

サステナブル投資の共通言語化に向けて



Barbara Novick
Vice Chairman



Brian Deese
Global Head of Sustainable Investing



Tom Clark
Co-Head of Public Policy, Americas



Carey Evans
Global Public Policy Group



Allison Lessne
BlackRock Sustainable Investing



Meaghan Muldoon
BlackRock Sustainable Investing



Winnie Pun
Head of Public Policy, Asia-Pacific

はじめに：共通言語化の必要性

この数年、「サステナブル投資」(環境、社会、ガバナンス(ESG)に関する様々な懸念材料や目的を投資判断に組み込んだ投資手法)への関心が高まっています。あるデータによると、世界のESG関連の投資信託と上場投資信託(ETF)の運用資産(AUM)は、2013年の4,530億ドルから2018年には7,600億ドルに増加しており、今後10年間も大幅な拡大が見込まれています¹。しかも、この運用資産の増加額には、サステナブルなインフラなどの資産に直接投資している私募ファンドの増加分は含まれていません。

サステナブルな投資商品への投資家の関心が高まるにつれ、政策立案者やステークホルダーの間でも同様に関心が高まっており、政策上検討すべき要件が2点出てきています。1つ目は、サステナビリティ関連の広範な政策イニシアチブをグローバルに支えるには、きちんと規制されたサステナブル・ファイナンスのエコシステムが必要であることです。特に、気候変動対策に巨額の資金の流入が予想される中で、そのようなエコシステムの構築は不可欠と考えられます。もう1つは、「グリーンウォッシング」のリスク(紛らわしい投資アプローチや明らかに誤解を与える投資アプローチにより、投資先の実際のサステナビリティ特性についてアセット・オーナーが十分に理解しないまま投資先を選択してしまうリスク)を最小限に抑えるしっかりした基準がないことへの懸念で、この点も極めて重要です。

ブラックロックは、政策立案者がこうした課題を重視してサステナブル・ファイナンスの推進に取り組んでいることを歓迎しています。ブラックロックは受託者として、気候変動をはじめとする重要なESG要素が与える影響に対応できる耐性の強いポートフォリオを構築し、より安定的で高い長期的リターンを追求することにより、お客様をサポートできるよう尽力して参ります。

ブラックロックは、サステナビリティを考慮したポートフォリオ(これまで以上にサステナブルな要素を含む金融商品で構成されたポートフォリオ)が投資家に高いリスク調整後リターンをもたらすと確信しています。サステナビリティが投資リターンにますます大きな影響を与えるようになる中で、今後は、サステナブル投資がお客様のポートフォリオの重要な基盤になると考えています。

そのためブラックロックでは、サステナビリティをリスク管理、ポートフォリオ構築、運用商品の設計、企業とのエンゲージメントの中核に位置付ける取り組みを加速しています。私たちは、サステナビリティを新たな投資の基軸とすべきであると考えています。

こうした取り組みで重要になるのは、アセット・オーナーやアセット・マネージャー(運用会社)などの市場参加者と規制当局の間で、サステナブル投資をテーマとする金融商品のあるべき姿について、共通理解に立つ上で必要な基盤を培うことです。そのためには、商品などの分類を行える明瞭なシステム(専門用語で「タクソノミー」と言います)が必要です。これにより、アセット・オーナーは金融商品間の差異を識別し、各商品の特性に関する明確で透明性の高いデータを利用することが可能になるでしょう。但し、過度に細分化され、ルール化されたタクソノミーは、イノベーションや投資家の選択を制約しかねないため、避けなければなりません。

この目的を達成するには、「サステナブル投資」の意味合いがステークホルダーによって大きく異なるという問題を解決する必要があります。現状ではサステナブル投資の定義について、アセット・オーナー、アセット・マネージャー、業界のエキスパート、政策立案者、メディア、学者、NGOの間でコンセンサスはありません。

上記は2020年1月現在の見解であり、その後の環境変化などにより変更される可能性があります。

提言の概要

サステナブル投資商品の現状の明確化

- ポートフォリオ・レベルで行うESG特性開示基準の統一を推進
- 投資ファンドの大分類の名称について合意を形成。ブラックロックでは、サステナブル投資商品の分類において、国際金融協会（IIF）の推奨分類に沿った以下の3つのフレームワークを使用しています。

–スクリーニング投資

–ESG投資

–インパクト投資

- 金融商品が特定の要件（例えば、カーボンニュートラル）を厳密に満たすことを示す一方で、斬新な商品を導入する余地を残すことに配慮した名称ルールについて合意を形成

企業発行体による情報開示の明確化と単純化

- 企業によるESG情報開示のフレームワークを統一
- フレームワークの普及に向けた取り組みの遂行
- ESG情報開示の改善に向けた革新的な研究およびテクノロジーの推進

ESGに配慮した経済活動について、アセット・オーナーの選択肢を広げる客観的なタクソノミー構築を支援

- アセット・オーナーがサステナビリティ関連のリスクと投資機会を各資産間で比較できるよう客観的指標の活用を推進
- 投資家の選択を制限するようなサステナビリティの画一的な定義や二者択一的な定義を回避
- 低炭素社会への移行などを促進し、アセット・オーナーのサステナビリティ目標に沿った運用を促す分類項目の拡大に向けた取り組みの遂行

3つのレベルでサステナブルという用語を明確化

- 投資商品の名称ルール
- 企業発行体の情報開示
- 経済活動のタクソノミー

サステナビリティに関する定義は、いくつかのレベルで行う必要があります。

• 投資商品の名称ルール

投資商品に共通する名称の理解を明確にするため、「インパクト」「ESG」といった用語や、「低炭素」「倫理」「社会的責任」といったテーマが意味するもの、こうした商品や戦略に対するアセット・オーナーの理解を深めるためのガイドラインや有効な基準を明示します。

• 企業発行体の情報開示

企業発行体の活動と重要なESG課題に関する企業の開示データに注目し、開示イニシアチブの合理化や開示基準の統一、投資のサステナビリティをグローバルに一貫して比較できるようにするフレームワーク、データ、格付け方法の統一といった課題に対処します。

• 経済活動のタクソノミー

「サステナブルな経済活動」を定義するものであり、企業や投資商品に関する定義ではなく、サステナビリティ目標に影響を与える可能性がある個別の基本的な経済活動に関する定義です。例えば、気候変動の緩和や低炭素経済への移行といったサステナビリティ目標に大きく寄与している活動や、SDGs（持続可能な開発目標）の進展に寄与している活動を定義します。欧州連合（EU）のサステナブル・ファイナンス・タクソノミー案で重視されている「E（環境）」分野（具体的には気候分野）において、最もその作業が進んでいます。

当資料では最初に、この3つのレベルにおいて、統一されたタクソノミーの構築と実行に向けて世界の規制当局が進めている取り組みを考察します。次に、現在の政策課題を分析します。一例として、ESGデータ・ソースにおける一貫性の欠如が挙げられます。この問題は改善しつつあるものの、企業のサステナビリティに関する情報開示のフレームワークを統一するといった取り組みが必要です。今回の分析の結果、長期的なサステナビリティに対する重大な影響に焦点を当てた複数の基準が存在し、業種によって異なる基準を統一する余地があることが判明しました。困難はあるものの、将来的にはこうした重複を巡る混乱が解消され、共通の基準が適用される可能性が高いとブラックロックは考えています。

アセット・マネージャーとアセット・オーナー

当資料におけるブラックロックの主張は、サステナブル投資に資金を呼び込むためには、サステナブル・ファイナンスに関する政策が必要であるというものです。具体的には、投資家の選択を制限しかなない画一的な「サステナビリティ」基準を策定するのではなく、投資家の様々なニーズに対応できる幅広い投資の選択肢を確保すべきだと考えています。ブラックロックは、投資家中心のフレームワークが投資資金を惹きつけるための最善の方法であると考えています。ブラックロックが「投資家」という場合、具体的には以下の2つを指しています。

アセット・オーナーは、自らの資金を直接運用することもあれば、アセット・マネージャー（運用会社）に委託することもあります。アセット・オーナーには、個人投資家、年金基金、保険会社、政府系ファンド、財団、エンダウメント、ファミリー・オフィスなどが含まれ、それぞれのサステナビリティ全般に関する選好や目標に沿って資産配分を決定します。

アセット・マネージャーは、クライアントであるアセット・オーナーの代理人として行動します。アセット・マネージャーは受託者として、アセット・オーナーが選択した戦略や商品の法的文書に記載された投資ガイドラインに従って運用を行う責任を負います。

