

ESG礼賛論は根拠薄弱

植田和男 共立女子大学教授・東京大学金融教育研究センター長



正統的な経済政策に比べてESG投資の根拠は薄弱に見える。収益度外視で温暖化ガス排出企業への投資を避ける手法は疑問がある。企業収益に直結しにくいESG活動を基に投資収益を上げるのは難しい。人の利己的行動が社会利益につながる市場経済機能との調和が欠かせない。

ESG投資の荒波が押し寄せている。ESG投資残高は、保守的な推計でも世界の総運用資産の数%に達しているし、2020年には、コロナ禍、米大統領選でのバイデン氏優勢を受けて倍増の勢いを見せたようである。

このような動きをどう評価すべきだろうか。もちろん、ESG的な理念に反対する人は少数だろう。環境問題に例をとれば、経済活動によって排出された温暖化ガスが様々な自然災害につながっており、それを抑制するのが急務であることは議論をまたない。問題はどのようにしてそれを進めるかである。

地球温暖化問題は、経済学で古くから分析されている市場の失敗の一例である。経済活動に伴って発生する温暖化ガスが、市場取引を介さず他の主体にマイナスの効果をあたえるという外部性の問題と、影響を受けるのがガス発生近隣住民だけでなく、広く世界全体の市民だという公共財の問題が複合したものである。

この問題の解決策も良く知られている。その一つはガスを発生させる活動に対して直接課税をすることである。もう一つは、ガス発生量の上限を決めて、それが達成されるように各企業に枠を割り振るといった規制的アプローチである。

重要なことは、どちらの手法でも、それ以外の政府の関与は無しに、(ただし、後者の場合は割り当てられた排出権の市場取引を認めることによって)、ガスの発生量を抑えるという目標を達成したうえで、資源の最適配分が市場によって達成されることである。つまり、民間企業は課税や規制には従った上で、利潤追求を続けることが、世界経済にとっての善になる。

以上のような正統的な経済政策に比べると、ESG投資の根拠は薄弱に見える。株式投資を念頭に、ESG投資を2種類に分けてみよう。一つはESG問題に対する強い思い入れから、投資の金銭的リターンを度外視しても、温暖化ガス排出量が多い企

業への投資は避けるというアプローチである。この中には、本来望ましい炭素税等の政策が十分には実行されていない点を補う意味で、金融面から社会的な善行をしようという動機も含まれよう。いま一つは、投資の目的はあくまで利益を得ることだが、ESGの要素に着目することで平均的な市場リターン以上の利回り(アルファ)を得ようという戦略である。

前者がその本来の目的を達成することになるかどうかはかなり疑問である。損をしても良いという投資家は利潤動機の投資家の餌食になる。ESG投資家と逆の売買を実行することによりその他投資家はアルファを稼ぐことができる。また、資産運用業界の餌食にもなりそうだ。ESG投信の運用担当者は、無理してリターンを稼ぐ必要がないので、安易なESG投資によって高い手数料を稼ぐことができる。想定以上の損失に直面してESG投資家は退散せざるを得なくなる可能性が高い。

最終投資家の委託を受けて資産運用する業者が、委託者の許可を得ずに理念先行でESG投資を進めるとすれば、受託者責任を果たしていないことになる。この点は米国で長年大きな論点となっており、トランプ政権は(その意図は多分に政治的なものだったと推察されるが)、最近、エリサ法に関連して、年金運用における金銭的リターン以外の要素の考慮に対する規制を強めた。

ESGへの注目によって儲けようという考え方はどうか。税制、規制を含めて企業にとっての経済環境がESG重視に変化していくとすれば、その変化を的確にとらえ、それに応じた経営戦略の採用が、高収益実現への一つの道となろう。したがって、そうした企業を発掘し、なるべく前もって投資しておくことは合理的な選択である。

しかし、このような投資のよりどころは、現在どれくらい温暖化ガスを発生させているか等の単純なものではないだろう。そもそも多くの人に見えている情報で儲けるこ

とができないのは投資のイロハである。また、ESGの観点から社会的に有益な活動をしていても、そのかなりの部分が企業にとっては外部効果で収益には直結しない可能性も大である。(外部効果を内部化する仕組みとして炭素税等の措置があるわけである。)

そうは言っても、環境問題の企業収益への影響や企業のESGへの取り組みに関する情報が、工夫を凝らしつつ公表されることは重要である。それは、基礎的な会計情報と同様に、ESGに対する企業の取り組みを律するとともに、公表情報の先を読もうとする投資家を助けることになる。さらには、政府のESG政策がどのような影響を経済に与えるかを映し出す鏡としての機能を株式市場が果たすことが可能にもなる。

より広くESG、SDGs等には、環境問題だけでなくバブルや格差を生み出す資本主義を修正しようという狙いが存在する。こうした問題意識は良いとしても、市場経済、あるいは金融資本市場が人々の利己的な行動を社会全体の利益のために組織化するためのきわめてすぐれた制度であることを忘れてはならない。この制度は万能ではないが、その特徴を理解しつつ修正を図ろうとしなければ、角を矯めて牛を殺す過ちを犯すことになる。

関連ニュース

2020年12月12日付日本経済新聞夕刊 【ロンドン＝篠崎健太】欧州で温暖化ガスの排出量取引価格が上昇している。11日のロンドン市場では先物が1トン311円台まで上げ、取引が始まった2005年以降の最高値を14年8カ月ぶりに更新した。欧州連合(EU)が同日、30年までの新たな温暖化ガス削減目標で合意したことが材料視された。気候変動対策の強化が相次ぐなかで排出枠の希少性は増している。国際指標の一つであるICEフューチャーズ・ヨーロッパ上場の先物が一時前日比1%強上昇した。

キーワード

■エリサ法 米国の企業年金の受託者責任を定めた法律。2020年の中ごろに「年金運用では金銭的な利益のみを考慮すべきだ」との新規則案が公表された。ESG(環境・社会・企業統治)ファンドを採用する際、ESG重視でない他のファンドと運用収益やリスクを比較・評価し、経過観察も含めて文書に残すことなどを求めた。ESG投資を事実上、採用しにくくなる変更だと運用業界からは戸惑いの声が上がった。大統領選挙を控えたトランプ政権によるエネルギー業界への配慮との見方もある。

うえだ・かずお 1974年(昭和49年)東大理卒、80年米マサチューセッツ工科大博士号、93年東大経済学部教授。98年日銀審議委員に就任。将来の短期金利に対する市場の「予想」

に働きかけて中長期金利を低く抑える「時間軸政策」の理論的支柱になる。2005年東大経済学部教授に復職し、17年3月に退官。17年4月から現職。静岡県出身。69歳。