

【投資家フォーラム 第12回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「投資家の立場から ESG をどう考えるか」

日時：2017年7月4日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：31名

目的：

- ・ E と S（環境および社会的課題）については、リスク対応の観点から、長期的利益への影響要因として評価すべきであるという考え方が投資家の間で共有されている。一方で、企業価値に直結するとは思えない企業の E と S の取り組みも散見される。経済産業省の「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」では、投資家と企業が議論すべき E と S の具体的な事象について、議論されている。
- ・ 個別の事例を検討することにより、企業の E と S の取り組みについて投資家としてどのように考えるべきかを整理したい。

以下では、投資家フォーラム 第12回会合にて参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

1. ESG についてどう考えるのか

【投資家の基本的なスタンス】

- 投資判断の材料の一つとして考慮している。
- 企業にとって重要だと判断すれば、考慮する。
- 投資家によって ESG を投資判断へ組み込む方法は異なる。投資哲学にもよるのではないか。
- 多くの企業は、ES だからと特別に意識しているわけではなく、ビジネスに影響するからこれらの問題に取り組んでいる。
- ESG はリスク要因であると同時に企業価値に直接影響する。例えば、ダイバーシティの推進により経営力が強くなれば、企業価値が高まる。またカーボンプライシングとの関連で、グリーンイノベーションによる製品、サービスで優位性を打ち出せれば、日本企業の競争力向上にも繋がる。

- 弊社は ESG 専任のアナリストがおり、財務のアナリストとファンドマネージャーに ESG アナリストがプレゼンテーションして情報共有している。
- 投資家側も、開示項目としての ES にこだわらず、本業への影響という観点から評価すべきだ。例えば次のような例があった。
 - ・ 大手タイヤメーカーが買収した会社が所有するアフリカの工場で起きた児童労働の問題と、アパレル企業の利益の源泉でもあるベトナム工場での労働環境問題とでは、企業にとっての影響度に差を感じた。
 - ・ 自動車会社に関してはインド工場で起きたストライキの問題を注視した。
 - ・ 米大手企業から大量のチェックリストが来て、それに照らしてベトナムの工場で労働者の休憩時間を引き上げる必要が生じた事例がある。人権を守らないことを理由にサプライヤーとして外されてしまうリスクは、5年前には存在しなかった。
 - ・ バングラデシュでは、適正な委託料を支払わないと、下請けの職人たちが、正当な委託料を支払う会社に移ってしまう。事業に直接的な影響が生じる。
 - ・ 富士フイルムホールディングスでは、企業のあるべき姿を見直し、マテリアリティ（重要性）とマッチングして、重要課題を選択し、それに沿った研究開発を進めることに取り組んでいる。

【企業側の ESG 理解】

- ES を管理する意味で G があるという認識が企業にない。
- 企業によって ESG の捉え方はまちまちだ。例えば、
 - ・ 会社の事業と SDGs17 項目との関係をチャートで示している例がある。
 - ・ 事業規模に比べて金額的な規模が小さく、重要ではないと思われる内容でも開示している場合がある。
 - ・ 競争優位の観点から、ES 開示を通じて競合他社に取り組みが知られ追随されることを懸念している例がある。

【投資家は企業とどのように対話しているか】

- 経産省が 5 月に発表した「価値協創ガイダンス¹」の資料などを使って、ES の各要素が「価値観－ビジネスモデル－持続可能性－成長性－戦略－KPI－ガバナンス」に紐付けられることを対話の中で説明している。

¹ 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス－ ESG・非財務情報と無形資産投資－（価値協創ガイダンス）」
5P <本ガイダンスの全体像>、<http://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003-1.pdf>

- 特に欧米の国々ではサステナブルプロダクト（環境、社会に配慮した商品）や、サプライチェーンに配慮した責任ある企業からでなければ物品を購入しないという消費者が増えている。時代は確実に変化している。そのことを投資家として企業に伝え、開示を促している。
- 事業を理解したうえでの提案でないと、企業が ESG アレルギーに陥ってしまう。
- 企業が ESG の取り組みに対する投資家の評価を気にするようになってきている。投資家側は自分たちが何を重視するかを示すべきだ。
- SDGs のすべての項目に取り組むことは現実的ではない。投資家としては、自社のビジネスに有用なもの、ビジネスモデルのストーリーと合致しているもの、長期的な社会課題として認識しているものを開示すれば、それでいいと考えている。
- 政府がコミットした SDGs を企業が本業を通じて解決するというストーリーは分かるが、投資家が「この会社はよくやっている、やっていない。」という評価をすべきものなのか疑問がある。

【何を開示すべきなのか】

- 企業も投資家も何を開示していいかわからないのが現状ではないか。
- グローバル人材の活用や評価体系の整備も S への取り組みの一部であり、こうした点の開示も必要だ。また将来の CEO となる人材について、選別、育成などの方法と指名委員会の関わり方を開示してほしい。

