

## EU の新たなサステナブルファイナンス戦略<sup>1</sup>

磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は、2021年7月6日、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の促進を目指した政策文書「持続可能な経済への移行を目指したファイナンス戦略」を公表した。
2. 欧州連合（EU）が目指す環境目標の達成には多くの資金が必要となるところ、欧州委員会は、ESG投資を促進するべく、2018年3月に公表したサステナブルファイナンスに関するアクション・プランの検討事項に上乘せする形で制度整備の強化を図る方針である。
3. 従来から取り組んできた、①EUタクソノミーの開発、②ESG関連情報の開示、③ESG投資のための金融商品／金融指標ラベルの導入に関する検討を更に広げるほか、新たに、①信用格付におけるESGリスクの捕捉、②ESG評価会社の在り方、③金融機関のESGリスク管理に対する規制介入を強めようとしている。また、投資判断や投資アドバイスにおいてサステナビリティ・インパクトの考慮を求めるべきなのか評価を試みようとしている。
4. 加えて、金融安定理事会（FSB）に幅広いサステナビリティの問題への対処を求めるほか、EUが主導するサステナブルファイナンスに関する国際プラットフォーム（IPSF）の活動を強化するよう求める方針を示すなど、国際的な影響力の拡大も狙っている。
5. EU規制当局が提示した金融分野のESG関連法令は、既に数千ページを優に超える。高い透明性と精緻な投資情報の提供は重要であるものの、制度の重厚さが増すほど幅広い投資家による理解は難しくなり、定着にも時間を要する。新たな戦略の下で、魅力的なESG投資案件が提供される市場環境をEUが上手く整備できるかが今後問われていくであろう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EUタクソノミー分類基準の概要と金融規制等における利用」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。
- ・ 磯部昌吾、富永健司「EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始―遅延する細則策定と各社の対応―」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号。
- ・ 江夏あかね、磯部昌吾「気候変動対策で世界のリーダーを目指す『欧州グリーンディール』」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2021年8月10日時点の情報に基づいている。

## I 新たなサステナブルファイナンス戦略を示した欧州委員会

欧州連合（EU）において政策立案を担う欧州委員会は、2021年7月6日、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の促進を目指した政策文書「持続可能な経済への移行を目指したファイナンス戦略（以下、新たなサステナブルファイナンス戦略）」を公表した<sup>2</sup>。

EUでは、温室効果ガスの排出量を2030年までに1990年対比で少なくとも55%削減するという目標を達成するために、2021～2030年に年間3,500億ユーロの追加投資が必要になるとされている。また、気候変動以外の環境目標を実現するために更に1,300億ユーロの投資を要すると推計されている。こうした背景を踏まえて、欧州委員会は、公的支出に加えて民間資金を呼び込むべく制度整備を図ろうとしている。

これまでに欧州委員会は、2018年3月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<sup>3</sup>を公表し、ESG投資のための制度整備を進めてきた。また、欧州委員会が現在のフォンデアライエン欧州委員長以下の体制となった2019年12月には、脱炭素と経済成長の両立を目指すための工程表として欧州グリーンディール<sup>4</sup>を公表し、2020年第3四半期に金融分野での取り組みについてもあらためて戦略を打ち出す方針を示してきた。その後、新型コロナウイルス禍（コロナ禍）に見舞われる中で後ろ倒しにはなったものの、今般新たなサステナブルファイナンス戦略を公表するに至ったという経緯である。

## II ESG投資に向けた制度整備を目指す欧州委員会

### 1. 欧州委員会が検討する ESG 関連規制の全体像

欧州委員会の新たなサステナブルファイナンス戦略は、①持続可能な経済に向けたファイナンスを、②個人や中小企業によるアクセスを可能にするという意味での包摂性を確保しつつ、③金融セクターが貢献する形で行い、④EUが国際的なリーダーとしてグローバルにも推進する、というコンセプトの下で作成されている。実質的には、2018年3月に公表したサステナブルファイナンスに関するアクション・プランの検討事項に上乗せする形で、ESG投資を促進するべく制度整備の強化を図るものである（図表1）。

第一に、従来からサステナブルファイナンスに関するアクション・プランを踏まえて取り組んできた、①EU共通のグリーンな経済活動の分類基準（EUタクソノミー）の開発、②ESG関連情報の開示、③ESG投資のための金融商品／金融指標ラベルの導入に関する検討を、更に広げていく方針である。

<sup>2</sup> European Commission, “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy”, 6 July 2021.

