新春特別インタビュー　日本政策投資銀行 竹ケ原啓介氏にきく

ESG投資と企業の環境戦略

企業にコミットし成長の果実を分け合う長期投資の観点から、欧米ではESG投資がトレンドとなっている。その状況から日本は大きく立ち遅れていたが、2014年、金融庁によって「スチュワードシップ・コード」が導入されたことをきっかけに、日本の機関投資家が一斉にESG投資を標榜しはじめた。今後、日本の企業評価には「非財務的価値」が大きく関与するようになったといえる。本記事では、日本政策投資銀行のCSR分野を引っ張ってきた産業調査部長の竹ケ原啓介氏に、環境金融分野におけるESG投資のこれからを語っていただいた。

聞き手：黒岩 進（一般社団法人 産業環境管理協会 専務理事）

環境がビジネスになることをドイツで体感する

黒岩：金融と環境、金融とESG投資*1などの分野で、日本政策投資銀行はパイオニアとしての役割を果たしてこられました。竹ケ原部長はそれらをリードする役割を果たされてきたわけですが、今回はそのご経験と知見を、弊誌の読者や当協会会員に向けていろいろとお話しいただきたいと思います。最初に、金融の多彩な側面について取り組まれた原点として、2度にわたって長期滞在されたドイツでのご経験があるとお聞きしています。

竹ケ原：ドイツには2回行かせていただきました。最初は1990年代のマルクの時代、95年から97年でした。2回目はユーロの時代の2005年から2008年頃でした。初回は金融と環境の接点というより、環境自体がビジネスになることを学ぶきっかけになりました。企業を訪問する中で、「日本市場がすごく有望でおもしろい」といってくれたセクターがいくつかあり、その中の一つが環境分野でした。

黒岩：ドイツの環境分野というと、リサイクルが有名ですね。

竹ケ原：そうです。最初に駐在した頃のドイツでは、いわゆる拡大生産者責任の走りとして容器包装リサイクル法が導入され、有名なDSD（デュアル・システム・ドイチュラント）社という専門会社もできました。DSD社を拠点としてリサイクルの新しい仕組みが続々とできはじめた時代でした。

黒岩：土壌地下水汚染もドイツでは比較的早くから取り組んでいましたね。

竹ケ原：当時、土壌汚染対策法こそまだなかったのですが、汚染跡地（アルトラステン）の浄化自体は既にビジネスになっていました。また、ドイツは河川など表流水ではなく地下水を水源とすることが多いため、地下水のモニタリングも各地でしっかりと行われていました。日本はまだダイオキシン騒動が起きる前でしたが、彼らからみれば、先進国として成熟社会に入ってきてこれから環境が大きく伸びてくるフェーズにあり、しかも民度も所得も高く、技術もある国だということで、これから日本マーケットは大きく伸びるという認識だったそうです。そのためかドイツ企業も親切で、いろいろプラントやサイトなどを見学させてもらうことができ、「環境がビジネスになるんだな」と実感できたことが鮮烈な原体験でした。

環境経営を評価して投資対象にする発想に触れる

竹ケ原：最初の駐在から帰国したあと、「これから環境が投融資の一つの重点分野になりそうだから」という問題意識から産業調査に取り組んでみました。これがきっかけになり、日本国内の様々な環境セクターとの関係もできたところで二度目のドイツ赴任になります。このとき

は銀行自体も新しい投資・融資、ファイナンスの可能性を探るソーシングに力点を置いていました。そこで、昔とった杵柄で環境分野はどうだろうという思い調べたところ、環境ビジネスはすでにしっかり定着しており、とりたてて「環境セクターだから」という特別扱いではなかったのです。むしろ環境という切り口では、個別企業の経営を環境という側面から評価して投資対象としての妥当性を判断しようとする動きが活発になっていたのが印象的でした。いまでいう非財務的価値に着目した企業評価という発想に触れたのがこのタイミングです。

いま世界的にも影響力を持っているESGレーティングとの接点が生じたわけですが、これも最初の駐在時代の知識や問題意識が役立って次につながったのではないか、若干強引ですが、そういう展開かなという感じがします。

黒岩：ドイツにおける環境分野の取り組みは、市民レベルでも環境意識が高かったり、あるいは過去の炭鉱跡地問題といった環境問題で苦労した歴史があるので、日本と比べると当時はかなり違ったことを感じられたのではないでしょうか。

竹ケ原：生活者の目線でいえば、個々人の平均的な環境意識は日本のほうがはるかに高いと思います。特に何ら罰則も、あるいは誰もみていなくても日本人は「これは燃えるゴミ、燃えないゴミ」と一生懸命悩んだりしますよね。一般的なドイツ人はそういうことに悩みません。ドイツには外国人も多く、必ずしもドイツのルールや制度を熟知している人ばかりではないわけです。にもかかわらず社会システムが全体としてうまく回っていることには結構感動しました。生活してみてわかったのは、ルールを守ることに経済合理性を見いだせるような仕組みが構築されていることです。

