

サステナビリティ・リンク・ローンの改訂 その解説と背景

清水規子

Finance Taskforce, IGES

1. 背景

サステナビリティ・リンク・ローン（SLL）は、借り手が野心的なサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）を達成することを奨励するローンである¹。SLL市場は、2017年以降急速に拡大し、2023年5月現在、国際的には累計1171件（8382億米ドル）のSLLが、日本では計54件（60億米ドル）が発行されている²。なお、日本のSLL発行件数のうち22件については貸し手として地方銀行が含まれており、大手銀行に限定されないSLLの裾野が広がってきている³。

このような国際的なSLL市場の発展の背景には、Asia Pacific Loan Market Association（APLMA）、Loan Market Association（LMA）、Loan Syndications and Trading Association（LSTA）によるサステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）の発行がある。また、日本では、2020年に環境省が策定し、2022年に改訂した「サステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」（SLLガイドライン）が市場の発展に大きく貢献した。

上記の3つの業界団体は、2019年3月に第一版のSLLPを発行し、2021年5月にはその改訂版を発行した。2021年の改訂では、関係者より、野心のない不適切なSLLを市場に流通させてはならない⁴、また透明性が課題でありサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）市場を見習うべきこと等の指摘があったため⁵、SLLPは抜本的な改訂をし、（同じ「リンク」型の商品を対象にした）ICMAのサステナビリティ・リンク・ボンド原則（SLBP）と構成や記載を大きくそろえた形になった。2022年3月にもSLLPは若干の改訂があり（2023年版SLLP）、契約前の外部レビューを実施する場合に評価する対象について表現が「奨励」から「べき」となるなどの変更があった。

環境省が策定したSLLガイドラインは2020年に策定されたが、その内容はSLLPとの整合性に配慮されたものとなっており、同時に、日本の借り手や貸し手の実務担当者の参考となるよう、具体的対応の例や日本の特性に即した解釈が示されている⁶。なお、2022年のSLLガイドライン改訂の際

¹ 環境省「サステナビリティ・リンク・ローン概要 サステナビリティ・リンク・ローンとは」 グリーンファイナンスポータル (https://greenfinanceportal.env.go.jp/loan/sll_overview/about.html 2023年5月16日アクセス)

² Environmental Finance Data（2023年5月16日アクセス）を基に筆者集計。

³ Environmental Finance Data（2023年5月16日アクセス）を基に筆者集計。

⁴ LMAとEuropean Leveraged Finance Association（ELFA）による指摘。

⁵ Environmental Finance “Risk of getting sustainability-linked loan structures wrong is ‘very real’” Ahren Lester（2021年4月29日）<https://www.environmental-finance.com/content/news/risk-of-getting-sustainability-linked-loan-structures-wrong-is-very-real.html>（2023年5月16日アクセス）

⁶ 環境省「グリーンボンドガイドライン グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン（2020

にも、2021年に大幅改訂されたSLLPとの整合性に配慮されており、SLLPは日本のSLL市場に大きな影響を持っている。

環境省のSLLガイドラインは、SLLPとの整合性に配慮して作成されているため、今後、上記の2023年版SLLPと統合的な形でSLLPガイドラインが策定されることが想定される。さらに、2023年版SLLPでは、「2023年3月9日以降に組成、延長、借り換えされるすべてのローンは、SLLに分類されるためには、本SLLPに完全に適合する必要がある（筆者仮訳）」とあり、日本のSLLであってもすでに国際的には2023年版のSLLPとの整合性が求められている。

SLLPの日本市場への影響の大きさを鑑み、本ペーパーでは、2023年2月に改訂されたSLLPについて、特に実質的な変更であると考えられるポイントについて、どのような改訂があったのかを示し、また可能な限りその背景等についての解説・議論を試みた。また、APLMA、LMA、LSTA発行による「サステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）ガイダンス（SLLPガイダンス）の2023年版（2023年版SLLPガイダンス）⁷の改訂についても、ポイントとして一点含めている。なお、2023年版SLLPは、構成の大きな変化はなかったものの、改訂箇所が多く、本ペーパーはその全ての改訂について網羅してはいない。

2. 2023年のSLLP改訂

2.1 SLLのインセンティブのニュアンスを弱める

2022年版 SLLP： Sustainability-linked loans are any types of loan instruments and/or contingent facilities (such as bonding lines, guarantee lines or letters of credit) **which incentivise the borrower’s achievement of ambitious, predetermined sustainability performance objectives.** [Sustainability-Linked Loan Definition]

