

ソブリン SLB：日本の移行期における一つの選択肢

セドリック・リモー、CFA [(*)]

日本は先日、とくにエネルギー移行を支援するための大規模な借入プログラム（GX 移行債）を発表した。[1]提案された枠組みでは、水素・アンモニア混焼を含む特定の技術への投資を資金使途とする設計がなされている。

本稿では、日本の移行債の枠組みを分析するとともに、代替案として、資金使途が制限されない、且つ、クーポンの支払いが移行の成果に連動する、サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB: Sustainability-Linked Bond）を提案する。

日本がエネルギー移行を進めるための資金調達に SLB を利用することには、以下の三つの重要な利点がある。

- 移行技術としての水素・アンモニア混焼の炭素排出量削減及びコストに関しては、いくつかの疑問が投げかけられている。**資金使途が予め決められた債券ではなく、SLB を発行することにより、日本政府は現時点における選択肢に限定されることなく、幅広い技術に対しての資本配分が可能となる。**この方法は、現在、将来経済合理性がないことが明らかになるかもしれない特定の技術に資金を投じている GX 移行債よりも柔軟な金融商品である。

- **SLB による資金調達は、投資そのものよりも、その後の成果を重視している。これは、脱炭素化という長期的な目標に関して、日本のパートナーは安心感を得ることができる。**炭素排出量の野心的な削減に連動した成果目標は、気候変動を根本原因に立ち向かう日本の決意を示す強いメッセージとなるだろう。また、今後の政策変更によって資金調達コストが増加する恐れがあるため、政策サイクルの期間を超えてコミットメントを行うことも可能となる。

- **移行債はそれほど広く利用されている金融商品ではないが、SLB という形態であれば、より広範な投資家に訴求できる可能性がある。**資金使途を特定した（UoP: Use-of-Proceeds）移行債は、従来のグリーン・プロジェクトではなく、特定の適格な投資のみに資金が使用されるものであるが、これまでのところ、ほとんど国際的な投資家の関心を集めていない。SLB の形態は、世界的な基準に沿ったものであるため、世界の投資家からもっと注目を集められる可能性がある。その結果、資金調達コストが下がり、日本のエネルギー移行が国際的により大きな信用を得ることにつながるだろう。

[1]「日本のグリーントランスフォーメーション（GX）の概要」、GR ジャパン、2023 年 1 月 31 日

投資に関する助言ではない。本バージョン 2023 年 6 月 14 日。文末に重要な免責事項を記載。
(*)アントロポセン・フィックスド・インカム・インスティチュート（www.anthropocenefii.org）、連絡先の著者：cri@anthropocenefii.org

はじめに

日本は、炭素排出量を大幅に削減する野心的な計画を、断固たる姿勢で進めている。水素とアンモニアの混焼の活用は、長らく日本の産業界にとって、脱炭素移行という課題を解決するための信条となっている。すでに進行中のパイロット・プロジェクトもある。[2]最終的な目的は、アンモニアを低炭素燃料として利用することによって排出量を削減することだが、その実行可能性についての懸念が高まっている。[3]このような燃料のシフトは最良の選択ではないかもしれないと懸念する声もあがっている。[4, 5]

この計画を実行に移すのに必要となる資金調達パッケージの規模を考えると、日本は債務資本市場で大規模なプログラム発行を実施せざるを得ないだろう。日本では、まだ検証されていない特定の解決策に意識がとられており、こうした今日の技術的な意思決定は、将来的に国として持ち得る選択肢を狭める恐れがある。投資家はこうした方針に重大な影響を及ぼしうる。

アジア太平洋地域においては、サステナビリティ・リンク・ローン（SLL: Sustainability Linked Loan）がSLBよりも相対的に人気が高く、2022年12月までの発行体数は、累積でSLBが10であるのに対し、SLLは77である。これは、以前から定着しているグリーンボンドをこれまでに発行した発行体数117に迫るものである。[6]しかしながら、チリ[7,8]とウルグアイ[9,10]がソブリンSLBの発行に成功して以降、脱炭素戦略への資金調達のために各国がこうした金融商品を利用することが、新たに注目を集めている。

本稿では、ソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンドが、日本が脱炭素移行に向けて資金調達を行うための金融商品としていかに優れたものになり得るかについて分析する。

