

## ESG 金融懇談会（第2回）議事概要

### 1. 開会

中川環境大臣及びとかしき環境副大臣より、冒頭、挨拶があった。

#### (1) 中川環境大臣挨拶

- お忙しい中、本日は我が国金融市場を代表する皆様にお集まりいただき、またお話を直接拝聴できることを大変ありがたく思う。また、第1回会合は出席が叶わず改めてお詫び申し上げる。
- 第1回会合では、そもそも誰のための金融なのかといった根本的なところから、世界の脱炭素の動きを踏まえた我が国金融業界のESGへの積極的な取組の必要性まで、幅広く認識の共有が図られたとの報告を受けている。
- 本日のテーマは、「企業との建設的な対話に向けて何が求められているのか」とのことであるが、企業との対話は投資行動の前提となる重要なものと認識している。世界では、近年、投資家による企業への脱炭素に向けた対話や働きかけが急速に進んできている。我が国としても、投資家がどのような行動を果たし責任を全うしていくのかについて、議論を一層深めるべき時期を迎えている。
- 本懇談会から発信されるメッセージが、日本の、そして世界の持続可能な未来の創造につながっていく——そのような期待を込めて、引き続き自由闊達な御議論をいただきたい。

#### (2) とかしき環境副大臣挨拶

- 第2回 ESG 金融懇談会に出席いただき感謝申し上げます。第1回会合では、末吉委員、水野委員から ESG 金融を巡る世界の動向につき貴重な話題提供をいただいた。他の委員からも積極的な取組のお話を拝聴し、感銘を受けた。そうした情報を、環境省として積極的に発信していくべきと感じた。
- 本年1月、地球温暖化対策をテーマとした経団連との懇談があったが、第1回会合を通じて得られた知見をもとに、脱炭素化の必要性を、説得力をもって伝えることができた。また、様々な御意見がある中、脱炭素化と経済成長の同時達成の重要性を根気よく発信し続けていくことが重要と感じた。
- 環境情報と企業価値の関連性を理解することは難しいが、投資家・企業双方の努力によるそうした課題の克服が今まさに求められている。企業は何をどう開示し、投資家は何をどう評価すればよいのか。そうした考え方の物差しのようなものを日本として発信すべきだろう。本懇談会を機に、ESGに対する市場関係者の理解が一層深まり、本業としての関心を広く環境課題にも持ってもらいたい。闊達な御議論をお願いしたい。

## 2. 懇談会関係者からの話題提供（水口剛委員、柳良平様、木村祐基様）

(1) 高崎経済大学副学長、同大学経済学部教授 水口剛委員より、資料1に基づき、以下の話題提供があった。

### ● 第1回会合の振り返り

➤ 末吉委員からカーボン・ディスラプションについて、水野委員から「超長期投資家」及び「ユニバーサル・オーナー」としてのGPIFの考え方について、それぞれ話題提供をいただいた。また、玉木委員からは、クライメート・ファイナンスの是非を問うフェーズはとっくに済んでおり、現在は「いかに取り組むか」といった具体論、方法論を議論すべきフェーズであるとのお話をいただいた。第1回会合の振り返りの中で、とりわけ印象的であったそれらの視点を踏まえ、本日の話題提供では、ESG投資の世界で起きていることを若干補足させていただいた上、日本が取り組むべきことについて幾つか問題提起したい。

### ● ESG投資に関する最近の動向

- 2006年4月に発足したPRI（国連責任投資原則）は、ちょうど10年の節目が経過した2017年5月、新たな10年に向けて今後何を実現していくのかという行動計画ともいえるブループリントを公表した。インベストメント・チェーン全体の協調を強化し、掘り下げ、拡大する、経済効率性が高く持続可能なグローバル金融システムを実現する等、非常に意欲的な目標が掲げられている。
- 2018年1月末には、EUのサステナブル金融ハイレベル専門家グループ（HLEG<The High-Level Expert Group on Sustainable Finance>）が最終報告書を公表した。このグループは、2016年に欧州委員会がサステナブル金融に関する専門家を指名して発足させたものであり、本公表は2017年7月の中間報告を受けたものである。報告書の中身は多岐にわたるが、はしがきに「This report is just the beginning」とあるとおり、本格的な動きはまさにこれからだとの意思表示が読み取れる。さっそく本年3月までに、より広範なアクションプランが策定される予定だ。時間の都合上、子細には立ち入らないが、例えばFSB-TCFDの提言を踏まえた気候変動に関する開示ルール強化等、非常に踏み込んだ提言が随所にみられる。
- HLEG最終報告書からは、日本へのインプリケーションとして、1) 持続可能な開発に資する金融のあり方について海外では欧州を中心に動きが加速しており、日本は後塵を拝してはならない、2) サステナブル金融の取組に関する世界への情報発信の仕方について、日本として学べる要素があるのではないか、ということが見出せる。
- そもそもなぜ、ESG投資はグローバルに普及したのだろうか。それには大きく二つの背景があると思われる。一つ目は欧米におけるいわゆる「短期

主義」への反省だろう。特に 2008 年 9 月のリーマン・ショックは、短期主義的な金融行動が、結果として、金融システム、ひいては経済全体にとって不安定化要因となることを示すものだった。その反省から、英国ではスチュワードシップ・コードが生まれた。二つ目は環境・社会課題が極めて深刻になってきたという現実だろう。CO<sub>2</sub> 排出量と地球環境容量の関係等、環境課題が経済活動の基盤を揺るがしかねない状況となってきた。

