

進む E U サステナブル・ファイナンスの制度改革

金融調査部 吉井一 洋／鈴木 利光／藤野 大輝

要 約

パリ協定達成のため、E Uではサステナブル・ファイナンスの促進に向けた行動計画が策定され、それに沿った制度の見直しが推進されている。

投資先の事業が環境的にサステナブルか否かの判断の基準となるタクソノミーの設定が注目される。まずは気候変動の緩和、気候変動への適応のタクソノミーの採択を目指している。金融機関等は欧州で提供する金融商品が環境的にサステナブルか否かをタクソノミーに沿って判断し開示しなければならない。わが国の企業が E Uで資金調達をする場合は、影響を受ける。E Uグリーンボンド基準やベンチマーク開発、機関投資家・金融機関の開示義務、金融機関のリスク管理や自己資本比率規制での取り扱い、企業の E S G 関連情報の開示拡充と会計基準の見直しなどもテーマとして挙げられている。

開示に関して、欧州の関係者にヒアリングをしたところ、E S G 情報の開示拡充にポジティブな姿勢や株主のみならず株主以外のステークホルダーを重視する傾向が進みつつある旨がうかがわれた。

E Uのサステナブル・ファイナンスをめぐる制度改革は今後も続き、わが国にも影響を与え得る。今後の動きを注視していく必要がある。

目 次

- 1 章 E Uの取り組みの全体像
- 2 章 E Uタクソノミー
- 3 章 投資家・金融機関への要求
- 4 章 企業の情報開示と会計基準
- 5 章 分岐点に差し掛かる E S G 対応

1章 EUの取り組みの全体像

1. HLEG報告と行動計画の公表

2015年12月のパリ協定では、世界共通の目標として、産業革命前からの世界の平均気温上昇を2.0℃未満に抑え、1.5℃に抑える努力を求めている。EUは2030年時点で、1990年比40%削減、2013年比24%削減することとしている。2015年9月には、国連サミットでSDGs（持続可能な開発目標）が採択されている。EUはこれらの目標の達成に向け、持続可能性を実現するための金融システムを再構築することを目的に、2016年12月にHLEG（サステナブルな金融についてのハイレベル専門家グループ）を設置して検討を行った。HLEGは2018年1月に最終報告書を公表し、これを受ける形で、欧州委員会は2018年3月に行動計画「持続可能な成長のための金融」を公表した。EUの取り組みの全体像は図表1、行動計画の内容は図表2の通りである。

2章 EUタクソノミー

1. グリーンの意味

1) タクソノミーとは

(1) 要件と六つの分野

タクソノミーとは、経済活動の環境へのインパクトとサステナビリティの水準を判断するための基準である。環境的にサステナブルであることがどういうことかという欧州共通の言語を提供し、投資家の理解を促すとともに、環境的にサステナブルな金融商品の開発を容易にし、要件を満たす経済活動への投資を促進するなどの効果が期待されている。昨今、うわべだけで環境への配慮を装うグリーンウォッシングが目立つなどの批

判がなされてきており、このような批判に対応する側面もあると思われる。欧州委員会が関連規則案を2018年5月に提出し、欧州議会が2019年3月に修正案を示している。TEG（Technical Expert Group on Sustainable Finance）が、2018年12月と2019年6月にレポートを作成している。その後、2019年9月に閣僚理事会の修正案が示され、現在、欧州委員会、欧州議会、閣僚理事会の間で調整が行われている。

環境的にサステナブルとされるためには、i. 下記①～⑥の一つ以上に貢献し、ii. 他の分野に重大な悪影響を与えず（DNSH基準）、iii. 社会的ミニマムセーフガードを遵守しており、iv. 欧州委員会が指定した（specified）技術的な選定基準を満たす必要がある。

- ①気候変動の緩和 ②気候変動への適応
- ③水資源や海洋資源の持続可能な使用と保護
- ④サーキュラーエコノミーへの移行（廃棄物の防止や再利用を含む）
- ⑤汚染の防止と管理
- ⑥生物多様性とエコシステムの保護と復元

閣僚理事会の修正案では、①と②に関しては、2020年7月1日から、④から⑥は2021年7月1日から適用の予定である。ただし、タクソノミーの選定基準そのものに関する委任法や施行規則は2021年末までに採択し、2022年末からの適用を目指すこととしている。

技術的な選定基準では、その経済活動の環境的な目的への貢献を短期と長期の影響を考慮する、あらゆる環境的な目的を阻害しないよう必要最低限の要求事項を指定する、科学的根拠に基づく、経済活動そのものの環境的な影響を考慮する、経済活動の性格や規模を考慮する（他の経済活動の環境的なパフォーマンスの改善やカーボンニュー

