



**JPX**  
JAPAN EXCHANGE  
GROUP

## 「ESG情報開示実践セミナー」

### ESG投資と求められるESG情報の開示 ～アクティブ運用の視点～

---

ニッセイアセットマネジメント チーフ・コ-ホ-レート・ガバナンス・オフィサー 統括部長  
井口譲二



# ESG投資と求められるESG情報の開示

## －アクティブ運用の視点－

2020年10月

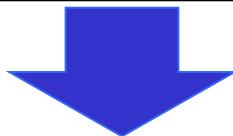
井口 謙二

ニッセイアセットマネジメント  
チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー  
統括部長

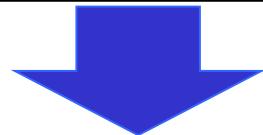
このセミナーで述べることは、個人的な意見/見解であり、組織や所属団体を代表する意見ではありません。

## グローバルと日本のマーケットの変化

- グローバル:リーマンショック(2008年)
- 日本:アベノミクス



- 『経営と株式運用』における長期志向化運動(long termism)



- 『スチュワードシップ・コード』導入(日本、アジア諸国、EU法制化)
- 『コーポレートガバナンス・コード』(多くの国で導入)



- 長期・対話、そして、ESGを重視する株式運用手法が重要に

# 本日の議題

1. 機関投資家にとってのESG

2. 機関投資家のESGの活用方法(ESGインテグレーション)

3. 求められるESG情報とは

# 本日の議題

1. 機関投資家にとってのESG

2. 機関投資家のESGの活用方法(ESGインテグレーション)

3. 求められるESG情報とは

## 機関投資家にとってのESG①(スチュワードシップ・コード)

- 2013年6月に、安倍政権が、第三の矢として打ち出した「日本再興戦略」の一施策
- 2014年2月、金融庁が『投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために「責任ある機関投資家」が果たすべき7原則』<日本版スチュワードシップ・コード>を策定
- 投資先企業の企業価値向上により、中長期的リターンの拡大を目指す

アベノミクスの第三の矢

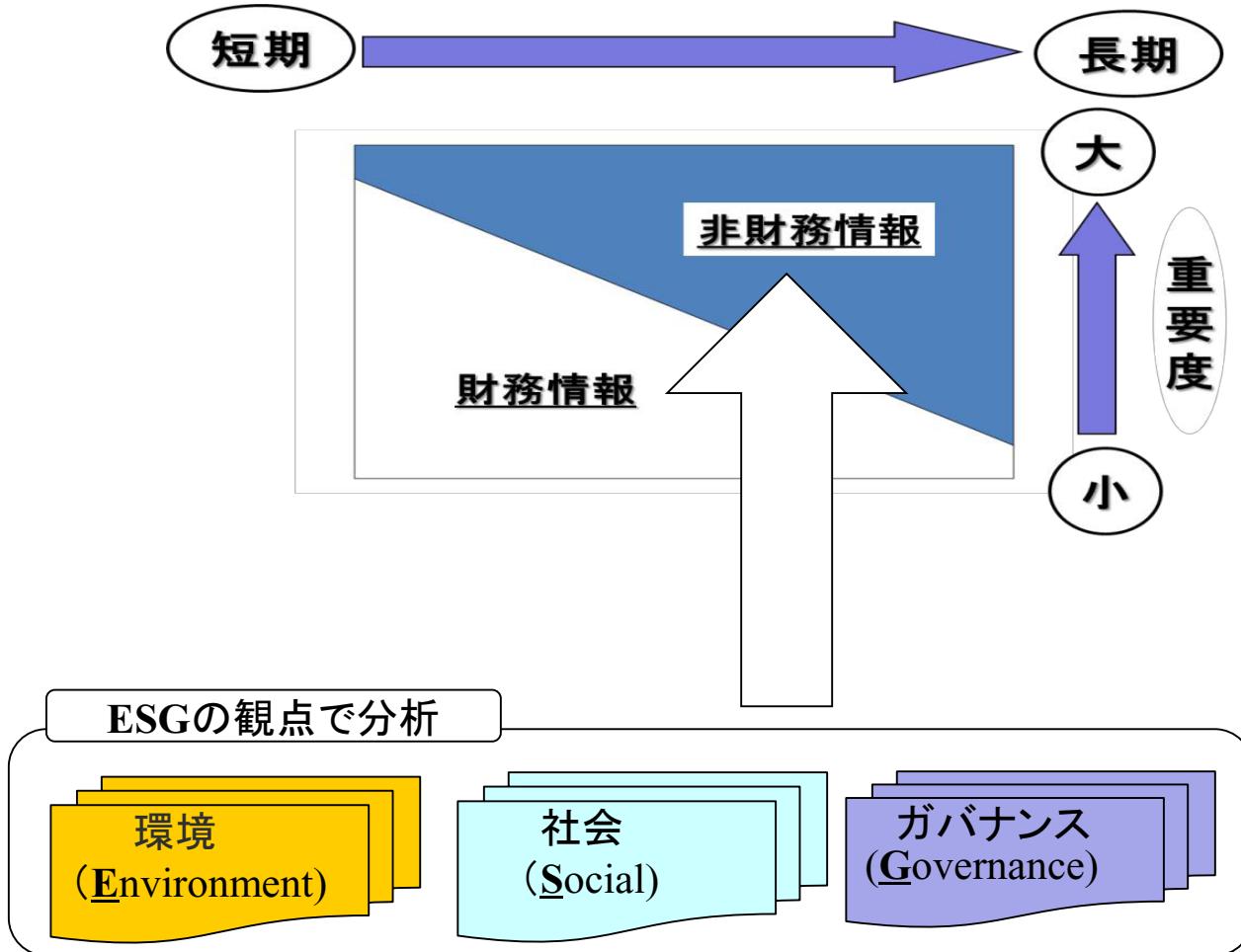


スチュワードシップ責任(2019/12暫定版)

投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか  
投資戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任。

