

基礎研 レポート

責任投資: 約束から行動へ

—— PRI in Person 2023 東京大会の様相 ——

日本生命保険 調査部 ESG 投融資推進室

木村武(編集責任者、日本生命保険執行役員・PRI 理事)

熊谷任明、坂本勇輝、高瀬俊史、楯琴佳、林宏樹、林裕太郎、山根真帆

【要旨】

- PRI in Person 2023 が10月に東京で開催された。昨年来、米国では共和党寄りの州において、反 ESG の動きが勢いを増す中、「この先、ESG 投資がどのような影響を受けるのか」、その関心は米国内外で高まっていた。そうした状況も重なり、今年の PRI in Person は、投資家にとって重要な意見交換の場になった。
- 東京大会のテーマは「約束から行動へ」。参加した投資家らは、サステナビリティ・アウトカムの形成に向けて、投資実務への具体的な落とし込みに伴う課題を中心に議論した。サステナビリティ課題が全体として高度化・複雑化していく中で、現実的なソリューションを見出すための投資家による取組みや試行錯誤の様子が伺われた。
- 米国の反 ESG の影響については、投資家にとって透明性と説明責任がより求められるようになった結果、そのことがむしろ受託者責任の基底の強化に繋がっているというポジティブな見方が示され、多くの参加者から共感を得た。長期の機関投資家にとって、ESG の考慮が受益者の最善利益に不可欠であることが改めて強調された。
- また、サステナビリティ課題が気候変動から自然・生物多様性、人権、公正な移行へと様々な分野に広がっていく中で、投資家間の協働の重要性が従来以上に高い関心を集めた。このほか、政策当局の規制や公共政策が責任投資領域に及ぼす影響の大きさを踏まえ、投資家によるポリシー・エンゲージメントの重要性を指摘する投資家も多くなった。
- 各国政府の取組みに対する投資家の期待が高まる中、今回の東京大会では、日本政府の責任投資に対する力強い支持がひと際目立つものとなった。岸田総理が登壇し、サステナビリティ・アウトカムへの支持を表明したほか、7つの公的年金基金が PRI 署名の準備に入ることも表明した。米国で反 ESG の動きが勢いを増す中で、日本政府が ESG・サステナビリティに対してぶれない姿勢を明確に示したことは、グローバル投資家にとって力強いメッセージとなった。

1—— Moving from commitments to action

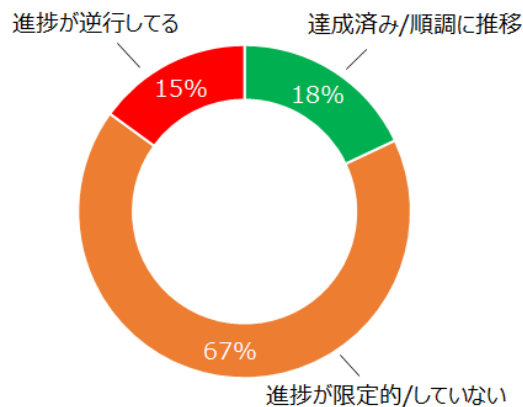
PRI in Person は、PRI（国連責任投資原則）が主催する年次コンファレンスで、ESG 投資業界における世界最大級のイベントである。今年は、10/3～5 日に東京で開催された¹。日本での開催は初めてのことであり、世界中から投資家を中心に約 1,400 人が集まった。

PRI in Person がグローバル投資家から注目されるのは、今後の ESG 投資・責任投資のトレンドを先読みするうえで重要なイベントだからだ。投資家が様々な意見を出し合い、議論を通して、今後の課題や進むべき方向性を互いに確認する場になっている。

今年の PRI in Person のテーマは、「約束から行動へ (Moving from Commitments to Action)」。PRI は、何故このテーマを設定したのか。

それは、大きな危機感による。SDGs が 2030 年までに達成すべきグローバル目標として国連総会で採択されたのが 2015 年。2023 年は丁度折り返し地点である。しかし、SDGs 達成の中間ラップをみると、2030 年の目標達成に向けて順調に進んでいるターゲットは、(17 の目標に基づく 169 のターゲットのうち) 18%に過ぎず、7 割弱のターゲットは殆ど進捗していない (図 1)。そして、15%のターゲットは目標からむしろ遠のいている状況である。このため、2030 年の目標達成を目指すとなると、これから残り 7 年間で、グローバル社会は相当なペースで進捗させなければならない状況になっている。

図 1. SDGs の 2030 年達成に向けた進捗状況



(出所) SUSTAINABLE DEVELOPMENT REPORT 2023, Sustainable Development Solutions Network

投資家は、ネットゼロの目標を立て企業のサステナビリティ経営を後押しし、持続可能な社会を目指してきたが、それが十分な成果に繋がっていない。目標を立てる——ネットゼロにコミット・約束する——だけではなく、その約束は具体的なアクション・行動によって裏付けられなければならない。PRI は「行動を見える化する、行動を定量的に示す」ことを投資家に呼びかけるために、今年の PRI in Person のテーマとして、「約束から行動へ」というテーマを設定した。

PRI in Person の開会挨拶で、PRI/CEO の David Atkin 氏は、投資家による行動の緊急性 (a sense

¹ 昨年の PRI in Person はバルセロナで開催された。その模様は下記レポートを参照。

木村武、高瀬俊史、徳重亨、林宏樹、三木さやか「[これからの時代の責任投資——PRI in Person 2022 バルセロナ大会の模様——](#)」基礎研レポート、2023 年 1 月 11 日

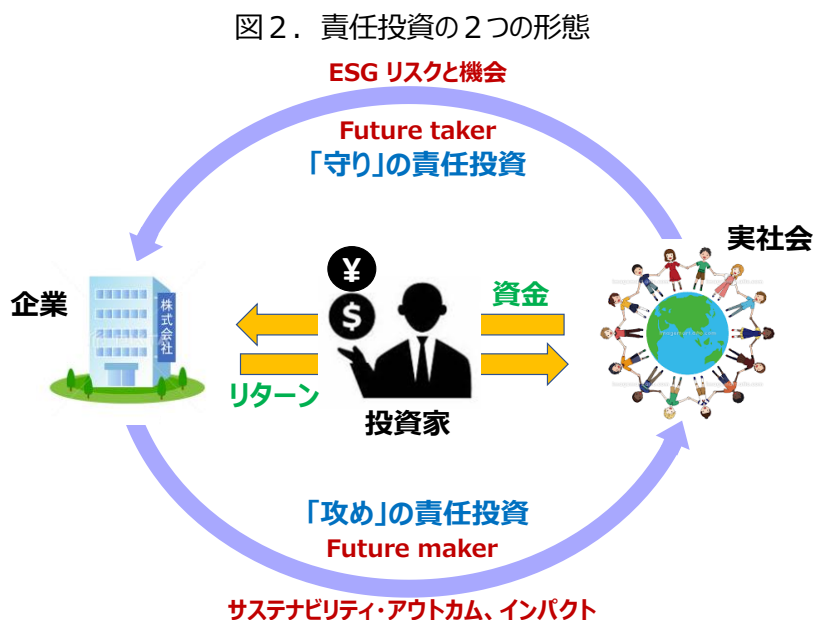
of urgency) について、以下のように述べている。

- ・ 責任投資はいつも順調に進むわけではなく、課題も多いし、面倒で負担も大きい。しかし、放置していても危機は消えない。状況は悪化し、これまで以上にコストは嵩んでいくだけだ。
- ・ 国連 Guterres 事務総長の “We need more ambition. We need more action. And we need it now!” という発言が今以上に当てはまる時はない。

2——責任投資アプローチの根本的变化

責任投資は今、転換点にある。これは、曲がり角という意味ではない。米国で反 ESG が起きているから、ESG 投資・責任投資が下火になるという意味でも、勿論ない。「責任投資は今、転換点にある」とは、飛躍に向けた変曲点・ターニングポイントという意味である。

平たく言うと、責任投資には、「守り」の future-taker の投資と、「攻め」の future-maker の投資がある（図2）。



「守り」の future-taker の責任投資とは、将来の実社会を所与として——例えば、地球が温暖化することを前提に——、投資家のポートフォリオへの影響を ESG のリスク管理によってできるだけ小さくしよう、というものである。例えば、温暖化が進むと、温室効果ガス (GHG) 排出の多い企業は、いずれ、実社会に住む消費者や取引先から敬遠されたり、排出規制によって企業価値が下振れするリスクがあるので、そうした企業への投資を抑制しようというアプローチである。ESG 格付けの低い企業への投資を減らし、格付けの高い企業への投資を増やす手法が典型例であり、化石燃料産業からの投資引き揚げ (divestment) などのネガティブ・スクリーニングもその一例である。

一方、「攻め」の future-maker の責任投資とは、地球の温暖化を抑制するために、投資家としてもっと積極的に企業に働きかけていこう——実社会を future-make していこう——というものである。

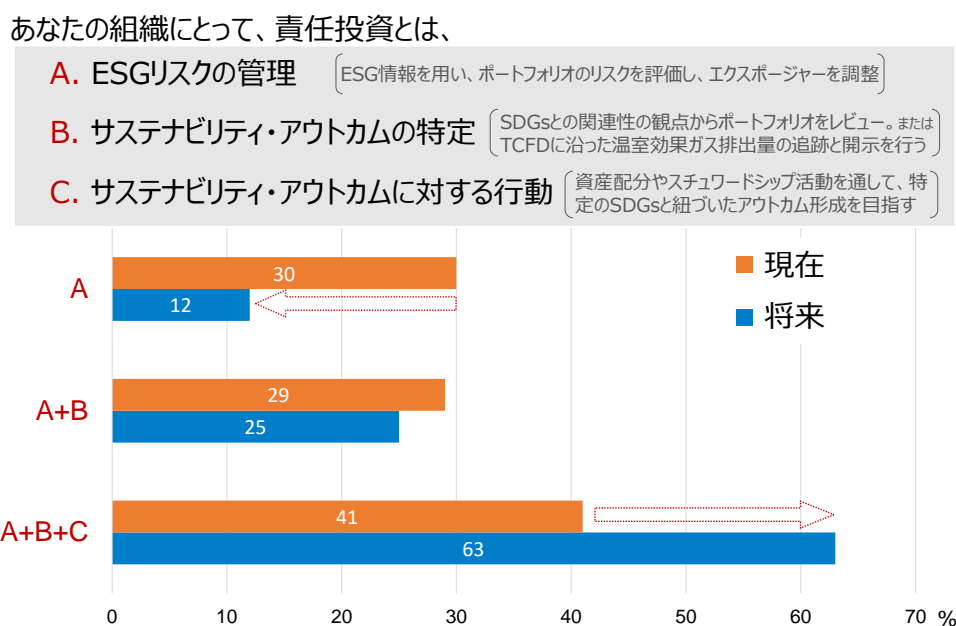
例えば、温暖化に関して言えば、企業に対して、GHG 排出削減の計画（移行計画）の策定を促し、進捗管理を行い、計画通り進まなければ議決権行使にエスカレートさせる、ということである。

投資家の「行動が見える化する、行動を定量的に示す」ことに関する典型的な事例は、投資先企業が実社会に及ぼすインパクトを可視化し、投資家はそのインパクトに対して、どのような変化をもたらそうとしているのか、そして、もたらしてきたのか、ターゲットの目標に向けた進捗管理を行うことである。そして、実社会（つまり、様々なステークホルダー）に及ぼすインパクトを定量化・可視化した指標が「サステナビリティ・アウトカム」である。これが、最近の責任投資業界のキーワードである。

GHG 排出量の削減は、サステナビリティ・アウトカムの典型例だが、それだけではなく、人権や生物多様性など様々なサステナビリティ課題についてアウトカムを設定し、目標達成に向けた進捗管理を行っていくことが、「攻め」の future-maker の投資である。

PRI が昨年から今年初にかけて行った署名機関向けアンケートによれば、「守り」の ESG リスク管理を継続しながら、今後、「サステナビリティ・アウトカム」を設定して、「攻め」の責任投資を行っていくと考える投資家が非常に増えている（図3）。これは、責任投資の考え方に根本的な変化——大きな地殻変動——が起きつつあると言ってよい。

図3. PRI による署名機関向けアンケート



（出所）PRI IN A CHANGING WORLD SIGNATORY CONSULTATION, PRI BOARD RESPONSE, March 2023

今回、東京で開催された PRI in Person には、「攻め」の future-maker としての責任投資を具体的にどのように行っていくべきかについて、議論を深めるために集まった参加者が多かった。例えば、「投資家の義務とサステナビリティ目標（Investor Duties and Sustainability Goals）」をテーマとした分科会では、パネリストから以下のような指摘があった。

