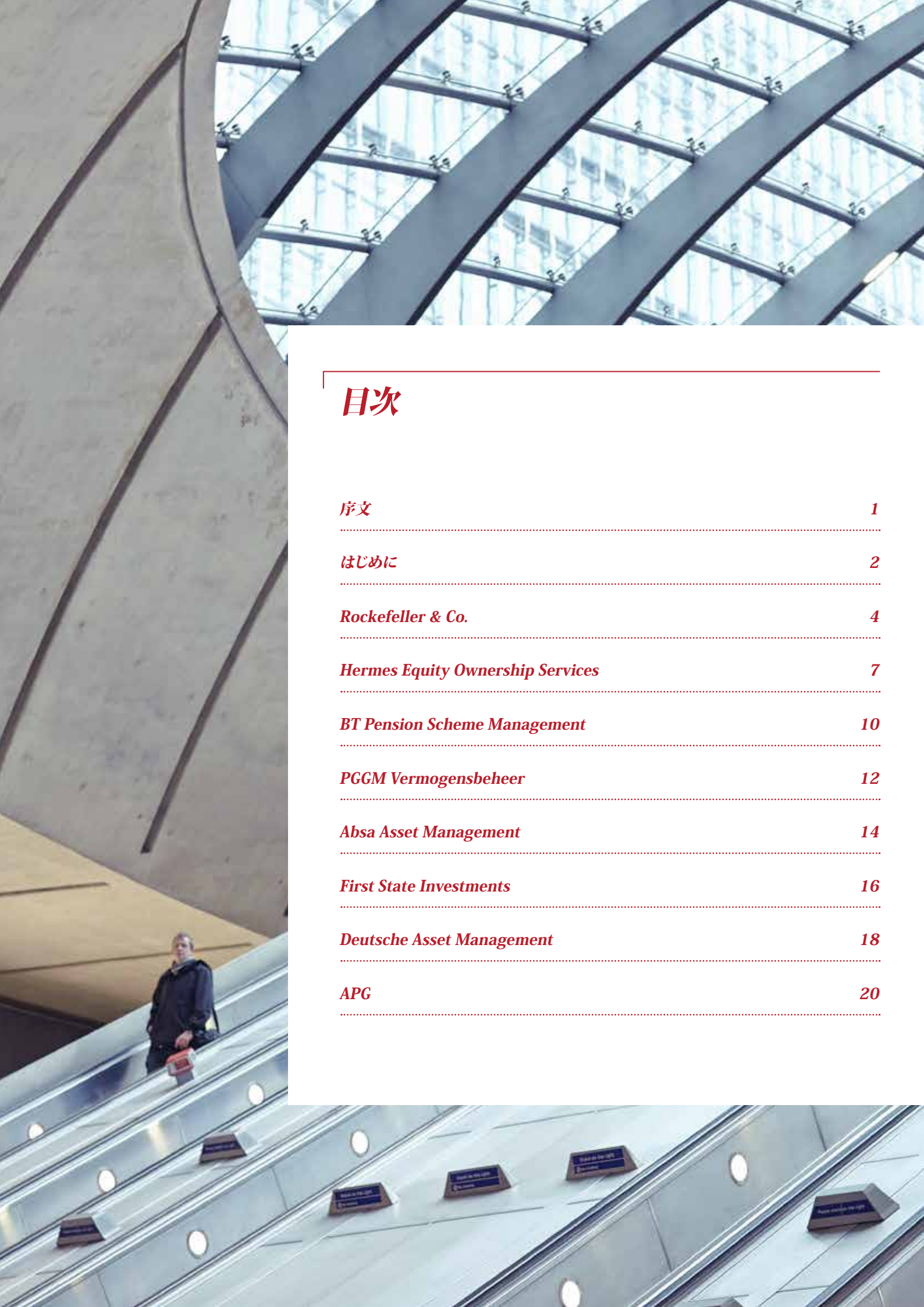


財務報告が 全てではない

投資家が語る ESG投資の趨勢

IIRC (国際統合報告評議会) との
共同レポート





目次

序文	1
はじめに	2
<i>Rockefeller & Co.</i>	4
<i>Hermes Equity Ownership Services</i>	7
<i>BT Pension Scheme Management</i>	10
<i>PGGM Vermogensbeheer</i>	12
<i>Absa Asset Management</i>	14
<i>First State Investments</i>	16
<i>Deutsche Asset Management</i>	18
APG	20

序文



Paul Druckman氏
国際統合報告評議会
Chief Executive

価値創造に関する知見に基づいた投資意思決定の事例

本レポートのインタビューでは、一つの明確なトレンドが示されました。そのトレンドとは、ビジネスモデルや戦略に関する情報、そして組織が利用したり影響を及ぼしたりする資源や資本の範囲に対しての、投資家の関心が高まっているというトレンドです。さらに本レポートでは、統合報告に示される情報が、ファンドマネージャー（本レポートの場合、合わせて2兆米ドル近くの資産の運用・助言を行っています）の投資プロセスや意思決定にとって重要であるということも実証されています。

統合報告、すなわち<IR>は、企業のレポートの進化が求められる中、市場主導でこれに対応したものです。統合報告の目的は、投資家が企業やその将来の見通しについての理解を深める一助となり得る目的適合性のある情報をより広範に開示することで、財務資本の提供者が利用可能な情報の質を向上させることにあります。こうしたレポートの進化は投資の評価や意思決定に有用であると、多くの投資家が認めていることが次々に明らかになっており、企業がレポートの実務を変革する流れがさらに加速するものと思われます。本レポートでは、投資の現場で頼りにされているのが、もはや財務報告だけではないことを実証しており、そのことは企業にとっての変革への動機にもなるでしょう。

統合報告に乗り出した企業の多くが、企業内に人為的に作られた障壁（サイロ）があり、（例えば、財務情報とサステナビリティ情報の間にある障壁など）、それが統合思考を進める際の障壁ともなっていることに気がきました。企業が統合思考からメリットを得ると同様に、投資家も、環境・社会・ガバナンス（ESG）チームと財務チームとを統合することによって、企業の単純なスクリーニングにとどまらない検討ができるようになります。企業の将来予測やリスク評価、割引率に反映するファクターを増やすことが可能となり、その結果、投資リスクの管理、業界動向や規制環境の評価、投資テーマの確認、企業の将来予測情報の評価などの手法の改善につながるはずです。

統合報告を目指す中で、六つの資本を指す用語¹を採用する企業も増えています。「六つの資本」では、組織が利用し、影響を及ぼす資源の全てが、同格に位置付けられています。私は、投資家も同じ道りを歩み始めることを望んでいます。投資家がESGチームと財務チームを統合したとき、投資家の言語もまた、価値創造のあらゆる側面を取り入れたものに進化するでしょう。

企業が統合報告に乗り出したことで、そのメリットが明確に表れてきました。例えば、スタンフォード大学、オークランド大学、プレトリア大学の研究者が2015年12月に発表した研究²では、南アフリカの企業における株式の流動性（ビッドアスクスプレッドにより測定）と企業価値（トービンのqにより測定）のいずれも、統合報告と正の相関関係にあることが明らかにされています。

企業のレポートや投資の実務を進化させることは重要です。なぜなら、その進化が企業と投資家に等しくメリットになり得るからというだけでなく、大局的な視点をもたらすからです。進化が進めば、財務の安定性や持続可能な発展に向けたより大きな目標と、投資意思決定を同列に論じることも可能になります。その核心にあるのは、短期的な思考から持続可能な資本市場という考え方へのシフトです。持続可能性という考え方の下で、投資家と企業は、やがて今よりもっと広い視野で戦略や価値創造について語り合うようになるでしょう。

投資実務の変革は一夜にして起きるものではないことは明らかであり、実際のところ、今はまだ端緒にすぎたばかりです。本レポートでは、必要とされる改革の最先端にいる投資家の皆さまの意見が紹介されており、私たちはそのことを嬉しく思います。IIRC（国際統合報告評議会）は、改革に向けて自らの役割に真摯に取り組む一方、PwCをはじめとする先見性のあるパートナーのご協力に感謝いたします。

¹ 財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本

² 『The Economic Consequences Associated with Integrated Reporting Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting』

はじめに

投資家は、環境・社会・ガバナンス (ESG) に関する問題が企業にどのような影響を与えるかを理解することに、ますます関心を抱くようになっている。そこで、私たちは投資家に対し、ESG 情報をどのように利用しているか、企業における ESG 情報の開示をどの程度評価しているか、ESG 情報の重要性が高まりつつあるかどうか、ESG レポートのどこにギャップが存在するかについて、詳細な説明も含む率直な意見を求めた。

高まる重要性

私たちが行ったインタビューには、明確なテーマが存在した。すなわち、ESG 情報に関して、意見の潮流が変わりつつあるのではないかと、ということである。インタビューした投資家は、ESG 情報をいわゆる「グリーンウォッシング」とは見なしておらず、適切な ESG 情報が企業パフォーマンスの重要な一面を捉えたものであると信頼していた。またインタビューした投資家は、ESG 情報には財務情報との関連性がないとは必ずしも言えないことを明確に理解しており、将来の財務への影響に関する先行指標として、何度も引き合いに出した。さらに ESG 情報を、企業が環境にどのような影響を与えるかを説明する主たる手段だけではなく、環境や他の分野が企業にどのような影響を与えるか、それに対して企業が何を行っているかを理解するための手段として利用し始めている。

ESG 情報は企業パフォーマンスのレポートにおける極めて重要な発展途上の分野だと考えていると投資家は語った。これは大して驚くことではない。モルガン・スタンレーの責任投資チームのような投資銀行のアナリストでさえ、そのレポートの中で ESG 情報に言及している³。彼らは、ESG 情報は数ある財務分析手法の一つであり、リスクを適切に理解するためだけではなく、収益を伸ばす機会またはコスト節減の機会を見つけ出すためにも、ESG ファクターの分析を行う必要があると述べている。経営者と投資家の双方にとって、そこには価値が存在するのである。

インタビューでは、統合された ESG 情報により、多くの重要な不確定要素を評価することが可能になるという発言が相次いだ（不確定要素には、投資すべきか、売却すべきか、企業と対話を行うべきか、事業に他の問題があるかどうかをより詳細に見極めるべきか、といった点も含まれる）。しかし、極めて重要な点であるが、企業が報告する ESG 情報にはギャップが存在し、ESG と企業の情報開示との統合がうまくいっていない企業も多いため投資家は発言していた。ESG 情報がバリュエーションの一側面として急速に発展していることは認識されているものの、その一方で、データの改善、情報の結合性 (connectivity) の向上、フレームワークを適用することによる首尾一貫性の向上について、全員から指摘があった。

