

トランジション・ファイナンス推進の機運が高まる欧州

関田 智也

■ 要 約 ■

1. トランジション・ファイナンスへの注目が近年さらに高まっているものの、当該市場には発展の余地がある。債券市場を見ると、グリーンボンドの発行額が大きく伸長している一方、トランジション・ボンドの市場規模は現時点でわずかなものに留まっている。特に、グリーンボンドの活用につき、他の地域と比較して大きく進んでいる欧州が、トランジション・ボンドの発行や投資で後れを取っている点は、注目に値する。
2. 欧州連合（EU）は最近、トランジション・ファイナンスの活用を促す情報発信を積極化し始めている。こうした情報発信の背景には、トランジション・ファイナンスの活用を通じて、サステナブルな金融商品の供給を増やしたいという EU の意図が働いている可能性がある。
3. 国際資本市場協会（ICMA）は、トランジション・ファイナンス市場の拡大を促進し得る政策の方向性として、①政府及び市場によるガイダンスの整備、②企業による標準化された移行計画の開示促進、の 2 種類を挙げている。これに関連して、EU では、欧州委員会による「トランジション・ファイナンス勧告」を通じて、企業がトランジション・ファイナンスを活用するためのガイダンスが提供されている。英国では、トランジション・プラン・タスクフォース（TPT）が公表した移行計画の開示フレームワークを契機に、企業による標準化された移行計画の開示促進が図られている。
4. EU 及び英国の取り組みを契機に、欧州におけるトランジション・ファイナンスの活用推進が見られれば、当該市場の成長はさらに加速する可能性がある。一方で、トランジション・ファイナンス市場及びそれを取り巻く制度は、日本を中心として、相応に整備が進んでいるという現状がある。これから市場拡大を図っていく段階にある欧州においては、トランジション・ファイナンスを巡る諸制度・規制につき、先行地域との整合性を意識することも求められよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・江夏あかね「トランジション・ファイナンスの現状と脱炭素社会を生き抜くための企業金融」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年春号。
- ・北野陽平「脱炭素化への移行に向けた取り組みを強化する ASEAN—重要性が高まるトランジション・ファイナンス—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年夏号。

I COP28 を契機としたトランジション・ファイナンスへの注目

2023 年以降、トランジション・ファイナンスへの注目がさらに高まっている。同年 11 月、国連気候変動枠組条約第 28 回締約国会議（COP28）がドバイで開催された。そこでは、COP として初めて、「化石燃料からの移行」について合意に至った¹。また、元イングランド銀行総裁であり、グラスゴー金融同盟（GFANZ）共同議長でもあるマーク・カーニー氏は、COP28 中に実施されたパネル・ディスカッションにおいて、「今こうしている間にも、トランジション・ファイナンスの世界が作られている」と発言した²。

これらの動きを受けて、トランジション・ファイナンスが 2024 年の重要テーマであるとする向きが広がっている。すなわち、金融機関は、排出削減困難な産業との関係を単に断つのではなく、当該産業の段階的な活動縮小や排出削減へ向けた取り組みを支援すべき、というコンセンサスが世界的に広まりつつある。このコンセンサスを実現するためのツールとして、トランジション・ファイナンスへの注目が高まっているというわけである。

本稿では、トランジション・ファイナンス市場の一例としてトランジション・ボンド市場の現状を概観した上で、欧州連合（EU）においてトランジション・ファイナンスを推進する機運が高まる兆しが見られ始めた現状、及びその背景について解説する。加えて、EU 及び英国におけるトランジション・ファイナンスを巡る最近の取り組みを紹介し、日本への示唆について考察する。

II トランジション・ファイナンス市場の現状

トランジション・ファイナンス市場においては、主にボンド（債券）とローンが存在する。本稿では、トランジション・ボンドに焦点を当てて、トランジション・ボンド市場の状況を概観した上で、市場拡大を阻害している要因を考察する。

1. 発展の余地が残るトランジション・ボンド市場

2023 年におけるグリーンボンド発行額は 6,524 億ドルに上り、パリ協定が採択された 2015 年の同 493 億ドルからおよそ 13 倍の規模に増加した³。その一方で、排出削減困難な産業の脱炭素化に向けた投資実行を支援するトランジション・ファイナンス市場の成長ペースは、必要とされている規模に遠く及ばないことが指摘されている⁴。

国際資本市場協会（ICMA）によれば、明確なラベルを有しているトランジション・ボ

¹ United Nations, “Secretary-General’s statement at the closing of the UN Climate Change Conference COP28,” December 13, 2023.

