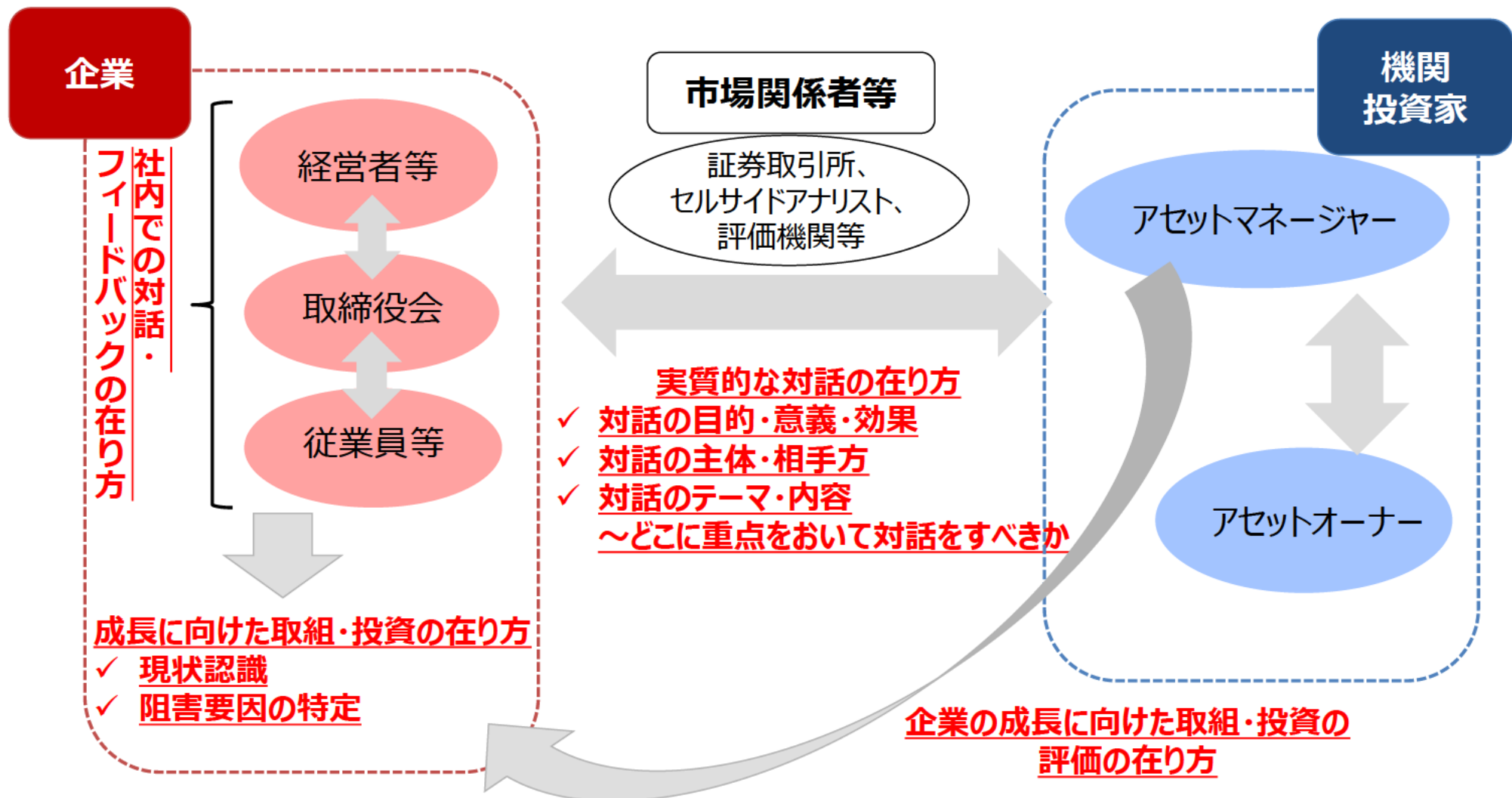


事務局説明資料①

2020年1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（再掲）

- 第1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3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（再掲）

- 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3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、闊達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 (再掲)

- 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) (再掲)

<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) (再掲)

<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) (再掲)

<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。

(参考) 第2回でいただいた主なご意見 (1)

<各社の対話・開示に関する取組全般について>

- 人員体制も厳しい中で、統合報告書の作成は難しいが、総会前に提出する有価証券報告書の中で、経営者のメッセージ、図表、写真を入れ込み、分かりやすく伝えるように努めている。

<対話の意義・目的>

- 投資家やアナリストの声を社内にフィードバックし、経営や事業活動に生かしていきたい。
- 株主の多様性を高めたい。
- ステークホルダーとのエンゲージメントにおいては、①理想的な株主構成の実現 (中長期の投資家の比率拡大・個人株主拡大)、②インデックスへの組入れ (パッシブ投資への組入れによる安定化)、③透明性の担保によるサプライズの防止 (過度な株価の変動を抑える)という3つのポイントに力点を置いている。
- 機関投資家を自社のファンとすることと、社内フィードバックによる経営改革が対話の意義・目的。

<対話の主体>

- IRミーティングの相手方の株式保有割合に応じて、代表取締役が出席するか、執行役員が出席するか、IR担当が出席するかななどを分けている。

(参考) 第2回でいただいた主なご意見 (2)

