

「ESG」と「インパクト投資」

岡本 | 最近、新しい投資の基準として「ESG」ということが言われ始めています。今日は「ESG」がどんなものなのか、この分野を専門にされている河口さんにわかりやすく解説をしていただきたいと思い、お時間をいただきました。

河口 | 「ESG」も新しい言葉ですが、最近では社会にインパクトを与えるという意味で「インパクト投資」などという人もいます。どうも証券会社では、社会的責任投資やサステナブル投資などというよりもインパクト投資といったほうが営業マンにわかりやすいということがあるようです(笑)。

岡本 | インパクト投資のほうが言葉に親しみがある気がしますね。

河口 | 先ほども申しあげましたが、ESGは投資を通じて「社会にインパクトを与える」という意味があります。歴史的にみますと、そもそも社会的責任投資が始まったのは、キリスト教的価値観を投資に反映させるためだったのです。パフォーマンスを上げることが第一目標ではなく、社会に影響を与えつつ、それなりのパフォーマンスを得たいというものだったのです。倫理観が最初にある、金銭的なパフォーマンスを上げるより、社会的に影響を与えることが主目的でした。



河口 真理子さん

それが90年代になり、CSRという概念に進化します。つまり、社会的責任を追及するだけでなく、ガバナンス(統治)の面も加味しCSRを評価に加えた投資のほうが企業価値の評価の精度が上がり、よりパフォーマンスが高いのではないかという考えが生まれてきます。パフォーマンスもそのほうが良いし、そのうえ社会にもそのほうが良いということであれば大変結構ということになったのです。

これがESGという形でまとまったのは、PRIと呼ばれる「責任投資原則」が2006年にできたときからです。このPRIのなかで「E=エンバイロメンタル(環境)」「S=ソーシャル(社会)」「G=ガバナンス(統治)」の重要性が指摘されました。これらの要素を投資をする際の判断基準に含めるべきであるということがいわれはじめ、ESGという言葉が広まるようになったのです。

また、ソーシャル・レスポンスビリティ(社会的責任)という場合の「社会」というのがいったい何なのかわかりにくいということから、ソーシャルを取りはらって責任投資ともいうようになった。でも、責任投資というよりはESG投資といったほうが、平易でわかりやすい。そこで最近では、ESG投資とか、サステナブル(持続性のある)投資などといわれるようになり、インパクト投資などという言葉まで誕生したということなのです。

岡本 | 私にとってもインパクト投資という言葉は初めて聞きますが、いつごろから言われれ始めているのですか？

インパクト投資のルーツ

河口 | そうですね、去年ぐらいから言われだしているようです。昨年のクリントン・グローバル・イニシアチブで提唱されてから海外で使われ始め、それが日本に伝わってきたようです。ビル・ゲイツのように慈善団体を持っているような富豪などが中心になって、どうせ投資をするなら社会的にインパクトのある投資をしようと思いたしたところから広まっているようです。SRIの国際的なカンファレンスを主催するTBLIでも、インパクト投資というようになりました。

ESGというと、とすれば自分のパフォーマンスを上げることを目的にしているイメージになりますが、インパクトというと「社会のために」というメッセージ性が強い。ある意味、最初の原点にぐるっと回って戻ってきたという感じですね。

岡本 | サステナブルという、維持可能ということで現状を悪くしないというイメージがありますが、インパクトという、何か、よりよくなっていくという意味合いがありますよね。

河口 | そうなんです。ワーディングの問題って結構、重要ですからね。ただ、パツと影響を与えて後は知らないというのでは困る。その意味では、持続性、「サステナブル」という面も大切です。インパクトという言葉になじみがあるというので、上っ面の言葉だけが一人歩きするのは私としてはちょっとどうかと思います。投資家と会話しているなかでESG投資というのは、投資家のメインストリームに受け入れられやすい概念だと思います。インパクト投資というちょっと主流かメインストリームから離れるかもしれませんが、個人とか最終投資家には受け入れられやすいでしょうね。

