



【第2回ESG金融懇談会】

企業との対話環境を巡るグローバルな変化

平成30年2月9日（金）
環境省

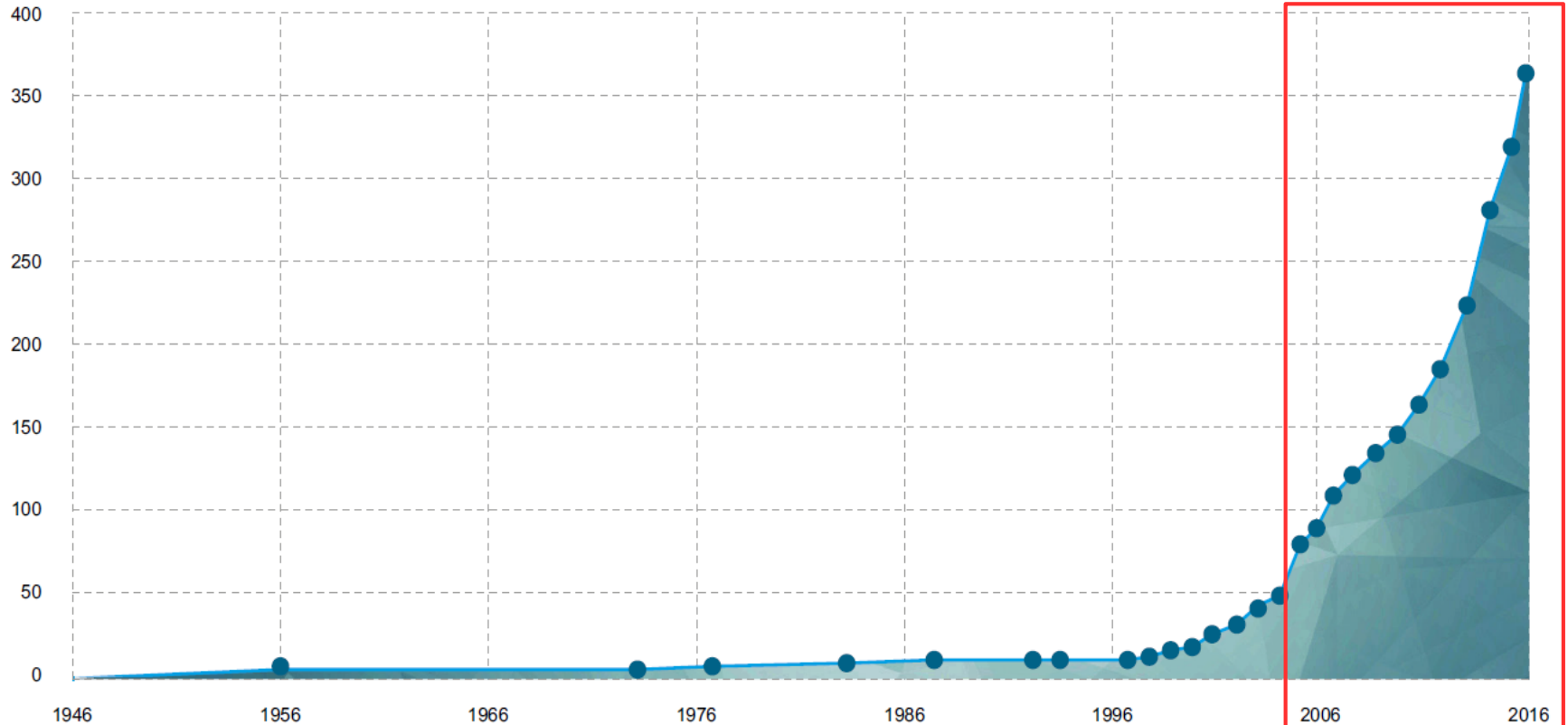
1. ESG情報に関する政策的関心の高まり

ESG投資分野に関する政策的な取組の拡大

ESG投資分野（企業情報開示等を含む）の規制やイニシアティブ等の取組件数

Figure 1: Cumulative number of policy interventions per year (counting individual revisions separately). Source: PRI responsible investment regulation database

(年次・累計)



(出所) PRI (2016) *Global Guide to Responsible Investment Regulation 2016*. をもとに環境省一部加工

ESG情報に関する海外の政策動向（例）

アメリカ



- 米国証券取引委員会 (SEC)は、2010年、企業に対し、有価証券報告書に気候変動によるリスクへの言及を促す「気候変動に関する開示の解釈ガイダンス」を公表。
- カリフォルニア州保険長官が、州内保険会社に対し、炭素関連資産の集中度を開示するよう、勧告。

EU



- 欧州議会 (EP)は、2014年、大企業向け非財務情報及び取締役会構成員の多様性の開示に関するEU会社法の改正案を承認。
- 欧州委員会 (EC)は、2017年、環境及び社会課題に関する情報開示を促進させるためのガイドラインを採択。

フランス



- エネルギー移行法173条により、2016事業年度より気候関連財務情報開示の法制化実施。
- 2017年、経済・財務省は、エネルギー移行法に基づき、銀行のストレステストに気候変動リスクを考慮することについての課題と方向性を示した報告書を公表。

イギリス



- 2017年、ロンドン証券取引所グループ (LSEG)は、ESG報告のグッドプラクティスのための勧告を示す証券発行者向けのESG報告ガイダンスを公表。

中国



- 上海証券取引所 (SSE)は、2008年、「上場企業の社会的責任の遂行に関するお知らせ」と「上場企業の環境情報開示に関するガイドライン」を発行。
- 香港証券取引所 (HKEX)は、2015年、上場規則のESG報告ガイドを改正し、ESG情報開示を義務化。

オーストラリア



- 健全性規制庁 (APRA)は、2017年、重要かつ財務上の含意を持ちうる情報として、気候変動が注意深く考慮されるべきものであること、幾つかの気候リスクは本質的かつ明らかに財務的であること、気候リスクはAPRAその他金融監督機構が細心の注意を払っている潜在的な金融システムにまたがる含意を有していること、等の見解を提示。

シンガポール



- シンガポール金融管理局 (MAS)は、2012年、コーポレートガバナンスコードを改正し、取締役会の役割として、環境・社会要因を含むサステナビリティ課題を戦略的目標の一環として検討することを明記。
- シンガポール証券取引所 (SGX)は、上場企業に対し、2017年末以降の決算日からサステナビリティ報告書の提出を義務化。2016年サステナビリティ報告ガイド策定。

インド



- インド証券取引委員会 (SEBI)は、2015年、時価総額上位500社を対象に企業責任報告書 (Business Responsibility Report : BRR)の提出を義務化。

