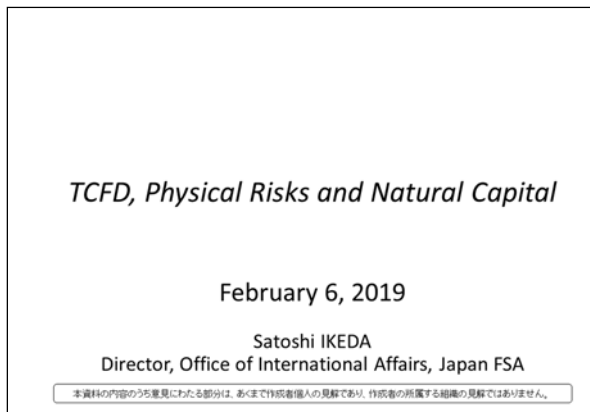
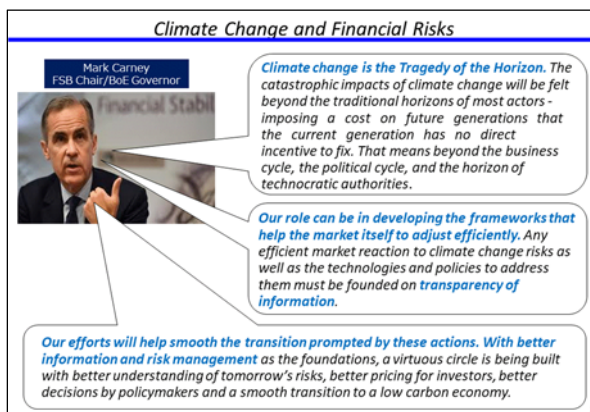


「TCFD、物理的リスク、そして自然資本」
池田 賢志（金融庁）



自分が所属している金融庁は日本の中で、金融機関の監督や資本市場の仕組みづくりなどを行う役所である。そして、TCFDは、金融庁もメンバーとなる金融安定理事会（Financial Stability Board）の議論の中から出てきたものである。このTCFDとREDD+との共通点を考えると、少なくともアルファベットの「D」は共通していると言えるかもしれない。もっとも、この「D」はdeforestationやdegradationではなく、disclosureである。TCFDはTask Force on Climate-related Financial Disclosures（気候関連財務情報開示タスクフォース）のことであり、気候変動に関する財務情報開示の枠組みのことである。

気候変動がもたらす金融リスク



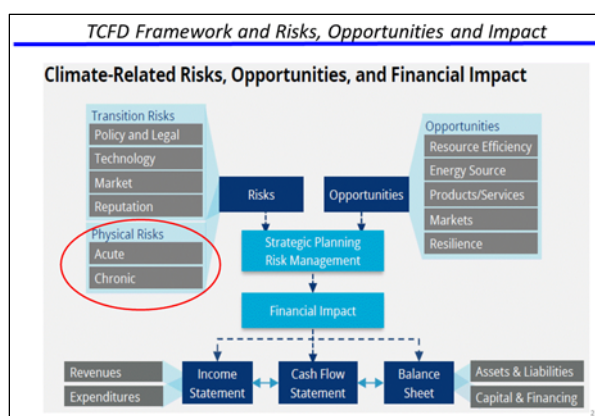
金融界がこの問題に関心を持つようになった背景を最も端的に表しているのが、TCFDに関する取り組みを始めた際の金融安定理事会の議長で、イングランド銀行¹の総裁、Mark Carney氏の発言である。彼は、「Climate change is the tragedy of the horizon」と述べている。つまり、金

¹ <https://www.bankofengland.co.uk/>

Session 2

融に関わる、投資家あるいは企業が投資判断や経営判断をする時間軸が、気候変動の問題を十分捉えるほど長期に及んでない結果として、気候変動がもたらす影響を十分にその判断の中に組み込まずに金融上の判断を下しているのではないかということだ。その問題を解決するために、この気候関連財務情報開示に関するプロジェクトが始まり、提言が2017年6月にまとまった。

