

投資家から見た企業のESGの在り方

—海外事例の紹介も含めて—



産業能率大学 経営学部 教授

あすかコーポレートアドバイザー 取締役 ファウンディングパートナー

光定 洋介 (みつさだ ようすけ)

1986年3月早稲田大学法学部卒業。2007年3月早稲田大学大学院ファイナンス研究科 ファイナンス修士（専門職）、MBA（Master of Business Administration）（首席修了）。2009年9月東京工業大学 博士（学術）Ph.D. 大学院社会理工学研究科経営工学専攻。1999年ユニゾンキャピタル（株）、2005年あすかコーポレートアドバイザー（株）、2005年あすかアセットマネジメント（株）、2007年産業能率大学、現在に至る。証券アナリストジャーナル編集委員会 委員。主な著書に『投資ファンドのすべて』（社団法人 金融財政事情研究会）、『企業・投資家・証券アナリスト 価値向上のための対話』（日本経済新聞）など。専門分野は、コーポレートファイナンス、企業経営、ガバナンス、ESG、投資家、投資ファンド、エンゲージメントなど。

Point

- ① 企業のESG¹活動を通じて、売上、利益の維持拡大など、投資家は最終的に中長期的企業価値向上や株式リターンにつながることを求めている。
- ② ESGが、自社のビジネスモデルをより競争力のあるものにするための戦略とどのように結び付いているかを説明できることが望ましい。
- ③ さまざまな企業のESGに関するベストプラクティスを熟知している投資家と胸襟を開いた対話を進め、知見を高め、改善を繰り返すことが必要である。

1. 投資家が企業のESGを期待する背景

投資家がESG活動を通じて期待しているのは、最終的には中長期的な企業価値向上や株式のリターンである。ではどのようなリターンが考えられるであろうか？ ESGによって理論的に期待される企業価値向上や株式リターンの増大（下振れ抑制を含む）には、主に顧客売上の維持および拡大による業績向上、ESG指数（インデックス）に入ることによる株式需給改善、割引率の低下、経済・市場全体の底上げ・リスク回避の4つの可能性が考えられる。以下、順次簡単に解説をしていく。

1- (1) 顧客売上の維持拡大による業績向上

ESGに配慮した経営を行うことで、売上の下振

れを抑制・回避し、売上を維持・拡大できる可能性がある。欧米ではESGに配慮しない供給元からの調達を減らす動きがある。特に欧州では、ESGに配慮した経営を行う企業が多い。こうした企業はESGに配慮した調達を行う。このためESGに問題のある調達先からの購買を敬遠していく。この結果、自社にESG上の問題があると、欧米顧客が離れていき、売上減少につながるリスクがある。欧米では環境問題に取り組まないことで、製品販売が影響を受ける企業も出てきている。逆にESG評価の高い企業になることで、顧客ニーズを取り込み、売上拡大を行い、企業価値を向上できる可能性もある。

また、業績下方修正リスクの抑制として、例えば、

1 Environment（環境）、Social（社会）、Governance（企業統治）に配慮している企業を重視、選別して行う投資。

BtoC 企業において、サプライチェーンでの問題や環境取り組みが悪いなどの ESG 課題を克服することで、消費者からの評価低下にさらされるリスクを回避することができる。また、かつて石油企業で起こった原油の海洋流出事件や、不正なソフトウェアを使って排出ガス規制をクリアしていた自動車企業は、仮に事前に E（環境）の管理がしっかりとできていたら企業価値を毀損することはなかったであろう。

ESG の背景にある考え方は、企業や投資家が地球人として地球を未来に残す、すなわち、次世代に負担を押し付けない社会的な義務がある、というものである。この義務を果たすことが、現在のビジネスをより長期にわたり継続可能にさせ、結果的に将来のキャッシュフローの持続性の高まりやリスクプレミアムの減少につながり、企業価値を高め、株式リターンに結び付いていく。

