

企業と投資家の共演モデルの成功に向けて

～舞台としての資本市場の触媒機能～



一橋大学大学院 特任教授

伊藤 邦雄

1. 本流から奔流へ

ここ1・2年の間で、企業経営者や投資家などの資本市場関係者の間で「ESG（環境・社会・統治）」や「SDGs（国連の開発目標）」が話題になることが多くなった。筆者もこうしたテーマで講演する機会が増えたが、その関心の強さに驚きを禁じ得ない。

こうした中、よく企業人から聞かれる質問が「なぜ最近、ESGやSDGsがこんなにも関心と呼ぶようになったのか」というものであ

る。中には、SDGsを表徴するあのバッチを付けている方からもこうした質問を受ける。それに対して筆者は、「流行りではなく、本質的に重要なテーマである。なぜなら社会や資本市場に生まれた3つの潮流が本流に合体し、そして奔流になったから」と答えることにしている。

第1の潮流は本誌2018年2月号で指摘したように、インベストメント・チェーンに社会からの期待・要請が染み入ることによって生まれたということである。ESG投資は、E、S、Gという観点から、社会からの企業に対する期待・要請（課題認識）が投資家にも反映され、そして投資家からの投資プレッシャーが企業のESG姿勢を強化していく相互循環のテーマと捉えることができる。つまり、投資リターンだけを追い求めるのではなく、同時に社会課題解決に真摯に取り組んでいる企業に投資をしようとするものなのである。

第2の潮流は、ガバナンス改革の中心テ

目次

1. 本流から奔流へ
2. 「持続可能性」が対話の中心に、その要はガバナンス
3. 対話の枠組み改革
4. TCFDによる開示改革
5. 共演モデル実現のための課題と提言

(図表1) E・S・Gの関係性—コーポレートガバナンスへの影響—



マである「企業価値」をめぐる地殻変動である。ガバナンス改革が進む中で企業と投資家との「対話・エンゲージメント」が進捗している。問題は、対話の中核となる「企業価値」の分析・判断に有用な情報は何かである。「地殻変動」とは、企業価値の決定因子が有形資産から無形資産へ移行していることである。しかし伝統的なバランスシートには、無形資産のほとんどが表示されずオフバランスとなっている。このため、企業価値評価において財務・会計情報の有用性に限界が生じ、非財務情報への関心が日増しに高まっている。ESGやSDGsはまさに非財務情報の中核に位置する。

第3は短期主義に対する反省に後押しされるかたちで、長期投資家のプレゼンスが高まったことである。長期投資家は保有期間が長いだけに、投資期間中にリスクが顕在化する確率も高い。投資期間中に、社会環境や自然

環境が変化する可能性が高いため、そうした環境変化に投資先企業が対応し、持続可能かいか、ビジネスリスクが仮に顕在化しても再生できるだけのレジリエンスを持っているのかに鋭い関心をもつ。

■ 2. 「持続可能性」が対話の中心に、その要はガバナンス

こうした流れを象徴する出来事が、GPIFが2017年7月に2つの総合型ESGインデックス、1つのテーマ型ESGインデックスを採択し、1兆円を投資することを発表したことである。これで日本のESG投資に拍車がかかった。GPIFも「環境や社会のネガティブな外部性の最小化を通じ、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化をめざす」としている。重要なことは、ESGのスコアリングはすべて公開情報に基づくとしていることである。この

ことから、「持続可能性」が企業側のESGに関する情報開示を積極化させ、それが投資家との対話に活かされ、そうした相互作用を通してESG経営と開示・対話の水準が向上していくことが期待される。

ESGに積極的に取り組む企業は、不祥事・訴訟など企業にとってマイナスの出来事が比較的起こりにくくなり、ネガティブな要因が最小化されることで、将来の業績が見通しやすくなり、値動き幅のリスクが低減する。リスクが低減することで、株価のボラティリティが下がり、結果としてベータ値が下がり、企業価値が増大する＝リスク調整後のリターン改善効果が期待できる。投資期間が長期であればあるほど、ESG投資はリスク調整後のリターンを改善する効果が期待される。

コーポレートガバナンス・コードも「社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題」への対応をうたっており（原則2-3）、「取締役会は、サステナビリティ（持続可能性）を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処」すべきとしている（補充原則2-3①）。

