



世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023

ESGからアップサイドを生み出す： プライベート・エクイティに とっての機会

www.pwc.com/jp

日本の読者の皆さまへ

PwC Japanグループ（以下、PwC Japan）では2021年に引き続いて「世界プライベート・エクイティ責任投資調査」の日本版翻訳レポートを刊行することになった。

この2年間で国内外のプライベート・エクイティ（PE）がESGに馬首をめぐらせており、その気運が高まっていることは論を俟たない。「責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）」に署名した日本の大手PEファンドも多く、ポートフォリオ企業のGHG排出量算定を行う先も出てきている。PwC Japanも2022年に大手グローバルPEファンドの複数の案件においてESGデューデリジェンスを実施した。なお、これらの案件は世界を代表するPEファンドが日本において初めてESGデューデリジェンスを実施したものである。

一方で、ファンドにより取り組みに差があることも事実である。ファンドにおけるESGの専門組織の組成やESGポリシー策定・開示にもばらつきがある。ポートフォリオ企業の規模によっては、数値のモニタリングやESG人材の登用などの取り組みも相応のコストを伴い、容易ではない。小規模なファンドのポートフォリオ企業に、上場企業に匹敵するESGへの取り組みを期待することには限界があるとも言える。PEファンドは一般企業より高い意識を持ち先進的な取り組みを進めているとの指摘もあるが、女性の登用も含めたダイバーシティについては黙過しがたい課題も残っている。

こうした取り組みへの温度差は、財務的な価値創造に関してまだ画一的で明瞭な認識がないことが、理由の1つとして考えられるだろう。今回の調査でもESGの財務上の直接的な成果が課題として指摘されている。多くのPEファンドがLP投資家の要請への対応やブランドの強化、リスクの軽減といった点に着眼してESG戦略を強化する一方、ESGへの具体的な取り組みが投資リターンの向上に帰趨した例はまだ少ない。

今回のレポートでは、リターン向上の手法としてグリーンインセンティブの活用を提案している。日本においては税務面も含めインパクトの強いインセンティブが抜本的にリターンをブーストしたようなケースは極めて稀有である。また、ESG関連のファイナンスの活用による価値創造についての説明があるが、金利が高い欧米においては有力視できる一方、低金利で間接金融の流動性が潤沢な日本市場においては恩恵も限定的であると思われる。PE業界が眼前の小利にとらわれず、価値創造による将来の大利実現を目指す中、ESGに対する取り組みをどう計量し、財務上の直接的な成果に結び付けていくのが肝要となる。より本質的にはESGを個別独立したトピックとしてではなく、ビジネス・成長戦略の要素として内包、融合する試みが必要だと考える。

地政学的背景、円安、経済規模、LBOファイナンスの市場環境等から、対日投資が時宜を得る中、世界におけるESGの潮流が、日本のPEファンドのESGへの取り組みに対する重要な道標として示唆に富むことは言うまでもない。また、企業価値の向上を焦眉の急とする日本企業の価値向上の良策として、ESGが転機となる可能性は決して無視できない。本レポートが日本におけるPEファンド、ポートフォリオ企業や投資先候補の新たな社会価値、環境価値創造の一助となれば誠に幸いである。



名倉 英雄

PwC Japanグループ
プライベートエクイティリーダー
PwCアドバイザリー合同会社
パートナー

主要PEファンドは、ESGファクターを管理することが価値創造に役立つと長い間認識してきた。PwCの最新の調査によると、ほとんどのファンドがESGとリターンは相反するものではないと考えている。本レポートでは、業界の進化するアプローチに注目し、さらなる利益獲得に向けた展望を明らかにする。

著者：Eric Janson, Miriam Pozza, Leonie Schreve, Darice Caudle

10年前、PwCがプライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）を対象にESG（環境、社会、ガバナンス）トピックへのアプローチについて初めて調査した当時、PEファンドの最大の関心事はリスク管理であった。今では、PEファンドの見方は変化している。PwCが150以上のPEファンドを対象に実施した最新の調査によると、第1に、大多数の回答企業はESG管理が価値創造に役立つ可能性があると考えている。約70%の企業は、価値創造を自社のESG活動に対する3つの主要な原動力の1つと位置付けている。第2に、PEファンドが投資機会の開拓、デューデリジェンスの実施、買収後計画の策定、投資条件の決定の際にESGファクターを考慮することは、標準的な慣行となっていることが分かった。

ESG活動の利点について尋ねたところ、回答企業はさまざまな見解を示した。第3の知見として、PEファンドは、直接測定可能な財務的影響を報告するよりも、定性的な成果（通常、エグジット・マルチプルの向上などの価値創造に関連する成果）を報告する割合が高い。回答企業の半数以上は、自社に対するESGの主な利点として、ブランド強化、リスク軽減、競合他社との差別化、顧客訴求力の向上を挙げている。収益増加やコスト効率を挙げた企業は5分の1に満たない。これらの調査結果は、財務的価値の源泉を厳密にESGへの考慮に還元させることの難しさを反映しているとも考えられる。バリュエーション手法にESGファクターを組み込んでいると答えた回答企業は3分の1にとどまっている。しかし、バリュエーションへの組み込みは、ESGが特定の投資について価値創造の原動力となり得ることを確認する上で不可欠であると考えられる。

