

二、SDGs推進に向けた資本市場の役割

高崎経済大学経済学部教授 水口 剛

(資本市場の役割)

こんにちは。高崎経済大学の水口と申します。よろしくお願いたします。私からは、「SDGs推進に向けた資本市場の役割」と題してお話をさせていただきますと思います。

SDGsの推進に向けた資本市場の役割とは何でしょうか。非常に簡単に考えますと、SDGsに取り組む企業をきちんと評価し、それらの企業にお金を流すことによって、SDGsへの取り組みを促すこと、これが資本市場の役割ではないかと考えられます。

それでは、なぜ私たちはSDGsを推進しようとしているのでしょうか。その背景にあるのは、おそらく「このままではまずい」という危機感だと思います。

昨年七月、岡山県と広島県を中心に西日本豪雨が発生し、大きな被害が発生しました。今年七月には、九州が豪雨に見舞われました。テレビでは、その都度、「命を守る行動をとって下さい」という呼びかけが行われ、場合によっては、避難指示や避難勧告の対象者が一〇〇万人規模に及ぶこともあります。目をヨーロッパに移しますと、

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割



水口剛 氏

今、ヨーロッパは熱波に襲われており、フランスでは気温が四五・九℃まで上昇したと伝えられています。

これらの背景にあるのは、気候変動に他なりません。

(IPCC 特別報告書)

昨年一〇月、IPCC（気候変動に関する政府間パネル）が「一・五℃特別報告書」を公表しま

した。これによりますと、世界の平均気温は、産業革命以前の水準からすでに一℃上昇しており、今後、このままのペースで進みますと、二〇三〇年から五二年の間に、平均気温の上昇は一・五℃に達すると予想されています。

平均気温が一℃上昇しただけで、先ほど申し上げたようなさまざまな異常気象が発生しています。もし平均気温が一・五℃上昇しますとその影響はより大きくなり、二℃上昇するようなことになりますと、さらに深刻な影響が出てくることは避けられません。何とかして、平均気温の上昇を一・五℃以内に収めたいというのが、今、世界のコンセンサスになっています。

そのためには、二〇五〇年前後にCO₂の排出をゼロにしなければなりません。これは、二〇五〇年になったら、突然CO₂の排出をゼロにするということではありません。むしろ、CO₂排出

量を、今をピークに徐々に削減していき、二〇五〇年にゼロにしようとするものです。

このことは、化石燃料への依存を削減し、産業構造を大きく転換しなければならないことを意味しています。これに伴って、経済活動に影響が生じることは避けられません。二〇一七年にTCFD（気候変動関連財務情報開示タスクフォース）の報告書が出されたことを受け、企業は、気候変動に関わる機会やリスクの開示を行うよう求められるようになっていきます。こうした動きの背景には、気候変動への対応が進んでも、進まなくても、いずれにしろ経済活動や企業業績に及ぼす影響が大きいという危機感があるように思います。

（持続不可能な漁業、海洋汚染）

問題は気候変動だけではありません。たとえば漁業の現状を見てみましょう。魚は本来持続可能

な資源であり、生まれて育つ量を漁獲量が下回っている限り、永久に食べ続けられるはずですが、しかし、FAO（国連食糧農業機関）の推計によりますと、今や、世界の三一%の漁場で過剰漁獲の状態にあり、五八%の漁場では、これ以上漁獲を増やせない完全漁獲の状態にあるとされています。漁業資源を維持することが困難な漁場がどんどん増えてきているのが実情です。

もう一つ、海のプラスチックを取り上げます。毎年少なくとも八〇〇万トン（最近では九〇〇万トンとも言われています）のプラスチックが海に流れ込んでいます。このままのペースで進みますと、二〇五〇年には、海のプラスチックは、重量ベースで海にいる魚より多くなると試算されています。このような危機感を背景に、今年のG20では、「G20海洋プラスチックごみ対策実施枠組」が採択されました。

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割

(経済的不平等)

次に、最大の課題であると思われる、経済的不平等を取り上げます。

現状、世界の絶対的貧困は減少する一方、経済格差は拡大しているのが実情です。イギリスのNGOのOXFAMは、二〇一七年一月に、世界で最も豊かな八人の富は、世界人口の半分に当たる最も貧しい三六億人の富に匹敵すると指摘しました。その後、世界の経済格差はさらに拡大しています。

