

投資家が関心を持つ社会課題は人的資本

政策調査部 菅原 佑香

要約

2020年は日本版スチュワードシップ・コードの改訂が予定されており、機関投資家のスチュワードシップ活動においてESG課題の重要性が増す。

本稿では、企業のESG情報の中でも特に定量化しづらい社会課題に対して、機関投資家がどのような関心を持ち、企業の取り組みや開示に対して何を求めているのか、調査を行った。スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、活動報告の開示を行う機関投資家の約7割がESGに言及しており、総じて「人的資本」に対する関心が高い。投資家の最たる関心事項は企業価値の向上であり、ビジネスモデルに盛り込まれるESGの取り組みは、企業価値の向上に結びつくプロセスが分かる情報を求めている。

ESG要素のうちS（社会）に関する企業の開示情報は不足している。企業には、投資家が対話で取り上げるテーマや切り口の材料、きっかけとして活用されるような開示の工夫が求められる。投資家のニーズを踏まえた開示を企業が積極的に行うことで、情報が徐々に蓄積され、企業分析においてS（社会）の要素を判断するためのスキームや指標の確立、さらには企業と投資家の対話促進につながることを期待される。

目次

はじめに

- 1章 ESG投資の拡大と企業の社会課題に対する取り組み状況
- 2章 企業との対話で重要視されるようになった社会課題
- 3章 投資家が見る社会課題とは何か
- 4章 企業と投資家の対話促進につながる社会課題と開示の在り方
おわりに

はじめに

ESG投資は、投資対象となる企業を評価する際に、財務的な評価に加えて、環境問題への対応や社会的な課題への取り組みなど、ESG情報を考慮する投資手法である。2020年には日本版スチュワードシップ・コードの改訂により、ESG投資を重視する旨の明記が予定されており、機関投資家のスチュワードシップ活動においてESG課題の重要性が増す。企業のESG課題やその取り組みに対する投資家の関心は今後も高まっていくだろう。一方、ESG情報の中でも特に定量化しづらい社会課題に対して投資家がどのような関心を持っているのか、明確に把握できていない企業も多いと考えられる。

そこで本稿では、投資家のスチュワードシップ活動において、企業のESG課題の中でも特にどの社会課題に対して関心が持たれているのか、投資家がどのような切り口での取り組みや開示を企業に求めているのかについて調査する。投資家の求めを踏まえた場合、企業はどのような取り組みや開示を行っていくべきなのか、明らかにしたい。

1章 ESG投資の拡大と企業の社会課題に対する取り組み状況

1. ESG投資の拡大

投資家は企業のESGに関する取り組みを積極的に評価しようとしている。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が2015年にPRI(責任投資原則)に署名したことでESG投資は急速に拡大した。さらに、2015年6月に東京証券取

引所が上場規程の中に取り入れたコーポレートガバナンス・コードや、後述する2017年5月に日本版スチュワードシップ・コードにおいてESG情報に関する指摘を踏まえた改訂が行われるなど、企業と投資家双方にとってESG情報の重要性は増してきている。

GSI A “2018 Global Sustainable Investment Review”によれば、2016年から18年までの2年間で、世界全体のESG投資額は34%増加し、30兆6,830億米ドル(約3,418兆円)となった。日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)によると、投資家のサステナブル投資合計額は2018年に約232兆円と16年の約4倍になっており、拡大傾向にある。

2. 上場企業でのESG課題への取り組み状況

GPIFが2019年に上場企業を対象に調査した結果によると、上場企業がESG活動において取り組む上位のテーマは、「コーポレートガバナンス」「気候変動」「ダイバーシティ」となっている(図表1)。

そして、「ダイバーシティ」の他にも、「人権と地域社会」や「健康と安全」「製品サービスの安全」といった「S(社会)」に関するテーマが上位にきている。特に、企業の女性活躍や働き方改革は国の政策面からも推進されていることから、これらの課題に取り組もうという企業の意識も高いのであろう。

3. ESG投資における「S(社会)」とは

菅原(2019)¹は、企業の多くが開示フレーム

1) 菅原佑香(2019)「ESG情報におけるSとは何か」(大和総研レポート、2019年10月21日)