今回の分析を通じて、ブラックロックは、サステナビリティを投資の新たなスタンダードにするという目標を達成するには、共通のフレームワーク、透明性の高いデータ、客観的指標の活用を推進し、アセット・オーナーが十分な情報を得た上で選択できるようにするアプローチが最も有効であるとの結論に達しました。

そのためブラックロックは、2020年にブラックロックが提供するすべてのETFと投資信託における、ESG、炭素、事業に関連するデータをお客様が入手できるよう取り組みを進めています。また、サステナブル関連商品に限らず、すべての商品についてこうした情報をアセット・オーナーに提供すべきであるとブラックロックは考えています。しかし、ブラックロックをはじめとする運用会社が透明性を最大限高めるには、企業の情報開示のフレームワークを含めて全体で整合性を取ることが必要です。当資料の最終セクションでは、各用語レベル（2ページのボックスを参照）における政策アプローチを推奨し、このような整合性がサステナブル・ファイナンスのエコシステムを構築するためにも必要であるとのブラックロックの主張を展開していきます。

新たなスタンダードとしてのサステナビリティ

客観的指標に基づく明確で透明性の高い情報を提供することで、投資家は十分な情報に基づく選択が可能になり、サステナビリティを投資の新たなスタンダードにするという目標の達成が促されるでしょう。

各地域の政策アプローチの概要

規制は、これまでのサステナブル投資の成長の主な原動力となってきました。商品の名称、企業の情報開示、タクソミーについて、世界各国・地域の産業、規制当局、様々な非政府組織（NGO）で採用されているアプローチは多岐にわたっています。

世界の様々な国際機関がサステナブル・ファイナンスの促進に向けた議論を行っています。例えば、金融安定理事会（FSB）の気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）などは、企業の情報開示の基準作りに取り組んでいます。一方、各国・地域の監督当局がサステナブル・ファイナンスの成長に伴う課題に対処できるよう、ベスト・プラクティスの共有と共通原則の策定を支援する目的で、証券監督者国際機構（IOSCO）のグリーン・ファイナンス・ネットワークなどが設立されています。

多くの中央銀行は、バランスシートと準備預金の管理に適用するテーマとして気候変動リスクを注視し始めており、こうしたリスクが金融システムの安定を担う監督当局としての中銀の役割にとって何を意味するか、包括的な理解の構築に努めています。中央銀行は、他の規制当局と共に気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク（NGFS）を構成することで、各組織の権限の範囲でサステナブル・ファイナンスを幅広く推進する方法を模索しています。

こうした国際的なイニシアチブに加え、複数の国・地域がサステナブル投資に関する政策フレームワークの構築に注力しています。

欧州

EUとその加盟国の多くは、サステナブル投資関連の規制の構築が最も進んだ国・地域と言えるでしょう。これまで、規制対象となるアセット・オーナーのセグメントに向けた初期のイニシアチブ（例えば、英労働・年金省（DWP）による年金基金受託者を対象としたESG要件や、アセット・オーナーにサステナビリティ方針（特に脱炭素方針）の策定を求めるフランスのエネルギータンク173条）は、サステナブル運用ソリューションへの関心と需要の拡大を支える大きな原動力となってきました。

EUはサステナブル・ファイナンスのアクションプランに基づき、金融市場の既存の規制アプローチにサステナビリティの概念を組み込むという大胆かつ包括的な政策を提案しました。その一連の施策では、いずれも行動規範、透明性、投資家保護、さらには健全性の観点からサステナビリティが考慮されています。

図表1：EUのアクション・プランによる新たなサステナブル・ファイナンス規制

<p>サステナビリティの 情報開示規制</p> <p>企業および商品の情報開示に関する新たな要件</p>	<p>MiFID適合性要件の改正</p> <p>サステナビリティ選好を商品やサービスの仲介規制に組み込む</p>	<p>サステナビリティの 統合規則</p> <p>「サステナビリティ・リスク」をUCITS、AIFMD、MiFID、ソルベンシーII、IORPDのフレームワークに組み込む</p>	<p>タクソノミー規制</p> <p>環境分野のサステナブル投資に関する共通参照フレームワークを構築</p>
---	---	--	---

サステナブル投資商品の規制アプローチは、4つの主な法案および規制案（図表1）が根拠となります。この案は、運用とリスク管理にESGを組み込む義務、商品の分類、サステナビリティ情報開示の義務化、「サステナブル」な経済活動に関するタクソノミーの規定から、顧客のサステナビリティ選好に応じた商品の販売と仲介プロセスの構築に至るまで、あらゆる側面をカバーしています。

ブラックロックは、サステナブル投資の共通言語を構築するというEUアクション・プランの基本目標を支持しています。現在のタクソノミー規制は気候関連の要因に焦点が当てられていますが、有効なタクソノミーを構築するには、将来的には「E（環境）」だけでなく「S（社会）」および「G（ガバナンス）」の要因もカバーする必要があります。

しかし重要なのは、実体経済を支える企業と金融機関の両方が、運用可能な方法でアクション・プランの各項目を実行することです。例えば、現行のタクソノミー案には、グリーンボンドのような資金用途限定型の商品やプロジェクト・ファイナンスに関する均一性の向上を図る上で明確なメリットがありますが、より広範な企業レベルの投資対象にタクソノミーを適用する場合には、新たな課題があると言えるでしょう。具体的には、データが入手できるかという問題に加えて、サステナビリティやESGが特定の投資戦略や商品に組み込まれる方法がタクソノミー開示フレームワーク案に必ずしも反映されないというリスクが挙げられます。

商品関連の規則を策定する際には、「サステナブル」の定義に対する「画一的」なアプローチにつながるような制度は避けなければなりません。こうしたフレームワークは、投資家の幅広いサステナビリティ選好に合わせて多様な商品・サービスを開発するインセンティブを低下させかねないためです。

また、いかなるアプローチであれ、その有用性は最終的には企業発行体の情報開示が明確で、公開されており、法的信用力を有しているかどうかによって決まります。そのため、ブラックロックは情報公開のフレームワークを重視しています。

強力で持続性のある発行体レベルの情報開示フレームワークの構築は、サステナブル・タクソノミーの成功の鍵となるでしょう。

アジア太平洋

アジア太平洋地域では、規制当局と証券取引所がサステナブル・ファイナンスの用語に対する共通アプローチの構築により一層注力しています。共通するテーマは、規制当局が発行体の情報開示に焦点を当てることであり、主要国・地域はESG情報開示のフレームワークを義務化するか、または自主的に遵守させる方針を採用しています。

中国はこの分野の先駆者であり、地域全体をリードしています。2016年8月、中国は「グリーンファイナンス・システム構築のためのガイドライン」を公表しました。これは、グリーンファイナンスの積極的な推進に向けた包括的な政策のフレームワークであり、ESGの透明性を高める必要性も認識されています。その後、中国証券監督管理委員会（CSRC）は新たな規制を導入し、2020年までにすべての上場企業と債券発行体に対して、中国独自のサステナビリティ報告基準に基づくESGリスクの情報開示を行うよう義務付けています。同時に中国は、国内外の両方でグリーン基準の統一に向けた取り組みを推進しています。2017年11月には、中国グリーンファイナンス委員会（CGFC）が欧州投資銀行と共同でグリーンボンド基準の比較・分析白書²を発行し、タクソノミーの統合に向けて準備を開始しました。同年12月には、中国と英国が共同で、金融機関グループによる3年間のTCFD報告のパイロット・プロジェクトを発足させました³。

2019年4月に香港証券先物委員会（SFC）は、ファンドの名称に「グリーン」や「ESG」が入ったリテール・ファンドを対象に商品の開示規制の強化を発表しました。さらに同年5月には、香港証券取引所がいくつかのESG情報開示義務を含む発行体の開示基準強化案について協議を行いました。これは、SFCが2018年に公表した「グリーンファイナンスの戦略的フレームワーク」において、気候リスクの開示強化が最優先事項とされたことを受けたものです。

シンガポール証券取引所は、「Comply or Explain（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」の原則に基づいたサステナビリティ報告を導入しました。この報告は主に、重要なESG要素、方針、活動と成果、目標、サステナビリティ報告書のフレームワーク、取締役の声明から構成されています。シンガポール金融管理局は、2020年に新たな環境リスク管理ガイドラインに関する協議書を公表し、銀行、保険、資産運用の各セクターを対象に、ガバナンス、リスク管理、情報開示の基準を策定する予定です。

日本では、規制するのではなく、主に情報開示のベストプラクティスの自主的な適用が推進されています。2018年12月に経済産業省は、発行体によるTCFD要件に沿った自主的な情報開示を支援するために、TCFDガイダンスを公表しました。2019年5月には、経済産業省、金融庁、環境省がオブザーバーとなり、TCFD報告の質的向上に向けた民間主導のコンソーシアムが設立されました。

