

トランジションボンドの登場と サステナブルファイナンスの新潮流

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. トランジションボンドは、一般的に、二酸化炭素排出量等の観点からグリーンボンドの発行基準を満たさないものの、低炭素経済社会等に移行（トランジション）するためのプロジェクトを資金用途とする債券を指す。
2. トランジションボンドが誕生した背景としては、金融市場において、開示、経済活動の分類、ベンチマーク等、複数の分野で、「トランジション（移行）」がテーマとして注目を集めつつあることが挙げられる。そして、フランスの大手運用機関アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサ IM）が 2019 年 6 月にガイドラインを公表、クレディ・スイスと気候債券イニシアチブ（CBI）が 2019 年 9 月に「サステナブル・トランジションボンド」に関するパートナーシップ締結、といった動きもある。
3. トランジションボンド及び同市場が健全に発展していくためには、発行体によるサステナビリティ戦略へのコミットメントを通じて市場の信認を得ることが大前提になるほか、グリーンボンド等と同様に、レポーティング等を通じて、投資家が環境・社会面でのインパクトを適切に把握できるように透明性を確保することが重要と思われる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「機関投資家が注目し始めた気候関連財務情報 -ESG 投資拡大に伴い重要性が高まる積極開示-」『野村資本市場クォーターリー』第 22 巻第 1 号（2018 年夏号）、21-35 頁。
- ・江夏あかね、富永健司「欧州におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた取組み」『野村資本市場クォーターリー』第 21 巻第 4 号（2018 年春号）、207-219 頁。

I 新たな商品カテゴリーとして「トランジションボンド」が誕生

金融市場では近年、環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を投資判断に組み込む概念に加え、パリ協定や持続可能な開発目標（SDGs）といった国際的合意を背景に、サステナブルファイナンスが浸透しつつある。負債性のサステナブルファイナンス関連金融商品については、グリーンボンドを中心に 2000 年代後半頃から発行額が伸びてきたが、2019 年に入った頃から「トランジションボンド」という新たな商品カテゴリーが誕生している。

トランジションボンドは、一般的に、二酸化炭素排出量等の観点からグリーンボンドの発行基準を満たさないものの、低炭素経済社会等に移行（トランジション）するためのプロジェクトを資金用途とする債券を指す。同債券をめぐっては、フランスの大手運用機関アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサ IM）が 2019 年 6 月にガイドラインを公表する等の動きがあり、その頃から金融市場において注目が集まりつつある。

本稿は、トランジションボンドが誕生した背景や、トランジションボンドに関する 3 つの事例を概観する。

II トランジションボンドが誕生した背景

1. 金融市場でもキーワードとなりつつある低炭素経済社会への「トランジション（移行）」

2016 年 11 月に発効したパリ協定では、「世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2°C より十分低く保ち、1.5°C に抑える努力をする」という「2°C 目標」が打ち出された。同目標の達成に向けて、二酸化炭素等の温室効果ガスの排出量をできるだけ減らす低炭素化に向けた取り組みを政府、企業、金融機関等が一丸となって行うことが求められている。低炭素経済社会への「移行」は、企業や金融機関等にとってはリスクであるとともに、事業機会にもなり得ると考えられている。そして、低炭素経済社会への「移行」に関するリスクや機会の把握等を含めて、諸外国では様々な取り組みや検討が進められている。

例えば、金融安定理事会（FSB）の下部組織である「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）が 2017 年 6 月に公表した最終報告書（自主的な情報開示のあり方に関する提言）では、全ての企業に対し、2°C 目標等の気候シナリオを用いて、自社の気候関連リスク・機会を評価し、経営戦略・リスクへの反映、その財務上の影響を把握、開示することを推奨している¹。特に、報告書の中では、気候関連リスクを、「移行リスク」（低炭素経済社会への移行に関するリスク）と「物理的リスク」（気候変動による物理的変化に関するリスク）に大別しており、「移行リスク」として、「政策・法規制リスク」、「技術リスク」、「市場リスク」、「レピュテーション・リスク」といった種類を挙げている。

¹ Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*, June 2017.