一方、投資はやはりパフォーマンスをあげなければならないので、パフォーマンスを上げる手段としてESGが重要であるとしたほうが機関投資家にはずっとわかりやすい。機関投資家の場合、お客の資金を使って社会にインパクトを与えるための投資をするというのはちょっと違うと思います。やはり、ESGという判断基準でパフォーマンス向上を狙うべきなのでしょう。まあ、ただでさえいろんな言葉がでてきて混乱しているのに、「言葉を変えるな!」と言いたいのも本音ですね。

岡本 | アルファベット三文字でいうのがよいかどうかは別として、環境があつて、社会があつて、統治があるというのは、一連の流れとしては非常にうまく収まっていますよね。

河口 | そう、そう。これら三つが重要ではないという人はいない。そういう意味では市民権を得やすい。社会的責任投資という、「私の価値観は違う」といってしまえばそれでおしまいです、どんな企業活動でもEとSとGは関係しているので、それをきちんと分析しましょうという反対する人はいませんから。

企業の永続性と社会との関係

岡本 | 長く永続するという意味でサステナブルという言葉がよく使われますが、この言葉には、環境、社会などの世の中の永続性と、企業そのものの永続性という二つがあるように思います。

河口 | その通りです。今の問題は、企業の永続性の前提となっている世の中の永続性が危機に直面しているところにあるのだと思いますね。土台が壊れ始めている。だから世の中の土台を強化するような行動をとる企業でなければ、当然、世の中で長く生き延びることはできない。

岡本 | 社会が抱えている問題に対してソリューションを提供する企業だからこそ長期的に成功することができる。逆にいえば、長く続く会社というのは世の中で必要とされているから長く続いている。ずっと赤字では続かないし、暴利をむさぼっていてもいつか社会からはじき出される。世の中が必要とすることを適正な利潤で稼いでいるから長く続く。長く続いているれば株主資本は増えていく。ある年に減益になっても、配当金が利益を上回らない限り、株主資本は増加する。短期的には赤字になることはあっても、それがずっと続いたら企業は長くは続かない。そういう意味では、長く続く会社の株主は自分の持っている企業の価値が長期にわたって増殖していく恩恵を蒙(こうむ)ることができる。それはまさに企業にとってのサステナビリティです。

河口 | そうですね。

岡本 | 企業がESGに取り組むことはよいことなのだけど、同時に投資家が投資行動を通じて世の中を良くしていくという意識も高まってほしいですね。

河口 | 基本的に、金融機能は資源の再配分の問題です。その意味ではいかに効率的に儲かる場所におカネを配分していくか、ということが課題です。その際に社会的に課題を抱える分野を選び、かつそこでしっかりと効率的に仕事をする企業を選ぶことで、社会が効率的で持続可能なものになっていく。これが大原則ですね。この原則にしたがって株式や債券への投資、融資などがあるわけです。

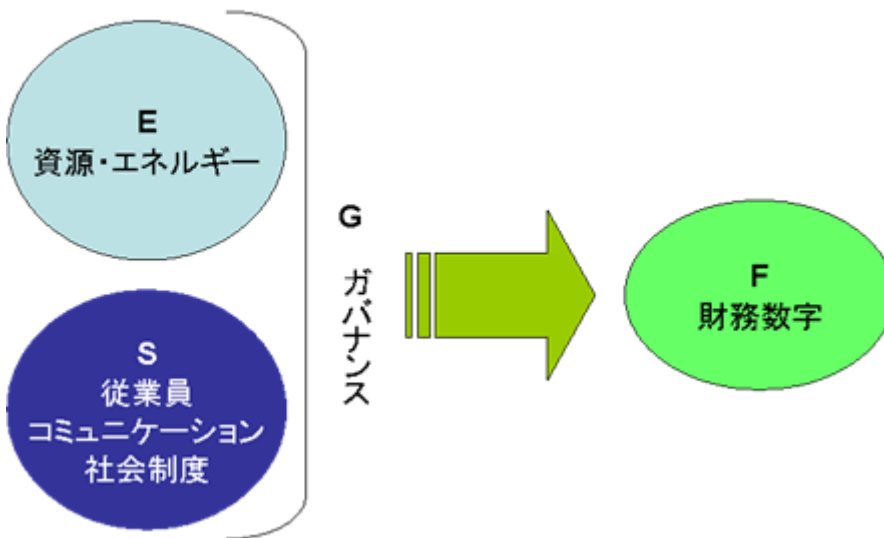
社会的な課題に答えるところに資金を配分して、世の中の仕組みを変えて良くしていく。それが世の中の発展につながる。投資家は、当然、リスクを取るのだから、それに見合ったリターンを得ていく。今までは効率的に儲けるために、逆に社会的課題を作り出してきた。たとえば公害の垂れ流しとか悲惨な労働慣行とか、そういう企業も利益さえ上げれば認められてきた。それがそうではなくなる。

