

2022年10月12日

## エンゲージメント・アジェンダ

サステナビリティ課題に対する認識と企業価値の向上に向けたストーリー整備のお願い  
-非財務情報開示に関する投資家の期待-

この度、企業年金連合会、第一生命保険、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(50音順、以下、参加投資家)の7社は、一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム(以下、当フォーラム)を事務局として、昨今、サステナビリティに関わる非財務情報の開示が重要となっている状況を捉え、サステナビリティに対する参加投資家の考え方と企業の皆様へのお願い事項を整理しました。

多くの企業の皆様に参加投資家の考え方をお伝えしたく、当フォーラムから、東京証券取引所プライム市場に上場している企業に、内容をまとめたレターを一律でお送りしています。経営陣・社外役員の皆様で共有していただき、経営の参考にしていただければ幸いです。なお、すでに、このレターに記したような参加投資家の考え方を十分に理解し実践していらっしゃる企業にもお送りしています。改めて参加投資家の考え方を再確認していただき、取り組みの更なる充実につなげていただければと思います。

## 記

### 内容

#### レター本編

1. サステナビリティ課題を取り巻く世界の状況と参加投資家の考え方
2. 企業の情報開示でお願いしたいこと

#### 別紙(参考情報)

環境・社会課題に関してフォーラム参加投資家が行っていること

## 1. サステナビリティ課題を取り巻く世界の状況と参加投資家の考え方

### 非財務情報開示を巡る議論の成熟化

サステナビリティ課題が企業経営に影響を及ぼすとともに、人的資本や知的財産などの無形資本・無形資産を含めた非財務情報の重要性が世界的に高まっています。日本でも多くの企業が統合報告書等を発行し、サステナビリティ情報の開示に努めてきました。これまで世界中の企業を悩ませてきた非財務情報開示に関する複数のフレームワークの併存という問題についても、IFRS 財団が設立した国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) によるフレームワーク策定が具体化するなど整理が進みつつあり、日本においても 7 月に財務会計基準機構 (FASB) 内にサステナビリティ基準委員会 (SSBJ) が設置され、今後は ISSB のフレームワークをベースとした国内のサステナビリティ開示基準の開発が進められていく模様です。また、2021 年のコーポレートガバナンス・コード改訂による、プライム市場上場企業への気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) もしくは同等の枠組みに基づく開示の充実要請や、2022 年 6 月の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告による有価証券報告書へのサステナビリティ情報の記載欄新設の提言、さらには、欧州における企業サステナビリティ報告指令 (CSRD) の法制化の動きなど、行政や取引所からの非財務情報開示のルール化も相次いでいます。このように「何を開示すべきか」という議論については、少しずつ論点が明確になってきています。

### 非財務情報開示に関する企業の声

一方、非財務情報開示を求める世界的な潮流のなかで、企業からは負荷増大に伴う「やらされ感」などの不満の声も聞こえてきます。企業のグリーンウォッシュ、SDGs ウォッシュと同様に、投資家側にも ESG 投信に関するウォッシュ問題が報道されています。投資家は本当に非財務情報が必要なのか、投資家は機械的に非財務情報をチェックしているだけではないか、サステナビリティの取り組みはコストであり、投資家はこのコストを許容しているのか、というような意見も伺います。

### 非財務情報を利用する様々な投資手法と参加投資家のスタンス

では、投資家はどのように企業が開示するサステナビリティ情報を利用しているのでしょうか。非財務情報を必要とするサステナビリティ投資にもいろいろな手法があります。すべてが開示情報を機械的にチェックする投資手法や ESG 調査機関が報告する ESG スコアやインデックスに基づく投資手法ばかりではありません。企業が経営に対して影響のあるサステナビリティ課題について、何を重要と考え、どのように取り組んでいるのかを知り、企業の未来を洞察することで中長期的な企業価値評価を行おうという投資手法も少なくありません。参加投資家は、企業がサステナビリティ課題に取り組むことで中長期的な企業価値向上に繋がっていただきたいと考える超長期投資の投資家です。

### サステナビリティは企業が生き残るために必須の取り組み

2000年初頭の頃まで企業は、環境・社会課題に対する社会的責任(CSR)を果たすよう求められてきました。2004年ぐらいからESGという概念が広まりはじめましたが、これまでのCSRの概念から、ESGとは事業活動とは別に企業の社会的責任として環境・社会への負荷を軽減するための取り組みと認識されている経営トップが多いという印象です。このため、事業活動が生み出す「経済価値」と、環境・社会課題への取り組みが生み出す「社会価値」を分けて捉えている企業が多く見受けられます。