個人の意識に依存せずにゴミを分別させるシステム

竹ケ原：例えば、ゴミの分別などが典型です。通常、家庭ゴミは自治体指定のゴミ箱に入れて廃棄しますが、使用するゴミ箱の容量によって料金が決まっています。いわゆる従量制のゴミ処理手数料を払っているわけで、ゴミはそこに入れるしかない。ところがパッケージ、生ゴ

ミ、庭木の剪定枝、紙ゴミなどはそれぞれ個別のリサイクルルートができあがっているので、それ専用の回収ボックスが別途割り当てられています。ちゃんと分別して出せば、リサイクル分にコストはかかりません。すると、自治体のゴミ箱に入れる量が減り、使用するゴミ箱も小さくて済むからコスト負担が小さくなる。これが経済的なインセンティブになって、市民が一生懸命ゴミを分別します。個々人の意識に依存しないシステムのつくり方のうまさを感じました。

裏返せば、これは家庭が費用削減のためにやっているという話です。従って、このインセンティブが効かない駅など公共の場のゴミ箱をみると、これが同じ国かと思うくらい分別されずに廃棄されていたりする。一方、日本では、家庭も公共の場でも分別廃棄に大差はないですよね。長く現地で生活してみると、見ると聞くとではちょっと違うなみたいなところは随分感じました。

黒岩：環境金融の中で、環境リスクなど従来は財務情報の中になかったような要素を採り入れて企業の価値を見極める側面や、あるいは環境、ESGなど、社会として望ましい分野に資金を振り分けたり、企業の活動をESG配慮型に誘導するというような側面を現地で目の当たりにしたということですね。

竹ケ原：その通りです。非財務的な価値に着目した投資活動である「SRI（社会的責任投資）」の系譜を整理した資料を読みますと、いくつかの年代に区分することができるそうです。ごく初期のSRIはキリスト教の倫理観に基づいた、「罪あるモノには投資せず」といった宗教色の強いものでした。これを第1世代とすると、第2世代は、70年代のアメリカを中心とする、アパルトヘイト反対のような社会運動の性格の強いものだったようです。これに次ぐ第3世代が、1990年代からヨーロッパで主流となった、現在に連なるSRIです。ここでは、企業の成長と非財務的な取り組みを同期させて「環境に配慮している会社はより強い会社だ」とか、「社会性に配慮している会社はリスクが低い」といったプラス面に注目してみていく流れが強くなっています。私が欧州に駐在していたのは、まさにこの第3世代のSRIが定着・拡大していく時期にあたります。

図1／SRI（社会的責任投資）の系譜

メインストリーム化の背景

区分	時期	コンセプト	背景	手法
第1世代	1920年代～	罪ある活動には投資しない（ethical investment）	・キリスト教的倫理観	・ネガティブスクリーニング
第2世代	1970年代～	社会運動の一形態	・反人種差別 ・反戦 ・消費者課題	・ポジティブスクリーニング ・議決権行使（エンゲージメント）
第3世代	1990年代～	長期的利益の追求	・地球環境問題 ・CSR概念の登場 ・環境効率性概念	・ポジティブスクリーニング ・ESG投資 ・インテグレーション

（出所）水口剛「責任ある投資」を基に作成

金融市場は使い方次第で大きな武器になる

黒岩：竹ケ原部長は日本における環境金融やESG投資が始まるところから第一線でかかわってこられたわけですが、環境金融あるいはESG金融の意義付け、その現状などについて教えて下さい。

竹ケ原：金融は、お金を余らせている人から足りない人への融通という極めてシンプルな機能です。そこに環境配慮という発想はありません。しかし、資産価値を算定し、市場価格とのズレを見つけ出して利益を上げようと無数の投資家が虎視眈々とチャンスを狙っている金融市場は、使い方によっては環境保全の大きな武器にもなりえます。もし環境に配慮している企業の価値はそうでない会社よりも高いという認識が共有されれば、お金の流れが変わるからです。1990年代後半に、WBCSD（持続可能な発展のための世界経済人会議）が提言を出していますが、この頃から環境のために金融機能を活用しようという動きが加速してきたように思います。

とはいえ、投資家は短期的に「儲かった、損した」で投資対象を評価しようとするので、極端な話、同じような規模の会社が2社あって、片方が環境配慮に熱心、もう一方が無頓着だとすると、一見利益率が高くみえる後者のほうを選びかねないところがあります。これが誤りなのは、短期的には利益を上げているようにみえる企業が、実際には、不法投棄のリスクとか土壌汚染のリスクとか様々なリスクを抱えていることを考えれば明らかですが、短期主義に陥るとこうしたリスクがみえなくなることがあります。

黒岩：土壌汚染は厄介な問題であり掘削除去という過大な費用負担が指摘されていましたが、竹ケ原部長はどのように考えられていますか。

竹ケ原：土対法もなかった時代には、土壌汚染は企

業経営上、どちらかといえばタブーでした。けれど、ドイツや米国など欧米の人たちもいろいろ苦労した中で、完全浄化はありえない、土地は用途に応じてリスク管理を徹底して対応すればよい、と認識するようになりました。汚染対策の制度設計、仕組みのつくり方からそれに応じたコストを抑えた手法まで、様々なバリエーションができています。

