

*** 企業の ESG 情報開示支援セミナー ***

【パネルディスカッション】

日本企業の ESG 情報開示のあり方

パネラー： Ms.Karin Ri (HERMRS EOS/アジア企業担当部長)
足達 英一郎氏 (日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長)

コーディネーター： 宮井 博 (日興フィナンシャル・インテリジェンス/専務取締役)
(社)日本証券アナリスト協会「企業価値分析における ESG 要因研究会」座長

本稿は 2010 年 9 月 16 日に開催された「企業の ESG 情報開示支援セミナー」における講演の一部を編集したものである。
なお、本セミナー全体の構成は以下のとおりである。

企業の ESG 情報開示支援セミナー

テーマ：「日本企業の非財務情報開示の現状を考える」

【講演】 ESG 等の非財務情報を考慮した投資家行動の高まり

講師：足達英一郎氏 株式会社日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長

【講演】 欧米年金基金の ESG 動向（エンゲージメントを中心に）

講師：Ms. Karin Ri Hermes Equity Ownership Ltd.(HEOS)/アジア企業担当部長

【パネルディスカッション】 日本企業の ESG 情報開示のあり方

パネラー：	Ms.Karin Ri	HEOS/アジア企業担当部長
	足達 英一郎氏	株式会社日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長
コーディネーター：	宮井 博	日興フィナンシャル・インテリジェンス/専務取締役 (社)日本証券アナリスト協会「企業価値分析における ESG 要因研究会」座長

パネルディスカッションに当たって

宮井 今回のセミナーには、ESG スコアを実際に算出されている日本総研の足達さんと、HERMES でアセットオーナーの立場でエンゲージメントをされている Ri さんにご参加いただいておりますので、このセミナーにご参加いただいた皆さんは、お二人にいろいろ聞いてみたいことがあるのではないかと思います。私のほうも、いろいろなことを聞き出したいと思っておりますので、そういう形でこのパネルディスカッションを進めてい

きたいと思います。

さて、海外の年金基金では ESG というのがかなり進んでいて、海外から日本の企業には多分アンケートがきているはずですが、そのアンケートに対してどう応えていくか、あるいは、企業は CSR レポート、サステナビリティレポートというのを出されているのですが、その中身をどうすればよいか悩んでおられるのではないかと思います。現状では、海外の投資家が求めているような情報が、企業のほうから適切に開示されていない可能性がある、特にこの ESG について、ですね。もちろん ESG というのは新しいテーマですので、これからどういうふうに応えていくかが問われていくということだろうと思います。しかし、投資家はグローバルに企業を選定しているので、日本の企業ももちろんそうですし、海外の企業も選ぶという形で、どこの企業に投資しようかということグローバルに選定をしている、ということですから、それに応じて海外の企業がどういうふうの開示しているのか、それに対して我が国の企業としても、ESG という観点はどう開示していけばいいのか、ということをしていろいろ議論していきたいと思えます。

今日は大きく2点について、議論していきたいと思えます。1点目は ESG の現状認識という問題で、「テーマ1：日本と海外の企業で ESG 情報の認識と開示に差があるか」を採り上げたいと思えます。2点目は情報開示の在り方、まさにこれからどのように開示をして海外の年金基金、投資家に訴えていくか、もちろんこれは将来の日本の年金基金、投資家にも訴えるということにもなるわけです。そこで、2点目については、「テーマ2：ESG のコストと企業の成長戦略について」と、「テーマ3：新興国への事業展開と ESG 情報開示」を採り上げます。

テーマ1：日本と海外の企業で ESG 情報の認識と開示に差があるか

宮井 海外では「PRI（責任投資原則）」への署名が進んでいます。そうであれば、海外の基金から情報開示の圧力を受けている海外の企業もあるでしょうし、日本の企業も、ESG 情報に対してどういう認識があるのかという、このあたりを先に Ri さんに聞いてみたいと思えますが、この点に関する情報開示は、やはり海外と日本とでは差があると

