

# ESGと企業評価

～ 投資家の視点から～



2018年2月



## 松原 稔 Minoru Matsubara

アセットマネジメント部責任投資グループ  
グループリーダー  
Chief Manager  
Asset Management Division, Responsible Investment Group  
Resona Bank, Limited.

1991年4月にりそな銀行入行、年金信託運用部配属。以降、投資開発室及び公的資金運用部、年金信託運用部、信託財産運用部、運用統括部で運用管理、企画を担当。2009年4月より信託財産運用部企画・モニタリンググループグループリーダー、2017年4月より現職。

2000年 年金資金運用研究センター客員研究員、2005年 年金総合研究センター客員研究員。

日本証券アナリスト協会セミナー企画委員会委員、投資パフォーマンス基準委員会委員、企業価値分析におけるESG要因研究会委員(-2015.6)、JSIF (日本サステナブル投資フォーラム) 運営委員、MPTフォーラム幹事、PRI(国連責任投資原則)日本ネットワークコーポレートワーキンググループ議長、環境省「持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会」委員、投資家フォーラム運営委員(-2016.7)、持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則運用・証券・投資銀行業務ワーキンググループ共同座長。

日本証券アナリスト協会検定会員、日本ファイナンス学会会員

Matsubara joined Daiwa Bank (now Resona Bank) in April 1991, assigned to the Pension Trust Fund Management Division. He then kept undertaking asset management and planning duties at the Investment Planning Office, the Public Fund Management Division, the Pension Trust Fund Management Division, the Trust Fund Management Division and the Fund Management Supervisory Division. In April 2009, he assumed the post of Planning and Monitoring Group leader at the Trust Fund Management Division. In April 2017, he took up the current post.

Matsubara was on loan to the Pension Fund Management Research Institute from 2000 and to the Research Institute for Policies on Aging from 2005, serving as a visiting researcher on both occasions.

His other posts include: a member of the Seminar Planning Committee, the Investment Performance Standards Committee and the Working Group on ESG Factors for Corporate Valuation of the Securities Analysts Association of Japan (- June 2015); a committee member at the Japan Sustainable Investment Forum; a director of the MPT (Modern Portfolio Theory) Forum; the Chair of the Corporate Working Group of the Japan Network for the Principles for Responsible Investment (PRI); a member of the Environment Ministry's study group on sustainability investment; a committee member at the Forum of Investors Japan (-July 2016); and the Co-chair of the Asset Management, Securities and Investment Banking Working Group of the Principles for Financial Action towards a Sustainable Society.

He is a chartered member of the Securities Analysts Association of Japan and a member of the Nippon Finance Association.

