

グローバル・サステイナブル・ファイナンスと エマージング市場

——「環境金融」の一断面——

川 本 明 人

(受付 2011年 5 月 25 日)

は じ め に

2007年にアメリカのサブプライム問題から発生した危機は、2008年のリーマンショックを経て世界金融危機に拡大し、その後、ヨーロッパ諸国の財政・通貨危機、さらには世界各国にリセッションを増幅させて世界経済危機をもたらした。日本をはじめとする先進諸国のデフレ危機、財政危機は依然として問題を残しており、危機以前に大きく経済成長を果たしていたエマージング市場¹⁾にも世界金融危機は大きな影響を及ぼした。

世界銀行によると、途上国の中でもとくに中央アジア・東欧、ラテンアメリカ、サブサハラアフリカ等で2009年の成長が大きく鈍化した(図表1)。一方、東アジア・太平洋地域や南アジアのエマージング市場では、同じように危機前と比べて落ち込みが目立っているが、2010年から2011年にかけて高い成長率での回復が示されている。IMFの世界経済見通しでも、先進国の予想成長率2.4%に対してエマージング市場及び途上国の成長率は6.5%と見込まれ、これらの国、地域では輸出の回復や内需拡大等により、再び景気過熱傾向さえ出ているとしている²⁾。

エマージング市場の経済回復を可能にした要因として、それらの地域へ

1) エマージング市場という用語を本稿ではとくに定義せず、いわゆる途上国も含め経済発展しつつある国・地域として一般的に使用する。

2) IMF, *World Economic Outlook*, p. 2, Table1. 1, April 2011.

図表 1 主要国の経済成長

(GDP 前年比 単位：％)

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
世界	3.9	1.7	-2.2	2.7	3.2
先進国	2.6	0.4	-3.3	1.8	2.3
ユーロ圏	2.7	0.5	-3.9	1.0	1.7
日本	2.3	-1.2	-5.4	1.3	1.8
アメリカ	2.1	0.4	-2.5	2.5	2.7
途上国	8.1	5.6	1.2	5.2	5.8
東アジア・太平洋地域	11.4	8.0	6.8	8.1	8.2
ヨーロッパ・中央アジア	7.1	4.2	-6.2	2.7	3.6
ラテンアメリカ・カリビア諸国	5.5	3.9	-2.6	3.1	3.6
中東・北アフリカ	5.9	4.3	2.9	3.7	4.4
南アジア	8.5	5.7	5.7	6.9	7.4
サブサハラアフリカ	6.5	5.1	1.1	3.8	4.6

(注) 2010年, 2011年は推計値。

(出所) World Bank, *Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance, and Growth*, 2010, p. 3. より筆者作成。

の資本流入が再び活発になったことがあげられる。とくに中国, インド, インドネシア, ブラジル, メキシコなどアジアおよびラテンアメリカのエマージング市場等では, 短期間で危機前の水準を超えるところまで資本流入量が復活している。

本稿の目的は, こうしたエマージング市場に流入する資本に関して, 金融危機後の経済成長を促進し金融システムを安定したものにさせるには, 公的資金, 民間資金を問わず, 今後の世界の持続性 (sustainability) を考慮していくことがきわめて重要であるということを主張することにある。とりわけ, 投資活動の大きな役割を担っている海外の大銀行や機関投資家のエマージング市場でのビヘイビアは, 当該国の経済・金融・環境状況に大きな影響を与える。世界金融危機の教訓がさまざまに整理される中, 金融の社会的役割が改めて問われている。そして, 決済システムの連鎖的破綻という狭義のシステミックリスクのみならず, 経済活動を成り立たせている社会的なインフラやさまざまな環境問題にも金融機関が配慮しないと,

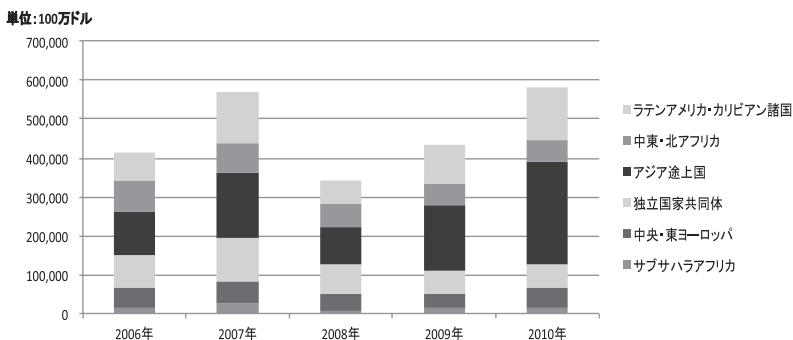
川本：グローバル・サステナブル・ファイナンスとエマージング市場
金融機関を含め社会・経済が大きな痛手を被るという広い意味でのシステムリスクが顕現する可能性が大きいという認識も急速に広まっている。

そこで、エマージング市場において、金融の社会的な役割がどのように発揮されてきたかについてこれまでの経緯と現状を概括し、事業資金を供給する主体である金融機関の活動をいわゆる「環境金融」の側面から見ていく。

I エマージング市場への資本流入

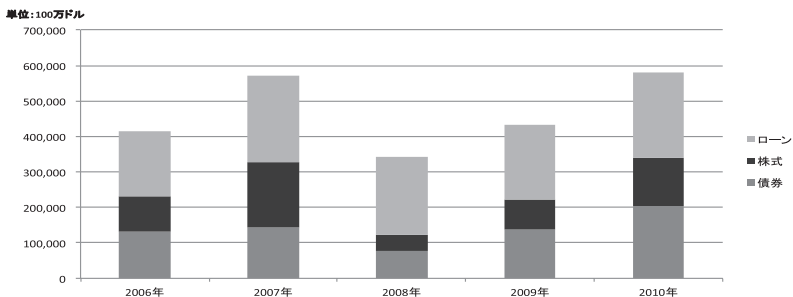
まず、エマージング市場への資本流入の状況を見てみる。図表2および

図表2 エマージング市場の外部資金調達推移（地域別）



（出所）IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2011, より筆者作成。

図表3 エマージング市場の外部資金調達推移（種類別）



（出所）図表2に同じ。

図表 3 は2006年から2010年までの間のエマージング市場（途上国）全体の外部資金調達の推移を見たものである。すでに述べたように、2008年の金融危機時に大きな落ち込みを見せたものの、2010年には危機前の6,000億ドル近くまで回復してきている状況が示されている。地域別（図表 2）では中国やインドに代表されるアジア・エマージング市場の需要が大きく、種類別（図表 3）では銀行資産よりも債券、株式といったポートフォリオ投資が大きく伸びていることがわかる。海外からのエマージング諸国への投資の関心の高さが反映されており³⁾、アジア通貨危機や同種の他の通貨危機後の状況とは今回は大きく異なっている。

