

ESG金融懇談会における議論の中間整理 (直接金融市場関係)

1. 総論

(1) 基本認識

- 金融業界が社会に与える影響の大きさを考えれば、金融におけるESGの重要性は自明であり、持続可能性と経済成長の両立に果たす金融の役割は非常に大きい。我が国金融業界のESGに対するコミットメントが重要である。
- ESGの中でも気候変動は、今世紀後半までに脱炭素化しなければならないという期限があり、社会経済システム全体への影響をもたらす、最大のテーマである。
- 欧州中心に脱炭素社会に向けた産業構造の大転換が広がりつつあり、ビジネスでの生き残りをかけた企業の主要なアジェンダになってきている。
- 気候変動リスクへの対応に伴う社会・経済構造の転換により座礁資産化するおそれのある資産からのダイベストメントも進んでいるように、特に欧州の金融市場では気候変動リスク等を投融資判断に加えることがスタンダードとなりつつある。また、脱炭素に向けたビジネスモデルの転換も起きており、これを上手く先取りすることで新たなビジネスの機会も生み出せる。欧州では、クライメート・ファイナンスへの異論はもはやなく、その考え方を普及・実施するために必要な調査研究や制度研究等の具体論・方法論を議論すべきフェーズにある。
- 我が国金融業界においてもこうした世界の潮流と危機感を共有し、長期的視点・ホライズンに基づく戦略・ビジョンをもって、金融の流れを通じたサステナブルな社会・経済の構築に、取り組んでいくべきである。脱炭素経済に向けて、金融のリーダーシップが問われている。
- 持続可能な経済のあり方を長い目で見据えた場合、財務資本、知的資本、社会・関係資本、自然資本と資本概念を拡張することは、論理的かつ合理的な行動である。
- ESG金融の機運を高めるためにも本懇談会からのメッセージの発信は重要である。

(2) 日本の金融におけるESGの取組状況について

- 我が国においても、環境保全を含む社会課題の解決は重要視しており、受託者責任やスチュワードシップの一環として既に、インテグレーションとエンゲージメントを中心にESGに取り組んでいる。大手機関投資家による協働対話も始めている。
- ユニバーサル・オーナー及び超長期投資家の立場から、スチュワードシップ責任を果たす活動を通じて中長期的な投資収益の拡大を図る上で、全資産クラスの長期にわたる最適化を図らねばならず、ESGを考慮した取組が必要不可欠である。
- 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。
- 我が国におけるESG投資残高規模が過小評価されないよう、正確に把握する必要がある。日本のESG金融に関する情報を関係者が連携して対外的に発信するようすべきである。

(3) 日本企業によるE S Gの取組状況について

- 日本は環境配慮、コミュニティ、マルチステークホルダーを大事にしており、世界が向かうインクルーシブネス・サステナビリティの方向においてリーダー的役割を果たせるが、世界のムーブメントに目に見える形で参加しておらず、無関心と思われても仕方がない状況にある。
- 日本企業には、人的資本や自然資本など、財務価値につながる非財務的な価値が埋もれており、日本こそ「E S Gの国」。一方、E S Gに関する理解が不十分であるために、結果として企業価値が過小評価されている「不都合な真実」が顕在化している。日本企業がE S Gの取組により企業価値が向上した事例を紹介し、企業・投資家双方の理解を深める必要がある。
- 我が国のコーポレートガバナンス・コードにはE S Gに関する非財務情報の主体的開示が含まれている。

(4) 一貫性ある省庁横断的な総合対策の重要性

- E S G金融の促進には、E S G投資の質の向上、企業の情報開示の枠組みの整備、脱炭素社会に向けた政府からの具体的で一貫性のある方針と明確なシグナルが必要。
- 気候変動はカーボンプライシングや情報開示の枠組み整備が進むことで、財務情報として扱うことが可能になりつつあることに加え、移行リスクは金融の安定性に関わるため、国際的に金融当局や金融関係者も積極的に関わっている。
- クライメート・ファイナンスは、あくまでビジネスとして行われており、新たな収益機会を得るインセンティブがないと、取組は限定的になる。環境の情報をどのようにしてプライスシグナルとしてマーケットに伝えるかを検討する必要がある。
- 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中、気候変動は既に環境問題ではなく、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。社会全体の最適化に向けて負の外部性を市場条件として内部化するには、政府による政策が最終的に問われる。実際のビジネスをどう作り、消費者をどう巻き込むか、日本政府全体の総合政策をどう打ち出すかが重要。
- 日本国・日本企業の持続可能性の問題として捉えていくべき問題は、大震災、労働力人口の減少等もあるのではないかと。投資家のポートフォリオにも甚大な影響があり、投資家と企業がE S Gの差し迫ったテーマとして議論していくべきである。

(5) 直接金融、間接金融、地方の三位一体の取組によるE S G価値の実現

- E S G投資家が投資対象として金融機関をみる際に、地域の金融機関がどのようなリスク・リターンをとり、どのような事業に融資して、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視点で評価することで、直接金融と間接金融が連携できれば、分厚いE S G金融を実現できる。
- 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