ということなのでしょうか？

Ri ESGのG:ガバナンスに関しては、各マーケットで構造や規制が違いますし、企業経営のカルチャーも違います。従って、実際のガバナンスの運用形態の違いを比較するのは難しいと思います。米国、欧州大陸、英国、日本のガバナンスのモデルは全く違いますが、敢えて、ガバナンスを一言で言うならば、説明責任(アカウンタビリティ)ということだと思います。そう考えると、日本企業の説明は、非常に細かい情報提供は行うものの、企業の戦略やビジョンが分かりにくいと思います。例えば、ロードショーで英国の機関投資家を訪問する際、色々な企業の経営者とのミーティングでそう感じます。EとSについても、同様だと思います。日本企業のCSRレポートなどの開示をみると、こういうことをやりましたという事実(facts)はわかりますが、それが企業の成長戦略とつながっているのか、現在のコストと目標とするリターンとのリンクやロジックがなかなか見えてこない気がします。逆に、欧米企業のトップマネジメントは、投資家と常に対話していることもあり、説明が上手な企業が多い気がします。以上が、第一印象です。

宮井 私の方で、少し説明しておくべきことがありました。今ここで話題になっているのが、ESG 要因という観点で企業がいかにか開示していくべきか、ということですが、一般に、わが国の投資家やアナリストに聞きますと、「CSR」という言葉はかなり浸透しておりまして、それから「SRI」という言葉も浸透しております。ESG 要因というのは、これらとどう違うのかというところをまず明らかにしておく必要があると思います。今、Riさんからお話いただきましたように、ESG 要因は企業の成長戦略に関係し



ています。Eのところはかなり重さがあると思いますが、そういう成長戦略での認識があるということで、PRI というのができていると思います。したがって、いわゆる今までのCSR というと、どちらかといえば社会貢献的な活動、企業が出来る範囲での社会貢献的な活動をしていきたいと思いますという、もちろん環境問題もあるし、例えば、場合によっては森に木を植えていくとか、海岸をきれいにするとか、そういう社会貢献活動がありますが、これらは間接的には影響するかもしれませんが、直接的には企業の価値に影響するようなものではありません。しかし、PRI で言っている ESG 要因はそういう観点ではなくて、企業の価値を投資家としてみたいということでありまして、なおかつ、例えば、CO₂の排出量を削減するなどの地球環境問題への世界的な取り組みがありますから、それと企業の活動、企業の成長がうまくリンクしているか、投資家として考えていきたい、というようなことだと思いますので、そのあたりを基本的な概念として認識しておく必要があるのではないかと思います。これについては足達さんのほうも ESG 要因という観点から企業の皆さんといろいろお話されているなかで、ギャップを感じているという話を聞いていますが、それに関してコメントいただければと思います。

足達 はい、ありがとうございます。CSR という言葉はかなり普及しました。今日この会場にも IR のご担当の方のほかに、CSR 推進部などの CSR 部署の方が参加されていると思います。そこで、IR 側から考えたときに、敢えて違いを言うとしたら、投資家はどのように会社の業績につながるか、ということだけに興味がある。“だけに”というところだけ強調すると身も蓋もないような気がしますけれども、そこを見極めたいと思っているというところが大きく違うと思います。一般のCSR に関心を持っている方に、どのくらい会社は社会に対して良いことをしているのか、ということプレゼンテーションされる場合と、投資家を対象にプレゼンテーションされる場合には、この点を考慮いただくことが肝要だと思います。往々にして日本企業のCSR の報告というのは網羅性には極めて優れている。例えば、ある電力会社の報告書は100ページを超える、アニュアルレポートと見間違っただけのCSR 報告書を出しておられる。ただ、この網羅性に優れているという意味では良い面、悪い面がありまして、欧米の報告書を見ますと、トップが最初のページでカッコ良く、わが社はこんなふうに舵を切り替えます、のようなことが書いてあり、その後、1年間でこんな成功物語がありました、というよ

うなことが特集でポッポッと書いてある、どちらかといえば、プロジェクト X ではありませんけれども、ストーリー仕立てで夢を与えてくれるようなことが書いてあります。網羅性という観点からみると、不十分じゃないのという傾向が欧米の報告書には多いと思います。ただ、これはどちらがいいのかということ考えた場合に、先程の冒頭に申し上げたように、この取組みが会社の業績につながるのかどうかということが、きちんと企業にも仮説があり、そのことが前面に主張されていれば、実は網羅性は、IR、投資家向けの説明には必ずしも必要ない、ということの意味していると思います。つまり、コストをかけるわけですね、CSR の活動というのは。当年度はほとんどがコストとして企業のバランスシート、財務諸表に跳ね返ってくるものだと思います。そのコストをかけたものの中で、例えば「将来の 5 年後のバランスシートや損益計算書にこういうふうには跳ね返ってきます。」「いまは仮説にすぎないわけですが、この道筋を追求したいと思っています。」ということが明確に説明できているプレゼンテーションを、少なくとも欧米の投資家は望んでいるのではないかと感じます。