- ・ スウェーデンの法律では、年金基金に対して模範的（exemplary manner）に運用することが定め

られている。サステナビリティ・アウトカムを目指すことは既に期待されている。

- ・多くの国で、サステナビリティ・アウトカムを求めることは法的に許容されているし、場合によっては要請されている。今やサステナビリティ・アウトカムを求めるのは can do ではなく should do になっている。
- ・受託者責任とは何か固定的なものと考えべきではない。PRI は受託者責任の規範的定義を変えようとしている。その観点で、G7 のリーダーである岸田総理がサステナビリティ・アウトカムに言及し、更にそれを受託者責任とリンクさせたことは非常に力強いメッセージであった。
- ・サステナブル・アウトカムの形成を目的とする投資が既に法的に許容されているのであれば、こうして時間を取って議論しているという状況がとても残念だ。If allowed, just go out and do it!
- ・KPI を定め、アウトカムの計測を進めなければならないが、完璧なデータが揃うのを待っていてはいけない。

3——サステナビリティ課題の多様化・高度化と協働エンゲージメント

投資を通して実社会にインパクトを与えるためには、投資家がそれぞれの強みを持ち寄って協働していくことは理に適う。特に、サステナビリティ課題が、気候変動から、人権、生物多様性と多岐に広がっていく中では、投資家の得手・不得手を互いに補完することが今まで以上に重要になっている。また、投資先企業がグローバルに分散する中で、一投資家が全ての投資先企業に密度の濃いエンゲージメントを行うことは、リソース制約から困難である。投資先企業と地理的・文化的に近い投資家が協働エンゲージメントをリードすることがインパクト創出を引き出しやすい。

3.1. 自然資本・生物多様性とSpring

今回の東京大会では、生物多様性に関する協働エンゲージメントのイニシアティブ「Spring」の立ち上げが PRI から新たに公表された。2030 年までに生物多様性の喪失を食い止め、回復させるというグローバル目標に対して、PRI のコミュニティが最大限貢献することを目的とした新しいスチュワードシップ・イニシアティブである。

生物多様性と気候変動は相互にリンクした関係にあり、どちらも同時に取り組まなければ、ネットゼロは達成できないというのが国際社会における共通認識になっている。例えば、熱帯雨林の減少は、生物多様性喪失の主因の一つであると同時に、GHG の吸収力を大きく損なう原因にもなっている。そして、気候変動に伴う異常気象は大規模な自然災害を発生させたり、野生生物の生息地を脅かしたりするという形で生態系に影響を与え、これが更なる温暖化の原因になっている。

また、世界の GDP の約半分に相当する 44 兆ドルが自然資本に依存しているため、「投資家は自然リスクから逃れることはできない」との指摘が複数のパネリストから聞かれた。すなわち、自然と生物多様性の喪失は、究極のシステムック・リスクであり、分散投資によっても回避できない。こうしたシステムック・リスクに投資家が対処するには、建設的な方法で企業にエンゲージメントを進めることが不可欠であり、Spring はそのためのプラットフォームである。

生物多様性に関する情報開示の枠組み TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）が整備される中、投資家は、ポートフォリオにおける自然関連のリスクや機会への対応を個別に進めると同時に、他の投資家と協働して、システムレベルの変革に貢献していくことが求められている。Spring は、当面、生物多様性喪失の原因である「森林喪失」と「土地劣化」に焦点を当て、活動を開始する予定である。EU では、森林破壊防止法（European Deforestation Regulation、EUDR）が本年 6 月に施行され、EU 域内で販売、もしくは域内から輸出する対象品が森林破壊によって開発された農地で生産されていないこと——すなわち、森林破壊フリーであること——を確認するデューディリジェンス（DD）の実施を企業に義務付けることになった。このため、欧州投資家にとって、自然資本や生物多様性に対する対応は喫緊の課題となっている。

なお、自然領域に関するスチュワードシップ・イニシアティブとしては、Spring のほかに、①Nature Action 100 (NA100)、②Investor Policy Dialogue on Deforestation (IPDD)、③Farm Animal Investment Risk and Return (FAIRR)、④Finance Sector Deforestation Action (FSDA)、⑤Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC) による Forest & Land Use Working Group、など複数ある。ここ最近、投資家の間では、リソースに限りがある中で「イニシアティブ疲れ (initiative fatigue)」を指摘する先もみられようになっており、イニシアティブ間の統合を望む声も聞かれる²。しかし、東京大会では、以下のように、複数のイニシアティブへの参加メリットを強調するパネリストが多かった。

- ・ 複数の自然イニシアティブに参加する最大のメリットは相互補完性だ。複数のイニシアティブに参加することで、我々は自然に関する包括的な知識を蓄積することができる。同時に、ほかの仲間や技術的な専門知識を持つ専門家とのネットワークを構築することも可能だ。
- ・ 市場に多くの自然イニシアティブが存在するという事実は、投資家が自らの戦略的選好やエンゲージメント・アジェンダとの整合性に基づいて、参加したイニシアティブを選択したり、優先順位を付けたりすることを可能にしてくれる点で有益だ。

3.2. 気候変動とClimate Action 100+

グローバル投資家が、GHG 排出量の多い企業 100 社超を選び、協働でエンゲージメントを実施するのが「Climate Action 100+」である。2017 年に発足したイニシアティブであり、東京大会では、(1) 何が効果的な協働を可能にするのか、(2) 投資家が直面する現実的な課題を克服しながら、どのようにエンゲージメントを成功させ前進させることができるのか、について議論された。以下に、パネリストの主な発言を記載する。

(効果的なエンゲージメントを行うためのポイント)

- ・ エンゲージメントによって（企業行動に）変化をもたらしているかどうかを確認する簡単な方法は、企業に直接、「私は（投資家として、あなたに）変化をもたらしているか」と聞いてみることだ。私がポーランドの企業にエンゲージメントした際、企業の回答は「No」だった。その企業が

² Responsible Investor, “RI survey: Asset owners back consolidation among ESG initiatives”, September 12, 2023.

