

## 欧州 ESG 市場を席卷する米国の金融事業者<sup>1</sup>

磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 欧州の環境・社会・ガバナンス（ESG）市場において、米国の金融事業者が高い市場シェアを持つ実態が明らかになっている。
2. ESG 投資の拡大に伴い重要性が増す ESG 評価サービスでは、欧州で利用される上位企業の多くを米国系 ESG 評価会社が占める。また、欧州連合（EU）が導入したサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）においても、ライト・グリーン／ダーク・グリーン・ファンドと呼ばれる SFDR 第 8、9 条金融商品を提供する資産運用会社の上に米国勢が入っている。
3. 排出権取引では、EU の排出権取引制度を利用したデリバティブ取引所の最大手は、インターコンチネンタル取引所（ICE）である。加えて、排出権関連の世界最大の上場投資信託（ETF）は、ICE 傘下のニューヨーク証券取引所に上場している。このほか、ボランティアな炭素クレジットの取引では、CME グループが欧州よりもむしろ米国で先物取引を広げている。
4. ESG は、金融市場・経済の国際的なプレゼンスが低下する欧州にとって切り札ともいえるテーマである。そのため、欧州では膨大な量の ESG 規制が検討・導入されようとしている。もっとも、重要なのは、ルールの有無にかかわらず顧客のニーズに沿った商品・サービスを提供し適正な対価を得られるかであろう。従来から米国の金融事業者は幅広い分野で欧州域内の事業者と競争を繰り広げてきたが、ESG もその例外ではない。
5. ESG に明確な定義はない。従って、グリーンウォッシュなどの誹りを受けるリスクを完全に避けることは難しいだろうが、その分、試行錯誤と実践が評価される局面でもある。米国の金融事業者が、資本市場の冷徹な論理に基づいて、どのように欧州において ESG ビジネスを実践し、市場を席卷しているかを見ることは意義深いといえよう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態－広がる米国との格差－」『野村資本市場クォーターリー』2022年夏号。
- ・ 磯部昌吾「排出権取引をビジネス化する欧州金融業界」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年冬号。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2022年8月22日時点の情報に基づいている。

## I 欧州 ESG 市場において高いシェアを持つ米国の金融事業者

欧州の環境・社会・ガバナンス（ESG）市場において、米国の金融事業者が高い市場シェアを持つ実態が明らかになっている。ESG 投資の拡大に伴い重要性が増す ESG 評価サービスでは、欧州で利用される上位企業の多くを米国系 ESG 評価会社が占める。また、欧州連合（EU）が導入したサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）においても、ライト・グリーン／ダーク・グリーン・ファンドと呼ばれる SFDR 第 8、9 条金融商品を提供する資産運用会社の上位に米国勢が入り込んでいる。

更に排出権取引を巡っては、EU は世界に先駆けて 2005 年から排出権取引制度（EU-ETS）を導入してきたが、それを利用したデリバティブ取引所の最大手は、欧州でも展開する米国のインターコンチネンタル取引所（ICE）である。EU の排出権を利用した上場投資信託（ETF）も存在するが、世界最大の排出権 ETF はニューヨーク証券取引所（NYSE）に上場している。このほか、ボランティアな炭素クレジットの取引では、CME グループが、欧州ではなくむしろ米国において先物取引を拡大する動きを見せている。

欧州では経済・金融市場の低迷が長らく続き、今や米国との間の経済バランスは大きく崩れている<sup>2</sup>。そうした中で、ESG は欧州にとって国際的なプレゼンスの低下に歯止めをかけるための起死回生のテーマと位置付けられる。欧州委員会は、脱炭素と経済成長の両立を図るべく、現在のフォンデアライエン委員長の体制が発足した 2019 年から欧州グリーンディールを EU の最優先政策の 1 つとして掲げてきた。目下、欧州は ESG 投資の促進に向けて膨大な量のルール作りを行っているが、そのような欧州 ESG 市場を米国の金融事業者は席卷している。本稿では、欧州 ESG 市場の各分野で高い市場シェアを獲得する米国の金融事業者の実態について考察する。

