

# 精緻化、複雑化する EU のサステナビリティ開示規制

2023 年 9 月 22 日

福山 圭一\*

## 【要旨】

EU では 2019 年に金融サービス部門におけるサステナビリティ開示規則(SFDR)が制定され、その細則である規制技術基準は 2023 年から施行された。また、各経済活動がサステナブルかどうか区分する枠組みであるタクソノミー規則が 2020 年に制定され、その細則として気候変動に関する技術的スクリーニング基準が 2022 年から施行された。規制技術基準には開示の様式が定められている。事業体ごとに、サステナビリティ要素に関する主要な悪影響の言明書の開示が必要である。金融プロダクトについても所要の開示が必要だが、サステナブル投資を目的とするプロダクトは少ない。EU でサステナビリティ開示の基準が精緻化し、複雑化しているが、その基礎には、環境や社会への貢献がサステナブルで包摂的な成長につながるという考え方がある。しかし、副作用も考えられる。米国の反 ESG は EU のアンチテーゼといえる。年金運用主体としては加入者や受給者に向けた情報提供が重要である。EU のサステナビリティ開示は日本には直接関係はないが、年金資金運用の経済社会的意味を問われる時代が来れば、EU は格好の先進事例となるであろう。

## 1 はじめに

2006 年に PRI<sup>1</sup>が環境、社会、ガバナンス (ESG) を投資のプロセスに組み入れることなどを提唱し、以来、世界的に ESG 投資は概ね順調に拡大してきた。E や S には様々な課題が含まれるが、2015 年に国連が SDG s を提唱し、ESG 以上に幅広い課題が認識されることになった。最近では多様性、平等、包摂 (DEI) にも関心が寄せられている。これら広範な概念は、しばしばサステナビリティと総称される。外縁は明確でなく、識者によって重点の置き方も異なると思われるが、その中で気候変動が主要な課題であることは間違いない。これは我々の生存の場である地球環境の持続可能性に深く関係する。

現在のところ、世界で最も強力にサステナビリティを推進しているのは EU であるといっても過言ではないだろう。最近、その EU でサステナビリティの開示の基準が精緻化しつつある。また、各経済活動がサステナブルかどうか区分する枠組みについての基準作りも進み、これが開示と絡んで複雑化している。本稿ではその動向を取りまとめるとともに、含意について考えてみたい。

---

\*年金シニアプラン総合研究機構上席研究員。なお、本稿中意見や評価にわたる部分は私見であり、所属機関のものではない。

<sup>1</sup> Principles for Responsible Investment。国連環境計画の金融イニシアチブ(UNEP FI)と国連グローバル・コンパクトの支援により策定された投資家イニシアチブであり、現在も、両者と連携しつつ独自の活動を展開している。

サステナビリティ開示については、投資家から見て投資先となる一般企業の開示と、年金運用主体を含む機関投資家の開示の 2 つの側面があることに留意が必要である。開示というと、一般企業の開示を想起することが普通だろう。一方、サステナビリティへの寄与に対する機関投資家の役割への期待から、機関投資家の開示にも注目が集まっている。

一般企業の開示は大きな変化の渦中にある。EU は、世界に先駆けて、大手企業に対し非財務情報の開示を義務化する指令<sup>2</sup>を 2014 年 11 月に制定した<sup>3</sup>。2022 年 12 月には、この適用対象を拡大するとともに開示内容の精緻化と加盟国間を通じた共通化を図る新たな指令<sup>4</sup>(CSRD)を制定した。そして、CSRD の細則に当たる欧州サステナビリティ報告基準<sup>5</sup> (ESRS) が 2023 年 7 月に公表された (本稿執筆時点では、ESRS はまだ立法手続きが完了しておらず、公布には至っていない)。

一方、EU 外の動きとして、国際会計基準を策定する IFRS 財団の傘下の国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB)が、2023 年 6 月に、最初のサステナビリティ基準を公開した。翌 7 月には、証券監督当局の国際機関である証券監督者国際機構 (IOSCO) が ISSB の基準をエンドースすることを決定したことから、世界の規制当局のサステナビリティ開示の標準になっていく可能性が考えられる。

一般企業の開示に関するこれらの動きは大変重要である。しかし、日本の年金運用ではインハウス運用は稀であり、年金運用主体が個別企業の開示情報を活用する機会は少ないと考えられる。そこで本稿では、一般企業の開示には踏み込まず、EU における職域年金基金を含む機関投資家の開示に焦点を当てることとする。

以下、2 で金融サービス部門におけるサステナビリティ開示規則 (SFDR) について、3 で各経済活動がサステナブルであるかどうか区分する枠組みであるタクソノミーについて、4 で SFDR に基づく要開示事項について、5 で SFDR に基づく実際の開示状況について、それぞれ動向を記述した上で、6 で EU の状況を前提にその含意について私見を記し、7 で日本に簡単に触れてまとめとする。

---

<sup>2</sup> Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups。なお、EU における指令 (Directive) は、達成されるべき結果については加盟国を拘束するが、方法及び手段の選択は加盟国に委ねられている。加盟国は定められた期限までに指令を遵守するよう国内法や行政規定を定めなければならない。

<sup>3</sup> 指令の名称中にある 2014 年 10 月 22 日は立法手続きが完了した日であり、この指令は同年 11 月 15 日付けの官報 (Official Journal of the European Union) に掲載されて公布された。EU 法は官報掲載後 20 日後に発効すると規定されることが多い。本稿では制定時期を公布月ベースで記載する。

<sup>4</sup> Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 amending Regulation (EU) No 537/2014, Directive 2004/109/EC, Directive 2006/43/EC and Directive 2013/34/EU, as regards corporate sustainability reporting

<sup>5</sup> European Sustainability Reporting Standards

## 2 金融サービス部門におけるサステナビリティ開示規則（SFDR）

EUは、機関投資家に対するサステナビリティ開示に関するEU法として、金融サービス部門におけるサステナビリティ関連の開示についての規則<sup>6</sup>（SFDR）を2019年12月に制定した。

SFDR制定の背景には、2015年のSDGs提唱や気候変動に関するパリ合意を踏まえ、「気候変動、資源の枯渇その他のサステナビリティ関連の課題へのEUレベルでの対応のためには、公共政策だけでなく、金融サービス部門により資本を動員する緊急の行動が必要である」<sup>7</sup>との認識がある。EUの行政機関である欧州委員会は2018年11月に、2050年までに温室効果ガス排出を実質ゼロにする方針<sup>8</sup>を明らかにした。

また、「EU域内における金融サービス活動を活発化するには、加盟各国が独自の開示を求めて開示内容が各国間で細分化することを避け、開示の基準を共通化することが必要である」<sup>9</sup>。制定の狙いとして、「金融市場参加者及び金融アドバイザーと最終投資家との間の、プリンシパル・エージェント関係に基づく情報の非対称性を軽減すること」<sup>10</sup>が挙げられている。

### 2.1 SFDRの概要

SFDRは金融市場参加者（financial market participant）及び金融アドバイザーという事業者レベルと、事業者が取り扱う金融商品など金融プロダクト（financial product）レベルの2段階の規制になっている。

金融市場参加者には保険会社や運用会社などの他に職域年金基金（IORPs）が含まれる。また、金融プロダクトにはポートフォリオ管理やオルタナティブ投資ファンドなどの他に年金プロダクト（投資者に退職後所得を提供することを主目的とするプロダクト）、年金制度（退職給付を規定した契約、合意、信託行為又はルール）及び汎欧州個人年金プロダクト（PEPP）が含まれる。なお、加盟国は、自国の社会保障制度を運営する年金プロダクトの作成者（manufacturers）に対し、本規則を適用することができる。

金融市場参加者は、投資の意思決定過程におけるサステナビリティ・リスクの組み入れに関する方針をウェブサイトで公表することが求められる。また、投資決定のサステナビリティ要素に関する主要な悪影響（principal adverse impacts、PAI）についても、所要の公表が求められる。

---

<sup>6</sup> 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. なお、EUにおける規則（Regulation）は、全体が強制力を有し全ての加盟国に直接適用されるものであり、指令のように加盟国による国内法規の整備は要しない。規則はEU法の中で最も強力な立法手段である。

<sup>7</sup> SFDR 前文（8）

<sup>8</sup> A Clean Planet for all - A European strategic long-term vision for a prosperous, modern, competitive and climate neutral economy, COM(2018) 773

<sup>9</sup> SFDR 前文（9）

<sup>10</sup> SFDR 前文（10）

金融プロダクトは次の 3 つに区分され、所要の契約前開示が求められる。なお、金融市場参加者ごとに開示の仕方も定められており、IORPs は IORP II 指令<sup>11</sup>第 41 条（加入予定者に与えられるべき情報）に基づく情報提供として開示しなければならないこととされている。

① 次の②及び③以外の一般の金融プロダクト

（サステナビリティ・リスクの契約前開示については SFDR 第 6 条が適用される。この規定は全ての金融プロダクトに適用されるのであるが、②及び③以外の金融プロダクトという意味で「6 条ファンド」と呼称されることが多いので、本稿でもこれを用いる。なお、世上では「ブラウン」と呼ばれることもある。）

② 環境又は社会的特性を促進する金融プロダクト

（SFDR 第 8 条第 1 項に該当するものであり、「8 条ファンド」と呼称されることが多いので、本稿でもこれを用いる。なお、世上では「ライト・グリーン」と呼ばれることもある。）

③ サステナブル投資を目的とする金融プロダクト

（SFDR 第 9 条第 1 項に該当するものであり、「9 条ファンド」と呼称されることが多いので、本稿でもこれを用いる。なお、世上では「ダーク・グリーン」と呼ばれることもある。）

8 条ファンドはサステナブル投資を目的とはしていないが、環境又は社会的特性を促進する効果が期待できるプロダクトである。ここに、サステナブル投資とは、SFDR で次のように定義されている。

環境目的に貢献する経済活動における投資であって、例えばエネルギー、再生可能エネルギー、原材料、水及び土地の使用、廃棄物の産出や温室効果ガスの排出若しくは生物多様性及び循環経済への影響についての主要資源効率指標によって計測されるもの、又は、社会的目的に貢献する経済活動における投資、特に、不平等への取組みに寄与し、社会的結合力、社会的統合及び労使関係を強める投資、若しくは、人的資本が経済的・社会的に不利な状況におかれたコミュニティへの投資をいい、これらの目的のいずれをも相当程度害するものではなく、かつ、投資される企業が良好なガバナンス、とりわけ、健全な経営構造、従業員関係、スタッフの報酬及び課税コンプライアンスを実行していることを条件とする。

8 条ファンドと 9 条ファンドについては、定期的な報告事項も規定されている。これについて、IORPs は IORP II 指令第 29 条に基づく年次報告の中で開示しなければならないこととされている。

SFDR は 2021 年 3 月 10 日から施行（apply）されている。

---

<sup>11</sup> Directive (EU) 2016/2341 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision (IORPs)

## 2.2 規制技術基準

日本では、法律で基本的事項を定め、その委任規定に基づき、政省令で詳細な技術的事項を定めることがよく行われるが、類似のことが EU 法でも行われている。SFDR では、欧州委員会に対し、本規則を補完する規制技術基準 (regulatory technical standards) を採択する権限を付与する旨の規定が随所に置かれている。これは SFDR の細則に当たるものであるが、EU 法の上では EU の基本的枠組みを定めた EU 機能条約にも規定されている欧州委員会に対する委任行為 (delegated act) であり、規制技術基準は欧州委員会の委任規則 (Commission Delegated Regulation) として制定される。ただし、欧州委員会が独自に基準を策定するのではなく、欧州銀行庁(EBA)、欧州保険職域年金庁 (EIOPA) 及び欧州証券市場庁 (ESMA) の EU 傘下 3 専門機関で構成される欧州監督機構 (ESAs) が原案を作成する。そして、原案を受け取った欧州委員会は、これを EU の立法機関である欧州議会及び理事会に送付するとともに、必要に応じ ESAs に意見を述べて調整した上で、採択する。

