

経済産業省「Sx研究会」

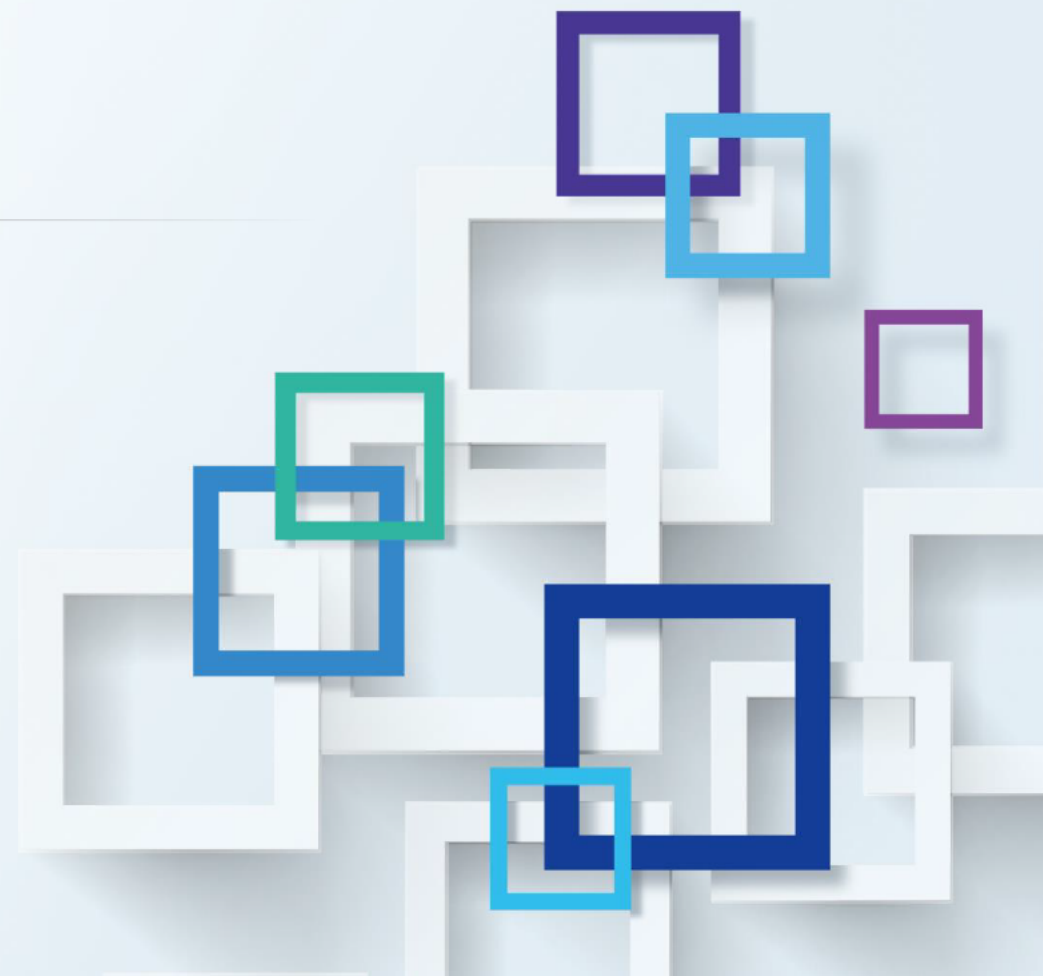
対話におけるギャップと 競争優位を生み出す無形資産の評価

Tokio Marine Asset Management

2021年8月

理事 責任投資部 菊池勝也

巻末のご留意事項をご確認ください。



東京海上アセットマネジメントの概要（2021年8月1日現在）

概 要

会社名	東京海上アセットマネジメント株式会社
所在地	東京都千代田区丸の内1-8-2 鉄鋼ビルディング
設立年月日	1985年12月9日
資本金	20億円
役職員数	366名
運用資産残高 (2021年7月末時点)	投資顧問(投資一任契約資産残高) 4兆5,969億円 投資信託(純資産残高) 2兆9,782億円