もうひとつ、対極にあることを申し上げるとすると、同時に日本の報告書、CSR の情報開示を拝見した時に、網羅性とともにもうひとつは完璧性といいますが、きちんと会社の中で議論の整理ができていることだけをお示しになる、こういうケースが非常に多いと思います。例えば、会社の中でも人事部と海外の現地法人との間でまだ意見の整理がついていない事柄ですとか、賛成とってくれる人もいるかもしれないが、何か企業批判に結び付くのではないかというような事項とか、そういうものは多くを語らない、何も触れない傾向があると思います。きちんと決まりきったことや、目標が達成できたということは堂々と語る、こういうことなのですが、ここが、どうも海外の目からみると物足りない。この企業は例えば、自らの企業がこんなインパクトを与えるということを認識していないのか、社外からこういうリスクがあるよと企業にアプローチされているということを全く知らないのか、というふうに見えてしまうわけです。欧州企業の報告書の中には、ジレンマという章を報告書の中に持っているものがあります。銀行などで言えば、中国の例えば、大きなダム建設に融資をしています。それに対して環境保護団体から、こんな自然破壊をもたらしているじゃないか、ということで批判を受けています。それに対して、我々はそれが深刻な事態にならないように、ここまでは調査をして、こんな基準を持って融資をする、しないを決めています。でも、批判はやんでいません、ここからはジレンマです。こんな風に、ある意味では臆面もなく報告書に書いて

います。これは、日本企業なり日本人のメンタリティからみると如何にも無責任じゃないかと言えるのかも知れませんが、海外の、これもすべてではないと思いますが、一部の投資家は、この企業は、きちんと社内でそういうリスクを認識している、と見る側面もあるようです。このあたり Ri さんにも伺ってみたいですが、網羅性と完璧性というのは、日本企業の開示の仕方として、違いがあるところかもしれないと思っています。

宮井 そうですね、今、足達さんからお話いただきましたけれども、それに関して Ri さんは実はアジアの企業の調査をされていて、一方で、北米あるいはヨーロッパの企業調査のチームが HERMES の中にいて、そのチームと ESG の開示の内容であるとか、プレゼンテーションの内容であるとかを議論するというようなことを言われていました。今、足達さんが言われたような、どう開示していくのか、臆面もなくという話や、メンタリティという話もありましたが、その辺少し、コメントいただければと思います。

Ri そうですね、私も足達さんが言われたことに全く同感です。企業のマネジメントと、CSR の担当部署の方々が、こういう活動をするときに、企業全体像を念頭において説明することが重要です。簡単にいえば、リスクとオポチュニティの両方があるわけで、リスクをどこまで認識して事業展開しているのか、リスク管理システムはどうなっているのか、こういった情報があれば、非常に分かりやすいと思います。とくに、エマージングマーケットに進出する場合、様々な ESG に関して、とりわけ E、S に関して、投資家の関心は非常に高まっています。欧米企業と比べると、どこまでのリスクを評価した上で事業展開しているのかという点が、見えにくい気がします。オポチュニティに関しても同様です。企業のマネジメントは、ESG に関して、企業戦略やビジネスモデルの一環としてどのように捉えているのかといった点については、欧米企業の投資家に対する説明の方がわかりやすい気がします。日本の企業は、ビジョンや目標、長期的な企業戦略との関係が分かりにくいと思います。日本語の CSR レポートをみると、色々なことをやっていらっしゃる事が十分伝わってきます。そこが、どのように中長期的な企業価値の向上に繋がるのか、その点の説明が足りない気がします。

宮井 例えば海外から企業にアンケートが英語で来ます。それで、どのように返しているのかよくわからないし、面倒だから、また、他にもたくさん答えなくてはいけないアンケートがたまっているから、これはうっちゃっておこう、というようなことになった

