

第4回フォーラムの議論のまとめ

- 第4回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

1. 企業の統合思考・統合的開示（統合報告書等）の活用事例

非財務情報・ESGに対する取組

- ✓ ESGに対する姿勢については、業種の公共性、複数の事業を有しているか、直接顧客が消費者か否か、安定株主の多寡等、さまざまな要因により各社、各業種ごとに差異がある。
- ✓ ESG、非財務情報、無形資産といった用語のニュアンスが異なって伝わっていると感じている。特にESGは狭い話にとらわれているように思える。
- ✓ ESGという言葉が存在しなかった時代でも、アクティブマネージャーや長期投資家は今でいうESGをインテグレーションしたうえで評価していた。
- ✓ ESGのE（環境）とS（社会）については、守らねばならない企業の土台や基礎だと考えている。AIやIoTといったイノベーションの部分は、その土台や基礎の上に位置する個別企業としての「稼ぐ力」に繋がる強み・仕組みと捉えている。
- ✓ ESGへの取り組みを定量化することで、事業の成果とESGへの取組の成果が数値化された形で見えるようになっている。
- ✓ 定量化されたESGへの取組と役員報酬をリンクさせることで、企業の信頼感にもつながる。
- ✓ 企業と投資家の間で、時間軸に対する目線合わせが必要ではないか。長期的な時間軸を要する当社の場合、投資家がどの程度辛抱強く当社を見てくれるのか、について関心がある。

企業と投資家の対話

- ✓ 投資家のエンゲージメントの対象が特定のインデックスに含まれる企業に絞られることが多い。中小型株企業は能動的に投資家に対して働きかける必要がある。
- ✓ 投資家や他の事業会社との対話は、経営陣はじめ社内に対しても良いインプットとなっている。
- ✓ 投資家からの質問は財務面の質問ばかりであり、ESGに関する質問はそれよりも少ない。投資家からの質問と価値協創ガイダンスが示す項目との間でギャップがある。

投資家の視点からの企業の開示情報に対する評価

- ✓ 企業の本質は企業理念にあり、その点をしっかり考え抜く企業をポジティブに評価している。
- ✓ 企業内部でどのような議論やプロセスを経て、経営理念から実際の取り組みに至っているのかを示すことは、投資家として関心が高い。
- ✓ 既存事業を所与として、事業ポートフォリオを後付けで説明する企業は少なくないが、本来は企業としてありたい姿を示した上で、そこに至るための事業ポートフォリオを検討するのがあるべき姿である。

第4回フォーラムの議論のまとめ

- 第4回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

1. 企業の統合思考・統合的開示（統合報告書等）の活用事例（続き）

投資家の議決権行使に関する取り組み

- ✓ 議決権行使に際しては、セクターアナリストやアクティブ運用のメンバーと連携しエンゲージメントを反映させて議決権行使を行っている。企業からの説明を受けて、基準上は反対となるものであっても賛成に変更することもある。
- ✓ 企業からの相談内容が、ESGを含め幅広くなっている。そのため、議決権行使の担当者だけでは対応しきれないことから、アナリストと共に対応している。

2. パッシブ運用における価値協創ガイダンスの活用

パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の取り組み

- ✓ パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の目的は、「株式市場全体の底上げ」にあり、この実現に向け、ESGアナリストと議決権行使担当者が一体となり、エンゲージメントと議決権行使を行っている。
- ✓ 「株式市場の底上げ」という観点から、エンゲージメント活動の対象は時価総額のウェイトにより、ある程度的を絞っている。
- ✓ 価値協創ガイダンスのビジネスモデルとESGについて、取組から効果発現までどのような時間軸（タイムホライズン）となるか、企業側が説明しきれていない。この時間軸のズレを埋めていくことが課題である。
- ✓ パッシブ運用のエンゲージメント手法の多様化という観点で、集团的エンゲージメントの活動を複数社連携の上で始めている。
- ✓ 長期視点の投資家に対して、イノベーションの仕組みを適切に伝えることで、投資対象として信頼され、ひいてはパッシブのESGインデックスやスマートベータに採用されることになる。これこそが次世代のESGインテグレーションのあり方であると認識している。

3. 価値協創ガイダンスの普及・促進

ガイダンスへの評価

- ✓ 長期的な成長ドライバーを特定する際に、また、投資家と企業それぞれが認識する課題を把握し、当社として取り組みが必要となる領域を明確にするために、価値協創ガイダンスを活用していく。
- ✓ 自社の統合報告書の内容と価値協創ガイダンスの項目を比較し、ギャップ分析を始めている。この点を経営陣へのフィードバックとして提供することを検討している。

