

(2021年4月19日講演)



## サステナブルファイナンスを巡る 国際的な議論の展望と 日本の金融機関に求められること

金融庁  
チーフ・サステナブルファイナンス・オフィサー (CSFO)

**池田 賢志**

### はじめに

チーフ・サステナブルファイナンス・オフィサー (CSFO) は、2019年3月に金融庁で設置されたポストです。サステナブルファイナンスは、グローバルな金融の議論の中で徐々に中心的な位置づけになりつつあります。それに対して国際的な対応を進めていくとともに、国内での対応も図っていく必要があるという問題意識に立ってポストが新設さ

#### 〈目次〉

はじめに

1. サステナブルファイナンスの基本
2. 先行するEU、イギリスの動向
3. バイデン政権発足後のアメリカの転換
4. サステナビリティ開示の国際基準策定へ
5. 日本企業、金融機関に求められる対応
6. 金融に問われる企業価値向上への貢献

れた次第です。

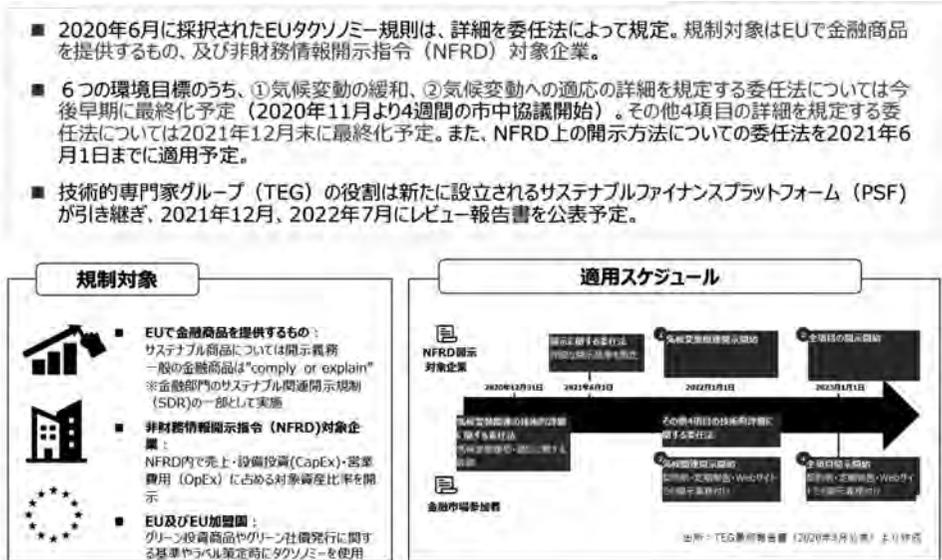
サステナブルファイナンスとは何か。皆さんはどんなイメージでとらえているのでしょうか。「とにかく金融も世の中にいいことをやれ」と、そんなことを言っているということが想像されるでしょうか。

視点を変えて言えば、サステナブルファイナンスは英語をカタカナで表現していますが、なぜか。サステナブルファイナンスを直訳すれば、「持続可能な金融」と訳せる気がしますが、これですとおそらく抜け落ちる意味があるということでサステナブルファイナンスと、そのまま使っているのだと思います。それはどういうことかということを解説してみたいと思います。

### 1. サステナブルファイナンスの基本

サステナブルファイナンスには3つの要素

(図表1) EUタクソミーを巡る動向



(注) 本図表は、講演時点（4月19日）での情報に基づくもの。

があります。1つは、「金融は実体経済にいいことをせよ」と社会から求められている側面です。要するに、マネー資本主義で批判されるような、金融が金融自体を増殖して、実体経済の足を引っ張るのはだめだと。そういう反省がリーマンショックを契機としてありました。やはり金融は実体経済を支えなければいけない、それが当然だという感覚です。ただし、サステナブルファイナンスはそこから一歩踏み込んでいます。それが2つ目の要素であり、様々な環境問題や社会問題に直面している中で、その問題を一つ一つ解決していかないと経済社会システムの持続可能性が実現されないではないかという課題認識です。それに対して、金融も何かすべきだというのがサステナブルファイナンスの動機の1

