのか,その結果,どの程度の環境改善効果が達成されたのかを確認するべきとの機運が高まった。環境事業と関係のない資金に充当されたり,あるいは当初期待された環境改善効果がみられない。こういった不完全なグリーンボンドのことを「グリーンウォッシュ」と呼ぶ。これは,見た目を良くするという意味の「ホワイトウォッシュ」と,「グリーン」を掛け合わせた造語であるが,グリーンウォッシュを回避するためにも,一定の基準,ルールを策定する動きが生じた。

まず,2010 年に CBI (Climate Bonds Initiative) がグリーンボンドの基準となる CBS (Climate Bonds Standard) を,そして 2014 年に国際資本市場協会 (ICMA : International Capital Market Association) がグリーンボンド原則を策定した。ICMA は 2 年後の 2016 年にソーシャルボンド

原則を,そして翌 2017 年にはサステナビリティボンド・ガイドラインを公表した。原則や基準が登場すると,次はそれらに合致しているかどうかを,発行体自らではなく,第三者が評価することが望ましいということになり,登場したのが外部機関によるレビューである。

例えば,ICMA のグリーンボンド(ソーシャルボンド)原則では,4 つの核となる要素(①資金使途,②プロジェクトの評価及び選定プロセス,③調達資金の管理,④レポーティング)に準拠していることを確認するため,発行体は外部機関によるレビューを活用することが望ましいとされている。この外部機関は,評価機関,確認機関,あるいは認証機関などと呼ばれるが,本稿では確認機関とする。日本で事業を行っている代表的な確認機関としては,Sustainalytics,DNV,Moody's ESG Solutions (旧社名 Vigeo Eiris) といった海外の機関,そして R&I と JCR の国内の格付会社が挙げられる。外部レビューの手法に関しては,ICMA の原則では①セカンドパーティオピニオン(SPO),②認証,③検証,そして④スコアリング/格付けの 4 つの方法を推奨しているが,市場で最も一般的に利用されているのは SPO である。こうしたプロセスを経て発行された債券を,グリーンボンドやソーシャルボンドの「ラベル付き」債券と呼ばれる。

債券市場には,グリーンボンドだけではなく,ソーシャルボンド,サステナビリティボンドといった名称の債券も発行・流通している。ソーシャルボンドは,調達資金が貧困,教育,あるいは女性活躍のエンパワーメントなど,社会的課題解決のためのプロジェクトに充当される債券,そしてサステナビリティボンドは,グリーンとソーシャル両方のプロジェクト,あるいは両方の性格を有するプロジェクトに充当される債券をいう。一般に,こうした債券の総称に関するコン

センサスはない。したがって、ESG 債、SDGs 債、サステナブル債など様々な名称が使われているが、同じ内容を指していると考えてよい。なお、上記のラベルに加えて、2020 年にはサステナビリティリンクボンド原則、クライメート・トランジション・ハンドブックも ICMA からリリースされ、現在では 5 つのラベルで市場で構成されている。

トランジションボンドは、充当事業が厳格なグリーン適格でなくても、発行体が脱炭素への移行戦略を明確にし、温室効果ガス排出削減効果が期待できるプロジェクトに充当する債券である。そして、特徴的なのはサステナビリティ・リンク・ボンドで、他のラベルボンドと異なり資金使途は問われない（運転資金でも借換でも充当可能）。その代わりに、発行体がサステナビリティ

戦略に関する重要業績評価指標（KPI）とサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）を設定し、その達成を投資家に約束する。STP を達成できなければ、債券の利率がステップアップするなどのペナルティを自ら課すことで、KPI 達成を投資家にコミットする資金調達である。例えば、10 年後に温室効果ガス排出量の削減を KPI に設定した 10 年債で、5 年後にターゲットとして 30%削減の SPT を設定する。それが未達の場合は 6 年目以降、償還まで利率が 10bp 上昇するといったようなスキームである（必ずしもペナルティは利率のステップアップに限らない。寄附や R&D 投資なども可能である）

