

サステナブルファイナンス、気候変動への IOSCOなどの取組み

佐志田 晶 夫

一、はじめに

IOSCOが四月に公表した報告書「サステナブルファイナンス及び証券当局とIOSCOの役割」⁽¹⁾は、サステナブルファイナンス・ネットワーク(SFN)による調査に基づいて各国当局や市場関係者の動向を概観し課題を整理して、今後の取組み方針を示している(報告書の構成は図表1の通り)。この問題への取組みではEUが積極的であり、ESMA(欧州証券市場監督局)が二月

にサステナブルファイナンス戦略の方針を公表している。⁽²⁾

加えてバーゼル銀行監督委員会が、気候変動が銀行システムにもたらすリスクへの対応をより積極化しており、四月末に「気候関連金融リスク」現在の取組みに関するサーベイ⁽³⁾を公表、各国当局の取組みを整理し、今後の作業方針を示している。本稿では、国際機関などのサステナブルファイナンスや気候変動への対応状況を紹介したい。

図表 1：IOSCO「サステナブルファイナンス報告書」の構成

1. 要約
2. はじめに IOSCO の役割 IOSCO のサステナブルファイナンス・ネットワーク (SFN) について
3. 現行の取組み概観 規制・監督当局による各国でのサステナブルファイナンスへの取組み サステナブルファイナンスに関する業界の取組み 第三者機関による枠組みと基準
4. SFN (サステナブルファイナンス・ネットワーク) の調査結果 調査のデザイン 規制・監督当局の見方 市場参加者の見方 主要な結論と改善が求められる分野
5. サステナブルファイナンスでの IOSCO の継続的な活動 IOSCO が果たすべき役割 IOSCO による次のステップ

〔出所〕 IOSCO 報告書、2020年4月より作成

二、サステナブルファイナンスの 動向～SFNによる当局や市場 関係者の取組み調査

(1) 拡大するサステナブルファイナンス

IOSCO の報告書は、サステナブルに発展する経済への移行と気候変動の軽減が世界中で主要な問題となり、サステナブルな発展を促す努力が公的、民間部門で増加し、金融市場でも動きが活発化していると指摘。サステナブルに設計・表示された投資手段の規模は、二〇一八年に三〇～八〇兆ドルの範囲になる。また、グローバルな大企業は、気候関連事象へのエクスポージャー（五年以内に発生しうる物理的リスクを含む）を報告している。

IOSCO コア原則は重要情報の開示を求めている⁽⁴⁾

おり、重要な（低炭素経済）移行リスクを検討・開示する企業が増えている。ESG要素を考慮した投資は、サステナブルな経済の発展を支えることができる。サステナブルファイナンスを推進するために金融システムの役割の強化策を行うつつある法域もある。サステナブルファイナンスは、新興市場諸国でも、成長と革新に役立ち資本市場の発展に重要だと認識されている。

サステナブルファイナンスでは、ESG要素を金融の意思決定に取入れるが、単一のアプローチがあるわけではない。ESG要素は金融サービス業界の主要トレンドとなり、ビジネス慣行、投資戦略、方法論での課題を提起している。多くの当局が、ESG関連リスクの適切な管理、グリーンウォッシング（みせかけの環境・気候変動への配慮）のリスク、ESG関連データやESG開示の信頼性と比較可能性の欠如に注意している。一

方、気温上昇の物理的効果と低炭素経済への移行リスクの影響は広範であり、健全性規制当局は、金融システムの強靱性確保に焦点を合わせている。

(2) 各国当局の取組み状況調査の概要

三四の当局がSFNの取組み状況調査に回答し、六二％はESG関連の問題は規制のマンデートに含まれないとしている。ただし、多くがESGは投資家保護と金融安定との関連で重要だと指摘している。当局の役割には、①透明性促進によるサステナブル投資の支援、②グリーンウォッシング防止、③ESG関連のリスクを管理と開示が必要な金融リスクとして定義、④金融機関にCSRを促す、⑤サステナブル投資の促進、の一つ以上が含まれる。