土対法が導入される前に問題となった豊洲も完全掘削除去でなく、本来は汚染を封じ込めて、覆土をしてリスクを遮断するやり方だったはずですから、ヨーロッパに近いような考え方でした。冗談ですが、土地を海面以下まで深く掘削したらどうなったでしょう。埋立地の豊洲は水没して消滅してしまいます（笑）。

成長の果実を分け合うための長期投資の重要性と責任投資原則

黒岩：金融に環境ファクターが加わる契機は投資家の影響だったのでしょうか。その嚆矢となる要素はどのようなものだったのでしょうか。

竹ケ原：金融と環境の関係を考えるうえでのエポックメーキングな出来事はいくつもありますが、最近のトレンドにもなっている責任投資原則（PRI）をまず挙げるべきでしょう。2006年に国連主導で導入された投資原則ですが、その対象は機関投資家でした。世界中様々な資産に広く投資している機関投資家は、時にユニバーサル・オーナー*2と呼ばれるように、非常に大きな影響力を持っている分、気候変動などのマクロな要因の影響を強く受けますから、リスク管理の面からも視野を広く持つ必要があります。当時の国連事務総長であるコフィー・アナン氏はこの点に着目して、機関投資家は長期投資家にふさわしく、ESGに着目せよと呼びかけました。これが一つの契機となって、まず欧米の機関投資家を中心にESG投資という流れができたといえるでしょう。

黒岩：金融危機があった時期はどうだったのでしょうか。

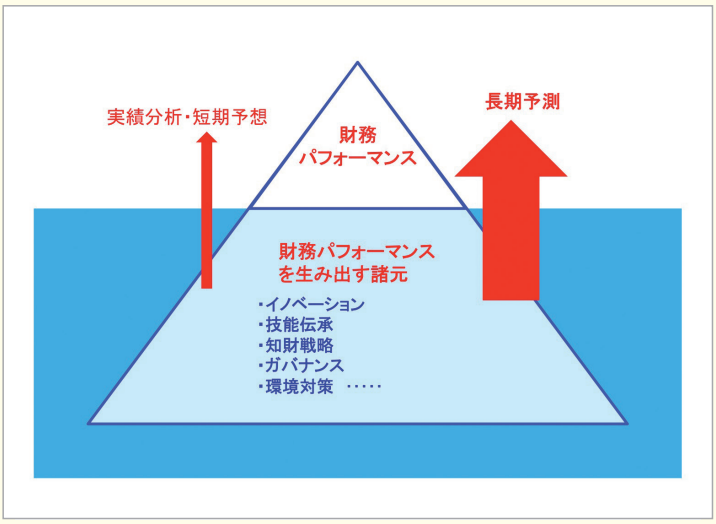
竹ケ原：次のターニングポイントになったのがまさに2008年の金融危機、いわゆるリーマン・ショックです。長期投資家への理念が語られる一方、当時はむしろ短期的な収益至上主義が過熱しており、これが臨界点を超えて大きな危機を迎えたのは記憶に新しいところです。その反省として、過度な短期主義（シュート・ターミズム）を改め、長い時間をかけて投資先の企業にコミットし、共に成長の果実を分け合う長期投資の重要性を再確認しようという動きが出てきました。この動きがPRIに連なる動きと同期し、いまのESG投資の興隆につながっているように思います。

企業のパフォーマンスを水面上に顔を出している氷山に例えれば、その下の水面下には、いいことも悪いことも含めて、パフォーマンスを左右する膨大な情報が存在しています。次の四半期で売り買いするだけなら、水面上の情報で用は足りてしまうかもしれません。しかし、10年、20年の長期投資をしようと思えば、現在高収益の会社が10年後も強い会社であり続けるのかが重要となり、これを知るためには水面下の情報を相当引き

竹ケ原 啓介 TAKEGAHARA Keisuke
（株）日本政策投資銀行 産業調査部長

「DBJ環境格付融資」を開発するなど日本の環境金融の第一人者。1989年一橋大学法学部卒業後、日本政策投資銀行の前身である日本開発銀行に入行。2005年日本政策投資銀行フランクフルト首席駐在員、ドイツに計6年駐在。2011年同行環境・CSR部長。2016年より現職。環境省「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」運営委員会共同委員長（2014年～）など歴任。著書・共著『再生可能エネルギーと新成長戦略』（2015）、『環境格付～環境金融の情報基盤～』（2010）、『ドイツ環境都市モデルの教訓』（2011）など。

図2／財務パフォーマンスと非財務情報



出さなければいけない。財務情報だけをみるのではなくて、非財務的な情報もしっかりみないとわからないというコンセンサスができてきます。これがESG投資です。

世界最大の機関投資家の参加により日本に浸透したESG投資

竹ケ原：こうしたトレンドの中で例外的だったのが日本でした。公的年金基金などを中心に欧米の機関投資家が舵を切ることでESG投資がメインストリームになる中、日本の機関投資家はあまり熱心ではありませんでした。このため、企業経営者からも「環境経営やCSRなどいろいろいわれるが、実際にIR（投資家説明）の場で質問を受けたこともない。金融市場がこうした情報に関心を持っているという実感が湧かない」といった発言もよく聞かれました。

