



金融庁・サステナブルファイナンス有識者会議報告書の重要ポイント

執筆者: 山本 俊之、安井 桂大

1. はじめに

本年 6 月 18 日、金融庁に設置された「サステナブルファイナンス有識者会議」(座長: 水口剛高崎経済大学学長。事務局: 金融庁総合政策局総合政策課)において、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た提言として、「持続可能な社会を支える金融システムの構築」と題する報告書(以下「本報告書」)が公表されました¹。

近時、マスメディアやインターネット・SNS 等においてサステナビリティや SDGs、ESG といった用語を目にしないうちがないと言っても過言ではありませんが、同会議は、当面で最も喫緊・重要な課題である気候変動問題を中心に全 8 回にわたる議論を行った後、サステナブルファイナンスに関する総合的な検討結果として本報告書を公表しており、市場関係者の注目度は非常に高いと考えられます。本報告書の内容は多岐にわたりますが、いくつかの内容については、同日に公表された日本政府の「成長戦略実行計画」²や「成長戦略フォローアップ」³にも既に盛り込まれており、今後、中長期的な視点も含め、法令や監督指針の改正等を通じて、実務にも影響を及ぼしてくるものと考えられます。

本稿では、実務上重要と考えられるポイントを中心に、本報告書の内容をご紹介します。

2. 本報告書の重要ポイント

本報告書は、サステナブルファイナンスに関する基本的視点および横断的論点を整理した「総論」、そして各論として、金融資本市場に関わる参加主体ごとに、投融資先となる企業に関わる「企業開示の充実」、直接金融を中心とする資本市場関係者に関わる「市場機能の発揮」、ならびに間接金融を中心とする「金融機関の投融資先支援とリスク管理」の 4 つの章で構成されています。以下では、それぞれの章ごとに、その重要ポイントをご紹介します。

¹ <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210618-2.html>

² <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/plan/>

³ <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/portal/follow-up/>

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: newsletter@nishimura.com)

(1) 総論

まず基本的視点として、サステナブルファイナンスとは、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」と位置づけるべきものとしています。また、関連する取組みを進めていくためには、民間セクターの主体的な取組みと政策的な後押しが必要であるとしています。

その上で、横断的論点として、しばしば議論にのぼる運用会社や年金基金等の機関投資家における受託者責任⁴について、ESG投資は受託者責任に反しないという認識が全世界的に一定程度の支持を得ている状況であることを踏まえ、様々な運用戦略があり得る中で、ESG要素を考慮しなければ受託者責任に反するとまでは言えないものの、「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と位置づけることができると考えられる」としています。

その他の論点として、いわゆるインパクト投資についても、評価手法や企業開示とインパクト投資との間における好循環といった課題がある中で、普及・実践に向けて多様なアイデアを実装していくことが望ましいとされ、また、EUで「サステナビリティ」を定義づけるタクソミーを策定する動きがあることを踏まえ⁵、日本においても関連する国際的議論に参画していくことの重要性が指摘されています。他方、「2050年カーボンニュートラル」の実現に向けては、再生可能エネルギー等へのグリーン投資の促進に加えて、特に温室効果ガスを多く排出する産業の脱炭素への移行(トランジション)に資する取組みへのファイナンスもあわせて促進していくことが重要であると考えられるところ、本報告書においても、関連する取組みとして、本年5月に策定された「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」⁶や分野別ロードマップの重要性が指摘されています。

(2) 企業開示の充実

サステナブルファイナンスを促進する上では、企業におけるサステナビリティに関する情報開示⁷が重要になるところ、本報告書においては、投資家や金融機関との建設的な対話に資するサステナビリティ情報に関する適切な企業開示のあり方について、幅広く検討を行うことが適当であるとされています。この点については、政府の「成長戦略フォローアップ」においても、「金融審議会において、上場企業と投資家との建設的な対話等に資する開示制度の在り方について、サステナビリティやガバナンスに関する開示を含め幅広く関係者の意見を聞きながら総合的に検討する」との内容が盛り込まれており、今年度中にさらに具体的な検討が進められていくものと考えられます。

