

3 海外金融業の環境配慮行動

3.1 企業の環境経営全般に焦点を当てた行動について

企業の環境経営全般に焦点を当てた行動としては、企業の環境配慮行動を評価して銘柄選定を行う投資行動が代表的である。ただし近時、欧米では環境配慮行動だけを評価項目として銘柄選定を行う投資行動は、必ずしも数多く存在していないことに注意が必要である。このため以下では、広く社会的責任投資という脈絡から、海外金融業の企業の環境経営全般を評価して投資を行う行動を概観する。

3.1.1 米国の状況

Social Investment Forum¹⁹が発表した“2001 Trends Report”では広義の社会的責任投資全体の2001年の状況が報告されている。

このなかで、米国の社会的責任投資はスクリーニング、株主行動、コミュニティ投資の3つに分類され、全体の規模は2兆3,400億ドルに達しているとされている。この規模は全米の専門的投資運用規模に対して約12%の割合にあたる。

このうちスクリーニング型の投資行動の規模は2兆300億ドルと推定され、伸び率99年比36%増となっている。その内訳は、オープン投信が1,530億ドル(99年比1%減)、個別勘定が1兆8,700億ドル(99年比39%増)である。オープン投信の設定数は230ファンド(99年調査から62ファンド増加)となっている²⁰。この期間は米国の株価下落が続いていた時期であり、99年調査に比べると10億ドルの減少であるが、実際には資金流入の状態にあったものと考えられる。

「環境」はスクリーニング型の投資行動の評価項目として運用事例の50%以上で採用されている²¹と伝えられており、上記のファンドも過半数で企業の環境配慮行動評価を反映させていると推測される。

2001年に入って、最初の9ヶ月で米国のオープン投信市況は、下落率でマイナス94%の下落に見舞われた。これに対して、SRI型オープン投信の下落率

¹⁹ 米国の社会・環境責任投資普及のための関係者団体(NPO)。金融機関を含め、参加メンバーは500組織を超える全米最大の団体。

²⁰ ここで「オープン投信」という用語は、個人投資家に販売される形態を指して用いる。一方、「個別勘定」という用語は年金基金、財団など機関投資家の資金を金融機関が運用する形態を指して用いる。

²¹ スクリーニング型の投資行動の評価項目に関する同報告での調査結果は次の通りである。

- (a) 50%以上のポートフォリオで採用されている評価項目：タバコ、環境、人権、雇用/平等、ギャンブル、アルコール、兵器
- (b) 30~49%以上のポートフォリオで採用されている評価項目：労使関係、動物実験/権利、コミュニティ投資、地域活動
- (c) 30%以下のポートフォリオで採用されている評価項目：役員報酬、避妊/産児制限、国際的労働基準

はマイナス 54%に留まっており、そのパフォーマンスの良さを物語っている。

3.1.2 欧州の状況

Sustainable Investment Research International (SiRi) Group²²がまとめた “Green, social and ethical funds in Europe 2001” では、SRI型オープン投信の欧州における最近の動向が報告されている。

欧州内のSRI型オープン投信は、設定数 251 ファンド(2001年6月末現在、2000年1月から58%増加)、資産残高 156 億ユーロと見られている。1999年末の資産残高は 111 億ユーロであり、この間の株式市況全体の下落も勘案すると極めて高い成長率を記録している。資産残高の規模が大きいのは、英国、フランス、イタリア、オランダ、スイスの順で、伸びが高いのはフランス(1700%)、ドイツ(300%)などであり、英国でも18ヶ月で48%の伸びとなっている。

図表 3.1 欧州内のSRI型オープン投信の状況

	設定ファンド数	資産残高 (百万ユーロ)		設定ファンド数	資産残高 (百万ユーロ)
英国	62	5,911	スペイン	11	215
フランス	38	1,917	イタリア	9	1,843
スウェーデン	34	787	オーストリア	4	19
ベルギー	33	981	ルルウェー	3	40
ドイツ	22	837	ポーランド	1	na
スイス	16	1,368	デンマーク	1	10
オランダ	16	1,684	フィンランド	1	39
			合計	251	156,000

(出所) “Green, social and ethical funds in Europe 2001” SiRi Group

また、報告では、SRI型オープン投信のオープン投信市場全体に占める割合が試算されているが、ドイツ(0.10%)、フランス(0.22%)が低く、オランダ(1.45%)、スイス(1.47%)が相対的に高くなっている。

欧州内の個別勘定による社会的責任投資の規模に関するデータは不詳だが、英国では2000年10月に年金基金の約8割が社会的責任投資との調査結果も報告されている²³。

²² 2000年に結成された世界のSRI関係調査機関12機関のグループ。世界4,000社あまりの企業を100人以上の研究員でカバーし、共通のフォーマットで企業評価レポートを作成することを目指している。

²³ UK Social Investment Forumによる調査。

図表 3.2 SRI型オープン投信のオープン投信市場全体に占める割合の推計

(単位：百万ユーロ)

国名	ドイツ	フランス	イタリア	英国	ベルギー	オランダ	スイス	8カ国計
残高	838	1,917	1,842	5,910	989	1,683	1,368	15,663
割合	0.10%	0.22%	0.43%	1.03%	1.18%	1.45%	1.47%	0.43%

(出所)“Green, social and ethical funds in Europe 2001” SiRi Group

3.1.3 企業の環境経営全般を評価して投資を行う行動を促進している要因

1) 社会的責任投資を促進する年金、保険等の制度改正

企業の環境経営全般を評価して投資を行う行動は、機関投資家等でも顕著になっている。英国では2000年7月に年金法が改正され、「投資判断の際に、企業の環境、社会配慮を考慮しているか」についての開示が義務付けられ、金額ベースでは8割近い年金基金がこうした考慮を始めている。同様の制度改正はフランス、ドイツ、オーストラリアなどでも実現している。公的年金、企業年金、個人年金のうち企業の環境経営全般を評価して投資を行う行動が顕著であるのは、企業年金のカテゴリーである。この場合、ひとつの年金基金が、複数の投資信託(個人向けとは別勘定で設定)に投資を行う形態が通例となっている。

他方、保険業界でも英国保険協会²⁴は2001年11月に「社会的責任投資に関する情報開示ガイドライン(The ABI Disclosure Guidelines on Social Responsibility)」²⁵を投資の対象になる企業に対して示し、自らが企業の環境、社会配慮を考慮して投資を行っていく姿勢を明確化した。英国大手保険会社CGNUは、大手上場企業100社に対して環境報告書の作成を要求、作成しない場合にはその年度の会計報告の承認に反対票を投じるとの方針を打ち出している。

2) 株主代理権による企業への影響力行使

近時、社会的責任投資は企業の環境配慮行動を評価して銘柄選定を行うばかりではなく、株主代理権行使によって企業に直接的に影響力を及ぼそうとする動きも目立っている。米国の社会的責任投資においては社会運動と連携して古くから影響力行使が存在してきたが、欧州においても気運が高まっている(英国のFriends Ivory & Sime社、スイスのETHOS Services社など)。具体的には、株主代理権の存在を背景に企業とさまざまな対話を重ね、企業行動の変更を求めて

²⁴ 英国の保険業の97%を超える団体が加盟する業界団体。参加メンバーは400社を超える。

²⁵ http://www.abi.org.uk/ResearchInfo/SocialResponsibility/CSR_FullReport.pdf

いく形態と、株主総会において会社側の議案に反対したり、自ら議案を提出して企業行動の変更を求めていく形態がある。カナダでは、こうした株主代理権を行使しやすいよう 2001 年に法律改正がなされた経緯がある²⁶。

3) 企業の社会的責任の必要性を求める EU ガイドラインの発行

2001 年 7 月、欧州委員会は“ Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility ” と題するグリーンペーパーを発行した。このなかで欧州委員会は企業の社会的責任に関して、「欧州が世界で最も競争力を有し、活力溢れた知識基盤を基礎とした経済を有し、より多くのしかも待遇の優れた仕事と社会的な連帯を前提とした持続可能な経済成長を実現する」という戦略的ゴールに積極的に貢献するものという位置づけを与えている。そのうえで、2003 年末までに設立予定の欧州株式市場において、社会的責任投資ファンド設立の基礎となる環境・社会パフォーマンスに優れた企業からなる欧州株価指標の必要性をうたっている。こうした言及は、行政が社会的責任投資を肯定的に評価する立場をとるものとして注目されている。

3.1.4 その他の事例

1) ノルウェー政府のエコファンド

政府資金を企業の環境経営全般を評価して運用している事例がノルウェーにある。ノルウェー政府は北海油田の売却代金収入を世界の株式市場に投資して運用している (Petroleum Fund)。2001 年 1 月 31 日に 10 億ノルウェークローネを別勘定にするかたちでエコファンドの運用がスタートした。運用は中央銀行が担当し、先進 22 カ国の株式に投資している。環境に対しての負荷が低いと考えられる企業もしくは質の高い環境報告書を発行するとともに、環境マネジメントに優れた企業が投資対象となっている。企業評価は英国の Ethical Investment Research Services (EIRIS) が担当している。ファンドの規模については 3 年後を目途に見直しを行なうこととし、現在は試行期間という位置づけである。

2) スイスの公的年金の S R I 型運用

Ausgleichsfonds der Alters-und Hinterlassenenversicherung (AHV) は、2001 年中に資産の 10% をグローバル株式運用に移行することとし、まず 5 億スイスフラン分を DJSGI をベンチマークとして運用するよう State Street Global Advisors 社に委任を行った。既に 2001 年 1 月には、Bank Sarasin と Ethos

²⁶ <http://laws.justice.gc.ca/en/C-44/text.html>

Services 社に対して 5 千万スイスフランを試験的に運用委任していた。

3) 社会的責任投資の拡大に対応した株価指数の開発

フィナンシャル・タイムズ社 (Financial Times) とロンドン証券取引所の合弁会社である FTSE International 社が提供している FTSE 株価指数に、2001 年 6 月から 4good と呼ばれる S R I 型株価指数が誕生した。S R I 型株価指数としては、これまでも Domini Social Index (米国) や DJSGI (スイス) などがあるが、FTSE4good は、環境に加えて人権、利害関係者との関係という軸を明確に据えた点が特徴である。2001 年 11 月 19 日現在、FTSE4good グローバルインデックスには日本企業 17 社も組込まれている。

