

2020年9月25日 全8頁

EU の気候ベンチマークが始動

2つのベンチマークが策定、ESG の影響についての開示強化も

金融調査部 SDGs コンサルティング室 主任研究員 太田珠美

[要約]

- EU が取り組んでいるサステナブル・ファイナンス行動計画では①気候ベンチマークの開発、②指数会社等のベンチマーク提供者に対する ESG 情報開示の強化、が提言されており、これらを具現化するため EU ベンチマーク規則の改正が行われている。
- 新たに開発された気候ベンチマークは、気候変動の移行に関連するベンチマーク (EU CTB: EU Climate Transition Benchmarks) とパリ協定に関連するベンチマーク (EU PAB: EU Paris-aligned Benchmarks) の2つである。EU PABの方がより厳しい条件を満たす必要がある。これらのベンチマークが本当に脱炭素社会実現に貢献するのか議論はあるものの、運用は既に開始されている。
- 指数会社等のベンチマーク提供者は、提供するベンチマーク (気候関連であるか否かに関わらず、一般的なベンチマークを含む) において ESG 要素を考慮している場合、その内容について開示が求められる。例えばベンチマーク全体の温室効果ガス強度や、ジェンダー間の報酬ギャップ、独立したボードメンバーの比率などが挙げられる。
- EU 域内の規制ではあるが、EU 域内のベンチマーク提供者が日本企業の発行する株式・債券を対象とするベンチマークを提供する場合もある。EU CTB や EU PAB が他地域にも受け入れられ、似たようなベンチマークが提供されるようになれば、日本の機関投資家が使うベンチマークにも影響してくる可能性がある。

1. EUにおけるサステナビリティに関するベンチマークの開発

(1) EU サステナブル・ファイナンス行動計画における位置付け

EU が取り組んでいるサステナブル・ファイナンス行動計画¹（以下、SF 行動計画）は、資金の流れを、持続的かつ包括的な成長を実現するための投資にシフトさせ、気候変動や資源の枯渇、自然破壊や社会問題などに起因する金融リスクを管理し、金融および経済活動における透明性や長期的な利益に注目する傾向を醸成することを目標としている。2019 年 12 月に欧州委員会委員長フォン・デア・ライエン氏が打ち出した European Green Deal²の実現にも資するものと位置付けられている。本稿では SF 行動計画の具体的項目の 1 つに挙げられている、サステナビリティに関するベンチマークの開発を取り上げる。

多くの資産運用会社（投資家）は、投資を行う際に何らかのベンチマークを利用しており、ベンチマークの在り方は資金の流れに大きな影響を与え得る。欧州委員会のテクニカル専門家グループ（TEG：Technical Expert Group）は 2019 年 9 月に“Report on BENCHMARKS”を公表し、①気候ベンチマークを開発することと、②指数会社等のベンチマーク提供者が提供するベンチマーク（気候関連であるか否かに関わらず、一般的なベンチマークを含む）において ESG 要素を考慮している場合、その影響を開示すること、の 2 点を提案した。2019 年 12 月にはこれらの提案内容を反映する形で EU ベンチマーク規則の改正が公布されており、2020 年 4 月 30 日から適用が開始されている。ただし、一部細則は適用開始時点で確定しておらず、欧州委員会からの細則が示されるのを待つこととなった（細則は 2020 年 7 月に公表されているが、本稿執筆時点で細則の適用開始日は未定である）。

(2) EU ベンチマーク規則の概要

EU ベンチマーク規則は 2012 年に発覚した英国大手銀行による LIBOR の不正操作を契機に導入された規則である。LIBOR のように、ベンチマークとして使用されるインデックス³には正確性や透明性、一貫性が求められる。ベンチマーク算出の過程において何らかの裁量が働いたり、利益相反の影響を受けるようなことがあると、投資家や消費者に損失をもたらし、市場の信頼が損なわれる。こうしたことを防ぐため、EU ベンチマーク規則では、ベンチマーク提供者にガバナンスや利益相反管理体制の整備、ベンチマークの算出方法についての情報開示や定期的なレビューの実施、内部および外部監査の実施などを求めている。

EU ベンチマークの規制対象となるのは、①金融契約の支払金額を決定する際に参照されるインデックス、②金融商品の価値算出に参照されるインデックス、③投資ファンドのパフォーマ

¹ EU のサステナブル・ファイナンス行動計画については吉井一洋・鈴木利光・藤野大輝「進む EU サステナブル・ファイナンスの制度改正」（『大和総研調査季報』2020 年 1 月新春号（Vol. 37）、pp. 14-27）を参照。