場合は、その企業は投資対象から外れてしまうのですか。

Ri 可能性がないわけではないですが、投資家次第だと思います。年金基金のような機関投資家の中には、投資対象から外すという「exclusion list」をもっている場合があります。HERMES 自身は、基本的に exclusion list を作っていません。投資対象から外すよりも、むしろ企業とのエンゲージメントを通じて、相互の理解を深めるアプローチをとります。exclusion list をもっている欧州大陸の年金基金は多いですが、彼らの多くはリサーチプロバイダーを使っています。リサーチプロバイダーは株主ではないので、企業と対話するためのチャンネルの確保が難しいところがあります。従って、結局、box ticking タイプの機械的な評価により、安易にスコアが決められてしまう点は、非常に残念だと思います。一方、企業にとっては、ESG に関する自社の方針、活動の目的や詳細に関して、CSR レポートやアニュアルレポート、サステナビリティレポートの中で説明することは、ポジティブなファクターになると思います。

宮井 ありがとうございます。いま、ESG 要因の情報プロバイダーという話がありましたけれども、先程ありましたように、PRI にアセットオーナーが署名して、そこから委託を受けるために運用会社が署名をして、その情報提供をする情報プロバイダーが署名して、というようなことで署名が増えている面があるのではないかと思います。PRI に署名したアセットオーナーは ESG 要因に関する情報を使わないといけないことになってきますので、そうすると、そこで ESG の情報提供会社というのがビジネスになっているのではないかと思います。E と S と G と一言で言っても中身は多岐にわたるということですが、この E と S と G について、HERMES ではどの辺に注目しているのかということを少しお話しただければと思います。

Ri 私達がエンゲージメントする場合、マーケットによって、ESG のウエイトの置き方に、やや差があります。日本の場合は、従来のアプローチは、どちらかというところガバナンスにウエイトを置いていました。ただ、E、S についても、長期的に企業の財務パフォーマンスに影響を与えるファクターであると考えています。私が所属している HERMES EOS のクライアントをみても、欧州の年金基金を中心に、E、S に対する関心は高まっています。日本企業の場合、個人的な印象では、他のアジアのマーケットと比べると、E と S に自主的に注力する部分が多いですが、欧州の年金基金は、E と S

に注力する目的や目標をいかに開示し、説明しているかといった点を重視します。例えば、E に関して言えば、各国の規制が変わっていく中で、企業のマネジメントは、中長期的なリスクをどのように捉え、成長戦略とのつながりをどのように考えているのかということを開示することが重要です。また、S について言えば、グローバル企業のサプライチェーン・マネジメントや、レピュテーション・リスクが挙げられます。レピュテーション・リスクについては、欧州や英国の投資家は、人権や児童労働について関心をもっており、これらの方針や開示に注目しています。総じて言えば、投資家からみると、ESG はマネジメントの質に繋がるように思います。そういった意味では、マネジメントの質は、SRI ファンドだけではなく、全てのメインストリームの機関投資家にとって、投資対象を選定する際の非常に重要なファクターの一つであって、まさに私達が重点をおいている点です。

テーマ2：ESG のコストと企業の成長戦略について

宮井 先程、足達さんのほうからも、企業はかなりコストをかけて ESG に対応しているけれども、どういうふうに成長戦略につながっていくのかということが、十分説明されていないのではないか、というお話がありました。今年 6 月に日本証券アナリスト協会から「企業価値分析における ESG 要因研究会」報告書が出されました。私はその研究会の座長を務めていますが、日本総研も研究会のメンバーになっています。この報告書では日本総研の ESG のスコアを使って企業の生産性と企業価値といったものについて、関係が本当にあるのかどうかを分析した結果が報告されています。先程 Ri さんからお話いただきましたように、実は ESG というのは、企業の成長、価値と関係しているんだということで PRI ができたということがありますが、ESG のスコアと財務の成長性とか財務のデータと、本当に関係しているのかという質問をよく受けます。それで、アナリスト協会ですべてを分析してみたというのがこの報告書です。

第一章はアナリスト協会のアナリスト向けのアンケートですが、第二章のところで ESG のスコアと財務データの関係、あるいは株価やリスクとの関係を分析をしています。足達さんからご指摘がありましたように、ESG スコアの高い企業はかなりコストを掛けています。また、アンケートに答えてくれる企業はそれだけ自信があるので、

