

サステナブルファイナンスはどこを目指すのか

～インパクトとトランジションから考える～



高崎経済大学 学長

水口 剛

アメリカでは共和党の強い州で反ESG法制定の動きがある。その背後には、投資家が金銭的利益以外の要素を考慮すべきでないとの主張があるだろう。一方、サステナブルファイナンスの分野では、むしろ金銭的利益以外のインパクトへの関心が高まっている。このことをどう捉えたらよいのか。また、クライメート・トランジションの必要性について理解が進んできたが、それに必要な資金は誰がどういう論理で投じるのだろうか。そしてそれは、インパクトの議論とどう関係するのか。本稿では、これらの錯綜した論点を、ESGの考慮を「ウォーク資本主義」と呼んで糾弾す

る2種類の批判と、「サステナビリティ・インパクトのための投資（Investing for Sustainability Impact : IFSI）」という概念を中心に考えていくことにしたい。

1. サステナブルファイナンスの概念を巡る攻防

(1) 2つの「ウォーク資本主義」批判
米国労働省は2022年11月に、従業員退職所得保障法（ERISA）に基づく年金基金の受託者の責任に関して「最終ルール」と題したリリースを公表し、投資の意思決定や株主権の行使の際に気候変動とその他の環境、社会、ガバナンス（ESG）要因を考慮し得るという解釈を明確にした^(注1)。だが、州レベルでは逆に、ESG投資を推進する運用機関等を排除するなど、反ESGの動きがある。たとえばテキサス州では化石燃料企業を除外する運用機関等との契約を禁じる州法（Seneta Bill

目次

1. サステナブルファイナンスの概念を巡る攻防
2. 環境・社会課題解決と投資リターンは両立するのか
3. 誰が何を決めるのか

13) が2021年に可決され、本稿執筆時点で実際にブラックロック、BNPパリバ、HSBCグループなど11社がリストアップされている(注2)。他にもフロリダ州、ケンタッキー州、オクラホマ州など共和党色の強い州で反ESG法が制定されている。

後者の反ESGの動きには、地元のエネルギー産業を保護する意図とともに、ESG投資を民主党的なイデオロギーだとして攻撃する側面がある。環境や社会に配慮する経済行動を「ウォーク (Woke: 目覚めた) 資本主義」と呼び、その言葉を、経済合理性が貫徹すべき投資の分野に左派的な価値観を持ち込むものだと揶揄する意味で使っている。保守派にとってのウォーク資本主義とは、資本主義の本来の姿を歪めるものという批判の対象なのである。

これに対してシドニー工科大学教授のカール・ローズは、保守派はウォーク資本主義の本質を見誤っていると主張する。彼によればウォーク資本主義は「保守的な批評家たちの非難とは正反対のこと」を行っており、「資本主義の力とそれが及ぶ範囲を、ひどく問題のある形で拡大することにつながる」ものだという(注3)。具体的には、脱炭素やダイバーシティ&インクルージョンもビジネス上の利益のための手段に過ぎず、進歩主義的な主張をすることで資本主義への批判をそらし、結果的に政治的発言力を高めることで民主主義を侵食するというのである。

このようにウォーク資本主義という1つの

現象に対して、市場に進歩主義的価値観を持ち込む資本主義からの逸脱だという批判(第1のWoke批判)と、進歩主義の衣をまとった資本主義の強化だという批判(第2のWoke批判)の、2つの全く逆方向の批判がある。この2つの批判は、サステナブルファイナンスの今後を考える上で鍵となる2つの論点を提起する。

(2) 批判が導く2つの論点

双方のウォーク資本主義批判が提起する論点は、2つに分けて考えることができる。

1つは、環境・社会課題の解決と投資リターンとの関係である。ESG要素の考慮がリスクを低減し、投資機会につながるという理解はすでに一般化しただろう。だが、サステナブルファイナンスはそこにとどまるのか。それとも環境・社会課題への貢献、すなわち環境的・社会的インパクトも目指すのか。もしそうだとしたら、それは、リスク調整後リターンの最大化という資本主義のあるべき姿に反するのではないかと、第1のWoke批判は問う。

