



## 欧州連合のサステナブル・ファイナンス法制化の 要諦となるタクソノミー制定とその注目点

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 主任研究員  
矢口 満  
[mitsuru\\_vaguchi@iima.or.jp](mailto:mitsuru_vaguchi@iima.or.jp)

### 1. はじめに

サステナブル・ファイナンスの法制化において、世界的に最も先行している国・地域は欧州連合（EU）であり<sup>1</sup>、持続可能な経済活動の分類基準である「タクソノミー」を定めた EU 規則が本年 6 月に成立した。これに伴い、EU タクソノミーの適用対象となる分野の大枠は一旦確定したが、早くも対象の拡張が欧州委員会により検討され始めている。また、EU タクソノミーが適用されるのは EU 域内であるが、将来的に国際基準として扱われる可能性もはらんでいる。このため、我が国を含めた EU 域外の国・地域でも、その動向の正確な把握が求められる。

そこで本稿では、最初にタクソノミーが必要となる理論的背景と EU タクソノミーの枠組みを確認したうえで、適用対象となる分野の拡張に関する足元の議論、および、国際的に共通したタクソノミー導入の必要性に関する主要国当局の考え方について整理した。そして最後に、EU タクソノミーの我が国にとっての重要性や国際基準化した場合の課題についても簡単に触れてみた。

---

<sup>1</sup> 矢口 [2020], pp.1-2

## 2. EU タクソノミーの導入の意義と枠組み

### (1) タクソノミー導入が必要とされる理論的背景

サステナブル・ファイナンスを法制化し推進するうえで、なぜ最初にタクソノミーの導入が必要とされるのであろうか。

サステナブル・ファイナンスの効果は、理論的には次の①または②のいずれかで測るべきとされている<sup>2</sup>。すなわち、①当該ファイナンスでの調達資金が新たな環境・社会的プロジェクトに活用されたか、もしくは同プロジェクトに向かう資金が増加したか<sup>3</sup>、または、②当該ファイナンスがなければ生じなかった環境・社会的インパクトが生じたか<sup>4</sup>、のいずれかである。

ところが現実には、①や②をファイナンス案件ごとに精緻に検証しようとする、多額の費用（取引コスト）がかかり、かえってサステナブル・ファイナンスの発展が阻まれてしまう。そこで、資金充当先として妥当な産業分野や事業をあらかじめリスト化しておけば、案件ごとに①や②を確認することなく（＝取引コストの節約）、環境・社会的な貢献が可能となる<sup>5</sup>。これがタクソノミー導入の意義である。

### (2) EU タクソノミーの枠組み

こうした理論的背景もあり、EU ではサステナブル・ファイナンスの法制化の出発点として、タクソノミーの制定を進めてきた。昨年 12 月にタクソノミーに関する EU 規則案に EU 閣僚理事会と欧州議会とが基本合意し、本年 4 月に EU 閣僚理事会が、6 月に欧州議会が同案を正式に採択した（発効は 7 月 12 日）<sup>6</sup>。

今般の EU タクソノミーは、サステナブル・ファイナンスの全ての分野ではなく、気候変動・環境分野のみをカバーしており、その枠組みは次のとおりである。すなわち、ラベリングのために 6 つの環境目標を置いたうえで、ある経済活動を環境的に維持可能と認定するための 4 要件を定めた（図表 1）。適用開始時期は、6 つの環境目標のうち①と②については 2022 年 1 月、③～⑥については 2023 年 1 月を予定している。

---

<sup>2</sup> 水口・他 [2019], pp.126-129

<sup>3</sup> これは専門用語で「資金の追加性」と呼ばれる。

<sup>4</sup> これは専門用語で「環境的・社会的インパクトの追加性」と呼ばれる。

<sup>5</sup> 水口・他 [2019], p.132

<sup>6</sup> European Commission [2020d]

図表 1: EU タクソノミーにおける 6 つの環境目標、および  
環境的に維持可能と認定するための 4 要件

6 つの環境目標	環境的に維持可能と認定するための 4 要件
① 気候変動の緩和 ② 気候変動への適応 ③ 水・海洋資源の持続可能な利用と保全 ④ 循環経済への移行 ⑤ 汚染の防止と管理 ⑥ 生物多様性および生態系の保護・回復	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 左記①～⑥の環境目標のうち、少なくとも 1 つに実質的な貢献をすること</li> <li>・ 他の環境目標のいずれにも重大な害を及ぼさないこと</li> <li>・ 科学的根拠に基づいた技術的スクリーニング基準を遵守すること</li> <li>・ 社会とガバナンスに関する最低限のセーフガード規定<sup>(注)</sup>を遵守すること</li> </ul>

