

移行ファイナンスガイダンス（Transition Finance guidance）（中間報告）

2020 年 4 月 22 日

はじめに（Introduction）

気候変動要因や環境負荷要因を、金融機関、金融市場が評価し、低炭素・脱炭素社会、さらには環境汚染最小化、生物多様性の保全、循環型経済社会へ向かうための適正かつバランスのとれた資源配分を実現することがグローバルに求められている。こうした背景を受けて、すでに金融市場ではグリーンボンド等の ESG 債の市場が拡大し、グリーンファイナンスからサステナブルファイナンスへと視野が拡大している。ただ、我々が直面する課題は、グリーンなプロジェクトへのファイナンスだけでは十分には解決できない。長年の化石燃料依存のエネルギー構造全体を、低炭素・脱炭素へとスムーズかつ確実に最適コストで転換し、公正な移行を実現することで、地球全体の持続可能性を確保する経済社会運営が求められる。

そのためには、カーボン高排出型あるいは環境高負荷型の事業・資産・活動（いわゆるブラウンプロジェクト）を、低炭素型あるいは環境低負荷型に、スムーズに転換・移行させる投融資（以下、トランジションファイナンス＝本稿では「移行ファイナンス」と呼ぶ）の促進が必要である。同ファイナンスの普及と拡大のためには、転換・移行の適切性を評価し、転換・移行の成果を確認する共通の手順・手法等が求められる。本提言は、そうした移行ファイナンスの共通化に向けた検討の一助として、この問題に関心を持つ研究者チームがガイダンス（中間報告）としてまとめた。

適用範囲（Scope）

グリーンファイナンスは温暖化対策での再生可能エネルギー事業が典型であるように、プロジェクト自体が CO2 排出ゼロ等のグリーンなプロジェクトを指す。このため、これから取り組もうとするか、あるいはすでに取り組んでいる事業の「グリーン性」の評価が軸となる。これに対して、移行ファイナンスの場合は、現状の事業はカーボン高排出あるいは環境高負荷事業だが、これをグリーンに近づけるためのスムーズかつ確実な事業転換・移行プロセスを進めるための投融資となる。したがって、移行ファイナンスには、対象となる「定の移行期間」の妥当性の評価と、移行後に目標通りに「グリーン化」されたかどうかの確認を伴うべきと考えられる。この「移行のプロセスと成果」が確認できることで、投資家は移行ファイナンスの手応えと持続可能性への貢献を確信できる。

市場で活用される ESG 債の評価基準は、後に見るように、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則（GBP）が定める 4 つの核となる要素を原則としている。1.調達資金

の使途 2.プロジェクトの評価と選定のプロセス 3.調達資金の管理 4.レポーティング、である。移行ファイナンスの場合、これらの4コア要素を踏まえたうえで、「移行のプロセスと成果の確認」を追加基準として加えることが望ましい。

なお、低炭素・脱炭素社会や循環型経済社会等への移行のためには、事業・資産・活動の転換・移行に加えて、それらに取り組む企業主体そのものの転換・移行を促す必要性も指摘される。本提言はその重要性を否定するものではない。だが、企業主体全体の「移行プロセスと成果の確認」は、現時点では評価手法が未確立・非共通化のゆえに容易ではない。現在、株投資等では企業の ESG 評価等の手法が取り入れられているが、共通基準化には道半ばである。こうした点を見逃して企業主体向けのファイナンスを「トランジション」と位置づけることは、本来求められる適正な移行の促進につながらず、移行ファイナンス全体への信頼を損なうリスクもある。そう考えると、まずは、個々の事業・資産・活動の転換・移行に資するファイナンスの共通化を進めることが望ましいと考える。

事業・資産・活動の転換・移行に際して、旧来の事業等を廃棄し、新たに再生可能エネルギー事業等を立ち上げる場合のファイナンスはグリーンファイナンスとして位置づける。移行ファイナンスのローンのうち、個人・SME 向けの定型化されたリフォームローン (Package loan) 等の場合、本来、資金調達者が担う基準適合確認の要件は、資金供給者 (銀行等) が定型ローンの条件として代行できる。

定義 (Definition)

移行ファイナンスは、調達資金のすべてが、新規または既存の適格かつスムーズな転換・移行のための事業・資産・活動の一部または全部の初期投融資、またはリファイナンスのみに充当され、かつ、移行ファイナンスが準拠する下記の5つの核となる要素に適合するファイナンスと定義する。トランジションボンドおよび同ローン等の負債性金融商品を総称する。移行の対象となる事業・資産・活動の中には、移行期に発生する雇用対策等のための資金調達などの社会面での便益を兼ね備えるケースもある。5つの要素のうちどれか一つでも該当しない要素がある負債性金融商品は、移行ファイナンスとは呼ばない。

原則 (Principles)

1. 「調達資金の使途」 (Use of Proceeds)

