

環境・社会的課題解決に向けて期待される ブレンデッド・ファイナンス

慶應義塾大学総合政策学部 教授 白井さゆり

はじめに

近年、環境・社会・ガバナンス (ESG) 投資が主要国で浸透しつつある。情報開示の標準化やESG業界の規制・監督体制の必要性など課題はあるが、上場企業による温室効果ガス排出量 (GHG) 目標の設定や投資・研究開発活動も増えている。ESG投資は相対的に情報開示が進む上場企業が中心になるため、資本市場の整備が進んでいない国は取り残される恐れがある。そこで、途上国における国際連合 (国連) の持続可能な開発目標 (SDGs) の実現を目指して、不足する資金を補完するために、機関投資家を巻き込んで資金拡充を図るブレンデッド・ファイナンスが注目されている。本稿ではそうした動きの背景と課題について論じることとする。

企業でも進むESG関連の取り組み

2015年のSDGsとパリ協定の合意以降、2021年までに世界の大半の国がカーボンニュートラルを宣言し、企業による気候変動対応への取り組みも増えている。ESG投資家と国際的な非政府組織 (NGOs) による企業への働きかけが活発化していることが背景にある。とくに2021年に開催された国連気候変動枠組条約第26回締約国会議 (COP26) においてさまざまな金融サービスを提供する金融業界団体が結集して、投融資ポートフォリオからの排出量を、2050年までにネットゼロを実現するための「ネットゼロのためのグラスゴー金融同盟」(GFANZ) が設立されたことが大きな求心力となっている。

ESG投資の基本は、たとえば再生可能エネルギーなどクリーンな活動を実施する企業やそうした経済活動を支援するだけでなく、GHG排出量が多くてもカーボンニュートラルを目指して削減努力を続ける企業を支援する

ことにある。賭博や兵器製造など一定の倫理的基準にそぐわない投資をあらかじめ投資対象から除外するネガティブスクリーニングも実践されているが、基準を拡充して投資対象範囲を狭め過ぎるよりも、多くの企業の行動変容を促していくことが、経済全体のカーボンニュートラルを実現するうえで重要と考えられている。その際の主要な投資手法は財務情報にESG要素など非財務情報を組み入れるESGインテグレーションが中心だが、有力な手段としては企業とのエンゲージメントと議決権行使にある。

ESG投資の対象は、法定開示や上場規則に沿って財務情報などの開示が進んでいる株式市場の上場会社を中心である。コーポレートガバナンスコードなどで非財務情報に関する情報開示も促している。ダイバーシティや人権も取り上げ、2022年4月からは東京証券取引所のプライム市場の上場企業に対して気候変動関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) の提言などをもとに気候関連の情報開示を求めている。開示する具体的な指標などは今後標準化していく必要があるが、企業の公開する非財務情報が企業とのエンゲージメントにおける重要な情報源となっている。

中小企業など未上場企業へのESG投資も増えているが、上場企業に比べ情報開示が限定されるため、それなりの資源の投入が必要になる。ただし、近年は、大企業に対して、GHG排出量についてスコープ1 (自社の排出) やスコープ2 (購入電力からの排出) だけでなく、スコープ3 (上流から下流までのサプライヤーからの排出) のデータ開示と、少なくとも2030年頃までの削減目標を設定することについて、世界の投資家からの期待が高まっている。このため、大企業はサプライヤーに対して排出削減を働きかける必要があり、中小企業も対応が迫られている。また銀行についてはスコープ3に含まれる投融資ポートフォ



リオのGHG排出削減のために、中小企業に対して排出削減や情報開示支援などのコンサルティングサービスも始まっている。今後は、気候変動対応で貸付の利率や量を調整するグリーンローンも増えていくと予想される。

途上国の課題解決に寄与し得るブレンデッド・ファイナンス

世界の課題は、途上国が取り残されつつあることだ。先進国は2009年に気候変動対応のために途上国に約束した、2020年までに毎年1,000億ドル支援の公約を果たせていない。先進国企業のESG経営が進展したとしても、途上国では証券市場や制度・法的基盤が十分整備されておらず、信頼できる企業情報が収集しにくく、政治リスクもあるためESG投資を進めるには大きな制約がある。かといって現状を放置すればSDGsやカーボンニュートラルなど世界の共通目標の実現が遠のいてしまう。

