

伊藤レポート 2.0

持続的成長に向けた長期投資

(ESG・無形資産投資) 研究会

報告書

2017年10月26日

内容

はじめに	4
背景	4
検討課題	4
コーポレートガバナンス改革と「伊藤レポート」	5
「伊藤レポート2.0」へ	6
本報告書の構成	7
第一章 企業の競争環境の変化	9
1. イノベーションの希求	9
2. 競争力の源泉としての無形資産	10
3. 持続可能な経済社会の実現に向けた要請の高まり	12
3.1. 社会課題解決における企業と投資家の役割	12
3.2. 国際的な枠組み形成の進展	12
第二章 長期的な戦略投資と資金調達ニーズの高まり	15
1. 企業の戦略投資の必要性	15
1.1. 研究開発投資	15
1.2. 人的投資	16
1.3. 短期利益を圧迫する無形資産投資	17
1.4. M&A～成長を加速する投資～	19
第三章 長期投資を巡る資本市場の動向	21
1. パッシブ・インデックス運用の拡大	21
2. インデックスを巡る論点	23
2.1. 新たなインデックス開発の動き	23
2.2. 日本のインデックスに関する問題提起	23
2.3. パッシブ化の中での企業価値評価の重要性	24
3. 長期投資にESGを組み入れる動きとそれを巡る論点	26
3.1. ESG投資を巡る動き	26
3.2. E・SとGの関係	28
3.3. ESGが投資パフォーマンスに与える影響	28
3.4. ESG要素と機関投資家の受託者責任の考え方	30
第四章 資本市場から見た日本企業のパフォーマンス	32
1. 日本市場の長期投資リターン	32
2. 時価総額とPBR	32
3. 資本効率、ROE	35
4. 有形・無形資産比率との関係	36
5. 資本市場構造の問題	36
第五章 企業の情報開示や投資家との対話を巡る課題	38
1. 投資家・アナリストを取り巻く環境変化	38
1.1. フェアディスクロージャー規制とMiFID II	38
1.2. 企業分析手法の進化	39
1.3. 投資家が重視する情報の変化と企業情報開示の課題	39
1.4. 企業開示を巡る世界の動向	41

2. 企業の情報開示と投資家の対話のフレームワーク	42
第六章 企業開示や対話のフレームワーク構築に向けて	44
1. 企業理念やビジョン、企業文化等の価値観	44
1.1. 企業理念やビジョン	44
1.2. 企業文化や企業風土	44
1.3. ガイダンスの要素として	44
2. ビジネスモデル	45
2.1. 企業評価におけるビジネスモデルの重要性	45
2.2. ガイダンスの要素として	45
3. ESG、持続可能性（サステナビリティ）、成長性	46
3.1. ビジネスモデルの持続可能性	46
3.2. ガイダンスの要素として	46
4. 戦略	47
4.1. 企業戦略の重要性	47
4.2. 人的資本への投資	48
4.3. 技術（知的資本）への投資	50
4.4. ブランド・顧客基盤への投資	52
4.5. 組織づくり	53
5. 成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI）	54
5.1. 長期投資のパフォーマンス	54
5.2. 戦略的 KPI の設定	54
6. ガバナンス	54
6.1. ガバナンスの位置づけと重要項目	54
6.2. ガイダンスの要素として	55
第七章 提言	56
1. 企業と投資家の共通言語としての「価値協創ガイダンス」策定	56
2. 企業の統合的な情報開示と投資家との対話を促進するプラットフォームの設立	56
3. 機関投資家の投資判断、スチュワードシップ活動におけるガイダンス活用の推進	57
3.1. 企業評価や ESG インテグレーションにおける活用促進	57
3.2. アセットオーナーと運用機関の対話における活用	58
4. 開示・対話環境の整備	58
5. 資本市場における非財務情報データベースの充実とアクセス向上取組	59
6. 政策や企業戦略、投資判断の基礎となる無形資産等に関する調査・統計、研究の充実	59
7. 企業価値を高める無形資産（人的資本、研究開発投資、IT・ソフトウェア投資等）への投資促進のためのインセンティブ設計	60
8. 持続的な企業価値向上に向けた課題の継続的な検討	60

はじめに

背景

2016年6月に閣議決定された「日本再興戦略2016」では、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」に進化させ、持続的な企業価値向上と中長期投資の促進を図るための総合的な政策が打ち出された。

その中の政策課題として、「ESG（環境、社会、ガバナンス）投資の促進といった視点にとどまらず、持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資の在り方やそれを評価する方法について、長期的な経営戦略に基づき人的資本、知的資本、製造資本等への投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや経営者の投資判断と投資家の評価の在り方、情報提供の在り方について検討を進め、投資の最適化等を促す政策対応」を検討することが掲げられた。

これを受け、2016年8月、「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会（以下「本研究会」）」が設立され、企業と投資家等の長期投資を巡る現状と課題、方策について、集中的な検討が行われた。具体的には、全10回の本会合に加え、ガイダンス・ドラフティングワーキング・グループによる「ガイダンス(案)」の策定、企業や資本市場に関する調査や制度比較、有識者へのヒアリング等が行われた。

本報告書は、本研究会における検討の成果を取りまとめ、今後の政策展開に向けた提言等を行うものである。

検討課題

課題1. 企業による戦略投資

「第四次産業革命」と呼ばれるIoT（Internet of Things）、ビッグデータ解析、AI（人工知能）等の技術革新を背景に、企業の競争環境が大きく変わり、従来の「産業」を超えた事業再編が起きている。

我が国経済の今後の成長・発展は、このような変化の中で企業が「稼ぐ力」を確保し、高めていくことにかかっている。「稼ぐ力」は、事業を通じて人々に新たな価値を提供し、継続的に収益を生み出す力であり、企業価値を高める力である。そのような企業の経営者は、価値を生み続けるための戦略投資を行い、事業ポートフォリオを常に最適なものにしようとする。そのような挑戦を後押しする環境を作っていくことは重要な政策課題である。

本研究会の第一の検討課題は、企業は戦略的な投資判断をどのように行うのか、それをどのように評価すべきか、そして、そのような戦略投資を行いやすくする方策は何かということである。

課題2. 投資家による長期投資

こうした企業の活動を支えるためには、中長期的な視野で資金を拠出する投資家等の存在が重要である。グローバルに事業活動や資金調達を行う企業にとっては、国内のみならず海外の投資家の理解を得ることも必要となる。

このような投資家は、中長期的に企業価

値を高めていく企業に投資することで、持続的な収益（リターン）を求める。これを資金の出し手である家計や年金等の資産運用として見れば、そのような投資収益こそが国民一人一人の資産形成、ひいては国富の維持をもたらすものと言える。

このような投資と収益のつながり、「インベストメント・チェーン（投資の連鎖）」が資金の流れを円滑にし、我が国経済の好循環と成長に寄与させていくことも大きな政策課題である。

さらに、長期投資を巡る国際的な議論に目を転じると、投資判断において企業の持続可能性（Sustainability）やリスクを評価するために「ESG（環境・社会・ガバナンス）」等の非財務情報を組み込むことが大きな論点となっている。社会的な課題の解決も視野に入れた「責任投資（Responsible Investment）」のあり方も議論されている。また、機関投資家が自らの「受託者責任」あるいは「スチュワードシップ責任」を果たすため、投資先企業との対話やエンゲージメントを通じたモニタリングを行うことが求められている。

本研究会の第二の検討課題は、このような状況下、投資家が長期的な視点から企業を評価し、投資判断や対話・エンゲージメントの質を高める上で何が重要なのか、そのような投資を促進するための方策は何かということである。

コーポレートガバナンス改革と「伊藤レポート」

本研究会は、日本政府の成長戦略として

のコーポレートガバナンス改革の一環として設立された。なぜ、今我が国でガバナンス改革が喫緊の課題となっているのか。その背景には、我が国が長年にわたって抱えてきた「不都合な諸現実」がある。

四半世紀にわたって日本の平均株価水準は主要国のそれと比較して、独り低迷を続けてきた。資本の収益性を表す主要指標である「ROE（自己資本利益率）」は長年にわたって欧米に大きく水をあけられてきた。さらに、その原因を「レバレッジ（負債の活用）」の差に起因するものと捉える先入観が、その真因を看過させてきた面がある。事実上、日本企業の事業の収益率を表す「ROS（売上高利益率）」が長期に低迷してきたということであった。

日本企業は技術の重要性を認識し、イノベーションの創出に真剣に取り組んできた。だからこそ、今日の日本の経済力が実現できたことは疑いがない。ところが、その一方で長期にわたり日本企業は低収益性に陥ってきた。世界と競争できるイノベーション創出力と持続的低収益性というパラドックス（二律背反）を長年にわたり抱えてきた。しかし、このような状況がどれだけ直視されてきただろうか。

資金の供給側を見ると、バブル崩壊以降の不良債権処理が長く続いたこともあり、企業と銀行・間接金融との関係はかつてほど緊密でなくなってきた。企業にとって、資本市場との関係を強化する必要性はますます高まっている。しかしながら、前述の低収益性と長期にわたる間接金融への依存が相まって、企業と資本市場や投資家

との関係は必ずしも緊密なものとは言えず、情緒的な表現を用いれば、「不幸な」状態が続いてきた。

企業側には、投資家は企業が大事にする理念や価値観に目を向けず、短期的な財務数値ばかり追いかけ、自らの要求のみを主張しているとの声があった。投資家は企業を選べるが企業は投資家を選ぶことができないといった不満も存在した。

一方、投資家側からすると、企業経営者は投資家が関心を持つ指標にこだわった経営を実践しない、あるいは経営者は投資家との面談で指標や数値を約束しても自社の中でそれを一貫性を持って展開しない（「ダブルスタンダード経営」）といった印象を長く持ち続けた。

このような事実を直視しない姿勢や、企業と投資家との建設的とは言えない「インベストメント・チェーン」をめぐる関係を放置することは、マクロ的に見ても危機的な状況を生む。中長期の資金が日本を通過（ジャパンパッシング）、イノベーションを支える資本が確保できないリスクが高まる。さらに、それは機関投資家の背後にいる個人の富（金融資産）、年金資産等の縮小にもつながり、悪循環をもたらす。

こうした「不都合な諸現実」を直視し、不退転の決意を持って克服することを目指して、2013年7月に「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトが開始され、2014年8月、最終報告（「伊藤レポート」）が公表された。

同レポートは、「稼ぐ力」や資本生産性の

向上の必要性、企業と投資家の「協創的な関係」を促進する「建設的な対話・エンゲージメント」の重要性、そしてそれらを通じた中長期的な成長と企業価値の持続的向上に向けた方策を提言した。これらの提言やその前提となる現状・課題認識は、コーポレートガバナンス改革に向けた様々な取組の礎となり、道標となってきた。

制度・環境面についても、会社法改正や「二つのコード（スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コード）」の制定、ガバナンス関連の税制改正等が次々に実施された。

「伊藤レポート 2.0」へ

こうした一連の取組みによって、資本生産性向上や対話・エンゲージメントに向けた企業や投資家の意識改革が進みつつあることは間違いない。今後はこうした改革の機運が一層高まり、企業と投資家の具体的取組が進展し、実務として定着することが強く求められる。

さらに重要なことは、こうした企業のガバナンス強化や投資家との対話が、それ自体目的化することなく、企業のイノベーションと「稼ぐ力」の強化につながっていくことである。

第四次産業革命の中、企業の競争力の源泉となり、企業価値を決定付ける因子が有形資産から無形資産に移行している。また、従来の産業の垣根を超えたグローバルM&Aが活発化する中、経営者の投資判断やコーポレートガバナンスのあり方が、これまで以上に中長期的な企業価値に影響を与

えることが想定される。さらに、限られた資本を無形資産の構築に配分するとしても、そうした企業の投資行動が投資家の理解を得られるものであることが肝要である。

「伊藤レポート」は、企業価値が、企業と投資家の「協創」を通して創造されることを指摘した。本研究会での検討は、一連のガバナンス改革や対話・エンゲージメントの実践が企業経営者や投資家の判断・行動に組み込まれ、自主的・自発的な「協創」が次々に生み出される水準に移行するための道筋を示そうとするものである。

本研究会の検討成果を取りまとめ、今後の政策展開に向けた提言を行う本報告書は、「伊藤レポート 2.0」として位置付けられるべきものである。

本報告書の構成

第一章では、日本企業を取り巻く競争環境の変化を概観する。世界の経営者は、企業の持続的成長を実現するためには、イノベーションを生み出し続けることが不可欠と考えている。第四次産業革命が企業の競争のあり方を大きく変化させ、競争力の源泉として無形資産に対する戦略投資の重要性が高まっている。また、国際的な潮流として、グローバルな社会課題の解決において企業等が大きな役割を果たすことが求められている。

第二章では、企業の競争力を支える戦略投資の現状と課題に関する議論をまとめている。本研究会では、研究開発や人材投資等に関する調査報告が示され、それぞれの課題が議論された。日本企業の研究開発投

資は高い水準にあるが、他国に比べて伸びが鈍化していること、その一方で成長を続けるグローバル企業の投資額が膨大なものになっていることが示される。人材投資については、欧米諸国に比べて日本企業の投資が十分な水準と言えないのではないかとの疑問が投げかけられる。

第三章では、長期投資を巡る資本市場の動向を概観する。近年、パッシブ・インデックス投資への資金流入が顕著に見られる。これに関し、企業価値を評価する意義やインデックスのあり方に関する問題が提起される。さらに近年関心が高まっている ESG 投資を巡る主な論点について、国際動向も踏まえた議論が展開される。

第四章では、資本市場から見た日本企業のパフォーマンスを概観する。本研究会においては、いくつかの評価指標のうち、企業に対する市場の期待を示す PBR 等に着目して、産業・国別比較を行いながら日本企業の課題が議論される。

第五章では、投資家・アナリストを巡る環境変化や企業評価の質向上に向けた方策が議論される。投資家・アナリストにとって、財務情報だけでなく非財務情報や企業経営に対する洞察力を高めることが課題となっている。世界的に企業の情報開示やアナリストのリサーチの質向上への要請が高まる中、企業と投資家の開示・対話のためのフレームワークの必要性が示唆される。

第六章では、企業と投資家の開示・対話のためのフレームワーク（ガイダンス）のあるべき姿が議論される。その要素として、企業理念やビジョン等の価値観、ビジネス

モデル、ESG を含む持続可能性、人材・技術等への投資や組織に関する戦略、成果やKPI、ガバナンスについて、それぞれの論点とガイダンスに盛り込まれるべき事項について述べられる。

第七章では、本研究会での議論を踏まえ、「価値協創ガイダンス」の策定やその活用、展開も含め、企業の持続的成長とそれを支える長期投資促進に向けた方策が提案される。

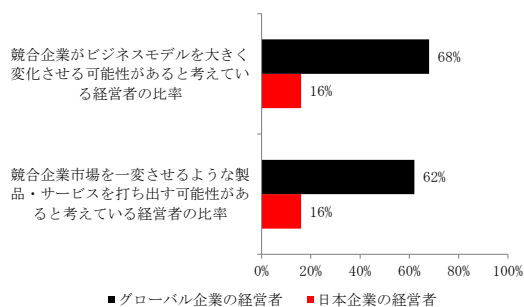
第一章 企業の競争環境の変化

1. イノベーションの希求

第四次産業革命と呼ばれる、IoT、ビッグデータ解析、AI等の技術革新を背景としたイノベーション、すなわち新たな価値を生み出す動きが加速している。あらゆる分野で「情報」をいかに取得し、活用するかということが競争軸となり、従来の企業や産業の壁を超えた競争や統合、再編が起きている。

世界中の企業経営者が、これまでの市場構造やビジネスモデルを根底から覆すような変化が極めて短期間で生じるようになっていていると感じている（図表1）。

図表1：第四次産業革命に対する経営者の意識



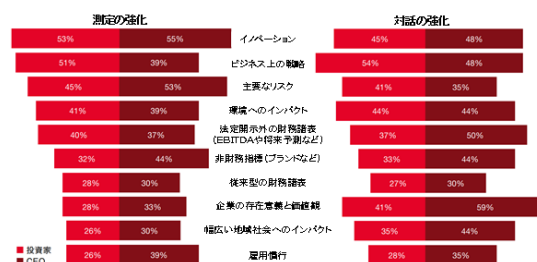
出典：アクセンチュアグローバル CEO 調査 2015

「Industrial Internet of Things を価値創造につなげる」¹

¹ アクセンチュアと英エコノミスト誌の調査部門が、世界各国の経営幹部 1,400 名を対象に共同実施した調査。別の調査（KPMG グローバル CEO 調査 2017、主要 10 カ国、11 業界における CEO1,261 人からの回答に基づいて実施。）によれば、日本の CEO の約 9 割（87%）は「今後 3 年間で、技術イノベーションにより自社の業界に大きな破壊が起きると予想する」と回答している

企業経営者は、このような変化を的確にとらえ、イノベーションを継続的に生み出す仕組みをつくることで、競争環境を生き抜き、企業価値を高めようとしている。図表2は、世界各国の CEO が「イノベーション」や「リスク」を経営において最も把握・測定すべき要素として挙げていることを示している。そして、世界中の投資家も同様の認識を持っていることがわかる。

図表2：ステークホルダーに与えるインパクトと価値を測定・対話すべき分野は？



出典：PwC グローバル投資家サーベイ「変貌する世界で成功を再定義する」（2016年4月）²

前述の調査結果（図表1）等が示すように、グローバル市場で競争する企業や新興企業の経営者は、競争環境が変化する速度に対する危機感とイノベーションを生み出す必要性を認識している³。

² PwC が世界の投資家 438 名、CEO1,409 名を対象に実施した調査

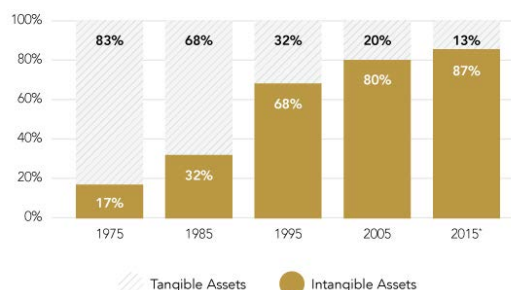
³ 経済産業省「イノベーション100委員会」では、イノベーションを生み出すための大企業経営のあり方等に関するレポートを取りまとめ、「イノベーションを興すためには、経営者の積極的なコミットメントが不可欠である」という参加者の共通見解を示している。さらに、グローバル企業がイノベーションを継続的に生み出すための経営上の課題とそれを克服するための行動指針を取りまとめている。

2. 競争力の源泉としての無形資産

企業がイノベーションを生み出し、企業価値を高めるために、施設や設備等の「有形資産」の量を増やすことよりも、経営人材も含む「人的資本」や技術や知的財産等の「知的資本」、ブランドといった無形資産⁴を確保し、それらに投資を行うことが重要になってきている。

財務諸表等に表れにくい無形資産を正確に捉えることは難しいが、いくつかの調査研究では、企業価値を決定する要因が有形資産から無形資産に移っていることが示されている。図表3は、米国 S&P500（米国に上場する主要 500 銘柄の株価指数）の市場価値の中で、有形資産が占める割合が年々少なくなっていることを示している。

図表3：S&P500の市場価値に占める無形資産の割合
COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



出典：Ocean Tomo, LLC

また、図表4は、1990年代後半に米国企業における無形資産⁵への投資額（付加価値額に占める割合）が有形資産へのそれを上回り、その差が広がってきていることを示している。