らは、「あなたは様々要求してくるが、私たちは単に進むだけだ」と言われた。私はその日以来、意図性 (intentionality) と付加性 (additionality) を意識するようになった。企業を動かすためには、(企業が動くための) 価値を投資家が提供し、企業が行動すればその価値を得られるという信頼関係を構築することが重要だ。…… (中略) ……例えば、炭鉱が多くあるポーランドでは労働組合が非常に強力で、廃鉱計画への合意は困難だったが、そのような場合でも、重要なのは企業が行動するための価値を提供することだ。

- ・ 企業エンゲージメントにおいて、投資家は辛抱強くなければならない。企業規模が大きいほど、短期間で大きな変化を遂げることは難しい。長期目線で、企業を後押ししていくことが重要だ。
- ・ 投資家はそれぞれ異なる目標を持っているため、協働に際しては、事前に投資家間でエンゲージメントにおける期待事項 (投資先企業との対話からどのような収穫を得るか) を設定する必要がある。
- ・ 企業が投資家とは異なる優先テーマを持っている場合でも、投資家が複数の期待事項を有していれば、そのテーマに合わせた企業へのサポートが可能になる。
- ・ 企業の課題や強み・弱みを理解し、その時々に応じた適切なアクションをとることが重要だ。我々は、企業が地域やマーケットに対してどのようなインパクトを与えられるかを重視しており、それに関して我々投資家がいかにサポートできるかということに思考を巡らせている。
- ・ 地域の実情を踏まえ、無理な要求をしないように十分な調査を行い、セクターや企業についての知識を十分備えることが重要である。文化的には、アジアの企業はある程度の確証が得られるまでは、目標の設定に慎重だとしばしば言われる。欧州とは異なるアプローチだが、意味のあるアプローチであれば、どちらが正しいということはない。
- ・ アジアでは政策動向も鍵になる。マイルストーン管理だけでなく、企業が変革を進めるためにどのような規制の変化が必要か、企業がどのようにポリシー・エンゲージメントを行い、企業の移行をサポートするために我々投資家がどのように真の変化を起こせるかを考えていくことが重要だ。

(協働エンゲージメントのメリット)

- ・ 協働エンゲージメントはとても効果的である。投資家サイドにとってみると、異なる専門性や多様性、視点を持つ人々や、特定の分野の専門家やプロジェクトマネージャーがいることは有用であり、協働の価値を高めている。
- ・ 企業サイドにとっても、投資家間で調整されたアジェンダが提示されることは、企業内部や外部のステークホルダーにエスカレーションする上で有用との声をしばしば聞く。協働はどちらのサイドにとっても効果的だ。
- ・ 言語を含め様々な面でアジアには多様性があり、協働する投資家の存在は助けになる。

(ローカル投資家の重要性)

- ・ ローカル投資家が参加しているからこそ貢献できることがある。CA100+においては、リード投資家だけでなく、共同リード投資家や貢献投資家 (Contributing Investor: リード投資家に貢献する投資家) を含め、実際の対話に向けての計画や戦略設定の段階において全員が参加し貢献する

ことで、エンゲージメントの価値を高めることに繋がっている。

- ・ 地域に精通した専門家の存在は非常に重要である。国によって NDC (Nationally Determined Contribution) が異なり、地域の専門家を巻き込むことは、企業のネットゼロに向けた現実的な取組みをサポートし、次のステージに進む上で特に重要だ。
- ・ 地域に根付いた投資家の協力を得ることで、企業への要求の適切なタイミングや方法、企業の周辺環境にかかる情報交換などのコミュニケーションを取ることができる。投資家同士で率直な意見交換を行い、励まし合うことも効果的だ。

3.3. 人権とAdvance

投資先企業の人権問題に焦点をあて、投資家が協働エンゲージメントを行うのが「Advance」と呼ばれるイニシアティブである。Advance は、昨年の PRI in Person バルセロナ大会で発足した。

人権問題は、あらゆるセクターのあらゆる企業が抱える課題であり、システム的な問題と位置付けられる。人権の問題は、個別企業の問題として捉えるのではなく——個別企業で解決できる問題ではなく——、幅広い業界に対して、投資家が一丸となってエンゲージメントを行う必要がある。

東京大会では、「ターゲット企業に対する投資家のスチュワードシップ活動状況のモニタリング、ならびに、ターゲット企業のパフォーマンスの進捗状況を評価する枠組み」の構築について PRI から説明があった。これは、人権に関するサステナビリティ・アウトカムについて目標を設定・進捗管理し、インパクトの見える化を行おうとする具体例の一つと言える。S 領域の定量的なアウトカムの設定は、E 領域 (の GHG など) に比べ難しいが、投資先企業の人権に関する開示の充実も含め改善を企図している。

登壇した欧州のアセットオーナーからは、「人権 DD の実施を、アセットマネージャー選定の基準にしている」との指摘があったほか、アセットマネージャーからも、「人権は、企業分析や投資先のスクリーニング、議決権行使の判断に組み込んでいる。議決権行使に際しては Corporate Human Rights Benchmark³を参照しており、その企業の行動規範 (code of conduct) やサプライチェーンに係る行動規範をしっかりとみている」との話があった。欧州では、人権 (や環境) に関する DD の実施の義務付けが法制化される見通しであり (Corporate Sustainability Due Diligence Directive/CSDD)、事業者の供給網を含むバリューチェーン上の人権 (や環境) に関する継続的なリスクの軽減および悪影響の是正が求められるようになっている。このため、欧州投資家の取組みは、他国の投資家よりも進んでいるように伺われた。一方、人権問題の取り扱いについて、以下の通り、様々な課題や困難さも多く指摘された。

(人権侵害の現状)

- ・ 米国の食料品製造現場では、児童労働の問題がある。米国における移民コミュニティでは、コミュニティ全体が共犯者となって、就労前年齢の児童による奴隷労働が黙認されていた事実が明るみになった。現代奴隷の問題は「発展途上国でのみ起きうる問題だ」という先入観があったが、全くの間違い

³ 国際イニシアティブ WBA による、グローバル企業 2000 社の人権尊重に関するスコア。

だった。米国のように、最も洗練された就労ビザやチェック・メカニズムがある国においてさえ、迂回する手法があったのだ。機関投資家が、こうした投資先における人権侵害を特定するためには、当該業界の行動基準（Code of Behavior）を深く理解し、サプライチェーン上のコミュニティの人々と幅広くエンゲージすることが必要不可欠だ。

