

2022年5月13日

産業技術環境局
環境政策課 環境経済室
御中

「カーボン・クレジット・レポート（案）」に対する意見書

国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）¹は、「カーボン・クレジット・レポート（案）」（以下、「本レポート案」という。）に関して意見を申し述べさせていただく機会に感謝する。

本意見書では、本レポート（案）の「1.2. 本レポートの目的」の目的のうち、主に「（3）我が国における「カーボン・クレジット市場」の方向性」に焦点を当てて意見させていただく。

意見の概要

- ISDA は、本レポート案の公表と意見募集を歓迎する。カーボン・クレジットに関する国内外の動向と我が国におけるカーボン・クレジットの課題を整理し、さらに適切な活用のための基本的な方向性と具体策の提案がまとめられており、我が国において初めて、包括的にカーボン・クレジットに関する整理を行ったもの、として高く評価する。
- ISDA は、我が国におけるカーボン・クレジットの適切な活用に向けた取組の内、需要面での取組について、「JCM 以外のパリ協定 6 条 2 項のルールに従って相当調整がなされたボランティアクレジット及び国連が管理・運営する国連管理型メカニズムに特化した 6 条 4 項に基づくカーボン・クレジットについても、JCM と同様に日本の NDC への活用を行うのかといった論点についても、今後検討を行うべきである。」（本レポート案の脚注 30）とする点を支持する。
- ISDA は、流通面での取組として、我が国における「カーボン・クレジット市場」の創設をサポートする。また、頑健なボランティア・カーボン・クレジット（以下、「VCC」という。）の取引市場を育成した上で、カーボン・クレジットを参照するデリバティブ取引の機能を強化し、デリバティブ商品の流動性を高め、企業が自らのビジネス・リスクを適切に管理できるようにすることが、需要及び流通の観点から重要であると考えます。
- デリバティブは、カーボン・クレジットに関する将来的な情報を提供することによって、透明性を高める上で重要な役割を果たし、長期的かつ野心的な排出削減目標に貢献し、ま

¹ ISDA は、店頭デリバティブ市場をより安全かつ効率的にするために 1985 年に設立されたグローバルな業界団体である。会員数は 2022 年 5 月現在、78 カ国 980 社を超え、その構成者は店頭デリバティブを取引する各国の事業法人、運用会社、政府系機関、保険会社、商社、金融機関等の市場参加者となっている。また、市場参加者に加えて、店頭デリバティブのインフラである取引所、ブローカー、清算機関や、アドバイスを行う法律事務所、会計事務所やその他関連サービス提供者等が会員として登録されている。ISDA に関する情報は協会のホームページご参照。 www.isda.org

た、カーボン・クレジット価格の規制に関する政策立案者に有益なシグナルを提供することが可能となる²。

- 金融機関は、カーボン・クレジット市場の機能を高め、流動性を向上する上で重要な役割を果たす。例えば、金融機関は事業会社のカウンターパーティとしてカーボン・クレジットの買い手と売り手の仲介機能を果たす。
- VCC 取引市場は、本質的にグローバルなものである。従って、我が国において今後設計される枠組みがグローバルにおける標準化の取組（例えば、The Integrity Council for Voluntary Carbon Markets (ICVCM) によるもの³）と整合的であることが重要である。
- VCC 取引市場の頑健性を高めるうえで重要なのは、VCC の法的性質の明確化である⁴。詳細は 4 記載のとおりであるが、VCC の法的性質によって、VCC がどのように取引され、どのような担保を取ることができるか、取引当事者の破産時のネットティングの有効性等に影響を及ぼす。また、法的性質は、VCC の規制、税務、会計上の取扱いを含む、より広範な検討事項にも影響を及ぼす可能性がある。

具体的な意見

1. デリバティブの役割とその重要性

本レポート案の「5.3. カーボン・クレジットの価格公示によるプライシング機能の重要性」で述べられている通り、カーボン・クレジットの価格シグナルが示されることは様々な側面で重要である。デリバティブ市場は、原資産の将来の情報の提供を通じて透明性を高める上でも重要な役割を果たし、長期的な削減目標に貢献することができる。先物市場は、排出量の将来のコストについて確実性を提供し、それにより企業が CO2 排出削減技術への戦略的投資を計画することが可能となる。

