

**クライメート・
トランジション・ファイナンスの
グリーンウォッシュに
対処するための保護策**

クライアントアースは、地球に生きる者のために、そして地球に生きる者とともに、地球を守るためのシステミックな変化を生み出すために法律を活用して活動する非営利団体です。世界中のパートナーや市民とともに、気候変動対策に取り組み、自然を保護し、汚染を食い止める活動を行っています。欧州、アジア、米国のオフィスから、私たちは人と自然が共に繁栄できる地球の未来を築く活動をしています。

謝辞

クライアントアースは、本報告書の編さんに当たり、校閲において多大なる寄与をいただいた次の専門家に対し、深く感謝を申し上げます。

Aina Urano Menneken (責任投資原則)、Anjali Viswamohanan (気候変動に関するアジア投資家グループ【AIGCC】)、Heather McKay (E3G)、Jan Vandermosten (責任投資原則)、Lizzy Harnett (ロッキーマウンテン研究所)、Mark Manning (Grantham Research Institute、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス)、Rachel Hemingway (クライメート・ボンド・イニシアティブ【CBI】)、Robert Youngman (経済協力開発機構)、Tom Arup (責任投資原則)、Tricia Holland (ロッキーマウンテン研究所)、Valentina Bellesi (経済協力開発機構)

執筆者について

Alex Lombos は、クライアントアースの Purposeful Markets グループの弁護士を務めています。Alex はロンドンを拠点に、銀行セクターの気候変動への悪影響を減らし資金の流れが持続可能な未来へと向かうことを目指す、当団体の商業銀行およびトランジション・ファイナンスのワークストリームを率えています。クライアントアースに参画する以前、Alex はロンドンと香港の Simmons & Simmons LLP で財務訴訟分野に取り組んでいました。

次の方々の協力に感謝申し上げます。

クライアントアース:

Catriona Glascott、Fan Danting、Hana Heineken、Joanne Etherton、Kyoko Okuyama、Megan Clay、Peter Barnett、Raphael Soffer、Robert Clarke

クライアントアース・トランジション・ファイナンス・リサーチ・クリニック(ユニバーシティ・カレッジ・ロンドン 法学部との共同運営): Alya Sari、Anwita Karanth、Autumn Joseph、Elena Sandulli、Emma Stremplat、Erika Kaperonis、Hazel Wun、Josselin Stone、Khanh Vy Tran、Nadiia Lysenko、Poojan Bulani、Sarah Goy、Vicky Liu

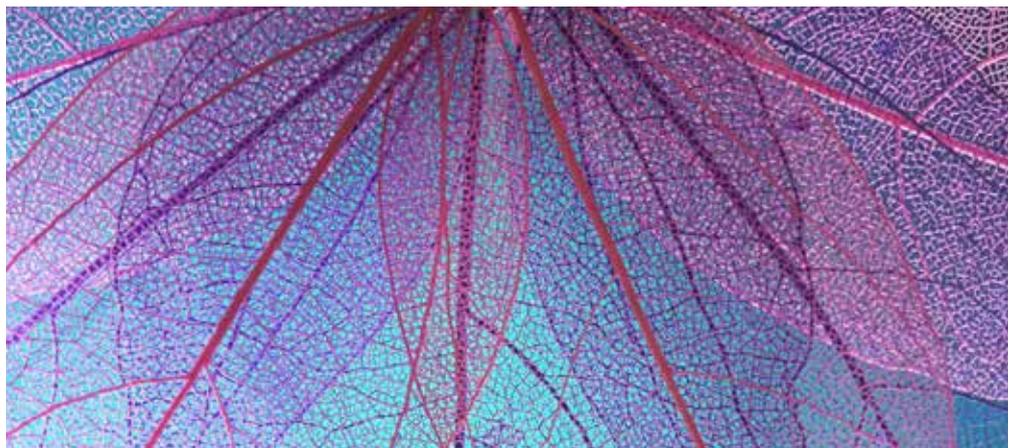
2024年6月

免責事項: 本書に記載されたいかなる内容も、特定の側面または特定の事例に関する権威ある法的意見として扱われるべきではありません。本書の内容は、一般的な情報提供のみを目的としています。本書のみに基づいて行動を起こすべきではありません。本書に記載した情報はその正確さを期したものの、その正確性については明示または黙示を問わずいかなる保証もなされるものではなく、クライアントアースまたは本書への寄与者は本書に依拠してなされたいかなる決定についても一切の責任を負うものではありません。

© 2024, ClientEarth. All rights reserved.

概要	1
はじめに	3
A章:クライメート・トランジション・ファイナンスとその重要性について	4
秩序あるクライメート・トランジションの事例	4
信頼できるラベル付きトランジション・ファイナンスの有用性	4
ラベル付きトランジション・ファイナンスに分類される 債券・貸付金融商品	5
B章:「トランジション・ウォッシュ」: トランジション・ファイナンスのグリーンウォッシュ	6
トランジション・ウォッシュとは	6
事例:サステナビリティ・リンク・ボンド	7
事例:日本のトランジション・ラベル付き債券	10
政策立案者向け要約	13
C章:トランジション・ウォッシュに対処するための 保護策とトランジション・ファイナンスの拡大	14
はじめに	14
保護策 1:国家(または地域)としてのパリ協定に整合した 排出削減シナリオの策定	15
保護策 2:炭素集約度の高い活動と関連テクノロジーの 科学的に堅牢な分類基準の準備・承認	17
保護策 3:市場における外部検証の能力の構築	19
保護策 4:トランジション・ファイナンス・ボンド市場の保護ラベルの 信頼できる使用について、必須閾値要件を定める対象を絞った 金融規制を施行	20
保護策 5:トランジション・ウォッシュに罰則を課す力を 規制機関に与える	28
保護策 6:ラベル付き・ラベルなしの両方のトランジション・ファイナンスを 拡大する制度改革を実施	30
付記 1:トランジション・ファイナンスで著名な定義	33

目次



概要

温室効果ガス排出量を実質的にゼロ(ネットゼロ)にするためのトランジション(移行)は、かつてないほど急務となっています。政策立案者や民間セクターは、クライメート・トランジション・ファイナンスをパリ協定の気温上昇抑制目標に合致し、脱炭素経済への移行に関連したリスク(移行リスク)を緩和する排出削減のシナリオに沿ったファイナンス(投融資)の流れを実現するために、潜在的に極めて重要な手段であると認識しつつあります。

本文書では、これまでトランジション・ファイナンスの概念と最も密接に関連してきた「トランジション」ラベル付き債券・貸付市場における基準をどのように引き上げるかに焦点を当てています。これらの金融商品は、世界経済の9割以上を占めるとされる炭素集約型セクターを包含しており、また事業体レベルに焦点を当てていることから、その可能性は高く評価されています。パリ協定に沿った信頼できる移行戦略を実行する企業に限定すれば、手段としてのラベル付きのトランジション・ファイナンスは実体経済の移行を促進し、インセンティブを与え、それによって気候変動の最悪の影響を抑制する上で、重要な歯車となり得ます。

したがって、こうした市場が規模を拡大し、高い質をもって機能することが不可欠となります。しかし、グリーンウォッシュ、より具体的にはトランジション・ウォッシュに対する懸念が広がっているため、債券資本市場におけるラベル付きトランジション・ファイナンスが停滞していることを示す証拠が増えています。トランジション・ウォッシュとは、パリ協定の気温上昇抑制目標の達成に求められるペースでネットゼロを実現するための事業の移行を実際には行っていない、あるいは取り組む意思のない事業体に対してトランジション・ファイナンスが提供されることを指します。この問題が解決されなければ、トランジション・ファイナンス市場に対する投資家の懸念が市場の継続的な成長を阻害する可能性が高く、さらに重要な点として、大規模な資本配分の誤りが生じる大きなリスクがあるため、パリ協定の目標達成を遅らせたり阻害したりするおそれがあります。こうした懸念を受けて、投資家や一部の政策立案者からは、トランジション・ファイナンス商品の質を向上させるため、より強固な基準を求める声が高まっています。

本文書では、サステナビリティ・リンク・ボンド市場および日本のトランジション・ラベル付き債券市場の分析に基づき、コーポレートセクターのトランジション・ファイナンスのラベル付き債券・貸付市場、特に債券市場におけるトランジション・ウォッシュの問題に対する効果的な政策的対応の重要な要素について提言を行います。また、この提言は、市場の他の分野、例えば貸付市場、株式市場、ファンド市場などにおけるトランジション・ウォッシュへの対応策を検討する政策立案者にとっても有益なものとなるでしょう。提言は、一つの解がすべてに適合するわけではないことを認識した上で、意図的に高いレベルで組み立てられており、政策立案者が地域のニーズや状況に応じて適用できるよう、関連する選択肢や前例、重要な検討事項の「鳥瞰図」を提供することを目的としています。

推奨される6つの政策的保護策は、下表のとおり3つの部分から構成されます。保護策1~3は、カーボン・ロックインに関連するものを含め、トランジション・ウォッシュのリスクを軽減する科学的根拠に基づく質の高い移行戦略を企業が準備し、投資家が評価するにあたって、**市場支援ツール**がどう役立つかについて既存の文献を参考にし、作成しています。保護策4~5は、特定の公認ラベル付きトランジション・ウォッシュへの対処を目的とする、適格な**規制の枠組み**にこうしたツールを組み込むことを提唱しています。このような規制の目的は、炭素集約型セクターにおける真の気候変動リーダーが資本コストの低減などの恩恵を受けることができるような質の高い市場を、規制の範囲内で創出することにあります。保護策6には、政策立案者に対し、ラベルの有無に関わらず、効果的なトランジション・ファイナンス全体の規模を拡大するために**制度改革**を支援し、迅速で質の高い企業の移行計画を促進することで、トランジション・ウォッシュのリスクを軽減させるよう提言しています。この点において、検討に値すると推奨される政策を例示しています。

総体としてこれらの保護策は、堅固なトランジション・ファイナンスのルールブックの必要性と、複雑で変化しやすいクライメート・トランジション・ファイナンスへの対応に必要なプラグマティズムを調和させる政策フレームワークを構築することが可能であることを示し、その重要な要素を概説するものです。このような枠組みがなければ、トランジション・ファイナンスは、実体経済におけるパリ協定と整合したネットゼロへの移行を促進する上で役割を果たすことはできないでしょう。

トランジション・ウォッシュに対処するための保護策とトランジション・ファイナンスの拡大

問題	政策による保護策
<p>A. 特定の地理的地域に合わせた、科学的な裏付けをもちパリ協定と整合した炭素集約型セクター・活動の移行のシナリオがない。</p>	<p>保護策 1:以下を目的に、国(または地域)レベルのパリ協定に整合した排出削減のシナリオを策定する。(a)途上国経済と先進国経済で事業を展開する企業の排出削減軌跡の違いを科学的な裏付けをもって示す。(b)適格な金融規制を含む、ラベル付きトランジション・ファイナンスのための他の政策手段を開発するにあたって、より良い基盤を提供する。</p> <p>保護策 2:炭素集約的な活動や関連技術に関するしっかりとした科学的裏付けをもつ分類基準を作成・承認すること。それにはカーボン・ロックインのリスクを軽減するための堅固なメカニズムを取り入れること。例えば、(a)どの炭素集約的な活動・技術がパリ協定に整合したセクター・トランジションのシナリオの範囲内にあるか、また(b)それらの活動・技術に求められる排出削減軌道は何か、を明確にした科学的根拠に基づく詳細な基準など。</p>
<p>B. 企業に、移行計画や戦略をパリ協定と整合した特定の基準やシナリオに対するベンチマークが求められていない。こうした計画と戦略の大部分は、現時点でパリ協定温度目標の達成と合致していない。</p>	<p>保護策 3:投資家がトランジション・ファイナンス商品のパリ協定との整合性や科学的信頼性について、ケース・バイ・ケースで明確な見解をもてるようにするため、第三者意見の提供者が進化する国内外のトランジション・ファイナンス商品の不確実性に対処することができるよう、市場において外部からの検証を行う能力を構築する。</p>
<p>C. 企業には、スコープ 3 排出を含む事業全体の移行を行っていない場合でも、移行のための資金調達を行う経済および評判に関わるインセンティブがある。トランジション・ファイナンス基準は拘束力がなく、市場基準を引き上げるための規制監督上の対応がいまだ実現していない。外部検証は発行体に対して十分に妥当性を問うことができていない。全体として、質の高いトランジション・ファイナンスの債券等を発行する企業にとってのインセンティブが十分ではない。</p>	<p>保護策 4:トランジション・ファイナンス債券市場において公認ラベルの利用を信頼に足るものにするための最低基準要件を定め、対象を絞った適格な金融規制を実施する。規制には、公認ラベルの利用を奨励する政策的インセンティブとともに、発行体のグループ全体のスコープ 3 ネットゼロ目標、基礎となる移行戦略、(関連する場合には)商品レベルの資金使途を、パリ協定の気温目標に合致し科学的裏付けのあるシナリオに整合させることを含む。</p> <p>保護策 5:一般的に適用される証券規制や、対象を絞った適格なトランジション・ファイナンス規制の中に含まれる義務的なルールに違反している場合、金融規制当局に、例えば、追加的な資金の割り当て、専門知識の強化、および/またはトランジション・ウォッシュの定義の枠組みを定めることなどを通じて、トランジション・ウォッシュに罰則を課すための能力を強化する。</p>
<p>D. トランジション・ウォッシュの蔓延は、資本の誤った配分とトランジション・ウォッシュ全般に対する投資家の懸念を助長している。その結果、債券資本市場におけるラベル付きトランジション・ファイナンスの成長の勢いが失われ、その規模は非常に小さいままである。パリ協定の気温目標を達成するために緊急に必要なとされる気候変動対策資金の不足を補うため、政策立案者はより体系的な改革を検討する必要がある。</p>	<p>保護策 6:ラベルの有無を問わず、トランジション・ファイナンスの規模を拡大するために制度改革を行う。例えば、大企業の事業戦略のパリ協定への整合を義務付ける、あるいはパリ協定に整合した移行計画と戦略を持たない企業の公的市場へのアクセスを段階的に制限するなどとする。</p>

はじめに

温室効果ガス排出のネットゼロへの移行は、著名な財政政策立案者によって現代の産業革命と描写されてきました¹。グラスゴー金融同盟（「GFANZ」）は、グローバルレベルでネットゼロを達成するには、今後 30 年間に渡り 100 兆米ドルのファイナンスが必要になると見積もっています²。気候変動の最悪の影響の軽減に取り組むに当たり、ファイナンスの重要性はパリ協定の第 2 条(1)(c)にも反映されており、国際的コミュニティが温室効果ガスの低排出へのシナリオと整合したファイナンスを促すことに合意しています。

クライメート・トランジション・ファイナンス（「トランジション・ファイナンス」）は、炭素集約度の高い事業、セクター、国家による排出削減への取り組みを促進し、また動機づけるものとして登場しました。政策立案者は、パリ協定の温度目標の達成にとって、トランジション・ファイナンスの整合性が極めて重要であることにますます同意するようになっていきます。したがって、政策立案者がグリーンウォッシュの課題、もしくはさらに具体的にはトランジション・ウォッシュに対処できる能力を持つことは、非常に重要になります。トランジション・ウォッシュとは、パリ協定の温度目標を達成するのに必要なペースで事業活動を温室効果ガス排出ネットゼロへと移行させるに当たり実質的に軌道から外れている、もしくはその意図のない事業体に対しトランジション・ファイナンスを提供してしまう問題を指します。トランジション・ウォッシュに対処できなければ、投資家がトランジション・ウォッシュへのリスクへのエクスポージャーにますます警戒するようになるため、少なくともトランジション・ファイナンスの提供がむしばまれ、最悪の場合、炭素集約度の高いプロセスに依存する経済から抜け出せず、移行に取り組んでいない事業体、または整合しない活動や技術に大規模な資本が誤って配分される可能性があります。こうした大規模な資本配分の誤りは、言い換えればパリ協定の目標達成を大幅に遅延または阻害することになり得ます。

トランジション・ファイナンスの正確な定義は変動的であり、最近のトレンドで重要なものの 1 つとなってきたのはラベル付きトランジション・ファイナンス（資金用途が資金調達者による移行戦略を押し進めるためであることを示す、特定のラベルが付けられた金融商品）およびラベルの無いトランジション・ファイナンス（同目的以外で用いられるものの特定のラベルがついていない、つまり「バニラ」ファイナンスであるもの）の明確な区別の認識の高まりとなっています。しかし、2020 年頃の登場³以来、トランジション・ファイナンスの概念は、特に気候関連のサステナビリティ・リンク・ローンおよびボンド、主に中国と日本では明確にトランジション・ラベルが付けられた融資および債券として、ラベル付き債券金融商品市場と密接に関連づけられてきてきました。

本書では、ラベル付きトランジション・ファイナンス市場、および特定債券市場でのトランジション・ウォッシュの問題に着眼しています。これらの市場において、トランジション・ウォッシュへの対策を求める政策立案者に対し、異なる国および地域的な文脈で採用可能であり、これらの市場におけるトランジション・ウォッシュのリスクを低減でき、さらにラベル付きトランジション・ファイナンスとグローバル・クライメート・トランジションへの潜在的な触媒としての期待を回復し得る、政策上の保護策の提言を目的としています。

本書は、3 部で構成しています。

A 章では、トランジション・ファイナンスの要素、「サステナビリティ・リンク」および「トランジション」のラベルが付けられた金融商品の一般的な特徴、およびこれら金融商品（融資または債券を問わず）の持つポテンシャル、そして経済全体としてのネットゼロへの移行を促進させ動機づける広範にわたる概念について論じます。

B 章では、サステナビリティ・リンクおよびトランジションとラベル付けされた債券（後者は特に日本の国内政策枠組みに言及）を事例として取り上げ、トランジション・ウォッシュの特徴と根本原因を検証します。

C 章では、ラベル付けされた債券金融商品市場でのトランジション・ウォッシュの根本原因に対処し得る一連の政策上の保護策を非網羅的に提起し、同時にラベル付けされた市場を超えあらゆる種類のトランジション・ファイナンスの提供を増加させる系統的な再編についても推奨します。

本書は、最終的に、市場支援ツールの補完的な役割、適格および比例的金融規制および経済全体としての系統的な再編など、移行を劇的に加速させ得るトランジション・ファイナンスの政策枠組みを生み出す機会を明らかにすることを目的としています。

A章：クライメート・トランジション・ファイナンスとその重要性について

秩序あるクライメート・トランジションの事例

パリ協定の第2条(1)(a)では、国際コミュニティは地球平均温度の上昇を工業化前水準プラス2°C未満に保つこと、そして温度上昇を工業化前水準の1.5°C未満に抑える努力をすることに合意しました(「パリ協定温度目標」)。

しかし、国連の気候変動に関する政府間パネル(「IPCC」)の最新の報告書によると、地球温暖化は近いうちに1.5°Cを超えるものと見られ⁴、2100年までには地球全体で約2.8°Cの温暖化へと向かっている⁵とされています。これにより、熱帯地域の大部分が居住不可となり、穀物の生育不順が広範囲で見られ、海面上昇および気温上昇をさらに進行させる可能性のある気候変動のティッピングポイント(転地点)がさらに進行するリスク(氷床、熱帯雨林の生態系および海洋循環システムの崩壊など⁶)が高まります⁷。IPCCは、政策立案者に対し次の警告を発しています。

「人類すべてにとっての居住可能かつ持続可能な未来を確保するための機会は、急速に締め切られようとしている⁸。」

超過なしもしくは最小限にて温暖化を1.5°Cに抑えられる50%以上の確率を達成するには、グローバルでの排出が遅くとも2025年までにはピークとなり、2030年には2019年比でこれを43%、続いて2050年までに84%下落させる必要があります⁹。温暖化を2°Cに抑えられる67%の確率を達成するには、グローバルでの排出を2030年までに27%、続いて2050年までに63%下落させる必要があります¹⁰。

人類が引き起こす深刻な被害の一方、多くの研究では秩序あるかつパリ協定に合致した移行について説得力のある経済的事例を打ち立てています(本書での「パリ協定に合致した」との文言は、パリ温度目標の達成に向けた進捗を意味します)¹¹。ある研究では、現状の移行の軌跡によれば、今世紀中ごろまでに世界で10%の経済価値が失われることになるとしています¹²。

世界がネットゼロへとトランジションを進めるにあたって生じる移行リスクも、同じく大きくなっています¹³。移行から生起する広範にわたる資産価値の減少および座礁¹⁴により数兆ドル規模が資産価値から失われる可能性があり¹⁵、金融と物価の安定性に重大な損害をもたらす可能性があります¹⁶。対照的に、政策立案者による急激な方向転換が乱発されることの無い温室効果ガスネットゼロへの秩序ある移行により、広範にわたる座礁資産リスクが低減されることとなります。特定の経済活動の秩序ある緩和はまた、適正な移行を支援し、エネルギー貧困や炭素集約度の高いセクターでの座礁による高い失業率など、関連する社会的リスクを低減できもします。

信頼できるラベル付きトランジション・ファイナンスの有用性

トランジション・ファイナンスは一般的に、ネットゼロへの移行の目的で、排出量の高い経済事業、セクター、国家に対し提供されるファイナンスと解されています。一般的に低もしくはゼロ排出の経済活動およびプロジェクトに分けて提供されるグリーンファイナンスとは、異なるものとなります¹⁷。