- ▶ 世界では環境課題が経済の主要テーマと位置づけられ、ESG に対する企業の適切な取組が中長期的な企業価値の向上に資するとの見方が、機関投資家の間で急速に広がっている。これまでと同じ経済活動のままでは、もはや持続不能であると。長い目で見て脱化石燃料社会を目指すことは、好むと好まざるとにかかわらず避けられない世界の潮流なのだ。このように経済の前提が大きく変わる現代においては、対応を先送りすればリスクが増大し、うまく先取りすれば新たなビジネスの機会を生み出せる、そうした面が非常に大きいのだろう。
  - ▶ 冒頭で触れた「ユニバーサル・オーナー」は、資本概念を拡張することで理解できる考え方だ。企業活動は財務資本だけで成り立つわけではなく、人的資本や社会・関係資本、自然資本など非財務的資本に支えられている。経済活動に伴う負の外部性により社会・関係資本や自然資本が大きく損なわれると、結局、経済活動に悪影響が及び、企業の財務価値を毀損する。長い目で見ると、自然資本等をきちんと考慮した金融行動、企業行動は、経済合理的である。
  - ▶ こうしたもと、ESG 投資の方法論も多様かつ拡張しているほか、株主としての機関投資家には、単に投資対象を選別するだけでなく、長期的視点を踏まえた企業との対話力が一段と求められるようになってきた。エンゲージメントを適切に行い、ガバナンスにどうかかわっていくのか。株主として、企業をサステナブルな方向へどう促していけるのか。そうした新たな能力を機関投資家は備えていく必要がある。
  - ▶ ESG 投資は、Future Taker と Future Maker という二段階で捉えられるのではないか。Future Taker は、将来変化を所与としてそれに適応していくというものであり、合理的な機関投資家ならば欠かせない行動といえる。さらに Future Maker は、企業との対話も通じて、負の外部性をマネージしながら持続可能な未来を創造していくものである。特に対話という観点からは、株式の長期保有を前提とする Future Maker としての行動力が、本邦機関投資家には今後さらに求められるのだろう。
- 日本が取り組むべき課題
    - ▶ 日本において ESG 投資の取組をより確実なものとするためにいくつか提案したい。まず受託者責任の考え方を、ルール上、明確化する必要があるだろう。たとえば既に米国では 2015 年に労働省が ERISA 法の解釈指針を公

- 表し、リスク・リターンに直接関わる ESG 要素は受託者責任上考慮すべきものであり、そうでない ESG 要素も経済的に同等である限り考慮してもよいとの解釈を明らかにしている。日本でも政府がそのような解釈を明確化することを望むし、まずは本懇談会からそうしたメッセージが発せられてもよい。そうした解釈の明確化を日本でもそろそろ図るべきではないか。
- ▶ 機関投資家の運用資産は、元をたどれば国民のお金。よって、ESG 投資促進のためには、資金の最終的な出し手である国民の支持が重要であり、理解を高めるための普及啓発が必要と思われる。また、私たちのお金がどのように使われているのかについて、ESG 投資の意義にも触れながら、アセット・オーナーや運用機関が、国民に対し、もう少し幅広く情報開示を行うことも重要だろう。そうした取組は、ESG 投資に対する国民の理解を支え、国民の支持を得ることで ESG 投資がさらに推進される、という好循環を生み出すきっかけとならないだろうか。
  - ▶ インベストメント・チェーンの起点となるアセット・オーナーの参加を、ルール面から促していくことも重要である。英国では年金法を背景に、年金基金は、投資決定にあたり投資先企業の ESG に関する状況への配慮がある場合には、かかる情報を開示することが要求されている。日本でも、確定給付企業年金法等において、例えば「ESG に対する配慮がある場合には投資方針に記載する」旨、盛り込むことは考えられないだろうか。ESG への配慮自体はボランティアベースで構わないと思うが、アセット・オーナーの長期的かつ合理的な投資行動を後押しするような規定があるとよいだろう。
  - ▶ さらに、公的年金による自家運用を通じた ESG 投資への踏み込みというアプローチはどうだろうか。海外の公的年金では自家運用で ESG 投資を積極的に行う例もあるが、日本では公的年金の自家運用には法的制約があり、そうした動きがみられない。GPIF が自家運用することにはさまざまな論点があることは理解しているが、年金資産の一部でも自家運用が許されるのなら、それによって ESG 投資の取組の裾野はさらに広がっていく可能性があり、検討の価値はあるだろう。
  - ▶ ESG 投資の質的向上に向けては、現場レベルのキャパシティ・ビルディングが極めて重要と思う。例えば、PRI は PRI Academy というプラットフォームにおいて ESG 投資に関する教育プログラムを提供し、それを CFA Institute が継続教育のプログラムとして単位認定している。日本でも証券アナリスト協会が PRI Academy 等と連携したり、継続学習あるいは試験項目に ESG テーマを組み込むだけで、ESG 投資に対する金融市場関係者の意識や感度は高まるのではないか。
  - ▶ 環境情報等の非財務情報の開示に関しては、FSB-TCFD に代表されるよう、いずれも海外発ではあるがさまざまな動きが加速している。既に欧州では

EU 非財務情報開示指令を背景に、法律で気候変動リスクの情報開示を義務付ける国も現れるなど、日本としてもこの分野の検討を開始すべき時期を迎えているのではないかと懸念されている。日本の多くの企業は任意ベースで環境情報等の開示を積極的に行っているが、全ての企業ではないし、開示の中身やレベル感も区々で、比較可能性を難しくしている。minimum requirements で構わないので、気候変動に関する情報開示のあり方をルール・制度面から検討するアプローチは、発展的な議論としてあってもよいのではないかと懸念されている。少なくとも、TCFD の提言は、G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の FSB への要請に答えたものである以上、要請した側の各国政府が提言の取扱いを検討するのは自然な流れであり、日本でも有価証券報告書での取扱いについて検討を始めてはどうか。