<sup>3</sup> サステナブルファイナンスに関するアクション・プランについては、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』2018年春号を参照。

<sup>4</sup> 欧州グリーンディールについては、江夏あかね、磯部昌吾「気候変動対策で世界のリーダーを目指す『欧州グリーンディール』」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。

図表 1 欧州委員会が取り組む主な ESG 関連規制

		検討状況
タクソノミーの開発	EUタクソノミー (グリーン・タクソノミー)	<ul style="list-style-type: none"> <li>法律 (EUタクソノミー規則) は、2020年6月に成立。細則を順次作成中</li> <li>気候変動分野は2022年初から、それ以外の環境分野は2023年初からの適用開始が目標</li> </ul>
	ブラウン・タクソノミー	<ul style="list-style-type: none"> <li>傘下の専門家グループが、2021年7月に報告書を公表した上で意見募集。今後は同専門家グループの最終報告を経て、2021年末までに報告書を作成する予定</li> </ul>
	ソーシャル・タクソノミー	
ESG情報の開示	一般企業 (NFRDの改正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業サステナビリティ報告指令案 (CSRD) を2021年4月に公表</li> </ul>
	金融商品を販売する金融機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>法律 (SFDR) は2019年12月に成立。細則策定が未完了のまま、2021年3月から適用開始</li> </ul>
	大手銀行	<ul style="list-style-type: none"> <li>自己資本規制 (CRR2) 上の開示の細則を作成し、2022年6月28日から適用を開始予定</li> </ul>
金融商品/金融指標ラベルの導入	EUグリーンボンド基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州グリーンボンド規則案を2021年7月に公表</li> </ul>
	<u>その他の債券ラベル</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>トランジション・ボンドやサステナビリティ・リンク・ボンドなどへの取り組みを2022年までに行っていく予定</u></li> </ul>
	サステナブル証券化商品	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBAが2021年11月1日までに報告書を提出し、その後に必要に応じて法案を起草する予定</li> </ul>
	<u>グリーン住宅/消費者ローン</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>EBAに対して、定義・サポート手段についての見解を2022年第2四半期までに求める予定</u></li> </ul>
	ESG金融指標	<ul style="list-style-type: none"> <li>気候金融指標の導入に関する法律 (EUベンチマーク規則の改正) は、2019年12月に成立</li> <li>ESG金融指標の実現可能性について2022年末までに報告書を作成予定</li> </ul>
<u>信用格付/ESG評価会社に対する規制</u>		<ul style="list-style-type: none"> <li>①信用格付におけるESGリスクの捕捉に向けた取り組みと、②ESG評価の信頼性等の強化に向けた取り組みを2023年第1四半期までに行っていく予定</li> <li>ESGリサーチに対する規制の必要性を判断するための評価を行っていく予定</li> </ul>
サステナブル・コーポレート・ガバナンス		<ul style="list-style-type: none"> <li>2021年中に法案を起草予定</li> </ul>
ESGリスク管理	銀行の自己資本規制への反映	<ul style="list-style-type: none"> <li>EBAの調査報告書の提出を<u>2025年6月から2023年まで早めるよう求める予定</u></li> </ul>
	<u>保険会社のソルベンシー2への反映</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>EIOPAに2023年までに調査報告書を作成するよう求める予定</li> </ul>
	<u>金融システム全体</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>気候変動を含む環境リスクが金融システムの安定性に与える影響について、2023年末までに報告書を作成する予定</u></li> </ul>
<u>年金基金・投資家のフィデューシャリー・デューティー</u>		<ul style="list-style-type: none"> <li>EIOPAに対して、投資判断の一部としてサステナビリティ・インパクトの考慮を求めるためにレビューを行う必要があるかを<u>2022年までに評価するよう求める予定</u></li> </ul>

(注) 下線部は、今般新たに提起したトピック又は従来よりも踏み込んで言及したスケジュールを示す。

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

第二に、ESG リスクに対する関心が高まる中で、新たに、①信用格付における ESG リスクの捕捉、②ESG 評価会社の在り方、③金融機関の ESG リスク管理に対する規制介入を強めようとしている。また、投資判断や投資アドバイスにおいて、リターンだけでなく、その行為が社会・環境に与えるサステナビリティ・インパクトの考慮を求める方向性に踏み切るべきなのか評価を試みようとしている。