² 気候変動問題を含む環境問題への取り組みを機会に変え、持続的な経済・社会の発展を目指す EU の政策。

³ インデックス（指数）は何らかの資産クラスにおける母集団の動向を示すものである一方、ベンチマークは機関投資家が資金を運用する上で参照するインデックスのことであり、パフォーマンス評価やリスク管理などに活用される。

ンス測定のために用いられるインデックス（リターンを算出したり、ポートフォリオの資産配分の決定、または手数料計算などの目的を含む）のいずれかを提供する者である⁴。

2. 気候ベンチマークの具体的な内容

EUベンチマーク規則改正により、気候変動の移行に関連するベンチマーク（EU CTB:EU Climate Transition Benchmarks）とパリ協定に関連するベンチマーク（EU PAB:EU Paris-aligned Benchmarks）が新たに定義付けされることになった。

EU CTBはベンチマークを構成する原資産が脱炭素化の軌道に沿ったものであること、EU PABはベンチマークを構成する原資産の温室効果ガス（GHG）排出量がパリ協定の目標と整合的であることが求められ、EU PABの方がより厳しい条件を満たす必要がある（図表1）。

図表1 EU CTBとEU PABのミニムスタンダードの主な要件

	EU CTB	EU PAB
脱炭素化の軌跡（目標）	<ul style="list-style-type: none"> 原資産が上場株式の場合：年平均でGHG強度を最低7%削減 原資産が債券（ソブリンを除く）の場合：①発行体が株式を上場している場合⇒年平均でGHG強度もしくはGHG排出量を最低7%削減、②発行体が株式を上場していない場合⇒年平均でGHG排出量を最低7%削減 	
スコープ1+2+3のGHG強度または排出量（注1）	投資可能なユニバースとの比較において少なくとも30%低いこと	投資可能なユニバースとの比較において少なくとも50%低いこと
投資除外項目（注2）	<ul style="list-style-type: none"> 通常兵器に関連するあらゆる活動に関与する企業 たばこの栽培や生産に関与する企業 社会的規範に反する企業（注3） 	左記に加えて以下の企業は除外 <ul style="list-style-type: none"> 収益の1%以上を石炭関連の事業から得ている 収益の10%以上を石油燃料関連の事業から得ている 収益の50%以上を気体燃料関連の事業から得ている 収益の50%以上を100gCO_{2e}/kWhを超えるGHG強度の発電事業から得ている
ベンチマークを構成する銘柄に求められる要件	<ul style="list-style-type: none"> GHG排出量（スコープ1+2+3）の一貫したかつ正確な情報開示を行っている 3年連続で年平均7%のGHG強度もしくはGHG排出量を削減している 	

（注1）スコープ1は自社の事業活動からの直接的な排出、スコープ2は自社の事業活動におけるエネルギー使用に伴う間接的な排出を指す。スコープ3は自社の事業活動の範囲外で、サプライヤー等の事業者や製品ユーザーなど一連のバリューチェーン全体の排出を指す。スコープ3の集計開始時期については業種に応じて異なり、エネルギー・鉱業セクターは規則開始と同時（算出・推計が困難な場合は化石燃料の埋蔵量を使うことが認められる）、輸送・建設・不動産・資源・産業セクターは2年以内、その他のセクターは4年以内とされている。

（注2）EU CTBの投資除外項目への対応は2022年12月31日まで経過措置が設けられている。

（注3）国連グローバルコンパクトの原則、OECDの多国籍企業向けガイドラインに加え、①気候変動の緩和、②気候変動への適応、③水および海洋資源の持続可能な利用と保護、④サーキュラーエコノミーへの移行と廃棄物防止およびリサイクル、⑤汚染の防止と管理、⑥健全なエコシステムの保護、の6つの環境項目を含む。

（出所）EUROPEAN COMMISSION “supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards minimum standards for EU Climate Transition Benchmarks and EU Paris-aligned Benchmarks” (Jul 2020)より大和総研作成

⁴ ①の例としてはLIBORが挙げられ、融資契約で利息の支払い金利に参照するようなケースが想定される。②の代表例はETFの運用で参照されるインデックス（株式の例でいえばTOPIXや米S&P500など）、③は年金基金などが運用パフォーマンスの測定などを行う際に参照するインデックス（前掲の株式の例に加え、債券でいえばダイワ・ボンド・インデックス総合指数、FTSE世界国際インデックスなど）が該当するものと考えられる。

図表 1 に加え、EU CTB の資産構成やウエイト付けに関してベンチマーク提供者は以下の 4 点について考慮するという要件も設けられている（2022 年 12 月 31 日までの経過措置期間が設けられている）⁵。

