

事務局説明資料

2020年5月29日

経済産業政策局

産業資金課

本研究会でご議論いただきたいこと

- 本研究会では、伊藤レポートをとりまとめて以降のインベストメントチェーンを巡る状況の変化についての認識を共有した上で、企業と投資家との対話の実質化、また、実質化を通じた企業価値の持続的な向上を図っていくための課題を洗い出し、どのような対応を講じていくべきかについて幅広くご議論いただきたい。

＜本研究会の全体像＞

第1回

■ イン트로ダクション・論点の洗い出し

第2回

■ 企業からの対話例や課題認識等に関するプレゼンテーション・ディスカッション

- 対話の現状を踏まえた対話の質の底上げ
 - ✓ 対話に関する現状認識・課題の共有
 - ✓ 目的に応じた対話についてのグッドプラクティスの共有
 - ✓ 企業・投資家同士、企業と投資家の継続的対話のための「場」の在り方

第3回

第4回

■ 投資家からの対話例や課題認識等に関するプレゼンテーション・ディスカッション

- 投資家・資本市場を取り巻く環境の変化を踏まえた、今後の企業と投資家の関係性について
 - ✓ 資本市場をめぐるコスト極小化の動きと各プレイヤーの役割・在り方
 - ✓ ESG投資を通じた企業の価値創造の可能性 等

第5回

本日の議論

第6回

■ これまでの議論の整理・ディスカッション

第7回

■ 取りまとめ

第1回の議論事項（再掲）

- ① 伊藤レポート公表後、「日本企業の中長期的な価値向上」は実現しているか。ROEの向上は、資本政策上の取組によるものとどまらず、企業の成長に向けた投資・取組が行われていることを意味するか。
- ② 伊藤レポート公表後、資本市場において、運用手法のパッシブ化をはじめとするコスト極小化の動きが進んでいるとみられるが、今後この動きはより進むか。そうした構造変化が進むとした場合、企業との価値協創に向けて、資本市場の各プレーヤーはどのような役割を果たすべきか。必要な環境整備は何か。
- ③ 伊藤レポート公表後、「対話」に対する企業・投資家の意識は高まっているように見受けられるが、なお形式的な対話にとどまっていないか。「対話」は企業価値の向上に資するのか。資するとした場合、中長期的な価値向上に資する「実質的な」対話とはどのようなものか。そのような「実質的な対話」は、②のような環境変化を踏まえても、なお可能か。

今回のご議論のポイント

今回は、ESGアナリスト/クレジットアナリスト、評価機関より、プレゼンテーションいただく。
プレゼンテーションに関し、前ページや下記のような観点を含め、自由闊達にご議論いただきたい。

- ✓ ESG投資はここまで拡大してきたが、今後もこの傾向は続くか。新型コロナウイルスによる社会的・経済的ショックは、ESG投資の潮流に影響を与えるか。
- ✓ ESG評価と中長期の企業価値向上はどのような関係にあるか。
- ✓ 企業や投資家は、中長期の企業価値向上という観点から、ESGの要素を経営や投資判断にどのように反映させるべきか。
- ✓ 中長期の企業価値向上という観点から、ESG評価機関に期待される役割と課題は何か。
- ✓ 中長期の企業価値向上という観点から、アナリストに期待される役割と課題は何か。

第5回におけるプレゼンテーションの視点

- 第5回においては、ESGアナリスト、評価機関から以下の視点でプレゼンテーションをいただく。

<ESGアナリスト/クレジットアナリスト>

- ① クレジットアナリストの業務とエクイティアナリストの業務の違い、セクター横断的な分析の意義・限界
- ② クレジットアナリストの課題、エクイティアナリスト（セルサイド・バイサイド）の課題
- ③ グローバルなESG関連動向、クレジットアナリストが企業のESGに関する取組を評価・分析する際の視点
- ④ ESG評価と企業価値向上の関係性、債券投資の分野におけるESG評価の役割
- ⑤ 企業・投資家のESGに関する取組についての現状認識・評価・課題認識
- ⑥ デッドファイナンスの分野における、評価機関や格付機関の役割、そうした機関が提供する情報の活用方法
- ⑦ デッドファイナンスの分野における、企業のイノベーションや新規事業創出に対する取組の評価手法
- ⑧ 資本市場全体に関する課題認識 等