グローバルでも、政策立案において、排出削減プログラムの有効性を評価し、再生可能エネルギーへの投資促進や炭素集約度の低い燃料の使用といった望ましい成果を確保するために、カーボン・デリバティブの価格シグナルが参照されている。

また、投資家は、カーボン・クレジットを参照するデリバティブ取引（以下、「カーボン・デリバティブ」という。）の価格シグナルを利用してポートフォリオの気候変動リスクを評価し、流動性プールにアクセスしてリスクを管理し、エネルギー転換の機会から利益を得るために資本を割り当てることができる。資産運用会社は、積極的に脱炭素化を進める企業に投資し、炭

² ISDA による「Role of Derivatives in Carbon Markets」 (<https://www.isda.org/a/soigE/Role-of-Derivatives-in-Carbon-Markets.pdf>) 参照

³ ICVCM による Core Carbon Principles and Assessment Framework 策定に向けた取組み (<https://icvcm.org/integrity-council-announces-timetable-for-new-voluntary-carbon-market-standards/>)

⁴ ISDA による「Legal Implications of Voluntary Carbon Credits」 (<https://www.isda.org/a/38ngE/Legal-Implications-of-Voluntary-Carbon-Credits.pdf>) 参照

素集約的な企業を避けたいという関心の高まりに応え、カーボン・デリバティブを利用してポートフォリオを構築することができる。

一般に取引されるカーボン・デリバティブには、先物、オプション等があるが、先物とオプションは、取引所で取引され、中央清算される標準化された商品である。取引所は、流動性を促進し、価格の透明性を提供し、取引の金融仲介者として機能する。

一方、店頭デリバティブは、企業が特定のリスク管理ニーズに合わせて契約をより正確にカスタマイズすることが可能である。例えば、カーボン・クレジットのフォワード取引は取引所の先物と同じ構造を持つが、個社のニーズに合わせ、例えば先渡日等についてカスタマイズが可能である。フォワード取引は将来、一定額のカーボン・クレジットを購入または売却することを約束する契約であり、通常、現物を引渡すことにより決済される。

スワップは、一般的に店頭デリバティブとして行われるが、一定期間、カーボン・クレジットまたはキャッシュフロー等の交換を約束する契約であり、通常、現物の引渡しではなく、現金決済によって決済される。

上記のとおりカーボン・デリバティブには様々な種類の取引があり得るが、取引対象に着目すると、特定のカーボン・クレジットを参照する取引に加えて、カーボン・クレジットの市場価格に関する指数を参照する取引（かかる指数が利用可能な場合、差金決済によるものが想定される）がある。すなわち、カーボン・クレジットの取引市場が発展し、それに基づく指数が構築されれば、当該指数を参照する取引が可能になるという関係にある。このようなカーボン・クレジットの市場価格に関する指数の構築は、これを参照する金融取引のみならず、これをパフォーマンス指標とするファンドの組成にも不可欠であり、より幅広い市場参加者の参入をうながすことにつながり、結果としてさらなる市場の流動性の向上と、価格の透明性確保に資すると考えられる。本レポート案の注 28 でも示されているとおり、「カーボン・クレジットに係る先物商品の検討が進捗すれば、より長期の価格シグナルの発出にもつながりうる」のであり、かかる指標の構築はカーボン・クレジットの市場価格の変動に関するリスク管理の向上に資すると考えられる。

本レポート案では先物商品の検討について言及されているが、スポットや先物、上場物や店頭商品に関する検討はいずれも相互に関連し得るものであって、立ち上げ時から総合的に行われる必要があると考える。

本レポート案の 5.3 において、カーボン・クレジットの価格公示によるプライシング機能の重要性が示され、6.3.1 では公示される価格についての検討の必要性が述べられているが、先物市場の構築を検討するのであれば、カーボン・クレジットを受渡適格とする現物決済の先物市場⁵を

⁵ CME に上場されている Global Emissions Offset Futures (GEO, <https://www.cmegroup.com/trading/energy/cbl-global-emissions-offset-futures.html>)、Nature-Based Global Emissions Offset Futures (N-GEO, <https://www.cmegroup.com/trading/energy/nature-based-global-emissions-offset-futures.html>) 及び Core Global Emissions Offset Futures (C-GEO, <https://www.cmegroup.com/markets/energy/emissions/cbl-core-global-emissions-offset-c-geo.html>) が先行例として挙げられ、その仕組みは参考になると思われる。