企業グループ

子会社	Tokio Marine Asset Management (USA), Ltd. Tokio Marine Asset Management (London) Ltd. Tokio Marine Asset Management International Pte. Ltd.
関連会社	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社

東京海上アセットマネジメントが実践する対話



「サステナブル投資ステートメント」

◆サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮

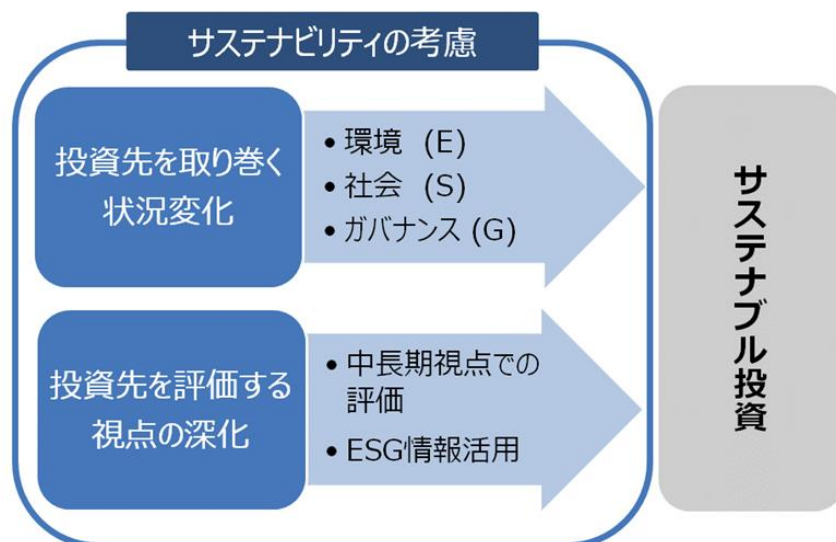
当社は、投資先（投資先候補を含む。以下同じ）を取り巻く外部環境と状況変化を的確に把握することが、投資先に対する評価と投資判断を行ううえで必須であると考えています。

すべての投資先が様々な形で、気候変動等の環境（E）に関する問題、労働や人権等の社会（S）に関する問題、意思決定の透明性等のガバナンス（G）に関する問題に直面しているといえます。

こうしたサステナビリティに影響を及ぼす課題について、リスクの抑制に加えて、課題解決に向けた機会を創出することは、投資先の持続的成長と価値向上にとって重要な要素であり、その取り組みの必要性は一段と高まっています。

当社は、投資先のサステナビリティ課題への対応力を見極め、ESG情報などを活用した中長期的な視点に立った投資判断を行うことがお客様にとっての投資リターンの向上につながると考えています。

当社は、サステナビリティを考慮する際、投資先の価値創造に重要な情報を「将来財務情報」と定義しています。「将来財務情報」とは、中長期的な時間軸において財務情報に結実していく情報であり、「将来財務情報」を適切に認識するために投資先に対する独自調査を継続して実施するとともに、建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）にも注力します。