図表：ICMA に基づく 5 つのラベル

	トランジションボンド・ローン	グリーンボンド・ローン	サステナビリティボンド・ローン	ソーシャルボンド・ローン	サステナビリティ・リンク・ボンド/ローン
概要	トランジションボンドとは、脱炭素社会実現への「移行」を目指した活動のための資金供給のこと	環境面での持続可能性に貢献する適格グリーンプロジェクトへの資金供給	グリーン・ソーシャル双方に適合するプロジェクトに対する資金供給	社会的課題に対処する適格プロジェクトに係る資金の供給	SPTs (Sustainable Performance Targets = SPTs) 達成へ動機付けを与えることで、企業のサステナビリティ活動促進を目指す資金供給
資金使途の例	エネルギー、輸送、製造	再生可能エネルギー、エネルギー効率改善、汚染防止及び抑制、クリーン輸送他	グリーン・ソーシャルの双方の性格を持つプロジェクトを有し、環境・社会の持続可能性に貢献するプロジェクト	手ごろな価格の基本的インフラ、必要不可欠なサービス等を対象者層に提供するプロジェクト	制約なし（資金使途の例示は左記に類似。足元はグリーン資金使途を選択する傾向が多い）
効果のレポート	対象プロジェクトの実現による環境面・社会面での実績やインパクト	対象プロジェクトの実現による環境改善効果	対象プロジェクトの実現による環境・社会改善効果	対象プロジェクトの実現による社会環境改善効果	SPTsの進捗に関する最新情報の開示

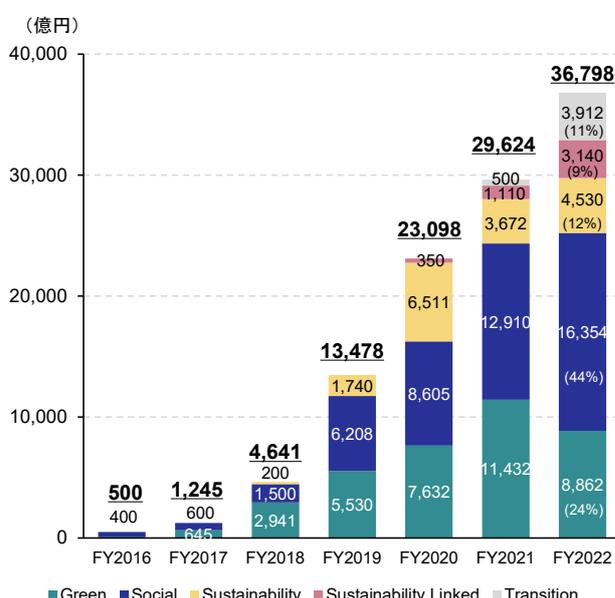
出所：みずほ証券作成

1. 急拡大するSDGs債市場

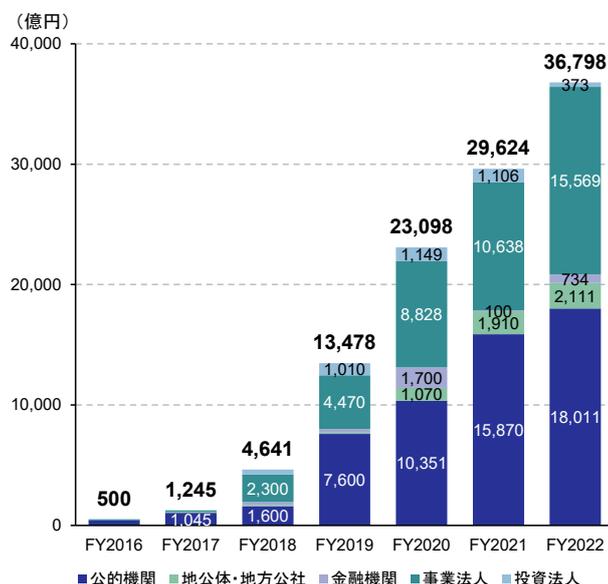
グローバル市場におけるSDGs債の発行は、2007年に欧州投資銀行が発行した、「Climate Awareness Bonds」が嚆矢とされている。起債額は、2010年代に入って徐々に伸び始め、2014年にICMAがグリーンボンド原則を公表したことを皮切りに、現在の形の「ラベルを貼った」SDGs債市場が世界的に急拡大した。

