

最近のウクライナ情勢と ESG 投資について

ーロシアによるウクライナ侵攻後の論説の、サーベイおよび長期投資の観点からの考察ー

2022 年 4 月 11 日

杉田 健¹

要旨

2022 年 2 月 24 日のロシアのウクライナ侵攻に伴い、ESG 投資について様々な論稿が公表されているが、本稿はそれらをサーベイするとともに、長期投資である年金資産運用の観点から論評するものである。ESG 投資には様々な種類があるが、論稿が主に念頭に置いているのはネガティブ・スクリーニングである。論稿は ESG 投資の是非に関するもの、ESG 投資の運営に関するもの、ESG 投資の効果に関するもの、に分類できる。ESG 投資の是非については、ESG 投資は破綻したというものもあれば ESG 投資の意義が増したというものもある。また、ESG 投資の運営に関しては、化石燃料関連産業・原子力産業・防衛産業・カントリー・リスクについての議論がある。ESG 投資の効果に関しては、ESG 投資の観点から早めにロシア関連を外しておいてよかったという成功体験もあれば、天然ガスは環境負荷が軽いのでロシアのエネルギー産業に多く投資していて、今回責任投資の観点から撤退したというものもある。

これらの論稿について、以下のように評価および考察する：

- ・ロシアのウクライナ侵攻で批判の矢面にさらされているのは ESG 投資の手法のうちネガティブ・スクリーニングであって、ESG 全般ではない。
- ・ESG 投資のパフォーマンス評価は何を基準とするかで変わってくるが、既存の指標への追随を目標とする場合に、指標内容の変更による後追いのリスクには留意すべきである。
- ・ESG 投資を長期で考えれば、ロシアのウクライナ侵攻による影響は一過性のものである可能性がある。
- ・カントリー・リスクについては、独裁色の強い国を株式投資および債券投資の対象から外しておく方がリスクは少ない。

キーワード：ESG、ウクライナ、化石燃料、原子力、防衛産業、カントリー・リスク、後追い

¹ 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。なお本稿中、意見や評価に係る部分は私見であり、所属機関のものではない。

1 はじめに

2022年2月24日のロシアのウクライナ侵攻および、その後の欧米および日本の金融制裁により、環境・防衛面でのEUを中心とする各国の姿勢が激変しつつある。第一に金融制裁と連動し²、またはESGの観点からロシアへの投資を縮小することである。投資情報の配信大手ブルームバーグによれば、全世界における4800のESGファンド2兆3000億ドル超のうち、少なくとも83億ドル、約300本のファンドがロシアに投資しており、多くは売却を余儀なくされたと見られる(Bloomberg, 2022)。ESG調査会社は社会(S)およびガバナンス(G)等の観点からロシアに関する国別評価を大幅に引き下げ、さらにMSCIもロシアに所在する企業に対してESGの格下げを行う(Funk, C. et al., 2022)のみならず、新興市場の指標からロシア株を除外した(Bloomberg, 2022)。第二にEUは天然ガスの40%をロシアに依存しているが、1年以内に3分の2に削減する方針を打ち出し、この結果として一時的に石炭の使用を増やす可能性も示唆されている(McGrath, 2022)。もともと天然ガスは燃焼時において、石油や石炭よりも二酸化炭素、窒素酸化物、硫黄酸化物が少ないため環境負荷の低い燃料として使用されてきた³。この結果として化石燃料、特に天然ガスのロシア依存が高くなっているが、これを減らすために過渡的に化石燃料開発が必要になるわけである⁴。第三にEU首脳は防衛費の大幅な増額に同意した⁵。これを受けて環境・社会・ガバナンスを重視するESG投資についても見直しがある。例えば、スウェーデンの金融グループSEBは、SEG原則に基づく投資の一環として、わずか1年前に採用した立場を覆し、一部のファンドに防衛産業の株式の購入を許可し始めると発表した(Ballard, 2022)。本稿ではロシアのウクライナ侵攻後のESGに関する論稿を、ESG投資の是非に関するもの(第2節)、ESG投資の運営に関するもの(第3節)、ESG投資の効果に関するもの(第4節)、の3つに分類して解説し、第5節で長期投資である年金資産運用の観点から評価および考察する。

² ノルウェーの政府年金基金は、同国の財務大臣の要請でロシアへの投資を凍結した(Bradford, 2022)。

³ 北陸ガスのウェブサイト

(<https://www.hokurikugas.co.jp/company/environment/merit.html>, 2022年3月22日閲覧)によれば、石炭の燃焼時発生量を100とすると、二酸化炭素は石油が80で天然ガスが60であり、窒素酸化物は石油が70で天然ガスが20~40、硫黄酸化物は石油が70で、天然ガスが0である。