これがガラリと変わったのが2014年です。この年、金融庁によって「スチュワードシップ・コード（資産運用受託者としての責任を果たすために求められる行動原則）」という新しいルールが導入されました。細かい点はともかく、これは日本版PRIとでも呼ぶべきもので、機関投資家に対して企業の長期戦略にコミットする長期投資家となるよう求め、そのための質の高い対話の実践を要請しています。この対話の中にESGという要素が含まれます。当行も含め、多くの投資家がこのコードを受け入れました。その翌年には、対話の相手方となる企業を対象にコーポレートガバナンス・コードが入り、対話の仕組みが整えられました。

こうした流れの中で、2015年の9月に世界最大の機関投資家であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がPRIに署名しました。ESGを投資方針に織り込み、投資先の企業に対してESG情報の開示を求めていくというPRIにGPIFが加わったということは、GPIFのビジネスパートナーである資産運用会社にとって大きなインパクトを与えました。GPIFの要請に応える形で、これ以降、雪崩を打つように日本の機関投資家がESGを標榜しはじめます。時間差はありましたが、これでやっとわが国の状況も欧米と文脈がそろってきたといえるでしょう。

黒岩：日本企業は非財務情報の開示という意味では、例えば統合報告書の導入など、比較的出足が遅かった印象を受けます。

竹ケ原：環境報告書についていえば、日本企業は早くから着手していたと思います。ISO 14001によるPDCAをはじめ、環境管理の一環としての情報開示では遅れを取っていなかった。これは、財務情報のディスクロージャー誌（開示文書）である有価証券報告書／アニュアルレポートの環境版、いわば外部不経済のディスクロージャー誌として位置付けられていたとみることができます。

しかし、本日テーマになっているESG投資の対象として求められる情報開示は、これとはニュアンスが異なります。「悪いことをしていません」ではなく、「当社が儲かれば社会にこれほどプラスがあります」という、いわばアップサイドの情報が求められてきます。統合報告の役割もそこにあるといえるでしょう。そこへの転換が遅れているというのはご指摘のとおりかもしれません。環境報告書をつくってきた真面目な担当者にとって、コーポレートブランドを高めるための情報開示というのは、相当大きなジャンプのような気がします。

出遅れた日本の強みとなる事業継続マネジメント

黒岩：非財務情報も含めて、いかに企業を評価していくかという話になると、例えばESGの分野では、見方がヨーロッパとアメリカと日本で違っている面があります。環境についても昨今、例えば座礁資産[*3]や石炭についての見方の問題などをみていると、どんな視座や基準で判断するかということが重要になってくるように思えますがいかがでしょうか。

竹ケ原：一般論として、ESG投資、あるいはSRI投資の歴史を辿れば、まず欧米の機関投資家由来であり、日本は出遅れたという経緯があります。ESG投資家のニーズに応える情報プロバイダー、ESGレーティング機関やそのアナリストも当然ベースは欧米になります。彼らの理念に則して組み立てられたESGレーティングがメインストリームになり、それ以外の地域の企業もこれで評価されているという面は間違いなくあると思います。

GRI（グローバル・レポーティング・イニシアティブ）など、情報開示ルールもいろいろとありますが、これも基本的にやはり欧米発ですし、どうしてもそのロジックに引きずられた情報開示が要請される。日本企業に必ずしもマッチしない評価軸でみられてしまうケースもあると思います。グローバルに活動している日本企業や、株主に外国人が多い企業などにはあまり違和感ないと思いますが、国内中心の企業にとっては、違和感のある設問や情報開示の要請があり、「なぜこんなことが自分たちの評価を決めるのかわからない」といったような局面もあるでしょう。

ただ、足下では、日本でもようやくメインストリームの投資家がESG投資に舵を切り始めました。こうなると、今度は評価する者同士の競争が生じます。最終的には、その評価の競争力はTOPIX等の参照インデックスをアウトパフォームするかなどの結果次第となりますから、日本企業の実力をより正しく評価できる評価軸が選別されてくることになると思います。今後は、国産アセットマネジメント会社の専門家がこうした視点で調査を始めますし、企業からもこれに合わせた情報開示が進めば、欧米の評価者にも、日本企業固有の強み等が認識されやすくなると思います。違う文脈で一方的に評価されるような事態は解消されてくるのではないでしょうか。

黒岩：逆に日本企業の強みになるような評価軸はありませんか。

竹ケ原：災害対策面で十分な強みがあると思います。イタリアでは最近、大きな地震がありましたが、基本的に北ヨーロッパでは地震は滅多になく、津波も差し迫ったリスクとは認識されていないです。日本企業は供給責任を全うするために、多くのコストをかけて事業継続マネジメントに取り組んでいます。このリスクマネジメントは実は強力な非財務力だと思いますが、残念ながらこの部分が欧米の評価軸では重視されていないようです。