ESG情報に関する要人発言（例）

Christian Thimann* AXA Senior Advisor to the Chairman	Valdis Dombrovskis 欧州委員会副委員長	Yngve Slyngstad ノルウェー中央銀行 投資管理部門CEO	Loh Boon Chye シンガポール証券取引所CEO
写真不掲載**	写真不掲載**	写真不掲載**	写真不掲載**
<p>「サステナブルファイナンスの要点は①持続可能な成長への貢献、②ESG要素を含む長期リスクの把握・管理を通じた金融安定性の強化の二つ。TCFDの提言を取り入れることで、この分野におけるEUのリーダーシップをさらに強めるべきだ。」</p>	<p>「来事業年度（2017年1月～）からEUの上場大企業は持続可能性や人権関連の情報開示を義務付けられる。透明性の向上は投資家に利するだろう。TCFDの非財務情報開示に関するガイドラインは最大限考慮に入れる。」</p>	<p>「我々は将来世代のために投資をしている。気候変動リスクの把握・管理・報告を、企業が言葉ではなく数字で行うことを期待している。」</p>	<p>「市場がうまく機能するかどうかは、良質な情報の流通にかかっている。情報開示は新たに出現する世界の重要課題に対応する必要がある、気候変動も含まれる。」</p>
Stuart Gulliver HSBC CEO	Patrick Pouyanné トタルCEO	Graeme Pitkethly ユニリーバ CFO	Bruce Duguid ルミーズインベストメントマネジメント ディレクター
写真不掲載**	写真不掲載**	写真不掲載**	写真不掲載**
<p>「現在1/4の企業しか環境インパクトを開示しておらず、アナリスト・投資家による企業の持続性把握・比較を困難にしている。TCFDの提案は比較可能な気候変動関連の情報開示ニーズに対応しており歓迎する。」</p>	<p>「気候変動に関する透明性は投資家にとって重要である。企業が気候変動リスク・機会を定義・開示し、投資家が比較可能な情報を入手できるよう、トタルはTCFDに協力している。」</p>	<p>「良いビジネスを行うにあたっては、リスクと機会の管理・コミュニケーションが基本となる。気候変動への対応も全く同じである。市場は、効率的に機能するために情報を必要としている。」</p>	<p>「企業に低炭素シナリオにおけるマテリアリティ（重要課題）の説明を要求したことがTCFDガイドラインの重要ポイントだ。将来的に、企業・投資家のいずれも気候変動関連リスクを開示するべきである。」</p>

*Christian Thimann氏はEU HLEG on Sustainable Finance議長、TCFD副議長を兼務。

（出所）FSB-TCFDホームページ等をもとに環境省作成

**法令等の観点を踏まえ、写真不掲載。

2. 対話におけるESG情報の重要性

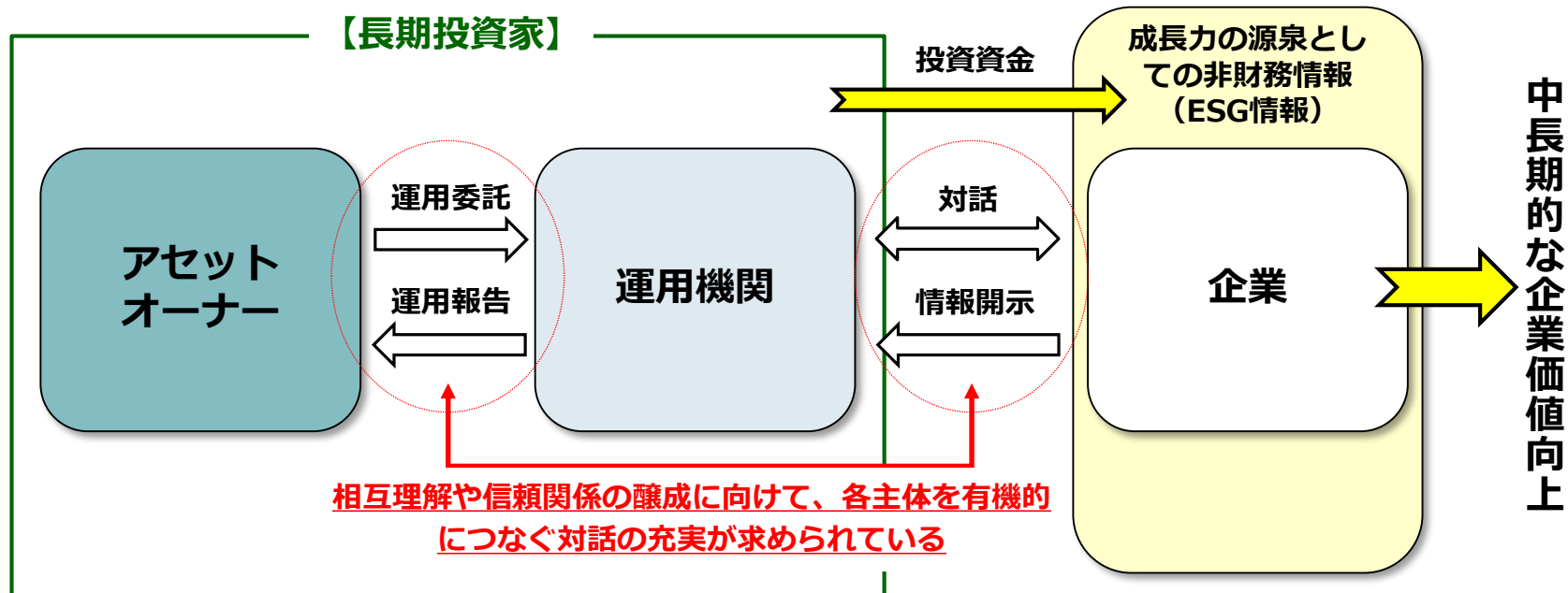
インベストメント・チェーンにおける対話の重要性

- 経済的利益を生み出すインベストメント・チェーンの機能が最大限発揮されるために、①アセットオーナー、運用機関、企業の三者間の時間軸の共有、②（各主体をつなぐ）結節点における対話等の充実、③それらを通じた信頼関係の醸成は、欠くことのできない必要な要素と考えられる。

<参考> 日本版スチュワードシップ・コード 原則1 1-5.

アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

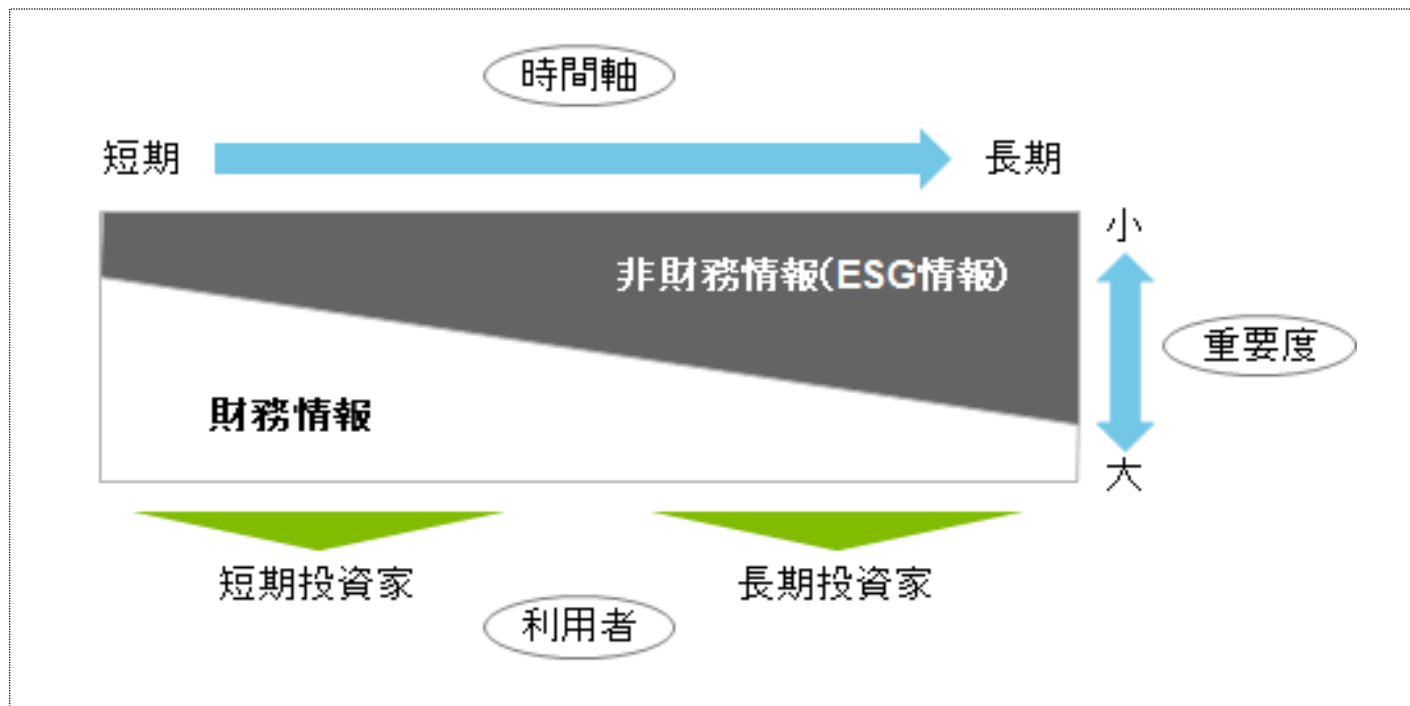
- インベストメント・チェーンの進化のプロセスは、財務情報とともに、地球環境問題等の非財務的な諸情報が、投資行動や企業行動の判断基準の要素として戦略的に加味されるための必要条件といえる。



ESG情報と時間軸

- ESG投資では、財務情報としては直接的に表われにくい様々な非財務的な情報や価値が、時間の経過とともに売上や利益等の財務数値に転化する「企業の成長力の源泉」として考慮の対象となる。
- 時間軸が短いほど直近で得られる「財務情報」が重要となり、時間軸が長いほど財務情報だけでは説明のつかない「非財務情報」が重要になると概ね整理できる。

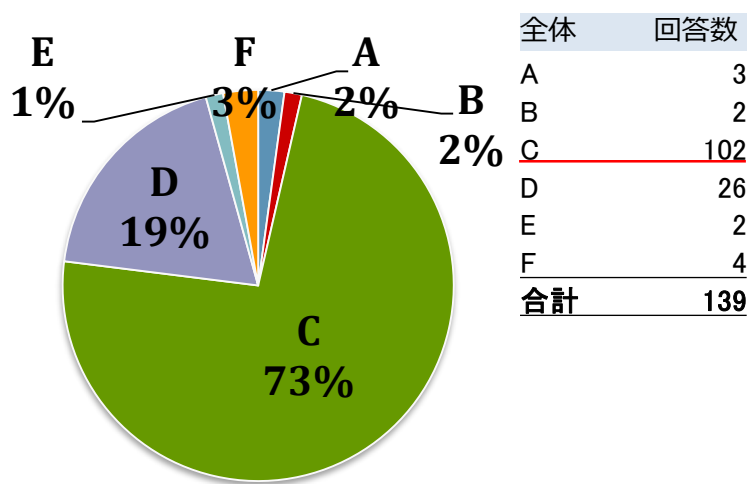
非財務情報（ESG情報）と投資時間軸との関係



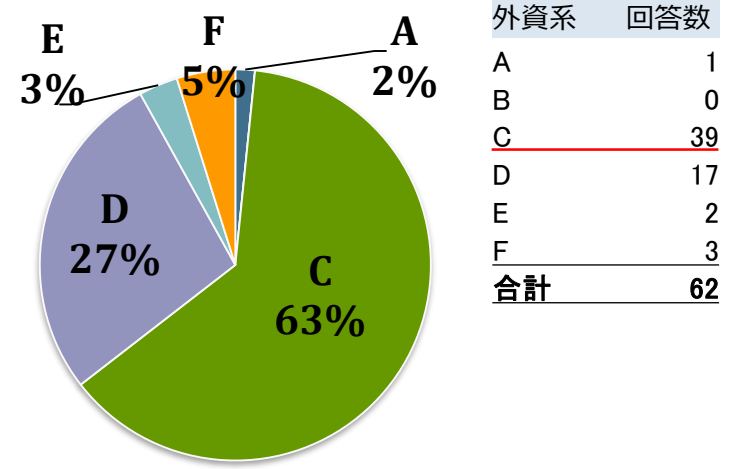
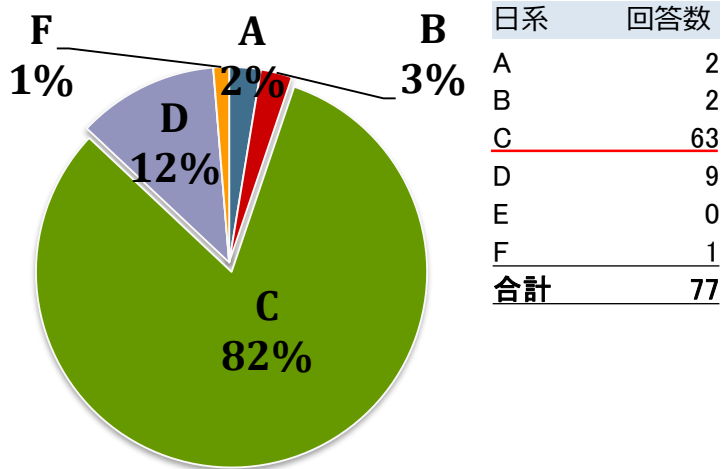
(出所) 環境省主催ESG検討会(2017)「ESG投資に関する基礎的な考え方」図表2抜粋

ESG情報に対する機関投資家の関心事項（例）

➤ ESG（CSR）に関する日本企業の情報開示（統合報告）について、国内外の主要機関投資家の過半は、ESG情報と企業価値の関連性に関心を示しているとのサーベイ結果もある。



- A) 無条件でESGに注力して積極開示すべきである
- B) 資本効率 (ROE) より優先してESGを開示して説明してほしい
- C) 資本効率 (ROE) とESGを両立して価値関連性を示してほしい
- D) 日本は周回遅れなのでまずは資本効率 (ROE) を優先して記述すべき
- E) 関心がない・重要とは思わない
- F) その他