1－(2) ESG 指数（インデックス）に入ることによる需給改善

世界の ESG 投資資産残高は、2016 年現在、22 兆 8,900 億米ドルに達し、その残高は増加傾向にある。こうした ESG 資金の一部が ESG 指数に採用された企業の株式を購入する可能性がある。その結果、株式需給が改善し、株式リターンにつながる可能性がある。

1－(3) 割引率の低下

ESG が改善することによって、環境規制が導入され規制コストが上昇したり、これまで使っていたサプライチェーンが使えなくなったりするような突然死（サドンデス）リスクを回避することができる。この結果、ESG クオリティが改善すると、運用機関が企業価値算出に使っている割引率が低下し、企業価値向上（＝株式リターン）につなが

る可能性がある²。

1－(4) 経済・市場全体の底上げ・リスク回避

巨額な年金基金を運用するアセットオーナー（いわゆるユニバーサルオーナー）は、その運用資産が大きい故に、中長期的な視点で幅広い資産や証券に分散したポートフォリオ投資を行わざるを得ない。おのずと、そのポートフォリオの運用成績は経済全体の動きとリンクしたものとなってくる。ユニバーサルオーナーの立場から見れば、ESG 投資は経済や市場全体に与える悪影響をあらかじめ回避し、ポートフォリオ全体の利益を守るための手段ということができる。

2. 経営戦略と ESG の統合

ESG によって自社のビジネスモデルをより強固なものにすることも望まれている。2017 年 5 月に経済産業省は「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスー ESG・非財務情報と無形資産投資ー」（以下、価値協創ガイダンス）を公表した。この中で、基本的な枠組みとして以下の 6 項目が提起されており、企業の開示や機関投資家の対話のテーマとして用いられることが期待されている³。

- ① 価値観（企業理念やビジョン等）
- ② ビジネスモデル（事業を通じて顧客・社会に価値を提供し、持続的な企業価値向上につながる仕組み）
- ③ 持続可能性・成長性（ビジネスモデルが持続し、成長性を保つための重要事項、ESG やリスク等）
- ④ 戦略
- ⑤ 成果と重要な成果目標（財務パフォーマンスや戦略遂行の KPI 等）
- ⑥ ガバナンス

ここで、興味深いのは、③持続可能性・成長性の中で、ESG を、②ビジネスモデルと④戦略と結

2 コムジェスト・アセットマネジメントはインタビューで「ESG クオリティレベルが同社独自のバリュエーションモデルの割引率を決定する要素の一つになる」と述べている。（出所：J-Money、Autumn2017、p55 より）

3 経済産業省 HP より引用。

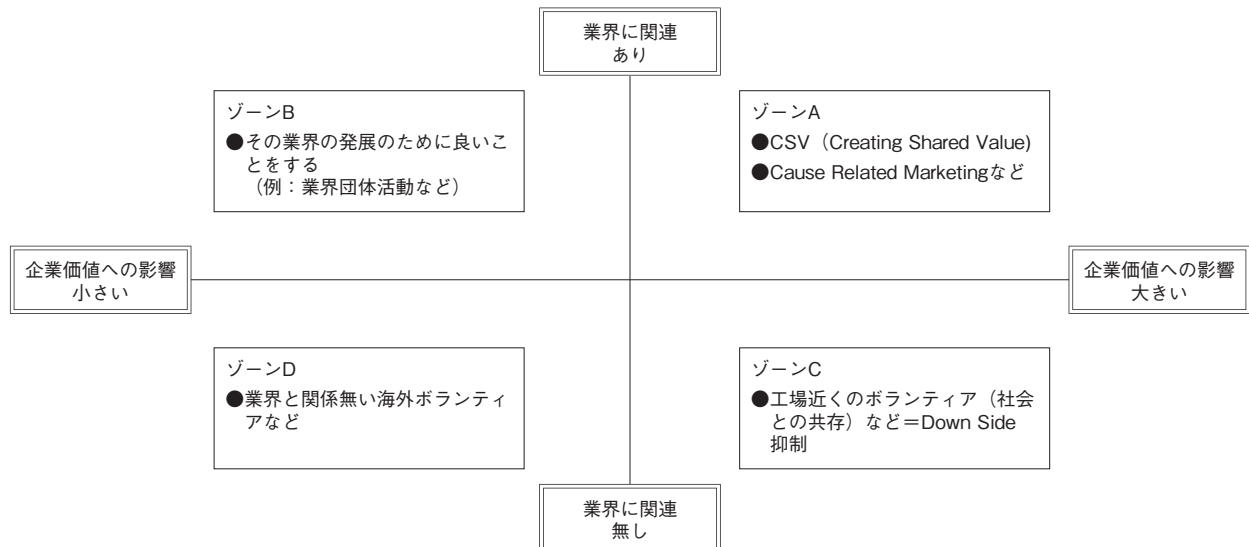
<http://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003.html>

