

2020年11月9日
No.2020-436

加速するサステナビリティ重視の 流れと政策上の課題

— 脱炭素に向けて金融市場の果たすべき役割 —

理事長 翁 百合

《要 点》

- ◆ コロナ危機により、特に環境面で、企業におけるSDGsへの達成貢献がグローバルに一段と注目されるようになった。コロナ感染が広がる中で、グリーンリカバリーの動きが欧州などを中心に広がっているが、日本でも菅総理の所信表明演説で2050年までのカーボンニュートラルが宣言され、環境と成長の両立に大きく舵を切る方向が示された。日本の2050年脱炭素の目標達成は容易ではなく、取り組むべき課題は数多くあるが、再生エネルギーの一層の活用を念頭に置いたエネルギー基本計画の見直し、脱炭素社会に向けたモビリティをはじめあらゆる産業でのイノベーションと投資の促進、持続可能なインフラ等の公共投資などにより、成長と環境を両立していく必要がある。
- ◆ グリーンリカバリーを実現し、脱炭素社会を構築していくには、様々な手法が必要となる。短期的にはコロナで打撃を受けた企業に対する政府支援と環境規制の組み合わせが考えられる。欧州などでみられるコロナ対策の政府支援の手法として興味深いのは、CO₂削減を実質的に企業に義務付けている国が多いことである。日本でも、政府系金融機関の大企業への支援などの際、環境規制を義務付けたり、消費者への環境対応商品購入へのインセンティブを工夫したりすることが求められる。
- ◆ また、今後改訂されるコーポレートガバナンス・コードにも、ESG要素を取締役会として一層考慮すべきことを記載していく必要がある。具体的には、経営陣がESG要素を考慮した経営戦略を立案し、独立社外取締役を中心とした取締役会が、サステナビリティ委員会などを設けるなどの取組により、そうしたESG要素が適切かどうかを監

督することが必要になるであろう。一層多くの企業が主体的に気候変動関連の情報開示に取り組む必要もある。

- ◆ ただ、本格的に脱炭素を目指す以上、企業統治の強化、直接的規制、補助金といった政府介入といった方法に加えて、環境負荷をプライシングしてその費用負担を市場メカニズムに組み込むこと、すなわち炭素税、排出権取引といったカーボンプライシングの適用拡大を中期的に検討していくことが必要になる。
- ◆ 金融市場でも同様に、CO₂ のような外部不経済コストを内部化する方向で、中期的に脱炭素社会への転換を促す役割を果たすことを検討してはどうか。もちろん外部不経済コストの正確なプライシングは難しいし、現状広がりを見せている ESG 投資の投資パフォーマンスとの関係は必ずしも明確でもない。しかし、市場規律を一層働くようにするには、ESG に関連する様々な実務のシステムティックな環境整備が必要であろう。例えば CO₂ 排出量などを反映した債券格付け、多くの評価機関による企業の ESG スコアの改善、環境関連情報開示基準の収斂、財務会計への環境要素の包含（ESG 会計）なども検討課題だ。これらの手法について時間軸を持ちつつ、総合的に検討を深める必要がある。
- ◆ サステナビリティの視点で、ダイバーシティについての企業経営者の意識を変えることも求められる。女性管理職比率、年代別正規社員比率、人材への教育・育成プログラムなどの開示を奨励して「見える化」することは効果があるだろう。投資家が人材という無形資産投資と企業価値向上との関係をより意識してエンゲージメント活動を行うなど、当該企業がダイバーシティの尊重に関心を持つことが期待される。また、環境問題と同様、ダイバーシティや従業員の働き甲斐、働き方などについて、サステナビリティの観点から取締役が意識を持ち、サステナビリティ委員会などで執行を監督していく必要もあるだろう。