- ▶ 環境省の主要施策である環境情報開示基盤整備事業は、環境に関する非財務情報のシステム基盤として大変重要と思われる。一方、財務情報については金融庁の EDINET があるなど、投資家の立場を想像すると、財務・非財務情報が一体的に運用された方が利便性がよいはず。ぜひそうした投資家目線も踏まえ、システムの連携や一体化を前向きに検討されたい。
- ▶ 今回のテーマは「投資家と企業の対話」であるが、同時に政府レベルでも省庁間の建設的な対話は必要だろう。ESG 投資を推進する上で、機関投資家にとっては、政策の長期安定的な方向性や一貫性が非常に重要となる。長期的視点から投資家も企業も安心して、脱炭素社会・サステナブル社会に向けた将来に投資していけるよう、政府からも明確なシグナルを発して、外部環境を一層整えられたい。
- ▶ 第 1 回の懇談会では、Global Sustainable Investment Alliance のレポートにおける日本の ESG 投資残高の数値が問題になったが、日本から海外への対外的な発信も重要だ。ESG 投資に関わる NGO/NPO、アセット・オーナー、業界団体、政府などが協力して日本の ESG 投資と ESG 金融に関する情報を対外的に発信するようにはどうか。
- ▶ 市場横断的に各業界トップが集まる本 ESG 金融懇談会がせっかく立ち上がったのだから、ぜひ懇談会として積極的なメッセージを発信してほしいし、その際には金融・投資分野の経営トップを幅広く招いて、発表会をするとよいのではないかと懸念されている。さらに毎年、進捗状況を報告し合うような会合を持つことで、将来的に「日本版ダボス会議」のような政策プラットフォームに発展させられるとよい。国際社会における日本の存在感を高める趣旨からも、サステナビリティに貢献していくというメッセージを世界へ発信していける場にしていけるとよいだろう。

(2) エーザイ株式会社常務執行役 CFO 兼東洋大学客員教授 柳良平様より、資料 2 に基づき、以下の話題提供があった。

● ESG と企業価値の関連性

- ▶ 水口委員からいただいた ESG のお話を、エーザイ CFO として機関投資家等と日々対話する立場から down-to-earth の目線でお示ししたい。本日の話題提供のテーマは「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」というものであるが、ESG と企業価値の相関性を定量的に実証すべく、モデルの構築や精緻化、実務的な応用、学会での発表等に 10 年程度取り組んでいる。
- ▶ ESG と企業価値に関する過去 30~40 年に書かれた 2000 本もの研究論文によると、ESG は企業価値に対して概ねポジティブに効いているとのことだ。そうした研究成果も眺めつつ、私個人の投資家ネットワーク——長期投資家 100 社以上、日本株総投資額 100 兆円超——を通じたアンケート調査結果を見ると、日本企業に対する世界の投資家の本音が読み取れる。最も多い回答は、ESG と企業価値、その代理変数としての ROE 等を両立させ、価値関連性を示してほしいというもの。ESG 要素はどうなると企業価値に結びつくのかという価値創造ストーリーを、統合報告書等で分かりやすく説得力を持って示していくことは、投資家による valuation の適正化や充分性に寄与するものと思われる。
- ▶ 評価の厳しい海外の機関投資家からは、「日本企業は ESG を盾に言い訳しているように見える」、「日本企業の ESG 情報はノイズだ」等の声も聞かれる。ROE が低く、キャッシュをため込み、PBR（株価純資産倍率）1 倍割れで株主価値の創造がない中、日本では、ESG ばかり盛り上がっているように見える節があるからだ。他方で、そこまでおっしゃるなら、ESG という見えない価値を企業価値につなぐための有意なモデル等をお持ちかと尋ねると、機関投資家の回答内容はバラバラである。企業も投資家も、この難問に対する絶対的な解を持ち合わせていない。
- ▶ ESG という非財務的要素を ROE 等の財務価値へつなぐ作業は難易度が高い。だからこそ、企業と投資家はエンゲージメントしながら切磋琢磨して、双方レベルアップを志向していくことが重要なのだ。双方建設的に歩み寄ることにより、ESG と財務価値の連関は導きやすくなるのではないか。
- ▶ その命題に対する私の答えが「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」である。まず、ファイナンス理論に立ち返って恐縮だが、私自身は米国公認管理会計士であり、同会計士協会では、エクイティ・スプレッド = ROE - 株主資本コストとの算式をもとに、「資本コストを上回る ROE を、短期的にはではなく、長期的・持続的に上げることで企業価値が創造される」との考えを、KPI としても重視している。一定の前提で PBR は  $1 + \text{エクイティ・スプレッド}$  の関数となるため、エクイティ・スプレッドがプラスだと PBR は 1 倍以上となり、マイナスだと 1 倍割れとなる傾向がある。中長期的に資本コストを上回る ROE が重要であることは、ファイナン

ス理論が示唆する帰結である。

- ▶ 一方、日本は「ESG の国」と思う。伝統的に、ビジネスにおいて見えない価値が尊重されてきた。人を大事にする企業文化、企業の社会貢献活動、近江商人の三方よし、環境にも優しい——日本というこの素晴らしい「ESG の国」に不都合な真実がある。それは PBR1 倍前後の国ということだ。上場会社に限った話だが、価値創造があまり起きていない。先ほどの算式からすると、「資本コストを上回る ROE を、長期的・持続的に上げられないのではないか」との評価を市場から受けている可能性がある。
- ▶ IIRC（国際統合報告評議会）のシックスキャピタル・フレームワーク<sup>1</sup>に照らすと、PBR1 倍は会計上の簿価に相当する財務資本、1 倍を超えるところの付加価値は非財務資本として理論的にも整理される。したがって、先ほどのファイナンス理論から PBR 1 倍以上は正のエクイティ・スプレッドの関数であるので、「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」により ESG と ROE は長期では同期化が可能となる。一方、日本企業は、非財務資本がかなり埋もれたままとなっており、潜在的な ESG 価値が市場でまだまだ十分に受容・咀嚼されず、財務価値に転換されていない。本日のテーマである「対話」を通じて、企業と投資家の相互理解が深まり、双方腑に落ちれば、企業に内在するそうした潜在価値がもっと引き出され、PBR が 2 倍以上に伸びることもあるだろう。
- ▶ 例えば、企業経営者と機関投資家の対話では、ときとしてコンフリクトが生じる。社長は人が大事だと言い、投資家は ROE が大事だと。一見噛み合わないこうした議論も、実は長期の時間軸では「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」に基づけば、同じことを言っているといえる。PBR を 1 倍以上にするということだ。人が大事、環境が大事と言うのなら、その潜在価値を示していけば PBR は 1 倍以上になるだろうし、持続的成長に資する ROE を実現していくことにもなるだろう。ESG をテコに、企業は投資家と WIN-WIN の関係を構築していける。