図表1 上場企業のESG活動における主要テーマ
(最大5つまで)

今回 順位	テーマ	2019年	2018年	増減 (2019~ 2018年)
1	コーポレートガバナンス	71.2%	67.4%	3.8
2	気候変動	45.5%	36.3%	9.2
3	ダイバーシティ	41.6%	43.0%	-1.4
4	人権と地域社会	34.4%	33.8%	0.6
5	健康と安全	33.3%	32.5%	0.8
6	製品サービスの安全	32.0%	30.5%	1.5
7	リスクマネジメント	27.5%	26.7%	0.8
8	情報開示	21.2%	21.5%	-0.3
9	サプライチェーン	16.9%	17.9%	-1.0
10	取締役会構成・評価	15.4%	14.2%	1.2
11	汚染と資源	14.1%	14.1%	0.0
12	環境市場機会	11.4%	12.3%	-0.9
13	廃棄物管理	11.1%	11.1%	0.0
14	労働基準	10.6%	10.7%	-0.1
15	資本効率	9.1%	6.3%	2.8
16	水資源・水使用	8.6%	8.6%	0.0
17	社会市場機会	5.6%	7.4%	-1.8
18	生物多様性	5.1%	7.1%	-2.0
19	森林伐採	4.8%	5.5%	-0.7
20	不祥事	3.1%	2.3%	0.8
21	腐敗防止	2.5%	3.7%	-1.2
22	少数株主保護(政策保有等)	1.0%	0.8%	0.2
23	紛争鉱物	0.7%	0.6%	0.1
24	税の透明性	0.7%	0.5%	0.2
25	その他	9.4%	13.2%	-3.8

(出所) G P I F 「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」から大和総研作成

は、「S（社会）」に関するテーマは大きく分けて、「①企業組織における労働者の雇用や労使関係」「②企業を取り巻くステークホルダーにおける人権リスク」「③製品の品質や安全性、顧客満足度などの消費者課題」「④地域社会などのコミュニティへの参画や貢献活動」「⑤公正な事業慣行やコンプライアンス、苦情処理などの対応」の五つに分けられるとしている。

投資家などを開示先の対象とするフレームワークには、I I R C（国際統合報告評議会）が策定した国際統合報告フレームワーク³やS A S B（米国サステナビリティ会計基準審議会）の示すMateriality Map^{®4}などがある。投資家だけでなく、企業、地域社会やN P Oなどのマルチステークホルダーを対象としているフレームワークには、G R Iが示すガイドラインやフレームワーク、ISO26000（国際標準化機構）⁵などがある。ただ、いずれのフレームワークもE S G情報が何であるかを明確には定義していない。特に、「S（社会）」がどのよ

うなテーマなのかは、同じE S G要素の中でもガバナンスや環境に比べて曖昧であり、情報をくみの視点から整理を行っている。また、菅原(2019) 取りづらい。

- 2) G P I F が 2019 年に上場企業を対象に実施した「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」によれば、E S Gを含む非財務情報の任意開示を行う企業が参考にするフレームワークとして多いのは、「G R I ガイドライン」または「G R I スタンド」である。G R I（Global Reporting Initiative）とは、U N E P（国連環境計画、United Nations Environment Programme）の公認協力機関であり、組織がサステナビリティ報告をする際の開示ガイドラインを提示している。
- 3) I I R C（国際統合報告評議会、International Integrated Reporting Council）が、統合報告書を作成する企業組織向けに、報告書の定義や指導原則、ガイダンスを整理している。
- 4) S A S B（米国サステナビリティ会計基準審議会、Sustainability Accounting Standards Board）は、将来的に企業財務に大きなインパクトを与えられとされる非財務情報（E S G情報を含む）開示基準を業種ごとに提示している。
- 5) I S O（国際標準化機構、International Organization for Standardization）が2010年に発行した企業の社会的責任に関する国際規格である。

