

## 気候変動問題と機関投資家によるガバナンス ～企業経営に影響を及ぼす経路～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授  
みずほ証券グローバル戦略部 客員上級研究員  
田村 俊夫

### キーワード

気候変動問題、温室効果ガス、二酸化炭素、機関投資家、エンゲージメント、株主総会、ダイベストメント、サプライチェーン

### 要約およびポイント

- 気候変動問題が企業経営に影響を及ぼす経路は大別して2つあるが、本稿では機関投資家を中心とするプライベートな経路について検討する
  - 当局による規制の導入等のパブリックな経路
  - 機関投資家等の圧力によるプライベートな経路
- 機関投資家が影響を及ぼすメカニズムには、直接働きかけるエクイティ・ルートと間接的に働きかけるデット・ルート、サプライチェーン・ルートがある
  - エクイティ・ルート：株主としてエンゲージメント、議決権行使を行う
  - デット・ルート：金融機関を通じて影響力を及ぼす
  - サプライチェーン・ルート：投資先企業を通じて影響力を及ぼす
- 気候変動問題にとりわけ先鋭な問題意識を抱き、機関投資家による働きかけを主導しているのは大手年金基金である
  - ユニバーサルオーナーかつ超長期投資家としての危機感
  - アセットオーナーとして、アセットマネージャーへの影響力を行使
- 企業としては、このような全体の構図を念頭に、プロアクティブに気候変動問題に対処していくことが重要である

## I. はじめに

### 気候変動問題への政府の対応

世界的に気候変動リスクに対する意識と政策対応が急速に高まっている。2020年10月26日、菅義偉首相は所信表明演説で「2050年カーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を目指す」と宣言した。EUは50年までの「実質ゼロ」を掲げてすでに先行しており、中国の習近平国家主席は9月の国連演説で「60年までにCO2排出量を実質ゼロにする」と表明した。トランプ政権下で環境問題に後ろ向きであった米国政府も、バイデン次期大統領がパリ協定への復帰と気候変動問題への取り組み強化に意欲を示している。

### 気候変動問題への機関投資家の対応

このような政府・当局の動きと両輪を成して、温室効果ガス削減に向けて企業に圧力を強めているのが、機関投資家である。拙稿「株主主導の新ステークホルダー主義：ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス」<sup>1</sup>では、ダボス・マニフェスト2020に象徴される新ステークホルダー主義の特徴として、(1)ステークホルダーの概念の拡張と、(2)機関投資家によるモニタリングを挙げた。すなわち、従来の企業と直接関係のあるステークホルダーを超えて、地球環境やサプライチェーンなど、より包括的な社会全体の価値が重視されるようになってきているだけでなく、最終投資家にスチュワード責任を負う機関投資家が、経営者をモニタリングし、エンゲージメントを行うという動きが強まっているのである。

環境問題についても、以前は企業に働きかけを行う主な主体はNGOであったが、株主提案を提出しても機関投資家の賛同を得られず、さほどの影響力はなかった。しかし、巨大年金基金を震源地とする機関投資家の劇的な意識の変容から、環境問題、特に気候変動問題は、企業経営に重大な影響を及ぼし始めている。この潮流を理解することは、企業の中長期的な経営戦略を考える上で不可欠である。

### パブリックな経路とプライベートな経路

気候変動問題が企業経営に影響を及ぼす経路には、当局による規制の導入等のパブリックな経路（TCFD<sup>2</sup>等の開示基準を含む）と、機関投資家等の圧力によるプライベートな経路があり、両者は密接に絡み合っている。このうち当局の規制等のパブリックな経路は複雑ながらも見えやすいが、プライベートな経路については、企業が直接圧力を受ける株主（アセットマネージャー）等の背後に存在する構図を理解しなければ、問題のマグニチュードを見誤りかねない。したがって、本稿では、プライベートな経路、特に機関投資家の動向に焦点を当てて、それがどのようなメカニズムで企業経営に影響を与えるのかを検討することとする。

### エクイティ・ルート、デット・ルート、サプライチェーン・ルート

機関投資家が気候変動問題について企業に影響を及ぼすガバナンスメカニズムには、株主として直接働きかける経路（以下、「エクイティ・ルート」）と、株主として銀行に働きかけて石炭火力への融資削減などの行動を引き起こす間接的な経路（以下、「デット・ルート」）がある。さらに、機関投資家が企業に働きかけて、当該企業のみならずサプライチェーン全体での温室効果ガス排出削減を促す間接的な経路（以下、「サプライチェーン・ルート」）も機能し始めている。

以下、第II章では、直接経路であるエクイティ・ルートについて、特に巨大年金基金の影響力を中心に論じ、第III章では、間接経路であるデット・ルートとサプライチェーン・ルートについて、エクイティ・ルートとの関係に留意しつつ論じる。

<sup>1</sup> 田村(2020).

<sup>2</sup> TCFD (2017).