日本総研『Viewpoint』は、各種時論について研究員独自の見解を示したものです。

本件に関するご照会は、理事長・翁百合宛にお願いいたします。

Mail_okina.yuri@jri.co.jp

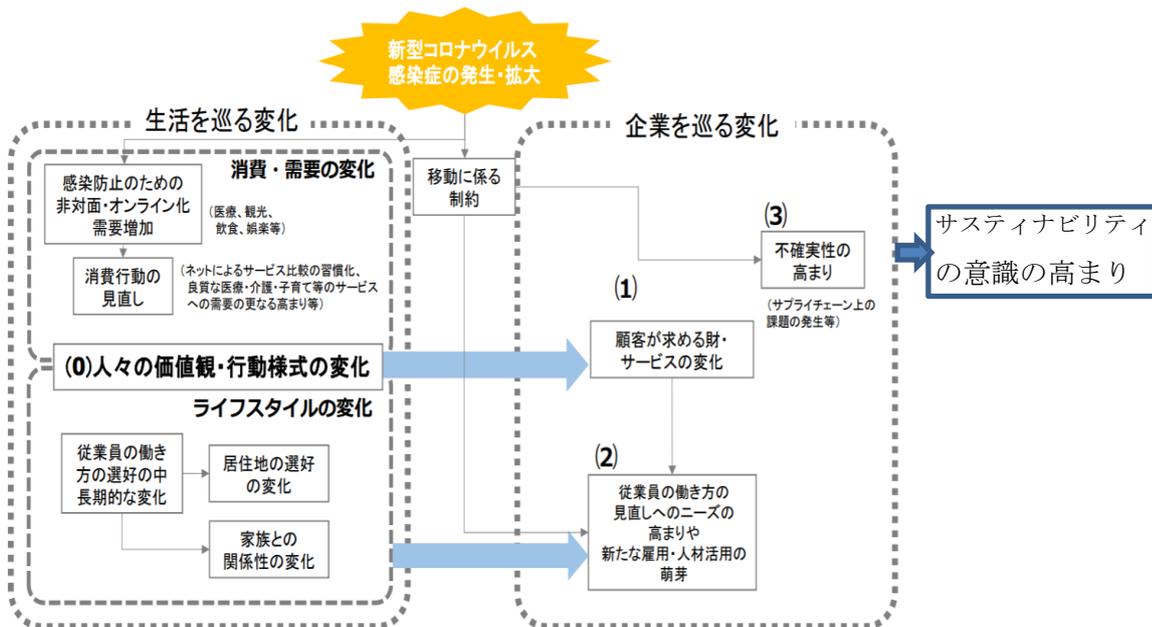
本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

はじめに—コロナで激変する企業を取り巻く環境

秋以降、欧州では新型コロナウイルス感染症の第2波がきわめて深刻な状況となっている。コロナ感染拡大は、今後もかなり長い間、世界の人々の生活や経済に影響を与えることが明確となりつつある。こうした状況により、人々の価値観が変わり始めており、日本でも社会課題重視、ワークライフバランス重視の方向へ大きく変化している。これを受けて、企業も長期的にサステイナブル（持続可能）な社会と地球に整合するビジネスモデルの構築が一層求められるようになってきている（図表1）。

コロナ危機により、特に環境面で、企業の本業における一層のSDGs¹への達成貢献がグローバルに注目されるようになった。この背景には、新型コロナウイルス感染症が環境破壊により生物多様性が保護できなくなった結果として出現したと受け止められていることや、都市の人口密集への不安が大きくなっていることがある。同時に、特に日本では、企業内のダイバーシティ（多様性）の確保の重要性にも社会の関心が高まっている。これは、リスクの顕在化により、企業のレジリエンスや変化への対応力、創造力という観点で、日本企業に乏しい多様性の確保が改めて注目されているからと考えられる。

（図表1） コロナ後の経済社会の変化と企業の改革の方向性



（資料）金融庁資料に加筆

グローバルにみると、コロナ感染が広がる中でグリーンリカバリー（コロナ危機で停滞した社会を気候変動を抑制し生物多様性を保護して立て直すという考え方）というコロナからの復興戦略を環境保全と結びつける動きが一斉に広がっている。日本では10月26日の菅総理の所信表明演説で

¹ Sustainable Development Goals, 2015年9月に国連サミットで採択された持続可能な開発目標、2030年の世界に望まれる状況と17の目標について必要施策を示したものの

2050年までにカーボンニュートラル²、温室効果ガスの排出量ゼロ（以下、脱炭素）社会の実現が宣言され、環境と成長の両立に大きく舵を切る方向が示された。世界では既に120を超える国々が2050年脱炭素社会実現に賛同している。米国もバイデン新大統領誕生で環境政策は一変するだろう。

以下では主に、グリーンリカバリーを通じた脱炭素社会の構築や、ダイバーシティの確保について、コロナ後の新しい日常（ニューノーマル）で求められる政策手法、コーポレートガバナンス改革、金融市場整備の視点から求められる課題などについて検討したい。

1. 環境重視の復興と成長へ

グローバルにみたコロナ後の成長戦略

欧州では早くから気候変動問題に取り組んでいたが、コロナ禍を機に一気に更なる舵を切っている。既に2019年に決定された「欧州グリーン・ディール」は「2050年脱炭素社会の実現」を拘束力のある目標とし、EUの新たな成長戦略と位置付けられている。気候問題の解消や、循環型社会の構築で先手を打ってリーダーシップを発揮することにより、持続可能な成長の実現に結び付けることを目指している。さらにコロナ禍の下、欧州各国がグリーンリカバリーへの取組を加速していることに加え、EUが7月にコロナ危機からの経済社会復興のために創設を決めた7500億ユーロの復興基金「次世代EU」も、約4割が環境対応に充当されるという。復興基金が加わることで、EUの戦略推進、気候変動対策実現のための原資は拡大したとみることができる。