一方、欧州委員会が2018年3月8日に採択したサステナブルファイナンスに関するアクションプランに基づき策定され、欧州議会と欧州理事会が2019年12月17日に合意に達した欧州連合（EU）のタクソノミー規制案でも、「移行」に関する言及がある²。EUタクソノミーは、環境目的に資する経済活動を示した分類枠組みであり、投資家や企業が環境に優しい経済活動への投資を決定する際の一助となるツールとして位置付けられている。EUタクソノミー規制案では、環境面でサステナブルな経済活動の種類として、6つの環境目的に実質的に貢献する活動（気候変動緩和、気候変動適応、水・海洋資源の持続可能な利用と保護、循環経済への移行、汚染の予防と管理、生物多様性及び生態系の保全と回復）のみならず、低炭素経済社会への移行を目的とした活動（移行活動）等も含まれた。

加えて、EUで2019年12月9日に官報に掲載され、成立したEUベンチマーク規制でも、「移行」がキーワードとなっている³。同規制では、金融商品の販売時に利用可能な2種類の金融指標（「EU気候移行ベンチマーク」〔EU CTB〕、「EUパリ協定適合ベンチマーク」〔EU PAB〕）のラベルを定義している。

このように、金融市場では、開示、経済活動の分類、ベンチマーク等、複数の分野で、「移行」がテーマとして注目を集めつつある。

2. アクサIMによるトランジションボンド・ガイドライン

アクサIMは2019年6月、トランジションボンドという新たな資産クラスを提唱し、ガイドラインを公表した⁴。ガイドラインでは、トランジションボンドを「資金使途が全部又は一部、新規若しくは既存の適格トランジション・プロジェクトである資金調達又は借り換えを目的とした債券」と定義付けている（図表1参照）。そして、同債券の意義について、（1）温室効果ガス排出量が多い業界（素材、資源採掘、化学、運輸等）の企業や、グリーンボンドを発行するための十分なグリーン資産を持たないものの、温室効果ガス排出量の削減が必要な企業にとって、代替資金調達手段となり得る、（2）投資家にとって、既に脱炭素化が進んでいる企業だけでなく、それを目指す熱意のある企業に投融資する際に活用できる、（3）トランジションボンドの創設を通じて、グリーンボンド市場の信頼

² European Parliament, *Climate Change: New Rules Agreed to Determine Which Investments are Green*, 17 December 2019; European Commission, *Sustainable Finance: Commission Welcomes Deal on an EU-wide Classification System for Sustainable Investments (Taxonomy)*, 18 December 2019; Council of the European Union, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment*, 17 December 2019.

³ European Union, “Regulation (EU) 2019/2089 of the European Parliament and the Council of 27 November 2019 on Amending Regulation (EU) 2016/1011 as Regards EU Climate Transition Benchmarks, EU Paris-aligned Benchmarks and Sustainability-related Disclosures for Benchmarks,” *Official Journal of the European Union*, 9 December 2019.

⁴ AXA Investment Managers, *Financing Brown to Green: Guidelines for Transition Bonds*, 10 June 2019; AXA Investment Managers, *AXA Investment Managers Calls for New “Transition Bonds” to Help Companies Go Green*, 11 June 2019; アクサ・インベストメント・マネージャーズ「アクサIMが脱炭素化に取り組む企業を支援する新『トランジションボンド』を提唱」2019年6月12日。

性を維持すると同時に、低炭素経済社会の到来を永続させる技術とエネルギーの変化に必要な活動への資金を提供することになる、等を挙げた。

トランジションボンド・ガイドラインについては、完成版ではなく、発行体、投資銀行、投資家、政府等の幅広い関係者との会話をを行うに当たっての開始点として位置付けられている。ガイドラインの特徴としては、金融市場で最も浸透しているとみられる国際資本市場協会（ICMA）によるグリーンボンド原則（GBP）で示されている4要素で基本的に構成されている。ただし、GBPのように外部評価の取得を推奨し、類型（セカンド・パーティ・オピニオン、検証、認証、スコアリング／格付け）が示されているわけではない⁵。