⁴ 添付資料1に世界各国の化石燃料のロシアへの依存割合を掲載した。

⁵ <https://www.jetro.go.jp/biznews/2022/03/b6d278e1707607e0.html>, 2022年3月22日閲覧。

2 ESG投資の是非に関して

ロシアのウクライナ侵攻を受けて ESG 投資に否定的な意見と肯定的な意見があるが、まず否定的な意見から紹介する。ESG 投資の全否定を主張するのは (Sunday Times [London, England], 2022) の「プーチンのウクライナに対する戦争は、ESG 運動の馬鹿さ加減を明らかにした」(原題: Putin's war on Ukraine exposes the folly of the ESG movement) である。「民主主義国家が暴君に立ち向かうには、核抑止力が必要であることが突然明らかになった。」「ノルドストリーム・パイプラインの容量を倍増させようとしていたドイツにとって、石炭は突然メニューに戻ることになった。」「一部の投資家が環境、社会、ガバナンス指標への準拠に狂信的に取り組んできたことが、逆効果になった。」「政府によってなされるべき決定が、運動からの外圧に基づいてファンドマネージャーによってなされるため、場合によっては、民主主義の信条を損ない始めていることさえある。」として、ESG を推進した助言者、専門家、ロビイスト、PR 会社を厳しく批判している。ブラックロックの元サステナブル投資担当のタリク・ファンシーは「ウクライナ戦争は ESG の事例を破綻させた」と言っている。趣旨は、今まで ESG の観点から敬遠されてきた防衛産業や化石燃料関連産業に投資する必要性が生じたことである。また、アキス・エクスチェンジ社の CEO である、アラスデアール・ハインズは「ESG はわれわれが信じているイデオロギーだ。そのイデオロギーは戦争になれば粉々になる。」と述べている (SimFollow, 2022)。戦争直前には世界のサステナブルファンドの 14% がロシアの資産を保有していたことから、ESG の概念に疑問を投げかける意見もある (Kishan et al., 2022)。

一方で ESG 投資を積極的に評価する論稿もある。DWS グループの見解として「今回の危機は投資家が ESG リスクを真剣に受け止めるための新たな警鐘となりそうだ」と述べている (Bradford, 2022)。これはロシアの化石燃料依存の産業と、ガバナンスに懸念を持つべきだったということである。また、ウクライナの元財務大臣のジャレスコは、ロシアの侵略という明確な環境・社会・ガバナンス違反に対して、本来の ESG の観点からはロシアへの投資は全面的に停止すべきであり、そうでなければ「ESG ウォッシング」であろうとし、例えばドイツがノルドストリーム 1 をいまだに稼働させていることを批判的に指摘している (Jaresko, 2022)。

別の見解として、モーニングスターのサステナビリティ・リサーチのグローバル・ヘッドであるホーテンス・ビオイは、ESG は、環境・社会・ガバナンスのリスクから投資を保護するためのスクリーニング・ツールにすぎず、ESG は倫理的なファンドと同じではないため、通常兵器の製造業者から、化石燃料の製造業者まであらゆるものを買うことができるとしている (Kishan et al.,

2022)。

3 ESG 投資の運営に関して

最近のウクライナ情勢を受けた ESG 投資の論点になっているのは、化石燃料関連産業や原子力産業を含むエネルギー産業に関する取り扱い、防衛産業に関する取り扱い、ロシアを含むカントリー・リスクである。

3.1 化石燃料関連産業への投資

欧米は長期的には化石燃料を減らす方針であるとは言え、短期的にはロシアへの金融制裁の観点およびエネルギー安全保障の観点から化石燃料への投資が必要とされている。ロシアからの化石燃料輸入を制限するために、「イタリアは石炭発電所の再開を検討し、ドイツは海底ガスの確保に躍起になっている」(Grieve, 2022)。また、欧州はロシア以外のガス輸入のインフラを拡充する必要が生じ、例えばドイツは 2 つの LNG ターミナルの建設を早急に進めることを決定した(Corey, 2022)。米国政府はシェールガスの追加生産を奨励し、英国は既存の石炭火力発電所を段階的に廃止するスケジュールを見直している(Karadima, 2022)。

このような動きを受けて「ESG 投資家は、西側諸国の化石燃料の増強に資金提供を阻止したとして非難され、高騰する商品価格に乗り遅れたと揶揄されている」(Grieve, 2022)。一方で世界的な投資会社であるマンロー・パートナーズは「化石燃料株を排除した ESG マンデートをさらに強化し、年間 2 桁のリターンを目指している」と述べている(Grieve, 2022)。