第三に、海外諸国との連携によりグローバルにサステナブルファイナンスの取り組みを醸成していく姿勢を示している。国際的な金融システムの安定を担う金融安定理事会（FSB）に幅広いサステナビリティの問題への対処を求めるほか、EU が主導するサステナブルファイナンスに関する国際プラットフォーム（IPSF）の活動を強化するよう求める方針である。以下では、上記のそれぞれの点について具体的な内容を確認していく。

## 2. EU タクソノミー・開示・ラベルの更なる検討

### 1) EU タクソノミーの開発と拡張

既に様々な形で ESG 投資が行われているが、目標とすべきサステナブルな経済活動とは何かという点については明確な定義がない。このため、ESG の評価基準にばらつきがあり、環境への配慮を装うグリーン・ウォッシュのリスクも指摘されてきた。

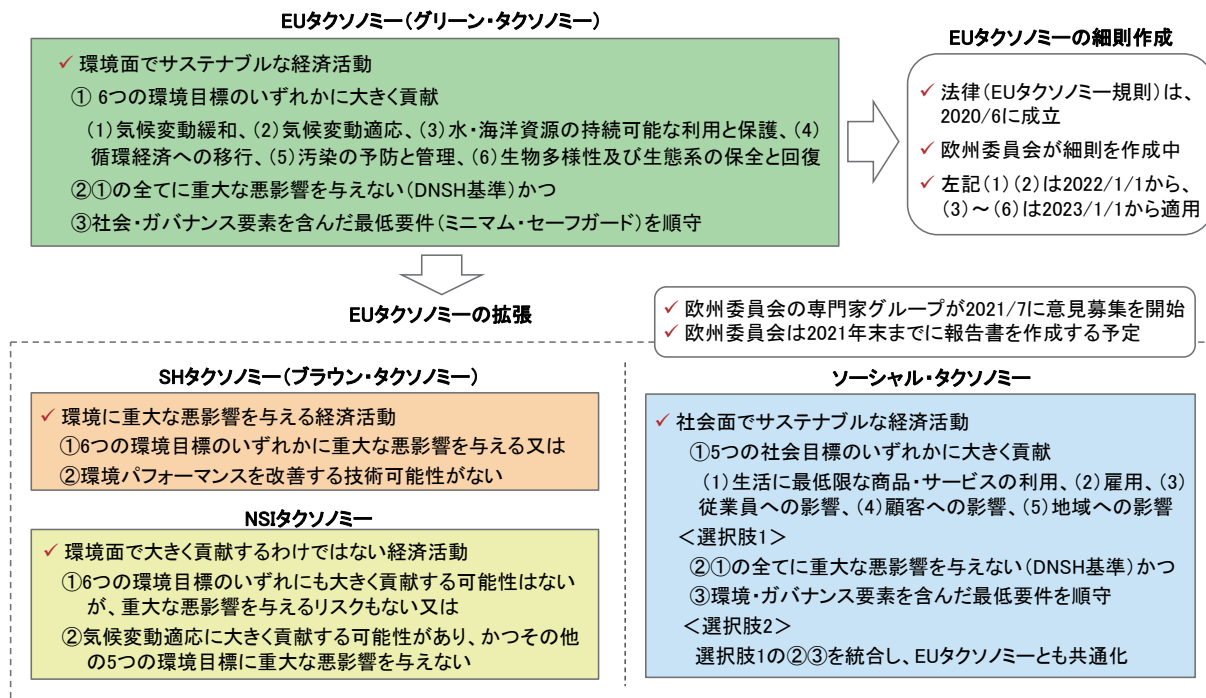
そこで、EU は、真にサステナブルな経済活動に投資を振り向けるべく、EU 共通の分類基準（タクソノミー）の開発を進めてきた。既に 2020 年 6 月には、環境面でサステナブルな経済活動を定義する EU タクソノミー（グリーン・タクソノミー）を導入する EU 法「EU タクソノミー規則」を成立させた<sup>5</sup>。この中では、気候変動を含む 6 つの環境目標のうち少なくとも 1 つに貢献し、かつ全てに著しい悪影響を与えない等の条件を満たす経済活動を「環境面でサステナブルな経済活動（グリーンな経済活動）」として定義している（図表 2）。