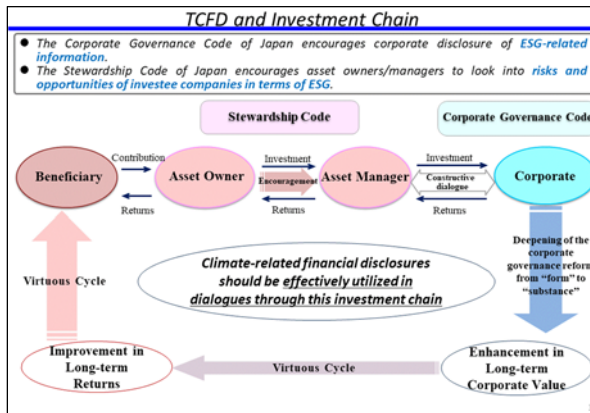
TCFD の枠組み



TCFD とはどのような枠組みか説明する。気候変動の問題が企業価値に与える財務的インパクトの要素には、移行リスク（transition risk）、物理的リスク（physical risks）、そして機会（opportunities）だ。移行リスクは、パリ協定を実施するために必要なさまざまな政策措置が取られたことなどの結果として、これまで当然とされてきたビジネスのやり方ができなくなるリスクである。物理的リスクは、細かく分けると急性（acute）と慢性（chronic）の二つある。急性リスクは異常な気象現象がより多く発生する結果としてもたらされる。慢性リスクは、気温上昇、海面上昇などの結果としてもたらされる。

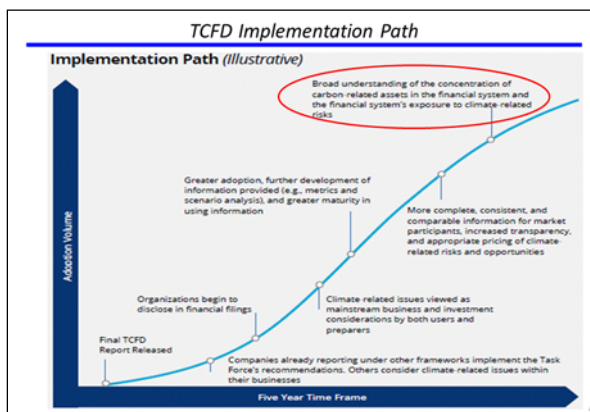
これを具体的に森林の問題と絡めると、企業の中には工場を操業していて、水が多く必要になることがあると思うが、そのような工場の操業にとって、森林が水の保全の上で非常に重要な役割を果たしている。あるいは、森林と非常に近いところで農業生産が行われ、大豆などをそこから調達していたが、気候変動の結果や政策的な措置によってそうした調達ができなくなるなど、企業にとっては具体的なリスクが現れてくる。それをきちんと把握・捕捉して、財務的インパクトとして理解して開示するという枠組みがTCFDである。

TCFD 実施と課題



これをどう実施していくか。ここで言う Investment chain というのは、投資資金がどこから出てきてどこに向かっているか、端的に言うと、企業や家計からお金が資産運用業者を通じて企業に投資される、その資金の流れを言う。その中で、企業価値をどのように向上させていくのかというのがコーポレートガバナンス改革の趣旨である。企業価値が向上すれば、結果として得られるリターンも向上するはずであるから、企業価値の向上と投資リターンの向上は同時に起こる、そのような好循環をいかに作り上げていくかが課題となる。

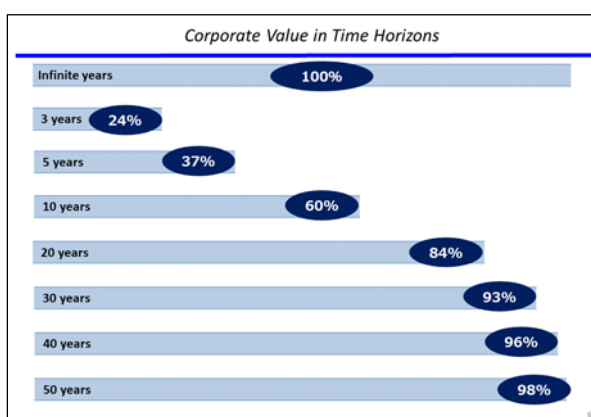
気候変動問題、森林の問題が企業価値に影響を与えるのだとすると、その問題解決は企業価値の向上にとって重要な取り組みである。それは資産運用業者の関心にもなり、その背後にいる企業、家計、受益者の問題にもなる。そうした投資のチェーン（investment chain）の中で、気候変動の開示の問題が、特に資産運用業者と企業との建設的な対話のツールとして活用されてほしいというのが金融庁の立場である。



ただ、TCFD の取り組みは決して簡単にできるものではない。TCFD が提言した内容がきちんと実施され、その結果として最終的には投資者や融資者がどこにどのような気候変動上のリスクがあるのかを理解できるようになることが最終的な目的だが、そこに至るまでは5年ぐらいかかるだろう、とされている。従って、2017年6月に報告書が出されたので、5年後の2022年ぐらいまでを目途として金融関係者が動き出しているということかと思う。