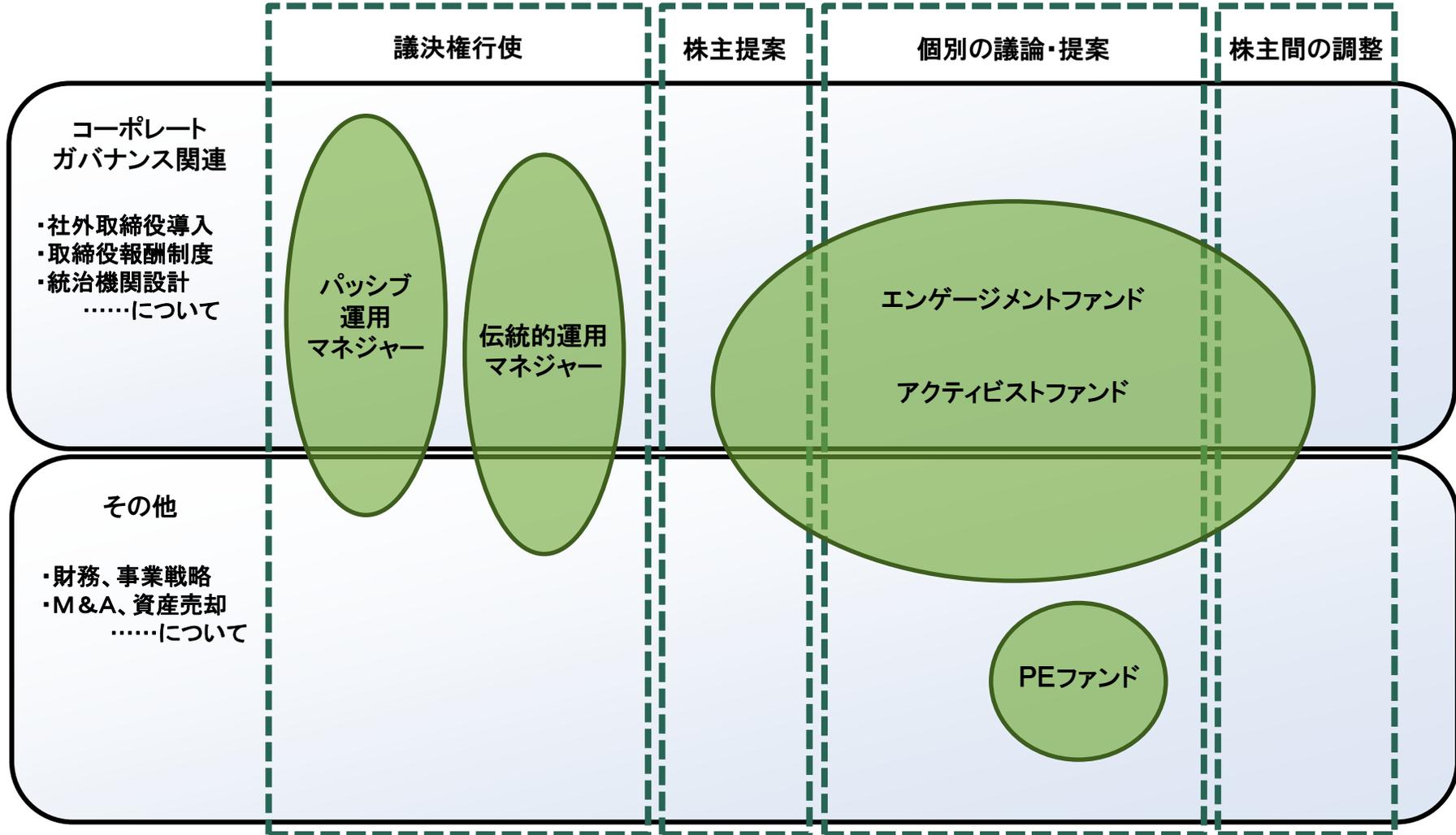
1. コード、投資家の動き
2. ESG投資について
3. ESG対話の考え方
4. 非財務情報開示
5. ESGトピック(TCFD、協働エンゲージメント)
6. SDGsへの取組

# 投資家のタイプ

機関投資家	VS	個人投資家
国内投資家	VS	海外投資家
長期(視点)投資家	VS	短期投資家
大型株投資家	VS	中小型投資家
「早耳競争」投資家	VS	長期ストーリー投資家
パッシブ投資家	VS	アクティブ投資家

