

EUにおけるサステナブルファイナンス確立に向けた動き —タクソノミー、グリーンボンド基準、ベンチマーク、開示をめぐる進展—

江夏 あかね、富永 健司

■ 要 約 ■

1. 欧州委員会が設置した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）は2019年6月18日、環境関連の経済活動の分類を示したタクソノミー、欧州連合（EU）のグリーンボンド基準（EU GBS）、ベンチマークに関するレポートを公表した。また、欧州委員会は同日、気候関連財務情報開示に関するガイドラインを公表した。これらは、2018年3月8日に採択されたサステナブルファイナンスに関するアクションプランの一部に対応したものになる。
2. 今回の、TEGによるEUタクソノミー、EU GBS、ベンチマークに関するレポート、ならびに、欧州委員会による気候関連財務情報開示に関するレポートを見ると、EUタクソノミーで示された環境目的に資する経済活動等を通じて、サステナブルファイナンスへの資金の流れを着実に振り向けるための包括的な取組みの一環となっており、金融市場のみならず経済界に少なからず影響が及ぶ可能性があることが示唆された。
3. EU経済が世界経済の約2割を占めており、サステナブルファイナンスに関してはEUの発行体によるESG債発行残高が5割程度を占める現状に鑑みると、EUのみならず、日本を含めた世界各国にどのような影響を及ぼしうるかが今後の1つの注目点になると考えられる。

I. 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関する4つの発表

欧州委員会が設置した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¹（TEG）は2019年6月18日、環境関連の経済活動の分類を示した欧州連合（EU）のタクソノミー、EUのグリーンボンド基準（EU GBS）、ベンチマークに関するレポートを

¹ 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）は、欧州委員会が2018年5月に公表したサステナブルファイナンスに関する法整備の提案への対応を目的として欧州委員会が設置したグループで、非営利組織、学識者、実業界、金融セクターの35名で構成されている。2018年7月から、EUタクソノミー、EU GBS、ベンチマーク、気候関連財務情報開示の分野について検討を進めている。同グループへの委任期間は、当初は2019年6月までだったが、2019年末までに延長された。（European Commission, *Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG)* ; European Commission, *Extension of the Mandate of the Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG)*）

公表した²。また、欧州委員会は同日、気候関連財務情報開示に関するガイドラインを公表した³。

EUでは、持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定を受けて、サステナブルファイナンスの確立に向けた取り組みが活発化している。欧州委員会は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を採択しており、今回の4つの発表は10のアクションプランの一部に対応したものとなっている⁴（図表1～2参照）。

本稿では、4つの発表で金融市場や経済界に潜在的な影響がある点を中心に概観した上で、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関する主な動き

時期	詳細
2015年9月	国際連合、「持続可能な開発目標（SDGs）」採択
2015年9月	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	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	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）設立
2018年1月	HLEG、最終報告書を公表
2018年3月	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	欧州委員会、サステナブルファイナンスに関する法整備案を提案
2018年7月	欧州委員会が設置した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）、サステナビリティ・タクソノミー（分類枠組み）の策定や、欧州連合（EU）レベルの公式グリーンボンド基準（EU GBS）の設定等の検討を開始
2018年12月	TEGの各サブグループ、検討の進捗状況に関するレポートを公表
2019年6月	TEG、気候関連の経済活動の分類を示したEUタクソノミー、EUのグリーンボンド基準（EU GBS）、ベンチマークに関するレポートを公表。欧州委員会、気候関連財務情報開示に関するガイドラインを公表

（出所）各種資料、より野村資本市場研究所作成

図表2 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関するアクションプランの概要

1. <u>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</u>
2. <u>グリーン金融商品への基準とラベルの作成</u>
3. サステナブルプロジェクトの投資促進
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
5. <u>サステナビリティ・ベンチマークの推進</u>
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
7. 機関投資家及び資産運用会社の義務の明確化
8. 健全性要件におけるサステナビリティの考慮
9. <u>サステナビリティに関する開示の強化と会計基準の影響の評価</u>
10. <u>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主義への対応</u>

（注）下線は、2019年6月18日に発表された4つの発表に係る部分。

（出所）European Commission, *Action Plan: Financing Sustainable Growth*, 8 March 2018、より野村資本市場研究所作成

² EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Taxonomy Technical Report*, 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*, June 2019.

³ European Commission, *Guidelines on Reporting Climate-Related Information*, 18 June 2019.

