



# 持続可能で強靱なファイナンス

OECD企業・金融業アウトルック2020

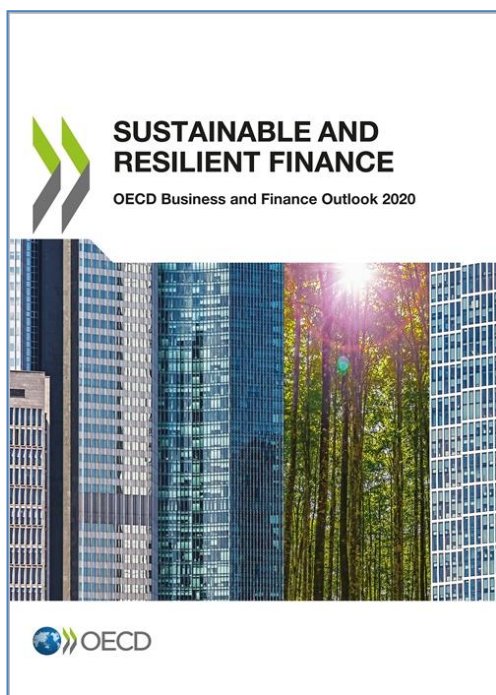




環境・社会・ガバナンス（ESG）市場は、その規模を急速に拡大させ、主要な市場の一つに成長している。にもかかわらず、市場参加者は、ESGに関する成果を適切に測定し、リスクを管理し、意思決定を適切に行い、投資を持続可能で長期的な価値に沿ったものとするために必要となるESGデータを有していない。

持続可能な投資に流入する資金は、近年着実に増加を続けており、ESGを考慮する資産残高は世界中で17兆米ドルに上っている。こうした成長は、伝統的な金融的価値の追求と非金融的な価値観に基づく成果の追求の双方により、金融エコシステム横断的に需要のシフトが起きていることに後押しされている。

「価値」の観点からは、資産運用者と機関投資家は、非金融的なESGリスクがリスク調整後リターンに重要な影響を与えるとともに長期的価値にも影響を与えることへの認識を高めている。「価値観」の観点からは、自らの価値観に沿わない経済活動の支援を回避しようとする人々が増加する中で、金融消費者が自らの貯蓄がどのように投資されているのかについてより注意を払うようになるなど、「倫理的資本」の勃興がみられる。こうした変化をより広い視野で捉えれば、政府や市民の中には民間金融は気候変動への適応とその影響緩和や国連の持続可能な開発目標の達成のようなグローバルな課題の解決に向けて手助けをしてくれるはずという期待があり、その期待に応えきれない投資家や機関には風評リスクが発生するかもしれないという状況の中で、民間金融に対する社会的なライセンスのあり方も変わったのである。



持続可能な投資に流入する資金は、近年着実に増加を続けており、ESGを考慮する資産残高は世界中で17兆米ドルに上っている。こうした成長は、伝統的な金融的価値の追求と非金融的な価値観に基づく成果の追求の双方により、金融エコシステム横断的に需要のシフトが起きていることに後押しされている。

「価値」の観点からは、資産運用者と機関投資家は、非金融的なESGリスクがリスク調整後リターンに重要な影響を与えるとともに長期的価値にも影響を与えることへの認識を高めている。「価値観」の観点からは、自らの価値観に沿わない経済活動の支援を回避しようとする人々が増加する中で、金融消費者が自らの貯蓄がどのように投資されているのかについてより注意を払うようになるなど、「倫理的資本」の勃興がみられる。こうした変化をより広い視野で捉えれば、政府や市民の中には民間金融は気候変動への適応とその影響緩和や国連の持続可能な開発目標の達成のようなグローバルな課題の解決に向けて手助けをしてくれるはずという期待があり、その期待に応えきれない投資家や機関には風評リスクが発生するかもしれないという状況の中で、民間金融に対する社会的なライセンスのあり方も変わったのである。

同時に、新型コロナウイルス感染症のパンデミックは、金融面の強靱性について検討を深める喫緊の必要性を浮き彫りにした。こうした検討は、金融システムそれ自体についてだけでなく、経済社会システムをよりダイナミックで外的ショックに耐えうるようにする上で資本と投資家が果たす役割についても、行われる必要があるだろう。パンデミック後を展望しても、気候変動に関連するリスクは、金融安定への影響を含めて、経済社会の強靱性に関するおそらく最も差し迫った問題である。

