

事務局説明資料

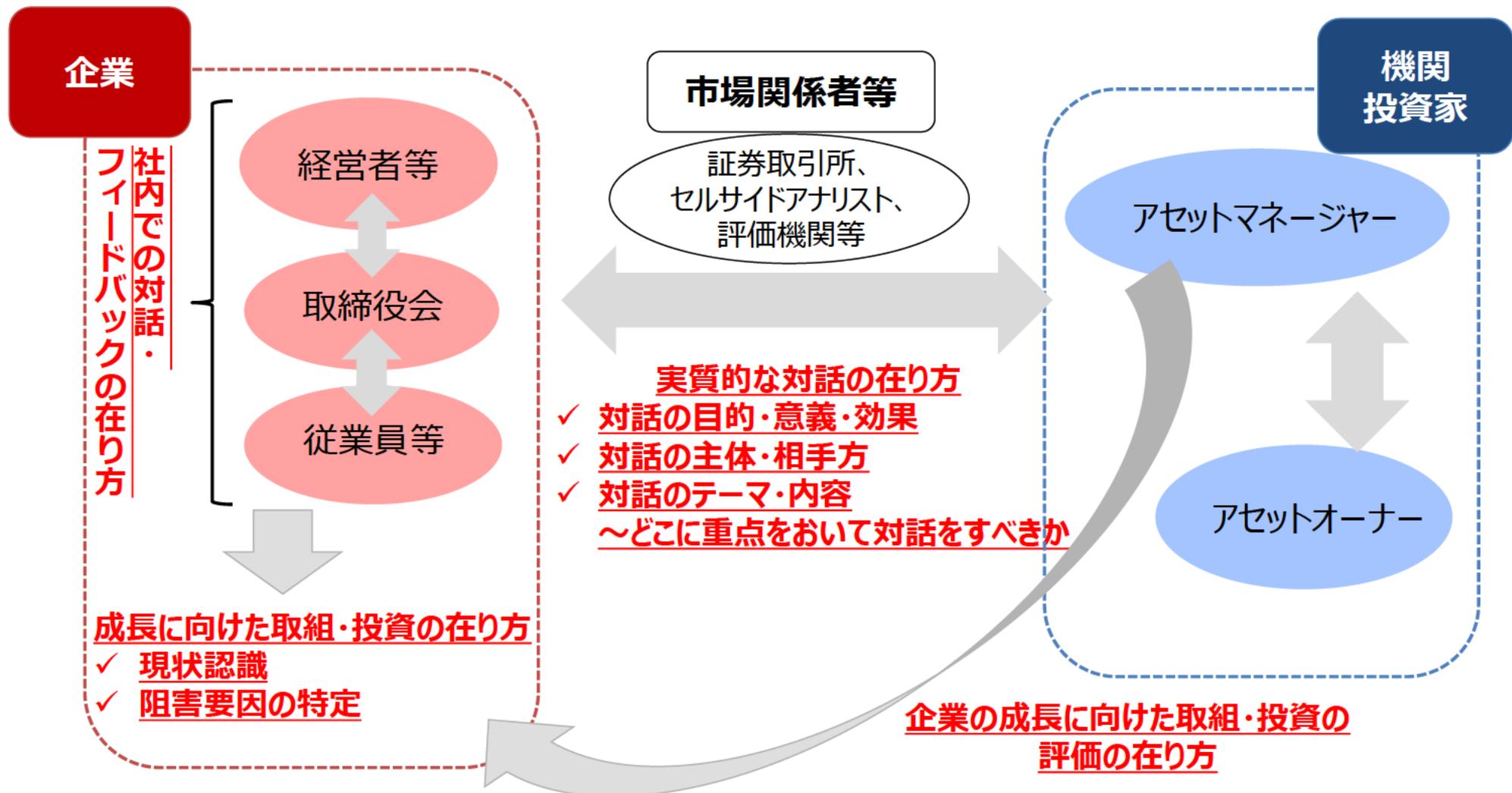
2019年12月

經濟產業政策局

産業資金課

インベストメントチェーンと各論点の位置づけ

- 第一回の議論を踏まえて抽出される論点のうち、企業の取組や対話に関する主なもの（赤字下線部分）は、概ね以下のように位置づけられる。



第2回における企業側プレゼンテーション・ディスカッションの視点

- 本検討会においては、i) 本検討会委員以外の企業・投資家も含め、広く対話についてのグッドプラクティスの共有を図ると共に、ii) 対話の実質化や企業の中長期的価値向上に向けた各論点についての議論・検討の深化を目指す。
- 併せて、iii) 政策的対応が必要な論点を洗い出し、整理することも目的とする。
- 以上の観点や前頁の整理も踏まえ、第2回においては、以下の視点で各企業よりプレゼンテーションをいただき、それらを基に、閣下にご議論いただきたい。