構築し、先物市場に十分な厚みがあることを前提として、先物価格に基づいて指数を構築することが選択肢の一つとして考えられる。

2. 金融機関の役割

銀行や証券会社などの金融機関は、カーボン・クレジット市場における取引の仲介者としての役割を果たし、リスクを移転し、流動性や透明性を向上させるという重要な役割を果たすことが期待される。

これらの中核的な機能は、現在透明性が低いとされている相対でのカーボン・クレジット取引に係る市場を、公正な価格で広くアクセス可能な流動性と透明性のある市場に移行することに貢献すると考えられる。特に、幅広くリスクマネーをカーボン・クレジット市場に供給することも金融機関の重要な役割のひとつであり、それにより市場における需要と供給のバランスがとれ、適正なカーボン・プライシングの形成が期待されると考えられる。

また、これらの金融機関が、カーボン・クレジットを参照資産とするデリバティブ取引の流動性を市場に提供し、フォワード情報を価格シグナルとして提供することで、さらに市場価格の透明性を向上させることが期待される。長期的なサステナビリティ目標に資する意味で、需要面における取組の一つとして、市場におけるカーボン・クレジット活用に更なるインセンティブを与えることとなろう。

さらに、金融機関により高い取引流動性が供給される十分に機能するフォワード市場は、将来の排出量コストに係る確実性を提供することで、排出量削減技術への戦略的な投資に寄与し、供給面での取組に貢献することになるものと思われる。

流通面での取組として、「世界の ESG 資金が誘導され、カーボンニュートラル時代の情報ハブを日本に引き込む動きとしての市場の成長を見据え、国際的に認められたボランタリークレジット等も含む、より広い形でのカーボン・クレジット取引市場の在り方についての検討」（本レポート案 6.3.1）が挙げられている。金融機関が、海外投資家からの ESG 資金を債券発行やローン等の形で我が国へと誘導することで、また、国際的に認められた VCC 及びそれを参照するデリバティブ取引を海外の取引相手先との間で媒介することで、この取組に大きく貢献することも期待される。

3. 海外における VCC に係る取組との平仄

本レポート案の「4.1 需要面での課題」において、日本国内でやりとりがされている主なカーボン・クレジットとしては、J-クレジット、JCM、海外由来のボランタリークレジット等、多くのカーボン・クレジットが存在し、それぞれの認証主体や方法論も多様である点が指摘されているが、VCC の取引市場は、本来グローバルなものであり、国内で設計される枠組みが、グローバルにおける取組と平仄がとれたものであることが重要である。例えば、The Integrity Council for Voluntary Carbon Markets (ICVCM) が行っているようなグローバルにおける標準化の取組と整合的であることを確保することが求められる。

加えて、カーボン・クレジットの種類や適切な活用を説明する市場参加者向けのガイダンスなどがあれば、カーボン・クレジットに対する理解が深まり、安心してクレジットをオフセットに活用できるようになるのではないかと考えられる。現在は、クレジットの認証機関も複数あり、どれが信用できる機関なのかが不明確である。現に海外ではカーボン・クレジットの認証やオフセットに関して紛争が発生している。また、カーボン・クレジットを使用してオフセットをすることに批判的な団体もいる。これでは、市場参加者として安心してカーボン・クレジットを活用し、オフセットを行うことが難しいと思われる。また、上記のガイダンスは、本レポートにて提案されている開示の文脈においても重要な意味をもつと思われる。一般的に業界で受け入れられているガイダンスに則って、カーボン・クレジットをオフセットに活用しているのであれば、市場関係者としても、特に躊躇することなく安心して開示ができるようになると思われる。