（日本語要約）SLLは、借り手のサステナビリティ目標達成にインセンティブを与えるローン又は緊急ファシリティである。

2023年版 SLLP： SLLs are any types of loan instruments and/or contingent facilities (such as bonding lines, guarantee lines or letters of credit) **for which the economic characteristics can vary depending on whether the borrower achieves ambitious, material and quantifiable** predetermined sustainability performance objectives.（赤字箇所改訂）[Sustainability-Linked Loan Definition]

（日本語要約）SLLは、SLLの財務的特徴がSPTsを達成するか否かで変化し得るローン又は緊急ファシリティである。

上記のように、2022年版ではSLLを借り手のSPTs達成にインセンティブを与えるローンであると定義していたが、2023年版のSLLPではインセンティブの付与という文脈が削除され、SLLの財務的特徴がSPTsを達成するか否かで変化し得る種類のローンがSLLである、としている。

ただし、イントロダクションの章で、SLLは借り手のサステナビリティ目標を達成することにインセンティブを付与するという文言があり、SLLがインセンティブを持つという表現は2023年版にも一か所残っている。従って、SLLの性質としてのこのインセンティブを完全に否定している

年版)]

⁷ Asia Pacific Loan Market Association (APLMA)、Loan Market Association (LMA)、Loan Syndications and Trading Association (LSTA) (2023) “Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles”.

訳ではなく、あくまでもそのニュアンスを弱めたという趣旨である。

この改訂の背景には、SLLはサステナビリティの改善を助ける商品であり、2022年以前のSLLPはインセンティブを強調しすぎていたという考えがある⁸。実際には、SPTを達成できなかった場合のクーポンステップアップが1ベースポイント（bp）のSLLもあり、借り手に与えるインセンティブが非常に限定的な事例が報告されている⁹。さらに、インセンティブの付与については、貸し手と借り手の間で逆のインセンティブがあるという事に対する市場参加者の懸念が高まっていることが背景の一つとしてあるとの指摘がある¹⁰。逆のインセンティブとは、SPT未達成の場合借り手は金銭的な不利益が生じる一方貸し手が金銭的な利益を得る、あるいは、SPT達成の場合借り手は金銭的利益を得る一方貸し手は潜在的な金銭的利益を得ることができないことを指す。さらに、アフリカ市場関係者から、SLLは目標設定や外部検証のコストを鑑みれば、通常のローンと比較してもコストがかかる（ため、SLLのインセンティブについて疑問を呈する）との意見もしばしばあった¹¹。

なお、インセンティブを巡っては、SLBでも課題が指摘されている。具体的には、リンク債の仕組みとして、SPT未達成の場合のペナルティを低く設定することや、SPT達成日を満期日に近づけることでペナルティの影響を最小化することが構造上許容されている¹²。この構造によって、発行体がESGパフォーマンスをSPT達成のために向上させることなく、容易により低い資本コストにアクセスできる可能性を発行体に与えることを許容し、インセンティブを有するのか疑問のケースがあるとの指摘がある¹³。

2.2 重要業績評価指標（KPIs）に関する規定を追記

2022年版 SLLP：A clear definition of the KPI(s) should be provided and should include the applicable scope or parameters, as well as the calculation methodology, a definition of a baseline and be benchmarked against an industry standard where feasible. [1. Selection of KPIs]

（日本語要約）借り手は KPI の適用範囲と共にその明確な定義を提示し、算出手法、ベースラインの定義を明らかにするほか、可能な場合は業界標準と照らし合わせて KPI をベンチマークするべき。

2023年版 SLLP：A clear definition of the KPI(s) should be provided by the borrower and should include the applicable scope or parameters, as well as the calculation methodology³, a definition of a baseline and be benchmarked against an industry standard **and/or industry peers** where feasible. [1. Selection of KPIs]

⁸ Environmental Finance “Sustainability Linked Loan Principles update 'de-emphasises' financial incentives” (2023年4月4日アクセス) <https://www.environmental-finance.com/content/news/sustainability-linked-loan-principles-update-de-emphasises-financial-incentives.html> 2023年5月26日アクセス

⁹ Furness, V. (2021, November 24). Banks flag greenwashing worries over sustainability-linked debt. Capital Monitor. Retrieved from <https://capitalmonitor.ai/asset-class/fixed-income/banks-flag-greenwashing-worries-over-sustainability-linked-debt/> (2023年6月12日アクセス)

¹⁰ Sustainable Fitch “Revised ESG Loan Principles Reduce Ambiguity and Raise Standards for Borrowers” (2023年3月7日アクセス)

¹¹ Environmental Finance “Sustainability Linked Loan Principles update 'de-emphasises' financial incentives” (2023年4月4日) <https://www.environmental-finance.com/content/news/sustainability-linked-loan-principles-update-de-emphasises-financial-incentives.html> (2023年5月26日アクセス)

¹² Imitaz Ul Haq and Djeneba Doumbia (2022) “Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds” Policy Research Working Paper 10200, World Bank Group, International Financial Corporation.