しかしながら、時代の変化とともに環境・社会課題は、企業の「価値創造の源泉(強み)」や「ビジネスモデル」に直接影響を与えるようになり、もはや事業活動とは別に取り組む課題、将来財務に影響がない課題とは言えない状況となりました。企業が生き残るためには、環境・社会・ガバナンスに取り組みないとならない。この認識の違いが、CSRとは異なるESGという別の言葉となったと言われています。現在では、世界中の消費行動・労働意識・ビジネス環境が激変するなか、循環型経済への移行、SX(サステナビリティ・トランスフォーメーション)、ビジネスと人権への対応などは国家経済のテーマともなり、もはや企業が事業活動を続けるうえで無視できない重要な課題となりました。サステナビリティは、企業が社会的責任として行う取り組みだけではなく、企業が生き残るために必須の取り組みとなりました。気候変動対応や女性ダイバーシティなどで日本は世界に後れを取っており、このままでは失われた30年が40年、50年と続き、世界経済における日本経済の地位は益々低下してしまいます。

### 投資家の視点は、事業が持続的に成長できるかどうか

非財務情報の開示については、投資家の視点からすると、「企業が環境・社会に与える重大な影響を軽減しているかどうか」を知るためだけではなく、むしろ「企業経営に重大な影響を及ぼす環境・社会課題にどのように対応しているか」を知る方が重要です。「事業が持続的に成長できるかどうか」、つまり、サステナビリティ課題への取り組みが、最終的に企業価値(将来キャッシュフローの割引現在価値等の「事業価値」+「非事業性資産価値」)の維持・向上につながるかどうかという視点です。

