

ESGと企業価値向上

[第2回、最終回]

ESG投資の
概要と近時動向

ESG投資が資本市場で注目されており、上場企業には従来型のCSR（企業の社会的責任）の視点にとどまらず、自社のESGへの取組みが企業価値にどのように寄与していくのかという視点での説明責任が求められている。本稿は、2回シリーズで、今回は「機関投資家等が求めるESG情報と上場企業に求められる対応」を解説していく。



吉川英徳
Hidenori Yoshikawa

株式会社大和総研 経営コンサルティング部
主任コンサルタント
ESG対応を含む、コーポレート・ガバナンス、経営戦略・中期経営計画策定、アクティビスト株主対応・敵対的買収対応等に携わる。日本証券アナリスト協会検定会員。2010～2012年経済産業省産業資金課出向（新規産業室併任）。主な著作は「JAL再生（日本経済新聞出版社、2013）」「ガバナンス・コード実践ガイドブック（中央経済社、2016）」。

1. 機関投資家による
ESG情報の活用方法

ほとんどの機関投資家がESG情報を投資判断やエンゲージメント（対話）で活用している。経済産業省の調査によれば、日本の主要機関投資家の97.9%がESG情報を投資判断に活用しており、リスクの低減（アンケート対象の97.9%が回答）やリターンの増加（同87.5%）等を目指している。同様にエンゲージメントにESG情報を活用している機関投資家比率は95.8%となっている。機関投資家が具体的にどのようにESG情報を活用するのか整理していく。

① ESGインテグレーション
におけるESG情報の活用

機関投資家がESGインテグレーションによる投資を行う場合、①売上高・費用などの伝統的な財務分析の予測に、ESG分析に基づく非財務情報を組み込む、②割引率においてESG分析に基づく財務情報を組み込む、③ESGスコア（詳細は後記③）が一定以下

の企業は投資対象から外す等の対応を行う。

機関投資家がESG分析を実施する際に、「マテリアリティ（取り組むべき重要なESG課題）」を考慮される。多様なESG課題がある中で、中長期的な企業価値への影響という観点で見ると、個々の企業ごとに重視すべきESG課題は異なってくる。例えば、「気候変動対応」についても、二酸化炭素排出量の多い業界（鉄鋼業等の製造業）と、そうでない業界（サービス業）においては重要性が異なってくる。機関投資家は個々の業種・企業ごとのマテリアリティを見定めた上で、当該企業が適切にESG課題に対応しているかを評価するとともに、「マテリアリティ」を踏まえた経営戦略等を求めるようになってきている。

業種ごとに異なるマテリアリティについて、スタンダードを作ろうとする動きが近年加速化している。米国の非営利団体であるSustainability Accounting Standards Board（米国サステナビリティ会計基準審議会：SASB）

がブラックロック等の大手機関投資家の支援を受けつつ、株主視点で77業種の業種ごとのマテリアリティを踏まえたESG情報の開示枠組みを整理した「SASBスタンダード」を2018年に公表し、ESG情報の開示スタンダードとして急速に普及している。

② エンゲージメントや議決権行使基準へのESG要素の反映

日本では、2014年の日本版スチュワードシップ・コード策定以降、機関投資家は投資先企業との対話活動に注力してきた。2020年の日本版スチュワードシップ・コード再改訂で機関投資家のエンゲージメント活動において「サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」が求められる旨が明記されたことにより、ESG課題を踏まえたエンゲージメントや議決権行使を強化する動きが広まっている。例えば、大手機関投資家の三井住友トラストアセットがESG推進室、アセットマネジメントONEがサステナビリティ推進室

を各々新設している。

加えて、ESGを踏まえた議決権行使基準を導入する動きが出ている。例えば、第一生命は2020年改訂で「投資先企業ごとの課題もしくは対話活動の重点テーマとしたESG課題（気候変動対応等）」について、継続的な対話を踏まえても改善が見られず、今後の改善も見込めないと判断される企業の代表取締役再任について、原則として反対する」との基準を導入している。住友生命等の他の機関投資家もESG課題を踏まえた議決権行使基準を導入しており、今後広がっていくと考えられる。