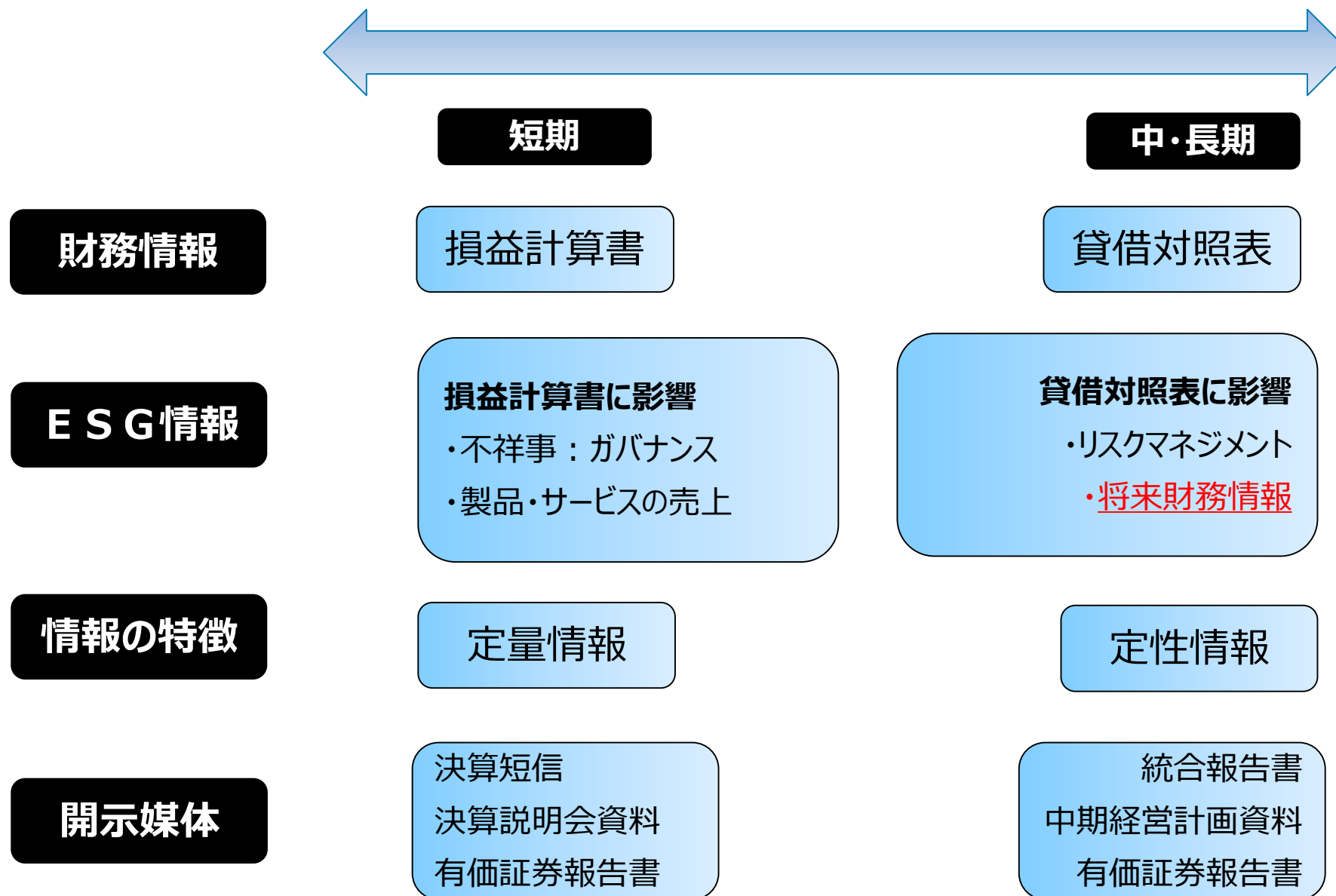
◆サステナブル投資の実践

当社は、「将来財務情報」について調査分析し、その分析結果を投資先の評価と投資判断プロセスに統合する「ESGインテグレーション」を実践します。企業評価モデルにおいては、ESGに対する取り組み状況をスコア化し、当社独自のフレームワークを用いて分析評価を行うなど、定性的な評価に止まらず、定量的な評価につなげることが重要と考えています。今後も引き続き、サステナブル投資の成果を高めるべく、調査分析力と評価手法の質的向上を図ります。

また、サステナビリティ課題を主要なテーマの一つとして、投資先との建設的な「目的を持った対話」を実践し、企業の持続的成長に資するよう、努めます。

以上のプロセスを通して、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を適切に考慮した投資を実践し、お客様にとっての中長期的な投資リターンの向上を目指します。

