

ESGと企業評価

～ ESG、責任投資、スチュワードシップコード、SDGs ～



RESONA

2017年12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.

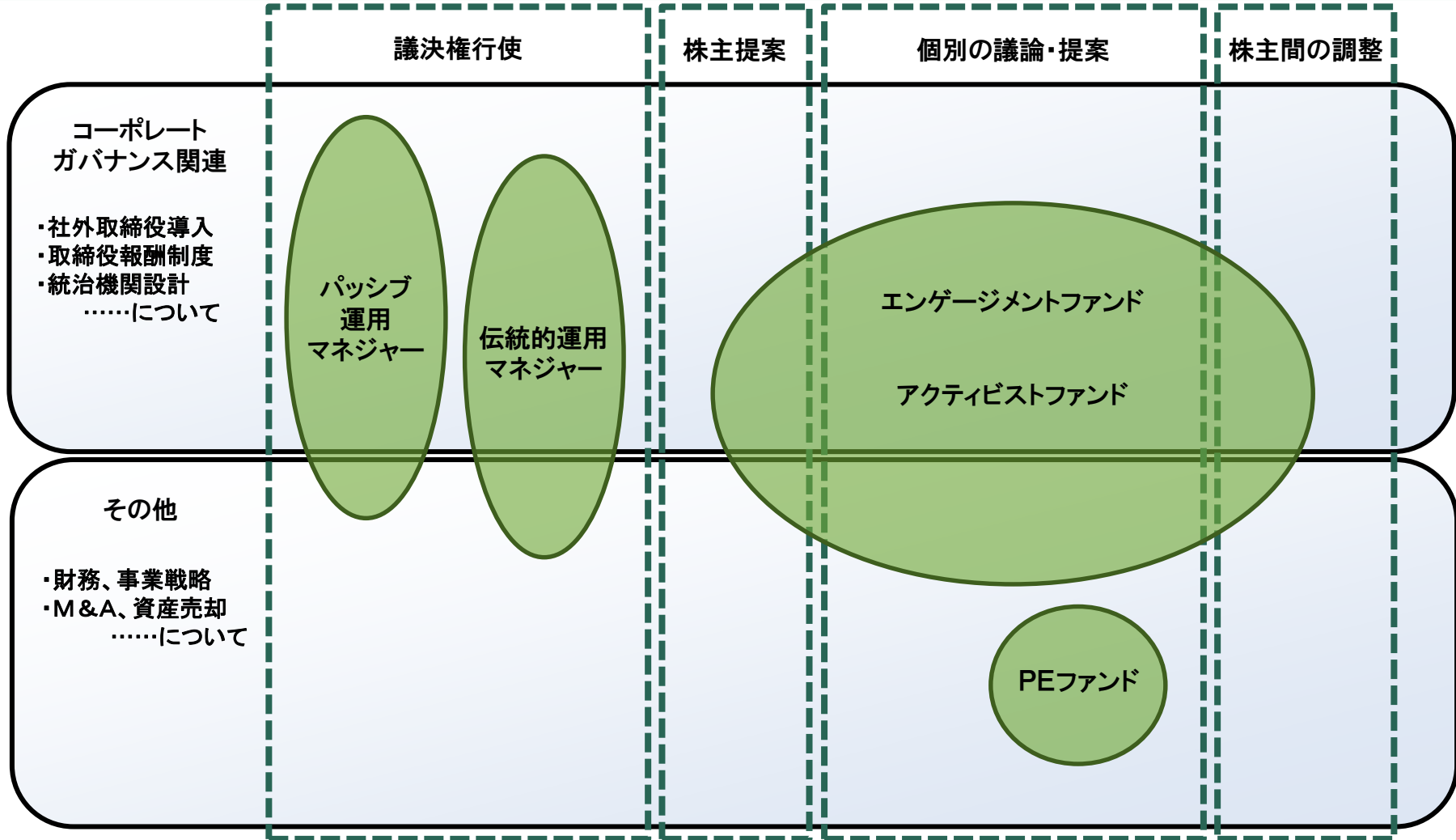
1. コード、受託者責任、ESG
2. ESG投資について
3. SDGsへの取り組み
4. 企業情報開示
5. リそなの責任投資
6. パッシブエンゲージメント
7. アクティブエンゲージメント
8. ESGトピック

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

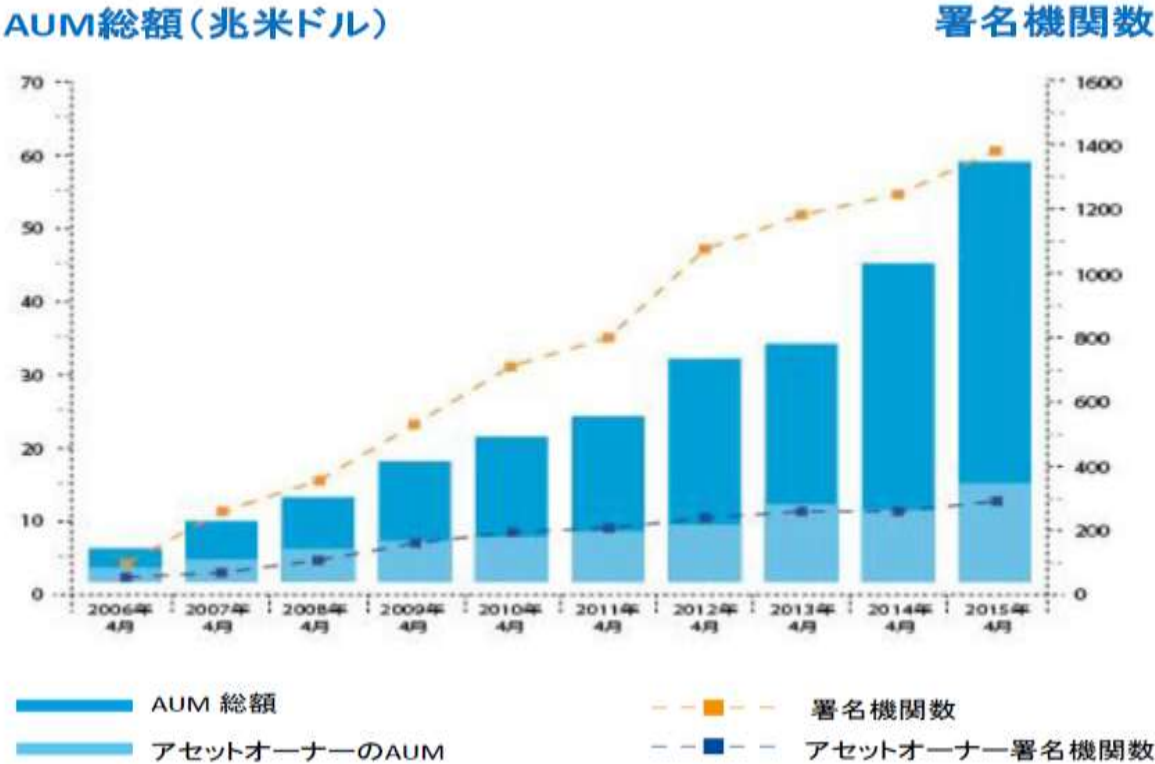


- ・ 長期投資家(資産保有者)は年金ファンドが中心。年金ファンドの内訳は公的年金が200兆円、私的年金が100兆円
- ・ 両セクターとも国内株式投資割合は概ね20%。残高では60兆円(300兆円×20%=60兆円)ほどが長期投資家による国内株式投資残高となる。
- ・ このうち、TOPIX等の市場ベンチマークを上回ることを目指す運用をアクティブ運用、市場ベンチマークに追随する運用をパッシブ運用であり、概ねアクティブ運用残高は20兆円、パッシブ運用残高は40兆円。(ただし、資産保有者が直接株式投資することではなく、機関投資家(資産運用者)を通じて、株式投資を行う)

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)。PRIは、2006年に国連環境計画(UNEP)と国連グローバル・コンパクト(UNGC)を推進母体として設立され、アセットオーナー、運用会社、サービスプロバイダーの3つのカテゴリーの合計署名機関数は、2016年9月末で1,506機関。運用残高62兆ドル



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)、 **受託者責任、 E S G**

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)

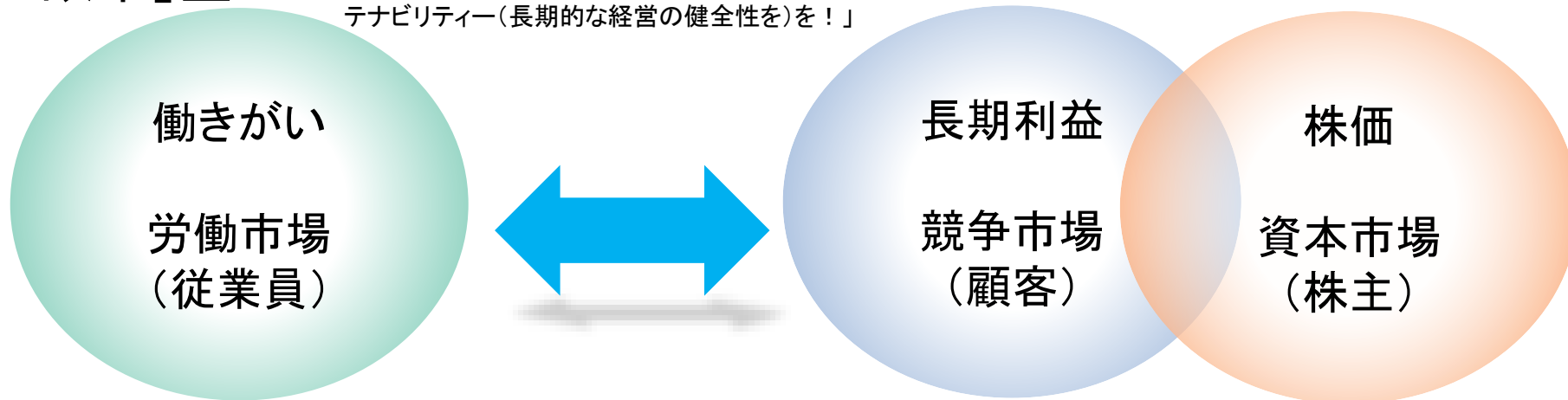
(出所)「企業価値向上の観点からのコード(原則)の活用～各国の取組みと日本への示唆～」月刊資本市場 2013.09より作成

投資家・企業・従業員の関係

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

「欧米」型

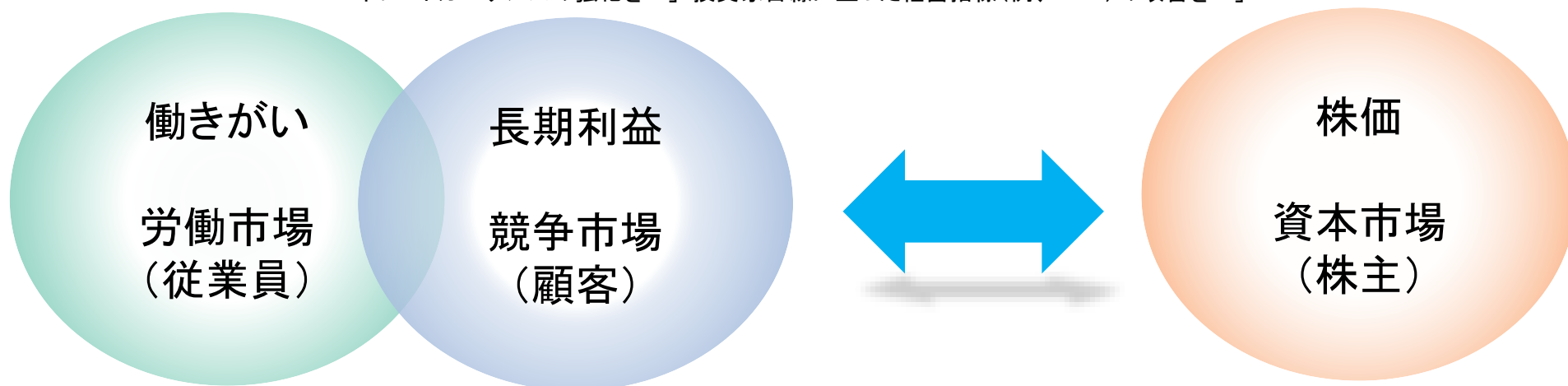
「ほっておくと経営が株主の方を向きすぎるので、もう少し従業員や社会を向いた施策と取り入れるべきだ！」「企業のサステナビリティ（長期的な経営の健全性を）を！」



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

「日本」型

「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！」



責任投資とは

投資意思決定およびエンゲージメントを含む株主行動において
環境、社会、コーポレートガバナンス(ESG)の要素を考慮する投資行動

① 財務的動機

ESGに配慮して投資することが、長期的には、リスクを考慮したリターンとして合理的であるという考え方。

② ユニバーサル・オーナーシップ

ESGに配慮して投資することで、健全で持続可能な社会・市場を維持することが、ポートフォリオ全体のパフォーマンスにつながる、という考え方。

③ 非財務的動機(または社会的責任)

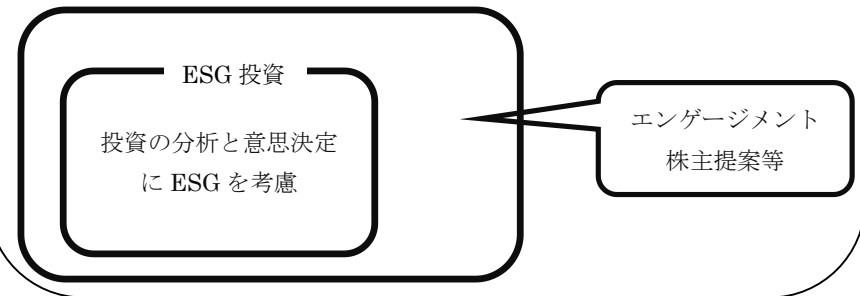
基本的人権の保護など、国際的に受け入れられた規範を尊重する立場。

1. 責任投資 = ESG投資

ESG投資は責任投資の別の呼び方に過ぎず、全く同じ内容を指すと考える立場

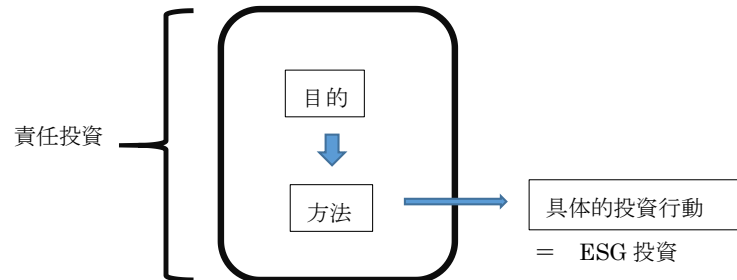
3. ESG投資は責任投資の一部(行為に着目して)

ESG投資は、責任投資の方法のうち、投資の分析と意思決定にESGを考慮する方法を指す、と考える立場。責任投資には、ESG投資の他にエンゲージメントなども含まれる。



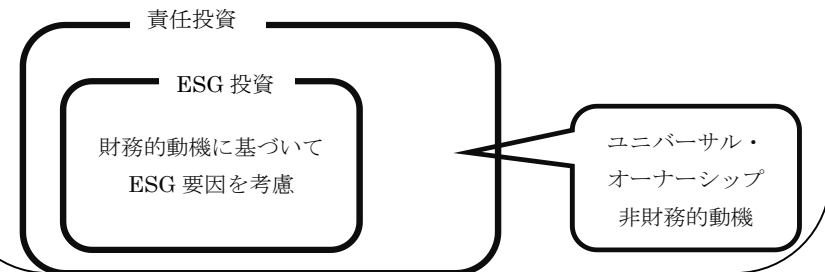
2. 責任投資は抽象的概念、ESG投資は具体的な投資行動

責任投資という言葉は目的と方法論を含む抽象的な概念であり、それを実際に実践した場合の具体的な投資行動をESG投資と呼ぶ、という考え方。



4. ESG投資は責任投資の一部(目的に着目して)

ESG投資は、ESG要因を考慮することで財務的利益につなげる投資方法と考える立場。つまり責任投資の3つの目的のうち、財務的動機に基づくものをESG投資と呼ぶという考え方。それは責任投資の一部だが、責任投資はより幅広い動機を含む。



PRI報告書『21世紀の受託者責任』における定義

PRIは2015年9月に報告書「Fiduciary Duty in the 21st Century」を公表した。その中で用語の定義として Responsible Investment およびESG Integrationを以下のように定義している（同報告書P.3）。

Responsible investment is an approach to investment that explicitly acknowledges the relevance to the investor of ESG factors, and of the long-term health and stability of the market as a whole. It recognizes that the generation of long-term sustainable returns is dependent on stable, well-functioning and well governed social, environmental and economic systems. Responsible investment can be differentiated from conventional approaches to investment in two ways. The first is that timeframes are important, the goal is the creation of sustainable, long-term investment returns not just short-term returns. The second is that responsible investment requires that investors pay attention to the wider contextual factors, including the stability and health of economic and environmental systems and the evolving values and expectations of the societies of which they are part.