海外機関投資家はさらに踏み込んだメッセージを投資先企業に対して発信している。例えば、大手機関投資家のブラックロックはTCFD開示やSASBスタンダードに基づいた開示を行っていない場合は、取締役選任議案に対して反対票を投じる可能性を検討している旨を公表している。また、ステート・ストリートはSASBのマテリアリティや外部の

ESGスコア情報に基づき自社で「Rファクター」と呼ばれるESGスコアを算出しており、「Rファクター」が低く改善しない企業の取締役選任については反対・保留する旨を公表している。

③ 投資先企業のESG情報に基づくESGスコアの活用

ESG投資が急速に拡大する中で、機関投資家は投資先企業のESG対応状況を評価するために、ESG評価機関が定量的に測定するESGスコアを活用している。

ESGスコアとは、評価対象企業のESGパフォーマンスやリスクを定量的に測定し、他の企業との相对比较を可能とする仕組みである。ESGスコアは、ESG評価機関が予め定めた評価項目に沿って、企業の公開情報（ウェブページ等）やアンケートから評価対象企業のESGに対する取組情報を収集・整理し、各ESG評価機関のスコアリングモデルに従って、数値や記号で表現される。

ESG情報は非定型的な情報が多く、開示媒体も統一されていない

そのため、ESGスコアの算出に向けてESG情報をアンケートや公開情報から収集・分析するのは、非常に労力のかかる作業である。そのため、機関投資家はESG情報の集計・分析を外部専門機関であるESG評価機関に委託し、ESGスコア情報等を購入している。個々のESG評価機関によってESG情報の収集項目や重視項目が異なっており、同一の企業でもESG評価機関ごとに評価が大きく分かれることもある。

世界で600以上の評価機関があり、機関投資家が注目する代表的なESGスコアでも10近くある(図1)。ESGスコアは、ESGの全ての要素を考慮してスコアリングする「総合型」と特定のESG課題に基づきスコアリングする「テーマ型」に区別される。FTSE Russell ESG RatingsやThe SAM Corporate Sustainability Assessment (CSA)、Sustainalytics ESG Risk Ratings、MSCI ESG Ratings等は総合型である。一方で、CDPは二酸化炭素排出量(気候変動等)に特化してスコアリングする「テーマ型」

図1 主要なESG評価機関

	ソース	カバレッジ	尺度	特徴
FTSE Russell	公表情報	約7,200社	0~5	■ESGについて14のテーマ毎に評価。個々のテーマについて10~30の小項目について開示状況で評価し、セクター毎に重要性で重みづけし評価している。 ■5点満点中3.3点以上の評価でインデックスに組み込み (FTSE Blossom Japan等の場合)
S&P Global CSA	アンケート	約4,700社	0~100	■財務上のマテリアリティに重点。企業のサステナビリティに係る機会の認識、活用能力を毎年評価 ■61の異なるセクター個別のメソッドロジーも整備
Sustainalytics	公表情報	約9,000社	0~100	■企業の重大なESG課題へのエクスポージャーを評価 ■ESGリスク管理能力に応じてスコアリング。尚、企業が直接管理できるリスクのみを考慮(例:石炭関連会社におけるスコア3排出は評価対象外)
MSCI	公表情報	約7,000社	AAA~CCC (7段階)	■企業のESGリスクと機会を7段階で評価。高評価を受けた企業はインデックスへ組み込み ■機関投資家向けにパフォーマンス調整済みに設計。毎年更新
CDP	アンケート	約7,000社	A-D- (8段階)	■企業より提出されるアンケートに基づき、環境対応に関する透明性とサステナビリティ指標のパフォーマンスを評価。毎年実施・更新 ■気候変動、森林、水の安全という3つの主要なカテゴリを評価。スコアリング方法はセクターごとに異なるが、共通カテゴリとしてとしてガバナンス、リスクと機会、目標とパフォーマンス、開示、排出方法を設定
ISS ESG	公表情報	約6,300社	1-10 (10段階)	■企業の開示慣行を測定し、特に環境およびソーシャル指標に焦点 ■スコアは主に報告されるデータ量によって決定されるが、各種リスク軽減のための対策およびリスクに対する将来的な責任へのコミットメントに対して強い重み付け ■GRI、SASB、TCFDの開示拡充は、ISSのランキング向上へ寄与
Vigeo Eiris	公表情報	約4,500社	0~100	■国際枠組みに基づく38の基準を設定し、分析のためリスクファクターにより6つの領域に分類。さらに、各セクターとESG要素の関連性・重要度を鑑みて重みづけし、300超の指標を通じて評価 ■ユーロネクストと共同でESGインデックスを組成
Bloomberg	-	約11,500社	0~100	■企業の環境データのブルームバーグ端末フィールドのカバレッジを評価 ■開示量のみをフォーカスし、パフォーマンスはスコアリングに考慮されない