さらに、今回の世界金融危機後におけるエマージング市場の回復ペースは、先進国のリセッション状況とは離脱して弾力性を持ちながら進んでいる。とくにエマージング市場に進出する多国籍銀行＝グローバル金融機関が取引通貨をドル依存体制から現地通貨にシフトさせ⁴⁾、アジア通貨危機でみられた通貨のミスマッチ・リスク、および期間のミスマッチ・リスク⁵⁾を軽減してきていることは大きな変化である。Kose=Prasad (2010) は、危機後のエマージング市場における弾力性の要因について、インフレ・コントロールなど良好なマクロ経済政策、生産・輸出パターンの多様化、所得

3) エマージング市場への資本流入について、歴史的パースペクティブも踏まえて総論的に分析したものとして、BIS, Committee on the Global Financial System のワーキング・グループがまとめた、Capital Flows and Emerging Market Economies, *CGFS Papers*, no. 33, Jan. 2009, 参照。

4) 多国籍銀行ないしグローバル金融機関の海外進出について、多国籍銀行論および取引通貨に焦点を当てて現地通貨による多国籍リテール業が拡大しつつあることを説いたものとして、川本明人「グローバル化のもとでの金融業の国際展開と欧米メガバンク」『修道商学』第47巻第1号、2006年9月、同「金融業の国際的展開と金融規制」田中素香・岩田健治編著『現代国際金融』有斐閣、2008年所収、を参照されたい。

5) アジア通貨危機について、グローバル金融危機をふまえてこの「ダブル・ミスマッチ」を再確認したものに、中條誠一『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』文真堂、2011年、がある。

水準の上昇と中間階層の増加などをあげ、とりわけアジアのエマージング市場においては、金融連鎖のチャンネルが狭かったこと、また、高い貯蓄率、経常収支黒字、外貨準備増大が先進国の資本フローの影響を小さくしていたことも回復を早めた要因であることを指摘している。そして、エマージング市場は今後、危機後のグローバル経済と金融安定に責任を持ちながら、気候変動に取り組むなどこれまでとは別次元で成熟していくべきだと主張している⁶⁾。

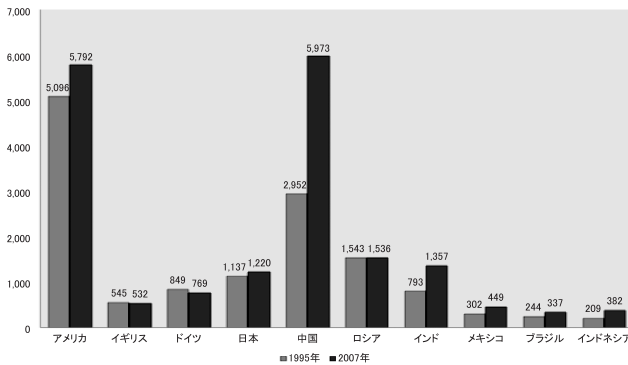
いずれにしても世界金融危機後において、こうしたエマージング市場への投資に限らずグローバルな資本投資に関して、その対象や投資のあり方に大きな関心が寄せられるようになった。すなわち、株価の値上がりや利子、収益性といった比較的短期の目標のみを選択の基準とするのではなく、投資が結局は持続的な社会を維持することにつながらなければならないという観点から、長期的視点からする金融機関や投資家の行動責任にも目が向けられるようになってきた。とくに世界銀行や開発銀行など国際金融機関による公的金融に関しては、途上国融資に関して環境面に配慮した指針がこれまでも策定されてきた。民間金融機関においても、金融指標のみならず、温室効果ガスや気候変動、生物多様性といった一連の環境政策や企業の社会的責任への認識が、エマージング市場に対する投融資の際にも重要であり、また金融機関のリスクマネジメントにとっても今後大きな課題となる。

エマージング市場は、今後経済成長が見込まれることと並行して、たとえば環境要因一つとっても気候変動や温室効果ガス削減のために大きな資金も同時に必要となってくる。エマージング市場における開発が環境破壊につながるケースはこれまでたびたび指摘されてきている。図表4は主要先進国およびエマージング市場のCO₂排出量を示したものであるが、排出量世界最大の中国を別にしても、インド、ブラジル、メキシコなどのエマ-

6) Ayhan M. Kose and Eswar S. Prasad, *Emerging Markets Come of Age, Finance and Development*, vol. 47, no. 4, IMF, Dec. 2010.

図表 4 主要先進国・新興国の CO₂ 排出量

(単位：100万トン)



(出所) 環境省『環境統計集 平成23年版』2011年, より筆者作成。

ジング市場でも今後先進国並みの排出量に近づくことが予想される。そうした問題意識から, エマージング諸国, およびそこで活動する金融機関が責任ある投資についてどのような認識をもってきたかを見ていくことにする。

II サステイナブル・ファイナンスとグローバル金融機関

近年, 地球環境の持続性を保つ経済開発 (サステイナブル・ディベロップメント) や金融 (サステイナブル・ファイナンス), 企業活動の社会的責任 (CSR) や, 環境, 社会, ガバナンス (Environmental, Social, Governance: ESG) 要因に配慮した責任投資 (RI) といった考え方がグローバルなレベルで急速に普及し定着しつつある。少しそれらの経緯を追ってみよう。

「サステイナブル・ディベロップメント」という概念は, 国連の「環境と開発に関する世界委員会」(WCED: World Commission on Environment and Development) が1987年の報告書⁷⁾ に盛り込んだ, 「将来世代のニーズ

7) UN, *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*, 1987.

川本：グローバル・サステイナブル・ファイナンスとエマージング市場
を損なうことなく現在の世代のニーズを満たすこと」という定義が広く行き渡っている。そして1992年6月の「環境と開発に関する国連会議」(United Nations Conference on Environment and Development:「国連地球サミット」)における「リオデジャネイロ宣言」でより明確にされた。すなわち、同宣言の第一原則で持続可能な開発への関心をよびかけるとともに、これに基づいて行動計画である「アジェンダ21」の策定や「森林原則声明」、「気候変動枠組条約」、「生物多様性条約」などが成果として獲得された。こうした持続可能な開発のための地球環境の維持方策の一つとして、環境配慮向け投融資の促進、あるいは環境リスク評価などを柱とする金融の役割が注目されるようになった。

並行して1992年には、「環境および持続可能な発展に関する銀行声明」が Deutsche Bank, Royal Bank of Canada, HSBC 等の金融機関によって起草され、同年5月には「国連環境計画・金融イニシアティブ (United Nations Environment Programme Finance Initiative: UNEP FI)」が UNEP と金融機関のパートナーシップとして設立された。現在、約200の世界各国の銀行、証券会社、保険会社等が UNEP FI に署名し、さまざまな環境問題を中心とした持続可能性の取り組みを展開している⁸⁾。

