

2022年3月1日

## 「ESG マネー頼みの脱炭素」が抱える危険性

専修大学 商学部教授  
公益財団法人 国際通貨研究所  
客員研究員 渡邊 隆彦

深刻化するウクライナ情勢もあり、化石エネルギーの価格が騰勢を強めている。この価格高騰の構造的な要因のひとつとして、巨額の ESG（環境・社会・企業統治）マネーの極端な流れに伴う、化石エネルギー案件への投資不足が挙げられる。

世界的に脱炭素が進むなか、ESG マネーは再生可能エネルギーなどの「グリーン案件」に集中的に流れ込み、化石エネルギー案件への投資の流れは細くなる一方である。

しかし現実的には、地球全体で一足飛びにカーボンニュートラルが達成できる訳はなく、人類にとって化石エネルギーが当面の間必要なことは明らかであろう。最終的に脱炭素社会を実現するためには、社会全体の円滑なトランジション（移行）が必要不可欠なプロセスであり、トランジション（＝化石エネルギーの中期的な安定供給の確保）にしっかりと対応すること自体が、カーボンニュートラルの重要な構成要素のひとつであると言える。

では、マーケットを席卷する ESG マネーが、かかる「トランジションの必要不可欠性」に目を向け、これを考慮した投資スタンスになることを期待できるのだろうか。

そもそも ESG 投資を巡っては、「投資家（運用機関）が『収益の最大化追求』以外の『ESG』という尺度を加味して投資を行うことは、最大化すべき資金提供者の利益を毀損する行為なのではないか」との議論が 2000 年代以降なされてきた。ESG 投資が ERISA 法（企業年金制度・福利厚生制度の設計・運営について規定する米国の連邦法）上の受託者責任に反するか否かの議論は、その一例である。

また、「収益の最大化追求」のみを目的としない ESG 投資のパフォーマンスが、「収益の最大化追求」だけを目的とする従来型の投資よりも優位だということが仮に実証されれば、それは投資の世界におけるマーケットメカニズムを根元から否定しかねない“危険な”ものだとの議論もあった。

しかし、脱炭素に向けての具体的なアクションプランに関する国際的な枠組みがここ数年で一気に確立されたことにより、ESG 投資を巡る上述の悩ましきは払拭されたように見える。すなわち、マーケットにおける「ゲームのルール」が、「ESG 要素を考慮するという条件付きでの収益最大化」にバージョンアップし、投資家がこの新たな「ゲームのルール 2.0」の下での投資を加速させていることが、現在の ESG マネーの奔流を生み出しているものと思われる。

この延長線上で捉えれば、マーケットの「ゲームのルール」が「トランジションの不可欠性」をも理解して織り込んだ「ルール 2.1」に再バージョンアップする可能性も考えられなくはない。

しかしながら、マーケットはスピード勝負であるがゆえに「分かりやすさ」を求める。コーポレートガバナンス・コードの「コンプライ・オア・エクスプレイン」において、コード制定時の「従うこと（コンプライ）はマストではなく、従わない企業は投資家に説明（エクスプレイン）し対話を行う」との理念が風化してしまい、多くの企業が全項目の「コンプライ」にマル付けして一丁上がりで済ませている現状は、「全部マル」のような分かりやすさを好む、マーケット（投資家）の“困った傾向”を示す一例である。

また、マーケットは先読み先読みを重ねた上でさらにその先を読みに行く性格を持ち、過去にこだわる者には冷淡である。トヨタ自動車の HV（ハイブリッド車）を主軸としながら EV（電気自動車）にシフトしていく戦略は、「現時点での拙速な EV 化は、化石燃料を燃やした電気で車を走らせることになり、脱炭素には必ずしも有効ではない」との主張とともに、一定の妥当性を持つものであった。が、マーケットからは脱炭素の意識が低いように見なされ、HV という過去にこだわる「守旧派」のレッテルを貼られてしまい、結局トヨタは昨年末に「2030 年、EV350 万台販売」の新方針を打ち出すことと相成った。

化石エネルギー関連の案件は、残念ながら、世界が脱炭素を達成する未来においては座礁資産あるいは「過去の遺物」となるであろうし、いつまで必要なのかも分かりづらい。過去に冷淡で、分かりやすさを好むマーケットにおいては、特にパブリック（上場・公募）な ESG マネーがトランジション（化石エネルギー案件）に流れ込むことは今後も期待できそうにない。「トランジションの不可欠性」を考慮した「ゲームのルール 2.1」がマーケットに広がる可能性はかなり低そうに思われる。

それでは非公開ファンドのようなプライベート（非上場・私募）なマネーはどうか。実際、非公開ファンドは、ESG 関連の開示規制が緩い（あるいは課せられない）ことから、上場企業等が化石エネルギー案件をダイベストメント（投資撤退）する際の「買い手」として積極的に動いているようである。もし世界的に「トランジションの必要不可欠性」がうまく咀嚼・理解されず、化石エネルギー案件が希少資源化して奪い合いの対象となってしまった場合には、かかる非公開ファンドが巨額の「残存者利益」を

獲得することとなる。これは、世界経済全体の厚生観点から健全とはいえない状況であろう。

以上見てきたように、中期的に必要な化石エネルギーの確保という「トランジション対応」をマーケットの ESG マネーのみに委ねることは、不十分なファイナンス、あるいは一部マネーの不健全な形での暴利むさぼり、といった深刻な「市場の失敗」を引き起こしかねない。世界経済全体の厚生に配意し、適切なトランジション対応（化石エネルギー案件への適切な投資）を実現するためには、やはり政策当局（国家）の果たす役割が大きいのではなかろうか。

国際社会全体が、化石エネルギー供給力の維持・確保が脱炭素へのトランジションとして必要不可欠であることを改めて認識し、各国の政策当局が主体になって、トランジション（化石エネルギー）案件へのファイナンスを促進する枠組み（公的資金の投入を含む）を構築することが求められる。「より良きマーケット」と「より良き国家（公的セクター）」の役割分担と協働によって、地球全体の脱炭素が、トランジション対応を含め、歪みや軋みを極力抑えた形で、円滑に進展していくことを期待したい。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2022 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>