持続可能で強靱なファイナンスに焦点を当てた、今年の報告は、ESGが金融における主要な考慮事項の一つとなってきている最中に公表された。それにもかかわらず、我々の分析が示すところでは、市場関係者の中で一—小口消費者から資産運用者、金融サービス提供者、市場規制者、その他のステークホルダーに至るまで一—ESG投資の目標はどのようなものであるか、またどうあるべきかに関して、共通の理解は殆どない。

大部分の投資家にとって、ESG要素を取り入れる目的は、長期的なリスク調整後リターンを改善するために重要なリスクの管理を強化することと明文化されている。しかしながら、本書の分析が示すように、実際のところ、多くの市場参加者は、持続可能性に関するリスクの観点から「価値」に基づいた意思決定を適切に行うためのESGパフォーマンスに関する情報を有していない。こうした情報には、例えば、一貫性のあるデータや比較可能な指標、透明性のある手法などが含まれる。ESGパフォーマンスに関する格付、分析手法、指標が急増する中でも、こうした状況は改善していない。

規制当局者や消費者、受託者責任のある者にとっては、比較可能で入手しやすいデータがないことにより、投資マニフェストに規定された重要なESGリスクを管理することと、運用リターンとの間でトレードオフを生じ得るESG成果を追求することとの線引きが困難になっている。こうした状況は、貸し手が融資先の事業に関して適切なデュー・ディリジェンスを行うことや、持続可能性に関する複数の指標に基づいて

インフラ・プロジェクトを比較することを困難にする。さらには、運用リターンと社会的成果の間のバランスを取ろうとしている人々が、投資対象案件に関する社会的成果が実際に実現すると確信を持って取り組むことを困難にする。

ESG市場やその他の持続可能性に関する金融商品は今後とも成長と発展が見込まれる。また、進化を続ける規制枠組みと国際的な原則はより堅固な成長の基盤を形成し始めている。しかし、これらの市場が効率的に運営されるためには、一層の取組みが必要である。投資家がESGに関連するリスクを価格付けし、それに応じた投資決定をするための手段や情報を持っていなければ、環境・社会・ガバナンスについてより良い成果を上げるために、金融を活用することは難しいだろう。

今年の報告は、ESG市場をより公正に、より透明に、そしてより効率的にするための行動を、政府と市場参加者に呼びかけるものである。本書は、現状の法的枠組みの下でESGが投資決定に組み込まれる範囲と受託者責任、関連する課題に関する包括的な俯瞰図を提供している。また、重要な持続可能性リスクの特定・管理に必要なデータが提供されるよう促す上で、政策当局者が取り組むべき優先事項を提示している。さらに、政府がESGの成果と関連する報告のあり方を向上・改善するために、既存の分野で—例えば、企業の所有者やインフラ投資家として、あるいは既存の国際的な政策標準とガイドラインを通して—対応可能な事項も提示している。

本書は、ESGの成果について市場が合理的に提供できることは何か、民間企業と公的主体の目的の一致・不一致はどこにあるのか、何を市場の力に任せてよく、何を公共政策として取り上げなければならないかについて、政府が把握するための重要な手助けになる。こうした点は、今日の炭素排出が最終的にもたらず影響などの長期的に重要な結果と、短中期的なリスクの管理とを市場メカニズムに基づいて調整することが難しい状況では、とりわけ重要である。政府は、資産の成長性に影響する将来の構造改革について、その実施時期と特徴、範囲に関する一貫性・信頼性のあるフォワードガイダンスを提供することで、企業および投資家が長期のESGリスクをより適切に価格付けできるよう、有効な支援を行うことができる。そうすることで、将来の構造改革に伴う不確実性を解消し、必要な投資行動の調整を行うようインセンティブ付けを行うことが可能である。