（仮訳）責任投資とは、ESG要素と、全体としての市場の長期的な健全性・安定性が投資家に対して持つ関連性を明示的に認識する投資アプローチである。それは、長期的で持続可能なリターンの創出が、安定的で、よく機能し、よく統治された社会、環境、経済システムに依存するということを認識するものである。責任投資は、伝統的な投資アプローチと2つの点で区別し得る。第一に、タイムフレームが重要だということである。目的は、持続可能で長期的な投資リターンの創出であって、単に短期的なリターンを求めるものではない。第二に、責任投資は、投資家が、経済と環境の安定性と健全性、および自らが属する社会の価値と期待を含む、より広範な文脈的な要素（contextual factors）に注意を払うことを求める、ということである。

米国労働省、ETIsおよびESG投資戦略に関するIB 2015-01を公表

米労働省はIB 2015-01の中で、ESG要因は投資の経済的・財務価値と直接的な関係性がある可能性があり、その場合ESG要因は運用の際に考慮すべき適切な要素となるとの見解を示した。また、受託者は受益者の利益を守るために期待リターンが低い投資やハイリスクな手法を取るべきではないとしつつ、受益者の利益を損なわない限りにおいてESG要因を考慮に入れてよいとしている。さらに、慎重な検討の上でESG投資が純粋に投資リターンの観点から考えても正当化されるという結論に達した場合、運用益の最大化と経済・社会の利益最大化を天秤にかける必要はないとの解釈を提示している。

もともと米労働省は1994年に公表したIB94-1の中で、当時一般的に認識されていた「ETIsに基づく投資はERISA法の定める信託義務に反する」という誤解を正すための解釈を示していた。しかし、同省は2008年10月に新たにIB94-1に代わってIB2008-01を公表し、受託者が投資判断の際にESG等の非財務要因を考慮することは稀であるべきであり、もしそれらの要素を考慮する場合はERISA法の受託者義務に違反していないことを明確に記述すべきだとの解釈を示し、方針を転換した。

このIB2008-01の公表から7年が経過し、今回労働省は改めてIB2008-01は過度にETIsやESG要因の考慮を抑制しており、それらの投資が運用益最大化の観点から考えても適した手法だと認められる場合においてもETIsやESGを考慮することを妨げてきたという認識を示した上で、IB 2015-01を公表するに至った。

IB 2015-01の公表にあたり、責任投資を推進するPRI（国連責任投資原則）はこの動きを米国の責任投資にとって大きなブレークスルーとなる動きであり、米労働省がESGの重要性を認識しているという明確なメッセージの発信だとして歓迎の意を示した。

PRIおよびUNEP FIは今回の公表に先立って10月1日に、ニューヨークのMorgan Stanley Institute for Sustainable Investing（モルガンスタンレー・サステナビリティ投資研究所）において責任投資と受託者義務に関する報告書、“Fiduciary duty in the 21st century”を公表している。同報告書は、長らく議論されてきた「受託者義務が投資家によるESG要因の統合の法的な障壁になるか」という問題についての議論を終焉させることを目的として発行されたものだ。報告書の中で、PRIらは投資家や法律家、政策立案者らに対するヒアリングをベースに、ESG課題を含む長期的な投資価値要因を考慮しないことこそが受託者義務に反することだとの結論を示している。

欧州委員会「環境・資源効率と投資家の受託者責任に関する報告書」

欧州委員会による長期投資およびサステナビリティ投資に関するパブリックコンサルテーションの開始に合わせて、会計コンサルティング大手のアーnst&ヤング（以下、EY）が欧州委員会の環境総局に代わってまとめた環境・資源効率と投資家の受託者責任に関する報告書の最終版、” [Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors](#) “が公表されている。

同報告書の目的は、EUにおいて環境・資源効率課題を年金基金や保険会社、運用会社といった機関投資家の受託者責任に統合すべきかどうかについての政策アドバイスをすることにある。

EYは報告書の中で、ESG要因を投資方針や投資の意思決定プロセスに統合することはEU内の既存の受託者責任に関するあらゆる法的枠組みと共存可能であり、実際にEU内の主要な機関投資家の多くが既にESG要因を投資方針に取り入れているとしたうえで、受託者責任に関する法制度を変更する必要性は見られないと結論付けた。

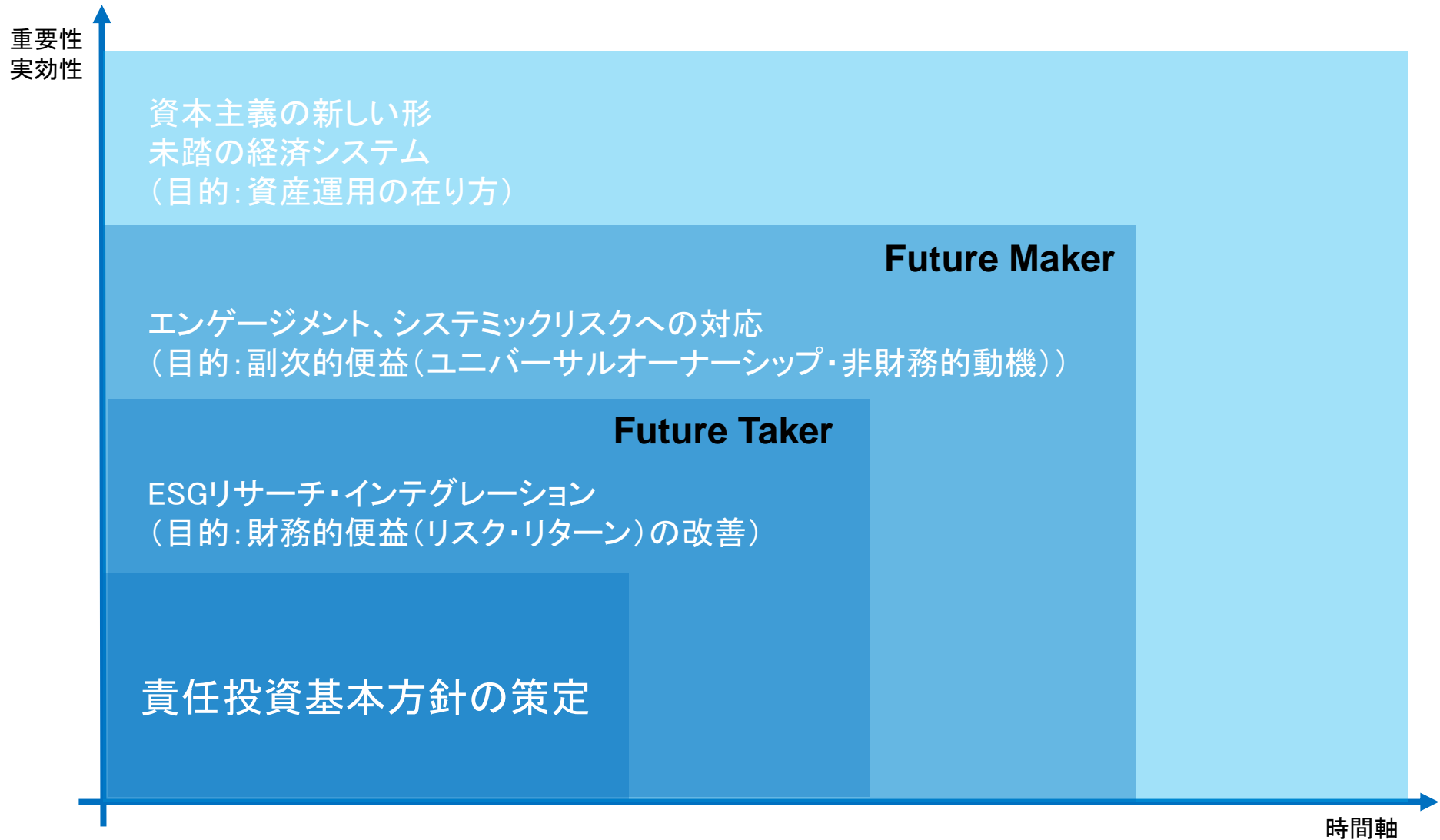
その代わりに、EYは機関投資家が投資意思決定プロセスに環境・資源効率性に関する課題を組み入れるよう、投資家コミュニティ全体に対して働きかける必要性を指摘している。欧州委員会に向けた具体的な政策アドバイスとして、下記のようなポイントを挙げている。

- 各国の財政当局は、欧州委員会の支援のもとで受託者責任および機関投資家がどの程度までESGを投資戦略や意思決定に組み込んでよいかについての公的なガイダンスや解釈の提供すべき
- 全ての機関投資家に対してサステナビリティ・責任投資方針の開示を義務化するべき
- 機関投資家が宣言通りにサステナビリティ・責任投資方針を実行しているかをモニタリング・保証すべき
- 機関投資家は自身が実際に資源効率の高い経済の実現に貢献しているかを確認するために、投資が社会・環境に与えている影響を測定すべき
- 透明性を高め、投資チェーン全体を通じて受託者責任とESG要因が尊重されていることを確実にするために、運用機関向けステewardシップコードを策定すべき

さらに、同報告書では、機関投資家の多くが実際には何もしていないにもかかわらずサステナビリティ投資方針を掲げるだけでそのような投資家だと認識されることで利益を得ているとしたうえで、PRI（責任投資原則）署名機関や一般にサステナビリティ投資家だと認識されている機関については第三者による外部保証も取り入れるという選択肢もありうると提案している。

今回の報告書は、機関投資家によるESG統合は、それが財務リターンやリスク管理につながっている限りにおいて受託者責任の観点からも現行の法制度上問題はないとしたうえで、むしろ問題は投資家らが掲げる方針と実態との間の乖離やその透明性にあると指摘してい

責任投資・ESG／時間軸と重要性(投資家から見たESG課題)



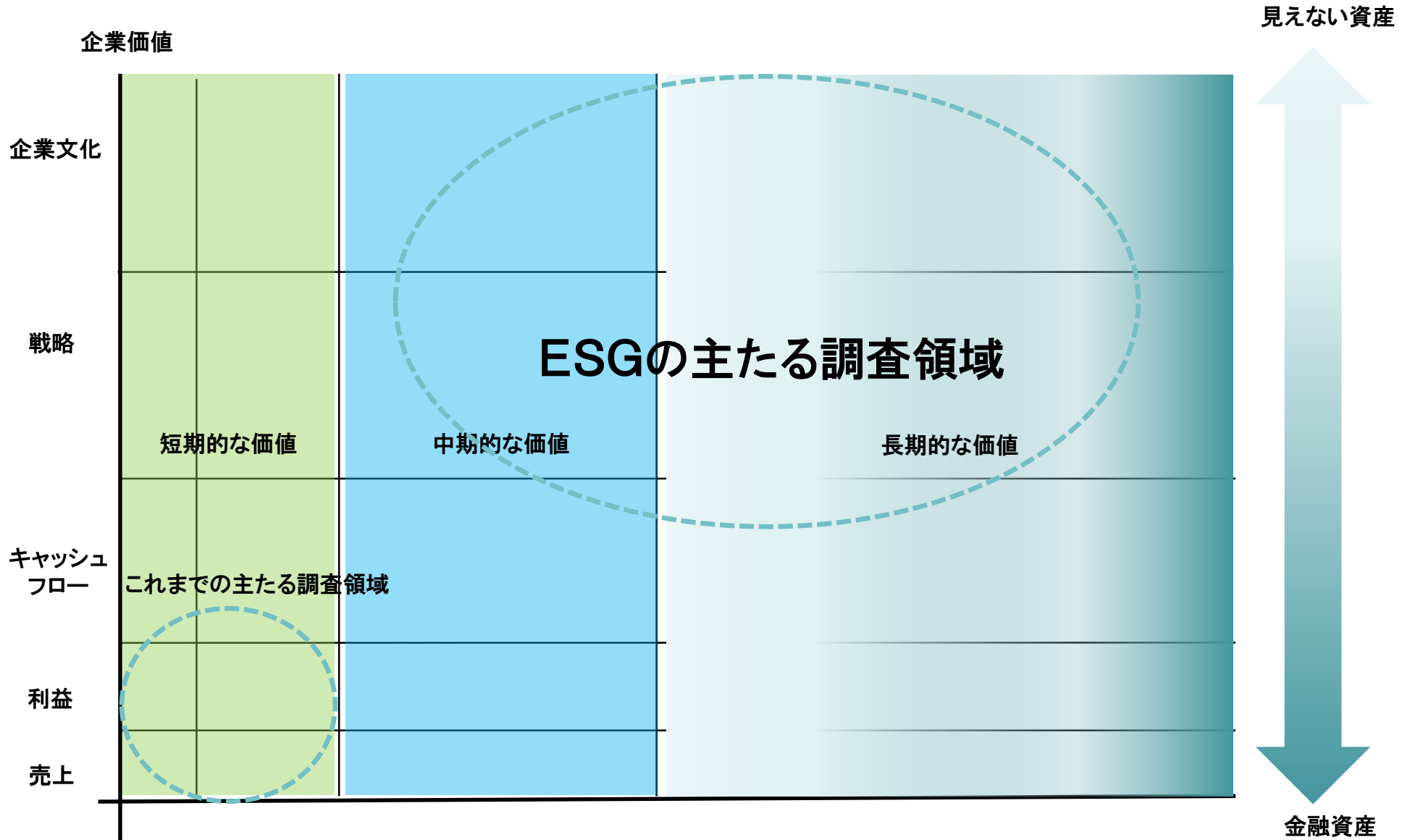
<ご参考> PRI in Person ベルリン会合報告

- 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・・・)