これは、単に貧しい人がかわいそうだという話ではありません。むしろ、経済格差の拡大が、経済活動の基盤を掘り崩してしまいかねない点に深刻な問題があります。なぜなら、貧困層の増大は中間層の没落を意味しており、モノを買う人がいなくなってしまうからです。さらに、貧しい人たちが社会的な不満を募らせる結果、ポピュリズム

や一国主義を助長することにもなりかねません。

今や、そのような動きが現実のものとなってきているように見えます。

経済格差の問題は、途上国に限られるわけではありません。昨年、フランスで黄色いベスト運動が起きました。きっかけは、マクロン大統領が気候変動対策のために燃料税の増税を打ち出したことにあります。これに対して、燃料税の増税で打撃を受ける、それほど裕福ではない人たちの不満が爆発し、長期にわたって激しい反対運動が繰り広げられました。結果的に、政府は、燃料税の増税の撤回を余儀なくされました。貧困が拡大している中で、負担の増大を伴う政策が社会の不満の爆発を招くことになったのです。

(資本主義の限界)

なぜこのようなことが起きているのでしょうか

か。

水野和夫法政大学教授は、近年の低金利の継続を指して「資本主義の終焉」と呼んでいます。投資で得るリターンは、リスクフリー・レートにリスク・プレミアムを上乗せしたものに他なりません。このリスクフリー・レートがゼロになっているのは、資本の時間価値がゼロであることを意味しています。つまり、資本の行き場がなくなっており、資本が利益を生まない時代になってきたと言えるでしょう。

しかし、資本は利益を追求しないわけにはいきません。このため、ITやAIなど、数少ない成長分野にお金が行くことになりました。こうした分野は、多くの場合、ごく少数の成功者と多数の敗残者、つまり貧困者を生む仕組みになっています。結果的に、経済格差がどんどん拡大するメカニズムが生まれています。経済格差が拡大す

る中で、貧困を解消していこうと思えば、経済全体を大きく成長させなければなりません。しかし、地球の環境容量の限界から、従来のように経済成長を続けていくことは困難です。最初に述べた気候変動問題はそのことを象徴しています。このように、資本主義の枠内で、さまざまな課題を解決することが困難な状況が生まれています。どうやら従来型の資本主義は限界に行きついたのではないか、ということです。

なお、経済活動が環境や社会に及ぼす負の影響は、時間をかけて、次第に内部化されていきます。環境や社会の問題を考慮することがリスク・リターンの改善につながると言われるのは、外部性の内部化が進んできたからです。ESG投資を正当化する論理の一つは、この点にあります。しかし、それでは単に内部化が進むのを待ち、投資がリスク・リターンを追求するの任せれば

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割

よいかというと、必ずしもそうではありません。内部化を進める政府の働きにも限界があるからです。

(政府の限界、システミック・リスク)

外部不経済の一部は、政府の規制によって内部化されますが、それには限界があります。例えば、CO₂を出し過ぎると、地球が温暖化し気候変動が激しくなることは一九八〇年代からわかっています。一九八八年にIPCCが設立され、九二年に気候変動枠組み条約が締結され、九七年には京都議定書が採択されたのです。それにもかかわらず、地球温暖化は止まらず、豪雨や水害が頻発するようになってしまいました。政府だけで対応するには無理があるのです。したがって、何か、政府の規制を超える仕組みが必要なのではないかと思われるのです。

システミック・リスクという言葉があります。

一般的には、市場の一部で起きた機能不全がシステム全体に波及するリスクを指しています。しかし、私は、経済活動が環境・社会に対して外部不経済をもつことも、一種のシステミック・リスクなのではないかと考えています。市場経済は、環境・社会に、気候変動や格差の拡大などの外部不経済をもたらし、それが、経済活動の基盤を掘り崩し、結果的に市場システム自体に危機をもたらします。こうした資本主義システムそのものに内在するリスクは、まさにシステミック・リスクと言ってよいのではないかと考えている次第です。

(ユニバーサルオーナーシップ)

