

## グリーンファイナンスの潮流と課題

公益財団法人 国際金融情報センター 理事長  
玉木 林太郎

気候変動を緩和しその影響に適応していくための政策や企業行動の変化が急速に進みつつある。中でも化石燃料からの脱却（脱炭素）は最も重要なテーマであるとともに、これまでの経済・社会システムの転換をもたらすという意味で影響は甚大であり、かつ長期にわたって膨大な資金を必要とする。

グリーンファイナンスの推進とは、気候変動への対応、なかんずく脱炭素を進めるため「グリーンな（サステナブルな）経済活動」に（集中的に）資金を振り向けることである。そのためにはまず何が「グリーンな（サステナブルな）経済活動」なのかについての合意が必要であり、また実際に資金がそうした活動に向けられているのかをモニターすることが求められる。

金融機関や（機関）投資家にとってはこの新たな資金の流れがビジネス・チャンスとなり得ることは言うまでもない。しかし同時にこれは「グリーンな（サステナブルな）経済活動」と言えない分野から資金を引き揚げるということでもある。金融機関や投資家はこの両面に取り組みねばならず、その進め方の遅れはレピュテーション・リスクを招くだけでなく損失に直結することになる。

## 1. グリーンファイナンスの進展

気候変動への対応の動きは極めて急速であり、パンデミック下においても加速するばかりである。

2019年末に発足したEUの新体制は「欧州グリーン・ディール」をその看板政策とし、2050年カーボン・ニュートラルに向けてタクソノミー、公正な移行メカニズム、カーボン国境調整メカニズムなど広範な政策イニシアティブを表明し進展させている。2020年に入ってパンデミックによる経済の落ち込みに直面すれば「グリーン・リカバリー」を標榜<sup>ひょうぼう</sup>して、この分野での欧州のリードを確実なものとしようとしている。

米国もバイデン新政権がスタートしてからの動きは大胆かつ素早く、国際的な主導権獲得への意欲をのぞかせている（4月に気候リーダーズ・サミットを主催したほか、休眠状態にあったG20のサステナブル・ファイナンス・スタディ・グループSFSGを中国とともに共同議長となって再開した）。中国も2060年より前のネット・ゼロの表明や2021年2月の全国レベルでの電力部門排出権取引の開始など後れを取っていない。日本の2050年カーボン・ニュートラル表明を含め、今や気候変動対応を巡って一種の政策競争の観を呈している。英国は2017年にフランスとともに2040年にエンジン搭載の新車販売の禁止を打ち出したが、ジョンソン内閣になって2020年2月に2035年に前倒しし、同11月に2030年へとさらに前倒ししたのがその好例だろう。これは多くの国で前向きな気候変動政策が政治的なクレジットとなり得る状況だということを示しているとともに、脱炭素に向けたシステム変革のスピードが国際的な経済競争の重要なエレメントとして捉えられていることを示すものだ。

こうした政策対応や企業行動の変化に促され、またそれらを後押しするように、グリーンファイナンスも急速な進展を見せている。グリーン・ボンドやサステナビリティ・リンク・ボンド（ローン）市場の拡大については別稿に譲るが、企業の資金調達や株価の形成において、その企業の気候変動対応への戦略や情報開示が投資家の重要な判断材料となるに至っている。また、時間の経過とともにサステナビリティに関心の強い若年層が（本源的な）資金の出し手としてその比重を高めていくので、その資金を運用する年金や保険などの機関投資家がグリーン・シフトを続けていくことは疑いがない。パンデミックに揺れた2020年であったが、サステナビリティやESGをうたった投資ファンドのパフォーマンスは、総じてそれ以外の一般のファンドを上回った。「グリーンファイナンス商品は

市場が安定し好調な時には良いが、いざ市場が不安定になれば投資家は逃げ出すだろう」という懐疑的な見方は払拭されたと言ってもいいだろう。

## 2. グリーンファイナンス — 多くの課題

一方で急速に拡大するグリーンファイナンスには当然多くの課題がある。制度・市場慣行も企業や投資家の取り組みもまだ発展途上・模索の中にある。ここではそのいくつかを取り上げてみよう。