ESG と「長期」の考え方

多くのインタビューで見られた最も注目すべき点の一つが「長期」に対する感覚であった。ESG 情報は、ベースケースのバリュエーションにおいて長期的リスクとして分析されることが多いが、モルガン・スタンレーの責任投資チームはその調査レポートの中で、「長期は短期にもなり得る」と指摘している。実際に、投資商品を保有するときに何をもって長期とするか、また ESG 問題に対する企業の取り組み（および情報開示）が、長期的に価値を持続させる能力に生かされていると思うかどうかについて、投資家の答えには、幾分ばらつきが見られた。

投資家が「長期」と見なした期間は、3年～20年までさまざまだった（各投資家がサービスを提供する顧客の種類に着目することで、なぜこれらの差が生じるかについては説明できる）が、持続可能な企業に対する投資は良好な長期リターンを達成する優れた金融投資でもあるということでは、全員が一致していた。

³『Embedding Sustainability into Valuation 2.0: Our Updated Global Framework for Analysing Environmental, Social and Governance Risks and Opportunities』(2016年3月30日)

ESGに関して「不適切な」実務が見られた場合における投資の姿勢については、倫理的視点からの、または全面的な除外が義務付けられていると述べた投資家は一握りに過ぎなかった。その一方で、最終的に市場をアウトパフォームする投資戦略を実行するには、スチュワードシップへの取り組みとしてESGに関する懸念材料を考慮に入れた方がより有利であることについては、大半が同意した。インタビューした年金基金のファンドマネージャーは、ESG情報によってリスクを調整した、より高い長期リターンを受給者にもたらすことが可能になると明言した。個別銘柄の選択を行わない投資家でさえも、「大きな賭け」となる銘柄を保有する場合には、ESG情報がその「賭け」についてより明瞭な見通しを立てる一助になるとともに、可能な限り広範な情報をもってそのような銘柄に挑戦する一助になることを認めている。

ESG情報に関して、次に何が起きるか？

インタビューでは、投資家がESG情報入手した後何をするかが、詳細に語られた。概してESG情報はまだ進化中のプロセスであると捉えられており、最大の課題として、包括的な基準が皆無であることと、フレームワークがほとんど存在していないことが挙げられている。しかし、その最前線では改革が進行中である。

企業が作成・開示するESG情報が増えれば増えるほど、ESGに関する問題が多様かつ重大な影響を企業に与えることが鮮明になっている。例えば、FSB(金融安定理事会)の気候変動関連の財務情報開示に関するタスクフォース(TCFD)は、気候リスクが多くの場合において、銀行やその他の企業に関連することがあり得ると主張している。従って、一部の国や地域では、規制当局がESG情報開示を義務化する法律の制定に向けて動いていることは、驚くことではない。

ESG情報を企業のレポートに統合するためのフレームワークに取り組む動きは他にもある。例を挙げると、GRI(グローバル・レポートング・イニシアチブ)や、SASB(米国サステナビリティ会計基準審議会)が設計した開示の手法が支持を獲得しつつある。さらに本レポートの共著者であるIIRC(国際統合報告評議会)も、時の経過に伴う価値創造に関する全ての重要なファクターをアニュアルレポートに統合するフレームワークを公表している。私たちがインタビューした投資家は、ESGファクターがどのように企業の戦略の中核となるかについて説明を促し、企業の状態をより包括的に提示するという点における国際統合報告フレームワーク(<IR>フレームワーク)の優位性について述べている。また投資家は、<IR>フレームワークは、レポートングに関する他のさまざまなフレームワークや基準を補完していると言う。一時しのぎの評価アプローチが着々と過去のものとなりつつあることは、明らかである。

ただし規制当局や基準設定主体などは、本レポートにおいて投資家が述べている、次のような点に留意すべきかもしれない。すなわち、投資家は必ずしも情報量を増えることを望んでいるのではなく、より適切な情報、より統合された情報を求めているという点である。具体的には、ビジネスモデルと明確に関連した情報や信頼できる情報、企業がどのように価値を創造し、リスクを管理しているかということに直結した情報を求めている。

本レポートのインタビューを読み、市場の不満の声を傾けることは、コンセンサスが形成されつつあることを理解することである。ESG情報を分析に組み入れる最も有用な方法を開発している投資家や、自社のリスクエクスポージャーや影響を明確かつ包括的に、透明性をもって公表することで、そうした投資家の活動を効果的に後押しする企業は、市場で勝ち残り、長期的に生き延びることになる。当レポートのインタビューを読めば、リスクやリターンの分析においてESG情報の重要性が高まっていること、企業のパフォーマンスを検討する手法へのESG情報の統合が進んでいることが分かる。すなわち投資家は、ESG情報を価格に織り込み始めているのである。



Rockefeller & Co.



Joyce Haboucha氏
Senior Portfolio Manager 兼
Director of Sustainability and
Impact Investments

Joyce Haboucha氏 (Senior Portfolio Manager兼Director of Sustainability and Impact (S&I) Investments)、Chris Rieger氏 (株式会社アナリスト)、Ran Tao氏 (S&I teamアナリスト) から、ESG統合のアプローチについて見解を聞きました。

PwC: 投資プロセスにおいて、貴社のチームはどのように協力しているのですか？プロセス全体はどのような仕組みになっているのでしょうか？

Joyce: 当社ではグローバル株式やS&Iについて長期的な投資戦略を取っています。投資チームはコア戦略に組み入れる個々の銘柄について検討し、その後、その銘柄がサステナビリティレポートフォリオに組み入れ可能かどうかを決定します。従ってファンダメンタルズ分析チームとサステナビリティ分析チームは、プロセス全体を通じて協力します。

PwC: ポートフォリオの銘柄を選択する際、企業分析の全体的な手法はどのようなものでしょうか？

Joyce: 当社は長期投資を行っており、同じ銘柄を10年以上保有することもあります。しかし通常は5年程度の予測を行います。これは徒労に終わることもありますが、5年間を見通すのは、5年後に何が起こるかを知りたいと思うからではありません。アナリストが銘柄を当社の投資チームに推奨した際に、議論が最長で2時間かかることもあり、本当に厳しい尋問のようなプロセスになることもあります。議論の中心は長期的な傾向と課題、すなわちファンダメンタルズです。当社のアナリストが真に必要としているのは、企業がどんな問題に直面しているか、また長期的にどんな機会が見いだせるかに関する議論を可能にすることです。当社は5年間を見通すことでどんな仮説を立てたか、ビジネスモデルがどこへ向かうのかも検討することになります。ビジネスモデルこそが、長期的な視野からの議論における中心となります。初期分析は、はるかに詳細で広範な議論への出発点に過ぎないのです。

PwC: 企業のアニュアルレポートや10-Kなどの報告書の検討に、どのくらい時間をかけるのですか？

Chris: 通常、10-Kの検討は分析の第一歩です。私は通常、少なくとも直近2年分の10-Kに最初から最後まで目を通します。これに加え、直近の株主総会招集通知、直近数期分の四半期報告書にも目を通します。企業のビジネスモデル、財政状態、基本的な収益要因を詳細に検討するためです。

PwC: ビジネスモデルが分析の中心であるという意見は興味深いことです。経営陣がビジネスモデルを十分明確に示している場合、それは有益でしょうか？

Chris: 企業が何をし、どのように利益を上げているかの明確な説明を見ることができれば、それは必ず役に立ちます。とはいえ、当社の独立的な評価も必要です。「経営者の主張」はひとまず除外し、公表された数値を標準化すれば、ある程度までは正確な比較ができます。言葉による評価は単純明快なものが望ましいです。例えば、「これがわが社の実施していることであり、このようにして事業環境に適合するようにしています」といった表現などです。企業を業界他社と比較して検討することがアナリストである私の役割です。経営者は常に耳触りのいいことしか言わないので、差し引いて考える必要があります。

どこまでが事実で、どこからが意見かを把握する必要があるという課題はありますが、経営者が自社のビジネスモデルや競争環境にどんな色を付けたにせよ、それらの情報が大変参考になるのは確かです。経営者の仮定や意識の高さを念頭に置くことが重要なのです。

PwC: 統合報告や戦略報告を義務付けている国についてどう考えますか？それはプラスになりますか？

Joyce: ロンドンでは戦略報告書の作成が義務付けられており、実に有益です。ビジネスモデルや戦略について企業に明確に報告させている点が、特に役立っています。米国など明示的な規定のない地域でも戦略報告書を作成する企業はありますが、実際に義務付けられていない限り、戦略報告書を作成しない場合が多いです。

優れた統合報告書は財務分析と投資判断を直結させますが、その要因の一つが知的資本と社会資本の重視です。統合報告との関わりが高まるにつれ、カギとなるピースが知的資本であることを痛感しています。知的資本と社会資本は、まさにノウハウそのものです。知的資本と社会資本は事業に対する企業の姿勢を示す「秘伝の味」のようなものであり、アニュアルレポートを検討する際はこれを重視します。私が目にしたある大手多国籍企業のアニュアルレポートでは、この点にほとんど言及されていませんでしたが、別の企業のアニュアルレポートでは重要な着眼点として指摘されていました。ここから得られるものは多いです。

Ran: 企業が統合報告書において中身の濃いサステナビリティ情報を提供しているのを見ると胸が躍ります。例えば気候変動のようなリスクが自社のビジネスモデルにどのような影響を与える可能性があるかということを詳述し、自社のリスク管理活動に関する現実的な洞察が示されていると嬉しくなります。残念ながら今のところ非常にまれなことではありますが。

Joyce: ただし課題もあります。GRIやSASBのガイドラインをチェックリストとして用い、世の中のありとあらゆるKPI(重要業績評価指標)を開示しようとする企業がありますが、それは有益ではありません。

統合報告書に関して望ましいのは、原則主義に基づき、定性的な説明を重視することです。20ページにわたるKPIでは、得てして木を見て森を見ずということになりがちです。

PwC: 貴社の投資プロセスでは<IR>フレームワークにおける六つの資本をどう考えていますか？

Joyce: 六つの資本に関する議論や、それらがビジネスモデルにどのような影響を与えるかについての議論が企業の中で進めば進むほど、株式アナリストはますます有利になると考えます。その開示の質によって、企業が事業活動を行っている環境や自社の計画を経営者がどれだけ理解しているかを知ることができます。当社は経営者がどのようにリスクを理解、識別し、軽減するかを知る必要があります。その際、定型的、紋切り型の開示は役に立ちません。

Ran: 意思決定プロセスでどんなファクターを評価するかは日々異なるのが現状です。当社には六つの柱があります。それはガバナンス、製品・マーケティング、職場問題、環境、コミュニティ、人権です。これらは六つの資本とマッピング可能ですが、少しずつ異なる部分もあります。

