



サステナビリティの潮流に乗る

サステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）とパンデミック危機が
社会的責任投資（SRI）に与える影響

世界の至る所で、資産運用業界は社会的責任投資（SRI）の方向に向けて持続的にシフトしています。2018年グローバル・サステナブル投資レビュー（図表1）の対象地域、対象国では、2016年から2018年にかけて、サステナブル投資の資産残高が軒並み増加しています。

ここ数年間に、需給両サイドの要因を背景に、SRIは周辺の投資慣行から中心的な投資慣行へと変貌を遂げるようになりました。モルガンスタンレーが2019年に実施した調査¹によると、SRIに対する関心はミレニアル世代において特に高く、また、2015年から2019年にかけては、全世代において極めて前向きな傾向が確認されています（図表2）。

1. Morgan Stanley Sustainable Signals (2019) : Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice

このような変化は、ESG関連商品に対する最終投資家の需要に反映されています。例として、人権問題に対する関心を喚起した「ブラック・ライブズ・マター」等の社会運動や、環境破壊等の気候変動に対する脅威が挙げられます。供給側に注目すると、非常に多くの機関投資家が、ESGの価値観に基づく投資を通じてサステナブル投資にシフトすべきという、業界全体としての責任を認識するようになっていきました。また、各種の国際レベル、民間レベルでの取り組みにおいて、参入障壁の引き下げを通じたSRIへのシフトが推進されています。

2015年パリ協定に定める気候目標を実現するには、サステナブル投資を対象とする公的基金だけでは不十分であることを、EUは認識しています。一方、足元の民間市場におけるSRI促進の取り組みでは、2018年初の関連資産残高は30.7兆ドルと推計されていますが（図表1）、それでも不足します。幸い、SRIの潜在的な成長性は大きく、ムーディーズの調査²によると、投資家の資産運用残高全体に占めるESG関連資産の比率は平均6.5%に過ぎません。

このため、2015年以降、民間投資においてESGの導入をさらに推進しつつ、機関投資家によるグリーンウォッシングの防止に努めることが、規制当局の役割となりました。EUでは、分類システムの導入、低炭素ベンチマークの設定、グリーンボンド基準の構築、非財務情報の開示に関する具体的な要件の策定を通じて、サステナビリティの定義を明確化することで目標を達成しようと試みています。

SRI導入を見送る論拠は脆弱に

これまで、「グリーン・ウェーブ」への戦略的な参加決定に二の足を踏む理由を尋ねられた資産運用会社は、同じ回答を繰り返してきました。ESG関連商品のパフォーマンスに対する懸念を指摘するとともに、顧客の間でESGに対する具体的な関心が見受けられないと回答してきました。従来は、リサーチの結果や投資家の考え方にばらつきがみられたため、そのような姿勢もある程度は正当化可能でしたが、これまでのSRIに対する経験を踏まえ、現在でも正当化可能かどうかを再考すべきでしょう。

Friede, Busch, Bassen（2015）は「ESG」と「経済的パフォーマンス」の関係性を見出す目的で、2,200の論文を分析しました。これによると、約90%の研究においては、両者の間にネガティブではない関係性が存在し、むしろポジティブな関係性を指摘する研究が大多数を占めることがわかりました。学術研究にとどまらず、業界の研究においても同様の結論が導かれています。

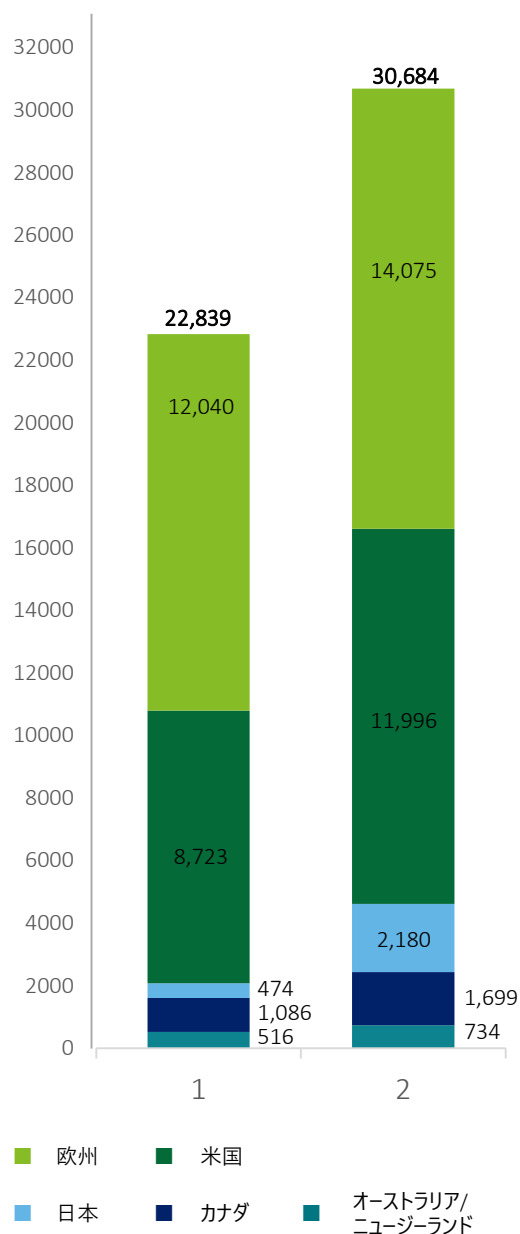
7つの投資セクターを対象にモーニングスターが最近実施した調査³によると、この10年間に、サステナブル・ファンドの約59%が伝統的なファンドをアウトパフォームしたことがわかりました。



2. Moody's Investor Service, Asset Managers – Global (2020): Beyond passive, ESG investing is the next growth frontier for asset managers.
3. Morningstar (2020): How do Sustainable Funds Measure Up?

COVID-19危機は、非経済的リスクがどれほど甚大な経済的損失につながりうるかを証明しました。パンデミック危機に際して、伝統的なファンドに対するESGファンドのパフォーマンスの良さが際立ちました。

図表1:
全世界のサステナブル投資資産残高
(2016~2018年、10億ドル)



出所:グローバル・サステナブル投資連合 (2018年)

同様のセンチメントは、個人投資家のレベルにも存在します。ESG関連商品のパフォーマンスには、短期的には伝統的なファンドをアンダーパフォームする傾向がみられるものの、長期的にはアウトパフォームするとの見解が、デロイトの顧客からも聞かれます。このように、少なくとも長期的な時間軸においては、ESG関連商品のパフォーマンスに対する投資家の懸念を払拭するような証拠が存在するようです。

資産運用業界の顧客の間でSRIに対する関心が限定的だった点について、ESG関連商品に対する需要が近い将来に強く且つ急速に高まるとの見方を裏付ける理由が存在しています。今後も気候変動の脅威等がさらに身近な問題になる過程で、ESG関連の懸念は総じて強まる見通しです。また、投資業界では、次世代の最終投資家として、ESG志向の高いミレニアル世代がバリュアや投資予算の観点から権限を持つようになります。同世代は実質的に、サステナビリティの基準をさらに採り入れるよう業界を誘導する見通しです。

COVID-19がESGに与えた影響

COVID-19危機は、非財務リスクがどれほど甚大な経済的損失につながりうるかを証明しました。パンデミック危機に際して、伝統的なファンドに対するESGファンドのパフォーマンスの良さが際立ちました。背景要因の1つとして、多くのESGファンドでは炭素集約的な業種を投資対象外としていますが、このような業種は長期にわたる渡航制限の影響を受けるなど、足元の危機の影響が特に深刻と言えます。また、ESGファンドは投資判断のプロセス全体においてサステナビリティ・リスクを考慮するため、パンデミックのような非財務リスクの懸念が比較的小さい企業や業界に投資する傾向があるとの見方にも合理性があります。

意図的かどうかはさておき、ESGファンドの方がCOVID-19危機に対する耐性が強いとの見方を一般化することは可能です。実際、モルガンスタンレーの分析では、市場のストレス期においてESGファンドの下落リスクとボラティリティは伝統的なファンドよりも低いと指摘されています。

