

2024年9月24日 全4頁

# トランジションボンド発行増・定着に向け

## 発行後のフォローアップ（発行体－投資家間の対話）が必要

理事 大橋 俊安

### [要約]

- 社債市場拡大に資する ESG 債としてトランジションボンドに注目している。日本企業のトランジションボンドの発行ポテンシャルは大きい。
- トランジションボンドの発行増・定着に向けては、発行後のフォローアップ、つまり発行体と投資家間の対話による同ボンドの信頼性と実効性向上が欠かせない。
- 日本航空、IHI のフォローアップミーティングを実施しているが、その他発行体による同ミーティングの増加は勿論、その呼び水となるべくクライメート・トランジション国債（CT 国債）の発行を開始した政府による同ミーティングの開催も望まれる。

## 日本企業のトランジションボンドの発行ポテンシャルは大きい

社債市場の拡大に資する ESG 債としてトランジションボンドに注目している。グリーンハウスガス（GHG）多排出産業部門が脱・低炭素化に向けた移行の取り組みをファイナンスするのがトランジション・ファイナンス。日本の場合、電力・ガスや石油などエネルギー企業は勿論、鉄鋼、運輸（海運・空運）会社など GHG 多排出産業部門は、多くの場合、社債の主要発行体でもあり、トランジションボンドの発行ポテンシャルは大きいからだ。

日本政府は、トランジション・ファイナンス推進に向け、（1）基本方針「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」の策定（2021年5月）、（2）GHG 多排出産業向けの分野別技術ロードマップの策定、（3）モデル事業・補助事業の実施、そして（4）資金供給後のフォローアップにかかるポイントをまとめた「トランジション・ファイナンスにかかるフォローアップガイダンス」の策定（2023年6月）、など様々な取り組みを実施している。

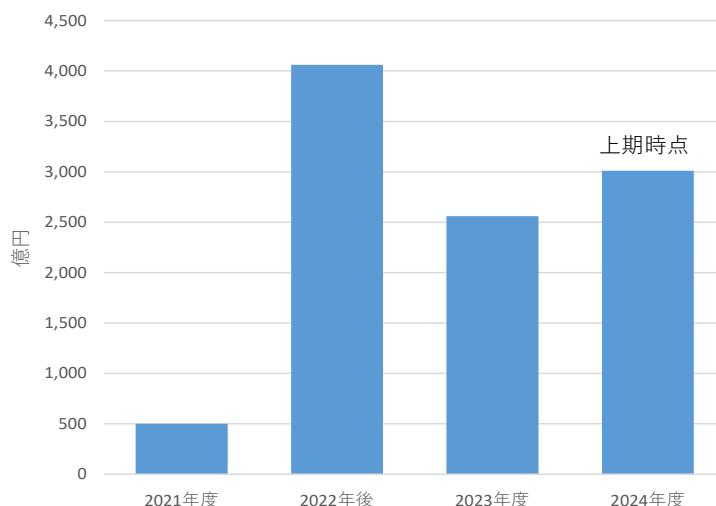
トランジションボンドの発行は 2021 年度から始まった。まだ黎明期を脱していないこともあり、トランジションボンドの発行は、それ程増えていないのが現状だ（図表 1 参照）。

だからと言って、悲観する必要はなかろう。発行コンセプトの一つとして民間のトランジション・ファイナンスの呼び水効果が期待されているクライメート・トランジション国債（CT 国債）

債)の発行が2023年度第4四半期から始まったからだ<sup>1</sup>。政府が2023年11月に作成した「クライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク」を紐解くと、CT国債発行のコンセプトの一つとして民間のトランジション・ファイナンスの呼び水効果が期待されている。グリーントランスフォーメーション(GX)には10年間で150兆円を超える官民の投資が必要とされており、国が率先してCT国債を発行することにより(10年間で20兆円規模を計画している)、民間企業によるトランジション投資が後押しされ、トランジションボンドの発行が増えていくことになり得る。

実際、今年度2024年度は、上期時点で3,010億円と昨年度1年間の発行額を超えるトランジションボンド(除くCT国債)が発行され、発行企業数も増えている(図表2参照)。これからも発行が増える期待は高い。

図表1 トランジションボンドの発行額推移(除くCT国債)



(出所) 大和証券調べ

図表2 トランジションボンドの半期別発行一覧

2021年度		2022年度		2023年度		2024年度
上期	下期	上期	下期	上期	下期	上期
日本郵船	日本航空 東京瓦斯	J E R A 九州電力 大阪瓦斯 IHI JFEホールディングス ENEOSホールディングス 出光興産 大同特殊鋼 三菱重工業	東邦瓦斯 北陸電力 西部ガスホールディングス 東京瓦斯 東北電力	中国電力 大阪瓦斯 日本航空 日本郵船 三菱重工業	中国電力 三菱マテリアル CT国債 川崎重工業 J E R A マツダ	日本郵船 三菱マテリアル 日本航空 中国電力 大阪瓦斯 九州電力 CT国債 JFEホールディングス 関西電力 マツダ 日本政策投資銀行 三菱重工業

