

2012 年度 循環ワーカー養成講座第 1 回

『未来をつくる企業の見つけ方』

講師：竹ヶ原 啓介 氏（株式会社日本政策投資銀行 環境・CSR 部長）

日時：2012 年 6 月 22 日（金） 18:30～20:30

会場：ノルドスペース セミナールーム（東京都中央区京橋 1-9-10 フォレストタワー8F）

はじめに

未来をつくる企業を見つける方法は、銀行、投資家等、金融界共通の課題であり、試行錯誤が行われています。環境金融という言葉も近年、定着してきています。私の所属は金融業界ですので、金融の世界が今どのように「未来をつくる企業」を見つけようとしているのか、その座標を皆さんと共有させていただければと思います。また、循環型社会研究会さんが定義されて



いる CSR3.0 について Web で拝見させていただき、社会貢献から本業での貢献、さらにより踏み込んだステークホルダーとの協働について非常に体系だっで描かれていると思いました。突き詰めていくと CSR とは何か、ということになるかと思いますが、本日の講義の中で見えてくるかと思しますので、その流れに沿って話を進めさせていただきます。

本日の流れ

まず、評価軸である環境金融の考え方について、共有させていただきます。そのうえで CSR の視点からだとどうなるのか、お話をさせていただきます。

CSR という概念は、ドイツをはじめとする大陸ヨーロッパから始まっています。ややこしいもので、それを使った SRI がありますが、その概念はアメリカで発生しました。大陸ヨーロッパとアメリカのアングロサクソンでは考え方がかなり異なりますので、私がヨーロッパに行って議論した中で分かったことを紹介したいと思います。

皆様に今「CSR って何ですか」とお尋ねすると、恐らく色々な回答を頂けると思います。結論から申し上げます、本家での CSR は社会貢献ではなく、本業の中で実現していくこととされています。本業の中で追求できる社会的責任とは、環境に限定すると環境ビジネスをどう捉えるかにもつながると思います。

最後に、企業が社会的責任への意識を強める中で金融がどう対応しようとしているのか、という点を見てみたいと思います。これまで企業の評価は、財務諸表等の計算書を見て評価していましたが、本当にそれで良いのかという課題を突きつけられています。非財務的な情報で補正しないと間違ってしまうのではないかという問題意識の下で行われている新

たな評価方法について紹介したいと思います。

金融とは、環境金融とは何か

金融とはお金の融通のことです。世の中には、お金を余らせている主体とお金が足りない主体の大きく2つの主体があり、その間をつないでいるのが金融です。通常、資金を余らせているのが「家計」、資金が足りないのが「企業」、つないでいるのが「金融」となります。

つなぎ方は、「直接金融」と「間接金融」があります。直接金融では、資金を余らせている家計が、資金が不足している事業会社に直接お金を流す方法です。具体的には、株を買ったり社債を買ったりする方法です。間接金融は間に金融機関が挟まる方法で、お金をお預かりした機関が自分の責任でお金を貸していく方法、つまり銀行の仕事になります。日本の金融市場はやや変わっていて、直接金融のウェイトが圧倒的に低く、間接金融中心です。したがって、アメリカのシリコンバレーのようなベンチャーに対してリスクを取って投資する主体がなかなか出てこないことが問題視されたりします。銀行というのは利息という確定利回りの世界で仕事をしているので、投資家の役回りを肩代わりすることはできません。そのような世界には投資が必要になるのですが、投資と融資の違いはあれど、いずれにしても右から左へお金を流すのが金融の役割になります。

これが、どのように CSR と関係してくるのかということですが、環境問題とは端的に言うと市場の失敗といわれます。環境が持っている本来の価値を皆が分からず過剰に消費してしまうことが環境問題です。要は、地球が呑み込める CO₂ の量が決まっているのに、コストになっていない、あるいは、廃棄物処理も限界があるのに、その費用が財の購入資金に反映されていないから過剰に排出してしまう、という議論です。

市場の失敗を正す方法は、環境経済学の教科書を読めば書いてありますが、対策は大きく分けて、規制的手法か経済的手法の二つです。効率性の面で経済的手法が有効だろうというのがテキストの結論ですが、その経済的手法も、環境に税金をかける、課徴金を課す、補助金を渡す、排出権取引のようにマーケットに落としていく等、いろいろあります。その中の一つで、金融が環境問題の解決に非常に有効な手法になるのではないかという議論が近年出てきています。近年といっても、欧米では20年以上前から、日本ではここ5~6年の話です。これは、金融市場が「効率的な」マーケットであると言われていることにつながります。

物には価格がついていますが、必ずしも価格が本来の財と一致しているかというと、そうでもありません。金融市場のプレイヤーは、債券であれ金などの財であれ、これらの本来持っている価値を計算して、それが正しいという前提の下、じっとマーケットを見てい