- 食品・飲料業界における人権問題への取組みの改善余地は大きい。具体的には、①トレーサビリティと透明性、②リスクアセスメント、③救済措置へのアクセスの3領域で取組みが不十分だ。①については、当該セクターの企業でサプライチェーンの一次請負先の何らかの情報を開示している企業は18%、そのうち「社名」と「住所」などを含む詳細を全て開示している企業はほとんどない。②リスクアセスメント開示についても似たような状態である。当該セクターの63%の企業が人権リスクの評価状況を開示しているが、NGOなどのステークホルダーとのエンゲージメント実施状況に絞ると、12%の企業しか開示していない。③人権侵害に対する救済措置へのアクセスについても、多くの企業が「適切な措置を講じている」と主張するが、実際に当該メカニズムが労働者によって活用されていると回答した企業は18%に留まる。

(エンゲージメントのあり方)

- 投資先企業には「悪い知らせは表に出したくない」という傾向があるので、投資家としては、粘り強く対話を重ねることが重要である。例えば、企業の中には、「救済措置メカニズムの活用事例（人権侵害の報告）は一件もない」と強弁する企業もあるが、これでは制度が有効に機能しているとは言い難い。
- 人権の問題が厳然として存在していることは、周知の事実である。まずはそのことを受入れ、企業との対話を始めなければならない。どの企業もレピュテーション・リスクを恐れ、情報を秘匿しがちだが、それを黙認してしまったら我々も共犯になる。そのため、サプライチェーンの現場の声を拾い上げることが重要だし、人権問題に精通した専門家をみつけることも重要だ。そうした専門家はNGOにいるかもしれないし、労働組合の組織員かもしれない。発展途上のエンゲージメント形態だが、「翻訳」できる人材を見つけ出すことが大事だ。
- 企業にとって、人権侵害は資本コストとの関係で安過ぎる——資本コストへの影響が殆どない——ことが問題だ。企業へのエンゲージメントを通じて、人権侵害が「高くつく」ようにしないとけない。

上記パネリストの意見交換からもわかる通り、人権問題の改善は投資家にとって難題である。投資家としては、人権侵害が資本コストの面で高くつくようにすることで、企業に改善を促し社会課題を解決したいと考える一方、企業は資本コストが高くならないよう、人権問題を明るみにしたくないと考える。企業の人権侵害に関する真の情報を得ることは、投資家にとって高くつくため、問題がなかなか改善しない。しかし、だからこそ、投資家間でコスト分担を可能にする協働エンゲージメントに有用性を見出す投資家が増えているということなのだろう。

3.4. 反トラスト法と協働エンゲージメント

上記の通り、投資家による協働エンゲージメントの重要性が高まる一方、投資家の協働に関する法

的環境は十分に整備されているわけではない。反 ESG 運動が強まる米国では、共和党議員や同党所属の州司法長官らが、CA100+を通じた企業に対する議決権行使とエンゲージメントに関する競合他社との協働は競争を不当に制限する恐れがあり、反トラスト法違反の可能性があると指摘している。

こうしたことを背景に、東京大会では、協働エンゲージメントを巡る法的環境に関する分科会が開催された。登壇者や参加者からは、「投資家の気候変動に関する協働が、反トラスト法が規制している不当な取引制限と解釈される可能性は低い」、「競争政策当局は、投資家の協働の実態を把握するために、投資家を含むステークホルダーと対話すべきである」といった指摘があった。

伝統的な反トラスト法（競争政策法）は、企業が供給する商品・サービスを購入する消費者の厚生のみを対象にした短期・静的な余剰分析をベースにしている。しかし、気候変動のようなサステナビリティの問題は、企業がもたらす外部性を通して、消費者だけではなく広く社会の様々なステークホルダーの厚生に影響を及ぼすため、その視点が競争政策法にも必要になっている。つまり、競争政策当局には、長期・動的な視点から社会全体の総余剰を念頭に置いて、投資家の協働の意義を捉えて欲しい、というのが分科会のメッセージであったように思う。

4— 移行計画と公正な移行

昨年の PRI in Person バルセロナ大会では、国際エネルギー機関（IEA）の Birol 事務局長が、「困難を伴うが、1.5 度の削減目標が達成不能とは思わない（I don't buy that 1.5 degrees is dead.）」と発言したが、今年の東京大会では、そうした声は全く聞かれなくなった。むしろ、以下のように、参加者からは、1.5 度超えのリスクを意識した発言が多く聞かれた⁴。

- ・ 気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の最新の報告書は、2030 年代初頭までに温暖化が 1.5 度に達する可能性が高い、としている。もし私たちが野心的な行動をとらなければ、1.5 度を超える可能性が高い、あるいは非常に高いということだ。1.5 度を超えれば、様々なリスクが徐々に高まっていく。永久凍土の劣化、生物多様性の喪失、異常気象の増加、そして食料システムの生産性を脅かす可能性がある。（Jim Skea 氏、IPCC 議長）
- ・ 第一線の科学者の多くが、今世紀中に世界が 1.5 度の温暖化の閾値を超えることはほぼ避けられないと指摘している。（Ben Allen 氏、PRI）
- ・ 温暖化を 1.5 度に抑えることは最早現実的ではない。（Danielle Welsh-Rose 氏、abrdn）
- ・ IPR（Inevitable Policy Response）は、1.7-1.8 度の気温上昇——90%の確率で 2.0 度以内に留まること——を予測している⁵。誰もが 1.5 度シナリオにとらわれているが、重要なのは投資家として実際の移行（トランジション）がどのような経路である必要があるのかを考えることである。

⁴ 分科会「信頼できる 1.5 度へのパスウェイとは？（Credible Pathways to 1.5C?）」で実施されたオンライン・アンケートでは、約 9 割の参加者が 1.5 度超えを予測していた（1.6-1.9 度の気温上昇：約 6 割、2.0 度以上の気温上昇：約 3 割）。

⁵ IPR は、PRI の委託により、各国政府の気候変動政策の影響分析を行っている。IPR の調査によれば、世界各国の気候政策のうち、1.5 度と整合する政策を打ち出している国は 3%程度に過ぎない。50%以上の国（OECD の 90%以上）の政策は、2.0 度以下（1.8 度）と整合的になっている。

4.1. 移行計画

上記の通り、1.5 度超えのリスクが高まる中、投資家は企業に対して「どのようにネットゼロ目標と現状の乖離を埋めていくのか」について道筋の説明——移行計画の策定——を求めるようになってきている。例えば、Climate Action 100+のエンゲージメント対象企業の75%がネットゼロにコミットしているが、多くの企業がそれに見合った移行戦略の設定を進めていない。このため、CA 100+は、企業の気候変動に関する情報開示から、気候変動対策計画の実施に重点をシフトさせる方向にある。

