

基礎研 レター

ESG と企業価値

<ESGレター基礎編>

金融研究部 上席研究員 梅内 俊樹
(03)3512-1849 umeuchi@nli-research.co.jp

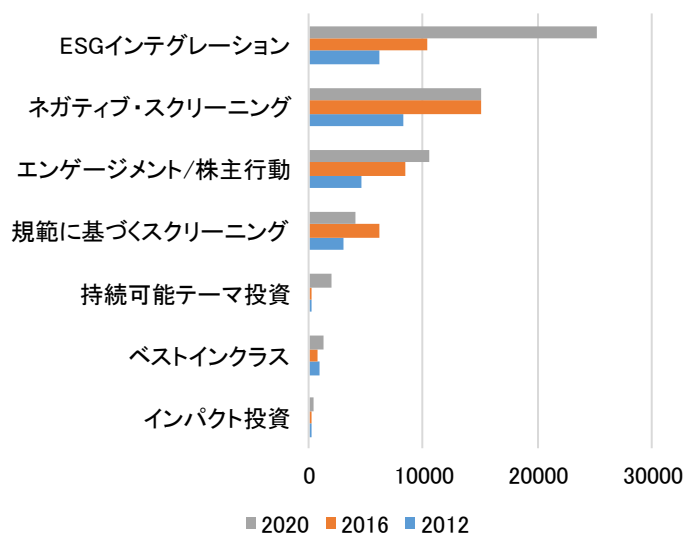


1—ESG 投資の変遷と企業価値向上の可能性

2006年に責任投資原則（PRI）でESG投資という概念が発表される以前は、1920年代に米国ではじまった社会的責任投資（SRI）が非財務情報を活用する投資として広く知られてきた。当初は、宗教観や倫理観に反するような企業を排除するネガティブ・スクリーニングが主流だったが、環境問題や企業の非倫理的な行動に対する問題意識が高まる中で、非財務情報を活用する投資の考え方も変化が生じた。その後2000年には、「企業や団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって、社会の良き一員として行動し、社会の持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み」として、人権・労働・環境・腐敗防止の4分野に関わる原則を掲げる国連グローバル・コンパクト（UNGC）が設立され、これを契機として、PRI策定に向けた議論が加速したとされる。今となつては、ESG投資の趣旨が社会的責任投資と異なることは広く認知されつつある。しかし、ESG投資が生まれる経緯を踏まえると、PRI発表後しばらくは、ESG投資が正確に理解されていなかった面もあろう。

それを裏付けるものとして、The Global Sustainable Investment Alliance（GSIA）が公表するESG投資戦略ごとの残高推移がある。これによると、2012年においてはネガティブ・スクリーニングが7通りの投資戦略の中で最も残高が多く、全体の3分の1強を占めていた（図表1：青色）。つまり、PRI発表後しばらくは、ESG投資と言えばネガティブ・スクリーニングであり、ESGの

図表1 ESG投資戦略別残高(10億ドル)



出所) The Global Sustainable Investment Alliance

観点で好ましくない企業を排除する投資が中心であったことになる。ESG 投資に利用できる情報が限られていたという事情もあったと思われるが、ESG が主に座礁資産化など、企業や事業のリスクを測る尺度として活用されていたことが窺える。

しかし最近では、2020 年の残高が最も多い戦略が ESG インテグレーションとなっていることから分かるように、ESG に対する見方は変化しつつあるようだ（図表 1：灰色）。というのも、ESG インテグレーションは、財務情報に加えて、ESG に係る取り組みを非財務情報として組み込み、企業の将来的な企業価値向上の可能性を評価する投資であるためだ。従来、主にリスクとして捉えられていた ESG が、ビジネス機会や収益機会として捉えられるようになった可能性を示唆する変化である。このことは、生命保険協会の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2019 年）」の気候変動に対する意識についての設問で、「リスクとともに、ビジネス機会がある」との回答が、投資家の 77.8%、企業の 69.7% を占め、「リスクはあるが、ビジネス機会はない」との回答（それぞれ 11.1%、19.9%）を大きく上回っていることから確認される。

