

# 脱石炭リスト(Global Coal Exit List)の金融機関

## 投融資に関する調査方法

(国際環境NGO 350.org Japanによる和訳: [原文はこちら](#))

Ward Warmerdam  
2022年1月28日

### はじめに

本資料は、「脱石炭リスト(Global Coal Exit List: GCEL)」投融資調査で用いた方法の概要を記します。また、本資料の構成は以下のとおりです。セクション1では調査を行った取引関係の種類を、セクション2では本調査の情報源について、セクション3では取引に対する金融機関の寄与度の推定方法を、セクション4では本調査の対象期間を、セクション5では対象企業を、セクション6では調整について説明します。

## 1 投融資の種類

このセクションでは、本調査に記載されている投融資の種類について説明します。金融機関は、様々な方法で企業に投資することができます。金融機関はローンの貸付や、株式・債券発行の引受等を行うことで企業に信用を供与することができます。さらに、金融機関は株式・債券を保有することで、企業の株式資本と負債に資金を投じることも可能です。投融資の種類と実施した調査方法、並びにこの調査における意味合いを概観します。

### 1.1 企業貸付

負債を調達する最も簡単な方法は、資金を借り入れることです。ほとんどの場合、資金は民間銀行から借り入れられます。ローンはその性質上、短期または長期に分けることができます。短期貸付金(企業間信用、当座預金、賃借契約等)の満期は1年未満です。短期貸付金の多くは日常業務のための運転資金として利用されます。短期的な負債は単一の民間銀行から提供されることが多く、企業からの実質的な保証は求められません。

最短1年で満期となる長期的な貸付もありますが、通常は3年から10年です。特に長期的な企業貸付は、ある一定期間が経過しないと利益が生まれえないような事業拡大計画の融資に有効です。このような企業貸付金は企業のすべての事業に利用することができます。ほとんどの場合、長期的な貸付はシンジケート団(1行以上の幹事金融機関が組成する銀行グループ)によって提供されます。貸付への返済(利息を含む)が賄えるようなある種の保証を企業が提供できる場合のみ、シンジケート団は貸付契約に署名します。

#### 1.1.1 プロジェクトファイナンス

企業貸付の一つの形態として、プロジェクトファイナンスがあります。これは、特定のプロジェクトに充てられるローンです。

## 1.1.2 一般事業目的／運転資金

多くの場合、企業は一般事業目的あるいは運転資金として貸付を受けます。一般事業目的として資金の使途が報告されている場合でも、実際には特定のプロジェクトに充当されていることがあります。この点を見極めるのは困難です。

## 1.1.3 グリーンボンド／ローン

国際証券識別番号 (ISIN: International Securities Identification Number) に基づく金融データベース上で「グリーンボンド」と示され、他に資金使途がない場合、GCELのデータ上では「純粋 (pure)」なグリーンボンド／ローンと分類されます。ISIN のない債券やローンについては、資金使途が「グリーンボンド／ローン」または「サステナビリティボンド／ローン」のみの取引が「純粋」なグリーンボンド／ローンとして分類されます。資金使途に「グリーンボンド」や「グリーンローン」、あるいは類似の用語が含まれ、さらに「リファイナンス (refinancing)」「一般事業目的 (general corporate purposes)」「運転資金 (working capital)」など他の資金使途がある場合は、データセット内で「混合 (mixed)」とラベル付けされます。

グリーンファイナンスについては、その分類方法が大きな論争となっているものの、本調査では対象としていません。しかし、こうした取引は本調査のデータ元では確認することができます。

## 1.2 株式の発行

証券取引所で株式を発行することにより、企業は新たな株主を多数引き寄せることで、あるいは既存の株主から増資を受けることで、株式資本を増加させる機会を得ることができます。

初めて証券取引所で自社の株式を企業が売り出すことを、新規株式公開 (Initial Public Offering : IPO) といいます。すでに企業の株式が証券取引所で売買されている場合は、追加株式の売出しといたしません。

IPO または売出しをアレンジするには、企業は1行以上の投資銀行 (訳注: 日本では証券会社) の支援を受ける必要があります。これにより、その株式の販売促進と株主の獲得が可能になります。したがって、この段階での投資銀行の役割は非常に重要です。

投資銀行の役割は一時的です。投資銀行は株式を購入した後、その株式の販売促進を行い株主を見つけます。金融機関が引き受けた発行済株式がすべて売れば、それらは金融機関の貸借対照表またはポートフォリオからなくなります。しかし、株式発行における金融機関から企業への支援はきわめて重要です。なぜなら、金融機関は企業に対し、資本市場にアクセスできるようにしたり、株式が買取引受による最低売出価格で買われるように保証したりするからです。

## 1.3 債券の発行

債券の発行は、大型のローンを小さく切り分けて、それらを別々に売り出すようなものです。債券は政府から大々的に発行されていますが、企業からも発行されます。株式と同様、債券も証券取引所で売買されます。企業が債券を発行するには、ある一定量の債券を引き受ける1行以上の (投資) 銀行 (訳注: 日本では証券会社及び銀行) からの支援を受ける必要があります。引受業務は、投資家に売る意図をもって買うことで成立します。しかし、投資銀行が引き受けた債券をすべて売れなかった場合は、その債券を所有することになります。