また、投資家・金融機関自身においても、移行計画の策定に取り組む先が増えている。実際、分科会「移行計画の実践 (Transition Plan in Practice)」で実施されたオンライン・アンケートによれば、約6割の参加者が移行計画を開示済(29%)・策定中(29%)と回答している⁶。パネリストとして登壇したアセットマネージャーは、自社の移行計画について、①運用ポートフォリオの排出量の目標を設定した上で、②その達成手段として、投資先企業へのエンゲージメントを重視していること、③具体的には、6つの大テーマ(気候変動、自然、人、健康、ガバナンス、デジタルイゼーション)・21の小テーマを設定の上、各テーマの関連性やセクター・地域に特化したエンゲージメントを行っていること、④このうち、気候変動テーマについては、20セクター別の期待事項をClimate Impact Pledge(気候影響誓約)において公表しており、エンゲージメント後に最低要求水準に満たない企業に対しては、議決権行使やダイベストメントの手段を講じることを説明した。

また、分科会では、パネリストから各国の移行計画の動向について説明があった。英国では、①大手企業(非上場含む)に対して、移行計画の開示を2025年の会計年度より義務化すること、②TPT(Transition Plan Taskforce)が2023年10月に移行計画の開示ガイダンスを公表すること、③ガイダンスの策定に際しては、ISSBやGFANZのフレームワークとの整合性が意識されていること、が報告された。また、シンガポールでも、①2016年よりTCFDに基づく気候変動関連の情報開示が義務化され、ほぼ100%の企業において開示が実現しており、現在は移行計画の開示に向けて動いていること、②移行計画の開示に関しては、ベストプラクティスをできるだけ調和させ、相互運用性を確保することが重要であり、③この点に関し、移行計画の主要な構成要素や開示に関するガイダンスはISSBをベースにしたうえで、取引所についてはNZFSPA(Net Zero Financial Service Providers Alliance)の基準、金融機関についてはGFANZのガイダンスを参考にする予定であること、が報告された。

なお、分科会では、当局が移行計画の策定を要求してくる時期について、参加者に対してオンライン・アンケートが実施され、①既に要求されている先が約1割、②1-2年後を予想する先が約4割、③2-5年後を予想する先が約4割、④今後も要求されることはない予想する先が1割弱、との回答割合であった。

このほか、移行計画の中に「公正な移行(just transition)」や脱炭素化が困難な(hard-to-abate)セクターへの支援をどう取り込んでいくかに関して、投資家の関心が高かった。CA 100+のエンゲージメント対象企業では、これまでGHG排出のターゲットの設定に焦点が当てられることが多く、「公正な

⁶ 一方、約4割の参加者は、開示に向けてまだ準備できていない、義務化されるまで策定する予定はない、と回答した。

移行」の取組みはかなり遅れているのが実態である。このため、パネリストからは、以下のような指摘があった。

- ・ 企業との対話の際に、公正な移行の問題について取り組むよう強く働きかけるようにしている。
- ・ 2050年までの僅か30年足らずの間に脱炭素化を実現するには、多くのセクターで破壊的変革を必要とする。個々の企業はそれぞれのセクターで何ができるか、投資家は投資先との対話を通じて何ができるかについて考えなければならない。そして、移行が公正かつ政治的に持続可能な方法で行われるために、どのような政策介入が必要かについて、より明確な見解を持つ必要がある。

4.2.公正な移行のためのポリシー・エンゲージメント

昨年のPRI in Person バルセロナ大会から、ポリシー・エンゲージメントの重要性が指摘されるようになったが、今年は、「一にも二にもポリシー（エンゲージメント）」と話す投資家をさらに多く見かけるようになった。

長期的にみると、投資先企業から得られるリターンは、社会システムや環境システムの安定性に大きく左右される。しかし、SDGsの達成進捗が遅れる中（前掲図1）、機関投資家のポートフォリオは、様々なシステムレベル・リスクに晒されている。そうした状況を改善するために、投資家は、実社会へのインパクト創出やサステナビリティ・アウトカムの形成に向けて協働エンゲージメントを行うわけだが、それだけでは十分ではない。社会システムや環境システムを改善するには、政策当局に対しても直接働きかけていくことが重要になる。すなわち、政府のエネルギー政策や規制の動向が、投資先企業の活動へ影響を与え、投資家のリターンにも影響を与えるならば、投資家は、企業に対してエンゲージメントを行うだけでなく、政府・政策当局にもエンゲージメントを行うことが受託者責任に含まれるという考え方である。

投資家によるポリシー・エンゲージメントに関しては、ネットゼロに向けた野心的な目標を立てるよう政策当局に対して注文を付けることだけが目的ではない。「公正な移行」に対する包括的な政策パッケージに対する働きかけも重要な目的になる。野心的なネットゼロ計画は、地域コミュニティや労働者にマイナスの影響を及ぼす可能性があり、それではSDGs達成のモメンタムが社会全体で高まらない。PRIのNathan Fabian氏は、「米国以外の国や地域でも、ネットゼロ社会への移行が難しいことが見えてくれば、反対勢力が台頭し、反ESGのような政治的圧力が生まれ得る」と指摘した。したがって、「社会全体の様々なステークホルダーに及ぼす影響」と「エネルギー構造や産業構造などの地域性」を考慮した政策パッケージが必要になる。

例えば、日本は、他の先進国に比べると、再エネ比率が低いため、ネットゼロに向けたより野心的なエネルギー政策の必要性がしばしば指摘される。一方、日本は、製造業セクターのシェアが他の先進国に比べ高く、かつ、産業構造に占める中小企業の割合が企業数・従業員数とも高い。このため、製造大企業のサプライチェーン上の中小企業が、野心的な脱炭素計画にどれだけ追随できるのか——例えば、大規模な雇用調整圧力にどう対処するのか——に関して不確実性は大きい。

ネットゼロ移行に伴う雇用不安の問題は、海外では既に現実のものとなっている。9月に始まった、全米自動車労働組合（UAW）のストライキには、ガソリン車からEV（電気自動車）へのシフトが雇用縮

小に繋がることへの不安が背景にあった。また、脱炭素化と石炭火力発電廃止に向けて邁進してきた EU では、9月に、ブルガリア政府が石炭火力発電の段階的廃止の計画を撤回し、運転延長を決めたが、これには、石炭火力の廃止で失業する労働者の反発が背景にある。