国内発行体によるSDGs債の発行は、グリーンボンドでは2014年に日本政策投資銀行のユーロ建てグリーンボンドが、ソーシャルボンドでは2016年の国際協力機構債が嚆矢となる。その後、順調に市場は拡大を続け、2021年度の国内発行体による円債の起債額は約3兆円に達し、2022年度もすでに前年度を大きく上回る発行が観測されている。

図表：国内SDGs債の発行額推移（ラベル別）



図表：国内SDGs債の発行額推移（業態別）



出所：みずほ証券サステナビリティ推進部

国内発行体を業態別でみると、財投機関債が最も多く、事業会社が続く。最近では地方債の取り組みも広がりを見せている。財投機関債が特に目立つのは、そもそも事業の役割がSDGsと親和性が高いこと、そして、起債ごとに対象事業について外部レビューを取得するのはなく、事業全体で外部レビューを取得し、継続的にSDGs債を発行していることが寄与している。

グローバルベースでは、2021年の発行額は前年比50%以上増加の1兆ドルで、円換算でほぼ100兆円。これにグリーンやリンクのローンを含めると1.6兆ドルという規模に成長してい

出所：みずほ証券サステナビリティ推進部

る。また、グローバルではグリーン主導で急拡大してきたが、2020年より新型コロナウイルス感染症の影響で、その対応としてのソーシャルボンド、サステナビリティボンドが増加した。新型コロナウイルスに関しては、拡大当初は非常事態でESGどころではなくなるとの懸念もあったが、実際には加速するきっかけとなった。そもそもウイルス感染症は温暖化、森林伐採、環境破壊、生物多様性などと関係が深い。加えて、ウイルス対策は、先進国でさえ、まったくの準備不足を露呈した。国境を超えた世界規模の

被害が想定される気候変動リスクで同じ過ちは繰り返せないとの反省もあり、グリーンプロジェクトの重要性を再認識することになった。また、ウイルスはヘルスケアの課題にとどまらず、貧困地域ほど打撃が大きい格差問題、飲食・宿泊等の女性就労者が多い分野ほどダメージを受けるジェンダー問題、途上国では衛生面での水問題、学校が閉鎖となり識字率が低下する教育問題など、さまざまな社会課題を深刻化させ、SDGs の目標達成に大きな障害となった。

象徴的な案件としてグーグルの親会社、アルファベットが挙げられる。同社は 20 年 8 月、57 億 5 0 0 0 万ドルのサステナビリティボンドを発行。当時、1 回当たりの起債額としては I B R D（国際復興開発銀行）が発行した新型コロナウイルス対策を目的としたサステナビリティボンド 80 億ドルに次いで二番目、民間の発行体としては過去最大規模（同）となった。資金使途はエネルギー効率向上、クリーンエネルギー、グリーンビル、クリーン輸送などの環境プロジェクトと、手ごろな価格の住宅、新型コロナウイルス対策支援といったソーシャルプロジェクトに加え、黒人コミュニティでのビジネスサポートや黒人クリエイターやアーティストの支援などが含まれる。金額的には調達額の 5 % ほどの充当計画とはいえ、人種格差への取り組みなどのプロジェクトを充当事業に含めたのは初めてのケースであった。

国際金融市場における SDGs 債の盛り上がりはもはや潮流であり、一過性のブームでは済まないだろう。背景には、社会的要請を受けたルールの変化、気候変動リスクの現実化、そしてユニバーサルオーナーの運用方針見直しなど様々な要因が複合的に発生していることがある。

2006 年に国連が提唱した責任投資原則
(PRI : Principles for Responsible

Investment) ,気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD : Task Force on Climate-related Financial Disclosures) ,各国金融当局・中央銀行で構成される金融当局機構変動ネットワーク (NGFS : Network for Greening the Financial System) ,スチュワードシップ・コードの改定。また、日本の債券市場に関しては、GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) が債券 ESG 投資に関して積極的に発信を続けていることも、債券投資家の機運醸成に大きく寄与したことはいうまでもない。