また、経験上、主要ファンドはESGへの考慮を投資判断に取り入れ、投資のテーマを規定する中でESG関連の機会を特定していることが分かっている。本レポートの最後には、ESGの視点を取り入れることが付加価値の潜在的な源泉を見いだす上で役立つと考えられる4つの分野について説明する。



ほとんどのPEファンドがESGによる 価値創造を目指している

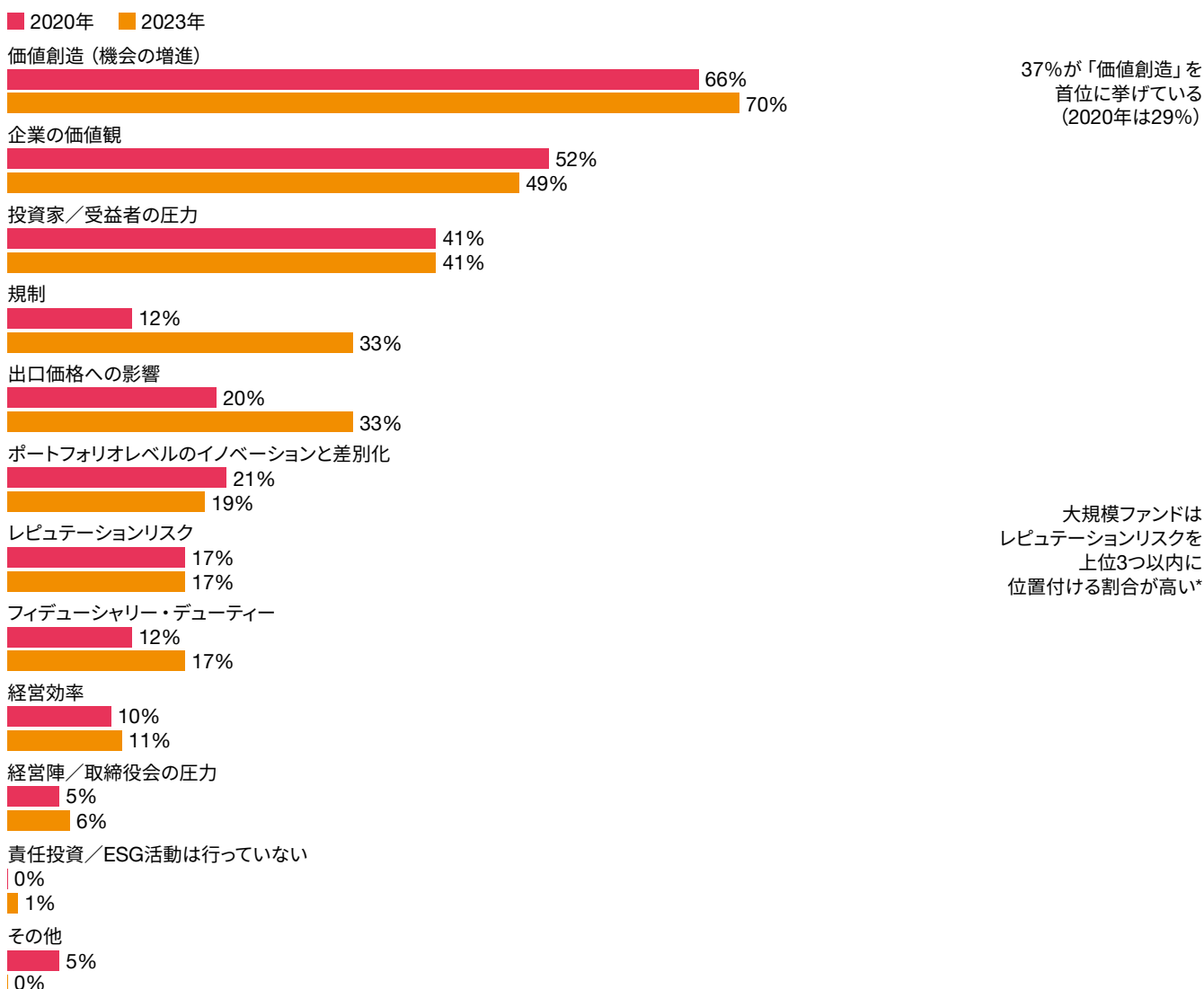
回答企業は概して、ESG管理は顧客にリターンをもたらすための取り組み全体と整合していると答えている。80%以上がESGパフォーマンスの考慮は「リターンの追求と合致する」と答えたのに対し、「リターンの追求と相反する」と答えた企業はわずか1%であった。

回答企業の大多数（70%）は、価値創造を自社のESG活動に対する3つの主要な原動力の1つと位置付けている。この結果は2020年の割合（66%）と大差がないものの、今年の実答企業は価値創造をESGの原動力の中で首位に挙げる割合が高く、2020年の29%に対して今年は37%に上った。

ESGの取り組みを進める動機として、「規制」と「出口価値への影響」を挙げる回答企業の割合が増加していることも注目に値する。また、数は少ないものの、「フィデューシャリー・デューティー（受託者責任）」を3つの主要な原動力の1つに挙げる回答企業の割合も増加していることが分かる（次ページのチャート参照）。