民間金融機関の自主的なガイドラインとしては、プロジェクトファイナンスを行う際に環境や社会的リスクを評価する「赤道原則 (The Equator Principles)」が知られている。これは世界銀行と国際金融公社 (IFC) の基準に準じて2003年に民間金融機関10行によって策定され、2011年4月現在で71の金融機関が参加している。2006年には IFC の基準改定にあわせ、対象プロジェクト額を5,000万ドル超から1,000万ドル超に引き下げて、運用対象を既存プロジェクトファイナンスへのリファイナンスなどにも広げ、金融機関の年度報告を義務づけるなど改訂が行われた。すでに赤道原則は「国際的な環境、社会評価のベンチマーク」⁹⁾ の一つになっており、さらに

8) UNEP FI には日本の金融機関も2011年で19社が署名している。

9) Peter Schenk, Drilling Deeper into Equator, *Environmental Finance*, March 2011.

プロジェクトファイナンスのみならず資本市場にも適用の範囲を広げることが議論されている。

UNEP FI とともに、「国連グローバル・コンパクト」(GC: UN Global Compact) もサステイナブル・ファイナンスをリードしている。国連 GC は、アナン前事務総長が提唱して2000年よりスタートした。これにより、参加企業が人権・労働・環境・腐敗防止に関する10原則を自発的に遵守することで、グローバル経済を持続可能性のあるものにしていこうとする動きが広まった。そして、GC は UNEP FI と共同して、2006年に「責任投資原則」(PRI: Principles for Responsible Investment) をたちあげた¹⁰⁾。PRI は、次の6点からなる責任投資原則を発表し、受託者責任を履行する投資家にとって、ESG 問題の重要性がはっきりと明示された。すなわち、(1) 投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込むこと、(2) 株式保有方針と実行の際に ESG 問題を組み入れること、(3) 投資対象に ESG 課題の開示を求めること、(4) 投資業界において本原則が受け入れられ履行されることを促進すること、(5) 本原則の実行の効果を高めるために互いに協力すること、(6) 本原則の実行に関する活動状況や進捗状況を報告すること、である。環境面を考慮した投資行動という意識が広がるなかで、社会的責任投資も ESG 問題として再構成されるようになった。

一方、個別に見ても、グローバルな金融活動を展開し、市場への影響力も大きい欧米メガバンクが、ESG に関する独自の取り組みに動き出している。そうした動きを次にフォローしてみよう。

資本市場の持続性を目指す投資家や環境団体のネットワークである Ceres (Coalition for Environmentally Responsible Economies) は、2008年に40の世界の主要金融機関を対象にして気候変動に対する取組調査を行い、独自のスコアによって評価した結果を報告している。対象とした銀行のうち23

10) 2010年の署名者は Asset owners が223, Investment managers が491, Professional service partners が167の881機関となっている。<http://www.unpri.org/signatories/>

図表 5 Ceres による金融機関ランキング

順位	金 融 機 関	国
1	HSBC Holdings PLC	イギリス
2	ABN AMRO Holding N. V.	オランダ
3	Barclays PL	イギリス
3	HBOS PLC	イギリス
5	Deutsche Bank AG	ド イ ツ
6	Citigroup Inc.	アメリカ
7	Bank of America Corp.	アメリカ
8	Royal Bank of Scotland Group, PLC	イギリス
9	Fortis N. V.	ベルギー
10	Goldman Sachs Group, Inc.	アメリカ
11	ING Groep N. V.	オランダ
11	Merril Lynch & Co., Inc.	アメリカ
11	UBS AG	ス イ ス
14	Credit Suisse Group	ス イ ス
15	Morgan Stanley	アメリカ

(注) 金融機関名、および国名は発表当時のもので、金融危機後の再編などは反映していない。

(出所) Ceres, *Corporate Governance and Climate Change: The Banking Sector*, January 2008, p. 8, より15位まで掲載。

銀行がエマージング市場投資に関わる赤道原則に署名しているが、各金融機関において、①経営陣のポリシー・監督、②実行力、③情報公開、④排出量算定、⑤戦略立案、の5つの項目に関して方針やリスクマネジメント、成果などの評価スコアを出し¹¹⁾、これを高い順に15位まで並べたのが図表5である。

このなかで上位の HSBC や ABN AMRO などは、銀行のトップが気候変動への対応が意思決定の際に重要であるという認識を明確にしていると評価している。たとえば HSBC の2010年アニュアルレポートでは、金融危機直前において忘れられていた銀行の社会的な役割、すなわち資金のインターミディエーションという機能を再認識し、長期にわたる持続可能な価値創

11) Ceres, *Corporate Governance and Climate Change: The Banking Sector*, January 2008, p. 7.

造といったビジネスモデルを展開していくという表明がなされている¹²⁾。HSBC は2005年に、エネルギー消費量の削減、グリーン電力の購入、炭素排出権・割当量プロジェクトへの投資等によって、業務によって排出される二酸化炭素量を相殺する「カーボンニュートラル」を金融機関で初めて達成したと公表した。また、2007年11月には、気候変動に対応している主要企業の株式によって構成される HSBC Global Climate Change Benchmark Index をもとにした気候変動ファンドを発売した。

一方、ABN AMRO は欧米金融機関のなかでもサステイナブル・ファイナンスを開発、リードしてきた金融機関である。同行も2007年に、気候変動および環境要因をベースにした Climate Change & Environment Index を導入した。インド、ブラジルなどでも責任投資ファンドの開発やマイクロファイナンスを展開し、グローバルなサステナビリティ政策を推進してきた。2007年に ABN AMRO は、オランダ・ベルギー系の Fortis、スペインの Santander、イギリスの Royal Bank of Scotland により買収・分割され、さらにその後世界金融危機で国有化されるなど、ドラスティックで複雑な組織再編にさらされた。しかし、オランダのソーシャル・バンクである Triodos Bank と共同して、サステイナブルな株式や債券を組み込んだ投資ファンドを扱うなど事業を継承している。

世界最大の多国籍リテールバンクである Citigroup は、赤道原則の創立に加わるなど、早くから融資における社会的責任を掲げてきた金融機関である。2007年5月には、気候変動に対応すべく代替可能エネルギーやクリーンエネルギー関連技術の分野への投融資に10年間で500億ドルの資金を投入することを発表した。2008年3月には、J P Morgan Chase, Morgan Stanley と Citibank の3行で、石炭火力発電所建設の融資に際して CO₂ 排出に関わるリスクを分析することを定めたガイドライン（炭素原則）を発表した。その他、地域社会における様々な組織や NPO との連携、貧困撲滅のため

12) HSBC, *Annual Report and Accounts 2010*, p. 6.