一方で、トランジションボンド・ガイドラインには、GBPにはない要素として、発行体のサステナビリティ戦略が盛り込まれている。ガイドラインにおいては、発行体のサステナビリティ戦略に関する説明を多くの主要投資家が望んでいると言及されているが、温

図表1 トランジションボンド・ガイドラインの概要

項目	詳細
定義	<ul style="list-style-type: none"> 資金使途が全部又は一部、新規若しくは既存の適格トランジション・プロジェクトである資金調達又は借り換えを目的とした債券
4要素	<p>調達資金の使途</p> <ul style="list-style-type: none"> トランジションボンドの特徴は、資金使途が低炭素経済社会等への移行（トランジション）に関連するプロジェクトとなっているものである。適格トランジション・プロジェクトには、以下のものが含まれるが、これに限定されるわけではない <ul style="list-style-type: none"> ▶エネルギー <ul style="list-style-type: none"> ✓コージェネ・プラント（熱源供給システム〔CHP〕） ✓二酸化炭素回収・貯留（CCS） ✓特定地域における石炭からガスへの転換（二酸化炭素回避が特定されるもの） ✓廃棄物発電 ▶運輸 <ul style="list-style-type: none"> ✓ガス稼働船舶 ✓航空機向け代替燃料 ▶産業 <ul style="list-style-type: none"> ✓セメント、金属、硝子関連効率化投資（クリンカー比率の提言、原材料の再利用、溶融還元及び再利用率の向上）
	<p>プロジェクトの評価と選定のプロセス</p> <ul style="list-style-type: none"> トランジションボンドの発行体は、投資家に対して、適格資産、適格クライテリア及び資産選定プロセスを明示すべき。発行体は、商業的転換及び低炭素化経済社会への移行の観点から資金調達が重要である理由を説明すべき。プロジェクトの環境面における目的、期待される効果やインパクトを示すことも推奨される
	<p>調達資金の管理</p> <ul style="list-style-type: none"> 発行体は、調達資金が効果的に適格プロジェクトに充当されることを十分に保証すべき。これは、調達資金が、外部監査により認証された方法で、公式な内部プロセスによって追跡されることを意味する
	<p>レポートング要件及び主なインパクトの測定</p> <ul style="list-style-type: none"> 発行体は、資金使途に関する最新情報を準備・維持するとともに、重大な変更について投資家に知らしめるべき 発行体は、以下の情報を公表すべき <ul style="list-style-type: none"> ✓新規調達と借換えの割合 ✓調達資金が充当されたプロジェクト ✓プロジェクトの予測される環境・社会面でのパフォーマンス及びインパクト（適切な指標とともに）
発行体のサステナビリティ戦略	<ul style="list-style-type: none"> 発行債券のレベルのみならず、発行体による広範な環境関連戦略及び業務に関して明確な説明が求められる。これは、グリーンボンド原則（GBP）には明示的に含まれていない要素だが、多くの主要投資家がグリーンボンドへの投資を検討する際に考慮する要素である 発行体は、低炭素経済社会への移行が自身の現行のビジネスモデルや将来の戦略的方向性にとってどのような意味があるかを明確に示すべき。発行体の経営陣は、パリ協定の目標達成と同社のビジネスの整合性を採ることにコミットすべき 発行体の移行戦略は、業務において意図的かつ重要であり、測定可能なものであるべき。トランジションボンドは、広い意味で移行戦略と整合性が採れているものであるべき。2030年や2050年の環境面の目標を公表する発行体が増加しているが、トランジションボンドの発行体は、移行の進捗を評価すべく、より短期の定量的目標を設けることが望ましい

（出所）AXA Investment Managers, *Financing Brown to Green: Guidelines for Transition Bonds*, 10 June 2019, より野村資本市場研究所作成