⁴ 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関するアクションプランの詳細については、江夏あかね・富永健司「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」『野村資本市場クォーターリー』第21巻第4号（2018年春号）、207-219頁、を参照されたい。

II. EU タクソノミー案で示された環境目的に資する経済活動

EU タクソノミーとは、6つの環境目的（気候変動緩和、気候変動適応、水・海洋管理、循環経済と廃棄物対策・リサイクル、汚染対策、自然・生態系保全）に資する経済活動を示した分類枠組みで、投資家や企業が環境に優しい経済活動に投資を決定する際の一助となるツールとされている。EU タクソノミーは、アクションプランにおいて、EU GBS 等の分野に影響を及ぼすこと等を背景に、最重要課題と位置付けられた。そして、欧州委員会が2018年5月24日に公表したサステナブルファイナンスに関する法整備の提案⁵では、欧州議会と欧州理事会による合意を受けて、欧州委員会が環境面でサステナブルな経済活動の判断を盛り込んだ委任法令を2019年末から2022年半ばにかけて採択し、採択から6ヵ月後に施行することを目指していると示されていた⁶。

TEG は2018年12月、タクソノミーのうち、気候変動緩和に関するコンサルテーションを開始した⁷。フィードバックは2019年1月9日に締め切れ、150人以上の専門家等と検討を進めた結果、今回のEUタクソノミー案のレポート公表に至った。

EUタクソノミー案においては、タクソノミーの対象となる経済活動として、6つの環境目的に資するものであるとともに、(1) 少なくとも1つの環境目的に重要な貢献を行うもの、(2) 他の環境目的に重大な害を及ぼさないもの（Doing No Significant Harm、DNSH）、(3) 経済活動を行う組織が最低限の社会的セーフガードを満たしているもの、と説明している。また、TEG が考える気候変動緩和に貢献する経済活動としては、排出ガスのない交通等のように既に低炭素な分野に加え、2050年に向けてネット排出量ゼロの経済に移行しようとしているものの、現在はそのようなレベルに達していない発電や自動車等の分野も含まれている。レポートでは、これらの要件を満たすものとして、(1) 気候変動緩和に関する7つの産業セクター、67の経済活動、(2) 気候変動適応に関する5つの産業セクター、9の経済活動、が挙げられた（図表3~4参照）。各経済活動については、適格基準として、(1) 基準の考え方、(2) 指標、(3) 閾値（Threshold）、(4) DNSHに関する評価、等が示されている。

今後に関して、TEG への委任期間が当初の2019年6月から2019年末まで延長されたため、(1) 重要な貢献や重大な害の回避に関するテクニカル・スクリーニング基準の精査及び更なる開発、(2) コンサルテーションを実施していない部分に関して、フィードバック募集を2019年7月に実施、(3) EUタクソノミーの導入及び利用に関するガイダンスの開発、を行うとしている。また、欧州委員会は、欧州議会と欧州理事会による議論の結果により、再度コンサルテーションを行う可能性があるとしている。

⁵ European Commission, *Sustainable Finance: Making the Financial Sector a Powerful Actor in Fighting Climate Change*, 24 May 2018.

⁶ 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関する法整備の提案の詳細については、江夏あかね「欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関する法整備の提案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号、1-5頁、を参照されたい。

⁷ EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Taxonomy Pack for Feedback and Workshops Invitations*, December 2018.

図表3 気候変動緩和関連経済活動

産業	経済活動	産業	経済活動	
農林漁業	多年生作物の栽培	電気、ガス、蒸気、空調供給 (続き)	集光型太陽光による温冷熱生産	
	非多年生作物の栽培		地熱による温冷熱生産	
	家畜生産		ガス燃焼による温冷熱生産	
	植林		バイオエネルギーによる温冷熱生産	
	修復、復元		廃熱による温冷熱生産	
	森林再生			
製造業	既存の林業経営	水、下水処理、廃棄物、浄化	取水、水処理、水供給	
	低炭素テクノロジーの製造		集合排水処理システム	
	セメント製造		下水汚泥の嫌気性消化	
	アルミニウム製造		分別収集、無害廃棄物輸送	
	鉄鋼製造		生物系廃棄物の嫌気性消化	
	水素製造		生物系廃棄物の堆肥化	
	他の無機基礎化学品製造		廃品回収	
	他の有機基礎化学品製造		埋立地ガス回収及びエネルギー利用	
	肥料及び窒素化合物製造		二酸化炭素直接空気回収	
	成型前のプラスチック製造		人為的な排出ガスの回収	
電気、ガス、蒸気、空調供給	太陽光発電	輸送及び保管	二酸化炭素の輸送	
	集光型太陽光発電		回収した二酸化炭素の永久隔離	
	風力発電		都市間の鉄道旅客輸送	
	海洋発電		鉄道貨物輸送	
	水力発電		公共輸送機関	
	地熱発電		低炭素交通のインフラ	
	ガス燃焼発電		乗用車、商用車	
	バイオエネルギー発電		陸路での貨物輸送サービス	
	電力の送配電		都市間指定道路輸送	
	蓄電		内陸水上旅客輸送	
	バイオマス、バイオガス、バイオ燃料製造		内陸水上貨物輸送	
	送配電網の導入		水プロジェクトに関する建設	
	地域冷暖房供給		情報通信技術	データ処理、ホスティング（レンタルサーバー）関連
	ヒートポンプの設置・運営			温室効果ガス削減のデータ駆動型ソリューション
集光型太陽光による温冷熱電供給	建設、不動産関連活動	新たなビル建設		
地熱エネルギーによる温冷熱電供給		既存のビルの改修		
バイオエネルギーによる温冷熱電供給		個別の改修措置、建物内の再生可能施設、専門的・科学的・工業的活動		
			ビルの取得	

