

ニューバーガー・バーマン

日本の中小型株式投資戦略におけるSASB基準のインテグレーション

2020年11月

ニューバーガー・バーマン 日本株式運用部
インベストメント・スチュワードシップ・ディレクター 岡村 慧

はじめに

日本市場への投資は、バブル経済崩壊後、長きにわたって続いたデフレと経済成長の停滞の結果として生まれた「失われた数十年」とよく関連づけて語られます。しかし、日本市場への批判においてしばしば見落とされる傾向にあるのは、低迷する経済においても、強固なファンダメンタルズと高い成長性を維持しながら、割安なバリュエーションで評価されている中小型銘柄が存在する点です。こうした企業は、失われた数十年を乗り越えた末に、先進的な技術と強固なバランスシートに守られたニッチ産業におけるマーケット・リーダーへと変貌を遂げる傾向があることから、当社は「隠れた宝石」と呼び、「日本株式ESGエンゲージメント戦略」の投資先企業となっています。当社は、このような企業は高い成長可能性を秘めているものの、その成長力を最大限に引き出し、持続させるには、企業がサステナビリティ(持続可能性)の観点から変革を果たすことが鍵になると考えています。これは、重要性の高い環境、社会、ガバナンス(ESG)の課題を認識した上でこれに取り組み、その情報を開示することを意味します。本稿では、ケーススタディを交えながら、当社が投資先企業に対してどのように変革を促し、また米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)の基準と財務的なマテリアリティの概念が、変革のプロセスにおいてどれほど重要な役割を果たしているのかを具体的にご紹介いたします。

日本におけるESG投資

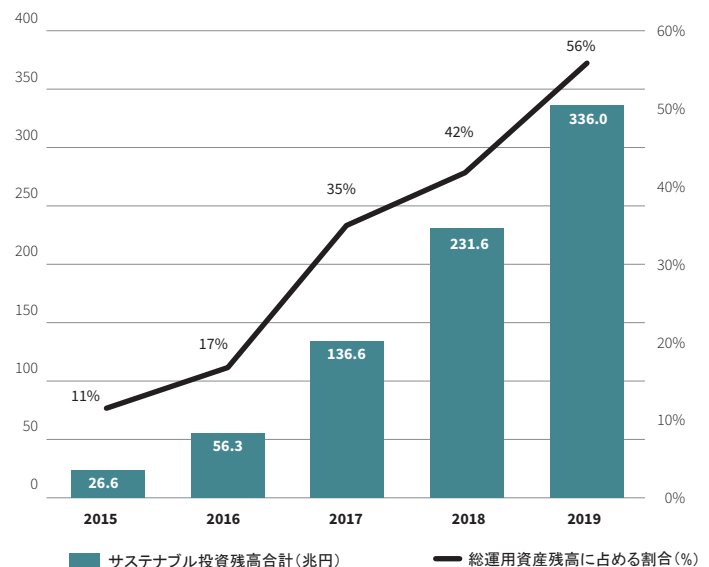
日本市場への批判に反して、特に日本のESG投資にとっての過去10年間は、「失われた」どころか著しい進歩を遂げた10年であったと考えています。安倍政権が、2013年に「スチュワードシップ・コード」¹を、2015年に「コーポレートガバナンス・コード」²の二つの行動規範を導入したことを機に、企業と投資家によるガバナンス改革が加速しました。さらに、2015年に年金積立金管理運用独立行政法人

(GPIF)が国連の責任投資原則(PRI)に署名したことは、日本の投資家がコーポレート・ガバナンス(G)だけでなく、環境(E)や社会的責任(S)の課題にも目を向ける契機となりました。以来、日本の多くの運用機関も追随し、PRIに署名する動きが続きました。現在、世界のPRI署名機関のうち、日本の運用機関が運用資産総額で最も大きく³、日本の投資残高の半分以上は戦略的にサステナビリティの要素を組み入れていると考えられています⁴(図1)。日本は、こうした民間の取り組みと政府の支援を受けて、2050年のカーボンニュートラルの目標達成を皮切りに、より持続可能な経済への転換を実現する道を進んでいます⁵。

3 国連の責任投資原則「国連PRI署名機関名簿」(2020年10月30日現在)

4 日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査2019」(2020年3月31日)

