

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

令和 2 年 5 月 25 日

佐志田 晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

## 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

### 要約

本稿では、IOSCO が公表した “サステナブルファイナンス及び証券当局と IOSCO の役割” 報告書を紹介する。同報告書は、IOSCO のサステナブルファイナンス・ネットワーク (SFN) で行った調査に基づいて当局や市場関係者の取り組みを紹介。課題及び証券当局と IOSCO に期待される役割を整理した上で、サステナブルファイナンス・タスクフォースを設立して問題に取り組むとの方針を示している。

なお、気候変動リスクやサステナブルファイナンスについては、バーゼル委員会と ESMA (欧州証券市場監督局) も報告書や方針を公表している。補論で簡単に紹介する。

サステナブルに発展する経済への移行と気候変動の影響の軽減は重要であり、金融市場でもサステナブルな発展を促す動きが拡大している。サステナブルな投資手段は、2018 年に 30~80 兆ドルと推定される。また、多くのグローバルな大企業が、気候関連事象へのエクスポージャーの報告を行なっている。だが、サステナブルファイナンスの枠組みには、開示に関連する問題、サステナブルな活動の共通した定義の欠如、グリーンウォッシングなどの投資家保護に関する課題がある。

IOSCO のコア原則は重要情報の開示を求めており、IOSCO 及び証券当局は ESG 関連情報の開示を改善し市場の透明性を促進することで、サステナブルな投資に貢献できる。ESG 関連情報へのアクセスは、投資家保護、効率的なリスク管理と透明性、機能する資本市場、効率的な資本配分の基礎である。ただし、ESG 活動については、第三者機関により複数の基準が作られている。ハイレベルでの共通性はあるが、形式、指標、利用者、対象範囲が異なっているため、投資家は比較が困難になりかねない。

SFN の調査には 34 法域の当局が回答。ESG 関連の問題は明示的には多くの当局のマネージメントに含まれていないが、投資家保護や金融安定など当局の目的達成に重要である。各当局は企業の開示、金融商品の規制や運用会社の規制・監督などに取り組んでいるが、具体的な規則がない場合も少なくない。また、130 の市場関係者 (資産運用会社、監査法人、格付会社、発行体、証券取引所など) からは、法令での規制はないが第三者機関の基準などに基づいて、サステナブルファイナンスに取り組む、開示を行っているとの回答が多かった。

SFN は、文献などのレビューでサステナブルファイナンスに関する第三者機関の枠組みや基準の検討を行っている。発行体が用いる枠組みでは、IIRC (国際統合報告評議会)、

GRI（グローバルレポーティングイニシアティブ）、SASB（サステナビリティ会計基準審議会）が ESG 分野を幅広く対象とし、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をより絞っている。

第三者機関による ESG 活動の枠組みや基準には、相違点があって比較が難しい、遵守状況の検証やモニタリングが欠けている、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。グリーンボンドなどのサステナブルファイナンス関連の商品の基準は、より揃っているとみられる。また、EU などの基準創設の動きもある。

SFN の調査では、多くの市場参加者が透明性促進とグリーンウォッシングの抑止での IOSCO の役割を期待し、基準の収束にも期待が高い。サステナビリティ投資の推進への期待もある。ただし、基準の収束は市場を通じた解決が望ましいとの意見もあり、関係者の合意があるわけではない。

IOSCO は、クロスボーダーで改善すべき分野を特定し、メンバーの知識と専門性を引き出すことができる。IOSCO には ESG 枠組みの比較可能性の確保や基準の改善、クロスボーダーな活動への障害や投資家保護への対応などでの協調・貢献が期待される。

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、そのマンドレートは、透明性への対応と投資家保護の促進の 2 つである。

次のステップとして 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制や投資家保護への懸念の特定、対応を実施。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）とも協調。
- 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。

## 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

公益財団法人日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

### I. はじめに

#### 1. IOSCO がサステナブルファイナンスと気候変動への取組みについての報告書を公表

本稿では IOSCO が 4 月に公表した最終報告書 “Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO (サステナブルファイナンス及び証券当局と IOSCO の役割)” の概要<sup>(1)</sup>を紹介したい。

報告書は、IOSCO がサステナブルファイナンス・ネットワーク (SFN) で行った各国当局や市場関係者の動向などの調査を紹介、課題や IOSCO の役割を整理し、今後はサステナブルファイナンス・タスクフォースを設立して問題に取り組むとの方針を示している。

IOSCO は、サステナブルファイナンス、ESG (報告書では両者を互換的に使用) 関連で 2019 年 1 月に “企業の ESG 情報の開示に関する IOSCO 声明”、2019 年 6 月に “新興市場諸国のサステナブルファイナンスと証券規制・監督当局の役割” を公表。今回の報告書でもそれらに言及している (新興市場諸国報告書に含まれる提言の概要を本稿の補論で紹介)。なお、気候変動リスクやサステナブルファイナンスについては、バーゼル委員会<sup>(3)</sup>と ESMA (欧州証券市場監督局<sup>(4)</sup>) も報告書や方針を公表している。補論で簡単に紹介する。

#### 2. IOSCO のサステナブルファイナンス報告書の構成

報告書の構成は図表 1 の通りであり、IOSCO の基本的な目的である、情報開示や投資家

---

1 IOSCO : ” Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO”, Final Report, April 2020.

なお、金融庁 : <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20200422.html> を参考にした (メディアリリースの仮訳と概要あり)。

2 IOSCO : ”Statement on Disclosure of ESG Matters by Issuers”, January 2019、及び、IOSCO : ” Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators”, Final Report, June 2019 を参照。なお、金融庁が前者の概要をまとめており参考になった。金融庁 : <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20190304-2/20190304-2.html> を参照。

3 Basel Committee on Banking Supervision : ” Climate-related financial risks: a survey on current initiatives”, April 2020. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d502.pdf>

4 European Securities and Markets Authority : ”Strategy on Sustainable Finance” February 2020.

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052\\_sustainable\\_finance\\_strategy.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-105-1052_sustainable_finance_strategy.pdf)

保護、証券規制のクロスボーダーな整合性などの分野での今までの活動を整理し、次いでサステナブルファイナンスや気候変動、ESG 関連分野の動向や各国当局、民間部門の取り組み状況についての SFN の調査結果を報告している。

IOSCO が果たすべき役割については、SFN 調査での各国当局や市場参加者からの期待を踏まえ、他の機関が既に取り組んでいる活動との重複は避けて IOSCO が貢献すべき領域と活動方針をまとめている。

図表1：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. 現行の取り組み概観 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り組み サステナブルファイナンスに関する業界の取り組み 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
付属文書1. IOSCOサステナブルファイナンス・ネットワークのメンバー
付属文書2. 略語一覧
付属文書3. 文献調査の対象となった枠組みと基準
出所：IOSCO, “Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO”, April 2020

## II. サステナブルファイナンスに IOSCO が取り組む背景

### 1. サステナブルファイナンスと金融システムの役割

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ための努力が公的、民間部門で増加、金融市場でも動きがあることを紹介。その動きを概観し、開示等での課題を指摘している。

サステナブルに設計（そう表示）された投資手段の規模は、2018年に30～80兆ドルの範囲と推定される。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（5年以内に発生しうる物理的リスクを含む）を報告、長期的には座礁資産の増加が見込まれる。

サステナブルな経済モデルへの移行は、事業と投資の機会ももたらす。IOSCO コア原則<sup>5)</sup>は重要情報の開示を求めており、重要な移行リスクを検討・開示する企業が増えている。金融システムは、ESG 要素を考慮した投資でサステナブルな経済の発展を支えられている。サステナブルファイナンスを推進するため、金融システムの役割強化策を行いつつある法域もある。新興市場諸国でも、サステナブルファイナンスは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、単一なアプローチはなく、開示も各産業、各国で様々である。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する。サステナブルファイナンスは市場参加者、政策立案者、健全性監督及び証券規制当局の注目を集めている。

