

サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会

第1回 議事要旨

○日時：2019年11月26日（火曜日） 10時00分～12時00分

○場所：経済産業省 本館17階 第1特別会議室

○出席者：伊藤座長、井垣委員、市村委員、川原様（岩崎委員代理）、江良委員、宮嶋様（奥野委員代理）、加藤委員、亀井委員、古泉委員、三瓶委員、釣流委員、中空委員（途中退席）、木畑様（中空委員代理）、京川様（花崎委員代理）、平原委員、八尾様（藤野委員代理）、溝内委員

○討議テーマ：

- ① 伊藤レポート公表後、「日本企業の中長期的な価値向上」は実現しているか。ROEの向上は、資本政策上の取組によるものにとどまらず、企業の成長に向けた投資・取組が行われていることを意味するか。
- ② 伊藤レポート公表後、資本市場において、運用手法のパッシブ化をはじめとするコスト極小化の動きが進んでいるとみられるが、今後この動きはより進むか。そうした構造変化が進むとした場合、企業との価値協創に向けて、資本市場の各プレーヤーはどのような役割を果たすべきか。必要な環境整備は何か。
- ③ 伊藤レポート公表後、「対話」に対する企業・投資家の意識は高まっているように見受けられるが、なお形式的な対話にとどまっていないか。「対話」は企業価値の向上に資するのか。資するとした場合、中長期的な価値向上に資する「実質的な」対話とはどのようなものか。そのような「実質的な対話」は、②のような環境変化を踏まえても、なお可能か。

○議事要旨：

【中原審議官挨拶】

- コーポレートガバナンス改革は、伊藤レポートで幕を明け、独立取締役の選任や取締役会の在り方、スチュワードシップコードを踏まえた投資家の投資活動の在り方、ROE・ROAの改善等々、相応の成果を頂戴したと理解。
- しかし欧米等と比べると、まだまだ水をあげられているところがあり、これから企業の成長に向け、「形式から実質へ」ということをどのように捉えていくかが大きな課題。本研究会では、「形式から実質へ」ということの内実について、議論を賜りたい。
- コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップコードが策定された当時の理念は、果敢なりスクテイクを可能にするとか、業界の状況を踏まえて積極的なエンゲージメントを可能にするというものであった。既存の事業を強化しつつも、スピノフ等による組織再編を経て、新規事業について必要なりスクテイクをしていくために、投資家とどのように対話していくかは重要な論点。また、パ

ッシブ投資家の役割が大きくなってきている中で、アクティブエンゲージメントとパッシブエンゲージのバランスをどのように考えるか、あるいは、事業環境が複雑に変化していく中で各プレイヤーのインセンティブ構造をどのように把握するかなどの論点についても、実務の観点からご議論いただき、我々の政策に生かしていきたい。

【自由討議】

討議テーマ①：伊藤レポート公表後、「日本企業の中長期的な価値向上」は実現しているか。ROE の向上は、資本政策上の取組によるものにとどまらず、企業の成長に向けた投資・取組が行われていることを意味するか。

<企業の視点>

- 伊藤レポートが出されて以降、「企業価値」について、自社と投資家とで捉え方が異なることに気づいた。それまで、自社は利益の絶対額を重視していたが、投資家は資産効率を重視しており、どのようなバランスシートを目指しているのかということを中心に質問された。そこで、社内的にも、企業価値向上のために資産効率を追求するというように考え方を一新し、その後、行動も変わってきた。ただし、バランスシートを変えるには、経営トップも含めて長期的な視点をもつことが重要。
- 海外投資家の比率が40%程度あり、2004年頃から海外投資家との対話を進めてきたが、2008年にある海外投資家から資本効率の向上や経営層向けのROIC教育について提案を受けた。社内でROE・ROICとは何かを議論したが、この点について腹落ちするまで4、5年かかった。その際に、資本効率の重要性を理解するのに、伊藤レポートが非常に役に立った。
- 自社の場合には、伊藤レポートで提言がされたからではなく、自社の置かれた環境下で成長性や資本の効率性を追求した結果、現在のROE水準に達しているという認識。資本政策上の取組を超えて（例えば、とにかく配当を出せばよいということではなく）、いかに企業の具体的な事業を推進していくか、どのように実質的な取組をしていくかということが重要。
- 企業価値向上の議論をする際、企業の生み出す経済的価値と社会的価値の2つに分けて議論することが多い。社会的価値とは、企業活動によるソリューションの提供で社会課題を解決するというものである。これらの活動と、経済的価値を生むための活動の間で、評価軸や時間軸など必ずしもアライメントが確保できないという現実がある。この点を社内で議論するにしても視点がばらばらであり、何らかのガイドが必要ではないか。
- 企業価値を高める活動として、環境への取組を進めているが、投資家からどのような評価をされているか分からないというのが現状。足元、増収増益ではあるが、事業ポートフォリオマネジメントにも関連して、自社の実質的価値と市場からの評価が一致していないのではないかと感じている。

