

企業と投資家による  
建設的対話の促進に向けて

2020年9月15日

一般社団法人 日本経済団体連合会

## 目 次

I. はじめに.....	1
II. 企業と投資家による対話の進展状況 .....	3
III. 建設的対話の促進に求められる取組み .....	7
1. 建設的対話に資する情報開示の充実.....	7
2. 質の高い対話の好循環へ.....	8
3. 議決権行使助言会社の適切な機能発揮.....	10
4. デジタル技術等の活用.....	12
5. より長期の視点に基づく対話.....	14
(1) 長期ビジョンと価値創造ストーリーの説明 .....	14
(2) 情報開示・評価手法の国際的な枠組み .....	17
IV. おわりに.....	19

## I. はじめに

新型コロナウイルス感染症は、世界経済や市場に大きな衝撃を与えた。わが国では、様々な分野でデジタル革新（DX）による社会課題の解決と新たな価値の創造を目指す“Society 5.0 for SDGs”の実現に向けた取組みが進められていたが、コロナ・ショックに直面し、社会の脆弱性が浮き彫りとなり、よりレジリエントな経済社会を早期に構築する必要性が明らかとなった。その実現のためには、中長期的な視点で安定的な資金供給が行われ、持続可能な社会づくりに資する金融・資本市場が構築されることが不可欠であり、投資家による Society 5.0 分野への投資と企業による価値創造の好循環を生み出すことが求められる。

すでに金融・資本市場では、ここ数年、短期的な利益のみを追求する投資スタイル（ショートターミズム）に対する反省や批判から、企業の将来性や事業の持続性等、中長期的な価値向上を重視し、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）等に関する取組みに積極的に投資する、いわゆる ESG 投資やサステナビリティ投資等への機運が急速に拡大している。今般のコロナ・ショックは、事業の持続可能性を維持するうえで、企業の危機対応力の重要性を再認識させると同時に、投資家に対して、改めて長期的な視点に立った投資の重要性や、投資先企業の持続可能な社会に対する価値創造の重要性を改めて認識させる契機となった。世界の多くの機関投資家が投資先企業に目先の利益ではなく雇用維持を求め、また議決権行使において ROE（自己資本利益率）低下や減配・無配への柔軟な対応を示したことは、そのあらわれといえる。

さらに、企業による多様なステークホルダーへの配慮や持続的成長の実現に向けた取組みも世界中で広まりつつある。2019 年 8 月、米国の経営者団体 Business Roundtable は、これまでの株主中心の経営に加え新たに従業員や地域社会等の利益も尊重した事業運営に取り組むことを宣言した。また、2020 年 1 月に開催された世界経済フォーラムでは、持続的な価値創造に向け多様なステークホルダーと共に行動する「ステークホルダーキャピタリズム」が掲げられた。古くから「三方良し」という言葉があるように、多くの日本企業は、中

長期的な企業価値の向上とそれを通じた社会課題の解決を目指してきた。これからもわが国企業は多様なステークホルダーとともに、コロナ・ショックやそれがもたらす社会変革に立ち向かっていく必要がある。

目下、企業には、ウィズコロナからポストコロナ時代という、新しい価値観や事業環境を見据えた経営戦略の策定が迫られており、投資家との対話においては、より長期的な目線でそれらを説明する必要性が高まっている。企業による投資家への情報提供の基軸は情報開示（ディスクロージャー）であるが、企業が中長期目線での戦略を語るにはデータの提供だけでは限界がある。投資家との対話を通じてこそ、企業は自らの課題の克服や中長期的な価値向上のための“気づき”を得、投資家は企業の成長による果実を享受することができる。ここに企業と投資家との建設的な対話（エンゲージメント）の意義がある。

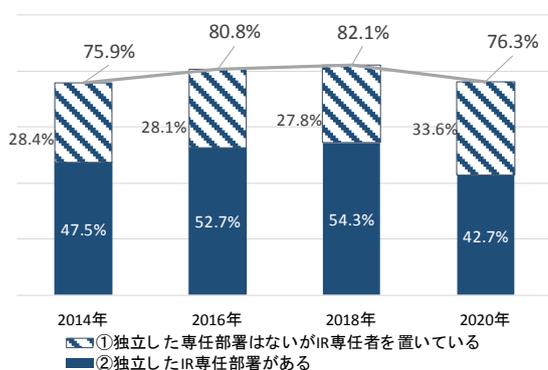
わが国企業の中長期的な価値向上を実現するには、建設的な対話の実効性を高めていく不断の努力が求められる。企業と投資家による対話は、これまでも進展を続けてきたが、いまだ多岐に亘る課題が存在する。本提言は、対話の現状と課題を整理するとともに、今後の建設的な対話の促進に向け各主体に求められる取組みについて示すものである。

## II. 企業と投資家による対話の進展状況

2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」において、コーポレートガバナンスの強化が政府による成長戦略の一環として位置づけられ、以降、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードの策定・改訂を含めた環境整備が進められてきた。これらを契機に、わが国企業のコーポレートガバナンスに対する取組みや機関投資家によるステュワードシップ活動は、大きく進展しており、双方の対話が着実に進展している。

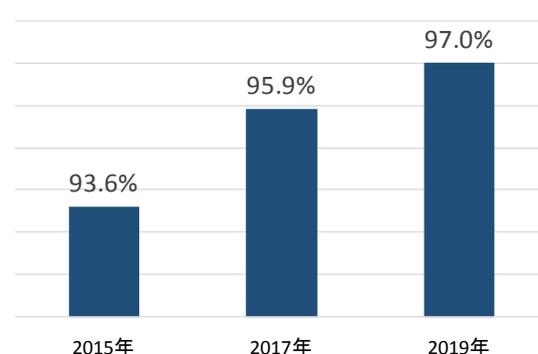
企業における投資家との対話の体制面をみると、日本 IR 協議会の調査によれば、足元では約8割の上場企業が IR 専任部署や専任者を置いている（図1）。また、経営トップ（代表権を持つ会長、社長、CEO等）が自ら IR 活動に関与する上場企業の割合は、9割を超える高い値で推移している（図2）。