例えば欧州で太陽光、水力、風力などの再生エネルギーへのシフトは従来から進んでいたが、最近になり加速しているのは、再生エネルギーなどを活用した水素エネルギーへの官民あがりの取組である。ドイツは6月に、EUは7月に水素戦略を出し、民間大手企業の研究開発など取組が本格化している³。中国も2060年までのカーボンニュートラルを宣言したほか、「中国製造2050」においても「グリーン製造の全面的推進」を掲げており、再生エネルギー投資では世界をリードしている。

2050年脱炭素社会実現と成長は両立するか

日本も、世界の動きもみながら環境重視の成長戦略を構想し、グローバルな動きと協調してグリーンリカバリーを推進する必要がある。現在、日本のエネルギー電源構成は、化石燃料（LNG38%、石油7%、石炭32%）が77%を占め、再生エネルギーはまだ17%に過ぎない（残りは原子力6%）。日本の2050年脱炭素の目標達成は容易ではなく、取り組むべき課題は数多くあるが、まず必要なのは、再生エネルギーの一層の活用を念頭に置いたエネルギー基本計画の見直し、加えて脱炭素社会に向けたモビリティをはじめとするあらゆる産業でのイノベーションと投資の促進、持続可能なインフラ等の公共投資などであろう。

脱炭素に向けた対応は企業にとって投資額も高むため、躊躇する経営者もいるかもしれない。しかし、環境に配慮しないサービスや商品を生産・販売する企業は世界の人々から受け入れられなくなるだろう。また、経済成長全体の視点からは、脱炭素への取組は燃料コストを上昇させる可能性があることから、国民負担を増加させ、産業競争力を低下させるという見方もある。しかし、日本経済全体の成長の視点からみても、企業の再生エネルギー投資等への取組は雇用を生む方向に作用す

² 地球上の炭素（カーボン）の総量に変動をきたさない、CO₂の排出と吸収がプラスマイナスゼロになるようなエネルギー利用の在り方、システムの社会実装。

³ 足達[2020]参照。

る可能性があるほか、イノベーションを誘発する可能性、さらに脱炭素の取組が付加価値生産性を生む可能性もある。

この点で参考になるのは、京都大学の諸富徹教授の分析である⁴。これによれば、業種ごとの炭素投入量1単位当たりの生産性、いわゆる「炭素生産性」と当該業種の総資本営業収益率（ROA）をみると、日本にはこれらが両方低い炭素集約型の素材産業などが存在している。そうした業種の産業構造転換を促し、収益率が高く脱炭素化が達成できる領域へシフトさせ、脱炭素化を後押ししながら付加価値向上を促す成長につなげることが可能としている。いずれにせよ、環境重視と経済成長を両立する方向で実現をしていくような戦略が求められる。

2. グリーンリカバリーと脱炭素社会構築への課題

それではグリーンリカバリーを実現し、脱炭素社会を構築していくには、具体的にどのような手法で企業行動を促し、支援していくべきか。様々な手法があり得るが、ここでは、コロナで打撃を受けた企業に対する短期的政府支援の在り方、コーポレートガバナンス、スチュワードシップ・コードの対応、加えて、中期的に金融市場での市場メカニズムを活用する方法の検討などの論点を取り上げる。

（1）政府によるコロナ支援に環境対策を義務付け

グリーンリカバリーのためには今後多額の政府支出、支援が必要になる。コロナ支援にも現状多くの資金が必要とされているから、財政制約のある中、コロナ支援と組み合わせて企業への環境対応の規制を義務付けることは有効な政策である。

欧州などのコロナ対策の政府支援の手法として興味深いのは、CO₂削減を実質的に企業に義務付けている国が多いことである。たとえば、オーストリア航空、エアフランスなどの航空会社に対する政府支援の際の条件がCO₂削減となっている（国内線の縮小やCO₂排出の少ない燃料の使用など）。カナダでも、大企業に対する政府支援の条件としてCO₂削減方法の開示を求めている。

一方、ドイツは、コロナ後に付加価値税の半年間の減税に加えて、環境対応自動車の購入補助金を増額し、消費者に購入インセンティブを付している。このため付加価値税減税スタートの7月のEV及びPHVの新規登録が前年比約3倍と大幅に伸びるなど、環境対応と経済成長を一気に進めるトリガーとなっている⁵。

日本でも、当面のコロナ対応として、政府系金融機関による大企業支援にあたって環境対策を義務付けたり、消費者への環境対応商品購入へのインセンティブを工夫したりすることが求められる。

（2）資本市場からの規律の強化

ステークホルダー資本主義の意味

また、コーポレートガバナンスの視点では、2020年初の世界経済年次フォーラム（ダボス会議）で、短期的な収益だけを求めるのではなくサステナビリティを重視し、従業員をはじめ消費者、取引先等利害関係者など全方位に配慮するステークホルダー資本主義が中心議題として取り上げられたことが話題になった。コロナ禍を契機に個々人の生命や環境に対する意識も変化しており、企