政策立案者は、トランジション・ファイナンスの生来のポテンシャルをますます認識するようになっていきます¹⁸。例えば、Ravi Menonは、低もしくはゼロ排出の活動はグローバル経済の8%未満を構成すると見積もられていることがその理由であると述べています。

「グリーンファイナンスだけでは、十分ではない。グリーンではない企業とセクターが徐々にグリーンになるために、世界ではトランジション・ファイナンスが求められている¹⁹。」

本書でこの先論じる通り、トランジション・ファイナンスの精確な定義は現状流動的となっています。国際資本市場協会（「ICMA」）は最近、一般的な用語の使用に関し、この概念について互いに重なり合う3つ以上の定義があり、それぞれが異なる範囲を黙示しているとしました²⁰。ラベル付けされたトランジション・ファイナンス金融商品と（本書の着眼項目）およびいわゆる「バニラ」、そして移行を目指すものとしてラベル付けされていないファイナンスの区別の重要性が高まっています²¹。

不確実ではあるものの、トランジション・ファイナンスの核となる有用性は、こうしたファイナンスが提供される際の規約条件に基づくネットゼロへの移行を促進し動機づけるポテンシャルであると言えます。この前提に基づき、ICMA や経済協力開発機構（「OECD」）などの多くの提唱者は、グループ全体としての移行を実行している企業への不資金供与の概念に絞ろうとしてきました²²。こうした移行に真摯に取り組む企業には、ラベル付きトランジション・ファイナンス市場は理論上、投資家からの持続可能な金融商品への継続的な高い需要に支えられ、より低い資本コストでのトランジションリスクの低減が反映されることとなります²³。言い換えれば、ラベル付けされたトランジション・ファイナンスの効果的な市場は、実質経済の移行を促進および動機づけるに当たり、重要な役割を果たせることとなります。

ラベル付きトランジション・ファイナンスに分類される債券・貸付金融商品

ラベル付きトランジション・ファイナンスに分類される金融商品は、時間とともにその数と種類が増えていくものと見られます。以下の囲み枠に、サステナビリティ・リンクおよびトランジションとラベル付けされた債券・貸付金融商品について、それぞれの概念と現在まで最もよく関連づけられている主な特徴をまとめました²⁴。

サステナビリティ・リンク・ファイナンス

- 資金調達者が事前に定義したサステナビリティパフォーマンス目標（「SPT」）を達成するか否かによって特徴が変化する、一般目的での金融商品。サステナビリティ・リンク・ボンド（「SLB」）とサステナビリティ・リンク・ローン（「SLL」）がある。調達資金の使用について、特定の資金使途の指定はない。
- あらゆる目標の未達は、一般的に資金調達者への罰則につながる。最も一般的には、目標未達発生時点以降の資金コストの増加となる。一方で、あらゆる目標の達成は、資金コストの減少などの報酬につながる。
- 資金調達者は一般的に、重要業績評価指標（「KPI」）および SPT の有効性と堅牢性について、資金供与前に第三者意見（セカンドパーティオピニオン「SPO」）を得る。資金供与手続き後、資金調達者は一般的に、SPT の進捗状況について少なくとも年次報告書（外部機関による精査済のもの）を発行する。

トランジション・ラベル付きファイナンス

- 調達資金の使用は、特定のプロジェクトもしくは活動に関連するものに限られる（グリーンファイナンスと同様）。トランジション・ラベル付き債券およびトランジション・ラベル付き融資がある。
- 資金供与手続き前に、資金調達者はその移行戦略、その戦略における調達資金使途の整合性について、第三者による検証を受ける。
- 資金供与手続き後、資金調達者は一般的に、調達資金の使途について定期的な報告書をまとめ、外部機関による認証を受ける。インパクトレポートもまとめる場合がある。

B章：「トランジション・ウォッシュ」： トランジション・ファイナンスのグリーンウォッシュ

トランジション・ウォッシュとは

トランジション・ウォッシュとは、グリーンウォッシュの副項目です。グリーンウォッシュについてまとめると、実際より環境的観点から持続可能であるもしくは有益であると印象操作する、主張、行動、もしくは意図的な省略などを指します。最も一般的に、グリーン関連の信用性についての事実をステークホルダーに対し捻じ曲げて伝えるため、虚偽、欺瞞的、誤解を招く宣伝もしくは言明を行う企業に対してこの用語が使われます。一方、トランジション・ウォッシュは、事業体による温室効果ガス排出ネットゼロ状態へと向けたその経済または事業活動の移行が、実際より大規模もしくは急速に進んでいるとの印象を作り出すための主張、行動、もしくは意図的な省略を指します。例えば、明確に区別された製品またはプロジェクトの環境的貢献に関し発生するグリーンウォッシュとは、異なるものとなります。

開示情報に基づく意思決定に主に依拠する経済システムでは、移行におけるグリーンウォッシュ、つまりトランジション・ウォッシュは、パリ協定温度目標達成に向けての単一かつ最大の脅威であると描写されてきました²⁵。市場が資金を適切に割り当てその価値を引き出すための機能が根源的にむしばまれるのが、その理由です。ネットゼロへの移行コストを真摯に負担している企業は、こうしたコストを回避し、さらに気候変動に意識の高い投資家によってもたらされる資本への低コストでのアクセスなどステークホルダーからの評価による恩恵を同時に得ているトランジション・ウォッシュを行う企業と比べて、不利な状況に置かれています。端的に言えば、協力的であるべき取り組みが不公平なものとなり、金融市場にゆがみが発生することになります。トランジション・ウォッシュへの課題が大規模に存在する程、カーボン・ロックインに貢献する企業、活動、テクノロジーへの資金の大規模な誤配分につながり²⁶、パリ協定温度目標達成の遅延および未達につながります。

こうした影響の大きさから、トランジション・ウォッシュを含むあらゆる種類のグリーンウォッシュにさらされることは、経済上、評判上、そして法的なリスクを投資家にもたらします²⁷。例えば、トランジション・ウォッシュを行う企業へのエクスポージャーの規模とその炭素集約度の高い資産を把握していない金融事業者は、そうした企業とその資産の広範にわたる価値低下を受け、大規模な損失を被る可能性があります²⁸。国連の人権専門家は最近、グリーンウォッシュなどを含む事業活動がパリ協定温度目標達成と矛盾する企業へ金融機関が長期的に支援する場合、特定の状況下で、その金融機関の国際人権法規違反へとつながる可能性を指摘しています²⁹。



本書は、トランジション・ウォッシュについてのステークホルダーの議論が現在まで最も過熱している、ラベル付けされたトランジション・ファイナンス債券・貸付金融商品、特に債券金融商品市場での、トランジション・ウォッシュについて詳述します。これらの市場では、そのラベルと矛盾してパリ協定の気温目標達成に求められるペースでのネットゼロ排出を実現するための事業の移行を実際には行っていない、あるいは移行に取り組む意思のない事業体に対してトランジション・ファイナンスが提供されることでトランジション・ウォッシュが起こり得ます。したがって、トランジション・ウォッシュが発生しているか否かの疑問において、企業の移行戦略の信頼性が中心的なものとなります。企業の移行戦略に信頼性がない場合、次の場合においてこれが明確になりやすくなっています。

- A. ネットゼロ目標および／またはこれにおける基盤的な実行戦略（本書では、「移行戦略」とは企業の短期、中期、長期ネットゼロ目標およびその達成計画を指します）が科学的根拠を持ちセクターに特化した排出削減のシナリオとして存在する最も優れたものと合致していない
- B. 企業に対し発行または提供されたトランジション・ファイナンス金融商品が以下に該当する場合。
 - 一般目的金融商品（SLB、SLL など）の場合、その特徴に基づき実質的に企業のグループ規模でのスコープ 3 を含む移行を動機づけるものではない
 - 使途指定金融商品の場合、パリ協定に合致したセクターの移行シナリオに明確に反している、および／または「通常の事業」として説明される企業活動もしくはカーボン・ロックインに寄与する方法に調達した資金を割り当てる場合（例：信頼に値しない気候変動低減テクノロジーの開発または適用）。

以降の論説で詳細を見ていく通り、トランジション・ファイナンス債券金融商品はこれまで、包含性（インクルーシビティ）において気候変動への誠実さを犠牲にしてきた³⁰とされ、また、カーボン・ロックインの懸念³¹および通常と変わらない事業³²に関連付けられてきたと見られてきました。投資家は、これにより、トランジション・ウォッシュのリスクをますます懸念するようになっていきます³³。

このことは、多くのステークホルダーが現在認めるように、トランジション・ウォッシュがトランジション・ファイナンスの発展を阻害しており、成長の妨げになっていることを指摘しています³⁴。政策立案者は、炭素集約度の高いセクターは移行を進めるためのクライメート・ファイナンスへのアクセス機会を得るのがいまだに難しく³⁵、IPCC の最新の報告書ではより広範における資金の流れがあらゆるセクターと地域に渡り気候変動の目標を満たすために移行するのに必要なレベルをはるかに下回っていることを明らかにしています³⁶。

コメンテーター³⁷および世界銀行³⁸、OECD³⁹、気候債券イニシアチブ（Climate Bonds Initiative、「CBI」）⁴⁰、そして多彩な規制当局⁴¹は、トランジション・ファイナンス市場が大規模に効率的になるのに必要な誠実さを育てるために堅牢な基準が必要であることに気づいています。しかし、こうした基準が確立されるには、トランジション・ウォッシュの根本原因に対処する必要があります。この点について、サステナビリティ・リンク・ボンドおよび日本のトランジションとラベル付けされた債券に言及し、以下で論じます。

事例：サステナビリティ・リンク・ボンド

近年、気候関連の SLB（本書では、SLB とは気候関連の SLB、つまり SPT および KPI が発行体のネットゼロトランジションに関係している SLB を指します⁴²）の大多数がトランジションへの有意な動機付けとなっていない状況となっています。これには、少なくとも 3 つの理由があるものと見られます。

- A. **SPT が意欲的なものでない**：特に、当座の排出削減目標など、一般的に戦略的な脱炭素の中間目標に紐づけられていません。例えばロイターの分析によると、2021 年の上位 18 件の借受者により発行された 48 の SLB のうち、ほぼ半分が発行前より遅いペースでの改善となる目標を含んでいることが分かりました。つまり、SPT は「企業が実際に労力をかける必要がないほど簡単」なものでした⁴³。2022年、発行された SLB の 5 分の 1 のみ排出の全 3 件のスコープに関連していました⁴⁴。加えて、一部の SLB は経済的原単位 SPT を用いており、これは絶対的または物理的原単位 SPT より堅牢性と意欲度が低いとされています⁴⁵。
- B. **SLB のペナルティ金利等のメカニズムは実質的な効果がない**：現在まで大多数の SLB では、SPT が達成されない場合、14～33 ベーシスポイントの利子引き上げを定めています⁴⁶。この数値は、企業による移行の推進を動機づけるには不十分であると見られます。事実、発行時に得られるグリーンアム（テーマを持たない「バナナ」と比較した際、広範な投資家が持続可能なファイナンス金融商品に高い関心を持っていることから、発行者にとって低い利回りとして現れる価格の利点）より、利息引き上げは金銭的なペナルティとしては重要性が低くなるが多くなっています⁴⁷。



C. SLB に構造的な抜け穴がある:2022 年後半に行われた、世界銀行による SLB についての経験主義的研究では、利息の引き上げ幅がより大きいペナルティを設定した SLB は一般的に、より長い SPT 期日を設定している（債券が満期となる前に当該のペナルティの結果が痛みとなる時間を短くしている）、もしくは利息引き上げの結果を回避するため SLB の返済の早期化を可能にするコールオプションが埋め込まれていることが分かりました⁴⁸。後者に関し、2021 年 12 月時点で取引高から見た SLB 市場の 66% がこれに該当していました⁴⁹。対照的そして非合理的なことに、発行体のパフォーマンスが悪い場合、債券を手放せるメカニズムが投資家には概して提供されていません。

この状況は、より広範な企業の移行計画の状況を考えれば、おそらく当然とも言えます。OECD は、トランジション・ファイナンスにおけるトランジション・ウォッシュの高まるリスクへの対応、そしてグローバル規模での経済全体による移行を促進させるに当たり、信頼できる企業の移行計画は根本的なものであると定めています⁵⁰。しかし、それらの特徴づけるこうした計画と目標の一般的な質と誠実さは、「警告に値する低さ」であると常々評価されてきました⁵¹。Climate Action 100+ の対象企業 166 社の移行目標、計画、戦略の評価では、パリ協定に合致した短期および中期温室効果ガス削減目標を設定した、もしくは長期削減目標と資本的支出を合致させるコミットメントを宣言したのはごく少数でした⁵²。ネットゼロコミットメントの仔細の分析からは、企業が宣言したあらゆるコミットメントを簡単に引き下げられる注意事項と免責事項が見つかっています⁵³。

これらの問題では、3 つの劇的な要因が大きな原因となっています。1 つ目は、異なる移行技術の信頼性に関する合意の不在が続いていることとなります⁵⁴。2 つ目は、ICMA⁵⁵、国連の Race To Zero (ゼロへのレース) キャンペーン⁵⁶、国際通貨基金⁵⁷が指摘する通り、移行計画の策定および／または評価するに当たり企業が依拠できる、国家およびセクター別に組み上げられたパリ協定に合致するセクター別削減ガイドラインとシナリオの不在があります（日本は例外、下記参照）。3 つ目は、数々の移行計画の基準が打ち立てられているものの、これらはこれまで企業セクターを広く認識されたパリ協定への合致へと移行させるには不十分であることです。これは部分的に、各基準にまたがり上記の特徴を見出すことになった CBI による最近のマッピングの試みでの精査から明らかになった、次の主な問題が原因であるとされています⁵⁸。

- A. 企業の移行がパリ協定温度目標と合致させることが最終目標であるという、一貫したメッセージがない⁵⁹。
- B. 企業は一般的に、ベンチマーク対象とされる移行計画の排出削減のシナリオを（正当化できる限りにおいて）選択できることになっている⁶⁰。

パリ協定に合致していない債券発行のチェックとして機能し得るものに、独立した外部機関による検証が挙げられます。例えば、ICMA のクライメート・トランジション・ファイナンスハンドブックでは、パリ協定への合致および発行体の移行戦略における特定の信頼性について、発行体は発行前 SPO を取得すべきであるとしています⁶¹。しかし、研究によれば、特定の外部検証機関による SPO 取得のアプローチにおいて、次に挙げる主要な問題を見出しています。

- A. 疑問のあるオフセット戦略への過剰な依存⁶²
- B. 断続的な検証手法に対する企業の依存⁶³
- C. スコープ 3 に対する目標の不十分な精査⁶⁴
- D. 特定の認定における手法と情報の不開示⁶⁵
- E. 戦略を前向きかつ科学に基づいたシナリオまたはセクターが将来どうあるべきかを特定する長期目標との比較ではなく、調査対象の過去のパフォーマンスに基づいた後ろ向きな調査になる傾向⁶⁶

一部の投資家は、SPO は十分な内容を求めるものではないため、独自の調査を行わなければならないことを公言しています⁶⁷。OECD は、検証実施者によるさらなる基準と監督により、環境に関する誠実さを持って運営し、有意なそして信頼できる評価を提供するように求めています⁶⁸。

こうした問題に一貫しているのは、さらに根本的問題である、主意主義となっています。研究と市場の経験によれば、企業は自発的にコストを埋没させたり移行が求めるリスクを取ったりすることはなく、一方で投資家のかなりの部分が何よりも短期的な金銭的リターンを重んじます⁶⁹。しかし同時に、気候変動のリーダーたちにプレミアムとして価値を提供することを求める投資コミュニティに対し魅力をアピールするに当たり印象に残る聞こえ方となる（そして無料で行える）、気候変動および持続可能性の宣誓よりもたらされる、評判上および金融上のメリットを、企業は逃そうとはしません⁷⁰。SLB 市場では、トランジション・ウォッシュの根幹にはこの不調和が存在すると言えます。

パリ協定温度目標にそった形で事業が移行に取り組むことへの必須要件がない⁷¹中、トランジション・ファイナンスのラベル利用に関する履行必須基準がこうしたトランジション・ウォッシュへの動機を打ち消すことができる可能性があります。しかし、現在唯一存在する基準は、自発性のみとなっています。これに合わせ、SLB 市場の発行体に説明責任を持たせるための規制監督上の介入は、その不在に対し苦情が出たり⁷²懸念が表明されたり⁷³したにもかかわらず、実質的に今日まで存在していません。

投資コミュニティで広がるトランジション・ウォッシュの認識は、SLB 市場に冷や水を浴びせてきました⁷⁴。調査報告書によると、こうした金融商品の質に関する懸念が広がったことの結果として、2024 年 4 月時点での SLB 発行は 2020 年以来最低水準となる年初来の推移となっています⁷⁵。投資家からの懐疑による昨今の軟調な需要により、TotalEnergies が複数年にわたって計画してきた SLB 発行を中止することとなりました⁷⁶。Morgan Stanley は、「投資家は SLB が機能することを望んでいるものの、グリーンウォッシュの高いリスクの中、構造的な課題により押しとどめられている」と述べています⁷⁷。2023 年 10 月、ICMA は「新たなサステナビリティ・リンク・ボンド市場での黎明期の期待と具体性は、不十分であった可能性がある」と述べています⁷⁸。ある投資家は、市場のムードを次のようにまとめています。

「SLB が市場に登場した際、まず何を思うかと言えば、何か隠しているのではないかという点だ⁷⁹。」



事例:日本のトランジション・ラベル付き債券

日本は、国内トランジション・ファイナンスの枠組の構築で先駆的存在となっており、トランジション・ラベル付き金融商品をその枠組みの中心に据えてきました。日本の発行体は、2022年に世界中で発行されたトランジション・ラベル付き債券の半数以上を占めています⁸⁰。日本政府は、合計20兆円を目標に、「クライメート・トランジションボンド(移行債)フレームワーク」に基づき、クライメート・トランジション利付国債のトランシェの発行も始めています。⁸¹官民両セクターのイニシアチブが、向こう10年にかけて官民150兆円(約1兆米ドル)のファイナンスを投資するロードマップにより22の産業セクターを変革し2050年の日本のカーボンニュートラル目標達成を目指す⁸²、日本政府主導のグリーン・トランスフォーメーション(GX)の取り組みを支えるものとなっています。

しかし、日本のトランジション・ファイナンス枠組の誠実さと実効性に関し、重大な懸念が表明されてきました。その多くの懸念は、トランジション・ラベル付き債券の調達資金の特定の資金用途に関する科学的な信頼性に関するもので、クライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク下での調達資金の適格な使用も含みます⁸³。こうした懸念は、特にエネルギー・電力セクターに集中しており、日本の政策はパリ協定温度目標と合致していないと見られています。

問題の概要は、以下の通りです。

2030年エネルギーミックス目標

日本の第6次エネルギー基本計画では、36~38%の再生可能エネルギー、20%のLNG、19%の石炭などからなる、2030年のエネルギーミックス目標を定めています⁸³。

対照的に、IPCCのシナリオでは、パリ協定温度目標達成に向け、グローバルでのエネルギーミックスにおける再生可能エネルギーの割合は2030年までに53.68%まで引き上げ、同じく石炭の割合は7.28%に引き下げる必要があるとしています⁸⁴。

加えて、GXでの低減での石炭から天然ガスへの切り替えは、IPCCのシナリオと合致していません⁸⁵。

水素とアンモニア混合燃焼への依存

日本の長期エネルギー戦略は、水素とアンモニアを天然ガスおよび石炭火力発電にそれぞれ漸次的に混ぜていくことに大きく依存しています。日本政府は、排出削減対策が取られていない化石燃料から産出されるにもかかわらず、水素とアンモニアを低炭素火力発電燃料として定めています⁸⁶。

一方、日本の大規模な水素およびアンモニアの混合燃焼は、IPCCの科学⁸⁷およびエネルギーセクターのための国際エネルギー庁(IEA)のグローバル2050ネットゼロロードマップ(「IEA NZE」)⁸⁸と一致しておらず、さらに以下の理由などの理由により問題を抱えています。

- i. 100%の水素ベース燃料での火力が2050年に向け実現するまで、石炭および天然ガス火力発電が大いに継続することを意味している⁸⁹
- ii. それまで、漸次的な混合発電時点の排出削減見通しは限られている。例えば、混合燃焼率は50%未満であり、アンモニア／石炭火力発電は天然ガス火力発電プラントと同量の二酸化炭素を排出することになる⁹⁰。
- iii. 2050年に向け、これらの燃料の100%燃焼が技術的に可能となり、かつ経済的に可用となる(確証はない)としても、エネルギーセクター政策における水素／アンモニアのライフサイクル全体でCO₂排出量⁹¹を考慮しないことは、日本が実世界の排出量を一切削減しなくても独自のエネルギーセクターの目標を達成できるシナリオを暗示している。