びつけて明記していることである。ここでのESGの視点は自社のビジネスモデルをより競争力のある戦略にしていくために、ESGをどう活用できるかという点である。こうしたESG活用を開示することは投資家にとって事業の競争力を理解する上で大変役に立つ。米国では、2011年にポーター教授・グラマー教授が「Creating Shared Value (CSV)」というタイトルの論文を発表している。同論文では、過去の論文での「戦略的なCSR」をCSVと言い直す形で再提起を行っている。CSRの中でも本業強化につながるCSR活動をやっているというのがCSVの簡便的な意味と捉えることができ、価値協創ガイダンスに通じるものがある⁴。

筆者はCSRの分類として下記の図表1を作成し、企業は投資家に対して、ゾーンAの活動と経営戦略との関係を説明すると、お互いの理解が深まるのではないかと考えて、講演会等でよく使っ

ている。図表1の横軸は企業価値への影響が大きいかどうか、縦軸は本業に関連が深いかどうかを示している。企業が商品やサービスを消費者に提供する際に、社会貢献に結び付くような仕掛けを取り入れるマーケティング手法（Cause Related Marketing）などはゾーンAに属し、経営戦略に密接に結び付く。例えば、ミネラルウォーターを1L飲む度に、アフリカに10L分の新鮮な水を提供する活動（1L for 10L）、ビールを飲むごとに1円が環境文化財活動に寄付される活動、ティッシュペーパーを1パック買うごとにアフリカのトイレ施設などに寄付が行われるなどのマーケティングである。ゾーンCは、工場近くで普段からボランティア活動を行うことによって、万一現場トラブルが起こった際の地元住民との話し合いがスムーズに進むようにすることで、ダウンサイドを抑制するようなCSR活動である。

図表1 CSRの概念マッピング



出所：筆者作成

4 足達他 [2016] pp.42-44。

3. ESGの企業と投資家の対話

ここからは、海外の事例も含めた企業と投資家のESGに関する対話事例を見ていきたい。本来であれば、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）それぞれについての事例を見るべきであるが、本稿では、紙幅の関係から、E（環境）、S（社会）に焦点を当てた事例紹介とする。

3-（1）国内投資家と企業のES（環境・社会）問題に関する対話活動

国内の機関投資家によるES（環境・社会）に関する対話活動は、最近（2015年前後）始まったばかりであると見ている。当初の対話活動の中心が開示の改善要求であり、現在も主流である。例えば、投資先企業が取り組んでいるES活動があるのに開示されていない場合がある。開示が無いが故に、ESG評価機関の評価が当該項目について「開示なし」となり評価が下がり、指数に採用されていない場合がある。この場合、情報の開示を促したり、CSR情報を企業価値向上と結びつけて開示するように開示方法の変更を提示したりしている場合が多い。また、国内大手信託銀行の中には、企業が統合報告書を作成する際の具体的なアドバイスをを行っているところも出てきている。

