

## 公 開 講 演 会

2023 年 2 月 16 日 (木) 16 : 00~18 : 00

於 イイノホール&カンファレンスセンター、オンライン併用開催

\*\*\*\*\*

### 生命保険とサステナブルファイナンスの深い関係

水口 剛 氏

(高崎経済大学 学長)

ただいま御紹介いただきました高崎経済大学学長の水口です。本日はこのような貴重な機会をいただき、ありがとうございます。

サステナブルファイナンスについて初めて聞く方もいるということをお話の前提に話をしますので、いろいろ知っている方にとっては聞いた話が多いということになるかもしれませんが、次のようなことを考えながら聞いていただきたいと思います。サステナブルファイナンスという現象は、既に世の中に存在しています。では、サステナブルファイナンスの目的とは何なのか。いや、本来この目的は何であるべきなのか。それは生命保険会社が、あるいは生命保険業界がやるべきことなのか。そうだとしたら、それはなぜなのか。そして、現在のサステナブルファイナンスの実態は、果たして目的を実現しているのか。つまり、私の話を聞きながら批判的に考えていただきたいと思います。最後に『Q&A』のセッションがありますので、こう思ったということもぜひ、お聞かせいただければと思います。

## 「なぜサステナブルファイナンスなのか」

それでは早速、本題に入りたいと思いますが、まず生命保険会社がなぜサステナブルファイナンスなのかということで、保険会社の2つの顔というお話をしたいと思います。保険会社には2種類の顔があります。一つはもちろん、保険というサービスを提供する事業者としての顔です。この保険というサービスは、いざという時の備えですし、もともとは相互扶助という考え方ですから、保険という仕組みを通じて暮らしの安心を届けるということが、恐らく保険会社の使命なのだろうと思います。

同時に、保険会社はこの暮らしの安心を届けるために、保険というサービスの中で、保険料を徴収して保険金として払うまでの間、お金を持っている。そのお金を運用することで、保険の支払いに備えるという側面を持っています。つまり、保険料として預かったお金をただ金庫に入れているわけではなくて、投資によって運用する投資家としての顔も持っています。そして、その運用の仕方によっても、実は社会や環境に影響を与え、そのことも保険契約者の安心に影響を与えます。もし保険会社のミッションやパーパスが人々に安心を届けることだとすると、保険というサービスの側面だけではなく、投資家という側面での行動も問われることになるのではないかと。だからサステナブルファイナンスだというわけです。

ところで皆様は、保険会社が株式会社であるということの意味を考えたことがあるでしょうか。多くの保険会社は、もともとは相互会社として始まっているはずで、相互会社というのは、保険の契約者が社員で、自分たちがお金を出し合ってお互いに助け合うという仕組みです。ですから、保険会社が相互会社であるというのは、大変わかりやすく、みんなでお金を出し合っ困った人から順番に助けていきましょう、という仕組みでした。

しかし、ある時期から株式会社へと転換していきます。株式会社で保険事業を運営する。すると、保険会社は株主の利益も追求しなければいけなくなります。株主の利益と保険契約者の利益、この相克を皆様は考えたことがあるでしょうか。短期的に株主の利益だけ考えれば、預かる保険料は高く、支払う保険金は安い方が儲かります。極端に言えば、できるだけ保険金を払わないほど株主の利益が増えるということになりかねません。もちろん、単純に保険料を上げて、保険金を下げるといふ保険会社があったら、そういう会社とは誰も契約をしなくなりますから、長い目で見てそのような保険会社は続きません。長期的に考えれば、どこかに適切なバランスがあるはずで、保険契約者にきちんと安心を届けられる会社が結果的には株主の利益にもなるはずでです。しかしこのバランスが実は非常に難しい。

実はこの微妙なバランスというのは、株主と保険契約者だけの問題ではありません。例えば従業員のコストもそうです。従業員の給料を抑えるほど、短期的には株主の利益が上がるわけですが、それではいい従業員が集まりません。結果的には会社をうまく経営できないかもしれないので、ある程度高い給料を払う方が、長い目で見ると株主利益にもなるし、契約者の利益にもなるでしょう。

投資家としての側面はどうでしょうか。投資家だから、当然、投資のリターンを最大化すべきだと思うのでしょうか。もちろん投資家として一定の利回りで運用できなければ、保険会社自体が存続できません。資金を一定の利回りで運用するというを前提に保険商品はできているのですから、その目標としている利回りを実現できなければ、保険会社はやっていけません。そういう意味で投資家としてきちんと利回りを上げるということは、保険会社の使命の一つです。

では、リターンは高ければ高いほどいいのか。例えば運用利回りが高いほど、保険金上がるのかといたら、そんなことはありません。保険金と保険料は最初から契約で決まっているわけですから、保険会

社が運用で儲けたら保険契約者が潤うかという、実はそうでもない。株主にとっては、短期的には投資リターンが高いほど利益になりますが、長期的には投資というものが持つさまざまな側面に目を向けてみる必要があるのではないかと。投資運用というのは、金銭的な利回りを得るというだけでなく、それ以外にもさまざまなインパクトを環境や社会にもたらすからです。

そのことを示したのが図1です。図の一番左側の一般の個人は、銀行に預金し、年金にも加入し、投資信託も買う。同じように保険にも入って保険料を支払うわけです。この個人が支払った保険料を元手に、保険会社は株や債券や融資という形で資金を運用し、企業活動を支えます。そして、その企業の活動が、環境や社会に影響を与えます。

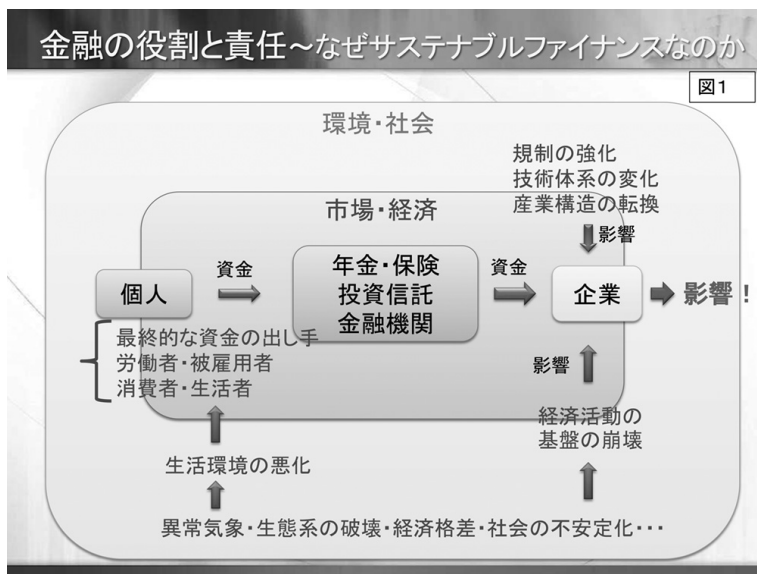


図1

例えば、二酸化炭素をたくさん出せば異常気象が増えるとか、正規雇用を削って非正規雇用を増やせば、社会が全体として貧しくなるとかです。逆に雇用をすごく増やす会社があれば、社会の中間層が豊か

になり、画期的な技術を使って CO<sub>2</sub> を削減することができれば、環境が守られます。

こういった環境や社会への影響は回り回って、お客様である保険契約者に跳ね返ってくるわけです。場合によっては、例えば異常気象が非常に厳しくなることで、結果的に早く亡くなる人が増えたりして、保険金の支払いも増えるかもしれません。逆に環境や社会が安定してくれば、安心して長く生きられて、お客様の利益になる。保険会社の使命である安心を届けることにもつながります。長期的にはそういう保険会社が選ばれるのではないのでしょうか。

さらに、この環境や社会への影響は、投融資先の企業にも影響を与えます。例えば、異常気象が頻発すれば、水害や輸送網の寸断で、幅広い投融資先のビジネスが影響を受け、結果的に保険会社のポートフォリオ全体の利回りを下げるかもしれない。これが図 1 の右下の矢印です。環境や社会への影響で経済活動の基盤が崩壊してしまうと、結局は、投資収益も損なわれるということです。

そのように経済活動の基盤が崩壊しかねない大きな問題に対しては当然、政府も何らかの規制や政策で対応してきます。これが図の右上の矢印です。規制が強化されたり、技術革新が起こったりして、産業構造の転換が進めば、それも投融資先企業の事業に影響し、保険会社の投資利回りにも跳ね返ってきます。こういう環境や社会に関わるさまざまな要素を考慮しながら投資をすべきじゃないかというのがサステナブルファイナンスということの意味です。決して、単に社会にいいことをしようとか、リターンを犠牲にしても社会的責任を果たそうといった単純な話ではありません。抽象的に言ってもなかなか分かりにくいので、一体何が起きているのか具体的な事例を紹介したいと思います。

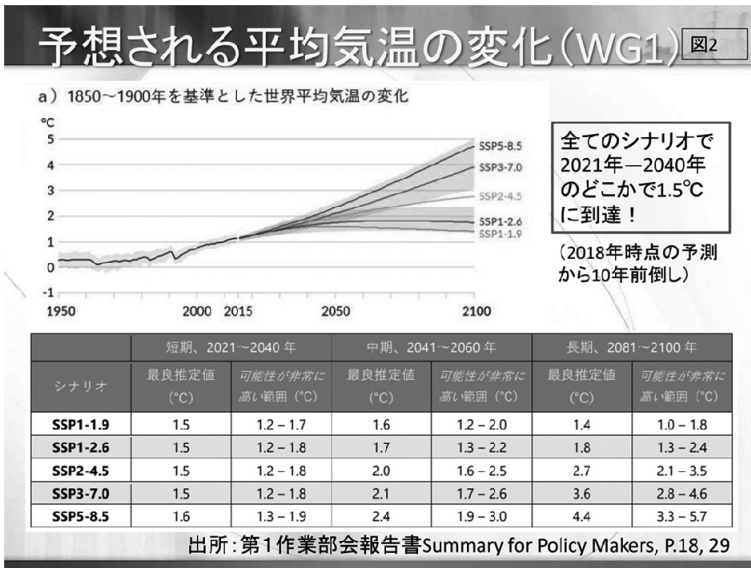
## 「気候変動問題の現状と今後の予測」

サステナブルファイナンスの分野で今一番注目されているのは、気候変動と脱炭素の問題です。例えば 2018 年の西日本豪雨では数百人の方が亡くなり、2019 年には台風 19 号で関東地方でも大変な被害が出ました。また、地中海沿岸のポルトガル、イタリア、スペインなどでは、一昨年、昨年と広範囲の山火事が起こりました。高温と乾燥のせいだそうです。他にもアメリカのカリフォルニア州など、世界各地で山火事が発生しています。たまたま CNN のニュースを見ていたら、地中海沿岸で山火事に追われて船に乗って逃げ出す人たちの映像が映されましたが、まるでスペクタクル映画の 1 シーンのようなものでした。こんなことが毎年目の前で起こっているから、ヨーロッパもアメリカも気候変動対策にあんなに熱心なんです。日本も同じで、毎年大変な水害や豪雨の被害が起こっているわけです。

この状況が今後どうなるのか、IPCC という組織がレポートを出しています。IPCC というのは、「気候変動に関する政府間パネル」の略で、世界中の気候問題に関わる科学者をネットワークした研究者の組織です。1980 年代から活動しています。未だに「地球温暖化はウソである」と言う人がいるのですが、世界の科学者のコンセンサスは既に取れていて、地球が温暖化していることは明らかです。

この IPCC は、数年に一度レポートを出しているのですが、直近のレポートは一昨年から昨年にかけて公表された第 6 次評価レポートです。この第 6 次評価レポートの第 1 作業部会版では、人間の活動によって地球が温暖化していることは、もはや疑う余地がないと断定しました。科学的には、地球が温暖化していることは明らかだということです。図 2 はこの第 1 作業部会のレポートの中で、最も重要な図だと思っています。これは何かというと、科学者たちが今後、地球の平均気温がどうなるのかを予測したものです。SSP1 から SSP5 まで 5 種類