出所: 各種資料より大和証券・大和総研作成

図2 GPIFが投資するESGインデックス一覧 (2020年3月末時点)

	FTSE Blossom Japan Index	MSCIジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数	MSCI日本株 女性活躍指数	S&P/JPX カーボンエフィシエント指数	S&Pグローバル 大中型株 カーボンエフィシエント指数 (除く日本)
指数のコンセプト	・FTSE4Good Japan Index のESG評価スキームを用いて評価 ・ESG評価の絶対評価が高い銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトを中立化したESG総合指数	・MSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映した総合型ESG指数 ・業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ	・職場における高い性別多様性と高い財務性を持つ企業を選定するESGテーマ型指数 ・各社が開示する女性雇用に関するデータに基づき、雇用、勤続、昇進や研修などの多面から性別多様性スコアを算出し、各業種から高スコアの企業を選別している	・環境評価のバイオニア的存在であるTrucostによる炭素排出量データをもとに、世界最大級の独立系指数会社であるS&Pダウジョーンズ・インデックス指数が指数を構築 ・同業種内で炭素効率性の高い(温室効果ガス排出量/売上高の低い)企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイト(比重)を高めた指数	
対象	国内株	国内株	国内株	国内株	外国株
指数組入候補 (親指数)	FTSE JAPAN INDEX (509銘柄)	MSCI JAPAN IMI TOP700 (700銘柄)	MSCI JAPAN IMI TOP700 (700銘柄)	TOPIX (2,164銘柄)	S&P Global Large Mid Index (ex JP) (2,896銘柄)
指数構成銘柄	181	248	305	1,725	2,037
運用資産残高(億円)	9,314	13,061	7,978	9,802	17,106

出所: GPIF公表資料より大和総研作成

2. 上場企業に求められる対応のポイント

前述のような機関投資家のESG投資への取組強化の動きに対し、上場企業において求められるポイントとして、(1)経営戦略へのESG課題の組込み、(2)取締役会における監督体制の整備、(3)自社のESG課題への取組に関する開示の充実がある。

(1) 経営戦略へのESG課題の組込み

経営戦略へのESG課題の組込みについては、PEST分析③等によるESG視点を含めた外部環境の把握、ビジネスモデルの持続性の観点からのマテリアリティ(重点課題)の特定、それらの経営戦略・中期経営計画への反映、非財務KPIの設定などがある。

例えば、投資家の関心が高いESG課題の1つに気候変動対応がある。特に、日本国内においては、2020年10月に菅義偉首相が「2050年カーボンニュートラル実現」を宣言して以降、産業界で自社の脱炭素戦略を検討する動きが広がるなど、上場企業における関心も急速に高まっている。脱炭素戦略の方向性としては、①事業機会の創出、②自社の炭素関連資産の見直し、③自社のエネルギー調達戦略の変更、がある。①事業機会の創出の観点では、脱炭素社会に向けた省エネルギー・脱炭素の商品・サービスの開発・販売がある。②自社の炭素関連資産の見直しについては、事業ポートフォ