- ① 対話の目的・意義をどう捉えているか
- ② 対話は、現実に「企業価値向上」につながっているか、どのように効果測定しているか
- ③ 経営によって意義深い、又は企業価値向上につながる対話とは具体的にどのようなテーマ・内容のものか
- ④ 企業が対話をしたいと思う投資家はどのような投資家か
- ⑤ 対話で得られた経営への示唆を社内にどのようにフィードバックしているか
- ⑥ 対話における社外取締役の役割はどのようなものか
- ⑦ 本検討会において、他社に伝えたいこと、資本市場に対する課題意識、他社や投資家と意見交換したい事項
- ⑧ 各社の業種や規模、ビジネスモデル等に応じた、独自の課題意識等

(参考) 第1回において事務局より提示した論点

- 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。

(参考) 第1回でいただいた主なご意見 (1)

<論点①について>

- 対話を通じて、投資家の関心が利益の絶対額より資産効率にあることに気づき、バランスシートを意識するようになった。バランスシートを変えていくためには、長期視点をもつことが重要。
- ROEが改善しても、持続可能か・実力によるものかをマーケットは見極めている。**持続可能なものと判断できないことがPBRの低評価にもつながっているのではないか。**
- IT投資等の先行投資については、**トラックレコード**があれば説得力があるが、そうでなければ、その必要性や回収可能性に疑問が生じ、そのことがPBRの低さに表れるということも考えられる。
- 事業ポートフォリオの最適化については、進捗に差がある。取組が進まない理由の一つとして、日本の雇用制度が考えられる。
- 低すぎた配当性向が改善されているのはよいことのはず。他方で、賃金が上がらないのは、経営者が持続性に確信を持っていないからかもしれない。
- 企業が生み出す**経済的価値と社会的価値のアラインメント**をどう確保するか、悩ましい。

<論点②について>

- パッシブ化は今後も続くのではないか。IT化でファンダメンタルズアクティブの収集してきた情報は簡単に収集できるようになり、MiFID2の影響でリサーチコストは高まっている。
- TOPIXについては、構成銘柄の入替えが行われず、競争が働かないことが問題である。
- 投資家全般に一様の役割を期待するのは適当でない。投資家には、それぞれの投資哲学があるはず。
- アセットオーナーの志向が変化してきており、自分たちの拠出する資金が「社会的によいこと」に使われることを求めるようになっている。
- **ESGについては、企業価値につながるものに集中**しようとしている。
- **ESG評価機関のアンケート調査に対する対応方法**については、課題がある。

(参考) 第1回でいただいた主なご意見(2)

<論点③について～その1>

- 対話の意義・効果として、**外部の意見**を得ることができる、**ROE改善や株価維持等**につながるという点がある。
- 業績を下方修正したが、**ROICを基準にしたポートフォリオ組替え**を発表したところ、株価は高いレベルを維持。
- **対話を通じて事業への気づきはほとんどない。ただ、説明能力が上がり社内にも浸透する面はある。**
- **投資家がどこまで企業のことを見ているのか、サステナビリティをどのように評価しているかわからない。海外投資家と比べ日本の投資家は長期的なビジョンの話をしてくれない。**
- 本検討会に参加していない企業・投資家の対話レベル(日本市場全体のレベル)について、見誤らないことが重要。
- **日本の投資家とは中長期的な対話をするのがないというのが実感。海外投資家との対話はワクワクする。**
- **ファンドマネージャーは投資プロセス、企業価値分析の手法を大きく変えないと、企業価値につながる深い対話はできない。**通常の投資家のスキルに+αが必要で簡単なことではない。

- 企業側では、**対話の参加者の役職が上がる**とともに、**意思決定の仕組み**を語る企業が増えた。
- 自分の対話の仕方が適切なのかわからない。**他社の対話をみてみたい。**
- **FDルールと良い対話との関係**は検討する必要がある。本来は、エンゲージメントで深い質問をしてくれた投資家に、ワクワクするような回答をするのがよい対話であるはず。

(参考) 第1回でいただいた主なご意見 (3)

<論点③について～その2>

- 本業の長期的なリスクに鑑み、事業の多角化を進めているが、その点を理解してくれない投資家もいる。
- M&Aについては、高い成功率を前提とした対話をしてしまいがちだが、実際はそうではない。
- 出島等を活用した新たなイノベーションは、本業に相応の影響を与えるものでなければならぬが、その点を資本市場にどうアピールすればよいか、特に本業のセクターと異なる分野について、本業のセクターアナリストにどう評価してもらうかという点が課題。
- M&Aについては被買収企業の売上や利益がそのままPLに乗るので投資が振り向きやすいが、研究開発や人材育成、ITといった成長投資については、なかなか資金が振り向けられない。投資家から強く言っていただきたい。
- パッシブの対話は、全ての企業と深い対話をするわけではなく、メリハリをつけて行う。
- パッシブのエンゲージメントもやりようによってはできるはず。
- 日本株専門のファンドやマネージャーがクローズ・リタイアすることが多くなり、グローバルの中から選ばれるための説明が必要になった。
- 統合報告書のレベルは企業によってまだら模様。