

海外の投資家を中心に、ESG（環境・社会・ガバナンス）の視点は必須要件となりつつある。日本でもスチュワードシップ・コードが導入され、投資機関と企業の対話が本格的に始まろうとしている。フロンティア・レポートでは、今年度4回にわたり、社会的瀨金フォーラム会長の荒井勝氏にESG投資について解説していただく。今回は、そのシリーズ第3回目である。

第1回・第2回で述べたように、国内外の機関投資家によるESG投資やエンゲージメントは今後さらに拡大すると考えられる。このため、企業にはこれまで以上に高いレベルの情報開示が求められるようになる。

### 統合報告書を読んで気になる投資家視点

最近では統合報告書を作成する日本企業が増えている。IIRCの統合報告フレームワークに沿ったことで明らかに改善し、わかりやすくなっている。だが、疑問に思う点もある。投資家視点の開示がこれまで以上に盛り込まれたかという点必ずしもそうではない。

その原因は、統合報告フレームワークが示す指導原則や内容要素に沿ってはいても、投資家が本当に知りたい点についての認識はこれまでと変わっていないためと思える。特に、方針や戦略について記述が不十分なケースが日本企業では多い。また、環境に関する開示はかなり良いが、社会やガバナンスの項目の開示が十分ではない。開示すべき点の理解が十分でないためと考えられる。

### 「簡潔」とはページ数を減らすことではない

もうひとつ気になることがある。よくまとまっただけはいるが、物足りなく感じる点である。深掘りされていない印象が残る。

「こんなに厚いレポートを投資家は本当に読むのですか？」

あるCSRの専門家からこう聞かれたことがある。海外のアンニュアルレポートを検討した時のことだ。140ページを超えるレポートであり、100ページを超えるサステナビリティ・レポートも別にあるからだ。

「読みますよ。ページ数は多いけれども分かりやすいレポートですから。」

私はそう答えている。ページ数が少なければ分かりやすいかといえば、そうではない。企業内部の人には当たり前でも、詳しく説明しないと外部の投資家には理解しにくいケースもある。情報不足であれば、投資家は企業のウェブサイト情報を自ら探すが、企業に質問しなければならない。

統合報告フレームワークに示された点を考えてページ数は増えるとも思われるのだが、前年度までのアンニュアルレポートやCSRレポートのページ数にむりやり収めてしまった印象がある。むだに厚くする必要はないが、詳細は自社のウェブサイトのどこを参照すればよいのかを示すような工夫も併せて必要であろう。

### FTSE4Goodなどを参考に投資家視点のチェックを

投資家視点については、FTSE4Goodの新基準などをベンチマークにすればかなり解決すると考えている。DJSIの質問事項や、EIRIS、oekomなどの評価機関による評価もチェックリストとして活用すれば、投資家が知りたい項目の漏れを効率的に減らすことができると考えている。特にFTSE4Goodが良いと思うのは、現時点では最新の基準であり、企業に求められるESG情報項目がうまく整理されていると考えるからだ。

評価機関にとって、評価基準の大きな改訂をすることは機関投資家からマイナスと考えられる可能性がある。実際に日本の機関投資家の一社からは、FTSE4Goodの採用を検討してもよいと思ったが、今回の改訂でデータとの連続性が失われるので採用しなかったとのコメントを個人的にもらっている。これほどの大改訂であると過去のデータとの比較が困難となり、シミュレーションの際にも扱いが難しくなるというのは、もったもな指摘である。



FTSE4Goodは、そのようなリスクを認識しているにも関わらず大改訂を断行した。私はFTSE4Goodのアドバイザリー委員会のメンバーおよび基準委員会のメンバーとして過去一年以上にわたり毎月4時間の会議に電話で参加し、日本企業の評価に大きく関わるガバナンスについても特に積極的に発言してきたが、今回の大改訂は良かったと考えている。海外の投資家の反応も良いとFTSEから聞いている。

指数会社や評価機関による現在の企業評価方法は、2000年前後にポジティブ・スクリーニングとしてスタートしている。その後も時代を反映して、各社が評価項目を追加し、また部分的に変更してきた。しかし、それらの評価方法は2000年当時にはベストな手法であったと思うが、2006年以降に急増しているESG投資やエンゲージメントを重視する年金基金などのメインストリームの投資家が各社の評価項目を利用しようとすると、必ずしもうまく整理できているとは言えない。ESG投資とメインストリーム化に十分に対応できていない。

過去データとの連続性などの問題がありながらも、FTSEが大変な時間をかけて大変更を行ったのは、根本的に整理し直すことが必要と認識したためであり、年金基金などのメインストリームの機関投資家がこれから必要とするESGの情報とデータを提供するためには変更が必須と考えたためと言える。FTSE4Goodの新基準を改めて他の基準と比較してみたが、その印象はさらに強まった。

もうひとつの世界的な責任投資指数のDJSIにおいては、ベストプラクティスという手法を採用している。このため各業種の中でもかなり上位の企業しか指数に組み込まれない。この手法はサステナビリティに本当に優れた一部の企業を選び出す目的にはかなっているが、通常の国際的分散投資の手法の中でESG評価を組み込む目的には向いていない。銘柄数が少ないことや業種や国の偏りがポートフォリオに出るためだ。またDJSIは経済側面も一部評価に組み込んでおり、ESGと区別ができない。このため、機関投資家のアナリストが評価する項目と重複する部分が生じる問題がある。また、DJSIは運用会社であるRobecoSAMが評価を行い、さらにアンケート方式により公開していない企業情報を求めるとしている。しかし、最近では指数の透明性が求められるようになってきている。このように、DJSIは現在のESG投資にはそぐわない面があると考えられる。評価会社も、現状では評価項目の内容がESG投資で利用するにはESG項目のバランスなどが整理されていない印象を免れない。

企業が投資家向け情報開示を検討する際に、FTSE4Goodの新基準が参考になると考えるのは、このような点も含めて、現状では長期投資と企業価値を重視する公的年金基金などの要望に最も合致していると考えからだ。また、世界の大手機関投資家やNGOなどが企業の課題と考える最新項目を整理したのがFTSE4Goodの新基準とも言える。

こうした評価項目を活用して投資家向けの開示を改善すれば、統合報告書やCSR報告書はさらに良いものとなる。世界の機関投資家に向けた日本企業の開示が高く評価されるためにも、そうなることを期待している。

FTSE4Goodの新基準に関する次の文書は記載のURLからダウンロード又はご覧ください。

FTSE ESG Ratings Methodology and Usage

<http://www.ftse.com/products/indices/f4g-esg-ratings>

FTSE4Good Inclusion Criteria

<http://www.ftse.com/products/indices/FTSE4Good>

Ground Rules for the FTSE4Good Index Series

[http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE4Good\\_Index\\_Series.pdf](http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE4Good_Index_Series.pdf)



### 荒井 勝

社会的責任投資フォーラム会長  
企業価値リサーチ・インスティテュート  
代表理事  
(株)イースクエア特別顧問

FTSE4Good政策委員会メンバー・基準  
小委員会メンバー  
CDP Japanアドバイザリーグループ委員  
エコステージ協会第三者評価委員

大和証券を経て、大和証券投資信託委託勤務。主に運用業務に携わり、取締役兼専務執行役員・運用本部長、顧問を経て、2012年退任。責任投資に2003年よりかかわる。投資信託・責任投資に関する執筆多数。