リオにおける石炭・石油関連事業の見直しに加えて、石炭・石油に関連した自社の保有設備(自動車を含む)の見直しが含まれる。脱炭素が社会的な動きとなる中で、それら保有資産の価値低下が懸念される。③自社のエネルギー調達戦略の変更については、サプライチェーンにおける顧客からの再生エネルギー100%での製品製造の要望や、炭素税導入による電力等のエネルギーコスト上昇などを見据えて、自社の温室効果ガスの排出量削減に向けた取組み(例:省エネ設備の導入や、自社消費エネルギーの100%を再生可能エネルギーにすることなど)がある。こうした動きを、自社の長期戦略や中期経営計画に反映させる必要がある。例えば、2050年に事業運営に必要なエネルギーを100%再生可能エネルギーで賄うことなどを非財務KPIとして掲げた上で、RE100(Renewable Energy 100%)などの国際的なイニシアチブに賛同する上場会社も増えつつある。

加えて、近年、資本市場が重視

しているESG課題に「人権対応」がある。最近では、米政府や英国政府は中国新疆ウイグル自治区におけるウイグル族の強制労働を理由に自治区に関連した綿製品などの輸入規制を実施しており、人権問題はバリューチェーンにも大きな影響を与え始めているため、社内にとどまらず、取引先を含めた対応が求められる。そうした社会情勢を意識し、一部の企業では、グループ人権ポリシーを制定した上で、取引先に対してもその順守を求めている。

(2) 取締役会における監督体制の整備

近年、資本市場が上場企業に対し求めている項目に、取締役会が自社のESG課題を適切に把握し、監督を行っているかという視点がある。例えば、TCFD提言における開示項目において「ガバナンス」の項目が入っており、ESG評価機関の評価項目にも、取締役会等の監督体制やインセンティブ設計(役員報酬がサステナビリティ指標に沿っているか等)が含まれ

ている。

そうした中、最近、注目される取締役会によるESG課題の監督の仕組みとして、サステナビリティ関連委員会(ESG委員会など企業によって名称は異なる)の設置がある。現状においても、環境委員会やCSR委員会を業務執行側で設置している企業があるが、取締役会が全社的なESG課題について主体的に関与している企業は少数派にとどまっている。金融庁によれば、JPIX400指標採用企業のうち、サステナビリティ関連委員会を設置しているのは55社³⁾であり、そのうち取締役会直下に委員会を設置しているのは8社、取締役会に報告しているのは23社である。

新型コロナウイルス禍以降、気候変動や人権等といった社会課題に対する国際社会の視線は厳しくなっており、各国政府も法規制を含めた具

図3 主な国際的な開示フレームワーク

	GRI (スタンダード)	IIRC (国際統合報告フレームワーク)	SASB (スタンダード)	CDP	CDSB (フレームワーク)	TCFD (提言)
目的	企業が経済・環境・社会に与えるインパクトを特定し、サステナビリティ報告書として開示すること	企業が統合報告を通じて持続的な価値創造について説明すること	企業が投資家に対して財務的に重要な持続可能性に関する情報を開示すること	企業や都市が環境へのインパクトを認識し、持続可能な経済を実現すべく開示等を行うこと	環境情報を財務情報に統合することで環境に係る投資家の意思決定を支援すること	気候変動に関連するリスク・機会情報を企業が金融市場参加者に対して一貫した枠組みで開示すること
開示項目/対象分野	・経済(地域経済、反競争的行為など) ・環境(エネルギー、水など) ・社会(人権、児童労働など)	・財務資本 ・製造資本 ・知的資本 ・人的資本 ・社会・関係資本 ・自然資本	環境・社会に関する事項(業種によって異なる)	・気候変動 ・水 ・森林	環境情報(気候変動、森林、生物多様性、水、土地など)	気候変動によるリスク・機会(GHG排出、水使用、エネルギー使用等を含む)
業種別の違いの有無	一部業種について固有の基準を開発中	特別な規定はなし	業種分類ごとに異なる要求事項が設定されている	業種によっては回答する質問が異なる	特別な規定はなし	一定の業種(金融関連やエネルギー関連など)についてはガイドラインが作成されている
原則 or 細則主義	細則主義	原則主義	細則主義	細則主義	原則主義	原則主義
開示対象	従業員・株主のほか、広くサプライヤーや社会的弱者、地域コミュニティ等を含む	投資家など	投資家など	主に投資家など	投資家など	投資家など
基準への準拠の方法	フレームワークに準拠し、その旨を開示。スタンダードを使用した旨をGRIに通知する	フレームワークに準拠し、その旨を開示	フレームワークに準拠し、その旨を開示	送付された質問書に回答することでスコア(格付)を与えられる	フレームワークに準拠し、その旨を開示	フレームワークに準拠し、その旨を開示
主に想定される開示報告書(チャネル)	サステナビリティ報告書(他の媒体での開示を参照可能)	統合報告書	各種報告書やウェブサイトでの開示	質問書への回答内容が後日CDPウェブサイトでの開示される	有価証券報告書・統合報告書などの主要な報告書	本来の年次財務報告書(統合報告書なども可)

