

## 欧州におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた取組み

江夏 あかね、富永 健司

### ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）において、グリーンボンドを始めとしたサステナブルファイナンスの確立に向けた取組みが活発化している。サステナブルファイナンスの確立は、環境、社会及びガバナンス（ESG）関連の政策課題への対応という観点のみならず、域内の資本市場の活性化の一環として、重要施策に位置付けられている。
2. 2018年1月31日に公表された欧州委員会の「サステナブルファイナンスに関するハイレベル専門家会合」（HLEG）の最終報告書や同年3月8日に公表されたアクションプランは、各種基準の策定、金融規制等の見直し、サステナビリティに関する開示の強化など、サステナブルファイナンスに対して包括的にメスを入れる内容となった。
3. EUでは2018～2019年にかけて、アクションプランで掲げられた各項目の実現に向けた具体的なアクションが講じられるとみられるが、どの程度の実効性を伴うかを見極めるには、今後の進捗の方向性を注意深く観察する必要がある。とはいえ、金融市場の観点からは、各項目がEUのみならず、日本を含めた世界各国にどのように影響するかが注目される。
4. グリーンボンドについては、EUのグリーンボンド基準（EU GBS）が策定される。この動きを受けて、日本を含めた各国政府等が各地域におけるガイドライン等を策定・更新するかによって、グリーンボンド市場の成長や市場関係者のグリーンボンドに対する信認確保に影響する可能性がある。
5. 金融規制等の見直しでは、サステナビリティの考慮を求める規制等の導入により、サステナブル投資に適切に資金が振り向けられかつ金融市場の健全性が維持されるかが注目される。また、EUでの規制等の見直しが国際的な金融規制に何らかの影響を及ぼすのか否かも焦点となろう。
6. 企業開示については、基本的には「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）の提言に添う形で、EUの非財務情報に関するガイドラインが改訂される予定となっている。投資家にとってもリスクに基づく適切な投資評価が可能になると考えられる。EUで非財務情報の開示が拡充され、投資の活性化につながれば、他国でも同様の取組みが進められる可能性もある。

## I EUレベルでのグリーンボンド等サステナブルファイナンス確立への動き

欧州連合（EU）において、グリーンボンドを始めとしたサステナブルファイナンスの確立に向けた取組みが活発化している。欧州委員会の「サステナブルファイナンスに関するハイレベル専門家グループ」（HLEG）は2018年1月31日、EUレベルのグリーンボンド基準（EU GBS）の制定を盛り込んだ最終報告書を公表し、これを受ける形で欧州委員会が同年3月8日にアクションプランを採択した（図表1参照）。本稿は、欧州において、サステナブルファイナンスの確立に向けた取組みが進められている経緯を考察した上で、HLEGの最終報告書や欧州委員会のアクションプランの内容に基づき、今後の注目点を論考する。

図表1 EUにおけるサステナブルファイナンス確立に向けた主な動き

| 時期           | 詳細                                                                                                                                        |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015年9月25日   | 国際連合、「持続可能な開発目標（SDGs）」採択                                                                                                                  |
| 2015年9月30日   | 欧州委員会、資本市場同盟のアクションプランを公表                                                                                                                  |
| 2015年12月12日  | 第21回気候変動枠組条約締約国会議（COP21）において、パリ協定採択                                                                                                       |
| 2016年12月22日  | 欧州委員会、「サステナブルファイナンスに関するハイレベル専門家グループ」（HLEG）を設立                                                                                             |
| 2017年7月13日   | HLEG、中間報告書を公表                                                                                                                             |
| 2018年1月31日   | HLEG、最終報告書を公表                                                                                                                             |
| 2018年3月8日    | 欧州委員会、サステナブルファイナンスに関するアクションプランを採択                                                                                                         |
| 2018年5月末まで   | 欧州委員会、持続可能な活動について、EUの分類枠組み（タクソノミー）の原則及び範囲に関する規制を提案<br>欧州委員会、投資プロセスや開示において、機関投資家及び運用担当者によるサステナビリティに関する考慮義務を提案                              |
| 2018年第2四半期まで | 欧州委員会、投資サービス会社等に対して適合性評価ガイドラインにてサステナビリティに関する選好を考慮させるべく、第2次金融商品市場指令（MiFID II）及び保険販売業務指令（IDD）の委任規定を改正                                       |
| 2019年第2四半期まで | サステナブルファイナンスに関するテクニカル・エキスパート・グループ（TEG）、EUのグリーンボンド基準（EU GBS）に関する報告書を公表<br>欧州委員会、グリーンボンド発行時の目論見書の内容を特定し、規制改正を実施<br>欧州委員会、非財務情報に関するガイドラインを改訂 |
| 2019年第3四半期まで | 気候変動関連活動向けタクソノミーに関する規制や委任法令の適用                                                                                                            |

