

2017年12月27日
投資家フォーラム

投資家フォーラム 第5回 オープンセッション 概要

日時： 2017年10月13日（金） 18:30～20:30
会場： 株式会社 QUICK QUICK Square
東京都中央区日本橋室町 2-1-1 日本橋三井タワー14F
テーマ： 投資家の立場から ESG をどう考えるか
出席者： 投資家フォーラム第12回会合の参加者のうち6名（司会を含む）および上場企業関係者等63名
資料： 投資家フォーラム 第12回会合 報告書

議事概要は以下のとおり。

最初に、投資家フォーラム第12回会合における議論及び報告書の概要について、経産省から公表された価値協創ガイダンスにも言及しつつ、主催者側から説明を行った。

ディスカッション：

< ESG に対する投資家の視座、企業の視座 >

- 投資家 投資家が注視するのは、ESG への取り組みが本業または企業価値に影響するかどうかだ。関連していない取り組みに関しては概して関心が薄い。
- 投資家 例えば、アフリカでの伝染病の蔓延を防ぐための活動は有意義だが、本業と関連しないとすれば、企業価値に結びつきにくい。他方で、アパレル企業にとって海外工場の労務問題はバリューチェーンの根幹に関わる重要な問題だ。バリューチェーンやビジネスモデルに大きな影響を及ぼす事項に重点を置いて説明して欲しい。
- 企業 本業でのコストダウンへの取り組みが環境への配慮と企業価値の向上を両立させているとして投資家に高く評価された。
- 投資家 企業の中でも ESG の戦略的な重要性が高まっているのではないか。
- 企業 ESG は戦略面よりも、成果を測る指標の面から捉えると分かり易い。戦略を立てて実現していく中で、それに付随して社会貢献や環境改善をどれだけ実現できるかという観点だ。
- 企業 CSR や ESG への取り組みを長期のブランディング戦略として組み込もうとしている。

< ESG への取り組みの内容 >

- 企業 「G」(ガバナンス)については最近取り組みを進めている。「E」(環境)についてもメーカーとして相応に取り組んでいるが、「S」(社会)として開示すべき内容が当初社内に見当たらず苦勞した。ただ、社内の取り組みを棚卸しする中で気づきを得られた。
- 投資家 ESG への取り組みでは「E」について多くが語られる。しかし、環境への取り組みを今後も継続できるかは、ガバナンスの体制、すなわち「G」次第だ。
- 投資家 投資家は、投資先の人材やガバナンスに信頼を置けるからこそ、中長期で株式を保有することができる。長期投資家を引き付ける要素はそこにある。
- 投資家 「S」への取り組みについては、従業員の扱い、グローバルな人事評価体系、社外取締役のダイバーシティや選ばれ方などにも関心がある。
- 投資家 日本企業は「S」に関するデータの開示が少ない。グローバルな人材ポリシー、そしてそれに関する取り組み、KPIを開示している企業が非常に少ない。
- 投資家 ESGのテーマについて、CO₂の排出量や気候変動といった「E」絡みのものから、従業員の働きやすさや企業へのロイヤリティのあり方に重点を移す、という話を英国で聞いた。うまく開示すれば、これらの項目は日本企業の高評価につながる。

< ESG に関する開示 >

- 投資家 ESG への取り組みについて自社のHPに開示して欲しい。開示がないと評価機関のスコアが零点になってしまう。特に欧州系のアセットオーナーは、点数の低い会社を保有していることを気にする。アセットマネージャーとしては投資対象に零点の会社を採用しにくい。
- 企業 得意分野や本業との関係で特定のテーマに集中して ESG への取り組みをアピールしている企業が多い。投資家にとってどのような取り組みが望ましいか。
- 投資家 求められる開示内容は投資家の種類によって異なる。ESGレーティングを財務情報と組み合わせて運用する投資家に対しては、レーティングを良くする開示が重要だ。アクティブ運用の投資家の中には、アナリストの業績予想に際して、ESGをバリエーションモデルの中に組み込んでいる例もある。
- 企業 多分、投資家は会社の取り組みに関する確信度を高めるために情報を求めていると思う。こういう投資、こういう評価を行うために、こういう情報を知りたいということを教えていただければ、企業側も積極的に対応できる。

< 統合報告 >

- 投資家 統合報告は企業価値を伝える上で一番重要なツールだ。企業のビジョン、ビジネスモデルや事業戦略が、投資家の関心に応える形で的確に記述されていれば評価

が非常に高まる。

- 投資家 海外投資家にとっても、ワンストップで企業の全体像を把握できるツールとして統合報告書はとても重要だ。海外投資家は有価証券報告書、事業報告書、CG 報告書などの様式に馴染みがなく、個別に目を通すのが大変だ。
- 投資家 網羅性も大切だが、150 頁もある統合報告書は分量が多すぎるのではないかとも思う。ある海外投資家は、アピールしたい点を中心に、財務を除いて 50 頁くらいまでがちょうど良いと言っていた。
- 投資家 海外投資家は、コーポレートガバナンスと報酬に関する記載への関心が高い。日本企業は一般に役員報酬の開示が少ない。
- 投資家 コーポレートガバナンスの節で、取締役会や経営会議などの機関が矢印で繋がった社内体制図が掲載されている一方で、本文中で各機関の役割や関係について説明がなされていないケースが多い。こうした内容だと、海外投資家は各機関の役割や関係をうまく理解できない。
- 企業 誰に向けて報告書を作るかという、想定する読者像をきちんと持つことが大切だ。すべてのステークホルダーに向けて作成するとすると、企業価値に関係のない内容も含めて、なんでも載せたいということになりかねない。
- 企業 統合報告書の読者像としては勿論投資家を想定しているが、今年は思いのほか社内向けの増刷が多かった。会社の戦略が分かり易く説明されており、従業員にとっても有用だったようだ。