のシナリオを作って、将来の平均気温の変化を予測しています。現在、既に地球の平均気温は産業革命以降、1.1 度ぐらい上がっているんだそうです。1.1 度温度が上がっただけで、先程お話したような状況になるわけですが、これが 2040 年までにはどのシナリオを取っても大体 1.5 度まで平均気温は上がるだろうとされています。あと、0.4 度上がるということです。1.1 度でこんな状況ですから、1.5 度まで上がればますます異常気象は増えます。これは避けられません。



しかしその先が重要で、2040 年までに平均で 1.5 度まで上がった気温は、SSP の 1 から 5 までのどのシナリオを取るかによって、その後の経路が違います。SSP1 なら 2100 年まで経っても平均気温の上昇は 1.4 度で収まりますが、SSP3 になりますと、2100 年には大体 3.6 度上がってしまうだろうと予測されています。3.6 度も平均気温が上がればもう今のような生活はできません。

重要なのはこの SSP の 1 や 3 がどういうシナリオなのかということ

です。実は、この SSP というのは、Shared Socioeconomic Pathways (共通社会経済経路)の略で、自然科学的なシナリオではなくて、社会科学的なシナリオです。つまり、世界がどういう社会であるかについて異なるシナリオがある。SSP1 というのは、サステナビリティシナリオと呼ばれていまして、世界が環境の限界を認識し、インクルーシブな発展をしようというコンセンサスを得ている状況です。世界的に環境保護を優先的に考えるような、そういう社会になっていますから、SSP1 のシナリオでは平均気温の上昇は 1.4 度で収まります。

SSP3 というのは何かというと、地域間対立と名付けられているのですが、ナショナリズムが復活し、環境の保全よりも経済発展と安全保障を重視する、つまり、環境の優先順位が下がるシナリオです。実はこのレポートが出たのは 2021 年 8 月で、ロシアがウクライナに侵攻するよりも半年前です。そして、半年後の 2022 年 2 月に実際にロシアがウクライナに侵攻し、その後アメリカと中国の対立がますます激しくなり、今まさに SSP3 というシナリオが実現しつつある。その結果、政府の政策の選択肢が狭まり、現実にはヨーロッパもアメリカも化石燃料に戻ろうとしています。おそらく、このままいくと SSP3 のシナリオですから、2100 年には 3.6 度上昇してしまうのではないかということです。

これに対する対応策は 3 つしか考えられません。第 1 に世界のシナリオそのものを変える。もう一度世界が SSP1 のサステナビリティシナリオに戻るように国際的な協調を取り戻すことですが、おそらく難しいでしょう。第 2 に、SSP3 のシナリオでも 1.5 度が実現できるような、何か画期的な技術革新が起こることを期待するというものですが、これもなかなか難しい。現状、既にいろいろな技術革新のアイデアはあって、それらを総動員しても、SSP1 でないと 1.5 度に抑えることができないのですから、これ以上何か画期的なアイデアが生まれてくるかということとなかなか難しいと思いますが、そこに賭けるしかないのか



もしれません。

第3の道は、SSP3のシナリオを受け入れて、それを前提に対応策を考えるということです。つまり、世界の平均気温が3.6度上昇することはもう仕方ないと思って、それを前提に適応策を考えるということです。例えば海面が上昇しますので、海岸地域には住めませんから海岸地域を捨てて、内陸へと居住地域を移していくとか、大規模な豪雨が起ころうとも生きていけるような街づくりを考えるといった本格的な適応策を考えるということです。大変危機的な状況だということです。

そういう中で毎年一回、気候変動枠組み条約の締約国会議（COP）が開催されています。昨年は11月にCOP27がエジプトで開かれ、大きな成果もありました。特に脆弱な国、途上国の中でも、特に被害を受ける国のために資金面を支援するファンドを立ち上げるという合意をしました。一方、NDCという国別の削減目標をもう少し野心的なものにしていかなければいけないのですが、ここの部分はまだ十分にできていないという状況です。

日本はどうかと言いますと、御存じのように菅政権の時に、2020年の10月に2050年までにカーボンニュートラルを実現すると宣言し、2021年には、2030年までに46%削減すると表明しました。菅前総理に対する評価はいろいろあるのかもしれませんが、脱炭素に関して言えば大変良いことをされたと思います。そして、この2050年カーボンニュートラルを前提にして地球温暖化対策推進法（温対法）を改正し、経済産業省がグリーンエネルギー戦略の中間整理を公表し、GX（Green Transformation）実行会議ができ、GXの基本方針も出たという状況です。

実際に2013年度比で排出は減るのかということなんですが、日本の排出量は、実は減っています。2013年を一つのピークとして、現在までおそらく13%か14%ぐらいCO<sub>2</sub>の排出量は減っているはずですよ。ですから、減り始めていることは事実です。しかもこの期間は経済が

すごく成長していたわけではありませんが、縮小したわけではありませので、いわゆるデカップリング、つまり経済成長と CO<sub>2</sub> の削減を切り離すということは一応できています。ただ、このペースの減り方では足りません。2030 年までに 46%削減しなくてはいけないのですから、あと 30%ぐらい減らさなくてはならず、まだ足りないわけです。あと 30%減らすためには産業構造そのものを転換していかなければなりません。そのためには投資が必要で、大きな資金を動かす必要がある。だから、政府も脱炭素を実現するためにサステナブルファイナンスを推進しよう、という姿勢になっているわけです。

### 「サステナブルファイナンスの拡がり」

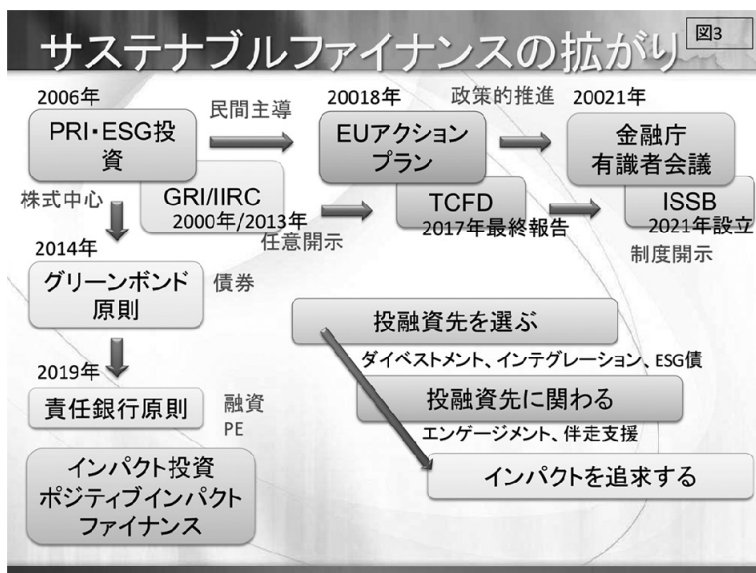
投資の判断に環境や社会の要素を組み込んでいくという考え方自体は昔からあり、1920 年代にはアメリカで SRI（社会的責任投資）と呼ばれて、実践されていました。それを国際的に広めたのは、2006 年に当時、国連事務総長だったコフィー・アナン氏が世界の機関投資家に呼びかけて作った責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）という原則です。どんな原則かと申しますと、環境の“E”、社会の“S”、そして、コーポレートガバナンスの“G”というそれぞれの頭文字をとって、ESG というのですが、この ESG の課題を投資の判断に組み込もう、そして株主として行動する時に、ESG 課題を株主行動の主要な議題にしていこう、という提案です。

コフィー・アナン氏の偉いところは、責任投資原則を単に提案するだけでなく、この原則に賛同するなら署名をせよということで署名を募ったということです。すると実際に世界中で支持が広がり、現在では PRI の署名機関は 5,000 件を超え、その運用資産総額は 121 兆ドルと言われています。世界の運用資産の総額は 100 兆ドルぐらいと言われているのでそれより多いじゃないかということなんですが、もち

ろんこれはダブルカウントがあるからで、ダブルカウントを除いて考えると恐らく 30 兆ドルから 40 兆ドルぐらいで、世界の運用資産の 3 割～4 割ぐらいが責任投資に向かっているとされています。

この PRI の公表を契機にサステナブルファイナンスはさまざまな方向で拡張してきました。図 3 の縦軸は、資産クラスの拡大を示しています。もともと責任投資は、株式を暗黙の前提にしていました。PRI の原則 2 に株主としての行動をうたっていることが象徴的です。それが、2014 年のグリーンボンド原則の公表や、その後のサステナビリティリンクボンドの登場で、債券の世界に広がりました。さらに、PRI を最初に作ったときに共同事務局を務めた UNEP FI（国連環境計画金融イニシアチブ）が、その後、2017 年にポジティブインパクトファイナンス原則を、2019 年には責任銀行原則を公表したことで、融資の世界へと広がりました。同じ頃にイギリスを出発点にしてインパクト投資という概念が広がり、このインパクト投資が PE（プライベートエクイティ）の世界を中心に進展してきました。こうして、上場株式投資で始まった ESG 投資は、今や債券や融資、そしてプライベートエクイティへと広がっていき、あらゆる資産クラスで環境や社会の要素を組み込んでいくという動きになっています。

一方、図 3 の横軸は推進主体の変化です。もともと責任投資原則は、コフィー・アナン氏が呼びかけているのですが、その後は市場参加者を中心にした民間の金融機関が主体となって、ESG 投資やサステナブルファイナンスを推進してきました。ところが、EU では欧州委員会がこれを政策に取り込んで政策的に推進し始めました。2018 年には欧州委員会がサステナブルファイナンスのアクションプランを公表し、これに基づいて、有名なタクソノミーという概念が生まれ、情報開示を促すなど、市場システムの中にサステナビリティを組み込むという政策的な動きをしています。



この動きは、情報開示や市場の監督の面でアメリカのSEC（米国証券取引委員会）にも波及し、日本でも同じ動きがあります。日本では、金融庁がサステナブルファイナンス有識者会議という検討会を立ち上げまして、私はそこの座長をしています。このサステナブルファイナンス有識者会議を通じて、金融庁の政策としてもサステナブルファイナンスの推進ということが動き始めています。

これにあわせて情報開示の面でも民間から政府へと対応した動きがあることも、図3の横軸に示しています。

もともとサステナブルファイナンスを支える、サステナビリティに関する情報開示は、民間主導のボランティアベースで始まっています。GRI（グローバル・レポーティング・イニシアティブ）というのは民間主体のNGOです。そこがサステナビリティ・レポーティングという概念を生み出して、その国際ガイドラインを初めて出したのは2000年です。このときにはサステナビリティ報告というのは、普通のアニュアル

アルレポートとは全く別に作る民間の自主的な情報開示だったわけです。その後、IIRC（国際統合報告評議会）という組織が生まれて、統合報告という概念を広めました。

ところがこういった情報開示についても政策面の関与が始まり、まず 2017 年に TCFD（Task Force on Climate-related Financial Disclosures、気候変動関連財務情報開示に関するタスクフォース）が最終報告書を出して、気候関連の情報を投資家向けのメインストリームレポートに組み込むことを提言しました。TCFD ももともとはボランティアな開示と言っていたのですが、結果的には各国で TCFD の提言を制度化する動きが進みました。日本でも昨年からはプライム市場ができましたが、それに合わせてコーポレートガバナンス・コードが改正され、プライム市場の上場企業は TCFD と同等の開示を求められることになりました。コーポレートガバナンス・コードは法規制ではないのですが、上場規則の一部ですからプライム市場に残ろうと思えば、このガバナンス・コードを無視するわけにはいかず、今や TCFD と同等の開示は、プライム市場上場企業にとっては義務といっても過言ではありません。そして、TCFD の開示フレームワークをモデルに ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）がサステナビリティに関する情報開示の国際基準をつくるという動きになっているわけです。このように情報開示についてもボランティアな開示から制度開示へと動き始めています。