海外における VCC に関する取組との整合性は、VCC の品質に対する市場の信頼を高め、自主的カーボン・クレジット取引に伴う環境リスク及び風評リスクに関する市場参加者の懸念に対処することができる。また、グローバルな法的基準設定主体（たとえば、UNCITRAL や UNIDROIT）は、他の国際機関や規制当局と協力して、あらゆる地域における広範な商取引に関連する一連の実体法上の問題に関する法的ガイダンスを作成してきた実績があるが、日本が UNCITRAL と UNIDROIT の両方のメンバーであることを考えると、すべての法域において環境関連の商品に関する意思決定を促進することができる。これにより、ISDA 等の業界団体は、VCC を支援するために、法的意見書やドキュメンテーションを策定することが可能となる。市場の公正性・安定性・透明性が制度として確保されており、取引の法的な確実性が担保されていることは、市場参加者が安心して参加できるカーボン・クレジット市場の構築の重要な前提だと考えられる。

また、ISDA は我が国におけるカーボン・クレジット市場創設に向けた取組を支持しているが、本取組が ICVCM 等で推奨される標準的枠組みに沿って実施されれば、本邦の企業及び本邦に拠点を置くグローバル企業が、企業の排出削減努力において重要なツールを保有することとなる。加えて、日本法におけるカーボン・クレジットの扱いが法的に明確なものとすることは、日本をカーボン・クレジット取引のハブとして確立するために重要なポイントとなるだろう。

例えば、本邦に拠点を置くグローバル企業は、グローバル・スタンダードに基づいて GHG 排出削減を管理していると考えられるので、わが国の市場及びそこで取引されるカーボン・クレジットも国際的な水準と整合的であることが重要である。その意味で、本レポートの「6.1.1. カーボン・クレジットの多様性を踏まえた、活用の道筋の明確化」ではカーボン・クレジットの 4 類型があげられているが、国際的な水準に整合的であり、一定の厳格な要件（例：認証基準等）を充たしているものは、4 類型のいずれに該当するかにかかわらず、GX リーグ等の VCC 取引市場において活用を認めることも検討できるのではないかと考えられる。この結果、国内外を問わず幅広い市場関係者の参加が見込めるようになると思われる。

4. カーボン・クレジットの法的性質の明確化と規制、税務、会計上の扱いへの影響

まず、VCC 自体の資産の性格について、法的・税務・会計上の取扱いに関して明確にすることが重要と考える。

本レポート案の「4. 我が国におけるカーボン・クレジットの適切な活用に向けた課題」では、需要、供給および流通の 3 つの側面から課題の整理が行われている。ここで示された課題はいずれもその通りであると考えられるが、実際にカーボン・クレジットが様々な市場参加者によって幅広く取引されるようにするためには、実務的見地からさらに検討すべき点があると認識している。本レポート案の「6. カーボン・クレジットの適切な活用に向けた取組の方向性と具体策」の最後の「6.3.2. 取引安定性確保のためのカーボン・クレジットに係る法的・会計・税務的扱いの明確化」において流通面での取組として、「国内でのカーボン・クレジットの流通を促進するため、カーボン・クレジットに売買に係る法的・会計・税務的扱いの明確化・整理についても検討を進めるべき」と指摘されているが、流通段階においてはこれらの点が明確化されることが非常に重要になる（むしろ、金融機関や投資家の参入を促すためには不可欠といってよい）。また、要検討事項の中には、複数の省庁が連携することが望ましいと思われるものも含まれる。今後の検討の参考とするべく、6.3.2 において検討すべき点を具体的に挙げてはどうか。

- カーボン・クレジットの日本の私法上の性質は何か

カーボン・クレジットを対象とした取引のうち実際の引渡しは契約締結後の将来の時点で行われる取引や現物決済を伴うデリバティブ取引（以下、「デリバティブ取引等」という。）においてはこの私法上の性質（例えば、無体財産権、契約上の権利の集合体などが考えられる）が何かは重要な問題であり、海外においても同様の問題意識が示されているところである⁶。法的性質が何であるかは例えば以下のような点に関連する。平成 18 年 1 月に公表された「京都議定書に基づく国別登録簿制度を法制化する際の法的論点の検討について（報告）」⁷においては、同報告で検討対象となっているクレジットを財産権的な存在と観念する場合にどのような法的性質のものと構成することが適切かを検討しているが、「動産類似のものと考えべき」との見解が示されている。この見解をカーボン・クレジットにも当てはめることでよいのか、さらに踏み込んだ議論が必要なのかは、本邦の私法制度に深く関連する事項であることから、産業界のみならず、当局、法律実務家、学識経験者等を巻き込んだ議論を期待したい。