価値創造はプライベート・エクイティにおけるESG活動の最大の原動力。 前回の調査以降、「規制」と「出口価値への影響」も重要性が高まっている

各原動力を自社／ファンドにとって上位3つ以内に位置付けた回答企業の割合



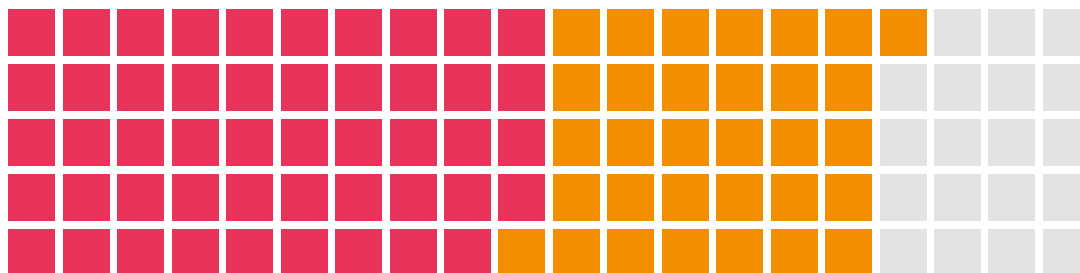
*運用資産額が101億米ドル以上であるファンドの36%、投資先企業が101社以上であるファンドの44%。
出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業＝166社）

また、最近の投資のうち、ESG活動が価値創造の主要な原動力の1つになった投資の数を回答企業に尋ねたところ、3分の1の企業は、そのような投資が50%以上であったと答えている。半数近くの企業は、少なくとも一部の投資に価値創造の主要な原動力の1つとしてESGへの考慮が含まれていたと答えている。今回の調査ではさらに掘り下げることにはしていないが、経験が示唆するところでは、PEファンドはESG分析を利用して、従来の分析では見落とされかねない追加的な価値創造の機会（その一部は本レポートで後述）を見いだすことができる（次ページのチャート参照）。

回答したPEファンドの3分の1は、最近の投資の半数以上でESGが価値創造の主要な原動力の1つになったと回答

貴社／ファンドが過去12カ月間に完了した投資のうち、価値創造の主要な原動力の1つとしてESGが含まれていた割合はどれくらいですか？

- 回答企業の49%は「投資の1～50%」と回答
- 回答企業の32%は「投資の51～100%」と回答

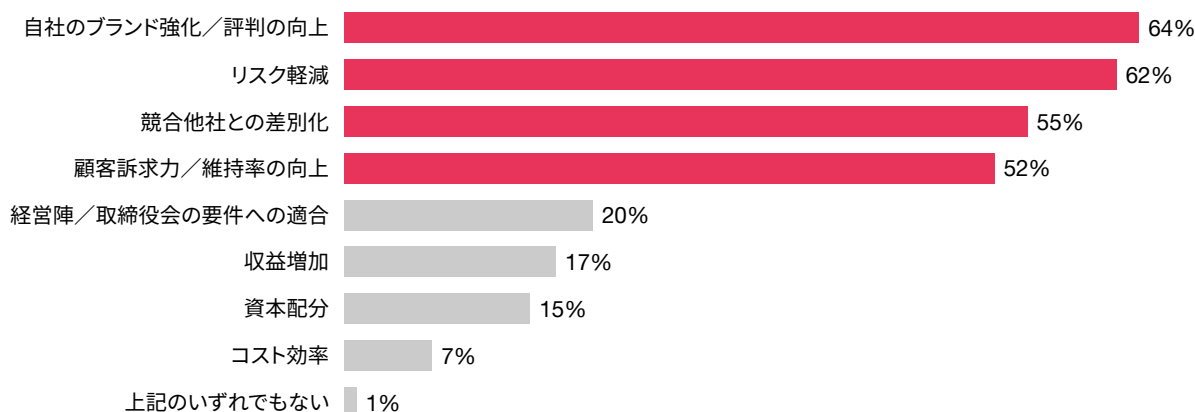


出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業=166社）

回答企業の半数以上は、ESGトピックの管理に4つの利点があると答えている。私たちの経験上、その全てが価値創造に結び付く可能性がある。この利点の1つはリスク軽減であり、回答企業の62%がリスク軽減を上位3つ以内に挙げている。その他の3つは市場における企業の地位に関するもので、「自社のブランド強化／評判の向上」（64%）、「競合他社との差別化」（55%）、「顧客訴求力／維持率の向上」（52%）である（チャート参照）。