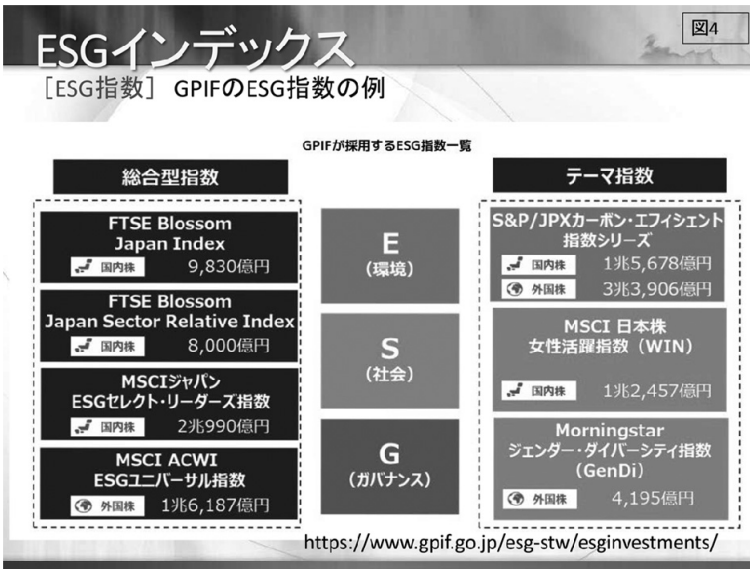
最後に図 3 の斜めの軸は投資手法の拡張を表しています。もともとサステナブルファイナンスは、投資先を選ぶ、つまり資金の出し先を選ぶことが中心でした。例えばダイベストメントといって武器製造会社や、最近では石炭火力発電には投資をしないですとか、ESG 要因を投資判断に組み込むインテグレーションという方法などです。グリーンボンドやソーシャルボンドも、グリーンビジネスやソーシャルビジネスに資金用途を限定して発行する債券ですので、いずれもお金の出し先を選ぶ方法と言えます。

そこに、投融資先とエンゲージメントする、つまり投資した先に対して働きかけをして環境や社会の課題を一緒に解決していくという方法が加わりました。銀行ですと、いわゆる伴走支援やお客様支援という形になるわけですが、さまざまな形で投融資先に直接関与していくという方向へと広がりました。そして更に、単に投融資先を選んだり支援したりするだけでなく、その成果を問う、つまりどのくらいインパクトを生んだのかということまで問われる時代へと進んできたということです。

### 「サステナブルファイナンスの実際」

このようにサステナブルファイナンスはさまざまな方向へと広がりつつあるのですが、少し具体的な例を挙げていきたいと思います。まず、投資先を選ぶという意味では、特に上場企業に関しては ESG の取り組みを評価して、ESG のレーティングをすることが行われています。そして、その ESG のレーティングに基づいて良い企業だけを選んでインデックスを作り、その ESG インデックスに投資するということが行われています。

日本には、国民年金と厚生年金の積立金をまとめて運用している年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）という組織があり、その運用資産総額は約 200 兆円、世界最大の投資家です。図 4 に、GPIF が採用している ESG インデックスの例を示しました。



ESG インデックスに投資するだけではなく、今、ネットゼロ・アライアンスという投資家の連合体がさまざまできています。年金基金などのアセット・オーナーや運用機関など、さまざまなアライアンスを統合してGFANZ（グラスゴー・ファイナンシャル・アライアンス・フォー・ネットゼロ）という組織もできました。これは、機関投資家や金融機関が自分の投融資ポートフォリオ全体を通じてネットゼロを実現しますということを約束する投融資機関のグループです。

この自分たちの投融資ポートフォリオから出てくるCO<sub>2</sub>を全体としてゼロにするという約束は、大きな影響を持っています。なぜなら、投融資ポートフォリオのネットゼロを実現するためには、投融資先である顧客のネットゼロを実現しなければならないからです。CO<sub>2</sub>を出しているところをすべてダイベストメントしていたのでは、投融資する先がなくなってしまいますので、そうではなくてお客様を支援しながらネットゼロを実現していく。もちろん、日本は2050年にカーボン

ニュートラルを約束しているのですから、2050年まで待てば自動的にネットゼロになるのかもしれませんが、現実にはそう簡単にはいきませんので、相当いろいろな関与をしていくことになります。

GFANZ が様々なガイダンスを出していますが、それとあわせて Climate Action 100+ というグループもあります。これは先程お話ししたエンゲージメントという方法を世界の運用機関や金融機関が協力して行うもので、当初、CO<sub>2</sub>排出量の多い企業 100 社を選んで株主としてさまざまな提案をしてきました。その後、対象企業を 64 社程増やしたので「100+」になっています。日本の企業も幾つか対象になっていて、エンゲージメントを受けているはずです。

もちろん日本の政府も対応していきまして、先ほど申しましたが、経済産業省がクリーンエネルギー戦略の中間整理を昨年公表しました。その中で対策の「5本の柱」を示し、どのくらい資金が必要なのか、必要となる投融资の資金量を試算しています。それによると、今後 10 年間で 150 兆円ぐらいの資金が必要になる。日本の国家予算が 100 兆円ですから、それを上回る資金が 10 年間で必要になってくる。この 150 兆円の資金のうち 20 兆円程度が GX 経済移行債で賄われるとして、残りは民間の資金を誘導してこようということです。

言い換えれば、それだけの資金がこれから産業界に回ってくるわけです。それを考えて投資先を選んでいくし、投資先とエンゲージメントしていく。それが脱炭素を実現するということであり、運用機関として利益を上げていくということでもあります。その過程で産業構造を大きく変えていく、そこに投資のチャンスもあればリスクもある、そのように運用機関は考える必要があるのだと思います。

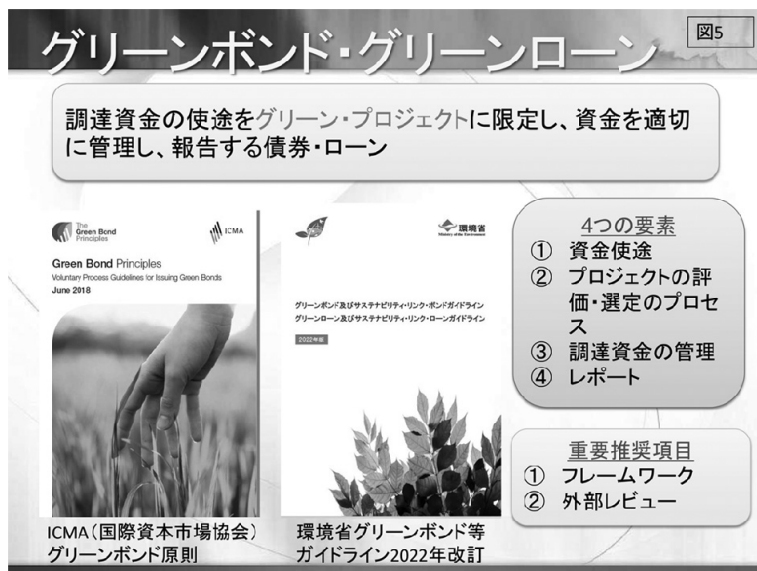
これをさらに進めたのが、GX 実行会議で、先日 GX 実現に向けた基本方針が閣議決定されました。脱炭素の具体的な取り組みとして、原子力の議論もあるのですが、水素やアンモニア、さらにはゼロエミ船舶からゼロエミ航空機までさまざまな施策を並べ、これを実現する



ための GX 経済移行債と、その償還原資としてのカーボンプライシングの導入ということをあわせて謳っています。今後、いずれにしてもこの GX 実現に向けて、さまざまな投資を呼び込んでいかななくてはならないわけです。

### 「グリーンボンドからトランジション・ファイナンスへ」

この投資を呼び込んでいくときに、一番わかりやすいのが債券です。2014 年には ICMA（国際資本市場協会）がグリーンボンド原則を公表して、そこからグリーンボンドというものが広がっていきました。グリーンボンドというのは、資金使途をグリーンビジネスに限定して発行する債券で、図 5 に書かれている一定の要素を守って発行する債券をいいます。これを日本でも広めようということで、2017 年に環境省が最初にグリーンボンドガイドラインを出しました。ほぼグリーンボンド原則を翻訳した形ですが、このグリーンボンドガイドラインは何回か改訂していきまして、昨年、大きな改訂をして公表したところです。



グリーンボンドからグリーンローンという考え方が生まれて、ボンドだけではなくて、金融機関が融資をする際にも同じような要素を前提にした融資商品が広がっています。合わせてサステナビリティリンクボンド、サステナビリティリンクローンという考え方が出てきました。グリーンボンドやグリーンローンは資金の用途を限定することで、明確にその資金がグリーンビジネスに使われることになるわけですが、サステナビリティリンクボンド・ローンは逆に資金用途を限定しないが、それでもサステナビリティを実現するという仕組みとして考えられました。これは、資金用途を限定しない代わりに CO<sub>2</sub> の大きな排出削減などの野心的な目標を設定して、その目標の達成を約束することで資金を調達する仕組みです。

実はこのサステナビリティリンクローンやサステナビリティリンクボンドもここ 4、5 年増えてきたのですが、ある証券会社のコラムによれば、ちょうどそれらのサステナビリティリンクボンドなどがそろ

そろ償還期限を迎え始めていて、果たして約束した目標（サステナビリティパフォーマンス・ターゲット）が実現できているのかが問題になるのではないかとされます。サステナビリティリンクボンドは、ターゲットの達成を約束して発行するボンドですから、ターゲットが未達だった場合には金利が上がるなどのペナルティが課されます。ところがこの間、ロシアのウクライナ侵攻などもあり、さまざま経済環境が変わった中でターゲットが達成できないボンドやローンが出てくる可能性がある。本当にその時に金利を上げるのか。逆にこの状況下でターゲットが全部達成できていたとしたら、そもそもそのターゲットの設定自体が緩すぎたのではないか、野心的なターゲットの設定ができていたのかが問題になるというわけです。

このようにサステナビリティリンクボンドやローンは設定する段階ではいい仕組みに見えたのですが、実際にターゲットを実現する時期になった時に、本当にそれが野心的なターゲットだったのか、もし本当に野心的だったとすると、達成できないということも起きてきますので、その時に野心的だったから達成できなかったのと、野心性が低かったから達成できたのとで、果たして金利の扱いはどうしていくのかなど、難しい問題がこれから出てきそうです。こういった仕組みは走りながら考えているものですから、期日が来た時にいろいろ問題が起こってくることもあるようです。

一方でグリーンだけではなくて、ソーシャルボンドという考え方も生まれています。やはり ICMA がソーシャルボンド原則を作っているのですが、こちらは金融庁がソーシャルボンドガイドラインを一昨年に出しています。世界のグリーンボンドの発行額は年々増えていますし、日本も、グリーンボンドガイドラインを公表した後に環境省が発行するのに必要な補助をしているということもあって、年々伸びています。

しかし、グリーンボンドだけでは厳しいのではないかという議論もありまして、経済産業省を中心に環境省と金融庁が協力してトランジ

ション・ファイナンス基本指針も作られました。グリーンボンドやグリーンローンがグリーンビジネスに資金用途を限定するのですが、それでは今すぐグリーンにならない事業をグリーン化していくという移行段階の資金が出しにくいということで、移行段階に焦点を当てたものです。このトランジション・ファイナンスのポイントは、投資先の企業がどうやってトランジションしていくのかという移行戦略を明確にして、その中で必要な資金を調達していく点にあります。そこで移行戦略を立てやすくなるように、経済産業省は産業別のトランジションのロードマップをつくっています。ハード・トゥ・アベイトと言われる、CO<sub>2</sub> 高排出産業を対象にロードマップを公表して、それを前提にトランジション・ファイナンスを推進しようというのです。

これはなかなか難しいところで、例えば日本では現実問題として石炭火力を今すぐなくすわけにはいきません。そこでそこに水素やアンモニアを混焼することによって、その分 CO<sub>2</sub> が減ります。ただし、水素やアンモニアをつくる段階で CO<sub>2</sub> が出るのではないのかという問題があるので、例えば太陽光発電を使って水素やアンモニアをつくったらグリーン水素、グリーンアンモニアですし、天然ガスを基にして水素やアンモニアをつくっても出てくる CO<sub>2</sub> を回収して地中に埋める CCS (Carbon dioxide Capture and Storage) ができるならば、それはブルーアンモニア、ブルー水素と考えようじゃないか、といった議論をしているわけです。そのように石炭火力を少しずつ縮小していく過程で水素やアンモニアを使っていこうというのが日本の政策であるわけですが、これはなかなか欧州からは理解が得られないようです。