欧州委員会で採択された規制技術基準は、欧州議会及び理事会に送付され、いずれからも 3 か月<sup>12</sup> (いずれかによって更に 3 か月延長される可能性あり) 以内に特段の異議が示されないか、それ以前に両者から異議がない旨通報されると、官報に掲載されて制定される。期間内にいずれかが反対すると制定されない。この点では、国会が制定手続きに関与しない日本の政省令とは大きな違いがある。

SFDR では、多くの事項について、ESAs に対し、2020 年 12 月 30 日までに原案を作成するよう規定されている。ESAs による原案が公表されたのは 2021 年 2 月であり、2022 年 1 月からの施行が提案された。しかし、規制技術基準の採択は予定より大幅に遅れ、公布されたのは 2022 年 7 月であった。更に、この訂正版<sup>13</sup>が 2022 年 12 月に官報に掲載された。施行は 2023 年 1 月 1 日からと規定されている<sup>14</sup>。

2.1 で記したように、SFDR は 2021 年 3 月 10 日から施行される旨規定されている。結果的にこの段階では規制技術基準は未制定であったが、SFDR で原則的な事項は規定され

---

<sup>12</sup> 欧州委員会が原案通り採択した場合は 1 か月。ただし、欧州議会又は理事会はこれを更に 1 か月延長することができる。

<sup>13</sup> Corrigendum to Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288 of 6 April 2022 supplementing Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the details of the content and presentation of the information in relation to the principle of 'do no significant harm', specifying the content, methodologies and presentation of information in relation to sustainability indicators and adverse sustainability impacts, and the content and presentation of the information in relation to the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives in pre-contractual documents, on websites and in periodic reports

<sup>14</sup> このことに関し、2021 年 9 月に「技術基準は 2022 年 1 月からの施行が提案されていたが、これが同年 7 月に延期されることになったと報道されている」と書いた (福山 (2021) 「[主要国・地域における気候変動など ESG に関する年金規制の動向](#)」、年金シニアプランコラム) が、更に半年遅れたことになる。

ているので、それに基づく SFDR の施行が始まった。これはレベル 1 と呼ばれる。そして、2023 年 1 月以降は規制技術基準への適合が求められる。これはレベル 2 と呼ばれる。

規制技術基準は 2023 年 2 月に天然ガス及び原子力関連で一部改正が行われた<sup>15</sup>。この改正の施行日は特に規定されておらず<sup>16</sup>、施行後に一部修正がされた形となっている。

### 2.3 SFDR 見直しに向けた公開協議

2023 年 9 月に欧州委員会は SFDR の実施に関する公開協議を開始した。これはターゲット向け協議と一般向け協議の 2 種類からなっている。

ターゲットとしては SFDR その他 EU の規制に精通していると考えられる金融市場参加者、投資家、NGOs、公的機関、各国監督当局などが想定されている。ターゲット向け協議文書<sup>17</sup>は 44 ページあり、主要トピックスとして次のものが挙げられている。

1. SFDR の現行の要件
2. 他のサステナブル金融法制との相互関係
3. 金融市場参加者の開示要件に対するありうる変更(potential changes)
4. 金融プロダクトのカテゴリー分けシステムのありうる創設(potential establishment)

他方、一般向け協議は SFDR について一般的な知識を有する個人及び団体向けである。一般向け協議文書<sup>18</sup>は 18 ページあり、主要トピックスとして上記のうちの 1.及び 2.が挙げられている。

ターゲット向け文書と一般向け文書で主要トピックス 1. 及び 2.の内容に違いはなく、両者の違いは 3.及び 4.の有無である。また、実施に関する公開協議とあるように、SFDR 制定のそもそも論的な質問はあまりなく、数多くのテクニカルな性格の質問が中心となっている。

両協議文書とも、表紙に、この文書は欧州委員会のワーキング文書であり、その最終決定をプレジャッジするものではなく、公式提案でもない旨の断り書きがある。また、中身は、様々な質問事項に対し、1.完全賛成、2.ほとんど賛成、3.どちらでもない、4.ほとんど反対、5.完全反対、などといった 5 つと分からないの 6 択で回答するようになっており、かつ、要所ごとに自由記載欄が設けられている。従って、SFDR に関する「世論調査」的

---

<sup>15</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2023/363 of 31 October 2022 amending and correcting the regulatory technical standards laid down in Delegated Regulation (EU) 2022/1288 as regards the content and presentation of information in relation to disclosures in pre-contractual documents and periodic reports for financial products investing in environmentally sustainable economic activities

<sup>16</sup> 公布から 20 日後に効力を有する旨の規定はあり、これは EU 法で通常見られる規定である。それとは別に、施行日に関する規定が置かれることが多いが、これが置かれていない。

<sup>17</sup> [TARGETED CONSULTATION DOCUMENT/ IMPLEMENTATION OF THE SUSTAINABLE FINANCE DISCLOSURE REGULATION \(SFDR\)](#)

<sup>18</sup> [CONSULTATION DOCUMENT/ IMPLEMENTATION OF THE SUSTAINABLE FINANCE DISCLOSURE REGULATION \(SFDR\)](#)

な性格のものということができる。

この公開協議は SFDR の見直しのために行われるものであることは間違いない。ターゲット向け協議文書のトピックス 3.と 4.の表現からもそのことはうかがえるが、1.や 2.でも見直しにつながるのではないかと思われる質問事項は多い。

回答期限は両協議とも 2023 年 12 月 15 日である。この回答も踏まえ、早ければ 2024 年前半のうちにも報告書が取りまとめられ、欧州委員会による SFDR 改正案の提案<sup>19</sup>につながる可能性がある。

### 3 タクソノミー

EU は 2020 年 6 月に、サステナブル投資を促進するための枠組みの策定についての規則<sup>20</sup>（タクソノミー規則）を制定した。その背景には、SFDR と同様に、SDG s の採択やパリ合意を踏まえた金融部門の重要性の認識がある。とりわけ欧州委員会は 2018 年 3 月にサステナブルな成長のファイナンスについての行動計画<sup>21</sup>を公表し、サステナブルな活動についての EU の分類システムを確立することなどを明記した。これが規則制定の直接の端緒となった。

#### 3.1 タクソノミー規則の概要

「サステナブルで包摂的な成長を達成するために、資本の流れをサステナブル投資に向かわせることが行動計画の目的の 1 つである。このためには、サステナブル活動の統一的な分類システムの策定が最も重要かつ緊要である。第 1 段階として、環境目的に寄与するガイダンスを策定し、社会目的その他のサステナビリティ目的に寄与するガイダンスはその後に開発する」<sup>22</sup>。このように、現行の規則は環境関連の規定が中心である。

「環境目的に貢献する投資が活発化するには、金融プロダクトの有する環境へのインパクトが投資家に知られるとともに、グリーンウォッシングの懸念に対処する必要がある。グリーンウォッシングとは、金融プロダクトを、実際には基本的な環境基準が満たされていないのに、環境にフレンドリーであるとマーケティングすることによって、不当な競争上の優位性を獲得する行動である」<sup>23</sup>。グリーンウォッシングに特に言及されているが、この排除がタクソノミー策定の狙いの 1 つにある。また、域内の基準の共通化の必要性も

---

<sup>19</sup> 規則や指令など EU 法の通常立法手続きにおいては、欧州委員会が提案し、欧州議会及び理事会が合同で採択する（EU 機能条約第 289 条第 1 項）。すなわち、特別立法手続きが認められる例外的な場合を除き、欧州委員会が EU 法の提案権を独占しており、いわゆる議員立法はない仕組みになっている。

<sup>20</sup> Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088

<sup>21</sup> Action Plan: Financing Sustainable Growth, COM(2018) 97

<sup>22</sup> タクソノミー規則前文（6）

<sup>23</sup> タクソノミー規則前文（11）

強調されている<sup>24</sup>。

タクソノミーは、本来的には、投資や企業活動がサステナビリティに寄与するかどうか区分する枠組みである。従って、金融市場参加者等の開示に関する SFDR とは趣旨を異にするが、開示に関する規定も置かれている。実際にも、タクソノミー規則の中に SFDR に基づく開示に関する規定があり、SFDR の一部改正も行われている。また、金融プロダクトの開示については SFDR による要開示事項の中にタクソノミーに関する事項が含まれており、SFDR とタクソノミーとの連携が図られている。

タクソノミー規則は機関投資家のみならずその投資対象になる一般企業に幅広く適用される。その点で、一般企業の開示にも関係し、そのための委任規則<sup>25</sup>も定められている（金融機関に対する開示の規定もあるが、この場合の金融機関に IORPs は含まれない）が、以下では、これに関しては省略する。

タクソノミー規則では、経済活動が次の 4 つの条件に適合する場合に、当該経済活動は環境的にサステナブルであるとされる。

- (1) 6 つの環境目的の 1 つ以上に実質的に貢献する。
- (2) 6 つの環境目的のいずれにも重大な害を及ぼさない。
- (3) ミニマム・セーフガードに適合して実行される。
- (4) 技術的スクリーニング基準に適合する。

上記 (1) 及び (2) の 6 つの環境目的として、次のものが規定されている。

- ①気候変動の軽減（climate change mitigation）
- ②気候変動への適応（climate change adaptation）
- ③水及び海洋資源のサステナブルな使用及び保全
- ④循環経済への移行
- ⑤汚染の防止及び制御
- ⑥生物多様性及びエコシステムの保護及び回復

上記 (2) については、規則本文で、6 つの環境目的ごとに定性的な基準が規定されている。そして、(4) の技術的スクリーニング基準において、業種ごとに詳細かつ具体的な基準が定められているが、この基準は基本的に定量的なものである。

上記 (3) のミニマム・セーフガードとしては、OECD 多国籍企業ガイドライン、国連ビジネスと人権に関する指導原理、ILO の基本的原理と権利に関する宣言にある 8 つの条約及び国際人権規約が列挙されている。

---

<sup>24</sup> タクソノミー規則前文 (11) ～ (14)

<sup>25</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2178 of 6 July 2021 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by specifying the content and presentation of information to be disclosed by undertakings subject to Articles 19a or 29a of Directive 2013/34/EU concerning environmentally sustainable economic activities, and specifying the methodology to comply with that disclosure obligation



タクソノミー規則に基づく環境目的への貢献に関する開示については、6つの環境目的中①気候変動の軽減及び②気候変動の移行は2022年1月から、③水及び海洋資源の持続可能な使用及び保全、④循環経済への移行、⑤汚染の防止及び制御並びに⑥生物多様性及びエコシステムの保護及び回復は2023年1月から施行される。

### 3.2 技術的スクリーニング基準

技術的スクリーニング基準は欧州委員会への委任行為として制定される。この点で、SFDRの規制技術基準と法形式的には共通するが、策定する主体は欧州委員会であり、採択に先立って、専門家などで構成される持続可能な金融に関するプラットフォーム（Platform on Sustainable finance）や加盟国専門家グループ（Member State Expert Group on Sustainable Finance）の意見を聞く（consult）必要がある。欧州委員会は、技術的スクリーニング基準を採択すると直ちに欧州議会及び理事会に通知し、いずれから4か月（いずれかによって更に2か月延長される可能性あり）以内に特段の異議が示されないか、それ以前に両者から異議がない旨通報された場合に、制定される。

2021年6月に、①気候変動の軽減及び②気候変動への適応に関する技術的スクリーニング基準<sup>26</sup>が制定された。これは、気候変動の軽減に関しては9産業区分の88業種について、気候変動への適応に関しては13産業区分の95業種について、個々の業種別に、当該環境目的に実質的に貢献し、他の環境目的に対し重大な害を及ぼさない（do no significant harm、DNSH）と判定されるための基準を規定したものであり、全体で350ページに近い膨大なものである。2022年1月1日から施行すると規定されている。

2022年3月にはこの技術的スクリーニング基準の一部改正<sup>27</sup>が行われた。これは、気候変動の軽減及び気候変動への適応のそれぞれに関し、原子力及び天然ガス関連の6業種について基準を追加したものである。2023年1月1日から施行すると規定されている。