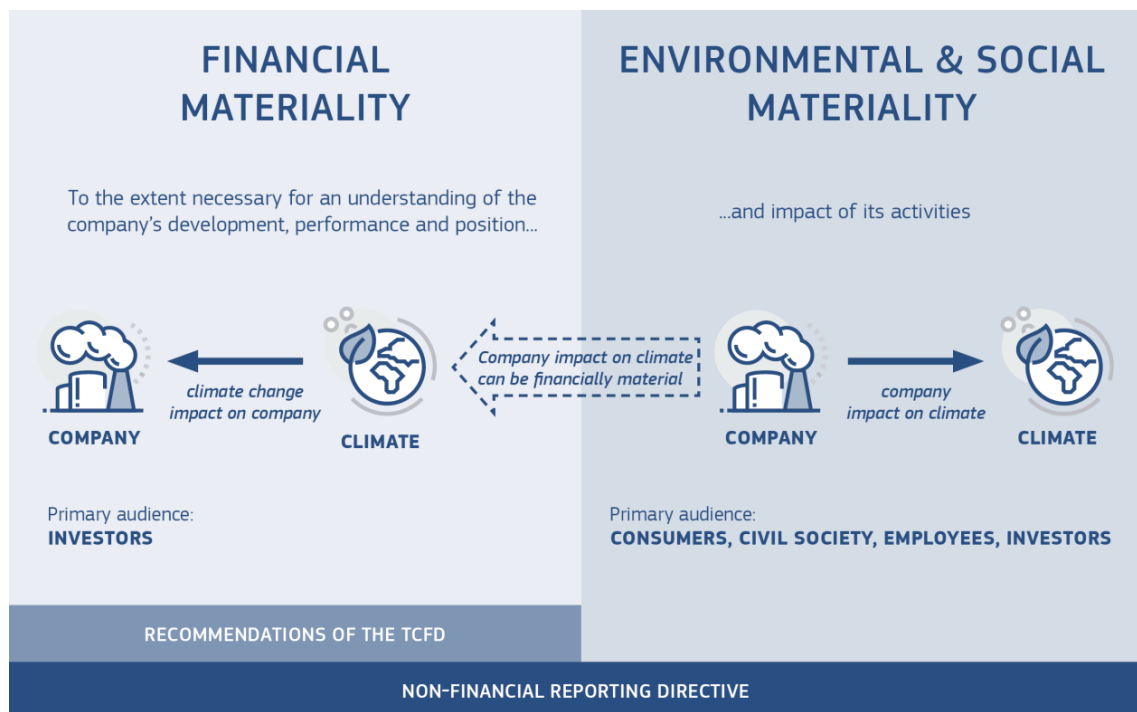
### 非財務情報の2つの視点、ダブルマテリアリティとシングルマテリアリティ

この2つの視点は、乱立していた開示フレームワークでも混在しています。グローバル・レポート・イニシアティブ(GRI)のフレームワークは、マルチステークホルダーの視点に立ち、前者の「企業が環境・社会に与える重大な影響を軽減しているかどうか」の開示を求め、一方、旧国際統合報告協議会(IIRC)や旧サステナビリティ会計基準審議会(SASB)、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)のフレームワークは、後者の「企業経営に重大な影響を及ぼす環境・社会課題にどのように対応しているか」という投資家の視点で開示を求めています。これらの視点の違いによる開示フレームワークの混乱を受け、EU「非財務報告ガイドライン

(2019)」では、企業が報告すべきサステナビリティに関わる重要課題について、「会計上の財務報告」のほか、投資家の視点に立ち、企業価値に影響を与える「財務的マテリアリティ」(シングルマテリアリティ)と、マルチステークホルダーの視点に立ち、経済・環境・人々に影響を与える「環境・社会的マテリアリティ」の2つのマテリアリティ(ダブルマテリアリティ)があると整理しました。

図：気候変動に関する非財務報告におけるダブルマテリアリティの視点  
(出所：欧州委員会「Guidelines on reporting climate-related information」2019年6月)

Figure 1  
The double materiality perspective of the Non-Financial Reporting Directive in the context of reporting climate-related information



\* Financial materiality is used here in the broad sense of affecting the value of the company, not just in the sense of affecting financial measures recognised in the financial statements.

表：重要課題への視点と、各イニシアティブのフレームワークとの位置づけ

重要課題を見る主体	GRI	IIRC,SASB,TCFD
マルチステークホルダー視点 企業が環境・社会に与える重大な影響を軽減しているかどうか	○	
投資家視点 サステナビリティ課題への取り組みが、企業価値(事業価値+非事業性資産価値)の維持・向上につながるかどうか		○

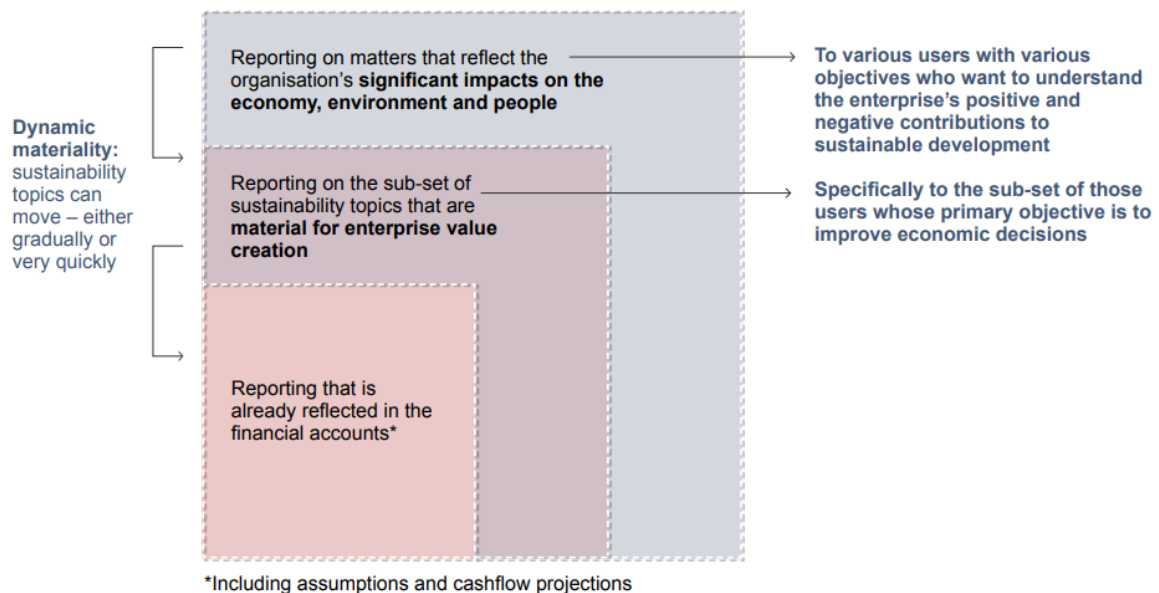
当フォーラムも、この2つのマテリアリティの違いを認識し、EU の同ガイドライン公表に先駆けて、2018 年からエンゲージメント・アジェンダとして複数の企業と協働対話をしてきました。(※アジェンダ「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題(マテリアリティ)の特定化と開示」2018 年の日本企業の対応状況と、今後の特定化と開示に関するお願い)