ここから導かれる論点としては、第一に ESG 投資が化石燃料産業をアンダーウエイトしたためにエネルギーのロシア依存からの脱却の阻害要因になっていること、第二にエネルギー産業をアンダーウエイトしたために市場全体の指標に ESG ファンドのパフォーマンスが劣後すること、第三にロシアのみならず化石燃料自体を排除することによってエネルギーの自給率を高めることである。この第三の点については、自国内での再生可能エネルギーにより、エネルギー安全保障と温暖化防止を両立させることをねらっている。

3.2 原子力産業への投資

原子力産業については、否定的な見方をしていた国が肯定的な見方に転換する動きがある。欧州委員会 (EC) は本年 2 月 2 日、環境上の持続可能性を備えたグリーン事業への投資基準「EU タクソノミー」において、持続可能とみなす技術的精査基準を規定した「地球温暖化の影響を緩和する(補完的な) 委任法令 (Delegated Act: DA)」に、一定条件下で原子力関係の活動を含めること

を原則的に承認したが⁶、脱原子力を目指すドイツなど計 5 か国は反対していた⁷。しかしロシアのウクライナ侵攻を受けて、ドイツはロシアのガスへの依存から脱却するために、これまで計画されていた 2022 年の原発停止に変えて、原発の寿命延長を検討している(Karadima, 2022)。

3.3 防衛産業への投資

防衛産業への投資については否定的な見方から肯定的な見方に転換が起こっている。シカゴ大学のパスター教授は、選挙で選ばれた政府の指導者たちが「強い軍隊を持つことは社会的責任」と考えている以上、軍需産業への投資を社会的責任と呼ぶことには問題がないと述べている(Sommer, 2022)。米国の投資銀行シティのアナリストであるチャールズ・J・アーミテージとサミュエル・バージェスは、社会責任を果たすには、兵器を製造する企業の株式に投資することが必要として「防衛関連銘柄に環境・社会・ガバナンス (ESG) のタグをつけ、倫理的投資家が兵器メーカーに投資できるようにすべき」と主張したが、これに対してはテスラの最高経営責任者イーロン・マスクは、ESG の特色がぼやけてしまうとして反対している(Grieve, 2022; Richard, 2022; Sommer, 2022)。「グリーン・センチュリーズ・ファンズ」のレスリー・サミュエルリッチはウクライナ人であるが、防衛産業を ESG に含めることは、ご都合主義と批判している(Sommer, 2022)。サステナビリティ調査ディレクターのジョン・ヘイルは、民間人への爆撃に使用される武器を提供している企業に投資をすることは議論のあるところであり、どんなビジネスや産業も理屈をつけて持続可能と呼ぶことは可能だが、防衛産業に社会的責任のレッテルを貼ることは「すべてのレッテルを無意味なものにする恐れがある」と述べている(Sommer, 2022)。ブリュッセルのワーキンググループは、EU が自国の軍事能力について戦略的自立性を求めるのであれば、防衛を一律に持続不可能と見て投資対象から排除すべきではなく、武器の製造・使用・配備に関する国際条約に違反した場合のみ制限すべきとしている(Hollinger, 2022)。

⁶ 原子力産業新聞(2022)「EC、最終版の EU タクソノミー基準に一定条件下で原子力を追加」2月3日、<https://www.jaif.or.jp/journal/oversea/11647.html> (2022年4月7日閲覧)。