答えてくれない企業に比べてその分一生懸命やっており、それだけコストをかけているということになりますので、そこでサンプリングバイアスというのでも検証しています。実は、答えてくれた企業と答えてくれなかった企業で「ROA」とか、あるいは「トーピンのQ」という指数であるとか、あるいは生産性を分析すると明らかに差がみられます。これは平均値の検定をしていますが、統計的に差があつて、答えてくれたところは低いという結果が出てしまっています。つまり、やはりコストになっているということが、短期的にはどうしてもあるみたいです。そしてアンケートに答えてくれた企業について ESG スコアと ROA、生産性、企業価値の関係を分析すると、ESG スコアの高い企業はこれらの財務データが低く、逆に労働分配率が高いという結果がでていますが、そういう意味では労働者に優しい企業、一生懸命コストをかけて環境にも優しくしている、ということになっています。そうすると、それは投資家からすると、投資に値するののかという話が出てきます。

そこで時系列的な分析も行っています。つまり、日本総研のデータは、2005年から2008年までの4年間という、かなり長いデータがありましたので、1年間でどう変化したか、2年間でどう改善したか、3年間でどう変化したか、という、変化率を使って計算してみました。そうしますと ESG スコアの高い企業は、実は ROA も変化で見るとプラスに変化している、つまり改善している、あるいは生産性もあがっている、というようなことが分析結果として得られています。つまり短期的に見ると確かにコストかもしれないけれど、やはりそれは長期的な観点で見るときであつて、それは確かにデータでも表れている、というのが結論です。同時にリスク、これはリターンの変動を標準偏差で計測しますが、これは ESG スコアの高い銘柄はリスクが低いという結果が得られていますから、投資するときにはリスク対リターンということを考えて場合に、リスクが低い分、その要求リターンを低くできるということにもなるわけです。したがって全然効果がないわけではなくて、それをどう開示していくか、企業から投資家に向けてどう発信していくかというのが実は重要なポイントで、それがこの成長戦略というところと関係してくるわけです。これを投資家に発信しないと、実は CSR レポートにあるように、コストだけ掛けてますよ、というメッセージにしかならないわけです。そうではなくてマネジメントとして、短期的にはコストかもしれないけれども、中長期的には、これは企業の成長につながるんだということが実は重要ではないか、というのが今回

の分析で明らかになったことだと思っています。今のことについて、足達さんのほうから、ESG スコアの提供をしていただいたということもありますので、いろいろ企業をご覧になっていて、そういう成長と、このスコアの関係など、感じられているところを踏まえてコメントいただければと思います。

足達 ありがとうございます。私どものところは1999年にエコファンドを立ち上げて、もう11年間にわたり、企業の皆様方の、いわゆるCSRの取組みを企業調査レポートにさせていただいておりますから、そのデータの蓄積をなんとか活用したいということで、今回CSR動向調査の研究の一環としてこういう作業をさせていただいて、結果をアナリスト協会の「企業価値分析におけるESG要因研究会」にご提供したということです。第一印象は、「なるほどなぁ」という言葉に尽きます。私どもずっと企業調査をしていて、例えば大きな経済危機の時、不況に陥った時に大幅なリストラをやったり、V字回復といわれるようなリストラをやってそして業績を改善させているような企業というのは、私どもが定義している「取組みの進んだ」企業にはなかなか出てきません。それから、安売り戦略、コストダウン宣言ですね。これで勝負をされているような企業というのも、やはり私どもが定義している「取組みの進んだ」企業上位には出てきません。今回数字で裏付けをとってみますと、そうした感覚はさもありなん、なのかな、と思っています。生産性が低いというのは、そのことだけを聞くと、何か投資家の皆さんからは眉をひそめられそうですが、仮に、企業がそういう苦境に立っても、基本的に人を大事にするとか、環境社会への費用をかけるという姿勢が生産性の低さというところにみえているのだと思います。基本的に株価のボラティリティという部分で言えば、それは小さくできている。つまり、ある年は大儲かりするが次の年は全くカスカスになってしまうというような、山道で運転している車のような動きはしない。それから、経年で見たときにはその水準というものが低かったとしてもプラスの方向に改善ができていく。これはESGに取り組む企業が、企業価値改善に結び付けていく姿を浮き彫りにしているのではないかと、第一歩の手掛かりにはなっているのではないかと、思います。で、この次が実は問題でございまして、こうしてスクリーニングで狭めた企業群から、本当に企業価値改善へのパスを実現する実力がある企業、見込みがある企業を見つけていく手がかりを明らかにすることです。多分、ファンドマネージャーの皆さんや証券アナリストの皆さんの力を借りて、このノウハウなり能力をつけていくということが重要だ