日本の移行債の枠組み

日本は「グリーントランスフォーメーション」の枠組みを発表しているが、これにはいくつかの重要な取り組みが含まれている。[1]2030年までにエネルギーミックスに占める再生可能エネルギーの割合を36～38%に引き上げること、原子力発電所の再稼働、電気自動車への大胆な移行、船舶及び航空輸送による温室効果ガス排出量の削減、構築環境における排出量の削減、グリーンスチール及びカーボンニュートラルセメントの利用拡大、さらには、ブレンドファイナンス（混合金融）の規模拡大や気候変動関連の情報開示など、複数のコミットメントが掲げられている。

この枠組みの中では、アンモニアと水素の混焼や炭素回収技術への投資が、さらに難しい問題である。石炭発電所でのアンモニアと水素の混焼は、化石燃料の使用をさらに長期にわたって固定化するものであり、排出量削減の機会が失われてしまう。

---

[2]「碧南火力発電所のアンモニア混焼実証事業における大規模混焼開始時期の前倒しについて」、Jera、2023年5月5日
[3]「日本はアンモニアで走り続けるのか？」、C&EN、2022年4月23日
[4]アンモニアへの投資を目的としたUoP社債に関する我々の分析については、右記を参照されたい：「三菱重工：誤った移行」、AFII、2022年9月6日
[5]「G7気候環境相会合、日本のエネルギー戦略に異議」、フィナンシャル・タイムズ、2023年4月13日
[6]「ASEAN市場の現状2022年版」、気候変動債券イニシアチブ、2023年5月30日
[7]「サステナビリティ・リンク・ボンド」、チリ公債局、2023年6月8日閲覧
[8]「チリのサステナビリティ・リンク・ボンド：オプション性分析」、AFII、2022年4月5日
[9]「ウルグアイのソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンド」、ウルグアイ公債管理局、2023年6月8日閲覧
[10]「ウルグアイのサステナビリティ・リンク・ボンド：市場の最新情報」、AFII、2023年6月5日

一方、世界のテーマ債市場は、透明性を高め、グリーンへの移行に関する明確な定義を促進する極めて具体的な国際ガイドラインに支えられ、力強く成長している。世界中でグリーン分類法が発展していることは、規制当局や市場関係者が資本配分の指針になるような具体的な定義を必要としていることの証しである。世界中で、資金使途を特定した「移行」債の伸びは低調である。2023 年 12 月 31 日現在、グリーンボンドとサステナビリティ・リンク・ボンドの発行総額はそれぞれ 2 兆 2,000 億ドルと 2,042 億ドルにまで成長しているが、移行債はわずか 125 億ドルにとどまっている。[11]定義や基準を欠いていることが、このように成長が遅くなっている原因かもしれない。[12]しかしながら日本では、こうした金融商品は当局によって積極的に推進されてきた。[13]

一部の市場関係者によると、GX 債は ICMA のグリーンボンド原則に従う可能性は低いとされる。[14]多くの市場関係者は、こうした商品の売り出しが投資家の間に混乱を引き起こす可能性を問題視している。[15]2017 年にスペインの石油・ガス会社レプソルが初めて移行債を発行したものの、グリーンボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンドと異なり、主流にはなっていない。[16]

表 1 日本初のソブリン移行債パッケージとその目的　出典：経済産業省、AFII

年間投資額	目的	事例
5 兆円	電力供給における脱炭素化	再生可能エネルギー、水素、アンモニア、バッテリー
2 兆円	製造プロセスにおける脱炭素化	カーボンニュートラルな電力、産業用ヒートポンプ、コジェネレーション
4 兆円	最終用途部門	省エネ住宅及びビル、次世代自動車
4 兆円	インフラ	送電網強化、充電ステーション、データセンター、半導体
2 兆円	研究開発	カーボンリサイクル、水素還元製鉄、原子力、CCS
17 兆円		

