

## SDGs時代のESG財務戦略について ダイヤモンド社

通底する一つの大きなテーマは、財務戦略。

日本では、一見して「コスト」としてとらえがちなESG/SDGsの取り組みを、どのような企業価値の増大、ひいては株価上昇につなげていくか。

企業情報の開示や評価機関によるESGスコアリング、企業価値評価の議論まで踏み込み、自社のESG/SDGsへの取り組みが資本市場に最終的に評価されるヒントを探る。

もうひとつのテーマは事業戦略です。

資本市場に評価されるための道筋や、その実現に向けてどうすればよいのか

ESG/SDGs経営の実践に事業戦略と財務戦略の視点を踏まえ、企業ミッションを再定義し、ミッションを実現する道筋を事業及び財務戦略を描く。

基礎編（第1章～第3章）

実践編（第4章～第8章）

実践編では、ESG/SDGsの登場によって変わりつつある近年の株式市場や企業がとるべき戦略について解説メモ。

（まとめ）

### 第1章 社会の分断を生む株主資本主義の限界

—なぜ、企業は変わらなければならないか

・会社は株主のものであり、株主利益の最大化を実現すべきという株主資本主義の思想、及び持続的な株主価値の向上をファイナンス戦略の中心に据える株主価値経営は、本来的には優れた仕組みである。

資本市場を介して投資家と企業に規律を与え、企業の競争力を高めるとともに、株価の上昇を通じて投資家、ひいては我々個人に経済的豊かさをもたらすというダイナミズムを持つからだ。

・近年、株主資本主義の限界が指摘されるようになってきている。

企業経営者が株主の利益を極端に重視し、目先の利益に目がくらむショートターミズムに陥った結果、優れた仕組みであったはずの株主資本主義が「株主資本至上主義」「株主第一主義」とでもいうべき状態になった。

具体的には、社会の分断や深刻な環境問題といった形でその限界が露呈された。

・このままでは社会も地球環境も持たないとの危機感から、資本市場や企業経営のあり方を株主資本主義からステークホルダー資本主義へシフトしようという動きがアメリカから起っている。

キーワードは「長期」と「ステークホルダー」である。

社会や環境に関する課題をビジネスで解決するには時間がかかるため、取り組みは自ずと長期となり、持続的な価値創造を実現するためには、株主のみならず顧客、従業員、取引

先、地域コミュニティ、将来世代、地球環境などのステークホルダーの利益を考慮することが求められるからである。

- ・ 社会の分断や環境問題を招いた株主資本主義に対するアンチテーゼとして「コンシャス・キャピタリズム」（寛容な資本主義）という概念がアメリカで提唱されている。

アメリカのパブリック・ベネフィット・コーポレーション(PBC)やフランスの *Entreprise a mission* などの法人形態は、企業の事業目的に社会的、環境的な目標=公益を掲げることが法的に求められ、コンシャス・キャピタリズムを体現する企業形態として注目され、上場する企業も誕生している。

- ・ 社会課題を解決する企業を「ベネフィット・コーポレーション」(B-Corp)として認証するスキームは世界で広がりつつある。

公益資本主義を実践する企業としての「お墨付き」が与えられたことを意味するため、ステークホルダー資本主義の考え方が支持されるのに合わせて、今後 B-Corp の認証取得が、さらに広がる可能性がある。

## 第2章 ESG経営とファイナンス戦略のあり方を問う

—投資家にも求められるエンゲージメントという考え方

- ・ ESG は、国連の呼びかけに呼応した世界のグローバル企業・投資家がコミットしている共通の価値であり、ESG 投資に流入している投資家の資金も、投資家に応える企業の ESG への取り組みも、もはや不可逆の流れとなっている。

ESG に対する取り組みが先行している欧米と、出遅れた日本を分けたのはリーマン・ショックである。

環境、社会、ガバナンスの課題に真剣に取り組まなければ 企業経営の基盤そのものが危ぶまれるとの危機感に目覚めた欧米に対して、リーマン・ショック後の株価低迷で社会、環境課題への取り組みは儲からないと、日本は無関心になった。

- ・ ESG とよく似た概念として CSR が話題に上ることもあるが、両者はまったく異なるものである。

CSR は企業の経済活動によって社会や環境に対して負荷を与えることの免罪符・贖罪として利益の一部から社会貢献や環境保護活動などを行う活動であるのに対して、ESG は本業のビジネスを通して社会・環境課題を解決し 社会・環境に対してポジティブなインパクトを与えると同時に経済価値を生み出し(利益を増やし)長期的な株主価値を向上させる概念である。

