

日本価値創造 ERM 学会誌
JAVCERM JOURNAL

2019 年度 第 1 回 セミナー報告
SDGs は企業価値向上に役立つのか？
—ESG 投資から見た SDGs の意義—

第 1 部：基調講演

第 2 部：パネルディスカッション

開催日：2019 年 6 月 14 日
会場：日本工業大学（神田キャンパス）

開会挨拶

日本価値創造 ERM 学会副会長

三宅将之

第 1 部：基調講演

「ESG 投資から見た SDGs の意義」

日本価値創造 ERM 学会会長

首都大学東京特任教授／京都大学客員教授

加藤康之

第 2 部：パネルディスカッション

「SDGs は企業価値向上に役立つのか？」

〈パネリスト〉

立命館アジア太平洋大学 国際経営学部教授

鈴木勘一郎

KPMG あずさ監査法人

アドバイザリー本部グローバル財務マネジメント ディレクター

土屋大輔

UBS アセット・マネジメント

執行役員・運用本部長・株式運用部長マネージング・ディレクター

松永洋幸

オムロン（株）サステナビリティ推進室エンゲージメント推進部長

松古樹美

〈モデレーター〉

日本価値創造 ERM 学会会長

首都大学東京特任教授／京都大学客員教授

加藤康之

開会挨拶

(日本価値創造 ERM 学会副会長 三宅将之)

皆さまご多忙の中、大勢ご参加くださりありがとうございます。私は事務局を務めております三宅と申します。よろしく申し上げます。

この学会は 2007 年 5 月に設立されまして、今年度は 13 年目になります。企業経営者の方々の価値創造活動の有効な意思決定、プロセスに注目をした学会でありまして、会員には金融の関係者に加えて、事業会社の方もご参加いただいている点を特色とする学会になっています。現時点で、法人会員が 19 法人、個人会員が約 100 名という構成になっています。

本日は今年度第 1 回目のセミナーということで、加藤会長に第 1 部基調講演を行っていただき、続いて第 2 部で 4 人のパネリストの方々に登壇いただくパネルディスカッションという構成としています。そのあと時間が許せば、この会場で懇親会ということで、是非、意見交換をしていただければと思っています。

お手元に一枚紙でパネルディスカッションの際の質問票をご用意していますので、質問事項がございましたらご記入ください。パネリストの方々に答えていただくという進め方にしたいと思っています。ご協力よろしく申し上げます。

当学会の学会誌は電子ジャーナルで刊行しています。昨年度の第 3 回セミナー報告原稿がほぼ出来上がっていますので、近日中にご案内差し上げたいと思っています。

それでは、第 1 部を始めてまいりたいと思います。加藤会長、よろしく申し上げます。

第1部：基調講演

(日本価値創造 ERM 学会会長、首都大学東京特任教授／京都大学客員教授 加藤康之)

加藤でございます。よろしくお願いいたします。本日は ESG と SDGs、特に SDGs に焦点を当てて、私の基調講演とこのあとのパネルで議論させていただきたいと考えています。

最近ある方と話していて、「加藤さん、最近 SDGs 投資はどうなっていますかね。」というので、この人は ESG 投資から SDGs 投資にもう移ってしまっているんだ、進んでいるなと思ったら「あ、すみません。ESG 投資だった」と言っておられました。

どうも ESG と SDGs がこんがらがっている人が多いし、どういう関係なのか、どんな意味なのかが分からなくなっている。きょうはこの ESG 投資と、最近非常に注目を浴びている SDGs の関係を、特に企業価値という観点から深掘りしてみたいと思います。

深掘りはパネルで議論するとして、インベスターサイドから ESG 投資から見た SDGs の意義を整理してお話をさせていただきたいと思います。

最初に、受託者責任を負うマンドレートは、委託者のためにリターンを得ることが要求されます。何で当たり前のことをあえて言うのかということ、ESG 投資あるいは SDGs の議論では、当たり前の観点が薄くなっているようなので、ESG や SDGs がどういう位置付けになっているのかを少し考えてみたいということです。

経済的リターンと社会的リターン

まず、ESG 投資リターンは二つの側面がある。通常の経済的リターン、これは通常の投資リターンです。もう一つが、社会的リターンです。これは社会的にポジティブなインパクトを与えたこと。たとえば、女性の従業員が増加したとか、CO₂ の排出量が削減されたとか。これを社会的リターンと考えているわけです。この社会的リターンの認識が、ESG 投資を他の投資と区別していることと私は考えています。

もう一つ重要なことが、社会的リターンが長期的に経済的リターンを生み出すという前提がポイントになるのではないかと考えています。

経済的リターンから見た ESG 投資手法の分類ということで、基本的には経済的リターンを上げるのがマンドレートなわけで、その観点から投資手法をあえて二つに分けてみました。

一つが、超過リターンを追求する投資手法。超過リターンを求めることを ESG アクティブ運用と呼ぶことにします。もう一つは、超過リターンを追求しない。結果的に超過リターンは出ないが、市場リターンの維持向上をめざす投資手法があります。これも一応経済的リターンですよ。市場リターンの維持向上を目指す。これを ESG ノンアクティブ運用と呼んでみようと考えます。運用機関の方は、両方やっているとおっしゃるだろうと思い

ますが、ここではあえて分けさせていただきました。

超過リターンを追求する投資法

超過リターンを追求する投資法は ESG アクティブ運用ですが、ポイントは、ESG 要因、ESG ファクターに関して市場に何らかのミスプライシングが存在している。アノマリーが存在している。さもないと超過リターンは出ませんから。ミスプライシングが存在していると考えるのが前提になります。

したがって、ESG 評価が高くても割高と判断されれば、その銘柄はショートすることもある。ヘッジファンドを皆さんはやっていらっしゃるんですが、これを称して ESG 投資と呼べるのかという議論は当然ありますけれども、ESG アクティブ運用という広義の意味では、当然これもある。「ESG だ、ESG だ」と大騒ぎになればその銘柄は当然割高になってしまうでしょうから、ショートしてもうけるということがあっても、おかしくないだろうと思います。

ということで、この位置付けは経済的リターン、つまり超過リターンが一義的であり、社会的リターンは二義的と考えるということになるわけです。通常のアクティブファンドと同様に、超過リターンで評価すればいいですね。したがって、この受託者責任の議論は起こりにくい。

ESG 投資につきまとうのは、受託者責任の話です。受託者責任なんかいまさら議論にならない、ESG 投資をするのは当たり前だとおっしゃる ESG 原理主義者の方々もいらっしゃいますが、昨年、米国・労働省が「ESG 投資をやってもいいが、リターンには注意」と言っているくらい、重要なテーマなのです。受託者責任というのは、重要なテーマであり続けると私は考えています。ただし、同一のパフォーマンスであれば、社会的リターンを追加的な評価項目として考えることはありかもしれない。このへんは、あとでパネルのときにいろいろみなさんにお聞きしてみたいと思います。

ちなみに、ESG 評価が株価に織り込まれると仮定すれば、ESG ファクターを利用した超過リターンは期待できるわけです。つまり、ESG 評価、ESG ファクターが株価に織り込まれなければ、ESG を使ってアクティブリターンはないわけです。株価に織り込まれるから ESG ファクターを使って割高か、割安かという評価ができるわけですから、織り込まれなければそもそも ESG を使って運用する、つまりアクティブ運用する意味がまるきりない、ということが前提になるわけです。

これまでのさまざまな検証の結果を見ると、資本コストに影響を与えるという肯定的な研究は比較的多い。特にガバナンスでは、資本コストに影響を与える。つまり、株価に織り込まれることが多いので、アクティブ運用は十分可能になるだろうと思われれます。

ただし、ここで注意していただきたいのは、ESG 評価がリターンの予測性を持つかについては議論が割れています。私は否定的な考えを持っています。つまり、ESG 評価が

高い銘柄を買っていれば超過リターンは出るという議論に対しては、私は若干疑問を持っています。つまり、超過リターンは、そんなに簡単に出るとは思えないということです。

いずれにしても、ESG 評価が株価に織り込まれていると仮定すれば、アクティブ運用による超過リターンは出せますし、エンゲージメントによる保有企業の ESG 評価を向上させることによって、超過リターンを得ることもできる。つまり、保有している企業のエンゲージメントによって、ESG 評価が高まり、株価に織り込まれてくる、つまり超過リターンが得られることがあるだろうと考えています。

現状は ESG 評価機関によって評価はばらついています。収束するのかと思ったら、相変わらずばらついている。ディスパージョンがなかなか直らない。当然これは評価機関によってコンセプトも違いますし、評価方法も違うので当たり前かもしれませんが、このディスパージョンが多いということはミスプライシングが発生しやすいということですから、いま実はアクティブチャンスが多いと考えるのが自然でしょう。

先々週、大阪で企業年金の集まりの会がありまして、ESG 投資の話をしました。少なくない方が否定的です。私たちは関係ないみたいなスタンスが多いのです。「それでもわかるんですか」と必ず聞かれます。

そのときに「やるのだったらアクティブですか、パッシブですか」と聞かれたので「いまやるのだったら、確実にアクティブですよ」と答えました。企業年金の方々は、アクティブ比率が高いです。私と一緒にしゃべられたある企業年金の方は、アクティブ比率 100% だとおっしゃっていました。

マーサーさんのデータを借りてきたのですが、40 社のグローバル ESG ファンドというものがあって、実は母集団はもっと大きいのですが、4 年間データがあるのを取ると 40 社ありました。そのパフォーマンスを調べてみました。

どういう結果だったのかというと、リターンは、40 ファンドのうち 14 ファンドがベンチマークをアウトパフォーマンスしています。これはみんなアクティブファンドなのですが、40 社中 14 社がマーケットベンチマークである MSCI ACWI をアウトパフォーマンスしています。

これをどう評価するかは人によって違うと思いますが、私は普通のアクティブファンドと同じだと思いました。そこそこアウトパフォーマンスしている人もいるし、負けている人もいるということです。普通のアクティブ運用と考えれば、こんなものかなと思いました。

ボラティリティを見てみると、ベンチマークを下回っているファンドが 8 社。ということは、32 社はボラティリティがマーケットよりも高い。ESG ファンドというとボラティリティが低いと思われているかもしれませんが、実は大半が高い。でも、これはよく考えれば当たり前です。銘柄を絞り込んでいるわけですから、ボラティリティが高くなるのは当然です。ESG に対して間違ったイメージが刷り込まれている可能性があるのです。こういう客観的な事実は把握しておく必要があるだろうと考えています。

ESG アクティブ運用の課題ですが、ESG アクティブ運用は通常のアクティブ運用の一つと考えるべきだと思います。本来は、結果的な超過リターンの有無のみしか議論になら

ないはずですが、超過リターンが出るかどうかは基本的には議論されるべきですが、どうも私の聞く限り、ESG 投資は社会的リターンの側面が出過ぎており、超過リターンをもたらす通常のアクティブ運用として認識されていないように思われます。

ということで、実績のある運用機関の皆さまには、アクティブ運用であることを強調して、なおかつ超過リターンをもたらす根拠、なぜ超過リターンが出るのかということをも最初に丁寧に説明すべきであろうと思います。超過リターンが出る理由を最初に説明しないと、何となく訳の分からない議論になってしまうという気がしています。

市場リターンの維持向上を目指す投資

二つ目の、市場リターンの維持向上を目指す投資はアクティブではないということで、ノンアクティブ運用です。市場リターンの維持向上を目指す投資を ESG ノンアクティブ運用とあえて呼びますが、その前提は社会的リターンは長期的に経済的リターンをもたらすという理念、投資信念と言ってもいいかもしれません。そうした理念がまず前提にあると思います。

投資家からの働きかけで企業に社会的リターンのインセンティブ付けができる。つまり、投資家からこういう運用手法を取りますという働きかけがあって、社会的リターンへのインセンティブ付け、つまり、ESG 評価を高めるというインセンティブ付けができるということが前提です。実は、ESG インデックス運用は、これに含まれると考えています。ESG インデックス運用は、ESG の高い母集団を設定して、記号にインセンティブ付けをしているわけです。インデックスに入ることを多くの企業がインセンティブ付けされれば、それによって企業全体の ESG の評価が高まり、結果的に経済的リターンがもたらされる。つまり、企業価値が高まることによって経済的リターンがもたらされる。こういう考え方ではないかと思います。

