

2021年1月12日 全8頁

# CBI ガイドラインからみる、トランジションボンドの定義

## 透明性に関する原則とトランジションの段階的な類型がポイント

金融調査部 SDGs コンサルティング室 兼 政策調査部 研究員 田中大介

### [要約]

- ICMA がトランジションファイナンスに関するハンドブックを公表したが、あくまでもミニマムスタンダードであり、詳細な発行基準を示すものではない。トランジションファイナンスはグリーンボンドを含むグリーンファイナンスに比してグリーンウォッシュの可能性が高まるため、外部認証などの重要性が高いと考えられる。
- 2020年9月8日、CBI (Climate Bonds Initiative) と Credit Suisse が Financing Credible Transitions という文書を共同で公表しており、実際に発行体（企業）がトランジションボンドを発行する際は、このガイドラインが参考となろう。
- ガイドラインでは、透明性に関する 5 原則とトランジションの段階的な類型を提示している点が特徴的である。「たたき台」の域は出ていないが、今後の議論の進展に期待したい。

## 1. ICMA はハンドブックを公表したが、原則は未策定

先のレポート<sup>1</sup>において、ICMA (International Capital Market Association : 国際資本市場協会) が公表したハンドブックを概説したが、トランジションボンドの国際的な原則の策定には至っておらず、詳細な基準等も定まっていない状況である。ただ、トランジションボンドの外部認証の視点では、CBI と Credit Suisse が共同で公表した Financing Credible Transitions (以下、CBI ガイドライン) が参考となろう。これまで CBI はグリーンボンドやサステナビリティボンドなどの認証基準等を公表してきた。特に、グリーンボンドにおいて CBI の認証が果たす役割は大きく、認証取得に際して厳しい基準を課すことで、CBI は基準の厳格さを、発行体はグリーンボンドのグリーン性を対外的にアピールしてきた<sup>2</sup>。つまり、トランジションボンドにおいても、将来的に策定されるだろう CBI 認証基準を満たすことが発行体のレピュテーションの向上や投資家層の拡大につながる可能性がある。

<sup>1</sup> 田中大介 「GHG 排出削減におけるグリーンボンドの限界」(大和総研レポート、2021年1月12日)

<sup>2</sup> 田中大介 「グリーンボンドの外部認証取得は必要か」(大和総研レポート、2020年8月24日)等を参照。

また、グリーンボンドと同様、トランジションボンドにおいても、発行体による外部評価の取得が慣習となることも考えられる<sup>3</sup>。その場合、発行体がトランジションボンドを発行する際に有益な情報となるのは、ICMA が公表したミニマムスタンダードよりも、より厳格な CBI の原則あるいは詳細な発行基準が示される認証基準だろう。トランジションボンドの発行体として想定されるのは、相対的に多量の GHG（温室効果ガス）を排出する業種であるため、グリーンウォッシュ<sup>4</sup>等への懸念は常に付き纏うこととなる。ゆえに、グリーンボンドに比して透明性を高めるための厳格な基準を設け、その基準に基づく外部認証やセカンドパーティーオピニオン等の取得が推奨されるのではないだろうか。その際、CBI の認証基準の土台となるであろう CBI ガイドラインにて示されたトランジションファイナンス<sup>5</sup>の考え方や原則等の重要性は高いと考えられる。

## 2. CBI ガイドラインの内容

ここで、CBI ガイドラインの内容を概説する。AXA IM のガイドライン<sup>6</sup>と同様、CBI ガイドラインも議論の「たたき台」の域を出ていないが、特筆すべきは A) グリーンウォッシュを避ける（透明性を高める）ための 5 つの原則を提示していること、B) トランジションファイナンスを段階的な類型を設定していることである。

### A) 透明性に関する原則

原則について、図表 1 にその概要を示す。原則の適用対象は発行体全体と経済活動（プロジェクト）に大別されている。株式（Equity）、サステナビリティリンクボンド/ローン（Sustainability linked bond/loan）、一般的な事業債（General purpose bond）の発行による資金調達を行う際は前者、プロジェクトボンド（Use of proceeds bond）、ABS（Asset Backed Security）、グリーンローン（Green loan）による資金調達を行う際は後者が原則の適用対象になる。つまり、金融商品の特性に応じて、原則を適用させる対象が異なることを示している。

<sup>3</sup> ICMA のグリーンボンド原則では、第三者による外部評価の取得を推奨している。現状、ほぼ全てのグリーンボンドで外部評価の取得が行われている。

