

機関投資家が期待する

企業のサステナビリティ・コミュニケーション

野村アセットマネジメント責任投資調査部長

今村敏之

いまむら としゆき



無形資産への投資促進が 企業価値向上のカギ

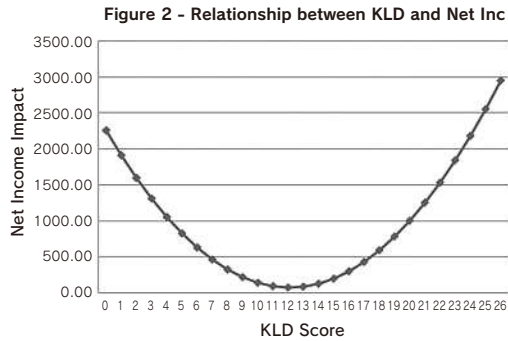
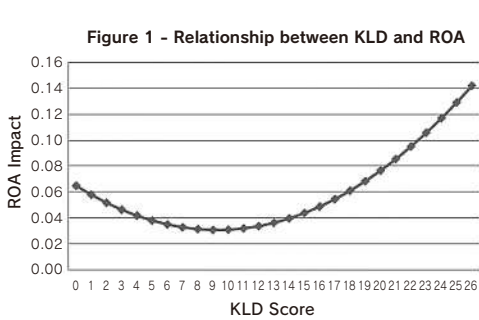
サステナビリティ経営の重要性が高まってきた。特に重要なのは、企業の持続的成長を支えると考えられる無形資産である。米国では、主要企業における無形資産への投資比率は、1990年代にはすでに有形資産へのそれを上回り、年々増加傾向にある。また、米国株式市場における企業の時価総額を財務指標だけで説明することはできなくなっていることが、いくつかの研究論文で指摘されている。現代の株式市場において、投資家

は、企業の財務情報以上に非財務情報を重視して企業の価値を評価していると言える。一方、日本においては、依然として有形資産への投資が中心であり、株価の決定要因としての非財務情報の割合も、米国と比べて低い状態であることが指摘されている。無形資産への投資の少なさは、日本企業の国際競争力の低下や、日本の株式市場の時価総額が諸外国と比して低迷している原因であるとも考えられている。そのため、無形資産への投資促進に関わる取り組みは、日本企業の企業価値向上を図るうえで最重要アジェンダの一つとなってきた。

無形資産を資本と捉え 投資につなげるには

図表1は、米国企業を対象に、ESGスコアと事後的な財務パフォーマンスとの関係性を検証した論文から引用したものである。この検証で使用しているのはKLD社のESGスコア(横軸)であり、左から右に行くほどESG評価が高いことを意味する。縦軸については、左のチャートがROA(総資産利益率)、右のチャートがNet Income(純利益)となっている。両チャートともいわゆるJカーブ効果(効果が表れるまでタイムラグがあり、短

図表1 ESG投資のJカーブ効果



出所：

"Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance"
MICHAEL L. BARNETT (University of Oxford), ROBERT M. SALOMON (New York University), June 2011

期的には予想される方向とは逆の現象が起こること)があることが示されている。ここから考えられる仮説は、ESGへの取

り組みを進めるためには、最初はコストが発生するため、財務的には下方圧力がかかるが、その後、企業のESG評価が高まるにつれ、徐々に財務的パフォーマンスに跳ね返るといふことである。一方、財務的に余力がある企業ほどESGへの取り組みが可能になるため、このような結果になるといふ考え方も成り立つ。しかしながら、重要なのは投資したコストを将来キャッシュフローとして回収する経営マインドである。企業はESGへの取り組みに必要な投資を行い、それを将来キャッシュフローとして回収し、企業価値向上につなげるという「経営の仕事」が求められる。