いくつかの当局は、規制を補うためにガイドラ

インなどのソフトローを用いている。環境関連
ディスクロージャー、サステナブルボンド、集団
投資スキームによるカーボンオフセット、ESG
テーマの複雑な金融商品のマーケティングなどが
その対象になっている。

金融商品の登録・承認関連業務を担う当局（回
答者全体の六二％）の二八％では、サステナブル
とされる金融商品に関して一定の要件の充足を確
保する制度がある。ただし、商品の募集目論見書
で投資判断に重要なESG要素の情報を提供すべ
きだが、この点に関して一三％の当局はサステナ
ブルな商品の明確な要件はないとしている。別の
一三％は、グリーンウォッシングを軽減するため
にサステナブルとされた商品を評価している。

五二％の当局がESG金融商品を提供する投資
会社の登録・承認の責任があるが、内三三％で
は、サステナブルとされた金融商品を提供する投

資会社の登録には明確な分類や要件がない。五
四％の当局が金融商品のグリーンウォッシングの
監督を行うが、内六四％はESGグリーンウォッ
シングに固有の規則はなく、一般的な不適正販売
規定、不当表示などで対処する。なお、四八％の
当局はサステナブルファイナンスの訓練プログラ
ムを開発している。

(3) 市場参加者の取組み状況調査の概要

一三〇以上の市場参加者が、SFNの調査に回
答。内訳は、資産運用会社三四、業界団体二五、
監査法人六、格付会社六、大手発行体一三、その
他の金融助言・仲介会社二六、証券取引所二〇。
多くの場合、法的なインセンティブはないが、七
〇％は外部の指針や基準に従っている。部門別で
は資産運用会社六七％、業界団体四四％、監査法
人一〇〇％、格付会社三三％、大手発行体一〇

〇%、その他の金融助言・仲介会社九一%、証券取引所七五%。

ESG活動や開示の方法、基準では多くの回答者が外部の基準に言及し国際的な手法の利用もある。七〇%以上がサステナブルファイナンスに関する取組みに参加し、六〇%以上が様々な形式での報告、開示を実施（発行体は九〇%以上）、開示は義務的な場合も自発的な場合もある。多くの国でグリーンボンドなどのサステナブルな資本市場育成への取組みがある。

資産運用会社は、ESG金融手段の市場慣行は様々であると回答、少数（六%）が顧客の需要に基づいてESG手法を開発している。グリーンボンドが最も一般的なESG商品であり、証券取引所の七五%がグリーンボンド、三〇%がESG関連指数の利用を報告している。

(4) サステナブルファイナンスに関する様々な第

三者機関の枠組み、基準

発行体が用いる枠組みでは、IIRC（国際統合報告評議会）、GRI（グローバルレポートイニシアティブ）、SASB（サステナビリティ会計基準審議会）は、ESG分野を幅広く対象とする。一方、TCFD（気候関連情報開示タスクフォース）は、気候変動関連分野を対象とし、気候変動によるリスクと機会についての明確、比較可能で一貫性のある情報の発行体による開示を提言、これは気候関連開示のベンチマークになりつつある。

資産運用会社が利用する枠組みは対象範囲がより広く、ESGやSDG分野を対象としたハイレベルな提言で、詳細な指針はない。範囲が広い様々な金融商品に適用できる。UNPRI（国連責任投資原則）とUNEP FI（国連環境計

画金融イニシアティブ）諸原則が最も利用されている。

第三者機関による ESG 活動の枠組みや基準には、様々な相違点があつて相互比較が難しく、遵守状況の検証やモニタリングが欠けている。また、基準制定・更新のプロセスなどコントロールやガバナンスの適切さなどの課題がある。なお、グリーンボンドなどのサステナブルファイナンス商品についての基準は、より揃っている。