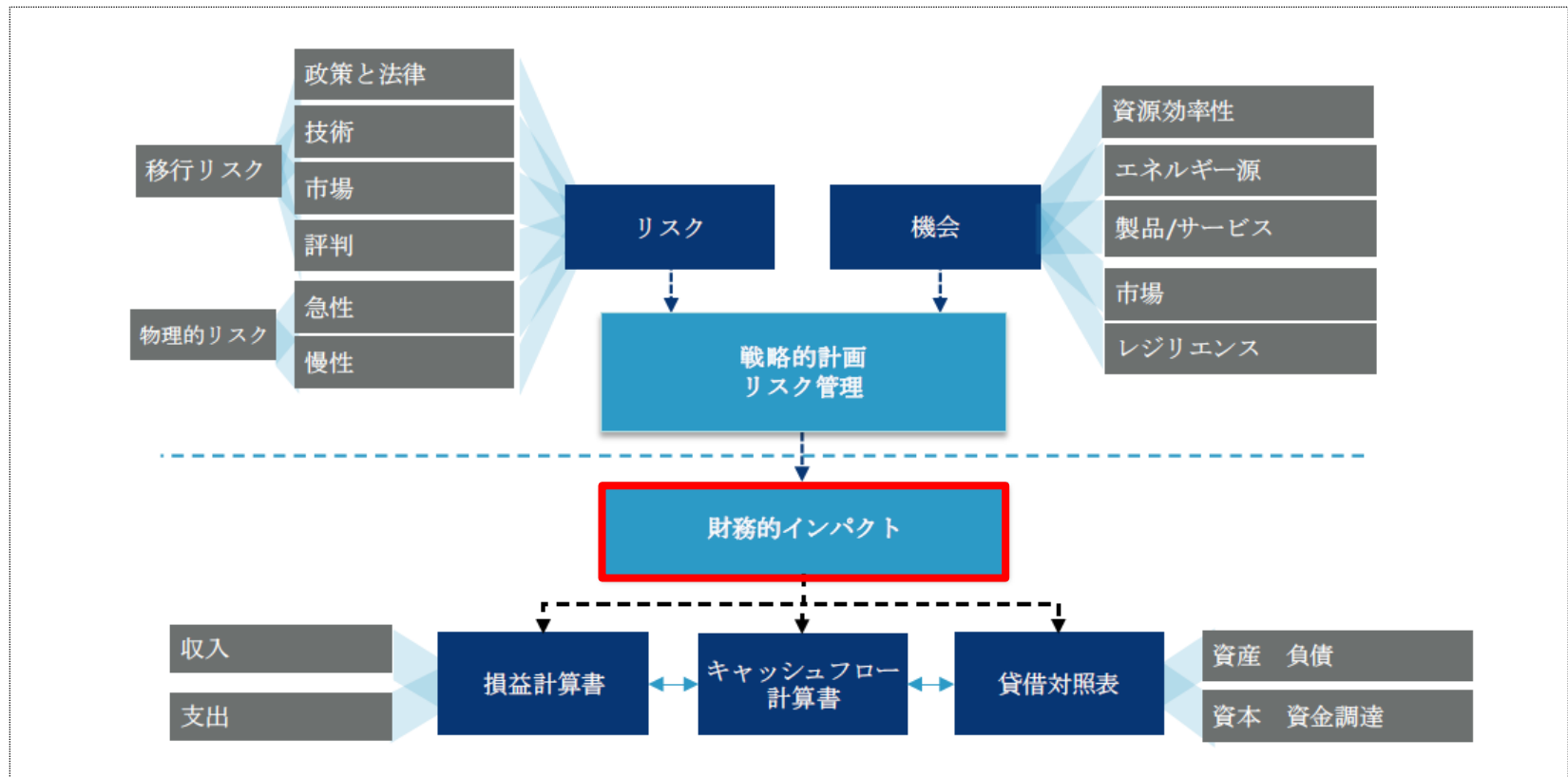
(出所) 柳 良平 (2017)「世界の投資家は日本企業をどう見ているか」『企業会計』2017年5月号中央経済社. をもとに環境省一部加工

3. FSB-TCFDを巡る世界の動き

FSB-TCFDの重要なアウトカム

- FSB-TCFDが2017年6月に公表した最終報告書の提言では、気候関連のリスク及び機会に関する情報が、金融市場において適切に評価されプライシングや資本配分の決定等に役立つ情報となるよう、「財務的インパクト」との関連付けが重視されている。