グリーン水素は別にして、ブルー水素という場合、天然ガスを使うと、やはり運んでくる途中でもリーケージ（漏出）があるようで、そういったことも考えると、実はブルーにもならないという意見もあります。一方で、そういう欧州の論理だけでは、日本は別にしても、アジアの途上国とか中進国の脱炭素化を本当にできるのか。アジアの脱

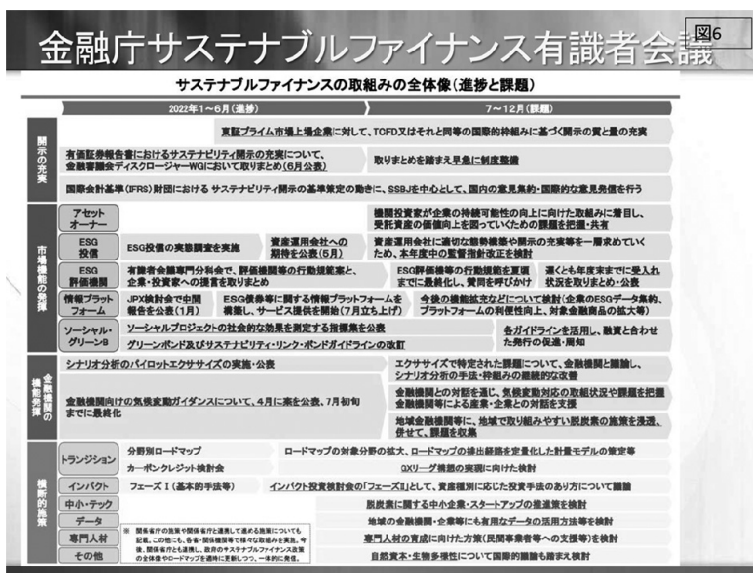
炭素化も考えるならば、各国の事情に応じたトランジション戦略があってもよいのではないかという議論もあります。

この辺はまだ議論が煮詰まってない部分がたくさんあるだろうと思います。それを煮詰めていく仕事は、どこがやるべきかと言えば、本当は市場なんです。マーケットにたくさん参加者がいて、様々なマーケットの参加者が「これが一番ベストプラクティスなんだ」と思うところにきちんと投資するという形でマーケットが本当に機能すれば、おそらく市場の力で問題は解決していくのだと思います。ですが、そういうマーケットができるためには、よほど市場の広がりがあって、市場参加者にリテラシーがあって、そして市場に規範が働いていないと、サステナブルファイナンスは成り立ちません。そこで、サステナブルファイナンスというものを育てていくために、金融庁が政策的な推進を始めているのです。

### 「金融庁によるサステナブルファイナンスの推進」

金融庁は 2020 年 12 月にサステナブルファイナンス有識者会議を設置し、過去 2 回レポートを公表しています。金融庁は毎年その年の金融行政方針というのを出すのですが、有識者会議のレポートを反映して、金融行政方針の中にもサステナブルファイナンスが組み込まれるようになりました。今事務年度の金融行政方針では 1 節がサステナブルファイナンスの推進になっています。

図 6 は有識者会議の報告書からの抜粋なのですが、具体的に金融庁の施策として開示の充実、市場機能の発揮、金融機関の機能の発揮、そして、横断的な施策などがあげられています。これをすべて説明し始めると長くなってしまいますので、代表的な取り組みをご紹介します。



まず、金融庁は最近、ESG 評価機関の行動規範を公表しました。先程説明した ESG インデックスを作るには、投資先企業の評価をしなければなりません。この投資先企業の評価をする専門の会社等が幾つかありまして、こういうところが ESG レーティングをしています。企業から見ると、この ESG レーティングが本当に正しいのか、その透明性が問題になります。そこで、ESG の評価機関や ESG 情報を提供している機関向けに行動規範を提案して、この行動規範に署名してくださいということを金融庁が言い始めました。実はこの種の議論、つまり ESG レーティングに対する行動規範という議論は、国際的にも始まっていておそらく今後、世界でいろいろ出てくると思うのですが、日本が最初に行動規範を出したということは結構珍しいです。大体いろんな原則は、海外でできたものを日本は翻訳するというのが普通でしたが、今回は日本が最初に出しています。

それから金融庁の監督指針の改定もしています。この監督指針とい

うのは、金融商品取引業者向けの広範な指針ですが、その中の一部に、ESG 投資信託と名乗るのであればこういう項目がないといけないということを決めるようです。ヨーロッパでは、SFDR という規則で ESG 投資と名乗るための条件を定めて、自分のファンドがどれに該当するかを開示しなければならない制度になっていますのですが、金融庁はそこまで明確な法律や規則にするのではなく、一旦監督指針にしています。その意味では行政指導的な感じですが、金融庁の監督指針というのは日本の金融機関にとっては非常に重いものですので、現実にはかなり指導力が働くのかなと考えられます。

その次は、金融機関における気候変動への対応についての基本的考え方というものです。金融庁はかつて銀行などの間接金融機関に関して金融検査マニュアルというものを使って検査をしていましたが、その検査マニュアルを廃止して、検査監督基本方針に基づくディスカッションペーパーという形で金融庁の方針を示していくことになりました。そのディスカッションペーパーの 1 つとして、気候変動への対応に関するディスカッションペーパーを公表して、地域金融を含む金融機関がお客様向けにどのような支援をしていくのか、また金融機関自身にとってはどのようなリスクがあるのかということを整理しています。今後、地域金融に対してもこの種の指導をしていくものと思います。

さらに日本取引所グループ (JPX) が「ESG 債情報プラットフォーム」というサイトを作り、グリーンボンド等の ESG 債の情報が一覧できるようにになっています。

### 「インパクト投資の推進」

そういった中で、インパクト投資も推進されています。これは、もともとは欧米で始まった考え方ですが、アメリカの GIIN というグル

ープがインパクト投資の定義をしています。それによれば、インパクト投資とは、金融上のリターンだけでなく、測定可能でポジティブな社会的、環境的インパクトを生み出すことを意図的に行う投資です。日本では、社会変革推進財団（SIIF）が推進母体の1つになっていて、このSIIFが事務局になってGSG国内諮問委員会という組織も活動しています。

具体的な事例として、もちろん大手の保険会社はいずれもインパクト投資をしています。ここでは銀行関係の例を一つ挙げておきます。新生銀行とみずほ銀行、そして先程のSIIFが「はたらくファンド」というインパクト投資ファンドを出しています。ライフイズテックやUniFaなどの社会課題解決型のスタートアップに投資するファンドです。

金融庁や環境省も推進していて、環境省は2020年に「インパクトファイナンスの基本的考え方」という報告書を公表しました。これはUNEP FIがポジティブインパクトファイナンスを推進していることもあって、環境省としてこの考え方を広めていこうとしたものです。一方で、金融庁の方では「インパクト投資に関する検討会」を立ち上げ、現在、まさに検討中です。この検討会ではインパクト投資に関わる何らかのガイダンス文書を今年中に公表する予定で、おそらく今年の6月か7月ぐらいには何か成果物が出てくると思います。

さらに、民間の動きとしてインパクト志向金融宣言という宣言ができました。インパクト投資というのは先程のインパクトファンドのように個別のトランザクションとしてインパクトを生み出す投融資の金融商品を作っているわけですが、そういった個別の金融商品だけではなくて、金融機関の経営全体をインパクト志向にしていこうという宣言です。インパクト志向の経営を実現するためのステップとして、インパクト投資やインパクトファンドも作っているのだと考えます。2021年11月にできたこのインパクト志向金融宣言に署名した機関が



日本だけで、1年経って2022年11月の段階で42社、現在は44社くらいに増えています。まだ1年しか経ってないのですが、署名機関も増えてきて、インパクト志向金融という考え方も広がってきたかなと思うわけです。

### 「サステナビリティ情報開示の進展」

こういう流れの中で情報開示についての動きもあります。先程少し申しましたがTCFDの最終報告が2017年に出て、これがコーポレートガバナンス・コードに取り入れられて、プライム上場企業はTCFDと同等の枠組みで開示をせよということになりました。

その一方でISSBという組織ができました。元々、IASB（国際会計基準審議会、International Accounting Standards Board）という組織があって、国際会計基準を作っているのですが、このIASBを統括しているのがIFRS財団という財団です。このIFRS財団がIASBと並んでISSB（国際サステナビリティ基準審議会、International Sustainability Standards Board）を作り、サステナビリティに関する開示の国際基準を作るようになったわけです。

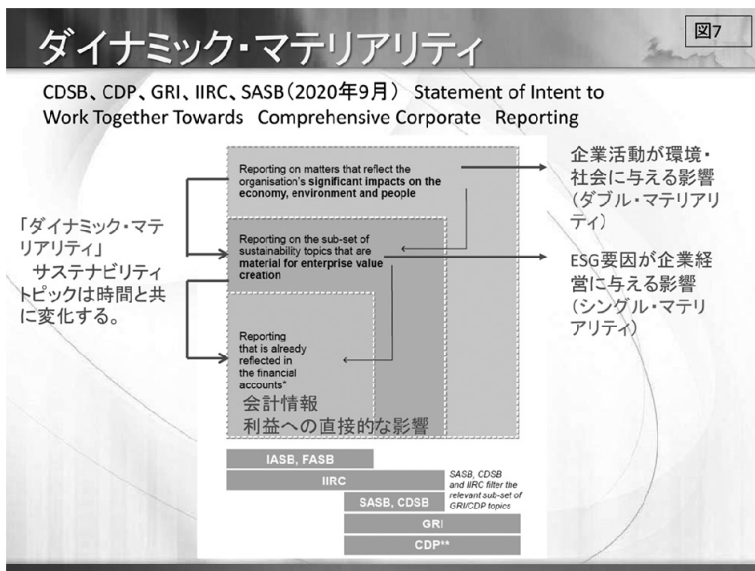
どのような基準を作るのかということで、ISSBの議論を少しご紹介します。この中でおそらく一番重要なのはマテリアリティという議論です。マテリアリティというのは、日本語で重要性と訳しますが、もともとは会計用語です。会計用語としてのマテリアリティは、投資家の意思決定に対して重要な影響を与えるかどうかという意味で、結局のところ投資先企業の利益や売上に影響を与えるかどうか、という判断基準です。会計情報というのは細かく見ていくと、すごく細かい情報がたくさんあるのですが、細かい会計情報をたくさん示されても見る人は分かりませんので、重要性のあるものはきちんと表示し、重要性のないものは丸めて表示する、その方が投資家に意味がわかりやす

い、と考えるわけです。

では、サステナビリティの情報開示について、マテリアリティをどう考えるのか。投資家の意思決定、つまり企業の利益や売上に与える影響だけが重要でしょうか。企業活動が環境や社会に与える影響という逆の方向もあります。そこでサステナビリティが企業の利益に与える影響と、逆に企業活動が環境や社会に与える影響の両方が大事だという考え方を、二重の重要性ということで、ダブル・マテリアリティといいます。

ただし、ダブル・マテリアリティは ISSB の範疇を超えています。IASB はもともと企業の利益や売上への影響を基にした判断基準だったので、IASB と並んでできる ISSB の判断基準も、基本的には投資家の意思決定に影響を与えるものに限定すべきだというわけです。それを、ダブルではないからシングルと言おうということで、シングル・マテリアリティと呼ぶようになりました。ですので、シングル・マテリアリティとは何か新しいものが出てきたわけではなくて、従来のマテリアリティの考え方です。経営上の影響、投資家にとっての意思決定への影響など、つまりは売上や利益に与える影響が大きいものはマテリアルである、と考えるというのがシングル・マテリアリティで、ISSB は基本的にはシングル・マテリアリティを前提にして開示基準を作ることになっています。

