

ESG投資は有効か

米澤 康博

一、はじめに：ESG投資とは

ESGとは環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)の英語の頭文字を合わせた単語である(本レポートでも以下この略称を用いる)。定量的な財務情報に加え、非財務情報であるESG要素を考慮する投資(運用)は「ESG投資」と呼ばれている。ESGに関する要素は必ずしも一様ではないが、「E」は地球温暖化対策、「S」は女性従業員の活躍、「G」は取

締役の構成などがよく挙げられる。ESGという言葉が知られるようになったのは、二〇〇六年に国連のアナン事務総長(当時)が機関投資家に対しESGを投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」(PRI, Principles for Responsible Investment)を提唱したことがきっかけである。

公的年金基金を中心に当原則に署名し、ESG投資が世界的に拡大している。わが国でもGovernment Pension Investment Fund(年金積立金管理運用独立行政法人、以下GPIFと略称)が二〇一五年に署名し、以降、GPIFから

運用を受託する金融機関にESGを考慮して投資するよう求めている。さらに株式を対象にしたESG指数を選定し、指数に連動するパッシブ運用を開始している。

以上の背景の下、世界的にESG投資が拡大している。それと同時に、ESG投資のパフォーマンスに関する学術的な研究も蓄積され始めており、ファイナンス研究分野の一つになりつつある。表1には、データの新しいはないがESGファンドに近い関係にあるSRIファンドの規模とその成長率が記載されている。少なくともこれまで欧州諸国がSRIファンドへの投資を積極的に行っていることがわかる。⁽¹⁾

しかし、ESG投資の重要性にもかかわらず、その意義、必要性等がこれまでファイナンス論的な視点から、あるいは経済学的な視点から必ずしも十分に議論されてこなかった。ファイナンス論

ではもっぱらガバナンス問題に議論が終始し、環境問題、社会問題を取り扱ってこなかったし、経済学では議論されてきたものの、投資対象の視点からは議論されてこなかった。以下、本レポートではESG投資の意義を経済学の視点から再検討することにする。

結論を先に述べると、筆者はESG投資を必要と考えている。しかし、それを市場を通して実効的にするには、株主権を中心とするガバナンス目的を最優先するアングロ・アメリカ経済諸国では難しいと考える。ガバナンスの重視と環境、社会の重視とは抵触する可能性があり、この下でESG投資をバランスよく行うにはG目標を抑制する必要があるからである。それに対して欧州大陸諸国ではこのバランス化が市場を通して適切に行われる余地があるし、実際に行われている。以上の認識の下、我が国の立ち位置を確認したうえで必

表1 各地域のSRI資産動向 2014-2016

単位\$

Region	2014年	2016年	成長率	年率成長率
Europe	10,775	12,040	11.7%	5.7%
United States	6,572	8,723	32.7%	15.2%
Canada	729	1,086	49.0%	22.0%
Australia/New Zealand	148	516	247.5%	86.4%
Asia ex Japan	45	52	15.7%	7.6%
Japan	7	474	6689.6%	724.0%
Total	18,276	22,890	25.2%	11.9%

〔出所〕 GSIA “2016 Global Sustainable Investment Review”

要なESG投資のあり方を再検討する。

二、市場経済でESG投資は可能か

そもそもESG投資が何を目的に行われるのか、何を目標としているかを明らかにする必要がある。投資であるのでリターンの最大化は避けられないであろう。株主による株価目的のG投資はそれと抵触しないとしても、環境対応のE投資、従業員対応のS投資は抵触しないのであろうか？ 言い換えれば、全体としてのESG投資は市場で成立し得る採算の合う投資であろうか？あるいは善意、倫理感、宗教感に委ねる必要があるのだろうか。これらの点を多少経済学の原理主義に従って確認しておこう。

(1) 基本モデル

簡単なモデルを用いて説明しよう。各世代（家計）は勤労期と引退期の二期間生存し、そのような世代が互いに一期間、重なり合いながら脈々と続く経済を考える。勤労期にのみ働き、一定の所得を得、二期間、消費するとする。すなわち、勤労期には消費するものの一定額を貯蓄し、引退してからその元利合計収益を消費することになる。この貯蓄は企業へ投資し、その利益が収益源となると想定する。⁽²⁾

