

(2021年7月29日講演)

2-1. ESGの世界的潮流と日本の状況

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 経営企画部 副部長 吉高まり氏

ご紹介に預かりました吉高です。私は、排出権ビジネスや環境金融に20年ぐらい前から関わっていて、気候変動枠組条約の締約国会議（COP）にも参加してきた。2014年ぐらいからCOPにGAFAMのようなIT企業、世界の年金基金、大手金融機関などが来るようになり、ESG投資やグリーンボンドの話題が出るようになったのも、ちょうどその頃だった。

私は長年、主に海外で気候変動ファイナンスなどの事業に関わるコンサルをしていたのだが、三菱UFJフィナンシャル・グループ全体でより一層サステナビリティを推進しようということで昨年今の会社に転籍し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券と三菱UFJ銀行と3社兼務をしている。銀行の顧客の経営者層や証券の顧客の機関投資家やアセマネなどに対して世界のESG動向や発行体側の状況、投資家側の状況などをお話ししている。きょうのプレゼンは皆さん知っていることばかりだと思うので、話題提供ということでまずお話し、それからご質問を受けさせていただければと思う。

先ほど尾木主査から話があったように、今年はカーボンニュートラルイヤーといわれるほど、さまざまなイベントがある（P1）。現在、私は内閣官房での「気候変動対策推進のための有識者会議」に参加しているが、G7、G20などの国際政治的なイベントで、気候変動が大きな議題になっている。今年のCOPはイギリスが主催するということで、イギリスがこういった気候変動に関連する動きを引っ張っているということは、ご案内のとおりだろう。

毎年世界経済フォーラムがダボス会議に合わせ発表しているグローバルリスクの2020年のランキングを見ると、異常気象と自然災害が中心になっている（P2）。2021年のランキングに感染症は入っているが、それを除けば今年のランキングも気候変動などが占めており、世界ではこういったリスクが既にトップリーダーでは共有されている。またこれはすなわち、長期視点での投資家が考えるリスクと厚く思っていた方がいいかと思う。

1970年代からいわれた、持続可能な経済というハーマン・デイリーの3原則は完全に崩れており、気候変動と共に世界的にいわれているのは資源枯渇に対するリスクだ（P3）。持続可能な開発というと、今の状況をどう持続するかと考える方もいらっしゃるが、そうではなく、この3原則が保たれていない世界で、経済成長戦略をどう描くのが論点になっていると思う。

欧米の経済政策でグリーンリカバリーが言われている（P5）。2020年に英国のスターン卿や経済学者スティグリッツ氏などの研究者が、世界中のエコノミストや財務当局へのアンケート調査や文献レビューを基に政策提言を行った論文がある。それは、コロナ後の経

済回復に対しての財政出動では、気候変動配慮に関する財政出動のほうがより多くの雇用を生むというような研究結果であった。

2018年のIPCCの1.5°C特別報告書で世界的にカーボンニュートラルにしないと気温が1.5°C上がってしまうと発表されたことで、各国でカーボンニュートラル政策が急速に進められている(P6)。これに関しては国連責任投資原則(PRI)が機関投資家に行動強化の要請をしている。今では、2°Cではなく、1.5°CがESG投資や機関投資家間のコンセンサスなのではないか。

特に英米ファンドはパリ協定準拠投資を積極的に進めている(P7)。例えばブラックロックやバンガードは、ポートフォリオのカーボンニュートラル化を宣言している。MSCIのインデックスでは、パリ協定1.5°C準拠指数というものがある。親指数のMSCIのグローバル指数よりも、カーボンニュートラル指数のほうがいい成績につながってきている。組入銘柄を見ると、IT企業、つまり再エネ100%が既に進んでいる、かつ一般的にもコロナ禍でも成長している企業が多い。日本株は決して多くは選ばれていない。

気候変動に関してはヘッジファンドも動いている。私は去年ニューヨークでヘッジファンドと話した。彼らは、自分たちは、短期筋であっても、顧客(アセットオーナー)から気候変動を考慮してヘッジすることを要請されているというようなことを言っていた。短期筋も気候変動に対しては動いている。