ろうと思います。多分、HERMES さんなどには一日の長がおありなような気がします。まず、やはり四半期といいますが、直近のところだけで考えない、先程の、「私たちはトレーダーではない」というご発言もありましたけれども、そういうところの姿勢がまず投資家側にあって、それが運用機関のみなさんに伝わって、そういう投資家の存在を後ろ盾にしながら企業分析をしていく。そういう土壌をどうやって作っていいのかということもこれからの課題だろうと思います。

テーマ3：新興国への事業展開と ESG 情報開示

宮井 ありがとうございます。このテーマは、今、日本の企業が直面している問題ではないかと思います。つまり、今、グローバルで企業展開を考えた場合、日本の現状のマーケットを比べてみると、やはりエマージング、あるいはアジアの発展と如何に結びついて成長していくか、事業展開していくかというのが多分課題になっているのではないかと思います。その時に、ESG というのをどう開示していくかというのが、実はポイントではないかと私は思っているのです。例えば、欧米の年金基金さんに聞きますと、エマージングには投資したい、つまり成長をしていく国に投資をしていくというのが原則ですから投資をしたいと考えているけれども、エマージングでは E と S と G の情報がなかなか取れないというようなことがあって、投資をするかどうか躊躇しているという意見を聞いたことがあります。したがって、欧米の年金基金は日本を投資対象からはずしてエマージングの企業に投資するということがだんだん行われてきつつありますが、実は日本がアジア、エマージングへ出て行ったときに、うまく ESG を取り込んでいるということアピールして、それが成長戦略に結びついている、ということを示していくことが実は日本の企業の課題ではないかということを考えています。これについて、HERMES の Ri さんに聞いてみたいと思います。

Ri HERMES というよりも私自身の意見になりますが、私もそう思います。ESG の取り組みをきちんとすることによって、少なくとも 2 つのアドバンテージがあると思います。中国を例にとると、中国はこれまで非常に早いスピードで成長してきました。今後の課題ということについて、中央政府の方針をみると、成長というよりも持続的な成長ということが国のポリシーになっています。中国では、中央政府による政策の影響が

強いところがあって、そうなると、海外の企業が進出する際に、Eに関するノウハウやスタンス、アプローチが、ある意味ではビジネスチャンスに繋がる可能性が大きいと思います。これが1点目のアドバンテージです。2点目は、欧州や英国の投資家は、E、Sに対して非常に関心が高いということです。宮井さんが言われたように、彼らは、エマージングマーケットに投資する際、E、Sに関する開示や取組みについて、大きな不安を抱いているように思います。即ち、中長期的に持続的な成長に関して、どのくらいのリスクがあるのかということに対して、懸念が高いといえます。逆に、日本企業の場合は、ESに関する経験が豊富であり、実際に今まで自主的に取組んできた経緯があります。日本企業がエマージングマーケットに進出する際、とくに現地企業とジョイント・ベンチャーを作るときに、こういうポリシーをもって、こういうことをやってきて、こういう貢献をしているとアピールすることは、欧米投資家に対して有効だと思っています。

宮井 ありがとうございます。足達さんも中国の企業の調査もされているということですが、今のお話についてコメントをいただければと思います。

足達 そうですね、欧米投資家が日本をスルーしてアジアに投資する「日本パッシング」という、今の状況を打破するために、いろいろ手段があるわけですが、ぜひ日本の企業のCSR度、とりわけ企業価値に結び付くであろうESG情報を積極的に開示していくことで日本企業を見直してもらう戦略が非常に有望だと思っています。よくこれもあちこちでお話してお耳触りなことを撒き散らしているのかもしれないですが、日本企業のCSR報告書を拝見しますと、売上も海外のほうが大きい。ましてや従業員の比率でいうと6割、7割まで外国人従業員の比率が高い企業もあります。こういう企業の報告書で、ステークホルダー別に色々情報が出ていますが、人材とか従業員というところをみると、日本人のことしか出ていない、日本在住のオフィスの、つまりは単体でしか出ていない。このギャップに、ある意味では驚かされることが多いです。海外の投資家、あるいは海外の調査機関の人間と話をして、「日本の国内はきちんとしているのはわかっている、日本の国内に児童労働があるわけではないということはわかっている」という指摘を受けます。新興国、途上国でビジネスをしている現場の話が知りたいのに、これでは役に立たないね、という話がよく出ます。CSR報告書のコンテンツは、中国や欧米で何をやっているのか、インドで今度買収した企業ではこうなっているとかいうこと