（出所）各種資料、より野村資本市場研究所作成

## II EUでサステナブルファイナンスの確立が推進される経緯

国際連合においては2015年9月25日に「持続可能な開発目標（SDGs）」、第21回気候変動枠組条約締約国会議（COP21）においては同年12月12日に「パリ協定」が採択された。パリ協定の中には、金融面でのフローと低炭素化及び気候変動への対応を合致させる旨が含まれている。そして、EUにおいては、2030年までに温室効果ガスの排出量を少なくとも1990年比40%削減するという目標を掲げる中、目標達成のためには毎年1,800

億ユーロの追加財源が必要となることが見込まれているため、公的セクターのみならず、金融セクターが主要な役割を担うことが期待されている。

一方で、EU では、域内の各加盟国の資本市場間にある様々な障壁を取り除くことを通じて、EU 全体として資本市場を活性化し、域内の経済成長につなげることを目的とした政策パッケージ「資本市場同盟」(CMU)の構築に向けて、アクションプランが2015年9月30日に欧州委員会により公表された<sup>1</sup>。アクションプランの中では、長期投資、インフラ投資及びサステナブル投資が1つの柱として位置付けられた。これは、効率的な金融市場では、投資家が十分な情報に基づく投資判断を行い、サステナブルかつ気候に優しい経済への移行に伴う長期リスク及び機会を分析することが可能になるとの考えがベースにある<sup>2</sup>。

これらを受ける形で、EU は、サステナビリティの概念を組み込むサステナブルファイナンスを支援する金融システムの構築に向けた取組みを具体化させた。欧州委員会は2016年9月14日、サステナブルファイナンスに関する包括的な欧州戦略を策定すべく、専門家会合を設立する旨を明らかにし、同年12月22日、HLEGを設立した。

HLEG は、20名の有識者で構成され、(1)官民の資金をサステナブル投資に振り向ける、(2)金融機関及び監督者が環境関連リスクを排除し、金融システムの安定性を維持する、(3)関連政策を汎欧州レベルで整備する、といった目的で議論を進め、2017年7月13日に中間報告書、2018年1月31日に最終報告書を公表した。この中には、EU GBSの制定を始めとした複数の提言が盛り込まれており、HLEGの最終報告書を受けて、欧州委員会で2018年3月8日に「サステナブルファイナンスに関するアクションプラン」が採択されたのである。

### III HLEGによる最終報告書のポイント

HLEGによる最終報告書では、8つの主要な提言が掲げられた。加えて、分野横断的な提言、各業界(銀行、保険会社、アセットマネジメント、年金基金等)への個別の提言、社会・自然環境等への提言も盛り込まれている。全体的には、(1)グリーンボンドを含めたサステナビリティファイナンスをめぐる各種基準等の制定、(2)金融機関等のステークホルダーが果たすべき責任の強化、(3)監督規制等の拡充、が中心の内容となっている。また、最終報告書の前文には、この報告書が始まりにすぎず、2018年3月にアクションプランの公表、その後、必要な法的措置の提案につなげる予定である旨が記されている。

以下にて、8つの主要な提言のポイントを考察する。

<sup>1</sup> 欧州委員会による資本市場同盟のアクションプランの詳細については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』第19巻第2号(2015年秋号)、177-190頁、を参照されたい。

<sup>2</sup> European Commission, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, 30 September 2015, p.17.

## 1. EU レベルでのサステナビリティ分類（サステナビリティ・タクソノミー）の確立

サステナビリティ・タクソノミーは、投資や金融商品が EU におけるサステナビリティの目的と整合性のあるものであるか否かを判断する条件・基準と定義付けられた。加えて、この分類が（1）国際資本市場協会（ICMA）によるグリーンボンド原則（GBP）を含めたサステナブル関連の金融資産のフレームワークの基礎としての位置付けを担うこと、（2）欧州の公式政策目標であるパリ協定や SDGs に添った内容になること、（3）資本市場の参加者に対して特定の活動における関連性や貢献度を提供すること、などが期待されている旨が記された。

サステナビリティ・タクソノミーについては、2018 年にサステナビリティ・テクニカル・ワーキング・コミッティを設定し、2018～2019 年にかけて検討を進め、2020 年までの採択を目指すことが推奨された。加えて、同委員会の推奨に基づき、サステナビリティ・タクソノミーを関連規制及び基準設定に活用すること等も挙げられた。

## 2. 長期の視点及びサステナビリティの選好に関する投資家義務の明確化

サステナブルな金融システムを達成すべく、投資家の義務として投資期間とサステナビリティの選好を明確に結びつける必要があることが記された。その上で、（1）アセットオーナーや仲介金融機関に対して、顧客や受益者への義務を負う期間等に鑑みて、環境、社会及びガバナンス（ESG）要因のリスクと価値を生み出すカギとなるバリュードライバーの重要性を検証すべきであること、（2）年金基金に対して、ESG の要因を含めて多様な利害を有することを十分に理解すること、等が挙げられた。

