

## 第10回 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会

### 議事概要

1. 日時：平成29年10月13日（金）13時00分～14時30分
2. 場所：経済産業省別館 1階 104各省庁共用会議室
3. 議題：
  - ▶ 研究会報告書（案）について
  - ▶ 価値協創ガイダンスを活用した今後の展開について
4. 議事概要

#### 1. 研究会報告書（案）について

##### ○ 研究会報告書（案）の全般的な内容について意見が示された。

- 本報告書（案）について、企業経営の視点からも示唆に富むものとなっている。わかりやすく簡潔にまとまっている。
- 最近、ESG（環境・社会・ガバナンス）、企業のサステナビリティ（持続可能性）、2つのコード（コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コード）、統合報告、SDGs等について、メディアで報じられることが多く、社会の関心の高まりを感じている。そうした点から、なるべく早く本報告書（案）が公表されることを期待する。
- これまで企業・投資家において ESG に対する理解・解釈が不十分だったところ、価値協創ガイダンスで G を独立させるなど整理し、今回の本報告書（案）で詳細にまとめた意義は大きい。
- 本報告書（案）は幅広い議論がよくまとまっている。ESG という言葉を通じて投資への見方が変わってきている。金融教育でも ESG が使われてきており、企業と投資家の枠を超えて、「貯蓄から投資」の後押しもしている。本報告書（案）をきっかけに投資信託や資金仲介者を通じて勢いが生まれることに期待している。

##### ○ 研究会報告書（案）の個別内容について意見が示された。

- 第七章の提言において、スチュワードシップ・コード改訂版に議決権行使結果の個別開示が盛り込まれた影響に関して更なる議論が必要との提言もあってよいのではないか。コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-1①において「取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。」とされていることに加え、今年からスチュワードシップ・コード改訂を受けた機関投資家における議決権行使結果の個別開示が開始されたことにより、今まで以上に企業と投資家の

対話が盛んになる。現状、企業側には議案が通ればよいという意識があり、投資家側では反対票を投じて終わりになってしまっている。本報告書（案）や価値協創ガイドランスの目指すところは、企業が投資家との対話を通じた「価値協創」につなげていくことであり、そうしたシナジーを生むために企業も投資家も議決権行使について更に検討する必要がある。これは既に提言に入っている政策保有株式の問題とも関連する。

- TOPIX について、米国 S&P500 と比較しているが、機関投資家が米国株式に投資する際にベンチマークとするインデックスはラッセル 1000 等が一般的である。機関投資家は、時価総額加重型の指数（ラッセル 1000、中小型までを含めたいのであればラッセル 3000）を活用するのが一般的である一方、機関投資家が TOPIX をベンチマークとして使う場合は時価総額による銘柄の絞り込みをしないことになる。もちろん TOPIX にも TOPIX500 などがあるが、そのような銘柄数が絞り込まれた指数が使われていないのは、「投資家が問題点を理解していない」というよりも、先物市場がないため、活用されていないのが実態ではないか。
- 米国指数委員会の記載について、企業価値を評価するのは本来株式市場である。株式市場の評価が株価に表れ、時価総額が上がることで銘柄数を絞り込んだ時価総額加重型の指数に組み込まれていく、という形で新陳代謝が働く。
- 「TOPIX だけでなく、JPX 日経 400 等、過去の定量指標を用いる指標に共通する課題であるとの指摘もなされた。」という点について、JPX 日経 400 はそうかもしれないが、TOPIX に共通する課題ではない。
- パッシブ運用の高まりについて、「価格形成機能の働きを弱める懸念がある」旨の記載があるが、アクティブだから常に適正株価を発見できるわけでもない。パッシブ運用には、運用コストが削減されて、投資家にその分高いリターンがもたらされるメリットがある。株式市場が 100%パッシブ運用になるなら問題が起きるが、パッシブ運用とアクティブ運用のバランスで株式市場は成り立っている。また、アクティブ運用ではポートフォリオに入れていない銘柄の株価が上がり出すと、遅れて買いに行き、割高で購入する、または、保有銘柄の株価が下がると売却して下げを加速させるなど、ミスプライシングを助長する可能性はアクティブの側にもある。
- 政策保有株式については ROE にも影響している。政策保有株式により資本がかさ上げされている分を償却すれば資本効率が上がる。これにより日本企業の ROE は欧米に近づくはずである。また、コーポレートガバナンス・コードにおいて保有のねらい、合理性の説明を求めているが、株式市場全体の機能論、健全性から考えれば、説明が難しいはず。なお、政策保有株式の解消については、市場に売りが出て暴落するという人もいるが、保有株式を売却して得た資金を使って、持たれている株式を買い戻せばマーケットインパクトなく解消できる。
- 人的投資に関する調査について、引用頂いた調査により、製造業・非製造業における育成対象は確認できた。現在、経営層にトップヒアリングを行っており、経過報告となるが、一人当たり人的投資の金額については、全従業員で計算するか、重点

投資対象に限定して計算するかで見え方が変わるという指摘が多い。アンケート等公表資料は前者で出すことが多いが、実際は後方で計算されるべきであり、投資金額が大きくなる。経営層、幹部候補生には手厚く研修を行っているという実態もある。ただし、海外人材育成に関しては、留学等の金額を把握しやすいものから、海外の現場でOJTという形で経験を積ませるといったものに移行してきており、OJTの中に埋没する分、金額が見えにくくなる。

- 本報告書（案）に記載があるMIFIDⅡの影響について、予想以上に大きくなることが想定される。今後はセルサイド・アナリストの淘汰が進み、企業から投資家に対して情報がダイレクトに伝わるような動きが加速するのではないかと。
- 本報告書（案）のガバナンスの内容について、今後、法令遵守体制や監査体制等の重要性の議論が必要。近年、一部の日本企業においていくつかの不祥事が発生しているが、そうした不祥事を防ぐための体制について企業に確認するようにしている。安心して投資を行うためにはそうした情報が必要。
- 本報告書（案）では、研究開発とビジネスモデルが分けられているが、その2つは明確に分けられるものではない。企業がビジネスモデルを変更する際、研究開発や組織変更を行い、コストをかけることになる。最近では、シェアリング・エコノミーを題材にしてサービス分野におけるイノベーションをどう捉えるかという研究が進められている。

## 2. 価値協創ガイダンスを活用した今後の展開について

### ○ これまでの活用について意見が示された。

- セミナーなどで話す機会があれば、本ガイダンスについて話すようにしている。企業からは本ガイダンスについて、様々な観点があるためこれを語るのは社長などトップだけという反応がある。
- 英国の機関や機関投資家と本ガイダンスについて意見交換したところ、非財務情報の開示意義や利用目的の整理という点で日本に先行された、統合的思考（Integrated Thinking）について示されている点について参考にさせてもらう等と言われた。海外の取組と整合している。
- 企業からはなぜ人的投資データを開示する必要があるのかと言われることもあるが、その際に本ガイダンスを提示し、そうした非財務情報が投資家との対話に役立つと伝えると理解される。本ガイダンスは銀行と企業の対話にも役立つ。
- アナリスト向けに勉強会を行うなど普及に努めている。企業向けにも外部依頼のIR講演会などを通じてガイダンスの活用の仕方などを説明している。経済産業省が中心となって、企業向けなどに大規模セミナーをやるなどするといふ。
- 企業における活用として、自社の統合報告書の作成担当者に本ガイダンスを共有したところ、投資家が企業にどのような情報を期待しているかがわかりやすいとの反応だった。

○ 今後の展開について意見が示された。

- 本ガイダンスについて、良い物はできたがまだ認知度が低い。伊藤レポート公表の際、求められる ROE の水準を一律に 8% として公表することには賛否があったが、メッセージ性を込めて 8% とした。本報告書（案）についても一言で言えるキャッチフレーズを考える必要がある。
- PBR は、将来キャッシュフローへの期待を示す PER と、ROE を掛け合わせたものであり、これが今回のポイントではないか。ROE はよく、過去の実績値に過ぎない、企業により操作が可能等と批判されることがあるが、PER は企業が操作しようがない投資家から見た指標。世間に知ってもらうためのキャッチフレーズとして PBR はありではないか。
- 経済産業省が本ガイダンスを用いて業種や業界毎に分析・対話するような取組は影響力があり、望ましい。
- 国内は今年が「ESG 元年」ではないか。ESG についてどのように開示したらよいかを聞かれた際に、本ガイダンスを提示すると理解される。今後浸透していくはずであり、現段階で十分浸透していないことを気にしなくてもよい。
- 本ガイダンスのポイントは、①企業と投資家の共通言語、②統合的思考、③ESG について E・S と G の性質が違うことを示したことにあると考えている。
- 企業価値を高める主体は企業であるが、伊藤レポートが公表されるまでは指南書はなかった。伊藤レポートによって、資本効率経営の重要性への気付きが生まれた。「伊藤レポート 2.0」ということを前面に出してアピールした方がいい。企業にとっては「ESG 経営のための指南書」という位置づけが良いのではないか。
- 今後セミナーなどでは本ガイダンスの実物を参加者に手渡そうと思っている。大学の企業経営者向けの講義で本ガイダンスを活用した議論を行うコースを設けると経営層にとってプラスになるのではないか。
- 今後の展開の図において、対話が企業と投資家に限定されたものになっている。従業員、取引先、その他のステークホルダーとの関係も重要であり、そうした点も議論される必要がある。
- 今後は提言にあるプラットフォームを通じて、ベストプラクティス等の事例の検証、発表が進むことに期待している。
- 本報告書（案）は良くまとまっている。本報告書（案）の持つ意味、意義を広げられないかと思う。今、これまでの企業の「成果」に対する見方について、ESG 要素の重視等、パラダイムシフトが起きている。国連グローバル・コンパクトでは SDGs（持続可能な開発目標）を推進しているところ。こうした動きに関して、企業のトップ層の理解は高いがミドル層以下の理解は低い。ESG や SDGs の意識を高めることが重要であり本報告書（案）はそれに活用できるものである。
- 今後の展開について、マルチステークホルダーという観点から「人」「労働者（ワーカー）」という視点の重要性も盛り込めるとよい。

- 今後の展開について、アセットオーナーに限らず、アセットマネージャーの役割が重要。格付け会社など情報仲介者の役割も重要となる。今回は、無形資産の切り口で長期開発投資、ESG投資、ブランディングまで含めて幅広く議論したが、企業の積極的関与という点で、もう一度巻き戻してESGなどに焦点を絞った議論が必要。
- 日本はESGについて市民の認知度は高まりつつあるが、企業・投資家は今ひとつ。欧米は逆で、市場関係者は認知している。例えば海外のアセットマネージャーは運用成績の追求は当然のこととして、ESGを中心にアピールするが日本はそうではない。アセットオーナーにはESGに対する価値判断が求められる。
- 本ガイダンスについて、海外で「価値協創 (Collaborative Value Creation)」という言葉が必ずしも通用しないので補足説明が必要となる。海外に説明する際は「ESG」等のグローバルなキーワードを使った方がよい。したがって、本報告書(案)を伝える際は「ESG経営」等がよい。

以上

(お問い合わせ先)

経済産業政策局 産業資金課

電話:03-3501-1511(内線 2641~2645)

03-3501-1676(直通)

03-3501-6079(FAX)