

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 北川哲雄

株式投資における企業価値関連性の問題

昨年（2020年）も、一昨年に引き続き新聞紙上（経済紙、一般紙を問わず）で毎日のように記事として取り上げられたのは、「ESG」あるいは「SDGs」である。新聞広告でも、毎日のように関連セミナーの要旨が掲載されていた。

ある識者によれば、日本における統合報告書作成社数は世界一（2019年は500社を超えたとの指摘がある）とのことである。統合報告書とは、長期的企業価値創造プロセスを投資家向けに披瀝するものである。一方で、機関投資家サイドは2020年スチュワードシップ・コード改訂の趣旨に沿うべく、責任投資・ESG投資に対しより熱心に取り組んでいるように見える。

しかし、全ての企業や投資家が前述のように熱心であるわけではない。皮肉なことに、むしろ熱心でないと思われる企業（A社としよう）に投資家の関心が集まり、株価がこの1年暴騰した。ESGに関する情報開示は実はほとんどない。統合報告書も作成していない。しかし、A社の人気は市場参加者が短期的嗜好（ファッション）で選択した結果というよりも、私見によればESG投資あるいはSDGs投資の観点からも十分納得できる結果と思える。それは、本業自体の進展がESG投資家の囑望する社会価値への寄与と同心円状化（＝

企業価値そのものの向上期待）している企業だからである。もし私が現役のESG関連ファンドのポートフォリオ・マネジャーであれば、躊躇なく中核銘柄として組み入れたであろう。

債券投資・融資における社会価値創造への傾斜

これまでは株式投資の視点で述べてきたが、債券投資の観点、融資の観点からは、グリーンボンド、ソーシャルボンド、あるいはESG融資も昨年大いに話題を集めた。これらの資金調達者には、株式会社だけでなく公共企業体もある。最近では、東京大学がソーシャルボンドを発行したことで話題を集めた。

上場企業株式投資の場合は、企業自身の価値創造力（＝キャッシュフローの増大）を無視してESG活動の良否のみで投資家が当該株式を保有することは、パッシブ運用の一部を除き今日でも少ないであろう。しかし、債券投資・融資となると全く異なる。企業が発行する債券の場合は財務リスクの観点は当然考慮されるが、株式投資の視点とは異なる。公共企業体の場合は政府保証債も散見される。一般企業の場合もESG活動を促進することを目的とする債券発行が散見されるようになった。それらを積極的に購入する投資家・金融機関も多くなった。すなわち、債券投資・融資にお

いては「社会的価値の創造」が最近大いに意識されているように思える。

サステナブルファイナンスの3段階と開示目的

これまで述べてきたように、ESG・SDGsブームは冷静に考えてみると、いささか錯綜した状況にあることが分かる。この状況は解きほぐす必要がある。そのヒントになると思われるのが図表1と図表2である。

図表1は、2020年9月に非財務情報開示フレームワークと基準を作成している5機関によって発表された報告書であるが、その中の情報開示目的とマテリアリティについてまとめた概念図である。

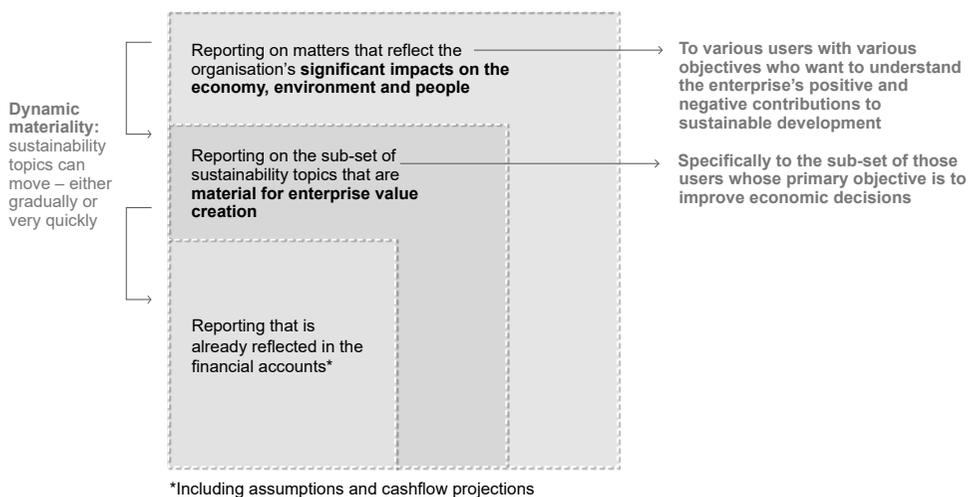
最も外郭にあるのは、①「広範なステークホルダーへの経済・社会・環境に対する組織による重要なインパクトを報告する」目的であり、次いで外郭にあるのは、②「当該組織の価値創造のためにマテリアルなトピックスを報告する」目的となっている。①に関わる代表的な機関はGRI(Global