つです。3つ目は、そのように環境問題や社会問題を放置しておく、経済・社会に負の影響を与えて、それが企業に、そしていずれ金融にも降りかかってきます。そのリスクに金融も対応しなければいけない。また負の問題を解決していくこと自体がビジネスにもなりうることになります。そこにビジネス成長のオポチュニティを見つけるのも金融の機能であり、やっていくべきことであるという考えが、もう1つのサステナブルファイナンスの側面です。これら3つが相まってサステナブルファイナンスと括られているかと思えます。

なお、これは金融が片手間で世の中に良いことをフィランソロピー的にやるということではありません。金融ビジネスの本業の中に

そういう要素を入れていくべきだという主張もサステナブルファイナンスの考え方には含まれています。

サステナブルファイナンスは、ヨーロッパの動きがグローバルに様々な影響を与えています。この背景にある大きな契機は、2015年に合意された気候変動に関するパリ協定かと思えます。パリ協定には世界全体で産業革命後の平均気温の上昇を2℃以内に抑制する「2℃目標」という合意があります。そのため必要な措置を各国がとっていく、日本もその責任を負っています。このパリ協定の条約の2条1項Cで「資金の流れを温室効果ガスの低排出型の、かつ気候に対して強靱な発展に向けた方針に適合させること」とされています。パリ協定の目標を達成するために何をしていくかのアクションが書いてある部分です。同項は金融の流れを気候変動との関連でサステナブルな方向にしていくと条約で各国が合意した形になっています。

## ■ 2. 先行するEU、イギリスの動向

こうした背景のもと、サステナブルファイナンスを推進する勢いが、パリ協定の成立以降高まりました。特にEUでは、サステナブルファイナンス行動計画を2018年3月に策定。この行動計画は包括的なプランです。また、多くの人の関心を高めているのは、EUがサステナブルファイナンス行動計画の一環

としてEUタクソミーを作るとしたことかと思えます。タクソミーとは、どのようなものがサステナブルな経済活動か分類する基準です。例えば、発電であれば、石炭火力、液化天然ガス（LNG）や原子力をどう位置づけるか、再生可能エネルギーでなければいけないのかといった基準を作るということです。

基準をなぜ作ることにしたのかというと、金融市場では、ESG投資の金融商品や環境投資の金融商品として販売されるものが増えていきます。これらのクレディビリティが問われており、それを担保するために基準を作ることにしたということです。また、それにとどまらず、タクソミーを利用したグリーンラベルを金融商品について作る。あるいはタクソミーを参照しながら、金融仲介業者に対してサステナビリティ、ESGに関する責任を負わせる。さらには、企業も含めた開示の規制として、ESG、サステナビリティ要素を強化する方向性をEUは採ろうとしています。

このタクソミーについて環境に関する目標が6つあります。気候変動の緩和、適応、循環経済等がそれにあたります。このうち、パリ協定が大きなきっかけになっていることもあり、気候変動関連の作業が先行しています。最終化をするための努力が足元で続いており（本講演後、4月21日に、このための実施規則案についての合意が成立。）、2022年からタクソミーに基づいた規制が入る予定になっています。

サステナブルな投資目的を有する金融商品等をEUの中で提供する業者は、当該金融商品に関連して、どれだけタクソノミーに適合した投資を行っているか開示が求められることになっていきます。これは最終的には投資家はその投資商品がどのぐらいサステナブルなものに投資しているかがわかるようにしようという取り組みです。ここに金融をよりサステナブルな方向に持っていくというEUの政策意図があると言えます。

こうした取り組みの基盤となる規制として、最近施行された金融機関に対するサステナビリティ開示規制があります。また、企業向けの非財務情報開示指令（NFRD）の改正の方向性に係る市中協議も昨年実施されました。これによりEUにおける企業サイドの開示の規制の強化の道筋の全貌も徐々に明らかになる状況となっています。

