

SDGs（持続可能な開発目標）と 信託(2)

東京大学大学院経済学研究科教授 柳川 範之



— 目 次 —

はじめに

1. GPIFによる、投資サイドの関心
2. 受け身的な対応から、積極的な対応へ

3. 環境問題以外の重要目標

4. 信託の活用
5. 信託の役割

はじめに

本日は多くの方々からSDGsに関する話があったが、日本では特にGPIFがSDGsを重視したこともあり、企業と投資家の関心が集まった。本日の報告も、企業を通じたSDGsの取組みを、投資家の側からどのように評価するかという側面の話が中心であったと思う。

ただ、冒頭の竹村先生からの話を聞き、ずっとその後の話を伺っていると、企業の取組みをどのように評価するかという話のみでは、問題の対処としてはまだまだ小さい話であり、もう少し大きな枠組みで考え、社会全体をどのように変えていくべきかを考えなければ、問題の対処にはならないのではないかと強く感じた。

いわゆる環境問題は、経済学的には外部性の問題と考えられていて、企業活動の外側で

起きてしまっており、環境問題に対処することのメリット、デメリットを企業は感じていない。同じようなことは、吉野先生の話にもあったようにインフラにも言えて、そのため、インフラや環境問題などの話は、政府が対処するか、政府が税金をかけなければいけないといったことが、一般的に言われてきたことである。

ただ、これを民間でもある程度、対処できるのではないかということが、外部性の内部化と言われている話であり、この外部性の内部化が進むと、企業もそれによりメリットを受けるし、消費者もメリットを受け、ある意味でwin-winの関係を作ることができるので、基本的な対処方法として経済学的に整理すると、外部性の内部化をできるだけ進めていこうということになるわけである。

これを簡単な話で言えば、環境に良い影響を与えるような研究開発投資をやれば、それ

により企業は儲けることができ、利用者もメリットを受け、地球全体の環境にもやさしいということになる。このような話が一つの分かりやすい事例であるが、もう一つ事例を挙げるとすると、吉野先生の話にあったように、大きな枠組みであれば、グローバルカーボntaxを課せば、炭素の排出量は最適な形でコントロールできるだろうという話が、外部性の内部化の事例となる。

今までは、外部性の内部化について、政府がやるか、大きな制度を作らないと実現できないと思われていたが、実は民間が大きな役割を果たすことができるようになってきたと考えられている。つまり、SDGsのような話が企業側を主語とした話として語られるようになった裏側の話だと思う。したがって、グローバルに活躍している企業が実態として様々な取り組みをすれば、政府と同じようなことができるし、あるいは政府以上の研究開発のようなことができれば、世界の環境問題に大きなプラスになるという意識があるので、企業側に、ある程度SDGsの主語になり、あるいは責任を持たせようという考えが出てきたということだろうと思われる。

しかし、これも企業側で全てできるわけではないため、そのための制度設計のようなことは国がしっかりやっつけていかなければいけない。あるいは、吉野先生が言われたようなインフラの作り方でいけば、全部民間が作るのには難しいが、国がある程度のインフラを作り、投資家等が適切なリターンを得られるようにすれば民間からも資金調達ができるということで、国と企業との連携で外部性の内部化を図っていくのが、SDGsの大きな問題を経済学的に解釈したときの一つのポイントだと思う。

1. GPIFによる、投資サイドの関心

投資サイドの問題でいけば、GPIFがSDGsを重視する大きな方針を出したこともあり、投資家サイドがこれに関心を示したということで、経済全体にも大きなプラスの影響があるだろうと考えられる。ただ、投資としてのリターンを追うこととSDGsの目的を追うことのバランスをどのようにとるかという点や、SDGsを頑張っている企業に投資して本当に儲かるのかという点などの疑問があるのは、議論が出てきたとおりである。

その意味では、鷹羽氏が言われたように、基準をどれだけしっかり作っていくのかが大きなポイントである。SDGsについて、より良い取り組みをやっているかどうかで見るというときに、「良い」ということをどのように測るかも課題であるが、SDGsの目的を追うことと投資としてのリターンを追うことのバランスをどのように測るかも課題となる。鷹羽氏の話の中にアライアンスについての話があったが、SDGs自体への取り組みの評価の仕方と、投資にとってプラスになるSDGsへの取り組みという評価の仕方は、どうも一致しなさそうである。

