第 2 章

共通価値を取り込む 新たな成長の要請

第1節

サステナブル・インクルーシブな 未来社会に向けた企業行動への期待の高まり

第2節

サステナブル・インクルーシブな 成長ニーズへの対応

第3節

サステナブルな価値創造を行う 企業行動に向けて

第2章

共通価値を取り込む新たな成長の要認

第 1 節

サステナブル・インクルーシブな 未来社会に向けた企業行動への期待の高まり

1. 包括的なサステナビリティへの意識の高まりと金融面からの後押し

1990年代以降、グローバル化が急速に進展し、環 境問題や人権問題などグローバル化の「負」の側面が 顕在化してきた。このような地球規模の課題に対し、 政府や国際機関だけでは対処できず、経済活動に大き な影響を与える企業への期待が大きくなってきてい る。企業への期待が高まる中、1999年の世界経済 フォーラム(ダボス会議)では、国連のコフィー・ア ナン事務総長(当時)が企業にグローバルな課題解決 への参画を求め、企業と国連が共有できる価値につい ての世界的合意(グローバル・コンパクト: Global Compact)の形成を呼びかけた。翌2000年には国連 グローバル・コンパクトが発足することとなった。そ の後、2011年には国連人権理事会において「ビジネ スと人権に関する指導原則」が支持され、社内のみな らずサプライチェーン上の人権問題についても意識が 高まってきている 117。並行して、世界各国でも国別 行動計画の策定が進み、日本においても「ビジネスと 人権」に関する行動計画が2020年10月に策定された。

2015年には、国連総会において「我々の世界を変 革する:持続可能な開発のための2030アジェンダ」 が採択されたこともあり 118、社会課題解決への機運 がさらに高まってきた。この中に、17の目標、169の ターゲットからなる持続可能な開発目標、すなわち、 SDGs (Sustainable Development Goals) が含まれて

いる。2030アジェンダの特徴は、課題の普遍性およ び不可分性に関する認識にある。SDGs 以前の多国間 のイニシアティブは、「気候変動 | 「生物多様性 | 「感 染症」といった個別の課題を切り出して対処するもの であった。2030 アジェンダは、個々の課題の重要性 ではなく、これらの課題がお互いに関連し、相互に依 存しているという「相互関連性」を強調し「統合的な 解決」を目指すところに大きな特徴があるといえ る 119。このように、SDGs の目標は広範かつ統合的で あり、達成のためには年間5~7兆ドルが必要とも言 及されている 120。そのため、目標達成には政府や国 際機関のみならず経済で中心的な役割を担っている企 業を含め、多様な主体の関与が必要不可欠である。

日本においては、機関投資家の行動原則であるス チュワードシップ・コードや上場企業の行動原則であ るコーポレート・ガバナンスコードの再改訂において もサステナビリティの考慮が言及されるなど、意識の 高まりが見られる (第 Ⅱ-2-1-1 図)。

前述のとおり、国際機関などによるイニシアティブ が数多く打ち出されたこともあり、ESG 投資を始め とするサステナブル投資も拡大している。総資産運用 額に占めるサステナブル投資の割合を見ると ¹²¹、米 国の割合は2016年の約21%から2018年には約26% にまで上昇している ¹²² (第 Ⅱ-2-1-2 図)。

村上、渡邊 (2019)

¹¹⁷ Global Compact Network Japan (2016) 「The Ten Principles of the UN Global Compact」、2021年6月、 https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles

¹¹⁸ 外務省「2015 年 9 月 28 日報道資料」、(外務省 Web サイト)

¹¹⁹ 南、稲葉(2020) 蟹江 (2020)

¹²⁰ UNCTAD (2014) 121 欧州においてはサステナブル投資の基準が厳格化したことが割合低下の要因の一つ。

¹²² Global Sustainable Investment Alliance (2018)

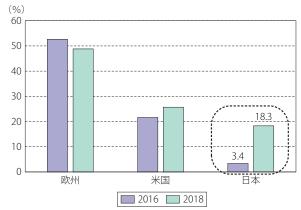
第 Ⅱ-2-1-1 図 ESG や SDGs 等に関連するイニシアティブ



備考:(※) コーポレート・ガバナンスコードは6月中の再改訂が予定されている。(2021年5月末時点)

資料:経済産業省作成。

第 Ⅱ-2-1-2 図 欧州・米国・日本の運用総額に占めるサステナブル投 資の割合(2016 年→ 2018 年)



資料: GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE より作成。

日本においてもサステナブル投資が加速した背景には、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が PRIに署名したことも挙げられる。日本の割合は欧米 の水準には達していないものの、2016年の約3%から2018年には約18%と6倍近くの規模にまで拡大しており、2020年には、さらに上昇している。日本においても、サステナブル投資への資金流入が加速しているといえよう。

先に示したサステナブル投資額 123 は日本サステナブル投資フォーラムが国内の 47 の機関投資家 124 に行ったアンケートに基づくものであるが、調査対象となった 47 機関の運用資産に占める割合は半分を超えている(第 II-2-1-3 図)。 47 機関の運用資産は、日本の運用総額の 4 割以上を占めており日本の資産運用に占める割合は大きく、大手の運用機関であることから企業へのエンゲージメントを通じた影響力は小さくない。

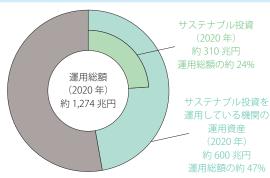
また、2020年の特徴として、個人向け金融商品におけるサステナブル投資の伸びが顕著であることから、サステナブル投資の裾野が広がっていることが伺える ¹²⁵。

¹²³ ここでいうサステナブル投資は、ESG インテグレーション(財務情報に加え ESG など非財務情報を加味した投資)に加え、エンゲージメント(株主としての企業との対話)や議決権行使、国際規範に基づくスクリーニングなどを含むもの。

^{124 45} の機関投資家へのアンケート調査に加え、2 機関(年金積立金管理運用独立行政法人、地方公務員共済組合連合会)の公開情報を基に したデータを加え 47 機関としている。