したがって、社会的リターンが一義的であって、短期的な経済的リターンは二義的と考えます。社会的リターンをあくまでも一義的と考える。これが長期に経済的リターンをもたらすと考えて、短期的な超過リターンは追い求めない。なくてもいいと考える。経済的に超過リターンでは評価しないということです。

とすれば、この投資手法を説明する責任を負うわけです。もしマーケットリターンと同じですとしたときに、マーケットリターンと同じでも ESG 投資をするのであれば、その意義を説明しなくてはならないわけです。その説明がないと「マーケットのパッシブファンドでいい、TOPIX のインデックスファンドを買えばいい」となってしまいます。なぜこれをやるのかという説明をしなければいけない。ここが受託者責任の議論となるのではないかと思います。

ESG ノンアクティブ運用の課題は、超過リターンを狙わず、かつパッシブ運用でもな

い投資手法をどう位置付けるのかということで、企業年金の方々とお話ししていると、ここが一番大きな課題という気がします。あるいは社会的リターンを追求する投資は政策的投資であり、受託者責任を負う投資家は自分たちの仕事ではないのではないかと考えている節がある。ここはもう一つのテーマです。

先日参加したある国際的な ESG 投資セミナーでは環境問題が中心となっていました。ESG 投資のテーマは、ことしは圧倒的に環境問題です。

途中から何となく違和感を覚えたのが、投資セミナーではなく環境問題セミナーになっていること。ある講演者は昨年 of 広島県の洪水の写真も出されて、洪水がひどかったという話をされたのですが、どなたかが質問に立たれて「それは国の仕事ではないんですか」と質問されていました。このへんの線引きの問題は、当然あるのかもしれませんが。

いずれにしても、ESG ノンアクティブ運用がどのようにして経済的リターンに結び付くのかを説明する必要がある。受託者責任を果たす必要があるのではないかとすることは、肝に銘じておかななくてはならないと考えています。

ということで、そのルートを考えてみたいと思います。ESG ノンアクティブ運用があつて、これによって社会的リターンを生み出すと、それが長期的な経済的リターンになる。というのは、自然なロジックではないかと思います。

このロジックの最初の課題は、社会的リターンが長期的な経済的リターンにつながるということです。この理念を受け入れるかどうかということです。難しいのは、長期的な話であり、ESG 投資はまだ始まったばかりであるということです。つまり、なかなか実証できない。これを受け入れるかどうかは、実は結構大きな問題ではないかという気がします。

これは、最終委託者が判断するしかない議論かもしれません。最終的な委託者、つまり受益者。企業年金であれば、まさに現場で働いて毎月掛け金を払っている人たちが、本当かと。国民年金であれば掛け金を払っている一般の国民が、ここをどのように判断するのかということではないかと思います。

欧州では、この考え方は当然という話を聞いたりします。欧州の一般国民のレベルで、既に許容されているのかもしれませんが。つまり、受託者責任のレベルが異なっている可能性がある。受託者責任のラインが日本と違っている可能性があると思われます。これはあとでパネルのときに議論させていただきたいと思います。

ESG 投資の見える化

日本でも最近、若い人はコストをかけてもいいからプラスチックのストローをやめてくれと言うようです。私の娘にもこの前聞いたら、「ちょっとお金を払っても紙のストローに替えた方が良い」と言っていました。若い人はこのへんは結構寛容です。ですから、日本の社会的通念をベースにした受託者責任もずいぶん変わってきているのかもしれませんが。

いずれにしても、この理念を受け入れたとしても、次の課題として ESG 運用が社会的リターンを生み出すことを示す必要がある。私はここを問題にしています。つまり、ESG 運用は本当に社会的リターンを生むのかというところです。

ここは皆さん常識だと思っているかもしれませんが、私には疑問です。ここをもっと明確にすべきではないか、それを私は「ESG 投資の見える化」と言っています。こちらがより大きな問題ではないかと考えています。

しかも、ESG 評価と社会的リターンを巡る課題は、大まかに言って ESG 評価の高い銘柄が高い社会的リターンをもたらすと一般的に考えがちなことです。ESG 評価の高い銘柄に投資をするというのが、たぶん ESG 投資の一丁目一番地だろうと思います。

しかし、ESG 評価の高い銘柄が結果的に社会的リターンを生み出すかどうかは、自明ではありません。ESG 評価が高いということは、あくまでも現状でその会社の ESG に対する評価が高い、これまで行ってきた、あるいは現状の状況が ESG 評価として高いと言っているわけであって、今後その会社が本当に高い社会的リターンを生み出すかどうかは、実は必ずしも自明ではないということです。実際どうなったのということを評価すべきではないかと考えています。

つまり、ESG 評価は実は期待リターンであって、実績リターンではない。社会的リターンは実績リターンなので、こちらで評価しないといけない。もちろん銘柄を選ぶときは期待リターンベースで選んでいいわけですが、結果がどうだったのかということは実績リターンで評価しないといけないということだと思います。ノンアクティブ運用ではこれが必要なわけです。この評価なしに、この投資手法は生き残らないというのが私の考えです。

似たような関係で言うと、ESG 評価は、格付け機関の信用格付け AAA、B、C とか、倒産する確率はどのぐらいかということを行っているのと同じことで、実際それで倒産したかどうかは実績として出てくる。たとえば AAA を付けていたのに、倒産してしまったという可能性もゼロではないということです。ですから、ESG の評価に対して、実際はどうかを見ないといけないということだと思います。

SDGs の利用法

ここで、本日のテーマの SDGs が活用できないかということが重要となるわけです。社会的リターンの評価と SDGs ということです。

なぜ SDGs を持ち出したかということ、注目されているからです。大手町界限では、みなさんあの丸いバッジを付けていらっしゃいます。大手町を外れるとパタッといなくなりますけれど。世界の中でも日本で特には流行しているそうです。経済産業省の政策が大成功していると言われています。また、SDGs を投資に取り上げている運用機関が最近増えています。

社会的インパクトファンドをいろいろ調査している Global Impact Investing Network とい

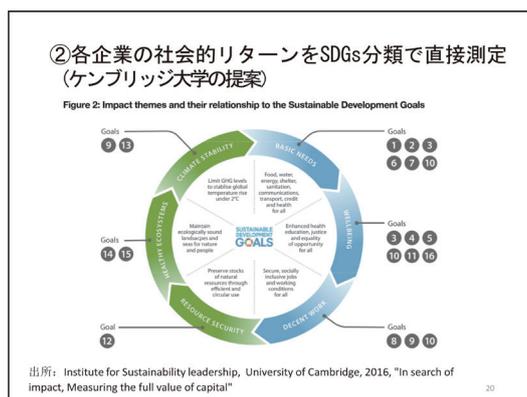
う組織のアンケートがあります。投資テーマとしてなぜ SDGs を取り上げるのかという理由を聞くと、最多の答えが、企業の社会的貢献事業評価の共通分類として SDGs に紐付けることがコミュニケーションに便利だということです。つまり、投資家サイドにも、企業サイドにも SDGs が浸透しているので、お互いの共通言語として便利ということです。つまり、企業の社会的な貢献活動として、SDGs という道具を使うことがお互い便利というアンケート結果が出ています。

①SDGsの244インディケータを参考にする

- 国連サミット（2015年9月）で採択された国際的目標。
- 17のゴール
- 169のターゲット
- 244のインディケータ



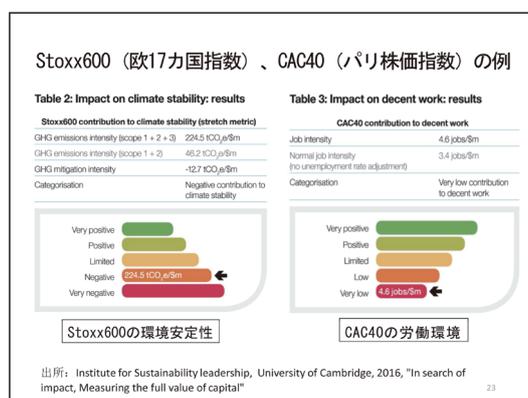
皆さんご存じの SDGs、17 個のゴール。17 個のゴールがあつて、それがさらに細かい分類になっていて 169 のターゲットとして分類されています。ここまでは皆さんご存じですが、実は意外とご存じないのが、244 のインディケータで、どう評価するのかという基準があります。SDGs も評価を考えているんです。インディケータは、評価するとき大変参考になるわけです。



最近特に、いろいろな機関が社会的リターンの評価を研究し始めています。ケンブリッジ大学では、ゴールが 17 個では多すぎるので 6 個に分類して、それぞれの分類で評価手法をいま検討中ということです。細かくて恐縮ですが、たとえば 6 個の 1 つにベーシックニーズとい分類があり、基本的に必要、要するに社会の生活に必要なものを提供しているかどうかということです。この評価基準として Revenue from products serving low income

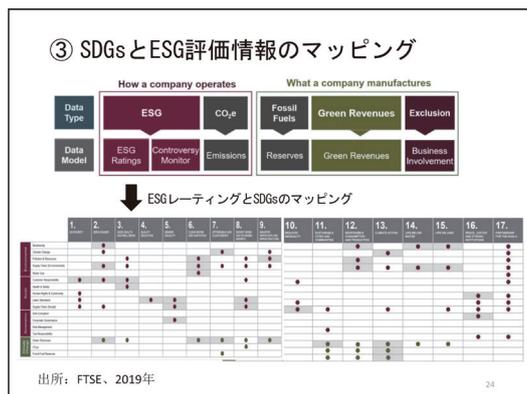
group とあります。つまり、低収入の人たちに対して必要最低限、生活に必要なものをどれだけ販売しているのか、その販売額を社会的リターンの評価基準にしようということです。他に分かりやすいところと言うと、climate stability という分類です。これはまさに環境ですが、GHG (greenhouse gas) 温暖化ガスの排出量をステージ別に示しています。ステージというのは、最終商品としてどれだけ出しているのか、あるいは製造ラインの途中で出しているとか、サプライチェーンの中でどれだけ出しているのかによってステージが違いますが、いずれにしても温暖化ガスをどれだけ排出してしまったのかということによって、あるいはどれだけ削減できたかによって、社会的リターンを捕捉しようということです。

ケンブリッジ大学ではこれらの指標によって相対価値として企業を highly positive から highly negative までランク付けしようということです、その例も出ています。



STOXX 600 という欧州 17 カ国から成る 600 銘柄のインデックスについて、climate stability、つまり GHG、温暖化ガスの削減状況に応じて、相対的に各 600 社を評価してそれを集計しています。この例の検証ではネガティブということで、STOXX 600 で運用している人たちの社会的リターンはネガティブということになってしまいます。

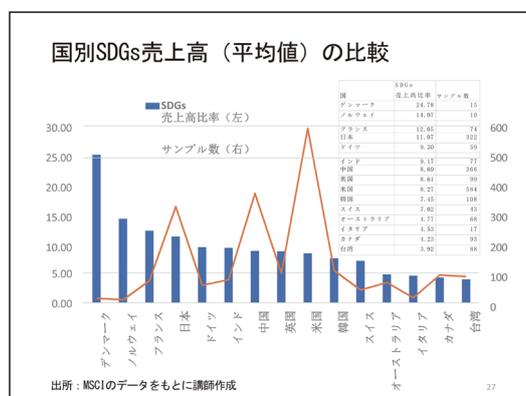
パリの CAC インデックスでは、どれだけ労働を生み出しているかどうか、CAC はわりと低い値になっています。欧州は競争が厳しいのかもしれません。これはたぶん大企業でしょうから、大企業は意外と低いという感じもします。こちらもケンブリッジの結果です。



