



KPMG Insight

KPMG Newsletter

Vol. 34

January 2019

【経営Topic ②】

ESG・ROICモデル

～ESGと企業価値の連関を目指して

kpmg.com/jp

ESG・ROIC モデル

～ ESG と企業価値の連関を目指して

有限責任 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

日本においてESG（環境・社会・ガバナンス）を巡る活動が活発になっています。企業においては統合報告書や決算説明会資料等においてESGの取組みを記載する事例が増加する傾向がみられ、また、株式運用の世界ではESG関連指数をベンチマークとしたパッシブ運用の開始のみならず、アクティブ運用においてもESGファクターを投資判断に盛り込む動きがみられます。

一方で、企業が開示するESGと機関投資家がみるESGは必ずしも同じベクトルを向いているかといえばそうではありません。企業においては自社のESGの取組みがどのような形で企業価値に結び付いているのか説明するのが困難であることが課題視されており、また、機関投資家からは企業が開示するESG情報はCSRの視点が強すぎて企業価値の判断に活用できないという指摘がなされています。

これらの問題意識を踏まえ、本稿は、ESGファクターと企業価値の連関を明らかにするうえで「ESG・ROICモデル」の活用について考察します。

なお、本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



土屋 大輔

つちや だいすけ

【ポイント】

- 企業価値向上の要諦は資本コスト経営を実践し、資本コストを上回るリターンを持続的に創出することである。ROICがWACCを持続的に上回らなければ企業価値は向上しない。
- 機関投資家がESGを含む非財務情報の開示から読み取ろうとしているのは「ビジネスモデルの持続性をどう担保するか」である。CSRをベースとしたESG開示はこの視点が欠落しており企業価値評価に結び付きにくい。
- ESGの「企業価値への寄与」は「P/Lへのインパクト」のみを指すのではない。「永久成長率」「資本コスト」への寄与といった要素も織り込むべきである。
- 「ESG・ROICモデル」は「ROIC>WACC」をベースに企業価値向上をブレイクダウンし、ESGの各ファクターがどの要素に寄与するかの整理を試みるモデルである。同モデルによってESGと企業価値向上の連関について、機関投資家をはじめとするマーケット参加者への説明力を高めることが重要である。

I. ESG開示に関する企業側の課題認識

企業において、ESG情報の開示を強化する動きが活発になっています。その背景にはESG格付やESGを意識する機関投資家への対応を強化する必要性の高まりや、国連が定めるSDGs（持続可能な開発目標）の浸透、CSR調達への意識の向上等と考えられます。

日本IR協議会の調査によれば、日本企業がESG情報を含む非財務情報の開示において重要と考えるのは、上位から「経営理念、経営ビジョン（76.7%）」「ビジネスモデル（63.3%）」「持続可能な成長に向けての取組み（56.4%）」となっています。一方で、これら情報を開示するうえでの課題として下記を挙げています（図表1参照）。

本調査からもESG情報の開示の重要性は認識しつつも、それらを企業価値にどう結び付けるかが課題であると見なしている企業が多いことがわかります。

図表1 非財務情報(含むESG情報)の開示に関する課題や懸念(TOP3のみ抽出)

項目	件数	割合
非財務情報(含むESG情報)を企業価値と結び付けて開示・説明すること	609	62.1%
財務情報に現れない情報である非財務情報を投資家に理解してもらえるように説明すること	448	45.7%
本業のビジネスとESG情報を関連付けること	404	41.2%

出所：日本 IR 協議会「IR 活動の実態調査 2018」

II. CSRをベースとしたESG開示の問題点

多くの日本企業は統合報告書等において、「マテリアリティ(経営上の重要課題)」を開示しています。マテリアリティにはESG要素が含まれることが一般的であり、「マテリアリティの開示=ESGに関する取組みの開示」と位置付けている企業も多いのではないかと推察します。

マテリアリティの特定については多くの企業がGRI(Global Reporting Initiative)ガイドラインやSDGs等を踏まえて自社のマテリアリティ候補を抽出し、さらには抽出したマテリアリティ候補についてステークホルダーや識者にヒアリング等を実施し自社のマテリアリティを確定する、といった取組みを行う企業も存在します。