¹²⁵ Japan Sustainable Investment Forum (2020)

第 Ⅱ-2-1-3 図 日本の運用総額に占めるサステナブル投資の割合



備考1:ここでいうサステナブル投資は、ESG インテグレーション(財務情報に加え ESG など非財務情報を加味した投資)に加え、エンゲージメント(株主 としての企業との対話)や議決権行使、国際規範に基づくスクリーニングなどを含むもの。

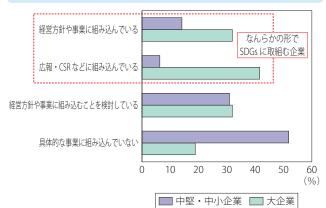
備考 2: 運用総額は日本国内の金融機関の全運用総額。

資料:運用総額は日本銀行の資金循環統計から作成。サステナブル投資額および 47 機関運用総額については日本サステナブル投資白書 2020 から作成。

2. 企業への SDGs/ サステナビリティの浸透

こうした世の流れから SDGs を始めとする社会課題 に対して取り組む企業が増えている。実際に、JBIC の 2020 年度調査によると ¹²⁶、大企業においては「SDGs を経営方針や事業に組み込んでいる」と回答した企業 が約3割、「SDGsを広報・CSRなどに組み込んでいる」 と回答した企業が約4割となった。このように、大企 業においては SDGs を意識し取組を実施している企業 が少なくない。また、現状としては、大企業の方が中 堅・中小企業に比べて取組が先行しており、とりわけ 「広報・CSR」については大きな差があるといえよう (第 Ⅱ-2-1-4 図)。

第 Ⅱ-2-1-4 図 SDGs の浸透状況(企業規模別)



備考:複数回答有。全回答者数は 504 社(大企業 313 社、中堅・中小企業 191 社)

資料:国際協力銀行

次に、日本企業が SDGs に取り組む動機について業 種別にみると、中堅・中小企業の多い自動車や一般機 械などでは「調達元・納入先からの要請」が比較的多 く見られた (第 Ⅱ-2-1-5 図)。主要業種以外でも、と りわけ非鉄金属、鉄鋼、紙・パルプ・木材といった素 材産業においてこの傾向は強く見られており、今後、 グローバルサプライチェーン上で取引先として選ばれ 続けるためにも SDGs への対応が必要な要素となり得 ることが伺える。また、「投資家との関係維持」を選 択した企業は化学で多く、主要業種以外では石油・ゴ ム、窯業・土石製品といったエネルギーを多く消費す る産業において、投資家からの SDGs 対応への要請が 高まっていることが分かる。

加えて、SDGs に取り組む動機について企業規模別 の違いに着目すると、大企業においては「投資家との 関係維持」と答えた企業の割合が中堅・中小企業の約 6倍近くあった。実際に、企業へのヒアリングにおい ても、ESG 投資に多くの資金が流れており、こうし た外部環境の変化への対応は大きなビジネスチャンス になり得るとの認識が示された 127。他方、中堅・中 小企業においては「調達元・納入先からの要請」が多 かった 128。大企業は投資家からの要請が、中堅・中 小企業はサプライチェーン上での要請が強い動機付け となっていることが伺える。

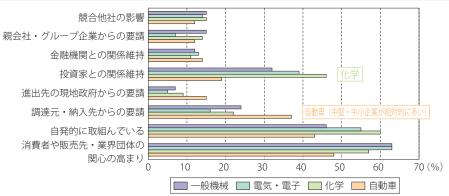
また、製造業以外も含む全業種への企業アンケート においても SDGs への貢献によって企業価値が向上す

¹²⁶ 国際協力銀行(2021)

¹²⁷ みずほ情報総研(現みずほリサーチ&テクノロジーズ)(2021)

¹²⁸ 国際協力銀行 (2021)

第 Ⅱ-2-1-5 図 SDGs に取り組む動機(製造業セクター別)



備者:製造業のうち回答企業数の多い主要4業種のみ

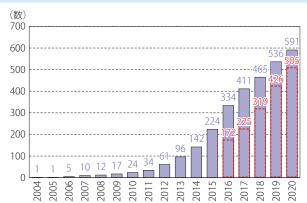
資料:国際協力銀行「わが国の製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」より作成。

ると認識している企業は多く、特に企業のイメージ アップや社員のモチベーションアップにも資すると考 えられている (第 Ⅱ-2-1-6 図)。

さらに、企業の情報開示という側面からも、統合報 告書やサステナビリティレポートの開示等において、 非財務情報である ESG などへの取組を開示する企業 も増えている。企業が多様なステークホルダーに対し、 こうした取組について説明が求められている現状が伺 える (第Ⅱ-2-1-7図)。

企業が SDGs やサステナビリティ上の課題に取り組 み、持続的な価値創造へとつなげていくにはどのよう なメカニズムが考えられるだろうか。ここではそう いった社会課題に企業が取り組む意義について、企業 の価値創造の観点から整理する。

第 Ⅱ-2-1-7 図 統合報告書発行企業数の増加



備考:「JPX 日経インデックス 400 対象企業」「日経 225 対象企業」「エコほっ とライン掲載企業」「時価総額 1,000 億円以上の企業」のほか、調査 活動で確認できた企業を対象。