⁷ 木内登英 (2022)「投資家らの反発を受ける EU グリーン・タクソノミー」NRI ナレッジインサイト、2月21日

<https://www.nri.com/jp/knowledge/blog/lst/2022/fis/kiuchi/0221>(2022年4月7日閲覧)。

3.4 カントリー・リスク

ロシアへの投資を停止する動きによって、にわかにカントリー・リスクがクローズアップされた。ロシアへの投資に関してはウクライナへの侵攻前は特に ESG に反しないと思われていたが、侵攻後には反すると考えられるようになり、この結果ロシア関連資産を安値で売却することになった。ブルームバーグの分析によるとロシアの資産を保有する ESG ファンドのうち少なくとも 13 本は欧州持続可能金融情報開示規則(Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the council of 27 November 2019 on Sustainability - related Disclosures in the Financial Services Sector) 9 条に分類され、137 本が同規則の第 8 条に分類され⁸、いずれも持続可能性が高いとされてきた(Bloomberg, 2022)。しかし、戦争後は、これらのファンドがロシアの国債や国営エネルギー企業に資金提供をしていることになり、戦争に資金提供していることになり ESG に反するとされたのである(Bloomberg, 2022)。また、MSCI の ESG 指標(インデックス)を追尾する運用をしている機関投資家が多いが、MSCI は新興市場の指標からロシア株を外すと発表した(Bloomberg, 2022)。指標に追随する投資家は、状況が手に負えなくなるまで投資先をコントロールできないことがあるとの指摘もある(Bradford, 2022)。ナティシス・インベストメント・マネジャーズ傘下の 300 億ドル規模のサステナブル投資部門であるミロヴァの CEO フィリップ・ザウアイ氏は、ESG ファンドマネジャーは民主主義国にこだわり独裁国家を避けるべきと言っている(Bloomberg, 2022)。ブル・マーケット・ストラテジーズのマネージングパートナーのフェリックス・ブードローは ESG の観点から 2018 年よりロシアに手を出さないよう顧客に警告してきたが、今は中国についても同じように助言しているとのことである。理由は権威主義的体制では、特定のセクター全体を独裁者の一存で一掃できるからとのことである(Kishan et al., 2022)。これに対して、ジョン・ヘイルは中国が新興国市場指数の 30% 近くを占めているので、中国を新興国ポートフォリオから外すことは簡単ではないと述べている(Bradford, 2022)。

なお、サンフランシスコのアダシナ・ソーシャル・キャピタルの創設者であるレイチェル・ロバシオッティは、企業とその活動する国を区別すべきと述べている(Kishan et al., 2022)。

4 ESG 投資の効果に関して

最近のウクライナ情勢を受けて ESG 投資の成功体験も語られ始めている。ESG 方針に基づき、ロシアへのエクスポージャーをロシアの侵攻前に減らし始

⁸ 8 条および 9 条の条文は添付資料 2 のとおり。

めていた年金基金があり、この場合は ESG の考え方が投資のパフォーマンス上も効果的だったと言える。ジョン・ヘイルは、もともと ESG ファンドは化石燃料関連投資比率が低く、化石燃料関連企業の多いロシアに対する比率はもともと低く、彼の所属している会社（モーニングスター・サステナリティクス）の追跡しているサステナブル新興市場ファンドのうちロシアへのエクスポージャーが 4.9%を超えているのは 1 ファンドだけで、10 ファンドは 1%未満、4 ファンドはゼロと述べている(Bradford, 2022)。英国の BT 年金制度は、ロシアに関連するガバナンスの懸念および所有権の関係で 2022 年初頭に既にエクスポージャーの最小化に向かっていた(Bradford, 2022)。デンマークのアカデミカー年金基金は、ロシアのウクライナ侵攻前から、国家の主権を侵害しないという内部方針から、ロシア国債や国営企業の株式への投資を凍結していた(Bradford, 2022)。オランダの ABP は、既に 2014 年に EU の武器禁輸を理由にロシア国債を除外リストに入れウクライナ侵攻時には既にロシアの保有株式を 0.1%未満まで減らしていた上、化石燃料の株式への投資を中止したのでその影響でロシアへの投資が少ない(Bradford, 2022)。このような年金基金の場合、ESG は早期警告システムとして機能していたことになる。

5 評価および考察

5.1 批判の対象になっている ESG

ESG には様々な種類があり、ウクライナ情勢を受けて批判の対象になっているのは主にネガティブ・スクリーニングであり ESG 全般ではない。ESG 投資の主なものは以下の表 1 のとおりである。以上の論稿の多くはネガティブ・スクリーニングに関する議論が中心と考えられ、ESG に否定的な論稿の説得力があっても、必ずしもすべてのタイプの ESG 投資が否定されるわけではない。例えば、インテグレーションの手法として外部不経済を一定の基準で評価するような手法は⁹、ロシアのウクライナ侵攻のような事象に比較的影響を受けにくいと考えられる。

表 1 ESG の種類

種類	概要
ネガティブ・スクリーニング	特定のセクター、企業、国、その他の発行体をファンドやポートフォリオから除外すること。
ポジティブ・スクリーニング(別名ベスト・イン・クラス)	同業他社と比較して ESG パフォーマンスが良好で、かつ定義された閾値以上の評価を得たセクター、企業、プロジェクトに投資すること。

⁹ 例えば、2022 年 3 月 25 日 SAAJ セミナーにおける田代佳子氏（大和証券グループ）の講演。

規範ベース・スクリーニング	国連、ILO、OECD、特定の NGO などの国際規範に基づき、ビジネスや発行体の実践に応じて投資先を選別すること。
インテグレーション	環境、社会、ガバナンスの要素を企業分析に体系的かつ明示的に取り入れること。
エンゲージメントと株主行動	企業の行動に影響を与えるために、株主の力を活用すること。経営幹部や取締役会との対話、株主提案の提出または共同提出、ESG ガイドラインに従った委任状による投票が含まれる。
持続可能テーマ投資	環境と社会の持続可能な解決に特に貢献するテーマや資産への投資。
インパクト投資	社会的、環境的にポジティブなインパクトを与えるための投資。
コミュニティ投資	伝統的に十分なサービスを受けていない個人または地域社会の、社会的または環境的な目的が明確な事業に対する投資。