- ESGに関する取組は、本業に関わるもの、企業価値を上げるようなものに集中して実施。TCFDに関する取組も、短期的にはコスト要因であっても、将来的には一定のリターンが見込めるということで実施し、情報開示をしている。このように長期的視点で考えられるようになったのが、伊藤レポート公表以降の変化。
- 自社では、ESGを経営の中核に据えている。例えば化学企業では、E・Sと本業との親和性が高く、環境問題への対応はマストである一方、オポチュニティでもある。ESGやSDGsは、時代が要請するニーズであって、自社の持続的発展に不可欠なものと整理している。
- ESGに係る取組が経営層や社内に浸透しているかということ、必ずしもそうではないのが現状。他方で、商品パッケージの小型化による環境負荷低減を検討した際、社内的にはパッケージが大きくないと売れないということで否定的な部署も存在したが、小売や流通といった他のステークホルダーからの指摘もあり、いざ小型化に踏み切ってみるとよく売れて経済的価値につながったということがあった。投資家との対話によって経営が動いているという実感はないが、むしろ他のステークホルダーからの指摘やその指摘を実行に移した際の成果を経験することで、社内的な理解も進むという面がある。
- 新興企業、成長企業については、利益の絶対額よりも収益性が重要な指標となる。稼ぐ力と言う場合も、利益ではなく、収益の成長性で比較すべき。
- 自社は、コーポレートガバナンス・コードの各原則に対して、エクスプレインをしているものが割と多い。コーポレートガバナンス・ポリシーについても、相当踏み込んだ自社らしいものを策定している。

<投資家の視点>

- ROEが改善しているのにPBR1割れが多い状況をどう捉えるか。マーケットは常に先を見据えており、単年度や直近のROEだけをみているわけではない。そのROEの改善やレベルが持続可能かどうか、会計上の技術的な計算の結果によるものではなく、当該企業の実力によるものかどうか、経営者が十分に理解しているかどうかをみている。また、今後の取組に関するトラックレコードの有無についても、マーケットはみている。特に、IT投資等の先行投資については、トラックレコードがない会社の場合には、言い訳かもしれないと思えてしまったり、効果測定の内実や回収可能性に疑問が生じたりし、それによって株価が下がる。
- 伊藤レポート公表以降、ROEに関しては明らかに企業側の意識は変容した。以前は、「ROEとは何か。」という質問があったが、伊藤レポート公表以降圧倒的に少なくなった。一方で、ROEの改善が持続可能なレベルに達しているかということ、本検討会に参加の企業は非常に意識が高いが、それ以外の企業にはまだ問題があり、それがPBR1割れにつながっていると考えている。
- 事務局説明資料では日本企業のプロキシとしてTOPIXが用いられているが、リーマンショック以降TOPIXのROE・ROAは趨勢として上がっており、伊藤レポートの効果により「日本企業の中長期的な

価値向上」が実現していると捉えるのは早計。企業の稼ぐ力を本質的に上げるには、事業間のキャピタルアロケーションを変えることが必要であり、それには時間を要する。資料に表れている ROE・ROA の改善は、時価総額の変化に伴い TOPIX 構成銘柄のアロケーション変更が受動的に発生したことによる可能性も否定できない。本来であればインデックスプロバイダーや証券取引所が能動的に構成銘柄を入れ替えることによって、アロケーションの変更が意識的に行われていくことが必要。