● エーザイの取組について

- ▶ 企業における対話の重要性は、いかに投資家、市場の信認を得て、自社の valuation を適正に高めていけるかということ。そのために、弊社は投資家との目線を合わせるべく、対話の入り口として、ビジネスモデルに照らし抽出・整理した重要項目（マテリアリティ）や、ESG 要素を加味した KPI の見方・考え方等を共有している。まず、目線を合わせる。そうしないと噛み合わせの悪いバラバラの議論となる。あらゆる ESG が企業価値に効いてくるかということ、必ずしもそうではないことに双方留意する必要はあろう。そして、1 時間、2 時間、ときには 5 時間もの ESG だけのミーティン

---

<sup>1</sup> 財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本を指す。

- グを行い、徹底的に議論する。対話重視の方針のもと、弊社では年間 700 件ほどのミーティングを行っている。
- ▶ 企業の根幹は企業理念。弊社は製薬企業なので、理念は「患者様第一主義」。会社の使命は患者様貢献と言い切っている。そのために 5 年、10 年かけて薬をつくる。研究開発もやる。人も大事にする。社会貢献をする。その上で中長期的に結果として遅延効果として利益を出す。そうした両立——使命と結果の順番——を重視している。また、そのことを株主総会の特別決議を経て定款に入れ、株主と共有している。ショートターミズムへのアンチテーゼでもある。無理に研究開発費や人件費をコストカットし、今期だけ EPS（一株当たり当期純利益）を上げると例えばヘッジファンドに言われたら、企業理念に依拠して反論する。定款に反するからだ。このため、私ども経営陣は逆にある意味ではより重いプレッシャーを受けている。中長期的に企業価値を創造できなければ職を賭す覚悟で取り組んでいる。
  - ▶ フィラリア症という熱帯病をご存じだろうか。「顧みられない熱帯病」と言われている。最悪、命にかかわる病であり、1 億人がそうしたリスクにさらされているにも関わらず、誰も薬をつくらない。罹患者はアフリカ等の僻地の人々であり、毎年多くの方が亡くなっているが、最貧国の最貧層ゆえ、1 ドルだって薬を買えないからだ。製薬会社として、この状況は理念に反し、放置できない。このため、弊社はフィラリア症蔓延国に向けて、2020 年までに 22 億錠を、WHO を通じて無償提供することとした。また、2017 年 4 月には、2020 年以降もフィラリア症が制圧されるまで錠剤の無償提供を継続することを発表した。
  - ▶ 発表に際し、記者会見上、赤字か寄付か CSR かと問われたが、CEO も CFO も答えは「ノー」。これはロングターム・インベストメントであり、投資家と WIN-WIN の取組である。なぜか。この薬はインドにある自社工場で低コストで生産され、22 億錠なので設備稼働率が高まり、現地採用のインド人のモチベーションも旺盛。ここで最新の抗がん剤や神経系の薬も生産し、先進国へ輸出する。既にコストダウン効果は現れている。このプロジェクトは、当初 10 年は NPV（正味現在価値）がネガティブだが、20 年、30 年で必ず NPV がポジティブになる。短期的には赤字で寄付に近いが、中長期的には新興国ビジネスにおけるブランドが有する資産的価値（ブランドエクイティ）の向上も含め企業価値創造に資するものであり、ESG と企業価値を両立するプロジェクトと位置付けている。このような取組も重ねながら、弊社は、非財務資本をベースとする準自己創設のれんとしての市場付加価値の向上を目指している。「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデル」の枠組みから導かれる弊社 PBR は、過去 10 年間、概ね 3 倍前後で推移している。
  - ▶ 企業には investee（上場企業本体）と investor（企業年金）の二面がある



と思う。investee の立場から私は IR を所管し、投資家との対話等に取り組んでいるが、investor の立場からも何ができるのかを考えている。母体企業として ESG を重視し、従業員を大事にするのなら、従業員の老後や年金のことを真剣に考えることは一貫性もあり当然だろう。このため、スチュワードシップ責任を果たす趣旨から、エーザイ企業年金基金との議論を CFO として重ねてきた経緯がある。同基金は来週頃にも日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明する予定だ<sup>2</sup>。近い将来、PRI にも署名したいと考えている。そうした企業年金改革を母体企業として支援し、投資先企業の PBR の向上を企業年金として後押しすることは、企業価値、ひいては国富の創造に資するものと考え。年金資産のリターンを長期的に確保し、従業員に対する受託者責任を果たす上で、母体企業としてできることを一つひとつ積み重ねている。

(3) 一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム理事長 木村祐基様より、資料 3 に基づき、以下の話題提供があった。

● 機関投資家協働対話フォーラムの概要<sup>3</sup>

- ▶ 当フォーラムは、機関投資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家が協働で行う企業との建設的な「目的を持った対話」（協働エンゲージメント）を支援する目的で設立された一般社団法人である。2017 年 10 月に設立したばかりであるが、本年 1 月、エンゲージメント・アジェンダ（対話の議題）を公表したこともあり、本日の話題提供では、当フォーラムの概要のほか、当該アジェンダのメッセージ等をご紹介したい。
- ▶ 当フォーラムが主宰する「機関投資家協働対話プログラム」には、協働して企業と対話を行おうとする機関投資家が参加している。参加メンバーは現在 5 社<sup>4</sup>であり、当フォーラムが事務局を務め、参加した機関投資家間で投資先企業の課題を議論し、建設的な対話に資する共通のアジェンダ（対話の議題）を設定する。また、アジェンダ毎に、当プログラムの事務局が、対象となる企業との協働対話を主宰し、ミーティングをファシリテートしながら企業との建設的な対話を支援する。
- ▶ 近年、日本株式の年金運用や投資信託では、アクティブ運用に比べて、パッシブの運用比率が上昇傾向にある。上記参加メンバーは主にインデックス投資等のパッシブ運用を行う投資家であるが、パッシブ運用は、基本的に株式を保有し続ける超長期投資であり、2017 年 5 月に改訂された日本版