三、証券規制当局の役割、IOSCO への期待、SFN の調査への回答

(1) 証券規制・監督当局の回答

当局が認識する課題、役割をまとめると以下のとおり。

サステナビリティ関連リスク、特に気候関連リスクは、金融リスクの源泉として認識されている。重要な情報の開示とリスク管理は証券市場でのサステナビリティへのアプローチの主要な要素で、何がサステナブル投資かの明確化とサステナビリティ関連の開示についての共通の理解が必要である。

当局は、金融市場参加者が ESG 関連の課題や業務運営に重要なリスクの検討を確実にするため対策を講じつつある。当局の約七五％がサステナブルファイナンスに関する取組みに参加。多くの当局が、国際的な監督・規制上の協調が必要な課題を認識しており、将来的には IOSCO が重要な役割を担いとうとみている。

全ての当局が、金融市場へのサステナビリティの問題による影響を、証券規制・監督当局の投資家保護と透明性促進のマンデートと関連して認識

しており、半分以上が、コーポレートガバナンスやESG報告の分野などでコアとなるマンドレートを果たす中で、サステナビリティに関する機能を果たすとしている。

多くの当局が、透明性の促進でサステナブルファイナンスを促しているが、特にサステナブル投資の促進やインセンティブ付けのマンドレートはないとしている。回答した三四の当局の内で一三だけがサステナビリティ促進のマンドレートがあるとしている。

七二%の当局が、サステナブルファイナンスの取組みへの参加で、知識と情報の共有、新しい手法やリスク、関連の枠組みなど業界が直面する機会と課題、及び、当局がサステナブルファイナンス促進に果たすべき役割の理解が得られるとしている。

八六%の当局が、国際的な監督・規制当局の協

調が必要だと認識し、三八%はサステナブル投資の構成要件の明確さ、ディスクロージャーについての共通の理解を望む。ただし、ESGの国際的な開示枠組みの開発と規則の収束への明示的な支持は、一三%だけである。いくつかの当局は、課題を共有し監督・規制実務をやり取りするため、国際的なレベルでの開示と報告の分野での協調を提案している。グローバルレベルでの行動が必要とされ、八三%の当局がIOSCOの役割を提案している。

(2) 市場参加者の回答

市場参加者の回答の概要は以下の通りである。

関連業界からの回答の多くが、国際基準または第三者機関の枠組みを採択、承認または参照している。過半数が基準の収束の必要性を表明、その手段としては、規制措置、市場による解決、また

図表2：当局の役割についての市場参加者の見方（重要とした比率）

回答者（計130）	数	当局の役割	
資産運用会社	34	透明性促進 グリーンウォッシング防止	65% 50%
業界団体	25	透明性促進 グリーンウォッシング防止	60% 56%
監査法人	6	透明性促進 グリーンウォッシング防止	83% 67%
格付会社	6	透明性促進 グリーンウォッシング防止	67% 67%
大手発行体	13	透明性促進	85%
その他助言・仲介会社	26	透明性促進 グリーンウォッシング防止	70% 48%
証券取引所	20	透明性促進 グリーンウォッシング防止	75% 50%

〔出所〕 IOSCO, “Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO”, April 2020

は両者の組合せが考えられる。

過半数以上の回答者が、透明性促進とクロスボーダーの協力が当局の役割だとしているが、相違点としては、いっそうの規制への支持とソフトローの選好とがある。当局間のグローバルな協調と透明性への対応に関してIOSCOの積極的な役割が期待されている。

国際基準ではどの程度の収束が必要かは見解の違いがあり、ESGディスクロージャー基準の収束が市場によるべきか、規制によるかでも違いがある。サステナブルファイナンスの発展への障害としては、信頼性のあるデータの欠如、サステナブル投資の比較可能性を促す基準の欠如が指摘されている。グリーンウォッシングと不適正販売に関連するリスクでも、規制・監督当局が役割を果たすべきである。

