

## ESG 金融懇談会（第3回）議事概要

### 1. 開会

とかしき環境副大臣より、冒頭、挨拶があった。

- 第3回 ESG 金融懇談会に出席いただき感謝申し上げます。これまでの議論を拝聴し、ESG 金融の促進に向けては、企業の情報開示と、企業と投資家との対話が一つの鍵であり、また、それを伝えていくことが重要。
- 今回は「直接金融が環境・社会の持続可能性にインパクトを与えるためになすべきことは何か」という核心的なテーマをご議論頂く。熱い議論をお願いしたい。

### 2. 懇談会関係者からの話題提供（玉木林太郎委員、Fiona Stewart 様、北川哲雄委員）

(1) 公益財団法人国際金融情報センター理事長 玉木林太郎委員より、資料1に基づき、以下の話題提供があった。

- 本日は3点申し上げます。1点目は、受託者責任と ESG インテグレーションの関係性。2点目は ESG 要素の投資パフォーマンスへの影響。3点目は ESG 要素における気候変動の位置付けである。
- 受託者責任と ESG インテグレーションの関係性
  - ▶ 機関投資家と受益者との関係において ESG 要素をどのように扱っていくのかという議論はまだ収束していない。しばしば ESG 投資とエシカル（倫理的）な投資が混同されていることも一因だが ESG 投資はエシカルな問題ではなく経済の問題である。
  - ▶ まず ESG インテグレーションに関しては、昨年の OECD のレポートは、4つの投資家グループに分類している。1つ目は、トラディショナル (Traditional) と呼ばれるグループであり、ESG 要素は既に市場価格に反映されているため、ESG 要素と投資家の受託者責任は基本的に関連しないと考えている。今なお、このグループが投資家全体に占める割合は大きい。
  - ▶ 2つ目は、モダン (Modern) と呼ばれるグループ。市場価格には不完全な部分があり、ESG インテグレーションは投資対象の分析精度を上げるために有効だと考えている。企業価値やリターンに影響するという観点から ESG インテグレーションを捉えている。
  - ▶ 3つ目は、ブローダーゴールズ (Broader Goals) と呼ばれるグループ。投資家は受益者の well-being（人々がより良く生きること）に貢献する広い

- 責務を負っていると捉え、ESG インテグレーションに取り組んでいる。
- ▶ 4つ目は、ユニバーサル(Universal)と呼ばれるグループ。第1回の GPIF のプレゼンにあったようにポートフォリオが市場全体に及んでいる投資家。経済の健全性の維持に責任を負っていると自認し、ESG 要素に貢献することにより経済全体のパフォーマンスを上げていることを考えている。
  - ▶ 近年、ESG インテグレーションへの投資家の理解は進んでいるといわれるが、投資家の実際の取組は別の問題である。イギリスで行われたある投資家向けの調査によると、PRI への署名数は8割程度にまで増加しているが、ESG 担当のボードメンバーが指名されているケースは3分の1程度にとどまっている。また、どのアセットクラスで行っているかを把握していない、TCFD による情報開示の議論について知らない、ESG 関連の講習も殆ど行っていないといった回答も多くみられ、表面的な取組となっていることが伺われる。
  - ▶ 規制やブルーデンス政策の枠組が ESG の扱いを明確にしていなかったため ESG への取組が進んでいないとの議論もある。現状、米国の ERISA 法では ESG 考慮の必要性を明確にしているが、多くの国ではあいまいである。こうした中、欧州では、欧州委員会がサステナビリティ・ファイナンスに関するアクションプランを公表し、今年5月頃を目途に立法化を目指している。内容を見てみると、そもそもサステナビリティとは何か、どういう分野に投資したらインパクトが大きいかといったことにまで踏み込み、グリーンな投資商品に EU ラベルを貼るような提案もしている。また、ESG インテグレーションが機関投資家のフィデューシャリー・デューティー上の義務であることを明確にし、顧客のサステナビリティ選好に応じた ESG インテグレーションが必要だとしている。
  - ▶ 一方、規制やブルーデンス政策で一律に扱うことへの疑問も出されている。例えば、銀行の資本規制でグリーンな貸付についてはリスクウェイトを低くする、あるいは欧州委員会の企業の情報開示ガイドラインで TCFD の枠組みに沿ったものにするとの提案については、批判もある。この批判の根底には、自発的な取組に対する政府レベルでの介入や、サステナビリティといった概念の定まっていないものを定義することへの反発がある。
- ESG 要素の投資パフォーマンスへの影響
    - ▶ ESG 投資がパフォーマンスを上げているかという論点では、多数の分析がある。ESG を考慮するとパフォーマンスが良くなると結論付けようとするものが多いが、そもそも ESG 評価の低い会社はマネジメントが劣っているのではないか、また ESG 評価には相応にコストがかかる、といったことまで考慮するとはっきりした結論を出すのは難しい。ESG 要素に革新的なア

