

# 日本のサステナブルファイナンスへの取組みと課題

～野心的な目標設定の必要性とサステナブルファイナンス手法広がりへの期待～

公益財団法人地球環境戦略研究機関(IGES)  
ファイナンス タスクフォース  
森下麻衣子、清水規子、森尚樹

2019年12月

## はじめに

国連気候変動枠組条約第 25 回締約国会議(以下 COP25)の開催期間中である 12 月 9 日、631 の機関投資家が気候変動対策の野心引き上げを各国政府に対して求める声明を発表した<sup>1</sup>。機関投資家による同主旨の声明は今回が初めてではないものの、機関投資家の賛同数は過去最大となった形だ。パリ協定第 2 条 1(c)項では、「資金の流れを温室効果ガスの低排出型の、かつ、気候に対して強靱な発展に向けた方針に適合させること」を求めており、この資金の流れを作るためのサステナブルファイナンス関連の取組みが広がりを見せている。パリ協定が策定されてから 4 年。パリ協定を実現するためのファイナンスという視点で日本の取組みを振り返る。

昨今の日本におけるサステナブルファイナンスに関連した動きのハイライトを 3 つ挙げるとするならば、気候関連財務情報開示タスクフォース(以下 TCFD<sup>2</sup>)関連の取組みの拡大、グリーンボンド<sup>3</sup>市場の成長、そして市場牽引効果の大きい年金積立金管理運用独立行政法人(以下 GPIF)による取組みが挙げられるのではないだろうか。それぞれの取組みの成果と課題を見ていく。

## TCFD への取組みとそれが意味するもの

まず、TCFD 関連の取組みに目を向けてみる。日本では、官民を横断して TCFD への積極的な取組みが見られる。TCFD に対する賛同を示す企業・機関数は世界全体で 920 となっている。うち 212 社が日本企業であり、賛同数は最も多い(令和元年 12 月 9 日時点)<sup>4</sup>。経産省は、TCFD 対応の事例などをとりまとめたガイダンス<sup>5</sup>を公開、環境省は、シナリオ分析を行うための参考となるべく実践ガイド<sup>6</sup>を公開している。2019 年 5 月には、一橋大学大学院・伊藤邦雄特任教授を始めとする発起人らの呼びかけにより、企業による情報開示のあり方、開示情報を活用した投資判断等について議論を行う場として TCFD コンソーシアムが設立された<sup>7</sup>。2019 年 10 月には、世界初となる TCFD サミットを日本政府が主催した<sup>8</sup>。

一方で、こうした賛同などが結果として意味するところについて検討する必要がある。TCFD では、気候関連のリスクと機会が財務に及ぼす影響を理解するための情報開示の枠組みと項目を提示している。TCFD への賛同によって全ての項目の情報開示が直ちに求められるものではなく、賛同企業・団体は、現在既に取り組まれている情報開示を TCFD 提言に沿って発展させていくことが期待されている<sup>9</sup>。TCFD で注目されるシナリオ分析の分析手法やレベル、その他の情報公開の量・質ともに大きくバラつきがある。TCFD が世界 1,100 社を対象に実施した調査によれば、気候関連の情報開示は 2016 年から増加傾向にあるものの、TCFD で推奨される 11 の情報開示項目のうち 10 以上についてなんらかの開示を行っている企業は 4%に過ぎない<sup>10</sup>。

TCFD 賛同企業による開示情報の量や質、比較可能性の課題に加えての留意事項もある。TCFD は金融安定理事会(FSB)による提言であり、その目的は、低炭素社会へのスムーズな移行によって金融市場の安定化を図ることにある。開示情報の受け手として想定されているのは、主として投資家

だ。全ての投資家の考えを一括りにすることはできないが、多く共有される関心は、気候変動によって、自らの資産が棄損するリスクの回避と収益機会の確保だ。企業が開示する情報と投資家側が求める情報との間にギャップがあることはよく指摘される。しかし、さらに加えて重要なのは、企業がTCFD への取組みの結果として、投資家の求める情報を開示することと、企業が脱炭素社会へ向け野心的に取り組むことは、必ずしも同義ではないことだ。もちろん、サステナブルな事業活動に資金が流れるためには情報開示が不可欠であり、そのような意味でTCFDの意義は大きい。TCFDへの取組みを通じて情報開示が進み、気候変動というリスク・機会への認識や理解が深まり、より具体的な取組みが加速する可能性はある。ぜひそのような発展に期待したい。