気候関連のリスク・機会と財務的インパクト

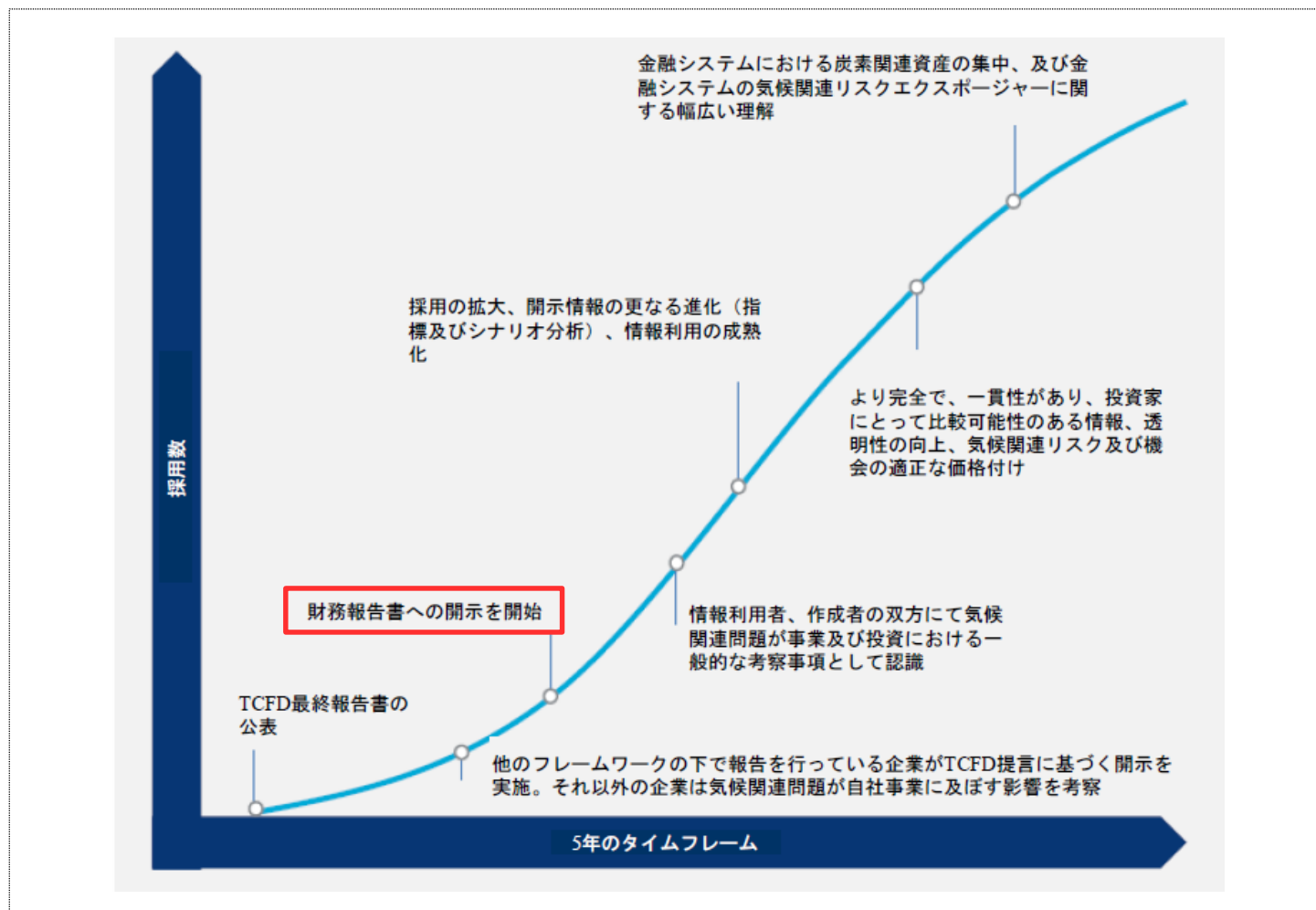


(出所) FSB-TCFDホームページ(<https://www.fsb-tcf.org/publications/final-recommendations-report/>)に掲載されている最終報告書(日本語訳版)をもとに環境省一部加工

FSB-TCFDの提言実施に向けた時間的な道筋

- FSB-TCFDは、最終報告書の提言実施に向けた時間的な道筋として、「5年」というタイムフレームを示している。

残り数年で世界の取組はさらに加速するか



(出所) FSB-TCFDホームページ (<https://www.fsb-tcf.org/publications/final-recommendations-report/>) に掲載されている最終報告書(日本語訳版)をもとに環境省一部加工

FSB-TCFDとの整合性を図る動き（例）

- 非財務情報（ESG情報）に関する開示の枠組みや基準が、FSB-TCFDの提言を考慮し、それとの整合性を図る方向。

開示枠組み等	TCFDの提言を歓迎・考慮する方向
EU	<ul style="list-style-type: none"> ■ EU非財務報告指令（2014/95/EU）実施のための任意指針「非財務報告ガイドライン（2017/C215/01）」では、TCFD提言を可能な限り考慮。 ■ HLEG最終報告書では、欧州レベルでのTCFD提言の実施に向け、上記ガイドラインとTCFDとのさらなる整合性向上に向けて専門部会を設置し、2018～19年中の改定を勧告。
SASB	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2017年9月、CDSB（気候変動開示基準委員会）と共同でTCFD整合化に向けたレポートを公表。 ■ SASBとCDSBのアプローチがTCFD提言と既に類似であることを示しつつ、さらなる整合性向上に向けた合意声明のもと、実践的なTCFD対応のための枠組みづくりに取り組む。
IIRC	<ul style="list-style-type: none"> ■ TCFD提言は統合報告の枠組みの主要原則と合致しているとして歓迎。 ■ IIRCは2014年にグローバルな「企業報告に関する対話（CRD）」を立ち上げており（CDP, CDSB, GRI, IASB, FASB, SASB, ISO等が参加）、TCFD提言の統合化に全面的にコミット。
GRI	<ul style="list-style-type: none"> ■ TCFD提言を歓迎するレターの中で、GRIスタンダードとの整合について「11の推奨開示項目のうち8項目が対応している」と分析。世界の大企業上位250社の7割が利用するスタンダードとして、TCFD実践の基礎にGRIの活用を検討するための直接協働を呼びかけ。 ■ 2017年3月、SSEI（持続可能な証券取引所イニシアティブ）を共同開催するUNCTAD（国連貿易開発会議）と覚書を締結。TCFD提言への対応を検討する各国証券取引所に対し、GRIスタンダードの活用を推進。
CDP	<ul style="list-style-type: none"> ■ 「CDP質問票とTCFD提言の統合」、「気候シナリオ分析」に関する技術ノートを公表。 ■ 2018年の気候変動質問票にTCFD提言を統合し、比較可能な構成に変更。

中央銀行等による新たな動き

- ▶ パリ協定や、環境と金融に関するG20及びFSB-TCFDの取組等を背景に、英、仏、中、蘭などの中央銀行・金融監督8機関が、金融システムのグリーン化に向けた協働ネットワークを立ち上げ。ボランティアな組織であり、中央銀行・金融監督機関のメンバーシップに制約はない*。

* 同ネットワークの位置づけは、*Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System: Questions and Answers*（イングランド銀行ホームページ）等に表示されている。

The Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System (NGFS) <金融システムグリーン化のための中央銀行・監督機構ネットワーク>

■ 設立趣意等

- 2017年12月、パリで開催された「ワン・プラネット・サミット」において、中央銀行や金融監督8機関が金融システムのグリーン化に向けた共同声明を発表。
- パリ条約の2℃目標を達成するために必要なグローバル対応の強化や、環境リスク管理、グリーン投資や低炭素投資への資金動員を促すための金融システムの役割強化に向けて協働。

■ 設立メンバー（8機関）

- メキシコ銀行、イングランド銀行、フランス銀行及び健全性監督破綻処理機構(ACPR)、オランダ銀行、ドイツ連邦銀行、スウェーデン金融監督機関、シンガポール金融管理局、中国人民銀行

■ 2018年1月24日に初回会合開催

- 同ネットワークのガバナンスの枠組みについて合意がなされたほか、今後の作業計画について意見交換が行われた。
- 議長にオランダ銀行理事Frank Elderson氏、幹事にフランス銀行が指名された。

FSB-TCFDへの支持表明状況

- ▶ 世界31カ国にわたる金融、非金融企業250社、政府・国際機関・民間団体等37団体が、TCFDへの賛同を表明（2018年2月時点*）
- ▶ 賛同表明している金融機関の資産総額は、2017年末時点で既に81.7兆USドル**に上っており、その後も増加。

TCFDへの支持表明組織の国/地域別内訳*

国/地域	企業数	その他
欧州（イギリスを除く）	89	8
英国	58	6
北米（米国・カナダ）	54	4
アジア（日本を除く）	15	4
オーストラリア・ニュージーランド	11	3
南米	11	2
日本	8	2
アフリカ	3	4
ロシア	1	0

日本の支持表明状況*

企業	金融	東京海上、みずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、SOMPOホールディングス、MS&ADホールディングス
	非金融	住友化学、国際興業
その他機関		金融庁、日本公認会計士協会

海外の主要金融機関の支持表明事例***

銀行	米国	JPMorgan Chase & Co., Bank of America, Citigroup Inc.
	カナダ	Royal Bank of Canada, TD Bank Group
	豪州	Westpac, National Australia Bank
	シンガポール	DBS
資産運用会社		BlackRock, Vanguard, State Street Global Advisors, Fidelity Investments

（出所）* FSB-TCFDホームページ（2018年2月6日時点）をもとに三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)作成