(出所)内閣府

## 機関投資家にとってのESG②（非財務情報、ESGとは）

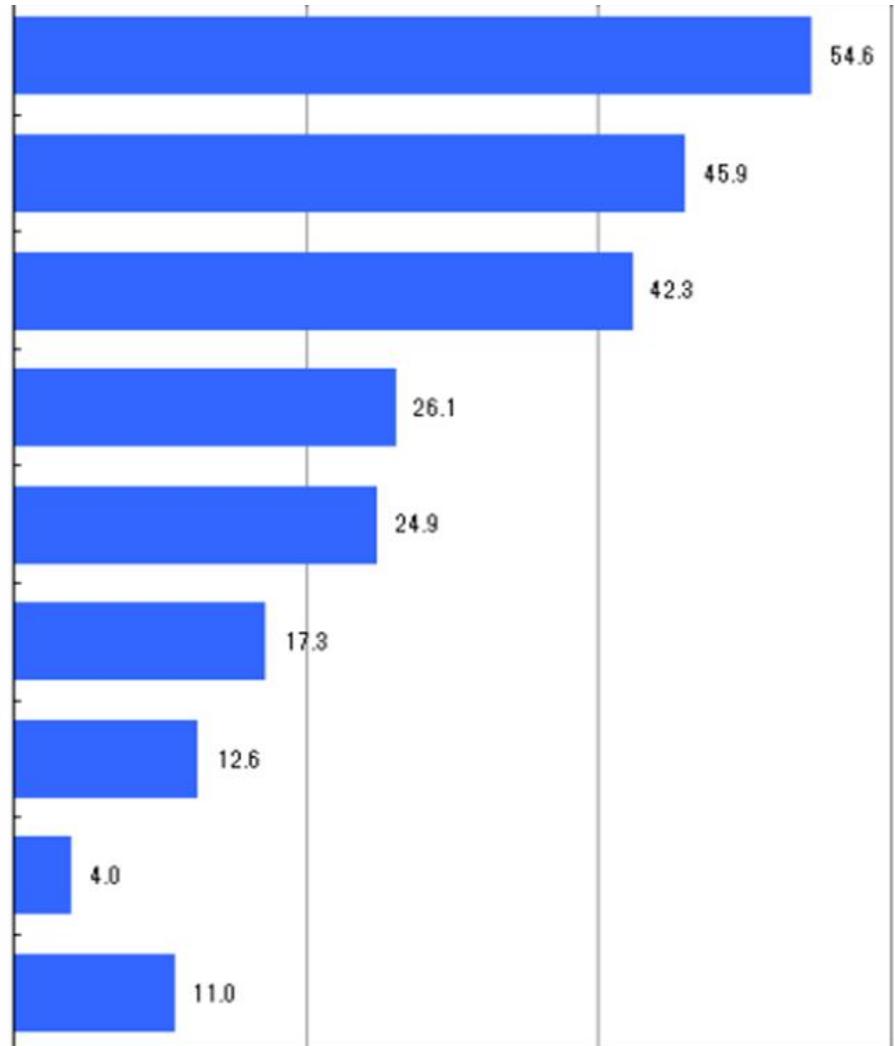


(出所)井口、「企業価値向上のイメージを描写する情報開示」、北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス：二つのコードが変える日本の企業・経済・社会』 第5章、東洋経済新報社

# 変化する投資家の求める企業情報

- 回答した963社中、40%近い企業が投資家の対話が変化したと回答

定期的な取材や面談でもエンゲージメントを意識した質問が増えてきた  
(経営戦略、経営理念、コーポレートガバナンス、取締役、政策保有株、  
ESG含む非財務情報、ROE、資本コスト、資本政策、関連質問等)



(Source) 日本IR協議会

# 本日の議題

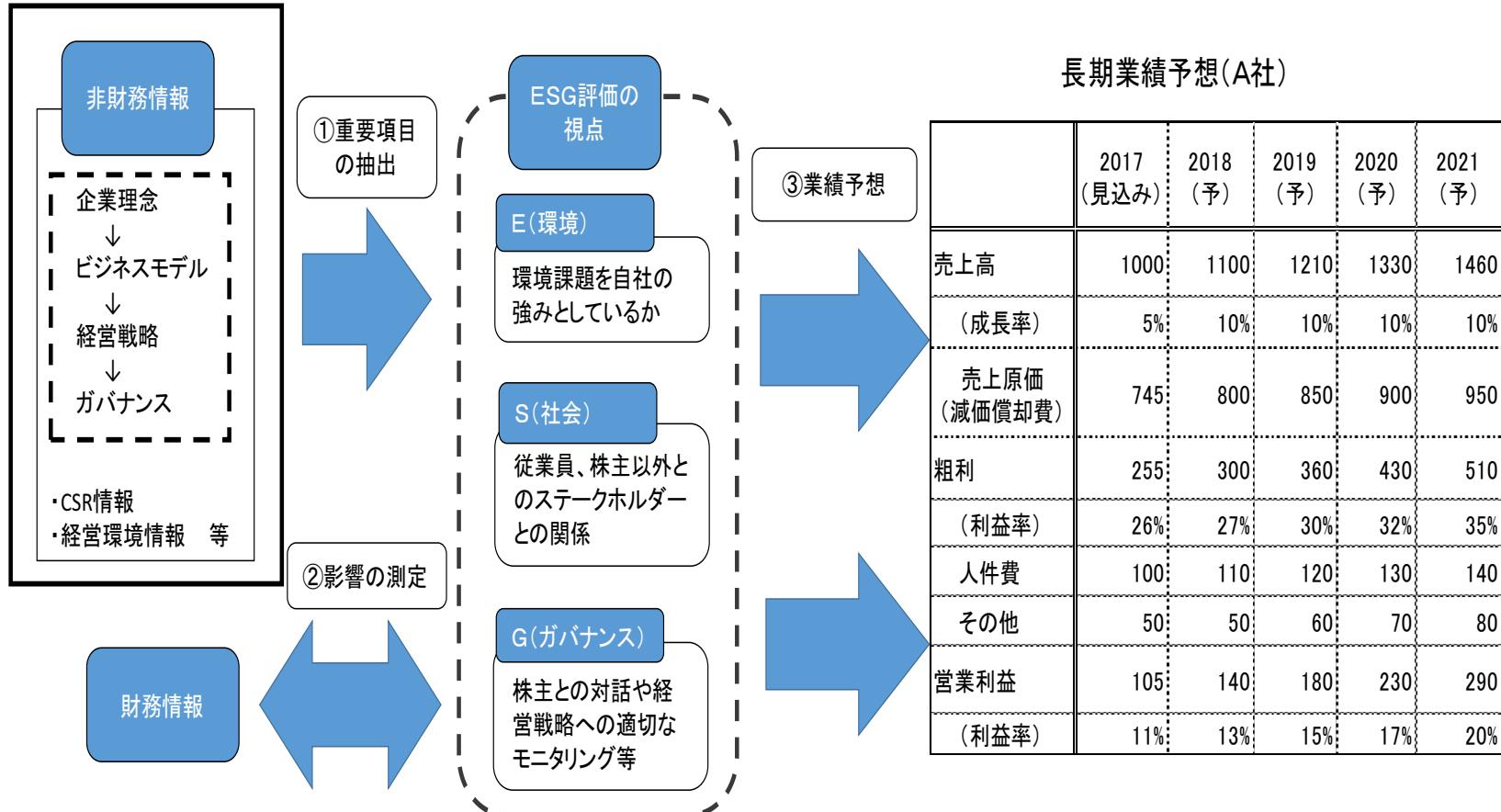
1. 機関投資家にとってのESG

2. 機関投資家のESGの活用方法(ESGインテグレーション)