4) S R I 関係機関の国際的な連携の動き

2000 年に、世界の S R I 関係調査機関 12 機関が連携して、SiRi Group が結成された。これは、社会的責任投資においてもグローバル投資が拡大していくなかで、各国の調査機関が共通のフォーマットで互いの情報を共有しながら、各地域の金融機関等のニーズに応えていこうとするもので、グループ全体を見るとイタリア、スウェーデン、デンマーク、フィンランド、ノルウェー、ポーランド、スイス、スペイン、ポルトガル、英国、ドイツ、オーストリア、ベルギー、ルクセンブルク、オランダ、米国、カナダ、オーストラリア、フランスの 4,000 社あまりの企業を 100 人以上のリサーチャーでカバーする体制となっている。

2001 年に入ると、香港で ASrIA (Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia) が結成された。この組織は、欧米の主要な SRI 型投信委託会社がスポンサーとなりアジア地域で S R I 型投信を普及させるための積極的な活動を行っている²⁷。

2001 年 11 月には、欧州で Euro-SIF (European Social Investment Forum) が結成されている²⁸。これは、欧州各国 (フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、英国) の SRI 関係団体が集まって横断的組織を結成したものであり、ヨーロッパ委員会の Corporate Social Responsibility グリーンペーパーの内容に対応してロビイング活動を行うとともに、今後、年金運用における情報開示制度の汎欧的な促進、各国間の理解促進などを進めていくとしている。同団体には、欧州の主要機関、世界自然保護基金 (WWF) が会員になっており、欧州委員会自身もサポーターとなっていることが注目される。

²⁷ <http://www.asria.org>。主な目的として、アジア地域における高質な S R I 金融商品・サービスの創出促進、持続可能な企業活動が評価される資本市場形成のための法律、制度の提言などを掲げている。

²⁸ <http://www.eurosif.info>

3.1.5 社会的責任投資とパフォーマンスに関する研究

社会的責任投資が欧米で拡大を遂げている背景には、その投資スタイルが必ずしもパフォーマンスを犠牲にしているわけではないという実証研究の成果が広く共有されてきたということがある。

まず、個々の企業においては、企業の環境パフォーマンス（Corporate Environmental Performance; CEP）あるいは社会的責任に関するパフォーマンス（Corporate Social Performance; CSP）と財務パフォーマンス（Corporate Financial Performance; CFP）との相関は少なくともマイナスではなく、プラスであるとも考えられるケースも多いことが先行研究に関する事例調査で示されている。

図表 3.3 企業の社会・環境パフォーマンスと財務パフォーマンスとの相関に係る過去の研究

突発的の事件と関連づけた研究以外のもの					
1. Waddock & Graves (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1989-1991	S&P 500 銘柄中の469社	+	+	先行したり、付随したりする
KLDスクリーニング項目（CEP項目を含む）を略式化した複合指標を用いて、翌年のCFP（資産収益率（ROA）株主資本利益率（ROE）、売上高収益率（ROS））を予測。また逆に、CFPから翌年のCSP、CEPを予測。それぞれ、高い予測能力（決定係数は、各11%、27%）が認められる。よって、CSP/CEPとCFPの間に循環的な相関性がある。					
(Waddock, S.A. and S.B. Graves; "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link"; Strategic Management Journal, 1997)					
2. Waddock & Graves (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1990-1993	S&P 500銘柄中の大部分	+		
マネジメントの質（Fortune誌による評判ランキングとマネジメント・ランキング）は、株主利益（10年間の株式リターン、ROA、ROE）およびKLDスクリーニング（強固な労使関係、コミュニティー・顧客との良好な関係など。環境項目は除く）と相関性がある。Fortune誌の評価と株式リターンとの相関関係は特に強く、決定係数は50～55%に及ぶ。					
(Waddock, S.A. and S.B. Graves; "Finding the Link between Stakeholder Relations and Quality of Management"; Moskowitz Prize Winning Paper, 1997)					
3. Russo & Fouts (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1991-1992	FRDC格付けの243社		+	
CEP（Franklin Research and Development Corporation（FRDC）による格付け）は、CFP（ROA）と相関性（決定係数は32%）がある。変化に対応できる柔軟な組織を持つ成長産業ほど、相関性は強まる。					
(Russo, M.V. and P.A. Fouts; "A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability"; Academy of Management Journal, 1997)					
4. Conte, Blasi, Kruse & Jampani (1996)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1981-1993	Compustat データベース中の9,040社	+		
自社株購入制度は生産性を高めるので、特に中小企業において投資効果がある（自社株購入制度を導入している企業は、リスク勘案上の株式リターンが他社より高い）。一方、大企業では、ネガティブな効果（導入後、株式リターンが減少）もある。これは、発表と履行の間のタイム・ラグ（導入の発表後履行前に一時的に株価が騰貴し、履行後元の水準に戻る）で説明できる。					
(Conte, M.A., J. Blasi, D. Kruse and R. Jampani; "Financial Returns of Public ESOP Companies: Investor Effects vs. Manager effects"; Financial Analysis Journal, July/August 1996)					

5. Griffin & Mahon (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1990/1992	51社と大規模化学会社6社	+ / 0	+ / 0	
<p>CSP/CEP (Fortune誌、KLD)とCFPの相関関係は、55社中33社でプラス、9社でゼロ、20社でマイナス。化学会社においては、プラスの相関性が極めて強い。慈善的なCSPとCFPとの間に相関性はない。</p> <p>(Griffin, J.J. and J.F. Mahon; "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research"; Business & Society, March 1997)</p>					
6. Cohen, Fenn & Konar (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1987-1991	S&P 500全銘柄	+ / 0		どちらであるかは明らかでない
<p>6つのCEP項目(訴訟数、スーパーファンド対象地数、有害物質の排出量など)に基づき、等しい産業分布で低汚染企業と高汚染企業のグループをそれぞれ作り、3つのCFP項目(株式リターン、ROA、ROE)を比較すると、低汚染グループの81%が高汚染グループより優れている(うち20%が極めて優れている)。よって、「グリーン投資」が少なくとも不利に働くことはない。CEPとCFPの順位相関性は定かではない。</p> <p>(Cohen, M.A., S.A. Fenn and S. Konar; "Environmental and Financial Performance: Are they related?"; unpublished paper, May 1997)</p>					
7. Feldman, Soyka & Ameer (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1980-1994	S&P 500銘柄中の330社		+	
<p>量的分析モデルによると、市場リスク(ベータ)は、企業の環境マネジメントの質および汚染物質の排出削減と深く関わっている。市場リスクが低減すると株式のコスト(リスク)が下がるので、企業の市場価値が上がる。</p> <p>(Feldman, S.J., P.A. Soyka and P.G. Ameer; "Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Results in a Higher Stock Price?"; Journal of Investing, Winter 1997)</p>					
8. Bhat (1999)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1988-1990	243社		+	
<p>汚染物質の削減(売上高に対する重量)とCFP(利ざや、売上に対する企業の市場価値)の間に相関性(決定係数は各84%、89%)がある。</p> <p>(Bhat, V.N.; "Does It Pay to be Green?"; International Journal of Environmental Studies, 1999)</p>					
9. Butz & Plattner (1999)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
欧州	1997-1999	大企業65社(そのうち32社はDIStoxx 50銘柄)	0	+	
<p>Jensen alpha(リスク調整済みリターン)とBank Sarasin(Swiss)のCEP、CSP複変数との相関性を検証すると、CSPについては相関関係が見られない。環境影響の少ないサービス、金融、通信を除くと、残り39社においてはCFPとCEPの間にプラスの相関性が明確に見られる。</p> <p>(Butz, C. and A. Plattner; "Social Responsible Investment: A Statistical Analysis of Returns"; report Bank Sarasin & Cie, Basel, October 1999)</p>					
10. Konar & Cohen (2000)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1989	S&P 500銘柄中の321社		+	
<p>有害物質の排出や環境訴訟の数が少ないほど、企業の無形資産価値は高い。また、CEPはトビンのQ(企業の総市場価値(無形資産を含む)と無形資産価値の比率)とも結びつきがあり、その相関性は統計上も経済上も非常に大きい。平均的な会社では、無形資産価値の39%が環境責任(liability)によって形成されているといえる。</p> <p>(Konar, S. and M.A. Cohen; "Does the Market Value Environmental Performance?"; Review of Economics and Statistics; May 2000)</p>					
11. Dowell, Hart & Yeung (2000)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1994-1997	S&P 500のうち多国籍企業89社		+ / 0	同時
<p>途上国で操業する製造・採鉱多国籍企業が非常に厳しい環境世界基準を採用している場合、その企業の市場価値はより高まる。しかし、現地の低基準に合わせている企業もしくは、それよりは厳しいアメリカの基準に合わせている企業では市場価値との間には相違は見られない。CFPが先行あるいは付随するといえる証拠はこれまでのところ何も見つかからない。</p> <p>(Dowell, G., S. Hart and B. Yeung; "Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?"; Management Science, August 2000)</p>					

12. Watson Wyatt (1999)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国・カナダ	1999	NYSEを代表する405企業	+		
5つのヒューマンリソース (HR) 項目 (卓越したリクルーティング、明確な報酬とアカウントビリティ、柔軟な職場環境、誠実なコミュニケーション、人材の慎重な利用) と CFP (企業の市場価値、トビンのQ、株式リターン) との間に強い相関性がある。5つのHRをすべて改善すれば、市場価値を40%上げることも可能。 (Watson Wyatt; "The Human Capital Index: The North American 1999 Survey Report")					
13. Watson Wyatt (2000)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
欧州	2000	16カ国の250社強	+		
HR項目 (人材マネジメント 統一の取れたリーダーシップ、給与、社員の重視、温情的社風) と CFP (トビンのQと株式リターン) は結びついている。 (Watson Wyatt; "The Human Capital Index: The European 2000 Survey Report")					
14. Blank & Carty (2001)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1997-2000	184社 (1997) ~ 490社 (2000)		+	
Innovest (米国の環境格付け機関) の産業毎の相対的ランキング (EcoValue21ランキング) の上位企業でポートフォリオを組むと、より低いリスクでより多くのリターンを期待できる (+ 456ポイント)。この傾向は、環境影響の大きい産業ほど強まる (+ 780ポイント)。 (Blank, H.D. and C.M. Carty; "The Eco-Efficiency Anomaly"; unpublished paper, April 2001)					