PwC: その評価は、どのように進めるのですか？

Ran: 前述の六つの柱について、最初にその企業固有のリスク、あるいはビジネスモデル自体から発生すると考えられるリスクを評価します。次に、それらの固有リスクに経営者がどれだけ適切に対処していると考えられるかを評価します。この経営者の対応を当社では「リーダーシップ」と呼んでいます。それぞれの柱について、リスクのスコアとリーダーシップのスコアを合算します。

このプロセスは、今でも改良を続けています。従来は第三者の調査や企業の開示情報を見て、意思決定に使える説明や定性的情報を探ることが多かったのですが、この分野は、ますます定量化が進んでいます。当社には重視するKPIの一覧があり、プロセスの第二段階として、当社のKPIに基づいたシステムへと移行しています。

PwC: そのKPI一覧は、社内で作成したものでですか？どのように決定したのですか？

Ran: 社内で作成しました。過去において十分な有効性が認められたKPIと、SASBで規定されたものなど新しいKPIを検討して決めました。

Joyce: 何年もかけてベストプラクティスを検討し、クリティカル・サクセス・ファクターを絞り込み、さまざまなセクターに合わせて調整しました。

PwC: 開示の質についてはどうですか？影響がありますか？

Ran: 当社の分析プロセスでは、当然ながら企業の情報開示についてもスコアを付けます。開示のスコアは、当社の六つの柱それぞれについて企業が提供したKPI情報をもとに算出します。当社は、企業のビジネスモデルに基づき、その企業にとって重要であると考えられる問題を中心とした定性的情報を探しますが、必ずしも特定のKPIの開示を求めているわけではありません。当社が重要であると考える事項を企業が報告していない場合は、その企業と投資家の双方にとってリスクが存在する可能性があると考えます。知らないことが、ある意味では最大のリスクです。

当社は開示についてのスコア評価を、基礎的要素に関するスコア評価の裏付けと捉えています。このスコアにより、当社による他の調査の信頼度を上昇または低下させることが可能になります。

PwC: 企業のスコア評価が良くなかった場合、どうなるのですか？

Joyce: 企業に開示の拡充を求めることが多く、通常は対話(エンゲージメント)がその第一歩となります。追加の情報が必要になることはよくあることです。あれにもこれにも十分対応している企業でも、必ず何かしら問題が浮上するものです。従ってまずは企業に追加の情報提供を求めることになります。

Ran: 企業が、六つの柱の一つにおいて高いリスクがあることを示し、しかもそれに関してリーダーシップが迅速に発揮されず、しかも当社と経営者の対話ができない場合、一つの根本的な問いに行き着きます。その問いとは「その企業をポートフォリオに組み入れる正当な根拠はあるのか？」です。

PwC: その評価と財務評価をどのように適合させるのですか？

Chris: 大半を同時並行で行い、しかも非常に緊密な協力をしています。こちら側(投資アナリスト)が特定の企業にまとまった時間を注ぐことを決定すると、S&Iチームに注意を促し、その企業に関する作業を開始してもらいます。

Ran: 両チームが共に一つの企業に集中し、お互い十分に協力し、コミュニケーションを取りながらしっかりと進めます。

PwC: Chrisさん、株式アナリストの観点から、ESGリスクを自分のモデルに織り込むために、ESGリスクの財務的な定量化を試みていますか？それとも、例えば割引率の変更や将来キャッシュフローの修正など、より間接的な方法を探るのですか？

Chris: ESGの問題と割引率を直接関連させることは合理的でないと考えます。しかし企業の中でサステナビリティに関する長期的な問題がいくつも生じていれば、他の場所にも懸念事項が存在するのが普通なので、割引率や成長に関して当社が用いる仮定をある程度保守的に立て得る適切な機会となることはあります。

PwC: より幅広く、より長期的な問題が財務に関連していると思われる場合、それを自身のモデルにどう結びつけるのですか？

Chris: 利益やキャッシュフローに関する予測を幾分保守的に立てることが多いでしょう。サステナビリティに関する多くの問題が認められた場合、特に長期にわたる仮定はある程度の慎重さをもって立てるのが合理的でしょう。

Joyce: ESG統合をさらに推し進めるのが私の役割です。そうしたファクターの一部を直接統合することができる段階に到達することを願っています。情報不足のため実現できないことも多いのですが、一方でこうしたファクターがバリュエーションに影響を与えることを、市場自体が受け入れないために実現できない場合もあります。これらのファクターに関して、企業がより適切な報告や開示を始めるまでは、例えば、カーボンライシングがどうなるかなどについても、推測しかできません。

Chris: そのとおりです。これから先の規制がどうなるかが分かれば、カーボンコストをモデルに組み入れられるのですが。

PwC: データの保証レベルは影響しますか？

Ran: いわゆる「グリーンウォッシング」についての懸念があります。サステナビリティ報告が主要財務報告の範囲外に存在する限り、サステナビリティに関する数値の正確さには不安があり、信頼性が十分でないため、そうした数値を財務モデルに直接結びつけることは難しいです。サステナビリティに関する課題をアニュアルレポートに統合すれば、レポーティングの水準を高く保つことになるかもしれません。なぜなら、アニュアルレポートはあらゆる投資家が熟読することを、経営陣は知っているからです。現状では、サステナビリティ報告に関して第三者の保証を得ている企業が存在することが明らかな材料です。

PwC: 貴社は、ガバナンスを柱の一つとして重視していますが、ガバナンスを財務分析に織り込むことは可能ですか？

Chris: もちろん可能です。中には定量化が容易な点もいくつかあります。株主を重視した業績評価指標と役員報酬の連動などがその例です。取締役会の独立性は、直接組み入れることはできませんが、考慮すべき重要事項です。

Joyce: ICGN(国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク)は設立20年になりますが、私はそのうち18年間所属しています。ベストプラクティスを明確にする上で、ICGNは大きな成果を挙げていると思います。役員報酬が財務分析において重要な指標であるというChrisの意見に同感です。役員報酬が企業の長期的な戦略目標に十分整合したものであるよう設計されている場合、それはガバナンスや経営管理が適切であることのシグナルになります。私は、報酬決定に際して株価に重点が置かれることを問題視してきました。経営者のインセンティブにおいて株価に重点が置かれていると、概して短期的には良くても長期的には弊害となり得る活動が実行される傾向が高まるからです。

<IR>フレームワークで標榜されている資本に関する報告を行えば、長期的な戦略目標や企業の健全性と整合性が取れ、変革が促進されると考えます。当社は、アウトカムよりもプロセスの方にはるかに高い関心を持っています。プロセスが正しければ、最終的にパフォーマンスは達成されるからです。例えば、取締役会に女性が5名いるから問題ないということではなく、どのようにして経営陣や取締役会の多様化を積極的に図っているかが知りたいのです。経営者がリスクを認識し、そのリスクをどのように管理し軽減するのかを発信してくれることを期待します。開示されなければ、そのことは分からないのです。単なる数値ではなく、プロセスを知りたいのです。

上記の情報は、教育のみを目的としたものであり、投資、税務その他の専門的な助言と見なされることを意図しておらず、またそのように見なしてはならない。過去の実績は、将来の結果を保証するものではなく、投資、プロセスまたは戦略は、利益または損失からの保護を一切保証しない。表明されている見解は、特定の時点における専門家の見解であり、予告なしに変更されることがある。本レポートに表示されている情報および意見は、信頼できると判断した情報源から入手したものであるか、または、それに基づいたものであるが、それらの正確性または網羅性については、本レポートにおいていかなる表明も行わない。実際の事象または結果は、記載または予想されている内容と著しく異なる可能性がある。

Rockefeller & Co.は、世界的な資産運用・投資顧問会社であり、2016年6月30日現在、個人、世帯、ファミリーオフィス、非営利組織、財団および基金向け助言対象資産は、約151億米ドルとなっている。

Hermes Equity Ownership Services



Roland Bosch氏

Sector Lead: Financial Services

Roland Bosch氏(Sector Lead: Financial Services)から、Hermes Equity Ownership Services (EOS) 年金基金の顧客に代わって企業との対話(エンゲージメント)を行う業務において、チームでESGレポートをどのように利用しているかについて、見解を聞きました。

PwC:エンゲージメントを行うべき企業を決定する際、ユニバース(候補銘柄)の中からどのように絞り込むのですか？

Roland:Hermes EOSでは、事業の長期的な成長と収益性に影響を与えるリスクを抱える企業との間でエンゲージメントを行うことで、顧客の資産価値を守ることを目指しています。エンゲージメントプログラムに加える企業を選ぶ際には、さまざまな事項を考慮します。第一に、顧客の意見を聞きます。当社の顧客は四十を超える年金基金であり、年金受給者は数十万人に上ります。顧客である年金基金は長期にわたって持続可能な価値を創造する企業への投資に関心を持っており、当社は各年金基金が重要であると感じている事項をもとにテーマを決定します。

当社は市場に関する自身の知識に加え、さまざまな情報源を活用してESG情報や格付け情報を収集します。主な情報源は、TrucostやSustainalytics、議決権行使助言会社などです。ESGファクターに関する格付けが低い場合、詳細に検討した上で、その要因は何か、またエンゲージメントプログラムに加える必要があるかを把握します。また当社としても、各国、各地域向けに方針(コーポレートガバナンス原則)を作成し、さまざまな状況の中でエンゲージメントの要否を検討する際の指針としています。

エンゲージメントを拡大するのは、一般的には、エンゲージメントにより当該企業の長期的価値が増大する、あるいは長期的価値の減少が防止もしくは抑制されると考えられる場合です。エンゲージメントを行うかどうか、またどのように行うかを決定する際は、直面している問題に対する企業のエクスポージャーのレベル、エンゲージメントの成功の可能性、プラスの変化をもたらす可能性、当社の顧客における当該企業の所有価値を勘案します。

PwC:企業のアニュアルレポートは読むのですか？

Roland:エンゲージメントという観点から、必ず目を通します。特に、戦略報告書やサステナビリティ報告書を読みます。複数のチームがそれぞれ異なる分野を検討するのを忘れないことが肝要です。そうすれば組織全体で、一つのアニュアルレポートのさまざまな要素を活用できることとなります。例えば私たちエンゲージメントチームがコーポレートガバナンスやサステナビリティに関する開示に注目する一方、Hermes Investment Managementのチームは貸借対照表やキャッシュフローに関する開示に注目するでしょう。ただしHermes Investment Managementが企業価値に関するリスクを評価する際はESGリスクも勘案するので、その場合はアニュアルレポートの前半にある各種情報と後半の財務諸表の双方から得た情報を分析に使います。