地震の再保険市場では、世界の十大危険地帯に日本の三大都市圏が入っており、そこに本社があれば十把一絡げ扱いとなりますが、リスク対応力は個々に異なります。一律に評価してしまうことで、本来投資すべき企業が見過ごされている可能性があるわけです。こうした部分について、もう少しきちんと情報を開示していくことで日本企業の強みを認識させることが必要ではないかと思います。若干手前味噌ですが、我々がやっている評価型の融資の中でも、事業継続マネジメントに着目した融資（BCM格付融資）はダボス会議などでも高い評価をいただき、グローバルリスクレポートにも取り上げられています。そのように日本発の情報を少しずつでも出していって、非財務情報を評価するうえでも日本企業固有のファクターがあるのだということをちゃんと理解してもらわないといけないと思います。

黒岩 進 KUROIWA Susumu
一般社団法人 産業環境管理協会 専務理事

「公害防止」から「環境経営」へ 金融側の投資スタンスの変遷

黒岩：そうですね。ただ、そのあたりを正しく理解してもらうためには、日本企業や日本の金融界がうまくマッ

チしたかたちで情報を出したり働きかけたりしていかないと、なかなかうまくいかないのではないかと思います。

竹ケ原：おっしゃるとおりです。世界の機関投資家を相手にしてきた企業からみれば周回遅れもいいところでしょう。そうした企業は、非財務をみる投資家との接点を、少なくとも2000年代半ばには持っていたわけです。ところが、本来なら味方についてくれるはずの国内の金融がそれをみていなかった。このギャップがようやく解消されるタイミングなので、おっしゃるとおり、企業と金融が正しく対話できるところにまで早期に持っていかなければいけない。金融側が早く追いつかないといけません。金融側は企業からの情報開示が不足しているから評価できないのだといい、企業側は、情報は散々出しているのに評価できないほうが悪いといった水掛け論がよく聞かれますが、これを何とかしないといけません。

黒岩：日本企業の先進的な取り組みやきめの細かい全体的な取り組みをみていると、過小評価されているような気がします。

竹ケ原：欧米のESGレーティングの有力なレポートをみると、日本企業の評価で環境面を悪く書かれることはほとんどありません。ダイベストメント*4とか座礁資産みたいな動きが今後どう影響してくるかはわかりませんが、少なくともこれまでの評価軸でみれば、日本企業は環境についてはかなりよくやれている。むしろS（社会）とG（ガバナンス）のバランスの中で損しているという側面がすごく強いような気がします。そうすると今度はウエイトの話になってくると思います。

黒岩：ただ、Gの問題になってくると、あるものをどうみせるか、どう出すかという問題になります。

竹ケ原：そうですね。経営者と一般従業員の所得格差が非常に大きい欧米企業と、かなり平等に近い給与体系を持っている日本企業とではガバナンスのあり方も違いますし、取締役に対する株主の監視の目も当然違ってきます。この点も日本企業にはちょっと合わないのかもしれません。

黒岩：先ほど非財務情報の開示など、機関投資家との関係で日本では動きが遅れた面があるというお話がありました。他方、日本政策投資銀行は、企業格付けや貸出レートとの連動、さらには政府や地方自治体との連携なども含めると、非常に早くから環境金融あるいはESG金融に取り組まれています。

竹ケ原：これは我々の歴史そのものの話になりますが、原点は産業公害克服の時代にあります。当時は日本の企業の設備投資の約2割が公害防止投資という時代であり、日本開発銀行（当時）の年間の融資の2割がやはり公害防止関係のプログラム融資でした。OECDのレポートにもありましたが、規制と補助金や政策金融等というアメとムチを巧みに使い分けながら短期間のうちにエンド・オブ・パイプ投資を徹底した日本政府のプログラムは効果的でしたし、それを支えた伝統が組織の中にありました。私が新人だった頃は、環境という言葉は公害防止とほぼ同義でしたが、ここは政策金融の重要分野だという認識は根強くありました。

ところが、汚染源が固定排出源から気候変動のような移動排出源に変わってきて、個々の自動車や家庭が対象になると、伝統的な汚染者負担原則（PPP）による公害防止投資とこれに対する融資という構図ではなくなり、貸し方の発想から変えていかないと環境分野に知見があっても仕事にならない時代になってきました。

環境政策をサポートする「DBJ環境格付」プログラム

竹ケ原：どうしたら日本の環境政策の遂行を金融面からサポートできるか、いろいろと議論していく中で、

「個々の設備に注目しても仕方がない。むしろ環境に絡めて企業そのものを評価し、環境経営を対象にすればいいではないか。そのためにはNO_x対策やSO_x対策を設備に紐づけて個別プログラムで対応するのではなくて、企業全体を評価する必要がある」という発想に到りました。間接金融からみれば、「環境に優れた会社は、目配りがあちこちに効いているのでおそらくリスクが低く、デフォルト率が低いだろう」という仮説の下で政策金融を展開するのがよいのではないかという話になったのです。これをプログラム化したのが「DBJ環境格付」です。2004（平成16）年から運用を開始しています。