図1: 日本におけるサステナブル投資額



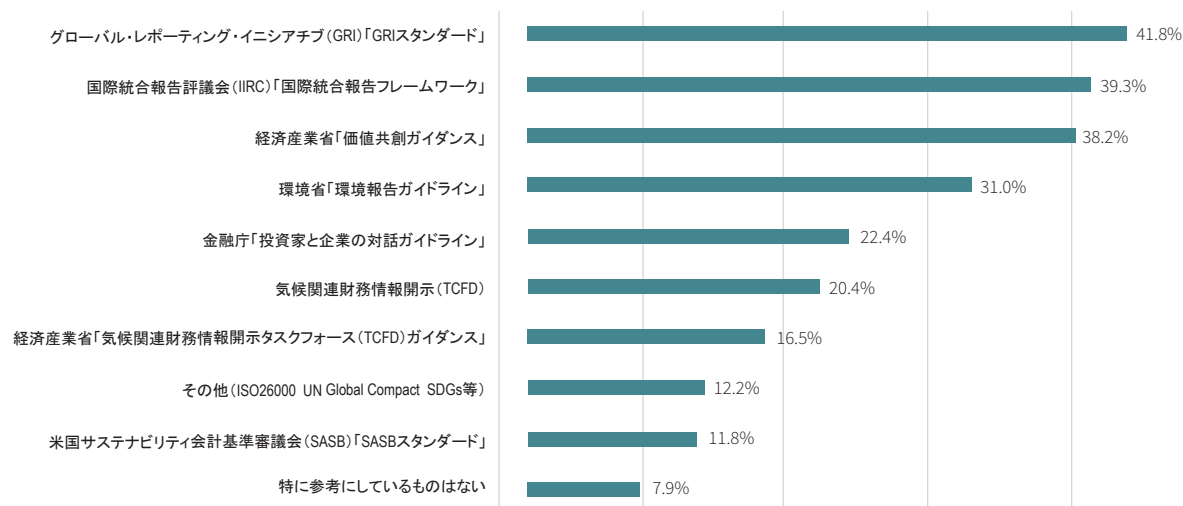
出所: 日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査2019」(2020年5月30日)

1 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「責任ある機関投資家の諸原則 <<日本版スチュワードシップ・コード>> ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」(2020年3月24日改訂)

2 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード~会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために~」(2018年6月1日改訂)

ESG Integration Insights Disclaimer: The ESG Integration Insights series highlights interesting and innovative examples of how investors use SASB standards to inform analysis and decision making. The case studies are written by practitioners from around the world, covering a range of asset classes and strategic approaches to ESG integration. By sharing these examples on an ongoing basis, SASB hopes to facilitate increased market awareness and understanding of emerging practices in sustainable investment. SASB does not provide investment, financial, tax, legal, or other advice. This publication was prepared for informational purposes only and should not be relied on for such advice. SASB is not responsible for the content of the case studies or any third-party resources that may be referenced in this or other ESG Integration Insights publications. Any findings, interpretations, recommendations, conclusions, and opinions expressed in this publication are those of the contributors and do not necessarily represent the views of SASB. The inclusion of case studies written by or about specific organizations does not in any way constitute an endorsement of these organizations by SASB. To learn more or contribute your own case study, please contact us at info@sasb.org.

図2: 日本企業が参照するESG報告におけるガイドライン



出所: 年金積立金管理運用独立行政法人「第5回機関投資家のステewardシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」2020年5月 (複数回答可)

これは歓迎すべき兆候であるものの、本質的にESGの取り組みを強化する動きは、日本市場の一部にとどまっている状況が見受けられます。ESG格付け機関の評価による日本企業のESGスコアを見ると、いわゆる時価総額が相対的に大きい大型株銘柄のESGスコアが高くなる傾向にある一方、相対的に時価総額が小さい中小型株に属する企業は、情報開示の不足を理由にESGスコアが低くなる、もしくはESGスコアが付与されていない状況が継続しています⁶。当社が投資している日本企業に対して実施したエンゲージメントの経験から、この傾向が生まれる背景には複数の要因が存在していると考えています。まず、社内リソースの不足が挙げられます。優良企業と称される大企業の多くは、ESGの課題に取り組む専任チームを擁しており、日本語に加えて英語でも情報開示が可能です。また時間を要する開示業務をアウトソーシングする予算も相対的に多くなる傾向がみられます。次の要因としては、株主構成の違いが考えられます。大企業ほど外国人株主の比率が高く、結果としてESG課題に対する企業の関心が高まる傾向にあります。最後に、ESGの開示における統一的な基準の欠如です。GPIFが上場企業を対象に実施した調査によると(図2)、ESG情報の開示基準としては、GRI(Global Reporting Initiative)が41.8%と最も多く採用されており、次いで、国際統合報告評議会(IIRC)のフレームワーク(39.3%)、経済産業省の価値共創ガイダンス(38.2%)の順となり、SASB基準(11.8%)の採用は低位にとどまっています⁷。足並みの揃わない日本のESG開示基準によって、中小型株に属する企業は自社のサステナビリティに対する取り組みを強化する意思を持ちつつも、重要なESGの課題にどのように取り組み、どのように開示すべきか、その具体的な方向性が見出せない状況が障壁となっている点が特徴的です。