アプローチをする企業のパフォーマンスが良いとしても、そういった企業を抽出することは難しい。

- ▶ ダイベストメントによるパフォーマンスへの影響については、評価は定まっていない（ノルウェー政府年金基金の例）。苦勞して銘柄選別を行っても必ずしも改善がみられない、むしろアンダーパフォームするが社会的コストのある分野だからやる必要があるといった様々な見方がある。

- ESG 要素における気候変動リスクの位置付け

- ▶ 気候変動は ESG の E の中で最大のテーマであり、タイムラインが明確なことや社会経済システムへの影響の大きさに特徴がある。カーボンプライシングや情報開示の枠組整備が進むことで、次第に財務情報として扱うことが可能になりつつある。移行リスクは金融の安定性に関わるため、金融関係者も積極的に関わっている。
- ▶ 現代の経済社会システムの基盤は化石燃料に依存しているため、気候変動は環境問題というだけではなく、政府全体に関係するテーマであり、各政策分野の整合性が求められている。気候変動がもはや環境を超えた問題となっている中、ESG の E から気候変動をあえて除外して議論する必要はないとしても、ESG という枠組で気候変動を議論すること自体が、気候変動を小さく捉えることになりはしないか。もちろん、この懇談会は気候変動金融懇談会ではなく ESG 金融懇談会であって、環境省の意図があつてのテーマ設定だと思われるが、ESG と気候変動の関係性については、もう少し議論があるのではないか。

(2) 世界銀行 の Fiona Stewart 様 (Global Lead Insurance & Pensions, FCI Global Practice) より、資料 2 に基づき、以下の話題提供があつた。

- GPIF との共同研究について

- ▶ ESG 投資の検討は主に株式ファンドを軸に進んできたが、他のアセットクラスではどのように考えればいいのか、特に Fixed Income (債券) について GPIF と共同研究を進めている。文献レビューや年金基金、機関投資家、情報ベンダーなどへのインタビューにより調査を進めており、研究レポートを 4 月に出す予定である。
- ▶ 世界銀行は、「極度の貧困の撲滅」、「繁栄の共有の促進」という二つの目標を掲げており、持続可能性の観点からもこのプロジェクトに注目している。
- ▶ 持続可能な社会を実現するために、世界銀行だけでなく、全ての金融機関にそれぞれの役割があると考えます。

- これまでの調査結果

- 最近 2, 3 年の学術研究の調査からわかることは、ESG 要素は重要な信用リスクであること、ESG インテグレーションは投資リターンを損なうものではないこと、の 2 点である。
- ESG インテグレーションは投資のリターンを高める可能性があるが、少なくとも金融リターンを犠牲することは無いとの指摘が多い。
- 例えば、ESG 要素と企業収益に少なくとも負の相関関係は殆ど無いとの報告がある。
- 債券に関する調査結果は株式に比べるとまだ少ないが、現在、様々な研究が行われている。ESG 要素は完全にはプライシングに反映されておらず、結果はまちまちである。
- 一方、例えば、米国の投資適格社債のパフォーマンスに関する調査では、G はプラスの影響があり S はそれ程影響を与えない、ESG のスコアが低いと信用スプレッドが大きい等が観測された。また、多くの調査では、たばこや武器等のセクターのネガティブスクリーニングは、長期的なリターンにおいて影響を与えなかった。さらに、金融危機時には ESG 要素との正の相関関係が高いとの観測もあった。各国のソブリン債（国債と政府機関債等）についても調査結果が出始めており、ESG のパフォーマンスが高い国はデフォルトリスクが低い、国の ESG と信用リスクには相関がある等の結果が報告された。
- 国連責任投資原則 (UN PRI) は、学術的および市場の調査結果を取り纏め、ESG 要素と信用リスクには相関があるとした。企業のデフォルトは G との関係性が高い一方、E、S との関係性は低く、国債では、ESG 要素はマクロ経済の変数や潜在成長力の面において影響している。
- 研究結果を活用する上での注意点として、殆どの研究が過去のデータを用いたものであり、投資家に対して将来を保証するものではない。また、選択バイアスがある可能性もある。株式についてはかなりの数の調査結果が出ているが、債券に関する調査はまだ限定的である。投資家は自ら調査を行い、ESG への理解を深めることが重要である。