移行債では柔軟な資金調達は不可能

政府は、新しいカーボンプライシング・メカニズムから得られる歳入を使って、2050 年までに償還される「新しいタイプの公債」を発行することを計画している。これには、債務保証を通じて「より高い事業リスク」を抱える部門に資金提供することも含まれる。政府は、日本のグリーントランスフォーメーション（「GX」）を達成すべく、150 兆円（1 兆ドル）の民間−公共投資パッケージについて発表を行った。このプログラムには、エネルギー、輸送、構築環境、産業部門など、主要部門におけるいくつかのコミットメントが含まれる。150 兆円は、今年度（2023 年 4 月～）の 20 兆円（1,440 億ドル）のパッケージを皮切りに、今後 10 年間に渡って投入される。最初のソブリン移行債は 2023 年 10 月から 2024 年 4 月の間に発行される見込みである。[14]

日本の移行債は、高い成長を経験していない点で、テーマ債市場では異例のものとなっている。実際、先に述べた通り、2022 年 12 月 31 日時点でわずか 125 億ドルしか発行されていない。[11]2022 年、こうした債券は、主に日本と中国の重工業関連企業によって売り出されたが、それまでは地域的

[11]「持続可能な債務 - 世界市場の現状 2022 年版」、気候変動債券イニシアチブ、2023 年 5 月 31 日
[12]「持続可能な資金調達：環境に配慮した持続可能な商品に対する需要が高まっているにもかかわらず、移行債・移行ローンが広まらない理由」、サウスチャイナ・モーニング・ポスト（南華早報）、2022 年 2 月 2 日
[13]「日本が移行債を導入する理由」、キャピタル・モニター、2023 年 1 月 18 日
[14]「投資家や NGO、日本の GX 債発行を前に疑問を呈す」、レスポンシブル・インベスター、2023 年 6 月 2 日
[15]「投資家、日本の 1,400 億ドル債券計画のグリーンウォッシュに警戒」、ジャパンタイムズ、2022 年 11 月 18 日
[16]「レプソル、初のグリーンボンドに道を開く」、グローバル・キャピタル、2017 年 5 月 9 日

にもっと分散していたものである。日本では、経済産業省のガイドラインに沿った内容であることに好意的な国内金融機関に対し、日本円で売り出されている。[17]

まだ十分に実証されていない技術にコミットすることは、日本の脱炭素移行にとって大きなリスクである。技術の進歩はしばしば非線形的なものである。日本の自動車メーカーは長年、ハイブリッド自動車技術がバッテリー駆動車分野における最有力選択肢になると信じてきたが、電気自動車の需要がハイブリッド車を大きく上回ったことから、方針を転換することになった。[18]同様に、カメラ製造分野はかつて日本企業の独壇場であったが、デジタル化によって一掃されてしまった。[19]

日本は他の国々と同様、グローバルな競争に直面する中で、こうした技術が経済合理性や競争力を持つかどうかを事前に知る能力を欠いたまま、今日、技術上の選択を行わざるを得ないというリスクにさらされている。とはいえ、「実質ゼロ」への道を大きく前進させることは、世界にとっても、そしてとりわけ日本にとっても有益なことである。

提案されている資金使途を特定した GX 債は、二酸化炭素を大量に排出する部門に同様に重点を置くとともに、炭素回収、石炭火力発電所におけるアンモニアと水素の混焼、その他の二酸化炭素除去などの技術への投資を促すものとなるだろう。とはいえ、こうした技術は、信頼できる移行案として国際的に受け入れられるにはほど遠い。先日の G7 閣僚会合では、低炭素エネルギー源としてアンモニアに賭けようとしている日本の気候変動対策計画が批判された。[20,]

この選択肢を追い求めるならば、日本はいくつかの点で厳しい状況に置かれる恐れがある。第一に、国は資金調達プログラムに明記されているように、長期にわたって特定の資本支出を自らに課すことになる。まだ十分に実証されていない技術が、日本の「国が決定する貢献（NDC: Nationally Determined Contribution）」において約束した二酸化炭素削減の成果をもたらすという保証はどこにもない。こうした技術に効果がないことが判明すれば、資金調達パッケージは無駄になってしまう。

代替案としては、日本がソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンドを発行することが考えられるが、これには潜在的に有益な特徴がある。SLB で調達した資金は「一般事業目的」に使用できるため、現時点で使途を決定する必要はない。日本はまた、現在提唱されている技術が有効でない、あるいは経済合理性がないと判断した場合、他の解決策に切り替えるためのより高い柔軟性が得られる。

ソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）は、日本の脱炭素移行に幅広い可能性をもたらすであろう。最初から決められた資金使途計画はないので、脱炭素化のための新たな選択肢につながる道が残る。

ソブリン SLB なら長期的な気候変動対策目標が設定可能

気候変動を回避するために実施される公共政策は、国家の舵取りを担当する政策立案者にある種の政治的結果をもたらす可能性がある。日本は、他の民主主義国家と同様、長期的な脱炭素化計画にとって妨げとなりうる政策サイクルの影響を受ける。[21]

サステナビリティ・リンク・ボンドは通常、主要業績評価指標（KPI: Key Performance Indicator）やサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT: Sustainability Performance Target）に照らして発行さ

---

[17]「トランジション・ファイナンス」、経済産業省、2023 年 6 月 7 日閲覧
[18]「トヨタの 56 億ドルのバッテリーへの賭けは、ハイブリッド時代の幕引きを示唆」、日経アジア、2022 年 9 月 8 日
[19]「日本のカメラメーカーの変わりゆく運命」、ペタピクセル、2022 年 10 月 24 日
[20]「高価でとても汚い。BNEF、水素由来のアンモニアを石炭と一緒に燃焼させて発電するという日本の計画を非難」、リチャージニュース、2022 年 9 月 29 日
[21]「日本の気候政策の実現可能性と将来性」、ハインリッヒ・ベル財団、2022 年 4 月 30 日

れる。これらは通常、ICMA が公開しているサステナビリティ・リンク・ボンド原則に沿った形で、発行体が公開する枠組みにおいて開示される。[22]KPI が考慮しなければならない長期的なデータポイントを設定するのに対して、SPT は発行の都度異なり、野心レベルを異なるレベルに設定することができる。発行体が脱炭素化の道筋を前進するにつれて、連続して発行される SPT のハードルが異なるレベルに設定されることはよくあることである。

ソブリン SLB は、長期にわたって炭素排出量削減に重点を置く公共政策の中核となり得るものであり、政策サイクルを超えてこのコミットメントを継続させることができる。明示された KPI と、時間の経過に応じて調整可能なターゲットを掲げる、こうした金融商品を発行することにより、日本はより柔軟な政策対応を行うことができ、政策サイクルの変化や国際的な競争条件の進化に適応することができる。

サステナビリティ・ターゲットが達成されなかったために資金調達コストが上昇した場合、政治の場で議論を展開させ、より積極的な意思決定者に政治的変化を促すことができる。ソブリン債の発行体が行う SLB による資金調達では、炭素排出量削減目標が達成されない場合、その国に対する金利サービス料が引き上げられることになる。そのため、現政権が特定の温室効果ガス排出削減を達成できなかった場合には、対立する政党にある種の反論材料を提供することになる。

たとえば、フランス政府は、債務負担の増加という圧力にさらされており、それによって教育への支出が追いつかなくなる恐れがあるため、政治的な議論が起こっている。[23]このことは、とくに脆弱な発展途上国にとって深刻である。[24]気候変動対策を主張する政党にとっては、気候変動により懐疑的な対立勢力に対する反論になりうる。[25]

ソブリン債は 150 兆ドルの世界債券市場の 45%を占めている。とはいえ、公債管理当局は、公債発行とサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットを結びつける条項について、次のような懸念を抱いている。つまり、目標が達成できない恐れがあること、目標が選挙後に政治的に覆されるリスクがあること、納税者、投資家、「サステナビリティ利益」の間に齟齬が生じる恐れがあること、また、脱炭素化に失敗すれば財政状況が悪化しかねないこと、などである。[26]

ソブリン SLB にはいくつかの利点がある。サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPT: Sustainability Performance Target)を形作る成果は、2030 年までに 2013 年比で温室効果ガス排出量を 26%削減するという、日本の「国が決定する貢献」の長期的なコミットメントと整合させることができる。[27]ソブリン SLB はまた、現在の政権が交代した後にも発行残高が残るため、政策サイクルを超えて移行政策を延長させることができる。ソブリン SLB によれば、国は環境面の前向きな成果を重視するようになり、時間の経過とともに変化する可能性のある技術投資はあまり重視されなくなる。環境面の目標が達成されなかったことでクーポンステップアップが発生すれば、一般市民の意識も高まる。というのは、有権者は、なぜ債務返済が増加するのか疑問を抱くようになるからである。