¹³ Imitaz Ul Haq and Djeneba Doumbia (2022) “Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds” Policy Research Working Paper 10200, World Bank Group, International Financial Corporation.

(赤字を追記)

(日本語要約) 借り手は KPI の適用範囲と共にその明確な定義を提示し、算出手法、ベースラインの定義を明らかにするほか、可能な場合は業界標準及び／又は同業他社と照らし合わせて KPI をベンチマークするべき。

上記文章の脚注 3 ; Calculation methodology should follow international standards and science-based methodologies where available.

(日本語要約) KPIs の計算方法に脚注 3 を加筆し、入手可能な場合には、計算方法は国際基準や科学に基づく方法論に従うべき。

(可能な限りではあるが) 重要業績評価指標 (KPIs) がベンチマークする対象としては、業界基準のみならず同業他社も追記された。この背景には、KPIs がベンチマークする対象として、グローバルレベルで活用できる業界基準が全ての分野で存在するわけではないことがあると考えられる¹⁴。

また脚注ではあるが、KPIs の計算方法が国際基準や科学に基づく方法論に従うべきと書かれたことは重要である。これらの改訂、特に脚注 3 の追記により、借り手によって選定される KPIs の客観性が担保されることになるだろう。

なお、KPIs の「明確な定義」とはなにかということについては、各 KPI が例として以下についての詳細を提示することであると 2023 年版 SLLP ガイダンスでは述べている。

- 適用範囲
- 目標がどのように借り手のサステナビリティ戦略に関連しているか
- 使用したベースライン
- KPI と何をベンチマークしたか
- 計算方法

2.3 KPIs が借り手にとってマテリアル (重要) であることを義務化

2022 年版 SLLP : The KPIs **should be** material to the borrower's core sustainability and business strategy, and address relevant environmental, social and/or governance (ESG) challenges of the industry sector. [1. Selection of KPIs]

(日本語要約) KPI は借り手の中核となるサステナビリティ及び事業戦略にとってマテリアル (重要) であるべきで、自社の属するセクターの関連する環境、社会、及びガバナンスの課題に対処するものであるべき。

2023 年版 SLLP 「1. KPIs の選定」 : **First and foremost**, the KPIs **must be** material to the borrower's core sustainability and business strategy, and address relevant ESG challenges of its industry sector. (赤字箇所改訂) [1. Selection of KPIs]

(日本語要約) 何よりもまず、KPI は借り手の中核となるサステナビリティ及び事業戦略にとってマテリアル (重要) で、かつ、自社の属するセクターの関連する環境、社会、及びガバナンスの課題に対処するものでなければならない。

このように、KPI が借り手のサステナビリティ及びビジネス戦略にとってマテリアルであること

¹⁴ ICMA の SLB に関する「KPI の例示 (Illustrative KPIs Registry)」では、サブセクター毎に KPI の定義が示されているが、空欄の箇所も散見される (<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/sustainability-linked-bond-principles-slb/>)。

が義務となった。この背景には KPI に対する疑義が生じた事例があったことが推察される。SLL（および SLBs）では、KPIs や SPTs が企業／セクター／地域レベルで多様であり、商品間での比較可能性の欠如等から ESG ウォッシュの懸念が生じている^{15, 16}。

ローンについては情報開示があまりされていないこともあり情報が少ないが、借り手が保有する社用車の電気自動車比率や従業員の事故率に関連した KPI に基づいた SLL の発行を、KPI に関連する銀行側の懸念を受け断念したとの事例がある（ドイツの Amedes 社）情報もある¹⁷。

債券の場合には、発行体が KPI や関連データを意図的に操作（manipulate）したり、重要な情報を省略したりする場合は、これまでの懸念としてあったことが事例として報告されている¹⁸。

2023 年版 SLLP ガイダンスでは、グリーンウォッシュとは何か、またそれをどのように回避するかについても書かれており、ここではグリーンウォッシュとされ得る SLLP として、以下の 3 つの種類を紹介している。本改訂ポイントは、このうち①の「借り手のビジネスにとって重要かつ中核的でない KPI」を回避するための改訂と考えられる。