- 今後の課題

- ESG の重要性は実証されてきており、投資家の ESG への関心も高まってきているが、実践に向けて大きく 3 つの課題が残されている。1 つ目は、定義の乱立である。とりわけ S の定義は複数あり、実践に関する戦略、理論も数多く存在する。2 つ目は、情報の不足である。企業の情報開示は改善しているほか、衛星データやビッグデータなどの革新的な情報源も登場している一方、新興国では開示が十分には行われていない。また、大企業で

は開示内容は充実してきているが、中小企業では深さと広さの面で情報を拡充する必要がある。3つ目は、投資商品の不足であり、需要の増加に対して、それに対応できるような商品の充実が必要である。

- 世界銀行グループの取組み

- ▶ 世界銀行グループでは、以上のような課題の解決に向けた取組を進めている。例えば2つ目については、国際金融公社(IFC)において、新興国企業向けのESG要素を含めた財務情報開示のためのツールキットを開発している。また、赤道原則などの基になっているIFCの環境社会配慮に関する基準・ガイドラインを、プロジェクト・ファイナンスだけでなく、他の金融商品にも活用できないか検討している。世界銀行はグリーンボンド原則の策定を主導したが、その用途の拡大も目指している。
- ▶ 3つ目については、世界銀行はサステナブルを基本とした様々な金融商品を提供しているが、世銀債や世銀グリーンボンドだけに投資する個人投資家向け投資信託やサステナブル デベロップメント債の発行に日本で取り組んでいる。融資でもSDGsに連動させる取組を行っており、カタリストとして市場全体の取組を後押ししている。例えば、「パンデミック緊急ファシリティ」は、大流行する可能性が高い感染症が発生した国に迅速な資金を提供する（この時には投資元本は一部又は全額を棄損）一方、平常時には投資家が極めて高いリターンを得られるような金融商品となっている。このほか、金融商品については、運用結果やESGのインパクトを投資家に説明することが重要になってきており、特にミレニアル世代は、リターンだけではなくお金がどのように使われているかに関心が高い。

(3) 青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授、北川哲雄委員より、資料3に基づき、以下の話題提供があった。

- 環境情報と企業価値に関する検討会について

- ▶ 環境省が開いている「環境情報と企業価値に関する検討会」の座長を務めている。ここでいう企業価値とは、株式のファンドマネージャーからみた企業価値という意味である。昨年9月から始まり、まだ中間段階ではあるが一定の方向性が見えてきたので、主なポイントをご紹介したい。
- ▶ トップティアの企業は環境情報の開示を確りに行っているが、投資家側でそれを十分に咀嚼して投資価値に繋げる取組ができていないのではないかと。投資家がESG課題の中で環境問題を深く理解しているのは非常に珍しいケースである。最も難しい分野である。欧州でも10年程度の蓄積によって、ようやく大手投資家が環境問題を十分に理解するようになってきた

ところだ。

- グローバルでみると IIRC、GRI、SASB などさまざまな情報開示フレームワークが提案されている。外国人持ち株比率が高い企業は、欧米投資家の目線を意識して先進的な開示をしている一方、日本の機関投資家がそれを理解し投資判断に活かす形になっていないのではないかと危惧している。
- 日本での投資家が一部のグローバル ESG 情報ベンダーの提供情報を未消化のまま取り入れる段階で事が済みとなってしまうと、日本の機関投資家の中で真の ESG 投資家が生まれにくい恐れはないかと危惧している。
- 検討会での主なポイントは以下のとおりである。
  - ✓ Responsible Business の遂行と Responsible Investment and Finance が並立する社会の構築を前提としている。
  - ✓ 求められる企業の情報開示は、概念的にいうと価値関連性とマテリアリティである。ESG の E の情報を網羅的なチェックリストで確認する作業は情報ベンダーが行っており、日経 225 に入るような企業は全てに対応している。重要なのは、その企業にとって何が重要であるか、すなわちマテリアリティの抽出にあるのだが、トップティア企業の開示状況は見事であり、問題は理解する投資家側の能力にある。
  - ✓ 投資家が見るべき環境情報とは何か。
  - ✓ 投資家が果たす役割として、企業を見て単に評価するだけでは不十分であり、どのように企業の ESG 活動を評価したかを社会情報化することが重要である。こうした動きは欧州の投資家にみられているが、日本の投資家についても、ESG の活用が十分でないとの誹りを受けたいように対応したい。
  - ✓ ESG 投資を促進するためのインフラ構築については、もっと具体的に取り組んでいくべきではないか。
- Responsible Business の遂行と Responsible Investment and Finance が並立する社会の構築
  - ESG 投資の類型は様々であるが、ここでは①ESG インデックス型、②ESG インテグレーション型、③ESG 積極エンゲージメント型、④長期投資家に分類する。公開情報、アンケート、インタビューにより網羅的に ESG 要素を格付けする①の取組は出来つつあるが、②～④の広がりはいずれだろう。②～④が機能するには、投資家が開示情報を読み込む能力が必要となる。
- 投資家が見るべき情報
  - 企業側は細心の注意をもって情報を開示している。例えば、アクティブ・