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移行のリスクの影響は広範で大きくなりうるため、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。

報告書は、証券規制当局が ESG 関連情報の開示による市場の透明性促進で、サステナブルな投資とサステナブル経済への移行に貢献できるとしている。ESG 関連情報として、企業の気候関連のリスクへのエクスポージャーと機会、対応の戦略は、投資の決定に重要であり、そうした情報へのアクセスは、投資家保護、効率的なリスク管理と透明性、良好に機能する資本市場、効率的な資本配分の基礎である。

サステナビリティ投資の信頼性には、ESG 関連の開示が重要である。投資家や資産運用会社は、自己のガバナンス、戦略、リスク管理と報告で ESG 問題の検討が求められる。サステナビリティ関連の報告には多くの第三者基準が作られているが、その役割は規制による開示とは異なる。様々な基準は、形式、指標、利用者、対象範囲が異なるため、投資家にとって比較が困難になりかねず発行体にも問題となる。地域、国毎の違いはクロスボーダーな金融活動を阻害し、最適でない資本配分と投資家保護の懸念が起きかねない。

## 2. IOSCO の役割

次に報告書は、IOSCO の目的と役割を確認し今までの活動を整理している。IOSCO の

---

<sup>5)</sup> IOSCO: "Objectives and Principles of Securities Regulation (証券規制の目的と原則)", May, 2017 を参照。原則 16 は "財務状況、リスク及び投資家の判断にとって重要なその他の情報は、完全、正確かつ適時に開示されるべきである。" としている (金融庁による仮訳より引用)。 <https://www.fsa.go.jp/inter/ios/180305.pdf>

メンバーは、①投資家の保護、②市場の公正性、効率性、透明性の確保、③システミックリスク削減という中核的な目的を共有する。証券当局の多くと IOSCO は、サステナビリティ問題やサステナブルファイナンス、投資促進に明示的な権限を持たないが、この問題は目的の達成に重大な困難をもたらす。サステナビリティに係る市場動向はグローバルで、IOSCO は協調したアプローチ、クロスボーダーな問題の識別、規制上の争い回避を支援、課題に対処する知識を共有するためのディスカッションフォーラムを提供できる。

報告書は、開示や投資家保護及び規制の相違の影響に関する IOSCO の活動を紹介している。1998 年に“外国発行体によるクロスボーダーの株式募集・上場のための国際開示基準”を公表<sup>(6)</sup>。情報の比較可能性強化だけでなく非財務情報開示基準の開発の重要性も強調。2015 年の“クロスボーダー規制タスクフォース”報告書<sup>(7)</sup>は、クロスボーダーな金融活動に適用される規制の、不一致、不整合、相違、重複に対する市場参加者の懸念に注目。2019 年には、市場分断の悪影響とその要因について“市場分断とクロスボーダー規制”報告書<sup>(8)</sup>を公表。この分野を継続して注視していくとしている。

IOSCO の原則が強調するように、発行体の開示は規制当局が中核的な目的を達成するための重要な手段である。ESG 情報の信頼できる開示は、市場参加者が投資判断でサステナビリティ問題を評価するのに役立ち、価格メカニズムを改善し効率的な資本配分に寄与する。2017 年 2 月に IOSCO 理事会は、“資本調達とサステナビリティの問題での証券市場の役割、及び証券規制の役割の分析”に焦点を合わせることで合意。その後、IOSCO は、ESG 開示についての声明（2019 年 1 月）と新興市場諸国でのサステナブルファイナンスについての報告書（2019 年 6 月）を公表している（注 2 参照）。

発行体が ESG 関連事項は重要だと考えるなら、財務業績や価値創造への影響を開示すべきであり、重要なリスクのガバナンスと監視に関する洞察の提供も促される。新興市場諸国に関しても IOSCO の成長・新興市場委員会は、上述の報告書で、成長・新興市場が資本市場の発展を目指す上でサステナブルファイナンスの問題は特に重要だとしている。

### Ⅲ. サステナブルファイナンス・ネットワークによる各国当局、業界の取組み状況調査

報告書は、IOSCO が 2018 年に設立した SFN（サステナブルファイナンス・ネットワーク）による各国当局や市場参加者の取組み状況調査、ステークホルダーとのミーティ

---

6 IOSCO: “International Disclosure Standards for Cross – Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers”, September 1998 を参照

7 IOSCO: “IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation” Final Report, September 2015 を参照

8 IOSCO : “Market Fragmentation & Cross-border Regulation”, June 2019 を参照。

ング、サステナブルファイナンス関連の第三者機関の枠組みや基準の文献調査を紹介。また、SFN は IOSCO が果たすべき役割への各国当局や関係者の期待も確認している。

## 1. 各国当局の取組み状況の調査

34 の証券規制・監督当局が SFN の取組み状況調査に回答。62%は ESG 関連の問題は規制のマネートに含まれていないと回答している。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。また、当局は、サステナブルファイナンスでの役割には、以下の 1 つ以上が含まれるとしている。

- ・透明性の促進によるサステナブル投資の支援（83%）
- ・グリーンウォッシング（見せかけのサステナビリティによる誤認・誘導）防止（45%）
- ・ESG 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する（41%）
- ・金融機関に対して CSR を促す（28%）
- ・サステナブル投資に向けた資本の再配分を促す（14%）

いくつかの当局は、サステナビリティ規制枠組みをソフトローで補う。ガイドラインが最も多く（34%）。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対象になる。欧州委員会の非財務情報報告の手法に関するガイドラインがその一例である。

企業がコーポレートガバナンスや環境、社会課題で明確な方針を持っていない場合、28%の当局が“従うか説明するか”方針を非財務情報開示にも適用する。また、21%の当局が企業の社会及び環境責任、社会的責任投資、ESG 要素のビジネス戦略への組入れ、ESG リスクの業績への影響の開示指針を公表。7%がサステナブルファイナンスに関する問題を明確にするため、よくある質問と回答などを公表している。

金融商品の登録・承認関連業務を担う当局(回答者全体の 62%)の 28%が、サステナブルと称される金融商品が一定の要件を満たすことを確保する制度があるとしている。商品の募集目論見書では投資判断に重要な ESG 要素の情報を提供すべきだが、13%の当局はサステナブルな商品に明確な要件はないとしている。別の 13%の当局は、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。

52%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 33%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。54%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 64%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、48%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。

## 2. 市場参加者の取組み状況の調査

130以上の市場参加者が、SFNによる業界の取組み状況の調査に回答。内訳は、資産運用会社34、業界団体25、監査法人6、格付会社6、大手発行体13、その他の金融助言・仲介会社26、証券取引所20。その多くは、サステナブルファイナンスを業務に組み入れる法的インセンティブはないと回答。ただし、70%は外部の指針や基準に従い、複数階層の基準に従う機関もある。比率は部門で異なり、資産運用・管理会社67%、業界団体44%、監査法人100%、格付会社33%、大手発行体100%、その他の金融助言・仲介企業91%、証券取引所75%である。

ESG活動や開示の方法、基準について、多くの回答者が様々な外部基準に言及、国際的な手法（格付会社などによるもの）の利用もある。70%以上の回答者がサステナブルファイナンスに関する取組み（国際的、各国、民間、公的、公・民）に参加、60%以上が様々な形式と程度で報告、開示を実施（大手発行体は90%以上）、開示は義務的な場合も自発的な場合もある（両方の場合もあり）。多くの国ではサステナブルな資本市場育成への取組み（グリーンボンドなど）があり、公的及び民間部門の共同で行われる場合が多い。