そして、2023年6月には欧州委員会から6つの環境目的のうちまだ未制定の4つの環境目的、即ち、③水及び海洋資源の持続可能な使用及び保全、④循環経済への移行、⑤汚染の防止及び制御並びに⑥生物多様性及びエコシステムの保護及び回復に関する技術的スクリーニング基準<sup>28</sup>が公表された。施行は2024年1月1日からとされており、規則にあ

---

<sup>26</sup>Commission Delegated Regulation (EU) 2021/2139 of 4 June 2021 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to climate change mitigation or climate change adaptation and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives

<sup>27</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1214 of 9 March 2022 amending Delegated Regulation (EU) 2021/2139 as regards economic activities in certain energy sectors and Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities

<sup>28</sup> Commission Delegated Regulation (EU) …/… of 27.6.2023 supplementing Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council by establishing the technical screening criteria for determining the conditions under which an economic activity qualifies as contributing substantially to the sustainable

る施行時期からは 1 年遅れることになる。③～⑥に関する基準は、本稿執筆時点では、欧州議会及び理事会に送付された段階であり、まだ公布されるには至っていない。

#### 4 規制技術基準に基づく要開示事項

以上、SFDR 及びタクソノミーについて欧州委員会への委任行為を含む制度の概要を記載した。本節では、SFDR の細則である規制技術基準に沿って、実際にどのような開示が求められるのか、その様式などを見ることにする。

規制技術基準の冒頭（定義規定に続く第 2 条）で、情報の提示の一般原則が定められている。金融市場参加者及び金融アドバイザーに対するものであり、その主な内容は次のとおりである。

- ・ 情報提供は、無料かつアクセスしやすい方法で、非差別的で、はっきりしており、シンプルで、簡潔で、総合的で、フェアで、クリアであり、そして、ミスリーディングでないこと。
- ・ 情報は、読みやすい方法で提示し、読み取り可能な文字サイズを使い、そして、理解しやすいスタイルを用いること。
- ・ 情報提供は、他に定めのある場合を除き、検索しやすい電子的フォーマットによること。
- ・ ウェブサイトで公表した情報は、更新を続けるとともに、公表日及び更新日を明示すること。情報がダウンロード可能な形で提示される場合は、ファイル名のバージョン履歴を示すこと。

##### 4.1 金融市場参加者によるサステナビリティ要素に関する主要な悪影響（PAI）の開示

金融市場参加者は、投資決定のサステナビリティ要素に関する PAI を考慮する場合は、表 1 の様式による言明書（statement）を公表しなければならない。これは事業体レベルの開示である。

本稿では省略するが、規制技術基準の本文で、表 1 の各事項について記載上の指示がある。また、用語などについて詳細な注がある。

なお、金融市場参加者で、投資決定のサステナビリティ要素に関する PAI を考慮しない場合は、考慮しないという明確な言明を、その理由とともに、公表しなければならない。その場合、ウェブサイトの「投資決定のサステナビリティ要素に関する主要な悪影響の考慮なし」との別セクションで行わなければならない。

---

use and protection of water and marine resources, to the transition to a circular economy, to pollution prevention and control, or to the protection and restoration of biodiversity and ecosystems and for determining whether that economic activity causes no significant harm to any of the other environmental objectives and amending Delegated Regulation (EU) 2021/2178 as regards specific public disclosures for those economic activities

表1 投資決定のサステナビリティ要素に関する主要な悪影響についての言明

| 金融市場参加者 [名称等]  |                       |                 |                  |    |                               |  |
|--|-----------------------|-----------------|------------------|----|-------------------------------|--|
| サマリー   |                       |                 |                  |    |                               |  |
| <p>[金融市場参加者名]はその投資決定のサステナビリティ要素に関する主要な悪影響を考慮する。本言明は[金融市場参加者名]のサステナビリティ要素に関する主要な悪影響の統合的な言明である。</p> <p>サステナビリティ要素に関する主要な悪影響についての本言明は、[年]1月1日から12月31日の期間をカバーする。</p> |                       |                 |                  |    |                               |  |
| サステナビリティ要素に関する主要な悪影響の記述  |                       |                 |                  |    |                               |  |
| 投資先企業に対する投資に適用される指標  |                       |                 |                  |    |                               |  |
| 有害なサステナビリティ指標<br>(indicator)   | 測定 (Metric)           | インパクト<br>(n年度)  | インパクト<br>(n-1年度) | 説明 | 取られた行動並びに予定する行動及び次の参照期間における目標 |  |
| 気候その他環境関連の指標   |                       |                 |                  |    |                               |  |
| 温室効果ガス (GHG) の排出   | 1. GHG 排出             | スコープ 1 GHG 排出   |                  |    |                               |  |
|  |                       | スコープ 2 GHG 排出   |                  |    |                               |  |
|  |                       | スコープ 3 GHG 排出   |                  |    |                               |  |
|  |                       | 総 GHG 排出        |                  |    |                               |  |
|  | 2. カーボン・フットプリント       | カーボン・フットプリント    |                  |    |                               |  |
|  | 3. 投資先企業の GHG 排出強度    | 投資先企業の GHG 排出強度 |                  |    |                               |  |
| 4. 化石燃料セクターで活動する企業へのエクスポージャー   | 化石燃料セクターで活動する企業への投資割合 |                 |                  |    |                               |  |

|                                |                                       |   |  |  |  |  |
|--------------------------------|---------------------------------------|---|--|--|--|--|
|                                | 5. 非再生可能エネルギーの消費及び生産の割合               | 再生可能エネルギー源と比較した、投資先企業の非再生可能エネルギーの消費及び生産の割合、総エネルギー源に対する%表示 |  |  |  |  |
|                                | 6. 高インパクト気候部門ごとのエネルギー消費強度             | 高インパクト気候部門ごとの、投資先企業の収入 100 万ユーロ当たりのエネルギー消費ギガワット時          |  |  |  |  |
| 生物多様性                          | 7. 生物多様性敏感地域に否定的な影響を与える活動             | 企業活動が否定的な影響を与える生物多様性敏感地域又はその近隣で立地/操業する投資先企業の割合            |  |  |  |  |
| 水                              | 8. 水への排出                              | 投資 100 万ユーロ当たりの投資先企業からの水への排出トン数、加重平均で表示                   |  |  |  |  |
| 廃棄物                            | 9. 有害廃棄物及び放射性廃棄物の割合                   | 投資 100 万ユーロ当たりの投資先企業からの有害廃棄物及び放射性廃棄物のトン数、加重平均で表示          |  |  |  |  |
| <b>社会、従業員、人権尊重、反腐敗及び反賄略の指標</b> |                                       |   |  |  |  |  |
| 社会及び従業員事項                      | 10. 国連グローバル・コンパクト及びOECD多国籍企業ガイドラインの違反 | 国連グローバル・コンパクト又はOECD多国籍企業ガイドラインの違反に関する投資先企業の割合             |  |  |  |  |

|   |   |  |  |  |  |
|---|---|--|--|--|--|
| 11. 国連グローバル・コンパクト及びOECD 多国籍企業ガイドラインへのコンプライアンスをモニターするプロセス及びコンプライアンス・メカニズムの欠如 | 国連グローバル・コンパクト若しくは OECD 多国籍企業ガイドラインへのコンプライアンスをモニターする政策又は国連グローバル・コンパクト若しくは OECD 多国籍企業ガイドラインへの違反に対する不平/苦情を処理するメカニズムのない投資先企業への投資の割合 |  |  |  |  |
| 12. 未調整の性による賃金格差  | 投資先企業における未調整の性による賃金格差の平均  |  |  |  |  |
| 13. ボードの性多様性  | 投資先企業における女性の男性ボードメンバーに対する比率の平均、全ボードメンバーの%表示   |  |  |  |  |
| 14. 問題兵器へのエクスポージャー（対人地雷、クラスター弾、化学兵器及び生物兵器）                                  | 問題兵器の製造又は販売に関与する投資先企業に対する投資の割合  |  |  |  |  |

ソブリン及び超国家への投資に適用される指標

| 有害なサステナビリティ指標 | 測定         | インパクト<br>(n年度) | インパクト<br>(n-1年度) | 説明 | 取られた行動並びに予定する行動及び次の参照期間における目標 |
|---------------|------------|----------------|------------------|----|-------------------------------|
| 環境            | 15. GHG 強度 | 投資先国の GHG 強度   |                  |    |                               |

|  |                                       |  |  |  |  |  |
|--|---------------------------------------|--|--|--|--|--|
|  | 16. 社会的違反 (social violations) のある投資先国 | 社会的違反のある投資先国数 (絶対数及び総投資先国数に対する相対数)、国際条約、国連の諸原則及び、適用できる場合、国際法に照らし |  |  |  |  |
|--|---------------------------------------|--|--|--|--|--|

不動産への投資に適用される指標

| 有害なサステナビリティ指標 | 測定                         | インパクト (n年度)                      | インパクト (n-1年度) | 説明 | 取られた行動並びに予定する行動及び次の参照期間における目標 |
|---------------|----------------------------|----------------------------------|---------------|----|-------------------------------|
| 化石燃料          | 17. 不動産を通じた化石燃料へのエクスポージャー  | 化石燃料の採掘、貯蔵、輸送又は製造に関与する不動産への投資の割合 |               |    |                               |
| エネルギー効率       | 18. エネルギー非効率な不動産へのエクスポージャー | エネルギー非効率な不動産への投資の割合              |               |    |                               |

サステナビリティ要素に関する主要な悪影響のその他の指標

〔気候変動その他環境関連の追加的な指標に関する情報〕

〔社会、従業員、人権尊重、反腐敗及び反賄賂の追加的な指標に関する情報〕

〔サステナビリティに関する主要な悪影響を同定し評定する (identify and assess) ために使用されるその他の指標〕

サステナビリティ要素に関する主要な悪影響を同定し優先づける (prioritise) 政策の記述

エンゲージメント政策

国際基準への参照

過去との比較

表1にある18のサステナビリティ指標は必須の開示項目である。それ以外に追加的な指標がある場合は、それも開示する必要がある。追加的なものとして、気候その他環境関連で22項目、社会及び従業員、人権の尊重、反腐敗並びに反賄賂で24項目が列挙されている。これらも様式の形になっており、測定の仕方も指定されているが、以下で指標の項番と事項だけを示す。

《気候その他環境関連の追加的な指標》

〈投資先企業への投資に適用される指標〉

1. 無機汚染物質の排出
2. 大気汚染物質の排出
3. オゾン層破壊物質の排出
4. 炭素削減の取組みのない企業への投資
5. 再生不可能なエネルギー源のタイプ別エネルギー消費の内訳
6. 水の使用及びリサイクル
7. 水の管理方針のない企業への投資
8. 水のストレスの高い地域へのエクスポージャー
9. 化学物質製造企業への投資
10. 土地劣化、砂漠化、土壌封鎖
11. サステナブルな土地/農業慣行のない企業への投資
12. サステナブルな海洋/海域慣行のない企業への投資
13. リサイクルされない廃棄物の割合
14. 自然種及び保護地域
15. 森林破壊
16. 環境的にサステナブルな債券に関する EU 法に基づいて発行されていない証券の割合

〈ソブリン及び超国家への投資に適用される指標〉

17. 環境的にサステナブルな債券に関する EU 法に基づいて発行されていない債券の割合

〈不動産資産への投資に適用される指標〉

18. GHG 排出
19. エネルギー消費強度
20. 操業による廃棄物の産出
21. 新規の建築及び主要な改装のための原材料消費
22. 土地の植生化

《社会及び従業員、人権の尊重、反腐敗並びに反賄賂事項の指標》

〈投資先企業への投資に適用される指標〉

1. 職場における事故防止の方針のない企業への投資

2. 事故率
3. 怪我、事故、死亡又は病気により失われた日数
4. 供給者の行動規範の欠如
5. 従業員に関する苦情/不満処理メカニズムの欠如
6. 内部告発者保護が不十分
7. 差別の発生
8. 過剰な CEO 報酬の比率
9. 人権方針の欠如
10. 人権デュー・デリジェンスの欠如
11. 人身売買防止のプロセス及び方法の欠如
12. 事業所及び供給者における児童労働発生の重大なリスク
13. 事業所及び供給者における強制労働発生の重大なリスク
14. シビアな人権問題及び事件が特定された件数
15. 反腐敗及び反賄賂の方針の欠如
16. 反腐敗及び反賄賂の基準違反に対処するために取られた不十分な行動ケース
17. 反腐敗及び反賄賂の違反に対する有罪判決数と罰金の額
18. 所得不平等スコアの平均
19. 表現の自由スコアの平均
20. 人権パフォーマンスの平均
21. 腐敗スコアの平均
22. 税で非協力的な地域
23. 政治的安定スコアの平均
24. 法の支配スコアの平均