## II ESG 評価・SFDR 金融商品・排出権市場に向かう米国企業

### 1. 欧州における利用の上位を占める米国系 ESG 評価会社

ESG 投資の拡大に伴い、投資先企業の ESG の取り組みを評価する ESG 評価は益々重要となっている。多くの機関投資家が投資判断に有益な情報を得るべく ESG 評価会社を利用する中で、欧州証券市場監督機構（ESMA）は、2022 年 6 月に EU の ESG 評価サービス市場を分析した結果を公表した<sup>3</sup>。この分析において、ESMA は、業界再編を通じて米国を中心とした非 EU の大手 ESG 評価会社が台頭している状況を指摘した。

具体的には、ESG 評価の利用者として欧州の機関投資家等 34 社（合計運用資産 7.8 兆ユーロ）が ESMA に意見を寄せたが、その多くが米国系の ESG 評価会社を利用先として

<sup>2</sup> 欧州経済・金融市場の国際的なプレゼンス低下については、磯部昌吾「欧州金融市場の国際的なプレゼンス低下の実態－広がる米国との格差－」『野村資本市場クォーターリー』2022 年夏号を参照。

<sup>3</sup> ESMA, “Ref: Outcome of ESMA Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU,” June 24, 2022.

挙げた（図表 1）。複数回答が可能であるため重複はあるものの、上位 5 社のうち 4 社を米国系が占めている。この状況について、ESMA は、S&P とムーディーズが欧州で高い市場シェアを持つ信用格付業界の市場構造とやや似ていると述べている。

同様の結果は、英国で展開する大手銀行・機関投資家等 12 社（多くは運用資産額が 8,000 億ポンド超）に対して、英国の国際規制ストラテジー・グループ（IRSG）<sup>4</sup>が行った調査でも示されている。IRSG の調査では、調査先が利用する上位 6 社のうち 4 社を図表 1 と同じ米国系の ESG 評価会社が占めている。また、全社が MSCI を利用していた<sup>5</sup>。

このほか、ESG 評価は ESG 債の発行にあたって利用されるが、発行体サイドが利用する第三者評価会社においても、米国系が上位 2 社を占めている（図表 2）。

図表 1 欧州で利用される ESG 評価会社

会社名	利用社数 (回答 34 社)
(米) MSCI	28 社
(米) モーニングスター／サステナリティクス	25 社
(独) ドイツ取引所／ISS	24 社
(米) S&P	17 社
(米) ムーディーズ／ヴィジオ・アイリス	12 社
(英) リフィニティブ	11 社
(スイス) レップリスク	9 社
⋮	-
⋮	-

(出所) ESMA より野村資本市場研究所作成

図表 2 欧州で利用される ESG 債の第三者評価会社

会社名	2021 年に 評価した額
(米) モーニングスター／サステナリティクス	851 億ドル (125 件)
(米) ムーディーズ／ヴィジオ・アイリス	707 億ドル (47 件)
(独) ドイツ取引所／ISS	531 億ドル (117 件)
(ノルウェー) CICERO	273 億ドル (143 件)
(ノルウェー) DNV	72 億ドル (23 件)
⋮	-
⋮	-

(出所) Capital Monitor より野村資本市場研究所作成

米国系の ESG 評価会社が高い市場シェアを持つ背景の 1 つとしては、図表 3 のように直近に有力な欧州の ESG 評価関連企業を買収してきたことがある。これらの米国企業に共通するのは、金融データの分析・提供を生業としており、従来から ESG に特化してきた企業ではないという点である。例えば S&P であれば信用格付と金融指標提供、ムーディーズは信用格付、MSCI は金融指標提供、モーニングスターはファンド評価を本業としてきた。

図表 3 米国企業による欧州の ESG 評価関連企業を買収事例

2019 年 4 月 : ムーディーズがフランスのヴィジオ・アイリスを買収
2019 年 10 月 : MSCI がスイスのカーボン・デルタを買収
2020 年 1 月 : S&P がロベコ・スイス (旧ロベコ SAM) の ESG 評価事業を買収
2020 年 7 月 : モーニングスターがオランダのサステナリティクスを買収

(出所) 各社公表資料より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> IRSG は、ロンドン市 (City of London Corporation) と業界団体であるザ・シティ UK が共同で設立し、国際的な規制枠組みの発展に向けた提言を行う組織。

<sup>5</sup> FCA, “ESG integration in UK capital markets:Feedback to CP21/18,” June 2022.