3. 求められるESG情報とは

# 中長期投資家の投資プロセス: ESGインテグレーション

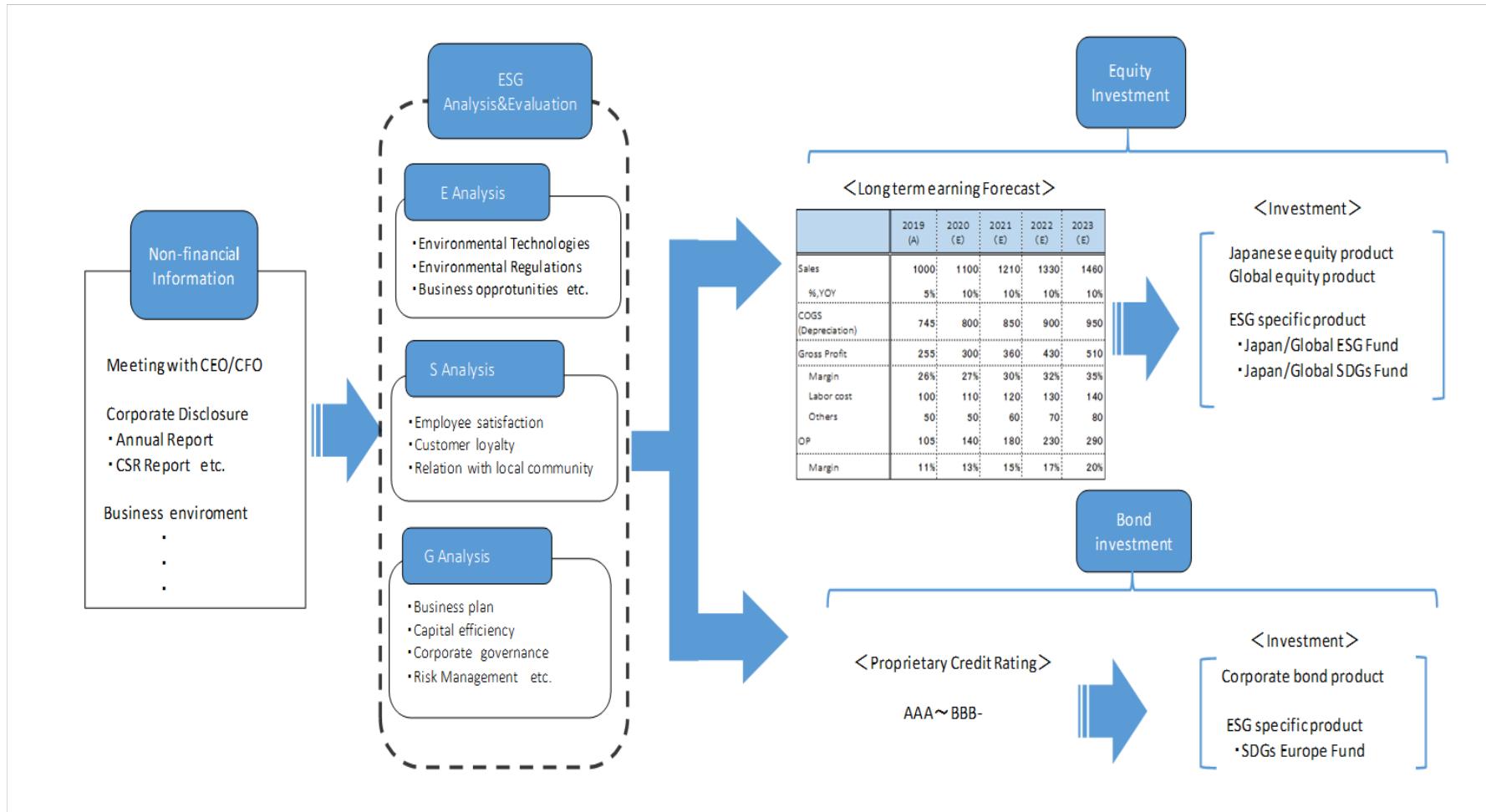
- 中長期的な運用プロセスでは、ESG要因の統合は不可欠(ESGインテグレーション)
  - 中長期的な企業価値向上の可能性をESGの観点で見極める



(出所)井口「財務・非財務情報の実効的な開示—ESG投資に対応した企業報告」別冊商事法務(2018年4月)