現在、企業のサステナビリティに関する情報開示については、様々な基準や枠組みが存在しており、企業、あるいは報告された情報を利用する投資家等からも、統一的な報告基準の策定を求める声が国際的に高まっています。そうした中、国際会計基準(IFRS)の設定主体であるIFRS財団において、サステナビリティに関する国際的な報告基準を策定すべく、新たな基準設定主体として国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)を設置する取組みが進められており、日本を含む世界各国の証券監督当局や証券取引所等から構成される国際機関であるIOSCO(証券監督者国際機構)においても、そうした方向性を支持することが表明されています。本報告書においては、比較可能で整合性のとれたサステナビリティ報告基準は、資本市場における効率的な資源配分に資するものとして重要であり、そうした報告基準の策定に向けて、日本においてもIFRS財団における基準策定に積極的に参画すべきであるとされています。

また、気候変動問題関連の情報開示については、その充実が特に喫緊の課題であると指摘されています。この点、本年6月11

⁴ 日本法における受託者責任の意義とESG投資の各種手法との関係等については、山本俊之＝安井桂大「ESG投資の視点・手法と日本法における受託者責任」NBL1189号(2021)21頁、および同論考に対する神田秀樹「コメント」同29頁参照。

⁵ EUにおけるサステナブルファイナンスに関する規制動向とEUタクソミーの概要については、安井桂大＝高田祐貴＝中田マリコ「欧州における環境関連規制の最新動向—気候変動問題に関する規制動向を中心として—」[ヨーロッパニューズレター2020年10月28日号](#)参照。

⁶ https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210507_2.html

⁷ 企業におけるサステナビリティに関する情報開示の実務対応については、安井桂大「機関投資家の視点を踏まえたサステナビリティ対応とESG情報開示(1) —サステナビリティ・デューデリジェンスによる優先課題の特定とESG情報開示のフレームワーク—」[企業法務ニューズレター2020年9月23日号](#)参照。

日に公表されたコーポレートガバナンス・コードの改訂版⁸においては、補充原則 3-1③において、特にプライム市場上場会社に対して、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosures:気候関連財務情報開示タスクフォース)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ています。FSB(金融安定理事会)の下で策定された TCFD の枠組みは、投資家等において気候変動問題の事業等への影響を理解することを可能にするための任意開示のフレームワークですが、近年、TCFD 開示を各国の規制レベルで導入する動きが活発化しており、気候変動問題関連の開示枠組みとして、グローバルスタンダード化しつつあります⁹。本報告書においては、こうした状況を踏まえ、今般のコード改訂を踏まえた気候変動開示の質と量の充実を促すとともに、国際的な動向を注視しながら検討を継続的に進めていくことが重要であるとされています。

(3) 市場機能の発揮

近年、グリーンボンド等の発行が日本においても増加しているところ、本報告書においては、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されています。

また、そのためには、市場の主要プレイヤーである機関投資家、証券会社や銀行等の金融機関、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と、これにより、高い流動性の確保や価格発見機能の提供を通じ、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とされています。具体的には、市場における各主要プレイヤーも念頭に、下記のような提言等がなされています。この分野における今後の金融規制・監督の文脈からは、金融庁の関与について言及されていることが重要であるように思われます。

機関投資家	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が重要。また、脱炭素化支援を目的とする国際的な取組みに参画し、情報収集や能力向上に努めるべき。
個人に対する投資機会の提供	ESG 関連投資信託の組成や販売に当たって商品特性を顧客に丁寧に説明するとともに、その後の選定銘柄の状況を継続的に説明すべき。金融庁において、資産運用業者等に対するモニタリングを進めることが重要。
ESG 評価・データ提供機関	金融庁において、ESG 評価・データ提供機関に期待される行動規範のあり方等について、議論を進めることを期待。
ESG 関連債プラットフォーム	諸外国における取引所の取組み例を踏まえ、グリーンボンド等に関する実務上有益な情報が得られる環境整備や、ESG 関連債の適格性を客観的に認証する枠組みの構築を期待。