- 財務レバレッジの推移に関して、米国が 2014 年から急に反転上昇しているのは、S&P500 構成銘柄の入替え効果ではないかと考えている。インデックス構成銘柄の入替えによって、将来が期待される強い会社が入るため、インデックスは強くなる。このことは、インデックス構成銘柄の入替えの重要性を示唆する。逆に、TOPIX は入替えが行われず厳しい生存競争がないため、安住してしまってパフォーマンスも伸び悩んでいるのではないかと。
- 配当性向が上がっていること自体は、これまで低すぎたものが改善していくということではよいことのはず。ただし、利益の伸びにかかわらず、賃金が上がっていないというのは、経営者が自社の成長の持続性に自信・確信をもてていないことの表れかもしれない。
- ROE や ROA の改善に関しては、現在、金利が非常に低いということも加味して考える必要がある。
- コーポレートガバナンス・コードの導入及び改訂後、企業は、「コンプライ or エクスプレイン」の対応に追われ、本質をじっくり考えた対応にまで手が届かなかったのではないかと。資本コストリテラシーについても、ある計算結果によれば、日本は、米国やドイツに比べて大きく差をつけられている。
- 事業ポートフォリオの最適化の進捗の有無・程度は、企業ごとに差がある。取組が進んでいない会社側の要因の一つが、「雇用制度」にあるのではないかと。この点では、海外と比べると大きく異なる。このような差異が事業ポートフォリオの最適化や収益性にも影響を与えているところ、そうした差異を踏まえて、日本においてどうあるべきなのかということを議論すべきではないかと。近年、中途採用の活用も含めて企業の取組も変わりつつあるが、投資家としては、事業戦略に適した形での社内外人材の活用を含む、人事制度にも関心を強めている。
- この 1 年ほどで米国企業も ESG に係る取組の重要性を謳い始めている。こうした現状をみると、ROE の次に企業を変えるトリガーになる可能性があるのは、ESG ではないかと。

討議テーマ②：伊藤レポート公表後、資本市場において、運用手法のパッシブ化をはじめとするコスト極小化の動きが進んでいるとみられるが、今後この動きはより進むか。

そうした構造変化が進むとした場合、企業との価値協創に向けて、資本市場の各プレーヤーはどのような役割を果たすべきか。必要な環境整備は何か。

<企業の視点>

- パッシブ化の進展については、「波があるものなので、そのうち（アクティブに）戻ってくる」という意見もある。経営者目線としては、基本的には、ディープリサーチをして銘柄を選別するようなアクティブ投資家を買っていただき、経営に生かせるようなアドバイスをいただくことで、企業が成長し、株主にも還元がされるというような、win-winの関係があるべき姿。
- 自社の事業の性質上、ESGに関する対話は投資家に受け入れられやすい。特に欧州のESG系の投資家とは、従来から対話を続けている。他方で、ここ数年の変化は、日本において、ESGの専門部署を設ける運用機関が増えているということ。専門的ではあるものの、ESG評価機関による評価結果の細かい点を追及してくるなど、マニアックなコミュニケーションを求めてくるのに対し、欧米の投資家は大きなストーリーについての対話を求めてくる。そうしたギャップにどう対応していくべきかは課題。
- ESG評価機関との関係では、積極的に対応をしているわけではないが、製品が非常に社会に対してよいということで、ESG銘柄に選定してもらっている例もある。

<投資家の視点>

- 資本市場の各プレーヤーの役割について問いかけをすることはあり得るが、他方で、全投資家に対して一律な期待をすべきではない。投資家それぞれに投資哲学や得手不得手がある中で、その点を顧みず一律に同じことを求めても意味がないし、結果コストにしかないのではないか。
- パッシブ化については、既に以前から進行していたものが目に見えてきたと捉えており、今後も続くと見立てている。IT化の進展に伴い、従前ファンダメンタルズアクティブが集めてきた情報は誰でも活用できるようになり、努力による情報取得のアドバンテージがなくなってきた。また、ハイフリークエンシードレードといったものも出てきている。加えて、MiFID2といった規制の影響もあり、リサーチの成果があまり出ないのにコストばかり高くなるため、アクティブの今の収益構造というのは見直されることとなり、結果として、低コストでの運用を求めるならパッシブの方が優位に立つのは明確。さらに、ターゲットイヤーファンドのように、インデックスに対してアルファを取れるかということよりも、アセットクラスの選別が重要であるような商品も出てきている。このように、全体として、ファンダメンタルズアクティブは厳しい状況。
- アセットオーナーが、自分たちの資金が社会的に良いことに使われているかどうかを気にするようになっておきており、いわば、お金がモノからコトに変容してきている。ESG投資のリターンについては、見方がなかなか難しいところがあるが、明確にバリュエーションや標準偏差には違いが出てきており、機関投資家としては、ESGに資金を振り向ける必要性が出てきている。米国でも、投資家がESGを謳って資金を集めており、またESG視点の金融商品の設計の話も出るようになってきている。
- 対話が必ずしも円滑に進まないのは、ESGに関する明確な規制やペナルティがないため、結果として投資家の目線が「利益が出ているのかどうか」に戻ってしまうことによる。投資家側の取組状況もま

だら模様ということ。ただ、ESG 投資の方がリターンが上がるという例が出つつあるので、ここから状況が変わっていくのではないかという期待感も持っている。

- ESGに係る取組を評価するための見方がまだ明確になってない、ということも要因。クレジットの場合はもともとアナリストがセクター横断的にみているが、株式の場合にはセクターごとの縦割りになっており、セルサイドアナリストの機能についても検討をしていく必要がある。