FTSE Russell の例では、SDGs と ESG 評価をマッピングさせています。現状の評価情報に対してマッピングさせているので、厳密に言うとは社会的リターンの評価にはならないのですが、SDGs ベースで評価できるようにしようとしているのです。環境問題については実測するというを言っています。なぜ環境だけかということ、環境は実績が観測しやすいからです。他は、特に社会は実績がデータとして捕捉しにくいので、これは既存の評価情報でマッピングさせています。観測データが入手できるようになれば、拡大するということだろうと思います。

マッピングという観点で言うと、アメリカの会計基準で特に環境面で ESG に関連してリスクの基準をつくっている SASB も SDGs とマッピングされているということです。

おもしろい試みだったのが、MSCI ですが、SDGs 売上高を積み上げてしまう。先ほどのケンブリッジでは六つでしたが、MSCI は SDGs の 17 を 5 つに分類して、それぞれの売上高を積み上げています。SDGs 売上高をもって社会的リターンと見なすことが出来ます。社会的リターンと見なすと言っているのは私ですが、そういうことだろうと思います。ベーシックニーズみたいなものであれば、先ほどのケンブリッジとも似ていますが、低所得者向けの商品をどれだけ売ったか。基本的に売上高に着目するということです。



MSCIのご厚意でデータをいただいて、平均値を取ってみました。全部で二千数百銘柄ぐらいを、国別で集計して、企業のトータルな売上高に占める SDGs 関連売上高の比率を

見ます。国別の平均を取ってみると、図のようになっています。デンマーク、ノルウェーは、いかにも北欧らしい。ただし、サンプル数が低いです。日本は意外と頑張っています。サンプル数が多いのは、日本や中国、米国が飛び抜けています。

サンプル数が大きいところだけで、たとえば 100 ぐらいで足切りしたとすると、実は日本は SDGs 売上高のとても高い国だということが分かります。つまり、社会的リターンが高い国だということ。もちろん、この売上高の捕捉がどこまで正確かという議論もあるでしょうから、一概には言えませんが、MSCI のリサーチの方が積み上げたらこうなったということで、のように売上高に着目しているのは非常におもしろい試みだと思います。

ESG 投資は、過去 2 年ぐらいは、超過リターンが出るかどうかという議論が中心でした。どうもその話はほぼ終わったような気がします。終わったというのはどうかというと、ESG 投資をやったからといって、すぐ爆発的にもうかるといいうことはないという理解が進み、長期的に考えようという傾向になってきた。アクティブの世界を除くと、より長期的という方向にいま収斂しているのだらうと思います。

長期的なことを考えると、社会的リターンの測定がどうしても必要になる。実は社会的リターンの測定というのは、長年やられてきています。誰がやってきたのかというと、社会的インパクト投資をやっている人たちと、寄付をしている人たちです。日本でも、いろいろな財団が寄付をしています。彼らは、社会的リターンの測定をずっと要求しています。皆さんからお金を集めているので、こう社会に役立ちましたということを示さないといけないわけです。実はそうした人たちがもともといたのです。

もう一つは、社会的インパクト投資です。社会的インパクト投資はいままでどちらかというと、プライベートアセットが多かった。つまり、アフリカに病院を建てるとか、新興国に学校を建てるとか、これはみんなプライベートプロジェクトが多かった。ある ESG 投資家によれば、最近、社会的インパクト投資は未上場資産から上場資産にどんどん移ってきている。つまり、上場資産を使った社会的インパクト投資がこれから主流になるだろうということでした。すると、評価の問題が起こる。未上場アセットであれば、学校を建ててその地域で文盲率がどれだけ減ったかとか分かりやすいのですが、上場企業を使って社会的インパクト投資をしたときにそれが本当に社会的リターンを生んでいるのかどうかは、そう簡単にはわからないので、社会的リターンを評価するという義務が出てきているのではないかと思います。

パネルでは、社会的リターンの評価に、SDGs が活用できないか、あるいは SDGs は本当に企業価値の向上に貢献しているのかということ、これからじっくりと、皆さんにお聞きしたいと思います。

第2部：パネルディスカッション

オムロンにおけるサステナビリティの取り組み

(オムロン(株) サステナビリティ推進室エンゲージメント推進部長 松古樹美)

私はいまサステナビリティ推進室でエンゲージメント推進を担当しています。具体的には、MSCIやDJSIといったESG評価機関や投資家などとの対話を進め、オムロンのサステナビリティに関する目標設定やその取り組みの推進にそれらステークホルダーの声を活用しています。

オムロンという会社は、京都本社で、血压計や体温計のイメージが非常に強いのではと思いますが、売上の半分はファクトリーオートメーション関連で、ヘルスケア関連の商品はおよそ15%弱ぐらいです。国内・海外という観点からすると、売上、従業員ともに約3分の2ぐらいが海外という企業です。

オムロンのサステナビリティへの取り組み

オムロンのサステナビリティの取り組みの特徴を簡単にお話ししたいと思います。1番目は、中期経営計画と統合したサステナビリティ目標を設定することで、実際の中期経営計画の事業目標の達成とサステナビリティ目標の達成を関連付けていることです。

2番目は、どんなサステナビリティ目標を持っているかということ。皆さんはおそらく女性の活躍の比率、管理職の比率、CO₂ emissionの量などの定量的かつ他社と比較しやすい指標をいわゆるESGファクターとしてお考えになることが多いと思うのですが、私たちは、事業活動において社会的課題を解決し社会のサステナビリティに寄与することと、人材や環境などのステークホルダーの期待に応えることでサステナビリティを実現する要素に分けて目標設定しています。

3番目として、こういったサステナビリティの取り組みの会社のガバナンスの中の位置付けです。取締役会がサステナビリティ方針を策定して、サステナビリティの重要課題に対する取り組みへを監視、監督をすると取締役会の運営方針に書いています。

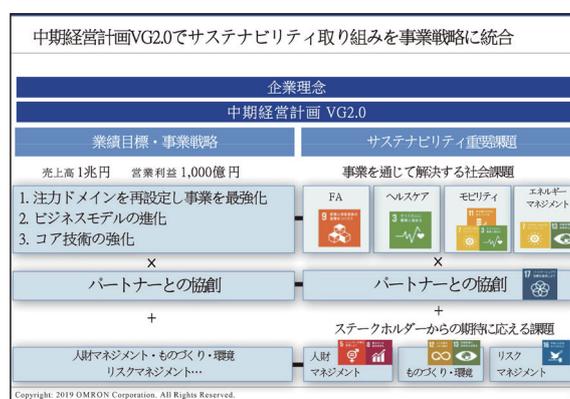
4番目です。サステナビリティの取り組みを全社で推進していくために、経営トップ層の中長期の業績連動型株式報酬を決定する要因の一つとしてサステナビリティを採り入れたことです。3番目と4番目は、サステナビリティに関するガバナンスの構造であり、これもオムロンの特徴だと思っています。

5番目はステークホルダーエンゲージメントです。こういった内容をいろいろなところでお話をさせて頂いたり、投資家をはじめとする皆さんと1 on 1も含めてお話したり、ESG説明会を開催してコミュニケーションをとることで、正しく理解頂くことと同時に、

その反応を社内の取り組みに活かそうとされているとご理解いただければと思います。

中期経営計画との統合

先ほどお話した1つ目の中期経営計画とサステナビリティが統合されていることの意味をご説明します。まず、私たちの今回の中期経営計画 VG2.0 は、2017年度から4年間で、2011年からの10年ビジョンの最終フェーズです。弊社には五つの事業部があるのですが、それをVG2.0では四つのドメインにカテゴリーし、そのドメインで勝負をしていくことを決めたのが業務目標における事業戦略「注力ドメインを再設定し、事業を再強化」の意味です。

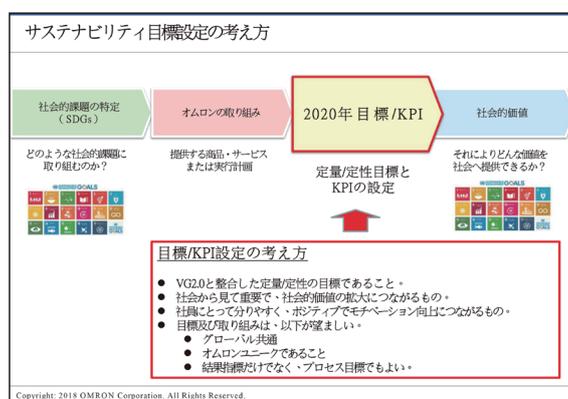


図でご説明しますと、「サステナビリティの目標を中計の事業目的に統合させた」の意味は、左側にある事業戦略と、右側のサステナビリティ重要課題を紐づけているということです。右側のサステナビリティ重要課題の上半分には、「事業を通じて解決する社会課題」とあり、その下に、ファクトリーオートメーション、ヘルスケア、モビリティ、エネルギーマネジメントと私たちが注力するドメインが書いてあります。

中計の策定では、まず中長期的な社会的課題を抽出、特定して生み出したい社会的価値を見据えて、それを解決するための技術、事業を通じて貢献するための事業戦略を考え、達成すべき財務的な目標を立てました。よってその達成は社会的なインパクト、社会的な価値を生み出すこととなります。

下には「ステークホルダーからの期待に応える課題」として人材マネジメント、ものづくり、品質の問題、環境の問題、リスクマネジメントといった要素を書いています。これは、中期経営計画の実行により企業価値を高めるために必要なさまざまな機能で、かつステークホルダーから期待され、社会に貢献していくための機能で、それをサステナビリティ目標として推進しています。このような中期経営計画との統合が一つの特徴です。

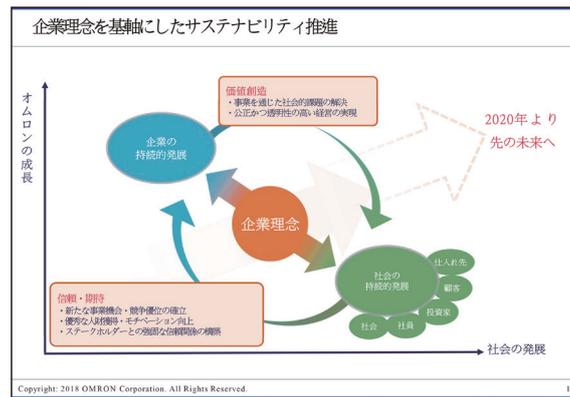
目標設定の考え方



ドメイン毎の2020年（中計終了時）の売上等の財務目標を立てることとサステナビリティ目標は共に立てたと申し上げました。その流れは、最終的に社会的な価値、どんなものを私たちが達成したいかにつながります。ここでSDGsのマークが最初と最後に書いてあることの意味をお話ししておきましょう。事業戦略を考えるにあたって最初に社会的課題の特定をするわけですが、その際私たちは創業者の発案したSINIC理論などをベースにしますが、その際SDGsも参考にしました。

一方、流れの最後にもSDGsを載せています。最近では、SDGsを活用して企業価値を高めている、というストーリーを語られる企業が増えてきています。17のSDGsからビジネスチャンスを見据えてイノベーションを起こしていくためのツールにするという考えだと思います。オムロンにおいては、少なくとも現段階では、私たちは最初に私たちにりの社会的課題を検討し、最終的にそれがSDGsに貢献していることを確認する、という考えを持っています。

「目標／KPI設定の考え方」の四角の中には、私たちのサステナビリティ目標設定に関する特徴が書いてあります。特にオムロンユニーク（オムロンらしさを出すこと）であることや、結果指標だけではなくプロセス指標でもよろしいということ、定量目的、定性目的のどちらもよろしいとしています。社会的インパクトという点では定量的に目標を設定しないと、計ることすらできないとよく言われますが、一方で、計りやすい定量目標にすることで、実際にやりたいことややるべきこととずれてしまうことを懸念しました。



私たちは、中期経営計画の策定も、サステナビリティ取り組みの推進も、企業理念に基づいて行っています。中期経営計画の下では、その達成のため、定性目標やプロセス目標を重視しましたが、これではなかなか社会的インパクトを計るのは難しく、その財務的インパクトですら数値化できない状況です。加藤さんがインデックスのノンアクティブ運用について、社会的リターンが長期的に経済的リターンをもたらすという投資信念のお話をされました。投資家の観点からもそういう投資信念を持って頂き、私たちのような取り組みをどう評価して頂けるか検討頂けるとありがたいです。私たちだけでは話は進みません。オムロンという会社は、もちろんオムロンだけではなく、多くの他社も同様と思うのですが、社会的リターンが長期的に経済的リターンをもたらし、その結果として資本市場の評価に耐えるという意味での企業価値を向上させる、ということを基本的に信じています。