## 1.4 保有株(の管理)

銀行は、自身が管理している資金を介して特定の企業の株式を購入し、その企業の共同所有者となることができます。こうすることで、銀行はその企業の戦略に直接影響を与えることが可能です。その影響の大きさは、保有している株式の株数に依存します。

金融機関はどのセクターや企業に投資するかを積極的に判断でき、企業の事業戦略に影響を及ぼすことができるため、本調査では調査対象企業の株式を保有する金融機関の保有株を分析します。ただし保有株は調査対象企業のうち、証券取引所に上場している企業のもののみを対象としました。調査対象企業の全社ではありません。上場していない企業もあるためです。企業の選定にあたり、関連セクターの主要企業を入れることでこの点を考慮しようとしたのですが、所有形態によっては、分析している特定セクターで大半を占めていたり、一部の国で突出している場合もあります。

保有株には本調査の行方に影響を及ぼす様々な特徴があります。一つは、上場株式は証券取引所で頻繁に売買することができます。金融データベースはスナップショットやファイリングで保有株を記録します。つまり、金融データベースに保有株が記録されたということは、実際の持ち株またはその一部が売却されたり、さらなる株式が購入されたりした可能性があることを意味します。もう一つは、株価が頻繁に変動することです。

## 1.5 債券投資(の管理)

銀行は、特定の企業の債券を購入することもできます。株式と債券の所有で最も大きな違いは、債券の所有者は、その債券を発行した会社の共同所有者ではなく、債権者になるということです。債券の購入者は、一定の年数を経た後に返済されるお金を受け取る権利があり、また返済までの期間、一定の利息を受け取る権利もあります。

## 2 データの参照元

本調査は、BloombergおよびRefinitivの金融データベースおよびIJGlobalのプロジェクト・ファイナンスのデータに基づいています。さらに、各年金基金のセクションでは、債券・株式への投資データが年金基金の公開資料から収集されています。それらは以下の年金基金からのデータです。

- California State Teachers' Retirement System (CalSTRS)(カリフォルニア州教職員退職年金基金)
- New York State Common Retirement Fund(ニューヨーク州退職年金基金)
- Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW)(オランダ厚生福祉年金)
- Pensioenfonds Vervoer(オランダ輸送業界向け年金基金)
- Pensioenfonds Horeca & Catering (PH&C)(接客業・ケータリング業界向け年金基金)
- Pensioenfonds Metaal en Techniek (PMT)(オランダ金属・技術業界向け年金基金)
- Pensioenfonds van de Metalelektro (PME)(オランダ金属・エレクトロニクス業界向け年金基金)
- BPL Pensioen(農家向け年金基金)
- Pensioenfonds Detailhandel(オランダ小売業界向け年金基金)
- Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP)(オランダ公務員総合年金基金)
- Bedrijfstakpensioenfonds voor de Bouwnijverheid (BpfBOUW)(オランダ建設業年金基金)
- California Public Employees' Retirement System (CalPERS)(カリフォルニア州職員退職年金基金)
- Government Pension Investment Fund (GPIF)(年金積立金管理運用独立行政法人)
- Government Pension Fund Global(ノルウェー政府年金基金グローバル)
- National Pension Service(韓国国民年金運用)
- Första AP-Fonden (AP-1)(スウェーデン公的年金基金AP1)
- Andra AP-Fonden (AP-2)(スウェーデン公的年金基金AP2)
- Tredje AP-fonden (AP-3)(スウェーデン公的年金基金AP3)
- Fjärde AP-fonden (AP-4)(スウェーデン公的年金基金AP4)

- Sjunde AP-fonden (AP-7)(スウェーデン公的年金基金AP7)
- Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP)(デンマーク労働市場付加年金)
- PFA Pension(デンマーク企業年金基金PFP)
- PenSam(デンマーク企業年金基金PenSam)

これらの年金基金からのデータは、各年金基金額が相対的に大きいこと、並びにデータ利用が可能であることから加えました。

### 3 金融機関の投融资の寄与度

金融データの収集にあたり、本調査では金融データベース(Bloomberg、Refinitiv、IJGlobal)を利用しました。2016年～2021年10月の期間、調査対象企業に提供された企業貸付、信用、引受ファシリティについて調査を実施しました。また、調査対象企業の債券・株式への投資は、2021年12月の時点で入手できる最新届出日にRefinitiv、Thomson EMAXX、Bloombergを通じて識別しました。

金融データベースが金融機関のシンジケートから提供される際、ほとんどの場合、貸付および(訳注:株式・債券)発行の引受が記録されています。これらの金融データベースは、銀行団ではなく1行のみから資金を借り入れる二者間の貸付について報告していないため、民間銀行の貸付の大部分、すなわちGCEL掲載企業に対するすべての二者間の貸付は、我々のデータには含まれていません。