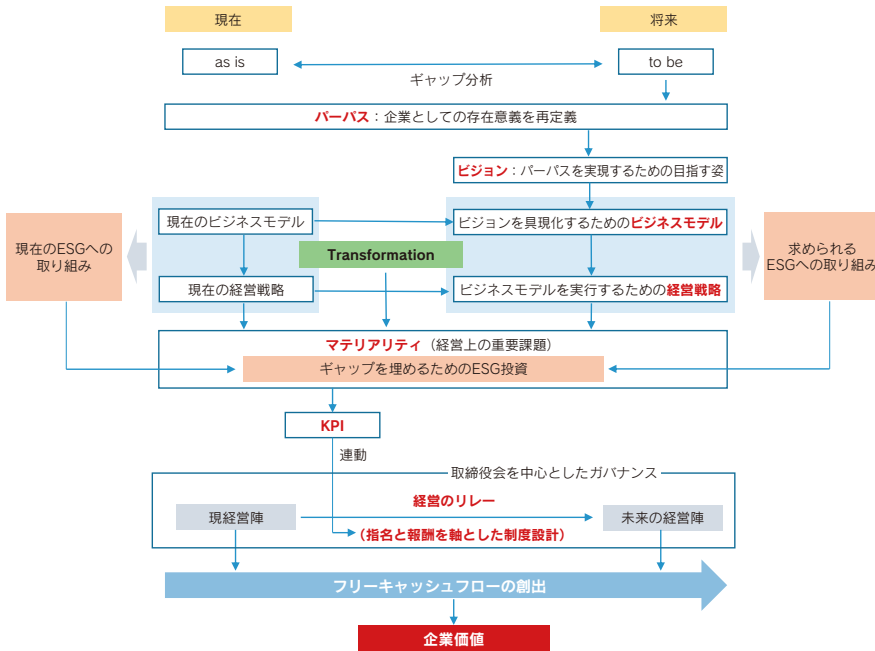
当社でも、対象企業を米国、欧州、日本、新興国など地域別に分けて、同様の分析を行ったことがある。その結果、日本以外では同じように企業のESG評価と財務パフォーマンスの間にJカーブの関係性を見いだすことができたが、日本企業は右肩下がり、つまりESG評価が高い企業ほど財務パフォーマンスが低くなるという分析結果となった。このことが示唆する一つの仮説は、日本におけるESGを重視した経営は始まったばかりであり、現時点では、まだJカーブの初期の段階に位置しているとの見方である。もう一つの仮説は、日本企業におけるESGは従来型の

CSR (Corporate Social Responsibility) から脱却しておらず、企業価値につながらないコスト要因にとどまっているとの見方である。また、日本企業は海外企業と比べて情報開示が遅れており、統計的に正しい関係性が見いだせなかった可能性もある。筆者はこれらの要因全てが、今の日本企業の実態を表しているのではないかと考えている。つまり日本企業に求められることは、ESGという無形資産を「費用」ではなく「資本」と考え、積極的に企業価値向上につなげるための「投資」を実行し、適切な「情報開示」を通して投資家に伝えていくことであると言える。

投資家にとどのように 取り組みを伝えるか

それでは、日本企業のESGへの取り組みを、企業価値向上の要素として投資家に正しく伝えるためにはどうしたらよいだろうか。そのために、まずはESG投資を活かすための前提である仕組みや考え方を整理する必要がある。図表2はそれを簡単にまとめたチャートである。本来は、チャートは上から下に順番に流れるものだが、本チャートは、下から逆算してみたいと分かりやすい。「企業価値」は、ファイナンス理論的には

図表2 企業価値向上につなげるためのフレームワークと ESG投資の位置付け



野村アセットマネジメント作成

「将来キャッシュフローの現在価値」と定義される。その将来キャッシュフローは、現経営陣のみならず将来の経営陣も加わった「経営のリレー」によって生みだされる。この経営のリレーを可能にするのが、未来志向の

「指名」と「報酬」を軸とした制度設計であり、「取締役会を中心としたガバナンス」である。その制度設計に「マテリアリティ(経営上の重要課題)」に基づく「KPI」を適切に連動させることで、執行と監督という経営上の

車の両輪が機能する。マ

テリアリティを導き出すのは「経営戦略」であり、そのもととなる「ビジネスモデル」である。しかしながら、企業価値は将来キャッシュフローによって決まることから、経営戦略やビジネスモデルも将来の事業環境等を踏まえたものでなければならぬ。当然、現在のビジネスモデルや経営戦略とは異なるものである。

その「Transformation」が必要になってくる。サステナビリティ経営は、まさにこの「Transformation」がカギを握る。

現在のビジネスモデルや経営戦略が、将来のあ

るべきビジネスモデルや経営戦略と異なるのと同じように、それぞれを支えるESGへの取り組みも当然異なる。このギャップを認識して初めて、必要なESG投資やサステナビリティ経営が成立する。つまり図表2で示されるフレームワークを構築することなしに、企業のサステナビリティ経営は成り立たないということである。最終的には、「As-Is/To-Be」分析による現在と将来のギャップ分析を通して、企業としての存在意義である「パーパス」やパーパスを実現するための目指す姿としての「ビジョン」の再定義につなげる必要がある。これは、最近の企業KPIとして重要視される従業員エンゲージメント指数を向上させるためにも大切である。

企業価値を生みだしていくためのこれら一連のフレームワークなくして、企業のESGへの取り組みも、サステナビリティ経営も活きてはこない。また、このフレームワークは機関投資家との対話においても必要不可欠である。企業のサステナビリティ経営をさらに一段高度化するためにも、また投資家とのエンゲージメントの実効性を上げるためにも、提示したフレームワークを意識した情報開示が求められる。