⁴ 諸富[2020]参照。

⁵ 翁[2020]参照。

業は一層環境への配慮、持続可能性について経営上認識する必要性が出てきており、このことは投資家にも共有されつつある。

ただし、ステークホルダー資本主義という考え方は、企業が利益の追求を止めることを意味するものではない。キャッシュフローを稼ぐことが中心になるのは従来通りであり、それによって初めて新たなグリーン投資が可能になることには留意する必要がある。長期的に企業が社会と地球の持続可能性と整合するような SDGs に沿った経営とは、「ステークホルダー資本主義」のステークホルダーに若者や子どもたちを明確に位置付けつつ、収益をあげ続けていく経営であることを意味している。

コーポレートガバナンス上必要な視点

2020 年に入り、英国に次いで日本の機関投資家が参照するスチュワードシップ・コードにおいても、ESG 要素⁶を考慮する項目が入ることとなった。この動きは世界を持続可能にする目標 (SDGs) と同じベクトルを向くものである。日本の機関投資家も、特に長期の投資にあたって気候変動問題への関心が高まっているが、今後一層脱炭素に向けた動きに関心を寄せ、企業の長期的企業価値の向上、持続可能性との整合をモニタリングし、対話をしていく必要がある。

今後改訂される企業が参照するコーポレートガバナンス・コードにも、ESG 要素を考慮すべきことをさらに踏み込んで記載していく必要がある。具体的には、経営陣が ESG 要素を考慮した経営戦略を立案し、独立社外取締役を中心とした取締役会が、そうした ESG 要素が適切かどうかを監督することが必要になるであろう。米国 S&P や英国 FTSE100 の企業では、その約 3 割が取締役を構成員とする「サステナビリティ委員会」が設けられ、そうした役割を担っている⁷。日本においても、取締役の意識改革も含めて対応が急がれる。

金融安定化の視点からの当面の政策課題

また、金融安定化の視点から取組が始まった企業の気候変動関連の情報開示も、一層の広がり内容の充実が急がれる。日本企業の TCFD⁸への対応は、2020 年 10 月時点で 314 社となっており（世界全体では 1484 社が賛同しており、日本企業の数が多い）、金融機関以外の企業も多く含まれている。気候変動のリスクについては、金融安定化の観点から金融規制監督当局や中央銀行も大きな関心を示しており、たとえば欧州などでは、金融規制についても環境適合性の要素を入れていこうという動きも出てきている。

これらの動きは、気候変動のリスクを特定し、どのように管理していくか、ということが主軸のアプローチであるが、さらに中期的に脱炭素を実現するためには、さらに踏み込み、環境問題という外部不経済の内部化を図り、システム全体の転換をどう図るかを検討する必要性が出てくる。

⁶ Environmental, Society and Governance aspects:投資家が企業の社会的責任を分析評価する際の着眼点、具体的には環境、社会、ガバナンスの 3 つの要素、2000 年代半ばから論じられるようになっている

⁷ 山田[2020]参照。

⁸ G20 の要請により金融安定理事会 (Financial Stability Board) によって設立された TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures、気候関連財務情報開示タスクフォース) で、企業等に対して気候変動リスクや機会に関するガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標について開示することを求めている (翁[2018]参照)。

(3) 脱炭素社会構築に向けて一市場メカニズムの活用に向けた検討課題

カーボンプライシング

環境問題は、外部不経済の代表的なものであり、市場に任せるだけでは、最適な資源配分を実現することはできない。この問題の解決にあたっては、地球規模の問題であるだけに、直接的規制、補助金といった政府介入ももちろん必要になるが、同時に環境負荷のコストを明示的に考え、その費用負担を市場メカニズムに組み込む方向で考えることが有効である。こうした点で、各国で導入、または導入が検討されているのはカーボンプライシングである。

まず、CO₂排出の外部不経済を内部化するには、カーボンプライシング（炭素税、排出権取引）⁹によってこれを市場化する方向で検討することは重要である。カーボンプライシングは、すでに世界で 42 の国、25 の地方政府が導入または導入を検討するなどの動きがある。現時点では因果関係は明確ではないが、多くの国で炭素価格の引き上げを伴いながら、炭素生産性や一人当たり GDP を向上させている、との指摘がある（環境省[2019]）。日本では 2012 年より地球温暖化対策税¹⁰が導入されているが、その税率は低く、追加的な施策が検討されることになるだろう。ただ、CO₂を排出する化石燃料等への追加的な課税を行えば、燃料価格を上昇させ、その負担が企業や低所得層に求められる可能性があることや、相対的にエネルギーコストの低い国に生産を移管してしまう問題を発生するなど様々な論点がある。環境省[2019]に示されているように、考慮すべき、また実現に向けた論点は多いが、議論の深まりと導入に向けた検討が必要となる。