さらに、国内大手機関投資家の一部では、ES問題が本業に悪影響を及ぼす可能性もある場合に、より深い対話活動を行っている。例えば、大手機関投資家がパームオイル調達をESのひとつのテーマに設定して、複数の国際的NGOやグローバル企業にヒアリングを行った上で、まずは国内企業にエンゲージメント⁵を行う動きがある。また、児童労働や環境リスクの高いパームオイルを調達している可能性のある企業に対し、川下企業（小売）から始めて徐々に川上企業にグローバル・ベストプラクティスに沿った調達方針を提示して、改善を促している機関投資家もある。パームオイ

ル問題が顕在化した場合、ブランド価値毀損や買い控えが起こる可能性があるため、そうした調達を徐々に減らしていくことは企業価値のダウンサイドを抑制することにつながるだろう。

一方、ESG観点から対話の環境整備も行われている。例えば、環境省の企業と投資家のためのESG対話プラットフォームがある⁶。同プラットフォームは上場企業とESG投資家を結ぶコミュニケーションの場を提供している。低炭素・脱炭素活動を含む持続的な取り組みを行う企業へ適切な資金配分が行われることを目指して設立されたプラットフォームで、設立目的はE（環境）の要素が強いが、実際の対話内容はESG全般にわたるようだ。同プラットフォームを通じて、登録している企業と投資家が、双方にコンタクトしたい相手を選択しコメントを送受信することができる。2016年現在、既に159社の投資家と255社の企業が登録している。企業にとっては、ESG投資家が本当に知りたいことを聞き出し、CSRレポートや統合報告書の改善に役立てることが可能である。双方のコミュニケーションは、クローズドな（送受信者以外はコメントのやり取りを閲覧できない）環境で行われるので、ESG投資家にとっても、企業との対話を行いやすくなる。例えば、同プラットフォームを活用した株式会社丸井グループ（以下、丸井）の事例を紹介する。丸井はCSRレポート作成に際してどのようなコンテンツにするかという問題について複数の機関投資家に対話を持ちかけ、それに対して、三菱UFJ信託銀行は、企業価値向上の観点から、もう少し地域活性化に対する貢献を強調し、お客様会議の内容などを踏まえ「この地域特性だからこそ、この店を作りました」というこだわりの事例を多くすることで、投資家が企業価値向上の連想をしやすくなるのではないかとということなどを提案している。また同じく丸井に対し、欧州系の機関投資家のアム

5 投資家と企業との対話活動。

6 環境省では2016年度からをプラットフォームの運用実証期と位置づけ、パリ協定が開始（2020年予定）後の2021年度からの本格運用を計画中である。（<https://www.env-report.env.go.jp/portal.html>）

ンディ・ジャパンは、ステークホルダーのうち、取引先について、特にアパレル業界においてはサプライチェーン上のリスクが懸念されることから、CSR調達の取り組みについての記載を増やし、リスクや課題などについて現状の会社の認識と取り組み方針を説明することを提案している。

3-(2) 海外（特に欧州）でのES（環境・社会）に関する対話の動向

欧州でのES（環境・社会）に関する対話活動は日本より進んでいるといえる。欧州では、環境問題に対する意識が高いことから、ESG投資残高比率が高い。また、欧州では日本での動き以前からESG専門チームを持っている機関投資家が多い。さらに、欧州での特徴的なことに次の3点がある。①ESに関する対話と改善策の提案も行うこと、②共同エンゲージメントも実施されていること、③機関投資家が開示しているEngagement Report⁷の内容が充実しており、直接エンゲージメントを受けた投資先企業も、そうでない企業からもES項目で何をどのように改善するべきか、何を重視しているかが明確である、ということである。以下では、ESG投資残高比率の高い欧州でのESに関する対話活動について、特に特徴的な動きを見ていきたい。

対話手法は大きく二つに分けられる⁸。ここでは、分かりやすさを重視し、あえて、Aボトムアップ型とBトップダウン型という呼び方をする。A<ボトムアップ型>；「投資先企業の中から、スクリーニング等によってES問題の大きそうな企業を見つけて、調査を実施した上で対話を行うもの」

