

サステナブルファイナンス有識者会議 報告書（案）

—持続可能な社会を支える金融システムの構築—

2021年●月●日

目次

はじめに	1
第1章 総論	3
1. 基本的視点.....	3
2. 横断的論点.....	4
(1) 受託者責任.....	4
(2) インパクトの考え方.....	6
(3) タクソノミーとトランジション.....	8
第2章 企業開示の充実	9
1. サステナビリティ情報開示.....	10
2. 気候関連開示.....	11
第3章 市場機能の発揮	13
1. 機関投資家.....	14
2. 個人投資家.....	16
3. ESG 評価機関	18
4. ESG 関連債プラットフォーム	19
(1) 有益な情報が得られる環境整備	19
(2) ESG 関連債の信認確保	21
第4章 金融機関の投融資先支援とリスク管理	21
1. 投融資先支援.....	22
2. リスク管理.....	23
(1) 金融機関における気候変動リスク	23
(2) シナリオ分析の活用.....	25
おわりに	26

「サステナブルファイナンス有識者会議」メンバー等名簿

2021年●月●日現在

座長	水口 剛	高崎経済大学学長
メンバー	足達 英一郎	株式会社日本総合研究所理事
	井口 譲二	ニッセイアセットマネジメント株式会社 チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー 執行役員 統括部長
	小野塚 恵美	カタリスト投資顧問株式会社取締役副社長COO
	岸上 有沙	特定非営利活動法人日本サステナブル投資フォーラム理事 Chronos Sustainability Ltd., Specialist, Sustainable Investment
	小沼 泰之	株式会社東京証券取引所取締役専務執行役員
	洪澤 健	コモンズ投信株式会社取締役会長 シブサワ・アンド・カンパニー株式会社代表取締役
	高村 ゆかり	東京大学未来ビジョン研究センター教授
	田代 桂子	株式会社大和証券グループ本社取締役兼執行役副社長
	手塚 宏之	JFEスチール株式会社専門主監（地球環境）
	中村 篤志	一般社団法人生命保険協会一般委員長 （明治安田生命保険相互会社常務執行役）
	長谷川 知子	一般社団法人日本経済団体連合会常務理事
	林 尚見	一般社団法人全国銀行協会企画委員長 （株式会社三菱UFJ銀行取締役専務執行役員）
	林 礼子	BofA証券株式会社取締役副社長
	半田 禎	一般社団法人日本損害保険協会一般委員会委員長 （東京海上日動火災保険株式会社専務取締役）
	藤井 健司	グローバルリスクアンドガバナンス合同会社代表社員 金融庁総合政策局参事
	吉高 まり	三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 経営企画部副部長プリンシパル・サステナビリティ・ストラテジスト

オブザーバー 財務省 経済産業省 環境省 日本銀行

はじめに

近年、民間金融機関や機関投資家が主体的にサステナブルファイナンス（持続可能な社会を実現するための金融）を拡大させており¹、特に ESG 投資額²やグリーンボンド等の発行額が増加している。さらに、2015 年に持続可能な開発目標（SDGs）と気候変動対策に関するパリ協定が採択され、世界は持続可能な社会の構築に向けて大きく舵を切った。

一方、持続可能な社会の実現に向けて、新たな産業・社会構造への転換を促すためには民間資金の一層の拡大が不可欠であることから、主要国を中心に、政策的にもサステナブルファイナンスを更に推進する動きがある。

さらに、2021 年はサステナビリティを巡る議論の中でも、とりわけ気候変動に関して重要な動きが見込まれる一年である。G7、G20、COP26（第 26 回国連気候変動枠組条約締約国会議）などにおいて国際的な政策協調やルール形成に向けた議論の進展が予想される。また、米国においては、パリ協定への正式復帰や気候変動サミットの主催など、気候変動対応への政策転換を鮮明にする動きが見られる³。

日本においても、2020 年 10 月、2050 年カーボンニュートラルの実現を目指すこととされ、2021 年 4 月には、2030 年度における温室効果ガス（Greenhouse Gas、以下 GHG）削減目標の引上げが表明された。この挑戦を、「経済と環境の好循環」につなげることが政府全体の課題である。

世界が脱炭素へと向かう中、日本の金融もこの新たな成長分野を掴んでいくことが必要である。また、日本企業は脱炭素社会の実現に貢献する高い技術・潜在力を有しているので、3,000 兆円ともいわれる世界の ESG 投資資金を日本に呼び込み、国内外の成長資金がこうした企業の取組みに活用されるよう、金

¹ 具体的な契機としては、2003 年にプロジェクト融資時の環境・社会影響評価のための基準である赤道原則が策定されたことや、2006 年に機関投資家による ESG 投資における規範を定めた責任投資原則（Principles for Responsible Investment、以下 PRI）が公表されたこと等が挙げられる。

² 2018 年の世界のサステナブル投資残高は約 3,000 兆円（30 兆 6,830 億ドル）、The Global Sustainable Investment Alliance(2019) "2018 Global Sustainable Investment Review"

³ 2021 年 5 月に公表された気候変動に関する大統領令では気候関連金融リスクへの対応に政府全体で取り組むことが示された。

<<https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2021/05/20/executive-order-on-climate-related-financial-risk/>>

融機関や金融資本市場が適切に機能を発揮することが重要である。

こうした観点から、2020年12月、金融庁に「サステナブルファイナンス有識者会議」が設置され、2021年1月から●回にわたり、関係者からのヒアリングを行いながら、サステナブルファイナンスの推進に向けた諸施策について検討を行った。本報告書は、今後の金融行政におけるサステナブルファイナンスの推進を目指して、当会議における議論の結果を提言としてとりまとめたものである。

本報告書の構成は以下の通りである。第1章ではサステナブルファイナンスに関する基本的な視点と横断的な論点についてまとめ、第2章から第4章までは金融資本市場に関わる参加者を基本として整理している。すなわち第2章では投融資先となる企業に関わる内容、第3章では直接金融を中心とする資本市場関係者に関わる内容、第4章では間接金融を中心とする金融市場に関わる内容について整理している。

本報告書を契機として日本におけるサステナブルファイナンスが一層進展し、脱炭素かつ持続可能な社会が一日も早く実現することを願っている。

第1章 総論

1. 基本的視点

現在、世界は気候変動に加え、生態系と生物多様性の危機、海洋プラスチック問題など、いわば地球環境容量の限界とも言える環境課題に直面している。同時に経済的格差の拡大と中間層の没落、貧困と飢餓、新たな感染症の出現、強制労働やジェンダー差別等のビジネスと人権等の幅広い社会課題があり、日本においては少子高齢化や地域社会の疲弊なども重要な課題となっている⁴。これらはいずれも、社会の持続可能性を脅かす危機である。

中でも、2050年カーボンニュートラルの実現は、今議論すべき最も重要な目標の1つである。特に、2021年4月には、2030年度におけるGHG削減目標の引上げが表明されたところであり、よりスピード感を持って対応する必要がある。同時に、こうした動きは、大きな産業構造転換を伴うものであるため、その過程において公正な移行⁵を確保するという視点も重要と考えられる。

これらの持続可能性の危機の多くは経済活動と密接に関係する。そして金融資本市場はその経済活動の根幹に位置し、経済活動の方向をも左右する。したがって、金融資本市場における投融資の判断にESG（環境、社会、ガバナンス）の要素を組み込むことを始めとした、サステナブルファイナンスを推進することは、SDGsを達成し持続可能な社会を構築する上で鍵となる。世界各国でサステナブルファイナンスが政策的に推進されているのもそのためである。特にカーボンニュートラル実現のためには巨額の資金を必要とすることから、金融資本市場に期待される役割は大きい。

また、持続可能な社会の構築は、それに拠って立つ金融資本市場や金融主体にも便益をもたらすものである。この点、大多数の国内企業株式を幅広く保有する機関投資家（ユニバーサルオーナー）やそれに近い立場にある金融主体が好例である。サステナブルファイナンスは、個々の経済活動にとまなう正や負