一方、第2のWoke批判には複数の要素が含まれるが、その1つは「結局は資本主義の強化に過ぎないのではないか」というものである。それがなぜ問題なのかと言えば、進歩主義的な言辞も結局は利潤追求のためのツールに過ぎず、その結果、真に環境・社会課題の解決につながらない可能性があるということだろう(注4)。たとえば言葉とは裏腹にか

えって格差が拡大したり、脱炭素につながらなかつたりする可能性である。

この両者に共通するのは、真の社会課題解決と投資リターンは両立するののかという問題である。両立しない限り、両方の批判に同時に応えることはできない。

だが第2のWoke批判はそれだけではない。ローズ(2023)は、ウォーク資本主義が民主主義を侵食すると批判する。たとえいくつかの課題は改善するとしても、多様な環境・社会課題の何にどう対応するかを決定を、民主的プロセスではなく、大企業や投資家に委ねてよいのかというのである。その意味で、サステナブルファイナンスのもう1つの論点は、誰が何を決めるのか、ということになるだろう。

以下では、この2つの論点を順に取り上げていくことにしたい。

■ 2. 環境・社会課題解決と投資リターンは両立するののか

(1) ESG投資の定義問題

共にコロンビア大学教授の本田桂子と伊藤隆敏は共著の中で、ESG投資を「ESG等の非財務ファクターを投資判断に織り込み、リスクをマネージしつつリターン向上をめざす投資」と定義すると主張している(注5)。「社会的課題の改善への貢献はESG投資の主目的ではなく、副産物」だということである(注6)。この立場からの第1の論点に対する答えは明

らかで、そもそも社会課題解決は目的ではないので、両立も目指していないということになるだろう。現実にも、同様の理解をしているESG投資の実務家は多いかもしれない。

一方、2023年11月、責任投資原則(PRI)をはじめとする関係機関が共同で、責任投資の各手法の定義を整理して公表した(表1)。その中でESGインテグレーションについて、「ESG要素はリスクとリターンに影響し得るが、資産価格に完全には反映されていない」という認識に基づいて、リスク調整後リターンの改善を目的にESG要素を考慮することだと説明している(注7)。この説明は、本田・伊藤(2023)のESG投資の定義と符合する。

だが、責任投資の方法はESGインテグレーションだけでなく、他にもスクリーニングやスチュワードシップなどが挙げられている。そしてそれらの目的はリスク調整後リターンの改善だけではない。たとえばスチュワードシップとは「顧客と受益者の長期的な価値を守り、高めるための投資家の権利と影響力の行使」と定義されているが、そこには株主提案や議決権行使から投資先企業とのエンゲージメント、さらに集团的イニシアティブへの参加まで、幅広い内容が含まれる。その目的である「顧客と受益者の長期的な価値」は多面的な概念だとされ、個々の投資先の個別のリターンではなくポートフォリオ全体の価値や、それを支える自然資本や社会関係資本などが含まれるという。

つまり実際に行われている責任投資の範囲

(表1) 責任投資の方法の定義

名称	定義
スクリーニング	投資が許されるかどうかを決める定義されたクライテリアに基づくルール適用。
ESGインテグレーション	リスク調整後リターンの改善を目的にした、投資の分析と意志決定プロセスにおけるESG要素の継続的な考慮。
テーマ投資	特定のトレンドにアクセスするための資産の選択。
スチュワードシップ	投資家の利益が依存する共有の経済的・社会的・環境的資産を含む、顧客と受益者の長期的な価値を守り、高めるための、投資家の権利と影響力の行使。
インパクト投資	財務的リターンとともに測定可能でポジティブな社会的・環境的インパクトを生む意図をもった投資。

(出所) CFA Institute, Global Sustainable Investment Alliance, and Principles for Responsible Investment(2023), *Definitions for Responsible Investment Approaches*より抜粋して筆者作成。