日本株式ESGエンゲージメント戦略におけるESGインテグレーション

当社が運用する日本株式戦略は、「隠れた宝石」ともいえる日本の中小型銘柄への投資を通じて、長期的にベンチマーク対比でより優れたリスク調整後のリターンと、投資先企業へのエンゲージメント(目的を持った対話)による企業価値の向上や持続的成長を促すことを追求しています。この目標を達成するために、ESGファクターを投資プロセス全体に組み入れています。具体的には、初めに投資ユニバースの全企業に対してスクリーニングを行い、次いで企業レベルのデュー・ディリジェンスを実施した後、独自の運用哲学に沿ったスコアリングによって付与したスコアを基に、運用ポートフォリオにおける投資比率を決定しています。運用チームは、スコアが付与された企業の事業ファンダメンタルズ、バリュエーション、重要性の高い「環境(E)」や「社会(S)」、「ガバナンス(G)」の課題への取り組みの綿密なモニタリングを継続します。これらのファクターは互いに密接に関連し合っているため、投資プロセスにおけるESG分析と議決権行使を含むエンゲージメントは、ステewardシップや責任投資を専門とするチームではなく、運用チームが自らリードします。これにより、企業による重要なESG課題への取り組みが、投資先企業と運用ポートフォリオの最終的なパフォーマンスに影響を及ぼす重要なファクターと確実に結びつくよう徹底しています。

5 「第203回国会における内閣総理大臣の所信表明演説」首相官邸(2020年10月26日)

6 湯山智教「ESG投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」、東京大学大学院公共政策研究科ワーキングペーパーシリーズ(2019年2月)

7 年金積立金管理運用独立行政法人「第4回/第5回 機関投資家のステewardシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」(複数回答可、2019年5月、2020年5月)

ESGインテグレーション： 分析とスコアリング

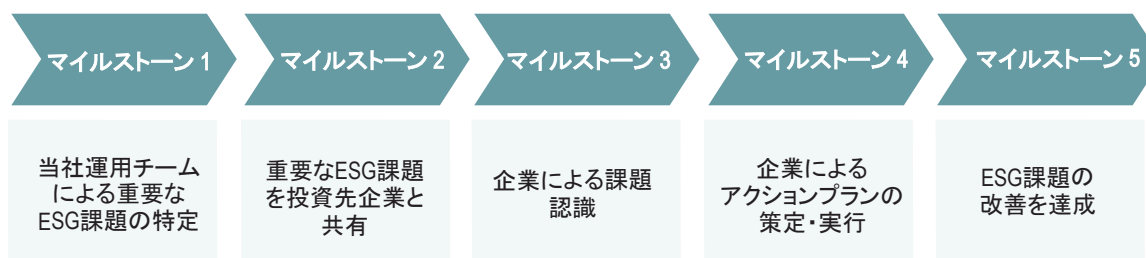
投資プロセスにおけるESGインテグレーションのアプローチは、二本の柱で構成されています。第1の柱は、重要性の高い「環境(E)」と「社会(S)」の課題に対して、第2の柱では「ガバナンス(G)」の課題に、それぞれフォーカスしています。二分している理由は、これら进行分析し、評価する当社の手法が、根本的に異なるためです(本稿でご紹介するケーススタディは、「E」および「S」の課題に限定)。SASBの「マテリアリティ・フレームワーク」は、長期的視野に立った当社の運用において、投資先企業の投資テーマにポジティブまたはネガティブな影響を与える可能性がある、サステナビリティ・ファクターの特定において中心的な役割を果たしています。このため、「E」および「S」を分析する第1段階では「SASBマテリアリティマップ®」を参照し、各産業または各セクターにおける重要な課題を特定します。第2段階では、ポートフォリオ・マネージャーもしくはアナリストが、投資先企業のビジネスモデル、バリューチェーン、企業の成長段階、競争力に関してこれらの課題を精査し、早急に取り組む必要がある優先度の高い課題を洗い出します。ここでは、一般に公開されている企業の開示情報(日本語のみのケースが多い)を何年分にもわたって検証しながら、企業やその競合企業、サプライヤー、顧客、外部のリサーチ・プロバイダーとの面談も交えた実地調査を行う場合もあります。こうしたプロセスの中では、当社のニューヨーク本社に在籍するESG投資チームからのフィードバックや当社独自の「マテリアリティ・マトリックス」も活用し、評価の一貫性を担保しています。第3段階は、運用チームによる評価とスコアリングです。当社は、投資先企業が直面している重要性の高い課題の低減にどの程度取り組んでいるかという点を重視しています。スコアは、当社独自のスコアリング・モデルの「E」、「S」、「G」の要素に組み入れられ、投資比率の最終決定において活用されます。投資比率は、スコアが高いほど上昇し、スコアが低いほど低下します。