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Taxonomy Technical Report*, June 2019, pp.34-35、より
野村資本市場研究所記

図表4 気候変動適応関連経済活動

産業	経済活動	産業	経済活動
農林漁業	非多年生作物の栽培	情報通信技術	気象監視・予測向け特定の通信アプリケーションの提供
	植林及び他の林業関連の活動		損害保険
電気、ガス、蒸気、空調供給	水力発電	金融・保険関連 専門的・科学的・工業的活動	研究開発 (自然科学・エンジニアリング)
	伝送回線		
水、下水処理、廃棄物、浄化	下水		エンジニアリング活動と関連する専門的コンサルティング業務

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Taxonomy Technical Report*, June 2019, p.44、より
野村資本市場研究所記

Ⅲ. 外部評価が義務付けられた EU のグリーンボンド基準 (EU GBS) の提案

アクションプランにおいては、グリーン金融商品に関する基準とグリーン金融商品であることを示すラベルの作成との項目が挙げられ、TEG が 2019 年第 2 四半期までに、EU GBS に関するレポートを公表すると示されていた。TEG は今回発表したレポートに先立ち、2019 年 3 月 6 日に EU GBS に関する中間報告レポート⁸を公表している⁹。そして、100 以上の組織から得たフィードバックを基に、今回の EU GBS の提案に関するレポートを取りまとめた。

今回のレポートは、基本的に中間報告レポートと同様の方向性となっている。TEG は、今回のレポートを通じて、欧州委員会に対して、(1) EU GBS は、義務的な法制度としてではなく、自主的な基準として設定すべき、(2) EU グリーンボンドは、EU 域内外の発行体が発行した上場・非上場債券若しくは資本市場における負債性金融商品で、EU GBS の要件を満たしたものとすべき、(3) 市場でのベスト・プラクティスを構築すべく、EU GBS は、4 つの要素によって構成すべき、等の提言が示された。そして、同レポートでは、EU GBS そのものに対する 3 つの推奨提案に加え、EU GBS 導入を支援・監視するための 7 つの提案が記された (図表 5 参照)。

図表 5 EU GBS に関する 10 の推奨提案の概要

項目	詳細
EU GBS に対する推奨提案	
1	EU GBS は、義務的な法制度としてではなく、自主的な基準として設定すべき
2	EU GBS は 4 つの中核的要素で構成されるべき：(1) EU タクソノミーに準拠したグリーンプロジェクトとの適合性、(2) グリーンボンド・フレームワーク、(3) レポーティング、(4) 認定外部評価機関による検証
3	最大 3 年間と予想される移行期間における、EU GBS の外部評価機関に対する自主的な中間登録プロセスを設定すべき
EU GBS 導入を支援・監視するための推奨提案	
4	投資家 (特に、機関投資家) は、債券投資戦略を策定する際に、EU GBS で義務づけられている項目を採用するとともに、グリーンボンドの発行体や引受業者と関わる機会に、投資家としての選好や期待を伝えるべき
5	欧州委員会は、機関投資家に対するグリーンボンドの保有に関する開示の制度を導入すべき
6	欧州中央銀行制度 (ESCB) と気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク (NGFS) は、グリーンボンドを購入する際に EU グリーンボンドを選好している旨を公表することを通じて、グリーンな金融システムを推進すべき
7	EU GBS 市場の発展を支援する金銭的なインセンティブを検討すべき
8	公的・民間セクターのあらゆる業態の発行体が、今後グリーンボンドを発行する際は、EU GBS に準拠して発行すべき
9	欧州委員会は、EU による金融商品に対するエコラベルの仕組みを通じて、EU GBS の導入を促すべき
10	EU GBS の導入後 3 年を目途に、EU タクソノミーの環境目的との資金フローの整合性に関するインパクトを監視し、必要に応じて法的措置を含めた支援策を検討すべき

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on EU Green Bond Standard*, June 2019, pp.9-12、
より野村資本市場研究所作成

⁸ EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report of the Technical Expert Group (TEG) Subgroup on Green Bond Standard: Proposal for an EU Green Bond Standard*, 6 March 2019.