### 急速に拡大した日本のグリーンボンド市場のさらなる広がりへ向けて

次に、グリーンボンドに目を向けてみる。2017年に発表されたグリーンボンドガイドライン<sup>11</sup>にはじまり、情報開示と投資家と企業の対話促進を目的とした対話フォーラム<sup>12</sup>の設置やグリーンボンド発行において発生する追加費用の支援制度<sup>13</sup>などを含む環境省による施策もあり、日本のグリーンボンド市場はここ数年で大きく飛躍した<sup>14</sup>。2014年に日本政策投資銀行が日本の発行体として初のグリーンボンドを発行してから4年後の2018年には、発行件数34件、発行総額5,360億円、市場規模はおおよそ16倍となった<sup>15</sup>。2019年は、11月末時点で、発行件数42件、発行総額は6,080億円となり、昨年の実績をすでに超えた<sup>16</sup>。2019年に入ってから、REIT投資法人によるグリーンボンド発行が相次ぎ<sup>17</sup>、さらなる市場の拡大を印象付けた。

一方で、IGESが国内のグリーンボンド発行体に対して実施した意識調査では、資金調達計画等の中でグリーンボンドの位置づけが明確化されていない、または試行として発行したと回答した企業は64%に上った<sup>18</sup>。また今後のグリーンボンド発行計画については現段階では不明と回答したのも67%だった<sup>19</sup>。具体的な理由としては、グリーン資産・事業特定および事業形成の難しさ、外部レビューなどに要する追加コストを超えるメリットが見いだせないことなどが挙げられており<sup>20</sup>、グリーンボンド市場の今後の発展はまだ見通せない。グリーンボンド市場の拡大へ向けては、各種支援制度の維持拡充に加え、グリーンボンドによる資金調達に適格なグリーン資産や事業そのものを増やすための施策、発行体の裾野を広げるための施策が有用となろう。こうした施策のもたらしうる効果として、民間企業に加え、州行政機関などによるグリーンボンド発行も盛んなカリフォルニア州は示唆に富んでいる。

カリフォルニア州では、2020年までに温室効果ガスの排出量を1990年の水準にまで削減する目標を設定<sup>21</sup>、電気事業者に対しては、2030年までに電力の60%、2045年までに電力の100%を再生可能エネルギーで賄うことを義務付ける<sup>22</sup>などの野心的な気候変動対策が導入されている。こうした動きを背景に、再生可能エネルギーなどのグリーン事業の支援策も充実している。一例として、州行政機関であるCalifornia Pollution Control Financing Authority (CPCFA)などが民間事業者の実施するグリーン事業支援の手立てとして、グリーンボンド発行による資金調達を行っている。CPCFA発行の債券は非課税のため、投資家にとって追加のインセンティブとなる仕組みだ。野心的な目標設定やグリーンエネルギー導入の義務化という明確な政策がグリーン事業を生み出し、そのための資金調達の一手段となりうるグリーンボンド発行の方策にも工夫とインセンティブが施されている。

日本でも、地方創生とSDGs金融の文脈において、債券による資金調達が可能な事業規模を確保するため、複数の地方公共団体が連携する可能性などが議論されている<sup>23</sup>。地方自治体自身の温室効果ガス削減のための取組みや、民間企業によるグリーン事業支援を目的としたグリーンボンド発行など、地方自治体などによるグリーンボンドの活用が広がることにも期待したい。

## ESG投資を牽引するGPIFとそのポートフォリオが示す課題

最後にGPIFの取組みに目を向けたい。GPIFは、2015年にPRI(責任投資原則)に署名、2017年にはESG指数を選定・公表し同指数に基づく運用を開始、グリーンボンドへの投資も実施するなど積極的にESG投資への取組みを進めてきた<sup>24</sup>。世界最大の年金基金であり、資本市場全体に幅広く分散運用するユニバーサルオーナーであるGPIFによるこうした取組みは、日本におけるESG投融資の流れの大きなドライバーとなっていることは間違いない。