## II. エクイティ・ルート

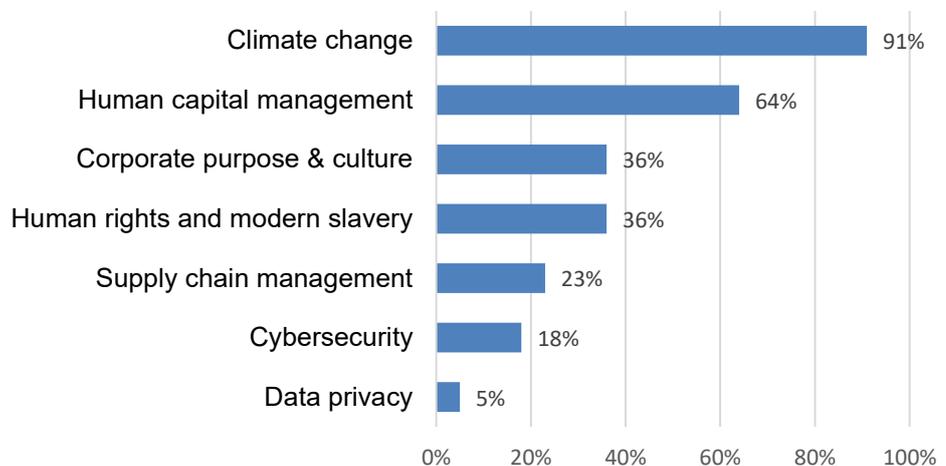
### 1. 機関投資家はなぜ気候変動問題を重視するのか

機関投資家の気候変動問題重視

大手機関投資家の気候変動問題に対する関心は極めて高くなっている。2020年1月に実施された株主関連サービス大手 **Morrow Sodali** による大手機関投資家（46社、運用資産計26兆ドル）のサーベイ調査<sup>3</sup>では、サステナビリティに関する取締役エンゲージメントの重点項目（上位3項目）について、気候変動問題が91%（前年は85%）と圧倒的なトップであった。しかし、なぜ機関投資家の中で気候変動問題に対する関心が、ここまで高まっているのだろうか。

図表1：機関投資家が重視するサステナビリティトピック（2020）

大手機関投資家がエンゲージメントで重視するサステナビリティトピック（上位3項目）



出所：Morrow Sodali (2020)

ユニバーサルオーナーかつ超長期投資家としての巨大年金基金

気候変動問題にとりわけ先鋭な危機感を募らせているのが、巨大年金基金である。巨大年金基金はユニバーサルオーナーであり、個々の企業の特異的なリスクは分散投資で消去できるが、気候変動リスクは分散投資によっては消去できない。しかし、ユニバーサルオーナーであることが直ちに気候変動問題の重視につながるわけではない。なぜなら気候変動問題は（厳格な規制導入等によるインパクトが前倒しで現れないかぎり）目先5年程度のキャッシュフローには必ずしも計算可能な影響を与えないからである。

巨大年金基金の気候問題に対する切迫した危機感は、ユニバーサルオーナーであるのみならず、超長期投資家であることに起因している。年金は受給者のために50年以上の超長期的な視点で投資を行っている。気候変動問題は、短期的には個社の収益への影響が見えづらいものの、それを長期的に企業全体で集計すると、受給者のリターン、さらには厚生（Welfare）に対する巨大なダウンサイドリスクとなることが認識されている。そして、その巨大なリスクに対処するには、現在直ちに行動を起こさなければ間に合わないという危機感を募らせている。

<sup>3</sup> Morrow Sodali (2020).

**気候変動問題は“Black Elephant”**

気候変動問題のインパクトについては種々異なる意見もあるが、破局的なダメージを受ける確率が無視し得ないくらいあるのであれば、やはり大きなコストを払ってでもその問題に対処しておかないと、結局、50年以上のDCF価値で集計すると甚大な影響を受けることになる。ニコラス・タレブの著書『ブラック・スワン』<sup>4</sup>で有名になった“Black Swan”とは、起こる確率が低い（と思われている）ものの甚大な影響を及ぼす現象のことであるが、最近では“Black Swan”と“Elephant in the Room”を合成した“Black Elephant”という言葉が広まっている<sup>5</sup>。部屋の中に象がいれば誰でも気が付く。それなのにあたかも象を見なかったかのように振る舞うこと、すなわち明白な問題に対処しないことを“Elephant in the Room”という。気候変動リスクはもはや起こる確率が低いどころか明白な問題と認識されており、かつその影響は甚大なところから“Black Elephant”と呼ばれているのである。

**大手パッシブ運用会社の意識変革**

ユニバーサルオーナーである年金基金は、運用委託先であるアクティブ、パッシブ投資家やアクティビストなど様々なルートから影響を及ぼしつつある。中でも注目されるのは、大手パッシブ運用会社の意識変革である。大手パッシブ運用会社もユニバーサルオーナーであるが、従来は時間軸の感覚が年金基金の超長期的視点に比べると比較的短く、気候変動リスクに対する問題意識は年金基金ほどは先鋭でなかった。しかし最近、年金基金等の危機意識の高まりが、大手パッシブ運用会社を含むアセットマネージャーの姿勢に大きな変化をもたらしつつある<sup>6</sup>。

**ブラックロック「金融の根本的な見直し」**

例えば、ブラックロックは毎年1月に投資先企業に対する書簡を公表しているが、2020年1月の書簡（「A Fundamental Reshaping of Finance」）で、気候変動問題は企業の将来見通しに関する決定的に重要なファクターであると宣言し、それによって近い将来、大規模な資本アロケーションの変動が起きるであろうと予測している<sup>7</sup>。この劇的な宣言は、ブラックロックに運用を委託する顧客である年金基金からの強い要請によってもたらされたことは、同書簡に述べられている以下の記述からも明らかであろう<sup>8</sup>。

投資家はこうした（気候変動問題が経済にどのような影響を及ぼすかという）問題について考慮し、気候変動リスクを投資リスクとして認識するようになってきています。実際、世界各地の弊社のお客様の多くは真っ先に気候変動を話題に取り上げています。欧州であろうがオーストラリアであろうが、南米であろうが中国であろうが、またフロリダであろうがオレゴンであろうが世界中の投資家から、ポートフォリオをどのように見直すべきか、という質問を受けます。こうした投資家は気候変動による直接的な影響のみならず、各国の気候変動に関する政策がどのように世界の物価やコスト、需要にインパクトを与えるのかを理解しようとしているのです。

**Climate Action 100+**

また、ブラックロックは、同日付で年金基金等の顧客向けに送付した書簡で、サステナビリティを投資方針の中心に据えるための諸施策を明記した<sup>9</sup>。その中にはClimate Action 100+への加盟も含まれている。Climate Action 100+は、2015年のパ

<sup>4</sup> Taleb (2007).