⁴ 本有識者会議の下に「ソーシャルボンド検討会議」を設置し、企業等がソーシャルボンドの発行にあたって参照できる実務的な指針の策定に向けた検討を進めている。

⁵ 欧州委員会は、持続可能な経済への移行に当たって様々な課題に直面するGHG多排出産業に対する支援枠組みが必要であるとし、公正な移行メカニズムを導入。支援には、移行の影響を受ける労働者や若者に対する新たな仕事への移行準備のための再訓練等も含む。

<https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/actions-being-taken-eu/just-transition-mechanism/just-transition-platform_en>

の外部性を金融資本市場が適正に織り込み、環境や社会課題を考慮した投融資等を行うことで、環境や社会の課題が改善するなど、それらの経済活動が全体として拠って立つ基盤を保持し強化する効果を持つ。それは結局、個々の経済活動にも便益をもたらす。したがってユニバーサルオーナー等にとっては、サステナブルファイナンスに係る取組みが自らの保有する投融資ポートフォリオ全体のリスク・リターンの改善につながるという効果があると期待される。

さらに、ESG要素を投融資の判断に組み込むことは、ESGに係るリスクの低減や投資機会の発見にもつながる。また、投資家や金融機関等がサステナブルファイナンスを進めることは、その投融資先におけるESG要素への対応を促す効果を持つ。これにより、投融資先のESGリスク耐性が向上し収益見通しの安定性が図られれば投融資リスクの低減が期待される。ESG要素を取り入れた新たなビジネス機会の発掘・創出により投融資先の収益見通しが向上すれば、投融資価値の増大も期待される。また、企業には、これまでの事業ポートフォリオに基づく経営戦略に囚われない発想の転換が必要であり、金融機関にはそうした実体経済の移行を先導・誘導する役割も期待される。

以上のように、サステナブルファイナンスは、持続可能な経済社会システムの実現に向けた広範な課題に対する意思決定や行動への反映を通じて、経済・産業・社会が望ましいあり方に向けて発展していくことを支える金融メカニズム、すなわち、持続可能な経済社会システムを支えるインフラと位置付けるべきものと考えられる。それは、持続可能な経済社会システムの構築という将来を見据えた息の長い取組みでもある。したがって民間セクターが主体的に取り組むとともに、制度的な枠組み作りなどを通じて政策的にも推進していくべきと考えられる。

2. 横断的論点

(1) 受託者責任

受託者責任は、他人の資金を管理運用する者が受益者の利益のために果たすべき責任と義務である。運用会社や年金基金等の機関投資家の間では、かつては投資判断にESG要素を考慮することは、受益者の経済的利益以外の要素を考慮することになり受託者責任に反するのではないかとの議論があった。

これに対して2005年、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）⁶がとりまとめたフレッシュフィールズ報告書⁷が、「財務パフォーマンスの予測信頼性を高めるために投資分析においてESG問題を考慮することは、いずれの国においても明らかに許容されることであり、議論の余地はあるものの、要請されるべきだ。」との整理を示した。

同報告書公表後、UNEP FI及び国連グローバル・コンパクトとのパートナーシップによる取組みとして、PRIが発足した。PRIは、投資家それぞれの受託者責任に反しない範囲で、投資意思決定プロセスへのESG要因の考慮を求めており、現在までに署名機関は4000を超え、ESG投資の普及に重要な役割を果たしている。

各国においても、ESG投資の文脈において受託者責任をどう捉えるべきかに関する議論が行われている⁸。例えば米国では、従業員退職所得保障法（ERISA法）において、他の投資との間でリスク・リターンなどの条件が等しければ、ESG投資を採用して問題ないとの解釈がなされていたが、2020年の規則改正では、投資評価は財務的要素のみに基づいて行わなければならない、非財務的要素を考慮する場合はその内容を文書化することが定められた。この改正に対しては、ESG投資採用の障害になるとの意見も多く、2021年3月、労働省・従業員給付保証局より、追加ガイダンス公表までの間、同規則を執行しない旨が公表されている。

一方、EUでは2016年のEU職域年金基金指令の改正において、善管注意義務の範囲内で、ESG要素を踏まえた投資決定がもたらす長期的影響を考慮することを認めると同時に、年金基金の投資方針において、どのようにESG要素を考慮しているかを開示するよう求めるなど、ESG投資に積極的な立場を採っている。2019年には「金融サービスセクターにおけるサステナビリティ関連情報開示に関する規則（通称SFDR）」が成立し、金融市場参加者に対して、投資意思決定

⁶ UNEP（国連環境計画）と200以上の世界各地の銀行・保険・証券会社等との緊密なパートナーシップ。署名機関には、環境に配慮したビジネスモデルを提案するほか、情報交換の機会を提供。

⁷ UNEP FI (2005) “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”。UNEP FIが、英国のフレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所に委託し、取りまとめた報告書であり、日米英独仏を含む9か国を調査。

⁸ 受託者責任の位置づけは各国の法体系により異なる。コモンロー諸国（英国、米国等）では受託者責任が法令や判例法によって法的な義務として規定されている一方、シビルロー諸国（欧州、日本等）では受託者責任に相当する概念が、法令上の忠実義務や善管注意義務あるいはそれらを補完するガイダンス等によって示されている。

にサステナビリティリスクを組み込む方針を開示すべきことを義務付けるなど、その姿勢をさらに明確にした。

日本でも、2020年のスチュワードシップ・コード改訂において、機関投資家の「スチュワードシップ責任」の中に、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」を明記している。

以上のとおり、ESG 投資は受託者責任に反しないという認識は、全世界的に一定程度の支持を得ているものと考えられる。受託者責任を果たす上で ESG 投資以外の運用戦略もありうる中で、現状、ESG 要素を考慮しなければ受託者責任に反するとまで言える状況にはない⁹が、「1. 基本的視点」で述べたサステナブルファイナンスの意義を踏まえ ESG 要素を考慮することは、日本においても受託者責任を果たす上で望ましい対応の一つと位置づけることができると考えられる。

（2）インパクトの考え方

「1. 基本的視点」において述べたとおり、サステナブルファイナンスには、金融資本市場が正や負の外部性を適正に織り込み、環境や社会課題を考慮した投融資等を行うことで、環境や社会課題が改善するなど、経済社会システム全体の便益に寄与することが期待されている。こうした環境的・社会的な効果は「インパクト」と呼ばれ、経済活動の尺度として活用されつつある。

現在、経済的リターンの達成と並行して、インパクトの創出を意図するインパクト投資が注目されている。必ずしもその定義が確立されているわけではないが、世界的な市場規模（推計）は7,150 億ドル（2020年）¹⁰となっており、足元で急激に拡大している。

インパクト投資についての議論を進める場合は、経済的リターン又はインパクトをどの程度重視するかにおいて、いくつかの異なった見方が存在する点について留意が必要である。すなわち、市場競争力のある経済的リターンを狙う場合もあれば、マーケットよりも低い経済的リターンを許容する場合もあるな

⁹ 投資判断において ESG 課題を含めて長期の投資価値を考慮しないことは受託者責任に反するとの指摘もある、PRI, UN Global Compact, UNEP FI, & UNEP Inquiry (2015)。"Fiduciary Duty in the 21st Century"。

¹⁰ Global Impact Investment Network(2020) "2020 Annual Report Impact Investor Survey"

ど、投資内容や手法は多様であることから、類型別に分けて議論する必要がある。これに関し、上述の受託者責任の考え方を踏まえれば、受託者責任の規律の下にある主体においては、受益者が経済的リターンよりもインパクトを優先させたいなどの事情がなければ、インパクト投資においても市場競争力のある経済的リターンを目指すことが求められることになる。

インパクト投資には、いくつかの課題が指摘されている。第一に、評価手法である。目標の設定、インパクトの計測指標の設定、必要なデータ収集、データ分析¹¹など、評価の手順や手法の確立に向けた検討を更に進めることが期待される¹²。第二に、企業開示とインパクト投資間における好循環の創出である。投資家がインパクトを創出する企業を高く評価するようにならなければ、企業側にインセンティブが生まれず、企業におけるインパクト測定や開示も進まない。また、投資家にとっては、インパクトに関する企業開示が進まなければ、インパクトの評価に追加的コストがかかるため、インパクト投資を積極的に進められない。インパクトの創出が企業の収益性の安定や企業価値の向上につながるという認識が投資家・企業の双方に共有され、企業による開示と、投資家によるインパクト投資の好循環を創り出していくことが期待される。