目下、欧州委員会は 6 つの環境目標の詳細を定める細則を検討している。気候変動に関する 2 つの環境目標の細則については、天然ガス発電や原子力発電など一部の経済活動の判断を先送りしたものの、欧州委員会としての細則の最終版を 2021 年 6 月に提示した。今後、EU 議会・欧州連合理事会の審議を経て、2022 年から適用を開始する予定である。他方で、残りの 4 つの環境目標についても細則の作成作業を 2022 年上半期までに進め、2023 年から適用を開始することを目標としている。

これに加えて、欧州委員会は、EU タクソノミーの拡張についても 2 つの方向性から検討を行う方針である。

<sup>5</sup> EU タクソノミーについては、磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミー分類基準の概要と金融規制等における利用—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号を参照。

図表2 EUタクソノミーの導入と更なる拡張の方向性



今後の方向性の1つは、環境(E)に関連して新たに、①環境に重大な悪影響を与える経済活動を分類するSH(Significantly Harmful)タクソノミー(ブラウン・タクソノミー<sup>6</sup>)と、②環境面で大きく貢献するわけではない経済活動を分類するNSI(No Significant Impact)タクソノミーの導入を検討することである。ブラウン・タクソノミーの目的は、環境に悪影響を及ぼす経済活動を特定し、低炭素などの持続可能な経済への移行をサポートすることにある。他方で、敢えてNSIタクソノミーを導入する背景には、グリーンとブラウンな経済活動の分類基準を作成すると、どちらにも属さない経済活動に脚光が当たりにくくなることがある。このため、環境面で中立的な経済活動である旨を明らかにする分類基準についても開発していこうというわけである。

そして、EUタクソノミーが向かうもう1つの拡張の方向性は、環境(E)から社会(S)への広がりである。欧州委員会は、環境面でなく、社会面でサステナブルな経済活動を分類する基準として、ソーシャル・タクソノミーの導入についても検討する予定である。

これらのブラウン、NSI、ソーシャル・タクソノミーの導入については、欧州委員会の専門家グループ(サステナブルファイナンスに関するプラットフォーム)が2021年7月に報告書を公表し、目下、意見募集を行っている。今後は、同専門家グ

<sup>6</sup> なお、欧州委員会の専門家グループは、ブラウン・タクソノミーという呼称の利用には否定的である。その理由として、不適切な人種的な言及に繋がるほか、インフラ投資を行う際に設計・計画などの開発段階にあるか又は既に建設が完了し稼働段階にあるのかに関してグリーン/ブラウン・フィールド投資という用語がある中で、別の解釈があり得ることを挙げている。

ループの最終報告を経て、欧州委員会として 2021 年末までに報告書を作成する予定である。

## 2) ESG 関連情報の開示の拡充

ESG 投資に向かう資金が拡大する中で、ESG 運用を謳う金融商品が増えているが、経済活動の分類と同様に、ESG 運用についても明確な共通定義があるわけではない。そこで、EU では、規制によって開示情報の共通化を図り、投資家が適切な情報を得られるようにするという狙いから、金融商品の ESG 関連情報の開示を義務付けるサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が2019年12月に成立した<sup>7</sup>。SFDRを巡っては、欧州委員会による細則策定が間に合っていないものの、2021年3月10日から細則無し状態で既に適用が始まっている。また、企業による ESG 情報の開示についても、欧州委員会は2021年4月に企業サステナビリティ報告指令案（CSRD 法案）を公表し、非財務情報の開示義務の適用対象を大規模上場会社等から中小銘柄や非上場の大企業に拡大するとともに、開示内容の拡充を図ることを提案している<sup>8</sup>。

欧州委員会は、こうした開示規制を通じて、中期・長期的な目標や環境フットプリント（環境負荷を計測する指標）の削減方法を含めて、金融機関が自社のサステナビリティ・トランジションや脱炭素計画を明らかにするよう求めている。更には、規制による開示だけでなく、科学に基づいた気候及びサステナビリティ目標を採用した金融機関の自主的な誓約も、最初のステップとして称賛に値すると指摘している。そして、欧州委員会としてそれを後押しするべく、金融機関の自主的な誓約の信頼性をサポートするような当局ガイダンスの示し方を検討するとしている。

## 3) ESG 投資のための金融商品／金融指標ラベルの導入

ESG 投資を促進しつつ、グリーン・ウォッシュを防ぐ手段として、欧州委員会は、EU タクソノミーや開示規制のほかに、市場参加者が自主的に利用可能な EU 共通の投資ツールとして、金融商品／金融指標ラベルの導入にも取り組んでいる。ここでいう金融商品／金融指標ラベルとは、EU 規制が定める要件を満たす場合に利用可能な呼称のことを指す。