こうした資本主義や政府の限界に最初に気づいたのは、ユニバーサルオーナーです。ユニバーサ

ルオーナーとは、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のように、巨額の資金を持ち、ほとんど全ての企業の株式を保有しているような主体です。たとえばGPIFは、全ての日本企業を買っている状況にありますので、そのパフォーマンスは、特定の企業が儲かったか損をしたかではなく、むしろ、日本経済全体がうまくいっているかどうかによって左右されます。彼らにとって、環境や社会などの経済活動の基盤を守ることに

よって、経済全体の底上げを実現することがより合理的な行動となります。このため、GPIFは率先してESG投資に取り組んでいるわけです。

しかし、このことは、ユニバーサルオーナーだけにあてはまるのでしょうか。市場の中でユニバーサルオーナーは少数ですので、ユニバーサルオーナーだけが負の外部性を考慮して行動しても、環境や社会を巡る問題は解決しません。問題

が解決しなかったとき、誰が困るかと言えば私たちは全員です。いわば私たちは皆、同じ船に乗っているのです。

（資本市場関係者の共通の利益）

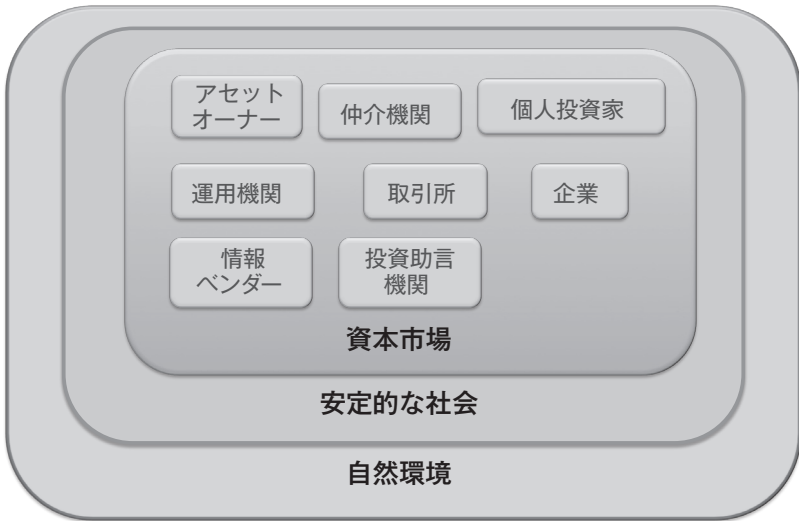
図表3は、資本市場関係者の共通の利益とは何かを考えていただくための図です。まず私たちの一番外側には自然環境があり、その内側に安定的な社会があつて、その中に資本市場があります。

資本市場には、取引所があり、仲介機関・運用機関・投資助言機関・情報ベンダーがあり、アセットオーナーや個人投資家があり、投資先の企業があります。いろいろな主体がここに集まって仕事をしているわけです。

彼らの活動は社会によって支えられ、社会は自然環境によって支えられています。この関係がサステナブルでなくなれば、彼らの活動もやがて持

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割

図表3 資本市場関係者の共通の利益



続不能になります。そのような事態を避けるためには、ユニバーサルオーナーだけでなく、資本市場に参加する全員が、あたかもユニバーサルオーナーであるかのように行動する必要があります。これを、ユニバーサルオーナーシップと呼びます。個々の主体が、経済を支える主体として、ユニバーサルオーナーとして行動しようというわけでは、

(資本概念の拡張)

それでは、ユニバーサルオーナーとして行動するとは、何を意味するのでしょうか。

それは資本概念の拡張です。普通、資本と言えばまず貨幣資本を思い浮かべるでしょう。もちろん貨幣資本は重要ですが、貨幣資本だけでは経済活動は維持できません。それを支えるものとして、知的資本や人的資本が必要です。さらに、社

会に信頼感があり安定していることや、社会的なネットワークが必要で、これを社会・関係資本と呼びます。そして、それを支えているのが、豊かな自然環境や安定した気候などの自然資本です。

このように、私たちは、自然資本や社会・関係資本を使いながら経済活動を行っているわけです。

逆に、そのような私たちの経済活動は、社会・関係資本や自然資本に影響を与えていることを忘れてはなりません。ユニバーサルオーナーとして行動するということは、これらの全ての資本を考慮して行動するということです。