ところが、シングル・マテリアリティなのに、実際の基準を見ると例えば、CO<sub>2</sub>の排出量を開示せよということになっています。それも Scope1, Scope2, Scope3 と言って、燃料の燃焼に伴う CO<sub>2</sub> (Scope1) や電力使用に伴うもの (Scope2) だけでなく、原材料の採掘段階などのサプライチェーンでの CO<sub>2</sub> の排出 (Scope3) まで計算して出すことになっています。それは本当にその企業の利益に影響するんですかと思うわけですが、どのような理屈になっているのかというと、図7左側のダイナミック・マテリアリティをご覧ください。



今すぐ企業の利益には影響を与えないかもしれないが、環境や社会に重大な影響を与えているものは、遅かれ早かれ何らかの規制がかかる、例えば排出量取引などの規制がかかることで、結局は企業の経営に内部化されていくに違いない。それは、結局は、企業にとっても重要なものになっていく、つまりマテリアリティというのは、固定的・静的なものではなくて、動的なもの、変化していくものだということです。そういったマテリアリティの変化を見越して重要性を考える必要があるというのがダイナミック・マテリアリティという考えです。ISSB では、ダイナミック・マテリアリティを前提にして、今後重要になってきそうなものは少しずつ取り入れていくという方向性になっているのだと思います。ですので、純粋なシングル・マテリアリティよりも少し範囲が広がっているのかなという感じはします。

では、ISSB が作る基準とはどういうものかと言いますと、全般的な要求事項という全体を包含する基準と、それを前提にしてテーマ別と産

業別の開示の基準を作ります。テーマ別と産業別の開示基準の中身は、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標という4本柱ですが、この4本柱は実はTCFDと全く同じです。

実際にISSBは具体的な草案を既に2つ公表しています。昨年3月に公表したもので、一つがGeneral Requirements(全般的要求事項)、もう一つがテーマ別の第1号ということで、Climate-related Disclosures(気候関連の情報開示)です。この気候関連の情報開示の中身はほぼTCFDの考え方をそのまま受け継いでいまして、その中でScope1、Scope2、Scope3の温室効果ガスの排出量も開示するという基準になっています。これは草案で、本当は今年のうちに基準化されるはずだったのですが、少し延びています。ただ、最近のニュースによれば、あと数カ月のうちには最終化されるとのことですので、おそらくここ数カ月の間にISSBの第1号・第2号の国際基準が公表されることになるでしょう。

これを受けて日本はどうかというと、日本でももちろん対応することになっていまして、IFRS財団の下にIASBとISSBができたように、日本側でも対応する組織が作られました。日本ではもともとIASBに対応してASBJ(企業会計基準委員会)という組織があり、日本の会計基準を作ってきました。このASBJと並んでSSBJ(サステナビリティ基準委員会)という組織が設置され、ここがISSBの基準を受けて日本基準を作り、有価証券報告書での開示内容が決まることになりそうです。

金融庁ではこの有価証券報告書に何を書くかという議論がすでに進んでいます。金融庁の下に金融審議会があり、金融審議会の中にディスクロージャーワーキング・グループというワーキンググループがあって、金融庁に対する報告書を提出しました。ディスクロージャーワーキング・グループの議論は幅広くて、四半期開示のことなども議論しているのですが、それとは別に有価証券報告書の中にサステナビ

リティに関する記載欄を設けるということを提案しました。それに加えて人的資本に関する情報開示や、いわゆるダイバーシティ、特に女性活躍に関する開示の強化も求めました。

この報告を受けて、実際に金融庁は開示規則を改正しました。有価証券報告書に何を書くかは、企業内容開示府令という内閣府令に決められています。金融庁は内閣府の下にあるので、金融庁が出す命令は、内閣府の命令ということで内閣府令になるのですが、この内閣府令が 1 月末に改正され、ワーキンググループの報告通り有価証券報告書の中にサステナビリティの記載欄を設け、その中で、人的資本に関して人材育成方針と人材育成の社内環境整備方針について書くことが決まっています。また、従業員情報の欄で男女賃金格差、女性管理職比率、男性の育児休業取得率を書くということも決まりました。この 3 月末決算から適用ですので、3 月末決算の会社が 6 月末ぐらいに公表する有価証券報告書には、もう男女の賃金格差の開示などが含まれることになると思います。金融庁の有価証券報告書の記載内容の改正は、ダイバーシティや人材育成まで踏み込んでいるということですね。

ISSB はどうしているかということ、気候変動に関する国際基準の草案は既に公表済みですので、この先、何を検討するかということで、次の課題についての検討が進められています。昨年の 12 月に今後の検討課題についての議論がなされて、生物多様性、人的資本、人権問題の 3 点が今後の検討課題として合意されたとのこと。あわせて、IASB とのジョイントプロジェクトとして、財務会計とサステナビリティ情報とのコネクティビティ（連結性）もこれから議論するという方向になっています。というわけで、今後、情報開示のテーマは生物多様性や人的資本、人権の分野へと広がっていくこととなります。

## 「生物多様性に関わる議論の進展」

最後にこれからサステナブルファイナンスの分野で、あるいは生保業界として注意すべきポイントやテーマは何かということについてお話しします。もちろん脱炭素や気候変動問題が最大の課題ですが、それ以外に生物多様性や人的資本という議論もあります。そのご紹介をしていきたいと思います。

まず生物多様性ですが、気候変動に関して IPCC という組織があるように、生物多様性に関しては IPBES（生物多様性及び生態系サービスに関する政府間科学政策プラットフォーム）という世界の研究者ネットワークがあります。生物多様性分野のトップの研究者の集まる国際組織ですので、この分野で最も権威のある組織です。この IPBES が 2019 年に出した報告書によれば、現在世界で 100 万種の動植物が絶滅の危機に瀕していると言われます。

100 万種が絶滅の危機に瀕しているというのは、地球の 40 億年の歴史の中で 6 番目の大量絶滅に匹敵するそうです。地球はかつて 5 回、生物の大量絶滅を経験しました。一番直近の絶滅は、6,600 万年前の恐竜の絶滅です。恐竜が絶滅した時には恐らく地球に隕石が衝突して、その結果として恐竜が絶滅したと言われていますが、今回は隕石もぶつかっていないのに、それに匹敵する大量絶滅が起こりつつある。その原因は人間で、主な原因が 5 つ挙げられています。1 つ目は土地や海の利用の変化、例えば土地の開発などです。2 つ目は直接的な捕獲で、漁業などの影響。3 つ目が気候変動、そして 4 つ目が汚染なんです。これは大気汚染もちろんありますが、農薬や化学肥料といった汚染が大きいようです。そして、5 つ目が外来種の侵入ということで、こういった要因によって生物が絶滅している。

これがビジネスとどう関わるのかということを考える必要があります。FAO（国連農業機関）は何年かに一度森林資源の評価報告書と

いうものを出してしまして、FAO の試算によると、世界の森林は、もちろん植林によって増えている部分もあるのですが、それ以上に伐採によって減っていて、年間で 470 万ヘクタールぐらい減っているそうです。470 万ヘクタールがどのぐらいの大きさなのかイメージしにくいのですが、九州の面積が大体 367 万ヘクタールだそうなので、大体年間で九州よりも少し広いぐらいの面積の森林が毎年減っている。森林が減るのはなぜかという、伐採するからなのですが、なぜ森林が伐採されるかという、パーム、材木、牛肉、大豆といった商品作物が原因です。特にブラジルのアマゾンでは大豆や牛肉、東南アジアではパームのプランテーションを作るために森林が伐採されることが多いようです。どういうことかという、今後大豆や牛肉、パームなどを原料として使う企業、つまり食品産業や小売業などは、どこからモノを調達してきているのかということが問われるということです。森林破壊を止めなければ気候変動は止まりませんし、生物多様性の問題も解決しませんから、こういったことは今後ますます問題になってくると思います。

それから肥料・水産問題についてですが、図 8 の右側は水産の問題でして、農水省の調査から引用しています。農水省が食品産業の ESG ということでプロジェクトをしておりまして、一昨年報告書を出しました。図は FAO のレポートの引用で、世界の漁場の 34%は過剰漁獲の状況にあり、漁場の中で持続可能に運営されているところのごくわずかです。というわけで、漁獲し過ぎという問題が図 8 の右側に記載されています。

図8

## 肥料・水産問題

1. 食品企業がESG課題に取り組み必要性

### 持続可能な農業・水産業の問題とは

問題との関連が強い主な食品企業・農産物・水産物を生産・加工・販売する企業

- 化学肥料や農業は、農産物の定量的な生産において重要な役割を果たしている一方で、不適切な利用は生態系に対して悪影響を与える。人間活動による窒素とリンの使用量は、既に生物地球科学的原理の限界を超えているとの指摘もある。
- 日本の「みどりの食料システム戦略」やEUの「Farm to Fork戦略」では、化学肥料や農業の使用を長期的に削減していくための定量的目標が設定されている。また、2022年5月に採択予定の生物多様性条約における新たな国際目標においても、生物多様性への負荷の削減に向けて、環境への養分流出や農業使用に関する定量的な削減目標を盛り込むことが検討されている。
- 2017年時点で、世界の水産資源の34.2%<sup>[1]</sup>が自然の再生速度を上回る過剰漁獲状態にあり、水産資源の枯渇が懸念される。特に、養殖は天然水産資源の減少を補う効果がある一方、飼料原料の持続可能性、飼料や糞尿等による海洋汚染、養殖魚の脱走による近隣海域の生態系への影響などが懸念される。
- そのため、違法・無規制(IU)漁業の防止、抑止、排除が重要となっている。E.U.、米国、韓国等では、水産物や水産加工品の輸入時に漁獲情報等の証明・提供を求める規制を導入している。
- 日本においても、過剰漁獲、底引き網漁、ゴーストフィッシング<sup>[2]</sup>、混獲、養魚場での米麦汚染などが問題視されるとともに、水産企業が水産資源の制約による影響を受け始めていることが指摘されている<sup>[3]</sup>。

窒素・リンの使用量に関するプラネタリー・バウンダリー(地球の限界)

(引用)Asterie for Sustainable Resilience Centre, based on analysis by Persson et al. 2022 and Steffen et al. 2015 (https://www.sustainable-resilience.org/research/planetary-boundaries/).  
19. Minsalab LFJ Research and Consulting [1] FAO (2020b) 'The State of World Fisheries and Aquaculture 2020. Sustainability in action'.  
[2] Planet Tracker (2021b) 'Against the Tide'.