出典：(GSIA, 2021)を参考に作成

5.2 ESG 投資の是非

上記の論稿は、ESG 投資の評価基準として倫理性・持続可能性を基準にするものと、パフォーマンスを基準にするものが混在している。倫理性を重視するウクライナの元財務大臣ジャレスコの立場は、すべての投資は ESG の考えを踏まえなければならないということであり、是非の議論の余地はない。持続可能性についてもプラスチック・ストローの廃止をはじめ社会全体としての関心が高い問題であり、長期投資として持続可能性を重視するという立場もある。

次に、パフォーマンスについては何を基準にするかによっても評価が分かれる。例えば、世界市場全体の指数との対比でパフォーマンス評価する場合に、あらかじめロシアを外しておいたものは市場の動きに先んじることができたが、MSCI の指標を追尾しているファンドは後追いでパフォーマンスは良くない可能性がある。また、特定の業種（例：防衛産業）をアンダーウエイトにしておくことも、今回のような政治事変によりアンダーウエイトを解消することになり、後追いでパフォーマンスの悪化を招く可能性がある。従って、ESG 投資のパフォーマンスはオペレーションの巧拙に依存することになる。今回、アクティブ運用ファンドについては、ロシアのウクライナ侵攻前にウクライナ国境にロシア軍を集結した段階で、ロシアの株式や債券を売り抜けることが可能であったが、パッシブ運用の場合にどのようなオペレーションが適切だったかは議論の対象となろう。

一方、年金基金が方針として特定の産業（例えばタバコ産業）を外すことに合意形成ができて、その産業を外したベンチマークを作成して運用目標としてパフォーマンス測定する場合、すなわち一般的な指標ではなく、年金基金の運

用方針を踏まえてカスタマイズされた指標を元に投資した場合は¹⁰、その方針を変更しない限り影響はない。

パフォーマンスをどのタイムスパンで評価するかという論点もある。ロシアのウクライナ侵攻を受けて化石燃料関連産業の投資が活発になったとしても、やがてエネルギーのロシア依存が解消されれば、化石燃料を他のエネルギー源で代替する動きに戻るので、ESG投資の観点から化石燃料関連産業をアンダーウエイトにしておいても長期的には影響は少ないという見方もできる¹¹。

5.3 化石燃料関連・原子力関連産業への投資について

今回自覚されるようになったのは、カーボンニュートラルだけでなく、エネルギーの安定供給も重要であるということである。特定のテーマに特化したネガティブ・スクリーニングのファンドに与える影響の不安定性が明らかになったと言えよう。これは原子力発電についても同様である。なお自国内での再生可能エネルギーにより、エネルギー安全保障と温暖化防止を両立させることをねらう議論については、再生可能エネルギーのコスト、不安定性や環境への影響を慎重に評価しないと過大な期待に終わる可能性がある¹²。例えば風力発電についてはドイツで低周波騒音および野鳥を殺傷することにより反対運動が行われている¹³。

5.4 カントリー・リスクについて

カントリー・リスクについては、独裁色の強い国を、株式運用および債券運用の対象から外しておいた方がリスクは少ないと考えられる。独裁色が強いと、今回のロシアのように、国内のチェック・アンド・バランスがきかなくて、急激な変化が生じる可能性があるからである。これはワンマン企業をガバナンスの観点によりポートフォリオから排除するのと同様である。独裁色の強

¹⁰ このカスタム・ベンチマークに基づく運用のパフォーマンスが一般のベンチマークに相当程度劣後した場合は、受託者責任との関係で米国では議論になる可能性があるが、ESGを考慮することが事実上義務化されている英国や、原則化されているEUでは問題とされることが比較的少ないと推測される（福山，2021，pp. 6, 12; 小藪，2020）。

¹¹ 長期的な見方の例として、昨年10月に米国労働省のアリ・カワル次官補代理は、ESG要素の考慮が必然的に長期的なリスク調整後リターンの向上につながると発言している（U. S. DOL, 2021）。

¹² コストや安定化に関する考察については、例えば資源エネルギー庁(2018)「再エネの主力電源化を実現するために」5月15日、<https://www.enecho.meti.go.jp/about/special/tokushu/saiene/shuryokudengen.html>、2022年3月31日閲覧。

¹³ Hessler, U. (2019) “German wind energy stalls amid public resistance and regulatory hurdles” *Deutsche Welle*, September 4. 2022年3月30日閲覧。