[https://www.iiccf.jp/pdf/jp/pdf\\_jp\\_20191016.pdf?20191016](https://www.iiccf.jp/pdf/jp/pdf_jp_20191016.pdf?20191016)

### 環境・社会的マテリアリティの中には、財務的マテリアリティに変化するものがある

しかし、「財務的マテリアリティ」と「環境・社会的マテリアリティ」は、まったく異なるものではありません。一般的には、「環境・社会的マテリアリティ」のなかに、「財務的マテリアリティ」が含まれるものです。前出の ISSB の発足前に民間基準設定 5 団体(CDP、CDSB(気候変動開示基準委員会)、GRI(グローバル・レポーティング・イニシアチブ)、IIRC(国際統合報告評議会)、SASB(サステナビリティ会計基準審議会))による報告では、「サステナビリティに関する項目は、時間の経過とともに企業価値に影響を与え、財務諸表にも取り込まれるもの」として、「環境・社会的マテリアリティ」が経営環境の変化によって「財務的マテリアリティ」に変化していく「ダイナミック・マテリアリティ」があるとしています。(※「Reporting on enterprise value Illustrated with a prototype climate-related financial disclosure standard」2020 年 12 月)

図：環境・社会的マテリアリティから財務的マテリアリティ迄の関係(出所：IMP, WEF and Deloitte)



### 財務的マテリアリティが明確になっていないことが問題

そもそもマルチステークホルダーにとっての価値、すなわち顧客の満足、従業員のロイヤルティや働きがい、取引先・パートナーからの信頼と共存共栄、地球や社会コミュニティとの共存などの社会価値は、企業の将来キャッシュフローを生み出すベースであり、経済価値の源です。マ

ルチステークホルダーの満足なくして、株主・投資家の満足はあり得ません。中長期的には経済価値と社会価値は一致していくものです。本来、分けて捉えるべきものではありません。投資家にとっての問題は、多くの企業が取り組んでいる「環境・社会的マテリアリティ」のなかで、どれが「財務的マテリアリティ」となるのか、それはどの程度の財務影響が見込まれるのかが明確になっていないことです。正確に認識され、課題として社内で共有化され、外部に開示・説明できている企業は一握りしかありません。

### 財務的マテリアリティの明確化と、財務的マテリアリティを踏まえた戦略等の整理

このようなことから、投資家は、企業が取り組む「環境・社会的マテリアリティ」の中から、環境・社会課題がもたらす自社の事業環境の変化を踏まえ、パーパスやビジョンの実現に向けたリスクと成長機会の重要課題として「財務的マテリアリティ」を明確化していただきたいと考えます。同時に、「財務的マテリアリティ」を踏まえた中長期的な経営戦略の立案と推進、戦略推進に必要な経営資源の確保、特に、イノベーションのバックグラウンドとなる知的財産・人的資本の充実、さらに、積極的な経営戦略への挑戦と適切なリスクテイクをマネジメントできる、サステナビリティ・ガバナンスの整備にも注目しています。

## 2. 企業の情報開示でお願いしたいこと

### 重要課題(マテリアリティ)の開示、及び企業価値向上ストーリーの整理

以上のように、参加投資家は、各企業が、経営を取り巻く個別のサステナビリティ課題を成長機会と捉え、特に重要な知的資産・人的資本を充実させ、適切なガバナンスのもと、積極的に変革に取り組む姿を評価していこうとしています。

- ①現在、検討が進んでいる国内外の非財務情報開示の制度化に備えるとともに、まずは、「環境・社会的マテリアリティ」と「財務的マテリアリティ」を明確にしていきたいと思います。
- ②そのうえで、投資家が求める「事業が持続的に成長できるかどうか」という視点で、「財務的マテリアリティ」を踏まえた、中長期的な企業価値の向上に向けたストーリーを整理し、社内外に示していきたいと考えています。

「企業価値の向上に向けたストーリー」とは、例えば、以下のように、企業価値の向上に向けた取り組みを一つのストーリーとして、各項目の整合性をもってまとめられた説明です。

