

2019年度 第1回 スチュワードシップ研究会

テーマ：海外の ESG 投資の動向と日本への示唆

高崎経済大学副学長、同大学経済学部教授 水口 剛 氏

2019年9月19日（木）

池尾座長： 定刻を過ぎましたので、ただいまから 2019 年度第 1 回スチュワードシップ研究会を開催します。本日はご多忙中のところをご参集いただき、誠にありがとうございます。恒例なので、まず大場会長から開会の辞をいただくということでお願いします。

大場会長： 開会の辞というほどではないのですが、ご案内のとおり金融庁から新たに金融行政方針が示され、資産運用会社は好循環な社会をつくっていく上で、言い方を換えると持続可能な社会の実現に向けて重要な役割を担っている、そういったことが期待されていると明記されています。その中の一環として、スチュワードシップ・コードの改訂を展望して来月から改めてスチュワードシップ・コードについての検討会が開催される運びになっています。

その中で重要なポイントとして、運用会社の議決権行使の状況についてより詳細な開示を求めるとというのが一つ大きなテーマになっていることに加え、ESG の要素、つまりサステナビリティに関わる企業との対話、ならびに自社の取り組みをどのように進化させていくかということもテーマになりうるのではないかと認識しています。

わが国の ESG に関する取り組みは大きな進展を見せていると思いますが、一方、ヨーロッパでは動きが非常に速くて、EU ではタクソノミーの確立、つまり企業の取り組みが、これは ESG に関連する取り組みなのか、そうではないのかというようなことを EU が分類することとしています。すでにそういう動きが出ていますので、そのようなことも含めてわれわれは認識しておかなければいけないのではないかと考えています。今日の研究会では海外の ESG 投資の最新の状況を理解して、その認識を共有するとともにわれわれの取り組みに生かしていけないかというようなことで設定させていただいています。

今日の講師はご案内のとおり内外で、ご活躍で、この分野についてのご知見が大変に深く、さまざまな検討会の座長も務めておられる、高崎経済大学の水口剛先生にゲスト・スピーカーとしておいでいただいています。海外の状況の最新の動向をご紹介いただくとともに、それがどのように日本に示唆を与えているかということについてお話しいただく予定です。皆さま方も活発なご議論をしていただきたいと思いますので、どうぞよろしくをお願いします。

池尾座長： どうもありがとうございました。

会を始める前に、今回参加いただいている専門メンバーの方々から簡単に自己紹介をお願いします。

菅野氏： アセットマネジメント One の社長をやっている菅野です。あと、投信協会の

副会長も兼務しています。ESGについては、われわれは GPIF さんからパッシブを非常に大きな金額で預かっていることもあって、ここ 2~3 年、かなり進めてきています。海外でこういったことを進めるかについてはいろいろ考えているので、よろしくお願いします。

堀井氏： 三井住友トラスト・アセットマネジメントの執行役員をしている堀井と申します。チーフ・スチュワードシップ・オフィサーという役職もいただいています。現在はスチュワードシップ推進部、ここで ESG を推進していますが、そこの部署を統括しています。今日は水口先生にいろいろ勉強させていただきたいと思っているので、よろしくお願いします。

松下氏： 三井住友 DS アセットマネジメントの松下です。われわれはどちらかというところアクティブハウスですが、現状、日本株でも 5 兆円ぐらいの投資があり、最後はボーディングになりますけれど、それに至るプロセスという広い意味で責任を感じています。特にひしひしと高まっている実感があるので、引き続きよろしくお願いします。

後藤氏： 東京海上アセットマネジメントの後藤です。以前にもほかの運用会社でやっていたことがあります。ここ 10 年強の流れを見てみますと相当大的な変化があり、ずいぶん変わった部分と、まだという部分もあるかと思っています。さらにどういう方向でやれるかなということを考えています。当社はアクティブ、特に株のアクティブ運用を中心にやっていますので、この問題についてコミットしてやってきていますし、これからも引き続きやっていきたいと思っているので、よろしくご指導いただければと思います。

小嶋氏： 損保ジャパン日本興亜アセットマネジメントの社長の小嶋です。我々はそもそも損害保険会社のアセットマネジメントで、ちょうど今年、一番初めのグリーンファンドをつくってから 20 年になります。そこでは E というところから始まっていますが、SDGs が世界に広がっている中で、責任投資も含めてかなり力を入れています。今日の勉強会をはじめ、損害保険事業の関係で言うと先日の台風 15 号もそうですが、実際問題として自然災害が経済に与えるインパクトが大きいので、海外の ESG の関連なども教えて頂きながら取り組みたいと思います。よろしくお願いします。

荻原氏： 野村アセットマネジメントの荻原と申します。野村アセットマネジメントの執行役員で、株式、調査、責任投資を統括しています。皆さまと同じようにここ数年間、ESG はわれわれの最重要課題ということで積極的に取り組ませていただいていると認識しています。まだまだ道半ばということで学ぶことがたくさんあると思うので、今日は勉強させていただきたいと思います。よろしくお願いします。

池尾座長： どうもありがとうございました。

事務局から若干説明があるということなので、お願いします。

事務局： お手元の紙の資料ですが、「議事次第」「ご出席者の名簿」「配席表」となっていますので、ご確認ください。また「議事次第」ですが、本日は「海外の ESG 投資の動向と日本への示唆」と題して、水口先生のご講演を踏まえてご議論いただきたく思います。またご出席者についてはご出席者名簿のとおりです。

お手元のタブレットですが、水口先生のご講演及びその後の自由討論で使用します。適宜、指でページを操作できますが、水口先生や事務局が操作する際には、それに伴い、すべてのタブレットのページがいったん動きますのでご承知おきください。操作方法についてご不明な点があれば事務局の者がいつでもサポートしますので、どうぞお声がけをください。また自由討論の際に、水口先生のご講演の資料のどの辺りの何について、あるいは単に何についてなどとお伝えくだされば、事務局で操作して該当のページが表示されるようにします。

なお、本日のご議論については協会ホームページに概要及び議事録などを掲載する予定です。掲載する内容などについては皆さまに事前にお目通しいただき、適宜修正の上、掲載させていただきますので、どうぞご自由に活発なご議論をお願いします。

池尾座長： お待たせしました。すでにご紹介がありましたように、本日は高崎経済大学副学長、同大学経済学部教授の水口剛先生をゲスト・スピーカーとしてお呼びしています。「海外の ESG 投資の動向と日本への示唆」というタイトルで1時間ぐらいお話しいただき、それを踏まえてその後、また1時間ぐらい自由討議をするかたちにしたいと思うので、よろしくをお願いします。早速ですが、プレゼンテーションをお願いします。

水口氏： 本日はこのような貴重な機会をいただき、ありがとうございます。せっかくの機会なので、今から1時間ほど私の話をお聞きいただき、その後、質疑応答ということにさせていただければと思います。前方のスクリーンを見ていただくと、今どこをしゃべっているかということがわかるので、併せてお手元のスライドを動かしていただければと思います。

(ESG 投資の広がり)

責任投資とか ESG 投資というのは、ご案内のように普及のきっかけになったのが 2006 年の責任投資原則 (Principles for Responsible Investment: PRI) の公表でした。これは責任投資原則の署名機関が順調に伸びていますという図です。責任投資原則、英語の頭文

字をとって PRI と言いますが、この 9 月に、ちょうど先週、PRI の総会がありました。それに合わせてパリで 3 日間のシンポジウムをしましたが、1600 人の投資家が集まったという大きな会議でした。このように広がっているということです。

次の図は、サステナブル投資の残高を集計している別の団体（Global Sustainable Investment Alliance）のデータでも、ヨーロッパ、アメリカ、日本で金額は増えている、このような状況だということを示しています。

一方、2014 年にはメリルリンチ他、海外の 4 行が共同してグリーンボンド原則をつくり、いま ICMA がその事務局をしています。このグリーンボンド原則の公表をきっかけにグリーンボンドの発行も急速に増えてきました。ご案内のとおりですが、調達資金の用途をグリーン事業に限定した債券をグリーンボンドと呼んでいます。

この図は、グリーンボンド市場の伸びを示しています。これは Climate Bond Initiative という組織が集計しているデータです。

（EU のアクションプランとタクソノミーの動き）

このような全体状況の中で、今日は海外の動向ということで、まずご紹介しなければいけないのは欧州委員会の動向だと思います。大場さんのお話にもありましたようにタクソノミーというのが出てきていますが、最初に、タクソノミーの前提になっている全体像をご紹介したいと思います。EU の行政機関である欧州委員会がサステナブル金融に関する High-Level Expert Group というグループをつくったのが 2016 年末でした。そこが 2017 年に中間報告を出し、2018 年、昨年 1 月末に最終報告を出しました。

この最終報告の中で、欧州としてサステナブル金融を推進するためにこんなことをすべきだという詳細な提言をしています。その提言を受けて欧州委員会としてのアクションプランが出てきたのが 3 月 8 日です。1 月末に最終報告が出て、3 月 8 日にアクションプランが出るというのは、最終報告の内容を最初からわかっていて、準備をしていたということです。

そして、そのアクションプランに基づいて、5 月に三つの法案を提出しています。さらに 7 月に、アクションプランを具体化するための Technical Expert Group、つまり専門委員会を立ち上げて議論を始めています。昨年の 3 月から 7 月にかけて、欧州委員会は一気にサステナブル金融を政策的に推進し始めているわけです。

アクションプランが具体的にどんな内容なのかを示したのがこの図です。10 個のアクションがある。10 個の計画があるわけです。真ん中にアクション 1 として、EU サステナビ

リティタクソノミーというのがありますが、これはサステナビリティとは何かについて定義しようということです。これ以外にもいろいろなことを言っています。例えばアクションプランの4では、ファイナンシャルアドバイザー的な人が個人に投資のアドバイスをする時、個客に、あなたはサステナビリティをどのぐらい重視しますかというサステナビリティに関する **preference**、サステナビリティ選好を聞かなければならないということを義務づける。アクション7では、機関投資家が運用する時には **ESG** を統合しなければならないことを義務づける。あるいはサステナビリティベンチマーク、つまり投資ベンチマークにサステナビリティを組み込むとか、グリーンボンドの **EU** 基準をつくるというふうな包括的な計画になっています。

これを具体化したのが先ほど申し上げた5月に出てきた三つの法案です。画面に三つの法案が出ていますが、これが去年の5月に出て、今年の6月ぐらいに欧州議会を通過しています。**EU** では議会を通過した後、欧州閣僚理事会を通さなければいけません。これは二院制ということですが、いま閣僚理事会で議論されているところだと認識しています。

どのような内容かという、一番上の法案が、**the establishment of a framework to facilitate sustainable investment**。サステナブル投資を推進するためのフレームワークの確立ということですが、これがいわゆるタクソノミーをつくることの根拠法になっています。