PwC: 貴社が企業について検討する際に、統合報告が高い効果を持つのはなぜですか？

Roland: 企業がどのように長期的価値を創造するかを考える場合、当社は包括的に考えます。すなわち財務指標だけを検討するのではなく、ガバナンス、社会、倫理、環境に関するファクターも含めてリスクを評価し、企業の長期的価値を予測しなければならないのです。そこで統合報告が役に立ちます。統合報告書には、長期的価値を創造する方法に関する企業の考え方が示されているからです。

顧客であれ、従業員であれ、サプライチェーン全体であれ、自社の幅広いステークホルダーに配慮しなかった企業の例は多くあります。そのことで、実際にレピュテーションが損なわれ、株主価値が大きく低下します。統合報告書によってそうした包括的な検討が可能になり、エンゲージメントの対象とするべきリスクを特定することができます。

PwC: <IR> フレームワークに含まれる各種資本について考慮するのでしょうか？それとも、自社の方式を用いてそうした分類を行うのでしょうか？

Roland: 最初の分類は常にE(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)です。次に三領域それぞれをより細かく分類し、企業の性質に応じて各種の問題点に対応します。つまり環境ならカーボンリスク、水処理、廃棄物処理などであり、社会ならサイバーセキュリティ、サプライチェーン管理、労働権、人的資本管理などが考えられます。ガバナンスでは、取締役会の有効性や構成、役員報酬といった問題に対応することになります。

当社は独自の分類方法を採用していますが、活用できる優れた方法は他にもあります。SASBの分類は、各業界や分野の多種多様な問題を適切に分類していると思います。<IR> フレームワークは、企業の情報開示をいささか簡略化させるきらいがあります。例えば「当社にはステークホルダーのグループが四つか五つあり、それぞれのグループに対してこのように価値を創造してきました」という記述が見られますが、それでは分類のレベルが大まかすぎると私は考えます。当該企業の事業や主要なステークホルダーにとっての重要課題を議論するために、もっと掘り下げてほしいのです。そして重要課題に関連性のある側面については優先度を上げてもっと注力し、一方、そうでない点に関しては優先度を低くしてもらいたいのです。

PwC: 統合報告書ではいくつかの要素を検討すると思いますが、ビジネスモデルの情報は、実際のエンゲージメント活動にどのように活用するのですか？

Roland: ビジネスモデルの説明が十分で、幅広いサプライチェーンやステークホルダーについても説明されている場合、非常に役に立ちます。企業が長期的な戦略の実行をどのように計画しているか、戦略を実現するために、主要なステークホルダーとの関係をどう管理しているかを知る一助となります。

通常、投資家が行う意思決定は、投資か、売却か、エンゲージメントか、です。Hermes EOSではエンゲージメントに重点を置き、ガバナンスに関する実務慣行の改善を働きかけ、企業を改善することを支援します。そのような状況においては、ビジネスモデルについて十分な説明を受けることで、企業とのエンゲージメントを焦点がさらに絞り込まれた建設的なものにすることが可能になり、双方にとって価値の高いものになります。

PwC: 企業のレポートの質が貴社のエンゲージメントの質に影響を与えますか？企業がレポートを改善するためのインセンティブは何ですか？

Roland: レポートの質の高さと企業へのアクセスの容易さが必ずしも関連しているとは思いません。ただ、長期的な戦略に関する説明が優れていれば、それがエンゲージメントに有益なのは確かです。同様に、開示が不十分な場合は追加情報を求めることになるので、当社も、そして相手方の企業も時間を費やすこととなります。情報を要求した項目が、実は適切に実施されており、単にレポートが不十分なだけのこともあります。開示の後でこうした時間やリソースの無駄遣いをするのは、双方にとってマイナスです。また、より直接的な点では、企業のレポートがその企業を見るための窓だとすれば、レポートが不十分だと、その企業のストーリーに対する当社の投資チームからの信頼性が低下するため、その企業に投資するかどうかの決定にネガティブな影響を与える可能性があります。バランスの取れた統合報告を行えば、リスクの透明性が向上するとともに、資本コストが低減するという認識が高まりつつあります。

当社は戦略について議論するために、その戦略を理解する必要があります。レポートの質が高ければ、報告内容が事実かどうか、すなわち経営者は、報告されたとおりの価値を実現しているのだろうか？という点を経営者に確認するのにも役立ちます。レポートの背景となる統合思考を企業との対話で見いだすことができず、さらに掘り下げる必要が生じた場合は、そのことが懸念事項となるでしょう。

企業の社会的責任(CSR)については、型どおりの紋切り型の報告書は役に立たず、いささか懐疑的な感じを受けます。ケーススタディ、具体的な目標、パフォーマンス指標の裏付けがあれば、企業のパフォーマンスをより明確に理解でき、当社の信頼も高まります。概要のみの議論や良い話をいくつか載せるだけでは、実際には不十分です。

PwC: EOSは、Hermes Investment Managementとどのように連携しているのですか？

Roland: Hermes Investment ManagementとHermes EOSは頻繁にミーティングを重ね、お互いに情報をやり取りします。こうしたケースが業界全体に増えていくと思われます。より多くの従来型のアセットマネージャーがESGファクターを検討し、投資プロセスに組み入れるようになってきているのは良いことです。ESGの観点から警戒すべき兆候が数多く現れている企業の場合、投資チームがその企業に投資することは非常に難しくなっています。深刻な懸念事項がある場合は、改善に向けて、企業とのエンゲージメントを行う選択をすることもあります。最悪のケースですが、企業にエンゲージメントや改善の意思がない場合、投資担当チームは売却を選択することもあります。しかしながら、どんな場合でも売却よりもエンゲージメントの方が望ましいと当社は考えています。

PwC:エンゲージメントの効果を上げるために、企業のレポートに最も期待することは何ですか？

Roland: 全てのレポートにおいて、長期の戦略ドライバーとの関連が明確になっていると有益でしょう。単にストーリーを語るのみでなく、将来を見据えたアプローチが重要です。各分野の目標とターゲットを示してもらいたいし、その達成に向けてどんな計画があるかを知りたいし、その計画が時間とともにどのように進捗しているかを知りたいのです。その際、一貫した指標や測定方法がカギとなります。財務面と明確な関係があることも必要です。すなわち、ポジショニングや目標が財務パフォーマンスにどう影響しているか？資本配分がどのように機能しているか？これら全てのつながりが明確になっていると、戦略の寿命や役員報酬との関係の評価に極めて有用です。

PwC:「長期」について何度か言及されましたが、貴社にとって「長期」とは？

Roland: 通常のビジネスサイクルよりも相当長いということでしょう。報酬面から見れば、役員が退任まで相当数の株式を保有し続けていた場合、長期的に、さらに言えば自身の在任期間を超えて、最善の利益となる意思決定を常に行ったのではないかと考えます。要するに当社と企業との関係は、概して多数のCEOの在任期間よりも長くなり得るのです。

本レポートに記載されている見解および意見は、Roland Bosch氏、Hermes EOS、Hermes Investment Managementのものであり、他のHermesの情報伝達、戦略または商品において表明または記載されている見解を必ずしも表すものではない。

Hermes EOSは、2004年に設立され、最大手のスチュワードシップチームの一角を占め、Hermes Investment Management Services が運用する投資のスチュワードを務めている。Hermes EOSは、保有している企業の長期的な成長および収益性に影響を及ぼす長期的なリスクに関してエンゲージメントを行うことにより、顧客の資産価値を保全することを目指している。助言対象資産は、約1,690億ポンドである(2016年3月現在)。



BT Pension Scheme Management



Daniel Ingram氏
Head of Responsible Investment

Daniel Ingram氏 (Head of Responsible Investment) から、BT Pension Scheme が ESG ファクターを投資プロセスにどのように組み込んでいるかについて、見解を聞きました。

PwC: ESG を投資プロセスに組み入れることが重要なのはなぜだと考えますか？

Daniel: ESG ファクターを投資意思決定に組み入れることによって、リスク調整後の長期リターンの向上を目指しているためです。

PwC: 貴社のプロセスはどのような仕組みになっていますか？

Daniel: BT Pension Scheme の Trustee Board に対する組織内アドバイザーとして、Trustee にサービスを提供する分野に集中して責任投資に関連する業務を行っています。例を挙げると、投資戦略、ポートフォリオ設計、運用会社の選任と監督、スチュワードシップ活動の監視などです。

PwC: ESG ファクターを投資戦略にどのように具体的に組み込んでいますか？

Daniel: BT Pension Scheme は長期的視野で投資を行っており、資産が長期的に価値をもたらすと予測されるために必要となる特性の識別に努めています。短期的なリスクへの対応も必要ですが、長期間を経なければ顕在化しそうなリスク（環境問題など）の測定や管理にも努めなければなりません。一例ですが、BT Pension Scheme の将来の資産リターンについて新たな見解を得るために、2011年と2014年に約15の組織と共同で Mercer社と協力し、将来の気候変動予測シナリオに基づく調査を行いました。

PwC: ポートフォリオ設計についてはどうですか？ ESG パフォーマンスに基づく企業のスクリーニングを行っているのですか？

Daniel: ご存じのとおり ESG を組み入れる手法は多数あり、企業を単にスクリーニングするものばかりではありません。責任投資を行う投資家の中には、売却やネガティブスクリーニングなど一つの手法に固執する投資家もいるかもしれませんが、当社はずっと柔軟に対応したいと思います。当社が求めるエクスポージャーの具体的な投資特性に応じて、さまざまな手法を使い分けたいと思います。E、S、G のいずれかが投資戦略にとって財務上どの程度重要であるかによりアプローチが変わります。どの市場やセクターを検討しているか、どのくらいの期間保有するかに加え、日常的な投資意思決定に ESG 要素を検討に加えることの費用と便益に基づいて優先順位を決めます。

PwC: 運用会社の選択に関する意思決定プロセスに ESG をどのように組み込んでいますか？

Daniel: 投資スキルを有する運用会社を探すことが最優先です。投資スキルは、強み、成功への意欲、継続的な改善のための堅実なプロセス、有能で安定したチームなどからもたらされると考えられるので、こうした属性を考慮して運用会社を包括的に評価します。さらに、責任投資について（単なる話だけではなく実際に）どの程度実践したかに基づく、詳細なデューデリジェンスも行います。「スコアカード」を作り、責任投資の質について運用会社を採点します。詳細にわたる一連の基準を用いて、責任投資の運用会社の方針とプロセスを評価するとともに、定期的に基準を改定し、新しいベストプラクティスを反映させます。



PwC:企業レベルでの情報についてはどうですか?貴社の資産配分の決定に、企業のレポートはどれほど役に立っているのですか?

Daniel:私のところでは個別銘柄の選定は行わないので、企業レベルのESG情報は、運用会社が何らかの決定を行った場合に、その決定を理解、あるいはしばしばその理由の説明を求めためなどに使います。投資運用会社の決定に後知恵で口を出すためではなく、運用会社が明らかなESGリスクを取っている場合、それに見合う十分なリターンが得られることを確認して安心したいからです。

PwC:企業が作成するデータは参考になるとおもいますか?改善するために、企業は何ができるでしょうか?