⁵ ただし、調達資金の管理において、調達資金が、外部監査により認証された方法で、公式な内部プロセスによって追跡されることを求めている。

室効果ガス排出量が多い企業がグリーンボンドを発行し、金融市場でもグリーンボンドとして相応しいか否かが議論された事例等を念頭に、発行体のサステナビリティ戦略が含まれた可能性がある⁶。

3. クレディ・スイスと気候債券イニシアチブ（CBI）による「サステナブル・トランジションボンド」に関するパートナーシップ締結

アクサ IM によるトランジションボンド・ガイドラインに続き、スイスの大手金融機関のクレディ・スイスと、英国の非営利団体である気候債券イニシアチブ（CBI）は2019年9月、「サステナブル・トランジションボンド」市場の促進を図るべく、パートナーシップ契約を締結した旨を公表した⁷。両組織は、サステナブル・トランジションボンドのフレームワークの開発が、相応規模かつ強固なサステナブル・トランジションボンド市場の発展に際して必要との共通認識を有している。そして、EU タクソノミー、グリーン市場に関する基準・ガイドライン、SDGs 等を土台にして、サステナブル・トランジションボンドのコンセプト化、広い意味での市場へのエンゲージメントにより、サステナブル・トランジションボンド市場における選択肢を提供することを通じて、主要産業の「移行」を支援するとの見解を示した。当該発表では、具体的にどのような形かつタイミングで、サステナブル・トランジションボンドに関するコンセプト化等を公表するかは2019年9月末時点で明らかにされていない。しかしながら、CBI がグリーンボンド市場にて中心的な存在になっていること等に鑑みると、今後の進捗が注目されることである⁸。

III トランジションボンドの事例

本章では、トランジションボンドの事例として、（1）香港のキャッスル・ピーク・パワー・ファイナンスによる「エネルギー・トランジションボンド」、（2）イタリアのスタナムによる「気候アクションボンド」、（3）ブラジルのマーフリッグ・グローバル・フーズによる「サステナブル・トランジションボンド」、を紹介する。

⁶ 例えば、スペインを本拠地とする石油・ガスの複合多国籍企業であるレプソルが2017年5月に発行したグリーンボンドは、資金使途が石油・ガスの生産、精製における省エネ等のための施設高度化・改善で、欧州の外部評価機関のヴィジオ・アイリスより GBP に適合しているとのセカンド・パーティ・オピニオンを取得している。しかし、気候債券イニシアチブ（CBI）は、同債券は化石燃料を増加させるようなプロジェクトに直接充当していないが、精製所は化石燃料を精製しており、高度化することは精製所の耐用年数を伸ばし、間接的に温室効果ガス排出を増加することにつながる等の理由から、同団体のラベル付グリーンボンドのリストには加えていない。（環境省「グリーンボンド・グリーンローン等の国内・海外動向」環境省第1回グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会 配布資料4、2019年7月23日、33頁、Climate Bonds Initiative, *An Oil & Gas Bond We Knew would Come Eventually: Repsol: Good on GBPs, Not So Sure on Green Credentials*, 23 May 2017）

⁷ Credit Suisse Group AG, *Climate Bonds Initiative and Credit Suisse to Broaden Horizons of Green Bonds with 'Sustainable Transition Bonds' Partnership*, 24 September 2019.

⁸ 気候債券イニシアチブ（CBI）に関する詳細については、江夏あかね「低炭素交通関連のグリーンボンド等の現状と注目点ー気候債券イニシアチブ（CBI）の認証気候債に焦点を当ててー」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号、を参照されたい。

1. 香港のキャッスル・ピーク・パワー・ファイナンスによる「エネルギー・トランジションボンド」

香港の電力会社キャッスル・ピーク・パワー（青山発電有限公司、Castle Peak Power [CAPCO]）の子会社であるキャッスル・ピーク・パワー・ファイナンス（Castle Peak Power Finance）は2017年7月、「エネルギー・トランジションボンド」という名称でシニア無担保債（5億米ドル、償還年限10年）をMTNプログラムに基づき発行した⁹。同債券の資金使途は、550メガワットのガスコンバインドサイクル発電所である。