Reporting Initiative、グローバル・レポーティング・イニシアチブ)ということになる。②はIIRC (the International Integrated Reporting Council、国際統合報告評議会)とSASB (Sustainability Accounting Standards Board、サステナビリティ会計基準審議会)ということになろう。

これに対し図表2は、Dirk Shoemakerの論文からの引用である。彼はサステナブル・ファイナンスの主体を広範に(資本市場のみならず金融市場全体に)捉え、その上で発展段階を三つに区切っている。

SF (サステナブルファイナンス) 1.0の段階において意識されるのは、社会と環境への影響を視野に入れつつも財務的価値(≒企業価値≒時価総額)の最大化が要請されることである。これに対し、SF2.0においては、ステークホルダー価値の最大化が課題となる。そしてSF3.0では、財務的価値を視野に入れながらも社会・環境へのインパクトをより優先するステージを意味する。インパ

図表1 ダイナミック・マテリアリティ



(出所) World Economic Forum and Deloitte [2020] *Statement of Intent to Work Together Comprehensive Corporate Reporting*, 4 ページ

図表2 サステナブルファイナンスのフレームワーク

Sustainable Finance Typology	Value created	Ranking of factors	Optimisation	Horizon
Finance-as-usual	Shareholder value	F	Max F	Short term
Sustainable Finance 1.0	Refined Shareholder value	F > S and E	Max F subject to S and E	Short term
Sustainable Finance 2.0	Stakeholder value	T = F + S + E	Optimise T	Medium term
Sustainable Finance 3.0	Common good value	S and E > F	Optimise S and E subject to F	Long term

(図表注) F = financial value; S = social impact; E = environmental impact; T = total value. At Sustainable Finance 1.0, the maximisation of F is subject to minor S and E constraints.

(出所) Shoemaker, D. [2017] “From risk to opportunity: a framework for sustainable finance,” *RSM series on positive change* Vol.2, Rotterdam School of Management, Erasmus University, 22ページ

クト投資、ソーシャルボンド、グリーンボンドなどの金融商品はSF3.0に相当するとしている。

この二つの図表は、一つの整理を示してくれている。図表1の①はSF3.0に相当することになる(パターンI)。図表1の②はSF2.0(あるいは1.0かもしれない)に相当するかもしれない(パターンII)。

この問題の整理をどのように行うか。これは資本市場・金融市場全体に関わる問題である。また、企業自身の存立基盤にも関わることになる。海外においてはパターンIを前提にしていくことを宣言しているかのようにみえる企業・金融機関も散見されるが、わが国ではいまだ少ない。しかし、2021年あたりから大きなウネリが来ることも予想される。上場企業にとっては、企業の存在理由(purpose)を明確にするとともに、それを具現化するための取締役会の役割も重要となる。

4 論文の紹介

前置きは長くなったが、今回の特集は、以上の問題意識を前提にして四つの論文で構成されている。

最初の堀江・鶴野論文「EUにおけるサステナブルファイナンスの動向と日本に与える示唆」は、

サステナブルファイナンスの動きをリードしているEUの動向について詳述している。パリ協定(2015年12月)採択以降のEU政府当局・関係委員会の動きは電光石火の感があるが、それ以降の動きを時系列できめ細かく整理している。そして、一連の動きが日本の規制当局、日本企業・金融機関にどのような影響を及ぼしているか、あるいは及ぼす可能性があるかを示している。EUの相次ぐ規則の制定は、実は日本企業にとってある意味早急な対応を促すとともに、混迷を深めるものになってきていることが分かる。