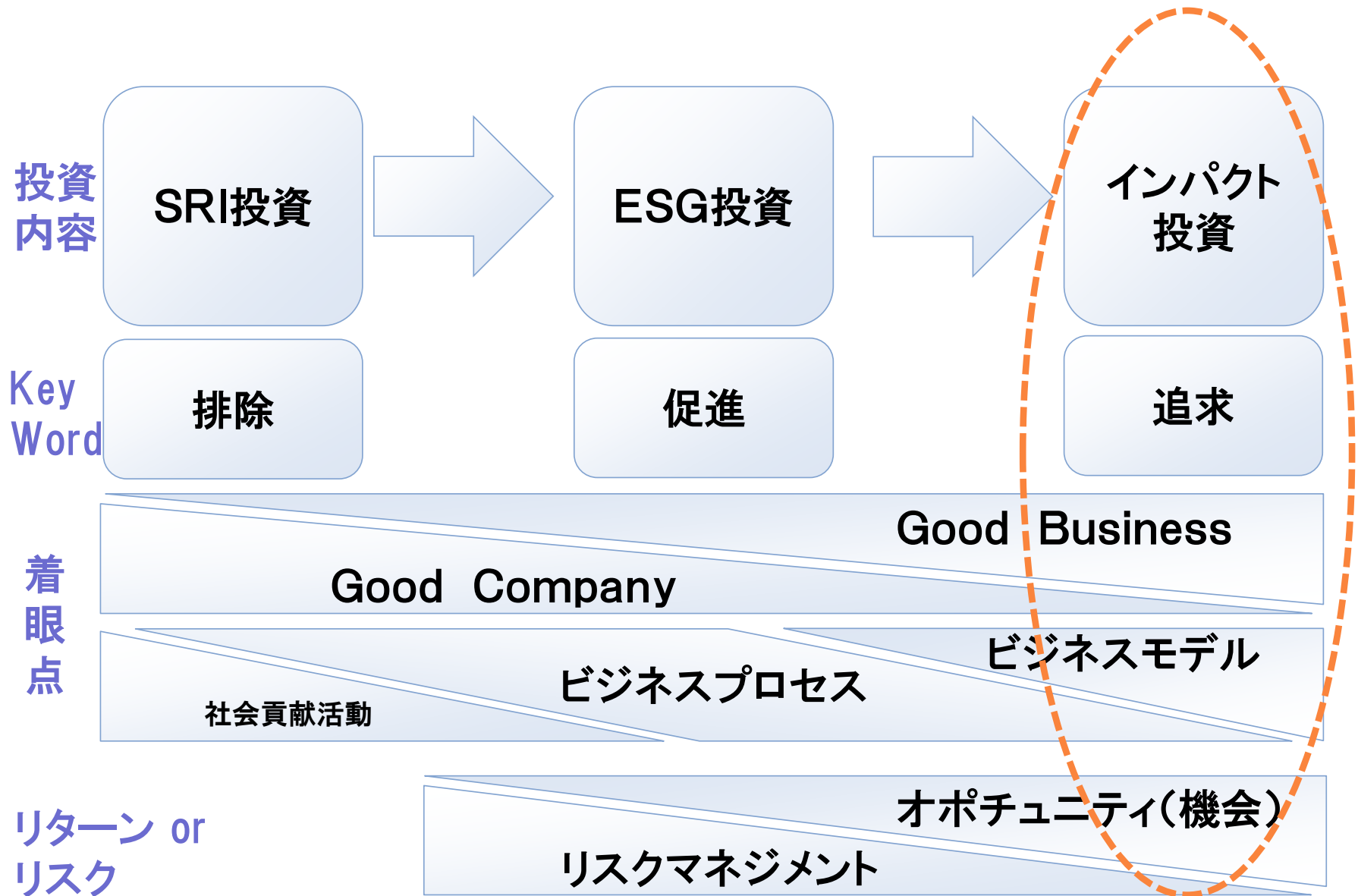


2 . E S G 投 資 に つ い て

ESGの領域

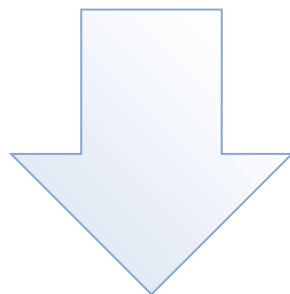


ESG投資の過去・現在・未来



配当割引モデル(DDM)/定率成長モデル

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



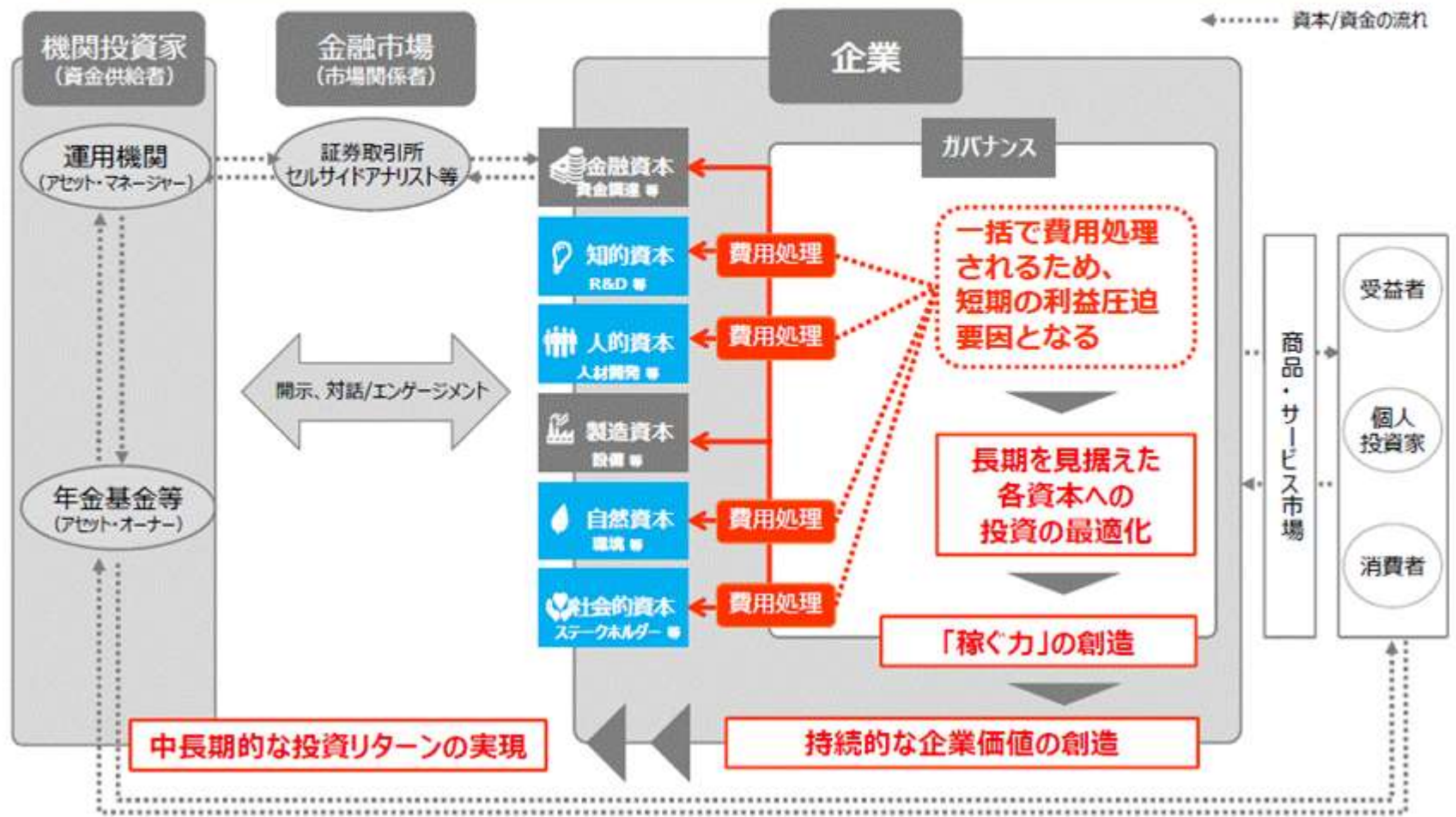
株価(企業価値)を引き上げるためには
割引率(r) \searrow or/and 成長率(g) \nearrow or/and 配当金(D) \nearrow

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

<ご参考>ご質問例

○コーポレートガバナンス

持続的な価値創造を目指す経営は自律と他律の適切なバランスの上に成り立つものと考えます。そうしたバランスを実現する場として経営統治機構をとらえたとき、経営と執行(マネジメント・ボード)、監督と執行(モニタリング・ボード)、助言と執行(アドバイザリー・ボード)という機構形態の分類が有効かと思えます。次のような質問も念頭に置きながら貴社のお考えをお伝え下さい。

- 事業の特質との関連で経営と執行、監督と執行あるいは助言と執行の分離についてどのような考え方を持っているか。
- 取締役会の役割に関する考え方にもとづいて社外取締役にどのような役割(経営、監督、助言)を求めるか。あるいは、どのような役割は期待すべきでないか。その他、どのような要因を考慮すべきか
- 経営統治機構を担う者として取締役・監査役が自覚と見識をさらに高めていくために、どのような教育・研修が行われているか。
- 評価と役員報酬(業績連動部分の割合、株式報酬の有無)についてどのように考えているか。社外取締役に業績連動報酬、あるいは株式報酬は適切か。
- 役員報酬の決定に関して利益相反(お手盛り)を排除するために、どのような仕組み・手続きが講じられているか

○投資家に期待すること

企業と投資家の建設的なコミュニケーションが以前にも増して重要となっておりますが、これに関し最後にお伺いします。

投資家との対話をさらに促進するために克服すべき課題として、どのような事柄を意識されているでしょうか。

また投資家に対して何を期待するでしょうか。

3 . S D G s への取り組み

SDGs(Sustainable Development Goals 持続可能な開発のための2030アジェンダ)

PRIはどのようにSDGsに答え、どのようなESG課題が今後10年の産業界に影響するか



1 貧困をなくそう	2 飢餓をゼロに	3 すべての人に健康と福祉を	4 質の高い教育をみんなに	5 ジェンダー平等を実現しよう	6 安全な水とトイレを世界中に	MDGs (ミレニアム開発目標(新興国支援))後継
7 エネルギーをみんなにそしてクリーンに	8 働きがいも経済成長も	9 産業と技術革新の基盤をつくろう	10 人や国の不平等をなくそう	11 住み続けられるまちづくりを	12 つくる責任 つかう責任	
13 気候変動に具体的な対策を	14 海の豊かさを守ろう	15 陸の豊かさも守ろう	16 平和と公正をすべての人に	17 パートナースHIPで目標を達成しよう	SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS 2030年に向けて世界が合意した「持続可能な開発目標」です	2012 リオ+20後継 (持続可能な発展)

出所)国連広報センター

これは、2000年に採択されたMDGs(国連ミレニアム開発目標(新興国支援中心))が2015年に終了するのに伴い、2016年からの開発目標を定めたもの。防災やエネルギー、経済格差や若者の失業など、「新しい」課題もふくまれ、その特徴は以下の2つ。

- (1)二本柱＝「極度の貧困解消」＋「持続可能な世界」の実現
- (2)ユニバーサリティ＝日本を含む先進国、途上国等全ての国が達成する目標

・普遍性

-すべての国に普遍的に適用可能(日本を含む先進国も)

・包摂性

-貧困層の「残された半分」に尊厳ある生活を保障する＝「誰一人取り残さない(Leave No One Behind)」

・統合性

-持続可能な開発の3つの側面(経済、社会、環境)に統合的に対応する

・多様性

-様々な国別の状況、能力、開発レベルや政策及びその優先順位を考慮

・課題間のつながり重視

・すべての人、人権ジェンダー平等、女性と女児のエンパワーメントを目指す

・指標を立てて進捗をはかる

SDGs/企業の取組み

社会課題をマーケットニーズとして認識し、経営戦略に織り込む手法 (アウトサイドイン)

パターン①



既存の経営戦略に基づく事業活動をモニタリングする指標としてKPIを設定し、実績を開示するパターン(ESGは企業の戦略的な舵取りには用いられない)

パターン②



既存の経営戦略をEnhanceするようなESG要因を特定し、連動させるパターン(ESGは企業の戦略的な舵取りに用いられる)

パターン③



中長期的な視点で解決が必要な社会課題(SDGsで特定されているような貧困、衛生課題等)をマーケット・ニーズとして認識し、経営戦略に織り込むパターン

出所)KMPG

SDGsとビジネス／アウトサイドインの有効性

アウトサイドイン・・・SDGsを経営課題、経営目標として据え、15年後のSDGsが達成されている世界を想定する(①:バックキャストिंग)。現在とのギャップを分析し、何が必要か、どうしたら成し遂げられるか(②:イノベーション)を想定する。
そして、そのための技術や能力、インフラを世界の基準(③:ルール形成)とするアプローチ

逆算(バックキャストिंग)の意義

アウトサイドインの3つのキーワード	ポイント	例
1 逆算 (バックキャストिंग)	自社のマテリアリティと関連するSDGs項目が達成されている世界を想定する	～脆弱な水アクセス～ 水不足に悩む人がゼロである世界に(SDGs 6.4)
2 イノベーション	想定した世界に必要な技術、サプライチェーン、人的資源を特定し、想像する	空気から水を作る技術 分散型水管理、水不要の農業 水のサプライチェーンの追跡技術など
3 ルール形成	新しい技術や能力を世界の新しい基準とし主流化するための規制を創造する	企業の水の使用量が株価に反映される 仕組みの確立

SDGsマテリアリティ・マトリックス

プロセス

社会課題の収集・抽出

内部検討資料、外部規範(SDGs等)、ステークホルダーや有識者ヒアリングを通じて社会課題を収集

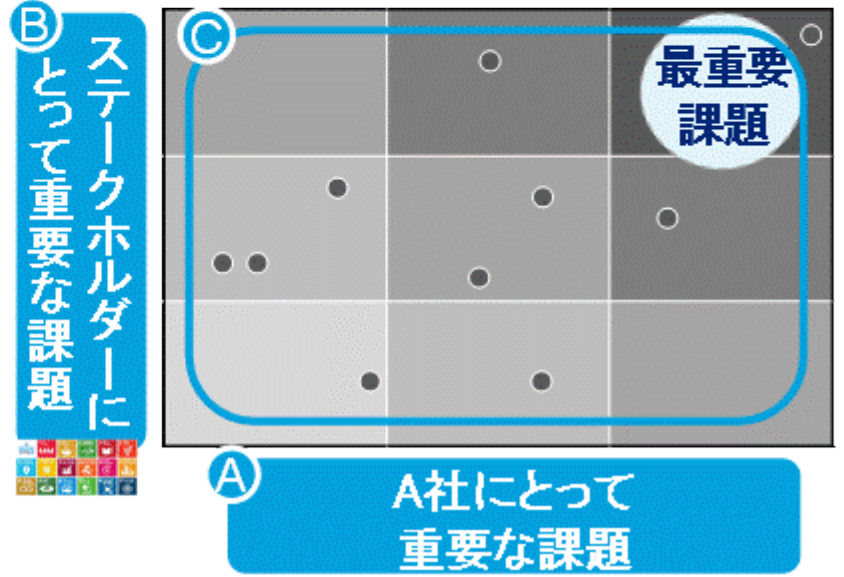
バリューチェーンとの関連性でスクリーニング

マテリアリティ・マトリックスへのマッピング

A 内部検討を通じ、重要な課題を決め得る横軸のロジックを検討

B ステークホルダーとの対話などを通じ、ステークホルダーにとって重要な課題を決め得る縦軸のロジックを検討

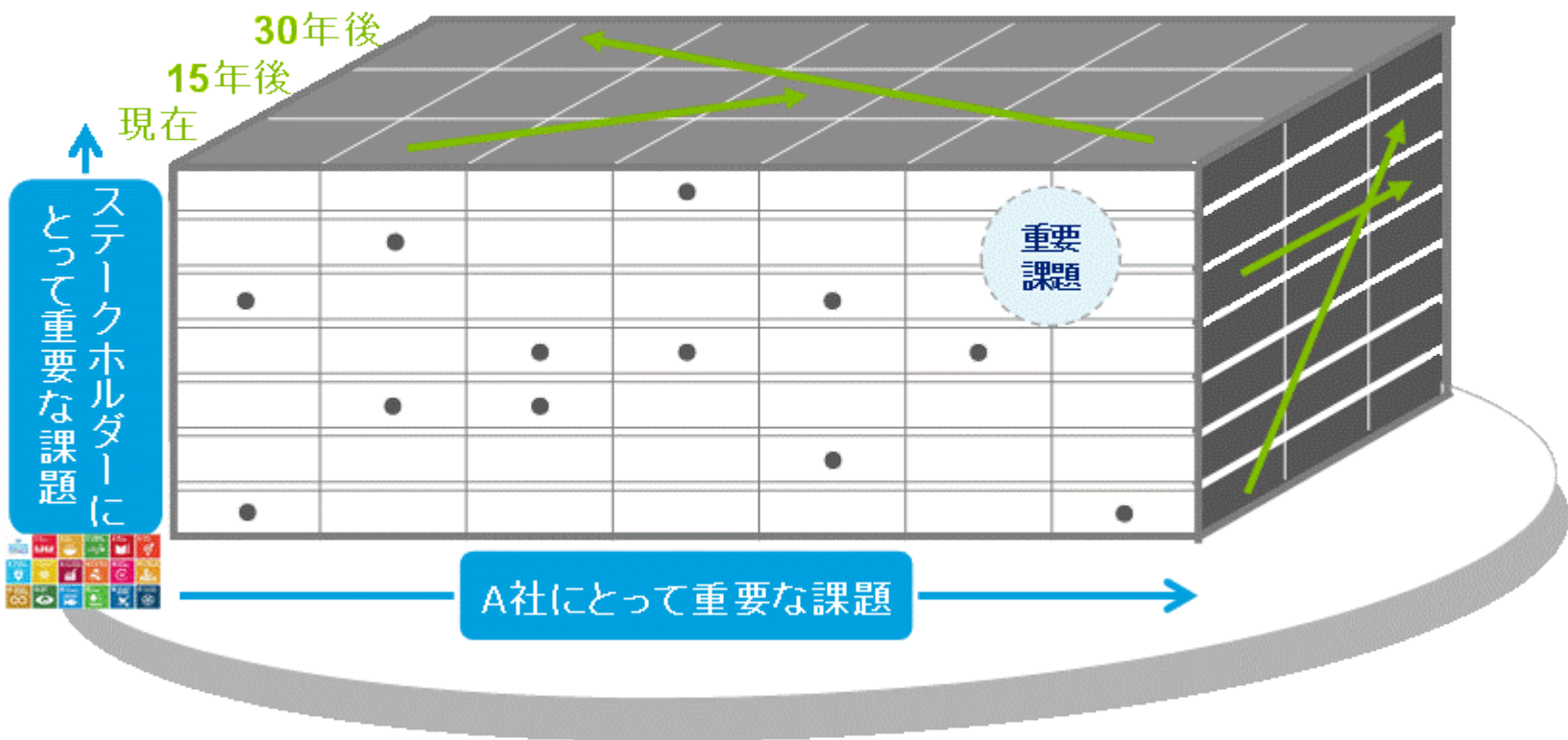
C 検討したロジックをもとに社会課題のマッピングを実施



出所)トーマツ

SDGsマテリアリティ・マトリクス

重要課題の時間軸における変容を見据えて
長期的な戦略を立てることが重要



時間軸やゴールの相関性を考慮した課題の抽出

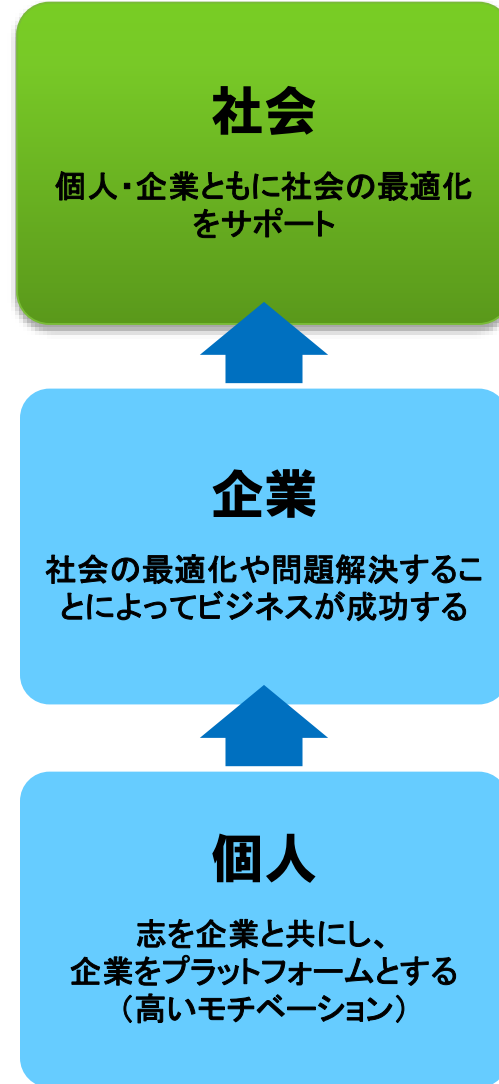


従来のパラダイム



V.S.