2章 企業との対話で重要視されるようになった社会課題

1. 投資家のステュワードシップ責任

2017年に改訂された「日本版ステュワードシップ・コード」において「ステュワードシップ責任」とは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『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』（中略）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を意味するとされている⁶。また、「日本版ステュワードシップ・コード」を受け入れる投資家に対しては、ステュワードシップ責任を果たすための取り組み方針などを自らのウェブサイトで開示することが求められている⁷。

同コードにおいては、投資家が把握すべき内

図表2 エンゲージメント活動における企業との対話において、投資先企業と多く議論した事項の割合（複数回答）

	平成30年10月調査	平成29年10月調査	平成28年10月調査
ガバナンス体制（取締役会構成や資本構造を含む）	67社 65.0%	67社 60.4%	59社 61.0%
取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	20社 19.4%	24社 21.6%	21社 22.0%
取締役・取締役会の資質	25社 24.3%	27社 24.3%	22社 23.0%
取締役報酬の水準・報酬の決め方	18社 17.5%	19社 17.1%	16社 17.0%
社外取締役の有無及び役割	32社 31.1%	33社 29.7%	37社 39.0%
監査役・監査役会の有無及び役割	15社 14.6%	10社 9.0%	10社 10.0%
企業戦略（除く株主還元策）	81社 78.6%	86社 77.5%	83社 86.0%
企業文化（カルチャー）	26社 25.2%	21社 18.9%	20社 21.0%
企業業績及び長期見通し	60社 58.3%	68社 61.3%	69社 72.0%
企業活動全般	36社 35.0%	41社 36.9%	43社 45.0%
社会・環境問題	39社 37.9%	30社 27.0%	16社 17.0%
リスク要因（社会・環境問題に関連するリスクを除く）	42社 40.8%	46社 41.4%	41社 43.0%
経営者の後継問題	24社 23.3%	22社 19.8%	22社 23.0%
企業買収（M&A）	28社 27.2%	30社 27.0%	22社 23.0%
監査の状況	9社 8.7%	8社 7.2%	7社 7.0%
株主還元策	56社 54.4%	55社 49.5%	49社 51.0%
社外取締役または社外監査役の独立性	26社 25.2%	23社 20.7%	
企業価値向上に向けた取締役会の評価	20社 19.4%	17社 15.3%	
情報開示	28社 27.2%		
その他	22社 21.4%	23社 20.7%	10社 10.0%

（出所）一般社団法人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の結果について」から大和総研作成

6) 「『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版ステュワードシップ・コード>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」

7) 本コードを受け入れる機関投資家に対しては、以下の対応が求められている。

- ・以下を自らのウェブサイトで公表すること。

「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）

「コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目」

- ①ステュワードシップ責任を果たすための方針などコードの各原則（指針を含む）において公表が求められている具体的項目

- ②実施しない原則（指針を含む）がある場合には、その理由の説明

- ・当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと（更新を行った場合には、その旨も公表すること）
- ・当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知すること

容として、「投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項」と例示されているものの、運用方針は投資家によって異なることから、着目すべき企業の情報は投資家が自ら判断をされるとされている。

2. 企業との対話で議論されるようになった社会課題

企業と投資家の双方で社会課題への注目は高まっている。両者の対話においても、社会課題は重視されてきているのだろうか。

日本投資顧問業協会が行ったアンケート調査によれば（図表2）、エンゲージメント活動における企業との対話において、投資先企業と多く議論した事項（複数回答）として多いのは、「企業戦略（除く株主還元策）」や「ガバナンス体制（取締役会構成や資本構造を含む）」「企業業績及び長期見通し」「株主還元策」が上位にくる。しかし、「社会・環境問題」と回答する投資家の割合も増えている。平成28年10月調査時点で17.0%であった割合は、平成30年10月調査時点には約2.2倍の37.9%となり、増加率で見れば、全ての項目の中でも最も大きく上昇している。

3章 投資家が見る社会課題とは何か

3章では、投資家が重要と考える企業の社会課

題とは何か、投資家のスチュワードシップ活動報告や活動方針を調査することでより具体的に明らかにしたい。

1. スチュワードシップ活動報告の調査

本稿での調査対象は、金融庁が発表している、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した投資家のリスト⁸（2019年9月30日時点）に掲載された投資家とする（図表3）。

