

*** 提 言 ***

企業の成長戦略に ESG 要因の導入を

～日本証券アナリスト協会の報告書の公表を受けて～

日興フィナンシャル・インテリジェンス
専務取締役 宮井 博

(社)日本証券アナリスト協会(以下、アナリスト協会)は、昨年(2009年)、「企業価値分析における ESG 要因」研究会を立ち上げ、ESG 要因に関するアナリストの意識調査や、実際の ESG スコアを用いた企業価値との関連性の分析を行い、先ごろ報告書を公表した¹。

筆者はこの研究会の座長として調査研究の企画から分析、報告書の取りまとめなどを行った²。アナリストに対する ESG 要因のアンケート調査や、非財務データの分析など、新しい知見や具体的な調査結果はこの報告書をご覧いただくとして、ここでは、企業の成長戦略においても ESG 要因の導入が欠かせなくなりつつある理由を述べたい。

ESG 要因はバリュー・アップ(価値創造支援)型金融のピークルになる

慶応義塾大学の池尾和人教授は、2010年6月18日に開催された日本総研金融シンポジウム「金融システムの将来像」で、「ポスト金融危機時代の日本の金融」と題する基調講演を行った。その中で、金融ビジネスを利益の源泉に対応させて、「アービトラージ(裁定)型」と「バリュー・アップ(価値創造支援)型」に分類し、戦後の日本と世界の金融市場において、この2つのタイプがどのような変遷をたどってきたかを解説した³。

アービトラージ型は、先進国の経済の成熟化による投資機会の縮小と、貯蓄超過(金余り)が誘引となって、資本市場の自由化に伴う価格体系の歪みによる裁定機会を利用して、「安く買って高く売る」ことで利益を上げてきた。しかし、裁定機会が解消すると、利益の源泉も消滅するために、常に裁定機会を追い求める必要がある。

そのため、クレジット・デリバティブのような新市場の開拓が欠かせなくなり、ついにはそのような金融イノベーションが続かなくなって金融危機が勃発したという。

一方、バリュー・アップ型は、実態経済の成長力を引き出すものとして、金融市場に期待されている。それには、金融システムとして金融機関を通じた取引と、マーケットを通じた取引を組み合わせた重層的な「市場型間接金融」が必要であるが、利益相反の可能性を内包しているため、金融規制当局による適正な規制が必要であるという。金融危機はこの規制が不十分で整合性に欠けていたため発生したと結論付けた。そして、金融危機後は、適正な規制の下で、「市場型間接金融」によるバリュー・アップ型が期待されているという。

しかし、企業が何によってバリュー・アップするのか、の議論が明確ではない⁴。今、世界経済の活動においては、「産業革命」以来の「低炭素革命」が進行しつつあると言われている。温室効果ガス排出量削減は全世界的に取り組むべき課題であるとの認識は広まっており、先般のメキシコ湾での深海油田開発事故による環境破壊は、クリーンなエネルギー開発への取り組みに一層拍車をかけるであろう。

国の経済成長の源泉は企業の成長に依存しており、それには企業が適正なガバナンスの下で、社会への影響に配慮しつつ、環境への影響を緩和する、あるいは現状の環境を改善するような技術で付加価値を生み出すことが必要ではないだろうか。この考え方は、ESG 要因を企業のバリュー・アップにつなげることに他ならない。また、これを支援することが「市場型間接金融」に求められていると思われる。

今回のアナリスト協会の報告書では、企業の非財務データと財務データ等の関係を分析している。年次レベルの分析では、ESG スコアの高い企業は財務パフォーマンスが悪く、環境・社会・ガバナンスへの対応は企業にとってコスト要因になっていることが示唆された。一方、財務データや株価、ボラティリティの変化率で見ると、ESG スコアの高い企業はボラティリティが有意に低く、財務パフォーマンスの改善傾向が確認された。つまり、ESG 要因は、中長期的には企業のバリュー・アップにつながる可能性があることを示しており、国の政策とマッチすれば、より大きな効果が得られるものと考えられる。

ESG 要因はわが国の成長戦略と世界貢献をもたらす

政府は、6月18日に「環境・エネルギー」、「健康（医療・介護）」、「アジア」、「観光立国・地域活性化」、「科学・技術・情報通信」、「雇用・人材」、「金融」の7つの

戦略分野による新成長戦略を閣議決定した。それぞれは重要なテーマではあるが、縦割り型の個別の「点」に止まっており、それらを結びつける「線」や、相乗効果を生む有機的な「多面」的なつながりは見えてこない。