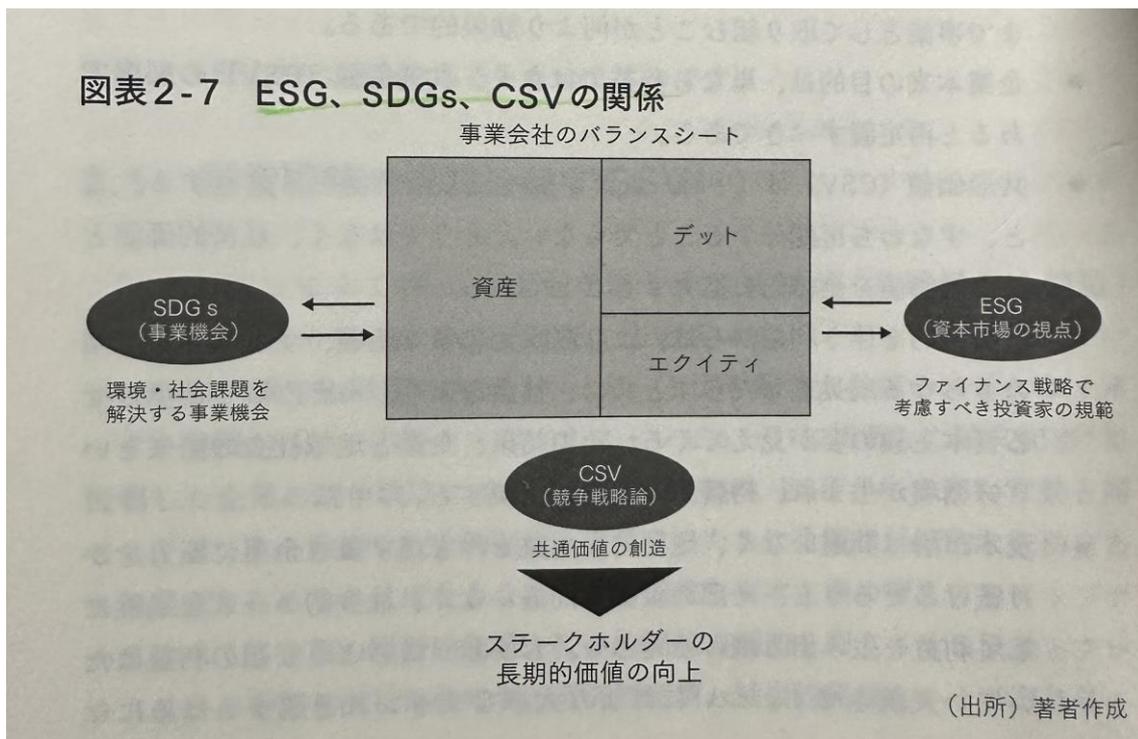
- ・ ESG、SDGs、CSV の関係を整理すると、CSV は企業全体の経営戦略の根幹をなすフレームワークであり、その CSV を実現するためのファイナンス戦略に組みこむエッセンスが ESG、環境・社会課題を解決する具体的な事業機会が SDGs となる。