（図1）独立した IR 専任部署または専任者を置く上場企業の割合



出所：日本 IR 協議会『IR 活動の実態調査』（2020年5月）調査結果概要より経団連事務局作成

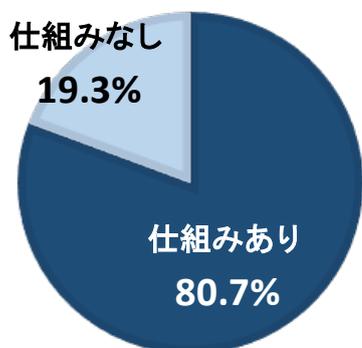
（図2）IR 活動に経営トップが関与する上場企業の割合



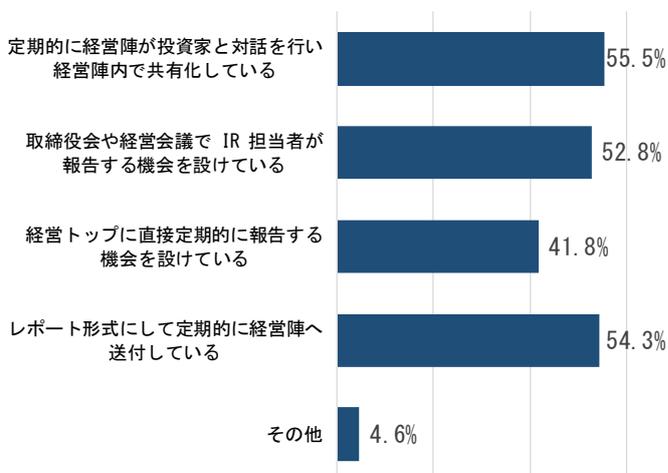
出所：日本 IR 協議会『IR 活動の実態調査』（2019年4月）調査結果概要より経団連事務局作成

また、社内レポートによる報告や取締役会・経営会議での報告によって、投資家の意見やそれを受けた対応を経営層で共有するための取組みも行われている（図3、4）。

(図3) 投資家との対話内容を  
経営層で共有化する  
仕組みの有無



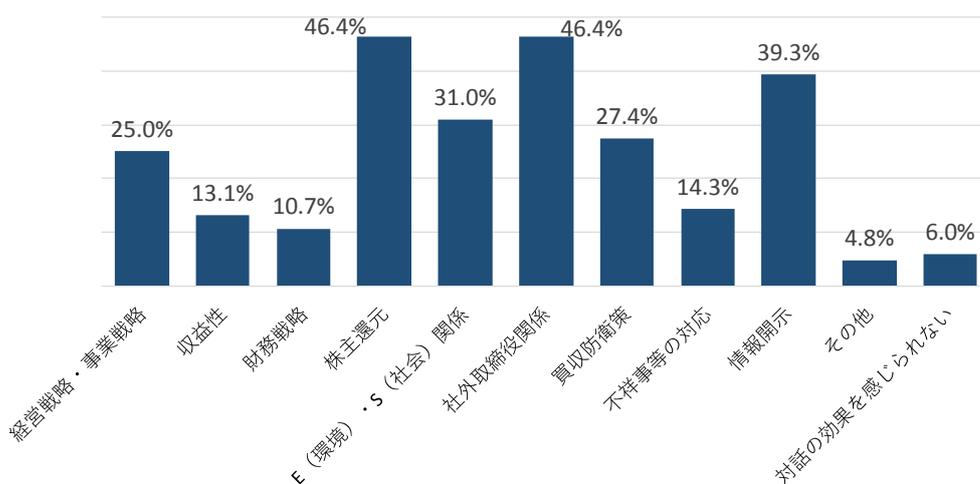
(図4) 投資家との対話内容を経営層に  
共有する仕組み



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集計結果一覧（2019年度版、企業向け）」より経団連事務局作成

このような企業の動きを受け、多くの機関投資家が投資先企業における、社外取締役の考え方（社外取締役の人数、社外役員の独立性、出席率等）や株主還元、情報開示に変化を感じており、企業との建設的対話の効果を感じている（図5）。

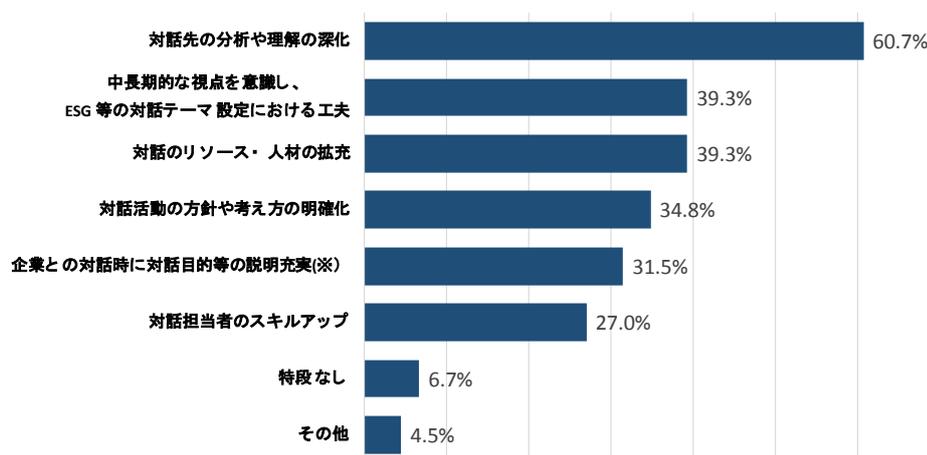
(図5) スチュワードシップ活動を通じて、投資先企業に変化がみられる論点、  
もしくは対話の効果を感じている論点