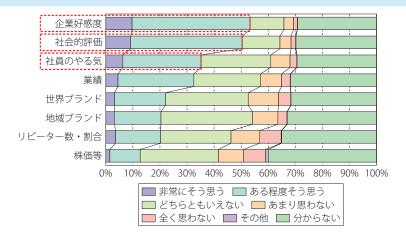
赤字の数値は「狭義の統合報告書」の発行企業数。

「狭義の統合報告書」とは、IIRC フレームワークなどの統合報告ガイ ダンスを参考にして制作されている報告書、

または冊子や WEB サイトでレポート名を統合報告書・統合レポート 等と題されている報告書を指す。

資料:株式会社ディスクロージャー& IR 総合研究所「統合報告書発行状況 調査 2020 最終報告」より作成。

第 Ⅱ-2-1-6 図 SDGs 達成への貢献で向上する企業価値



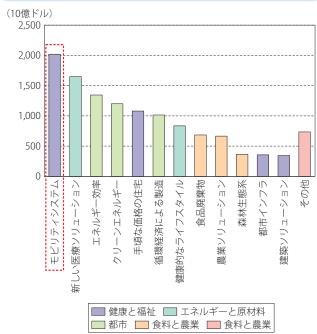
資料:帝国データバンク

(1) 新しい市場機会の創出・獲得

目標達成に向け企業の力を必要としている SDGs は、新しい価値観の元で需要が生まれる新市場の源泉 でもある。2017年の世界経済フォーラムで報告され たレポートである Better Business Better World にお いて、SDGs に関連したビジネス分野として、「食料 と農業」、「都市」、「エネルギーと原材料」、「健康と福 祉」の4つの経済分野が言及されている¹²⁹。それぞ れの経済分野についてみると、まず、「食料と農業」 には食品廃棄物の削減に関わる技術、低所得者層向け 食品市場などが含まれる。次に、「都市」を見ると手 頃な価格の住宅の建設市場、エネルギー効率の高い建 物市場、電気自動車およびハイブリッド車などの市場 が含まれている。さらに、「エネルギーと原材料」に はサーキュラービジネスや再生可能エネルギーなどの 市場が含まれている。最後に、「健康と福祉 | 分野には、 遠隔医療や患者の遠隔監視のサービス、保険市場など が含まれている。

この4つの経済分野で実体経済の約6割を占めてお り、この領域において少なくとも12兆ドルの市場を 生み出し、3億8,000万人の雇用を創出するとされて いる。特に、2030年に最も市場規模が大きくなると 予想されているのがモビリティ分野である(第 Ⅱ-2-1-8 図)。 実際、CASE (Connected: つながる、 Autonomous: 自動運転、Shared and Service: シェ アリングサービス、Electric: 電動化) や MaaS (Mobility as a Service) といったものに代表される ように、様々な新しいサービスが出てきている。自動 車産業におけるデジタル社会への変化、脱炭素の追求 と都市化への対応という地球環境問題を解決する時代 の到来、ミレニアル世代 ¹³⁰ および Z 世代 ¹³¹ の登場 という大きな潮流がこういった動きをさらに後押しす るとみられている¹³²。世界人口に占めるミレニアル 世代以降の人口の割合は、2020年時点でみても既に 約6割を超えており影響力は小さくない。さらに、日 本においても2035年には全体の過半を超えると予測

第 Ⅱ-2-1-8 図 2030 年における市場機会

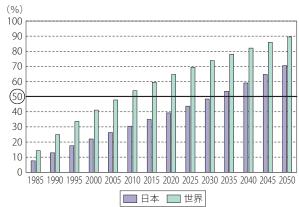


備考:2015年の市場規模に基づき試算。

資料: Better Bussiness Better world 2017 より作成。

第 Ⅱ-2-1-9 図

人口全体に対するミレニアル世代以降に生まれた人口 の比率増加



備考:ミレニアル世代以降を1980年代以降生まれとし算出。

資料:UN より作成。

されている (第 Ⅱ-2-1-9 図)。

また、前述の4分野を地域別にみてみると「食料と 農業」の市場機会のうち71%、「健康と福祉」の60%

^{129 4} つの経済分野から特に市場規模の創出が大きい 60 市場についても言及されている。

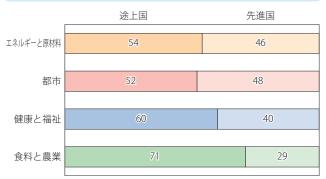
¹³⁰ ミレニアル世代の定義については様々あるが、ここでは1983年1月~1994年12月生まれと定義。

¹³¹ Z 世代の定義については様々あるが、ここでは 1995 年 1 月~2003 年 12 月生まれと定義。

¹³² 深尾 (2018)

を途上国が占め、途上国における機会創出が期待され る分野といえる。他方で、「都市」「エネルギーと原材 料」は途上国のみならず先進国においてもビジネス チャンスは大きいといえよう (第 Ⅱ-2-1-10 図)。

第 Ⅱ-2-1-10 図 期待される市場機会のシェア(途上国・先進国)



資料: Better Business Better World 2017 より作成。

前述の通り、有力な市場となり得る地域は経済分野 によって異なってくる。具体的には、「都市 | の中でも、 建物の効率化は先進国と途上国それぞれで大きな可能 性をもつビジネスチャンスの一つである。他方で、手 頃な価格の住宅の建設は途上国におけるビジネスチャ ンスが大きいとされる。手頃な価格の住宅は「都市」 の経済分野の中でも、潜在的な7.000万人分の雇用が この分野から創出されると推計されている。年間約1

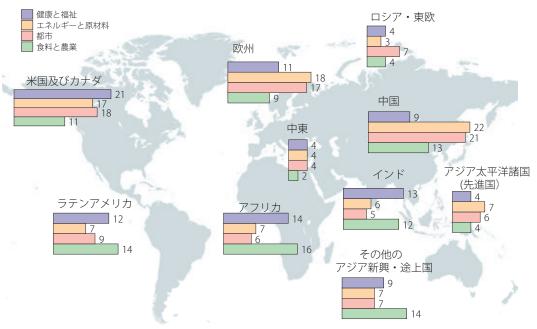
兆ドルの投資があれば、この分野だけで中国で2,000 万人、アフリカでは1,300万人、インドでは800万人 の雇用が創出できると推定される 133。これは、低・ 中所得国において、資本投資の必要性が非常に高く、 特に手頃な価格の住宅やその他の重要なインフラへの 投資の必要性が高いこと、また、途上国経済において 労働集約度が高いことから投資による雇用創出効果が 大きいことが要因であると考えられる。

また、「エネルギーと原材料」に関しては、先進国・ 途上国でほぼ均等に市場ポテンシャルが見込まれ、再 生可能エネルギーの拡大は、世界的に低炭素への移行 が加速していることから、所得水準の異なる地域間に おいても大きなポテンシャルとなっている。他方、耐 久消費財を始めとする循環型経済モデルは先進国市場 で先んじて発展することが想定され、特に米国で最大 の機会を見込むと言及されている。