【金融の役割 出典：竹ヶ原氏当日資料】

ます。価格というのは高くなったり安くなったりしますので、本来よりも安い価格の物がマーケットに転がっていれば、それを買って持っていればいつか値段が戻ってきます。戻ったときに売れば得をします。このように、価格のゆがみを狙って、世界中の投資家がじっと眺めているのが金融市場です。ミスプライスが仮にあっても、一瞬で売りと買いを錯綜させてきますから、あつという間に、ずれた価格は本来の価値に戻ります。これを称して、金融市場は「効率的」だという言い方をします。

要するに、皆が環境や社会について崇高なことを考えているのではなく、自分の利益のことだけを考えて、その利益を極大化させるため、市場を世界中で時差なく見ているから無駄がないという意味です。価値と価格がずれないということは、うまい話が転がっていないと言い換えることができます。うまい話で儲けようとするればインサイダー取引をするしかありませんが、だからこそ厳罰をもって禁じ手とされています。そのぐらい金融市場というのは効率的です。使い方によっては大変強力なツールと言えます。

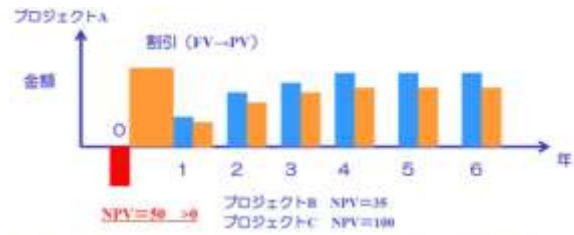
そこで、環境政策の担い手達は考えました。強欲な金融投資家たちに「環境に配慮している経営をした企業は、潜在的成長性が高い、あるいはリスクへの目配りが際立っているので倒産確率が低いのでは」といった情報が共有されれば、投資家たちは自分たちの目線で環境に配慮した企業、社会性のある企業を選び出して投資しておけば損はないと考え出す。こうなると、そういう努力をしている企業は放っておいても金融市場において浮かび上がってきます。株価が上がってきますし、銀行にしてみればリスクは低いので貸付金利は下がり、損害保険会社にとっても事故の確率が下がりて損保料率も下がります。このような自動的に金融市場からご褒美をもらえる仕組みが作れてしまえば、企業は自然と自社が正当に評価される、あるいは生き残るために、環境経営を進めてくるだろう。これが一番効率の良い環境政策ではないか、そういう形で金融が使えないのか、という議論です。

しかし、金融機関あるいは投資家が、今現在そのような目線で投資対象を見ているかという、そうではないだろうと思います。

ここに、業態も規模も同じような企業が二つあると仮定します。一社は、CSRや環境経営に熱心で、廃棄物処理法やリサイクル法の義務を果たすようなコンプライアンスは当然として、それ以上に様々なスキームを作って環境負荷の低減に努力したり、生物多様性にも配慮したりしている会社です。もう一社は、余計なことは一切せず、不法投棄さえされなければ良いから、廃棄物処理コストをできるだけ圧縮し、不法投棄されないぎりぎりの会社に渡しているだけ、という会社です。

この二つの企業があったとして、金融市場はどのように評価するでしょうか。前者の企業はコストがかかりますので見かけの利益率は低く、後者の企業の利益率は高くなります。決算書だけを見ていると、前者の方が悪く見られ、後者の企業の評価が高くなります。金融市場はこのような逆選択をしかねないところがあります。悪い会社の株価が上がり、悪い会社の金利が下がるということが起きかねません。この補正が必要であると言えます。この状況を表すと、次の図のようになります。

グラフ下側がお金が出ていることを、上側が最初に払ったお金から得られる収入を表しています。ファイナンスの大きなテーマの一つでもあります。例えば工場を建てるかどうかを検討しているとします。0 年度にグラフ下側の金額分の投資をし、6 年目までの収入を予測して、投資をすべきかどうか考えます。この初期投資と収入の間には時間という要素が考慮されていません。お金というのは、現在の 100 万円と 10 年後にもらえる



この「価値」の算定に非財務情報としての「環境」は反映されているのか？

（企業）環境（ESG）への配慮を金融市場は消化できているのか？

（金融）環境（ESG）による投資対象の抽出は合理的なのか？

環境経営（ESG経営）はマテリアルなのか？

【環境経営はマテリアルなのか？

出典：竹ヶ原氏当日資料】

100 万円では価値が異なります。10 年の間に普通は金利がつくので、現在の 100 万円と交換しようと思えば、10 年後は利息分だけ高くないと割が合わなくなります。お金は遠い将来になればなるほど見かけの金額からは価値が下がります。そこを調整するのが割引率であり、一定の割引率をかけて将来の収入を今の価値に補正します。将来価値を現在価値に寄せ、投資が見合うかどうかを計算する、という考え方がファイナンスの教科書には書いてあります。

実は企業の価値も同じです。ある企業がある配当を生みます。この配当が未来永劫続くと考えると、その配当を現在の価値に割り戻します。そこに負債の分を取ったり、その他について足したり引いたりして、その会社が将来的に生み出す配当の合計を現在の価値にし、発行済みの株式数で割れば理論上の株価を出すことができます。理論上の株価が正しければ、その後はマーケット上を見て、安ければ買えばよい、といった考え方になります。