エネルギー・トランジションボンドは、親会社であるCLPホールディングス（CLP）が策定した「気候アクション・ファイナンス・フレームワーク」（CAFF）に基づいて発行された¹⁰。フレームワークに基づく、エネルギー・トランジションボンドは、再生可能エネルギーの開発が困難な場所における、石炭火力発電所から転換するための天然ガス火力発電所への建設（ただし、二酸化炭素排出原単位450 gCO₂/kWhが上限）が資金使途とされている。

CAFFについては、ノルウェーの評価機関であるDNV GLが同社のグリーンボンド適格評価手法に基づき、CAFFの適格評価規定を新たに設け、セカンド・パーティ・オピニオンを提供している¹¹。具体的には、GBPの4要素に基づき、評価が行われているが、資金使途については、（1）典型的なグリーンボンドのプロジェクトではないものの、ガス発電は、再生可能エネルギーが拡大するまでのつなぎ燃料と国際的に認知されていること、（2）香港政府がパリ協定の目標を達成すべく定めた「気候変動行動計画2030+」では、香港の土地が限られているほか、地形や領海が必ずしも再生可能エネルギーに適しておらず、再生可能エネルギーの大規模商業的発電が制限されていることに基づき、石炭からガス発電への変換を主眼としていること、等を踏まえると、エネルギー・トランジションボンドは、環境面での便益があると言及している。そして、エネルギー・トランジションボンドの資金使途以外の3つの要素（プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理及びレポーティング）については、GBP2017に適合していると結論付けている。

CAPCOによると、エネルギー・トランジションボンドは、世界各国の投資家からの需要を集め、需要超過倍率は約2.5倍に上り、競争力のある発行条件となったほか、投資家層の拡大に寄与した。なお、CBIは、（1）ガスがつなぎ燃料になるか否かは必ずしも明確ではない、（2）新規のガス発電施設が2030年若しくは2050年における脱炭素化を実現する上で必要なものとは言えない、等の理由により、同社のラベル付グリーンボンドのデータベースに含めないとした¹²。

⁹ CLP Power Hong Kong Limited, *Issue of US\$500,000,000 3.25% Notes due 2027 by Castle Peak Power Finance Company Limited*, 19 July 2017.

¹⁰ CAFFには、気候アクションボンドとして、エネルギー・トランジションボンドのほか、ニュー・エネルギーボンド（資金使途は、再生可能エネルギー発電、エネルギー効率向上、低炭素交通）も挙げられている。

¹¹ DNV GL, *CLP Climate Action Bond: DNV GL 2nd Party Opinion*, 6 July 2017.

¹² Climate Bonds Initiative, *Green Bonds Aplenty, 1st's from Lithuania, Switzerland, Malaysia 1st Green Sukuk, MBS, LATAM Market Momentum, UK, India and China, New Comers from All Corners!*, 1 September 2017.

2. イタリアのスナムによる「気候アクションボンド」

イタリアの天然ガス輸送大手スナム (Snam) は 2019 年 2 月、「気候アクションボンド」という名称のユーロ・ミディアムタームノート (EMTN、5 億ユーロ、償還年限 6.5 年) を発行した¹³。同債券の資金使途は、バイオメタン事業、省エネ化等に加え、2025 年までにメタンの排出量を 25%削減するという同社の目標を満たすための投資である。

気候アクションボンドは、スナムが策定した「気候アクションボンドフレームワーク」(CABF) に基づいて発行された。フレームワークにおいて、気候アクションボンドの資金使途は、(1) 二酸化炭素排出削減 (ボイラー更新等)、(2) 再生可能エネルギー (バイオメタン・プラント建設等)、(3) 省エネ化 (スナムの施設若しくはサプライチェーンにおける照明を発光ダイオード [LED] に更新等)、(4) グリーン開発 (保護地区の開発・維持等)、といった事業が挙げられている。