⁹ 欧州連合のグリーンボンド基準 (EU GBS) に関する中間報告レポートについては、江夏あかね・富永健司「欧州連合のグリーンボンド基準 (EU GBS) 案の注目点と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号、1-7 頁、を参照されたい。

4つの要素は、(1) グリーンプロジェクト (EU タクソノミーに適合)、(2) グリーンボンド・フレームワーク (EU GBS との適合性や発行体の戦略が環境関連の目標とどのように整合性があるかを説明)、(3) レポーティング (資金使途及び環境インパクトのレポーティングの義務化)、(4) 検証 (グリーンボンド・フレームワークと資金充当に関するレポーティングに関して、外部評価機関による検証の義務化)、で構成されている。

EU GBS は、世界的に最も浸透しているとみられる国際資本市場協会 (ICMA) のグリーンボンド原則 (GBP) に類似している点が多いものの、全般的に、より厳格な内容となっている (図表 6 参照)。特徴的なのが、外部評価を義務付けている点と、外部評価機関を公式に認定し、監督する体制を構築することを推奨している点である。TEG は、外部評価機関の認定制度を運用する主体として、欧州証券市場監督局 (ESMA) が最適としている。その上で、暫定的な認定外部評価機関の登録制度を移行期間として最長 3 年間設けることを提案している。

図表 6 EU GBS と GBP の要素に関する比較

項目	EU グリーンボンド基準 (EU GBS)	グリーンボンド原則 (GBP)
法的な書類内の資金使途の記載	推奨	基本目論見書、条件決定書等の法的書類内で義務化
適格基準 (1) : 環境目的への実質的な貢献	適格グリーンプロジェクトを対象としたハイレベル・カテゴリー	・ EU タクソノミーと適合していること ・ グリーンボンド・フレームワークの要求 ・ 資本的/経常的支出、ルックバック期間に関する特定要件
適格基準 (2) : 他の環境目的に重大な害を及ぼさないこと (DNSH)	該当なし	経済活動が EU タクソノミーの環境目的に重大な害を与えないことを確保
適格基準 (3) : 社会的セーフガード	プロジェクトに関する環境的・社会的なリスクを特定し管理するプロセスを投資家に明確に伝達	国際労働機関 (ILO) の中核的労働基準と呼ばれる、4 分野 8 条約によって示される社会的セーフガードの遵守を確保
適格基準 (4) : 技術的スクリーニング基準	該当なし	環境面でサステナブルであるとみなされるセクターについて、原則、指標、閾値等を含む、セクター特定の技術的スクリーニング基準
リファイナンスに使用される資金の割合の開示	推奨	義務化
インパクト・モニタリング/レポーティング	可能な限り推奨	義務化
外部評価要件	推奨	義務化

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on EU Green Bond Standard*, June 2019, p.13、より野村資本市場研究所訳

今後のプロセスとして、欧州委員会が TEG によるレポートに基づき、EU GBS の最終版の制定に向けて検討を進めることとなる。また、前述のとおり、TEG への委任期間が 2019 年末まで延長されたことから、TEG が欧州委員会に対して EU GBS と EU タクソノミーをどのように紐づけるかについてアドバイスを実施するほか、認定外部評価機関に関して暫定的かつ自主的な登録制度の構築及び設立に向けた準備を行うとされている。加えて、EU タクソノミーや EU エコラベル、国際標準化機構 (ISO) における規格の検討状況を EU GBS と整合性があるかという観点からモニターするとしている。

IV. 2つのベンチマークとベンチマークのESG 関連開示要件に関する中間報告書

一般に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が、アクションプランにおいてもその旨が記されていた。その一方で、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るとともに、「グリーンウォッシュ」¹⁰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ていた。その後、EU の共同法令制定者間で 2019 年 2 月 25 日、ベンチマーク規則（金融商品及び金融契約のベンチマークとして使用される指数に関する規則、Regulation (EU) 2016/1011 on Benchmarks）の改正について合意に至り、TEG が作業を進めていた。

今回 TEG が取りまとめたレポートは、中間報告書と位置付けられており、下記の 2 つのベンチマークの要件に加え、ベンチマークにおける環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する最低開示要件が示されている。