投資家の発行するスチュワードシップ活動に関する報告書やレポート、もしくは自社のウェブサイトで公表しているESG投資に関する方針を基に、投資家の社会課題における関心事項や切り口を探る。

同コードの受け入れを表明している投資家は269社であり、そのうち信託銀行や投信・投資顧問会社等、生命保険・損害保険会社は合わせて216社である。その中で、スチュワードシップ活動報告の開示をしている投資家は105社であった⁹。

なお、投資家によって、活動報告や方針の記載の仕方は分かれている。その年度の活動報告として実績値を記載しているケースもあれば、今後の方針も含めて記載されている場合もある。そのため、いつ時点でのESG課題に対する関心事項なのか必ずしも明らかではない。本稿の分析においては、その点にはこだわらず、直近の情報として投資家のウェブサイトで公表されているESG課題に関する記述内容を基に分析を行うこととした。

8) 『「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』の受け入れを表明した機関投資家のリスト。

9) スチュワードシップ活動報告の可否は、金融庁「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について」（令和元年9月30日時点）の「スチュワードシップ活動報告」の項目にチェックのついている投資家とした。

図表3 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明を行う機関投資家

	スチュワードシップ・コードの受け入れ表明	スチュワードシップ活動報告の開示
信託銀行等	6	6
投信・投資顧問会社等	187	80
生命保険・損害保険会社	23	19
年金基金等	46	—
その他 (議決権行使助言会社他)	7	—
合計	269	105

(出所) 金融庁「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について」(令和元年9月30日時点)を基に大和総研作成

2. 投資家のS（社会）課題に対する関心事項

1) ESGに言及する投資家は約7割

スチュワードシップ活動報告の開示を行う投資家105社のうち、報告書やレポート内でESGのワードを用い、スチュワードシップ活動にESG情報を組み入れて説明する投資家は約7割であった。

2) 投資家のS（社会）に対する関心は「人的資本」

では、そのうちESGというワードを報告書やレポート内に単に記述しているにとどまらず、ESG課題に言及する投資家の社会課題に関する具体的な関心事項は何であろうか。

関心事項は、ESGの重要課題として記載されているケースもあれば、エンゲージメントや対話における重要テーマとして記載されるなど、投資家のスチュワードシップ活動報告の形式は様々である。そうした中、具体的なESG課題を記述す

る投資家の大多数が「人的資本」に関するテーマを取り上げている。もちろん、表現の仕方は様々であり、「人材確保」や「人材育成」「人的資源開発」「労働安全衛生」「人権」「人材マネジメント」「人的多様性」「サプライチェーンの人権」などが具体的な関心事項となっている。企業組織内の雇用や労働に関する課題に加え、サプ

ライチェーン全体で見た場合の人権リスクの視点から記載されているケースも見られた。

「人的資本」について、さらに具体的にどのような投資の切り口で関心があるのか言及しているケースはあまり多くない。ただ、「ヒューマンキャピタルマネジメント」のエンゲージメントに関する対応について「人権については、国際的な人権基準に基づいて、主に『リスクの観点』から、また『働き方改革』については、長時間労働の解消や雇用形態の格差是正などがいかに労働生産性の改善に寄与しているのか、主に『リターンの観点』からエンゲージメントを行っていきたい」と、働き方改革や労働生産性の視点から説明している投資家¹⁰が見られる。それ以外にも、「諸外国に比べ低い労働生産性」「人手不足による人材確保リスクの上昇」「経営人材の育成・確保」を具体的に記述する投資家¹¹や、コーポレート・ガバナンスの要素の一つとして、「ダイバーシティ含めた人材の有効活用等」と記載している投資家¹²も見られる。