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（6%）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75%がグリーンボンド、30%がESG関連指数の利用を報告している。

## IV. 第三者機関の枠組みと基準についての文献調査

### 1. 調査の方法と対象

SFNはESG関連の国際的な取組みを文献に基づいてレビューし、確実性、信頼性、対象範囲、比較可能性を検討した。目的は、①当局及び業界が多く利用または参照する枠組みの特定、②共通性と収束傾向を認識し、IOSCOメンバーの有用性評価の助けとするために枠組みの主な特長と性質を抽出、である。以下の5分類を扱った。①企業や発行体を利用するディスクロージャーと報告の原則（計12）、②資産管理会社に適用される原則と枠組み（計4）、③グリーンボンドの原則と分類（計7）、④ESG関連の連合、同盟（計17）、⑤その他（計8）。本報告書では、①、②、③に焦点を当てている。

### 2. 企業、発行体と資産運用会社が用いる原則と枠組み<sup>9)</sup>

発行体が用いる包括的枠組みでは、IIRC（国際統合報告評議会）、GRI（グローバルレ

---

9 各枠組みの比較では、林寿和（ニッセイアセットマネジメント ESG推進室/投資調査室、チーフ・アナリスト）：“多様化するESG情報開示基準等の果たす役割と課題”月刊資本市場2019年7月号及びGPIF委託調査、ニッセイアセットマネジメント：“ESGに関する情報開示についての調査研究”2019年6月公表、が大変参考になった。

ポーティングイニシアティブ)、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。GRIとSASBには細かな基準と指針があるが、IIRCは一般的な枠組みを提供。TCFD(気候関連情報開示タスクフォース)は対象を絞っている。TCFDは、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。この提言は気候関連開示のベンチマークとされ、CRD(コーポレートレポーティングダイアログ)のベターアラインメントプロジェクトでは、各機関の枠組みとTCFD提言を対比している。SASBとCDSB(気候変動開示基準委員会)は、TCFD実施ガイドを公表、各基準を気候関連の開示強化で利用するための情報を提供している。

資産運用会社が利用する枠組みは対象範囲がさらに広く、多くが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。範囲の広さにより様々な金融商品に適用しうる。UN PRI(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る。UN PRIは一般には自発的だが、気候関連報告ではより積極的なアプローチが支持される。2018年にTCFD提言に沿った指標が導入され、2020年から報告の必須化が企図されている(開示は自発的)。

#### (1) 想定される利用者

発行体を用いる枠組み(TCFD、SASB、IIRC)は、主に資本提供者、投資家、貸手を利用者と想定する。TCFDは金融仲介機関等の気候関連開示の改善に加えて、政策当局や中央銀行の行動を促す。当局の対応では、英国PRA(健全性監督機構)が気候変動による金融リスクの管理について声明を公表。NGFS(気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク)は、金融機関と公募債券・株式発行企業にTCFD提言に沿った開示を奨励、当局にはTCFD提言の採択の検討を求めている。欧州委員会や香港証券取引所も発行体のESG活動のガバナンスと開示の改善を求めている。他の取組みの多くは様々な主体が対象だが、大企業などに適用対象を絞ったものもある。

#### (2) 報告の様式と手法

各種の取組みが提供する報告形式には違いがあり、GRI基準は様式を定めているが、他の枠組みでは特定の形式を求めない。発行体への枠組みでは、サステナビリティ関連情報を財務報告に含めようとするものもある。TCFDは、ディスクロージャーを年次財務ファイリングに含めるように提言し、SASB基準も財務情報への統合を目指している。

多くの取組みが、実施を支援するための詳細なガイドライン、実施の指針、ケーススタディなどを提供している。いくつかは目標対比の進展を評価するためKPIを設定すべきだとしているが、目標やKPIを決める手法の指針は限定的である。多くの枠組みが、多様な目的を考慮すれば、報告する事業体は自ら目標を定めKPIを定義すべきだとしている。

### (3) 基準指標と定義の問題

異なる枠組みでは、対象範囲や想定する利用者の違いで定義が異なるが、ハイレベルの原則はかなり合致し、多くが、(i)報告のタイムリーさと経時的な一貫性、(ii)重要性和完全性、(iii)明確さと一貫性、(iv)客観性、信頼性と分かりやすさ、の4点に基づいている。

ハイレベルでは、主要枠組み間（SASB、GRI、IIRC）や IOSCO の開示原則とはかなり関連性があり、意思決定に有用な重要情報の開示が大切だとの認識は共通する。だが、細かなレベル、基準指標で違いがあり、各枠組みが同じ指標を対象としないという相違もある。いくつかの枠組みはベターアラインメントプロジェクトで協働しており、CRD によれば、これらの枠組みは TCFD 提言の基準にハイレベルで合致している。また、TCFD に含まれる説明的な指標の約 80%は、CDP、GRI 及び SASB にも含まれる。

### (4) 遵守状況とモニタリング

枠組みの実施状況をモニタリングする効果的な手段の欠如も課題の一つである。枠組みの多くがハイレベル、自発的であり拘束力がない。ただし、ESG 情報のモニタリングと実施の法的枠組みを採択した国もある（EU 内の非財務情報指令に沿った措置など）。

大多数の取組みには実施と遵守状況の外部評価の規定がなく、非財務情報報告書が特定の基準に準拠して作成され、ESG 要素等に関して客観的な見解を表しているかは、保証がない。枠組みの実施・遵守をモニタリングする仕組みをより発展させる必要がある。

### (5) 第三者枠組みのガバナンス

多くの枠組みでガバナンス、監督とコントロールが不明確で、公益に基づく監視と利益相反抑止のための複数階層のガバナンス構造がない。民間主導が多く公的組織や国際機関主導は少ない。運用会社が用いる枠組みは民間部門主導で一部が国連に支援されている。

活動の資金源は様々で利益相反管理の兆候は限られる。IIRC や国連の取組みでは、意思決定やモニタリングのため、ステークホルダーの理事会や評議会がある。一方、取組みの多くには市場とサステナブルファイナンスの動向を捉え、原則や報告枠組みを更新するプロセスがあるが、民間部門主導の場合、基準制定手続きや手法の情報はほとんどない。

ただし、いくつかの枠組みは手続きの詳細や協議メカニズムを制定している。SASB と GRI では国際財務基準設定主体とかなり揃ったプロセスがあり、アジェンダの協議、リサーチプロジェクトへのフィードバックの要請、提供した基準（案）に対するステークホルダーからのインプット取得があり、導入後の検討プロセスも含まれる。これらの枠組みには、手続きの手順やハンドブックと共に専任の手続き監視グループの委員会がある。

### 3. グリーンボンドとサステナブルボンドの諸原則と基準<sup>(10)</sup>

グリーンボンドについての原則はより発展し、各基準がより揃っている。枠組みの大半が環境問題全般に焦点を合わせており、グリーンボンドを対象としている。CBI（気候債券イニシアティブ）の気候債券基準が気候変動に焦点を当てた唯一の枠組みである。

取組みの大半が自発的で、発行体などのディスクロージャー枠組みと同様な懸念がある。ただし、中国の“Green Bond Endorsed Project Catalogue（グリーンボンド適格プロジェクトカタログ）”は公的部門の裏付けがある。また、EUはサステナブルファイナンス行動計画でグリーンボンド基準の開発を進め、テクニカルエキスパートグループは、欧州委員会によるグリーンボンド基準の創設を提案している。

国際資本市場協会のグリーンボンド原則（ICMA GBP）は、市場での広範な利用を企図し、発行体にグリーンボンド発行の主要な構成要素の指針を提供する。投資家にはグリーンボンド投資の環境への影響評価に必要な情報の確保を助け、ディスクロージャー標準化で取引を促して引受け業者を支援する。