同レポートで言及されたベンチマークは、EU 気候変動ベンチマーク（EU CTB）と EU パリ協定適合ベンチマーク（EU PAB）の 2 種類である（図表 7 参照）。これらは、(1) パッシブ運用の運用目標、(2) 温室効果ガス削減関連戦略における投資パフォーマンス計測、(3) エンゲージメントのツール、(4) 戦略的アセットアロケーションの参考、といった役割が期待されている。EU CTB は、運用資産の大部分が気候変動や移行リスクに晒されている年金基金や保険会社等の機関投資家が利用者の中心と想定されている。EU PAB は、1.5°C シナリオ¹¹に沿って低炭素経済社会への可及的速やかな移行を目指す機関投資家が利用者の中心と予想されている。そのため、例えば、「グリーン・ブラウン比率」¹²について、EU CTB では投資ユニバースと少なくとも同等とされているが、EU PAB では投資ユニバースより少なくとも 4 倍高い水準を求めるなど、より厳格な内容になっていると解釈される。

¹⁰ グリーンウォッシュは、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。

¹¹ 1.5°C シナリオは、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が 2018 年 10 月に公表した「気候変動の脅威への世界的な対応の強化、持続可能な発展及び貧困撲滅の文脈において工業化以前の水準から 1.5°C の気温上昇にかかる影響や関連する地球全体での温室効果ガス（GHG）排出経路に関する特別報告書」に基づく。

¹² グリーン・ブラウン比率は、ベンチマークに含まれる金融商品の発行体の収益のうち、グリーン（自然環境に優しい状態）活動に関連する部分とブラウン（環境負荷が重い状態）活動に関する部分の比率。数値が大きいほど、グリーン部分の割合が多いことを意味する。

図表 7 EU CTB と EU PAB の最低要件

最低要件	EU CTB	EU PAB
リスクに関する最低基準：		
投資ユニバース対比での最低 Scope1+2 (+3) に関する炭素強度の削減 (注1)	30%	50%
Scope3 の段階的導入 (注1)	2～4 年	2～4 年
重大な害を及ぼさない (DNSH) 原則	遵守	遵守
機会に関する最低基準：		
投資ユニバース対比での最低グリーン・ブラウン比率 (注2)	グリーンシェアとブラウンシェアが少なくとも同等	グリーンシェアが大幅に大きい
エクスポージャーの制約	気候変動問題の高いリスクに晒されているセクターへのエクスポージャーは、市場ベンチマークにおける値と同水準まで	
毎年のベンチマークの脱炭素化	最低 7%：気候変動に関する政府間パネル (IPCC) の 1.5°C シナリオと整合的若しくはさらに脱炭素化を進めた水準	
2 年連続での基準からの乖離によるラベル除外	即座	即座

- (注) 1. Scope 1 は、事業者自らによる温室効果ガスの直接排出、Scope 2 は、他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出、Scope 3 は、Scope 1、Scope 2 以外の間接排出。炭素強度とは、エネルギー消費当たりの二酸化炭素排出量。
2. グリーン・ブラウン比率は、脚注 12 参照。

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on Benchmarks*, June 2019, p.9、より野村資本市場研究所作成

一方、ベンチマーク作成者によるベンチマークにおける ESG に関する最低開示要件は、各金融商品の特性に応じて、開示されるべき項目が異なる形となっている (図表 8 参照)。例えば、グリーンボンド割合 (全ての債券ベンチマークにグリーンボンドが占める割合) について、株式等については開示要件に該当しないが、債券については該当するという具合である。なお、TEG では、信用リスクを移転するデリバティブ、差金契約及び排出権は、当該要件の対象外とされた。

TEG によると、今回の中間報告書について、今後 6 週間にわたって市場参加者や利害関係者からの意見を受け付け、2019 年 9 月に最終レポートを公表する予定である。そして、欧州委員会は、最終レポートを基に委任法令を策定し、2020 年の早い段階に採択することを目指すとしている。