** 2017年12月12日付TCFDプレスリリースより引用

*** 銀行は直近時価総額上位30、運用会社は2016年末時点運用資産総額上位5位に基づき三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)作成

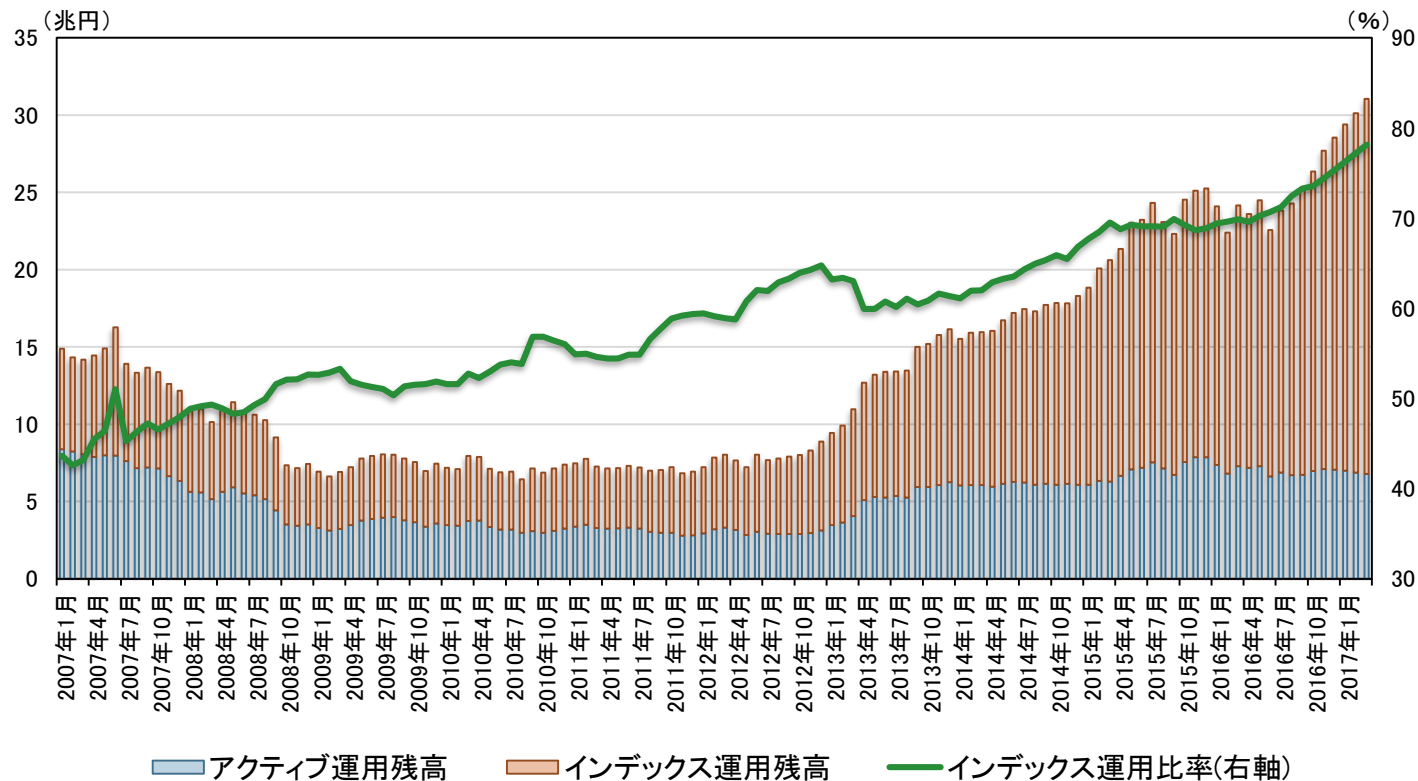
4. 責任ある機関投資家としてのESG情報リテラシー

市場機能を支える対話の担い手としての投資家づくり

- 公募の日本株投資信託（ETF含む）では、インデックス運用（パッシブ運用）が拡大傾向にある（下図参照）。
- 企業の分析さえしないインデックス運用ばかりでは、対話の担い手がなくなるとの見方も示されている。（2017年4月16日付日本経済新聞（日曜版）記事参照）

＜参考＞日本版スチュワードシップ・コード 原則4 4-2.

パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。



(出所)ドイチェ・アセット・マネジメント(株)資産運用研究所資料(データ元はイボットソン・アソシエイツ)をもとに環境省作成

受託者責任とESGを巡る客観情勢の変化①

アメリカ

■ 従業員退職所得保障法（ERISA法）

- 2015年10月及び2016年12月、米国労働省は、2008年解釈が受託者におけるESG要素の検討を不当に抑制しているとの認識の下、解釈を改定。受託者が企業のESG課題を考慮し、議決権行使やエンゲージメント等を行えることを明確化。
 - － ESG要素は投資の経済的・財務価値と直接的に関係する可能性があり、その場合、ESG要素は投資を検討する上での適切な分析項目となりうる。（2015年10月解釈）
 - － 受託者による議決権行使やエンゲージメントの対象課題に「気候変動やサステナビリティに関する計画を含む長期的ビジネス計画の状況」や「株主の利益に影響を与える環境・社会要因への対応に関する施策・活動」等のESG課題も含まれる。（2016年12月解釈）

イギリス

■ 英国法制委員会（Law Commission）による「投資仲立人の受託者責任（Fiduciary Duties of Investment Intermediaries）」報告及びガイダンス（2014年）

- 長期投資パフォーマンスに影響を及ぼす要素と財務リターンの範囲を超えた関心事をどのように取り扱うかについて、受託者責任の観点からの検討結果をまとめている。
- ESG情報は、財務的な重要性（Materiality）の観点から、財務情報と非財務情報に分類する必要があるとした上で、受託者は財務的に重要性の高い情報（財務情報）に十分考慮する義務があるとしている。
- 一方、非財務情報について考慮する場合には、正当な理由があり、財務的に大きな不利益を生じるリスクがないという2つの条件を満たす必要があるとしている。

■ 英国労働年金省（Department of work and pension）の対応

- 上記報告を受け、職域年金制度投資規則の改定に関するコンサルテーション（専門家による相談・協議）を実施。2015年、政府回答とエビデンス招請が行われ、再度コンサルテーションが行われた。（政権交代のため、現時点では法改正に至っていない）