EUがそうした形でサステナブルファイナンスの議論を先導しようとしています。EUから離脱したイギリスも、ロンドンという重要な金融市場を抱える国として、リーダーシップを発揮しようとしています。気候変動との関係では、2021年11月にグラスゴーで気候変動枠組条約締約国会議・COP26が開催されることになっています。COP26に向けて、民間金融のあるべき姿を関係当事者間で合意していくのがイギリスの目指すところです。

それを実現するうえでの大きなフレームワークが、3つのRと1つのMに基づくもので

す。3つの「R」とは、レポーティング、リスク、リターン、1つの「M」はモビリゼーション。この4つの柱からなっています。

レポーティングは開示です。TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の開示枠組みがありますが、その義務化を各国で進めていくことについて合意することをCOP26に向けて狙っています。リスクマネジメントについては、企業、金融機関が気候変動のリスクを測定して管理していくことです。次にリターンは、温室効果ガス排出ネットゼロに向けた企業や機関投資家による移行計画の作成に関するものです。モビリゼーションは、開発銀行との連携等で、新興国や発展途上国も含めて民間資金を動員することに関するものとなります。

こうしたアジェンダに基づいて、2021年のG7の議長国でもあるイギリスは、G7においてもこうした方向性に沿った取りまとめをしようとしています。

### ■ 3. バイデン政権発足後のアメリカの転換

アメリカは周知のとおり、気候変動に関するパリ協定から離脱するのが前トランプ政権の方針でした。アメリカ連邦政府はトランプ政権の間、サステナブルファイナンスの推進から一歩身を引いた立場にあったと言えます。逆に言うと、この空白があったからこそヨーロッパ勢が議論をリードする格好になっ

(図表2) バイデン政権下の米国

**□ バイデン氏は上場企業に対し、気候関連リスクとGHG排出量の開示を求めることを公約**  
※ 出所：民主党政策要綱（2020年7月公表）、Joe Biden.com

**政権人事**

 **John Kerry 気候変動問題担当大統領特使**  
■ オバマ政権下で国務長官としてパリ協定のとりまとめを担当。  
■ 国家安全保障会議（NSC）にも参加予定

 **Brian Deese 国家経済会議（NEC）委員長**  
■ 現在、ブラックロックでサステナブル投資の責任者を務める。  
■ オバマ政権下ではNEC副委員長、行政管理予算局（OMB）副長官を歴任。また、大統領上級顧問（気候・エネルギー）としてパリ協定交渉にも関与。

 **Janet Yellen 財務長官**  
■ 前FRB議長。炭素税導入を求める超党派団体「Climate Leadership Council」に2017年の創設時から参加。G30の気候金融WGではマーク・カーニーと共同議長を務め、2020年10月に報告書を公表。

たという見方もできます。

これに対し、バイデン政権となって、そのスタンスは大きく転換しています。気候変動問題については、元国務長官であるジョン・ケリー氏を気候変動問題担当大統領特使に任命するなど、気候変動問題に前向きな対応を図る姿勢の有力者が政権の主要ポストに就きました。

また、FRBは、NGFS（気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク）に新たに加盟し、2021年1月にはFRB内に組織横断的な組織としてスーパーバイザー・クライメート・コミッティを設置しました。

SEC（アメリカ証券取引委員会）では2021年3月気候変動開示についての意見募集を開始すると同時に、気候変動に関する情報開示

についてのガイダンスのレビューを開始することを明らかにしました。それ以外にも様々な対応が関係各所で行われる状況にあります。

#### ■ 4. サステナビリティ開示の国際基準策定へ

こうした国別の動向のほかに、グローバルな会計基準の設定主体であるIFRS財団のもとに、国際会計基準審議会（IASB）とは別に、国際サステナビリティ会計基準審議会（ISSB）を新たに作る動きが出ています。具体的には、IFRS財団の定款改定を実施した上で、2021年11月のCOP26までのISSBの設立が目指されています。また、IFRS財団と