- ① 借り手のビジネスにとって重要かつ中核的でない KPI
- ② 十分に野心的または意味のない SPT
- ③ SPT に対する借り手のパフォーマンスの不正確または不十分なモニタリング、測定、ベンチマークおよび開示

なお、2023 年版 SLLP ガイダンスでは、KPI が「マテリアル」であるということは、KPI が示す ESG 課題が財務パフォーマンスに最も影響を与えるものであり、かつ、環境及び/又は社会に最も大きな影響を（外部関係者か社内に関らず）与える場合、としている。

2.4 SPT に関する要求レベルの引き上げ

2022 年版 SLLP : The SPTs should be set in good faith and remain relevant (so long as they apply) throughout the life of the loan...[2. Calibration of SPT]

（日本語要約）SPTs は誠実であるべきでローンの期間中において関連性を保つべき。

2023 年版 SLLP : The SPTs **must** be set in good faith and remain relevant (so long as they apply) and **ambitious** throughout the life of the loan. [2. Calibration of SPT]（赤字箇所改訂）

（日本語要約）SPTs は誠実でなければならない、ローンの期間中において関連性と野心性を保つべき。

2023 年の改訂で、SPTs の誠実性について、「べき」から「なければならない」とより要求レベルが引き上げられ、さらに野心度を維持することも追記された。

この背景も、SLL にグリーンウォッシュの懸念がでていることが関係していると考えられる。

¹⁵ Environmental Finance “Sustainability-linked debt: the risk of ESG-washing” (2021 年 6 月 21 日アクセス) <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/sustainability-linked-debt-the-risk-of-esg-washing.html> (2023 年 5 月 25 日アクセス)

¹⁶ Maria Loumioti and George Serafeim (2022) “The Issuance and Design of Sustainability-linked Loans” Harvard Business School, Working Paper 23-037

¹⁷ Furness, V. (2021, November 24). Banks flag greenwashing worries over sustainability-linked debt. Capital Monitor. Retrieved from <https://capitalmonitor.ai/asset-class/fixed-income/banks-flag-greenwashing-worries-over-sustainability-linked-debt/> (2023 年 6 月 12 日アクセス)

¹⁸ ICMA “Response of ICMA to the ESAs’ Call for Evidence on greenwashing” (2023 年 2 月 20 日アクセス) <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/regulatory-responses> (2023 年 5 月 25 日アクセス)

「2.3 KPIs が借り手にとってマテリアル（重要）であることを義務化」であげた3つのグリーンウォッシュとされ得るタイプの SLLP のうち「③SPT に対する借り手のパフォーマンスの不正確または不十分なモニタリング、測定、ベンチマークおよび開示」に関連する。

野心性の事例について、SLB の場合には、SPT が過去と比べて野心性のない「成り行き経路（a business as usual trajectory）」に準じるレベルであったり、容易に達成できるあるいは達成済みの SPT だった事例が報告されている^{19,20}。このような状況下で、インパクト投資家の中には、SLB の野心度等に疑問を呈し、現段階ではインパクト投資にはなじまないと主張している資産運用会社もある²¹。

2.5 SPT の毎年の設定の追記

2022 年版 SLLP 「1. SPTs の設定」：該当箇所なし。

2023 年版 SLLP 「1. SPTs の設定」：It is therefore recommended that an annual SPT should be set per KPI for each year of the loan term. In instances where strong rationale is provided as to why this is not appropriate, exceptions to the annual frequency of SPTs can be agreed between the borrowers and lenders. The borrower should, where possible and taking competition and confidentiality considerations into account, also highlight any strategic information that may decisively impact the achievement of the SPTs. [2. Calibration of SPT]

（日本語要約）融資期間中、KPI 毎に毎年一つの SPT を設定することを推奨。これが適切でない強い根拠が提供される場合には、例外を借入人と貸出人の間で合意することが可能。借り手は、可能であれば、競争と機密保持を考慮し、SPTs の達成に決定的な影響を与える可能性のある戦略的な情報も強調すべき。

2022 年版にはみられなかった、SPT の毎年の設定を推奨することが、SLLP に明確に記載された。この背景について、SLLP の発行元の一つである LMA のサステナビリティヘッドは、この SPT の毎年の設定について、2019 年に SLLP を発行した時には規範であり、大部分の SLL のプラクティスを反映したものであるが、そのプラクティスが弱められつつあったため改めて記載したとしている²²。ただし例外も認められており、2023 年版 SLLP が言及する「適切でない強い根拠がある場合」には、毎年の SPT 設定でなくてもよいとされる。