企業の経営戦略や事業戦略において、財務と非

10) アセットマネジメント One「スチュワードシップレポート 2019」

11) ブラックロック・ジャパン「スチュワードシップ・レポート（2017年7月～2018年6月）」

12) 三菱UFJ国際投信株式会社「スチュワードシップ活動のご報告（2018年7月～2019年6月）」2019年（令和元年）8月30日

財務のバランスを取ることは不可欠であり、その意味において人材獲得や人材のリテンション対策、人件費削減の対応を経営の根幹と考える投資家は多いのかもしれない。また、E S G課題を具体的に言及していない投資家であっても、ガバナンスに関しては記載がある。人材の多様性から考えれば、取締役に占める女性役員や社外取締役の比率も重要なテーマの一つであろう。それ以外では「製品責任」「健康や安全」「地方創成」といったテーマがS（社会）課題の重要テーマであるとする投資家も見られた。

3) 投資家が求める企業のE S G課題に対する取り組みと開示の在り方

企業のE S G情報を投資家はどのような視点で見ているのか。企業との対話において投資家がどのような企業の取り組みや開示を求めているのか、投資家のスチュワードシップ活動実績や方針の事例を基に、①マテリアリティの特定、②ビジネスモデルにおけるE S G課題の設定、③取り組みの進捗管理——の3点を指摘したい。

第一に、企業が重点的な課題として設定しているマテリアリティは何かという視点である。例えば、統合報告書を読むポイントにマテリアリティを掲げ、「どの課題を優先して解決するか、経営資源をどのように配分するか、という点に着目」という記述をしている投資家¹³がいる。同様に、エンゲージメントでの重点テーマの一つとして、「マテリアリティの特定と経営戦略への組込」を明記している投資家¹⁴も見られる。

スチュワードシップ活動報告での記述から、企

業の持続可能な発展を目指すために自社や社会、ステークホルダーにとっての重要課題を特定できているかどうか注目されていることが示され、またそのマテリアリティが何かということに投資家の関心があると言えよう。

第二に、ビジネスモデルや経営戦略においてE S G課題がどう設定され、リスクと機会を踏まえた取り組みが行われているかという視点である。例えば、「目的を持った対話の実践におけるポイント」として、「E S Gの観点を含むビジネスモデル説明がなされているか」あるいは「社会課題解決に向けた取り組みと企業価値向上が関連付けられているか」との記載がある投資家¹⁵が見られる。企業価値の向上にどうつながるのかという意味においては、成長機会の獲得という視点が特に重要視されている。

企業がE S G課題に取り組むことによるブランド価値やリクルート効果の向上などの社会的価値も重要だが、投資家の最たる関心事はそれが企業価値の向上へ寄与するかどうかだ。社会課題に対する取り組みの充実度だけではなく、企業の経営戦略における取り組みの位置づけや、企業価値へつながるパスが明確になるような開示を企業に求めていると考えられる。

第三は、投資先企業の取り組みにおいて、目標を定め進捗管理と取り組み方法の改善を持続的に行う体制を整えているかどうかということだ。例えば、「投資先企業の課題に対する取組み状況及びエンゲージメントの成果を適切に把握・管理するため、課題設定から課題解決まで8段階のマイルストーンを設定」といった投資家¹⁶がいる。

13) 三菱UFJ信託銀行「スチュワードシップ報告書 2019」

14) 第一生命「2019年 責任投資活動報告」

15) 三菱UFJ国際投信株式会社「スチュワードシップ活動のご報告（2018年7月～2019年6月）」2019年（令和元年）8月30日

16) アセットマネジメント One「スチュワードシップレポート 2019」

つまり、投資先企業がエンゲージメントを踏まえた課題の進捗状況を定期的にフォローしているか、提示した課題の解決に向かっているのか、そのプロセスが分かる情報を投資家は求めている。

4章 企業と投資家の対話促進につながる社会課題と開示の在り方

前章で述べたように、投資家はその投資先企業がマテリアリティを特定し、その社会課題に対する取り組みを経営や財務戦略の中に位置づけているかどうか、そして、その取り組みの結果までのプロセスをきちんと把握し分析できているかどうかということが分かる開示情報を求めている。

一般社団法人日本IR協議会が2019年に実施した調査¹⁷においても、企業は非財務情報の開示が重要と考えつつも「持続的な成長に向けての取り組み」の開示は進んでいないことが示されており、前章で指摘した投資家のニーズと整合的である。