<評価機関>

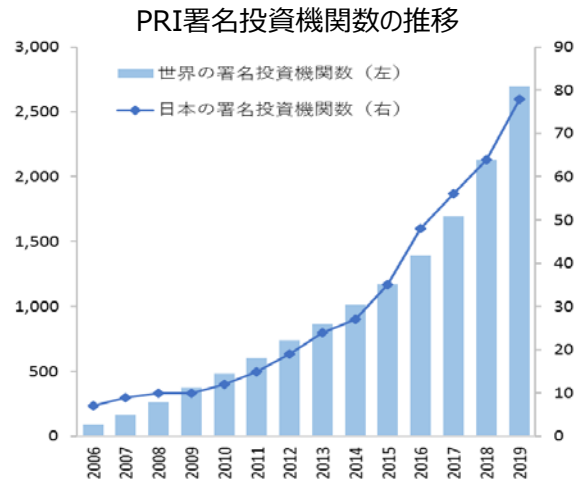
- ① 各評価機関のポリシー、ESG評価の手法等のご紹介
- ② 企業・投資家とのコミュニケーション手法
- ③ ESGをめぐる課題 等

ESG投資の現状

- 長期的な投資を行う機関投資家を中心に、投資判断において、投資にESGを組み入れる考えが進展。「**国連責任投資原則（PRI）**」の署名機関数・規模も大きく増加。
- 国内外でスチュワードシップコードの改訂により、ESGの重要性が増している。

国連 責任投資原則（PRI）

- ◆ **投資にESGの視点を組み入れる**ことなどからなる機関投資家の投資原則。原則に賛同する投資機関は署名し、遵守状況を開示・報告する。
- ◆ 2006年に提唱され、世界の2460の機関が署名（2019年6月時点）。
- ◆ 日本では**年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）**をはじめ、79の機関（DBJ、保険会社、AM等）が署名。



（出所）PRIウェブサイト

スチュワードシップ・コード

【イギリス】

- ◆ 2020年1月1日より、改訂版のスチュワードシップ・コードを施行。
- ◆ 主な改訂として、「**スチュワードシップと投資を重要な環境、社会、ガバナンスの課題、そして気候変動も含めて、自身の責任を果たすために体系的に統合する**」との文言を新たな原則として盛り込まれている。

【日本】

- ◆ 2020年3月に日本版スチュワードシップ・コードの再改訂版が確定・公表。
- ◆ 再改訂版では、「サステナビリティ」、「ESG」の言葉が各所に追加で盛り込まれている。
- ◆ 特に、指針1-1においては、「**サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮**」に基づくエンゲージメントが明記されている。

サステナブル投資の拡大

- 世界のサステナブル投資残高は、2016年に約22.9兆ドルであったが、2018年には約30.7兆ドルと拡大。
- 日本は約0.5兆ドルから約2.2兆ドルに拡大しており、他地域と比べ高い伸び率を示している。

FIGURE 1: SNAPSHOT OF GLOBAL SUSTAINABLE INVESTING ASSETS, 2016–2018

Region	2016	2018
Europe	\$ 12,040	\$ 14,075
United States	\$ 8,723	\$ 11,995
Japan	\$ 474	\$ 2,180
Canada	\$ 1,086	\$ 1,699
Australia/New Zealand	\$ 516	\$ 734
TOTAL	\$ 22,890	\$ 30,683

Note: Asset values are expressed in billions of US dollars. All 2016 assets are converted to US dollars at the exchange rates as of year-end 2016. All 2018 assets are converted to US dollars at the exchange rates at the time of reporting.