### 4. グリーン・タクソノミー（分類法）

グローバルなサステナブルファイナンスへの取組みの多様さと急増を考えれば、タクソノミーには一貫性と比較可能性を促す潜在的な役割があり、特定と分類を支援してサステナブルな活動への投資を促すことに貢献できるだろう。だが、国、産業、資産による多様性と、よりサステナブルなものか否かをどう判断するかによる問題がある。

EU<sup>(11)</sup>では、2019年12月に欧州議会と欧州理事会がサステナブル投資を促す枠組み（タクソノミー）の提案で合意した。“環境面でサステナブルな経済活動”に適切な活動とは、(i) 1つ以上の環境目標に関してサステナビリティに貢献、(ii) 他のいかなる環境目標にも著しい害を及ぼさず、(iii) 最低限の社会的セーフガードを遵守し、(iv) 技術的なスクリーニング基準に適合する、もの。タクソノミー規則で欧州委員会には、多様なステークホルダーによるサステナブルファイナンス・プラットフォームからの詳細で調整された技術的なインプットに基づいて、スクリーニング基準を策定する権限が委託される。

---

10 金融庁委託調査、三菱UFJリサーチ&コンサルティング：「EU、中国、国際標準化機構（ISO）等が進めるグリーンファイナンス・サステナブルファイナンスに係る金融の標準化の取組に関する調査」平成31年3月、を参照した。

11 EUのサステナブルファイナンスの動向については、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2020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、2020年新春号を参考にさせていただいた。

中国のグリーンボンド適格プロジェクトカタログは、複数次元の環境ベネフィットを定義の基準としている。カタログは、環境面のベネフィットと中国の国家産業政策によってプロジェクトを優先順位付けするものであり、詳細な説明と基準の定義が含まれている。

#### IV. SFN による証券規制当局の役割、IOSCO への期待についての調査

SFN は 2019 年 5 月に、証券規制・監督当局と業界関係者と市場参加者への調査を行った。調査には 34 証券規制・監督当局と 130 市場参加者が回答。業界の回答の 60%は欧州地域で、アジア太平洋が 22%、米州地域が 16%、アフリカ・中東地域は 2%だった。

この調査の目的は、以下について理解を深めることである。

- ・ IOSCO メンバーや他のステークホルダーのサステナブルファイナンスへの取組みは、証券規制・監督当局の役割と活動にどう係るか
- ・ IOSCO メンバー 諸国の市場参加者と証券規制・監督当局の国際的な取組みへの見方
- ・ 証券規制・監督当局は、サステナビリティの問題、特に非財務情報ディスクロージャーにどう対応し、何が主要な課題となっているか
- ・ IOSCO と証券規制・監督当局がサステナブルファイナンスの分野で果たしうる役割

#### 1. 証券規制・監督当局の回答

##### (1) 回答の概要

当局からの回答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、金融システム及び個別金融機関の金融リスクの源泉であることが、ますます認識されている。
- ・ 当局は、重要な情報の開示とリスク管理を、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として特定。何がサステナブル投資かを明確化するだけでなく、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。
- ・ 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となりうるリスクを検討するのを確実にするための対策を講じつつある。
- ・ 当局の約 75%がサステナブルファイナンスに関する取組み（国内民間部門、公的部門、公的及び民間によるもの）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、IOSCO が将来的に重要な役割を担うとみている。
- ・ 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いる。
- ・ 半分以上の回答者が、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デートを果たす中で、サステナビリティに関する機能を果たすとしている。
- ・ いくつか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デートはないとしている。回答した 34

の当局の中で 13 だけがサステナビリティ促進のマンデートがあるとしている。

なお、72%の当局がサステナブルファイナンスの取組みへの参加によって、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。

48%（16）の当局が、国際基準や第三者機関枠組みの利用を報告。GRI10、TCFD9、IIRC8、ICMA GBP7、CDP7 である。他方、国際基準や第三者機関の枠組みを採択、承認、参照しない理由としては、①サステナブルファイナンス等では市場の見解は未発達、統一された枠組みがない、②欧州では（調査時点で）タクソノミーなど、EU の行動計画の議論中、③民間主導の基準には国際レベルの正式な承認がない、などがある。

## （2）国際的な協調と IOSCO の役割

86%が国際的な監督・規制当局の協調が必要な課題を認識し、38%は何がサステナブル投資を構成するかのもろさ及びディスクロージャーに関する共通の理解の達成を望んでいる。いくつかの当局は、欧州委員会や TCFD の既存の作業に基づくことを示唆する。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、13%だけである。ただし、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さらなる協調を提案している。グローバルレベルでの行動の必要性が認識され、83%の当局が IOSCO の役割を提案している。

## 2. 市場参加者の見解

### （1）回答の概要

市場参加者の回答の概要は以下の通り。

- ・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、手段としては、規制措置、市場による解決、または両者の組合せが考えられる。
- ・2019 年 6 月のステークホルダーミーティングでのフィードバックと整合的だが、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増加が当局の役割だとしている。回答者間の相違点としては、いっそうの規制への支持とソフトローの選好とがある。
- ・これもステークホルダーミーティングと整合的だが、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について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、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ある。グリーンウォッシングと不適正販売に

関連するリスクも規制・監督当局が役割を果たすべき問題である。

## (2) グローバルなサステナブルファイナンスの取組みへの参加

様々な取組みが支持され、最も多いのは TCFD、UNEP FI と UN PRI、UN グローバルコンパクト、CDP である。資産運用会社の 50%以上が一つ以上の取組みに参加し、UN PRI、TCFD と CDP が参照されている。取組みへの参加でより多くの知識が得られ、参加者間の情報共有が促され、ベストプラクティスの開発と共有ができる。

76%の回答者が、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おり、GRI と UN PRI の利用が多かった。発行体は全てが対応し GRI が一般的(11)。監査法人も全てが対応し GRI が最多(5)。証券取引所は 86%が対応し GRI が最多。一方、資産運用・管理会社では 65%、業界団体は 56%が対応し UN PRI が最多である。金融助言・仲介会社では 88%が対応し PRI と GRI が多く、格付会社では 60%が対応していた。

第三者の報告枠組みはしばしば“重要性（マテリアリティ）”に言及するが、ESG 開示で何が重要かの一般的定義やガイダンスはない。また、投資家の観点からは、財務上の問題を越える分野への重要性枠組みの適用には疑問もある。市場主導の努力として、第三者基準設定者同士の対話や幅広い市場で利用できる枠組みの開発が増えている。同様なビジネスの企業の間での比較可能性を促すため、特定の業種の実務に合わせた ESG 関連情報基準を開発した第三者グループもある。

## (3) 国際的な協調、規制、及び IOSCO の役割

81%の市場参加者が、透明性の促進でクロスボーダーの協力と情報共有をもたらす当局の役割を認識している。グリーンウォッシングや不適正販売への対応が当局の役割との指摘も多い。サステナブル投資の特定と促進での一層の役割を支持する回答者もあった。

65%の回答者が基準の収束が必要と指摘、規制が 38%、市場での解決 19%、両者の組み合わせ 9%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。

40%の回答者が、ESG 開示やサステナブル報告ではクロスボーダーの課題があるとしている。開示枠組みなどの標準化と地域毎の必要性のバランスを取ることは、主要な課題である。業界関係者の一般的な見方では、サステナブルファイナンスの発展には信頼できるデータや比較可能性を促進する基準の欠如などの障害がある。