なお、投資家義務について、基本的には、EU の主要金融関連指令・規制（第 2 次職域年金基金指令〔IORP II〕、第 2 次金融商品市場指令〔MiFID II〕、ソルベンシーII 等）に示されているものの、サステナビリティの要素は盛り込まれていないことから、将来的に指令等の改正が必要となる可能性がある旨が明記された。

## 3. 気候変動等のサステナビリティ関連リスクの透明性向上を踏まえた開示ルールの拡充

サステナビリティ関連リスクの開示について、世界レベルでは、金融安定理事会（FSB）が設立した「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）が 2017 年 6 月 29 日に公表した「気候変動関連の財務情報開示に関する最終報告書」がある。一方、国レベルでもフランスが制定した「グリーン成長のためのエネルギー移行法」（LTECV）の第 173 条において、上場企業、銀行、機関投資家に対して 2016 年 1 月 1 日以降に始まる会

計年度から、気候変動リスクに関する情報をアニュアルレポートで開示することが義務付けられている。

報告書においては、LTECV 第 173 条の導入による知見も活用し、EU レベルで TCFD の提言に基づく情報開示の実施を是認することが推奨されている。

#### 4. 個人投資家向けのサステナブルファイナンスの推進

EU においては、個人が EU の金融資産全体の約 4 割を保有しているものの、多くの個人投資家がサステナビリティの選好と投資を結び付けられていない可能性があるとの懸念が取り上げられた<sup>3</sup>。その上で、欧州委員会及び欧州証券市場監督機構（ESMA）に対して、投資アドバイザーの通常の手続きの一環として、個人投資家に対して投資を通じたサステナブル・インパクトに関する選好を確認することを義務化することが推奨された。加えて、（1）個人向けファンドにおけるサステナブル・インパクト及びそのプロセスに係る透明性の向上を通じて、個人投資家の投資の選択肢の拡大を推進、（2）サステナブルな要素に基づくファンドの最低基準の設定を通じた、個人投資家の保護、（3）個人投資家向けも踏まえた、金融商品に関するグリーンラベルの開発、等も挙げられた。

#### 5. グリーンボンド等の公式の欧州のサステナビリティ基準等の導入

EU における公式なサステナビリティ基準の制定に当たって、第 1 段階では公式の EU GBS、第 2 段階では EU GBS 及びサステナブル・タクソノミーとの適合性を認証する EU グリーンボンドラベルの制定を検討することが推奨された。そして、EU GBS については 2018 年中の制定に向けて、2018 年にグリーンボンド・テクニカル・コミッティを設置するといった推奨スケジュールが示された。

EU グリーンボンドについては、（1）調達資金が将来的に制定されるサステナブル・タクソノミーと整合性がある新規又は既存のグリーンプロジェクトに充当、（2）債券発行関連書類において、当該債券が EU GBS に適合していることを確認すること、（3）当該債券が EU GBS に適合していることが、独立した認定外部認証機関により認証されていること、と定義付けられている。そして、報告書に付随して公表された「グリーンボンドに関する非公式補足資料」においては、EU GBS の目的として、EU グリーンボンドに関する主要素のフレームワークの提供に加え、透明性、整合性、一貫性、比較可能性を向上

<sup>3</sup> 外部評価機関のヴィジオ・アイリスにより 2017 年に実施された調査によると、フランスの個人投資家の約 72%は、自身の貯蓄基金についてサステナビリティ関連課題を考慮することを義務付けるべきと考えているが、約 66%の投資家は社会的責任投資（SRI）について聞いたことがないとの結果となった。同様の結果が、BNP パリバ・インベストメント・パートナーズが 2017 年 3 月に実施したドイツの個人投資家を対象とした調査でも明らかになった。（High-Level Expert Group on Sustainable Finance, European Commission, *Final Report 2018—Financing a Sustainable European Economy*, 31 January 2018, p.27）

させることを挙げている。そして、雛形として ICMA の GBP でも掲げられている 4 つの要素（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポートリング）を挙げた上で、外部評価を義務付けるなどが盛り込まれ、GBP に比して厳格な内容が示された（図表 2 参照）。

なお、時期は明記されていないものの、サステナブル関連プロジェクトについて、例えば、EU GBS と同じアプローチで、EU ソーシャルボンド基準や EU サステナビリティガイドラインを始めとした基準等を策定すること等も推奨された。