は、本田・伊藤（2023）が提案する定義より広い。両者の差分の本質は、環境的・社会的インパクトの追求にある。そしてその部分に注目しなければ、本稿の論点を的確に捉えることはできない。

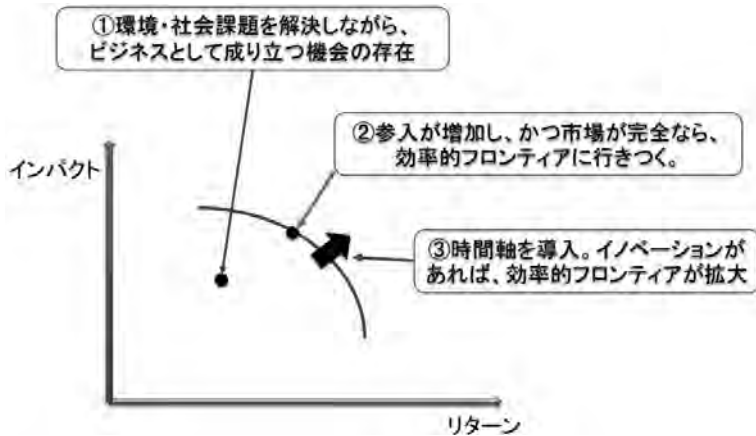
(2) インパクトと投資リターン

表1にはインパクト投資が1つの手法として位置付けられている。これは「財務的リターンとともに、測定可能でポジティブな社会的・環境的インパクトを生む意図をもった投資」と定義される。実際の行動は投資先の選別とエンゲージメントなので、表1の他の手法と重なる面もあるが、具体的に解決すべき環境・社会課題を特定し、解決に至るセオリー・オブ・チェンジとロジックモデルを明示し、それに沿ってインパクトの測定と管理（Impact Measurement and Management：IMM）を行うという点で、他の手法とは明確に区別される。

リターンとの関係では、お金に「意志」を持たせることを強調し、市場平均以下のリターンを許容するタイプから、市場競争力のあるリターンを追求するタイプまで、幅があるとされる。後者のタイプは真に課題解決を目指しながら、同時に投資リターンも犠牲にしないことになる。図1はそれが可能となる論理を模式的に表したものである。

実際にはインパクトの大きさを共通の尺度で測定することは困難だが、仮に縦軸にインパクトを取り、横軸にリスク調整後リターンを取った場合、現状では図の①に示すように、社会課題解決がビジネスとして成り立つ機会が豊富に存在すると思われる。したがって投資家の能力次第でインパクトと投資リターンの両立が可能になる。やがてインパクト投資への参入が増え、市場が成熟すれば、理論的には有利な機会が投資し尽くされて、②のようなある種の効率的フロンティアに行きつくと考えられる。投資家が投資リターンとイン

(図1) インパクトと投資リターン



(出所) 筆者作成

パクトの両方を求めるなら、その選好を示す無差別曲線と効率的フロンティアの接点が最適解ということになるだろう。しかし、ここまでは静態的なモデルであり、ここに時間軸を導入すれば、③に示すようにイノベーションによって効率的フロンティアが拡大する可能性がある。

(3) IFSIと投資リターン

本稿の冒頭に記したIFSIという概念は、PRIなどの委託でフレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンガーが2021年に執筆した『インパクトをもたらす投資に関する法的枠組み』の中で提起された。同報告書によれば、IFSIとは「投資家が意図をもって、資金提供やその他の活動を通じて、サステナビリティ課題に関して評価可能なアウトカムを生むために、投資先企業やその他の第三者の行