近年、金融データ事業は成長分野として注目を集めてきたところ、これらの企業の時価総額は、2022年7月末時点でいずれも100億ドルを超える。S&Pに至っては1,200億ドルを超えており、大手銀行並みに株式市場から評価されている。こうした米国における成長企業が、ESG投資市場の拡大が見込まれる中で、事業拡大の一環としてESG評価やESGデータの提供事業に目を向けたことが欧州企業の買収に繋がったといえるだろう。

## 2. 米国系資産運用会社が上位に入る EU の SFDR 金融商品

SFDRは、EUが独自に2021年3月から導入した金融商品の開示規制である<sup>6</sup>。SFDRの特徴は、資産運用会社等が金融商品を、①環境・社会的な特性を宣伝（promote）する金融商品（第8条金融商品、ライト・グリーンな金融商品とも呼ばれる）と、②サステナブル投資を目標とする金融商品（第9条金融商品、ダーク・グリーンな金融商品とも呼ばれる）、③その他の金融商品（第6条金融商品とも呼ばれる）の3つに分類する点にある。

欧州の資産運用会社は、SFDRの開始当初からこの枠組みを積極的に活用してきた。2021年3月末時点では投資ファンド<sup>7</sup>の4分の1に相当する4兆ユーロを第8、9条金融商品に分類し<sup>8</sup>、その後もこれらに分類した新規商品を続々と投入してきた。例えば、欧州系最大手のアムンディは2021年末時点で運用資産の4割に相当する7,800億ユーロを、オランダのロベコは2022年1月時点でファンドの96%をそれぞれ第8、9条金融商品に分類してきた。また、2022年7月には、BNPパリバアセットマネジメントが、2025年までにオープンエンド・ファンドの9割を第8、9条金融商品に分類するという目標を掲げた。

こうしたEUのルール作りの牙城ともいえる第8、9条金融商品の市場にも、米国金融機関が入り込んでいる。モーニングスターの調査<sup>9</sup>によると、2022年6月末時点の第8条金融商品の運用資産額では、上位10社のうち4社を米国系が占める。具体的には、JPモルガンが第3位、フィデリティが第6位、ゴールドマン・サックスが第8位、ブラックロックが第9位となっている。また、第9条金融商品では、第4位にブラックロック、第6位にゴールドマン・サックスが入っている。いずれの金融機関も従来から欧州に相応の事業基盤を持っていたという特徴があるほか、ゴールドマン・サックスは直近に新たに欧州で買収を行っている。

第一に、JPモルガン傘下の資産運用子会社JPモルガン・アセット・マネジメントは、2000年に旧チェース・マンハッタンが買収した英国のフレミング・アセット・マネジメントを前身の1つに持つ。2000年代には既に英国有数の資産運用会社となっていたほか、大陸欧州でも事業展開を行ってきた。JPモルガン・アセット・マネジメントは2021年の

<sup>6</sup> EUのSFDRの概要については、磯部昌吾・富永健司「EUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の開始—遅延する細則策定と各社の対応—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年春号を参照。

<sup>7</sup> 個人も投資可能な投信信託に相当するUCITSと機関投資家向けのオルタナティブ投資ファンド（AIF）の合計。

<sup>8</sup> EFAMA, “The European ESG market in Q1 2021 – Introducing the SFDR,” November 16, 2021.

<sup>9</sup> Morningstar, “SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2022 in Review,” July 28, 2022.

段階で、欧州のファンドの半数を第 8 条金融商品に分類してきたとされる<sup>10</sup>。また、同年 12 月には第 9 条金融商品に分類する初のファンドとして、気候変動ソリューションズ・ファンドをローンチしている。

第二に、フィデリティには、1969 年に米国のフィデリティ・イベストメンツの国際部門として設立され、1980 年に米国の組織から独立したフィデリティ・インターナショナルがある<sup>11</sup>。同社は経営陣と創業家が主要株主となっており、欧州・アジア・中南米などで 6,652 億ドルを運用している。そして、フィデリティ・インターナショナルも 2021 年の段階で、欧州のファンドの半数を第 8 条金融商品に分類してきたとされている<sup>12</sup>。

第三に、ブラックロックは、2009 年にバークレイズの資産運用部門を買収した経緯がある。欧州・中東・アフリカ (EMEA) 地域の顧客からだけで 2021 年末には 2.6 兆ドルの運用資産残高があり、欧州系最大手のアムンディを超える規模を持っている。ブラックロックは、SFDR の適用開始当初から、2021 年に新規設定又は改定されるファンドの 7 割を第 8、9 条金融商品に分類できると見込むと表明してきた。