ESGの利点は市場における地位とリスク軽減に関係すると答えたPEファンドの割合が高い

ESGの各利点を自社／ファンドにとって上位3つ以内に位置付けた回答企業の割合



出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業=166社）

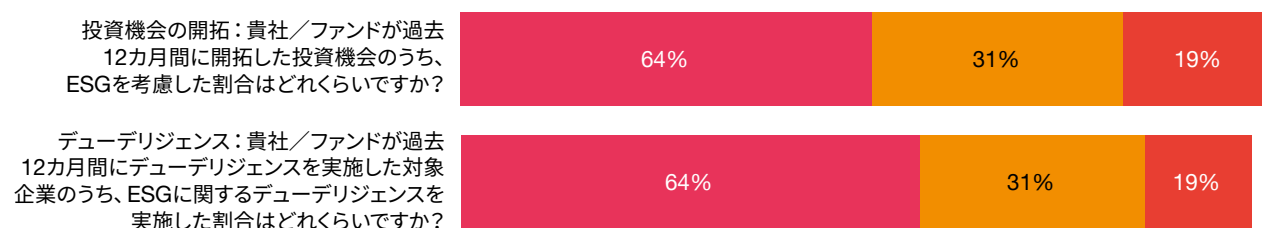
多くのPEファンドは中核的な活動に ESGを組み込んでいる

今年の調査では、業界標準と見なされるほどPEファンドに浸透しているESG慣行にも焦点を当てている。これらの慣行の中心は、投資のライフサイクルの開始段階と終了段階にある。回答企業の半数以上は、過去12カ月間、全ての投資機会を開拓する際や全てのデューデリジェンス・レビューを実施する際にESGファクターを検討したと答えている（チャート参照）。

PEファンドは、投資機会の開拓やデューデリジェンス実施の際、頻繁にESGファクターを考慮

ESGを考慮した事例の各割合を挙げた回答企業の割合

■ 事例の100% ■ 事例の51～99% ■ 事例の1～50%



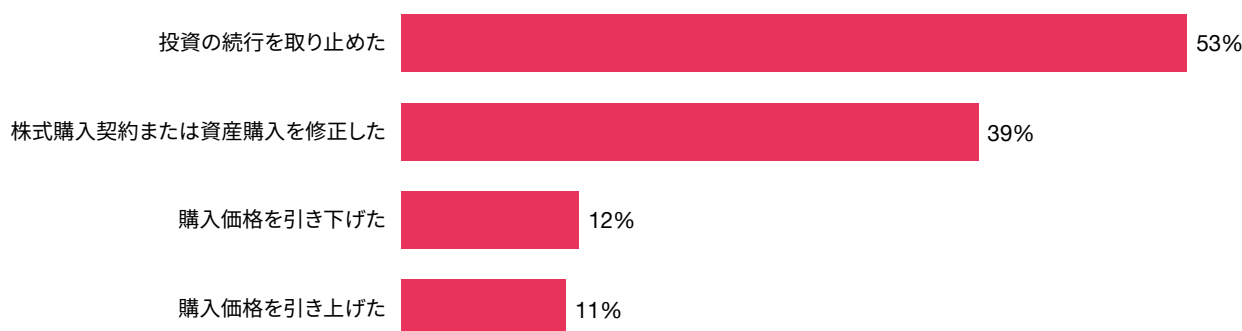
注記：四捨五入のため、上記の各割合（%）の合計が100にならない場合がある。
出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業＝166社）

今回の調査によると、PEファンドが新たな保有銘柄の買収後計画にESGトピックを組み込むことは、ほぼ一般的となっている（私たちの経験では、ファンドのESGコミットメントに沿ってデューデリジェンス前やデューデリジェンス中に実施される作業から、買収後計画に活かされるアイデアが生み出されることがよくある）。別の質問では、ESG関連のリスクと機会を系統的に、または必要に応じて変革の計画に組み込んでいると答えた回答企業の割合が増加した。今年の調査でその割合は90%を超え、2020年の73%から増加している。

これほどの関心度を考えると、PEファンドがESGリスクの回避に努めていると見られることは、意外ではないだろう。過去12カ月間にESGを考慮して投資へのアプローチを変更した頻度を回答企業に尋ねたところ、53%の企業が少なくとも1回は投資の続行を取り止めたと答えている（それに対して、2020年の調査では、回答企業の56%が少なくとも1回はESGを考慮してジェネラルパートナーとの契約締結を拒否したか、または投資案件を辞退したことがあると答えた）。約10社中4社は、株式購入契約を少なくとも1回は修正したと答えている（チャート参照）。

PEファンドは、ESGファクターを理由に投資の続行を取り止めた割合が高い

過去12カ月間に、ESGファクターを理由に少なくとも1件の投資を見直したと答えた回答企業の割合



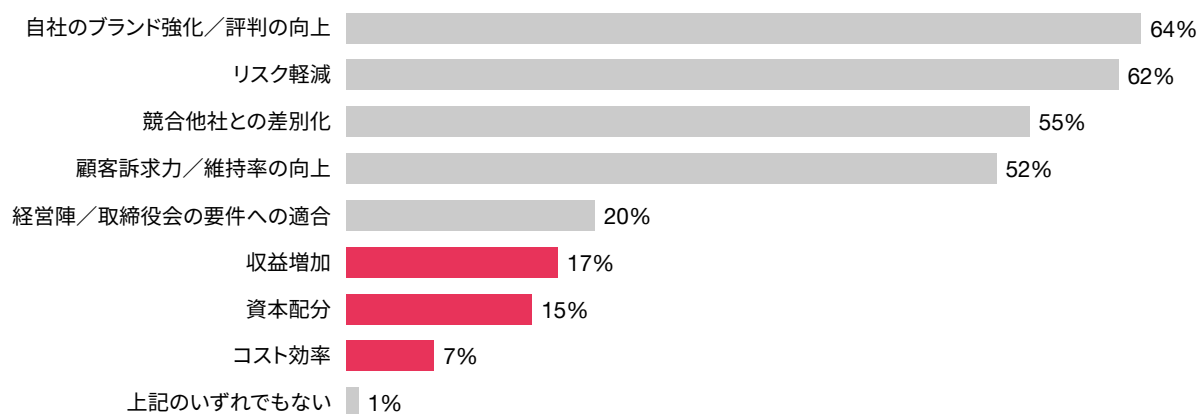
出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業＝166社）