企業評価・対話に用いる情報と時間軸の考え方

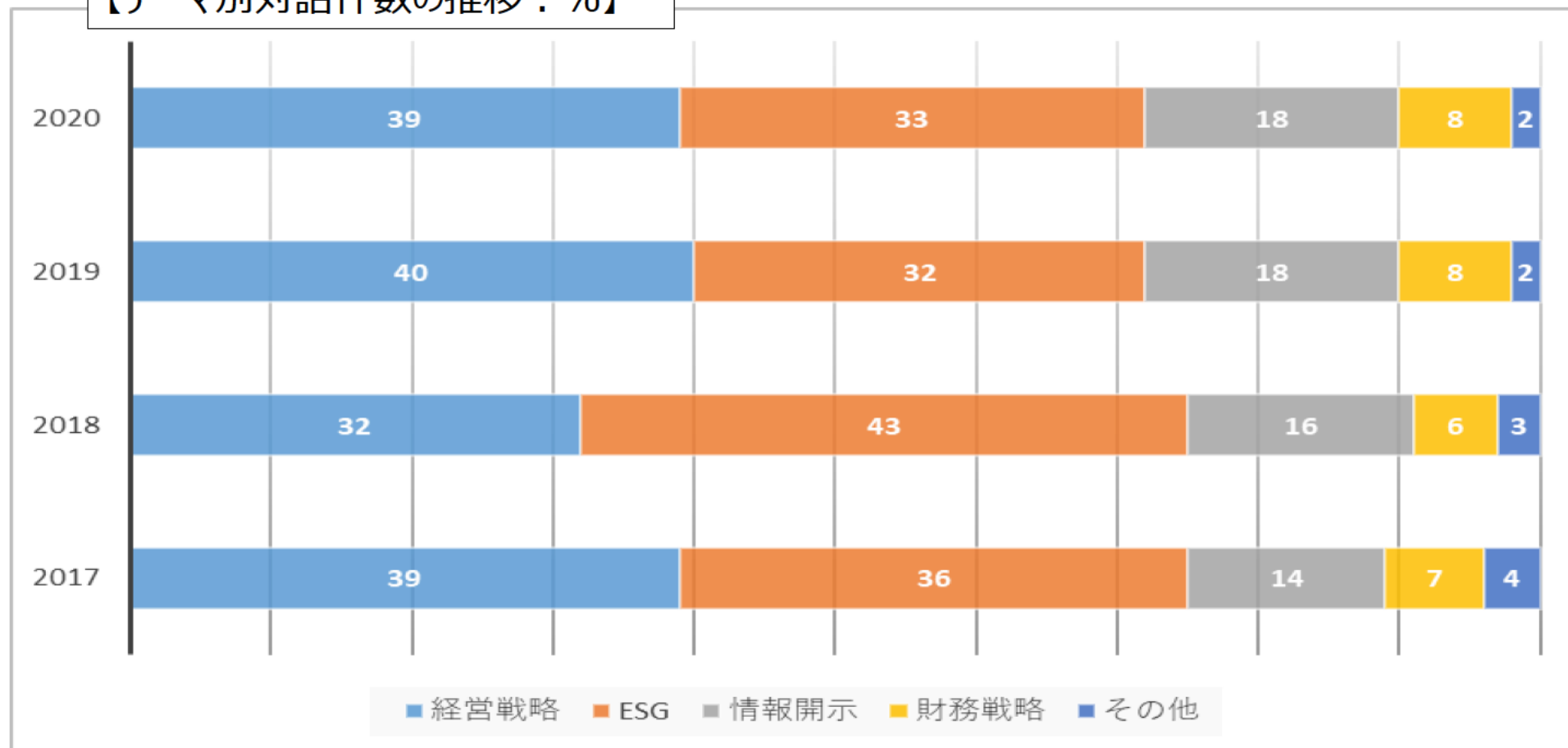


東京海上アセットの対話

投資先との対話：経営戦略とESGに重点 ➡ 中長期で企業価値向上に密接

前提となる情報開示の重要性も意識 ➡ 統合報告に関する対話を積極的に行う

【テーマ別対話件数の推移：％】



(出所：東京海上アセットマネジメント)