新たなパラダイム



社会の利益

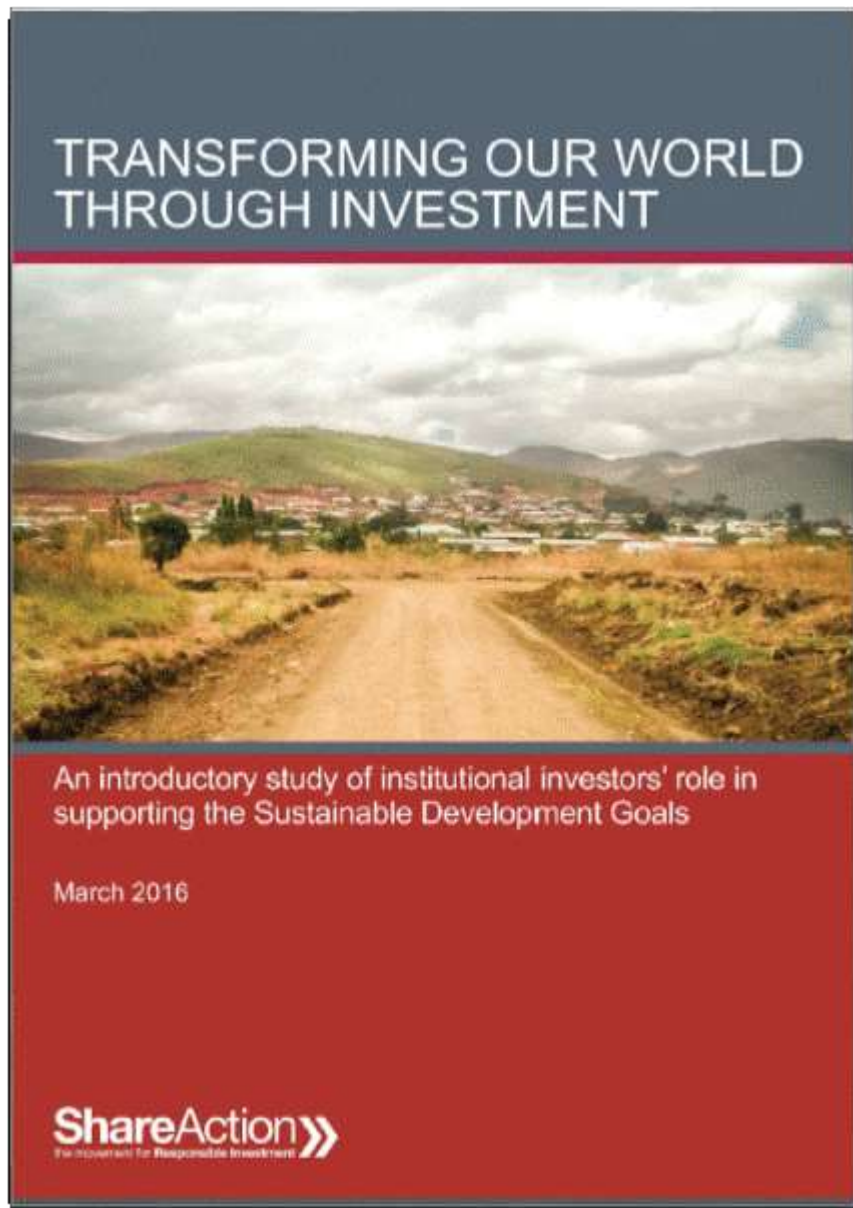


“Ambiguity (両義性)”

社会課題選別のマテリアリティ

- ・切実性 その問題が切実な問題であるか？
- ・波及性 波及効果を有するものか否か？
- ・相反性 その問題を解決する中で深刻な副作用が生まれないか？
- ・持続性 継続的な技術革新などによる活動持続性の有無は？
- ・範囲性 社会構成員のどの範囲まで関連しているか？

企業の利益



投資による社会の変革

-SDGsをサポートする機関投資家の役割の入門的研究-
(PRI及びThe Baring Foundation協力のもとShareActionが作成)

回答機関:52機関(属性/運用会社61%、アセットオーナー39%)

回答機関の地域特性:オーストラリア、ブラジル、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、日本、英国、米国他

回答機関の総資産額:5.9兆米ドル

目次

- ①SDGsに対する認識及び印象
- ②行動に対する現在及び今後の計画
- ③目標に関して顧客及び受託者とのコミュニケーション
- ④政府及び市民社会との協働
- ⑤目標の取組への投資家の障壁
- ⑥障壁を乗り越える方法

Summary

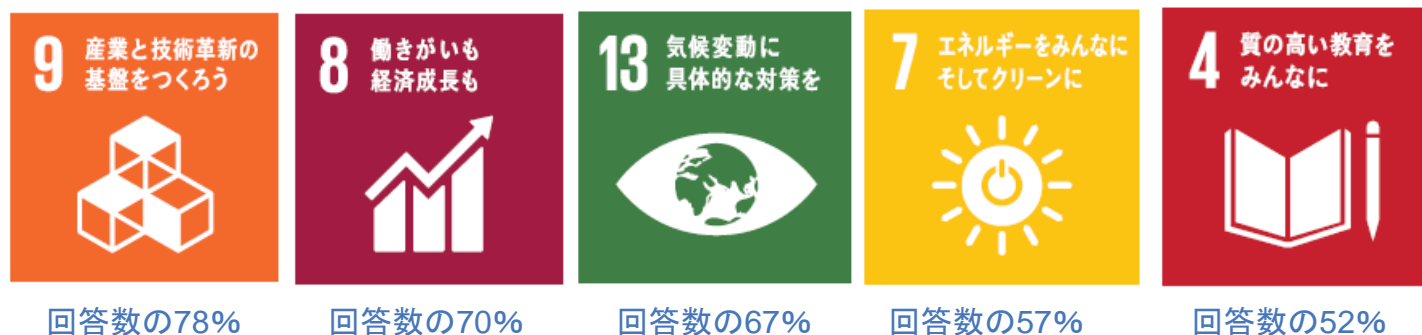
65% は、SDGs は「**受託者の義務と整合する**」ことに同意している

62% は、SDGsに対し行動することは「**投資収益増加の機会になる**」と考えている

44% が「SDGsに向かう弱い進展が**組織に重大なリスクを表している**」
ということに同意している

75% がすでにSDGsについて3つ以上の行動を取っている

投資家は目標の9.8.13.7.4の順で組織の投資目的に適うと考えている。



投資家にとっての主な障壁

- ・SDGsと投資家を関係付けるデータの不足(回答者の66%)
- ・SDGsの枠組みが広すぎる(57%)
- ・ESG課題に対する投資対象企業の不十分な情報開示(55%)

<ご参考>SDGs/投資家の見方

ジョージ・ソロス氏 国連の持続可能な開発目標(SDGs)への民間企業・投資家の積極関与を提唱(2016/9/2)

経済協力開発機構(OECD)が最近、公表した「The Sustainable Development Goals As Business Opportunities」と題した報告書。その序文にジョージ・ソロス氏が文章を寄せている。

ソロス氏は、民間企業や投資家による公的な課題への取り組みが次第に増大していることについて、Ambiguity(両義性)との表現をしている。利益を追求することを通じて、公的な課題の解決にも資するという考えに基づく。

そしてSDGsについて、「世界のすべての人々のためになる公的利益を表現したもの」と位置づけ、それらは一見、個々のビジネスと対立するかに映るが、実はそこには膨大なビジネスチャンスがあり、私的利益を増やすことが、公的利益を増大させることにつながる、と両義性を強調している。

さらにSDGsは、私企業が自らの利益追求の活動を、公共政策と連動することで、より良く規律付けする機会を提供することを、我々に気付かせてくれる、とも述べている。公共へ貢献することが、企業活動の幅を広げることにつながるとして、起業家や経営者らのビジネスリーダーにとってSDGsへの対応はビジネスの視点からも責務である、と断言した。

ソロス氏は「世界が直面している諸課題の大きさと、未曾有の不平等が世界中に広がっている状況を考えると、われわれが対応しなければならない問題は単に重要であるだけでなく、緊急の課題でもある」として、ビジネス界の行動を鼓舞した。また民間の役割とともに、各国政府や多国籍機関が本来のあるべき役割を果たし、官民の資金を過去にない歴史的なスケールで、途上国の開発のために活用することの重要性を呼びかけた。

最後に、「持続可能な世界の進展は、単に金融的手段や投資だけで達成されるものではない。市民社会の個々人や各機関等が、そうした持続可能な社会への移行のために積極的な役割を演じる能力を高めることが大事だ」とも付け加えている。

OECDの今回の報告書は、SDGsの目標に資する民間セクターの関与について、5の道を示している。①海外直接投資(FDI)②公的金融を活用して投資リスクを軽減する官民協調の「ブランデッドファイナンス」③持続可能な発展のための民間資金の拡大④責任あるビジネス行動⑤社会的インパクト投資、である。

報告書を書いたErik Solheim氏はOECDの前開発局長で、現在は国連環境計画(UNEP)事務局長。同氏は「SDGsは、責任あるビジネスのための持続可能な投資機会を提供するパイプラインとなる。貧困や環境の改善、ジェンダー格差などの社会的不平等の解消等が進むことは、ビジネス機会がそれぞれの分野で拡大することになり、より大きな効果を生み出す」と指摘している。

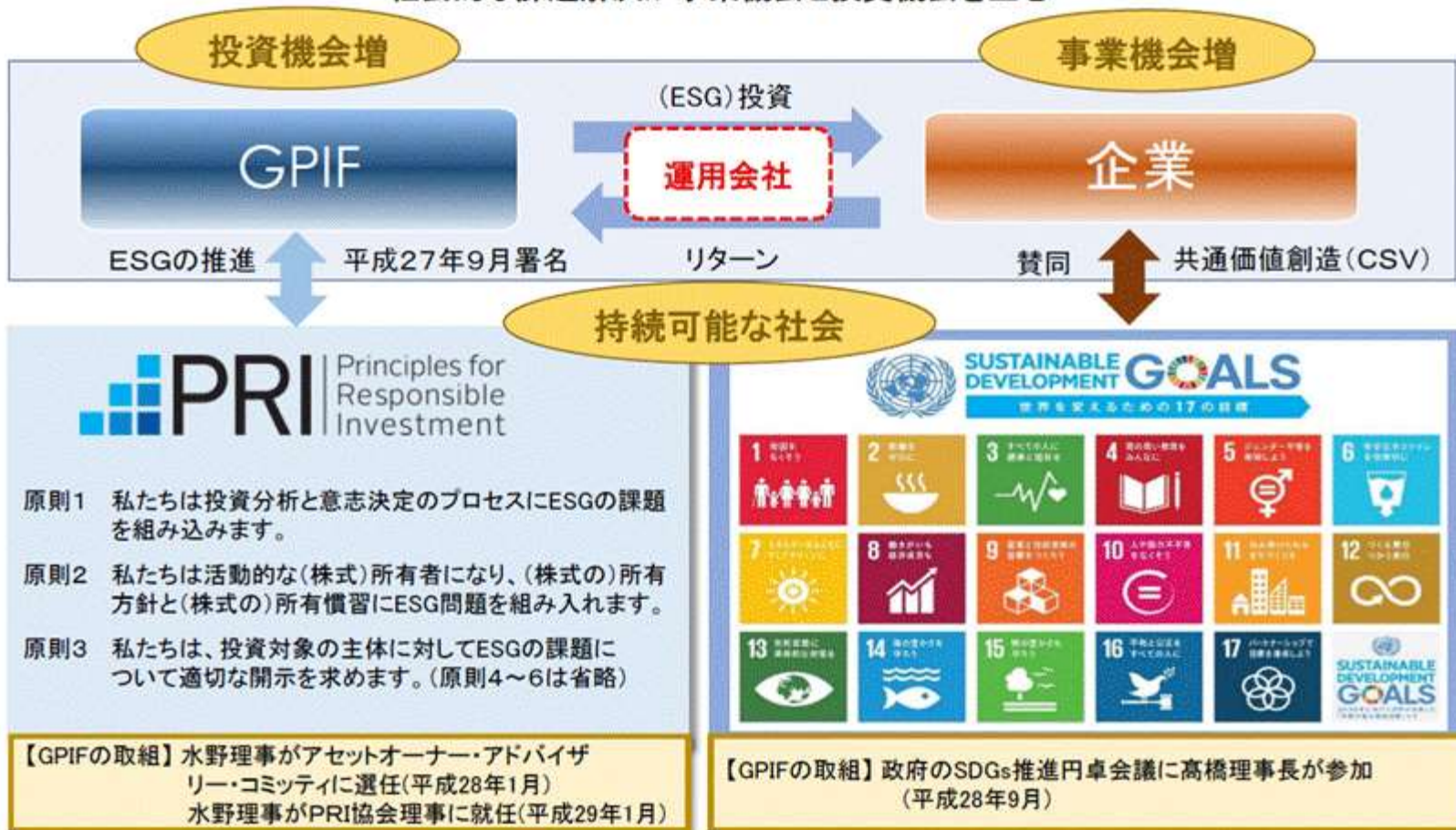
<ご参考>SDGs/アセットオーナーの見方

GPIF (GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND)

10

(参考) PRIや国内外関係団体・機関との連携強化

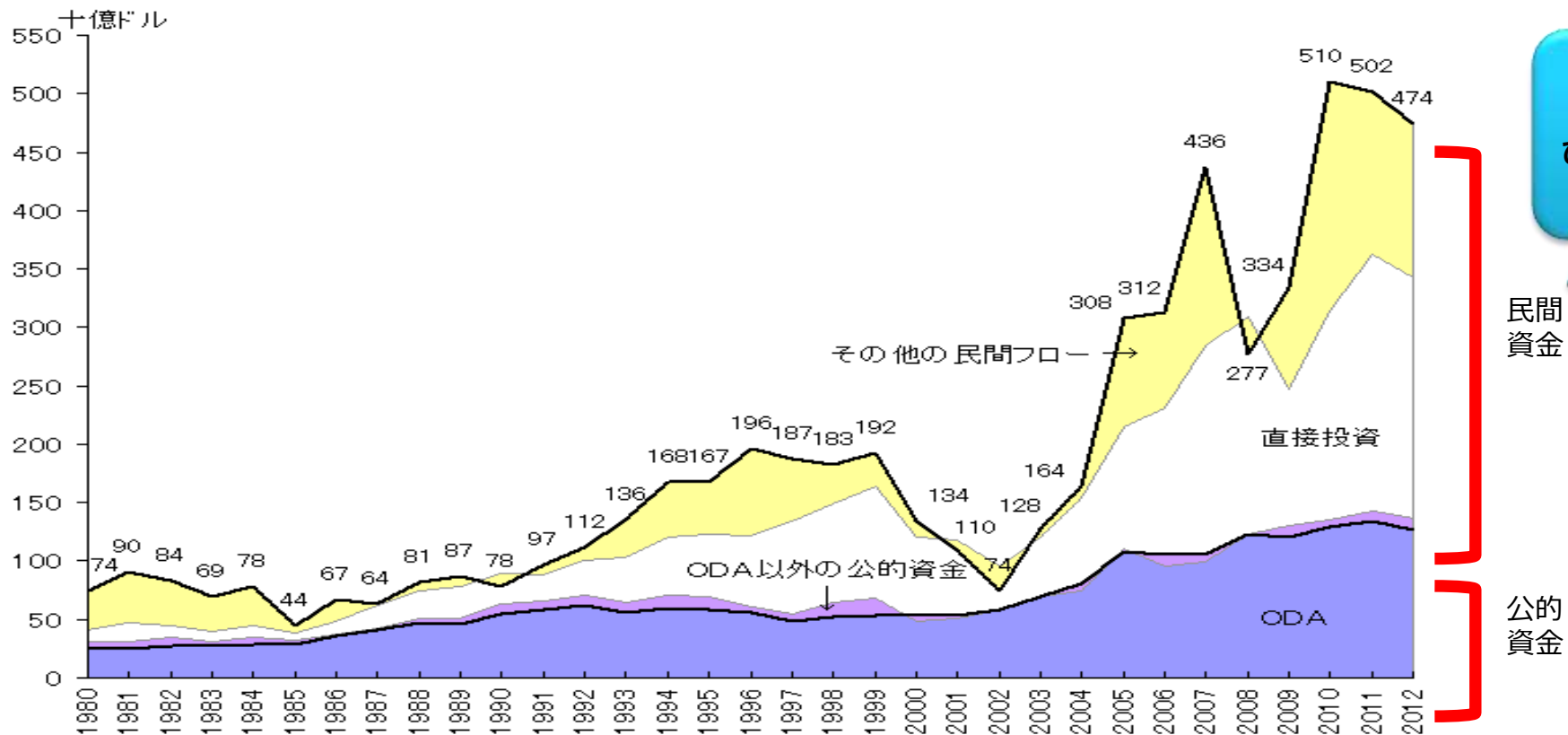
社会的な課題解決が事業機会と投資機会を生む



(出所)国連等よりGPIF作成

ODAの相対的な低下→企業の資金力・影響力向上

途上国への資金フロー（ネット）



重要アクターとして、その資金および開発・経済成長への貢献に期待

(注) OECD-DAC諸国からの途上国への資金フロー。民間資金フローは直接投資、証券貸付、民間輸出信用、NGO資金供与等からなる。90,01,02,08年の「その他民間フロー」はマイナスであり図では「直接投資」に食い込んでいる。00,01,03,04,06,07年の「ODA以外の公的資金」も同様にマイナスであり「ODA」に食い込んでいる。こうしたマイナスを差し引きした後の資金フロー計とODAの推移は太線で示した。

(資料) OECD.Stat (2014.7.27)