図表1 EUサステナブル・ファイナンス：制度動向の概要

		国際合意	欧州委員会	欧州監督当局
2015年	9月	国連サミット・SDGs採択		
	12月	パリ協定		
2016年	12月		HLEG設置	
2018年	1月		HLEG最終報告書；EUタクソノミー策定等の提案	
	3月		サステナブル・ファイナンス行動計画；HLEG最終報告書の実施方針	
			EUタクソノミー法案	
	5月		サステナビリティ開示法案（2019年11月承認）	
			サステナビリティ・ベンチマーク法案（2019年11月承認）	
	7月		TEG設置（～2019年末）；EUタクソノミー策定等の検討	
			ESMA・EIOPAに意見要求；サステナビリティ・インテグレーションについて	
2019年	9月		EIOPAに意見要求；ソルベンシーⅡ内の持続可能性に関して	
	2月		ESMA・EBA・EIOPAに意見要求；企業に対する金融セクターからの過度の短期的な圧力について	
	5月			ESMA技術的助言；サステナビリティ・インテグレーション（MiFIDⅡ等の細則改定に寄せて）
				EIOPA技術的助言；サステナビリティ・インテグレーション（ソルベンシーⅡ・IDDの細則改定に寄せて）
	6月		TEGテクニカル・レポート；EUタクソノミー	ESMAヒアリング調査：ショートターミズム（サステナブル・ファイナンス行動計画10）
	9月			EIOPA意見；サステナビリティ・インテグレーション（ソルベンシーⅡ）
	10月		IPSF設置；サステナブル・ファイナンスに係る国際協調の促進	

（出所）大和総研作成

図表2 行動計画の項目

行動計画1	EUタクソノミーの策定
行動計画2	グリーンファイナンス商品の基準と認証の作成
行動計画3	サステナブルなプロジェクトへの投資の強化
行動計画4	投資助言へのサステナビリティの組み込み
行動計画5	サステナビリティのベンチマークの開発
行動計画6	格付けや市場の調査におけるサステナビリティの組み込み
行動計画7	機関投資家やアセットマネージャーの義務の明確化
行動計画8	金融機関の健全性要求（資本規制等）におけるサステナビリティの組み込み
行動計画9	サステナビリティに関する開示強化と会計基準設定
行動計画10	サステナブルなコーポレート・ガバナンスの強化と資本市場における短期主義の抑制

（出所）European Commission“Action Plan:Financing Sustainable Growth”（2018.3.8）から大和総研作成

トラルな経済への移行をサポートする活動も含み得る）などが求められる。クリーンエネルギーへの移行に関連する活動の基準も含む。欧州議会の案では石炭火力発電や原子力発電をサステナブルと見なさない旨の規定が盛り込まれていたが、閣僚理事会の案では削除されている（石灰火力発電はアウト、原子力発電は検討中のものよう）。

TEGの意見書では、選定基準は将来的にはさらに厳格化されるべきものであり、厳格化されることを市場に事前に知らせることで予測可能性を確保すること、いわゆるブラウンからグリーンへの移行の支援も対象とすべきことを求めている。

2) 先行する2分野

（1）気候変動の緩和

その活動自体が環境パフォーマンスを改善する“Greening of activities”と他のセクターの環境的なパフォーマンスを改善しつつ、自らも環境に悪影響を与えることを回避する“Greening by activities”の概念を用いて、経済活動を2050年

のネットゼロ炭素経済と既に共存できる低炭素な活動、現時点ではそのレベルにないがネットゼロ炭素経済への移行に貢献する活動、これらを可能とする活動、の3種類の活動に分類している。TEGのレポートでは、七つのセクターの67の経済活動に対して基準を示している。基準には定量的な閾値が盛り込まれている。

（2）気候変動への対応

現在または将来の環境へのネガティブな影響やそれが生じるリスクを削減する活動である。TEGのレ

ポートでは、下記の2種類の活動をタクソノミーに反映している。

- ・Adaptation of activities：例えば、深刻な干ばつの増加による非多年性作物の生産高の減少の可能性を削減するための土壌の保水性強化

- ・Adaptation by activities：天候および気候関連の観測を行う衛星システムの生産

投資家が気候変動に適応する経済活動を識別するため、次の3原則を挙げている。

1. 全ての重要な物理的気候リスクを可能な範囲でかつ最善の努力に基づき削減する
2. 他の対応のための努力に悪影響を与えない
3. 対応関連の結果は定義され、適切な指標によって測定され得る

タクソノミーの選定基準において、定量的な閾値は用いられていない。

2. 適用範囲

規則案では、タクソノミーの適用対象として下

記を定めている。

- (i) 環境的にサステナブルとして販売・提供されている金融商品や社債に関して市場参加者や発行者に対する要件を定める加盟国やEUが採択した手段
- (ii) 一つまたは複数の環境目的に貢献する環境的にサステナブルな投資とされた金融商品を販売・提供する市場参加者

金融商品とは、当初案では、ポートフォリオ・マネジメント、AIF (alternative investment fund)、IBIP (Insurance-based investment product)、年金商品、年金スキーム、UCITS、PEPP (pan-European personal pension product) であった。株式は対象外である。欧州議会や閣僚理事会の案では、金融商品の他、社債も対象となっている。

市場参加者とは、当初案では、IBIPを引き受ける保険業者、ポートフォリオ・マネジメントを提供する投資業者、年金商品の組成者、AIFM、PEPP提供者、適格VCの運用者、適格社会的起業ファンドの運用者、UCITSの運用会社であった。欧州理事会の修正案ではポートフォリオ・マネジメントを提供する信用機関が追加されている。

タクソミーは、環境的にサステナブルな経済活動か否かを決定する基準として適用される。

閣僚理事会の修正案では、市場参加者が、環境的にサステナブルな金融商品を提供する場合は、どのように、どの程度、タクソミーが、投資が環境的にサステナブルかを決定する基準として用いられているかを開示する。この情報には投資家が全ての金融商品のうち何パーセント環境的にサステナブルな経済活動に資金を提供する投資をしているか特定する情報が含まれる。例えば、