このように、足元の危機は、非財務リスクを考慮に入れることの合理性を強調する、1つの例に過ぎないと言えるでしょう。今回のCOVID危機において、勝ち組と負け組

の業種が明確に色分けされると同時に、非財務リスクが個別企業や業種全体に重大な影響を与えうることが浮き彫りとなりました。

今回、勝ち組と負け組のパフォーマンスに大きな乖離が生じたことを受けて、機関投資家と最終投資家の間ではESGに対する関心が高まるとみられます。また、資産運用会社においては、非財務リスク（気候変動や人権尊重を求める社会運動等）が深刻化した場合に、これに備えたポートフォリオを構築するため、どの企業/業種が追い風/向かい風を受けるのかを見極める必要に迫られることになるでしょう。

SFDR~ESGを最低限考慮するよう求める緊急的な規制

サステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）は金融市場の参加者に適用されることとなります。オルタナティブ投資運用会社（AIFM）、譲渡可能証券の集団投資事業（UCITS）、保険型投資商品（IBIP）、金融アドバイザー等が対象とされ、2021年3月から段階的に施行されます。

SFDRでは、非財務情報の開示に関する統一的な慣行を策定すること、機関投資家と最終投資家間の情報の非対称性を減らすこと、全ての当事者に対し少なくともESGを考慮し始めるように後押しすることが、目的とされています。目標達成の手段として、金融市場の参加者や金融アドバイザーに対して、以下に関する的確で統一された規則の導入が予定されています。

1. 投資判断および投資助言のプロセスにサステナビリティの要因とリスクをどのように採り入れるべきか
2. 投資判断がサステナビリティの要因に与える悪影響をどのように考慮すべきか
3. 最終投資家に対して上記をどのように開示すべきか

SFDRは二段階から構成される規制であり、いくつかの条項は規制の技術的細目（RTS）によって補完されています。レベル1の規制は2019年11月に公表されました。一方、より具体的なレベル2の開示規制の最終版は、欧州監督当局により決定され、2021年1月に公表される予定です。

この規制はエンティティと金融商品のレベルにおける情報開示を規定するものであり、特に金融市場の参加者は、業務上、組織上の課題に直面することになります。

関連当事者は、サステナビリティのリスクと主要な悪影響を踏まえて、業務上のプロセスと指針を改定しなければなりません。また、ウェブサイト上で必要な開示情報に容易にアクセスできるように、ITシステムの見直しが求められます。

ESGデータに関連する問題が解消されない場合でも、金融市場の参加者は外部のESGデータ・ベンダーと契約を締結した上で、主要な非財務パフォーマンス指標を最大限取得するとともに、問題点や投資先企業のESGスコアをモニタリングする必要があります。RTSの草案では、主要なパフォーマンス指標を評価することが求められていますが、定量的指標は入手が困難な場合もあり、また、定性的指標に関しても、評価者の主観が介在するため、企業間の比較作業は容易ではありません。

また、非財務情報の開示に必要なリソースに加えて、ESGデータの信頼性も懸念材料と言えます。UCITSは既にデータ関連の大きな課題を抱えています。投資に関する公開情報が不足するため、AIFMが抱える課題はさらに大きく、時間を要することになります。このためAIFMは、投資先企業からESG関連情報を入手した上で、それをポートフォリオレベルで統合するマニュアル・プロセスを構築する必要があります。

SFDR適用に関する追加的な問題として、RTS最終版の公表および施行が遅れたこと、規制が即時施行されることが挙げられます。このため、早期に準備作業を開始した関係当事者には、内部規程を2回更新する必要性や、SFDRに全面的に準拠するため作り直す必要性が生じる可能性があります。一方、二段階の更新作業を避けるためRTSの公表を待つ方針を採用した当事者にとっては、2021年3月までにレベル1規制に全面的に準拠することが困難になるかもしれません。



この規制はエンティティと金融商品のレベルにおける情報開示を規定するものであり、特に金融市場の参加者は、業務上、組織上の課題に直面することになります。

規制対象のエンティティは、エンティティと金融商品のレベルにおいて、ESGの観点を少なくとも最低限度採り入れるよう義務付けられています。実際、非財務情報の開示自体は、巨大な冰山の一角に過ぎません。規制面においてESG基準採用の要請が喫緊の課題となる中で、当事者にはESGの潮流におけるスタンスについて、戦略的な判断が求められます。このように、SFDRは金融市場の参加者に対して、SRI商品に関する戦略の再考を促しています。規制の施行前に「グリーン」であるとしてマーケティングしていた商品が、新しいSFDRの分類の下ではサステナブルと見なされなくなる可能性もあります。