Daniel:各企業のCSRレポートやサステナビリティレポートには大いに同情します。世の中にあふれる大量の基準や要求事項が、非常に広範なESG情報を開示しなければならないという企業にとっての大きなプレッシャーになっています。企業が事業の長期的な価値にとって重要でないとしたESG指標について、それを開示せよと求めるのは果たして納得のいくものなのでしょうか?

ESGの実務やパフォーマンスと、投資家を含むステークホルダーにとっての目に見える利益との関連を企業が示すことができれば、役に立たない不要な開示から誰もが救われます。そこで、まさに<IR>フレームワークが役に立つのです。<IR>フレームワークによって、企業はESGの実務について、それが自社の長期的な事業戦略の中核に位置するものとして、これまで以上に包括的に考える自由を手にするはずで

本レポートに記載されている見解および意見は、Daniel Ingram氏のものであり、必ずしも組織の見解を表すものではない。

BT Pension Scheme Management Ltdは、BT Pension Schemeのみに対し投資・助言サービスを提供している。BT Pension Schemeは、英国最大の確定給付企業年金制度であり、2015年6月現在、資産の市場価値は430億8,400万ポンド超となっている。

PGGM Vermogensbeheer



Angeli van Buren氏
Advisor to the Chief
Investment Management

Angeli van Buren氏(Advisor to Chief Investment Management)から、PGGMにおけるESG統合のアプローチについて、見解を聞きました。なおBuren氏は、IIRCのメンバーでもあります。

PwC:PGGMがESGファクターを投資プロセスに組み入れることが重要だと考えているのはなぜですか?

Angeli:PGGMは、当社の顧客である年金基金の加入者が年金を受給することができるという居住可能な世界のためには、持続可能な資産が貢献すると確信しています。また、持続可能な資産は、優良な金融資産でもあります。当社は長期的に投資を行うので、長期的に利益を上げられる持続可能な投資でなければなりません。この点については、投資ポートフォリオをできる限り持続可能なものにするために、当社の業務の一部として組み入れています。

当社は複数の年金基金にサービスを提供しています。それらの基金は、現在から2020年の間に投資ポートフォリオを変更することについて非常に強い信念を持っています。そのため、当社はCO₂排出量を大幅に削減し、ポートフォリオ全体の持続可能性を高めることの必要性を検討しています。

年金基金の加入者が年金を受け取るのは30年後、40年後になりますので、当社は非常に長期的な視点で見えています。資産の運用会社への委託やファンドへの投資は通例5年～10年ですが、一部のインフラ投資委託は最長20年に及びます。

PwC:そうした組み入れは、実際にはどのような仕組みで行うのですか?責任投資は、別のチームですか?

Angeli:当社には、独立した責任投資部門があり、全ての投資運用会社と連携し、さらに当社の責任投資委託業務を遂行しています。現在、次のステップとして、投資プロセスに責任投資を統合しようとしています。それによって全ての投資運用会社が、ESGファクターを組み入れた投資意思決定を行うことを目指しています。そうすれば、全ての資産クラスにわたって、持続可能性が最大のものとなるでしょう。

PwC:ESGファクターを分析に組み入れるための体系的なアプローチはあるのですか?

Angeli:資産の分野ごとに、アプローチがあります。当社の運用資産の約40%は外部で運用されているため、運用会社の選択や監督は、当社のプロセスの重要な部分なのです。運用会社のプロセスにおいて幅広いESGファクターが適切な方法で考慮されるよう、スコアを付けて確認します。当社には運用会社の選定用に、社内で開発したスコア評価システムがあります。当社のESG尺度である「地球」など五つのファクターの他、ガバナンスやステュワードシップに関する業務のデューデリジェンス基準があり、それに基づいてスコアを付けます。検討の際は社内スコアを最初に見ますが、外部のESGパフォーマンス測定方法も考慮に入れます。さらに当社の全資産について、除外リストを活用します。

当社のプログラム「Investing in Solutions」はインパクト投資として知られるものであり、責任投資を全ての資産カテゴリーに統合しているものです。一例として、特定の持続可能な株式ポートフォリオを、顧客のために運用しています。ユニバースは300銘柄で、運用会社はそこから四つのテーマ(気候、水不足、食の安全、健康)に従って選択します。これら300社はベンチマークにもなります。リスト銘柄選定のために、ESGファクターや財務指標などをもとに社内で開発した基準があり、リストに選定されるためにはこの基準を満たさなければなりません。この際に、企業の統合報告書が非常に有用となるでしょう。なぜなら、統合報告書は、企業のビジネスモデルに関する戦略やサステナビリティの理解に資するためです。

PwC: 統合報告は貴社の投資プロセスにどのように寄与していると思いますか？

Angeli: 企業が長期にわたり何を支持するかが示されていれば、当社は、その企業に投資するか否かを決定することができます。ポートフォリオにおいて積極的なアプローチを採用し個別の銘柄を選択するにせよ、株式全体のポートフォリオ全体にわたり企業とのエンゲージメントを行うにせよ、企業が何を目標としているかを本当に知るためには、優れた報告書が必要です。当社は、<IR>フレームワークは極めて望ましいものと考えています。なぜなら、ESG 情報、戦略に関する情報、リスク、財務パフォーマンス、将来の見通しが結びつけられるからです。企業が何に取り組んでいるか、何を改善することを目指しているのか、業績指標がどうなっているかを把握できることが肝要です。

PwC: 貴社の投資チームは、統合報告書をどのように利用しているのですか？

Angeli: 社内全体で、戦略、ビジネスモデル、リスク、KPI、財務情報の全てを利用しています。社内にはさまざまなチームがあり、それぞれ異なる分野の情報に目を通します。例えばクレジットチームはキャッシュフローを算出する必要がありますが、同時に将来にわたるビジネスモデルの持続可能性や、キャッシュフローにとってのリスクも考慮に入れた上で、それらをモデル化します。一方、エンゲージメントチームはガバナンスの実効性を理解するため統合報告の定性的側面により注目することになりますが、そのままモデル化するわけではありません。

PwC: 企業が統合報告を行ってれば、貴社のエンゲージメントの効果が高まるのですか？

Angeli: それは報告書の質次第です。最近訪問したいくつかの企業は統合報告書を発行していたものの、実際にはその報告書の質が十分ではない部分があったため、本来の役割を果たさできていませんでした。このような場合、他の情報源が必要になります。

PwC: 企業に最も改善してもらいたい点は何ですか？

Angeli: 質の高い統合報告書を作成するために必要となる全ての情報を包括的に把握する担当者もしくは担当部署が、多くの企業には存在しないことが問題の一端だと思われます。企業の戦略、財務、サステナビリティを一体的に取り扱う必要があります。企業が改善可能なキーポイントは、統合報告書の作成に当たって、しかるべき人物が必ず一緒に協力することだと思います。

もう一つ重要なのが、包括的でありつつも簡潔な報告書であることです。当社は検討すべき企業を多数抱えており、200ページもある報告書はいかにも長すぎます。また将来に目を向けたものであること、理想を言えば監査済みであればなお良いと思います。

PwC: 「監査済み」とは何を意味するのですか？

Angeli: 非財務情報についても、とにかくできる限り多くの項目が監査済みであることを望みます。難しいことだと承知していますが、当社としては報告書にすでに誰かの目を通していること、企業のストーリーが反映されていることが分かる何らかの独立した意見が得られることが理想です。広範な非財務情報について、より独立したレビューを歓迎します。

本レポートに記載されている見解および意見は、Angeli van Buren氏のものであり、必ずしも組織の見解を表すものではない。

PGGMは、オランダの協同組合年金基金サービスプロバイダーであり、オランダで二番目に大きい年金基金運用会社である。年金運用資産は、2,002億ユーロを超えている。



Absa Asset Management



Cornette van Zyl氏
Associate Portfolio Manager 兼
Investment Analyst

Cornette van Zyl氏 (Associate Portfolio Manager 兼 Investment Analyst) から、南アフリカの資産運用会社におけるESG統合のアプローチについて、見解を聞きました。

PwC: ESGファクターを投資プロセスに組み入れることが重要だと考えているのはなぜですか？

Cornette: 南アフリカでは、ESGを統合することの重要性が、時間が経つにつれ増大しています。当社の顧客（個人投資家および年金基金などの機関投資家）は、企業経営の健全性を不可欠なものと考えており、ESGファクターはその点において重要な役割を果たしています。企業が不法行為により罰金を科され、その結果、株価が多大な悪影響を受けた事例があります。そのため当社の顧客からも、特定の企業への投資を評価する際に当社がESGファクターをどのように考慮しているかについて質問されることが増えています。これは投資の開始時点に限らず、企業の評価や経営者とのエンゲージメントなど、継続的な業務についても同様です。例えばある大手法人顧客の場合、資産運用会社としての当社のデューデリジェンスを行う際は、必ずESGに関する当社の方針や投資プロセスへの方針の統合について問い合わせがあります。

PwC: 貴社では、ESGファクターを投資プロセスにどのように組み入れていますか？

Cornette: 投資目的で企業を検討する場合、財務パフォーマンスやバリュエーションに基づいて相対的なレーティングを決定します。その上で、経営の質、戦略、投資サイクルにおける段階、ESGに関する懸念事項といった主観的な追加情報も利用します。レーティングのうち80%が、財務パフォーマンスとバリュエーションに基づくものです。ファンダメンタルズのバリュエーションと、現在の時価総額、利益の伸び率、セクター特有の事項（銀行の場合は自己資本利益率、製造業の場合は売上高伸び率など）を比較検討します。残り20%はより主観的な評価で、経営者の経験や事業上の慣行、その他の要素（経営者による所有の状況、リスク管理など）をどれだけ高く評価するかに基づきます。

このように、財務的評価が大半を占めつつも、売買の決定を下す前に重ねてESG情報を検討するプロセスが不可欠です。投資チームは、当社見解に基づくポートフォリオや当社が市場で見いだした投資の機会について毎週ミーティングを実施しています。そのミーティングでは、保有銘柄や買いを検討している銘柄に関するESGの懸念事項についても協議しています。

PwC: ESGのレーティングを決定するための情報は、どこで入手するのですか？

Cornette: 第一に、南アフリカは市場が小さいので、当社のアナリストやポートフォリオマネージャーは全員、少なくとも年に二回は企業の経営陣と面談します。その面談を通して経営者の能力や気風に関して十分な洞察が得られるほか、ESGに関する懸念事項がある場合には、それについて話し合う場にもなります。第二に、統合報告書が重要な情報源です。統合報告書からは、企業の戦略やガバナンスに関する情報についての洞察が得られるためです。