を中心にして、日本のことは実は2割くらいでいいかもしれません。8割は海外ネタで埋まっている、こんなCSR報告書があったとしても、それは多分ESGに関心を持ち、新興マーケットに関心を持っている世界グローバルな投資家、とりわけ機関投資家からは非常に有効な情報として機能すると思います。

宮井 ありがとうございました。今3人でいろいろお話をしてきましたが、そろそろこのセミナーに参加していただいている会場の皆さんのほうから質問をいただいて、残りの時間を有効に使い、双方向の形にしていきたいと思いますので、この際色々お伺いしていただきたいと思います。何かご質問がございましたら挙手をお願いしたいと思います。

それではちょっと考えていただいている間に、Riさんに今の点ですね、つまり日本が成長戦略として新興国に出ていくと、ひとつのアドバンテージになるのではないかというお話し、特にE、Sのところは日本の企業がかなり進んでいるというようなお話がありました。ただ欧州の企業も、手をこまねいて見ているわけではないと思いますが、欧州は欧州の企業なりに新興国でビジネスをして、いろいろ展開を、成長戦略というようなことを考えて、準備をしているだろうと思います。欧州の企業がエマージング、あるいは新興国に出ていく時に、このESGのような項目を前面に出してアピールしようという、そういう傾向はあるのでしょうか。

Ri 欧州の場合、もともと国内マーケットのプレッシャーが高いという現状があります。例えば、NGO、政府規制、年金受益者など、様々なプレッシャーがあり、大衆の認識が、アジアと比べると高いといえます。そういった意味では、企業のマネジメントも、十分意識して投資家とコミュニケーションしていると思います。先日、ある欧州企業のサプライヤーの中国企業の工場に訪問させて頂いたのですが、その企業は、欧州本社からサステナビリティ・オフィサーを設置し、他のオペレーションを担当するマネージャーとサプライヤーのチームと同じオフィスで常に話し合っ、ビジネスやオペレーション、サステナビリティに関する情報発信をしています。従って、投資家からの訪問や質問があった場合、ESGに関するポリシーや進捗の状況、足達さんが言われていたようなチャレンジの部分などは、よくコミュニケーションできていると思います。全ての企業がそうではありませんが、少なくとも大企業や、消費者向けのプロダクトを生産

している企業は、そういったレピュテーション・リスクを重視しています。社会全体の認識が高いというのも、一つの要素だと思います。

宮井 ありがとうございました。会場の皆さんのほうからご質問をお願いします。

会場 本日、前半のプレゼンテーションでは、やや不明な部分がパネルディスカッションでだいぶ理解することができましたので、イメージができました、ありがとうございます。で、アナリスト協会の報告書の分析のところ、コストをかけているけれども、それが企業財務の観点で足を引っ張っている。その代わりボラティリティは低いというメリットがあるというご説明がありました。そのリスクとリターンのバランスで見たときに、ROAなどの低さとボラティリティの低さというのは、やはり取り組んだほうが優位性があるという結果が出ているのか、そのところはいかがでしょうか？

宮井 難しいご質問ですが、本来であればこのESGというのは、かなり長期の分析が必要だということで、今回はこの報告書にありますように、時系列的分析方法とその結果が出ております。2005～2008年のデータを使っていますが、これだけESGに関するデータが揃って取れるところはなかなかなくて、ですから本来はこういう分析をもっともっとやりたいのです。引き続き2009年とか2010年についても追加してやるということも考えられますが、実はこの部分が、いまご指摘いただいたところが、投資家に説得する際にキーポイントになるところだと思います。ただ、データの制約もあって、ご質問いただいたようなリスクとリターンの観点で、ESGのスコアの高い銘柄に、果たして投資した時に、それなりのリターンが得られるのか、というようなところについては、なかなか明快にそうですというところまでは分析できていません。ただ、まずはこのスコアと財務データとの間の関係をまず分析をしておいて、その後、株価というところにつながってくると思います。いきなりスコアと株価を結び付けるというのは少し乱暴でありまして、なぜかと言えば、その間にマーケットの状況などいろいろ行動ファイナンス的な要素がかなり入ってきますので、やはり地道にスコアと財務データとの関係を分析していきたいと思います。その後、ファンドマネージャーの能力というものもあるでしょうし、その中からパフォーマンス的に、リスク、リターンの観点で如何にポートフォリオを作るかということだと思いますので、したがって、この結果からESGのスコアが高いもので、後はファンドマネージャーの能力を合わせれば、多分リスクとリ