(注) 経済協力開発機構 (OECD) の多国籍企業行動指針、国連のビジネスと人権に関する指導原則、労働における基本的原則および権利に関する国際労働機関 (ILO) 宣言など。

(資料) European Commission [2019], p.1, and European Union [2020], pp.35-36

### 3. EU タクソノミーに関する注目点

#### (1) 適用対象分野の拡張 ~ 欧州委員会での議論

ここで注目されるのは、EU タクソノミーでは適用対象となる分野の大枠が今年 6 月に一旦確定したものの、その拡張に向けた議論が欧州委員会において既に始まっていることである。

EU タクソノミーの適用対象分野は、欧州委員会の傘下に設立された技術的専門家グループ<sup>7</sup>でこれまで議論されており、その大枠は、①金融市場参加者が提供するサステナブル投資商品、②大手上場企業<sup>8</sup>に課されている非財務情報の開示、および③EU や EU 加盟国が決定するグリーン金融商品やグリーンボンドに関する政策・基準・ラベル、と定められた<sup>9</sup>。本年 6 月に正式に採択された EU 規則<sup>10</sup>では、この大枠に沿って適用対象が条文化されている<sup>11</sup>。

ところが、5 月 27 日に欧州委員会が別途公表した「サステナブル・ファイナンス戦略の改定案<sup>12</sup>」では、EU タクソノミーの適用対象を更に拡張することが議論されている。この改定案から EU タクソノミーに言及した部分を抽出したのが図表 2 である。対象分野(a)～(c)は、技術的専門家グループの示した上記の大枠①～③にほぼ対応してい

<sup>7</sup> The Technical Expert Group on Sustainable Finance

<sup>8</sup> 従業員 500 人以上の上場企業（金融機関も含む）は、EU 非財務情報開示指令（NFRD: Non-Financial Reporting Directive）により、ESG 関連を含む非財務情報の開示が義務付けられている。

<sup>9</sup> European Commission [2020a], p.26

<sup>10</sup> European Union [2020]

<sup>11</sup> 当該 EU 規則の第 4 条が適用対象③、第 5～7 条が同①、第 8 条が同②を反映している。

<sup>12</sup> European Commission [2020b]

るが、(d)～(f)はその範囲を超えている。これら(d)～(f)、すなわち(d)サステナビリティリンク債券・ローンでの利用、(e)サステナブル・プロジェクトの増加に寄与する研究開発の基準、および(f)公的金融への適用は、欧州委員会が新たに検討を始めた適用対象分野である。実際、5月27日公表の上記の改定案には、市中協議で積極的に意見を募集するため、(d)～(f)が読者に問い掛ける文体で盛り込まれた。

図表2：サステナブル・ファイナンス戦略の改定案に盛り込まれた  
EUタクソノミーの適用対象分野

対象分野	概要	※
(a)グリーンボンドにおけるグリーン	・ EUグリーンボンド・スタンダード (EU GBS) では、EUタクソノミーを利用することで、「グリーン」の定義に関する曖昧さを減らそうとしている <sup>13</sup> 。	③
(b)サステナブル投資商品における利用	・ EUの開示規制上、サステナブル投資商品は、(i) 環境・社会的特徴を促進するもの、(ii) 環境・社会的目的を持つもの、という2種類。 ・ これら(i) (ii)ともに、EUタクソノミーを利用していることを開示しなければならない <sup>14</sup> 。	①
(c)経済活動が持続可能とみなせる条件を特定するツール	・ サステナブル・ファイナンスの気候変動・環境への影響を測定・評価するツールの一つとして、経済活動が環境的に持続可能とみなせる条件を特定するEUタクソノミーがある <sup>15</sup> 。	②
(d)サステナビリティリンク債券・ローンでの利用	・ <u>サステナビリティリンク債券・ローンでは、重要なパフォーマンス指標の一つとして、EUタクソノミーを利用すべきか</u> <sup>16</sup> 。	n.a.
(e)サステナブル・プロジェクトの増加に寄与する研究開発の基準	・ <u>EUタクソノミーに研究開発 (R&amp;I) のカテゴリーを設けることは、R&amp;Iにより投資可能でバンクブルな(銀行取引の可能な)サステナブル・プロジェクトを増やすことに役立つか</u> <sup>17</sup> 。	n.a.
(f)公的金融への適用	・ サステナブル・ファイナンスに関して民間金融に適用される概念のうち幾つかは、公的金融にも適用可能とみられる。 ・ では、 <u>EUタクソノミーは、公的金融にも適用可能か</u> <sup>18</sup> 。	n.a.