また、ブラックロックは、他社の SFDR 対応の支援も行っている。SFDR では、欧州委員会が定めた細則の適用が 2023 年から始まる。資産運用会社等は定量的な内容を含む各種の開示項目に対応しなければならず、投資先企業から多くの ESG 情報を収集する必要に迫られている。これに対して、ブラックロックは、アラディン・サステナビリティにおいて、ESG データの提供とともに、SFDR のような EU 規制への対応支援も行っている。

「アラディン」は、ブラックロックが主に機関投資家向けに提供する投資及びリスク管理プラットフォームであり、アラディン・サステナビリティはそのサービス・ラインナップの 1 つである。2022 年 6 月には、2017 年に創業し ESG データの提供を行う米国の Clarity AI が、4.9 万社を超える企業をカバーする SFDR 対応データをアラディンにおいて提供することも明らかにした。

第四に、ゴールドマン・サックスは、欧州展開の拡大とともに ESG 投資を強化するべく 2022 年 4 月にオランダの資産運用会社 NN インベストメント・パートナーズを、親会社である NN グループから買収した。3,400 億ドルの運用資産残高を持つ NN インベストメント・パートナーズは、2021 年時点で運用資産の 91%に対して投資判断に ESG 基準を組み入れる ESG インテグレーションを採用し、170 銘柄を超えるファンドを第 8、9 条金融商品に分類していた。今後、NN インベストメント・パートナーズは、傘下の資産運用会社であるゴールドマン・サックス・アセットマネジメントと統合する予定となっている。

これらの状況からは、これまでも欧州市場においてシェアを高めてきた米国の資産運用会社にとって、ESG 分野もその例外ではないことがわかる。また、ゴールドマン・サックスのように、欧州の準大手の資産運用会社を丸々買収するというのは、豊富な資本力を持つ米国系ならでは動きといえよう。

<sup>10</sup> “How have fund managers been interpreting the Article 8 label under SFDR?,” *Portfolio Adviser*, September 23, 2021.

<sup>11</sup> 登記はバミューダであるが、本社機能はロンドンにある。

<sup>12</sup> 前掲脚注 10 を参照。

### 3. ICE が一強である欧州の排出権デリバティブ/ETF 取引

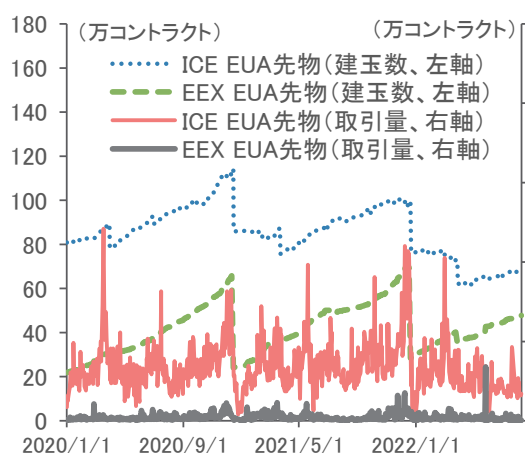
EUは2005年に排出権取引制度（EU-ETS）を導入したが、EU-ETSにおいて利用される排出権のデリバティブ取引では、米国のICEが一強ともいえる地位を持つ。EU-ETSでは、排出量の上限規制を満たせない企業に、温室効果ガスを排出する権利であるEU排出枠（EUA）の購入を義務付けている。EUAの価格は需給に応じて変動するため、企業には将来の価格変動を回避して事業コストを安定化させたいというニーズが生まれる。ICEは、このヘッジ需要に応えるべくEUA先物をEU-ETSの開始当初から上場してきた。

ICEは、元々は2000年に米国のエネルギー・貴金属取引の電子取引プラットフォームとして始まった。そして、2001年には英国の国際石油取引所（IPE）を買収し、早くから欧州にも進出してきた経緯を持つ。この国際石油取引所がICEの英国における取引所であるICE Futures Europeの前身となり、ICEがEUA先物とEUA先物オプションをロンドンにおいて上場する基盤となっていった。現在、これらICEのEUAデリバティブは、英国のEU離脱（ブレグジット）による対応に伴いオランダのICE Endexが扱っている。

