

サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会

第2回 議事要旨

○日時：2019年12月17日（火曜日） 16時00分～18時00分

○場所：経済産業省 本館17階 国際会議室

○出席者：伊藤座長、井垣委員、市村委員、岩崎委員、江良委員（途中参加）、仲田様（江良委員代理）、奥野委員、加藤委員、亀井委員、古泉委員、井川様（三瓶委員代理）、釣流委員、中空委員、花崎委員、小久江様（平原委員代理）、藤野委員、蔦谷様（松原委員代理）、野村様（溝内委員代理）

○企業側プレゼンテーション・ディスカッションの視点：

- ① 対話の意義・目的をどう捉えているか
- ② 対話は、現実「企業価値向上」につながっているか、どのように効果測定しているか
- ③ 経営にとって意義深い、又は企業価値向上につながる対話とは具体的にどのようなテーマ・内容のものか
- ④ 企業が対話をしたと思う投資家はどのような投資家か
- ⑤ 対話で得られた経営への示唆を社内どのようにフィードバックしているか
- ⑥ 対話における社外取締役の役割はどのようなものか
- ⑦ 本検討会において、他社に伝えたいこと、資本市場に対する課題意識、他社や投資家と意見交換したい事項
- ⑧ 各社の業種や規模、ビジネスモデル等に応じた、独自の課題意識等

○議事要旨：

【アニコム ホールディングス株式会社、オムロン株式会社、コニカミノルタ株式会社、塩野義製薬株式会社、株式会社丸井グループ、TOTO 株式会社によるプレゼンテーション】

（割愛）

【自由討議】

討議テーマ①：投資家サイドにおける、ESG インテグレーションの在り方についてどう考えているか。

〈企業の視点〉

- ESG 投資も、最終的にはリターンがあって投資されている。単に環境に優しいだけのボランティアではないため、仕方がない部分もある。しかし、可能であれば、半々とは言わないまでも、もう少し ESG 的な観点を重視してほしい。

〈投資家側の視点〉

- ESG 部門と株式のアクティブな運用部門の情報交換は、自社内でもトピック 이슈。ESG チームは基本的に外部不経済の要素をみており、世の中がどうすれば良くなっていくかという観点を持っている。一方で、株式のアクティブ運用というのは、個別銘柄の中から良い銘柄を選ぶことが使命で、論点が一致しなかった。しかし、昨今、社会的な課題をベースに事業を組み立てていかないと、なかなか企業の持続的な成長が担保できないとされている。石炭火力問題など ESG 面でのリスクが、実際に企業の業績やバリュエーションにインパクトを及ぼすという観点で、観測されてきている。そのため ESG 部門と株式のアクティブな運用部門の接点は増えてきていると認識している。情報共有のみならず、銘柄選定にも ESG 側の評価がかなり影響を与えるようになってきており、トレンドとして捉えている。2・3年で見るとインパクトはないが、5年10年で見るとインパクトはある。特に気候変動問題などの織り込みはスピーディーに行われるようになってきており、現場のアナリストもこうした情報は比較的取得するようになってきている。
- 当社の場合、インベストメントチームの中にエンゲージメントチームがあり、当該チームが考えることは、まず企業価値（＝持続的にキャッシュフローを生み出すビジネスモデルが築けているかどうか）である。エンゲージメントチームは、投資先に対しその観点から意義がある取組がされているかを検討し、必要に応じて改善を促すことになる。ミーティングはポートフォリオマネージャーやアナリストが同席するというケースが多い。ESG の話題が出ることもあれば、それ以前の問題としてビジネスモデルについての議論になれば ESG の話題は一切出ないケースもある。強いビジネスモデルがあれば、対話前でも、情報開示が不十分でも、会社の良し悪しの判断はできる。その意味では、強いビジネスモデルを築けているかどうか重要であり、築けているのであればその点を中心に IR 活動をするべきであり、不十分であれば、不十分であることに対し投資家の意見を聞くことが、実質的な対話。
- ESG 評価と投資判断を分ける意味があるか、疑問。長期投資をする場合、企業価値評価の上では、企業が持続的に利益を出せるかどうか重要であり、持続的に利益を出すということは、持続的に顧客の問題を解決できるということ。顧客≒社会の問題を解決していくということのはずで、その意味で ESG は前提条件。例えば、企業文化、従業員のエンゲージメントといった項目はもともと評価項目に入っている。ただし、漏れてしまう情報はあり得るため（海外での児童労働問題等）、セカンドオピニオン的に情報を入手できる契約を外部ベンダーと結んでいる。もっとも、そのような情報があったから直ちに評価が悪くなるということではなく、企業価値が長期的に破壊されないかという視点でマテリアルなリスクでない限り問題ない。また、ESG や SDGs に取り組んだところで、競争優位が確保されなければ営業利益は出続けない。企業と対話する際は、その点を中心としているところ、とりわけ長期間良い状態を保てる会社は、ESG の観点は既に対話項目に織り込まれており、殊更これを取り出す必要はない。ビジネスモデルなどをロジカルに、かつ、長期的数字でもって説明してもらえる