図表 8 金融商品ごとに求められる ESG 要因の開示要件

開示要素		メインの金融商品			その他の金融商品		
		株式	債券－事業会社 及び資産担保 証券	債券－政府、 国際機関及び 政府系機関	ヘッジ ファンド	コモディ ティ	プライベート エクイティ/ プライベート デット インフラ
ESG	統合 ESG 格付け	該当	該当	該当	該当	—	該当
	インデックスを構成する上 位 10 銘柄の ESG 格付け	該当	該当	該当	—	—	該当
	国際連合グローバル・ コンパクト (UNGC) の原則 に違反する構成銘柄の割合 (%)	該当	該当	—	該当	—	該当
	国際条約等へ署名する発行 体の割合 (%)	—	—	該当	該当	—	—
環境	統合された環境関連格付け	該当	該当	該当	該当	—	該当
	炭素強度	該当	該当	該当	—	—	該当
	化石燃料セクターに対する エクスポージャー (%)	該当	該当	—	—	—	該当
	グリーン収入割合 (%)	該当	該当	—	—	—	該当
	グリーンボンド割合 (%)	—	該当	該当	—	—	—
	気候関連の物理的リスクの エクスポージャー	該当	該当	該当	—	該当	—
	気候関連の物理的リスクの エクスポージャーに関する 手法	該当	該当	該当	—	該当	—
社会	統合された社会関連格付け	該当	該当	該当	該当	—	—
	社会的問題	該当	該当	該当	—	該当	該当
	特定の武器に関するウェイト (%)	該当	該当	—	該当	—	該当
	特定の武器に関する定義	該当	該当	—	該当	—	該当
	タバコに関するウェイト (%)	該当	該当	—	—	—	—
	タバコに関する定義	該当	該当	—	—	—	—
	人権 (指数)	—	—	該当	—	該当	—
	所得格差	—	—	該当	—	—	—
	表現の自由	—	—	該当	—	—	—
ガバナンス	統合されたガバナンス	該当	該当	該当	—	—	—
	取締役会の独立性 (%)	該当	—	—	—	—	—
	取締役の多様性 (%)	該当	—	—	—	—	—
	汚職	—	—	該当	—	該当	—
	政治的安定	—	—	該当	—	該当	—
	法律	—	—	該当	—	—	—
	スチュワードシップ施策	—	—	—	該当	—	—

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on Benchmarks*, June 2019, p.19、より野村資本市場
研究所記

V. TCFDの提言内容導入を謳った気候関連財務情報開示に関するガイドライン

TEGによるEUタクソノミー、EU GBS及びベンチマークに関するレポートに加え、今般、欧州委員会が気候関連財務情報開示に関するガイドラインを公表した。

EUでは2017年より、非財務情報開示指令（NFRD）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、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た。そして、TEGが2019年1月、気候関連情報開示に関するレポートを公表していた¹³。

今般、欧州委員会が公表した気候関連財務情報の開示に関するガイドラインは、法的拘束力はないとしながらも、企業に対してNFRDに沿った開示に気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言内容を導入することを推奨している。TCFDとは、金融安定理事会（FSB）の下部組織で、2017年6月に公表した最終報告書（自主的な情報開示のあり方に関する提言）では、全ての企業に対し、2°C目標等の気候シナリオを用いて、自社の気候関連リスク・機会を評価し、経営戦略・リスクへの反映、その財務上の影響を把握、開示することが推奨されている¹⁴。

ガイドラインの中で示された推奨開示は、TCFDの提言で推奨されたガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標といった各項目に該当する部分を示すなど、TCFDと共通点の多い構成となっている（図表9～10参照）。とはいえ、NFRDでは、TCFDの提言より、企業の重要課題（マテリアリティ）をより広く捉えることを意図している。すなわち、TCFDの提言では財務面の重要課題のみを対象としているが、NFRDでは財務面のみならず、環境・社会面双方を対象としている（図表11参照）。

欧州委員会は、当該ガイドラインについて、約6,000に上るEUの上場企業、銀行、保険会社がNFRDに沿って開示を行う際の参考になると説明している¹⁵。世界各国・地域では、政府等により、企業等のTCFD提言の導入支援が行われているが、EUの動きは、TCFDの提言を世界的に浸透させる一助になる可能性があると言える。

¹³ EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report on Climate-Related Disclosures*, January 2019.

¹⁴ TCFDによる提言の詳細については、江夏あかね「TCFDによる現状報告レポートの公表」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第3号（2019年冬号）、34-40頁、を参照されたい。

¹⁵ European Commission, *Sustainable Finance: Commission Publishes Guidelines to Improve How Firms Report Climate-Related Information and Welcomes Three New Important Reports on Climate Finance by Leading Experts*, 18 June 2019.

図表 9 気候関連財務情報開示の推奨の概要

1. ビジネスモデル	
<ul style="list-style-type: none"> 企業のビジネスモデル、戦略、財務計画における気候関連リスク及び機会のインパクトに関して説明 (TCFDの提言：戦略 b をカバー) 企業のビジネスモデルが気候に対してどのようにポジティブまたはネガティブに影響を及ぼすか説明 企業のビジネスモデル及び戦略が 2°C 或いはそれを下回る将来の異なる気候シナリオにおけるレジリエンス (耐性) を説明 (TCFDの提言：戦略 c をカバー) 	
2. 方針とデューデリジェンスのプロセス	
<ul style="list-style-type: none"> 気候変動緩和・適応に関する企業の方針を説明 方針の一部として企業が設定した気候関連目標 (特に、温室効果ガス排出削減量) 及び当該目標が国内外の目標やパリ協定の目標とどのように関係するかを説明 気候関連リスクと機会についての当該企業による監視体制を説明 (TCFDの提言：ガバナンス a をカバー) 気候関連リスクと機会の評価及び管理に関する経営陣の役割及びアプローチの説明 (TCFDの提言：ガバナンス b をカバー) 	
3. 成果	
<ul style="list-style-type: none"> 企業の気候変動関連方針に基づく成果について、目標として用いた指標における目標値と実績を説明 (TCFDの提言：指標と目標 c をカバー) 温室効果ガス排出削減に関する目標設定及び関連リスクへの対応に関して説明 (TCFDの提言：指標と目標 b をカバー) 	
4. 主要リスクと管理	
<ul style="list-style-type: none"> 短期、中期、長期にわたる気候関連リスクの認識及び評価に関するプロセスを説明するとともに、企業による短期、中期、長期に関する定義を開示 (TCFDの提言：リスク管理 a をカバー) 短期、中期、長期にわたるバリューチェーンも含めた主要な気候関連リスク及び想定される影響を説明 (TCFDの提言：戦略 a をカバー)。水、土地、エコシステム、生物多様性等の自然資本への気候変動に伴う影響による主要リスクを含めるべき 	