38%の回答者が、ESG 関連の国際基準の開発での当局の協調が望ましいとしている。多

くの回答者が、共通の指針が有用とし、その大半が規制・監督当局と市場参加者の共同での指針開発を提案している。IOSCO はグローバルな協調と規制の収束に焦点を当てるべきだとの回答があり、8%が既存の基準の標準化のため他の国際基準設定主体と協働すべきだとしている。一方、提言の公表や国際基準の設定をすべきだとの回答もある。ただし、40%の回答者は IOSCO と SFN の将来の活動を提案していない。

図表2：当局の役割についての市場参加者の見方		
回答者（計130）	数	当局の役割
資産運用会社	34	透明性促進 65%
		グリーンウォッシング防止 50%
業界団体	25	透明性促進 60%
		グリーンウォッシング防止 56%
監査法人	6	透明性促進 83%
		グリーンウォッシング防止 67%
格付け会社	6	透明性促進 67%
		グリーンウォッシング防止 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 70%
		グリーンウォッシング防止 48%
証券取引所	20	透明性促進 75%
		グリーンウォッシング防止 50%
出所：IOSCO, “Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO”, April 2020		

### 3. 主要な結論と改善が必要な分野

SFN の作業結果は、サステナブルファイナンスに関する課題での継続的な活動への支持を示している。気候関連のリスクが企業の業務運営と投資家の意思決定に重要である。リスクの理解、管理及び重要な場合の開示を確実にする当局の対策も認識されている。多くの投資家が ESG 関連の問題を投資戦略に統合している。発行体と運用会社等には、ESG 情報の需要が高まっている。一方、多くのステークホルダーは、比較可能性に懸念を示している。調査では、第三者機関／非規制ディスクロージャー枠組みは、異なる目的に対応しているため、かなり違いがあるとされている（特に定義と KPI での相違）。

#### (1) 3つの循環する問題

調査結果からは、①多数のかつ多様なサステナビリティ枠組みと基準、②サステナブルな活動の共通する定義の欠如、③グリーンウォッシングなど投資家保護の問題、という3つに問題を要約できる。多くの発行体と資産運用会社がクロスボーダーで活動するために異なる規制枠組みの対象になりかねないことや、目的や要件が整合的でない多数の地域や国際的な第三者機関の取組みに関わっていることによって、問題が悪化しかねない。

### ①多数のかつ多様なサステナビリティ枠組みと基準

ESG 枠組みの多様さと自発的な性質が、市場参加者にとっての信頼性と有用さを減少させたかもしれない。中央銀行と監督当局も信頼できる開示の欠如とそれが金融機関や金融システムのリスク評価に及ぼす影響を懸念している。気候関連の報告では（TCFD 提言に賛同した場合でも）ギャップがある。

枠組みの遵守状況のモニタリングメカニズムが未発達で、非財務情報報告が適切に作成されたかの外部認証メカニズムが欠けている。一方、異なる企業や活動はサステナブルリスクの異なる側面の影響を受けるため、比較可能性と柔軟性のバランスが強調される。企業や資産運用会社が状況に応じた情報を投資家に提供するには柔軟さが重要である。

### ②サステナブルな活動の共通する定義の欠如

市場参加者は、サステナブル投資やサステナブルリスクが何を意味するか共通の定義が欠け、また、関連のデータがないか質が低いとしている。この問題は、透明性や重要な情報の比較可能性に関する困難を高める。これは回答者が強調した様々な側面に関連する。

関連する重要な情報の必要性や何を開示すべきかを知るには、発行体は何が投資の意思決定に重要か知る必要がある。タクソノミーの課題やサステナブル／グリーン活動のグローバルに合意された定義の欠如が問題となる。産業、地域、資産クラスによる違いが合意を困難にし、各投資家にとってどんな ESG 情報が重要かは、考慮する目的や社会的な価値による違いがあり、規制当局、発行体及び投資家に更なる難題をもたらす。

### ③グリーンウォッシングなどの投資家保護の問題

ESG 投資への需要増と第三者機関の ESG 枠組みの発達と共に、投資家保護の課題（グリーンウォッシングなど）が生じている。自発的枠組みの多様性と投資家が既存の用語で混乱するリスク、統一されたタクソノミーの欠如が問題を悪化させかねない。

投資家保護の問題は、企業のサステナブル実務に関して投資家が欺かれないことを確実なものにする効果的な保証プロセスの欠如からも生じる。企業の ESG データの利用可能性と質、報告枠組み自体の完全性、企業による枠組みの遵守状況、などの側面から問題が生じ、サステナビリティ関連情報や投資市場への投資家の信頼を損ないかねない。

### (2) サステナビリティ関連の開示は開発中

サステナビリティ関連の開示は比較的新しい概念であり、複数の枠組みの存在は投資家と企業の問題になる。開示の改善は、クロスボーダーな活動を促し、経済的な効率を増加させ、投資家により良く、より比較可能で意思決定に有用な情報を提供する。

財務会計は同様な困難を経験している。異なる基準に基づく財務諸表の比較の問題に対し、IOSCO や世銀、FSB、G20 等の組織は、グローバルな会計基準の開発を促した。今日では世界中の多くの企業が IFRS と US-GAAP という 2 つの主要な基準のどちらかを遵守している。ただし、サステナビリティ関連の開示は、非財務でフォワードルッキングなリスクに基づくため、財務情報とは異なる課題を提起している。

(3) 現行の対応策～サステナビリティ関連開示の比較可能性改善への動き  
報告書は比較可能性改善への動きと課題を整理している。

#### ① 枠組みと要件を揃える

異なる報告枠組みには異なる目的と利用者があることに留意しつつ、各枠組みをより統合的なものにできるだろう。それによって明確さを高め、共通の理解を確実にできる。同時に、比較可能性はそのコストや、重要でないか誤解を招く開示が増加する問題とバランスを取る必要がある。こうした作業は既に始まっている。CRD はベターアライメントプロジェクトで、各枠組みと TCFD 提言の整合性を調査している。このプロジェクトは、参加する枠組みの協調と協力を強め、枠組みの共通性、相違、固有の特徴と、どうすれば ESG 情報を主たる（財務）報告にいっそう統合できるかを、より理解するのに役立つだろう。

#### ② ディスクロージャーの重要な構成要素を特定する

同様に、基準や尺度、指標についての国際的な協調を通じてディスクロージャーをより揃えることができるだろう。ESG 商品の表示のクロスボーダーなアプローチに共通の理解を促し、クロスボーダーで活動する発行体の効率性を高め、この分野への資本の移動を支援できる。企業が開示した情報の透明性を促す努力は進行中であり、金融機関や他のステークホルダーの一層の理解を促進できる。

情報の利用可能性が ESG 問題を意思決定のプロセスに組み入れることを促す。主要な開示要素の特定が重要な一歩であり、業界及び当局主導の努力が進行中である。NGFS は、当局と金融機関が気候関連のリスクと機会の評価を強化するのに必要なデータの詳細なリストの作成作業を開始する意向を示している。

#### ③ 公に対する説明責任の増強と保証基準

国際財務報告と監査枠組みは、IOSCO がサステナブルファイナンスに関連する問題を検討する際に情報を提供する。民間組織が発行したもので各国が正式に採択しないと効果がないにもかかわらず、IFRS と ISA 基準のグローバルな採択のレベル、高品質の国際基準としての認知及び国際的な正統性は、かなり多くがガバナンス構造によるものだ。

基準の成功は、以下に依存する。(i) 基準設定主体の公に対する説明責任と独立性、

(ii) 厳格、透明で参加型の適正手続き、(iii) 明確なミッションステートメントと中心的な対象者、(iv) 公表された情報の保証基準、(v) 特定の会計上の問題に焦点を合わせた、新しい基準設定のトピックス選択での厳格なプロセス。