そうした中、最近、注目が集まっているのが、ブレンデッド・ファイナンスである。国際開発機関や先進国の公的金融機関による開発資金フローでは資金が著しく不足しているため、年金基金や保険会社および資産運用会社などの機関投資家の投資資金をいかにして呼び込む仕組みをつくれるかが課題となっている。2008年の世界金融危機以降、金融機関に対する規制強化によりリスクテイクに制約がかかっているため、こうした機関投資家はリターンが見通しが立てられずリスクヘッジ手段も限られる途上国への投資をこれまで躊躇してきた。こうした民間投資家のリスク調整後のリターンに配慮した工夫が必要になる。

ブレンデッド・ファイナンスのプロジェクトの主要な担い手は、途上国で既にプロジェクト支援を続ける国際金融公社（IFC）、世界銀行などの国際開発機関、先進国の公的機関や慈善団体・NGOなどになる。政府による電力、医療・教育など公共サービスが行き届かない途上国では、小規模プロジェクトを多く実施することが重要で、運営は経験やスキルをもつそうした機関が担うのが望ましい。しかし、機関投資家からみれば一つ一つのプロジェクト単位が小さ過ぎるため、複数のマイクロプロジェクトをひとつに束ねて大きな投資パッケージへと転換し、それをリスクに応じてト

ランシェに分ける証券化が考えられる。比較的风险の高いトランシェは国際・公的機関が担い、比較的风险の低い部分を民間投資家が担い、リスク調整後のリターンが確保できるような仕組みが有効である。

ブレンデッド・ファイナンスの投資手法は、ESG投資よりもインパクト投資が中心になると見られる。インパクト投資とは、一般的に、たとえば、太陽光・風力発電、グリーン水素、植林、二酸化炭素回収・有効利用・貯留（CCUS）、ドローンを使った薬の配布といった特定の環境・社会的なテーマについて金銭的リターンと環境社会面でのベネフィットの両立を目指す投資で、インパクトの数量的評価を実施する手法と理解されている。GFANZに参加する資産保有者グループのNet-Zero Asset Owner Allianceは2021年、運用会社に対して気候変動とテクノロジーの分野で協働して、ブレンデッド・ファイナンスによる投資拡大を目指そうと呼び掛けている。投資法人の設立と証券化により、期待リスク調整後リターンを抑えられる国際開発機関・政府機関・財団などの投資を加えることで、公的・民間のパートナーシップでファンドを組成することを目指している。現在のブレンデッド・ファイナンスは年間1,600億ドル程度に過ぎないとの試算もあり規模は小さいが、GFANZの資産総額130兆ドルの一部でも途上国に配分できれば大きなインパクトが期待できる。

実際の投資形式は、インパクト債券や直接企業やプロジェクトに投資する形態もあるが、ファンドの形式が多い。民間投資家の投資リスクを減らすために、国際機関・政府機関が市場を下回るリターンを受け入れて資本を提供することで損失吸収力を高める方法がある。或いは、為替・政治リスクなどの緩和や信用リスクを減らすために公的機関が部分的に保証する仕組みも考えられる。公的機関が、プロジェクトの初期段階にグラント資金を投じたり、グラントによる技術協力でプロジェクトのデザイン段階を支援したり、プロジェクト終了後にプロジェクトの運営人材を維持するための教育や銀行が融資可能なプロジェクト形態に転換するための法的関連諸費用を負担することも、民間投資家の投資リスクを減らす手法として期待できる。2021年



半ばにはブラックロックが10程度の機関投資家、政府、NGO、慈善団体と共同で、新興国の気候インフラに投資するファンドを立ち上げている。

市場ベースのファイナンスのさらなる活用がカギに

課題は、リスクを吸収する役割を担う公的機関などがどれだけリスク吸収力を確保でき

るかにある。公的機関や政府系開発金融機関は高い格付けを得ており、国際市場で安く債券を調達している。このため、これらの機関がリスクを吸収する能力を高めていくには、国際的な議論が必要になると見られる。SDGsやカーボンニュートラルの達成という世界共通目標に向けて、既存の国際金融体制も従来の運営方法の見直しより、柔軟な市場ベースのファイナンスの在り方を検討すべき時期が来ているようだ。