- iv. この最後の点は、可能性がわずかなものではない。2022年、二酸化炭素回収・貯留（「CCUS」）の無い天然ガスはグローバルでの水素製造（グレー水素）の起源の62%に上っており、排出削減対策が取られていない石炭はグローバルでの製造量の21%を占めています⁹²。アンモニアは、水素と窒素を混ぜることで製造されるため、現状の水素のサプライチェーンに基づく、アンモニアの90%は実質的に化石燃料から製造されることになる。こうした製造は、グローバルでの二酸化炭素排出の約1%に相当している⁹³。したがって、IEAは水素について、気候変動のソリューションというよりはむしろ気候変動の原因としてとらえている⁹⁴。
- v. 天然ガスのサプライチェーンにおけるメタン漏出（フュージティブ・エミッション）により、天然ガスによって製造される水素とCCUS（ブルー水素）は、天然ガスを単にそのまま（直接）利用するよりも、ライフサイクルベースで温室効果ガス排出が高くなることが分かっている⁹⁵。アンモニア混合燃焼石炭プラントはまた、100年の時間軸に渡り二酸化炭素よりも273倍の地球温暖化をもたらす可能性のある温室効果ガスである亜酸化窒素をより多く排出する⁹⁶。
- vi. 分析からは、グレー水素の現状のサプライチェーンの脱炭素には、2019年に発電された太陽光および風力発電量の3倍が必要になることが分かっている⁹⁷。したがってIPCCは、再生可能エネルギーから製造される水素（グリーン水素）でさえも、移行においては軽度な役割しか果たさず、さらにその範囲は、削減が難しい産業（製鉄など）や輸送など電化が経済的に可能ではない特定のセクターに限られる⁹⁸。

特定の日本企業が発行するトランジションボンドに、これらの懸念が表れています。例えば、CBI⁹⁹および Anthropocene Fixed Income Institute（「AFII」）¹⁰⁰の分析では、日本最大の発電事業者であるJERA、およびエネルギーセクターに設備を供給している日本の工業グループである三菱重工業（「MHI」）によって発行されたトランジションボンドの科学的信頼性を批評しています。これらの債券の調達資金の使用に関する枠組みでは、エネルギーセクターでの水素およびアンモニアベースの技術利用の開発および実証に大部分が向けられていました¹⁰¹。

これらの組織はまた、これらのトランジションボンドの根拠となる移行戦略の信頼性の欠如も指摘しています。MHIの場合、AFIIは同社の2030年および2040年の排出削減目標はバリューチェーン全体を網羅しておらず、「顧客による同社製品およびサービスの利用に起因する排出」にのみ絞ったものとなっていると指摘しています¹⁰²。日本の広範にわたる政策と同様に、上流が考慮されていないものと見られます。AFIIは、このスコープ3の限られた定義により、MHIが実世界での削減を達成することなく排出削減目標を達成し、さらに石炭火力発電所を長期的に続けられる可能性を得られていると指摘しています¹⁰³。一方、JERAは、国内（スコープ3ではない）の中間排出量削減目標が2035年までに60%（対2013年比）であり、非効率な石炭火力発電所をアンモニアおよび水素混焼プラントに置き換える戦略を打ち出しています¹⁰⁴。CBIによれば、これらのプラントは Transition Pathway Initiative（「TPI」）が掲げる電力セクターの1.5°CシナリオやIEA NZEなどの国際的に認められているセクター別シナリオと一貫していないと見ています。CBIはまた、JERAが独自の目標、およびIEAとTPIの科学的根拠のあるシナリオと矛盾する形で、石炭と天然ガス発電所を国内および海外でさらに開発および受注し続けていることを指摘しています。

日本のクライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針は、トランジションボンド発行体に対しスコープ1～3を網羅する科学に基づいた目標およびパリ協定に整合した削減シナリオを設定および開示すべきと定める推奨事項（強制ではない）がある点で、堅牢なものと思われます¹⁰⁵。しかし、これらのJERAおよびMHIの債券発行がクライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針に合致していることを裏付ける発行前SPOは、AFIIおよびCBIが指摘する信頼性の問題等を取り上げていません。一方、当該のSPOを実施したDNVは、各社債券発行の裏付けを分析するにあたって、日本経済産業省（「METI」）の電力¹⁰⁶およびガス¹⁰⁷セクター別ロードマップにほぼ由来した状態で、日本が支持する水素ベースの技術の整合性を議論する余地がありません。DNVにとって、これらのロードマップとの合致は、基本方針として最終的にパリ協定への準拠と同義となっているようです。このように、AFIIとCBIの分析によれば、日本の基本方針自体に準拠しているようには見えないにもかかわらず、これらの債券発行の両方はMETIによるトランジション・ファイナンスにおける「モデル」ケーススタディとして扱われています。

日本のエネルギーセクターの移行戦略への懸念は、G7 諸国および投資コミュニティによっても指摘されています¹⁰⁸。投資家は、日本のトランジション・ファイナンスは、アジア・ゼロエミッション共同体 (AZEC) などのイニシアチブを通しアジアのどこかで火力発電技術を用いることを奨励することにより、最終的に日本の火力発電産業の国際的競争力を宣伝するためのツールとしているとの懸念を表明しています¹⁰⁹。国際市場では、カーボン・ロックインおよび排出集約活動との関連により、明確なトランジション・ラベルを用いることへの躊躇が見られています¹¹⁰。

こうした懸念は、日本の GX に対する投資コミュニティの反応へとつながっています。例えば CBI は、1.5°C の成果を目指すグローバルモデルと一貫するため、GX がエネルギー・電力セクターのアンモニア、水素、CCUS などの技術に支援を組み込んでいることがトランジション・ラベルの信頼性をむしろ、グリーンウォッシュの非難を呼び寄せていると説明しています¹¹¹。同様に、最近の責任投資原則 (「PRI」) の要約では、同セクターでの水素混合燃焼技術への GX からの支援がグリーンウォッシュのリスクを生み出し、カーボン・ロックインのリスクを高めていると指摘しています¹¹²。

海外投資家によってこうしたトランジション・ウォッシュの懸念が明確に表明されたことで、日本政府は国債の発行を管理するクライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク¹¹³を作成し、2024 年 2 月 14 日～2 月 27 日に行われた国債初回入札でエネルギー・電力セクターの混合燃焼技術を除外しました (とは言え、これらは特に海外投資家の間で顕著に、投資家による控えめな関心を超える結果とはならず、バニラ日本国債に対しグリーンアムとして取引されていないようでした)。クライメート・トランジション・ボンド・フレームワークは「石炭の採掘・精製・輸送に関連する事業」および「人権、環境等社会問題を引き起こす原因となり得る取引に関連する事業」への資金供与など、除外クライテリアを定めている¹¹⁴。一方、同枠組みと GX 債券の背後にあるさらに詳細なセクター別投資戦略¹¹⁵は、以降の入札で調達資金のこれらの混合燃焼並びに CCUS 技術での使用を含める余地を残しています。加えて、2024 年 2 月 13 日に、エネルギー・電力セクターを含め水素ベースの社会を推進する目的に特化して日本政府が成立させた最近の法律では、日本の広範におけるエネルギー・電力セクターの制作が変化していないことが見て取れます¹¹⁶。

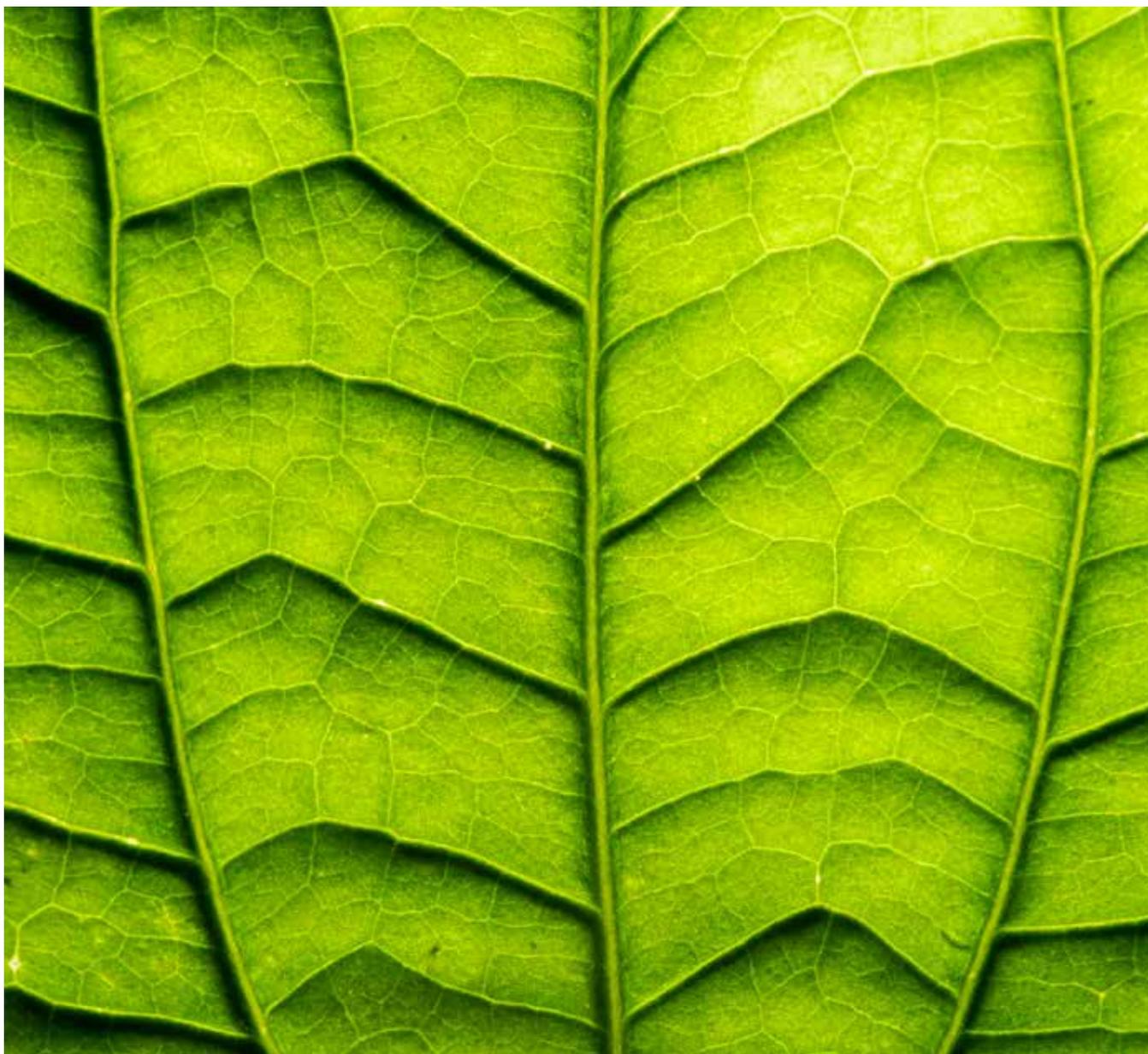
したがって、日本での科学に基づいたシナリオと一貫しないエネルギーセクターの移行シナリオは、トランジション・ラベル付き債券の信頼性と効率性をむしろむくことになるトランジション・ウォッシュのリスクを生み出しています。これらのリスクは、トランジション・ファイナンスの概念に基づいて作られた重大な国内政策枠組にもかかわらず発生しています。質が高くない移行戦略および SPO、拘束力のない基準によっておこる精査の不在など、SLB の事例で詳述した問題は日本のトランジション・ボンド・ファイナンスでも明確なものとなっています。



政策立案者向け要約

B 章での論述では、国際市場のサステナビリティ・リンク・ボンドおよび日本のトランジション・ラベル付き債券を見ながら、トランジション・ファイナンスにおけるトランジション・ウォッシュの数々の根本原因を詳述します。これらの根本原因とその結果から、C 章で提起する保護策の推奨が導き出され、以下の問題提起としてまとめられます。

- A. 特定の地理的地域に合わせた、科学的な裏付けをもちパリ協定と整合した炭素集約型セクター・活動の移行シナリオがない。
- B. 企業に、移行計画や戦略をパリ協定と整合した特定の基準やシナリオに対するベンチマークが求められていない。こうした計画と戦略の大部分は、現時点でパリ協定温度目標の達成と合致していない。
- C. 企業には、スコープ 3 排出量を含む事業全体の移行を行っていない場合でも、移行のための資金調達を行う経済的および評判に関わるインセンティブがある。トランジション・ファイナンス基準は拘束力がなく、市場基準を引き上げるための規制当局上の対応がまだ実現していない。外部検証は発行体に対して十分に妥当性を問うことができていない。全体として、質の高いトランジション・ファイナンスの債券を発行する企業にとってのインセンティブが十分ではない。
- D. トランジション・ウォッシュの蔓延は、資本の誤った配分とトランジション・ウォッシュ全般に対する投資家の懸念を助長している。これにより、トランジション・ラベル付き債券によるファイナンスの成長機会が失われている（持続可能な、ましてや非持続可能なファイナンスの非常に小さな一角にとどまっている¹¹⁷）。パリ協定温度目標を急いで達成するためにクライメート・ファイナンスの欠点を埋めるには、政策立案者がより系統だった改革を検討する必要がある。



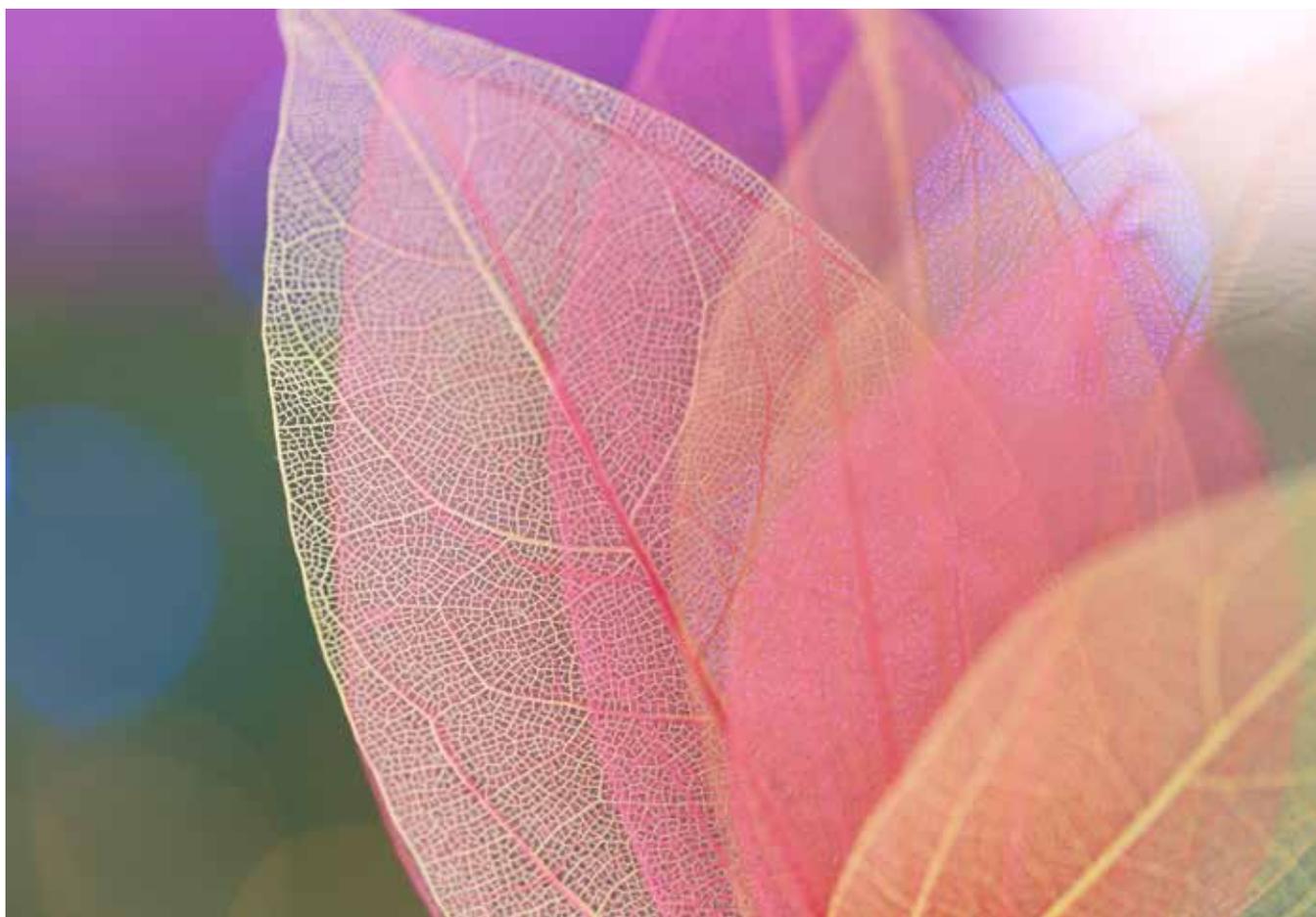
C章：トランジション・ウォッシュに対処するための保護策とトランジション・ファイナンスの拡大

はじめに

トランジション・ウォッシュに対処し、ラベル付きであれラベルなしであれ、トランジション・ファイナンスを拡大するための政策枠組みの構築は、複雑な課題となります。こうした枠組みは、その核心的な目的として、炭素集約度の高いセクターでの気候変動のリーダーを生み出し、支えるためのファイナンスの課題を持つこととなります。その目的で適切な機会を見出そうとする投資家さえも、通常の意味決定プロセスを複雑かつ変化を続ける気候変動の科学（グローバルでの二酸化炭素削減予算の枯渇や産業技術の革新など）へと橋渡しすることから発生する、独特の課題に直面することとなります。

こうした意思決定は、B 章で詳述したトランジション・ウォッシュの問題により、ますます困難な課題となっています。前章では、投資家が持つトランジション・ウォッシュへの懸念が企業セクターでのトランジション・ラベル付き・ファイナンス市場を実質的に失速させ、より厳格な基準を課す必要性へとつながり、投資家がトランジション・ファイナンス金融商品の質の高低を見分けられるようにする必要性を見てきました。結果として、トランジション・ファイナンスが移行を触発するポテンシャルを発揮するには、トランジション・ウォッシュのリスクへのつじつまの合った政策対応が必要となります（A 章参照）。

この背景への対処として、本 C 章での政策上の保護策推奨は、債券・貸付市場でのコーポレート・ラベル付きトランジション・ファイナンスの債券・貸付市場、そして特に債券市場に着眼し、トランジション・ウォッシュに対する効果的な政策対応への貢献となることを目指しています。本推奨は、融資、株式資本、ファンド市場など他の分野でのトランジション・ウォッシュへの対応を検討するに当たり、政策立案者にとっても役立つものとなるでしょう。提言は、一つの解がすべてに適合するわけではないことを認識した上で、意図的に高いレベルで組み立てられており、政策立案者が地域のニーズや状況に応じて適用できるよう、関連する選択肢や前例、重要な検討事項の「鳥瞰図」を提供することを目的としています。



保護策 1:

国家(または地域)としてのパリ協定に整合した排出削減シナリオの策定



問題提起

A. 特定の地理的地域に合わせた、科学的な裏付けをもちパリ協定と整合した炭素集約型セクター・事業の移行シナリオがない。

OECD は、資金調達金融商品のグリーンな資金使途のグリーンウォッシュは事業レベルの基準で回避できる一方、トランジション・ファイナンスではこうした基準(保護策 2 で論述)は、排出削減シナリオなどの企業全体での戦略の開発と評価を補う政策ツールが必要であると指摘しています¹¹⁸。

既存の排出削減シナリオの大多数は、グローバル規模での性質のものとなっています¹¹⁹。これらのシナリオは、各経済セクターがパリ協定温度目標の達成もしくは達成に向けた一貫性を保つために認識する必要のある、排出削減の決定的なマイルストーン(中間目標)と相応の制約を効果的に設定します。こうした中間目標の 1 つの例に IEA の NZE シナリオがあり、同シナリオでは石炭、石油、天然ガスへの新たな投資余地はこれ以上ないことを定めています¹²⁰。

しかし、比較的粗雑な分別¹²¹以上に、国家は各国の発展状況、経済の炭素集約度、政治的背景および再生可能エネルギーなどのグリーンテクノロジーの取り込みなどの要因に基づき、それぞれ独自のペースで排出削減戦略を実施している事実に対し、グローバルシナリオは本質的に対応しきれません。

こうした要因が、グローバルシナリオの権威と影響を落ち込ませることになります。ネットゼロを宣誓している場合でさえ、企業はグローバルでの排出削減シナリオとそのマイルストーンよりも、国内の状況により大きな注意を払います¹²²。

政策立案者にとっても、これは同じことになります。日本のトランジション・ファイナンス枠組みの策定に関する予備議論では、グローバル排出削減シナリオを深く考慮したようには見えなかったものの、欧州連合による持続可能なファイナンスへの「ディープグリーン」なアプローチは日本やアジアの「経済発展」¹²³と整合しないこと、そして「温室効果ガス排出が増加している」¹²⁴場所としての糾弾に着目しました。B 章では、日本のトランジションボンドの発行体、そして SPO プロバイダーがどのように移行に関するガイダンスの主要参照情報として METI のセクター別ロードマップを見ているかについての洞察を論じました。同様に、ASEAN タクソミーでは、気候変動提言へのより厳格な「プラス・スタンダード」に含まれる「ティア 1」基準の一部のグローバルシナリオのみを考慮しており¹²⁵、基準の 3 つのティアの最も低いティアでは、ネットゼロの時間制限がない国家に国家レベルでの NDC(国が決定する貢献)に沿った活動が許されています¹²⁶。