金融市場での外部不経済コストの特定は可能か

金融面でも同様の方向で中期的に検討する必要があると思われるのは、環境負荷という外部不経済コストを創出している企業に対して対応を促し、適切な資源配分を実現するような環境整備である。国連の推計（UNEP FI [2011]）によれば、2008 年段階の温室効果ガスの外部不経済コストは世界の GDP の 7.8%、低成長を続けた場合で 2050 年には 12.93%になると推計している。また、中規模以上の上場企業 3000 社が温室効果ガス以外も含めた外部不経済の 35%を毎年作りだしており、また温室効果ガスの原因を排出している業種は例えば電力、石油ガスなど偏りがあることも示している。そして、そのコストは現状機関投資家などが保有していることを指摘している。受託者責任を果たすべき投資家がそうしたコストやリスクを抱えたままであることは問題であり、原因創出企業への負担転嫁という方向で環境問題の解決を図る必要がある。

そうした外部不経済に伴うコストを内部化することは、原因創出企業の CO₂ 排出などの「外部不経済」分が、エクイティや負債調達コストに反映される（具体的には、将来キャッシュフローを押し下げて株式のリターンを縮小する、リスクプレミアムが負債の調達コストに上乘せされる等）ことを意味する。当該企業は、調達コストの上乗せは避けたいから、環境対応を進めることになるだろう。企業の中取締役による経営監視や、投資家によるエンゲージメントや議決権行使で望ましい経営執行を実現するとともに、一体として金融市場からも経営の改革を促すよう効果的な対応が促されることが望ましい。ただ、その外部不経済のコストを正確にプライシングすることはきわめて

⁹ これら 2 つはいわゆる明示的カーボンプライシングと呼ばれるものである。このほかの「暗示的炭素価格」として、エネルギー課税、規制の順守コストなども含めて議論されることもある（環境省[2019]）

¹⁰ 全化石燃料に対して 289 円/tCO₂。

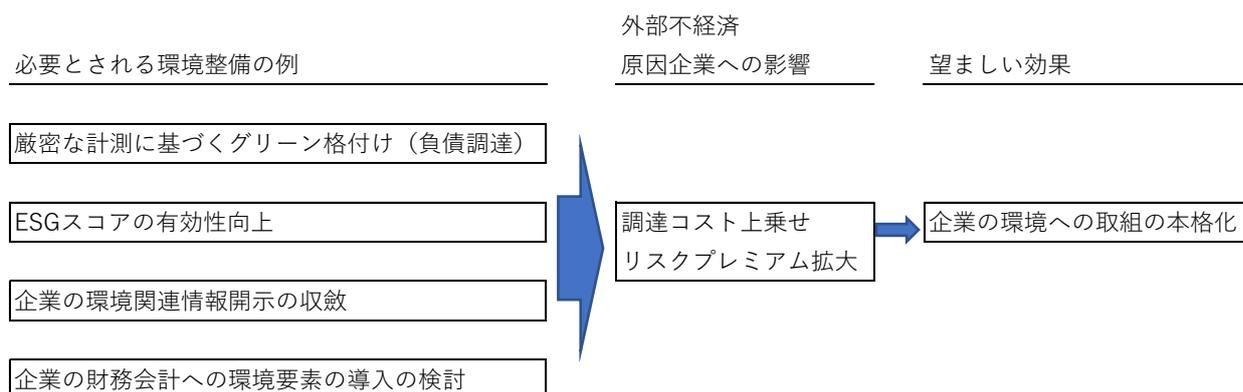
難しい。市場規律もより活用して環境改善を実現するにはどうすればよいだろうか。

ESG 投資を巡る現状と今後の課題

現状、機関投資家の ESG 投資のパフォーマンスをみると、企業価値の向上に結び付き、企業の資金調達コストを下げる方向に作用するといった指摘は多い。しかし、銘柄選定のためのスクリーニングコストが発生することや、投資家は通常ポートフォリオ運用をしているが、ダイベストメント（投資撤退）のために、投資対象銘柄数が少なくなりリスク分散が行えず、かえってリスクが高くなることも指摘されている¹¹。また、ESG のパフォーマンス評価は、①企業の ESG に対する取組や効果の度合い（CO₂ 削減の程度など）に加えて、②様々な ESG 評価機関による ESG スコア、③ ESG 情報開示についてのスコアなどがあり、②や③は、機関によって評価の手法や重点などは区々である¹²。

こうした評価が企業に対してさらに効果のある規律として機能するためには、これらのスコアがより正確に企業の取組や、CO₂ 排出の外部不経済コストなどを反映することが必要となる。また、企業における環境関連の財務情報開示基準等も乱立しており¹³、複雑で比較可能性が確保されていないなど、機関投資家から懸念する声も聞かれるところである。