2. ESG 投資のスタイル

ここまで SDGs 債を中心に考察を行ってきたが、SDGs 債は ESG 投資の 1 つの対象に過ぎない。ひと言で ESG 投資と言っても様々な運用スタイルがある。ここでは、代表的な ESG 投資を説明したい。

① ネガティブスクリーニング

ESG 投資の源流はキリスト教にある。教会の余裕資金を投融資する際、ギャンブルや武器の製造など、教会の教義に照らして好ましくないとされる事業に関与する企業を投資対象から除外する方法で、最も伝統的なスタイルである。社会性・倫理感を重視しているためのリターンはあまり考慮されていない。タバコやアルコール製造、武器の中でも非人道的なクラスター爆弾などの製造などもネガティブスクリーニングの対象となることが多いが、最近では石炭火力が注目されている。

民間の投資家に限った話ではない。外貨準備の運用方針にサステナビリティの視点を取り入れた欧州の中央銀行が、石炭の産地であるオーストラリアの州債を売却する動きがみられた (スウェーデン中央銀行がオーストラリアのクイーンズランド州と西オーストラリア州の債券を売却。また、温室効果ガス排出量が多いカナ

ダのアルバータ州債も売却)。なお、ネタティブスクリーニングの反対のアプローチが、ポジティブ・スクリーニング（ベスト・イン・クラス）である。ESG 評価の高い企業を抽出して投資する方法である。

② インテグレーション

企業が長期的に・継続的に成長するか否かを判断するためには、経営陣の質やビジネスのリスクといった定性的な情報が重要となるが、こういった情報は B/S や P/L に基づく財務情報からは読み取れない「非財務情報」に依存することになる。そこで、ファンダメンタルズ分析に、非財務情報の一環として ESG 情報を考慮するスタイルがインテグレーションであり、ESG 投資の主流でもある。ここで参考にされるのが ESG スコア（ESG 格付）である。ESG スコアは、E と S と G に関する膨大な数の項目をスコア化するもので、既述の確認機関による SDGs 債ごとの SPO とは全く異なるものである。

世界には ESG スコア評価機関が 600 以上も乱立しているといわれるが、マーケットで主要な ESG スコアは、アンケートベースで調査を行う CDP, S&P Global, 公開データをベースにする MSCI, FTSE, Sustainalytics, Bloomberg などが挙げられる（一部）。スコアが乱立するなか、非財務情報について、シンボリックに個別指標を捉えて投資判断において考慮するというだけでなく、各産業・企業の特徴をしっかりとみていくことが重要ではないかとの指摘がある。非財務情報は、非財務である以上、そもそも数値化し難いものである。数値化し難いということは、比較し難いということであり、「各産業や企業の特徴」に留意しないと、ミスリーディングになる恐れがあるのは指摘通どおりといえる。実際に、各々のスコアの相関は非常に低いことが

信用格付けとは異なる。信用格付けでは、レーティングスプリットは観測されるものの、業界内の信用力の序列が異なる事例は少ない。

ESG スコアの相関性が低くなる主因は、環境、社会、ガバナンスがカバーする範囲が極めて広く、どの項目を採用するのか、どのようなウェイトで採用するのかによってスコアが大きく変わることにある。例えば、テスラは環境面を重視するスコアでは高位になる一方で、従業員の扱いやガバナンスの観点を重視するスコアでは低位になる現象が見られる。何を重視するのかによって、評価のスコアは大きく変わり得るため、自分のポートフォリオは ESG の何を重視するのか、そのためにはどこの ESG スコアが最も参考になるのか。ネガティブスクリーニングに使うのか、あるいはエンゲージメントに使用するのか。投資家側のスタンスが重要である。

また、かつての信用格付と同様に、ESG 評価機関が評価対象企業に対して同時にコンサルティングを行う場合の利益相反を懸念する指摘も聞かれる。その点については、金融庁のサステナブルファイナンス有識者会議でも、透明性や公平性の確保を並んで「評価対象の企業に有償でコンサルティングサービスを提供する等の利益相反の懸念に対応すること」を課題として挙げ議論が行われている。