<ご参考>SDGsとビジネス

企業の経済的影響力

… 国家のGDP:2012年		… 企業の売上高:2012年						
順位	国名/企業名	GDP/売上 (単位:100万ドル)	順位	国名/企業名	GDP/売上 (単位:100万ドル)	順位	国名/企業名	GDP/売上 (単位:100万ドル)
1	アメリカ	15,684,800	35	タイ	365,965	69	INGグループ(蘭)	150,571
2	中国	8,358,363	36	中国石化天然気集団(中)	352,338	70	ゼネラル・モーターズ(米)	150,276
3	日本	5,959,718	37	デンマーク	314,242	71	サムスン電子(韓)	148,944
4	ドイツ	3,399,588	38	マレーシア	303,526	72	ダイムラー(独)	148,139
5	フランス	2,612,878	39	シンガポール	274,701	73	ゼネラルエレクトリック(米)	147,616
6	英国	2,435,173	40	チリ	268,187	74	ペトロbras(ブラジル)	145,915
7	ブラジル	2,252,664	41	香港	263,259	75	パークシャー・ハサウェイ(米)	143,688
8	ロシア	2,014,776	42	ナイジェリア	262,605	76	アクサ(仏)	142,712
9	イタリア	2,013,263	43	国家電網公司(中)	259,142	77	ベトナム	141,669
10	インド	1,841,717	44	エジプト	257,285	78	ファニー・メイ(米)	137,451
11	カナダ	1,821,424	45	フィリピン	250,182	79	フォード・モーター(米)	136,264
12	オーストラリア	1,520,608	46	フィンランド	250,024	80	アリアンツ(独)	134,168
13	スペイン	1,349,350	47	ギリシア	249,098	81	日本電信電話(日)	133,077
14	メキシコ	1,177,955	48	シェブロン(米)	245,621	82	BNPパリバ(仏)	127,460
15	韓国	1,129,598	49	コノフィリップス(米)	237,272	83	ヒューレット・パッカード(米)	127,245
16	インドネシア	878,192	50	トヨタ自動車(日)	235,364	84	AT&T(米)	126,723
17	トルコ	789,257	51	トダール(仏)	231,580	85	GDFSエズ(仏)	126,077
18	オランダ	772,226	52	パキスタン	231,181	86	ハンガリー	125,507
19	サウジアラビア	711,049	53	フォルクスワーゲン(独)	221,551	87	メキシコ石油公社(メキシコ)	125,344
20	スイス	632,193	54	ポルトガル	212,454	88	バレロ・エナジー(米)	125,095
21	スウェーデン	525,742	55	日本郵政(日)	211,019	89	ベネズエラ国営石油公社(ベネズエラ)	124,754
22	ノルウェイ	499,667	56	アイルランド	210,330	90	マッケソン(米)	122,734
23	ポーランド	489,795	57	イラク	210,279	91	日立製作所(日)	122,419
24	ロイヤル・ダッチ・シェル(英蘭)	484,489	58	アルジェリア	207,955	92	カルフル(仏)	121,734
25	ベルギー	483,709	59	カザフスタン	200,484	93	スタットオイル(ノルウェイ)	119,561
26	アルゼンチン	470,532	60	ペルー	196,961	94	JXグループ(日)	119,258
27	エクソン・モービル(米)	452,926	61	チェコ	195,656	95	日産自動車(日)	119,166
28	ウォルマート(米)	446,950	62	グレンコア・インターナショナル(スイス)	186,152	96	鴻海精密工業(台湾)	117,514
29	オーストリア	399,649	63	ウクライナ	176,310	97	サンタンデール銀行(スペイン)	117,408
30	BP(英)	386,463	64	ルーマニア	169,396	98	エクソールグループ(伊)	117,297
31	南アフリカ	384,312	65	ニュージーランド	167,347	99	バングラデシュ	115,609
32	ベネズエラ	381,286	66	ガスプロム(ロシア)	157,831	100	バンクオブアメリカ(米)	115,074
33	中国石化化工集団公司(中)	375,214	67	エーオン(独)	157,057			
34	コロンビア	369,789	68	エニ(伊)	153,676			

一部の大手企業では国のGDPを上回る売上高規模

国家と企業の経済規模を、GDPと売上高で単純に比較したものです。例えばトヨタ自動車の2012年度売上高は2,300億ドルを超えています。これは世界54位の経済規模のポルトガルのGDPを超える額であり、非常に大きな社会への影響力を持っている。

<ご参考> SDGs

- 目標1 あらゆる場所のあらゆる形態の**貧困**を終わらせる
- 目標2 **飢餓**を終わらせ、食料安全保障及び栄養改善を実現し、持続可能な農業を促進する
- 目標3 あらゆる年齢のすべての人々の**健康的な生活**を確保し、福祉を促進する
- 目標4 すべての人々への包摂的かつ公正な**質の高い教育**を提供し、生涯学習の機会を促進する
- 目標5 **ジェンダー平等**を達成し、すべての女性及び女児のエンパワメントを行う
- 目標6 すべての人々の**水と衛生**の利用可能性と持続可能な管理を確保する
- 目標7 すべての人々の、安価かつ信頼できる持続可能な**近代的エネルギーへのアクセス**を確保する
- 目標8 包摂的かつ持続可能な経済成長及びすべての人々の完全かつ生産的な雇用と働きがいのある**人間らしい雇用**（ディーセント・ワーク）を促進する
- 目標9 強靱（レジリエント）なインフラ構築、包摂的かつ持続可能な**産業化の促進及びイノベーションの推進**を図る
- 目標10 各国内及び各国間の**不平等**を是正する
- 目標11 包摂的で安全かつ強靱（レジリエント）で**持続可能な都市及び人間居住**を実現する
- 目標12 持続可能な**生産消費形態**を確保する
- 目標13 **気候変動**及びその影響を軽減するための緊急対策を講じる
- 目標14 持続可能な開発のために**海洋・海洋資源**を保全し、持続可能な形で利用する
- 目標15 陸域生態系の保護、回復、持続可能な利用の推進、**持続可能な森林の経営**、砂漠化への対処、ならびに土地の劣化の阻止・回復及び生物多様性の損失を阻止する
- 目標16 持続可能な開発のための**平和で包摂的な社会**を促進し、すべての人々に司法へのアクセスを提供し、あらゆるレベルにおいて効果的で説明責任のある包摂的な制度を構築する
- 目標17 持続可能な開発実施手段を強化し、**グローバル・パートナーシップ**を活性化する

4. 企業情報開示について

企業と投資家のコミュニケーションのずれ

	企業	投資家
企業価値とは	ステークホルダーの価値の総和	将来キャッシュフローの現在価値
価値創造とは	顧客に支持される価値、従業員満足、取引先からの信頼、社会からの信頼、これらの向上	キャッシュリターンを生み出すこと
戦略とは	中期計画とそのアクションプラン	長期的なゴール(企業目的)への道筋
目標とは	中期計画の目標数値、多くは売上高・営業利益・営業利益率	戦略(道筋)におけるマイルストーン
リスクとは	企業存続の危機	業績の変動の可能性
最重要視する収益とは	営業利益	キャッシュフロー
株主還元とは	当期純利益のうち、内部留保しないもの、安定的に配当するもの	投資の計画がなく、内部留保する必要がないもの、基本的に株主に還元するもの
ESGとは	社会貢献・企業の社会的責任	環境・社会課題による経営リスク(or機会)

双方のスタンスにギャップがあるので、すれ違いが起きる

企業と投資家のコミュニケーションのスタンス

	企業	投資家
最も重要なステークホルダー	顧客	アセットオーナー(=顧客)
最も重要な財務指標	売上高	純利益、FCF
その理由	最も重要なステークホルダーの支持率を表すもの、企業の存続理由、ステークホルダーへのリターンの源泉	最も重要なステークホルダーの期待するもの、投資に対するリターンの源泉
最も重要なコミュニケーションの要素	売上成長の可能性	将来のキャッシュリターン増加の可能性
コミュニケーションの基本スタンス	優位点のアピール	仮説の確信を高めるためのチェック

解決すべき課題: 双方の認識ギャップ、目的: ギャップを埋めること

マッキンゼー・アンド・カンパニー(2012)

■企業のパフォーマンスを評価する経営指標

短期的(1年程度) : 売上効率とコスト効率、及び資本効率指標

中期的(1~5年程度) : 売上成長の健全性、コスト構造の健全性、及び資本構造の健全性を担保すること

長期的(5年超) : ゴーイングコンサーンとしての健全性、事業の持続性、成長分野を発見する能力、競争優位を持続する能力

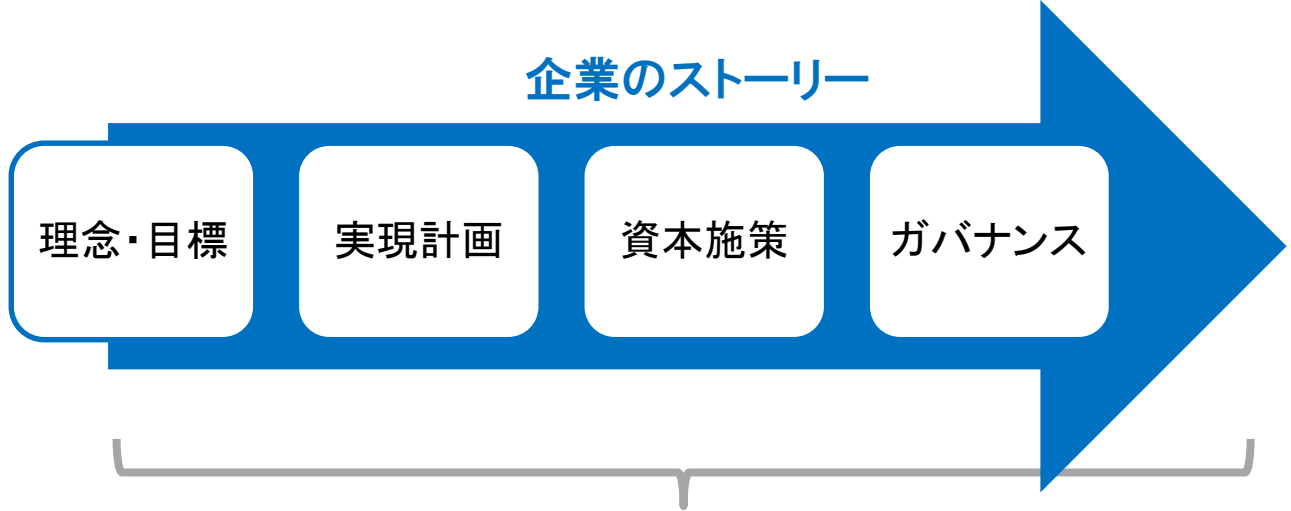
長期の主題は経営能力に依存する「イノベーション」が長期の事業成果を規定する構造新技術、顧客の嗜好変化や顧客サービスの革新、破壊的技術の脅威などに係るテーマが中心となる

企業を「深く理解」する

- ・単に「詳細な情報を知ること」ではない

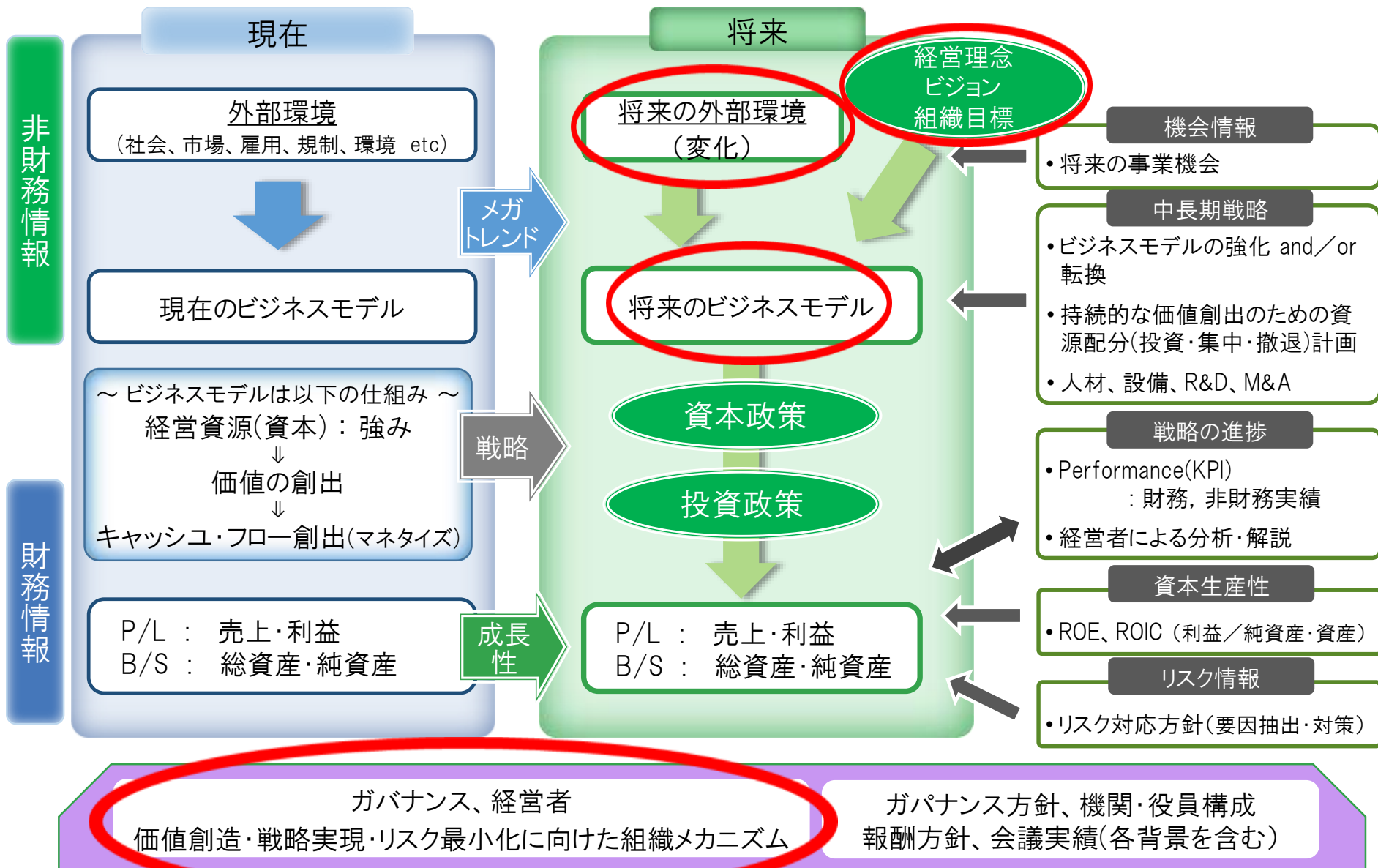
- アニュアルレポートや統合レポートは、企業の「メッセージ」を伝えるもの
 - …… 「メッセージ」=経営者のパッションや志。
 - 中長期的投資のためには、企業が目指すものを理解することが不可欠
- 「市場」ではなく「企業」を見る
 - …… 「真の経済活動」はFace to Faceの世界で起きている

「深い理解」 = 企業の「メッセージ」を「ストーリー」として読み解くこと



企業の「メッセージ」=パッション・志

長期投資における対話領域



「企業発展の原動力は思想である。」

「従って、研究所といえども、技術より、そこに働く者の思想が優先すべきだ。

“真の技術は哲学の結晶”だと思っている。

私は、『世界的視野』という思想の上に立って、理論とアイデアと時間を尊重し、世界中の人々が喜んで迎えてくれる商品を送り出すことに、研究所の真の意義を感じている。」

本田宗一郎

ホンダ50年史(Web版) 第二部 ホンダのチャレンジングスピリット50

「第6回エキスパートを生み出すシステムー技術研究所の分離・独立」より

<http://www.honda.co.jp/50years-history/challenge/1960theranddcenter/page09.html>

5. りそなの責任投資の考え方

りそなのスチュワードシップ・コードにかかる対応

当社の方針(目的)