六五%の回答者が基準の収束が必要と指摘して

いるが、収束の方法に関しては、規制が三八%、市場での解決が一九%、両者の組み合わせが九%だった。収束の必要度合い、収束方法には合意はない。柔軟性と比較可能性強化のバランスが求められ、IOSCOが積極的な役割を果たすべきとの回答もあった。

四、サステナブルファイナンスでの今後のIOSCOの取組み

(1) IOSCOが果たすべき役割

SFNの調査からは、透明性促進とグリーンウォッシング防止、基準の収束で、証券規制当局が担うべき役割があると考えられる。サステナビリティに焦点を当てた投資の機会の推進も、幅広い関係者から期待されている。

IOSCOは、クロスボーダーで改善すべき分

野を特定してメンバーの知識と専門性を引き出すことで、最も価値のある貢献ができる。国際基準設定主体などとの重複を避け、投資家と企業の意思決定に有用なディスクロージャーの提供を促すことで貢献できる。なお、証券規制当局は、証券法制と規制が、自発的な第三者機関のESG開示枠組みと基準の増強に有効かを検討している。

サステナブル関連の開示は、比較可能性の改善が必要である。国際的なレベルで一貫した実務を達成するためには、異なる基準の協調が必要である。一方、投資家と企業に有用でない開示を強制すれば、投資家を害し資本配分を最適ではないものにならねないことに、注意すべきである。

(2) IOSCOによる次のステップ

今後の取組みのためIOSCOは、サステナブルタスクフォース(STF)を設立、そのマン

データは、透明性への対応と投資家保護の促進の二つである。今後STFは、以下の作業に焦点を合わせる。

①開示の改善のため、投資家に重要な開示の種類の特定や投資家保護への懸念の特定、対処を実施。業界や第三者機関と協働。

②国際機関や規制・監督当局（IPSF（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）、NGFS（気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク）など）と協力して活動。気候変動による脆弱性の問題ではFSB（金融安定理事会）とも協働。

③投資家保護、サステナブルファイナンス関連の問題（ESGデータ提供者の透明性、格付会社等のガバナンス、運用会社のサステナビリティ要素の利用実務、グリーンウォッシング）のケーススタディを実施。

五、ESMA（欧州証券市場監督局）のサステナブルファイナンス戦略

サステナブルファイナンスや気候変動への対応ではEUが他の地域より積極的である⁽⁵⁾。ESMAは証券市場での取組みを強化し、民間資本をサステナブル投資に向ける。サステナブルファイナンス戦略⁽⁶⁾を公表した。ESMAの戦略では、ESG要素をESMAの四分野での活動、すなわち単一ルールブック、監督の収斂、直接監督、リスク評価に組入れる。

(1) 単一ルールブック

サステナビリティを単一ルールブックの開発に組入れ、金融市場参加者のESGに関する透明性

義務とデューデリジェンスプロセス強化を増強することが目標。グリーンウォッシングのリスクを削減、投資家への投資のESG実績に関する情報の提供の比較をより確実にする。

二〇二〇年の主要な優先課題は、金融サービス部門のサステナビリティ関連ディスクロージャー規則であり、ESMAは求められたテクニカルスタンダード作成のため、ESAs（欧州監督当局）の共同委員会の一部として活動する。

(2) 監督の収斂

EU法・規制の整合的、効率的で効果的な適用を確実にし、共通の監督カルチャーに貢献することが目標。ESG要素を各国当局の監督実務に組入れる共通のアプローチが優先課題である。以下の四分野に取り組む。

①各国の監督実務とESG要素に関する要件の対

応関係を開発。ESG要素とサステナブルなビジネスについての扱いに関する理解を改善。

②ESG要素の市場参加者への影響について、各国当局の理解の共有を確実にする。

③ESG要素についてのケーススタディと監督実務についての議論を促進。

④ESG分野でのEU法の監督の収斂を促す手段を開発。非財務情報報告の透明性を促進。

(3) 直接監督

ESG要素に関して、ESMAが直接監督する根拠となる法令はない。短期的には信用等级付の開示実務に関するガイドライン導入が最重要で、気候関連分野のベンチマーク規則にも取り組む。なお、グリーンボンド・スタンダードで新しい監督のマンデートを担う用意がある。