この先数カ月間に運用会社はグリーンの色合いを強めるか

SFDRは機関投資家に対して、情報開示とサステナビリティの要請にどのように対応するのか、根拠ある意思決定を行なうよう求めています。同規制の下で、SRIに対するアプローチにかかわらず、当事者はサステナビリティ・リスクを定義付け、説明するよう義務付けられます。SFDRがもたらす課

題を踏まえると、不可避免的に生じる新規制対応に向けた競争的な動きを通じて、SRI導入に関する普及曲線が強調されることになると考える根拠が存在しています。

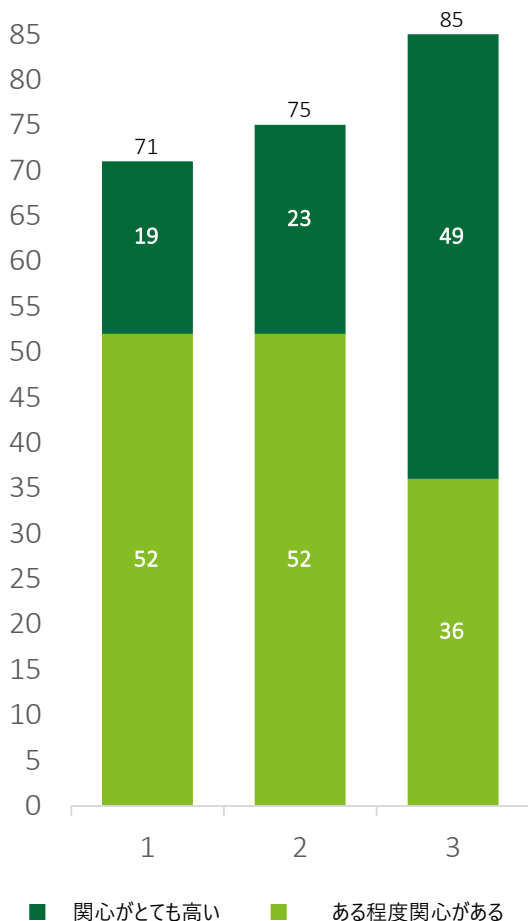
この過程で、当事者は3つのグループに大別される見通しです。

1. 先行者: 数十年前からコア戦略にESGを導入済みであり、既存のプロセスを正式採用する必要性や、既にモニタリング中の情報を一定程度開示する必要性を有する。
2. 追従者: 大多数の当事者がこれに該当する。新規制の下で投資戦略にESGを導入し始めることがプラスに作用する。
3. 遅行者: SFDRの最低要件は辛うじて充足するものの、今後も投資プロセスにサステナビリティを導入する方向にはない。

新規制の下で、遅行者は初めてSRIと向き合うこととなりますが、規制を順守することでモチベーションや方針が変わる可能性は低いようです。むしろ、遅行者に激変をもたらすのはCOVID-19のパンデミックであり、非財務リスクが及ぼす

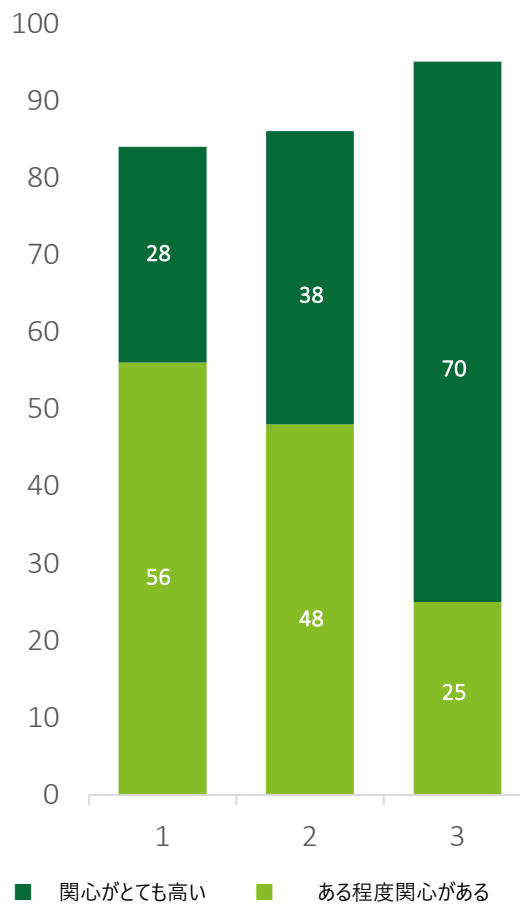
甚大な影響を目にして、投資の意思決定プロセスにおいて同種のリスクを考慮することの重要性が認識されるようになってきました。一方、ESG問題の考慮を求める最終投資家の需要は強まる見通しであり、最終的にはそのような声が決定的な後押しとなる可能性があります。