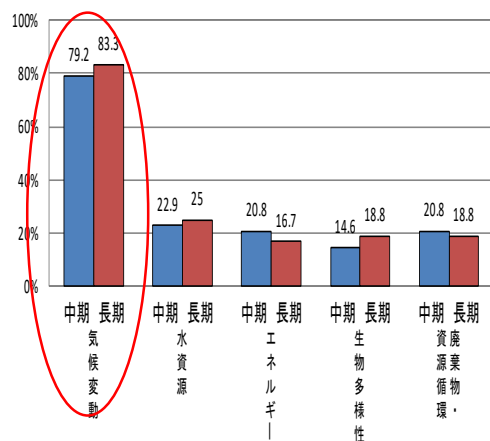
日本
2.2兆ドル
2年で4.6倍に

日本における運用機関の状況

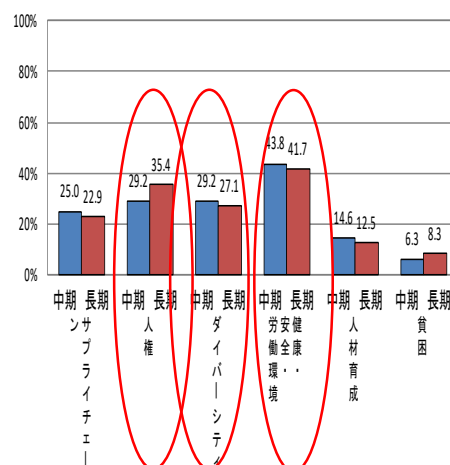
- 経済産業省で行ったアンケート調査によれば、運用機関の97.9%がESG情報を投資判断に活用していると回答。
- E,S,Gの各要素において中長期に重視するものには、E（環境）では気候変動（80%程度）、S（社会）では健康・安全・労働環境（40%程度）や人権、ダイバーシティ（各30%程度）等、G（ガバナンス）では社外取締役や役員報酬、取締役会の多様性（各30%程度）等を挙げる投資家が多い。

問. ESGの各要素について、投資判断をする上で、中期（3～5年）、長期（5～30年程度）で考慮すべきと考える内容を可能な範囲でお答えください。（E,S,Gの各要素について、自由記述。以下は記載内容を経済産業省にて分類）

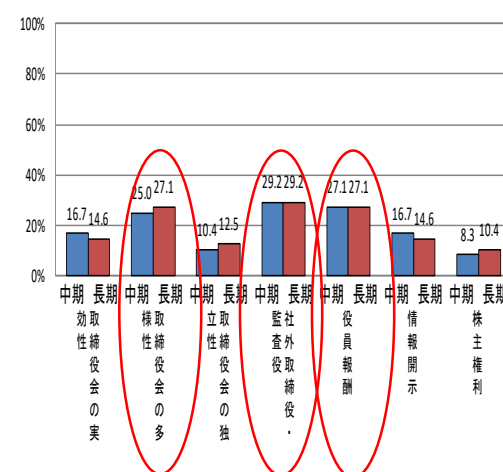
E（環境）



S（社会）



G（ガバナンス）



- 【E】プラスチック汚染、海洋環境
- 【S】プライバシーとデータセキュリティ

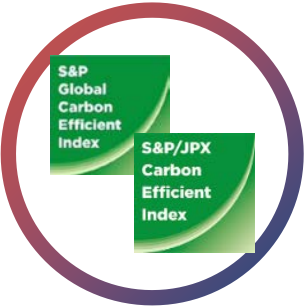
- 【S】地域社会の安定
- 【G】汚職等の不祥事

- 【全般】主要ビジネスがサステナブルであること
- 【全般】ESGの課題認識・行動の具体的意思

GPIFによるESGインデックスへの投資

- GPIFは2019年3月末時点で、4種のESGインデックスに合計約3.5兆円を投資。

GPIFが投資するESGインデックス

				
対象株	国内株	国内株	国内株	国内株 / 外国株
指数構成 銘柄数	152	268	213	1,738 / 2,199
運用資産額	6,428億円	8,043億円	4,746億円	3,878億円 / 1兆2052億円