<sup>2</sup> 当社は 2 月中に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明済み。

<sup>3</sup> 一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムの URL は次のとおり。<https://www.iicef.jp/>

<sup>4</sup> 当プログラムには、現在、企業年金連合会、三井住友アセットマネジメント株式会社、三井住友信託銀行株式会社、三菱 UFJ 信託銀行株式会社、株式会社りそな銀行の 5 社が参加。

スチュワードシップ・コードでは、指針 4-2 で「機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。」と、また指針 4-4 で「他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集団的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。」と、それぞれ規定された。特に後者（指針 4-4）は当フォーラムの設立背景そのものであり、従来から行われている個々の機関投資家のエンゲージメント活動を補完する役割を、ぜひ担えればと考えている。

- ▶ 協働エンゲージメントの具体的な流れだが、大きく 3 つのステップに分けられる。まず、当プログラムに参加する機関投資家間で事前協議を行い、各社が認識する企業経営の課題について多面的な議論を行い、建設的な対話に資するアジェンダを設定する。そして、議論の内容を踏まえ、アジェンダ毎に共通見解をまとめる。次に、当プログラムの事務局より、当該アジェンダに参加した機関投資家と連名で、対象企業に共通見解をまとめたレターを送付する。レターの目的は、投資家側の課題認識について、対象企業と共有を図ることである。
  - ▶ レター送付に加え、3 つ目のステップとして、ミーティングの設定を対象企業にお願いし、実際に対話をさせていただく場合がある。ミーティングでは、当該アジェンダに参加する複数の機関投資家が出席し、共通見解やその意見の背景となる投資家の考え方等を説明するほか、企業側の考え方をお伺いする。そして、課題認識の共有を図り、双方の考え方の相違や共通点を議論する。かかるステップを踏まえ、企業側との建設的な対話を進め、相互理解を深めていきたいと考えている。ちなみに、当フォーラムの設立趣旨に鑑み、金融商品取引法上の重要提案行為や共同保有の合意といったものは行わないことを取り決めている。
- エンゲージメント・アジェンダのメッセージ
    - ▶ 本年 1 月、エンゲージメント・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」を公表し、対象企業へのレター送付を開始した。ご覧のとおり「環境・社会課題に対する投資家の視点」をアジェンダの筆頭に挙げているが、当該課題が、企業経営の持続性という点で重要な経営課題になっていると認識しているからだ。
    - ▶ ここでは、環境・社会課題に関し、投資家が企業に求めたい視点等をお示ししている。CSR 報告書等では、そうした課題への取組が網羅的に開示されているケースが多いとの印象もあるが、おそらく GRI のガイドライン等を背景に、幅広いステークホルダーへの情報発信が意識されているからだろう。他方、投資家は、中長期的な企業価値向上の中で ESG をどのように位置づけているか、あるいは企業のビジネスモデルの持続性や戦略の実現可能性にどのような影響を与えるのかを理解するための情報として ESG 情報を捉えている。

- ▶ 投資家は、一般的に、企業の成長の可能性を「機会」として評価し、将来のキャッシュフローを見積もると同時に、ダウンサイドの「リスク」を割引率や資本コストに見積もることも行う。持続可能性を巡る近年のグローバル・トレンドを踏まえると、特に長期的な時間軸ではゲームのルールが変わりうることをリスクの視点から見極めていくことは、経営として重要だろう。そして、企業の価値創造の源泉、競争優位の源泉に重大な影響を与えるリスクとは何かといったアプローチから重要課題（マテリアリティ）を特定化し、開示いただくことで、ESG 情報を考慮した企業価値評価の適正化はさらに進むものと思われる。
- ▶ むろん、リスクの視点のみならず、企業の価値創造の源泉等を活用したグローバルな環境・社会課題への対応は、新たな成長機会ともなりえる。SDGs への貢献と自社事業の成長ドライバーとしての関連を、戦略的に示していただくことなども重要である。いずれにしても、取締役会などでの検討プロセスを含め、社内で認識している重要課題と具体的対応を、リスクと成長機会の2つの側面に分けて整理いただき、情報開示をお願いしたい。そうすることで、投資家は、経営陣の認識と取組をより正しく評価することができ、企業の持続的成長に対し確信をもつことができると考える。

### 3. 自由討議

議事3. ②を受けて自由討議が行われた。討議では、各委員より、主に以下のような論点について意見が示された。

#### (1) 市場機能を支える対話の担い手としての投資家の役割

- ▶ 本懇談会の開催趣旨は、市場における対話の担い手としての機関投資家等が、資金力を背景に、企業に対する影響力を適切に行使しながら、ESG 課題、とりわけ環境と経済活動を巡る持続可能性に関して、あるべき姿を議論するものと理解している。議論にあたっては、私ども機関投資家は、あくまで金融市場の一員であって、ある意味、市場を通じた運用しかできないといった限界があることを理解いただく必要がある。
- ▶ 社会全体の最適化に向けては、負の外部性に対するマネージのあり方が重要なポイントであり、本懇談会からいろいろといただいている示唆については、機関投資家として鋭意努力すべきものと考えている。しかしながら、そうした問題の抜本的な解決には、外部性を市場の条件として内部化する政府による政策の実効性が最終的には問われるべきだろう。この認識は、本懇談会でぜひ共有したい。
- ▶ 日本は不幸にも原発問題を抱えている。環境課題に関して企業と対話を進めると、そうした大きな問題に直面する。株主として、企業に対し、脱炭素、脱化石燃料を単純に働きかけるわけにはなかなかいかない。エネルギー安定供給といった資源安全保障を含む国の政策の根幹に関わるイシュー