- ・ 実現したい中長期的な経営ビジョン・使命・パーパスなど
- ・ リスクと機会となる重要な課題(マテリアリティ、特に財務的マテリアリティ)
- ・ ビジョン・使命・パーパスなどの実現に向けた、財務的マテリアリティを踏まえた中長期戦略
- ・ 中長期戦略の遂行のために必要な経営資源、特に人的資本・知的財産など無形資産
- ・ 将来財務への影響と、目標とKPI
- ・ これらを適切なリスクテイクのもと積極果敢に推進するガバナンス

多くの企業では、それぞれの要素はあるものの、相互の関連性が薄く、時に矛盾や欠落がある開示や説明となっています。上記を参考に、実効性のあるストーリーとして整理し、統合報告書などの開示書類にわかりやすく記載していただきたいと考えています。

### 経営トップのコミットメント

同時に、投資家はストーリーの実現可能性を推し量るため、経営トップの熱意とコミットメントにも注目します。経営トップの熱意とコミットメントは、開示書類だけでは把握しにくく、企業と投資家との対話の場で確認することになります。例えば以下のような質問から把握したいと考えます。

- Q1 【WHAT:重要課題の特定】経営トップ、特に社長は、事業継続や将来の財務に影響を与える重要課題(財務的マテリアリティ)のうち、最も重要な課題は何だと考えているか?その重要な課題に対する社内の認識や社員の意識は十分に高まっていると考えているか?
- Q2 【HOW:重要課題への対応】重要な課題(財務的マテリアリティ)に関する認識や取り組みについて、これまでの取締役会などではどのような議論がなされたか?特に社外役員はどのような意見だったか?
- Q3 【YES/NO:中長期戦略の実現】経営トップ、特に社長は、財務的マテリアリティを踏まえた中長期戦略について、その実現の可能性をどのように捉えているか?戦略遂行に必要な経営資源(特に知的財産・人的資本)は十分に確保できると考えているか?
- Q4 【HOW:非財務情報の開示】経営陣は、自社の非財務情報の対外的な説明・開示の状況について、どのように考えているか?貴社の取り組みが投資家に十分に伝わらないと思うことはあるか?投資家との非財務情報やマテリアリティに関する対話について、どう思うか?

上述のようなサステナビリティに関する投資家の課題認識と、非財務情報の開示に関わる企業への要望をご理解いただき、今後、統合報告書や有価証券報告書などの開示書類への記載充実や、投資家との対話の場でご説明を充実していただきたいと思います。企業価値向上のストーリーをアジェンダに社長や担当役員から直接ご説明いただける場合は、当フォーラム事務局が窓口となり、参加投資家との協働対話ミーティングの場を設定しています。企業と投資家の相互の理解が深める議論をすることで、超長期投資家として経営を支援していきたいと思います。

以上

### 【当フォーラムと参加機関投資家のご紹介】

当フォーラムは、日本版スチュワードシップ・コードに基づき、複数の機関投資家による企業との建設的な協働対話(協働エンゲージメント)を行うための一般社団法人です。日本株に幅広く投資する機関投資家が行う協働対話の事務局を務めています。参加投資家は、いずれもパッシブ運用など長期の視点で日本株式に幅広く投資を行う機関投資家であり、投資資金の変動などにより日々の保有株式数の変動はあるものの、基本的に株式を保有し続ける超長期投資家です。参加投資家は、当フォーラムを協働対話の事務局として、日本企業に共通するアジェンダを取り上げ、投資家の考え方や背景、企業への要望事項などを共通見解としてまとめたレターを送付し、経営陣とのミーティングを行っています。この協働対話は、短期的な株主利益を追求することが目的ではなく、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することが目的です。

### 連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

代表理事・理事長 木村祐基、代表理事・事務局長 山崎直実、理事 大堀龍介、鎌田博光

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

ウェブサイト <https://www.iicef.jp> メールアドレス [info@iicef.jp](mailto:info@iicef.jp)



(別紙) 参考情報

(社)機関投資家協働対話フォーラム 事務局

### 環境・社会課題に関してフォーラム参加投資家が行っていること

本レターを作成するにあたり、一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム(以下、当フォーラム)事務局は、当フォーラム参加投資家である、企業年金連合会、第一生命保険、三井住友D Sアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(50音順、以下、参加投資家)の7社の環境・社会課題に関する取り組みについてヒアリングを実施し、以下のとおり、定性的情報を取り纏めました。