EUA先物の取引では、ICEは世界最大の取引所となっている。建玉数と取引量は、第2位のドイツ取引所傘下の欧州エネルギー取引所（EEX）を大きく上回る（図表4）<sup>13</sup>。また、ブレグジットに伴い英国が独自に開始した排出権取引制度（UK-ETS）の排出枠（UKA）では、世界で唯一ICE Futures EuropeがUKA先物を上場している。

加えて、ICEは、傘下のニューヨーク証券取引所（NYSE）において、EUA先物を含む排出権先物指数への連動を謳うETFを上場している。EUA先物を構成資産に組み入れた排出権ETFで運用資産残高が最も大きいのが、2020年7月にNYSEに上場した「クレーン・シェアーズ世界炭素戦略ETF」である（図表5）。同ETFは、欧米の排出権

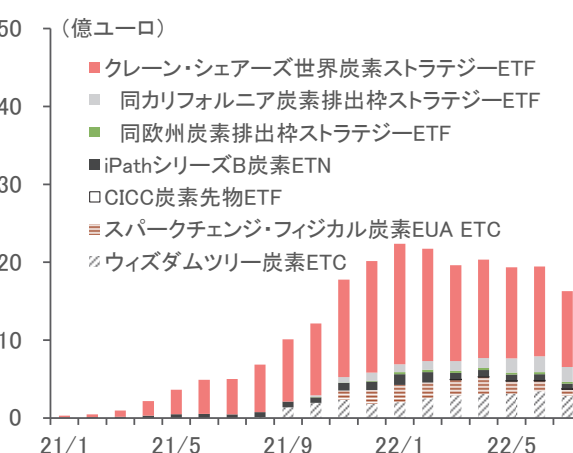
図表4 EUA先物の建玉数・日次取引量



(注) 数値は全限月の合計。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表5 排出権ETF/ETN/ETCの運用資産残高



(注) 数値は月末値。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> EUA先物を上場する取引所としては、このほかにナスダック・オスロ取引所やニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）があるが、いずれも直近にはほとんど取引実績がない。

先物を構成資産とする IHS マークイット世界炭素指数への連動を謳っており、2022年7月時点で構成資産の6割をICEのEUA先物が占める。運用する資産運用会社は、中国国際金融公司（CICC）が過半出資する米国のクレーン・ファンド・アドバイザーズである。

また、ICEは、EUA先物を含む先物価格指数の提供も行っている。2022年3月には、ICEが提供するICE EUA炭素先物指数への連動を謳った、CICC炭素先物ETFが香港取引所に上場した。同ETFは、CICC傘下のCICC香港アセットマネジメントが運用している。

このほかに排出権先物指数や排出権価格への連動を謳う上場プロダクトとしては、NYSEに上場するパークレイズのiPath<sup>®</sup>シリーズB炭素ETNや、ロンドン証券取引所に上場するウィズダムツリー炭素ETCやスパーク・チェンジ・フィジカル炭素EUA ETCもある<sup>14</sup>。もっとも、運用資産残高はいずれも数億ユーロ未満に留まる。従って、欧州の排出権を原資産としたデリバティブやそれを利用したETFの上場では、米国のICEの優勢が目立つ。また、そこに中国のCICCの姿が垣間見える点も興味深いといえるだろう。

#### 4. 米国で炭素クレジットの先物取引を拡大するCMEグループ

排出権取引には、大きく分けると、①法令で企業に対応の義務を課すコンプライアンス市場と、②企業等が自主的に炭素クレジットを取引するボランタリー市場という2種類がある。このうち、コンプライアンス市場では、EU共通でEU-ETSを導入している欧州市場のほうが、一部の州単位で排出権取引制度を導入するに留まる米国よりも優位性がある。従って、ICEが米国系であるといっても、扱っているプロダクトの中心はEUA関連の商品であるし、EUA先物を上場しているのはICEの欧州エンティティである。

他方で、法令に基づかないボランタリー市場における炭素クレジットの取引では、CMEグループが欧州ではなく米国において先物取引を拡大しつつある。CMEグループは、傘下のニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）において、既に3種類の炭素クレジット先物を上場してきたほか、更に2種類を2022年8月上場した（図表6）。これらの上場にあたってCMEグループは、ESG関連のコモディティ取引を扱う米国のXpansivと提携している。2016年に設立されたXpansivは、炭素クレジットや再生可能エネルギーなどのESG関連のコモディティのスポット取引を扱う取引プラットフォームCBLを運営している。両社は、CBLが炭素クレジットのスポット取引を扱い、それを原資産とする炭素クレジット先物をNYMEXが上場するという形で連携している。