このように、ESG投資を積極的に進めるGPIFだが、そのポートフォリオには大きな課題が残る。GPIFでは、2023年にかけて資産別の気温上昇シナリオ分析を実施している。その結果は、ポートフォリオの構成資産のうち、国内社債を除いてそのすべてが2°C目標とは整合しておらず、3°C以上上昇するというものだ<sup>25</sup>。IGESが昨年実施した類似の調査でも同じ方向性での結果が確認されている。IGES調査では、TOPIXの構成銘柄のうち電力・自動車・化石燃料企業群とそれぞれの2°C目標との整合性を検証したが、いずれも2°C目標に満たないという結果となった<sup>26</sup>。これらの調査結果は、いずれも日本経済が総体として2°Cシナリオに沿っていない状態にあることを示している。ポートフォリオの分析結果を受けて、GPIFがどのような対応、投資方針を取っていくか、また、それが他の投資家にどのように影響を及ぼすかについて引き続き注視したい。

## 2°C目標と整合性のあるファイナンスフロー実現へ向けて

パリ協定は、2°C目標ならびに1.5°Cの努力目標を掲げている。このパリ協定が合意する2°C目標を明確な到達目標ならびに座標軸に見据えてサステナブルファイナンスの推進に取り組むのがEUだ。EUでは、2018年3月に採択されたサステナブルファイナンス・アクションプランのもとで各種施策を進めている。その核心となるのがタクソミだ。タクソミとは、特定の経済活動が環境的にサステナブルかどうかを明確にするための分類で、セクター毎に、経済活動が気候や環境に良い経済活動かどうかを評価する。2019年6月に、EUサステナブルファイナンス技術専門家グループが気候変動緩和と適応に関するタクソミ最終案を発表した。同案では経済活動がサステナブルか否かの基準はあくまでも2°C目標との整合性にあることが特徴で、故に厳しい閾値・基準となっている。

タクソミを巡っては、現在コンサルテーションプロセスで表明された各種意見等の反映が行われており、改定案が近く提示される予定だ。とはいえ、議論の着地点はまだ見えていない。いずれの経済活動に対しても一貫して2°C目標との整合性を基準に閾値を設定しているため、現行の技術やプラクティスでは到底達成できず、現状を踏まえていないとの批判もある。一方で、サステナブルファイナンスの目的として2°C目標達成を目指すのであれば、そのためにはどのような経済活動が整合性を持つかを示すことは必要不可欠だという議論にもなるだろう。現行案と大きく変わらない形でタクソミが

合意されれば、サステナブルファイナンスにおける施策としては、かなり野心的かつ画期的な枠組みが導入されることになる。議論の行方を注視したい。

### サステナブルファイナンスの目的を今一度確認する

サステナブルファイナンス政策の目的とは、グリーンな産業構造への転換やグリーンな経済活動を実施する主体の資金調達を容易にし、投融資を行う側から見て、グリーンな事業や活動主体の選別を容易にし、2°C目標に整合する持続可能な世界を実現するために資金を導くことにあるはずだ。

当たり前のように忘れがちなのは、2°C目標の実現もしくは脱炭素社会の実現へ向けた高い野心がまずは必要だということだ。その目標を実現するグリーンな産業構造や経済活動があり、それらを導くための手立てとして様々な政策ツールがあるという順序であるはずだ。サステナブルファイナンスは、一つの、しかし重要かつ必要不可欠な手立てとなる。サステナブルファイナンスのあり方を検討する際には、おおもとの目標やビジョンに絶えず引き寄せながら議論をする必要があるのではないだろうか。手段の目的化や目的の据替は避けなければならない。サステナブルファイナンスと呼ばれる投融資が拡大しても社会の脱炭素化をはじめとした社会課題解決に実質的に寄与しなければ意味がない。ましてや、グリーンボンドなどの「新しい」金融商品を市場に先駆けて扱うことに目的が終始してはいけ