世界全体の海洋水産資源量の推移(1974～2017年)

(出所) FAO (2020a) 'The State of World Fisheries and Aquaculture 2020'. p.46. Figure 19c. 量の特長  
① 漁獲 ② 養殖 ③ 水産物と水産加工品

出所：令和3年度ESG投資に係る食品産業等への影響調査委託事業調査報告書P.19

図8の左側は何かといいますと、化学肥料の話です。プラネタリー・バウンダリー（地球の限界）という考え方があって、環境維持の限界を超えて、リスクのある要因をいろいろと特定しているのですが、その中で窒素の使い過ぎが、既に地球のバウンダリーを超えているのだそうです。窒素がどうして使い過ぎになっているかという、肥料です。窒素というのはもちろん空気中にたくさんあるわけですし、普通の状況では気体（空気の78%は窒素）ですが、これを固体の形に変えて肥料にします。この肥料が開発されたことで、爆発的に農業は発展してきたのですが、そのことによって地球の生態系が非常に大きく破壊されている。ところが、それでは化学肥料を使わないで農業ができるのかという問題にぶつかります。つまり生物多様性の問題は、いわば食糧問題と裏表です。水産もそうですが、実は気候変動以上に解決が難しい問題になりかねない。逆に言うと、化学肥料を節約しながら農業生産が広がっていく仕組みができれば、そこは大きなビジネスチ



チャンスがあるかもしれない。そういう投資戦略としても考えられます。

さらに問題なのは農薬です。これはよく紹介するドイツの研究なのですが、ドイツの平地で 1 メートル四方ぐらいのテントを 27 年間張り続けたという研究があります。何がわかったかという、このテントに虫が引っ掛かるのですが、その引っ掛かる虫の量を 27 年間計測し続けたところ、27 年前と比べて虫の量が 76% も減ったということです。つまり、このテントに引っかかるような空を飛ぶ昆虫の量は、大体 4 分の 1 まで減ってしまったということがわかったのです。これは非常に重要な研究で、27 年間で 76% ということは 1 年間に直すと 2% ~3% ぐらいしか減っていないわけです。ですので、数年調査していても、なかなか気がつかないのですが、27 年間見ていると実際には昆虫は年々減っているんだということがわかります。

昆虫が減ると何が問題なのでしょう。植物の受粉の 8 割は昆虫が担っていると言われます。また、鳥の餌の 6 割は昆虫だそうです。つまり昆虫がいなくなると受粉ができなくなったり、鳥の餌がなくなったりする可能性があるということです。もちろんまだ大丈夫かもしれませんが、この研究を紹介するテレビ番組をたまたまニュースで見たら、生態学が専門の研究者が、コメンテーターとしてこんなことを言っていました。「皆さんはジェンガという遊びを知っていますか」。ジェンガというのは、積み木を積み上げて高い塔を作っておいて、そこから 1 本ずつ積み木を引いていく遊びです。1 本引いても大丈夫、また、1 本引いても大丈夫。でも最後の 1 本を引いた途端に、ジェンガ全体がバランスを崩して崩れます。最後の 1 本を引いた人が負けというゲームなのですが、生態系はこれに似ているのではないかということです。つまり、ある虫が 1 種類いなくなっても大丈夫。また 1 種類いなくなっても大丈夫。けれども、ある日ある時、生態系全体が、突然崩壊するということにならないだろうか。もちろん正確なことは誰にも分からないのですが、そういう危険があるのではないのかという

わけです。

ではなぜ虫が減っているのでしょうか。虫が減っている理由も実はよく分かりません。よくわかりませんが、気候変動のせいもあるでしょう。しかし、恐らく大きな要因は農薬ではないかと言われています。農薬が虫を減らすこと自体は明らかで、もちろんそのための薬ですからそうなのですが、では農薬なしで農業が成り立つかという問題もあります。

生物多様性条約の COP15（第 15 回締約国会議）は、コロナの影響のために 2 年越しで昆明とモンリオールで行われ、最後に **Global Biodiversity Framework** というフレームワークに合意しましたが、その中のセクションH「2030 年に向けたグローバルターゲット」のターゲット7で、環境中に失われる過剰な栄養（つまり化学肥料）を半減し、農薬による全体的なリスクを半減するという目標を立てています。さて半減で大丈夫なのか、逆に半減した時に食料生産は大丈夫なのかというのは、これからの課題なのだと思います。同じセクションHのターゲット3では、**30by30** と言って、世界の陸地と海の 30%を 2030 年までに保全するという目標も定めています。

情報開示に関しては先程の TCFD に対応して、生物多様性や自然に関する情報開示の枠組みということで TNFD（Taskforce on Nature-related Financial Disclosures）というグループができています。この TNFD の枠組みもガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標という 4 本柱で作っていますので、当然 ISSB を意識しており、やがてこの TNFD に沿った情報開示が企業に求められてくることになると思いますし、それを前提に投資家も今度は生物多様性や自然資本を考慮した投融資先の選択とエンゲージメントが必要になってくるわけです。気候変動で行われてきたようなことを、これからは自然資本でやっていかなければならない。気候変動は CO<sub>2</sub> を減らすという目的がわかりやすいので、再エネ転換や省エネといった施策も分かりやすかったので

すが、生物多様性の場合はパームや大豆から、農薬や化学肥料まで、多面的で多様な関わりがありますので、相当の知見の蓄積が必要になってくると思います。

### 「S 指標をめぐる動き」

一方で、ESG の“S” はどうなのかということです。ご覧になったかもしれませんが、経済産業省が人材版伊藤レポートという報告書を公表して、人的資本をきちんと積み上げていかないと企業経営が成り立たない、逆に人的資本を積み上げていくことで企業価値を高めることができるという説明をしています。この考え方は正しいと思います。たしかに企業経営を支えるには人的資本が必要で、人に投資をしていく必要がある。ところが、ここで抜けている視点は何かということ、個々の企業が個別に人的資本のことを考えていても、日本全体の人的資本のプールが枯渇していったのでは限界があるということです。そのことを少しご紹介したいと思います。

図 9 は日本の雇用者人口を示しています。日本人口 1 億 2,000 万人ぐらいのうち、もちろん働いている人はもう少し多いのですが、雇用されている人が日本全体で 5,600 万人ほどいる。そのうちの 63% は正規雇用で、37% は非正規雇用です。これだけだと、なるほど非正規が増えてきたかなというぐらいの印象かもしれませんが、これを男女に分けてみますと、男性の 78% は正規雇用ですが、女性は 53.6% が非正規です。女性の半分以上は非正規雇用だということです。もちろん非正規は賃金が安い。男性に限らず、正規社員の賃金は年齢とともに上がっていきませんが、非正規雇用の賃金は何歳になっても低いままです。

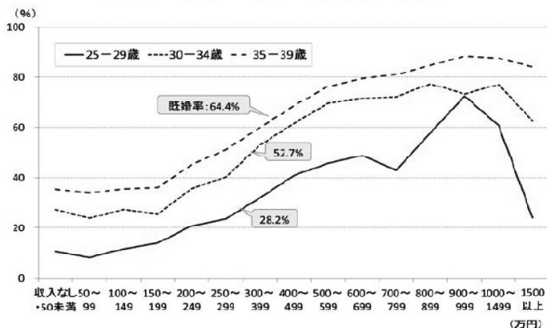


非正規だから仕方ないと思うかもしれませんが、図 10 をご覧ください。これは、横軸に年収、縦軸に既婚率を取って、両者の関係を、年齢別に 25 歳から 29 歳、30 歳代前半、30 歳代後半に分けて示したものです。もちろん 20 歳代より 30 歳代前半、30 歳代前半より 30 歳代後半と、年齢が上がるにつれて既婚率は上がるわけですが、この既婚率の上がり方は年収と比例しています。大体年収 300 万円ぐらいのところ壁というか、崖があり、年収 300 万円を超えないと、なかなか既婚率は上がらないことがわかります。

# 年収と既婚率

図10

図表 9 男性の年収と既婚率の関係



(注1) 図表内の数値は、各年齢階級における既婚率 (100-未婚率)。

出所: 久我尚子(2016)「若年層の経済格差と家族形成格差」より抜粋

これと先程の非正規雇用の増加、そして正規と非正規の賃金格差を加味して考えると、これでは既婚率は上がらないし、少子化も進むだろうと思うわけです。少子化の理由はここにあるのではないかと。

これは日本だけの現象なのかと考えた時に、ヒントになるのが相対的貧困率という概念です。相対的貧困率というのは、まず世帯所得を世帯人数で割って、個人の所得を計算します。この個人所得を一番少ない人から一番多い人まで一列に並べた時のちょうど真ん中の人の所得、これを中央値と言いますが、この中央値の半分の金額を相対的貧困ラインといいます。そしてこの相対的貧困ラインよりも少ない金額しか所得がない人の比率をとって、これを相対的貧困率と呼んでいます。この相対的貧困率は、社会の格差がどのくらい大きいのか、所得分布がどのくらい中央に寄っているのか、外側に広がっているのかということを示します。日本全体の相対的貧困率は大体 15% ぐらいだそうです。相対的貧困率 15% というのは、OECD 諸国の中で特にいいわ

けではなくて、大体真ん中くらいです。

ですが、これを一人親世帯、つまり母子家庭と父子家庭に限ってみると、日本はその48%が相対的貧困です。母子家庭や父子家庭が貧しいのは仕方がないと思うかもしれませんが、一人親世帯の48%が相対的貧困というこの数字は、OECD諸国の中で最下位レベルです。一人親世帯に限ってみると、日本は最も相対的貧困が高い国の1つなのです。

ではなぜ母子家庭や父子家庭は貧困になるのか。母子家庭は非正規でしか働けないことが多く、しかも正規と非正規の賃金格差が大きいからです。日本の問題は何かというと、特にSの側面でいうと、実は正規社員の働き方にあるのではないかというのが、労働経済学者の意見です。日本の正社員は企業拘束性が高いと言うのだそうです。つまり、私たちは普通に日本の社会では当たり前のように感じるのですが——かどうか分かりませんが、少なくとも私の世代ですと当たり前と感じてきた人が多いと思うのですが——残業するのは当たり前ですし、転勤するのも当たり前で、私も昔某商社にいたのですが、明日からアラスカに行けと言われれば、アラスカに行くというような、残業や転勤をいとわない、そういう働き方です。そういう働き方を受け入れる人だけが正社員になれるということです。

その働き方で正社員になれる人というのは、独身か、家に専業主婦のいる人しかいないわけです。ですから、この正社員の働き方のままでは、家事育児を考えると、夫婦二人が両方とも正社員で働くことは無理ですし、二人とも正社員で働いていたら子供は持てません。正社員がそういう働き方だから、女性は非正規になってしまう。家事育児で男性の助けを借りられないということが明らかだからです。まして母子家庭では絶対に正社員で働けない。その結果、女性と男性の格差もどんどん拡大していく。もちろん男性が非正規になって女性が正社員で働いても本当はいいのですが、現実には女性の非正規はどんどん

増えるし、男女の賃金格差はますます拡大するし、母子家庭や父子家庭の貧困も進み、結果として少子化が一層進むということです。

こうして少子化がどんどん進む中で、個々の企業が人的資本を増やそうと思っても、そもそも日本全体の人的資本のプールが縮小していく。日本経済はこれでサステナブルなのでしょうか。もちろんサステナブルではなくて、合計特殊出生率は 1.3 です。女性が一生の間に産む子供の数は 1.3 人ということで、これを解消しなければ日本という国自体がサステナブルになりません。問題の根幹にあるのは、ジェンダー間の不平等です。ジェンダー格差解消のためには、正社員の働き方を変えて、普通に子供がいても正社員になれるような、そして、男性でも女性でも普通に家に帰って子育てができるくらいの正社員の働き方を実現して、その働き方で今の給料をもらえなければいけないと思うわけです。

さらに、これは人材版伊藤レポートも指摘していることですが、日本は人への投資が少な過ぎる。社員への教育投資が少なくて、人的資本を損なっているということです。ところが、単に人への投資が少ないだけでなく、企業が教育投資をする際には正社員しか対象にしない。非正規社員に対して、企業が投資するということはおそらくほとんどないと思いますが、それは何を意味しているかといいますと、日本全体の 36%、女性に限って言えば 50%以上の社員を企業の戦力として考えていないということです。いわば能力の発揮主体として、非正規の人を考えていない。だから、投資をしない。そんなことをしているから、日本全体の人的資本がますます枯渇していくというわけです。そう考えると、正社員・非正規社員の壁を取り払い、非正規の人にも教育投資をしていくということをしていかなければ、なかなか社会はよくなるのではないかと。

そのような問題意識を持って ESG の S 指標の研究会というものを行ってきました。図 11 に記載したメンバーでやっていたのですが、こ

のS指標の研究会で図12に示すような「日本版ディーセントワーク8指標」という指標の提案をしました。例えば、図12の1番のところですが雇用管理区分別、つまり正社員と非正規社員の別に、また正社員の中でもエリア総合職などと言われる雇用管理区分別の平均労働時間と平均賃金をきちんと情報開示し、格差を縮小していくような施策をとりましょうという提案です。