アライアンスができないとすると、無理して1個の指標とするのは難しいのではないかと。別々の指標として、何らかの制度的な枠組みで、この二つの指標がどうしたらより一致していくかということや、より大きな政策レベルで議論していくことが、本来望ましいことなのではないかと、鷹羽氏の話聞いて感じた。

また、環境問題についてプラスに評価されている指標は、投資サイドにのみ供給すべき話ではないと思う。企業の評価について、

若者の間で、環境問題にきちんと向き合っている企業を応援したいという声が強いという話があった。そうだとすれば、それは投資を通じて応援するだけでなく、消費を通じて応援してもいいわけなので、もしそのような声が本当に大きいのであれば、指標をもっと一般に公表して、そのような会社を通じた消費を増やすとか、そのような会社の商品は高くても買うといったことがもっとあってもいいはずである。このような取り組みは多少、行われ始めているが、共通の指標となっていないので、風評被害的なものに左右されてしまうこともある。そのため、指標は消費者のためにも重要なものではないかと思う。

投資の話でいけば、企業のガバナンスの中では、戸村先生の話にもあったように、マルチタスクの問題があり、経営者なり社外取締役が全部考えてくださいとよく言われるが、SDGsを追うのか、利益を追うのかという二者択一を迫られた場合に、社外取締役等がどのような判断をしたら良いのかは、現在、相当あいまいな状況になっているので、これについては指標を確立して、判断を積み重ねていく以外に道はないだろうと思う。

マーケットサイドの話でいけば、ある種のブームのようなものを作ると、そこにお金が集まり、そうすると、次に産業が盛り上がり、結果的にはリターンが生み出され、さらにお金が集まるという側面がある。合理的に考えれば、ポートフォリオを上手く組むべきという話になるが、現実の投資行動はそこまで合理的ではないとすると、ある種、多くの人注目するエリアを作ると、その産業が盛り上がり、そこにさらにお金が動くという側面はある。

その意味では、SDGsというのは、世界的

に見て、SDGsで掲げた目標というエリアを一つ注目するエリアとしようと考えた結果、そこで持続的に投資に対するリターンが生み出されるとも考えられるわけである。ただ、これは場合によると、無理してリターンが生み出されるということにも結びかねないので、これが持続的な投資のリターンになり得るかどうかは、SDGsをきちんとやっているかどうかの判定指標を、どのように上手く投資サイドにとって、適切なものにするかにかかっていると思う。

2. 受け身的な対応から、積極的な対応へ

(投資される) 企業側の話からすれば、後ろ向きの話ではなく、前向きなチャンスとして捉え、積極的な活動をしていくことが何よりも大事なことだと考えられている。そのため、例えば環境対応は、新たな技術革新や実物投資をかなり促す話となり、これは先ほどから話題に上がっている外部性の内部化とも関係する話だが、ここにはかなり投資のチャンスがあるのだろう。特にインフラ投資や、グローバルな展開で新たな規格や標準作りをしていくところから創出される日本企業のチャンスは、相当大きいと思う。

これは、もう少し大きな話では都市インフラ輸出という話になり、竹村先生の話にあったように、都市インフラのうち60%への投資はこれから行われるということであるとすれば、企業側からすれば、60%の投資を作っていく、新たなビジネスチャンスがそこにあるということとなる。そこで上手くSDGsに合った規格や技術を作ることができれば、相当なチャンスが創出される。山崎氏が強調され

たインフラ投資という意味では、新たな技術革新と新たな投資チャンスが相当あるのだと思う。

もちろん、その際に民間のみで投資ができるかという問題があるので、政府の後押しがある程度必要だろうと思うが、いま申しあげたようなことをどれだけ評価し、どれだけ企業側がそこに注力するかということに日本の未来があると思う。日本の都市開発に関しては、山崎氏のお話にもあったように、世界的評価がかなり高いので、個々の技術のみを売り込むのではなく、全体としてきちんと組み立て、パッケージとして売り込んでいくことが、かなり重要ではないかと感じた。