なお、LMA は市場参加者の大部分にとっては新しい話ではないと述べている²³。日本の SLL で開示されている情報²⁴を確認する限りではあるが、大部分の借り手は毎年の SPT を掲げず一時点の SPT を掲げてきた（例：2030 年時点での GHG 排出量、2025 年時点でのリサイクル率）と理解

¹⁹ ICMA “Response of ICMA to the ESAs’ Call for Evidence on greenwashing” (2023 年 2 月 20 日アクセス) <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/regulatory-responses> (2023 年 5 月 25 日アクセス)

²⁰ Liberatore, S. M. (2021). Sustainability-linked bonds do not fit our impact framework. Retrieved from Nuveen: <https://www.nuveen.com/en-us/insights/income-oriented-investing/sustainability-linked-bonds-do-not-fit-our-impact-framework> (2023 年 6 月 12 日アクセス)

²¹ Liberatore, S. M. (2021). Sustainability-linked bonds do not fit our impact framework. Retrieved from Nuveen: <https://www.nuveen.com/en-us/insights/income-oriented-investing/sustainability-linked-bonds-do-not-fit-our-impact-framework> (2023 年 6 月 12 日アクセス)

²² Environmental Finance “Sustainability Linked Loan Principles update 'de-emphasises' financial incentives” (2023 年 4 月 4 日) <https://www.environmental-finance.com/content/news/sustainability-linked-loan-principles-update-de-emphasises-financial-incentives.html> (2023 年 5 月 26 日アクセス)

²³ Environmental Finance “Sustainability Linked Loan Principles update 'de-emphasises' financial incentives” (2023 年 4 月 4 日) <https://www.environmental-finance.com/content/news/sustainability-linked-loan-principles-update-de-emphasises-financial-incentives.html> (2023 年 5 月 26 日アクセス)

²⁴ 環境省「国内におけるサステナビリティ・リンク・ローン組成リスト『グリーンファイナンスポータル』」 https://greenfinanceportal.env.go.jp/loan/sll_issuance_data/sll_issuance_list.html (2023 年 5 月 25 日アクセス)

される。この開示情報以外にも借り手が SPT を掲げている場合がある可能性もあるが、開示情報にある SPT が全てだとした場合、少なくとも日本の市場においては、これから SLL の商品設計を検討する借り手、あるいはその借り手に伴走する貸し手にとっては、本改訂によって SLL の商品化のハードルが一つ高くなったことが想定される。

2.6 SPT は「開示」よりも「貸し手に提供」のニュアンスを強化

2022 年版 SLLP 「2. SPTs の設定」 : Disclosures on target setting should make clear reference to...[2. Calibration of SPT]

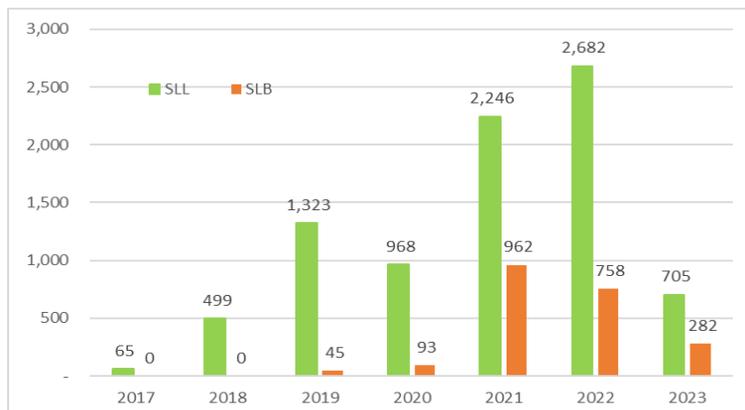
(日本語要約) 目標設定に関する開示は以下について言及すべきである。

2023 年版 SLLP 「2. SPTs の設定」 : Information provided to lenders with respect to target setting should make clear reference to...[2. Calibration of SPT]

(日本語要約) 目標設定に関して貸し手に提供される情報は、以下について言及すべきである。

SLLP は 2019 年に初めて策定されたが、その後 2021 年に改訂された際に、構成を始め SLBP に大きく平仄を取ることが試みられた。2022 年版の SLLP [2.SPTs の設定] の上記の文言は、SLBP と文言が一言一句同じであり、開示という言葉が使われていた。しかし、そのことによって SLLP の相対取引としてのローンの特性が文言に反映されていなかったことから、今回 2023 年の改訂で「開示」ではなく「貸し手に提供」するべきと変更されたと考えられる。