オーストラリアでは、2019年にオーストラリア証券投資委員会（ASIC）が規制ガイダンスを更新し、発行体が開示を検討すべき項目の1つに気候リスクを正式に追加しました。ASICとオーストラリア証券取引所はいずれも、重大な気候リスクに晒されている企業はTCFDのフレームワークに基づいて自主的に情報開示を行うよう促しています。

米州

カナダでは、カナダ証券管理局（CSA）が気候変動関連リスクの情報開示に関するガイダンス「Staff Notice 51-358」を発行しました⁴。CSAは、カナダの発行体と投資家の間でTCFDやサステナビリティ会計基準審議会（SASB）のフレームワークを含む自主的な情報開示制度への関心が高まっていることに言及し、当該「Staff Notice」は発行体による気候関連リスク情報開示の確認と向上を促すためのものであると述べています。

メキシコでは最近、年金基金監督当局（CONSAR）がAfores（年金基金）の運用プロセスを変更し、2022年1月3日までにESGの要素を組み込むことを義務付けると発表しました。

米国は他の国とは異なる立場を取っており、ESGの開示について必ずしも規範的なアプローチではなく、証券取引委員会（SEC）の従来のマテリアリティ（重要課題）基準に基づく原則ベースのアプローチを採用しています。SECのクレイトン委員長は、「企業は、合理的な投資家が各企業固有の事実と状況に基づき、十分な情報を得た上で投資判断や議決権行使の判断を行うために必要となる重要な情報の開示に注力すべきである」と述べています⁵。

米労働省（DOL）は、2018年4月の実務支援広報（FAB）「ERISA法に基づく制度受託者の投資判断」において次のように述べ、ESG要素よりも財務上のマテリアリティを優先する姿勢を一層鮮明に打ち出しました。

「いかなる投資も、他の投資機会を諦めることにつながるため、制度受託者が副次的な社会政策目標を推進するための投資を行う目的で投資リターンを犠牲にすることや追加的な投資リスクを取ることは認められていない、との従来からの立場を改めて表明する」

立法面では、最近、米下院で気候関連問題の詳細な情報開示を義務付ける複数の施策について協議が始まっており、2019年7月には、Sean Casten下院議員（民主党・イリノイ州）と23名の民主党の共同提案者によって「気候リスク情報開示法案」（H.R.3623）が提出されました。この法案は、SECが他の連邦機関と協力して産業別の気候変動関連リスク情報開示の指標とガイダンスを作成し、企業に定量・定性情報の開示を行うよう義務付けるものです。法案が成立すれば、上場企業は年次報告書において気候変動に関する財務上・事業上のリスク情報を開示する義務を負うことになります。

米上院では、2019年11月にBrian Schatz議員（民主党・ハワイ州）が9名の民主党議員と共同で「気候変動金融リスク法案」（S.2903）を提出しました。この法案は、連邦準備制度理事会（FRB）が大手金融機関を対象に気候変動リスクに関するストレス・テストを隔年で実施し、気候関連リスクへの耐性を判断することを義務付けるものです。法案が成立すれば、FRBは気候科学者や気候経済学者による諮問委員会を設置し、金融機関のストレス・テストに向けた気候変動シナリオの策定に寄与しなければならないでしょう。

いずれの法案も現在の議会で原案のまま可決される可能性は低いと考えられます。しかし、こうした法案は気候変動への関心の高まりを示すものであり、気候関連の情報開示とリスクに関する協議の場で議論が続き提案が出されていることから、今後数カ月のうちに新たな施策が導入される可能性があるというブラックロックは考えています。

全体的に見た場合、米国のアプローチは、他の国・地域で検討されている規範的なアプローチを当面回避しようとするものですが、米行政機関の声明は、一見して感じられる印象とは異なり、他国のアプローチと真っ向から対立しているわけではありません。DOLのガイダンスは次のように続いています。「ESG要素が、他の投資機会と比較分析する中で、経済的要因として扱うのが適切であるビジネスリスクや機会である場合、このESG要素に付与すべきウエイトは、リスク・リターンの観点から他の関連する経済的要因と比較して適切な水準にすべきである。」⁶

SECとDOLは、欧州のタクソミー案のような細分化と統一性の導入を明確に拒否していますが、その立場はマテリアリティを重視する基本的なTCFDフレームワークとさほど変わりません。

その意味では、両機関の立場は、「発行体は投資家の意思決定に重大な影響を及ぼす財務結果やリスク等の情報を完全かつ正確に適時開示すべきである」と定めたESG情報の開示に関するIOSCO声明とも一致しています。

ブラックロックの見解

こうした規制政策の注力により、サステナブル投資への投資家の関心はすでに高まっていますが、各国間の異なるアプローチがさらなる混乱を引き起こすリスクもあります。

当面は完全に統一された世界的な規則や基準が設定される可能性は低いと思われます。とはいえ、各基準の統一を実現するための最善の方法は、課題を明確にし、政策が課題解決に寄与できる分野を見極めることであるとブラックロックは考えています。具体的には、政府は商品の名称ルール、企業発行体レベルの情報開示、経済活動のタクソミーに関する整合性を高めることに寄与できると考えています。

インベストメント・スチュワードシップ^oの役割

アクティブ運用戦略では、アセット・マネージャー（運用会社）が受託者責任の観点からアセット・オーナーである顧客の投資選好に最も合致すると判断した場合には、ESG要素の統合から得られた情報に基づき、特定資産の投資の実行、回避、または売却の判断を下すことがあります。しかし、時価総額加重ベースのインデックス投資戦略の場合はそうはいきません。

ブラックロックは「インベストメント・スチュワードシップ」（アクティブ運用とインデックス運用の両方が対象）を受託者責任の中核に位置付けています。受託者責任とは、顧客から運用を委託された資産の価値の保全と成長を図るために果たすべき責任のことです。ブラックロックは、投資先企業との建設的・継続的なエンゲージメントや議決権の行使を通じてこの責任を果たしています。ブラックロックの長期投資家としてのスチュワードシップ活動では、事業に関連する重大なESG課題を特定した後、企業とのエンゲージメントを通じてガバナンスの向上や課題解決に向けた事業慣行の推進を図り、長期的にサステナブルな財務パフォーマンスを実現することを目指しています。

そのため、ブラックロックは取締役会の構成や実効性、説明責任を最も重視しています。ブラックロックの経験上、ガバナンスやサステナビリティの課題に取り組むには、取締役会のリーダーシップ、監督および説明責任が必要になる場合が大半です。

ブラックロックはまた、サステナビリティ関連のリスクを重視し、企業とのエンゲージメントを強化しています。ブラックロックは、サステナビリティの課題を改善するには投資家、企業、規制当局、その他の関係者間の協働が不可欠であると考えます。ブラックロックはTCFDの創設メンバーであり、国連責任投資原則に署名しています。このほど、ブラックロックはClimate Action 100+に参加を表明しましたが、以前から同活動を支援する5つの組織のうちの一つでした。Climate Action 100+は機関投資家による取り組みであり、企業へのエンゲージメントを通じて、気候変動関連の情報開示の改善と、パリ協定で定められた目標と整合的な事業戦略の構築を促すものです。

ブラックロックは、企業や取締役会が効果的なサステナビリティ情報の開示や、サステナビリティに関する課題を管理するフレームワークの導入を行っていないと判断した場合、取締役会の責任を追求します。ブラックロックは、情報開示に関するエンゲージメントについて以前から実績を積み上げてきました。サステナビリティ関連の投資リスクが高まっている現状を踏まえ、ブラックロックは、投資先企業がサステナビリティ関連の情報開示と、その基礎となる事業慣行および事業計画の進捗が不十分であると判断した場合には、経営陣と取締役に対して反対票を投じることを検討していきます。

議決権の行使は健全なスチュワードシップの鍵になります。議決権行使助言会社は、議決権行使に関する調査と助言を提供します。これは保有株式の議決権を行使する投資家自身が利用することもあれば、顧客投資家の受託者として議決権行使の責任を委任されている運用会社が利用することもあります。ブラックロックは、十分な情報に基づく議決権行使は受託者責任の中核にあると考えています。したがって、ブラックロックは独自に調査・分析（必要に応じて実施する企業エンゲージメントを含む）を行い、ブラックロックの議決権行使ガイドラインに従って、お客様の最善の長期的利益に適うように議決権の行使を慎重に決定します。

投資家、あるいは顧客から権限を委任された運用会社のどちらが行うにせよ、スチュワードシップ活動は議決権行使にとどまりません。上述した通り、これには投資先企業の経営陣および取締役とのエンゲージメントも含まれており、こうしたエンゲージメントにより、ガバナンスや事業慣行（重要な環境・社会要因の管理を含む）を推進し、企業価値の長期的な向上を図ります。