移行ファイナンスで調達される資金は、カーボン高排出型あるいは環境高負荷型の事業・資産・活動を、低炭素・脱炭素型あるいは環境低負荷型にスムーズに転換・移行させるために使われるものであり、その旨を、同負債性金融商品を定義づける法的書類に適切に記載される必要がある。調達資金の使途先の事業・資産・活動は、いわゆる「ブラウン」事業を「グ

リーン」事業へ移行させる過程において明確な環境面での便益を有する。その便益の効果は、資金調達者によって評価され、可能な場合は、定量的に示されるべきである。調達資金の全部あるいは一部がリファイナンスに使われる場合、またはその可能性がある場合、資金調達者は、初期投資に使う分とリファイナンスに使う分の推定比率を示し、必要に応じて、どの事業・資産・活動がリファイナンス対象になるかを明らかにすべきである。

移行ファイナンスの資金使途先となる事業・資産・活動については、一定の期間を経て、目標通りに「グリーン」に到達する必要がある。目標となるのは、気候変動では温室効果ガス排出量のゼロエミッションや、自然資源の保全、生物多様性の保全・回復、汚染防止・管理などでの一定の定量的目標の設定が望ましい。そうした目標を達成するための事業・資産・活動については、グリーンファイナンスと同様に、その事業・資産・活動の適格性を判断し易いように事業区分のリスト（タクソノミー）の設定が望ましい。

技術面等の理由で段階的な移行目標を設ける場合、それぞれの移行段階の目標と移行期間を明示すべきである。その際、中間的な改善による「グリーン性」の確保も目標になり得る。しかし、そうした中間目標を設定する場合、同時に、最終の移行目標も示すことが望ましい。

移行ファイナンスの適格事業・資産・活動の事業区分としては以下が挙げられる。順不同。またこれらに限定されるものではない。

- 1) 石炭火力発電⇒天然ガス、バイオマス発電への燃料転換
- 2) 石炭火力発電 ⇒CCS、CCU の付与
(亜臨界圧石炭火力や超臨界圧石炭火力等から超々臨界圧石炭火力へ設備転換は、削減効果が限定的なことと、ロックイン効果を伴う等の理由で除外)
- 3) 天然ガス発電⇒パイプラインの修復（メタン漏洩削減）
- 4) 天然ガス ⇒バイオガス、バイオメタンガスへの転換
- 5) 自動車 ⇒ガソリン車からガス・バイオ燃料車への転換、ハイブリッド車の導入
- 6) 船舶 ⇒重油からガスへの燃料転換
- 7) 船舶 ⇒船舶への後付けでの太陽光、風量発電導入等
- 8) 航空機 ⇒ジェット燃料のバイオ燃料へ転換、運航システムの改善
- 9) ビルディング・住宅 ⇒グリーン・リノベーション(省エネ、再エネ導入)
- 10) パーム油プランテーション⇒混合林化への改善
- 11) セメント ⇒クリンカ比率の引き下げ
- 12) 金属・ガラス⇒リサイクル資源の活用等

- 13) 鉄鋼・化学 ⇒水素還元法の導入、水素混焼
- 14) 飲食店 ⇒プラスチック容器等の生分解性容器等への転換
- 15) 衣料品 ⇒再生素材への転換
- 16) 消費財 ⇒包装パッケージの転換・リサイクル資源導入
- 17) 不動産・土地利用 ⇒ 汚染土壌の改良・再利用
- 18) その他

(これらの分類を踏まえて、「ブラウン・タクソノミー」を整備することが望ましい)

2. 「プロジェクトの評価と選定のプロセス」(Process for Project Evaluation and Selection)

移行ファイナンスに基づくトランジションボンドの資金調達者は、発行に際して、以下の点を投資家に対して明確に伝えるべきである。

- ・ スムーズで確実な転換・移行による気候、環境面での想定される改善度と効果。
- ・ 対象とする事業・資産・活動が、移行タクソノミーで特定された適格事業等に該当すると判断する理由。
- ・ 事業の適格性の評価の基準としたクライテリア。

資金調達者は、移行ファイナンスの実施に伴う事業等の評価と選定のプロセスにおいて、投資家に伝えるこれらの情報を、調達者自らの環境面での持続可能性に関する包括的な目的、戦略、政策の中に位置づけることが期待される。また、選定に際して参照する環境基準または認証等の情報開示と、同プロセスの外部評価等を得ることも期待される。

3. 「移行プロセスと成果の確認」(Identification for transition process and its results)

移行ファイナンスでは、トランジションボンド等を発行後、資金調達者の想定通りに旧来の事業・資産・活動が低炭素・脱炭素、あるいは低環境負荷型にスムーズかつ確実に転換・移行することが最大のポイントとなる。段階的な移行目標を設定する場合を含めて、移行の期間が何年にわたるのか、目的とする低炭素・脱炭素、低環境負荷の事業・資産・活動の水準をどこに置くのか、という点については、トランジションボンド発行の前に明示する必要がある。そのうえで、それらの移行期間中において、プロセスからの逸脱がないかどうかをモニタリングする必要がある。目標水準に到達できない場合、投資家に投資収益面、あるいは ESG 評価の両面で不利益を与える可能性がある。