3. 環境問題以外の重要目標

SDGsは環境問題に関連する話だが、SDGsには環境問題のみではなく、重要な目標がいくつかある。それは、例えば、内ヶ崎氏の話にあったようなガバナンス、労働問題、ジェンダーギャップ、働きがいのある人間らしい仕事の推進といった課題がある。これら分について、日本企業はSDGs的には焦点を当てていないが、しっかり取り組んでいくべき問題であり、現在の日本の言い方からすれば、働き方改革、ダイバーシティという形で取り組みが進められているが、これらの取り組みは重要だと思う。したがって、これらの課題に対しては、もっとしっかり取り組んでもよいのではないか。

つまり、単なるお題目ではない、実質的な対応をどのように行うのがかなり問われていて、そこは世界的に見ると、例えばジェンダーギャップ、長時間労働の問題などは、日本は相当遅れているように見える事項であ

る。SDGsに取り組んでいる企業は多いが、実態として働き方の部分はどうかというと、改革も行われていて、努力している部分もあるが、これらの課題にどれだけ取り組んでいくかは大事なことだし、評価していくべきポイントだろうと思う。

4. 信託の活用

次に、SDGsと信託がどのように関係しているかについて話したい。信託の活用という話でいくと、投資サイドとしては、信託の活用の可能性は相当あると思われる。

一つは、SDGs関連の投資ファンドである。山崎氏から話があったように、SDGsの取り組みのためのファンドは、大きく2種類あると思う。一つは、既存の企業投資ではなく、SDGsファンドといった、新たに作られる投資開発ファンドを通じて資金が流れていく部分があるから、そこで信託が重要な役割を果たすことができる。

もう一つは、企業に資金を投資するタイプのファンドで、その中でもSDGsのある側面に焦点を当てて、SDGsを重視する企業を応援していくものである。これらの2種類のタイプのファンドの中で信託の活用が重要になってくる。

本日の話を聞いて、企業の取り組みも大事であるが、企業を超えた取り組みができるような、大きなファンドのようなものを作り、それでどれだけ世の中を変えていくかも大事だと感じた。信託銀行が直接的にファンドを創設するというのではないのかもしれないが、信託銀行として様々なサポートをしていくことで、信託銀行としてもビジネスチャンスに繋がるのではないか。インフラ輸出、新

技術開発などは新たな実需要が相当創出できる話なので、それらに投資するようなファンドをサポートしていくことが重要であると思う。

持続可能性というコンセプトから言うと、ある種の長期的な構造の中で、どれだけ安心・安全を確保するような投資を促せるかといった意味では、SDGsは信託の思想とかなりマッチする部分がある。その部分を息の長いインフラや環境問題への投資にどのように結びつけていくかは、ビジネス上の意思決定の部分であり、そこを考えれば、信託の活用はSDGsと裏表に近いような関係になってくるのではないか。

5. 信託の役割

その意味では、SDGsを促進するうえでの信託の役割は大きいし、環境問題のみではなく、働き方改革や企業内のガバナンスの話などは、ある意味で投資家サイドとしてのガバナンスを効かせるという面も含め、重要な側面であると思われる。

もう一つ、改めて申し上げるまでもないが、他の会社にSDGsへの取り組みを促すのみでなく、信託銀行・信託会社自社としてのSDGsへの取り組みも大事なことである。特に、働き方改革など、労働問題の改善は求められる部分である。その点においては、自社の推進項目を明確にしておくことも重要なことだし、その取り組み自体が会社として評価されるという意味でも重要な項目になると思う。

(やながわ・のりゆき)

【質疑応答】

(山崎養世氏)

示唆に富む様々な報告を聞いて勉強になった。特に先生方の話を伺って、二つのポイントがあると思った。これらは相互に関連しているの、まとめて話すべきかと思うが、一つ目のポイントはリスクとリターンという、投資のポートフォリオの考え方の基本に落とし込まないと、結局、投資行動は起きないのではないかという点である。その際に重要なのは、我々はファンドやSPCなどとよく言っているが、特定目的会社であるSPCは永続的で、目的を限定しない一般的な企業とは本質的に異なるということである。企業はゴーイングコンサーンが前提であり、永続性を前提とするために事業目的は変化し得るが、プロジェクトの事業体であるSPCは、企業とは全く異なり、一定のこと以外やってはいけないという規定があるということである。