図表2: サステナブル投資に対する一般的な関心の推移



出所: モルガンスタンレー・サステナブル・シグナルズ (2019年)

サステナブル投資に対するミレニアル世代の関心の推移



出所: モルガンスタンレー・サステナブル・シグナルズ (2019年)

戦略的にSFDRの影響を最も強く受けるのは、おそらく追従者のグループになるでしょう。現時点では、自発的か否かを問わず、資産運用会社の大半がグリーンウォッシングに従事しています。SFDRの下では、金融商品においてESGの観点を考慮することや、サステナブル・ファンドとしてのプロモーションを停止することを求められるため、グリーンウォッシングが抑制されることは明白です。

SFDRをチャンスとして捉えるSRIの先行者と追従者にとっては、新規制において待望の明確な枠組みが提供されることとなります。その結果、ESG関連の金融商品の開発がさらに促進される可能性があります。

結論

全般に、この先数カ月間に資産運用会社がどの程度グリーンの色合いを強める判断を下すかを予測、一般化することは困難な作業です。COVID-19危機のようなイベントによって非財務リスクに対する投資家の懸念が強まるとの見方は有力ですが、運用業界がこれらのリスクにどのように向き合うのか、意思決定にどのような影響が及ぶのかが明らかになるのは、先のことになるでしょう。比較的明確に予測できることは、SFDRがグリーンウォッシングの抑止力になることです。このように、この先数カ月間において、SRIの概念は本質的な部分で強化されることになるでしょう。

要点

- EUが2015年パリ協定に定める気候目標を実現するためには、グリーンウォッシングを防止しつつ、民間市場における社会的責任投資（SRI）推進の取り組みを後押しすることが不可欠です。
- 2021年3月から段階的に施行されるサステナブル・ファイナンス開示規制（SFDR）は、EUが上記の目標を達成するためのツールの1つです。
- SFDRの下では、非財務情報の開示に関する統一的な規則が策定されるとともに、全ての金融市場の参加者と金融アドバイザーが少なくともESG（環境、社会、ガバナンス）の問題を考慮し始めるよう、後押しされることになります。
- SFDRの施行に伴い、実際に市場においてSRI関連商品が増えるかどうかは不透明ですが、そのような商品にはより厳格なサステナビリティの基準が適用されると予想されます。また、足元のCOVID-19危機の影響で、SFDRの効力が強化される可能性もあります。





FRANCESCA MESSINI
DIRECTOR
SUSTAINABILITY LEADER
RISK ADVISORY
DELOITTE



ELODIE VAN DE WOESTYNE
MANAGER
CONSULTING
INVESTMENT MANAGEMENT
DELOITTE



KATHARINA LAMPARSKI
ANALYST
CONSULTING
INVESTMENT MANAGEMENT
DELOITTE

注意事項：本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2021年1月に発行した原著をデロイト トーマツ グループが翻訳し、2021年7月に発行したものです。和訳版と原文である“CLIMBING ABOARD THE SUSTAINABILITY TRAIN（英語）”に差異が発生した場合には、原文を優先します。

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイト ネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザリー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション 合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のビジネス プロフェッショナル グループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスク アドバイザリー、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に1万名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー フォーム およびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）のひとつまたは複数を含みます。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバー フォーム および関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバー フォーム ならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のフォームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーフォームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィック における100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザリー、リスク アドバイザリー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナル サービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバー フォーム や関係法人のグローバル ネットワーク（総称して“デロイト ネットワーク”）を通じ Fortune Global 500® の8割の企業に対してサービスを提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約312,000名の専門家については、（www.deloitte.com）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバル ネットワーク 組織を構成するメンバー フォーム およびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性及び完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバー フォーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接また間接に発生し得るいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバー フォーム およびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001