ただし、この算式の中に社会性、CSR、環境についての価値は入っていません。配当の元になるのは税金を払った後に残る利益になります。その利益は、売り上げから諸々の経費を引いたものです。例えば生物多様性に大変貢献されている企業はその経費が多く、その分、利益も生物多様性に貢献していない企業と比べて低くなります。割り戻されてくる配当も小さくなり、時価総額や株価も低くなります。評価される企業からすれば、自分たちはこれだけの貢献をしているのに、この情報を金融市場が消化できていないではないか、株価に跳ね返ってこないではないか、銀行からの借りに返ってこないではないか、といったフラストレーションを抱えることとなります。

逆に金融サイドからすると、専属のアナリストを張り付けて高いお金をかけて環境に配慮した企業を引っ張り出しても、何か良いことがあるのか、株式市場の変化もなく投資家から怒られるのではないかと、という不合理なことが起こっています。環境経営（ESG 経営）はマテリアルなのか、という問題です。マテリアルとは、環境に配慮した経営が企業価値につながるのかということで、その問いかけが最近強くなっています。

このような話は欧米ではかなり前から議論されています。ここに事例として、75,000 頭のクジラがいるとします。そのクジラが年間 2,000 頭の子供を生み、クジラ 1 頭あたりの価値を 10,000 ドルと想定します。持続可能な捕鯨の市場規模はいくらかという、まず、

2,000 頭の範囲内で捕鯨を続けている限りは、元本を減らすことなくクジラという資源を使い続けることができます。すると、その際の捕鯨市場の規模は 2,000 頭に 10,000 ドルをかけた 2,000 万ドルが持続可能な捕鯨マーケットとなります。

しかし、金融ではこのような計算をいたしません。75,000 頭のクジラがマーケットにおいて 1 頭 10,000 ドルで売れるのであれば、これを全部捕鯨してしまつて売りさばくと 75,000 頭×10,000 ドルで 7 億 5000 万ドルのキャッシュが手に入ります。金融市場において 5% で運用できれば、年間の運用益は 3,750 万ドルとなります。2,000 万ドルと比べると良くなります。金融のロジックを貫くとこのようなことが起きかねないという例です。森林資源、生物資源の分野などに顕著ですが、ストックが再生産される率は金融市場で付く利回りよりも通常低くなります。金融市場の利回りで考えてしまうと、持続可能な消費を選択されることは無くなってしまいます。こうした問題は、1970 年代には既に指摘されていました。

WBCSD（持続可能な開発のための世界経済人会議）ではこの問題について、金融は上手く使えば大変有効であるが、失敗するとむしろ大変なことになってしまうという趣旨の警告を出しています。例えば、環境効率を重視した経営は将来的な発展の可能性を選択するので、「現在の企業の収益は相対的に低下する」と書いています。これは、先ほどのしっかりした会社と、いい加減な会社の見かけの利益率の話です。金融市場は将来的に可能性のある企業よりも、現在高収益を上げている企業を優遇します。例えば建設会社が一つのまちをつくったり、長い間をかけて資源を開発したりすることと、四半期ごとの決算で上がったたり下がったと評価する金融の目線との違いを示しています。

また、企業がさらされている環境リスク、環境から企業が得られる便益は十分に伝わらない、つまり損益計算書を見ているだけでは、判断できないということも示しています。つまり金融ということの間違えると未来をつくる会社を活かすどころか殺しかねない、もろ刃の剣であると言えます。ここを正さない限りは未来をつくる会社が十分な資金調達をすることができなくなってしまう懸念があります。それを正そうとする動きは世界中にあり、私どもの仕事もその一部を担っていると思っております。

未来をつくる企業像と CSR

未来をつくる企業像をどう考えるか、という話をしていきます。

次のランキングは、私がドイツにいたときによく話題になっていた **Good Company Ranking** というもので **Manager Magazine** という雑誌で、毎年発表されていたものです。日本で言う日経ビジネス、東洋経済に当たる雑誌で、日経新聞の環境経営度ランキングに当たるものです。ヨーロッパの会社は自分の会社がどれに当たるのか気にしていました。

Good Company Ranking

順位	企業	国籍	社会	従業員	環境	パフォーマンス	計
1	BASF	ドイツ	16.0	16.0	17.0	20.4	69.4
2	Henkel	ドイツ	20.2	13.6	14.6	18.3	66.7
3	Anglo American	英国	17.6	12.0	14.2	21.2	65.0
4	BMW	ドイツ	12.8	20.2	17.6	12.8	63.4
4	Telefónica	スペイン	16.0	16.8	16.0	14.6	63.4
6	UBS	スイス	12.2	15.2	15.0	20.5	62.9
7	Danone	フランス	17.6	14.4	13.2	17.5	62.7
7	ABN Amro	オランダ	13.6	14.4	17.4	17.3	62.7
9	Diageo	英国	17.6	16.0	10.2	18.8	62.6
9	Repsol YPF	スペイン	16.8	12.8	13.0	20.0	62.6