² 「今年は『トランジションファイナンス』が重要テーマ、気候巡る議論成熟」『ブルームバーグ』2024 年 1 月 11 日。

³ ブルームバーグのデータに基づく。データ取得時点は 2024 年 4 月 30 日。

⁴ Ernst & Young, “How to accelerate transition finance for net zero,” November 20, 2023.

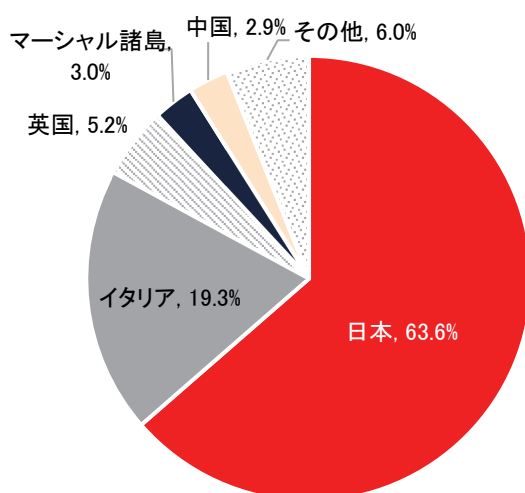
ンドの残高は、サステナブル・ボンド⁵市場全体の 1%にも満たない⁶。明確なトランジション・ボンドのラベルを有していないものの、排出削減困難な産業に属する企業が発行するグリーン／サステナビリティ・ボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）も、広義のトランジション・ボンドであると言える。しかし、これらの債券のうち、排出削減困難な産業に属する企業が発行するものの比率は 3.6%に過ぎないのが現状である。

ラベル付きトランジション・ボンドの市場は、近年アジアを中心に拡大している。ラベル付きトランジション・ボンドの 2024 年 4 月現在の発行残高を見ると、発行体は日本企業が中心となっているほか、2022～2023 年にかけては中国企業による発行も見られた⁷

（図表 1）。英国の非政府機関（NGO）の気候債券イニシアチブ（CBI）はこの背景について、日本及び中国のトランジション・ボンド市場拡大を後押しする政策の効果を指摘している。一方、欧州企業によるトランジション・ボンドの発行は、イタリア、英国及びフランスの一部の発行体を除き、限定的な規模に留まっている。

こうした現状を鑑みると、トランジション・ボンド市場は成長を続けているものの、グリーンボンド市場等の他のサステナブル・ボンド市場と比較すると発展の余地があると言える。特に、グリーンボンドの活用が他の地域と比較して大きく進んでいる欧州が、トランジション・ボンドの活用で後れを取っている点は、注目に値する。

図表 1 トランジション・ボンドの国別発行残高



（注） ブルームバークの銘柄分類に基づき集計。

データ取得時点は 2024 年 4 月 30 日。

（出所） ブルームバークより野村資本市場研究所作成

⁵ サステナブル・ボンドとは、持続可能性に着目して発行される債券一般を指す。グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティ・ボンド、SLB、トランジション・ボンド等が含まれる。（Principle for Responsible Investment, “Mapping the role sustainable bonds play in the fixed income market,” July 19, 2023）

⁶ International Capital Market Association, “Transition Finance in the Debt Capital Market,” February 14, 2024.

⁷ Climate Bonds Initiative, “Global State of the Market Report 2022,” April 18, 2023.

2. 市場拡大を阻害している要因

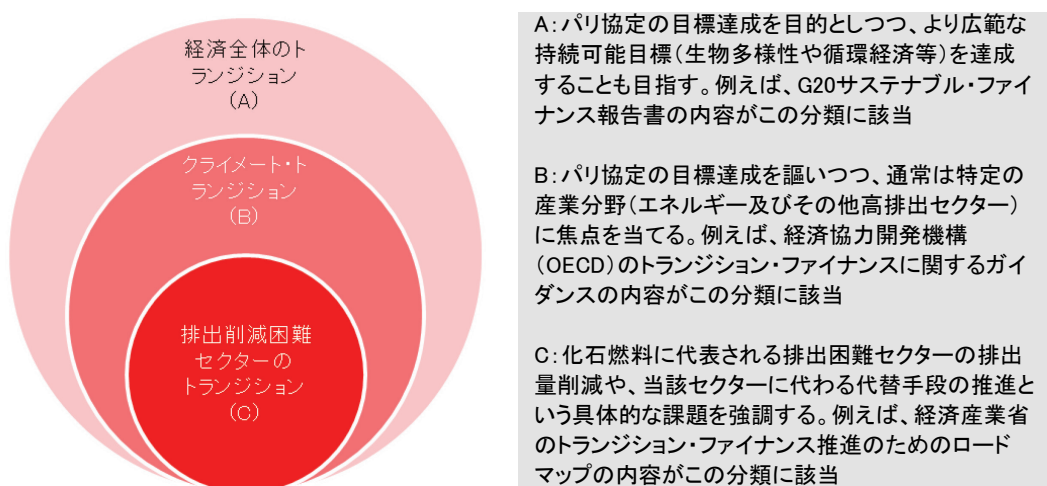
ICMA は、トランジション・ボンド市場の拡大が限定的なものに留まっている背景として、2つの要因を指摘している。一つ目は、トランジションの定義や、トランジションに値する技術・移行経路等を巡るコンセンサスが欠如していることである。