図表4：米国企業の有形・無形資産に対する投資



出典：The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

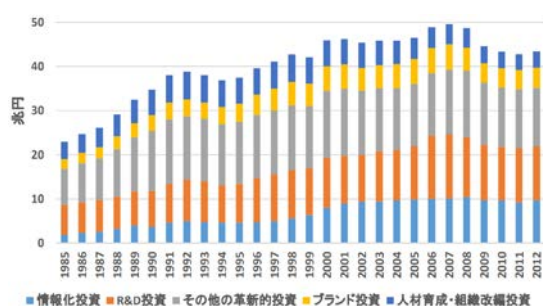
日本企業の無形資産への投資額を見ると（図表5）、無形資産への投資額は90年代以降2007年のピークまで増え続け、その後、若干減少している。投資の項目では、情報化投資が約10兆円、R&D投資が約14兆円

⁴ 無形資産については様々な定義がある。貸借対照表（バランスシート）に計上されるものもあるが、多くの無形資産は財務会計上「資産」として認識されず、「見えない資産」や「知的資産」といった様々な概念や枠組みの中で議論されている。また、IIRC（International Integrated Reporting Council、国際統合報告評議会）のフレームワークのように、これを「資本（Capital）」として捉えるものもある。同フレームワークでは、財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本の6つの「資本（Capitals）」を概念として示している。本研究会においては、財務会計上認識されるか否かに関わらず、これら無形資産を幅広く捉えた議論が行われた。本報告書においては、研究成果や調査統計等で「無形資産」の記載がある場合にはそれぞれの定義を示した上で、一般的な議論を紹介する場合には厳密な定義によらず、幅広い概念として記述している。

⁵ 特許、ノウハウ、ブランド、情報およびビジネスシステム、人的資本。

と大きな割合を占めている。「その他の革新的投資」には、著作権やデザイン等が含まれており、これも一定の割合を占めている。ブランドへの投資は4~5兆円程度で推移、人材育成・組織再編投資については、1998年の約6兆円をピークに減少傾向をたどり、2012年にはピーク時の6割程度にとどまっている。

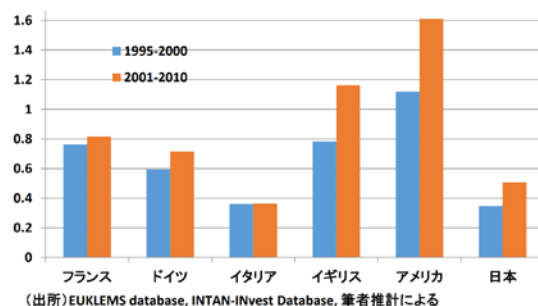
図表5：無形資産投資の推移



出典：第4回研究会（2016年11月10日）宮川委員資料

無形資産投資が有形資産投資に占める割合を見ると（図表6）、他国と同様、日本においても無形資産投資の割合が増えてはいるものの、国際比較すると、我が国の無形資産への投資比率（無形資産投資/有形資産投資）⁶は、欧米諸国と比べて低い水準であることがわかる。特に米国と英国においては、無形資産投資が有形資産投資を上回る（比率が1を超える）水準に達している。

図表6：無形資産投資/有形資産投資比率の国際比較



出典：経済産業研究所（RIETI）ポリシーディスカッションペーパー「無形資産投資と日本の経済成長」（2015年6月）

本研究会においては、日本の無形資産投資比率が欧米諸国と比べて低い背景として、経済環境と産業構造の違いが挙げられた。前者は、各国がIT投資を活発化させた時期、日本は不良債権処理に追われて新規事業や人材への投資、特にIT投資が遅れたのではないかとの指摘である。後者については、米国等がソフトウェアを中心とした産業構造に転換してきた一方、日本では伝統的な製造業が強く、有形資産への投資に向かう傾向が強かったのではないかとの指摘がなされた。

⁶ Corrado, Hulten, and Sichel (CHS) の推計方法にしたがって国際比較したもの。

3. 持続可能な経済社会の実現に向けた要請の高まり

3.1. 社会課題解決における企業と投資家の役割

近年、特にグローバルに活動する企業や機関投資家には、自らが環境・社会に与える影響の大きさを認識し、事業活動を通じてそれらの問題解決に貢献することが求められている。それらの一部は、各国の規制という形で義務付けられているが、多くの課題は企業や投資家が自らの社会との接点をどのように捉え、自ら行動するかにかかっている。

企業の持続的成長や中長期的な投資を考える上では、このような視点をどのように自らの企業理念や経営方針、経営・投資戦略に組み込むのか、それをどのようなガバナンスの仕組みで担保するのかという問いを避けて通れない。

日本企業においては、昔から「三方よし」といった考え方や社会と良い関係を保つための社訓や綱領等があることが紹介される。また、コンプライアンスや社会貢献といった枠組みで「CSR（企業の社会的責任）」を捉える見方も定着してきた。しかし、企業活動のグローバル化が進む中、このような一般論や狭い意味での「社会的責任」を超えて、海外拠点やサプライチェーンも含む様々な問題、例えば、労働問題、人権侵害、環境破壊、腐敗、プライバシー侵害等の解決に具体的にどう関わり、どのように貢献するのかが問われている。「働き方改革」や「ワーク・ライフ・バランス」等の動きもこのような流れの一つとして見ることもで

きる。

こうした問題に対応しないことは、環境・社会に負の影響を与えるとともに、自社の企業価値を損なう、あるいは存続すら危ぶまれるリスクにつながる。これは、そのような企業に投資を行う機関投資家等にも同様のリスクが認識されるべきことを示している。

このような環境・社会問題への対応を主として「社会的責任」に伴うコストやリスク（負の影響への対応）として捉える見方とともに、企業が社会に対して生み出す「価値」に着目し、「CSV（共通価値の創造）」といった概念⁷で企業活動と社会課題の解決を捉える動きも広がっている。これについては、「価値」の定義や範囲が明確になっていないこともあり、後述するように経済価値と社会価値をどのように関連付け、組織的意思決定や行動に組み込むべきかということが論点となる。

3.2. 国際的な枠組み形成の進展

こうした流れを受け、2000年以降、グローバルな課題解決に向けた企業や投資家等の行動を促すための国際的な枠組みづくりが進められている。

1999年にコフィー・アナン国連事務総長（当時）が提唱し、2000年7月に発足した「国連グローバル・コンパクト（The United Nations Global Compact）」は、企業にグローバルな課題解決への参画を求めるイニシア

⁷ 技術革新等を通じて社会的課題に取り組むことが、企業の競争力向上と同時に社会的価値を生み出すといった考え方。社会的な価値の創出に企業としての価値創造の要因を見出すこととして捉えることもできる。

ティブである。グローバル化の負のインパクトが大きくなる中、国家や国際機関だけでは課題を解決できなくなってきたことが発足の背景にある。

投資家に対しては、2006年4月「国連責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）」イニシアティブが立ち上げられた。同原則は、環境、社会、コーポレートガバナンス（ESG）の課題が投資実務に及ぼす影響が大きくなってきたことを受けて、国際的な機関投資家の集まりによって策定されたものであり、ESG課題を投資の意思決定プロセス等に組み込んでいくための支援を行っている。PRIの内容と活動については、第二章で詳述する。

また、2015年9月に国連総会で採択された「持続可能な開発目標（SDGs：Sustainable Development Goals）」は、国際社会全体の開発目標として、2030年を期限とする包括的な17の目標⁸を設定している。本目標は、社会的課題の解決に向けて全ての関係者（ステークホルダー）の役割を重視しており、企業への期待も明確に示されている。例えば、目標17の中では、民間企業の活動・投資イノベーションを生産性及び包摂的な経済成長と雇用創出を生み出す重要な鍵とし、持続可能な開発における課題解決のため創造性とイノベーションを発揮することを求めている⁹。SDGsの前身である「ミ

⁸ 17の目標とは、①貧困、②飢餓、③保健、④教育、⑤ジェンダー、⑥水・衛生、⑦エネルギー、⑧成長・雇用、⑨イノベーション、⑩不平等、⑪都市、⑫生産・消費、⑬気候変動、⑭海洋資源、⑮陸上資源、⑯平和、⑰実施手段（パートナーシップ）。この下に、細分化された169のターゲットが示されている。

⁹ 「民間企業の活動・投資・イノベーションは、生産性及び包摂的な経済成長と雇用創出を生み出していく上での重要な鍵である。我々は、小企業から協同組合、多国

レニアム開発目標（MDGs：Millennium Development Goals）」は、先進国による途上国支援という色彩が強く民間セクターの関わりも限定的であったが、SDGsは全てのステークホルダーの役割を重視している。このことが、グローバルな企業や投資家がSDGsを事業戦略や意思決定の中に組み込むことが期待される背景となっている¹⁰。SDGsにおいて、特に気候変動の目標については（目標13）、「国連気候変動枠組条約（UNFCCC）」が、気候変動への世界的対応について交渉を行う基本的な国際的、政府間対話の場であると明記している。

この枠組みの下、2015年12月に採択された「パリ協定（Paris Agreement）」では、世界共通の長期目標として、（1）世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をすること、（2）そのためできるかぎり早く世界の温室効果ガス排出量をピークアウトし、21世紀後半には、温室効果ガス排出量と（森林などによる）吸収量のバランスをとることが示されている。それに向けて、全ての参加国・地域が、2020年以降の温室効果ガス削減・抑制目標を定めることが規定されている¹¹。同協定は、2016年11月4日に発

籍企業までを包含する民間セクターの多様性を認める。我々は、こうした民間セクターに対し、持続可能な開発における課題解決のための創造性とイノベーションを発揮することを求める」とされている。

¹⁰ SDGsを企業戦略や活動と関連づけるための手引として、GRI（Global Reporting Initiative）、国連グローバル・コンパクトとWBCSD（World Business Council for Sustainable Development）が共同で「SDG Compass」を公表している。また、国連グローバル・コンパクトとKPMGは、SDGsに関連する企業事例を紹介する「SDG Industry Matrix」を作成している。

¹¹ 日本では、中期目標として、2030年度の温室効果ガスの排出を2013年度の水準から26%削減することを目標として定めている。

効しており（我が国は同年 11 月 8 日に締結を決定）、これに基づく各国の取組が行われる中、企業に対する排出量削減や脱炭素・低炭素型のビジネスモデルへの転換、革新的なイノベーション等への要請が高まることが想定される。

第二章 長期的な戦略投資と資金調達ニーズの高まり

1. 企業の戦略投資の必要性

第一章で述べたような厳しい競争環境の中、企業は変化のスピードに対応しつつ、自らの競争優位を保つための戦略的な投資を行わなければならない。また、企業が持続的に成長するためには、社会面での課題解決につながる新たな製品・サービスの開発や生産・物流・販売方法等の転換等、長期的な観点からの投資も求められる。

世界中の企業は、イノベーションを継続的に生み出すために、様々な形で有形・無形資産への戦略投資を行い、成長を加速するための M&A 等を通じて事業ポートフォリオを最適化しようとしている。第一章で見たように、企業の競争力の源泉が無形資産になっていく中、研究開発への投資を通じた技術や知的財産等の蓄積、人材を獲得・育成するための人的投資、顧客基盤やブランドを構築するための投資等がますます重要になっている。

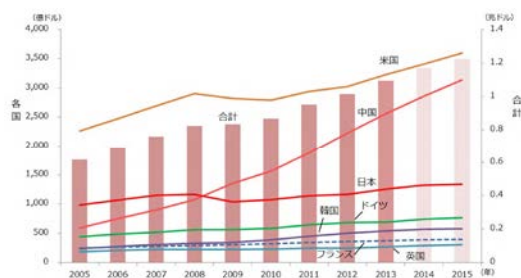
1.1. 研究開発投資

技術を競争優位の源泉とする企業において、研究開発は最も重要な戦略投資であり、その額も非常に大きくなっている。研究開発投資は成果を予測することが難しく、巨額の投資を長期間行っても期待した結果が出ないこともあり、企業の利益と財務を圧迫する。また成果の効果を測りにくいため

¹²、企業経営が短期的な利益を重視する方向に向かう場合、長期的な成長に必要な投資が行われにくくなる。

主要国企業の研究開発投資を見ると、リーマン危機時に一時停滞したものの着実に増加している。特に中国が爆発的な伸びを示しており、堅調な伸びを見せる米国に迫る勢いである。GDP 比で見ると韓国の水準、伸びが大きく、中国、台湾も大きく増えている。日本の研究開発費も高い水準にあるが、他国に比べ伸びは鈍化している（図表 7、8）。

図表 7：主要国の産業部門の研究費の推移

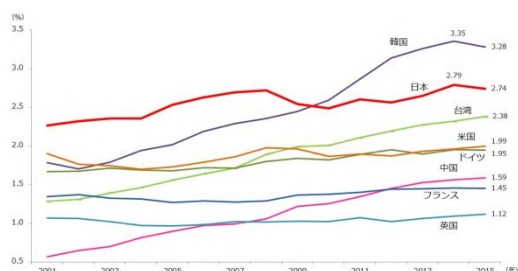


出典：経済産業省「我が国の産業技術に関する研究開発活動の動向－主要指標と調査データ」

注記：棒グラフは右軸（合計）、折れ線グラフは左軸（各国）を指している。

¹² 経済産業省「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズⅡ）」は、研究開発投資の客観的評価の困難さについて以下の 4 つの特徴を挙げている。第一に、研究開発が複数の開発や成果に波及すること（因果の複雑性）、第二に、基礎研究では終了後も明確なアウトプット・製品に至らないこと（成果の中間性）、第三に、最終的な製品が市場の動向に大きく左右されること（成果の不確実性）、第四に、研究開発時期と利益創出時期にタイムラグが発生すること（成果の遅延性）。

図表 8：主要国の産業部門の研究費対 GDP 比率の推移

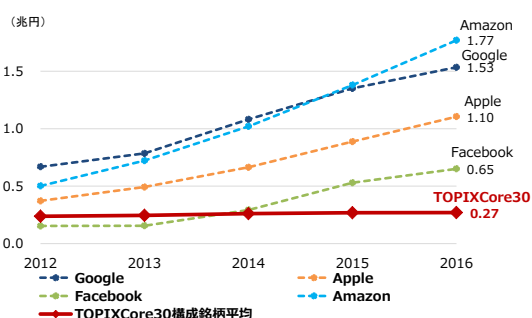


出典：経済産業省「我が国の産業技術に関する研究開発活動の動向－主要指標と調査データ－」

業種で見ると、世界的に自動車、電機、医薬品・バイオ関係の企業が研究開発費ランキングの上位を占めている。特にグローバル企業における投資額の規模は大きく、上位企業の中には1兆円を超える企業や売上高比が20%超の企業も少なくない。

例えば、プラットフォーマーといわれる Google (Alphabet)、Apple、Facebook、Amazon の研究開発投資の水準・伸び率を見ると TOPIX Core30¹³ と比べて非常に高い水準にあることがわかる (図表 9)。

図表 9：プラットフォーマーの研究開発費



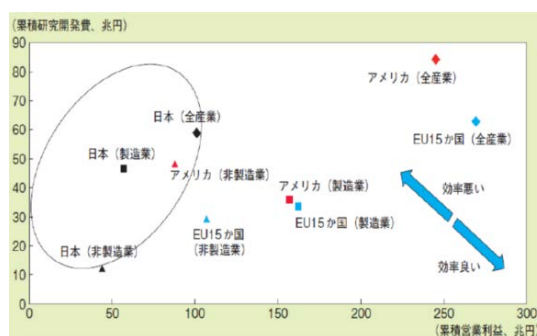
出典：Google (Alphabet)、Apple、Facebook、Amazon 各社公表資料、TOPIX Core30 は Bloomberg

¹³ 東京証券取引所第一部上場銘柄の中から、時価総額・流動性の特に高い 30 銘柄で構成される指数 (出典：日本取引所グループ)

注記：1 ドル 110 円で換算。TOPIX Core30 は 10 年連続で取得不可能な企業は除外。

研究開発投資が大型化する中、その効率性 (収益等への貢献) はどうなっているか。図表 10 は、研究開発効率を営業利益との関係で示しており、日本企業の研究開発費の大きさに比べ営業利益率が低いことが見てとれる¹⁴。

図表 10：研究開発効率の国際比較 (営業利益ベース)



出典：経済産業省「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査 (フェーズ II) 最終報告書」

1.2. 人的投資

人材への投資も企業の長期的成長のために欠かせない。しかし、研究開発と比べても客観的な評価が難しいこともあり、企業の長期的な成長に必要な投資が行われないう問題が起こり得る。

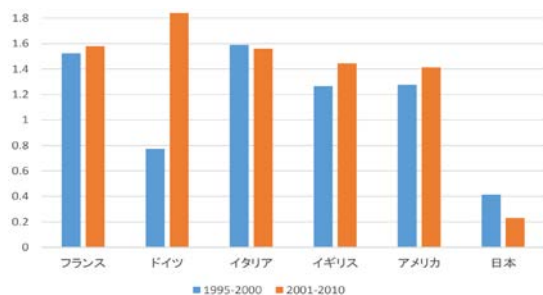
図表 11 は、OFF-JT 費用¹⁵を人材投資と

¹⁴ 営業利益は様々な要因に影響を受けること、また、パネルデータを用いていることから、このデータから研究開発投資の成果として営業利益を捉えることは適切ではない。

¹⁵ 人的資本は、教育課程で蓄積される部分と社会に出てからの就業経験によって蓄積される部分に分かれる。前者の人的資本の部分は、すでに従来の成長会計において労働サービスの中に考慮されている。後者の部分には、さらに on the job training と off the job training (OFF-JT) に分かれる。OFF-JT 費用は厚生労働省の『就労条件総合調

して定義した上で GDP 比の国際比較をしたものである。日本の人的投資が諸外国に比べて低い水準にあることが分かる。

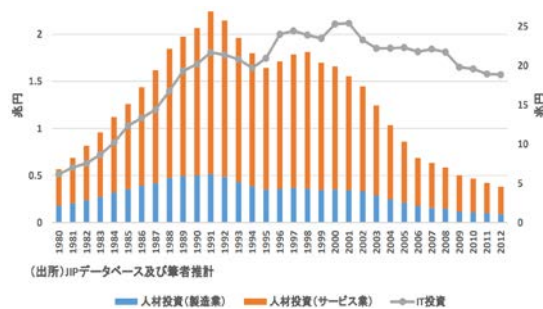
図表 11：人材投資（OJT 以外）の国際比較（GDP 比）



出典：第 4 回研究会（2016 年 11 月 10 日）宮川委員資料

日本の人材投資の推移を見ると（図表 12）、1998 年をピークに減少を続けており、2012 年はピーク時の 6 割程度となっている。

図表 12：人材投資と IT 投資



出典：第 4 回研究会（2016 年 11 月 10 日）宮川委員資料

また、日本政策投資銀行の大企業に対するアンケート調査¹⁶によれば、企業が人的

投資や人材育成として把握している主な費用は、外部講習の会社負担分、社員の資格取得等の補助、集合研修の講師料等、採用に関する諸経費であり、その一人当たりの支出額は、年間 1 万円以上 10 万円未満にとどまると回答した企業が多い（製造業において 57%、非製造業において 54%）。

このようなデータについて、本研究会においては、日本に比べて海外では人材の流動性が高く、良い人材を確保するために企業側が研修を充実させるなどの取組をしているのではないかと解釈が示された。一方で、終身雇用的な考え方があるからこそ、人材育成のために投資するとの見方も提示された。また、企業経営の立場から見て、人材投資には相当の資源を投入しているという実感が反映されていないとの意見もあった。

人材投資については、人材獲得のための報酬や OJT にかかる費用等も含まれるものと考えられるが、現時点で定量的に把握できる部分が少ないことが課題として確認された。他方で国際的に見て低水準の人材投資（OJT 以外）をどのように捉え、強化することができるかも重要な論点である。

