

# パブリックリレーションズ金融・日本型 ESG 投資の在り方

金 武貴

京都大学経営管理大学院博士課程（〒606-8317 京都府京都市左京区吉田本町）

E-mail:info@moogwi.com

本稿は、日本パブリックリレーションズ学会によるこれまでの「失われた30年検証委員会」での議論の経緯を踏まえたうえで、投資家利益だけでなく、倫理観、多様なステークホルダーリレーションシップマネジメント、また自己修正フィードバックサイクルを重視した ESG 投資が、「失われた30年」の本質的問題解決に貢献するための条件仮説を議論する。

**Key Words :** *ESG Investments, Public Relations, Private Equity ,Performativity , Multi Stakeholders Management*

## 1. はじめに

これまで「失われた30年」検証委員会では、政財官学及びメディアで要職を担ってきた講演者を招聘し、「失われた30年」の構造を多角的に分析してきた。政治面からは、世界最高水準の与党世襲議員比率の高さや、議会の立法能力・監視能力の低さ<sup>1)</sup> 言い換えればガバナンス機能の低さが指摘された。経済面からは、バブル崩壊後の委縮したマインドセットの継続と投資への過度な慎重姿勢・内部留保の積み上げなどに起因する「成長期待の低下」<sup>2)</sup> が指摘され、地球資源に限界が見える中での「循環型経済への転換」及び「再生エネルギーへの転換」の必要性<sup>3)</sup> が論じられてきた。農業政策においても戦後当時のパラダイムに沿って作られた制度がいまだに影響を及ぼしており、非合理的な政策の継続<sup>4)</sup> に関し、疑義が唱えられた。

社会面では急速な人口減少に対し、ハンガリーなどの人口減少対策先進国に比した際<sup>5)</sup> の、予算規模及び支援範囲の小ささが論じられ、社会のサステナビリティを脅かす最も大きな問題として議論されてきた。金融面からも、長期金融拡大で肥大化した日銀のバランスシート<sup>6)</sup> と、主要国が低金利政策を脱する中での日本の金融政策の持続可能性が疑問視されている。

本稿は、これら「失われた30年」の構造的なサステナビリティに関する問題意識を元に、あらゆる経済活動のソフトインフラでもある金融業界に目を向け、倫理観、

マルチステークホルダーリレーションシップマネジメント、自己修正モデルを重視する「日本型 ESG 投資の在り方」およびそれが実現するための諸条件を、パフォーマンス理論のレンズから論じるものである。

## 2. 「金融の失われた30年」と、運用業界の大きな成長機会

今から30年前の90年代、世界第二位の経済大国であった日本は、グローバル企業にとってアジアにおける金融の中心地でもあった。証券市場の時価総額はアジアにおいて圧倒的に規模が大きく、多国籍企業のアジアヘッドクォーターも、その多くが日本であった。アジア市場も、日本とその他アジアに分かれていたものである。しかしアジアの金融センターとしての地位は香港、シンガポール、上海に抜かれていき、アジアのヘッドクォーターも東京からこれらの国際都市に流れて行った。日本の証券市場が時価総額でもその存在感が下がっていったのは、周知のとおりである。アジア市場の分け方も、グレートチャイナとその他アジアに分けられるようになってきている。また超低金利が続く中での銀行預金主体のアセットアロケーションにより、投資リターンの格段の低さも、日本の所得水準の相対的低下の大きな一因となってきた。

そんな相対的地位の低下を見てきた日本の金融業界の中で、世界の注目を集めているのが、資産運用業界である。「貯蓄から投資へ」の標語の元、2000兆規模の個人

金融資産が銀行預金や国債での運用から、エクイティおよびオルタナティブ資産への投資配分が拡大してきた。中でもオルタナティブアセットの中でも特にプライベートエクイティは、戦略も事業ポートフォリオも経営陣ごとと変革させる、トランジショナル・キャピタルとしての側面を有している。また投資の目的に関しても、従来のような株主利益のみの偏重ではなく、マルチステークホルダーリレーションシップマネジメントが求められる、ESG投資の重要性が浸透してきている。