<sup>5</sup> 「コロナと資本主義 再生への道(1)「黒い象」向き合う株主」日本経済新聞 (2020/11/30)。

<sup>6</sup> 従来、ESGに懐疑的な向きも多かった国内運用機関の間でも、「ESG重視はすでにポリティカル・コレクトネス。海外マネーの受託には経営面で考慮せざるを得ない」といった声が増えているようである（「金融新潮流 (4) ESG対応待ったなし 環境情報開示、日本最多に」日本経済新聞 (2020/1/10) が、今後はますますポリティカル・コレクトネスを超えて、ESGエンゲージメントの実質化が求められるであろう。

<sup>7</sup> Fink (2020).

<sup>8</sup> 同上、日本語訳。[ ] 内は筆者補足。

<sup>9</sup> BlackRock (2020a).

リ協定を受けて 2017 年 12 月に発足したグローバルな投資家組織であり、温室効果ガス排出量の多い企業、その他気候変動問題へのインパクトの大きい企業約 160 社（2020 年現在）に対して、情報開示と温室効果ガス削減の具体的なアクションを求める集団的エンゲージメントを行っている<sup>10</sup>。

### ブラックロックへの圧力

このような方針転換にもかかわらず、ブラックロックに気候変動問題への対処を実績で示すことを促す圧力は、一段と高まっている。2020 年 10 月には、シャッツ氏、ウォーレン氏ら 5 人の民主党上院議員が連名で、ブラックロックによる方針転換の宣言が現実の議決権行使行動には未だ表れていないと批判する書簡<sup>11</sup>を送付した<sup>12</sup>。同書簡では NGO 団体 Majority Action の調査結果<sup>13</sup>を引用し、2020 年に提出された気候変動問題に関する重要株主提案 36 件のうち、ブラックロックが賛成票を投じたのはわずか 3 件だったと指摘し、行動変革を強く促している。

図表 2：ブラックロックの ESG 関連株主提案に対する賛同率（2019/7/1-2020/6/30）

		米国	他米州	英国	他欧州・ 中東・アフリカ	日本	他アジア ・大洋州	合計
Environmental	提案数	27	7	2	13	49	13	111
	賛同率	19%	14%	0%	8%	0%	0%	6%
Social	提案数	84	20	1	3		10	118
	賛同率	8%	0%	0%	33%		0%	7%
Governance	提案数	369	16	13	268	145	47	858
	賛同率	14%	13%	0%	25%	5%	36%	17%

出所：BlackRock (2020c)より筆者作成

### エクソンモービルの事例

もともと、ブラックロックは気候変動問題について何も行動を起こしていないわけではない。同社は 2020 年に、気候変動リスクへの対処が不十分な 244 社を指定し<sup>14</sup>、そのうち 53 社については何らかの形で株主総会で反対票を投じ、残りの 191 社についても、十分な進展がみられなければ、2021 年の株主総会での反対票を検討するとしている<sup>15</sup>。例えば、エクソンモービルについては、気候変動問題に関してエンゲージメントを継続していたが、二酸化炭素排出削減の長期的数値目標が策定されていないことや、ディスクロージャーの不備に対しての重大な懸念が解消されなかった。株主総会ではそれに関連する株主提案がなかったため、ブラックロックは筆頭社外取締役および気候問題を扱う取締役委員会の委員長の取締役選任議案に反対票を投じた<sup>16</sup>。このように、気候変動問題に関するエンゲージメントで企業の対応が不十分だと判断されると、直接の気候変動に関する株主提案がなくても、取締役選任議案での反対票に結びつく可能性が高い。

<sup>10</sup> Climate Action 100+ (2020).

<sup>11</sup> Schatz, et al. (2020).

<sup>12</sup> 2020 年 10 月、民主党上院議員らはブラックロックのフィンク CEO に書簡を送り、議決権行使が引き続き「企業寄り」とであると批判している。「米運用大手ブラックロックに ESG 圧力 米民主議員、企業寄りの姿勢批判」日本経済新聞 (2020/11/3)。

<sup>13</sup> Majority Action (2020).

<sup>14</sup> BlackRock (2020b). 「米ブラックロック 環境対応、53 社「不十分」 石油や石炭、投資先を査定」日本経済新聞 (2020/7/16) 参照。

<sup>15</sup> BlackRock (2020c).

<sup>16</sup> BlackRock (2020b).