合計 約3.5兆円

GPIFのESGインデックスへの
運用資産額の推移

2017年7月時点 (ESGインデックスへの投資開始)	2018年3月末時点	2019年3月末時点
約1兆円	→ 約1.5兆円	→ 約3.5兆円

(参考) ESGインデックスの例

- ESGインデックスについては、既に、構成銘柄数やカバレッジ、組成内容等において、多様な種類のものが存在。

	名称	発行者	銘柄数	カバー率	組成内容	指数算出方法	銘柄入替 頻度
ESG 総合型	1 Dow Jones Sustainability Indices	S&P Dow Jones Indices/ RobecoSAM	250	S&P Global Broad Market Indexの銘柄数の10%	S&P Global Broad Market Indexの中で、ESG基準の高い主要250銘柄	浮動株調整時時価総額加重平均	年1回
	2 FTSE4Good Developed	FTSEグループ	1020	FTSE Developedの銘柄数(2170銘柄)の約50%	23カ国の先進国でESG基準の高い銘柄	時価総額加重平均 ・ ウェイトはMax10%	年2回
	3 FTSE4Good Emerging	FTSEグループ	530	FTSE Emergingの銘柄数(1780銘柄)の約30%	20カ国の新興国でESG基準の高い銘柄	時価総額加重平均 ・ ウェイトはMax10%	年2回
	4 FTSE Blossom Japan Index	FTSEグループ	251	FTSE JAPAM INDEX (509銘柄) の約30%	FTSE JAPAN INDEXの中でESG基準の高い銘柄	時価総額加重平均 ・ ウェイトはMax15%	年2回
	5 MSCIジャパン ESGセレクト・リーダーズ指数	MSCI	149	MSCIジャパンIMIトップ500の時価総額の50%	MSCIジャパンIMIトップ500でESG評価の高い銘柄	浮動株調整時時価総額加重平均	年4回
E重視	6 S&P/JPNカーボン エフィシエント指数	S&P Dow Jones Indices/ RobecoSAM	1730 ¹⁾	TOPIX(2080銘柄 ²⁾)の銘柄数の約85%	TOPIXの中で炭素排出量の低い銘柄	浮動株調整時時価総額加重平均	年1回
S重視	7 MSCI日本株 女性活躍指数	MSCI	215	MSCIジャパンIMIトップ500の銘柄数の40%	MSCIジャパンIMIトップ500で女性用の高い銘柄	浮動株調整時時価総額加重平均	年2回

(出所) 1. 2018年7月時点; 2. 2018年3月時点
Source: 各指数HP Factbook／メソッド資料

(参考) GPIFによるパッシブ運用高度化の動向

- GPIFはパッシブ運用の高度化に向け、指数会社との対話を含め、各種の取組を推進している。

前提にある 課題認識

運用の高度化を達成するために、パッシブ運用のレベルアップを目指すことが必要

- ・ パッシブ運用が中心となるGPIFにおいて、インデックスの選択は運用成果に直結するものだが、これまで十分なリソースが割かれていなかった
- ・ パッシブ運用を高度化するため、よりよいベンチマークの選択やインデックスのクオリティ改善を達成すべくアクションを積極的にとるべきである

GPIFの 取組

パッシブ運用の機能分化を通じた高度化を目指す取り組みを実施

- ・ GPIFは、ESGの推進と並行し、以下3点からなるパッシブ運用の機能分化を通じたパッシブ運用高度化の取組を推進

パッシブ運用の機能と機能毎の取組施策

施策内容

インデックス	・ インデックス・ポスティング ・ 指数会社との対話 ・ インデックスの直接契約
運用	・ ESGインテグレーション ・ コーポレートアクション等でのα獲得
アクティブ オーナーシップ	・ 運用会社評価に占めるエンゲージメント評価のウエイト拡大 ・ エンゲージメント強化型パッシブの採用 ・ エンゲージメントと議決権行使の一体化

- ・ 機能の中で、インデックスは特に重要性が増していると認識
 - ESG指数などベンチマークの幅が広がってきており、AOの選択により運用成績に直結するため
- ・ 主に、ESGインデックスの適切な選択/利用を念頭に、インデックスに関する施策を実施
 - インデックス・ポスティングによりインデックス情報を収集、ESG情報を含む財務情報等と統合して、分析に活用
 - ESG評価の継続性、透明性、中立性担保の観点から、ESG評価機関へのデューデリジェンス(対話)を実施
 - 指数会社との直接契約により、費用内訳を明確化し、GPIFとのアラインメントの強化を企図

Source: GPIFワーキングペーパー「パッシブ運用の機能分化と付加価値向上策～指数会社・運用会社とのアラインメント強化策を中心に～」

(出所) 経済産業省委託調査「株価指数の運用・利用実態に関する調査並びにローカルベンチマーク活用促進に向けた取組み及び企業の多様な資金調達手法の現状・課題に関する調査」より抜粋