#### 4.2 金融プロダクトについての開示

8 条ファンド及び 9 条ファンドについては、契約前情報及び定期報告の開示の様式が定められている。また、ウェブサイトにおける要開示事項も定められている。以下でこれらを紹介する。

##### 4.2.1 契約前情報及び定期報告の様式

8 条ファンド及び 9 条ファンドについて契約前情報及び定期報告の様式が定められている。従って、様式は 4 つあるが、共通する記載事項も多い。

各様式の最初のページには該当するチェックボックスに×を付ける枠がある。この枠に続いて、様々な質問がある。これらに対しては基本的に文章で回答を記載していくが、中には図示を求められているものもある。

枠の部分は背景が薄く彩られ、また、主要な質問項目の先頭には円形のイラストが配されるなど、親しみやすくなるよう工夫が施されている。

各様式のページの左側にコラム形式で、用語などの解説がある。以下に主なものを示す。



- ・ **サステナブル投資**は、環境又は社会の目的に貢献する経済活動への投資を意味するが、ただし、その投資が環境又は社会のいかなる目的にも重大な害を及ぼさず、投資先企業が適切なガバナンス慣行に従っていることを条件とする。
- ・ **EU タクソノミー**とは、タクソノミー規則で定められた分類システムであり、**環境的にサステナブルな経済活動**のリストを確立するものである。この規則には、社会的にサステナブルな経済活動のリストは含まれない。環境目的を伴うサステナブル投資は、タクソノミーに合致している場合もあれば、そうでない場合もある。
- ・ **サステナビリティ指標**は、金融プロダクトによって促進される環境又は社会的特性がどのように達成されるかを測定する。
- ・ **主要な悪影響**は、環境、社会、従業員の問題、人権の尊重、反腐敗及び反賄賂に関するサステナビリティ要素に対する、投資決定の最も重大な悪影響である。
- ・ **投資戦略**は、投資目的やリスク耐性など要素に基づく投資決定をガイドする。
- ・ **良好なガバナンス行動**は、健全な経営構造、従業員との関係、スタッフの報酬及び税の遵守を含む。
- ・ タクソノミーに合致する活動は次の割合で表示される：
  - 取引高**、これは投資先企業のグリーンな活動による収入の割合を反映する。
  - 資本支出 (CapEx)**、これは、例えばグリーン経済への移行など、投資先企業によるグリーンな投資の割合を示す。
  - 事業支出 (OpEx)**、これは投資先企業のグリーンな活動を反映する。
- ・ EU タクソノミーに適合するため、**天然ガス**の基準は、排出の限度及び 2035 年末までにおける再生可能電力又は低炭素燃料への転換を含む。**原子力エネルギー**については、基準は、完全な安全性及び廃棄物管理ルールを含む。

様式の代表例として、8条ファンドの契約前情報の要点を表2に示す。各ページ左側のコラムを除いた要記載欄部分の要約であり、2023年2月の一部改正後のものである。

表2 SFDR 第8条第1項等に規定する金融プロダクトの契約前開示

|   |   |
|---|---|
| プロダクト名  | 法人識別記号  |
| <b>環境及び/又は社会的特性</b>   |   |
| この金融プロダクトはサステナブル投資の目的を有しているか？〔該当するものを選び、パーセンテージはサステナブル投資の最低限のコミットメントを表す〕                                    |   |
| <input type="checkbox"/> はい <span style="margin-left: 200px;"><input checked="" type="checkbox"/>いいえ</span> |   |
| <input type="checkbox"/> 環境を目的としたサステナブル投資を最小限行う： ____ %   | <input type="checkbox"/> 環境/社会的 (E/S) 特性を促進し、サステナブル投資の目的は有さないが、最小限 ____ %のサステナブル投資を行う |
| <input type="checkbox"/> EU タクソノミーで環境的にサステナブルと  | <input type="checkbox"/> EU タクソノミーで環境的にサステナブル   |

認められる経済活動に  
EUタクソミーでは環境的にサステナブル  
と認められない経済活動に

ルと認められる経済活動での環境目的で  
EUタクソミーでは環境的にサステナ  
ブルと認められない経済活動での環境目  
的

社会目的で

社会を目的としたサステナブル投資を最  
小限行う：\_\_\_\_%

E/Sの特性を促進するが、サステナブル  
投資は全く行わない

どのような環境及び/又は社会的特性がこの金融プロダクトで促進されるか？〔金融プロダクトによって促進される環境及び/又は社会的特性並びに環境又は社会的特性を達成するために参照ベンチマークが指定されているかどうかを記載すること〕

○金融プロダクトによって促進される環境又は社会的特性のそれぞれの達成を測定するためにどのようなサステナビリティ指標が使われているか？

○金融プロダクトが部分的に意図しているサステナブル投資の目的は何であり、また、サステナブル投資はその目的にどのように貢献するか？〔サステナブル投資を行う金融プロダクトについては、その目的に関する記述等を含めること〕

○金融プロダクトが部分的に意図しているサステナブル投資が、環境や社会のサステナブルな目的に重大な害を及ぼさないようにするにはどうすればよいか？〔当該金融プロダクトについての記述を含めること〕

サステナビリティ要素についての悪影響の指標はどのように考慮に入れられているか？〔表1にある指標及び追加的な指標がどう考慮されるか説明を含めること〕

サステナブル投資はOECD多国籍企業ガイドライン及び国連ビジネスと人権に関する指導原理に合致しているか？詳細を記す：〔当該ガイドライン等への合致についての説明を含めること〕

〔環境特性を促進する金融プロダクトについてはタクソミー規則で定める言明を含めること〕

EUタクソミーは、これに合致した投資はタクソミーの目的に重大な害を及ぼしてはならないという「重大な害を及ぼさない」原則を定めており、特定のEU基準を伴う。

「重大な害を及ぼさない」原則は、金融プロダクト中、環境的にサステナブルな経済活動についてEU基準を考慮する投資だけに適用される。この金融プロダクトの残りの部分の投資は、環境的にサステナブルな経済活動についてのEU基準を考慮していない。他のいかなるサステナブル投資も、いかなる環境又は社会的目的にも重大な害をおよぼしてはならない。

この金融プロダクトはサステナビリティ要素に対する主要な悪影響を考慮しているか？

はい、\_\_\_\_〔考慮している場合、その明確で合理的な説明や、情報開示の場所などを示すこと〕

いいえ

この金融プロダクトはどのような投資戦略に従うか？〔投資戦略の記述及びそれが継続的にどう実行されるか示すこと〕

- この金融プロダクトによって促進される環境又は社会的特性のそれぞれを達成するための投資を選択するために使用される投資戦略の拘束力のある要素は何か？
- その投資戦略を適用する前に検討された、投資範囲を縮小するためのコミットされた最低割合はいくらか？〔最低割合があればそれを示すこと〕
- 投資先企業の良好なガバナンス行動を評定するポリシーは何か？〔ポリシーについての短い記述を含めること〕

この金融プロダクトで計画される資産構成は何か？〔投資の叙述的説明、環境又は社会的特性を促進する投資の最低割合、環境又は社会的なミニマム・セーフガードの記述などをする事〕

※※ 詳細な説明や記述の指示があるが、省略する。 ※※

- デリバティブの使用は金融プロダクトによって促進される環境又は社会的特性をどのように達成するか？〔デリバティブを使用する金融プロダクトは記述すること〕

EU タクソノミーに合致した環境目的を有するサステナブル投資は最低限どの程度か？〔規制技術基準の定めに従って、図表や叙述的な説明等を含めること〕

- 金融プロダクトは、EU タクソノミーに適合した天然ガス及び/又は原子力エネルギー関連の活動<sup>1</sup>に投資するか？

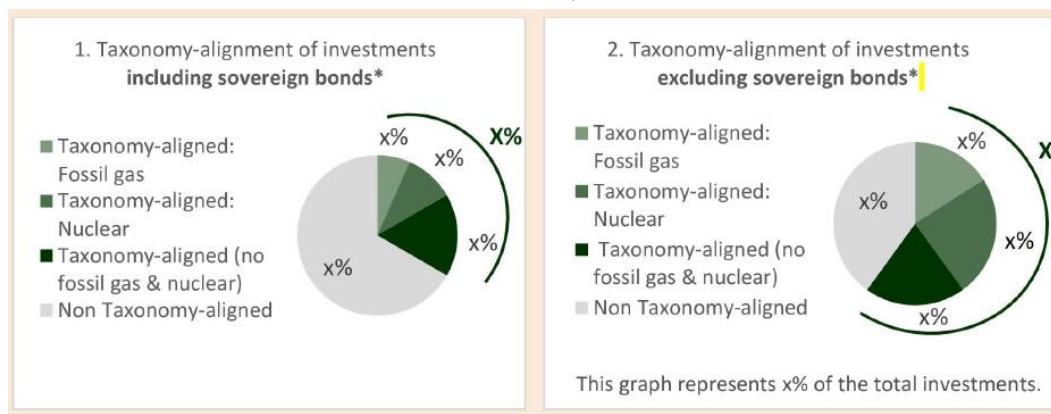
はい：〔下で特定し、図で詳細を示すこと〕

天然ガス     原子力エネルギー

いいえ

下の2つの図はEUタクソノミーに合致する投資の最低パーセンテージを緑で示す。ソブリン債<sup>\*</sup>についてはタクソノミー合致を決定する適切な手法がないので、左の図はソブリン債を含む全ての投資におけるタクソノミー合致を示し、右の図はソブリン債以外の投資におけるタクソノミー合致を示す。

〔天然ガス及び/又は原子力エネルギーへの投資を行う場合は、図にはタクソノミーに合致する天然ガス及び/又は原子力エネルギーだけを示すこと〕



\*このグラフにおいて「ソブリン債」は全てのソブリン・エクスポージャーからなる。

<sup>1</sup> 天然ガス及び/又は原子力エネルギー関連の活動は、それらが気候変動を抑制し（「気候変動の軽減」）し、EUタクソノミーの目的のいずれにも重大な害を及ぼさない場合にEUタクソノミーに適合する。委任規則(EU)2022/1214 参照。

- 移行活動及びイネイブリング活動への投資の最低限の割合はいくらか？

〔環境特性を促進する金融プロダクトについて記載すること〕

環境目的を有する投資で EU タクソミーに合致しないものの最低限の割合はいくらか？〔金融プロダクトが環境的にサステナブルでない経済活動に投資し、環境特性を促進する投資を行うものがある場合のみ含めるとともに、金融プロダクトが環境目的を有するサステナブル投資でタクソミーに合致しないものに投資する理由を説明すること〕

社会的なサステナブル投資の最低限の割合はいくらか？〔金融プロダクトが社会的目的を有するサステナブル投資を含む場合のみ含めること〕

環境又は社会的特性を促進するのではない「その他」にはどのような投資が含まれ、目的は何で、何らかの環境又は社会的ミニマム・セーフガードがあるか？

金融プロダクトがその促進する環境及び/又は社会的特性と合致しているかどうか決定する参照ベンチマークとして、特定のインデックスが指定されているか？〔環境又は社会的特性を達成するために参照ベンチマークとしてインデックスが指定されている場合に含めるとともに、その指定インデックスの計算に使用される手法がどこで見つけられるか示すこと〕

- 参照ベンチマークは、どのように、金融プロダクトによって促進される各環境又は社会的特性に継続的に合致するか？
- 投資戦略とインデックスの手法が継続的に合致することをどう確実にするか？
- 指定インデックスは該当する幅広い市場インデックスとどう異なるのか？
- 指定インデックスの計算に使用される手法がどこで見つけられるか？