# 株式のESG、債券のESG

## ➤ 債券運用でも、ESGの活用が重要に

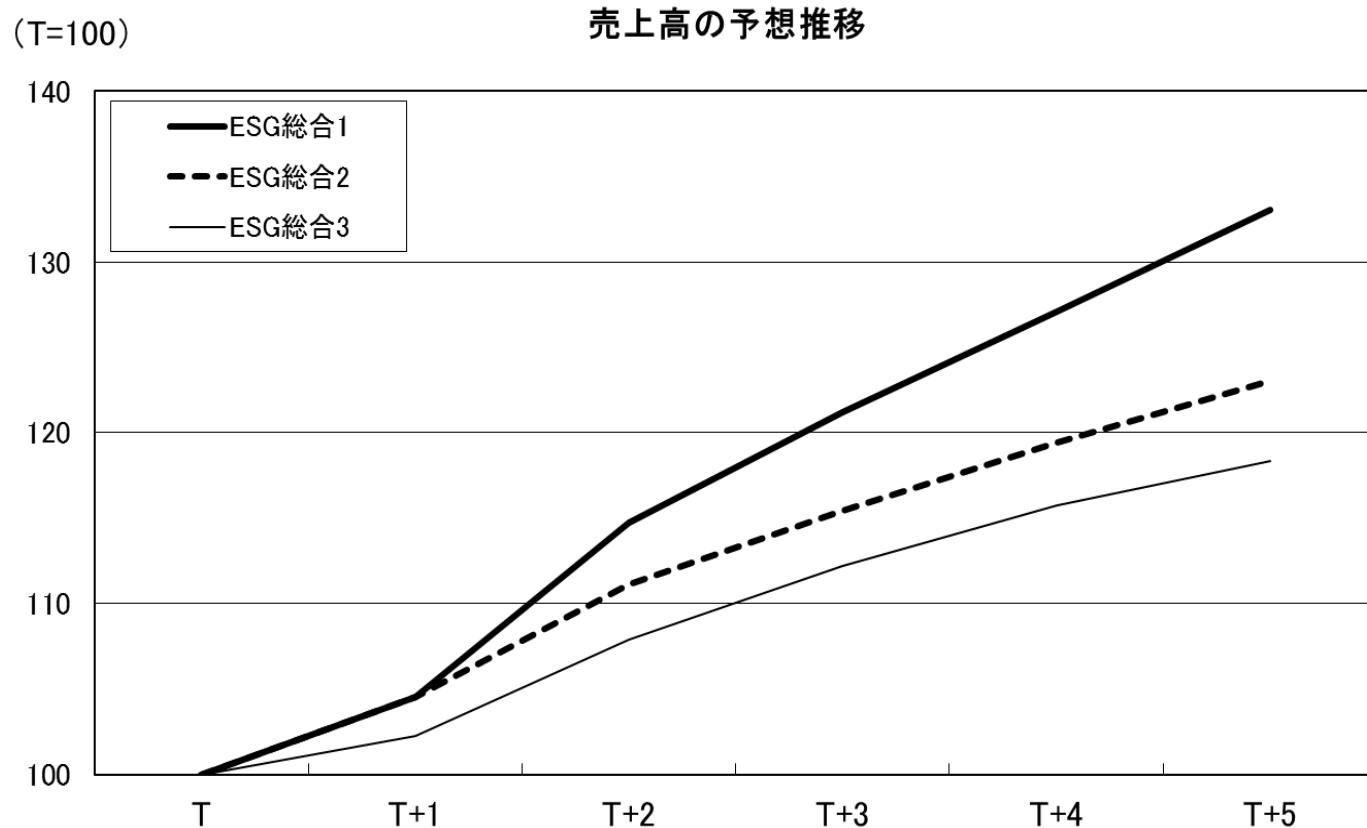


(出所)井口譲二 “OECD Private finance for Sustainable Developments講演会資料(2020/1/28)”より抜粋

## ESG要因の投資判断への影響

非財務情報(ESG)項目を通じた判断した企業価値成長力がアナリストの企業価値評価に与える影響

- アナリストは、高いESG評価(=持続的な成長力のある会社と判断)の企業に対しては、高い売上高予想、利益率改善を予想する傾向。



(注)T:2011年度(主に、2012年12月時点の予測)

(出所)井口「財務・非財務情報の実効的な開示－ESG投資に対応した企業報告」別冊商事法務(2018年4月)

# ESG評価別銘柄群のパフォーマンス、投資家は何をすべきか？

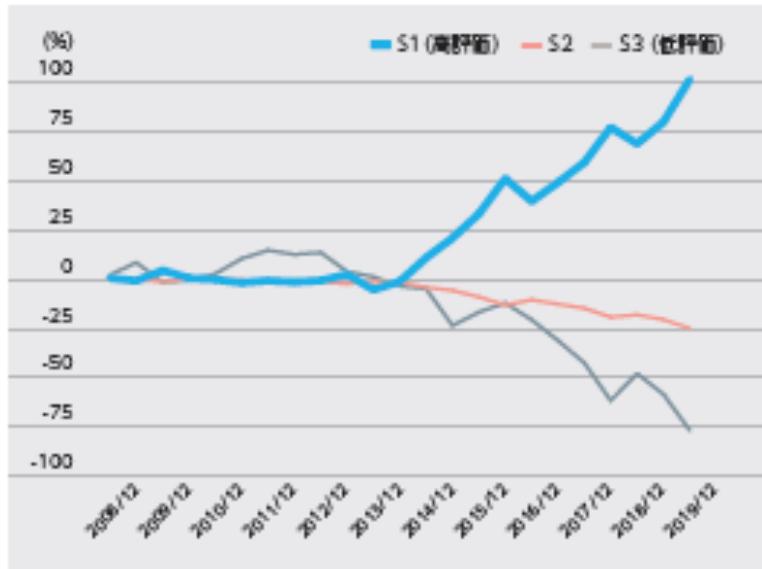
- “Good companies are good investments”

## ESG評価の株価パフォーマンス(対ユニバース、累積:2008/12~2020/3)

### ◆ ESG総合レーティング累積超過リターン (単純平均)



### ◆ Sレーティング累積超過リターン (単純平均)



# 本日の議題

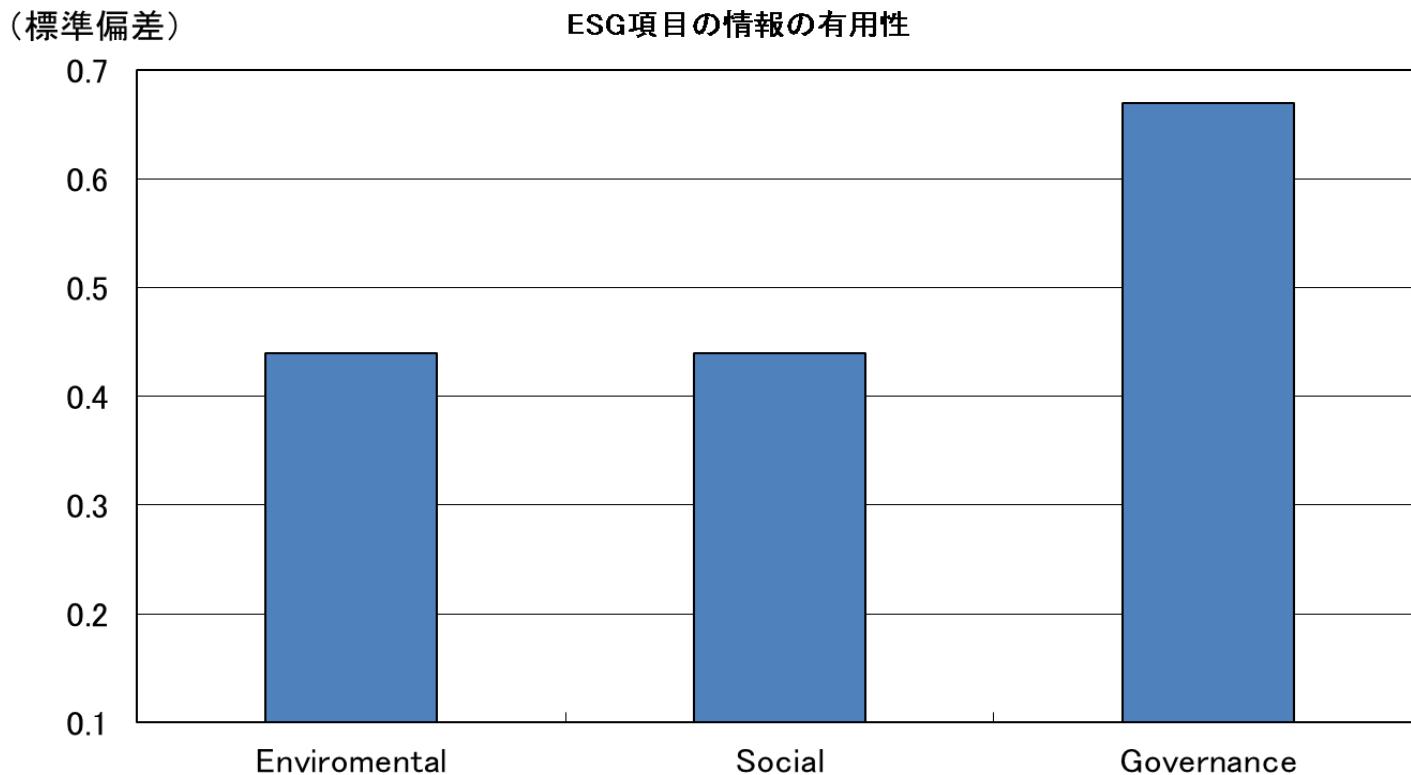
1. 機関投資家にとってのESG

2. 機関投資家のESGの活用方法(ESGインテグレーション)

3. 求められるESG情報とは

## 求められるESG情報の特徴①—ESG項目の重要性

- 全産業平均でみると、Gファクターは、E・S・G項目の中で、ESG評価に対し、最も大きな影響を与える
  - ただし、産業によって、重要度は異なる
  - また、“S”は、実態は、もっと、大きな影響力があるかもしれない