二つ目は、サステナビリティのリスクとサステナブル投資についてのディスクロージャーをせよという法律です。ディスクローズするのは誰かというは機関投資家です。機関投資家がサステナブル投資とサステナビリティリスクをどう評価しているのかについてのディスクローズを義務づける。その先には **ESG** を投資に組み込まなければいけないことの義務化が含まれているというものです。

三つ目は、インデックスのベンチマークをつくる時に、サステナビリティベンチマークと標榜するのであれば、このような要件を満たさなければならないという条件づけと、ローカーボン（低炭素）・ベンチマークをつくる。**EU** としてローカーボン・ベンチマークを提供するという法案になっています。

一方、**Technical Expert Group** のほうはさらに四つのグループに分かれていて4種類の活動をしています。一つ目がタクソノミー。二つ目がグリーンボンドの **EU** 基準。三つ目が先ほどのベンチマーク。四つ目が企業側の情報開示となります。どれもある程度かたちになっています。グリーンボンド基準についてはすでにレポートが公表されています。こ

れは法律ではなく、任意の基準になるようです。低炭素ベンチマークについては、いったん中間報告ができ、いまパブコメを受け付けているところだと思います。

四つ目の非財務情報開示ガイドラインというのは、企業が ESG 情報を開示しなければならないという EU 指令が 2014 年にできていて、2017 年に EU はガイドラインを出しています。そのガイドラインを改定して、TCFD に対応するガイドラインに変えたということです。

問題は最初のタクソノミーです。今年の 6 月に報告が出ています。「タクソノミー・テクニカルレポート」という報告書ですが、9 月 13 日までということですから先週末ぐらいまでコメント期間があり、この後、また改定されるのだと思います。このレポートがタクソノミーとはどういうものかということ初めて公に示したことになります。

レポートは全部で 400 ページ以上あります。414 ページの英文なのでパッと読めないのですが、414 ページあるといっても、中身がパート A からパート F まで 6 分野に分かれていて、パート A からパート E までは解説編で 100 ページぐらいです。ここでは、なぜタクソノミーをつくるのかとか、どういう方法でつくったのかとか、そのようなことをいろいろ書いてあります。

問題は最後のパート F で、このパート F の部分が 300 ページぐらいあります。これが具体的なタクソノミーです。もともとタクソノミーという言葉は生物学用語で、生物における分類学です。生物というのは動物と植物に分かれます。動物には脊椎動物と無脊椎動物があります。脊椎動物には哺乳類と爬虫類と両生類と鳥類と魚類があります。このように分類していくと、その先、いろいろな分類ができていきます。

どんな生物を見ても、これは動物の中の脊椎動物の何とかなの何とかなの何とかで、これは動物だなということがわかる。そのどの分類にも当てはまらないものは生物でないのではないか。例えばウイルスみたいなものはどうか。仮にウイルスがこのタクソノミーに入っていないとすると、動物でないということがわかる。逆にある生物が出てきて、どこにも入っていないけれど、明らかに生物だとなるとタクソノミーが増える。このようなかたちで分類していきます。それをサステナブルな活動に関してやろうというのです。

たとえば、サステナブルな活動とは環境をよくすることと社会をよくすることに分かれる。環境に関わることは気候変動に関わることと生物多様性に関わることとあれとこれとこれ・・・になる。気候変動に関わるものは気候変動の緩和と適応である。気候変動の緩和に関わるものはこれとこれだ。このように分類していくと、ある活動がサステナビリティ

ィに関わる活動なのか、そうではない活動なのかということがわかってくる。このようなことがタクソミーのアイデアです。

そして、実際に分類し始めています。彼らの分類では、タクソミーは環境と社会に分けてつくります。環境に関しては6分野でつくります。6分野というのは、気候変動の緩和、気候変動の適応、汚染の防止等々ですが、まだ6分野すべての原案は出ていません。その中の気候変動の緩和と適応の部分だけ原案が出てきました。中でも気候変動の緩和、つまりCO<sub>2</sub>を減らすことについて詳しく議論されました。それが今回のタクソミーの原案です。

まず気候変動の緩和に関する活動を業種別に分類しています。この図は目次ですが、目次を見ると農業、林業、製造業から建設・不動産業まで、これらの分野での活動をタクソミーに含めていることがわかります。全部読むことはできませんので、この中で例えば輸送のところを見てみると、輸送の中がさらに細かく分かれています。鉄道の貨物輸送とか鉄道の人間の輸送などが含まれています。この中に例えばPassenger Car（乗用車）という分野があります。乗用車でもサステナビリティに貢献する活動があるだろうということです。

そこで乗用車のところを見てみると、このような図が出ています。これが乗用車のタクソミーの例です。具体的にどんなことが書いてあるのか。いろいろありますが、Thresholdというところに、どういう基準でサステナブルな活動かどうかを判断しますという基準が書いてあります。

いくつか例がありますが、一番上はZero tailpipe emission vehiclesです。これは排気管のない車ということで、電気自動車や水素自動車はいいでしょうとなっています。tailpipeのある車の場合には50g CO<sub>2</sub>/km、つまり1キロメートル当たりCO<sub>2</sub>が50gより少ないならばサステナブルな車だと認定しよう。このようなことが書いてあります。こういうことが車だけではなく、石炭とかアルミとか鉄鋼とか建設とか農業とか、いろいろなところで細かく規定されています。たとえばセメントでも、セメントをつくる時のCO<sub>2</sub>排出量の基準が出ています。

では、この50g CO<sub>2</sub>/kmというのはどのぐらい厳しいのか。これはなかなか難しいものようです。たとえばトヨタはプリウスという車をつくっています。プリウスの性能はどんどん上がっています。2018年版の一番新しいプリウスの性能が60g CO<sub>2</sub>/kmです。ですから、プリウスはこのタクソミーではサステナブルな活動にならないことになります。



これについてトヨタの方に聞いてみました。いま 60g だから、50g にするのはどうということはないのか、それともとても大変なのか。そうしたら、とても大変だ、60 を 50 にするのはなかなか難しいというお話でした。普通のハイブリッドではたぶん無理で、プラグ・イン・ハイブリッドが必要ということのようです。このようにほかの基準も厳しいものですから、日本の産業界は戸惑っている状況です。

ここまで EU の状況を紹介してきましたが、ポイントは、タクソミーは細かいものいろいろ出ている。ただ、気候変動の緩和の部分だけはできているけれど、本当に全部のタクソミーがそろうのかということにはわからない。出だしはやる気があって、気候変動の緩和の部分には力が入っていたけれど、それ以外の部分はたぶん目次ができているだけです。本当に議論できるかどうかはわかりません。

一方、気候変動の緩和・適応に関しては力が入っていることは事実です。彼らは気候変動に対するリスクを感じているのだらうと思います。それから、タクソミーだけをやっているわけではなく、タクソミーの周辺に投資家に対する義務づけとか、企業側の情報開示とか、投資家の情報開示とか、さまざまなものがあって全体になっているということで、タクソミーだけの議論ではないということも注意が必要だらうと思います。

以上が EU の状況です。

(海外機関投資家の動向)

ESG 投資はこれまで、基本的には民間主導で進んできました。主にヨーロッパの年金とか保険会社が主導して民間中心に動いてきましたが、そこに EU 政府が入ってきて、政府がこれを政策的に推進しようとしているというのが今のヨーロッパの状況です。では、民間が動かなくなったのかということそうではなく、民間は民間でいま活発に動いています。そこで海外の ESG 投資の動向ということで、次に、民間が何をしているのかということを紹介したいと思います。

いまアマゾンの森林が大変に燃えています。このスライドは、アマゾンの火災がなぜ起きているのかということをもとに分析したレポートです。投資家ではなく、ある NGO がつくっているレポートですが、これを読んでみますと、農地を拡大するために森林を焼く。アマゾンの森林を焼き払って、そこにウシの牧場地をつくったり、大豆をまいたりしている。それが森林火災を生んでいるのです。それは気候変動を加速するので問題ですが、そのようなところから農産物を買う企業があるからいけないのではないかと、輸入側はいったいどこにあるのか、つまり食品のサプライチェーンが問題になっています。

そのようなことをとらえ、最初に申し上げた PRI が投資家ステートメントを作って呼びかけています。ご存じだったでしょうか、先週の金曜日まで投資家の署名を呼びかけました。投資家としてアマゾンの火災に懸念を示し、農産品の輸入に関して森林破壊に関わらないようにと。そういうプレッシャーを企業にちゃんとかけていきたいと思います。特にヨーロッパの年金を中心にこのような動きになっています（注：2019年9月18日時点で16.2兆ドルの資産を有する230の機関投資家が署名した）。

ここでのポイントは何か。日本では ESG 投資というと、企業の報告書を見ながら ESG のレーティングを行い、全体として何点という点数づけや評価をして、投資先を決めていくというイメージだと思います。これに対してヨーロッパの年金や保険会社の ESG 投資は、もう少しイシュー（課題）ベースです。環境や社会に関する具体的な問題がまずあって、これを何とかしなければいけないという熱意が、たぶん出発点にあるのだと思います。

その例として次に紹介するのは FAIRR というグループです。FAIRR とは Farm Animal Investment Risk and Return の略で、Farm Animal というのは家畜のことです。家畜の飼育には環境のリスクがあると同時に投資リスクがあるということで、これを問題視しているわけです。

家畜にはいろいろな問題がありますが、たぶん一番大きい問題は抗生物質だと思います。抗生物質は使うと必ず耐性菌ができます。抗生物質を使うと耐性菌ができることは避けられませんので、耐性菌ができるよりも速いスピードで新しい抗生物質を開発していくことによって人類は病気を防いできました。ところが抗生物質を使えば使うほど耐性菌の発生は早くなりますから、あまり使いすぎると製薬会社の開発が追いつかない。そこで抗生物質をあまり無駄に使わないようにしましょうということになります。

皆さんも医者に行けば、ちょっとした風邪では抗生物質を出しませんと言われると思います（注：そもそも風邪はウイルス性なので抗生物質は効かないが、咽頭炎や気管支炎を併発していると抗生物質が処方されることがある）。ところが、人間がちょっとした風邪で抗生物質を使わないようにするなどということは、ほとんど何の意味もありません。なぜなら、世界の抗生物質の7割から8割はウシとかブタとかトリに使われているからです。畜産に大量に抗生物質が使われ、そのために薬剤耐性菌ができ、それが人間にはね返ってくる。このようなリスクがあることがわかってきたのです。

そこで今度は、それが規制される可能性が出てきました。これからは畜産業がリスクになる、するとそこへの投資にもリスクがあると指摘したのが **Coller Capital** を率いるジェレミー・コラー氏です。**Coller Capital** はプライベート・エクイティのセカンダリーマーケットをつくったことで有名だそうです、**GPIF** の水野弘道氏が以前にいたのがこの **Coller Capital** です。

**Coller Capital** 傘下の **Coller** 財団が **FAIRR** というグループを作り、世界の食品関連企業を調査して、どこにリスクがあるかという調査報告書を出しています。このスライドは最新の報告書ですが、ここに賛同する投資家のリストがあります。三井住友トラスト・アセットマネジメントとりそな銀行が入っています。

次のスライドは別の事例で、北欧の大手 4 運用機関が連携した **Nordic Engagement Cooperation** というネットワークの協働エンゲージメントの報告書です。日本でも協働エンゲージメントは行われていますが、**Nordic Engagement Cooperation** の特徴は、エンゲージメント先の個別の企業名を出して、どこがどんなことをしているか、何をやっているかという詳細なレポートを出していることです。特に最近ではテキスタイル企業を対象にサステナブル・コットンということでエンゲージメントをしているようです。

このように、一方で欧州委員会がサステナブル金融という大きな枠組みを構想して、これを政策的に推進していこうとし、他方で個々の年金や保険会社が具体的な問題を取り上げてエンゲージメントをしたり、調査をしたりして問題解決に動いています。これが今の、特にヨーロッパの状況です。

#### (個人投資家の変化)

さらにもう一つ動きがあるとする、個人投資家の感覚の変化だと思います。ここまで見てきたのは政府と機関投資家の動きでしたが、最近の調査では、**EU** のアクションプランでも取り上げていましたけれど、個人投資家の価値観が変わってきているのではないかという議論があります。このスライドは **Schroders** の調査報告書です。**Schroders** の調査によると特にミレニアル世代、つまり 2000 年代以降に世の中に出てきた人たちの多くが特にサステナブル投資を重視しているといえます。

**Natixis** も同じような調査をしています。22 カ国の個人投資家を調査すると、いわゆるサステナビリティ選好があって、個人の価値観を重視した投資をしたいという人たちが 75% もいる。リテールの分野でもこういう人が増えていることから、**Natixis** はこのような投資家に向けて、401k で ESG 投資のファンドを提供しています。以前、インターネッ

トを検索したところ、たいへんよくできた宣伝ビデオを見つけました。

他にも同じような調査があり、これは学術系の調査ですが、マーストリヒト大学のロブ・バウアー教授を中心にオランダの小売セクターの年金基金のサーベイをしています。年金基金の加入者にオンラインサーベイをしたものです。この年金基金はもともとある程度サステナブル投資をしていたようですが、それを強化することについて賛成か反対かというアンケートを取りました。

そうするとサステナブル投資を強化してほしいという意見が多かった。7割から8割ぐらいあった。そこで考えたのは、なぜこんなにサステナブル投資が支持されているのかということです。サステナブル投資はリターンにつながるという議論もあります。では、リターンが高くなるからサステナブル投資を支持しているだけなのか。そこでサステナブル投資を強化したらリターンが上がると思うか、下がると思うかという質問をしました。下がると思うと答えた人もいるし、上がると思うと答えた人もいる。上がると思うと答えた人の9割はサステナブル投資を推進してほしいと言っています。

サステナブル投資を強化したらリターンは下がるのではないかと予測している人たちはどう答えているかということ、それでも6割がよりサステナブルな投資をしてほしいと答えたといいます。つまり、利回りとは別の理由でサステナブル投資を選好するという層がかなり増えているというわけです。このように政府と機関投資家の動きに加えて、個人投資家の選好の変化が相まって起きているというのが、今のヨーロッパの現状です。

(背景にある危機感)

ここまで、海外でどんなことが起きているのかということを紹介してきました。ここからは、いったいなぜこんなことになっているのかということについて、私の個人的な意見も含めてお話ししたいと思います。私は、こういった動きの背景にあるのは、危機感だと思います。このままでは環境や社会がたいへんなことになる、それは結局投資にも跳ね返ってくるという危機感です。

この写真は昨年、西日本豪雨の時のものです。サステナブル投資の背景を説明するときにはよくこの写真を使うのですが、200人以上の方が亡くなり、大変な被害でした。もちろん気候変動の影響です。地球が温暖化すると海水温が上がります。海水温が上がれば、蒸発する水蒸気が増えて、豪雨の頻度と規模が大きくなることは以前からわかっていたことです。すべてが気候変動のせいではありませんが、気候変動がこれを増幅していることは事実です。

と、今までもこのような説明をしてきたのですが、そう思っていたら今年9月にハリケーン・ドリアンが発生しました。この写真は Sky News のニュース映像の画面をそのまま映したものです。ハリケーン・ドリアンはバハマに上陸して大変な被害をもたらし、ほとんど壊滅状態になりました。

パリで開催された PRI in Person というシンポジウムに行く前にこの資料をつくって徳田さんにお送りしていたのですが、私がフランスに行っている間に、今度は日本に台風15号がやってきて、千葉を中心に大きな被害をもたらしました。ここには大きな社会コストが発生しています。

社会コストというのは社会全体が負担するコストですから、結果的に誰かが、私たち社会が全体として負担することになります。それが回り回って経済全体の重石になるに違いありません。政府が復興にお金をかければ税金が使われるわけですし、個人が負担すれば需要は減るわけです。私たちは何らかのかたちでこの負担をしていますが、直接負担をしていないのでなかなか見えない。そこで、これだけの社会コストを考えたら、気候変動防止のほうにお金をかけるほうが合理的ではないか。これが恐らく基本的な発想ではないかというのが私の感覚です。

このようなことは実はほかにもいろいろあると思いますが、気候変動については科学的な根拠が出ています。これは今年の10月に IPCC が出した報告書です。IPCC とは Intergovernmental Panel on Climate Change の略で、日本語では「気候変動に関する政府間パネル」といいます。これは、世界中の数千人の科学者をネットワークした組織で、ここに気候変動の専門家の知見が集まっています。

その IPCC が出した報告書によると、すでに地球の温度は産業革命以降、平均で1°Cぐらい上昇している。上昇幅は0.8から1.2のどこかにあるようです。今のペースでいくと2030年から2052年のどこかで1.5°Cになってしまう。1.5°Cになると、気候変動への影響は今より大きいけれど、2°Cほどではない。そこで何としても平均気温の上昇を1.5°Cに抑えたい。1.5°Cに抑えるためには2050年には二酸化炭素の排出と吸収を正味ゼロにしなければいけない。つまりネット・ゼロにしなければいけないというのが報告書の趣旨です。

2050年にネット・ゼロにするというのは、2050年になって突然CO<sub>2</sub>がゼロになるということではありません。今からCO<sub>2</sub>の排出をピークアウトして、少しずつ減らして行って、初めて2050年にゼロになる。今からゼロに減らしていかなければいけない。そうでないと間に合わないということです。では、2050年にCO<sub>2</sub>の排出ネット・ゼロというのはど

のような社会なのか。もちろん CCS (Carbon Capture and Storage: 二酸化炭素の回収・貯留) のようなものがあるので、石油・石炭を全く燃やさないことにはならないかもしれませんが、産業構造が大きく変わらないとできないだろうことは明らかです。産業構造が大きく変わるとすれば、大きな投資のリスクと機会があるでしょうし、変えることができなかつたとしたら、それはもっと大きなリスクになるだろうと考えられます。そういう危機感が、海外の ESG 投資の盛り上がりの背景にはあるのだと思います。

気候変動が最も重要なリスクだと思いますが、気候変動だけがリスクではありません。これは IPBES (生物多様性及び生態系サービスに関する政府間科学政策プラットフォーム) というところが今年の春に出した報告書です。IPBES というのは生物多様性に関する IPCC みたいなもので、生物多様性に関する科学者をネットワークした組織です。それによると、いま 100 万種ぐらいの動植物が絶滅の危機に瀕しているそうです。地球は過去に 5 回、大量絶滅を経験しました。直近は 6,500 万年前の、あの恐竜の絶滅です。その前にもあって、生物種の 7 割とか 8 割が絶滅するということが 5 回ぐらいありました。今は 6 回目の大量絶滅だと言われています。生物が減っていくのは大きな問題で、私は特に虫の問題を追いかけています。

いま虫が減っています。ドイツの研究によるとこの 25 年間ぐらいで空を飛んでいる虫の総量が 76%減っている。4 分の 1 になってしまったということです。これを年平均にすると毎年 2%ぐらいの減少なので普段はあまり気がつかないけれど、ふと気がつくと虫が 4 分の 1 ぐらいに減っているわけです。虫が減ると何が起こるか。植物の受粉の 8 割は虫によってされています。鳥の餌の 6 割は虫です。したがって虫がいなくなると受粉ができなくなり、鳥もいなくなり、生態系が一気に崩壊する可能性があるのではないかと。ある科学者がテレビでこんなことを言っていました。

皆さんはジェンガという遊びを知っていますか。ジェンガというのは積み木を積み重ねて 1 本ずつ引き抜いていく。1 本引いても大丈夫。また 1 本引いても大丈夫。しかし、いつか突然崩れてしまう。最後の 1 本を引いて崩してしまった人が負けです。生態系の今の状況はこれに似ているというのです。1 種いなくなっても大丈夫。この種がなくなってもまだ大丈夫。このようにいま生物種が 1 種ずつなくなっている。ある時期が来るとジェンガが崩れるように、一気に生態系が崩壊することにならないだろうかとおっしゃっていました。

このぐらい生物多様性は危機に瀕しているわけです。では、なぜこんなに虫が減るのか。

農薬の過剰使用や農地の拡大の影響が疑われています。農薬とか食糧生産は大きな問題で、農薬なしで、今後 100 億になろうとする人口を養えるのかという、これはなかなか難しい問題です。このように食糧生産と農薬の問題は奥が深いので、一概に農薬が悪いとは言えませんが、今後の重要な ESG 課題の 1 つだと思います。

魚も減っています。このグラフは FAO(国際連合食糧農業機関)の調査からとったものです。魚というのは持続可能な資源で、魚が生まれて育つスピードに合わせてとってれば、いつまでも魚は食べられます。ところが、その魚が生まれて育つスピードよりも速いスピードでとって食べてしまえばいなくなってしまう。

最近、日本でマグロとかサンマがとれなくなったのは、海水が温まったせいもあるかもしれないけれども、FAO が世界の漁場を調査した結果、これ以上とったら減ってしまうというぎりぎりのところ (fully fished) でとっているのが 58%。すでに過剰漁獲で魚が減り始めているところ (over fished) が 31%だそうです。いわば 8 割ぐらいの漁場が、これ以上とれないか、とり過ぎという状況になっていて、魚は減っています。魚が減るとするのは人類にとってタンパク源が減ることですから、これもまた大きな問題です。

それから、薬剤耐性菌です。いま薬剤耐性菌については WHO が危機感を募らせていて、毎年のように報告書を出していますが、このスライドが一番最近の報告書です。すでに薬剤耐性菌のために年間 70 万人ぐらいが死んでいるそうですが、このままのペースでいくと 2050 年には年間 1000 万人の規模で、薬剤耐性菌で人が死ぬことになるのではないかとされています。

抗生物質が効かなくなれば、抗生物質がなかった時代への逆戻りです。抗生物質がなかった時代は、ちょっとした感染症でも人は死んでしまいます。それから手術ができません。例えばお産で、うまく生まれにくいという時には帝王切開をしますが、帝王切開をしたら感染症の危険があるので必ず抗生物質を使います。抗生物質が効かなくなったら帝王切開ができません。今度、大谷選手が手術をするそうですが、抗生物質がなければ、肘の手術も、感染症が危なくてできません。

ですから、抗生物質の使い過ぎは大きな問題で、そのように考えると先ほど述べた畜産の問題は非常に大きい。畜産で抗生物質を大量に使うというのは、成長促進剤です。なぜ成長促進剤を使うかというと、工場的畜産とって、狭いところで大量のウシを飼うからです。これは効率的で利益が上がりますが、非常に大きなリスクを持っているということです。

それから、最近話題になっているのが海のプラスチック問題です。いま年間 800 万トンぐらいのプラスチックが海に流入しています。2050 年には海に浮かんでいるプラスチックの量が魚よりも多くなると言われています。

私の話は環境問題に関わるものが多いのですが、問題は環境だけではありません。恐らく気候変動と並ぶ最大の課題は経済的不平等だろうと思います。貧困は減っています。1 日 1.9 ドル以下で生活する人を絶対的貧困といますが、この絶対的貧困の人数は減っています。そういう意味でいうと国連の活動はうまくいっていますが、一方で富の格差はどんどん広がっています。

2017 年に OXFAM という NGO が出したレポートは、世界で最も豊かな 8 人の持つ富が世界で最も貧しい 36 億人の富と等しいと指摘しました。世界で最も豊かな 8 人というのは、ビル・ゲイツやマーク・ザッカーバーグ、ジェフ・ベゾスなど、IT 関係と金融関係の人たちです。世界で最も貧しい 36 億人というのは、世界人口は 72 億人ですから、世界人口の半分です。世界の半分の人と等しい富をトップの 8 人が持っているというこのレポートが出されたのは 2 年前です。そこから 2 年たっていますから状況はもっと悪くなっています。格差はどんどん拡大しているのです。

この格差の拡大というのは、単に貧しい人がいますね、かわいそうだねという話ではありません。格差が拡大していくというのは、中間層がいなくなることです。中間層がいなくなれば、需要が縮小して、経済もどんどん縮小していく。その結果、不況からなかなか抜け出せない。この 20 年間に起こってきたことはそういうことではないかというのが OXFAM のレポートです。

もう一つ重要なのは、このような格差の拡大が社会の不満を拡大していることです。これがポピュリズムを生んでいます。ポピュリズムについては水島治郎さんという方が『ポピュリズムとは何か』という本を書かれています。そこで指摘されていることは、経済格差の拡大がエリートに対する不信感を生み、それがポピュリズムになるということです。そのポピュリズムが自分たちと他人を区別して自分たちを守るという発想になるから、どうしても自国主義的、排他主義的になっていく。これがいま世界中で起こっているわけです。

アメリカのトランプ大統領だけではなく。ブラジルのトランプとかフィリピンのトランプと呼ばれる人が次々に出てきて、世界が危険な状況になっているということだと思います。先ほどお話ししたブラジルのアマゾンの森林火災の本当の原因は、ポピュリス



ムだと思います。ボルソナーロ大統領の言い分は、なぜ我々が世界のためにアマゾンを守らなければいけないのか、先進国は散々地球を破壊してきたではないか、ということだと思います。ブラジルも森林を燃やし、そこを農地にして、経済発展したいと思っているし、それを支持している人が多いということです。ですから、ここを改善しないとこの問題は解決しないだろうと思います。

(資本主義の限界)

これをどう理解するのか。既存の資本主義は限界に来ているのではないかということだと思います。資本主義の限界についてはいろいろな側面がありますが、一番有名なのは水野さんの本ではないでしょうか。水野和夫さんが『資本主義の終焉と歴史の危機』という本を書かれています。この間初めてお会いしましたが、なかなかおもしろいお話でした。

水野さんいわく、低金利・ゼロ金利というのは資本が利益を生まなくなっている時代なのだ。そもそもリスク・リターンのかんがえ方でいけば、リターンというのはリスクフリーレートとリスクプレミアムですが、金利ゼロということはリスクフリーレートがゼロということです。資金に時間価値がない。リスクをとらなければリターンは生まれない。時間価値がないということは、いま資金を使っても将来使っても同じ価値ということですから、そもそも投資が利益を生む場所がなくなっているのではないか。このようなことを水野さんはおっしゃっています。

しかし、それでも資金は利益を追求しないわけにはいきません。すると、その追求する場所は IT だったり金融だったりする。その結果が格差の拡大です。IT や金融は勝者総取りの世界になりやすいので、格差はどんどん拡大していきます。格差が拡大していく中で貧困を減らしていこうとすれば、経済全体を底上げしていくしかない。経済全体を底上げすれば、格差が広がっていても一番底の人も生きていけます。しかし、それをしようにも、私たちの経済活動はすでに地球環境の限界に行き着いている。気候変動もそうですし、生物多様性もそうですし、食糧生産もそうです。地球環境の限界にぶつかっている。このような危機のトライアングルがあって資本主義は限界に行き着いているのではないか。

では、どうしたらいいのか。もちろん資本主義の仕組みを変えていかなければいけません。このような限界の中で例えば環境の問題とか社会の問題のある部分は規制によって対応できますので、ある部分は長い目で見ると規制されていきます。少なくとも温暖化に関しては少しずつ規制が入ってきていますから、いわば経済に内部化されています。経済に内部化されていけば、それはリスク・リターンに関係するので通常の投資判断の世界に入

ってきます。だから、ESG 投資はリスク・リターンに貢献するという言い方はあると思います。通常の ESG 投資の理解とはそういうことだと思っています。

しかし、規制によってこれらの問題をすべて解決できるかという点、そうではないでしょう。例えば気候変動はどうでしょうか。気候変動問題は徐々に経済に内部化されてきて、リスク・リターンに関係してきていますから、それを考慮することは、今では合理的な行動になっていると思います。しかし、そうなるまでにはとても長い時間がかかりました。

CO<sub>2</sub>を出せば地球が温暖化して気候変動が起こるとするのは 1980 年代からわかっていました。IPCC ができたのは 1988 年です。1992 年に気候変動枠組み条約ができ、97 年に京都議定書ができました。そこから 2015 年のパリ協定の合意まで、20 年近くかかりました。その間にも気候変動はどんどん進んでしまい、今年もハリケーン・ドリアンや台風 15 号の被害を受けました。政府に任せておくだけでは遅すぎるのです。

これは資本主義システムそのものに内在する一種のシステムック・リスクなのではないでしょうか。本来、市場の一部で発生したリスクが市場全体にまん延していくことをシステムック・リスクと呼びますが、この種の外部性もある種のシステムック・リスクなのではないか。市場が気候変動、格差の拡大、ポピュリズムの発生といったものをうまく取り込めないことで、市場活動がそういうものを助長し、それが結果的に市場にはね返ってきて経済活動そのものを毀損してしまう。長い目で見れば、資本主義というシステムそのものが機能しなくなってしまうのです。

そのことに一番初めに気がついたのはユニバーサルオーナーです。GPIF のようにほとんどすべての企業の株式に投資をしている投資家をユニバーサルオーナーといいます。彼らにとっては、個々の投資先が儲かった、儲からなかったというのはあまり意味がありません。実質的に日本経済全体に投資をしている以上、日本経済、さらには世界経済全体が底上げをしていかなければ、彼らのパフォーマンスは上がらないわけです。このようなユニバーサルオーナーにとっては経済活動の基盤を守る、つまり環境や社会を守っていくことが経済合理的な行動だったのです。ですから、GPIF が ESG の面でいろいろ要求するのは彼らの立場からすれば当然のことだと思っています。

しかし、これは文字通りのユニバーサルオーナーにだけ当てはまることではありません。むしろ市場全体がある種のユニバーサルオーナーなのではないかというのがこの図です。市場関係者にはアセットオーナーやアセットマネジャー、取引所や仲介機関などいろいろな人たちがいますが、彼らは全体として資本市場を構成しています。そして資本市場とい

うのは安定的な社会があって初めて機能します。その社会はさらに大きな自然環境の中に存在します。いわば私たちは皆、同じ船に乗っているのです。

ですから、本当のユニバーサルオーナーである GPIF とかオランダの ABP とか、そういうところだけがユニバーサルオーナーとして行動するのではなく、市場の参加者全員が、自分たちのフィールドを守るために環境や社会を守る行動を同じように取る必要があるのではないかと。そのことをみんなで合意して、お互いに手を握ろうではないかと。このようなことをやろうとしているのが PRI など、ヨーロッパの責任投資を推進する動きなのだと思います。

彼らが自分たちの利益を守ろうと思ったら結局、環境とか社会の基盤の部分だけは何とか維持しなければいけない。そのためにみな同じ行動をとろうではないかと。そのようなことに気がつき、そのような約束事を民間でやり始めたということではないかと思えます。その意味で私は、彼らは非常にいいことをしていると思えます。本当のエリートとはそういうことだろうと思えます。ノブレス・オブリージュ（貴族の義務）という言葉がありますが、世界全体のことを考えて行動するのが本当のエリートだからです。ところが、そのようなエリートがいま一般の人から信頼されていないからポピュリズムになってしまうわけで、その意味では大変不幸な時代とも言えます。

（資本概念の拡張）

では、具体的にユニバーサルオーナーとして行動するとは、どういうことなのでしょう。それは資本という考え方を拡張していくことだろうと思えます。私たちは資本というと通常、株主から預かった貨幣資本のことをイメージすると思えます。しかし、貨幣資本だけで経済活動ができるわけではありません。人的資本や知的資本がなければ経済活動は成り立たないし、その前提として社会・関係資本、いわゆるソーシャルキャピタルが必要です。

ソーシャルキャピタルとは、安定した社会の存在や信頼感、ネットワークなどを意味します。例えば私たちは契約というものをし、ツケでモノを買ったりしますが、ツケでモノが買えるというのは、相手が必ず払ってくれるという信頼感や安心感があって初めて成り立つ行為です。人々がお互いにルールを守り合う。そしてお互いに相手を信頼できる。このような感覚があって初めて経済活動は成り立ちます。

その社会基盤のことをソーシャルキャピタルと言いますが、それがいま崩れかけています。さらに、その外側には自然環境があります。これが自然資本です。しかし、今のよう

に毎年毎年、巨大な台風がやってくるようでは輸送網も寸断されるし、安心して経済活動ができないということになってしまいます。このように経済を支える資本には貨幣資本だけでなく、知的資本や人的資本、ソーシャルキャピタルや自然資本といったものがあると考えられます。

その中で、この貨幣資本のようなものは私有財産ですから、市場システムに任せることで守ることができます。だから、私たちは貨幣資本中心の経済の仕組みをつくってきたわけです。これに対して社会・関係資本や自然資本は社会共有の財産、宇沢弘文が言うところの社会的共通資本です。社会的共通資本には持ち主がいません。持ち主がないから市場に任せておくとどんどん毀損されていきます。しかも先ほど述べたように、政府に任せおいても十分には守られません。そこで私有財産を運用する投資家が、社会的共通資本である共有財産のことも考慮しながら行動することが必要ではないか。それが ESG 投資の本質的な意義なのではないか。

いま貨幣資本は余っています。一方、自然資本、社会・関係資本は足りなくなっています。どちらに希少性があるのかといたら、自然資本や社会・関係資本のほうに希少性があるわけです。それにも関わらず、相対的に希少性が低い貨幣資本の持ち主が相変わらずガバナンスの主体を担っています。

なぜ彼らがガバナンスの主体であることが社会的な **legitimacy**、正統性を得られるのでしょうか。その人たちに任せることによって貨幣資本だけではなく、すべての資本を守ってくれる、だから彼らがガバナンスの中心であることに **legitimacy** が生まれるということではないでしょうか。それでは、自然資本や社会・関係資本のことも考えて行動するとは、具体的には何をしたらいいのでしょうか。

市場には、資産分配機能とガバナンス機能と価格発見機能がありますから、それに即して考えてみましょう。まず、資産分配機能の観点からは、ESG インテグレーションやグリーンボンドへの投資、ESG 指数の開発などが考えられます。また、ガバナンスの観点からは ESG に関するエンゲージメントをすることになるでしょう。そのような行動を通して、今まで測られてこなかった環境 (E) や社会 (S) の要素も適正に評価され、将来的には価格がついていくということになるのではと思います。

それができるためには意思と能力とインフラという三つの条件が必要です。一番大事なのは、個々の機関投資家に自然資本や社会・関係資本のことも考慮して行動しようという意思があることです。ユニバーサルオーナーシップとはそういうことだと思います。EU は

これを制度化しようとしています。誰に強制されなくても自然資本や社会・関係資本を考慮して、投資行動しようと考えているプレーヤーが世の中に広範に存在していなければこの仕組みは成り立ちませんので、そういう意思を持ったプレーヤーをたくさん広めていくことが必要です。だから、PRIは原則をつくるだけではなく、投資家に署名を求め、署名機関からの会費でスタッフを集めて、そのスタッフが世界中にこの考え方を広める努力をしています。それによって規範をつくらうとしているのです。

次に重要なことは、各機関投資家に、それが実現できる能力があるということです。ESGのリテラシーがあるということです。ESGの問題は、個別に見ていくと先ほど申し上げた畜産の話だったり、魚の話だったり、格差の話だったりして、いちいち奥が深いのです。簡単な解決策のない課題や、必ずしもコンセンサスができていない課題も多々あります。そのようなことについても独自の視点から判断できる能力のある人が投資家にいなければ、この仕組みは成り立ちません。

とても大変なことのようですが、投資家は今までもそういうことをしてきたはず。今までも業種別に専門のアナリストがいて、その業界や企業に固有の動向やリスク、機会などを詳しく調査してきた。その調査の対象が少し広がって、環境や社会との関係についてもきちんと調査してください、そういう時代になってきたということだと思います。最後にそのような調査が可能になるためには、インフラとして情報開示の仕組みが整っている必要があると思います。

次のスライドは将来像に関する仮説ですので、聞き流して頂いていいのですが、本当に社会・関係資本や自然資本を守ろうと多くの投資家が考えるようになるとすると、将来的には投資の判断基準がリスクとリターンとインパクトという3次元へと広がるのではないかと議論が始まっています。これは私が勝手に言っているわけではなく、今回のPRI in Personでもちょっと出てきました。

今でもグリーンボンドを買う時には、同じリスクで同じリターンだったら、できるだけインパクトの高いものを買いたいとおっしゃる方は多くいます。保険会社の方は皆さん、そのようにおっしゃいます。同じリスクで同じリターンだったら、インパクトの高いものを買うというのは正しい行動だと思いますが、すべての投資家がそのように行動し始めたら、同じリスク、同じリターンで、インパクトの高いものばかりを買うというわけにはいかなくなると思います。よりインパクトの高いものに需要が集まることで、必ず価格が動くからです。するとリスクとリターンとインパクトが結びつくことになります。

私たちは今でも同じリスクだったらリターンの高いものを、同じリターンだったらリスクの低いものを買おうと考えます。その結果、リスクに価格がついて効率的フロンティアができます。リスクを無視してリターンだけを最大にしようとする人は、普通はいないわけで、それぞれのリスク許容度などを考えて、リスクとリターンのちょうどよいバランスのところで意思決定するはずで、

同様に、多くの投資家が同じリスクで同じリターンならインパクトの高いものを買おうと考えれば、たぶん3次元の効率的フロンティアができて、一方、そこにある種の無差別曲面が生まれて、リスク、リターン、インパクトのちょうどよいバランスのところで投資するようになるのではないのでしょうか。その結果、インパクトに何か新しい価格づけができるようになるのではないかと。市場が本当に機能するとはそういうことだと思います。

もし市場が本当に、インパクトの高い投資と低い投資を見分けてくれて、インパクトに正しく価格付けできる、市場が本当にそのように機能するようになったら、たぶんタクソノミーは要らないと思います。市場の参加者が、これは環境にいい、環境に悪いということをちゃんと見分けて、市場がちゃんと機能するならばタクソノミーは、本当は要らない。しかし、欧州委員会はそれを信じていないので、タクソノミーをつくってコントロールしたいと思っているのだと思います。

それでは価格がきちんとつくとはどういうことでしょうか。私たちがどこを目指して行動すべきかということについては、すでに国際的な合意ができています。それがSDGs (Sustainable Development Goals) です。SDGsの目標は17もありますが、言っていることはシンプルです。基本的には環境や自然資本をきちんと守り、貧困や不平等をなくして、そのことによって経済が安定する、そのような社会を目指そうではないかということです。SDGsは持続可能な開発目標ですが、それが目指すものは「持続可能な社会」です。

私たちは持続可能な社会というと、貧困がゼロになったら達成、CO<sub>2</sub>がゼロになったら達成というように、静的なものを思い浮かべがちですが、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メカニズム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って、ある種の動的な概念ではないか。そして、ESG投資や責任投資というのは、そのようなメカニズムの重要な一部なのではないかと思っています。

私の話は以上です。ご清聴頂き、ありがとうございました。(拍手)

池尾座長： どうもありがとうございました。

今お話しいただいた内容を踏まえて自由討議に移りたいと思います。なかなか幅広いお話だったので、どこから議論するかというのがありますが、まず Q&A 的なことでご質問のようなことがあれば、どなたからでも結構なのでお願いいたします。

河村氏： 河村です。どうもありがとうございました。4 点ほどご質問させていただきたいと思います。

1 点目は大きな話になりますが、お話を聞いていて、EU ではソフト・ローからハード・ロー、レギュレーションを使った規制が進んでいます。それから、さまざまな NGO とか NPO とか、あるいは個人の価値観とか、そういうものがかなり ES のほうに向かっているという印象をととても強く受けています。それに対し日本の取り組みを考えると、ハード・ローにしても、また社会の感覚にしてもかなり温度差があると思います。その辺りについて先生はどのように感じておられるのかというのが 1 点目の質問です。

それに関連して、例えばスチュワードシップ・コードという場合でも今まではエンゲージメント、特に株式に関するエンゲージメントを中心に考えてこられたと思います。しかし、イギリスではその考え方を少し転換しつつあって、債券を含めて、さらに何に投資をしていくのかというインベストメント・デシジョンを含めて、スチュワードシップの考え方を広げていこうとしているのではないかという認識を持っています。

先ほどグリーンボンドの話がありましたし、お客さんの ESG の選好を適合性原則の中に組み込むというお話がありましたが、お客さんが ESG に配慮した債券投資を望んでいるという時に、運用会社としては例えばグリーンボンドに投資をしていくとか、それは持続可能な社会に向けて後押しすることになるのではないかと私は思っています。その意味で日本のスチュワードシップ・コードも概念を広げていかなければいけないのではないかと私は思っていますが、その点について先生のお考えはいかがでしょうかというのが 2 点目です。

3 点目は EU のタクソノミーについてです。私も今年の夏を費やして EU のアクションプランを全部追いかけて大変でしたが、私がタクソノミーで重要だと思っているのは、先生もご存じの Do No Significant Harm 原則です。ある環境目的にとってプラスになるように見えても、実はそこに副作用があるのではないかと。ほかの目的に重大な害を与えていないか。このようなところをちゃんと見ないといけない。

具体例で言うと、豊かな生態系を持つ森林を切り開いてメガソーラーを設置する。メガソーラーだけを見ると何か環境によいようなことをしているけれど、一方でそれは豊かな生態系を破壊してしまっているのではないかと。そういうものは持続可能な活動とは言えない

し、そういうものにお金を投資するのは持続可能な金融とは言えないと。そのことをタクソミーの中でかなり明確に述べていると思います。私はそれを大切なことだと思っていますが、その点について先生はどのようにお考えかということも教えていただければと思います。

最後に、先生が最後のほうにおっしゃっていた社会的な資本とかソーシャルキャピタルとかインパクトの話につながってくると思いますが、開示制度のあり方についてです。企業の開示制度とか運用会社の開示制度のあり方を、もう 1 回見直す必要があるのではないかと。今まではどちらかというと企業の開示はお金の出し手である投資家向けの開示である、また運用会社も基本的には受益者向けの開示であることで法制度は組み立てられていると思います。

今後、持続可能な社会を考えた場合、企業の開示の受け手とか運用会社の開示の受け手というのは必ずしも投資家や受益者だけではなく、消費者であるとか、労働者であるとか、社会であるとか、そのようなものを含めた開示をしていかないといけないのではないかと。例えば投資家向けの開示になってしまうと、気候変動がどのように企業の価値に影響を与えるのか。リスクなりオポチュニティーなりというかたちで、どのように企業の価値に影響を与えるのかを開示させる点が中心になっていくと思います。

一方で、インパクトとか社会的な資本を考えていくと、企業が社会にどう影響を与えるのか、環境にどう影響を与えるのか。その点を含めて開示していくような制度設計が必要ではないかと思っています。その辺りについて、先生のお考えがあればぜひお聞かせいただければと思います。

池尾座長： 順番にお答えいただきたいと思います。まず EU と日本の雰囲気の違いについて、いかがなものかというのはどうでしょうか。

水口氏： EU と日本について、おっしゃるように EU はハード・ローで規制型に向かっていると思いますが、日本ではなかなか難しいと思います。社会の受け手側の成熟度というか、社会の雰囲気が変わらないと、日本でいきなりこれは無理だと思っているのが 1 点目です。ですから、社会の進展によっていることはあります。

もう一つ、EU の特殊性があると思います。イギリスがブレグジットをこれだけ議論しているように、EU というのは EU の官僚の理想主義が強く出ているので、あのようなこと（サステナブル金融のアクションプランの提案）が可能なのかと思います。私は彼らのやっている理想主義は理想だと思っていますが、EU の市民社会がどこまで支持している



のかはよくわかりません。市民社会自体、分断されています。ご案内のようにヨーロッパでは NGO の力が強いので、NGO の強いプッシュがあってああいうものができていることは明らかです。EU 議会でもグリーンパーティーが強い状況があります。