- ① カーボン・クレジットがある者から他の者に譲渡された場合、当該譲渡に伴う移転を第三者に対抗できるようにすることが必要不可欠である。そのためどのような手続が必要かは、カーボン・クレジットの法的性質が何であるかによって左右される。
- ② デリバティブ取引等においては、取引期間中に相手方当事者が破綻する可能性があることから、また、同じ当事者間において複数の取引が生じ得ることから、一方当事者

⁶ 脚注 4 記載の ISDA 公表資料参照

⁷ <https://www.env.go.jp/council/28kyoto-gitei/y280-kentou.pdf>

の破綻時にはすべての取引を終了させ、終了した取引の現在価値をネットで清算するいわゆる一括清算が行われることが考えられ（店頭デリバティブ取引においてはかかる処理が行われることが本邦のみならずグローバルで一般的である）、当該一括清算の仕組みは当事者について開始した倒産手続において有効と認められるものでなければならない。この一括清算の仕組みが有効であることは、相手方に対するリスクの管理においても重要であるが、金融機関にとっては資本規制上のリスクアセットの額を算出する上でも重要となる。このように一括清算の仕組みが有効であることはカーボン・クレジットが広く取引されるうえで不可欠といえるが、取引対象の法的性質が不明のままでは、それを清算する合意の有効性も不明となる。

- ③ カーボン・クレジットが広く取引対象となる場合、カーボン・クレジットを担保として利用することができれば、カーボン・クレジットの利用可能性は一層高まると思われる。そのためには、（クロスボーダーの場合）準拠法はどの国の法律を用いるべきか、権利を移転させる方式か担保権設定方式か、対抗要件を備え権利保全を行うためにどのような手続が必要かを明らかにする必要があるが、その基礎としてカーボン・クレジットの法的性質が明確になる必要がある。

- 日本の金融機関がその規制上カーボン・クレジットを取り扱うことが許容されるか

カーボン・クレジット市場における銀行や証券会社等の金融機関の関与が市場の流動性と透明性を向上させることにつながることは上記のとおりであり、金融機関によるカーボン・クレジット市場への参入を認める要請は高い。現状、本邦ではカーボン・クレジットに係る取引そのものは規制対象とはされていないが、本邦で規制を受ける金融機関はその規制法（例えば、銀行法や金融商品取引法）によって行うことのできる業務に制限がある場合があり、かかる業務規制の検討は避けて通れない問題である。例えば、銀行や第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者（証券会社など）の場合、カーボン・クレジットが「算定割当量（地球温暖化対策の推進に関する法律（平成 10 年法律第 117 号）第 2 条第 7 項に規定する算定割当量その他これに類似するもの）」に該当すれば、現金決済のデリバティブ取引や売買取引、これらの媒介、取次ぎ又は代理が許容される⁸。この該当性判断については、金融庁は個別判断が必要という見解を示しているが⁹、判断に適用される基準は定かではない。

そのため、金融機関の参入を促すため、上記規制を緩和するか、適用の基準を明確化することが望まれる。また、現行の制度下においても、各金融機関が個別に確認を行うのでは

⁸ 銀行法第 10 条第 2 項第 14 号及び第 15 号、銀行法施行規則第 13 条の 2 の 3 第 1 項第 2 号（金融等デリバティブ取引）、第 13 条の 2 の 5（算定割当量の取得等）、金融商品取引業等に関する内閣府令第 68 条第 16 号及び第 17 号参照。

⁹ 金融庁の平成 19 年 7 月 31 日付「「金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案等」に対するパブリックコメントの結果等について」のパブコメ結果（<https://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7.html>）218 ページ 55 番、56 番、金融庁の平成 20 年 12 月 2 日付「平成 20 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案等に対するパブリックコメントの結果等について」のパブコメ結果（<https://www.fsa.go.jp/news/20/20081202-1/00.pdf>）64 ページ 23 番、24 番参照。

なく、一括して取引が許容されるカーボン・クレジットを示す枠組みを策定することはできないか。例えば、本邦において新たに構築される取引所において取引対象となる質の高いカーボン・クレジットについては上記の「算定割当量その他これに類似するもの」に該当するという判断が示されれば規制上の懸念はクリアされることになるとと思われる。