しては、まず気候変動に係る関連の開示基準策定を優先して行う方向です。

これに関連して、サステナビリティの開示に関する考え方として、シングルマテリアリティやダブルマテリアリティという言葉が現れています。環境や社会の問題については、自然災害が企業の生産設備やサプライチェーンに影響を与えるなど、企業にとってのリスクでもあり企業価値にも関わるものがあります。シングルマテリアリティについては、この側面に着目して、サステナビリティに関する課題で企業価値に影響を与えるものについて企業開示の対象にしていくというものです。

これに対して、ダブルマテリアリティは若干わかりにくいコンセプトですが、EUの非財務情報開示の考え方の根幹に据えられた概念になっています。最終的に企業価値に影響を与えるものを企業開示の対象とするという点では、シングルマテリアリティと考え方を共通するものですが、ダブルマテリアリティは、企業が環境や社会に与える影響をより重視する側面があります。例えば、気候変動の例で言えば、企業がCO2等を排出するという部分により焦点を当て、企業が環境や社会に何らかの影響を与えている部分の開示の充実を図るという点に力点が置かれる傾向にあります。もちろん、シングルマテリアリティであっても、CO2等を多く排出する企業は、脱炭素の流れの中でビジネスの転換を求められる可能性が高く、それは企業価値に大きく関

わる問題ですので、そうした観点から開示を要請されることになるわけです。こうした意味では、シングルマテリアリティとダブルマテリアリティの差は程度の問題のようにも見えます。ただし、確実に言えることは、EUは企業が環境や社会に影響を与えることの結果として、それが企業価値に影響を与えると考える範囲をかなり広くとらえていると思われる点です。こうした違いを、シングルマテリアリティとダブルマテリアリティという形で議論の枠組みを設定していることが、本件についての議論を複雑にしている面があるように思われます。

いずれにせよ、IFRS財団が設置するサステナビリティ会計基準設定主体は、シングルマテリアリティを基本とし、EUはダブルマテリアリティを標榜しています。ここをどう調整していくかが、現在、国際的には課題になっています。そのためビルディングブロックアプローチという方法で、IFRS財団の下でサステナビリティ会計基準設定主体が作成するシングルマテリアリティベースの基準が土台としつつ、EUを含む各法域がそれにアドオンする形でダブルマテリアリティの仕組みを構築していくべきだという形のすみ分けを模索しています。

## ■ 5. 日本企業、金融機関に求められる対応

金融庁では、こうした各国の動向も踏まえ、

2020年12月にサステナブルファイナンス有識者会議を設置しました。同会議では、企業による開示の充実、市場参加者におけるサステナブルファイナンスに向けた様々な取り組み、あるいは金融機関のサステナブルファイナンスの推進やリスク管理などが議論のテーマとなっています。

他方で、こうした国ごとの規制の動きも重要ですが、サステナビリティを巡ってはグローバルな規範が形成されつつあるという点も重要かと思えます。すなわち、経済活動が環境や社会の基盤の上に成り立っていることから、企業としても金融としても環境や社会に自らが与える影響は自らにもはねかえってくる問題として十分に配慮して行動すべきとの規範が形成されつつあるように見えます。また、こうした認識は、企業経営者にも共有されるようになってきているように見えます。

例えば、世界経済フォーラムが毎年グローバルリスクについての報告書を出していますが、2020年の報告書では、発生可能性の高いリスクのトップ5が環境関連でした。具体的には、異常気象、気候変動対応の失敗、自然災害などですが、環境問題が企業のリスクにもなっていることを端的に表しています。また、こうした物理的影響の発生を抑えるために、CO2の排出抑制が求められれば、従来のビジネスモデルの転換を迫られる企業も出てくることが考えられます。