図表 2 EU のグリーンボンド基準とグリーンボンド原則の比較

| 項目                       | EU のグリーンボンド基準 (EU GBS) の規定                                                             | グリーンボンド原則 (GBP) の規定                                                          |
|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| GBP・EU GBS との適合性を提示      | 義務付け                                                                                   | 推奨                                                                           |
| グリーンプロジェクトの適合性           | EU のサステナビリティ・タクソノミーの詳細に適合                                                              | ハイレベルの分類に対するガイダンス                                                            |
| リファイナンス目的で調達された資金の使途の開示  | 義務付け                                                                                   | 推奨                                                                           |
| インパクトに関するモニタリング及びレポートリング | 発行体がインパクトをモニタリングしているか否かを開示し、モニタリングしている場合、想定・実績インパクトをレポート                               | 可能な範囲において推奨                                                                  |
| 外部評価の要件                  | 義務付け。外部評価は、最低限でも発行時に EU GBS の 4 つの要素に準拠した内容であること、若しくは EU のグリーンボンド・プログラムに準拠した内容であることを確認 | 推奨。外部評価は、GBP の 4 つの主要素と発行体のグリーンボンド若しくはグリーンボンド・フレームワークとの適合性について、部分的若しくは全体的に評価 |
| 外部評価の公表                  | 義務付け                                                                                   | 推奨                                                                           |
| 外部評価の認定                  | 外部評価者の認定要件を制定                                                                          | 明記されておらず                                                                     |

(出所) High-Level Expert Group on Sustainable Finance, European Commission, *Final Report 2018—Financing a Sustainable European Economy*, 31 January 2018, p.32、より野村資本市場研究所作成  
[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

## 6. サステナブル・インフラストラクチャー・ヨーロッパの設立

サステナブルなインフラをめぐっては、インフラ開発能力の欠如、民間投資家が投資可能なプロジェクトへの構築に加え、プライシングの定義や利用規定等を含む、地域における十分に安定的な規制環境の設計が障害となっている旨が挙げられた。その上で、サステナブルなインフラの独立専門機関として「サステナブル・インフラストラクチャー・ヨーロッパ」を 2020 年までに設立することが推奨された。同機関は、(1) サステナブル・インフラ・プロジェクトに対して、資金を振り向けるために戦略的なアドバイスを提供、(2) 国・地方レベルでのプロジェクト開発能力の向上に向けた支援、(3) EU 加盟国の規制環境の不透明性を軽減、といった機能を担うことが期待されている。

## 7. ガバナンス及びリーダーシップ

ガバナンス及びリーダーシップの観点からは、(1) 金融機関において、個人的及び集団的に、サステナビリティ・リスクへの対応能力に加え、広い範囲のステークホルダーの状況や顧客のサステナビリティに関する選好への理解能力を有するか否かといった適格性基準の改訂、(2) 株主権利に関する指令等の改正を通じた機関投資家向けのスチュワードシップ原則の拡充、(3) 取締役のサステナビリティ関連義務の範囲の拡大、が推奨された。

## 8. 欧州監督機関 (ESA) の監督機能の強化

報告書では、サステナブル投資に民間セクターの資金を適切に振り向けるべく、欧州監督機関 (ESA) の規制及び監督フレームワークを強化することが謳われた<sup>4</sup>。HLEG は、サステナビリティに関する ESA の役割として、(1) 受益者の時間軸における気候関連リスク等の把握及び時間軸を勘案したリスク分析の提供、(2) 非財務的選好を含めた受益者の投資目的との整合性を確保した上での投資戦略の構築、(3) 民間資金によるサステナブル投資の振興、を挙げた。そして、長期的リスクを把握するツールの開発及び金融市場におけるシステミックなミスプライシングの回避など、従来以上の役割を担うことが求められた。

特に、第 1 段階としては、ESA に関する法律を見直し、ESG 及び関連リスクの要素も盛り込んだものにすることが推奨された。また、気候変動を含めたリスクのシナリオ分析に関する専門性の構築、時間軸のミスマッチに関する監視及び報告に加え、各国で統一基準と異なるルールを設ける裁量を認めないという「シングル・ルールブック」の概念の下で導入することが求められた。