ただ、欧米の格付会社は、信用格付とは別部隊でこの分野で活動を行っている。この ESG スコアを単体のビジネスと考えるだけでなく、S&P Global のように、インデックスビジネスにつなげるなど、ESG スコアが他の ESG ビジネスに相乗効果をもたらす可能性もあり、今後も ESG を軸に業界再編が続くものとみられる。

③ エンゲージメント

④ ESG投資におけるエンゲージメントとは、企業の中長期的な課題について、投資家と企業の間で行われる「建設的な対話」と定義される。株式市場では、投資家がエンゲージメントを通して企業価値の向上を目指す動き先行して浸透したが、近年、債券投資家の間でもエンゲージメントへの関心が高まっている。社債は償還があり、また社債権者は議決権を持たない立場から、エンゲージメントとは無縁と考えていた債券投資家の変化は、SDGs債市場のメンタリティーの変化を象徴している。

特に、脱炭素に向けた移行戦略（トランジション）をテーマとしたエンゲージメントは今後深化していくものと考えられる。機関投資家を中心に、投資ポートフォリオから排出される温室効果ガスの削減目標を掲げる動きも生じている。例えば、2050年までにゼロエミに向けた中間目標として「2025年までの株式、債券、不動産の投融資先からの総排出量を〇〇%削減する」といったものである。達成に向けてポートフォリオの入れ替えをすることもあるが、現時点では、各投資家はエンゲージメントを通じて発行体に事業モデルの転換、移行戦略の達成を働きかけることを表明している。

3. 新しい投資判断の視点～温室効果ガス（GHG）削減

エンゲージメントの動きが加速した背景には、大手機関投資家が脱炭素に向けたアライアンスに加盟したこともある。代表的なのは、年金基金、保険会社、そして財団などのアセットオーナーのアライアンスである Net-Zero Asset Owner Alliance (NZAoA)、アセットマネジャーの Net Zero Asset Managers Initiative (NZAM)、そして銀行の Net-Zero Banking Alliance (NZBA) などである。2021年のCOP26（グラスゴー）では、こうした業態ごと

のアライアンスを統合した Glasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ) が設立されるなど、グローバルな脱炭素に向けた投資家連合の発言力が高まることとなった。そして、このCOP26を控えて、多くの本邦機関投資家が各アライアンスに加盟する動きを強めた。

こうしたアライアンスは、全員で2050年のネットゼロを目指すと同時に、中期目標のマイルストーンを設定することが求められるのは既述のとおりである。ポートフォリオから排出量のカウントは、株式、債券、不動産などを対象資産から排出される排出量を、自らの保有割合で集計するものである（運用資産が増加すれば、グロスで排出量は増えてしまうので、残高で除した原単位ベースを使う）。

2050年はそんなに先の話ではなく、既に30年債の需要に影響が出てもおかしくない。

2030年の中間目標の場合は、基幹年限である10年債の投資判断にも影響する。

発行体は何をするべきか。ブラウン企業が持続的に市場調達が可能で、バンカブルであり続けるためにも、アライアンス加盟の投資家から評価される移行戦略を示すことが必要最低限求められることになる。SDGs債は、充当事業によって個別債券のラベルの色が表現されたわけだが、事業だけでなく会社全体の移行戦略が求められることになる。

そこで、特に多排出企業にとっては、トランジション・ファイナンスが重要となるだろう。トランジション・ファイナンスとは、グリーンプロジェクトとは異なり、一定の温室効果ガス（GHG）は排出するが、脱炭素に向けて必要な技術で、ネットゼロ社会への「移行（トランジション）」のために必要なプロジェクトに充当する資金調達手段である。つまり、現在はブラウンであっても、発行体がグリーンへの移行戦略を明確にし、GHG排出の削減効果が期待でき

るプロジェクトに充当するファイナンスである。2020年12月9日、ICMAはトランジションボンドに関わるガイダンスとなる「トランジション・ファイナンス・ハンドブック」を公表した。これは、以下の4つの柱からなりたっている。