国内の金融業界においては、既に、インパクト投資や広くインパクトファイナンスの普及・実践に取り組んでいく動きが見られる。例えば、環境省が設置している「ESG 金融ハイレベル・パネル」による「ESG 金融の深化を通じたポジティブインパクトの創出に向けた宣言（2020年10月8日）」では、ESG 金融を通じて環境や社会へのポジティブなインパクトを生み出していくため、各金融主体が、インパクトファイナンスの普及・実践に向けて必要なステークホルダーと連携して取り組むことが宣言されている。また、金融庁とGSG(The Global Steering Group for Impact Investment)国内諮問委員会の共催により「インパクト投資に関する勉強会」も継続的に実施され、知見の蓄積と議論の

¹¹ このほか、インパクト投資の健全な発展においては、以下のような点も考慮する必要がある（環境省(2020年7月)「インパクトファイナンスの基本的考え方」）。

- 大きなポジティブインパクトの発現が見込まれる場合でも、付随して発現し得る重大なネガティブインパクトが相殺されるというのではなく、少なくとも重大なネガティブインパクトを適切に緩和・管理していく必要
- 新しい市場へのサービス等の提供や、既存市場であっても新規投資によってサービス等の質や量を向上させる等、その案件がなければ提供されなかったインパクトを生み出したかどうかを意味する追加性の確認

¹² ハーバードビジネススクールによるインパクト加重会計（Impact-Weighted Accounts）プロジェクトにおいては、企業の環境的影響を損益に反映させたところ、黒字企業が赤字企業となる旨の研究成果を公表。

<<https://hbr.org/2020/09/how-to-measure-a-companys-real-impact>>

深化が進んでいる。これらの動きをさらに推進するとともに、今後、上述の課題について、学界やNGO等も交えた官民の連携により、さらに検討し、多様なアイデアを実装していくことが望ましい。また、個々の主体がグローバルな取組みにも主体的に参画し、積極的な連携を図っていくことが望まれる。

(3) タクソノミーとトランジション

サステナブルファイナンスの推進に関して、EU などを中心に近年、「サステナブル」な経済活動を分類する基準（「タクソノミー」）の策定に向けた動きがある。このようなタクソノミーは、これまで定義が曖昧であった「グリーン」や「サステナブル」といった概念に関して明確な基準を制度化するものである。これにより、環境改善効果が伴わないにもかかわらず、あたかも環境に配慮しているかのように見せかける、いわゆるグリーンウォッシュやSDGs ウォッシュを防止し、真にサステナビリティ目標に資する資金フローを実現することを目的としている。

こうしたタクソノミーは、サステナブルファイナンスを推進する政策ツールとして可能性を秘めたものと言える。しかしながら、その有効性を確保するには、いくつかの課題が解決される必要がある。まず、その基準は適切な科学的根拠を持って設定されなければならないが、その基準設定に伴う様々なプロセスの中でそうした科学性をいかに担保するかという課題がある。また、そうした基準の統一化は、「グリーン」であるか否かといった判断を簡便化しその信頼性を向上させる効用もあるが、中央集権的な基準設定に伴うコストや、高い頻度で見直しが行われなければ、各主体の判断が一方向に固定化されるリスクもあり、市場ベースでの ESG 評価の活用等、より低コストで柔軟性を持つ他の代替的な施策がないかの検討を含め、そのコスト・ベネフィットが適切に判断されなければならない。こうした課題を踏まえつつ、日本としてもタクソノミーについて、EU 等の動向を注視するとともに、サステナブル・ファイナンスに関する国際的な連携・協調を図るプラットフォーム（International Platform on Sustainable Finance：IPSF）等での国際的な議論に日本への影響等も考慮しながら適切に参画していくことが望まれる。

これに関連して、とりわけ気候変動分野においては、一般的にグリーンに分類されないと言われる事業を行う企業の着実な脱炭素化を後押しする必要がある。一足飛びのネットゼロ実現が難しい産業を含めた全ての産業について最終的にカーボンニュートラルに到達するトランジション（移行）の取組みを適切に評

価することで資金供給を促していくことが重要である。

こうした観点から、2021年1月に金融庁、経済産業省、環境省の3省庁共催で「トランジション・ファイナンス環境整備検討会」が設置された。同検討会では、2020年12月に公表された国際資本市場協会（International Capital Market Association、以下 ICMA）の国際原則（「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」）を踏まえ、気候変動分野におけるトランジション・ファイナンスの概念を明確化するための基本指針が策定された。

同基本指針において、トランジション・ファイナンスは、資金調達を必要とする個別プロジェクトに注目するだけでなく、脱炭素に向けた企業の「トランジション戦略」や、その戦略を実践する信頼性・透明性を総合的に判断することとされている。また、脱炭素に向けたトランジション戦略は、科学的根拠に基づいたものであることを示す必要があり、国際的に認知された気候変動関連シナリオ¹³や目標設定手法¹⁴のほか、GHG 多排出産業を中心に、パリ協定と整合的な分野別ロードマップを参照することも可能とされている。

この分野別ロードマップ¹⁵は、今後政府において策定される予定であるが、国際的にも範となるような信頼性と透明性を確保することが重要である。また、資金調達を行う企業の経済活動が、最終的にカーボンニュートラルに至る経路と整合的であることを投資家が適切に評価できるよう、企業が情報の開示を進めることが必要である。また、その開示については、後述のとおり、気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures、以下 TCFD）のような国際的な開示フレームワークに準拠するとともに、トランジション戦略とその進捗管理を行う指標・目標を明確にしておくことが重要である。

第2章 企業開示の充実

持続可能な経済社会システムの実現という共通目標に向かう世界の動きの中で、企業経営における課題認識も変わりつつある。世界経済フォーラムが毎年

¹³ 国際エネルギー機関（IEA）の持続可能な開発シナリオ（SDS）等。

¹⁴ Science Based Targets Initiative（SBTi）等。

¹⁵ このロードマップについては、気候変動分野において、カーボンニュートラルに向けたトランジションに資金フローを向ける上で、タクソノミーと同様の効果を持つものとなることが期待される。

公表するグローバルリスク報告書¹⁶でも、近年は、発生可能性や影響度の両面で上位にランクされるリスク項目は環境や社会に関するものとなっている。また、それらの課題が自社の事業活動にどのようなリスクと機会をもたらすかを考え、そうしたリスクや機会にいかに対処するかについて戦略を練ることは、中長期的な企業価値の維持・向上にとって不可欠となっている。

このためには、外部環境の様々な変化を、将来を見据えて感じ取るとともに、そうした変化の兆しに対して自社の戦略の強靱性（レジリエンス）を不断に検証し必要に応じそれを更新していく知見、姿勢、能力が求められる。具体的には、環境・社会課題の最新動向に関する知見を活用し、積極的に課題解決に取り組む姿勢や、外に対して開かれた実質的で内実のある建設的な対話を行う能力が重要となる。

企業が投資家や金融機関とこのような建設的な対話を進めるにあたっては、サステナビリティ情報の開示が出発点になる。金融機関や投資家が投資判断にESG要因を組み込むにあたって、十分な情報開示が前提となる。

1. サステナビリティ情報開示

サステナビリティ情報開示に関してはGRI¹⁷、IIRC¹⁸、SASB¹⁹、TCFDなどが国際的な基準やフレームワークを提供してきた。2020年には国際会計基準（IFRS）の設定主体であるIFRS財団が提言を公表し、現在、企業のサステナビリティに関する統一的な報告基準を策定すべく、新たな基準設定主体（IFRS財団の国際サステナビリティ基準審議会（ISSB））の設置に向けた取組みを進めている。その戦略的方向性としては、投資家の判断に重要な情報に焦点を当て、まずは、後述するTCFD等の既存の枠組みや作業等を基にした気候関連の報告に注力すること等を提示している。