### 2.1 本当にグリーン？— “グリーン・ウォッシュ”

一般の商品と同様に金融商品においても「グリーン」「サステナブル」「ESG」などのラベルが実質を伴わないままマーケティング手段として使われ、投資家を誤認させ、本当にグリーンな分野への資金配分を阻害する問題は以前から指摘されてきた。EUが2018年2月に公表した「サステナブル・ファイナンス行動計画(SFAP)」においても、タクソノミーに続く課題として「グリーンファイナンス商品のための標準とラベルの制定」が挙げられていた。

その後EUは2019年12月に「サステナブル・ファイナンス開示規則(Regulation on sustainability-related disclosures in the financial services sector: SFDR)」を成立させ、域内の金融機関(資産運用やアドバイス業務に携わる投資ファンド・銀行・保険会社など)に自社およびその販売・投資アドバイスの対象となる金融商品についてのサステナビリティ関連情報の開示を求めた。その実施に向け欧州の金融監督機関(ESAs)が細則(Regulatory Technical Standards: RTS)案を公表して金融機関側と協議を重ねてきたが、結局RTSについての最終合意は得られず、予定された今年3月10日からの適用はRTS原案を参照する形でいわば暫定スタートとなった。

SFDRの対象はサステナビリティ関連情報であるから、現在大詰めを迎えているEUタクソノミーの対象である気候変動緩和・適応分野より広いが、タクソノミーが今後他の環境問題から社会問題、ひいてはサステナビリティに貢献しない経済活動(ブラウン・タクソノミー)まで拡大していくと、両者の対象を最終的

に一致させることになるのかどうかは必ずしも明らかではない。

SFDRによる情報開示はEU域内で運用・アドバイスを行う金融機関を直接の対象としているが、欧州の運用機関が日本の運用会社に委託をした場合や日本企業への投資を行う場合には、当然日本にも影響が生じる。すでにSFDRに対応して、投資決定やアドバイスのサステナビリティ・リスクやサステナビリティへの主要悪影響(PAIs)を評価・開示するサービスを提供するビジネスも生まれている。

「グリーン」「サステナブル」「ESG」を付した金融商品が激増する中、それを購入(投資)する側からの視線は厳しくなる一方である。看板に偽りありとの指弾を受けることによるレピュテーション・リスクは大きいので、SFDRをめぐる動きを十分フォローしこれに準じた対応をすればリスクを避けられるスタンダードとして見るべきであろう。

### 2.2 気候変動のファイナンシャル・インパクト

日本でも上場企業の統合報告書で気候変動を含むESG関連の情報提供は質的にも量的にも豊かなものとなってきたが、だからと言って気候変動やその対応が企業に与えるファイナンシャル・インパクトの情報が投資家に適切に提供されているというわけではない。

日本のメガバンクによる気候変動のポートフォリオへの影響として、融資先の工場・施設などが洪水被害を受け担保価値が毀損するリスクの試算を見たことがあるが、インパクトはそんなことにとどまらない。例えば、排出権取引(ETS)や炭素税による企業の負担がどうなるか、あるいは規制の強化により既存の機械設備(例えば鉄鋼高炉)を予定された償却期間を待たずに減損処理することになったら損益はどうなるか、といったことまで投資家は知りたいと思うだろう。しかし、どの範囲のコストをどうやって算出すればいいのかはこれからの課題だ。

この困難な作業に取り組む動きを示しているのが国際会計基準(IFRS)を統括しているIFRS財団評議会だ。IFRS財団は気候変動関連情報をはじめとするサステナビリティ情報の国際的開示基準を設定するため「国際サステナビリティ会計基準機構(ISSB)」の