(注) 最右列※は、技術的専門家グループの示した適用対象の大枠①～③のうち対応するもの。  
(資料) European Commission [2020b]

<sup>13</sup> European Commission [2020b], p.14

<sup>14</sup> European Commission [2020b], p.15

<sup>15</sup> European Commission [2020b], p.21

<sup>16</sup> European Commission [2020b], p.16

<sup>17</sup> European Commission [2020b], p.24

<sup>18</sup> European Commission [2020b], p.26

## (2) 国際的に共通なタクソノミー導入の必要性 ～ NGFS における議論

もう一つ EU タクソノミーに関して注意すべきは、主要国の中央銀行や金融監督当局の間で、国際的に共通なタクソノミー導入の必要性が意識され始めたこと、および、EU タクソノミーがその最有力候補となる可能性のあることである。

主要国の中央銀行や金融監督当局で構成される「気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク」(NGFS) では、2019 年以来、気候変動リスクを金融機関のモニタリングや健全性監督に統合すること、および、気候変動にかかわる経済活動のタクソノミーの導入を志向してきた<sup>19</sup>。その NGFS が本年 5 月 27 日に公表した 2 つの報告書では、金融機関のモニタリングや健全性監督において国際的に共通したタクソノミーの利用が望ましいことが示唆された。さらに、金融機関では EU タクソノミーの利用を将来的に検討しているところが多いという調査結果も明記された。これらは必ずしも、EU タクソノミーを国際基準とみなす方針を示したものでないが、そうした将来的な議論の土台になり得るものである。

より具体的に述べると、ここで取り上げた 2 つの NGFS 報告書とは、①グリーン・非グリーン・ブラウン資産<sup>20</sup>の潜在的なリスク差異に関する現状報告書<sup>21</sup>、および②気候関連・環境リスクの健全性監督への組み込みに関する監督当局向けガイド<sup>22</sup>である。まず、①の現状報告書は、グリーン・非グリーン・ブラウンの各金融資産に対する金融機関<sup>23</sup>のリスク評価の実務経験を整理したものである。結論からいえば、各金融資産のリスク特性に差異があることは、ごく一部の国・地域でしか確認されなかった。その理由は、明確なタクソノミーの確立や詳細なデータの利用可能性といった必要条件が満たされていないことであった<sup>24</sup>。こうしたなか、回答した金融機関の 56%が、国際的または個別国・地域のタクソノミーを将来的に利用する方向で検討しているとした。そして、その際に参照するのは、EU 域内で業務を行うか否かにかかわらず、主に EU タクソノ

<sup>19</sup> 2019 年 4 月公表の第 1 回包括報告書 (NGFS [2019]) に 6 つの提言が盛り込まれた。その第 1 の提言では、金融監督当局に対し、気候関連リスクをモニタリングや健全性監督に統合するよう勧めた。具体的には、気候変動関連の開示の促進 (バーゼル規制「第 3 の柱」関連)、気候変動リスクに対処するためのガバナンスやリスク管理プロセスの強化 (同「第 2 の柱」関連)、さらに、(これらを通じてリスクの差異と因果関係が確認された場合に) 気候変動リスクの自己資本比率規制への組み込み (同「第 1 の柱」関連)、である。また、第 6 の提言では、政策策定者に対して、経済活動のタクソノミー開発を支援するよう促した。

<sup>20</sup> グリーン資産は気候変動・環境問題を軽減するもの、非グリーン資産は特に軽減しないもの、ブラウン資産は CO<sub>2</sub> 排出など気候変動に悪影響を及ぼすもの、をそれぞれ意味する。