当然のことながら、企業は何に取り組み、いかに開示するかが問われていることになる。どう取り組むか、その示唆を得るきっかけの一つに投資家との対話がある。対話促進につながる、取り組みや開示はどうあるべきなのか。

1. 企業が取り組むべき人的資本の課題

働き方改革や女性活躍の推進を政府は積極的に進めており、労務コンプライアンスに対する対応も拡充されてきている。2020年度には大企業向

けに同一労働同一賃金の原則が導入され、企業の雇用・労働に対する取り組みはより一層強化が求められる。また、2015年に上場規程にコーポレートガバナンス・コードが導入されて以降、上場企業における女性役員登用にに向けた企業の取り組みも活発化してきた¹⁸。

企業にとって、法令を遵守することは当然だが、雇用・労働以外の側面から見ても、「人的資本」に関して企業が対峙すべき社会課題は変化し続けている。例えば、従業員のメンタルヘルス対策などの健康経営や労務管理が不適切であったがために生じ得る人的リスク、サプライチェーン全体で見た人権の問題¹⁹など、多様な側面から各企業にとって必要な取り組み事項の選択が求められている。

企業側が人的資本の分野の制度整備や取り組みを強化する中、投資家が外部から企業間を比較することはますます難しくなっている。企業独自の切り口で「人的資本」に対する取り組みを行うことで、対話促進につながれば、投資家という企業組織外の視点から取り組みの評価や示唆を得るきっかけになり得るだろう。

その際の視点の一つに、企業を取り巻くステークホルダーと社会課題の関わりがある。ESG評価のSの要素として「ステークホルダー（従業員・顧客・取引先等）との関係」を挙げる投資家は多い²⁰。

従業員の視点から考えれば、人材のリテンションや生産性にも影響し得る従業員の満足度やモチベーションを高めるための取り組みは重要だ²¹。そのためには、いわゆる働き方や福利厚生

17) 一般社団法人日本IR協議会「第26回『IR活動の実態調査』(2019年4月)」

調査対象は全株式上場企業3,755社。回答社は850社であり、回収率は22.6%である。

18) 菅原佑香「内部昇進の女性役員が多い業種はどこか」(大和総研レポート、2019年1月28日)

19) 菅原佑香「企業が注意を払うべき人的リスクの存在」(大和総研レポート、2019年9月25日)

20) 例えば、ニッセイアセットマネジメント「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」(2019年8月)等

21) 菅原佑香・大和敦「ESG投資で注目高まる従業員満足度の開示」(大和総研レポート、2019年8月14日)

にとどまらない幅広い取り組みが必要だろう。例えば、不正に至らないレベルだとしても職場での悩みの相談を受け入れる内部通報制度²²や従業員意識調査などはコンプライアンス意識の醸成や不正予防という視点から有効だと考えられる。

また、顧客や消費者という立場から考えてみれば、「消費者志向経営」のように持続可能な社会の発展や社会の課題解決を図る視点で企業経営に取り組むことも意味があるだろう²³。消費者や顧客の生活や満足度の向上だけでなく、消費者トラブルの減少につながる。

ビジネスの多様化や働き方が大きく変化する時代において企業が持続的に成長するためには、経営や事業における「人的資本」を戦略的な投資の一つとして捉える必要があることはいうまでもない。「リスク低減」と「成長機会の獲得」の二つの視点からの取り組みを行うことが、より重要になってくるであろう。

2. 投資家との対話促進につながる開示とは

経済産業省が国内投資家へヒアリング調査を実施した結果によると、「Sの取組は定量評価が難しい面があるが、必要に応じて、企業に従業員満足度調査の実施を依頼し、その結果を開示するよう求めている。男性の育休取得率や離職率など、Sに関する情報開示として考えられるものはあるが、日本企業においてはSに関する情報開示がまだまだ少ない。」との声がある²⁴。実際に、筆者が国内の投資家と面談した際にも、同様の声を多く

耳にしている。ESG要素のうち、Sに関する情報を分析するための切り口や定量化するスキームを求める投資家のニーズは強い状況にある。

Sに関する取り組みを企業が積極的に行っても、企業がそれを開示しないことには、投資家には伝わらない。企業はマテリアリティの特定を行い、自社にふさわしい社会課題への取り組みやその進捗状況が伝わるような開示をすることが、投資家との対話を持つための前提条件であろう。

