

# ESG

## スピークアウト

第12回

日本総合研究所  
創発戦略センター スペシャリスト  
黒田 一賢

青山学院大経済学部を卒業後、岡三証券と英ESG調査機関EIRIS（現Vigeo EIRIS）で財務面、非財務面での企業調査を担当。現在は株式運用のための非財務面での企業評価業務などに従事している。日本サステナブル投資フォーラム運営委員。同大地球社会共生学部非常勤講師。英ExtelとNGOのSRI-CONNECTが主催する独立系調査機関所属非財務アナリストランキングIRRI 2012で世界4位。



## 日本企業はESG投資にどう臨めばいいのか 企業理念・方針と親和性の高い投資家を引き付ける

前回の本連載では、1月のダボス会議に焦点をあて、世界のリーダーがステークホルダーへの配慮についてどのように考えているのかを概観した。ダボス会議では、海外企業が株主第一主義を貫く一方、日本企業はステークホルダーへの配慮に熱心との発言があった。最終回となる今回は、この発言について歴史的な背景を振り返り、日本企業が今後、ESG投資にどのような姿勢で臨めばいいのか、私見を述べたい。

ESG（環境・社会・ガバナンス）は、海外から入ってきた概念と思われている。しかし、日本でも江戸時代の商家の家訓として同様の概念が取り入れられており、元来、日本人の倫理観にも沿う概念と言える。

18世紀前半に活躍した心学者、石田梅岩は、職業における人間的な平等を説くとともに、商業では顧客を大切にすることを強調し、悪徳商人を厳しくいさめた。前者は、ESGでいえば人権への配慮に当たる。

江戸時代は鎖国で外国人の流入が限定的だったため、英国のような奴隷の徴用や解放といった歴史的なイベントはなかった。しかし、歴史的に尊重されていた武士や、物品の生

産者である農家・職人と比べ、物品を生産せずに収益を得る商人は社会的地位が低いとされた。石田梅岩は、こうした職業による差別に批判的で、商人の重要性を説いていた。英国における人権尊重にも似た概念を説いていたことになる。

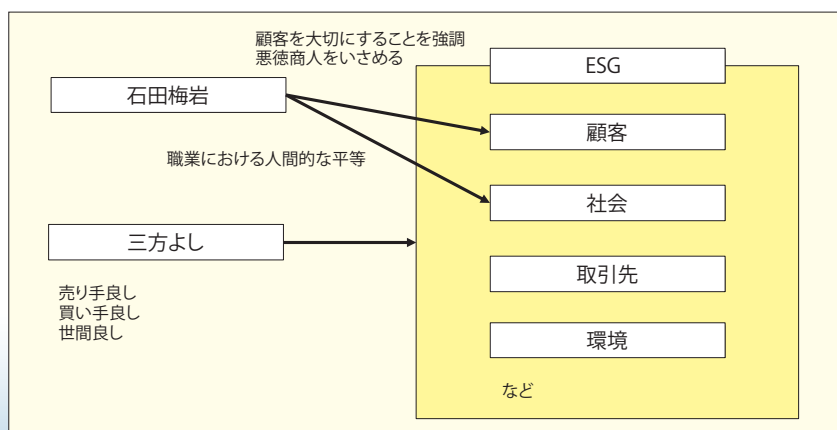
ただ、商人の地位低下の一因になっていた顧客利益を無視した悪徳商法については、厳しく律すべきと説いた。ESGで言えば、顧客に対する配慮に加えて、いわゆる法令遵守の必要性を説く考え方と言える。時代劇でも、賄賂を悪代官に渡すシーンが出てくるなど、顧客を犠牲にして私利私欲に走る商人がおり、

社会的な批判を受けていたことが背景にある。

近江商人の「三方よし」は、商売は売り手・買い手だけでなく、社会も利するものでなければいけないとしている。石田梅岩の顧客配慮からさらに踏み込み、顧客から得た利益を学校や橋の建設など地域社会への貢献に使うべきというものである。これは長い時間を経て、日本で一時期流行したメセナ（企業による芸術・文化の支援活動）やフィランソロピー（企業による社会貢献）に関する活動の背景になったと考えられる。

