

投資家動向・変わる投資家対話

～サステナビリティに関する対話で求められる視点～

サステナブル投資に対する機関投資家の意識が高まっており、企業と投資家間の対話の在り方が進化している。投資家の要求を受け、企業はサステナビリティを長期計画に組み込むための施策内容をより具体的に開示し、自社の活動が社会全体に及ぼす影響の定量化を試みている。本稿では、サステナブル投資の重要課題である評価方法の標準化、社会的影響の可視化に向けた要諦を紹介する。

機関投資家が求める サステナビリティの可視化

機関投資家の多くは持続可能性(サステナビリティ)の基準を設け、投資ポートフォリオ評価に用いている。米国の大手資産運用会社であるブラックロックが世界各国の機関投資家に実施したアンケートでは、回答者の54%が、サステナブル投資は今後の投資プロセスと成果の両面で欠かせない要素になると回答している*1。企業は投資対象としての高い成長性や安定性のほか、サステナブルな要素も経営戦略に取り込むことで社会全体に対するインパクトを創出することを求めている。

サステナビリティに対する関心が高まった一因としてコロナ禍が挙げられる。コロナ禍より労働市場が注目され、企業の従業員に対する接し方、サプライチェーンの管理・監督など、投資家は環境課題に加え、社会課題をより強く意識するようになった。こうした中、機関投資家は、企業が開示する非財務情報を用いて、保有している他銘柄との比較検討に用いている。従前の温室効果ガスの排出量削減に加え、

環境保全や人的資本、人権に関連した情報の可視化を促進している。

一部の機関投資家は、対話を通して企業のサステナブルな取組みを促している。米国の大手運用会社であるステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、2019年より独自のESGスコア(Rファクター)を公開し、シチュワードシップ活動や投資判断の場で活用している。スコアの低い会社に対しては対話を通じて各社に必要な対策を適宜実施しているが、改善に向けた具体的な計画を示さない企業に対しては取締役会に対して議決権行使を行うなど厳しい態度で臨んでいる*2。

企業側の対応

世界各国の上場企業がサステナビリティに関する開示内容を充実させている中、とりわけ、投資家との対話の質を上げるべく各社が積極的に動いていることが特筆される。

サステナビリティまわりの規制・制度の高度化は、企業に開示内容を充実させる圧力になっている。具体的には、欧州ではEUタクソノミ

サステナビリティの測定・定量化に向けた取組み例

取組み	参加企業(例)	詳細
Environmental Profit & Loss Accounting (EP&L)	Puma, Novo Nordisk, Kering, Natura, Philips, Gucci, Volcom	サプライチェーン全体の温室効果ガス排出量、大気汚染、水質汚染、水使用量、土地使用量、廃棄物発生量を測定し、社会に与えるおおよそのコストを、事業活動によって起こりうる環境の変化に基づいて環境負荷を算出
Value Balance Alliance (VBA)	Novartis, BASF, Deutsche Bank, Philip Morris, SAP, SK Group	例) Novartisの財務・環境・社会インパクト評価は、経済的価値に加えて、事業活動が社会や環境に与える影響を測定。2016年に手法を開発した。2020年では、VBAの手法を活用。疾病負担や予防的介入が健康への悪影響や環境破壊を回避するための社会的影響を測定
GIIRS/B Impact Assessment	Prudential, UBS, Bancolumbia, Funds	B Impact Assessmentはポートフォリオ企業が従業員や地域社会、環境に与える影響を測定し、管理する。世界中の50,000社以上の企業を対象とした300以上の指標を用いたベンチマークにより、トップパフォーマーとの比較を行うこともできる
Social Return of Investment (SROI)	主にNPOや政府機関が活用	組織が生み出す社会的、環境的、経済的価値を測定する。この評価では、コストや投資(インプット)に対する利益の比率が算出される。例) 3:1という比率は、\$1につき\$3の社会的価値をもたらすことを示す
Sustainability Balanced Scorecard	フレームワークを開発中	Sustainability Balanced Scorecard (は、企業が経済的、環境的、社会的なパフォーマンスを測定するための包括的な測定フレームワークである
Outcome Assessment for Social Enterprise	フレームワークを開発中	Social Enterprise Londonで実行しているプロジェクトで、社会的企業が社会的影響度を測定したときに最も適切な方法を定義し、フレームワークを開発している。現在、フレームワークを利用して、社会的企業に対して自社の役割や重要性を感じてもらおうと教育ワークショップを進行している