岡本 | 結局、資源配分の基準を金銭から社会的な価値に切り替えたということですね。

投資家のあるべき姿は？

河口 | 「投資の力で世の中を変えていこう!」ということです。下の表(図1)を見ていただきたいのですが、これまでの投資家は財務数字(F)しか見ていなかった。でも、よく考えたら資源やエネルギーを使って、人が社会制度を利用しつつ事業を行い、それをいかに統治していくかということなんですね。そして、その結果として出てくるのが財務数字です。要するにESGというのはFを作り出す前提だということです。ESGがなければFはありえないんですね。でも、今までは、みんなFばかり見ていた。本来はE、S、Gを見ることでFを予測評価することができる。だから、ESGを重視することは企業が生み出す収益の源泉をみましょうということです。

(図1)



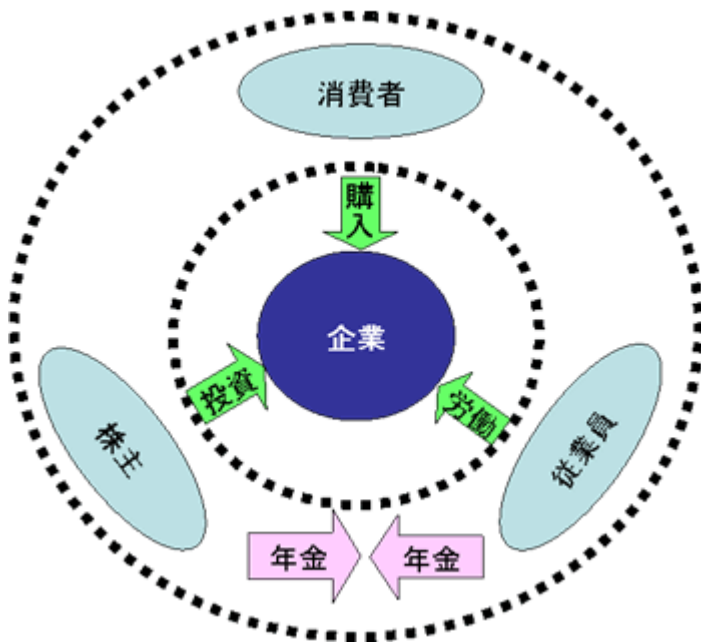
岡本 | なるほど。そこでお話しになっているガバナンスは社内的な統治体制ですね。同時に、会社組織全体を統治する株主によるガバナンスも必要になるでしょうね。

河口 | そうですね。この図は企業のなかのガバナンスです。企業全体を外側からガバナンスしていく存在として株主がありますね。

岡本 | 機関投資家であれ、個人投資家であれ、株主がより大きな責任を持つようになってきている。

河口 | そうですね。投資家の責任という意味で、投資責任原則(PRI)ということがいわれ始めたのもそこにあります。世界の主要な年金基金はみなPRIを支持しています。では、なぜ、年金基金かということですが、次の図(図2)をご覧ください。古典的な体制は資本家階級と労働者階級の二つしかなかった。でも、今の時代は、ほとんどの人が年金を通じて株主になっている。