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集計結果一覧（2019年度版、投資家向け）」より経団連事務局作成

一方、機関投資家側においても、企業との対話の実効性向上に向けた取組みが進んでいる。多くの機関投資家は、対話の回数をただ増やすだけでなく、対話内容の充実や、投資先企業の実態把握に向けた取組みを進めている（図 6）。

**（図 6）対話の質向上に向けて重点的に取り組んでいること、課題と認識しており今後取組む必要があると考えていること**

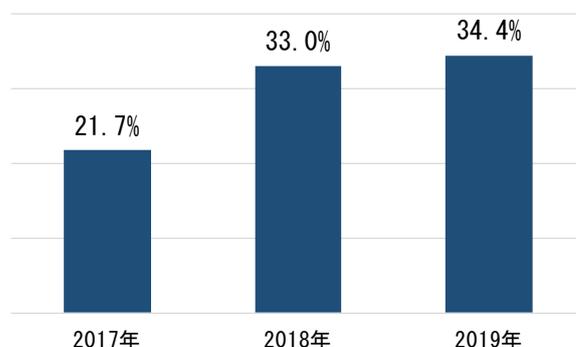


(※)保有方針、議決権行使方針、対話の位置づけ、対話後のプロセス等

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集計結果一覧（2019年度版、投資家向け）」より経団連事務局作成

また、機関投資家が対話の結果を議決権行使等の行動に反映する例も多くみられる。日本投資顧問業協会の調査によると、企業からの説明を受けて一部議案への議決権行使の賛否等を変更した機関投資家や投資助言会社の割合は年々増加し3割を超えている（図 7）。対話により、議案の趣旨を適切に理解したうえで議決権行使につながっている。

**（図 7）エンゲージメント活動の結果、会社からの事前説明を受けて議案の賛否等を変更した機関投資家・投資助言会社の割合**

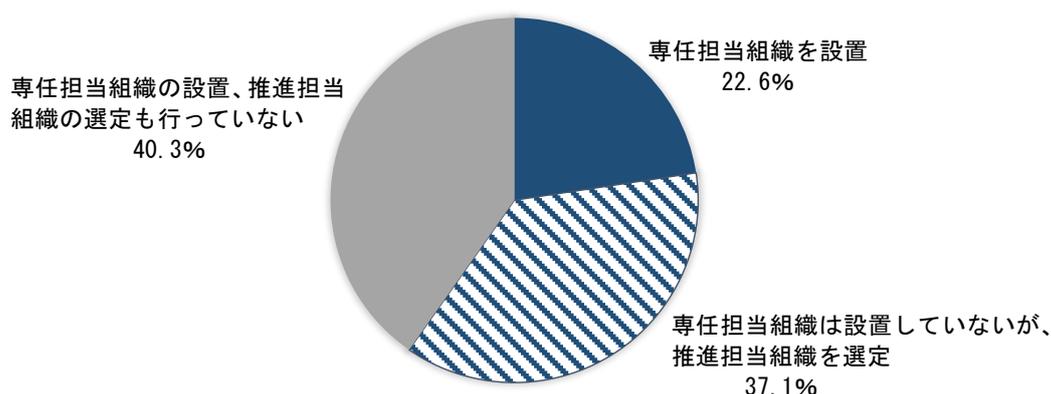


出所：日本投資顧問業協会「日本版ステュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第6回）の結果について（2019年10月実施分）」より経団連事務局作成

わが国企業においては、かねてより多様なステークホルダーの利益を重視することにより、社会にも貢献するという考え方が幅広く浸透していた<sup>1</sup>。

これに加え、近年、世界的な ESG 投資への関心の高まりを受け、企業と投資家の双方において ESG に関する情報開示や議論を進めるための体制づくりが進められている。例えば、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の調査によれば、ESG を含む非財務情報の任意開示を行う東証一部上場企業は 7 割を上回り、また、同じく 7 割を上回る企業が投資家に対して長期的なビジョンを示している<sup>2</sup>。一方、ESG 投融資の推進担当組織を設置している機関投資家は約 6 割にのぼる（図 8）。

（図 8） ESG 投融資の推進担当組織を設置する機関投資家の割合



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集計結果一覧（2019 年度版、投資家向け）」より経団連事務局作成

<sup>1</sup> 経団連の「企業行動憲章」では、1991 年の制定時から、企業は「広く社会全体にとって有用な存在」であることを重要な要素として挙げている。

<sup>2</sup> GPIF「第 5 回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果（2020 年）」より。

### Ⅲ. 建設的対話の促進に求められる取組み

このように企業と投資家による対話には一定程度進展がみられる一方で、より実効ある対話を実現し、企業の中長期的な価値向上を目指すためには、以下のような取組みが求められる。

#### 1. 建設的対話に資する情報開示の充実

まず、企業と投資家による対話の「出発点」となるのが、企業による情報開示である。近年、企業の情報開示は、質・量ともに充実してきている一方、投資家からは依然として充実を求める声がある。

投資家が中長期視点での投資判断をするためには、企業の将来像や、長期ビジョンの評価に資する情報が不可欠である。例えば法定開示の面では、2019年に「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、有価証券報告書等において経営戦略等やリスク情報等の「記述情報」の充実が求められている。