こうした問題の解決に向けた取組みは何もないところからは生まれない。金融市場は本質的にグローバルであり、必要な解決策も必然的にグローバルなものとなる。政府と規制当局者は、ここで概括された優先事項を追求し、公平な競争環境を確保するため、国際的に協調する必要があるだろう。また、機関投資家と貸し手を含む金融業界、格付やインデックスの提供主体、国際基準の設定主体の間での密接な連携は決定的に重要である。これらを合わせれば、持続可能性と強靱性の向上に向けて金融市場に前向きな変化を生み出し、投資家や我々の経済、現在および数十年後の社会が金融に求めるニーズに応えていくことができるだろう。

## 要旨

今回の「OECD企業・金融業アウトルック」では、民間金融と投資に着目し、長期的価値の創造に向けた現状の手法と実務について分析している。本書では、ESGに依拠した投資戦略と財務戦略の効果的な実行に向けた課題を特定し、市場監督者と政策当局者がそうした課題――特に、互いに整合性があり比較・検証可能なESGデータに喫緊の必要性があること――に対処するための優先事項と政策行動を提唱している

- ▶ 現在の市場実務では、ESGパフォーマンスの評価軸が、格付から情報開示、個別の評価指標に至るまで、区々で一貫性に欠けたものとなっている。ESG要素を管理しようとしている投資家――特に大規模に分散投資を行っている投資家――は、ESGポートフォリオを構成するための費用効率の良い指針として、外部サービス提供者のインデックスと格付を使用することが一般的である。実証分析によれば、これらの格付とインデックスによるESGスコアには大きなばらつきが存在する。各サービス提供者が用いる手法は、対象範囲が様々で、かつ透明性が低い独自仕様になる傾向があり、整合的かつ比較・検証が可能で、評価の基準として一般的に受け入れられているESG指標は殆どない。実際、企業はあるサービス提供者から高いESGスコアを獲得しても、他のサービス提供者からは低いスコアをつけられる可能性がある。
- ▶ このように評価軸が区々で比較不能な状況は、投資家がそれぞれのESG目標に照らしたパフォーマンスを評価する際の足を引っ張っている可能性がある。ESG格付の環境項目（E）について詳細な分析を行ったところ、Eスコアと炭素排出量との関係は、同一格付内及び異なる格付間において、かなりのばらつきがあることが判明した。また、投資家の一般的な期待に反し、高いEスコアは高い炭素排出量と正の相関を持つことがあり得るほか、幾つかのESG格付においては、EスコアとESG全体のスコアとの間の相関が弱い。このことは、ESG市場に広範な課題があることを例証しているだけでなく、投資家や政策当局者等にとって気候変動リスクの管理と金融システムの「グリーン化」が優先的な課題となっている中で、現在のESGリスク管理実務がこれらの課題に対処する上で、頼りにならないことを示している
- ▶ 資産運用者や取締役会メンバーのような受託者責任のある者は、長期的価値の創造を支援するような手法で、重要なESGリスクを管理していくべきであるが、このために必要なデータと情報を必ずしも得ていない。OECDが年金・保険会社を対象に行ったグローバルサーベイでは、機関投資家はポートフォリオにおけるESGリスク要因について問題意識を高めていること、そうした投資家は外部のESGデータとサービス提供者に依存していることが明らかになっている。また同サーベイは、投資家の経験を参照しながら、上述のESG市場における課題を繰り返し指摘している。これらの課題は、投資ホライズンが長く、投資家をより長期的な持続可能性リスクに一段と晒すこととなる、インフラ金融にも及ぶ。また、事業法人にとって、ESG指標と関連リスクを管理して開示することは、コーポレート・ガバナンスの鍵となる機能の一つとして、他の重要な情報を管理して開示することと同様に重要な関心事項である。