（図表 2） ESG 投資を巡る環境整備の課題



（資料）筆者作成

したがって、金融市場メカニズムも活用して脱炭素を支援する方向を目指すには、GPIF などのユニバーサルオーナーとともに、機関投資家が外部不経済コストの特定や評価、そのリスク削減についてより関心を持つこと、ESG の取組の効果（たとえば CO₂ 排出量）などを厳格に反映した債券格付けを検討する¹⁴こと、数ある評価機関の ESG スコアがより企業の環境負荷の実態を表す方向で

¹¹ 湯山[2020]参照。

¹² FTSE ESG Rating, MSCI ESG Research, Bloomberg ESG 開示スコアなど多数。

¹³ GRI スタンドアード、CDP 質問票、国際統合報告フレームワークなど多数。

¹⁴ 例えば、R&I はグリーンボンドアセスメントを実施しているが、総合的な評価となっている。具体的には、GA1~GA5 に符号の符号を付して評価をしているが、その評価基準は、調達資金の用途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティング、発行体の環境活動となっている。JCR も同様のグリーンファイナンス評価手法を公表しており、調達資金の用途を確認し、発行体の管理、運営、透明性などを総合的に評価している。吉野[2020]もグリーン格付けの

有効に機能するよう検討することや、環境要素を財務会計基準に反映すること（いわゆる ESG 会計¹⁵⁾、さらに開示基準も整合性をとっていくこと、などの体系的な ESG 実務の環境整備が必要になるだろう（図表 2）。

インパクトファイナンスの意義

近年注目されているインパクトファイナンスについて、どう評価すべきだろうか。インパクトファイナンスとは金銭的リターンと並行して社会的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資のことをいう。現状社会的インパクトや公益的価値をどのように評価するか、その評価手法の模索や、どのような要素（環境（E）要素のみならず、社会（S）要素も）を考慮するかという検討を始めている日本企業も少なくない。

インパクトファイナンスは、環境分野でも期待されており、現在、環境省で本格的な検討が始まっている。環境分野のインパクトファイナンスとは、財務的リターンと環境社会へのポジティブインパクトを両立する投融資を意味している。こうした投資が一層伸びていくことは望ましい。これらの投資について、KPI などでポジティブインパクトを測定して開示し、社会的インパクトが高ければ、そのファイナンスを政策的に推進すべきであると号令をかけても、それだけでは金融機関の投融資が大きくなり、環境重視への流れを変えられない懸念がある。むしろ、前述のように、投融資の社会的インパクトの正と負の評価が不可欠という考え方が定着することが大事であり、それがよりリスク、リターンの見直しにつながっていく方向になれば、サステナブルな形で最適な資源配分が行われることになり、インパクトファイナンスの取組の意義は一層明確になるだろう。

グリーンスワンを回避するためのさらなる課題

国際決済銀行（BIS）は、2020 年 1 月に、カーボンバジェット（世界平均気温の上昇を 2 度以内に抑制するために抑制が必要とされる CO2 排出量）の考え方に立ち、化石燃料が使用できなくなれば、極めて大きな座礁資産（価値が大きく毀損する資産）が発生し、これが今までの金融危機の規模をはるかに超える国際的な金融危機を引き起こすとして、こうしたグリーンスワン（green swan、気候版ブラックスワン）への警鐘を鳴らすレポートを出している¹⁶⁾。

このレポートでも、そうしたグリーンスワンが訪れることがないように、地球温暖化への取組を進める必要性を強調しているが、第 1 段階としてのリスクの特定と管理、そのための企業の気候関連情報開示、第 2 段階として時間軸を意識しつつ外部不経済の内部化、そのための炭素税や本稿でも指摘したような投資家による ESG 実務の体系化が必要であることについて述べている。しかし、同報告書は、中長期的にはそうした外部不経済の内部化でも不十分であり、さらなる構造的な改革や環境に配慮した財政政策・金融政策・金融機関に対する規制監督政策のポリシーミックスなど、

精緻化を重視している。

¹⁵ ドイツの BASF、ボッシュ、ドイツ銀行、米国フィリップモリス、スイスのノバルティスなど欧米韓の 8 社が、2022 年に環境、社会への影響を企業間で比較できるような会計基準を導入する動きもある。監査法人 4 社も支援して議論が進められている。

¹⁶ BIS[2020]。ブラックスワンとは市場で事前に予想できない極端な現象が発生し、広範囲に多大な影響を与える事象のこと。2006 年にナシーム・ニコラス・タレブが刊行した書籍「ブラックスワン」が語源となっている。同報告書は、グリーンスワンはブラックスワンよりも確実性が高く、影響は深刻で、複雑さも高次であり、予測不可能であることなどを指摘している。