こうした状況に対し、企業からは、アニュアルレポート等の任意開示も含めた情報開示について、開示すべき情報の一貫性や重複開示、事務負担増大等が指摘されている。特に ESG 関連の情報については、テーマが広範であり、かつ評価基準も定まっていないため、開示すべき情報の内容、範囲、質等に関する悩みの声が聞かれる。

経団連では、2019年4月に海外投資家と企業経営者の対話促進を目的とする米国ミッションを派遣した。現地機関投資家からは、わが国企業に対して、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の賛同機関数<sup>3</sup>や ESG 情報の開示等でも一定の進展がみられるとの評価がなされた一方で、指名・報酬委員会の委員や役割といった基本的な情報について開示が乏しい等の指摘があったほか、重要度（マテリアリティ）と優先度（プライオリティ）を意識した情報開示をすべきとの示唆を得た<sup>4</sup>。

---

<sup>3</sup>日本の TCFD への賛同機関数は 285 社と、世界一となっている（TCFD コンソーシアムウェブサイト（2020年6月26日時点）より）。

<sup>4</sup> 経団連「投資家との対話促進に向けた米国ミッションの概要（2019年5月）」より。

こうした認識のもと、マテリアリティやプライオリティを踏まえ、企業は形式にとらわれず、「投資家との建設的な対話」の重要性を意識し、自社の考えについて自主的に情報開示を充実させる姿勢が、投資家の理解を深めることとなる。例えば、コーポレート・ガバナンスに関する報告書をみると、いわゆる、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という基本的考えのもとで、近年、コードを遵守しないことの説明（エクスプレイン）を行うケースが増えていることに加え、コードを遵守したうえで説明する、いわゆる「コンプライ・アンド・エクスプレイン」の記載がみられることは、そのあらわれである。また、今般、コロナ禍での業績開示においては、今期業績の先行きをシナリオ別の見通しやイメージ図で示したりする等、投資家への情報開示を工夫する動きがみられた。

また、情報開示と対話は相互補完の関係にあり、対話によって、投資家が企業の情報開示に求める事項を明確化していくプロセスも重要となる。機関投資家、特にグローバルレベルの大手機関投資家は、同業や関連する分野の内外企業の株式も保有し、各社と継続的に対話を行っている。こうした機関投資家との対話を通じて、企業は、自社が開示すべき情報を特定することができる。

## 2. 質の高い対話の好循環へ

企業と投資家の対話について、これまで企業からは、投資家からの質問に一方的に答えるだけのものに陥りがちであるという指摘があった。一方、投資家からは、企業は対話において身構えがちで、柔軟な議論に進展しないとの印象が持たれている。建設的な対話を実現するためには、企業と投資家双方がお互いに相手の関心事項や目指している方向性等についての理解を深めることにより、質の高い対話の好循環を図っていくことが望ましい。

また、現状、機関投資家の4割弱が、対話を行った内容に関して企業からのフィードバックを受けていないとの指摘もある<sup>5</sup>。投資家が企業と対話を行っても、それを受けた企業の対応を把握できなければ、対話は投資家による一時

---

<sup>5</sup> 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第6回）の結果について（2019年10月実施分）」より。

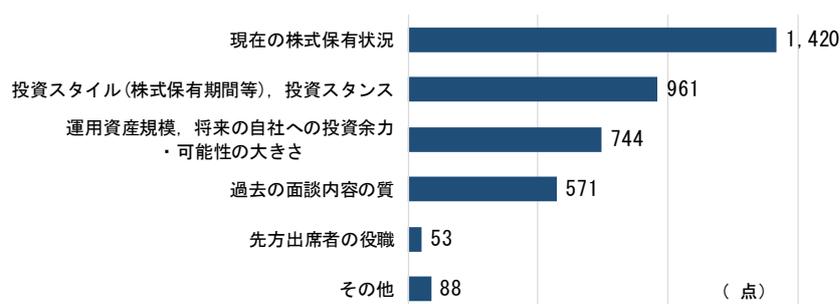
的、一方的な意見表明にとどまってしまう。企業は、対話の結果に基づく自社の行動の変化等についてこれまで以上に投資家へのフィードバックを積極的に行うことが求められる。そのためにも、経営陣による対話への直接的な関与をより一層高め、会社一体として対話に臨み、その内容を取締役会等に報告するなど、自社の行動の具体的な変化につなげるための有機的な体制づくりが重要となる。

一方、企業には、投資家と建設的な対話ができたとしても、それが実際に、長期視点の投資や議決権行使の判断に活かされているのかとの疑問がある。

投資家は、投資判断や議決権行使に至る一連のプロセスにおける対話の位置づけを企業に対して明確に示し、対話の結果、どのような判断を行ったのかを企業に積極的にフィードバックすることで、さらなる対話を促すことが重要である。また、ESGに関する分析を担う専門部署等を設置する機関投資家が増加する中、中長期的なテーマに関する対話の結果を議決権行使につなげるうえでは、アクティブとパッシブを含む運用部門・議決権行使部門・ESG評価部門等、機関投資家側の内部連携がきわめて重要となる。

また、企業では、現在の株式保有状況だけでなく、投資スタンス等も考慮してIRミーティングの対応者の選定を行っている（図9）。一方で機関投資家の投資戦略や投資スタンスは様々であることから、あらかじめ機関投資家が投資スタンスを明らかにしたうえで、当該企業の経営上の重要課題等、対話のテーマや目的を明確化することにより、充実した建設的対話が行われることが期待される。