ESGの財務上の利点を強調する PEファンドは少なく、 バリュエーションが課題になると考えられる

ESG活動の利点のうち上位3つを尋ねたところ、直接的な財務上の成果よりも、競合他社との差別化やブランド強化などの定性的な成果を挙げた回答企業の割合のほうが高かった。私たちの経験上、これらの要素も財務実績の向上に関連することがよくあるが、ESG活動が自社／ファンドにもたらす利点のうち上位3つの1つとして、収益増加、資本配分、コスト効率を選んだ回答企業は20%に満たない（チャート参照）。

ESG活動が自社の成長、資本配分、コスト効率を後押ししていると回答したPEファンドは比較的少ない

ESGの各利点を自社／ファンドにとって上位3つ以内に位置付けた回答企業の割合

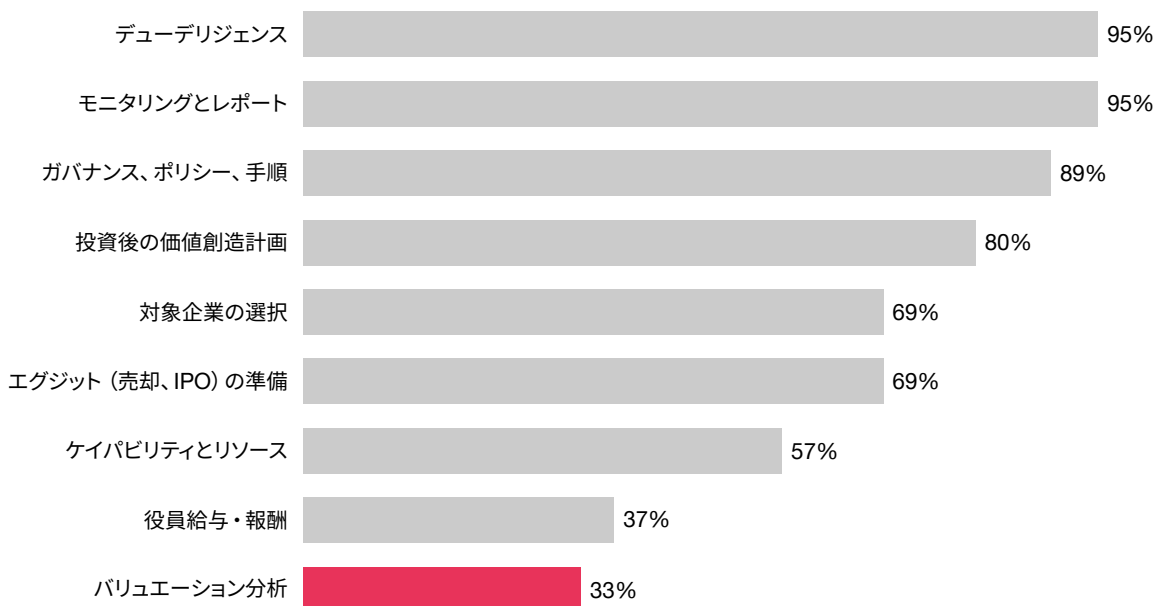


出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業＝166社）

しかし、PEファンドが投資機会を見いだしたとしても、ESGの取り組みからどれだけの財務的価値を獲得するかを明らかにすることは、難しい可能性がある。私たちは経験から、PEファンドは、持続可能性に関する実績改善の追求や、持続可能な製品・サービスの成長市場への軸足の移動や、その他の手段を通じてESG関連ファクターに対処することが、対象企業のキャッシュフローや負債コスト、最終価値にプラスの影響を与える可能性があることを認識している。しかし、データが不足しており、PEファンドにおいて、価値創造の原因を明確にこれらのESG関連ファクターへの取り組みに帰することが難しい場合があることも明らかになった。実のところ、ESGへの考慮をバリュエーション分析に組み込んでいると答えた回答企業は3分の1にとどまっている。一方、ほぼ全ての回答企業が、ESGへの考慮をデューデリジェンスに組み込んでいると答えている（チャート参照）。

ESGをバリュエーション分析に組み込んでいると答えたPEファンドは3分の1にとどまる

ESGへの考慮を各活動に組み込んでいると答えた回答企業の割合



出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：全回答企業=166社）

ファンドはESGトピックに取り組んでいる

今回の調査では、21の特定のESGトピックに対する注目度を評価するため、どの程度までこれらのトピックを重要なものと認識し、対処の措置を講じているかについて回答企業に尋ねた。