(注) TCFD の各提言内容については、図表 10 参照。

(出所) European Commission, *Guidelines on Reporting Climate-Related Information*, 18 June 2019, pp.12-17、より野村資本市場研究所作成

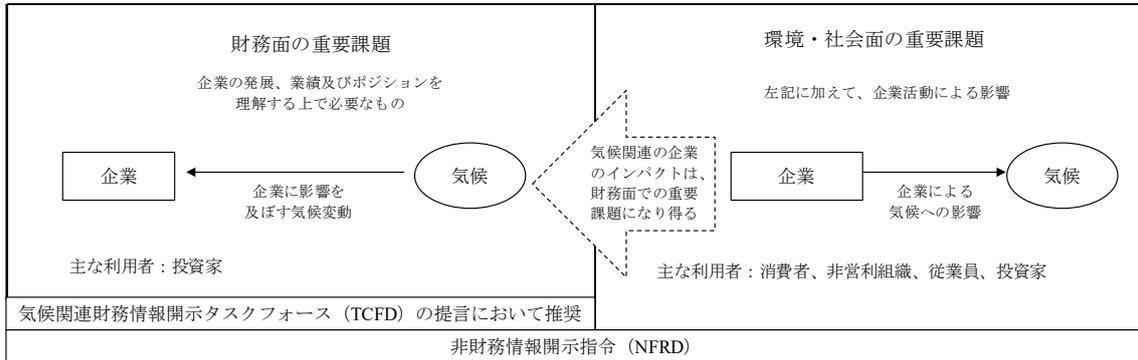
図表 10 TCFD の提言と推奨される情報開示

項目	推奨される開示内容
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> 気候関連のリスクと機会に係る当該組織のガバナンスを開示 a) 気候関連のリスクと機会についての、当該組織取締役会による監視体制を説明 b) 気候関連のリスクと機会を評価・管理する上での経営の役割を説明
戦略	<ul style="list-style-type: none"> 気候関連のリスクと機会がもたらす組織のビジネス・戦略・財務計画への実際及び潜在的な影響を開示 a) 組織が識別した、短期・中期・長期の気候関連のリスク及び機会を説明 b) 気候関連のリスク及び機会が組織のビジネス・戦略・財務計画に及ぼす影響を説明 c) 2°C以下シナリオを含む、さまざまな気候関連シナリオに基づく検討を踏まえて、組織の戦略のレジリエンス (耐性) について説明
リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> 気候関連リスクについて、組織がどのように識別・評価・管理しているかについて開示 a) 組織が気候関連リスクを識別・評価するプロセスを説明 b) 組織が気候関連リスクを管理するプロセスを説明 c) 組織が気候関連リスクを識別・評価・管理するプロセスが組織全体のリスク管理にどのように統合されているかについて説明
指標と目標	<ul style="list-style-type: none"> 気候関連のリスク及び機会を評価・管理する際に使用する指標と目標について開示 a) 組織が、自らの戦略とリスク管理プロセスに即して、気候関連のリスク及び機会を評価する際に用いる指標を開示 b) Scope 1、Scope 2 及び、当該組織に当てはまる場合は Scope 3 の温室効果ガス (GHG) 排出量と、その関連リスクについて説明 c) 組織が気候関連リスク及び機会を管理するために用いる目標、及び目標に対する実績について説明

(注) Scope 3 基準は GHG プロトコルが 2011 年 11 月に発行した組織のサプライチェーン全体の排出量の算定基準。Scope 1 は、事業者自らによる温室効果ガスの直接排出、Scope 2 は、他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出、Scope 3 は、Scope 1、Scope 2 以外の間接排出。