図11

## ESG-S指標に関する調査研究委員会

『良い会社』であることの情報開示と労働者の立場からの責任投資原則促進に関する調査研究委員会  
※2020年9月～2022年5月まで15回開催

<p><b>主査</b> 水口 剛 高崎経済大学 学長</p> <p>金井 郁 埼玉大学経済学部 教授</p> <p>銭谷 美幸 第一生命ホールディングス株式会社経営企画 ユニットフェロー兼 第一生命保険(株) 運用企画部フェロー</p> <p>徳田 展子 一般社団法人日本投資顧問業協会 ESG室長</p> <p>春田 雄一/ 連合本部 経済・社会政策局長 期中交代</p> <p>片山 銘人</p> <p>松原 稔 リソなアセットマネジメント株式会社 執行役員責任投資部長</p>	<p><b>共同事務局</b></p> <p>Quick-ESG研究所</p> <p><b>連合総研</b></p>	<p>広瀬 悦哉 所長</p> <p>中塚 一徳 リサーチヘッド</p> <p>石川 絵里子 アナリスト</p> <p>新谷 信幸 専務理事</p> <p>平川 則男 副所長</p> <p>中村 天江 主幹研究員</p> <p>金成 真一 主任研究員</p> <p>伊藤 彰久 主任研究員</p>
--	--	--

**当委員会が提案するS指標の射程**

S課題の範囲：雇用、労働、働き方、人的資本

対象企業：プライム市場上場企業

バウンダリー：親会社及び中核事業会社。指標によっては連結、サプライチェーンも含む

QUICK-ESG研究所・連合総合生活開発研究所



図12

## 日本版ディーセントワーク8指標 (JD8 : Japan Decent Work 8 Index)

1 適切な労働時間と賃金	雇用管理区分別の平均年間総労働時間	中核	5 人的資本への投資	雇用管理区分別の一人当たり研修費	中核
	雇用管理区分別の平均賃金	中核		雇用管理区分別の一人当たり年間総研修時間	補充
	雇用管理区分別・男女別の従業員数	補充		新たなスキル習得や主体的なキャリア形成のための仕組み	補充
2 男女格差の撤廃	各役職における男女別の人数・割合	中核	6 ダイバーシティ & インクルージョン	障害者（障害種別）の従業員数と平均勤続年数	中核
	男女別の平均賃金	中核		正社員採用における中途採用比率と中途採用者と新卒採用者の3年内離職率	補充
	男女別の平均勤続年数	補充		主なる留資格の外国人就労者数	補充
3 柔軟な働き方	男女別のテレワークを利用してしている従業員の割合・連日平均の利用時間	中核	7 サプライチェーンの働き方	性的マイノリティに対する取組みや支援制度	補充
	男女別の育児休業の取得率と取得期間	中核		サプライチェーンの人権デューデリジェンス	中核
	男女別の介護休業の取得人数	補充		下請けなど、サプライチェーン企業との適正取引	中核
4 職場の安心	働きやすさを支える制度	補充	8 健全な労使関係	派遣・請負・フリーランスの待遇改善の取り組み	補充
	メンタル不調による休職者の人数・割合	中核		労働組合の有無、組合加入率、組合員の範囲	中核
	心理的安全性を高める取り組み	補充		賃金や労働時間などの労働条件に関する労使交渉・協議の有無	補充
				産業構造の変化や事業変革など、経営課題に対する対応状況	補充

<https://www.rengo-soken.or.jp/info/2022/06/201116.html>  
<https://www.esg.quick.co.jp/index.php/event/1375>

QUICK-ESG 研究所・連合総合生活開発研究所

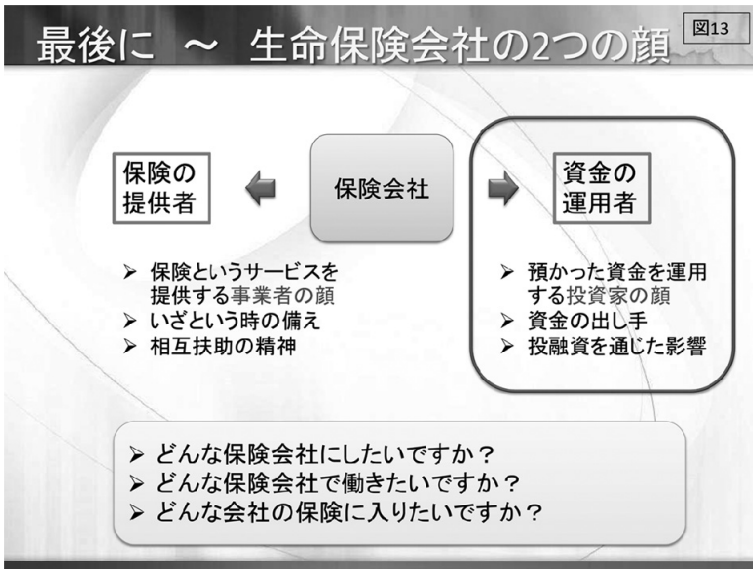
2 番目は男女の賃金格差をきちんと開示して、男女の平均賃金の格差を縮小していくようにしましょう、ということです。男女の平均賃金の格差は、今後、有価証券報告書で開示することになりますが、必ず女性の方が低いと思います。同じ職種で同じ年齢なら、男女に差をつける会社は今時少ないと思いますが、会社全体で見ると男女に賃金格差がある。なぜかという、女性に非正規が多くて、男性は正社員ばかりで、しかも非正規の給与が低いからです。加えて男性の役職が高く、女性の役職が低い。役職の高い方が給与が高いので、全体を総合すると、平均賃金に差が出るわけです。当たり前ではないかと思うかもしれませんが、そこに格差があることの方がおかしいと考える必要がある。そういうことに気づくための指標というわけです。

それから5番目は人的資本への投資ということで、雇用管理区分別に研修費や研修時間の開示を求めています。それ以外にも3番目に示したテレワークやリモートワークなど柔軟な働き方を導入することで、

お子さんがいても働きやすい環境ができるのではないかと。また、6 番目のダイバーシティ&インクルージョンのところに書いてありますが、中途採用というのも実は重要な論点のようです。雇用の流動性といえますか、労働市場の流動性があまり低いと1つの会社にずっと在籍しなければならず、そうすると、どうしてもその会社に縛られた働き方になり、拘束度の高い働き方になりやすいという側面があるのではないのでしょうか。その意味で、ある程度流動性の高い社会をつくっていく必要があるのではないのかという議論です。もっとも、過度に流動性が高いのはまた逆の問題もあるかもしれませんので、なかなか簡単ではないのですが、そのような議論もしているところです。

### 「保険会社とサステナブルファイナンス」

最後に図 13 をご覧ください。今日冒頭に、生命保険会社の2つの顔というお話をしました。保険の提供者という側面は普段から意識されていると思いますが、資金の運用者という顔になった時に、どのような運用をすべきなのかということも改めて考えてみるとよいのではないのでしょうか。皆さんがもし保険会社の社員だったら、どんな保険会社で働きたいのでしょうか。もし経営者だったらどんな保険会社にしたいと思うのでしょうか。そして、もし皆さんが契約するのであれば、どんな運用をしている保険会社の保険に入りたいと思うのでしょうか。保険会社を選ぶとき、保険金と保険料のことだけではなくて、その保険会社が運用を通じて環境や社会にどういう配慮をして、それが回り回って自分にどういう影響を及ぼすのかということも考えて、お金の預け先を選ぶということもあっていいのかなと、考えてみていただければと思います。というわけで、私の話はここまでにしたいと思います。ご清聴いただきまして、ありがとうございました。



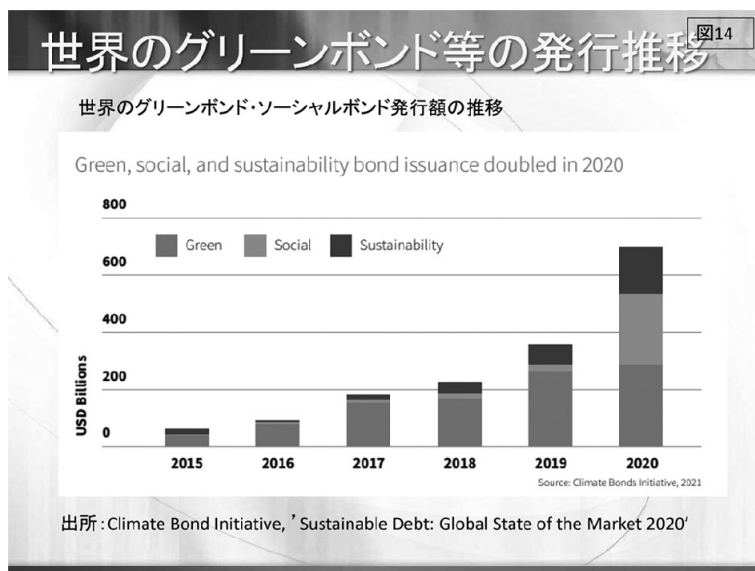
### 質疑応答

(質問者 A)

26 枚目のスライド (図 14) を見ますと、2020 年にソーシャルボンド発行額が急増しておりますが、その背景を享受いただきたいです。

### 水口先生

ありがとうございます。このソーシャルボンドが急増している理由は恐らく、コロナの影響でして、2020 年がコロナの最初の年だったということもあって、コロナ対策のソーシャルボンドが一気に急増したということが 1 つの理由かなと思います。



(質問者 B)

保険会社は機関投資家としてお客様から預かった保険料を運用し、リターンを得ることが求められておりますが、サステナブル投資が、非サステナブル投資に比べ、リターンが高いという根拠は本質的にはないように思います。超過需要が発生しているうちは、サステナブル投資の市場価値は上昇するものの、需給のバランスが落ち着けば、むしろ負の外部性を取り込む分だけサステナブル投資の方がリターンが低くてもおかしくありません。サステナブル投資からのリターンが、非サステナブル投資のリターンを下回るために、投資が停滞するならば大変残念なことだと思います。機関投資家は最終的な資金の出し手との間で、サステナブル投資は必ずしも最大リターンを生むわけではないこと、しかし、社会責任を全うするためにサステナブル投資は必要であり、どの程度のリターン差までならば、サステナブル投資を選

択するかを明示的に合意しておく必要があるのではないのでしょうか。同時に、責任投資をせずに最大リターンを享受する投資家が出ないよう責任投資を任意でなく、金融セクター全体で確実に実行する仕組みが必要ではないのでしょうか。先生の御見解をお伺いできればと思います。

## 水口先生

ありがとうございます。まず、サステナブル投資やサステナブルファイナンスが必ずリターンが低くなるということではありません。この点は誤解のないようにと思いますが、環境や社会の要素を考慮した投資というのは、例えば先程の人的資本の場合でも、人的資本にきちんと配慮した企業を選んで投資をしていくとすれば、それは当然働きやすい会社、つまり人的資本の厚い会社に投資をすることになるわけですので、長期的に見て企業価値に貢献する可能性は高いと思いますし、気候変動問題に対応できる会社や、生物多様性問題にきちんと対応できる会社というのが長期的に選ばれていく可能性も高いだろうと思うわけです。環境や社会の課題を解決するということと、ビジネスというのは別々のことではなくて、同じ方向を向いているということです。

時間軸の問題はあるかもしれませんが、例えばウクライナへの侵攻で一時的にエネルギー価格は上がっていますが、長期的に見れば、むしろこのウクライナ侵攻は脱炭素への取り組みを数年早めたのではないのかという意見もあって、再エネなどに取り組んできた企業がより有利になっていくという可能性もあると思います。そういう意味では必ずしもサステナブル投資は、リターンを犠牲にするものではないというのが、まず第1のお答えです。

それと同時に、講演の冒頭でも申しましたように、サステナブル投

資をするということは、短期的な投資のリターンの話だけではなくて、それが生み出す投融資先企業全体にとっての経済活動の基盤の強化や、あるいはお客様の生活への影響、安心を届けるという意味など、さまざまな要素があり、これは必ずしも単なる社会的責任ということではなくて、ユニバーサルオーナーとして当然考えるべき行動なのではないかと考えられます。そのことを前提にした上で、確かにこのサステナブル投資をしない投資家がたくさん出てきたのでは世の中全体がうまくいきませんので、そこに何らかの規範を生むということは必要だろうと思います。その規範作りをしてきたのが冒頭申しました、PRI（責任投資原則）でして、責任投資原則に署名をして、こういう行動を取ろうではないかということ、いわば同業者の間で呼びかけてきたわけです。そういう意味では責任投資原則に署名をすることも必要ですし、今ではそれを政府が、EUや金融庁が政策として進めているわけですから、徐々にそういうことを規範化していくということは、進んでいくのかなと思っています。