**（図9）IRミーティングの重要性（対応者の選定基準等）をどのように判断しているか**



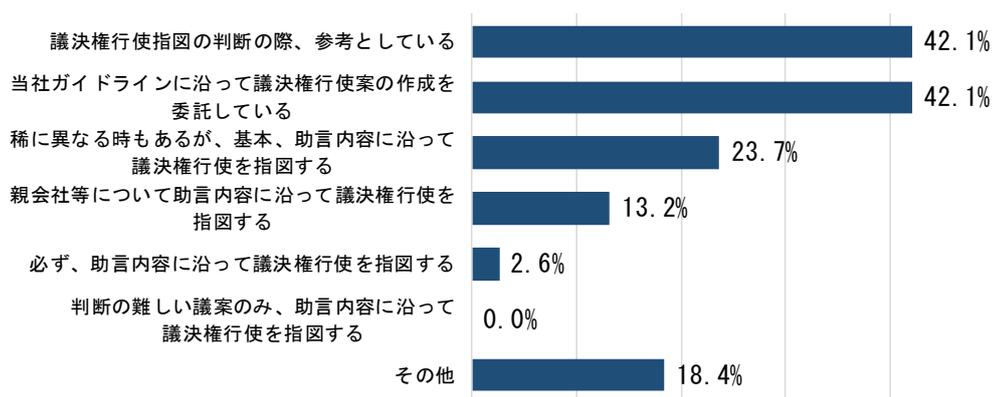
※重要度の高い項目を3つ選択してもらい、1位を3点、2位を2点、3位を1点としてカウントして、回答社数を点数で加重平均したもの

さらに、対話を行う上で、いわゆる実質株主（株主名簿の背後に存在する運用・議決権行使権限を持つ株主）の把握の必要性が高まっており、これを可能にするための制度づくりについて検討を進めることが望ましい。一部の企業は、株主名簿に記載のない実質株主を把握するために株主判明調査等を実施しているが、こうしたコスト等を負担することなく機関投資家の状況（実質株主の名称、保有株式数等）を把握することができれば、これまで以上に機関投資家との対話を進展させることが期待できる<sup>6</sup>。

### 3. 議決権行使助言会社の適切な機能発揮

近年、パッシブ運用の拡大等を受けて、議決権行使助言会社が機関投資家の議決権行使に与える影響が高まっている。日本投資顧問業協会の調査によれば、現状、わが国における運用機関の3割以上が、議決権行使指図において助言機関を活用している<sup>7</sup>。活用方法として最も多いのは、「議決権行使指図の際、参考としている」、「当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している」となっている（図10）。

（図10）機関投資家による議決権行使助言会社の活用方法



<sup>6</sup> 2018年6月に改定されたコーポレートガバナンス・コードの補充原則5-1③では、「上場会社は、必要に応じ、自らの株主構造の把握に努めるべきであり、株主も、こうした把握作業にできる限り協力することが望ましい」と示している。

<sup>7</sup> 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート第6回（2019年10月実施分）」より。

議決権行使助言会社の助言は、機関投資家のニーズに一定程度基づいて作成されるものであり、助言の適切な運用がなされれば、機関投資家のリソースを補うことにつながる。しかしながら、企業からは、議決権行使助言会社について、①議決権行使助言基準策定のプロセスが不透明かつ検討体制が不十分である、②助言基準の運用が画一的・形式的であり、企業と異なる認識に基づいた不適切な助言がなされていることがある、③助言基準に示されていない内容について、合理的理由に欠ける助言がなされていることがある、といった指摘がある。

こうした状況は、企業に対して、助言基準を単に形式的に満たすようなガバナンスの対応を助長しかねない。さらに、不十分な情報に基づく助言に従って議決権が行使されることがあれば、企業のみならず、投資先の中長期的な価値向上を目指す投資家、さらには運用機関が受託者責任を負うアセット・オーナーに対して、不利益をもたらし、健全な市場機能が発揮されないおそれがある。

こうした背景を踏まえ、2020年3月に再改訂されたスチュワードシップ・コードでは、議決権行使助言会社を含む機関投資家向けサービス提供者をインベストメント・チェーン全体の機能向上に資するべき存在と位置づけたうえで、議決権行使助言会社に対して、人的・組織的体制の整備や助言策定プロセスの透明化、さらには議決権行使助言会社自身が、必要に応じ、企業と積極的に意見交換することを求めており<sup>8</sup>、こうしたスチュワードシップ・コードの遵守が求められる。また、機関投資家に対しては、議決権行使助言会社の選定や活用においてこうした視点を反映させるとともに、自ら実施した投資先企業との対話によって得られた情報を踏まえ、助言会社と適切な対話を行い、助言能力の向上を図ることは、インベストメント・チェーン全体の高度化にも繋がる。あわせて、アセット・オーナーの取組みも、企業と運用機関による対話の実効性を高めるうえで重要である。例として、アセット・オーナーが運用機関の議決権行使に対する評価を、議案への反対率等の形式的な基準に基づいて行うこ

<sup>8</sup> 金融庁「スチュワードシップ・コード(2020年3月)」原則8、指針8-2、8-3

とは、運用機関の形式的対応を助長しかねない。アセット・オーナーにおいても、インベストメント・チェーンの担い手として、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、促すべきである。

#### 4. デジタル技術等の活用

わが国企業においては、株主総会開催日の分散化の努力が続けられてきたものの、議案に関する対話をする時期は集中する傾向がみられ、このことが対話を含む議案の精査を実務上難しくし、さらには機関投資家による議決権行使助言会社の硬直的な活用拡大の背景となっているとの指摘がされている。

