

# アジアのサステナブルファイナンス

国際資本市場協会 (ICMA) マネージング・ディレクター、  
アジア太平洋地域事務所代表 ムシュタク・カパシ

気候変動が人間社会によって加速され、地球に予測不能かつ広範な影響を及ぼす可能性があるということは科学的証拠が示している。この影響を緩和するため、経済の転換に向けた投資や私達の居住場所を守るための投資に取り組まなければならない。アジアの新興国市場では、気候変動の緩和および適応に必要な投資額は年間1.1兆ドルに達すると推計されている。金融市場は、環境的・社会的な利益のための投資を呼び込み、資金の流れを作る重要な役割を担っている。

## ICMAの原則とサステナブル債市場

国際資本市場協会 (ICMA) は、サステナビリティに特化した金融商品を対象とする一連の市場向けガイダンスを初めて幅広く普及させるなど、グローバルなサステナブルファイナンス市場を牽引する役割を果たしている。ICMAは2014年にグリーンボンド原則を公表し、その後、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド原則、サステナビリティ・リンク・ボンド原則を公表した。このうち、グリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド原則は、資金用途を特定する形式で策定されたものであり、債券の発行によって調達した資金を持続可能性に関する目標に充当するよう求めている。これに対して、サステナビリティ・リンク・ボンド原則では、資金用途に制約を設けず、発行体 (企業や政府) に対して、野心的なサステナビリティの指標・目標を設定することと、債券保有者への支払いを具体的な持続可能性に関する目標の進捗状況と連動させることを求めている。

全世界で発行された「サステナブル」ラベル付き債券の97% (総額4.6兆ドル) が、上記の原則に基づくものである (一部の中国およ

び米国の地方債を除く)。このうちアジア市場の発行額は約1兆ドルであり、昨年1年間に約2,000億ドルが発行されている。

これは確かに大きな前進ではあるが、必要とされる資金の総額、さらには世界全体の債券市場の規模 (140兆ドル) と比べると、依然として小規模にとどまる。また、公募と私募のいずれの市場においても、化石燃料やその他の炭素集約型産業向けの資金調達の割合が依然として大きいことを、認識せざるを得ない。さらに、本稿の範囲外ではあるが、非効率的な価格決定メカニズムや環境コストの過小評価という形で、各国政府が化石燃料向けの補助を継続していると主張することも可能であろう。

債券市場に話を戻すと、全世界で発行される債券の30~40%程度が国際資本市場における起債 (グローバル債) であるのに対して、アジアの発行体の場合はグローバル債の割合が10~15%程度にとどまることが、ICMAの調査において確認された (金額ベース、直近数年間のデータ)。その一方で、アジアの発行体が2024年に発行したグローバル債のうち、サステナブルボンドの割合が21%を超えたのに対して、グローバル債全体に占めるサステナブルボンドの割合は9%にとどまった。このことから、アジアの国際資本市場には発展の余地があることと、アジアのサステナブルファイナンス商品はグローバル投資家から特に高い支持を集めていることが確認できる。

## アジアのサステナブルファイナンス市場

言うまでもなく、アジアは広大で多様性に富んだ市場である。人口は48億人と世界の全人口の59%を占め、発展段階の異なる市場が



数多く存在する。それでも、地域全体に共通する特徴を見出すことは可能である。人口密度が高く、沿岸部に多くの巨大都市が存在し、農業への依存が高いため、気候変動がもたらす台風、干ばつ、洪水の潜在的なリスクが高い。また、エネルギーの供給において、他の地域と比べて石炭への依存が際立っている。石炭エネルギーのシェアは全世界では30%未満であるのに対して、アジアでは50%程度であり、その多くは中国と東南アジア諸国連合（ASEAN）の新しい世代の発電所からの供給である。さらに、新興の中産階級の規模が非常に大きく、10年後には現在の20億人から35億人に増加すると予想されている。このため、炭素排出量の削減に向けた取り組みは、経済の発展や貧困の根絶という目標と両立させる必要がある。実際のところ、サステナブルボンド市場では、アジアの銘柄はソーシャルボンドや（ソーシャルとグリーンの要素を合わせた）サステナビリティボンドの比率が高く、社会的投資を資金使途の全部または一部とする銘柄が半分以上を占めている（世界全体では25%未満）。

このため、全般にアジアのサステナブルファイナンス市場では、実践的でありながら一貫性の高いアプローチが採用され、「グリーンの定義」よりも、「最も効率的かつ現実的な方法でどのように気候変動目標を実現するか」が問われる傾向にある。