比較可能で整合性のとれたサステナビリティ報告基準の策定は、開示情報の比較可能性の向上ひいては資本市場における効率的な資源配分に資するものである。これに関連して、EUがサステナビリティ開示の制度化に先行²⁰しようと

¹⁶ World Economic Forum(2021) “The Global Risk Report 2021”

¹⁷ オランダに本部を置く国際的 NGO、Global Reporting Initiative

¹⁸ 英国に本部を置く国際的 NGO、International Integrated Reporting Council（国際統合報告評議会）

¹⁹ Sustainability Accounting Standards Board（米国サステナビリティ会計基準審議会）

²⁰ 2021年4月、欧州委員会は企業サステナビリティ報告指令案（Proposal for a Corporate

する中で、主要国間の基準の分断化を避ける観点からは、そうした国々が共通して依拠可能な国際的なサステナビリティ開示基準設定の仕組みとそれに基づく基準の統一化が図られることの意義は大きい。

また、投資判断を行う上で、財務報告を補完する非財務報告の役割は増大しており、財務情報全体を分析するための文脈や、企業収益及びキャッシュ・フローの性質やそれらを生み出す基盤についての情報等は重要である。

IFRS財団の市中協議文書では、非財務報告の対象について、企業財務に影響を与える事項についての開示を求める考え方（シングルマテリアリティ）と、投資家だけでなく市民団体や消費者といったより幅広いステークホルダーにとっての重要性の観点から企業活動が環境や社会へ与える影響に関する事項についての開示も求める考え方（ダブルマテリアリティ）が示されている。更に、社会にとって重要性の高い事項ほど、長期的に見れば経済に内部化され、財務的にも重要になる可能性が高くなるというダイナミックマテリアリティという考え方も出てきている。

こうした中、IFRS財団は、その戦略的方向性として、従来の財務報告における使命の延長線上にある投資家の判断に重要な情報に焦点を当てることを提示している。IFRS財団のサステナビリティ報告基準が、各国の追加的な開示事項と調和する柔軟性を保ちつつ、財務上の重要性（マテリアリティ）という財務報告と共通の土台に立って策定されていくことの意義も大きいものと見込まれる。一方で、サステナビリティに関する取組みの焦点は国や産業によって多様であるため、それらが適切に表現され、評価され、更なる取組みの促進に繋がるような柔軟性を確保することも重要である。こうした観点を踏まえ、日本としては、IFRS財団における基準策定に積極的に参画すべきである。

2. 気候関連開示

サステナビリティを巡る課題のうち、特に気候変動は喫緊の課題である。気候関連情報については、国内外でTCFD提言に基づく情報開示が進展しており、国際的に確立された開示の枠組みとなっている。

2017年に公表されたTCFD提言においては、企業への気候変動による影響を、

Sustainability Reporting Directive (CSRD)) を公表。

移行リスクと物理的リスクの2つのリスク、及び機会に分類した上で、当社が直面するそれらの気候変動影響をもとに、ガバナンス、戦略、リスク管理、及び指標と目標の4つの項目に沿って開示することを推奨している。

日本ではTCFDコンソーシアム²¹等を中心に、TCFD提言へ賛同する企業や金融機関等が一体となって、開示を推進してきた。その結果、既に世界最多の約400社がTCFD開示に取り組んでいる。しかし自社への影響把握や対応策を検討するに当たっては気候変動の長期かつ不確実な影響を考慮する必要があることなどを理由に、依然、TCFD開示を躊躇している企業も多い状況にある。

現在、英国を筆頭に、TCFDによる気候関連開示の義務化を進めるなど、TCFD開示を積極的に推進する動きが見られる²²。日本においては、2021年4月、「ステewardシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、コーポレートガバナンス・コードの改訂案が示され、東京証券取引所におけるプライム市場の上場企業に対し、「国際的に確立されたTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とされた²³。

これは、コンプライ・オア・エクスプレインの枠組みであるコーポレートガバナンス・コードにおいてTCFD等の位置づけが明確化されることにより、企業の自主性や柔軟性を確保しつつ、気候関連開示の充実を図るものである。こうした動きは、投資家との建設的な対話を深めることに貢献すると考えられるが、今般の改訂を踏まえて、引き続き、企業開示の質と量の充実を促していくべきである。

また、投資家からは、比較可能性を確保した形で最も信頼性の高い法定開示

²¹ 2019年、企業の効果的な情報開示や、開示された情報を金融機関等の適切な投資判断に繋げるための取組みについて議論する場として設立。

²² 英国においては、2020年11月に財務省が、TCFD提言に沿った開示の義務化に向けた今後5年間のロードマップを公表。英財務大臣は2025年までに完全義務化を目指す旨表明。EUにおいては、2021年4月、企業サステナビリティ報告指令案を公表し、すべての大企業及び中小の上場企業に対して、気候変動に関連する内容も含め、サステナビリティに関する開示を義務付け。米国においては、バイデン政権が上場企業に対し、気候関連リスクとGHG排出量の開示を求めることを公約。2021年1月に署名した大統領令でも開示に取り組むことに言及。また、2021年3月には、証券取引員会（SEC）が、気候変動開示に関する現行ルールを見直すための意見募集を開始。

²³ コーポレートガバナンス・コードは、2021年6月改訂予定。プライム市場は、2022年4月より適用開始。改訂されたコーポレートガバナンス・コードへの対応は、2022年4月以降に開催される株主総会の終了後速やかに提出するコーポレート・ガバナンスに関する報告書から適用される。

書類における開示を進めることが望ましいとの意見²⁴があり、企業側からは、すでに法定開示の中で積極的に開示している事例も見られるが、法定開示に求められる情報の正確性や訴訟リスク等を鑑みると自主性や柔軟性のある開示が望ましいとの意見がある。これらの意見も踏まえつつ、COP26に向けたIFRS財団等の国際的な動向を注視しながら、気候変動関連情報の開示の充実に向けた検討を継続的に進めていくことが重要である。

その際には、我が国の資本市場の一層の機能発揮に向け、投資家の投資判断に必要な情報を十分かつ適時に分かりやすく提供することや、建設的な対話に資する情報開示を促進していくため、サステナビリティに関する開示を含め、企業情報の開示のあり方²⁵について幅広く検討を行うことが適当である。

第3章 市場機能の発揮

サステナブルファイナンスは世界的に見ても公的年金等を主体として株式市場を中心に発展してきた。また近年では、株式投資における ESG 投資の拡大に加えて、足元ではグリーン、ソーシャル、サステナビリティボンドを含む ESG 関連債の発行額も増加の一途にある。とりわけ、気候変動対策への関心の高まりを背景として、世界におけるグリーンボンド発行額は、2016年 839 億ドルから 2020年 2,901 億ドルと、この4年間で3倍以上に伸びている²⁶。一方、日本における発行額は近年急増しているが、2020年で約1兆円²⁷であり、欧米諸国、中国等と比較すると低い水準にある。

国内外の資金を呼び込み、グリーンボンド等の取引が活発に行われる「グリーン国際金融センター」を実現することにより、世界・アジアにおける脱炭素化、ひいては持続可能な社会の構築に向けた投融資の活性化に貢献すると考えられる。そのためには、市場の主要なプレイヤーである機関投資家、金融機関、販売業者、取引所、ESG 評価機関等が、それぞれに期待される役割を適切に果たすことが求められる²⁸。これにより、高い流動性の確保や価格発見機能の提

²⁴ 投資家の立場からは、気候変動の企業価値、投資家の投資判断（議決権行使含む）への影響が明確化している現在、TCFDの開示枠組みに基づかないにせよ、有価証券報告書に気候変動の影響を何らかに記載することが期待されているとの意見があった。

²⁵ 例えば CO2 排出量の開示に関する環境整備は、気候変動分野におけるインパクト投資の促進にも繋がる。

²⁶ Climate Bond Initiative(2021) “Sustainable Debt Global State of the Market 2020”