こうした状況のもとで、社会全体のサステナビリティの向上に寄与する、ネットゼロ経済への公正な移行に向けて、ポリシー・エンゲージメントを強化しようという考え方が PRI やグローバル投資家の間で高まっている⁷。「誰一人取り残さない (leave no one behind)」ことを原則とする SDGs の達成には、野心的な脱炭素化計画と公正な移行の両立が求められる。この両立を実現するには、政府全体として包括的な政策パッケージ (whole-of-government policy reform) が必要になる。投資家の最大の関心は、そうした政策パッケージに関する信頼性と透明性である。グローバル投資家は、この点に関する政府との対話を強く望んでいる。

PRI in Person では、ソブリン・エンゲージメント (投資家が協働で政府と対話を行うイニシアティブ) をテーマとした分科会も開催された。投資家による協働エンゲージメントの対象が、(株や社債を発行する) 企業だけではなく、(国債を発行する) 政府にも着実に広がっている様子が伺われた。ソブリン・エンゲージメントを通して、各国の気候変動対策やエネルギー政策に対する情報の非対称性が解消すれば、発行体である政府にとっても、資金調達コストの削減が期待できるようになる。投資家によるエンゲージメントの対象になった (森林伐採リスクの高い) ブラジルは、当初グリーンファイナンスの取組みに消極的であったが、年内に初のサステナブル・ボンドを発行するなど、エンゲージメントの成果例が報告された。

また、PRI in Person の開催期間中、そして開催前後の日程で、様々なサイドイベントが開催されたが、中でも、日本の GX 政策に関する関係諸官庁とグローバル投資家のラウンドテーブル (単発のソブリン・エンゲージメントの機会) は注目を集めていた。

今後、ESG 投資・責任投資に関する国際的な資金フローの流れは、各国政府が、信頼性と透明性のある包括的な政策パッケージを打ち出していくことができるかどうかによって左右されてこよう。その点では、政府間競争が働いていくものと考えられる。

5— Anti-ESG

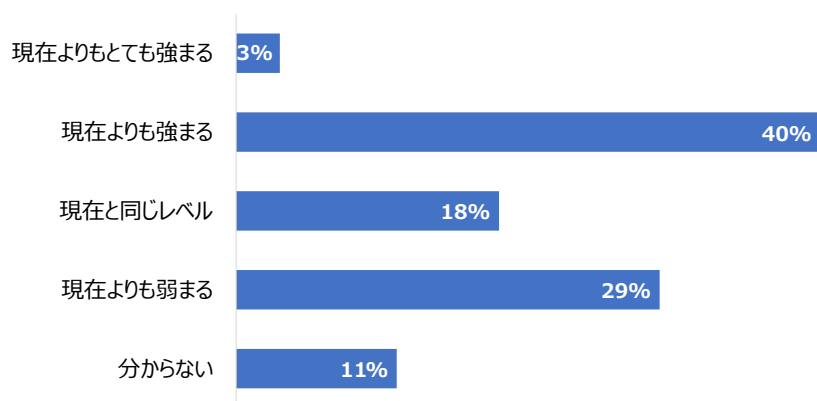
今年の PRI in Person を総括する上で欠かせないのは、「反 ESG に対して、投資家はどう向き合っていくべきか」ということが議論されたことである。

今年夏に公表された米国のアンケート調査によると、61%の企業や金融機関が、「この先2年間、反 ESG の動きは、現在と同じレベル、あるいは、現在よりも強まる」と予想している (図4)。こうした状況を踏まえてのことかと思うが、メディアからは「先行きの ESG 投資に逆風強まる」といった情報発信がしばしばみられるようになった。

⁷ PRI, “Investing for the economic transition: the case for whole-of-government policy reform”, 2023 年 10 月

図 4. 米国における反 ESG の状況

質問: この先 2 年間、反 ESG の動きは現在よりも強まると思うか? (1 つ選択)



(出所) Conference Board ESG Center, “How Companies Can Address ESG Backlash”, August 2023

しかし、東京大会では、「反 ESG の動きは、ESG 投資を強化するプラスの側面がある」という見方が示され、多くの投資家の共感を得ていた。米国カリフォルニア州の教職員の年金を運用する CalSTRS（資産運用残高が米国第 2 位の公的年金基金）の Sharon Hendricks 氏は、「アセットオーナーにとって、反 ESG の動きはポジティブに作用する面もある」、「どのインベストメント・マネージャーが、ESG に真面目に取り組んでいるのかどうか、ESG ウォッシングの見分け・選別が容易になった」と指摘した。また、PRI の Nathan Fabian 氏も、「ESG バックラッシュが皆の悩みの種であることは確かだが、根底にあるのは透明性を高め、よりクリアな説明が求められているということだ。共和党議員が自覚しているかは分からないが、彼らの議論が受託者責任の基底を強めるよう作用している」と指摘した。

会議場外でも、同様の考えを示す投資家がみられた。例えば、欧州の公的年金基金も「反 ESG 運動が米国でみられるようになってから、運用会社のプロフィールをより詳細に精査した上で、運用会社と取引するようになった。責任投資と ESG インテグレーションに対する明確なアプローチを持ち、長期的にプロセスと目標を強化する意欲のある運用会社のファンドにしか投資しない」と話していた。

CalSTRS の Hendricks 氏は、「年金基金の運営において一番重視しているのは、サクラメント市の教師が安心して退職できること。それが私たちの究極の焦点だ。カリフォルニア州の教師はとても長生きで、100 歳以上の教師が 400 人以上もいる」と話し、年金運営においては、長期投資の視点が重要であり、ESG の考慮は必須であると指摘した。「受益者の最善利益は何か」という軸がぶれないことの重要性を強調していた。

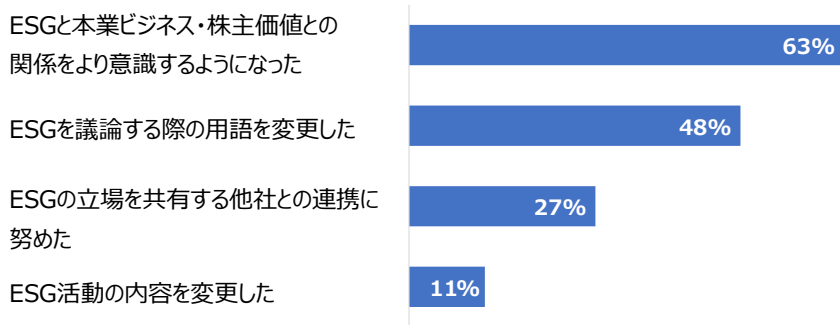
米国における反 ESG の動きがむしろ、ESG を強化する動きに繋がっているというのは、アンケートからも裏付けられる。反 ESG に直面した米国の金融機関や企業のうち、「ESG 活動の内容を変更」した先が約 10%に留まるのに対して、60%以上の先は、反 ESG を契機に、むしろ「ESG と本業ビジネス・株主価値との関係をより意識するようになった」と答えている（図 5）。