今年のコパ26に向けてはグラスゴウのファイナンシャル・アライアンス・フォー・ネットゼロができた(P8)。ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンス、ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブ、ネットゼロ・バンキング・アライアンス、ネットゼロ・インシュアランス・アライアンス、これらに参加する世界の大手の金融機関が、自分たちのポートフォリオのネットゼロを宣言している。これらの金融機関は、2050年にカーボンニュートラルを目指し、かつ、ポートフォリオに関する脱炭素の2030年の中間目標を出すことを求められている。アセットオーナー・アライアンスには第一生命が、バンキング・アライアンスにはMUFGが参加している。今後他の日本の金融機関も参加するであろう。

ESG投資について(P9) コロナ禍で増えていることは皆さんもご存じだろう。投資家にとって投資判断に財務情報は重要だ。しかし、コロナ禍では、短期業績見通しが出せない企業もあり、非財務情報の重要性が浮き彫りとなった。

ESG投資を進めている機関投資家は、国連の責任投資原則(PRI)に署名している(P10)。グラフに示すようにコロナ禍で増えている。PRIに署名すると、運用資産総額の50%以上でESG投資をすることを公表する。署名機関はこれらの要件に対応しないとモニターの上除名される手続きがある。既に除名されている機関がPRIのホームページに載っている。ただ署名すればいいのではなくて、署名したからにはESG投資をしていかなければならない。

先ほど申し上げたように、コロナ禍でESG投資が増加している(P11)。各国の低金利政

策の中で、カネ余りでリスクマネー（株式市場）にお金が流れていること、長期的に透明性があるような企業に対してより評価をするようになってきていることもあるだろう。ある程度このコロナ禍では ESG 投資のパフォーマンスにおいて正の関係も見られ始めている。企業が開示する非財務情報データは、ESG データプロバイダーまたは評価機関が AI を使いビッグデータを解析するなど、さまざまな手法で非財務情報と企業価値の関係を評価している。

ESG ファイナンスでも、ボンド市場に比較的分かりやすく出ているかと思う（P12）。グリーンボンドはグリーン事業に資金用途を絞った債券である。これは 2008 年に世銀が出してから市場は伸びており、その資金用途は再生可能エネルギーなど気候変動に関わるものが主流だ。特に EU では中央銀行がグリーンボンドの買入れを行い、グリーン事業への資金循環を図っていることもあり、発行が増えている。

さて、ここからは非財務情報開示に関する世界の動きについてお話したい（P13）。皆さんもご存じのとおり、EU のサステナブル投資関連の規制の動きが加速している。EU では非財務情報開示指令が 2014 年に出してから、各国で非財務情報開示が義務化された。本年度これが改定になり、気候変動のリスク開示が強化されている。

一方、米国には米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）というものがある（P15）。これは、米国証券取引委員会の年次報告書にどのような情報を開示するかをサステナビリティの視点で検討している機関だ。SASB と、国際統合報告フレームワーク（IIRC）が合併して新たな団体を設立し、包括的なフレームワークづくりをしている。また、国際会計基準 IFRS で、サステナビリティに関する報告基準などを作り始めており、非財務情報の開示について統一化する動きが始まっている。

欧米の投資家は気候変動に対して感度が高いと申し上げてきたわけだが、日本でも運用会社が投資先の気候変動による財務的インパクトを評価し始めている（P16）。例えば野村アセットマネジメントの場合は、カーボンプライシングを活用して CO2 の排出量をコストに換算し、各社のキャッシュフローと比較し、財務情報に組み込んで ESG の指標の 1 つとしている。ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントでも、CO2 排出量とそれに対するインパクトなどを、クオンツを活用し運用し始めている。特にサプライチェーンも含めて評価し始めていることはインパクトが大きいと思う。