突発的イベントと関連づけた研究

1. Klassen & McLaughlin (1996)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1985-1991	好ましい出来事があった96社 と好ましくない出来事があった16社		+	同時
環境に関する受賞の発表は、株式市場で非常に大きなプラス材料になる (企業の市場価値は平均3億9,000万ドル上がる)。環境事故 (漏出、流出、爆発) はマイナス材料 (同平均8,900万ドル下がる)。初めての受賞だと、比較的大きなインパクトがある。また、環境影響の大きい産業では、比較的価格に与えるインパクトが小さい。 (Klassen, R.D. and C.P. McLaughlin; "The Impact of Environmental Management on Firm Performance"; Management Science, August 1996)					
2. Gunthorpe (1997)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
米国	1988-1992	NYSE, AMEX, NASDAQの69社	+	+	同時
違法性の高い行為 (主に環境上の違反に関わる不正行為) は平均的に見て、その発表日の株価に非常にネガティブで特異なインパクトを与える (- 1.33%)。発表前後の5日間と合わせると、計 - 2.32%の影響がある。 (Gunthorpe, D.L.; "Business Ethics: A Quantitative Analysis of the Impact of Unethical Behavior by Publicly Traded Corporations"; Journal of Business Ethics, Volume 16, 1997)					
3. Soppe (2000)					
国 / 地域	研究対象期間	株式の範囲	CFPとの相関性		CFPは先行するか、付随するか
			CSP	CEP	
オランダ	1987-1998	20件の不正行為	+		
非道徳的行為 (主に商取引 環境汚染 差別などの不正行為) の新聞発表前日に、非常にネガティブで特異な影響が出る (- 1.54%)。月単位で観察すると、発表月の異常収益 (アルファ) は - 5.1%になる。 (Soppe, A.B.M.; "Heeft Ethiek een prijs op Beursplein 5?"; Economisch Statistische Berichten (ESB), 10 November, 2000)					

CSP = Corporate social performance、CEP = Corporate environmental performance、CFP = Corporate financial performance
(出所) ABN AMRO Asset Management; "Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios? If so; how and why"; Global Consulting Group, September 2001 より作成。

社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオのパフォーマンスは、従来のポートフォリオと相違があるか、相違があるならばそれはどのような違いか、なぜ相違が生じるのかというテーマを巡っては、多くの研究や議論がなされている途中であるが、最近の趨勢としては以下のような認識が徐々に共有されるようになってきている。

- (a) 社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオのリスクを勘案したパフォーマンスは、従来の株式ポートフォリオと比べて劣ってはいない。
- (b) 短期的（1～2年）には、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオのリスクを勘案したパフォーマンスは、従来の株式ポートフォリオと比べ、かなりばらつきが大きいという傾向がある。
- (c) 投資傾向（成長スタイルや産業、地域といった顕著なバイアス）が、パフォーマンスの違いの大きな要因である可能性がある。

社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオのパフォーマンスについて、最近発表された調査レポート²⁹は次のように結論付けている。

- (a) リスクとリターンのトレードオフという観点から見ると、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオと従来の株式ポートフォリオとの長期的な相違はわずかであり、多くの場合、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオの方がわずかに優れているといえる。
- (b) 短期的には、両者のリスク/リターン・レシオ³⁰の相違は、かなりばらつきがある。
- (c) ポートフォリオの絶対的リスクに関していえば、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオと従来の株式ポートフォリオとの違いは、たいてい小さなものである。
- (d) ポートフォリオの相対的リスクに関していえば、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオのリスクは大きい。例えば、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオのトラッキング・エラー³¹は3%以上であることが多い。

次図は、市場の代表的な株価指数（図中に 〇 で示す）と社会的責任投資の考え方に基づく株価指数（図中に □ で示す）の期間収益率平均（リターン：縦軸）と期間収益率変動率（リスク：横軸）との状況を 1996 年 6 月から 2001 年 6 月の

²⁹ ABN AMRO Asset Management; “Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios? If so; how and why”; Global Consulting Group, September 2001

³⁰ 「リターン1単位に対するリスク」という指標で、数値が小さいほど、同じリスクを負担しながら高いリターンを実現したことを意味し、優れたファンドとみなされる。

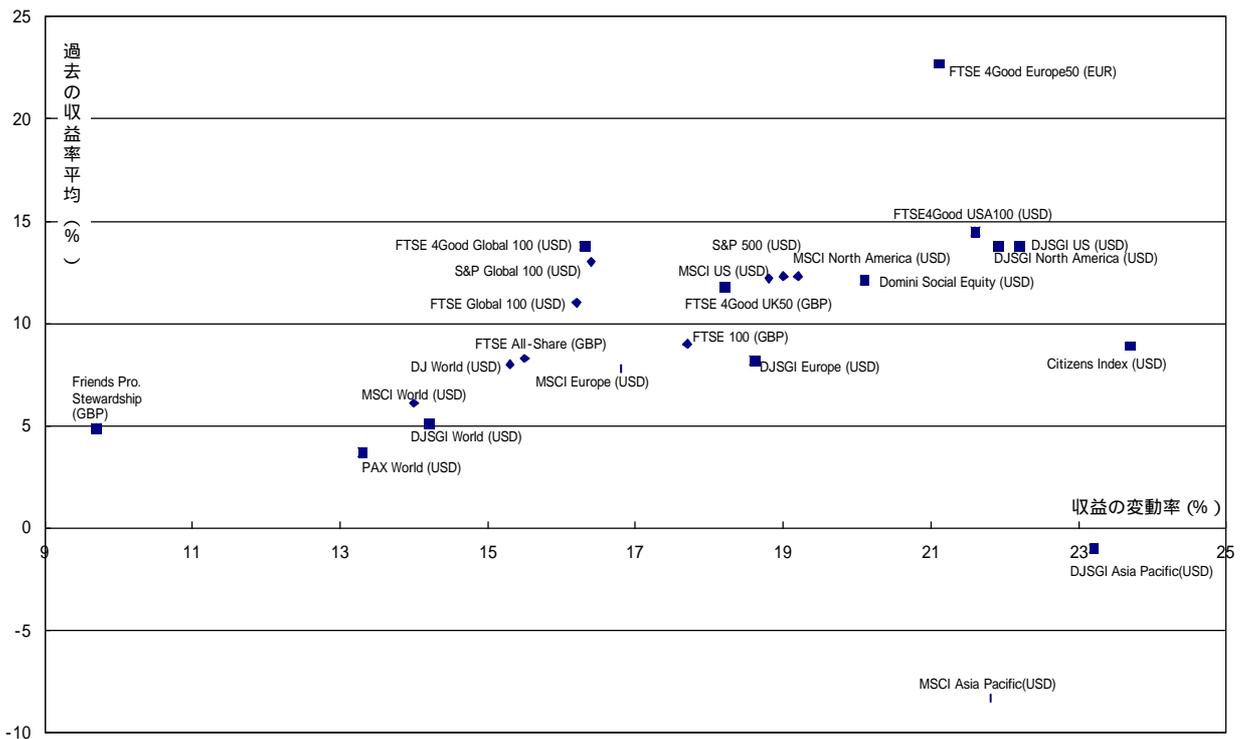
³¹ ファンドの収益率とベンチマークの収益率に対する乖離度合いを表した数値。

期間で測定して作成したグラフである³²。

資本資産評価モデル³³によれば、ある株式ポートフォリオが合理的であるためには、少なくとも市場ポートフォリオに対して、より大きなリターンをより大きなリスクのもとに期待できるか、より小さなリターンをより小さなリスクのもとに期待できるかのいずれかであるとされる。

次図において、ある同一地域の株式を対象とした市場の代表的な株価指数と社会的責任投資の考え方に基づく株価指数のプロットの位置が、多くの場合に左下と右上の関係にあることが確認できよう。このことは、社会的責任投資の考え方に基づく株式ポートフォリオが、多くの場合、市場ポートフォリオより大きなリスクを負担しながら、市場ポートフォリオより大きなリターンを実現しているという意味での合理性を有していることを意味している。

図表 3.4 代表的な株価指数とS R I 株価指数のリスクとリターンの状況



(出所) Larry Chen; “Sustainability Investment / The Merits of Socially Responsible Investing”; UBS Warburg, August 2001 所収のグラフより作成。

³² UBS Warburg; “Sustainability Investment / The Merits of Socially Responsible Investing”; Larry Chen, August 2001

³³ あらゆる情報をもとに資産のリスクを正しく評価できるのであれば、価格はそのリスクによって決定されるとする考え方。

3.2 環境保全型プロジェクト、ベンチャー、新市場に焦点を当てた行動について

3.2.1 オールタナティブ銀行／トリオドス銀行の例

1) 概要

「オールタナティブ銀行」とは、「従来型とは異なった銀行」を意味し、具体的には環境問題や社会問題の解決というような明確なミッションを持ち、そうしたミッションに共感する預金者から資金を調達し、環境問題や社会問題の解決に資する企業やプロジェクトに融資する銀行である（組織の形態として非営利型を採用しているものもある）。

トリオドス銀行は、そうしたオールタナティブ銀行の欧州における代表的な存在である。同行は、1968年にオランダの大手銀行を飛び出した2人の銀行員と、コンサルタント、税理士が「地域経済に貢献し、環境や公共性の高いプロジェクトをサポートする金融機関」を設立したいと財団を作ったことを契機としており、1999年末には112名の従業員を擁し、オランダのほかベルギー、英国に営業拠点を拡大し、2000年末の総資産規模約680億円（投資ファンド等を含めたグループ全体では約1,040億円）にまで拡大している。2000年末の出資者は約6千人に達している。