対話における企業と投資家のギャップ



対話の成果

投資家の対話データを用いた学術研究によると、対話は成果を生んでいる。

1. **Marco BECHT (ブリュッセル自由大学)／Julian FRANKS (ロンドン・ビジネススクール)／
宮島 英昭 (ファカルティフェロー)／鈴木 一功 (早稲田大学)**

“Outsourcing Active Ownership in Japan”(2021.07) RIETI 21-E-051

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパンの内部資料を検証した結果、対話先の約 8 割の企業で何らかのアクション。

2. **日高 航 (東京工業大学)／池田 直史 (日本大学)／井上 光太郎 (東京工業大学)**
「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」(2021.07) RIETI 21-J-036

機関投資家 3 社のデータを分析。エンゲージメント活動後の対象企業におけるガバナンス体制に関しては、社外独立取締役比率の上昇、政策保有株比率の縮減、買収防衛策の廃止、役員持株比率の上昇、現金保有比率の低下などの効果が見られ、またエンゲージメント後にROEおよびTobin's Qの改善効果が確認された。

市場全体でみると課題・ギャップが残る

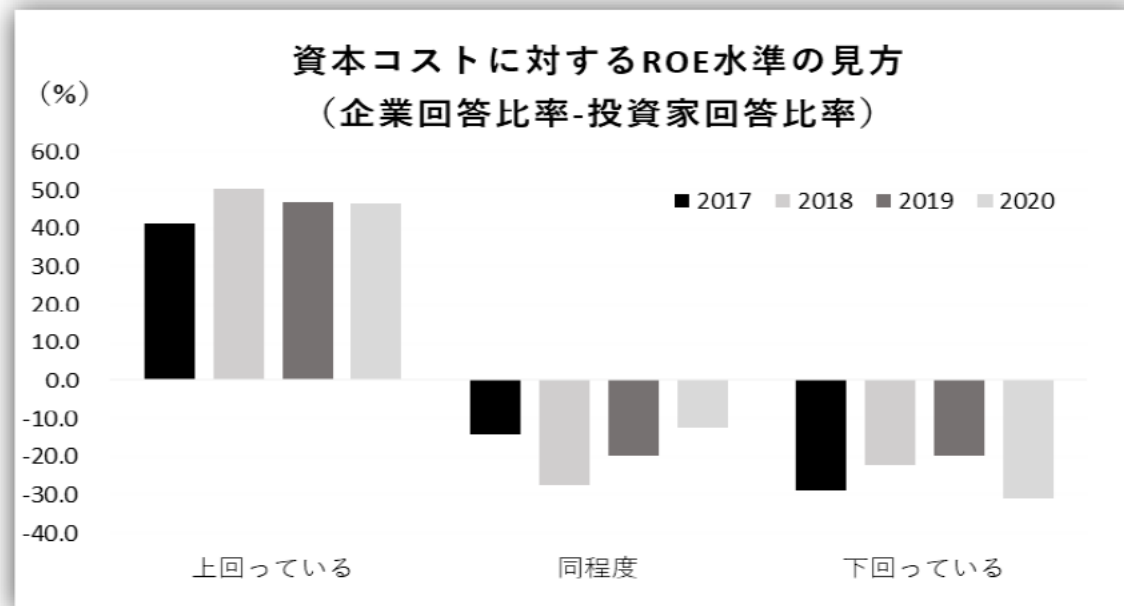
東証一部PBRの推移

(出所：東京証券取引所)