貨幣資本の特徴は私有できることです。このため、貨幣資本は、市場のメカニズムに任せることで、守ることができるし増やすこともできます。

貨幣資本が資本市場の中心になっているのはこのためです。他方、社会・関係資本や自然資本は共有資本です。誰のものでもないので、放っておく

と毀損されてしまいます。このため、今のような深刻な状況を招いてしまったわけです。宇沢弘文先生は、このような資本を指して「社会的共通資本」と呼んでいます。

このような共有資本を市場のメカニズムの中に組み込んで、資本市場でこれらの資本がきちんと守られるようにしなければ、この先、現在の資本主義という仕組みは維持できなくなってしまうでしょう。資本市場の役割とは、自然資本や社会・関係資本などの共有資本を、市場の意思決定の中に組み込むことによって、これらの資本が市場のメカニズムを通じて守られるような仕組みを作ることではないかと考えています。

(資本市場の機能)

それでは、そのために私たちは何をすればよいのでしょうか。資本市場には、資産分配機能、ガ

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割

バナンス機能、価格発見機能という三つの機能が
ありますので、これらの機能に即して考えてみま
す。

まず資産分配機能に関しては、インテグレー
ション（ESG要素を運用プロセスに組み込んだ
投資）や、ESGスクリーニングを使ったESG
指数（ESGの観点から優れた企業で構成される
株価指数）、グリーンボンド（グリーンプロジェ
クトに資金用途を限定して発行する債券）、ソー
シャルボンド（ソーシャルプロジェクトに資金使
途を限定して発行する債券）などを通じて、ES
Gを考慮した資金の流れを作っていくことが必要
です。

次にガバナンス機能に関しては、スチュワード
シップ・コードにもありますように、運用機関や
機関投資家が企業とのエンゲージメントを通じ
て、自然資本や社会・関係資本が守られるように

企業に積極的に働きかけていくことが必要になり
ます。

価格発見機能という意味では、これらの活動を
通して、今まで測ってこなかった環境面・社会面
の価値が何らかの形で明らかになることが期待さ
れます。ESG要素が市場の判断にきちんと組み
込まれていけば、これらが正しく価格付けされる
ようになるのではないのでしょうか。

（資本市場がSDGsを推進しうる条件）

それでは、そのような資本市場の機能がきちん
と発揮されるためには、どのような条件が必要で
しょうか。意思と能力とインフラの三つが挙げら
れます。

まず、資本市場にかかわるプレーヤーに、自然
資本や社会・関係資本を考慮して投資しようとい
う意思が必要です。そのためには、ある種の規範

が必要になります。なぜなら、それらは共有資本ですから、自分が必要な対応を行わず、フリーライドすることも可能だからです。「責任投資原則（PRI）」の事務局が原則への署名を呼びかけ、賛同者を広げていこうとしているのもこのためです。

次に、実際にESG投資をきちんと行える能力が必要です。そのためにはESG情報を正しく理解できるリテラシーを持つている必要があります。ESG投資が盛んになってきていると言っても、ESGの具体的な中身を詳しく理解している人はあまりいません。改めて、ESGの中身をきちんと理解していることが重要であることを指摘したいと思います。