次に、「食料と農業」分野においては、アフリカと インドにおいて市場機会創出が大きく見込まれている が、これは耕作地の割合が大きいことや現在の生産性 が低いことに起因すると考えられる。

また、「健康と福祉」分野においては、医療へのア クセスが低いとされる途上国や、医療費が高い米国及 びカナダに市場ポテンシャルが相対的に集中している (第Ⅱ-2-1-11図)。

第 Ⅱ-2-1-11 図 期待される市場機会創出額の地域別シェア(食料と農業、都市、エネルギーと原材料、健康と福祉)



備考: 2015年の市場規模から算出。現在の SDGs 市場規模からの増加額及び新規創出額。 資料: Better Business Better World2017 より作成。World Economic Forum 2017 で共有。

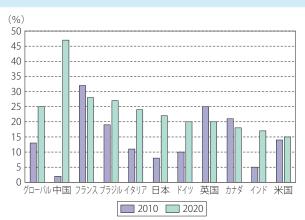
このように、社会課題への貢献から見込まれる市場 規模は決して小さくない。人口増加や経済発展に伴う 従来型の市場拡大のみを念頭に置くのではなく、 SDGs を始めとする新しい価値観に由来するマーケッ トの拡大を捉えることも今後は求められよう。

経済界においてもそうした必要性を認識している経営者が増加している。世界 CEO 意識調査によると 134、気候変動対策の取組が自社の製品やサービスにとってビジネスチャンスとなり得ると答えた経営者が、世界的にみても 10 年前と比較し大幅に伸びている。環境問題への意識が比較的高い先進国のみならず、インドやブラジル、中国など新興国においても経営者の意識が変わりつつある。特に、中国においては、10年前は回答全体の 2%の経営者に留まっていたものの、2020年には回答全体の約5割の経営者がビジネスチャンスと捉えている (第 II-2-1-12 図)。

SDGs に象徴されるサステナビリティへの関心の高まりは、経営者のみならず消費者の意識変化としても表れている。欧州 5 か国の 550 の小売業者を対象にした国際貿易センター(ITC)2019 年の調査によると 135、回答者の 85%が直近 5 年間でサステナブルな商品の売上げが増加していると答えている。

欧州と比較すると、日本の消費者の意識はまだ高くない現状も指摘されているが、日本においても少しずつ意識の変化が伺える。消費者庁の調査 ¹³⁶ によると、2016 年に比べ 2019 年にはエシカル消費・サービスに対し意欲的な人の割合が約 6 割から約 8 割に増加する結果となった。さらに、エシカル消費につながる商品・

第 Ⅱ-2-1-12 図 気候変動をビジネスチャンスと捉える経営者の増加

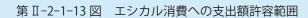


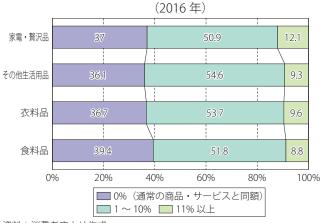
備考:全回答者(2020年=1581名、2010年=1198名)、国・地域別回答 者数(2020年=3501名、2010年=1598名)

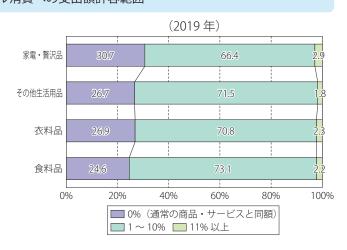
資料: PwC「第 23 回世界 CEO 意識調査」より作成。

サービスを通常の商品・サービスからどの程度割高であれば購入するかという問いに対し、「1~10%程度」高額でも支出を許容すると答えた人の割合は、家電・贅沢品、衣料品、食料品、その他生活用品いずれの品目においても2016年と比較して増加した(第 II-2-1-13 図)。

PwCが日本で実施した調査によると、日用品の購入の際に環境に配慮された商品を優先的に考慮する層(ディープグリーン層)が全体の約2割、ある程度考慮する層(ライトグリーン層)が全体の約4割を占める結果となった¹³⁷。ただし、全ての層において9割以上の人が「サステナブルな商品であっても品質の悪い商品には妥協できない」と回答しており、品質も考慮されていることが分かる。







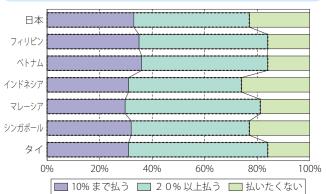
資料:消費者庁より作成。

- 134 PwC (2020)
- 135 International Trade Centre (2019)
- 136 消費者庁 (2020)
- 137 坂野、磯貝 (2021)

日本と ASEAN 諸国と比較してみると、エシカル 消費に対して一般的な商品よりも多く金額を支払うと 回答した人の割合が81%と日本の77%を上回ってい る ¹³⁸。国別にみても、インドネシアを除く ASEAN 諸国において、エシカル消費への支出に対し20%以 上多く支払っても良いと考えている人の割合が日本よ り大きい。日本よりも若年層が多いことにより、若者 の意識が反映されていることにも起因していると考え られるが、ASEAN 諸国に進出している日系企業に とっても無視できない消費者の意識の変化であること は間違いない(第Ⅱ-2-1-14図)。

第 Ⅱ-2-1-14 図

エシカル消費への支出額許容範囲(ASEAN との比較)



資料:博報堂「社会・環境に対する課題意識の高い ASEAN 生活者」

このように、サステナビリティへの意識の高まりが、 新たな市場を創出するという端緒となるのみならず、 既存の企業の提供する財やサービスの価値が、価格と 安全性や耐久性といった品質に加えエシカルなどの価 値観をも含めて評価される可能性を示しているといえ よう。

(2) 人材の獲得・維持

企業の競争優位を支え、イノベーションを生みだす 資産は人材である。企業の長期的価値を生み出してい く資産となり得る優秀な人材を確保していくうえで、 企業の社会課題の解決に向けた取組は不可欠になって きている。一般的に「ミレニアル世代 139 | 「Z 世代 140 | と呼ばれる世代においては、環境や社会問題への意識