設立を決めており、そのための技術的準備をするワーキング・グループを設立する（順調に進めばISSBは2021年11月のCOP26で正式に発足する）。これは民間ベースの動きであるが、監督機関の側からも証券監督者国際機構（IOSCO）が技術専門家グループ（TEG）を立ち上げて支援している。さらにFSB（金融安定理事会）も、新たな情報開示基準はFSBが関与した気候変動関連情報開示タスクフォース（TCFD）の提言を踏まえたものとすべきだとの意見を表明し、情報開示がより統合的で比較可能なものとなっていくことを期待している。すなわち気候変動関連の情報開示が国際的に統一されたものとなり、気候変動関連の情報をさらに財務情報に統合していくことをめざした動きである。米国でも、次期SEC（証券取引委員会）委員長に就任するゲンスラー元CFTC（商品先物取引委員会）委員長は、指名承認公聴会で「気候変動リスクの情報を求める多くの投資家の要望に対し、SECは整合的かつ比較可能なガイドラインを示すべき」「マテリアリティ（重要性）ある気候変動リスクを公表することは株式発行企業の利益にもなる」と述べており、SECが今後こうした方向に進むことは間違いなさだろう。こうした情報開示基準作成の努力は、グリーンな経済活動を行う企業に資金をシフトさせることを目的として投資家の判断を助けようとするものであるから、基準が国ごとに異なったものとなる愚は避けたいものである。

気候変動関連情報の開示において最も投資家が注目する項目は、企業の温室効果ガス排出コストであろう。2030年に向けてCO<sub>2</sub>排出削減目標が強化されるに従い、排出コストとなるカーボン・プライス指標は上昇している。例えばEUの排出権価格は排出1トン当たり50ユーロ（60ドル）を超えている。企業は（年々縮小していくであろう）無料の排出枠と実際の排出量との差を排出権購入で埋めていくことになるので、ベンチマークとなるカーボン・プライスが設定されれば企業のファイナンシャル・リスクとして開示が可能になる（これは炭素税の場合はより直截<sup>ちよくさい</sup>である）。排出量の多いエネルギー・鉄鋼・セメント・化学産業などにとっては、極めて大きなファイナンシャル・リスクが投資家に提示されかねず、削減ベースの遅い企業から投資資金が逃避していくことにつながる。

### 2.3 ダイベストメントとエンゲージメント

化石燃料を使いCO<sub>2</sub>排出の多い企業に対して投資家はどうか臨むべきか？古くて新しいテーマである。

まず考えられるのは保有する株式・社債を売却して投資を引き揚げることである（ダイベストメント）。初めは教会・慈善団体・大学基金などで始まったこの動きは、年金基金や保険会社など、広範な投資家層に拡大した。

これに対し、ダイベストメントには限界があり、むしろエンゲージメント（働きかけ）を通じて気候変動対応を促し、それによって企業価値の向上・投資リターンの上昇をめざすべきだという立場も有力だ。この立場からは、化石燃料企業の株価を下げ資金調達を難しくしたところでその企業が既に資金を確保していればインパクトが少ない、株式を売却したところで新しい株主が企業に圧力をかけるとは限らない、ダイベストメントを続ければ化石燃料企業は株価の下落を利用して上場を廃止しプライベートな手の届かない存在になるだろう、といった主張がなされる。

多くの金融関係者にとってこれは依然悩ましい問題だ。おそらくはこの二つの立場は二項対立的なものではないと考えるべきだろう。エンゲージメントの有効性は最終的にはダイベストするぞという圧力で高められるであろうし、小さな投資主体にとっては多くの投資先にエンゲージするのは無理であろう。ダイベストして身ざれいな（？）姿でない<sup>と</sup>資金を集めにくい基金などもあるであろうし、エンゲージしてもどうにもならないビジネス・モデルや既存設備を抱えているケースもある。他方で化石燃料関連の企業の中には世界的にプレゼンスが大きくて経済・社会システム上重要な存在であるものも多く、これらに対しては投資家としては前向きなコミュニケーションを図っていくしかないであろう。