企業価値の向上と受益者の中長期的なリターンの拡大を図ること

資産運用業務等に係る行動規範 Investment Management Principle

運用の基本方針
Investment Management Policy

責任投資にかかる基本方針
Responsible Investment Policy

日本版スチュワードシップ・コード

原則1: 方針公表

原則2: 利益相反規程の公表

原則3: 企業の状況の把握

原則4: 目的を持った対話

原則5: 議決権方針の公表

原則6: 議決権行使結果の公表

原則7: 深い理解と知見の活用

7原則
に対応

大掴みな原則(プリンシプル)について、
関係者がその趣旨・精神を共有

1

投資の意思決定プロセスへのESG
(環境・社会・ガバナンス)の組み込み

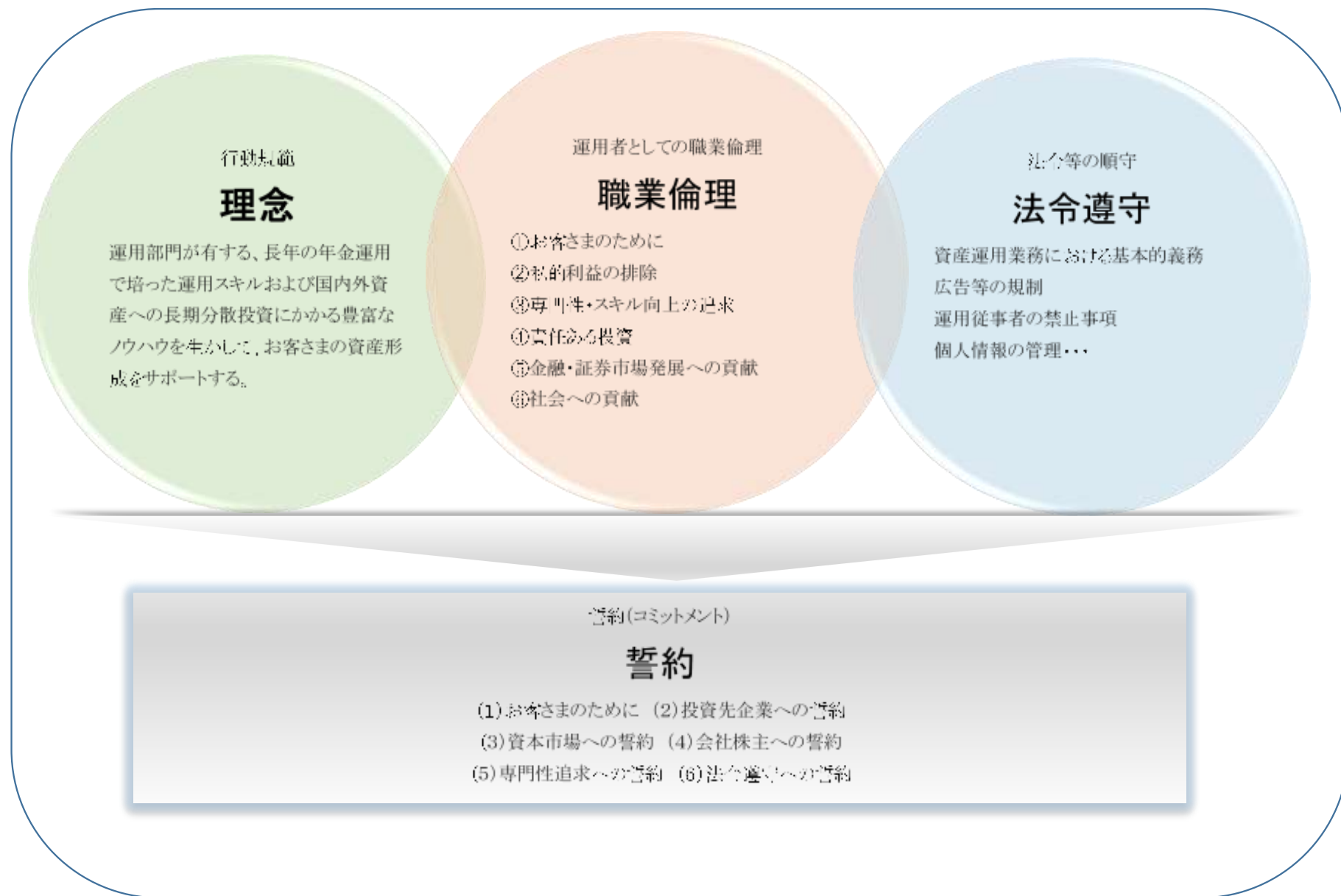
2

投資先企業との建設的な『対話』

3

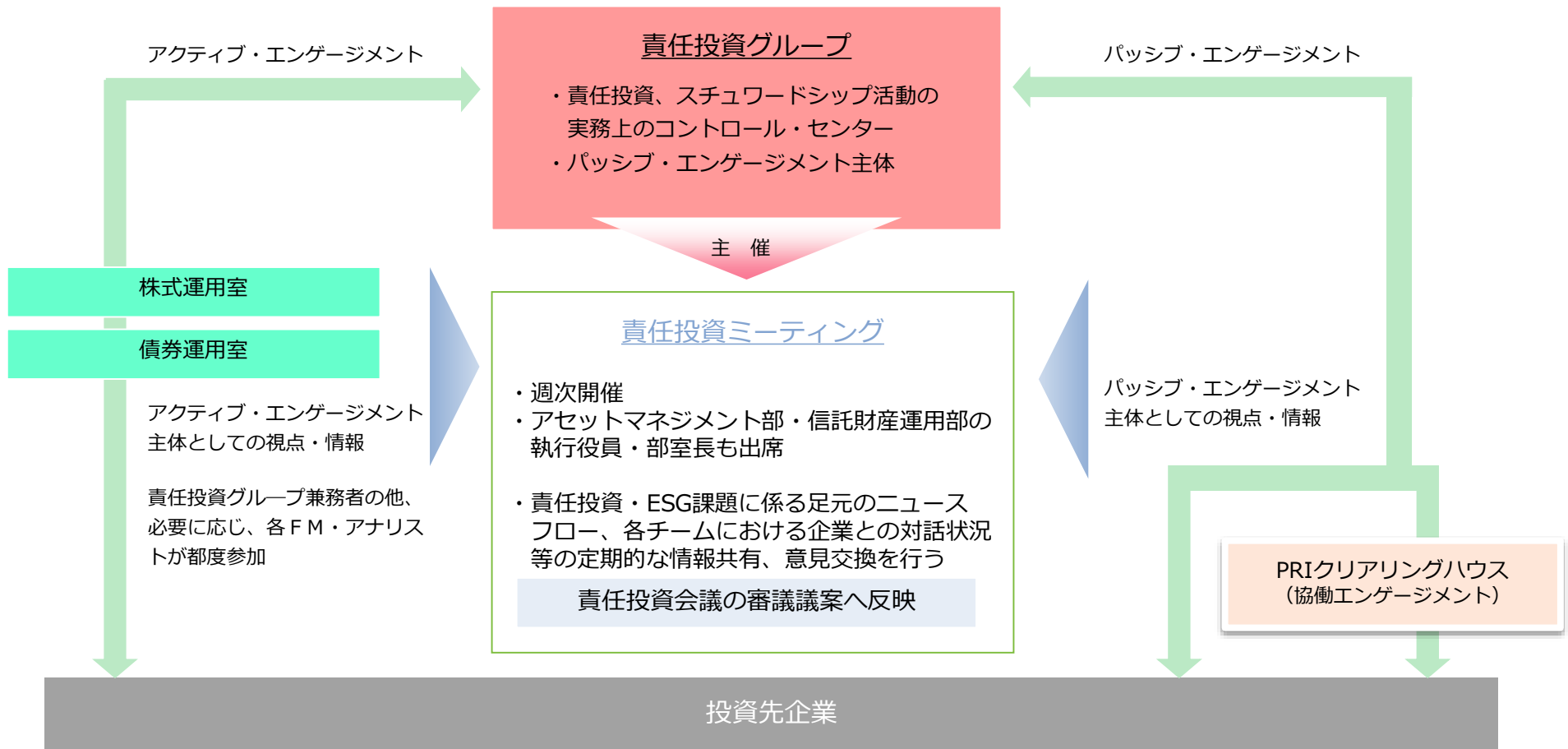
受託者として適切な『議決権行使』

具体的
施策



責任投資体制: 責任投資グループ

- 2016/4にアセットマネジメント部「コーポレート・ガバナンス・グループ」を「責任投資グループ」に改編し、スチュワードシップ活動、責任投資への取り組みをより組織的に推進するためのコントロールセンターとしての機能を整備。
- 「責任投資グループ」は、「責任投資ミーティング」等を通じて、関係他チームとの情報共有・意見交換を行い、活動指針等を「責任投資会議」で審議・報告。



責任投資体制：責任投資会議

信託財産等運用における責任投資に係る具体的な行動について、「責任ある機関投資家」の諸原則」及び「責任投資原則」に照らした適切性を検証し、必要に応じて工夫・改善を図る。