1.3. 短期利益を圧迫する無形資産投資

第一章で見たように、財務諸表に表れにくい無形資産への投資が競争力の源泉となる中、企業がそれらの投資をどのように評価し意思決定するのか、また、それを投資家にどのように伝え理解を得るのかということが重要になってくる。

財務会計上、設備投資については、資産

査』などから推計されている。（出典：経済産業研究所（RIETI）ポリシーディスカッションペーパー 無形資産投資と日本の経済成長（2015 年 6 月））

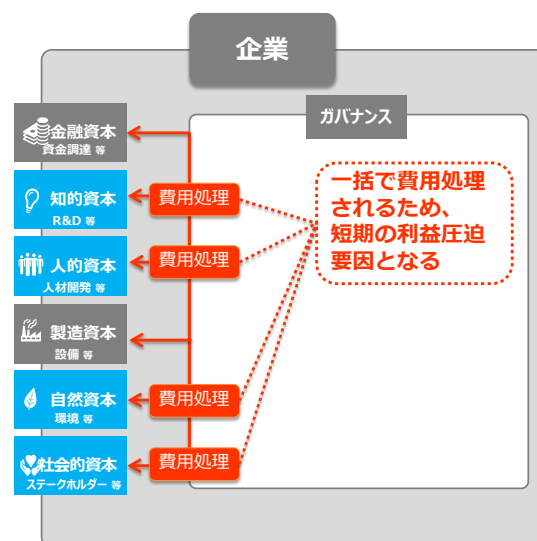
¹⁶ 企業行動に関する意識調査結果（大企業）（2017 年 6 月）

として計上され一定期間にわたって減価償却される。これに対し、無形資産投資の多くは費用として処理され¹⁷、短期的に利益を押し下げる。これは、第一章で見た環境・社会面の課題に対応するための多くの取組についても同様である（図表 13）。

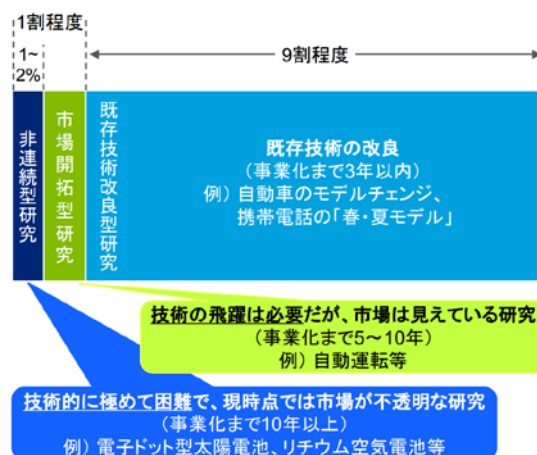
コーポレートガバナンス改革の動きを背景として企業の収益性向上への要請が高まる中、これら費用が将来に向けた投資として適切に評価されなければ、短期利益を重視して中長期的な企業価値向上につながる投資が抑制される恐れがある。

必ずしもこのような事情だけが理由ではないが、事実として、日本企業の研究開発投資が短期的な収益に結びつきやすい既存技術の改良や短期的な研究開発に偏ってきているとの調査結果もある（図表 14、15）。このような状況は日本企業に限られるものではない。海外のグローバル企業の情報開示等を見ると、このような短期的な収益を圧迫する研究開発や人材への投資等をどのように投資家等に対して正当化できるかが課題として認識されていることがわかる。

図表 13：短期利益を圧迫する無形資産投資



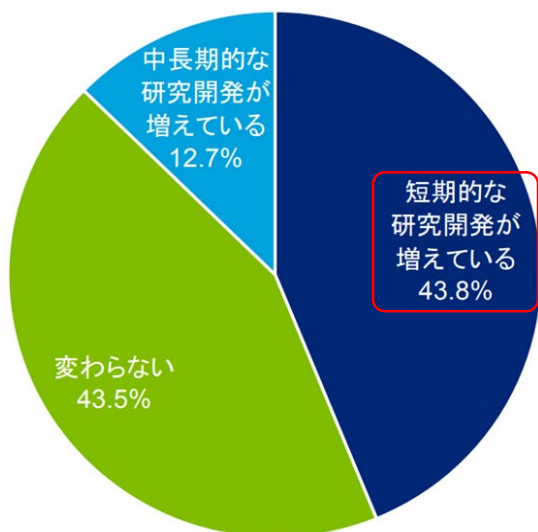
図表 14：既存技術改良に偏る研究開発



出典：経済産業省「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズⅡ）最終報告書」

¹⁷ ソフトウェア、M&A で取得した法律上の権利等やのれん（取得した純資産と支出した対価との差額）、他社から個別に取得した仕掛研究開発は資産計上されるが、多くの無形資産に関する支出は実務慣行として発生時に費用処理されている。なお、研究費・開発費は、日本基準及び米国基準にあつては、発生時に全額費用計上されるが、IFRS にあつては、開発費のうち将来の収益獲得の可能性が高いことを立証できる部分は資産計上しなければならない。

図表 15：短期化する研究開発投資



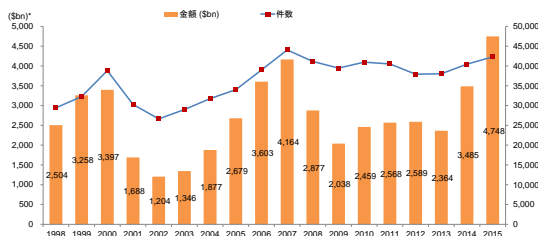
出典：経済産業省「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズⅡ）最終報告書」

1.4. M&A～成長を加速する投資～

技術が急速に進展する中、自社にない技術や人的資本、ネットワーク等を持つ企業との提携や投資、買収によってビジネスモデルを強化し、成長の速度を上げることも企業にとって重要な投資判断となっている。

世界における M&A を見ると、2008 年のリーマン危機で落ち込んだものの、それ以降は増加傾向にある（図表 16）。

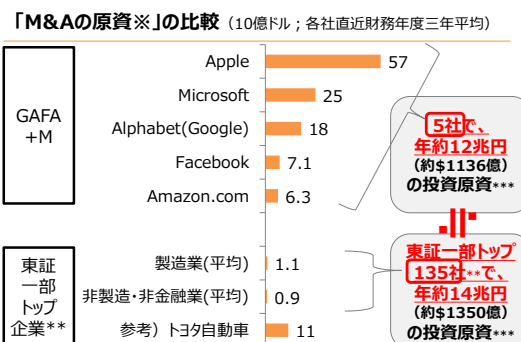
図表 16：世界における M&A の推移



出典：経済産業省「産業構造審議会 新産業構造部会」（2016 年 2 月 29 日）

特に飛躍的な成長を遂げるプラットフォームやグローバル市場で圧倒的なポジションを持つ企業は、その豊富な原資（図表 17）に基づく M&A や戦略的な投資を通じて、事業ポートフォリオを強化するだけでなく、新たな事業を生み出すイノベーションを取り込む動きを活発化している。

図表 17：M&A の原資¹⁸の比較



** 東証一部上場企業のうち、直近3年の平均売上高が100億ドル以上の企業（製造業：71社、非製造業・非金融業：64社）
*** 1ドル110円で換算

出典：経済産業省「産業構造審議会 新産業構造部会」（2017 年 5 月 30 日）

日本企業の海外 M&A や CVC（Corporate Venture Capital）による投資も活発化している。図表 18 のとおり、2011 年以降の海外 M&A 件数には大きな変動は見られないが、総額は増加傾向にある。また、事業会社を出資母体とする VC（CVC）による投資件数は 64 件（2014 年度）から 109 件（2015 年度）に大きく増加している¹⁹。

一方で、買収後のモニタリング体制や提携先との経営責任の明確化等、子会社等の

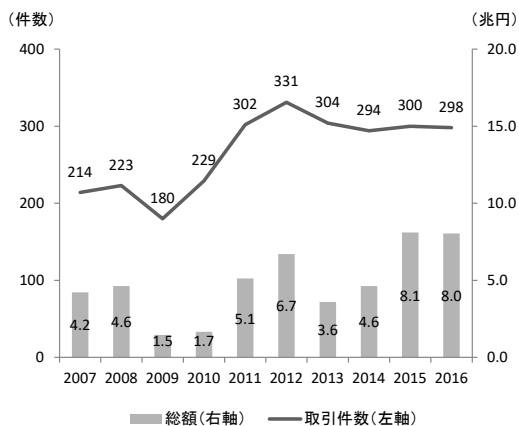
¹⁸ 本業から得られる営業キャッシュフローから、設備投資等の有形固定資産投資額を控除したもの。

¹⁹ ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2016」

ガバナンスが課題として指摘されている。

投資家によるスチュワードシップ活動等に関する論点を概観する。

図表 18：日本企業の海外 M&A 件数



出典：Bloomberg

以上見てきたように、企業にとって戦略的な投資や M&A が競争優位を確保するための不可欠な要素となっており、その規模も拡大傾向にある。そして、それを支える原資を機動的、安定的に確保することが大きな課題となってきた。

上場企業が長期の成長資金を確保するためには、市場での新たな資金調達とともに、内部留保を含む自己資本（株主資本）を戦略投資に振り向ける経営判断について株主からの信頼を得ることが必要となる。

特に、企業が将来に向けた長期投資を行う上では、長期的な視野で投資を行う株主の存在が重要になる。資本市場は様々な視点の投資家がいることで機能するが、企業経営者としてはどのような投資家に視点を合わせて自らの事業や戦略を伝えていくかを判断することが求められる。

このような課題認識を踏まえ、次章では、資本市場の動向や長期的な投資判断、機関

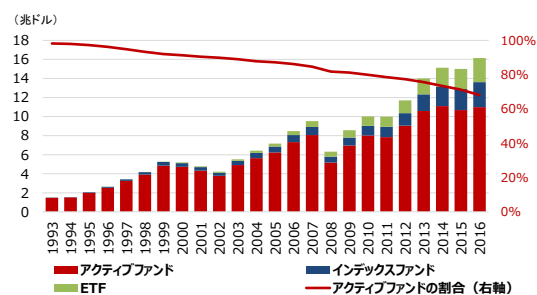
第三章 長期投資を巡る資本市場の動向

1. パッシブ・インデックス運用の拡大

近年の資本市場の動向として、本研究会では、パッシブ・インデックス運用²⁰ファンドの規模が拡大していることが指摘された。

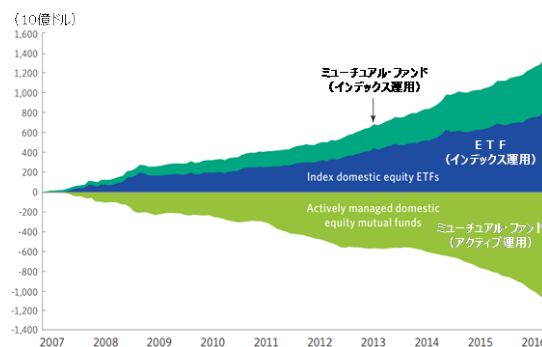
例えば、米国の資産運用に関する状況を見ると、近年、パッシブ投資への資金流入が顕著になってきている。図表 19 のとおり、2016 年時点でインデックスファンドの純資産総額は 2.6 兆ドル、ETF の純資産総額は 2.5 兆ドルに達している。アクティブファンドが占める割合は減少傾向にあり、現状、約 7 割となっている。また、図表 20 は、2007 年以降、投資資金がアクティブ運用から流出し、インデックス運用に流入していることを示している。図表 21 が示すように、この動きは 2014 年秋から加速しており、2014～2016 年の累計でアクティブ運用ファンドから約 4,500 億ドルの資金が流出し、パッシブ・インデックス運用ファンドに約 5,100 億ドルの資金が流入したとされる²¹。

図表 19：アクティブ/インデックスファンド、ETF の純資産総額の推移



出典：Investment Company Institute

図表 20：米国籍の米国株投資信託と ETF の累積資金流入

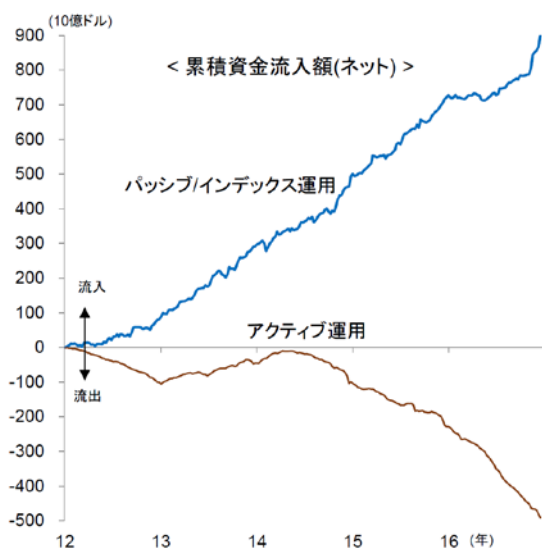


出典：Investment Company Institute 「2017 Investment Company Fact Book」

²⁰ パッシブ運用とは、インデックスファンドやETF (Exchange Traded Fund、上場投資信託) など、運用目標となる市場のベンチマークに連動した運用成果を目指す運用手法のことである。この運用方法はベンチマークに連動する運用を機械的に行うのみであり、運用手数料が低いこともあり近年投資家に支持されているが、ベンチマークを上回る運用成果を目指す運用手法であるアクティブ運用と対比的に、投資対象のファンダメンタルズに基づく運用は行わない。

²¹ 先進国株式で運用する全世界の株式ミューチュアル・ファンドとETFを対象とした調査。

図表 21：先進国株式ファンドの
累積資金流入額



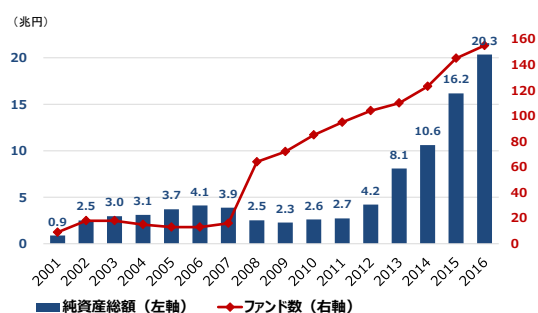
出典：三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券「Japan Five-Year SCOPE」(2017年1月)

日本においても、パッシブ運用は増加基調にある。ETF の純資産総額はファンド本数の増加と共に 2009 年以降増加しており、2016 年 12 月末時点で 155 本、20.3 兆円に達している (図表 22)。また、同時点の公募株式投信が 5,939 本、純資産総額 83.0 兆円²²で、そのうち日経 225 型や TOPIX 型といったインデックス型の投資信託 (ETF 含む) は 781 本、純資産総額 28.4 兆円²³となっており、パッシブ運用は本数こそアクティブ運用に比べて少ないものの、純資産総額ベースでは約 3~4 割を占めている。

この背景としては、インデックス運用は一般に手数料 (経費率) が低いこと、ほとんどのアクティブファンドの運用成績がパッシブ・インデックス運用に見劣りすると

の根強い見方があること等が挙げられている。

図表 22：日本における ETF の純資産総額
及び本数



出典：投資信託協会

また、日本市場において大きな存在感を占め、世界最大の年金基金でもある「年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF : Government Pension Investment Fund)」の国内株式約 35 兆円の運用においてもパッシブ運用が約 9 割を占めている (図表 23)。

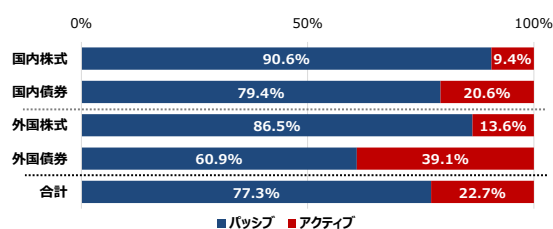
さらに、日本銀行は、2016 年に 3 指数 (TOPIX、日経 225、JPX 日経 400) 等に連動する ETF を、保有残高がこれまでの年間 3.3 兆円から年間 6 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと (買入枠の増額) を表明²⁴するなど、ETF の買入れを大規模に進めている。

²² 投資信託協会

²³ 同上

²⁴ 日本銀行「金融緩和の強化について」(2016年7月)

図表 23 : GPIF におけるパッシブ運用及びアクティブ運用の割合(2017年3月末時点)



出典：GPIF「平成 28 年度業務概況書 パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移（市場運用分）」

2. インデックスを巡る論点

2.1. 新たなインデックス開発の動き

このようなインデックス運用の拡大とともに、スマートベータ指数²⁵と呼ばれる新しいインデックスを開発、活用する動きが見られる。例えば、2014 年時点でスマートベータ指数を導入する機関投資家は、米国において 24%、欧州においては 40%に達している²⁶。

日本においても 2014 年 1 月から、3 年平均 ROE 等の定量的な指標によるスコアリングや独立した社外取締役の選任等の定性的な要素による加点といった銘柄選定基準を採用した株価指数として「JPX 日経インデックス 400」（JPX 日経 400）の算出が開始されている²⁷。2014 年 4 月より、GPIF はインデックス運用において、従来の「TOPIX（東証株価指数）」に加え、「JPX 日経イン

²⁵ 従来の時価総額型の指数のように市場全体の平均や値動きを代表する指数ではなく、財務指標（売上高、営業キャッシュフロー、配当金など）や株価の変動率など銘柄の特定の要素に基づいて構成された指数。（出典：野村証券「証券用語解説集」）

²⁶ Russell Investments「Smart Beta : A DEEPER LOOK AT ASSET OWNER PERCEPTIONS」（2014）

²⁷ 日本取引所グループ

デックス 400」を含む 3 つのインデックス²⁸を新たに採用している²⁹。

また、後述する ESG への関心の高まりに対応した指数も公表されている。例えば、2016 年 4 月に S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及び東京証券取引所により、

「S&P/TOPIX150 ESG 指数」の算出が開始されている³⁰。

さらに、2016 年 7 月、GPIF は、ESG 要素を考慮した国内株式のパッシブ運用の実現可能性を探ることを目的に、ESG の効果により中長期的にリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数の公募を開始した。その結果、2017 年 7 月、ESG 全般を考慮に入れた「総合型」指数二つと、社会（S）のうち女性活躍に着目した「テーマ型」指数一つを選定したことを公表している³¹。

2.2. 日本のインデックスに関する問題提起

本研究会においては、日本における代表的な指数である TOPIX について、いくつかの問題提起がなされた。

第一に、TOPIX には、東証一部に上場する全ての銘柄（2017 年 3 月末時点で 2015 銘柄）が組み込まれており、銘柄数を一定の評価手法で絞り込んでいる S&P500 等との違いとそれに伴う問題点が指摘された。

例えば、機関投資家が有効なコミュニケーションや情報収集をできる企業数は限ら

²⁸ 他 2 つのインデックスは MSCI Japan、Russell Nomura Prime

²⁹ GPIF「平成 25 年度業務概況書」

³⁰ 日本取引所グループ「S&P/TOPIX 150ESG 指数の算出及び公表について」

³¹ GPIF「国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス指数の公募」、「ESG 指数選定結果について」

れる中、TOPIXによるインデックス運用では、投資先企業の深い理解や対話は事実上不可能であることが指摘された。また、投資家が、こうした問題点を十分に理解しないまま投資を行っている面があることも問題であるとの指摘もなされた。加えて、Russell/Nomura Prime や TOPIX500 等の時価総額、流動性によって銘柄数を絞り込んだ「時価総額加重型」の株価指数は存在するが、対応する先物市場が存在しないあるいは流動性が乏しいことにより、機関投資家がベンチマークとしてそうした指数を活用することが難しい点も指摘された³²。