討議テーマ③：伊藤レポート公表後、「対話」に対する企業・投資家の意識は高まっているように見受けられるが、なお形式的な対話にとどまっていないか。

「対話」は企業価値の向上に資するのか。資するとした場合、中長期的な価値向上に資する「実質的な」対話とはどのようなものか。そのような「実質的な対話」は、②のような環境変化を踏まえても、なお可能か。

<企業の視点>

- 伊藤レポート以降、対話に関する取組は進んでいるし、効果もあると考えている。開示・対話を行うことは、投資家から毎年評価をされるということであり、社内的にも開示事項の進捗・改善に向けたモチベーションが上がる。このことが結果として、ROE等の改善につながっているのではないか。
- 自社は、事業内容が高度に専門的で投資家のほとんどがこれを理解できないであろうと考えていたが、エンゲージメントを重視する投資家（ジェネラリスト）との対話を通じて、一般の顧客の意見やニーズが分かった。自社の社長は投資家との対話を非常に重視しているが、その理由は、投資家からは、忖度なく厳しい意見を言ってもらえる、真の顧客ニーズを聞かせてもらえるということにある。
- 投資効率を説明する際の指標として、ROEだけでなくROICも用いて対話をしているが、投資家との共通言語として非常に役立っている。また、ROE・ROICといったBS側の指標に加え、PL側の指標である売上総利益（GP）率や営業利益額も、中期の目標として掲げている。BS側・PL側の両方の指標をベースとして投資家と質の高い対話を続けていくことが、企業価値の向上につながっていることは明らか。具体例としては、業績の下方修正をした際、ROICを1つの基準としたポートフォリオマネジメントを行い、事業売却や事業の収束を発表したところ、資本市場から高い評価を受け、株価も高いレベルを維持した。
- 投資家が必ずしも長期のビジョンについて、実質的な対話・エンゲージメントを行っているかという点、そうではない、というのが実感。特に国内の投資家とはそのような対話をするのはほとんどなく、海外投資家との対話の方がわくわくする。
- 投資家との対話において、事業への気づきを得られることはほとんどない。ただ、新規事業や新しいモデルを立ち上げようとする際に、投資家に説明することは、自分の頭や会社の方向性をクリアに

するという意味で重要である。また、外部に対しての説明能力を上げたり、自社の中に浸透させる方法や表現を発見したりという意義もある。

- 経営者としては、4つのステークホルダー（投資家、顧客、従業員、社会）とバランスの取れたエンゲージメントを行う必要がある。そのため、真に経営者自らが対話をする価値があるような、長期視点の投資家を選別する必要がある。
- かつて M&A に失敗したため、一部の事業を売却し、低収益事業の収益を改善したが、この辺りについては、投資家とも意見が一致した上で取組を進められた。他方で、本業について SDGs の観点からリスクが高い場合に、事業を多角化していく必要が生じる。事業の多角化に関してはトラックレコードがあるにもかかわらず、本業に集中すべきだという投資家は一定数存在し、そういう投資家とはどうしても意見が折り合わない。他方、ESG 系の投資家は比較的理解を示してくれる。
- M&A やイノベーションに関する資本市場との対話は難しい。まず、M&A はどうしても短期的な視点が強くなりがちなのと、成功率が必ずしも高くないにもかかわらず、高い成功率を前提とする対話を資本市場としてしまう。また、出島や 2 階建て経営といったイノベーションを起こすための取組については、一般的には本業と比べると非常に小さいレベルに留まっており、本業に影響を与えられるフェーズに至っている企業は少数。企業として、イノベーションに係る取組を本業に影響を与えるようなものにしていくに当たって、資本市場にどのようにアピールしていくか、どのように評価してもらうのかという点は悩ましい。また、セクターごとのアナリストに対して、飛び地やムーンショットをどうアピールしていくのかも課題。統合報告書等において、ハイリスクハイリターンの観点での評価が重要だということを大胆に発信していくことが必要であるがどう評価されるかは気になるところ。
- M&A を積極的に進めているが、買収をすると被買収企業の売上や利益が PL にそのまま乗るので、投資が振り向きやすいが、研究開発・人材育成・IT 化・ブランド強化のための広告宣伝といった長期視点の成長投資についてはなかなか投資が振り向かない。そのような成長投資については、投資家からも強く求めがあると、社内的にもやりやすくなる。
- 他の企業や投資家はどのような IR をしているのかを見てみたい。自分のやり方が普通か普通でないかは常に不安がある。
- この 1 年ほどで、日本株を専門にみていたファンドがクローズになったり、ファンドマネージャーがリタイアしたりということが相次いでいる。従来であれば、日本株の中でのパフォーマンスとか、日本のセクターの中での成長ストーリーを語ればよかったものが、グローバルなエクセレントカンパニーとの関係で、どうして自社を選ばなければならないのかというストーリーを伝えるべき場面が増えている。グローバルな投資家からは、グローバルレベルでの稼ぐ力についての説明を求められることが増えてきている。
- 対話は、ディープリサーチをした上で鋭い質問をしてくれる投資家に対して建設的な回答をする、そこから学び、経営に生かしていくという形で行われるべき。フェアディスクロージャー・ルールもそれに資するものであるべき。