近年、企業は招集通知や株主総会関連資料のウェブでの開示を進めているところであるが、昨年成立した改正会社法では、株主総会資料を株主総会の日より3週間前までに電子提供することを上場会社に義務付けることとしている<sup>9</sup>。そのうえで、改正会社法施行後、より早期の電子提供の努力義務を金融商品取引所の規則に定めることも予定されているところであり、これらの制度により、投資家の議案検討期間を現行制度より長期間確保することが可能となる。また、本年の時限的措置として、法務省令改正により単体の貸借対照表や損益計算書等のウェブ開示によるみなし提供が認められたが、これを来年以降も、電子提供制度にかかる改正会社法施行までの期間、引き続き認めることにより、単体計算書類等の重要な書類の早期提供が可能となる。加えて、企業は、新型コロナウイルス感染症対策を受けてハイブリッド型バーチャル株主総会の開催も進めている。バーチャル株主総会には、感染症対策のほか、遠方からの参加、複数の株主総会への参加が容易になるというメリットもある。こうしたデジタル技術等の活用により、効率化を通じた対話の実効性向上を図る動きが、今後一層加速することが期待される。

また、企業は機関投資家向けの議決権電子行使プラットフォームの採用を進めており、東京証券取引所及び米国ブロードリッジ社の合弁会社である ICJ の

---

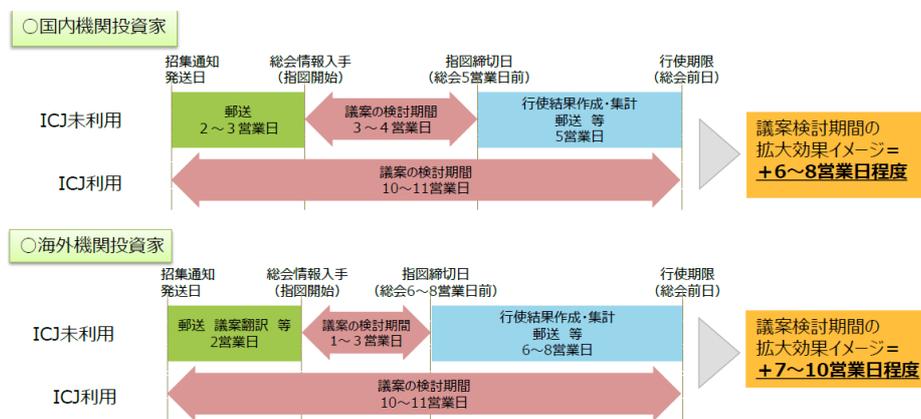
<sup>9</sup> 現行法では、招集通知の発送期限である株主総会の日より2週間前まで株主総会資料が提供されない可能性がある。

「議決権電子行使プラットフォーム」に参加する企業は、既に1,000社を超える<sup>10</sup>。同プラットフォームの利用には、議案検討期間が拡大するメリットもあることから、企業は議案の精査により時間を費やすことができる。

一方、わが国において議決権電子行使プラットフォームを活用する機関投資家はまだまだ多くない。米国や英国では既に9割以上の機関投資家が電子的な議決権行使を行っている一方<sup>11</sup>、2019年10月現在、わが国において何らかの議決権電子行使プラットフォームを通じた議決権行使指図を行う機関投資家（日本株投資残高を有するもの）は、12.8%に留まっている<sup>12 13</sup>。

議決権電子行使プラットフォームの活用による利点は、機関投資家による議決権行使指図の結果を企業がタイムリーに確認できることだけではない。機関投資家にとっても、議案情報の早期把握に加え、議案への賛否を検討する期間が株主総会直前まで拡大するという利点があり（図11）、この期間を利用して企業・機関投資家双方がさらなる対話を行うことも可能である。

（図11）議決権電子行使プラットフォーム利用による議案検討期間の拡大



出所：2016年、経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書」より抜粋

<sup>10</sup> 株式会社 ICJ ウェブサイト

<sup>11</sup> 2016年、経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書」より。

<sup>12</sup> 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第6回)の結果について(2019年10月実施分)」より。

<sup>13</sup> 昨今では各社の提供するプラットフォームの連携に向けた動きがあり、ICJのプラットフォームと議決権行使助言会社 I S S が提供するプラットフォーム ProxyExchange の間ではシステム上の連携が行われている (ICJ ウェブサイトより)。

プラットフォームの活用が進まない要因としては、全ての企業がプラットフォームを活用するわけではないため、紙ベースと電子ベース両方の事務手続きが発生してしまうことや、運用機関側によるプラットフォームの利用に際しアセット・オーナー側の同意を求められるケースがあること、企業側のコスト負担が大きいこと等が挙げられる。対話のさらなる実効性向上に資するべく、各種ベストプラクティスの共有等を通じ、特に機関投資家におけるプラットフォーム活用を今後さらに促進するよう、業界横断的な取組みが重要である。

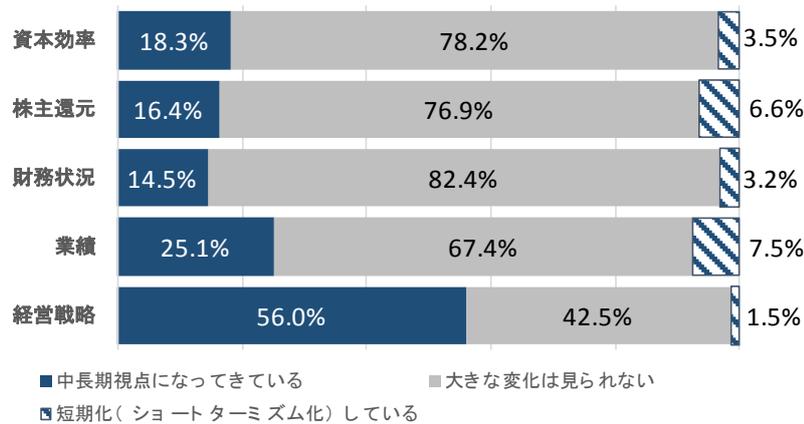
また、昨今のオンラインでの対話手段の充実により、時間や場所の制約が大きく取り除かれた。感染症対策から対面での面談に制約がある投資家との間ではもちろん、遠方の投資家や複数の機関投資家との対話が必要な協働エンゲージメントにおいても、オンラインでの対話等の工夫により、対話の充実を図るべきである。オンラインでの対話手段も活用しながら、株主総会直前のみならず、年間を通じ継続的に実施することも、対話の実効性を高め、それに基づいた議決権行使を可能にする。機関投資家の議決権行使基準改訂や企業の統合報告書公表等の様々な機会をとらえ、総会集中時期以外の期間における対話の機会をより一層拡充させることが望ましい。