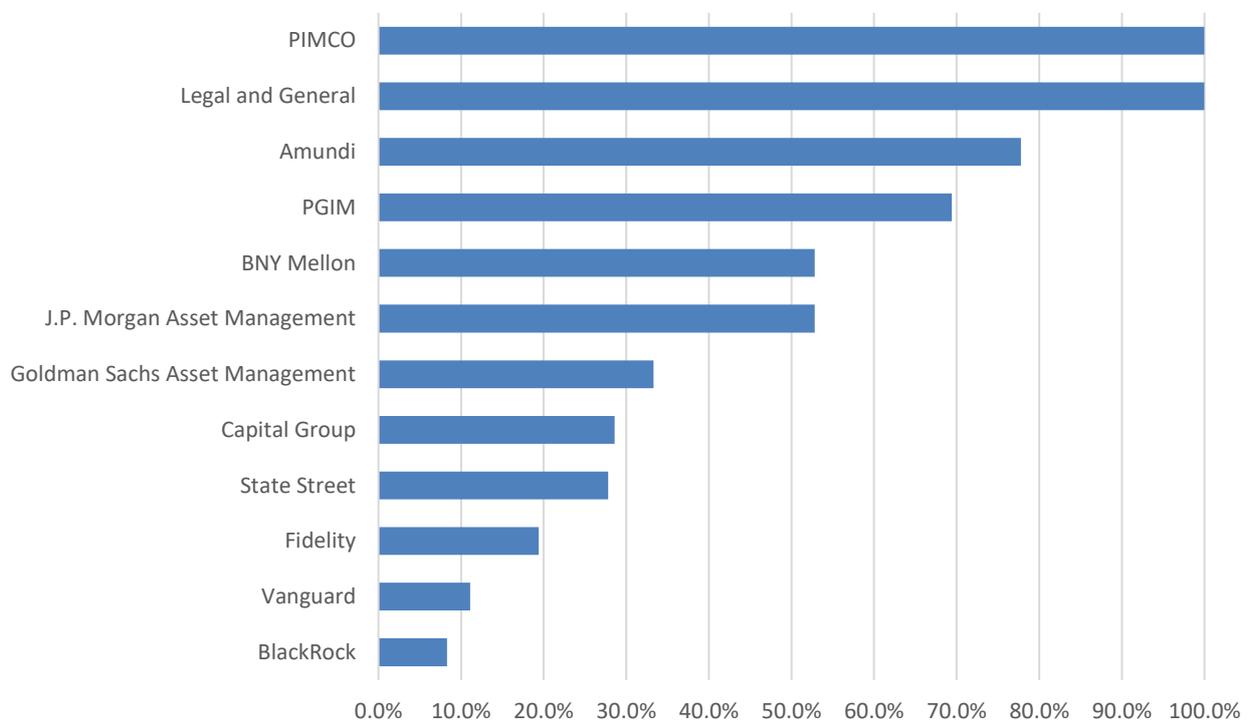
2. エクイティ・ルート

エンゲージメントと議決権行使

機関投資家が投資先企業の株主として気候変動問題に影響を及ぼすエクイティ・ルートの手段は、ダイベストメント (Exit) もあるが、より重要なのはエンゲージメントと議決権行使 (Voice) である。

気候変動問題に対する行動は、欧州系機関投資家が先行している。例えば、英国大手のリーガル・アンド・ジェネラルは、2020年10月、温室効果ガス排出ネットゼロに向けて気候変動問題への対応を強化する方針を発表した<sup>17</sup>。投資先企業 1000社以上を気候変動問題の観点から格付けし、最低要求基準を満たさない企業に対しては、株主総会の反対票やダイベストメントを検討するとしている<sup>18</sup>。

図表 3 : 気候変動問題に関連する重要株主提案 36 件 (2020 年) に対する賛同率



出所 : Majority Action (2020)

同じく 10 月には、環境関連 NGO の CDP がコーディネートするエンゲージメント・キャンペーンとして、アクサ・グループやリーガル・アンド・ジェネラルなど運用資産総計 20 兆ドル以上に上る 137 の機関投資家が、世界 1800 社以上の二酸化炭素排出量の多い企業に書簡を送付し、排出量削減目標の設定を要請した<sup>19</sup>。

しかし、米国系運用会社もキャッチアップしつつある。例えば 2020 年 1 月、ステート・ストリートは、投資先企業の取締役会に宛てた書簡<sup>20</sup>で、SASB に準拠した同社独自の ESG スコア (「R ファクター」) が低く明確な改善策を示さない企業に

<sup>17</sup> Legal & General (2020).

<sup>18</sup> 同上。「気候変動対応を要求 世界 1000 社対象 英リーガル&ジェネラル」日本経済新聞 (2020/10/15) 参照。

<sup>19</sup> CDP (2020). 「チャートは語る脱炭素、企業価値に直結」日本経済新聞 (2020/10/18) 参照。

<sup>20</sup> State Street Global Advisors (2020). 「議決権行使、ESG 基準に 機関投資家、環境でも圧力 欧州専攻、米でも重視」日本経済新聞 (2020/2/23) 参照。

は、取締役選任議案に反対票を投じる方針を明らかにした。同書簡では、企業の ESG スコアは間もなく債券格付けと同じくらい重要になるであろうと述べている。

#### シェブロン<sup>21</sup>の事例

このような機関投資家の気候変動問題に関する意識の高まりを象徴するのが、2020年5月、シェブロン<sup>21</sup>の株主総会で、気候変動に関するロビイング活動の支出、およびそれが2015年パリ協定に沿ったものであるか否かの開示を求める株主提案が、賛成多数で可決されたことである。かつては、環境関連の株主提案は NGO 等の環境団体によるものが多かったが、本提案は BNP パリバ・アセットマネジメントによって提出され、ブラックロックを含む多くの機関投資家に支持された<sup>21</sup>。

### 3. アクティビスト・ヘッジファンド、PE ファンド

#### バリューアクト

大手年金基金等の長期投資家を重要な資金源とするアクティビスト・ヘッジファンドも、環境問題に関与し始めている。バリューアクトの創業者、ジェフリー・アッペン<sup>22</sup>は、2018年に ESG 関連投資に特化した ValueAct Spring Fund を創設した。バリューアクトは、投資先の Hawaiian Electric Industries が石油ベースから再生可能エネルギーベースへの移行に消極的であるとして CEO の交代を求めていたが、2020年2月に和解が成立し、同社は Spring Fund の幹部を取締役に迎え入れた<sup>22</sup>。アッペンはその後、自ら創業したバリューアクトを去り、環境・社会問題に関するインパクト投資に特化した Inclusive Capital Partners を立ち上げた<sup>23</sup>。

#### エリオット、TCI

また、エリオット・マネジメントは、2020年1月、電力会社 Evergy に対して、自社株買いを削減しインフラ投資を強化するとともに、ガバナンス改革を求める書簡を送付した<sup>24</sup>。書簡中でエリオットは、現状の石炭火力発電所を耐用年数（2040-2050）いっぱい操業する方針を批判し、温室効果ガスの排出削減を強く訴えた。その後、2020年8月に和解が成立し、Evergy はエリオットの指名する2人を取締役として迎え入れるとともに、設備投資を増強し、再生可能エネルギーの強化により温室効果ガスを2020年代末までに85%削減することを検討すると表明した<sup>25</sup>。最も先鋭的なのは、英国の大手アクティビスト・ヘッジファンド、TCI（The Children's Investment Fund）の総帥クリス・ホーンである。TCI は2019年12月、Airbus、Moody's、Alphabet（Google 親会社）等の投資先企業に書簡を送付し、温室効果ガス排出量の開示を求め、開示が不十分な場合には取締役選任議案に反対すると表明した<sup>26</sup>。