Source) Various Sources, NRIA Analysis

やサステナビリティ関連の開示規制(SFDR)、米国ではバイデン大統領が2021年5月20日に署名した大統領令(気候関連の金融リスク)、日本ではコーポレート・ガバナンス・コード改訂におけるサステナビリティに関する補充原則などが該当する。企業は、歩み寄りしたい投資家層を理解した上で、適宜、これらの法規制・フレームワークにそった開示に注力している。

他方、サステナビリティは幾多ものテーマを包含しており、各業界での適用が異なる。そのため、機関投資家からすると、企業のサステナブルな活動を業界横断の枠にはめて、競合他社と比較することが困難とされていた。ESGという観点で企業を評価するサービスも多数存在するが、同じ企業の同じ情報を参照しても算出されるスコアの相関が低く*3、評価基準の統一化がサステナブル投資にとって優先度の高い課題である。

そこで一部の企業は投資家との対話の方向性を見直し、①長期戦略にサステナビリティを取り込んだ上で、その実現に向けた具体的なロードマップを策定しているほか、②サステナブルな活動による企業や社会への影響の定量化を試みている。

長期的な目標を定義した上で、その実現に

向け今、何をすべきかを描き出す手法は、バックキャストイングと呼ばれ、事業計画策定などで用いられている。サステナビリティにおいてこのような動きが強調された背景には、長期目標の実現可能性について投資家が企業に具体的な説明を求めていることがあげられる。これを受け企業では、サステナビリティを戦略に組み込んだ実績を投資家に説明する際に、目標の進捗を相互に確認し、適宜施策内容を調整しようとしている。このように対話を繰り返すことで、投資家からの信頼を獲得しようとするものである。

米インテル社のRISE戦略はその典型例としてあげられる。RISEとは、Responsible(社会的責任)、Inclusive(受容性)、Sustainable(持続可能性)、Enabled(実現能力)の頭文字を繋げた言葉で、インテル社は、RISE戦略を通して、企業としての社会的責任を果たすだけでなく、広範なステークホルダーと協議しながらサステナビリティに関する課題解決を目指している。同社のウェブサイトではRISE戦略の構成要素ごとに課題を特定し、管理指標や目標達成に向けた施策を紹介している*4。

他方、企業が環境・人・社会に与える影響を

サステナビリティ事業
エキスパート
コンサルタント
飯野 正文 部



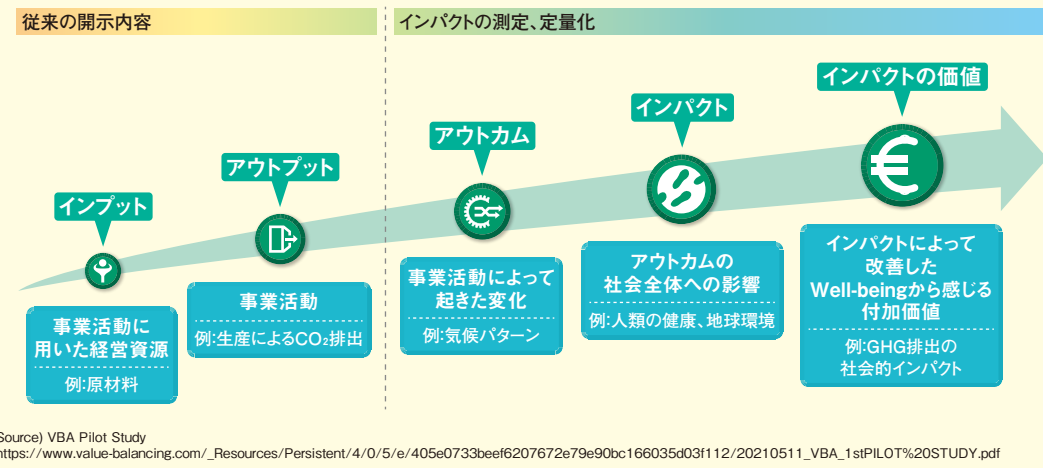
*1. ブラックロック「2020年グローバルサステナビリティ投資調査」
(<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/about-us/blackrock-sustainability-survey>)

*2. ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、「2020年CEOレター/取締役会のためのESG監督のフレームワーク」
(<https://www.ssga.com/content/ssga/pages/ja/about-us/apac/asset-stewardship-individual.html>)

*3. GPIF、「ESG活動報告2020」
(https://www.gpif.go.jp/investment/GPIF_ESGReport_FY2020_J.pdf)

*4. <https://www.intel.com/content/www/us/en/corporate-responsibility/2030-goals.html>

VBAにおけるインパクトの算定工程(イメージ) 図表2



Source) VBA Pilot Study
https://www.value-balancing.com/_Resources/Persistent/4/0/5/e/405e0733beef6207672e79e90bc166035d03f112/20210511_VBA_1stPILOT%20STUDY.pdf