環境、社会、ガバナンスの各カテゴリーにおいて、いくつかの特筆すべきパターンと知見が明らかになった（次ページのチャート参照）。

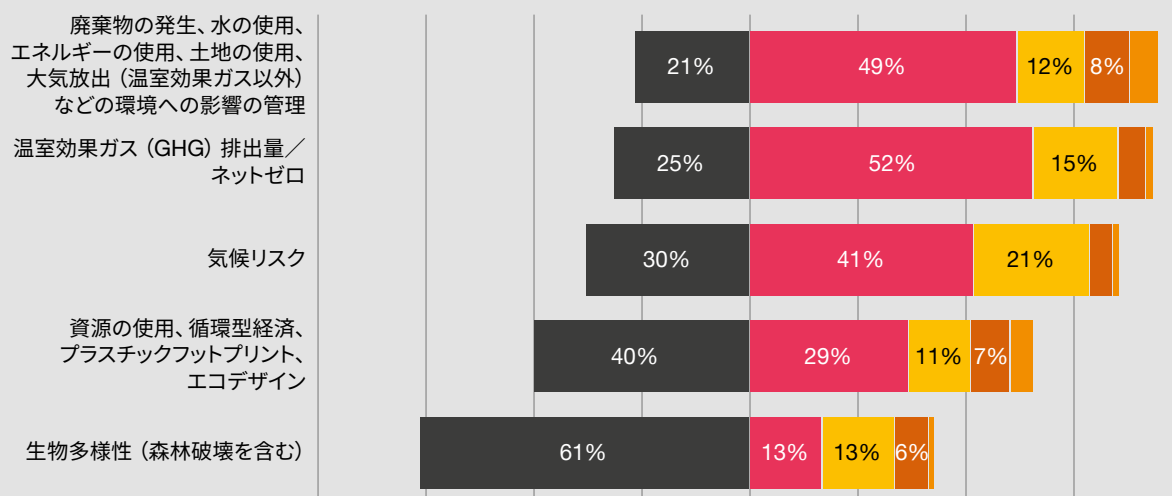
気候変動に関心が集まる。回答企業の70%以上は、環境への影響の管理とともに、温室効果ガス排出量と気候リスクを重要なトピックとして捉えていると答えている。

生物多様性は注目に値する。生物多様性を重要なものと認識する回答企業の割合は2020年と同程度であったが、その中で来年には生物多様性に取り組む予定であると答えた回答企業の割合は増加した（27%から34%へ）。

社会とガバナンスのトピックが行動のきっかけとなる。社会とガバナンスに関わる16のトピックについて回答企業に尋ねた。そのうち10のトピックについて、回答企業の70%以上が重要なものと捉えていると答え、50%以上はすでに行動を起こしていると答えている。

環境に関するトピック

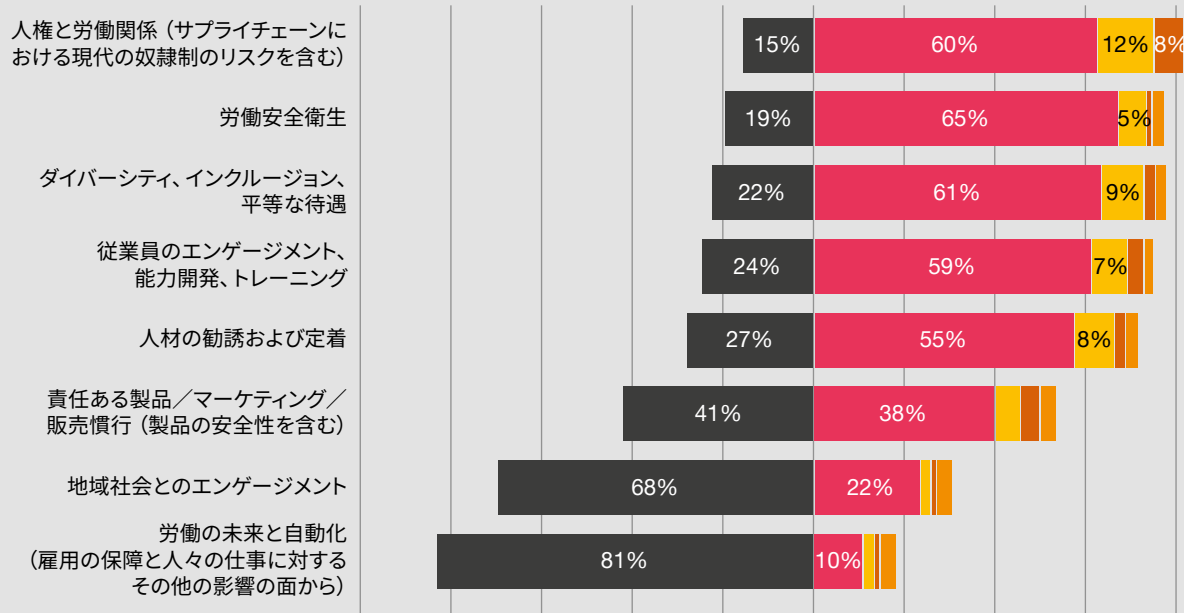
■ トピックは重要ではない ■ すでに措置を講じている ■ 来年中に措置を講じる予定である
■ 今後2〜3年中に措置を講じる予定である ■ 措置を講じる予定はない