が高いと言われており、就職の際の優良企業選別の材 料として ESG やダイバーシティ経営なども考慮する ようになってきている。例えば、「就活生の企業選び と SDGs に関する調査」によると、企業の社会貢献度 の高さが就職志望度に影響したと回答した就活生は約 65%にもおよび、影響が小さくないことを示している (第 Ⅱ-2-1-15 図)。実際、大企業・中小企業と会社 の規模を問わず、企業が SDGs に取り組むことは優秀 な人材の確保につながる可能性があるとの声も企業か ら聞かれた¹⁴¹。また、こういった SDGs を始めとす る社会課題への取組は従業員のエンゲージメントを高 めるとも言われている ¹⁴²。

第 Ⅱ-2-1-15 図

企業の社会貢献度の高さによる就職志望度への影響



資料:キャリタスリサーチ「就活生の企業選びと SDGs に関する調査」

さらに、日本に限らずグローバルでみてもミレニア ル世代およびZ世代の社会課題への意識は非常に高 い。Pew Research Center の調査によると、米国に おいて、ミレニアル世代とZ世代は、社会課題解決 に向けた政策に対し、関心を向ける人々の割合が他の 世代よりも大きいとの指摘もある 143。さらに、実際 にどういう課題に対し懸念を抱いているかをグローバ ルで実施された調査結果から見てみると 144、例えば、 ミレニアル世代、Z世代ともに世界が直面する課題の うち、気候変動・環境保護への意識が最も大きく、そ の他にも、失業や医療、所得格差など幅広い分野に高 い意識が見られている (第 Ⅱ-2-1-16 図)。

¹³⁸ 博報堂 (2020)

¹³⁹ ミレニアル世代の定義については様々あるが、ここでは 1983 年 1 月~1994 年 12 月生まれと定義。

¹⁴⁰ Z 世代の定義については様々あるが、ここでは 1995 年 1 月~2003 年 12 月生まれと定義。

¹⁴¹ みずほ情報総研 (現みずほリサーチ&テクノロジー) (2021)

¹⁴² 経済産業省 (2019)

¹⁴³ Pew Research Center (2020)

¹⁴⁴ 調査では 43 カ国 13,715 名のミレニアル世代、20 カ国 4,711 名の Z 世代の回答を得た。

気候変動

セクシャル

個人の安全

医療

疾患予防

富の分配

所得格差:

ハラスメント

環境保護

失業

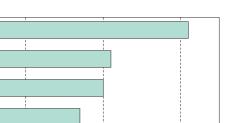
第 Ⅱ-2-1-16 図 懸念する社会課題

(%)

30

気候変動・

環境保護



20

ミレニアル世代

失業 医療・ 疾患予防 個人の安全 所得格差: 富の分配 カクシャル ハラスメント 10 20

備考 1:ミレニアル世代は 1983 年 1 月~1994 年 12 月生まれと定義。日本、 米国、欧州等の43カ国を対象に調査。

備考 2:Z 世代は 1995 年 1 月~2003 年 12 月生まれと定義。日本、米国、 欧州等の20カ国を対象に調査。

備考3:調査期間は両世代とも2019年11月21日~2020年1月8日。

資料:Deloitte「Global Millennial Survey 2020」から作成。

10

備考 1:ミレニアル世代は 1983 年 1月~1994 年 12月生まれと定義。日本、 米国、欧州等の 43 カ国を対象に調査。

30

(%)

Z世代

備考 2:Z 世代は 1995 年 1 月~2003 年 12 月生まれと定義。日本、米国、 欧州等の20カ国を対象に調査。

備考3:調査期間は両世代とも2019年11月21日~2020年1月8日。

資料:Deloitte「Global Millennial Survey 2020」から作成。

2025年にはミレニアル世代以降の生産年齢人口に 対する比率も大きく上昇し、従来の資本主義的価値観 からサステナビリティを重視する価値観へより変化し ていくことが想定され、こうした流れはますます加速 すると考えられる。

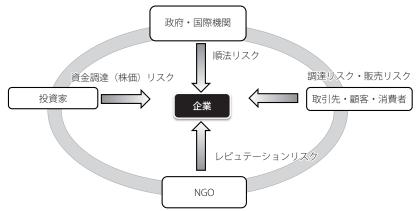
(3) 企業活動による負の影響への対応の必要性

サプライチェーン上における環境や人権の管理につ いては、多様なステークホルダーの問題意識が高まっ てきており、企業活動の負の影響にも対応する必要が 生じている。実際に、企業のレピュテーションリスク に関わるような問題が生じると、NGO や消費者団体 によるネガティブキャンペーンや不買運動が起これ ば、売上の低下、ひいては株価の低下にも繋がるおそ れもある ¹⁴⁵ (第 II -2-1-17 図)。

企業のビジネスがグローバル化するにつれ、取引先 や顧客も多様化し、自社周辺の限定的な範囲だけでな く、企業活動が影響を及ぼす範囲が拡大してきている。 例えば、遠いアフリカの鉱山で働く労働者や原材料を 輸入するアジアの環境資源にまで広がってきている。 すなわち、サプライチェーン上の作り手が守られ、土 台となる「環境」が保護され、将来世代の需要を満た せるような行動が求められてきている 146。

そのような要請を法制化したものとして、サプライ チェーン上の人権侵害リスクの特定や評価、追跡、開 示を求める「人権デュー・ディリジェンス」を企業に

第 Ⅱ-2-1-17 図 事業リスクの例



資料:「ESG 投資時代の持続可能な調達」を参考に作成。

¹⁴⁵ 富田 (2018)

¹⁴⁶ 田瀬 (2020)

義務化させる動きが先進国を中心に複数国に広がりつ つある。グローバルに事業を展開しサプライチェーン が各国にはりめぐらされている企業は既に対応を始め ている。 さらに、人権保護を理由とした輸出管理や 輸入規制を導入する欧米の動きも見られ、詳細につい ては第Ⅱ部第1章第3節を参照されたい。