こうしたことへの対応として：

- ・ 移行期間はボンドの場合、基本としては債券償還期間(ローンの場合は融資期間)と同等と

するか、あるいは償還期間より短い期間を設定することが望ましい。

・移行期間中の達成状況については、資金調達者(ローンの場合は借り手)が進捗状況を定期的に情報開示するとともに、その妥当性については独立した専門機関の承認を得るものとする。対象となる事業・資産・活動の転換・移行は、気候・環境面での改善とともに、資金調達者の資産価値の向上にもつながることになるため、可能な場合は財務的な視点での評価を加えることが望ましい。

・目標に到達できない場合は、資金調達者への投資家による当初の期待を満たせなくなり、負債性商品の価値に影響を及ぼす。こうしたことを防ぐために、ボンドの場合は、(目標未達の場合)例えば、クーポン引き上げ条項を付与した「変動クーポン制」を導入するか、あるいはローンの場合は金利引き上げ条項を付与した「コビナンツ」の設定等によって実効性を担保することが望ましい。また「未達」の場合、資金調達者が自らその旨を情報開示することを義務化することなども考えられる。

4. 「調達資金の管理」(Management of Proceeds)

トランジションボンド等によって調達される資金は原則として、すべて、資金調達者内で、他の一般資金とは別のサブアカウントで管理されるか、サブポートフォリオに組み入れるか、またはその他の追跡可能な方法によって、適切に管理されるべきである。ボンドの場合、償還されるまでの間、内部管理される調達資金の残高は、一定期間ごとに、配分された適格事業・資産・活動への充当額と一致するよう、調整される必要がある。未充当資金がある場合は、想定される一時的な運用方法を投資家に開示すべきである。この資金調達者による調達資金の管理は、監査機関または外部評価機関によって補完されることが望ましい。

5. レポートニング(Reporting)

資金調達者は、移行ファイナンスを実行する前に、3の「プロジェクトの評価と選定のプロセス」および、4の「移行のプロセスと成果の確認」の方法等を実行前レポートニングの形で情報開示するとともに、実行後の移行期においては、移行の進捗状況をモニタリングした情報と合わせて、移行目標への達成見通し等についても、開示することが求められる。

この実行後レポートニングの情報は、移行期間を通じて毎年、少なくとも一回は開示されるべきである。かつ、移行期間中に「重要な事象」が生じた場合は随時開示する必要がある。また、移行によって気候・環境面での改善とともに、資金調達者の資産価値の向上が見込まれることから、可能な場合はそれらの財務的な視点での評価についても適正な形での開示が望まれる。これらの開示情報には、調達資金が配分された各事業・資産・活動のリストのほか、可能であれば、それぞれでの進捗状況と達成度合い等が含まれることが望ましい。その際、事業数等が多い場合は、全体的な開示もしくはポートフォリオ単位の開示も認められ

るべきだろう。情報の透明性を確保するため、可能な限り定量的指標を活用するほか、定性的指標の使用も認められることが望ましい。

外部評価（External Review）

移行ファイナンスの適正性を評価するため、資金調達者は、ボンド/ローンの実行に先立って、発行プログラムが上記の5つの要素（Principles）に適合していることを確認するため、外部評価を得ることが求められる。同時に、実行後の移行プロセスが想定通り進行しているかどうか、想定通りに目標到達ができるかどうか、を確認するための外部評価の取得も求められる。

グリーンボンド等では、これら発行前評価と発行後評価は、同一の外部評価機関が担うことが多い。だが、移行ファイナンスの場合、発行前の商品設計の段階と、発行後の移行プロセスでの適合状況の確認の段階では、評価を担当する外部機関の業務の重みは異なると考えられる。前者は、いわば商品設計の妥当性の点検であり、後者は想定したプロセス、目標との乖離の有無を測り、場合によれば資金調達者に是正を要請したり、設定したコビナンツの発動を決断する役割も求められる。

こうした外部評価の役割の違いを前提とすると、外部評価は、発行前評価と発行後評価とは別々の機関が担うことが望ましい。かつ、後者については、資産への財務的な適合評価が期待されるケースも想定されることから、財務評価が可能な独立した監査法人が担当するか、もしくは、一定の評価資格を得た外部評価機関が担当することが望ましい。これらの外部評価の手順は資金調達者にとって追加コストとなるが、その負担分については、ボンドの場合、発行元本額に、ローンの場合、融資額に組み込むことで、「気候・環境リスクの軽減」という移行のメリットを享受する側が負担することが望ましい。

トランジションファイナンス研究会（Transition Finance Study Group by Academic researchers in Japan : TFSG）

参加者

明日香壽川：東北大学東北アジア研究センター教授

足達英一郎：環境金融研究機構顧問（オブザーバー）

越智信仁：尚美学園大学総合政策学部教授

竹原正篤：法政大学人間環境学部准教授

藤井良広*：元上智大学地球環境学研究科教授（環境金融研究機構代表理事）

村井秀樹：日本大学商学部教授

山本利明：前大阪電気通信大学商学部教授

（*主査）