²⁷ 環境省「グリーンファイナンスポータル」

²⁸ 一般社団法人信託協会では「企業の ESG への取り組み促進に関する研究会」を開催。日

供を通じ、効率的な資金の配分という市場機能を発揮することが重要である。

1. 機関投資家

持続可能な企業経営を実現する観点からは、中長期的な視点で必要資金を提供するとともに経営に対する規律付けの役割を担う機関投資家の果たす役割は本来的に大きい。現在も、国内の機関投資家により、連名で、ESG 情報や気候変動情報の開示充実を促す取組みが行われている²⁹。

また、様々なサステナビリティの課題を自社のリスクと機会との関係で考えていく問題意識は、サステナビリティに先進的に取り組む一部の企業には浸透しつつあるものの、その他の企業への浸透は道半ばの状況にある。持続可能な経済社会システムの実現に向けては、サステナビリティに関する対応を進める企業の裾野を拡大していくことが必要不可欠であり、この意味においても、幅広い企業に資金供給を行っている機関投資家の役割が重要となっている。

そのため、スチュワードシップ・コードの受入れに加え、PRI への署名やTCFD 提言に基づく開示等、ESG 投資の積極的な推進やエンゲージメントに向けたコミットメントを強化することも重要である。また、企業との対話を実効的に行うためには、広範にわたる企業の ESG 課題の知見を蓄積し、その事業性への影響を評価する技術を磨く必要がある³⁰。そのため、機関投資家において、組織構築や人材育成に向けた取組みを進めることが強く期待される³¹。その際、

本証券業協会においては「証券業界における SDGs の推進に関する懇談会」を設置し、下部分科会である「貧困、飢餓をなくし地球環境を守る分科会」において「SDGs 債」の呼称統一や普及推進のためのガイドブックを策定している。

²⁹ 例えば、生命保険協会では ESG 情報の開示充実を企図した集团的エンゲージメントを実施している。

<<https://www.seiho.or.jp/info/news/2020/20201217.html>>

³⁰ CFA 協会は、サステナビリティエキスパートに必要な能力として、ESG の財務インパクト評価や法規制に関する知識といった技術的スキル、多様なステークホルダーとのコミュニケーション能力といったソフトスキル、及び専門知識を多様な文脈で活用できる T 字型スキルの 3 つを挙げ、これらをチームとして補完しあって獲得する必要性を説いている。

CFA 協会(2020) "Future of Sustainability Investment Management: From Ideas to Reality"

³¹ 「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》(2020年3月改訂)

指針 7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

各社自身の取組みのみに拠るのではなく、多様な組織から構成される国際的な取組みへ積極的に参画することも有益である。投資家の取組みを支援する国際的な取組みは複数³²存在し、特に企業の脱炭素化の支援を目的とする活動が活発化している。これらの活動内容は多様であるが、それぞれの強みを活かし相互に連携することによって、投資家の取組みを複層的に支援している。

また、国際的な取組みの立ち上げや運営には、PRI や UNEP FI 等の国際機関に加えて、NGO や、投資家グループが携わっている。気候変動に焦点を当てたアジアの投資家グループ³³では、アジアの機関投資家の気候変動及び脱炭素投資のリスクと機会に対する理解を深め、積極的な投資行動の促進を目的とした活動を行っている。

こうした国際的な取組みや投資家グループへ参加した場合には、課題の把握や、定量的なデータ分析に関する知見を得ることができるなどの利点³⁴が挙げられる。一方で、参画に際しては、英語によるコミュニケーション能力や、サステナブルファイナンス分野における専門人材、十分な予算が課題との声が聞かれる。

³² 例えば、以下のような国際的な取組みが活動している。

- Net-Zero Asset Owner Alliance は、ポートフォリオの脱炭素を目指すアセットオーナー向けの取組み。署名機関は目標・戦略の策定、企業や業界等への積極的な働きかけや情報開示が求められる。
- Net Zero Asset Managers Initiative は、ポートフォリオの脱炭素化を目指す運用機関向けの取組み。署名機関は目標設定や積極的なエンゲージメント等が求められる。
- PCAF (Partnership for Carbon Accounting Financials) は、金融機関の GHG 計測の手法開発を目的とする投資家主導の取組み。様々なアセットクラスに適応できるグローバルな GHG 会計基準の策定を行う。
- Climate Action100+ は、世界の大手投資家が GHG 排出量の多い世界 100 社以上の大企業に、パリ協定の目標を達成するための気候変動対応を促す（協働エンゲージメント）取組み。
- ICGN (International Corporate Governance Network) は、長期的な価値創造を追求し、持続可能な経済、社会的繁栄に貢献するために、最高水準のコーポレート・ガバナンスと投資家のスチュワードシップの推進を目指す投資家主導の取組み。
- FAIRR (Farm Animal Investment Risk and Return) は、ジェレミー・コラー財団によって設立された投資家間の取組み。過密な飼育環境での家畜生産がもたらす ESG 関連のリスクと機会に対する認識を高めることを目的とする。

³³ AIGCC (Asian Investor Group on Climate Change) は、アジアで活躍する投資家にベストプラクティスを共有し、投資活動、信用分析、リスク管理、エンゲージメント、政策提言等で協働するプラットフォームを提供しており、定期的な情報交換のほか、投資家向けの気候変動学習プログラムをオンラインで提供するなど、能力向上にも積極的に取り組んでいる。

³⁴ その他、アジアの投資家や運用機関としての国際的な意見を発信していく機会を得るとともに、投資判断に資する手法に関するルール作りに関与していくなど、国際的な議論へ関与することが可能となる。また、協働エンゲージメントを行う国際的な活動への参画により、効率的にエンゲージメント活動を行うことが可能となる。

企業行動を促すことによって、その中長期的価値の向上を図るためには、投資家からの提案が適切なものでなければならない。国内投資家においては、国際的な取組みへの積極的な参画により、情報収集や能力向上に努めることが重要である。また、専門性の高い非営利組織と積極的に関わることも今後の課題である。こうした参画を支援するための枠組みを、官民で検討することが望ましい。

2. 個人投資家

日本における約 1,900 兆円の個人金融資産の約 50%を現預金が占めている。この個人金融資産を安定的な資産形成のために有効活用するためには、個人投資家に対する投資機会の拡充を図ることが重要である。

そうした中、ESG や SDGs への関心の高まりを背景に、日本においても、ESG や SDGs に関連したアクティブ型の投資信託の設定が相次いでいる。2010 年から 2017 年までの ESG 関連ファンドの新規設定本数は、いずれの年も 10 本未満で推移していたが、その後大幅に増加し 2020 年には 33 本となっている。また、2020 年に設定された ESG 関連の投資信託の中には、純資産額が 500 億円を超える規模のものも複数存在しており、国内公募投信全体の市場規模に比べれば規模は小さいものの、総資産総額は大きく伸びている。また、確定拠出年金が年々増加傾向にあるなど、個人の投資家が金融商品を自ら選択する場面が広がっている。

このように人気を集めている ESG 関連投資信託だが、どのような基準に基づき「ESG」や「SDGs」という名称を付すかについては、現在各社の裁量に委ねられており、ESG 関連投資信託の銘柄選定基準は、個々の運用会社や商品によって異なっている。例えば、資産運用会社や投資信託ごとに定められた独自の ESG 評価基準に基づき選定した後に、定量分析等により投資対象企業を決定するケースが多い一方、あくまでも ESG を複数の評価基準の 1 つとして位置付けている場合もある。また、一般的に、ESG の取組みに対する評価方法や具体的な ESG スコアの算出基準は、目論見書等の顧客向けの資料において説明されていないことが多い。

このため、顧客保護の観点³⁵から、ESG 関連投資信託の組成や販売に当たっては、投資銘柄の選定基準も含めて丁寧に説明を行うとともに、期待される環境的・社会的な効果を可能な限り具体的な指標を用いて説明することが必要となる。さらに、投資信託に「ESG」や「SDGs」等³⁶の名称をつける場合には、顧客がその名称の趣旨を誤認することのないよう、その商品が当該名称の示唆する特性をどのように達成するかを、可能な限り指標等も用いて明確に説明すべきである。金融庁においては、資産運用業界における ESG や SDGs のあり方について幅広く調査・分析を行うとともに、資産運用業者等に対するモニタリングを進めていくことが適当である。