<sup>4</sup> 発行体がグリーンボンドを発行した場合に、調達資金を投じたプロジェクトが実際には環境問題の改善に寄与しないこと等を指す。

<sup>5</sup> トランジションファイナンスは債券に限定されるわけではないが、ICMA のハンドブックはグリーンボンド等の原則をトランジションボンドとして適用することを想定して作成されている。本稿においても、具体的な記述がある場合を除き、金融商品としては債券を想定する。

<sup>6</sup> AXA Investment Managers “Financing brown to green: Guidelines for Transition Bonds”（2019年6月10日）

図表 1 CBI ガイドラインの 5 原則の概要

原則	概要
① 移行目標・経路が気温上昇を 1.5℃ 以内にとどめることと整合的であること	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 移行目標・経路は、2050 年までにネットゼロ排出、2030 年までに排出量を約半分とする、世界的な目標(1.5℃目標)に整合している必要がある</li> <li>➤ NDC(各国が定める GHG 削減目標等)との適合性は、1.5℃目標との整合性を示すには十分でない</li> </ul>
② 移行目標・経路が客観的に、気候科学に基づいていること	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 産業間や経済活動間で、世界で許容される GHG 排出量を割り当てることは複雑な問題であり、これを乗り越えるためには気候科学コミュニティと技術的な専門家の知見が必要である</li> <li>➤ 移行経路は一般的に適用される(世界的な目標に沿った)ものを用いることで、排出削減量が必要規模に達する可能性を最大化し、同業の発行体および経済活動の比較可能性を確保する</li> </ul>
③ 移行目標・経路にオフセットは計上せず、上流側の Scope 3 を含めること	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ オフセット購入を含む事業外活動による排出削減は計上せず、可能な限り Scope (スコープ) 1 と 2 および上流側の Scope 3 の排出に対処する必要がある</li> <li>➤ 上流側のスコープ 3 の排出は直接管理しているものではないが、購入決定により間接的に管理しているものと見なす</li> </ul>
④ 移行目標・経路において経済競争力ではなく、技術の実行(実現)可能性を考慮すること	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 移行経路の開発には、現在および予想されるテクノロジーの評価を含める必要がある</li> <li>➤ 実行可能な技術が存在する場合、通常の技術に比べて高価であっても、その経済活動に適切な脱炭素経路を決定するために使用する必要がある</li> </ul>
⑤ 実際の移行経路をたどること (誓約や指針だけでは十分でない)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 発行体および経済活動について、資金調達期間にわたってどのような移行経路をたどるかを示す必要があり、定期的な評価が必要である</li> <li>➤ 金融商品によっては、資金調達期間に一致する発行体・経済活動の脱炭素計画と目標設定が必要である</li> </ul>

(出所) Climate Bonds Initiative, Credit Suisse “Financing Credible Transitions” (2020 年 9 月 8 日)より大和総研作成

各原則について考察する。①と②は、発行体でいえば SBTi (Science Based Targets initiative) から認定を受けていれば要件を満たしているといえるだろう<sup>7</sup>。特に、②の「客観的に、気候科学に基づいていること」を示す手段としては、SBTi のような企業の削減目標に関する認定を受ける、または別途セカンドパーティーオピニオン等を評価会社へ依頼するといったことが考えられる。SBTi の認定が①と②の要素を包含していることに鑑みれば、今後公表されるであろう CBI のトランジションボンドの詳細な認証基準において、SBT 認定の取得が①と②を満たすものとして認められる可能性もあろう。

③は、GHG 排出削減量へのアプローチや計算方法に関する原則である。ここでは Scope<sup>8</sup> という概念が登場する。Scope1 は企業の経済活動によって直接排出される GHG、Scope2 は経済活動に伴う電気・熱などに係る GHG、Scope3 はサプライチェーンに係る GHG である。すなわち、図表 1 にある上流側の Scope3 とは、素材製造や部品製造などのサプライチェーンの上流側における GHG 排出のことである。

他方、下流側の Scope3 は対処の範囲外とされている。例えば、部品製造会社と最終製品製造会社では、最終製品製造会社は部品の購入決定により、部品製造会社の事業を間接的に管理しているといえるが、その会社でしか製造できない部品があるなどの例外を除けば、その逆の関係性が成り立つことは稀だろう。そのため、部品製造会社が最終製品製造会社の GHG 排出削減に対する圧力を持たないという考え方のようだ。