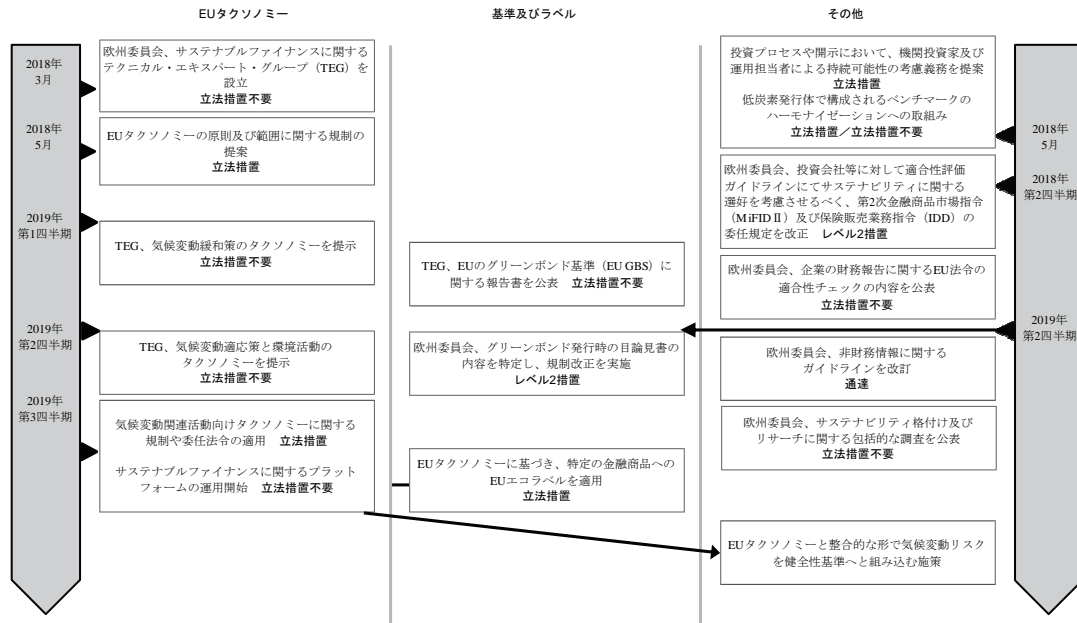
## IV 欧州委員会によるアクションプランのポイント

欧州委員会によるアクションプランは、HLEG による最終報告書における重要事項を反映した内容となっており、10 のアクションプランで構成されている。アクションプランの特徴としては、(1) EU タクソノミーが最重要課題と位置付けられたこと、(2) グリーンボンドに関して、2019 年第 2 四半期までに EU GBS に関する報告書の公表に加えて、グリーンボンド発行時の目論見書の内容の特定及び規制改正が実施される予定とされたこと、(3) アクションプランには MiFID II を始めとした金融関連法令等の改正に関する具体的なスケジュールが示されたこと、(4) EU で既に導入されている非財務情報開示指令を改正し、サステナビリティに関する開示と会計基準の強化を目指していること、などが挙げられる。

以下にて、10 のアクションプランのポイントを考察する。

<sup>4</sup> ESA は、欧州証券市場機構 (ESMA)、欧州銀行機構 (EBA)、欧州保険職域年金機構 (EIOPA) の総称。

図表3 アクションプランにおける各項目の導入スケジュール



(注) レベル2措置は、実施規則に関する措置を指す。

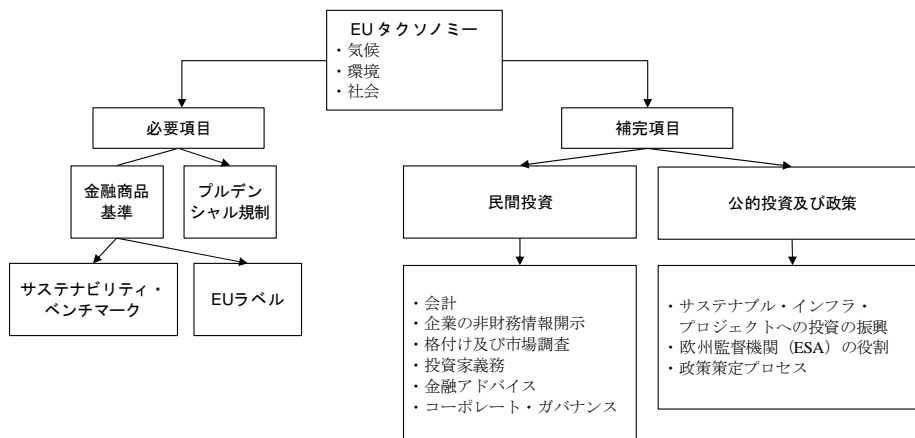
(出所) European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 8 March 2018, p.15、より

野村資本市場研究所作成 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>)

## 1. サステナブル活動に関する EU 分類枠組み (EU タクソノミー) の構築

最終報告書で挙げられたサステナビリティ・タクソノミーは、EU タクソノミーとの表記に変わるとともに、アクションプラン全体の中で最も重要課題と位置付けられ、他の分野に先だって、作業が進められることとされた (図表4参照)。

図表4 アクションプランにおける EU タクソノミーの位置付け



(出所) European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 8 March 2018, p.14、より

野村資本市場研究所訳 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>)