い国を外すためには例えば V-Dem の民主主義指数を使用して、民主主義の水
準が低い国（表 2 参照）を投資対象から外しておくことが考えられる。この結
果、短期的には世界全体の株式指標に劣後することになるかもしれない。成長
著しい新興国は、おうおうにして独裁色が強いからだ。しかし独裁色の強い国
を外すことで長期的観点からリスクを軽減できる可能性がある。ちなみに、V-
Dem の民主化度ランキングであるが、179 か国中、日本は 28 位、米国は 29
位であるが、ロシアは 151 位、中国は 172 位となっている(V-Dem institute,
2022 : 47)。

表 2 V-Dem の民主化度ランキング 150 位以下のリスト

順位	国名	順位	国名	順位	国名
150	コンゴ	160	ブルンジ	170	タジキスタン
151	ロシア	161	ベネズエラ	171	サウジアラビア
152	ラオス	162	アゼルバイジャン	172	中国
153	ソマリア	163	チャド	173	トルクメニスタン
154	ウズベキスタン	164	カンボジア	174	シリア
155	カタール	165	パレスチナ／ガザ	175	ベラルーシ
156	ミャンマー	166	南スーダン	176	イエメン
157	スーダン	167	ニカラグア	177	アフガニスタン
158	UAE	168	赤道ギニア	178	北朝鮮
159	キューバ	169	バーレーン	179	エリトリア

出典：(V-Dem institute, 2022: 47)

5.5 ESG 投資の効果

今回、化石燃料関連を外しておいてよかった、ロシア関連を外しておいてよ
かったという成功体験の論稿があったが、必ずしも短期的パフォーマンスや既
存の指標にこだわらず独自の判断で市場動向を先回りしたと見ることができ
る。しかし、これは相当のスキルがないと難しいかもしれない。

5.6 結論

以上をまとめると以下のとおりとなる。

- ・ロシアのウクライナ侵攻で批判の矢面にさらされているのは ESG 投資の手
法のうちネガティブ・スクリーニングであって、ESG 全般ではない。
- ・ESG 投資のパフォーマンス評価は何を基準とするかで変わってくるが、既存
の指標への追随を目標とする場合に、指標内容の変更による後追いのリスクに
は留意すべきである。
- ・ESG 投資を長期で考えれば、ロシアのウクライナ侵攻による影響は一過性の
ものである可能性がある。

- ・独裁色の強い国を株式投資および債券投資の対象から外しておく方がリスクは少ない。

添付資料 1 世界各国の化石燃料におけるロシア依存割合

国名	割合(%)	基準年	国名	割合(%)	基準年
オーストラリア	0.1	2020	日本	7.1	2020
オーストリア	3.2	2020	韓国	11.2	2020
ベルギー	28.6	2020	ラトビア	35.5	2020
ブルガリア	40.4	2019	リトアニア	97.7	2020
カナダ	0.2	2020	ルクセンブルク	4.7	2020
チリ	0.2	2020	マルタ	16.9	2019
コロンビア	0.0	2020	メキシコ	0.1	2020
コスタリカ	0.0	2020	オランダ	54.8	2020
クロアチア	8.9	2019	ノルウェー	3.5	2020
キプロス	3.4	2019	ニュージーランド	3.0	2020
チェコ	23.7	2020	ポーランド	37.2	2020
デンマーク	15.8	2020	ポルトガル	5.3	2020
エストニア	16.0	2020	ルーマニア	18.0	2019
フィンランド	44.6	2020	スロバキア	59.9	2020
フランス	8.6	2020	スロベニア	9.6	2020
ドイツ	28.3	2020	スペイン	7.8	2020
ギリシア	53.0	2020	スウェーデン	8.3	2020
ハンガリー	54.3	2020	スイス	0.1	2020
アイスランド	0.0	2020	トルコ	22.1	2020
アイルランド	3.2	2020	英国	7.3	2020
イスラエル	0.0	2020	米国	1.4	2020
イタリア	25.1	2020			

出典：IEA “Reliance on Russian Fossil Fuels Data Explorer”

<https://www.iea.org/reports/reliance-on-russian-fossil-fuels-data-explorer>、2022年3月30日閲覧。表中の割合(%)は、化石燃料の国内消費量に対するロシアからの輸入割合を示したものである。国の順番は国名のアルファベット順(IEAのウェブサイトの順番どおり)。

添付資料 2 欧州持続可能金融情報開示規則 8 条および 9 条の仮訳

第 8 条（契約前開示における環境的または社会的特性の促進の透明性）

1. 金融商品が、他の特性のうち、環境的若しくは社会的特性またはこれらの特性の組み合わせを促進する場合、投資が行われる企業が良いガバナンス慣行に従うことを条件として、第 6 条第 1 項および第 3 項の規定により開示されるべき情報には、以下のものが含まれるものとする。