## トランジション・ファイナンスの指針－ICMAおよび日本政府

このような発想は、すでにグリーンである企業やプロジェクトに対するファイナンスにとどまらず、企業や産業全体のグリーンへの転換を可能にすることを目指したトランジション・ファイナンスの根底に存在する。ICMAが2020年12月に初めて公表した「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（CTFH）」は、確実性と信頼性を備えた気候トランジション戦略を示すために、サステナブルファイナンスの発行体が最低限採用すべきステップと基準を推奨している点で、当時としては先進的であったと言えよう。

CTFHは発行体に対して、気候トランジションに関連する目的の資金調達に関する指針を提供している。主な推奨事項は以下の通りである。

1. **気候トランジション戦略とガバナンス**：発行体は気候変動リスクの削減を目的とする明確で野心的な企業戦略を策定した上で、戦略をモニタリングするための透明性の高いガバナンス構造を構築すべきである。
2. **環境マテリアリティ**：ビジネスモデルにおいて環境問題、特に温室効果ガスの排出量削減に重点を置くべきである。
3. **科学的根拠に基づく目標**：気候トランジションに関する戦略と目標は、パリ協定などにおいて規定される科学的根拠に基づく目標との整合性を図るべきである。
4. **実践面での透明性**：発行体は、資金使途（設備投資・事業運営費）やインパクトの計測方法などを含めて、気候トランジション計画に関する高い透明性を確保すべきである。

CTFHは2023年に改訂され、スコープ3排出量の報告に関する指針、科学的根拠に基づく排出量削減の経路、地球の平均気温上昇を2°Cを大幅に下回る水準にまで地球温暖化を抑制するシナリオとの整合性などの項目が盛り込まれている。また、炭素コストの前提条件に関する詳細、炭素集約的な事業活動の段階的廃止計画、カーボン・ロックインに関する情報開示など、アジア諸国に深く関連するポイントも示されている。

CTFHは炭素集約型産業に属する企業にとって特に実用的であり、「グリーン」や「サステナブル」のラベル付き債券を発行する際の風評リスクの削減に寄与する。ICMAの指針は、資金使途限定債券とサステナビリティ・リンク・ボンドの両方に該当する潜在的なテーマとして、トランジションを位置付けるとともに、特定の案件に「トランジション・ボンド」や「トランジション・ローン」などのラベルを設定したい発行体の意向についても考慮に入れている。



また、日本政府の取り組みもこの分野に深く関連する。気候トランジションの発想を取り入れた金融エコシステムを構築する具体的なイニシアティブにおいて、日本はグローバル・リーダーの役割を果たしてきた。日本の金融庁、経済産業省、環境省が共同で策定した「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、CTFHをモデルとしている。CTFHをはじめとする指針は、組織レベルでの情報開示と戦略に重点を置いたものである。

2021年以降、経済産業省は温室効果ガス多排出産業向けのロードマップを公表し、戦略的なステップや実用化が期待されるテクノロジーと合わせて、2050年までのカーボンニュートラル実現に向けた工程表を提示している。また、「トランジション・ファイナンスにかかるフォローアップガイダンス」を公表することで、気候に関連する目標の達成と戦略の必要に応じた採用を可能にするための対話を、投資家と企業が誠実かつ体系的に続けるための方法を提示している。直近では、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」を公表するとともに、公的部門のトランジション・ファイナンスの取り組みを調整する世界初の試みとして、「脱炭素成長型経済構造移行推進機構（GX推進機構）」を設立している。

トランジション・ファイナンスを巡る動きは日本にとどまらず、アジア太平洋地域全体の市場に広がりを見せている。2023年10月には、東南アジア10カ国の証券規制当局から構成される「ASEAN資本市場フォーラム（ACMF）」が「トランジション・ファイナンス・ガイダンス」を公表し、必要に応じて関連するリソースを利用しつつ、資本市場から資金を調達する目的でASEANにおける信頼性のある移行計画を策定したり、評価したりするための指針を提供している。その目指すところは、移行中の企業にファイナンスが提供されるよう金融機関の取り組みを促進することと、企業がより野心的で信頼性のある移行計画を策定するためのイ

ンセンティブを創出することにある。

将来的には、ICMAの気候トランジション・ファイナンス作業部会は、トランジション・ファイナンスのプロジェクトと既存の公的／市場ガイドラインのマッピングなどを基に、市場向けの追加的な指針の策定を優先して進める方針である。また、この作業は、CTFHおよびその他の関連する既存の指針において、見直しが必要な点を洗い出す上でも有益である。