出所)中神康議「投資される経営売買される経営」より

# 投資家の活動内容とテーマ

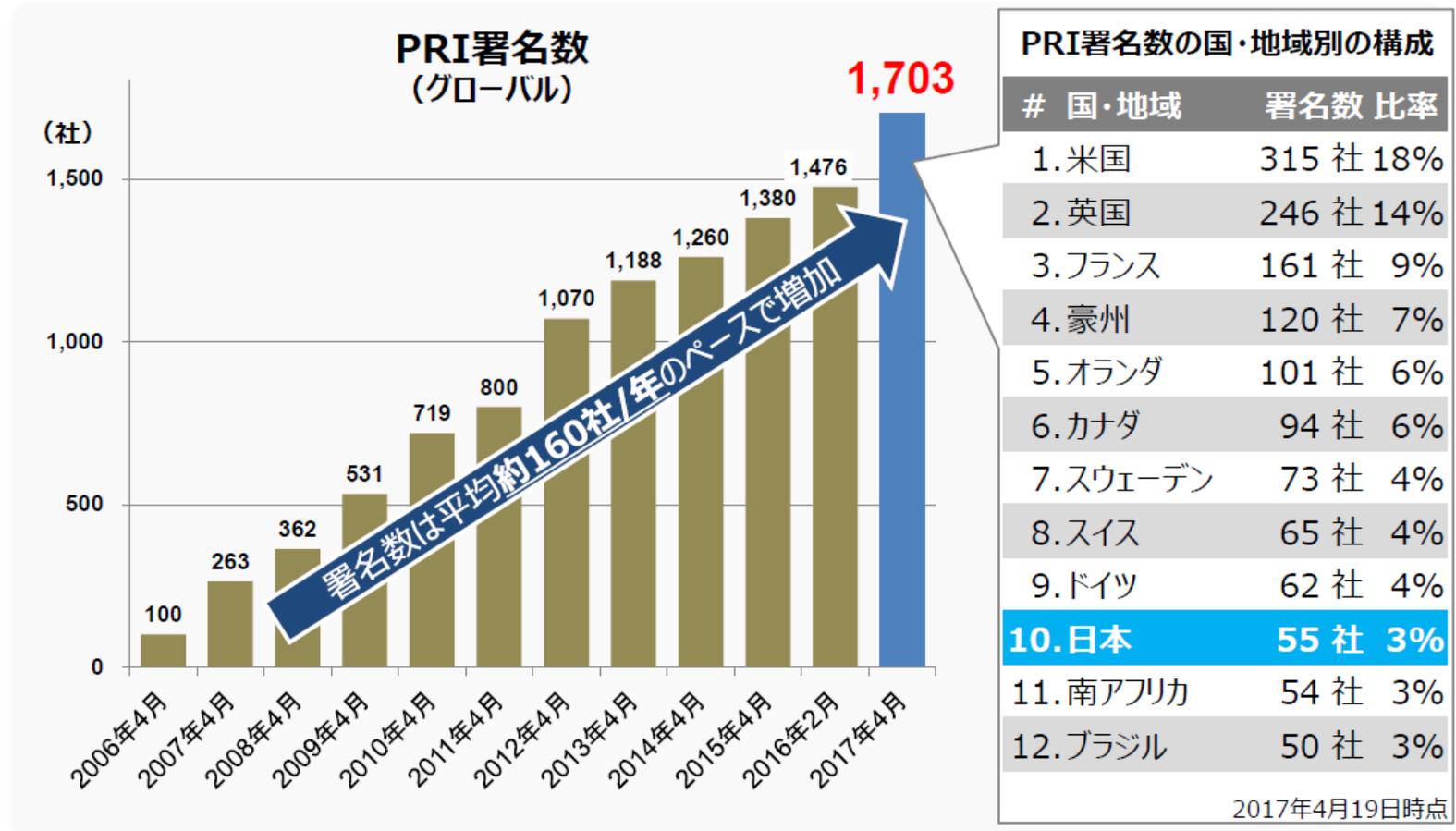


- ・ 長期投資家(資産保有者)は年金ファンドが中心。年金ファンドの内訳は公的年金が200兆円、私的年金が100兆円
- ・ 両セクターとも国内株式投資割合は概ね20%。残高では60兆円(300兆円×20%=60兆円)ほどが長期投資家による国内株式投資残高となる。
- ・ このうち、TOPIX等の市場ベンチマークを上回ることを目指す運用をアクティブ運用、市場ベンチマークに追随する運用をパッシブ運用であり、概ねアクティブ運用残高は20兆円、パッシブ運用残高は40兆円。(ただし、資産保有者が直接株式投資することではなく、機関投資家(資産運用者)を通じて、株式投資を行う)

出所)NRI/堀江貞之氏資料より

# 国連責任投資原則(PRI)について

機関投資家のESG投資行動を推進するため設立された国連責任投資原則(PRI)。署名機関数は年々増加しており、2017年4月末で1,703機関。運用残高65兆ドルを超える



(出所) UNPRI, Signatories to the Principles for Responsible Investment

出所: 経産省「価値協創ガイダンス」より

# 1.コード (スチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコード)、投資家の動き

# 各国のステージによって異なるコード(原則)の目的

## 日本と海外の相違点

《リスク》

- 事業の失敗
- 不祥事発生

- ドイツ、英国、スウェーデン等の海外は事業のリスクマネジメントに着目し各コードを制定。
- 日本はそのROEの低さ※から、むしろリターンに着目し、資本生産性の向上を目指している。

※米・欧に比べて「事業収益力」の低さが日本の低ROEの要因



リスクの低下

資本生産性の向上

期待

スチュワードシップ・コード  
(投資家原則)  
コーポレート・ガバナンス・コード  
(企業原則)

期待



資本生産性の向上

リスクの低下

望まれる領域

低リスク・高リターン

《リターン》

- 資本生産性(ROE)  
(過去10年平均)