人が必要。E S Gのテーマは、国レベルだけでの解決は難しく、ローカルレベルを含めボトムアップの仕組みが必要であり、地方が一緒になって取り組まねばならない。

2. 非財務的価値をめぐる投資家と企業との建設的な対話に向けて

(1) 基本認識

- 日本企業ならではのポテンシャルを引き出す上で、建設的な対話は極めて重要。また、企業が抱える環境・社会課題に関して、複数の機関投資家と企業が協働対話を通じて認識共有・相互理解を深めることは、企業の価値創造や競争優位の源泉である非財務的な価値を引き出す上で有効。
- E S Gという非財務的要素をR O E等の財務価値へつなぐ作業は難しく、だからこそ企業と投資家はエンゲージメントしながら切磋琢磨して双方レベルアップを志向していくことが重要である。
- 受託者責任のルール上の解釈のあり方や、投資家・企業双方における人材育成の取組等、関連する複数課題のパッケージと捉え、全体を戦略的に底上げしていく政策が求められる。
- 世界の金融業界が脱炭素化を進めE S Gの方向へ動く中、日本の政策も変化していく可能性があり、我が国の投資家も流れに遅れないようしっかり投資対象を評価し、対話に取り組む必要がある。評価・対話の精度と効力を向上させるため、情報開示のインフラ及びルール整備を政府と業界とでさらに進める必要がある。

(2) 市場機能を支える対話の担い手としての投資家の役割

- 機関投資家は金融市場の一員でしかない限界や制約があり、例えば石炭火力発電は世界の流れなのでやめてほしいと言っても、政府から認められていると主張されれば、それ以上は踏み込めない。他方で、機関投資家は将来変化しえる政府方針に対する企業の対応力を確認する役割もある。
- 日本の機関投資家はパッシブ運用の比率が非常に高い（年金基金は8割以上）。このことは個々の企業の状況を的確に把握している投資家が少ないことを意味し、「スチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべき」とするスチュワードシップ・コードの原則3をどのように果たすかという問題を提起している。
- アセットオーナーもアンチショートターミズムと言いながら、実際は自ら四半期報告を行っており、結果的に運用会社をはじめとした投資コミュニティの参加者の短期的な行動を助長していると言われても致し方ないのが現状。長期のアセットオーナーとして、この状況を変えたい。

(3) 投資家等のE S G情報リテラシーの向上

- E S G情報リテラシーの向上が企業・投資家双方にとって重要である。E S G投資の質の向上に向け、現場のアナリスト等のキャパシティ・ビルディングが重要。とりわけ“E”は、企業価値との関連において理解・解釈が困難。社会的基盤として、“E”に関

するアナリストやスペシャリストの育成が急務である。環境大学校やE S G大学校といった教育機関の設立が必要ではないか。

- 本懇談会の成果の発表会を契機にして「日本版ダボス会議」のような金融・投資分野の各業界トップが集まり各業界や各社のE S G取組を報告しあう政策プラットフォームを作るべきではないか。
- また、機関投資家の資金の最終的な出し手である国民の支持と理解を高めるため、E S G金融に関する普及啓発、及び機関投資家からの幅広い情報開示が必要ではないか。
- 企業の経営・財務トップの意識向上のために、企業側も、サステナビリティ経営に対するトップの強いコミットのもと、最高財務責任者がE S G要素を戦略的に加味していく必要がある。

(4) 環境情報の開示を促すためのインフラ整備

- 投資家と企業の高質な対話に向け、情報開示のルールとインフラの整備は不可欠。非財務情報の信頼性、企業間の比較可能性を高めるため、環境情報開示基盤整備事業といったインフラ整備は大変重要。財務・非財務情報を一体的に運用し利便性が良くなるようEDINETとのシステム連携や一体化を前向きに検討すべきではないか。
- 全体を底上げするには、E S Gの情報開示に関する必要最低限の標準化が必要ではないか。EもGも準備ができており、残るはS（社会）である。
- FSB-TCFDに代表されるように非財務情報開示の動きが加速化している中、日本としても気候変動に関連する情報開示のあり方をルール・制度面から検討する時期を迎えているのではないか。
- 他方で、非財務情報の要件について投資家・企業双方でこなれていない状況下で開示の枠組だけが先行すると、対応できない企業がマーケットにより淘汰される恐れがあるため、その調整コストを小さくするべく、インクルーシブに日本企業全体の底上げを後押しするようなフレームワーク作りも同時に必要だと思う。
- 非財務情報を積極的に開示するインセンティブを設けるなど、企業サイドの背中を押すアプローチも考えられるのではないか。

(5) FSB-TCFDを巡る世界の動き

- TCFDの動きを単なる情報開示の問題と片付けると大きく判断を誤る。海外ではTCFDを考慮した情報開示フレームワークの整備等の動きが起きている中で、日本企業が情報発信する際に言及がないと、「気候変動に関心がない企業」との烙印を押されかねない。企業の「今の姿」ととどまらない情報開示のあり方を示したことは投資家目線にかなうものである。提言実施まで5年のタイムフレームが示されているが、課題は多く、残された時間は短い。国際議論に乗り遅れないよう、早急な行動が必要である。

