

特別対談

# 激動するESG投資時代

—グローバルな視点で問う企業と投資家の新たな形—



国連責任投資原則(PRI)  
シグナトリリーレーション ジャパン・ヘッド

## 森澤 充世 氏

PRI事務局が2010年にジャパンネットワークを創設するにあたり、ジャパンディレクターを同年より担当する。CDP(カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)事務局 ジャパンディレクター兼務。シティバンク等で金融機関間決済リスク削減業務に従事した後、2003年より環境学の研究を開始。東京大学博士(環境学)。

フィデリティ投信株式会社  
ヘッド・オブ・エンゲージメント

## 三瓶 裕喜 氏

日本生命保険相互会社にて1989年から外国株式投資に従事。英国現法CEO、ニッセイアセットマネジメント国内株式統括部長などを歴任。2007年フィデリティ投信に調査部長として入社。2017年より現職。経済産業省「伊藤レポート」プロジェクト委員、「価値協創ガイダンス」策定参画、事業再編研究会委員、法務省法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会委員、金融庁両コードのフォローアップ会議メンバーなど。

最近のサステナブル・ファイナンスを取り巻くグローバルな動向で、特に注目すべき動きについて教えてください。

**三瓶** 大きなテーマですので様々な観点がありますが、3点お話しします。まず1点目に、2019年夏、米国の経済団体が「株主至上主義」から「ステークホルダー資本主義」への転換を表明し、コロナを契機にさらに注目されています。こうした動きに対して日本企業の一部からは、伝統的な日本的経営の価値観が世界から見直されていると受け止める反応もあるようですが、日本と海外では出発点が違うということに注意

しなければなりません。米国企業はこれまでかなり株主寄りにいましたが、日本企業は米国ほど株主寄りの経営を行っていません。最終的なゴールはいずれもステークホルダー全体のバランスを取っていくことであり、長期で考えれば考えるほど、このバランスは取りやすくなるのが本質ですが、そこに向かって何に注力しなければならないかは、それぞれの出発点によって異なります。

2点目は、これまでESG評価機関は個別企業を対象としていましたが、最近、公募投資信託についても格付をする動きが出ていることです。あまり合理的ではない格付もありますが、欧州のアセットオーナーは活用を検討しているため、私たち運用機関はファンドの格付を良くするために格付の低い企業には投資できないという事態が起こりかねません。もしくは、私たちはそういった企業に対して、格付を上げる努力をお願いしなければなりません。こういった今までは異なる力学が働き始めていることは、今後、企業に気をつけていただきたい重要なポイントです。

3点目は、欧州における非財務情報開示の義務化の動きで、日本でも議論が盛り上がっています。任意開示では努力目標で済んだものが、義務化されると必達になります。ただし、賛否両論あるため冷静に考えなければなりません。

**森澤** 気候変動については、2015年のパリ協定では2°Cを十分に下回る水準が求められていましたが、2018年のIPCC特別報告以降は1.5°Cに取り組むことが世界の共通認識です。企業にも1.5°C目標と整合性のある行動を望む投資家の声が上がっています。海外では、投資家が企業に対して気候変動に関する株主提案をして、企業が行動を変えざるを得なくなることが何年も前から起こっています。日本では過去あまりみられませんでした。ついには2020年の株主総会で、みずほフィナンシャルグループに株主提案が出されました。否決はされましたが、3分の1以上の株主がその提案に賛成したことは注目に値します。

EUタクソミーの動きも注視すべきでしょう。これは環境的に持続可能な経済活動を明確にする基準であり、既に議会を通過し発効が決まっています。今後、欧州の投資家はEUタクソミーに沿って企業を評価します。当然ながらグローバルでビジネスをしている日本企業も影響を受けます。

特別対談

# 激動するESG投資時代

—グローバルな視点で問う企業と投資家の新たな形—

新型コロナウイルスの感染拡大が、企業と投資家の関係にもたらした変化についてお聞かせください。

**森澤** 株主総会の在り方が変わりました。コロナ以前はその場に行く必要がありましたが、オンラインが増えました。これは、日本企業であってもグローバルな投資家が関与してくる可能性が高まっているということです。その投資家が長期的な視点を持っているかどうかが重要になりますが、そうであれば、最近の企業のサステナビリティに対する投資家の関心の高まりはさらに強くなっていくでしょう。

PRIは2020年3月下旬、コロナ危機を受け、署名機関投資家が取るべきアクションを公表しました。新型コロナウイルスの感染拡大は、人々の健康だけでなく地域社会、経済、投資への深刻な脅威であるとし、投資家は、社会における不平等の深化や経済に与える影響、メンタルヘルスにもたらす影響などを考慮して行動を起こすべきであると表明したものです。これを受けて実際、本来であれば投資先に配当を求める姿勢は株主として当然ですが、2020年に限ってはそれよりも雇用を重視してほしいと考える投資家が増えています。また、企業がサプライチェーンの見直しを進める際、人権への配慮をお願いする動きもみられます。