(a) それらの特性がどのように満たされているかについての情報。

(b) インデックスが参照ベンチマークとして指定されている場合、そのインデックスがこれらの特性に合致しているかどうか、またどのように合致しているかについての情報。

2. 金融市場参加者は、第 6 条第 1 項および第 3 項の規定により開示すべき情報に、本条第 1 項の指数の算出に用いた方法の記載箇所を示さなければならない。

3. ESAs は¹⁴、合同委員会を通じて、本条に基づき開示される情報の表示および内容の詳細を規定する規制技術基準案を作成するものとする。

第 1 項の技術基準の草案を作成する際、ESAs は、金融商品の様々な種類、特性および金融商品間の差異、ならびに開示が正確、公正、明確、誤解を生じない、単純かつ簡潔であるという目的を考慮するものとする。

ESAs は、2020 年 12 月 30 日までに、第 1 号に言及する規制技術基準の草案を欧州委員会に提出しなければならない。

欧州委員会は、規則（EU）No 1093/2010、（EU）No 1094/2010 および（EU）No 1095/2010 の第 10 条から第 14 条に従って、第 1 号に言及する規制技術基準を採択してこの規則を補完する権限を委任されている。

¹⁴ ESAs（欧州監督機構）は、EBA（欧州銀行監督機構）、EIOPA（欧州保険・年金監督機構）および ESMA（欧州証券監督機構）の総称。（松下千明「EU の金融監督体制の改革：その影響と日 EU・EPA への視座」『外務省調査月報 2011/No. 2』p. 31。）

第9条（契約前開示における持続可能な投資の透明性）

1. 金融商品が持続可能な投資を目的としており、指数が参照ベンチマークとして指定されている場合、第6条第1項および第3項の規定により開示されるべき情報には、以下のものを付記しなければならない。

(a) 指定された指標がその目的にどのように合致しているかについての情報。

(b) その目的に沿った指定された指標が、幅広い市場指標と異なる理由および方法についての説明。

2. 金融商品が持続可能な投資を目的としており、参照ベンチマークとして指数が指定されていない場合、第6条第1項および第3項の規定により開示すべき情報には、当該目的がどのように達成されるのかについての説明を含まなければならない。

3. 金融商品が炭素排出量の削減を目的としている場合、第6条第1項および第3項の規定により開示すべき情報には、パリ協定の長期的な地球温暖化の目標を達成する観点から、炭素排出量の少ないエクスポージャーを目的とすることを含めるものとする。

本条第2項の適用除外により、欧州議会および理事会規則（EU）2016/1011

（20）に基づくEU気候移行ベンチマークまたはEUパリ協定ベンチマークが存在しない場合、第6条の情報には、パリ協定による地球温暖化の長期目標達成の観点から、炭素排出量削減の目的達成のための努力継続が確保されているかについての詳しい説明が含まれていなければならない。

4. 金融市場参加者は、第6条第1項および第3項の規定により開示する情報に、本条第1項の指数および本条第3項第2号のベンチマーク計算のために用いられた方法がどこにあるかを示すものを含めなければならない。

5. ESAsは、合同委員会を通じて、本条に基づき開示される情報の表示および内容の詳細を規定する規制技術基準案を作成するものとする。

本項第1号の規制技術基準案を策定する際、ESAsは、金融商品の種類、第1項、第2項、第3項の目的およびそれらの違い、ならびに開示が正確、公正、明確、誤解を与えない、簡潔であるべきという目的を考慮するものとする。

ESAs は、2020 年 12 月 30 日までに、第 1 号に言及する規制技術基準の草案を欧州委員会に提出するものとする。

欧州委員会は、規則 (EU) No 1093/2010、(EU) No 1094/2010 および (EU) No 1095/2010 の第 10 条から第 14 条に従って、第 1 号に言及する規制技術基準を採択してこの規則を補完する権限を委譲される。

参考文献

小藺めぐみ(2020)「ESG 投資と機関投資家の受託者責任の関係についての一考察：英国における取締役の義務の捉え方を足掛かりとして」日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 2020-J-12。

福山圭一(2021)「米国企業年金に対する ESG 投資および株主権行使に関する規制の新たな提案」年金シニアプラン総合研究機構年金調査研究レポート。

Ballard E (2022) ESG Rules Bend With War: SEB Says OK to Invest in Defense Stocks Again. Available at: <https://www.wsj.com/livecoverage/russia-ukraine-latest-news-2022-03-02/card/esg-rules-bend-with-war-seb-says-it-is-ok-to-invest-in-defense-stocks-again-iPvqQL3PW4Kr6UcuGDuj> (accessed 22 March 2022).