金融商品ラベルの開発では、欧州委員会は、2021年7月にEU共通のグリーンボンド基準（EU GBS）を定める欧州グリーンボンド規則案<sup>9</sup>を公表した。欧州グリーンボンド規則案では、EU タクソノミーに合致した経済活動を資金用途とし、欧州証券市場監督機構（ESMA）に登録した外部レビュー業者のレビューを受けることなどの条

<sup>7</sup> SFDR については、磯部昌吾、富永健司「EU のサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始—遅延する細則策定と各社の対応—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号を参照。

<sup>8</sup> CSRD については、板津直孝「IFRS 財団と EU が示すサステナビリティ情報開示の2つの方向性—ソーシャルとフィナンシャル・インパクトの議論—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号を参照。

<sup>9</sup> European Commission, “Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on European green bonds”, 6 July 2021.

件を満たすグリーンボンドだけが、「欧州グリーンボンド」又は「EuGB」の名称を利用できるという枠組みの導入を提案している。グリーンボンドの市場慣行としては、国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則が幅広く利用されているが、更にEU独自に法的根拠を持つ金融商品ラベルを用意した形である。

グリーンボンドに加えて、欧州委員会は、トランジション・ボンドやサステナビリティ・リンク・ボンドのような他の債券ラベルへの取り組みも2022年までに行う予定である。また、証券化商品については、欧州委員会に対して銀行の規制・監督に関する助言する役割を担う欧州銀行監督機構（EBA）が、サステナブル証券化商品の枠組みの開発に関する報告書を2021年11月1日までに作成し、欧州委員会がその後に必要に応じて法案を起草することとなっている<sup>10</sup>。更に、個人や中小企業による建物のエネルギー効率の改善や温室効果ガスを排出しない輸送車両への転換を後押しするために、EBAに対して、グリーン住宅／消費者ローンの定義とサポート手段についての見解を2022年第2四半期までに求める方針である。

他方で、金融指標ラベルの開発では、①EU気候移行ベンチマーク（EU CTB）、②EUパリ協定適合ベンチマーク（EU PAB）という2種類の気候金融指標ラベルを導入するEUベンチマーク規則の改正法が既に2019年12月に成立している<sup>11</sup>。これに加えて、欧州委員会はESG金融指標の実現可能性についても2022年末までに報告書を作成し、必要に応じて法案を起草する予定である<sup>12</sup>。

### 3. ESGリスクの捕捉とサステナビリティ・インパクトの考慮

ESGリスクの捕捉やサステナビリティ・インパクトの考慮については、欧州委員会が、今般のサステナブルファイナンス戦略において踏み込んだ検討スケジュールや新たな方針を打ち出した分野である。

#### 1) 信用格付・ESG評価・ESGリサーチ

信用格付会社は、発行体の信用リスクを評価する上で重要な役割を担うところ、格付評価におけるサステナビリティ要素の考慮方法が不透明であるとの懸念が一部のステークホルダーから出ている<sup>13</sup>。このため、欧州委員会は、ESMAに2022年第2四半期までに信用格付会社によるESG要素の考慮に関する調査を求める方針である。そ

<sup>10</sup> “REGULATION (EU) 2021/557 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 31 March 2021”, 6 April 2021.

<sup>11</sup> 気候金融指標の導入については、江夏あかね、磯部昌吾「EUベンチマーク規則の改正－気候ベンチマークとESG関連開示－」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年春号を参照。

<sup>12</sup> “REGULATION (EU) 2019/2089 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 November 2019”, 9 December 2019.

<sup>13</sup> 欧州委員会は、一部のステークホルダーがどのような主体で、どのような観点から不透明であると指摘しているかを明らかにしていないが、Moody'sとS&Pの信用格付におけるESG評価の透明性に向けた取り組みについては、今川玄「ESGと信用格付－ESG要素が信用力評価に与える影響－」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号を参照。