出所: 各種資料より大和総研作成

体的な政策的対応を進めている。その結果、これら社会課題への政府の対応が企業のビジネスモデルに多大な影響を及ぼす可能性が出てきている。こうした外部環境の変化を踏まえ、取締役会はリーダーシップを持って、自社が関わるESG課題を認識し、業務執行側が適切に課題解決に向けて取り組んでいるのか、監督することが求められている。今後、企業経営においてESG課題への対応の重要度が高まる中において、取締役会の諮問機関としてサステナビリティ関連委員会を設置するなど、ESG課題への対応に向けたコーポレートガバナンス体制の拡充が望まれる。

(3) 自社のESG課題への取組みに関する開示の充実

機関投資家やESG評価機関は主に上場企業の開示情報に基づいて当該企業のESG課題への取組み状況を評価している。そのため、自社のESG課題への取組み状況が評価されるためには、適切に開示していくことが求められている。

自社のESG課題への取組みに関する開示については、大きく2つの方向性がある。1つは「自社のESG課題への取組みを企業価値向上ストーリーと紐づけて開示」するという方向である。これは主に機関投資家等が重視する視点であり、多くの企業は、自社の経営ビジョンや中期経営計画と紐づけて、「統合報告書」や「中期経営計画の説明資料」「決算説明会資料」等の媒体を通じて投資家に向けて開示している。

もう1つは「ESG課題への取組みを網羅的に開示」するという方向であり、ESG評価機関が重視する視点である。ESG評価機関は前述したように他の企業との相对比较を行うために、開示情報などからESG情報を収集し分析している。ESG評価機関の評価項目は多岐にわたり、網羅的なESG情報の開示が求められている。

よく企業の方からの「相談で「弊社はESGへの取組みをやっているが、ESGスコアが低い」との相談があるが、これは自社の取組みがESG評価機関の評価項目に

沿って開示されていないことが要因であることが多い。

自社のESG課題への取組みを網羅的に開示する際に、一般的に参照されるのが「開示フレームワーク」である。図3は主要な開示フレームワークを整理したものであり、多様な開示フレームワークが存在している。例えば、統合報告書等でよく使われる「IIRC(国際統合報告フレームワーク)」や、「CSR報告書等で使われる「GRIスタンダード」、前述した北米系の機関投資家が重視する「SASBスタンダード」、気候変動リスクへの開示フレームワークである「TCFD提言」などがある。

自社のESG課題への取組みについて開示フレームワークに基づき開示していくことで、ESG評価機関などからの評価も改善することが期待できる。また、必要に応じて、開示フレームワークやESG評価機関の評価項目を参考に、自社のESG課題への取組み改善に活用することも必要となっている。

3. 最後に

近年、SDGs(持続可能な開発目標)に代表されるように「社会課題の解決」が世界的に注目を浴びていたが、コロナ禍を経て、そうした動きが一層加速している。主要機関投資家の多くがPRIに署名し、ESG投資を進めており、投資先企業に対してESGへの取組みを求めるようになってきている。上場企業においては、このような社会情勢を把握し、自社の経営戦略やコーポレートガバナンス体制にESG課題への対応を組み込んでいくことが求められている。

NOTE

- (1) ESG投資に関する運用機関向けアンケート調査(経済産業省 2019年12月)
- (2) ESG投資の手法については、前編「ESG投資の概要と機関投資家等が重視するESG課題」を参照頂きたい
- (3) マクロ環境の変化を、政治(Politics)・経済(Economy)・社会(Society)・技術(Technology)の視点で整理する外部環境分析のフレームワーク
- (4) 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第24回)令和3年2月 資料より