これらの点については、政府の「成長戦略実行計画」においても、「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の実現を目指す。金融実務からみて利便性が高い情報基盤の整備を図る。グリーンボンド等の適格性を評価する民間の認証枠組みの構築や評価機関の育成を後押しする」との方針が盛り込まれています。また、「成長戦略フォローアップ」においても、具体的な施策として、「円滑な資金供給に向けた環境整備を図る観点から、グリーンボンドガイドラインについて、発行手続等を検討し、改訂する。また、ソーシャルボンドについてもガイドラインを策定するとともに、社会的課題解決に関する具体的な指標等を幅広く例示する文書の策定を検討する」等の内容が盛り込まれています¹⁰。

⁸ <https://www.jpex.co.jp/news/1020/20210611-01.html>

⁹ 企業における TCFD 開示の実務対応等については、安井桂大「機関投資家の視点を踏まえたサステナビリティ対応と ESG 情報開示 (2) - 気候変動問題をはじめとする環境課題への対応と TCFD 等の環境関連情報開示 -」[企業法務ニューズレター2021年3月5日号](#)参照。

¹⁰ ソーシャルボンドに関するガイドラインについては、サステナブルファイナンス有識者会議の下に設置された「ソーシャルボンド検討会議」(座長: 北川哲雄青山学院大学名誉教授・東京都立大学特任教授。事務局: 金融庁企画市場局市場課)において、具体的な検討が進められています。

また、上記表「個人に対する投資機会の提供」については、本報告書において、ESG 関連の投資信託が人気を集める中で、どのような基準に基づいて「ESG」や「SDGs」という名称を付すかは現状では各社の裁量に委ねられており、その結果、ESG 関連投資信託の銘柄選定基準についても、個々の運用会社や商品によって異なっていること、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とが指摘されています。その上で、顧客保護の観点から、ESG 関連の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、その後の選定銘柄の状況についても、可能な限り具体的な指標を用いて、継続的に説明することが必要であるとされています。この点については、金融庁において、資産運用業界における ESG や SDGs のあり方について、その具体的な指標も含めて調査・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とされており、政府の「成長戦略フォローアップ」においても本報告書と同様の内容が盛り込まれていることから、今後の実務にも影響が及んでいくことが予想されます。実際、本報告書の後に公表された金融庁による「資産運用業高度化プログレスレポート 2021」でも、ESG 関連の投資信託について分析がなされています¹¹。

(4) 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が重要となります。本報告書においては、このような認識の下、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み、実体経済の移行を支えていくことが重要であるとされ、とりわけ気候変動リスクが現在対応すべき最も重要な課題となっている状況を踏まえ、投融資先支援とリスク管理の2つの視点から、提言がなされています。

投融資先支援については、金融機関においては、投融資先との建設的な対話を通じて温室効果ガス削減に向けた対応の加速を促すことにより、移行リスクの低下を図り、また、新たなビジネス機会の創出に貢献することによって、収益見通しの向上に寄与するという役割が期待されている一方で、特に温室効果ガスの多排出セクターに対して投融資を行っていることについては厳しい目が向けられるケースもあることから、貸出資産を保持することによって企業活動をサポートしながら、一方では脱炭素への移行に向けた新たなファイナンスにも取り組んで行くという、「二正面対応の難しさ」があることが指摘されています。本報告書においては、こうした点も踏まえて、脱炭素社会への混乱のない円滑な移行を検討していく必要があるとされています。その上で、金融機関においては、投融資先の気候変動対応を支援するため、ノウハウの蓄積やスキルの向上、分析ツールの開発等を進めることが重要であり、こうした金融機関における気候変動への取組みについては、下記のリスク管理において言及され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等の施策を進めていくことが適当であるとされています。

また、金融機関におけるリスク管理については、移行リスクと物理的リスクの2つ¹²に大きく分類される気候変動リスクは、信用リスクや市場リスクといった従来のリスク区分に新たに加えられるものではなく、従来のリスクを発生または増幅させる「リスクドライバー」であるといえるため、既存のリスク管理の枠組みに整合的な形で統合されることが適当であるとされています。さらに、リスク期間が長く、かつ不確実性を内包する気候変動リスクの特徴を踏まえた管理体制を構築することが重要であるとされ、NGFS(Network for Greening the Financial System: 気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク)等から示されている下記表の監督上の重要項目を参考に、金融庁において策定する上記のガイダンスに盛り込む等、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とされています。