折しもその前年（2003年）に、UNEPの国連環境計画の金融イニシアチブ（UNEP-FI）のラウンドテーブルをアジアで初めて東京に招致する企画がありました。そのカンファレンスステートメントとして東京原則というものがつくられ、環境で頑張っている会社を支援する金融商品の開発が謳われました。当行はこの会議のホスト行の一翼を担っていたので、これを具体化するツールとして「DBJ環境格付」がちょうど良い位置付けになりました。

SRI、CSRなどの概念が定着しつつあるタイミングでこのプログラム融資を始めたので、金融のインセンティブによって環境配慮型の経営に誘導していこうという発想としては、時期的には欧米にそんなに遅れをとっていなかったということはいえるかもしれません。ただ、投資ではなく、間接金融なので、融資がないことには誘導が効かない。株価を動かせる直接金融との違いはあります。

黒岩：最近のグリーンボンドなど海外のいろいろな動きをみると、日本ではシェアは低いですが、間接金融がうまく動いていた結果なのではないかという気もします。

竹ケ原：そうかもしれません。グリーンボンドも弊行は国内で一番初めにやらせていただきました。最初はGreen Building認証という、投資資産が環境配慮型の不動産というクリアなコンセプトで、このボンドを通じてCO_2排出量をどのくらい抑制できるかを定量的にみせられるものでした。2年目からは、環境格付融資債権も対象に加えて規模を拡張しましたが、こうなるとシンプルな「グリーン」ではなくなってきますので、サステイナビリティボンドというコンセプトに変更しました。初年度はまだこなれないところもありましたが、今年の発行分は、投資家の関心も高く、かなり売れ行きがよかったと聞いています。これから、こうしたボンドが、日本企業の資金調達手段としても結構定着してくるのではないかという気はしています。

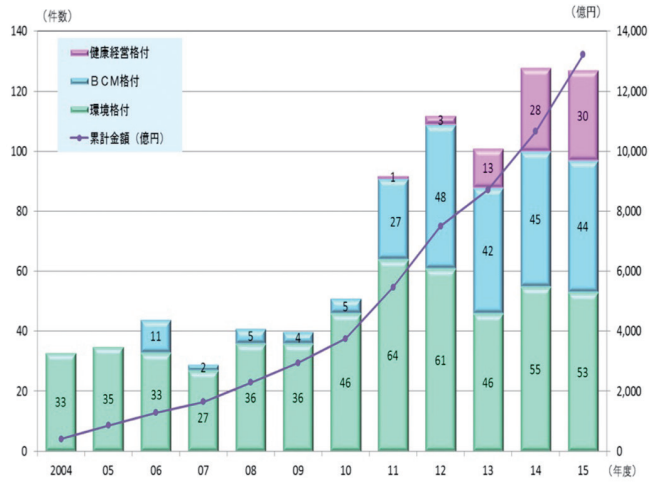
黒岩：国際的な標準化については、様々な環境問題への長年にわたる日本企業の取り組み、それを支えてこられた日本の金融界の意見がもっと反映されたほうが、より早くいいほうに収斂するような気もします。

竹ケ原：そのとおりだと思います。ここは国際的な情報発信の総合力の問題かもしれません。話題となったトヨタ自動車の2050年ビジョンにしても、あるいは、それに先だって日産自動車が打ち出していた2050年に向けてEVを拡大していく長期方針にしてもそうですが、国際的に活躍している日本企業が長期的なメッセージを明確に打ち出しています。個人的には、これに金融セクターがちゃんと足並みを揃えてメッセージを出していくことが大事なんだろうと思います。ESGレーティングでも日本企業の強みをきちんと反映できるようなものがもう少し力を持ってくれるといいという気がします。

黒岩：実際、いろいろな規則の国際標準化への対応なども含めて、企業から金融機関への期待は大きいと思います。

竹ケ原：あるメーカーから聞いた話ですが、欧州の巨大年金基金から質問状が来たそうです。ちょっと誤解した内容だったようですが、社内でたらい回しになって最後、CSR部門に回付されてきたらしいのです。相手がGPIF並に影響力のある基金ですから、これは答えなければまずかろうということで、丁寧に反論して、事実を補正して返信したのだそうです。そして後日、基金がその企業の投資を増やしたことがわかったそうです。

図3／DBJ評価認証型融資 実績



2016.3末 累計実績	環境格付	BCM格付	健康経営格付
累計件数	525件	233件	75件
累計金額	9,540億円	2,825億円	854億円

2015年2月25日　産経新聞

これは、大変ポジティブなメッセージですよね。たぶんこうしたコミュニケーションが求められているのです。足下では、日本国内にも、こうした対話を求める投資家が増えつつありますから、良い方向に向かえば、企業がこれまでやってきた努力が正当に評価され、やったらやっただけ返ってくるという手応えを感じられるようになると思います。

設備投資動向から企業の非財務情報をみる

黒岩：日本政策投資銀行では毎年設備投資計画調査をされています。今回は、従来の企業活動の枠を超えて非常に広範な、企業の価値についていろいろと考察されるような調査をされたとお聞きしました。