具体的には、(1) 2018年3月にサステナブルファイナンスに関するテクニカル・エキスパート・グループ (TEG) を設立、(2) 2018年5月に EU タクソノミー (ある活動がサステナブルか否かを判断する分類) に関する原則・範囲に関する規制の提案、(3) TEG が、2019年第1四半期までに気候変動緩和分野に関する EU タクソノミー、2019年第2四半期までに気候変動適応分野及びその他の環境分野に関する EU タクソノミーを提示、とされた。その上で、2019年第3四半期に気候変動関連活動向けタクソノミーに関する規制や委任法令の適用を目指すことと示された。

## 2. グリーン金融商品への基準とラベルの作成

最終報告書で挙げられた EU GBS に関連する部分については、アクションプランにおいて EU タクソノミーが最重要課題と位置付けられたことで、スケジュールが当初より後ろ倒しされる形となった。具体的には、(1) TEG が 2019年第2四半期までに、EU GBS に関する報告書を公表、(2) 欧州委員会は 2019年第2四半期までに、グリーンボンド発行時の目論見書の内容を特定し、規制改正を実施、(3) EU タクソノミーの適用後、欧州委員会により 2019年第3四半期までに特定の金融商品への EU エコラベルを適用、というスケジュールが示された。

EU タクソノミーを土台として、サステナブル金融商品の EU 基準やラベルを構築することを通じて、サステナブル金融市場における整合性及び信認の確保に加え、投資家がより容易にサステナブル金融商品にアクセスすることが期待されている。

## 3. サステナブルプロジェクトの投資促進

インフラは、温室効果ガス全体の約6割に相当するとの推計もあり、サステナブルプロジェクトに民間資金の流れを振り向けることがサステナブルな経済モデルの構築の大前提になると指摘された<sup>5</sup>。その上で、欧州委員会は既に提供されているサステナブルなインフラ関連プロジェクトの開発に関するアドバイス等に加え、EU 及び提携国におけるサステナブル投資支援策の効率性や効果を向上させる施策を実施する旨が示された。

## 4. ファイナンシャル・アドバイスの提供時におけるサステナビリティの考慮

サステナブルな金融システムへの移行に際して、投資家にアドバイスを提供する投資会社や保険販売業者が重要な役割を担うことが期待されている。そのため、欧州委員会は、(1) 適合性評価ガイドラインにおいてサステナビリティに関する選好を考慮させるべく、2018年第2四半期に MiFID II 及び保険販売業務指令 (IDD) の委任規定を改正すること

<sup>5</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, *Investing in Climate, Investing in Growth*, 23 May 2017.

とされた。これに基づき、欧州委員会は、ESMA に対して、適合性評価ガイドラインにサステナビリティの選好に関する項目を含める形で、2018 年第 4 四半期までに改訂を行うよう要請することが推奨された。

## 5. サステナビリティ・ベンチマークの推進

ベンチマークやインデックスは、金融商品の価格形成において中核的な役割を果たすものの、伝統的なベンチマークはサステナビリティの要素の考慮が限定的と指摘された。加えて、「グリーンウォッシュ」（環境に配慮した金融商品、活動、方針ではないのに、環境配慮をしているように装い、マーケティングすること）のリスクを軽減するために、サステナブル指標の透明性と健全性を高めていくことが必要との問題意識が掲げられた。

その上で、欧州委員会は 2018 年第 2 四半期までに、(1) 利用者がベンチマークの質をより判断しやすくすべく、ベンチマークの手法及び特徴の透明性に関する委任規定を採択、(2) 低炭素発行体で構成されるベンチマークのハーモナイゼーションへの取組みを進める、ことを目指すとされた。加えて、TEG は 2019 年第 2 四半期までに、低炭素ベンチマークの設計と手法に関する報告書を公表することも挙げられた。

## 6. 格付け及び市場リサーチへのサステナビリティ要素の反映

欧州委員会は、2018 年第 2 四半期に格付けの評価項目にサステナビリティ要素を明示的に含めることを義務付けるべく格付会社規制を改正することについての検討を開始し、2019 年第 3 四半期までに進捗報告を行うこととされた。欧州委員会は ESMA に対して、(1) 2019 年第 2 四半期までに、ESG 要素をどの程度考慮すべきかを分析するため、格付けの慣行を評価、(2) 2019 年第 2 四半期までに格付会社の開示に関するガイドラインに環境及び社会的サステナビリティを考慮、を推奨すると示された。加えて、欧州委員会は 2019 年第 2 四半期までに、サステナビリティ格付け及びリサーチに関する包括的な調査を実施することとされた。具体的には、サステナビリティ調査、評価及びスコアリングがどの程度踏み込まれたものかに加え、リサーチやスコアリングの独立性などに焦点が当たる見込みである。

## 7. 機関投資家及び資産運用会社の義務の明確化

欧州委員会は 2018 年第 2 四半期までに、機関投資家と運用マネージャーのサステナビリティの考慮に関する義務を明確化することとされた。当該提案は、(1) 機関投資家とアセットオーナーに対して投資の意思決定においてサステナビリティを考慮するよう要請すること、(2) 最終投資家に対してサステナビリティの要素をどのように考慮しているかについて透明性を高めるよう求めること、を目指す内容となっている。