川本：グローバル・サステナブル・ファイナンスとエマージング市場の活動なども行っている。2009年には、世界金融危機による経営危機のためアメリカの不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program: TARP）により負った債務を返済し、中核事業（Citicorp）とその他の非中核事業（Citi Holdings）に業務を整理して「責任ある金融」を目指すことが表明された。近年では特にマイクロファイナンスの支援に力を入れ、バングラデシュの非営利マイクロファイナンス機関 BURO 向けにシンジケート・ローンを組成するなど、40カ国以上の同種の機関にローンを提供したりしている¹³⁾。

同様に Bank of America も気候変動に対処するため10年間で20億ドルを投入することを表明した。これを低炭素社会実現のために多角的に活用すると同行の環境報告書で述べている¹⁴⁾。投資銀行であった Goldman Sachs は、GSEES（Goldman Sachs Energy Environment and Social）Index を2004年に発表し、エネルギー産業を30（のちにガバナンスを盛り込んだ基準を加えて42）の基準によって評価する SRI を進めた。世界金融危機の原因の一端に関わったとして多くの批判を浴びた同行ではあるが、環境ポリシーを設定したり、女性教育推進計画を新興国で進めたり、自然エネルギー・プロジェクトに積極的に投資したりするなど、企業の社会的責任行動に影響を及ぼす金融機関でもある。

かくして、環境への問題意識や環境ビジネスへの関心が高まる中¹⁵⁾、社会的責任投資を前面に出した SRI ファンドの開発・販売も増加してきている。アメリカの SIF（Social Investment Forum）がまとめた報告書では、SRI ファンドへの投資も含め ESG を考慮した責任投資が大きく拡大しており、図表 6 にみられるように2010年では全体で 3 兆ドルを超えた。ヨ一

13) Citibank, *Citi Annual Report 2009*.

14) Bank of America, *Environmental Progress Report 2010*.

15) 日本の全国銀行協会も、内外の金融機関の責任投資や「環境金融」への取り組みの事例に着目し始めている。全国銀行協会「金融業における環境事業活動の現状と銀行に期待される役割」『金融』2009年2月、参照。

図表 6 アメリカの社会的責任投資 (SRI) 額推移 (1995年－2010年)
(単位: 10億ドル)

	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2010
ESG に配慮した投資	162	529	1,497	2,010	2,146	1,685	2,098	2,512
株 主 行 動	473	736	922	897	448	703	739	1,497
コミュニティ投資	4	4	5	8	14	20	25	42
合 計	639	1,185	2,159	2,323	2,164	2,290	2,711	3,069

(注) 分類に重複があるため各年度の数字の総計と合計の数字は一致しない。

(出所) SIF, *Report on Socially Responsible Investment Trends in the United States 2010*.

ロッパも含めて¹⁶⁾, SRI の額は機関投資家による活動を中心に長期的に増加していく傾向にある。

機関投資家の代表である欧米の大規模年金基金も、資金運用に際して ESG 投資を積極的に取り入れている。ただ、こうした年金基金の取り組みは、必ずしも率先した ESG 投資活動ではなく、ESG 投資を促進する法的、社会的背景がベースにあるという指摘¹⁷⁾ もあるが、対象企業の企業価値向上など長期的に見て収益性につながるという側面も勘案されてきているだろう。機関投資家として大規模な資産を有する保険会社の資産運用や、CO₂ 排出と大きくかわる不動産投資に関しても、PRI 基準を勘案した責任投資の考え方が徐々に広がりつつある。

金融機関の責任投資は、また企業の社会的責任 (CSR) を後押しし、補完するものとしても位置づけられる。今や、企業の社会的責任は社会に広く浸透し、CSR 報告書も世界的に発行されるようになってきている。CSR へ

16) ヨーロッパでは Eurosif が SRI についてデータ収集と分析をしている。

Eurosif, *European SRI Study 2010* によると、2009年末には5兆ユーロと大きく増加した。なお、日本については、SIF-Japan『日本 SRI 年報2009』2010年、がデータを示しており、2007年は8,500億円、2009年は5,787億円となっている。

17) 年金シニアプラン総合研究機構『海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究』2010年1月、p. 19。

の取り組みは国家的レベルで推進されている国も多い。たとえばフランスでは政府が取引企業に40の社会・環境指標を報告書に取り入れることを求めることから始まった。スウェーデン政府も2007年に55の公的企業に2010年までに広範な社会・環境インディケーターについて報告することを求めた。2008年には中国政府が国営企業に対して CSR 報告書を求めた。イギリスでは公企業に対し社会・環境事項について報告することを2006年会社法で導入した。国連 GC も不適切なレポートの修正を求めることで、CSR 達成を強化してきている¹⁸⁾。

企業の CSR 活動において一定の水準を満たした企業で構成する株価指数である SRI インデックスも広く認識されるようになってきている。ダウ・ジョーンズ社の Dow Jones Sustainability Index や、フィナンシャル・タイムズ社とロンドン証券取引所の共同出資である FTSE の FTSE4Good も SRI インデックスの代表的なものとしてよく知られている。また、世界最大の証券取引所グループ NYSE Euronext が、ESG 情報を中心とする企業情報の供給を行うスイスの ASSET4 と提携することを発表した¹⁹⁾。企業が融資を受けるためにも CSR、ESG 配慮、サステナビリティ戦略の一層の推進と情報公開が求められるようになってきている。

Ⅲ リスクマネジメントとしてのサステイナブル・ファイナンス

以上のようなサステイナブル・ファイナンスの潮流は、今回の世界金融危機を経て、あらためて、金融機関や投資家に金融の社会的責任を意識させている。金融危機の発現が金融エリアのみならず、広く経済、社会、また人々の日常生活にグローバルな大きな影響をもたらしたことから、世界

18) Steve Lydenberg and Graham Sinclair, Mainstream or Daydream? The Future for Responsible Investing, *Journal of Corporate Citizenship*, 33, Spring 2009.