1. 気候戦略およびガバナンス
2. ビジネスモデル
3. 科学的根拠に基づく移行経路
4. 投資計画の透明性

この4要素のうち、最も難易度が高いとされるのが、「科学的根拠に基づく移行経路」といわれる。トランジション戦略は、「宣言」ではなく、パリ協定と整合する全スコープ（Scope 1, 2, 3）をカバーした短期・中期・長期のGHG削減目標を、例えば、SBTi等のシナリオで説明することが想定されている。本邦市場では、経産省が公表した分野別ロードマップが使われているが、これは日本の特性や業種の違いを考慮した上で、シナリオは線形だけで無く技術革新を前提とした段階的アプローチ（非線形）も許容し、Scope3については必要に応じて実践可能な計算方法で目標設定されることが望ましいとしている。

必要とされる脱炭素技術はまだ実装段階にないものが多く、コストも高い。不確実性が高く非効率なソリューションに投資し続けることになる。脱炭素は、「誰かが勝って、誰かが負ける」ゲームではないだろう。「全員が勝つか、さもなければ、全員が負ける」ゲームである。そのため、トランジション・ファイナンスは、エンゲージメントと不可分一体である。この分野が抱える課題の一つに、技術やプロジェクトが脱炭素にどう繋がるのか、理解するのが難しい点がある。発行時だけでなく、エンゲージメントを通じて、発行体と市場が相互に課題認識を深めて

いくことが、マーケットの発展には欠かせない。移行戦略の進捗に金融市場が伴走し、達成に向けて定期的、継続的に対話を続けることで実効性を高めることができるなら、金融資本市場の責任は重く、当然、企業価値や信用力に及ぼす影響も小さくはない。

果たして、格付評価は、この複雑な移行戦略を正確に信用力に織り込むことができるのか。債券投資家は密度の濃いエンゲージメントに注力していくことが想定され、この分野での情報の非対称性は薄れていくだろう。

おわりに

格付各社は、格付クライテリアでESG評価を整理するのはもちろんのこと、ビジネス面でもこのESGの潮流を捉え、近年、激変するサステナビリティ評価の業界地図のなかでもメインプレーヤーの一角を占めるようになった。国内では、JCRが2017年、R&Iが2018年にグリーンボンドのSPO提供を開始した。Moody'sは、2019年4月にVigeoを買収。買収後も「Vigeo Eiris」のブランドは継続していたが、2022年にMoody's ESG Solutionsに社名変更している。

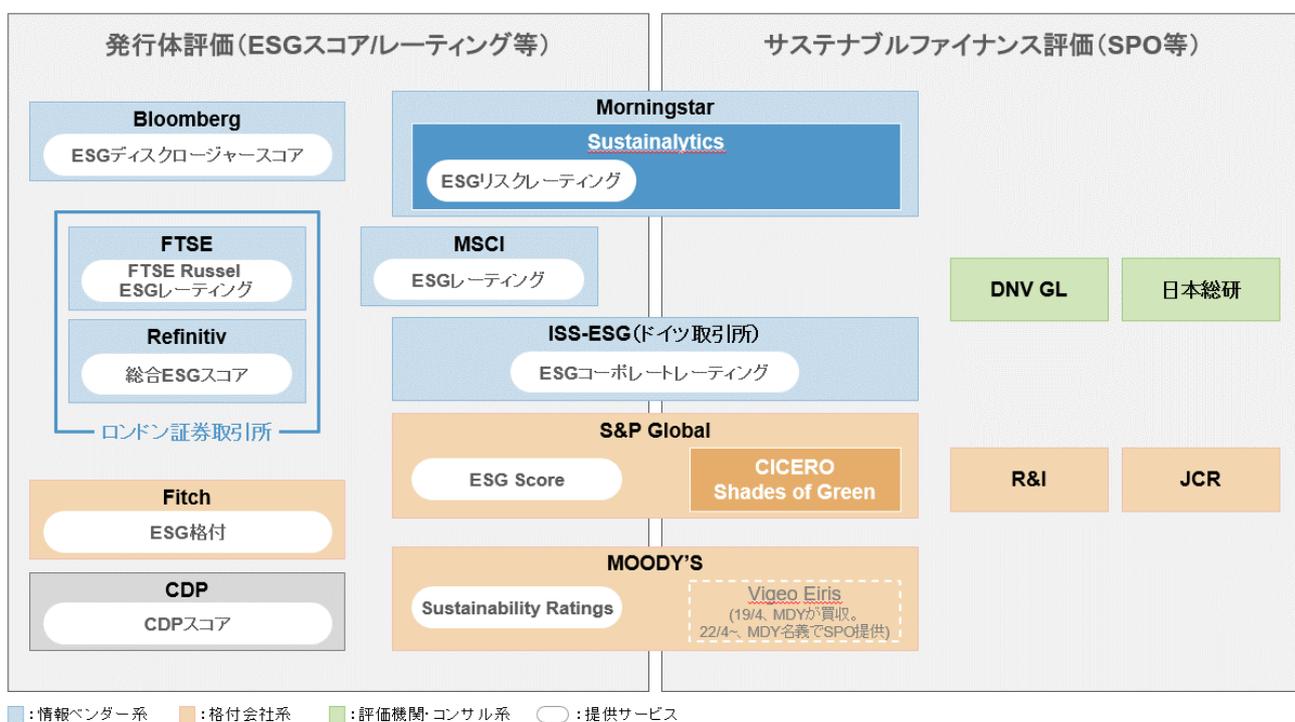
FITCHは2022年9月、ESG評価部門Sustainable Fitchが投資家向けESGレーティングを立ち上げた。同社のレーティングの特徴は、「インパクトを重視する」というもの独自性を打ち出している。