CABF については、前述の香港の事例と同様に、DNV GL が同社のグリーンボンド適格評価手法に基づき、CABF の適格評価規定を新たに設け、評価を実施している¹⁴。GBP の 4 要素に基づき、評価が行われているが、CABF が示した 4 つの資金使途については、イタリア政府の気候変動関連国家適応計画に沿っていると共に、低炭素経済への移行にも合致していると評価した。

スナムによると、気候アクションボンドは、世界各国の機関投資家からの需要を集め、需要超過倍率は約 5 倍に上ったそうだ。なお、CBI は、同債券について、化石燃料による発電及びインフラは、グリーンの定義に合致しない等の理由により、同社のラベル付グリーンボンドのデータベースに含めないとした¹⁵。また、スペインの大手金融機関の BBVA は、スナムの気候アクションボンドは、天然ガスの要素が含まれているため、ESG 投資家のスクリーニング要件を満たさない可能性があるとして指摘している¹⁶。

3. ブラジルのマーフリッグ・グローバル・フーズによる「サステナブル・トランジションボンド」

ブラジルの大手食品企業マーフリッグ・グローバル・フーズ (Marfrig Global Foods、マーフリッグ) は 2019 年 7 月、「サステナブル・トランジションボンド」という名称の債券 (5 億ドル、償還年限 10 年) を発行した¹⁷。同債券の資金使途は、アマゾン・バイ

¹³ Snam SPA, *Snam: Successfully Launched the First Climate Action Bond in Europe*, 21 February 2019.

¹⁴ DNV GL, *SNAM S.P.A Climate Action Bond: DNV GL Eligibility Assessment*, 5 November 2018.

¹⁵ Climate Bonds Initiative, *Market Blog: 25/03/19 Feb GB record USD13.8bn: 1st Finnish Bank into Market: Santa Fe Makes Water Mark: Moving Pictures from CBI Conf, Millennials Targeted with Green Deposit Product, Green Bond Gossip and More*, 25 March 2019; Climate Bonds Initiative, *Market Blog #30 - 6/8/19: July Issuance Tops USD16bn: Japanese REIT Volumes Boom: US Green Muni Market Picks up: Sweden Sov GB for 2020: Latest Issuance, Gossip and More!*, 6 August 2019; Climate Bonds Initiative, *Green Bonds: The State of the Market 2018*, March 2019, p.24.

¹⁶ BBVA, *ESG Bond Market: Key Topics and Trends for 2019 and Beyond- Getting the Harmony Right*, 23 July 2019, p.64.

¹⁷ Marfrig Global Foods, *Marfrig Issues Sustainability Bonds*, 30 July 2019.

オーム（生態群系）地域にあるマツト・グロッソ州、パラ州及びロンドニア州からの肉牛の購入であるが、購入先は、同社が定めるサステナブル基準に適合する畜産農家に限定している。同基準では、強制労働、児童労働の排除、先住民の居住地、森林伐採地域等以外での畜産等の要件が定められている。

マーフリッグのサステナブル・トランジションボンドは、同社が策定した「サステナブル・トランジションボンド・フレームワーク」に基づいて発行された。同フレームワークに基づくと、サステナブル・トランジションボンドに示された資金使途は、上記で紹介した要件を満たした肉牛の購入のみとされている。

同社のサステナブル・トランジションボンドの発行に際しては、欧州の評価機関であるヴィジオ・アイリスが、ICMAによるGBP2018及びソーシャルボンド原則（SBP）2018の4つの要素との適合性を確認したとの、セカンド・パーティ・オピニオンを公表している¹⁸。ヴィジオ・アイリスは、マーフリッグのサステナブル・トランジションボンドについて、適格プロジェクトは、生物多様性の維持、森林破壊の回避、先住民の権利の確保、サプライチェーンにおける強制労働利用の排除への寄与を目的としていると述べた。そして、マーフリッグによるアマゾン・バイオームの保護や、マーフリッグ・クラブ¹⁹の取り組みをバリューチェーンにおける環境・社会面の課題への対応の最初のステップとして評価していると言及した。ただし、バリューチェーン全体での現場における監査の義務的なプロセスが欠如しているため、マーフリッグが適格プロジェクトに関する環境・社会面のリスクを効果的に管理・軽減できる可能性について、ヴィジオ・アイリスとしての保証レベルは、中程度（moderate）²⁰との見解を示した。