米国の金融機関や企業の間では、政治に翻弄された「ESG」という言葉を使うことを表向き止めた先も増えているが、ESG に対する基本スタンスは変わっていない。それどころか、ESG に対する逆境が、むしろ、ESG の基礎を強化しているのが実態のようだ。日本の諺で言えば、「雨降って地固まる」とい

うことだろう。

図5. 米国における反 ESG の状況

質問: 反 ESG に対してこれまでどのように対応したか?(該当するもの全てを選択)



(出所) Conference Board ESG Center, “How Companies Can Address ESG Backlash”, August 2023

なお、余談になるが、米国では、反 ESG の弊害が出始めている。例えば、共和党寄りの州 (red state) であるテキサス州では、自治体に対して ESG 運用を行う金融機関との取引を禁止した結果、地方債の発行コストが、民主党寄りの州 (blue state) に比べ上昇している⁸。地方債の引受・販売チャネルの縮小や金融機関間の競争低下が影響している。この借入コストの上昇は、テキサス州の住民が最終的に負担することになる。

6—— 日本政府の責任投資に対するスタンス

PRI in Person 2023 の最終日 (10/5) に、PRI/CEO の David Atkin 氏は、以下のように締め括った。

- ・ 東京大会は PRI in Person の新たなスタンダードとなった。岸田総理が登壇し、7つの公的年金が PRI 署名の準備に入ると発表したのはとても喜ばしいことだ。また、総理はサステナビリティ・アウトカムへの支持も表明した。PRI in Person において、政府関係者が強いコミットメントを示すということに関して、日本は非常に高い水準を示してくれた。

G7 のリーダーが PRI in Person に対面で登壇したのは、岸田総理が初めてのことである。岸田総理がスピーチで、「サステナビリティ・アウトカム」について言及したことは、PRI 関係者はもちろん、グローバル投資家にとって強いメッセージとなった。繰り返しになるが、今回の PRI in Person のテーマは「約束から行動へ」である。投資家の行動が見える化、定量化することが重要であり、その際、鍵となるのが「サステナビリティ・アウトカム」である。実社会の様々なステークホルダーに及ぼすインパクトを可視化・定量化する指標を設定し、進捗管理していくことの重要性について、G7 のリーダーが言及した意味合いは大きい。投資家にとって、ポリシー・エンゲージメントの重要性がますます高まる中で、日本政府が投資家とともに持続可能な社会を構築していくという強いメッセージを打

⁸ Daniel Garrett and Ivan T. Ivanov, “Gas, guns, and governments: Financial costs of anti-ESG policies”, Hutchins Center Working Paper #85, Brookings, April 12, 2023

ち出したのは印象的であった。

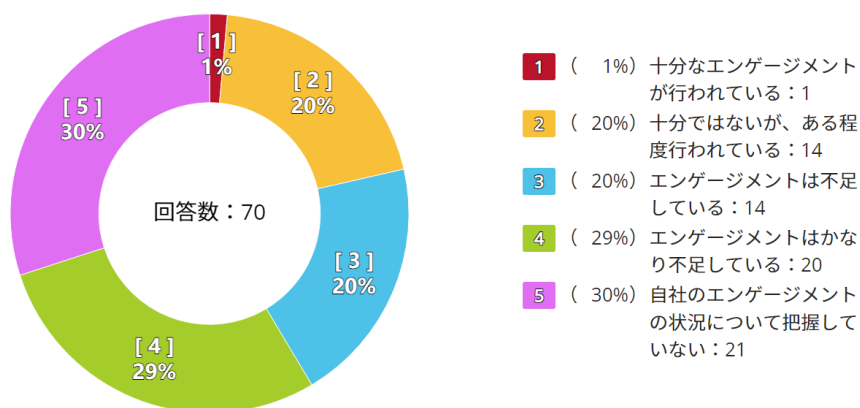
また、岸田総理は、代表的な公的年金基金（少なくとも7基金、90兆円規模）が新たにPRIの署名に向けて作業を進めることを表明した。日本の責任投資は、2015年に、世界最大の機関投資家であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がPRIに署名したことで、民間投資家の責任投資を後押ししてきた経緯がある。これを第1ウェーブとすれば、7つの公的年金基金のPRI署名は、日本の責任投資発展の第2ウェーブになると期待される。

米国の公的年金基金CalSTRSが、反ESGの動きが勢いを増す中でも、「受益者の最善利益は何か」という軸がぶれることなく、ESGの視点を投資判断に据え置いていることを先に紹介したが、こうした公的年金基金の模範的行動が、米国の責任投資の「北極星」になっている。日本でも公的年金基金が責任投資の取組みを強化していくことは、本邦資本市場の発展にとって重要なポイントとなろう。実際、岸田総理は、「公的年金基金がサステナブル・ファイナンスへの取組みを強化し、その流れが市場全体に波及する」ことを目指すとした。

日本生命が主催したPRI in Personのサイドイベントにおいて、参加者に対し、「企業年金の運営において、ESGやサステナビリティが十分考慮され、受益者である従業員とコミュニケーションがとられているか」について問うたところ、「十分ではない、不足している」と回答した参加者が約半数、そして30%の参加者は、企業年金の運営状況をそもそも把握していない、と答えている（図6）。今後、公的年金基金のアセットオーナーシップの改革が、民間の企業年金の改革にも繋がっていくことを期待したい。

図6. 日本の企業年金基金の受益者エンゲージメントの状況

自社の企業年金について、①DBの場合、ESGやサステナビリティが考慮され、その運用方針について従業員に対して説明されていますか？ ②DCの場合、ESGファンドが用意され、ESGや年金に関する従業員研修がされていますか？



(出所) 日本生命主催 PRI in Person 公式サイドイベント「ステークホルダー資本主義の下での責任投資」、2023年9月

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。