NYMEXに上場する炭素クレジット先物は、いずれも現物決済である。取引単位は、年間1,000トンのCO<sub>2</sub>排出権に相当する炭素クレジットを1コントラクトとして扱っている。限月は、当年及び翌3年間の月次である。

<sup>14</sup> 図表5に記載しているETF/ETN/ETCの用語の違いや各プロダクトの詳細については、磯部昌吾「排出権取引をビジネス化する欧州金融業界」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年冬号を参照。

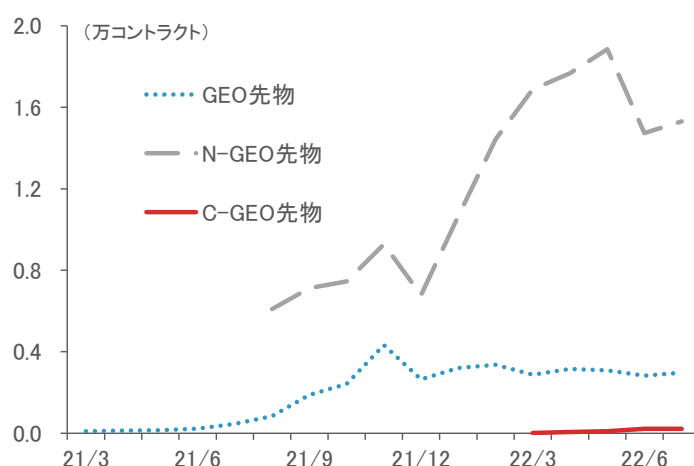
図表6 CMEグループ（NYMEX）が扱う炭素クレジット先物

商品名	原資産の概要	上場日
CBL 世界排出オフセット（GEO）先物	<ul style="list-style-type: none"> <li>原資産は、国際航空における炭素オフセット及び削減スキーム（CORSIA）に適格な炭素クレジット</li> <li>レジストリーは Verra、ACR、CAR のいずれかを利用</li> </ul>	2021年3月
CBL 自然ベース世界排出オフセット（N-GEO）先物	<ul style="list-style-type: none"> <li>原資産は、農業・森林・その他土地利用から生成される自然ベースの炭素クレジット</li> <li>認証基準には、VCSとVerraの気候・地域・生物多様性（CCB）基準の両方を利用</li> <li>レジストリーは Verra を利用</li> </ul>	2021年8月
CBL コア世界排出オフセット（C-GEO）先物	<ul style="list-style-type: none"> <li>原資産は、再生可能エネルギーやその他テクノロジー等から生成される非自然ベースの炭素クレジット</li> <li>TSVCMのコア・カーボン原則との合致を企図</li> <li>レジストリーは Verra を利用</li> </ul>	2022年3月
CBL N-GEO Trailing 先物	<ul style="list-style-type: none"> <li>原資産は、既存の CBL N-GEO のビンテージの適格年数から外れた炭素クレジット</li> </ul>	2022年8月
CBL C-GEO Trailing 先物	<ul style="list-style-type: none"> <li>原資産は、既存の CBL C-GEO のビンテージの適格年数から外れた炭素クレジット</li> </ul>	2022年8月

（出所）CMEグループより野村資本市場研究所作成

各炭素クレジット先物の建玉数は図表7のように推移しており、2022年7月末の建玉数は、1,850万トンのCO2排出権に相当する1.85万コントラクトとなっている。これは、建玉数が6.7億トンのCO2排出権に相当する67万コントラクトに上るICEのEUA先物と比較すると取引はまだ小規模である。しかしながら、もともとコンプライアンス市場と比較してボランタリーな炭素クレジット取引の流動性が低い中では、NYMEXの炭素クレジット先物は着実に取引されているといえる。

図表7 CMEグループ（NYMEX）の炭素クレジット先物の建玉数（月末値）



（注） 数値は全限月の合計建玉数。

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成



また、炭素クレジットについても、米国ではその先物価格との連動を謳った ETF が登場している。前述したクレーン・シェアーズが、NYMEX の GEO 先物と N-GEO 先物に投資する「クレーン・シェアーズ世界炭素オフセット・ストラテジーETF」を 2022 年 4 月に NYSE に上場している。