プロダクトに特有の更なる情報はオンライン上のどこで見ることができるか？  
ウェブサイトで見ることができる：〔ハイパーリンクを含めること〕

最初の間は「この金融プロダクトはサステナブル投資の目的を有しているか？」である。8 条ファンドではこの間に対し、最初から「いいえ」に×が付いており、9 条ファンドでは、最初から「はい」に×が付いている。

9 条ファンドの契約前情報の様式も基本的に 8 条ファンドと同様だが、質問事項では、8 条ファンドの「この金融プロダクトはサステナブル投資の目的を有しているか？」が「この金融プロダクトのサステナブル投資の目的は何か？」に変わる。また、8 条ファンドにあった「金融プロダクトが部分的に意図しているサステナブル投資の目的は何であり、また、サステナブル投資はその目的にどのように貢献するか？」と「その投資戦略を適用する前に検討された、投資範囲を縮小するためのコミットされた最低割合はいくらか？」の質問がなくなり、8 条ファンドでは環境特性を促進する金融プロダクトについて求められていたタクソミー規則で定める言明も、9 条ファンドでは求められない。

定期報告の様式については、定期的な経過報告なので、全体で文体が過去形になっている。そして、最初の質問事項は、「どの程度環境及び/又は社会的特性がこの金融プロダクトで促進されたか？」(8 条ファンド)、「どの程度この金融プロダクトはサステナブル投資

の目的に合致したか？」(9条ファンド)であり、続く小質問は「サステナビリティ・指標はどうパフォーマンスしたか？」に変わるなど、より具体的に実際の成果や実績を問う質問の形になっている。タクソノミーに合致した投資割合を表す図は、円グラフではなく、取引高、CapEx、OpEx別の横棒グラフになっている。

#### 4.2.2 ウェブサイトにおける要開示事項

規制技術基準では、各金融プロダクトについて、金融プロダクトの情報に関するウェブサイトに「サステナビリティ開示」という別セクションを設け、所要の開示をすることが求められている。8条ファンドの金融プロダクトについては、次のような事項を、その順序で、開示しなければならないこととされている。

- (a) サマリー
- (b) サステナブル投資の目的なし
- (c) 金融プロダクトの環境又は社会的特性
- (d) 投資戦略
- (e) 投資の割合
- (f) 環境又は社会的特性のモニタリング
- (g) 手法
- (h) データソースと加工
- (i) 手法及びデータの限界
- (j) デュー・デリジェンス
- (k) エンゲージメント方針
- (l) 金融プロダクトによって促進される環境又は社会的特性を達成する参照ベンチマークとしてインデックスが指定されている場合は、指定された参照ベンチマーク

9条ファンドについてもほぼ同様だが、(b)、(c)及び(l)は次のようになっている。

- (b) サステナブル投資目的に対し重大な害を及ぼさない
- (c) 金融プロダクトのサステナブル投資目的
- (l) サステナブル投資目的の達成

#### 4.3 規制技術基準の改正案

2023年1月から規制技術基準の施行が始まったばかりだが、2023年4月にはESA sからこの改正について公開協議<sup>29</sup>が行われている。いずれこの結果が取りまとめられ、それを踏まえ、改正の原案が欧州委員会に提出されることになると思われる。

改正の提案の考え方として、「虚偽の確からしき (false certainty)」と「セーフガード・ウォッシング」のリスクを軽減することが、欧州委員会から示された指導原理 (guiding principle) であるとされている。そして、主な改正事項として、①PAI についての社会的

---

<sup>29</sup> Joint Consultation Paper / Review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures

指標の拡大、②他の指標の精緻化、③脱炭素目的に関する改正、が挙げられている。また、その他として、テンプレートの簡素化なども挙げられている。

具体的には、まず、PAI の言明書に関しては、必須開示指標に次の 4 項目が追加され、18 項目から 22 項目になる。

- ・ 税で非協力的な地域における累積所得の額
- ・ タバコの栽培及び生産に関与する企業へのエクスポージャー
- ・ 労働組合の結成又は労働者代表の選挙への介入
- ・ 適切な賃金よりも少ない稼ぎの従業員の割合

また、社会及び従業員、人権の尊重、反腐敗並びに反賄賂事項の追加的な指標には次の 6 項目が追加され、24 項目から 30 項目になる。

- ・ 投資先企業における時間保証のない従業員の過剰使用
- ・ 投資先企業における一時的契約の従業員の過剰使用
- ・ 投資先企業における雇用されていない労働者の過剰使用
- ・ 不十分な障害者の雇用
- ・ 投資先企業の操業によって影響を受けるコミュニティのための苦情/不満処理メカニズムの欠如
- ・ 投資先企業の消費者/最終使用者のための苦情/不満処理メカニズムの欠如

金融プロダクトの様式については、最初の枠については、250 語以内の記述が新設され、また、タクソノミーに合致する投資があればダーク・グリーン、なければグレーのアイコンを表示するなど、デザインや記載内容が大きく変わる。

質問部分については、GHG 排出の削減目標があるかどうかを問い、あれば、その目標についてさらに詳しく記述する項目が新設される。定期報告でも、削減目標の進捗状況を詳しく記述することが求められる。

ウェブサイトにおける要開示事項については、8 条ファンド、9 条ファンドとも、(c)の後に次が追加される。

(ca) 金融プロダクトが GHG 削減目標を有する場合には、その目標

この他にも、既存事項の修正を含め、かなり詳細にわたる改正が盛り込まれている。ただし、以上はあくまで提案段階のものであり、公開協議の結果や欧州委員会の意向などを踏まえ、内容が変わる可能性がある。

## 5 実際の開示状況

以上、SFDR の規制技術基準に基づく要開示事項についてその様式などを見た。それでは、EU の金融市場参加者は実際にどのような開示を行っているだろうか。

### 5.1 事業体レベルの PAI の言明書

事業体レベルの PAI について”statement on principal adverse impacts”をウェブサイトを検索すると、数多くの大手運用会社の言明書がヒットする。その中には欧州系だけでなく、

米国系のものも多く、日系のものもある。

ウェブで見た限りでは、説明書の多くは表 1 の様式に概ね準拠して記載されているが、叙述的な記載のみのもも若干ある<sup>30</sup>。ただし、様式通りの場合もインパクトの記載は当年度だけで前年度は N/A になっているものが大半であり、中には記載がないか両方 N/A のものも散見される。過去との比較欄には、2024 年にはこの比較を記述する旨の記載がかなりある。本稿執筆時点でウェブにある説明書は規制技術基準施行後初めて作成されたものであることから、このようになっていると考えられる。有害なサステナビリティ指標については、表 1 にある 18 項目全てについて記載しているものが多いが、一部記載がない例もある。また、追加な項目を幾つか（2～3 から数項目）記載する例も少なくない。なお、少数だが、PAI を考慮しないとの言明を掲載するものもある。

ただ、年金基金と思われる機関が公表した説明書は（それほど真剣にブラウジングしたわけではないが）見つけることができなかった。欧州で IORP s の存在状況は各国間で様々である。かつては英国が最大の所在国であったが、同国は EU を離脱したので、英国にある年金は SFDR に基づく開示義務を負わない。

EIOPA によると<sup>31</sup>資産規模から見て IORP s の存在する上位 3 か国は、オランダが圧倒的で、次いで、スウェーデン、デンマークである。そこで、この 3 か国から大手の年金を 1 つずつ、ABP、Alecta 及び ATP<sup>32</sup>を選び、そのウェブサイトアクセスした。その結果、それぞれ母国語<sup>33</sup>で書かれた説明書が掲載されていることが確認できた。

### 5.1.1 ABP の PAI の説明書

ABP はオランダの公務員や教職員を対象にする職域年金を実施している。資産規模は 490,382 百万米ドル（68.7 兆円）で、オランダで最大、世界第 5 位である<sup>34</sup>。ウェブサイトの「持続可能で責任ある投資」のページには、「当方は、環境的及び社会的特性を促進する投資を行う年金基金です。当方は、SFDR の意味におけるサステナブルな投資を行っていません」との断り書きがある。

ABP は、2023 年 6 月付けの PAI の説明書を開示している。表 1 の様式に概ね準拠して記述されており、風力発電の写真のある表紙を含めて全体で 28 ページである。

冒頭のサマリーには、この説明書は、2023 年 1 月の説明書の更新版であり、ABP 年金基金全体に関連している、との記述がある。レベル 1 からの更新という趣旨であろう。

---

<sup>30</sup> 規制技術基準が 2023 年 1 月から施行される前のレベル 1 の時期に作成された説明書がウェブ上に残っている可能性がある。

<sup>31</sup> EIOPA “[Financial Stability Report, June 2023](#)” p.50

<sup>32</sup> ABP と Alecta は EIOPA に IORP として登録されているが、ATP は登録リストには見当たらない。

<sup>33</sup> 以下の記述に当たっては適宜 Google 翻訳を利用した。

<sup>34</sup> 資産規模及び順位は Pensions & Investments(2023 年 9 月 11 日発刊号)“The Largest Retirement Funds”による 2022 年 12 月 31 日時点のものである。円には 1 米ドル=140 円で換算した。以下 Alecta 及び ATP も同様。

インパクトの記載は2022年分だけで、2021年分は空欄になっている。表1にある18項目全てについて何らかの記載がされている。項番15「問題兵器へのエクスポージャー」のみは空欄だが、説明欄で、投資方針により問題兵器への投資はしない旨が記されている。

また、追加的な項目として、環境関連の項番4「炭素排出削減の取組みのない企業への投資」及び社会関係の項番9「人権方針の欠如」について記載が行われている。

### 5.1.2 Alecta の PAI の 言 明 書

Alecta はスウェーデンの多くの企業の従業員に労働協約に基づく職域年金を提供している。資産規模は111,923百万米ドル（15.7兆円）で、スウェーデンで最大、世界第34位である。

Alecta は、表1の様式に概ね準拠した、2023年6月29日付のPAIの言明書を開示している。全体12ページだが、後半は規制技術基準にある注などが転載されており、記述部分は8ページと簡潔な印象である。

サマリーには、本言明書はAlectaとその傘下のAlecta Fastigheterとの統合言明書であると記述されている。

インパクトの記載は2022年分だけだが、その隣に表1にはない項目で、カテゴリーごとに、要求されたデータを報告する資産の割合がカバレッジとして記載されていることが特徴である。表1にある18項目全てについて何らかの記載がされている。

また、追加的な項目として、環境関連の項番4「炭素排出削減の取組みのない企業への投資」、社会関係の項番9「人権方針の欠如」、項番14「シビアな人権問題及び事件が特定された件数」及び項番22「税で非協力的な地域」について記載が行われている。

### 5.1.3 ATP の PAI の 言 明 書

ATP はデンマークの労働者に対し強制適用される公的年金である労働市場付加年金を実施している。資産規模は109,378百万米ドル（15.3兆円）で、デンマークで最大、世界第37位である。

ATP は、表1の様式に準拠したPAIの言明書を開示しているが、日付は記載されていない。ページ数は14で全体が記述部分だが、フォントがAlectaのものより幾分大きいので、やはり簡潔な印象である。ただし、この言明書とは別に、「サステナビリティへの悪影響」についてのレポートも公表しており、これは写真やカラフルな図表も含む22ページの冊子で、言明書にあるデータも主要なものが掲載されている。