ESGに関して企業人（経営者）からよく受ける質問は、EとSとGの関係がよく分からないというものである。結論から言えば、EとSとGの関係は、ガバナンスがEとSを設計し、制御する規律意識を付与するものと捉えるのが適切である。多くの長期投資家もガバナンスに着目する。なぜなら、EとSはその時どきの社会のニーズによって変動していくもの

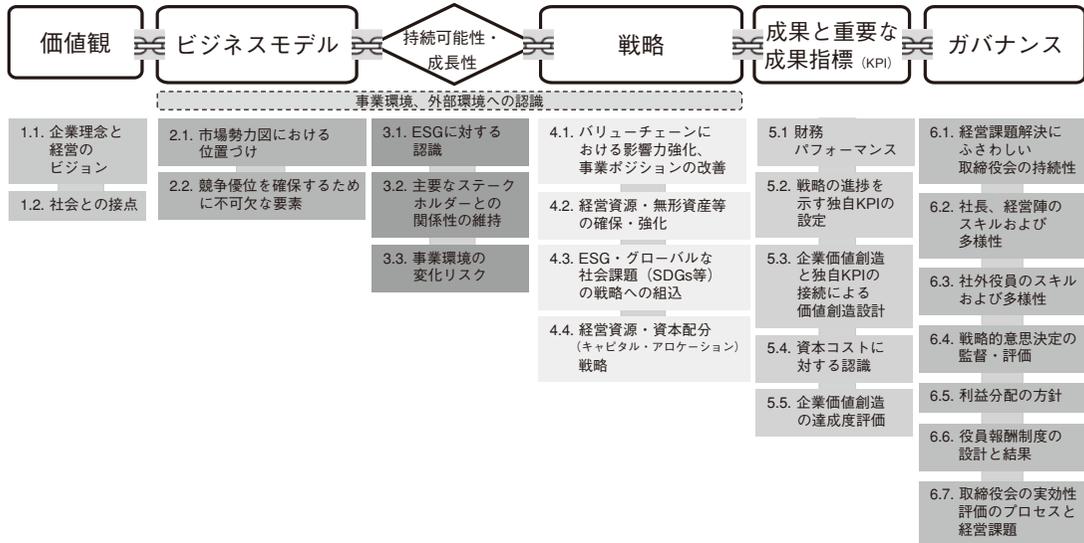
だからである。たとえばEの中の気候変動をとってみると、地球温暖化がより深刻になっていけば、求められる企業の取組みやその水準もそれに応じて高度化していかなければならない。Sで求められる多様性や女性活用、あるいはLGBTへの向き合い方も、時代状況に応じて求められる水準も異なるであろう。GはそうしたEとSが時代状況や時代が求める水準を認識して、また投資家が当該企業のそれらをどう評価しているかを察知し、それに適合するようにEとSを規律づけ、設計していくことを企業側に求めることが期待される。

■ 3. 対話の枠組み改革 —秘伝のタレ—

上述の第2の流れに関して、例えば、ニューヨーク大学のバルーク・レブ教授は近著（注）で膨大な量の実証研究をもとに、過去数十年の間、膨大かつますます複雑となった四半期・年次報告書で伝達される企業の財務情報はその主な利用者である投資家に対する有用性をほとんど失い、従来の財務報告書の企業価値説明力（有用性）がこの半世紀、急速に低下したことを論証している。そして有用性を回復するために、独自の「戦略的資源・帰結報告書」（Strategic Resources & Consequences Report：SR&CR）を提唱している。

こうした地殻変動に対応するため、例えばIIRC（国際統合報告評議会）は統合報告の

(図表 2) (参考) 「価値協創ガイダンス」の全体像



フレームワークを2013年に発表している。ここでは通称「オクトパス・モデル」に基づいて財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、そして自然資本といった財務情報と非財務情報を用いた企業価値創造プロセスの統合的開示を求めている。

わが国でも2016年8月に経済産業省内に「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」が設けられ、筆者も座長として議論に加わった。同研究会では持続的な価値創造につながる投資 (無形資産等) のあり方、企業における長期投資の判断・評価 (ESG投資等) のあり方、価値創造につながる無形資産等の促進に向けた課題や方策、投資家が中長期的な企業価値を判断する視点や評価のあり方、そのために必要な情報や対話のあり方を主要な議題として検討し、その成