企業側では、設備投資の判断基準にインターナル・カーボンプライシングを活用し、投資家からの評価に対応している事例もある（P17）。

昨年秋の菅首相のカーボンニュートラル宣言後、多くの企業がカーボンニュートラル宣言をされている（P18）。特に、多排出企業がカーボンニュートラル宣言を出している。これまでもデマンドサイドの企業は RE100 宣言などされていたが、CO2 を多量に排出している企業が宣言を出すようになった。赤字で括弧に示しているのは、2030 年など前倒しで自社のカーボンニュートラルを進める企業だ。これらの企業の中には、さらにお客さまに対するカーボンニュートラルのサービスを提供しようとする企業が増えてきている（スコア

プ3)。

エネルギー基本計画については、固まりつつあるということは皆さんもご承知のとおりなので、後でご参照いただきたい (P19)。

次に、ESG 投資家が排出量をどのように見ているのかということだが、先ほど申し上げたように、財務的なインパクトがあるかを知りたいのだ。例えば年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が採用している、スタンダード・アンド・プアーズのカーボン・エフィシエント指数は、排出量を売上高で割った値が小さく (つまり炭素効率がよく)、かつ情報開示ができていて企業に投資ウェイトをかける指数である (P21)。生産量が伸びればエネルギー消費量も増えるが、炭素効率が上がり、最終的に排出ゼロになればいいわけで、それへの道筋、トランジションがどうなるのかを説明することが必要だ。かつ、日本の企業の場合は情報開示が遅れていると言われる。例えば、クリーン技術関連の製品の売上高の開示が不十分だし、投資家はサプライチェーン全体で見たいのだけれども、この情報も不十分だ。したがって、GPIF は本指数を採択したと説明している。このように、開示する情報に関して、企業側と投資家側の考え方のギャップがあるのではないか。

今年コーポレートガバナンス・コードが再改訂された (P22)。3 年おきに改訂されているが、今年の改訂では、特に気候変動とサステナビリティについて明記されている。気候変動や人権などのサステナビリティに関して、取締役会は重要な経営課題と認識すべきであること、特にプライム市場の上場企業においては、TCFD と同等の質の気候変動の開示をするよう求められている。

TCFD は皆さんもご存じだと思うので説明は省くが、世界的に気候変動に関連する情報開示の義務化が進んでいる (P23)。我が国のコーポレートガバナンス・コードに TCFD の開示が明記されたということは、この流れに沿っていると考えてよいと思う。

TCFD の開示の概要はここに示す通りだ (P25)。ビジネスリスクと機会、リスクは、移行リスク、物理的リスクといった内容を開示する。COP に参加すると最近では、海外では再エネが安価になってきており、CO2 削減に関するリスクより、物理的リスクに注目が集まっていると感じている。よって、私はここ数年、適応ビジネスや、海外と日本の BCP プランの考え方の違いを申し上げてきた。移行リスクは日本企業にとって大変重要だが、物理的リスクも非常に重要だ。両方の気候変動の情報開示をしていく必要があると思う。

TCFD に基づいた情報開示に関して、有価証券報告書に載せる企業が増えてきている (P26)。コーポレートガバナンス・コードで上場企業に開示を求めているが、いかに投資家に経営の姿勢を示すことが重要かということを確認する必要がある。有報で TCFD の情報を記載するという事は、企業の気候変動に関する経営の姿勢を示すことにもなるので、今後はこういった動きが増えるのではないか。例えば、日立製作所は有報で自社での 2030 年カーボンニュートラル達成を目指すことと、2050 年に向けてお客さまや調達パートナーへの支援を通じてサプライチェーン全体でカーボンニュートラルに取り組むということと、成長戦略も含めて記載している (P27)。有報の中で記載することが重要になってきたかと