また、前掲図表 1 にある「オフセット購入を含む事業外活動による排出削減」とは、主にカーボンドレジット等の購入により、自社以外が削減した GHG 排出量を、自社の排出量から減算することを指す<sup>9</sup>。すなわち、これを計上しないとは、自社の管理下にある経済活動によって生じる排出削減量のみを対象としてアプローチや削減量の計上を行うことと解釈できよう。

④は、主に原材料や製造工程を変えなければ GHG 排出削減が難しい産業・企業が念頭にあると考えられる。例えば、セメント等の原材料として投入される石灰石は、これを焼成する工程にて、化学反応の結果として CO<sub>2</sub> を排出する。つまり、原材料や製造工程を変えなければ、CO<sub>2</sub> 排出を削減できないということである。このような業種における技術開発をサステナビリティ戦略や資金使途として認めることで、GHG 排出の難しい企業の研究開発並びに資金調達を促進させるものと考えられる。

⑤は、①～④を補完する役割と考えられ、モニタリング可能な指標の設定とその評価を提示することを求めているのだろう。

<sup>7</sup> SBTi の認証については、田中大介「企業が温室効果ガス排出ネットゼロ目標を達成するために取り組むべきこと」(大和総研レポート、2020年10月21日)を参照。

<sup>8</sup> Scope の概念については、脚注 1 のレポートの図表 3 を参照。

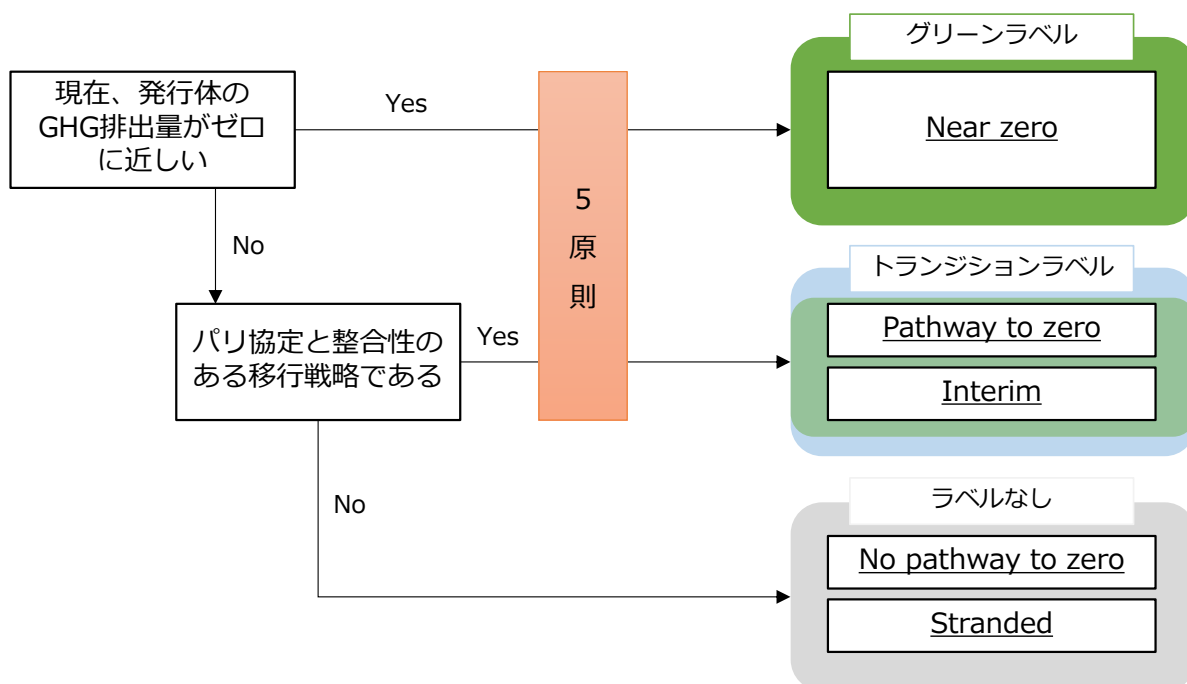
<sup>9</sup> オフセットに関する議論は、脚注 7 のレポートを参照。