<対話の具体的なテーマ・内容>

- アクティブ・パッシブ共に、長期思考に基づき、高い視座・視点から、成長戦略やその実現性の評価についてのアドバイスや客観的示唆をくれる投資家との対話を充実させていきたい。
- 長期ビジョンに関する対話を行いたい、特に国内やアジアの投資家との対話は足下の業績に関するものがほとんど。
- マクロな観点からより大きなリスクを指摘してくれる投資家との対話は有益。そうした対話の結果は戦略に反映される。
- 研究開発のスパンが長い、成功率が低いといった業種の特徴をしっかりと理解してもらう必要がある。
- 対話の相手（投資家側）の専門性や理解の深さに応じて、対話の内容を工夫している。
- 強いビジネスモデルがあればそれを投資家に気づいてもらう、そうでなければ投資家の意見を聞くことが重要。
- 企業価値とは利益の絶対額ではなく、資本効率。その点を意識したバランスシートマネジメントが重要。

<社内へのフィードバックについて>

- 取締役会に対して、定期的に報告。
- 経営トップ自ら、従業員に直接にメッセージを発したり、スモールミーティングにて従業員と向き合ったりしている。
- 投資家とマネジメントの対話が、実際に経営の取組に反映された事例として、ROIC経営、役員報酬制度の導入などがある。
- 一般社員にも資本市場の目線を意識してもらうよう、決算説明会や株主総会へのオブザーバー参加を促すなど、工夫をしている。

(参考) 第2回でいただいた主なご意見 (3)

<対話の効果測定>

- **株価、EPS、PBR**を指標としている。

<イノベーションや新規事業創出に関する取組について>

- **出島の活動や新規取組に対する評価、未実現利益に対する評価をどう考えるべきか。**
- イノベーションを起こしやすい組織風土作りとして、①積極的な職種変更異動、②手上げ制の採用、③純粹持株会社制への移行がある。
- 強い企業は、自社の**競争優位**が確立されている分野の**隣接分野**を狙って、設備投資やR&D、CVC投資を行っている。

<複合的なビジネスモデルの評価について>

- **複合的なビジネスモデルの評価方法については、他業種もみている投資家との対話より気づきが得られた。**
- **「ビジネスモデルの革新性」を評価するアナリストでもPER・PBR等の伝統的な指標でしか算出してない。**
- 新規事業と既存事業のシナジーを対話の中で説明すべく工夫。既存事業の拡大と共に、新規の関連事業により更なる成長を遂げていきたい。こうした状況を理解し、中長期的に株式を保有してくれる投資家と積極的に対話を行っていきたい。

<事業ポートフォリオマネジメントについて>

- **ROIC**を用いて、投資強化や事業撤退の戦略を立案し、経営資源の配分を決定。

(参考) 第2回でいただいた主なご意見 (4)

<ESG・SDGs・CSR・サステナビリティについて>

- 企業価値評価とESG評価を分ける必要はない。**「持続的に儲かる = 社会に貢献できる」**ということであり、その意味でESGは前提条件。
- 企業との対話の際に、株主目線では対立構造になりやすく、**顧客目線**での対話を心がけている。収益はすべて顧客から生まれる。その上で、商品に**社会性**が含まれていないと永続的な発展は望めない。
- ESG投資も、最終的にはリターンがあつてこそではあるが、**もう少しESG的な観点を重視してほしい。**
- ESGファクターが重要な場合には、その点について対話をするが、それ以前にビジネスモデルに問題があるような場合には、ESGに関する話題が出ないこともある。
- (投資家サイドで) **ESG部門と運用部門が分断**しているのではないかという問題意識あり。
- 事業会社・セクターアナリスト・(運用機関の) ESG担当者の中で、より対話を効率的に行うための施策を検討すべき。
- ESG部門と株式のアクティブな運用部門の情報交換は、自社内でもトピックであり、**ESG評価は銘柄選定にも影響を与え始めている。**
- **パッシブ投資家は、ESGの指標を非常によくみている**ため、ESGデータブックの充実を図りたい。
- 日本では、**ダイベストメントよりも、全部組み入れてエンゲージメント**をすべき。αを取りにいくためにもインクルージョンは必要。

<「実質的な対話」の普及に向けて>

- **自らのIRが一般的なものかどうか、他社は実際どうやっているのかを知る機会がほしい。**
- 対話や開示に積極的な企業と消極的な企業について、どのようなところに**真の違い**があるのかを深掘りした方がよい。消極的な企業も、きっかけさえあれば変わることができるし、**小規模な企業でもできることはある。**

(参考) 第2回でいただいた主なご意見 (5)

<その他、資本市場・投資家に対する課題意識>

- **議決権行使の形骸化**が進んでいるのではないか。
- 当社を**カバレッジしているアナリストが少ない**点は、課題と認識。
- **業種アナリストとの対話内容は、短期業績中心になりがち。**
- ESGにとどまらず、**金融市場の構造が変化**している。セルサイドアナリストの状況が厳しい中、セクターアナリストに意味があるのか、セクター横断的にみるとしてESGまでみられるのかが論点。