普及・促進に向けて今後求められる取組

- ✓ 価値協創ガイダンスの普及策としてベストプラクティスが挙げられているが、企業への制約要因を考慮しなかった場合、形式的にベストプラクティスを整えるだけというケースも生じるのではないかと懸念している。多様な企業がある中、価値協創ガイダンスを用いることにより得られるメリットを伝えることが望ましいだろう。

第4回 統合報告・ESG対話フォーラム

議事概要

1. 日時：平成30年2月19日（月） 10時00分～12時30分
2. 場所：経済産業省 本館 17階 国際会議室
3. 議題：
 - ▶ 企業と投資家における統合的開示（統合報告書等）の活用
 - 業種特性に応じた違い
 - ビジネスモデルに関連した ESG の重要課題の特定、開示・対話
 - ▶ パッシブ運用における価値協創ガイダンスの活用
4. 議事概要：

1. 企業の統合思考、統合的開示（統合報告書等）の活用

○ 企業と投資家の対話について、意見が示された

- 企業と投資家のコミュニケーションは「取材対応」と「対話」があり、それぞれ性質が異なる。「取材対応」は、一方向に説明し、質疑応答を行うものである。他方、「対話」は、決算説明とは別の機会において、問題意識を踏まえたアジェンダを設けたうえで双方向に意見を交換することであり、企業として有意義な機会となる。
- 投資家のエンゲージメント対象が特定のインデックスの企業に絞られることが多く、中小型株企業が対象外となってしまうため、受動的な姿勢では投資家は相手にしてくれない。したがって、中小型株企業は能動的に投資家に対して働き掛けることが大切である。実際に、そのような働きかけに対して、投資家も応じてくれるケースが多い。
- 投資家との対話の好事例として、インハウスのセクターアナリストと ESG アナリストの双方が対話に同席したため、ESG 固有のテーマのみならず、幅広い討議に繋がり、有意義な対話となった。
- 投資家との対話、また、他の事業会社との対話は、経営陣はじめ社内に対しても良いインプットになっている。当社の場合、対話において得た事業ポートフォリオに対する考え方や取組内容を整理して、経営会議にて報告した。取締役会で事業ポートフォリオが議題として扱われることとなっており、結果的に取締役会の議論がより良いものとなった。

○ 企業の非財務情報に関する取り組みについて、意見が示された

- 事業活動を通じ、ESG に関連する課題解決に貢献しているのか、どう繋がっているのかを定量的に整理している。これにより、数値化された形で、事業の成果と ESG への取組の成果が見える形となっている。
- 企業価値のドライバーとして研究開発、人材、その他無形資産があるが、仮に社会に有用でない場合は何らかの形で Write-off（償却）すべきと考えている。
- 企業の期待としては、投資家は経営に過度に干渉せず、企業を信頼して任せてほしい

と考えている。一方で投資家の信頼を得るためには、自社の経営によって、どのようにリターンに繋がるかを説明することが必要である。その手段として、ROIC を軸とする経営を編み出した。

- ESG に対する姿勢について、業種による差異がある。公益性が高い業種の場合、積極的な姿勢が目立つ。一方で、コングロマリットからは、様々な事業を取り扱っており、ESG に関する開示はしにくい、という声もあった。
- ESG への取組姿勢は、業種による差異もあるが、直接顧客が消費者であるか否かによる差異が大きいと感じる。直接顧客が消費者である B2C 企業の場合、公共性も高く ESG への取組をアピールすることで企業イメージアップ・宣伝効果に繋がるために積極的である。反対に直接顧客が特定企業である B2B の場合、ESG への取組を公に開示してもビジネスメリットに繋がりにくく、ESG への取組は遅れがち。B2B 企業に対しては、ESG への取組の重要性を伝え、少なくとも現時点の取組の開示を充実させることを依頼している。
- 安定株主の多寡も、ESG に対する姿勢に影響する傾向があると思う。特定の安定株主が多くいる場合、今更 ESG をアピールしても新たなメリットは少ないため積極的ではなくなるのではないだろうか。
- 非財務情報から財務情報に転換されるまでの時間軸は投資家・企業側双方とも予想しづらい、そこが分析時の悩みどころである。
- 取締役会において、ESG に関連するアジェンダを扱うことは一部の先進企業を除き、浸透していない。裾野が広がるよう、先進企業から取組内容について紹介・共有してほしい。