思う。

世界の金融当局の動きでは気候変動に関する情報開示義務は浸透してきている。英国では、年金基金にリスクの考慮の義務づけをしている（P28）。これは企業年金も含めてということだ。日本の場合は、GPIFのことばかり注目されるが、今後、企業年金もESGを考えなくてはいけなくなるかと思う。米国では、バイデン大統領が大統領令を出して、FRBに対し気候変動のリスク管理を調査するように指示している。また財務当局も、投資先に気候リスクの開示を求めている。昨今日本銀行も、気候変動の対応ということで取り組み方針を出されている（P29）。欧米に比べると、日銀の場合、リスク管理というよりは、金融面でグリーン市場を盛り立てていくほうに重点を置いた対策になっている。

EUのグリーンリカバリーは、グリーンディール全体の中で気候変動に30%ぐらい財政を充当していくこと、かつ、その財源は排出権取引市場の拡大、炭素国境調整メカニズム（炭素税）、またデジタル課税などに財源を求める（P30）。

EUの排出量取引での炭素価格は、京都議定書が終了になるあたりでいったんは下がったが、今は1トン50ユーロぐらいまで上がっていて、今後100ユーロぐらいまで上がるといわれている（P31）。日本の企業でも同程度の価格を置いて、インターナル・カーボンプライシングで投資判断をし始めていると聞いているので、今後のビジネスを考える上でカーボンプライシングは押さえていかなければならない。

米国のバイデン大統領のClean Energy Revolution and Environmental Planでも、炭素国境調整メカニズムが検討されている（P32）。例えばテスラの価値は、カリフォルニアの排出量取引で大きな収益が出て評価が上がった。欧州ばかりに注目が集まるが、米国でも排出量取引の経験は十分にあり、入れようと思えば入れられるような状況にはなっていると思う。私が一番懸念するのは日本にこれらのインフラがそろっていないことだ。

海外の大手企業ではこういった動きをいち早く察知し対応しているところが多い（P33）。特にIT企業である。アップルは既に自社はネットゼロを達成し、サプライヤーに対してもネットゼロを要請しているのは有名な話だ。私が相談を受ける他産業の企業も要請されているそうなので、再エネで製品供給できないと、このようなサプライチェーンからキックアウトされるリスクがあるだろう。

また、アップルはグリーンな活動をする資金調達として欧州でグリーンボンドを発行している。ESG投資家から資金調達しながら、ESG投資家からのプレッシャーに対応している。China Clean Energy Programのようなことを日本でもしようと言う話も聞く。

最後に、トランジション・ファイナンスについて言及しておきたい（P34）。パリ協定が採択された2015年にILO（国際労働機関）は、すぐには脱炭素社会に移行できない、その道筋で収益と雇用を生みながら社会をスムーズに脱炭素に移行するべきとされた。それに必要なファイナンスが、トランジション・ファイナンスだ。この概念について国際資本市場協会（ICMA）がハンドブックを出した。ただ、ここで私は誤解のないように申し上げたいのだが、トランジション・ファイナンスを、私が初めて聞いたのは2015年のパリ協定の

採択の時だ。シティグループなどはその頃既にトランジション・ファイナンスが必要だと言っていた。この 5 年の間にトランジション・ファイナンスをしてきた実績を、後追いでお墨付きをもらおうとしている。これからトランジション・ファイナンスをしようという話ではないということだ。トランジション・ファイナンスを進めるために重要なのは、この SBT (Science Based Target) だ (P35)。SBT は、科学的根拠に基づいて各社が目標を立てて、トランジションのロードマップをつくっていく。そしてそれに基づいてファイナンスを付けるという考え方だ。SBT に参加している企業は米国が多い。欧州に比べ米国では気候変動の企業の取り組みはまだまだなのではないか、バイデン大統領になったからではないかといわれる。そうではない。トランプ政権下からすでに始まっていた。

その他のリスクについては後で参考資料として見ていただければと思う。例えばプラスチックだ (P38)。既に投資家のアライアンスもできているしプラスチックのインデックスもできている。化石燃料が原料であるプラスチックに関しては気候変動とも関わるので、ぜひ留意いただきたいと思い、参考のために資料に入れた。

以上で終わりたい。ありがとうございました。