## サステナブルファイナンスの発展に向けた次のステップ

ICMAはより広範に、ただしトランジションに関連する範囲で、それ自体はグリーンではないものの、グリーン・プロジェクトのバリューチェーンにおいて重要な役割を果たす「グリーン・イネープリング・プロジェクト」に関する指針を公表している。また、市場のステークホルダーと共同で、トランジション戦略の下でサステナブルボンドの発行によって資金を調達した、環境・社会プロジェクトのインパクト・レポートの指針策定を進めている。さらに、サステナブルファイナンスの分野では、データ分析、レポート、リスク評価などさまざまなレベルで、テクノロジーと人工知能（AI）がより重要な役割を果たしていること、また、アジアがイノベーションの多くを牽引していることにも言及しておきたい。

ICMAは2025年11月に、総原則（前述の諸原則の総称）の第11回年次総会を東京で開催する予定である。これはサステナブルボンド市場における重要な国際年次イベントであり、アジアで世界的なコンファレンスが開催されることは、サステナブルファイナンスの世界的発展におけるアジアと日本のサステナブル市場の重要性を証明するものである。

本内容は参考和訳であり、原文（Original）と内容に差異がある場合は、原文が優先されます。



[原文 (Original)]

## Asia's Sustainable Finance

**Mushtaq Kapasi, Managing Director, Chief Representative,  
Asia Pacific, International Capital Market Association**

If we accept the scientific evidence that human societies have accelerated climate change, and that the effects on our planet may be wide-ranging and unpredictable, then we must invest to transform our economies to mitigate these effects, and also invest to protect the places where we live. The amount of investment required in Asian emerging markets for climate mitigation and adaptation has been estimated as US\$ 1.1 trillion per year. And the financial markets have an important role to play to help source and channel capital investment for environmental and social benefit.

### ICMA Principles and the sustainable bond market

The International Capital Market Association (ICMA) has been at the forefront of global sustainable finance, with the first set of widely used market guidance for financial products dedicated to sustainability. These are the Green Bond Principles, introduced in 2014, followed more recently by the Social Bond, Sustainability Bond, and Sustainability-Linked Bond Principles. The Green, Social, and Sustainability Bond Principles are based on use of proceeds—in other words, the money raised through these bonds must be directed towards sustainable ends. The Sustainability-Linked Bond Principles, by contrast, allow use of proceeds for any purpose, but require an issuer such as a company or a government to set ambitious sustainability metrics and targets, and link the economic payments on the bond to the company's progress toward these concrete sustainable goals.

The Principles together now serve as the foundation for 97% of all bonds labelled as “sustainable” worldwide -- a total of US\$4.6 trillion in issuance (excluding certain Chinese and US municipal issuances). Approximately US\$1 trillion of this total has come from Asia, with US\$200 billion last year.

This is considerable progress, but the volumes are still small compared to the total amount of financing needed, not to mention the global fixed income securities market which has a size of US\$140 trillion. We also must admit that a large amount of financing, not only in the public bond markets but also in private markets, continues to go toward fossil fuel and other carbon-heavy industries. Also, though beyond the scope of this article, it may be argued that governments continue to subsidize fossil fuels, through inefficient pricing mechanisms as well as underaccounting of environmental costs.

Focusing back on the debt capital markets, ICMA research has shown that in recent years 10-15% of bonds by volume from Asian issuers are offered internationally, that is, outside the domestic markets, compared to 30-40% of bonds globally. But if we examine the international bonds from Asia, we find that more than 21% of these bonds by volume were sustainable in 2024, compared to 9% of international bonds from all issuers globally. This means that the international capital markets in Asia still have room to grow, and that Asian sustainable finance products are especially sought-after by international investors.



## Sustainable finance in Asia

Of course Asia is vast and diverse - 4.8 billion people (and 59% of the world's population), and a multitude of markets at all points in the spectrum of development. But it is possible to note some regional characteristics. Asia has higher population density, more coastal megacities, more dependence on agriculture, and therefore more potential risk from typhoons, droughts, and floods brought on by climate change. At the same time, Asia's energy supply relies far more on coal than other regions: about 50% for Asia compared to less than 30% globally, and much of this from younger plants in China and ASEAN. Asia also has a much larger emerging middle class, forecasted to grow from 2 billion to 3.5 billion during this decade, which means that efforts to reduce carbon emission must be balanced against economic development and the eradication of poverty. Indeed we see that in the sustainable bond markets, Asia issuance is more weighted towards social and sustainability (combining social and green) bonds, with more than 50% of Asian sustainable bonds either fully or partially dedicated to social investment, compared to less than 25% globally.