ICMA は、現時点において、トランジションの定義には少なくとも3種類のバリエーションが存在していると指摘している⁸（図表2）。

様々な国・地域が経済活動の分類基準（タクソノミー）において「移行活動」を定義しているものの、移行活動の定義や分類方法、分類に用いる基準等がそれぞれ大きく異なっていることも指摘されている。例えば、CFA インスティテュートによれば、EU タクソノミーにおいて78種類の活動が移行（またはそれに準ずる）活動として分類されているのに対して、マレーシアのタクソノミーにおいて移行活動に分類される活動は、実に422種類に上っている⁹。

二つ目の阻害要因は、グリーンウォッシュ¹⁰懸念である。昨今、サステナブル・ファイナンス市場において、グリーンウォッシュ懸念は大きな課題の一つとなっている。トランジション・ファイナンス市場では、現時点で持続不可能な高排出産業等への資金提供が行われることが多く、発行体にはグリーンウォッシュによって資金調達コスト引き下げを図る強いインセンティブがあることが指摘されている¹¹。また、既述したコンセンサスの欠

図表2 トランジションを巡る複数の定義（イメージ図）



（出所）ICMA, “Transition Finance in the Debt Capital Market,” February 14, 2024、より野村資本市場研究所作成

⁸ 前掲脚注6参照。

⁹ CFA Institute Research & Policy Center, “Navigating Transition Finance: An Action List,” March 27, 2024.

¹⁰ グリーンウォッシュとは、ある組織が環境保全への取り組みについて虚偽の宣伝をしたり、実態以上に見せかけたりする行為のことを指す。（Becker-Olsen and Potucek, “Greenwashing,” Encyclopedia of Corporate Social Responsibility, January 27, 2013）

¹¹ CESifo, “Transition Finance and its Relationship to Green Finance,” January 2023.

如を鑑みると、トランジション・ファイナンス市場におけるグリーンウォッシュ懸念はさらに深刻なものになっていることが推察される。

EUでは、これら2つの阻害要因の影響が特に大きくなっていると考えられる。EUにおけるトランジション・ファイナンスを巡る規制は、サステナブル／グリーン・ファイナンスの規制と比較すると整備はこれからという段階とみられる。こうした事情により、トランジション・ファイナンスは、EUの市場参加者や最終投資家から、グリーンウォッシュリスクが高い投資対象であると見なされている可能性があると考えられる。

例えば、EUにおける主要なESG規制の一つであるサステナブル・ファイナンス開示規則（SFDR）¹²は、ESGファンドに分類される金融商品（SFDR第8条及び同第9条ファンド）を提供する資産運用会社に対して、「サステナブル投資」を巡る定性的・定量的な情報開示を義務付けている。一方で、SFDRは、トランジションに寄与することを目的とする金融商品について、ラベリングや情報開示ルールを現時点では明示的に定めていない。こうした現状は、上述した2つの阻害要因の悪影響を深刻化させる方向に作用しており、EUの資産運用会社がトランジション・ボンド等の関連資産に投資を行うインセンティブを削いでいる可能性があると言えよう。

Ⅲ トランジション・ファイナンスの推進を呼びかける EU

前章で述べた通り、トランジション・ファイナンス市場には、さらなる発展の余地があると考えられる。特に欧州については、トランジション・ボンドの発行状況から示唆される通り、市場の活用が限定的なものに留まっているのが現状である。