インベスター向けには比較可能性があり、企業の独自性も確りと表現している。時間軸では、例えばSDGsは2030年とだいぶ先であるが、5年程度の時間軸でやるべきことも提示されている。そのほか、網羅性や有用性においても、トップティアの企業ではかなり出来ているというのが検討会の認識である。

- ▶ 資料3の7、8頁は、グローバルの各情報開示フレームワークのマテリアリティに対する考え方を纏めたものだ。9頁は環境情報の視点軸だが、とりわけ強調したいのは組織軸である。すなわち企業として戦略的に環境情報の開示にコミットする必要があるが、具体的には、取締役会で議論しているか、担当役員がいるかといったガバナンスの問題である。我々が観察した非常に先進的な企業では、これができている。

- 投資家による情報開示

- ▶ イギリスで有名なあるESG投資家の例をここで掲げてみたが、四半期毎にResponsible Investment Reportを出している。機関投資家はすべからくこうした情報開示をするべきだというのが欧州の常識のようであり、日本においてもESG投資の実践を社会に示さなければならない時代がくるのではないか。この投資家は、投資先企業とどのようなディスカッションをしたかを開示し社会情報化している。環境に関する深いリサーチ能力がないと、責任をもった開示はできない。何となくチェックリストに基づいてAやBといった評価を付けているようでは、受託者責任を果たすことができない時代になってきており、日本の投資家もそうした責任を果たさなければならない。
- ▶ 情報介在者である証券アナリストの中でもESGアナリストは欧州では花形になっていて、ESGアナリストランキングが出来ている。欧州では証券会社のESGアナリストが、従業員満足度と顧客満足度のデータなどを調査し、機関投資家に情報提供している。何でも欧州がいいわけではないが、こうした基盤を日本でも作りたいと検討会では考えている。
- ▶ 対話は重要なファクターだ。CECP（The CEO Force For Good、企業CEOの社会価値推進ネットワーク）の戦略的投資イニシアチブによる2018年の提言は重要であり、検討会はこれに依拠した報告を纏める予定である。

- ESG投資を促進するためのインフラ構築の必要性

- ▶ 最後にポイントを纏めると、企業だけの情報開示では不十分で、企業・投資家双方の情報開示が必要である。スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの改定は大きなインパクトを持っていて、企業に相当の緊張感をもたらしている。EとSでも何か出てこなければならな

- い。
- 社会的基盤として環境に強いアナリストの育成が喫緊の課題である。時勢としてそうしたムードは出てきたが、とりわけ環境については、自然発生的な人材育成を待つ時間はあるだろうか。環境大学校や ESG 大学校といった教育機関の設立が必要ではないか。企業や投資家、金融における E のスペシャリストが必要であるとの意見は、検討会でも概ね賛成を得ている。こうした論点を踏まえて、検討会の報告をまとめたいと考えている。

### 3. 自由討議

話題提供を受けて、自由討議が行われた。討議では、各委員より、主に以下のような論点について意見が示された。

- (1) 人々がよりよく生きていくこと (well-being) を守るための金融の役割
  - 玉木委員が述べられたように、気候変動の問題はもはや単なる環境問題ではなく、社会・経済問題である。例えば、水産資源や森林などの問題でも、同様に、環境容量に対して経済活動がこれを上回る規模となった場合に限界が生じるが、その最初に限界が明らかになった事象が気候変動問題だと理解している。同様の問題は今後増えると思われる。
  - ESG を捉える上では、投資家の受託者責任と ESG 要素の統合に関して、機関投資家によってさまざまな理解や立場が存在するという視点は確かに重要である。気候変動問題は既に「モダン」や「トラディショナル」な投資家であっても考えざるを得ない問題になりつつある。気候変動は環境・経済・社会を大きく変える問題であるが、実際に 2℃ 上昇未満の社会へ順調に移行していけるかについて、Business as Usual では達成できる保証はないという危機感が気候変動の問題を大きくしている。つまり、ビジネス環境や経済社会の仕組みが変わることで、否応なく投資家も企業も巻き込まれていくが、順調に移行していくためには多額の資金を振り向ける必要があり、それは投資家の責任ともいえる。
  - 世界の金融業界が ESG の方向へ動く中で、日本の政策も変化していく可能性があるので、投資家も流れに乗り遅れないようしっかり投資対象を評価し、対話に取り組んでいく必要がある、というのがこの懇談会の趣旨であると理解した。前回の懇談会で話題提供のあった協働対話については、実際にその趣旨に沿って取り組んでいるところであり、いずれ効果が出てくると思う。評価や対話の精度・効力を上げるため、情報開示のインフラとルールを整備を政府と業界でさらに進めていく必要がある。
  - 国内の金融機関でいえば、最近では外貨貸出が増える中で、外貨調達も増えてきている。特に ESG や SDGs の動きが広がる中、貸出増に連動する形