国家または地域レベルでのセクター別排出削減シナリオは、トランジション・ファイナンスの発展にとって非常に重要な役割を果たし得ます¹²⁷。信頼できるものであれば、トランジション・タクソミー(保護策 2 を参照)、セクター別テクノロジーロードマップ(日本はすでに策定済、B 章参照)、または移行計画の基準など、他の国家または地域政策ツールの発展のための堅牢な基盤をもたらすことができます。企業はまた、熱意的なネットゼロおよび中間目標を設定し、運用する地理において適切な戦略に工夫を凝らすに当たり、こうしたシナリオを用いることができます¹²⁸。ASEAN のトランジション・ファイナンス・ガイダンスが述べている通り、国家または地域的シナリオは、排出削減の軌跡は世界のそれぞれの場所において進行するスピードが異なっている事実、科学的な信頼性を与える潜在性があります¹²⁹。したがって、(企業と投資家に対し、移行戦略が策定および評価されるための明確なベンチマーク・指標をもたらすことで)新興するトランジション・ファイナンス市場の発展を支えることができ、あらゆるトランジション・ファイナンス規制において社会経済的な違いを反映しやすくなります(保護策 4 を参照)。

グローバルシナリオを地域および国ごとにより細分することは複雑な作業となり、意欲、技術的実現可能性、責任、公平性をデリケートに考慮したバランスが必要になります。何より、B 章における日本の事例は、国家の排出削減シナリオと付随する戦略がその信頼性をむしろむしばむことになる特定の抜け穴を含んでいる問題が発生することを示しています。これは、例外的な事例ではありません。これまで、国または産業団体により各地域単位で構築された排出削減シナリオはしばしば、各地域の制約と実現可能性に関する懸念が反映されており、グローバルでの科学的根拠のある排出削減シナリオに合致しないことが多い、または効果的に排出削減のニーズに対処しないことがあります¹³⁰。日本の場合は、そうした制約に同国による再生可能エネルギーの拡大能力が限られているとの考え方が含まれているよ

うに見えます¹³¹。政治問題化することも、大変影響の大きい別の問題となっています。InfluenceMap の分析からは、日本のロードマップは、部分的に現在有力な重工業企業による重点的ロビー活動に影響を受けているとも指摘しています¹³²。

これらの、もしくは他の理由により、政策立案者が国家または地域的なシナリオを自ら整える作業に取り掛かりたくない、もしくは取り掛かれないのであれば、考慮に値する 1 つの方策に、IEA などの現存する最も権威あるグローバルシナリオプロバイダーにシナリオを法域別に提供してもらうことが挙げられます。地域別シナリオの構築の際に癒着の無い関係性を維持することで、こうしたプロバイダーとその科学的分析を欺瞞的政治駆け引きや企業のロビー活動から密封状態に置くことができるでしょう。これにより、政策立案者は、国家または地域の排出削減政策に対し吹き付ける政治的および企業からの避けられない向かい風に対し体制を整え、利用可能なもので最適な気候変動科学に基づくことができるでしょう。

また、国家と地域の排出削減シナリオを、国際機関が信頼性を監督し透明性のあるものにするためのトランジション・ファイナンス構造にギャップがあるようにも見られます。この目的において、新たな国連イニシアチブ¹³³が、非国家事業体レベルの移行戦略のベストプラクティスを検証し提示することへの現在の着眼を、国家と地域レベルの排出シナリオの客観的な参照評価へと広げられる可能性があります。これは、国家と地域の移行戦略の構築における鋭い着眼として検討され続けるようになっているのが理由です。



保護策 2:

炭素集約度の高い活動と関連テクノロジーの科学的に堅牢な分類基準の準備・承認



問題提起

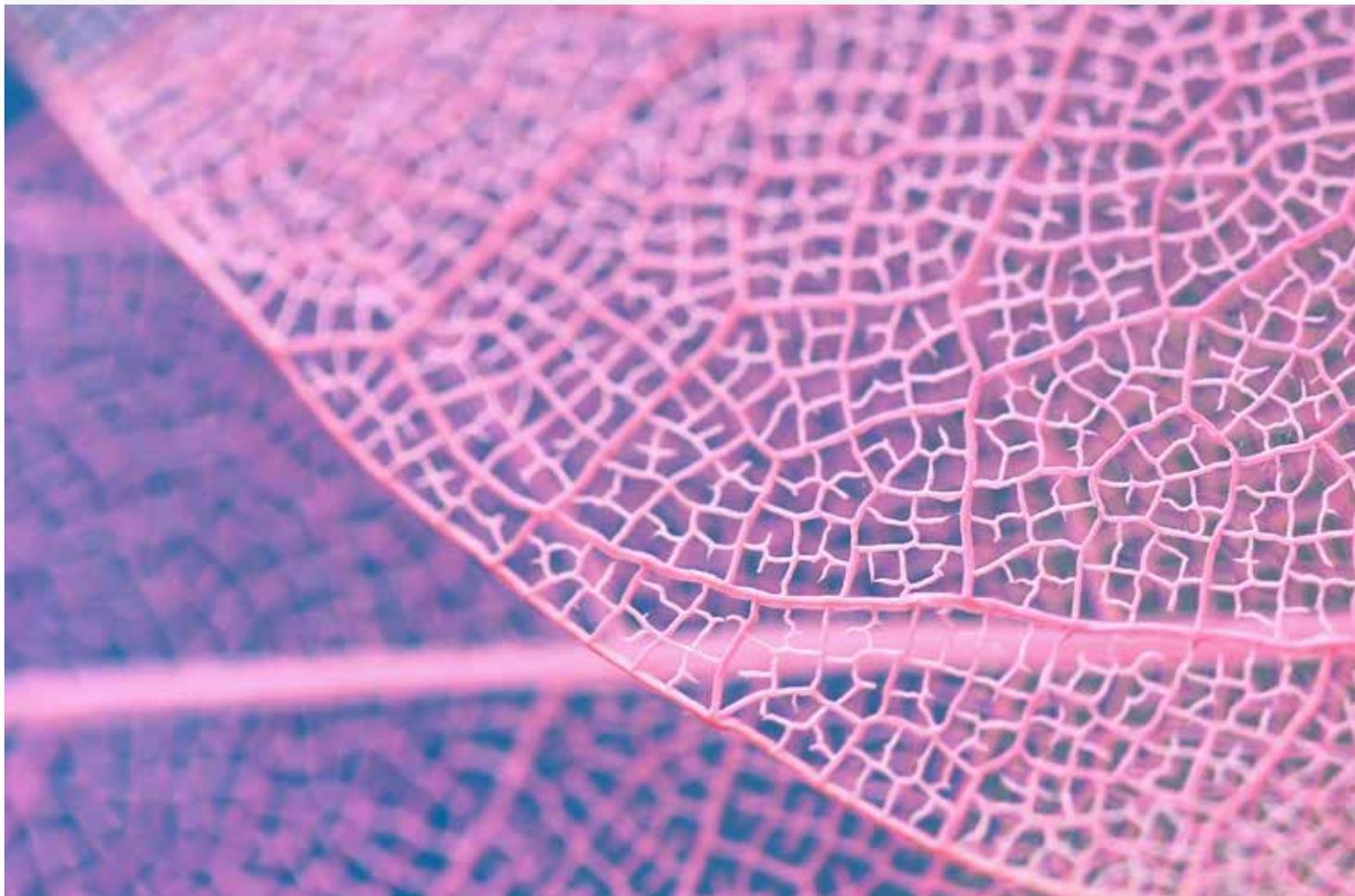
A. 特定の地理的地域に合わせた、科学的な裏付けをもちパリ協定と統合した炭素集約型セクター・活動の移行シナリオがない。

排出削減シナリオではパリ協定温度目標に向けた必要な排出削減ペースを定めているものの、企業（または国・地域）がこの削減を達成するために戦略として依拠すべき特定の経済活動または技術のガイダンスを必ずしも提示しているわけではありません。

排出削減シナリオを補い達成へと向けた道筋を示すため、(a) 炭素集約度の高い活動のうち、パリ協定に沿ったセクター別トランジションシナリオ、および(b) 必要に応じ、それらの活動の排出削減の計画について現存する最も優れた気候変動の科学に基づく明確な分類、この 2 つがなければ、トランジション・ファイナンスは効果的なものとはなりません。この種の分類基準は、G20 サステナブル・ファイナンス作業部会（「G20 SFWG」）により、トランジション・ファイナンスの拡大、トランジション・ウォッシュリスクの低減、市場の誠実さを保護するための重要な基盤として指摘されてきました¹³⁴。

今日、タクソミーが炭素集約度の移行技術に関連する項目をより含むようになった包括的なガイダンスが存在します¹³⁵。OECD は、今日までのタクソミーが特にカーボン・ロックインのリスクを低減するための 3 つのメカニズムの典型的な展開を次の通りまとめています¹³⁶。

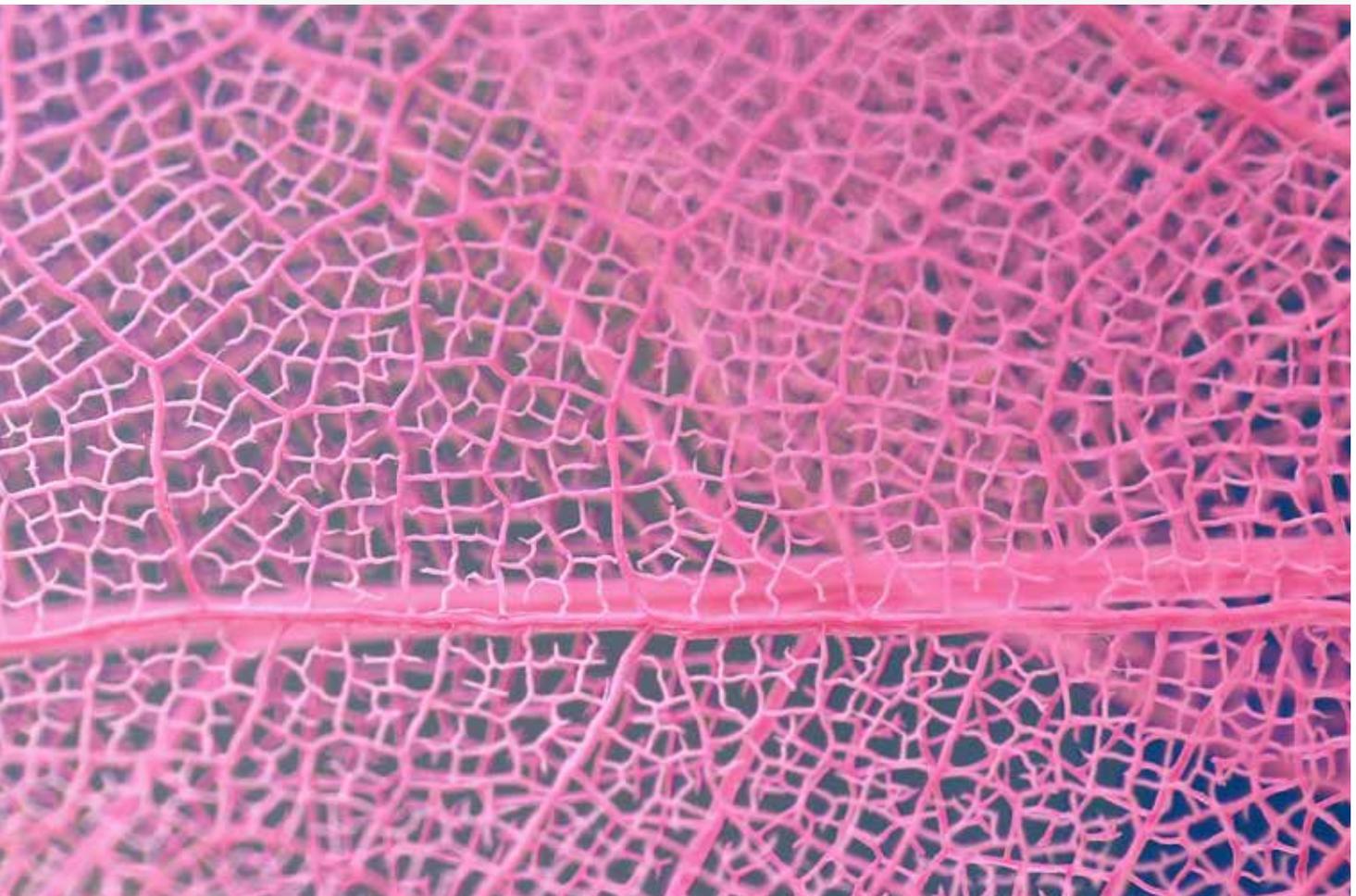
- A. タクソミーに合致した活動を描き出す、技術的スクリーニング基準
- B. 炭素集約度の高い資産が近似的またはゼロ排出技術に将来転換できるようにすること
- C. 炭素集約度活動に対し、特定の日付までにより厳格な基準に適合しなければ、タクソミーに合致した観点から座礁したものとみなされるサンセット条項の提供



B 章で論述した通り、日本は異なる「原則ベース」¹³⁷のアプローチで分類を行い、日本の排出削減戦略を支え得る活動と技術の特定のためのハイレベルなガイダンスを提示しており、これには発電およびガスセクターでの脱炭素化を目的としたアンモニアおよび水素混合燃焼の利用などが含まれます。対照的に、EU¹³⁸、シンガポール¹³⁹、ASEAN¹⁴⁰のタクソミーは、発電のための水素ベースの燃料（アンモニアを含む）の使用に関する詳細な基準を踏んでいます。特に EU¹⁴¹とシンガポール¹⁴²のタクソミーはまた、生涯排出をカバーした水素の製造に適用される詳細基準も含んでいます。

その難易度とタクソミーを構築および維持するのにかかる時間、そして特定のタクソミーを実用する際の複雑性を考慮すると、こうしたアプローチはすぐに放棄するべきものではありません。しかし、B 章での日本の事例では、アンモニアと水素の混合燃焼技術の使用（生涯サイクルベースも含む）を規定する詳細基準の不在が投資家とステークホルダーのカーボン・ロックインの真のリスクの懸念へとつながってきた様子を詳述しました。METI のセクター別ロードマップの不在（または他のトランジション・ファイナンス枠組みで網羅されていない）により、PRI 投資家への調査では回答者の 58% が、日本は持続可能なタクソミーを構築すべきだと認めました。さらに、持続可能なタクソミーの不在が続くことで「報告と活動をグローバル市場での実践にすり合わせる際投資家にとってリスクとなる」ことにつながると答えた回答者は、67% となっています¹⁴³。

このように、政策立案者による市場の導き方についての模索は奨励されるべきである一方、こうしたガイダンスの特定の根拠の堅牢さを確保することは、あらゆるトランジション・ファイナンス枠組みの効率にとって決定的なものになります。さらに、こうしたガイダンスがより具体的になるほど、堅牢な規制枠組みを描くのは容易になります（保護策 4）¹⁴⁴。政策立案者は、新たな国家および地域的タクソミーを構築しないのであれば、国家、地域、または CBI などの民間セクタープロバイダーがすでに構築したタクソミーなど、1 つまたは複数の既存の分類基準のうち権威のあるもののすべてまたは一部の承認を検討できるでしょう。国家または地域の排出削減シナリオによる理由など、特定の活動または技術をカバーするためのさらなる基準が必要な場合、そうした基準は承認済の基準に重なるもの、またはその特定の部分のみを修正するものとして機能させることになります。



保護策 3: 市場における外部検証の能力の構築



問題提起

B. 企業に、移行計画や戦略をパリ協定と整合した特定の基準やシナリオに対するベンチマークが求められていない。こうした計画と戦略の大部分は、現時点でパリ協定温度目標の達成と合致していない。

政策立案者および基準構築者は、移行計画と関連報告業務の質を上げる目的で、膨大な時間とリソースを費やし自発的移行計画基準の策定に取り組んでいます。現在、市場には 13 以上の著名な基準またはイニシアチブが存在します¹⁴⁵。これらの取り組み、およびより広範なトランジション・ファイナンス政策枠組みへのこれらの基準の統合方法について議論が進行していることは、歓迎されるものです。しかし、こうした基準は一般的にハイレベルでの枠組みであり、これらに準拠することは企業のトランジション戦略の信頼を確約するものではありません。また、そうした準拠は、イギリスの移行計画タスクフォース（「TPT」）¹⁴⁶で策定されたものなど多くの移行計画において移行計画で用いられる外部ベンチマークまたはシナリオ枠組みに関する開示を求められることから、パリ協定に沿ったものとも言えません。これらは一切の特定のパリ協定に沿った基準またはシナリオとして定められているのではなく、市場による計画の精査に頼っています¹⁴⁷。

このことは、トランジション・ラベル付き・ファイナンスにおける SPO プロバイダーが果たす役割の重要性を浮き上がらせています。排出削減シナリオや分類基準など、政策立案者が市場の移行を支えるツールの構築において直面する固有の困難と複雑性も同様です（保護策 1 および 2 を参照）。優れた SPO プロバイダーは理論的にこうしたすべての不確実性を取りまとめ、投資家に対しパリ協定に沿っているか否かおよび科学的に信頼性のあるトランジション・ファイナンス金融商品の評価をケース・バイ・ケースで提供できます。OECD はそのカーボン・ロックインリスク低減の取り組みにおいて、検証機関と SPO プロバイダーの役割をトランジション・ファイナンス市場の透明性と成長機会の確保に必要な決定的重要性をもつものと位置づけました¹⁴⁸。

しかし、B 章で示した通り、現状一部の SPO プロバイダーによって適用されている精査の度合いは、不十分すぎます。これは、利益相反が原因である可能性があります。プロバイダーは一般的に、ESG 評価市場での入念な精査（そして遅ればせながら規制）によって決まる依頼者負担モデルによって報酬を受け取っています¹⁴⁹。また、能力の不足から発生している場合もあります。投資家は、構築に長期間かかることになる能力と専門性の欠如により、環境問題における SPO 産業の一般的な信頼性に疑問を投げかけています¹⁵⁰。

政策立案者には、こうした問題に対処する手段への優先順位付けが推奨されます。保護策 4 では、利益相反に関するリスクとパフォーマンスの底上げに対応する SPO プロバイダーの規制について推奨するものの、政策立案者側にも SPO プロバイダーが持つ専門性の向上を加速させ概してその発展を支える政策の検討が推奨されます。特に規制された機関となることに関連するリスクとのバランスを取るため、こうした政策には、認定コストを下げ、事業を加速させることにつながる公的資金による報償や助成金スキーム（香港、シンガポール、日本ですでに実施されているスキームと同様）など、SPO 事業にさらに多くの企業が取り組むことを奨励する財務的インセンティブを含めることを検討できるでしょう¹⁵¹。

ただし最終的には、政策手段が堅牢な民間セクター SPO 市場を短期的に推進するのに不十分であれば、国家または地域レベルの政府はこの重要な市場機能を実施する公的機関の設立を検討する必要が発生し得ます。こうした公的地位に評価を実施させることで、大きなメリットが得られる可能性があります。これには、公的資金投入の規模の大きさがより高い質であること、そして SPO 機関の意見の表明が時と共に資金調達者とその他市場のステークホルダーにとって、特定のセクターにおける信頼できパリ協定に沿った移行戦略の認証に関し、詳細、応用した、そして進化するガイダンスの実体へのアクセスをもたらすことになり得ることが含まれます。

保護策 4:

トランジション・ファイナンス・ボンド市場の保護ラベルの信頼できる使用について、必須閾値要件を定める対象を絞った金融規制を施行



問題提起

C. 企業には、スコープ 3 排出を含む事業全体の移行を行っていない場合でも、移行のための資金調達を行う経済的および評判に関わるインセンティブがある。トランジション・ファイナンス基準は拘束力がなく、市場基準を引き上げるための規制当局上の対応がまだ実現していない。外部検証は発行体に対して十分に妥当性を問うことができていない。全体として、質の高いトランジション・ファイナンスの債券を発行する企業にとってのインセンティブが十分ではない。

この推奨事項は、政策立案者がもってしかるべき、(i)トランジション・ラベル付き・ボンドファイナンスにおいて金融規制がなぜ役割を果たすのか (ii) トランジション・ラベル付き・ボンドファイナンスにおける規制の適切な役割は何か (iii) 規制により、公認ラベルを発行体が用いることを政策立案者はどのように動機づけられるのか、との根本的な 3 つの問いかけに対処することを狙ったものです。

トランジション・ラベル付債券において金融規制がなぜ役割を果たすのか

政策立案者は、トランジション・ラベル付債券の規制について、本能的に気後れするかもしれません。規制と言えば、原題の複雑性と可変性により、高圧的で不適切に思える場合があります。何より、特に企業移行戦略の質の低さから、規制準拠に関連するコスト、もしくは少なくとも規制によって公認される特定のラベルは、トランジション・ラベル付きファイナンスと併せて締め出される可能性があります。具体的には、トランジション・ファイナンスの必要性は緊急を要する (A 章参照) もの、熟考された規制は必然的に準備および実装に時間がかかることになります。これらの点にもかかわらず、的を絞った金融規制は、必要かつ推奨されるものとなります。