- ・独Manager Magazin誌によるランキング
- ・①従業員、②社会、③環境、④パフォーマンス(収益性)の4軸からのランキング
- ・典型的なCSR経営評価



日本政策投資銀行

【Good Company Ranking 出典：竹ヶ原氏当日資料】

見ていただきたいのは横軸です。社会、従業員、環境、パフォーマンス（財務的成長性）の4軸が当時からCSR系の評価軸であると言われていました。ドイツに限りませんが、会社をCSR的な要素で評価し、その評価をファンドマネージャーや証券会社などに売る会社があります。

その一つのOekomという会社の評価軸では、社会性評価と環境性評価の2軸で企業を評価し総合評価を出します。これは向こうでは一般的な考え方です。日本企業の方と話すと、このような会社からアンケートが送られて答えているものの、評価が芳しくないとおっしゃいます。その意味は、環境に対する設問がシンプルで易し過ぎるのに対し、社会性という項目は細かく聞かれ、やれダイバーシティ、ワークライフバランス、児童労働への配慮に対してなど、よく分からない設問がたくさんある、と言われます。他方、評価する側からすると、日本企業は奇異に見えるそうです。環境の事は細かいことまで答えますが、人権や社会性に関しては何を考えているのかよく分からないなどと当時言われました。

ここに、私は、彼らが考えているCSR、あるいは未来をつくる企業の姿と、日本企業の自己評価との間にずれがあることを感じました。お互い金融関係の人間だったのですが、CSRという同じ言葉を語っても考え方、言っていることが違ったということです。

そこで、CSRとは何かということに返ってきます。CSRとは、「Corporate Social Responsibility：企業の社会的責任」であるということは異論の余地はないのですが、その具体的な内容となると、コンプライアンスで語る人やフィランソロピーというまさにCSR1.0で語る人、企業ブランド戦略と割り切る人、環境・人権・地域貢献など分野論で語る人、様々であり、中には企業公器の伝統を持つ日本企業にとっては当たり前だという人もいます。これを全部合わせてもよく分かりません。かつては、ヨーロッパの陰謀だと

いう人や、自社には関係のないと言う人がいたことも事実です。ここでいったん本家本元の定義に立ち返るのが良いと思います。

大陸ヨーロッパの CSR の考え

『CSR Germany』から、大陸ヨーロッパにおける CSR の考え方を紹介したいと思います。

「CSR は、企業の社会的な責任を表す一つのコンセプトであり、持続可能性の観点を含み、経済、社会そして環境という 3 本柱を支えるものである。CSR 活動は、企業がその事業活動の枠内で持続可能な社会に対して果たす貢献である。それは個々の企業ごとの関与であり、自身のイニシアチブと自己責任に基づく。企業の社会的な関与にとって必要な前提と主目的は、経済的な成功である。国際的に競争力を持ちうる健全な企業だけが社会問題の解決に貢献しうる。企業は雇用を保障することを通じてとりわけ大きな責任を担う。優れた企業とは、雇用の確保に対して最も優れた保障である。」

この部分を読むと、かなり雇用が協調されていることが分かります。大陸ヨーロッパで企業の社会的責任が最も問われたのは 70 年代以前で、その背景には、若年層の大量失業がありました。硬直的な労働市場のため、就業機会もなく、職業訓練を受ける機会もないまま、しかし、揺りかごから墓場までということ失業者はもらえるため若年層が大量に社会に底溜りしました。彼らが一定の年齢に達して子供を持つようになった状況をどうにかしようという中で、企業の責任が非常に強く問われました。

「CSR は企業の社会的な関与を意味するものだが、これは既存の法規制にとどまるものではない。」

CSR 業界でよく使われるビヨンドコンプライアンスという言葉があります。CSR は企業の社会的責任であって、義務ではありません。コンプライアンスにとどまっている話を CSR と説明しても、聞いている方はぼかんとしてしまいます。本業においてコンプライアンスで求められるレベルを超えてどこまでコミットするか、自分で考えて決めなさいというのが概意です。従って、CSR の手法を標準化したり義務化したりすることは無理な話だと言っています。しかし、自社がどのような CSR をするか本業に即して考えることになるので、皆不安になります。そこで、ILO、グローバルコンパクト、OECD といった国際的合意を使いながら、自社のコミットメントのレベルを決めなさい、それが自社の CSR を決めるための道具ですよ、ということを述べています。以上が定義の抜粋です。

どこにも「環境」という言葉が出てこないことに気がきます。そもそも分野論ではないということです。大陸欧州式の定義のポイントは 3 つです。一つ目は、「業務統合型」です。アメリカに対するアンチテーゼで、アメリカは儲けること自体には大らかですが利益を独り占めすることに対して厳しいという、儲けた利益の分配を重視しています。それに対してヨーロッパは日本に近く、利益の上げ方自体も問題である、という考え方です。本業の進め方自体を考えないといけないということです。