2. 運用戦略における ESG の位置づけ、評価機関のレーティング

【運用戦略における ESG の位置づけ】

- 顧客の要請により、ESG の観点から特定の銘柄を除外したり、組み入れたりしている。
- ESG 評価機関から情報を購入し、顧客のニーズに合った最適なポートフォリオ構築を行っている。
- ESG の観点から問題のある会社を投資対象から除外したり、ESG の評価結果と財務評価を統合して評価するインテグレーション戦略を実施するなどしている。ガバナンスに焦点を当ててエンゲージメントを行う戦略や、ESG の観点からエンゲージメントを行うアクティブファンドもある。
- 業種別に見るべきポイントが違う。ESG のアナリストは評価基準を明確化し、グローバルに比較している。ESG 要因が企業価値に影響を及ぼすインパクトや蓋然性を評価し、その重要性が高い場合、注視している。
- ESG の評価結果が良好でも、企業のファンダメンタルや成長力などの向上につながるというストーリーがないと、「買い」の対象とはならない。

- ESG の評価結果が低い企業の場合、業種担当アナリストはその評価の妥当性を必ず自分でもチェックしている。
- そもそも ESG 評価の対象になっていない株式、例えば小型株は投資対象としないという考え方もありうる。海外で言えばヨーロッパの中小型株は MSCI のインデックスに入っていない
- また、海外のアセットオーナーの中には、ESG 評価の対象外の銘柄を保有している場合、上部機関に報告しなければいけないケースがある。

【ESG レーティングとパフォーマンスの関係】

- ESG の評価項目はあまりにも網羅的で、何を示唆するかが明確でない面がある。ファンドのパフォーマンスに結び付くことはないのではないか。
- ESG インデックスにパッシブ運用の資金が流れている面はある。またこのインデックスをベンチマークにするアクティブファンドもあり、インデックスの採用銘柄に資金が集まっている。逆に、不適格銘柄には投資資金が回らない。そうすると企業価値から乖離した価格形成になってしまう。
- ESG 評価だけにもとづく投資は、パフォーマンスとの関連が実証されていないだけにリスクをはらんでいる。ただ当面は資金流入があるため、ファンドのパフォーマンスがプラスとなり、見かけ上、ESG 評価と正の相関となる。
- ESG に関して積極的に情報開示している会社をポートフォリオに組み入れていくと、ESG のリスク要因に対するエクスポージャーが高まるという側面もある。事業上多くの ESG リスクを抱えている企業は、それを管理する取り組みに注力し情報開示にも熱心であることが背景にある。
- ESG インデックスの採用銘柄に選ばれるためには、総合的に高い ESG 評価を獲得する必要がある。児童労働などその企業にとって一番重要な課題を解決していたとしても、他の多くの評価項目に取り組んでいないと、高い ESG 評価を得られずインデックスにも採用されない。

【ESG 評価機関によるレーティング】

- 評価機関が提供する情報は評価項目が百数十もあり細かすぎる。
- 評価機関担当者の専門性が高い場合、グローバルベースの観点からの情報は有益だ。一方、日本の事情と合わない部分もある。
- マテリアリティ（重要性）として絞り込まれている項目は重視しているが、スコア自体は使い方が難しい。
- 複数社の ESG 評価機関を使っているが、機関によって評価結果が違う。
- 企業は当たり前だと思って開示しなかった結果、ESG 評価が低水準に留まっている事例がある。
- 企業の ESG、CSR 担当者と評価機関の担当者とのコミュニケーションがないためにスコアを落としている例がある。評価機関の担当者が日本語を解せず、英語で開示していないため点数を落としている例も見受けられる。

【企業による開示の現状】

- SDGs を細分化して、全事業と繋げていき、情報を出そうという会社もあったが、一番大事な事柄を選んで開示して欲しい。
- アジアの国で訴訟を起こされていて、ESG 評価機関には指摘されているのに、企業が一切開示していない場合もあった。
- 小型株の会社では、経営企画を行う部署もないところも多く、開示基準を作成する余力やリソースがない場合が多い。

3. CSR と ESG は重なるところと異なる点があるが、多くは異なる

- 工場周囲でのゴミ拾いは大事だが、企業価値には直結しない。企業価値の最大化と結びつかないボランティア活動などは、投資判断の観点からは必ずしも高評価には繋がらない。
- 企業から CSR 報告書について最近良く聞かれるが、CSR 報告書を熱心に読んでいる投資家は数が少ないように思う。専門用語も多く、理解しづらいところもある。
- CSR 報告書は 100 ページ以上の分量がある場合もあり、読んでも投資判断に全く役立たないこともある。統合報告書についても言えることだが、寄付などは社会貢献活動として重要だとしても、企業価値を高めるための ESG とは違う。企業は CSR と ESG とを混同している面がある。
- CSR 報告書の作成目的は、NPO からの訴訟への対応や、行政官庁への対応などにあるのだろう。非常に幅広いステークホルダーを読者として念頭に置いて、企業活動へマイナスに働くリスクを抑える目的で書かれている。ただ、CSR 報告書において毎年同じ基準で同じ数字をしっかりと開示している会社は、社内統制も効いている。
- CSR 報告書やサステナビリティレポートに書かれているような企業価値への取り組みを記載すると、統合報告の内容がもっと良くなる場合もある。
- 業界内の横比較をする時に、CSR 報告書やサステナビリティレポートが重要だ。化学業界だと高懸念物質への対応など、業界の共通課題を開示していないと投資家から評価されない。何が社会的に重要で、グローバルの投資家はどのような問題に関心が高いのかについて、企業がアンテナを張っているか否かが開示からうかがえる。
- CSR 担当者も何をどう開示するかを悩んでおり、共通の開示基準のようなものがあつた方がいい。

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1, 2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

*投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<http://investorforum.jp>