## B) トランジションの種類

CBI はどのような金融商品がグリーンやトランジションと見なすことが可能か類型を示しており、原則と同様、金融商品によって発行体全体あるいは経済活動で評価するかを区別している。まず、発行体を対象とした評価が適用される具体的な金融商品としては、株式やサステナビリティリンクボンド・ローンなどが該当する。例えば、サステナビリティリンクボンドの場合、明確な資金使途は定められておらず、発行体が定めたサステナビリティ戦略の進捗状況に応じて金利等が変化する。そのため、トランジションボンド足り得るためには、発行体が定めるサステナビリティ戦略がパリ協定の目標の整合的であるかなど、移行経路の妥当性の程度を評価することとなる。

概要は図表 2 に示す通りだが、多量の GHG 排出を行う業種が関わるだろうトランジションファイナンスはグリーンウォッシュを回避することが重要であるため、前述の原則を満たすことが求められている。

図表 2 発行体のトランジションの種類



(注) 図中の“Pathway to zero”と“Interim”は、発行体の移行戦略によってグリーンと判断されることもある。

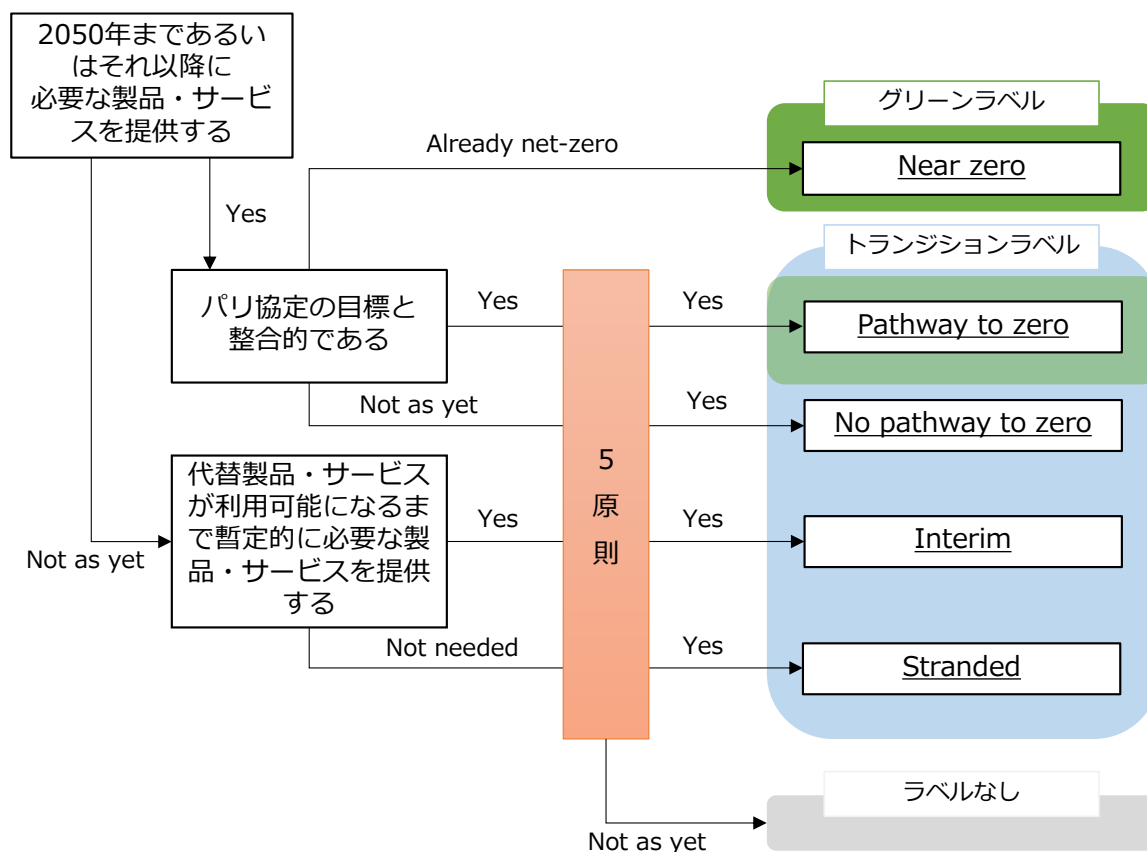
(出所) Climate Bonds Initiative, Credit Suisse “Financing Credible Transitions” (2020年9月8日)より大和総研作成

また、図表 2 には“Near zero”、“Pathway to zero”、“Interim”、“No pathway to zero”、“Stranded”という5つの分類があるが、これは経済活動の種類（図表 3）にて説明されている。

経済活動を対象（資金使途）とするプロジェクトボンドでは、発行体を対象とする際とは異なり、“No pathway to zero”と“Stranded”もトランジションとして認められる。すなわち、前