あるファンドが投資額の30%をA社、50%をB社、20%をC社に投資しているとする。それぞれの活動内容を把握し、例えば、各社の売上高のうちタクソミー適格の事業が占める割合がA社40%、B社80%、C社が10%だったとすると、このファンドのタクソミー適格資産の割合は、 $54\% (= 40\% \times 30\% + 80\% \times 50\% + 10\% \times 20\%)$ となる。

閣僚理事会の修正案では、EBA (欧州銀行監督機構)、EIOPA (欧州保険年金監督局)、ESMA (欧州証券市場監督局) が、開示内容の詳細を決めることとしている。

新規則適用後は、TEGに代わってサステナブルファイナンス・プラットフォームがタクソミーの技術的選定基準の開発や定期的(3年ごと)見直しを行う。サステナブルファイナンス・プラットフォームは、EEA (欧州環境機構)、ESA (欧州監督機構)、EIB (欧州投資銀行) およびEIF (欧州投資基金)、金融・非金融市場の参加者や関連する産業を代表する事業セクターなど民間の利害関係者を代表する専門家、対象分野の知識と経験があることが証明された個人の能力に基づいて指名された専門家、学識者・有識者、ESGと労働の分野の専門家を含む市民社会の代表から構成される。民間の代表や有識者はEU域内の居住者に限定はされていない。EU域外の専門家もメンバーに入れる余地を残すことで、将来の国際標準化を目指していることがうかがわれる。

3. グリーンボンド基準・ベンチマーク

行動計画では、EUタクソミーの策定の他に、グリーンボンド等のグリーンファイナンス商品の基準と認証の作成やベンチマークの開発が盛り込まれている。前者に関しては、2019年6月にT

EUがグリーンボンドの基準について、下記の四つの要素を盛り込むことを提案する報告書を公表している。

- (i) 調達した資金は、EUタクソノミーの六つの目的のうち少なくとも一つに実質的に貢献
- (ii) グリーンボンドフレームワークの公表
- (iii) 調達資金の使用（配分レポート）や環境面での影響（インパクトレポート）の報告を義務付ける。
- (iv) 外部の審査機関による検証の義務付け（当該機関のESMAによる設計と運営を想定）

次の段階として、欧州委員会が報告書の内容についての今後の取り組みを決定する。

ベンチマークに関しては2019年12月9日に、EUCTB（気候移行ベンチマーク）とEUPAB（パリ協定整合ベンチマーク）の2種類の気候ベンチマークを導入し、全てのベンチマーク（金利と通貨を除く）にESGの開示を要求するためのEU規則改正が公布されている。

4. タクソノミーのわが国への影響

1) わが国への投資にも適用

EUタクソノミーは、EU域外企業でも、EU市場で資金調達を行う際には適用される。すなわち、EU域内のファンドを通じて日本企業に投資が行われる場合や日本企業がEU域内で社債を発行する場合は、仲介する市場参加者が、タクソノミーを適用して環境的にサステナブルかの評価を開示する。EUの投資家が、EUタクソノミーに照らして、わが国企業が環境的にサステナブルな事業を行っているかの判断材料とすることも考えられる。ただし、その内容はEU企業とEUの状

況をベースとしており、わが国の企業や状況には適合していない面も多く、要求する水準も高いことから、日本経済団体連合会、全国銀行協会などは懸念を示している。

2) 国際基準化を目指す？

EUでは、EU域外に類似の基準があった場合にEUの基準と同等と評価できる水準と判断したものであれば、EUでも受け入れる同等性評価のプロセスがある。しかし、関係者に2019年9月にヒアリングをした段階では、タクソノミーに関してそのような調整手法の検討はまだ行われていない。

EUは2019年10月18日に、アルゼンチン、カナダ、チリ、中国、インド、ケニア、モロッコと共同でIPSF（サステナブル・ファイナンス国際プラットフォーム）を設立する旨を公表している。EUタクソノミーをはじめ、EUのサステナブル・ファイナンスへの取り組みを世界標準化することを目指していることがうかがわれる。

他方で、環境に関するタクソノミーについてはカナダでも開発を進めている。ISOも投融资の金融面からサステナビリティを促進する新基準の開発プロジェクト（TC 322）を進めている。

3章 投資家・金融機関への要求

1. 投資助言へのESG要素の組み込み

投資運用会社や保険代理店等が、顧客に助言を行う際に、ESG要素やそれに関する顧客の選好を考慮することを義務付けるべく、欧州委員会にて、EU指令2014/65（Markets in Financial Instruments Directive：MIFID II）とEU指令2016/97（Insurance Distribution

Directive：I D D）を補完する委任法令の改正案（2019 年 1 月公表）が審議されている。

E S M A と E I O P A は、2019 年 5 月、欧州委員会の委託を受けて、これらの改正案に係る技術的助言のレポートを公表している。

2. 機関投資家とアセットマネージャーの義務の明確化

1) 開示義務

上述してきた内容の他、「サステナブル投資とサステナビリティリスクに関連する情報開示と、企業年金基金指令（E U 指令 2016/2341 “Institutions for Occupational Retirement Provision”：I O R P II）の改正に関する規則（案）」（2018 年 5 月公表、2019 年 12 月 9 日公布）では、金融市場参加者と金融アドバイザーに対し下記の開示を要求している（2021 年 3 月 10 日から適用）。