**三瓶** 森澤さんご指摘の通り、株主総会については大きな課題が残されました。リアルの出席は2019年に比べて8割減り、代わりにバーチャルで行う必要がありましたが、双方向性が失われたのです。ライブ配信と言いながら原稿を読み上げているだけとか、プレゼン動画を流すだけとか、事前に受け付けた100の質問に対して当日まとめて3行で答えるだけといった形が多くみられ、オンライン上で追加質問を認めた企業はごく僅かでした。株主総会は私たち機関投資家だけでなく個人投資家も注目していますから、質問ができることと質問への即応性は非常に重要です。当日の総会の様子を録画して後日配信する企業も少数派で、その9割は質疑応答をカットしていました。これでは双方向とは言えず、株主権の軽視が明らかでした。

議決権行使については、減配についての議案は2020年はかなり厳しく精査しました。欧米の企業では、コロナで営業がしばらく停止して赤字が膨らんでいく際に従業員をすぐ解雇するため、各国政府が雇用を確保するよう要請する動きがあり、投資家は減配や無配を受け入れる姿勢



をみせています。一方、日本では、不測の事態に備えるといって余裕をもって現預金を手元に置いている余剰資金問題が従来ありますが、欧米企業の動きを見て便乗減配する企業があったのです。減配を表明したある日本企業は、営業活動がしばらく停止しているので現預金を確保したいと説明しました。ところが、確保する現預金の金額と減配で浮いた金額が2桁違うのです。冒頭でも触れましたが、欧米企業も日本企業も経営の目指す方向は同じです。しかし、各々の出発点の違いを正しく認識し、取るべき行動を判断する必要があります。グローバルな動きに考えなしに乗る態度は良くありません。

年間を通じて行うエンゲージメントについては、4月前半は企業側の在宅でのオンライン会議準備に一部混乱がみられましたが、今では社長や社外取締役とのエンゲージメントもオンラインで滞りなく行っています。その際、リアルなやりとりではない分、事前にアジェンダを明確にし、関連する資料は事前に交換しておくことが一層重要になっています。

日々刻々と国・地域によって感染状況は変化し、営業活動も変化を余儀なくされている中で、企業とのエンゲージメントにおいては具体的な対応状況をよくお伺いします。しかし、情報開示前に話してしまうと、フェア・ディスクロージャー違反の問題など、お互い危険な状況になりかねません。一方、そういった情報を出さない企業は世界中のオペレーションを社内で把握できていないのではないかと投資家は疑問視し、低評価をします。そのため今のような時こそ、企業は重要なリスク情報について状況の変化や事態の進展に応じ開示してアップデートしていただく必要があります。

特別対談

## 激動するESG投資時代

—グローバルな視点で問う企業と投資家の新たな形—

**森澤** コロナ禍で、欧州で進められているグリーンリカバリーの動きに代表されるような気候変動対策に関する対話がととも増えています。気候変動リスクは投資家のポートフォリオに影響するため、投資家は企業がビジネスモデルを脱炭素型に変えていくことを促進する動きを強めています。



協働エンゲージメントの動きも活発化しています。例えば、PRIも参加している国際的な投資家イニシアチブ「Climate Action 100+」は、企業との対話を通じて気候変動への対応を求めています。参加している世界の機関投資家の中には日本の運用機関も入っていて、日本企業への対話においては彼らがリード役を務めています。これまで海外の年金基金に比べて協働エンゲージメントに消極的だった日本の運用機関も、最近は一歩高度化した行動ができるようになってきました。対象の日本企業は、今はまだ10社だけですが、この経験知を積んでいくことで他の企業に対しても同様の対話ができるようになっていくでしょう。

**三瓶** エンゲージメントはそもそも中長期視点で行うものなので、コロナ前後で変わりはありません。むしろコロナによって、これまで先延ばしてきた経営課題に早急に対応する必要に迫られ、今の危機感を利用して一気に変えていこうとする企業も多いと言えます。取締役会の多様性も、従業員の働き方の柔軟性も、デジタル化もそうです。脆弱なビジネスほどコロナ禍で一気にだめになりますから、見直し撤退を進めるという長期のアジェンダは変化しません。こういう時こそ変革を加速させてほしいと思います。

同時に、この4～6月に面談した企業に対しては、従業員の感染対策や働きやすさへの配慮について確認する時間をまずは割きました。企業は投資家がそういったことに関心がないと思っているのか、積極的に開示していないことが多いのですが、長期でビジネスのサステナビリティを考えるととても重要なことで、もっと開示されるべきです。開示すれば従業員にも会社の考えが伝わりますし、他社の状況から知見を得られます。足元の売上や操業度を伝えなければならないと考える企業が多いようですが、それよりも社長としてどのように本気で取り組んでいるのか、コロナ禍からの復興時に本領を発揮できそうかどうかの方が知りたいのです。