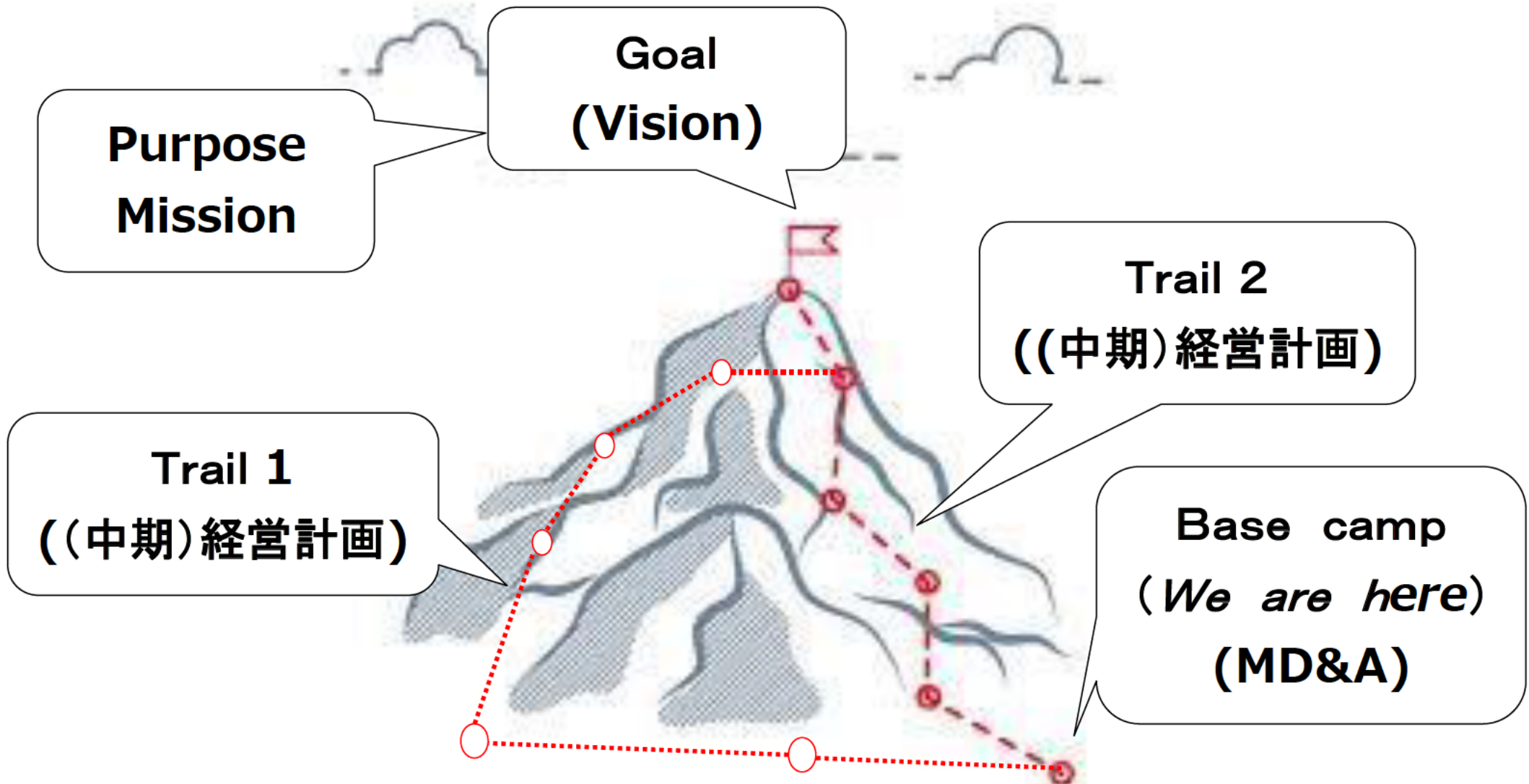
ROE水準に対する 企業と投資家のギャップ

(出所：生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」を基に作成)



対話の起点となる情報開示のバランス：IRの基礎的3点セット（登山を例に）

登山口にいる登山隊のスキル等を十分に把握した上で、目指す山頂に向けて、適切なルートを選択する。



(出所：東京海上アセットマネジメント)

「対話のテーマ」と「開示」に関して、バランスを見直すことが必要では。企業・投資家共通の課題であり、下記の事例などの見直しが求められる。

1. 短期・中期・長期
2. MD&A・（中期）経営計画・経営理念（存在意義）
3. Why・How・What
4. リスク・機会・リスクマネジメント・変容（リスクを機会に）