2) トリオドス銀行の事業内容

同行の顧客への提供サービスは、要求払預金、定期預金、SRI型投資信託のみである³⁴。為替等の決済サービスはコストを増大させるとして行っていない。資本市場からの調達も行わず、顧客からの調達資金をもとに、融資や投資を行う。

図表 3.5 トリオドス銀行の融資対象分野とその比率

項目	1999 年末	2000 年末
社会的ビジネス	23%	17%
自然・環境保全	24%	26%
非収益事業・芸術振興	30%	34%
発展途上国関連	4%	4%
その他	19%	19%

（出所） Triodos Bank, “Annual Review 2000”

³⁴ オランダではこの種の預金残高が急増している。2000年末には、残高で全体の2.3%、対前年比54%増。

融資はプロジェクト向け、企業向けともに行われるが、対象分野はきわめて限定的であり、自然・環境分野はその大きな柱となっている。

1 融資案件ごとの融資規模は、約 1,500 万円程度で、大銀行から敬遠される傾向のある小口融資の担い手として機能しているといえる。また、同行は一定の利益を維持し、年間 3%の配当も実現している。

3.2.2 グリーンファンドシステム（オランダ）の例

1) グリーンファンドシステムの導入経緯と概要

オランダにおいては政府の認定する環境保全型プロジェクトに対する融資あるいは投資から投資家が得る収益について所得税を軽減する措置が講じられている。

オランダでは、所得税を軽減し、法人税を強化する税制改正が進んできた。また、税制と環境保全をいかに結び付けるかの議論が積極的に行われてきた。地下水利用税、埋立税、エネルギー税、土地利用税などの環境税が既に現実のものとなっており、環境保全型設備に対する加速度償却制度がグリーンファンドシステムの前提にあった。

1995 年から実施された当該制度では、まず環境保全型プロジェクトを行おうとする事業者が事業計画書をもって金融機関に投融資の申請を行う。金融機関は自らリスクを審査し、グリーンファンドシステムの要件に適合しているなら環境省に対して認定の申請を行う。環境省では、有識者等を交えた委員会でプロジェクトを主として技術的側面から審査し、認定を下す。認定されたプロジェクトには、各金融機関が設定したグリーンファンド向けの預金または投資信託から融資または出資のかたちで資金が供給される。

この際、投資家が得る収益について所得税を軽減する措置が講じられるので、預金者または投資信託の購入者に対する利子あるいは収益金は、通常より少額でも納得が得られ、同時に環境保全型プロジェクトを行おうとする事業者も、低利での資金調達が可能になるという仕組みである。

現在、この制度に参加している金融機関は 7 機関³⁵があり、1995 年から 2001 年のあいだに、1,500 を超える環境保全型プロジェクトが当該システムのもとで実現して、プロジェクト規模は、20 億ユーロを超える規模となっている³⁶。

³⁵ ABN AMRO Bank, ASN Bank, Fortis Bank, ING Bank, Rabo Bank, Stichting Bank, Triodos Bank.

³⁶ 1998 年からは、オランダ国内のプロジェクトだけでなく、海外のオランダ領地域、東欧諸国、いくつかの発展途上国で実施されるものにも適用されている。

図表 3.6 グリーンファンドシステムによる投融資対象プロジェクト

年	資金供給額 (百万ユーロ)	プロジェクト数	平均規模 (千ユーロ)
1995/96	404	213	1,897
1997	909	396	2,502
1998	504	359	1,405
1999	676	439	1,547
合計	2,574	1,407	1,831

(出所) オランダ環境省

2) 認定プロジェクトの内容

環境省が認定する環境保全型プロジェクトは予め次表のようなタイプが定められている。ただし、その具体的な評価基準は技術革新を勘案して毎年見直されることとなっている³⁷。

図表 3.7 グリーンファンドシステムの認定プロジェクトの内容と実績(2000年)

プロジェクト種別	認定件数	プロジェクト規模 (百万ギルダー)
自然、森林、景観保全	3	154
有機農業	94	97
省エネ型園芸	64	345
再生エネルギー	56	208
グリーン住宅	75	192
自転車舗道整備	1	3
その他	14	64
合計	307	1,045

(出所) オランダ環境省

3) グリーンファンドシステムにおける政府の立場

グリーンファンドシステムによって、政府は補助金を投入するよりもより軽微な財政負担で環境保全型プロジェクトを促進させることが可能になっていると考えている。実際、プロジェクト事業費規模に対して、政府がこのグリーンファンドシステム運営に投じている財政支出額は歳入の減少を勘案しても少なくなっている。補助金制度は、一度始めると肥大化の方向に必ず進むことと、プロジェクトの自立化が阻まれることから、グリーンファンドシステムの方が優れていると考えられる。

³⁷ 銀行が実質的なスクリーニングを行うので、認定委員会で却下される案件はごく僅かである。

プロジェクトが破綻する場合も、時には存在する（過去に事実としていくつかは存在している）。しかし、その場合も一切の債務責任は銀行にあり、政府には遡及されない仕組みとなっている。政府が行うのは、環境保全性の側面からのプロジェクトの認定であり、プロジェクトの事業性を評価する責任はすべて銀行にあるとされる。

4) グリーンファンドシステムの課題

プロジェクトではなく投資される企業を認定するというアイデアは検討当初には存在していた。しかし、業種間の企業の優劣の比較評価はできない、仮に同一業種内で比較をするにしても各企業の事業多角化の状況は大いに異なるので、優劣の比較評価は合理的ではない、同一企業が、オランダ国内と海外とで全くレベルの異なる対策を講じている場合、そのことを評価する客観性に欠けるといった理由から、投資される企業を認定するというアイデアは断念されることになった。

また、環境だけではなくその他の社会的責任の評価項目を加えるべきという意見が、海外プロジェクトにも対象範囲を広げたときから寄せられているが、プロジェクトがあくまで民間事業であるということから、現在までのところ政府が関与しようという情勢にはない。

5) グリーンファンドシステムの将来展望

将来、海外プロジェクトでは社会的責任の側面から認定を行う別の制度が出来る可能性がある。また、オランダでは再生可能エネルギー法が成立する見込で、当該分野は今後も拡大しよう。さらに、排出量の政府買い取り³⁸が導入されており、これも追い風である。

3.2.3 温室効果ガス（GHG）削減の支援

金融機関の京都メカニズムに関連した事業機会としては、一般的に次のような形態が考えられる。

1) 企業融資

温室効果ガス排出削減のための技術的対策には、通常何らかの設備投資が必要となる。これは、当該企業の新たな資金需要となり、銀行からの企業融資の機会を増大させることになる。

³⁸ ERU-PT(Emission Reduction Unit: Procurement Tender) と呼ばれる政府資金による海外からの炭素クレジット (= 排出権) の入札による買付が制度化されている。

2) プロジェクトファイナンス

将来は、あるプロジェクトが、温暖化に関する法規制に晒される状況が予想される。この際、法律を遵守するコストは京都メカニズムの適切な活用によって削減できることになる。仮に国内で法律を遵守するコストが、海外の共同実施やクリーン開発メカニズムに該当するプロジェクトを生み出すコストを上回っている場合には、京都メカニズムの活用は経済的に合理性がある。特に既存プロジェクトのキャッシュフローには、こうした活用は重要なものとなる。こうした背景から、海外の共同実施やクリーン開発メカニズムに該当するプロジェクトが積極的に生み出されることが期待され、同時に銀行からのプロジェクトファイナンスの機会を増大させることになる。

3) 株式価値評価と投資銀行業務

株式価値評価は企業が想定するキャッシュフローにもとづいて行われることは言うまでもない。温暖化に関する法規制やインセンティブ付与は、特にエネルギー関連企業には大きな影響を与える。エネルギー関連企業のキャッシュフローを分析するには、当該企業の将来的な法規制やインセンティブ付与に対する対応戦略を考慮に入れる必要がある。適切な将来の株式価値評価によって、証券会社や投資銀行は収益の機会を獲得することができる。

4) 排出量取引やブローカー業務

排出クレジットのマーケットは相対取引または制度化された取引として成立するだろう。金融機関には、ブローカー業務³⁹が大きな事業機会になる。さらに商品取引や証券取引を行っている投資銀行は排出クレジットや排出枠の自己ポジションによる取引業務を拡大していくことになるだろう。

5) 炭素削減投資ファンド

共同実施⁴⁰やクリーン開発メカニズム⁴¹に該当するプロジェクトは、技術的リスク、経済的リスク、政治リスクが通常のプロジェクトより大きい傾向にある。

³⁹ 委託売買業務。投資家（顧客）から、有価証券の売買の委託を受けて行う業務。

⁴⁰ 共同実施とは、京都メカニズムのひとつで、先進国＋ロシア・東欧諸国間の合意により、温室効果ガス排出抑制のためのプロジェクトを共同で行うことにより達成された削減量を関係国間で配分できる仕組みをいう。温室効果ガスを削減する“手段”に投資した国がその投資先の国から見返りに排出削減単位を獲得できる。

⁴¹ クリーン開発メカニズム（CDM）とは、京都メカニズムのひとつで、途上国・先進国間で温室効果ガス排出削減のためのプロジェクトを共同で行うことにより達成された削減量を、一定の認証手続きを経て関係国間で配分できる仕組み。途上国における温室効果ガスの削減量の一部を自国の削減量として獲得できる。

こうしたリスクを平準化するには、複数の共同実施やクリーン開発メカニズムに該当するプロジェクトに投資する戦略が有効である。こうした投資ファンドを設定することは、銀行にとっての大きな事業機会となる。この際、プロジェクトのリスク評価能力が銀行の付加価値となる。ファンドには、投資家に対して排出クレジットを分配する形態と、排出クレジット⁴²を売却してキャッシュによる配当を分配する形態とがありうる。

以上のような金融機関の事業機会は、英国等が構想している国内取引制度に対しても同様に成立すると考えられる。

金融機関が温室効果ガス（GHG）削減の支援を行っている事例としてはスイス再保険会社の事例がある。同社は従来の機関投資家としての立場と、プロジェクトのリスク評価者としての立場の双方のノウハウを活用して、顧客企業の温室効果ガス削減の支援に積極的に関与する行動を行っている。具体的には、ガス・リスクソリューション・チームを設置し、以下の4つの形態で業務を展開中である。