組み込んだ企業価値算出手法も検討されている(図表1)。例えば、2019年8月に創設された非営利団体である「Value Balancing Alliance」(以下「VBA」)では、加盟メンバーの企業活動が環境・人・社会に与える影響を金額換算し、機関投資家等がメンバー企業間での比較・分析を可能にしようとしている。

VBAの創設企業の一つである独BASF社の開示内容を見ていくと、VBAの思想(BASF社はValue to Societyとしている)に照らし合わせ、社会にもたらす裨益や関連するコスト、同社の活動のインパクトといった要素の社会全体への効果を数値化している(図表2)。

VBAの思想に基づいた開示手法はまだ試行段階で、2021年5月に検討結果のv0.1が公開されている。手法が確立されれば、企業の経済、社会、環境へのインパクトを可視化できる上、サステナビリティ課題の特定や、投資家と対話する中での改善策の検討や検証に用いるための新たな手段に発展していくことが可能になる。

投資家と企業の関係強化に資する「対話」のポイント

機関投資家は、企業との対話を通して当該企業の企業価値をどのように向上させたいか、ひいては機関投資家の最終受益者に対するリターンをどのように確保できるかについて、将来予想を立てている。企業価値に対する考え方において、企業活動から得られる経済効果にとどまらず、社会全体の持続可能性への貢献が重視されるようになり、対話の目的もそれに合わせて進化している。

著者が最近会話した欧米の大手企業のIR担当の経営者は、投資家との会話の冒頭で、サステナビリティの長期戦略への組み込みや、具体的な施策内容について質問が来るようになったと話している。このように投資家との対話での重点テーマは刻々と変化しており、企業側は、そうした変化を先読みし、投資家が求めるような具体的かつ実現可能性の高い「答え」

を常に準備しておく必要がある。

事業内容の安定性や成長性が高く、財務基盤が備わっていれば、投資対象としては魅力的であるが、ひとたびサステナビリティの観点で評価が下がれば、投資対象から除外されるリスクが内在していることを企業はこれまで以上に意識する必要がある。特に環境負荷が高い企業や、社会的な負担の高い事業を営んでいる企業であるほど、現状の事業内容だけでなく、それらの事業の改善に向けた工程を投資家に訴えかけることが肝要である。

投資家側では、自社のサステナビリティ目標と融和しない企業から手を引くのではなく、対話を通してよりサステナブルな活動へと誘導するエンゲージメントを重視している。投資家はエンゲージメントした結果を最終受益者に報告する義務があり、本稿で紹介した短期施策の具体化やサステナブルな活動の定量化に向けた活動は、機関投資家にとって使いやすいツールになるのではないか。

この点について、ある大手の米系の資産運用機関は、対話の在り方が変わったことでサステナビリティに関する最終受益者への説明責任が果たしやすくなったと述べている。例えば、投資対象の企業が、運用機関が算定するESGスコアで最低ランクであっても、3年後にはランクが1段階改善し、その更に1~2年後にはもう1段階改善するといった目標とその実現に向けた計画が策定されていれば、同機関では「後に改善する見通しが高いため、引き続き投資対象銘柄として保有する」とし、最終受益者に一連の検討内容を説明して納得を得ているという。

これまで述べた内容を振り返ると、サステナビリティに関する今後の投資家との対話の効果を高めるために、企業は、①サステナビリティ要素を取り込んだ長期戦略の策定、②長期的に達成する課題の設定、③戦略を実践するステップの具体化、④目標の定量的な進捗管理を推進することが基本動作になると考えられる。

おわりに

ある米系機関投資家は、自身が対話してきた日本企業の多くは、自社のサステナビリティ課題に対する認識が甘く、競合他社との比較で自社をいかに良く見せられるかといった説明に注力する傾向があったという。その一方で、こうした状況にあることを踏まえ、自社の長期戦略を設定する目的や、それに紐づいた短期的な取組みを詳細に説明するなど、内容に工夫を加えることで、対話の効果が高まる余地は十分にあると指摘している。

今後、機関投資家からはサステナビリティを経営戦略に取り込む活動を更に厳しく求められるようになることを考えると、企業側では活動内容の具体化と定量化を更に意識した対応が求められるであろう。投資家との対話シーンでは、企業は投資家の要求をただ聞くだけでなく、投資家からフィードバックを要請したり、改善策のアイデアを募ることが重要になる。こうした積極的な対話を意識することで、サステナビリティという不確実性の多いテーマにおいても双方の信頼関係が強まると考える。 N