19) <http://gpress.jp/csrnews/archives/2009/06/05-185520.php>

金融危機の反省²⁰⁾とともに、国際的な枠組みで金融や投資の健全性を確保していく動きが出ている。またリスクマネジメントの観点から言えば、個別金融取引のリスクを市場へ転嫁・分散させることが市場にリスクを増幅・累積させ、リスク評価を不可能にさせたことから、基本的にはミクロレベルの個別金融機関を主体にしていたこれまでのリスクマネジメントが、国家や監督当局による金融システム全体に対するマネジメントへと大きく重心を移してきている。もちろん個々の金融機関による倫理の欠如、すなわちモラルハザードにより危機が引き起こされた面は依然として強調されるべきであるが、リスク分散後の市場管理の責任が希薄であったことも事実である。このため、金融当局による金融取引や金融商品に対する金融規制への動きも一気に進んだ²¹⁾。

いずれにしても、金融市場の混乱、不安定性を招くリスクについてのマネジメント手法が、グローバル金融危機の反省のもとにさまざまな角度から提起されている。金融取引におけるリスクの発現が社会に大きく広がり、金融部面のみならず社会のあらゆる面に影響を及ぼしていくという文脈でのリスクを、本稿では「ソーシャル・リスク」の発現²²⁾として捉えたい。

20) グローバル金融危機の問題点についてはアメリカ議会による金融危機調査委員会 (FCIC) の最終報告 “Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Commission”, 2011 が長年の規制緩和やシャドー・バンキングの問題およびデリバティブへの監督の欠如などを示した。また、リーマン・ブラザーズの破綻原因を詳細に解明したものとして、2,000ページ以上に及ぶ *Valukas Report* (Report of Examiner Anton R. Valukas, March 2010) がある。

21) アメリカでは2010年7月にはドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法 (いわゆる「金融改革法」) が成立した。同じく、バーゼル銀行監督委員会は、既存の自己資本規制の強化を目的の1つとしてバーゼルⅢの導入を決め、自己資本比率の算定を見直してきている。

22) ソーシャル・リスクについては、亀井利明『ソーシャル・リスクマネジメント論』日本リスクマネジメント学会、2007年、および同『ソーシャル・リスクマネジメントの拡張』ソーシャル・リスク研究所、2010年、を参照。また、世界金融危機をソーシャル・リスクの観点から言及したものとして、川本明人「金融暴走が招いたソーシャル・リスクと新しい金融のあり方」『実践危機管理』第22号、

そして、ソーシャル・リスクの一つとして、社会の持続的発展を妨げるリスクを「サステナビリティ・リスク」とよぶことにする。すなわち、サステナビリティ・リスクは、経済活動を含む広く人間社会の持続性が保たれなくなるようなリスクであり、地球温暖化問題など環境事象が代表的なものとして想起されるが、ここではより広範囲な概念とする。サステナビリティに関するリスクが高まれば事業会社は相当の対応策を余儀なくされ、金融機関も含めてコストが大きく増加することになる。また、個別金融機関においても、投融資先が社会にダメージを与えサステナビリティを破壊すると認定された場合の法的責任を問われることにもなる²³⁾。

実際、前節で見たグローバル金融機関においては、サステナビリティに関するリスクが認識されつつある。たとえば、Barclays が「社会・環境リスク」、HSBC が「サステナビリティ・リスク」という用語を用いて、他の金融リスクとともに銀行戦略上重要なものと位置づけている。また、ABN AMRO は、リスクマネジメントの中に非金融的リスクとして ESE (environmental, social, ethical：環境・社会・倫理) リスクをあげていたが、Fortis との組織再編とともにさまざまなサステナビリティ要因を「サステナビリティ・リスク」として統合してマネジメントしていくことを示した²⁴⁾。

環境をはじめとする ESG 要因に配慮した投資を広めることで、環境イノベーションを展開し、サステナビリティ・リスクであるカーボンリスクあるいは気候変動リスク、さらには生物多様性を毀損していくリスクを軽減し、コストを削減していく道が開けるはずである。近年、金融取引の

2010年、を参照。

23) この例としては、アメリカで1986年に成立したスーパーファンド法が引き合いに出される。すなわち、融資先の土壌汚染問題が明らかになったときに、汚染責任者が特定されるまで浄化費用を基金（スーパーファンド）でまかない、この汚染に関与した融資金融機関を含む全ての潜在的責任当事者に広く資金を負担させるものである。

24) ABN AMRO, *Sustainability Review 2007*, および *Sustainability Review 2010*.

監視役であるアメリカ証券取引委員会（SEC）においても、気候変動リスクを対象にした取り組みが議論されている²⁵⁾ が、これもこの課題の大きさを示すものであろう。

これに関して UNEP FI は、生物多様性と生態系サービス（Biodiversity and Ecosystem Services: BES）に焦点を当て、これらが劣化したり、脅威にさらされたりするリスク（BES リスク）が金融機関にどの程度影響をもたらすと考えられるかという金融機関の意識調査をしている。この中で、金融機関がさらされる通常のリスクと BES リスクとの関連を図表 7 のように示している。

これらの各リスクに対する金融機関へのアンケートでは、①評判リスク

図表 7 金融機関の BES リスク

① 評判リスク	BES への悪影響に関与することで企業ブランドが受ける深刻なダメージ
② 信用リスク	投資先のデフォルトや、カウンターパーティに関する不正確な情報をもたらす自然・資本関連のリスク
③ 規制リスク	多様な生物が存在する区域へのアクセスおよび融資に対する政府の制限
④ オペレーショナルリスク	自然災害や生態系の劣化の加速による農業などの事業損失や生産物への影響
⑤ 市場リスク	BES の損失によって影響を受ける市場の変動性
⑥ 流動性リスク	BES の損失による流動性資産の供給への影響
⑦ 法的責任・訴訟リスク	金融機関に対する BES 劣化の責任
⑧ システミックリスク	BES の損失による金融セクターの機能に関する影響

（出所）UNEP FI, *Demystifying Materiality; Hardwiring Biodiversity and Ecosystem Services into Finance*, CEO Briefing, Oct. 2010, p. 7（日本語版 p. 8。ただし訳文は変更）。

25) Before the United States Securities and Exchange Commission, Petition for Interpretive Guidance on Climate Risk Disclosure, Sep. 2007.

への関心が最も高く、次いで③規制リスクおよび④オペレーショナルリスクへの関心が高かった。評判リスクに関しては、銀行による赤道原則の締結の理由にも見られたように、プロジェクトファイナンスの際に特に環境・社会要因への配慮として意識されていた。また規制リスクに関しては、生物多様性のみならず広く ESG を配慮した事業に関し、途上国では規制・政策変更が起きやすいことから、投資に慎重にならざるをえないということがたびたび指摘されてきた。ここでは、BES あるいは環境や社会の持続性がリスクにさらされているというソーシャル・リスクないしサステナビリティ・リスクへの認識というよりは、自らの活動が個別に制約されるリスクである評判リスクおよび規制リスクが重要視されている²⁶⁾。こうした調査を見ても、BES あるいは ESG への視点が社会全体のサステナビリティに重要であるというポジティブな認識が金融機関や投資家の間でさらに普及されなければならない。また、エマージング市場を始め途上国への投融資を魅力あるものにするためにも、制約要件となっている規制リスクをエマージング市場側で軽減していく努力が必要であろう。