また、過去数年の構成銘柄の入替率を見ると、米国 S&P500 の 6~8% と比べて、TOPIX は 2~3% 程度と低く、十分な新陳代謝が行われておらず、結果として、企業価値が毀損している企業を含むインデックスとなっているのではないかということが指摘された。

この点に関し、S&P500 においては、流動性や財務健全性等の定量基準³³に加えて、米国指数委員会 (U.S. Index Committee) の協議により構成銘柄の入替が行われている³⁴。これにより、インデックス (パッシブ) 運用の場合でも、結果として企業価値創出が期待される企業の株式が買われ、その株

価が上がることで構成割合が上がり、さらにインデックス全体の (株価) 水準が上がることで、投資リターンが向上するというダイナミズムが働く。

このようにどのような基準がインデックス投資におけるダイナミズム (新陳代謝) を働かせるのかについては、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。

2.3. パッシブ化の中での企業価値評価の重要性

このようにパッシブ運用が拡大している中で、機関投資家が投資先企業の状況を把握したり、対話・エンゲージメントを行う意味は何か。本研究会では、この点についても議論が行われた。

第一に、パッシブ運用が多くなる環境下においてこそ、適正な株価が形成されるためにアクティブ投資の役割が重要との見方が示された。すなわち、アクティブ投資は企業のファンダメンタルズ (企業価値) を評価し、有望な銘柄を見つけだし、市場平均を上回るリターンを目指すことを通じて、市場における価格形成に貢献するという見解である。

逆に、パッシブ・インデックス運用が大きな割合を占め、ファンダメンタルズに着目した投資が減ることは、市場における価格形成機能の働きを弱めるのではないかの懸念も示された。

さらに、本研究会においては、このような企業価値を適切に評価するため、投資家やアナリストが企業の定性情報を分析・活

³² 委員からは、機関投資家が米国株式へインデックス投資を行う際は S&P500 に加え、単純な時価総額加重型であるラッセル 1000 等の指数も一定割合活用しているとの指摘があった。

³³ 例えば、財務健全性は連続 4 四半期にわたる公表ベースの利益合計が黒字であること及び直近の四半期の利益が黒字であること。(出典：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス「S&P U.S. Indices Methodology」)

³⁴ 同委員会において、コーポレートアクションや指数へ追加される候補企業について調査がされている。(出典：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス「S&P U.S. Indices Methodology」)

用する「目利き力」の必要性が指摘されたが、現状、そうした人材の育成は十分に進んでいないとの意見も示された。

第二に、パッシブ・インデックス運用を中心とする機関投資家においても、株式を売却する選択肢が限られることから、むしろ投資先企業の企業価値やリスクを評価することが重要との見方も示された。

本研究会においては、幅広く世界中の市場に投資するような機関投資家にとっては、特に機動的に株式を売却する選択肢がとりにくいことから、リスクのある企業をスクリーニング、モニタリングし、必要に応じてエンゲージメントや議決権行使を通じて改善を促すことが重要との見解が示された。

大規模なアセットオーナー（年金基金等）においては、市場全体に投資している「ユニバーサル・オーナー」として、超長期の観点から投資先の企業価値評価をスチュワードシップ活動の一環として行うとともに、長期のリスク要因である ESG 等の情報を把握することが重要との意見があった。

このように、機関投資家におけるスチュワードシップ責任のあり方が取り上げられる中、実務上は形式的・画一的な対応の問題も指摘されている³⁵。また、アセットオーナーとアセットマネージャーの関係や機関投資家のガバナンスのあり方も論点であり、2017年の金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」においても

こうした議論がなされている。

³⁵ 「JPX 日経 400 採用企業向けアンケートへの回答やその後実施した個別企業とのミーティングでは、(中略)実績作りのためと思われる形式的・画一的な質問が増えたことや経営者との面談を強要するケースが増えたという回答もあり、その内容には差があることが改めて確認された。」(出典：GPIF「第 113 回運用委員会」)

3. 長期投資に ESG を組み入れる動きとそれを巡る論点

3.1. ESG 投資を巡る動き

ESG は、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) を組み合わせた用語であり、近年、これらの要素を投資判断や株主としての行動に組み込む動きが活発化している。

3.1.1. 国連の動き

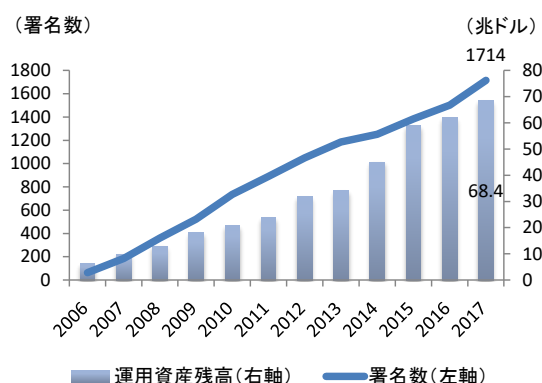
このような動きは、2006 年、安定的で持続的な金融システムの構築に向け、機関投資家に求められる原則を示した国連「責任投資原則 (PRI : Principles for Responsible Investment)」が契機となり、長期投資を行う年金基金等のアセットオーナーを中心に世界中の機関投資家の間に広がっている。

PRI は「環境、社会、ガバナンス課題と投資の関係性を理解し、署名機関がこれらの課題を投資の意思決定や株主としての行動に組み込む際に支援を提供すること」を目的とし、投資家がこれに署名するにあたり、「投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込む」、「投資対象の企業に対して ESG 課題についての適切な開示を求める」等、6 つの原則を採用・実行することを求めている。

2006 年の発足以来、PRI の署名機関は徐々に増加しており、2017 年 4 月時点で 1,714 機関、運用資産総額 68.4 兆ドルに達している (図表 24)。日本においては、GPIF が 2015 年 9 月、企業年金連合会が 2016 年 5 月、日本政策投資銀行が同年 12 月に署名している。これに加え、2 つの企業年金、5

つの生命保険会社、3 つの損害保険会社・グループ、上智大学の計 14 のアセットオーナー、33 のアセットマネージャー、12 のサービスプロバイダー、合計 59 機関³⁶が署名している。

図表 24 : PRI 署名数及び運用資産残高



出典 : UNPRI

PRI では様々な取組が行われており、最近では 2016 年 1 月に「アセットオーナー・アドバイザー委員会 (Asset Owner Advisory Committee)」が発足。アセットマネージャーの選択、任命、モニタリング方法、投資ポリシー、投資戦略、パッシブ・インデックス運用のあり方等が議論されている。また、同年 9 月には、ESG の組み込み手法を示すガイドブック (A Practical Guide To ESG Integration For Equity Investing) が公表されている。2017 年 4 月には、UNEP FI (国連環境計画金融イニシアチブ) 等とともに「21 世紀の受託者責任 (Fiduciary Duty in the 21st Century)」のフォローアップとして、日本における ESG 課題の対応や受託者責任に関する現状と提言を「Japan Roadmap」

³⁶ UNPRI (2017 年 7 月 14 日時点)

³⁷として公表している。

3.1.2. OECDの動き

OECD（経済協力開発機構：Organisation for Economic Co-operation and Development）は、1976年、多国籍企業に期待される責任ある行動を勧告するための「多国籍企業行動指針（Guidelines for Multinational Enterprises）」を策定しており、直近（2011年）の改訂では、「人権」章やリスクに基づくデュー・ディリジェンスに関する規定等が新たに盛り込まれている。さらに、2017年2月には、OECD投資委員会において機関投資家がデュー・ディリジェンスを実施する際の重要な考慮事項を示す

「Responsible business conduct for institutional investors」³⁸を採択した。

3.1.3. 各国年金基金の動き

世界各国の年金等においてもESGや責任投資等の概念を組み込む動きが見られる。

45か国以上の機関投資家等が参加するICGN（The International Corporate Governance Network）は、投資家としての受託者責任を果たす際に必要となるスチュワードシップ活動³⁹を実践する枠組みとして「ICGNグローバル・スチュワードシップ原則」を2016

³⁷ 「スチュワードシップとエンゲージメント」、「コーポレートガバナンス」、「年金基金へのESG情報の開示とガイダンス」、「企業の情報開示」、「アセットオーナーのリーダーシップ」の5つの提言が挙げられている。

³⁸ OECD（2017）, Responsible business conduct for institutional investors : Key considerations for due diligence under the OECD Guidelines for Multinational Enterprises

³⁹ 同原則では、投資家のスチュワードシップについて、「責任投資のアプローチとして長期的な価値を維持・増加させることであり、受託者責任の中核的な構成要素としてより広範な倫理・環境・社会的要因を考慮すること」としている。

年に公表した。その中で投資家がESG要因をスチュワードシップ活動に統合すべきこと、その影響を評価する手法を検討したり、企業に対してそれらを長期的な価値創造に結びつけるよう統合報告を推奨すべき旨が示されている⁴⁰。

米国 CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金：The California Public Employees' Retirement System）では、従来からタバコ産業や武器関連産業といった特定の産業や国について、投資対象から除外する投資撤退方針（Divestment policy）を採っている⁴¹。2016年8月には「5か年ESG投資戦略計画」を発表。戦略的イニシアティブ⁴²を定め、取るべき行動をガイドラインとして示している。

カナダ CPPIB（Canada Pension Plan Investment Board）は、ESGの重点領域として、気候変動、水資源、役員報酬、採取産業（extractive industries）の4つを挙げたが、2016年8月、採取産業に代えて「人

⁴⁰ 同原則6では「投資家は企業の長期的な業績と持続的な成功の促進に努め、マテリアルな環境・社会・ガバナンス（ESG）の要因をスチュワードシップ活動に統合すべきである」とし、具体的には「投資先企業のビジネスモデル、戦略、長期業績と持続性に影響するリスクと機会にESG要因がいかなる影響を与えているか」について感度を高め（原則6.2）、「ESGに関連するリスクと機会の分析・モニタリング・評価・統合の手法の導入について検討」し（原則6.4）、「ESGとその他の質的な要因を企業戦略やオペレーション、最終的には長期的価値創造に明確に結びつけられるよう統合された報告（Integrated reporting）を企業に奨励すべき」（原則6.5）などとしている。

⁴¹ 近年、投資撤退による機会損失を理由として基準変更の動きがあった。結果としてタバコ産業からの撤退方針は継続することとなっている。

⁴² 戦略的イニシアティブの内容は、①データと企業報告基準、②国連PRIモントリオール・カーボン・プレッジ宣言企業へのエンゲージメント、③ダイバーシティとインクルージョン、④アセットマネージャーに対する期待、⑤サステナブル投資に関する研究、⑥プライベートエクイティ投資の手数料と利益シェアに関する透明性の向上、である。

権 (human rights)」を加えることを表明。

人権に取り組む企業への投資により、長期的な価値創造や高いリターンを期待できるとしている。

日本の機関投資家においても ESG や責任投資といった考え方を組み込む動きが見られる。

GPIF は、2016 年 7 月、企業の環境対応や社会問題への取組を投資評価の基準とする「ESG 投資」を本格化すべく、ESG 指数の公募を開始。前述したように、2017 年 7 月には、3 つの指数を選定したことを公表した。さらに、2017 年 6 月には、「スチュワードシップ活動原則」及び「議決権行使原則」を制定し、運用受託機関に対して ESG を適切に考慮することを求めている。

3.1.4. スチュワードシップ・コードの改訂

2014 年 2 月に策定された「日本版スチュワードシップ・コード」⁴³は、機関投資家が投資先企業の状況を把握すべきことが示され、その内容の例として、社会・環境問題に関連するリスクやガバナンスが含まれている。2017 年 5 月の改訂では、「ESG 要素」という用語とともに、リスクに加え収益機会への対応が明示的に示された。

3.2. E・S と G の関係

以上のような動きを背景として、本研究会では、ESG と長期投資を巡る主要な論点

について突っ込んだ議論が行われた。

その一つが、ES の要素と G との性質の違いと関係性である。特に E、S、G が同質かつ不可分なものとして語られることで、議論が間違った方向に向かうのではないかという問題が提起された。

例えば、社会的側面 (S) については、雇用、人権、人材育成、地域社会との関係等、多面的な企業価値への影響が考えられ、「ESG」という言葉で語ることで、むしろ失われる、拾われないものが出てくるのではないか、それぞれの要素と長期投資との関係が見えなくなってしまうのではないかと指摘があった。

投資家の観点から見ると、投資と効果発出までの期間 (タイムラグ) が異なる点が指摘された。ガバナンス (G) はタイムラグが短く、環境 (E) と社会 (S) は長い。一口に「ESG」といっても、利益を生む ES と生まない ES が存在するのではないかといった見方も示された。

また、ESG を正しく理解するためには、ガバナンスを通じた環境面や社会面の取組 (E, S through G) と捉えた方が適切ではないかとの認識も示された。

これらの議論を受け、本研究会では、企業と投資家の対話においては、特に企業の「持続可能性 (サステナビリティ)」に関連する環境・社会 (E・S) 要素と企業価値を高める上での規律としてのガバナンス (G) との性質の違いは明確に意識されることが重要との見解が共有された。

3.3. ESG が投資パフォーマンスに与

⁴³ 同コードは、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が「『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)」として公表。

える影響

本研究会においては、ESG が投資パフォーマンスにどう影響するか、果たして投資リターンの向上につながるのかという点も議論された。

第一に、一般論として、ESG はリスク要因であるとともに事業機会（Opportunity）要因にもなり得るとの認識が共有された。投資家としても、ESG 要素が収益予測や中長期の価値に結び付くのであれば、株式評価において考慮する。その中で、特に ESG が長期投資を行う上でのリスク要因であることについては、投資家の間で一定のコンセンサスがある。

第二に、その一方で、ESG が企業価値の向上、ひいては投資リターン（パフォーマンス）につながるのか、そのような事実・証拠はあるのかについては、議論が分かれ、少なくとも現時点では共通認識には至っていない。

具体的に、本研究会では、ESG に対する評価（レーティング）が良い企業は、そうでない企業と比べ、株価や資本市場の評価を示す PBR（Price Book-value Ratio、株価純資産倍率）が上昇する傾向があるとの調査結果が示された。また、企業の長期業績予想において、ESG 要素が経営に良い効果を与えている企業を評価しているとの実務も紹介された。

一方で、過去のデータを見る限り、ESG 投資で超過収益を上げられるというコンセンサスには現状至っていないとの認識も示された。また、アナリストの実務から見て、ESG は成長に資するケースもあるものの、

リスク要因・制約条件として捉える方が理解しやすいとの意見も出された。

こうした議論を受けて、ESG を投資家の企業評価に組み込む際には、時間軸をどのように捉えるかが重要との見解が共有された。特に長期運用を行うアセットオーナーの観点からは、ESG が短期のリターンやボラティリティ低減に貢献すると考えると見誤る。その例として、ESG 要素を盛り込むインデックスを作る際に現時点のデータでパフォーマンスを出そうとすると、ESG と関係ない要素を入れる方向に働いてしまうことが挙げられた。

このような問題については、今後、長期投資や企業価値に影響を与える ESG に関するデータが整ってくれば、それらが投資判断に組み込まれ、長期的なリスク調整後リターンを改善するという循環を創り出せるのではないかとの見解が示された。そのためにも投資家が一定の仮説を持って ESG を企業評価に組み入れ、検証していくプロセスを促進する必要がある。また、そのような考え方を企業に示したり、アセットオーナーと運用機関の対話においても共有されることが重要との指摘もなされた。

以上見てきたように、ESG の概念・範囲には様々な考え方がある。これらを超過収益の源泉ととらえる投資家もいるが、多くの投資家は少なくとも中長期的なリスク要因として認識している。

したがって、企業が自社の中長期的な事業活動に影響を与えるリスクとして、どのような ESG 要素（特に環境、社会要因）を特定し、そのインパクトを認識しているか

を示すことが重要である。その際、国際的な枠組み等も参照しつつ、自社の事業領域やセクターにおいて主なリスク要因として認識されているものを念頭に置くことは、投資家の理解を得る上で有用である。

一方で、本研究会においては、既存の枠組み等を単純に当てはめるのではなく、自社のビジネスモデルや戦略に即して用いることが重要との見解が共有された。

企業戦略としてはESG要素をどのように事業機会として捉え、企業価値向上につなげていくのかということを中心すべきとの意見も示された。

3.4. ESG 要素と機関投資家の受託者責任の考え方

ESGに関する取組は、少なくとも短期的にはコスト要因となり、投資リターン（パフォーマンス）を低下させる。それでは投資家がこのような企業に投資する場合、受託者責任との関係をどのように捉えるべきか。中長期的にパフォーマンス向上につながるものであれば問題とならないが、前述のように現時点でコンセンサスを形成できるような明確な証拠はない。

この点に関し、多くの投資家において共通認識となっているのは、少なくとも投資期間における財務パフォーマンスを下げないのであれば、(追加的な) ESG への配慮は許容されるべきとの立場である。これについて、本研究会では、米国の「Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法)」(エリサ法) や英国の Law Commission (ロー・コミッション) におけ

る法解釈が紹介された。

エリサ法は、1974年に制定された企業年金制度の設計・運営を統一的に規定する連邦法である。2015年10月に米国労働省は、過去(2008年)の解釈通達(Interpretive Bulletin)が投資においてESG要素を考慮することを過度に妨げているとし、新たな解釈通達を示した。すなわち、受託者はリスクやリターンに潜在的に影響する要素を適切に考慮すべきであり、このような要素としてESGは投資における経済的価値と直接関係を持ち得るとしている。また、投資分析における適切な構成要素の一部であることを示している。さらに、受託者責任を果たすために経済的に優れた運用が選択されることを前提に、エリサ法はESG要素を投資方針やリスク・リターンの評価等に組み入れることを禁じるものではないとしている。

英国ロー・コミッションについては、2014年7月に公表された「Fiduciary Duties of Investment Intermediaries Executive Summary」において、「財務的にマテリアルな要素か、そうでないかを見極めることが重要」との見解が示されている。さらに、「受託者は、ESG要素のような投資パフォーマンスに関連する非財務要素を考慮して良い」とした。一方で、「受託者は必ずESGアプローチを取るべきとは言い難い。ESGには明確な定義がなく、様々なリスクやアプローチをカバーしている。典型的にESGに分類されている要素が、個々の投資において必ずしも財務的にマテリアルであるとは言えない」とも述べている。

このような見解が示される中で、ESG を議論する際に避けて通れないのは、ESG がコストを増やすが中長期的なリターンを上げない、もしくは下げる場合は受託者責任に反するものとなるのかという論点である。これに関し、本研究会では、仮に ESG への配慮や支出がリスク抑制効果を発揮し、リスク調整後リターンの改善が期待されるのであれば正当化されるべきではないかとの意見が示された。

ESG の重要性が高まる中で、この論点は今後、国内外において議論が行われるべきものである。

以上のような議論も踏まえ、第四章では資本市場から見た日本企業のパフォーマンス、第五章では企業の情報開示や投資家との対話を巡る課題を示す。

第四章 資本市場から見た日本企業のパフォーマンス

1. 日本市場の長期投資リターン

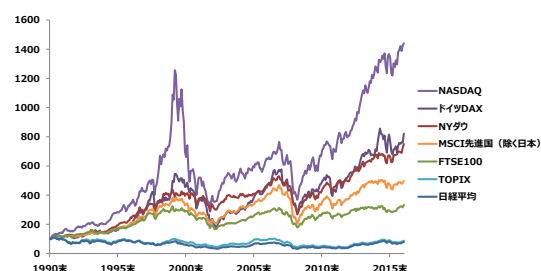
長期投資の対象としての日本企業のパフォーマンスや企業価値はどのように評価すべきか。本研究会では、企業価値や収益性を示すいくつかの指標を巡って議論が行われた⁴⁴。