一だからだ。そのあたり、政府一体となって長期的な政策指針をしっかりと打ち出し、方向性を定めていただきたい。かかる見地から、産業界に対して指導、働きかけ等が行われることが基本にあるべきと考える。機関投資家としてやれることは、そうした政府の方針等に照らし、企業がしかるべき行動をとっているかどうかを確認するというものだろう。

- ▶ 他方で、機関投資家には、将来変化という動的要素に対する企業の対応力を確認する役割もあると思う。社会運動や政治運動といった民意を受け、時として政府の方針等は変わりうる。また、消費者選好の変化、多様化を背景に、従来と同様の製品・商品が売れなくなるリスクもありえる。そうした外部環境の変化に企業が無防備であってよいはずがない。先ほど木村様より話題提供いただいた協働対話では、そのあたりの企業の対応力が一つの論点になってくるのではないか。
- ▶ 環境課題に対する機関投資家の貢献だけを切り出すと、おそらくマージナルなインパクトしかないと思われる。本懇談会で問われるべきは、例えば脱炭素化等の長期目標と機関投資家のビヘイビアをつなげるために必要とされる政策アプローチが何であり、ボトルネックは何かということではないか。
- ▶ 機関投資家としてやれることの限界や制約については、そのとおりに思われる。では、そうした制約を持たせているのは一体何なのか。それは政府の政策によるところがやはり大きいのだろう。例えば、オランダの沖合にずらりと並んでいる風力発電の相当部分が公的年金基金の直接投資に支えられているというような事例が、日本ではなぜ現れないのかということだ。
- ▶ 再生可能エネルギーへの投資については、何の法的な制約も無い。実際、太陽光発電をはじめ、世界中の再エネ案件を投資対象としている。先ほど「金融市場の一員でしかない限界」と申し上げた趣旨は、例えば、ある企業に対し「石炭火力発電の建設は世界の流れにそぐわないので、ビジネスとして見送ってはどうか」と伝えても、「政府が認めており問題ない」と返されると、そこで議論が尽きてしまうということだ。その意味での限界で、政府の仕事としてやっていただく必要がある、と申し上げた。
- ▶ 水口委員より、ESG 投資の必要性が言われる背景として、欧米における短期主義への反省が挙げられた。参考までに日本株に対する本邦機関投資家の足許の保有割合を眺めると、いずれもおおよそその数字ではあるが、年金基金が 10%、投資信託が 5%である。年金基金の 10%の内訳は、GPIF と公務員共済が 9%、企業年金基金が 1%。投資信託の 5%のうち 3%は日本銀行である。年金基金は 8 割以上がパッシブ運用であり、日本銀行はすべてパッシブ運用。パッシブ運用は「原則売らない」究極の超長期投資であり、短期主義とはかけ離れている。

- ▶ 日本の機関投資家はパッシブ運用の比率がとて高く、短期主義的ではないとのお話であるが、逆に言うと、個々の企業をしっかりとウォッチしている投資家がいかに少ないかということでもあろう。これは大変問題である。日本版スチュワードシップ・コード原則3には「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。」とある。多くの運用機関が同コードの受入れを表明しているわけであり、企業の実態を的確に把握しなくてはならない。ところが、これだけパッシブ・マネジャーが多いと、企業の状況を本当に的確に把握できる人がどれだけいるのか、という別の問題が出てくる。このことが何か大きな問題を起こしてはいないだろうか。

## (2) 企業価値評価における投資家の ESG 情報リテラシーの向上

- ▶ ESG に関しての高質なエンゲージメントを実現するための課題とは何なのかをあらためて考えた。やはり、投資家・企業双方において、ESG 情報に対するリテラシーが求められるのではないかと。水口委員からアナリストのキャパシティ・ビルディングに関しご提案があったが、企業側では、柳様のような見識をお持ちの人材は、そう多くはないのだろう。そうした現実を踏まえると、ESG と企業価値の関連性について説明できる部署なり人材を今後どうやって育てていくかが重要と考える。統合報告書、CSR 報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、環境報告書とさまざまな開示ツールが既に整備されている。それらを企業はいかに使いこなし、高質なエンゲージメントを投資家とともにどうやって実現していくか——そうした ESG を巡る一連のリテラシー向上は、企業側においても今後ますます重要となるだろう。
- ▶ 日本では、ESG 分野に関するアナリストやファンド・マネジャーの育成に向けた動きが、米欧対比鈍いようだ。米国だと、SASB の教育プログラムの中身はかなり濃い。同プログラムを3か月程度受けた大学院の学生の方が、少なくとも ESG に関しては日本のアナリスト等よりもレベルが高いかもしれない。国としての一元的な機関として、ESG 投資教育庁の創設などは考えられないだろうか。
- ▶ 「ESG 情報リテラシーの向上が企業・投資家双方にとって重要である」とのメッセージや、柳様から話題提供いただいたような ESG 要素と企業価値向上に関する具体的な取組事例を、本懇談会から発信していけるとよいのではないかと。

## (3) ESG の取組に関する企業の経営・財務トップの意識向上

- ▶ 柳様の話題提供から、ESG といった非財務的要素を考慮した中長期的な企業価値の向上に向けて、CFO の役割の重要性を再認識したが、ガバナンス

上、CFO に対してはどのようなサポートがありうるか。また、インベストメント・チェーンの結節点の充実に向けた企業年金基金として行動、それを支援する母体企業としての取組に関し、現状、日本ではどの程度の広がりがあるか。そういうところに CFO として発揮していける役割、あるいは発揮する上での課題とは何か。