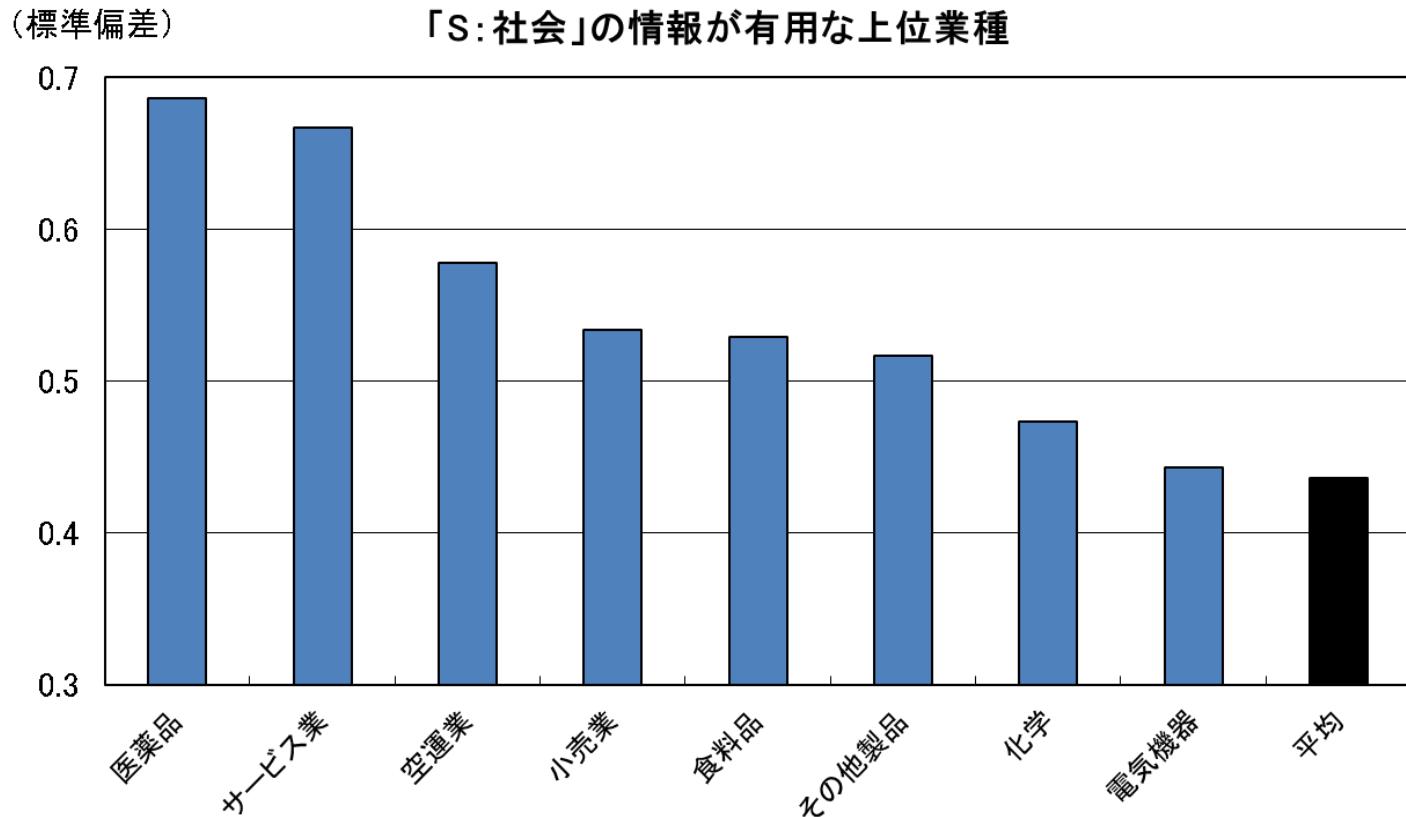


(注)各項目の平均:E 1.9、S 1.9、G 2.0、ESGの各項目のレーティング毎の標準偏差を計算

(出所)井口譲二『財務・非財務の実効的な開示—ESG投資に対応した企業報告』別冊商事法務2018年4月

## 求められるESG情報の特徴②—S(社会)項目の重要性

- 医薬品、サービス産業、小売業、食品において、S(社会)ファクターは、アナリスト判断に対し、比較的大きな影響力を持つ
- 経済のサービス化進展から、Sの重要性が高まる可能性も