---

日本企業の統合レポートについて、どのようにご覧になっていますか。

**三瓶** 私は年次で行われるある統合レポート評価の審査員をこれまで5～6年務めてきましたが、最終選考に残る約20社のレベルは目覚ましく上がっています。こうした20社以外でも、コメントを求めて作成初年度の統合レポートを送ってくださる企業もあり、投資家から積極的にフィードバックを受け、改善しようという意気込みを感じます。フィードバックした手応えは翌年のレポートで明快にわかります。形だけ整えるのが上手な困った企業も一部にはありますが、全体で見れば健全にレベルが上がっていると感じています。

一方で、最も改善が必要と感じるのはマテリアリティです。例えば、「社会課題として気候変動が一番声高にいわれているので、我が社のトップマテリアリティは気候変動です」という企業があるのですが、気候変動よりも水問題の方がその企業は事業を通じて大きく貢献できるはずで、皆が言っているからやるのではなく、その会社固有のマテリアリティを考えてほしいのです。

また、SDGsのアイコンの使い方については年々ハードルを上げて読んでいます。最初の頃は、17のゴールと既存事業の関連付けだけでも、何も言及しないよりは良しとしていましたが、本質的には意味がありません。SDGsには2030年までに解決したい169のターゲットがあり、これまでのやり方では解決できないため、新たなことを考え取り組んでほしいと言っています。しかもそれは寄付や社会貢献といった懐具合が悪くなれば続くかどうかわからない予算枠ではなく、事業を通じて続けてほしいのです。新たな事業化によってどのターゲットにどのくらい貢献ができて、進捗は現状このくらいであると示せなければ、SDGsを語ってはいけません。

特別対談

## 激動するESG投資時代

—グローバルな視点で問う企業と投資家の新たな形—

また最近、有価証券報告書の質的な改善、特に記述情報の充実について金融庁がリードしていますが、企業には統合レポートと有価証券報告書の違いを意識し、統合レポートに付加価値を付けてほしいと思います。統合レポートならではのコンテンツで毎年良くなっていると感じるのは社長メッセージです。従来は硬い言葉で書いてあるものが多かったですが、最近は社長が自分の言葉で熱い思いを語るレポートが増えてきました。ここでどれだけ社会課題などについても考えを示せるかで会社の力量がわかります。統合レポートは、開示されるタイミングが事業報告や有価証券報告書より遅いため、新たな情報が含まれていなければ投資家は読みません。社長の熱い思いや、今回であればコロナ対応など、読み手にとって新しい発見となる内容を盛り込んでほしいと思います。

**森澤** 本来は有価証券報告書で出す情報になってくるであろうTCFDの開示、特にシナリオ分析について、まずは統合レポートで開示していただくことが重要です。PRIでは2019年に、「The Inevitable Policy Response (IPR)」という気候変動に関する政策シナリオを策定したレポートを公表しました。2025年までに各国で政策が強化されるというシナリオのもと、署名機関が気候変動リスクに対処できるよう支援しています。投資家はポートフォリオの安定的な構築に向けて企業へのエンゲージメントなど対応を強化します。

気候変動に対応してビジネスモデルを変えても経営を続けていくことは、雇用を守ることにつながります。企業はこの「Just Transition」、日本語では「公正な移行」や「理に適った移行」と呼ばれる概念を理解し、現状や今後の見通しについて統合レポートで開示してください。

---

最後に企業の皆さまにメッセージをお願いします。

**三瓶** パンデミックが突き付けたのは、正解がないことについて決断しなければならないということです。日本企業の多くは、周囲を見ながら誰にも文句を言われない正解を見つけようとする傾向がありましたが、それでは遅い。自分たちでよく考え、合理的であれば決断を下し、その決断を検証しながら進んでいく。意思決定の仕方を大きく変えていかなければ、今のような困難を乗り越える経営は成り立ちません。合理的に判断するためには多様な意見に耳を傾けなければならず、受容性や柔軟性が必要です。そのために従業員も取締役会も多様化しなければなりませんし、合理的ならばやるという決断力も大事になります。そして決断し

た後で、なぜその決断に至ったか説明しきることが重要です。これは信念がないとできません。他人や政府が言ったからではなく、主体的に考えてほしいのです。

統合レポートを作る際も、自分たちの伝えたいメッセージを自分たちの言葉ではっきりと伝えてください。

**森澤** コロナ禍で社会の期待や価値観は大きく変わりましたが、会社の在り方を再構築する良い機会です。これは経営者でなければできないことです。本来であれば10年先に生じるようなことも、今やらなければならなくなりました。これまでのやり方に捉われない人財 マネジメント体制を整備し、それが会社の発展のために良いということを、開示や対話を通じて表明してください。

世界中から年金基金の担当者などが多数集まる年次イベント「PRI in Person」は、本来であれば2020年10月に東京で開催を予定していましたが、2021年9月に延期しました。しかし、投資家や企業に向けた各種セミナーはオンラインで多数開催しています。ぜひ積極的に参加して知見を高め、行動につなげていただきたいと思います。



オンライン会議にて2020年8月20日開催  
撮影は2020年9月9日実施