出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：165社）

社会に関するトピック

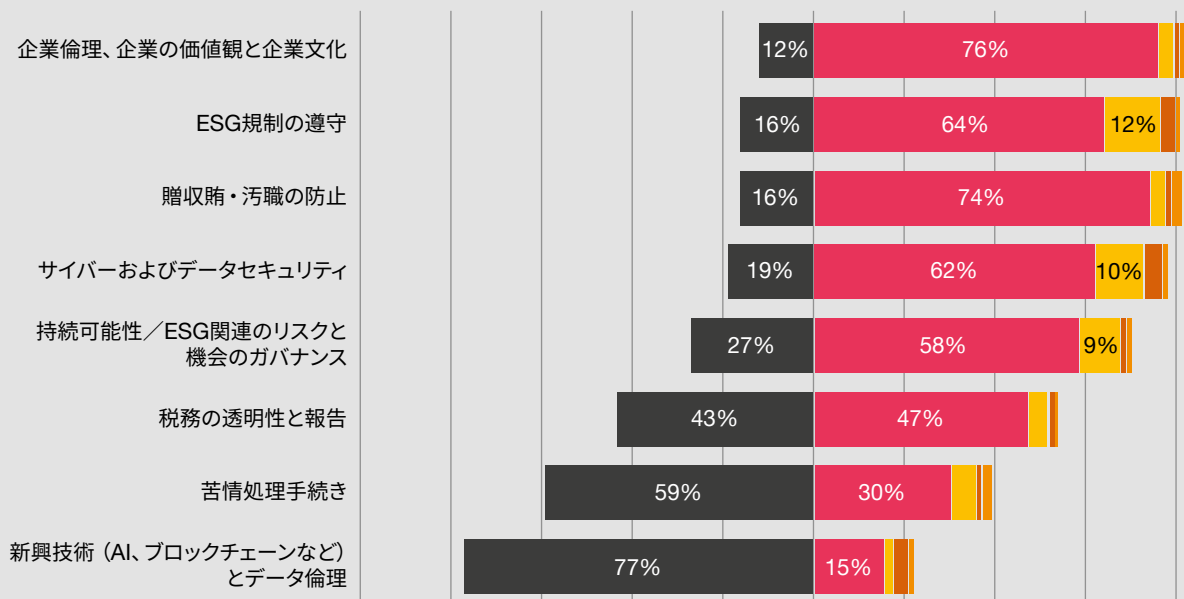
■ トピックは重要ではない ■ すでに措置を講じている ■ 来年中に措置を講じる予定である
■ 今後2～3年中に措置を講じる予定である ■ 措置を講じる予定はない



出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：165社）

ガバナンスに関するトピック

■ トピックは重要ではない ■ すでに措置を講じている ■ 来年中に措置を講じる予定である
■ 今後2～3年中に措置を講じる予定である ■ 措置を講じる予定はない



出所：PwC、世界プライベート・エクイティ責任投資調査2023（ベース：165社）



投資のライフサイクル全体を通じて ESGの価値を追求

今回の調査では、PEファンドが持続可能性への取り組みをリスクの源泉としてではなく、むしろ価値の源泉として捉えるようになってきていることが示された。また、多くのファンドが、デューデリジェンスなどの中核的な活動にESGファクターを組み込んでいる。私たちが見たところ、主要ファンドにおいて際立っているのは、対象企業の選定からエグジットまで、投資のあらゆる段階でESG関連の機会を見だし、追求しているという点である。本項では、PE投資家にとって価値創造の可能性を拡大し得る4つの手法について説明する。

資金不足の業界・地域への投資を追求し、持続可能なディールフローを確立する。企業や政府が排出量ネットゼロなどESG関連の目標達成に向けた取り組みを強化する中、持続可能な商品やサービスの新たな市場が台頭すると考えられ、それらの市場で事業を展開する企業には財務的な支援が必要となる。例えば、PwCの調査では、気候関連技術ベンチャーに対する資金供給の不均衡が明らかとなっている。世界の温室効果ガス排出量の85%に相当するセクターが、気候関連技術への投資のうち52%しか受け取っていない。PwCの他の調査によると、アフリカや東南アジアなどの開発途上地域は多額の資金需要と高度な「投資可能性」の両方があるにもかかわらず、グリーンインフラ向け資金の大部分が先進国に流れている。PEファンドが価値創造の有望な機会を見出すことができる分野は、このような格差の中にあり、とりわけインフラなどの長期にわたって利益が得られるセクターの中にある。

投資判断をする前に、持続可能性をエグジット戦略に織り込む。PEファンドは、エグジットリターンを最大化する方策を取りまとめる際、ESGの資質に優れた企業がプレミアムを生み出す可能性があることを事前に認識している必要がある。結局のところ、ESG投資は増加傾向にある。PwCの最近の調査では、ESG関連の運用資産額（AUM）が総AUMに占める割合は、2021年の14.4%から2026年には21.5%に増加すると予測されている。また、PwCの「グローバル投資家意識調査2022」では、大半の投資家が企業に対し、持続可能性ファクターと自社のビジネスモデルとの関連性に関する報告を望んでいることが分かった。PEファンドは、対象企業ごとに、環境および社会への影響や、持続可能性に関連する市場の変化や規制との整合性の面から優れたESGプロファイルを定義することで、より多くの価値を生み出すことができる。さらに、そのようなプロファイルを達成する上で対象企業にどのような変化が求められるかを特定し、その企業がESGを強化したエグジットに十分に備えることができるよう、保有期間全体にわたってそれらの変化の実現に取り組むことができる。

