

ESG 投資はどこに向かうのか

高崎経済大学経済学部教授 水口 剛

ESG投資への反動

2018年10月、カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) の理事選で、現職候補だったプリヤ・マサー (Priya Mathur) 氏が敗れた。当選して新理事となったジェイソン・ペレズ (Jason Perez) 氏は、選挙戦で「マサーはESGを優先することで基金の財産をリスクにさらした」との批判を展開した。

同年6月、全米製造業者協会 (NAM) は『政治的、社会的、環境的株主提案：株主価値を創造するのか、破壊するのか』と題した報告書を公表し、気候変動に関わる株主提案は株主価値の向上に寄与していないと主張した。

今後、ESG投資がさらに広まれば、反動も増えるだろう。その反動は次のような批判の形をとるに違いない。「そのESG課題は投資利益に関係しない」「そのエンゲージメントは企業価値の向上につながっていない」などである。

たしかに実証は重要だ。年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) も『平成29年度ESG活動報告』の中で、「効果測定をせずに『やりっぱなし』にすれば、長い間誤った取組みを続けることにつながりかねません」と指摘している。

ただし、同報告書では、「GPIFにおけるESG投資の目的は、短期的な投資収益の追求ではなく、環境や社会問題などの負の外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的リターンや金融市場全体の持続可能性を高めること」だとも述べている。ESG投資への批判は、この点を見落とすことが多いのではないか。そこで、まずESG投資の目的を改めて確認しておこう。

ESG投資の目的は何か

ESG投資の目的が「中長期的な投資成果の向上」にあることは、コンセンサスになりつつある。この理解はESG投資の普及にとって重要だった。主観に左右されやすい倫理的価値

観を基礎とするものとは違うということを、明確にしたからである。

ただし、この目的には2つの側面がある。1つは、言うまでもなく、ESGを投資判断に組み入れることでより良い投資リターンを目指すという側面、もう1つは、環境や社会問題に関わる負の外部性を削減することでポートフォリオ全体の長期的なリターンを守るという、ユニバーサルオーナーシップの側面である。この両者は、いずれも「中長期的な投資成果」を最終的な目的にするが、そこに至る経路が異なる。

前者については、投資先企業のESG評価が実際に投資リターンにつながるかなど、実証研究の蓄積が進み始めた。だが、後者の実証は難しい。そのため、ESG投資に対する評価は、主に前者の視点からなされる傾向が強いのである。それでは後者のユニバーサルオーナーシップとはどのような論理なのか、そしてなぜ効果の実証が難しいのか、もう少し詳しく考えてみたい。

ユニバーサルオーナーシップの論理

資金規模が大きく、幅広い銘柄に分散投資する投資家は、投資成果が市場全体の動向に左右される。そのような投資家がユニバーサルオーナーである。彼らにとっては市場全体の底上げを図ることが合理的だ。それをユニバーサルオーナーシップと言い、次のような例で説明されることが多い。

たとえば、JPX日経インデックス400を採用すれば、日本企業の経営者に広く自己資本利益率 (ROE) 向上の意識付けがなされ、市場全体の底上げが期待できる。あるいは、日本企業は非財務情報開示が遅れているためにディスカウントされている面があるため、開示を促すことで全体的に企業価値を高められる。

それはその通りだが、これらの例だけでは欧米のESG投資で共有されている危機感が伝わらない。ユニバーサルオーナーシップが真に問われるのは、経済全体の未来が危機にさらさ

れるような深刻な課題に対するときである。気候変動はその典型だ。経済的不平等の拡大もそうだろう。これらはいずれも経済活動に起因する一方で、その経済活動の基盤そのものをも掘り崩しかねない。

このとき、そのような破局を避けるよう行動することが、長期的な投資利益を守ることに繋がると考えるのである。そこには次の3つの前提がある。

第一に、投資先企業の事業活動に外部性がある。たとえば彼らの行動が気候変動や経済的不平等の拡大と関わっている。

第二に、その負の外部性が長期的にみて投資家のポートフォリオ全体のリターンを損なう恐れがある。

第三に、投資家の投資行動を通じて投資先企業の行動に影響を与え得る。すなわち負の外部性を削減することができる。

この3つの前提が成り立つのであれば、投資家は自らの利益を守るためにその影響力を行使すべきではないか。これがユニバーサルオーナーシップの論理である。

手法から規範へ

以上の説明に対しては、理念的なもので実証を伴っていないという批判が考えられる。ユニバーサルオーナーシップの効果がコストを上回ることが実証されていないという批判である。

ユニバーサルオーナーシップにはさまざまな方法が考えられるが、代表的なものはパッシブ運用でのエンゲージメントであろう。エンゲージメントにも準備から実施までに多くの手間や労力といったコストがかかる。

だが、それに対する具体的なリターンを測定することは難しい。まず投資先企業の行動や経営判断は、他企業の動向や他の投資家の働きかけ、規制の変化など、さまざまな要因によって変化するので、個々のエンゲージメントの寄与度を特定することが難しい。また、投資先企業に変化があったとしても、それが負の外部性をどれだけ削減し、結果として長期的な投資収益の毀損をどの程度防いだかを測定することも困難である。

普通に考えると「そんな曖昧な根拠で行うのか」ということになるかもしれない。だが、そう考えたのでは、GPIFをはじめ、各国の主要な公的年金や政府系基金がこの立場を取り始めた現実が理解できない。思考の枠組みを変えてみる必要があるのではないか。

ユニバーサルオーナーシップとは、コストが上回るかどうかを個別に検証して採否を決める投資手法というより、自身を含む業界全体の利益のために、投資家に求められる行動規範と理解した方がわかりやすい。

出発点にあるのは、経済活動の基盤が毀損されつつあるという認識である。負の外部性が将来の投資成果に影響する理由は、投資先企業の活動が環境や社会に依存しており、それが毀損されるからである。そのような企業活動の基盤となる環境や社会の要素は広い意味での資本、いわゆる社会的共通資本であると考えられる。それは、従来、政府が規制を通して守るべきものと考えられてきたが、政治の力だけでは十分でないことが明らかになってきた。

たとえば温暖化問題については、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）が科学的知見を蓄積し、各国政府はパリ協定という枠組みに合意した。だが、一口に脱炭素化と言っても、実際にはすぐさま化石燃料をゼロにするわけにはいかず、どのタイミングでどのような方向にシフトすべきか、個々の企業は極めて難しい経営判断を迫られる。ユニバーサルオーナーシップとは、その判断を個別企業の経営者任せにせず、市場を通じた対話と規律づけのメカニズムを組み込もうとする試みと位置付けられる。社会的ガバナンスの仕組みと言ってもよい。

そのためのコストは個々の投資家に生じるが、守られるのは投資家共通の利益である。共通の利益を受ける者は、共通の責任を負うべきではないか。つまりユニバーサルオーナーならばどの投資家もそのように行動すべきではないか。それがユニバーサルオーナーシップということである。

この考え方は、それを受け入れる投資家が増えるほど、効果がコストを上回る蓋然性が高くなる。たとえば共同エンゲージメントを行えば、個々の投資家のコストは抑えられ、影響力は増加する。PRI事務局がアセットオーナーを中心に署名機関の拡大に取り組んできたのもそのためだろう。ESG投資は、今後、長期的な投資リターンの獲得を目指す投資手法としてのESG投資と、規範としてのユニバーサルオーナーシップとに分かれていくのではないだろうか。

GPIFが指摘する通り、「やりっぱなし」にせず、効果を把握することは不可欠である。だが、ユニバーサルオーナーシップの効果の把握には、投資リターンの計測とは異なる発想が求められるだろう。