そして、格付各社のなかで、ESGに最もアクティブなのがS&Pである。S&Pグローバルは（排出量データサービスに定評のある）TrucostやThe Climate ServiceなどESGデータ会社を立て続けに買収し、ESGに関する幅広い情報提供体制を拡充してきた。そして、2022年12月に確認機関のCICEROのSPO部門であるShade of Greenを買収した。Shades of Green

は、2008年の世銀グリーンボンド評価など、早くからSPO事業を手掛けた老舗の1つである。オスロ拠点で規模は大きくなく、北米やアジア市場への進出にも課題を抱えていたCICEROと、2020年からSPOビジネスをスタートしていたけど欧州のリーチを補強したかったS&Pの思惑が一致したとされる。やや乱立気味のESG業界であるが、まだ市場は黎明期であり、今後も新しい課題やサービスが

登場することが想定される。グリーンウォッシュの可能性に対する警戒も世界的に論点となっている。こうした変化、課題に対しては、客観的な評価が極めて重要となるだろう。サステナブルファイナンスの健全な市場拡大には、金融市場における各種のリスク評価の経験と知見が豊富な格付会社の役割期待は大きい。そのビジネスモデルの展開に注目していきたい。

図表：ESG業界の業界地図



出所：みずほ証券作成

(参考文献)

- ・「債券市場におけるSDGs債の拡大とチャレンジ」香月康伸、伊井幸恵、鈴木脩（月刊資本市場、2020.5）
- ・「より良い経営とESG債」香月康伸（月刊統計、2021.5）
- ・「新型コロナウイルスがもたらした金融市場の潮流変化～加

- 速度的に広がるESG投資」香月康伸（地方債協会「地方債」、2021.6）
- ・「世界をリードする日本のトランジション・ファイナンス」香月康伸、掛本亮介、橋本康郎（月刊資本市場、2022.10）
- ・「ICMAグリーンボンド／ソーシャルボンド原則への登録に

ついて」(JCR, 2017.12)

- ・「R&I グリーンボンドアセスメント セカンドオピニオンサービス開始」(R&I, 2018.8)
- ・“Sustainability Bond Framework 2020” (Alphabet, 2020)
- ・“Sustainable Bonds Insight 2021” (Environmental Finance , 2021.2)
- ・“Sustainable Bonds Insight 2022” (Environmental Finance , 2022.2)
- ・“Green Bond Principles” (ICMA, 2021.6)
- ・“The Sustainability-Linked Bond Principles 2020 (ICMA, 2020.6)
- ・“Climate Transition Finance Handbook 2020” (ICMA, 2020.12)
- ・“Fitch Group Announces Creation of Sustainable Fitch and Launches ESG Ratings Products” (Sustainable Fitch 2021.9.15)
- ・“S&P Global acquires Shades of Green business from CICERO” (S&P Global 2022.12.6)