

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3回 議事要旨

○日時：2019年1月20日（月） 12時00分～14時30分

○場所：経済産業省 本館17階 国際会議室

○出席者：伊藤座長、井垣委員、市村委員、岩崎委員、江良委員、奥野委員、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、藤野委員、松原委員、溝内委員（途中退席）

○企業側プレゼンテーション・ディスカッションの視点

- ① 対話の目的・意義をどう捉えているか
- ② 対話は、現実「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 経営にとって意義深い、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

○議事要旨：

【キリンホールディングス株式会社、亀田製菓株式会社、株式会社セブン&アイ・ホールディングス、三井化学株式会社、株式会社ボストンコンサルティンググループによるプレゼンテーション】
（割愛）

【自由討議】

討議テーマ①：企業はイノベーションや新規事業創出に向けた取組を資本市場にどう発信し、資本市場はこれをどう評価するか

＜企業の視点＞

- ・ イノベーションやESGに関しても、会社としては当然儲かるところに投資をしているが、投資家との間で時間軸が異なるために、それをいかにアピールしていけばよいかが悩ましい。自社のコア事業に近い分野に投資をするのであれば成功確率が高いが、旧来の産業セクターをまたぐ形で産業構造が転換していく中で、コア事業から遠い分野に対しても、多産多死的に、社内カルチャーの変革も含めて投資をしていかないといけない面がある。

- SROI (Social Return on Investment : 社会的投資収益率) の分母と分子に何を入れて算出すべきか社内で議論をしている。イノベーションや ESG への取組についても、単純に見える化できるツールのようなものがほしい。

<投資家の視点>

- 投資家は、企業の成長に向けた取組に対し、成功の可能性はあるけれどもその程度がはっきり分らないと思えば、ディスカウントして計算をする。他方で、トラックレコードがある場合にはディスカウント幅が減ることもある。企業文化を変えるほどの取組については、新しいチャレンジなので達成できるかどうかは極めて不透明。こうした不透明性がディスカウントの対象になる (PBR が低くなる) のは、「行ってはいけない」と反対しているわけではなくて、試みてほしいが、今のところ、高くは評価できないということ。どうすれば高く評価されるかという議論をしても市場は変わらない。低い評価は、当該取組を行ってはいけないということを意味するのではなく、取り組むべきだと判断したら、取り組めばよい。
- エンゲージメントの資料の冒頭は、当該会社の価値創造を数値化した特殊なグラフ。当該グラフ上に、その時点の株価を通して市場が何を読み取っているかを逆算し、プロットすると、市場の期待がみて取れる。市場は前年までの実績より高い期待を織り込んでいる場合もあるが、はるかに低い期待しかしていない場合も数多くある。エンゲージメントの準備のほとんどは、その要因を分析することに割かれる。
- 企業評価が著しく不当に低いということもある。不当に低い場合にはエンゲージメントする価値がある。評価が低いケースには、相応に評価してディスカウントという場合と、行きすぎた低評価の場合の両方があり得るところ、どちらの場合であるかによって、エンゲージメントの仕方は若干変える必要がある。
- インデックスファンドの本質は、日本株式会社に対する投資であるのに対し、アクティブファンドの要諦は、えこひいき、すなわち、「この会社は伸びる」というその価値観や哲学にある。したがって、そこには定量化できない要素が無限に残るのであって、ミステリアスなものに価値を付けるという作業が、価格形成であり、アクティブマネジメント。そして、価値観や哲学には様々なものがあり、アクティブマネージャーが様々な価値を選択する中で、最終的には長期的な利益に収束する形で株価が形成されていく。未実現の利益に関しては、基本的には評価ができないが、中にはできる投資家もいる。ある種の起業家的な感性で価格を付ける投資家が、結果的に他を出し抜いて α を得る。そもそも株式のプライシングとは、そういった価値観の対立から出てくるものであるところ、今の日本においては、企業の気合いと根性にお金を付けられる投資家が極端に減ってきているのではないか。
- 最近、IoT や AI の活用状況、その投資バジェットの確保状況についての説明を目にする機会が多いが、実際の取組をみると、例えば製造業の場合、工場での取組のみに留まっていることがあり、残念。5G で様々なものがつながっているにも関わらず、BtoB の会社が工場だけでそれを使うというのはあり得ない。今までは顧客に過ぎなかった納入先が、エンドマーケットの情報を多

く集めてきて、サプライチェーンの上流にまで進出してくる。BtoB だからこそ、BtoC の最終的なマーケットの情報を拾いに行って、今何をすべきか考えなければいけない。

討議テーマ②：資本市場は複数領域の事業を複合的に営む企業のビジネスモデルをどう評価しているか

＜投資家の視点＞

- 企業からのプレゼンテーションで共通していたのが、多角化について資本市場から評価されないということが残念というニュアンス。この点に関して、最近のエンゲージメントにおいて「コングロマリットプレミアム」という表現が増えてきているので、くぎを刺している。この言葉を海外で使うと、相当批判されるのではないかな。そのような用語を新しく作っても言いたいことは通じない。「コングロマリット」という言葉を使った途端、ある事業とある事業の間に何らシナジーがなくて、別々のことをやっているというイメージがものすごく強く伝わってしまう。他方、バーティカルインテグレーション（垂直統合）という言葉はよい。そこには、垂直統合することで一番価値を高められるというポリシーが込められている。言葉の使い方だけではなくて、これはビジネスモデルの問題。複数の事業を営むということ自体が一つのビジネスモデルであって、それがどういう考え方に基づくのか、各事業が何のためにあり、それぞれどういう効果を出しているのか、ある事業と別の事業の両方をもつことによって、何が新たな価値になるのかということを発信することが必要。そうすれば、自然とコングロマリットという言葉自体が当てはまらなくなる。海外の投資家であっても、単に事業の数が多いから駄目だという投資家はいないはず。