○ ESG、非財務情報、無形資産等の定義と整理について、意見が示された

- 無形資産によって説明される企業価値の割合は高くなっているが、ESG、非財務情報、無形資産、これらはニュアンスが異なって伝わっているのではないか。この中でも、ESG は特に狭い話に囚われているのではないか。
- 無形資産による企業価値に対する影響に関する議論として、無形資産は広く捉えると ESG に置き換えることができる、という議論の流れが欧米にある。当社も ESG を広く捉えて対話を行っている。呼び方に何らかのこだわりがあるわけではない。
- ESG を企業グループ理念に織り込んで、事業との関係を整理している。
- 「社会課題を解決する能力 (Capability)」の捉え方として無形資産があり、その無形資産として研究開発力がある。当社の強みの 1 つは研究開発力であると理解しており、ESG と一体となって社会課題に貢献できる、という整理をしている。
- 当社が追求している ROIC を軸とする経営について、単にリターンをあげるだけでなく、質的な向上も目指している。持続的な成長、リターンの創出、顧客に対する提供価値の向上を両立するものがイノベーションであり、「企業としてどのようにイノベーションを実現していくのか」という観点が必要である。
- 7つの重要課題を設定しており、その中の一つである「次世代ビジネスを通じた社会課題の解決」において AI/IOT の無形資産も表し「イノベーション」を通じて ESG を実現することを目指している。

- 「ESG 等非財務の取り組みが本業と如何に結びついているのか」というインテグレーションの視点が必要だろう。ESG という言葉が存在しなかった時代でも、アクティブマネージャーや長期投資家は今でいう ESG をインテグレーションしたうえで評価していた。
- 稼ぐだけでもダメだし、ESG を言い訳に財務面を犠牲にすることも許されない中、ESG の環境と社会については、守らねばならない企業の土台や基礎だと考えている。AI や IoT といったイノベーションの部分は、その土台や基礎の上に位置する個別企業としての「稼ぐ力」に繋がる強み・仕組みと捉えることができるだろう。
- 当社の場合、CSR 担当部署を作った際の議論として、様々な取組案が出されたが、中には「それは当社が企業としてやるべきことなのか」との内部意見も多かった。そのような内部の議論を経て、「本業を通じた社会貢献」、という考えに至った。

○ 非財務情報に関する取り組みに対する投資家の評価について、意見が示された

- 無形資産の価値は、その技術が社会に受け入れられるか否か次第である。投資家として、長期的に利益に繋がるか否かの軸で無形資産を評価しており、5~6 年のうちに利益として顕在するだろう ESG や無形資産に注目している。
- 事業計画において CSR やサステナビリティへ組み込むことが良いだろう。例えば、人材を大切にす、経営理念を大切にす、といったことも事業計画において一体化することができる。
- 開示や対話において、企業内部でどのような議論やプロセスを経て、経営理念から実際の取り組みに至っているのかを示すことは投資家として関心が高い。
- 非財務の KPI は投資家にとって重要性が高い。この KPI を如何にして「数値化」、あるいは「見える化」するかが重要となる。役員報酬と KPI が繋がることにより、信頼感にも繋がる。
- 経験則から、社員がウェブサイトや開示情報において、数多く載っている企業は長期的に見ると企業価値が他社をアウトパフォームすることが多いと考えている。また、男女比率や外国人比率も見えており、これによってダイバーシティに対する意識の差異も見えてくる。
- 同様に、開示上の代表者挨拶において、経営者が用いる第 1 人称による違いもあると考えている。「当社」や「弊社」ではなく、「私」や「私たち」のいずれかである場合も、アウトパフォームするケースが多いと考えている。

○ 企業と投資家の目線の相違について、意見が示された

- 投資家の質問は、ほとんど財務面の質問である。ESG に関する質問も多少あるものの、財務や株主還元に関する質問と比べると、その数はかなり少ない。価値協創ガイダンスが示す項目と、当社が投資家から受ける質問の内容にはギャップがある。
- 企業と投資家の目線はどうしても差異がある。投資家の場合、世界中の市場や企業を俯瞰し、特定の企業を評価する際には、相対感のもとで企業間を比較することとなる。一方、企業は特定の事業に関して個別具体的な目線が強くなる。いわば、投資家は広く浅い目線、一方で、企業は個別具体的な目線を持つ。
- 環境投資の領域では、脱炭素を求める投資、および脱炭素を行わない企業からの投資

撤退（ダイベストメント）が活発になっている。脱炭素を実現することが現実的に難しいと考えた企業の役員は「そのような投資家は、当社から撤退してもらって構わない」と言っていた。特定のテーマに関心のある投資家が強要する理想の世界と現実には乖離がある。その折り合いをつけることが課題である。