1) 投資業務

スイス再保険会社は保険資金の運用主体として、世界有数の機関投資家である。このうち80億円をエコポートフォリオとして運用しており、温暖化対策に優れた技術、製品サービスを提供し、経済性にも優れた企業に投資している。

2) 保証業務

排出削減クレジットの買い手に対して売り手の実際の削減に関するパフォーマンスを保証する業務を提供している。こうした保証は初期の相対取引については不可欠のものであるといえる。

3) プロジェクトファイナンス業務

共同実施、クリーン開発メカニズムのプロジェクトでは、プロジェクトリスクマネジメント、保険、追加出資などの豊富な経験が必要である。スイス再保険会社は当該プロジェクトに対するプロジェクトファイナンスに関連して、金融的バックアップの諸サービスを提供している。

⁴²排出クレジットとは、ベースラインから実際の温室効果ガス排出量を差し引いた温室効果ガスの削減量のことをいう。

4) 保険業務

スイス再保険会社は、排出クレジットの取引リスクやGHG専門家責任賠償に対する保険を国内外で提供している。こうした金融商品により、排出量取引に関与するすべての企業のリスク削減に貢献することができる。

3.3 土壤汚染問題等の環境リスクに焦点を当てた行動について

3.3.1 融資審査における環境リスク評価

銀行の融資業務において、融資対象先企業の環境リスクが金融機関の事業リスクに直結するという認識が欧米では共通のものとなっている。そうした融資対象先企業の環境リスクとしては、事業用地における汚染土壌の存在、工場や建物におけるアスベストの存在が特に注目されている。

米国では、スーパーファンド法の存在やフリート・ファクターズ判決（2.1.1に前出）などの影響により、こうしたリスクの経営への影響が強く懸念されており、土壤汚染問題等を審査して融資を行う行動が一般化している⁴³。

融資対象先企業の汚染土壌の存在は、次のような形態で金融機関の事業リスクに結びつくと言われている⁴⁴。

(a) 信用リスク

融資対象先企業が、土壤・地下水汚染の浄化命令を受けて予想外の支出を強いられたり、損害賠償の支払い義務が生じたり、突発的な事故などにより市場のシェアを失う結果、資金繰りに窮し、返済が滞るリスク

(b) 担保リスク

担保設定した土地が汚染されていたため、期待した水準の回収が困難となるリスク

(c) 貸し手責任リスク⁴³

汚染された土地の売却、汚染原因となった企業への経営参画により、金融機関自身の浄化責任が問われるリスク

(d) レピュテーションリスク

環境面もしくは社会的責任面で疑いのある企業に融資を認めたということで、投資家や預金者を失うリスク

また欧州でも、米国に比べると金融機関に貸し手責任リスクが厳格に問われる制度状況はないが、他方、数多くの環境NGOを抱えるなどの背景から金融機関はレピュテーションリスクに敏感であり、土壤汚染問題等を審査して融資を行う行動が広がりを見せている。以下にはパークレーズ銀行（英国）の事例を示す。

⁴³ わが国で2002年2月15日に閣議決定した「土壤汚染対策法案」においては、融資していること、土地に担保設定していることをもって金融機関が土壤汚染に係る調査・対策の責任を問われることはない。同法案については、<http://www.env.go.jp/press/press.php3?serial=3140> を参照。

⁴⁴ 以下に加えて投資銀行業務などでは、M&Aの仲介などに際して環境リスクの存在を見落とすことにより生じる賠償責任などのコンサルティングリスクが指摘される。また、プロジェクトファイナンスなどノン・リコース（non-recourse）型の融資業務においては、プロジェクトに起因するさまざまな環境リスクが細かく審査される。

1) 体制

バークレイズ銀行（英国）は1992年、環境リスク評価の基本ガイドラインを提供するために、融資方針とリスク管理機能を持つ、環境リスク管理チームを設立した。

このチームは、世界規模で展開している融資プロセスに環境リスクの観点を取り入れる責任を持たせた組織である。4人のマネージャーと環境コンサルタントのチームにより多くの専門的ノウハウを蓄積し、融資マネージャーに実務アドバイスやトレーニングを行っている。

このチームの主な取組内容として以下のものがある。

- ・ バークレイ銀行の世界規模で行われている融資の基準やリスクマネジメントのノウハウを活用した包括的な環境リスクガイドの作成とメンテナンス。
- ・ 新しい環境関連法に対応するためのコスト負担などに関するブリーフィング。
- ・ 担保として提供される土地の評価を行う場合や外部の専門家がさらなる環境リスク評価が必要であると判断した土地に関して、鑑定士により作成された土地利用に関するアンケート調査の実施。

融資担当者の啓発も重要な業務で、具体的にはガイダンスノートを作っているほか、ニュースレターの発行、イントラネット上のウェブサイトの作成などを行っている。行内のウェブサイトには産業別の環境リスクの解説が掲載されており、融資担当者がいつでも照会できるようになっている。

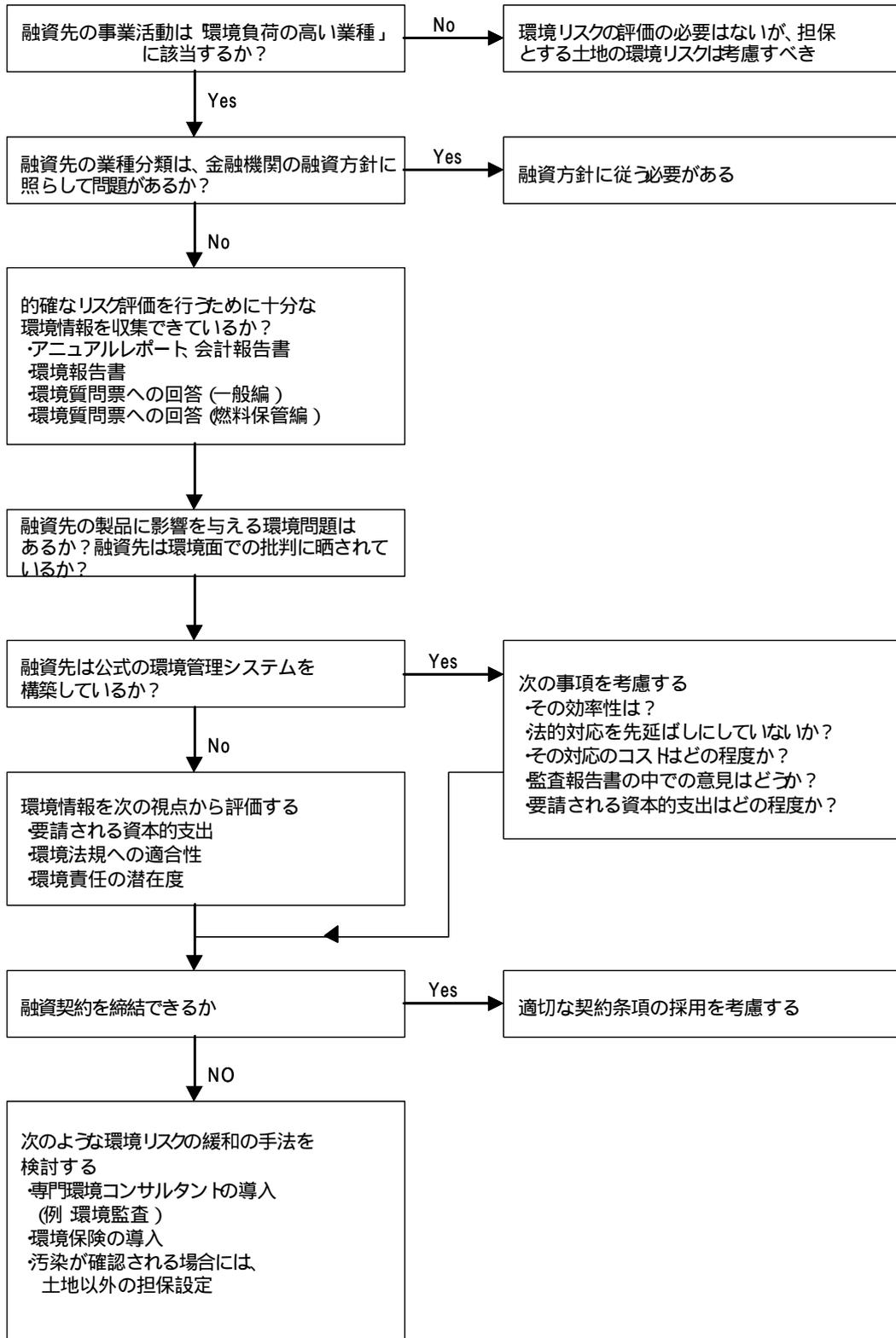
2) 審査プロセス

国内融資業務における具体的な審査の手順は、融資申請をまず業種ごと、貸出種類ごとのガイドラインに照らして判断する。ガイドラインには「廃棄物処理業であれば、規制が変わりやすいから注意が必要なこと、原子力では燃料、発電だけでなく廃棄物やデコミ（原子炉解体・廃棄）も配慮すべきこと」などが記載してある。国際的なプロジェクトファイナンスの場合にはコンサルタントを使う。このときの評価の基準は、世界銀行のアセスメント基準に依っている。7人のスタッフを擁する環境リスク管理チームで年間に6千件のチェックをこなす。

中心は土壌汚染問題で、過去の土地利用地図などをもとにチェックを行う。さらに、問題があればコンサルタントに調査を依頼したり、実際にドリリングするなどして調査している。なお、貸出約定書のなかにも、環境リスクについての具体的な記述がある。