Bloomberg (2022) ESG funds had \$8.3B in Russia Assets Right Before War. Available at: <https://go-gale.com.utokyo.idm.oclc.org/ps/i.do?p=ITOF&u=unitokyo&id=GALE|A696206459&v=2.1&it=r&sid=summon> (accessed 24 March 2022).

Bradford H (2022) ESG investing seen in new way after invasion; Investors rethinking risks associated with emerging markets. *Pensions & Investments Vol1. 50, no. 5, p. 0001*, 14 March. Available at: Gale General OneFile, <link.gale.com/apps/doc/A697111626/ITOF?u=unitokyo&sid=summon&xid=cdbe28ff>. (accessed 30 March 2022).

Corey P (2022) Europe may buy more US LNG, rethink ESG goals to reduce reliance on Russian gas. *SNL Energy Daily Gas Report[Charlottesville]*, 4 March. Available at: <https://www.proquest.com/docview/2637034909?parentSessionId=4jc2PcTeYJ%2F%2Bxk253m9WddwLm7roU1gkBA8PvRi5BL4%3D&pq-origsite=summon&accountid=14357> (accessed 30 March 2022).

Funk, C. et al. (2022) ESG Implications of the Russia-Ukraine War. *Sate*

Street Global Advisors Insight, 8 March. Available at: https://www.ssga.com/se/en_gb/institutional/ic/insights/esg-implications-of-the-russia-ukraine-war (accessed 22 March 2022).

Grieve C (2022) Have ESG rules been “twisted to insanity”? *Sydney Morning Herald [Sydney, Australia]*, 16 March. Available at: Gale Academic OneFile, link.gale.com/apps/doc/A696778181/AONE?u=unitokyo&sid=summon&xid=0dd6264c. Accessed 29 Mar. 2022. (accessed 30 March 2022).

GSIA (2021) *Investment Review 2020*.

Hollinger P (2022) Ukraine war prompts investor rethink of ESG and the defence sector. *Financial Times*, 9 March. Available at: <https://www.ft.com/content/c4dafa6a-2c95-4352-ab88-c4e3cdb60bba> (accessed 22 March 2022).

Jaresko N (2022) Russia’s invasion of Ukraine must prompt an ESG reckoning. *Financial Times*, 3 March. Available at: <https://www.ft.com/content/cfbb1598-5d69-4649-8c19-6c7c56e30664> (accessed 22 March 2022).

Karadima S (2022) What impact will the Russia-Ukraine conflict have on investment in the defence industry? *Investment Monitor*, 28 March. Available at: <https://www.investmentmonitor.ai/special-focus/ukraine-crisis/russia-ukraine-conflict-defence-industry-fdi-esg> (accessed 30 March 2022).

Kishan et al. (2022) ESG funds at crossroads after investing in Putin’s Russia. 7 March.

McGrath M (2022) Climate change: EU unveils plan to end reliance on Russian gas. *BBC*, 8 March. Available at: <https://www.bbc.com/news/science-environment-60664799> (accessed 22 March 2022).

Richard I (2022) Elon Musk says ESG Should be Deleted, Reports Focus on Supporting EU’s Defense Instead of Energy. *Tech Times*, 8 March. Available at:

<https://www.techtimes.com/articles/272746/20220308/elon-musk-esg-deleted-reports-focus-supporting-eu-s-defense.htm> (accessed 29 March 2022).

SimFollow B (2022) Ukraine war “bankrupts” ESG case, says BlackRock’s former sustainable investment boss. Available at: <https://www.fnlondon.com/articles/ex-blackrock-boss-says-ukraine-bankrupts-esg-case-20220314> (accessed 22 March 2022).

Sommer J (2022) Russia’s War Prompts a Pitch for “Socially Responsible” Military Stocks. *New York Times*, 5 March. Available at: <https://www.nytimes.com/2022/03/04/business/military-stocks-russia-ukraine.html> (accessed 30 March 2022).

Sunday Times [London, England] (2022) Putin’s war on Ukraine exposes the folly of the ESG movement. Gale Academic OneFile. 6 March. Available at: <https://link.gale.com/apps/doc/A695822384/AONE?u=unitokyo&sid=summon&xid=0c1c81a0>. (accessed 21 March 2022).

U. S. DOL (2021) US Department of Labor Proposes Rule to Remove Barriers to Considering Environment, Social, Governance Factors in Plan Management. Available at: <https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20211013> (accessed 31 March 2022).

V-Dem institute (2022) *Democracy Report 2022*.