政策課題の明確化

ブラックロックは、サステナブル投資を拡大させるという政策立案者の目標を支持しています。可能な限り幅広いアセット・オーナーを対象にサステナブル投資を推進するというアプローチは、目標達成に向けた最善の措置と言えます。また、こうしたアプローチにより、多種多様な投資商品の開発が促され、多様なニーズと検討事項を抱えるアセット・オーナーにサステナブルなソリューションを提供することができるでしょう。

どういったアプローチをとるにせよ取り組む必要がある3つの重要分野は以下の通りです。

- 1. 投資商品** – サステナブル投資とは何かについて、どうすればアセット・オーナーとアセット・マネージャーが共通理解を深めることができるでしょうか。また、この定義に照らしてどのように商品のポートフォリオを評価すれば、投資家の信頼向上に寄与するでしょうか。
- 2. 企業** – アセット・オーナーが比較可能で適切かつ明確なサステナビリティ関連の情報開示を企業から受けるには、どうすればよいでしょうか。同時に、多くの異なる情報開示のフレームワークを簡素化するために政策が果たすべき役割はどのようなものでしょうか。
- 3. 経済活動** – アセット・オーナーは、様々な経済活動によるサステナビリティ関連の影響（エネルギー、気候、社会的目的といったサステナビリティ上の検討事項）について、どうすれば客観的な情報を取得し、自らの投資期間と選好に最も合致した活動への投資を選択することが可能になるでしょうか。

こうした問題について順次検討していきましょう。

1 サステナブル投資商品の現状の明確化

ブラックロックは、政策によって多様なサステナブル商品の提供が可能になるとともに促され、アセット・オーナーの様々なニーズと意向を満たす幅広いサステナブル投資のアプローチが提供されるであろうし、そうなるべきであると考えています。そのための最善策は、サステナブル投資のアプローチを理解するための共通言語を構築し、それを商品やポートフォリオの透明性の高いデータで裏付けることであると考えます。これにより、規制当局とアセット・オーナーの両方が商品の名称と内容の関連性を最大限に理解し、評価できるようになると考えられます。

このように明確かつ客観的なデータの提供を重視することで、アセット・オーナーは様々なサステナブル投資戦略に対する理解を深めることができ、アセット・マネージャーも投資戦略の説明とパフォーマンスの評価が容易になるでしょう。重要なのは、サステナブルかどうかの主観的な判断ではなく（こうした判断はグリーンウォッシングのリスクを伴います）、アセット・オーナーに必要なデータを提供し、選択した商品が他の商品よりも自身の投資目的に合っているかを判断できるようにすることなのです。

商品名称の標準化に関する規則を設定する場合には、「投資アプローチや特定の資産またはポートフォリオに関する重大かつ長期的なリスクと機会について、アセット・オーナーが完全な情報に基づいて自身の投資目的に合致しているかを判断すること」を最終目標とすべきとブラックロックは考えます。

最終セクションでは、ブラックロックが使用している一連の名称ルールを提案としてご紹介します。用語（商品の名称）を標準化すれば、サステナブル投資商品に対するアセット・オーナーの理解と信頼が向上するとブラックロックは考えます。

2 企業発行体による情報開示の整合性と拡充の促進

ブラックロックは、企業発行体によるESG情報開示の慣行を改善する上で、政策立案者には果たすべき役割があると考えています。その主な根拠は、情報開示の整合性を高めると、データの整合性も高まることにあります。情報開示のフレームワークを統一すれば、より質の高い比較可能なESGデータの提供が促されます。このように整合性を高めることで、より標準化された用語やデータ・セットがスコアリング・システムに組み込まれ、格付け間の比較可能性が高まるため、評価システム間の差異が縮小すると考えられます。

このようなフレームワークの現状を見ると、SASB、TCFD、CDSB（気候変動開示基準委員会）、GRI（グローバル・レポーティング・イニシアティブ）、IIRC（国際統合報告評議会）をはじめ、多数の重複した基準やフレームワークがあるため、企業によって開示情報に若干の差があります。各基準にはそれぞれ利点があり、現在はこうした多種多様なフレームワークの統合に向けた議論が高まっています。詳細については8ページの「フレームワーク、格付け、調査—どのように組み合わせるのか」を参照ください。

様々な情報開示フレームワークの制度的な「合併」を完全に行うことが現実的なのか、あるいは望ましいのかについては意見が分かれています。整合性の向上や各フレームワークの利点活用に向けた取り組みには期待が持てるブラックロックは考えています。各フレームワークのメリットを最大限に取り入れ、その整合性を高め強化も図ることで、実効性のある統合が可能になると考えられます。この点については、企業経営と投資判断に関する長期志向の行動を推進する非営利団体、Focusing Capital on the Long Term（FCLT Global）によるスチュワードシップ・コード提唱活動が心強い前例となるでしょう。FCLTは、自らが提案した長期志向の行動のためのモデル・スチュワードシップ・コードを「世界中の質の高いコードの最大公約数」と称しています⁸。

実際に、サステナブル情報開示のフレームワーク間の整合性を図る取り組みは、成果が出始めています。例えば、Better Alignment Projectの2019年報告書によると、TCFDの50個の指標のうち7割は、SASB、GRI、CDP、CDSBが推奨する気候関連指標との間に大きな相違はありません。

フレームワーク、格付け、調査—どのように組み合わせるのか

サステナビリティのフレームワークは、ESG課題が投資ポートフォリオのパフォーマンスに及ぼす重大な影響について、組織の理解と管理を促すために構築されてきました。こうしたフレームワークは、単独の課題に焦点を絞ったものから、広範なESG課題に対する包括的な取り組みまで多岐にわたります。気候問題は、TCFD、CDSB、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（CDP）をはじめとする個別課題に特化したフレームワークで取り組むべき最も重要な課題の1つです。より包括的なアプローチを採用し、広範なサステナビリティの課題を対象としているフレームワークもあります。例えば、グローバルな比較可能性の向上を目指すIIRCやGRIなどの基準が挙げられます。こうしたフレームワークの一部では、基準や指標を産業別に精緻化する取り組みも行われています。これにより投資家に最も重要で関連性の高い情報を提供できるという考え方に基づいています。SASBはこのアプローチを採用しています。

これらのフレームワークにより、投資家はESGのリスクや機会の特定に役立つ指標に注目することができます。しかし、フレームワーク間の整合性を取るプロセスは複雑で不完全であるため、絶対的なESGリスクに着目する場合でも、特定のセクター内における「ベスト・イン・クラス」や相対的位置に着目する場合でも、一定の比較可能性を得るために格付けの利用が考えられるでしょう。サステナビリティクス、MSCI、リフィニティブなどの格付け機関は、ESGの格付けシステムを構築し、投資家がデータを比較できるようにしています。

このことは、市場参加者がこうしたフレームワークの中核となる要素について共通の理解を得られる機会があることを示唆しています。

ブラックロックの見解

完全なフレームワークは存在しませんが、SASBにより、労働慣行からデータ保護、企業倫理に至るまで、広範にわたるサステナビリティ関連の情報の明確な開示基準が示されています。また、気候関連リスクの評価と開示、ならびにその管理に不可欠なガバナンスの問題については、TCFDが有効なフレームワークを提示しています。（SASBのアプローチの例については図表2をご参照ください。）

2019年5月、SASBとCDSBがTCFDの実務ガイドを公表しました⁹。これは、気候関連の財務リスクと機会に関する情報開示の強化を求められている企業を支援するためのものです。両機関は、この実務ガイドによって「より効果的な気候関連の情報開示が行われ、**産業内の比較が可能になり、重大な財務的影響との明確な関連性が示される**」（強調は引用者による）としています。このように産業別に基準を設定し、また財務上のマテリアリティに焦点を当てたことで、投資家にとってTCFDフレームワークとSASB基準の利便性が高まったことは明らかです。

ESGのスコアは様々な要素で構成されるため、同じ企業でも格付け機関によってスコアが異なりますが、格付け機関の分析は、膨大なデータの中から重要な情報を総合的に判断する上で役立ちます。

多くの場合、ESG格付けは、公開情報に加え、調査を通じて発行体から収集した情報によって決まります。当然ながら、発行体はかなりの時間と費用を費やして調査への回答、情報の正確性の確認、追加質問への対応を行う必要があります。多くのケースでは、恐らく企業がスコアリング・アプローチの参考として様々なフレームワークを採用しているため、異なったデータセットを使って複数の調査に回答しなければならず、相応の負担と費用が発生しています。一部の企業は、多数の調査への参加に消極的になる理由として、調査対応の負担の大きさを挙げています。