(図2)



岡本 | そうですね。「俺は株なんかやらない」と言っている人でも年金を通じて株主になっている。

河口 | 従業員として会社に勤めながら、年金を通じて株主になり、そして消費者でもある。株主、従業員、消費者が三位一体になっているんです。今までの経済理論では資本家が労働者のどっちかがパイを奪うかという話だったのですが、そうではなくなってきた。

岡本 | ピーター・ドラッカーが70年代の初めに『ペンションファンド・レボリューション』という本で書いていましたよね。労働階級が企業を所有するのが社会主義であるとするなら、アメリカは世界で初めて社会主義国になったと。これはすごい洞察力というか、鋭い見方だと感心したものです。

河口 | 表向きは資本主義だけど、ガバナンスの最終構造を見ると、「なんだ、みんなで企業を保有しているのじゃないか」ということになる。株主として企業収益を上げるために労働分配率を下げろという、従業員としての自分の足元をすくうことになる。だから、消費者が満足して、従業員が満足して、株主が満足するリターンを上げられるためには、バランスが重要になる。誰かの一人勝ちということはありません。もう資本家と労働者は実質的には対立する二つの陣営ではないのです。

岡本 | その通りですね。

株主の責任

河口 | 本来、株主にも責任があるのです。企業に対して「儲けろ、儲けろ」というだけでは仕方ない。ある企業が、世の中にとって非常に悪いことをしたとします。それでも株主の責任は出資金額を失えばおしまい。でも、経営者は無限責任を負います。場合によっては自分のもらっている給料の何十倍をも支払わなければならない。その意味では、株主はだいぶ優遇されています。最悪、株主は自分の投資額を失えばすむのですから。そういった意味で、株主のあり方の見直しは学会などでは議論されているようです。長期株主でなければ議決権を与えないとか、長期株主と短期株主で配当を分けて払うというようなことが考えられているようです。株主優待などでは、長期株主を優遇するところもありますからね。

岡本 | ジョンソン・エンド・ジョンソンのようにクレド(信条)がはっきりしていて、これから株主になる人がそれをしっかり理解していれば、最初の段階で株主のスクリーニングはできるかもしれませんね。「一番大切なのが顧客、次が従業員、そして社会。最後が株主」と明言していれば、あまり短期の投機家は魅力を感じないでしょう。当社はESGを重視し、短期的利益は求めないということを公言していれば、目先の値上がり目的の投資家は入ってこないでしょう。

河口 | そういことでしょうか。その結果、長期投資家が安定的に企業を保有することになる。ある意味、株主の権利ばかりが主張され、本来の責任が忘れ去られている。アメリカなど、四半期の利益が多い少ないというので経営者がほめられたり非難されたりしています。短期的な利益を求める株主が多いと、経営者はどうしても目先の利益に走ってしまう。短期利益志向型グローバル経済を推進してきたという意味で株主にも、法律적으로는ともかく、道義的な責任はあると思うんですよね。

岡本 | 株主は企業活動の成果というメリットは受けるが、責任は限定されている。

河口 | それはおかしいという考えだってあって当然です。特に年金基金のような大きな投資家は、短期の利益だけとって逃げってしまうという事はできない。その国の経済や労働者に対する責任もある。そうすると、社会のためになりつつ、しかも投資のリターンも上がるというバランスが重要になる。それがESGの背景ですね。

日本と海外におけるESGの違い

岡本 | E、S、Gのどれを優先するかについて、日本と海外で何か違いはありますか？

河口 | Gについては、私は必ずしも専門家ではありませんのでEとSについていえば、日本の場合はまず環境を重視しますね。これに反して欧米企業は人権、労働がまず大切で次に環境だといえるのではないかと思います。