5%

10%

15%

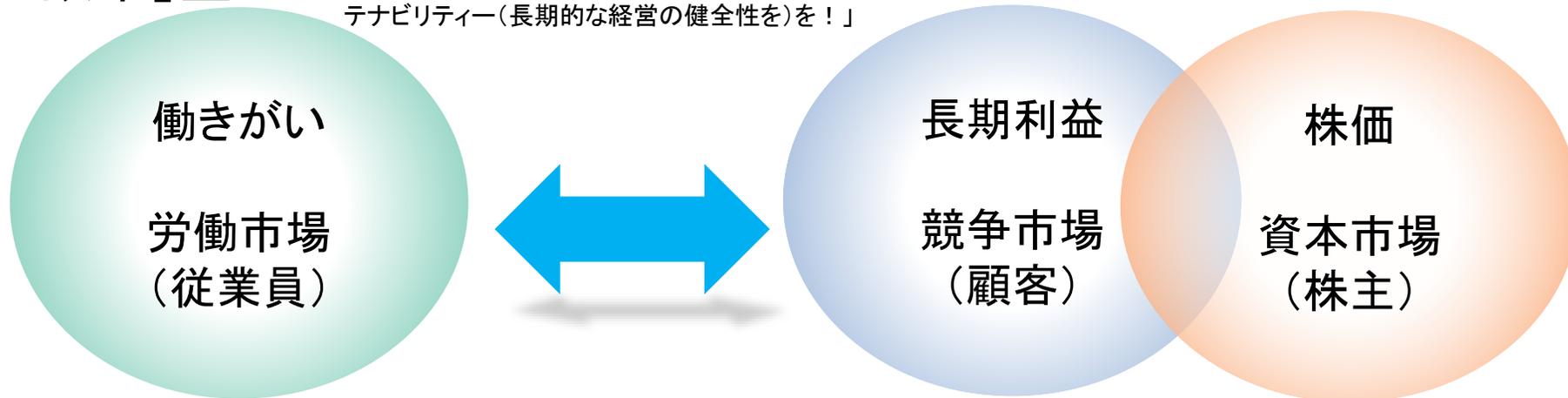
(出所)「企業価値向上の観点からのコード(原則)の活用～各国の取組みと日本への示唆～」月刊資本市場 2013.09より作成

# 投資家・企業・従業員の関係

## 「欧米」型

資本市場の論理に偏りすぎた経営に対する社会的な批判の高まり

「ほっておくと経営が株主の方を向きすぎるので、もう少し従業員や社会を向いた施策と取り入れるべきだ！」「企業のサステナビリティ（長期的な経営の健全性を）を！」



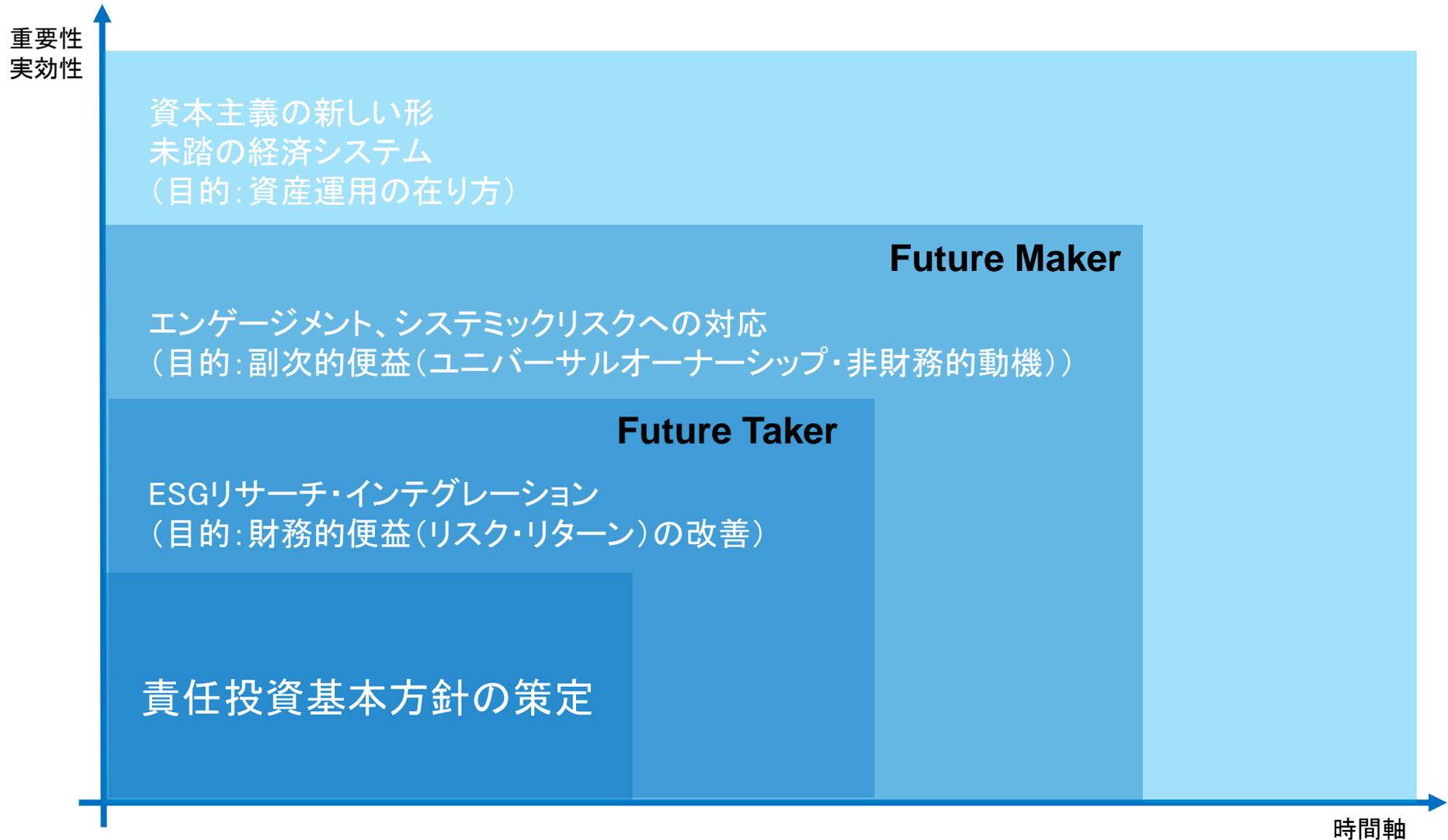
## 「日本」型

経営が労働市場の論理に傾いていることは、資本市場の側からみると資本市場」の論理に基づいた、より強い規律を経営に求める

「コーポレートガバナンスの強化を！」「投資家目線に立った経営指標（例、ROE）の改善を！」



# 責任投資・ESG／時間軸と重要性(投資家から見たESG課題)



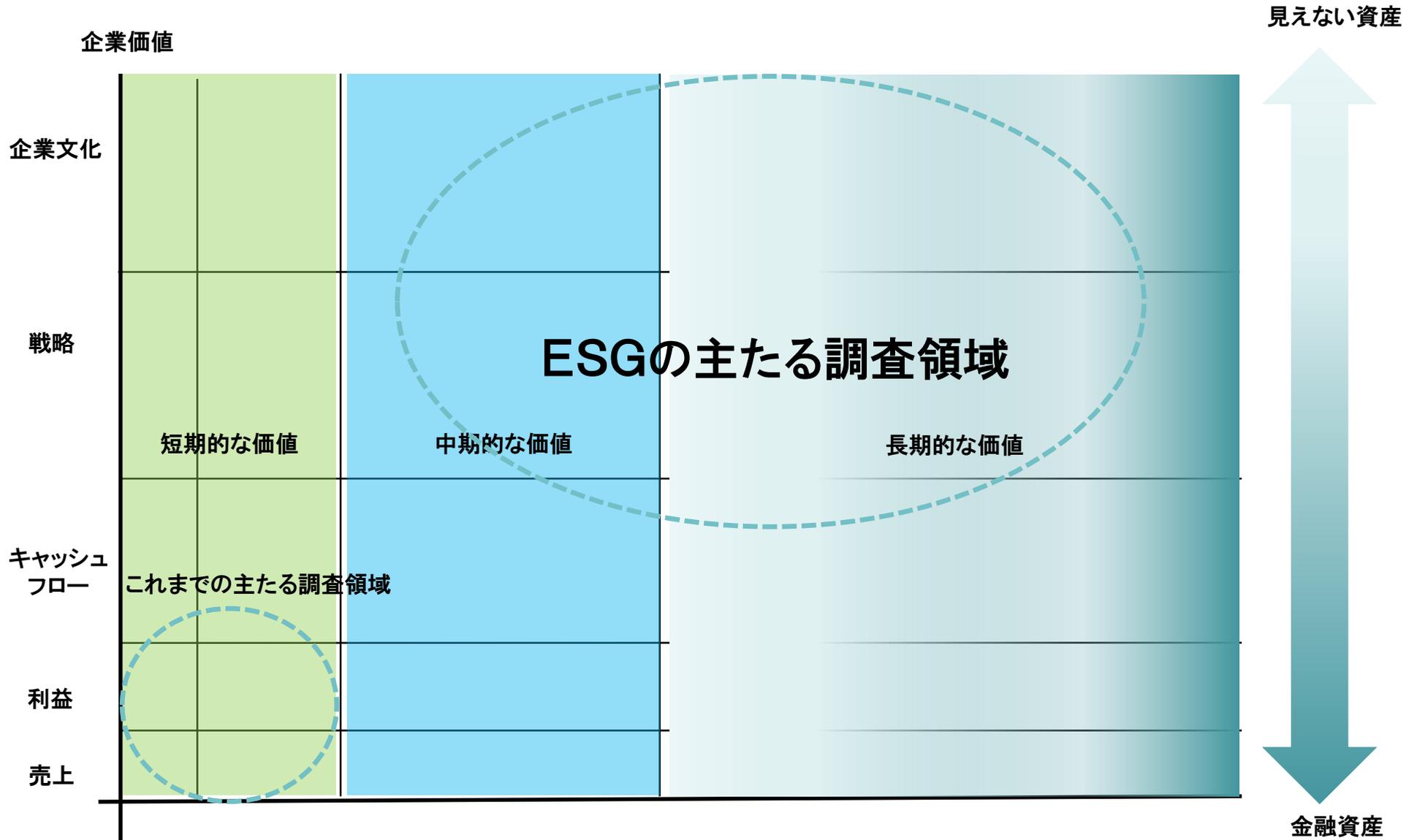
# <ご参考> PRI in Person ベルリン会合報告

- PRI in Person概要
  - PRI in Personとは、PRI事務局(国連責任投資原則の推進団体)が主催する年一回の国際会議
  - 毎年9月に開催、2017年はベルリン
  - 2007年から開催されており今回は11回目
  - 参加人数950名、Waiting List 300名、日本からは30名参加
    - 主な参加機関 金融庁、環境省、GPIF、企業年金連合会、大手国内運用機関、サービスプロバイダー他
- 内容報告
  - ・責任投資を巡る動向
    - 気候変動と関連情報開示の充実が重要テーマ
      - TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosures)対応を開始
    - サイバーセキュリティ、人権、企業開示・・・
    - ESG Next Step・・・financial Inclusion(ビットコイン、ブロックチェーン・・・)