共通の比較可能なデータ・セットに基づく情報開示のフレームワークが構築されれば、ESG格付けのスコアリング・アプローチが合理化され、結果的に多方面からの様々な調査の要求や、企業が提供を求められるデータが減少する可能性があります。

企業がこうした基準に則った開示を行うためには、膨大な時間、分析、労力が必要になります。ブラックロック自身、望ましいと考える水準には達しておらず、自らの情報開示を改善するために努力を続けています。ブラックロックのSASB基準に準じた開示情報はブラックロックのウェブサイトで開催されています¹⁰。また、2020年末までにTCFD提言に沿った開示を実施する予定です。

ブラックロックは、TCFDおよびSASBとの整合性がある情報開示の進捗に関して、数年間にわたり投資先企業と対話を続けてきました。2020年は、お客様に代わってブラックロックが投資している企業に、2つの要請をしています。それは、（1）業界別のSASBガイドラインに従った情報開示を年末までに行うか、事業内容に沿った形で同様のデータの開示をすること、そして（2）TCFDの提言に沿った気候関連リスクの情報開示を実施することです。これには、TCFDのガイドラインに明示されているように、地球の温暖化を2度以下に抑えるというパリ協定の目標を完全達成するシナリオに基づく事業計画を含める必要があります。

ブラックロックでは、こうした情報開示および投資先企業のエンゲージメントの内容に基づいて、企業がそれぞれの事業に係るリスクを適切に管理・監視し、将来に向けて計画を策定しているかを評価する方針です。的確な情報開示がない場合、ブラックロックなどの投資家は、その企業が適切にリスク管理を怠っていると結論付けるでしょう。

図表2：ESG指標におけるSASBのアプローチ

OilCo社の年次報告書からの情報開示例

指標と目標

当社では、本報告書で前述した指標と目標を用いて気候関連リスクおよび機会を測定・管理しています。前のセクションでは、具体的な目標とその進捗状況についても説明しています。気候関連リスクと機会に最も関連性が高い3つの指標として、温室効果ガス排出、水管理、保有資源評価と設備投資があります。

温室効果ガス排出：世界でのスコープ1総排出量

当社は、2030年までに温室効果ガス（GHG）排出量を2014年1月1日比で10%削減する目標を設定しました。本報告書提出時点で、当社の目標達成に向けた進捗は順調です。

気候リスクに関する追加データ（スコープ2およびスコープ3の温室効果ガス排出量を含みます）は、CDP質問書をご覧ください。

	12月31日に終了する年度		
指標	2016	2017	2018
世界でのスコープ1総排出量（単位：千t-CO ₂ e） ^{1 2}	7,762	7,690	7,640
メタン排出の割合	6%	4%	3%
規制プログラム対象の割合	3%	3%	5%

温室効果ガス排出：事業要因別の世界でのスコープ1総排出量³

当社のスコープ1排出量の大半は、動力と熱を発生させるための炭化水素燃焼に関連するものです。メタン排出の大半はプロセス排出、バント放出、および漏洩排出です。当社は2014年にメタン排出目標を設定して行動を起こした結果、漏洩排出を大幅に削減することに成功しました。

[次ページに続く]

OilCo社の情報開示例から見た考察

M b) スコープ1、スコープ2、スコープ3（該当する場合）の温室効果ガス（GHG）排出量と、その関連リスクについて開示します。

GHG排出量はGHGプロトコルに沿った方法で算定され、異なる組織や地域間での合算や比較が可能となっていますか？

SASB基準：GHGプロトコルの方法は、OilCo社が報告している指標（例えば、EM-EP-110a.1）など、GHG排出指標のSASBの技術プロトコルの中に参照として組み込まれています。¹

CDSBフレームワーク：組織の財務報告の範囲に含まれる事業、事業体、活動によるGHG排出は、CDSBの報告要件REQ-04（環境影響の要因）において重要とみなされます。したがって、組織は、認められたGHG排出算定方法を参照して算定したスコープ1およびスコープ2のGHG排出量の絶対値と標準化された排出量を、CO₂換算トン（t-CO₂e）単位で開示することになります。^{1 3}

SASB基準：OilCo社は、SASB指標EM-EP-110a.1²、EM-EP110a.2³、EM-EP-110a.3（前述の「戦略」を参照）を使用し、投資家が直接（スコープ1）排出量削減戦略の効果をより深く理解できるようにしています。

産業内には、一般的に受容されたGHG効率比（必要に応じて開示）が設定されていますか？

SASB基準：SASB基準は産業別であり、各産業の状況に最も適した業績指標（GHG排出に関するものを含みます）が設定されています。例えば、OilCo社は事業要因別のスコープ1排出量（EM-EP-110a.2）³の内訳を開示していますが、電力会社は電力産業の基準に沿って電力供給に伴う排出量（IF-EU-110a.2）を開示することになります。

TCFD実務ガイドの「中核的指標と目標」にある上記の情報開示例に記載される通り、温室効果ガスはスコープ1排出量に分類されるため、投資家は企業の排出量削減努力の効果をより深く理解することができます。また、当ガイドでは、温室効果ガスに関連する部分も含めて、産業別のSASB基準を参照しています。したがって、石油会社は事業要因別のスコープ1排出量（EM-EP-110a.2）の内訳を開示し、電力会社は電力産業の基準に基づいて電力供給に伴う排出量（IF-EU-110a.2）を開示することになります。

3 経済活動のタクソミー

経済活動のタクソミーの一貫性は、投資のエコシステムが「サステナブル」が意味するところを明確に理解する上で重要です。特に、政策立案者が投資を刺激・推進したいと考えている主要な経済活動における「サステナブル」の意味の明確化が重要です。

前のセクションのタクソミー規制案の概要で示した通り、政策・規制当局が果たすべき重要な役割は多数あります。これには、アセット・オーナーによるサステナブル投資の配分拡大を促す役割も含まれています。その手段としては、特定の投資におけるサステナビリティ面のリスクやメリットを反映した資本規制や税制優遇措置などが考えられますが、政策立案者がどういった特定の投資を刺激したいのか明確に示さない限り、その実現は難しいでしょう。

同様に重要な点として、長期的に最も有効なタクソミーを構築するには、実際に資金が投じられる資産全体がカバーされている必要があります。また、サステナビリティ目標との整合度合いが明確に区別できなければなりません。例えば、EUタクソミーは、当初は「最もグリーン」な投資のみに焦点を当てていましたが、低炭素への移行に向けた投資に取り組むためのタクソミーを追加するなどの拡張作業が必要になるかもしれません。その際には、サステナビリティ特性が二者択一ではなく段階的なものであることを認識する必要があります。これにより、サステナビリティ特性間の重要な相違点（例えば、温室効果ガスの排出量が少ない化石燃料と多い化石燃料の違い）が明確になり、サステナブルな特性を持つ分野への段階的移行が促される可能性があります。こうした認識の必要性は、2019年9月の国連気候サミットにおけるイングランド銀行Mark Carney総裁の演説でも示されました。同氏は現在、気候変動問題および気候ファイナンス担当の国連特使に就任しており、EUタクソミーは「好調なスタート」を切ったが、「グリーンかブラウンの二者択一になっている。サステナブル投資を主流にするためには、グリーンの度合いを50段階で評価するといった豊富なタクソミーが必要である」と述べています¹¹。

このようによく練られたタクソミーは、投資商品やポートフォリオ戦略の構築にも役立ちます。また、商品レベルのサステナビリティ特性（これについては、12ページの商品の名称ルールに関する記述の中で概略を示しています）の開示と明確な説明があれば、経済活動のタクソミーに照らして投資アプローチを的確に定義できるようになるでしょう。

提言

当資料で述べてきた通り、「サステナブル投資」に「画一的」な定義はありません。サステナビリティをテーマとした投資に対するアプローチの多様性を確保することは、アセット・オーナーの選択肢を広げる上で重要であり、こうした選択の余地はサステナブル投資の継続的な成長を支える上で不可欠です。既に前半でも述べた通り、このアプローチの鍵となるのは明確で透明性の高いデータです。

この原則を念頭に置き、ブラックロックは、投資商品と企業の情報開示という2つの重要分野で提案を行い、経済活動のタクソミー構築に向けた道筋を俯瞰的に考察しています。

明確な商品名称ルールの策定

「サステナブル投資商品」のアセット・マネージャーが謳うサステナビリティの効果と、アセット・オーナーがその商品に期待する効果の潜在的なギャップを最大限縮小することが重要であり、これを政策上の明確な焦点にすべきであるとブラックロックは考えます。マテリアリティを焦点にする場合、政策や規制のアプローチは、アセット・オーナーが購入する商品にどのようなサステナビリティの効果を期待しているのか、すなわち、商品が目指しているサステナビリティ関連の成果なのか、サステナビリティが投資テーマの基盤になっているという事実なのか、それともその他のサステナブルな目標や成果なのかを明確にすることに重点を置くべきでしょう。誤解を避けるために申し上げておくと、ある商品が「サステナブル」と位置付けられるためには、商品の投資プロセスや戦略にサステナビリティ目標を設定し、記載する必要があると考えます。