#### KKR

なお、プライベート・エクイティ・ファンド業界でも、環境問題等に取り組む動きが一部出始めている。2020年2月、KKR は、SDGs 目標を促進する企業に投資する「KKR グローバル・インパクト・ファンド」を設立し、13億ドルの資金を集めたと発表した<sup>27</sup>。

<sup>21</sup> BlackRock, "Voting Bulletin: Chevron Corporation" (2020). Available at:

<https://www.blackrock.com/corporate/literature/press-release/blk-vote-bulletin-chevron-may-2020.pdf>.

<sup>22</sup> "HEI appoints ValueAct Capital managing director to board of directors," Star Advertiser (February 12, 2020).

<sup>23</sup> Svea Herbst-Bayliss, "ValueAct's founder Ubben retires from firm, starts new venture," Reuters (June 23, 2020); 「物言う株主」が新ファンド アッペン氏、社会への影響重視 (Moral Money) 日本経済新聞 (2020/6/26)。

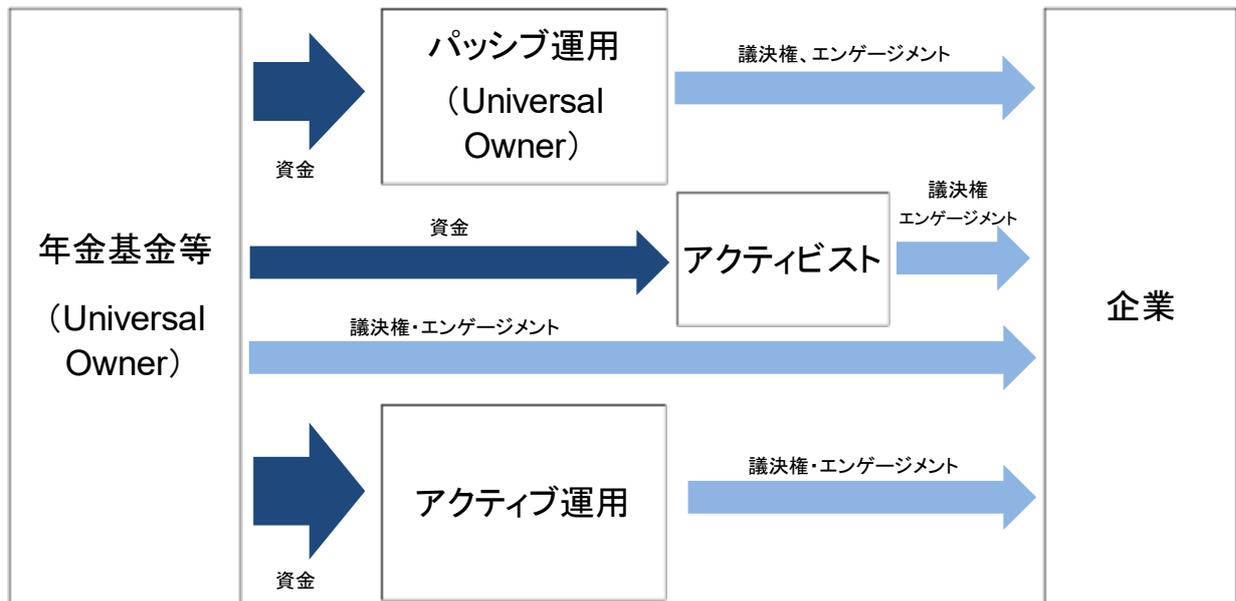
<sup>24</sup> "Elliott Management Sends Letter to Board of Directors of Evergy, Inc.," PRNewswire (January 21, 2020).

<sup>25</sup> Mark Chediak & Scott Deveau, "Evergy Says It Reached Deal With Elliott on New Plan," Bloomberg (August 5, 2020).

<sup>26</sup> "Punish directors who don't make climate disclosures, says hedge fund," theguardian.com (December 2, 2019); Leslie Hook & Gillian Tett, "Hedge fund TCI vows to punish directors over climate change," ft.com (December 2, 2019).

<sup>27</sup> "KKR closes USD1.3bn Global Impact Fund," privateequitywire (February 12, 2020); 「環境や社会問題特化のファンド 米 KKR、1400 億円」日本経済新聞 (2020/2/14)。

図表4：エクイティ・ルートの構図



出所：田村 (2020)

### Ⅲ. デット・ルートとサプライチェーン・ルート

#### 1. デット・ルート

エクイティ・ルートではダイベストメントの効果は薄い

機関投資家の気候変動リスクへの危機感の高まりが企業に影響を及ぼす第2のルートは、デット・ルートである。エクイティ・ルートの場合、影響力の行使は究極的にはダイベストメント (Exit) か議決権の行使 (Voice) に帰着するが、ダイベストメントの効果は限定的である。まず、ユニバーサルオーナーの場合は、ダイベストメントが現実的な選択肢でないことが多い。さらに重要なのは、株式は償還期限がないため、ダイベストメントとはすなわち他の投資家に株式を売却することになってしまうことである。企業にとっては、売却されても資金が流出するわけではない。むしろ、気候変動問題に敏感な投資家が、鈍感な投資家に売却することになれば、かえって好都合とも考えられる。したがって、エクイティ・ルートの影響力行使は、議決権行使を見据えたエンゲージメントが主となるのである。