こうした中、法律の提案を行う唯一のEU機関であり、かつEU法の執行を確保する責務を負う欧州委員会から、トランジション・ファイナンスの活用を促す情報発信が積極化し始めていることが注目される。欧州委員会のマリード・マクギネス委員は2024年1月の講演で、持続可能な経済を実現するための鍵となるイノベーションを促進する要因として、トランジション・ファイナンスの活用促進を挙げた¹³。その上で、「私たちはグリーンとブラウン（に分類される経済活動）だけではなく、トランジション及びトランジション・ファイナンスについての議論により焦点を当てる必要がある」と発言した。マクギネス氏は、欧州委員会において金融サービス担当の委員を務めており、EUのグリーン・ファイナンス戦略を発展させるというミッションを抱えている。マクギネス氏による情報発信は、EUがトランジション・ファイナンスの推進に前向きになってきていることを示唆していよう。

¹² SFDRについては、板津直孝「ESG投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正―日米欧のファンドのESGウォッシュ規制動向―」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号、磯部昌吾・富永健司「EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始―遅延する細則策定と各社の対応―」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号、を参照のこと。

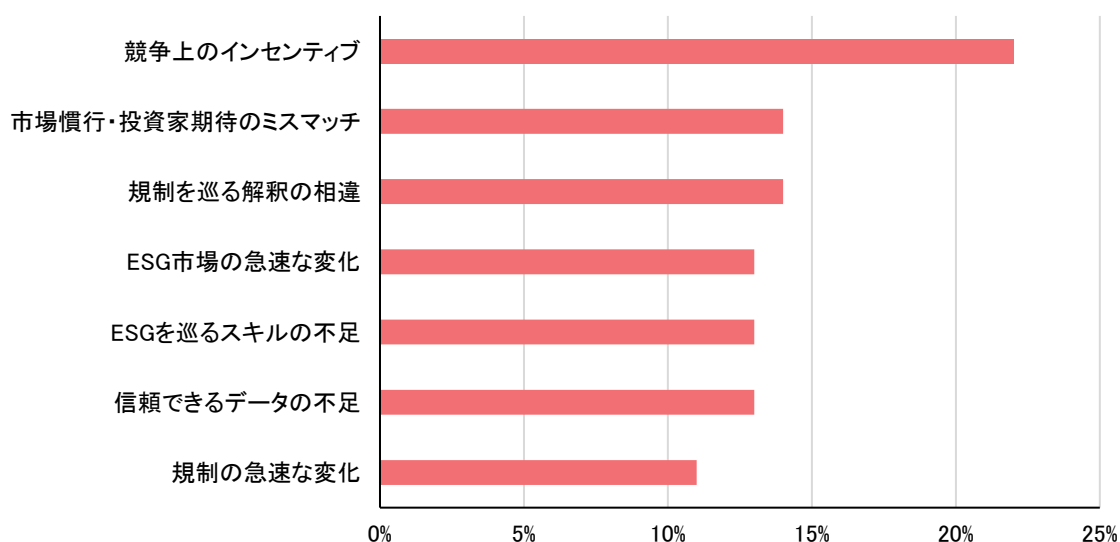
¹³ European Commission, “Keynote speech by Commissioner McGuinness at the EU Sustainable Investment Summit 2024,” January 24, 2024.

マクギネス氏によるこうした情報発信の背景には、トランジション・ファイナンスの活用促進を通じて、サステナブルな金融商品の供給を増やしたいという EU の意図が働いている可能性がある。欧州証券市場機構（ESMA）の分析によれば、EU において「サステナブル」であると広く合意されている金融資産（例えば、EU タクソノミーに準拠した資金使途を明示するグリーンボンド等）の供給が不足しており、これがグリーンウォッシュ問題の深刻化に繋がっていることがあり得る¹⁴。

EU の資産運用会社は、環境・社会・ガバナンス（ESG）ファンドへの持続的かつ強い需要と同時に、サステナブルな金融商品の供給不足という状況に直面している。こうした中、運用会社は市場シェアや収益獲得のため、幅広い合意を有しているサステナブル金融資産「以外の」資産を組み入れた金融商品を、サステナブルであると宣伝する必要性に駆られている。ESMA は、こうした現状がグリーンウォッシュの深刻化を生み出していると主張しているわけである。実際、ESMA が実施したサーベイによれば、グリーンウォッシュ発生を促す要因として最も多く指摘されたのは「競争上のインセンティブ」、すなわち資産運用会社が市場シェアや収益獲得を図るために、グリーンウォッシュと言われかねないビジネスを行っている可能性があるという構図であった（図表 3）。

以上の ESMA による分析に基づけば、金融商品の供給者（発行体等）及び需要者（資産運用会社、最終投資家等）をはじめとする幅広いステークホルダーが合意でき、かつ適切に規制されたトランジション・ファイナンス市場の拡大は、サステナブルな金融商品の供給増を通じて、EU におけるグリーンウォッシュ問題の改善に貢献する可能性を秘めていると言えるだろう。

図表 3 グリーンウォッシュ発生の主因



（出所）ESMA, "Progress Report on Greenwashing," May 31, 2023、より野村資本市場研究所作成

¹⁴ European Securities and Markets Authority, "Progress Report on Greenwashing," May 31, 2023.