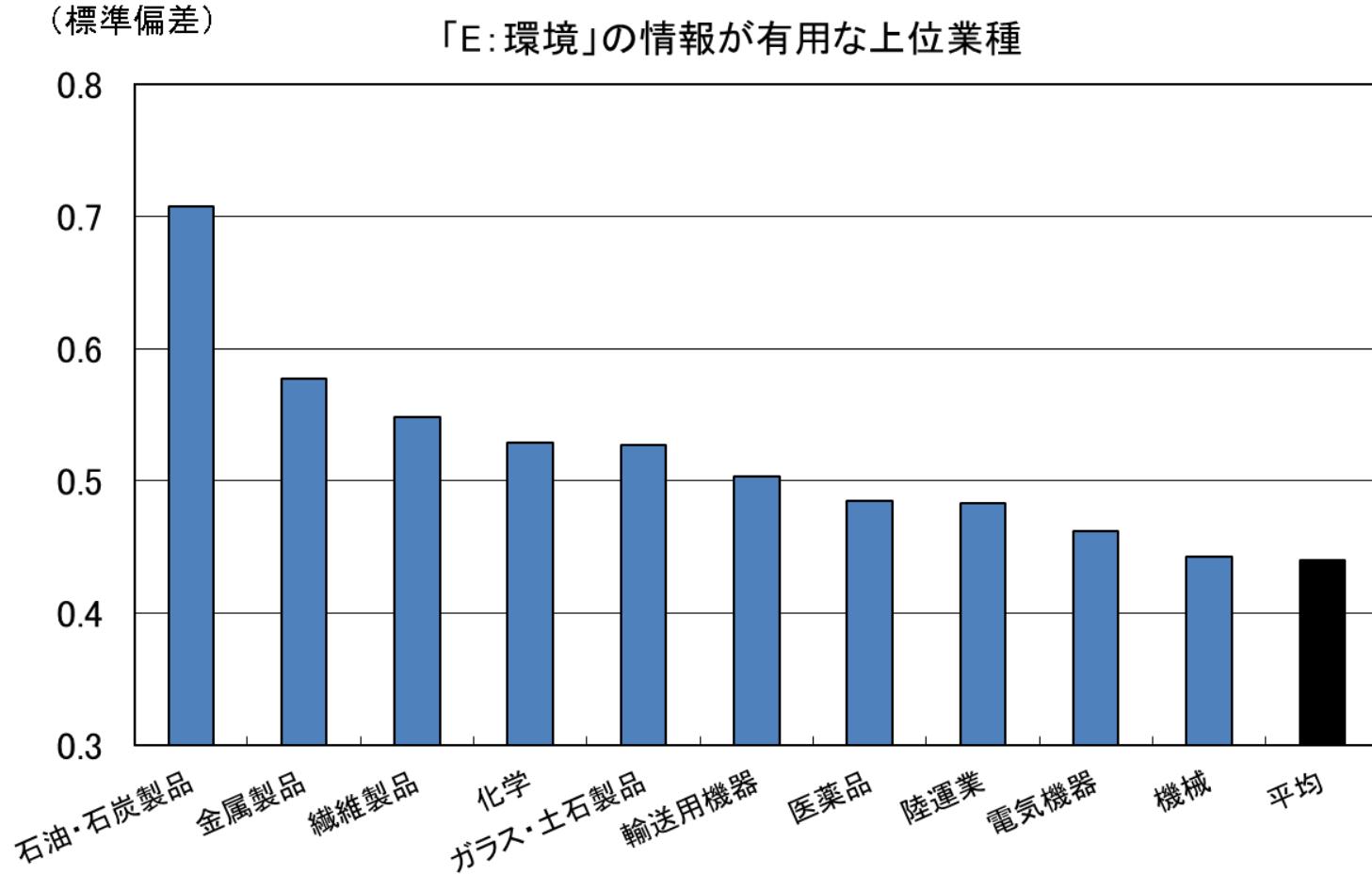


(資料)S項目のレーティングから業種毎に標準偏差を計算

(出所)井口譲二 『財務・非財務の実効的な開示—ESG投資に対応した企業報告』 別冊商事法務2018年4月

## 求められるESG情報の特徴③—E(環境)項目の重要性

- 環境(E)ファクターは、素材関連産業で、アナリスト判断に、比較的大きな影響力を持つ



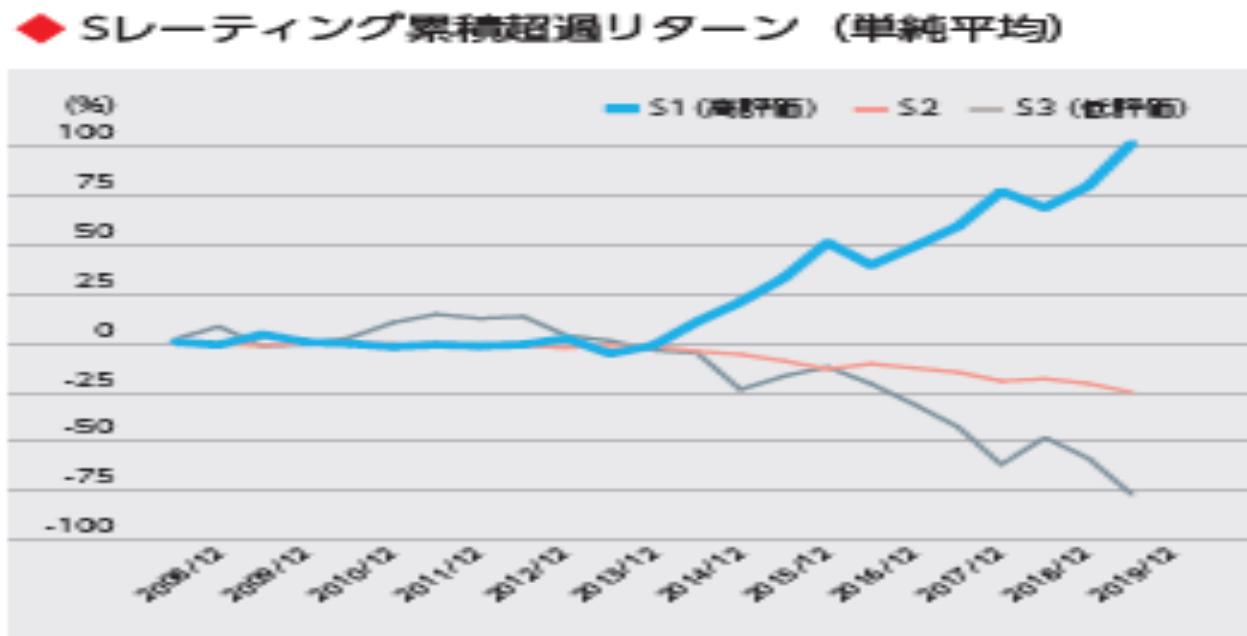
(資料)E項目のレーティングから業種毎に標準偏差を計算

(出所)井口譲二『財務・非財務の実効的な開示—ESG投資に対応した企業報告』別冊商事法務2018年4月

## S要因の株価パフォーマンスにおける重要性

- ESG要因の中でも、S要因は企業価値と密接に結びついていると認識
- ビジネスマネジメントの社会との適合(Social license)⇒今回は取り上げない
- 従業員との関係(人財育成により活力を高める)(従業員満足度ではない)  
⇒人財戦略は、経営戦略の一環、そして、競争力の源泉

S評価の株価パフォーマンス(対ユニバース、累積:2008/12~2020/3)



(出所)ニッセイアセットマネジメント「スチュワードシップレポート2020」 P17

# 長期投資家にとっての人事制度

## ■ 経営戦略を立案するのは経営陣、その監督は取締役会、その執行は従業員ーの役割

- 従業員の働き方は、企業価値創造（＝中期的な株価）にとって決定的に重要
- この従業員の働き方を決めるのは、人事・教育制度と認識

## ■ 投資家にとって、“絶対的によい人事・教育制度”とい**うもの**はない

- 最適な企業価値創造プロセス・企業戦略は、企業によって異なる
- 従って、最適な人事制度も異なる。（企業の“競争力”的一つと理解）  
(同じビジネスモデルの会社でも伸びる会社と伸びない会社、何故か??)
- ただ、すべての企業に重要と思うのは、経営理念の人事・教育制度の反映

## ■ 企業戦略・置かれた状況により、注目する人事・教育制度(の部分)は異なる

- 企業価値向上の観点から注目する経営戦略、そして人事・教育戦略は様々（資本効率向上・海外企業買収のときの人事、新製品イノベーションのための人事・教育、グローバル販売戦略向上・顧客対応力の向上・女性活躍の人事、不祥事対応の人事など）
- 上記の戦略の焦点を切り替えたときの人事戦略の切り替えが示されることも重要

# 具体的な人事・教育制度の投資判断への織り込み方の例

## (ケース 1)

➤ 資産効率向上のためのROIC経営の導入を行うとの経営者の施策

〈中長期投資家の対応〉

- ・ ROIC導入には評価体系変更、教育等など人事制度改革が必要
- ・ 経営者に人事制度の改訂の方向性や進捗度を聞く
- ・ 実効性がある（進捗がある）と判断し、将来長期業績予想を強くみる⇒「買い」の判断

## (ケース 2)

➤ 生産性向上を目指す企業の工場で、何らかの不正・ミスが生じる

〈中長期投資家の対応〉

- ・ 工場における生産性向上には、オープンな文化が必要（お互い改良点をいいあう）
- ・ このような文化（それを支える人事制度）がないからではないか、と疑う
- ・ 長期業績予想に織り込んでいた生産性向上分を取り消す⇒予想引き下げ⇒「売り」の判断