なお、英国における融資先の環境リスク評価の一般的事例を次図に示す。

図表 3.8 英国における環境リスク評価の具体例



（出所） Phil Case, Environmental Risk Management and Corporate Lending, 1999

3) 基本的認識

環境リスクに関する調査の金融機関側ならびに融資対象企業側の費用負担のあり方については、ケースバイケースで判断されている⁴⁵。しかし、基本的には金融機関側は、仮に融資対象企業側が費用負担を行うこととなっても、不十分な環境マネジメントは、必ず将来の事業費を嵩ませることになるとの考え方をもっている。したがって、審査における環境リスク評価は、融資対象企業の将来的な競争力を強化するポジティブな役割を果たすものと位置づけ、融資対象企業の理解を得ることに努力している。また、金融機関のこうした行動が、広く企業の環境マネジメントを促進させる結果に繋がっているという社会的意義も感じている。さらに、金融機関はこうした行動が汚染土壌の修復や、環境管理設備など、取引先企業の投資活動を支援する事業機会拡大にも繋がると考えている。

⁴⁵ ちなみにカナダ銀行協会が発行する顧客向け小冊子では、「費用負担は顧客が負う」と明記されている。

3.3.2 ブラウンフィールド開発プロジェクト（米国）の事例

1) ブラウンフィールドの概要

米国においては、スーパーファンド法が浄化責任の分担や住民合意に関連して、必ずしも順調に問題を解決していないとの認識があり、このため政府は積極的に民間活力導入型の浄化プロジェクトを促進させようとしている。

米国の工場跡地は中心市街地に存在することも多く、そうした地域を再開発することは地域経済活性化の観点からも重要と地方自治体は考えている。しかし、そうした中心市街地の工場跡地が軽微な土壌汚染サイト（もしくは土壌汚染の存在が疑われるサイト（ブラウンフィールド））であることも少なくない⁴⁶。

そこで、地方自治体はこうしたサイトの浄化促進と再開発実現のためにさまざまな支援措置を講じている。その形態は、プロジェクトごと、地方自治体ごとにきわめて多様であるが、要はディベロッパーが浄化費用を支払ってもあまりある開発者利益を手にすることができればプロジェクトは第一義的には成功といえるのであり、このためのディベロッパーならびにプロジェクト資金を供給する金融機関に対する次のようなインセンティブ施策が代表例である。

- (a) サイトを一旦買い取ったあと、安値でディベロッパーに売却する措置
- (b) プロジェクトに対して補助金を投入する措置
- (c) 金融機関からディベロッパーに対する融資に信用保証を行う措置
- (d) 開発に係る費用、利益に対して優遇的な税制を適用する措置

2) The Environmental Bankers Association (EBA)の提言

1996年、米国の銀行家有志をメンバーとするEBAは、ブラウンフィールド開発プロジェクトを銀行界が積極的に役割を果たすべきテーマと位置づけた上で、融資が銀行に新たに貸し手責任を負わせることのないよう、制度をより明確化するよう連邦政府に提言している。

3) バンク・オブ・アメリカの事例

バンク・オブ・アメリカは“ SMART GROWTH BUSINESS PRACTICES ”というネーミングのもとで、持続可能な都市の再活性化を支援している。ブラウンフィールド開発プロジェクトに対する取組もその一環であり、同行は、中心市街地にある遊休土地が再び活用されることで、雇用並びに税収入を生み出すことができ、さらにはそうした再開発が都市のスプロール化⁴⁷を是正することができ

⁴⁶ 連邦会計検査院の推定によれば、こうしたブラウンフィールドは全米で450,000箇所以上のぼると報告されている（1996年）。

⁴⁷ 都市の中心部に遊休地が増える一方で、住宅・店舗用地として郊外の開発が進むこと。

るとの考えを持っている。

2000年、同行は「環境サービス部」、「コミュニティ開発銀行部」が協力して、ブラウンフィールド再開発に対する金融サービスを継続して提供している⁴⁸。また、経済的に魅力的な再開発を可能にするために、地方自治体や連邦政府と積極的な連携をとっている。

4) 保険の果たす役割

不確実性を多く含むブラウンフィールド開発において、さまざまなリスクを軽減する上で最も重要な役割を果たすのは保険であると考えられる。ブラウンフィールド開発に係る環境保険には、以下のような種類がある。

- (a) 環境汚染賠償責任保険 (Pollution Legal Liability Insurance)
...事業現場からの汚染物質排出に起因するコストをカバーする。裁判費用を含む。
- (b) 土壌浄化費用超過保険 (Remediation Stop-Loss Insurance)
...実際の浄化コストが当初予測を上回った分をカバーする。
- (c) 請負業者環境汚染賠償責任保険 (Third Party Claims Protection)
...浄化作業中に生じた問題の汚染除去業者に対する責任のすべてをカバーする。
- (d) 浄化保証保険 (Remediation Warranty Coverage)
...浄化作業が終了した後、追加的な浄化が必要になった場合のコストをカバーする。
- (e) 担保価値保証保険 (Lender's Collateral Loss Insurance)
...担保となっている土地の価値の下落をカバーする。

⁴⁸ ただし、実際の融資残高等は同行の環境報告書でも公表されていない。

3.4 組織内の環境負荷低減に焦点を当てた行動について

金融業は、大規模な汚染を発生させる業種でないことは明らかであるが、事業の規模を考えるとその環境負荷は無視できるものではなく、ヨーロッパの金融機関はこの問題に強い関心を払っている。

特に、顧客に対して環境配慮を求めている立場にあることから、自らの行動にも環境配慮を織り込んでいかざるを得ないという背景がある。

組織内の環境負荷低減については、購入するものに関する環境負荷（電力など）、内部の活動に関する環境負荷（輸送など）、排出されるものに関する環境負荷（二酸化炭素排出量など）という3つの分類で捉えることが有効である。

3.4.1 エネルギー

クレディスイス銀行は「環境パフォーマンス指標」を開発し、自行の環境負荷の測定に役立てている。これによれば、「エネルギー」は環境負荷全体の90%を占めると報告されている。また、UBSも同様の結論を導いている。これは、暖房、照明、電気機器、エアコン、換気扇などのエネルギー使用が原因であり、1980年代に銀行界はオフィスのエネルギー経費を切りつめる努力を行っていたが、オフィス機器の増大でエネルギー消費は上昇の一途を辿ってきた。

スイス銀行協会は、エネルギー消費削減の余地を10~40%と見積もっている。オランダでは、銀行の電力消費量は5億5千万kWh、ガス使用量は7千2百万立米であり、エネルギー消費削減の余地は38%と見積もられている。オランダ銀行協会は政府とのあいだで、2006年までに95年比で25%のエネルギー使用削減を約束する協定を締結している。

エネルギー消費削減は、組織、技術、従業員の行動の3つが合わさって達成される。特に既存、改築、新設を問わず主要な建物は常にモニターされている。こうした取組の結果、例えばUBSではスイスにおけるエネルギー消費を1990年から1997年のあいだに18%削減しており、パークレー銀行では1979年から1999年のあいだに33%削減している。

加えて風力、太陽光、地熱、バイオなどの再生可能エネルギーの活用も金融業の注目を集めている。ドイツ銀行に代表されるように多くの銀行が既に太陽光エネルギーを活用しており、クレディスイスのように、暖房用のエネルギーの3%を2004年までに再生可能エネルギーに転換するとの目標を掲げているところもある。グリーン電力の活用も行われている。ラボ銀行は、380ヶ所のATMをグリーン電力で稼働させている。

3.4.2 廃棄物

エネルギーに続く問題は、廃棄物である。特に金融業では紙ゴミが多い。INGグループでは66%を、アムロ銀行では50%を、クレディスイス銀行では57%を、UBSでは49%を紙ゴミが占める。一方、危険な廃棄物というのは全体の6~8%程度に過ぎない。

スイスの一般的な銀行員は年間に150~300kgの紙を使う。多くの銀行は既に環境に優しい紙を便箋や封筒に使うようになっている。アムロ銀行は郵便物を一度に送る等の取組をしている。ロイズ銀行の調査では紙の消費の三分の一はマーケティングのための印刷物だったという結果もある。インターネットバンキングはこうした観点からも推進されているといえることができる。

ゴミの分別も取組が進んでおり、アムロ銀行は2000年には68%の分別回収を実現している。生分解性の銀行カードの開発も進んでいる。銀行カードは世界で5億枚が流通しているといわれ、環境負荷の軽減が期待される。オランダでは既に銀行カードのリサイクルが実施されており、95%が現実にリサイクルされている。

3.4.3 オフィス

組織変更が頻繁に起こることに対応し、モジュラー型のビルが相次いで採用されるようになってきている。また、雨水の使用、窓スペースの削減や太陽光の利用などによる省エネルギー化、リサイクル再生品を活用した内装などにも同時に配慮がなされている。INGグループが1999年にアムステルダムに建設した本社オフィスは「持続可能型」の建築の実践であると評されている。

3.5 環境コミュニケーション行動について

3.5.1 環境報告書⁴⁹の発行状況

1) 概況

欧米において、一般的に企業が環境配慮行動を強化している背景には、ステークホルダーからの強いプレッシャーを感じているという状況がある。

環境配慮が足りないという批判が、常に環境NGOなどから提起され、これがマスコミ等の報道と連動してイメージが低下すると顧客の喪失に繋がるという危機感が金融機関にはある。さらに、株主の株式売却などを通じて株価の下落に繋がると、世界的な金融再編の潮流のなかで企業買収の対象となる可能性を広げるといふ危機感も金融機関にはある。

このため、金融機関は自らの環境配慮行動を積極的なコミュニケーション活動を通じて組織内外にアピールしているのが現状である。ただし、その形態は多岐に及ぶため、以下では環境報告書の発行状況を中心に分析を行う⁵⁰。

2) 欧米における銀行の環境報告書の発行状況

イギリスでは、オールタナティブ銀行である Co-operative Bank がユニークな報告書を発行しているほか、多くの大手行が環境情報開示に積極的である。

スイスは、VfU、EPI-Finance 2000 に準拠するかたちで情報開示をおこなう傾向が強い。Credit Suisse、Zürcher Kantonalbank、UBS の3行で国内の主要なシェアを占めるが、これらはともに環境報告書を発行している。

ドイツは、環境報告書の発行が最も浸透している国であると思われる。必ずしも VfU、EPI-Finance 2000 に準拠するかたちではないものの、情報開示の内容は比較的統一されている。また、環境報告書の発行に至っていなくても、環境に関する情報を Web 上で提供するなど、環境コミュニケーションには積極的である。