サマリーには、ATPとその傘下の10機関<sup>35</sup>との統合言明書であると記述されている。

インパクトのn年度分に2022年の数値が掲載されており、n-1年度分の欄は全てN/Aになっている。表1にある18項目全てについて何らかの記載がされている。

また、追加的な項目として、環境関連の項番6「水の使用及びリサイクル」と社会関係の項番1「職場における事故防止の方針のない企業への投資」について記載されている。

---

<sup>35</sup> 言明書には各機関名が記載されている。なお、サマリー部分のみ英文版が付されている。



#### 5.1.4 記載内容の比較

様式を統一し記載基準を明確にする狙いは、透明性と比較可能性を確保することである。そこで、表1にある18項目について、3つの年金が開示する2022年度のインパクトの数値を示すと、次のとおりである。なお、Alectaについてはカバレッジも掲載する。

| 指標  | ABP<br>インパクト   | Alecta  |                   | ATP<br>インパクト   |
|---|--|---|-------------------|--|
|   |  | インパクト   | カバレッジ*            |  |
| 1. GHG 排出 <tCO <sub>2</sub> e>                | Sc1: 7,922,783.17<br>Sc2: 2,151,958.25<br>Sc3: 7,249,033.16<br>総排: 10,074,741.41   | Sc1: 337,232<br>Sc2: 204,964<br>Sc3: 12,329,940<br>総排: 12,872,136   | 41%<br>43%<br>43% | Sc1: 629,668<br>Sc2: 102,803<br>Sc3: 7,772,749<br>総排: 8,505,219  |
| 2. カーボン・フットプリント <tCO <sub>2</sub> e/m EUR>    | 34.24  | 121   | 47%               | 816.5  |
| 3. 投資先企業の GHG 排出強度 <tCO <sub>2</sub> e/m EUR> | 98.11  | 623   | 47%               | 1,237.3  |
| 4. 化石燃料セクター活動企業へのエクスポージャー <%>                 | 4.80   | 2   | 48%               | 14.5   |
| 5. 非再生可能エネルギーの消費及び生産の割合 <%>                   | 消費割合: 10.79<br>生産割合: 1.44  | 消費割合: 52<br>生産割合: 21  | 45%               | 71.9   |
| 6. 高インパクト気候部門ごとのエネルギー消費強度 <GWh/m EUR>         | 農林水産業: 0*<br>工業採石業: 0*<br>製造業: 0.03<br>電気ガス等: 0.01<br>上下水廃棄物: 0*<br>建設: 0*<br>卸小売車修理: 0*<br>運輸倉庫: 0*<br>不動産業: 0*<br>*は四捨五入 | 農林水産業: 6.01<br>鉱業採石業: 0.08<br>製造業: 0<br>電気ガス等: 0.11<br>上下水廃棄物: 0.98<br>建設: 0.15<br>卸小売車修理: 0<br>運輸倉庫: 0<br>不動産業: 0.05 | 28%               | 農林水産業: 0.14<br>鉱業採石業: 0.83<br>製造業: 0.56<br>電気ガス等: 1.65<br>上下水廃棄物: 7.16<br>建設: 1.02<br>卸小売車修理: 0.10<br>運輸倉庫: 0.82<br>不動産業: 0.55 |
| 7. 生物多様性敏感地域に否定的な活動 <%>                       | 0.01   | 7   | 47%               | 0.0  |
| 8. 水への排出 <t/m EUR>                            | 0 (四捨五入)   | 0.39  | 6%                | 27.8   |
| 9. 有害廃棄物及び放射性廃棄物の割合 <t/m EUR>                 | 69.93  | 1.27  | 41%               | 34.6   |

|   |          |      |     |       |
|---|----------|------|-----|-------|
| 10. 国連 GC 及び OECD 多国籍企業 GL の違反〈%〉                 | 1.24     | 0.12 | 48% | 0     |
| 11. 国連 GC 及び OECD 多国籍企業 GL へのコンプライアンスのモニター等の欠如〈%〉 | 21.07    | 34   | 48% | 42.1  |
| 12. 未調整の男女間賃金格差〈%〉                                | 0.36     | 21   | 2%  | 12.7  |
| 13. ボードの性多様性〈%〉                                   | 17       | 37   | 46% | 26.9  |
| 14. 問題兵器へのエクスポージャー〈%〉                             | 空欄（本文参照） | 0    | 47% | 0.0   |
| 〈以下サブリン等〉   |          |      |     |       |
| 15. GHG 強度〈tCO <sub>2</sub> e/m EUR〉              | 61.01    | 0.13 | 12% | 176.8 |
| 16. 社会的違反のある投資先国〈国数〉                              | 64       | 0    | 12% | 0     |
| 〈以下不動産〉   |          |      |     |       |
| 17. 化石燃料へのエクスポージャー〈%〉                             | 0（四捨五入）  | 0    | 25% | 0     |
| 18. エネルギー非効率な不動産へのエクスポージャー〈%〉                     | 28.2     | 86   | 25% | 71.9  |

各年金で表現の仕方が異なるなどしており、筆者において若干表現を調整した<sup>36</sup>。

各年金が所在する3か国はいずれも ESG の意識が高い国であり、14.問題兵器へのエクスポージャーはない。また、不動産を通じた化石燃料へのエクスポージャーも「0」となっている。

しかし、それ以外の項目では某かの差はある。1.GHG 排出を見ると、スコープ1の排出量は ABP が最も多く、Alecta が最も少ない。しかし、スコープ3では Alecta が最大である。総排出量を見ても、Alecta は ABP を上回る排出量を開示している。

排出の絶対量は、資産規模に比例して増大する関係にあると思われる。そこで、100万

<sup>36</sup> ABP は 13. ボードの性多様性で「0,17」と表記しているが、他に合わせて%にするため筆者において「17」とした。Alecta は同 13 で「37%女性、63%男性」と記載しているが、他と合わせ女性の比率だけとした。また、単位の表現が各年金独特である。例えば 2.カーボン・フットプリントでは、ABP は「tCO<sub>2</sub>e/EUR(M)」、Alecta は「ton CO<sub>2</sub>e/TAuM EURm」、ATP は「ton/mio. EUR」と表記している。ATP は%を「pct」と表記している。これらについては筆者が「インジケータ」欄で適宜統一的な単位を〈 〉に記載し、各年金の欄は数値だけとした。数値の表記は、日本とは逆に、桁区切りにピリオド、小数点にカンマが使われているが、これも筆者において桁区切りをカンマ、小数点をピリオドにした。

ユーロ当たりの比率である 2.カーボン・フットプリントや、3.GHG 排出強度を見ると、3 年金中で最大は ATP で最小は ABP と、資産規模とは逆の順位になっている。

ATP はエンゲージメント政策の欄で、「社会的責任の問題において ATP が好む手段は対話と改善への重点である一方、ダイベストメントは他の選択肢がすべて尽きた場合に使用できる手段である」旨を記述している。一方、ABP は 1.GHG 排出の右側、取られた行動等の欄で、「ABP は、石油、ガス、石炭の生産者に対するエクスポージャーを、2021 年末の株式と債券への投資 85 億ユーロから 2022 年末の 9 億ユーロに削減した」旨を記述している。横断的に見ることによって、エンゲージメントとダイベストメントというアプローチの違いがより明らかになる。

Alecta のカバレッジは興味深い。全ての項目で 50%を下回っており、12.未調整の男女間賃金格差に至ってはわずか 2%である。開示にはそのための情報が投資先企業、あるいは、委託運用の場合は委託先の運用会社から提供されることが必要だが、現状では情報の確保に課題があることが明らかになっているといえよう。ただ、今後年々改善されていくことは期待できるだろう。

データについては、ABP はサマリー欄で、「データの信頼性、比較可能性、可用性が十分ではないため、オルタナティブ投資（インフラストラクチャ、ヘッジファンド、プライベートエクイティ）の定量的データはまだ含めていない」旨記載している。

ATP は、1.GHG 排出の取られた行動等の欄で「企業が実質排出量削減を達成できるようにするために、2025 年までにすべてのポートフォリオ企業がスコープ 1、2、3 について包括的に報告する必要があるという野心を抱いている。2023 年に ATP はまだ適切な報告を行っていない企業と対話する予定だ」と、報告企業の拡大に向けた取組みを記載している。

## 5.2 金融プロダクトの開示

金融プロダクトに対する SFDR の適用については、その全体状況をモーニングスター社が定期的に取りまとめ報告している。その最新版の 2023 年第 2 四半期版<sup>37</sup>では、資産ベースで 6 条ファンドが 43.6%、8 条ファンドが 52.9%、9 条ファンドが 3.5%となっている。また、プロダクト数ベースでは、6 条ファンドが 54.5%、8 条ファンドが 41.7%、9 条ファンドが 3.7%、となっている。9 条ファンドが極めて少ない。

鈴木（2023）<sup>38</sup>は、ドイツ及びフランスに拠点を置く大手資産運用会社 2 社の 8 条ファンドと 9 条ファンドの運用商品を詳しく調査している。調査対象としているのは両社合わせて 8 条ファンドが 194 本、9 条ファンドが 10 本と、やはり 9 条ファンドが極めて少ない。そして、8 条ファンドのうちサステナブル投資を含む「8 条ファンド+」が、8 条ファンド全体の約 95%（194 本中 184 本）であることなどを明らかにしている。

<sup>37</sup> Morningstar, “SFDR Article 8 and 9 funds: Q2 2023 in review”, 27 July 2023

<sup>38</sup> 鈴木利光（2023）「[SFDR、レベル 2 開示事例（商品レベル）](#)」、大和総研

以下では先ほどの3つの大手年金の開示状況を見る。なお、先ほど見た PAI の言明書と異なり、金融プロダクトの開示は母国語による文章表記が中心であるので、横断的な比較は今後の課題とする。

### 5.2.1 ABP

年金制度(Pensioenregeling)と純年金(Nettopensioenregeling)の2つのプロダクトについて開示が行われている。ABP の加入者は年金制度に加入する。純年金は年間所得が128,820 ユーロを超える場合に任意加入できる年金である。

この2つのプロダクトは8条ファンドであり、ウェブサイトには規制技術基準に準拠した契約前開示と要開示事項が掲載されている。2022年の年次報告には規制技術基準に準拠した定期報告が末尾近くに掲載されている。

### 5.2.2 Alecta

確定給付職域年金(Förmånsbestämd tjänstepension)と Alecta 最適年金(Alecta Optimal Pension)の2つのプロダクトについて開示が行われている。確定給付職域年金は1978年以前に生まれた人向けの確定給付型の年金プロダクト、Alecta 最適年金は1979年以降に生まれた人向けの確定拠出型の年金用のプロダクトである。

この2つのプロダクトは8条ファンドであり、ウェブサイトには要開示事項が掲載されている。その途中に「サステナビリティ開示」のタグが表示されており、それをクリックすると契約前開示を見ることができる。2022年の年次報告の末尾には規制技術基準に準拠した定期報告が掲載されている。

### 5.2.3 ATP

生涯年金(Livslang pension)という単一のプロダクトについて開示が行われている。これは8条ファンドであり、ウェブサイトには契約前開示、2022年の定期報告及び要開示事項が掲載されている。

## 6 EU サステナビリティ開示の含意

SFDR もタクソノミーも規制技術基準や技術的スクリーニング基準の制定に伴って精緻なものとなった。規制技術基準は開示事項を増やす方向で検討が行われ、技術的スクリーニング基準はカバレッジを拡大する方向で作業が進んでいる。これからもっと精緻さの度合いが高まることが予想される。

また、SFDR とタクソノミーが絡み、複雑化している。タクソノミーは基準集であり、基準がある分野については経済活動がタクソノミーに合致するかどうか判定可能と考えられる。しかし、それ以外の分野に関しては判定できない。気候変動以外の環境に関する基準は施行が2024年(予定)からであり、社会関係は更に先になると思われる。そこで、環境や社会に貢献するが、タクソノミーには合致しない金融プロダクトが存在する。

タクソノミー以外にも様々なEU法が関連する。2.3でSFDRの見直しに関する公開協議について触れたが、ここでは、SFDR と相互関係を有するサステナブル金融法制として、

タクソノミー規則の他に次のものが挙げられている。

- ・ベンチマーク規則<sup>39</sup>
- ・CSRD（本稿冒頭参照）
- ・金融商品市場指令<sup>40</sup>(MiFiD 2)及び保険頒布指令<sup>41</sup>(IDD)
- ・パッケージ型リテール投資及び保険プロダクト指令<sup>42</sup>(PRIIPs)

それぞれの規定に基づく細則が定められている場合には、それらも SFDR や規制技術基準との相互関係が問題になる。更に、現在検討中の金融法制もあるが、見直しの公開協議では質問事項には含めないとされている。これらによって、更に複雑さの度合いは増す。