でのグリーンボンド発行が増えてきている。今後はもう少し意識的にグリーンボンド発行が貸出増に繋がるよう連動させていくことも必要なのではないか。グリーンボンド市場の需給が良好でプレーンなボンドより発行金利が低く抑えられるとなれば、発行体としてはますます貸出を伸ばしていけるし、同様に再生可能エネルギーでうまくいくとなれば、別のグリーンな分野での対象についても増やしていける。

- ▶ 財務要因と非財務要因を同列で議論しては、従来型の議論に留まるのではないか。気候変動の現実を見ると、どちらが儲かるか、あるいはコストがかかるかといったファイナンスの問題からステージを一段上げなければならない。気候変動がもたらすコスト（あるいはリスク）と、非財務要因を組み込んだ時のパフォーマンスにかかるコストのどちらを選択するのかという問題提起がなされているように感じる。非財務要因を取り込んで投資が成功したとしても、気候変動がどんどん進んでいく状況であるならば、果たしてそれは投資が成功したと言えるのか。非財務要因を考慮することが必ずしもお金だけではなく、地球や人々の Well-being を守ることになる。非財務要因を組み込んだ投資がアウトパフォームするような経済モデルを作ろうというのが、今の世界の取組みである。経済モデルの転換が進む中で、その一要素である金融が蚊帳の外ではいけない。
- ▶ 日本の金融、特に中小企業金融では、「事業活動そのものの運転資金」まで、本来の当座貸越など短期融資ではなく長期融資になっており、不動産担保や信用保証協会の保証、社長の個人保証がないと動かないようなところがある。銀行部門の法人向け融資残高約 300 兆円のうち、8、9 割が長期融資（証書貸付）で、さらに不動産担保などがなければ融資自体が難しい。日本国内にはアセットファイナンスがなく、間接金融の世界そのものである。日本動産鑑定は、担保や保証に頼らず、収益の源泉である動産などの事業性資産や知的財産などを評価することによって、全国の中小企業に円滑にお金を付ける支援を行っている。中小企業の自己資本であるべき運転資金に対して、当座貸越などで手当てすべきところが、毎月返済期限が来る証書貸付で手当てされているため、企業に必要以上の返済圧力がかかっているほか、金融機関は長期融資と担保・保証で事業性評価力、すなわち、事業活動そのものを評価する力が低下している。金融機関は、過去の財務情報に依存した融資になっており、非財務情報である商流・バリューチェーンを含めたビジネスモデルが適切に評価されていない。このため、次回以降のテーマにもなるが、ESG そのものの議論が国内の間接金融でほとんど語られていないことが残念である。非財務情報の見える化によってお金を付けていくことがカギであり、E、S、G もいかに評価を付けていくかが

重要であろう。中小企業版の統合報告書にも繋がっていきこう。

- (2) リスク・リターンに「インパクト」という新たな次元を加えることの重要性
- ▶ G8 は社会的インパクト投資タスクフォースを立ち上げ、2014 年に最初の報告書を出している。その中で、投資の概念をリスク、リターンの 2 次元からインパクトを加えた 3 次元へ拡張する必要性を指摘している。ユニバーサルオーナーという立場を考えれば当然の行動であり、投資が持つ社会的インパクトを考えて投資判断をするということが、新しい合理性ではないか。インパクトを重視するという視点は、間接金融の議論、特に地域金融の役割を考えていく際には、重要なポイントになる。
- (3) ESG 要素（特に“E”）を考慮した金融商品・研究開発等に関する課題や施策
- ▶ グリーンボンドの発行体の顔ぶれは、国内外ともソブリンや金融機関、電力会社といったところに限られているようだが、事業会社が発行するようになればグリーンボンド市場が活性化するだろう。海外でも事業会社のグリーンボンドは限られたネームでしか発行されていないと思うが、発行体の裾野を広げていくことは可能か。
  - ▶ 発行体の裾野を拡大するためには、発行体を支援するとともに、発行体自身がどのようにレポーティングするかを理解する必要がある。グリーンボンド原則が遵守され、投資家が信頼できる市場であることが重要である。発行体にとってはコストの問題があるが、通常の債券とグリーンボンドでそこまでは変わらない。投資家にとっては、追加のコストもあるが、流動性の問題もある。プライシングがどのようなものであるかは重要であるものの、市場規模が小さいため、そこはよくわからない。当面は、発行体が知識を拡大して、市場規模を拡大することが優先課題である。
  - ▶ 上場株式以外の投資機会では、例えば再生可能エネルギー事業やグリーンボンド、マイクロファイナンスへの投資にも取り組んでいるが、国内ではそうした投資機会が量質ともに圧倒的に不足している。グリーンボンドのポートフォリオ運用もしているが、欧州の発行体のものが殆どである。日本の機関投資家の投資ニーズや意欲は強い一方、投資機会が国内にないので、わざわざ海外案件に投資している。もっとも、海外では情報や経験が不足しているため、海外の年金基金と共同で投資したり、海外の専門コンサルタントを起用したりして案件の選別をしているのが実状だ。国内の投資機会が少ないのには様々な要因があると思うが、例えば、太陽光発電所