まず、そしてもっとも重要なのは、B 章でトランジション・ウォッシュが実質的な効果を持つトランジション・ラベル付き債券のファイナンスから市場を遠ざける決定的な要因であることを示しており、投資家の選好が気候変動のリーダーシップを高く評価する方向へと決定的に変わらない限り、これらの市場においてトランジション・ウォッシュのリスクはいつまでもまとわりつくこととなります。炭素集約度の高い、または削減が難しい産業で現在活動している企業の一部はまた、移行を遅らせ、現状の経済システムからもたらされる収益を守るため、グリーンウォッシュに走る傾向があります¹⁵²。



自発的な開示基準は、この問題の解決に十分とはなり得ません。こうした自発的基準は、法的および規制上の枠組みに対する直接の変更に比べ、行動を変化させるのに影響ある動機づけとしてははるかに弱いのがその理由です¹⁵³。突き詰めると、堅牢な実施メカニズム（保護策5参照）に支えられていれば、こうした変化は、市場のステークホルダーから寄せられる変化への十分なプレッシャーを触発する透明性に頼ることなく、直接企業の行動を修正させることとなります¹⁵⁴。

2つ目に、セクターを絞っていることから、トランジション・ファイナンスは実質的に、カーボン・ロックインのリスクが高い（他のグリーンファイナンスよりはるかに高い）、グレーエリアである移行のフロンティアを取り扱うこととなります¹⁵⁵。いかなる企業の移行戦略の全体的な評価の実施における複雑性（個別の低またはゼロ排出プロジェクトに対するもの、グリーンファイナンスで一般的に受け入れられる機能）、そして依拠される技術の実現可能性が、あらゆるトランジション・ラベル付金融商品の信頼性評価を難しくしており、トランジション・ウォッシュに関する投資家の懸念を悪化させています¹⁵⁶。この難しさが、トランジション・ラベル付き・ファイナンスが規制当局にとってより積極的な役割を果たすべき分野である決定的な理由となります。

3つ目に、よく練り込まれた金融規制は、トランジション・ラベル付・ファイナンスに対し前向きな効果を持ち得ます。必須の規則は、特定の公認された（自発的使用の）トランジション・ファイナンス・ラベルを取り巻く規制境界を設け、気候変動に取り組むリーダーに公平な競争の場をもたらす¹⁵⁷、ネットゼロへのコミットメントを満たそうと真摯に努力していない企業による使用を効果的に排除できます。こうした境界は、誠実さを保証およびトランジション・ウォッシュのリスクを低減し、続いて当該のトランジション・ファイナンスの公認ラベルに活気ある市場の自信を注入し得ます。

規制されたラベル付きトランジション・ファイナンス市場が独り立ちするのであれば、例えば発行体が規制要件を満たすことで、規制要件準拠のコストを相殺できるより低い資本コストの恩恵を受け（A章）、より広範にわたる移行に大規模な影響をもたらす可能性があります。これは、信頼できる、科学に基づいた移行戦略を実行している企業は、他の業界他社に対しより公平な競争の場を設けるよう政策立案者に対しさらなる政策を制定することを後押しする可能性が高いためです¹⁵⁸。言い換えれば、ラベル付きトランジション・ファイナンスは、グローバル経済にまたがるより広範なネットゼロトランジションを後押しできる、気候変動における企業リーダーの洗礼を生み出すことができる可能性があります。これは、痛ましく求められる展開となります。法専門家は、効率的なネットゼロ規制の主要障壁として、既存の利益集団による「妨害主義」として形容されています¹⁵⁹。

4つ目となる最後の点は、効果的な規制枠組みの施行は、ラベル付きトランジション・ボンド・ファイナンスが影響力を持ち得、トランジション・ウォッシュのリスクにより晒されにくい金融の中心となる投資家にとって、境界線を引くことになり得ます。特定の法域に連携するラベルは、他に比べ持続可能な投資市場でより強い革新をもたらすことが見越される。例えば、「イギリス・サステナビリティ・リンク 1.5°Cボンド」が他の同等の非イギリス系金融商品より低いファイナンスのコストを適時的に提供でき、投資家は理論上イギリスのトランジション・ファイナンスの規制枠組みが国家または地域の競合より意欲的で信頼できるものであると捉えるようになるメリットが同時にもたらされます。

ラベル付きトランジション・ボンド・ファイナンスにおける適切な役割とは

ラベル付きトランジション・ファイナンスの規制は、難題となる可能性が高くなります。あらゆる規制枠組みは、各企業の移行戦略が事業を行う場所などの要因に基づき（保護策1参照）合法的に特徴的なものであり、こうした戦略が設定され施行される科学的な背景が時とともに絶えず変化していく事実に対し、素早く反応していく必要があります。これには、保護策1～3で論じた種類のツールにより実現する、ある程度の柔軟性が求められ、一方であらゆる規制はまた重要な実施と説明責任を可能にするのに十分な精度を持つ必要があります。

規制が可能な限り効果的かつ役立つものとなるのに対処できる、または対処が必要となるものに、(i) ラベル付きトランジション・ファイナンスの範囲の定義、(ii) パリ協定温度目標をラベル付きトランジション・ファイナンスの最終目標として設定、(iii) 公認（自発的使用）トランジション・ファイナンス・ラベルの誠実さを保つための閾値条件の提供、(iv) 規則に違反した際、これらの条件を適切な規制上の罰則で支えること、以上の少なくとも4つの分野が存在します。

A. 定義

概念の意味と理解は、法的および規制上の定義に基づくものとし、ラベル付きトランジション・ファイナンスの目的とその正確な範囲についての混乱が、トランジション・ウォッシュリスクについての市場の懸念を強めています¹⁶⁰。したがって規制当局は、次に挙げる概念上の核心にある決定的な不確実性の一部を解決することにより、ラベル付きトランジション・ファイナンスの効率に寄与できるようになります。

- どの種類のラベルが該当するのか(下記参照)、およびトランジション・ファイナンスの概念にどのように合致するかなど、ラベル付きトランジション・ファイナンスの**スコープ**¹⁶¹
- ラベル付きトランジション・ファイナンスが**事業体単位**での焦点を持っているかどうか、つまり経済活動に焦点を当てた金融商品が、当該の主体企業の移行計画／戦略に参照または関与することなく、トランジション・ファイナンスの定義内に当てはまるか否か
- グリーンおよびラベル付きトランジション・ファイナンスの間の精確な切り分け

政策立案者には、事業全体でのスコープ 3 排出削減に取り組む企業に限り、保護トランジション・ファイナンス・ラベルの使用を制約する規制上の定義を採用することが推奨されます。

これは、**付記 1** に含まれる現在までのトランジション・ファイナンスの著名な定義の大多数と一致し、少なくとも 3 つの理由により正当化できます。まず、A 章で論じた通り、ラベル付きトランジション・ファイナンス市場は、広範にわたる持続可能な投資への需要を、全体的企業グループに渡り信頼でき、スコープ 3 に対処する、科学的根拠を持つ移行戦略を発行体が発行するにあたってのより低いコストへと変換できれば、移行を加速させるポテンシャルが最も大きくなり得ます。2 つ目に、この概念への制約が課されなければ、トランジション・ファイナンスによる資金調達を含め、企業は移行活動を事業の特定の部分へと切り出し、別の分野または事業体での通常通りの事業を継続する可能性が高まります¹⁶²。これにより、トランジション・ウォッシュリスクが生み出されます。3 つ目に、こうした事業体単位での焦点が、ラベル付きトランジション・ファイナンスの目的をすでに述べた通り概して現在までプロジェクトに焦点を当てるものとしてとらえられてきたラベル付きグリーンファイナンスと明確に区別できるようになります。

規制の定義はまた、規制で保護される特定のラベルの記述を明確にする公認ラベル必要があります(「**公認ラベル**」)。上記で解説した概念上の区別が設定されれば、ラベルおよび規制枠組みには移行の境界が一貫して反映され、グリーンファイナンスの資金調達ラベルがそれでも重なり合うこととなります。例えば、パリ協定に沿ったスコープ 3 の全グループでの移行戦略を掲げる企業は、風力発電所の建設など、特定の低またはゼロ排出プロジェクトのファイナンスのための資金調達債券のグリーンな使い方での発行を検討できるようになるでしょう。こうした企業は、トランジション・ラベルを用い、「トランジション・ボンド：グリーンな調達資金」など特定の調達資金の使用における低またはゼロ排出の性質を示すグリーンラベルと共に、基礎となる移行戦略の信頼性を提示することができるようになります。ソーラーファームの構築などグリーンな方法での使用、および適切な基準に基づく石炭発電所の漸次的廃止のためのファイナンスなどトランジション目的での調達資金の使用など、同じ企業が入り混じった資金のための資金調達債券の発行を求める場合¹⁶³、「トランジション・ボンド：グリーン／アンバー資金調達」とのラベルを付けられます。ここでの資金調達の「グリーン」と「アンバー」の違いは、基礎となる活動または技術レベルの分類基準に基づいて決められ(保護策 2 参照)、ラベルの「トランジション」観点はここでも元となる移行戦略の信頼性を示すことができます。最後に、同じ企業が調達資金の特定の使用方法を定めない一般目的でのトランジション・ファイナンスを発行する際、単なる「トランジション・ボンド」または「サステナビリティ・リンク・ボンド」ラベル(または、定義に基づき、公認ラベル)を付けることができます。



B. 意欲

現状の炭素集約度の高いセクターでのパリ協定に沿った移行戦略の欠乏から、ラベル付きトランジション・ファイナンスにおける規制の持つ価値ある役割を認める政策立案者でさえ、企業レベルベースでのパリ協定への合致を求めることは圧政的過ぎると懸念するかもしれません。こうした政策立案者は、(i) パリ協定への言及を規制条文から除外する、および／または (ii) 経済全体での排出削減の取り組みへの貢献に言及し、パリ協定への一致を実証することを企業に許すことを考慮したくなるかもしれません。政策立案者は、こうした政治的な衝動を踏みとどめることを推奨します。

まず、(i) に関し、OECD が指摘している通り、トランジション・ファイナンスにおけるパリ協定温度目標を企業レベルでのネットゼロ目標のベンチマークとして設定することは、カーボン・ロックインのリスク低減にとって決定的な安全措置となります¹⁶⁴。付随するパリ協定に沿った企業の移行戦略は、実際にラベル付けされたトランジション・ファイナンスの根源となるべきです¹⁶⁵。この文脈なしでは、そうしたファイナンスは例えば標準的または機能しない技術／活動に頼っているもしくは脱酸素の本格的な取り組みを行えていない企業などに大規模に誤配分されるリスクがあります¹⁶⁶。市場の基準を構築する者は、このことを長きにわたって指摘してきました。ICMA のクライメート・トランジション・ファイナンスハンドブックは、発行体がパリ協定温度目標に整合した科学的根拠のある排出削減目標を持つべきであるとの明確な要件を含んでいます¹⁶⁷。そして、元来のラベルが意図した通り¹⁶⁸、規制の目的の一部が気候変動対策リーダーの資金調達必要性に対応するための新たな市場を作るものであるなら（前述の議論の通り）、国連の Race To Zero や GFANZ などの取り組みが実証しようとしているとおり、パリ協定へ整合することはそうしたリーダーシップにとって疑いなくベンチマークとしてみなされます。

さらに、ラベル付きトランジション・ファイナンスにおけるパリ協定に沿った規制による閾値要件を満たせない企業は、ラベルなしトランジション・ファイナンス向け（または公認ラベルではないものの市場）の市場全体を利用し、公認ラベルの使用の要件達成に向けて動くことができるようになります。公認ラベルの使用に関するインセンティブ（下記参照）、そして金融システムとより広範な経済へのより系統的な変化（保護策 6 を参照）もまた、このプロセスを加速するために実施できます。

とは言え、政策立案者が発展途上の経済からの気候変動対策リーダーに有利な柔軟性も織り込みたいと思うのが当然と言えるかもしれません。この点に関し、異なる国家または地域の排出削減シナリオに対し発行体をベンチマークできる余地を織り込む（可能な範囲で、保護策 1 参照）ことは非常に重要になり得、これにより先進国経済の発行体よりも短期的な意欲目標の基準の厳しさが緩和することができます。発行体が複数の法域で運営される場合、発行体の戦略は、企業が本社を置く場所またはその収益の最大部分が発生している場所のいずれかの国家または地域のシナリオに対し、ベンチマークできます。



2 つ目に、(ii)に関し、B 章でラベル付きトランジション・ファイナンスをむしろ進んでいるトランジション・ウォッシュの問題の核心にあるのは、誠実さの問題であることを実証しました。分析の全容を扱うことは本書の目的外となるものの、発行体に対し、企業レベルの排出削減戦略ではなく、経済全体での排出削減の取り組みへの貢献を気候変動対策のリーダーシップとして提出する選択肢を提供することは、この問題を悪化させるように思われます。これは、当該のツールおよび指標が初期状態にある状態を考慮すると、特に当てはまります。例えば、GFANZ の当初の想定削減効果 (EER) 指標はその複雑性、不透明性、そして主観的な前提に基づきゲーム化されうる可能性について大きな批判的となってきました¹⁶⁹。類似して、価値が不透明または極端に質が悪いと一般的に見られてきた市場の気候変動のオフセットも、この点に関する具体的な原因となっています¹⁷⁰。そして前述の通り、移行を失速させようとする一部の既存企業のグリーンウォッシュの傾向も忘れるべきではありません。

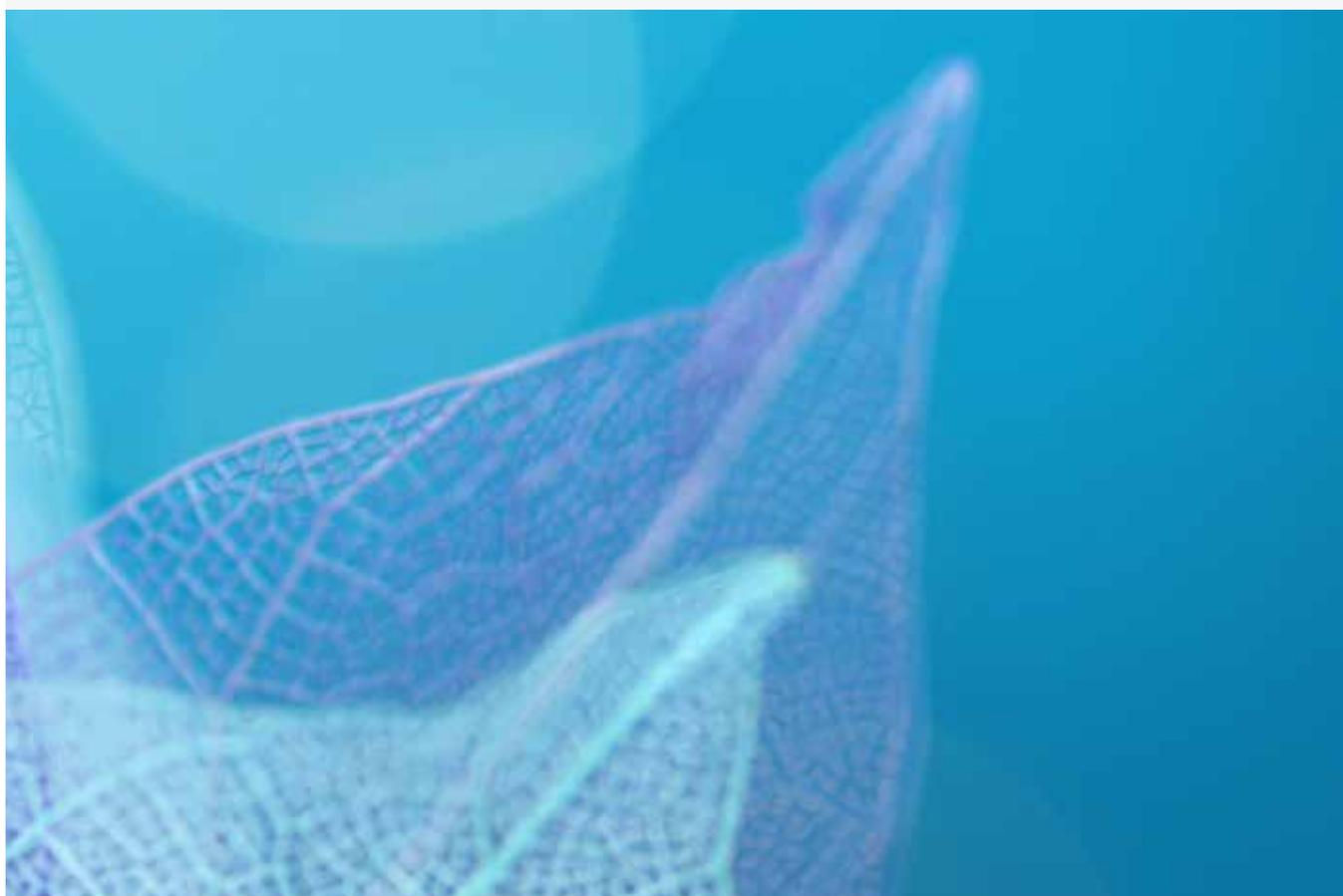
C. 最低条件

本書は、ラベル付きトランジション・ファイナンスの規制内容に関する詳細な推奨の議論の場としては、適切なものではありません。その点は、特定の法域において、政策立案者が何が適切か、そして可能かに基づいて決めるべきことです。しかしながら、公認ラベルの使用に関し、これが信頼でき効果的なものとなるには、あらゆる規制には一定の基本的閾値条件が必要になります。著名なトランジション・ファイナンスガイドラインと B 章で論じた証拠を踏まえ、こうした条件は次の点を含むことが推奨されます。



公認ラベルは、パリ協定に沿う短期・中期・長期目標を含む、スコープ 3 ネットゼロ目標を掲げ、信頼できる形で企業グループ全体で有効なこれらの目標の達成戦略の基礎となる高い誠実さを備えた発行体に限るべきです。

この既定の詳細なパラメーターを設定したい政策立案者には現在、日本のクライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針から ICMA のクライメート・トランジション・ファイナンスハンドブック、さらには新たに現れる移行計画基準および関連ガイドラインまで、準備、および／または質の高い移行計画および／または戦略についての推奨を提供する、著名なトランジション・ファイナンス基準の豊富な事例があります¹⁷¹。例えば、TPT の移行計画開示枠組みはこうした基準を基盤、実践戦略、エンゲージメント戦略、指標および目標、そしてガバナンスの 5 つに対し定めています¹⁷²。しかし、すでに論じた理由により、意欲的に中立的な移行計画基準への準拠は、やみくもに公認ラベルの使用を認めるべき理由としてはなりません。





公認ラベルを持つ一般目的のトランジション・ファイナンス金融商品を含む SPT (サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット)、および関連する KPI (A 章参照) には、次の条件が必要です: (a) 発行体の基礎となる移行戦略と整合する (b) 実質的なインセンティブ構造を含む

公認ラベルを持つ一般目的トランジション・ファイナンス金融商品において構造的な抜け穴をふさぎ、最低レベルの厳格さを確保するのがトランジション・ファイナンス規制の重要な機能となります。例えば、OECD は、サステナビリティ・リンク (つまり一般目的) 金融商品が有意かつ科学的根拠を持ちパリ協定に沿った KPI と SPT を確実に含むようにする手段は、トランジション・ファイナンス枠組みの信頼性を高めることができると指摘しています¹⁷³。規制は、さまざまな方法でこれを達成できます。例えば、コールオプションの使用を制限し、債券の償還日近くの一定期間内の目標日の設定などの条項を設けることができます。各種罰則のマテリアリティも、可能な範囲で定義できます。例えば、SPT 未達時の財務的罰則を一般的な中央銀行のベース金利を一定水準超えるレベルに設定し得ます。発行体にも、債券発行書面に、関連する SPT および KPI が広義の移行戦略とどのように一致するかを示すよう要求できます。政策立案者のさらなる選択肢として、SPT が未達となった場合、債券保有者が償還を早められる選択肢など投資家に対し一定の権利を与える条項の債券金融商品への織り込みを強制することも考えられます¹⁷⁴。



調達資金の使用、つまり公認ラベルが付されたトランジション・ファイナンス金融商品の資金の用途は、(a) 関連する分類基準 (保護策 2)、および (b) 発行体の基礎となる移行戦略に含まれる財務または CAPEX 計画に整合するあり方で割り当てられるべきです。

公認ラベルを付した債券の調達資金の用途が (i) それ自体の能力で、最新の気候変動科学に基づき、かつ (ii) 発行体の移行戦略の文脈において信頼できるものとするのは、有用な機能となり得るもう一つのトランジション・ファイナンス規制の機能です。(i) に関しては、政策立案者はここでも多様な分類基準、例えばタクソノミーなどを持っており、ここから保護策 2 の通り引用および参照できます。

政策立案者もまた、明確に公認ラベル規制境界の活動と技術を除外することで、例えば上流石油およびガスセクターの拡大 (IEA NZE の通り)、対策のされていない新たな石炭火力発電への投資¹⁷⁵、またはアンモニア混焼による発電事業の脱炭素化 (B 章参照)¹⁷⁶など、分類としてパリ協定の移行に合致しないカーボン・ロックインのリスク、そしてこれらに依拠している企業を低減できる機会があります。これに関し該当する前例として、最近の欧州証券市場監督局 (ESMA) によるガイダンスにて、以下項目に該当する場合には企業に投資するファンドの名前にサステナビリティ関連ラベルを用いてはいけなくしてあります: (i) 収益の 1% 以上が無煙炭および亜炭の開拓、掘削、抽出、流通または精製からのものである、(ii) 収益の 10% 以上が石油燃料の開拓、掘削、抽出、流通または精製からのものである、(iii) 収益の 50% 以上がガス燃料の開拓、掘削、抽出、流通または精製からのものである、または (iv) 収益の 50% 以上が温室効果ガス集約度 100 g CO₂ e/kWh 超の発電からのものである¹⁷⁷。