まず、長期的に見た株式投資のリターンはどのような状況だったか。これは「伊藤レポート」における問題提起の背景でもあり、本研究会において長期投資を議論する前提でもある。

図表 25 は、過去 26 年の代表的な株価指数の累積リターンである。先進国の中で日本市場のリターンは低迷してきた。日本市場全体に対して長期投資を行った場合にリターンが得られない状態が続いていたということである。

これについて、本研究会では、長期投資からリターンを得るには、持続的に企業価値を高める企業を適切に評価、選別して投資することの重要性が再確認された。一方で、日本市場全体として、そのような企業が増え、企業価値を破壊するような企業が市場から退出することも重要との指摘があった。

図表 25：代表的な株価指数の累積リターン



出典：Bloomberg

注記：主要指数の 1990 年末時点における値を 100 として 2016 年末までを指数化

2. 時価総額と PBR

資本市場から見た企業価値に関する指標の一つとして、株価や時価総額等がある。本研究会では、日本企業の企業価値を市場がどのように評価しているかを示す指標として、PBR に着目した検討が行われた。PBR は、株価 (Price) と純資産 (Book-Value) の比率であり、さらに、 $PBR = ROE$ (自己資本利益率) \times PER (株価収益率) と分解できる。すなわち、PBR は企業の資本効率性を表す ROE と、投資家の将来キャッシュフロー (リターン) 創出に対する期待を表す PER から構成される指標である。

⁴⁴ 「伊藤レポート」でも示されているように「企業価値」については様々な考え方がある。ここでは、特に資本市場から見た企業価値 (株主価値、経済価値) に着目していくつかの指標を取り上げている。

本研究会においては、PBRの高さは、貸借対照表に載らない無形資産が収益を生み出す、あるいは企業価値（将来的なキャッシュフロー創出の期待）を高める期待につながっていると意見も示された。

日本企業のPBRは、図表26のとおり、長年にわたって1倍前後で推移してきた。このことは、日本企業が生み出す価値に対する投資家からの期待が極めて低いことを示している（理論的にはPBR1倍割れの会社は解散価値の方が高いことを意味する。すなわち解散して資産を全て処分すれば株主は株価以上の利益を得られる）。

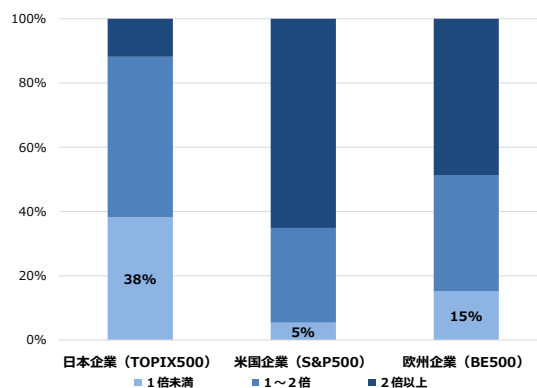
図表26：日本企業（東証一部）のPBRの年次推移



出典：日本取引所グループ「規模別・業種別PER・PBR（連結・単体）一覧」

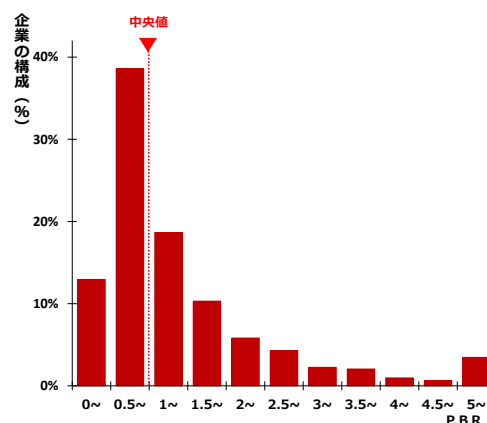
図表27を見ると、日本企業（TOPIX500構成銘柄）においては、PBR1倍割れの銘柄が約4割を占めている。また、中央値が1倍を下回る（0.98）など、諸外国との違いも大きい。日本企業においては、PBRの中央値・平均値のみならず、分布が低位に集中している（図表28）。このことは米国（図表29）やドイツ（図表30）と比べても明らかに見てとれる。

図表27：PBRの国際比較（分布）



出典：Bloomberg（2017年3月27日時点）

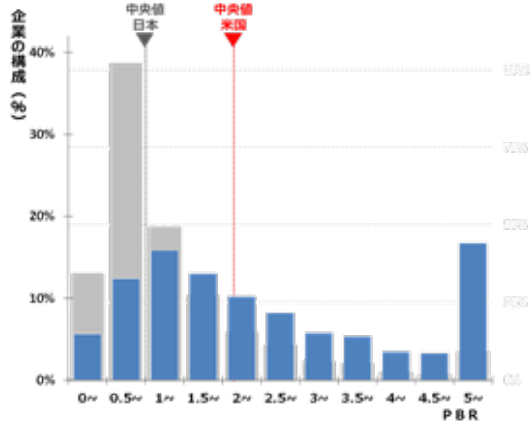
図表28：日本企業のPBRの分布



出典：Bloomberg（2016年9月21日時点）

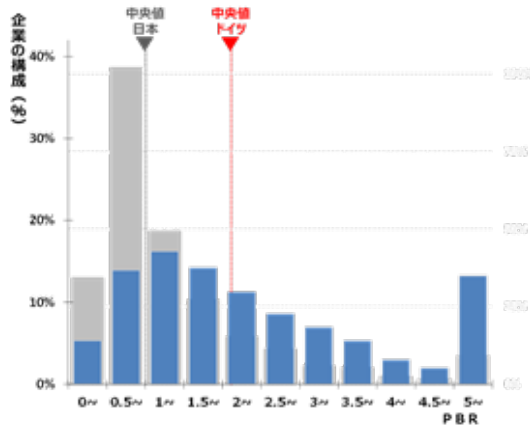
注記：TOPIX構成銘柄

図表 29：米国企業の PBR の分布



出典：Bloomberg（2016年9月21日時点）
 注記：TOPIX 及び NYSE 総合指数構成銘柄

図表 30：ドイツ企業の PBR の分布



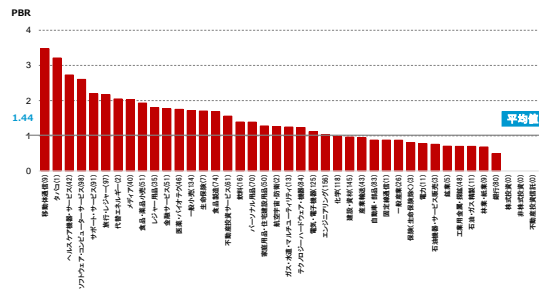
出典：Bloomberg（2016年9月21日取得）
 注記：TOPIX 及びドイツ フランクフルト証券取引所プライム・スタンダード全株パフォーマンス指数構成銘柄

PBR の水準は産業によっても異なる。図表 31 のとおり、日本においては、移動体通信 (3.5 倍)、タバコ (3.2 倍)、ヘルスケア機器・サービス (2.7 倍)、ソフトウェア・コンピューターサービス (2.6 倍)、サポート・サービス (2.2 倍) が比較的高い⁴⁵。

一方、下位 5 位の産業は、鉱業 (0.7 倍)、

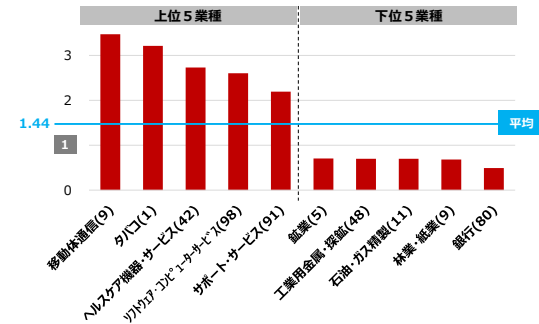
工業用金属・採鉱 (0.7 倍)、石油・ガス精製 (0.7 倍)、林業・紙業 (0.7 倍)、銀行 (0.5 倍) である。生産設備を自前で持たないファブレス型の産業、サービス提供を主体とする産業の PBR が高い傾向がある。

図表 31：日本の業種別 PBR



出典：Bloomberg（2016年9月21日時点）
 注記：TOPIX 構成銘柄

図表 32：日本の業種別 PBR (上位・下位 5 業種)

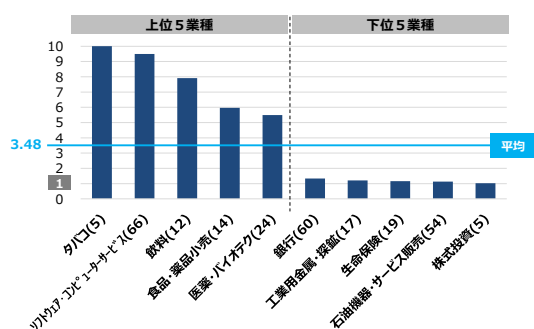


出典：Bloomberg（2016年9月21日時点）
 注記：TOPIX 構成銘柄

諸外国においても同様の傾向が見られるが、米国では「飲料 (7.9 倍)」が、ドイツでは「航空宇宙・防衛 (5.2 倍)」等が高い水準なのが特徴的である。ちなみに日本のこれら産業の PBR は、飲料：1.4 倍、航空宇宙・防衛：1.3 倍である。

⁴⁵ 国際比較のため、東証 33 業種ではなく、FTSE 業種分類ベンチマーク (ICB) に基づきデータ分析をしている。

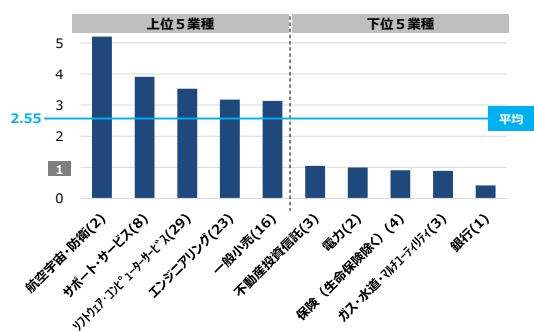
図表 33：米国の業種別 PBR
(上位・下位 5 業種)



出典：Bloomberg (2016年9月21日時点)

注記：NYSE 総合指数構成銘柄

図表 34：ドイツの業種別 PBR
(上位・下位 5 業種)



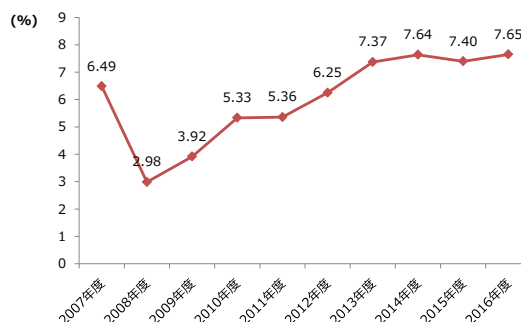
出典：Bloomberg (2016年9月21日時点)

注記：ドイツ フランクフルト証券取引所プライム・スタンダード全株パフォーマンス指数構成銘柄

3. 資本効率、ROE

PBR の構成要素でもある ROE については、図表 35 のとおり、2009 年以降改善傾向にあり、最近では 7~8% の水準で推移している。

図表 35：日本企業の ROE の推移

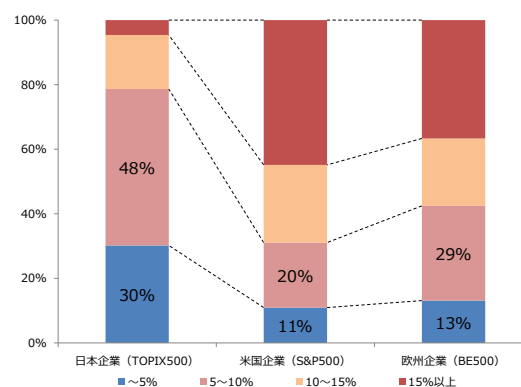


出典：Bloomberg

注記：TOPIX 構成銘柄の中央値

図表 36 のとおり、2008 年~2016 年の 9 年間の ROE を日米欧で比較すると、日本は全体として低い水準にあること、ばらつきが少ないことがわかる。この傾向は「伊藤レポート」で指摘された状況と大きく変わっていない。

図表 36：ROE の国際比較 (分布)



出典：Bloomberg

注記：TOPIX500 構成銘柄、S&P500 構成銘柄、Bloomberg European500 構成銘柄における、2008 年~2016 年の 9 年間分の ROE を取得。それらの中央値を分類し、分布を算出。

また、図表 37 は、ROE を「売上高利益率×資産回転率×財務レバレッジ」に分解

したものである(いわゆる「デュボン分解」)。「伊藤レポート」が指摘したように、ROEの低さが売上高利益率の低さに起因している状況は依然として見られる。ただし、平均的に見ると欧米とのレバレッジ水準の差が大きくなっていることも影響していることがわかる。

図表 37: ROE の国際比較 (デュボン分解)

日本 (TOPIX500)	ROE (%)	利益率 (%)	資産回転率	レバレッジ
製造業	8.36	5.53	0.81	1.78
非製造業	9.10	4.86	0.85	2.23
合計	8.55	5.30	0.82	1.89

米国 (S&P500)	ROE (%)	利益率 (%)	資産回転率	レバレッジ
製造業	18.15	10.27	0.67	2.53
非製造業	13.96	6.95	0.57	2.81
合計	15.68	8.60	0.63	2.68

欧州 (BE500)	ROE (%)	利益率 (%)	資産回転率	レバレッジ
製造業	13.41	7.19	0.76	2.29
非製造業	12.86	6.06	0.60	2.85
合計	13.18	6.84	0.70	2.46

出典: Bloomberg

注記: TOPIX500 構成銘柄、S&P500 構成銘柄、Bloomberg European500 構成銘柄における、2016 年度の数値 (いずれも中央値)

4. 有形・無形資産比率との関係

本研究会では、PBR の違いをもたらす要因について議論された。例えば、(PBR の分母に表れない) 無形資産の収益への寄与が大きな企業ほど PBR が高くなるのではないかとの仮説が示された。

これに関し、財務諸表で認識される有形・無形資産比率と PBR の関係を概観したのが図表 38 である。これを見ると、日本を除く諸外国では PBR が高い企業の有形資産比率 (70% 台) が低 PBR 企業 (約 90%) と比べて低いことがわかる。一方、日本企業では、PBR の高低に関わらず、有形資産比率が 90% 台と高くなっている。

図表 38: 有形資産比率に着目した分析 (PBR の上位 100 位・下位 100 位企業)

	上位100企業	下位100企業
日本	91.8 %	99.1 %
米国	75.7 %	94.0 %
ドイツ	73.0 %	88.3 %
フランス	79.6 %	88.2 %
英国	71.2 %	87.4 %

出典: Bloomberg (2016 年 9 月 21 日時点)

さらに有形資産比率が低い(無形資産比率が高い)企業の無形資産の内容を見ると、「のれん」の割合が高い傾向が見られる。このことは、欧米における高 PBR 企業ほど M&A を活発に行っていることを示している。しかし、上記の分析では M&A を行うことが将来収益を高めているとまでは言えない。貸借対照表で認識される「無形資産」の範囲では「のれん」の影響が大きくなること、財務諸表に表れない無形資産との関係性は把握しにくいことは留意すべき点である。

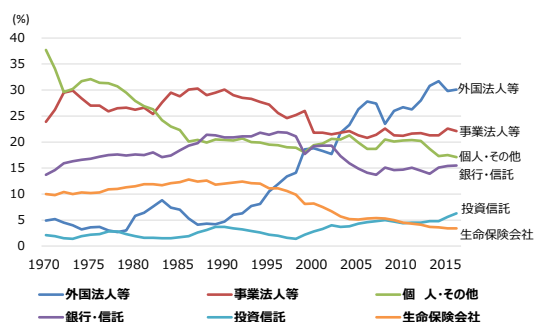
5. 資本市場構造の問題

本研究会においては、低 PBR にも関連して、日本の資本市場に特徴的な事業法人や金融機関による株式保有比率の高さ、あるいは「政策保有株式」の多さが論点として挙げられた。

図表 39 のとおり、1990 年代後半以降、金融機関による株式保有は減少しており、持ち合い解消が進んでいるとの見方もある一方、欧米諸国と比較して依然として事業

法人や金融機関による保有比率が高いとの指摘もある。

図表 39：投資部門別株式保有比率の推移



出典：東京証券取引所「2016年度株式分布状況調査」

一般に、政策保有株主は、投資収益ではなく、自社との取引の維持・拡大のための関係強化等を目的として株式を保有しているケースが多く⁴⁶、投資先企業と対立するような対話や議決権行使を行うことは少ないとされる。本研究会では、政策保有株主（事業会社等による株式保有）の推計議決権比率等が示され（図表 40）、大株主として政策保有株主が議決権行使の大勢を決してしまうようなケースでは、その他の株主の影響力が低下することが指摘された。

図表 40：安定株主比率の推計

所有形態 (単純平均) (%)	安定株主				国内機関 投資家		海外機関 投資家	個人	自社株	証券会社	議決権行使時 の安定株主 比率(%)
	銀行	生保 損保	事業法人 財信等	合計	年金 基金	投信					
時価総額上位 300社(注)	6	6	18	31	12	4	32	16	3	2	41
上記以外	5	5	26	36	8	4	13	34	3	2	52
東証一部全体	5	5	25	35	9	4	16	31	3	2	50

出典：金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（2017年1月31日）濱口委員提出資料

⁴⁶ 東京証券取引所「東証上場会社コーポレートガバナンス白書 2017」は、東証上場 2,262 社のコーポレートガバナンス報告書を分析。政策保有株式の保有を前提に方針を示している会社（1,942 社）のうち、「取引関係や営業政策等の取引関係」を理由とする会社が最も多く、69.7%（1,505 社）となっている。

本研究会においては、この状況が日本の低 PBR の要因でもあるとの指摘がなされた。すなわち、欧米企業の場合、PBR が 1 倍割れとなれば、経営陣は退任を迫られ、買収のターゲットとされる可能性も高くなる。

一方、日本においては（政策保有株主等の）安定株主が多いため、そのような圧力や脅威が少なく、株式市場が本来求められる機能を果たしていないのではないかとの問題提起である。その観点から、企業が継続的に取引をしている株主に関する情報が開示されることが好ましいとの意見が示された。

第五章 企業の情報開示や投資家との対話を巡る課題

1. 投資家・アナリストを取り巻く環境変化

1.1. フェアディスクロージャー規制とMiFID II

本研究会においては、投資家の企業評価や企業との対話の前提となるアナリストによる企業価値評価の重要性とその質を高めるための課題が議論された。

まず、アナリストが定量・定性分析を行う際の情報源として、企業の開示情報の重要性が再確認された。特に、経営者等との対話や工場見学等、財務情報の裏にある非財務情報を認識・理解して、企業価値分析に活用することが、アナリストの差別化要素としてますます重要になるとの指摘がなされた。

次に、近年のアナリストを取り巻く環境変化等について、いくつかの動きが紹介された。

その一つが、フェアディスクロージャー⁴⁷に関する規律・規制の動きである。日本証券業協会は2016年9月に「協会のアナリストによる発行体への取材等及び情報伝達行為に関するガイドライン」⁴⁸を制定した。

⁴⁷ 公表前の内部情報を特定の第三者に提供する場合、当該情報が他の投資者にも速やかに提供されるようにすること。

⁴⁸ ガイドラインの内容は、①協会のアナリストは「未公表の決算期の業績に関する情報」の取材等は例外を除き行わないこととするともに、意図せず取得した情報の適切な管理を行うべきこと、②アナリストレポート以外の手段により特定の投資者に伝達できる情報は、公表済みのレポートと矛盾せず、かつ投資判断に影響のない範囲に限定されることを類型ごとに明確化した。(出典：