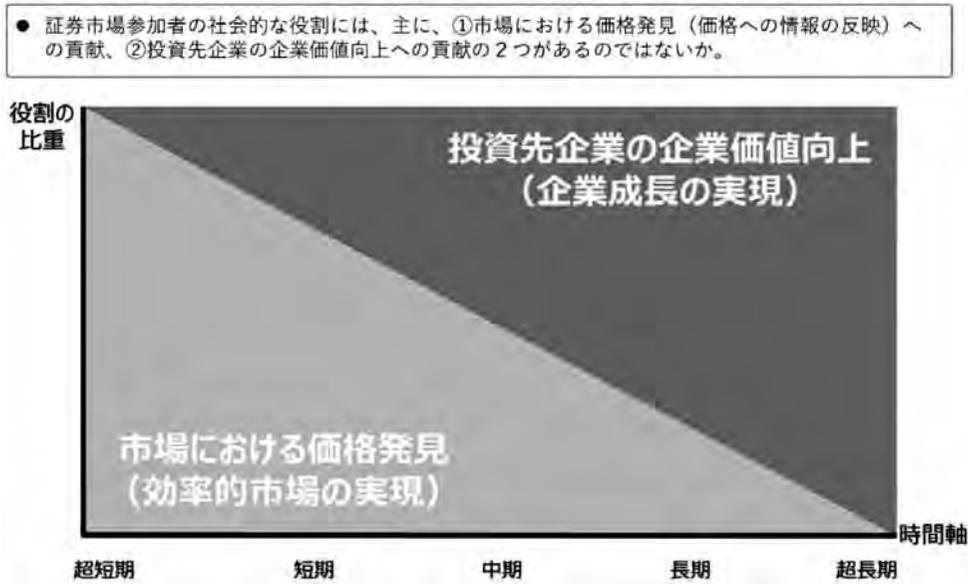
金融機関や投資家の目線では、こうした問題について、企業に与える影響を評価して対

応を整理していく必要がある時代になっています。気候変動に伴う企業への物理的な影響や気候変動を抑制するために企業がビジネス転換を迫られる移行に伴う影響などが、いつ具体的に起きるかは予測が難しい面があります。しかし、企業価値は、金融的には将来キャッシュフローの現在価値になるわけで、こうした影響は必ず企業価値を変動させるものです。これから先に起こることを1年単位でピンポイントに当てることはできませんが、20年ぐらい先にどういうことが起きるのかは、おおよそ考えておくことはできます。例えばパリ協定の長期目標を踏まえて、2050年のカーボンニュートラルを国としての目標としている状況で、20年後は2041年。2050年まであと9年となっています。そのときにどういうことが起きそうか、メガトレンドの中でシナリオを分析して、これに備えることが重要です。

## ■ 6. 金融に問われる企業価値向上への貢献

企業価値の中で無形資産が占める割合が増えてきています。この無形資産は、単に貸借対照表上に載るのれんや知財だけでなく、貸借対照表には載ることのないリスク対応力のようなものも含んだ評価になっています。そういう意味では、企業価値を向上させるうえで、無形リスク対応力その中でもサステナビリティ課題への対応力を高めることが重要

(図表 3) 証券市場参加者の社会的な役割 ?



になっています。

そうした問題意識に立って、企業開示や企業と投資家の対話の枠組みが開発されています。経済産業省が作成した「価値協創ガイドランス<sup>(注)</sup>」の中には、ESGの要素も入り込んでいます。また、SASB（サステナビリティ会計基準審議会）が77業種ごとに、何が企業価値に影響を与えるサステナビリティ課題かを整理し、それに応じたサステナビリティ開示基準を定めています。IIRC（国際統合報告評議会）の国際統合報告フレームワークでは、財務資本のほかに、製造資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本の側面から、どういう形で各企業が価値創造を行っているかを見える化する枠組みを整備しています。

こうした枠組みを活用して、企業が独自の企業価値評価モデルを構築し、自社の統合報告書で実際に開示を行う例も出てきています。こうした取り組みを広げていくことが重要でしょう。

現在、コーポレートガバナンスコードの再改訂が行われています。改訂で重要なポイントは、資本コストと事業ポートフォリオ管理に関連して、新しい補充原則が追加される方向になっていることです。「上場会社は経営戦略等の策定公表にあたっては、取締役によって決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や、事業ポートフォリオの見直しの状況についてわかりやすく示すべきである」とされています。