サステナブル & インパクト投資

(UBS アセット・マネジメント)

執行役員・運用本部長・株式運用部長マネージング・ディレクター 松永洋幸)

UBS の松永でございます。UBS グループはスイスに本拠を置く総合的な金融機関で、富裕層向けのウェルス・マネジメント、機関投資家向けのアセット・マネジメント、投資銀行部門、それからスイス国内のコーポレートバンキングを展開しています。私は、アセット・マネジメントの東京の運用部門を統括しています。アセット・マネジメント全体では 90 兆円程度の資産を運用しています。

UBS アセット・マネジメントの取り組み

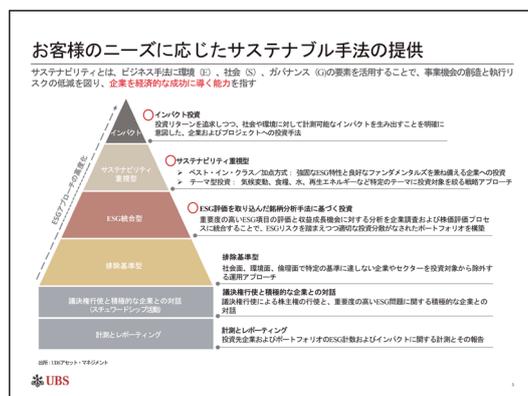
私どもの SDGs、サステナブルへの取り組みについてですが、ヨーロッパには ESG 的な倫理観から発祥した「いいことをサポートしたい」という社会的合意がある、そういった風土の中で 70 年代ぐらいから、以前は SRI 投資と言っていましたが、サステナブル投資

に積極的に取り組んでいます。

資産運用業界の収益は、世界的に見て、今後5年間では平均して年率7、8%ぐらい伸びていくことが期待されています。UBSではその倍くらいのスピードで拡大していくと見る領域に戦略的なフォーカスを置いており、サステナブル投資はまさにその一つとして位置づけています。

具体的には、サステナブル & インパクト投資チームと名付けた ESG 専担チーム人員の大幅増強を進め、株式、債券、不動産、マルチアセットなど幅広い資産クラスに亘って、ESG 分析や企業との対話の強化、そして、ESG プロダクトの開発などに取り組んでいます。このチームは18名で、この上のリサーチチームには10名います。

ニーズに応じたサステナブル手法



私どもは ESG 投資について、ピラミッドのような整理をしています。下から上へのぼるにつれて、ESG の中身が濃くなる、より ESG に関する目的志向の強いアプローチになっていきます。一番下はいわゆるエクスクルーション。たばこは駄目、ギャンブルは駄目、武器は駄目というような排除基準型です。

続いて、いま PRI、国連のイニシアチブに署名した運用機関にも求められていますが、ESG インテグレーション、いわゆる ESG 面の分析を従来の企業評価の一部に取り込んで資産運用を行うアプローチで、私どもも積極的に取り込んでいます。

その上がサステナビリティ重視型で、サステナビリティを軸にプロダクトを設計しているもの。ベスト・イン・クラスというのは、投資先セクターを限定せずに、それぞれのセクターの中で一番 ESG 評価が高い企業に投資をしていく手法です。その他に、富裕層向けのテーマ型 ESG 投資プロダクトや、機関投資家向けの気候変動問題の解決後押しを狙ったプロダクトなど、幅広く展開しています。

一番上がインパクト投資で、運用残高は現在 2000、3000 億円です。オランダの年金などが非常に先進的な取り組みを進めている領域であり、これまで ESG 投資に取り組んできた機関投資家が、さらに一歩踏み込んで、社会リターンをどう達成していくかということ

ころを、正面から捉えたプロダクトです。

SDGs は企業価値向上に役に立つのか？

(KPMG あずさ監査法人

アドバイザー本部グローバル財務マネジメント ディレクター 土屋大輔)

皆さん、こんにちは。KPMGの土屋です。私はグローバル財務マネジメント所属で、通常は財務戦略などのアドバイザーをやっています。

なぜ財務戦略のアドバイザーをやっている人間がESGとSDGsを語るのかというと、ポイントは企業価値だと思います。企業と投資家との対話における企業価値は最終的には財務的な観点からみた企業価値に収斂します。このような企業価値へのインパクトを考えないでESGやSDGsの議論を進めるのは、非常に危険だと思います。私はIRのアドバイザーをやっていたというバックグラウンドもあるので、こうした話もさせていただいています。

5月13日の日経新聞に「ESG企業価値の重視を」と題した私の寄稿が掲載されました。日本企業のみなさんはESGを一生懸命やっていたらいい。今日の議題のSDGsも一生懸命やられているのですが、これらの取組みを企業価値向上に結び付けることが、実は企業の実務において最大の課題です。先ほどお話しされたUSBアセット・マネジメントの運用担当者・松永さんもたぶんそこを突いていたらいいのではないかと思います。私もアドバイザーの立場からは、まさに企業と投資家の間を取り持つのが仕事ですから、ESGやSDGsと企業価値の関連性を整理し、企業と投資家双方が納得できる形で対話が成り立つようにしなければなりません。

企業価値の不確実性

企業の方とお話しするときに、何を最初に問うかということ「あなたにとっての企業価値は何か」ということです。これにはいろいろな回答があっていると思います。ただ、運用の世界、もしくは機関投資家にとっての企業価値はフリーキャッシュフローの割引現在価値であり、企業価値の向上はROIC spreadがプラスであることです。

いまの最大の問題は、フリーキャッシュフローの予測が極めて難しいことです。不確実性が高すぎるのです。10年後、20年後どういうビジネスモデルになるのかは誰も予測できないですし、事業環境も劇的に変わるでしょう。現在の事業環境においてはビジネスの予測可能性を高めることが非常に難しいのが実態ではないでしょうか。

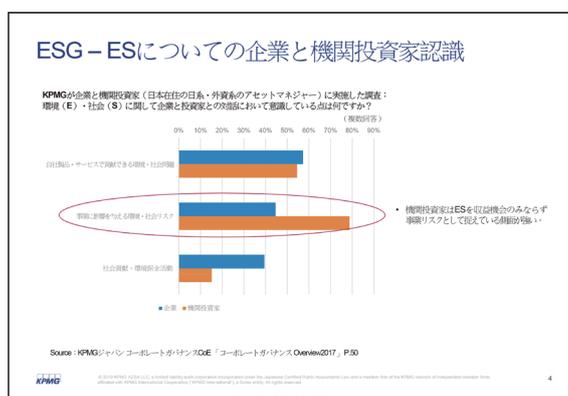
そういう状況下では、おそらくWACCが上昇します。そうすると、企業価値は毀損します。正確に言うと事業価値が毀損し、株主価値が毀損し、結果的にわれわれの年金が毀損するという問題に行き着きます。企業価値について議論をしない人には、よく言います。

「あなたは年金が欲しくないのですか」「年金が欲しかったら、企業価値について議論しないといけませんよね」という話をするのです。

ROICがWACCを上回らないと価値を生まないという話も同じです。ROICのRの持続性はどうか、WACCは不確実性が高まると上昇しないか、という議論を企業としています。

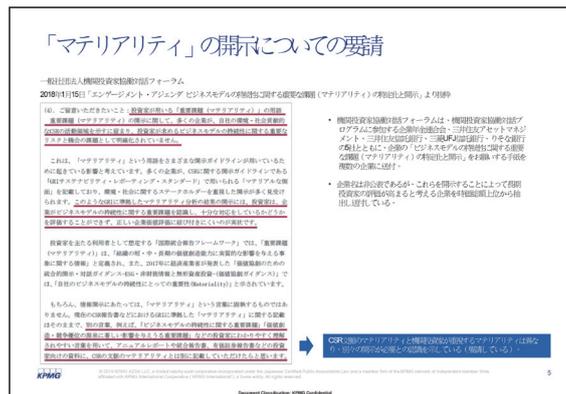
ESG-ESについての企業と機関投資家の認識

いま、ROICを導入している企業が増加しています。オムロンさんはその最先端を行っておられるのではないかと思います。私は企業にROICの導入についてアドバイスをしているのですが、ESGの話をするときには経営者がESGとROICをどう関連付けて考えているのかといった議論をさせていただいています。



ヒントとして、KPMGが2年ぐらい前にやった調査で「投資家の皆さんはE、S、Gをどう考えていますか?」と聞いています。グラフ上の青が企業、オレンジが投資家です。収益機会を見るのは企業・投資家ともに当たり前なのです。ところが、「事業に影響を与える環境・社会リスク」という選択肢は、投資家の意識が突出して高くなっています。

想像するに、これは企業価値評価を行う際に、事業環境が非常にあやふやで、どういう形でビジネスモデルが持続するのか不安である。なので、EとSの観点からリスクを抑えないといけない。企業はそのリスクを正しく認識し、適切に抑えているのか、というところが、議題の主たるところではないのかと思います。このように収益機会は当然として、企業にとってリスクの側面が強いEとSの要素は何かという切り口から、経営者と議論をさせていただいています。



次にご覧頂きたいのが、機関投資家協働対話フォーラムが2018年1月に出したレターです。

まず、「投資家を用いるマテリアリティの開示に関する要請」とあり、「企業が出しているマテリアリティは、投資家が求めるビジネスモデルの持続性に関する重要なリスクと機会の課題として明確化されていない」と指摘しています。

つぎに、企業がGRIなどを使って自社のマテリアリティについて分析していますが、機関投資家は企業価値判断には使えないと言っています。

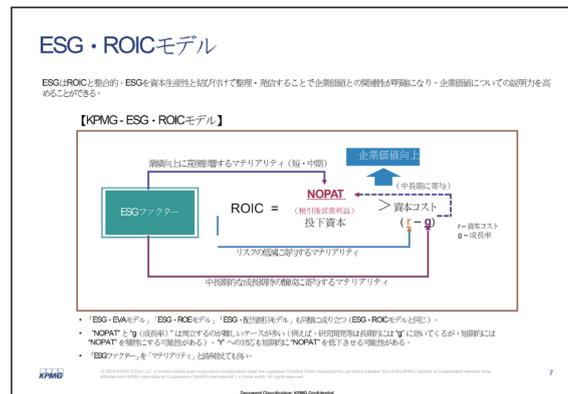
レターの下部分は、マテリアリティについて「CSRの文脈とは別に、ビジネスモデルの持続性という観点で、別途投資家に分かりやすい形で開示をして欲しい」という要請が書かれています。

これは、大手信託銀行や企業年金連合会が出しているレターです。企業が一生懸命やっているESG、SDGs、マテリアリティは、投資家からするとまったく使えないという問題提起を突きつけられている感じです。まさにここが日本企業のSDGs、ESGにおける課題であると思っています。

企業価値の向上に資するESG、SDGs

私が考えるのは、ESGとSDGsと企業価値との連関を意識しなければならないということなのです。ESGやSDGsが企業価値にどう寄与するのか、それにはたぶんいくつか寄与の仕方がある。企業価値の寄与という意味では、短期もしくは中期、中期経営計画期間内のリターンに寄与するものもあれば、「いま投資しているけれど、それは中期以降のさらに10年後を見据えて投資している。成長のためにやっているのです」というものもある。もう一つは、事業を展開する上でリスクを低減するためにやっているものもあるのではないかと思います。

企業価値向上というのは、必ずしもPLの向上だけではない。リスクを抑えるということも合わせて、企業価値向上なのではないか、ということをよくお話ししています。



そのときに使えるモデルが、私が考案した「ESG・ROICモデル」です。

ROICというのは投下資本をNOPATで除した指標です。それが要は資本コストを上回ればいいわけです。言わずもがなですが、資本コストは厳密には「 $r - g$ 」です。資本コストと長期の成長率です。