オランダでは、環境報告書の発行を義務づける法律があるが、金融機関はその対象外となっている。それでも積極的に情報開示をおこなっている大手金融機関は多い。また、トリオドス銀行はオールタナティブ銀行として環境配慮や社会倫理の実践を企業のコンセプトとするユニークな年次報告書を発行している。

米国、カナダでは、Bank of America Corporation、シティバンク銀行、Canadian Imperial Bank of Commerce を除き一般に環境報告書発行の動きは鈍い。

⁴⁹ ここで取り上げた環境報告書には、広く企業の社会的責任に関する項目を含む報告書を含む。

⁵⁰ イタリアの UniCredito Italiano Group の環境報告書は、143 頁もの構成で発行されている。

図表 3.9 欧米銀行の環境報告書の発行事例

	銀行名	ホームページでの公開状況	UNEP金融機 関声明署名
英国	Abbey National plc Barclays Bank PLC Co-Operative Bank Plc Lloyds TSB Bank Plc Royal Bank of Scotland plc Triodos Bank UK		
スイス	Credit Suisse Zürcher Kantonalbank UBS AG	印刷物のみ	
ドイツ	Bayerische Hypo-und Vereinsbank Bayerische Landesbank GZ Commerzbank AG Deutsche Ausgleichsbank Deutsche Bank AG Dresdner Bank AG KfW Landesbank Belrin Landesbank Baden-Württemberg	不明 印刷物のみ 不明 印刷物のみ	
オランダ	ABN AMRO Bank N.V. ING Group Rabobank Nederland Triodos Bank	印刷物のみ 印刷物のみ	
米国	Bank of America Corporation		
カナダ	Canadian Imperial Bank of Commerce		
その他の事例 (参考)			
英国	CGNU (保険)		
ドイツ	Allianz(保険) Munich Re (保険)		
スイス	Swiss Re(保険)		
ノルウェー	Storebrand (保険)		
日本	滋賀銀行 東京海上火災保険 三井住友海上火災保険 安田火災海上保険 日興コーディアル証券		

(出所) 各社への問い合わせやインターネット・ホームページから作成。

3) 欧米における損害保険会社の環境報告書の発行状況

一方、損害保険会社においては、銀行以上に環境コミュニケーションに熱心であり、CGNU（英国）、Allianz（ドイツ）、ミュンヘン再保険会社（ドイツ）、スイス再保険会社（スイス）、Storebrand（ノルウェー）が充実した報告書を出している。

3.5.2 環境報告書の記載内容

上記の調査で確認できた環境報告書に対して分析を加えると、その記載内容は概ね以下の6つの類型に分類することができる。

- (a) コンセプト：経営者による緒言、コミットメント、環境方針、組織体制、など環境問題に関する企業の取組姿勢、考え方に関する言及。
- (b) プロダクト：投融資、コンサルティングなど金融機関の本業部分におけるビジネスとしての環境への取組に関する言及。
- (c) オペレーション：事業運営、オペレーションにかかわる部分での環境への取組に関する言及。
- (d) コミュニケーション：外部ステークホルダーとの環境に関するコミュニケーション、業務範囲以外での環境への取組、環境保全活動団体などへの支援活動に関する言及。
- (e) ソーシャル：環境問題の枠を超え、より広い範囲での社会貢献活動、支援活動、社会的責任に関する言及（文化・福祉関連活動への支援、従業員の教育・雇用・職場環境、健康問題、障害者・貧困諸国への支援、など）。
- (f) その他：企業情報、環境問題に関する一般情勢、報告書のサマリーなど。

以下には、代表的な環境報告書における構成ページ比率を示す⁵¹。

⁵¹後述するV f U (Verein für Umweltmanagement in Banken, Sparkassen und Versicherungene)では、「金融機関の環境報告書 (Environmental Reporting of Financial Service Providers)」というガイドブックを発行している。このガイドブックには、優良な環境報告書の雛形として以下のような構成立てが紹介されている。

- (a) 一般情報、環境方針 (General Information, Environmental Policy)
- (b) 環境マネジメントシステム (Environmental Management System)
- (c) 操業上の環境配慮 (Operating Ecology)
- (d) 金融商品に関する環境配慮 (Product Ecology)
- (e) コミュニケーションと利害関係者との対話 (Communication and Dialogue to Stakeholders)
- (f) 要約 (Summary)

図表 3.10 代表的な環境報告書の記載内容

		総ページ数	記載項目の比率					
			コンセプト	プロダクト	オペレーション	コミュニケーション	ソーシャル	その他
Deutsche Bank Sustainability 2000	ドイツ	46	15%	28%	11%	20%	7%	20%
Dresdner Bank Taking sustained action for the environment and society The Dresdner Bank AG Report 1999	ドイツ	39	13%	13%	21%	8%	21%	26%
KfW Environment Report 2000	ドイツ	80	14%	34%	34%			19%
Hypo Vereinsbank Environmental Report Promoting Sustainability 2000	ドイツ	33	24%	24%	27%	3%		21%
UBS Environmental Report 2000	スイス	15	13%	33%	33%			20%
CREDIT SUISSE Environmental Report 1999/2000	スイス	69	17%	26%	22%	13%		22%
Bank of America 1999 Environmental Progress Report	米国	29	21%	7%	21%	24%	3%	24%
BARCLAYS Social and environmental report 2000	英国	32	13%	6%	13%		38%	31%
The CO-OPERATIVE BANK The Partnership Report 2000	英国	88	14%	3%	15%	14%	17%	38%
ABN-AMRO Environment report 1998-2000	オランダ	42	17%	19%	50%			14%
Allianz Environmental Report 4	ドイツ	51	6%	16%	41%	18%	4%	16%
滋賀銀行 しがぎん環境レポート2001	日本	7	43%	14%	29%	14%		
安田火災海上保険 安田火災 環境 社会レポート2001	日本	46	15%	9%	15%	17%	20%	24%
日興コーディアル証券 サステナビリティ レポート 2001	日本	25	38%	21%	17%	17%		8%

(出所) 各社環境報告書から作成。

3.6 各機関共通の認識形成に焦点を当てた行動について

欧州においては、これまで複数の金融機関が連携して、金融機関の環境配慮行動促進のために、共通の考え方の枠組み（本稿ではこれをガイドラインと呼ぶ）を構築しこれを共有する努力が見られる。また、いくつかの例では政府機関が積極的にこうした取組を支援している。以下では、そのうち主要な事例を概観する。

3.6.1 スイス銀行協会の事例

1992年の国連環境計画（UNEP）「銀行による環境及び持続可能な発展に関する宣言」を契機として、「環境保護は重要なことではあるが、それでは銀行は一体何をすべきなのか」との問いに対する回答として、スイス銀行協会は独自のガイドライン「金融機関の環境マネジメント（Environmental Management in Financial Institutions）」を1997年に制定した。

このガイドラインは、スイス銀行協会に加盟する90の銀行により作成されたもので、環境マネジメント導入のためのステップが下記の5つのパートにより示されている。

- (a) 環境への配慮をした銀行業務
- (b) 融資業務での配慮
- (c) 証券業務での配慮
- (d) コミュニケーションのあり方
- (e) 組織のあり方

このガイドラインでは、銀行が直面する環境リスクを、汚染サイトに起因するリスクと環境配慮型商品への市場の志向や環境関連法制度、世論などに起因する「更なる環境リスク（Further environmental risks）」に分類している。汚染サイトの問題が借り手の資産減価、修復等のコスト増、収益機会の逸失などを招くことにより、銀行の信用リスクや与信保全に影響を与えるほか、競売などにより銀行が所有している資産についても汚染が判明した場合には所有者責任が発生する危険性を例示しており、銀行にとって汚染サイトに関するリスクがもっとも重要なものであるとしている。

一方で、環境リスクに対処することにより、新たな環境ビジネスのチャンスが広がることの可能性についても言及している。さらに、リスク評価の基本的プロセスを公表することにより、借り手にもメリットを与えるとしている。

なお、ガイドラインの策定には、国連環境計画（UNEP）が全面的に支援を行っている。

3.6.2 VfU の事例

VfU (Verein für Umweltmanagement in Banken, Sparkassen und Versicherungen)は、ドイツの銀行・保険会社から構成されるグループで、金融業における環境マネジメントの推進を目的として1994年に結成された。

1998年にVfUは、「金融業における環境マネジメント(“Time to Act / Environment Management in Financial Institutions”）」と題するガイドラインを取りまとめている。これは金融機関の環境マネジメントのあり方を中心に論じているが、とりわけ金融機関内部の日常業務に関する環境配慮のあり方に多くのページを割いている⁵²。

当該ガイドラインでは、日常業務の範囲を明確にし、その範囲におけるインプットとアウトプットの側面からマテリアルフローを重視しており、ドイツにおける金融機関の環境配慮範囲に関する一般的な考え方を示している。

図表 3.11 VfU ガイドラインの示す環境配慮を講じるべきインプット・アウトプット項目

インプットデータ	把握単位	アウトプットデータ	把握単位
1. 固定資産		1. 固定資産	
土地	m ²	土地	m ²
建物	m ²	建物	m ²
設備・施設	個 or m ²	設備・施設	個 or m ²
技術装置	個	技術装置	個
OA 機器	個	OA 機器	個
2. 流動資産	Kg	2. 流動資産	
用紙	Kg or 個	容器包装の生産	Kg
文房具	Kg or 個	補給品	Kg or 個
宣伝用品(花などの届け物)	Kg or 個	宣伝用品	Kg or 個
電子データメディア	Kg or 個	電子データメディア(IDカードなど)	Kg or 個
届いた郵送物	Kg	容器包装	Kg or 個
事業運営にかかるリソース(人材など)	Kg or 個	ビジネスパーティ(宴会)	L or Kg
日用品(電球など)	Kg or 個	贈与の種類	Kg or 個
容器包装	Kg or 個		
食料品	Kg		
3. 水		3. 水	
上用水	Kg	汚水・下水	Kg
雨水	Kg	蒸発水(冷却塔など)	Kg
地下水・表流水	Kg	漏水	Kg
4. エネルギー		4. エネルギー	
電気	kWh	エネルギーロス	kWh
暖房	kWh	売電	kWh