資本コストにサステナビリティへの対応は

大きく影響を与えるはずで、資本コストと事業ポートフォリオについて言及している項目は、サステナビリティと密接に関連してきます。また、取締役会の役割、責務の項目で、「取締役会は中長期的な企業価値の向上の観点から自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである」という新たな補充原則も追加される方向です。

今までもサステナビリティを巡る課題への適切な対応がうたわれていましたが、今般の改訂では気候変動などの地球環境問題への配慮がより具体的に示されます。それがリスクの減少、収益機会にもつながる重要な経営課題で、中長期的な企業価値の向上を目指す観点から、積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきだということも明記される方向です。

また、コードは、これらに呼応して、上場会社は経営戦略の開示にあたって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきであるとしています。特に今後、市場区分の見直しの中で、プライム市場ができますが、このプライム市場に上場する会社については、気候変動に係るリスク機会が自社の事業活動、収益に与える影響について国際的に確立された開示の枠組みであるTCFD、または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ことも明記される方向です。

こうしたことに関連して、金融機関もSASBの枠組みに沿って自社にとって重要な

サステナビリティ課題に取り組む金融機関の株価パフォーマンスは高いとの指摘もあります。資産運用会社や証券会社等の場合には、自社にとって重要なサステナビリティ課題とは、その提供している金融商品やサービスが顧客のサステナビリティにどのような影響を与えるかということです。

そういう意味では、証券市場の参加者がサステナブルファイナンスの関係でどういう社会的な役割を發揮すべきかといえば、投資先企業の企業価値向上につながる金融商品あるいはサービスの提供が、長期的な時間軸の中では、最も重要となるでしょう。サステナビリティの観点から、投資先としてあるいはそれ以外の形で関与する企業の企業価値向上の実現にいかに関与していくかが市場参加者に問われるようになってきているものと思われます。

ご清聴ありがとうございました。

#### ◇質疑応答

——質問は2点あります。1つは金融庁のサステナブル有識者会議で議論されていて、池田様は日本もタクソミー的なものを導入すべきだとお考えでしょうか。

2つ目はガバナンスコードの改訂でTCFDと同等の開示が求められています。TCFDはかなりハードルが高いプライム市場への移行条件だと思いますが、池田様のお考えはいかがでしょうか。

**池田** タクソミーについては様々な意見が

あります。タクソノミーは、EUでは今まさに気候変動分野での基準について最終案に近いものができている状況です。EUのタクソノミーは、産業が何を指すかを定める基準というより、金融商品を売るときにサステナブルやグリーンを明示する基準が実態に合ったものかを確保するための規制として構想されています。

日本としてEUのタクソノミーと同じものを作る必要があるのかという点ですが、日本が気候変動について宣言した2050年目標に対し政府の計画が立てられていきます。気候変動に関しては、基本的にはそれを参照すれば、何がサステナブルか市場関係者にも見えてくると思います。

こと気候変動に関しては、目標に向けていかに個々の企業が統合的な移行のプランを立てていくかのほうが実は重要です。そうだとすると個々の活動について、これはサステナブルだ、これは違うと決めることがどれほどの意味があるのかという面もあるかと思えます。

そういう意味で、TCFDの開示は重要だと思います。TCFDの開示の中で、移行のプランも含めてしっかり開示していくことで投資家と対話し企業価値の向上を図る流れが作れます。

東証の市場区分の再編が行われていく中で、プライム市場に入るのであれば、投資家との建設的な対話を進めるためにも、TCFDでの開示もしっかり行うことをコミットして

入ってきてもらうということです。プライム市場は、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場ということになっています。そういう企業ではないということであれば、スタンダード市場を選ぶ選択肢も市場区分の設計としては十分に残っています。

もちろん、現在の市場一部上場企業向けには、プライム市場への移行に係る様々な経過措置を用意していますが、それも、まずは高いガバナンスにコミットすることが前提条件となっています。

(注) 「価値協創ガイダンス」は『価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス —ESG・非財務情報と無形資産投資— (価値協創ガイダンス)』(経済産業省2017年5月)