以上をまとめると、ソブリン SLB はサステナビリティの成果に重点を置くものであり、それを達成できなかった場合には金銭的なペナルティが課される。これより、政策変更というリスクを回避することが

---

[22]「サステナビリティ・リンク・ボンド原則」、ICMA、2023 年 6 月 7 日閲覧
[23]「フランスの公的債務、2021 年に再び増加し始める」、ル・モンド、2022 年 5 月 16 日
[24]「気候変動が発展途上国の債務を助長」、UNFCCC、2018 年 7 月 3 日
[25]“トランプ氏、オバマ氏の気候変動に関する実績を帳消しにしようと大胆に行動」、ワシントン・ポスト、2017 年 3 月 28 日
[26]「世界銀行のソブリン債向け新 SLB プラットフォーム」、ナティクシス、2022 年 11 月 4 日
[27]「日本の約束草案の提出」、環境省、2023 年 6 月 7 日閲覧

可能となる。というのは、政策変更によって追加のコスト負担が生じることを考慮すると、次期政府にとって以前の政策を展開するインセンティブが低下するためである。

外国資本が日本の信頼できる移行を支援する可能性あり

日本の国債（JGB）は、外国人投資家にとってますます魅力的なものとなっているが、その割合は2022 年 12 月時点において全体の 14.1%と、まだ比較的小さい。[28,29]過去には、海外の投資家が日本の国庫短期証券を主に保有していることもあった。[30]彼らは限界的な買い手として再び大きな影響力を発揮する可能性があり、今年初めには保有している債券をシフトしている。[31]世界規模の金融機関が日本の債券市場における活動を活発化すべく準備を進めている、との報道がある。[32]環境面の成果に焦点を当てることで、新たな関心が芽生える可能性がある。

海外の投資家から幅広い関心を集めることには、いくつかの利点がある。これにより、日本がエネルギー移行に必要な資金を調達するための資金源の多様化が図れる。政治的には、移行資金の一部を別の借入れで賄うことを認めやすくなる。また、日本の気候変動に対するコミットメントを国際的な場面で発信することにも役立つ。我々は、日本の金利環境がすでに世界最低水準であることを認識しているが、投資家層を拡大すれば、さらに割安な資金調達が可能になるであろう。

過去のソブリン SLB 発行の際の応募超過率から見ると、世界規模の投資家はこれを好意的に受け止めているようである。[33],[34]これまで、ソブリン SLB はチリとウルグアイが発行している。[35,36]

日本のソブリン SLB は、世界の投資コミュニティーから好意的に受け入れられる可能性がある。日本は、ソブリン SLB を市場金利よりも低い利回りで売り出すことにより、野心的な目標のオプション価値を収益化することができる。というのは、万一日本が SPT を達成できなくても、投資家はクーポンステップアップの恩恵を受けられるからである。[37]クーポンステップアップの仕組みは日本のバイヤーにとっては障害となるかもしれないが、特定の成果を達成するための支払いを代替案として利用することが可能である。[38]

ソブリン SLB にはいくつかの利点がある。この債券は、海外の投資家による日本国債に対する投資意欲の高まりと、国際的に認められた原則に沿うものである限り、気候変動対策に即した金融商品を求めるという海外の投資家の投資意欲を背景にしたものである。環境面の成果に重点を置く SLB は、排出量削減が困難な部門に目に見える炭素削減をもたらすことが可能であると投資家が感じる