ここで議論するのは、企業がESG、SDGsを頑張って、その結果が企業価値のどこに寄与するのか？という点です。たとえば、短期的に製品の売上が伸びることによって、中計期間内に目に見える形で、売上高が何パーセント増えるということが示せるのであればNOPATに寄与しているとうことになります。定量化は難しいのですが、短期ではなく、10年後、20年後を見据えて、ビジネスモデルの転換も含めてそれをやっている取組みもあるはず。いまは定量化できなくても、将来の成長に寄与するのであれば「 g 」に効いてくるはず。

もう一つは、まさにリスクを低減するための取組みです。環境の話が盛り上がっているという話をしましたが、環境で売上を伸ばせる企業は、たぶんごく一部です。多くの企業は、ビジネスを止められるリスクを低減するためにやっている。そうすると、企業がやっている活動の多くは、リスクを抑えるため、つまり、「 r 」の低減に向けた取組みとして整理できないか、といった議論につながっていきます。

ESGやSDGsと企業価値との関連性を視覚化、整理する中で、投資家に対して自社の取組みをどのように訴えていけばいいの、まさにこれがいま投資家との対話で求められているのではないかと思います。

社会アントレプレナーシップとB Corporation（B Corp）

（立命館アジア太平洋大学 国際経営学部教授 鈴木勘一郎）

立命館アジア太平洋大学の鈴木でございます。私はもともと野村総研でアナリストやコンサルタントをやっておりまして、その後友人たちとバイオ創薬企業「Gene Networks Inc.」を立ち上げ、株式公開（東証マザーズ市場上場企業「GNIグループ」）までさせた

のですが、その後の金融危機の荒波の中で経営的にはずいぶん大変な思いをしました。

そういう背景もあって、私のアカデミックな研究対象としては、組織、人間、リーダーシップ、そしてアントレプレナーシップなどに興味を持っております。その立ち上げたバイオ創業企業 GNI も、最初はシリコンバレーで会社を創業したのですが、本社を日本に移転する形で再スタートをしました。昔からシリコンバレーやベイエリアはハイテクのメッカとして知られてきましたので、私も長年にわたりハイテク企業などを対象にシリコンバレー調査などをやっていたのですが、最近はソーシャル・アントレプレナーの活動が非常に多く、特にここ 10 年くらいはハイテクばかりではなくてソーシャルなインパクトを生み出している大変化がシリコンバレー・ベイエリアで起きています。会長の加藤先生から ESG の近年の動向を伺って、遅まきながらベイエリアのソーシャル・アントレプレナーの変化に気がついた次第です。

もともとアントレプレナーシップというのは、ビジネス・アントレプレナーシップのことで、事業をどう生み出しそこから経済的価値をどう高めていくかという企業創造活動のことですが、ソーシャル・アントレプレナーシップは、社会的価値を生み出すために経済的価値も実現していこうという起業家の創造活動です。

本日は、米国を中心とする B Corp という認証制度をメインに取り上げることで、未上場企業からの ESG へのアプローチについてお話したいと思っております。

B Corp

まず B Corp 認証というのは、株式会社として社会や環境に良いことをどれだけやっているかを測定し、一定レベル以上の社会的な活動を実現している企業を「B Corp」として認証しようというものです。B Corp 認証が生まれた背景として、「アンドワン」というストリート系バスケットボールシューズを製造する会社の創業者たちが、90 年代後半に若者を中心とする顧客から大きな支持を受けて売上を伸ばしたことがありました。彼ら自身は自分たちの理想を経営の中で実現しようと、従業員を厚遇したり、社会活動に寄付をしたり、環境を考えた活動で透明性を高めるために経営情報をオープンにしたり、積極的にプロソーシャルな経営をやっていました。しかし 2005 年にこの会社をブランド管理会社に売却すると、その売却先ブランド管理会社はアンドワンがやってきたいろいろな社会的活動を全部やめてしまいました。創業者たちは、経営的な難しさがあって企業を売却せざるを得なかったのですが、売却先のドライな経済行動を知り、企業を売却したことを後悔したそうです。

そこで彼らは翌 2006 年に、社会問題、環境問題を解決するための社会活動をやっけいこうと非営利団体「B Lab」を立ち上げました。その主要な活動が Certified B Corporation (B Corp 認証) です。これは B Impact Assessment というウェブベースの質問に答えることで、各企業が自分たちの社会や環境への貢献、ガバナンスのレベルなどを数値化し、その結果が一定レベル (200 点満点の 80 点) 以上を達成すると B Corp 認証が得られるという

仕組みです。現在は世界中で B Corp の認証を取ろうという企業が増えていて、現在 64 カ国の企業が参加し、去年夏の段階で 2,619 社、直近で 2,788 社が世界で B Corp 認証企業になっています。ちなみに、その中には日本も含まれていますが、日本の認証企業は 5 社に過ぎません。あまりに少ない数字に驚きます。審査項目としては、ガバナンス governance、従業員 workers、コミュニティ community、環境 environment、顧客 customer などの観点で、それぞれについて数十個の質問があり、各質問にはいろいろな選択肢が用意されていて、当てはまるものに答えるとそれが数値化されます。そしてその後提出された証拠に基づいて、B Lab の審査員がインタビューや資料提出を通じて、申告内容が正しいかどうかの審査を行います。

B Analytics

B Corp 認証で集まったデータをもとに、ベンチマーク情報の提供をしているのが B アナリティクス (B Analytics) です。B Corp 認証では B インパクトアセスメント (B Impact Assessment) という評価ツールを使って、何千、何万という会社の ESG アセスメントをやっていますが、システムには過去の ESG への取り組みに関する膨大な企業データが残ります。このデータベースを基にしたベンチマーク指標を提供することで、対象企業の ESG の観点からの経営力が見える化し、それをレベルアップさせるという情報サービスをやっています。ですから経営力といっても経済的なリターンだけではなくて、社会的なリターンをどう高めていくかを主眼とした活動をしています。



事例としてアウトドア用品の世界的企業「パタゴニア」の B Corp の得点結果を見てみると、ガバナンスが 17.3 点、従業員が 24.9 点などで、合計点は 151 点でした。満点は 200 点ですので、200 点満点の 151 点はそれほど高くないように見えるかもしれませんが、これは B Corp 認証企業の中でほぼトップレベルの得点です。80 点が B Corp 認証の足切りレベルですが、パタゴニアは 2011 年が 107、そのあと 113、150 と徐々にレベルを上げてきています。B Corp 認証の特徴は、B Corp 認証企業は認証を得たことに満足せず、毎年そのレベルを上げていることが挙げられます。

Benefit Corporation

また B Lab はベネフィット・コーポレーション (Benefit Corporation) という法人制度を普及させる活動も行っております。米国の会社法では、株式会社として C Corporation と呼ばれる会社形態を採用していますが、C Corporation は会社の経済的価値である株式価値を最大化することを目的にしています。一方で C ではない B (Benefit) Corporation は、経済的利益のみならず社会的な利益も、どちらかを優先させるのではなく同時に達成することを目的とする法的制度です。会社法に企業目的が営利と同時に社会的な貢献であることが明確に規定し、企業は年次ベネフィット (社会的利益) 報告書 Annual Benefit Report において、社会的な活動について報告しなければなりません。その意味で経営者は、利益責任だけでなく社会貢献を実現する責任を負います。米国では企業制度を定めているのは州単位ですが、2018 年の夏時点で 34 州が法案を通過させていて、現在 (2019 年春) はそれが 36 州に増えています。

B Lab として、企業法としての制度である Benefit Corporation と、株式会社としてやっている B Corp とではあり方は違うのですが、社会的貢献を企業目的の一つとして位置づける理念は同じで、説明責任 (アカウントビリティ) と透明性 (トランスペアレンシー) を守り、経済と社会の両面へのリターンを達成していこうという活動です。

私自身は研究のみならず、企業の B Corp 認証の獲得のためのコンサルやサポートなどもやっていますが、ESG に沿った B Corp 認証や B Analytics などのアプローチは、米国では中小企業のみならず、投資ポートフォリオの評価や大企業の経営評価のツールとしても、使われつつあるという点を付け加えさせていただきます。

パネルディスカッション

加藤 それでは、残りの時間でパネルディスカッションをしたいと思います。きょうは、SDGs と ESG について、皆さまに不明点を解消していただきたいと思います。よろしくお願いします。

今回の一つの大きなテーマである社会的インパクト、社会的リターン、社会的価値について、最初に若干議論していきたいと思います。

まず、投資家代表の松永さんへの質問です。ESG 投資において社会的リターンを重視する投資家が増えている、特に欧州はそうではないかなという気がします。その状況を少し説明していただき、経済的リターンと社会的リターンをどういうバランスで見ているのか。松古さんの話にも出てきましたが、どうやって評価するのか。それについて口火を切っていただきたいと思います。

経済的リターンと社会的リターンは両立するというコンセンサス

松永 欧州は、経済成長の持続性を高めること自体がいいとか、逆に短期的な収奪的な行

動は社会全体にとってはよくないという社会的な合意がある。もともとはキリスト教の倫理が行動の基準にあった60年代、70年代から、お客さまからのニーズにも色濃く反映している。

日本では、お客さまとディスカッションすると、「それはリターンにいいの？ 悪いの？」が、最初の議題になります。われわれも一生懸命それに答えようと努力をしています。欧州と日本では、加藤先生のお話にもあったとおり、スタート地点がずいぶん違うと思います。

ただし、そんな欧州でさえも、経済リターンを犠牲にして、慈善活動やフィランソロフィーなどを重視する人たちは最大派では決してないわけです。社会的リターンと経済リターンの両立が非常に強く意識されています。

ヨーロッパを中心にここ5年ぐらい、特に直近3年ぐらいに非常に目覚ましいところですが、ESG投資の残高が非常に急速に積み上がってきています。一つの背景は、気候変動を筆頭にして、社会全体として取り組まないといけない問題の深刻さを非常に強く意識している。その中で、アセットオーナーとして何かしなければいけないのではないかとといった問題意識が共有され始めたということがあると思います。課題がリアルになって「これはまずい、やばい」という形でみんな思い始めたというのが一つです。

二つ目は、いろいろなESG投資をめぐるリターンの実証研究で、先ほど加藤先生は必ずしもリターンの向上にはつながらないかもしれない、その明確化にはやや懐疑的とお話されましたが、欧州を筆頭に、投資コミュニティにおいては、ESG投資が少なくとも経済的リターンを追求するのに邪魔にならない、マイナスにはならないということがコンセンサスになってきていると思います。私どもUBSとしては、ESGを投資に考慮することがリターン面でむしろプラスになることを示す実証分析も得ています。

まずスタート台として、たとえばパッシブ投資で自分のポートフォリオの30%を投資している機関投資家がいたとして、その30%と同様のリターンを確保できるESG投資手法があり、かつアセット・オーナーとして社会的使命といったものを意識しているのであれば、そちらにスイッチすることについて、受託者責任やリターンを犠牲にしないという意味で、無理は生じないのではないかとといった考えが強くなってきているということです。

したがって、経済的リターンと社会的リターンは長期的に見ると十分に両立するものだというコンセンサスが立ち上がってきているのが、いま起きていることであると見ています。

加藤 松永さんに追加でお伺いしたいのですが、先ほど私の発表のときに申し上げました、社会的なインパクトあるいはリターンが経済的リターンに結びつくだろうということは、コンセンサスとしてはある程度出来上がっているという理解でよろしいですか。

松永 そうですね。マイナスにならないソリューションがある。やみくもに社会リターンだけを追求して、収益機会をミスしてしまうことはもちろんあり得るわけです。しかし、運用機関側できちんとリスクマネジメントして、リターンを犠牲にしないようなアプローチの開発が進んできている。そうして、お客さん、投資家、資金の出し手にそういった認

識が高まると考えています。

加藤 少し整理させてほしいのですが、私は社会的リターンが長期的に経済的リターンを生むだろうという想定をしていたのですが、いまの松永さんのお話だと社会的リターンが経済的リターンを生むということではなくて、経済的リターンをマイナスにするという邪魔はしない。そのように聞こえたのですが、この理解でよろしいですか。