IV ICMA が提案する政策の方向性と EU 及び英国の取り組み

ICMA は、トランジション・ファイナンス市場の拡大を促進し得る施策として、大きく 2 つの方向性を示している¹⁵。一つ目は、政府及び市場によるガイダンスの整備である。具体的には、タクソノミーにおける移行活動の考慮・発行体に対するガイダンスの整備に加え、移行経路・ロードマップの策定等が挙げられている。二つ目は、企業による標準化された移行計画の開示促進である。これは、下図で示している 3 つの経路を通じて、トランジション・ファイナンスの発展に寄与し得るとされている（図表 4）。

近年、これら 2 種類の施策に関連する取り組みが、EU 及び英国それぞれで見られている。EU では、欧州委員会が 2023 年 6 月 13 日に公表した「トランジション・ファイナンス勧告」を通じて、企業がトランジション・ファイナンスを活用するためのガイダンスを提供した。英国では、トランジション・プラン・タスクフォース（TPT）が公表した移行計画の開示フレームワーク（以下開示フレームワーク）を契機に、企業による標準化された移行計画の開示促進が図られている。以下では、それぞれについて概要を紹介する。

図表 4 移行計画がトランジション・ファイナンスの発展にもたらし得る効果

● 戦略的背景を提供することにより、発行体のトランジション及び持続可能性に関するコミットメントの一貫性を評価するための材料となる
● 発行体が、個々のプロジェクトや投資計画を巡るカーボンロックイン批判を回避するための材料となり得る
● 発行体が SLB を発行する際の重要業績評価指標 (KPI) 選定をサポートしつつ、KPI 達成に失敗した際に、企業のコントロールが及ばない状況の影響を評価するための材料となる

（出所）ESMA, “Progress Report on Greenwashing,” May 31, 2023、より野村資本市場研究所作成

1. 欧州委員会による「トランジション・ファイナンス勧告」公表

欧州委員会は 2023 年 6 月、サステナブル・ファイナンスを巡る政策パッケージを公表した¹⁶。同パッケージは、EU におけるサステナブル・ファイナンスの規制枠組み強化に加えて、トランジションを図るためのプロジェクトや技術に対する民間資金の活用促進を目的に掲げている。具体的には、ESG 評価機関に対する規制案、EU タクソノミー委任法、トランジション・ファイナンスを巡る勧告の 3 要素で構成されている。

トランジション・ファイナンス勧告は、EU におけるトランジション・ファイナンスの定義を提示した上で、既存のツールや枠組みが、将来サステナブルになることを目指す企業をサポートするために活用できることをガイダンスとして示している¹⁷。

¹⁵ 前掲脚注 6 参照。

¹⁶ European Commission, “Sustainable finance package,” June 13, 2023.

¹⁷ European Union, “Commission Recommendation (EU) 2023/1425 of 27 June 2023 on facilitating finance for the transition to a sustainable economy,” June 27, 2023.

例えば、企業は EU タクソノミーを設備投資計画における目標設定のツールとして利用し、その目標を自主的に開示することで、当該設備投資に対する資金を募ることができるとしている。より具体的には、5 年（例外的に 10 年）以内に EU タクソノミーの基準を満たすことが見込まれる設備投資計画について、企業がこれを「タクソノミー準拠」とした上で、グリーンボンドや SLB 等による資金調達を試みることができると明示している。

一方で、より長い期間で EU タクソノミーの基準を満たすことを目指す設備投資計画については、中間目標として「著しい害を及ぼさない（DNSH）基準¹⁸」を採用し、これを企業の移行計画に盛り込むこともあり得ると述べている。これにより、当該企業はトランジションに向けた姿勢をアピールすることができるというわけである。

トランジション・ファイナンス勧告が提供するガイダンスは、企業のトランジション・ファイナンスを巡る戦略立案や情報開示の見直しに寄与し得るという意味で、有用であると考えられる。しかしその一方で、一部の業界関係者は EU に対し、トランジション・ファイナンスの利用促進に繋がるより踏み込んだ政策対応を求めている。