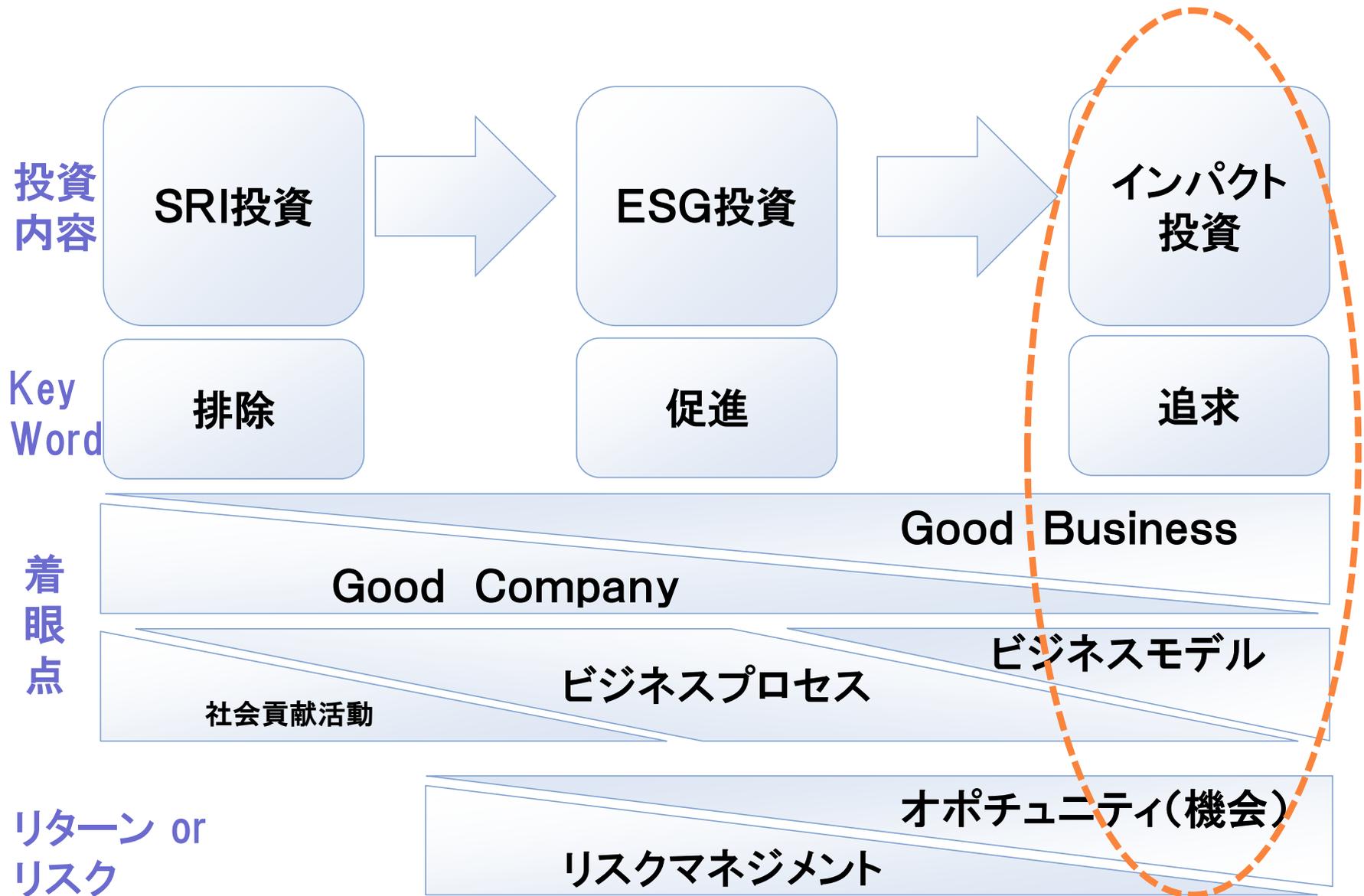


## 2 . E S G 投資について

# ESGの領域

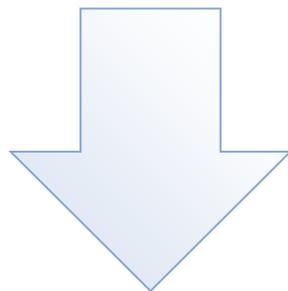


# ESG投資の過去・現在・未来



## 配当割引モデル(DDM)/定率成長モデル

$$\text{株価}(P) = \frac{\text{配当金}(D)}{\text{割引率}(r) - \text{成長率}(g)}$$



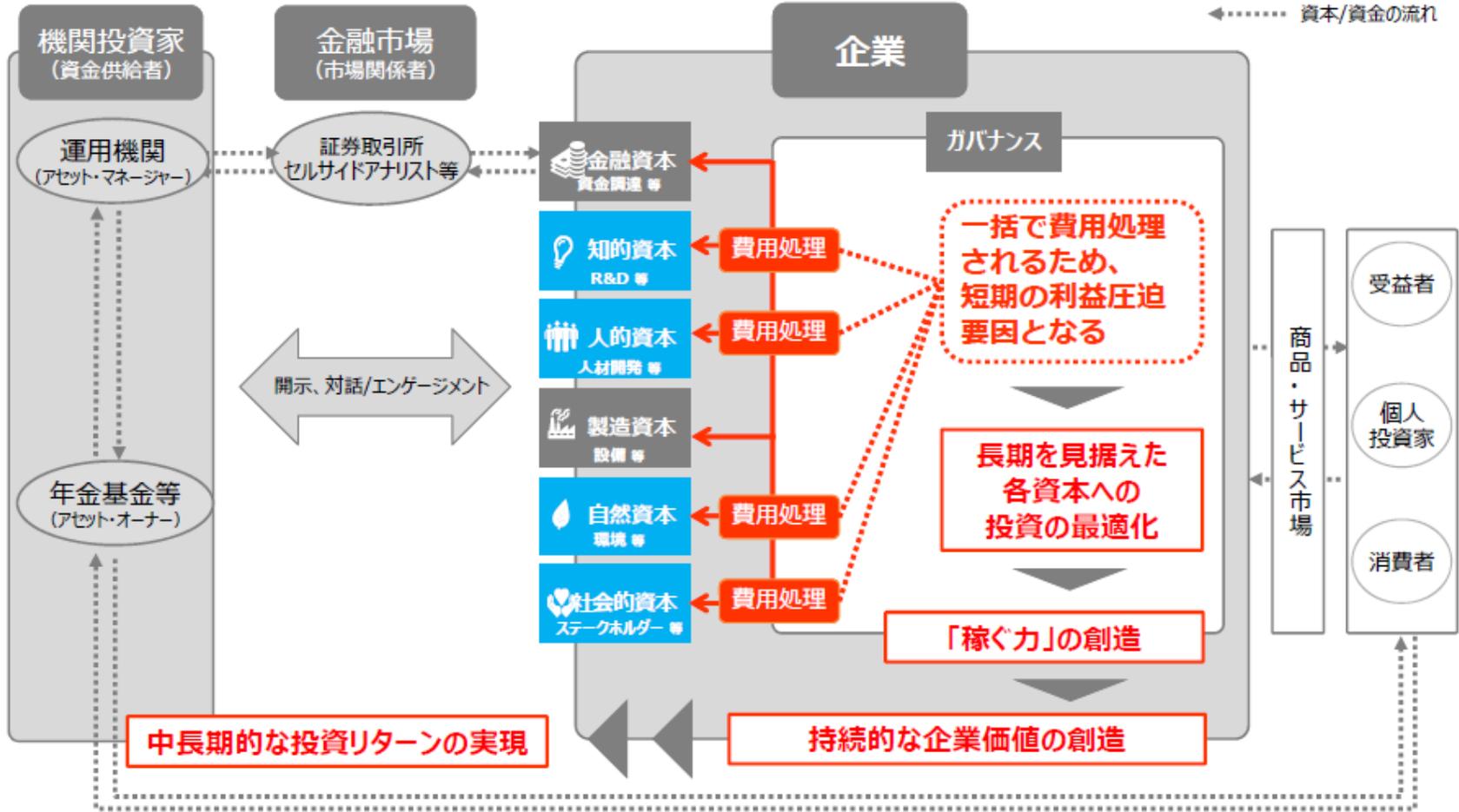
株価(企業価値)を引き上げるためには  
割引率( $r$ ) $\searrow$  or/and 成長率( $g$ ) $\nearrow$  or/and 配当金( $D$ ) $\nearrow$