これらの点については、政府の「成長戦略実行計画」においても、「金融機関と事業者との積極的な対話やこれに基づく投融資を促進する。金融機関の気候変動リスク管理の向上を図るため、本年度中を目途に、金融監督当局によるガイダンスの策定や、地域金融機関への取組支援等を行う。」との内容が盛り込まれており、今年度中に具体的な検討が進められていくものと考えられます。

¹¹ https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210625_2/20210625_2.html

¹² 本報告書では、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、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、とそれぞれ定義されています。

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、気候変動への強靭性(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。
②ガバナンス	気候変動リスクに関するガバナンス態勢を構築し、ビジネスモデル・戦略との整合を踏まえた取締役会等の役割・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。

気候変動リスクは、長期にわたり、複雑かつ潜在的な影響が大きいリスクであり、また、将来の政策や社会経済要素に関する不確実性が高いため、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ことを想定する既存のリスク管理手法では、必ずしも捉えきれない性質のものであり、本報告書では、こうした事象への対応については、上記④のシナリオ分析の実施が有効と考えられるとされています。また、シナリオ分析を活用することで、ビジネスモデルや事業戦略、あるいは財務上の影響範囲の評価を通じて、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や、戦略の策定等に資するとされています。他方、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について未整備な部分が多く、既に取組みを開始している国内外の事例においても、参照しているシナリオや考慮すべきリスク推計手法は様々であるとの現状認識が示されています。

こうした状況を踏まえ、本報告書においては、金融庁において、中長期的に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にすることを目指し、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とされています。

3. おわりに

サステナブルファイナンスの推進は、持続可能な社会の実現を目指す中で長期的に取り組むべき課題であるところ、本報告書は現時点における提言であり、具体的な法令や監督指針の改正等については、今後さらに個別の議論が深められていくことが想定されています。もっとも、いくつかの内容については、日本政府の「成長戦略実行計画」や「成長戦略フォローアップ」にも既に盛り込まれており、サステナビリティ情報に関する企業開示の充実や金融機関の気候変動リスク管理に関する金融監督当局によるガイダンスの策定等については、今年度中に具体化に向けた検討が進められることが想定されています。その他、本報告書においては、今後の日本におけるサステナブルファイナンスの推進に向けた各種施策の大きな方向性が示されており、金融庁の監督下にある金融機関等のみならず、投融資先になる事業会社にとっても、実務上、重要な意義あるいは示唆を有するものといえます。

今後、本報告書で示された各種施策については、中長期的な視点も含め、法令や監督指針の改正等のかたちで個別に具体化されていくことが想定されること、関連する金融機関等においては、本報告書の内容を参考に、改正等の動向も見ながら、自社の準備を進め、取組みを見直していくことも有用でしょう。



やまもと としゆき
山本 俊之

西村あさひ法律事務所 カウンセル弁護士
to.yamamoto@nishimura.com

2009年弁護士登録。アセットマネジメントやデリバティブを中心に、各種の金融取引、金融業規制・コンプライアンス、当局対応や海外紛争案件に関与。弁護士登録前は、2000-2005年まで株式会社格付投資情報センター(R&I)、2007-2008年までメリルリンチ日本証券株式会社にてそれぞれアナリスト業務に従事。日本証券アナリスト協会認定アナリスト、国際公認投資アナリスト。



やすい けいた
安井 桂大

西村あさひ法律事務所 弁護士
k.yasui@nishimura.com

2010年弁護士登録。2009年東京大学法科大学院(J.D.)、2019年 The London School of Economics and Political Science (LL.M.)。2016-2018年に金融庁総務企画局企業開示課においてコーポレートガバナンス・コードおよびステewardシップ・コードの改訂を担当。また、2019-2020年には世界有数の長期アクティブ運用機関であるフィデリティの日本拠点(フィデリティ投信株式会社運用本部)へ出向し、エンゲージメント・議決権行使およびサステナブル投資の実務に従事。これらの経験を活かし、企業価値向上へ向けたコーポレートガバナンスやサステナビリティ対応を中心に、M&A、株主アクティビズム対応等を含む企業法務全般を幅広く手掛ける。