責任投資原則（PRI）は、2024 年 3 月に公表した「2030 年の EU 政策ロードマップ」において、産業別ロードマップの策定や、EU タクソノミーの拡張等の政策提言を盛り込んでいる¹⁹。また、ドイツ銀行協会も、産業別ロードマップの策定を提言している²⁰。特に、排出削減困難な産業に関するロードマップの策定は急務であると主張している（図表 5）。

トランジション・ファイナンス勧告は、既存のツールや枠組みの活用方法を改めて周知することに主眼を置いており、これらの業界関係者が提案する施策についての言及は含んでいない。しかし、それぞれの施策について、EU レベルでの検討作業は行われている。

図表 5 トランジション・ファイナンスを巡る EU への政策提言（抜粋）

政策提言主体	提言のトピック	提言概要
PRI	産業別ロードマップの策定	欧州気候法第 10 条に基づき、2040 年の気候変動目標を定めるプロセスの一環として、気候変動に影響の大きい産業のネットゼロ・ロードマップを速やかに策定する。当該ロードマップ策定にあたっては産業界・金融業界・市民と協力し、気候変動に関する欧州科学諮問委員会(ESABCC)からの助言を勧案する。
	EU タクソノミーの拡張	サステナブル・ファイナンス・プラットフォーム(PSF)の報告書を参考にして、EU タクソノミーの拡張に着手する。PSF が提案する枠組み（いわゆる信号機型区分）の導入により、EU タクソノミーの移行ツールとしての有用性がさらに高まると考えられる。
独銀行協会	産業別ロードマップの策定	各国政府は、EU の気候変動目標に沿った、明確な産業別ロードマップを策定すべきである。気候危機の緊急性を鑑みれば、排出削減困難な産業に関するロードマップの策定が優先されるべきである。

（出所）PRI “2030 EU POLICY ROADMAP,” March 5, 2024; The Association of German Banks, “Considerations for an EU framework for Transition Finance,” August 25, 2023、より野村資本市場研究所作成

¹⁸ DNSH は、EU タクソノミーや SFDR 等の規制において使用される概念。EU タクソノミーにおける「サステナブルな経済活動」は、6 種類の環境目標のいずれに対しても「著しい害を及ぼさない」という基準を満たす必要がある。

¹⁹ Principle for Responsible Investment, “2030 EU POLICY ROADMAP,” March 5, 2024.

²⁰ The Association of German Banks, “Considerations for an EU framework for Transition Finance,” August 25, 2023.

産業別ロードマップについては、欧州委員会及び EU 産業フォーラムにより「見取り図（Blueprint）」と題する文書が公表されている²¹。EU タクソノミーについては、欧州委員会の諮問機関であるサステナブル・ファイナンス・プラットフォーム（PSF）が、タクソノミーの拡張を提案する報告書を公表している²²。加えて、独仏財務省は 2023 年 9 月に公表した「資本市場同盟を巡る独仏ロードマップ」において、EU タクソノミー拡張の必要性を明示している。欧州議会選挙を経た 2024 年以降、これらの「より踏み込んだ政策対応」が実行に移されるのか、注目と言えよう。

2. 移行計画の開示促進でイニシアチブを取る英国

1) ネットゼロ金融センターを目指す英国

英国政府は、主催国として臨んだ COP26 において、ロンドンが世界初のネットゼロ金融センターになることを目指すと宣言した²³。これを実現するにあたり、英国政府からは、①英国の金融機関が強固な移行計画を策定・実行すること、②資金フローが英国のネットゼロ目標と整合的であることを確認すべく、金融機関に対する強力な監視を行うこと、の 2 点を図ることが併せて表明された。

英国政府はさらに、移行計画に関して 2 つの方針を示した。一つ目は、英国企業に対して移行計画の公表を義務付けることを求めていくというものである。二つ目は、移行計画の「ゴールドスタンダード（標準）」を策定すべく、英財務省が専門家で構成されたタスクフォース、すなわち TPT を組織するというものである。

このように、英国政府は、企業や金融機関に対して標準化された移行計画の策定及び開示を求めることで、国としてのネットゼロ目標を達成しようとしている。他方でもこうした動きは、上述した ICMA が示した政策の方向性と合致するものであることから、トランジション・ファイナンス市場の拡大にも寄与し得ると解釈できよう。

2) TPT による移行計画の開示フレームワーク公表

TPT は 2023 年 10 月、移行計画の開示フレームワークを公表した²⁴。開示フレームワークは、企業がカーボンニュートラルを実現するための具体的な計画を策定し、それを開示する手順につき、指針を提供するものである。上述した通り、開示フレームワークの公表は、トランジション・ファイナンスの先行きを見通す上でも注目すべき動きであると言える。