松永 はい、新しい試みのスタート時にありがちな懐疑的な見方に対しては有効な議論になると思います。一例として、UBSの資料の11ページ、私どもがイギリスの公的年金で確定拠出型のスキームのNEST (National Employment Savings Trust) に対して提供しているソリューションがあります。これは公表されている情報ですが、NEST向けに、つまり公的年金向けに Climate Aware 戦略と呼ぶ、要は二酸化炭素の削減に実績がある、もしくは将来のアグレッシブな取り組みが認められる、こういった企業に重点的に投資をしていくようなプロダクトを提供しています。

ただ、これは実はパッシブに近く、トラッキングエラーが非常に小さい。イギリスでするので FTSE 指数がベンチマークとなっているわけですが、それとほとんど同じリスク・リターン特性を実現するように設計されています。

加藤先生のご質問に正面から答えるものではないのですが、自分の取っているリスク特性をあまり変えたくないけれども、社会的使命も果たしたいというニーズは強く存在します。一方で、ESG がプラスの要素を生み出すということについて懐疑的な人もいます。そういう人たちには、こういったソリューションも含めて、リターンを犠牲にしなくても、いまあなたがやっていることとほぼ同じ経済的効果で、より良い将来に向けた企業行動を後押しすることができますといった説明は説得力があると受け止められているようです。

加藤 ポジティブな見方をする人にとっては、社会的リターンが経済的リターンを生むという議論で構わないが、そうではない人にとってはすくなくとも邪魔しないという議論になる。

松永 そうですね。NEST 向けの Climate Aware 戦略ですと、トラッキングエラーが 0.2% ぐらいと非常に小さいリスクに抑えたプロダクトですが、非常に長い目で見ると、この 0.2% のリスクが、低炭素社会への適合性の高い企業の株価にプレミアムが乗っていくことで、リターン面でプラスに貢献してくれることを期待しています。その部分の社会的合意、実証研究について蓄積しなければならないと思っています。

加藤 ありがとうございます。会場から「社会的リターンから経済的リターンへの道が分かりません。社会的リターンがいいと、なぜ経済的リターンがよくなるんですか」というご質問がありましたので、その議論をしてみました。これは、実証できない、理念としてそう信じるかどうかという議論である。運用機関の運用のビジネスをやっている方からすると、どちらでも対応できるようにしておくということかと思います。

社会的価値向上の意味

松古さんには、社会的リターンの話として、社会的価値というワードでコメントしていただきました。企業にとって社会的リターンや社会的価値の向上というのはどういう意味を持つのか、何で重要なのか。それらをどう位置付けているのか、どう位置付けるべきなのか。計測の問題が難しいとおっしゃっていましたが、どういうアプローチをして計測しようとしているのかについて、お伺いしたいと思います。

松古 大変難しい質問かと思えます。先ほどは、社会的リターンが経済的リターンに結びつくというところで議論がありましたが、このあたりの議論はとても難しいと思っています。これから ESG 投資が盛り上がれば盛り上がるほど、どのように経済的リターンに結びつくのかを示せ、とのリクエストが投資家から来るようになり、それを受け止める企業にとっては腹落ちしない問題になるのではないかと思います。個人的には、先ほどの「経済的リターンを邪魔しない」というだけでは寂しく、しかしながら、一定の時間軸を置いたとしても経済的リターンに直結はしないか、あるいは少なくとも企業側からはそのつながりを根拠ある数字で説明しづらいものの、価値と呼べるものは存在するのではないかと、ただし、その価値を誰がどう評価するのが難しいと思っています。

では、どのように表現したら皆さんに分かっていただけるだろうと思って3年たつのですが、いまの議論を聞きながらも、このギャップを埋めるのは難しいと思っているところです。というのは、社会的リターンがそもそも重要かどうかという観点からすると、これはたぶんとても重要です。オムロンでは「われわれの働きでわれわれの生活を向上しよりよい社会をつくりましょう」という企業理念を非常に大切にしています。10年後、20年後によりよい社会をつくるための事業はどんなものか、どんなテクノロジーが必要かというところから紐解いていく。建て前だけではなくて、そのように事業をつくり社会的価値を生むことを目指していきます。それがなければそもそも事業をしないというスタンスでやっている。社会的価値を「生む」ことを非常に重要視しているのです。



たとえば、資料集の44ページを見ていただきますと、私たちが注力しているドメインでの目標があります。たとえば、ヘルスケアでは血圧計の台数をサステナビリティ目標と

しています。年間で2500万台。これに販売価格を掛けたものがヘルスケア部門の業績の数値目標かという、ちょっと違います。この設定の背景には、サステナビリティの観点からは、高い血圧計を数少なく売るという効率性ではなくて、安いものでもたくさん売ることによって、途上国を含めたいろいろな国に血圧計で自分の健康をはかるとい文化をもたらすという社会的価値をつくっていかうという意図があるのです。

実は去年、私のチームで血圧計による測定への浸透で医療費がどのくらい下がったのか金銭的に計ってみようと試みました。ただ、試算の試算の試算になるので、あまり現実的な説得力のある数字にはならなかった。たとえば血圧測定でわかる高血圧だけでは、成人病の予防や医療費への寄与は見えにくいとか、国により医療制度が違ふとかいろいろあるのですが、比較的シンプルに計測できそうなヘルスケア分野でも難しいので、他の分野はもっと難しそうです。

サステナビリティ目標の進捗 (ファクトリーオートメーション)	
ファクトリーオートメーション：労働力不足、多様化するモノづくりへの対応 <small>・ 詳細：事業を通じた社会的課題の解決 ファクトリーオートメーション</small>	
社会的課題 ・ 少子高齢化による労働力の減少、先進国での熟練者不足、新興国での人件費高騰 ・ 高齢化・多様化するモノづくりへの対応	関連するSDGs 9.2 9.5
オムロンの取り組み <モノづくりの革新の実現> ・ 世界を動かす4業界（自動車、デジタル、食品・日用品、社会インフラ）へのアプローチ ・ i-Automation! ※による価値創造	9.2 9.5 8.2
2025年度の目標KPI 売上高目標 制御機器事業 (IAB) 4,800億円 サステナビリティ目標 注4業界における i-Automation! を実装する新商品の創出～モノづくり事業の強固な成長～ (4業界の生産性向上につながる新たな価値の創出)	【参考】2021年度の進捗 売上高 制御機器事業 (IAB) 3,961億円
社会的価値 モノづくりの生産性向上による経済発展への貢献	
<small>※ i-Automation!とは、製造業のモノづくり現場を革新するオムロン独自のコンセプトで、「3つの、制御進化 (Integrated)、知能化 (Intelligent)、ヒトと機械の協働 (Interactive)」によって、未来のモノづくりの実現を目指す</small>	
<small>Copyright: 2018 OMRON Corporation. All Rights Reserved.</small>	

資料集 45 ページではファクトリーオートメーションを説明しています。これは、いわゆる工場の自動化です。もともとオムロンは自動化に関する部品やコンポ売りをビジネスの中心にしてきました。今回の中期経営計画ではそのビジネスモデルを進化させることを事業戦略として位置付けています。

少子高齢化によって労働力が減ることへの対応や、熟練者や匠の技をどう継承していくかといったことを社会的課題として捉え、この解決につながる IoT や AI、ロボティクスによる技術革新を、今まで製造現場の自動化を支えてきた製品ラインアップに加えていく「i-Automation!」と呼ぶコンセプトのもと、人が足らなくなっても、スキルのない人でも、どこでもモノづくりができるようにする。そういった技術やシステム、商品を創出することをこのドメインにおけるサステナビリティ目標にしました。

開示している当ドメインの中期経営計画の数値目標は制御機器事業全体であり、私たちがサステナビリティ目標とした i-Automation! 関連の新商品が全体の何パーセントになるかという、まだまだ小さいとも言えますが、このドメインでの今後の成長のタネだとも捉えている。社会的なインパクトとして SDGs 関連売り上げを聞かれれば、全体の 4,800 億円と答えていいのか、SDGs で具体的に求められる部分にフォーカスして算出すべきな

のか。そんな中で、社会的インパクトを図るには何を測ればいいのか。継続できた匠の技の数が適切なのか、それで通じるのか、などいろいろ考えて悩んでいるところです。

加藤 SDGs 売上高というのは、MSCI さんが提案されているのですが、企業側からすると、適切な指標だと思われますか。それとも、一面的という感じでしょうか？

松古 SDGs のいろいろなインディケータを使って試算されていると認識していますが、理解できないところもあります。SDGs の 169 のターゲットや 224 のインディケータの中に現在オムロンが意図していることは入っているのですが、そのものずばりともいいづらい。そこをうまく試算してくださっていると思うのですが、私たちにはよく分からないというのが正直なところです。

加藤 ありがとうございます。土屋さんにも同じ質問をお伺いしようと思います。土屋は、それは資本コストを見ていけばいいとおっしゃるかもしれませんが、社会的リターン、企業にとっての社会的インパクト、リターンの位置付けと、どうあるべきか、どのように継続すべきかを教えていただければと思います。

土屋 まず、質問を質問で返すようで恐縮ですが、社会的リターンの定義というのはあるのですか。

加藤 それを追い求めているところです。

土屋 議論を吹っかけているようで申し訳ないですが、たぶん定義のないものを議論しても始まらないというのが現実的な話かなと思っています。それにみんなが振り回されているというのが、正直申し上げていまの実態ではないかと思っています。ちゃんと市場原理が働いていけばという前提なのですが、企業は淘汰されていくものだと思います。なぜ淘汰されるかという、社会的な要請に答えられていないからであって、要は物が売れないとか、人件費が払えないとか、サプライチェーンの断絶が起きるほど問題を抱えているとか、そういうことだと思います。

結局のところ、資本コストを見ればいいということの延長線上には、自社が抱えるリスクは短期、中期、長期で何かを突き詰めることになるのではないかと考えています。その結果、サプライチェーンであればそれが円滑に回り、物であればそれが売れ、従業員であればちゃんと給料を払うというところが、ステークホルダーとの資源配分という中で達成できていれば、その企業はたぶん持続するでしょうし、それが皆さまのイメージされている社会的リターンにつながっていくのではないかと考えています。

このあとに出てくる質問かもしれませんが、では SDGs はどう使うのか？ 私は個人的に SDGs なんていうのはまったく意味がないと思っています。というのは、収益機会を追求するのは企業としては当たり前のことです。特に上場しているのであれば。それをやらない企業はさっさと市場から出ていってくださいというのが、たぶんいまのマーケットの感覚だと思います。

柔らかく言うと、市場で生き残りたいのであれば、いろいろなステークホルダーとの関係性を維持しながらやっていかなければいけない、当然持続性というものを考えないと

やってはいけません。SDGsはたぶんそのヒントになると思います。そういったヒントをバックキャストという形で、いま自分たちを取り巻いている環境は何だろう、それは事業リスクとしては何だろう。収益機会もあるかもしれないが、企業として棚卸しできているかということではないかと思います。

いまそれを一番必死でやっているのはトヨタ自動車です。石油に依存したガソリンとかを使っているものはもう駄目だと。いまは100年に一度の危機だという形で、ビジネスモデルを必死に転換しようとしている。裏を返せば、社会課題にどう応えていくかというのと結局イコールだと思います。

事業を取り巻く環境上のリスクをどういうタイムスパンで捉えて、どう対処して応えていくかということが、結局は企業の企業価値そのものにつながっていくのではないかと個人的に思っているところです。けんかを吹っかけるような言い方ですみません。

加藤 市場を効率的に考えれば、当然そういう結論にはなるだろうと思います。要するに、ある意味ではすべて市場が決めてくれるわけですから、適正に評価をして生き残るかどうかという議論になる。そうは言いつつ、やはりよく言うエクスターナリティ、外部性という問題もあるので、特に短期的思考で利益を求めてしまうと環境の悪化を導いてしまう。それが実は長期的に見ると経済的リターンも悪くなってしまいます。そういうような、市場原理が機能しないようなところも一部あると認識するか、いや、それも含めて市場が機能すると認識するか、そのへんはいかがですか。