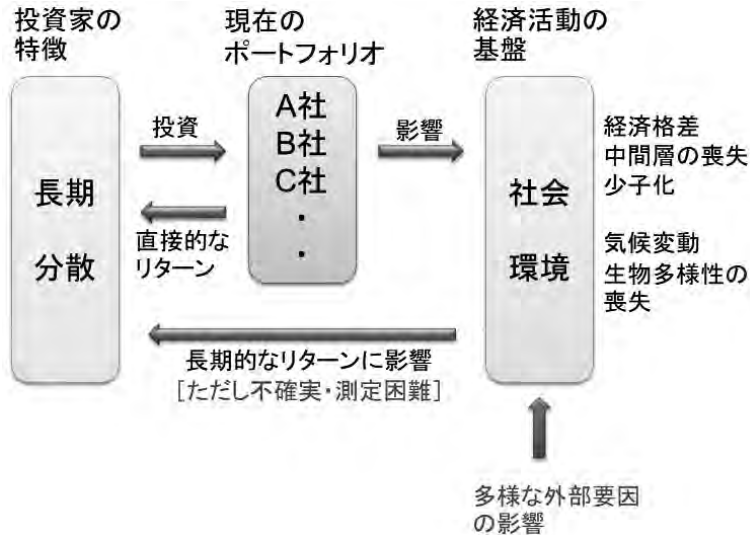
動に影響を与えようとする活動を幅広く捉える概念」であるとされる(注8)。

IFSIとインパクト投資は混同されがちだが、異なる概念である。インパクト投資は明確な輪郭をもつ1つの投資手法であるのに対して、IFSIはサステナビリティ・インパクトの追求という目的観に着目した概念であって、特定の手法ではない。したがってIFSIはインパクト投資も含むが、それだけでなく、表1に示したさまざまな手法で実践される。

この概念は第2のWoke批判を考える上で重要な意味を持つ。第2のWoke批判は投資家がESGを標ぼうする真の動機は利潤追求ではないかと言うのに対して、IFSIは投資家がインパクトを追求する動機を説明するものだからである。

投資家の動機の面から、IFSIは目的IFSIと手段IFSIの2つに分かれる。目的IFSI

(図2) 手段的IFSIの論理



(出所) 筆者作成

とは、サステナビリティ・インパクトの追求自体に価値があると考えられる場合のIFSIである。これは、最終受益者にサステナビリティを重視したいという価値観（サステナビリティ選好）があることが前提となる。たとえばEUのサステナブルファイナンス開示規則（SFDR）は、個人にサステナビリティ選好があり得ることを想定している。

一方、手段的IFSIとは、長期的な投資価値を守るための手段としてサステナビリティ・インパクトに注目するIFSIである。その論理を図2に示した。長期・分散投資をする投資家にとって、健全な自然環境や社会環境を守ることが経済活動の基盤を守ることにつながり、将来の投資価値を守る合理的な行動となる。これは、負の外部性を考慮するユニバー

サルオーナーシップと共通する論理である。

手段的IFSIの立場に立つならば、社会課題解決は投資リターンと矛盾しない。また、単に「見せかけの利他主義」で終わることなく、真の課題解決を目指さなければ、将来の投資価値も守れないことになる。これが第1の論点に対する答えである。

■ 3. 誰が何を決めるのか

(1) 規範を強化するプロセス

外部不経済の縮小を通して将来の投資価値を守るという手段的IFSIの論理は、全体として合理性があっても、その成果を個別に測定することは難しい。したがってこれは、コストを上回る成果があるかどうかを個別に検証

して採否を決める投資手法のようなものではなく、ある種の行動規範として受け入れられる必要がある。またこれは、特定の投資家だけが行うのではなく、多くの投資家が集合的に行うことで、より大きな効果が期待できる。他方で、経済活動の基盤が守られるという恩恵は全ての投資家に及ぶので、自らはコストを負担せず、恩恵だけを得るフリーライダーになろうとするインセンティブが働く。その意味でも、手段的IFSIは規範として確立することが重要になる。

だが、外部不経済の考慮やサステナビリティ・インパクトの追求といった行動は、これまでリスク調整後リターンの最大化という価値規範の中で働いてきた人たちに、その価値観の転換を求めるものなので、簡単には浸透しない。ESG要因を考慮する意味についても、リスク低減とリターン向上への貢献のように既存のパラダイムの内部で収まる解釈が好まれる。だからこそ、さまざまな仕掛けが作られ、徐々に新しい規範の浸透が図られてきたとも言える。