ない。

グリーンボンド発行に関連して非常に面白い事例がスウェーデンにある。当該グリーンボンドの発行体は、ストックホルムを中心に事業展開するファベージュ(FABEGE)<sup>27</sup>という不動産デベロッパー・管理会社だ。2016年以降、グリーンボンド発行を十数回実施しているほか、グリーン・コマーシャルペーパーやグリーンローンによる資金調達を行っており、グリーンファイナンスは、同社の資金調達の80%を越えている。ファベージュは、資金調達の100%をグリーンファイナンスによるものとする目標を掲げている。こうした目標を掲げられる背景には、グリーンボンドにとどまらないグリーンな資金調達の手法があるからでもある。2019年6月、ファベージュは、グリーンローンにとどまらないグリーンな資金調達を視野に「グリーンファイナンスフレームワーク」をハンデルス銀行(Handelsbanken)と協働で策定、公表した。しかし、それ以上に重要なのは、高い環境目標をそもそも掲げていることだ。例えば、2019年の目標として、開発管理するすべての建物の環境認証取得を目指している。また、建物の省エネ化に取組み、エネルギー消費量では、2020年までにスウェーデンの全国平均の50%(2014年比)となることを目標に掲げている。

TCFDへの賛同数やグリーンボンド発行の増加に見るように、日本における気候変動リスクへの認識やサステナブルファイナンスは広がりを見せている。グリーンボンドだけを見ても、地方自治体をはじめとして、発行主体の広がりの可能性は十分にある。また、ファベージュの事例に見るように、グリーンボンドに加えて、その他のグリーンもしくはサステナブルな資金調達の手法や金融商品は国内外で広がりを見せている。国内では、グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドラインの策定を視野に環境省の下に設置された検討会で現在議論がなされており、さらなる後押しとなることが期待される。

一方で、GPIF のポートフォリオ分析結果や IGES が昨年実施した類似調査の結果に見るように、日本経済の総体を見ると達成すべき 2℃ 目標に整合しているとは言い難い状況だ。COP25 における小泉環境大臣の演説では温室効果ガスの削減目標の引き上げや石炭火力発電の今後についての言及がなかったことを受けて、各国から落胆の声があがったことが報じられている<sup>28</sup>。グリーンファイナンスが活発な企業や地域では、カリフォルニア州ならびにスウェーデンの不動産開発管理会社のように、高い野心がそもそもの背景にある。

世界が直面するのは、気候変動ではなく、気候危機だ。脱炭素社会へ向けた高い野心が、国、地方自治体、業界、個別企業によって掲げられ、そうした取組みに資金が流れる意識と仕組みの発展として、日本のサステナブルファイナンスの加速度的進展に期待したい。

---

<sup>1</sup> IIGCC(2019) 'Record 631 institutional investors managing more than \$37 trillion in assets urge governments to step up ambition to tackle global climate crisis'  
<https://www.iigcc.org/news/over-600-institutional-investors-managing-37-trillion-in-assets-urge-governments-to-step-up-actions-to-tackle-climate-change/>

<sup>2</sup> 気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)は、G20 からの要請を受け、金融安定理事会(FSB)が 2015 年に設置。2017 年 6 月に提言をまとめた最終報告書を公表した。

<sup>3</sup> グリーンボンドは、調達資金の用途を環境改善効果のある事業(グリーンプロジェクト)に限定して発行される債券のこと。

経産省(2019)Retrieved from [https://www.meti.go.jp/policy/energy\\_environment/global\\_warming/disclosure.html](https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/disclosure.html) on December 12, 2019.

<sup>5</sup> 経産省(2018)「気候関連財務情報開示に関するガイダンス(TCFD ガイダンス)」  
<https://www.meti.go.jp/press/2018/12/20181225012/20181225012-2.pdf>

<sup>6</sup> 環境省(2019)「TCFD を活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド」  
[http://www.env.go.jp/policy/Practical\\_guide\\_for\\_Scenario\\_Analysis\\_in\\_line\\_with\\_TCFD\\_recommendations.pdf](http://www.env.go.jp/policy/Practical_guide_for_Scenario_Analysis_in_line_with_TCFD_recommendations.pdf)

<sup>7</sup> TCFD コンソーシアム(2019)Retrieved from <https://tcfid-consortium.jp/> on December 12, 2019.