二つ目は、「社会的責任であり義務ではない」というビヨンドコンプライアンスだということです。

三つ目は、「一義的に決まることはなく、その会社が本業の中でコンプライアンスから求められるレベルをどう超えてコミットメントするのか」ということです。コミットのレベルも様々で、例えば農薬を扱う会社は非常に厳しい規制をクリアするだけでも大変なレベルです。そのような会社の CSR は、コンプライアンスを守るだけで説明責任を果たしていますということで良いかもしれません。もっと自由度のある会社は、求められていることよりも超えてコミットしても事業として成立するかもしれません。問題はどのように決めるかです。

決めるために求められているのが、ステークホルダーとの対話です。会社は自社がどうコミットメントするかについて説明変数を決めます。その説明変数を KPI（キーパフォーマンスインディケーター）と呼び、自社が何を約束しようとしているのかについて、何が適切な手法か考え選び出し、その KPI でどこまでコミットするか目標を決めます。それを株主、債権者、NGO、取引先といったステークホルダーに伝えます。いろいろなステークホルダーにぶつけて、批判や賛同をすべて聞いたうえで、最後は自社でここまでをコミットと決める、これが CSR ということです。難しく大変です。

3.11 後、サプライチェーンについての供給責任がどうなっているかが大いに問われましたが、生物多様性を圧迫していないか、紛争鉱物を使っていないか等等色々なことを言われますし、グローバルに展開されている企業はもっと大変かもしれません。先進国を相手に行っている企業はコンプライアンスのレベルが高いので多少でもビヨンドしていれば十分社会的責任としては説明が付きまします。しかし、途上国の中にはコンプライアンスのレベルが事実上ないに等しいような所もあるので、コンプライアンスから 10% 上回っていると言っても意味がありません。事実上、政府に代替する役割を求められるわけで、そこでどこまでやるのか議論しなければいけません。こういったことを自分で決めて世間に伝えようと取り組んでいます。

こうしたプロセスを突き詰めた先に登場したのが ISO26000 と言えます。あくまでガイドラインのようなものですが、世界中の全てのステークホルダーが参加して作ったというガイドラインなので、これを参考に自社のコミットメントのレベルを検討しておけば外すことはないと言われています。

では、先程積み残した環境など分野論はどうなるのかということですが。今の枠組みが前提になりますが、どこに力点を置くかはその企業が置かれている社会によって異なるとのことだそう。ヨーロッパは先ほども申しましたように雇用問題が大きな問題になっていました。ところが、日本の場合は労使協調でやってきましたので、足下はともかく、以



【CSRとは、法令遵守を超えたコミットメント
出典：竹ヶ原氏当日資料】

前はあまり問題にならなかった論点です。むしろ日本企業が自社の社会的責任を問われたのは産業公害でしたから、日本企業が自社の社会的責任を構成するうえで環境に力点が置かれるのは成り行き上当然だと思います。

マイケル・E・ポーター先生の CSV というのが最近流行っています。製品・サービスの提供を通じた貢献、製品・サービスを生み出すプロセスを通じた貢献、フィランソロピーの大きく 3 つに分けて CSR を論じています。本業も社会貢献も全部合わせて、企業が付加価値創造を果たす役割を整理していこうということが最新の CSR とされています。

しかし、この発想は、ヨーロッパとしては当たり前で、むしろアメリカ式 CSR がヨーロッパ風に近づいたものと感じています。結果的に、CSV の考え方と CSR ではほとんど変わらないということが分かるかと思えます。マイケル・ポーター流の CSV から企業を選ぼうとすると、「社会課題の解決に貢献する製品・サービスの提供」、「自社バウンダリーからの社会への悪影響の極小化」、「地域貢献」を軸に評価すれば選ぶことができます。



【マイケル・E・ポーター教授の CSV
出典：竹ヶ原氏当日資料】

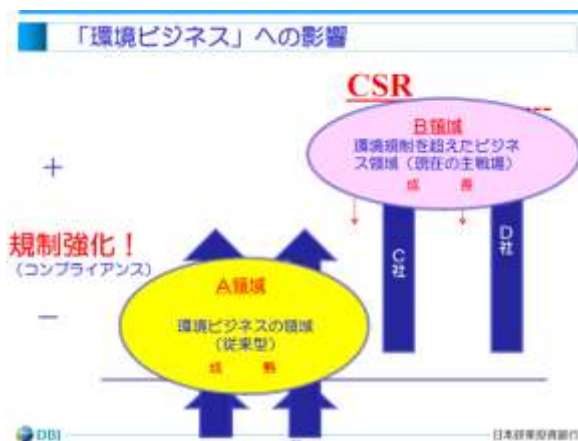
私たちがこのような評価軸で企業を評価しているわけです。ただ、あまり関心のない人からすると、CSR というのと寄付や社会貢献ではないのかと誤解されることが多いです。これからは本業で CSR を語るのだという、まさに CSR1.0 から 2.0 のレベルの一般向けの議論もしておく必要性を感じています。