- ▶ 日本の CFO の 8 割方は、企業価値と ESG の関連について、あまり気にかけていないのではないか。例えば同じ会社内に、CSR 担当役員とは別に ESG 担当役員がいたり、CFO は経理等の財務的な実務をきちんとマネージすればそれでよいと。そうした雰囲気は一般的だからなのか、皮肉交じりに「なぜあなた (CFO) が ESG に取り組んでいるのか」との質問を受けることが少なくない。
- ▶ CFO は企業価値の番人だと思っている。企業価値の持続性を担保し長期的な向上を目指す上で ESG 要素は必要不可欠と考えているからこそ、CFO として ESG に取り組んでいる。その狙いは、端的には企業の潜在価値としての ESG 要素を引き出し、valuation の適正化を補完するということだが、そうしたファイナンシャル・リテラシーと併せて意識付けをしないと、ただ CFO だから ESG ブームに乗って取り組めなどと言われても「それは私 (CFO) の仕事ではない」となってしまう。
- ▶ 企業価値の番人として CFO が役割を最大限発揮するためには、経営トップのコミットメントが前提となる。そこが欠けていると、いくら CFO が ESG と企業価値の関連性を説いても、組織的な社内推進にはどうしても結び付かない。定款にも入れ、企業理念に沿うものとしてトップがコミットする。だから従業員皆がついていける。そういうことではないか。また、社外取締役のサポートも経験的に有効と思われる。例えばダイバーシティ要素を人事戦略上どう位置付けるか等、社外の新鮮な視点だからこそ気づかせてくれる ESG 価値がある。執行役員も腑に落ちて取り組めるなど、取締役会の存在は大きいと思う。
- ▶ 柳様より「ESG の国」における不都合な真実との話題提供をいただいたが、PBR1 倍前後というシグナルは、「市場の警告」と理解する必要があるのではないか。企業価値は ESG と分けて考えられないことからすると、財務・非財務情報の両面から市場は警告を発しているものと理解すべきだろう。

#### (4) 環境情報の開示を促すための環境整備

- ▶ 投資家と企業の高質な対話に向けて、情報開示のルール整備とインフラの整備は欠かせない。ESG のような非財務情報の信頼性、あるいは企業間の比較可能性などを高めるために、例えば環境省が取り組んでいる環境情報開示基盤整備事業といった非財務情報の開示のためのインフラ整備は大変重要と思われる。

- ▶ 柳様の話題提供については、ESG を含む非財務価値が将来の財務価値にどう反映されるのかという道筋を企業がきちんと説明できれば、valuation は正当になされるという主旨と理解した。それを理論的にも証明しておられるなど、いろいろと共感する面があった。お話を通じて特に私が感じたのは、ESG のような情報には、情報開示の標準化やマテリアリティの特定化が難しく one-size-fits-all 的な解釈に馴染みにくい要素が少なくないのではないかということ。minimum requirements についても、非財務情報に関し、投資家・企業双方においてあまりこなれていない状況下で開示項目の議論が先走ると、結果として、マテリアリティとはあまり関係のないところで企業価値に関する市場評価が進みかねない——例えば、開示の有無といった形式面がファンドやインデックスの選定要件となりえてしまう——ことなどが懸念される。
- ▶ 日本は時代遅れとなった制度や慣行等を見極め、脱皮し、サステナブルな改革を進めていく必要があるとの方向性は、おそらく皆様の総意だろう。そうであるならば、この新しい流れについていけない企業はマーケットに淘汰されるといった排除の論理ではなく、その調整コストをいかに抑えつつ、日本企業の潜在価値や生産性を包摂的に高めていけるかといった政策課題に、政府・市場ともに知恵を絞り、汗を流していく必要があると思う。とりわけ実効性という観点から、この分野の関係省庁の政策のハーモナイゼーションは大変重要と考える。
- ▶ ESG 開示項目としての minimum requirements だけを拙速に設けることへの問題意識は、そのとおりだと思う。受託者責任のルール上の解釈のあり方や投資家・企業双方における人材育成の取組等、関連する複数の課題とのパッケージとして捉えた上で、全体を戦略的に底上げしていく政策アプローチが求められるのだろう。
- ▶ 全体を底上げするには、ESG のディスクロージャーに関する必要最低限の標準化が必要ではないか。企業の自主的取組に委ねていては、おそらく何年経っても状況は大きく変わらないだろう。E（環境）は既に環境省が取り組んでおり、G（ガバナンス）は東京証券取引所へ報告されている。E と G はいずれも ready go だ。あとは S（社会）をどうするかだ。これは政府サイドでもぜひ検討いただきたいのだが、それらをコンバインすれば、SASB に引けを取らない素晴らしいスタンダードが日本でも生まれるのではないか。

#### （5）長期的・合理的な投資家行動を後押しするためのフレームワーク

- ▶ ESG 要素には、財務インパクトとの関連において、例えば気候変動から人権、先住民保護等まで相当のグラデーションがあると思われる。気候変動（脱炭素）は、政策によっては相当財務情報に近いが、あるいは殆ど財務

情報になりうるもの。カーボンプライシングのあり方に関する検討が環境省でなされているように、ESG は、出発点としては非財務情報なのだろうが、こと E の分野では、他の分野とは異なる次元での議論や研究、フレームワークの整備等がこの先さらに進むのではないか。