この点は相対取引である SLL の本質であるといえるが、この透明性の低さが (SLB よりも) 市場関係者にとっては好ましく、SLL 市場の拡大につながっているとの指摘もある^{25,26}。なお、2022 年単年で見ると、世界の SLL の組成額は 2,682 億ドルで、SLB の発行額は 758 億ドルと約 3 倍の差がある。



図：SLB 発行額と SLL 組成額の比較 (単位：億ドル)

出典：Environmental Finance Data (2023 年 5 月 25 日アクセス)

²⁵ Sustainable Fitch “Revised ESG Loan Principles Reduce Ambiguity and Raise Standards for Borrowers” (2023 年 3 月 7 日)

²⁶ 一方、実は環境省の SLL ガイドラインでは SPT の情報開示について「SPT に関する情報開示では…明確に言及すべきである」と規定し、また環境省のグリーンファイナンスポータルにおいて各 SLL の SPT がリスト化・開示されている。そこでは SPT の情報の粒度には幅があるものの、一定程度の情報が開示されている。このような事実、また、SLL のグリーンウォッシュが指摘されていることを踏まえれば、国際的にも開示を相対取引だからという理由で情報開示に関する文言を緩める事に疑問が生じる部分もある。

2.7 マージン調整がない場合の加筆

2022 年版 SLLP : A key characteristic of a sustainability-linked loan is that an economic outcome is linked to whether the selected predefined SPT(s) are met. For example, the margin under the relevant loan agreement **may be** reduced where the borrower satisfies a pre-determined SPT as measured by the pre-determined KPIs or vice versa. [3. Loan Characteristics]

(日本語要約) SLL の大きな特徴は、経済的な特徴が、SPT(s)達成の是非で判断される点にある。例えば、借り手が SPT を満たす場合マージンは減少し得るし、その逆もある。

2023 年版 SLLP : A key characteristic of a SLL is that an economic outcome is linked to whether the selected predefined SPT(s) are met. For example, the margin under the relevant loan agreement **will often** be reduced where the borrower satisfies a pre-determined SPT as measured by the pre-determined KPIs and vice versa, **and, in some cases, where a strong rationale is provided, the ratchet may include a neutral bracket in which no margin adjustment applies.** (赤字箇所追記) [3. Loan Characteristics]

(日本語要約) SLL の大きな特徴は、経済的な特徴が、SPT(s)達成の是非で判断される点にある。例えば、借り手が SPT を満たす場合マージンはしばしば減少し、その逆もある。また強い根拠がある場合、マージン調整が適用されないケースもある。

2023 年版では、SPT の達成是非の結果としての、マージン調整が適用されない事例が加わった。2022 年版では、このようなケースは想定していなかった。この変更は、インセンティブがない場合もあるという点で、「2.1 SLL のインセンティブの表現を弱める」の改訂に関連していると言えるだろう。

2.8 SPT の最新情報の開示を奨励事項と明確化、及び、貸し手に共有すべきとより強いニュアンスに変更

2022 年版 SLLP : Borrowers should, **where possible** and at least once per annum, provide the lenders participating in the loan with up-to-date information.... [4. Reporting]

(日本語要約) 借り手は、可能な限り、少なくとも年一回、貸し手への SPT に関する最新情報を提供すべき。

2023 年版 SLLP : Borrowers should, at least once per annum, provide the lenders participating in the loan with up-to-date....[4. Reporting]

(日本語要約) 借り手による貸し手への SPTs に関する年次の最新情報の提供は、少なくとも年一回されるべき。

SLLP 「4.レポーティング」の箇所でも SPT の最新情報に関するレポーティングについて、2022 年版では「可能な限り」貸し手に提供すべきとされていたが、「可能な限り」が削除され、SPT の最新情報の貸し手への提供がより強く要求されている。

2022 年版 SLLP : As transparency is of particular value in this market, **borrowers should be encouraged** to publicly report information relating to their SPTs and this information will often be included in a borrower's integrated annual report or sustainability report. [4. Reporting]

(日本語要約) SPTs に関する開示は奨励されるべき。

2023 年版 SLLP : As transparency is of particular value in this market, borrowers **are encouraged** to publicly report information relating to their SPTs, **including details of any underlying methodology of SPT calculations and/or assumptions.** (赤字箇所改訂) [4. Reporting]