SDGs と市場原理

土屋 これは時間軸の捉え方だと思います。確かにいま短期的に環境を犠牲にすれば、利益が上がるかもしれないという話があるかもしれませんが、それは持続しないと思います。時間軸をどう捉えるかというのを企業は考えるべきであって、いまの環境を考えると、SDGsが出てきているというのは「時間軸を長期で見ないと持続しませんよ」というメッセージだと思うのです。

そうなると、経営の時間軸は3年の中期経営計画だけではたぶん駄目でしょうし、1年間の利益とかでも駄目かもしれません。年金受給者からすると、将来的にリターンを上げてくれる企業が大事ですから、環境の変化、まさに外部性がそのように変わってきているので、企業も変わっていかなければいけないというところで調整されていくのではないかと思います。

ミクロでいまこの瞬間を捉えれば、環境を犠牲にして利益を得ている企業もあるのでしょうけれど、広いスパンで見れば、そういった企業は淘汰されていくはずですよ。

加藤 ありがとうございます。外部性を含めて市場機能がそれなりに働くだろうということですね。土屋さんが極めて市場に信頼を置いていることが分かりました。

B Corp の試み

鈴木さんに同じような質問ですが、B Corp は、おもしろい試みで、こういったものがアメリカの西海岸から出てくるのはなるほどだと思います。B Corp にとっての社会的リターンの意義と、B Analytics はどうやって社会的リターンを評価しているのか、もう少し具体的に教えていただければと思います。

鈴木 社会的リターンが長期的な経済的リターンにどう反映されていくのかというトランスミッションが見えるのか、見えないのかという議論ですが、それを実際に計るのは大変難しい。SROI は直接貨幣価値 Monetary terms で評価して、実質的な価値を明らかにしようとしています。ただし、どれくらいのインパクトがあるのかというのは、社会的にないしはセクター的に、ほかの企業と比べてみないとその価値の重みを評価しようがないと思います。企業がやっていること、実質的にどんなことをやっていて、それがどのくらい大切なことなのか、それは国家的レベルでどうなのか、という意味では B Corp の取り組みは社会的活動の「見える化」という観点で良いアプローチだと思います。一方で、B Impact Assessment の評価基準は基本的には「形式基準」です。要するに、何をどの程度やっているか、を問うものが多いのですが、たとえば各企業の Greenhouse gas、CO_x を実際どのくらい出している、という「実質基準」的な質問もあります。また、それは直接計測していなくても、電気の消費量で推定するやり方があります。私がアドバイスしている会社では、全国の支店の電気の使用量を全部集めて、地域の電気量の生み出す効率化を換算して CO_x を推定しています。これをもとにして選択肢に答えています。

質問に答えた申請のあとには審査があり、エビデンスを求められます。説明責任 Accountability をしっかり持った上で回答するということが求められます。

先ほど社会的リターンから長期的な経済的リターンへのトランスミッション・メカニズム（伝達機構）はよく分からないとは申し上げたのですが、実は B Corp 認証企業は上場企業よりも未上場企業のほうが多いのですが、B Corp の実績をアメリカの大学の先生が実証研究したのを見ると、少なくとも売上ベースのパフォーマンスで、同じセクターの上場企業全体に比べて有意にパフォーマンスが高い結果となっています。また同セクターの一般未上場企業に比べても、より明確にパフォーマンスが高いことが出ています。また、面白いことに B Corp 認証企業には女性起業家が非常に多いことが知られています。

発表の中で申し上げた年々スコアを上げている企業が多いということが何を意味しているかという、B Corp 認証を受けようとしている企業の経営者、幹部、従業員は自分たちの会社をより良い会社になろうと努力しています。もちろん実行内容としては E、S、ないしは SDGs の観点ですが、そのベースとして、G をしっかりやらないと当然点数は上がりません。

それは単に点数を上げるためにやっているのではなくて、目的は「Do for Good」良いことをやろうというのが理念です。私がアドバイスする会社は経営者がぜひこれをやろうということでスタートしました。アメリカのものを輸入することに抵抗感がないわけでは

ないのですが、良いことをやるんだから、まずはうちもやってみようと言っています。実際にはいろいろな情報を集める作業が大変ですし、アメリカの B Lab の本部とやり取りをしながら進めている段階ですが、社内のモチベーションはとても高いです。

社会的なリターンを上げるためには、内部の人たちのモチベーション、企業経営の質を高める努力が必要で、結果としてパフォーマンスが出ている。別の言い方をすると、外生変数（E や S への努力が経営効果を上げる）だけではなくて、内生変数（良いことをやり続けるモチベーションを通じて経営効果を上げる）を通じて長期的な経済的リターンを上げる、というトランスミッション・メカニズムもあるのではないかと思います。

加藤 ありがとうございます。鈴木さんの B Corp のお話と、松古さんのお話を聞いていておもしろいと思ったのが、アメリカは市場原理主義の最も到達した国だと思いますが、そのアメリカでこういうコンセプトが出てきている。つまり、社会的インパクト、社会的リターンを重視しようということですね。鈴木さんに質問ですが、何が B Corp とかをやるモチベーションになっているのか。本来であれば金もうけをしよう、あるいは何かおもしろいことをやろうという人たちが、社会的なことに対する情熱を持つ源泉についてお伺いしたいです。会場から「ESG の評価の高い会社は、余裕のある高収益の会社ではないか？」という質問がありました。つまり、高収益企業の代理変数ではないかと。社会的インパクトに対するモチベーションについて、B Corp の人たちはどのように思っているのでしょうか。

鈴木 まさに、Do for Good 良いことをやるということがモチベーションになっているのであって、B Corp は 80 点を超えないと認証されません。パタゴニアの 150 点というのはものすごく高いレベルだとさきほど申し上げたのですが、実際にやってみると足切りの 80 点もものすごく高いんです。質問が 200 問以上ありますが、それらは規模やセクターによって質問内容が変わってきます。また 200 問前後の質問ですが、個別質問の配点が 0.3 点とか 1 点とか、重要なものは 1.5 点とかとなっています。そして配点が 1 点に対して、実際の得点は 0.1 点というのを集めて 80 点以上にするというのが実は大変難しいのです。初めて申請する企業は、普通は 80 点を取得できません。30 点もいけば良いほうです。それを 40 点、60 点と上げていき、80 点を取得して認証が受けられ、認証を受けた企業はもっと ESG の活動を良くしようとしていきます。

大企業だけ見ていると、余裕がある企業が CSR の延長で ESG をやっていると見えるかもしれませんが、未上場企業の場合は B Corp 認証の準備を始めることで、まずは自分たちで出来ることをやろう、というふうになるようです。日本の B Corp を対象にしてどんなふうにモチベーションが高まるのかという実証研究をやり始めているのですが、私がいろいろな企業にインタビューしたり、実際にやったりしていることをベースに申し上げますと、B Corp 認証をやることによって企業の経営品質が徐々に高まり、結果として E や S、SDGs の効果が明確になっていき、それがさらにより良い経営効果、企業価値の向上につながっていく、というように私には見えます。

加藤 ありがとうございます。きょうメインのトピックである「SDGsは企業価値向上に役立つのか」という話、先ほど土屋さんには否定されてしまいましたが、さらに議論を深めていきたいと思います。

企業経営にとって SDGs はどう役立つか

まず、松古さんにお聞きしたいのですが、企業価値、社会的価値が重要なのは分かるとして、SDGsは企業経営にとってどんな意味があるのか、どのように結びつけるのか、結果的にどう企業価値向上に役立てようとしているのかという、SDGsにフォーカスしてコメントしていただきたいと思います。

松古 SDGsがどのように企業価値に役に立つのか？ 投資家の間でも会社でもよく議論されるのですが、あまりピンときていません。SDGsを分解してターゲットの169とかにブレイクダウンしていくと、ビジネスチャンスを広げ、イノベーションを生むヒントがあると思います。今は儲からない分野でも、SDGsとして皆で注目することで、新しいビジネス、あるいは現在のビジネスを広げていけるかもしれません、企業としてはSDGsのターゲット169を全部やっていくことに意味があると思っているわけではないし、役割分担もあると思ったりしています。先ほど申し上げた通り、オムロンは、現時点では、SDGsを目指して、というよりは、自らの社会課題解決がSDGsに貢献できているか、すなわち、国際社会に求められている課題に対応できているかの確認として捉えています。

また、SDGsドミノという言葉が示す通り、SDGsの17のゴールは個別のもののように見えていて、一つを実行するとこちらにマイナスになるとか、一つをやるならもう一つのSDGsとともにやらないと意味がないとか、そういう関係性があります。たとえばファクトリーオートメーションの場合、9番「産業と技術革新の基盤を作ろう」を軸に適切にやれば、8番の「働きがいも経済成長も」に寄与していく。そう意識しながら進めれば、もっと企業価値が上がる取り組みができるのではないかと思います。逆に、AIがファクトリーオートメーションで重要度を増している反面、AIをワークさせるための使用電力の莫大さを考慮すると、7番や13番につながる環境に対する負のインパクトも考慮すべきということになるかもしれません。

社会に対する貢献を企業価値つなげるには、負のインパクトをどう扱うかとか、意図しないリスクをどう軽減するかというところにもSDGsの考え方は使えると思います。

加藤 SDGsはそれなりに企業の活動にとって指針になっているという理解でよろしいですか。

松古 はい、そうだと思います。

加藤 先ほどの言い方が良くなかったので、発言を訂正します。SDGsという大変すばらしいものがあるので、それを利用してこういうことですね。

松古 私たちオムロンは、もともと社会課題を解決しようと思っているんです。ですから、企業理念で目指す姿に似ているSDGsがなくても、同じように考えてやっている、他の

多くの日本の企業さまと同じように考えています。しかし SDGs はそれを見える化するツールになりうることから、企業にとっても評価する側にとっても有用なはず、そんなイメージです。答えになっていますか。

加藤 ありがとうございます。100 点の答えです。土屋さんにも同じような質問で、先ほど明確なコメントをいただいたわけですが、そこであえて再度、SDGs をあえて企業経営に使うとすれば、どのように役立てることができるかというのをお話してください。

土屋 先ほど「SDGs なんていうのはまったく意味がない」と言いましたが、決して全面否定しているわけではなくて、意義があるとは思っています。ただ、いま松古さんの話を聞いて、オムロンさんは違うのだなと腹落ちしました。多くの企業は、SDGs をあたかも魔法の言葉のように使って、あれを使うと企業価値が高まるのではないかという、そんな使い方をしているように見えるのです。「では SDGs が出てきたからといって、皆さんは中期経営計画を上方修正するのですか？」といつも聞いています。たぶんなさらないです。できないのです。そのようにしか整理できないのだったら、全然使いこなしていないのです。

松古さんの発言の中にいろいろなヒントがあったと思うのですが、企業を取り巻く環境が変わってくるというヒントを読み解こうというところが、SDGs の一番の使い道ではないかと思っています。それを直接的に収益機会に結びつけることはたぶんないのではないかと思います。SDGs のくくりは国家単位のものが多いので、企業として単独で立ち向かうのは難しいのです。一方で、企業は営利企業である。上場しているのだったらなおさらであるという中で、自分たちの物を売っていかないといけない、サービスを提供しないといけない。社会的な要請があるから売れるので、それをどう追求するかということだと思います。そのときに SDGs を使いながら、2030 年に向けてどういう環境変化を国家単位で見ているのか。そうした国家単位で見る環境変化の中に、われわれが見落としているリスクや機会が、もしかしたらあるのではないかというヒントを探る。これは非常にいいと思います。

企業が「中期経営計画のこの部分は、SDGs の何番に該当します」ということがありますが、あれはまったくナンセンスです。まったく意味がないです。企業の課題も分かりませんし、何でそうなのかということも分かりません。あまりよろしくないなと思っている次第だということです。

加藤 ありがとうございます。ありがちなことですね。何かやっていることがあると、それに便乗することはよくあることで、SDGs ウォッシングというのが最近出てきているようです。つまり、看板の掛け替えだけで、最終的にはそれは市場が厳しく評価するということだろうと思います。