- ・ ESG/SDGs 経営とは、長期的な価値創造につながる未来オプションを創造することで

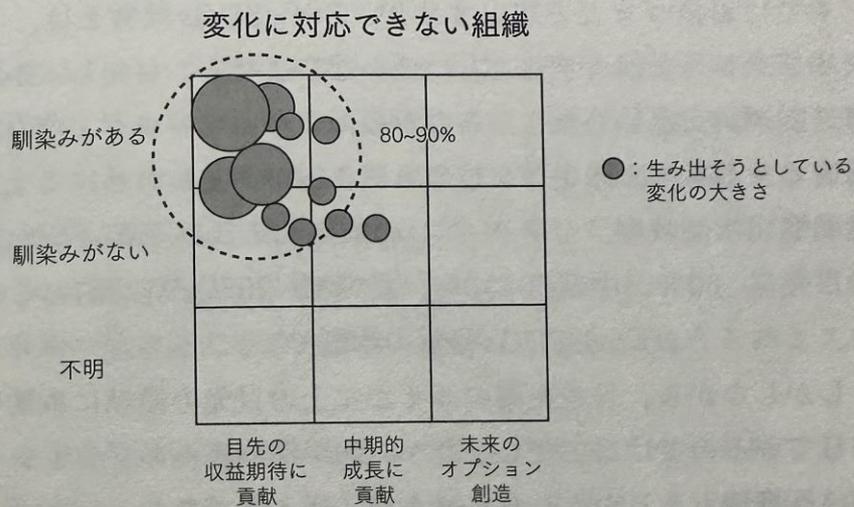
ある。

これを実践するためには、自社の存在意義や大義と言った（パーパス）が必要である。

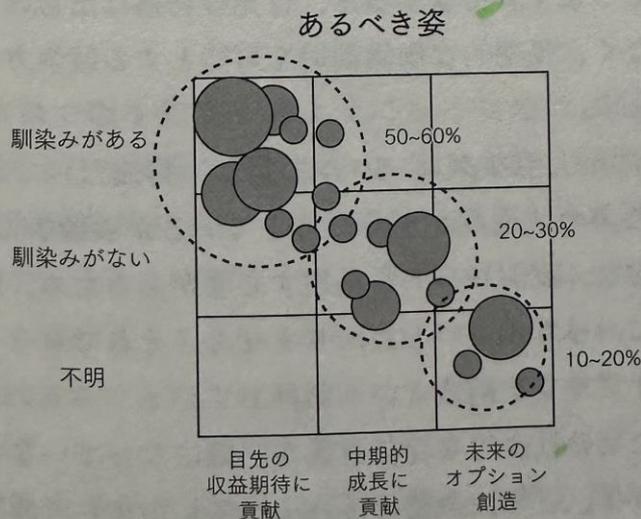
・ダノン、ネスレ、シーメンスなど ESG/SDGs 経営を実践しているグローバル企業は持続的な価値創造を可能にする（企業そのものをサステナブルにする）ため、事業ポートフォリオをパーパスに基づいて戦略的に組み替えている。



図表2-10 ESG経営の本質：イニシアティブ・ポートフォリオ



- ・ショートターミズム/PL脳
- ・「それって、儲かるの？」という“何でもROI”症候群
- ・大きな失敗はないけど、無難でつまらない中期経営計画



- ・長期志向/ファイナンス思考
- ・メガトレンドを踏まえた超長期のミッション
- ・やってみないとわからないからこそ“パーパス”が突き動かす

(出所) 安宅和人『シン・ニホン AI×データ時代における日本の再生と人材育成』(NewsPicksパブリッシング,2020) をもとに著者作成

### 第3章 新たに求められる投資家との対話のカタチ

#### —非財務情報のファイナンスモデル構築に向けて

・非財務（ESG）情報を企業価値評価に織り込む理論的なファイナンスモデルははまだ構築されていない。

投資家も ESG 施策に関する KPI と価値創造ストーリーというナラティブな情報をもとにざっくり企業価値評価に反映させているのが現状である。

・伝統的なファイナンスモデルに ESG 情報をビルトインするための確立されたメソッドはないが ESG 政策の成果が 株主価値（PBR）に与える影響を定量的に示すモデルをエーザイが示し統合報告書として公表している。

広くコンセンサスのとれたモデルではないものの、シンプルでわかりやすい点で非常に優れており、これに倣う日本企業も出てくる兆しが見られる。

・非財務情報は将来の財務情報となる要素であり ESD 投資の広がりとともに投資家からの関心が高まっている。

そのため、従来にもまして 投資家との丁寧なコミュニケーションが重要である ESG 時代の投資家コミュニケーションでは、「いかに見せるか」ではなく「いかに正直に 真摯に対応するか」が大切となる。

・ESG 時代のコミュニケーションでは、投資家のみならずマルチステークホルダーとの対話が求められる。

壮大な社会・環境課題の解決と事業を両立するためには、従業員、顧客、サプライヤー、NGO などのステークホルダーを惹きつけられるような大義や利他の精神といったパーパスが必要となる。

そのため経営トップが自らの言葉で血の通ったナラティブなストーリーを語れるのが重要である。

・現在 ESG やサステナビリティへの取り組みに関する情報、それらを包含した価値創造ストーリーを報告するための開示スタンダードが乱立しており、投資家を中心としたステークホルダーが企業間で比較可能な状態で ESG 情報を分析できるという課題が指摘されている。