受託者責任とESGを巡る客観情勢の変化②

EU	<ul style="list-style-type: none">■ 2016年改定EU職域年金基金指令（Occupational Retirement Provision Directive ; IORP II）<ul style="list-style-type: none">● 欧州の一定規模以上の年金基金に対し、投資運用プロセスにおけるESG考慮を規定。<ul style="list-style-type: none">- ガバナンス体制に、投資判断において資産に関連するESG要素の考慮を含めること。- 投資方針原則の声明の中でESG要素の考慮について開示。- 顕在化したESGリスクマネジメント手順の確立。 等● ESG要素の例として、「気候変動関連リスク、資源利用のリスク、法規制変更により資産価値が毀損するリスク（座礁資産）」等を明示。● 加盟各国の投資規則に、職域年金基金の善管注意義務としてESG要素に対する投資意思決定の潜在的な長期的影響を考慮に入れることを要請。
イギリス	<ul style="list-style-type: none">■ 職域年金制度（投資）規則2005<ul style="list-style-type: none">● 年金の信託受託者（trustees）が、投資原則声明書において、「（該当する場合）投資の選定、保有、及び売却における、社会、環境、又は倫理的事項の考慮の程度に関する方針」を含めることを規定。■ 恩給法1972に関する地方政府年金制度（基金の管理及び投資）（改正）規則2009<ul style="list-style-type: none">● 年金の管理機関（administering authority）に対して、上記と同様の対応。■ 公務員年金法2013に関する地方政府年金制度（基金の管理及び投資）規則2016<ul style="list-style-type: none">● 年金の管理機関が、投資戦略において、「投資の選定・非選定、保有及び売却における社会、環境、及び企業ガバナンスの考慮に関する方針」を含めること、投資戦略声明書を開示すること等を規定。
フランス	<ul style="list-style-type: none">■ 2001年「社会、教育、文化の規律に関する法律第624号」第6条、2010年「社会保障法典」L135-8条<ul style="list-style-type: none">● 年金準備基金（FRR）に対し「投資戦略における社会・倫理・環境関連情報をいかに考慮したかについて監査委員会に報告すること」を義務付け。■ エネルギー移行法第173条<ul style="list-style-type: none">● 機関投資家に対しESGの統合、気候関連リスクの考慮、脱炭素化目標に向けた自主的取組に関する情報の開示を改めて義務付け。
ドイツ	<ul style="list-style-type: none">■ 2002年改正保険監督法（Versicherungsaufsichtsgesetz）第115条4項<ul style="list-style-type: none">● 職域年金基金はその受益者に対し、書面で、預託金の投資において、倫理、社会、及び環境の関心事項を考慮しているか、考慮している場合はどのように考慮しているかを開示しなければならない。■ 2003年ドイツ投資ファンド協会（BVI）「善良行動規範（Wohlverhaltensregeln）」<ul style="list-style-type: none">● 上記法を受けて連邦金融監督庁承認の下発行。最新版は2016年10月に改訂。（2017年1月より適用）

ESG情報リテラシーの向上に関する海外の取組（例）

- CFA協会（米国認定証券アナリスト協会）やSASBは、ESG投資のリテラシー向上に向けた教育プログラム等を提供。

＜参考＞日本版スチュワードシップ・コード 原則7 7-2.

特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

CFA	CFA試験への組み込み	<ul style="list-style-type: none"> ■ CFA試験のカリキュラムでESG及びSRIが扱われる。 ■ CFA資格取得後に推奨されている継続的学習の内容にもESG教育が含まれている。
	投資実務家向けのガイド発行	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2015年に、ESG投資の入門書「Environmental Social & Governance Issues in Investments: A Guide for Investment Professionals」を発表。ESGイシューを検討することで、より良い情報・分析に基づいた投資決定につながる可能性があることを示している。 ■ 2017年には、PRIとの協働により、ESG投資手法の現状を分析したレポート「ESG in Equity Analysis and Credit Analysis」を発表。株式投資の銘柄分析・信用リスク分析にESG要素を織り込む手法を整理している。
	国際的調査及び周知活動	<ul style="list-style-type: none"> ■ PRIとの業務提携により、2017年から2018年にかけて、世界20か所でESG投資に関する周知・調査ワークショップを開催。ワークショップは、ESGが株価や債券利回りにどのように影響しているかの理解を促すよう設計されている。 ■ 第1回ワークショップは、ロンドン証券取引所で2017年10月に行われた。調査成果として、2018年内にESG 統合に関する各地域のレポートが作成される予定。
SASB	投資実務家向け教育・認定プログラムの提供	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2015年に、FSA (Fundamentals of Sustainability Accounting Credential)という投資実務家向けの教育プログラムを発表。サステナビリティ・パフォーマンスと財務パフォーマンスのつながりを理解するためにデザインされている。 ■ 試験に合格するとFSA Credential という認定が付与される。SASBホームページによると、これまでの取得者は150名強。

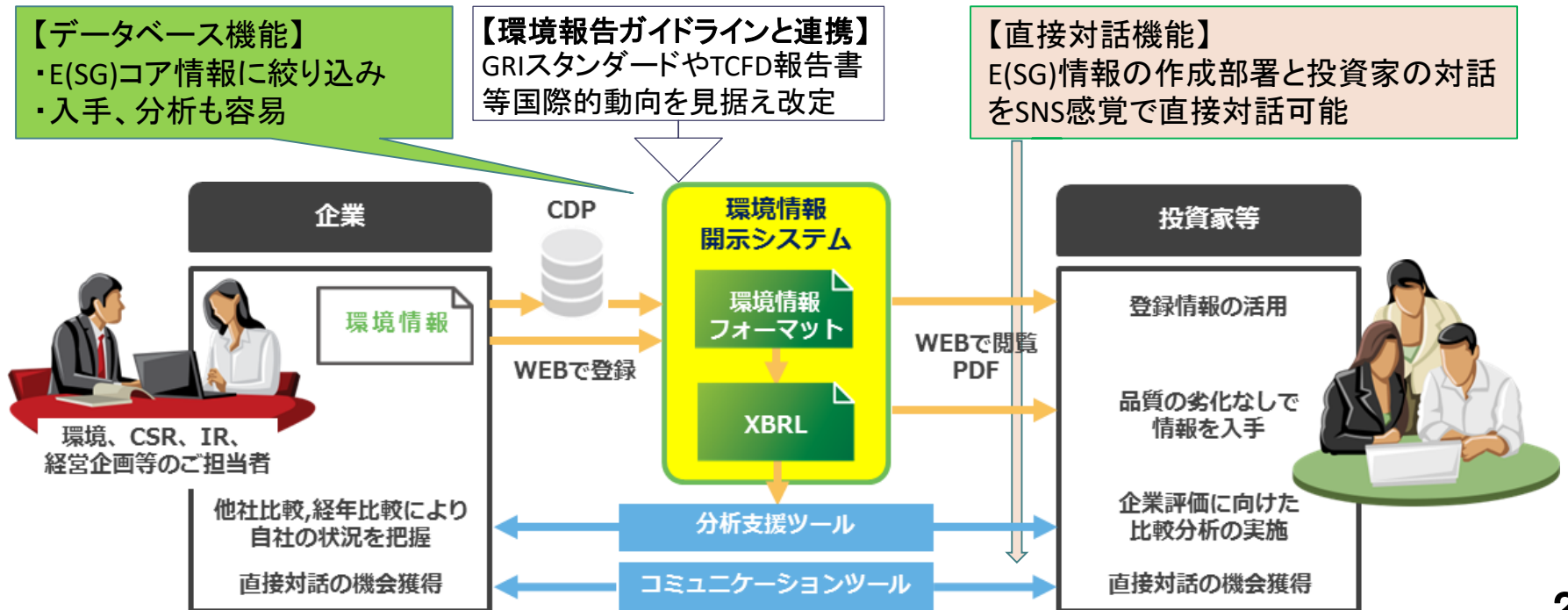
5. 環境情報開示基盤整備事業

環境省施策「環境情報開示基盤整備事業」①

- ▶ データベース機能と直接対話機能を一体化した世界初のシステム*。企業・投資家間の活用だけでなく、企業間、企業内、国内外の投資家との対話など、様々な関係者間のESG情報の共有・分析・対話へと波及。
- ▶ 本事業には約750（2018年1月末時点）の企業・投資家等が参加。ESG情報の公表と対話の取組を環境省が支援し、適正な実務への収れんを図っているところ。