- 悪い意味での NGO のような投資家が増えているのではないか。例えば、環境や社会について、投資家はあくまで専門家ではないし専門家であることも求められていないが、収益機会やリスク要因といった投資に関わる検証を十分に行わないまま、環境・社会問題に関する各種イニシアティブでの主張を展開するケースが見られる。
- 企業と投資家の時間軸に関する目線合わせが必要だろう。当社の事業の場合、長期的な時間軸を擁する為、時間軸に関する目線の差が悩みどころでもある。どの程度、辛抱強さをもって当社を見てくれているのか、について関心がある。

○ **投資家の目線から企業の開示情報に対する評価について意見が示された。**

- 投資家として、価値観や企業理念については所与のものとして、その「良し悪し」は通常は議論しないことが多いが、企業の本質が企業理念にある。価値観や企業理念について、しっかり考え抜く企業をポジティブに評価している。
- 投資家として、企業の課題認識およびその課題解決に向けた取組に対する関心が高い。
- 既存事業を所与として、事業ポートフォリオを後付で説明する企業は少なくない。企業として将来ありたい姿を示したうえで、そこに至るための事業ポートフォリオを検討することが本来あるべき姿だろう。
- フリーキャッシュフローの 3 か年累計ベースでの管理目標設定は、単年度ではマイナスもあることを前提とし、中期では一定の水準にまとめていく規律として現実性もあり投資家の関心も高い。
- 「長期的視点に立った経営」として、流行の中期計画より、長期計画が大事であるという考えを明示した点について、投資家としてポジティブに評価している。
- 自社の施設の安全操業に関して、過去に起きた事故を改めて振り返る形で現在の取り組みを特集として取り上げている開示に対して、投資家としては信頼感が高まるものとして評価できる。
- 開示において、投資家との対話からのフィードバックに関する具体的な内容を丁寧に示している点について、投資家としてポジティブに評価している。

○ **企業の開示における改善点について意見が示された。**

- ある企業において、役職員の業績評価と ESG に関する取組を連動させている点が素晴らしい。投資家としてポジティブな評価に繋がるこうした情報が開示情報から読み取れるようになっていくなおよい。
- ESG に関連する KPI の必要性を感じている。難しさはあるが先進企業の取組を参照に KPI を検討したい。

○ **投資家によるエンゲージメントに関する取り組みについて意見が示された。**

- 企業固有の問題点や論点を抽出したうえで企業に対するエンゲージメントを行っている。「企業を最も知っている人間がエンゲージメントをすべきだろう」という考えの下、

当該企業の担当アナリストがエンゲージメントを行っている。

- 当社では、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した後にエンゲージメントを本格化した。昨年前半で TOPIX の 90%に対しては何らかの形でエンゲージメントを行い、網羅性をある程度実現できた。現在は、この結果を踏まえて注目先企業を選定し、より深掘りしたエンゲージメントにする段階に移行している。
- エンゲージメントは原則単独で行うが、エンゲージメント多様化の手法として集团的エンゲージメントにも取り組んでいる。特に海外では国際機関や国際的なイニシアティブに積極的に参画し、一部でリードマネージャーを務めている。
- ESG については企業の情報開示を期待している。対話に先立ち、まずは開示から始めてください、というメッセージを伝えている。

○ **投資家による議決権行使に関する取り組みについて意見が示された。**

- 議決権行使の基準については数値基準も含めて設定したうえで、公開している。ただし、これは基準というより、ここだけは守ってほしいという必要最低限の目標（ボトムライン）を定めたもの、という位置づけである。
- 議決権行使にあたっては、基準を杓子定規に適用するのではなく、セクターアナリストやアクティブ運用のメンバーと連携しエンゲージメントを反映させて議決権行使を行っている。企業からの説明を受けて、基準上は反対となるものを賛成に変えることもある。
- 投資撤退（ダイベストメント）については、投資を上げるのでは根本的な問題の解決につながらないと考える。企業とのエンゲージメントを通じて建設的な解決に向けたコミュニケーションの継続こそが重要である。
- 議決権行使は当社全体で基準を設けていることから、現時点ではアクティブとパッシブにおける行使結果に齟齬が出ることはない。今後海外のような環境への取り組みに関する株主提案の判断においては、アクティブとパッシブ間の見解の違いが出てくることもあるかもしれない。
- 企業から議決権行使の話のほか、ESG に関する相談件数が増えている。統合報告書をどう見ているか等、相談内容はかなり幅広くなっている。議決権行使の担当者だけでは対応しきれないため、アナリストと共に対応している。
- バイサイドとして、中長期の稼ぐ力を評価している。その際の当社の独自ツールと価値協創ガイダンスのギャップ分析を始めている。