最初にお見せした法案ですが、ご存じのように EU 議会で改正案が出ています。この改正案を見て驚くのは、内容が厳しくなっているのです。一番上のタクソノミーの原案をつくるための法律は、欧州委員会が出した原案でもかなり厳しいのですが、欧州議会はそれにどんどん付け加えています。例えば原発について、初めはニュートラルでしたが、欧州議会が原発はだめだと言い始めて、そういう改正を加えました。どうやら欧州議会はグリーンパーティーがすごく強いらしいことは、これを見るとよくわかります。

しかし一方で、グリーンパーティーがすごく出てきたのと同時に EU 懐疑派が力をつけていますので、その意味でいうと分断されているのかなという気もします。なかなか難しいところかと思えます。日本はそこまで議論が進んでいないのが事実です。

池尾座長： 2 番目はスチュワードシップ活動の範囲、スチュワードシップ活動の概念をもう少し幅広くとらえるべきではないかということでしたが、いかがでしょうか。

水口氏： これはすごく難しい問題ですよね。皆さんはスチュワードシップと受託者責任をどのように切り分けておられますか。受託者責任は法的な義務ですが、スチュワードシップはいまのところ法的な義務ではなく、署名したらその義務を自ら引き受けるということだと思います。

EU がやろうとしていることも、スチュワードシップなのか、受託者責任の議論なのか、なかなか微妙だろうと思えます。例えば顧客である個人にサステナビリティ・プリファレンスがあって、運用者側がそれを聞かなければいけないというのは、スチュワードシップなのか、それとも忠実義務の拡張なのかは難しいところです。スチュワードシップをどう解釈するのかということです。

もともとのスチュワードシップの概念は、株式を持っていた時に、スチュワードですから荘園を管理する執事と同じように、単に任せきりにしないで自分がその荘園を管理するように企業をきちんと管理していく、ガバナンスに関与していく。これが本来のスチュワードシップだったと思います。おっしゃるように、今では、グリーンボンドのようなものにもきちんと投資をしていこうというように、資金運用の部分に入り込んでいる。それをするのは受託者責任でしょうか。この点はむしろ皆さんに教えていただければと思います。

松下氏： 定義の仕方だと思います。義務がどうか法律の議論よりも、われわれは運用責任という概念定義をしていて、いろいろなものが含まれるよね、という話です。一番重要なのは本質的には発行体ってどうなのかということ。受託者責任がどうかのこの話ではなく、非常にテクニカルな運用者の話ではあるけれど、発行体としてどうなのかという議論を、もっと原点に戻ってしないといけないのではないかという気がしています。それはボンドだろうが、エクイティだろうが関係なしに発行体ベースから見た最適な運用みたいなものをしっかりとやっていくというふうにするべきではないか、という議論を個人的には社内にずっとしています。

水口氏： 発行体にちゃんとお金を出していくルートはいろいろあるけれどということですよ。

菅野氏： 時間軸が重要でしょう。フィデューシャリー・デューティーを負っていて、顧客のために $\alpha$ を出すとか、パフォーマンスを出す。一方で ESG 投資をやって即パフォーマンスに出るかということとそんなことは、environment とかない。あとソーシャルってこともない。

そうすると ESG 投資とフィデューシャリー・デューティーが一致するのは、例えば水野さんのところのような GPIF で 100 年待ちますというような投資家であれば、どこかで合うでしょう。ただ、それでも 3 年ぐらいでパフォーマンスが悪いといってクビを切られていたら、われわれとしてはビジネスにならないので、そのギャップというのはどうしても起こる。これをどうやって決めていくのかというのが実務的には難しい。

全部が全部、GPIF みたいになったら、それはそれでいいけれど、実際にわれわれはお客さん、企業年金と話をすると、これはプライベートのほうですが、やはりパフォーマンスが上がらなかつたら自分たちも年金受給者に対して責任を果たしていることにならないので、そこが明確になるまで ESG 投資はやりませんというところが多いです。

先ほどのインパクトというところをどう入れていくのかということですが、そこがインテグレートされない限り、なかなか前へ進まない。EU のように政策的に進めていくことがない限り、実務のほうから見て、なかなか進まないかなという気がしています。

大場会長： 今の菅野さんの意見の、3 年ぐらいで成果がでなければやりませんというのはアセットオーナーの話ですよ。

菅野氏： アセットオーナーです。われわれはアセットオーナーからマネーが出ているわけですから。

水口氏： そうだからこそアセットオーナーの思考を変えようということがあり、PRIが一番力を入れているのはアセットオーナーのリクルートです。

菅野氏： アセットオーナーも自分たちで決めているわけではなく、年金の受給者ですよ。彼らがそういったかたちで、先ほどのアンケートではないけれど、ある程度 ESG 投資をしてインパクトがあるのだったら、リターンはギブアップしますという意識がないと。そこまでいかないとアセットオーナーだけ変わるというわけにいかないと思います。

松下氏： そこは難しい問題だと思います。各社みんな SDGs のバッジをつけています。私は本当に口が悪いので、全部色を塗っているのですか、やっているところだけ塗ったらどうですか、と言っています。いいものを見つけました、ペーパーレスにしましょう、紙のやりとりは止めましょう、とまで言っています。

全体として世の中、テクニカルな話だけでは企業は変わらないということだけど、それをエンゲージメントと言うかどうかはともかく、これってエリート主義の権化みたいな話で、分断の中の頂点の話。ドーンとトップダウンで下りてきます。ただ、アプローチはすごく帰納法的です。

一流会社であってもトップダウン方式になっているので分断が起こっています。その辺りの意識をどのように変えるかということが、すごく重要になるのではないかという気がします。こういう話はだいたいみんなトップに入ってくるわけです。スタッフとの差というのがすごく広がっている。ボトムアップにならないという部分が非常に悩ましく、まさに仏つくって魂入らずという傾向が拡大しているような気がします。

水口氏： この種の話はいろいろなところでさせていただきますが、この間、別のセミナーでも会社の偉い方をお相手に話をさせていただくと、トップがこういう意識を持っているのに、下のほうから上げてくるものが目先の利益に偏ったものになっていて、どうもな、とおっしゃる。

一方、わりと現場部門の方とお話することもあり、CSR 部署の若手みたいな人たちと話すこともあります。すると、そこで必ず質問に出るのは、どうやって社長を変えたいのでしょうか、という質問です。このような質問を聞くと、どちらもそう思っているのだなと思います。会社にもよると思います。

池尾座長： 3 番目はタクソノミーに関連してのご質問です。生物の分類の時はよいとしても、このようなアクティビティを分類した時に 1 カ所にだけ入るということはなくて、いろいろなところに重なって、おっしゃっていたようにプラスに分類されるところと、マ

イナスに分類されるところと、両方に属してしまうというようなことがあるのではないのでしょうか。

水口氏： あり得ると思います。タクソノミーという言い方が本当に正しいのかどうかというのは思います。おっしゃるとおり、**Do No Significant Harm** は重要だと思います。ある活動が別のところで害を及ぼすことがあるので、そこをきちんと判断していくことは必要だろうと思いますが、たぶん実務的には難しいと思います。そういう評価ができるというのは非常に重要なので、そこはこれからのチャレンジではないでしょうか。

池尾座長： 最後は開示についてです。ストックホルダーに対してだけではなく、ステークホルダー全般に対する開示制度のようなものを考えたほうがいいのではないかという指摘でした。

水口氏： まず、開示の話だけで言うと、投資家向け開示ではない、ステークホルダー向けの開示というアイデアは昔からあり、**GRI** みたいなところが **CSR** レポートというふうな報告書を意味する、サステナビリティレポートのガイドラインをつくっています。このような考え方が世界に広まっているので、そういう意味でいうとステークホルダーに向けて開示していこうという動きはあると思います。ですから、投資家向けの開示だけではなく、ステークホルダー向けの開示が必要だというのは、そうかもしれません。

一方で、**ESG** 投資のポイントは、私が思うのはむしろ投資家が、先ほどの議論に戻りますが、3年とか5年でパフォーマンスが出ない時に **ESG** 投資をやれるのかという話に関わってきます。本来は投資家自身が **ESG** を考慮した行動をする、企業価値だけではない行動をすることが前提にあるのかと思います。ですから、投資家向けの開示だから企業価値だけということにはならないというのが、恐らく今後の **ESG** 投資のあるべき方向性だと思います。それはどう正当化されるのかというのは、先ほどお話ししたとおりです。

結局、投資家全体にとっての利益というか、社会全体にとっての利益は投資家の利益であり、顧客の利益であるわけで、私たちの社会を維持していくために最低限守らなければいけないルールみたいなものがあるのだらうと思います。今でも反社会的勢力にお金を貸さないということを銀行はやるわけですが、そのような基本的な責任範囲が広がっていくということかと思っています。

**ESG** を最低限考慮しなければいけない。おっしゃるように時間軸の問題があり、おれはあと3年しか生きないのだ、だから50年後の社会のために今の利益を減らしてもらっては困るという話はあると思いますが、この社会は3年しか生きない人は3年分のというこ

とはなく、社会制度というのはたぶん永続することを前提にして制度をつくるのでしょ  
うから、そういうことかと思えます。

池尾座長： 50年後の話も株価に織り込まれるはずなので、理論的にはそうですね。

水口氏： そのとおりです。

菅野氏： ESG インテグレーションになってきたら、そういう世界が出てくると思いま  
す。

池尾座長： どこまで内部化されるかという話だと思います。

水口氏： そうですね。ただ、ESG 投資が短期的にはパフォーマンスを毀損するとい  
うのは誤解です。もちろんエンゲージメントするのにコストはかかるし、そのコストは割い  
てくださいということはあると思います。

しかしすぐくパフォーマンスを毀損するようなことをしているわけではなく、むしろ 3  
年、5 年というスパンで見た時にパフォーマンスにはね返ってくるものが多いということ  
で広がっているのは事実です。ですから、ESG 投資のほとんどは恐らくそういうリスク・  
リターンにもつながるからということで議論されていると思います。ただ、その先にある、  
ヨーロッパの年金の一番先端にある考え方がユニバーサルオーナーシップの考え方とい  
うことだと思います。

池尾氏： どうもありがとうございました。追加でご議論することはございますか。

水口氏： その前に、開示の話でインパクトの開示について、非常に難しいということ  
だけは付け加えておきたいと思います。

今のヨーロッパの動向ということで一つ付け加えると、インパクトのメジャーメント(測  
定)ということが議論になっています。環境や社会に対する影響をどう評価するのか。今  
まで株式投資でエンゲージメントとかインテグレーションの時にはあまり議論にならな  
かったのですが、グリーンボンドとかソーシャルボンドと言いだした途端にインパクトを測  
れという話になってきています。

インパクトのメジャーメントは非常に難しいので、その意味で言うと、今ある GRI の開  
示のようなものより進んだ開示が何かあるのかというのは、当面は難しいのかなという気  
がしています。そのことだけ付け加えておきます。