⁵² <http://www.vfu.de/publish.timetoact.html>。本ガイドライン作成にあたったワーキンググループの構成金融機関は Allianz Versicherungs AG, München, Vereinsbank AG, München, Bayer. Hypotheken- und Wechsel-Bank AG, München, Landesbank Berlin, Landesgirokasse Stuttgart, RheinLand Versicherungs AG, Neuss, Stadtsparkasse München。

ガス	kWh		
石油	kWh		
再生エネルギー	kWh		
5 . 空気	Kg	5 . 空気	
		二酸化炭素の排出量	Kg
		6 . 廃棄物	
		リサイクル用の紙	Kg
		紙以外のリサイクル	Kg

(出所) VfU, “Time to Act / Environment Management in Financial Institutions”

このガイドラインの作成にあたっては、ドイツ連邦環境省が全面的な連携、協力を行っている。

3.6.3 EPI Finance2000 の事例

1999 年秋から 2000 年秋にかけて、11 のスイスならびにドイツに本店を置く金融機関が金融業界のための環境パフォーマンス指標として EPI-Finance 2000 / Environmental Performance Indicators for the Financial Industry と題するガイドラインを作成した⁵³。

金融機関の内部的な環境配慮については、既に VfU がまとめたガイドラインがあり、それをインジケータ化(電力消費量、熱消費量、水利用量、紙消費量、廃棄物、業務輸送、二酸化炭素排出量)すればよいが、金融サービス自体のパフォーマンスを作成し、共通化したいというのが基本的な問題意識となっている⁵⁴。

これを受けて、本ガイドラインでは 商業銀行業務、投資銀行業務、資産運用業務、保険業務の 4 つの業務領域を想定し、指標が設定されている。商業銀行業務を例にとれば、指標の内容は以下の通りである。

【指標群 1】環境関連ポストと部署

- 1 a フルタイムベースでの、全社のポスト数
- 1 b フルタイムベースでの、環境問題に何からの関係を有する業務ポスト数
- 1 c フルタイムベースでの、環境対策を担当する業務ポスト数

【指標群 2】環境マネジメントに関する研修

- 2 a 環境マネジメントに関する研修を受けた従業員数
- 2 b 環境マネジメントに関する研修を受けた従業員の延べ時間数

⁵³ <http://www.epifinance.com/report.htm>

本ガイドライン作成のワーキンググループに参画したのは、Bank Sarasin & Co、Credit Suisse Group、Deutsche Bank AG、Gerling Konzern、HypoVereinsbank、RheinLand Versicherungen、SAM Sustainability Group、Swiss Re、UBS AG、Victoria Versicherungen、Zürcher Kantonalbank であり、E2 Management Consulting AG というコンサルタント会社が協力している。

⁵⁴ 金融機関には、顧客に情報開示を迫っている手前、自らの取組を進める必要があるとの認識がある。

【指標群 3】環境マネジメントに関する監査

- 3 a 環境マネジメントに関する監査の回数
- 3 b 環境マネジメントに関する監査の延べ時間数
- 3 c 環境マネジメントに関する監査の聞き取り対象となった従業員数

【指標群 4】(商業銀行)中核業務の環境側面

- 4 a 貸借対照表上の融資総額もしくは融資件数
- 4 b 貸借対照表上の環境問題に関連する融資総額もしくは融資件数
- 4 c 貸借対照表上の簡易環境評価を実施した融資総額もしくは融資件数
- 4 d 貸借対照表上の詳細環境評価を実施した融資総額もしくは融資件数

【指標群 5】(商業銀行)パイオニア、技術革新に対する融資

- 5 a 環境保全の観点からの効果を持つ案件への融資件数
- 5 b 環境保全の観点からの効果を持つ案件への融資総額

実際に、このガイドラインの策定に参画した金融機関の環境報告書では、当該指標に基づく情報開示が積極的に行われている。

図表 3.12 UBS における EPI Finance 2000 をもとにした情報開示の事例

【グループ全体】

従業員	単位	1999年	2000年
UBSグループの従業員	職数(パートタイムも100%に換算)	49,058	71,076
業務で環境側面と関係を有する従業員	職数(パートタイムも100%に換算)	不明	不明
環境管理部門の従業員	職数(パートタイムも100%に換算)	2.5	3
従業員数はすべて、2000年12月31日時点。			
外部監査	単位	1999年	2000年
外部環境監査	行われた監査数	69	9
監査を受けた従業員	従業員数	82	14
監査時間	時間(監査数×平均監査時間)	68	15
監査は、(株)SGS International Certification Services社によって行われた。			

【UBSアセット・マネジメント部門】

従業員	単位	1999年	2000年
UBSアセット・マネジメント及びUBSスイス・プライベート銀行部門の従業員	職数 (パートタイムも100%に換算)	9,832	10,545
ビジネスの過程で環境側面を扱う従業員	職数 (パートタイムも100%に換算)	-	-
環境アナリスト部門の従業員	職数 (パートタイムも100%に換算)	7	7
従業員数はすべて、2000年12月31日時点。環境アナリスト部門には外部委託先を含む。			
社内教育	単位	1999年	2000年
環境問題に関連した研修	研修を受けた従業員数	266	926
研修時間	延べ時間 (研修を受けた従業員数×平均研修時間)	-	475
社内監査	単位	1999年	2000年
環境監査	監査を受けた従業員数	11	0
監査時間	時間 (監査数×平均監査時間)	-	0
運用資産	単位	1999年	2000年
UBSグループ全体の運用資産	10億スイス・フラン	1,744	2,469
SRI型運用資産	100万スイス・フラン	627	901
革新的企業への投資	単位	1999年	2000年
革新的製品・サービスを有する非上場企業	投資先企業数	1	1
投資規模	100万スイス・フラン	1.5	2.25
エコファンドの運用パフォーマンス	単位	1999年	2000年
運用パフォーマンス	%	Eco Perf: 47.7	Eco Perf: 1.7
		Eco JPN: 10	Eco JPN: -18.6
ベンチマークするインデックスに対する相対的運用パフォーマンス	%	Eco Perf vs. MSCI: +1.7	Eco Perf. vs. MSCI: +15.7
		Eco JPN vs. TOPIX: - 0.1	Eco JPN vs. TOPIX: +8.7

Eco Perf とは、UBS (レクセンブルク) 株式ファンド「エコ・パフォーマンス」

Eco JPN とは、UBS (日本) 株式ファンド「エコ博士」

(出所) UBS “UBS2000: environmental performance in figures-Banking”から抜粋して作成。

3.6.4 Forge の事例

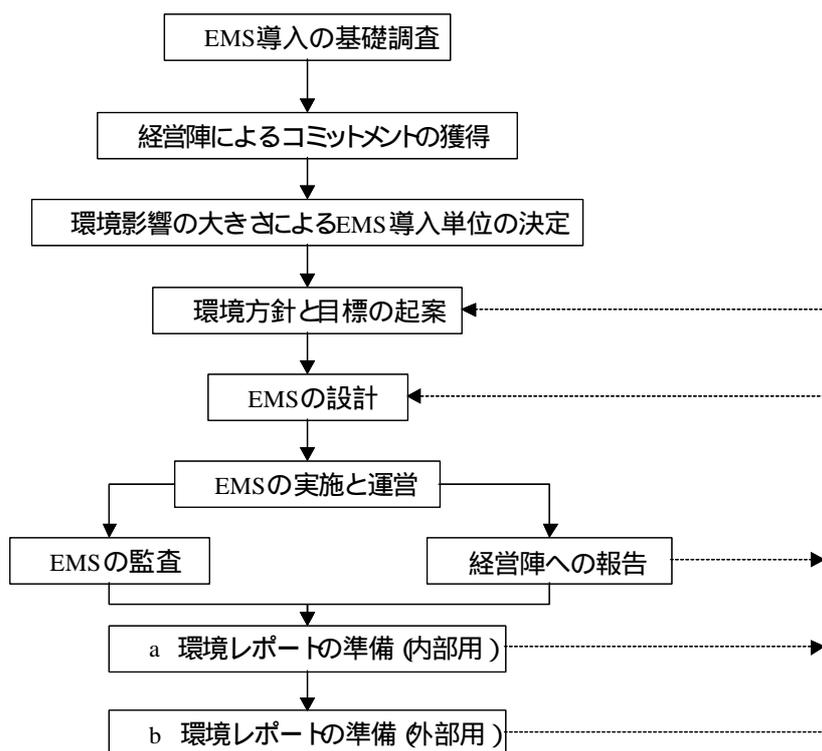
英国の銀行と保険会社は 2000 年に、FORGE と呼ぶグループを結成し、金融機関が導入すべき環境マネジメントシステムのあり方についての “Guidelines on Environmental Management and Reporting for the Financial Services Sector” と題するガイドラインを作成、発表した⁵⁵。

FORGE は、金融機関における EMS 導入に対して、以下のような意義を強調している。

- 戦略 : 環境関連商品開発によってブランド力がもたらされること
- マネジメント : リスク管理の強化されること
- 日常業務 : 業務効率の改善によるコスト効率の改善されること
- 報告 : 環境リスクの自己評価を行うことが可能になること

本ガイドラインでは、次に示す 9 つのステップを順に実践していくことで、EMS および環境報告が実施可能であるとしている。

図表 3.13 EMS 導入における主要なステップ



(出所) Forge, “Guidelines on Environmental Management and Reporting for the Financial Services Sector”

⁵⁵ <http://www.abi.org.uk/forge/ForgeText.htm>。グループの構成金融機関は The Abbey National Bank, Barclays, CGNU, Lloyds TSB Bank, Prudential, The Royal Bank of Scotland, Royal & Sun Alliant, コンサルタントとして PricewaterhouseCoopers が参加している。

この EMS 導入手順では、現状把握の優先、優先順位の明確化、経営陣の関与が強調されている点が特徴的である。

なお、策定に当たっては、英国貿易産業省が資金的援助を行うとともに、環境・交通・地域省が協力している。