アクティブの視点

アクティブファンドマネージャーの視点では、「MD&A」を重視する声が多い。

「アクティブ・ファンドマネージャー分科会報告書 統合報告・ESG 対話フォーラム」（2018年6月）より一部引用

4. アクティブ・ファンドマネージャーが考える「（価値協創）ガイダンス」活用法

4.1. 財務パフォーマンスを対話の起点とする

145. 「5.1.財務パフォーマンス」は対話の出発点に適している。ファンド運用者がまず 5.1.の項目を充実してほしいという意見を示すだけでも、「情報開示を充実させよう」としている企業にとっては参考になるだろう。

146. 対話の出発点は「5.1.財務パフォーマンス」や「5.2.戦略の進捗を示す独自 KPI の設定」～「5.3.企業価値創造と独自 KPI の接続による価値創造設計」の KPI ではないか。そこからビジネスモデル、キャピタルアロケーションの議論に発展させていく、というのが正しいのでは。

147. 対話のスタートは「5.1.1.財政状態及び経営成績の分析（MD&A等）」である。制度開示でも現在ここの記載を厚くしようと言われているにも関わらず、経営者がコミットしない企業も多い。その結果、「我が国経済は・・・」から始まるパターンとなる。ここを充実させない限り、中長期あるいは非財務の対話に進んでいかない。現在でも形式的には書いてあるが、分析になっていない。

価値創造の源泉となる無形資産に関する評価と対話



マテリアリティの議論の事例

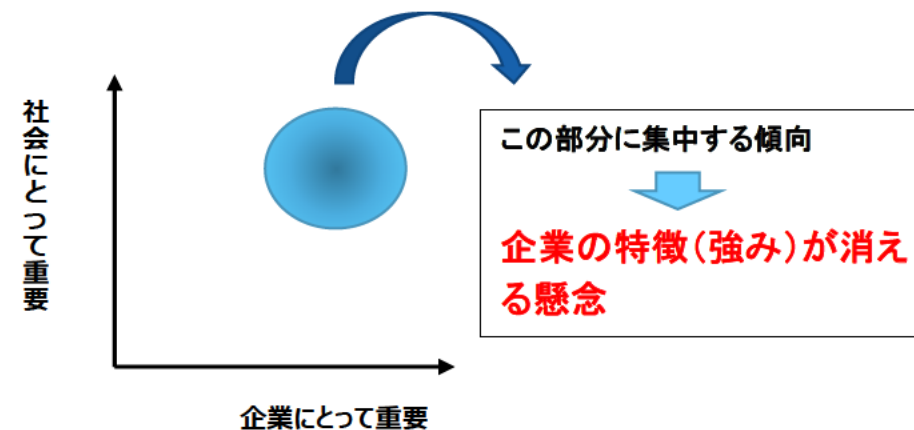
ダイナミック・マテリアリティ: マテリアリティは変化しうる

Figure 1. Dynamic materiality¹¹



(出所: GRI、SASB、IIRC、CDP、CDSB)

1. マテリアリティの一方向的な変化に課題



2. 経営トップとの対話

「ナブテスコ統合報告書2020年12月期」 (P25)

私たちは長期ビジョンを実現するための課題として、財務・非財務側面双方の課題をリストアップしましたが、これらは経営環境に応じて変化するもので、少なくとも中計ごとにきちんと見直していかないとはいけない。(CEO)

対話において経営計画・財務・非財務の情報は不可分

(目標) ROEを中長期的に10%以上

売上増・利益率向上

海外での拡販・新製品効果・在庫回転率向上

海外人材、海外でのパートナー、バリューチェーン

ESG

E : Scope 3、資源・原材料

S : 人権、人材育成、社会関係資本（パートナー）

G : 子会社・グループ会社ガバナンス

（出所：東京海上アセットマネジメント）

留意事項

- 当資料は、東京海上アセットマネジメント株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の中で記載されている内容等は作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保障するものではなく、また今後予告なく変更することがあります。
- 当資料の意見にかかわる部分については、作成者個人の見解であり、作成者の所属する東京海上アセットマネジメント株式会社の見解を示すものではありません。
- 当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮ください。

TMAMQuality

お客様の期待の一步先へ

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