(4) リスク評価

サステナブルファイナンスに関する市場動向を監視し、リスクを特定することが目標。そのために、ESG 関連の市場動向とリスクの監視に利用できる規制データの開発に務め、ESMA の権限内の機関の、気候変動で生じる金融リスク及び移行コストと ESG 要素を分析するために、包括的な分析枠組みの開発を行う。

具体的には、① ESG 市場動向監視の指標開発。② TRV (Trends, Risks and Vulnerabilities) レポートで ESG を扱う。③ 優先順位に沿ったリサーチ作業活動の開始。④ 様々な市場分野のストレステストを含め、気候関連の金融リスクを分析に取り組み。

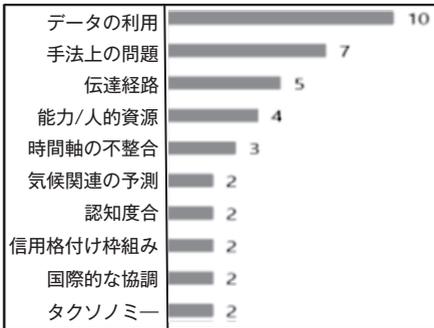
なお、サステナブルファイナンスは新しいトピックであり、伝統的な規制当局にはない専門性が必要であり、双方向の意見交換が求められる。

また、ESMA は、当局間では EBA (欧州銀行監督機構) 及び EIOPA (欧州保険・年金監督局) との協働、国際的には IOSCO との関係・協力が重要である。

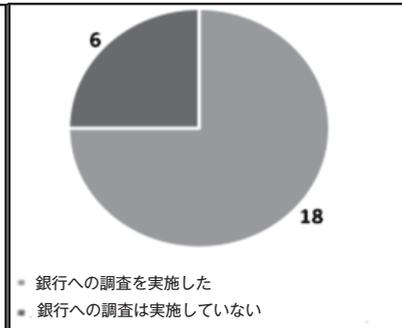
六、バーゼル銀行監督委員会「気候関連金融リスク・現在の取組みに関するサーベイ」

バーゼル委員会も気候変動に関する活動を強化しており、二月のプレスリリースで、気候関連金融リスクのハイレベル・タスクフォース (TF CR) 設立と作業計画に触れている。TF CR は、気候変動関連の金融リスク分析レポート作成 (文献レビュー、銀行システムへのリスク波及経路、測定手法)、リスク軽減のための実効的な監督実務開発に取り組み計画である。

図表3-1：リサーチで認識した課題
(回答数)



図表3-2：銀行のリスク調査実施
(回答数)



〔出所〕 バーゼル委員会「気候関連金融リスクサーベイ」Chart2より作成

〔出所〕 バーゼル委員会「気候関連金融リスクサーベイ」Chart5より作成

四月末にTFCRは「気候関連金融リスク・現在の取組みに関するサーベイ」を公表、二七法域の当局・中央銀行（ECB、EBAを含む）が参加している。各国当局はこの問題を重視しているが、自己資本比率規制での対応の方向性などには相違点もある。

(1) 当局のマנדート

過半数のメンバーが既存の規制・監督枠組みの中で気候関連金融リスク対応が適切だと考えている。かなりの回答者が明示的なマンドートはないが、金融機関の安全性・健全性に影響する可能性があり、金融システム安定への懸念になりうる指摘。一回答者が、気候関連金融リスクを含むESGリスクのマンドートを持つ。

(2) リサーチ

二四回答者が気候関連金融リスクを測定するリサーチを実施。一五はデータの利用可能性、手法の問題、伝達経路の対応付けでの困難などの気候関連金融リスクの評価等についての課題を認識。