長期的視点からは  
割引率=リスクマネジメント力で引き下げるか  
成長率=オポチュニティ(機会)を引き上げるか

ただし、  
割引率( $r$ )と成長率( $g$ )はトレードオフになることが多い。  
(例、リスクマネジメント力強化が成長率を引き下げてしまう等)

# 投資家とESG投資

企業による人材や知的資本等への投資は、短期的には利益圧迫要因となるが、持続的な企業価値の創造のためには、長期を見据えて各資本への投資を最適化する経営者の戦略的判断とガバナンスが重要。



# <ご参考>ご質問例

## ○マテリアリティにつきまして

目指す将来像や理念、マテリアリティをどのような形で具体的な計画や課題に落とし込んで行くか、次のような質問も念頭に置きながらお教え下さい。

- 貴社のマテリアリティ(気候変動、人権、安全衛生、多様性、サプライヤー、腐敗防止等)についてどのような考え方をもっているか(御社ビジネスモデルとの関連でご教示ください)
- マテリアリティKPI設定の背景、そして、そのKPIの達成についてどのような仕組み・手続きが講じられているか
- 想定する貴社の将来像、経営理念や長期ビジョン、マテリアリティなどは経営計画(中期計画など)や(対外公表された)経営戦略等にどのような形で反映されているか。課題認識と具体的戦略の骨子はどのようなものか。

## ○ビジネスモデル

目指すべき貴社の将来像はどのようなものでしょうか。経営理念やビジョン、そして想定する経営の時間軸について、次のような質問も念頭に置きながらお教え下さい。

- 貴社は 10 年後にどのような姿になりたいと考えるか。(将来のビジネスモデルをお教えください)
- 競争優位性について貴社の置かれた位置をどのように捉えているか。
- 経営の時間軸(例えば事業のライフサイクル、製品・サービスの需要サイクル、投資回収期間)をどのように捉えているか。
- 経営計画等における財務係数や経営管理指標(KPI)の目標値はどのような考え方にもとづいて決定されたか。そして実際にどのように現場への浸透を図っているか。
- 経営戦略、事業計画の妥当性を評価する基準は何か。評価を経営の次のステップにつなげる仕組みはどのようなものか。
- 競争力・収益力の悪化の兆しを的確に読み取り適切に手立てを講じる体制、プロセスはどのように担保されているか。
- 業績が悪化したとき、あるいは大きな経営問題が発生したときに、経営責任を明確にする規律、プロセスが経営の中にどのような形で担保されているか