さて、以上のようなリスクの認識、評価に基づき、的確なリスクマネジメントが講じられなければならない。リスクマネジメントは大きくリスクコントロールおよびリスクファイナンスに分類される。以下、関連して一言付け加えておきたい。責任投資は、基本的には環境破壊リスクを軽減するためのリスクコントロール手段である。ESG 要因を配慮することで、投資の結果生じうる環境負荷をできるだけ減らし、環境保全を意識しながら持続可能な社会を維持することを主眼とする。気候変動やそれにとまなう干ばつ、洪水といったハザードに結びついたり、また生物多様性を損なっ

26) 上記報告書は一方で、生物多様性に関わる BES リスクに取り組む具体的な金融機関として、オランダのアグリビジネス銀行である Rabobank やスイスの Credit Suisse、オーストラリアの年金基金 VicSuper などの例をあげている (UNEP FI, *Demystifying Materiality; Hardwiring Biodiversity and Ecosystem Services into Finance*, p. 13)。

たりするような経済活動を抑制・転換することがリスクコントロールの基本にある。

しかしながら、一方で残余のリスクに対してはリスクファイナンスによる手段を講ずる必要がある。損失を補填するための準備金あるいは引当金を確保することで潜在的リスクを「保有」するリスクファイナンスや、保険やヘッジのためのデリバティブ取引を契約することでリスクを他者に「転嫁・移転」するリスクファイナンスがある。環境リスクに関わる市場取引の大きなものに温室効果ガス排出権取引があるが、価格変動といった市場リスクを伴いながらも排出量の総量規制による全体のコスト削減を理念とするもので、問題点はあるもののリスクファイナンスを活用しながら全体としてリスクをマネジメントする手段と言える。先進国が途上国に技術・資金等の援助を行って排出量の削減を行い、削減できた一定量を先進国の排出量削減分の一部に充当することができる制度として知られるクリーン開発メカニズム（CDM）も、同様のリスクファイナンスによるマネジメントである。いずれにしても、環境リスクの現状を評価し、サステナブル・ファイナンスの重要性を認識するなかで、今後どのような適切なリスクマネジメントを講じていくかが同時に求められている。

IV エマージング市場における環境政策と金融機関の活動

以上、サステナブル・ファイナンスがリスクマネジメントとしても重要であることをみてきた。とりわけ今後成長が見込まれるエマージング市場では、ESG を配慮した投資を展開することで、究極的にはソーシャル・リスクを緩和し、コストを下げる事が可能となる。世界銀行をはじめとする国際機関が率先してこの方向性を進めようとしているが、民間金融機関や投資家、企業の認識は未だ十分ではないという側面もある²⁷⁾。年金基

27) サステナブルな開発に関与しようとする国際的な企業200社ほどで構成される WBCSD (World Business Council for Sustainable Development) と UNEP FI が共同して調査したレポートによると、企業経営者と機関投資家（アセットマ

川本：グローバル・サステナブル・ファイナンスとエマージング市場
金など世界の機関投資家がエマージング株式市場への投資を今後増やして
いくだろうと予想される中、今見たようにグローバル活動を展開する金融
機関の高い意識がますます求められる。そこで、大きなエマージング市場
となっている中国、インド、ブラジルの環境政策と海外のグローバル金融
機関との関わりについて簡単に見ておこう。

まず、中国についてである。中国は、1992年に「リオ宣言」に署名した
後、94年に「21世紀アジェンダ」を発表し、96年にはサステナブル開
発を国家戦略として公式に表明した。2006年3月の第11次五カ年計画
(2006～10年)の中では「持続可能な国民経済体系」をうたい、温室効果ガ
ス排出削減など環境問題への本格的取り組みを行うことを宣言した。そし
て環境政策に関わるいくつかの立法措置や指針を公表するとともに、2011
年からの第12次5カ年計画でも「資源節約型・環境有効型社会への転換」
として方針は継続されている。

そうした枠組みの中で中国は海外からの資本を受け入れてきているが、
ここでは機関投資家として海外金融機関が環境を含む中国への責任投資を
どのように意識しているのかについて、IFCの叙述²⁸⁾を手がかりに見て
おく。中国の海外機関投資家への開放は、2002年にQFII(The Qualified
Foreign Institutional Investor：適格海外機関投資家)に対して上海、深圳
市場でのA株売買を認めたことに始まり、2006年にQFIIによる国内証券

ネージャー、年金基金、保険会社、投資信託ファンドなど)の間にはESGへの
認識について、大きな開きがある。すなわち、企業経営者の方はESGがビジネ
スにとって重要なコアの部分であるという認識を持っているのに対し、機関投資
家の方はESGを、評判、ブランド、あるいは単なるコーポレート・ガバナンス
の問題と考えがちであるということが指摘されている。そうした意味で、経営者
と投資家の間でESG課題についてのコミュニケーションが十分とれておらず、
ESGは未だメインストリームになっていないことが言われている(WBCSD and
UNEP FI, *Translating Environmental, Social and Governance Factors into
Sustainable Business Value : Key Insights for Companies and Investors*, March
2010.)。

28) IFC, *Sustainable Investment in China 2009*, Sep. 2009.

図表 8 中国の QFII トップ10

	金 融 機 関	投資額 (100万ドル)	業務開始
1	UBS AG	800	2003年 5 月
2	Citigroup Global Markets	550	2003年 6 月
3	Fortis Bank SA	500	2004年 9 月
4	Credit Suisse (HK)	500	2003年10月
5	Nikko Asset Management	450	2003年12月
6	Deutsche Bank AG	400	2003年 7 月
6	Morgan Stanley International	400	2003年 6 月
8	HSBC	400	2003年 8 月
9	Nomura Securities	350	2003年 5 月
10	ING Bank	350	2003年 9 月

(出所) IFC, *Sustainable Investment in China 2009*, Sep. 2009, p. 57.