デット・ルートではダイベストメントが有効

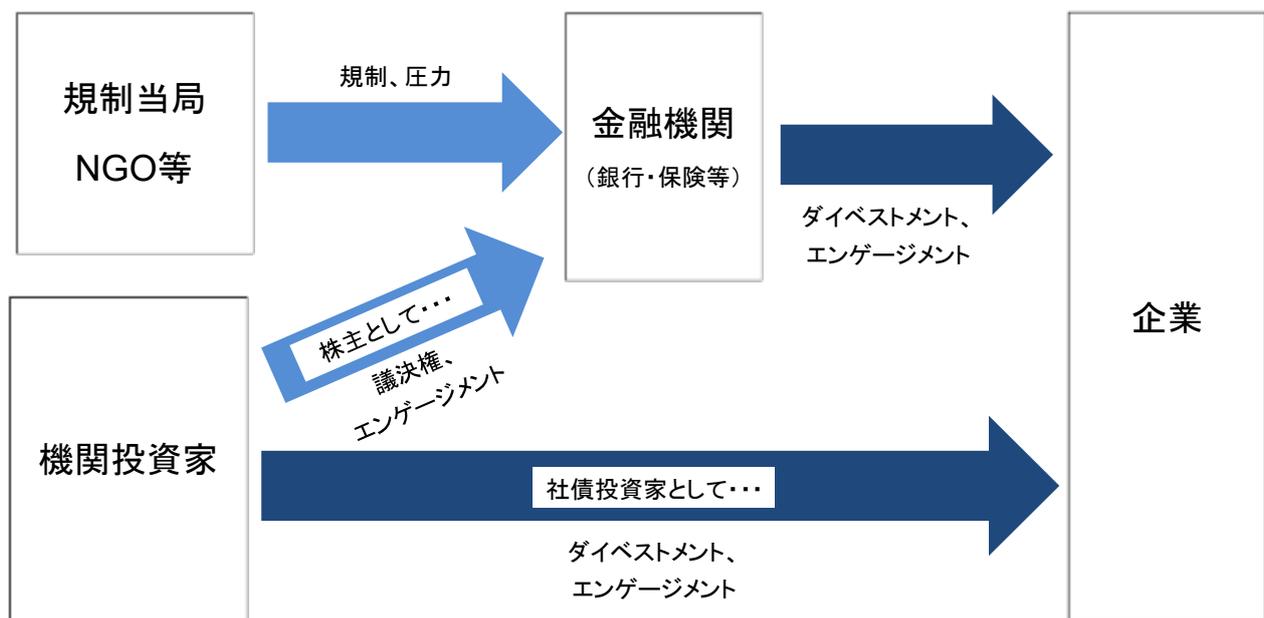
これに対して、デット・ルートの場合、ダイベストメント (新規の与信を行わないこと) は非常に大きな影響をもたらす。まず、機関投資家は、社債購入者として企業に影響を与えることができる。先述の *Morrow Sodali* による大手機関投資家サーベイ調査<sup>28</sup>では、実に93%の投資家が、社債投資に際して、ESG フレームワーク、ESG 格付け、国連 *Global Compact Principles* のいずれかを考慮すると回答している。しかも、43%の投資家はその3つのすべてを考慮に入れている。

しかし、より大きな影響を及ぼしつつあるのは、大手銀行の行動変化である。企業にとって、気候変動リスクを理由に既存の銀行融資の借り換えができなくなるこ

<sup>28</sup> Morrow Sodali (2020).

とは最も決定的であるが、その効果は劇的であるので、通常はフェイズアウト的な方策が取られるであろう。特に新規プロジェクトへの融資停止は、融資残高の漸減を促進するのみならず、直接的に環境負荷の高い新規プロジェクトの遂行を困難にする効果が高い。2020年2月に、JPモルガン・チェースは石炭産業への新規融資を停止し、また石炭企業への既存の融資も段階的に減らし、2024年までにゼロにすると発表した<sup>29</sup>。また、クレディ・スイスも2019年末に石炭火力発電所への新規融資を行わないと発表し、さらに2020年1月には、海運の温室効果ガス排出半減を目指す金融機関の取り決めである「ポセイドン理念」への署名を発表した<sup>30</sup>。日本の3メガバンクも、石炭火力発電所向け新規融資を停止し、将来的に残高をゼロとする方針を表明している<sup>31</sup>。

図表5：デット・ルートの構図



出所：筆者作成

JPモルガン・チェースの株主総会

このような銀行の行動変化は、規制強化を見据えた「座礁資産」化の回避に加え、機関投資家や環境団体の圧力が增大していることも大きく関係している。気候変動に関するNGOの株主提案も、機関投資家の多くが支持に転じることによって、かつてとは格段に異なる重みを持つようになってきている。2020年5月、JPモルガン・チェースに国際的な気候変動対策「パリ協定」に沿った行動計画の公表を求めてNGOのAs You Sowが提出した株主提案は、米国大手公的年金基金のカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）やカリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）などの支持を得て、49%の賛成票を獲得した<sup>32</sup>。同じく5月のバークレイズの株主総会においては、NGOのShareActionが提出した化石燃料向け融資のフェイズアウト提案は否決されたものの、それに先立ってバークレイズ

<sup>29</sup> 「JPモルガン、石炭産業への融資停止」日本経済新聞（2020/2/27）。

<sup>30</sup> 「環境配慮の融資で反転攻勢へ クレディ・スイス、脱石炭など強化」日本経済新聞（2020/2/20）。

<sup>31</sup> 「石炭火力の新規融資停止 みずほFGなど 国内大手、欧米追う／石炭火力、3メガ銀が融資停止 「環境」投資家圧力一段と」日本経済新聞（2020/4/15）；「石炭火力融資 ゼロ目標 3メガ銀、実現へ意欲強調」日本経済新聞（2020/10/16）。