- ・サステナビリティリスクに関する方針（ウェブサイト開示）
- ・サステナビリティへの悪影響（企業レベル・ウェブサイト開示）（金融商品レベル）
- ・サステナビリティリスクの組み込みに関する報酬の方針（ウェブサイト開示）
- ・サステナビリティリスクの組み込み（契約締結前の開示）
- ・金融商品における“E”と“S”（of E S G）の促進（契約締結前の開示）
- ・サステナブル投資の契約前の情報開示（投資目的、インデックス、二酸化炭素排出量削減を目標とする場合は、パリ協定の長期的目標達成という観点からの開示など）
- ・サステナブル投資における“E”と“S”（of E S G）の促進（ウェブサイト開示）

- ・定期的なレポート開示
- ・情報開示のレビュー（アップ・デート）

2) 投資判断への組み込み

E U の企業年金基金指令では、加盟国に、ブルーデントマンルールの範囲内で、管理機関が E S G 要因を考慮した投資判断を行うことを認めるよう求めている。E S M A と E I O P A は、2019 年 5 月、欧州委員会の委託を受けて、サステナビリティリスクの投資判断への組み込みに係る技術的助言のレポートを公表している。E U 指令 2016/2341 の改正規則の前文では、欧州委員会は、年金基金（Institutions for Occupational Retirement Provision：I O R P s）が投資判断やリスク評価においてどのように E S G 要素を考慮するかのガイドラインを、E I O P A が発行すべきとしている。

一方、英国では、企業年金に関連する規則等で、投資において財務的に重要と考える E S G 要素を考慮することとしている。英国の財務報告評議会（Financial Reporting Council：F R C）は、2019 年 10 月、“UK Stewardship Code”の見直しを公表している（2020 年 1 月適用開始）。見直しでは、コードに署名した運用機関の目的、投資哲学、戦略および文化によって「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような」顧客・最終受益者の長期的価値を生むスチュワードシップを可能とすること、気候変動を含むシステムック・リスクに対応すべきこと、スチュワードシップと投資を、「重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて」、自身の責任を果たすために体系的に統合（integrate）することが謳われている。

3) 自己資本比率規制への組み込み

ESMAとEIOPAは、2019年5月、欧州委員会の委託を受けて、技術的助言のレポートを公表している。技術的助言では、ESG要素のリスク管理への反映を提言している。ただし、内容はプリンシプルベースであり、事実上、EUタクソノミーの合意成立を前提としている。

また、EIOPAが2019年9月に公表した意見書では、ソルベンシーIIの自己資本の算定に当たっては、シナリオ分析やストレステストを実施の上、ESG要素を考慮することが望ましい旨を述べている。2021年1月までに欧州委員会がレポートを公表する予定である。

2019年12月には、EBAがサステナブル・ファイナンスに関する行動計画を公表している。

4章 企業の情報開示と会計基準

1章で述べた行動計画では、サステナビリティに関する開示と会計基準設定の強化を求めている。

1. 開示

1) EUのガイドライン

EU指令では、PIE（従業員が500人超の公開企業など）に対して、マネジメントレポートでビジネスモデル、非財務情報の開示への取り組み方針等（デュー・ディリジェンスの方針を含む）とその結果、主要リスクとリスクマネジメント、KPIの開示を求めているが、2014年の改正により、環境の保護、社会的責任と従業員の取り扱い、人権の尊重、汚職・贈収賄の防止についてこれらの開示が求められることとなった。さらに、コーポレート・ガバナンスステートメントで、取

締役会のダイバーシティ（年齢、性別、教育や専門の背景）に関して開示が求められるようになった。これを受け、非財務情報開示指令のガイドラインが2017年7月に改訂された。2019年1月にTEGが気候変動関連情報の開示に関する最終報告書を公表し、これを受けて、同年6月に再度ガイドラインが改訂され、気候関連情報開示の開示推奨項目が追加された。EUの非財務情報の開示項目は、上述した五つの要素（ビジネスモデル、非財務情報開示への取り組み方針等〈デュー・ディリジェンスの方針を含む〉とその結果、主要リスクとリスクマネジメント、KPIの開示）で構成される。ガイドラインでは、この枠組みの中で、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）で推奨されている開示項目も組み込んでいる旨を述べている。誰に対して情報を開示するのかについて、TCFDでは、投資家、債権者、保険業者を想定している。一方、EUの非財務情報開示は投資家だけでなく、その他のステークホルダーも対象にしている。TCFDは気候変動が企業の財務に与える影響を開示の対象としているのに対して、EUの非財務情報開示は、企業が気候に与える影響も開示のターゲットとしている。非財務情報開示の開示内容を決める際に考慮する情報の重要性（Materiality）について、TCFDでは財務的な重要性を考慮するのに対し、EUの非財務情報開示では、環境的・社会的な重要性も考慮することとされている。

2) EFRAGでの検討

2018年3月の欧州委員会のアクションプランに基づき、EFRAG（欧州財務報告諮問グループ）が、2018年11月に新たにEuropean Corporate Reporting Labを組織内に設置し、