こうしたアプローチの下でグリーンウォッシングのようなリスクに対処するには、アセット・オーナーや規制当局などのステークホルダー向けに投資アプローチを明示するよう、アセット・マネージャーや商品提供者などに義務付ける政策が必要です。あるファンドにおいてサステナブル関連の概念が投資プロセスでどのように考慮されているかをアセット・オーナーに説明する場合には、使用している用語の意味を明確にし、アセット・オーナーが自身の投資への影響を理解できるように有意義な情報を提供しなければなりません。

サステナビリティ目標に対するアプローチはアセット・オーナーによって異なります。つまり、好ましくない投資対象を避けることに注力する「回避型」のアセット・オーナーもいれば、特定の目的を推進する「促進型」のアセット・オーナーもいます。いずれの意向も理にかかっており、そのどちらにも配慮した広範なアプローチが必要であるとブラックロックは考えています。そのため、社会的に問題のある企業や活動がポートフォリオから除外されていない場合でも、ポートフォリオ・レベルでのESGスコア向上を通じてESGを推進している場合には、サステナブルな商品ということになります。

その場合、運用商品がESGを推進していると明示する責任はアセット・マネージャーが負うべきであり、どのように特定の成果が達成できるのかを示すとともに、運用商品に市場全体の銘柄群が含まれている（すなわち、特定の銘柄を除外していない）ことを明示する必要があります。

例えば、ブラックロックの商品タクソミーを用いた場合、「インパクト」という名称が付いた商品は、投資収益に加え、環境的、社会的あるいはSDGs関連の測定可能な成果を追求する商品になります。この分類によれば、例えば「再生可能エネルギー・インパクト・ファンド」という商品は、そのインパクトに関する客観的で定量化可能な情報を提供する名称ルールの下で販売されるべきということになります。インパクトの要素（例えば、投資金額1ドルにつき回避される炭素排出量や生み出される再生可能エネルギーの量）について市場参加者が合意し、それを標準化できれば、商品間の比較が容易になるでしょう。

具体的な提言は以下の通りです。

1. ポートフォリオ・レベルのESG特性の情報開示に関する基準の統一を推進

ESGポートフォリオの情報開示が共通化されれば、ポートフォリオのサステナビリティ目標と保有銘柄の透明性が高まり、アセット・オーナーによる的確な投資判断、中でも様々な意向に沿った投資判断が可能になります。一方で、「画一的」な表示基準を採用した場合、アセット・オーナーの選択肢が制限されてしまう恐れがあります。ポートフォリオ・レベルでのESG特性の基準や指標の統一には、発行体レベルでの開示の改善も助けになるでしょう。これについては、13ページと図表4（14ページ）で説明します。

2. 投資ファンドの大分類の名称を標準化

投資家を対象に行った最近の調査によると、サステナブル投資では商品の分類名称でさえも混同されやすい状況にあり、こうした状況がサステナブル投資に対する投資家の信頼を損ないかねないことが明らかになりました。実際に、2018年のUBSの調査では、72%の投資家がサステナブル投資の用語は紛らわしいと回答し、「サステナブル投資」、「インテグレーション」、「エクスクルージョン（除外）」、「インパクト投資」といった分類の意味を理解していると回答したのは富裕層投資家の38~47%にとどまっています¹²。また、別の調査では、サステナブル投資の商品分類の基本的な意味を十分に理解していないことが投資判断の主な妨げになっていることが裏付けられました¹³。さらに、ESG関連の特定の戦略や投資スタイルを表す際に「インテグレーション」という用語が使用されることがありますが、今や重要なESG要素の「インテグレーション（組み込み）」は徐々に投資の主流となっており、どのポートフォリオでも考慮されているため、1つの用語が異なる意味で使用されることで混乱が生じている可能性があります。

サステナビリティの3つの大分類：

- スクリーニング投資
- ESG投資
- インパクト投資

ブラックロックは、サステナブル投資の分類名称を「スクリーニング（またはエクスクルージョン）投資」、「ESG投資」、「インパクト投資」の3つの概念に統合することを提案します。これらの分類は透明性が高く、商品の目的が明示されているため（総称的に「サステナブル」と表示されているだけでは、商品の目的は分かりません）、重要な意味を持つとブラックロックは考えます。そのため、ブラックロックは国際金融協会（IIF）のサステナブルファイナンス・ワーキンググループの最近の報告書で示された提言全般を支持しています。IIFは報告書「The Case for Simplifying Sustainable Investment Terminology」の中で、投資家と市場参加者を対象に行った調査では、「サステナブル投資関連の専門用語を減らしてシンプルな表現に集約すれば、透明性が向上し、市場の健全性に対する信頼が高まる」という結論が支持されている、と指摘しています¹⁴。

お客様に一層分かりやすくお伝えするため、ブラックロックはサステナブル投資商品と企業の情報開示に関するシンプルで明確なフレームワークを構築しました。図表3は、サステナブル投資商品の分類に対するブラックロックのアプローチと、この分類のIIF提言との整合性を示したものです。「インパクト」の分類は国際金融公社（IFC）のインパクト投資の運用原則に基づいています。この原則では、インパクト投資戦略について、測定可能なプラスの成果に寄与することを目指して個別の投資が行われることを明示しなければならない、と規定されています¹⁵。

3. 商品の名称と情報開示の統一性を確保

政策当局者と名称ルールの策定者は、投資商品の分類を統一するだけでなく、商品レベルのより詳細な名称にも焦点を当てる必要があるでしょう。その際には、バランスの取れた商品名称ルールを設ける必要があります。例えば、「カーボンニュートラル」や「取締役会の独立性」といった一部の用語は、投資家が意味のある比較を行えるよう、厳密な数値的裏付けが必要になります。ただし、新たな商品が様々な方法でサステナビリティ目標を達成できるようにするには、ある程度の柔軟性も求められます。名称ルールは、規制が自主的かを問わず、市場参加者を巻き込んだデータ主導の分析を通じて策定すべきとブラックロックは考えます。

図表3：ブラックロックの商品と企業情報開示のフレームワーク

投資家の意向	回避型		促進型	
	スクリーニング	ESG		インパクト
		総合型	テーマ型	
戦略的目的	好ましくない活動または特定のサステナビリティ・リスクを伴う特定の企業／業界を除外	ESGパフォーマンス全般に基づいて銘柄に投資する	E、S、GまたはSDGsの特定の課題を追求する	投資収益に加え、環境、社会またはSDGsの測定可能なプラスの成果への寄与を追求
追加情報	スクリーニングの定義および財務への影響	ポートフォリオ・レベルで定められているESG目標。ESGパフォーマンスには、事業が晒されているESGリスクに対する企業の業務上の管理を記載	特定のE、S、GまたはSDGsのテーマに対するエクスポージャーの目標。ただし、成果への貢献は必要としない	成果達成に向けた測定可能な貢献と報告
投資ソリューションの例	セパレート・アカウントを通じてカスタマイズしたソリューション、およびスクリーニング・ファンド 例： ・武器 ・一般炭およびタールサンド ・民間の銃器 ・タバコ ・核兵器 ・UNGC違反企業 投資家の目的に基づき、追加的なスクリーニングを適用する場合もある	・ESGティルト／最適化：ESGパフォーマンスの高い銘柄の保有を増やしつつ、親指数に忠実に連動させるインデックス戦略 ・ESGベスト・イン・クラス*：ESGスコアが最も高い企業に関心を持つクライアント向けの確信度の高いインデックス戦略 ・アクティブESG：ESGに関する洞察を活用してリスク調整後リターンを拡大を目指すアルファ追求戦略	長期的に変化する産業トレンドへの財務エクスポージャーを提供する投資戦略： 環境フォーカス： ・低炭素移行への対応 ・サステナブル・エネルギー ・未来型の輸送手段 社会フォーカス： ・ダイバーシティおよびインクルージョン ・人的資本 ガバナンス・フォーカス	具体的なインパクトにつながる資産クラス横断的な戦略： ・債券：グリーンボンド ・インフラ：再生可能エネルギー 投資先： ・商品／サービスを通じてプラスの成果をもたらす企業（上場・非上場を問わない） ・社会的活動や環境的活動に特化したプロジェクト／ローン（グリーンボンド、モーゲージ、インフラ投資等）
報告／情報開示	特定の報告は不要：情報の追加を奨励（例：手法の説明、場合によっては、ベースライン指数から除外されているか否か）	具体的なESG目標の説明、情報の追加を奨励（例：評価手法）	テーマ別KPIの報告が望ましい	インパクトの成果が必要
名称の検討	「スクリーニング」または「ESGスクリーニング」	「ESG」	テーマによる	「インパクト」
IIIFのタクソミーの カテゴリー	「エクスクルージョン」	「インクルージョン」		「インパクト」