## (ケース 3)

➤ 新製品が次々と出てきて、売上高がよいことを、決算数値で確認

〈中長期投資家の対応〉

- ・ 調査を進めると、イノベーションを起こす工夫（評価・教育制度など）があることを理解
- ・ この強さは持続的と判断し、将来長期業績予想に織り込む⇒「買い」の投資判断

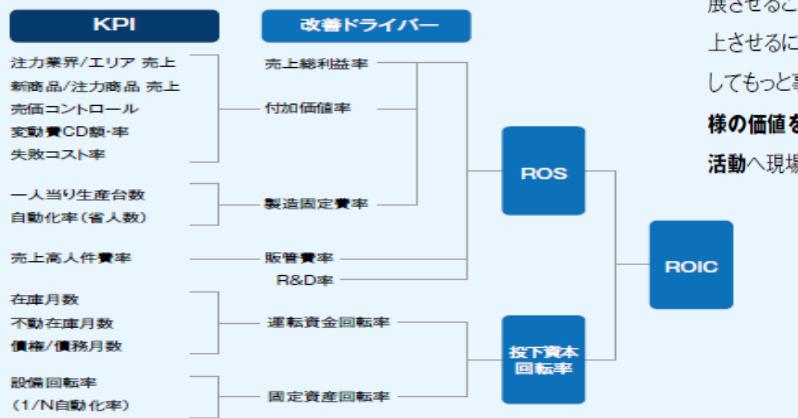
# (ご参考)オムロン株式会社のROIC経営

- ▶ 「経営理念」と「ROIC経営」による人財育成と企業価値向上を志向
- ▶ 「ROIC道場」の具体的な事例も紹介し、戦略に沿った人財育成を示す
- ▶ 企業理念についても、監督から現場まで一気通貫の取り組みを行う(取締役会の関与)

## 1. 何故「ROIC経営2.0」なのか

オムロンのROIC経営は大きく2つの取り組みで成り立っています。1つ目は「ROIC逆ツリー展開」、2つ目が「ポートフォリオマネジメント」です。我々はこのROICを、中期経営計画の中で最も重視する指標の一つとして設定しています。

### ■ ROIC逆ツリー



## 3. 新たな取り組み — ROIC道場

2015年2月からは、財務知識を持たない現場の社員にもこの概念を浸透させるために、「ROIC道場」と銘打った取り組みをスタートさせました。正しい理解を促進するために現場に赴く「伝道師」を育成し、この伝道師達とのコミュニケーションを通じて、現場の活動を広く、深く根付かせる仕組みです。

正直、ROICの概念を頭で理解できているとしても、取り組みは個別最適や縮小発想になりがちです。この活動は単純に知識を伝えるものではなく、伝えた知識をベースに改善のアイデアを現場で共に考え、発展させることを意図しています。今後さらにROICを向上させるには、収益性をさらに高めるとともに、投資をしてもっと事業を成長させる必要があります。**よりお客様の価値を創造する活動、より企業価値を向上する活動**へ現場自らが考え、そして行動することを意図し、

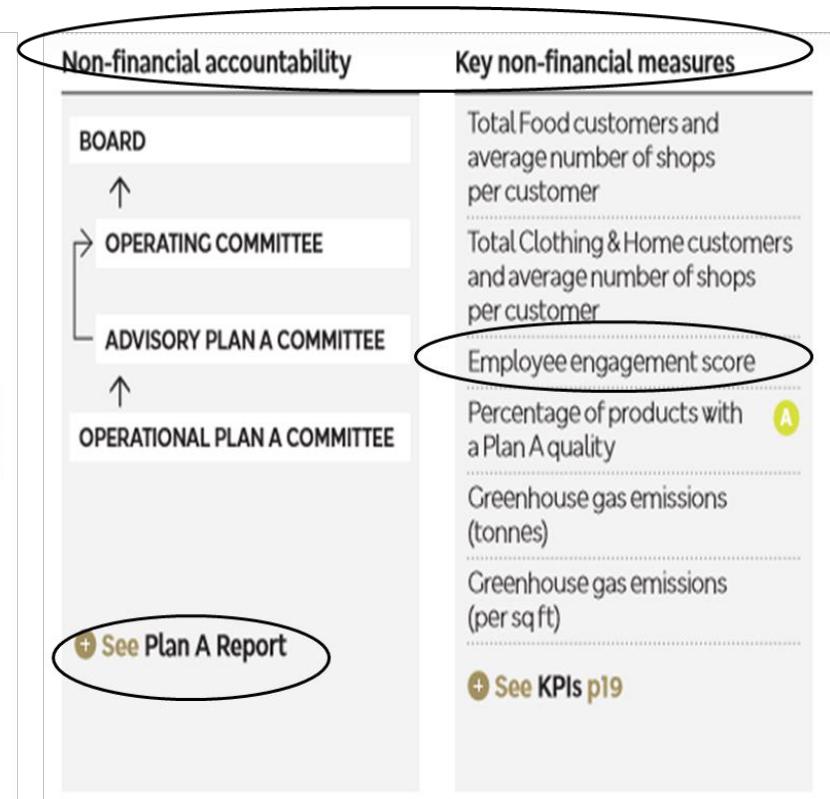
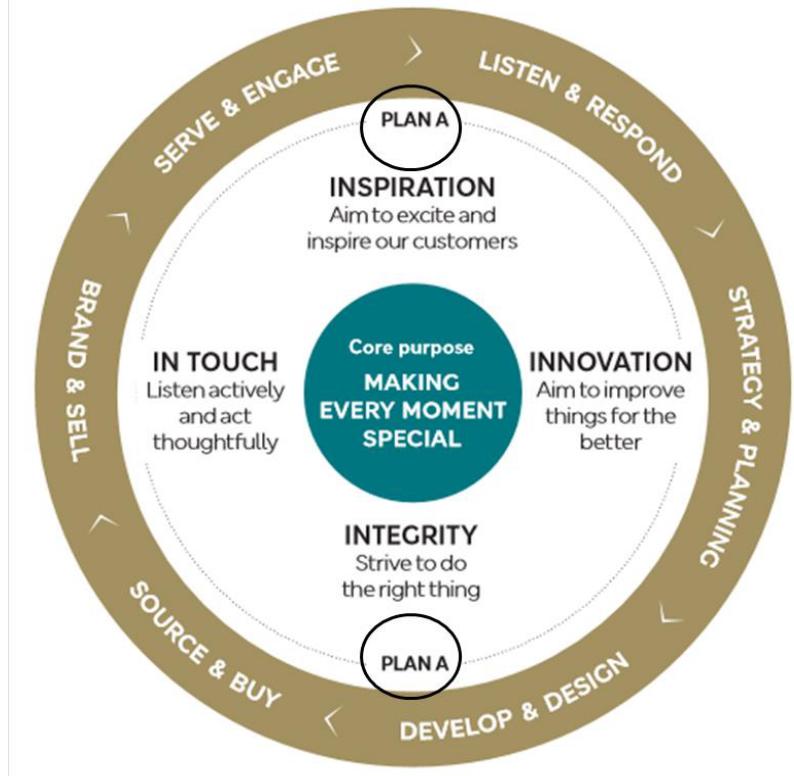
現場ベースで**ROIC経営2.0**を積極的に活用していきます。