ESGインテグレーション： エンゲージメントのプロセス

当戦略では、企業への投資を開始すると同時に、個別のエンゲージメント目標を設定し、当該企業が重要性の高いESG課題に取り組むために必要な戦略をカスタマイズして策定します。過去のエンゲージメントの経験から、企業の規模が小さいほどESG課題への取り組みにより多くの時間と社内リソースが必要となることが判明しています(「E」および「S」の課題への取り組みは、平均2~3年)。そこで、エンゲージメントのプロセスが比較的長期にわたることを踏まえて、「マイルストーン・システム」を導入し、エンゲージメントの目標達成に向けた進捗の管理に活用しています。このシステムには、重要なESG課題の評価から、対応した項目すべてを完全に企業経営に取り入れるまで、5つの段階(マイルストーン)があります(図3)。

当社は、過去のエンゲージメントの経験から、企業は第3段階(認識とコミットメント)と第4段階(行動計画の実施)において最大の障壁に直面する傾向があります。その主な理由は、ESG課題に取り組むためのリソース配分に関する社内の反発と、KPI(重要業績評価指標)が未達に終わった場合に生じる可能性がある企業イメージ悪化への懸念です。こうした反発や懸念の多くは、ESG課題への取り組みはビジネスとは無関係であるといった、企業の社会的責任(CSR)活動に対する前時代的な認識と、中間管理職の短期志向に由来するものと当社は考えています。このため当社は、当社が特定したESG課題とその対応策を投資先企業に提示する第2段階を非常に重視しています。この段階は、反発や懸念の背景にある誤った認識を多少なりとも是正した上で、当社が指摘する重要なESG課題に取り組むことが、最終的には企業の長期的な持続的成長に、ひいては当社の運用ポートフォリオのパフォーマンスにどのように貢献し得るかを示す、中長期的なロードマップを描く極めて重要なステップであると考えているためです。当社は、第2段階において、必ず投資先企業の中で意思決定を行う経営幹部と面談する機会を設けていますが、過去のエンゲージメントの経験から、ESG課題の改善に最も成功した事例は、経営トップがこうした課題への取り組みにコミットメントを示している企業でした。この段階の面談で使用する当社のプレゼンテーション資料には、SASBの「マテリアリティ・フレームワーク」や具体的な重要課題とビジネスのファンダメンタルズを結びつける当社独自の分析を引用し、ESGとCSRを明確に区別することによっています。

図3: エンゲージメントにおけるマイルストーン・システム



上記はあくまでイメージ図です。ポートフォリオマネージャーの見通しは、他のポートフォリオマネージャーおよび当社の公式見解と異なる可能性があります。本資料の末尾のディスクロージャーについてもご確認ください。

また、ここでは、SASB基準構築の背景や投資家の観点から見たその重要性を説明する複数のスライドを示します⁸。そして、限られた社内リソースを最大限に活用するために率先して取り組むべき優先課題のリストを作成すべく、必要な「マテリアリティ分析」の重要性について説明します⁹。最後に、こうしたファクターが当社のスコアリング・モデルと投資決定プロセスにどのように組み入れられているかを詳細に説明した上で、当社からのメッセージとして、当社の長期的な利益は、経営陣とビジネスモデルへのサステナビリティ組み入れの成功と密接に結びついていることを伝えます。ここが、まさに経営陣の「目から鱗が落ちる」瞬間です。