<sup>21</sup> NGFS [2020b]

<sup>22</sup> NGFS [2020c]

<sup>23</sup> 現状調査に回答した金融機関は、49 の銀行 (ブラジル、ベルギー、中国、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、日本、マレーシア、モロッコ、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、スイス、タイ、英国)、1 つの国際機関、およびマレーシアの 5 つの保険会社。

<sup>24</sup> NGFS [2020b], p.3

ミーであるとの回答であった<sup>25</sup>。

次に、上記②の監督当局向けガイドでは、気候変動・環境リスクを個別金融機関の健全性監督に盛り込むために、5つの提言をまとめている。そのうえで、同リスクを所要自己資本の計算に組み込むうえでの主な課題として、以下の(a)~(c)が挙げられた<sup>26</sup>。

- (a) リスクを定量化し健全性要件を計測するためのデータや手法の欠如
- (b) グリーン・ブラウン各資産に関する、リスクに基づくタクソミーの欠如
- (c) グリーン・非グリーン・ブラウン各資産の間にリスク差異があることに関する証拠の欠如

これらの課題(a)~(c)は、上記①の現状報告書での発見を踏まえたものであり、②の監督当局向けガイドはその対応を世界各国・地域の金融監督当局に求めている。このうち課題(b)は、タクソミー導入の必要性を改めて示したものである。

#### 4. おわりにかえて

##### ～ EUタクソミーの我が国にとっての重要性と国際基準化した場合の課題

第3章でみたように、EUタクソミーは適用対象分野を一段と拡張する方向で、欧州委員会にて議論され始めている。また、NGFSでは国際的に共通したタクソミー導入の必要性を意識し始めた模様であり、その報告書には、金融機関は主にEUタクソミーの利用を将来的に検討していると記載された。このように、サステナブル・ファイナンス法制化の要諦となるタクソミー制定を巡り、EUは着実に地歩を固め、影響力を強めている。そうした現状を、我が国も含めたEU域外の金融機関や金融市場関係者は、しっかりと認識する必要がある。

EUタクソミーが将来的に国際基準となるか否かは不透明であるが、仮に国際基準化しなくても、その内容が我が国の金融・資本市場にとって無縁でないことは自明といえる<sup>27</sup>。第1に、我が国の投資家の立場からみると、SDGs債<sup>28</sup>の発行残高全体に占めるEUの発行体のシェアが48%（2019年末）に上ることから<sup>29</sup>、サステナブル投資を行う際にEUタクソミーに準拠したSDGs債を避けることは現実的でない。このため我が国投資家はサステナブル投資のポリシーにおいて、EUタクソミーを相応に考慮に入

<sup>25</sup> NGFS [2020b], p.9

<sup>26</sup> NGFS [2020c], p.53

<sup>27</sup> 玉木 [2020], p.9

<sup>28</sup> いわゆるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナブルボンドの総称。

<sup>29</sup> 江夏 [2020], p.6

れざるを得ない。第2に、我が国企業（資金調達主体）の立場からみると、将来的に我が国も独自のタクソノミーを導入した際に、次のような問題が生じる。すなわち、当該企業が我が国投資家とEU投資家の双方を対象にサステナブルな資金調達（例：SDGs債の発行）を行おうとした場合、その資金調達スキームに対し、我が国投資家は我が国のタクソノミーへの準拠を、EU投資家はEUタクソノミーへの準拠を求めてくる。そのため、当該企業は我が国とEUの二重規制（二重のタクソノミー）に服さざるを得なくなる<sup>30</sup>。

仮にEUタクソノミーが国際基準化された場合、すなわち、我が国を含めてEU域外の国・地域が独自のタクソノミーを持たない場合、そうした二重規制は生じなくなる。ただし、新たに次のような課題の発生が指摘できる。

- ① EUタクソノミーでグリーンと認められる対象範囲（経済活動や金融商品スキーム）は、特にEU域外の実情に照らすと限定的である<sup>31</sup>。本来グリーンと認められるべきものが漏れていると、CO<sub>2</sub>削減が遅れることになる。
- ② EUタクソノミーでは新興国や途上国の事情が考慮されていない<sup>32</sup>。経済発展段階の低いこれらの国々の経済活動を維持するには、先進国と異なるエネルギー多様性やエネルギーレジリエンス<sup>33</sup>が必要なため、その点への配慮（共通タクソノミーの柔軟な運用、新興国・途上国への支援拡大等）が不可欠である。