図表3 非財務情報開示に関する欧州の発行会社（英国・ドイツ）への取材結果

	E S G開示拡大のトレンドについて	株主以外のステークホルダーの重要性を強化するトレンドについて	E S G開示における課題
ドイツ企業 (金融関連)	・ ポジティブ ・ 90年代前半から任意に開示	・ そのような「トレンド」は認識できない ・ ステークホルダーはみな等しく重要 ・ 報告、開示の一次的なターゲットは投資家と規制当局。しかし、非財務レポートではより広範なステークホルダーに対応	・ 「マテリアリティ」の抽出 ・ データの品質の確保 ・ 社会的責任と従業員の取り扱い、人権の尊重、汚職と贈賄の防止（E Uの開示項目）など
Fraport AG	・ ポジティブ ・ 80年代に住民に滑走路建築を反対されたこともあり意識。99年からレポート公表開始	・ 英国とは状況が異なる ・ 株主と株主以外のステークホルダーのどちらも重要であり、両者間に“conflict”はない ・ I Rの見地からはアナリストや投資家が重要。広報やG全体の見地からは株主以外のステークホルダー（メディア、地域住民、従業員）とのコミュニケーションは極めて重要	・ 非財務情報開示のフォーマットを統一してほしい
Lufthansa Group	・ 25年以上前からしていること ・ ここ1年重要性は増している ・ 投資家のみならず世間での関心が高まっている	・ 株式中心の英国と異なりドイツは債券発行が中心。したがって、もともと株主以外のステークホルダーの重要性が高い ・ 当社は90年代半ばまで未公開企業であり、株主以外のステークホルダー（とりわけ従業員や顧客）の重要性を理解	・ データの網羅が最大の課題 ・ グループのコア戦略や財務情報との間の「紐付け」が重要 ・ 気候変動はE S G関連のメイントピックで利益にも大きな影響力を有する。2021年導入見込みの航空機燃料税にも対応
Commerzbank	・ グループ内で重要性が増している ・ S D G s の17の目標のうちビジネスモデルに関連するのは六つ ・ 取引先にも理解を求めている ・ E S Gへの取り組みは単なるレピュテーション向上だけでなく収益改善にもつながり得る	・ 顧客のみならず社会全体に対する責任をどう果たすか検討を深めていかなければならないと考えている ・ 株主はステークホルダーの一部だが、株主だけに焦点を当てて行動しているわけではなく、ステークホルダー全体を視野に入れている	・ 特にない ・ 常にリスクマネジメント部門と協働で取り組む、という程度 ・ E S Gはストレステスト（2～3年）よりも長期の視点が必要で、どのようなシナリオを組むべきか今後の課題
英国小売企業	・ 興味深い転換期であり、ポジティブ。この1年から1年半で大きく変化 ・ 2007年から情報発信。これまではC D Pなどの質問への回答がメイン ・ 自発的に投資家に情報提供することで投資家が無関心でなくなった	・ ポジティブ ・ サステナビリティレポートは投資家のみならず幅広いステークホルダー対象 ・ 当社の株主を長期志向に変えることが重要なテーマ	・ 当社の事業環境をステークホルダーに正しく理解してもらうことが極めて重要 ・ 尺度が定量化できること。少ない項目で3～5年単位で比較できることが重要
Rolls-Royce plc	・ ポジティブ（ステークホルダーが企業を長期的かつ多面的に評価可能） ・ 大量で無意味な情報を与えることにならないよう、投資判断に資する情報を提供する意識を強めている	・ ポジティブ ・ アニュアルレポートは投資家向け、ウェブサイトの情報は従業員や世間一般に向けて発信 ・ 最も重要なステークホルダーは株主（中でも長期保有）、規制当局、顧客	・ ステークホルダーにとって最も重要な情報は何か、という情報の選別が不可欠
英国金融機関	・ 投資家の投資判断に資するためポジティブ ・ E S Gは企業の利益に結び付く（ネガティブコストの抑制）とそれ自体の重要性から重視	・ アニュアルレポートは投資家、サステナビリティレポートは幅広いステークホルダー向けに開示 ・ E S Gの重要なトピックについて各ステークホルダーとの対話やサーベイに依拠	・ 気候変動（試算の根拠を示すのが困難） ・ E S Gの“S”関連の開示で、数値を示すこと
Standard Chartered Bank	・ 今後訪れるであろう三つの変化(①最低基準の導入、②ストラクチャーやフォーマットの統一、③マテリアリティに基づく情報ウエイトの分散)を歓迎する	・ 当社のスタンスに合致しておりポジティブ ・ もう少しガイダンスがあればなおよい	・ データ化 ・ スピード