（質問者 C）

社会への影響は、ESG投資の世界でインパクトという言葉で表される一方、39枚目（図7）のスライドでは、ダブル・マテリアリティを企業活動が環境社会に与える影響と説明されています。また、アウトカムという言葉も聞いたことがあります。インパクト、ダブル・マテリアリティ、アウトカム、この違いを教えてください。

水口先生

同じような言葉がたくさんあって難しいのですが、ダブル・マテリアルというのは重要性が2種類あるということですので、環境・社会課題が企業価値に与える影響と、企業が環境や社会に与える影響の両

方を指してダブル・マテリアリティといいます。インパクトやアウトカムという考え方は、インパクト投資の世界では、環境や社会に影響を与える部分のことをインパクト、あるいはアウトカムと呼んでいますので、ダブル・マテリアリティのシングルではない方、環境・社会に与える影響の部分に焦点を当てた考え方だと思います。

その上でインパクトとアウトカムはどういう関係にあるのかというのは、これはなかなか議論のあるところですが、企業活動や投資活動がインプットだとすると、そのインプットは事業活動を通じて何らかのアウトプットを生みます。このアウトプットとは、こういう製品が生まれたとか、こういったサービスを提供したということですが、そのアウトプットが結果的にもたらした影響が、直接的にはアウトカムで、アウトカムがもたらした社会全体への影響がおそらくインパクトということなのではないかと思います。アウトカムとインパクトの間のどこで線引きをするのかというのは、あまり細かく考える意味があるわけではなくて、直接的なアウトプットではない結果としての影響をアウトカム、その先の社会全体への影響をインパクトという大枠で理解をしておけば良いのかなと思っています。ただこの先、インパクトを測定するという議論になった時に、どうやって測定するのかというのが今後の課題ではないかなと思います。ありがとうございます。

(質問者 D)

インパクト投資について SIIF、新生銀行、みずほ銀行が共同した取り組み事例を御紹介いただきましたが、水口先生から見て生命保険会社のインパクト投資の取り組みは、他の金融機関と比べ、どのように映ってらっしゃいますか。また今後、生命保険会社としてインパクト投資への取り組みを推進していくにあたり、意識すべきことがあれば

お聞かせください。

## 水口先生

ありがとうございます。途中でも申しましたように、生命保険会社がすでにインパクト投資を、特に大手の保険会社中心に、それぞれ実践されているということは理解しています。その上で、特定の保険会社の例だけを選ぶというわけにもいきませんので、今回は銀行の例を選ばせていただきました。各保険会社がインパクト投資に取り組まれていることは非常に立派だと思いますし、そういう意味ではよくされていると思っています。

インパクト投資を推進するにあたり、意識すべきことがあればということですが、おそらく保険会社に限らず、インパクトの大きさといえますか、プライオリティですとか、そういうことを少しずつ考えていく時期に来ているのだらうと思います。インパクト投資をする相手は個々のインパクト企業で、自分達のインパクトを生み出す分野を持って経営するわけですが、一方で、特に大きな保険会社、ユニバーサルオーナーのような保険会社は、あらゆる投資や企業活動はインパクトを持つんだということ、好むと好まざるとにかかわらず、何らかのインパクトを持っているので、全体としてのインパクトをよりプラスにしていくということを、今後は考えていく必要がある。つまり、個々のインパクト商品だけでなく、全体観を持って、ポートフォリオ全体としてのインパクトを考えていく必要が、段々とあるのではないのでしょうか。

それはとりもなおさず、インパクト志向経営、あるいはインパクト志向金融だと思うのですが、インパクト志向金融やインパクト志向経営に踏み出していないと社会の課題が全体として解決していきませんので、徐々にそういうところに踏み込んできたわけです。ただ、こ



れをあまり厳密に言いますと、また、インパクトを測定して大きさを考えてといったことになりがちで、インパクトの厳密な測定はできませんので、大きなフレームワークを考えることは重要なのですが、なかなか難しいです。会計のように利益を精緻に測定して、高い低いという議論はしにくい分野なのですが、そうは言っても特定のインパクト商品が幾つかありますというだけで満足するわけにはいかず、ポートフォリオ全体を通じてインパクトを考える、インパクト経営のあり方自体をこれから生み出していく、今、まさにそういう新しい金融経営のあり方を生み出していく時期にあるのではと思っています。

(質問者 E)

損保生命保険業界においても、多くの企業が ESG 投資の推進や非財務情報の開示など、気候変動をはじめとしたサステナビリティの取り組みについて、年々レベルアップを図っております。今後、気候変動に加えて、生物多様性や人的資本など、さらにアジェンダが拡大する中、特に生保業界として注目すべきテーマや留意点、生保業界に求められる役割機能があれば、ご教授いただきたい。

水口先生

生保業界に求められる役割は、リーダーシップということだと思います。特にこれも冒頭申しましたように、生命保険業界というのは機関投資家であると同時に保険提供者であるという特徴があって、いわば預かったお金がその保険契約者からのお金であり、ミッションも保険契約者の安心、社会の安心を生み出すというところにもともとあるんだということです。ですので、そういったお金を扱っているということからしても、サステナブル投資というのは、一番フィットしやすい領域にあるはずでして、そういう意味でサステナビリティ分野を牽

引するリーダーの役割を果たしていただくことが重要だと思います。生保業界がリーダーシップをとることによって、他の金融機関も同じようなことをしやすくなってくると思います。

論点として何に注目すべきかと言われれば、もちろん、気候変動に加えて生物多様性、そして人的資本の問題などだと思います。特に経済的な格差の拡大が社会の不安定化を生んで、この社会の不安定化がポピュリズムなどの社会の分断を生み、私たちの生活を非常に脅かしていますので、この社会の分断を何とかするということが本当に重要だと思います。ですが、実はこれは最も難しいこととして、まだまだ知恵を出す必要あるのかなと思っています。

(質問者 F)

貴重な報告ありがとうございました。繰り返しの質問になって大変申し訳ないのですが、先程から今後のアジェンダですとか、こういう形で展開すると先程の質問でもあったと思うのですが、僕が今までの ESG 投資、あるいは環境情報の開示や統合レポートの内容などを少し歴史的に考えてみても、国連の GRI の基準など今回、有価証券報告書などに盛り込まれた内容というのは結構そういった以前から提唱されているような内容が多くて、今後の展開としても先程の生物多様性という話が出てきたと思います。今後のアジェンダのことと関係あると思うのですが、国連が提案しているような SDGs と今後、生保業界、あるいは環境投資、ESG 投資で考える時にどう関連があるのかということで、そのあたりとの関連を教えていただければと思います。

水口先生

はい、ありがとうございます。SDGs と今後のアジェンダ設定は非常に関係していると思います。そもそも SDGs は Sustainable

Development Goals ですから、この Sustainable Development という概念をもとにして、それを実現するゴールを 17 項目に整理をし直したということです。GRI が求めているものも sustainability reporting ですから、もともとのコンセプトは同じでありまして、それを具体的にこう分解していくと、気候変動であったり、生物多様性であったり、例えば人権であったり、ジェンダーの平等であったり、経済的格差などになるわけです。SDGs で言えば、貧困や、経済格差や教育の格差といったものに分かれていくわけで、おそらく本質は同じものだと思います。ですので、SDGs のゴールの中で、特にビジネスとかがかわる部分がある部分がおそらく人権や雇用、平等といった部分、それから経済的不平等、格差の問題ということや生物多様性など、それに影響する土地の問題、海の問題などです。ですから、密接にかかわっていると思いますし、結局のところ SDGs も、GRI も、そして ISSB の基準も同じものを見ている。同じ環境・社会の課題を見ていて、違う名前をつけているけど、個々の課題はみんな重なっているということではないかと思っています。

(質問者 G)

貴重なお話をいただきましてありがとうございます。生命保険会社で今中期経営計画といったところでも ESG 関係の話というのは、どの会社でも取り上げられているかと思うのですが、今日、本日の講義の中でグリーンボンド、グリーンローンであったり、あとサステナビリティリンクボンド・ローンといった私も初めて聞くようなローンが出てきました。そういったものが ESG 投資の主流になっているのでしょうか。生命保険会社だけでなくもいいのですが、生命保険会社の ESG 投資の主流というのはそういったものになっているのでしょうか。

か。もしくは、そういった環境に配慮した会社に対しての投資がまだまだ中心になっていて、こういったローンというのは、まだまだ割合としては低いものなのでしょうか。そういったところを教えてくださいたいです。

## 水口先生

はい、ありがとうございます。なかなか難しい御質問ですが、グリーンボンド、グリーンローン、サステナビリティリンクボンド、サステナビリティリンクローンといったものも ESG 投資や、サステナブルファイナンスの手法の一つに位置づけられて拡張してきました。何が主流なのかというのはなかなか難しく、むしろ金融のポートフォリオ全体でサステナビリティを追求していこうということですので、上場株式投資の投資先の選択やエンゲージメントから債券投資や PE、融資まで幅広くカバーしていこうという動きだと理解しています。逆に企業側の資金調達を考えたとき、ボンドだけで調達する会社はないわけで、融資もあれば、増資もしながら資金調達をして、その全体観を持ってサステナビリティ経営をされていくのだらうと思います。ですから、どれかが主流ということではないと思います。

ただ、注目を集めているという意味では、グリーンボンド、それから今後は、トランジション・ファイナンスというものが注目を集めていくと思いますので、トランジション・ファイナンス系のボンドやローンというのは注目を集めることになると思います。ただ、他方で例えば脱炭素に関しても、GFANZ のようにポートフォリオ全体のネットゼロを追求しましょうという議論があって、climate action 100 のようにエンゲージメントしていきましょうという議論も国際的には非常に大きな流れになっていますので、ここも切り離しては考えられないという意味では、全方位で頑張ってくださいとしか言えないかなと思

っています。

(質問者 H)

今日は素晴らしいご講演ありがとうございます、大変勉強になりました。1 点、保険会社との関連で資料にはなかったのですが、的外れな質問かもしれません。PRI の署名機関はかなり増えてきたとのお話で、保険会社も確かに PRI に署名した機関があり、日本でも海外でも多々あるのですが、その一方でその後に PSI (Principle for Sustainable Insurance) というものがありまして、それは海外だと全世界でも 200 いかないくらいの企業が入って入って、日本で営業している海外の保険でも半分ぐらい入ってます。ただ日本の保険会社でいうと、数社くらいしかないということで生命保険会社はほとんど入っていないという状況なのですが、そういった機関に署名するということを考えた時に、それはやはりそこに署名した方が ESG やインパクトの実効性が高くなると考えるべきでしょうか。あるいはシグナリングとして PRI は皆やっているから、署名した方が効果があるからやっているけれど、PSI は皆あまり知らないから署名してもあまり効果がないということなんでしょうか。PSI の署名についてはポピュラリティーあるいはその実効性のどちらのためにやっているのか。先生の御見解があれば伺いたいと思います、よろしくお願いします。

水口先生

ありがとうございます。重要なお質問で、PSI への署名はあまり増えていないようです。それは保険会社の方がどう思われているのか、私の方がむしろ伺いたいところですが、PRI に関して言いますと、PRI は単に署名するだけは許さないということになって入って、PRI に署名した後はどんな活動をしたのかレポーティングを求めて、レポー

ティングに対してその点数付けもするという事になっています。そういう意味では単に署名しただけではなくて、実効性を求めるということにはなっていると思います。もしかしたら PRI に署名して、PSI までというのは負担が重いといった各社の判断もあるのかもしれませんが。いずれにしても単に署名するだけというわけにはいかないというのは事実でして、途中でご紹介しましたインパクト志向金融宣言でも、プログレスレポートというのを作って、どのくらい進展があったのかというのは、今後毎年公表していくという形にすると思いますし、この種の宣言は単に宣言に署名しました、の次の実効性の確保が重要になってくるという点は、そのとおりだと思います。ありがとうございました。