企業価値評価において最もオーソドックスな DCF 法によれば、将来のキャッシュフローを資本コストで現在価値に割引いて企業価値は算出される。その際、企業や事業のリスクは資本コストに反映され、企業価値評価に影響を及ぼすことになる。一般的に、リスクを反映する資本コストとともに、収益を反映する将来のキャッシュフローも企業価値評価に影響を与える。その意味では、将来キャッシュフローに寄与し得る収益機会として ESG が捉えられるようになったことは、企業の経営戦略のあり方や投資家の企業価値評価における ESG の位置付けを大きく高める変化と考えられる。2020 年に ESG インテグレーションの残高が他を大きく凌駕していることは、こうした変化を象徴する事実として受け止められる。

最近では ESG が企業財務に好影響を及ぼすとの調査も増えている。2015 年から 2000 年に発表された論文を対象とした ESG 活動と企業パフォーマンスの関係についてのサーベイ調査によれば、ESG への取り組みが企業財務を改善させると結論付けられる論文が全体の 6 割弱を占める。今後、必要とされる ESG 情報の適切な開示が進むことによって、更には、建設的な対話を通じて企業と投資家の意思疎通が進むことによって、ESG が企業価値に及ぼす影響は着実に高まっていくものと想定される。ESG が企業価値に影響を及ぼす経路は複雑であり、ESG 情報を企業価値評価に落とし込むことは容易ではないが、ESG 投資や企業価値評価を取り巻く環境がどのように改善されていくのか、今後の行方が注目される。

2——ステークホルダー資本主義における価値の考え方

2019 年 8 月に、米国の主要企業の CEO で構成される経済団体「ビジネス・ラウンドテーブル」は、あらゆるステークホルダーに価値を提供することにコミットする声明を発表した。従来の株主利益を最大化する株主資本主義を大きく修正する考え方で、その後、「ステークホルダー資本主義」として注目されている。顧客や従業員、サプライヤー、地域社会などにも価値を提供するという点では、環境や社会への配慮や経営を管理する健全な体制によって、持続的な発展を目指す ESG 経営と方向性は一致する。しかし、あらゆるステークホルダーに価値を提供することは、株主価値の減価をもたらしか

ねないという点で、従来の企業価値向上の考え方と相容れない面もある。例えば、従業員やサプライヤーに対して支払う報酬や対価を引き上げることは、株主以外のステークホルダーに対する価値の提供と捉えられるが、短期的には株主利益の減少をもたらすことになる。このため、株主と株主以外のステークホルダーに提供する価値をどのように捉えるべきか整理が必要と言える。この点について、経済産業省の「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会」では、次のような考え方を示している。

＜株主と株主以外の「価値」についての考え方（経産省資料より筆者作成）＞

- 企業の最終利益は株主に帰属するが、企業が事業を行う上では、ステークホルダーとの関わり合いが不可欠
- 企業が持続的に事業活動を行うためには、ステークホルダーの抱える問題を解決することで各ステークホルダーに価値を提供し、その対価として持続的に利益を得ていくことが重要
- したがって、企業が創造すべき「価値」は、長期の時間軸を前提に、競争優位性のある事業活動によってステークホルダーの抱える問題を解決しながら持続的に利益を得て、中長期的な企業価値を高め、株主に対して還元する価値も最大化するという「循環的」な捉え方をすることが重要

つまり、あらゆるステークホルダーに価値を提供することは、例えば、従業員に対する不適正な賃金や部品調達コスト抑制のための下請けの締め付け、あるいは、住民や自治体の反対を招くような無理な工場建設の計画によって、レピュテーションやサステナビリティが損なわれることがないようにすることは勿論のこと、生産性や収益性、成長性の改善に資するような WIN-WIN の関係をあらゆるステークホルダーと構築することと解釈できる。岸田政権が新しい資本主義で重点項目として取り上げる「人への投資」はまさに、ステークホルダー資本主義において従業員向けに提供する価値に相当すると言える。

価値配分のバランスは企業の裁量次第という点を踏まえる必要はあるが、企業が目指すべきは、環境や社会にも配慮した持続性のある企業価値の向上であるという点では、ESG 経営と大きく変わることはない。株主に対する十分な説明責任を果たしつつ、中長期的に持続性のある企業価値創造に向けた企業の取り組みが、社会や環境のサステナビリティが高まる好循環が確立されることが期待される。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません