



## ESG 情報開示と投資

対談：宮井 博氏、  
岡本 和久  
レポーター：佐藤 安彦

### 宮井博(みやいひろし)

1981年筑波大学大学院環境科学研究科修了。87年日興証券(現SMBC日興証券)入社。日興リサーチセンターに出向。同社投資分析部研究員、投資工学研究所主任研究員、年金研究所長を経て、02年常務取締役、10年専務取締役、14年理事、08年より中央大学専門職大学院国際会計研究科客員教授兼務(現)。(公社)日本証券アナリスト協会理事(2005～2013年)、同「企業価値分析におけるESG要因研究会」座長(2009年～2015年)、(公財)年金シニアプラン総合研究機構理事(2013年～)、全国市町村職員共済組合連合会 資産運用委員会委員(2006年～)、同委員会会長(2015年～)など。

岡本：宮井さんは「企業のマテリアルなESG情報開示」という論文を最近、書かれていますが、まずはこの論文の主旨と、ESGそのものについてお聞かせください。

宮井：ESGは環境(Environment)、社会(Social)、統治(Governance)の頭文字をとったものですが、いわゆる非財務情報のひとつで、企業の価値を分析するために使われています。最近では、企業もこれに対応して、ESG情報の開示が進んできています。論文は、企業が開示する内容と、投資家が企業分析に使っている非財務情報が必ずしもマッチしていない、つまりギャップがあるということをテーマにしました。



岡本：2017年5月のCFA協会の年次総会でブライアン・エストリーという方も講演の中で、ディスクロージャー・ディスコネクト(情報開示の断絶)ということをしていました。内容は、「提供しているESGの情報の質についてどれくらい自信がありますか？」という質問に対して、企業側は100%自信があると答えたのに対し、機関投資家側は29%しか自信がないというこ



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

とで、ここに非常に大きなディスコネクトがあるという話でした。要するに、提供していると思っているのだけど、実はそれが役に立っていないという現実があるということですね。

宮井：これは、双方に問題があるのだと思います。企業側はどういう情報を提供したらよいか分かっていないし、機関投資家側もそれを企業側にちゃんと伝えていないんですね。これは機関投資家側がまだあまりちゃんと考えていないからなのだと思います。最近、ようやく中長期の観点で投資をするようになりましたけど、ちょっと前までは短期的な投資をしていることが多かったですね。これはいくつか理由があって、中長期ではなかなか利益が得られないということと、年度内に収益を上げて結果を良く見せたいというのもありました。でも最近になって ESG を使って中長期でやれと言われて、うまく機能していない部分が出たのだと思います。

岡本：財務情報だと、かなりしっかりとした開示のルールがありますが、ESG についてはそれが十分でないということで、SASB(米国サステナビリティ会計基準審議会)が中心となって制度化を進めている状況ですね。

宮井：財務情報については、日本では四半期開示が一般的で、アナリストは、予め自分が見込んでいたものとどれだけサプライズがあるかに注目している人多いようです。もちろん、もっとちゃんとした調査をしている運用会社というものはあるのですが、四半期開示というのは、良い面もある一方で、短期的な利益狙いを助長してしまう悪い面がありますね。

岡本：3ヶ月だけを見ていてもきちんとした分析はできません。80年代、私がニューヨークにいる時、日本の企業を分析して推奨していました。アメリカのある伝統的な機関投資家から最初にリクエストされたのは「過去10年分のアニュアルレポートを用意してくれ」ということでした。それを半年位かけて分析していました。結果は買わないってことだったんですけどね(笑)。景気の循環の中で良い時と悪い時に企業がどうだったかを分析したいということでしょう。そういうことを分析した上で四半期報告を調べる。でも長期の分析がなくなり、短期で利益の当てっこが支配するようになっていきますよね。

宮井：短期だと前期のトレンドを伸ばせば当たり外れがそんなに無い。だけど、3年とか5年の長期になるとトレンドを単に伸ばしているものかという部分があって、それがアナリストの真価が問われるところになっていきますし、面白い部分だと思うのですがね。

岡本：「明日の天気は今日と同じ」と予測すると結構、精度が高くなるという話を聞いたことがあります。論文はそういう問題意識に基づいて書かれたのですね。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

宮井： そうです。これは今回、こういったギャップについて書いたのですが、それに至るまでの話として、2010年に証券アナリスト協会では私が座長となり「企業価値分析におけるESG要因」という研究会を立ち上げ、いろいろな分析をしていました。そうしたら、ESGを一生懸命やっている企業は財務情報が悪いという結果が出ました。逆に財務情報が良い会社はESGスコアが低い。

本来は、例えばROA(総資産利益率)とESGスコアを見たときにESGスコアが高い企業はROAも高いという結果になってほしかったのですが、逆になってしまいました。そしてその原因について議論した結果、ESG活動がコストになっている可能性があるとの話になり、これは困ったなと思いました。

それからもうひとつ、年金シニアプランという所でもESG研究チームがあって、そこでも分析をしましたが、ここでも同じような結果になりました。

実は、この2つの調査で使ったESGのデータは違って、証券アナリスト協会の方は企業価値を分析する調査会社がESGの評価をしているものでした。一方の年金シニアプランの方は、東洋経済のCSR企業総覧のレーティングを使っていました。このレーティングは開示レベルで比べているというもので、開示レベルが高い企業ほど、レーティングが高くなるものです。ところが両方とも同じ結果になったということで、これは何か問題があるだろうと考えたのです。

ひとつ考えられるのは、企業が持っているESGの情報をちゃんと開示していない可能性があるということ、もうひとつは、運用会社がどういう情報を使いますよということを企業側にコミュニケーションしていない可能性があるということでした。今回、このギャップを何とか埋めたいと考え、マテリアルなESG情報の開示という論文の形で、今まで調査したものをまとめてみました。

岡本： 専門家の分析であれ、東洋経済のレーティングであれ、ESGに関わると収益性が低くなるという結論が出た訳ですね。確かに適切な情報が出ていないということはあるかもしれないけれど、もうひとつ、ESG情報の開示は熱心でない企業は本来、正当に得るべきでない利益を得ているのかもしれないということ言えるかも知れませんね。

企業分析では利益の質というのが大事なポイントとしてあって、そういう意味で質の悪い利益が上積みされている傾向があるのかもしれないかもしれません。つまり、やってはいけないという訳ではないけど、グレーな部分で稼いでいる企業がたくさんあるのかもしれない。これを取り去ってみるとまた違った結果になってくると思います。

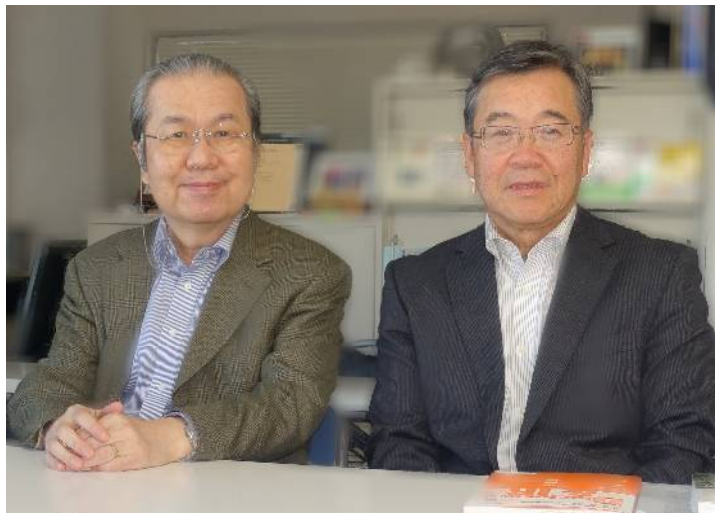
宮井： 論文では、もう少し長期的な観点や、マーケットでの評価も加えて分析をしています。専門用語ですが、インプライドの資本コストという理論や、加重平均資本コストという考えを入れて分析してみた結果、ESGを一生懸命やっている会社は、資本コストが低いという結果が出ました。資本コストは割引率に使われるものですので、これが低いというのは、企業価値を押し上げる値ということで、良い結果が出たなと考えています。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本： 割引率が低いということは、リスクプレミアムが小さいということですね。要するに、良いことをしていればリスクプレミアムは低くなる傾向があるのかもしれないということになりそうですね。

宮井： そうですね。それから、運用会社がどのように企業価値を評価するのかを証券アナリスト協会ではアヒアリングしました。そこで聞いたことは、将来見込まれるキャッシュフローを割り引いて評価するというものでした。具体的な計算方法は企業秘密ということでなかなか教えて貰えないのですが、基本的には将来発生するキャッシュフローの予測をして、それを今の割引率で割り引くというようなことをやっているようなのです。



これには2つポイントがあります。1つは、将来のキャッシュフローを予測できるような情報を投資家に提供することが必要だということです。これは、中長期の話なので、どうしてもESGの点を考えて提供せざるを得ないのだと思います。企業には様々な事業ポートフォリオがありますが、それらの将来の予測ですね。例えば、環境問題に関連する話として、電気自動車が生産台数の5割を占めるようになった時に、企業がどういうキャッシュフローを想定しているのかというのを提供してもらえるのかということですね。さらにいろいろな情報を提供してくれている企業は、割引率を低くしているということでした。

岡本： 一番重要なことは、ESG情報を開示している企業が、本気で社会のためになる事業をやるという意図に基づいて出してくる情報でないといけません。これが、ESG情報を出せという声がうるさいから、とりあえず出しておこうということになると、世の中に対して何にもなりませんよね。

宮井： 2つ目は、企業がESG情報を開示しようと思ったら、事業の横断的な情報が必要になってくるという点です。これは例えば社会問題に関連する話として、サプライチェーンや従業員の労働環境の問題もあります。もちろんガバナンスの問題もあるので、いろいろな部署から人が出てきて委員会のようなものが必要になってくるんですね。これには、IRだけでなく、財務も人事も営業も取締役もいないといけません。ここで議論するとなると、組織横断的な情報が集まってくるんですね。それは縦割りに成りがちな組織において、非常に有効な情報



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

共有の場になってくると言えます。情報開示が進んでいる会社は横断的な組織になっていて、従業員のモチベーションも高いのではないかと推測されますね。

岡本: イギリス人なんですけど、日本の企業のガバナンスを分析している方がいて、以前、彼に日本企業の「三方良し」の考え方を話したら、とても強い反応を示すんですね。そういうものが昔の日本にあったということにとっても驚いて感動をしていましたよ。社会的に悪いことをしていたらとても長寿企業にはなれない。やはり企業が長く続くためには、世の中の為になることをしていなければならない。消費者に受け入れられ、愛されているという要素が重要だと思います。そういう面で話をすると、日本は長寿企業の数が世界でも圧倒的に多いんですね。確か世界の200年以上の長寿企業のうち、55%くらいが日本の会社なんですよ。そうすると、昔の日本企業には、自然とESGや社会貢献の考えみみたいなものがあつたと考えられますよね。

宮井: そうですね。欧米でも昔からSRI投資という考えがありました。元々の発祥は基督教の教義に合わない企業には投資をしないという、つまり教義に合うような、社会のためになっている企業に対してだけ投資をしようというものでした。これだと企業の価値よりも社会貢献を優先するののかという声が強くなってきたので、最近では、SRIのSはSocially(社会貢献)ではなく、Sustainable(持続可能性)のSに変わってきています。なので、「三方良し」の考えに近くなってきていますね。つまり、企業が長期に生き残るための仕組み作りをしているかというのが重要になってきていますね。

岡本: 運用機関にとっては投資家の要求が「儲けてくれ」というものになってしまうので苦しいところですよ。一方では、社会に対して良いことにする会社に投資すると言われていて、そこは悩ましい問題なんですよ。

宮井: 「三方良し」の話が出ましたが、昔は日本の中だけのことを考えていけば良かったのですが、今はグローバルで部品や原材料を調達して日本で加工するということをやっていますから、地球規模で「三方良し」をやっていく必要がありますよね。これは結構、大変なことなんですけど、企業が生き残るためには考えていかななくてはならないことですね。

岡本: おっしゃるように、今は非常に複雑になってきていますよね。テラ・ルネッサンスというNPO法人があるのですが、彼らはアフリカの子供兵を社会復帰させるという活動をしています。確かウガンダだったと思います。テロリスト集団が子供を誘拐し、洗脳して少年兵士にする。そして、少年兵に最初に与えられるミッションが自分の生まれた村を襲撃して、自分の母親の腕を切つて来ることなんですよ。それをやらないとお前も母親も殺すと言われて、仕方なく腕を切つて来るという話を聞きました。そういうテロ集団の資金源になっているのが希少



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

金属の利権なんですよ。その希少金属を欧米の企業が買い付けていて、日本企業はそれらを原材料として輸入をして、例えばスマホを作っているという現実があります。では、我々はどうすれば良いんだろうという話になるんですよ。だけど、スマホを使わないで生活すると言っても、それもなかなか難しい。まあ、ひとつの方法としては、こういうNPO法人に個人として寄付をすることで、少しはマイナスの作用を減らすことになるのかも知れない。グローバルな社会になってきているので、単純に三方よしと言っても複雑で難しくなっていますよね。

宮井：そうですね。私も何年か前に、ESG投資が進んでいるというヨーロッパの公的年金を運用している所にヒアリングに行ったことがありました。そこに加入者から電話がきて、「最近、クラスター爆弾が話題になっているけど、まさか私たちが払っているお金で、クラスター爆弾を作っている企業に投資していないですよ」ということを言われているんですよ。聞けばこういう内容の問い合わせが結構あるみたいなんですよ。つまり、加入者の意識が結構高いということの現れなんですよ。受託者責任という観点からしてもとても大事なことです。だけど、今の日本の場合、一般加入者や最終受益者というのは、お金を預けたらあとはお任せという感じになっていて、いくら損をしたなんていうニュースが出た時は文句を言うけれど、中身には何にも言わないんですよ。でも本当はそうではなくて、自分達が出したお金が変なものに投資されていないかということにもっと関心を持つのも必要ではないかと思っています。

岡本：そうですね。必要なことですね。この前、K投信の説明会に参加してきました。その投信のパフォーマンスは別段悪い訳ではないのですが、素晴らしく良い所と比べるとやはり遅れている。だけど彼らは、自分達はそれでも良いと胸を張って言っている。とにかく世の中に良い会社を増やすことが目的なんだと言っています。こうやって自分達の考えをハッキリと打ち出している投信会社が登場し、さらにそこに沢山の人が参加しているのを見ると、投資信託の社会性に興味を持つ人が増えてきているんだなと大きな流れを感じました。受益者総会で自分達が投信を通じて投資している企業の経営陣の話を受託者が聞けるようにしたり、とても面白い形態だなと思いました。

宮井：株主になったら必ず株主総会の案内状が届きますね。そこに株主として出席をして経営者の考えを聞いて、できれば積極的に質問するのがよいと思いますね。例えば、ESGに対してどう考えて対応しているのか、具体的に言うと、自動車の燃料がガソリンから電気になった場合に、おたくの企業が持っている技術がどう役立つのか、それがどう収益を産むのかみたいな、将来の企業価値に繋がるような質問をしてみると、企業はそれに答えることで、ある意味で経営戦略のヒントにもなるのだと思います。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本：そうですね。それは経営上の参考になると思いますよ。企業の価値というと、今まではどちらかと言うと、PER や PBR のような財務的価値が中心だったんですけど、社会に対するインパクトという価値も、同じくらいの重要度を持っているという認識が高まっていくと良いですよ。だから ESG 情報に基づいた企業価値を判断する指標が出来てくると非常にいいですよ。