このほか、将来的に金融商品取引に繋がるかは明らかにされていないが、ナスダックは、世界初となる大気中からの炭素除去（Carbon removal）に基づいて生成した炭素クレジットの価格指数の提供を 2022 年 3 月から始めた。ナスダックは、炭素除去に基づく炭素クレジットのマーケットプレースを運営する、フィンランドのベンチャー企業 Puro.earth に過半出資することを 2021 年 6 月に明らかにしていた。Puro.earth のマーケットプレースで取引される炭素クレジットは CO2 除去証書（CORC）と呼ばれ、ナスダックは 3 種類の CORC 炭素除去価格指数の月次データを提供している。

### III ビジネスとして欧州 ESG 市場を席巻する米国企業への考察

ESG は、欧州にとって切り札ともいえるテーマである。目下、EU では ESG 投資を促進するための制度整備として、膨大な量の規制が検討・導入されようとしている。資産運用会社等に対する ESG 開示規制である SFDR だけでなく、企業全般の開示を強化する企業サステナビリティ報告指令（CSRD）案、グリーンな経済活動を定義する EU タクソノミー規則、企業のバリューチェーン全般における環境・人権上の問題を抱える活動の特定・排除を目指す企業サステナビリティ・デューデリジェンス指令（CSDDD）案、今後検討される予定の ESG 評価会社規制など目白押しである。

こうした細部に亘って経済活動に ESG を組み込む EU の独自規制への対応は、海外の金融事業者にとっては決して容易ではないはずである。そのような中でも、米国の金融事業者は規制の影響を見極めるどころか、ESG 評価サービスや SFDR 対応商品の提供では、規制が定まる前からビジネス先行で注力分野を選定して敢然と立ち向かっている感さえある。ESG に限った話ではないが、直近、欧州の資産運用業界でロビイングを行う欧州ファンド・資産運用協会（EFAMA）では、米国系を含む欧州域外の加盟会社の影響力が高まっていることに対して、欧州域内の加盟会社が反発しているとも言われるぐらいである<sup>15</sup>。

他方で、排出権取引では、EUA を原資産とするデリバティブ取引で ICE が圧倒的なシェアを持っている。このため、EU が EU-ETS の適用対象を広げたり、EUA の価格が上昇するよう政策誘導を行ったりすれば、その分だけ ICE にとってのビジネス機会が拡大する構図が出来上がっている。また、CME グループは、炭素クレジット先物のラインナップを強化し取引を増やしている。環境保護団体等からは炭素クレジットの質や利用の仕方に対して問題提起がなされているが、それが故に様々な観点から市場全体で評価を行い、次の

<sup>15</sup> “Row erupts at European fund body over influence of non-EU giants; Trade bodies representing German and Italian fund managers are unhappy about some of the rights given to corporate members, which include BlackRock and Fidelity,” *Financial News*, July 20, 2022.

改善ステップに繋がるような価格発見を行っていくことには価値がある。長期的な見通しを示す価格指標を提示できれば、更なる投資や技術開発を誘発することも考えられる。

ESGを巡っては様々なルール作りが進む中で、国際的な議論への参画の必要性を問う声もある。しかしながら、重要なのは議論自体を目的化することではなく、ルールの有無にかかわらず、顧客のニーズに沿った商品・サービスを提供し適正な対価を得られるかであろう。そのために必要であれば資本の力で先行企業を買収することもあり得るし、一方で社会的意義があろうとも適正な対価を得られなければビジネスとしては成立しない。そして対価の水準を決めるのは市場全体の需給である。従来から米国の金融事業者は幅広い分野で欧州域内の事業者と競争を繰り広げてきたが、ESGもその例外ではない。

ESGに明確な定義はないことから、グリーンウォッシュなどの誹りを受けるリスクを完全に避けることは難しいだろうが、その分、試行錯誤と実践が評価される局面でもある。顧客から確固たる支持を得られるような実績を出せれば、机上で細かなルール作りを議論するよりも遥かに説得力を持つ可能性もあろう。米国の金融事業者が資本市場の冷徹な論理に基づいてどのように欧州において ESG ビジネスを実践し、市場を席卷しているかを見ることは意義深いといえよう。