当然ながら、当社は年次株主総会で当社の顧客の代理として議決権の行使も行います。仮に役員報酬や特別な取引に関する議案が提出され、当社がその議案に反対することを決めた場合、議決権代理行使に関する当社の正式な方針に基づき、アナリストはその決定の根拠を説明し文書化しなければなりません。すなわち、アナリストが何を検討したか、どんな懸念があるか、当該企業や業界の専門家とどのような議論したかなどを根拠として示します。その企業が当社の投資チームの議論で再び取り上げられたときには、この記録を再度参照しガバナンスに関する懸念を検討することができます。

PwC:南アフリカでは、企業に統合報告書の作成が義務付けられています。統合報告への移行の結果、情報の質や有用性が高まったと思いますか？

Cornette:全体的に高まっています。統合報告が義務付けられたことによる主要なメリットの一つが、経営者が自社の戦略を正式に文書化しなければならなくなったことだと思います。これが企業内部で行われることが重要と考えています。それにより、企業の戦略について経営陣と対話するときに何を考慮すべきかが分かります。

経営陣と面談したときに経営陣の話と統合報告書に記載されている戦略に矛盾があれば、それは経営陣が全てを正直に開示していないか、または自社の戦略が明確に意味するところを十分に理解していない、あるいは株主に対しては、世間一般に向けて言うことと違うことを言っている可能性もあるかもしれません。このことは企業文化に短所があることを示唆しており、投資の観点からは、これらのいずれも間違いなく懸念材料となり得ます。

さらに統合報告により、世間一般が知るところとなる情報が増えると考えられます。概して、利用可能な情報が増えれば増えるほど、市場では情報に裏付けられた投資意思決定が増えます。当社では、必ずしも統合報告書に最初から最後まで目を通すわけではありません（なぜなら、検討すべき企業は多い上に時間は限られているので）が、特定の事柄について追加情報が必要となすときにすぐに閲覧できる有用な内容が記載されています。

PwC:<IR>フレームワークで提唱されている各種資本について、どう思いますか？それらの資本は、貴社で行っている企業の検討方法と一致していますか？

Cornette:E、S、Gは、従前から当社でも使用している用語だと思います。アナリストは一貫性を好むので、今もその捉え方は変わっていません。<IR>フレームワークの全ての資本を網羅しており、理論上問題はないと思います。突き詰めると、投資とは企業のリスクを検討し、その時点でのバリュエーションがその銘柄を購入するときに取るリスクを正当化するものであるかどうかを決定することです。

私の場合、ESG情報を検討するときはリスクを検討します。その企業への投資家として知っているべきであるにもかかわらず、私が知らない何があるのか？<IR>フレームワークの資本は、さまざまな分野のリスクを網羅しているのが有益です。

PwC:統合報告の分野または特質において特に有益なものがありますか？

Cornette:取締役の報酬の開示は、投資意思決定と議決権代理行使の双方に関して、実に有益となり得ます。経営者が企業を運営するときにどのようなインセンティブがあるかを知ることは、経営者が市場に向かって発信した戦略を実行することができるかどうかを理解するのに本当に役立ちます。

金融セクターのスペシャリストである私にとって、リスクレポーティングもまた、間違いなく有用です。シナリオテストや感応度を確認できれば、将来何が起きるかを検討するときに、非常に役立ちます。

PwC:統合報告の利用に関して直面している課題には、どんなものがありますか？企業が変えられることがありますか？

Cornette:統合報告書に都合のいいことばかりを記述し、自画自賛のための手段として使用しているように見受けられる場合がありますが、そのような統合報告書は役に立ちません。当社はバランスの取れた実情を知らなければならぬのです。しかしながら、最大の問題は、統合報告書に記載される情報や公表される指標に、必ずしも一貫性が確保されているわけではないことです。業界ごとにばらつきがあるし、一つの企業においてさえ年々変わっていきつづけます。そうなると、企業間の比較やトレンドの判断が困難になります。標準化の促進が有益だと思われます。アナリストである私にとって最も強力な情報は、長期のトレンドです。さまざまな企業を経年比較できる情報があれば、分析に本当に役立ちます。

PwC:情報の信頼性についてどう考えますか？ESGファクターに関してさらなる正確性を望みますか？

Cornette:情報の信頼性については、それほど懸念していません。情報は信頼できるものと考えています。というのは、企業が明確な達成目標とその期限を説明したものの、後々目標が達成できなくなったり期限が延期されたりした場合には、それを知った市場は株価の下落という形で反応するからです。上場企業に関しては、株主が存在することで経営陣が正直であり続けると考えています。

監査人にチェックしてほしい点は、一貫性です。同じ事柄に関する記述方法は、複数年にわたって一貫しているかどうか。「選択的開示」の問題は、監査人が関与を強化することで貢献できる分野だと思います。

本レポートに記載されている見解および意見は、Cornette van Zyl氏のものであり、必ずしも組織の見解を表すものではない。

Absa Asset Managementは、Absa Group Ltd.の投資・ウェルス部門であるAbsa Investmentsの一部門である。Absa Group Ltd.は南アフリカの最大手市場金融サービスグループの一つであり、パークレイズのメンバーである。

First State Investments



Will Oulton氏
Head of Responsible Investment

Will Oulton氏 (Head of Responsible Investment) から、ESG統合のアプローチについて見解を聞きました。

PwC: ESGファクターを投資プロセスに組み入れることが重要であると考えるのはなぜですか？

Will: 簡単に言えば、より賢明な投資ができると思うからです。ESGファクターや企業文化、経営者の質などの事項を検討しないままでは、仕事の半分しかしていないことになります。ESGを統合することは、当社の投資プロセスの質と根本的に結びついています。投資先として検討している企業の長期的な財務の質を見るときにESGファクターも合わせて考慮しなければ、投資プロセスが最適なものでなくなり、重大なリスクあるいは長期的な価値創造の機会など、重要なことを見逃しかねません。顧客のためになし得る最善の結果を達成するためには、最高品質の投資プロセスを有することが肝要です。

PwC: 最近、貴社のESG統合投資が表彰を受けました。貴社のプロセスはどのような仕組みなのですか？

Will: 第一に、当社は責任ある投資家として卓越するという目標を実現するために、明確な戦略と計画を設定しています。計画には、三つの中核的な柱があります。投資プロセスの質、顧客資産のスチュワードとしての当社の役割、社内の従業員エンゲージメントです。当社では、なぜ責任投資におけるベストプラクティスの達成が重要なのかを、当社内の投資プロフェッショナルや当社の顧客全てが理解できるような文化を醸成することに努めています。

PwC: そうした考え方をどのようにして企業文化に浸透させるのですか？

Will: 責任投資へのコミットメントが全社で受け入れられ、その取り組みが顧客にも当社の事業にも価値をもたらすのだという感覚を共有することが不可欠だと考えます。当社の責任投資原則を推進し、全事業に一貫して適用させることが、課題です。その実践においては、従業員ライフサイクルの全体を視野に入れています。その中では研修や継続的な意識啓発を行い、当社は何をするのか、なぜそれをするのかを全員に周知徹底し、それに関与する機会を持たせます。特に注力している分野の一つが資産運用者自体のダイバーシティーであり、とりわけジェンダーの問題を重視しています。当社では現在、投資チームの性別多様性のレベルを公表しており、毎年公表することを確約しています。責任投資を当社の文化の一部にするべく、取り組んでいるところです。

PwC: 貴社のポートフォリオマネージャーの誰かがESG情報を意思決定に組み入れたいと思ったら、どうすればいいのですか？

Will: それはまさに投資プロセスの問題です。当社の投資プロフェッショナルに対して、最高に質の高いESG情報を最適のタイミングで、かつ最適な形で提供したいと思います。単なるデータではなく、情報でなければなりません。なぜなら大量のデータを選別する時間はないためです。当社では、投資プロフェッショナルが担当する資産クラスに関する要約データをBloombergやFactSetで閲覧できるツールや、当社独自のESGポートフォリオのモニタリングツールを開発しました。掘り下げた情報が欲しいときにはあらゆるデータソースが利用可能になっていますが、加えて、できるだけ簡単に見られるよう取り組んでいます。

投資プロフェッショナルによって扱い方はまちまちです。彼らはESGと財務の双方の観点から企業の質を検討しています。財務とESGのデータポイントは、投資分析のプロセスと意思決定への重要なインプットです。入手できる情報をもとに決断を行う際も、投資プロフェッショナル自身の知識や判断を用いることが重要です。

PwC: そうなると、具体的な基準やスクリーニング方法は決めているのですか？除外リストについてはどうでしょうか？

Will: 除外事項が一つあります。議論になっている兵器への投資に関するオランダの規制に基づくものです。しかし当社はネガティブスクリーニングを行うタイプの会社ではありません。質の高い企業を探していけば、物議を醸すような企業はポートフォリオに入りにくくなります。

PwC: 貴社の投資プロフェッショナルはBloombergやFactSetからデータを取って、キャッシュフローのモデル化を行っているのですか？あるいは経営者の予想や見解の調整が優先ですか？

Will: 当社は、市場は効率的ではないと考えています。従って、そうした理論をもとに運用されるモデルはどれも実際の役には立たないと考えています。そのため多くの財務モデルが価値あるものかどうか、基本的には非常に懐疑的です。投資先を検討するに当たって投資チームは多くの作業を行います。その作業には基本的な財務分析も含まれると思われませんが、最終的には投資を検討している企業の経営者のモチベーション、戦略、企業文化を調べます。好きなモデルを使って構いませんが、経営者の質が低い場合、非常に高い確率でいずれ問題が起きたり、少数株主の権利が保護されなかったりする恐れがあります。

エンゲージメントは、当社の投資プロセスにおいて必要不可欠な要素です。エンゲージメントでは、レターを書く話をするのではなく、企業の取締役会や経営者との交流のプロセスについて話し合います。そのためには対面での面談が必要です。当社は面談した企業、および少なくとも5年は保有する企業のポートフォリオへの組み入れ率を追跡し、報告しています。これは、当社の確信が正しかったかどうか、および本当に長期的な視野からの投資をしているかを確認するためです。顧客に代わって資産を保有する者としてそうした責任を負っているのですが、これは、家を所有することと少し似ています。借家の場合はそれほど手をかけませんが、持ち家ならば熱心に手入れをするものです。

エンゲージメントに関して有効だと思われるツールの一つが、レピュテーションリスクの追跡ツールです。メディアや市民社会からの情報源が含まれ、企業が直面するリスクや発生した事件について知ることができます。そうした事件に関する質問に経営者がどのように答えるかを見れば、多くのことが分かると思います。とりわけ事業をどう理解し、どう見通しているかが分かるでしょう。