2024 年 12 月 21 日以降¹⁷⁸「EU グリーン・ボンド」または「EuGB」ラベル (「EUGB 規制」) の使用を求める発行体に自発的利用のゴールドスタンダードを提供する最近発行された EU 規制も、どのようにして平行したトランジション・ファイナンス規制を構築できるかについて役立つガイダンスです。¹⁷⁹さらに、技術的基準の変化または経済活動が債券の期限内に終了する場合など政策立案者の参考になる指針があります。





予定される発行体の移行戦略のパリ協定への整合、および債券での調達資金の特定の使用（該当する場合は、公認ラベルを使用する前に第三者意見（SPO）による検証を経るべきです。

保護策 3 で論じた通り、SPO プロバイダーは、発行体の移行戦略が個別の金融商品別ベースで、理想的には当該の国家または地域の移行シナリオ（保護策 1 参照）の文脈で、そして調達資金（該当する場合は）の使用が科学的に信頼でき実用可能で、その戦略を支えるものであるかどうかを含め、パリ協定に整合しているかを評価するに当たり決定的な役割を果たしています。この役割は、政策立案者がシナリオ、タクソノミー、および／または規制における移行計画基準などの市場支援ツールを承認または是認できないまたはしようとしなない場合、さらに重要なものとなります。

その重要性から、そして現在まで提供されてきた一部の SPO の質の問題を考慮すると、政策立案者は金融規制機関による監督により水準を引き上げる、SPO プロバイダーの登録および監督体制を構築することが推奨されます（保護策 5 参照）。規制内容は、可能な限り、気候変動科学と関連産業セクター両方の詳細な知識を持った、適切な資格および信頼性を持つ担当者により（保護策 3 参照）SPO が提供されるべきです¹⁸⁰。この推奨するアプローチは、EuGB 規制で取られているものと同様ではあるものの、日本の ESG 評価およびデータプロバイダーの自発的行動規範の先を超えるものです¹⁸¹。

こうしたフレームワークは潜在的に、SPO プロバイダーとその規制当局の間での、信頼できるネットゼロ移行計画とトランジション・ウォッシュの間の境界線についての対話の仕組みがもたらされる可能性も重要であると言えます。こうした対話は、SPO の方向とさらには規制の実施方法の両方を校正していくにあたり主要な役割を果たし得ます（保護策 5 参照）。

D. 罰則

ルールの違反に対し、適切かつ比例的な罰則がなければ、あらゆる規制枠組みに実効性は生まれません¹⁸²。政策立案者にはここでも、罰則の設定に関し数々の考慮の選択肢があります。罰金の適切なガイダンスは、ここでも EuGB 規制を参照でき、この場合 EU 規制当局は強制的に最大 50 万ユーロもしくは発行体の年間売上高の 0.5% の過料を強制的に徴収でき¹⁸³、さらに第三者検証機関には最大 20 万ユーロを課すもしくは EuGB ラベルを用いた金融商品の認定権利を取り消すことができます¹⁸⁴。発行体も、規制上の違反があった場合、公認ラベルの使用を検閲または除外される場合があります。後者に関し、フィリピン証券取引委員会は、公共の利益、投資家の利益の保護、および透明性の向上、フィリピンの持続可能なファイナンス市場の誠実さを確保するため、「ASEAN サステナビリティ・リンク・ボンド」ラベルの使用を資金調達者に制限できる裁量権を留保している¹⁸⁵ことが注目に値します。最後に、政策立案者はここでも、規則違反があった場合、例えば債券の早期償還の選択肢など、投資家に提供できる罰則を選択肢として検討できるでしょう¹⁸⁶。



規制によって保護されたラベルの使用を政策立案者が企業に動機づけるには？

公認ラベルを使用したい企業にとって避けることのできないリスクとコンプライアンスコスト、そして現時点でパリ協定に沿った規制要件に準拠できると見られる移行戦略の欠如は、企業による公認ラベルの使用に向けた構築を奨励する政策インセンティブの必要性を高めています。政策立案者に対しこうしたインセンティブを提供するこうした各種ツールが存在し、その多くが G20 SFWG によって提起されています¹⁸⁷。

特に重要となると見られるのは、公認ラベルの使用資格の取得および使用によって発行体に実際に実現する資金調達のコスト低減を確かなものにする政策です。これには、国家の公共金融機関がトランジション・ファイナンス金融資産のデリスキング／最初に損を吸収する体制を取ること、または中央銀行の金融政策のテコ入れを誘導する（または柔軟な指令を出す）ことなどがあります。

後者に関し、政策立案者が検討できる有用な前例の 1 つに、日本銀行による気候変動対応を支援するための資金供給オペが挙げられます¹⁸⁸。目標を絞ったこの資金供給策により、日本の民間セクターの金融機関は、既定の気候変動に関する特定の情報開示を行うことを前提に、著名なグリーンまたはトランジション・ファイナンスガイドライン（日本政府の基本方針または ICMA クライメート・トランジション・ファイナンスハンドブックなど）に準拠すると金融機関が自己判断および自己認定した企業への投資または融資のための金利 0% の融資資金調達を行えるようになります¹⁸⁹。2024 年 1 月時点で、同施策下で 80 億円以上が分配されました¹⁹⁰。本書の執筆に当たり実質的な分析は行っていないものの、同施策の潜在的な問題の 1 つに、金融機関による自己認証を許可していることがあります。日本銀行が資金供給をするトランジション・ファイナンス金融商品の質を検証する仕組みはないとも見られ、その支援は、日本での信頼性のある高い誠実さを持つトランジション・ファイナンスの発展を支えるよう十分な校正が行われていない可能性があります。

最後に、公認ラベルを用いる企業にとっての重要なインセンティブは、以下保護策 5 の通り、関連する規制当局からの、厳格な規制執行対応と現実主義との間のバランスのニーズの把握となります。



保護策 5:

トランジション・ウォッシュに罰則を課す力を規制機関に与える



問題提起

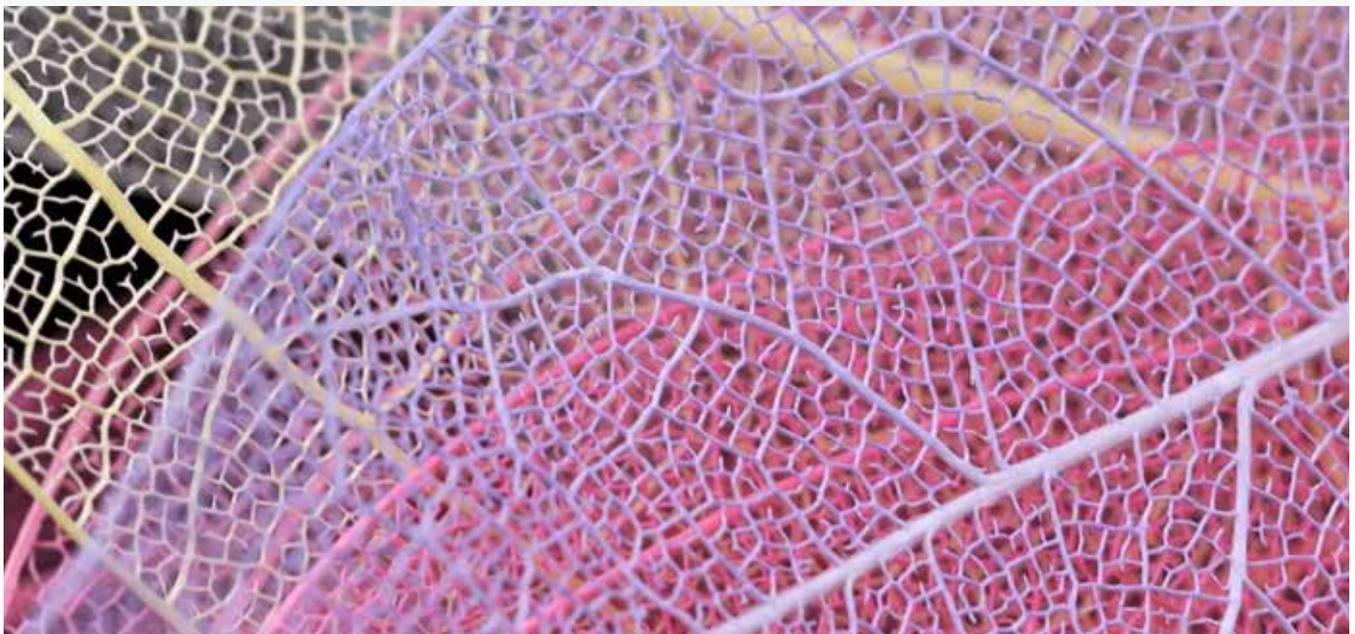
C. 企業には、スコープ 3 排出を含む事業全体の移行を行っていない場合でも、移行のための資金調達を行う経済的および評判に関わるインセンティブがある。トランジション・ファイナンス基準は拘束力がなく、市場基準を引き上げるための規制監督上の対応がまだ実現していない。外部検証は発行体に対して十分に妥当性を問うことができていない。全体として、質の高いトランジション・ファイナンスの債券・貸付を発行する企業にとってのインセンティブが十分ではない。

トランジション・ラベル・ファイナンス・債券市場を監督する、より発達した規制枠組み推奨されるの(保護策 4 の通り)にもかかわらず、例えば金融商品の明文が公平、明確、誤解を招くものではないことを要求するものなど、一般的に適用される証券規制に違反に対し、規制者は既にトランジション・ウォッシュへの罰則を模索しているはず。実践は有意な制裁がある場合にのみ効果的に抑止力を持つようになり、つまり市場からの圧力だけでは十分とはなり得ません¹⁹¹。

トランジション・ファイナンスは、規制者にとって独特の課題を呈しています。資金調達者の移行の信憑性に関する信頼性と誠実さに関するあらゆる判断は、将来の予測と固有の不確実性が関連してくる事実に取り組まなければなりません¹⁹²。またさらに、有意な制裁によりトランジション・ウォッシュに罰則を課す意志と準備を整える一方、信頼できる事業体単位の移行戦略の実施において善意に基づいて提供されるとの施行の制約の態度を通したトランジション・ファイナンスの開発の奨励、そして一般的に適用できる、またはトランジション・ファイナンス独自の市場の誠実さの保護に必要な規制との間におけるバランスもとらねばなりません。

政策立案者、および規制者自身が、こうした課題を克服するため、少なくとも 3 段階を経ることができます。まず、規制者に適切な資金とリソースを提供することが、変革的な影響をもたらす得ます。例えば昨年、政府からの付加的な資金に支えられ、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)は、特定のファンドに関し誤解を招く主張をしたとみられる 3 社のアセットマネージャーに対する法的措置を取りました¹⁹³。3 月下旬、ASIC は初めてのグリーンウォッシュ判決を得ることとなり、オーストラリアの裁判所は ASIC が主張するバンガードのオーストラリア支社が債券インデックスファンドでの投資に特定の ESG 除外項目が適用されるとの誤解を招く主張をしていたとの事実を認めました¹⁹⁴。

2 つ目に、規制当局は、トランジション・ファイナンスとトランジション・ウォッシュの疑いが避けられない形でますます高まる(そして特に規制当局が SPO プロバイダーを監督する権限を与えられている場合とにその傾向が強い、保護策 4)、特定の技術の実現可能性または科学的信頼性など、複雑な技術的疑問を扱う能力を改善できます。この目的において規制当局は、最新の気候変動科学の専門知見を持つ担当者および各産業セクターでの同列の人材を既に雇用しはじめようとしているはず。です。



最後となる 3 つ目に、トランジション・ファイナンスに適応される規制(または少なくともガイダンス)は、市場(および規制当局担当者)に関連する基準について示唆し、取られるべき執行の適切なバランスを簡単に取れるようにするため、トランジション・ウォッシュ(B 章と保護策 4 参照)の定義(そしておそらく範例)を打ち出すことができます。

この点には、広範におけるグリーンウォッシュの概念の規制上の定義がすでに出現し始めているため、前例がないわけではありません。たとえばイギリスの金融行動監視機構は、最近になって企業に対し、商品またはサービスの持続可能性に関するあらゆる言及は商品またはサービスの持続可能性に関する特徴と一貫し、公平、明確、誤解のないものであることを求める反グリーンウォッシュ規則を導入しました¹⁹⁵。同様に、銀行向けにも、グリーンウォッシュを行う企業に資金を提供させない規制指令を設けるため、フィリピン中央銀行は次を含むものをグリーンウォッシュとして定義しました。

「意図的であるか否かを問わず、企業の「環境および社会的」業績について誤った認識を植え付け、企業の環境戦略、目標、動機、そして行動について誤解を招く情報の拡散¹⁹⁶」

政策立案者と規制当局はもちろん、制裁に値すべきトランジション・ウォッシュの行いの特定の種別を最も適切に判断できる立場にあります。ラベル付きトランジション・ファイナンス枠組みの設計において、前述の保護策 1~4 もこの点に関して助力となり、どのトランジション・ウォッシュが評価されるかの線引きをはっきりさせ、これにより適切な執行のバランスがとられることにもなります。



保護策 6:

ラベル付き・ラベルなしの両方のトランジション・ファイナンスを拡大する制度改革を実施



問題提起

D. トランジション・ウォッシュの蔓延は、資本の誤った配分とトランジション・ウォッシュ全般に対する投資家の懸念を助長している。これが、金融のわずかな一角しか占め続けていない、トランジション・ボンド・ファイナンスの成長の妨げにつながっている。パリ協定温度目標を急いで達成するためにクライメート・ファイナンスの欠点を埋めるには、政策立案者がより制度的変革を考慮する必要がある。

トランジション・ファイナンスにおける公認ラベルの誠実さと信頼性を回復するために政策立案者が講じる対策にもかかわらず、多くの企業、そしてその投資家は、その利用を避けようとするものと見られています。こうしたラベルは現在、関連する規制の最低条件（保護策 4 および 5 参照）への準拠に付随するコストとリスクに関連するトランジション・ウォッシュリスクを踏まえると、特にこれが当てはまります。これらの理由により、広範におけるラベルなしのトランジション・ファイナンスを拡大することが大変重要になります。しかし、A 章で論じた通り、パリ協定に沿った移行の達成に必要なクライメート・ファイナンスの規模には、大きな差が残ったままとなっています。これは、特に炭素集約度が高く対策しづらいセクターにおいて顕著となっています¹⁹⁷。

したがって政策立案者には、本著での着眼としてきたラベル付き金融商品を超え、あらゆるトランジション・ファイナンスをパリ協定に沿ったものとするのを助ける、経済全体をさらに発展させる制度的変革を実現する提案を構築することが推奨されます。この推進の方向性を市場に対し伝えることも、ラベル付きトランジション・ファイナンスの開発において、それ自体で触媒となる役割を果たせる可能性があります。重要な点として、この変革が強いる、または動機づけるより高度な誠実さを備えパリ協定に沿った移行の範囲で、トランジション・ウォッシュのリスクもまた低減することになると見られます。

現在まで、気候変動対策リーダーらへの効率的な資金の割り当て、そして気候変動に悠長に向き合うものからの資金の引き上げによる市場競争の「見えない手」と投資家からの圧力に頼り、開示規則に重点が置かれてきました。それでも、保護策 4 で論じた通り、こうした規則は必要ではあるものの十分ではない可能性が高くなっています¹⁹⁸。これは、気候変動が広く次のようにとらえられていることから、特に真実である可能性が高いと言えます。

「これまでみられてきた中で、最大かつ最も広い範囲での市場の失敗¹⁹⁹

（規制者と政策立案者を含む）市場は、企業に対して課される座礁資産のリスクを含め、気候変動関連の金融上のリスクの重大性と近接性を著しく過小評価し続けています²⁰⁰。そうでない場合でも、現状維持による財務的機会が気候変動関連の財務的または評判上のリスクを上回る事を投資家に説得できるあらゆる事業は、移行に積極的になることはないでしょう。最終的に、法規制の欠如は自発的行動を頼りとしており、国連ハイレベル気候行動チャンピオンは「パリ協定の目標達成には、自発的対応だけに頼ることはできない」としています²⁰¹。

これに関し政策立案者が優先付けられる 1 つの選択肢が、EU²⁰²がそうしたように、そして GFANZ が以前呼びかけた²⁰³通り、大規模事業者がパリ協定に沿った気候変動軽減のための移行計画の公表を義務付けることが挙げられます。EU の企業のサステナビリティ・デューデリジェンス指令（「CSDDD」）は、パリ協定に沿った移行計画を義務付ける初の例であり、適切に施行されれば、政策立案者がネットゼロ移行を加速するに当たり最も効率的で合理的な手段とも言えます。CSDDD がそうするように（下流／クライアントデューデリジェンスに関する他の主要条項を金融セクターから除外しているものの）²⁰⁴、金融セクターにこうした義務を適用することで、金融機関がバランスシートの脱炭素化を加速する大きなインセンティブとなり、さらにトランジション・ファイナンス融資ポートフォリオの成長を支えることにもなります。

政策立案者が模索できる 2 つ目の選択肢は、クライアントアースが別書面でロンドン証券取引所について紹介した²⁰⁵通り、パリ協定に沿った移行戦略を持たない企業に公開市場へのアクセスを段階的に制限することがあります。民間セクターの活用を最大化するに当たり、上場市場にアクセスし上場ステータスまたはその債権発行の上場ステータスを維持するための条件として、規制者は科学的に信頼できる、外部から認証された移行目標、計画、そして戦略を準備、開示、実施することの企業への要求を導入できます。企業はまた、上場債券（エクイティまたは債権を問わず）からの調達資金が移行計画と一貫しない活動への資金供与に用いられないとの有効な計画を提供する必要があります。こうした規則が資金調達者に対し、公開市場で投資家をトランジション・ウォッシュリスクから守ることになる、信頼できる移行戦略の準備、開示、実行、に向けた強力なインセンティブとなるだけでなく、座礁資産リスクおよび関連する制度的リスク（グリーン・スワン・リスク²⁰⁶など）低減するにあたり重要な役割を果たせる可能性があります。

この 2 つの非網羅的な例は、実経済でネットゼロ移行を加速するトランジション・ファイナンス（ラベル付き・なしを問わず）の拡大のために政策立案者が考える（そして考えるべき）変革の種類を描くのみのもものなっています。保護策 1～6 に含まれる推奨に沿ったラベル付きトランジション・ファイナンスの政策枠組みの作成は、この点に関し強制的な役割を果たし得ます。保護策 4 で述べた通り、ラベル付きトランジション・ファイナンス政策枠組みが、炭素集約度の高いセクターの企業の気候変動対策リーダーの先例を生み出すことに役立つのと同様、こうした企業が自発的に制度的変化を推し進めるようになるでしょう。