竹ケ原：これもある意味でESGのアナロジーのようなところがあります。当行の設備投資計画調査は、お陰様で昨年丸60周年を迎えることができました。長きにわたり企業の国内有形固定資産投資を中心に調査してきたわけですが、最近の傾向として、企業が柔軟に資金を使い分けており、国内における有形固定資産投資は、その結果の一部に過ぎないという印象が強くなってきました。

例えばM&Aがそうです。時間を買うという意味では設備投資の代替として企業買収が行われていますし、製造業ではR&D（研究開発）を代替する手段として位置付けているところもあります。この他にも、従来の枠組みでは海外投資はカバーされませんし、人件費の塊でもある研究開発費や資産計上されないソフトウェア投資を含む情報化投資、さらには金額換算すら難しい人的投資、ひとづくりの要素も重要なテーマです。企業は予算制約の下、これらの支出を機動的に使い分けています。良い買い物があれば海外でのM&Aを行うし、時間をかけて国内のマザー拠点を強化していったほうがいいと判断すれば設備投資をする。そうなると、結果としての国内有形固定資産投資だけをみていても企業動向は把握できないのではないかという問題意識がありました。

そこで60周年のタイミングで、ワイドレンズで投資というものを捉えてみようということにしました。その結果、ちょっと違った姿がみえてきたように思います。設備投資自体も決して悪くないのですが、それ以外の要素、例えば、情報化投資などが業種を問わず大きく伸びています。生産性向上や情報セキュリティが主たる投資動機ですが、IoTやビッグデータの活用のような新しい使い方が徐々に拡大していることも確認できました。深刻な人手不足を背景とする人的投資も同様ですし、研究開発や今後の成長分野の展望等からも次をにらんだ様々な動きがパイプライン上にあることがわかりました。

これらを総合的にみると、足元の設備投資動向を判断するうえで、格好の補正材料になることがわかります。若干強引ですが、これも一種の非財務情報です。ESGを限定的に捉えるべきではなく、例えば、マザー工場をいかに強くしているか、人手不足に対してどういう手を打って人を育てているかなど、マネジメント力を「見える化」していったほうがいいのではないかという気がしています。今回の設備投資計画調査は、非財務という情報の塊を考え直す意味でも、いいきっかけだったなと思っています。

黒岩：「マザー工場機能」についてもう少しお話しいただけますか。

竹ケ原：国内マーケットはどうしてもどんどんシュリンクしていきます。主戦場は海外ですし、地産地消型の財が多いとなると、これから国内の生産設備をそのままリプレイスしても過剰投資になってしまいます。やはり投資の主戦場は海外だとなるわけです。では、それでも国内で行われる投資とは何なのかを聞くと、一番多かった声が「マザー機能」だったのです。あえて定義せずに選択肢として置いたのですが、回答いただいた企業の約半数がマザー工場機能を重視しているという結果になりました。

ではそのマザー機能とは何か。意見はいろいろ分かれます。共通しているのは、新製品の開発、新しいものをつくり、それを生産段階まで持っていく初期の段取りを構成していく機能です。それもラボレベルではなく、一定の生産規模を伴っていること、さらに日々の改善が可能であること、それを支える人材がいること、といった点に収斂してくるように思います。だから、規模はさほど大きくないかもしれないけれど、こうしたマザー機能を国内にしっかり保っている企業は、例えば進出先の人件費が上がって他地域に移転する場合であっても、スムーズに運ぶ。逆に、国内のこの機能を喪失してしまった企業は、根無し草になってしまう。つまり、マザーをしっかり持っているかどうかという点も、極めて重要な非財務力となります。

ここからは勝手な妄想ですが、ひょっとしたら公害防止や環境管理のノウハウもマザー機能の重要な構成要素ではないかという気がします。過去の公害対策から営々と積み重ねてきた経験は、排水処理であれ、工程

上の省エネであれ、重要なノウハウですから、これを持っているかどうかというのはひょっとしたら今後、海外の生産拠点を運営する上でも大きな武器になるのではないでしょうか。

今回、「広義の投資」という観点から設備投資計画調査をやってみて思ったのですが、ESGの根本への動機もきっと同じだろうと思います。目先の経常利益率、営業利益率、ROE、ROAだけでは見切れないものがありそうだという中から出てきたのですから。その中で何をみるか、ESGという3語で本当に尽きるのかどうかも含めて今後も慎重な議論が必要になります。

環境イノベーションを創出する金融機関の役割と責任

黒岩：日本の企業がビジネスチャンスを見つけて世界で活躍できないようだと、パリ協定の目標実現どころか、環境的にはすごく悲惨な状況になってしまうのではないかといわれています。設備投資は別として、いまの日本企業の動きや金融に対するニーズはどうなっているのでしょうか。

竹ケ原：技術はすでに間違いなくあります。よくいわれる話ですが、B/C（費用便益）を考えたときに、日本の場合はちょっと過剰品質になっているという話もあります。ただ、それこそ廃棄物処理のように排出者が処理手数料を払うという文化の中できちんと組み立てられたモデルを、排出者が払わないという前提のビジネスにどう持っていくか。どちらかというと技術の話よりビジネスモデルのつくり方や、ローカルパートナーをどう巻き込んでいくかなど、アライアンスの話になってきているような気がします。NEDOを始め、いろいろなサポートもあります。水処理などがその典型ですが、日本の技術を現地ニーズに合った形で導入しようという議論が続けられています。