近年は、牛肉生産が森林破壊要因の1つになっているほか、畜産業の温暖化ガスの排出量が多いこと等が指摘され、米国を中心に植物性タンパク質由来の代替肉が注目を集めている。さらに、ブラジルのアマゾンで森林火災が続いている中、フィンランドがブラジル産牛肉の輸入禁止を欧州連合（EU）に検討するように呼びかける等の動きも見られる。そのような中、発行されたマーフリッグのサステナブル・トランジションボンドは、投資家や環境活動家から効果を疑う声が上がったとも報じられている²¹。また、CBIは、同債券について、グリーンの定義に合致しない等の理由により、同社のラベル付グリーンボン

¹⁸ Vigeo Eiris, *Second Party Opinion on the Sustainability of Marfrig Global Food's Sustainable Transition Bond*, 25 July 2019.

¹⁹ マーフリッグ・クラブは、持続可能性及び環境面でのベストプラクティスを達成するために2010年に始まった同社内部の取り組みである。同取り組みでは、環境面でのインパクトを抑制しつつ、生産の安全性を確保するために、地方部のマーフリッグの肉牛業者の持続可能な開発を促進している。具体的には、肉牛業者に、動物、環境及び社会面の尊重を意識したベストプラクティスを適用することを奨励している。（Marfrig Global Foods, *Marfrig Sustainable Transition Bonds*, July 2019; Marfrig Global Foods, *Marfrig Issues Sustainability Bonds*, 30 July 2019）

²⁰ ヴィジオ・アイリスでは、保証レベルの評価尺度を、合理的（reasonable）、中程度（moderate）、脆弱（weak）の3段階としている。保証レベルの中程度は、既定の方針や目標等に沿った行動をとることについて一定程度の期待が持てるとの内容になっている。

²¹ 「アマゾン森林火災で『食肉業界離れ』進むーモラル・マネー 投資の新潮流を紹介」『フィナンシャルタイムズ』2019年8月29日。

ドのデータベースに含めないとした²²。

とはいえ、ブラジルで初の事例となったマーフリッグのサステナブル・トランジションボンドは、同社がこれまで発行してきた債券の中で最も長い期間かつ有利な利率で調達できたとのことである²³。

IV おわりに

金融市場において近年、低炭素経済社会への「トランジション（移行）」がキーワードになりつつある中、誕生したトランジションボンドは、10年超の歴史を有するグリーンボンドに比べると、金融市場関係者による共通見解が形成されておらず、様子見している投資家も多いとみられる。しかし、アクサ IM によるトランジションボンド・ガイドラインの公表や、クレディ・スイスと CBI が取り組んでいるコンセプト化等の動きに加え、トランジションボンドの事例が蓄積していけば、市場参加者による同商品への理解も進み、金融市場に徐々に浸透していく可能性があると考えられる。

トランジションボンド及び同市場が健全に発展していくためには、発行体によるサステナビリティ戦略へのコミットメントを通じて市場の信認を得ることが大前提になるほか、グリーンボンド等と同様にレポートング等を通じて、投資家が環境・社会面でのインパクトを適切に把握できるように透明性を確保することが重要と思われる。

世界の金融市場では、パリ協定や SDGs 等を背景に、サステナブルファイナンスがテーマの1つとなる状況が続くと想定される。そのような中、トランジションボンドのような新たな商品カテゴリーが今後も誕生する可能性もあり、サステナブルファイナンスをめぐる展開が引き続き注目される。

²² Climate Bonds Initiative, *Market Blog #30 - 6/8/19: July Issuance Tops USD16bn: Japanese REIT Volumes Boom: US Green Muni Market Picks up: Sweden Sov GB for 2020: Latest Issuance, Gossip and More!*, 6 August 2019.

²³ Marfrig Global Foods, *Marfrig Issues Sustainability Bonds*, 30 July 2019.