市場投資に関するレギュレーションとしてルール化された。2009年 7 月時点で85の機関投資家が QFII を取得し、2009年 9 月の投資額は300億ドルとなっている。図表 8 は、QFII を取得している海外機関投資家を投資額順に掲げたものである。最大投資額の UBS AG をはじめ、メガバンク系などグローバルな金融・投資活動を展開している主要機関が並んでいる。

中国の株式市場は個人投資家の割合が51.3%と過半数を占め、投資信託の25.7%がこれに次いでおり、QFII の占める割合は1.7%と、それまでの中国政府の海外投資家に対する制限的措置を反映してきわめて小さい。ただ、先述の中国政府による環境政策の進展により、環境、社会、ガバナンスを配慮した投資戦略は投資家全体の間でもきわめて重要になってきており、同時に中国企業のこれらへの対応もますます進むと考えられる。近年では中国におけるサステナブル投資関連ファンドは149億ドル、ESG 配慮型の投資額は104億ドルと推計されているが、そうしたなかで、今後海外機関投資家の影響力はきわめて大きくなると思われる。IFC レポートは、QFII 制度が中国投資家を洗練させ、リスクマネジメントを発展させ、中国資本市場のグローバルな影響力を強め、コーポレート・ガバナンスを最適

川本：グローバル・サステイナブル・ファイナンスとエマージング市場
なものにすると期待している²⁹⁾。グローバル金融機関が、中国における
ESG 投資を考慮したサステイナブル・ファイナンスのリーディング・カン
パニーとして活動すべきであるという責任が示されている。

一方で中国は、他のエマージング市場や途上国にも積極的に投融資を展開するという二面性も持ち始めている。ただ、投融資が途上国の石油や鉱山などの天然資源開発に集中する傾向もあり、やはり融資する立場としても ESG 要因への配慮、とりわけ現地国への社会的、経済的寄与が明確でなければ、一方的な開発による資源の獲得を目的とするものであり、サステナビリティ・リスクを高めているとの批判を免れない。

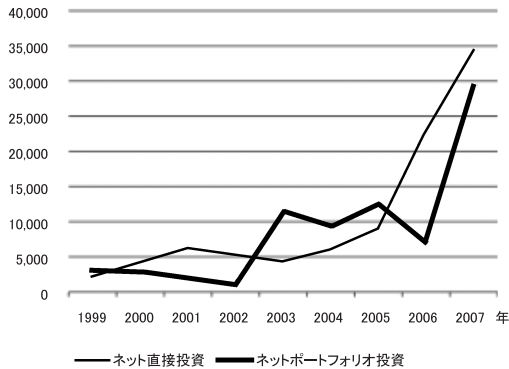
次にインドについてである。インドは、2006年に国家環境政策 (National Environment Policy 2006) を策定し、人口増加による都市部での環境悪化、すなわち大気汚染や水質汚濁に関して、他国からの援助も交えて環境政策を進めている。海外機関投資家からのインドへの投資は、インド連邦準備銀行によるポートフォリオ投資スキーム (Portfolio Investment Scheme: PIS) にしたがって認められている。ただし、海外機関投資家のインド企業の株式保有割合は上限24%と定められている (Foreign Exchange Management Act—Foreign Institutional Investors List)。

インドも世界金融危機の前まで直接投資、証券投資ともに資本流入が急激に増大した (図表 9)。この中で、海外機関投資家によるインドへの投資額は、2007年には170億ドルを記録したが、2008年には130億ドルに減少した。インド企業への最大投資額を有するのは Deutsche Bank で、2008年にも投資企業数を増やしているが、HSBC や Citigroup は保有額を減らし、海外機関投資家のインド株式保有割合は15.5%と2003年の水準まで落ちた。一方、NYSE や他のアメリカ市場に上場しているインド企業に投資する国際投資も米国預託証券 (American Depositary Receipts: ADRs) によって行われている。これには143のインド企業が上場され、投資額は136億ドルと

29) IFC, *Sustainable Investment in China 2009*, Sep. 2009, p. 57.

図表 9 インドへの直接投資とポートフォリオ投資

単位:100万ドル



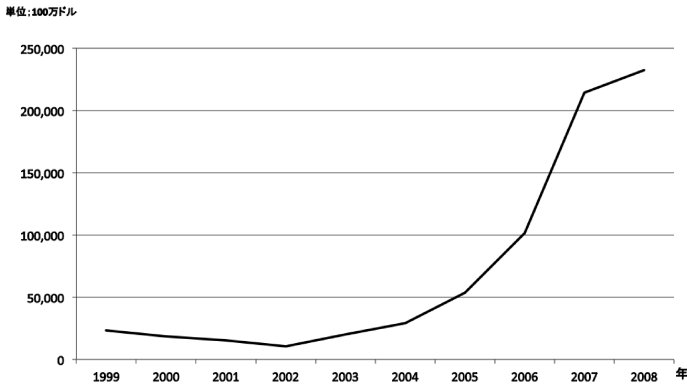
(出所) IFC, *Sustainable Investment in India* 2009, May, 2009.

なっている。

そして、インドにおいても機関投資家はサステイナブル・ファイナンスのために重要な役割を果たすことが期待されている。IFC のレポートによると、Citigroup, Deutsche Bank, HSBC などの欧米の巨大金融機関、CalPERS, APB, PGGM などの年金基金、F&C, Colonial First State などのアセットマネージャーなどが、額は小さいがインドへの ESG 関連の投資を展開している。これらの多くは PRI に加盟し、インド証券取引所 (National Stock Exchange of India (NSE)) とともにインドにおける ESG を配慮したサステイナブル・ファイナンスの拡充に資すると指摘されている³⁰⁾。また、2007年には ABN AMRO (2008年からは Fortis が継承) によって、社会的責任行動を評価しうる企業株からポートフォリオを構成した「サステイナブル開発ファンド」が発売されている。エマージング市場として高揚するインド市場全体からすると ESG 配慮投資はまだまだわずかであるが、こうした動きはさらに加速されるべきである。

30) IFC, *Sustainable Investment in India* 2009, May 2009.

図表10 ブラジルへのポートフォリオ投資額



(出所) IFC, *Sustainable Investment in Brazil 2009*, p. 30 をもとに筆者作成。

ラテンアメリカの例としてブラジルの状況も見ておく。ブラジルの経済成長も著しく、成長率は2006年の3.8%から2007年には5.4%、そして2008年の危機直前までは6.1%を記録した³¹⁾。海外からのポートフォリオ投資も急激に増え、2008年8月には2,320億ドルとなった(図表10)。ブラジルの主要企業も、ニューヨーク証券取引所などで ADRs を発行して資金を調達しているが、こちらも同時期1,100億ドルとなった。

ブラジルの環境政策は、連邦政府が掲げた政府戦略方針のなかで、「環境省戦略方針」が2008年～2011年の多年度計画として示されている。ブラジルはアマゾンの熱帯雨林を広範囲に保有する国として、森林保護をはじめ、水質管理、バイオ燃料生産、食料供給など多面にわたり、環境先進国とも目されながら世界の環境政策にも大きく影響を与えている。

ブラジルの企業や投資家も、環境や社会的事象といった ESG 要因に直面せざるを得なくなってきた。ブラジルでは2001年に Banco Real が国内最初の SRI 投資信託 Fundo Ethical を発行した。そして、2005年には、サンパウロ証券取引所 (Bovespa, 現在は BM&F Bovespa) がサステイナブル

31) IFC, *Sustainable Investment in Brazil 2009*, April 2009.