また、パッシブ型の投資信託においても、資産運用業者がパッシブ・エンゲージメントを通じて投資先企業のサステナビリティの取組みを推進することができる。このことから、金融商品の特性に関する説明だけでなく、資産運用業者等が自らの ESG の取組みに関する説明を充実することで、顧客による比較検討が行われやすい環境を整備することが望ましい。このためには、資産運用業者等自身が、サステナビリティ投資に関する基本方針やエンゲージメント方針の開示、さらに TCFD 等の国際的なフレームワークに沿った気候関連情報開示³⁷等を行うよう促していくことが適当である。

販売業者においても、ESG 商品の効果が長期に渡る特性を十分に踏まえて、顧客の側に立ったアドバイザーとなる人材の育成強化に向けた取組みを進めていくことが期待される。さらに、個人を対象とした金融経済教育において、各金融商品の特性とともにサステナブルファイナンスの意義についても理解が深まるよう、当局及び業界団体・事業者の取組みが期待される。

³⁵ 金融庁では、金融事業者による顧客本位の業務運営に資することを目的として、顧客本位の業務運営に関する原則を定めており、原則 5 では【重要な情報の分かりやすい提供】について、原則 6 では【顧客にふさわしいサービスの提供】について記載している。

原則 5. 金融事業者は、顧客との情報の非対称性があることを踏まえ、上記原則 4（手数料等の明確化）に示された事項のほか、金融商品・サービスの販売・推奨等に係る重要な情報を顧客が理解できるよう分かりやすく提供すべきである。

原則 6. 金融事業者は、顧客の資産状況、取引経験、知識及び取引目的・ニーズを把握し、当該顧客にふさわしい金融商品・サービスの組成、販売・推奨等を行うべきである。

³⁶ このほか、「グリーン」、「エコ」や「サステナブル」といった環境や社会にとってポジティブな効果を示唆する名称が対象となる。

³⁷ 資産運用業者等の開示を促していく観点からも、企業開示の質と量の充実が期待される。

3. ESG 評価機関

世界的な ESG 投資の拡大を背景として、企業の ESG に関する取組みや課題の調査・分析を行う ESG 評価機関³⁸の重要性が増している。また、ESG 関連債の発行が急拡大する中、その外部評価を格付け機関や ESG 評価機関が担うことが多いほか、企業の脱炭素化を促す国際的な取組みによる協働エンゲージメント³⁹の際にも参照されるなど、様々な場において ESG 評価が利用されるようになってきている。

しかしこの ESG 評価機関に対しては、いくつか課題も指摘されている。第一に評価の透明性と公平性である。評価機関によって、評価基準・手法が異なっている中、その詳細や設定の意図等が開示されていない、あるいは、英語で開示していない場合に情報が正しく取得されていない可能性があるなどの指摘がある。第二にガバナンスと中立性である。評価基準について客観的な基準が非公開な中、企業評価やグリーンボンド等の外部評価を行う一方で、同じ企業に対して有償でコンサルティングサービスを提供するなど、利益相反が懸念されるケースがある。また、要求されるべき評価能力、適正な人員、ガバナンス態勢等が客観的に担保されていないとの指摘がある。第三に企業の負担である。多くの評価機関から評価内容等の確認を求められることの事務負担の大きさが課題となっている。

サステナブルファイナンス市場の拡大を目指すためには、インベストメント・チェーンにおいて重要な役割を果たす ESG 評価機関の信頼性向上が不可欠⁴⁰である。もっとも、この信頼性向上は ESG 評価機関単体でなし得るものでは

³⁸ ESG 評価機関の多くは現在、指数会社、信用格付会社、情報ベンダー等の傘下に入っており、ESG の視点から企業情報の分析や評価を行っている。なお、スチュワードシップ・コードにおいては、「機関投資家向けサービス提供者は、特に議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを念頭に置いているが、これらに限らず、ある機関（機関投資家を含む）が、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する機能を有する場合は広くこれに該当すると考えられる」としている。こうした定義に該当する ESG 評価機関が機関投資家向けサービス提供者としてスチュワードシップ・コードに署名することも可能である。

（参考）「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》（2020年3月改訂）

原則8 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

³⁹ 2017年に発足した世界の大手投資家による国際的な取組みである Climate Action 100+ は、GHG 排出量の多い大企業に、パリ協定の目標を達成するための気候変動対応を促す活動を行っている。

⁴⁰ この点、欧州証券市場監督機構（ESMA）や欧州の一部の国は、ESG 評価機関を当局の

ない。日本企業が ESG 評価機関に適切に評価されるためには、英語で、また利用されやすい形式で情報開示を行うことも同時に重要である。また、ESG 評価機関によるビッグデータや AI の活用が急速に進む中で、評価手法も変化し得ることにも留意が必要である。

ESG 評価は、まだ発展途上の分野であり、金融庁において、企業や投資家からの意見を踏まえつつ、持続可能な経済社会システムの実現に向けて、企業と投資家をつなぐ ESG 評価機関に期待される行動規範のあり方等について議論を進めることが期待される。また、その議論にあたっては、将来的な国内対応を見据え、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions : IOSCO）等で進められている ESG 評価機関に係る議論⁴¹に積極的に貢献していくことが重要である。

4. ESG 関連債プラットフォーム

（1）有益な情報が得られる環境整備

諸外国の証券取引所では、サステナブルファイナンスの推進に向けて、グリーンボンドをはじめとする ESG 関連債に関する情報発信の強化、人材育成や能力向上の推進、ESG 関連インデックスの提供等の取組みが進められている。

例えば、ルクセンブルク証券取引所（Luxembourg Stock Exchange、以下 LuxSE）は、ESG 関連債専用のプラットフォーム「Luxembourg Green Exchange（以下 LGX）」を 2016 年に開設しており、現在、発行総額は 5,000 億ドル、上場銘柄は 900 を超える⁴²。LGX では、ESG 関連債としてのラベリングを受けるために準拠すべきガイドラインや、発行に関連する外部評価や開示等の手続きの詳細等、発行体向けの情報を整理し発信している。また、ESG 関連情報の収集・比較ができるデータハブの提供等、投資家向けの支援も行っている。

ロンドン証券取引所（London Stock Exchange、以下 LSE）では、LGX と類似の ESG 関連債専用のプラットフォームとして「Sustainable Bond Market（以下 SBM）」を開設し、250 を超える銘柄を掲載し、約 500 億ポンドの発行実績がある。

規制・監督対象に組み込むべきとの見解を示している。

⁴¹ 当該議論については、欧州証券市場監督機構（ESMA）と金融庁が共同議長を務めている。

⁴² LGX ウェブサイト

SBMにおいても、サステナブルファイナンスの動向等に関する発行体・投資家向けの詳細なガイドブックを提供するなど、発行と投資双方の促進を図っている。また、グループ傘下のFTSE Russellが独自のESG関連インデックスを数多く提供しており、最近では、ESGを含むデータ提供会社（Refinitiv）を買収している⁴³。

欧州のみならず、アジアの証券取引所でも同様の取組みが見られる。香港証券取引所（Hong Kong Exchanges and Clearing）においても、LGXやSBMと同様のESG関連債専用プラットフォームを開設し、サステナブルファイナンスに関する様々なトピックのウェビナー動画やケーススタディ、さらにはESG投資の投資パフォーマンスに関するリサーチ結果等、発行体及び投資家向けに様々な情報を提供している。

日本においても、日本取引所グループ（以下JPX）がプロ投資家向けの債券市場であるTOKYO PRO-BOND Marketにグリーン／ソーシャルボンドとして上場している銘柄の情報開示のためのプラットフォームを開設している。また、「JPX ESG Knowledge Hub」を開設し、主に企業のESG開示促進を目的としたオンラインセミナーやハンドブック（ESG情報開示実践ハンドブック）の提供に加え、実際の開示事例、及びESG開示枠組みやESG評価機関の概要を紹介している。さらに、ガバナンスや環境に焦点を当てた独自の指数算出・公表等も行っている。