ところで各世代は二期間、消費量とともに環境（E）水準からも効用を得ると仮定する。すなわち、効用の要素としては消費量と環境量があるとする。環境は企業によつて生産され、維持されるとするが、その実現には時間がかかり、効果が出るのは次世代になると仮定する。すなわち各世代は短期間生存し、他方、環境の生産、整備は長期

的となる。

この設定の下での最適な定常状態は、各世代からの貯蓄を企業が受け、各世代の効用が最大になるように次期消費と次世代の環境とに配分、生産する状態である。これは現世代から見ると、企業への貯蓄投資の一部を自らの引退期の消費のみに充当するのではなく、次世代の環境のために投資することを認めることである。この定常状態では前期の企業行動によつて自世代の環境も最適な水準に維持されるのである。

以上の設定は社会（S）に関しても環境と同様に考えられる。社会問題の具体例はいろいろ考えられるが、ここでは単純な取り扱いとして賃金を適切な水準に定めて、生涯効用を高めることを想定する。もちろんダイバーシティー問題等は賃金の水準で議論できない問題であるが、一般的に定式化するのは難しいので極めて簡単に想定する次

第である。⁽³⁾ この設定の下でも最適な定常状態を定義することが可能である。単に消費からなる生涯効用を最大にするように労働分配率を決めればよい。⁽⁴⁾

このように計画経済レベルでE目的での最適化、およびS目的での最適化を定式化することはでき、それをG目的と両立させるような定常状態を構築することは可能である。これら最適な均衡をESG均衡と呼ぶ。ここではEを考慮しない場合の均衡より生涯の消費量は少なくなるがより快適な環境の下で一生をおくれ、効用水準としては高くなる。

(2) 市場経済均衡

問題はこれらESG均衡が市場経済で達成されるか否かである。ここでは市場経済とは株主によるガバナンス(G)が働いている経済と想定す

る。ここで時間軸を定常状態ではなく実際の時間軸に戻すと以下のような問題が生じる。投資家になった引退世代は企業に対して「貯蓄をすべて引退期の自世代の消費のために投資してくれ」と要求するであろう。環境への投資は自世代の環境には寄与しないので、いわばムダな投資となるからである。投資効率を基準とするならばそれを実施する企業が「ガバナンスが良い」企業であり、実際それら企業によって、引退世代は最大限の効用を得られる。問題は明らかであり、次世代以降の環境は悲惨な状況となる。

社会問題である賃金においても同様であり、投資家になった引退世代は企業を通して次世代の賃金を抑制することになる。賃金を低めるとその分、労働分配率が低下し、ROAは高まり、貯蓄からの自世代への収益は高まるからである。賃金の圧縮とは単に貨幣賃金の節約のみならず、男女

に関して差別的な雇用形態を採用したり、（海外）子会社等での本国とは異なった雇用形態を採用するケースをも含むものであり、いずれも短期的には次世代への賃金総額の圧縮と定式化でき

る。
 最適な定常均衡が達成されないのは、企業投資に対して権限を持つ株主である引退期が次世代のことを考慮せずに自分の効用しか考慮しないからである。しかしこのこと自体は市場経済一般の前提であり、それほど不思議なことではない。⁶⁾ 企業はゴーイング・コンサーンであるので、次世代の効用をも考慮するはずであるとの意見もあるかもしれない。企業は長期的な視点に立って行動するので上記の問題点は生じないとする反論である。しかし問題は、家計が自己のみならず子供、孫等の将来世代の効用まで考慮するか否かに関わってくる。⁶⁾ これが担保されれば市場経済の解決力は格

段に高まり、筆者もこのルートによる効果は否定しない。しかし投資家一般の投資視野、期間は短く、ESGファンドですらその成果は三年程度の成果で評価、選別されるので、ポイントは短期的という問題であるのかも知れない。⁷⁾ わかりやすく言えば、より低公害の車を開発、販売するとコストは高くなり、売行きは減少しよう。当然、短期的には利益も低迷し、したがって株価も低くなるろう。

いずれにせよ、市場経済、とりわけガバナンスのみが強調される経済では環境投資は十分には達成されず、雇用のあり方に関しても雇用の多様化、公正性は達成されない可能性がある。見方によつては現実の経済は少なからずこのような問題点を内包していると見ることもできよう。