この中で、アナリストの行う取材等のあり方や、発行体から取得した情報及び当該情報を基にした分析、評価等の伝達のあり方を示している。また、第193回国会において2017年5月「金融商品取引法の一部を改正する法律」が成立・公布され、投資家間の情報の公正性を確保するため、上場会社による公平な情報開示に係るルール（フェアディスクロージャー・ルール）が導入された。

さらに、欧州における「MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive、第2次金融商品市場指令)」⁴⁹による規制強化の動きがある。本指令は、アナリストの研究費用をアンバンドリング（分離）し、トレーディング費用と区別することを求めている。これにより、証券各社の株式調査は大きな影響を受けることが予想されている。既に一部の運用会社では、規制に対応し、研究費用とトレーディング費用を別払いする動きも見られる。本規制では、EU域外の運用会社・アナリストは対象になっていないが、EU域内の年金基金が域外の運用会社と運用委託契約を結ぶ場合には域内企業から研究費用の分離を求められる可能性がある。したがって規制の影響は欧州域外のアナリスト調査にも間接的に及ぶとの指摘もなされている。

このような環境変化について、本研究会では、フェアディスクロージャー・ルールの導入により、企業からの開示情報がますます重要になること、早耳的な情報で勝負

日本証券業協会)

⁴⁹ 本指令は2014年5月、欧州連合理事会で可決された。EU加盟国の国内法制化により効力が発生する。

するのではなく企業分析に対する洞察力が重要になるといった指摘がなされた。また、MiFID II 等により、アナリストの研究が厳しく評価され、淘汰圧力が高まる中で、非財務情報をベースとして投資家が必要とする情報を提供するアナリストのみが生き残れるといった意見も示された。

1.2. 企業分析手法の進化

こうした環境変化の中、投資家・アナリストによる企業評価の方法にも進化が見られる。利用できる電子データの量が爆発的に増え、ビッグデータや AI を使った分析が投資判断に活用されつつある。

本研究会においても、そのような試みの一つとして、特許公表情報をビッグデータとして分析し、その結果を企業経営者との対話に用いている例が示された。このように自社の視点では見えにくい分析結果を伝えることで、企業トップが競合他社の状況も含む全体像を把握できる。それが経営者の危機感・刺激につながり、より深い対話が行うことができるとの見解が示された。

このように情報処理技術が進化する中で、単純な情報はすぐにコモディティ化、つまり株価に織り込まれ情報としての価値が無くなる。そうした中でも経営者と外部者（投資家等）との間の情報の非対称性は残ることから、企業が質の高い情報開示を行う重要性が増しているとの指摘がなされた。

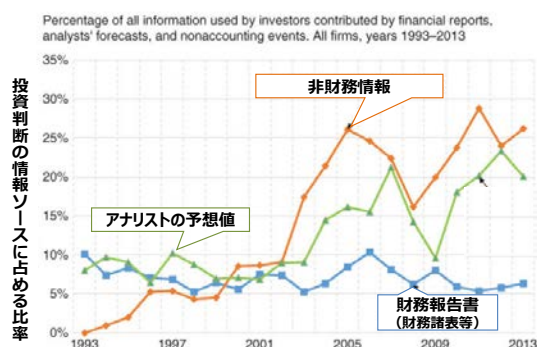
1.3. 投資家が重視する情報の変化と企業情報開示の課題

1.3.1. 非財務情報開示の重要性

本研究会においては、投資家が重視する情報の変化についても議論が行われた。特に財務情報をベースとしつつ、それを補強する非財務情報の重要性が議論された。

図表 41 は、株価に影響を与える情報の変化を示す調査結果であり、同調査では投資家の投資判断に影響を与える情報源として紹介されている。非財務情報やそれに基づくアナリストの予測値の重要性が増していることが見てとれる。

図表 41：株価変化に影響を与える情報ソースの変化



出典：The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

本研究会においては、投資家にとって、非財務情報をいかに組み立てて将来の価値創造に向けたストーリー、仮説を構築するかが重要との認識が示された。そのような情報収集・分析の方法として、財務データの分析に加え、マスメディアやインターネットで入手可能な情報や企業訪問、工場見学、経営トップとのディスカッションの中から非財務情報を収集して企業価値分析を補強している例が紹介された。特に、非財務情報から得られる情報は「パズルの一片」

のような断片的情報であるが、それをアナリストの力量で価値創造プロセスにはめ込み、収益予想につながる情報に転換することが重要との意見が示された。

1.3.2. 企業情報開示を巡る課題

このように非財務情報の重要性が増す中で、情報が有用な形で開示されていない、あるいは企業が開示している情報と投資家やアナリストが必要とする情報にギャップがあるといった課題が存在する。

本研究会においては、企業の経営情報(企業理念や戦略、無形資産・知的資産等のコアコンピタンス等)やESGに関する情報を自発的に開示する企業が増えている状況が報告された。

これに関し、例えばビジネスモデルの変化を非財務情報と関連付けて開示することが課題として挙げられている。また、日本企業がインデックス等で必要とされている情報を開示していないことで、それらの評価に反映されない面があることも指摘された。このような観点から、標準的な開示事項をフレームワークや指針といった形で示すことは、日本企業が適切に評価されるために意義があるとの意見も示された。

このように投資家が非財務情報を重視する動きが見られる一方で、四半期決算によってアナリストが四半期ベースの収益予想に追われ、長期的視点での分析ができない構造となっていることが指摘された。長期投資という観点で考えた場合、四半期決算ではなく、年2回の決算が好ましいとの意見も示された。企業側からも、投資家との

対話においては、四半期報告等の「短期」の話に終始することが多く、自社の価値創造ストーリーを非財務情報も絡め体系立てて話をするような機会は少ないとの指摘もあった。

四半期決算については、企業や投資家の「短期志向(ショートターミズム)」をもたらしているのではないかと指摘がある一方で、投資家の短期志向には伊藤レポートにおいて示されていたように⁵⁰複合的な要因があり、四半期開示が要請されていることのみによるとは言えないのではないかと意見も示された。

本研究会においては、企業の開示内容が、投資家の投資判断に有効に活用されていないのではないかと問題提起がなされた。

日本の上場企業に対しては、金融商品取引法に基づく有価証券報告書、会社法に基づく事業報告・計算書類、証券取引所における決算短信やコーポレートガバナンス報告書等、複数の開示要請が存在する。これらに加え、企業は任意にアニュアルレポートやCSR報告書、統合報告書等も作成している。こうした開示情報が、多岐に渡っており量が多くなっていることから、一部の投資家における企業分析や企業と投資家との対話において有効に活用されていない面もあるのではないかと問題提起もなされた。

⁵⁰ 伊藤レポートにおいては、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致した面が強いこと、投資コミュニティにおいて短期志向化を促すインセンティブが働いていること、企業から中長期的な価値創造を理解するための情報が効果的に開示されないこと、短期志向化を助長し得る制度的な仕組みがあることが投資家の短期志向の原因として指摘されている。

1.4. 企業開示を巡る世界の動向

近年、このような課題に対応するため、各国政府や国際 NGO 等において、非財務情報や ESG を含む新たな開示フレームワークを求める動きが広がっている。

1.4.1. 国際的な開示枠組みの動き

国際的な取組の一つとして、IIRC（国際統合報告評議会）による活動がある。IIRC は A4S（Accounting for Sustainability Project）と GRI（Global Reporting Initiative）が中心となって 2010 年に設立された、規制当局、投資家、企業、基準設定主体、会計事務所、NGO といった様々なステークホルダーにより構成される国際的な組織である。IIRC は、2013 年 12 月に「国際統合報告フレームワーク（The International Integrated Reporting Framework）」を公表。同フレームワークは、統合報告の主題である中長期的な価値創造モデルについて、多様な資本を基礎とする概念モデルを提唱するとともに、統合報告作成の基本的な考え方を示す「指導原則」と開示内容を示す「内容要素」⁵¹を提示している。IIRC では、統合報告のトレーニングプログラムや事例のデータベースの提供等を継続的に実施している。

GRI は、持続可能性（サステナビリティ）にかかる課題がビジネスに与える影響について、政府、企業、その他ステークホルダー間のコミュニケーションを促すことを目

的として 1997 年に設立された団体である。組織が経済、環境、社会に与える影響を報告する際の基準となる「GRI スタンド」を公表している。

知的資本・資産について活動を行っている WICI（The World Intellectual Capital/ Assets Initiative）は 2007 年に発足。2016 年 9 月、知的資産経営について企業とステークホルダーがコミュニケーションを行うためのツールとして「WICI インタナショナルズ報告フレームワーク」を公表している。

個別分野の開示に目を向けると、気候変動については、2015 年 12 月、G20 からの要請を受け、気候関連のリスク・機会に関する投資・融資・保険引受け判断に資する提言を検討するためのタスクフォース（TCFD：Task Force on Climate-related Financial Disclosures）が設立された。同タスクフォースの報告書は、2017 年 7 月 7-8 日にドイツ・ハンブルグで開催された G20 サミットに報告され、G20 ハンブルグ・サミット首脳宣言の附属文書である「ハンブルグ行動計画」において、「業界主導の気候変動関連財務情報開示タスクフォースは、重要性の原則を反映し、気候変動関連の金融上のリスクに係る企業の任意の開示に関する提言を含む作業を終えた」と言及された。

1.4.2. 各国における動き

各国における動きとして、EU では 2014 年 10 月に非財務情報開示に関する指令（2014/95/EU）が改正され、翌月 11 月に官報（Official Journal of the European Union）へ

⁵¹ 内容要素は、「組織概要と外部環境」「ガバナンス」「ビジネスモデル」「リスクと機会」「戦略と資源配分」「実績」「見通し」「作成と表示の基礎」の 8 つから構成されている。

掲載された。これは従業員 500 人以上の企業に対し、環境、社会、従業員、人権尊重、腐敗防止に関する情報の開示を要請するものであり、さらに上場企業においては、取締役会の多様性に関する方針とその目的についても開示しなければならない。

欧州各国では、同指令の実施や各国独自に非財務情報を求める動きが見られる。その中でも英国においては、2013年8月、会社法規則が改正され、アニュアルレポートの一部として「戦略報告書 (Strategic Report)」⁵²の開示が義務化された。同国 FRC (財務報告評議会 : Financial Reporting Council)⁵³ は、2014年6月、BIS (The Department for Business, Innovation and Skills) からの要請を受け、「戦略報告書ガイダンス (Guidance on the Strategic Report)」を公表している。また、FRC に設置された「財務報告ラボ (Financial Reporting Lab)」⁵⁴では戦略報告書におけるビジネスモデル開示のあり方に関するプロジェクトを実施。2016年10月にその成果を公表している⁵⁵。

米国においては、「SASB (サステナビリティ会計基準審議会 : Sustainability Accounting Standards Board)」⁵⁶が、重要で

意思決定に有用な情報を投資家に開示する際の手助けとなるサステナビリティ会計基準の策定等の活動を行っている。SASB は、企業に向けた非財務情報に関する会計基準を公開しており、2016年3月に10分野79業種の基準を公表した。また、機関投資家に向けた「エンゲージメント・ガイド (Engagement Guide)」を同年7月に公開した。

こうした様々な枠組みに関し、本研究会においては、企業や投資家が活用するためには、具体性と汎用性のバランスが重要との意見があった。FRC の財務報告ラボに参加した投資家から、特にビジネスモデルの重要性が議論されていたことが紹介された。また、SASB のような業種別の非財務情報開示に関するガイドラインに対する期待やニーズ、有用性についても言及があった。

企業側からは、これらのフレームワークは一定程度参考にはなるものの、概念的で企業実務には使いにくいといった意見や日本的な経営の良さも伝えられるものが必要ではないかとの問題提起がなされた。

2. 企業の情報開示と投資家の対話のフレームワーク

以上のような課題認識を踏まえ、本研究会においては、投資家の企業評価におけるギャップを埋め、企業の情報開示や投資家との対話を深めるための共通言語としてのフレームワーク、指針の必要性が提起された。

⁵² 戦略報告書を通じ、株主に対して企業のビジネスモデル、戦略、事業開発、業績、ポジションおよび将来見通し等の情報を提供することが義務づけられている。

⁵³ 投資促進に向けたコーポレートガバナンスや企業開示の改善に向けた取組を行うことを目的とする独立機関。

⁵⁴ 2011年に、企業報告の有効性の改善を目的として設置されている。

⁵⁵ 19の企業、36の投資家、2の個人株主の意見を織り込んで、投資家にとってビジネスモデル情報の重要性に関する価値のある洞察、及び、投資家が求める情報の種類について、企業に提供している。

⁵⁶ 2011年に設立された、非財務情報開示の基準を策定することを目指す米国の非営利団体。

投資家側からは、そのような共通言語を通じて、企業の非財務情報等に関する開示の基礎がつけられることが期待されている。また、そのような指針を策定・活用する場合には、企業特性やビジネスモデル、地域、文化、社会制度、法令等の違いを意識しつつ、標準化と柔軟性、多様性のバランスを考慮すべきとの意見があった。また、このような指針は、開示そのものを目的とするのではなく、対話を深めるきっかけとなり、企業が中長期的な価値創造を考えるためのツールであるべきとの見解も示された。

また、第一章で述べた SDGs や ESG 等、社会課題に対する企業への要請が高まる中、企業としてどう向き合うかという経営の価値観を考えさせるような指針となるべきとの意見も示された。

このような議論を踏まえ、本研究会においては企業開示と対話を促進するための手引として「ガイダンス(案)」が提案された。この提案に基づき、2017年5月29日に経済産業省から「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資- (価値協創ガイダンス)」が発出されている(別添3)。

次章においては、このような共通言語としての「ガイダンス(案)」の提案に至る議論や背景、各要素を巡る論点等を概観する。

第六章 企業開示や対話のフレームワーク構築に向けて

1. 企業理念やビジョン、企業文化等の価値観

1.1. 企業理念やビジョン

企業理念や社訓等で示される企業の価値観は、自社が進むべき方向を決定する際の判断軸となるものである。そのような価値観に基づいて、企業のあるべき姿を中長期計画等の中で「ビジョン」として掲げ、優先課題や定量的な目標を示す企業も多い。

企業が、自らを取り巻く社会課題をどのように捉え、経営に組み込んでいくのか。特にグローバル企業においては、前述したSDGsや気候変動問題等地球規模の課題にどのように向き合うかという経営者固有の信念があらゆる判断の核となるべきとの指摘がなされた。また、これらを明確に意識することは、既存の大企業だけでなく、ベンチャー企業等にとっても重要との見解が示された。

本研究会においては、企業理念やビジョンについても、現状維持に安住せず、常に時代に適応させることが重要との考え方も示されている。

1.2. 企業文化や企業風土

企業文化や企業風土は、企業で働く人々が無意識又は暗黙のうちに選ぶ業務のプロセスや優先順位の中に表れてくる価値観である。企業が理念に沿って「あるべき姿」を実現するためには、そのような価値を生み出そうとする文化や風土等が企業に存在

していることが重要である。

例えば、企業がイノベーションを生み出すためには、挑戦を促し、失敗を許容し、それを迅速に事業につなげていく企業文化を醸成し、ときには陳腐化や時代にそぐわない部分を見直し、あるべき方向へ導くことが重要である。

本研究会では、企業経営者の立場からすると、企業文化や風土は、定量的に表しにくいのが、人材の資質とともに企業のパフォーマンスを評価するための重要な要素であるとの意見が示された。企業で働く人々を素材、経営者をシェフ、ミドルマネージャーを調味料とすれば、企業文化はキッチン環境であり、これらが相互に作用し、補完し合うことで、企業価値やパフォーマンスが決まる。企業経営者にとって、企業文化や風土は所与のものではなく、それをいかに良い状態にし、企業で働く人材のモチベーションを良い状態に保つことは常に気にかけるべき重要な課題である。

投資家にとっても、企業文化や風土等を理解することは、企業の戦略や計画の実現可能性を評価する上で重要との意見が示された。

1.3. ガイダンスの要素として

投資家にとって、企業理念やビジョン、企業文化等の価値観を知ることは、その企業のビジネスモデルや戦略の根幹にあるものを理解し、その実現可能性を評価する上でも重要である。

本研究会においては、企業と投資家の対話や情報開示のフレームワークにおいて、

企業の価値観は欠かせない要素であるとの
共通見解が得られた。特に、企業を信任し
て長期投資を行う投資家にとっては、企業
理念や哲学は、ビジネスモデルやその成果
とともに最も重要な情報である。

2. ビジネスモデル

2.1. 企業評価におけるビジネスモデル の重要性

ビジネスモデルとは、企業が事業を行う
ことで、顧客や社会に価値を提供し、それ
を持続的な企業価値向上につなげていく仕
組みである。具体的には、様々な経営資源
を使って製品・サービスをつくり、その付
加価値に見合う価格で顧客に提供する一連
の流れを指す。

本研究会においては、企業が増資を行う
際にはビジネスモデルを明確に示しながら
「エクイティ・ストーリー」を説明する必
要に迫られるが、そのような時以外にビジ
ネスモデルを意識することは少ないのでは
ないかとの指摘があった。

一方で、投資家にとって、ビジネスモデ
ルは、バリューチェーンにおける企業の位
置付けや価値を生み出す源泉を理解し、持
続的にキャッシュフローを生み出す力、す
なわち「稼ぐ力」を評価するための見取図
である。本研究会でも、ビジネスモデルの
理解なくして、中長期の企業価値の評価・
分析はできないとの見方が示された。

さらに、ビジネスモデルを単に「事業の
概要」や「儲けの構造」として説明するこ
との問題も指摘された。すなわち、「モデル」
として投資家が関心を持つのは、それが中

長期で見たときに成長率や利益率、資本生
産性といったパフォーマンスをもたらすも
のだからである。グローバル市場で競争す
る企業はもちろん、国内市場において他に
ない価値を提供し続けられる企業を見いだ
すために、長期的な投資家は、その企業の
ビジネスモデルはグローバル競争に勝てる
のかという点を問わなければならないとの
指摘もなされた。

本研究会では、ビジネスモデルの開示の
あり方についても議論された⁵⁷。例えば、
ESG や無形資産等の情報についても、ビジ
ネスモデルを理解するための定性情報とし
て活用することが重要との意見が示された。
一方で、統合報告書等のかたちで企業が
ESG 等の非財務情報を開示するようになって
きたが、これらをビジネスモデルやその
変化と関連付けている例は少ないとの指摘
もなされた。また、それら情報を示す際に
裏付けや根拠が不明確な場合には、投資家
が評価しにくいとの意見もあった。

2.2. ガイダンスの要素として

ビジネスモデルの評価に当たっては、そ
れが前提とする市場の競争環境を理解する
必要がある。具体的には、当該企業のバリ
ューチェーンにおける位置づけや競合と差
別化する要素、競争優位を保つための経営
資源や無形資産、ステークホルダーとの関
係等が重要である。その上で、当該事業の
主な収益源や収益構造等を理解することが

⁵⁷ この点に関し、本研究会においては、英国「戦略報告書」におけるビジネスモデル開示についての調査結果（財務報告ラボ）やSASBの基準が紹介された。これらは日本におけるビジネスモデル開示を検討する上で参考になるとの指摘があった。

求められる。

このような認識の下、これらが価値創造ストーリーとして示されるべきことがガイダンスに組み込まれている。また、特に複数の事業を行っている企業においては、個別事業のビジネスモデルだけでなく、企業全体としての事業ポートフォリオとそれらを選択する判断そのものを「ビジネスモデル」として示すことも重要である。その意味で、ビジネスモデルと企業のポートフォリオ戦略とは密接に関連する。