ESG投資のパフォーマンス評価をめぐる現状と課題

- ESG投資とパフォーマンスの関係は、学術的にはまだ定見がないのが現状。
- そうした中、投資家はどのような目的や観点で、ESG投資に取り組んでいるか。
- また、ESG投資を行うにあたりどのような課題があるか。

- ✓ 既存の学術研究によれば、ESG投資のパフォーマンスは、どちらかというポジティブとする研究が多い一方で、通常投資と有意な差はない（又はネガティブ）として相反する結果を示す研究もみられ、定見はないのが現状。
- ✓ 他方で、明確にポジティブではないにしても、有意にマイナスとはいえない点に意義を見出す見解も。特に、エンゲージメントを通じた「 β の向上」については、ユニバーサルオーナーには有効であり、社会的にも意義があるとされる。

（出所）東京大学公共政策大学院ワーキング・ペーパーシリーズ「ESG投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」より

ウィズコロナ・アフターコロナにおけるESG投資のあり方

- これまでESG投資は拡大してきたが、新型コロナウイルスの影響を受けても、この傾向は継続するのか。経済の立て直しが重視され、ESG投資への意識が薄れる可能性はあるのか。
- 現状はESGのうちE（環境）に対する比重が大きいとの声もあるが、ウィズコロナ・アフターコロナのESG投資において、従業員の健康等、重視される要素に変化は生じるのか。

記事抜粋（日本経済新聞 2020年4月13日）

- 欧米の主要年金基金などが加盟し、投資先企業の二酸化炭素（CO2）排出量をネットでゼロにすることを目指す「ネットゼロ・アセット・オーナー・アライアンス」は3月下旬に声明を出し「新型コロナ問題が深刻化する中でも気候変動問題への取り組みはやめない」との姿勢を打ち出した。企業が業績悪化などを理由に環境対策に消極的になることをけん制する動きともとれる。
- コロナ・ショックをきっかけにESGのS、社会問題にも多くの注目が集まるようになるだろう。全世界の資産運用会社やNPO投資家、年金基金が集まる総勢275社、総運用資産7.7兆ドルの投資家連合が、コロナ問題に関する企業への注文を発表している。「労働者の健康が最優先」「一時帰休の際は十分な金銭補償を」「自社株買いは停止し、役員報酬も制限せよ」――

記事抜粋（日本経済新聞 2020年4月23日）

- 政治家はコロナ禍で瀕死（ひんし）の状態にある経済を立て直すために、いかなる犠牲を払っても経済成長を実現しようと試みる可能性がある。企業の多くも収支が悪化するなかで、「もうサステナビリティ（持続性）を重視することはできない」と考えるようになるかもしれない。
- 政治リーダーの一部が「コロナ・ショック」を社会をいい方向に変える好機だと捉え始めていることだ。ニューヨーク州のクオモ知事は、「Build it back better（再建するなら、前よりよいものを）」という標語を使い始めた。ただコロナ前の生活に戻るのではなく、コロナ後は環境にも人々にも優しい生活を実現しようというのだ。

企業と投資家を取り巻くプレイヤーの動向

評価機関の概要

- データの入手方法や評価手法、指数の発行の有無等々の面で、様々な特徴をもつ評価機関が存在。カバー企業数もそれぞれ大きい。

大手評価機関サマリ

分類	Provider	提供しているサービス			カバー企業数	Remarks
		データの入手	分析	指数の発行		
A	企業にアンケートを送り、独自データを収集 データソース独自性で差別化	CDP  独自アンケート			7,000	環境に特化。TCFDの提言も反映。
		RobecoSAM  独自アンケート			4,500	
B	公開情報を収集し、独自の評価手法でスコアを算出 評価手法により差別化	公開情報を収集			7,000	
	MSCI				7,000	Thomson Reutersのファイナンシャル&リスク事業を前身とし、2018年に分離・独立
	REFINITIV				4,100	
	FTSE Russell				n.a.	データ収集、評価はRobecoSAMに委託
	S&P Dow Jones Indices					
	Sustainalytics				9,000	2017年に投資信託評価大手モーニングスターの傘下に
	ISS-oekom				6,300	2018年に議決権行使助言会社大手ISSがoekom researchを
	vigeoeiris				4,600	2019年にMoodiesが買収
	Bloomberg				11,500	自己評価データ+ Sustainalytics/ RobecoSAMのデータも公開