伝達経路の質的な検討、金融部門のエクスポージャーの量的推定、シナリオ分析とストレステストなどが行われ、物理的リスクや移行リスクを評価するスコアカードやヒートマップを利用との回答もあつた。二法域がリスクの監視のため K R I (主要リスク指標) を開発中。

一八回答者は、銀行へのサーベイを実施。約半分が銀行の気候関連金融リスク対応は開発の初期的な段階だと指摘。銀行がストレステストを実施しているとの回答は少数。銀行が気候関連金融リスクの開示を実施したとの回答は二〇、未実施は三。過半数が開示は自発的なものだとしている。

約半分は概ね T C F D の提言に基づくものと回答。欧州の七回答者は、二〇二二年に開示規制の実施を計画している。

(3) 規制、監督、自己資本比率規制への組入れでは意見が分かれる

一一回答者が、プリンシプル・ベースの気候関連金融リスクの監督指針を发出、または发出を準備。少数の回答者はリスク軽減のベストプラクティス、識別のため作業中である。

過半数はリスクを資本規制枠組みの要素とは考えず、また、リスクの量的評価ができていないため資本比率規制の第一、第二の柱を適用する短期的計画はないとの回答があつた。ただし、一法域は、金融安定への影響を既存の枠組みに含めることを検討しており、第二の柱の適用は可能だと考える法域もある。

四法域が、健全性規制は他の目的のために調整すべきでない⁽⁶⁾と強調。シグリーン⁽⁷⁾な要素で資本要件を引下げサステナブルファイナンスを強化するのは、リスクが低いことが実証されなければ不適切だとしており、当局間の考え方には違いがある。

七、結びに代えて

サステナブルファイナンスの広がりとともに、ESG情報の比較可能性の改善、投資家保護での懸念、資本再配分の促進などの問題が広く認識され、IOSCOなどの対応が各国当局や市場関係者から期待されている。

資本市場を通じた活動はグローバルなものだが、サステナブルファイナンスの取組みでは、EUが先行するなど、各国の対応にはバラツキもあ

る。市場分断の懸念を抑えるためにも、国際機関や当局間の協調や市場参加者との協力が求められる。IOSCOなどの今後の活動に注目したい。⁽⁶⁾

(注)

(1) IOSCO: "Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO", Final Report, April 2020。本稿は、拙稿：「IOSCO報告書、サステナブルファイナンス及び証券当局とIOSCOの役割」の紹介、当研究所、トビックス、二〇二〇年五月を要約したもの。なお、金融庁： <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20200422.html> を参考にした。

(2) European Securities and Markets Authority: "Strategy on Sustainable Finance", February 2020。参照。 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052_sustainable_finance_strategy.pdf

(3) Basel Committee on Banking Supervision: "Climate-related financial risks: a survey on current initiatives", April 2020。参照。 <https://www.bis.org/bcb/publ/d502.pdf>

(4) IOSCO: "Objectives and Principles of Securities

- Regulation (証券規制の目的と原則)”, May, 2017を参照。
金融庁による仮訳あり。 <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/180305.pdf>
- (5) EUの動向は、江夏あかね「欧州議会と欧州連合理事会によるEUタクソノミー規制案に関する合意」、野村資本市場クォーターリー二〇二〇冬号、及び吉井一洋、鈴木利光、藤野大輝「進むEUサステナブルファイナンスの制度改正」大和総研調査季報、二〇二〇年新春号を参考にした。
- (6) 各国の金融当局・中央銀行は、NGFS（気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク）を通じて気候変動への対応で協力している。NGFSは、五月二七日に「監督当局者向け手引書…気候関連及び環境リスクの健全性監督への組み込み」及び「グリーン、非グリーン及びブラウン金融資産と潜在的なリスク差異に係る金融機関の経験の現状」を公表。
- (7) IMFの国際金融安定性報告書、第五章（五月二九日公表）“Climate Change: Physical Risk and Equity Prices”は、株式市場の気候変動による物理的リスク評価の妥当性を分析している。

（さしだ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー）