

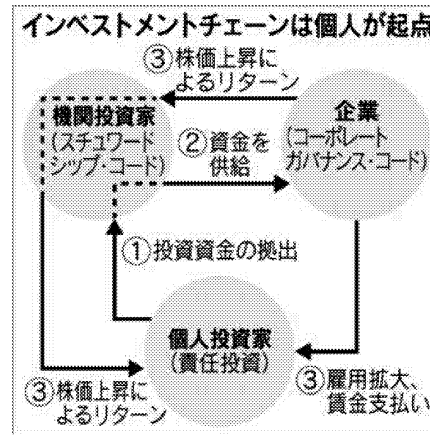
なるほど投資講座

投資家や企業の間で「責任投資」への関心が高まっています。ゴールドマン・サックス証券の清水大吾さんに解説してもらいます。

◇ インベストメントチェーンという言葉を知っていますか。イメージ図のように、まず個人投資家が運用会社などの機関投資家に資金を委託し、機関投資家は企業にそのお金を供給します。企業業績が改善すれば、株価上昇や雇用拡大などで投資家に還元されます。この場合、好循環が連鎖します。

投資の鎖を上手につなげて富を拡大させるには、各当事者が自分の果たすべき役割を認識し、行動する必要があります。そのような規範の欠如が、バブル経済崩壊後の日本の失われた20年の一因になったのかもしれない。

責任投資 ① インベストメントチェーン 個人が連鎖の「出発点」に



そこで政府の主導により、機関投資家に対しては2014年にスチュワードシップ・コード、企業に対しては15年にコーポレートガバナンス・コードが策定されました。いずれもこのチェーンを念頭に置いています。では、個人投資家には何の規範も存在しないのでしょうか。

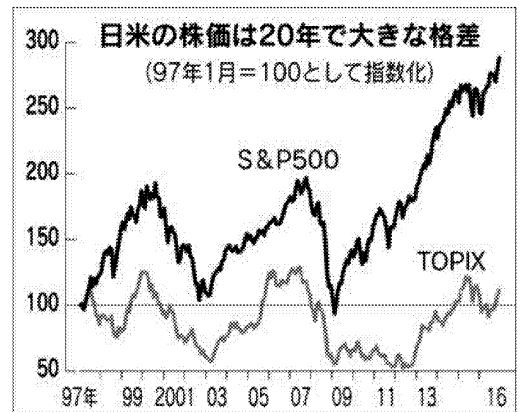
最終的なお金の出し手である個人はこの連鎖の出発点です。個人が「とにかく短期で利益が出れば良い」との思いで資金を拠出すれば、機関投資家は短期的な株価上昇のために企業に圧力をかける可能性があります。圧力を受けた企業は環境破壊を気にせずに開発したり、社員を簡単に解雇したりするかもしれません。不正会計をする恐れもあります。

つまり、個人投資家の姿勢次第でこのチェーンは逆回転する危険性もあるのです。そうした事態に陥らないように個人が理解すべき規範が責任投資という考え方です。

皆さんが投資する際に最も重視するのは、その投資が利益を生むかどうかだと思います。もちろん、その観点はとても大事ですが、本当にそれだけで良いのでしょうか。もしかしたら投資資金が世界を不幸にするために使われるかもしれません。短期的な利益を求める圧力を受けた企業が、社会の持続可能性を無視した行動をする恐れはないでしょうか。

貧富の格差の拡大やそれに伴う社会不安、環境破壊などに対して危機感を持つ人も多いでしょう。これらの問題を解決する唯一無二の正しい答えがあるとは思いませんが、「とにかく短期的に利益が出れば良い」という投資家の考え方にも原因があるのではないかと私は考えています。短期の投資資金が市場に流動性を与えているのは事実で

責任投資 ② 長期投資 持続可能な成長支える



投資がリターンをもたらしたとはいえない。この20年間でS&P500種株価指数が約3倍に上昇した一方で、東証株価指数(TOPIX)はほぼ同じ水準にとどまります。

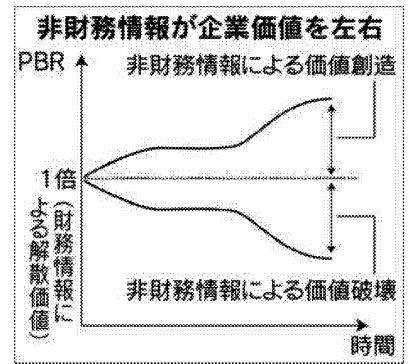
す。ただ、あまりに多くの投資家が短期的な視点に陥ると、市場は不安定になってしまいます。一方で、長期的な視点に立った投資は実体経済の成長を支え、持続可能で長い目で見てより大きなリターンをもたらすはずだというのが責任投資の考え方のベースとなります。

（ゴールドマン・サックス証券業務推進部長 清水大吾）

「会社は社会の公器」という考え方が昔からある日本では、長期的な視点で環境や地域社会、従業員を重視する風潮がありました。ただ、企業統治が不十分で投資家との対話を怠ってきた企業も多く、宝の持ち腐れとなっていました。

こうした状況を表す象徴的な指標がPBR（株価純資産倍率）です。財務諸表に反映する純資産を使って企業が価値を創造していれば、解散価値に当たる「PBR1倍」を下回ることは通常ありません。1倍割れの企業は、米国のS&P500種株価指数の構成銘柄では5%弱にとどまる一方、東京証券取引所第一部の40%以上もあります。

責任投資 ③ PBR 1倍割れ、企業統治に一因



企業も増えました。代表例が統合報告書です。投資家が求めているのは、重要な非財務情報とどのように関連し、企業価値の向上につながるかという内容です。ですから、統合報告書は全ての情報を盛り込んだ辞書のようなものではなく、投資家に効率的に伝えるプレゼンテーションであるべきです。中身の充実した統合報告書が増えれば非財務情報への投資家の理解が深まり、PBR1倍割れの企業数も減るはず。

た非財務情報がマイナスに評価されていたり、ガバナンスの欠如で経営陣が価値を破壊すると投資家が判断していたりすることが要因と考えられます。逆に、ガバナンスのしっかりしている企業は市場からプレミアムが付与されます。

この点で2015年に策定されたコーポレートガバナンス・コードは、企業が投資家と対話する際の手引書といえます。同コードの導入後は、非財務情報を積極的に開示する企業も増えました。

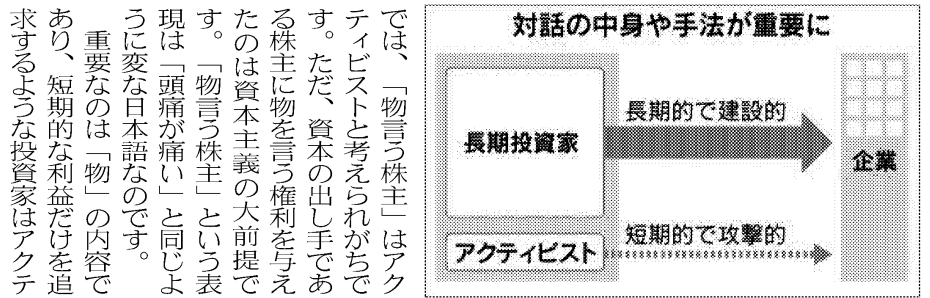
（ゴールドマン・サックス証券業務推進部長 清水大吾）

PBR（株価純資産倍率）1倍割れの場合、投資家はその企業の全株式を買い上げて資産を売却すれば、理屈の上ではすぐに利益を得られます。そのような投資家の存在が本来、企業に規律をもたらすはずですが、しかし日本では「何も言わない」安定株主が良い株主であるとの風潮があり、PBR1倍割れが放置される一因となりました。

「何も言わない株主」を減らすために2014年に導入されたのが、日本版スチュワードシップ・コードです。投資家が企業との間で目的を持った対話を充実させ、企業価値の向上を通じて受益者のリターンを最大化するのが目的で、16年12月時点で214の機関投資家が受け入れを表明しています。

「何も言わない株主」が良い株主だと思われていた日本

責任投資 ④ 物言う株主 資本主義の大前提



では、「物言う株主」はアクティビストと考えられがちです。ただ、資本の出し手である株主に物を言う権利を与えたのは資本主義の大前提です。「物言う株主」という表現は「頭痛が痛い」と同じように変な日本語なのです。

重要なのは「物」の内容であり、短期的な利益だけを追求するような投資家はアクテ

イビストといわれても仕方ありません。スチュワードシップ・コードで推奨している「物」は長期的な視点に立った建設的な対話であり、対話を通じて長期的な企業価値の向上がもたらされると考えられています。

インベストメント・チェインを力強く回すための仕掛けとして企業に対するコーポレートガバナンス・コードも策定され、日本においても長期投資が報われるための条件がそろいました。

17年度の税制改正大綱で非課税期間が20年となる少額投資非課税制度（NISA）が創設されたのも、長期投資をサポートするはずで、次回以降では皆さんが長期投資の第一歩を踏み出す際に重要な考え方を説明します。