IIRC と SASB が合併し VRF となり、ステークホルダー資本主義 コモンメトリックスが提言されるなど 集約、統合する動きが生まれてきている。

・現行の開示制度において、非財務情報と財務情報が分かれているため、財務諸表が企業の実態を正しく表しているとは言い難い状況が生まれている。

さらに ESG 要素を企業価値評価に反映するものが難しいという課題が存在する。

こうした要請に応じる会計手法として社会や環境に与えるプラスとマイナスのインパクトを財務諸表本体に反映する「インパクト加重会計」を確立しようというイニシアチブが生まれている。

## 第4章 企業はどのように「ESGスコア」と向き合うべきなのか

### —サステナブルな事業の取り組みで企業成長を目指す

・近年では、機関投資家はほぼPRIに署名しており、それはすべからくESGを考慮した投資をせざるを得ないことを意味する。

・ESGを考慮した投資をする際、投資家はESG評価機関による「ESGスコア」を参照する。

世界には10ほどの主要なESG評価機関が存在するが、それらの評価は画一的ではなく、企業によってはESG評価機関の間で大きくスコアが異なるケースが見られる。

ESGスコアが企業の定性情報（非財務情報）を主に評価していることから評価が割れやすいこと、また評価機関によって重視する項目が異なることが大きな要因である。

・ESGスコアと企業の株価や業績の間の関係性については、アカデミックの研究でも統一した見解には至っていない

しか、ESG投資マネーが大きくなるということは、ESGへシフトする企業により投資マネーが集まることを意味する。

・ESG投資の目的は、企業活動や事業内容をESGに仕向けるためであり、投資手法には投資ユニバースから非ESG銘柄を除外するダイベストメント（ネガティブスクリーニング）、投資銘柄の選別にESG要素を加味するESGインテグレーション、そして投資先への議決権行使を通じてESGを働きかけるエンゲージメントの3つが存在する。

このうち、ダイベストメントで悩ましいのは、タバコ銘柄で見られるように、非ESG銘柄のなかには株価パフォーマンスが優れているものもあることである。

また、最も有名なのはエンゲージメントであるが、機関投資家には多数の銘柄に投資しており、エンゲージメントに割けるリソースは限られている。

・PRIに署名している機関投資家は、アクティビストファンドが最もらしいESG観点の提案をした場合、同意せざるを得ない状況にもなっており、ESGはアクティビストファンドにとって都合のいい武器となる可能性がある。

ダイバーシティやガバナンスで遅れをとっている日本企業は注意する必要がある。

・投資期間が長期であるプライベートエクイティファンドの方が企業のESG活動を支援するのに適している可能性もある。

## 第5章 ESG/SDGs 経営を実現させるための3つのヒント—環境変化に配慮した企業変革で競争優位性を獲得する

・世界的な気候変動をはじめとして、企業を巡る事業環境の変化はますます激しくなっており、ESG/SDGs経営が取り組みの実現は、機関投資家を含める様々なステークホルダーからのプレッシャーが日々増している状況にある。

・そのような中で、機関投資家からの指摘で重い腰をあげているのではなく、プロアクティブに ESG/SDGs 経営をの取り組みを始めたサステナビリティ実現 (+ $\alpha$ ) へのトレンドを察知し、他社に先んじて競争優位につなげていくためには、冒頭にふれたダイナミック・ケイパビリティの視点 ( Sensing(事業環境変化の把握),Seizing (事業機会/資源の捕捉)、Managing Threat/Transforming (事業リスクをコントロールした上での組織変革)) 経営陣営から持って、

企業変革をリードして行くことが不可欠である。

・また 13 のヒント (図表 5-1) は特に ESG/SDGs 経営に限った話ではなく、破壊的イノベーションや技術革新 (古は蒸気機関や電信技術の発明、最近で言えばインターネットやブロックチェーンの普及など) がもたらす構造変化に立ち向かうための自社変革をリードする上でも有益な示唆をもたらす。

・そのケーパビリティを発揮するには三つのプロセスと 13 のヒントはある。

それは以下のようになる。

<ダイナミック・ケイパビリティを構成する三つの要素>

- ・ Sensing (事業環境変化の把握)
- ・ Seizing (事業機会/資源の捕捉)
- ・ Managing Threat/Transforming (事業リスクをコントロールした上での組織改革)