オムロンの企業理念の根本は、「われわれの働きでわれわれの生活を向上し、よりよい社会をつくりましょう」という社憲の精神にあります。改めて読んでみると、ROIC経営の翻訳式は経営理念と似ています。ROIC経営は、社員(最大の経営資源)の可能性を信じて、ソーシャルニアーズ(お客様の付加価値)の創造を目指し、絶えざるチャレンジを実践する企業理念の体現そのものです。そのためには、個々の努力も大事ですが、組織全体が連結することが求められます。ROICは個々の活動を連結するための、**共有する「ものさし」**になると信じています。組織全体をつなげて企業理念を体現していくように、創意工夫を重ねながら活動を進化させていきます。

(出所) オムロン株式会社 統合レポート2015

# 経営理念を実現する人財戦略(マークス＆スペンサー社)

- 経営理念「顧客の全ての時間を特別なものに」を実現するための人財戦略
- KPIで進捗を管理、取締役会へも報告(非財務情報の目標の設定)



(出所)MARKS AND SPENCER “ANNUAL REPORT AND FINANCIAL STATEMENTS 2017”

# 経営戦略と結びついた人材教育(上新電機株式会社)

経営の基本 仕事の精度と回転率をあげ、すべての生産性を高める!

中期経営計画( JT - 2020 経営計画)テーマ  
(2018年3月期~2020年3月期:3ヵ年計画)

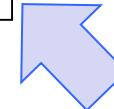
## [ オンリーワンの幸せ提供業 ]

お客さまと従業員が「幸せ」を共有し、株主様、お取引先様、地域社会ともメリットを共有できる経営を推進する。

J T - 2020 経営計画 基本施策

施策テーマ 「オンリーワンの幸せ提供業」を実現するためには  
【四つの力】を引き出し【3つの約束】を実践する!

```
graph LR; A[「人の力」  
にこだわる従業員向上  
生産性の向上] --> B[「商品の力」  
にこだわる販路の開拓  
売上・利益の成長]; B --> C[「会社の力」  
にこだわる社員福利厚生  
士気面での向上]; C --> D[「時の力」  
にこだわるリスク低減  
事業運営の強化]; D --> E[どこよりも  
笑顔ともてなしの  
あふれる  
ジョーシン!]; E --> F[どこよりも  
感謝がある  
商品提案のできる  
ジョーシン!]; F --> G[どこにも負けない  
継続的  
のサポートサービス  
実現!]
```



### ジョーシングループ行動規範に従い お客さまへの取り組みを進めています。

当社のお客さまへのCSR活動は「ジョーシングループ行動規範: お客さまに対する行動」を柱に、安心・安全な製品、サービスの実現や適切な情報提供など幅広く行っています。

#### ●商品・サービスの選定基準

- ・お客さまの安全性を最優先して取り扱う商品・サービスを選定する。
- ・お客さまの望む商品・サービスをどこよりも早く展開する。
- ・市場価格を敏感にとらえ、価値感のある価格で提供する。

#### ●宣伝・広告等に関する方針

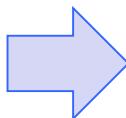
- ・法を遵守し、紛らわしい表現等に注意して、適正表示に努める。
- ・お客さまに分かりやすく役に立つ宣伝・広告物、掲示物づくりに努める。
- ・パブリシティ権や肖像権、著作権、商標権等を侵害しないように注意する。

#### ●まごころサービス活動の推進

- ・お客さまの基本的人権を尊重する。
- ・笑顔ともてなしで地域No.1の『まごころサービス』に努める。
- ・商品・店舗のクリンelinessに努め、快適な環境を維持する。
- ・お客さまに分かりやすい売場・コーナー・POP類づくりに努める。
- ・『専門店』としての商品知識および提案力アップに努める。
- ・お客さまからの問い合わせ等には誠実に対応する。
- ・お客さまの声を真摯に受けとめ、日常業務に反映させる。

#### ●安全性の確保

- ・お客さまの安全確保を最優先に建物・駐車場を造り、維持する。
- ・障がい者や高齢者に配慮したバリアフリーな店舗づくりを推進する。
- ・「お客さま重視」「製品安全の確保」を基本方針に、製品事故防止に努める。
- ・地震、火災等が発生した場合の対応ルールを定め、全従業員に周知する。



### 資格取得を通じ、専門知識豊富な従業員を積極的に養成しています。

「家電製品アドバイザー」(※1)は、家電の販売・営業及び接客のプロとして、商品選択、不具合対応、廃棄等について消費者に的確な助言ができる知識・技能があると認定された人に付与される資格です。「スマートマスター」(※1)は、住まいや住宅設備の構造・性能、省エネ管理等に関する技術や商品動向を理解し、横断的な知識をもって消費者のニーズに合った「スマートハウス」の構築を支援する資格です。当社はスマートマスター育成への積極的な取り組みによって「スマートハウス」の普及に貢献したことが評価され、2018年5月、一般財団法人家電製品協会から表彰を受けました。当社は、専門知識豊富な従業員の養成によって、お客さまに、より一層の安心とご満足を提供できる『幸せ提供業』を目指してまいります。



#### 主な奨励資格と資格保有数

資格名称	保有資格数
スマートマスター	1,681名
家電製品アドバイザー	5,404名
家電製品エンジニア	399名
フォトマスター(※2)	1,785名
電気工事士	284名
工事担任者	319名
衛生管理者	128名

※ジョーシングループ計。延べ人数。スマイルパートナー(※3)・嘱託を含みます。

(出所) 上新電機株式会社”まごころ統合報告書2019

## まとめ

- 2014年のスチュワードシップ・コード導入以降、投資家視点の中長期化が進展している。
- アクティブ運用においては、ESGの視点で、持続的な企業価値創造プロセスにおける「機会とリスク」を把握し、投資判断に生かす、ESGインテグレーション型の運用が主流となろう。
- 求められるESG情報開示とは
  - ✓ アクティブ運用で求められるESG情報は、一律で、形式的な開示ではなく、企業の状況に応じた、ストーリー性のある開示となる。
  - ✓ このため、企業は、自らの中長期的な企業価値(=株主価値)創造にとって、どのESG要素が重要なかを決定する必要がある。(マテリアリティの決定)
  - ✓ 投資家は、そのストーリーを読み解き、自らの中長期業績予想への織り込むなど、中長期的な投資判断に組み込んでいくことになる。

1. 機関投資家にとってのESG

2. 機関投資家のESGの活用方法(ESGインテグレーション)

3. 求められるESG情報とは

ご清聴、ありがとうございました！！