企業の皆さまに、機関投資家の行動の背景と、機関投資家が何を求めているのかを知っていただくことが、企業と機関投資家との相互理解につながると考えています。そのため、昨今の状況を踏まえ、以下、環境・社会課題を中心とした非財務情報に関して、参加投資家が現在考えていること、実行していることについてお伝えいたします。

もちろん、すべての投資家が同じ行動をとっているわけではなく、各々違いがあります。しかし、そのポイントを明らかにすることは、企業の皆さまにおいても今後の活動や開示において参考となることも多いと思われれます。すべての参加投資家は長期の観点で投資を行っており、日本の企業・産業および経済がより強靱なものとなるよう期待しているというゴールは同じだからです。

#### 1 特に重視しているアジェンダ・テーマ

全ての参加投資家が、「気候変動・温室効果ガス」、「環境保全」(または、森林保全、水資源、生物多様性、自然資本、循環経済)、「人的資本」(または、人材戦略、ダイバーシティ、インクルージョン)を、特に重視しているテーマとしています。また、ほとんどの参加投資家が特に重視する項目として「人権・サプライチェーン」も挙げています。

複数の参加投資家が「健康と安全」(または労働安全衛生)や「地域社会・地方再生」、「腐敗防止」、「QOL」も特に重視する項目にあげています。その他、特に重視する項目として挙げられたのは、「製品の品質と安全性」、「ステークホルダー」、「少子高齢化」、「DX」、「不祥事」、「食の安全性・食のサプライチェーン」、「環境事業機会」、「リスクマネジメント」でした。また、開示も重視され、「情報開示」も重視する項目として挙げられました。

#### 2 企業情報収集の方法

参加投資家は自社の取材による情報以外に必要なに応じて多くの情報源を活用しようとしています。もちろん、企業の公開情報はすべての参加投資家が利用しています。参加投資家の中に

は、統合報告書を事前に必ず確認し、アジェンダを明確にして対話をしているという投資家もいます。

ほとんどの参加投資家がデータベンダー（調査会社）の情報を使用しています。また、参加投資家によっては、PRI、CDP、Climate Action 100+、THE NET-ZERO ASSET OWNER ALLIANCE など海外の諸団体が提供しているプラットフォームから情報を入手し活用しています。

ただ、参加投資家はこうした外部からの情報は評価のベースとはしているものの、そのまま企業評価などに結び付けることをしているわけではありません。

### 3 情報の活用（評価・レーティング）

社内レーティングは作成していないという参加投資家も1社ありましたが、ほとんどの参加投資家はなんらかのレーティング（スコアリング）を行っています。レーティングを行っている参加投資家でも、評価やレーティング方法については、各社によって大きな差があります。

業種単位で行っているところ、企業の特徴を加味するところ、特定のアジェンダを中心に評価しているところ、など様々であり、評価の仕方も参加投資家によって異なります。ただ、総じて言えるのは、外部からの情報をそのまま評価してレーティングに落とし込んでいるという参加投資家はなく、アナリストなどによる社内調査による評価が重視されているということです。

### 4 対話の方法、管理

参加投資家は、こうした調査や評価を踏まえ、企業の皆さまとの対話やエンゲージメントを行っています。これは主に担当アナリストが行っていることが多いですが、内容によっては責任投資などの部署が中心となる場合や、複数の部署で一緒に行うこともあります。

こうしたエンゲージメントの重点対象先は、テーマによる選定、ファンドでの組入れ度合いや、課題への取り組みが遅れている会社、などにより選ばれています。その際、統合報告書など企業の出す公開資料も参考にされます。

参加投資家によっては、対話の内容の取りまとめを責任投資の部署や委員会などで行い、また、アナリストに対する研修を行っている場合もあり、クオリティのレベルの統一と引き上げに努めています。状況の管理については、3 ヶ月ごとに PDCA を回す、ステージ管理を実施する、また、問題のある会社については解決を目指して対話を継続的に行うなどにより、課題解決がなされるよう取り組んでいます。

## 5 対話の内容

あくまで課題解決への方策は企業に委ねられており、参加投資家は、企業との課題共有やモニタリングを行っていきます。その際、海外を含めた環境・社会問題の議論を踏まえ、他社の動向も踏まえつつ、解決に向けての対話をしています。KPI の策定、企業行動とその結果も議論の対象になることがあります。