*「ベスト・イン・クラス」とは、各業種でE、S、Gの基準を最も満たす上位の企業に投資することをいいます。

EUが間もなく公表する政策の一部では、「サステナブル」投資は、サステナビリティ関連の目標に特化した商品と、特定のESG特性に焦点を当てた商品に大まかに分類される予定です。しかし、サステナビリティ目標に特化した商品と、単にESG関連の特徴を持つ投資アプローチを組み込んだ商品をどこで線引きするかについて、規制当局は明確なガイダンスを示していません。

この新たな規制上の分類では、特定のサステナビリティ成果につながる明確な目標を提供している商品（インパクト）と、ESGパフォーマンス全般や特定のテーマへの投資機会を提供する商品（ESG総合型またはテーマ型）、除外アプローチによって特定のサステナビリティ・リスクを制限する商品（スクリーニング）との間で線引きするのが最も明快であると考えられます。ESG総合型のカテゴリーでは、商品はファンドの投資目的および方針の中にESG目標を明記しなければなりません。さらに、この分類では、ESGとは企業のESGリスクおよび機会に対する管理の評価を意味します。

発行体レベルの企業情報開示の強化

ESGデータの増加は投資家にとっては嬉しいことですが、企業が増え続けるイニシアチブに沿って報告を行ったり、多数の第三者ESGデータ提供会社からの要求に応えるために多くの時間をかけることは、企業のリソース活用という点で好ましくありません。発行体企業がこうした要求をどのような優先順位で扱うことができるのか、そして実際に扱っているのかという視点から情報開示のあり方を考えることは大きな意味があります。こうした視点から標準化を進めることができれば、すべての当事者にメリットが生まれるでしょう。

データ・セットやスコアリング方法に対する統一見解がないという事実は、ESG要素の検討において改善の余地が大いにあることを意味します。たとえESG情報開示の共通のフレームワークが構築されたとしても、イノベーションの余地を残しつつデータの質の統一と向上を図る必要があると考えます。

一部の政策立案者は、情報開示のフレームワークに強制力を持たせるべきとの見解を示しています。しかしブラックロックは、情報開示の柔軟性のある程度確保しつつ、各企業やセクターがそれぞれ最も重要な指標を採用すべきであると考えています。投資家にとってあまり役立たない「画一的」な情報開示は避けるべきでしょう。情報開示の「適切」なフレームワークを構築した後、特定の基準の使用を義務付けるのが重要であるとブラックロックは考えています。

具体的な提言は以下の通りです。

1. 企業によるESG情報開示フレームワークの統一

前のセクションで述べた通り、既存のフレームワークの多くは中核となる要素がかなり重複しており、矛盾点も少ないことから、統一を図ることは可能と思われる。こうしたフレームワークについては、重複部分を減らし、調査項目を可能な限り統一し、開示情報の整合性と効率性を高めるべきでしょう。SASBとCDSBのガイドラインに沿って導入されているTCFDの提言は、最も適したアプローチの一つであり、今後さらに発展させて気候分野以外にも適用すべきであるとブラックロックは考えています。加えて、先にも述べた通り、ブラックロックはすべての投資先企業に対し、SASBのガイドラインに沿った情報開示（あるいは、個別の業種に関連した同様のデータの開示）と、TCFDの提言に沿った気候関連リスクの開示を実施するよう要請しています。

2. フレームワークの普及に向けた取組み

既存のフレームワークの整合性を図るために、全く新たなフレームワークを構築することは避けるべきであるとブラックロックは考えます。これは、リソースや費用、経営陣の関心が、フレームワークの統一に向けた取組みから大きく逸脱してしまう恐れがあるためです。

新たなフレームワークによって特定の開示情報や新たなリスクに関する価値ある知見がもたらされる可能性もありますが、これまでの多大な努力と進展を考えると、そのような知見や改善案は、SASBやTCFDといった既存のフレームワークに組み込むべきでしょう。

3. 革新的な研究とテクノロジーの推進

マテリアリティの観点からどのESGデータが最も重要かという点について、投資家の間で十分なコンセンサスがあれば、投資家は情報開示の改善を発行体に求めやすくなります。それでも、ESGのメリットを定量化できる指標がなければ、アセット・オーナーが投資先からどの程度の直接的なインパクトを期待できるのか分からない、という根本的な問題は残ります。しかし、ESGに関する研究を継続すれば、理解と知識を高めることは可能です。

また、情報開示にテクノロジーを活用することで、企業の報告負担の軽減を図ることができます。例えば、オンライン・ポータルサイトを立ち上げて各社が1つの場所に情報をアップロードできるようにすれば、ESGデータ提供会社、アナリストまたはスコアリング・システムによる情報の分析・処理が可能になります。

発行体による情報開示が改善されれば、商品に関するより明確な評価指標が構築され、投資家にとって利用しやすい有益な情報が得られる可能性が高まるため、より適切な投資判断が可能になると思われます。実際、データの整合性をとり、データ数も管理可能な数に限定して発行体による情報開示を統一すれば、アセット・マネージャーを含む市場参加者は、投資家本位のマーケティングに基づき、投資先選定に役立つサステナビリティ関連データの明確な情報提供を行うという姿勢を明らかにしています。データ・ソース間の整合性が高まれば、投資家はデータを同一条件で客観的に比較し、情報に基づいた投資判断を行うことができるようになるでしょう。

2019年以降、ブラックロックのiシェアーズETFの販売会社は米国などにおいて、サステナブルETFに限らず、世界で提供するすべてのETFに関する統一されたESG指標をウェブサイト上に開示し、投資家に高い透明性を提供しています（図表4を参照）。ブラックロックは、2020年に自社のすべてのETF、投資信託、オープン・エンド型ファンドについてお客様がESG、炭素、事業に関連するデータを入手できるよう取り組んでいます。ただし、データの透明性を最大限高めるためには、整合性のとれた企業情報開示のフレームワークが必要であると考えています。

図表4：透明性：米国などブラックロックの一部のウェブサイト上で開示されているiシェアーズETFのESG指標

サステナビリティ特性

サステナビリティ特性は、投資家がサステナビリティ上の重要課題を運用プロセスに組み込む上で役立ちます。環境、社会、ガバナンス（ESG）の指標は、企業の経営の実効性や長期的な財務見通しを知るための手掛かりになります。また、事業の関わり度合いを示す指標は、ファンドが保有銘柄を通じて関与している特定の活動を包括的に把握するのに役立ちます。

MSCI ESGクオリティ・スコア① 2019年12月31日現在	5.7	MSCI加重平均炭素強度 (トン-CO2/売上高百万米ドル当たり)① 2019年12月31日現在	172.21
MSCI ESGカバレッジの割合① 2019年12月31日現在	99.58%		

事業の関わり度合い

MSCI ESG – クラスター爆弾① 2019年12月31日現在	1.01%	MSCI ESG – 核兵器① 2019年12月31日現在	1.05%
MSCI ESG – 地雷① 2019年12月31日現在	0.00%	MSCI ESG – 国連グローバル・コンパクト違反 (不履行)① 2019年12月31日現在	0.70%
MSCI ESG – 劣化ウラン弾① 2019年12月31日現在	0.35%	MSCI ESG – たばこ製造会社① 2019年12月31日現在	0.84%
MSCI ESG – 生物・化学兵器① 2019年12月31日現在	0.00%	MSCI ESG – 民間用銃器製造会社① 2019年12月31日現在	0.20%

ESGに配慮した経済活動について、アセット・オーナーの選択肢を広げる客観的なタクソミー構築を支援

経済活動に関する信頼できるタクソミーは、前述した商品の名称ルールと企業の情報開示に関するすべての提言の基盤となるものです。客観的な指標に照らして中核となる経済活動のサステナビリティ特性を評価できれば、その効果は発行体レベルとポートフォリオ・レベルの関連する情報開示にまで及びます。このような指標により、投資家は投資目的に最も関連したデータに注目できるため、情報開示を巡る混乱やグリーンウォッシングのリスクが最低限に抑えられるとされます。また、過度に画一的な定義や、サステナブルか否かの二者択一的な定義を押し付けるような無用、無益なタクソミーも回避できるでしょう。投資家にとって最も有用なタクソミーを構築するには、サステナビリティ上の懸念事項に関連した重要な指標や、対象業種に関連した指標に焦点を当てるべきであり、すべての業種に共通する重要なデータを示すような「画一的」な指標は存在しないことを認識しておかなければなりません。さらに、タクソミーは二者択一的にするのではなく、投資家の様々な目的や選好を適切に満たしつつも商品のイノベーションを促進することができるよう、幅を持たせるべきとブラックロックは考えます。