PwC: 最近、誰もが「長期的な投資」と言いますが、貴社が言うところの「長期」とは、どういう意味ですか？

Will: 幅広い資産クラスを保有するグローバルな資産運用会社の当社には「長期」について単一の定義はありません。インフラ関連株を直接保有する場合、おおむね12年～15年程度でしょうが、短期金融市場ビジネスに目を向けると、30日物の預け入れも視野に入れており、本当にまちまちです。平均すると、株式の場合で約5年～7年です。当社のポートフォリオの中には、25年間保有している銘柄もあります。行動の原動力として、インセンティブは重要です。当社では、1年、3年、5年の期間で投資プロフェッショナルに対してインセンティブを付与していますが、特に3年と5年を重視しています。

PwC: 企業を検討するに当たり、企業レポートの中で有用性の高い要素は何ですか？また、改善に向けて企業は何ができるのでしょうか？

Will: 当社の投資チームは特定の事項、例えば環境データなどに関しては、サステナビリティ報告書を検討することがあります。しかし重要なのは、そのセクターや市場における企業間の比較可能性です。財務データと非財務データのいずれも、比較の方法が重要です。財務情報についてはBloombergやFactSetなどの情報ベンダーが、容易に比較できる機能を提供しており、そこから入手が可能です。

当社はアクティブ型の運用をしており、可能な限り企業をよく理解するために、企業に深く関与するアプローチを取っています。しかし、パッシブ型のインデックス投資を行う大手運用会社の中には、当社が可能かつ実際に行っているような方法で投資先各社の詳細な情報を把握するだけの能力がない、またはその必要がないところがあるのも事実です。そのような机上での調査を行う運用会社の場合には、アニュアルレポートが最も有益です。

PwC: データプロバイダーから入手した財務情報やESG情報の信頼性をどのように確保するのですか？そのような情報を保証することの重要性について、どう考えますか？

Will: 幸いなことに、財務情報に関するあらゆる不正は、めったに起きません。投資家は企業に対して、国際的に認められた会計基準に準拠し、少なくとも期日までに会計情報を提示するものと期待しています。問題が起きる可能性があるのは、租税に関する偶発債務や納税、役員報酬の制度などに関する報告書や会計情報を解釈しようとするときです。

ESG情報の課題は、国際的に認められた標準がないことです。そのため比較だけでなく保証も困難です。将来、非財務のパフォーマンスの保証を行う新たな分野が現れるかもしれませんが、その日が近いとは思いません。報告基準に関する規制枠組みが欠けていると思います。

本レポートに記載されている見解および意見は、Will Oulton氏のものであり、必ずしも組織の見解を表すものではない。

First State Investmentsは、グローバルな資産運用会社であり、オーストラリアのCommonwealth Bankの一部門である。世界各国の機関投資家、年金基金、ホールセールディストリビューター、投資プラットフォーム、財務アドバイザーおよびそれらの顧客のために、約1,032億1,000万ポンド(2016年3月現在)の資産を運用している。

Deutsche Asset Management



Christian Strenger氏
取締役

取締役であるChristian Strenger教授、Portfolio Managerを務めるSusana Penarrubia氏から、ESGファクターを投資プロセスにどのように適応させているか、また統合報告が自社にとって有用であると感じているか、見解を聞きました。

PwC: Strenger教授、優れた統合報告書が投資家にもたらす主要なメリットは何だと思えますか？

Christian: 統合報告により、ポートフォリオマネージャーが取るアプローチの強化が可能になると考えています。企業がビジネスモデルを明確に説明する方法、インプットとアウトプットの間を明らかにする方法が得られることが主要なメリットです。最良の統合報告書は、細部を重視したものです。ドイツのSAPは優れた例ですが、それを見ると「当社は従業員の健康保護策としてXに投資し、その結果、病気欠勤日がY日減少しました」と記載されています。従ってこれを見れば、純利益に対する影響を具体的にモデル化し、価値創造に関連する主要なリスクや依存関係を説明することができます。

PwC: 将来、企業レポーティングにどのような進化を期待しますか？

Christian: 統合報告の普及が進む中、世界中の企業が一貫性のある報告をするように促す必要があります。どのセクターにも関連する項目と、セクター特有の細分化された詳細な項目を明確に区分すると良いでしょう。当行はアクティブ運用を行っているので、問題を掘り下げたいのです。従ってセクターを意識した詳細なレポーティングが、非常に有益なのです。

PwC: レポーティングの質は、貴社の投資意欲に影響を及ぼしますか？

Christian: 企業の透明性が向上すれば、ますます投資に前向きになりますが、最終的な決定は、経営者の質によるところが大きいです。企業が目的を達成せず、失望させられるリスクが存在することは言うまでもありません。優れた統合報告書のカギは、良い経営者と良いガバナンスを反映することです。透明性が向上すれば、市場は投資の増加や有利なデットファイナンス、エクイティファイナンスで報いてくれます。

PwC: 貴行では、ESGに関する事項を組織全体のプロセスにどのように統合していますか？

Christian: ESGはあらゆる株式投資や債務投資に深い関係があると考えています。当行では、投資チームが統合的に分析、リサーチ、ポートフォリオ運用を行っています。ESG投資方針への遵守状況を、取締役会で定期的に議論しています。さらに、当行の法人顧客に対しても、そのメリットを広めています。当行の投資アプローチ全体にESGを組み入れると同時に、ESG特有の商品や、ESG情報を加えて検討する仕組みも提供しています。

PwC: Susanaさん、ポートフォリオマネージャーとして、どれくらいの頻度で、投資先企業または投資を検討している企業のアニュアルレポートに目を通すのですか？

Susana: アニュアルレポートに目は通しますが、全部を読むわけではありません。ポートフォリオ全体だと膨大な量の情報を受け取ります。アニュアルレポート、CSR報告書、資本市場についての日次レポート、四半期報告書など、銘柄ごとに1年当たり優に1,000ページ~1,500ページになります。ただ、実際に検討するのは、アニュアルレポートの情報の30%程度でしょう。

PwC:どのようにして、投資意思決定プロセスに幅広いESGファクターを組み入れているのですか？

Susana: 投資プロセス全体に幅広いファクターを組み入れています。企業分析のデータベースには、当行独自の尺度を3項目組み込んでいます。ESG評点、レピュテーションリスク評点、炭素排出量の三つです。

ESGデータのプロバイダーから指標やKPIを入手し、それらを当行独自の評点システムで処理して、ESG評点を決定します。レピュテーションリスクについては、自社のソフトウェアを使って外部データプロバイダー6社〜7社の指標とソーシャルメディアのデータを組み合わせます。炭素排出量に関連する情報は、外部プロバイダーから入手しますが、当行は現在、他の重要な環境パフォーマンス評価を織り込んだモデルを開発中です。

PwC:企業の具体的なESGの状況を財務モデルに組み込むことは、容易なのですか？

Susana: 当行がやろうとしているのは、ある銘柄を保有することの期待リターンと、そのことで負うリスクの比較です。顧客のために両者の最善のバランスを常に探っています。価値の創造またはリスクの低減のために企業がESGリスクをどのように管理しているかを理解したら、私はそれを財務モデルに組み入れます。残念ながら、現時点では企業のESG報告書では主なファクターと財務の数値がどう関連しているか、実際の関係が示されていないことが多いです。しかし、それにもかかわらず、各企業は当行がESGファクターの価値を認めないと不満をもらします。幅広いESGファクターが企業の戦略に統合されていることはほとんどなく、企業はESGファクターが価値創造にどう結びついているかを説明することができません。企業が両者の関係を説明できていないのに、どうやってESGファクターを財務モデルに組み入れればいいのかのでしょうか？

統合報告書の情報を予想損益計算書や予想キャッシュフローに反映させることができるなら、数値を直接調整するでしょう。それが理想的であるのは確かですが、残念ながらほとんどの場合、リスクの低減か全体的なリスク管理を見極めることしかできません。その場合、割引率の調整以外の選択肢はありません。

例えばある株式の市場取引価格が現在100ユーロで、私のキャッシュフロー・バリュエーション・モデルによる評価額が120ユーロだとします。もし私が主要リスクの数値を直接何ユーロだと明確に言えない場合、割引率を引き上げるか、潜在的なダウンサイドリスクを大まかに、例えば10%などを見積もり、その潜在コストを算入してモデルを修正することになります。そうすることで、ようやく予想リターンが算出できるのです。

PwC:ESGに関する理由のみで、銘柄をユニバースから除外することはあり得ますか？

Susana: 当行には除外リストはありません。なぜなら、公に開示されている情報のみに基づいて算出されたレーティングにより企業を除外することは、限定的すぎると考えるからです。多くの企業、とりわけ中小企業はレーティングの基礎となる情報を公表していません。

私は、自分のポートフォリオやベンチマークとなる全ての企業の最新リストを常に持っています。ベンチマークは、そのパフォーマンスを上回ることを目指す企業の指標であり、ESGレーティング、リスクレーティング、炭素排出量などが含まれます。得点によって全てA〜Fまでの間でランク付けされており、A〜Cは上位企業、Fが一番下です。得点が低いからといって必ずしも投資しないわけではありませんが、DやEに落ちた下位銘柄の買いを検討している場合、買いの決定を投資委員会の会議に諮る前に、その決定が正しいことを証明するための追加作業が必要です。当該企業が、自社のセクターにとって重要な指標の一部を考慮していないか、あるいは小企業であるため開示が限定的であるかもしれません。

PwC:企業が統合報告を拡充すれば、投資を受けるチャンスを増やせるのですか？

Susana: ESGに関してはこれまでになく多くの課題が認識されていますが、ESGレーティングは今もまだ、財務への直接的なコストやメリットを示すものではなく、ESGパフォーマンスの全体的な感触を提示しているに過ぎません。自社の評価の背景にある情報を取り出し、価値の創造または破壊との関係を示すことが企業に求められています。そうしたコミュニケーションの質の向上を先駆的に行う企業についてはモデル化が容易になり、統合報告が本当に有用となり得ると考えます。

企業の評点が低い場合に私がまず行うのは、エンゲージメントです。ESGをどう考えているのか、目標が何か、向こう12か月にわたり期待できることは何かを企業と話し合います。次に開示の拡充を求め、改善を促します。これは当行の非常に重要な業務の一つです。情報がなければ、モデルに組み入れることもできないからです。

企業が統合報告を実現するのに数年かかるとしても、当行は一貫して統合報告に向けた取り組みを求めています。投資家の疑問に真に答えることができる一つの統合報告書を作ることは、最終的には費用対効果が高い方法だと考えます。統合報告書を要求しない投資家が多いですが、それは、投資家がメリットを理解していないからであり、統合報告書が役に立ちそうもないと判断したからではないと思います。