ケーススタディ:A社(情報通信サービス)

A社は、Eコマースサイト向けに販促サービスを提供しています。ここ数年、特に新型コロナウイルス(COVID-19)の感染拡大時には、インターネット販売の流通総額の爆発的な拡大や成長によって力強い成長を遂げています。日本のEコマース業界は、米国や中国のような巨大市場と比べるとまだ初期の段階にあることから、長期的に見ると、A社にはまだ十分な成長性があると見ています。一方、当社は、A社の事業成長のスピードは加速しているのに対し、同社のサステナビリティに関するイメージはそれに見合う進化を遂げていないという印象を抱いていました。そこで、当社日本株式戦略のポートフォリオ・マネージャーは、SASBの「マテリアリティ・フレームワーク」と当社独自の「マテリアリティ・マトリックス」を活用し、ボトムアップのファンダメンタル調査をはじめ、A社および同社の競合他社との面談をもとに、同社の持続的な成長に係わる重要な課題を分析しました。これによって特定された重要な課題として、① ITシステムの強靭性(SASBの「ソフトウェア・ITサービス業界基準」内の開示項目である「データセキュリティの一部」と)、②従業員と経営レベルの多様性(SASBの業界基準内の開示項目「従業員のエンゲージメント、多様性、インクルージョン」参照)が挙げられました。また、A社が抱える最重要課題の一つに、サステナビリティの概念と、それがビジネスの長期的かつ持続可能な成長にどのように関係しているかを経営幹部に理解いただき、浸透させることができました。そこで、A社との面談では、取締役や最高財務責任者(CFO)のみならず、最終的にこうした課題に取り組む責任者である経営企画担当役員にもご出席いただきました。面談では、当初、データセキュリティとこれに関連する開示基準に焦点を当てました。A社はEコマースサイト向けに販促サービスを提供しているため、潜在的にデータ保護違反やシステム侵入によるオペレーショナル・リスクにさらされています。そのため、この課題が同社事業にとって重要であるかどうかを検討した際には、当社はこうしたリスクをどのように低減しているかを説明する情報開示が不足している実態を指摘した上で、全社的なサイバーセキュリティの取り組みを統括する担当役員を任命することの重要性を強く主張しました。この点を理

解いただくために、情報開示の成功例となる同じセクターの他のポートフォリオ企業を紹介し、過去のデータセキュリティ侵害への対処法をはじめ、ソフトウェアベンダーの社内ストレステストや監査がどのように行われているかを解説しました。次いで、こうした開示情報が、私たち投資家が投資先のリスク管理方法の理解を深めるのに役立ち、結果的に当該企業の「E」スコアと「S」スコアが改善したことによって、最終的に当社が運用する日本株式戦略のポートフォリオにおけるモデル・ウエイトの上昇へとつながったかについて詳細に説明しました。

また、ジェンダーの多様性に関しては、A社が女性社員のロールモデルを社内につくるための重要なステップとして、女性執行役員の任命を決定したことを評価しました。次のステップとして、女性社員が働きやすい職場環境の整備や女性管理職の経営幹部への登用を促進する評価制度の導入に主眼を置いた行動計画の策定を検討することを提案しました。加えて、取締役のスキルセットを総合的に評価し、現在の取締役が担当していない分野について、社内または社外の女性役員を任命を検討することを提案しました。取締役会における多様性の確保は、企業のすべてのステークホルダーの利益を代表するものであり、長期的に成功し、サステナブルな企業経営の中核を成す企業の長期的なビジョンと戦略について、より活発な議論につながることを説明しました。当社のプレゼンテーションを聞いた上級管理職からは、こうした課題が長期投資家や事業のサステナビリティに関連していることについて、さらに理解が深まったとの感想が寄せられました。当社は、この課題に関するエンゲージメントの次のステップを定めるために、A社の取り組みの進捗を引き続き注視してまいります。

課題

ここ数年、日本企業のESGやサステナビリティへの関心が高まりをみせています。現在、世界のPRI署名機関のうち、日本の運用機関による運用資産総額が世界最大となっているほか、「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」の提言への支持を表明している機関は300社超にのぼり、世界最多となっています¹⁰。また、日本でも統合報告書の発行が本格化し、2019年には536社が「国際統合報告評議会フレームワーク」に基づく報告書を公表しました¹¹。一方、企業は情報開示の拡大に努力してはいるものの、日本のESGの開示スコアや格付けは同じペースでは改善しておらず、特に「E」と「S」では依然としてEU諸国のような他の先進国の後塵を拝しています¹²。つまり、情報開示の水準が向上しているにもかかわらず、情報の内容は企業が有するサステナビリティ・イメージに対する市場の認識を改善するには至っていません。