(注) 了承を得た取材先のみ社名表示
(出所) 大和総研作成

ESG関連でよく聞かれる質問	TCFDとどのように向かうか	ESGインデックス、ESG格付けを利用するか	非財務情報開示に対する“Independent Assurance”について	非財務情報開示の共通フレームワークについて
“G” (management board) - 次にS (労働、ジェンダー)。優先順位は低い - ここ18カ月は、気候変動リスク	- 署名している (TCFDサポーター) - シナリオ分析、データの有用性がキモ	- 議論の出発点としての活用 - 質問数が膨大。しかも算出方法が不透明であり、比較可能性がない - 業者の統合やメソッドの標準化が望ましい。そのためにはより多くの市場参加が必要	- 限定的保証を付けている - IAASBの動向は、市場からのクレディビリティが増すので、ポジティブに捉えている	企業側のフレキシビリティは比較可能性を損なう。非財務情報版のIFRSが望ましい
- 時期による (数年前は騒音、1年前は人権) - 最近: 「気候変動が当社のビジネスモデルに与える影響」	- 署名していない - CDPに基づき開示を行っている - 当社にはサステナビリティに関する長い歴史があり、TCFDのテーマは新しいものではない	- 一部の業者からは貴重なフィードバックを得られるため、基本的にはポジティブ - 中にはよく思っていない業者もいるので選別して付き合っている	企業がより真剣に非財務情報開示に取り組むきっかけとなるため歓迎する	願わくばフォーマットを標準化してほしい
- carbon emissions - ガバナンス (役員報酬の正当性、取締役会のダイバーシティなど)	- 署名していない - 既にTCFDが求める開示内容は任意で行っている	- 一部の業者からは貴重なフィードバックを得られるため、基本的にはポジティブ - ただし、情報に正確性がないことも多く、その点は懸念	- 限定的保証を付けているが、投資家はより確度の高い保証を求めている - ダブルチェックを受けられるので歓迎	- 困難 - 強調したい項目を追加するといった「カスタマイズ」の余地があることが望ましい - 当社はGRI + 任意開示。SDGs関連の開示を追加予定
- CO₂, carbon emissions, および“E”全般 - 最近“G”も増加	2年前から検討を開始している	- 信用していない。典型的な“Green Washing” - 算出方法が不透明であり、比較可能性がない	近い将来財務と非財務が統合される際には非財務にも保証を得ることになる	GRIとCDPに準拠。とりわけGRIは10年以上使用
- 廃棄物、プラスチック、エネルギー (“E”) - 倫理取引 (“S”) - 人権 (“S”) - 離職率 (“S”) - 従業員の健康管理 (“S”) - 投資家自身にESGの理解が足りず、当社のビジネスモデル向けにテラーメードされた質問が少ない	厄介なテーマであり、最善の適応方法を模索中	- かつてはESG格付けについて投資家からの質問が多数寄せられたが、年々それが減少 - リテラシーにとっては、メディアでのレピュテーションの方が収益に重大な影響を及ぼすことが明らか - ESG格付けの最大の問題は、格付け会社が重要と考える事項の開示を求められること	—	何が重要であり、何を開示すべきかは当社の選択に委ねられるべきであり、投資家はそれを尊重すべき
- ここ半年でESG関連の質問が10倍に増加 95%が“E”で、carbon emissionsが大半 “G” (社外取締役の人数等) “S”は労使関係だが、最も人気がない	- 前向きに検討を始めている - 向こう2年で要望を満たせるようにしたい - 気候変動のインパクトをBに反映する、という点が困難 - 第三者のモデルの活用より自社開発のメソッドに集中	- ESGインデックスからの情報開示請求には応じることもある - いい評価を受けるためだけのTick boxアプローチに陥らないように意識	全ての非財務情報についてそれを要求するのは過大な負担	共通のフレームワークが基本にありつつ、企業に開示項目をアレンジする裁量がある状態が望ましい
- 当初は“G”だったが、ここ最近“E”と“S” - 欧州に限らず、最近アジア、米国、カナダの投資家から質問を受ける	- 最重要視しており、普及を願っている - 六つのハイリスク取引セクターを設け、数値は内部で算出 - 大学と協働で従業員向けの研修を実施している	- 投資判断の分析の出発点としては最適だが、全てに従うことはない - 投資家と直接対話をするのがいまだ重要	- ポジティブ - 一部保証を実施。他の分野へは今後段階的に実施の対象となっていくだろう	—
—	署名、レポート作成	投資判断のスタートポイントとして参考にした上で、別途デューデリジェンスも行う	—	フォーマットが標準化されておらず、比較可能性が乏しいことが理解の妨げとなっている