- ①特定の期間内を達成期限とする測定可能な炭素排出削減目標を開示すること
- ②関連会社のレベルも含む炭素排出量の削減を開示すること
- ③目標達成に向けた進捗について年次で開示すること
- ④他の ESG の観点から害がないこと

ベンチマークの脱炭素化の計測には、GHG 強度もしくは GHG 排出量が用いられる。GHG 強度の算出方法については、前掲の TEG の報告書の段階では企業の二酸化炭素排出量を時価総額や収益などで除した数値などが例示されていた。最終的には現金を含む企業価値（EVIC：Enterprise Value Including Cash）に対する GHG 排出量の比率とされた。EVIC は会計年度末時点における、普通株式と優先株式の時価総額、負債全体と非支配株主持分の簿価の合計（現金または現金同等物を控除しない）である。

EU CTB もしくは EU PAB の要件の中で最も重要とされるのは、脱炭素化の軌跡（目標）を達成することである。仮にある年にその目標が達成できなかった場合、翌年の目標を上方に調整することが求められる。2 年連続で達成できない場合は、そのベンチマークは EU CTB もしくは EU PAB を称することができなくなる。連続する 10 年の間に 3 回（3 年）目標が達成できなかった場合も同様である。ただし、該当しなくなった場合でも、その後 2 年連続で脱炭素化の軌跡（目標）が達成できれば、再度 EU CTB もしくは EU PAB を称することができる（1 度のみ）。

今回の EU ベンチマーク規則の改正では、EU に所在するベンチマーク提供者に対し、2022 年 1 月 1 日までに 1 つ以上の EU CTB を提供するよう努める、という内容が盛り込まれた。域内のベンチマーク提供者においては、大手を中心に前掲の TEG の報告書を基に、既に EU CTB や EU PAB の要件を満たすベンチマークの提供を開始するなどの対応が進んでいる⁶。

3. ベンチマークに影響を与える ESG 情報の開示

EU ベンチマーク規則改正のもう 1 つのポイントは、ベンチマーク提供者に対し、ベンチマーク（気候関連であるか否かに関わらず、一般的なベンチマークを含む）において ESG を考慮している場合はその内容（算出方法やその決定プロセス等のメソドロジーを含む）について開示を求めたことである（金利と為替のベンチマークは対象外）。開示内容はベンチマークを構成する資産によって異なるが、例えばベンチマーク全体の GHG 強度や、ジェンダー間の報酬ギャップ、

⁵ この 4 要件は図表 1 のミニマムスタンダードではなく規則本文に記述されている。ミニマムスタンダードでは各種基準として GHG が用いられているが、当該 4 要件では炭素（Carbon）が用いられている。

⁶ MSCI “MSCI to launch two series of provisional EU Climate Indexes” (November 7, 2019)、ISS “EU Climate Benchmark Series Launched in Partnership with Solactive” (February 6, 2020)、SOLACTIVE “Solactive extends its set of Paris Aligned and Climate Transition Benchmarks by including new line of Fixed Income Indices” (April 21, 2020) などを参照。

独立したボードメンバーの比率などが挙げられる（図表 2）。なお、ベンチマークが ESG を考慮していない場合、考慮していないことの開示が求められている。

ESG 要素がベンチマークのメソドロジーに影響している場合は、図表 2 に挙げた ESG 要素が、原資産の選択、ウエイト付け、またはスクリーニングにどのように使われているか説明することも求められる。また、その他説明すべき事項とされているのはデータの入手方法（ベンチマークの基になるデータをどこから入手しているのか、モデル化をどこが行っているのか）や、データ品質の検証・保証方法、ベンチマーク算出に際して参照した基準などが挙げられている。

図表 2 上場株式の ESG を考慮したベンチマークについて開示が求められる主な項目

環境	<ul style="list-style-type: none"> ・ベンチマークの温室効果ガス強度 ・推定値に対して実際報告された温室効果ガス排出の比率 ・ベンチマークポートフォリオにおける鉱業や石炭・石油関連のエクスポージャー ・ベンチマークポートフォリオにおける環境関連製品・サービスのエクスポージャー
社会	<ul style="list-style-type: none"> ・通常兵器やたばこセクターにおけるベンチマーク構成要素の加重平均パーセンテージ（注） ・国際的な条約や国連の原則、国内法等に関連する社会的な違反行為に関するベンチマーク構成要素の内容（すべてのベンチマーク構成要素に占める比率） ・ベンチマークポートフォリオにおけるILO（国際労働機関）の基本的な 8 条約に関する問題に対処するデューデリジェンスポリシーのない企業のエクスポージャー ・ジェンダー間の報酬ギャップ ・ボードメンバーの男女比率 ・ケガや事故、死亡者の比率 ・汚職や贈収賄防止違反に対する有罪判決の数と罰金の額
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・独立したボードメンバーの比率 ・ボードメンバーの女性比率