たとえば2006年にPRIが公表され、機関投資家への署名を求めることでESG要因の考慮という考え方を広めてきた。PRIは機関投資家の署名を進めるために、当初から受託者責任と整合性のある説明をすることに意を用いてきたが、早くも2010年にはユニバーサルオーナーシップという概念で、環境・社会課題がシステミックリスクとなることを示した(注9)。IFSIの提唱はその延長線上にある。

2023年にPRI事務局が署名機関向けに行った調査(注10)によれば、責任投資とは何を意味するかという問いに対して、リスクを管理することだと考える署名機関は現時点では30%あるが、将来もそうだという回答は12%に減る。現実世界でのアウトカムのために行動することと考える署名機関は現時点では41%だが、将来はそうなるという答えは63%に達する。

また、2014年の国際資本市場協会(ICMA)によるグリーンボンド原則の公表を機に、グリーンボンドやサステナビリティ・リンク・ボンドなどのいわゆるESG債の発行が広がった。これが意味するのは、信用力やリスクに見合うリターン以外に、資金使途のグリーンプロジェクトへの限定や、サステナビリティ目標の達成というコミットメントが、市場で意味を持つようになったということである。

国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)は2023年にサステナビリティ開示に関する最初の国際基準を公表した。ISSBはシングルマテリアリティの立場だが、「全般的要求事項(S1)」の第2項では、自然環境や社会への依存と影響がリスクと機会をもたらすと記されている(注11)。それは、投資先のリスクと機会を評価する上で、環境・社会への依存と影響も考慮すべきことを示唆する。

これらさまざまな動きが相まって、インパクト重視という考え方が浸透しつつある。今はそのようにして規範を強化するプロセスにあると言えるだろう(注12)。

(2) IFSIのその先へ～トランジションから考える

現実の環境・社会課題は多様な上、相互に密接に関連する。たとえば脱炭素社会への移行（トランジション）は産業構造の転換をもたらす。それは新たな産業を生む一方、職が失われる可能性もある。そこに公正な移行（Just transition）が求められる。だが雇用維持の論理で既存産業を守る力が強まりすぎれば、脱炭素社会への移行自体が手遅れになる危険もある。経済活動の基盤を守るというIFSIの論理は全体最適を目指す、個々の企業の個別最適とは衝突する可能性もある。一方、現時点では実用化されていない技術でも、今後イノベーションが起きる可能性もある。そのためには誰かがリスクをとって、未知の技術や不確実な可能性に投資する必要がある。

つまりIFSIという規範が受け入れられたとしても、それだけでは環境・社会課題の解決は保証されない。長期の時間軸でサステナビリティ・インパクトを実現する具体的な投資判断が正しくできるかが鍵になる。しかもそれは極めて複雑で、不確実性の高い判断となる。では投資判断において、多様で複雑な環境・社会課題にどう対応するかを、どう決めればよいのか。原理的には、政府が決めるか、市場が決めるかのどちらかであり、現実にはその2つを両極とした中間ということになるだろう。

「政府が決める」の典型はタクソノミーで

ある。たとえばグリーンボンドの枠組みに従っていても、それだけでは実際の資金使途が本当にグリーンかどうかはわからない。何らかの評価や判断が必要である。EUはそこに詳細なタクソノミーを定めた。今では中国、オーストラリア、ASEANなども独自のタクソノミーを持つ。日本にタクソノミーはないが、グリーンボンドガイドラインの付属書1がポジティブリストを示している。

一方、「市場が決める」とは、市場の選択に委ねるという意味である。それが環境・社会課題の解決をもたらすには、①多くの投資家の参加があり、②インパクトの追求という規範が共有され、③個々の投資家が高いリテラシーを持つ、という条件が必要である。

政府が、そのような投資家の規範やリテラシーを不十分と思えば、タクソノミーなどの強制力を強める方向に進むだろう。それは投資家にとっても、リテラシーの不足を補えるメリットがある。第2のWoke批判の立場からは、政府が決める方が民主主義的なプロセスに映るかもしれない。

