



## 「持続的成長って何だ？ 解決編」

2023年も後二ヶ月を切った。年初に「持続的成長って何だ？」と題したコラムをアップしてスタートを切ったが、この一年、ずっと「持続的成長って何だ？」を引きずりながら様々な国内外企業のアニュアルレポートや統合報告書を読んできた。年初のコラムで紹介したように海外のアニュアルレポートや統合報告書には「Sustainable Growth」という言葉はほとんど使用されない。そして、ここ最近、Sustainableを「持続的な」Sustainabilityを「持続可能性」とした「持続」という日本語訳にどうも無理があるのではないかと感じるようになった。年初に考えた「持続的成長って何だ？」を年内最終回の研究員コラムで再度取り上げ、日本語の「持続」についての違和感の本質を考察してみたい。筆者は言語学者ではないのでその精度は定かではないが、できれば意味論（言語学）の専門家に検証してもらいたいと思っている。

### 拡大と持続

Sustainableを「持続的な」Sustainabilityを「持続可能性」とする日本語訳に疑問をもつ中で先月、ひよんなことから山下惣一氏という農作家を知り、彼の考え方を学ぶ機会に恵まれた。農業関係の方々にはとても著名な方のようにその考え方も周知されているようだが、筆者にとってはとても新鮮な考え方だった。彼が「農業の基本的性格」と呼び語っている内容は「成長より安定、拡大より持続、競争より共生であり、経済成長によって農業が疲弊してきたのが近代の歴史だと感じる。そして、自然相手の農業は成長してはいけない」である。彼はまた「去年のような今年があり、今年のように来年があるのが一番良い」とも述べている。しかし、この状況を我々は一般的に

## - sustainとmaintain -

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

「停滞」と呼ぶ。ここでの日本語におけるニュアンスは「拡大」と「持続」は相反するものであると感じていることがわかり、日本語の「持続」には「維持」と同じような意味合いが含まれているように感じる。そこで英語でSustainableの意味を少し詳しく見てみた。

### SustainableとMaintainable

今流行りの生成AIで「What is the difference between "sustainable" and "maintainable"? Are they interchangeable?」と打ち込み、「Sustainable」と「Maintainable」の意味の違いについて聞いてみると以下のような回答だった。

「Sustainable」と「Maintainable」は、関連はあるが異なる用語である。

「Sustainable」とは、将来の世代が自分たちのニーズを満たす能力を損なうことなく、現在のニーズを満たす、より高いレベルを目標にすることを指す。

「Sustainable」な農業や「Sustainable」な開発など、環境問題の文脈で使われることが多い。「Maintainable」とは、何かを良好な状態に保つ能力、あるいは必要に応じて修理や調整を行う能力のことで、現状を悪化させないという意味合いを含む。保守可能なソフトウェアや保守可能な道路など、技術やインフラの文脈で使われることが多い。一般的に、「Sustainable」はより広く長期的で高いレベルという視点があり、「Maintainable」は日々の状態維持に努め悪化させないことに重点を置く傾向がある。

ここで再度山下惣一氏の言葉に注目したい。彼の言葉を整理すると「成長＝拡大＝競争」であり、その反対語というのが「安定＝持続＝共生」となるのではないか。このように日本語における「持続」という言葉には「維持」というニュアンスが多分に含まれており、それはつまり成長ではなく安定を意味するのではないか。

### MaintainabilityではなくSustainability

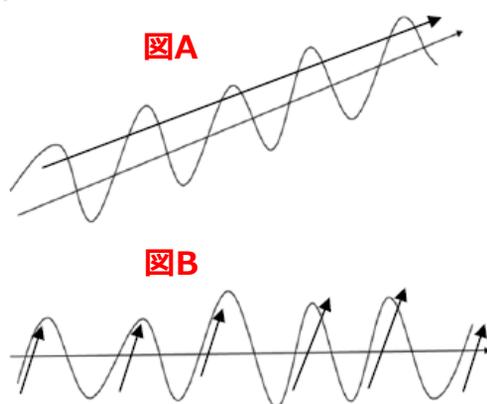
Sustainabilityは前述の生成系AIでも述べられている通り、環境問題の文脈で使用されていることが多い。「Can economic growth and environmental sustainability coexist? (経済的成長と環境の持続性は両立するのか?)」といった文脈である。ここではenvironmental「maintainability」ではなくenvironmental「sustainability」である。この意味合いとして現在の環境「維持」するだけでは気候変動問題や生態系問題に対する解決にならず、どこまでも「sustainability」つまり、高いレベルでの「持続」が求められているのではないか。年初の「持続的成長って何だ？」では、「日本企業の持続的成長には成長を感じられないことに対する言い訳のような気がする」と書いた。欧米発祥のコーポレートファイナンス理論をベースに投資する機関投資家にとって、安定的なキャッシュフロー創出よりも成長するキャッシュフローを優先させる。何よりも市場の期待収益率（資本コスト：