してその結果を踏まえて、2023年第1四半期までに、信用格付におけるESGリスクの捕捉の確保と、信用格付と格付見直しにおける透明性の向上に取り組む予定である。

また、ESG投資やESGリスクへの関心が高まる中で、スコアや格付、ランキングなどのESG評価の重要性も高まっている。もっとも、それぞれのESG評価会社の評価にはばらつきがある上に、評価手法の透明性の低さやESG評価会社が抱える利益相反が懸念されている。このため、欧州委員会は2021年第4四半期までにESG評価市場の機能に関して意見募集を行った上で、2023年第1四半期までにESG評価の信頼性と比較可能性を向上させるべく取り組んでいく予定である。また、期限を明示していないものの、透明で比較可能な方法に基づいた、公平で信頼性の高いESGリサーチのニーズが高まっていることから、ESGリサーチに対する規制の必要性についても評価していく方針である。

## 2) 銀行と保険会社によるESGリスク管理

欧州委員会は、銀行や保険会社によるESGリスク管理や損失吸収力の保有が、気候変動への対応に取り組む期間においても、金融システムの安定を維持し実体経済に影響を及ぼさないようにするカギになると位置付けている。

既に銀行のESGリスク管理を巡っては、2019年6月に成立したEUの自己資本規制の改正法において、EBAに対し、自己資本規制の3つの柱におけるESGリスクの捕捉を検討するよう義務付けた(図表3)<sup>14</sup>。特に貸出等のリスクウェイトを定める最低基準(第1の柱)は、全ての銀行に原則一律に適用されることから影響が大きい。EBAは、第1の柱において、環境・社会目的の資産・活動に関する与信に対して特例を設けることができるかを2025年6月28日までに評価する予定であった。

図表3 自己資本規制におけるESGリスクの捕捉に関するEBAの検討スケジュール

検討分野	内容
最低基準 (第1の柱)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 環境・社会目的の資産又は活動に関する与信に特化した健全性規制上の扱いが正当化され得るかを評価</li> <li>▶ 2025年6月28日までに欧州委員会・EU議会・欧州連合理事会に報告(欧州委員会は2023年までの2年前倒しを求める予定) ⇒上記報告に基づき、欧州委員会が、適切な場合には法案を策定</li> </ul>
銀行の自己管理と 監督上の検証 (第2の柱)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 第2の柱にESGリスクを組み入れることができるかを評価</li> <li>▶ 2021年6月28日までに欧州委員会・EU議会・欧州連合理事会に報告(公表済み) ⇒上記報告に基づき、適切な場合にはガイドラインを策定</li> </ul>
情報開示 (第3の柱)	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 第3の柱におけるESGリスクの開示に関して細則案を策定し欧州委員会に提出 ⇒上記細則案に基づき、欧州委員会が細則を策定。大手銀行に対して2022年6月28日から開示を義務化</li> </ul>

(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 詳細については、磯部昌吾「EUにおける自己資本規制へのESGリスク反映の議論—アクション・プランを示した欧州銀行監督機構—」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。



これに対して、今般、欧州委員会は、EBAによる第1の柱に関する評価期限を2023年まで2年前倒しするよう求める意向を示した。同様に、保険会社の自己資本規制に相当するソルベンシー2における環境・社会目的の資産・活動に関する与信の扱いについても、2023年までに欧州保険・年金監督機構（EIOPA）に調査するよう求める。

なお、EBAは、第1の柱に関する検討に先立ち、第1の柱で捕捉されないリスクを踏まえて銀行を個別に扱う枠組み（第2の柱）を使った対応についても検討を進めている。2021年6月には、今後の銀行や各国規制当局向けのガイドラインを作成する際のベースにするべく、第2の柱での対応を想定したESGリスク管理と監督に関する報告書を公表した<sup>15</sup>。加えて、ユーロ圏の銀行に対しては欧州中央銀行（ECB）が2022年に気候変動ストレステストの実施を求める予定であるところ、欧州委員会は、EBAに対して気候変動ストレステストに関するガイドラインの作成も求めていく方針である。今後は、こうした第2の柱や気候変動ストレステストを通じて得られた知見を、EBAや欧州委員会が第1の柱の検討に活かしていくことが想定される。

このほか、欧州委員会は、気候変動を含む環境リスクが金融システム全体の安定性に与える影響についても、必要であれば更なる政策措置とともに2023年末までに報告書を作成する予定である。また、気候変動対応に向けたEU金融市場自体のトランジションの進捗状況に関する報告書も2023年末までに並行して作成する予定である。