#### ④投資の意思決定プロセスにおける ESG 要素の統合での資産運用会社の関与増加

資産運用会社が ESG 要素をリスク管理と投資戦略にどう組み入れるか、規制当局が資産運用会社のアプローチの監督をどう考えるかは、さらなる議論がありうる。UN PRI による米国の ERISA のプランスポンサーのケーススタディは参考にできる。また、NGFS は、銀行及び保険監督当局の気候・環境関連のリスク管理の指針の作業中である。

リスク管理と投資戦略での ESG 格付の役割増大と、格付に基づく新たな市場指標の開発を考えると、ESG 格付に関連する新たなリスクの可能性を探索すべきだろう。検討すべきトピックスには、最近の市場状況の変化と市場集中の高まり、金融仲介機関での ESG 格付とスコアの役割、手法の透明性、ガバナンスと利益相反の管理の問題、が含まれる。

## V. サステナブルファイナンスでの IOSCO の取組み

### 1. IOSCO が果たすべき役割

SFN の調査は、証券規制当局が果たすべき役割を示している。80%以上の市場参加者が透明性促進とグリーンウォッシングでの役割、65%は基準の収束を期待する。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、他の機関 (TCFD、IPSF、NGFS) の活動を考慮し、クロスボーダーで改善すべき分野を特定して IOSCO 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だろう。IOSCO は (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量と質の提供を促す。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 (特に気候変動について) の増強と採択にどの程度有効かを検討している。

自発的開示の拡大、採択に証券法・規制がどれだけ重要かを検討するのは難しい。企業に重要情報を開示させる既存の法的強制力がある要件は、ESG に関する第三者枠組みや基準が求める開示や、規制上のファイリング以外で提供される文書で開示された場合には、適用されないだろう。ESG 開示はフォワードルッキングで、仮定のシナリオに基づくことが多く、その前提は本質的に不確実である。意思決定に有用かもしれない ESG 開示と従来型の証券法・規制の領域に入る情報開示は大きなギャップがありうる。

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。第三者枠組みの間に一貫

性、比較可能性が欠けるとクロスボーダーな活動に障害が生じ、投資家保護への懸念を高めかねない。発行体の ESG 開示では、国際的なレベルで一貫した実務を達成するため異なる基準の協調が必要だと多くの関係者が指摘している。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ないものにしかねない。

## 2. IOSCO による次のステップ

IOSCO は、サステナブルタスクフォース（STF）を設立する。STF のマンデートは、①透明性への対応、②投資家保護の促進の 2 つであり、以下の作業に焦点を合わせる。

(1) 開示の改善のため、①投資家に重要（意思決定に役立つ）な証券規制の監督・規制上の権限範囲に含まれる開示の種類を特定し、開発する。②IOSCO メンバーがグリーンウォッシングなど投資家保護への懸念を特定、対処することを支援する。タスクフォースは、作業の一環として、産業に固有なもの、あるいはより広範な指標が、意思決定に有用な情報や発行体間の比較可能性を提供するかを評価するために、種々の開示を調査する。タスクフォースは、業界や開示基準設定の自発的な第三者機関などと協働する。

(2) 努力の重複を避け、規制・監督アプローチの協調を強化するため、他の国際機関や規制・監督当局（IPSF、NGFS 等）と協力して活動する。気候変動による脆弱性では FSB の脆弱性評価常設委員会（SCAV）の脆弱性分析グループ（AGV）とも協調する。

(3) 透明性、投資家保護及び他のサステナブルファイナンス関連の問題、①ESG データ提供者の透明性、②格付会社と ESG 評価機関の手法とガバナンス開示、③資産運用会社の投資の意思決定プロセスでのサステナビリティ要素の利用に関する実務と経験、④サステナブル投資商品市場でのグリーンウォッシングリスク、のケーススタディを行う。

## VI. 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 がこの問題に対応することへの各国当局や市場関係者の期待が高まってきている。

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に関しては、EU で先行した取組みがみられるなど、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などで IOSCO がこの分野の発展に果たす役割を期待し、今後の活動に注目していきたい。

以上

補論 I：バーゼル委員会「気候関連金融リスク：現在の取組みに関するサーベイ」の概要

バーゼル銀行監督委員会は、気候関連金融リスクのハイレベル・タスクフォース（high-level Task Force on Climate-related Financial Risks：TFCR）を設立（オランダ銀行のエルダーソン理事（NGFS 議長）とニューヨーク連銀のスティローEVP が共同議長）。

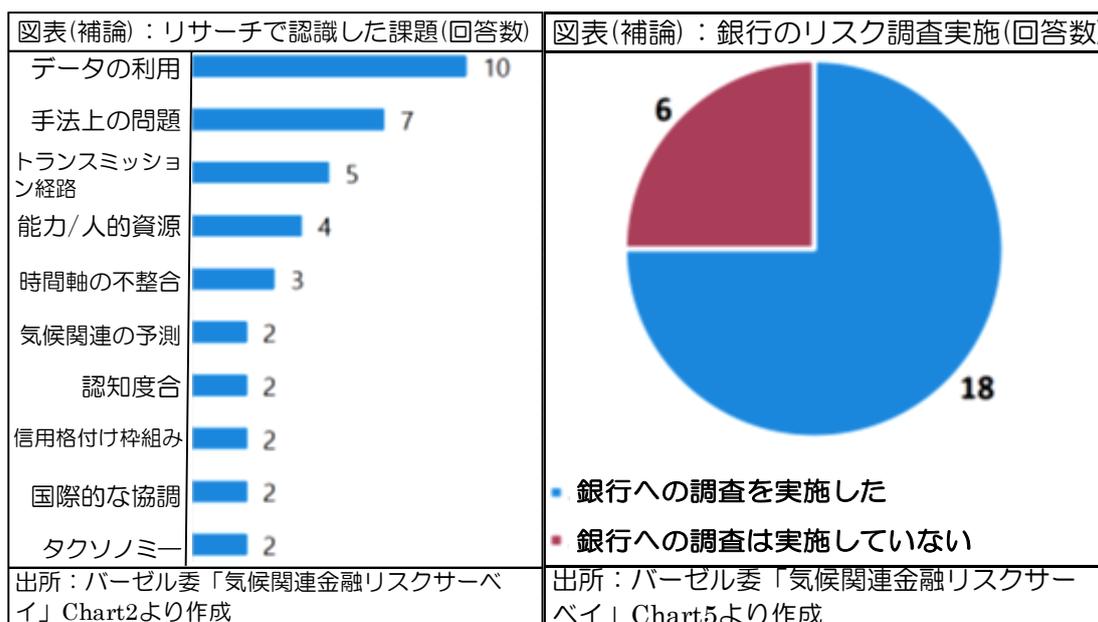
TFCR は、①気候関連金融リスクへのバーゼル委メンバーの既存の規制・監督での取組みの調査、②文献レビュー、測定手法についてのレポートや銀行システムへの気候関連金融リスクのトランスミッション経路のレポートを含む分析レポート、③気候関連金融リスクを軽減するために実効的な監督実務の開発、に取り組む。

4 月末「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。27 法域の当局・中央銀行（ECB、EBA を含む）が回答（質問により回答数は異なる）、概要を紹介する。

1. 当局のマネート：過半数のメンバーが気候関連金融リスクに対して既存の規制・監督枠組みの中での対応が適切だと考える

・かなり多くの回答者が気候関連金融リスクについて明示的なマネートはないが、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と指摘。1 回答者は、気候関連金融リスクを含む ESG リスクのマネートを持つ。