（ゴールドマン・サックス証券業務推進部長 清水大吾）

長期投資に当たってどのよう
な点に気をつけるべきでし
ょうか。現時点でどんなに高
水準の利益を上げている企業
でも、それが持続可能かどう
かを見極める必要があります。

環境汚染をしていけば損害
賠償を請求される恐れもあり
ます。地域社会や従業員を大
事にしない企業は生産性が落
ちかねません。ガバナンスが
効いていない企業は不正会計
などで予期せぬ損失を計上す
るかもしれません。こうした
企業への投資で長期的にリタ
ーンを獲得するのは難しいで
しょう。

つまり、通常の財務情報だ
けではなく、環境・社会への影
響や企業統治などの非財務情
報も踏まえることで、初めて
長期でリターンが期待できる
のです。こうした考え方や手
法をESG投資と呼びます。

責任投資 ⑤ ESG

世界の潮流、日本も対応加速

日本などアジアはESG投資で出遅れ
(ESG投資残高の地域別比率)

欧州	63.7%
米国	30.8%
カナダ	4.4%
オセアニア	0.8%
アジア	0.2%

(出所)Global Sustainable Investment
Review 2014

ESGとは、Environment
(環境)、Social(社会)、
Governance(ガバナンス)
の頭文字を取ったものです。
2006年に国連事務総長で
あったアナン氏の主導で責任
投資原則(Principles for
Responsible Investment
PRI)が提唱された際
に、重要な概念として取り上
げられたのがESGです。
ただ、ESG投資のような

抽象的な概念は感覚として理
解できても、投資の現場で導
入するのは容易ではありません。
旗振り役となっているのが
国連や各国の主な年金基金
などです。すでに海外を中心
に1400超の機関投資家が
責任投資原則に署名をしてお
り、ESG投資は世界の大き
な潮流になっています。

しかし、表にある通り、日
本を含むアジアはESG投資
で出遅れています。日本の年
金積立金管理運用独立行政法
人(GPIF)は15年にPRI
に署名し、現在はESG関
連の指数を公募しています。
GPIFは海外の年金基金な
どとの連携も進めています。
企業もESGの取り組みを強
化しており、今後は日本でも
ESG投資が加速しそつで
す。

(ゴールドマン・サックス証
券業務推進部長 清水大吾)

環境の重要性が認識され始めた一因は、急速な工業化に伴って拡大する人類の活動に地球が耐えられなくなりつつある現実が明白になってきたためです。地球温暖化や大気汚染、食料危機、水資源の枯渇、生態系への影響など、数え上げればキリがありません。地球環境を維持・改善するためには、インベストメントチエーンの当事者である個人や機関投資家、企業が一致団結する必要がありますでしょう。

とくに温暖化による海面の上昇や生態系・自然環境への影響は喫緊の課題です。2015年には20年以降の地球温暖化対策の枠組みを定めたパリ協定が採択され、「産業革命前からの世界の平均気温上昇を2度未満に抑える」との目標が打ち出されました。温暖化の主な原因とされる

責任投資 ⑥ 環境

企業、積極的な開示を

日本企業の環境対応評価は高い

気候変動	トヨタ、JT、日産自、キヤノン、ソニー、三菱電、コマツ、第一生命、セコム、アサヒなど22社
水管理	トヨタ、ソニー、三菱電、花王、キリン、サントリBF

(注)英CDPによる「Aランク」評価、24日時点の時価総額順

二酸化炭素の削減を後押しするため、各国の指数算出会社は相次ぎ「低炭素インデックス」を立ち上げています。全米2位の公的年金基金、カリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）はこうした指数に25億ドルを投資すると発表しています。

企業側には二酸化炭素の削減努力やその積極的な開示が求められます。環境評価NPOである英CDPは温暖化対

策に関する報告書で、日本から22社を最高評価のAランクに選出しました。

日本では比較的恵まれている水についても、16年夏は梅雨時に雨があまり降らず、水不足が懸念されました。水不足は一度起きたら甚大な被害をもたらします。CDPは企業の水管理の報告書も発表しており、日本からは6社がAランクに選ばれています。