（注）通常兵器に関しては何に基づいて定義しているか（国際条約や国連の原則、国内法等）も開示することが求められる。

（出所）EUROPEA COMMISSION“ANNEXES to the COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) .../... supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council as regards the explanation in the benchmark statement of how environmental, social and governance factors are reflected in each benchmark provided and published”より大和総研作成

EU CTB および EU PAB に適合するベンチマークを提供する場合は、これらに加え、GHG 排出量推計の基礎となる主な仮定などの開示が必要になる。発行体による公表データがない、データがあっても過少報告とみられる場合、GHG 排出量を推計するための調査方法や推計にどういった外部データを使用したか等の開示も求められる。GHG 排出量のデータを外部から入手する場合は、データプロバイダを公表するとともに、そのデータがどのような仮定に基づいて計算されているかも開示する。

4. EU ベンチマーク規則（気候変動関連）の課題と今後

（1）EU CTB と EU PAB の活用は広がるか

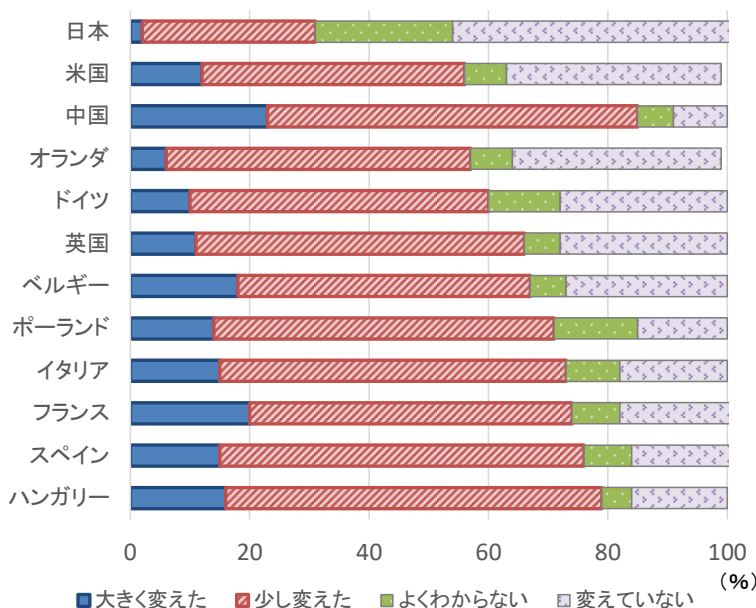
ESG 投資の拡大に伴い、機関投資家の運用において ESG を考慮するベンチマークの重要性も高まっている。しかし、個別企業に対する ESG の評価基準も様々である中、ベンチマーク提供者が

独自に開発・提供している ESG ベンチマークが、環境や社会にどのような影響を与えているのか、機関投資家が測定することは難しい。EU CTB や EU PAB という一定の基準が設けられたことで、少なくとも気候変動を意識する機関投資家の運用はやりやすくなるのだろう。EU CTB と EU PAB の2つのベンチマークの目的は、①パッシブ投資の戦略の基礎となる、②GHG の排出に関連する戦略の投資パフォーマンスのベンチマークになる、③（投資家と発行体の）エンゲージメントのツールになる、④戦略的アセットアロケーションの導入を手助けする政策ベンチマークになる、の4点である。EU CTB と EU PAB は気候変動というテーマ型インデックスのベンチマークとして、これらの役割を果たすことになるのだろう。

そもそも SF 行動計画の目的は民間投資の流れを気候に中立的・強靱であり、また資源効率の良い経済へ移行する方向にシフトさせることにあるが、その過程には①ベンチマーク提供者から EU CTB および EU PAB の提供が十分に行われること、②それらを参照するファンドが多数できること、③多様な投資家がそれらのファンドへ投資すること、というプロセスがある。①に関しては既に大手を中心に提供が始まっており、EU 域内のベンチマーク提供者は1つ以上の EU CTB の提供に努める必要があることから、今後進んでいくことが予想される。一方、②と③に関しては、EU CTB と EU PAB の要件を満たすベンチマークのリスク調整後リターンが市場平均と同程度かそれ以上であることを示す必要があるだろう。ただし、それが示されない場合であっても、アセットオーナー（および最終受益者）の意識変化、つまりリスク調整後リターンが市場平均より多少劣ったとしても、気候変動問題への対応が優先であるとして、EU CTB および EU PAB への投資を許容する意識が醸成されるなどすれば、進む可能性はある。