などが沢山できて、機関投資家のところには話が来ずに企業が全部ファイナンスする。日本はコーポレートファイナンスがいまだに多く、アセットファイナンスが少ない。政府はそういった事情を調査して、促進策や規制緩和の必要性があれば、検討して頂きたい。

- 1つ目のコメントだが、先週シンガポール証券取引所で ASEAN 企業の為の TCFD 普及促進会議が行われた。シンガポールの不動産企業やインドネシアの紙パルプ企業などの TCFD 対応のケースが取り上げられたが、その対応の速さに驚いた。また、TCFD のシナリオ分析の議論では、この先世の中がどうなり、財務状況にどのような影響が及ぶかといったメソドロジーについて、ASEAN の方々が勉強している姿が印象的であった。欧米だけではなく、アジアでも取組が急速に進んでいることを認識しておくべきだ。懇談会の提言の一つとして、国際的協調の枠組みや情報交換の場を日本として進めるべきだと提言してはどうか。また、環境金融の分野ではイギリスと中国が強く連携して仕事を進めている中、この懇談会のような議論の場が日本にもできたことは重要であり、海外の国とも様々な情報共有や共同研究の機会を広げていってはどうか。2つ目のコメントだが、海外では ESG 投資の実証分析がたくさんあるようだが、日本では研究実績が乏しく、研究者も殆どいない。日本の実状を踏まえた、日本の学術界を巻き込んだ研究も施策に盛り込んで頂きたい。

(4) 我が国の特性を踏まえた ESG テーマに関する政策設計上の留意点

- 日本の環境や社会の問題に関する議論は、この懇談会でもそうだが、どうしても海外の論調に引っ張られ、気候変動や人権問題が取り上げられがちだが、われわれ日本として、あるいは日本の投資家や企業として今真剣に議論すべき問題は他にもある。大きな意味での環境問題として、差し迫っているかもしれない次の大震災にどう備えるか、加速する労働力人口の減少にどう対処していくのか。防災・減災対策は各自治体で進めているし、企業も BCP 対策を講じているはずだが、想定される被害の規模から対策は容易ではない。この問題を、国が取り組んでいるはずの防災問題と片付けて良いのか、大いに疑問に思っている。これは日本国・日本企業の持続可能性・サステナビリティの問題として捉えていくべきではないか。投資家のポートフォリオにも甚大な影響があることから、日本の投資家と企業が ESG の差し迫ったテーマとして対策が出来ているのか、出来ていないならどうすればいいのかを議論していくべきだ。
- 労働力人口は、ここ 10 年、女性と高齢者の労働参加率の上昇により生産年齢人口の減少ほどには減少してこなかったが、それも限界に近付いてお

り、今後は年間 1%弱の割合で減少していく予想となっている。あまりに問題が大きいため、正面から議論するのを避けているのではないかと危惧している。日本の投資家や企業の重大な持続可能性に関する問題としてもっと議論する必要がある。

- ▶ 世界の機関投資家が国債へ投資するときに ESG 要素を考慮し始めると、日本にとって大問題になるのではないかと。国内にいれば日本は環境先進国だと思込んでいるが、海外の投資家の評価はどうか。また、ガバナンスの面で日本の統治機構は海外からどう評価されているか。十分にアンテナを高く張っておくべきであり、国債の評価に ESG がどう関係するかは継続的に調査研究が必要だ。
- ▶ 国債の分析は、現状では十分な厚みがない。特に、透明性や法の統制といった観点の分析は中身が薄い。国債に ESG 投資がどう関係するかについては、OECD 諸国というより、新興国市場でのインパクトが大きいだろう。また、現状だけではなく、今後の方針や政策も含めたトレンドを見るのが重要であり、シナリオ分析の中でよりフォワード・ルッキングな情報を取り込んでいく必要がある。