宮井：一般投資家も ESG を自分で考え、自分なりに評価してみるのも良いと思います。例えば、先程の例で挙げた電気自動車が中心になった場合に、いま投資している企業が果たして生き残れるであろうか、そういう社会は何年後にくるのか、そしてその確率はどれくらいの大きさなんだろう、などと考えてみると、中長期の観点で企業を選ぶ時において、非常に良い示唆が得られることになると思います。

岡本：そうですね。今のお話は社会の変化に対する受け身の対応だと思いますが、反対に、企業が独自でどんな ESG 活動をしているのかを聞いてみるもの良いと思います。これを個人投資家としても考え株主総会で声を出してみるのも良いことですね。

宮井：そういうことを考えること自体が、より深くその企業への投資を続けてよいのかを考えるトレーニングになると思いますね。

岡本：株主総会で発言するのが難しければ、社長に手紙を書いてみたらよいと思います。株主ですから、当然、聞いてみてもよいことでしょう。万が一、その会社が「単なる小さな個人株主のくせにうるさい」という態度であればそんな会社は売ってしまったらよいと思います。それから、自分の関心事を自分の中で整理できる効果もあると思います。来年辺り、ESG 関連で大きな動きはありますか？

宮井：そうですね。スチュワードシップ・コードができて2年経って、いろいろな運用会社やアセットオーナー(年金基金や生命保険会社)からも意見が聞きながら改訂作業を進めています。そこで入ってくるのが、パッシブ運用に対してのエンゲージメントという考えです。パッシブ運用であっても、対象となっている企業と対話を行って、企業価値を上げていきたいと思います。ということで、これが今回の改訂によって含まれることになりましたので、アセットオーナーと企業の会話が進んでいくという動きが出てくると思います。

岡本：インデックス運用だと売るわけにはいかないですからね。そうすると企業側の行動を修正してもらうしか仕方がないということですね。

宮井：あと、私が前から思っていることで、企業の IR の場で ESG が組織的に行われるようになれば、個人と企業がより身近になるのではないかと期待をしています。これによって、一般投



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

資家と機関投資家の情報のギャップが縮まるし、受益者としての意識も上がっていくと思っています。

岡本： ずっと金利が低下し低水準にあるという環境がありますね。ちなみに私は、金利低下はショートターミズム(短視主義)の大きな理由だと思っています。時間価値が小さくなっているということで、待っていてもほとんど増えないから短期で儲けるというのが広まってしまったのではないのでしょうか。

金融が少しずつ正常化していくことで、金利も徐々に上がっていくということになると思います。確かに時には株式市場がドカンと下がるようなことがあったとしても、それを繰り返しながら段々と正常化していくと思いますし、そういう中で、改めて考えたいのは利益の質ですね。上がっている利益が本当に正当なビジネスをして上げているものなのか、そういう視点を見直す必要があると思います。

宮井： そうですね。ESGと言っても決して新しいものではない。

岡本： その具体的な方法として、スチュワードシップ・コードやガバナンスやフィデューシャリー・デューティー宣言というのがあるのだと思います。フィデューシャリー・デューティーで面白いのは、IFAをやっているような個人がこの宣言を出すようになってきた点ですね。本当にフィデューシャリー・デューティー宣言を意味のあるものにしたいと考えると、企業ではなく個人が出す必要がありますよね。これは運用している人も営業をしている人も含めて、業務に関わる人が、みんなそれぞれ個人で出すべきだと思います。もちろん社長も出して、それに続く人達も出します。そうすると少し変わってくる気がします。従業員としての個人の意識を変えていくことをやっていかないといけないなと感じています。

企業に内在している問題が表面化し、市場でも注目されるようになっていたので、ESG投資は大きなテーマになりつつあると思っています。願わくば、単に値上がりしそうな銘柄を発掘するための材料ではなくて、もう少し本質的な役割を担ってもらいたいと思っています。今日はありがとうございました。