また、投資家がビジネスモデルを理解するための切り口として、価値を生み出す「ドライバー」に着目していることが示された。例えば、「成長ドライバー」として市場や需要動向、利便性のブレークスルー等、「供給力ドライバー」として生産能力や人員、研究開発、技術等、「マージンドライバー」として価格決定力が挙げられた。また、別の切り口として、「内部ドライバー」と「外部ドライバー」とに分けて評価する見方も示された。

具体例として、IT サービス企業において、従業員のスキル研修が従業員一人当たり効率を高めるためのドライバーとなっている状況と理解し、同社から開示されている専門資格の取得者数等を同社の成長ドライバーとして理解する方法が紹介された。

3. ESG、持続可能性（サステナビリティ）、成長性

3.1. ビジネスモデルの持続可能性

企業が中長期的に価値を向上させるためには、ビジネスモデルが持続することが必

要である。その際のリスクは、重要な経営資源や無形資産、ステークホルダーとの関係が確保できなくなることである。

特に、長期的な視点からは、企業活動の前提となる環境・社会との関係をどのように捉えるかが重要となる。機関投資家の投資判断やスチュワードシップ活動にESGが組み込まれる動きも、このような観点からのものと言える。

これらの要素に加え、企業のビジネスモデルの持続可能性に影響を与えるリスクとして、急速な技術変化によるビジネスモデルの陳腐化（破壊的イノベーション）やカントリーリスク、クロスボーダーリスク等が挙げられた。

3.2. ガイダンスの要素として

本研究会においては、企業がESGやSDGs等社会の要請に応えながら、持続的に価値を生み出しているかを評価する指針があれば、投資家の役に立つだけでなく、企業経営者が積極的にESGを組み込むことができるとの指摘がなされた。

また、第三章で見たとおり、ESGに対する投資家の関心が高まる中、投資家がどのような視点でそれら要素を組み入れているのかを企業が理解することが重要となる。

前述のように、投資家においては、ESG要素をリスクとして捉える視点と機会として捉える視点が存在する。また、ESGだけで企業のビジネスモデルにおける差別化要素やその持続性は評価できないが、既存の財務分析や投資分析と組み合わせることで企業評価の精度や質の向上に資するとの考

えも示された。すなわち、長期間投資をするため、財務的數字の見通しの難しさを、企業固有の定性的特徴（非財務情報）から補完する必要があり、その中に ESG が含まれているといった考え方である。

したがって、企業と投資家の情報開示や対話のフレームワークを検討する際にも、ESG だけを切り出すのではなく、それらの要素が成長戦略にどのように落とし込まれているかという点が重要である。この点に関し、本研究会では、ESG というよりも CSV の文脈で説明される方が投資家としてはわかりやすいとの意見もあった。

ESG のリスクと機会の視点に関しては、前述したとおり、今後、ESG に関する議論が進み、企業と投資家双方が ESG を企業の持続的価値向上に重要な要素と認識し始めれば、株式市場がそれを株価に反映するようになる。結果として ESG が企業価値に寄与するものであることが証明されていくのではないかとの意見が示された。現時点では、長期のテールリスク低減を図るための視点と捉えるのが現実的ではないか、さらには、投資家が企業を評価する際、長期的かつ継続的に健全な利益成長が可能か、それを実現するために何が欠けているのかを分析する際、ESG 要素を絡ませることでより分かりやすくなるといった意見が示された。

他方、企業側からは、ESG も含む、環境・社会的な課題を企業自らが事業機会として捉え、戦略的に取り組んでいくことは、今後必須の課題であるという意見が示された。

このような議論や第五章の 2. の状況を踏

まえ、本研究会では、企業と投資家のフレームワークとして、持続可能性を評価する際のリスク要素として ESG を位置づけるべきこと、一方で企業が戦略の中でこれらを事業機会としても捉え、情報開示や対話の中で伝えていくことが重要であることが確認された。

4. 戦略

4.1. 企業戦略の重要性

企業経営者は、厳しい競争環境の中で生き残り、持続的に企業を成長させるために、事業ポートフォリオの組替えや有形・無形資産への戦略投資等、様々な打ち手を実行することを求められている。

このような戦略の全体像が示されることは、投資家が企業のビジネスモデルの実現可能性を評価する上でも重要である。

本研究会では、企業の情報開示と投資家との対話において、バリューチェーン上の影響力や競争優位を強化するための打ち手、重要な経営資源・無形資産への投資、それらを通じた事業ポートフォリオの再編等、ビジネスモデルを実現するための戦略が語られるべきことが確認された。

また、前項 (3.) で述べた持続可能性の観点から、ESG を含む様々なリスクへの対応やステークホルダーとの関係構築をどのように戦略に組み込むのかということも重要である。

第一章で述べたように、経営戦略上重要な無形資産投資のほとんどが当期費用として認識され、短期利益を圧迫する。そのような観点から、本研究会では、企業戦略に

における無形資産への投資が適切に評価されるための方法や開示・対話のあり方についても議論が行われた。

4.2. 人的資本への投資

企業のビジネスモデルを動かす、イノベーションを生み出すのは人材、人間力である。人材を獲得・育成するための「投資」を企業としてどのように把握・評価し、投資を実行するかは、企業戦略の要であり⁵⁸、投資家が企業の実行力を評価する上でも重要である。

人材の獲得や育成に向けた投資は、会計上、研修や報酬等の形で当期費用の一部として埋没してしまう。したがって、企業としてこれら人的投資を定量的にどのように捉え、投資効果を認識するかということは、経営戦略の課題であり、投資家にとっても有益な情報である。

他方、人材への投資はビジネスモデルや戦略に位置づけられることが重要であり、それが整理されていない限り、いくら企業が費用を投じてても長期的な価値創造につながるとは評価できないとの指摘もあった。

本研究会では、経営人材、ミドルマネジメント、研究・専門人材、現場を動かす社員等様々なレイヤーの人材投資について検討が行われた。また、ダイバーシティや働き方改革の重要性も議論された。

4.2.1. 経営人材・キーパーソン育成の

⁵⁸ 日本企業のCEOの94%（世界全体では72%）がビジネス面での脅威として「鍵となる人材の獲得」を挙げている。（出典：PwC調査「変貌する世界で成功を再定義する」）

重要性

経営人材の確保や育成は、企業経営における最重要課題であり、投資家が経営戦略の実現可能性やガバナンスの実効性を評価する上でも最も重要な情報である。

本研究会では、新入社員から経営人材の確保・育成までの体系立った人材育成や報酬制度を設計している事例が紹介された。経営の知識、ノウハウ、経験等は、単線のキャリアだけでは得られないとの認識に立った人材確保が重要との指摘もなされた。

経営人材の育成に関しては、経済産業省「企業価値向上に向けた経営リーダー人材の戦略的育成についてのガイドライン」（2017年3月）において、先進的な取組事例を紹介し、それらを整理・分析した結果として経営人材の育成にあたっての着眼点を示している⁵⁹。

経営人材をはじめ企業のビジネスモデルや戦略を担う人材や研究・専門人材等、いわゆる「キーパーソン」をいかに確保し、育成するかということは、投資家が企業の競争力を評価する上で重要な情報である。

このような人的資本に関し、本研究会では、欧米等では人材を「Human Capital（人的資本）」として「人間が持つ能力」に重点を置いて、「状況に応じて必要な能力を確保しようとする」のに対し、日本においては「Human Resource（人的資源）」として「役に立つ個人」「才能ある個人」との捉え方を

⁵⁹ 具体的には、ビジョンや経営戦略を実現する上で重要なポスト及び要件の明確化（フェーズ1）、人材の把握・評価と経営人材育成候補者の選抜・確保（フェーズ2）、人材育成計画の策定・実施と育成環境の整備・支援（フェーズ3）、育成結果の評価と関連施策の再評価・見直し（フェーズ4）というサイクルを提示している。

し、「持っているものを活かすことを優先する」考え方をとる傾向があるとの見方が示された。

この点について、日本企業は雇用の安定性を前提とするため、投資効率性の追求と矛盾が生じているのではないかとの指摘がなされた。企業戦略の転換において、海外企業は新たな人材を外部から調達し、日本企業は訓練・教育で対応するため、効率性の面で海外企業に遅れをとってしまうのではないかとの問題提起もなされた。

4.2.2. ダイバーシティ

特にグローバルに事業展開する企業にとって、優秀な人材を世界中から獲得するためにも、均質的な人材戦略を変革し、多様性を意識した経営（ダイバーシティ・マネジメント）を行うことが課題となっている。

ダイバーシティが求められるようになってきた背景には、人材獲得の観点（優秀な人材を獲得するためには可能な限り多様な人材に母集団を拡大することが望ましい）、リスク管理の観点（多様な視点を持った人材ポートフォリオを構築することにより素早くリスクを察知できる）、イノベーションの観点（イノベーションを起こすためには多様な能力・バックグラウンドを持つ人材が連携・協同することが必要となる）等がある。

このような観点から、企業が経営の中にダイバーシティを組み込むための指針として、経済産業省「ダイバーシティ 2.0 行動ガイドライン」（2017年3月）では、ダイバーシティに関するガバナンス改革（取締

役会の多様性確保等）や全社的な環境・ルール整備（人事制度の見直し、働き方改革等）とともに、資本市場への発信・対話（企業価値向上ストーリーに沿った発信・対話）等の考え方が示されている。

4.2.3. 投資家による人的資本の評価

本研究会においては、企業の人材投資に対する投資家・アナリストの見方が示され、ガイダンスにおける戦略の要素としての考え方が議論された。

特に重要な事項としては、企業のビジネスモデルや戦略において必要な人材の明確化、人材の獲得・育成や他社に引き抜かれないための方策、後継者の育成等が挙げられた。グローバル企業の場合、競合と比べてもグローバル人材を惹きつけられる組織・報酬体系となっているか、平等性と競争性をどのようにバランスさせるかが重要との意見も示された。経営人材やキーパーソンについては、特定の個人的能力に依存して、後が続かないケースがしばしば見受けられるため、人的資本を企業全体としていかに強化していくか、後継者育成のための教育や組織体系を示すことも投資家に安心感を与える。

さらに、社内研修や留学制度といった内部人材への投資とともに、外部人材の獲得についても「投資」として公平に扱われ、評価されることが重要との意見も示された。

その上で、企業の経営人材の選定について、日本の大企業に多い「内部昇格型」の場合、将来の経営幹部候補の育成策として、局面ごとにプログラムが設定されているこ

とを確認する実務が紹介された。一方で、オーナー系や、外部人材を経営陣に迎える企業の場合には確認すべき点が異なるため、経営人材への投資の評価においては、パターンを分けて、対話において扱うか否かを決めているとの考えが示された。

4.3. 技術（知的資本）への投資

第四次産業革命の下、急速に競争環境が変化する中、企業の差別化において重要になるのが広い意味での「技術力」である。その中には、知識やノウハウ、製品・サービスの開発力、マーケティング力、それを展開（生産・供給・販売）するサプライチェーンや物流・販売チャネルの力等が含まれる。

これらは「知的資本」⁶⁰とも呼ばれる。この定義には様々あるが、大まかに捉えれば、人（人的資本）が生み出し、人に付随する知識や技能等が、組織の暗黙知や形式知として蓄積され、価値を生み出す「資産（資本）」として認識できるものと言える。

技術（知的資本）は企業固有のものであり、その内容や評価方法、投資のあり方は企業のビジネスモデルや戦略によって様々である。

その中でも多くの企業に関連し、定量的な把握が進んでいる研究開発投資については、本研究会と並行して経済産業省「研究

開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズⅡ）検討委員会」⁶¹で検討が行われた。

4.3.1. 研究開発投資

長期的な視点に立つ投資家は、研究開発投資が企業の戦略の中でどのように関連づけられるかを重視している。すなわち、企業のビジネスモデルにおけるインプット、プロセス、アウトプット、アウトカムという流れの中で、企業が研究開発投資をどのように位置づけ、戦略的に実施しているかをセグメントごとに捉えようとしている。

例えば、「インプット」に関しては、研究開発費の総額だけでなく、セグメントごとの研究開発費や研究開発テーマの市場性、バリューチェーン上のポジション変化、強みの源泉（研究者の専門性や数等）等を示す事実が重要な情報として挙げられている。この点に関し、IFRS（国際会計基準）採用企業については、開発費がどの程度資産化されているかも有益な情報との指摘もなされている。

また、「プロセス」については、投資の回収期間も考慮した研究開発マネジメントの進捗状況等が重視されている。

アウトプットやアウトカムといった結果については、特許・ライセンス等の数だけでなく参入障壁を構築する上での有益性等「質」に関する情報が重視されている。さらに、それらがどのような製品・サービスの特徴・スペックにつながり、価値を提供

⁶⁰ 知的資本あるいは知的資産の定義は様々ある。例えば、「産業構造審議会 経営・知的資産小委員会 中間報告書」（2005年8月）は、企業価値を生み出す源泉となる無形の資源を「知的資産」と総称している。また、IIRC

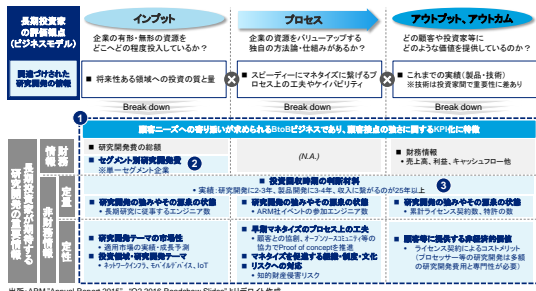
（International Integrated Reporting Council、国際統合報告評議会）においては、知的資本を「6つの資本」の一つとして整理している。

⁶¹ 同研究会の検討成果は「平成28年度研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズⅡ）最終報告書」として公表されている。（2017年1月）

しているかが問われている。

投資家は、これらの情報を分析し、研究開発に投下した費用の回収時期を判断する材料としている。つまり、費用としての研究開発費を「資産化」して、他の有形・無形資産と同様に評価するとしている。特に精緻にキャッシュフローを算出する上では、セグメント別の研究開発に関する情報が開示されていることが重要である。そのような開示事例として、海外企業においてセグメント別研究開発費を開示している例が示された（図表 42）。

図表 42：英 ARM 社の例

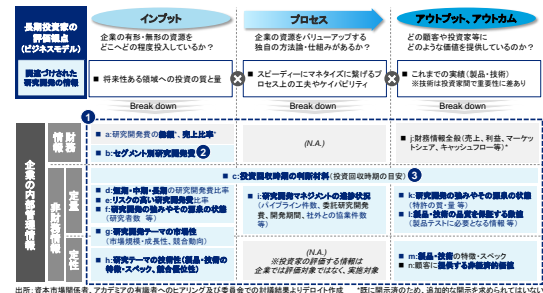


出典：経済産業省「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズ II）最終報告書」

図表 43 は、投資家が重視する情報が、企業においてどのように管理されているかを整理したものである。これらの情報は、一般的に企業において既に把握・管理され、何らかの形で開示されていることも多い。この点に関し、投資家が重視するのは、企業の競争条件に関わる機密情報等ではなく、これらの情報がビジネスモデルや戦略の中でどのように位置づけられ、どのような視座や事実を基にその成果が評価され、経営

判断に連動しているのかということであるとの見解も示された。

図表 43：長期投資家が期待する情報に対する、先進企業の内部管理情報（主要例）



出典：経済産業省「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発投資効率の指標の在り方に関する調査（フェーズ II）最終報告書」

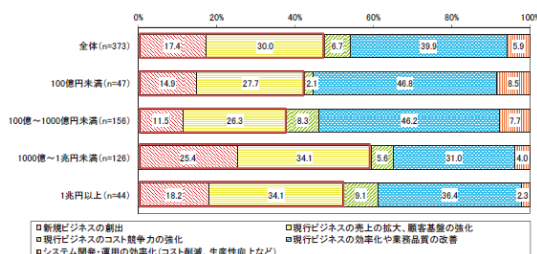
4.3.2. IT・ソフトウェア投資

第一章で見たように、第四次産業革命においては、全ての産業で IoT 化が進み、産業構造やビジネスモデルがかつてないスピードで変化している。IT システムやソフトウェアの開発や事業への組込は、企業の競争優位を左右する重要な投資となっている。

このような投資を「攻めの IT 投資」⁶²として捉える動きもある。図表 44 は、企業規模が拡大するにつれて、IT 投資が効率化やコスト削減を目的としたものから、新規ビジネスの創出や売上拡大を目指すものに重点がシフトしている状況が伺える。

⁶² 経済産業省は 2015 年より、東京証券取引所と協力して「攻めの IT 経営銘柄」を選定し表彰する制度を設けている。こうした取組は、IT や IoT を「守り」にのみ使うのではなく、経営戦略やビジネスモデルの革新、新規事業の構築に積極的に活用することを促すために、各業種からベストプラクティスを選定し、そうした企業への取組を広めることを目的としている。また、各社の IT や IoT への取組を投資家との対話や IR に活かしてもらうために、「攻めの IT-IR ガイドライン」を公表している。

図表 44：ビジネスのデジタル化に取り組む目的



出典：JUAS「企業 IT 動向調査報告書 2017」

投資家から見ても、これらの投資を評価するために、それがどのように企業の技術力を高め、投資回収期間をどのように考えているかといったことが戦略の中で示されることが重要である。

4.4. ブランド・顧客基盤への投資

ブランドは、企業が顧客に製品・サービスを提供し、顧客が満足するという一連のプロセスを積み重ねることで顧客から得られる信頼であり、企業にとって重要な無形資産である。そのため、多くの企業はブランドを将来に向けた投資、重要な戦略として捉え、維持・強化しようとしている。

本研究会においても、企業戦略として無形資産としてのブランドを意識的に構築するための取組が紹介された。

例えば、製造業における例として、販売や投資家への説明会等を通じて、ブランド認知を高めることで、製品のスペックのみの競争から脱却することの重要性が述べられた⁶³。

⁶³ ある自動車メーカーが、降雪地域における走行安全性や長距離運転時の快適性を長年にわたって訴求したことによってブランドが築かれていった事例が紹介された。

また、ブランドを超過収益力と捉え、集客効果の拡大等を通じた企業価値向上を継続的に投資家等に説明する事例も紹介された。同社は、ブランドを「顧客へのアイコン」であるとともに「企業の社会的ミッション」や「従業員の羅針盤」として位置づけ、明確な投資として捉えている。これにより、企業の認知度や取引先・顧客の信頼性向上、顧客へのサービス向上や売上・利益の拡大、配当等の株主還元につながるなどの説明を行っている。一方で、当初、こうしたブランド投資に対する投資家の反応は懐疑的であり、明確な結果が出るまでは非難が多かった状況も報告された。

投資家の視点としては、企業の投資が最終的にブランド構築につながるか否かを判断することは難しく、結果が出て初めてブランドが理解される面があるとの指摘がなされた。また、ブランドを形づくる「信頼」を得る観点からも ESG が重要との意見も示された。

さらに、ブランドの資産価値は財務諸表には表れないものの、設備等の有形資産と同じように何もしなければ減価・減衰するとの考え方が示された。そのような観点から、ブランド価値が毎年どの程度減衰するか評価し、その分を補い増強するための投資として示す企業の例も紹介された⁶⁴。

ブランドや顧客基盤等について、企業経営者と投資家の間で考え方に違いが見られ

⁶⁴ ある飲料メーカーがブランドへの投資を「ブランド維持費（ブランド価値がどの程度毎年減衰するか評価し、その分を補い、リフレッシュするためのブランド活性化投資額）」として示し、毎年多額の広告費等がかかることについて株主・投資家の理解を求めている事例が紹介された。