果を2017年10月に「伊藤レポート2.0」として発表した。

同研究会は2017年5月に、「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス—ESG・非財務情報と無形資産投資—」(略称「価値協創ガイダンス」) を発表した。「日本版」統合報告フレームワークともいえる価値協創ガイダンスは、財務情報と非財務・ESG情報のいずれにも目配りした「統合的」な全体最適フレームワークを志向している。その狙いは、対話や開示にあたって企業経営者の手引として、そして投資家の手引として使ってもらうことにある。同ガイダンスの作成に従事してくれた投資家のメンバーに「秘伝のタレ」を盛り込んでもらった成果といえる。彼らのノウハウ (企業秘密) を対話の深化にむけて「公共財」としていただいたのである。

(図表3) 特に環境リスクに最大の注目が集まっている①



(参考) グローバルリスク報告書2018 <https://sustainablejapan.jp/2018/01/19/global-risks-report-2018/30170>

4. TCFDによる開示改革

ESGのEの中でも、そしてSDGsの17の目標の中でも、とりわけ気候変動問題は最重要課題である。毎年行われているダボス会議のグローバル・リスク報告にも、それがはっきりと現れている。2010年時点での上位5大リスクには環境のテーマが入っていなかったのに対し、直近の2018年には5つのうち3つが環境や気候変動に関わるものである。

こうした背景もあり、2015年12月に開催されたG20において世界主要国の財政・金融当局、中央銀行による金融安定化理事会 (FSB) が「気候関連財務情報開示タスクフォース」(Task Force on Climate-related Financial Disclosure: TCFD) を設立した。低炭素経

済への移行に伴うリスクや機会による企業の財務への潜在的影響が、投資家や金融機関に正しく理解されなければ、効率的な資源配分は実現しない。また影響が突然に顕在化すると、金融市場の安定性が損なわれる。このため気候変動に関する企業のリスクや機会に関する情報開示が不可欠である。しかし、そうした有用な気候関連財務情報を開示するための枠組みがこれまで存在していなかった。そのため、投資家・金融セクターが、企業の気候関連のリスク・機会を適切に評価できるような、企業の任意情報開示フレームワークを検討するのがTCFDであり、TCFDは2017年6月にその開示フレームワークを発表した。

TCFDは気候関連情報開示に関して11の勧告を行い、それらをガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標の4つのカテゴリーに分

(図表 4) TCFDが勧告する情報開示のカテゴリー

TCFDは気候関連情報開示に関して11の勧告を行い、それらを4つのカテゴリーに分類。



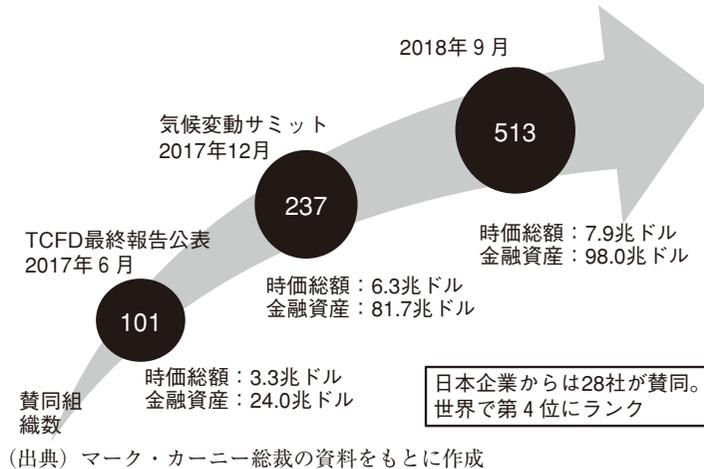
類している。例えば、「戦略」に関しては、「気候関連のリスクと機会がもたらす当該組織の事業、戦略、財務計画への現在および潜在的な影響を開示する」にあたって、「2℃或いはそれを下回る将来の異なる気候シナリオを考慮し、当該組織のレジリエンスを説明する」としている。さらに「リスク管理」に関しては、「企業にとっての気候変動のリスク」としては、異常気象の影響、降雨パターンの変化、気温の上昇、海面の上昇などの「物理的リスク」、政策・法規制、新技術、市場（消費者の行動変化、原材料コスト）などの「移行リスク」の2種類があるとしている。