(出所) 気候関連財務情報開示タスクフォース「最終報告書：気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言」2017 年 6 月、12 頁、環境省「サプライチェーン排出量算定の考え方」2-3 頁、より野村資本市場研究所作成

図表 11 気候関連財務情報において二重の重要課題を求める非財務情報開示指令（NFRD）



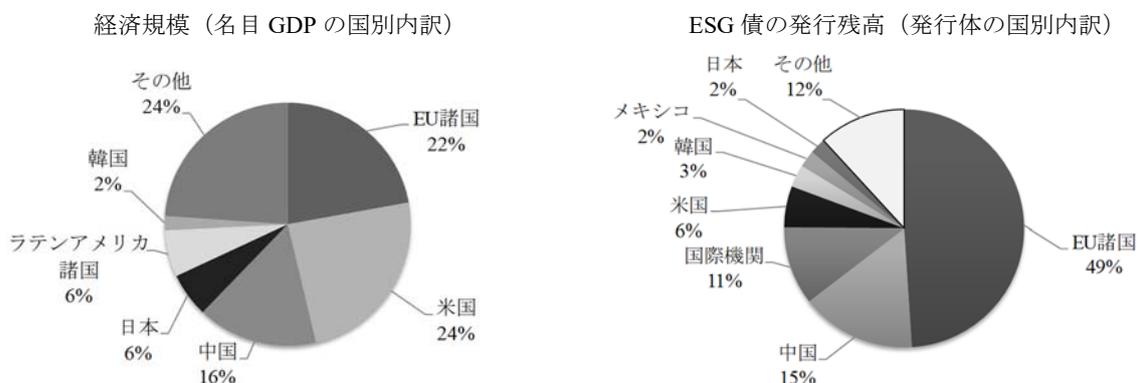
(注) 財務面での重要課題は、財務指標への影響のみならず、企業価値に影響するものを指す。

(出所) European Commission, *Guidelines on Reporting Climate-Related Information*, 18 June 2019, p. 7、より野村資本市場研究所作成

VI. 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。今回の、TEGによるEUタクソノミー、EU GBS、ベンチマークに関するレポート、ならびに、欧州委員会による気候関連財務情報開示に関するレポートを見ると、EUタクソノミーで示された環境目的に資する経済活動等を通じて、サステナブルファイナンスへの資金の流れを着実に振り向けるための包括的な取組みの一環となっており、金融市場のみならず経済界に少なからず影響が及ぶ可能性があることが示唆された。また、EU経済が世界経済の約2割を占めており、サステナブルファイナンスに関してはEUの発行体によるESG債発行残高が5割程度を占める現状に鑑みると、EUのみならず、日本を含めた世界各国にどのような影響を及ぼしうるかが今後の1つの注目点になると考えられる（図表12参照）。

図表 12 EU諸国の経済規模（名目GDP）及びESG債の発行残高のシェア



(注) 1. ESG債の発行額（2019年6月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティ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。

2. 経済規模（名目GDP）は、2018年12月末時点で、国際通貨基金（IMF）の統計に基づく。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

今後の EU のサステナブルファイナンスをめぐる流れに関して、(1) EU タクソノミーについては、委任法令の 2019 年末から 2022 年半ばの採択に向けて、TEG が重要な貢献や重大な害の回避に関するテクニカル・スクリーニング基準の精査及び更なる開発等を実施、(2) EU GBS については、欧州員会が TEG によるレポートに基づき、EU GBS の最終版の制定に向けて検討、(3) ベンチマークについては、TEG が 2019 年 9 月に最終レポートを公表、といったスケジュールが想定されている。また、EU タクソノミー及びベンチマークについては今後、市場参加者等からの意見を受け付ける予定となっており、内容が変更となる可能性もゼロではない。

サステナブルファイナンス推進の背景となっているパリ協定の 2°C 目標や SDGs の達成に向けた財源確保は、世界共通の課題になっている¹⁶。そのため、サステナブルファイナンスの確立に向けて、他の地域に先駆けて包括的かつ迅速な取組みが行われている EU の動きへの注目は今後も続くとみられる。

¹⁶ 国際エネルギー機関 (IEA) によると、パリ協定 (2°C 目標) の達成に向けて、2016~2040 年までに必要な資金は総額 75 兆ドル (エネルギー供給 40 兆ドル、追加的に必要となるエネルギー効率改善 35 兆ドル) に上ると試算されている。国際連合によると、2030 年に SDGs を達成するためには、2016~2030 年までに毎年 5~7 兆ドル (このうち開発途上国は毎年 3.3~4.5 兆ドル) 必要と試算されている。(International Energy Agency, *World Energy Outlook 2016*, 16 November 2016; United Nations Conference on Trade and Development, *Development and Globalization Facts and Figures 2016*)