(日本語要約) SPTs に関する開示を奨励する。また、開示情報には、SPTs の計算及び／又は前提上記の方法論の詳細を含む。

2022 年版 SLLP 「4.レポーティング」では、SPT の最新情報の開示は「奨励されるべき (should be encouraged)」となっていたが、「奨励される (encouraged)」と修正し、明確に奨励事項とした。さらに開示情報として、SPT の計算及び／又は前提上記の方法論の詳細を含めるとし、SPT に関する透明性を強調した文言となっている。

上記のように、開示は奨励、貸し手への提供は「べき」とより強い言葉で要求されている。これらは、開示に限界があるローン市場において、SLL のインテグリティを高める一つの方法として、貸し手への提供について要求レベルを引き上げたものと考えられる。

2.9 検証のタイミングや期間についての明確化

2022 年版 SLLP [5.検証] : Borrowers must obtain independent and external verification of the borrower's performance level against each SPT for each KPI (...), **at least once a year.** [5.Verification]

(日本語要約) 検証は、少なくとも年一回取得しなければならない。

2023 年版 SLLP [5.検証] : Borrowers must obtain independent and external verification of the borrower's performance level against each SPT for each KPI **for any date/period relevant for assessing the SPT performance leading to a potential adjustment of the SLL economic characteristics, until after the last SPT trigger event of the loan has been reached.** (赤字箇所改訂) [5.Verification]

(日本語要約) 最後の SPT トリガーイベント後まで、SLLs の財務的な特性の調整につながり得る SPTs のパフォーマンス評価に関連する全ての日付/期間において、独立した外部検証を取得しなければならない

検証について、2022 年版 SLLP では明確に年一回取得しなくてはならないとなっていたが、2023 年版 SLLP では削除され、タイミング・期間が追記されている。ただし、年一回の検証自体が義務化されなくなったわけではない。SLLP のガイダンスでは、「各 KPI の検証は、少なくとも年に 1 回、及び、調整につながり得る SPT パフォーマンス評価に関連する日付/期間 (トリガーイベント) に、取得されるべきである」としている。この改訂ポイントは、SPT の毎年の達成日時と SLL の検証のタイミングが沿うように (矛盾が生じないように)、検証のタイミングの明確化を意図したものと考えられる。

2.10 検証結果は開示よりも貸し手への提供というニュアンスを強調

2022 年版 SLLP [5.検証] : **It is recommended** that the verification of the performance against the SPTs **should** be made publicly available where appropriate. [5.Verification]

(日本語要約) 検証結果は、適宜開示されるべきと推奨。

2023 年版 SLLP [5.検証] : The verification of the performance against the SPTs **must be shared with the lenders in a timely manner** and, where appropriate, be made publicly available. (赤字箇所改訂) [5.Verification]

(日本語要約) 検証結果は、適宜、開示されなければならない。また、検証結果は、貸し手に適時に共有されなければならない。

検証結果については、まずは貸し手に共有されることが (“should” から “must” と表現が強められ) 義務化されている。さらに、開示については、同様に “must” とされ義務化され表現が強まっているものの、「適切な場合には (“where appropriate)” という表現があるため、厳密な意味で開示は義務化されているとは言えない。

「2.6」及び「2.8」同様に、ローンでは開示が難しい中で SLL のインテグリティ確保の一環として、貸し手への情報提供を強化した方向性であると考えられる。

2.11 検証の実施者に関する厳格化

2022 年版 SLLP [5.検証] : Borrowers must obtain independent and external verification of the borrower’s performance level against each SPT for each KPI (for example, limited or reasonable assurance or audit by a qualified external reviewer with relevant expertise, such as an auditor, environmental consultant and/or independent ratings agency), at least once a year.) [5.Verification]

(日本語要約) 検証の実施者として、監査機関、環境コンサルタント、独立した格付け機関といった適格な外部レビュー機関を挙げているが、例示にとどまる。

2023 年版 SLLP [5.検証] : Borrowers must obtain independent and external verification of the borrower’s performance level against each SPT…… This is a necessary element of the SLLP and should be conducted by a qualified external reviewer with relevant expertise, such as an auditor (by way of limited or reasonable assurance), environmental consultant and/or independent ratings agency.) (赤字箇所改訂) [5.Verification]

(日本語要約) 検証の実施者として、適格な外部レビュー機関によって実施されるべきとし、その事例として監査機関、環境コンサルタント、独立した格付け機関を挙げている。

上記のように、検証の実施者は 2022 年版 SLLP では規定はなく、例示にとどまっていたが、2023 年版 SLLP では、適格な外部レビュー機関によって実施される「べき」と改訂された。検証の厳格化についても、高いレベルでの透明性の確保が難しいローン市場において、SLL のインテグリティを保つための一つの手段であると考えられる。