わが国は高度経済成長期の公害問題を克服して、省エネルギーで環境負荷の少ない経済活動を推進してきた。その結果、一単位の国内総生産（GDP）を産出するのに必要な一次エネルギー総供給量をみると、海外諸国に比べて少ないエネルギー消費で維持され、エネルギー利用効率が高くなっている（資源エネルギー庁（2010）⁵）。

今回のアナリスト協会で行った分析では、環境スコアの高い企業は、環境への配慮のためにコストをかけており、生産性やROAは犠牲になっているものの、固定資産当たりの温室効果ガス排出量が低い傾向が得られている。現時点では、わが国の企業が環境に配慮して費やしているコストは、企業価値として評価されていないが、「低炭素革命」が進展すれば、企業価値として認識される可能性がある。

このように、わが国は環境エネルギー分野で世界最先端の知見を持っており、国内における温室効果ガスの排出削減に最大限努力することに加え、特にアジアの新興国での排出削減に向け、積極的に協力・貢献することが、世界全体のためにも、わが国のためにも重要になっている。これを実現するには、金融による資金支援と人材支援が欠かせない。

すなわち、上記の新成長戦略の「環境・エネルギー」、「アジア」、「科学・技術・情報通信」、「雇用・人材」、「金融」が相互に関係しているのである。さらにその背後を探れば、ESG 要因に行き着く。わが国企業の成長戦略は、アジア地域での成長に依存してきており、この地域の成長に伴う環境破壊や公害問題の発生を防止することが、最大の世界貢献であるといえよう。わが国とアジアの地理的な関係や、儒教思想をバックグラウンドに持つという精神的な背景からも、積極的にノウハウを提供するべきだと思われる。

ところで、PRI（国連の責任投資原則）に署名している欧米の年金基金を中心とする機関投資家は、投資プロセスに ESG 要因を組み込む必要があり、彼らは、経済成長が見込めるアジア新興国への投資が課題になっているが、ESG 要因に関する情報開示やわが国企業との連携による環境改善への取り組みが担保されれば、この地域への投資を拡大するに違いない。安定的な資金が欧米からこの地域に供給されることになるので、わが国にとっても安定的な投資先になるものと考えられる。

マルチステイクホルダーによるガバナンスが期待できる

池尾教授は、「市場型間接金融」システムのガバナンスには、適正な規制監督体制が必要だとしている。しかし、金融機関への規制は関係各国の利害と関係しているので、実効的な規制の合意には困難な交渉が伴うであろう。これに対して、企業自らが企業を取り巻く様々なステイクホルダーを意識しながら、規律をもって行動するような方法の方が、現実的で、柔軟で、効果も高いと考えられる。いわば、「金融当局による適正な規律」に対して、「マルチステイクホルダーによる企業の自律的な規範」ということになる。

実は PRI が考えられることになった背景には、国と国との条約や国連条約は、利害関係が常に問題になるので、それとは別に、既にグローバルに展開している企業が企業の社会的責任としてできることを進めるべきという考え方があった。特に、環境問題では、各国間の条約に縛られずに、製造業として貢献できることをするべきという意見が出て、さらに、金融機関としても貢献できることがないか議論した結果、PRI というプラットフォームが提案された (UN-PRI⁶)。

今回のアナリスト協会の報告書にも指摘されているように、企業を取り巻くステイクホルダーとしては、投資家、従業員、取引先、消費者、社会、環境、行政等が考えられ、PRI の認知度が高まるにつれて、国連が関係している各種イニシアティブのプレゼンスが拡大しつつある。投資家のうち、年金基金などの資産保有機関は、株主として企業活動を監視するという機能を持っている。また、企業はサステナブルな成長を考えると、上記のようなマルチステイクホルダーを意識せざるを得ない状況になりつつある。

¹ <http://www.saa.or.jp/account/account/esg.html>

² http://www.saa.or.jp/apps/list/com_meibo_86.html

³ 池尾教授の論旨は、日本経済新聞社「経済教室」(2008年9月18日)に記されている。

⁴ アジアの貯蓄をアジアの投資に回すゲートウェイとして東京市場を機能化させるべきという金融の役割については述べられているが、金融が企業をどのようにバリュー・アップするのかわからない。

⁵ 「平成 21 年度エネルギーに関する年次報告」(エネルギー白書 2010)

<http://www.enecho.meti.go.jp/topics/hakusho/2010/2.pdf> 急速な経済成長を遂げている中国やインドと比べて、日本の GDP 当たりの一次エネルギー総供給は約 8 分の 1 の大きさ、欧米に比べて約 2 分の 1 の大きさになっている。

⁶ <http://www.unpri.org/about/>