しかしながら、これらマテリアリティの特定プロセスと開示は、機関投資家にとって必ずしも投資判断に資する内容になっていないことが多いのが実態です。

企業が特定するマテリアリティに対する機関投資家の視点は、

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムが2018年1月15日に公表した「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題(マテリアリティ)の特定化と開示」と題したレターにおいて詳細に記載されています。

機関投資家協働対話フォーラムは、機関投資家による企業との協働対話(協働エンゲージメント)の支援を目的に、協働対話に関する各種プログラムの主宰・支援を主な事業として2017年10月に設立され、2018年11月時点ではパッシブ運用比率の高い大手機関投資家が参加しています。

同レターにおいて同フォーラムが指摘しているポイントは下記のとおりです。

【機関投資家協働対話フォーラムが指摘するポイント】

- マテリアリティの開示に関して、多くの企業が、自社の環境・社会的なCSRの活動領域を示すに留まり、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。
- 企業においてCSRに関する開示ガイドラインであるGRIの基準に則した環境・社会に関するステークホルダーを重視した開示が多く見受けられる。このようなGRIに準拠したマテリアリティ分析の結果の開示には、投資家は、企業がビジネスモデルの持続性に関する重要課題を認識し、十分な対応をしているかどうかを評価することができず、正しい企業価値評価に結び付きにくい。
- 情報開示に当たっては、現在のCSR報告書等におけるGRIに準拠した「マテリアリティ」に関する記載はそのまま、別の言葉、例えば、「ビジネスモデルの持続性に関する重要課題」「価値創造・競争優位性の源泉に著しい影響を与えうる重要課題」などの投資家に分かりやすく理解されやすい言葉を用いて、投資家向けの資料に、CSRの文脈のマテリアリティとは別に記載していただきたい。

※ 主要なポイントをKPMGにて抜粋・要約。詳細は一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムのウェブサイト(<https://www.iicf.jp>)を参照ください。

機関投資家協働対話フォーラムは決してCSRの視点からみたマテリアリティを否定している訳ではありません。上述のとおり、「ビジネスモデルの持続性に関する重要課題」としてマテリアリティを整理したうえで、投資家の投資判断に資する形で別途開示が必要と問題提起しているのです。

実際に機関投資家がどのようにESGを見ているのかはKPMG Insight Vol. 27(2017年11月号)「事業リスクとしてのESGの把握と企業価値向上」にて考察しています。そのなかで、特にグローバルの機関投資家は、収益機会は当然として、どちらかといえば、中長期的なフリーキャッシュフローの創出力を毀損するリスクファクターとしてESGを捉えていると考察しました。つまり、ビジネスの持続性を阻害する要因(重要課題)をESGの切り口から評価しているということです。ESGを収益機会のみならずリスクの側面から企業価値と結び付けて整理することが重要です。

III. 「ESG-ROICモデル」の活用

1. 企業価値向上は「ROIC > WACC」

ESGと企業価値との関連性について整理する前に、そもそも「企業価値向上」を定義する必要があります。

コーポレートガバナンス・コードは、持続的成長と中長期的な企業価値向上を実現するなかで、「資本コストを意識した経営」を実践することをその付属文書である「投資家と企業の対話ガイドライン」に明記しています（同ガイドライン1-2）。

資本コストを意識した経営についての論点は KPMG Insight Vol.32（2018年9月号）「資本コスト経営～ROICの活用と最適資本構成の実現」に詳述しています。そのなかで、資本コストを上回るリターンを表す指標としてROIC（投下資本利益率）が一般企業において最も親和性が高いと考察しました。ROICはNOPAT（税引後営業利益）を投下資本で除した指標です（ $ROIC = NOPAT \div 投下資本$ ）。そして、対応する資本コストはWACC（加重平均資本コスト）になります。

より詳細にみていくと資本コストの部分はさらにブレイクダウンが可能です。企業がゴーイング・コンサーンであることを踏まえると、資本コストは厳密には「WACC - 永久成長率」であるといえます。

WACCの構成要素のひとつである株主資本コストは、企業が抱えるリスクが下がることによってβの安定化や個別リスクプレミアムの調整を通じて低減すると考えられます。

また、ファイナンス理論上、永久成長率が高まると、資本コストはその分低減し、企業価値は高まります。

よって、「企業価値向上」は「 $ROIC (NOPAT \div 投下資本) > 資本コスト (WACC - 永久成長率)$ 」と定義できます。

2. ESGと企業価値の連関「ESG・ROICモデル」

ESG開示の最大のチャレンジは、ESGファクターが「ROIC > WACC」にどのようにして関連付けられ、ビジネスモデルの持続性に関する重要課題」として位置付けられるかを整理することです。そこで、筆者が考案したのが「ESG・ROICモデル」です（図表2参照）。

ESGを企業価値に結び付けるのにあたって考慮すべきなのは、(1) ESGはそれぞれの性質によって企業価値に寄与する時間軸や寄与する仕方が異なるという点、および、(2) 「企業価値への寄与」は一般的にイメージされるような「P/Lへのインパクト」のみを指している訳ではない、という点です。

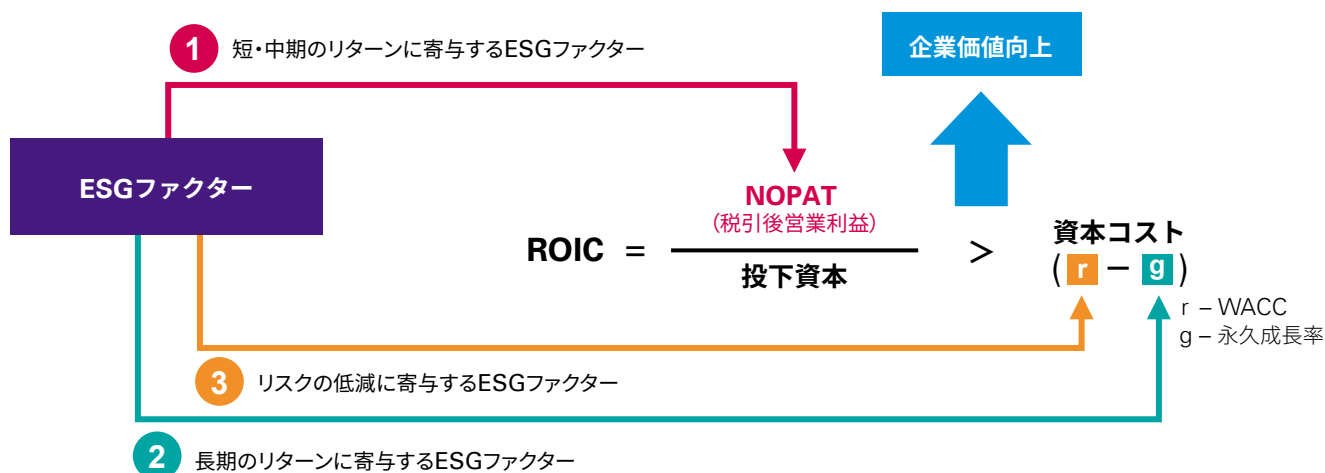
これらを踏まえ、ESGファクターが企業価値向上に寄与する方法には下記3つの経路が考えられます。

- ① 短・中期(中期経営計画期間内)のリターンに寄与
- ② 長期(中期経営計画期間以降)のリターンに寄与
- ③ 事業を展開するうえでのリスクの低減に寄与

つまり、上述の①～③のそれぞれのESGファクターが企業価値向上を表す「 $NOPAT \div 投下資本 > WACC - 永久成長率$ 」とどう関連付けるかを整理するのが「ESG・ROICモデル」になります（図表2参照）。

具体的には①短・中期のリターンに寄与するESGファクターは、

図表2 KPMG ESG・ROICモデル



- 「ESG・ROEモデル」「ESG・配当割引モデル」も同様に成り立つ（ESG・ROICモデルと同じ）。
- “NOPAT” と “g”、“NOPAT” と “r” は両立するのが難しいケースが多い。
- 「ESGファクター」を「マテリアリティ」と読み替えてもよい。