環境・社会・ガバナンスへの配慮を総合的に検討するESG投資は、2000年代に入ってから国連によるPRI (Principles for Responsible Investments) の策定や、世界最大の公的年金であるGPIFによる署名、また日本版コーポレートガバナンスコード策定などにより急速に進展してきた。

その反動で所謂ESGウォッシュや、ESG投資が受託者責任(Fiduciary Duty)に反しているという批判がアメリカの一部を中心に高まっているものの、ESG投資の本場とも言える欧州では引き続きESG対応が厳格化されていっている。

### 3. ESG投資の問題点と機会：流動的なESGの定義と、多様なESG投資の実態

ESG投資が新たな成長機会と認識される一方で、実務家の機関投資家からは、このESGの定義や評価方法が定まっていないことが問題視されている。実際にGPIFはFTSEやMSCIによる同一のESG評価結果が全く異なりうることをその発表資料の中で示しているが、日本を代表する大手機関投資家も、「どのような対応をすれば、優れたESG対応として外部評価機関から認定されるのか定まっていない」ことへの、不満と問題意識を抱いている。

結果的に様々な金融機関が、多様な活動を“ESG”と評しており、中には表層的な所謂“ESGウォッシュ”で、ガバナンス上の非効率性が、さらに増しているケースも多く見られる。

しかしESGの評価指標が定まっておらず、かつ運用業界で最も影響力がある巨大機関投資家が日本に複数存在することは、ESG投資の在り方を「日本の社会問題解決」に繋げた再定義を行いうるという可能性を示唆している。

筆者は本論稿の為に、国内外約30のプライベートエク

イティファームのトップ経営陣にインタビュー調査を行ってきた。ある運用会社は全くESG投資を気にしないし、表面的にインパクトレポートを発刊するか、ホームページ上に“ESG推進委員会”を表記するだけで、その存在を社員がほぼ知らないケースも存在する。日経新聞に先進的なESG投資の事例として紹介された投資ファンドも、その実態は極めて表層的である事例も少なくない。また中には、本来、国連で提唱されたESG投資が想定する中身とはかなりかけ離れたテーマを、ESG投資として打ち出している巨大金融機関も存在する。

公開株市場からのESGへの否定的な声も少なくない。公開株ヘッジファンドマネジャーは、ESGは市場価格を歪めるのでショートする機会を提供するだけと論じているし、国内大手証券会社のウェルスマネジメントチームも、ESG投資が超過リターンに繋がっているという説明ができないため、ESG投資商品を顧客に積極的に販売できる状態ではないとコメントする。

反面、パイアウトファンドやベンチャーキャピタルの中にはESG対応を市場平均より積極的に言い、ESG対応での先進性を企業競争優位に繋げようという動きも一部で見られる。

それでは、ESG投資が、各金融機関のコンテキストによってその中身が大きく変わってくるのは、何故なのだろうか？またESG投資が、実際に倫理観とマルチステークホルダーリレーションシップマネジメントを重視した、建設的なファイナンス手法に発展すべく自己修正を続けるには、どのような諸条件が満たされなければならないのだろうか。

### 4. 既存の先行研究の限界と、パフォーマンス理論の応用

ESG投資残高の拡大と共に、ESG投資と市場リターンの関係を示そうとする先行研究は数多く行われてきたが、先行研究には複数の限界が存在する。まずはESGという概念自体が、少なくとも実務的には、明確に共通化された定義および評価指標が存在しないにも関わらず、全く異なる性質のファンドを全て「ESGファンド」という同じカテゴリーに入れて、その投資リターンとの関係を見出そうとしてしまっている点である。

またESG投資の正当性の根拠を、市場平均リターンを上回るかどうか限定している点も、ESG投資と呼ばれている多様な投資理由の実態に合っていない。そもそも多くのESG投資は、市場超過リターンを実現するために行われているものではないからではなく、制度理論

やマネジメントファッション理論で説明できると考えられる ESG 投資も、存在するからである。

そのような中で本稿では、倫理観・マルチステークホルダーリレーションシップマネジメントを重視するという意味での ESG 投資が浸透するための条件を、パフォーマンスティビティ理論のレンズを通して検討する。

パフォーマンスティビティ理論とは、理論が現実を記述するのではなく、理論があることで、実際に社会が理論が予測した通りに動き、理論の予測内容が実現するという社会学の理論である。