例えば、再生可能エネルギーにおけるSPCであれば、再生可能エネルギー事業に関することしか行わないので、事業体へのインパクトの純度が高いということである。企業が超大企業であれば、複数の事業を行っているの、ある程度、投資してもそれによるリターンやリスクに対する影響は、0.1%もないかもしれない。しかし、SPCは当該事業のみを行うので直接的なインパクトが大きい。吉野先生がお話しされた炭素税については特にインパクトがあり、化石燃料に対しては、来年から炭素税が3円ぐらい上乗せされるが、再生可能エネルギーにはそれが無い。再生可能エネルギーの比較優位性が極めて高まるという要素が直接的に表れる。

2つ目のポイントは、SPC投資の本質は

時間と技術変化であり、収益パターンやリスクプロファイルが年々変化してしまうということである。通常安定した10~20年ぐらいの投資期間におけるリスク・リターンのプロファイルの中に入り込めないの、動学的な変換モデルを作っていかなければいけないと思う。

例えば、我々の会社が日本最大の太陽光発電へのファイナンスを成功させたときの電力価格は40円だった。そこには国民に対する賦課金がかかなりある。通常、電力会社の売電価格は26円ぐらいである。電力会社の平均製造価格は14円で、これをグリッドパリティと言う。来年からは太陽光発電の価格は12円になり、その次は10円になる。つまり、電力会社が通常、作っている電気より製造コストがはるかに安くなるわけである。ところが、電力価格は全体として変わらない。そのような状況下、来年以降、PPAという問題が出てくる。ある自治体と電力会社との間で、現在の電力会社よりも数円安い価格で電力を融通するという形であり、直接契約を結んだ場合には、超過収益は年を追うごとに、プロジェクトごとに増大を続けるという問題がある。

この問題については、シンギュラリティという概念を提唱したことで知られるレイ・カーツワイルなどが理論化しているが、グーグルやアマゾンなどはなぜ再生可能エネルギーに取り組んでいるのか。彼らは5Gと一体化できる生態系、電気自動車の完全自動運転と一体化できる生態系について考えている。つまり、統合的なビジネスモデルを考えているがゆえに、取り組んでいる側面があるという気がしている。SPCと会社の対比・相違という要素と、リスク・リターンのプロファイルが時間により変化するということがあると、吉野

先生がおっしゃったように、数年前までは高かったものが、現在～将来は価格が下がり、収益性が高くなってしまいう局面があると思った。

もう一つは、プラクティスの国ごとの規格化についてである。我々はどうしても、欧米のファイナンスに強く影響を受けるが、ノルウェーやシンガポールなどはプラクティスの規格化を先に進めている。これらの国が、実際になぜプラクティスに至っており、PDCAをどのように回しているのかなどについて研究を進めていただければ、日本にとってどの国の規格を応用することが可能で、どこは不可能なのかなども明らかになってくると思う。両方とも感想であるが、以上である。

(若杉敬明氏)

本日のテーマはSDGsと信託ということで、非常にいい議論ができてよかったと思っている。最初に竹村先生がSDGsを実現するにはファイナンスが大事だと言われた。ファイナンスということは投資をすることであるが、その投資の考え方について、山崎

氏が強調されていた2つのパラメーターのモデルのフレームワークに我々は陥りすぎていると思う。

つまり、現代ポートフォリオ理論の枠の中で考えようとする、SDGsが投資対象として上手く入ってこない。祝迫先生が言われたように、効率的フロンティアから多少外れて投資してもよいかどうかというような発想になってしまいリスクが適切に認識および評価されなくなってしまう。山崎氏も言われたように、そのようなことがプロジェクトファイナンスにおいては大きな課題だと思う。その問題が解決できれば、企業も利益をあげることができ、SDGsに貢献する投資や活動などが出てくると思う。もちろんポートフォリオ理論も重要であり、それを上手く使うことが重要であるが、SDGsの世界では、そのフレームワークとは別の考え方で投資を評価しないと、様々な機会損失が生まれるのではないかという感想を持った。

これで終了とするが、長い時間の議論に参加いただいたことに感謝するとともに、報告者の方々にも感謝する。