ディール・ストラクチャリング・プロセスの早い段階でグリーンインセンティブや節税を追求する。上記の環境面および社会面の目標に沿って、多くの政府はグリーンインセンティブや環境税を利用して企業に行動の変容を促している。例えば、欧州グリーンディールには、1,000項目以上の賦課金の新設または修正が含まれている。米国のインフレ抑制法では、気候変動とクリーンエネルギーに関連して約3,700億米ドルの財政支援が規定されている。付加価値を生み出すために、PEファンドは、これらの政策やプログラムが特定の投資機会にどのように適用されるかを判断し、補完的なクレジットやインセンティブを完全に利用できる税務構造を組み立てる必要がある。例えば、ある大手エネルギー技術企業では、脱炭素化対策のコストのうち最大50%をインセンティブで賄えることが明らかになっている。

低コストのグリーン資本を活用した創造的な資金調達構造を検討する。PwCの別の調査では、欧州におけるグリーン・ソーシャル・サステナビリティ (GSS) 債の発行額が2021年の5,000億ユーロから、2026年には1兆4,000億ユーロ以上にまで増加する可能性があると予測している。PEファンドは、サステナビリティ・リンク・ローン (SLL) など、低コストのグリーン資本によって投資機会の資金を調達する可能性に留意する必要がある。私たちの最新の調査によると、こうした手法はまだ一般的ではないと見られる。過去12カ月間に少なくとも1件の投資でSLLなどESG関連の資金調達を利用したと答えた回答企業は半数にとどまっている。持続可能性を中心とした投資機会に活用できるその他の資金源としては、一部の大手金融機関が設立している移行基金（企業の排出量削減目標達成の支援を明確に目的とした基金）などが挙げられる。

持続可能な経済への移行が進むにつれて、ますます多くの価値創造の機会が現れる。これらの展望に注目することは、PEファンドが投資家の求める高いリターンを提供する上で役立つ。

調査方法

「世界プライベート・エクイティ責任投資調査」は、PEファンドの経営陣や投資および持続可能性分野の上級専門家の見解を調査している。PwCは2023年3月から5月にかけて、アフリカ、米州、アジア太平洋、欧州、中東の22カ国・地域において、166社を対象に調査を実施した。回答企業の内訳は以下のとおりである。

- 135社がジェネラルパートナー、3社がリミテッドパートナー、19社がその両方であると表明し、8社が「該当なし」と回答している。
- 9%は運用資産額（AUM）が2億米ドル以下の組織、30%は同2億100万米ドル～10億米ドルの組織、37%は同11億米ドル～100億米ドルの組織、13%は同101億米ドル～500億米ドルの組織、10%は同500億米ドルを超える組織である。
- 15%は投資先企業が10社以下、30%は同11～20社、28%は同21～50社、7%は同51～100社、5%は同101～150社、14%は同151社以上と回答している。
- 26%は小型株投資アプローチの組織、56%は中型株投資アプローチの組織、7%は大型株投資アプローチの組織であり、11%は「該当なし」と回答している。

四捨五入のため、上記の各割合（%）の合計が100にならない場合がある。

Eric Jansonは、PwCのグローバル・プライベート・エクイティ、実物資産、ソブリンファンドのリーダーで、PwC米国のパートナーである。Miriam Pozzaは、PwCのグローバルESGディール・プラクティスのリーダーで、PwCカナダのパートナーである。Leonie Schreveは、PwCオランダのESGディール・パートナーである。Darice CaudleはPwC米国のディレクターである。

著者らは、本レポートとその基礎となる調査研究への貢献に対して、PwCのFaye Bloch、Emilie Bobin、Nicolas Bourdier、Kushal Chadha、Will Jackson-Moore、Mairi McInnes、Chrissy Parylak、Alastair Scott、Neema Vahebに感謝する。

日本のお問い合わせ先

PwC Japanグループ

www.pwc.com/jp/ja/contact.html



名倉 英雄

PwCアドバイザリー合同会社
パートナー

松永 智志

PwC税理士法人
パートナー

大西 圭介

PwCコンサルティング合同会社
パートナー

久木田 光明

PwCコンサルティング合同会社
パートナー

嶋方 亮

PwCあらた有限責任監査法人
パートナー

森 隼人

PwCアドバイザリー合同会社
パートナー

磯貝 友紀

PwCサステナビリティ合同会社
パートナー

www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約11,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、社会における信頼を構築し、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界152カ国に及ぶグローバルネットワークに約328,000人のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は www.pwc.com をご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2023年7月に発行した『Global Private Equity Responsible Investment Survey 2023』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。

<https://www.pwc.com/gx/en/services/sustainability/publications/private-equity-and-the-responsible-investment-survey.html#methodology-header>

日本語版発刊年月：2023年9月 管理番号：I202307-13

©2023 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.