WACC）より、高い利益率（自己資本利益率：ROE）を示し、キャッシュフローを拡大させることを優先させる、そういった企業の株価は上昇し企業価値が上がる。つまり、企業価値を向上させようとするキャッシュフローの拡大は必要であり、安定的なキャッシュフローは企業価値を安定させることはできるが伸ばすことはできない。つまり、「sustainability」には安定ではなく成長という意味合いが含まれている。だから「Sustainable Growth」は例えば「馬から落馬する」というような冗長的な利用方法と認識されるのではなかろうか。2014年8月に発表されたいわゆる「伊藤レポート」のP26に以下のイメージ図が掲載されている。そして説明書きには「持続的成長のイメージとして、短期的な変動はあるが、企業のファンダメンタルズあるいは中長期的な経済価値が向上していく姿が示された。

（下記図A）」としており、下記の図Bのような安定的なキャッシュフローではなく、図Aのように拡大していくことが前提とされている。

この図をしっかりとみているとその差は明らかであり、混乱はなかったのだろうが、多くの企業がこの図を見ることなく、持続的成長という言葉を実定的成長（図B）と同義語として認識したのではないだろうか。安定したキャッシュフロー、言い換えるとほとんど成長しないキャッシュフロー（図B）を持続的成長と認識しているのではないだろうか。

### 伊藤レポートP26「1.持続的成長と企業価値創造」で示された「持続的成長のイメージ」の図



## 成長より安定ではダメなのか

伊藤レポートが出てから多くの企業がROE8%を標榜するようになった。なぜ8%なのか？という日本市場の平均的な期待収益率（資本コスト）が8%なので、最低この8%を上回ろうという趣旨である。平均的な日本企業がROE8%超であるならば、投資家には超過利潤が発生し、企業価値が上昇するであろうということである。そこで、PBR1倍越えの合言葉と共に、多くの企業がROE8%を闇雲に設定することで開示をそれに合わせた形にしている企業が散見されるようになった。しかし、これら企業の多くは社内的に「持続的成長＝安定成長」と社員が認識している中で、市場のセンチメントに合わせて目標はROE8%とすることから、その説明が付かなくなっている企業が多いように感じる。従って、本来アニュアルレポートや統合報告書でサステナビリティ情報開示に求められるのはSustainability情報なのに、Maintainability情報となってしまう、過去10年間ほとんどROEは5%未満なのに、中期的に突然8%が出てきて、その8%に至る道筋がほとんど見えてこないものが多い。最近問題となっている大手中古車販売企業に関連して検査を受けている上場企業の情報開示資料はとても評価が高い。或いは、60年ぶりのストライキが話題となった企業グループで開示されている社是の最後に「私たちは、社員に信頼される、誠実な企業でありたい」としている。両社は共にとても評価の高いESG開示を行っている企業とされているが、こういった事態が生じることによってメッキがはがれてきている。今後、情報開示は単に多くのサステナビリティ情報が開示されているということより

も、透明性を高くして、良いことも悪いこともきっちりと開示してそれを投資家が評価するというに日本企業は専心すべきではないか。そういう意味で、筆者は多種多様な考え方を持つ企業があつてよいと考えている。極論を言う「成長より安定、拡大より持続、競争より共生を求める企業であり当社は成長とは無縁ではあるが社会にとって必要な会社となる」とした企業があつても良いと思っている。このように「成長とは無縁ではあるが、社会にとって必要な会社」を目指している企業なのに、なんでもかんでもROE8%に固執して、脈絡のない中で説得力もなく「2030年ROE8%」といった開示をする方が問題だと思う。

機関投資家は運用するファンドにおいて、多種多様な企業のポートフォリオを組んで各々の資産の期待収益率（リターン）と分散（リスク）を過去のデータを用いて事前に推定し、その推定値を用いて最適化を行っている。すべての企業が同じ事象においてリスクを背負うようなポートフォリオは組まないであろう。また、今前提としている機関投資家はエクイティへの投資家であり、債券の投資家やマルチステークホルダーという観点からは資金、或いは信用供給する債権者もいる。企業にはそれぞれの個性があり、中には「成長より安定、拡大より持続、競争より共生を求める企業であり当社は成長とは無縁ではあるが社会にとって必要な会社となる」とし、その理由をきっちりと説明するという企業が存在しても東京市場というポートフォリオの中での機関投資家の選択肢となり得るのではないだろうか。



まだ、2ヶ月弱を残していますが、今年の研究員コラムはこれが最後となります。今年もご愛読ありがとうございました。様々なサステナビリティ情報をより身近に感じていただけるように情報発信に努めますので今後ともよろしく願いいたします。