環境や社会課題の議論がどう企業価値につながっていくのか、企業も投資家も真剣に考える必要があると考えます。また、KPI の設定に関して、気候変動については多くの投資家がフォローしていますが、廃プラスチック、食品ロス、リサイクル素材の使用、環境貢献製品の比率や、サプライチェーンを含めた人権問題などをエンゲージメントの対象に加えている参加投資家もいます。

## 6 対話に関する企業の対応

参加投資家から見た企業の対応はまだ様々で、国の政策次第でという会社や、役員クラス以上の納得性が低いという会社もあります。社内できちんと議論されているかどうか不安を感じる会社もあります。しかし、最近は、こうした環境・社会課題に関する企業側の対応も少しずつ変わってきているようです。報告書にESGを入れない会社はなくなってきていますし、企業内でも CSR 部署のみで対応する課題という位置づけを脱し、企業としてメインの課題として捉える動きも増えてきました。参加投資家は、企業が課題解決に向き合っていくよう、サポートしていきたいと考えています。

## 7 マテリアリティ・KPI

参加投資家は、企業価値向上のためにマテリアリティ、重点テーマが設定され、それに結び付く KPI が設定されるべきだと考えています。ただし、マテリアリティと KPI がばらばらであることも散見されますし、指標は挙げられているが、どれが KPI なのかわからない企業もあります。KPI の選び方においても経営層とサステナビリティの部門が協働して動けていない企業もあるようです。マテリアリティと乖離した中計の財務指標が KPI となっている場合もあります。

戦略に沿ったマテリアリティの特定は多くの大企業ではきちんとされつつありますが、もっと深掘りし、具体化して欲しいと考えています。また、それに沿った KPI の設定、実績やモニタリング、第三者評価の開示がしっかりなされることを希望します。

## 8 協働対話

一般に企業の競争戦略などに比べて、環境・社会問題は投資家間で共通の認識が図られやすいため、協働対話には適した課題だと思われます。そのため、海外企業に対するものだけではなく、日本企業に対する協働エンゲージメントも増えつつあり、こうしたイニシアティブに参加する投資家が今後も増えると思われます。

当フォーラムはもちろんですが、PRI やクライメートアクション 100+など、他の協働対話の動きも増えてきています。参加投資家は、こうした団体へ加盟することにより、海外での動向把握、ディスカッションによる知見の増大のみならず、エンゲージメントのノウハウやスキルの収集にも役立っています。

## 9 分析・投資への落とし込み

こうした様々な情報やリサーチを、参加投資家は企業とのエンゲージメントや投資判断に組み込んでいます。レーティング化を行っている参加投資家も、通常、それにより機械的に売買するわけではなく、ファンドマネージャーや担当アナリストがそのレーティングの意味を踏まえて活用していけるような設定をしています。対話を含めた様々な情報を業績や資本コストに織り込み、株価評価をしている参加投資家もいます。参加投資家は財務だけを見て投資をしているわけではなく、非財務と組み合わせて投資の判断をしています。

必ずしもレーティングが足切り基準になっているわけではないことに注意が必要ですが、レーティングが極端に低い銘柄への投資は控えられる場合があります。レーティングの良い銘柄をオーバーウェイトし、低い銘柄をアンダーウェイトとするなど、モデルを使ったファンドの運用を始めている参加投資家もいます。ESG 課題解決につながる投資を、投資収益を考慮しつつ行っている投資家も増えてきており、ESG に関するリサーチが活用されています。

## 10 議決権行使

議決権行使は、企業の価値創造や持続可能性にとっても重要であり、最近では、環境・社会課題による行使判断も増えてつつあります。

参加投資家は、対話を続けても改善しない、必要な戦略をとっていない、など対応がなされない会社に対し、今後議決権行使において反対の行使を行うことを検討しています。残念ながら、企業によっては対話を続けても改善が見られず、投資家の議決権行使基準に入ったことを見てようやく取り組みを始める企業があるのが現状です。参加投資家においても、環境・社会課題に関して取り組みが見られず対応する意思が感じられないような会社などでは、株主提案に賛成する場合があります。

## 11 顧客の意識の変化

参加投資家の顧客である年金基金等のアセットオーナーから、環境・社会課題への投資家としての取り組みに関する質問を受ける機会もここ数年で急速に増えてきています。大きなアセットオーナーの質問の質も上がってきており、一般の年金基金や個人投資家も関心を持つようになってきています。参加投資家は委任を受けた投資家としてより知見を高めていく必要を感じているとともに、引き続き対応を進めていきます。