<ESG/SDGs 経営の取り組み実現に向けた 13 のヒント>

「組織」

- ① 外に目を向けて トレンド変化を察知しよう
- ② まずは社内に耳を傾け、社内課題/ニーズとリンクさせよう
- ③ 小さな成功と信頼を積み重ね、大きく展開しよう
- ④ 制約条件を変えていこう
- ⑤ 仲間を作って、助け合おう

「ビジネスモデル」

- ⑥ 攻めの ESG/SDGs 経営---サステナビリティと事業戦略を融合させよう
- ⑦ サステナビリティ試験でポートフォリオ見直そう
- ⑧ 守りの ESG/SDGs 経営---ステークホルダーを再定義し、お役立ちできることから始めよう
- ⑨ まず、隗より始めよ---まずは社内事例で有言実行→社会展開
- ⑩ 最後は「攻め」と「守り」の両輪で

「リーダーシップ」

- ⑪ 経営者自らが語りかけよう
- ⑫ 一貫したストーリーを見せよう
- ⑬ 顧客参加を促そう

## 第6章 ケーススタディ（1）企業を変革へと導いたリーダーたちの軌跡—11社の先進企業から学ぶ理論と実践

・多岐にわたる ESG/SDGs 経営のグローバルケーススタディとして 11 社について紹介した。

以下、あらためて第5章冒頭の「ESG/SDGs 経営 をすすめる 13 の大原則」を再度復習用として掲載する。

・各社の取り組みをみたとおりに、それぞれの企業が長期のメガトレンドへの対応や 自社ミッションへの再定義と重ね合わせながら、試行錯誤を重ねてきた姿が浮かび上がってくる。

これを 俯瞰してあらためて分かったことは以下となる。

1) ESG/SDGs 経営の取り組みは長期にわたり 一過性のものではなく 企業そのもののミッションの再定義やビジネスモデルの再構築にまで影響する一丁目 一番地の経営テーマである。

2) 気候変動問題や人権問題への対応をはじめとしてグローバルで対応すべき ESG/SDGs 経営の状況は刻々と変化するため、それぞれの状況に合わせてリーダーシップと知恵が必要である（教科書が存在しない）

3) まさに①、②で述べた理由から ESG/SDGs 経営は、経営トップ自身がコミットすべき事項である

・ ESG/SDGs 経営をめぐる企業の一連の取り組みは、まさに「企業変革のプロセス」とそのものである

企業活動が個人の活動の集合体である以上、これらの枠組みは、実は個人のキャリア形成に置き換えても有益な示唆が得られることがわかる。

ゆえに、現場の担当者、一関連部署のテーマとして片づけるのではなく、会社全体の組織課題としてトップがコミットしつつも、ひとりひとりが、経営者だとしたらどのような判断をするのか、なぜそう思うのか。

ぜひとも考えてみてほしい。

また これをきっかけに ESG/SDGs 経営を自分のこととしてと受け止め、前向きに取り組んでいくために参考にして欲しい。

# 第6章のまとめ

## ESG/SDGs経営を進める13の大原則（再掲）

	大原則	概要	実践企業
組織	 トレンド変化を察知しよう	メガトレンドや、ステークホルダーの動向に迅速に対応する	ジェットブルー オーステッド シスメックス シスコシステムズ シーメンス ボッシュ
	 まずは社内に耳を傾けよう	社内課題や現場ニーズから ESG/SDGs 経営関連の改善のヒントを得る	ジェットブルー
	 小さなステップから大きく展開しよう	小さなプロジェクトで成功と信頼を積み重ね、大きな課題に移行する	ジェットブルー
	 制約条件を変えていこう	土台がなければインフラや政策づくりから取り組む	グーグル
	 仲間を作って助け合おう	社外の個人・組織を対等に巻き込み、大きな目標を目指す	グーグル ボッシュ
ビジネスモデル	 攻めの ESG/SDGs経営を進めよう	サステナビリティ性を事業性・ブランド価値に戦略的に寄与させる	ネスレ テスラ BNPパリバ
	 守りの ESG/SDGs経営で広げよう	ステークホルダーを再定義し、サプライチェーン全体で生活水準向上へのアイデアを実行	ネスレ シスコシステムズ
	 攻めと守りの両輪で	事業が成長するほどステークホルダーの生活水準向上も両立	サファリコム シスメックス
	 まずは隗よりはじめよ！	まずは社内事例で有言実行し、社外展開する	シーメンス ボッシュ
	 ポートフォリオを見直そう	事業を ESG/SDGs 経営に対応して区分変更したり、取捨選択する	シーメンス オーステッド
リーダーシップ	 経営者自らが語りかけよう	改革のリーダーシップを発揮し、社内外に発信する	テスラ
	 一貫したストーリーを見せよう	中長期的なプランで ESG/SDGs 経営を会社のアイデンティティにする	テスラ BNPパリバ サファリコム シスメックス
	 顧客参加を促そう	製品やサービスへの参加が、地球環境や地域コミュニティへの直接の貢献となる	テスラ サファリコム