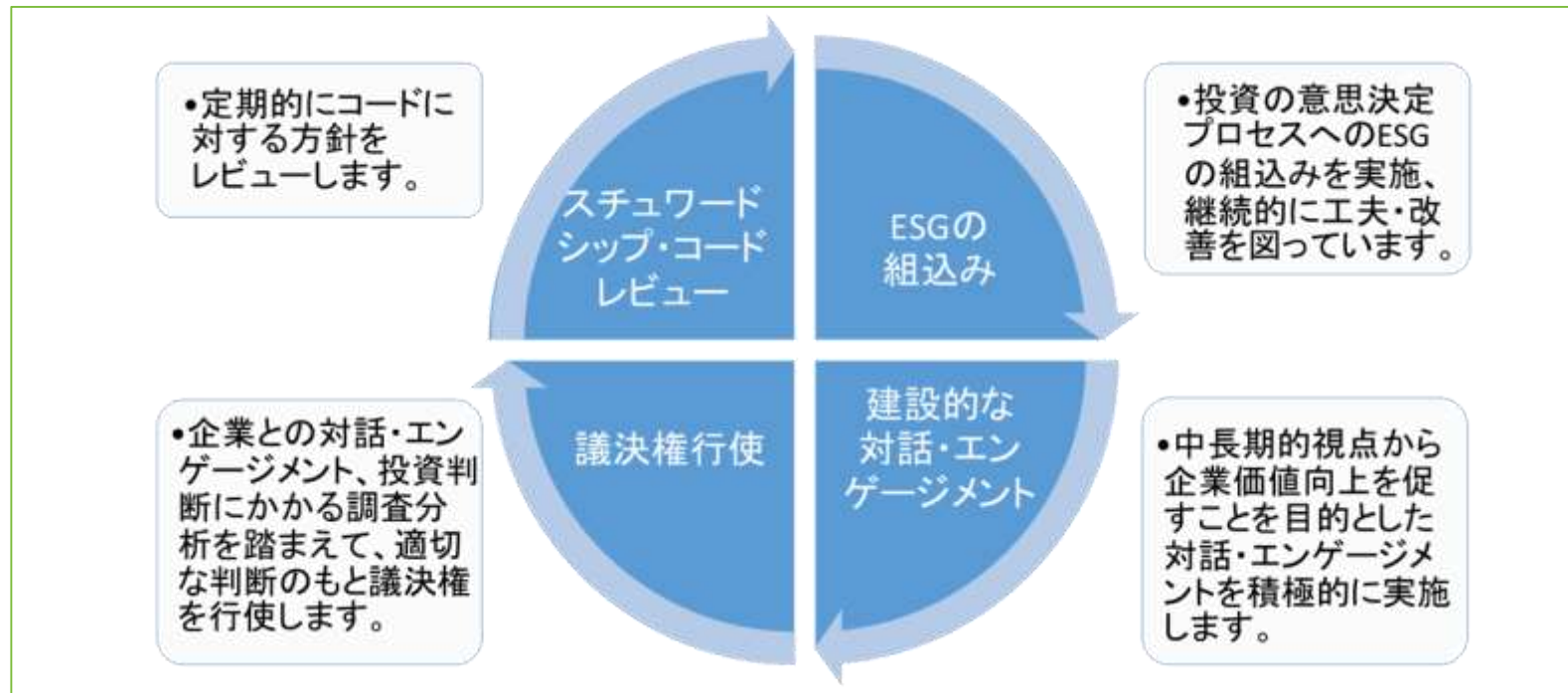
議長

アセットマネジメント部担当執行役員

構成

アセットマネジメント部の担当役員、部長及び室長、信託財産運用部の担当役員、部長、信託業務管理部の担当役員、部長及び運用管理室長をもって構成。

事務局：アセットマネジメント部
責任投資グループ



りそなの責任投資の目的

- ✓ 「お客様の中長期的な投資リターンの拡大」と「企業・社会の持続的成長」を追求

責任投資への行動

- アクティブとして、「 α の獲得」を継続していく
- パッシブとして、「 β の向上」に努めていく

<3つの具体的取り組み>

①

投資の
意思決定プロセスへの
ESGの組み込み

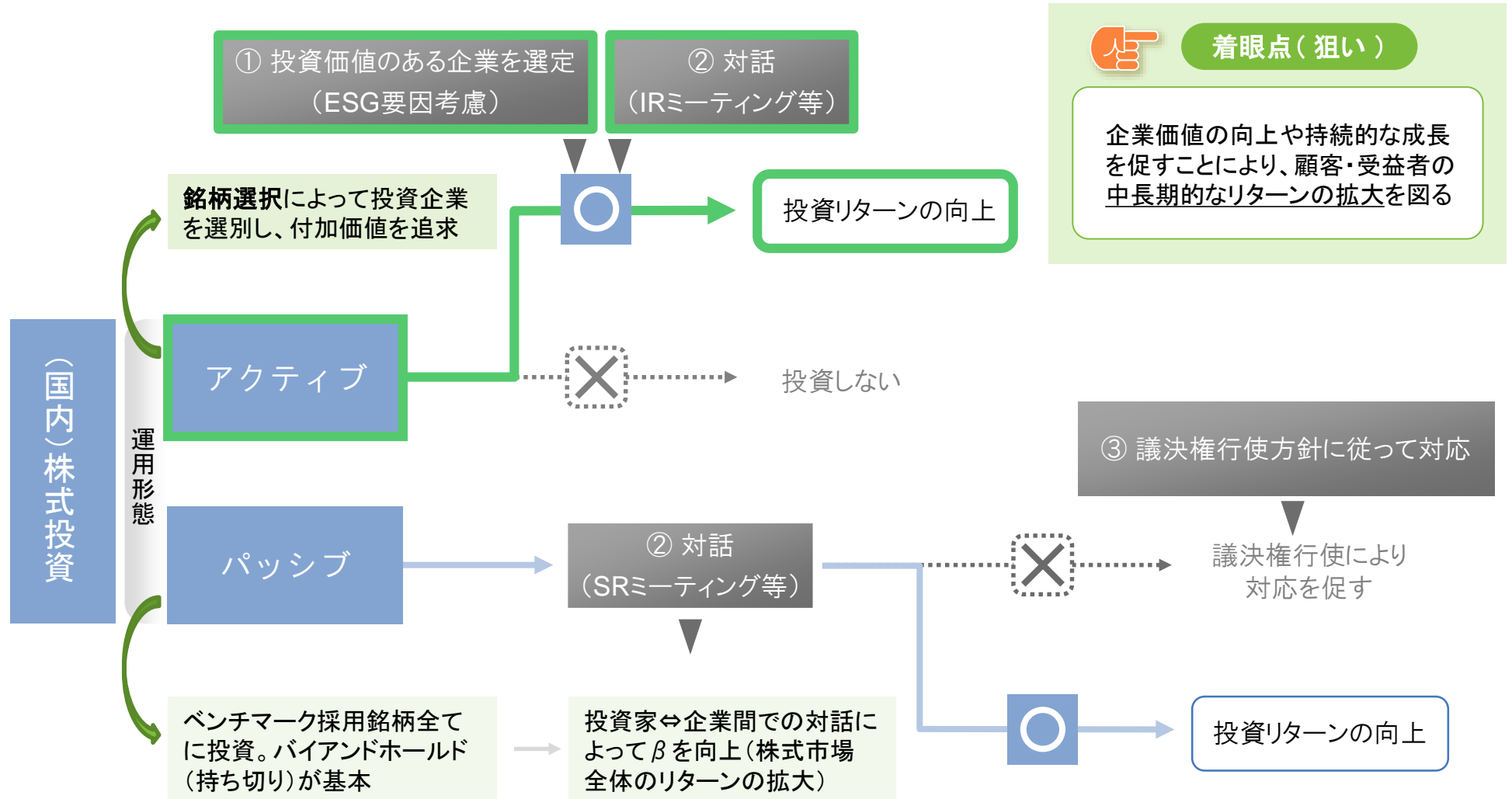
②

投資先企業との
建設的な対話

③

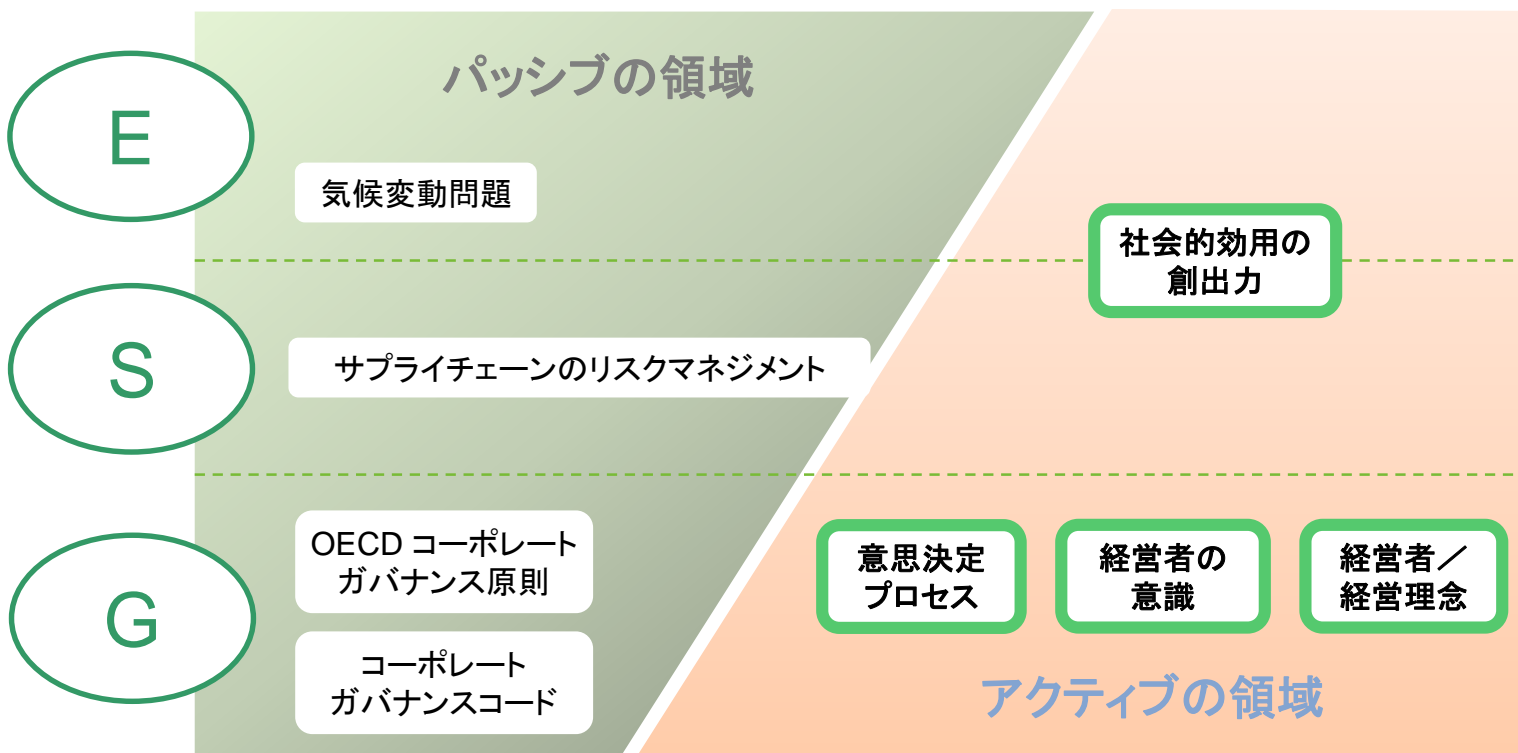
受託者としての
適切な議決権行使

アクティブとパッシブのパス



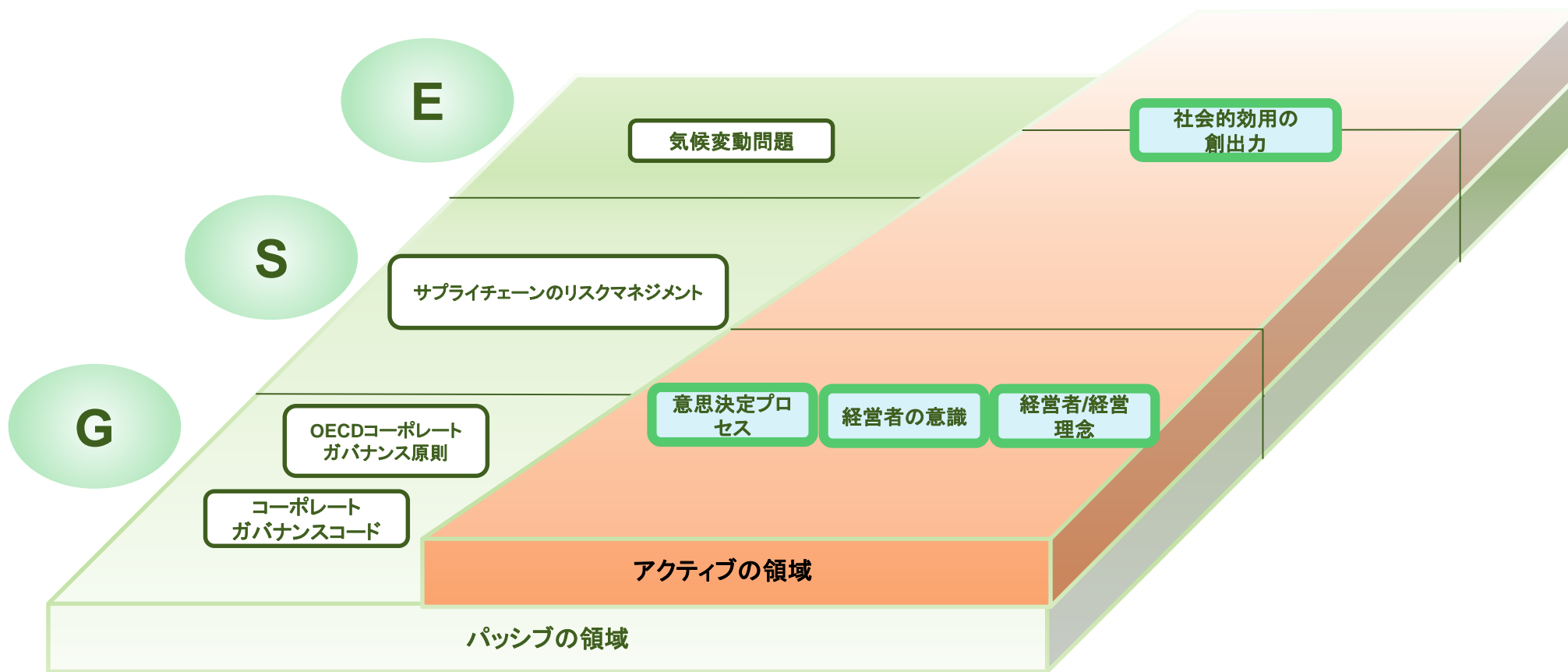
「アクティブ」と「パッシブ」の対応関係

- ✓ ESGは、リスクリターンに影響する非財務情報
- ✓ アクティブは、ESGインテグレーション。プロダクトの品質を向上させる触媒(α)
- ✓ パッシブは、ユニバーサル・オーナーとしてのリスクマネジメント(β)



「アクティブ」と「パッシブ」の対応関係

- ✓ パッシブのリスクマネジメントを踏まえた、アクティブでのリターン獲得



6. パッシブ・エンゲージメント

ユニバーサル・オーナーシップを果たすためのパッシブとしての考え方

- ESGの側面から企業の持続可能性を評価、改善を促すアプローチをプロセスの中心に据えつつ、適切な課題設定のもとでエンゲージメントを行い、効率的にβ向上を図っていく必要があります

パッシブ運用における視点

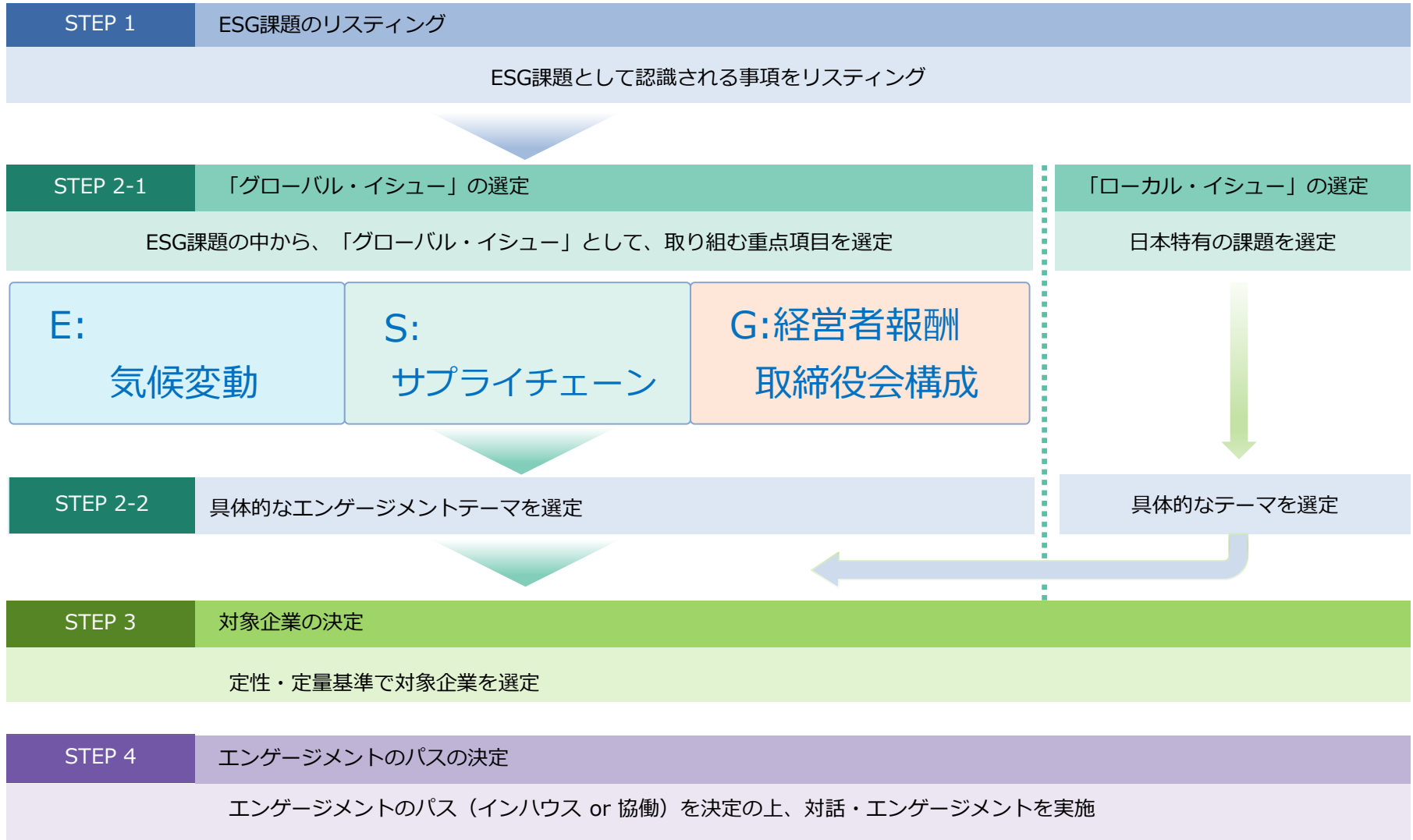
- 長期保有を前提とした社会全体のESG課題解決（リスク低減、ディスカウントの是正）に向けたエンゲージメント
- グローバル・イシュー、ローカル・イシューに対するエンゲージメント
投資先企業数が多岐に亘る中、エンゲージメントの効果を最大限にするテーマ、企業に対して行うことで市場全体に効率的に効果が及ぶ、他の企業へのスピルオーバーを期待

具体的な取り組み

- アウェアネス
講演活動を通じて、投資先企業にESG課題への対応と情報開示が重要であると気付かせる
- 対話・エンゲージメント
- 議決権行使

対話・エンゲージメント プロセス

- トップダウン・アプローチでエンゲージメント企業を選定



対話(国内企業)

エンゲージメント： 解決すべき課題を設定、課題解決に向けて議論を行い、結果を出していくこと

テーマ	割合	内容
資本生産性等	19%	資本政策の考え方（過剰な現金保有の資金使途）、キャッシュフロー・成長投資・株主還元の考え方、政策保有株式の売却方針
買収防衛策の撤廃	78%	取締役会での議論内容/社外取締役の考え、前回継続時からの企業価値向上への取組実績&今後、買収防衛策のスキーム向上
取締役会構成等	3%	取締役会の実効性評価

・ 買収防衛策の導入・継続

【方針と見解】

- ① 経営陣の保身につながり少数株主の利益を阻害する恐れがあると考え、撤廃することが望ましい
- ② 企業価値向上につながる経営がなされているか、発動にあたっては経営者の恣意性を排除する仕組みが構築されているか、少数株主の権利が守られているかを中心に意見交換

【企業の変化】

- ① 買収防衛策撤廃をエンゲージメントのテーマと設定している企業のうち、15社が撤廃

・ 資本効率性改善、バランスシート上に積みあがる現金の資金使途、政策保有株式の削減

【方針と見解】

- ① ROE等の数値に一定の基準を設けたエンゲージメントは実施せず
- ② 長期経営計画などで示された業績、施策がうまく機能しているかどうか
- ③ 経営層、取締役会が事業計画の進捗状況を正確に把握、軌道修正する場合にはスピード感を持って実行できているか

【企業の変化】

- ① 配当増・自己株式取得を発表する企業が増加
- ② 持ち合い解消を進める企業もあり

○個々のエンゲージメントには、マイルストーン（目標）を設定、進捗状況をモニター。1年間で17のエンゲージメントが完了

エンゲージメント(国内企業)

対話： 企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じ、相互理解を促進すること

テーマ	割合	内容
議案関連	22%	議案の説明(財団設立/第三者割当)、株主提案の説明
ビジネスモデルの内容	6%	経営統合・再編、中計の説明
ガバナンスの状況	36%	経営陣の交代、取締役会の実効性評価、報酬関連(固定・連動の比率、業績連動型報酬、株式報酬)、社外役員関連(ダイバーシティ、独立性、選任方法など)、任意の委員会設置の活動状況、機関設計(監査等委員設置会社への移行)
長期的な資本生産性	13%	株主還元政策、資本政策の考え方、政策保有株の考え方、ROE改善策
社会・環境への対応	5%	労働環境改善、気候変動による資産への影響、CDPに対する開示
反社会的行為	2%	不正会計の調査状況と今後の取組み
その他	16%	総会のレビュー、議決権行使の個別開示

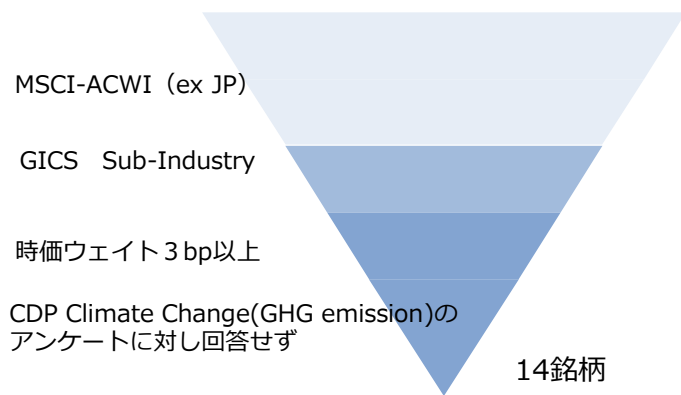
- 取締役会の実効性評価
コーポレートガバナンス報告書に記載される内容は企業によって、その量や内容にばらつきがあり。統合報告書等での社外役員のコメントを参考にしながら、実効性があるのかどうか、改善方向にあるのかどうかを判断
- 取締役・役員報酬(中長期の業績連動報酬、株式報酬の導入)
欧米諸国と比較すると日本企業の役員報酬は業績連動報酬部分の比率が低く、固定基本報酬部分の比率が高い、また株式報酬よりも現金報酬の方が多い傾向
中長期の業績連動報酬や株式報酬の導入により、株主目線で経営、中長期の業績向上に対するインセンティブとして期待
社外取締役の報酬、インセンティブについても意見交換。一部、議決権行使基準に反映

E:気候変動

気候変動に対する企業の対応状況の開示要求

- ・外国のエネルギー企業に対し、質問状を送付
- ・気候変動に対する対応状況の確認
- ・CDPなどに情報開示を求める

エンゲージメント対象企業の選定 (スクリーニング)



質問内容

1. 気候変動に関するリスクや機会はどのようなプロセスによって特定されていますか？
2. 特定したリスクや機会をどのように評価し、モニタリングをされていますか？
3. GHG排出量はどのように管理され、また長期的な削減計画はどのようなものがありますか？
4. 保有資産や収益を評価する前提となるエネルギー価格などの長期のシナリオを持っていますか？
5. 保有資産が座礁資産化するリスクをどのように分析、評価されていますか？
6. 新規の投資をする、あるいは追加投資を意思決定する際に、上記4、5の分析や評価をどのように利用されていますか？
7. CDP Climate Changeのアンケートに対し回答されない理由を説明していただけませんか？

目標

1. CDPへの開示促進と気候変動に対する適応状況の把握
2. 気候変動に関する株主提案への理解を深める
3. 日本企業に対するエンゲージメントの考察材料とする

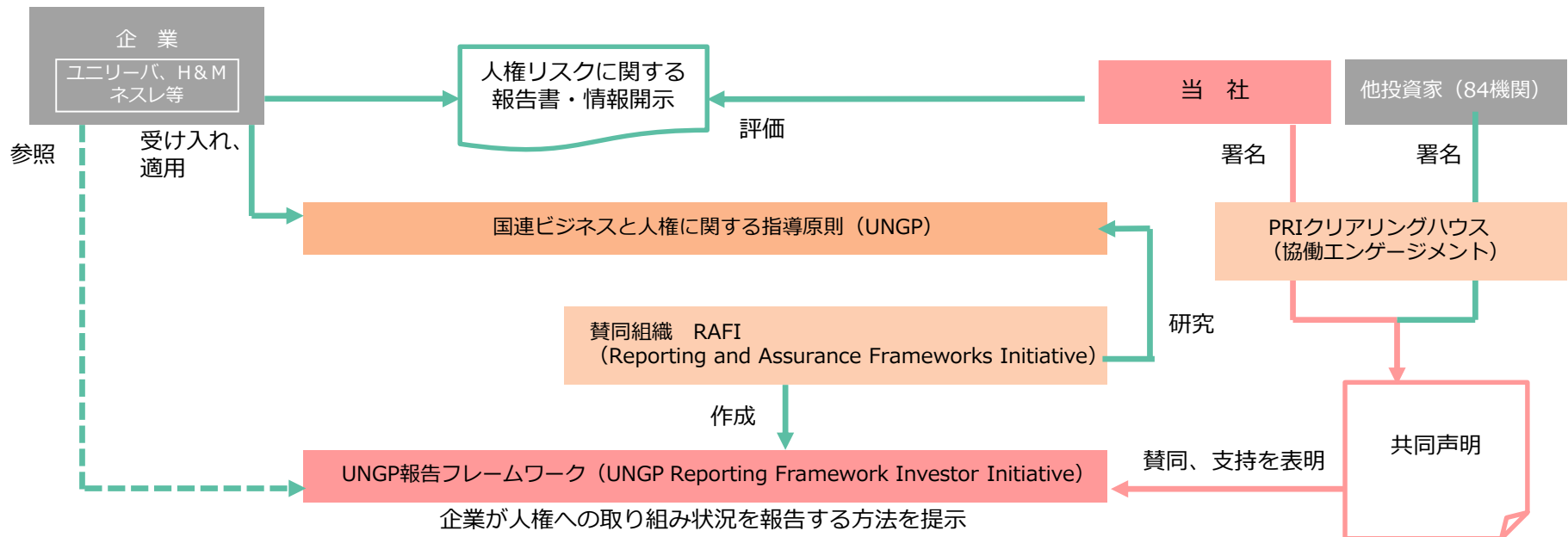
現状

- 14社のCDP Climate Change 2017への情報開示はすべてNo response
- 気候変動に関する理解は様々な情報を入手することで理解を深めている

S: サプライチェーンマネジメントにおけるリスク管理

サプライチェーンにおける人権問題

- ・ PRIの協働エンゲージメント
- ・ 従業員・サプライヤー・取引先の人権保護に関する適切な開示方法を提示する、「UNGP Reporting Framework Investor Initiative」に参加



目標

賛同社数増(当社署名)で本フレームワークの着目度があがることによるUNGP受入企業の増加(企業の人権への意識を高め、適切な人権リスクへの取り組みを促し、株式価値の向上に繋げる)

現状

- 「UNGP Reporting Framework Investor Initiative」における共同声明へ署名致しました
- 共同声明には、人権問題への取り組みをスコア付し公表するCorporate Human Right benchmark (CHRB)をサポートすることも含まれています。このベンチマークのパイロット版が最近リリースされ、98社に対し改善を求めるエンゲージメントが開始されます