開示フレームワークは、「原則」「開示要素」「開示サブ要素」の 3 層で構成されている（図表 6）。

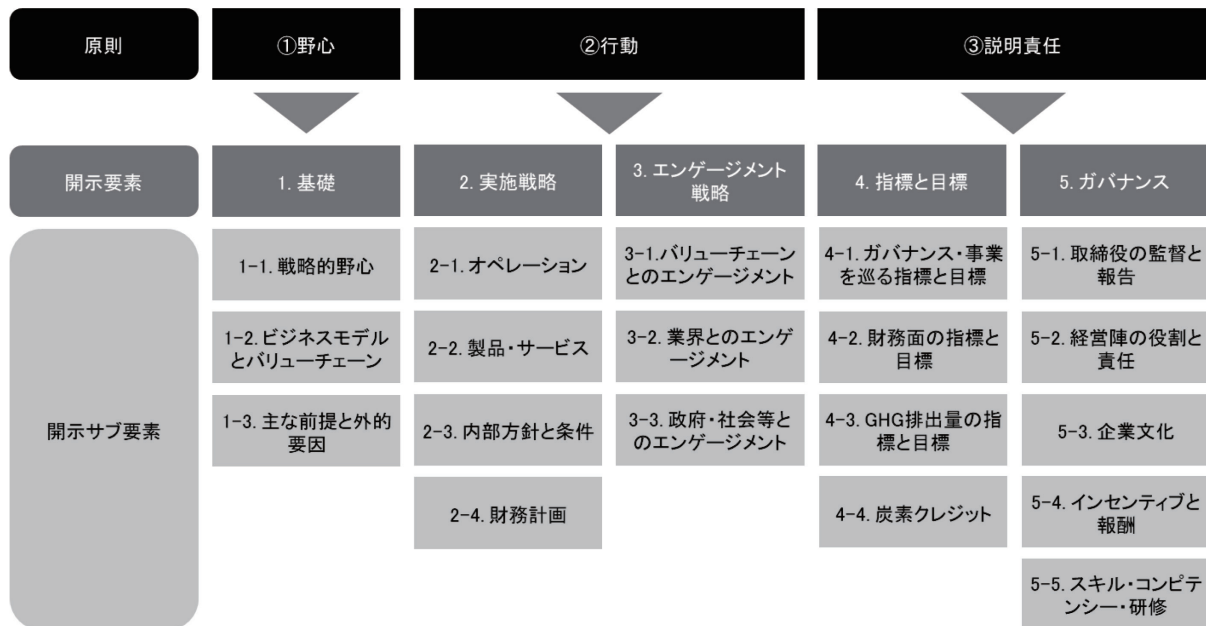
²¹ European Commission, “Blueprint for the development of transition pathways for industrial ecosystems,” March 29, 2022.

²² Platform on Sustainable Finance, “The Extended Environmental Taxonomy,” March 22, 2022.

²³ HM Treasury, “Fact Sheet: Net Zero-aligned Financial Centre,” November 2, 2021.

²⁴ Transition Plan Taskforce, “TPT Disclosure Framework,” October 9, 2023.

図表 6 TPT 移行計画開示フレームワークの概要図



(出所) TPT, “TPT Disclosure Framework,” October 9, 2023、より野村資本市場研究所作成

第一層の「原則」は①野心、②行動、③説明責任、の3要素から成り、それぞれ下表のように解説されている（図表7）。

開示フレームワークの第二層にあたる「開示要素」は、5要素を含んでいる。そして、各開示要素に紐付けられる19の「開示サブ要素」がフレームワークの第三層として提示されている。「開示要素」は、GFANZが公表している移行計画のフレームワークと整合的な内容となっており、移行計画におけるグッド・プラクティスを構成する要素であるとされている。

図表 7 TPTによる移行計画開示フレームワークにおける「原則」の概要（抜粋）

原則①: 野心	優れた移行計画は、気候変動に関する最新の科学的知見から生じる「行動の緊急性」を反映したものでなければならない。また、パリ協定における「国が決定する貢献(NDC)」のような、各国政府によるコミットメントとの整合性が図られている必要がある。また、全ての経済主体は相互依存的なシステムの中で活動していることから、企業は自らの気候変動目標の追及が、他の持続可能性目標や他の経済主体に及ぼす影響を考慮すべきである。
原則②: 行動	移行計画は、野心的な目標及び優先事項を、短期・中期・長期の具体的なステップに落とし込むものであるべきである。また、戦略的野心の達成に貢献する行動のロードマップについて、移行計画の中で強調すべきである。優れた移行計画は、スコープ1～3の排出量を考慮し、炭素クレジットの購入よりも直接的な排出削減を優先するものである。
原則③: 説明責任	移行計画は、企業の広範な経営戦略と一体となっているべきものである。従って、移行計画の遂行は、事業及び財務計画、ガバナンスを巡る組織内のプロセスに完全に統合されるべきである。企業は、定量的な指標や目標に対する進捗状況の年次報告を含む移行計画に関する情報を、財務報告の中に含めて公表すべきである。