と、その数字をきちんと見よう、聞こうというインセンティブがわく。物事を長期的に捉えた情報開示が、良い会社を見つけるときのフックになる。

- 当社は、株主というより、相手方の事業会社の顧客という視点でコミュニケーションをしている。売上、利益、株主に対する配分の源泉は、いずれも顧客である。顧客に対しどれだけベストを尽くしているのかという点を集中的に聞くというのが、1つの考え方。商品の中に当然に社会性を含まないと永続的な発展ができない。また、情報化社会で内部通報が非常に多い時代にロングタームで成功するには、顧客との長期的関係が築けないといけない。株主の立場でどれだけ株主に利益をもたらすのかという視点で対話をすると、溝が深まっていくが、顧客に対してベストエフォートしているのかという視点であれば非常に目線が合うし、結果的にESG、SDGsの達成にもつながる。当社は、ESGチームを置いていないが、以上のように、まずアクティブ運用の枠組みの中で、きちんとESGとSDGsといったロングタームの視点でパフォーマンスを出すような投資をしていきたい。
- 運用部門とESG部門との情報の分断については、問題意識を有している。そのため、企業との対話の後には対話内容や評価について、全社的に共有している。多様な運用戦略がある中、共有した情報の活用状況については、運用担当者が採用する運用戦略によって異なる。時間軸が長めで、かつ、企業のファンダメンタルズ、すなわちビジネスモデルや経営能力を考慮する運用戦略の担当者から関心が強い。一方で、対話でカバーしきれない企業についてのデータは、外部のESGデータプロバイダを活用するなど違うアプローチも採用するが、課題も少なくなく、投資家側も情報の活用方法に工夫が必要。

討議テーマ②：アナリスト実務の今後とESG投資の関係等について、どうみているか。

<投資家側の視点>

- エクイティアナリストは α の源泉がどこにあるかという観点で企業分析をしているが、クレジットアナリストがESG情報を扱う際は、例えば、ガバナンスがしっかりしているか、リスクヘッジができるかという点をみている。リスクを排除するという点では、クレジットアナリストの物事の見方は有効。企業サイドにももう少しこのような観点をもってほしい。
- パッシブ投資が拡大し、セルサイドアナリストも厳しい状況になってきている。ESGやサステナブルファイナンスの流れがあるだけでなく、資本市場や金融業界の構造が変化している点が原因の1つと思われる。また、短期の投資家と長期の投資家とで目線が違うという問題もある。エクイティアナリストの立ち位置は、これから大きく変わると考えている。MiFID IIの影響でリサーチコストが高くなると、リサーチャーに費用を払うことが難しくなり、リサーチで付加価値がつかなくなる。セクターアナリストの存在意義が問われている。仮に、セルサイドアナリストがセクターを横断する形で深い知識を身につけたとしても、同時にESGの観点から評価ができるかについては疑問がある。他方で、クレジットアナリストは、セクターをまたいで分析をするが、各セクターに関する詳細な知識はな