## 12 運用機関の社内の意識の変化

運用機関にとって CO2 排出量に着目しない投資はありえなくなっているなど、環境・社会問題は運用の判断には大きく影響するようになりました。そうした中、株式運用部門だけでなく、債券をはじめさまざまな部署が環境・社会課題を重視しています。

ESG 対応について株式運用部門だけではなく他部門とのコラボレーションが増えて、関連する全社組織を置く投資家も出てきました。不動産や融資部門との部門横断的な取り組みも進められてきています。また、企業経営者との対話の場においても、株式部門だけでなく、クレジットアナリストなど他部門の担当者も出席する例が増えてしています。

アナリストが株式投資に対して付与していたレーティングにおいて債券などでも使えるよう汎用性を持たせたり、債券部門での評価を行ったりもしています。不動産においても地方創生などを意識した投資を行うケースもあります。株式運用においても、非上場企業に対するインパクト投資をアールリーステージから行っている場合もあります。

## 13 エンゲージメント対象企業について

エンゲージメントの対象企業の選別については、テーマによる選別、定量評価と定性評価の組み合わせ、債券部門とコラボレーション、など様々なアプローチを行っています。

対象企業のCO2排出量の多い会社、サステナビリティ説明会に社長が出てこないようなトップのコミットが少ない企業などをエンゲージメントの対象に選んでいるという参加投資家もいます。社会への影響度も考慮し大企業を対象としている場合もありますが、底上げのため多くの企業を対象としているという参加投資家もいます。

## 14 知財・人的資本について

最近、知財や人的資本に関する議論が増えてきていますが、参加投資家は、経営戦略、競争戦略、持続可能性やガバナンスの観点からも、企業のこうした取り組みに注目しています。

人的資本について、社員満足度調査、サクセッションプラン、離職率、などを見ていますが、現在はまだ開示が少ない企業も多く、今後の開示の進展により企業と投資家の対話につながる事が期待されます。また、それがどう生産性の改善、所得や雇用の増加といった、付加価値の上昇や実際の成果に結びついているかも重視しています。モデルやレーティングをしている投資家においては、他の人的資本の要素を評価項目に含めている場合が多くあります。

知財については、今後企業による開示が進んでいくにつれ、分析や対話の対象としてより重視されていくことが考えられます。医薬品などの業界を除いて、評価の仕方が確立されていないこともあり、まだあまり分析対象とはされていませんが、知財の防衛戦略や体制などが長期目線で作成されているかを確認している参加投資家もあり、今後より重要視されていく分野だと思われます。

## 15 企業の情報開示について

情報開示は、企業の状況把握や評価のため、また、対話のベースとしても基盤であり、非常に重要です。TCFD など開示の枠組みが示され、それに沿った開示が求められるような動きもでてきます。こうした基本的な情報開示の上に、各社独自の重要な項目についての丁寧な開示を求めています。

開示には企業のマテリアリティに沿ってメリハリがあってもいいという考えもあり、また、投資判断のためには開示の奥にあるビジョンや解決策が重要だという投資家の意見もあります。しかし、CO2 排出量について Scope3 まで出していない会社も多く、人権デューデリジェンス、社員満足度調査、などの開示も乏しいのが現状です。企業の横比較のためにもわかりやすい開示が求められますし、状況把握のためには過去からの比較も重要な情報です。

残念ながら、企業によるレベル感の違い、開示内容と言動の違い、なども見られます。第三者の承認を受けるなど、客観視できるように努めるべきではないかと考えています。一方、日本企業は完璧主義のところもあり、100%できていないから開示をしないというケースもありますが、今どこまでできているかについての開示だけでも投資家にとっては有用であり、それにより企業評価の上乗せができると思われます。社内では集計し取引先に開示をしているのに、投資家などには開示に後ろ向きという企業もあるようです。

参加投資家は、情報開示を単体として見ているわけではなく、それが企業価値や財務インパクトへどう結びつくのか、リスク管理だけではなくビジネス機会にどう影響するのかを判断しようとしています。ぜひとも積極的に開示を行うことにより、オープンな対話ができる環境を整えていただきたいと思います。

以上

## 連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

代表理事・理事長 木村祐基、代表理事・事務局長 山崎直実、理事 大堀龍介、鎌田博光

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iiccf.jp