- フェアディスクロージャーについて、企業側としては、言うてはいけない数字は言わない。他方、よい質問をする投資家たちはたいてい同じ質問をしてくるので、経営トップと投資家との対話には必ず IR が同席して記録をとり、それを IR スタッフにもシェアをして誰が対話をして、同じことを答えるようにしている。
- 欧米の評価機関などでは、AI を活用したアンケート評価が増えている中で、日本における開示の方法が多様であることも踏まえ、どのような開示を行うと評価をしてもらえるのかということに悩んでいる。

<投資家の視点>

- 伊藤レポート以降、対話に関心を持つ企業の数が比較的増えたことに加え、企業側のスピーカーという視点でも、経営層により近い方が、経営全般についての対話に応じてくれる割合が増加している。また、取締役会においてどのような議論や視点があったのか、経営会議の役割や議題等、経営の意思決定の仕組みについて詳細に説明してくれる企業も増えており、取締役会の実効性評価の観点から非常に有用である。
- 企業価値を向上させる対話は、日本のアセットマネジメント会社の投資プロセスを、企業価値の測定手法、分析方法等に重きを置くやり方に変えないと実現できない。また、アナリストやファンドマネージャーが経営者の目線で対話をする必要も出てくるが、それには通常の業種アナリストやファンドマネージャー以上のプラスアルファのスキルが必要であるため、そう簡単にできることではない。
- パッシブ投資家として、年間 300 社程と対話をしているが、課題の有無等も踏まえ、どのような企業と重点的に対話を行うかについては選別している。こうしたメリハリが、対話の質を高めることにつながる。
- パッシブについても、企業価値を高める対話は、色々やりようがある。自分達に何ができて、何ができないかの理解、できる所でバリューを出そうとする姿勢、またこれまでのやり方を変える意識があれば、可能。
- 近年、企業側の方が変化をしているが、改善の度合いには差があり、統合報告書のレベル感はまだまだ模様。
- 企業側にも投資家に対する不満がある。例えば、「投資家がどこまで追求しているのか、理解しているのか分からない」、「統合報告書をどこまで読み込んでいるのか分からない」、「エンゲージメントにおいて、はっとさせられるような質問を受けたことはない」といったもの。
- フェアディスクロージャーについて、投資家としては、対話の際には業績に抵触することは聞かない、聞けないし、ディスカッションの対象にはならない。むしろ、短期的な業績に関する事柄よりは、経営のバックグラウンドや現在の経営に至る契機・経緯、ロングタームのビジョンといった対話をしたい。そのために投資家側も成長しなければいけない、学ばなければいけないこともある。米国

企業でも、四半期で評価されることの嫌悪感是非常にあるが、他方で、米国では短期的な業績のことだけを聞く投資家は少ない。

- フェアディスクロージャーについては、ディファレンシャルディスクロージャー（注：投資家の専門知識の深さや努力等によって、実質的に伝わる情報の深度等が異なる事態）はあってもよいのであろう。エンゲージメントが、通常のリサーチや IR ミーティングと最も異なるのは、情報を投資家側から出すということ。投資家の説明に対して、企業から質問が出てそれに対応するというようにやり取りのフローが異なる。しかも、将来の話については 具体的な数字を一切使わない一方で、過去については、遡れるだけ適切な数字を使う。こういったやり方により、フェアディスクロージャー・ルールやインサイダー規制に抵触せずに、当該企業が何を考えていて、どういうときにどういう行動パターンを取るのか、それを踏まえて現状どんな体制をしいているのか、何を重要だと思っているのか、投資家の提案についてどう考えているのかということを知解していくのが、本質的なエンゲージメント。
- 現在、投資家は ESG という観点で何か取組を進めようとしている、企業もそれに対して備えを進めようとしているが、両者間のコミュニケーションがうまくいっていないという状況。

以上

お問合せ先

経済産業政策局 産業資金課

電話：03-3501-1676

FAX：03-3501-6079