B<トップダウン型>；「セクターに個別のES問題を特定化し、調査の後にそのセクターに属する

企業に対して対話を行うもの」

まず、A<ボトムアップ型>の対話の全体像を把握するために、デンマーク労働市場付加年金(ATP)が行う、ESG投資における対話の手順を見てみる⁹。第1段階がスクリーニングである。ATPでは、保有する全企業を対象にATPのESG方針に抵触する懸念があるかどうかについてスクリーニングを行い、懸念のある企業を抽出する。第2段階が事実確認である。ここで、懸念事項の事実関係について複数の情報ソースから多角的分析を行い、意図的、または、繰り返し当該懸念事項が発生しているか、企業が懸念事項について社会に説明しているか、企業が再発防止策を講じているかどうかなどを確認する。これらの事実確認の後に、第3段階である企業との直接対話を行う。第1段階のスクリーニング、第2段階の事実確認では外部の調査機関を活用することがあっても、企業との直接対話は必ず自らが実施する方針を掲げている。さまざまな事実確認の後に対話を行っていることから、単なる要求ではなく、一定の改善提案を行う傾向があるのではないかと推測している¹⁰。また、スウェーデンの公的年金基金にヒアリングを行った星野・齋宮[2016]は、同基金の一般的な投資先についてのエンゲージメントについて報告している。まず、同基金では、ESGの観点で対話を要する企業を特定する。対話の目的は、現在または将来的な企業の国際条例違反などを防止することで、改善が見られるまで可能な限り継続して対話を行うという。

B<トップダウン型>では、ES（環境・社会）問題の大きなテーマを設定して対話活動を行う。環境であれば気候変動や水資源、社会であれば人権問題などである。それらのマクロ的問題に対して特定業種の企業が直面する具体的な課題を取り

7 会社によっては、Responsible Investmentなど他の呼称もある。

8 もっと細かい分類も可能であるが、本稿では、分かりやすくまとめている。

9 足達他[2016]p74。

10 直接対話によっても企業が改善を行う意思がないなどの場合には株式売却へ至る。

上げる。気候変動であれば座礁資産¹¹や規制リスク、人権であればサプライチェーンリスクや評判リスクなどである。これらの課題は業種ごと、企業ごとに事実確認の上、特定されていく¹²。具体的な事例として、アムンディ (Amundi Asset Management) 社の ESG のエンゲージメントを見てみよう。まず初めに企業への影響の大きいテーマを毎年 (または、前年からの継続テーマもある) 設定し、そのテーマを改善するように、企業に対して働きかけを行っている。これまでに設定され、現在 (2016 年) も継続中のテーマとしては、

- 石油開発資源セクターにおける人権尊重 (2013 年から)
- 食品・小売セクターにおける食料へのアクセスや食品廃棄の問題への対応 (2013 年から)
- 紛争鉱物に関するコンプライアンスについて (2014 年から)
- カカオとタバコセクターのサプライチェーンにおける児童労働の撲滅 (2016 年から)
- 電力会社における石炭火力発電の管理 (2016 年から)

などがある。アムンディがホームページ (HP) 上で公表している Engagement Report 2016 では、各テーマに対するベストプラクティスを提示している。例えば、「石油開発資源セクターにおける人権尊重」のテーマであれば、人権尊重のポリシーや精査手法の観点、サプライチェーンの観点、保安人員の観点、苦情処理メカニズムの観点、評価指標や監査の観点などさまざまな観点からベストプラクティスを提示している。こうしたベストプラクティスは、同社が複数の同業他社や NPO を含む複数の情報ソースに取材し、その知見から独自に考案したものと思われる。その上で、各社の、現状と変化について詳細に記述し、最後は分かりやすく 3 段階で評価している。同レポートから、