<sup>8</sup> TCFD サミット(2019)Retrieved from <https://tcfid-summit.org/index.html> on December 12, 2019.

<sup>9</sup> TCFD コンソーシアム(2019)Retrieved from <https://tcfid-consortium.jp/about> on December 12, 2019.

<sup>10</sup> TCFD(2019)'TCFD: 2019 Status Report (June 2019)'

<sup>11</sup> 環境省(2017)「グリーンボンドガイドライン 2017 年版」  
[http://www.env.go.jp/policy/greenbond/gb/greenbond\\_guideline2017.pdf](http://www.env.go.jp/policy/greenbond/gb/greenbond_guideline2017.pdf)

<sup>12</sup> 環境省(2019)「環境省 環境情報開示基盤整備事業～ESG 対話プラットフォーム～」  
<https://www.env-report.env.go.jp/>

<sup>13</sup> 環境省(2019)「グリーンボンド発行促進体制整備支援事業」  
<http://greenbondplatform.env.go.jp/support/subsidy.html>

環境省(2019)グリーンボンド発行促進プラットフォーム(市場普及状況)  
Retrieved from <http://greenbondplatform.env.go.jp/greenbond/current.html> on December 12, 2019.

<sup>15</sup> Ibid

- 
- <sup>16</sup> Ibid
- <sup>17</sup> 環境省(2019)グリーンボンド発行促進プラットフォーム(国内発行体による発行リスト)  
<http://greenbondplatform.env.go.jp/greenbond/list/>
- <sup>18</sup> 森・清水(2019)「日本におけるグリーンボンドの継続的発行の現状とその課題—発行体へのアンケート調査の結果を踏まえて—」
- <sup>19</sup> Ibid
- <sup>20</sup> Ibid
- <sup>21</sup> California (2006) Assembly Bill 32 <https://ww3.arb.ca.gov/cc/ab32/ab32.htm>
- <sup>22</sup> California (2018) Senate Bill No.100  
[https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill\\_id=201720180SB100](https://leginfo.legislature.ca.gov/faces/billNavClient.xhtml?bill_id=201720180SB100)
- <sup>23</sup> 地方創生 SDGs・ESG 金融調査・研究会(2019)「地方創生に向けた SDGs 金融の推進のための基本的な考え方」  
[https://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/kankyo/kaigi/pdf/sdgs\\_kinyu\\_basic\\_way\\_of\\_thinking.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/kankyo/kaigi/pdf/sdgs_kinyu_basic_way_of_thinking.pdf)
- <sup>24</sup> GPIF(2019)2018 年度 ESG 活動報告  
[https://www.gpif.go.jp/investment/190819\\_Esg\\_Katudohoukoku.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/190819_Esg_Katudohoukoku.pdf)
- <sup>25</sup> Ibid
- <sup>26</sup> IGES(2018)「ポリシーレポート: 日本の上場株式市場と気候変動 2°C 目標との整合性検証」  
<https://iges.or.jp/jp/pub/testing-japanese-equity-market-alignment-2%C2%B0c>
- <sup>27</sup> FABEGE(2019) Retrieved from <https://www.fabege.se/en/> on December 12, 2019.
- <sup>28</sup> NHK(2019)「COP25 小泉環境省が演説 各国から落胆の声も」  
<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20191212/k10012211791000.html>



**公益財団法人 地球環境戦略研究機関 (IGES)**

〒240-0115 神奈川県三浦郡葉山町上山口 2108-11

Tel: 046-855-3700 Fax: 046-855-3809 E-mail: [iges@iges.or.jp](mailto:iges@iges.or.jp)

[www.iges.or.jp](http://www.iges.or.jp)

この出版物の内容は執筆者の見解であり、IGES の見解を述べたものではありません。  
©2019 Institute for Global Environmental Strategies. All rights reserved.