SDGs の位置づけ

鈴木さんにお伺いしたいのですが、先ほど B Corp の話の中で SDGs も評価されているとおっしゃいましたが、具体的にはどう理解すればいいのでしょうか。企業の開発目標を

分類しているのが SDGs だと思うのですが、それはどのように B Analytics の評価体系の中でどう位置付けられているのでしょうか。

鈴木 B Analytics はツールですが、実際には評価システムとしては Global Impact Investing Rating System、英語では GIIRS と呼んでいます。それは B Impact Assessment のいろいろな質問のデータを使って、その活動レベルを「見える化」というシステムです。ですから、いまのご質問は、B Impact Assessment の評価体系の中にどのように SDGs が関わっているのかというご質問だと理解しています。アセスメントの項目としては、「環境」「ワーカーズ」「コミュニティー」「ビジネスモデル」そして「ガバナンス」などの観点です。その内容は、SDGs、SASB (Sustainable Accounting Standards Board)、IRIS (Impact Reporting and Investment Standards)、GRI (Global Reporting Initiative) などのサステイナブルな社会を実現するための枠組みや基準を参考にして不断に改善されています。

評価項目の中で「ビジネスモデル」というのは少し変わってしまっていて、「S や E に関わる新しいビジネスとしてどんなことをやっているか」ということを聞かれます。やっていない企業は、その得点はとても低くなる。やっていなくても、そういう質問に触発されて、前向きに捉えるとこんなことができる、あんなこともできるじゃないかというような形で、Impact を生み出す取り組みを支援する構造になっています。

B Corp 認証は2年に一度、再審査があります。ですから、審査に通れば1年は余裕があるのですが、また審査を受けなければいけない。日頃からちゃんとやっていなくて80点を下回ると、認証は取り消されます。当然頑張るのですが、頑張るならもっと前向きに頑張ろうというメカニズムが中に組み込まれているのかなと思います。

先ほど B Corp 認証企業には未上場企業が多いとは言ったのですが、上場企業でもパタゴニアなんかは B Corp 認証を得ているだけでなく、C Corporation から B Corporation に法人を変えたりしています。ただ規模が大きいと全社的な取り組みが評価対象になるので質問に答えるだけでも大変になります。ですから、ベンチャー型企業や中小企業、地域に根差した従業員が数人から数百人という企業が取りやすいと思います。データや情報が入手しやすい、経営者の哲学が浸透しやすい、行動に結びつきやすいなどからです。

例えば、「CEO の報酬が社会的なリターンと結びついていますか？」という質問もあるんです。それにイエスと答えるとかなり高得点です。もちろんエビデンスが求められます。しかし答えられないとそのセクションは0点ですから、ガバナンスだけではなく、SDGs で具体的に自分たちがやっていること明確にし、やっていないことを自分たちの問題として取り組むというメカニズムがあるのではないかと考えています。

加藤 ありがとうございます。いまのお話を伺っていると、特に小さい会社ではこういうアプローチが確実に機能するという気がします。

投資家から SDGs を見ると…

同じ質問を松永さんにします。投資家から見て SDGs はどうでしょう。何が期待できる

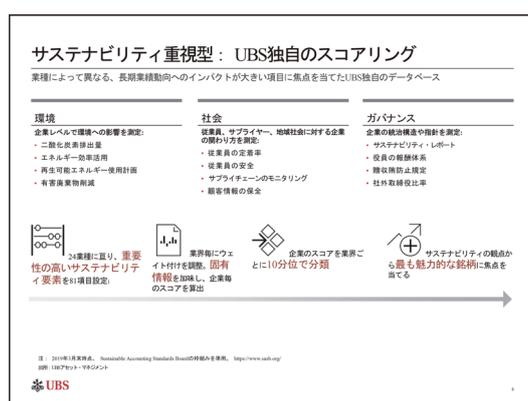
のか、どのように役立っているのか、結果的にそれがリターンに結びつくのかという観点でお願いします。

松永 松古さんのお話で、オムロンは、SDGs という概念が出てくる前から社会が求めるソリューションを開発して提供してきた歴史があり、企業経営の真ん中できちんとそういうことを考えてきていますと聞いて、まさにその通りなんだろうと思いました。私はむかし、消費関連の企業を分析するアナリストをしていました。ファーストリテイリングや花王、JT、イオンなど様々な企業の長期的な業績を、損益計算書、バランスシート、キャッシュフローについて包括的に予想し、その投資価値を計算する仕事です。そこに、ESG は重要だ、についてはそのフレームワークを取り入れて分析をなささいという指令が来る。しかしながら、アナリストとしては、企業の5年後、10年後の姿を予想するためには、当然ガバナンスもチェックしなければいけないし、操業の安定性も見なければいけない。社会との共和性もきちんと見なければいけないということで、ESG 分析は決して新しいものではないわけです。

それでも一つ意義があるとすれば、SDGs によって新しい問題が出てきたわけではなく、すでにある問題を見える化してくれた、ということが挙げられると思います。

世の中というのは混沌としていて、それを思い切って捨象して、言語化することによって人間は理解できるようになるわけですが、SDGs は現在すでに存在している様々な問題を明確化し、世界中の人々が共通認識できる切り口として機能しています。また SDGs に対する批判的な意見に対する反証も含めて議論が深まるといった部分もあるかと思います。

運用プロダクトの提供者から見た SDGs の役割について話しを進めますと、鈴木先生がおっしゃった「社会的リターンや経済リターンのトランスミッションメカニズムが見えない、どう説明するのか」と点が、まさに今回の議論の本質だと思います。



私どもは、社会的リターンから経済的リターンへのトランスミッションメカニズムというのは確かに存在し、二つの側面で説明できると考えています。先ほど運用機関としていろいろなソリューションを提供するという中でパッシブアプローチの紹介をいたしました。ここでのお話しは、より積極的に ESG 投資がリターン面でプラスに働くこと、そして、

そのメカニズムはどのようなものなのか、というものです。

資料の表は、縦軸が ESG 分析で優れる銘柄が上、劣る銘柄が下、横軸は株価バリュエーションで右が割安、左が割高、という二つの軸で銘柄群をプロットしたものです。仮説として、割安かつ ESG 面が優れている銘柄群は、そうではないものよりパフォーマンスが良い、という結果を期待する訳ですが、過去の期間についてバックテストを行った結果、まさにそのような結論を得ることが出来ました。

なぜなのか？ 投資家は長期的に成長し続ける企業に投資したいわけです。そのためには、企業を取り巻く長期的なトレンドを見極めなければいけない。技術、サービス、人材などの面で差別化を達成した優れた企業であっても、その実力の発揮を妨げる様々なリスクに晒されます。労働問題の高まりによる操業リスクや、社内で反乱が起きてガバナンスが混乱するリスク、環境への悪影響でボイコットにあうリスクなど、思いがけない落とし穴はそこかしこに隠れています。

長期的な業績予想をしていく上で、ESG を見ることは、この思いがけない落とし穴にはまるリスクを減じてくれる効果があるという点が大きいのです。自分の会社ですら3カ月後の業績がどうなっているのか正直よく分からないのに、外部のアナリストが、1年どころか、5年、10年と長期の業績予想をするのは元々困難な作業です。それでも現在得られる情報に基づいて最もそれらしい将来業績を織り込んだ株価形成が市場でなされる際に、ESG 分析は従来型の財務分析だけでは足りなかった視点を投資家に与えてくれるのです。

投資家にとって、ESG 分析とは、企業のビジネス基盤の頑健性をチェックすることで、業績予想のボラティリティを下げる、つまり業績予想の確からしさを補完してくれる、それによって割安度分析の有効性が高まるものだと考えています。

もう一つの説明は、高 ESG 企業が株式市場で評価されやすい環境が長期化している、というものです。リーマンショック以降、低温経済とも言うべき低インフレ圧力構造が世界に広がり、それが10年以上続いている中、株式市場ではマクロ経済の成長に依存せずに、ボラティリティの低い収益成長を続けている企業群が好まれる傾向が定着しています。ESG 評価が高い企業は、業績ボラティリティが低く、事業基盤のクオリティが高い企業と重なる部分が大きく、高 ESG 企業のアウトパフォーマンス基調が続く背景となっています。

また、実際に需要が増大している事業領域を ESG が捉えているという側面も大きいと見えています。例えば、気候変動問題を巡る投資家の圧力を受けて BP やロイヤルダッチシェルのようなオイルメジャーが経営陣の報酬と二酸化炭素の削減量を連動させたり、また、各国の排出ガス規制の変化を受けて EV のような新しいテクノロジーに対する需要が急速に拡大したりしています。企業としては、自分の事業領域で何か大きな変化があったときに、柔軟に対応する動きを続けることが求められているのです。

この点、構造的かつ現時点で解決されていない問題を網羅している SDGs は、企業にとって大きな事業機会が存在している分野を示している、と見ることも出来ます。

では、そのインパクトをどう計測するのかというのも非常に難しい問題で、先ほどオム

ロンさんの計測結果がありました。同じ考え方で、医薬品会社が商品を買っていて、それを日本で売ると途上国で売るとでは、助かる人間の数が全然違う。ペニシリンがあることによって命の危機を避けられる国もある。そういった売り上げを超えたインパクト、どれだけの人数が救われているのか、あるいはどれだけ水がきれいになっているのか、そういったことは別の要素だと思っています。

私どもは、これまでは売り上げや利益といった財務面の分析を中心にサステナブル投資を続けてきたわけですが、インパクト投資では、それをもう一つ次元を広げて、売り上げや利益を超えた、社会に対する厚生を直接計測し、この観点から社会にプラスのインパクトを与える企業は、社会の要請を満たすことになる。従って、中長期的な観点で見れば、業績が伸びていく蓋然性が非常に高いのだろう、という枠組みに進化させています。

SDGsの項目は、いま社会的な要請が高まっている分野、すでにニーズがある、デマンドがあるところを見える化しています。運用会社としては、プロダクト設計にSDGsの枠組みを活かすと同時に、企業の社会的インパクトを計測するスキルの開発を進めています。

具体的には、私どもは、水、ヘルスケア、環境、食料など各問題で優れた知見を蓄積している研究所を持つハーバード、ニューヨーク市立大学、オランダのヴァーヘニンゲン大学などとの共同プロジェクトで、独自のインパクト計測手法を開発。インパクト投資戦略の投資対象企業について、実際に社会インパクトの実数値の計測を始めています。インパクト投資におけるSDGsの役割は大変大きいものがあります。

加藤 いま最後におっしゃったことは大変興味があるのですが、計測結果は公開されているのでしょうか。

インパクト投資：インパクト測定報告の一例
グローバル・サステナブル・インパクト株式戦略 (2018年12月末現在)

インパクトカテゴリ	10億ドル投資当りのインパクト	
	ポートフォリオ	MSCI ACWIインデックス
 水資源の節約 (立方メートル) 水資源の処理 (立方メートル) 水資源の供給 (立方メートル)	11,777,644	1,251,171
	8,639,949,965	289,746,953
	442,600,160	395,777,162
 二酸化炭素排出量の削減 (トン) CO2の削減量 (トン)	6,405,738	1,523,994
	663	1,192
 疾患日数の削減 入院日数の削減 延命数	49,168,901	13,923,320
	28,293	47,402
	64,444	23,761

出所：180°データ・セグメント
 注：上記は財務報告目的のために公表されています。

UBS

松永 資料の38ページはその一例ですが、10億ドル投資した場合のインパクトについて、当社のポートフォリオとMSCI ACWIインデックスの比較を、水資源、二酸化炭素排出量削減、疾患日数、入院日数、延命数などで示しています。

加藤 これはどこかの年金基金とか委託者に提示している資料に入っているという理解でいいですか。

松永 そうですね。

加藤 すばらしいですね。このデータがぜひ欲しいですね。

きょうの話だけで SDGs、ESG が分かるというわけではないと思いますが、少しは手がかりになったということであれば、私どもの学会も幸甚なところでございます。これで本日のセミナーを一応終わりにしたいと思います。どうもありがとうございました。