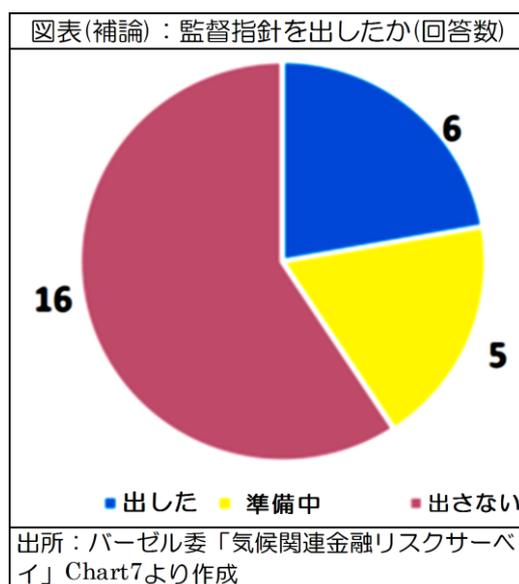
2. リサーチ：24 回答者が気候関連金融リスクの測定のリサーチを実施。ただし、15 はデータの利用可能性、手法の問題、トランスミッション経路の対応付けでの困難などの気候関連金融リスクの評価等についての課題を認識。



- ・リサーチのアプローチは、トランスミッション経路についての質的な検討、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
- ・具体的な物理的リスクや移行リスクの重要性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が少数あり。2 法域がリスクの監視のため KRI(主要リスク指標)を開発中。
- ・23 回答者が、コンファレンスやスピーチなどで銀行に気候関連金融リスクについて提起。18 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との回答は 20、実施していないは 3。過半数が開示は自発的との回答。開示要件を導入との回答もあった。ほぼ半分が、銀行が概ね TCFD の提言に基づいていると回答。欧州の 7 回答者は、2022 年に開示規制の実施を計画。

3. 規制、監督：11 回答者（約 5 分の 2）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（ガバナンス、戦略、リスク管理について等）を発出、または発出を準備。加えて、少数の回答者はリスク軽減の“ベストプラクティス”識別のために作業中。



- ・過半数はリスクを資本規制枠組みの要素にはせず、そうしようと考えていない。いくつかの法域は、当局は気候関連金融リスクの量的評価ができていない、このため資本比率規制の第 1、第 2 の柱を適用する短期的計画はないと回答。

- ・一方、1 法域が、金融安定への影響を既存の枠組みに含めることを検討中。いくつかの回答は、気候関連金融リスクへの第 2 の柱の適用は可能だと考えている。

- ・4 法域は、健全性規制はそれ以外の目的のために調整すべきでないと強調。“グリーン”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、“グリーン”なエクスポージャーの金融リスクが低いと実証されなければ不適切だ、としている。

## 補論Ⅱ：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

ESMA（欧州証券市場監督局）は、2020年2月に“Strategy on Sustainable Finance”を公表した。これは、欧州委員会のサステナブルファイナンス行動計画に沿って、民間資本をサステナブル投資に向け、透明性と長期志向を促そうとするもの。

プレスリリースによれば、ESMAの優先課題は以下の通り。

- ・ディスクロージャー規則により透明性義務の規制枠組みを完成させる。共同のテクニカルスタンダード作成のためESMAは、EBA（欧州銀行監督機構）及びEIOPA（欧州保険・年金監督局）と協働する。
- ・サステナブルファイナンスの動向（trends）、リスク（risks）、脆弱性（vulnerabilities）について、TRV（Trends Risks and Vulnerabilities）レポートで1章を割いて報告。これはグリーンボンド、ESG投資及び排出枠取引の指標を含む。
- ・様々な市場区分でのストレステストの可能性を含め、気候変動による金融リスクを分析するためにデータを利用する。
- ・グリーンウォッシングのリスク軽減、不適正販売慣行の防止と非財務情報報告での透明性と信頼性の促進に焦点を当て、ESG要素についての各国の監督実務の収斂に取り組む。
- ・EUのサステナブルファイナンス・プラットフォームに参加して、EUタクソノミーの開発と維持を行い、サステナブルファイナンスでの資本の流れを監視する。
- ・ESMAが直接監督する機関でESGガイドラインの遵守を確かにするるとともに、サステナブルファイナンスに関する新たな監督のマンデートを受入れる用意がある。

ESMAのサステナブルファイナンス戦略では、ESG要素をESMAの4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。各分野での目標と方法論、成果物は下記の通り。なお、ESMAと各国当局の専門家によるサステナビリティに関する協調ネットワーク（CNS）を活用していく。

### （1）単一ルールブック

- ・目標：サステナビリティを単一ルールブックの開発に組入れる。強化された規制枠組みは、単一の基準を通じて、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。グリーンウォッシングのリスクの減少と投資家に投資のESG実績に関する情報を提供し比較ができることを確実にする。
  - ・方法論と成果物：規則、指令（ディスクロージャー規則等）に基づくテクニカルスタンダードやアドバイスの開発ではサステナビリティ要素を効果的かつ比例的に組入れる。
- サステナブルファイナンス以外のスタンダードの場合も、サステナビリティ要素が適切かを考慮し、そうした検討はプロセスの初期に行うことが望ましい。既存のテクニカルスタンダードのレビューでもESG要素を考慮する。

2020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のディスクロージャー要件を通じた透明性義務の達成。ESMAは求められたテクニカルスタンダード作成のため（タクソノミー規則案への対応を含め）、ESAsの共同委員会の一部として活動。また、欧州委員会のグリーンディールの実現を支える。

## (2) 監督の収斂

- ・目標：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。法令の様々な分野に亘るESG要素の広汎性を考慮すると、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、監督の収斂でのESMAの優先課題。
- ・方法論と成果物：以下の4分野で介入
  - a. 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。各国での現行の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する。
  - b. ESG要素の影響についての各国当局間の認識を深める。ESG要素が市場参加者にどう影響するかについて各国当局が理解を共有することを確実にする。
  - c. ESG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。グリーンウォッシングのリスク軽減と不適正販売の防止に焦点を合わせる。
  - d. ESG分野でのEU法の監督の収斂を促す手段を開発。グリーンウォッシングのリスク軽減と不適正販売や不当表示の防止、非財務情報報告の透明性促進に焦点を合わせる。

## (3) 直接監督

ESG要素に関してESMAの直接監督の根拠となる法令はないため、短期的には最重要な任務は信用格付の開示実務に関するガイドラインの導入。これは格付会社にESG要素が格付変更の主要な要因となるかについていっそうの透明性を求めるもの。