< ESG などの説明会について >

- 企業 ESG 説明会を誰のために開催するかを明らかにしておくことが重要だ。想定する参加者像をきちんと持たないと、焦点の定まらない説明になりかねない。
- 企業 当社では、普段付き合いのある投資家に加えて、スチュワードシップ責任者など、ESG 関連の業務に携わっている担当者を重点的に選んで招待して説明会を開催した。事後のアンケートを見ると、投資家の中でも関心を持つポイントが異なることが分かる。今後はターゲット別に複数回開催することも検討している。
- 企業 統合報告書を読んでから説明会に来てほしいと事前に案内したところ、かなりの参加者が事前に目を通してくれた。アンケートでも感想などの記入が多く、有用だった。
- 企業 統合報告書を作成したので、これを対話の手がかりとしてラージミーティングを開催しようかと検討している。全社的な取り組みであることをアピールする観点からは、社長が全面に出た方がよいと思う一方で、メーカーとして本業と ESG との関わりを語るなら、製造部門を掌握している役員が適任かと思うなど、色々と悩みがある。
- 投資家 具体的な取り組みについては担当役員から説明するとしても、それとは別に、ど

れだけコミットしているかをトップが直に伝えるといい。

投資家 最近では ESG の中でもテーマを絞ったミーティングが多いように感じる。ガバナンスだと社外役員が説明するとか、環境に関するテーマであれば担当役員が説明するなど、企業側はテーマに応じてスピーカーを変えている印象だ。

< ESG レーティング向上のための取り組み >

企業 大半の会社は ESG 評価機関のレーティングレビューの対象となっていないから何を開示して良いかが分からない。TOPIX 銘柄でもレビューの対象となっていない企業がある。

投資家 ESG に関する取り組みについて取引先の調達部門から質問状の送付を受けているのであれば、その回答内容を加工して、自社の HP に掲載するだけでも情報として価値がある。

投資家 海外取引先が ESG に関する取り組みを日本企業に質問するのは、株主である機関投資家が ESG を重視しているためだ。

投資家 ESG 評価機関によるスコアはグローバルな単一基準からの評点であり、横比較という意味で役に立つ。ただ、日本の事情は全く考慮されていない。開示が下手だとスコアが低くなる。

投資家 海外企業は、CSR レポートとして、GRI の G4 のフォーマットに完全に準拠した、面白味はないがデータが揃った報告書を公表している。そのような報告書からは必要なデータを集めやすいため、概してスコアが高くなりやすい。日本企業でもそのような取り組みをしているものはある。

企業 アクティブ運用の投資家の評価を得るには、ESG という切り口で企業価値との関係を発信することが重要だ。他方、パッシブ運用の投資家の投資対象にきちんと組み込まれるためには、チェックボックス式の ESG 評価機関によるレーティングで一定の基準以上の評価を得なければならない。結局は、両面から情報発信を行わねばならない。

< CSR と ESG との関係 >

投資家 CSR と ESG とで、記載内容はある程度までは重複するが、多くは異なる。ESG では企業価値への影響についての認識が重要となる。また、業界で共通の課題について記載することにより、比較が容易になる。

企業 近時は、CSR 報告書ではなく統合報告書を作れと経営陣が旗を振っている会社が多い。企業の社会的責任についての取り組みを紹介する CSR 報告書と、企業価値との繋がりを踏まえて作成される統合報告書とでは観点が異なる。

投資家 CSR 報告書の充実は、統合報告書とは別に重要となる。欧州ではアセットオーナーがコンサルタントを雇って、企業の CSR への取り組みを調査させている。その

ようなコンサルタントから、調達先の農園で児童労働の問題があるとか、輸出した車両が戦争で使用されているとか、不動産管理会社が緑化の取り組みを怠っている、といった指摘を受けたりする。

< 中小型企业の悩み >

- 投資家 中小型企业は、ESG 評価機関によるレーティングの対象となっていないことが多い。こうした銘柄は ESG 特化型のファンドに組み込めない。
- 企業 CSR 報告書の内容が乏しいとファンドマネジャーから言われ、徒労感を感じることもある。それでも開示することに意義があるかと悩んでいる。
- 投資家 比較的規模の小さい企業の方にお勧めしたい取り組みとしては、まずは HP をきちんと整理することだ。色々なパートを充実させてほしい。そして事業報告書を掲載し、株主通信を充実・発展させた上で、その次のステップとして統合報告書の作成・掲載に進む。一足飛びに統合報告書へ行くと難しい作業になる。

< ESG に関する近時の動向 >

- 投資家 ESG のレーティングと財務パフォーマンスの関係については議論がある。その一方、ESG がブームになると、ESG インデックスファンドが買われ、ESG のレーティングの高い会社は株価が上昇しやすいという面がある。
- 投資家 ESG の位置づけは投資家ごとに異なる。投資家の顧客であるアセットオーナー次第という側面もある。欧州系のアセットオーナーの関心は概して高い。
- 投資家 ESG については、機関投資家からだけでなく、例えば海外の取引先からも自社の取り組みの状況について回答を求められる場面が増えているのではないかと。内需系企業はそうでないかもしれないが、グローバルなサプライチェーンに組み込まれている製造業では、取引先の調達部門から ESG に関する質問状の送付を相当数受けているはずだ。将来的には、ESG に関する一定の取り組みが取引の前提とされる時代が日本でも到来するのではないかと。

以上

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくり出すインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<http://investorforum.jp>