日本においても、多くの企業との接点を有する取引所において、企業や投資家双方にとって実務上有益な情報が得られる環境をより一層、整備することが重要である⁴⁴。具体的には、①個別のESG関連債に関する情報や、具体的な発行・投資事例を含む、提供情報の拡大・充実、②企業・投資家の育成や能力向上を目的とするESG関連研修・教育プログラムの充実、③国内外の関係機関との連携によるESGインデックスの提供、等を内容とする、実務的に一層有用なプラットフォームの構築等ESG関連のデータサービスの展開を積極的に進めることが期待される。また、投資家や金融機関等の情報利用者にとっての利便性

⁴³ ドイツ証券取引所は、2020年11月、ESG事業も展開する議決権行使助言会社ISS（Institutional Shareholder Services）の買収を公表しているが、この買収には、ISSが保有するESGの専門知識とデータを獲得することで、同取引所が世界をリードするESGデータ提供者になる狙いがあるとされる。
<<https://deutsche-boerse.com/dbg-en/media/press-releases/Deutsche-B-rse-acquires-leading-governance-ESG-data-and-analytics-provider-ISS-2343868>>

⁴⁴ 既に環境省「企業と投資家のためのESG対話プラットフォーム」や環境省「グリーンボンド発行促進プラットフォーム」が構築・運営されているところである。

を向上させる方策として、例えば企業がサステナビリティ開示をXBRL⁴⁵によりタグ付けすることなどを、並行して検討していくことも考えられる。

（２）ESG 関連債の信認確保

グリーンボンド等のESG関連債は資金用途を限定して発行される点において一般の社債とは異なっているため、ICMAや環境省が策定している原則やガイドラインにおいては、環境改善効果を説明することなど、発行時において満たすべき要件（適格性）が示されている。このため、実務上、ESG関連債の発行時に、例えば、国内の外部評価機関から「国際的な原則等と統合的なグリーンボンドである」旨の意見を取得する、あるいは、独自の厳格な基準に基づく海外機関からの認証を取得するなどのいくつかの方法が用いられている。

環境効果が伴わないにもかかわらずグリーンであるとラベリングするグリーンウォッシュに対する批判等を踏まえれば、サステナブルファイナンス市場の活性化において、取引が行われるESG関連債に関する社会的信頼性の向上を図ることが鍵となる。諸外国の取引所においては、ESG関連債の上場要件として、準拠すべきガイドラインの指定、外部評価の取得や定期的な報告を必須とするなどの例もある。日本においても、ESG関連債の適格性を客観的に保証する認証枠組み⁴⁶の構築が期待される。

第４章 金融機関の投融資先支援とリスク管理

間接金融の比率が高い日本においては、サステナブルファイナンスの推進に当たって、銀行をはじめとする金融機関が果たすべき役割は重要である。そのため、「第１章１．基本的視点」で述べたとおり、金融機関が、サステナビリティに関する機会とリスクの視点をビジネス戦略やリスク管理に織り込んでいくことの意義は大きい。

その中でも、足元では、とりわけ気候変動リスクが、現在対応すべき最も重

⁴⁵ XBRL（「eXtensible Business Reporting Language」の略）は、財務報告等開示書類に電子的タグを付し効率的な情報取得を可能とするための国際的に標準化された言語仕様。

⁴⁶ 国際標準化機構（ISO）においては、タクソノミーを含めたグリーンボンド・ローンの発行・融資手順に関する国際規格（ISO14030-1 から ISO14030-4）を作成する動きが見られる。

要な課題となっている⁴⁷。気候変動リスクが、投融資の判断に適切に組み込まれなければ、将来、温暖化対策に伴う社会や政策の変化、気候変動に伴う災害や気候パターンの変化が顕在化した際に、大きな市場の混乱が起こり得る⁴⁸。こうした認識の下で、国際的には気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（Network for Greening the Financial System、以下NGFS）⁴⁹やバーゼル銀行監督委員会等において、具体的な気候変動リスク管理手法に関する議論が進められている。

1. 投融資先支援

脱炭素社会への「移行」が重視される中、金融機関にはGHG多排出セクターの投融資先を中心に、建設的な対話によってGHG削減に向けた対応の前倒し実施に導くことにより「移行リスク」低下を図るとともに、新たなビジネス機会の創出に貢献することにより、収益見通しの向上に寄与するという役割が期待される。他方で、金融機関はGHG多排出セクターに対し既に投融資を行っており、こうした金融機関に対する目線も高まっている。このような金融機関の立ち位置について、既にある貸出資産を持ち続けながら、新たなファイナンスにも取り組んで行くという、「二正面对応の難しさ」に係る指摘もあり、こうした点も踏まえて脱炭素社会への「移行」を検討していく必要がある。

また、金融機関においては、自らの事業基盤として重要な産業分野や地理的範囲における脱炭素化の動きにどのように前向きに関与していくかビジョンを示していくことも有益である。さらに、こうしたビジョンに沿って、金融機関が投融資先における気候変動対応を推進する上では、企業の環境的課題を特定し、その解決に資する技術やサービスの価値を発掘できるよう、ノウハウの蓄積やスキルの向上、分析ツールの開発等を主体的に進めることが重要である。特に、脱炭素化に伴う産業構造の転換が投融資先の重大なリスクになりかねないので、早め早めの対応を取ることが望まれる。

⁴⁷ 最近では、気候変動の問題に続いて、生物多様性の問題を金融上のリスクとして捉えていこうとする TNFD（Task force on Nature-related Financial Disclosure）や NGFS-INSPIRE Joint Study Group on Biodiversity and Financial Stability 等の国際的な取り組みも進展しつつあることに留意が必要である。また、こうした生物多様性のみならず、他のサステナビリティ課題についても適用可能な部分が多い。

⁴⁸ Mark Carney（2015年9月）“Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability -”

⁴⁹ NGFS は、気候リスクへの金融監督上の対応を検討するための中央銀行及び金融監督当局の国際的なネットワークとして、2017年12月に設置。100以上の当局・国際機関が参加しており（2021年3月時点）、金融庁は2018年6月にメンバーとして加盟、日本銀行も2019年11月より加盟。

政府のカーボンニュートラル宣言の下、大企業のみならず中小企業においても気候変動対応が求められていくことになることを念頭に、金融庁においては、環境省のESG地域金融の取組みとも連携して、金融機関におけるSDGsの実践等を通じた地域経済の持続的成長に向けた取組みを支援することが望まれる。そのため、事業者との対話を含めた金融機関における気候変動への取組みについて、後述する金融庁の監督上の目線を盛り込んだガイダンスの中に盛り込んでいくなどの施策を進めていくことが適当である。

また、多くの企業が脱炭素目標を掲げる中、今後、目標達成のために排出削減等の取引ニーズが高まる可能性がある。投融資先における新しい脱炭素技術の開発を推進するためにも、新技術によって実現される排出削減量の市場価値を定量的に測定することにより、事業価値を評価するといった新たな手法を取り入れることも考えられる⁵⁰。

なお、欧州では、金融機関に特有の情報開示として、タクソミーを参照し、保有するポートフォリオの気候変動対応に資するグリーンな資産の割合等の指標の開示を求める規制が提案されている。こうした国際的な取組みも、日本の金融機関が、上述（第1章2.（3））のトランジション・ファイナンスの考え方に沿って対応を進める中で、自らのポートフォリオ全体での気候変動対応の進捗を示していく上で一つの参考となろう⁵¹。

2. リスク管理

（1）金融機関における気候変動リスク

一般的に、気候変動リスクは移行リスクと物理的リスクの二つに大きく分類される。具体的に、金融機関における移行リスクとは、脱炭素社会への移行（気候変動緩和のための政策変更、技術革新、投資家・消費者のセンチメント・需要・期待の変化等）によって引き起こされるリスク、物理的リスクとは、