気候変動対応、脱炭素の必要性は以前に比べ企業にはるかに深く浸透していると言えるだろう。そうだとするとエンゲージメントで投資家側が伝えるべきメッセージは既に企業側も承知のことになる。企業としての具体的な対応の次元になれば、多くの投資家はある幕がなくなり、ただ経過を注意深く見守るだけになる。ただしいくら時間をかけても良いとはいかない。経済・社会システムの急速な変換に企業が適応できるかどうか

かの判断には、時間の要素すなわち対応のスピードが決定的に重要である。変化の遅い企業にいつまでもエンゲージしていると損失ばかりが膨らんでいくことになる。これはトランジション（移行）ファイナンス全般に通じることだが、方向性が正しくとも、変化のスピードが遅かったり中途半端な設備投資が近い将来負のレガシーになるような行動を取ったりするような投資先とは早めに縁を切るしかない。

### 3. 日本で留意すべきこと

グリーンファイナンスは日本においても次第に定着・拡大しているが、本稿の最後に日本で特に留意すべき点を三つ挙げてみたい。

まずは日本における気候変動への危機意識が欧州などに比較して低いことである。それにはさまざまな社会的・歴史的な理由があるだろうが、現実に有力な環境政党もなく気候変動対応が主要政党の政策アジェンダの上位に挙がってもいない状況は、国民の意識の反映だと言うしかない（無論熱心な活動をしているグループや意識の高い若者が多いことは否定しない。あくまで社会全体の危機意識の総和である）。2050年カーボン・ニュートラルと2030年46%削減（2013年比）という目標は示されたが、いまだに具体的な政策的道筋が見えてこない。これでは対応しなければならない企業にとってもグリーンファイナンスを進める立場にとっても、手さぐりの状態が続いていると言わざるを得ない。そういった日本の状況下でもファイナンスとビジネスは国際的な競争上不利にならないよう、先進的な取り組みを追求しなくてはならない。だが、この世界の動きと国内意識のギャップはグリーン・シフトをめざす動きにとって時間とエネルギーを消耗させる要因となっている。

また政策面での遅れは突然の政策変更リスクをはらむものであることにも注意すべきである。この将来の政策変更リスクの最たるものはカーボン・プライシングである。排出権取引にせよ炭素税にせよ、人々や企業の行動に影響を与えるような水準のカーボン・プライシングの導入が必須であることは今やコンセンサスに近い。その導入の道筋は、低いプライシングからスタートするが長期にわたり確実に引き上げていくとい

う展望が示されることにより、企業の対応を可能にするベンチマークたり得る。他方その導入が遅れば遅れるほど、高い水準のプライシングから入らざるを得ないことにもなる。実は企業の側は内部的にカーボン・プライシングを導入することで、設備投資や研究開発の指標とすることが不可能ではない。しかし外部にあって企業比較をした上で投資判断をするファイナンスの世界においては、カーボン・プライシングの導入は投資の指針として最も有効なものとなる。ファイナンスに携わる側こそ、カーボン・プライシングの早期導入を強く支持する理由がある。

最後にブリュッセル情報の重要さを指摘したい。これまで述べてきたように、グリーンファイナンスの推進という点で、EUの諸機関が欧州企業と対話を重ねつつ積み上げてきた政策努力は圧倒的に重要であり、これからもこの分野で先頭に立っていくであろうことは間違いがない。日本の金融界も欧州情報の収集に傾注しているが、多くがロンドンをベースとしており、EUとの接触がやや希薄であるという点は関係者も認めるところである。EU発の1次情報とEU・域内金融関係者の肉声に触れることは、グリーンファイナンスの動向を探る上で欠かせない。（国際金融情報センターのブリュッセル事務所のレポートを含め）日本の金融界にはブリュッセル情報により注目してほしいものである。

#### 執筆者紹介



玉木 林太郎（たまき りんたろう）  
公益財団法人 国際金融情報センター  
理事長  
1953年東京生まれ。  
1976年東京大学法学部卒。  
同年旧大蔵省（現：財務省）入省。2007年  
財務省国際局長2009年財務官。2011年  
から2017年まで経済協力開発機構  
（OECD）事務次長。2017年10月より現職。