三、あるべきESGと公共政策

以上の設定から経済システムの目標としてはESG均衡があり、その達成のための政策が必要となる。この点に関しては現状での各国の対策が参考になる。

北欧を中心とする欧州大陸では社会民主的な経済体制が多く、たとえば企業のガバナンスにおいても従業員の意見が反映されやすい構造になっている⁽⁸⁾。すなわち株主によるガバナンスに一定の制限がかかっており、このような経済では企業の目的も株価至上ではなく、従業員の厚生、環境への対応にも配慮がなされている。その結果、経済もESG均衡に近い均衡が達成されると期待できる。悩ましいのはこのような諸国の企業が国際競争力を持つか否かの点である。

他方、米国を中心としたアングロ・アメリカ諸国では株主権が強く、企業も株価最大化を目指して行動する。このような経済では、すでに説明したように、そのままではESG均衡の達成は難しい。具体的には年金資産運用においても受託者責任によってリターン最大化以外の目標の追及は難しいのである。それを裏付けるため、ESG投資のリターン分析が行われる。ESG投資が受け入れられるためには、そのリターンが市場平均を下回らないことが必要となる⁽⁹⁾。

そもそもESG投資のリターンが市場平均リターンに比して劣後しなければESG均衡は市場で達成される可能性があり、今更あえて促進させる必要もない。しかしここまでの議論に従うと、環境投資等を行えばその分、実物リターンは低下するので、それに基づく株式リターンも低下すると理解するのが自然な考え方である。それが正し

く認識されれば ESG 投資がアングロ・アメリカ経済の中で認められるのは難しいであろう。

以上の二分類は表2からも理解できよう。表1と合わせてみると SRI 投資の額(量)、質ともに欧州が圧倒的に高い。もともと額が多いのでさすがにその伸び率は高くないが米国と比較するとその差がわかる。

アングロ・アメリカ社会に ESG 投資を普及させるために必要とされる仕組みは、ソフトローによる数値目標であったり、ハードローとしての規制等による誘因である。要するに規制である。数値目標としては例えば取締役における女性比率であり、温室効果ガス削減目標等であり、また税制としては環境税である。税制、あるいは規制をうまくデザインして、その制約下で企業が課税控除後の株価最大化をすれば、ガバナンスのみならず、環境、あるいは社会が自動的に最適化され、

結果として ESG 均衡に誘導されることになる。¹⁰⁾しかしわれわれはこの規制等が国際間での二酸化炭素規制等で明らかになかなかうまく決まらないことも良く知っている。¹¹⁾

四、おわりに

わが国がアングロ・アメリカタイプに近いのか、あるいは欧州大陸タイプに近いのかに関しては議論の余地がある。筆者の感想では両者の中間のタイプと考えられるが、今後の方向としてはアングロ・アメリカを目指していると思われる。実は以前の、特に日本的と呼ばれるような大企業は一部の案件を除いては欧州大陸タイプに近かった。一部の案件とは女性を活用してこなかった点である。それに対して現在は、企業年金のあり方をみても以前は DB 中心であったが最近では DC に

表2 各地域の総運用資産に占める SRI 資産割合

Region	2014年	2016年
Europe	58.8%	52.6%
United States	17.9%	21.6%
Canada	31.3%	37.8%
Australia/New Zealand	16.6%	50.6%
Asia	0.8%	0.8%
Japan		3.4%
Total	30.2%	26.3%

(注) 2014年の Asia は日本を含むが2016年は含まない数値である。

〔出所〕 GSIA “2016 Global Sustainable Investment Review”

移行しており、また、労働分配率が長期にわたって低下していることからこのシフトは納得できない。環境問題への対応は必ずしも一様に議論できないが、比較的、伝統的な企業においては対応が進んでいるのではないか。だからこそそれら企業のガバナンスが問題にされるのである。既に述べたようにアングロ・アメリカタイプを目標としているのであれば、今後、数値目標、規制、税制を用いて誘導していく方法が適当と考えられる。

ところでGPIFの掲げるESG投資促進の目標を見ると「資本市場は長期的にみると環境問題や社会問題の影響から逃れられないので、こうした問題が最小化されて社会全体が持続可能になることが、長期の投資リターンを追求するうえでは不可欠といえます。ESGの要素に配慮した投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があると期待できることから、公的年金など投

資額の大きい機関投資家のあいだでESG投資に
対する関心が高まっています」とした上で「日本
の株式市場全体の価値向上につながるような底上
げ効果を期待しています」とある。