相対的に、EU CTB や EU PAB はポートフォリオの銘柄選択やウェイト調整の自由度は低い。そうした制約の中で市場平均程度のリスク・リターンを目指すのは、ハードルが高そうにも見える。しかし、大手指数提供会社である FTSE Russell が 2020 年 6 月に公表したレポート“FTSE Russell study on EU Paris-aligned benchmarks”によれば、同社が提供する FTSE All-World Index (FTSE 全世界指数) に EU PAB の要件をあてはめて再構成した FTSE All-World Index PAB Index の過去 10 年 (2009 年から 2019 年) のパフォーマンスは、FTSE All-World Index に対して正の超過リターンが得られることが確認されたという (ボラティリティは同程度)。今後もこういった結果が示されていけば、民間資金が EU CTB や EU PAB を参照する金融商品にシフトしていくかもしれない。アセットオーナーおよび最終消費者の意識という意味では、既に化石燃料を対象とする投資撤退 (ダイベストメント) が増加しており、一定の変化は生まれているのだろう。フランスやイタリア、ドイツ、オランダなど、欧州各国では、この数年のうちに気候変動のために何らかの行動を変えた人の比率が高く、ある程度最終受益者の理解も得やすい状況であるとみられる (図表 3)。

図表3 過去数年のうちに気候変動への懸念から購入または使用する製品やサービスを変えたことがある人の割合



(注) 調査期間は2019年10月25日～11月8日。各地域の16～74歳（一部地域では18～74歳）の個人、総勢19,964名の回答結果。
 (出所) IPSOS “Climate Change and Consumer Behavior” (Dec 2019) より大和総研作成

(2) EU CTB と EU PAB はグリーン社会への移行に貢献するのか

ただし、EU CTB や EU PAB の本来の目的であるグリーン社会移行への貢献について疑問視する声もある。簡単に2点ほど取り上げるが、1点目は、ベンチマークのメソドロジーの重要な要素である GHG 強度について、分子（GHG 排出量）が削減されていなくとも、分母（EVIC）を増やすことで GHG 強度の削減ができてしまう（例えば、負債を増やせば GHG を削減していなくても GHG 強度は下がる）という問題点である。2点目は、年平均7%削減という一律の目標を設定することについて、業種によって目指すべき削減率が異なることや、既に大きく削減している企業にとって不利になることが指摘されている。また、毎年同率で削減していくといった経路が全てではなく、例えば GHG 排出削減に寄与する新技術が市場で利用可能になった段階で急速に削減が進む経路もあり得ることから、一律の基準を基に銘柄選定をすることの是非を問う声がある。

また、産業界からは EU PAB の投資除外項目に対する問題提起もある。EU PAB では石油および天然ガス、発電事業に関わる企業の一部が投資除外の対象になるが、これらの企業の中にも脱炭素社会を目指して活動している企業は多い。そうした企業が取り組もうとしている、GHG 排出量の削減に役立つ可能性のある様々な技術開発やプロジェクトに資金が提供されず支障が出ると、逆に脱炭素社会への移行コストが上昇する可能性があるという懸念を表明している⁷。

⁷ FuelsEurope “RESPONSE TO THE DELEGATED REGULATION ON: Sustainable finance - minimum standards for climate benchmarks” (06 May 2020)

欧州委員会は 2022 年 12 月 31 日までにこの規則の影響について欧州議会と理事会に報告することが求められており、必要に応じて立法案も提出することになっている。今後確定する EU タクソノミーとの一貫性も考慮される見込みである。先に述べた様々な問題点についても対応すべき、と判断されれば、この段階で見直しが実施されるものとみられる。

(3) 日本への影響

EU ベンチマーク規則は、EU 域内を対象とするものであり、日本のベンチマーク提供者や発行体が直接の対象となるわけではない。一方で、EU 域内のベンチマーク提供者が世界各国の企業を対象とした EU CTB および EU PAB を組成する場合に、日本企業も組み入れ対象になる可能性はある。また、総じてベンチマーク（気候関連であるか否かに関わらず、一般的なベンチマークを含む）の ESG 開示が強化されるため、構成銘柄に含まれる日本企業に対しては ESG 関連の情報開示を求める声も強まるかもしれない。

EU CTB および EU PAB がブラッシュアップされ、将来的に欧州だけでなく他の地域の投資家にも利用が広がれば、日本の投資家向けに提供されるベンチマークにも影響を与えるだろう。EU CTB および EU PAB 自体が EU 域外にも受け入れられていくのか、注意深く見ていく必要がある。