- ▶ 財務情報に対する非財務情報のインパクトという文脈に絡め、FSB-TCFD に関する私見を述べてみたい。まず TCFD の動きを単なる情報開示の問題というふうに片付けてしまうとしたら、ものすごく判断を誤ることになるだろう。気候変動はずっと先の課題であり、財務諸表上、マテリアルな情報ではないとの考え方がこれまで支配的だったとすれば、それを根本的に覆すグローバルな運動論だからである。TCFD は最終報告書において、気候変動を財務リスクとして捉えることを求めている。今までの延長線上にはないまったく新しいコンセプトと理解されるべきだろう。
- ▶ 水口委員からいただいた話題提供中、「アセットオーナーへの浸透」の項目では確定給付企業年金法や厚生年金保険法等に触れられていたが、世の中を本当に変えるためには法律を変えなくてはいけないと思う。例えば、英国は 2008 年に気候変動法を制定し、炭素の管理向上や低炭素経済への移行促進等ゆるぎない方向性を政治的に担保した。柳様からは定款に ESG を組み込むというお話をいただいた。経営トップが変わるとひっくり返るといふことにはならない。素晴らしい取組だと思う。グリーンファイナンスの歴史を振り返ると、大きな転換点となった出来事は、PRI によるフィデューシャリー・デューティの新しい解釈だったと思う。これにより ESG は世界に広がったと言っても過言ではない。表面上、ファンド・マネジャーに対し、ESG 要素を投資実務に統合するよう働きかけても、たいした効果は得られない。考え方の根拠を刷新することで物事は大きく変わる。その最たる好事例だったといえる。
- ▶ 上記フィデューシャリー・デューティの解釈にあたっては、UNEP FI が英国大手法律事務所である Freshfields Bruckhaus Deringer に委託して、2005 年にいわゆる「Freshfields Report」<sup>5</sup>が公表されたことにも触れておきたい。そこでは、ESG インテグレーションはイリーガルではなく、むしろリーガルであり、場合によっては積極的に要求されうるものであるとの解釈が打ち出された。日本では忠実義務や善管注意義務等でカバーされているようだが、世界が共有し始めた新しいフィデューシャリー・デューティの解釈を日本の法令体系にどう組み込むのかという政策目線は、非常に重要と思われる。
- ▶ 例えばそれに関連して GPIF のことを申し上げると、法令上のさまざまな

---

<sup>5</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) *A legal framework for the integration of environment, social and governance issues into institutional investment*, Produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative.



制約のもとで最大限取り組んでおられると思うが、海外の公的年金基金と比べるとルール面の制約が相当強く、もしかすると時代遅れの面があるのかもしれない。これからの時代を冷静に見据え、年金資産運用の根幹である法律のところをレビューして、新しいフィデューシャリー・デューティの解釈も含め、国の力で見直すべきものは見直す。そういった建設的な議論を盛り上げていく必要がある。

- ▶ アセット・オーナーである年金基金やアセット・マネジャーが、日本版スチュワードシップ・コードやPRIに、まだそれほど署名していないような状態で、日本のESG投資は広く本格的に普及しない。近年、いわゆる「二つのコード」を背景に、日本の機関投資家も相当積極的に取り組み始めているが、ESGに先進的に取り組んでいる企業からすると「まだまだ」と思われている。そこを何とか克服しないといけない。この半年、1年で乗り遅れたら、日本のアセット・マネジャーは、世界レベルの機関投資家との競争に追いついていけないのではないか。そのような危機感を持っている。
- ▶ 一部の企業サイドでは、ESGはある種のムーブメントだから、面倒だが仕方なくやるという空気感があるように思われる。大切なのは、そうした心理的なムードを超えて、論理としてやらざるをえない、やるべきものという方向へしっかり持っていくこと。さまざまな経済・社会面で今後ディスラプション現象は起きうるもの。そこを掘り下げていくことで骨太な論理が見えてくるのではないか。

#### (6) FSB-TCFD を巡る世界の動き

- ▶ TCFD 最終報告書の特徴の一つはシナリオ分析を重視していること。2°Cまたはそれ未満のシナリオを含む気候関連シナリオを考慮に入れた上で、組織戦略のレジリエンス（耐性）を説明する等、企業の「今の姿」とどまらない情報開示のあり方を示したことは、投資家目線にかなうものだろう。さらに最終報告書では、メインストリームの財務報告書に載せることが提言されている。
- ▶ 難易度の高い取組だが、欧州を中心に、TCFDとの平仄を考慮した開示フレームワークの整備等の動きが既に起きている。するとどうなるか。企業はもちろんのこと、海外の機関投資家は、そうした目線にどんどん慣れていくわけだ。日本企業が海外へ発信する情報に、そのあたりの言及が一切なかったとすると、「気候変動に関心がない企業」との烙印を押されかねない。気候変動というものを自社としてどのように捉えているか、まずはそこから着手することが重要だろう。
- ▶ TCFDは、最終報告書の提言実施に向けた時間的な道筋として「5年」というタイムフレームを示している。日本では「まだ5年も猶予があるのか」との声も聞かれるが、重大な誤解である。金融システムにおける炭素関連

資産の集中や金融システムの気候関連リスクエクスポージャーに関する幅広い理解等、政策当局がまともに判断できるようになるまでに5年はかかるということだ。克服すべき課題はたくさんあり、逆算すると5年はむしろ短いとさえいえる。残り数年で世界の取組はさらに加速する。そのことをぜひ理解いただきたい。

(7) ESG 課題に関する政府における政策の一貫性<sup>6</sup>

- 財務・非財務情報のつながりを投資家に理解いただくためには、企業側の「本気度」みたいところがどうしても問われてくる。現状、非財務情報を開示することにメリットを感じている企業は限定的とみられ、結果としてPBR1倍前後との市場評価になっているのだろう。長期的には自社のメリットになると分かってはいても、そこまでアピールできていない企業はきっと多いはずだ。投資家向け政策との調和を図りつつ、そうした企業サイドの背中を押すアプローチも一考ではないか。例えばCO<sub>2</sub>排出に関するグリーンな取組と減税措置をセットで検討する等、そんな単純な話ではないと思うが、そこまで真剣味のない企業にも「それだったらやってみるか」と思わせるような政策アプローチは大事だと思う。

4. 閉会

以 上

---

<sup>6</sup> (7) に該当する発言は上記 (1) ~ (6) にも含まれるが、便宜上、再掲は省略する。