### 3) 投資判断やアドバイスにおけるサステナビリティ・インパクトの考慮

欧州委員会は、欧州グリーンディールの目標に投資資金を向かわせるためには、投資家の投資戦略や投資判断プロセスにおいて、従来のリスク／リターンだけではなく、その投資が社会・環境面に与えるサステナビリティ・インパクトを考慮するよう求める必要性を認識している。このため、2021年4月には、アドバイザーやアセット・マネージャー、保険会社などの金融事業者に対して、自社の投資手続きにおけるサステナビリティ・リスクの組み入れや、顧客のサステナビリティ選好を考慮するよう義務付ける各種EU法の細則の改正を行った。これに加えて、欧州委員会は、更に次の取り組みを行っていく予定である。

第一に、EIOPAに対して、現在の年金制度において、①加入者及び受益者にとっての長期的な最善の利益というコンセプトを拡大するとともに、②加入者及び受益者のサステナビリティ選好や社会・環境目標を考慮するというダブル・マテリアリティの概念を導入する必要があるか評価するよう求めていく。ここでいうダブル・マテリアリティとは、財務面だけでなく社会・環境面からの重要性も考慮する考え方のことである。

第二に、同じくEIOPAに対して、年金制度におけるプルードント・パーソン原則（prudent person rule）を明確化すべきかを評価するとともに、投資判断におけるサステナビリティ・インパクトの考慮を義務付けるための手段を模索するよう求めていく。

<sup>15</sup> EBA, “EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms”, June 2021.

第三に、欧州委員会が、資産運用会社等の金融市場参加者やアドバイザーに対して、自らの投資判断やアドバイスを提供するプロダクトが与えるサステナビリティ・インパクトを組織的に考慮できるよう更なる見直しを行うことのメリットを検討する。

第四に、投資家のスチュワードシップやエンゲージメント活動に関する枠組みのレビューを行う。具体的には、2023年までに行う第二次株主権利指令のレビューにおいて、同指令にEUのサステナビリティ目標を反映しつつグローバルなスチュワードシップのベスト・プラクティスと合致させる方法を模索する。

#### 4. 国際的なサステナブルファイナンスの取り組みの醸成

欧州委員会は、EU域内での制度整備に加えて、海外諸国との連携により、国際的にもサステナブルファイナンスの取り組みを醸成していく姿勢を示している。EUが世界最大のグリーンボンドの発行地域となり、サステナブル投資を行う多くの投資家を有する中で、サステナブルファイナンスの分野における国際的なリーダーとして、グローバルな取り組みにも貢献しようというわけである。そこには、ユーロの国際的な役割を強化し、EUをサステナブルファイナンスのグローバル・ハブにしたいという思惑もある。

具体的なアプローチとしては、国際会議において野心的なコンセンサスが形成されるよう取り組む一環として、ダブル・マテリアリティの観点を金融安定理事会（FSB）のマנדレートに組み入れるよう提案する方針である。FSBは、近年でこそ傘下の気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による取り組みがあるものの、もともとはグローバル金融危機以降、金融危機の再発防止を目的とした金融規制の強化を専ら担ってきた国際組織である。欧州委員会は、そうしたFSBの活動の主目的に、幅広いサステナビリティの問題への対処を加えようとしている。また、各国のアプローチを収束させ、タクソミーのようなツールを民間セクターに提供するべく、域外諸国に対して二国間及び多国間での国際協調を強化することも求める。

このほか、EUが主導するサステナブルファイナンスに関する国際プラットフォーム（IPSF）の活動の強化を求める方針も掲げている。2019年に設立されたIPSFは、環境関連のサステナブルファイナンスのベストプラクティスを促進するための情報交換や、各国の取組みの比較、障壁及び機会の特定等を目的とした多国間国際フォーラムである。欧州委員会が事務局を担い、本稿執筆時点で、米国は参加していないものの、英国・中国・インド・日本など17ヵ国・地域の主に財政・金融当局が参加している。

IPSFは、目先のアウトプットとしては、各国・地域のタクソミーの共通点を示す共通基盤タクソミー（Common Ground Taxonomy）についての報告書を2021年秋に公表する予定である。これに加えて、欧州委員会は、IPSFの取り組みに生物多様性やトランジション・ファイナンスなどの課題への取り組みを追加するよう提案する方針である。

### Ⅲ 今後の注目点

欧州委員会は今般の新たなサステナブルファイナンス戦略によって、ESG投資に対する制度面からの後押しを更に強めようとしている。もっとも、世界に先駆けた取り組みであるが故に手探り状態という感もある。具体的な方向性を見極めるためには、今後の議論の展開に注視する必要があるだろう。