#### (5) ESG 投資の普及促進を後押しする公共政策のハーモナイゼーション

- ▶ 株式では ESG 投資がウィン・ウィンの関係を構築し得る点は皆さまで同じ理解だが、債券は悩ましい。グリーンボンドは格付けを取っているため、グリーンボンドの利回りは相対的に低い（グリーンボンドプレミアムが乗っている）が、投資をどうやって正当化していくのか。財団の運用や ESG 債券ファンドなど投資目的が決まっていれば問題はないが、一般的な資金運用では、社会的リターンと経済的リターンのどちらを採るか悩むだろう。政策対応が一般的な処方箋ではないかと思うが、例えば利子を非課税にするなどのインセンティブを投資家に与えることは考えられるだろう。特にグリーンボンドは人気が出ているので、そうした政策が機能するのではないかと。
- ▶ 直接金融の主体は発行体と投資家だが、仲介業者（引受販売業者）も相応の役割を果たし得る存在であると考えている。グリーン・ファイナンスについては、証券業協会でも SDGs への取組みの一環として貢献の可能性を検討している。
- ▶ 発行体では、財務部門と CSR 部門の断絶がよく問題となると聞いている。発行体全体の統一された意思が必要であり、そのために何をすればよいか様々な議論があるが、良い取組みを褒めるということも一案ではないか。S の世界では経産省のなでしこ銘柄選定などがあるが、E の世界でも環境

省が関与した形で何らかの表彰等プラス評価があってもよいのではないか。

- ▶ 機関投資家からは、ESG 投資のリターンが決して良くないという声がある。しかしながら、コーポレートボンドについては、一般的にグリーンボンドと他のものでクレジットレーティングは変わらないため、レーティングが同じであればグリーンボンドやESG ファイナンスを優先するという方針を明確にするだけでも効果があるのではないか。また、個人投資家については、ESG 投資に積極的な若い年齢層もいる。個人投資家に対するアプローチ方法には様々な議論があるが、再生可能エネルギー施設に投資するインフラファンドをはじめとして税制による支援も検討されてはどうか。
- ▶ 証券業者に関しては、セルサイドアナリストの役割をどう考えるか、引受け時の目論見書開示をどうするかといった点について、業界として取り組む課題として受けとめている。
- ▶ 運用会社も持続可能性の分野は関心を持って見ており、国連 PRI に国内外合わせて 43 社ほどが署名し、運用残高は 155 兆円程度となっている。実際の運用において、ESG 投資のフィロソフィーとパフォーマンスがどのように繋がるかが課題であり、まだ答えは出ていない。金融庁のつみたて NISA や厚労省の iDeCo（個人型確定拠出年金）がスタートしており、これらは中長期投資という観点で ESG のフィロソフィーにも合致しているため、20 年間くらい続ければ、パフォーマンスが出る可能性もあるのではないか。ESG に限らず、分散投資を 20 年間ほど行えば年率 4% 程度のパフォーマンスが実際に出ているので、今後も期待できるだろう。ただ、つみたて NISA や iDeCo には課題もあり、つみたて NISA では税法上の要件から商品が限定されてしまうほか、iDeCo では運用商品の本数に上限が決まっており、新しい商品を入れる際に問題が生じる。この点、ESG というフィロソフィーが入るとコストが上がる可能性もあるので、そのコストをどのように捉えるか。

#### (6) 資本市場関係主体による長期的視点を踏まえた自己評価

- ▶ 今回の ESG 金融懇談会というテーマ自体が示唆しているように、ESG はサステナブルなものであり、つまりは長期的視点というのが一つのキーワードであろう。長期的視点を欠いた評価はあり得ず、直接金融に関わる投資家、発行体、仲介者、取引所、それぞれの主体が、長期的視点によってどのように自己評価をするかが非常に重要だ。様々な方向性が打ち出されているが、その中で今何が出来ていて、今後詰めていくべき課題は何かを、資本市場に関わる各主体が自主的に開示していくことが欠かせない。北川

委員よりスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが社会に大きな影響を与えたとの指摘があったが、それらにも自己評価という視点が示されている。ESG 金融懇談会についても、長期的視点で自らの評価を開示していくことが重要であり、報告書にはそういった観点も含めてまとめられることが期待される。

(7) 直接金融、間接金融、地方における取組の、三位一体による ESG 価値の実現

- ▶ 短期投資、長期投資のどちらであっても、非財務情報を見ようというのは直接投資の世界ではコンセンサスになっていると理解した。第 4 回以降、日本で圧倒的なウェイトを占める間接金融にどう議論を展開していくかだが、直接金融のアナロジーでは間接金融の議論は盛り上がらないのではないか。つまり、融資に当たって、企業の E・S・G どこに着目して審査をするかというアプローチをすると、議論は矮小化してしまう。長期的視点に関していえば、もともとメインバンクは企業と深く付き合っており、社長の人柄や工場内の子細な資産といった非財務情報を把握している。裏を返せば、長期的視点がなければメインバンクは務まらなかった。加えて、地域の金融機関になればなるほど、半ばエクイティともいえる運転資金の融資で企業を支えてきたので、長期的視点は本来持っているはずだ。こうした金融の役割において、ESG 投資の主体が金融機関を客体としてどう評価し直すのか。間接金融の議論では、こういったアプローチを採るのがいいのではないか。地域の金融機関が、どのようなリスクをとり、どのような事業に融資して、どのような金利を取ったかがリスクとリターンだとすると、結果としてどのようなインパクトを地域に残したかという点がまさに問われるはずであり、そうした視点で間接金融の取組をエンカレッジして欲しい。直接金融と間接金融が連携できれば、かなり分厚い ESG 金融ができるのではないかと考えている。
- ▶ 金融機関の自主的な取組みと規制、政策のバランスが取れていることが必要であり、そのバランスの中で金融機関の行動は誘導されていく。EU のアクションプランに対しては批判もあるかもしれないが、全てを規制することには弊害があるが、まったく自由にしておくことにも問題がある。節度ある誘導的な規制がどのあたりにあるのかを、専門家の集まりであるこの懇談会の場合でも議論してはどうか。
- ▶ 地域に対するインパクトが大きいことをやっていくためには、地域の中に理解のある人を増やしていくこと、地域の自治体に重要性を共有してもらうことが必要だ。環境省だけでそうした政策をすべてやっていくのは無理

があり、地域の中からボトムアップで上がってくるような仕組みが必要だ。ESG のテーマは、国レベルだけでの解決は難しく、ローカルレベルも一緒になってやらないと厳しい。

(8) 省庁横断的スケールのもとでの ESG 金融に関する総合対策の重要性

- ▶ UNEP FI が、インパクトファイナンスと呼ばれる SDGs への金融をどうすべきか議論しているが、その中で二つのギャップがあると言われている。一つは事業があるのにお金がつかないファイナンスギャップ、もう一つは投資意欲があってもビジネスがないビジネスギャップである。つまりは、マーク・カーニー氏が指摘するように、短期で考えることをやめ、長期で整合性の取れる金融であるべきだという話になる。長期視点で経済モデルを変えていくには、金融だけではなく、ビジネスを生み出すような政策をどのように打つか、消費者をどう巻き込むかという視点が必要であり、環境省だけではなく日本政府全体で総合政策をどう打ち出すかが重要である。
- ▶ 長期視点の経済モデルをつくっていくべきという意見には賛成で、それをどう金融が後押しできるかを検討するためにこの懇談会がある。これは委員の一致した見解だと考えている。論点の一つとして、金融機関向けの規制がある。保険会社の負債は長期であるので、インフラ投資を積極的に行っていきたいが、資本規制が負担となる可能性がある。また、株式会社では資本をどう有効活用しているかという投資家からの目線もある。欧州の規制であるソルベンシーⅡのように、インフラ投資へのリスクチャージ軽減策があると投資がしやすくなるため、今後、金融規制を検討する際には、インフラ政策や環境政策とハーモナイズしてご検討頂ければありがたい。

4. とかしき環境副大臣の挨拶

とかしき環境副大臣より、自由討議を踏まえた所感及び挨拶があった。

- お三方の話題提供と、皆さまの活発なご議論に感謝申し上げます。
- 議論を拝聴して、今我々は時代の変革期に差し掛かっているのだと肌で感じた。ポイントとしては、
  - ・ ESG 投資の E・S・G がそれぞれリンクしていること
  - ・ 気候変動は今や環境だけの問題ではないということ
  - ・ 次の世代にこの地球を渡すためには、目先の損得ではなく、長期的な視点を持って判断していくことが必要であること
  - ・ そのきっかけとなるのが金融であること
- この他、政策もしっかりしないとイケない。ビジネスと金融を結び付け、環境政策がモラルではなく我々に必要なこととして自然に認識される環境を作る

ために何ができるのかしっかりと考えないといけないと示唆を頂いた。

- 次回からは間接金融がテーマとなるが、活発な議論をお願いしたい。

## 5. 閉会

以 上