Emilio Marti (2018)による先行研究では、特定の理論がパフォーマンスティビティを発揮するには、有力な支持者が存在し、理論に留まらず実務家が実践しやすいツールがあり、その理論の実践により、新しい理論がその発生を予測した、アノマリーが発生することが重要であるとされている。

また従来の投資手法に不満を抱いていた層が新しい手法を実践し、そのアノマリーの成果を積極的に周囲にフィードバックすることで、特定の理論が予測した内容が実際に実現に向かうとされている。

これらを現在のプライベートエクイティ運用業界に当てはめて考えてみれば、初期の影響ある支持者という意味では国連、GPIF を含めた世界の有力大手年金基金などが有力支持者として機能した。しかし統一した ESG 評価方法が確立されていないため、実践のためのツールは未発達である。アノマリーに関していえば、多様な ESG 投資が試される中で、まだ ESG 対応がファイナンシャルリターン向上にもつながったという事例は、現時点では限定的である。また運用業界が抱える問題点への解決に ESG 投資が答えられるわけではないと認識されているため、ESG 投資実践者がそのアノマリーを積極的に周囲にフィードバックするサイクルに入っていない。パフォーマンスティビティ理論に基づけば、現状では ESG 投資がその目的を達成するパフォーマンスティビティを獲得する段階に達していない。今後、日本というコンテキストの中で何を社会的正当性のある ESG 投資として認識するのかという明確なガイドラインを提示し、様々な ESG 投資の試行錯誤の中から当初の期待に合致したアノマリーケースを作り出し、それを影響力のある機関投

資家及びアカデミアとメディアが支持し、周囲に伝播するというフィードバックサイクルの形成が必要とされている。

## 5. まとめ

ESG 投資は、持続可能性及び倫理観への配慮を重視したマルチステークホルダーリレーションシップマネジメントとしての要素を有するため、パブリックリレーションズと親和性が高い。日本社会の課題解決に資する金融変革を考慮するとき、グローバルな ESG 要素に加え、日本社会の課題の中から優先順位の高い課題として特定し、試行錯誤の中から成功例としてのアノマリーを産み出し、影響力ある金融機関及びメディア、アカデミアが支持することで、ESG 投資が失われた 30 年の課題解決に資する新しい日本型 ESG 投資の在り方に繋がりうることであろう。

## 出典・参考文献

- [1] 藤田幸久 元財務副大臣
- [2] 松江秀夫 デロイトトーマツグループ執行役
- [3] 小宮山宏 三菱総研理事長 (元東大総長)
- [4] 山下一仁 キヤノングローバル戦略研究所・研究主幹
- [5] パラノビチ・ノルバート特命全権大使
- [6] 中曾宏 元日銀副総裁
- [7] W. Richard Scott (1987), The Adolescence of Institutional Theory
- [8] M Tina Dacin, et al (2002), Institutional Theory and institutional change: Introduction to the special research forum
- [9] Eric Abrahamson (1996), Management Fashion, Academy of Management Review, 1996, Vol.21
- [10] Dan Byrne (2022), What is the history of ESG?, Corporate Governance Institute
- [11] Emilio Marti (2018), When Do Theories Become Self-Fulfilling? Exploring the Boundary Conditions of Performativity, Academy of Management Review, Vol.43, No.3, 487-508
- [12] 井之上喬 (2015). 『パブリックリレーションズ 第2版 戦略広報を実現するリレーションシップマネジメント』.日本評論社
- [13] 加藤康之(2018). 『ESG 投資の研究：理論と実践の最前線：一灯舎

## ESG Investments by Private Equity Firms: Boundary conditions for ESG to gain performativity

Moogwi Kim

This paper delves into the theoretical mechanism of ESG investments, pinpointing the boundary conditions under which ESG investments can fulfill their original promise of generating environmental and social returns while simultaneously pursuing outsized returns with stronger corporate governance. By employing the lens of performativity theory and conducting extensive interviews with managers and investment officers from various asset management firms, this paper examines how Japanese-style ESG investments can function as a multi-stakeholder management financial program, addressing the issues responsible for Japan's lost three decades.