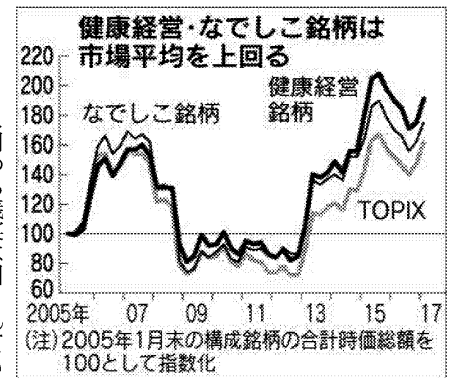
このように、日本企業は素晴らしい環境技術を持っているのですが、それを伝え切れていないようです。CDPによると、日本企業の回答率は53%と、欧州の主要企業300社の88%を大幅に下回ります。今後は、より多くの日本企業が統合報告書などを通じた積極的な開示で、世界をリードしてほしいものです。

(ゴールドマン・サックス証券業務推進部長 清水大吾)

ESGのSである「社会」は非常に幅広い意味を持ちます。私は企業活動に関わる全ての人の幸福を追求するというのが一番重要だと考えます。その企業の従業員だけではなく、地域住民、取引先やその従業員など、関係する全ての人が対象になります。例えば、新興国で過度に安価な労働力を使った商品の生産は、劣悪な労働環境による人権問題につながりかねません。2013年にバン格拉デシュで起きた縫製工場の崩壊事故は記憶に新しいのではないのでしょうか。

15年9月に、国連で「持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals ||SDGs)」が策定されました。国際社会が30年までに貧困を撲滅し、持続可能な世界を実現するための17のゴールを設けました。

責任投資 ⑦ 社会との関わり 日本、働き方改革が焦点



SDGsに関わる議案は国連の全会一致で採択されました。この点を踏まえると、企業と投資家が真剣に取り組むべき重要なテーマであることが分かります。例えばカナダ年金計画投資委員会(CPPIB)は16年8月、ESGの重点領域に「人権」を加えることを表明しました。企業や投資家の間で今後も同様な取り組みが広がりそうです。

日本では働き方改革が焦点です。戦後復興の右肩上がりの時代には、終身雇用を前提に新卒男性を中心にした均質的な組織が定着しました。かつては長時間労働も求められましたが、イノベーションと変化が求められる現在の環境においては、多様な働き方が求められています。

経済産業省と東京証券取引所は女性活躍の推進に優れている「なでしこ銘柄」や、従業員の健康管理に積極的に取り組んでいる「健康経営銘柄」を選定しています。こうした銘柄の株価は市場平均を上回っています。銘柄選定を通じて、企業の取り組みを後押ししているのです。

(ゴールドマン・サックス証券業務推進部長 清水大吾)

連載では責任投資に関して様々な側面に触れてきましたが、「我々が何に対して責任を負っているのか」という根本的な説明はまだしていませんでした。私は「子孫に対する責任」だと考えています。我々の子孫が満ちたりた人生を送れるように、持続可能で健全な社会を残す責任があるのではないのでしょうか。

こうしている間にも、世の中はどんどん不安定になっています。機関投資家と企業は、一刻も早く長期的で建設的な対話の重要性を認識して企業価値の向上にまい進すべきでしょう。そして最終的な資本の出し手である個人投資家も「子孫に対する責任投資」の重要性を理解して、最初の一步を踏み出してください。自分で個別企業を選別する場合は日頃からニュースを注意深く読み、ESGの観点で

責任投資 ⑧ 子孫に残す世界

新しい資本主義 日本から発信を

個人が参考にできる指数などは多い

主な指数など	概要
J P X日経 400指数	ROEをスクリーニングの要素として考慮
健康経営銘柄	従業員の健康管理に戦略的に取り組んでいる企業群
なでしこ銘柄	女性活躍推進に優れている企業群
企業価値向上表彰	資本コストをはじめとする投資者の視点を強く意識した経営を実践している企業
G P I Fが募集しているESG指数	現在、選定中

在、ESG指数を公募していますので、この指数が公表されれば参考になる部分は大きいと思います。投資のプロに運用を任せるのであれば、ESGの要素を考慮して銘柄を選んでいる投資信託を購入するという手もあります。

その企業が本当に社会に必要とされる企業なのかどうかを判断しましょう。そこまでの時間を使えない方は、ESGをベースに銘柄選別をしている指数や、東京証券取引所がESGの切り口で公表している銘柄群なども参考にできるでしょう。

特に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が現

目を集めるでしょう。安倍晋三首相ふんするマリオもしかしですが、日本の誇るソフトパワーを世界中に発信すると同時に、責任投資によってもたらされる持続可能な新しい資本主義の形態を世界に発信していきたいものです。

(ゴールドマン・サックス証券業務推進部長 清水大吾)

|||の項おわり