ターンで、長期的に見ればいい結果が得られるのではないかなと、そういうふうに信じて今やっているところです。多分その結果はついてくるのではないかなとは思っています。

会場 ありがとうございます。事業会社の立場なので、社長に ESG への取り組みをやるメリットがあるんですよ、という材料があると話しやすいなと思ったものですから、質問しました。

宮井 足達さん何か補足していただきたいと思います。

足達 過去の分析をするとこういう結果ですが、果たして将来はどうなるだろう、と考えると、これは結構、方向感はわかりやすいのではないかなと思っています。温暖化の問題は、92年のリオサミットからもう18年間議論していますが、状況が良くなったという手掛かりというのはほとんどないわけです。もちろん温暖化懐疑説といって、温暖化なんて起こっていないというところから始まって、そういう意見、立場の方もいますけれども、例えば今年のロシアの異常気象というのを考えてみると、穀物輸出のストップというようなことがでてきている。このような現象が現実問題として起こってくるといふふうに考えれば、これまでの10年、向こう10年、というのを対照して、並べて見れば、この企業の ESG への取組みと、その業績、企業価値との関係みたいなのが、当然関係は深まっていくほうにしか動いていかないのではないかなと思うわけです。もちろん、1社の力で温暖化問題が解決できるとは言いませんが、温暖化問題に対して早く手を打っていく企業、適応の取組みを早くスタートしていく企業、あるいは食品商社さんなどで言えば、どこの産地から小麦を調達するかということ、温暖化の観点から再構築している企業というのは、これから10年を見たときに、ベットしておくことは合理的なのではないかと、こう思ったりもしております。大変皮肉なことですが、世の中、良くなっている方に動いていけば、「いや ESG も無駄かもしれませぬよ」ということになりませんが、これから10年を見ても、地域的な紛争も減る感じはありませんし、感染症の問題とか、さまざまに社会的な制約、地球の制約が増えていくと考えると、ESG というファクターは、企業業績との関係を強める方にしか動かないのではないかな、こんなことを思っています。

宮井 Ri さんもヨーロッパで同じような質問を受けることがあるのではないかなと思

ますが、それに対してどういうふうに普段お答えになっているのでしょうか？

Ri 先週参加した中国のカンファレンスの中で、監督機関や証券取引所、投資家や企業といった様々なマーケット関係者の間で、まさにこの点について議論がありました。そこで私が受けた印象としては、投資家からみると2つの困難な点があるように思います。1点目は、宮井さんが指摘されたように、バリュエーションの分析には、長期の時系列データが必要ですが、実際に入手することは困難だということです。2点目は、バリュエーションする際に、同じ業界やセクターの中で比較可能な指標（Key Performance Indicator ; KPI）が必要になりますが、現状では、監督機関、企業、投資家の間でコンセンサスが得られていないことが挙げられます。そういった意味では、それぞれが主張を述べているのが現状ですが、実際に何が大事なのかは立場によって違いますので、みんなが一緒になって問題を解決していかないと、KPI をバリュエーションに反映するのは難しいといえます。足下の傾向としては、先週のカンファレンスもそうですが、KPI やサステナビリティレポートのガイドラインをどう作るかといった議論が、シンガポールや香港、マレーシアなどのアジアのマーケットを中心に出てきていますが、現在はディスカッションの最中であり、どうなるかわかりません。ただ、そういう問題を認識した上で、こういった動きになっているのは確かであり、一定の基準で企業間の比較を可能にするような指標が必要だということです。現状では、バリュエーションに反映されないため、取組みの進んだ企業は、不満があるかもしれません。しかしながら、（KPI のような定量的な観点ではなく）定性的な観点からみると、企業のマネジメントが戦略的にどのように考えているのか、どのように説明しているのかといったことは、企業のリーダーシップ、言い換えれば、経営の質に繋がるファクターであり、非常に意味があると思っています。逆に、SRI ファンドではない、HERMES のようなメインストリームの投資家も、それを経営の質と捉えているという意味では、いずれ、投資プロセスに反映されるものと思います。現段階では、そういう感じだと思います。

宮井 ありがとうございました。そろそろ予定の時間になりましたので、本日のパネルディスカッションはこれで終わりにしたいと思います。ご静聴ありがとうございました。（了）