3. 企業価値評価におけるサステナビリティの考慮

社会課題に企業が取り組むことへの社会的要請の高 まりは、企業価値評価方法の変化という形でも表れて いる。

まず、企業価値を財務的な面から評価する方法から 見ていく。財務的な価値とは企業活動によって得られ る収益の総額や有形・無形資産が生み出すキャッシュ フローを考慮した金銭的価値のことであり、投資判断 の基準であるとともに企業の資金調達において、大き な影響を及ぼしてきた。

そのうち、将来的なキャッシュフローを生み出すと いう期待の表れ、すなわち、投資家からの将来価値へ の期待ともいえる PBR¹⁴⁷ (Price Book-Value Ratio 株価純資産倍率)に着目する。

2012年と足下の2020年と比較すると、日本企業の PBR は大きく改善していることが伺える。しかし、 従来、日本企業の PBR は欧米企業よりも低いことが 指摘されてきた ¹⁴⁸。 2020 年の足下で見ても、PBR が 1を上回っている企業の割合は欧州企業、米国企業よ り少ない (第Ⅱ-2-1-18図)。

第 Ⅱ-2-1-18 図 PBR の国際比較(企業数分布割合)

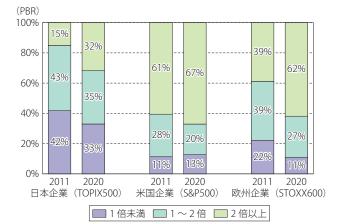


資料:Refinitiv

また、全体だけでなく、自動車や建設などを含む耐 久消費財の業種、消費財や食品などを含む非耐久消費 財に分類される業種を見ても、欧米企業と比して日本 企業の PBR が相対的に低いという傾向となっている (第Ⅱ-2-1-19図)。

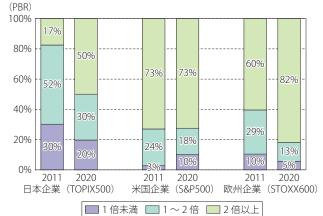
第 Ⅱ-2-1-19 図 PBR の国際比較(企業数分布割合)





資料:Refinitiv

日米欧企業の PBR 分布【非耐久消費財】



資料:Refinitiv

¹⁴⁷ PBR は会社の純資産(Book-Value)と現在の株価(Price)の比較

¹⁴⁸ 経済産業省 (2017)

いくつかの調査研究では、財務面における企業価値 を決定する要因が有形資産から無形資産に移ってきて いることが指摘されている 149。 先に述べた日本と米 国・欧州企業の市場評価の違いの一部は無形資産の評 価にも起因すると考えられる。

無形資産とは会社が持っている経営資源(将来、 キャッシュフローを生み出すと期待される資産)のう ち、知的財産権、人材や技術、ノウハウなどの資産の ことを指す150また、高い生産性を有するコンピュー ターソフトウェアや研究開発などに加え、企業イメー ジ (ブランド価値) やサプライヤーや金融機関、顧客 とのつながりである関係資本、組織構造や文化などの 組織力なども無形資産とされる(第 Ⅱ-2-1-20 図)。

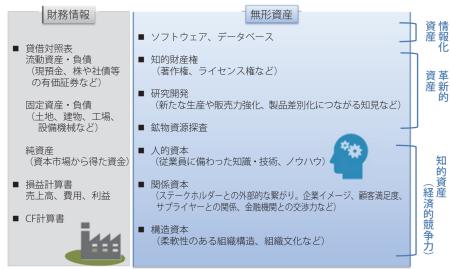
ここで、企業にとっていかに無形資産の重要性が増 しているかを示すために、無形資産の特徴について整 理していく。

会社が有する建物や機械設備など、目に見えて会計 上も認識・計上できる資産である有形資産と違い、無 形資産は見えづらく会計上の認識・評価が難しいとい う特徴がある。これには、有形資産と異なる無形資産 の特徴があるからである。無形資産には、①拡張しや すい (Scalable) ②組み合わせやすい (Synergy) ③ 模倣されやすい (Spillover) ④市場で転売しにくい

(Sunk Cost) という4つの特徴があると指摘されて いる 151 0

もちろん、有形資産によって安定的にキャッシュフ ローを生み出すビジネスモデルもある。具体的には、 素材産業やインフラ産業のように、巨大な有形資産を 抱えることによって、コスト面での優位性を確保して きた例が挙げられる。しかし、デジタル技術が発達し たことにより、外部の有形資産を集約するような無形 資産の重要性がより増している。また、無形資産は模 倣されやすく減価しやすいことから、一過性ではなく 持続的に価値を生み出していくような知識創造のプロ セス、組織の「仕組み」が必要となってくる。人材育 成、経営管理、ブランドマネジメントなど組織の仕組 みが企業の価値創造を維持・拡大していく上での基盤 となる。知識経済化が進む今日では、人的資本や技術 や知的財産などの知的資本などへ投資をしていくこと が企業のイノベーションを生み出し、中長期的に企業 の稼ぐ力や競争優位性を維持・強化することに繋が る。さらに、自社の技術やノウハウ、アイデアと他社 のアイデアなどと結びつけることでシナジー効果で価 値を増やし、ビジネスの成長に合わせ規模を大きくし ていくことでより大きな価値を生み出せると考えられ る。

第 Ⅱ-2-1-20 図 財務情報と無形資産



資料:Corrado,Hulten and Sichel(2009)、財務省財務総合研究所(2016)、Jonathan Haskel,Stian Westlake(2020)を参考に作成。

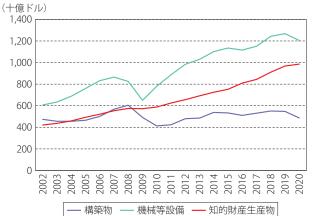
¹⁴⁹ Lev Baruch, Gu Baruch, Gu Feng, 伊藤邦雄訳 (2018)