図表 4 非財務情報開示に関する欧州機関投資家（英国・ドイツ）への取材結果

	ESG開示拡大のトレンドについて	株主以外のステークホルダーの重要性を強化するトレンドについて	投資判断に際して重要と考えるESG要素	ESG要素の考慮はパフォーマンスを引き上げたか	ESG開示の優良企業となるためのキーポイント
ESG Portfolio Management	・大いに歓迎	・従業員の幸せが重要（報酬にとどまらない、“fair treatment”がキモ、教育の充実もまた然り） ・従業員以外のステークホルダー（工場の近辺の住民、顧客など）にも配慮すべき ・上記が重要なのは、企業の利益やCFに影響をもたらすから	・“G”（経営陣が「株主以外のステークホルダー」の重要性を理解しているか否かがキモ） ・現時点で最大の要素の“E”でいうと、気候変動、carbon emissions、温室効果ガスが最も重要 ・carbon emissionsではスコープ3が最も広範で重要	・要素、セクターによる	・ESG格付けプロバイダーは200の項目を考慮し企業にESG格付けを付与。全てのESG格付けプロバイダーと対話すること
Dr Lothar Weniger (Advisory Council member of IASBにおけるCRUF代表 (2019.12末まで))	・顧客、投資家によるESG情報への要望増大の証し ・あまりにも一般的かつさほど重要でない情報が多く、規制により投資家の関心の外にあるものまでも開示させられている ・企業にとっては過剰な負担であり、投資家にとっては判断を鈍らせる可能性	・世論が政府を動かしていることの影響であり、投資家の要望ではない	—	・ESGに偏った商品はボラティリティが高い傾向があり、短期的な観点からすると、「ESG商品の方が、パフォーマンスが高い」とはいえない ・中長期的にどうかは、これから判断するだろう	・透明性 ・立証できる（データの根拠あり） ・時間整合性（一貫性）（定義が変わらない） ・マテリアリティ ・マテリアリティはデータに基づいて判断されるべき ・マテリアリティはステークホルダーの観点と企業の観定の両方ある
英国機関投資家（PRI署名、年金基金の運用の受託）	・ポジティブ ・当社がESGを考慮することは、“fiduciary duty”の一環	・もともと会社法に定められている動きでありポジティブ ・それにより投資パフォーマンスが改善。企業がESGを考慮しないことは、その企業にとってリスクであり、投資パフォーマンスを脅かす ・企業のグッドプラクティスを促進する	・企業のビジネスモデルに対してマテリアリティのあるESG情報のさらなる開示を望む	・外部の調査によれば、ESGを考慮することは、その企業のボトムラインを損なうことにはつながらない ・企業のボトムライン（利益）とESGは相反するものではなく、補完的な関係にあるという認識が広まっている	・気候変動リスクの認識と報告 ・“S”ではダイバーシティを特に重視。それ以外では人的資本、汚職や贈賄の防止、従業員関連等、ミニマムスタンダードの項目を重視 ・ディスクロージャーの透明性も重視
英国機関投資家（PRI署名）	・基本的にはポジティブ ・企業によるESG情報の開示は、その企業の存在意義（“purpose”）に沿ったものとなっていないことがあり、質的な面で改善の余地	・ポジティブ ・特に顧客重視の姿勢は、より深化していくべき ・企業のサステナビリティを考えるにあたって株主とそれ以外のステークホルダーに優劣はつけられない	・企業の活動内容によって異なる ・企業が、長期的観点からのリスク管理についてどのように考えているかにもよる（ESGはその一環）	・Yes ・とりわけ、企業の取締役会によるESGへの取り組み具合もたらずレピュテーション・リスクへの配慮は、潜在的な損失を避ける上で重要	・“carbon emissions”にまつわる開示（特にスコープ3）の巧拙 ・企業の長期的な戦略の開示 ・役員報酬の開示

（注）了承を得た取材先のみ社名/個人名表記
（出所）大和総研作成

ESGインデックス、ESG格付けを利用するか	TCFDとどのように向き合うか	非財務情報開示に対する“Independent Assurance”について	非財務情報開示の共通フレームワークについて	“ESG integration”について
・「基準」を提供する存在であり、効率性を重視した「議論の出发点」 ・手法についての透明性や比較可能性に問題あり ・格付けに疑問があれば、その段階で初めて企業に質問する	・今後、最も重要なトピックとなる ・PRI署名企業は2020年から強制になる ・企業にとってはビジネスチャンスでもある	・第三者による独立したチェックであり、望ましい ・監査人はリーガルリスクから保証をつけたがらないが、企業と監査人の「ベストエフォート」が見たい ・企業には監査人の保証がないからといって非財務情報の開示を簡素化してほしくない ・統合報告書全体の保証は困難。データが標準化されておらず、マテリアリティの理解も不十分 ・TCFD等の普及でこれらが克服されれば監査人のチェックも容易になる	・共通のフレームワークが基本にありつつ、企業に開示項目をアレンジする裁量がある状態が望ましい	—
—	・（多くのドイツ企業がTCFDに署名していない点について）妥当であろう ・政府が新たな規制を設けるのは簡単だが、企業がそれに対応するのは容易ではない	・財務情報と同じ扱いが望ましい ・もっとも、仮に「保証」が付されていないとしても、「マテリアル」な情報であれば開示すべき	・もちろん望ましいが容易ではない。ESG情報には様々な切り口があり、それに応じて様々な基準がある。無理に共通化する必要もないだろう	—
・内部のESGスコアを開発し、ESGインデックスに用いている	・企業に対し、TCFDに基づく開示を期待 ・単なる「ダイアログ」ではなく、数値の開示を求める ・企業のガバナンス、気候変動への戦略的なアプローチを把握し、続いてTCFDのセクションごとに、資本、収益の配分を把握する	・ポジティブ ・クオリティには懸念あり ・理想的には、企業にとって“material factor”となる非財務情報の開示については、“Independent Assurance”のみならず、取締役会の署名があるべき	・比較可能性の向上に資するため望ましい	・ポジティブ ・このご時世でESG要素を考慮しないというのは、投資機会を失うことにつながる ・顧客の年金基金の反応も進化。個人投資家（富裕層）も同様
・ESG格付け会社の情報は活用していない ・投資判断は、あくまでも自社のリサーチに基づいて行っている	・理念を支持 ・より多くの企業に、TCFDに賛同してもらいたい ・ただ、TCFDに基づく開示は、企業のビジネスに関連付けたものであるべき ・非財務情報の数値情報の範囲や質がより改善されるだろう	・投資家の立場としては、“Independent Assurance”はいつでも歓迎 ・ただ、この段階で“Independent Assurance”を義務付けるのは、時期尚早	・共通のフォーマットを強要することは、弊害が大きい。企業が強みを公表できない。何をどう開示するかは企業の裁量に委ねるべき ・そもそも、共通のフォーマットを導入することは、極めて困難	・ポジティブ ・そもそも、投資家自身が、ESG要素が企業評価のキーエリアであると考えていた