しかし、「三方よし」が実際に説いていたのは、多くの顧客のニーズ

図 日本のモラルとESGの接点



出所：黒田一賢「ビジネスパーソンのためのESGの教科書 英国の戦略に学べ」より作成

に応じた商品の提供であり、顧客ニーズを把握する商人の感度の高さの重要性である。無定見に社会貢献を進めるべきと言っているわけではない。一方で、社会を利するということは、本業を通じて社会に貢献するとともに、ESGの要諦である広い意味でのステークホルダーへの配慮をうたっているのである(図)。

こうした江戸時代の精神(倫理観)も勘案すれば、日本は海外からのお仕着せではなく、日本独自のESG投資の発展のあり方を探っていくべきである。もちろん、江戸時代の商売の対象は日本国内で、現代ではグローバルに広がっていることを勘案しなければいけないが、ルーツを国内に求めることで本当の意味でのESG投資が日本に根付くと考える。

## 日本の伝統的価値観とESG投資

投資家を含む金融機関の活動が節度を持ち、国の成長に寄与するには、イニシアティブを中心とした金融業界の自律的な管理が必要になる。そのイニシアティブは、当地の文化や価値観に立脚した自律的規律にほかならないため、歴史的に根付いてきた価値観に立ち返ることが有効であるはずだ。ESG投資を語るにあたり、日本の伝統的な価値観を振り返ることは決して懐古主義や内向き志向ではなく、ESG投資を定着させるための合理的な思考と言える。

第二次世界大戦後になると、政策保有株式の解消が進み、ESG情報を含めて投資家に対する説明が求められるようになった。日本企業は大戦後からしばらくの間、①企業とメインバンクの間や、②自動車メーカーと部品会社のように取引関係にある

表 ESG要因の考慮を内包するコーポレートガバナンス・コード

原則	タイトル	関連内容
基本原則2	株主以外のステークホルダーとの適切な協働	
原則2-1	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定	
2-2	会社の行動準則の策定・実践	
2-3	社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題	
2-4	女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保	
2-5	内部通報	
2-6	企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮	
基本原則3	適切な情報開示と透明性の確保	有意義なESG情報開示の推奨
原則4-11	取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件	取締役会におけるジェンダーや国際性を含む多様性確保
原則5-2	経営戦略や経営計画の策定・公表	配分を考慮すべき経営資源として人材を明記

出所：日本取引所グループのホームページより日本総合研究所作成

企業の間で、相互に株式を持ち合うことが慣習化していた。安定的な取引関係を担保するものとして、また一部には外資系企業による買収を予防するものとして、このような政策保有株式の存在は正当化されてきた。

政策保有株式によって得られた安定的な資本関係は、物言わぬ株主の増加につながり、企業が提出した議案を肅々と承認する株主総会(シャラン総会)が一般的になる原因となった。

しかし、バブル経済の崩壊やコーポレートガバナンス・コード(2015年施行、2018年改訂)の制定をきっかけに、政策保有株式は減少傾向にある。コーポレートガバナンス・コー

ドの原則1-4は政策保有株式について、保有目的の適切性、保有の資本コスト面での合理性などについて情報を開示するよう求めている。

このような外部環境の変化に対し、企業は脅威を感じているかもしれない。しかし受け身にならず、むしろ企業が投資家を選ぶくらいのスタンスでいることが大切だ。企業の理念や方針と親和性の高い投資家を引き付けられるよう、情報開示を充実させることが肝要になってくる。



1年間にわたる本連載も今回で最終回となりました。ご愛読いただきました読者の皆様に感謝いたします。

**E**

## 「ビジネスパーソンのための ESGの教科書 英国の戦略に学べ」 (著者・黒田一賢、日経BP刊、2500円+税)

ここ数年でESG投資が急激に広まったものの、その知識・知見のバラツキが依然として大きい。本書は世界の金融の中心、英シティでの取材を基にESGビジネスの中心にいるアセットオーナーやアセットマネジャー、コンサルタントなどの最新動向を紹介。ハードローとソフトローを絶妙のバランスで組み合わせ、20年かけて環境整備を進めてきた英国の戦略を解説する。ESG投資の基本から、先端のプレイヤーの動きまで分かる、企業担当者や市場関係者にとって必読の1冊。