(出所) 著者作成

## 第7章 ケーススタディ（2）「ESG評価機関」のグローバルスタンダードを知る—MSCIレポートから読み解く成功企業の取り組み

・ ESGは企業にとって自社の事業ポートフォリオを将来型に切り替える良い機会である。PPM分析での言うところの金のなる木や花型事業から生まれるキャッシュフローを元に問題児事業に取り組み、将来のESG時代に向けた種まきをすることが有効である。

・ 日本企業が比較的頻繁に対話をしている ESG 評価機関は MSCI と FTSE であるが MSCI に対しての日本企業の評価はやや割れる。

MSCI は E、S、G の三つの柱を中の大カテゴリーに分けて、合計 37 のキーイシューのうち、業界あるいは企業に固有の必要な要素を元に ESG スコアをつけている。

・ MSCI の キーイシューのウエイト付けは業界、企業によって異なっている。

・ MSCI のキーイシューの多くは、二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）排出、労働マネジメント、コーポレートガバナンスなど、対応しないと減点になる一方、グリーンテクノロジーやヘルスケアなど、取り組むことで事業機会となりプラスに評価される項目も存在する。

・ ESG スコアで上位にしている企業は、事業ポートフォリオが ESG 型に切り変わってきた、人的資本マネジメントに秀でている、コーポレートガバナンス対応に優れているという特徴がある。

これは、多くの日本企業が未だ対応道半ばとなっており、今後の課題である。

ESG の取り組みは、きちんと統合報告書やアニュアルレポートでわかりやすく、数値ターゲットと進捗度とともに報告して行く必要があり、ESG スコア上位企業の開示は参考になる。

・ 金融機関も、ESG を 融資評価基準に組み込みつつあり、ESG 対応の度合いが資金調達の可否に何かしらの影響を与える可能性がある。

・ 日本企業はコーポレートガバナンスへの取り組みに改善の余地がある。

取締役会、監査役会の構成メンバーのダイバーシティはもちろんのこと、スキルマトリックスが重要である。

形式的に整えた社外取締役の陣容を見直す必要がある。

ESG スコア上位企業は ESG 評価機関とスコアについて頻繁に対話しており、日本企業も今後は欧米企業のように IR 部門をより戦略的なコア組織として位置づける必要があるかも知れない。

## 第8章 ESG/SDGs 時代の「人的資本経営」のあり方—これから必要なスキル「アジリティとレジリエンス」

・ 外部環境、競合環境が急速に変化する現代の企業経営において、柔軟かつ迅速に対応できる組織力すなわち人的資本が重要になっている。

ヒューマンキャピタルマネジメントの領域である。

機関投資家は、企業の中長期的な投資・財務戦略において人的資本を最も重要と見ている一方、日本企業は未だ設備投資を最重視しており、その意識に差がある。

なお、必要とされる人的資本の中身は硬直的な組織で従来型の OJT を中心とする研修を行う旧来型のスタイルではない。

- ・ 人的資本を強化して行くには、組織を変革して行く必要があるが、土台となるのはダイバーシティ&インクルージョンである。

そのためには心理的安全性が重要であり、インクルージョンなくしてダイバーシティのみを実現してもその効果は薄い。

- ・ 各種先行研究によれば、diversity and inclusion を兼ね備えている企業は イノベーション ガバナンス、問題解決能力、気候変動への取り組み、離職率の低下などの面でメリットを生み出し、引いては業績および株価パフォーマンスに基づくにもプラスであることが報告されている。

- ・ ダイバーシティ&インクルージョン的な組織を作っていくには、公平な雇用、労働慣行の基盤の整備、差異の融合、意思決定の参画を行っていく必要があることが報告されている。

それらは、社内のシステム的变化 文化的変化、行動的变化とも置き換えることができる。これを受けて、ダイバーシティ&インクルージョン的な組織は学習型文化と 変化を受け入れる素地を有することとなり、強固な人的資本の土台となる。