## 8. 健全性要件におけるサステナビリティの考慮

欧州圏内の銀行では、少なくとも半分以上の資産が気候変動リスクに晒されているとの推計結果があることが紹介された<sup>6</sup>。その上で、欧州委員会は、自己資本規制を規定する資本要求指令（CRD）及び資本要求規則（CRR）の一部として、リスク管理政策と規制資本の所要水準の水準調整（カリブレーション）における気候変動や、他の環境要素に関連するリスクを含めることについて、実現可能性を検討することが挙げられた。加えて、欧州保険職域年金機構（EIOPA）に対して、2018年第3四半期までに、保険会社のサステナブル投資に関する健全性規制（ソルベンシーII）における影響についての意見を受け入れる旨が示された。ただし、この項目は、アクションプランに示された各項目の導入スケジュールの中でも明確な時期が示されておらず、実現可能性の検討に留まっているため、他の項目に比して実現に向けたハードルが高い可能性があるように見受けられる（図表3参照）。

## 9. サステナビリティに関する開示と会計基準作成の強化

EUでは2017年より、非財務情報開示指令（NFI Directive）に基づき、大規模上場会社・金融機関等に対して、ESG関連リスクの管理について重要情報を開示することが義務付けられている。アクションプランでは、非財務情報開示指令等の企業の財務報告に関するEU法令について、政策目的に相応なものか否かを判断すべく、欧州委員会が適合性チェックを行うこととされた。チェックにはサステナビリティ評価の開示に関する義務等が含まれる。欧州委員会は、2018年第1四半期に意見聴収を開始し、2019年第2四半期までに現行規制が政策目的に相応なものか否かを判断すべく評価を実施し、その結果を公表することとされた。また、この結論に基づき、欧州委員会による法改正等が必要か否かを明らかにすると示された。

加えて、欧州委員会は2019年第2四半期までに、非財務情報に関するガイドラインを改訂することとされ、これを通じて、企業がTCFDの提言やサステナブル活動に関するEU分類枠組みに沿ってどのように開示すべきかが示される予定とされた。

一方、欧州委員会は、欧州財務報告諮問グループ（EFRAG）に対して、EUで2016年11月に適用決定した国際財務報告時基準（IFRS）第9号「金融商品」について、長期投資に対する影響及び株式関連商品の取扱いに関する基準の改善の可能性を検討し、2018年第4四半期までに報告することを求めた。

<sup>6</sup> European Systemic Risk Board, “Too Late Too Sudden: Transition to a Low-Carbon Economy and Systemic Risk”, ESRB ASC Report No.6, February 2016.

## 10. サステナブル・コーポレートガバナンスと資本市場における短期志向への対応

欧州委員会は 2019 年第 2 四半期までに、(1) 企業の取締役会に対してサステナビリティ戦略を作成及び開示要求、(2) 取締役が会社の長期的な利益のために行動する規則を明確化する要求、に関して分析を実施し、ステークホルダーと協働する旨が示された。また、欧州委員会は ESA に対して、2019 年第 1 四半期までに、資本市場における過度な短期志向への圧力について証拠を収集することを求めた。

### V 今後の注目点

EU におけるサステナブルファイナンスの確立は、ESG 関連の政策課題への対応という観点のみならず、域内の資本市場の活性化の一環として、重要施策に位置付けられている。そのため、HLEG の最終報告書やアクションプランは、各種基準の策定、金融規制等の見直し、サステナビリティに関する開示の強化など、サステナブルファイナンスに対して包括的にメスを入れる内容となった。

EU では今後、アクションプランで掲げられた各項目の実現に向けた具体的なアクションが講じられるとみられるが、どの程度の実効性を伴うかを見極めるには、今後の進捗の方向性を注意深く観察する必要がある。とはいえ、金融市場の観点からは、各項目が EU のみならず、日本を含めた世界各国にどのように影響するかが焦点になり、(1) グリーンボンド、(2) 金融規制、(3) 企業開示、の動きは、サステナブルファイナンスをめぐる動きの中でも大きな注目を集める可能性がある。