2.12 SPT がローンの前あるいは同時に設定されない場合の明確化

2022 年版 SLLP ガイダンス : 該当箇所なし。

2023 年版 SLLP ガイダンス : e) What happens when SPTs cannot be “set before or concurrently with the origination of the loan”? [5.Verification]

(日本語要約) SPT を「融資実行前または融資実行と同時に設定」できない場合はどうなるのか。

2023 年版の SLLP のガイダンス文書では、Q&A において上記の質問と回答を加筆した。結論としては、SPT がローン開始前または開始時と同時に設定されないローンは、SLL として適格ではないことを明確にしている。一方、例外として、時間が限られている案件で、借り手が明確なサステナビリティ戦略を既に持っている場合、SLL の仕組みを文書に含めることに合意することができ、SLL の仕組みは、融資実行後の SPT の合意時に発効されるが、これは 12 ヶ月以内に実施する必要がある、としている。

この背景には、実際に、SLL として契約されながらも、KPI や SPT が設定されていなかったという事例がある (例 : 2021 年の Schlumberger (€7,500 万)、Grosvenor (£11 億)、Oceanering (\$2.15 億) のサステナビリティ・リンク・リボルビングクレジット ファシリティー²⁷)。

²⁷ Environmental Finance “Comment: Premature sustainability-linked loan labelling is a credibility issue” by Ahren Lester (2022 年 5 月 4 日) <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/comment-premature-sustainability-linked-loan-labelling-is-a-credibility-issue.html> (2023 年 5 月 26 日アクセス)

3. 今後に向けて

2023年版 SLLP では、借り手によるサステナビリティへの貢献のための資金を提供し奨励するという重要な役割を SLL が果たすためにも、また、SLL 市場が発展するためにも、インテグリティが最も重要であることがイントロダクションで述べられている。環境省の SLL ガイドラインではインテグリティを「誠実性」と訳している。インテグリティに国際的な定義はなく²⁸、また 2023 年版 SLLP や 2023 年版 SLLP ガイダンスでも定義されていない。しかし、ここであえて解釈をすれば、SLL の文脈におけるインテグリティとは、当該金融商品が SLL と称するために、KPI がマテリアルであることや SPT が野心的であることなど SLLP 十分な SLLP の要求事項を満たし、誠実に環境社会課題、貸し手やその他ステークホルダーに向き合っているということだろう。

全体的に今回の改訂は、ローンでは情報開示が限定的にならざるを得ないといわれる中で、また、グリーンウォッシュの疑義に関する声がある中で、貸し手への情報提供や毎年の SPT の設定等、それ以外の方法で SLL のインテグリティを高めることを意図したものが多かったと考える。グリーンウォッシュの事例があってもそれがローンの場合には表には出ないことが想定されるため、開示以外の規定を通じて、そのインテグリティや高い野心度の SPT を保証する SLL 市場全体の標準化の更なる進展が不可欠である²⁹。

²⁸ Cecilia González (2023) “Evolution of the concept of ecological integrity and its study through networks” Ecological Modelling Vol476. <https://doi.org/10.1016/j.ecolmodel.2022.110224> (2023 年 6 月 3 日アクセス)

²⁹ Environmental Finance “Sustainability-linked debt: the risk of ESG-washing” (2021 年 6 月 21 日アクセス) <https://www.environmental-finance.com/content/analysis/sustainability-linked-debt-the-risk-of-esg-washing.html> (2023 年 5 月 25 日アクセス)

謝辞

本稿の執筆にあたり、環境省水野紗也様より貴重なご助言・情報を頂きました。また、IGES ファイナンスタスクフォース森尚樹プログラムディレクターからも、細部にわたるご助言をいただきました。心より感謝申し上げます。



IGES (Institute for Global Environmental Strategies)

2108-11, Kamiyamaguchi, Hayama, Kanagawa, 240-0115, Japan

Tel: +81-46-855-3709

Email: iges@iges.or.jp

URL: <http://www.iges.or.jp>

Copyright © 2023 Institute for Global Environmental Strategies.

All rights reserved.

Although every effort is made to ensure objectivity and balance, the publication of research results or their translation does not imply IGES endorsement or acquiescence with their conclusions or the endorsement of IGES financers. IGES maintains a position of neutrality at all times on issues concerning public policy. Hence conclusions that are reached in IGES publications should be understood to be those of the authors and not attributed to staff-members, officers, directors, trustees, funders, or to IGES itself.