筆者がフォローアップMtGに参加した銘柄

(出所) 大和証券調べ

<sup>1</sup> 2023年度は計1兆6,000億円のCT国債が発行され、2024年度は1兆4,000億円の発行が予定されている。

## 発行後のフォローアップ、発行体と投資家間の対話促進が必要に

トランジションボンドの発行増・定着に向けては、発行後のフォローアップ、つまり発行体と投資家間の対話（エンゲージメント）による同ボンドの信頼性と実効性向上が欠かせない。何故なら、トランジション・ファイナンスは、GHG 多排出産業部門の企業への資金提供となるので、ともすればグリーンウォッシュとの批判や、その実効性（実際に GHG 排出の低減につながるのか否か）を疑問視する声もあるからだ。

金融庁・経済産業省・環境省は共同で、そのためのガイダンス資料「トランジション・ファイナンスにかかるフォローアップガイダンス～資金調達者とのより良い対話に向けて～」を作成している。筆者はクレジットアナリスト時代の 2023 年 9 月に、業界初となるトランジションボンド発行後のフォローアップミーティングを日本航空をお招きして実施した。また、先日 2024 年 9 月には、IHI をお招きした同ミーティングを実施した。

日本航空は、トランジションボンドを既に 3 度発行（2022 年 3 月に 5 年債 100 億円、23 年 6 月に 10 年債 200 億円、24 年 5 月に 10 年債 650 億円）したトランジション・ファイナンスの先駆的企業だ。IHI は、2022 年度にトランジションボンド 200 億円を発行（5 年債 110 億円、10 年債 90 億円）、「自然と技術が調和する社会を創る」とのビジョンの下、サステナブル・ファイナンスを積極的に活用して（ボンドのみならずローンも含め）資金調達を実施している。

両発行体のフォローアップミーティングでは<sup>2</sup>、トランジション戦略とそれに向けた具体的取り組みの進捗状況（含むトランジションボンドで調達した資金の充当状況）、更には、トランジション戦略に影響を及ぼし得る事業環境変化の可能性・リスクなどを発行体に説明いただいた上で、投資家との活発な意見交換が行われた。

図表 3 フォローアップのイメージ



（出所）金融庁・経済産業省・環境省「トランジション・ファイナンスにかかるフォローアップガイダンス」より抜粋

<sup>2</sup> 日本航空、IHI の両ミーティングとも 20 名以上の投資家が参加した。

トランジションボンドは、発行して終わりではない。市場にしっかり同ボンドを根付かせるためにはフォローアップが欠かせない（図表3参照）。フォローアップミーティングを通じて発行体と投資家のエンゲージメントを促進することで、投資満足度は向上しよう。また、既存投資家のみならず、潜在投資家にもこうしたミーティングに参加いただくことで、トランジションボンドの新規投資家の開拓にもつながり得ると考える。筆者が実践した日本航空やIHIの事例をきっかけに、トランジションボンドを発行する他の発行体にもフォローアップミーティングの実施が広がることを期待される。

## 発行体によるフォローアップミーティングの増加は勿論、その呼び水となるべくCT国債の発行を開始した政府による同ミーティングの開催も望まれる

トランジションボンドの発行体はそれなりの数に上ってきているにもかかわらず（図表2参照）、筆者の知る限り、日本航空やIHIで実施したようなスモールミーティング形式のフォローアップミーティングの開催はまだ稀だ。勿論、発行体と投資家の対話には1対1の個別ミーティングからラージミーティングまで様々な方法があり得る。但し、発行体・投資家双方にとっての効率性や有効性からみて、日本航空、IHIで実施したスモールミーティングに一日の長があることは明白だろう。

まずは、発行後それなりの時間が経過している発行体によるスモールミーティング形式でのフォローアップが増加することを期待したい。

加えて、CT国債の発行を開始した政府によるフォローアップミーティングの開催も望まれる。CT国債はトランジションボンド発行の呼び水効果が期待されているが、フォローアップミーティングに関しても、政府が率先して行うことで、民間企業の同ミーティング開催に向けた呼び水効果となることを期待できるからだ。CT国債の発行は2024年2月（2023年度第4四半期）に始まった。1年を経過する今年度第4半期頃にはCT国債のフォローアップミーティングが開催されることを期待したい。