## 5. より長期の視点に基づく対話

### (1) 長期ビジョンと価値創造ストーリーの説明

近年、企業が実施する IR ミーティングにおいて、機関投資家との議論、とりわけ経営戦略に関する議論の時間軸が中長期視点になってきていると考える企業は多い（図 12）。

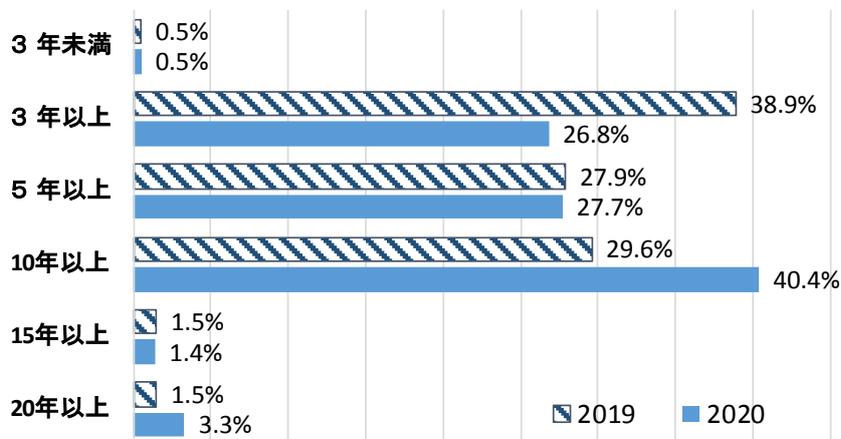
(図12) IRミーティングでの各テーマに関する機関投資家の議論の時間軸



出所：GPIF「第4回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果(2019年)」より経団連事務局抜粋

先にみたとおり、機関投資家との対話において「長期ビジョン」を示す企業は7割を超えている。ただ、その中身をみると、従来の3～5年程度の中期経営計画の期間を長期ビジョンの期間としている企業が多い。投資家との対話をより中長期的な経営戦略に基づいた建設的なものにするため、長期ビジョンの策定にあたり数年単位ではなく十年単位を見据えた企業像を提示することが望ましい。実際、直近では、企業による長期ビジョンの想定年数は急速に長期化しており(図13)、今後、この傾向がより一層進んでいくことが期待される。

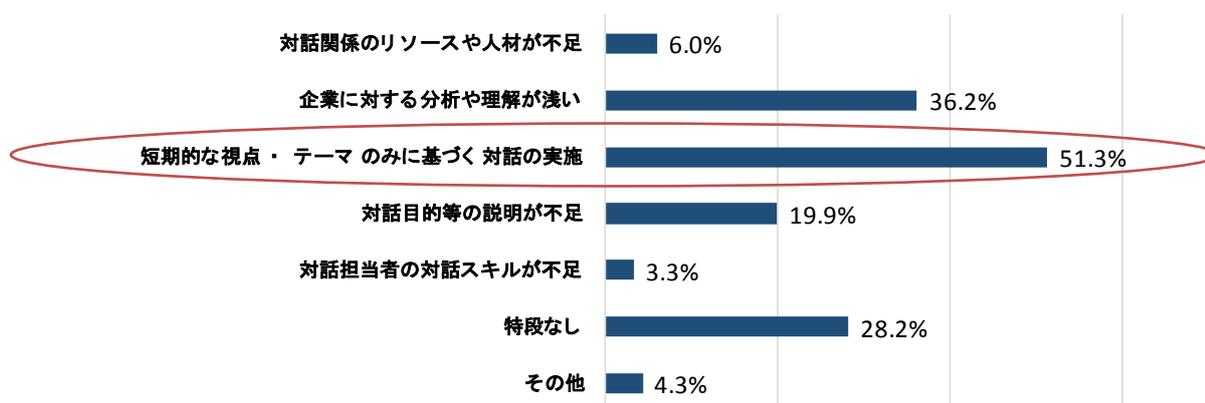
(図13) 上場企業が機関投資家に示している長期的ビジョンの想定年数



出所：GPIF「第5回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果(2020年)」より経団連事務局作成

一方、生命保険協会の調査によれば、企業側から見ても、対話において、未だに機関投資家が短期的なテーマのみを扱っていると感じている割合が高い（図 14）。投資手法は機関投資家によって異なるが、投資先企業の持続的な成長を促すことで自らの収益にもつなげるべく、中長期視点に立った対話を一層重視していくことが期待される。

（図 14）企業が対話において投資家に対し感じている課題



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集計結果一覧（2019年度版、企業向け）」より経団連事務局作成

さらに、アセット・オーナーについても、7割以上の運用機関が、顧客であるアセット・オーナーから ESG に基づくマンドレート（ESG 指数を採用した運用、ESG 要素が優れている銘柄でポートフォリオを構築する等）を受けたことがないとする調査結果もみられる<sup>14</sup>。企業と機関投資家による対話をより中長期視点から充実させるうえでは、ESG を含む様々な観点から、アセット・オーナーが運用機関を評価することが期待される<sup>15</sup>。