⁵⁰ 国内では、関係省庁において、カーボンプライシングの仕組みについての議論が進められている。また、国際的には、2020年9月、元イングランド銀行総裁のマークカーニー氏らが主導し、民間セクターにおけるクレジット市場拡大を目的としたタスクフォース「Taskforce on Scaling Voluntary Carbon Markets(TSVCM)」が設置されるなど、民間主導のカーボンクレジット市場についての議論が進展している。

⁵¹ 投融資先支援において重要な指標となる投融資先のGHG排出量（ファイナンスド・エミッション）の算定及び削減方策の検討を支援するため、今夏より、環境省と金融庁は、金融機関を対象とするポートフォリオ・カーボン分析の調査・支援事業を実施予定。

気候変動に伴う極端な気象現象の過酷さ・頻度の上昇等急激に起こるリスクと、海面上昇等の長期的な気候パターンの変化によって引き起こされるリスク、とに分類される。

金融機関におけるリスクの区分としては、信用リスク、市場リスク、流動性リスク、及びオペレーショナルリスク等が挙げられるが、気候変動リスクは、これら従来のリスク区分に新たに加えられるものではなく、各リスクを発生又は増幅させる「リスクドライバー」であるといえる。したがって、気候変動リスクについては、既存のリスク管理の枠組みに、統合的な形で統合されることが適当である。

その際に考慮が必要な気候変動リスクの特殊性としては、リスク期間の長さとりスクの不確実性の高さの2点が挙げられる。気候変動による気温の上昇や災害の激甚化といった影響の顕在化は、今後数十年かけて現れるとされている。また、気候変動については、GHG排出が累積するにつれて平均気温が比例的に上昇する傾向が科学的にも確認されているが、温暖化に伴う永久凍土の融解等により気温上昇がそうした傾向以上に急激に進む可能性について、その発生の具体的なタイミングや態様には科学的に不確実な部分も残されている。

銀行や保険会社等の金融機関においては、それぞれの規模・特性に応じて、こうした気候変動リスクの特徴を踏まえた管理態勢の構築が重要である。この点、NGFS等⁵²から、以下の通り、監督上の重要項目が示されている。金融庁においても、これらの内容を踏まえ、監督上の目線を盛り込んだガイダンスを策定するなど、金融機関の対応を具体的に促していくことが適当である。

① ビジネスモデル・戦略

自社のビジネスモデルや事業戦略に影響を与える気候変動リスクと機会を把握した上で、気候変動への強靱性（レジリエンス）を考慮したビジネスモデル・戦略を策定。また、策定した戦略の実行をモニタリングするための定量的なKPI等を選定。

⁵² 主に以下を参考に、金融庁にて整理。

・ NGFS(2020) “Guide for Supervisors: integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision”

・ European Central Bank(2020) “Guide on climate-related and environmental risks”

・ Bank of England(2019) “Enhancing banks’ and insurers’ approaches to managing the financial risks from climate change”

② ガバナンス

気候変動リスクに関するガバナンス体制を構築し、関連する組織や経営陣の役割・責任を明示。その上で、気候変動リスクに対する基本方針を策定するなど、金融機関全体としての気候変動リスク管理方法を明示。

③ リスク管理

自社の既存のリスク区分（信用／市場／流動性／オペレーション等）ごとに、関連する気候変動リスクの認識・評価・管理プロセスを構築。また、気候変動に対する戦略に則った投融資や引受等のプロセス（与信評価やエンゲージメント等）を構築。

④ シナリオ分析

気候変動に関する中長期的なシナリオを複数用いたシナリオ分析について、その手法の検討と実施を開始。分析結果については、ビジネスモデル・戦略やリスク管理に反映。

⑤ 開示

上記①～④の対応結果について、TCFD等の非財務情報開示の枠組みを用いて定期的な開示を実施。

（２）シナリオ分析の活用

気候変動リスクは、長期で複雑かつ、潜在的な影響が大きいリスクであり、さらに、将来の政策や社会経済要素に関する不確実性が高く、過去のトレンドや既存の社会経済構造が大きく変わらないと想定する既存のリスク管理手法では捉えられない。このような事象への対応には、シナリオ分析の実施が有効と考えられる⁵³。

また、金融機関においては、中長期的には、リスク量把握の手段にとどまらず、シナリオ分析の活用により、ビジネスモデル、事業戦略、あるいは財務上の影響範囲を評価することを通じて、気候変動リスクに対してより頑健なビジネスモデルの構築、戦略の策定に資すると考えられる。さらに、シナリオ分析により、気候変動に係るリスクや機会に関する指標を分析し、状況の変化を早

⁵³ こうしたシナリオ分析をストレステストと称して実施する金融監督当局も見られるが、そうした当局においてもそのストレステストの目的は通常のストレステストのような金融機関の資本の十分性の検証に置かれているわけではないことに注目すべきである。

期に認識することができれば、ビジネスモデルや戦略を見直す機会を得ることにもつながる。

また、金融機関が開示等を通じたコミュニケーション手段としてシナリオ分析を活用することは、投資家にとっても、投資対象の金融機関が将来のリスクや機会についてどのように検討しているかを理解するために有効である。

こうした中、我が国の金融機関においても、TCFD提言等を踏まえて、各金融機関の想定するシナリオを用いたシナリオ分析やその開示が進められている。一方、各国監督当局においては、特に気候変動に係るリスクの金融システムへの影響や、金融機関の気候変動リスクへの対応を把握するため、監督対象金融機関と連携し、共通シナリオを用いたシナリオ分析を実施する動きが広がっている。また、NGFSにおいては、各国監督当局の目線を揃えとともに監督対象金融機関の負担も軽減させるため、シナリオ分析のための共通シナリオの開発が進められている。ただし、現状では、シナリオ分析の具体的な手法や、分析実施のためのデータ等未整備な部分も多く、既に取り組みを開始している国内外の事例を見ても、参照シナリオや考慮すべきリスク推計手法は様々である。

以上のような現状認識を踏まえ、金融庁においては、シナリオ分析に関する国際的な動向にも留意しながら、データの制約や収集の手法、シナリオの妥当性等について金融機関と議論を継続し、中長期的にはシナリオ分析を金融機関による気候変動リスクへの戦略的な対応等に活用できるものを目指すことを目指して、共通シナリオを用いたシナリオ分析の手法や活用のあり方に係る議論等を着実に進めていくことが求められる。その具体的な進め方としては、まずは大規模な金融機関を中心に共通シナリオを用いたシナリオ分析の試行的取組みを進め、その手法や金融機関と事業者との対話も含めた分析結果の活用方法について知見を蓄積した上で、その適用をその規模・特性に応じて他の金融機関にも段階的に広げていくことが適当である。また、日本としては、こうした取組みを通じて得られた知見・経験を基に、NGFS等の国際的な活動に貢献していくことが今後求められよう。

おわりに

私たちが持続可能な社会の実現を目指すならば、社会を支える重要なサブシステムの1つである金融も、それと整合的なシステムでなければならない。サ

ステナブルファイナンスとは、特定の金融商品のことでなく、持続可能な社会を支える金融の制度や仕組み、行動規範、評価手法等の全体像を意味する。そのようなサステナブルファイナンスへの歩みは始まったばかりである。しかし、2050年カーボンニュートラル、2030年度に46%削減という脱炭素目標を実現するためには、手をこまねいている時間は全くない。気候変動は緊急事態だという危機感をもって、サステナブルファイナンスを進めていく必要がある。

脱炭素・持続可能な社会の実現に必要な巨額の資金を動員することも金融資本市場に課せられた使命である。しかし民間セクターだけでは取れないリスクもある。そのため、グリーンイノベーション基金やグリーン投資促進ファンド等の公的資金を呼び水に民間資金の動員を促すなど、官民の金融機関による協調融資を推進していくことも重要である。

サステナブルファイナンスは発展途上であるがゆえに、今後も金融庁をはじめとした関係省庁、市場関係者、金融機関、産業界、学界、NGO等が連携し、横断統合的かつ継続的に議論していくことを強く望みたい。