○ **企業内部への浸透方法について、情報共有があった**

- 企業内部への浸透は3年ほど、本質的な取組や実践に繋げるまでに今後4年ほどかけてやっていくことになるだろう。時間をかけて、理解と浸透を継続してじっくり時間をかけて行うことが重要である。
- トップダウンだけでは社員ひとりひとりに浸透せず、絵に描いた餅になってしまう。トップダウンにボトムアップのアプローチや活動を合わせ、これら双方向の流れが共鳴する形で浸透させることが重要である。
- 当社はホールディングスとして、各事業会社を統合していくことを試みている。この際に投資家の目線を持つことを意識している。

- 企業に開示等の取り組みの重要性を説くと、中には表面的なものもあるだろうが、「よく分かりました」という反応が多い。次の段階として、具体的な取組の実践に移っている企業もあるが、これらの結果が出るまでに長い時間を要するものだと捉えている。
- **世界的な投資家の動向、関連する企業の取組について情報共有があった。**
 - 欧州の投資家は環境系の質問が多く、米国の投資家はガバナンス系の質問が多い印象がある。中には過激な質問内容もあることも否めないが、きちんと持続可能性（サステナビリティ）を意識した質問内容もある。
 - 海外の大手投資家も ESG を意識して投資スタンスや自分の役割の定義を変えている。当社としても、これら海外大手投資家の動向を無視することができない。

2. パッシブ運用における価値協創ガイダンスの活用

- **パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の取り組みについて情報共有があった。**
 - パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の目的は、「株式市場全体の底上げ」である。この実現に向け、ESG アナリストと議決権行使担当者が一体となり、投資先企業の持続的成長と企業価値向上を促すため、エンゲージメントと議決権行使を行っている。
 - 価値協創ガイダンスのビジネスモデルと ESG について、取組から効果発現までどのような時間軸（タイムホライズン）となるか、企業側が説明しきれておらず、対話がかみ合わないことがある。この時間軸のズレを如何に埋めていくかは課題である。
 - エンゲージメント活動の対象は、底上げの効果を重視することから時価総額のウェートの観点からある程度の絞りを、TOPIX500 を対象としている。
 - 企業との対話の際には必ず資料を作成して対応している。当方の考えを明確に提示することで企業側の反応も良くなり対話が円滑に進むことが多い。ESG の具体的な取組を促す際にも同業種の企業に関する情報をまとめることにより、企業の関心を高めるなどの工夫をしている。
 - パッシブ運用のエンゲージメント手法の多様化という観点で、集团的エンゲージメントの活動を複数社連携の上で始めている。まだ始めたばかりであるが、よりよいエンゲージメントの実現に向けて取り組んでいく予定である。
 - 長期視点の投資家に対して、イノベーションの仕組みを適切に伝えることができれば、当社の経営に対する干渉無く投資対象として信頼され、ひいてはパッシブの ESG インデックスやスマートベータに採用されることになる。これこそが次世代の ESG インテグレーションのあり方であると認識している。

3. 価値協創ガイダンスの普及

- **価値協創ガイダンスの利用について、意見が示された。**
 - 投資家から寄せられる開示情報に関するコメントと突き合わせて、開示が不十分な領域は無いのか、様々な開示媒体に関連情報が散らばっていないか、これらの確認を行う

ためのチェックリストとして用いている。

- 長期的な成長ドライバーが何であるのか、それを特定する際に価値協創ガイダンスを活用していく。また、投資家と企業、それぞれが認識する課題が何であるのか、その分野や課題内容、当社として取組が浅い領域を明確する際に活用していく。
- 統合報告等の開示内容と価値協創ガイダンスの項目を比べ、そのギャップ分析を始めている。このギャップ分析で得られた差異について、経営陣に対するフィードバックとして提供することを考えている。

○ **価値協創ガイダンスの利用促進に向けた取組について、意見が示された。**

- 価値協創ガイダンスの普及策としてベストプラクティスの話があったが、利用する企業の裾野を拡大するためには、企業にのしかかる制約要因を考慮する必要があるし、ベストプラクティスの内容を形式的に整えるだけというケースも起こるだろう。
- 多様な企業がある中、価値協創ガイダンスを用いることにより得られるメリットを伝えるものが望ましいだろう。

以上

(お問い合わせ先) 経済産業政策局 産業資金課 電話：03-3501-1511 (内線：2641～2645) 03-3501-1676 (直通) 03-3501-6079 (FAX)