ることも指摘された。経営者はこれらを定量的に評価して「見える化」することは難しいと考える傾向があるが⁶⁵、投資家は最終的に何らかの形で可視化できると考えているという点である。例えば、投資家は企業のブランド力は、価格決定力やバリューチェーンにおける影響力を通じて利益率に反映されることを期待する。また、顧客基盤や顧客ロイヤルティは、物品販売における販売促進費の削減、契約型サービスにおける契約更新率の向上、新規顧客獲得や解約防止の費用削減につながると考える。逆に、もしそのような利益率や費用削減効果がないのであれば、投資家は、ブランド力ではなく、単に知名度があるに過ぎないと考える。企業がブランド投資をするということは、何らかの効果をもたらすという戦略的な目的があるはずと投資家は考えており、経営者がその効果を測定し、モニタリングしていることが投資家に対して説明されることを期待している。

したがって、ブランド・顧客基盤構築に向けた投資について、投資効果を意識した開示や説明がなされることは、投資家の理解を深める上で有益である。

4.5. 組織づくり

企業が価値を生み出すための「仕組み」として自社の組織をどのように設計し、運営するかということは、最も重要な経営判断の一つである。企業がイノベーションを

創出し、企業価値を高めるためにどのような「仕組み」づくり（インセンティブ設計、ミッション設定、意思決定構造等）を行うかは、企業経営者の戦略実現に向けた意志を示すものである。

そのような仕組みづくりを企業内部で行うのが一般的な「組織」づくりであり、企業外部のパートナー企業や関係機関（大学・研究機関、公的機関等）とのネットワークをどのように構築するのかといった仕組みづくりも、広い意味での「組織」づくりとも言える。

前者については、投資家から見て組織変更等の情報は、企業から発信される重要なシグナルであり、それが価値創造ストーリーの中でどのように位置付けられ、企業が何を目指しているのかを理解することが重要との指摘がなされた。組織の形や規模、インセンティブ設計等が、企業の事業ポートフォリオや事業再編等の戦略とどう関係するのか、それが産業全体や産業を越えた再編の中でどのように位置付けられるかといったことは、投資家が把握すべき重要な要素であるとの見解も示された。

また、後者（外部の組織づくり）の例としては、研究開発や新事業開発におけるオープン・イノベーションの取組やサプライチェーン全体の強化・効率化を通じて付加価値向上や全体的なコスト削減を行う取組等が挙げられた。

例えば、自動車産業等では、サプライチェーンをどのように構成・育成しようとしているのか、技術をいかにして実用化して大量生産や物流等の供給体制を整えている

⁶⁵ ブランド構築費用の定量化や目標設定等が難しいとの指摘に対し、それを計測する試みとしてブランド調査等がある。また、経済産業省「ブランド価値評価研究会報告書」（2002年6月）では、ブランド価値評価モデルの構築やブランド使用料のあり方等が検討されている。

のかということが企業価値を評価する上で重要との意見が示された。

5. 成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI）

5.1. 長期投資のパフォーマンス

第四章で見たように、過去 25 年にわたり日本企業の株価パフォーマンスは低迷しており、市場全体として長期投資からリターンを得られない状態が続いていた。

このような状況を踏まえれば、企業が持続的な企業価値向上を目指して投資家と対話するに当たっては、まず自社がこれまで経済的価値をどのくらい創出してきたかを振り返ることが重要である。例えば、過去 5～10 年自社に投資を行った場合の株式総合利回り（TSR、配当込みの株価上昇率）はどの程度であったか、すなわち自社に中長期的に投資してきた株主がどのように報われてきたかを示すことが考えられる。

このような対話を行うことで、企業が自社の資本コストをどのように捉えているかも明らかになる。投資家からは、企業価値は ROE スプレッド（ROE と資本コストの差）で決まると考えており、目標株価も ROE スプレッドで決めているとの見方が示された。

また、企業が年度毎に開示する「財政状態及び経営成績の分析（MD&A）」についても、経営者自らが自社のビジネスモデルや戦略、それらに影響を与えた事業環境を振り返りながら財務パフォーマンスを分析・評価する重要な情報であり、開示の充実が期待されている。

5.2. 戦略的 KPI の設定

前項（4.）で述べた戦略に沿って経営計画を策定し、進捗状況を検証するために、企業独自の KPI を設定することは極めて重要である。KPI 設定に当たっては、企業全体としての価値創造に関連する指標（ROE、ROIC 等）と独自 KPI が連結するように設計することが重要との指摘もなされた。

このような企業独自の KPI を投資家への開示や対話に用いるためには、自社のビジネスモデルや戦略、持続可能性にとって重要な ESG や無形資産等のインプットと成果（アウトプット）の関係性を明確に示すことが重要である。本研究会では、こうした開示を行っている海外企業の事例が示された。

6. ガバナンス

6.1. ガバナンスの位置づけと重要項目

「はじめに」で述べたとおり、本研究会はコーポレートガバナンス改革の一環として立ち上げられた。また、大きな検討論点の一つとして、ガバナンスも含む ESG 要素をどのように企業経営や情報開示、投資家との対話に組み込んでいくかということがあった。

ガバナンスについては、様々な制度開示や国際的なフレームワークがある中、本研究会においては、それらを念頭に置きつつ、企業の価値観やビジネスモデル、戦略等と関連づけて統合的に捉えるための枠組みが検討された。

第一に、ガバナンスについて、企業がビジネスモデルを実現するための戦略を着実

に実行し、持続的に企業価値を高める方向で規律付ける仕組みとして捉えることである。投資家にとっても、企業のガバナンスが全体として機能していることで安心して資金を委ねることができる⁶⁶。

例えば、経営者の選任において、日本企業では選任された人物と選任理由のみが示される。他方、海外企業では、企業のビジネスモデルや戦略、直面している経営課題にひも付けて、どのような人材が求められるかという選任基準が先に示され、それを満たす人材と選任理由が示される。

第二に、これにも関連して、ガバナンスの開示要請について、それぞれの制度で求められる項目をバラバラに捉えるのではなく、それぞれの共通項を理解し、自社のガバナンスの全体像を的確に伝えられることである。

具体的には、経営陣や取締役のスキルと多様性、モニタリングの仕組み、利益分配、報酬制度、そしてサクセッションプラン（後継者計画）を含む取締役会の選任プロセスや持続性等が、ガバナンスを構成する共通要素として挙げられる。

これに関し、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（2017年3月）では、ガバナンスの中心的役割を果たす取締役会の機能の強化や社外取締役の活用、経営の中心をなす経営陣の指名・報酬のあり方等を示している。

第三に、第三章で述べたように、ESGを常に一括りで考えることは必ずしも適切ではないことである。企業のサステナビリティ

イや長期リスクに関連する環境・社会（E・S）要素と企業価値を高める上での規律としてのガバナンス（G）との性質の違いを明確に意識することが重要である。

6.2. ガイダンスの要素として

前項（6.1.）の考え方に基づき、ガイダンスにおいては、ガバナンスに関する項目をESGとは別に位置づけ、企業の価値観やビジネスモデル、戦略と関連づけて示すことが必要である。また、前項（5.1.及び5.2.）で示した財務パフォーマンスやKPIと報酬等の制度設計等の考え方を示すことも有益である。

また、様々な開示要請や枠組みに共通する要素を体系的に示すことが重要である。その際、各制度やガイダンスで用いられる基本的な概念や用語等との整合性を念頭に置くことも重要である。

⁶⁶ こうした観点から、研究会においては企業の不正や不祥事（不正会計、偽装、改ざん等）を防止するためのコンプライアンス（法令遵守）体制の構築、運用のあり方についても今後議論が必要ではないかとの指摘があった。

第七章 提言

1. 企業と投資家の共通言語としての「価値協創ガイドンス」策定

以上の議論を踏まえ、本研究会は、企業と投資家が情報開示や対話を通じて互いの理解を深め、持続的な価値協創に向けた行動を促すための枠組み、言わば「共通言語」となる「指針（ガイドンス）」の策定を提言した。

そのような「ガイドンス」が以下のような機能を果たすことによって、企業による持続的な価値向上や「稼ぐ力」強化に向けた投資を促進し、投資家によるそのような企業の評価や長期的視点からの投資を促すことが期待される。

第一に、企業経営者が、自らの経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等を統合的に投資家に伝えるための手引である。直接的には企業の情報開示や投資家との対話の質を高めることが目的ではあるが、それを通じて、経営者が企業価値創造に向けた自社の経営のあり方を整理し、振り返り、更なる行動に結びつけられるようなものとするべきである。

第二に、投資家が、中長期的な観点から企業を評価し、投資判断やスチュワードシップ活動に役立てるための手引である。資本市場には様々な投資家が存在するが、「ガイドンス」が念頭に置くのは、持続的な企業価値向上に関心を持つ機関投資家や個人投資家である。投資家やアナリストは、企

業側から「ガイドンス」の項目が一方的に開示・説明されることを待つのではなく、企業との情報・認識ギャップを埋めていくために「ガイドンス」を参照して企業と対話を行い、自らの投資判断等に必要な情報を把握することが期待される。

そうした考えに基づき、本研究会においては、「ガイドンス（案）」を策定した。前述のとおり、これを基に、本年5月に経済産業省から「価値協創のための統合的開示・対話ガイドンス-ESG・非財務情報と無形資産投資 - (価値協創ガイドンス)」が策定・公表されており、今後はその活用に向けた活動が実行されることを求めたい。

2. 企業の統合的な情報開示と投資家との対話を促進するプラットフォームの設立

前述の「ガイドンス」が使われ、質の高い開示や対話のための「共通言語」として定着させていく観点から、企業の情報開示・対話のベストプラクティスや投資家の評価実態等を把握・分析し、より良い開示・対話のあり方を継続的に検討する「場（プラットフォーム）」の設置を提言したい。

「ガイドンス」に期待される役割は、企業と投資家による自主的・自発的な取組を促すことではあるが、これまで見てきた日本の深刻な状況に鑑みれば、そのような取組が「点」だけでなく「面」として加速度的に進められることが必要である。企業の価値創造プロセスは各社固有であるが、「ガイドンス」に基づいて優良事例を分析・共

有することで、開示・対話の質を高めるための共通要素を抽出することが期待される。

さらに、一定の事業領域やビジネスモデルにおける競争軸や重要な資産等についての知見を得ることができれば、企業経営者の戦略立案や投資家の企業評価、さらには政策立案の基礎認識として活用することも考えられる。

3. 機関投資家の投資判断、スチュワードシップ活動におけるガイダンス活用の推進

投資家やアナリストの企業評価やスチュワードシップ活動を充実・強化する手段として、ひいては中長期的な投資リターンを高める観点から、本ガイダンスの活用を推進していくことを提言したい。

具体的な方策としては、以下のような取組が考えられよう。

3.1. 企業評価や ESG インテグレーションにおける活用促進

「ガイダンス」には、投資家が持続的な企業価値を評価するための枠組みとしての役割も期待されている。特に企業評価や対話等において、長期投資を標ぼうする投資家がこのような情報に関心を示さず、短期的な数字の確認・分析にとどまるようであれば、企業経営者が積極的にこれらの戦略情報を開示し、投資家に伝えようとする意欲を減退させる。

したがって、投資家が自らの投資理念や方針を明示するとともに、「ガイダンス」で示される枠組みや要素を参照しながらアナ

リスト等が企業分析を行い、仮説を持って企業との対話から情報を引き出し、レポート等の形で投資家はもちろん企業経営者等に対しても洞察を与えるといった動きを活性化していくことが必要である。このため、前述の「プラットフォーム」や投資家・アナリスト等資本市場関係者や関係機関・団体等において「ガイダンス」を活用した企業評価や対話を促進する取組が行われ、そこで得た知見を「ガイダンス」や対話の改善につなげていくことを提言したい。

また、機関投資家が自らの投資判断、あるいはスチュワードシップ活動の中に ESG 要素を組み入れた評価（ESG インテグレーション等）を行うことの重要性が増している。「(日本版) スチュワードシップ・コード」や国際的なガイドライン等においても、これら要素を含め投資先企業の長期的なリスク要因や事業機会等を評価することが求められており、そのための枠組みとして「ガイダンス」が活用されることが期待される。

加えて、同コード改訂により、機関投資家の議決権行使結果の個別開示が指針として示されたことから、機関投資家が投資先企業の状況を把握し対話を行う動きが加速することも考えられる⁶⁷。さらに、このような動きを通じて、企業のビジネスモデルや戦略、ESG 等の情報が充実することで、それらを活用したインデックスや格付け等

⁶⁷ 改訂版「日本版スチュワードシップ・コード」の指針 5-3 において「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」としている。また、「コーポレートガバナンス・コード」の補充原則 1-1①では、「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。」となっている。

が中長期的な企業価値評価をより反映するものとなっていくことも重要である。

3.2. アセットオーナーと運用機関の対話における活用

機関投資家のスチュワードシップ責任に関連して、それぞれのアセットオーナーがスチュワードシップ責任に関する方針や議決権行使ガイドライン等を整備し、見直していくことが求められている。日本版スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定・公表すべきとされ、さらに、同コード改訂において、アセットオーナーがスチュワードシップ活動に関して運用機関に求める事項や原則を明示すべきとされた。また、アセットオーナーと運用機関の関係について、一方通行のモニタリングから双方向のコミュニケーションを重視したエンゲージメントへの転換や ESG 要素の考慮等の動きが見られる。

こうした動きを促進する観点から、特に投資先企業との対話やモニタリング等に関するアセットオーナーの運用機関評価等において、「ガイダンス」で示された要素が活用・参照されるような取組が行われることも期待される。

4. 開示・対話環境の整備

企業と投資家による情報開示や対話を巡っては、それぞれの自主的・自発的取組とともに、その前提条件となる制度環境を整えることも必要である。

前述の「ガイダンス」で示される枠組み

や要素は、制度的に求められる義務的開示やコーポレートガバナンス・コードの諸原則、さらには企業が自主的に行ってきた任意開示等と独立した追加的なものと捉えられるべきではない。「ガイダンス」を企業が投資家等に伝えるべき情報の全体像を体系的・統合的に整理するための枠組みとして捉えた上で、それぞれの開示要求や対話の場面に応じた情報提供を行うことが期待される。

未来投資戦略 2017 では、企業による情報開示について、投資判断に必要な情報の総合的な提供を確保するため、引き続き、関係省庁等が共同して制度・省庁横断的な検討を行い、2019 年前半を目途として、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現に向けて検討及び取組を進めることとされている。異なる制度間で類似・関連する記載内容の共通化を可能とするなど、企業が伝えるべき情報の全体像を踏まえた上で、それぞれの目的や投資家ニーズに応じた開示要請に応えやすい開示環境が整うことが重要である。

また、市場や開示をめぐる環境が変化している中で十分かつ公平な情報開示を確保するとともに、企業の経営戦略やガバナンス情報等を含む上場企業と投資家の建設的な対話や、中長期的な企業価値向上や中長期投資促進に資する上場企業の情報の開示のあり方について総合的な検討が行われることが期待される。

また、本研究会で問題提起があった四半期開示についても、未来投資戦略 2017 で示

されているとおり⁶⁸、2017年2月の決算短信の見直しの効果の分析結果や国際的な状況・議論も踏まえ、義務的開示の是非の検証も含む更なる検討が行われることを期待したい。

さらに、対話に関連する制度として、株主総会や議決権行使に関するプロセス全体の電子化や日程等の合理化等の環境整備の取組が進められ、対話型株主総会プロセスが実現することも重要である。

5. 資本市場における非財務情報データベースの充実とアクセス向上取組

前述したとおり、投資家が扱うデータ量が拡大する中、投資家側の情報処理能力も向上しており、近年はビッグデータを使った分析等も投資判断に活用されつつある。今後の更なるデータ活用を推進するため、上場会社が「ガイダンス」等を参照して開示する非財務情報やESG情報等へのアクセスを向上し、より活用しやすくするための関係者による取組が行われることが重要である。

投資家等が上場企業の情報を取得する際には、当該企業のウェブサイトや金融庁のEDINET、証券取引所のTDnet又はそれらの情報の整理・統合を行うデータベンダーの

⁶⁸ 未来投資戦略2017においては「決算短信については、本年2月に、自由度を高め、「速報」としての役割に特化するとともに、業績予想開示の多様化を後押しするための見直しが行われた。当該見直しの効果の分析結果や、国際的な状況や議論も踏まえ、四半期開示については、義務的開示の是非を検証しつつ、企業・投資家を含む幅広い関係者の意見を聞きながら、更なる重複開示の解消や効率化のための課題や方策等について検討を行い、来年春を目途に一定の結論を得る。」とされている。

データベース等にアクセスする方法が一般的である。また、非財務情報に関しては、統合報告書等の形で開示する企業も増加している。これらの情報提供プラットフォームが利用され、「ガイダンス」で示されるような非財務情報も含めてより使いやすくなることは、投資家にとって有益であることはもちろん、情報を提供する企業側にとってもより効率的な情報発信を実現する観点から重要である。

6. 政策や企業戦略、投資判断の基礎となる無形資産等に関する調査・統計、研究の充実

本研究会で紹介されたように、研究開発や人的資本等の無形資産投資に関する情報は「企業活動基本調査」や「科学技術研究調査」、「能力開発基本調査」等の政府統計において、限定された範囲で捕捉されている。

一般的に、研究開発に関する統計調査は一定程度整っている一方、人的投資に関する統計調査はOFF-JTで要した費用等に限定されており、企業の戦略等に基づく人材確保・育成への投資（費用）等を捕捉できていない。ブランド資産・投資についても網羅的な調査統計は存在しておらず、現状、知的財産活動に関するものにとどまっている。今後、企業や投資家の無形資産を含む長期投資に関する政策立案や企業の戦略策定、投資家の投資判断を促すための基礎として、無形資産やそれらへの投資等に関する政府関連の調査統計や研究の充実を提言

したい。

また、企業の「投資」に関する調査としては、本研究会において日本政策投資銀行による「設備投資計画調査」が紹介され、「広義の投資」として無形資産に関する調査に着手したことが報告された。今後、このような調査において、企業の無形資産投資の定量的データや企業における把握・管理の状況、そのための課題等、無形資産も含む企業の戦略的な投資に関する調査等が実施されることを期待したい。

7. 企業価値を高める無形資産（人的資本、研究開発投資、IT・ソフトウェア投資等）への投資促進のためのインセンティブ設計

前述のとおり、一部を除く無形資産等への企業の戦略的な投資は費用の一部として処理されることもあり、現状、企業価値向上に向けた投資として把握されにくい。そのような無形資産への投資が企業の競争力を左右することは各種データや研究で明らかになっている。

このような環境下において、企業が持続的な価値向上につながる長期的な視野での投資を行いやすくするインセンティブを高めるような環境整備を行うことを求めたい。

例えば、今般、研究開発税制の見直しが

進められ、試験研究費の増減に応じた控除率の適用や AI を用いた新サービス提供等、「第四次産業革命型」のサービス開発も対象となった。こうした制度を活用する企業が、「ガイダンス」で示されるように自社のビジネスモデルや戦略と関連づけて、より効果的な投資を行い、投資家の理解を得ることを期待したい。

今後さらに企業の競争優位の源泉となる様々な無形資産への投資、例えば、人的投資や技術（知的資本）への投資、IT（IoT）・ソフトウェアへの投資といったその他の無形資産投資についても、将来に向けた企業経営者の判断を後押しするようなインセンティブ設計や関連施策が検討され、実現に向けて取り組まれることを期待する。

8. 持続的な企業価値向上に向けた課題の継続的な検討

その他研究会において提示された論点について、今後、さらに実態や課題、方策等の検討が行われることを期待したい。具体的には、以下のような論点が挙げられた。

- ・ TOPIX 等、インデックスのあり方に関する問題提起
- ・ 政策保有株式の現状と意義・課題、問題の解消に向けた方策 等