Session 2

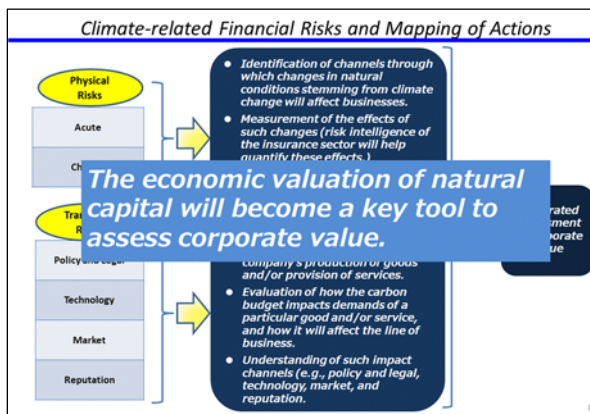
Challenge 1: Fostering Long-termism



ただ、これに取り組んでいくに当たって幾つか課題がある。まず一つは、長期主義を投資家あるいは企業の行動の中に組み込んでいくことだ。というのも、気候変動の問題はすぐに甚大な影響は起こらず、20年～30年後ぐらいには何かが起こるはずだという問題だ。従って、企業が経営判断、あるいは投資家が投資判断する際に、来年の決算だけを気にしているような行動では、どんなに開示の取り組みを進めても、全くそれが考慮の中に入らない。

このための一つのアプローチは、企業価値の考え方である。企業価値とは、将来企業が生み出すキャッシュフローの現在価値だ。例えば、ある企業が毎年100のキャッシュフローをこの先ずっと生み出していき、その際の資本コストが10%と仮定すると、計算上、企業の企業価値は1000になる。その際に企業が生み出すキャッシュフローを何年後まで考えると企業価値全体を考えたことになるのかという整理で、3年後までのことだけ考えているのは、企業価値全体の4分の1、24%しか考えたことにならない。5年で約37%、10年でようやく60%、20年まで考えると84%になって、30年で90%、40年で96%、50年で98%なので、それなりに企業価値のことを経営者あるいは投資家として考えるとする、20年ぐらいは考えなければいけないということになる。こうした考え方に沿って、長期主義をプロモートすることが、TCFDの実施にとっては非常に重要だ。

Challenge 2:
Developing Risk Assessment Methodologies



二つ目の課題は、物理的リスク、移行リスクを具体的にどう評価するかという方法論が、概念レベルでは整備されているが、必ずしも十分に確立されていないということだ。

この点について、自然資本（natural capital）についての考え方、企業活動と自然資本のやりとりに関して、さまざまなガイドラインが出ている。例えば、Exploring Natural Capital Opportunities, Risks and Exposure²（ENCORE）というツールがある。また、Global Canopy³と CDP⁴が「Financial Institution Guidance: Soft Commodity Company Strategy⁵」という、パーム油、木材製品、大豆などを扱う企業に投融資する際に、どう評価したらいいか、概念レベルのガイドラインを出しており、投資家あるいは銀行などに活用を求めている。ただ、具体的にファイナンシャルリスクとして把握していく上では、ある種の定量化は避けられない問題だ。これに関しては、Global Canopy が Trase⁶というツールも開発している。これは transparent supply chains for sustainable economies の略だ。自分が知る限り、これは大豆について具体的な調達先がかなり定量的に把握

2

<http://www.globalcanopy.org/publications/exploring-natural-capital-opportunities-risks-and-exposure-practical-guide-financial>

3 <http://www.globalcanopy.org/>

4 <https://www.cdp.net/ja>

5

<http://www.globalcanopy.org/publications/financial-institution-guidance-soft-commodity-company-strategy>

6 <http://www.globalcanopy.org/what-we-do/supply-chains/trase>

Session 2

できるツールとして開発されている。

サプライチェーン、バリューチェーンとの関連で、森林の問題が企業価値とどう関わっているのか、個々の企業の問題として捉えられるようなツールが金融サイドからは求められている。それをきちんと整備していくことが、integrated assessment of corporate value につながることになるだろう。例えば、マイケル・ポーターは、ビジネス戦略の一つとして corporate social responsibility (CSR) あるいは creating shared value (CSV) について語っているが、その中で重要なこととして、バリューチェーンの生産性を見直しやローカルクラスターの育成があることを指摘している。企業が、森林の問題を、サプライチェーンの一環としてバリューチェーンやローカルクラスターの問題として捉えることで、企業価値との関連性をより具体的に把握することになり、その結果として TCFD の提言に沿った開示が行われ、そうするとそこに、investment chain における投資の流れの中で、投資がうまく回る仕組みが出来上がっていくのではないかと期待している。