

2021年4月1日

「金融の新課題 その二」

公益財団法人 国際通貨研究所
理事長 渡辺 博史

先月に続いて、「金融実務」についての素人の眼から、金融に関するこれからの動きについて考えてみたい。

インパクトというものが判断因子に付加されると先月述べたが、その有力な一環として「Green」なるものが挙げられる。GHGのときのGreenにはそれほどのプラス・イメージは無かったが、今は、無数のプロジェクトにGreenの冠が付され、これが付くか付かないかが白黒というか善悪の評価そのものになっている。

これ自体は、「流れ」としてやむを得ないものであるが、それへの対応の吟味はもう少し詰めた方が良いと思う。

先ず、資金の調達面でのGreenの意義を見ると、お金はFungibleである以上、Green Bondの発行であろうと、Green貯金の受け入れであろうと、それは追加的な調達が可能になったということに過ぎず、当該資金はGreenな案件にあてられたとしても、既往の旧来方式で調達された資金がそれを受けて他の「非Green」案件に向けられるだけである。総量一定で中身の異動が起こったということであれば、全体として「資金調達のGreen化」が生じたと言えるが、現状をみるとなかなかそうはなっていない。これは、一般企業においても金融業においても、同じ課題である。今後を考えると、調達の条件自体が、Green化の程度によって変動する（計画よりもより高度なGreenインパクトを当該資金の対象案件がもたらしたと判定されたら、条件が変わり、より低利、長期になる旨が当初契約に明確に記載されている、など）ものにならないと、Green認定がもらえなくなる可能性は高い。流行のように、提起されているGreen案件の多くは、残念ながら、まだGreenwashing（「なんちゃってGreen」）の域を出ていない。Green認定基準の動きに留意して、対象案件、条件設定などについて早めに判定基準、行動ルールの策定をする必要があるだろう。（まあ、Brown案件をGreen案件に置き換えるための投資にあてられる資金は、あまり厳密に言わなければ、一般的にGreen資金と認められようが。）

次のポイントは、総事業活動量、総融資額の中でのGreenのウエイトが上がっていくこと自体は推進されて良いが、「非Green」、すなわち「Brown」の領域への対応も速やかに行う必要があるだろう。既往の、というか過去の判断で始められているもので、現在（あ

るいは将来)の**Green**認定基準に当てはまらないものをどうやって処理していくかは、かなり複雑な構成の組み立ても含めて考えて行く必要がある。しかも、その総量は膨大である。良く例に挙げられる石炭火力発電のプロジェクトについていえば、近時は、そのリスクを事業者＝債務者の全体の財務力から切り離すためにプロジェクト・ファイナンス方式で融資が行われる場合が多くなっていた。個別の対象プロジェクトの分析、判定が精緻に出来ていれば、当該プロジェクトとは無縁の他の事業の成否によって起こりうる事業者＝債務者の総合財務力の変動、劣化に巻き込まれることなく、債務償還の確実性が見込めた。しかし、今や、プロジェクト自体が、「非**Green**」と認定される結果として、当初の計画年数よりも早く業務を停止せよというプレッシャーが増していくと思わざるを得ない。その際、その期間短縮に対応する処理をどうするかを事業者、融資者が共に考える必要がある。事業者にとっても、固目に見積もった「耐用年数」を超えたところの運転で、「超過利益」を見込めたものだが、逆に短期化を求められるようになる時への対応は、その事象が付保の対象にはなっていないだろうから、真剣かつ前広に行う必要がある。(この、より長く使えるかもという期待も、実は気候変動の深化の中で、難しくなっている。多くの国で、建設、原料搬入といった点から、水運に依存するために立地が沿岸に定められているケースが多い。しかし、温暖化による海面上昇が起こった場合には、施設水没の危険にさらされ、かさ上げは無理だとしても、周りを囲む護岸、堤防の建設が必要となるため、そのコスト増の負担という観点から、終期を伸ばすのではなく、これを早めてしまおうという計算も出て来る。)

次の課題は、仮にプロジェクトの稼働年数は当初の予定通りに維持できたとしても、融資者の立場から見ると、「非**Green**プロジェクト融資の総融資に占める割合」が企業イメージの世界で大きなマイナス指標となるとすれば、その削減を考える必要が生じる。極端なケースを考えれば、「非**Green**企業向け融資の割合が高い金融機関とは縁を切る」といった動きも起こり得よう。しかし、非**Green**企業向け融資を削減するにしても、まとめて債権放棄してしまおうということが可能な主体は多くは無いので、まずは自らのポートフォリオから外すことを考えることになるだろう。その場合、通常ならば、債権譲渡なり証券化を通じて、新たな資金の出し手に債権を売却していくことになるが、「非**Green**」案件への資金提供を増やそうという志向を持つ出し手がそう簡単に出て来るとは想定し難い。

海外案件で、現地の電力需要を賄うために必要という公式の依頼を受けて融資した**Brown**案件であれば、これらの国にも貯蓄の高まりに応じてファンドが形成されることもあろうし、国営の電力会社に配電する案件であれば、対応について当該国政府と協議することも考えられよう。しかし、その場合でも、**Green**を重視する傾向が強まっていく状況の中では、想定されるこれらの新しい出し手も「非**Green**」案件向け融資債権の部分取得にはなかなか食指が伸ばせない恐れが大きい。勧誘するためには、当初の契約利回りよりも高い利回りを提示しないと交渉が始まらない可能性もあり、その場合には当初の出し手は自らの受取利子を放棄して、その額を新しい出し手の受取に上乗せする、あるいは自らの元本受取り分をあきらめて、元本返済分にも額面を超えたボーナスを載

せるといった譲許が必要な場合も起こりうる。ここまで行くと、これはある意味で、債権放棄を部分的にすることに等しいのである。

また、国内での Brown 案件についても、様々な問題が生じてくる。企業、個人の世界で、より Green 選好が高まると、例えば電気であれば、「再生可能なエネルギーで生産された電力」のみを使いたいという動きが強まってくる。今や、購入の電気単位ごとに、「いつ、どこで、どうやって」発電したかを記した Tag を付与できるようになっているそうである。今までは消費電力＝提供電力の総量と価格のみで行われていた消費判断が、今後は大きく変容してくる。「石炭火力による電気」、あるいは「原子力発電による電気」は要らない、使いたくないという選好が働く可能性があるということである。電力自由化の過程を経験する中で、会社ごとに価格が違うことには、市場も順応し始めたが、これからは複数の発電技法を持つ会社の場合には、発電技法によって異なる複数価格表を持つことになろう。Green な電気は高く売れ、非 Green な電気はダンピングしないと売れないという状況に向かっていくのかも知れない。極端な話としては、非 Green な電気は、一般企業、一般家庭では消費されずに、ゼロ・エミッションに貢献すると説明する分野でしか利用されない、という場合も出て来よう。その時には、水素、アンモニア生産へ向けての工場配電にしか、これらの非 Green な電気への需要がなくなるということにもなるのだろうか。

以上述べたことは、素人の戯言で、こんなカリカチュアのような世界にはならないというお考えも十分であろう。しかし、世の中の動きは常に想定よりも早いという現実があることは忘れてはいけないうらう。

(IIMA メールマガジンへの寄稿)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2021 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話 : 03-3510-0882 (代)

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>