池尾座長： ほかにございますか。

小嶋氏： ヨーロッパの今の動きと実際の企業活動との関係ですが、全体的にみるとど  
ちらも厳しくなっている中で、どちらかという少し派手な動きのほうが目立ちます

が、分断のような話がある中で、こういう環境にあるヨーロッパの各企業は企業活動の萎縮みたいなことまで起きているのか。いや、そうではなく、これはチャンスと思って時間軸がある中で前向きにとらえているのか。どんな感じでしょうか。各企業側の状況の違いがあるかもしれませんが。

水口氏： 今回ヨーロッパに行き、タクソミーがどう受け取られているのかについて、いろいろな投資家に聞いてみて同じような質問をしています。企業からの声を直接聞いたことはないのです。少なくともヨーロッパの投資家に話を聞くと、タクソミーについて否定的な人には会いませんでした。ヨーロッパが言っているのだから当たり前かもしれませんが、こういう判断基準ができてよかった、あるほうが良いという意見ばかりでした。中身についてはいろいろ議論があるけれど、判断基準をつくることには問題ないだろうという議論でした。

投資家に企業からの反対はないのかと聞きますが、具体的な例はあまり出てこないのです。ですから、恐らくこれを競争の軸とするとしたら、それで競争するという事ではないでしょうか。萎縮はしないと思います。ただ、現実問題として日本の企業とヨーロッパの企業にそんなに差があるとは思えないので、トヨタに難しいことはBMWにもフォルクスワーゲンにも難しいのだらうと思います。ですから、単に軸ができただけで、今まで通り競争するのかなと思います。

もう一つ、タクソミーの動きについて日本人がヨーロッパに聞きに行くと、日本人はどうしてそんなにヨーロッパを気にするのか、中国を見ないのかと言われるそうです。EUは中国を見習った。つまり、中国はタクソミーのシンプルなものをつくって非常に成功したのだといいます。これが太陽光発電とか風力発電の発展です。

中国は国を挙げてグリーンファイナンスをするということで、このようなものだったらグリーンファイナンスに合致するという条件づけのようなものをして、中国中の企業が太陽光発電とか風力発電に乗り出し、それがすごい勢いで広まり、いまアフリカにも進出してすごくもうけているわけです。このような状況ですから、そういう意味でいうとこの種の条件づけはビジネスチャンスを生んでいる面があるようで、少なくとも中国は成功しています。

後藤氏： 先ほど先生から意思決定について、会社の中で、上は誰も動かない、下は上が決めないと言っていると。日本全体がそうですよね。全部コンセンサス経営みたいなことになっていて、アセットマネジャーからするとアセットオーナーが言ってくれないとだ

めだ。オーナーはマネジャーが言わないとだめだ。みんながそうやっていると、どこまでいっても変わらない。ヨーロッパのように緑の党のように極端なことを言っても、パーツと全部そっちの方向に引っ張られるようなことがあります。日本の場合、解決の糸口についてどういうチャンスがあるとお考えになりますか。

水口氏： 日本でもとんがった人がいろいろなことを言うということではないでしょうか。

後藤氏： 先生が？

水口氏： いやいや。好き嫌いはあるかもしれませんが、たとえば GPIF の水野さんはその一例ではないでしょうか。ヨーロッパ的であり、あつれきもあると思いますが、少なくとも水野さんが 2015 年に CIO に就任されて、GPIF が PRI に署名してから大きく動いたことは事実です。

ですから、ああいうタイプの人があと 4~5 人も日本にいれば、マネジャー側にもオーナー側にも 4~5 人いれば、変わるのではないかという気はします。皆さん次第ではないでしょうか。

菅野氏： 前に進めるためにはトレード・オフが見えてくることではないか。先ほどのリスク・リターン・インパクトを全部組み込んだかたちでのトレード・オフは当然あるわけです。グローバルに先進国がこういった環境保護を進めましょうと言った時に、新興国からは当然、自分たちは発展しておいて、これからのそういった手段を封じておいて貧困をロック・インするのかと。これはやはりトレード・オフですよ。

ただ、全部ゼロにしろというのではなく少しは、火力発電を使ってもいい、石炭火力を使ってもいいと。これはこのようにしておく。なぜならば数字的なトレード・オフは難しいけれど、これがあるから、トレード・オフをちゃんと見ながらやっっていこうということをやっていかないと、この議論は両極端に分かれたまま合わないのではないかと思います。

そこを組み合わせるような議論が出てこない結局、先進国のエリートが推進しますといっても、人口的には新興国のほうが多いので付いてこないことが起こるのではないか。そのトレード・オフを何とかしたい。先ほどの太陽光発電でも百パーセントいいわけではないし、難しいけれど、そういったものをトレード・オフの中に組み込みながらやっっていくのが理論的には必要だと思います。これは理論であって、実務的にはほとんど不可能に近いようなことですが、これがないとなかなか歩み寄らないような気がします。

水口氏： おっしゃるとおりです。リスクとリターンの 2 軸の時に当然リスクとリター

ンとはトレード・オフなわけですから、リスクをゼロにする人はいないですし、リターンだけを最大にする人もいない。ちょうどいいリスクとちょうどいいリターンのところで投資するわけです。

これはリスク・リターン・インパクトになっても同じで、ちょうどいいリスクと、ちょうどいいリターンと、ちょうどいいインパクトというところが恐らく効率的フロンティアだと思います。しかし、それができるようになるためには市場が成熟していく必要があります。そういう判断のできる大きなマーケットができた時に、そこへ行くのかと思います。今は恐らくそれをつくる段階なので、いろいろな人たちが出てくるということではないでしょうか。

途上国と先進国の関係はそのとおりで、その意味でいうと気候変動だけではなく、格差を縮小していけるような市場システムにならないと問題は解決しないと思います。でも、これが実は一番難しい。気候変動の場合、とにかく CO<sub>2</sub> を減らせばいいということなので、CO<sub>2</sub> を減らすという判断軸があるのでわかりやすいのですが、格差の拡大を減らす方法というのは何をしたいのかよくわかりません。

一時期はエグゼクティブ・ペイといって、アメリカやイギリスの取締役が報酬を取り過ぎではないかという議論がありました。それはそうかもしれませんが、どうもそれだけではないようです。同一労働・同一賃金という議論もありますが、それだけでもないようで、そこがわからない。いま ESG 投資の一番の課題は恐らくそこだろうと思います。

堀井氏： 質問を一つと、意見を一つ言わせていただきます。まず、スチュワードシップ・コードについて、ESG の、特に ES の概念を言及してもらえてないという感覚がすごく強くあります。前回のパブコメの時も私のほうからそういう話を投げたりしていますが、まず稼ぐ力からの G があり、そこからという話の中での ES がおまけになっている部分もあると思います。そこがもう少し入ってくるとよいと思います。私は現場のほうなので企業に対してももう少し、スチュワードシップ・コードでこういう話が出ていますと言いやすくなるということを毎度毎度感じています。私の意見として言わせていただきました。

もう一つ、今日は先生のほうから EU のお話を中心に伺いましたが、アメリカはどうなっているのか。もし何か情報があれば教えていただきたい。いろいろな話が出てきていて、何が本当なのかさっぱりわからないというのが正直なところです。

水口氏： EU に比べ、アメリカはこうですとは簡単に言いにくいのですが、アメリカの投資家層に限っていうと EU に寄ってきていると思います。アメリカの公的年金という



のは州とか市の年金ですが、州や市の年金は皆さんご案内ように、州や市によって財政状態が全然違いますから危ない年金もいっぱいあるらしいけれど、大きな年金は西海岸と東海岸に寄っています。

カリフォルニア州のカルパースとカルスターズ、ニューヨーク州やニューヨーク市などの年金は ESG 投資に非常に熱心です。年金基金の環境や社会への関心は、歴史的にもっと古く、彼らは SRI のころからそうなので、今も非常に熱心なのだと思います。州政府としても、カリフォルニア州とかハワイ州といったところは気候変動対策に熱心で、2040 年までに州として再生可能エネルギー100%を実現するという法律をつくっています。

このように非常に熱心なところもある一方で、もちろん連邦レベルではトランプ政権ですし、環境庁に対する圧力もあるようです。そういう意味で言うと分断されているのかなと思います。ですから、全体像がなかなかつかみにくいわけです。

池尾座長： アメリカは、両海岸のアメリカと中西部のアメリカは違う世界みたいになっているところがあって。金融センターはおっしゃるように両海岸にあるから、そこはわりと民主党的ということですが、中西部は違う。

水口氏： 情報が出てこないので中西部のことはよくわかりません。ただ、直感的なイメージとして、両海岸はおっしゃるようにエリートが集まっているところで EU のようなものだとすると、中西部はまだ途上国的なメンタリティがあって、経済発展しなければいけないのに、そういう理想主義的なことばかり言いやがってというところがある。これがトランプの支持基盤になるわけです。

松下氏： IR などの話を聞いていると、西海岸のほうがより ESG の話をすると。

水口氏： カリフォルニアですよ。

松下氏： 西に行くとトランプの「ト」の字も出ません。

水口氏： 嫌いなのだと思います。また、カリフォルニアは気候変動でひどい目に遭っていることも事実です。山火事も多いです、水もどんどん減っているし、そういう意味でいうと危機感が高いのではないのでしょうか。

松下氏： 気候変動というテーマが多いですね。いま企業群を見ていると、ESG の目標を気候変動にしているところが多くて、どこもみんな気候変動になっていますが、これ一色で本当にいいのかよくわからない。議論が深いというのが気候変動なので、流れの中で言うと一番受け入れやすいのかな。

水口氏： 気候変動一色はまずいと思います。ただ、気候変動のリスクが明らかになっ

できたことは確かです。次々にハリケーンがやってきてアメリカも毎年非常にやられていますし、その意味で言うと気候変動に取り組むことは大事だと思います。気候変動に取り組むのはまっとうだと思いますが、気候変動だけでは全然足りない。格差の問題と、あと人権でしょうか。児童労働、強制労働みたいなものがまだ残っているので、その問題がいまヨーロッパではホットな話題だと思います。

それから、生物多様性の話があります。また、先ほど申し上げたように畜産の抗生物質の問題は重要だと思います。去年ぐらいから急にプラスチックの話題が出てきましたが、あれと同じような感じで、恐らく数年の間に畜産の抗生物質問題は話題になるとと思いますし、たぶん実際にリスクも高いのではないかと思います。

それと食品関係の問題は大きいですね。食糧関係の問題はいろいろあるかと思っています。あと、今すぐには問題にならないと思いますが、5年、10年ぐらいの間に農薬の議論があるのではと思っています。農薬はどうしても虫を殺してしまう。農水省もわかっている、ハチにどのぐらい影響があるかについて調査をしています。影響があることはわかっている。したがって、農家が農薬を使う時には養蜂家に連絡して、ハチの巣を避難させてくださいという指導マニュアルをつくっていますが、野生のハチは逃げられないので、なかなか難しい。