企業が機関投資家に対し長期的ビジョンを説明する際には、ESG を含む非財

<sup>14</sup> 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第6回）の結果について（2019年10月実施分）」より。

<sup>15</sup> 経団連・東京大学・GPIF の共同研究報告書で、GPIF は「投資原則等に、Society 5.0 や SDGs を組み込むことの検討」「ESG と Society 5.0 を結びつけるための建設的なエンゲージメントの推進と適切な評価方法の研究」等 5 つのアクションプランを提示している（「ESG 投資の進化、Society 5.0 の実現、そして SDGs の達成へ-課題解決イノベーションへの投資促進-（2020年3月）」より）。

務情報と長期のキャッシュフロー創出とのつながりや、価値創造に向けたストーリーを明確にすることが重要であるが、多くの企業はこうした説明に難しさを感じている<sup>16</sup>。

経団連は、東京大学・GPIF と、ESG 投資の進化を通じた Society 5.0 for SDGs の実現を目指す共同研究報告書を公表した（2020 年 3 月）。その中で、企業が説明する「長期ビジョン」の要素を分析し、投資家が成長性を想起させられるかの評価を加えたところ、高評価を得た 3 つの要素は、「『人』を起点とする事業展開」、「グローバル課題の解決」、「新たな市場の創出」であった。この結果からは、投資家にとって魅力ある長期ビジョンの策定に向けては、企業はこうした 3 つの要素に着目して、長期ビジョンを策定すべきとの示唆が得られている<sup>17</sup>。

また、企業にとって、ESG をテーマとした対話における機関投資家からの質問はネガティブ・スクリーニングのためのものが多いとの指摘がある。企業の将来像をネガティブにチェックするのではなく、何が持続可能な成長につながるのか、企業と機関投資家双方でポジティブな対話を通じて評価できるよう、ESG 投資の進化を模索する必要がある。

## （2）情報開示・評価手法の国際的な枠組み

昨今、企業の ESG に関する取組みを評価し、投資につなげる機運が高まる中、ESG をはじめとする非財務情報の開示方法に関しては、国際的に様々な機関や団体が異なるガイドラインを提示している。また、環境への取組みを中心に国や地域で戦略的に制度化を行う動きが強まっている。

わが国においては、多様なステークホルダーへの配慮や持続的成長を目指し

---

<sup>16</sup> 日本 IR 協議会「IR 活動の実態調査（2020 年 4 月）」によれば、非財務情報（含む ESG 情報）の開示や対話において、難しいと感じることとして、最も多くの企業が挙げたのは「ESG に関する考え方を示し、中長期の経営戦略と絡めて投資家が理解しやすい情報として開示すること」であった。

<sup>17</sup> 分析では企業が考える「長期ビジョン」をアンケート形式にて収集し、その記述内容を自然言語処理した。詳細は、経団連・東京大学・GPIF による共同研究報告書「ESG 投資の進化、Society 5.0 の実現、そして SDGs の達成へ（2020 年 3 月）」

た取組みは各企業が従前から個別に行っており、こうした取組みを新たなフレームワークに当てはめて説明することに困惑を感じている企業も多い。こうした中、民間企業が連携してわが国の特色を踏まえた ESG 情報の開示やエンゲージメントのあり方を研究する動きも出てきている。

企業による ESG を含む取組みは、一義的には各社がその理念や事業に応じて柔軟に定義されるべきである一方、異なるガイドラインが並立する状況に対し、企業側ではどの基準に対応するのかの判断や、各種基準への対応のために、負担が生じている。企業と投資家対話を進める中で、マテリアリティを特定したうえで、国際的に各種基準を整理・統合することが望ましい。

企業側はその枠組みのもとで、創意工夫しながら各社に適する開示を行うことが望ましい。また、投資家にとっても、情報の活用という点では、開示方法において一定の枠組みが存在することで比較可能性が担保され、開示情報の有効活用が促進される。それらが投資家による多様な価値観によって評価されることで、最終的に社会全体としての取組みが効率化されていく。

このような、ESG については SDGs の達成に資する情報開示・評価手法に関する国際的な枠組みや基準づくりに対し、わが国としても、積極的に参加し議論をリードしていくべきである。

#### IV. おわりに

企業と投資家による建設的な対話(エンゲージメント)は、デジタル革新(DX)による社会課題の解決と新たな価値の創造を目指す Society 5.0 を実現するうえで、投資家による Society 5.0 分野への投資と企業による価値創造の好循環を生み出す際のキーファクターといえる。企業は情報開示の形式的な制度対応にとどまることなく、たゆまぬ創意工夫により、経営者の積極的な関与のもとで投資家との建設的な対話に主体的に取り組む必要がある。投資家も、中長期的視点に立脚したうえで企業との対話を主体的に行い、その結果どのような判断を行ったのかを積極的にフィードバックすることで、建設的な対話の好循環を目指すべきである。足元では、新型コロナウイルス感染症の流行により制限されていた企業と投資家との面談についても、いわゆる「三密」の回避等の工夫を取り入れながら徐々に再開の動きがみられる。今後も、起こりうる様々な環境変化に柔軟に対応していくことで、投資家と企業とのエンゲージメントにおいては、より緊密な関係を構築していくことが期待される。

経団連においても、新型コロナウイルス感染拡大を受け、オンラインを利用した面談等、多様な対話のあり方が促進されてきた現状を好機ととらえ、先進事例の収集や会員企業への情報発信に努めるとともに、建設的対話の一層の促進に向け、国内外の運用機関やアセット・オーナー、議決権行使助言会社をはじめ、投資家との意見交換を引き続き積極的に行っていく。

以 上