これまでの議論、モデルに従えばE、Sを追及
する限り「長期的にリスク調整後のリターンを改
善する効果を期待する」のは無理であるとなる
が、話はそう簡単には終わらないようである。最
近の企業理論に関して多面的に分析してきた青木
(二〇一一)においては、企業はこれまでの株主
指向型企業からステークホルダー指向型企業に変
遷しつつあり、後者型であればESG投資(SR
I)を戦略的に行うことが社会との関連において
合理的となりつつあるとしている。そしてそのよ
うな企業志向が市場で理解されれば、株式リター
ンを損なうことなく、場合によっては勝ることも
あり得るとされている。まだ試論の域にあるよう

であるが、GPIFがこのような企業変遷への触
媒となれば幸いである。

(注)

- (1) ESG投資に比してSRIは倫理的な価値観を重視する
ことが多いとされている。
- (2) P-Diamond(一九六五)のモデルをベースとしている。
- (3) 簡単に言えば、①雇用の機会均等、②同一労働(責任の
ありなしを考慮して)同一賃金、の二点がポイントだと思
う。この視点から見ると、日本における女性の「一般職」
は極めて差別的な職種と考えるが、Sにおいてこの問題が
取り上げられている様子はない。
- (4) 賃金が高ければ高いほど良いというものではない。それ
が高すぎると貯蓄からのリターンが低くなりすぎるからで
ある。資本の限界生産力が人口の成長率と等しくなる場合
が最適となる。
- (5) 市場経済でも有名なコースの定理によれば、加害者と被
害者との交渉によって効率性は達成されるとの理論があ
る。しかし結論から述べるとこの定理による問題の解決は
無理である。環境問題においては当事者が重なり合ってい
ないので一堂に集まることはできないからである。

- (6) 実は二期間の世代モデルもこのような長期(無限)期間の効用関数を持っていないので、完全な最適性は達成されないことになる。ここではこの点にはこれ以上立ち入らないことにする。
- (7) Stiglitz (110-11) 等は、Sovereign Wealth Fundは長期的な投資視野を持つので環境問題の解決には適切であるとしている。公的年金積立金の運用もこの資格を持つ。
- (8) たとえばドイツの会社には従業員代表を監査役会構成員に含める制度があり、五〇〇人超の従業員を有する株式会社(AG)では株主総会で選任される監査役会構成員とは別に、従業員代表の監査役会構成員が選任される。組織論的には取締役のダイバーシティーも同様に考えることができるが、その場合に期待される効果、目的は何であろうか。
- (9) 実際に米国労働省(DOL)のESG投資等に関する解釈はERISAにおける受託者責任が基本であり、政権とともに多少の変化はあるものの「投資パフォーマンスが遜色ない(return compelling)のであれば、SRIは問題なく」となっている。
- (10) 環境への投資を「保険に入る」と同等にとらえ、それはビジネス・リスクを減らし、従って資本コストを低下させ株価を高めるから、合理的に市場経済で達成されるとする

議論が散見される。この議論は、環境を破壊した場合には(将来施行され得る)法律、あるいは規制によってコストを支払うリスクから導かれる議論であるが、結局のところ法律、規制が利くとの前提で有効な議論である。

- (11) 多くの規制がそうであるように、規制(目標)が実効的であつてもそれが最終的に期待される効果から見て有効でない場合も多い。Sにおける取締役中の女性比率目標も、そもそも何を目的、目標に行われているのかわからない。またGにおける目標もなぜかROE目標に具体化されているケースが多いが、自社株買い等によってその目標達成のみに終始している限り、株価等の実体には何ら影響を与えないことは明らかである。

(参考文献)

- 青木昌彦著、谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性ー集合認知・ガバナンス・制度』NTT出版、二〇一一年。
- Global Sustainable Investment Review 2016*. Global Sustainable Investment Alliance. http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf
- P.Bolton, F.Samama and J.Stiglitz, "Sovereign Wealth Fund and Long-term Investing", 2012, Columbia University Press.

ESG 投資は有効か

Diamond, Peter A., "National Debt in a Neoclassical Growth Model" *American Economic Review*, 1965, pp.1126-1150.

（よねさわ やすひろ・早稲田大学大学院
経営管理研究科教授
当研究所客員研究員）