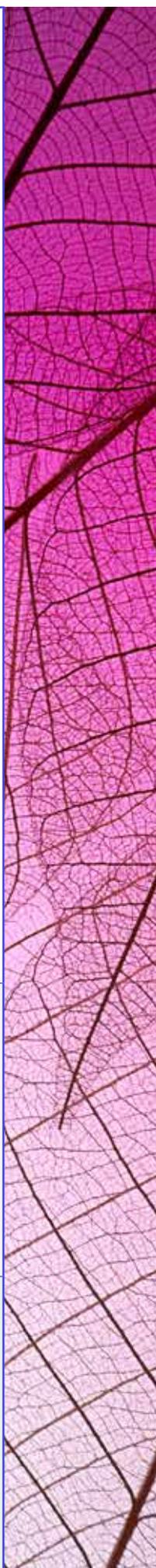


付記1:トランジション・ファイナンスで著名な定義

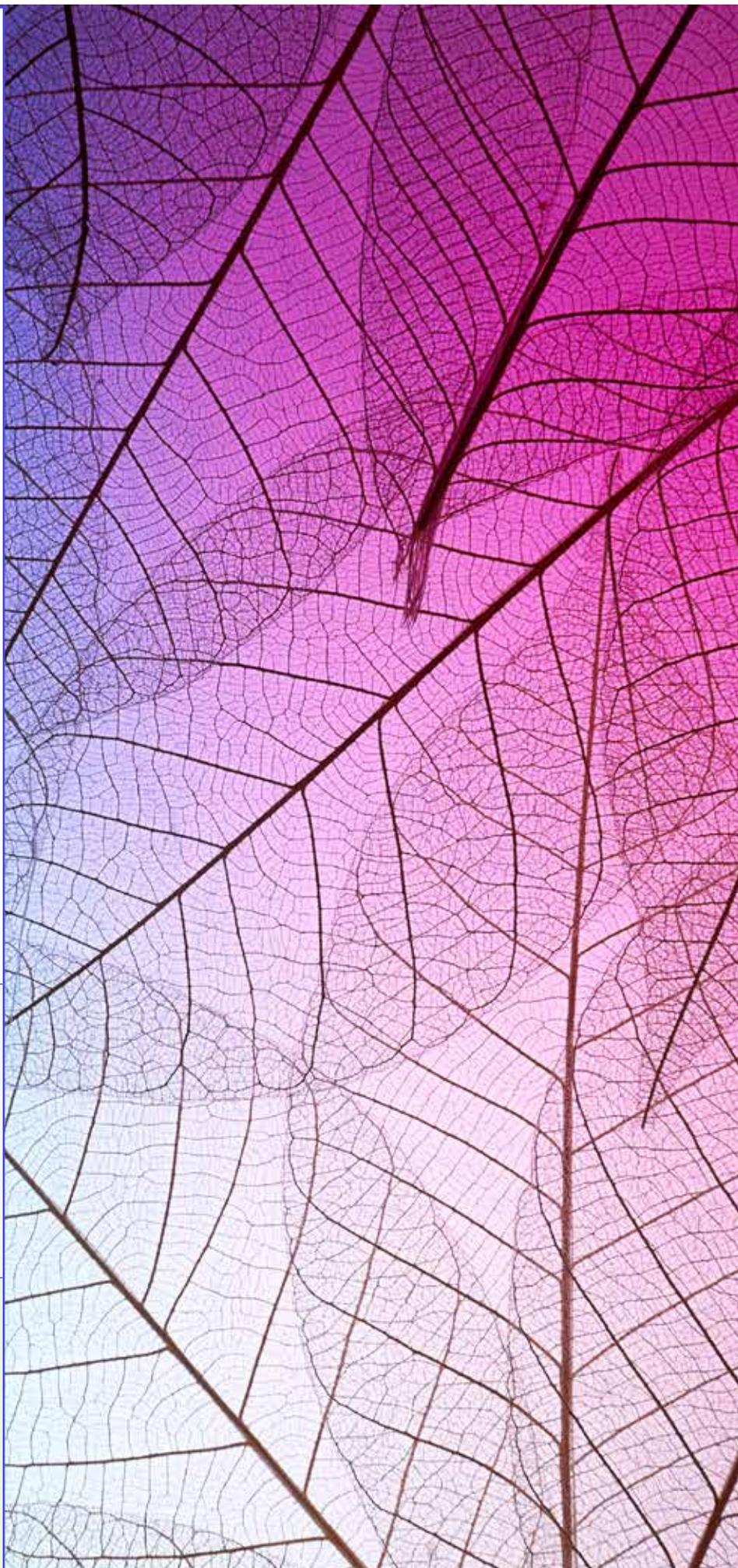
組織	枠組み	定義
ASEAN 資本市場フォーラム	ASEANトランジション・ファイナンスガイダンス、2023年10月17日	「グラスゴ－金融同盟 (GFANZ) に関連し、トランジション・ファイナンスは、秩序ある実経済のネットゼロへの移行を支えるのに必要な投資、資金調達、保険、および関連製品およびサービスを指す。」 ²⁰⁷
欧州委員会	委員会勧告 (EU) 2023/1425、2023年6月27日、持続可能な経済への移行へ向けた資金調達の促進	<p>「トランジション・ファイナンスとは、次を含む、ロックインを避ける移行に合致するもしくは寄与する、投資による資金供与を意味する:</p> <ol style="list-style-type: none"> 欧州移行ベンチマークおよび欧州パリ協定に沿ったベンチマークをトラッキングするポートフォリオへの投資 次を含む、タクソノミーに沿った活動への投資: <ul style="list-style-type: none"> 気候変動提言目的での欧州規則 2020/852 10(2) 条 [EU タクソノミー] で定義される移行にかかる経済活動 最大5年 (例外的に10年) の期間にかけて、欧州委員会委任規則 2021/2178 1(2) 条に則った、タクソノミーに整合するタクソノミー適格経済活動 事業または活動レベルで信頼できる移行計画を持つ事業または経済活動への投資 誠実さ、透明性、説明責任を確かなものにする情報によって裏付けられる、比例的な、信頼できる科学的根拠を持つ事業または活動への投資」²⁰⁸
G20 持続可能な金融作業部会	2022 G20 持続可能な金融報告書、2022年10月	「本書で論じた通り、トランジション・ファイナンスとは、持続可能な開発目標 (SDGs) の文脈において、パリ協定の目標に沿った形でより低いまたはネットゼロ排出および気候変動の回復力へと向けた、経済全体での移行を支える金融サービスを指す」 ²⁰⁹ 。



組織	枠組み	定義
GFANZ	実体経済の移行計画への期待、2022年9月	<p>GFANZ は、トランジション・ファイナンスを定義する、4 つの主要戦略を定めている。これらの戦略は、グローバル経済の秩序あるネットゼロ移行を支える実体経済の排出削減を実現するのに決定的となる、資金調達、投資、保険、および関連製品とサービスと包摂的な関係にある。</p> <p>1. 気候変動ソリューション:気候変動ソリューションを開発し大規模化する、事業体と活動への資金調達または活性化。この戦略は、高排出技術またはサービスを置き換え、温室効果ガスを大気から取り除き、またはネットゼロ移行を適切な方法で加速する、自然に基づくソリューションを含む低排出技術およびサービスの拡大を奨励するものである。</p> <p>2. 整合している:1.5°C シナリオに既に合致している事業体の資金調達または活性化。この戦略は、気候変動対策リーダーを支え、事業を行う実体経済の企業からの移行に沿った行動を金融セクターが求めることの兆候となる。</p> <p>3. 整合を目指している:1.5°C目標に沿ったシナリオに整合する移行にコミットする事業体への資金調達または活性化。この戦略は、堅牢なネットゼロ移行計画の構築、セクター別シナリオに沿った目標の設定、ネットゼロ目標達成のために事業で実施する変化について、高排出および低排出企業の両方を支えるものとなる。</p> <p>4. 管理された段階的廃止:高排出な物理資産の管理された段階的廃止 (例: 早期引退) への資金調達または活性化。この戦略は、サービスの継続性およびコミュニティの関心の決定的問題を管理した上での資産の特定および計画の上での早期廃止により、劇的な排出削減を促進します。GFANZ は、この活動は世界規模での排出削減と円滑かつ適切な経済の移行を支えるに当たり、必須になるものとしている²¹⁰。</p>
金融庁、経済産業省、日本	トランジション・ファイナンスの基本方針、2021年5月	<p>「トランジション・ファイナンスとは、脱炭素社会の達成のための気候変動への対応を検討する企業によってとられる、長期的、かつ戦略的温室効果ガス排出削減の取り組みを促進させる財務的手段を指す。</p> <p>特に日本では、2050年のカーボンニュートラル達成を掲げ、トランジション・ファイナンスをパリ協定と一貫した目標を設定し、このガイドラインで必須となる要素を満たした資金調達者を支援するための資金調達と定義している。(中略)</p> <p>トランジション・ファイナンスは、調達資金の使用だけでなく、資金調達者の戦略と実践の信頼性によっても決まる」²¹¹</p>



組織	枠組み	定義
OECD	トランジション・ファイナンスについてのガイダンス: 企業の移行計画の信頼性確保、2022年10月	「このガイダンスでは、トランジション・ファイナンスとはパリ協定の温度目標と整合し、信頼できる企業移行計画に基づいたネットゼロ移行を実施する企業によって展開または調達される資金とする。」 ²¹²
米財務省	ネットゼロファイナンス及び投資の原則、2023年9月	「トランジション・ファイナンス: この実践では、商品またはサービスから劇的に排出を削減する手段を講じるクライアントおよびポートフォリオ企業に対し、資金調達、投資、顧問サービスを提供することとする。トランジション・ファイナンスは、技術的可用性における現状の制約および/または低排出な代替手段と比較した価格競争力により脱炭素が特に困難な高排出セクターでの脱炭素を支持するものである。」 ²¹³



後注

- ¹[What does it take to get to net zero](#), Ravi Menon, 19 August 2022
- ²[Amount of finance committed to achieving 1.5°C now at scale needed to deliver the transition](#), GFANZ, 3 November 2021
- ³2020年12月、国際資本市場協会が「[Climate Transition Finance Handbook](#)」初版を発行。
- ⁴[Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability](#), IPCC Working Group II, February 2022のBox SPM.1, pp7~8を参照。
- ⁵[Synthesis Report of the IPCC Sixth Assessment Report \(Summary for Policymakers\)](#), IPCC, March 2023のA.4.3, p11を参照。
- ⁶[Climate tipping points — too risky to bet against](#), Lenton, TM et al, November 2019
- ⁷[Unburnable Carbon: Ten Years On](#), Carbon Tracker, June 2022のp18参照。
- ⁸[AR6 Synthesis Report: Headline Statements](#), IPCC, March 2023
- ⁹[Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change \(Summary for Policymakers\)](#), IPCC Working Group III, April 2022のC1, C1.1参照
- ¹⁰Ibid
- ¹¹例として、[NGFS Climate Scenarios for central banks and supervisors](#), Network for Greening the Financial System, June 2020のpp29~30参照
- ¹²[The economics of climate change: no action not an option](#), Swiss Re Institute, April 2021のp1参照
- ¹³例えば、気候変化への政策対応、技術的革新、または進化するステークホルダーの認知および期待に起因し変化した事業環境などから発生。
- ¹⁴一般的に、「座礁資産」とは、利用されると想定された生涯において有用に用いられず、その時点の価値にマイナスの影響を持つもの。座礁資産リスクは、エネルギーや発電セクターなど、グローバル経済の複数の世界で蔓延している。詳細は、[The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change](#), Bank for International Settlements, Banque de France, January 2020のp19参照
- ¹⁵Ibid
- ¹⁶[Resolving the climate paradox](#), Mark Carney, September 2016
- ¹⁷[Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments](#), OECD, August 2021のp13、および[2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 Sustainable Finance Working Group, October 2022のp4参照
- ¹⁸[OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022の1.1および1.1.1章、[Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023の2.1章、[2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 Sustainable Finance Working Group, October 2022のp26参照
- ¹⁹[Blended finance for the net-zero transition](#), Ravi Menon, October 2022のp2参照
- ²⁰[Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024のp7参照
- ²¹[Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024のp11参照
- ²²[Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024全般、および[OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022の3.1章参照
- ²³[Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible](#), Armour, J et al, 1 December 2022のp17、[Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments](#), OECD, August 2021のpp11, 18、および[2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 Sustainable Finance Working Group, October 2022のp22参照。投資家はまた、具体的にサステナビリティ・リンク・ボンドは「発行体の組織全体を特定の目標に結び付け、経済的インセンティブに連携させているため、脱炭素目標において特に強力である」とも述べている。[Sustainability-linked bonds: The investor perspective](#), Nordea, May 2021参照
- ²⁴[OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022の第2章参照、および[Transition finance: Investigating the state of play: A stocktake of emerging approaches and financial instruments](#), OECD, August 2021のpp50~51参照
- ²⁵[Keynote Speech: Climate Reporting in ASEAN – State of Corporate Practices](#), Tan Boon Gin, 19 July 2022
- ²⁶「カーボン・ロックイン」は、排出削減改善しかもたらさないものの全体的にそれでも排出集約度が高く長期にわたって用いられている技術(例えば、排出量が高い資産の文脈で、こうした資産の改革や廃止を遅延させる、わずかな排出削減しかもたらさない技術)にトランジション・ファイナンスが流れる際に発生する。[Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023のボックス 1.1参照
- ²⁷[Greenwashing and how to avoid it: an introductory guide for Asia's finance industry](#), ClientEarth, April 2023
- ²⁸座礁資産リスクの予測は、1~19兆米ドルに上ると見られる。[The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change](#), Bank for International Settlements, Banque de France, January 2020のp19参照
- ²⁹[UN warns Aramco and its financiers over their role in driving climate-fuelled human rights violations](#), ClientEarth, 25 August 2023
- ³⁰2022年後半にOECDによって見越されたリスク、[OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022のエグゼクティブサマリー参照
- ³¹例えば、[Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023の1.2章参照
- ³²[Transition finance for transforming companies](#), Climate Bonds Initiative, 6 September 2022のp5参照
- ³³[Transition Finance Gap Remains Amid Uncertainties](#), Sustainable Fitch, 12 July 2023
- ³⁴例えば、ラベル付きトランジション債券は2022年に下底(33億米ドル)からわずかに5%のみの成長となり、SLB発行額は2022年に前年比で32%減少した。[Sustainable Debt: State of the Market 2022](#), Climate Bonds Initiative, April 2023のpp5, 17, 21参照
- ³⁵[2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 Sustainable Finance Working Group, October 2022のpp34~35参照
- ³⁶[Climate Change 2023: Synthesis Report \(Summary for Policymakers\)](#), IPCC, March 2023のp10参照
- ³⁷[Why I'm a transition finance skeptic](#), Unpacking Climate Risk, 9 February 2024、および[Unloved transition bonds are big in Japan](#), Financial Times, 12 February 2024
- ³⁸[World Bank: 'Save' SLBs with stricter standards and scrutiny](#), Environmental Finance, 30 August 2023
- ³⁹[Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023の4.4章参照
- ⁴⁰[Transition finance for transforming companies](#), Climate Bonds Initiative, 6 September 2022のp2参照
- ⁴¹欧州証券市場監督局(ESMA)は、トランジション・ファイナンスを支える「明確かつ堅牢な枠組み」が必要であるとした。[Progress Report on Greenwashing](#), ESMA, 31 May 2023のpp62~63参照、およびイギリス金融行動監視機構(FCA)は、「堅牢なトランジション・ファイナンスエコシステムを支える」ために規制監督対応が必要かどうかを検討してきている。[FCA outlines concerns about sustainability-linked loans market](#), FCA, 29 June 2023参照
- ⁴²これは多数派である。現在、SLBの63%超が排出削減目標を掲げている。[Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024のp4参照
- ⁴³[Insight: How companies can lower the bar in sustainability bond binge](#), Reuters, December 2021
- ⁴⁴さらに悪いことに、石油およびガス企業が2022年に発行したSLBの\$54億米ドルにはスコープ3排出削減目標が一切含まれていなかった。[Sustainable Debt: State of the Market 2022](#), Climate Bonds Initiative, April 2023のpp19~20参照
- ⁴⁵See p16 in [Scaling Credible Transition Finance – ASEAN](#), Climate Bonds Initiative, December 2022
- ⁴⁶[TRV Risk Monitor: ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities](#), ESMA, 9 February 2023のp36参照
- ⁴⁷[Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds](#), Kölbel & Lambillon, 12 January 2022のpp21~22参照
- ⁴⁸[Structural Loopholes in Sustainability-Linked Bonds](#), World Bank, October 2022
- ⁴⁹[Who pays for sustainability? An analysis of sustainability-linked bonds](#), Kölbel & Lambillon, 12 January 2022のpp4~9参照
- ⁵⁰[OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022; [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023
- ⁵¹[Net Zero Company Benchmark Interim assessments](#), Climate Action 100+, October 2022参照、および[Corporate Climate Responsibility Monitor 2024](#), New Climate Institute, 9 April 2024のp5参照
- ⁵²[Net Zero Company Benchmark Interim assessments](#), Climate Action 100+, October 2022のp8参照以下の裏付けとなるCDP分析も参照：<https://www.cdp.net/en/guidance/guidance-for-companies/climate-transition-plans>
- ⁵³[Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible](#), Armour, J et al, 1 December 2022のpp3~4参照
- ⁵⁴[Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024のpp6, 24参照

- ⁵⁵ [Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024 の p16 参照
- ⁵⁶ [The Pivot Point](#), UN High Level Climate Champions, September 2022 の p21 参照
- ⁵⁷ [Achieving Net-Zero Emissions Requires Closing a Data Deficit](#), International Monetary Fund, 23 August 2022
- ⁵⁸ [Transition Finance Mapping](#), Climate Bonds Initiative, 30 September 2023 の p37 参照
- ⁵⁹ [Transition Finance Mapping](#), Climate Bonds Initiative, 30 September 2023 の p27 参照
- ⁶⁰ SBT(Science Based Targets initiative あるいは科学的根拠を持った目標イニシアチブ)が独自のシナリオを準備したなどの特定の基準策定者は例外、一般的に独自の認定基準に企業を照らし合わせることを指す。[Transition Finance Mapping](#), Climate Bonds Initiative, 30 September 2023 の p31 参照
- ⁶¹ [Climate Transition Finance Handbook](#), ICMA, June 2023 の p8 参照
- ⁶² [Corporate Climate Responsibility Monitor 2023](#), New Climate Institute, 13 February 2023 の pp34~35 参照
- ⁶³ Ibid
- ⁶⁴ Ibid
- ⁶⁵ Ibid
- ⁶⁶ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 4.3 章参照 OECD はさらに、可逆的パフォーマンス評価方式は排出がパリ協定に沿った状態を保つよう十分に削減されていることを確かめるのに不十分である点に関し、カーボン・ロックインがわずかにしか改善しないリスクを指摘している。
- ⁶⁷ [Insight: How companies can lower the bar in sustainability bond binge](#), Reuters, December 2021
- ⁶⁸ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 4.3 章参照
- ⁶⁹ [Green Pills: Making Corporate Climate Commitments Credible](#), Armour, J et al, 1 December 2022 の p11 参照
- ⁷⁰ Ibid
- ⁷¹ 欧州コーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令で未定の例外あり。参照: [Corporate Sustainability Due Diligence to become mandatory across the EU | Herbert Smith Freehills | Global law firm](#)
- ⁷² [JBS is accused of misleading investors with suspicious green bonds](#), Mongabay, 1 February 2023
- ⁷³ [TRV Risk Monitor: ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities](#), ESMA, 9 February 2023 の pp35-36 参照
- ⁷⁴ [Empty ESG Pledges Ensure Bonds Benefit Companies, Not the Planet](#), Bloomberg, 4 October 2022, [Sustainability bond market stumbles as investors get picky](#), Financial Times, 14 February 2023, [Companies face intensifying scrutiny over greenwashing](#), Financial Times, 16 October 2023, [Market integrity and greenwashing risks in sustainable finance](#), ICMA, October 2023
- ⁷⁵ [Sustainability-linked bond issuance limps into 2024](#), Environmental Finance, 25 March 2024
- ⁷⁶ [TotalEnergies pauses SLB plans amid weak market development](#), Environmental Finance, 19 April 2024
- ⁷⁷ [Companies face intensifying scrutiny over greenwashing](#), Financial Times, 16 October 2023
- ⁷⁸ [Market integrity and greenwashing risks in sustainable finance](#), ICMA, October 2023 の p4 参照
- ⁷⁹ [Our first question when we see an SLB: 'What are these guys hiding?'](#), Environmental Finance, 20 November 2023
- ⁸⁰ [Sustainable Debt: State of the Market 2022](#), Climate Bonds Initiative, April 2023 の p21 参照
- ⁸¹ [日本クライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク](#), 内閣府、金融庁、財務省、掲載産業省、環境省、2023 年 11 月
- ⁸² [What is GX?](#) Climate Integrate, January 2024. 「セクター別投資戦略」、我が国のグリーン・トランスフォーメーション実現に向けて、日本経済産業省、2023 年 12 月も参照
- ⁸³ [What is GX?](#) Climate Integrate, January 2024; p2 in Japan: Policies to Grow Credible Transition Finance, Climate Bonds Initiative, October 2023 の pp. 9~11 参照
- ⁸⁴ [Japan's \\$1 Tn GX \(Green Transformation\) Policy](#), InfluenceMap, November 2023 の pp23-24 参照
- ⁸⁵ [Japan's \\$1 Tn GX \(Green Transformation\) Policy](#), InfluenceMap, November 2023 の p26 参照
- ⁸⁶ [Japan's \\$1 Tn GX \(Green Transformation\) Policy](#), InfluenceMap, November 2023 の pp24~26 参照
- ⁸⁷ 「通則として、そして全セクターにまたがり、漸次的に大きくなる水素、アンモニア、もしくは合成低温室効果ガス炭化水素の変換ロスを避ける、電気を直接使用する方が効率が高い」としている。[Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change \(Technical Summary\)](#), IPCC Working Group III, April 2022 の p45 参照
- ⁸⁸ [Net Zero Roadmap: A Global Pathway to Keep the 1.5°C Goal in Reach \(2023 Update\)](#), IEA, September 2023
- ⁸⁹ [Japan's \\$1 Tn GX \(Green Transformation\) Policy](#), InfluenceMap, November 2023 の pp24~26 参照
- ⁹⁰ [Japan's Costly Ammonia Coal Co-Firing Strategy](#), BloombergNEF, 28 September 2022 の p1 参照
- ⁹¹ 日本の水素戦略(2023 年 6 月更新)では、生涯排出集約度の閾値を低炭素水素で 3.4kg-CO2/kg-H2 とした。ただし、この閾値は国際的な要求よりも高く、そして決定的に、2030 年以降は火力発電に適用されない。[Japan: Policies to Grow Credible Transition Finance](#), Climate Bonds Initiative, October 2023 の pp3~4 参照、および [Japan's \\$1 Tn GX \(Green Transformation\) Policy](#), InfluenceMap, November 2023 の p28 参照
- ⁹² [Global Hydrogen Review 2023](#), IEA, September 2023 の p64 参照
- ⁹³ [Innovation Outlook: Renewable Ammonia](#), International Renewable Energy Agency (IRENA), 19 May 2022 の p14 参照
- ⁹⁴ [Net Zero Roadmap: A Global Pathway to Keep the 1.5°C Goal in Reach \(2023 Update\)](#), IEA, September 2023 の p136 参照
- ⁹⁵ [How green is blue hydrogen?](#) Howarth & Jacobson, 12 August 2021
- ⁹⁶ [Japan's Costly Ammonia Coal Co-Firing Strategy](#), BloombergNEF, 28 September 2022 の p1 参照
- ⁹⁷ [Putting facts into perspective on hydrogen's role in the energy transition](#), Hydrogen Science Coalition
- ⁹⁸ [Climate Change 2022: Mitigation of Climate Change](#), IPCC Working Group III, April 2022 の p1315 参照
- ⁹⁹ [SLB Case Studies](#), Climate Bonds Initiative, 2022
- ¹⁰⁰ [MHI: The wrong kind of transition](#), Anthropocene Fixed Income Institute, 6 September 2022
- ¹⁰¹ [Second Party Opinion: Mitsubishi Heavy Industries, Ltd.: Green / Transition Finance Framework](#), DNV Business Assurance Japan, 18 March 2022 の pp6~8 参照、および [Second Party Opinion: JERA Co., Inc.: JERA Transition Bond Framework](#), DNV Business Assurance Japan, 12 May 2022 の pp8~9, 35~38 参照
- ¹⁰² [Mission Net Zero: 2040年のカーボンニュートラル達成に向けた取り組み](#), 三菱重工業
- ¹⁰³ [MHI: The wrong kind of transition](#), Anthropocene Fixed Income Institute, 6 September 2022
- ¹⁰⁴ [JERA ゼロエミッション 2050](#), JERA
- ¹⁰⁵ [Basic Guidelines on Transition Finance](#), Financial Services Agency, Ministry of Economy, Trade and Industry and Ministry of the Environment, May 2021 の p11 参照
- ¹⁰⁶ [発電セクターのトランジションロードマップ](#), 三菱重工業, February 2022
- ¹⁰⁷ [ガスセクターにおける「たみ時」の「ファイナンス」テクノロジーロードマップ](#), 三菱重工業, 2022 年 2 月
- ¹⁰⁸ 2023 年 G7 招集の印象的な規約を含む、以下参照: [G7 climate ministers challenge Japan's energy strategy](#), Financial Times, 13 April 2023; and [Japan pushes for 'realistic' approach to hitting net zero](#), Financial Times, 19 May 2023
- ¹⁰⁹ [Transition Finance Gap Remains Amid Uncertainties](#), Sustainable Fitch, 12 July 2023 の p10 参照
- ¹¹⁰ [Transition Finance: New Opportunities and Challenges for Financial Institutions](#), Baker McKenzie, 2023 の p11, [Unloved transition bonds are big in Japan](#), Financial Times, 12 February 2024, [Transition bond label is a 'distraction' for transition finance, says MetLife IM](#), Environmental Finance, 22 April 2024, および [Jury still out on transition bond label](#), Environmental Finance, 16 April 2024 参照
- ¹¹¹ [Japan: Policies to Grow Credible Transition Finance](#), Climate Bonds Initiative, October 2023 の pp2, 5, 後記 3 参照
- ¹¹² [Policy Briefing: Delivering Net Zero in Japan](#), PRI, December 2023 の p10 参照 混合燃焼技術など、OECDによる化石燃料資産向けのトランジション・ファイナンス金融商品によるファイナンスの効率改善が KPI や SPT 要件などを含めて信頼性を高める方法も参照。これには、(a) 混合燃焼、混合状況、燃料転換の計画した水準、および技術開発と供給の進化への改善の達成に向けた時間軸、および (b) 混合、混合燃焼、または燃料転換において望まれるレベルを確保するための側面的(付随的)手段が含まれる。[Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 4.4 章参照
- ¹¹³ [日本クライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク](#), 内閣府、金融庁、財務省、掲載産業省、環境省、2023 年 11 月
- ¹¹⁴ [Japan Climate Transition Bond Framework](#) の p35 参照
- ¹¹⁵ [Japan Climate Transition Bond Framework](#) の pp23-25, 30, 32 参照、および METI, GX 実現に向けた分野別投資戦略の「セクター別投資戦略」注釈 82 参照。
- ¹¹⁶ <https://www.meti.go.jp/press/2023/02/20240213002/20240213002.html>, METI, 13 February 2024 参照