金融から見た環境ビジネス

次に、金融屋は環境ビジネスをどう見ているかを紹介したいと思います。

CSR が変わってくると環境ビジネスの見え方も変わってきます。環境ビジネスは規制がつくる産業と言われていました。公害関係の規制が強化された 1970 年代の日本のイメージで、環境装置に代表される環境ビジネスの従来型と言えます。現在を CSR、CSV の時代とすると、環境規制を超えたビジネス領域で何をやるのか、という話になるかと思えます。前者は成熟マーケットです。後者は、例えば持続可能な養殖は環境産業に入れて良いだろうということで、概念が変わってきています。

まず、環境ビジネスの一般的な特徴について考えてみたいと思います。枯渇性の資源が減るとどうなるかという入口か



【「環境ビジネス」への影響
出典：竹ヶ原氏当日資料】

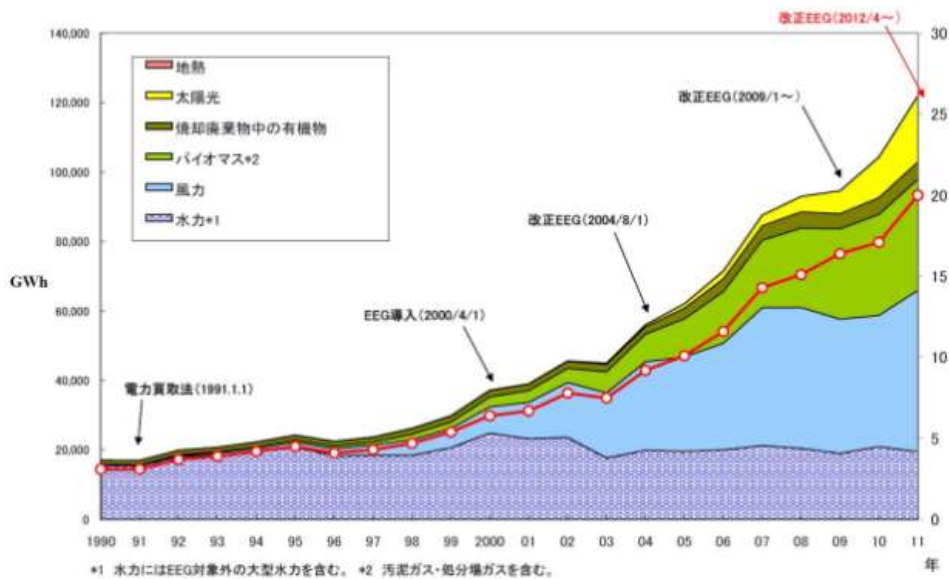
ら入ります。枯渇性の資源が減ると次の三つのことが起きます。一つ目は、資源の保全です。例えば、ピークオイルを迎えれば中東の産油国は大事にとっておけば将来価格が上がるだろうということで資源の保全を図ろうとします。中国のレアアースもそうでしょう。二つ目は、ユーザー側の節約です。ユーザー側は高くなるのでなるべく大事に使おうとします。三つ目は、技術革新です。価格が右上がりになっていき一定の価格を超えると、それまで注目されていなかった代替材に経済性が出てきます。結果、技術革新が促されず（技術革新効果と呼びます）。

化石燃料の価格が上がる、炭素の排出に値段がつく、という時代の中で、初めて再生可能エネルギーに経済性が出てきました。このように、環境ビジネスは、総じて技術開発効果と強い関係があると考えています。そうすると、代替対象となる枯渇性の資源の価格が右上がりになれば問題ないのですが、石油にしても何にしても実際には長期トレンドとしての上昇は疑いないにしても、短中期では上げ下げを繰り返します。これが、環境ビジネスの事業性を不安定にするのです。例えば、リーマンショック前のドイツでは、地域冷暖房に用いる木質ペレットが好調でした。これは原油価格が投機マネーの流入もあって急上昇したため、ペレットの経済性が大幅に改善したためです。しかし、それもリーマンショックの直前まででした。ペレットは熱量が石油の半分ですので、ペレットが石油の価格の半分以下であれば経済性があり、石油の代替として成立します。リーマンショックで原油価格が下がり、石油とペレットが同じ値段となったため、一時隆盛を極めたペレット産業向け投資は衰退していきました。環境ビジネスの多くが枯渇性資源の代替効果に依存しているものとする、ベースになる石油の価格がぶれると増幅する形で需給がぶれることとなります。こうした不確実性、リスクの高さのため、ファイナンスが付きにくくなります。「環境」ビジネスだからというだけではお金が集まる訳ではないので、何か仕掛けが必要となります。