広い分野からのあらゆる検討が必要となることを指摘しており、示唆に富む（図表3）

（図表3）気候温暖化への対応に向けた今後の金融面からのアプローチ

		政府、民間企業、社会としての課題	(参考) 中央銀行・監督当局の課題
第一段階	気候関連リスクの特定と管理 リスクに焦点をあてるアプローチ	気候関連リスクの企業による情報開示 (自主的・義務的)	健全性規制への組み入れ 金融システム安定化の視点からのモニタリング
→方法論的な限界、システム全体の転換が行われない問題			
第二段階	外部性の内部化 時間軸に焦点をあてるアプローチ	カーボンプライシング 民間部門のESG実務の体系化	ESG資産を中央銀行のポートフォリオに組み入れ 金融安定化に向けたサステイナブルな手法の探索
→中央銀行だけが個別に検討する限界、外部性の内部化の限界、社会経済システムの構造転換には不十分			
第三段階	包摂的な低炭素社会への構造転換 不確実で複雑な状況に対するレジリエンス に焦点を当てるアプローチ	グリーン財政政策 ポリシーミックスの工夫 企業会計への反映 気候安定が公共財として国際金融システムで尊重され支持される	ポリシーミックス 気候と社会経済システムの相互作用についての把握 国際金融システムの改革

（資料）BIS[2020]49 ページの Table3 を筆者が簡素化・修正して作成

日本における 2050 年脱炭素という目標も、現行の政策の延長線上では実現は不可能であり、あらゆる分野で踏み込んだ新たな施策を、時間軸を踏まえて実行に移していくことが必要であろう。

3. 企業のダイバーシティ確保への課題

（1）企業のレジリエンスとダイバーシティ

サステナビリティは気候変動という環境との関連で現在グローバルに注目を浴びているが、国連の掲げる SDGs の 17 目標には、ジェンダー平等や働きがいと経済成長といった項目も入っている。内閣府に設けられた「選択する未来 2.0」懇談会は、中長期ビジョンを検討し、2020 年骨太の方針にも反映されているが、その中間報告(2020 年 7 月公表)はコロナ後の社会課題を整理している。そこで底流している考えは、サステナビリティ（持続可能な社会）である。

中間報告のとりまとめにあたって、内閣府では 1 万人のアンケート調査を実施した。実施時期は 5 月末から 6 月初であったが、そこでは突然のリモートワーク生活で、人々に大きな意識変化が起こったことが確認されている。人々は柔軟な働き方を求め、ワークライフバランスを重視するようになり、密集した都市を離れ地方への移住希望も若い人たちに増えている¹⁷。加えて、日常生活で当たり前で変わらないと思っていたことが、やってみれば変えられる、今こそ生活の在り方を変えていこう、という意識も芽生えている。

中間報告では、こうした人々の意識変革を確認したうえで、「新型コロナウイルス感染症による危機を社会変革の契機と捉え、日本社会を 10 年前前進させる改革を一気に進める。今が選択の時。次の機会はもうないと考えるべき」と提言している。特に今回の危機により、企業にとって改めて予見不可能な大きなリスクが多いことが認識され、レジリエンスを意識した企業経営が求められている。どのようなリスクが顕在化しても、変化への対応力、激変する環境において新しい戦略を描ける創造力が必要で、そのためには企業内でも多様性のある人材を確保し育成することが欠かせない。

¹⁷ 内閣府[2020]

(2) 無形資産としての人材と企業価値

ダイバーシティで問われる働き方改革

日本企業の多くはまだ年功序列で、経営層（取締役、執行役員クラス）の中心は50～70代男性¹⁸であるが、前述の通り、ダイバーシティの確保は企業にとって社会的責任というだけでなく、企業価値を向上させるための経営戦略としても重要になっている。そうした点について、企業経営者の認識が深まっていないならば問題である。「ダイバーシティ、多様性」というのは、男女のジェンダーだけでなく、年齢、国籍、その人の就学、職業人生などのバックグラウンド、出身地や居住地など、様々な属性を含めたものである。

ダイバーシティの確保に向けて、政府が企業経営者の意識を変えることはなかなか難しいが、たとえば女性管理職比率の目標設定などは、企業経営のメルクマールとしての大きな意味を持つ。ただ、日本の場合、それだけでは進まない状況にある。日本でも2020年女性管理職30%を掲げてきたが、現状女性管理職の比率は11.8%(2018年)であり、世界経済フォーラムが作成するジェンダーギャップ指数も153位中121位と極めて低く、諸外国の状況と大きな格差がある。

女性管理職の増加という点では、そもそも男女を問わず働きやすい職場であるか、が問われる。前述の中間報告でも、M字カーブは解消されつつあるが、女性正規社員比率が20代でピークを迎え、年齢とともに下がるという問題が指摘された。近年は取締役会については多様性が意識され、女性社外取締役も増えており、そのこと自体は評価すべきことといえる。ただ、女性管理職を増加させるには、社外取締役だけでなく、内部からの昇進が増え、執行役員や部課長などが増えることが望ましい。そのためには、希望する人がみな正規社員として家庭生活と仕事を両立しやすい環境を企業が用意することが必要になる。