- ¹¹⁷ SLB と トランジション・ボンドの傍系発行額は 2023 年第 3 四半期末でわずか 1,850 億米ドルとなり、同時期のサステナブル・ボンド発行額のわずか 3.3% となった。[Sustainable Debt Market: Summary Q3 2023](#), Climate Bonds Initiative, November 2023 の p1 参照
- ¹¹⁸ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3.1 章参照
- ¹¹⁹ 例えば、[Interactive: The pathways to meeting the Paris Agreement's 1.5C limit](#), Carbon Brief, 8 December 2023 参照、および SBTi のセクター別シナリオを以下より参照：<https://sciencebasedtargets.org/sectors>
- ¹²⁰ IEA NZE は、新規石油およびガス、石炭鉱業または対策のされていない石炭火力発電プラントの余地はないとしている。[Net Zero Roadmap: A Global Pathway to Keep the 1.5°C Goal in Reach \(2023 Update\)](#), IEA, September 2023 の pp16, 76, 156 参照
- ¹²¹ 例えば、対策のされていない石炭火力は 2030 年までに先進国で、2040 年までに新興市場および発展途上経済で漸次廃止するとの IEA NZE 指令が挙げられる。[Net Zero Roadmap: A Global Pathway to Keep the 1.5°C Goal in Reach \(2023 Update\)](#), IEA, September 2023 の p92 参照
- ¹²² 例えば、アメリカでの共和党勢力の反 ESG 反動により、バンク・オブ・アメリカによる石炭ファイナンスポリシーで最近緩和が見られている。[Bank of America Pledged to Stop Financing Coal. Now It's Backtracking](#), New York Times, 3 February 2024 参照
- ¹²³ [Climate Innovation Finance Strategy 2020: Interim Report of the Study Group on Environmental Innovation Finance](#), 16 September 2020 の p4 参照
- ¹²⁴ Ibid
- ¹²⁵ 例えば、IEA NZE に沿った 2040 年の期限までの石炭の漸次的廃止の明記が挙げられる。[ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance \(Version 3\)](#), March 2024 の p141 参照
- ¹²⁶ [ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance \(Version 3\)](#), March 2024 の p116 参照
- ¹²⁷ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3.2 章参照
- ¹²⁸ Ibid
- ¹²⁹ [ASEAN Transition Finance Guidance \(Version 1\)](#), ASEAN Capital Markets Forum, 17 October 2023 の p29 参照
- ¹³⁰ Ibid
- ¹³¹ [Transition Whitepaper 2023](#), MUFU の p25 参照
- ¹³² 日本の GX 政策に関する企業ロビー活動の影響マップ参照、例：<https://influencemap.org/report/GX-policy-20854#:~:text=A%20key%20pillar%20of%20the.by%20Japan%20in%20May%202023>。次も参照：<https://www.influencemap.org/report/Japanese-Industry-Groups-and-Climate-Policy-20274>; and <https://www.influencemap.org/report/-2a321cd8bdc7bd87c6a41a86fbfe62e9>
- ¹³³ 例えば、ネットゼロ政策に関する新国連タスクフォースおよび／またはネットゼロの認知と説明責任枠組みを参照それぞれ、次を参照：<https://unctad.org/news/leading-international-agencies-form-task-force-net-zero-policy> および [UNFCCC Recognition and Accountability Framework v1_04062023.pdf](#)
- ¹³⁴ [2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 SFWG, October 2022 の p28 参照
- ¹³⁵ [Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024; and [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の p14 参照
- ¹³⁶ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3.1 章参照
- ¹³⁷ [2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 SFWG, October 2022 の p28 参照
- ¹³⁸ [Delegated Regulation 2021 / 2139](#), Official Journal of the European Union, 4 June 2021 の L442/83 参照
- ¹³⁹ [Singapore-Asia Taxonomy for Sustainable Finance \(2023 Edition\)](#), December 2023 の pp31~32, 38 参照
- ¹⁴⁰ [ASEAN Taxonomy for Sustainable Finance \(Version 3\)](#), March 2024 の pp123~124 参照
- ¹⁴¹ [Delegated Regulation 2021 / 2139](#), Official Journal of the European Union, 4 June 2021 の L442/53 参照
- ¹⁴² [Singapore-Asia Taxonomy for Sustainable Finance \(2023 Edition\)](#), December 2023 の pp74~75 参照
- ¹⁴³ [Does Japan need a sustainable finance taxonomy?](#), PRI, March 2023 の v 参照
- ¹⁴⁴ [2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 SFWG, October 2022 の p29 参照
- ¹⁴⁵ [Transition Finance Mapping](#), Climate Bonds Initiative, 30 September 2023
- ¹⁴⁶ Transition Plan Taskforce, [Disclosure Framework](#), October 2023
- ¹⁴⁷ [Transition Finance Mapping](#), Climate Bonds Initiative, 30 September 2023 の p27 参照
- ¹⁴⁸ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 4.3 章参照
- ¹⁴⁹ 以下参照：<https://www.lw.com/admin/upload/SiteAttachments/EU-Reaches-Provisional-Agreement-on-ESG-Ratings-Regulation.pdf>; section 1.1 in [https://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/india#:~:text=SEBI%20has%20introduced%20a%20regulatory,Regulations%201999%20\(CRA%20Regulations\);](https://iclg.com/practice-areas/environmental-social-and-governance-law/india#:~:text=SEBI%20has%20introduced%20a%20regulatory,Regulations%201999%20(CRA%20Regulations);) and <https://www.reuters.com/world/uk/britains-finance-ministry-regulate-esg-ratings-2024-03-06/>
- ¹⁵⁰ [ESG financing faces unusual problem: scarcity of opinions](#), International Financing Review, 16 July 2021
- ¹⁵¹ [2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 SFWG, October 2022, P36 参照
- ¹⁵² 例えば、[The Greenwashing Files](#), ClientEarth を参照
- ¹⁵³ Eccles, Robert G., Havard-Williams, Vanessa & Manning, Mark, 'The Limits of Reporting on Sustainability Impacts in Changing Corporate Behaviour' の p541 を参照。[European Business Law Review](#) 35, no. 3-4 (2024): 527-550
- ¹⁵⁴ Eccles, Robert G., Havard-Williams, Vanessa & Manning, Mark, 'The Limits of Reporting on Sustainability Impacts in Changing Corporate Behaviour' の p542 を参照。[European Business Law Review](#) 35, no. 3-4 (2024): 527-550
- ¹⁵⁵ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 のエグゼクティブサマリー参照
- ¹⁵⁶ [Hard-to-abate "transition bonds" can be "green" if obsolescence risk managed](#), Environmental Finance, 19 April 2024 および [Transition bonds are the real "dark" greens](#), GlobalCapital, 19 March 2024 を参照
- ¹⁵⁷ [Turning a groundswell of climate action into ground rules for net zero](#), Hale, T et al, 8 April 2024 の p306 参照
- ¹⁵⁸ Ibid
- ¹⁵⁹ [Turning a groundswell of climate action into ground rules for net zero](#), Hale, T et al, 8 April 2024 の p307 参照
- ¹⁶⁰ 例えば、[Transition Finance: New Opportunities and Challenges for Financial Institutions](#), Baker McKenzie, 2023; [Transition bonds are the real "dark" greens](#), GlobalCapital, 19 March 2024; and [Transition bond label is a "distraction" for transition finance](#), says MetLife IM, Environmental Finance, 22 April 2024 の p11, p16 参照
- ¹⁶¹ ICMA は、次に挙げるものを含め、トランジション・ファイナンス (包含的概念) の一般的な使われ方について、3 つ以上の異なりかつ重なり合う定義を提起している。(i) 「経済全体の移行」、つまり経済全体がパリ協定温度目標を達成する、ただしより広範にわたる持続可能な目標も含む改革、(ii) 「移行」、エネルギーおよび高排出セクターの移行においてより絞った着眼となるもの、(iii) 「対策しにくいものの移行」、対策が難しいセクターの課題に絞ったトランジション・ファイナンス関連。[Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024 の p7 参照
- ¹⁶² [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3.1 項参照
- ¹⁶³ [Financing the Managed Phaseout of Coal-Fired Power Plants in Asia Pacific](#), GFANZ, December 2023 を参照
- ¹⁶⁴ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance \(Policy Highlights\)](#), OECD, September 2023 の p7、[Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3.1~3.2 章参照
- ¹⁶⁵ エグゼクティブサマリー、[OECD Guidance on Transition Finance](#), OECD, October 2022、RMI, [A Global Call to Action on Transition Finance at COP28](#), November 2023、[Climate Transition Finance Handbook](#), ICMA, June 2023 および [Transition finance for transforming companies](#), CBI, September 2022
- ¹⁶⁶ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3 章参照
- ¹⁶⁷ [Climate Transition Finance Handbook](#), ICMA, June 2023 の要素 1 および 3 参照
- ¹⁶⁸ [Transition finance: investigating the state of play: a stocktake of emerging approaches and financial instruments](#), OECD, August 2021 の pp11~18 参照
- ¹⁶⁹ [GFANZ proposes fatally flawed measurement for transition finance](#), Reclaim Finance, 8 November 2023
- ¹⁷⁰ [Corporate Climate Responsibility Monitor 2024 \(Press Release\)](#), New Climate Institute, 9 April 2024、[Net Zero Stocktake 2023](#), Net Zero Tracker, 12 June 2023、[Expert report by Derik Broekhoff on CO2 compensation](#) | ClientEarth, 9 August 2022 参照
- ¹⁷¹ ICMA および CBI はいずれもこの一連の基準およびガイドラインの比較分析を行っている。以下参照：[Transition Finance Mapping](#), Climate Bonds Initiative, 30 September 2023; and Appendices A and B in [Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024。次も参照：[Integrity Matters: Net Zero Commitments by Businesses, Financial Institutions, Cities and Regions](#), United Nations' High-Level Expert Group on the Net Zero Emissions Commitments of Non-State Entities, November 2022 および [OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022
- ¹⁷² Transition Plan Taskforce, [Disclosure Framework](#), October 2023
- ¹⁷³ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 2.1 項、4.4 項参照

- ¹⁷⁴ <https://www.clientearth.org/media/tp0eq3fz/clientearth-bonds-letter.pdf>, p8
- ¹⁷⁵ 該当する基準、例えば [Financing the Managed Phaseout of Coal-Fired Power Plants in Asia Pacific](#), GFANZ, December 2023 に含まれるものうちフェーズアウトの目的でない限り
- ¹⁷⁶ [Mechanisms to Prevent Carbon Lock-in in Transition Finance](#), OECD, September 2023 の 3.2 章参照
- ¹⁷⁷ [Update on the guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms](#), ESMA, 14 December 2023; and footnote 5 on p7 in [Final Report: Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms](#), ESMA, 14 May 2024 の p2 脚注 1 参照
- ¹⁷⁸ [Regulation 2023 / 2631](#), Official Journal of the European Union, 22 November 2023 の 72(2)条参照
- ¹⁷⁹ [Regulation 2023 / 2631](#), Official Journal of the European Union, 22 November 2023
- ¹⁸⁰ 日本の ESG 評価及びデータプロバイダー向け自発的行動指針の原則 2 (p181) と同様。
- ¹⁸¹ この指針は、対象事業者が結果の質を確保する(原則 1)、必要な技術的専門性を取得する(原則 2)、利益相反の管理(原則 3)、開示手法(原則 4)、機密の保護(原則 5)、そして企業からの情報収集プロセスの改善及び合理化(原則 6)の 6 つの原則から構成される。[The Code of Conduct for ESG Evaluation and Data Providers](#), December 2022 参照
- ¹⁸² Eccles, Robert G., Havard-Williams, Vanessa & Manning, Mark, 'The Limits of Reporting on Sustainability Impacts in Changing Corporate Behaviour' の p542 参照。[European Business Law Review](#) 35, no. 3-4 (2024): [Turning a groundswell of climate action into ground rules for net zero](#), Hale, T et al, 8 April 2024 の 527~550、および p307 参照
- ¹⁸³ [Regulation 2023 / 2631](#), Official Journal of the European Union, 22 November 2023 の 49(4)条参照
- ¹⁸⁴ [Regulation 2023 / 2631](#), Official Journal of the European Union, 22 November 2023 の 59 および 60 条参照
- ¹⁸⁵ [Guidelines on the Issuance of Sustainability-Linked Bonds under the ASEAN Sustainability-Linked Bond Standards in the Philippines](#), April 2023 の 32 項参照
- ¹⁸⁶ <https://www.clientearth.org/media/tp0eq3fz/clientearth-bonds-letter.pdf>, p8
- ¹⁸⁷ [2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 Sustainable Finance Working Group, October 2022 の pp34~36 参照
- ¹⁸⁸ [Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses: 日本銀行 Bank of Japan \(boj.or.jp\)](#)
- ¹⁸⁹ 9(1)(e)条参照：[Principal Terms and Conditions of the Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses: 日本銀行 Bank of Japan \(boj.or.jp\)](#)
- ¹⁹⁰ [Loan Disbursement under the Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses \(boj.or.jp\)](#)
- ¹⁹¹ [Regulators need to act on greenwashing because market is failing to punish it](#), ESMA reports, Environmental Finance, 20 December 2023
- ¹⁹² 金融庁池田賢志氏の前書き参照：[Greenwashing and how to avoid it: An introductory guide for Asia's finance industry \(Japan edition\)](#), ClientEarth, October 2023
- ¹⁹³ [Australian regulator steps up greenwashing crackdown](#), Financial Times, 7 January 2024
- ¹⁹⁴ [24-061MR ASIC wins first greenwashing civil penalty action against Vanguard | ASIC](#)
- ¹⁹⁵ <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fg24-3.pdf>, p5
- ¹⁹⁶ <https://www.bsp.gov.ph/Regulations/Issuances/2022/1149.pdf>, p5
- ¹⁹⁷ [Transition Finance in the Debt Capital Market](#), ICMA, February 2024 の p12 参照
- ¹⁹⁸ Per Eccles, Robert G., Havard-Williams, Vanessa & Manning, Mark, 'The Limits of Reporting on Sustainability Impacts in Changing Corporate Behaviour'. [European Business Law Review](#) 35, no. 3-4 (2024): 527-550
- ¹⁹⁹ [Stern Review \(Executive Summary\)](#), 30 October 2006 の i 参照
- ²⁰⁰ [The Emperor's New Climate Scenarios](#), Trust, S et al, July 2023
- ²⁰¹ [The Pivot Point](#), UN High Level Climate Champions, September 2022 の p4 参照
- ²⁰² [CSDDD agreed, in watershed moment, but is weakened to "shadow of former self"](#), Environmental Finance, 15 March 2024
- ²⁰³ [Call to Action](#), GFANZ, 11 October 2021
- ²⁰⁴ 詳説 (26)、(73)および 22 条参照：[Texts adopted - Corporate Sustainability Due Diligence - Wednesday, 24 April 2024 \(europa.eu\)](#)
- ²⁰⁵ [UK listing rules and climate change](#), ClientEarth, July 2022
- ²⁰⁶ ここでの「グリーンズワン」リスクとは、気候変動関連の金融リスクの積み上がり及び次の体系的金融危機を引き起こしかねないことを指す。[The green swan: central banking and financial stability in the age of climate change](#), Bank for International Settlements, Banque de France, January 2020 参照
- ²⁰⁷ [ASEAN Transition Finance Guidance \(Version 1\)](#), 17 October 2023 の p2 参照
- ²⁰⁸ [Commission Recommendation 2023 / 1425](#), Official Journal of the European Union, 27 June 2023 の L174/25 参照
- ²⁰⁹ [2022 G20 Sustainable Finance Report](#), G20 Sustainable Finance Working Group, October 2022 の p5 参照
- ²¹⁰ [Expectations for real economy transition plans](#), GFANZ, September 2022 の pp8~9 参照
- ²¹¹ [Basic Guidelines on Transition Finance](#), Financial Services Agency, METI and Ministry of the Environment, May 2021 の p4 参照
- ²¹² 1.3.1 項参照：[OECD Guidance on Transition Finance: Ensuring Credibility of Corporate Climate Transition Plans](#), OECD, October 2022
- ²¹³ [Principles for Net-Zero Financing & Investment](#), US Department of the Treasury, September 2023 の p5 参照



ClientEarth は、法律を活用して人々と地球を守る非営利団体です。ClientEarth は、慈善財団、機関寄付金提供者、そして熱心な個人の惜しみない支援によって支えられています。

**Beijing**

1950 Sunflower Tower
No. 37 Maizidianjie
Chaoyang District
Beijing 100026
China

Berlin

Albrechtstraße 22
10117 Berlin
Germany

Brussels

60 Rue du Trone
(3eme etage)
Box 11, Ixelles, 1 050
Bruxelles
Belgique

London

The Joinery
34 Drayton Park
London, N5 1 PB
United Kingdom

Los Angeles

501 Santa Monica
Blvd., Suite 510, Santa
Monica, CA 90401,
USA

Madrid

C/Principe de Vergara
109
1 izquierda
28002
Madrid, Spain

Tokyo

〒 105-6490 東京都港区
虎ノ門1丁目17-1
虎ノ門ヒルズ
ビジネスタワー 15 階
日本

Warsaw

ul. Mokotowska 33/35
00-560 Warszawa
Polska