第一に、EUタクソミーの拡張は、ESGの観点からの経済活動の分類を精緻化する反面、分類の体系の複雑化にも繋がる。EUタクソミーのみであれば、「グリーンであるか否か」という単純な二択であったが、ブラウン、NSI、ソーシャル・タクソミーが加わるとなると、「グリーンかつソーシャルである」「グリーンだがソーシャルではない」「NSIだがソーシャルではない」など分類のパターンが増える。また、EUタクソミーの気候変動関連の2つの環境目標に関する細則だけでも分量は既に500ページ超にも上る。投資にあたってわかりやすく使い勝手の良いESGの分類体系を提供できるかが課題と言えよう。

第二に、ESGリスクを捕捉する明確な方法は、まだ確立されていない。欧州委員会は、今回、信用格付やESG評価、自己資本規制などにおける取り組みに関して、従来よりも踏み込んだ検討スケジュールを明らかにしたが、具体的な内容は今後の議論に委ねている。同じ欧州でも、英国規制当局はESGリスクの資本賦課への反映には慎重な姿勢である。イングランド銀行(BOE)のアンドリュー・ベイリー総裁は資本賦課の水準を変更する正当な論拠はもしかすると決して確立されないかもしれないと述べ<sup>16</sup>、サム・ウッズ副総裁は炭素排出量の多い業種への与信供給をBOEが罰するのは行き過ぎ(overreach)であろうと指摘している<sup>17</sup>。

気候変動やその対策によってマクロ経済や企業のデフォルト確率が悪化するという予測が提示されつつあるが、それらは2040年や2050年といった将来に大きく顕在化する。これに対して、従来のリスク管理は基本的に目先数年までの損失発生リスクを捕捉することを主眼に置いてきた。数十年単位のシナリオを想定するのであれば、根本的な発想の転換が必要になることから、「金融業にとってのESGリスク」をどのように捉えるべきか結論を出すには、議論すべき論点は多いといえるだろう。

第三に、EUにはESG投資における国際的な主導権を取るという狙いがあるが、その立ち位置は必ずしも盤石ではない。そもそもESGにおいて特に重要視される気候変動対応では、EUの二酸化炭素の排出量は世界の1割に満たない<sup>18</sup>。むしろ問題解決のカギを握るのは、排出量が多い米国や中国、今後の増加が予想されるインドなどの発展途上国である。また、過去を振り返れば、金融規制の国際協調においては、EUは必ずしも優等生ではない。銀行の自己資本規制の実施では、加盟国・地域において唯一、バーゼル銀行監督委員

<sup>16</sup> BOE, “Tackling climate for real: the role of central banks - speech by Andrew Bailey”, 1 June 2021.

<sup>17</sup> “BoE sees no evidence yet to support climate capital charges on banks”, *Reuters*, 1 July 2021.

<sup>18</sup> “European Commission, “Fossil CO2 emissions of all world countries”, 10 September 2020.”

会から著しく非遵守である（Materially non-compliant）という評価を受けてきた<sup>19</sup>。非清算店頭デリバティブ取引に対する証拠金規制の導入においても、クロスボーダー取引の存在を踏まえて2016年9月から各国が足並みを揃えて実施することが期待されたが、EUが直前に延期を明らかにしたことで国際協調は実現しなかった。こうした周辺環境や過去の経緯がある中で、EUが諸外国から賛同を得られる提案を上手く提示していけるかが、ポイントとなるであろう。

サステナブルファイナンスに大きな資金需要があるといっても、民間資金を活用するのであれば、投資家が納得する投資リターンを生み出す必要がある。EU規制当局が提示した金融分野のESG関連法令は、既に数千ページを優に超える。高い透明性と精緻な投資情報の提供は重要であるものの、制度の重厚さが増すほど幅広い投資家による理解は難しくなり、定着にも時間を要する。ESG投資のための制度整備では世界の先駆者といえるEUが、新たなサステナブルファイナンス戦略の下で、魅力的なESG投資案件が提供される市場環境を上手く整備できるかが今後問われていくであろう。

---

<sup>19</sup> また、こうした経緯がある中で、今後実施される予定であるバーゼルⅢ最終化の影響度調査を見ると、米州やその他の地域の銀行と比較して、欧州の銀行が受ける影響は際立って大きい。BCBS, “Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III regulations – European Union”, December 2014 及び BCBS, “Basel III Monitoring Report”, December 2020 を参照。