¹⁵⁰ 無形資産の範囲については、米国における代表的な研究である Corrado、Hulten and Sichel の一連の研究も参考になる。CHS によると、 無形資産は「情報化資産 (computerized information)」、「革新的資産 (innovative property)」「経済的競争能力 (economic competencies)」の三つに大別される。情報化資産には、ソフトウェアやデータベースなどが該当する。革新的資産については、研究開発 のほか、鉱物資源調査、著作権・ライセンス、デザインなどが含まれる。次いで、経済的競争能力にはブランド資産(広告宣伝費などのマー ケティング関連資産)や人的資本、組織構造などが該当する。

¹⁵¹ Jonathan Haskel, Stian Westlake, 山形浩生(2020)

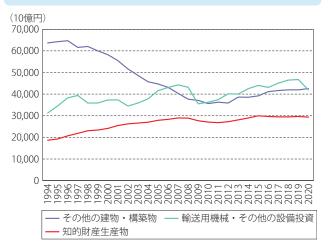
そこで、ここでは無形資産の一つである知的財産へ の投資で日米を比較してみる。先ほども述べたように、 無形資産は知的財産にとどまらず幅広い資産が対象と なるが、国際的に共通に計測されているものを一つの 指標として利用する。日本の無形資産への投資額がほ ぼ横ばいで推移しているのに対し、米国の無形資産へ の投資は堅調に推移しており安定的に投資が増加して いることが見て取れる (第 Ⅱ-2-1-21 図/第 Ⅱ-2-1-22 図)。米国企業に比べ日本企業は、競争優位性の源泉 となる無形資産への投資が相対的に不十分である可能 性がある。

第 Ⅱ-2-1-21 図 米国の無形資産投資



資料:BEA より作成。

第 Ⅱ-2-1-22 図 日本の無形資産投資



備考:形態別総固定資本形成を使用。 資料:内閣府「国民経済計算」から作成。

続いて、有形・無形資産の投資合計に占める知的財 産投資の割合の推移を見てみると、世界金融危機以降、 割合がほぼ横ばいである日本に対し、米国やユーロ圏 は堅調に推移していることが分かる(第 Ⅱ-2-1-23 図)。

第 Ⅱ-2-1-23 図 実質総固定資本形成に占める知的財産投資



備考 1:総固定資本形成とは、設備投資や住宅投資などへの投資。

備考 2: 日本の総固定資本形成には、公共投資を含む。米国・欧州の総固

定資本形成には公共投資は含まない

備考3:日本の知的財産への投資は、「国民経済計算」の形態別固定資本形

成を使用

資料:内閣府「国民経済計算」、BEA(GDP統計)、Eurostat(GDP統計)、 ECB (GDP 統計) から作成。

知識経済化が進むとともに、新型コロナウイルス感 染拡大など不確実性が高まる状況において、サステナ ビリティへの関心の高まりや技術革新といった長期的 な外部環境変化を想定し、企業にとっての「リスク」 と「機会」を把握した上で企業としての稼ぐ力を強化 していくために、日本企業には今後より無形資産への 投資が求められる。

加えて、ESG 投資の拡大は企業の無形資産の評価 も変えつつあることにも注意が必要である。ESG 投 資は、環境 (Environmental) や社会 (Social) への 取組を企業の財務的な価値評価に取り込んだものと言 える。実際の企業価値評価については、企業の経営方 針やそれに基づく企業行動、情報開示の在り方や評価 する側の価値観に依るところが大きいが、例えば、企 業が社会課題解決に取り組み、社会価値の向上と経済 価値向上を結び付ける経営を継続するための「仕組み」 も無形資産と考えられ、評価の対象ともなり得る 152。

また、社会課題への貢献を可能にする取引先や顧客 との関係などの関係資本や人材といった無形資産もよ り評価されうると考えられる。

さらにコロナショック後、ESG の中でも特に「S (Social)」に重きをおく流れが加速すると指摘されている 153 。実際に、世界の ESG 債発行額は大幅に増加してきており、2019 年には総額 3,206 億ドルだった発行額が 6,037 億ドルと 2 倍近くにまで伸びているが、2020 年の特徴として特筆すべきは、グリーンボンドの発行額がほぼ横ばいなのに対し、ソーシャルボンドの発行額が大きく伸びていることである。2015 年には 33 億ドルにすぎなかった発行額が 1,669 億ドルまで増額しており、金融面からもソーシャル部門への後押しが見られる(第 II-2-1-24 図)。

第 Ⅱ-2-1-24 図 ESG 債発行額の推移 (グローバル)



備考:それぞれのボンド定義は ICMA の原則に基づいたもの。 グリーンボンド:調達資金がグリーンプロジェクトに充当される債券。

ソーシャルボンド:調達資金がソーシャルプロジェクト(社会的課題への対処・軽減、ポジティブな社会的成果の達成を目指すプロジェクト)に充当される債券。

サステナビリティボンド:調達資金がグリーンプロジェクト及び ソーシャルプロジェクト双方に充当される債券。

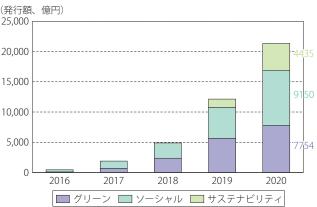
資料:金融庁、日本証券業協会、Environmental Finance(2021 年 5 月 12 日時点)より作成。

ソーシャルボンドにより調達された資金は、1日あたりの収入が一定以下(1.25~5ドル)の人々に対する食料や飲料水へのアクセス向上のための社会活動への資金拠出や特定の栄養素を必要とする乳幼児や妊婦、高齢者に向けた高度な医療栄養素の研究費用などに充当されている 154。

日本における ESG 債の発行額も増加基調にある。 さらに、注目すべきは 2020 年の日本の ESG 債発行額 のうちソーシャルボンドの占める割合が、グリーンボ ンドを上回ったことである (第 II-2-1-25 図)。ソー シャルボンドにより調達された資金は、例えば、介護 を必要とする高齢者向け施設を提供する企業への投融 資や自然災害からの復興に寄与する資金供給などのプロジェクトに充当されている。