Source: Expert interviews; 各社websites; press search

評価機関の取組①～質問状の更改

- ESG評価機関の中には、評価の質を維持するために質問を毎年変更している機関も存在。
- 一方で、評価の一貫性や企業に対する負担感の課題への指摘もある。

RobecoSAM

上位企業が差別化されるよう、毎年新たな質問を追加

“RobecoSAMの10-15%の質問は毎年更新されている。

アンケートは、上位10%の企業が差別化できるぐらい難しく作られている必要がある…

新たな質問を導入したとき、満足いく回答をすることができたのは約2割。8割の企業はきちんと回答できる状態ではなかった。

しかし私達のアンケートが社内での議論を呼び起こすきっかけとなった。例えば、十分な回答ができなかった企業でも数年後には改善されると考える”

(RobecoSAMサステナビリティ・ディレクター)

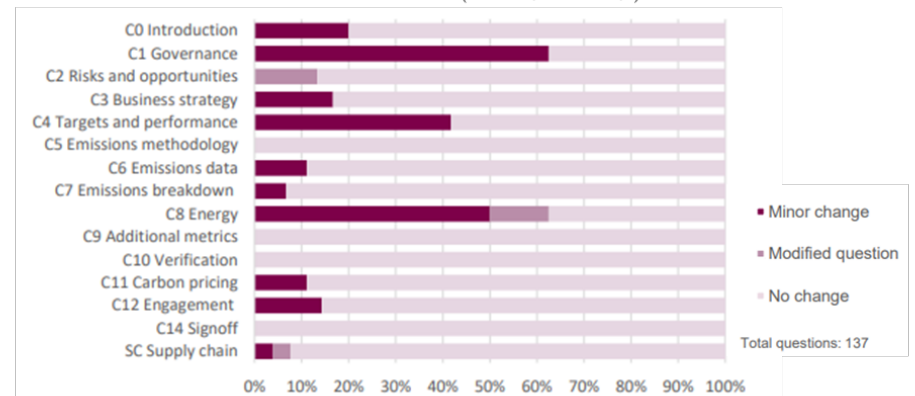
CDP

各種ステークホルダーのフィードバックにより質問書を毎年改訂

投資家や企業、政府関係者などさまざまなステークホルダーからのフィードバックに基づき毎年改訂

- 2018年には、セクター別質問の追加やTCFDの提言を反映

CDPの企業への質問改定 (2018年-2019年)



Source: Sustainable Brands, サステナビリティ評価機関の現状とこれから http://www.sustainablebrands.jp/news/us/detail/1189544_1532.html
CDP ホームページ <https://www.cdp.net/ja/japan/disclosure>

評価機関の取組②～非定型情報・オルタナティブ情報の活用

- 差別化を図るため、非定型情報・オルタナティブ情報の活用するESG評価機関も存在。
- こうした評価手法が、企業の情報開示のあり方に影響を与える可能性はあるか。