い。アナリストもそれぞれ分析の手法等が様々になってきている中、今は移行期間であって、最適解がないと考えている。

- 株でも債券でも、ESGの観点で投資をする人が増えてくると、リターンが出るようになる。多くの投資家は、ESG・SDGsやサステナブルファイナンスへの取組方を模索している状況であって、正しい姿をみなで共有するためにはもう少しエビデンスが必要。今後、日本では、グリーンボンドだけでなく、トランジションボンドなどもESGアセットに含まれる可能性があり、このような観点からも債券市場は変容し得る。

討議テーマ③：企業の情報発信の在り方はどうあるべきか。

＜投資家側の視点＞

- 投資戦略・運用戦略が多様化している。例えばアクティブ運用の中でも、目線、時間軸、アナリストを置くか、セクター横断かなど、アプローチは多様。このような運用における多様な視点を1つに集約することは非常に難しい。そのため、重要なのは、企業が、自らの経営において最も重視している価値観、軸をもとに、長期経営にとって重要なESG項目を明確化し、自分たちの方針を打ち出すこと。それを受けて、それぞれの投資家が、自らの投資戦略に合うかどうかも含めて判断するのが健全。投資家のニーズを理解することは重要だと思うが、それに対して、全てのニーズを満たすような最大公約数的発信をすることは現実的にはなかなか難しいであろう。

討議テーマ④：EUタクソミーやダイベストメントの動きについて、どう捉えているか。

＜投資家側の視点＞

- EUタクソミーは2022年に向けて法制化されるであろう。EUタクソミーの焦点は、どのようにして投資家に良質の情報を提供するかである。この動きの寛容な点は、トランジションを許容している点。今まで非グリーンと言われてきたセクターにおいてグリーンボンドを発行することも許容されつつあるなど、セクターにとらわれず、社会問題を解決しようという点がベースにある。ただし、セクター分類のどこに入るかにより、定量基準が異なる。しかもその基準が詳細に示されているため、それをもって厳しいといわれることもあるが、逆にいえばわかりやすい。欧州の金融機関は、サステナブルファイナンスに基づいた意思決定を行い、特にインパクトのあるものはローンを組み、金融機関として α をとっていく方向に進んでいる。サステナブルな方向で収益を上げられるようなやり方を模索している。

- 欧州と日本の考え方は異なっている。欧州では規制の適用があり、その影響の下でファンドの組入れ基準を設定しているが、日本で同様の取組を行うことには賛同しにくい。投資家の圧力によって事業会社が石炭事業等のダイベストメントを行った結果、より資本力のない会社が石炭事業等を扱うことになれば、それは地球にとって本当に良いことではないであろう。投資家はインクルージョンの視点で取組の進んでいない企業ほど組み入れてエンゲージメントを実施すべき。株式投資は α を取りに行くのであって、既に良い銘柄にだけ投資していても α はとれない。この発想からいっても、インクルージョンの考え方はふさわしい。

討議テーマ⑤：企業の成長に向けた投資や取組のうち、未だ利益が実現していないものをどう評価すべきか。

〈投資家の視点〉

- 競争力のある企業は、自社の競争優位が築けている分野の隣接領域を狙っていく。技術的な面、顧客面などで、自社のビジネスと何ら関係のないところでは、基本的には競争優位は確保できない。競争優位が築けるのかという観点から、設備投資、R&D、CVCなどの各種投資を行うべき。競争優位が築けるのであれば、現時点において利益が未実現であるか否かは関係ない。そもそもベンチャー企業はほとんど利益を出していない。
- 内部の組織を強くするなり、外部のリソースを活用するなり、どんな方法でもよいから、イノベーションを創出することが重要。
- リカーリングレベニューの考え方は、もはや新しいビジネスモデルを規定する要素の1つ。ものづくりのサービス化にも通じる。今までの日本企業は、良いものを安く作って売り切って終わるというビジネスモデルであったが、企業は顧客の問題解決に貢献することが重要。メンテナンスやバージョンアップを含めてサービスを提供していくのが、サービス業としてのものづくりであって、それができる会社が生き残るであろう。米国では、単純にもものをつくっているだけの会社はない。顧客に価値を提供することが目的で、手段としてもものづくりがあると考えられている、日本においては、そのようにマインドセットを変えないといけない企業も多い。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業資金課

電話：03-3501-1676

FAX：03-3501-6079