このような社会課題解決に資する取組への評価が高まるのと並行して、従前の株主・投資家には考慮されていなかった「インパクト」を考慮する動きも出ている。

第 Ⅱ-2-1-25 図 ESG 債発行額の推移(日本)



備考:それぞれのボンド定義は ICMA の原則に基づいたもの。

グリーンボンド:調達資金がグリーンプロジェクトに充当される債券。

ソーシャルボンド:調達資金がソーシャルプロジェクト(社会的課題への対処・軽減、ポジティブな社会的成果の達成を目指すプロジェクト)に充当される債券。

サステナビリティボンド:調達資金がグリーンプロジェクト及び ソーシャルプロジェクト双方に充当される債券。

資料:金融庁資料、日本証券業協会より作成。

インパクトとは、個人や個社の効用を超えて社会の 課題解決に影響を与えることによって生まれる価値の ことをいう。ESG が主に企業活動の結果が企業の将 来的な財務に与える影響に着目しているのに対し、イ ンパクトは主に企業活動の結果がどのような成果を生 み、社会にどのような影響を与えたかという点に注目 しているケースが多い。インパクト、アウトカム、ア ウトプットの違いについて 155、国連食糧計画 (WFP) の学校給食支援の生み出す価値を例に紹介する。まず、 事業を行うために必要な資源(ヒト・モノ・カネ)を インプットすることで、給食を提供するという直接的 な結果、アウトプットが出てくる。当該事業の結果が もたらす間接的な変化や便益については、アウトカム と定義される。具体的には、学校で給食が提供される ことで、学校に通う児童が増え、児童の栄養状態が改 善することが期待される。さらに、定期的に通学する 児童が増え、教育機会が確保され、ひいては、就業機 会の機会を得やすくなり将来の選択肢が増えるという

¹⁵³ MSCI (2021)

¹⁵⁴ 金融庁

¹⁵⁵ 社会的インパクト評価イニシアティブ (2017)

ことが効用として期待される。さらには、学校給食で 提供される食材を地域の農家から確保することで、地 域の農家の農産物の販路を確保することができる。そ れに伴い、農家の所得安定および生産性の向上につな がり、地域経済の活性化が想定される。教育機会の確 保や地域経済の活性化から、地域の貧困の解消という アウトカムが生み出される。短期・長期といった時間 軸に関わらず事業の結果として生じたアウトカムが社 会的インパクトとして捉えられる。

第Ⅱ-2-1-26図 企業価値評価の範囲

財務価値 プレ財務 インパクト

資料:加賀谷哲之「企業価値向上と資本コスト」 企業活力研究所「SDGs 達成へ向けた企業が創出する「社会の価値」 への期待」に関する報告書

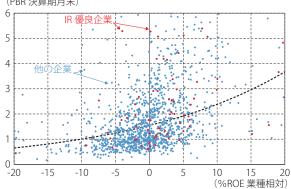
このように、財務の観点及びプレ財務ともみなされ る ESG の観点において企業のサステナビリティへの 課題対応が評価されるようになりつつあり、さらに、 より広範な社会的価値を評価するインパクトに着目す る動きもでている (第Ⅱ-2-1-27図)。このことは、 企業の投資家との対話、情報開示のあり方についても 影響を及ぼす。環境や社会課題対応を可能にする企業 の仕組みは、有形資産や金融資産のように定量化・可 視化が容易でない。そのため、他社との比較も可能な かたちで投資家に伝えることは必ずしも容易ではな く、国際的な標準を作るための議論も行われてい る ¹⁵⁶。長期的に事業を継続していく上でも、投資家 を含むステークホルダーとの認識の共有は重要であ る。企業が価値を創造していくにあたり、社会や環境 を含めた外部環境をどのように解釈するかについて外 部の視点を取り入れることができ、長期的な時間軸で の自社のリスクと事業機会を捉えた経営戦略立案に資 するからである。また、投資家を含むステイクホルダー による理解があることが事業を円滑に進める上でも支 えとなる。

既に、企業と投資家との対話、ディスクローズやIR (Investor Relations) に注力している企業は株式市場で評価が高い傾向にあるとの指摘もある ¹⁵⁷。ROE (自己資本利益率) と PBR の関係をプロットす

ると、日本証券アナリスト協会が選定したディスクロージャー優良企業は全体平均(指数近似した傾向線)よりも PBR が高い傾向が見られた。ディスクロージャー優良企業として選定された企業のうち近似線よりも PBR が高い企業の割合は 55%と、選定されなかった他の企業の 45%を1割近く上回っている(第 II-2-1-27図/第 II-2-1-28表)。今後、企業の有する無形資産からどのような価値を生み出すか、またそれがどのような社会的価値に貢献するのかについて、企業が外部のステークホルダーに説明することがこれまでよりも一層重要になることは論を俟たない。情報開示を重視する企業においては、自社の無形資産やビジネスモデルが適切に評価されるよう、国際的な基準作り等の議論において提供される意見発信の機会を有効に活用することが望まれる。

第 Ⅱ-2-1-27 図 IR 優良企業と市場における評価

(PBR 決算期月末)



備考: ニッセイ基礎研究所「企業価値を高める株主との対話」を元に参考。 同じ手法で算出。数値に差はあるものの同じ結論が導かれた。 TOPIX500 構成銘柄のうち保険・金融業を除く企業。直近通期3年 分のROEと決算期月末のPBRを使用。業種分類は東証の33業種分

類。 ID 原系企業に

IR 優秀企業については、アナリスト協会が公表するディスクロージャー優良企業

(高水準のディスクロージャーを連続維持している企業、ディスクロージャーの改善が著しい企業も含む)

資料: Refinitiv より作成。

第 Ⅱ-2-1-28 表 近似線を上回る IR 優良企業の割合

	総数	PBR が近似線 より高い	割合
IR 優良企業	74	41	55.4%
他の企業	1311	590	45.0%
合計	1385	631	45.6%

¹⁵⁶ IFRS 財団による International Sustainability Standards Board についての検討。 https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2021/03/trustees-announce-working-group/

¹⁵⁷ ニッセイ基礎研究所 (2019) 「企業価値評価を高める「株主との対話」」。