最後に、正しい判断ができるための情報が必要になります。市場関係者の大きな役割は、判断に必要な情報を作って提供することにあります。ア

ナリストや情報ベンダーの仕事は、まさにこの点に関わっています。ESG情報のデイスクローズの推進も、この一環として取り組まれているものと言えるでしょう。

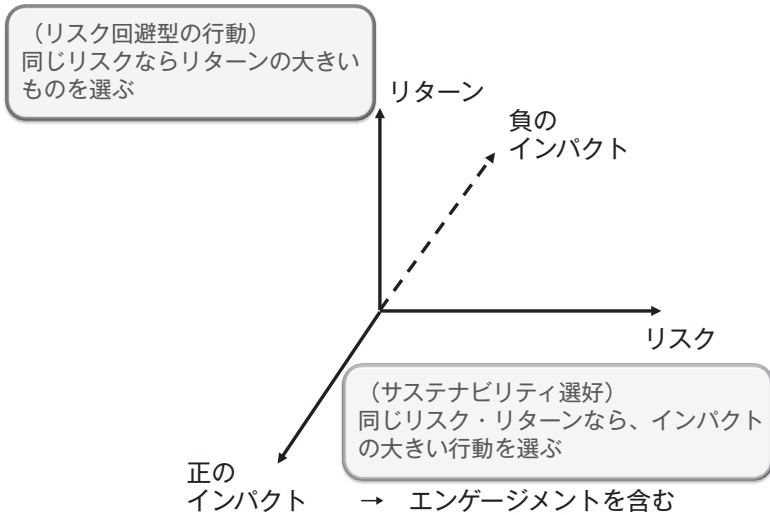
（投資の成果を三次元で測る）

図表4は、資本概念が拡張したときの投資判断がどのようなものになるかを表しています。

ご存じの通り、通常、資本市場では、リスクとリターンは二次元で投資の意思決定がなされています。つまり、リスクが同じであればリタンの高いもの、リターンが同じであればリスクの低いもの選ばれます。このように、投資家は基本的にはリスク回避型の行動を採るので、資本市場ではハイリスク・ハイリターン、ローリスク・ローリタンの価格付けがなされることとなります。そのような組み合わせの中で、個々の投資家は、

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割

図表4 投資の成果を3次元で測る



自らのリスク許容度に応じて適切なリスク・リターンの投資を選択することになるわけです。

ここで、資本概念が拡張し、自然資本や社会・関係資本が判断の基準に加わったとしたら、何が起きるでしょうか。それは、リスクとリターンの大きさに加えて、自然資本や社会・関係資本に与えるインパクトの大きさが第三の軸として加わるということです。具体的には、同じリスク、同じリターンならば、正のインパクトの大きいもの（あるいは負のインパクトの小さいもの）が選ばれることになるでしょう。リスク、リターン、インパクトという三次元の投資意思決定ということです。そして大多数の投資家がそのよう行動するようになれば、市場のメカニズムを通じてインパクトに価格がつくことになるのではないのでしょうか。

問題は、個々の投資家がインパクトの大きさを

どのようなして見分けるのかということです。この点、単一の指標による測定は困難と考えられますので、アセットオーナーや運用機関と、投資先企業とのエンゲージメントや対話が重要になってきます。その上で、正のインパクトの大きい、よい企業がきちんと選ばれるようになることを期待しています。

(目指すべき社会)

では、投資家がインパクトの大きさを測る際の判断基準は何でしょうか。それは、社会が目指すべき方向性です。そしてこの点についてはすでに幅広いコンセンサスができています。それがSDGsです。SDGsには一七の目標があります。一言で言えば、自然環境が守られ、貧困や不平等が解消され、その結果として、経済活動が安定するということです。

SDGsはゴールですから、「貧困ゼロを達成したら完成」といった静的なもののように思われがちですが、本来の持続可能な社会とは、そうではなく、自然資本や社会・関係資本を不断に守り続けるような回路を組み込んだ社会なのだと思います。つまり、持続可能な社会とは、常に持続可能な方向に向かう不断のシステムであり、その意味で、「動的な」概念と捉えるべきではないでしょう。そして、そうしたシステムを構成する重要な一部になることこそ、資本市場の役割であると考えています。

(最後に—SDGs／ESGの二つの論理—)

最後に一言。今日は、ユニバーサルオーナーシップを中心に説明しました。私は、ユニバーサルオーナーシップは、経済合理的な行動だと考えています。ですが最近、その先に、サステナビリティ

二、SDGs 推進に向けた資本市場の役割

ティ選好 (Sustainability Preferences) という価値観が生まれてきたと言われています。特にミレニアル世代にはこのような価値観が強いようです。これは、ユニバーサルオーナーシップへの直感的な理解が価値観に組み込まれてきたということかもしれません。

私たちの価値観の根底にあるのは感情です。そして、価値観が価値を生みます。私は、ユニバーサルオーナーシップを経済合理性の観点から説明してきましたが、ミレニアル世代を中心に価値観が変わってきたことは、本当の意味での変化が起こり始めていることを示しているように思います。

経済学に「顕示選好理論」という分析の枠組みがあります。これによれば、市場の需要は、何が好きで何が嫌いかという消費者の選好（＝価値観）を表しています。それが市場で評価されて、

価値になります。サステナビリティ選好とは価値観の変化を表し、価値観が変わることで価値が変わります。つまり、今は、企業価値の構成要素が変わり始める過渡期にあるのではないかと思えるのです。

以上で私の話を終わらせていただきます。御清聴いただきましてどうもありがとうございます。（拍手）