議決権行使状況 2017年4-6月総会

行使結果の集計

【会社提案】

	合計		反対 比率
	賛成	反対	
剰余金処分案等	1,070	52	4.6%
取締役選任(※1)	12,368	1,060	7.9%
監査役選任(※1)	1,266	143	10.1%
定款一部変更	416	20	4.6%
退職慰労金支給	91	60	39.7%
役員報酬額改定	421	93	18.1%
新株予約権発行	63	17	21.3%
会計監査人選任	30	0	0.0%
組織再編関連(※2)	20	0	0.0%
その他会社提案(※3)	292	68	18.9%
内、買収防衛策	41	63	60.6%
合計	16,037	1,513	8.6%

取締役選任議案では、取締役会構成等の妥当性・適切性、会社の業績や資本効率、社外取締役の独立性等の妥当性を審議し、問題があると判断した場合は反対

役員報酬等の議案については、役員報酬等の水準、仕組み等妥当性を審議。社外取締役、監査等委員である取締役、監査役に対する退職慰労金および役員賞与の支給、ストックオプション付与については反対

財団への自己株式割り当て(1株1円)議案については、6企業からの提案を審議、1企業の提案に反対。反対理由は、財団活動と株主価値向上の関係に懸念がある、割当株数が当社基準よりも過剰、議決権行使に関しての開示がない

【株主提案】

	合計		賛成 比率
	賛成	反対	
合計	3	188	1.6%

賛成した3議案はすべて剰余金処分に関する提案。会社提案の剰余金処分が当社の基準に抵触しているところに株主からの配当の増額の提案があったことから、バランスシート、キャッシュフローへの影響等を検討、賛成

(※1) 取締役選任、監査役選任については、1候補者につき1議案として集計しています。

(※2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

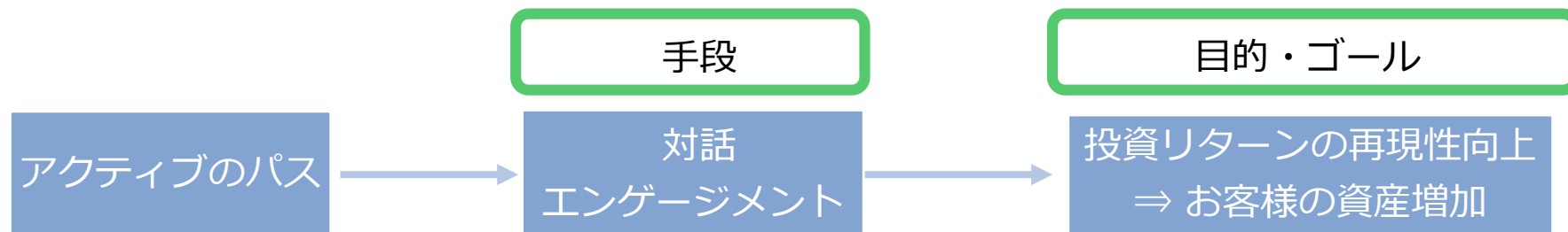
(※3) 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策等

7. アクティブ・エンゲージメント

➤ アクティブにおける対話とエンゲージメントの違い

タイプ	概要	りそなの アクティブプロダクト
対話	<ul style="list-style-type: none">企業と投資家が、双方向のコミュニケーションを通じ、相互理解を促進	<ul style="list-style-type: none">市場型グローバル企業小型バリュー
エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none">長期の企業価値を阻害している課題を設定課題解決に向けた議論を行い、緊密な関係を維持しつつ、結果を出していく	<ul style="list-style-type: none">バリュー

➤ 対話・エンゲージメントの目的は、投資リターンの再現性向上



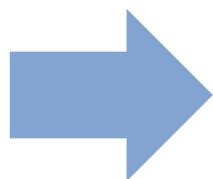
➤ 対話・エンゲージメントは、投資哲学に基づく

● 投資哲学に基づいた「対話」

☞ 織り込まれていない長期企業価値の想定と企業選別が効果的にできる

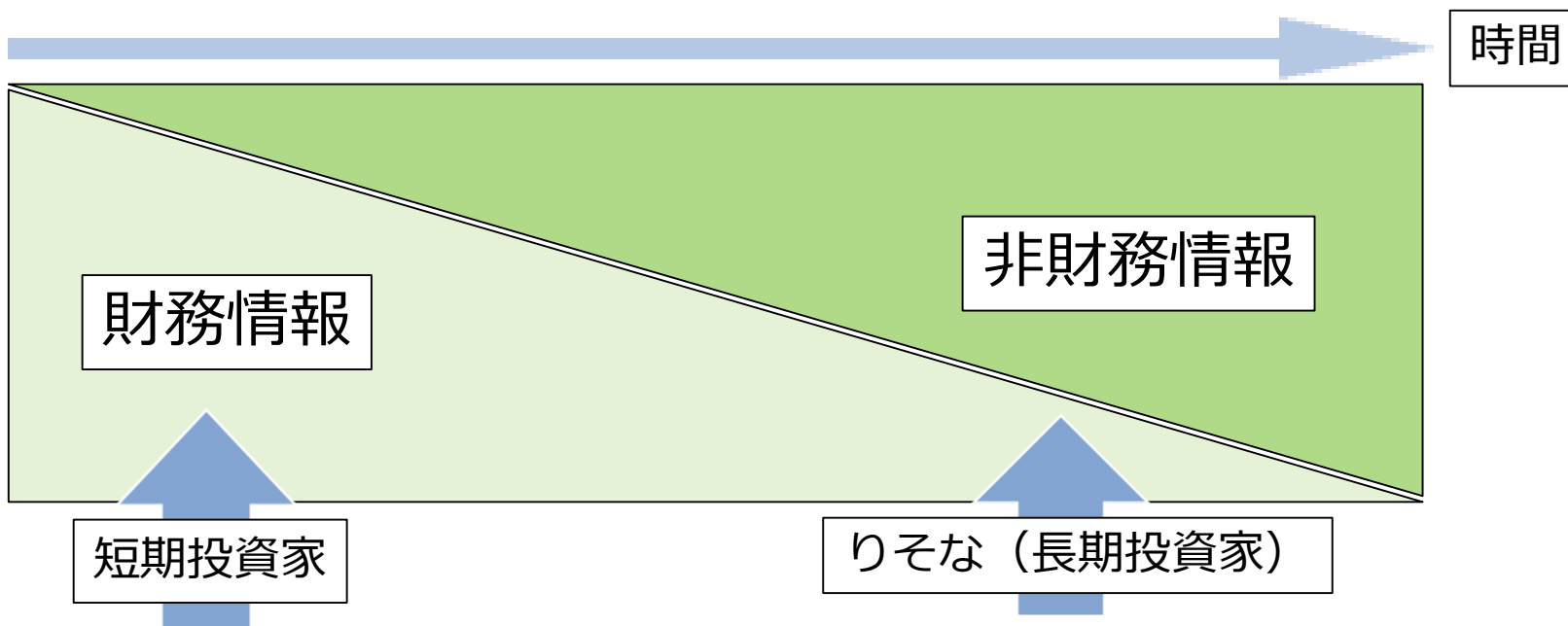
● 投資哲学に基づいた「エンゲージメント」

☞ 選別した企業の課題解決のアジェンダをマネジメントが理解・納得し実行、長期企業価値を効果的に高めることが可能



- お客様の長期での投資リターン引き上げが目的
- × 企業への良い提案、良い関係がゴールではない

➤ なぜ、投資哲学に基づく対話・エンゲージメントなのか



- 非財務情報は、数や種類ではなく、どの非財務情報がいかなる経路で企業価値に結びついているかが重要
- りそなは、投資哲学に基づく、長期リターンの付加価値の源泉とその投資プロセスが確立。したがって、長期の企業価値に結び付いている非財務情報を効率的にフォーカスしやすい

対話・エンゲージメントのマテリアリティ(重要度合)

➤ それぞれの投資哲学で重要性の高いフィールドはどこか

ストラテジー	投資哲学	フォーカスするフィールド
バリュー	割安理由の払拭	<ul style="list-style-type: none">企業価値向上への<u>経営者の意識</u>
小型	社会の構造変化を背景とした持続的成長	<ul style="list-style-type: none"><u>社会構造の変化に伴う需要創出・拡大</u><u>経営者／経営理念</u>
グローバル企業	グローバル競争力	<ul style="list-style-type: none"><u>意思決定プロセスの有効性</u>
市場型	業績の持続性	<ul style="list-style-type: none"><u>社会的効用の創出力</u> （「社会の利益」との関わりのなかで「企業の利益」を伸ばせる）

対話・エンゲージメント事例(2016年7月～2017年6月)

【対話・エンゲージメントの件数/社数】

株式運用室	件数	社数
対話	1,512	705
エンゲージメント	73	31
計	1,585	736

【対話事例① B社/競争力】

- ・対話の中で、社会課題と同社の競争力向上が両立する点について議論した。
- ・同社は長く社会課題解決と事業の両立を目指し、「電力効率化、CO2削減、無事故社会の実現」を主なテーマとして取り組んでいること、CSRレポートを日英中3か国語で5万部も印刷し社員に配布して考え方を徹底していることなど、今の戦略が社会課題解決を強く意識したものであり、それにより競争力を向上させている企業である点を確認できた。
- ・先方からは、ボトムアップ・アクティブファンド全体への応援の意味も含めて、対話のなかでESG情報をヒアリングしてきた数少ないボトムアップ・アクティブ投資家として名前を挙げて頂いた。

【対話事例② C社/企業価値の源泉】

- ・C社とは、対話の中で、同社の企業価値の源泉を深堀する議論を行った。
- ・同社の中にある、世の中にないものを提供したいという強い意識が、結果として他社の先を行く商品の提供や新市場開拓につながるとい、企業価値創造プロセスが機能している事が確認できた。
- ・また、価値創造の基盤となる技術力は、品質を尊重する企業理念の継承や、それを全社に浸透させる企業努力に支えられており、今後も企業価値を創造し続ける企業であるとの認識を深めた。
- ・先方からは、企業価値の本質や長期の時間軸で深い理解に努める当社の対話姿勢に対して、好意的なフィードバックをいただいた。

【対話事例③ D社/ガバナンスへの意識】

- ・D社は、地方の油圧式杭圧入引抜機の会社で、インプラント工法の普及に高い使命感を持っており、50年間尽力してきた。しかし、顧客、従業員に対する愛情深い一方、株主への姿勢が顧客、従業員程でなく長らく市場でディスカウントされてきた。
- ・対話では、3年前から、訪問取材を重ね相互理解を深めてきた。グローバル企業に飛躍していくには、情報開示の重要性、グローバル企業にふさわしい経営陣の登用、社外取締役の整備など、ガバナンスの考え方を投資家として説明させていただいた。
- ・今年、初めて会社説明会を開催し、東証一部へ指定替えを発表、グローバル企業へと飛躍することを宣言された。今後、ガバナンス態勢整備へ前向きに着手していくことを確認させていただいた。

対話・エンゲージメント事例(2016年7月～2017年6月)

【エンゲージメントのテーマ】

テーマ	割合
収益性改善/ビジネスモデル/事業戦略	73%
資本効率改善/資本政策	21%
買収防衛策の撤廃/IR改善	6%

【エンゲージメント事例① E社】

- ・同社は、建築材料を幅広く展開し、グローバル化を進めている。グローバルカンパニーとしてのコーポレートガバナンスに改善余地があると仮説を立てた。
- ・対話では、その問題点に対する認識を共有し、課題解決に向けた施策が採られるよう、トップマネジメントとの面談を重ねてきた。対話にあたっては、各課題に関わる具体的なデータを図表として視覚化し、課題認識の共有化を図った。その中で、買収した海外企業とのシナジー追及、グローバルカンパニーとしての組織改革の必要性、及び買収防衛策の撤廃について、他社事例も交えて提言を行った。
- ・先日、グローバル事業部門が新設され、買収した海外子会社間のシナジーをより追及する為の体制が整備され、また、買収防衛策については、企業価値向上に対する自信が出てきているといった背景から、今回廃止され、課題解決に向けた施策が動き始めている。引き続き対話を継続し、着実な改善策の実行を促していきたいと考えている。

【エンゲージメント事例② F社】

- ・同社は、基礎原料から最終製品まで幅広く展開する化学品メーカー。バランスシートに積み上がったキャッシュにより、利益率が高い割には同業他社比で低いROE水準に留まっている。また、積極的な成長投資を行なってこなかった為、低成長に留まっている。
- ・対話では、その問題点に対する認識を共有し、課題解決に向けた施策が採られるよう、取締役やIR部門との面談を重ねてきた。対話にあたっては、各課題に関わる具体的なデータを図表として視覚化し、課題認識の共有化を図った。その中で、高い収益性を誇る高付加価値製品と拡大余地が大きい海外事業への積極投資、加えて、株主還元も含めた資本政策の強化が課題解決策と考え、提言を行った。
- ・先日発表された中期経営計画において、今後3年間で生まれるキャッシュの用途が明示され、キャッシュを溜め込まない方針が打ち出された。また、高付加価値製品と海外事業の拡大を中心とする成長戦略と、それに係る組織再編が発表され、課題解決に向けた施策が動き始めている。引き続き対話を継続し、着実な改善策の実行を促していきたいと考えている。

- 対話・エンゲージメントの質をさらに高めるためには
 - モニタリングの高度化
投資哲学、プロセス 対話・エンゲージメントの一貫性
 - 外部有識者との定期的な勉強会
対話・エンゲージメントの視点や理論的背景の追求

➤ りそなのエンゲージメント

- 投資哲学に基づくエンゲージメント
- バランスシートの資産側への提案（視点の提供）
- 過去18年の対話の蓄積

レポート作成銘柄数： 1,512社 / 対話（1on1）数： 5,718件

ファンド創設者と投資哲学に共鳴するメンバーで構成 運用経験年数： 平均15年

- 課題と解決法を定量データとして視覚化し企業に提示



**ステークホルダーの一員として
顧客・株主・従業員を含め全てのステークホルダーの
長期利益を安定的に拡大**

8. ESGトピック（TCFD、協働エンゲージメント）

TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosures)

1. TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)概要

- 設立の背景(気候変動リスクの認識の深まり)

地球温暖化を抑制するため、化石燃料確認埋蔵量の1/3しか使用できないという国際的なコンセンサスが形成されつつあり、化石燃料関連資産が不良債権化する懸念が台頭している。こうした気候変動関連リスクが金融システムの重大なリスク要因として認識され始めている。

- 設立経緯及び活動状況

- G20の財務大臣・中央銀行総裁がFSB(金融安定理事会)に気候変動リスクに対する金融セクターの対処方針を検討することを要請し、FSBはTCFDを設立。(2015年12月)。ミッションは気候変動がもたらすリスク及び機会の適切な情報開示の枠組みの開発。

- 2度の中間報告を経て2017年6月に最終報告公表。

- 開示主体は非金融企業、金融機関、公的・民間年金基金及び財団、情報開示は任意
- 投資家、貸付業者、保険業者、その他与信・投資チェーンへの参加主体の利用を想定

- 提言内容(TCFDは以下の項目の情報開示を推奨)

気候関連によるリスクと機会

○移行リスク	低炭素社会への移行に関連するリスク(規制、評判など)
○物理的リスク	急性リスク(洪水、ハリケーン)、慢性リスク(海面上昇、干ばつ)
○機会	資源効率向上に資する製品、新エネルギー開発など

4つの開示項目

○ガバナンス	気候関連リスクに対する取締役会による監視体制や経営者の役割
○戦略	気候関連リスクと機会、それがビジネスや財務計画に及ぼす影響、等
○リスク管理	気候関連リスクを識別・評価・管理するプロセス、等
○指標と目標	気候変動リスクの評価・管理に用いる指標やその目標値、等

気候変動影響が大きいセクターへの補助ガイダンス

○金融セクター	炭素関連資産への与信集中度、ポートフォリオの気候関連リスク組入度
○非金融セクター	気候変動による資産の減損リスク、不良資産化の未然防止策

- TCFD及び気候変動気候変動影響が大きいセクターへの補助ガイダンス動問題を巡る各界の動向

- フランスエネルギー移行法173条、自動車関連規制

- フランスの上場企業、銀行、機関投資家はアニュアルレポートにおける気候変動リスクに関する詳細情報開示を義務化された。中国及び英仏でガソリン車の販売禁止の方針表明。

- 運用機関の動き

- PRI(国連責任投資原則)署名機関はTCFDに基づく年次報告が義務化(2018年度)

- ノルウェー政府年金基金、カルパース(米)、AP7(スウェーデン)などが化石燃料関連企業からの投資引き上げを決定。

- 英国の協働エンゲージメント活動であるAiming for AがBP、シェル、リオ・ティント、等に気候変動関連情報開示を強化する株主提案を実施。AP4、カルパース、アムンディなども参加。GPIFはES重視姿勢強めている。グローバル環境指数の公募開始。(2017.11)

協働エンゲージメント

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム 設立

(2017年11月)

- 参加運用機関 : 企業年金連合会、三井住友信託銀行、三菱UFJ信託銀行、三井住友アセット、りそな銀行

- スキーム



参加機関投資家間で事前協議
: アジェンダの設定・共通見解のまとめ

共通見解レターの対話対象企業へ送付

参加機関投資家複数隣席のもと、対話
対象企業とミーティング実施

- アジェンダ : コーポレートガバナンス、資本効率、サステナビリティ等、各企業の取り組み方針や取り組み内容、情報開示の在り方に関し、対話を行っていく予定。

本資料に示された意見等につきましては、特に断りのない限り、個人の見解を示すものです。発表者の所属しているりそな銀行の見解とは異なることがあります。

本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は、作成時点において信頼できると思われる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。

また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。

本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。