本節では、このような機関投資家に対する EU のサステナビリティ開示の規制状況を前提に、それがどのような含意を有するのかについて考えてみたい。

## 6.1 開示精緻化の狙いと効果

前述の通り、タクソノミー規則の前文には、サステナブルで包摂的な成長を達成するために、資本の流れをサステナブル投資に向かわせることが行動計画の目的であることが記述されている。その基礎にあるのは、環境や社会への貢献がサステナブルで包摂的な成長につながるとの考え方である。この行動計画は 2018 年 3 月に公表されたものだが、2019 年 12 月には、EU の成長戦略として欧州グリーン・ディールが公表され、サステナブル投資が EU の成長戦略の一環であることが明らかになっている。

SFDR もタクソノミーと密接な連携が図られており、この考え方が共有されている。サステナビリティ開示は、EU の成長戦略の一翼を担っている。

この点に関し、岡本（2023）<sup>43</sup>は、サステナビリティ開示を巡る EU、英国、米国及び日本の状況を比較し、「サステナブルな投資といっても国・地域でその概念が異なる。EU や英国では、それはいわゆる正の外部性（企業活動が環境や社会に与えるよい影響）を指している。したがって開示項目としても環境や社会に与える影響（あるいは影響しそうな企業の特徴）の開示が重視される。（改行）一方、米国や日本における「サステナブルな投資」は、ESG 要素を主要な観点とする投資を指し、（インパクト投資を除いては）正の外部性は

---

<sup>39</sup> Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014

<sup>40</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

<sup>41</sup> Directive (EU) 2016/97 of the European Parliament and of the Council of 20 January 2016 on insurance distribution

<sup>42</sup> Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council of 26 November 2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs)

<sup>43</sup> 岡本卓万（2023）「[投資商品のサステナビリティ開示基準を考える](#)」『三菱 UFJ 信託資産運用情報』2023 年 6 月号 p.13

必須要素ではない。開示項目としては投資プロセスにおいてどのように ESG 要素が考慮されるかを説明することになる。なお、2006 年に制定された責任投資原則(PRI)による定義は「後者に近い」という興味深い指摘をしている。

これはシングル・マテリアリティとダブル・マテリアリティの違いといってもよいだろう。投資家は、投資先の状況やその置かれた環境条件など、投資家から見て外部の情報を考慮して投資判断を行う。外部情報を取り入れるという意味で、アウトサイド・インである。一方、PAI や DNSH といった環境や社会への害悪、あるいは、環境や社会への貢献は、投資による外部への影響・効果という意味で、インサイド・アウトである。シングル・マテリアリティは基本的にアウトサイド・インに着目するのに対し、ダブル・マテリアリティは両方に着目する。

EU の規制はダブル・マテリアリティを基礎としている。これは EU の特徴といってもよいと思われる。

シングル・マテリアリティの考え方で ESG 投資を行う場合、ESG の考慮が不十分なのにそれが十分であるかのごとく装う「まがい物 ESG」をグリーンウォッシングとして排除することは、望ましいことである。しかし、コストとベネフィットの観点からは、グリーンウォッシングの排除のために大きな公共コストと労力をかける必要性までは認識されにくいのではないだろうか。投資においては一般に ESG 要素は数ある考慮事項の一部であり、最後は投資家の個別的判断にゆだねられるからである。

しかし、ダブル・マテリアリティの考え方に立ち、環境や社会への貢献を目的とするなら、そして、それが成長戦略の一環ならなおさら、この貢献がないにもかかわらず、ありそうな宣伝をする金融プロダクトを排除することは、死活的に重要になる。グリーンウォッシングが跋扈すると、この目的達成がおぼつかなくなるからである。また、環境や社会への貢献を適切に評価するためには、そのためのデータが必要であり、この観点から開示による透明性の確保が求められる。このように考えると、環境や社会への貢献を実のあるものとするために基準が精緻化することは、理解できる。

以下では便宜的に、環境や社会への貢献によってもたらされる良い効果を、「環境社会リターン」と、PAI や DNSH が問題とする害悪が生じるリスクを「環境社会リスク」と呼ぶ。環境社会リターンによって、環境や社会が良くなれば、その中で行われる経済活動も活発化し、一方、環境社会リスクが顕在化して、環境や社会が悪化すると、経済活動が停滞するだろう。健全で良質な社会で経済活動を行うのと、無秩序で劣悪な社会で行う場合を考えると、環境社会リターンや同リスクによってもたらされる効果は、想像以上に大きいかもしれない。精緻化した基準の下でデータが蓄積されると、いずれ、この効果の計測も可能になることが考えられる。

日本についての研究だが、加藤他（2022）<sup>44</sup>は、社会的リターンが長期的に経済的リタ

---

<sup>44</sup> 加藤康之、内藤誠（2022）「社会的リターンは経済的リターンにつながるか？－因果連関モデルによる

ーンにつながるかどうかについて、京都大学と日立製作所が構築した一般社会モデルに投資家モデルを統合した大規模な因果関連モデルを用い、4つのサステナビリティに関するコントロール変数（温室効果ガス排出量、管理職・女性比率、有給休暇取得率、東洋経済CSRデータを用いたサプライヤースコア）<sup>45</sup>を2020年から2050年にかけて改善させた場合の経済的リターン（ROA変化率が用いられている）をモンテカルロシミュレーションにより導き出している。そして、「経済的リターンを最大にするパスを実現するためには、社会的リターンを向上させるだけでなく、行政など様々なステークホルダーによる適時適切な政策的取組みも重要であることを示唆する結果が得られた」と記述している。

加藤他（2022）が用いたコントロール変数は4つだが（ただし、サプライヤースコアは複合指標なので4つ「だけ」というのは必ずしも適切ではない）、EUの場合、PAIの必須開示項目だけで18あり、追加項目も含めると最大64項目になる。そして、更に拡大することが検討されている。その他にも定量的、定性的な様々なデータが開示される。それだけではなく、冒頭で触れたCSRDに基づき、一般企業からもおびただしいデータが精緻化された基準の下で開示されるようになる。

環境社会リスクが極小化し、環境社会リターンが極大化するのが望ましい状態といえるだろう。いずれは、これらのデータを用いたエビデンスに基づく政策選択が、EUでは行われるようになるのではないかと将来の姿が想像される。

## 6.2 ありうる副作用

精緻化、複雑化に伴って、副作用の恐れも考えられる。基準が精緻化しすぎると、それに適合することが自己目的化し、本来の目的である環境や社会への貢献が忘れ去られかねない。例えば、タクソノミー規則の前文に資本の流れをサステナブル投資に向かわせると記されていることとは裏腹に、サステナブル投資を目的とする9条ファンドは現状では低迷している。

精緻化、複雑化すると、適合するため必要な労力が増す。大手の金融市場参加者にとってはさほどではなくとも、中小の参加者にはかなりの負担ではないか（ただし、SFDRには中小の事業体への配慮と解される規定がないわけではない）。また、年金の加入者や受給者を含むEU市民一般にとっても、理解しにくくなるという問題も考えられる。

精緻化、複雑化すると、データの入手も含め、適合するためのコストも増大する。このコストは、投資連鎖の最上流に位置する年金など（職域年金の場合は加入者、受給者とスポンサー）の負担になることに留意する必要がある。

これらも含め、様々な課題についての認識を欧州委員会の官僚たちも抱いている様子は、2.3で触れたSFDR見直しに関する公開協議にある質問事項から見て取れる。公開協議文書の最初には、SFDRの幅広い目的は今も妥当か、という質問から始まり、続いて、幾つ

---

ESG投資の未来シミュレーション分析―『証券アナリストジャーナル』2022年2月号

<sup>45</sup> 加藤他（2022）ではこれら4つのコントロール変数を社会的リターンとして使っている。EUの規制を前提にしたものではない点では本稿の環境社会リターンと異なる。

かの具体的な目的を列挙し、それぞれについて SFDR の開示規制がその達成のために効果的かという質問が続く。そして、SFDR が実際に効果を上げたか、投資家にとって有用なものか、コンセプトはクリアか、法的な不明確さはないか、などといった質問が続く。これらを見ると、SFDR 及び規制技術基準が所期の目的を達成しているかどうか、金融市場参加者等の認識を聞いてみたいという気持ちがにじみ出ているように思える。

また、目的達成のカギは8条ファンドと9条ファンドにある。8条ファンドは「ライト・グリーン」、9条ファンドは「ダーク・グリーン」と世上では呼ばれている。両規定は開示の区分に関するものにもかかわらず、実質的にラベル化しているとの認識が協議文書の中で示されている。トピックス 4.の金融プロダクトのカテゴリー分けシステムの創設に関する数ある質問事項からは、8条ファンドと9条ファンドの区分を廃止し、全く新たなカテゴリーに改めることが考えられている様子が見え始める。

簡素化に関する質問もあり、これは主に事業体レベルの PAI の開示が念頭に置かれているのではないかと思える。表 2 にあるように、金融プロダクトのレベルでも PAI について記載が求められている。そこで、事業体レベルの開示を大幅に簡素化するか、思い切って金融プロダクトだけの開示にすることが、対策として想定されているのかもしれない。

データの入手についても幾つかの質問事項がある。最初の SFDR の効果に関する質問の一環でデータギャップに関するものがある。そして、「データおよび推計」という小節が設けられており、良質なデータを確保する困難に直面しているか、というストレートな質問があり、続いて、主要開示事項ごとに情報入手の苦労度を 5 段階と分からないの 6 択で聞く質問がある。このように、データが課題の 1 つであることも認識されている。

コストについては、初期費用と継続費用別に、総費用及び内部費用と外部費用の内訳を聞く質問がある。内部費用は更に内数として人件費と IT 経費、外部費用は内数としてデータ提供者、助言サービスの費用も記載するよう求められている。また、プロダクトのレベルと事業体レベルの費用の割合や、データ取得、データ分析、SFDR 開示及びその他の間の費用の割合を聞く質問もある。これらから、コストの実態を把握したいという率直な気持ちが伝わってくる。ただし、あくまで回答が任意の公開協議なので、質問する欧州委員会としてどの程度実態に迫れるか、という問題はあるだろう。

一般向け文書はターゲット向け文書の前半部分と内容が同一であることから、一般向けであっても、回答するためには SFDR に関する相当程度の知識が必要である。SFDR の規制内容にさほど詳しくない年金の加入者や受給者を含む一般の EU 市民が回答することは必ずしも容易ではないように見受けられる。しかし、これらの人々こそ金融プロダクトの利用者なのであり、開示によって透明性と比較可能性を確保することで、利用者がプロダクトをより有効活用しやすくする狙いがあったはずである。せっかく一般用とターゲット用に分けたのなら、一般用は質問を簡明にし、解説を加えるなど、プロダクト利用者の認識をもっと把握しやすくする余地があったのではないかと思う。



### 6.3 アンチテーゼとしての米国における反 ESG

米国では、共和党を中心に、反 ESG の動きが顕在化しており、EU とは雰囲気はかなり異なる状況になっている。米国議会でも ESG 投資を巡って論議が繰り返されている。

その中で、EU に関係した動きとして、2023 年 6 月に J. コマー下院・監視及び説明責任委員会議長が T. スコット上院・銀行、住宅及び都市問題委員会ランキング・メンバーと連名で、イエレン財務長官宛て及びゲンスラー証券取引委員会（SEC）委員長宛てに、EU のサステナビリティ開示に否定的な立場の書簡を發出している。イエレン長官宛ての書簡では、EU の企ては米国ビジネスと金融システムに対し相当の害を及ぼす旨の記述がある。ゲンスラー委員長宛ての書簡ではより直截に、米国で EU スタイルの気候の規制に移行すると、自国の石油及びガス、農業、そして、秀でた資本市場に実質的かつ不必要な害が及ぶ旨記載されている。これは、米国企業に対し気候変動に関する開示を義務づけることを企図する SEC<sup>46</sup>に対する牽制でもある。そして、両書簡とも、本稿冒頭で言及した CSRD と、EU で提案されている企業サステナビリティ・デュー・デリジェンス指令<sup>47</sup>を含め、「SFDR、CSRD、CS3D」と一括し、これらに関係する財務省や SEC の活動や職員の行動を問いただす内容が多く含まれている。書簡は、それらの EU 法が米国経済を害するという懸念と、財務省や SEC が米国企業の利益や米国経済を後回しにして EU と連携を図っているのではないかという危惧をあらわにしている。

また、最近の会期では、共和党議員から 4 本の反 ESG 関連の法案が提出されたが、その中の 1 つである、均一で責任ある開示要件及び情報制限の指針法（Guiding Uniform and Responsible Disclosure Requirement and Information Limits Act、略称 GURDRAIL Act）案では、SEC の権限を制限し、証券の発行者には、発行者が重要（material）と考える情報だけの開示しか求められない旨の規定が設けられる他、SEC 委員長に対し、EU の CSRD 及び CS3D について、米国の企業、消費者及び投資家並びに米国経済に有害な影響がないかなどを調査するよう義務づける規定が含まれている。なお、委員会審議の過程で、EU に関する調査を行う主体は SEC 委員長から会計検査長官（Comptroller General）に修正された模様である。本稿執筆時点でこの法案は成立していない。

これらから、米国の反 ESG 論者は、EU の推進するサステナビリティは経済を害すると考えているようである。これは、環境や社会に貢献することが成長につながるという EU の考え方とは真逆である。その意味で、米国の反 ESG は、EU のサステナビリティに対するアンチテーゼといえることができるだろう。

---

<sup>46</sup> SEC は 2022 年 3 月に、米国で上場する企業に対し気候変動に関連するリスクと GHG 排出量などの開示を求める規則案を公表している。これには共和党を中心に反対が強く、公表から約 1 年半になる本稿執筆時点でも規則改正は行われていない。

<sup>47</sup> Directive on corporate sustainability due diligence。2022 年 3 月に欧州委員会が提案を採択しているが、本稿執筆時点では制定には至っていない。

ただし、米国で共和党は野党であり、反 ESG は米国内の議論に留まっている。バイデン政権は親 ESG であり、EU と事を構える姿勢は示していない。従って、テーゼとアンチテーゼがぶつかり合って止揚される段階に来ているとはいえない。

しかし、2024 年 11 月の大統領選挙を控え、論戦は激しさを増している。共和党は更に EU への批判を強める可能性がある。米国は世界最大の金融大国なので、そこで議論が高まると、いずれその影響は国内にとどまらなくなるだろう。また、もし仮に共和党が政権を獲得するようなことがあると、米欧の間で実際に摩擦が生じる可能性も考えられる。

そのような状況が生じた場合、反 ESG は、6.1 で述べたありうる副作用に対する警鐘にはなるだろう。更に、米欧間で、ESG 投資やサステナビリティの本来の目的や原則に立ち返った議論が深まる契機になるかもしれない。

#### 6.4 年金運用主体にとってのサステナビリティ開示

年金運用主体にとって重要なのは、加入者や受給者の年金給付に必要な費用を将来にわたって賄っていくために必要な投資リターンをできるだけ少ないリスクで確保することである。このために年金運用主体が行う投資は、先に見たとおり、アウトサイド・インの活動である。一方、サステナビリティ開示で求められるのは、基本的に、ダブル・マテリアリティのうちのインサイド・アウトの情報である。それでは、そのような開示は、年金基金等の年金運用主体にとってどのような意味を持つだろうか。

まず、留意が必要と思われるのは、サステナビリティ開示は欧州委員会の中で金融当局である金融安定、金融サービス及び資本市場連合総局(DG FISMA)が担当しているということである。年金制度も担当する雇用、社会政策及び包摂総局(DG EMPL)はサステナビリティ開示については静観している模様である。そもそも、年金担当者にとってサステナビリティとは、年金財政の持続性可能性を意味することが通常である。

それでも、EU 法で開示が定められている以上、適用を受ける年金運用主体はこれを遵守する必要がある。開示が定められる背景には、SFDR 前文にある、公共政策だけでなく、金融サービス部門により資本を動員する緊急の行動が必要である、との認識がある。IORPs を含む金融サービス部門にも環境や社会への貢献が求められており、EU 域内の人々は、他と比べ、総じてサステナビリティに対する意識は高いと思われる。そのような状況下においては、一般社会に向け貢献ぶりを示すことは必要だろう。資金規模が大きいほど期待される貢献の程度も増えると考えられる。

また、開示の基準を精緻化する狙いの 1 つに比較可能性の確保がある。競争的条件下では、開示の良否が顧客企業や加入員の獲得に影響するだろう。欧州の IORPs は他と競合する条件下にあるものも多い。この場合は、資産規模はあまり関係ないと考えられる。

さて、6.1 で環境社会リターンと同リスクについて記述した。環境社会リターンによって長期的に投資パフォーマンスは向上することが期待できる。一方、環境社会リスクによって投資パフォーマンスは低下する懸念が生じる。一応このように考えることは可能だろう。

ただし、この効果が本当にあるのかどうかは、議論が分かれるところである。これは、

ESG 投資によって長期的なパフォーマンスが改善するのかどうかという議論と重なる。これに関し、加藤他（2022）は、海外の ESG 投資に関する文献もサーベイしており、「社会的リターンと経済的リターンの関係については、様々な結論が導かれている」と、決着がつかないことを示唆している。また、4 つのコントロール変数を同時に改善させた場合の図表を見ると、指標の動きによって分類した7つのグループ中2つは2050年でも ROA 変化率がマイナスとなっている。すなわち、経済的リターンはプラスになることもあれば、マイナスになることもあることが示されている。

欧州の大手年金は総じて ESG 投資に積極的である。インタビューなどでよく聞くのは、ESG 投資によって長期的に運用パフォーマンスが向上するとの信念である。

そこでこれを尊重し、上記の長期的な投資パフォーマンスへの効果があるとしても、分散投資を通じ市場全体又はそれに近い投資を行う年金運用主体にとって、それは主として環境や社会全体の条件というマクロのレベルの変化に伴うものであり、その限りでは、個々の年金運用主体の運用パフォーマンスを個別的に左右するものではない。また、特定の年金運用主体による環境社会リターンや同リスクの効果が、当該年金運用主体に帰属するといった対応関係にあるわけでもない。従って、この効果はアウトサイド・インの活動を行う年金運用主体にとってはあくまで副次的かつ間接的なものであり、当該年金の加入者や受給者だけに影響するものでもないと考えられる。

年金運用主体が、環境や社会には貢献するとしても、運用パフォーマンスに関しては加入者や受給者に直接裨益するかどうか分かりにくい情報を開示する場合、年金運用関係者はその意義を加入者や受給者に丁寧に説明し、理解を得るよう努めるべきだろう。年金の立場からは、加入者や受給者に向けた情報提供が先ずは重要である。

ところで、年金の資金運用において環境や社会への貢献というと、やはり受託者責任との関係が気になるだろう。環境や社会に貢献する経済活動への投資を目的とする 9 条ファンドはハードルが高いと感じる年金運用関係者も多いのではないだろうか。

しかし、その投資が加入者や受給者の意向に沿うということなら、受託者責任上も正当化できる余地は拡大すると考えられる。EIOPA は 2023 年 3 月、IORP II 指令改正の検討内容を公開協議<sup>48</sup>に付す形で公表した。広範な事項が含まれるが、サステナビリティにも 1 章が割かれており、その中で、EIOPA は、受託者責任に言及しつつ、IORPs の投資決定において加入者や受給者のサステナビリティに関する選好を反映するようにすることを提案している。

加入者や受給者といっても知識レベルは様々である。それらの選好をどのような方法で集めるのか、集まった意見をどう集約し、投資決定に反映させるのかなど、様々な問題がある。EIOPA は、これらの問題があることを指摘した上で、上記の提案を行っている。これについて EIOPA は、加入者及び受給者はこの惑星のために行動することができると信じ

---

<sup>48</sup> EIOPA(2023) ” [CONSULTATION PAPER on technical advice for the review of the IORP II Directive](#) ”

ており、IORPs がグリーン・トランジションに貢献できる機会になる旨を記載している。

これはまだ公開協議の段階である。年金関係者その他の者の回答も踏まえ、どのような改正案が提示されるかいずれ明らかにされると思われる。

## 7 おわりに

日本では、GPIF など公的年金の主な運用主体は、毎年度、ESG 活動報告又はスチュワードシップ活動報告を開示している。GPIF は ESG 活動報告の別冊として気候変動リスク・機会分析報告も開示している。

年金資金運用を所管する 4 大臣による告示である積立金基本指針が 2020 年 2 月に改正され、ESG の考慮が義務づけられた。開示に関しては、同指針には「主務大臣及び管理運用主体は、積立金の運用に対する被保険者の理解を促進するため、被保険者に対する情報公開及び広報活動を積極的に行うこと」（第四・三）と規定されている。「分かりやすいものとなるよう工夫すること」（同）といった規定もあるが、具体的な開示事項は特に定められていない。

また、公的年金の運用主体が署名を行っているスチュワードシップ・コードが 2020 年 3 月に改訂され、「サステナビリティ」が規定された。これは、「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」とされている。開示に関しては、原則 6 で「機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである」と規定され、更に、これに基づく指針 6-3. では「機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである」とされている。記載されているのは顧客・受益者への報告であり、開示に関しては特に言及は見られない。ただし、スチュワードシップ・コードはプリンシプル・ベースであり、また、公的年金の各運用主体は国民皆年金の一翼を担うことから、国民全体への開示がこの報告に該当すると考えることもできるだろう。

一方、企業年金については、DB ガイドラインで、運用受託機関の選定に当たって、それらのスチュワードシップ・コード受入れや ESG に対する考え方を定性評価項目とすることが推奨されているが、資金運用に関しては ESG やサステナビリティへの言及は見当たらない。従って、これらに関する開示についても、今のところ何もない状況である。

冒頭で本稿では踏み込まないとした、投資先となる一般企業のサステナビリティ開示は日本でも進みつつある。一方、年金運用主体を含む機関投資家を対象にしたサステナビリティ開示の検討が具体的に行われる兆候は、現時点では見当たらない。ただし、金融機関に対するグリーンウォッシング対策として、2023 年 3 月に金融庁において ESG 投信に関する監督指針が改正されたことは、本稿の文脈からは特筆すべきだろう。

さて、本稿で記載してきた EU のサステナビリティ開示は、日本の公的年金や企業年金

には直接の関係はない。しかし、日本はこれまで様々な部面で欧州の国々を先進国としてモデルにしてきたことから、何らかの影響を受ける可能性は皆無とまでは断言できない。

また、直接の関係はないといっても、それは現在のことであり、将来のことは分からない。例えば、ESG 投資も、かつて欧州では拡大したが、日本ではマイナーな投資に過ぎなかった。しかし、GPIF の PRI 署名以降、時代が変わったような大きな変化が生じた。

日本では公的年金の資金運用に関しては「専ら被保険者の利益のため」という法律上の規定があることから、環境や社会への貢献などを目的とする余地は極めて限られる。それでも ESG 投資に関しては「経済全体の底上げ」との説明は行われている。企業年金に関しては、母体企業ではサステナビリティ活動に注力する例が増えている。資金運用全体では、インパクト投資は、実施割合は低いが、関心の度合いは高まっている。

日本は、気候変動はいうまでもないが、それ以外にも、人口問題<sup>49</sup>はじめ様々な課題に直面している。いずれ年金資金運用の経済社会的意味を問われる時代が来るのではないか。その際、EU は格好の先進事例となるであろう。その点からも、EU の動きに引き続き注目していく意味はあると思われる。

---

<sup>49</sup> 筆者たちは 2015 年に、日本では世界に類を見ない少子高齢化の進行という課題があり、若者の雇用対策の促進、女性や高齢者の活用を図っていく必要があることから、投資先の各企業に労働参加の受け入れ条件整備を促進することを年金資金運用の投資政策において明確にし、その観点から各運用会社を評価することを提案した（福山圭一・小野暁史・長野誠司（2015）「[欧州を参考にした年金資金によるサステイナブル投資の促進方策に関する研究](#)」、『Web Journal 年金研究』No.01）。なお、この研究に対しては公益財団法人ユニバーサル財団から研究助成を得た。