多くの場合、取引の詳細レベルは様々です。情報元によっては、ローンの満期日や期間、借入金の用途、さらには正確な発行日すら省略している場合があります。金融データベースには、取引参加者に帰する可能性がある当該取引の比率の記載がない場合がほとんどです。このようなケースでは、以下に示す経験則に基づいて寄与度の推定値を算出しました。

また投資家データの収集には限界があります。多くの年金基金や保険会社は保有資産について報告していないからです。株式保有のデータは一般的により完全に近いと言えますが、機関投資家が保有している石炭産業の債券として本調査で把握できているのは実際の3分の1にも満たないでしょう。したがって、石炭産業に対する民間銀行による貸付および機関投資家による債券保有は本調査が示すデータよりも非常に大きい可能性があります。

#### 3.1 貸付・引受業務

シンジケートローンおよび引受(債券・株式発行引受)に対する個々の銀行の寄与度については、金融データベースあるいは企業またはメディアの出版物に詳細が記載されている場合、可能な限り記録しました。

多くの場合、融資と引受の総額およびこれらの融資や引受に参加する銀行は明らかです。しかし、しばしば各行の融資・引受額については推定する必要があります。

本調査ではまず第一に、全金融機関が受け取った手数料全額に対する各銀行が受け取った手数料の比率をもとに、各銀行のコミットメントの算出を試みました。次に、この比率(例:全体の手数料の10%が銀行Aの受け取った手数料)を、既知の取引総額に適用しました(例:銀行A:10%×1,000万米ドル=100万米ドル)。

取引手数料のデータが欠落している、あるいは不完全である場合は、ブックレシオ(以下の数式を参照)を使用しました。このブックレシオは、引受業者の事務主幹事(ブックランナー)およびその他の事務幹事会社に対するスプレッドを確定するために使用されます。

$$\text{ブックレシオ} = \frac{\text{参加金融機関の数} - \text{ブックランナーの数}}{\text{ブックランナーの数}}$$

表1に、この推定方法を使用して算出されたブックランナー・グループに割り当てられるコミットメント(融資・発行)を示します。ブックランナーの数に対して参加金融機関数が増えると、ブックランナーに帰せられる株式数は減少します。これにより、ブックランナーとその他参加金融機関に帰せられる総額に大きな差が生じないようにしています。

表1 ブックランナー・グループに割り当てられるコミットメント

Bookratio	Loans	Issuances
> 1/3	75%	75%
> 2/3	60%	75%
> 1.5	40%	75%
> 3.0	< 40%*	< 75%*

\*ブックレシオが3.0を超える取引の場合、ブックレシオの増加に伴ってブックランナーに割り当てられるコミットメントを段階的に下げる式を使用しています。使用した式を以下に示します。

$$\frac{1}{\sqrt{\text{bookratio}}}$$

1.443375673

ブックレシオが3.0の場合は、(訳注:融資の場合、)この式が40%からスタートするように上記の分母を使用しています。ブックレシオが上がるにつれて、式は40%から下に下がります。発行の場合、分母は0.769800358です。

ご希望があれば、Profundo(プロフンド)は依頼に応じて取引および寄与度の検証の元となる取引データセットを提供できます。このデータセットには情報元のデータとアクセス日が含まれます。

## 3.2 株式保有

個々の金融機関が保有する株式の数および株価は金融データベースに報告があります。

## 3.3 債券保有

個々の金融機関が保有する債券の数および価値は金融データベースに報告があります。

## 4 調査期間

企業貸付、債券、株式の発行は、信用事業と考えられています。信用事業に関する本調査の対象期間は、2016年1月から2021年10月ですが、2019年1月から2021年10月までのデータのみ公表していません。

債券保有と株式保有の分析は、2021年12月の最新届出日で行われました。

## 5 対象企業

本調査は、ウルゲワルドの「脱石炭リスト(Global Coal Exit List) 2021」に掲載されている全1,030の企業およびその子会社を対象としています。掲載企業については[coalexit.org](http://coalexit.org)で検索可能です。同リストには石炭企業、並びに石炭または金融関連の子会社、ジョイントベンチャーが掲載されています。本調査の対象は同リストに掲載の1,030の企業の親会社またはその子会社の取引のみですが、本調査のデータ元では石炭関連ではない取引も閲覧できます。

## 6 データの調整について

他のランキング調査などと異なり、本調査では石炭関連ビジネスにのみ用いられている資金とそれ以外の資金に関するデータの調整を行なっていません。つまり、銀行が石炭企業に提供した金額の総額や投資家が石炭企業に保有している投資の総額を計算してリストにしているということです。大規模で多様な分野にまたがるビジネスを行う企業の場合、本調査が考慮に入れている投融資の全てが石炭関連ビジネスに振り向けられているとは限りません。しかしながら、石炭企業が新規の石炭関連資産を開発しようとしている場合、その企業への投融資のどの部分が石炭関連ビジネスに振り向けられているのかを正確に算定することはできません。したがって、例えば企業の収入における石炭関連事業の比率などに基づいて、投融資の一部のみをデータとしてリストに反映すると、石炭関連インフラなどに振り向けられる可能性のある投融資を過小評価するリスクが生じます。