金融ではリスクを切り分けてコントロールする方法があります。プロジェクトファイナンスというやり方で、そのリスクに関して一番管理しやすい主体に責任を持ってもらう方法です。例えば、建設業にはプラントを期日までに作って動かすというリスクを負ってもらい、オペレーターや金融などにはそれぞれに適したリスクを持ってもらいます。このようにリスクを分割して餅は餅屋に任せることで、リスクはトータルすると小さくなります。こうしてファイナンスをつけやすくするのが、プロジェクトファイナンスの考え方です。しかし、災害やカントリーリスクなどの不可抗力の部分はどうにもなりません。この部分を解決する好事例として、ドイツの再生可能電力の推移をご紹介します。

ドイツの再生可能電力の推移を見ますと、最終消費電力に占める割合は20%を超えています。再生可能電力が上がっている間も、石油やガスの価格は上がったり下がったりしており、自然の成り行きに任せていたら、再生可能電力はこのような右肩上がりにはなりません。これは、2000年に買取法が全面的に改定されたことによります。計算通り発電すれば、その電力は優先的に接続され、かつ、固定価格で20年間買い取られるという制度です。これによってキャッシュフローはぶれなくなりますので、ファイナンスが付きやすくなります。

ドイツにおける再生可能電力の推移



日本政策投資銀行

【ドイツにおける再生可能電力の推移 出典：竹ヶ原氏当日資料】

実際には、それでも色々な問題が生じているのですが、環境ビジネスを成長軌道に乗せるためには、こうした社会的なシステムと金融などとの連携が極めて重要だと考えます。このようなバックグラウンドがあって初めて本業として環境ビジネスを発展させていける、未来をつくる企業が活躍することが可能になるのではないのでしょうか。日本でも再生可能エネルギーの分野では本業での社会貢献を語れる時代になったと言えますが、企業が直面しているリスクとのバランスを見て評価する必要があると感じています。

DBJの試み：非財務情報による金融市場の補正

CSRという考え方は普遍的なことだと思います。コンプライアンスを超えたコミットメントを自社の仕事の中で何ができるかを示したうえで、ステークホルダーの意見を聞きながら決めていくことに異論はないと思います。身の丈にあったコミットをしている企業を金融側が評価して、そこにお金を流していく、ということが機能すれば、未来をつくる企業をセレクトしたことになります。今まで日本にはなかった仕組みです。

金融市場は効率的で素晴らしいのですが、真に効率的な市場であれば、社会性や未来を作る企業の価値を理解しているはずですから適切な環境ビジネスに参入するということになれば、株式市場は自動的に反応して株価は跳ね上がることになります。ですが、そうでない可能性が高いことはすでに申し上げた通りです。環境・社会に配慮した経営がマーケットに対してのメッセージ効果を持っているのか、疑心暗鬼になっている企業が多いというのが現状です。そこを補正すれば、金融市場の効率性も強い武器になります。

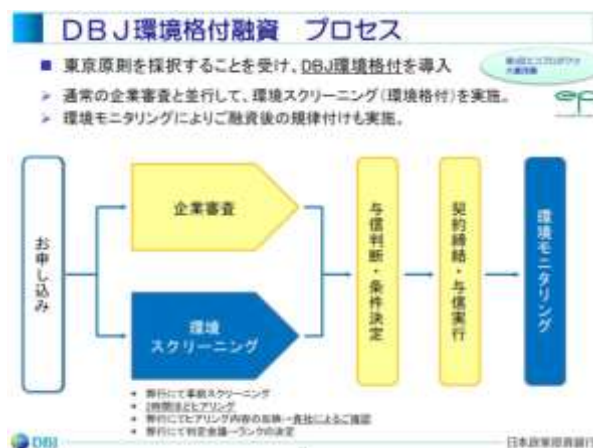
直接金融は1対1で応援するツールで、直接企業の株式、社債を買うため、効果が大きいツールです。本来はSRIでいくべきですが、日本はまだ遅れています。SRIとは、社会

的責任投資のことで、投資の世界でお金の流れを変える考えです。日本の SRI ファンドの推移を見ても、残高は一時 1 兆円を超えた時期もありましたが、一本当たりのファンドの規模は数十億円程度です。これでは株価は動かさないので、直接金融での応援メッセージが十分に届くレベルにはありません。これには様々な事情がありますが、その一つに個人投資家主体で機関投資家が介在していないという問題があります。解決策として、例えば、イギリスでは SRI を義務化しました。もう一つ、受託者責任という問題もあります。受託者責任とは、委託者の資金を預かっているのに、そのリターンの極大化だけを指し、余計なことはしてはいけないという考えです。つまり、環境への配慮度を投資尺度に加えることが合理的かどうかははっきりするまでは、こうした考慮は「余計なこと」と扱われてしまっているわけです。

実際、環境経営を評価することが投資家のためになるのかが、まだ整理できていません。それなら間接金融でやれることをやろうというのが我々の考えです。

きっかけは、2003 年に東京で開催された、金融イニシアチブを持つ UNEP FI の会議に DBJ が共催したことです。会議では、UNEP FI 署名機関の総意として、東京原則を発表しました。この原則の 2 つ目に「環境に資する金融製品の開発」が盛り込まれ、きちんとしている会社が金融市場から自動的にご褒美がもらえる仕掛けを作ろうということに合意したことから、環境格付けを作成しました。