しかし農薬なしでは、世界人口がいま72億で、これから90億から100億ぐらいになる時に食糧生産がどうなるのかという問題があります。逆に言うと、虫に影響がなくて食糧生産を増やせるような技術を持った会社が出てくれば、これは非常なビジネスチャンスという感じでしょうか。

池尾座長： でも、農薬って害虫を防ぐわけでしょう。

水口氏： 害虫と益虫のタクソノミーができるわけではありませんから、みんなおしなべて死んでしまうのではないのでしょうか。

松下氏： 除草剤が強烈ですよ。

水口氏： そうです。

大場会長： ゴルフ場がいいのかという議論になりそうですね。

松下氏： いま台風の影響について千葉が話題になっていますが、去年、大阪でも割り箸を投げ捨てたみたいに森林がバタバタ倒れています。私は関西なので、大阪って台風が強いなと思っていたら、そうではない。山の木が本当に割り箸を投げたように倒れていました。それぐらい風の通り道と強度が変わっているようです。ですから、必ずしも千葉だ

けではないわけです。

水口氏： 昨年は大変だったそうですね。関西電力でも復旧に相当お金がかかって、多額の特別損失を出しました。

大場会長： 社会的なコスト。

松下氏： 山林がいまだに放置されたまま手つかずです。山などに誰も手を入れないので。

後藤氏： 気候というのは、何十年に1度の台風が毎年来るようになったとみんなすごく感じていますよね。これはすごくわかりやすいけれど、格差というのは先生がおっしゃったように、まず何がいいのかということ自体、わからない。種類が違う。最初の話でも資本主義と社会主義みたいな問題も含めて出てくる話なので、概念が少し違うような感じもします。

水口氏： 完全な平等がいいとは誰も思っていないと思いますし、社会主義や共産主義を望んでいる人はいないと思います。とって今の日本にいて皆さん、どのぐらい格差社会を感じるかわからないのですが、これだけポピュリズムが出てきて、どの国も自国主義的になり、リスクが高まっています。一触即発ですよ。どこで火ぶたが切られるかわからない状況は、やはり行き過ぎだと思います。おっしゃるように、バランスをうまくとればいいと思いますが、資本主義はバランスのいいところで止まらないので。

池尾座長： 格差というか、中間層が薄っぺらくなってきているのが問題です。ただ、工業化社会から情報産業中心になると仕方がないみたいところもあって、いかに分厚い中間層を維持できるかというのが課題ですが、産業動向からすると、それに逆行するようなかたちになっている。工場労働というのが中間層向けの良質な雇用を提供するので、工場労働が減っていくと中間層も減っていく感じになるのかな。

大場会長： 日本は海外より、まだいいところはあると思いますし、相対的に格差はまだいいと思います。

池尾座長： ものづくりをしているからです。

水口氏： 日本でも数字的に見ると格差はかなり高く、相対的貧困率で示されています。

松下氏： 貧困率については平均では語れない。都市部と地方の差が大きくなっています。

水口氏： 地方の経済そのものが沈下してしまっています。

松下氏： 平均だったらいくらとか中央値とかの数字では実態がわかりません。

水口氏： 統計で言うと相対的貧困率といいます。世帯収入を基にした個人の所得をずっと並べた時のちょうど真ん中の人の収入の半分を相対的貧困線といいます。そして、そこより低い人の割合を相対的貧困率といいます。日本は 16% だそうです。これは OECD の中では真ん中よりだいぶ下ぐらい。

ところが、これを母子世帯、父子世帯だけに限ると相対的貧困率は 50% です。5 割の人は普通の人の半分の収入も得ていないのが母子世帯、父子世帯です。この 50% という数字は OECD34 カ国（2014 年時点）の中の下から 2 番目です。一番下は韓国ですから、韓国以外では日本が一番悪い。そのぐらい悪化しています。

それなのに日本で貧困というか、格差があまり目立たない気がするの、恐らく移民がまだ少ないということがあるのかなと。ヨーロッパでは移民的な人たちがワッと入っている。前からいた人たちもいるために目立つのだと思います。白人層で、中間層からこぼれ落ちた人たちが非常に不満をためこんでいる。格差が見やすいのだと思います。そこに、最近になって中東からの難民が押し寄せてきていることが、そういう意識を高めているのだと思います。

日本はそういう意味で言うと、ひきこもっているだけで、見えないということがあるのかもしれない。ただ、現実はそのなかに楽観できないのかなという気はします。

小嶋氏： 政策的に見せていないということもありますよね。選挙の問題とかいろいろな話の中で、聞きたくない真実は出さないというのが政策的にあるように思います。

大場会長： 政府の開示ですね。

松下氏： 虐待とか、あおりとか、みんなそういう話の延長線だと思います。

水口氏： 社会全体が劣化している感じは確かにします。

菅野氏： 今回の話とは関係なく、社会的な話になってしまいます。

大場会長： 私は質問する立場でないかもしれないけれど、先ほどの後藤さんの意見にもありましたが、日本独特の仕組みというか、上も決めない、下も決めない。日本全体がそういうことで覆われている。何が突破口になるのだろうかという質問だったと思います。それに加えて日本でこの議論を難しくしていると思うのは、企業価値を何で測るかという難しい議論があります。

平成の 30 年を見ると、全体で見た時に価値創造ができていないのは日本の企業だけです。なんだかんだいってもヨーロッパもアメリカも企業価値は向上している中でこの議論が起きています。日本では 30 年前より企業価値が低いのが株価の示唆しているファクト

です。その中で ESG、社会の持続可能性を議論しなければいけない。これが世界の特殊性の中に置かれた中での議論ではないかと思います。

ものすごくわかりやすく言うと、これから社会の持続性が大事だというのはみんな理解しているけれど、そこに働いている人の企業そのものの持続可能性が問われている。持続可能性がないことは株価が示唆してしまっています。こういう状況の中でこの議論を盛り上げていくには何が突破口になるのだろうか。後藤さんの話と近づいてくるのかもしれませんが。みんなバッチをつけてやっているでしょう。でも、あなたの会社が持続可能性を問われているのに何を言っているのだ。わかりやすく言うと、そういう議論です。

池尾座長： 日本の社会が本当に持続可能な社会なのか。人口が 100 年後には半分になるという社会が持続可能な社会なのかという話ですよ。

大場会長： そういうこともつながります。

水口氏： それにお答えする前に私のほうから質問したいのですが、ここ 30 年間、なぜ日本の株価だけが、日本の企業だけがこうだったのか。日本の企業人が欧米企業の企業人に比べて優秀でないとは思えないのですが。伊藤先生などは株主を軽視していたからだとおっしゃっているし、そういう面もあるのかもしれませんが、そんなに社会のことを重視していたようにも思えないのです。本当のところは何ですか。

大場会長： 答えはものすごく難しいのですが、一つの答えとして、ニワトリとタマゴになってしまうけれど、いま先生からご指摘のあった世界の大きな潮流、気候変動とか人口動態とかデジタル化といったことに日本企業のビジネスモデルが適合しにくくなっているということもあるのではないかと。もう一つ、日本企業のそもそもの概念、三方よしについて、これを否定する人はいませんよね。売り手よし、買い手よし、世間よし。ここに株主という視点がないのです。持続可能性というのはすごく意識しているけれど、効率とか成長という概念をすごく採り入れにくくなっているということもあると思います。ですから、すごく難しい議論だと思います。

松下氏： テクノロジーが一気に変わる瞬間に日本では唯一、金融を含めて縮小均衡になってしまったタイミングがちょうど 20 年、30 年前。そこから一気にプラットフォームが変わっている。i モードではだめだった。まさに失敗を許さない、許すという世界はないということではないかという気がします。

水口氏： 「三方よし」では、会社が自分の会社（オーナー企業）だとすると、売り手とは株主なのではとも思いますが。それはともかく池尾先生がおっしゃるように、人口が

これだけ減っていくというのが足かせだったことは事実かと思えます。そこがヨーロッパやアメリカとの違いではありません。

水野和夫さんに言わせると、日本は最先端を走っている、今ではアメリカもヨーロッパも金利が下がっている、いずれ同じことが起こるのではないかと、そのようなことをおっしゃっていました。いまは経済システムや資本主義の転換点なので、どういう社会を展望していくのかということを考える必要があるのだろうと思っています。特に地方へ行くと、いま地方はたいへん疲弊しています。

これを昔のように活性化させようというのはなかなか難しいので、そうではない社会を展望するしかないだろうと思います。持続可能な社会という時に、いまや本当に稼げる人たちはごく一部なので、本当に稼げる人たちには稼いでもらう。でも、その人たちも人生を楽しみたいと思うでしょうから、地方にはもっと別の価値を置き、そこにお金を落としてもらおうような仕組みをつくるということを考えなければいけないと思います。これから価値の生まれる源泉を変えていくということだと思えます。価値の生まれる源泉が違うところ、企業価値の生まれる源泉が違うところへ行くのかなという気がしています。

最近、読んでいるのは『歴史の中の感情』という本です。私たちの価値というのは価値観から生まれます。顕示選好理論に示されているように、私たちの価値観が必要になって表われて、それが価値を生んでいます。価値観の背景には感情があります。感情というのは歴史とともに変化してきているのだそうです。例えばヨーロッパでは18世紀から19世紀ぐらいまで決闘ということをしていたそうです。マックスウェーバーも決闘をした。決闘は若気の至りですることではなく、地位と名誉のある人が自分の地位と名誉を賭けてピストルでルールをもって決闘する。死ぬかもしれないけれど、それをする。命よりも名誉が大事だった時代というのがどうやらあるらしい。ある時から価値観が変わって、そんなバカなことをするな、命が大事じゃないかと思うようになり、私たちは今に至るわけです。

時代とともに価値は変わります。おそらく江戸時代の日本人はお金とは違う価値を持っていたでしょうし、私には理解できませんけれど、切腹する人たちもいたわけです。打首はいやだけど、切腹だったらできるというのはどういう価値観かよくわかりませんが、名誉が大事だった。だから、何か違う価値があったわけです。

いまミレニアル世代のサステナビリティ・プリファレンスというのはある種、価値観が変わりつつあるというシグナルなのではないかという気がします。若い世代の価値観が変

わると価値の生まれる源泉が変わりますから、私自身の価値観は変わらないと思いますが、そこから古い世代の私たちは価値を引き出すことができるようになってくるので、価値観が変わることによって、新しく企業価値を生み出す源泉を見つけることができようと思っています。

池尾座長： どうもありがとうございました。議論は尽きないのですが、予定の時刻をすでに5分ほど過ぎましたので、本日の研究会はこの辺りで終了させていただきたいと思えます。この場でのご議論について、協会ホームページに概要及び議事録等を掲載する予定だそうです。もちろん掲載する内容については事前に皆さまにお目通しいただいて、その上で掲載させていただきます。次回以降の当研究会の開催については協会事務局より改めてご連絡します。本日は誠にありがとうございました。これで閉会とさせていただきます。