今後、EUタクソノミーの動向をフォローする際には、上記のような様々な潜在的な問題点がいかに解決されるのか、あるいは解決されないのかについても、十分に確認する必要がある。

以上

---

<sup>30</sup> 我が国規制の遵守がEU規制の遵守と同等の効果を持つ、とEU当局に認めてもらう「代替コンプライアンス」制度が導入されれば、本文で指摘した二重規制は回避可能である。ただし、そのためにはEU規則の改定が必要である。

<sup>31</sup> 全国銀行協会 [2020], p.2, 別紙 pp.2, 5

<sup>32</sup> 全国銀行協会 [2020], 別紙 p.6

<sup>33</sup> 自然・人為的災害等によるエネルギー供給の途絶が、人命・資産や経済活動及び社会に影響をもたらさないようにするための、ハード・ソフト面での安全性・堅牢性及び迅速な停止復旧能力のこと。

## <参考文献>

- ・ 江夏あかね [2020]、「欧州議会と欧州連合理事会による EU タクソノミー規制案に関する合意 –サステナブルファイナンスの基軸が本格導入へ–」、『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号、2020年2月
- ・ 加藤俊治 [2020]、「【第17回～TCFDを旅する～】EUタクソノミーとESG・サステナビリティ開示1」、KPMGホームページ、2020年7月30日  
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2020/07/tcfd-european-sustainable-finance-10.html>  
(最終閲覧日：2020年8月16日)
- ・ 佐志田晶夫 [2020]、「気候関連リスク対応に係る金融機関の経験と監督当局向け手引書 ～ NGFS（気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク）報告書の紹介」、日本証券経済研究所トピックス、2020年7月15日
- ・ 鈴木利光 [2020]、「EU 金融機関等のサステナビリティ開示規制『EU タクソノミー』を踏まえた開示項目の議論」、大和総研リサーチレポート、2020年7月2日
- ・ 全国銀行協会 [2020]、「欧州委員会（EC）による『新たなサステナブルファイナンス戦略の協議文書』に対するコメント」、2020年7月15日
- ・ 玉木林太郎 [2020]、「金融・資本市場のグリーン・シフトとその課題 ～EUの動きにさらに注意を～」、『月刊資本市場』（No.419）、2020年7月
- ・ 水口剛・野村資本市場研究所 [2019]、「ESG 債市場の持続的発展に関する研究会」[2019]、『サステナブルファイナンスの時代 –ESG/SDGs と債券市場』、一般社団法人金融財政事情研究会、東京、2019年6月28日
- ・ 矢口満 [2020]、「先行する欧州のサステナブル・ファイナンス法制化」、国際通貨研究所 IIMA の目 ei2020.33、2020年6月22日
- ・ European Commission [2019], “Questions and Answers: Political agreement on an EU-wide Classification System for Sustainable Investments (Taxonomy)”, Dec. 18, 2019
- ・ European Commission [2020a], “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance”, Technical Report, Mar. 9, 2020
- ・ European Commission [2020b], “Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy”, Consultation Document, May 27, 2020
- ・ European Commission [2020c], “Subject: Privacy statement - Targeted consultation activities (including surveys, interviews and focus groups)”, May 27, 2020
- ・ European Commission [2020d], “EU taxonomy for sustainable activities”, Jul. 2020  
[https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en) (最終閲覧日：2020年8月16日)
- ・ European Union [2020], “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”, *Official Journal of the European Union*, Jun. 22, 2020

- Network for Greening the Financial System (NGFS) [2019], “A call for action: Climate change as a source of financial risk”, Apr. 17, 2019
- Network for Greening the Financial System (NGFS) [2020a], “NGFS guides central banks and supervisors towards better management of climate-related and environmental risks”, Press Release, May 27, 2020
- Network for Greening the Financial System (NGFS) [2020b], “A Status Report on Financial Institutions’ Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential”, May 27, 2020
- Network for Greening the Financial System (NGFS) [2020c], “Guide for Supervisors Integrating climate-related and environmental risks into prudential supervision”, May 27, 2020

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg. 8F, 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代) ファックス : 03-3273-8051

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>