だが、極めて複雑に入り組んだ環境・社会課題の全てを、政府などの少数の人間が常に正しく判断できるのか。タクソノミーも柔軟に見直せばよいが、硬直的になるおそれもある。市場が真に機能するなら、多くの参加者と情報が集まる市場の方がより妥当な判断に至る可能性もある。イノベーションを生み出すアニマルスピリッツは、市場と相性がよいかもしれない。こう考えると、職業投資家

が十分なりテラシーを持つ責任と、IFSIという規範を共有した上で、政府の指針も参考に、最後は市場が決めるというのが、第2の論点の答えではないか。

特にトランジションの実現のためには、温室効果ガスの削減などの現時点でのインパクトだけでなく、移行戦略を評価することが必要になる。これに関連して経済産業省は産業分野別に技術ロードマップを公表している。ロードマップはタクソノミーと対比されることもあるが、その性格はタクソノミー同様、政府が決めるものである。企業や投資家にとって1つの指針となり得るが、将来に関わることなので不確実性が高い。しかもその成否は、未来の社会のサステナビリティに直結する。ロードマップを参照しつつも、最終的には個々の投資家が高いリテラシーを備え、自身の責任で判断することが必要だろう。

おりしも2023年11月7日、内閣官房、金融庁、財務省、経済産業省、環境省が連名で「クライメート・トランジション・ボンド・フレームワーク」を公表した。翌8日には財務省から「クライメート・トランジション利付国債」の名称で2023年度中に発行を開始する旨がリリースされた。クライメート・トランジション・ボンドは「脱炭素成長型経済構造移行推進戦略（GX 推進戦略）」の一環で、今後10年間で20兆円の発行を見込むが、同戦略はGX（Green Transformation）実現に必要な投資を今後10年間で150兆円超と試算している。差額の130兆円は誰が、どういう論理

で出すのか。

過大なりスクを政府がカバーすることで、投資家はリスク調整後リターンだけを見て投資するという部分もあるかもしれない。しかし大部分は、個々の投資家が自らの長期的な投資価値を守るために、真にトランジションを実現できると信じる投資先を選び、エンゲージメントしていくしかない。それが実際に脱炭素でサステナブルな社会をもたらしのか、市場の真価が問われている。

(注1) US Department of Labor, Employee Benefits Security Administration, November 22, 2022, *Final Rule on Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights*.

(注2) Spencer Grubbs(2023), "Fighting a Fossil Fuels Boycott", *Fiscal Notes May 2023*.

(注3) カール・ローズ著・庭田よう子訳 (2023) 『WOKE CAPITALISM』東洋経済新報社, p.34

(注4) 「何らかの変化があるとすれば、それは富裕層と権力者層が許容できる範囲に限定された『偽りの変化』である。社会の進歩や平等は、この見せかけの利他主義によっては促進されない」ローズ (2023)、p.171.

(注5) 本田桂子・伊藤隆敏 (2023) 『ESG投資の成り立ち、実践と未来』日本経済新聞出版, p.8

(注6) 前掲, p.23

(注7) CFA Institute, Global Sustainable Investment Alliance, and Principles for Responsible Investment(2023), *Definitions for Responsible Investment Approaches*, p.8

(注8) Freshfields Bruckhaus Deringer(2021), *Framework for Impact – Sustainability impact in investment decision-making*, PRI, Generation Foundation and UNEP FI, p.10

(注9) PRI and UNEP FI(2010), *Universal Ownership - Why environmental externalities matter to institutional investors.*

(注10) PRI(2023), *PRI in a Changing World: Signatory Consultation – PRI Board Response.*

(注11) International Sustainability Standards Board(2023), *IFRS S1 – General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, IFRS Foundation, p.6

(注12) 2023年11月、金融庁が事務局となりインパクトコンソーシアムが設立された。これも規範を強化する動きの一環と言えるだろう。