特に注目しているのは、①タクソノミー、②ベンチマーク、③機関投資家の開示、④企業開示の動向である。いずれも、時限を設け様々なプロジェクトが遅滞なく進行している感がうかがえる。日本企業への影響は、EU域内での活動に適用されるだけでなく、EU域外のグローバルな活動に対してもかなりの影響力を持つものではないかと示唆している。すなわち、日本からの的確な情報発信が必要なことも示唆している。

2番目の加藤論文「サステナブルファイナンスをめぐる規格化の動き」は、堀江・鶴野論文と同じくEUの動向にまず焦点を当てている。加藤論文においては、その中でタクソノミーにとりわけ

焦点を当てて論じている。タクソノミーはもともと生物学における「分類」を意味する用語であるが、サステナブルファイナンスの世界においては「持続可能な開発を目的として、金融機関・投資家が行う投融資における意思決定の取引コストの節約が期待される」と指摘している。

そして、EUのタクソノミー設定の動きに即応したISO（国際標準化機構）の動きも注目すべきであると筆者は指摘している。ISOでは現在、環境マネジメントシステム（TC207）に関連したプロジェクトが進行中であり、EUタクソノミーがグローバルに拡大する可能性も示唆している。その上で筆者は、タクソノミーの進展に対して投資家はどのように対処すべきかについて、PRI（Principles for Responsible Investment、責任投資原則）などの様々な最新の知見を紹介している。タクソノミー実践者による洞察の事例の紹介は大いに参考になる。

次の内ヶ崎・水谷論文「サステナビリティガバナンスとサステナビリティ委員会」は、企業のサステナビリティ活動を推進しオーバーサイトするためのあるべき「仕組み」について詳述している。その「仕組み」の重要性について、筆者は国連環境計画金融イニシアチブ（UNEP FI）が2014年に提唱した「統合ガバナンス」の確立が重要な契機になったと指摘している。

統合ガバナンス確立のための第1段階が、その活動や責任が取締役会から離れたチームに任されている状態である。第2段階においては、取締役会レベルの委員会を持つ等の仕組みができている状態を意味する。第3段階の統合ガバナンスとは、取締役会の構成員がサステナブル戦略の策定に寄与しておりサステナビリティがオペレーション全般に統合されている状態を意味している。

この指摘の後、筆者は6社の事例を紹介している（海外4社と国内2社）。いずれも好事例であるが、改めて当論文に触発されて当該企業のホームページで子細に観察すると、海外事例の場合は社外取締役がかなり主体的に（サステナビリティ関連委員会責任者として）活動していることがうかがえることが印象的であった。日本企業の今後の進展が注目される。

最後の伊藤論文「サステナブルファイナンス時代の情報開示と企業価値」は、企業サイドの情報開示の質と投資家の評価（＝企業価値）について深く掘り下げている。

まず、サステナビリティと企業価値の相関に関する先行研究が紹介されている。そこでは、キャッシュフロー、負債コスト、株主資本コスト、市場リスクプレミアム、存続年数、ガバナンス構造、外国人投資家比率など様々なファクターとの相関関係を分析している。その結果、サステナビリティへの配慮は、おおむね資本コストの低下あるいは存続年数の延長（ゴーイングコンサーンの確認）を通じ企業価値を高めることが示唆された。

その上で、企業による好開示事例が詳細に分析されている。具体的には、エーザイ、オムロン、ダノン、インテルの4社である。4社の分析と先行研究を加味し、筆者は企業価値を高める情報開示として、①KPIの設定、数値による達成度を示す、②数字だけでなく企業価値に与える意味（質的側面も含め）を示唆する、③サステナビリティ・ウォッシュは遅かれ早かれ投資家に見破られる、④ミッション・パーパスも見栄えの良いものでなく明晰なものにするべき、などが示唆されている。

以上、4論文とも最新の知見を披瀝していただき、読み応えのあるものになっている。