Overall this has led to a more pragmatic, yet persistent approach to sustainable finance in Asia, where the questions tend to be less about what is green and what is not green, and more about how to reach our climate goals in the most efficient and realistic way possible.

## Transition finance guidance from ICMA and Japan

This is the idea behind transition finance, which seeks not only to provide capital for companies and projects that are *already* green, but to enable companies and industries to *become* green. ICMA's Climate Transition Finance Handbook (CTFH), first published in December 2020, was arguably ahead of its time in recommending minimum suggested

steps and standards for sustainable finance issuer to take in order to demonstrate a robust and credible climate transition strategy.

The CTFH provides guidance for issuers on raising funds for climate transition-related purposes. Here are the key recommendations:

1. **Climate Transition Strategy and Governance:** Issuers should have a clear and ambitious corporate strategy to reduce climate change risks and have clear governance structures to monitor this strategy.
2. **Environmental Materiality:** The business model should focus on the environment, in particular reducing greenhouse gas emissions.
3. **Science-Based Targets:** Climate transition strategies and targets should align with science-based goals, such as those outlined in the Paris Agreement.
4. **Transparency in Implementation:** Issuers should ensure clear disclosures about their climate transition plans, including how funds will be used (both for capital investment and operational expenses) and how their impact will be measured.

The CTFH was updated in 2023 to include guidance on Scope 3 emissions reporting, science-based emissions reduction trajectories, and alignment with well-below-2°C scenarios. It also provides details on carbon cost assumptions, phase-out plans for carbon-intensive activities, and disclosures regarding locked-in emissions, all highly relevant for Asian economies.

The CTFH is particularly suited for companies in carbon-intensive sectors, who can mitigate reputational risk when issuing labeled green or sustainable bonds. ICMA's guidance considers transition to be a potential theme applied to both use-of-proceeds and sustainability-linked bonds, and also recognizes that issuers may wish to apply a label of "transition bond" or



“transition loan” to certain transactions.

This is particularly relevant for Japan, which has been a global leader in tangible initiatives to build a financial ecosystem around climate transition. The CTFH served as an inspiration and model for Japan’s Basic Guidelines on climate transition finance, a collaborative effort from the Financial Services Agency (FSA) and Ministry of Economy, Trade and Industry (METI), and Ministry of the Environment. These guidelines, like the CTFH, focus on organization-level disclosures and strategies.

Since 2021, METI has been releasing roadmaps for industries with high greenhouse gas emissions. These include strategic steps and potential technologies together with timelines to reach carbon neutrality by 2050. METI also published Transition Finance Follow-up Guidance, which highlights ways for investors and companies to continue an honest and structured dialogue to help ensure that climate goals can be met and that strategies can be adapted as necessary. Most recently, the Japanese government released the Japan Climate Transition Bond Framework in November 2023, and established the GX Acceleration Agency, a first of its kind globally, to help coordinate official-sector transition finance efforts.

Transition finance development reaches beyond Japan to wider markets in the region. In October 2023, the ASEAN Capital Markets Forum (ACMF), which represents ten national securities regulators in southeast Asia, published its Transition Finance Guidance. It addresses how entities may assess or demonstrate a credible transition in ASEAN to obtain financing from capital markets, making use of relevant resources

as needed. Its aim is to accelerate the efforts of financial institutions to direct finance to transitioning companies and create incentives for real economy companies to build more ambitious and credible transition plans.

In the future, ICMA’s climate transition finance working group will prioritize the development of additional market guidance based, among others, on a mapping of transition finance projects and existing official or market guidelines. This work will also help identify any necessary updates to the CTFH and other relevant existing Principles guidance.

### Next steps in the development of sustainable finance

More broadly but related to transition, ICMA has released guidance on “green enabling” activities, not inherently green but that are a necessary component of green project’s value chain. Also together with stakeholders in the market, ICMA continues to develop impact reporting guidelines for environmental and social projects funded by sustainable bonds and transition strategies. And it is worth mentioning that technology and Artificial Intelligence (AI) are playing a more crucial role in sustainable finance on many levels such as data analysis, reporting, and risk assessment, with Asia leading much of this innovation.

In fact, ICMA will be holding the 11th Annual conference of the Principles in Tokyo in November 2025. This is the premier global annual event for the sustainable bonds market, and holding the worldwide conference in Asia demonstrates the importance of the Asian and Japanese sustainable markets in the global evolution of sustainable finance.