---

[28]「方向性を変える日本人：国債に対する認識の変化」、ユーロクリア、2023 年 3 月 13 日
[29]「現物国債市場の主要プレーヤーは誰か」、マーケットニュース&インサイツ、2022 年 6 月 15 日
[30]「外国人投資家の日本国債保有額、邦銀を上回る」、日経アジア、2017 年 12 月 27 日
[31]「外国人投資家、2022 年の記録的な急落で日本国債を投げ売り」、日経アジア、2023 年 1 月 13 日
[32]「銀行、日本の活気のない債券市場が目覚めつつあると確信」、IFR、2023 年 4 月 28 日
[33]「ウルグアイのソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンドについての実験」、コロンビア・スレッドニードル、2022 年 12 月 12 日
[34]「ソブリン債、チリ共和国の気候変動対策への野心的な取り組みを支援」、PR ニュースワイヤー、2022 年 3 月 4 日
[35]「世界初のサステナビリティ・リンク・ソブリン債、チリ共和国の気候変動対策への野心的な取り組みを支援」、PR ニュースワイヤー、2022 年 3 月 4 日
[36]「ウルグアイ、IDB の支援でグローバル・サステナビリティ・リンク・ボンドを発行」、IDB、2022 年 10 月 24 日
[37]詳細は右記参照：「SLB とステップダウン構造のリスク中立プライシングに関する留意点」、AFII、2022 年 10 月 29 日
[38]右記を参照されたい：「サステナビリティ・リンク・ボンド：代替ステップ」、AFII、2023 年 5 月 22 日

金融商品である。[39]最後に、ソブリン SLB の事例には、世界規模の投資家から強い反響が寄せられている。

野心的なソブリン SLB は、より幅広く投資家に道を開く可能性がある。そして、投資家は炭素排出量削減へのコミットメントに安心感を覚え、国際的な場で日本の移行計画に対する信頼性を高め、安定した資金源をもたらすだろう。

結論

日本政府が公表した移行資金調達パッケージでは、確実な移行をもたらすことがまだ証明されていない特定技術のみへの投資を資金使途とする設計がなされている。

それどころか、このような資金調達は、野心的なソブリン・サステナビリティ・リンク・ボンドによって実施できる可能性があり、これには次のような利点がある。

- **まだ実証されていない技術への資本支出に縛られる、資金使途が固定化された債券とは異なり、より広範な脱炭素化オプションへの投資が可能である。**
- **ソブリン SLB は、長期的な公共政策の中核をなすものであり、達成するための手段ではなく、成果に重点を置くものである。**
- **新しい SLB の枠組みによってイノベーションを起こすことで、日本政府は、日本の産業複合体の長期的な脱炭素化に貢献することに関心を持つ投資家の裾野を広げることができる。**

[39]排出削減が困難な部門では、グリーンボンドに比べ SLB の発行が多い。分析については右記を参照されたい：「SLB：補足、親愛なる投資家の皆様へ」、AFII、2023 年 4 月 13 日

重要な免責事項:

本報告は、情報提供及び教育のみを目的としたものです。アントロポセン・フィックスド・インカム・インスティチュート(AFII:Anthropocene Fixed Income Institute)は、税務、法律、投資又は会計に関する助言を行うものではありません。本レポートは、税務、法律、投資又は会計に関する助言を行うことを意図したものではなく、またそのような助言のために利用されるものではありません。本報告は、投資に関する助言、売買の提案や勧誘、あるいは証券、企業、ファンドの推奨、支持、後援を目的としたものでは一切ありません。AFII は、読者各位の投資判断について一切責任を負いません。投資に関する調査や投資判断は、読者各位の責任において行って下さい。本報告は、投資の一般的な手引きではなく、また、特定の投資を推奨するための情報源でもありません。他の人のものだと考えられない限り、記載されている意見はあくまでも我々の現時点での意見です。記載されている情報の一部は、第三者から提供されたものである可能性があります。AFII は、こうした第三者の情報は信頼できるものであると考えており、可能な限りその妥当性を検証するため公開されている記録を確認しておりますが、その正確性、適時性、完全性を保証するものではなく、また予告なしに変更される場合があります。

現在又は将来の市場におけるある企業の信用度又は業績の好悪の可能性についての記述は、純粋に観察に基づいたものであり、当該企業又は証券の推奨、支持又は批判として受け取られるべきものではありません。

AFII は、「人為的な要因による気候変動の時代における債券及び債券市場の影響力について観察したり、提唱したり、影響を与えるための」非営利団体です。当インスティチュートについて、詳しくは www.anthropocenefii.org をご覧下さい。

AFII は、提供する資料や報告において言及しているいかなる企業とも一切関係がなく、また当該企業の役員、従業員、顧問でもなく、その見解及び/又は洞察に対していかなる報酬又は対価も受け取っておりません。