<sup>32</sup> 「米JPモルガン、ESGに揺れる 株主提案「気候変動対策を」」日本経済新聞（2020/5/21）。

は、パリ協定に従った融資を行い2050年までに「ネットゼロ銀行」になることを表明した<sup>33</sup>。日本においても、みずほフィナンシャルグループの株主総会で脱炭素の行動計画開示を求めるNGOの定款変更議案が否決されたものの一定の支持を集めるなど、3メガバンクを始めとする金融機関への圧力が高まっている<sup>34</sup>。

損害保険会社

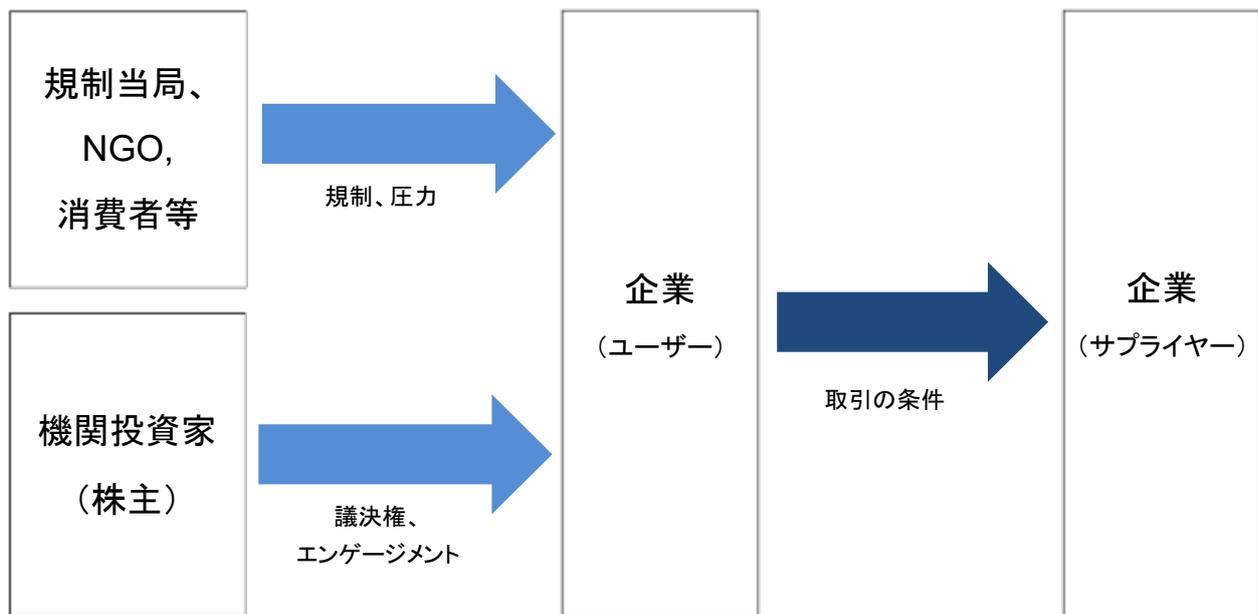
さらには、損害保険会社についても、損害保険ジャパンが保険の引受基準にESG要因を採用し、2020年12月からは石炭火力発電の新設工事の保険引受を原則停止する方針を公表する<sup>35</sup>など、銀行以外の金融機関にも気候変動リスクへの対処を求めるプレッシャーが増大している。

2. サプライチェーン・ルート

サプライチェーン全体での温室効果ガス削減

エクイティ・ルートやデット・ルートは、株主・その他資金提供者からの圧力であるが、企業は自社製品を購入する重要なユーザーからの圧力も受け始めている。そこには、より環境にフレンドリーな商品を好む消費者の嗜好の変化も含まれるが、本節の焦点はBtoB取引におけるユーザーである。大企業は、自社のみならず自社のサプライチェーン全体や自社製品のライフサイクルを通じて温室効果ガス削減に責任を持つように、機関投資家やNGOからの圧力を受けている。また、将来の規制強化や消費者イメージ、さらには環境意識の強い従業員の意向に鑑みても、プロアクティブに気候変動問題に取り組もうとする大企業が増えつつある。

図表6：サプライチェーン・ルートの構図



出所：筆者作成

<sup>33</sup> Mary Christine Joy, "Shareholders approve Barclays' climate policy, rejects investor group resolution," S&P Global Market Intelligence (May 8, 2020).

<sup>34</sup> 小平龍四郎「ESG投資家、アジア注視（一目均衡）」日本経済新聞（2020/10/6）参照。

<sup>35</sup> 「損保大手、脱・石炭で足並み 損保ジャパンやMS&ADが方針 政策とのバランスに配慮も」日本経済新聞（2020/9/24）。「損保引き受けも脱・石炭 ESGでリスク評価 損保ジャパン、新設発電所は原則受けず」日本経済新聞（2020/9/16）も参照。

## アップル・ショック

2020年7月21日、すでに自社ベースでは温室効果ガスの排出でカーボンニュートラルを達成していたアップルが、「Apple、2030年までにサプライチェーンの100%カーボンニュートラル達成を約束」と題したプレスリリース<sup>36</sup>を出し、事業全体、製造サプライチェーン、製品ライフサイクルのすべてを通じて、2030年までに気候への影響をネットゼロにすることを目指すと宣言して、サプライヤーの間に衝撃が走った<sup>37</sup>。

アップル等の有力企業は環境負荷の高い電力で生産した製品購入を控える動きを見せており、旭化成が2030年までに工場の電力を賄う自家発電用設備につき、水力発電等による代替で石炭火力の使用をゼロにする方針を固めるなど、サプライチェーンの川上に向けて脱炭素の動きが広がっている<sup>38</sup>。船舶の運航における化石燃料依存度の高い海運業界でも、二酸化炭素排出量について荷主から問い合わせが相次ぐなど、脱炭素への取り組みが企業の将来を左右しかねない要素として浮上してきている<sup>39</sup>。機関投資家からの直接の圧力は時価総額の大きい上場大企業に集中しがちであるが、サプライチェーンを通じた圧力は、中堅・中小企業にまで及ぶ。アップルやグラクソ・スミスクライン等の取引先大企業の圧力で、サステナビリティ計画を導入する小規模企業も増加している模様である<sup>40</sup>。