岡本 | 人権とか、労働というのはソーシャルということですね。

河口 | そうです。日本はその面がちょっと弱いですね。女性や障害者の雇用など欧米とは比較にならない。人権意識もレベルが違います。

岡本 | 景気が悪いなかでESGが軽視される傾向はありますか？

河口 | 環境はそんなことはないですね。テレビのコマーシャルなど見ても環境がブームですからね。環境が競争力になりつつあります。今、にぎやかなのは激安路線か、エコ路線です(笑)。労働に対する配慮はやはり弱いですね。グローバル化した企業でも日本の正社員のことしか考えていないとかね。現地のローカル社員について、CSR報告書でもきちんと書いているところは少ないです。

岡本 | 社員の半分が海外にいるような企業でもね。女性の活用はどうですか？

河口 | さすがに少なくとも表向きは女性の活用をと、いうようになってはきています。まあ、実体は「まだ女性は育っていない」などといって十分ではない面がありますけどね。そういう会社はあまり将来性はないんじゃないでしょうか。男性的価値観ばかりでは、今の世の中わたっていけますか？

岡本 | 環境について日本はCO2の25%削減などを公約していますが。

河口 | 本当はどこの国もそのぐらいか、それ以上やらないといけないんですよね。やらなければ自滅する。特に日本のように資源のあまりない国は、より少資源で成り立つ筋肉質な体質にしておかないといけない。われわれの食べる物の6割は海外に依存しているのですから、まだまだ削減は可能でしょう。そうすれば一人当たり使える資源の絶対量が減るといことにつながります。

世界では人口が増えるし、CO2は減らさなければならない。新興国は、成長の過程でどうしても資源を多く使うことになるでしょう。だから、日本など先進国は資源の使用量を減らしながら生きていくための循環を作っていくことが必要なんです。他の国と比べて25%が多いか少ないかという問題ではなく、日本は25%削減する枠組みで生きていく体制を作らねばならないということです。

岡本 | 財界などではかなり抵抗が強いのも事実ですね。

河口 | あ、それはそうです。現在のビジネス・モデルの延長線上で考えたら、それは無理です。CO2をもうこれ以上たくさんは出せないという前提を根本的に持つ。世の中の経済的なモデルがすべて変わるということでしょうね。

今まで生産性を上げるというのは生産を自動化、オートメ化して、人件費を下げるということでした。つまり労働力の効率化という話でした。経済学モデルでは、資本Kと労働Lが制約要因で、自然資源は無限を前提としています。しかし、これからエネルギーコストは上がる。世界の生産人口は増える。そうすると有限なのは資源、無限に使えるのは労働となる。だから労働集約的な産業が必然的に中心にならざるをえない。

今までは資本集約的にすればよかった。石油などいくらでも使えた。人は足りないが、石油はいくらでもあった。これが逆転します。人はたくさん使える、資源は今までのようには使えない。そうするとみんなが楽しく暮らせる分だけを作ればいい。ITをうまく使いながら人力もうまく使っていく。すでに宅配便などでは自転車を使っているじゃないですか。CO2を出せないなら、人に運ばせるということになる。もう、そうなっているんです。今まで機械でやっていた仕事を3人がかりで手作業ですというようなこともあるでしょう。そうすると、いかに「和」をもってチームとして人をうまく使うかなどが付加価値の源泉になるだろうと思います。日本ではワークシェアリングも課題ですが、こうなるとワークシェアリング的な考え方が必要になるのではないのでしょうか。

岡本 | 非常に大きな変化が起こりつつありますね。

河口 | その枠組みの変化に気づいている人と、そうでない人が今、混在している。尊皇(そのう)攘夷派(じょういは)と開国派とね。突然、「だ!」といって騒ぐ人が出てくる。それが現在の状態です(笑)。

岡本 | そうですね。それだけに意見も左右に振れやすいし、社会が不安定になっているのでしょうね。大切なことは昔の状態には戻らない。変化し続けるのがこの世の中の仕組みであることを理解して、大きな方向性をとらえていくということでしょう。そのような視点で、消費者として、従業員として、株主として行動することが必要なんじゃないかな。今日はお忙しいところありがとうございました。