本レポートに記載されている見解および意見は、Christian Strenger氏およびSusana Penarrubia氏のものであり、必ずしも組織の見解を表すものではない。

Deutsche Asset Managementは、世界のトップクラスの投資運用組織の一角を占めており、運用資産は約7,390億ユーロ(2016年6月現在)である。Deutsche Bank Groupの一員である。



Herman Bots氏
Head of Fundamental Equities



Claudia Kruse氏
Managing Director for
Sustainability and Governance

Herman Bots氏(Head of Fundamental Equities)、**Claudia Kruse氏**(Managing Director for Sustainability and Governance (S&G)、IIRCメンバー)から、ESGファクターを投資プロセスにどのように組み入れているか、また統合報告が投資家としての自社にとってどれだけ有用となり得るかについて見解を聞きました。

PwC: 貴社は、ESGファクターを投資プロセスに組み入れることについて積極的に発言しています。ESGファクターの組み入れは、組織としての貴社にとってなぜ重要なのですか？

Herman: ESGの組み入れが極めて重要であると考えられる理由が、大きく二つあります。第一に、当社はオランダの年金基金から委託を受けていますが、それらの年金基金は責任ある資産保有者であることを非常に重視しています。そのため、投資先企業が直面しているリスクや機会を十分に理解し、必要に応じてその行為の改善のために投資先企業との間でエンゲージメントを行うということを徹底する必要があります。

第二に、事業を営むための社会的な許諾という点で、現実的なバリュエーションリスクがあります。企業が負の外部性によりキャッシュを生み出している場合、現時点でその外部性に明確な価格がなかったとしても、それを考慮に入れようと努めることが必要だと当社は考えます。

当社は全ての所有について、極めて正当な理由の下で行いたいと考えています。

PwC: 分析や銘柄選択に際し、ESGファクターをどのように組み入れるのですか？

Herman: 企業価値の80%以上は長期(3年超)に基づくものだと考えているので、企業戦略や、その戦略が企業が事業を展開する市場にどのように適合しているのかを検討します。例えば企業が事業を展開する市場が価格主導型かイノベーション主導型かを確認し、次に企業が公表した戦略目標とどこまで適合しているかを評価します。

当社は通常、企業の見直し、参入市場、市場での企業のポジショニングについて、努めて長期的な見方をします。それをバリュエーションに組み入れ、その時点での株価がバリュエーションを下回っている場合には投資し、上回っている場合には投資しません。

PwC: <IR>フレームワークでは、六つの資本が提示されています。貴社の考え方もこれと同じですか？それとも貴社独自のシステムがあるのですか？

Claudia: 当社は独自のアプローチを開発しています。当社の顧客には明確な責任投資方針があります。その方針は国連グローバルコンパクトの十原則をもとにしたものであり、当社のエンゲージメントもその方針に従って行います。<IR>フレームワークで提唱されている資本は、当社にとって重要性の高いパフォーマンスの側面を捉えていますが、当社のアプローチの指針になってはいません。当社は、企業のガバナンスについても検討します。企業の経営手法は、収益性に実際に影響を与えるとともに、全てのESGリスクに潜在的な影響を与える可能性があります。

Herman: そのとおりです。全ての企業に一律に同じ行動を求めるわけではありません。銀行に石油流出時の対応計画を持つことは求めませんが、石油会社やガス会社に関しては、その計画が整備されていれば非常に高く評価します。同一のセクター内でも、微妙な違いを認識する必要があります。むしろ「この種のリスクエクスポージャーがあるなら、この種のリスク管理を実施する必要がある」という話になります。

PwC: ESGファクターをバリュエーションにどのように組み入れるのですか? 何らかのスコア評価または調整を用いているのですか?

Herman: 体系的なアプローチで行います。外部の格付け会社の支援を受け、各企業のどこにリスクが存在する可能性があるかを識別し、一種のヒートマップを作成します。リスクの上昇が識別された場合の対応方法は複数あります。サステナビリティ・アンド・ガバナンスチーム(S&Gチーム)と協力してエンゲージメントを行うか、あるいはリスクが非常に深刻であり、経営者がエンゲージメントに対応しないときには、その銘柄を避けます。

主要なESGリスクについては、さまざまなリスクファクターのシナリオ分析を行います。例えば、炭素排出量に関して生じ得る価格を検討し、各シナリオの発生確率と対応させます。確率に影響額を乗じてコストを算出し、次にそれを企業のバリュエーションに組み入れます。例えばある石油会社の調整内容が別の石油会社と異なることがあり得ます。なぜなら両社とも同様に流出リスクを抱えていても、一方に非常によく練り上げられたリスク管理プロセスや対応システムがあれば、その企業の潜在的影響は低くなります。この違いは極めて重要であり、当社はこれをバリュエーションに反映させたいと思います。

それを適切に行うためには、エクスポージャーや影響の可能性について十分に理解しなければなりません。炭素など比較的容易にモデル化できるものもあれば、モデル化が難しいリスクもあります。

PwC: Botsさんや貴社のアナリストは、投資先として検討している企業の年次レポートをどのくらいの頻度で見ますか?

Herman: ほとんどの場合、少なくとも8割~9割は、米国の証券取引委員会への提出書類か年次レポートを見るでしょう。とはいえ、そうした文書には宣伝文句が多いことが一つの問題になっており、最初から最後まで読むことが最適な時間の使い方とは言えません。当社は常に、まず情報源に当たり、次に補足情報を見ます。企業が自社について何を述べなければならないかということが、本当に重要な出発点です。

PwC: 企業は情報を自社のレポートに適切に組み入れていると思いますか? 適切だと思ふ場合、それにより予測が容易になっていますか?

Herman: 予測の向上にはあまり寄与しません。主なメリットは、経営者との有益な議論が促進されることです。企業が自社の市場やビジネスモデルの状況に照らして戦略を語り、重要な財務パフォーマンスや業務上のパフォーマンスと戦略のつながりを明確にすることを促進するという意味で、役に立っています。統合報告は良い出発点になります。数字しか見ていなければ、全体の状況に即して考えることは難しいです。たとえ当社のセクタースペシャリストの一人が外部の情報を持ち込んでそれを可能にしたとしても、経営者の考え方のプロセスを知ることは、やはり有益です。

Claudia: 当社は、顧客のために多様な投資戦略を有しており、各戦略においてさまざまな方法でESG情報を活用します。例えば、当社のクオンツチーム(コンピューターベースのモデルを使って行う定量分析を用い、意思決定のための情報を提供するチーム)は、報告書の膨大な量の情報をスキャンできるデータ・マイニング・ツールを利用します。これにより、ESGに関する事項のうちどれが有用な意思決定ツールとなり得るのかについて、考えをより明確にすることができます。当社ではESG情報の統合に向けて、全チームが積極的な連携に乗り出しています。S&Gチームとクオンツチームは頻りに協議を重ねています。いずれのチームにも、ESG問題の統合推進を担当する専任スタッフがいます。

PwC: ガバナンスに関する作業と、経営者との対話の間には、明確なつながりがありますか?

Herman: ガバナンスに関する作業は、その全てが経営者との対話に集約されます。経営陣との面談には、S&Gチームもポートフォリオ・マネジメント・チームと共に同席します。責任ある行動が、当社にとって重要であるというメッセージを発信しています。エンゲージメントによって行動が改善された場合、優れた投資機会のさらなる向上が確保できるため、当社はエンゲージメントを必須と考えています。

Claudia: 多くのガバナンス活動を行うことの価値は、企業との対話の質を強化するという点にあります。取締役会が戦略目標を設定し、パフォーマンスを評価する際に、幅広いリスクやステークホルダーをどこまで考慮しているかを理解することが極めて重要です。

PwC: 貴社は、幅広いインプットを利用していますが、利用する情報の質への信頼をどうやって確保するのですか? 情報が監査を受けられることを望みますか?

Herman: 多くの場合、ESG情報の監査には基準がないという問題があります。NGOが健闘していると思います。例えばCarbon Trackerでは、企業の主張を相互に参照することができます。当社は全ての情報を必ず他の情報源と相互に参照します。監査は有用でしょうが、顧客満足度やネット・プロモーター・スコアなどに関して基準が設けられるまでには、しばらく時間がかかるでしょう。

Claudia: 現段階で未監査のデータを拒否することは現実的ではないので、それはしないのですが、こうした幅広い範囲のデータが監査を受ける方向、あるいは、まずは少なくとも監査可能とする方向へ向けた動きを強力に推進しています。

PwC: 最後の質問です。貴社の仕事の助けとなるよう、企業レポートの何かを一つ変えるよう要請できるとしたら、何を要請しますか?

Claudia: 私が望むのは、報酬やインセンティブの構造と、気候変動など幅広いファクターに関する目標やターゲットとの関連性を示してもらうこと、そして社内での関連する議論によってどのような洞察が生み出されてきたかを理解することです。

Herman: 現時点では、企業が考え得る全てのリスクが、そのまま報告書に放り込まれています。これをランク付けしてほしいのです。「これが最も重大なリスクです。これが二番目に重大なリスクです。そしてこのようにリスクを管理しています」といった明確なランクを示してほしいと思います。リスクを定量化する必要はありません。定量化は、評価する側の投資家である私の仕事です。

本レポートに記載されている見解および意見は、Herman Bots氏およびClaudia Kruse氏のものであり、必ずしも組織の見解を表すものではない。

APGはオランダを拠点とし、世界最大手の団体年金制度管理者の一角を占めている。幅広いセクターの年金の制度管理、資産運用およびコミュニケーションを担当し、年金資産総額は、4,330億ユーロ(2016年6月現在)となっている。

お問い合わせ先

PwCあらた有限責任監査法人

〒104-0061 東京都中央区銀座8-21-1
住友不動産汐留浜離宮ビル
TEL：03-3546-8450（代表）

三橋 優隆

パートナー
masataka.mitsuhashi@pwc.com

田所 健

パートナー
takeshi.tadokoro@pwc.com

伊藤 嘉昭

パートナー
yoshiteru.ito@pwc.com

久禮 由敬

パートナー
yoshiyuki.kure@pwc.com

菅野 晋作

ディレクター
shinsaku.s.kanno@pwc.com

三代 英敏

マネージャー
hidetoshi.mishiro@pwc.com

中村 良佑

マネージャー
ryosuke.nakamura@pwc.com

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、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。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、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、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、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157カ国に及ぶグローバルネットワークに223,000人以上のスタッフを有し、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2016年8月に発行した『It's not just about the financials - The widening variety of factors used in investment decision making』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。

電子版はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。 www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/investor-view/iirc-investor-study.html

日本語版発行月：2016年11月 管理番号：I201609-1

©2016 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.