ここで求められるのは、「シナリオ分析」に基づく情報開示である。金融安定化理事会の議長であるイングランド銀行総裁のマーク・カーニー氏は、2018年11月5日の来日時に行った講演で、「シナリオ分析」に最も多く言及した。講演のタイトルは「ディスクロー

ジャーの拡充を通して気候関連リスクと機会をマネージする」だった。ここにTCFDのエッセンスと同氏の意気込みが現れている。2018年9月現在で、TCFDに賛同している企業は世界で513社に及び、今後が増えることが予想される。日本企業は28社で世界4位となっている。

日本企業はこれまでシナリオ分析に基づいた情報開示の経験がほとんどない。それもあり、わが国でもこうした取組みを推進しようと2018年7月に経済産業省に「グリーンファイナンスと企業の情報開示の在り方研究会」が設置され、筆者もその座長として議論に参画している。今後は実務指針も含めて、2019年6月に大阪で開催されるG20に向けて、その成果を発表する予定である。いずれにせよ、今後はESGやSDGsを促進していくためにも、気候変動関連に関する情報開示を推進していくことが肝要であり、それを投資家との対話や

(図表5) 気候変動情報を提供する企業の数が大幅に増加



統合報告に積極的に反映していく必要がある。

5. 共演モデル実現のための課題と提言

現在進んでいるコーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと移行させ、ESGやSDGsに真剣に取り組む、企業価値の持続的成長を実現していくためには、課題も少なからずある。

ESGやSDGsは企業と投資家が同期化して「共演」することで、進展していくものである。しかし、楽観はできない。企業も、投資家も、「建前」と「本音」を使い分ける事態が起これば、このシナリオは頓挫する恐れがある。筆者はESGやSDGsに対して異を唱えた経営者に巡り合ったことがない。皆、賛成である。中には、昔の近江商人の伝説を持ち出し、「わが国には、こうした風土は昔からあり、日本

こそが最適である」と信じて疑わない人も少なからずいる。筆者はこうした風潮に疑問を抱かざるを得ない。確かに近江商人はこうした価値観を持っていたことは疑いを入れない。しかし、昔そうだったからといって、現代の日本企業がそうした価値観を確かに受け継いで、それを徹底的に実践しているかと問われれば、イエスとは答えにくい。むしろ、「SDGsは日本企業が従前から取り組んできたテーマ」と楽観していると、世界の潮流から取り残される恐れがある。これが第1の課題である。

伊藤レポートでは日本企業の資本生産性の低さを直視し、少なくともROE 8%を目指すことを提唱した。もちろんROEを強調することは、ある種の潜在的な毒をはらむことは承知している。ROEは定期的に開示されるため、短期主義を招く恐れがないとはいえない。また会計数値を用いることから、会計

的な利益調整（ときに不正会計）を誘導しやすい。

一方、ESG（SDGs）の強調も潜在的な毒をはらむ。ESGへの注力が資本生産性の低さの隠れ蓑や正当化の口実に使われてしまう恐れもある。また株主を始めとするステークホルダーから提供されている資源の用途（「配分」）に関する緊張感の欠如ないし希薄化を招く可能性もある。

いうまでもなく、資本効率の高い企業に資源はより厚く配分されてしかるべきである。しかし、スタークホルダーや社会からの信頼がなければ、結局は企業は長期的に成長できない。経営者や企業の誠実性や倫理観が求められる。その意味で良質なROEと良質なESGは両立されるべきものであり、その意味で「統合」が必要なのである。筆者はこうした考えに立ち、両者を「ROESG」という概念並びに統合的指標を提唱してきた。要は、どちらかを選択するという「二項対立」的発想から脱却しなければならない。これが第2の課題であり、今後の向かうべき方向である。

次の課題は資本市場の重要な担い手である証券アナリストに関わる課題である。産業界や資本市場でESG（SDGs）を巡って盛り上がりを見せているが、それを担う証券アナリストの養成が付いてきていないという実情を関係者の多くから聞く。企業の経営者やIR担当者からのヒアリングによると、資本市場や投資家がESGやSDGsを囁し立てる割には、IRミーティングや対話でESGの話題が日本の

