

時論

サステナブルファイナンスの急成長は持続可能か

持続可能な経済・社会を目指すグローバルなマネーの流れが急拡大している。政府や企業などのESG(環境・社会・企業統治)に関する取組みを後押しする「サステナブルファイナンス」である。

同市場のうち、主に証券形態の「サステナブル投資(ESG投資とも呼ぶ)」は2015年に国連が主導した「PRI(責任投資原則)」を起点に拡大が始まり、世界サステナブル投資連合(GSIA)によれば2020年調査の残高が35.3兆ドルに達した。さらに、最近では各国政府・企業の温室効果ガス排出ネットゼロ宣言を受けた「グリーン調達」に加えて、2020年以降は新型コロナ対策の財源確保に向けた「ソーシャル調達」が大きく伸長している。ブルームバーグとIIF(国際金融協会)によれば、これら債券や融資形態での「サステナブル(負債性)調達」の残高は2021年3月末に世界全体で2.3兆ドルと、前年比で1.6倍に急増した。

日本のサステナブルファイナンスも成長軌道に乗りつつある。日本サステナブル投資フォーラムによれば、同残高は昨春の株価下落でやや減少したものの、2020年3月末に310兆円を超えている。資産の中身も従来の株式主体から、債券や融資、不動産などの組入れが目立ってきた。一方のサステナブル調達の残高も2021年3月末に560億ドルに達し、先進諸國中10番目の規模となった。調達の手段も債券中心から融資形態に広がりつつある。

菅首相の「2050年カーボンニュートラル宣言」を踏まえ、政策・監督当局もインフラ整備を積極化している。関係省庁連携により「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」(2021年5月)、金融庁から「ソーシャルボンドガイドライン(案)」(同7月)も公表された。それら全体を包含するサステナブルファイナンスについても、金融庁主催の「有識者会議最終報告」(同6月)で①企業開示の充実、②市場機能の発揮、③金融機関の投融资先支援とリスク管理の必要性が掲げられた。日本銀行も6月の政策決定会合で、世界に先駆け、金融機関による「気候変動対応投融资」に資金供給する方針を表明した。同じく6月施行の「コーポレート・ガバナンス・コード改訂版」では、プライム市場上場会社にTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言などに基づく気候変動情報開示の充実を求めている。

このように急拡大するサステナブルファイナンスであるが、「グリーンウォッシング」、すなわち実効性が乏しいにも拘らず環境改善を装う行為や、「ESGラベリング」、つまりESGを掲げるだけで金融資産・商品に需要が集まる状況など、市場の一部には混乱や過熱感も見られる。一過性のブームに終わらせず、息の長い成長過程に移行させるためには、より踏み込んだ課題解決とインフラ整備が必要である。

最も重要な課題の一つは、ESG情報開示とそれを踏まえたESG評価・格付に関するものであろう。

第一に、開示情報と評価・格付共にバラつきが大きいことである。最近の分析によれば、格付会社の信用格付は相関が高くほぼ一致しているのに対し、ESG評価会社の格付スコアは相関がかなり低く、特にG(企業統治)要素に乖離が目立つ。要因分解すると、評価会社毎にESGの評価項目が異なることが35%、各項目で採用する指標が異なることが40%寄与していた。別の調査からは、①ESG評価・格付では理論とは逆に開示情報が増すほど評価格差が大きくなる、②その結果、ESG格付変更に対する市場の見方が分かれば株価の変動幅が拡大する、③企業もより重要な「成果物(Outcome)」ではなく評価が容易

な「取組み(Input)」の開示に傾斜するという負の効果が認められた。いずれも、ESG情報の開示基準の不統一やESGパフォーマンスの評価手法の未確立に起因すると考えられる。

第二に、ESG情報・評価とESG投融資パフォーマンスの関係である。企業価値や株式投資は複数の先行研究からもESG開示が多く評価が高いほどパフォーマンスが良いという正の相関がおおむね認められるものの、債券や融資ではそこまでの強い関係性は見出されていない。債券や融資の価格変動は上昇に限られ下落リスクがより重視されるため、E(環境)要素の「グリーンプレミアム」より「ブラウンディスカウント」、S(社会)項目の「ホワイトプレミアム」より「ブラックディスカウント」に偏りがちである。他方、同じ気候変動でも物理リスクの開示は不確実性の低下を通じて信用スプレッドを縮小させるが、移行リスクの開示は強いリスク認識に繋がリスプレッドを拡大させるという結果が得られている。金融資産や開示内容によって反応や成果が異なり、よりきめ細かな開示や評価が必要になることを示唆している。

第三に、自主開示に委ねるのか法定開示を強いるのかである。AIを活用した実証では、自主開示を推奨する「TCFD最終報告」の前後で情報量は約2%程度しか増えなかったのに対し、一部義務化したフランスでは有意に情報量が増えたことが判明した。その他の研究でも、ESG情報の法定開示化はESG報告の質と量の充実、特に消極的な企業の開示改善を促し、アナリストの業績予想の精度向上に寄与することが確認された。ESG情報について一定範囲で法定開示化を進めていくことを支持する材料である。

こうした研究成果や実務・市場関係者の要請を受けて、ESG開示・評価の基準統一に向けた動きも始まっている。2020年9月に世界経済フォーラムの評議会、米サステナビリティ会計基準審議会(SASB)などの民間5団体(Group of Five)、国際会計基準(IFRS)財団が相次いで提言や協議文書を公表した。共通するのは、各種の基準を連携・集約し、一貫性・比較可能性・信頼性を向上させるという観点である。とりわけ、IFRS財団が「国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)」を新設し、気候変動開示を最優先課題(Climate-first)として財務情報と連動・拡充する意思を明確にしたことは大きな推進力となる。

今3月、米SEC(証券取引委員会)も気候変動情報開示に関する意見募集に乗り出し、先行するEUでは金融商品に関する「サステナブル開示規則(SFDR)」の適用が始まった。法定開示化の流れである。6月のG7財務相・中銀総裁会議でもTCFD提言に沿った気候関連財務開示の義務化が支持された。

他方、ESG評価会社の方も大手の情報サービス会社や格付会社などを主体に統合・集約され評価手法の収斂が実質的に進んだほか、ユーザー調査などから信頼性や利便性の優劣も見えてきている。

ESG情報開示とその評価に関するグローバルな統一・収斂の取組みは大きな前進である。ESG取組みのマテリアリティ(重要課題)は時期や情勢、業種や企業に応じて大きく変動する、言わば「ムービングターゲット」である。従って、環境最優先でコンセンサスが得られる領域を段階的に社会・企業統治に拡大させていくアプローチは理に適っている。ESG情報開示に何も共通項がない状況は開示負担の増大をもたらすが、行き過ぎた画一化によって肝心の多様性(Diversity)を失っても意味がない。但し、最終決着までには時間が必要であり、継続的な取組みが不可欠である。

サステナブルファイナンスは大きな節目を迎えている。伸び盛りの「成長痛」を克服して、次なる発展段階に移行できるかどうかは現下の取組みが成就するかどうかにかかっている。まさに、サステナブルファイナンスのサステナビリティ(持続可能性)が問われている。

(上席理事 調査部 主管 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。