コーポレートガバナンスで必要な視点

また、そもそも潜在能力のある多様な人材を生かしきれない組織であれば、競争力の観点から大きな問題であり、人材を育成し、その能力を生かしつつ、企業としての付加価値生産性を上げ、持続的な企業価値向上を目指す必要がある。そのためには、年功序列という尺度ではなく、社員が能力と成果によって公正に評価され、活躍の場があり、多様な働き方が認められる職場となっているか、が重要であり、企業価値向上に結びつく無形資産投資が行われているか、というコーポレートガバナンスの文脈で議論される必要があると思われる。

このように考えると、企業経営者の意識を変えるうえでは、たとえば、女性管理職比率、年代別正規社員比率、人材への教育・育成プログラムなどの開示を奨励して「見える化」することは効果があるだろう。特に日本企業の場合は、社員の柔軟な働き方が可能な制度の採用や男性育休の取得率なども「見える化」が必要であり、投資家がエンゲージメントの際に議論するなど、当該企業がダイバーシティを尊重しているかについてより関心を持つことが期待される。また、環境問題と同様、ダイバーシティや従業員の働き甲斐、働き方などについて、サステナビリティの観点から取締役が意識を持ち、サステナビリティ委員会などを設けて執行を監督していく必要もあるだろう。

¹⁸ TOPIX100 (100社) S&P100 (98社) FTSE100 (77社) の2018年度の取締役の年齢別比較は、日本は社内62.1歳、社外66.9歳、米国は社内60.5歳、社外62.7歳、英国は社内55.7歳、社外61.2歳、CEOは日本61.9歳、米国58.7歳、英国54.4歳である(山田[mimeol])。

終わりに

ウイズコロナ、アフターコロナで経営環境が大きく変わる中、デジタル化が広がり、事業再編による選択と集中、「両利きの経営」（既存事業の探索をしながら、新規事業の可能性を追求）がますます重要になっている。新しいビジネスモデルの模索にあたっては、政府から公表された事業再編実務指針にも指摘されていた事業毎の資本コストの検討に加えて、戦略性やサステナビリティの要素などをどのように取り込むのかを一層意識していく必要があるといえよう。さらに、そうした戦略性とサステナビリティの要素を含めて、企業はしっかり企業価値向上の道筋を投資家に説明できる必要がある。

以上のように、コロナによる打撃に加えて、DX といったコロナ禍によって加速された大きなうねり、そして一段と注目されるようになった環境問題への対応、ダイバーシティ確保という要請に対して、日本企業は、事業戦略やビジネスモデルそのものを大きく変革することが求められている。しかし、換言すれば、SDGs に沿った長期的な企業価値向上を目指すならば、環境問題への積極的な対応、多様な人材への投資と働きやすい環境整備、DX といった方向へ大胆に経営を改革していかないと、企業自身の存続が危ぶまれる可能性がある。そうした危機感を持った議論が企業の取締役会でも、また企業と投資家との間でも進展することが期待される。

現在の私たち人類の立ち位置は、これから大きく変化する脱炭素社会のまだ入口に立っているにすぎない。日本でも、コロナ禍が、なかなか変わらない硬直的な社会に警告を発したと謙虚に受け止め、これを奇貨として様々な改革を進めていく必要がある。

参考文献

BIS [2020] "The Green Swan: Central Banking and financial stability in the age of climate change"

Stiglitz, J.E. [2020] "How to Recover Green" Project Syndicate 2020.9.28

UNEP Financial Initiative [2011] "Universal Ownership: Why environmental externalities matter to institutional investors"

Yoshino, Taghizadeh-Hesary and Otsuka (2020), "COVID-19 and Optimal Portfolio Selection for Investment in Sustainable Development Goals", Finance Research Letters,

足達英一郎 [2020] 「水素社会へ加速する欧州 道筋描けず遅れる日本」日本経済新聞 2020 年 9 月 18 日

翁百合 [2020] 「ドイツのコロナ対策から何を学ぶか」NIRA 総研オピニオンシリーズ

— [2018] 「ESG 推進と金融システムの役割」日本総合研究所ビューポイント No.2018-006

環境省 [2020] 「インパクトファイナンスの基本的考え方」

— [2019] 「カーボンプライシングの在り方に関する検討会」とりまとめ

経済産業省 [2020] エネルギー基本政策分科会資料

— [2020] 事業再編実務指針

内閣府 [2020] 「選択する未来 2.0」中間報告

諸富徹 [2020] 「日本資本主義とグリーン・ニューディール」『世界』2020 年 6 月号

— [2020] 「選択する未来 2.0」発表資料

山田英司 [mimeo] 「米英日上場企業の取締役の属性比較分析」

— [2020] 「コロナで変わる取締役会」日経 ESG 2020 年 12 月号

湯山智教[2020]『ESG 投資とパフォーマンス』金融財政事情研究会

吉野直行[2020]「SDG 投資、ESG 投資、グリーン投資と最適ポートフォリオ選択」公益財団法人日本法制学会ホームページ