8 サステナビリティ会計基準審議会(SASB)「サステナビリティの財務インパクトで企業と投資家をつなぐ」(2020年10月13日)

9 日本取引所グループ、東京証券取引所「ESG情報開示実践ハンドブック」(2020年3月)

10 「TCFDコンソーシアム設立の背景」TCFDコンソーシアムのホームページ(2020年9月28日)

11 ディスクロージャー&IR総合研究所「統合報告書発行状況調査2019最終報告」(2020年2月26日)

12 九州大学「ESGファクターと企業価値等に関する研究」(2018年3月)

当社の過去のエンゲージメントの経験から、ESG情報の開示に対する日本企業のアプローチにおいて頻りに挙げられる課題があります。第1に、ビジネスのファンダメンタルズとESG課題との間に乖離が生じていることです。この原因は、主に、マテリアリティ分析を実施していないことから、企業がCSRとESGの区別ができていないことにあります。第2は、ESGインテグレーションのプロセスを監視するガバナンス体制が機能せず、いわゆる「グリーン・ウォッシング」のリスクをはらんでいることです。第3には、ESGの取り組みやその進捗状況、KPIが国際的に認められた基準に合致していないことです。最後の点に関しては、複数の企業が、国際基準で使用されている財務指標は日本の業界指標と一致していないと示唆しています。したがって、重要性の高いESG課題について、グローバルに適用可能な開示基準を導入するSASBの足元の取り組みは、歓迎すべき前進であると言えるでしょう¹³。

おわりに

投資先企業とのエンゲージメント・ミーティングの最後には、出席した経営陣にフィードバックを求め、他の株主からも同様のアプローチがあったかを尋ねています。ほとんどのケースにおいて、企業はコーポレート・ガバナンスに関する質問は受けるものの、財務的に重要な「E」や「S」の質問を受けるのは初めてのことであり、SASBについても初めて耳にすることが多いようです。当社は、大型優良株と中小型株の間にサステナビリティの面で格差が生じていると思われる理由の一つとして、日本の投資家がサステナビリティの課題に関して中小型銘柄へのエンゲージメントを行ってこなかったことが背景にあると考えています。2020年にGPIFが行った上場企業を対象とした調査によると、過去にアクティビストやエンゲージメント・ファンドから対話要請を受けたことがあると回答した43%の企業のうち、対話を実施したと回答したのは85%でした¹⁴。しかし、こうした対話のテーマの大半は、事業のファンダメンタルズや事業戦略、資本政策に焦点を当てたものが中心で、事業に関連するESGやサステナビリティに関連する項目を取り上げたのは10%にとどまり、ESGに焦点を絞った面談はわずか2.2%でした¹⁵。こうした現状を踏まえると、特に当社のような長期的視点を有する投資家は、重要なESG課題を投資戦略に組み入れ、投資先企業のサステナビリティの強化を促し、最終的には長期にわたり超過収益を創出することを通じて、さらに大きな役割を果たすことが可能であると考えています。

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイス等を目的としておらず、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。個別銘柄または企業等はあくまで説明のための例示であり、特定銘柄の売買等の推奨、または価格等の上昇や下落を示唆するものではありません。金融商品取引契約に基づきお客さまが投資する、株式、公社債、組合持分、その他のオルタナティブ資産等(ファンドを通じて投資する場合を含みます)は、国内外の経済・政治情勢、金利、発行体の業績や財務状況等の影響を受けて価格が変動する(外貨建資産に投資する場合には、為替変動リスクもあります)ため、投資元本を割り込む可能性があります。またデリバティブ取引やレバレッジを用いた取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。投資一任契約に係る業務については、1.4%(年率、税抜き)を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中の運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も踏まえ個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況および資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。手数料等およびリスクについては、こちら(<https://www.nb.com/ja/jp/risk?audience=JP-Institutions>)もご確認ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号
 加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会
 一般社団法人 投資信託協会
 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

13 米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)「サステナビリティ報告における明確さと互換性の促進」(2020年7月12日)

14 年金積立金管理運用独立行政法人「第5回機関投資家のステュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」(複数回答可、2019年5月、2020年5月)

15 上記報告書