「カカオとタバコセクターのサプライチェーンにおける児童労働の撲滅」のテーマで、Philip Morris International などと並んで日本たばこ産業 (JT) に対する対話も行われたことが分かる。また、その状況についても、詳細なコメントと 3 段階評価がまとまっている。このように、欧州では、ベストプラクティスの提示やさまざまな角度から事実を調査した上で企業と直接対話を行っていると思われる。

さらに B <トップダウン型> の事例として、PGGM (オランダの医療関連の年金基金) による製薬セクターでの医薬品アクセスの事例を見てみよう。グローバルで見た場合、貧困地域における医薬品へのアクセスを改善することが求められる。各企業がこの問題にどの程度取り組んでいるかは、Access to Medicine といったインデックスで開示されている。このインデックスをグローバル比較した場合、日本の製薬企業 (アステラス製薬、武田薬品工業、エーザイ、第一三共) のランキングが低く、PGGM はそうした日本企業に対し、貧困地域での医薬品アクセス問題の戦略策定についての対話活動を行っている。具体的な提案としては、ローカルでも支払い可能な価格設定や熱帯病治療に関する薬の開発研究による特許の共有などがある¹³。また、NBIM (ノルウェーの年金基金の運用部門。主として油田収入によって得られた資金) には、ES (環境・社会) に関して特に重視する分野を定めた『企業に対する期待』と題した文書がある。NBIM の Responsible Investment 2016 によると、2016 年には、投資先上位 500 社の経営トップに対して、気候変動、水問題、子供の権利、人権問題の四つに関する『企業に対する期待』を文書で伝えたという。また、人権問題の具体的なテーマとして、シリア難民問題に着目した対話活動も行った。アパレル産業の大手 22 社

11 CO₂ の排出量に地球温暖化の 2℃目標の制約があるとしたら、現在確認されている埋蔵量の石油や石炭資源の一部が使えない資産になってしまう可能性のある資産。

12 杉浦 [2015] p7 を参考。

13 杉浦 [2015] p6。

と実際に接触し、サプライチェーンにおける難民の違法労働と搾取のリスクについてどのような評価を行い、行動計画を持っているか対話を行っている¹⁴。

もっとも、すべての企業でこうした対話を実施することはできないので、対話対象企業は前述のように、スクリーニングや特定のESテーマによって絞られた投資先企業になっており、全保有企業ではないのも事実である。

4. まとめ

本稿では、投資家から見た企業のESGのあり方と題して、特にESをテーマとした対話に重点を置いた事例紹介を行ってきた。企業としては、投資家からES低評価企業と認定され、改善要求を受けることのないよう、ここで紹介した投資家の視点を踏まえた対策を行うべきだ。事前対策をしっかりとすれば、ES低評価企業になることは、回避できるはずだ。さらに、企業が投資家を活用する、という観点で、さまざまな企業のESGに関するベストプラクティスを熟知しているESG投資家と胸襟を開いた対話を行い、企業自身が毎年改善を繰り返すことも重要であろう。世界的なESG投資残高の増加傾向を考えると、企業はグローバ

ルレベルを意識して着実にESG評価を向上させていく必要があるようだ。

【参考文献】

- 1) 足達英一郎・村上芽・橋爪麻紀子 [2016]、『ESG読本』、日経BP社
- 2) 環境省 HP「企業と投資家のためのESG対話プラットフォーム」(<https://www.env-report.env.go.jp/portal.html>)
- 3) 杉浦康之 [2015]「欧州機関投資家によるエンゲージメントの示唆事例の紹介と日本への示唆」、『NFIリサーチレビュー』2015年1月号、日興フィナンシャル・インテリジェンス
- 4) 星野聡子・齋宮義隆 [2016]「グローバルなESG投資の潮流と日本の展望」、『三菱UFJ信託資産運用情報』2016年1月号。http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf
- 5) 水口剛 [2017]、『ESG投資』、日本経済新聞出版社
- 6) Amundi Asset Management [2016]，“Engagement Report 2016”
- 7) Norges Bank Investment Management [2016]，“Responsible Investment 2016”

14 水口 [2017] p117。