投資家やアナリストから出るとは未だ少ない。海外の投資家からはそれなりESGに関する質問が聞かれるようになり、その傾向が高まっているという。この彼我の違いをどう解決するか、真剣に向き合うべき課題である。

次の課題は、資本市場における投資スタイルのパッシブ化が進んでいることに関わるものである。こうした傾向がせっかく進みつつある、企業と投資家との対話の流れに水をさすことがないことを望みたい。さらにパッシブ化に伴って、対話の希薄化がESG（SDGs）を巡る対話にも波及しないことを同様に望みたい。もちろんGPIFは率先してESG（SDGs）に関する対話を実践するよう機関投資家に要請していることは好ましい傾向である。

5番目は、ESG評価機関の問題である。現在、ESGの評価機関は世界に100ほどあると言われている。それぞれの機関が多かれ少なかれ、異なる評価基準をもっている。同じ評価対象項目であっても、評価機関が異なるとスコアやウエイト付けが大きく異なることもある。この「不都合な真実」が企業を悩ませている。また、評価機関が任意に（勝手に？）評価規準を変えたりすることもある。もちろん国際会計基準（IFRS）のように統合するべきだと言うつもりはないが、今後は評価項目や評価基準の整備を進める必要がある。

とはいえESGの格付を行っているある有名な機関はこの2・3ヶ月で不祥事を起こした日本企業のスコアを大きく引き下げて警鐘を発していた。仮に、当該スコアの変更を投資

家がいち早く気づいていていれば、投資の引き下げ等を迅速に行い損害を低減させることができたであろう。今後は、ESGの評価が重要になることに鑑みても、評価機関の問題をウォッチしていく必要がある。

最後の課題は、むしろアカデミズムやシンクタンク側の問題である。20世紀にはリスクとリターンという概念を使って金融工学的モデルの進化と精緻化が進んだ。何人かの研究者はそれが評価されてノーベル賞に輝いた。しかし、いま進んでいるESGやSDGsを巡る動きは、これを再検討すべきことを示唆する。すなわちインパクト投資が進み投資先企業の社会課題解決度を投資判断に入れるとなると、もう1つの概念である「インパクト」という変数が重要となる。つまり、今後は「リスク・リターン・インパクト」に目配りした新たなモデルの開発が迫られている。

加えて、ESGが中長期的にみて、果たして高いパフォーマンスが実現できるのかをテーマとした実証研究の積み重ねが求められる。これまでのESGと株式リターンとの関係に焦点を当てた実証研究の結果はばらついており、ローバストとはいえない。しかし、最近ではESGに対する世界的機運が高まり、より多くの企業がESGの開示を進めていることから、より大きなサンプルを対象とし、より長い期間をとった実証研究が可能である。それを推進するのは筆者を含めたアカデミズムの使命と言ってもよい。

また、今後はESG評価機関の淘汰が起こる

ことも予想される。意地悪な見方かもしれないが、企業の中には、より甘い評価を提供する機関を選別するという「つまみ食い」現象も見られるだろう。「悪貨が良貨を駆逐する」事態が起こらないようにするには、どの評価機関のスコアリングが中長期的に良いパフォーマンスに結びついているのか、実証のフィルターを通す必要がある。

さらに前述したように、GがEとSを制御し、規律づけるという「要」の役割を担うとしても、果たしてGがEとSとどのように結びついているのか、われわれはまだあまり解明できていない。資本市場や投資家に見られるこうした規範的な命題に実証の光を当てるべき時期に来ている。

企業と投資家はESGやSDGsや気候変動問題に向きあい、ともに協働して問題解決に当たる時代が到来している。時代が求める、この「共演モデル」を成功させることができるか、いま問われているのである。資本市場はより良き社会・地球を作り上げるために、こうした21世紀の普遍的な共演モデルの舞台として、ときに警鐘を鳴らし、ときにより推進させる触媒の役割を果たすことが求められる。

(注) Baruch Lev & Feng Gu, *The End of Accounting and The Path Forward for Investors and Managers*, John Wiley and Sons, Inc., 2016 (伊藤邦雄監訳『会計の再生—21世紀の投資家・経営者のための対話革命—』中央経済社、2018年)