(6) 長期的・合理的な投資家行動を支えるフレームワーク整備

- E S G投資は、受託者責任に反するものではなく、win-winの関係である。世界が共有し始めた新たな受託者責任の解釈を、日本の法令体系にどう組み込むのか非常に重要。

財務的リスク・リターンに関わるESG要素は受託者責任上考慮すべきものであり、そうでない財務以外のESG要素も財務的利益を害さない限り考慮しても良いとの受託者責任の解釈を、ルール上明確化する必要があるのではないか。

- インベストメントチェーンの起点となるアセットオーナーがESGへの配慮を任意で行うよう、ルール面から促していくことができないか。
- 金融機関が持続可能な社会の実現を後押しするため、金融規制と環境政策、経済政策（社会インフラ整備等）を統合して検討することが必要ではないか。
- 国際的には、受託者責任とESGインテグレーションの一定の理解が進んでいる。しかしESG要素と投資家責務の法制化へは批判もある。今後、投資リスク管理やプルデンシャル規制のフレームワーク等の観点から議論のさらなる発展が待たれる。

3. 直接金融市場が環境・社会の持続可能性にインパクトを与えるために

(1) 基本認識

- 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ることが、お金だけではなく、地球や人々の Well-being を守ることになる。世界では経済モデルの転換が進む中、我が国の金融が蚊帳の外ではいけない。
- 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が、G8の社会的インパクト投資タスクフォースで指摘されている。投資が持つ社会的インパクトを考え投資判断をすることが新しい合理性ではないか。
- インパクト・ファイナンスには、事業があるのにお金がつかないファイナンスギャップと、投資意欲があってもプロジェクトが生まれていないビジネスギャップの2つのギャップがあり、長期視点で経済モデルを変えていく必要がある。

(2) ESG要素（特に“E”）を考慮した金融商品に関する課題や施策

- 我が国ではこれまでESG投資は株式市場を中心に普及してきたが、あらゆるアセットクラスに広がっていくことが重要である。
- リターンを損なわないと見込まれるインパクト投資も積極的に取り組んでいるが、投資ニーズは強い一方、国内の投資機会が量質ともに圧倒的に不足している。状況を調査し、促進策等の必要性があれば検討すべきである。
- ミレニアル世代は、環境や社会問題を意識した投資を志向していると言われており、個人投資家向けのESGをテーマにした金融商品を用意し、投資教育の機会も提供しながら個人の長期投資家を育てていく仕組みがあってもよいのではないか。ESGの観点から中長期投資に向く制度としてはつみたてNISAやiDeCo（個人型確定拠出年金）があるが、商品数や運用コスト等の課題がある。個人投資家には、一定の税制による支援も検討されてはどうか。
- 一般債対比で追加的なコストが発生するグリーンボンドへの投資を促進するためには、税制優遇等のインセンティブを与える等の政策的支援が効果的との考え方がある一方、投資家が「利回りが同じであればグリーンボンドを優先する」というポリシーを明

確にするだけでも効果があるとの考え方もある。発行体の裾野が拡大し、グリーンボンド市場が活性化するには、発行体の支援と、投資家が信頼できる市場であることが重要。当面は、発行体が知識を拡大し、市場規模を拡大することが優先課題である。

- 政策的誘導のためには環境省が関与した表彰等プラス評価が必要ではないか。なでしこ銘柄選定のようなものがE（環境）にあってもよいのではないか。

(3) 資本市場関係主体による自己評価・開示

- 企業・投資家双方による情報開示が行われ、社会情報化されることが必要。トップティアの企業は十分な情報開示を既に行っている。投資家は、企業を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、投資先企業との対話を開示するなど、ESG投資の実践状況を社会情報化することが重要である。
- 持続性を前提にすると、長期的視点がキーワードになる。ESGについて、自らの行動の評価と開示が非常に重要ではないか。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、長期的視点をもって、現状の実施状況や今後の課題について自己評価し、自主的に開示することが期待される。

(4) ESG投資に関する研究

- 運用会社がESG要素をどのように評価するかが重要であり、指数を作って評価するなどの研究が今後必要である。
- GPIFと世界銀行による共同研究によれば、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、が分かってきた。株式は相当数の調査結果があるが、債券に関する調査はまだ限定的であり、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。
- 海外ではESG投資の実証分析が多くあるが、日本では研究実績が乏しく、研究者も殆どいない。日本の学术界を巻き込み国内研究や、諸外国との共同研究も進めていくべき。

(5) 国際的な連携・イニシアティブ

- 日本はESGの分野に対する固有の強みがあり、無意識に行っているものを明確にルール化し、方向性をゴール設定して、国際社会でイニシアティブをとっていくべきである。
- TCFDの普及など、アジアでも取組が急速に進んでいることを認識し、国際的協調の枠組みや情報交換の場を進めるべきである。