気候関連分野でのベンチマーク規則にも取り組む。なお、求められればグリーンボンドスタンダードなどでの新たな監督のマンデートを受入れる用意がある。

## (4) リスク評価

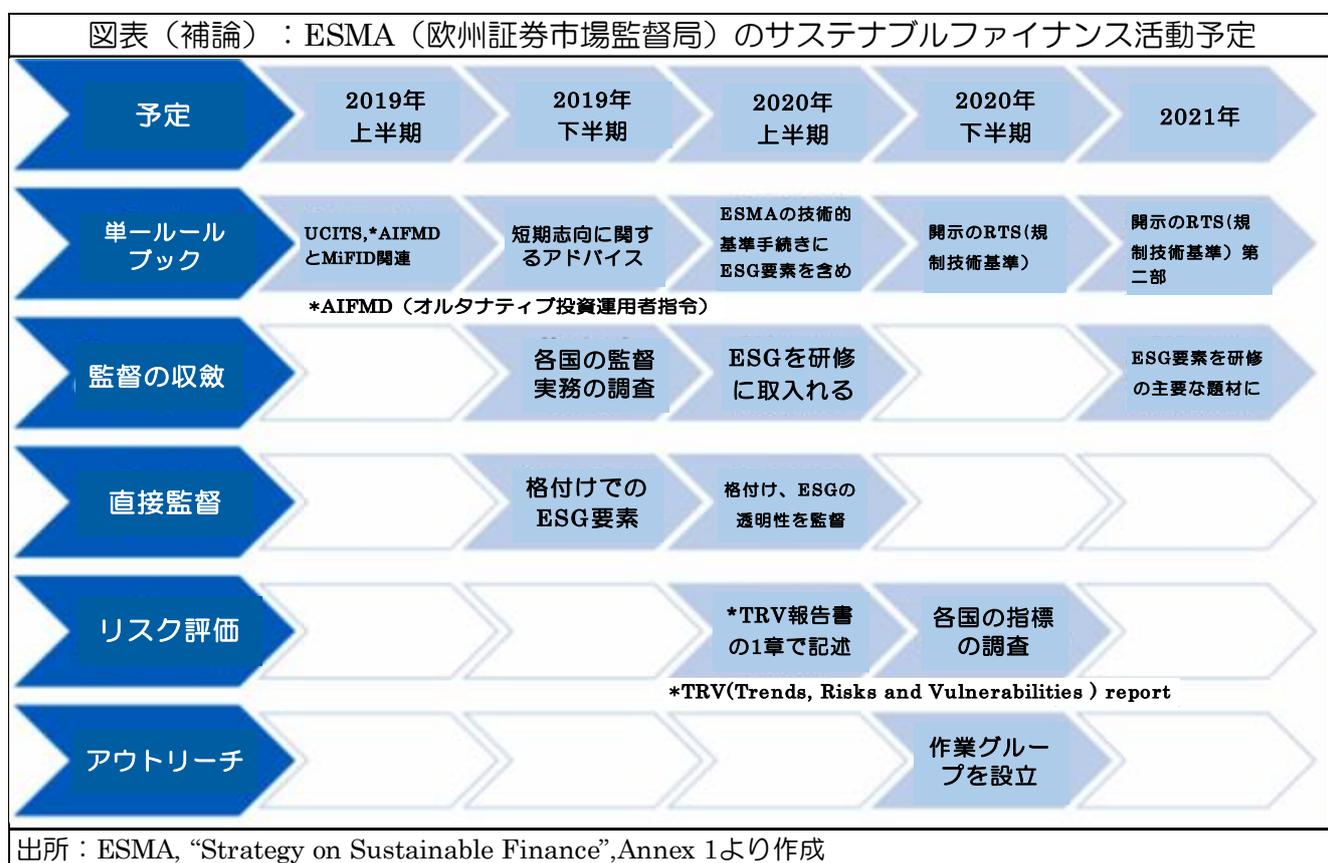
- ・目標：サステナブルファイナンスに関する市場動向を監視し、リスクを特定する。
- ・データ：ESG関連の市場動向とリスクの監視に利用できる規制データの開発に務める。
- ・方法論：ESMAの権限内の機関の気候変動で生じる金融リスク及び移行コストと、ESG要素を分析するため、EUレベルの手段や指標を含め、包括的な分析枠組みを開発する。
- ・成果物：
  - a. ESG市場動向を監視する指標の開発。
  - b. TRV (Trends, Risks and Vulnerabilities) レポートの1章をESGに充てる。
  - c. ESMAの優先順位に沿ってリサーチ作業活動を開始。
  - d. データの利用可能性を前提として、様々な市場分野のストレステストを含め、気候関連による金融リスクの分析を行う。

(5) アウトリーチ/コミュニケーション

サステナブルファイナンスは新しいトピックであり、伝統的な金融市場規制当局にはない専門性が必要。また、ESMAの既存の活動領域に広く及ぶ横断的トピックでもある。このためコミュニケーションでは双方向の意見交換が必要。

監督機関の間では、ESMAは共同委員会の下でEBA及びEIOPAと協働する。また、環境や社会に関する専門性を持つ欧州環境庁、欧州基本権庁と交流する。

ESMAはEUのサステナブルファイナンス・ネットワークに参加し、サステナブル投資のタクソノミーの維持と資本の流れの監視の役割を担う。また、欧州の枠組みが国際的なものに揃っていることを確かにするためには、IOSCOとの関係・協力が重要である。



補論Ⅲ：新興市場でのサステナブルファイナンスと証券規制当局の役割（提言）

IOSCO が 2019 年 6 月に公表した報告書 “Sustainable finance in emerging markets and the role of securities regulators” は 10 項目の提言を含む。提言は IOSCO の原則 16（発行体の開示）と 26（集団投資スキームの開示）を踏まえたものである。

提言 1：**ESG 固有の問題を全般的なリスク評価とガバナンスに統合する。**発行体及びその他の規制対象機関は、重要な ESG 固有の問題を、全般的なリスク評価と取締役会レベルを含む当該機関のガバナンスに統合すべきである。

提言 2：**機関投資家。**資産運用会社と資産オーナーを含む機関投資家は、自己のフィデューシャリー・デューティと整合的に、ESG 固有の問題を投資分析、戦略及び全般的なガバナンスに組み入れ、投資対象の事業体の重要な ESG 開示を考慮することが奨励される。

提言 3：**ESG 固有の開示、報告及びデータの品質。**規制当局は、発行体のガバナンス、戦略、リスク管理に関して、重要な ESG 固有のリスク(移行リスクを含む)と機会の開示を求めるべきである。この情報は発行体が原則 16 に基づいて行う全般的な開示の一部であるべきだ。規制当局が ESG 固有の報告が必要だと決めたなら、規制当局と発行体は、上場規則の更新や外部レビューの利用及び他の情報サービスプロバイダー（例えば、ESG 格付プロバイダー、ベンチマーク、監査人など）の業務などによって、ESG 固有の報告の適切なデータ品質の確保を目指すべきである。

提言 4：**サステナブルな商品（インスツルメンツ）の定義。**サステナブルな商品は明確に定義され、その発行による資金調達の利用が可能な、適格なプロジェクトや活動の種類を参照するべきである。

提言 5：**適格なプロジェクトと活動。**サステナブルな商品を通じて調達された資金は、以下に列挙された広い ESG 分類の一つか複数の組合せに該当するプロジェクト及び活動に用いられるべきである。

E（環境：再生可能資源；気候変動との戦い／軽減；汚染と廃棄物；その他の環境関連の機会）、

S（社会：人的資本；製造物責任；その他の社会的機会）、

G(ガバナンス：コーポレートガバナンス；企業行動)

各々の法域での適格なプロジェクトまたは活動のリストの定義は、ある適格なプロジェクトまたは活動が同時にいかなる他の ESG 分類に著しい害を与えてはならないことを考慮に入れた上で、各新興市場委員会メンバー次第である。

提言 6：**募集要項の要件**。規制当局はサステナブルな商品の募集での要件、とりわけ、そうした商品の発行で調達される資金の利用と管理、発行体がプロジェクトの評価と選択で用いるプロセスを制定すべきである。

提言 7：**継続的な開示要件**。規制当局は、サステナブルな商品の発行を通じて調達された資金の使用について、全ての未使用の資金を含め継続的な開示要件を設定すべきである。

提言 8：**資金の適切な使用**。規制は、サステナブルな商品の発行で調達された資金の不正利用を防ぎ、検出し、処罰する手段を提供すべきである。

提言 9：**外部レビュー**。発行体は提言 4 と 5 で規定されたサステナブルな商品と適格なプロジェクトの定義の一貫性を確保するために、外部レビューの利用を検討すべきである。

提言 10：**ESG 問題に対する能力と専門性の構築**。規制当局は、上記の提言で述べられた ESG 関連の問題に関する能力と専門性でのギャップを分析し、ギャップに対処するために目標を定めた能力開発を検討すべきである。規制当局は、これらの提言の適用を促すための適切なモニタリングメカニズムを整えるべきである。