述の透明性に関する原則を満たすことができれば、どの業種の発行体もトランジションボンドを含むトランジションファイナンスを通じて、資金調達を行うことが可能なようだ。

図表 3 経済活動のトランジションの類型



(注) 図中の“Pathway to zero”は、経済活動（資金使途）によってグリーンと判断されることもある。  
 (出所) Climate Bonds Initiative, Credit Suisse “Financing Credible Transitions” (2020年9月8日)  
 より大和総研作成

### 3. CBI がトランジションの類型を示した意義と今後の課題

実際に5つの分類にどのような経済活動が該当し得るのか、図表4にCBIガイドラインにて挙げられている分類ごとの経済活動を示す。

ここに示す例は、あくまでも分類される可能性がある経済活動であり、迅速にネットゼロ社会<sup>10</sup>を構築するうえでの必要性や可能性が考慮された結果とされている。また、分類に際してはScope1~3のようなサプライチェーン全体での影響を加味しているとしており、例えば石炭火力発電と密接に関わる経済活動は総じてStrandedと見なされるようだ。

例えば、発電用CCS<sup>11</sup>（Carbon Capture Storage：炭素回収・貯留）はStrandedに分類されて

<sup>10</sup> CO<sub>2</sub>などのGHG排出量がゼロとなる社会を指す。

<sup>11</sup> 回収した炭素を地中や海底などに長期間隔離する技術を指す。

いる。CCSによりCO<sub>2</sub>排出量を減らすことが可能であり、CCS技術の重要性は評価されているが、発電に際してCO<sub>2</sub>が排出される化石燃料由来の火力発電を前提とした導入であることが理由として考えられる。

図表4 各分類に該当する経済活動の例

分類	例		
	発電関連	輸送関連	その他
Near zero	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 太陽光発電</li> <li>➤ 風力発電</li> <li>➤ バイオマス発電（農業廃棄物、間伐材等）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 輸送手段の電力方式の製造・運用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ グリーン水素（再生可能エネルギー由来）の生産</li> <li>➤ 景観の回復</li> </ul>
Pathway to zero	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 水力発電</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 運送（長距離輸送、バイオ燃料など）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ パッケージ製造</li> <li>➤ 作物生産</li> <li>➤ 資産管理</li> </ul>
Interim	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ごみ処理発電</li> <li>➤ バイオマス発電（非廃棄物）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 輸送用バイオ燃料の生産</li> <li>➤ 重工業用のガス生産</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ブルー水素（CCS適用）の生産</li> <li>➤ 化石燃料プラスチックのリサイクル</li> <li>➤ ミネラルウォーターの生産</li> </ul>
No pathway to zero	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ガス発電（CCSあり）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 長距離旅客航空</li> <li>➤ 化石燃料を動力源とする乗用車の製造・運用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ グレー水素（化石燃料由来）の生産</li> </ul>
Stranded	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 発電用 CCS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 燃料電池・バッテリーの製造</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 使い捨て化石燃料プラスチック</li> </ul>

（出所）Climate Bonds Initiative, Credit Suisse “Financing Credible Transitions”（2020年9月8日）より大和総研作成

トランジションを段階的に分類することにより、図表4の上部（Near zero）であるほどグリーン性が高く、下部（Stranded）ではグリーン性が低いといった分類ごとのグラデーションを描くことができる。単に、グリーンであるか否かという2択よりも発行体の資金調達が容易となることに加えて、投資家にとってもポートフォリオ内のグリーン性の濃淡が明瞭になり、受託

者責任<sup>12</sup>を説明するうえで有意と考えられる。

他方、グリーン性の高低が決まることで、資金流入が生じる経済活動に偏りが生じる可能性がある。前掲図表 3 に従って分類される場合、最初の分岐点である「2050 年まであるいはそれ以降に必要な製品・サービスを提供する」という設問の判断基準次第で、経済活動のグリーン性の高低が決まってしまう。将来的に必要な製品・サービスを、本当に推測可能であるか、現時点で決めることが適当かなど、いくつか疑問点が残る。トランジションファイナンスは多量の GHG 排出を行う、または排出削減が難しい業種に対するアプローチであるため、本末転倒とならないような認証基準の構築が望まれる。

---

<sup>12</sup> 近年の受託者責任の議論については、鈴木裕「バイデン政権で加速する ESG 投資のパッシブ化」（大和総研コラム、2020 年 12 月 3 日）などを参照。