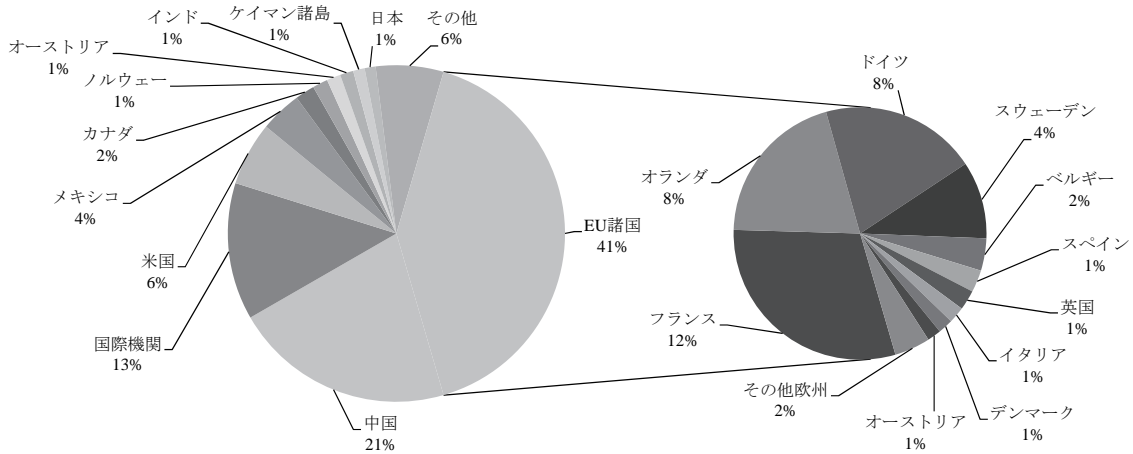
1 点目のグリーンボンドの観点から、欧州は、グリーンボンド発祥地である上、EU 域内で発行された発行残高は全体の約 4 割に上っている<sup>7</sup> (図表 5 参照)。一方で、基準等については、国際的な基準と位置付けられる ICMA の GBP の他、いくつかの主体により基準が設けられている<sup>8</sup>。さらに、国際標準化機構 (ISO) でも、2017 年 7 月にグリーンボンドに関する国際規格 (ISO14030) の制定作業を開始している。

欧州で EU GBS の設立が謳われるのは、グリーンボンドに関する異なった基準やガイドラインが複数あり、各基準等に準拠したグリーンボンドが混在していることが、投資家にとって同じ土台で比較することができなくなる可能性を生じさせるといった懸念が要因の 1 つとみられる。すなわち、EU GBS の制定を通じて標準化が進めば、複数の金融商品をより容易に比較することが可能になり、投資の利便性が向上する効果が期待されている。

<sup>7</sup> グリーンボンドの発行については、欧州投資銀行 (EIB) が 2007 年 6 月に発行した気候変動対策債が始まりとされている。(環境省環境格付融資に関する課題等検討会「環境格付融資の課題に対する提言 (最終報告)」2015 年 3 月、15 頁)

<sup>8</sup> 英国のグリーンボンドの認定・普及促進機関である気候ボンドイニシアチブ (CBI) による「気候ボンド基準」(CBS、2011 年)、欧州の年金基金グループが策定した「グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク (GRESB) グリーンボンドガイドライン」(2015 年)、中国人民銀行と国家発展改革委員会が各々策定した「中国グリーンボンドガイドライン」(2015~2016 年)、日本の環境省による「グリーンボンドガイドライン 2017 年版」、ASEAN 諸国によるグリーンボンド基準 (GBS、2017 年) など。

図表5 グリーンボンドの発行残高（国別内訳）



(注) 発行額（2018年3月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンドの判定基準に基づく。証券化商品と米国地方債は含まない。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

今後制定される EU GBS の動きを受けて、日本を含めた各国政府等が各地域におけるガイドライン等を策定・更新するかによって、グリーンボンド市場の成長や市場関係者によるグリーンボンドに対する信認確保に影響する可能性がある。

2点目の金融規制等の見直しでは、民間等の資金をサステナブル投資に振り向けるために、金融機関等の各ステークホルダーの経営行動（投融資、ファイナンシャル・アドバイス等）に影響を与える可能性がある内容になっている。サステナビリティの考慮を求める規制等の導入により、サステナブル投資に適切に資金が振り向けられかつ金融市場の健全性が維持されるかが注目される。また、EUでの規制等の見直しが国際的な金融規制に何らかの影響を及ぼすのか否かも焦点となろう。

3点目の企業開示については、基本的にはTCFDの提言に添う形で、EUの非財務情報に関するガイドラインが改訂される予定となっている。これを通じて、企業は株主や顧客等のステークホルダーに対して、気候変動が財務プロファイルに与える影響についてわかりやすく開示することがより求められると同時に、企業にとっても気候変動関連リスクをより正確に洗い出すことが可能になることが期待されている。さらに、投資家にとってもリスクに基づく適切な投資評価が可能になると考えられる。EUで非財務情報の開示が拡充され、投資の活性化につながれば、他国でも同様の取組みが進められる可能性もある。

いずれにせよ、EUにおけるサステナブルファイナンス確立に向けて、2018～2019年に様々なアクションが本格化することとなっており、世界的に見ても包括的な取組みが行われるEUの動きへの注目は続くと思われる。