出所：筆者が作成

企業価値向上モデルの“NOPAT”に関連付けられます。②長期のリターンに寄与するESGファクターは永久成長率を表す“g”に分類されます。そして、③事業を展開するうえでのリスクの低減に寄与するESGファクターはWACCを表す“r”に紐付けられます。ESGファクターを“NOPAT”・“g”・“r”のいずれかに関連付けることによって、ESGファクターが企業価値向上にどのようにして寄与するかを時間軸とその性質を踏まえて整理することができるのがこのモデルの特徴です。このモデルは機関投資家が考える企業価値向上をベースとしているため、機関投資家への理解も促進し易いと考えます。

3. 「ESG・ROICモデル」の活用の実例

① 収益機会

「ESG・ROICモデル」における収益機会は①短・中期と②長期の収益機会に分類されます。

①短・中期の収益機会は、中期経営計画期間内に寄与するESGファクターですが、これは明確に定量化できるのが特徴です。例えば、SDGsが掲げる課題解決に向けてE（環境）に配慮した製品やS（社会）に分類される健康関連サービス等の売上が伸びるといったものがこれに該当します。

一方で、②長期の収益機会は中期経営計画期間以降に寄与するESGファクターを指しており、多くの場合、定量化が困難です。例えば、EやSの課題を解決するうえで今後取組みを強化する領域といったように、今後ポテンシャルが見込まれるものの短期的に業績には寄与しないファクターを指します。これらは将来の成長に寄与する可能性があるファクターとして“g”に分類します。その成長期待が実際に株式市場に織り込まれることによって資本コストを表す“r-g”が低下し、ROIC Spreadが拡大することで企業価値は長期的に高まるという整理になります。

② リスク

短・中期および長期の業績には直接寄与しないものの、事業を継続するうえで対処すべき事項は“r”に分類されます。この代表的なものは規制対応です。例えば、現在諸外国において環境規制を強化する動きがみられます。企業としては海外で事業を展開する以上、それら規制リスクに対応しなければ操業停止などの大きなペナルティを負う可能性すらあります。Eの観点からはそれら規制に適切に対応することが事業を継続するうえでリスクの低減に繋がらずです。

また別の観点で、従業員の満足度といったSのファクターも持続的な成長を目指すうえで極めて重要です。それらは定量化は困難ですが事業を継続するうえでリスクの低減に繋がらずです。

海外市場への展開を加速すれば子会社ガバナンス（G）の問題が出てきます。それらGのファクターに対処することがリスクを引き

下げ企業価値向上に寄与すると考えられます。

つまり、“r”に分類されるESGファクターの多くは機関投資家がESGを見るうえで重視しているリスクの視点そのものであるといえます。

③ 留意すべき点

「ESG・ROICモデル」において留意すべき点は、“g”や“r”のESGファクターは往々にして“NOPAT”を犠牲にする傾向があるということです。長期的な成長のためのR&Dは短期的にはNOPATを圧迫します。また、リスク対応にも相応のコストがかかります。つまり、企業価値向上の寄与の仕方が相反するファクターをどう整理するかが重要となります。

現実的には、ESGファクター単独で業績に大きく寄与する収益機会がある業種は限られ、リスク対応として“r”に分類されるESGファクターのウェイトが高い企業が多いのではないかと考えます。リスクに対応しなければ短期的には“NOPAT”は確保できますが、リスクが顕在化すれば企業価値は大きく毀損します。また、顕在化しなくとも、マーケット参加者がリスクが高いと判断すれば“r”は上昇し、企業価値は低下します。

また、本モデルを活用する前提として、そもそも経営において資本コストを意識し、自社の資本コストを踏まえた経営管理が行き届いていることが必要であることは論を待ちません。つまり、「ESG・ROICモデル」は資本コスト経営を実践できている企業が使用して初めて効果を発揮するモデルであるといえます。

「ESG・ROICモデル」によって、ESGの各ファクターと企業価値向上の連関を整理し、機関投資家をはじめとするマーケット参加者への説明力を高めることが重要です。

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人
 ディレクター 土屋 大輔
 TEL : 03-3548-5125 (代表電話)
 daisuke.tsuchiya@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com

kpmg.com/jp

kpmg.com/jp/socialmedia



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2019 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2019 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.