サステナビリティ投資の選択肢を広げることの重要性は、いくつかの例からも明らかです。例えば、労働者の権利というテーマに沿った投資を重視するアセット・オーナーの場合、労働者の権利尊重を怠ってきた企業への投資を回避したいと考えるでしょう。また、自社の慣行の改善に取り組んでいる企業を見つけ出して投資し、エンゲージメントを通じて重要問題に関する慣行のさらなる改善を促したいと考えるかもしれません。あるいは、ファンドの投資目的に投資収益の確保のみならず労働者の権利向上が含まれている場合、インパクト投資を検討する可能性もあります。いずれの投資アプローチもサステナブル投資とみなすことができます。こうした幅広い投資の選択肢は、サステナブル商品のプラットフォームを支える上で不可欠であり、サステナビリティに配慮した企業やプロジェクトへの投資拡大を推進する上で重要な役割を果たすとブラックロックは考えています。

TCFDおよびEUのタクソミー案に関する別の例として、低炭素社会への長期的な移行に関連した投資に注目しているアセット・オーナーについて考えてみたいと思います。

ブラックロックは受託者として、低炭素社会への移行に伴うリスクの指標を構築することが重要であると考えます。これは移行リスクのほかに気候変動による物理的リスクにも関連する指標であり、言い換えれば、低炭素経済への世界的な移行が企業の長期的利益に及ぼす影響度を示すものです。

一方で、ブラックロックは低炭素エネルギーへの移行にはあと数十年はかかることを認識しています。今後数年間は、世界の経済発展は特に新興国では炭化水素に依存したものになるでしょう。政府と民間セクターは、公正かつ包括的な移行に向けて協力していかなければなりません。こうした取り組みを推進するには、サステナビリティ分野における活動の相対的な進捗度について、より多くの情報を得ることが重要になるとブラックロックは考えます。

ブラックロックの見解では、物理的リスクは重大であり、資本の再配分を伴うとみています。ブラックロックCEOの最近の書簡で示されている通り、投資家は気候リスクに関する証拠が提示される中で財務上の基本的な前提の見直しを迫られています。書簡でも詳述されていますが、国連の気候変動に関する政府間パネル、BlackRock Investment Institute、マッキンゼーをはじめとする様々な機関がリサーチを行っているため、気候リスクの影響に対する投資家の理解は深まりつつあります。気候リスクは地球環境だけでなく、経済成長を資金面で支える世界の金融システムにも影響を及ぼすでしょう。ブラックロックは、気候変動は企業の長期見通しを決定付ける要因であり、経済の成長と繁栄に甚大な影響を及ぼすと考えています。しかし、市場では依然としてこのようなリスクが過小評価されているおそれがあります。

同様に、ブラックロックはTCFDのガイドラインに沿って移行リスクに関するフレームワークを策定し、各企業がどの程度移行に備えているかを評価しています。これには、どの企業が低炭素技術を生み出す上で最も優位に立っているのか、といった将来的な見通しが含まれます¹⁶。移行に向けた企業の取り組みを相対的に示すことで、「グリーン」か「グリーンではない」かという二者択一的な判断を超えた評価ができるようになります。

Endnotes

1. <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf>
2. <https://www.eib.org/attachments/press/white-paper-green-finance-common-language-eib-and-green-finance-committee.pdf>
3. <https://www.greenfinanceinstitute.co.uk/publication/uk-china-climate-and-environmental-information-disclosure-pilot-action-plan/>
4. https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category5/csa_20190801_51-358_reporting-of-climate-change-related-risks.pdf
5. Chairman Jay Clayton, "Remarks to the SEC Investor Advisory Committee", (Dec. 13, 2018), full remarks available at <https://www.sec.gov/news/speech/clayton-remarks-investor-advisory-committee-meeting-121318>.
6. United States Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, Field Assistance Bulletin No. 2018-01, (Apr. 23, 2018), available at <https://www.dol.gov/agencies/ebsa/employers-and-advisers/guidance/field-assistance-bulletins/2018-01>
7. IOSCO, "Statement on Disclosure of ESG Matters by Issuers", (Jan. 18 2019), available at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD619.pdf>.
8. <https://www.fcltglobal.org/research/tools/stewardship-codes>
9. https://www.cdsb.net/sites/default/files/sasb_cdsb-tcfid-implementation-guide-a4-size-cdsb.pdf
10. <https://www.blackrock.com/corporate/literature/continuous-disclosure-and-important-information/blackrock2018sasbdisclosure.pdf>
11. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2019/remarks-given-during-the-un-secretary-generals-climate-actions-summit-2019-mark-carney.pdf?la=en&hash=C0D3A9F2C86647B04D88E7C0DC23264639D03BE2>
12. UBS Q3 *Investor Watch* report p. 5, available at www.ubs.com/microsites/investing/en/investor-watch/return-on-values.html
13. Schroders *Global Investment Survey: Is information the Key to Increasing Sustainable Investment* (2018) at 5.
14. <https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Regulatory/IIIF%20SFWG%20-%20Growing%20Sustainable%20Finance.pdf>
15. https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/development+impact/principles
16. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3311544

物理的リスクや移行リスクに関するこうした高度な情報は、十分な情報に基づくアセット・オーナーの投資判断を促す上で有用とブラックロックは考えています。中には、EUタクソミー（どちらかと言えば二者択一的なアプローチ）との整合性が高い戦略への投資を好むアセット・オーナーもいれば、こうした情報を活用して広範なソリューションの中から移行関連の投資を増やしたいと考えるアセット・オーナーもいるでしょう。ブラックロックは、十分な情報に基づく投資判断を実現する多くの情報とデータを提供することで、お客様の様々な意向を満たし、イングランド銀行のカーニー総裁の言うアセット・オーナーの選択を推進しています。例えば、「最もグリーン」な投資に限定することも、低炭素社会への移行に寄与する投資を幅広く行うことも可能なのです。

結論

サステナブル投資のタクソミーの整合性を高めるために世界で多くの取り組みが行われていることは称賛に値します。ESG情報開示のフレームワーク、データの整合性、マテリアリティの課題に対する取り組みは進行中であり、こうした課題があっても、アセット・マネージャーとアセット・オーナーは目に見える成果を伴うサステナブル投資を追求しています。投資家によるサステナブル投資ソリューションの選好が拡大し続けていることは朗報であり、実際に、サステナブル投資ファンドはブラックロックのファンドの中でも急成長の途上にあります。政策立案者、金融セクター、投資家、そして企業が連携すれば、サステナブル投資が成長し、重要なESG目標と収益性が明確に連動するようになるでしょう。このようにして社会はよりよい方向に向かうとブラックロックは確信しています。

用語集

ASIC	オーストラリア証券投資委員会	GRI	グローバル・レポーティング・イニシアティブ
CDP	カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト	IIF	国際金融協会
CDSB	気候変動開示基準委員会	IIRC	国際統合報告評議会
CGFC	中国グリーンファイナンス委員会	IOSCO	証券監督者国際機構
CSA	カナダ証券管理局	METI	日本の経済産業省
CSRC	中国証券監督管理委員会	MiFID	金融商品市場指令
DOL	米国労働省	SASB	サステナビリティ会計基準審議会
DWP	英国労働・年金省	SEC	証券取引委員会
ERISA	1974年従業員退職所得保障法	SFC	香港証券先物委員会
ESG	環境、社会、ガバナンス	TCFD	気候関連財務情報開示タスクフォース
FCLTグローバル	FCLT (Focusing Capital on the Long Term) グローバル	UN SDGs	国連持続可能な開発目標
GHG	温室効果ガス	UNGC	国連グローバル・コンパクト

重要事項

当資料は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社(以下、弊社)が翻訳・編集したものです。当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と当資料の見解とは必ずしも一致するものではありません。さらに、グローバルの投資家向けに作成されており、日本の投資家には当てはまらない内容を含みます。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

なお、当資料は御社内限りとし、当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

本資料は、個人投資家の方を対象としたものではありません。販売会社の方は、個人投資家の方への配布はお控えくださいますようお願いいたします。

お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号
加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品
取引業協会
ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館