さらに、カーボン・クレジットの日本の私法上の性質に係る議論につき仮に明確な結論が出なかった場合であっても、規制法上の取扱い・位置づけが明確になれば、電子マネーや暗号資産同様、取引参加者にとって安心感を与え、取引自体の流動性向上がなされる可能性が高く、その観点からもこの点の検討は有益である。

- カーボン・クレジットおよびカーボン・クレジットを参照する取引の会計上の取扱いはどのようなものか

会計基準については、本レポート案の 29 ページ表 16 においても言及されているとおり明確化が必要である。取引の仲介者としての金融機関にとっても、リスクマネーの供給者たる投資家にとっても、会計上の基準が明らかにならなければカーボン・クレジットのエクスポージャーを保有することは困難であり、結果として取引の形態も限定的なものになってしまう。

企業会計基準委員会実務対応報告第 15 号「排出量取引の会計処理に関する当面の取扱い」（最終改正平成 21 年 6 月 23 日）においては、平成 17 年 2 月に発効した京都議定書で定められた京都メカニズムにおけるクレジット（以下、「排出クレジット」という）に関する会計処理に関する当面の取扱いについて定められている。当該取扱いにおいては、排出クレジットに関わる投資については、活発に取引がなされる市場が整備されているといえない場合には、金融投資には該当せず、事業投資に該当するものと考えられる一方で、排出クレジットの活発な取引市場が整備されており、企業が金融投資としての取引を行う場合には、トレーディング目的で保有する棚卸資産として時価評価を行う旨等の指針が示されている。当該指針の趣旨を援用して VCC の性質を論ずるとするならば、流動性の有無によって金融資産であるか否かが判断されると解される。しかしながら、今後の市場の発展余地の観点からは、流動性の高低ではなく、一定の頑健な相対もしくは取引所市場が形成されているという要件をもって、VCC 自体が金融資産であるとの位置づけを税務上・会計上明確にすることが望まれる。

5. ISDA におけるカーボン・クレジット取引市場の活性化に向けた取組

ISDA では、VCC の取引市場の活性化のため、現在、業界標準ドキュメンテーションの作成に取り組んでいる。具体的には、ISDA Energy, Commodities & Developing Products Group において、VCC のスポット取引およびフォワード取引に関する ISDA マスター契約に基づく取引契約書雛形を作成している。なお、当該雛形の開発に当たっては、International Emissions Trading Association (IETA) 及び地域の関連業界団体とも連携しつつ作業を進めている。

また、我が国においても、ISDA Japan ESG Task Force 及び Working Group を立ち上げ、以下のような活動を開始している。

グローバルの動向（具体的には、海外の ESG 関連政策及び各 ISDA WG における活動のアップデート）の共有

- (1) 本邦における ESG 関連政策の進捗状況のアップデート
- (2) 本邦市場における ESG 関連デリバティブの利用に焦点を当てた検討と海外 ISDA WG へのフィードバック、及び必要に応じた当局との対話
 - (a) 経産省 GX リーグ構想における「カーボン・クレジット市場」（取引所）の市場設計（証券会社や銀行等の金融機関が果たす役割）の在り方、及び、当該市場創設を踏まえた店頭市場におけるカーボン・クレジット及びそのデリバティブ商品の果たすべき役割に関する検討
 - (b) 日本法におけるボランタリー・カーボン・クレジット（VCC）（及び、それを参照するデリバティブ）の法的性質と課題（例：倒産法制・ネットティング・担保による相殺）、規制上及び会計上の扱いに関する考察
 - (c) サステナビリティ・リンク・デリバティブ（SLD）に係る本邦規制上の考察

ISDA は、海外におけるカーボン・クレジットに関する取組との整合性に配慮しつつ、我が国におけるカーボン・クレジット取引に係る固有の論点にも焦点を当て、我が国のカーボンニュートラルの実現に向けたカーボン・クレジットの適切な活用を促進すべく貢献して参りたいと考える。官民での継続的な議論という観点から、今後、業界団体たる ISDA との意見交換の場を設けて頂くことをお願い申し上げます。

以上