* 地球温暖化対策計画（平成28年5月閣議決定）では、日本政府としてICTを利用した情報開示の基盤整備や、ESG投資を金融面から促進するための取組を進めると記載。また、未来投資戦略2017（平成29年6月閣議決定）では、企業と投資家の対話の場となる「環境情報開示基盤」の実証を行うと記載。

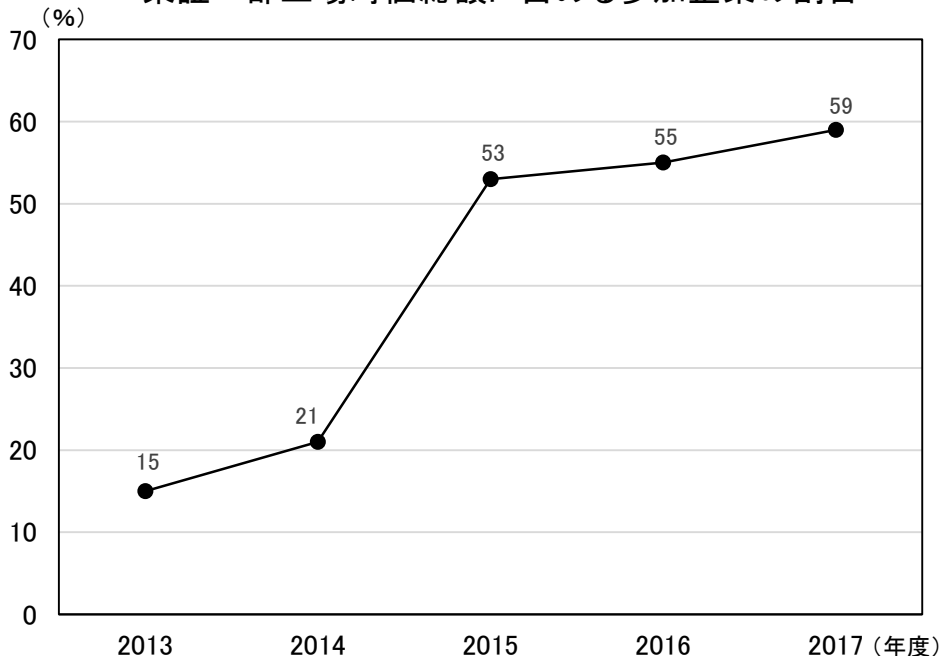
【環境情報開示システムの概要】



環境省施策「環境情報開示基盤整備事業」②

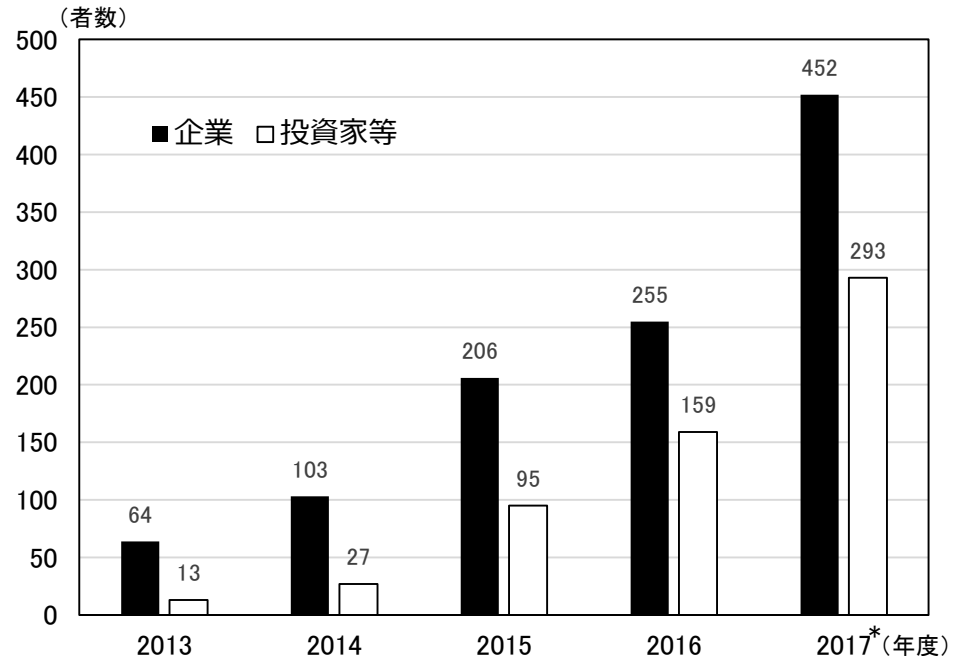
➤ 本事業の参加者数は、事業開始年度（2013年度）以降、企業・投資家等ともに増加傾向。

東証一部上場時価総額に占める参加企業の割合



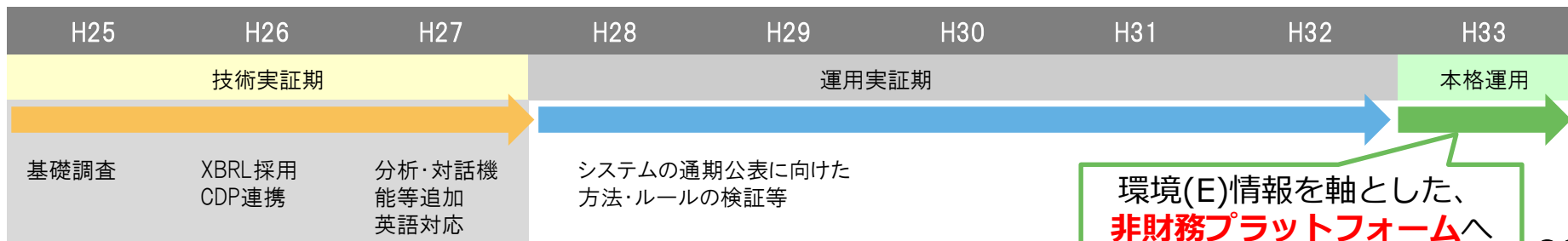
(出所) (株)NTTデータ(本事業委託先)提供情報をもとに環境省作成

参加企業・投資家等の推移



*2017年度の参加者数は2018年1月末時点。

【本事業の全体計画案】



環境(E)情報を軸とした、
非財務プラットフォームへ