2年から3年かけて、企業報告の在り方について検討している。E F R A Gは2019年2月に、気候関連報告のプロジェクトタスクフォースを設置し、検討を開始している。同年9月にはEuropean Labの将来的なアジェンダについての意見募集についてのアウトリーチイベントを実施し、10月のフィードバック文書では「非財務のリスクと機会およびビジネスモデルとのリンケージの報告」の支持が多く、今後のテーマとする旨を述べている。

3) 公的機関、発行会社や投資家の評価(取材)

2019年9月に資本市場研究会、大和証券グループ、PWCグループの協力を得て、非財務(E S G)情報の開示に関し、欧州の公的機関、発行会社、機関投資家を訪問し取材を行った。

公的機関のうち英国のF R Cでは、財務報告ラボの担当者等に取材を行い、2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂を受けてHuman Capitalに関する開示の充実を求めていること、投資家が知りたいのは、従業員のトレーニング、従業員の心身の健康維持のための投資、離職率や定着率などである旨の回答を得た。また、株主が最重要なステークホルダーであることは変わらないが、株主以外のステークホルダーの重要性を上げようとしている旨の回答もあった。

I I R C(国際統合報告評議会)では、企業報告のシニアコンサルタントに取材をした。担当者個人の意見ではあるが、統合報告書は企業の開示を改善させたが、ビジネスモデルの開示やマテリアリティの検討が不十分であること、開示の質が

課題であるなどの回答を得た。統合報告書の第一の読み手は株主だが、それは最大多数の読み手だからであって、ステークホルダーの中で最重要ということではない旨の回答も得た。

発行会社や機関投資家の取材結果は図表3、4の通りである。取材先の回答を見る限りは、E S G関連の開示拡大にポジティブな姿勢、株主だけでなく株主以外のステークホルダーも重視する姿勢がうかがわれる。なお取材対象のドイツ企業ではT C F Dには冷ややかな回答が多かったことも指摘しておく。

欧州では、E F F A S(欧州証券アナリスト協会連合会)やCFA Society United Kingdomが、E S G情報のアナリスト等の資格制度を導入している。

2. 会計基準

H L E Gの2018年1月の最終報告書では、I F R S(国際会計基準)第9号「金融商品」の長期投資の株式への時価評価適用について、見直しを要求している。行動計画でもE F R A Gに検討を要求しており、近く欧州委員会への報告が取りまとめられる予定である。ちなみに、E S M Aが機関投資家等を対象にショートターミズムに関するヒアリング調査を実施したが、株式の時価評価が経営者や投資家の判断に有用な情報を提供するかに関しては回答が分かれた。長期投資を妨げているかについては否定的な回答が6~7割を占めた。

1) 例えば2018年10月にC O S O(トレッドウェイ委員会支援組織委員会)とW B C S D(持続可能な開発のための世界経済人会議)がE S G要素を反映した全社的リスク管理のガイダンス“Enterprise Risk Management-Appling enterprise risk management to environmental, social and governance-related risks-”を公表している。

5章 分岐点に差し掛かるESG対応

EUのサステナブル・ファイナンスをめぐる制度の見直しは、まだ途中段階であり、今後も継続する。それぞれの項目の重要性も高く、欧州の金融資本市場における制度改正や実務に、継続的に重要な影響を与えるのみならず、域外にも大きく影響を与えることが予想される。とりわけ開示においては株主以外のステークホルダーを重視する動きがさらに進みつつある点は注目される。もちろん、会計基準設定主体の関係者が主張するように、財務データの重要性は軽視してはならないが、非財務情報を分析するスキルも投資家をはじめとする市場関係者にとって必須となりつつある。他方で、企業や金融機関の経営やリスク管理において、気候関連に特化したTCFD以外でも、ESG要素を組み込む動き¹が出てきており、わが国でもこのトレンドへの対応が、いずれ重要な課題となろう。

【参考文献】

- ・EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE“USING THE TAXNOMY Supplementary Report 2019” (June 2019)
- ・EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE“Report on EU GREEN BOND STANDARD” (June 2019)
- ・EU TECHNICAL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE“Report on BENCHMARKS” (September 2019)
- ・金子寿太郎「国際協調へ向かうEUのサステナブルファイナンス政策～行動計画の要のタクソノミー法案最終化は次期EU運営体制へ持ち越し～」(『月刊資本市場』2019年8月)
- ・環境省「EUのサステナブルファイナンスの動向」(2019年9月)
- ・環境省委託調査「EUにおけるサステナブル・ファイナンスの動向に関する調査報告書」(2019年9月)
委託先：CSRデザイン環境投資顧問株式会社

【著者】

吉井 一洋 (よしい かずひろ)



金融調査部
制度調査担当部長
担当は、会計制度、税制、会社法、
金融商品取引法、金融制度等

鈴木 利光 (すずき としみつ)



金融調査部
主任研究員
担当は、金融制度、会計、
金融商品取引法等

藤野 大輝 (ふじの だいき)



金融調査部
研究員
担当は、会計制度、情報法制、
金融商品取引法、税制