非定型情報の活用等を通して、差別化を図るプレイヤーが拡大

代表的な非定型情報活用の事例

Arabesque

AI

複数のESG評価機関のデータの他、15言語5万のニュースメディアからも日々情報を収集し評価に反映

Util

マシーン・ラーニング

企業の公開情報以外にも、公共のデータ(労災)などをマシーンラーニングを用いて抽出し評価に反映

Sensefolio

センチメント分析

統合報告書に加えて、経済紙やソーシャルメディアなど10万以上のソースの情報を、センチメント分析(感情分析)により評価に反映

TRUVALUE LABS

AI・マシーンラーニング

企業外のデータをAI・マシーンラーニングを基に収集し、SASBの30基準をベースとした評価に反映

CLARITY

AI・マシーンラーニング

1000以上の評価項目に対して、AI・マシーンラーニングを利用し信頼性の高い外部データを選択し評価に反映

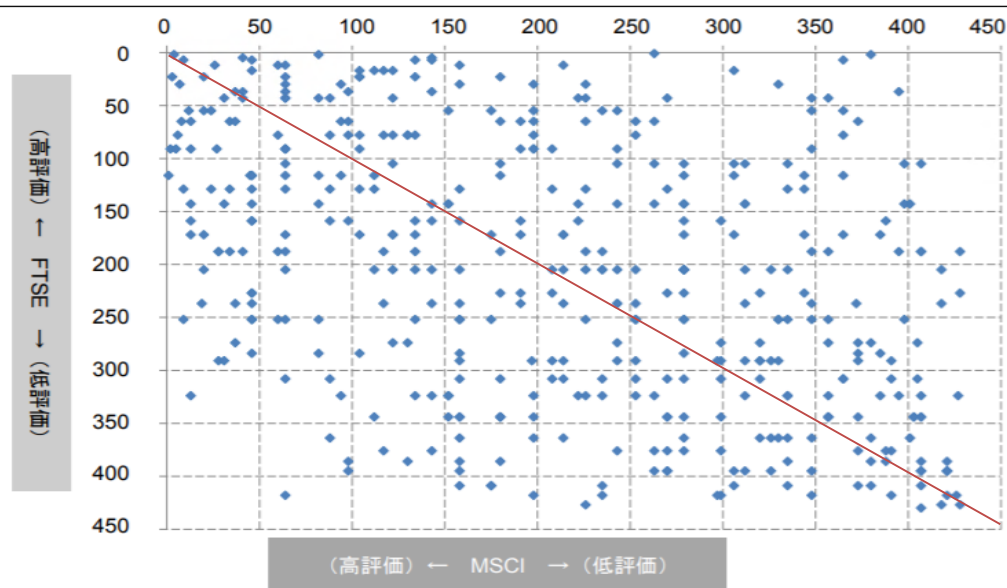
Source: Expert interviews; Companies interviews & websites; press search

(出所) 経済産業省委託調査「令和元年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業」より抜粋

評価機関間の評価の差異

- ESG評価機関については、各評価機関のESGスコア間の関連性が高くないことや、評価機関の評価に差異があることが指摘されている。
- 企業や投資家は、評価機関の評価をどのように受け止め、活用しているか。今後の評価機関の在り方をどのように考えるか。

図表 9 : FTSE と MSCI の ESG 評価の比較



注 1 : 分析ユニバース (2016/7 時点)、FTSE、MSCI が共通して調査対象としている日本企業 430 社

注 2 : 図のプロットは、各評価会社の ESG 評価の順位 (1 位～430 位)

出所 : GPIF プレスリリース (2017 年 7 月 3 日「ESG 指数を選定しました」) より抜粋

セルサイド・アナリストの動向

- セルサイド・アナリストについては、従来から指摘されてきたインセンティブ構造等の問題に加え、複数業種を展開する企業の分析能力の問題や、MiFID2によるリサーチ費用削減の流れ等、中長期的視点による十分な企業分析及び市場に対する情報提供を阻む種々の要因が指摘されている。
- 今後、セルサイド・アナリスト育成により注力する必要はないか。とりわけ、日本固有の産業構造や企業の特徴を的確に踏まえた企業分析を行う人材を確保していく必要はないか。その他、アナリストを取り巻く様々な課題にどのように対応していくべきか。

中長期視点の分析や対話ができない要因

- **報酬体系のインセンティブ構造**
(株式の売買から手数料を得るビジネスのため)
売買回転数を増やす短期的なインセンティブが働きやすい
- **四半期決算への対応**
四半期ベースでの収益予想に追われ、長期的視点での分析ができない
- **アナリストの数の減少**
海外と比べ、アナリストの数そのものが少なく、一人当たりの担当企業数が増加している
- **セクターアナリストの縦割り問題**
一つの業種に精通したセクターアナリストでは、複数業種にまたがった事業を展開する企業を十分に分析できない
といった指摘も

MiFID2による手数料アンバンドリング

- MiFIDはEUの金融商品取引法にあたるもので、EUの金融・資本市場の競争促進と投資家保護を目的とする
- 2018年1月から施行されたMiFID2では、証券会社の調査費用を見える化するため、リサーチ費用と執行費用が一括された「バンドル型コミッション」の慣行廃止についても規定されている
- リサーチ費用の明確化に伴い、運用会社が証券会社に支払うリサーチ費用の削減圧力が進んでおり、証券会社には費用に見合った質の高いリサーチが求められている