黒岩：もう少し日本全体としてうまくいくといいのですが。制度を含め問題のある日本産業の現状があるので、もっとトータルで日本の産業競争力が強化できたらいいなと思います。情報も含めサイクル全体の評価が経済的な指標価値につなげられるようになるのはなかなか難しいなという感じがします。

竹ケ原：そういうプロジェクトの価値をもう少しきちんと計測できるようなシステムが必要になってきます。いまは企業価値の評価にとどまってしまっていますが。

黒岩：日本企業のリサイクル技術に関してはいかがでしょう。

竹ケ原：鉄鋼業界がコークス炉や高炉を使って廃プラスチックを処理したり、非鉄金属業界がかつての選鉱設備を使って金属リサイクルを高度化したり、動脈産業は日本ならではの展開をしていると思います。そこから静脈産業を含めたパッケージとして出していければ日本の競争力が違ってみえるでしょう。

黒岩：環境負荷というのは、時間や空間をどの範囲でとらえるかということで評価が全然違ってきてしまいます。

竹ケ原：日本の重工メーカーでお聞きした話ですが、オーストラリアの褐炭から水素を製造して、これを液化して運搬し、水素発電を実現する水素のサプライチェーン計画がいよいよ現実味を帯びてきたそうです。発電での利用となれば、圧倒的な規模の経済が働きますから、燃料電池車以上にインパクトのある話です。これが実現する段階では、水素のサプライチェーンを構成する褐炭への評価はいまとは大きく変わる可能性があります。単純にダイベストメントをする話ではなくなるわけです。そういう時間軸でみていくと、いろいろと非連続的な展開が考えられます。

黒岩：そのイノベーションを促進するようなかたちに社会がうまくインフラを整える必要があります。

竹ケ原：そこは間違いなく金融の担っている一つの責任であって、そういうイノベーションを企業の非財務的な力として評価して投資に回していくという流れができないと。悪いことをしていませんというだけで満足されてしまえば困るわけです。むしろそちらですよね。たぶん目利きが問われるでしょう。あと、出ている情報から何を読み取るか。同じことをしていても収益機会は限られてしまいますので、人よりも早くいいものを見抜いて、投資を先行的にしていった人間だけが果実を得られますから。そういう競争原理が働くようになるとまたずいぶん違ってきますよね。

黒岩：いまの日本の各企業で環境分野に取り組んでいる方々は、いわばソーシャルビジネス的に社会問題を解決するためにはどうするかという観点で取り組んでいる方も増えている感じがします。

竹ケ原：環境部門や環境製品を開発、マーケティングされている方々と長くお付き合いさせていただいていますが、それらの部門はある時期までは会社の経営全体からは傍流のような位置付けでした。うまくいって当然、ミスがあったら叱責されるという立場に甘んじておられました。ところが、機関投資家がESGを語りだしたことの影響からか、最近はちょっとした変化を感じています。例えばDBJ環境格付融資の評価結果をお伝えする場に、経営層やIR、財務担当の方たちが普通に同席されるようになってきています。この仕事にはもともと、環境部門で頑張っている人たちの努力を財務部長の前で明らかにするというカタルシスがあったのですが、仕組まずとも、これが普通になってきています。その意味ではしっかりした環境管理で守りを固めている方もさることながら、「先駆的にエコプロダクツをリリースして、当社自身のCO_2よりも全体的でオフセットしているCO_2の大きさで当社の戦略を語ろうではないか」という人の声をちゃんと経営者が理解して、実際にマーケティングやIRに使われようとしている。これはすごくいい傾向だなと思っています。

そういう意味で、これまでやってきたことと中身は何も変わっていないのかもしれませんが、資本市場が注目し始めたという環境の下、社内での評価が随分と変わってきています。もともと強かったE（環境）という要素がようやく経営層の目に止まって、自社の武器に位置付けられているような会社が増えてきたのはすごくいいことではないでしょうか。

黒岩：我々は企業の環境管理をいろいろな意味でサポートするのが仕事ですが、環境分野に携わる方々がもっと情報交換や交流をしたり、あるいは先進的な取り組みがぶつかったりするような場を少しでも提供できればいいなと思っています。竹ケ原部長には引き続きいろいろなかたちでご支援をいただければと思います。本日はどうもありがとうございました。

*1　ESG投資とは、環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）に配慮している企業やプロジェクトを評価・選別して行う投資をいう。

*2　ユニバーサル・オーナー：大型の年金基金のように巨額の運用資産を分散投資し極めて多様なポートフォリオによって運用し、経済のみならず社会や自然環境などの状況も加味した長期的な展望を持つ投資家をいう。長期的な運用成果は気候変動を含むESGといったコンセプトにも影響され経済や社会など地球レベルのパフォーマンスに左右される。

*3　座礁資産：環境変化で将来の価値が毀損する資産

*4　ダイベストメント：投資引き上げ・事業売却