ル投資への問題意識から、Corporate Sustainability Index (ISE) を設定した。これをベンチマークとしてアセットマネージャーが SRI ファンドを増やしてきた。また、約20の年金基金も国連 PRI に加盟するなどして、ESG に配慮した投資をリードしている。ブラジル企業の約60%がサステナビリティ・レポートを国際基準に沿って発行しており、ブラジルの意識は中国やインドよりも高いと言われる。

こうしたブラジル国内の責任投資の動きに対して海外投資家の関心はそれほど高くない。たとえば、2006年には ABN AMRO アセットマネジメントが企業の社会的責任行動やサステナビリティを考慮して構成したエクイティ・ファンドを創設したが、その後の ABN AMRO と Fortis との統合などでこのファンドは立ち消えとなってしまった。今日では、海外投資家が公式に ESG 要因を取り入れたファンドに投資している額は、ブラジル ADRs も合わせて 1 % 以下だろうと推測されている。

ブラジルは海外の多国籍銀行＝グローバル金融機関の活動が目立つところであった。金融仲介における銀行シェアが比較的高く、ブラジルの全銀行資産に占める海外銀行の資産割合は19%と、他のラテンアメリカ諸国であるメキシコ63%、ペルー51%、チリ39%などと比べると小さいが、インドの7%、中国の2%と比べて大きい³²⁾。ブラジル中央銀行が公表している銀行資産トップ50ランキング³³⁾を見ても、Santander, HSBC, Citibank, Deutsche Bank, Credit Suisse などの海外グローバル銀行の現地法人が大きな資産規模を保持しているが、近年では、起債の幹事などを欧米の金融機関ではなく Banco Itau など国内大手銀行が獲得することも目立つようになってきている。ブラジルで活動する主要な海外銀行や投資家はこれまで

32) Dubravko Mihaljek, Domestic Bank Intermediation in Emerging Market Economies During the Crisis: Locally Owned versus Foreign-owned Banks, *BIS Papers*, no. 54, Dec. 2010.

33) <http://www4.bcb.gov.br/top50/ingl/top50-i.asp>

川本：グローバル・サステナブル・ファイナンスとエマージング市場
内外金融機関が一体となってサステナビリティを意識した資本取引を進めていくことが期待される。

V むすびにかえて

本稿では、世界金融危機をはさんで、グローバル金融機関による ESG 要因に配慮した活動、すなわちサステナブル・ファイナンスについて、今後市場が大きく拡大していくと見込まれるエマージング市場の状況にも触れながら展開してきた。「環境金融」として括られるようになった金融の環境保全に対する役割と責任への認識は、金融活動を制約したり付加的な業務ではなく、環境や社会のリスクを軽減し、それによりビジネス機会と収益性を維持・拡大することである。金融機関が積極的に環境や社会に配慮した投融資をしていくことでグローバル世界の健全性、安定性を高め、ソーシャル・リスクへの対応として投融資先の国、企業、個人の環境配慮行動とサステナビリティ意識を浸透させていくことが肝要である。

あわせて、社会や環境の激変に対するマネジメントを確立しなければ、金融機関自身の経済活動が大きな混乱とダメージを被ることも認識しなければならない。近年の気候変動が原因と思われる大きな自然災害による甚大な被害は、たとえば保険会社が支払う莫大な保険金のため同業界の経営危機や企業倒産も発生している。保険機能や投資といった金融機能の根底を揺るがし、投融資資産を劣化させたりするなど、社会的にも大きな損失を招くことになる。本稿では、そうしたソーシャル・リスクのひとつとして、社会の大きなリスク要因となっている環境問題に対する金融機関の認識について一部を例に挙げて見てきたが、個別企業や他の金融機関、さらに国レベルでも適切なリスクマネジメントが講じられなければならない。

金融のグローバル化が進み、各国経済や金融市場が一段とつながりを強める状況下で、とりわけ金融に求められるのは、国家を超えたトランスポーダーな相互の協力と連帯である。世界金融危機の原因を作ったのは金融暴走であったが、本稿で見たように、欧米の金融機関や機関投資家によって

サステイナブル・ファイナンス促進のための取り組みが拡大してきているのも事実である。グローバルに活動する金融機関に対してはリーディング機関としてさらに持続的発展を意識した行動が、成長が期待されるエマージング市場に対しては成熟した経済圏としての責任を果たしていくことが、ともに期待される。

主要参考文献

- Ceres, *Corporate Governance and Climate Change: The Banking Sector*, January 2008
- Committee on the Global Financial System, *Capital Flows and Emerging Market Economies*, *CGFS Papers*, no. 33, BIS, Jan. 2009
- IFC, *Sustainable Investment in China 2009*, Sep. 2009
- , *Sustainable Investment in Brazil 2009*, April 2009
- , *Sustainable Investment in India 2009*, May, 2009
- IMF, *World Economic Outlook*, April 2011
- , *Global Financial Stability Report*, April 2011
- Kose, M. A. and E. S. Prasad, Emerging Markets Come of Age, *Finance and Development*, vol. 47, no. 4, IMF, Dec. 2010
- Lydenberg, S. and G. Sinclair, Mainstream or Daydream? The Future for Responsible Investing, *Journal of Corporate Citizenship*, 33, Spring 2009
- Mihaljek, D., Domestic Bank Intermediation in Emerging Market Economies During the Crisis: Locally Owned versus Foreign-owned Banks, *BIS Papers*, no. 54, Dec. 2010
- UNEP FI, *Demystifying Materiality: Hardwiring Biodiversity and Ecosystem Services into Finance*, CEO Briefing, Oct. 2010
- 亀井利明『ソーシャル・リスクマネジメント論』日本リスクマネジメント学会, 2007年
- 『ソーシャル・リスクマネジメントの拡張』ソーシャル・リスク研究所, 2010年
- 川本明人「グローバル化のもとでの金融業の国際展開と欧米メガバンク」『修道商学』第47巻第1号, 2006年9月
- 「金融業の国際的展開と金融規制」田中素香・岩田健治編著『現代国際金融』有斐閣, 2008年, 所収
- 「金融暴走が招いたソーシャル・リスクと新しい金融のあり方」『実践危機管理』第22号, 2010年

川本：グローバル・サステイナブル・ファイナンスとエマージング市場

SIF-Japan『日本 SRI 年報2009』2010年

全国銀行協会「金融業における環境事業活動の現状と銀行に期待される役割」『金融』
2009年2月

中條誠一『アジアの通貨・金融協力と通貨統合』文眞堂, 2011年

年金シニアプラン総合研究機構『海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関
する調査研究』2010年1月

藤井良広『金融で解く地球環境』岩波書店, 2005年

その他, 各金融機関のアニユアルレポート等報告書, UNEP FI, PRI, Ceres などの刊
行物