投資家がそうした角度からの情報を求めているのは、企業の開示情報だけでは把握することができない制度の実効性や従業員の意識、職場風土の醸成など、各企業の本質を対話を通じて深く理解したいと考えているからである。企業が制度や取り組みを導入したとしても、それが機能しているか、投資家が外部から企業間を比較し評価することは極めて難しい。そのため、KPI等の指標の設定に加え、指標の実績値を企業がどう受け止めているのか、その自己評価等も開示することが企業には求められる。

さらに言えば、自社にとってポジティブな指標の開示ばかりでなく、むしろネガティブな指標の結果の公表や課題の改善に取り組む企業を投資家が評価するという面もあるのではないかと。人事施策・CSR情報に関する項目の中で、投資家が「ぜひ開示してほしい」と「開示されていれば参考に」と回答した合計の割合が最も高いのは「メンタルヘルスによる休職者数」である²⁵。他にも、内部通報件数²⁶や顧客や消費者からの苦情件数な

22) 菅原佑香「企業の不正予防につながる内部通報制度」(大和総研レポート、2019年6月20日)

23) 菅原佑香「消費者や顧客の声を企業は活かしているか」(大和総研レポート、2019年11月21日)

24) 経済産業省「SDGs経営／ESG投資研究会報告書」「別添4 関連ヒアリングの概要等(海外企業・投資家・評価機関)」(2019年6月28日)

25) 労働政策研究・研修機構(2018)「企業の人的資産情報の『見える化』に関する研究」調査シリーズNo.185

26) 菅原佑香「企業の内部通報件数が増える状況が意味するものは何か」(大和総研コラム、2019年10月1日)

どの指標の開示を求める投資家の声も多い。

投資家と投資対象の企業との対話は、決算発表後のミーティングやIRミーティング等を通じ日常的に数多く行われている。投資家が対話を行う企業の選定にあたって、不祥事や不正などのインシデントが発生した企業を選定することはあっても、それ以外で明確なESG課題や取り組みを設定できている企業でなければ、エンゲージメント対象の企業として選定されないだろう。

企業が雇用や人材に関する取り組みの充実を図ることは、投資家との対話促進につながり、改善を行う気付きにもなり得る。そのため、投資家が対話のテーマとして何を取り上げ、どういう切り口で質問したいと思うか、対話の材料やきっかけとして活用される開示の在り方が期待される。

おわりに

本稿では、投資家が発行するスチュワードシップ活動に関するレポート、ウェブサイトにて記述されている方針から、投資家のESG課題に関する関心事項の考察と分析を行った。また、企業と投資家との対話促進のために、企業に求められる社会課題に関する取り組みや開示の在り方について検討した。

確認できたことは、投資家の最たる関心事項は企業価値の向上であって、ビジネスモデルに盛り込まれているESGに対する取り組みが、どう企業価値に結びついているのか、さらにその結果に至るまでのプロセスが分かる情報を求めているということである。

S（社会）に関する企業の開示情報は、定量的なものも定性的なものも、双方がまだまだ不足している。だが、E（環境）やG（ガバナンス）と

異なり、分析や定量化のスキームや指標が確立されていないからこそ、投資家にとっては、独自の視点で分析したり、エンゲージメントを行ったりできる余地が大きいテーマがS（社会）ではないか。筆者が投資家と議論する中では、S（社会）の要素で特にエンゲージメントの特徴を出していきたいという声が多く聞かれた。

投資家のニーズを踏まえた開示の仕方を企業が積極的に行うことで、情報が徐々に蓄積され、企業分析においてS（社会）の要素を判断するための指標が見えてくるかもしれない。そうすれば、S（社会）を考えるべきスキームの確立、さらには企業と投資家の対話促進にもつながっていくだろう。

[著者]

菅原 佑香（すがわら ゆか）



政策調査部
経済システム調査グループ
研究員
担当は、人事管理や雇用/
労働政策、家族政策