- ▶ ESGに関する情報開示は、フォワード・ルッキングであり財務的に重要な情報をコミュニケーションする上で重要であるが、その実務は発展の初期段階にある。情報開示の要件が一貫しておらず、ESGの枠組みがばらばらな状況は、機関投資家・事業法人の双方が、自らのESG関連の決定や戦略、運用評価基準を受益者・株主それぞれに説明する際の障害となるだろう。このことは翻って、受益者が自らの貯蓄がどのように使われているのか評価することや、企業がESG要素を十分に考慮した競争的なコストで資金調達することを困難にする。同時に、ESG情報開示の高いコストが中堅中小企業にとっての障壁となり、ESGスコアにバイアスをもたらしている可能性を指摘する調査もある。こうした状況は、規模のより小さい企業の資本コストに影響を与え、ESGポートフォリオの運用成績を歪める可能性がある。同様の事情は、新興市場の企業にも当てはまる。
- ▶ 銀行もまた、貸出取引の中にESGの観点をより多く取り込もうとしているが、対応能力や競合、データの面で課題に直面している。グローバルに行われる銀行貸出と債券引受の規模と重要性を踏まえると、ESGリスクに関するより踏み込んだデュー・ディリジェンスは、グローバル資本が社会や環境への負の影響を回避する活動と足並みを揃えることや、気候関連の重要なリスクを含めて金融セクターの強靭性を高めることに繋がるだろう。この目的を達成する観点からは、銀行貸出におけるESGリスク管理の実務や持続可能性に関する報告の強化、ESGリスクを意味のある形で計測するための指標や手法の開発は、銀行にとっても有益な取組みである。
- ▶ 政府は、企業の所有者としても投資家としても、ESGに関する実務と成果をより良いものにするために利用可能な手段を既に有している。グローバル大企業の約四分の一は、政府がその全体あるいは大部分を所有している。これらの企業は長期的な価値に貢献するだけでなく、持続可能性への対応を含め、広く公共政策上の優先事項とされるものの実現にも貢献することが可能であるし、貢献すべきである。国有企業は、民間企業よりも高いESGスコアを有する傾向があるが、これは所与のことではない。エネルギーセクターに関する事例研究では、企業が国有であることは、エネルギー資産の価値への政治的な懸念が原因となって、低炭素経済への移行のような持続可能性目標に対して、時折障害となっていることが指摘されている。
- ▶ ESG市場における課題が、対処されないまま放置されれば、ESGのスコアやインデックス、ポートフォリオへの投資家の信頼を損なう可能性がある。今日までのESG実務における発展と進歩は末頼もしいものである。これらはリスク管理における有効かつ主流な手段となり、長期的な価値向上とも整合的なインセンティブ構造や価格を形成し、気候変動の影響やパンデミックのような先行きのショックを軽減する潜在的な可能性がある。本書の各章では、この潜在的な可能性が十分に発揮されるよう、より多くのことに取り組む必要があると結論付けている。



- ▶ ESG市場における目的に適ったデータと情報開示を促進する上で、明らかに優先度の高い政策分野がある。市場監督者は、ESG情報の開示・報告の枠組みの適切性・明確性の向上を促すため、ガイダンスや規制を用いることができる。これには、ESGのパフォーマンス評価の際にどのようにESG指標が測定され、ウェイト付けされ、解釈されたかに関する透明性の向上が含まれる。また、市場監督者は、整合性があり比較・検証可能なESGデータの確保に向けて、共通の原則とガイドラインの策定に取り組むことができる。特に、ESG投資の金融的・社会的側面を踏まえてESG投資商品を適切に分類するなど、ESG実務と金融的な重要性との関係を明確化するガイダンスを提供することができる点は重要である。
- ▶ 同時に、既存の枠組みと政策手段は、ESGの成果を高め、改革のための確固たる基盤を提供することができる。OECDの基準や政策ガイダンス、国際的なベスト・プラクティスの一層の遵守や適用範囲の拡大により、特にリスク評価と重要情報の開示について本書で指摘した課題の幾つかは、現時点でも対処可能である。重要な例としては、「G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則」「OECD多国籍企業行動指針」――「責任ある企業向け貸出と証券引受のためのデュー・ディリジェンス」の指針を含め――や「OECD国有企業（SOE）のコーポレートガバナンス・ガイドライン」などが挙げられる。
- ▶ ESG市場における政策環境を強化し、その成果を高めるためには、法域間そして金融業界との間での協力とエンゲージメントを強化する必要がある。成熟した金融市場を有する法域の規制当局者は、既にこうした重要なトピックスに関与しており、一定の成果をあげている。しかしながら、資本市場がグローバルに広がっているように、ESG実務により評価・管理しようとしている社会・環境・ガバナンス要素もグローバルな広がりを持っている。したがって、建設的なレベルでの整合性、透明性、信頼を確保しつつ、地域・国ごとの相違を踏まえたグッド・プラクティスの構築を手助けするためには、グローバルな原則が必要である。

[www.oecd.org/daf](http://www.oecd.org/daf)