#### IV. おわりに

## 機関投資家による環境ガバナンス

2019年8月の米ビジネス・ラウンドテーブルによる「脱・株主至上主義」宣言や、2020年1月開催のダボス会議に向けて公表された「ダボス・マニフェスト2020」など、ステークホルダー資本主義への支持が広まっているが、冒頭に述べたように、それはかつてのステークホルダー主義への回帰ではない。ステークホルダー概念が拡張されて地球環境やサプライチェーン全体までも包含するものとなり、機関投資家(株主)が、企業にそのような拡張されたステークホルダーに対する責任の実行を迫るといった構図が強まりつつある。

中でも機関投資家の駆動源である大手年金基金等の超長期アセットオーナーは、サステナビリティ、とりわけ最重要課題としての気候変動問題に強力にコミットし、その影響力は直接のエンゲージメント、議決権行使のみならず、間接的に金融機関や企業によるサプライチェーン責任という形でも、企業活動に大きな影響を及ぼし始めている。

企業としては、このような全体の構図を念頭に、追い詰められてから対策を練るのではなく、先行きを見据えてプロアクティブに気候変動問題に対処していくことが重要である。

以上

<sup>36</sup> アップルプレスリリース「Apple、2030年までにサプライチェーンの100%カーボンニュートラル達成を約束」(2020/7/21)。

<sup>37</sup> 永井洋一「アップル発、脱炭素の波 関連株明暗、日本電産上げ(スクランブル)」日本経済新聞(2020/10/24)。

<sup>38</sup> 「旭化成、石炭火力ゼロに 工場用の自家発電 環境負荷に配慮」日本経済新聞(2020/9/27)。

<sup>39</sup> 「ESG変わるマネー(3)「きれいごとじゃない」(迫真)」日本経済新聞(2020/1/30)。

<sup>40</sup> アンドリュー・エッジクリフ=ジョンソン「環境問題 中小巻き込み(Financial Times)」日本経済新聞(2020/10/7)。

## 【参考資料・文献】

1. BlackRock, 2020a. Sustainability as BlackRock's new standard for investing. Available at: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter> .
2. BlackRock, 2020b. Our approach to sustainability. Available at: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/our-commitment-to-sustainability-full-report.pdf> .
3. BlackRock, 2020c. Investment stewardship annual report (September 2020). Available at: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2020.pdf> .
4. CDP, 2020. Investors urge companies producing 25% of global emissions to set science-based targets (October 13, 2020). Available at: <https://www.cdp.net/en/articles/investor/investors-urge-companies-producing-25-of-global-emissions-to-set-science-based-targets> .
5. Climate Action 100+, 2020. 2020 progress report. Available at: [https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2020/12/Climate-Action-100-2020-Progress-Report\\_Final.pdf](https://www.climateaction100.org/wp-content/uploads/2020/12/Climate-Action-100-2020-Progress-Report_Final.pdf) .
6. Fink, L., 2020. A fundamental reshaping of finance. Available at: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> . [日本語訳: ブラックロック「金融の根本的な見直し」 Available at: <https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/larry-fink-ceo-letter> .]
7. Legal & General Investment Management, 2020. Renewing our climate impact pledge. Available at: [https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/shared/insights/our-thinking/long-term-thinking/cc69492020-climate-impact-pledge-brochure\\_asia-final.pdf](https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/shared/insights/our-thinking/long-term-thinking/cc69492020-climate-impact-pledge-brochure_asia-final.pdf) .
8. Majority Action, 2020. Climate in the boardroom: how asset manager voting shaped corporate climate action in 2020. Available at: [https://static1.squarespace.com/static/5d4df99c531b6d0001b48264/t/5f698600bdf79a75853d431c/1600751130906/ClimateintheBoardroom\\_MA\\_2020](https://static1.squarespace.com/static/5d4df99c531b6d0001b48264/t/5f698600bdf79a75853d431c/1600751130906/ClimateintheBoardroom_MA_2020) .
9. Morrow Sodali, 2020. Institutional investor survey 2020. Available at: <https://morrow sodali.com/uploads/insights/attachments/83713c2789adc52b596dda1ae1a79fc2.pdf> .
10. Schatz, B., Whitehouse, S., Baldwin, T., Warren, E., Heinrich, E., 2020. Letter to BlackRock on 2020 proxy voting record (October 8, 2020). Available at: [https://www.schatz.senate.gov/imo/media/doc/Letter%20to%20BlackRock%20on%202020%20proxy%20voting%20record\\_2020.10.08.pdf](https://www.schatz.senate.gov/imo/media/doc/Letter%20to%20BlackRock%20on%202020%20proxy%20voting%20record_2020.10.08.pdf) .
11. State Street Global Advisors, 2020. CEO's letter on our 2020 proxy voting agenda (January 28, 2020). Available at: <https://www.ssga.com/library-content/pdfs/insights/CEOs-letter-on-SSGA-2020-proxy-voting-agenda.pdf> .
12. Taleb, N., 2007. The black swan. Random House.
13. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), 2017. Final report: recommendations of the task force on climate-related financial disclosures.
14. 田村俊夫, 2020. 「株主主導の新ステークホルダー主義: ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2020年夏季 vol.56, 134-183.

## 留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合があります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはずべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはなりません。

本資料の日本での配布は、両社が行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア

グローバル戦略部産官学連携室  
〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台4-6 御茶ノ水ソラシティ  
E-Mail: srd\_qr@mizuho-sc.com



〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目17番10号 新光ビルディング日本橋1号館  
URL: <http://www.j-iris.com>