(出所) TPT, “TPT Disclosure Framework,” October 9, 2023、より野村資本市場研究所作成

TPT は、上記で概観される開示フレームワークを補完する資料を多く公表している。具体的には、フレームワークに沿った開示を行うための各種ガイダンスやケーススタディに加えて、セクター別のガイダンス等も提供している。企業が参照できる詳細な資料が充実していることは、開示フレームワークの大きな特徴の一つと言えよう。

開示フレームワークの公表を受けて、英国では、当該フレームワークに沿った開示を義務化することが予定されている。金融行為監督機構（FCA）は 2023 年 8 月、上場企業による開示フレームワークに沿った移行計画開示について、2024 年中に市中協議を実施する予定であるとした²⁵。現時点では、2025 年 1 月開始の会計年度より、上場企業に対して新たな開示義務が課せられることが予定されている。

開示フレームワークを含む TPT の取り組みは、英国外からも大きな注目を集めている。開示フレームワークは、GFANZ や国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）との相互連携が図られている上、上述の通り企業に対する詳細なガイダンス等が充実している。移行計画の開示を検討する英国外の企業にとっても、大いに参考になる内容であると言えよう。実際、TPT によれば、TPT の取り組みは日本を含む多くの国・地域に注目されており²⁶、移行計画の「ゴールドスタンダード」導入の動きが英国外に拡大する可能性もあり得よう。

V 今後の注目点と日本への示唆

欧州は近年、トランジション・ファイナンスの活用に向けて徐々に前向きな姿勢を示しており、上述の通り具体的なアクションを起こし始めている。これらのアクションを契機に、これまで成長が限定的であった欧州によるトランジション・ファイナンスの活用促進が見られれば、当該市場の成長がさらに加速する可能性があると言えよう。

標準化された移行計画開示の拡がり、トランジション・ファイナンス市場拡大の基盤となり得る。この点を鑑みると、TPT による開示フレームワークを中心とした英国の取り組みが移行計画の標準化や開示促進に寄与するか否かという点は、日本を含む英国外の各国・地域にとっても大いに注目されよう。

一方で、トランジション・ファイナンス市場及びそれを取り巻く制度は、日本を中心として、相応に整備が進んでいるという現状がある。日本政府は、2023 年 11 月にクライメート・トランジション・ボンド・フレームワークを公表し、2024 年 2 月には、世界初の政府によるトランジション・ボンドであるクライメート・トランジション・ボンドを発行した²⁷。こうした日本の取り組みは、ICMA や CBI といった国際的な機関からも一定の評

²⁵ Financial Conduct Authority, “Primary Market Bulletin 45,” August 10, 2023.

²⁶ Transition Plan Taskforce, “Latest transition plan resources published today,” April 9, 2024.

²⁷ クライメート・トランジション・ボンドについては、江夏あかね「日本国政府による GX 経済移行債の発行開始ークライメート・トランジション利付国債の論点ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年春号、を参照のこと。

価を得るに至っている²⁸。また、上述した通り、トランジション・ファイナンス市場の成長が阻害されている背景として、同市場を巡る定義や基準が統一されていないことが挙げられている。これらの現状を鑑みると、これから市場拡大を図っていく段階にある欧州においては、トランジション・ファイナンスを巡る諸制度・規制につき、先行地域との整合性を意識するとともに、市場拡大・活性化の阻害に繋がりがねない過度に制限的な内容とすることを避けることも求められよう。

EU が産業別ロードマップの策定に向けて検討を進める場合、日本の制度、すなわちトランジション・ファイナンス推進のためのロードマップは、先行事例として参照される可能性がある。翻って、日本政府を含む日本のラベル付きトランジション・ボンドの発行体は、欧州の議論も意識した移行計画の開示促進を進めることで、国内外のトランジション・ボンド市場全体の信認をさらに得ることに寄与する可能性があるだろう。

²⁸ Climate Bond Initiative, “Japan’s Climate Transition Bond,” February 14, 2024.