企業審査は、財務諸表に基づき、儲かっているか、資産内容に問題がないか等を分析してお金を貸します。本来なら企業を見る目の中に環境や CSR が入っていれば良いのですが入っていません。そこで環境スクリーニングを入れ、貸せる先に対して貸付条件を変えようということを考えました。環境に配慮した経営をしている企業とはリスクへの目配りがある企業ですので、倒産確率も低いと想像できます。そのため、リスクに応じてより低い金利で貸すというロジックが組み



【DBJ 環境格付融資 プロセス
出典：竹ヶ原氏当日資料】

ます。また、銀行は融資で 5~10 年と長い間お付き合いさせていただきますので、評価させていただいた結果を持ってモニタリングをかけ、企業を縛ることが可能です。この結果、お金を一定期間貸している間は、その会社の環境経営が維持できていることを銀行が代弁できます。マーケットに対して会社がしっかりしているというフラグを立てることができます。このフラグが立っている会社が増えれば、例えば、あるファンドマネージャーが同じような企業で比べた時、どうせならフラグが立っている企業に投資しようか、という展開になってくれば、徐々に金融市場での企業の評価も変わり、最終的にはフラグが立っている企業に対して自動的にご褒美が与えられるという仕組みにつながると考えています。

我々は大きく 3 つの視点で企業を見ています。一つは「マネジメントの体制」で、経

営として環境をどう見ているか、という点。二つ目は「事業関連」、本業としての環境への考えです。三つ目はデータをみる「パフォーマンス」です。以上の3面から、点数に応じてランクを決め、モニタリングを付与、ロゴマークを提供する、という仕組みを作りました。

今年で9年目になりますが、300社以上を評価させていただいて、実績も右肩上がりです。この手法は世の中に定着し、メッセージを出し続けられるようになった気がしています。色々な企業を評価させていただいてきましたが、我々もステークホルダーの一員として企業と対話をしています。その会社がどんなKPIで何にコミットしようとしているのか、我々の評価軸で優れていると評価すればマーケットに対してロゴマークとして出していきます。

この仕組みが響く相手は、B to Bの企業が圧倒的に多いです。B to Cの企業は環境活動をアピールしやすいですが、サプライチェーンの中で部品などを提供している会社は、自分たちの努力が埋没し伝えにくくなります。そこを代弁してほしいという方が多いです。

また、この流れを地域レベルに広めつつあります。このような評価を行って賛同してくれる銀行に集まってもらい、一緒に「エコノワ」という商品を作っています。ある会社の工場が立地している地域を地盤としている地方銀行で、かつ、全部の銀行が環境にコミットして、ある会社の環境グループと共同で支援しようという、環境クラブ型シンジケートローンです。この結果、地銀の主要取引先である中小企業をこの目線で評価できないかというご相談をいただくようになりました。今では、14の地方銀行を手伝い、地銀の評価軸を用いて中小企業を評価しています。

実は専門の環境部がいて、ISO14001を回しているような大企業よりも、中小企業の環境経営を評価する方が難しいです。ただ、中小企業は生き残りのために必死にコスト削減しています。経営者はコスト削減だとしかおっしゃいませんが、裏からみればエネルギー効率の改善など、意図しない環境経営をされている中小企業は多くあります。こういう企業を地方銀行がきちんと引っ張り上げて、しっかりとやれている企業にその意味をきちんと伝え、より優れた企業に対しては我々と同じようなやり方でフラグを立てて広げていこうとしています。

一つの金融手法にすぎませんが、そういうものがシンパシーを得て、地域の金融機関に広がりつつあります。皆さんに紹介させていただいた評価軸ですが、コンプライアンスを超えたコミットメントをその企業なりにどうやっていくのか、その目線を共有した金融機関が良い会社を見つけて浮かび上がらせようとしている動き、その延長線上に、「未来をつくる企業」が自ずと浮かび上がってくると思います。

格付ランクの区切り(250点満点)		
ランク	大企業	中堅・中小企業 (資本金10億円未満)
A	160点以上	
B	140点以上160点未満	
C	100点以上140点未満	80点以上140点未満
D	80点以上100点未満	60点以上80点未満
対象外	80点未満	60点未満

※得点が200点以上の企業は特別表彰(ロゴマークで差別化)

【格付けランクの区切り
出典：竹ヶ原氏当日資料】

おわりに

最初にこの話をいただいたときに、我々が評価した企業から事例を紹介しようと思いましたが、その必要はないかと思いました。企業の数だけ未来をつくる素地がありますし、そこをどう見つけていくか、評価される企業側ではなく評価する側の問題があると感じています。評価する側がしっかりとした目線を持って、そのスクリーニングを通じて見たときに、どんな企業が浮かび上がってくるのか、その設定次第だという気がしています。

(この記録は、循環研事務局で作成し、竹ヶ原氏にご加筆・ご修正いただいたものです。)