討議テーマ③：経済的価値と社会的価値の両立・アラインメント確保について

＜企業の視点＞

- 企業経営にとっては、株主・投資家、社会、顧客、従業員という4つのステークホルダーのバランスが重要。その中でも、企業の成長のためには従業員のコミットメントが特に重要なので、この点をどうマネジメントするかが悩ましい。
- ESG や SDGs については、若い世代が CSR や社会貢献にとっても興味があるのに対し、年配の従業員はコストと感じている。経営者の立場からすると、経済的利益の実現と ESG や SDGs の取組とのバランスを図る必要がある。

＜投資家の視点＞

- 対話の中身としては、G（ガバナンス）の話が中心になる。E（環境）も S（社会）ももちろん大事だが、G なきところに E や S は育たない。よき G が備わった後に、自然と E や S がついてくる。

まずは G をしっかりしてから、E と S の対話をしてほしい。現状、一面目をクリアせずに、二面目、三面目の話をしている。

- 日本の G と欧米の G では全くレベル感が違う。日本の G は、銀行ガバナンスが終わって、今は持ち合い株ガバナンスであり、どうやって保身に走ろうかというガバナンスが中心になっている感触。それでも、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードが策定され、株主によるガバナンスがようやくスタートした。それよりも 10 歩も 20 歩も先を進んでいる欧米（特に欧州）の ESG に対する取組と一緒にの事をやろうというのは、前提として無理筋な取り組みであるということを理解することが肝要だし、取り組みの実態としては破綻が見えている。あるいは、見かけの為だけにやりたいのであれば、話は別だが、それにどういう意味があるのかアセットオーナーから見ると意味不明。
- 例えば、投融資計画等の社内検討資料に ESG/SDGs 要素が書かれていたりすると、そこまで具体的な内容が入ってなくても実務に落とし込んでいくということが強く響いてくる。こういうことを統合報告書に書くと、多くの人に伝わるのではないか。SDGs 要素を語る際に 17 のゴールとの関連に留まらず、一段階下の 169 のターゲットのどれに当たるかまで落とし込むことが重要。そこまで落とし込んでみると、当該案件をこれから動かしていく従業員も、具体的にどこにどう貢献できるかというのが分かるのではないか。
- そもそも ESG の話は、競争優位性と一緒に語られるべき。投資先企業から、「ESG についてどう考えているか」と聞かれることがあるが、それに対しては、「そもそもあなたの会社は社会の問題を解決するためにあり、それがうまくできているからこそ営業利益が 25% あるのであるから、心配する必要はない」と答える。ESG が企業の事業活動と何か別のことであるかのように議論される風潮は、やや疑問。
- IR についても、資本政策という大きな戦略の中の一つという捉え方をする必要がある。資本コストを上回る収益性を上げたときにのみ企業価値というのは増大することから、資本政策の議論をしていれば、当然、事業全般の議論になる。その中で、ESG の議論は出てくる。そのような観点をもてば、IR ミーティングの在り方も変わってくるはずで、工場見学をしてもらうとか、社外取締役とのミーティングを設定するとか、様々な形で事業そのものを理解してもらうための場が設けられるようになるはず。そのことの方が、ESG の内容よりも、よほど重要。

討議テーマ④：パッシブ投資家との対話について

<投資家の視点>

- パッシブ投資家は、半永久的に売らないという超長期の投資家である。その意味で、海外だけでなく、日本にも長期投資家はいくらでもいる。パッシブ投資家の声に耳を傾けてもらい、サステナブルな成長に役立ててもらいたい。日本のパッシブ投資家も、協働対話を一生懸命やろうとしている。発足から 3 年ほど経ち、最近になって企業側もやっと役員が出てくるようになった。社

外取締役は相変わらず会わせてもらえない。

- 超長期投資家あるいはパッシブ投資家として、一つ一つの戦略であるとか、今年の決算といった事項についての対話はしない。我々の対話は、株価の重要性を理解してもらうことから始まって、どのように株価をサステナブルに上げていくのかという点が中心になる。
- パッシブ投資家の特性は3つあり、1つ目は超長期投資家であるということ。2つ目はバイ・アンド・ホールドであるということ。3つ目は、いわゆる日本株式会社に投資をしているということ。パッシブの対話はインデックス全体の底上げが大きな目的になる。ただ、インデックスがどこまで対話によって引き上げられたかというのは、定量的に把握できない。したがって、その中間目標である企業のアクションをサポートしている。
- 対話のテーマは、企業の外部性についてのものが多い。つまり、気候変動リスク、サプライチェーンのリスク、情報開示といったもの。こういった比較的最大公約数のテーマを取り上げるケースが多く、投資家側は協調行動を取ることが多い。国内には機関投資家協働対話フォーラムがあり、グローバルではPRIの協働エンゲージメントのプラットフォームがある。特にPRIの協働エンゲージメントのプラットフォームでは、特にEとSの話題が多く、この外部不経済性に着目した取組が一つのポイント。
- 企業と対話をするときにグローバルイシューをテーマにするため、例えば、EUのサステナブルファイナンス等、企業がリーチできていない情報を提供することができる。グローバルの金融がどの方向に向かっているか、企業にとっていかなる意味をもっているかといった観点での対話が、企業側の気づきに変わる可能性もあり、それを戦略策定に役立ててもらおうというのが、パッシブ投資家の役割。
- 企業との対話が結果としてインデックス全体のパフォーマンスの向上につながるという考えをもつ投資家もいる。パッシブ投資は、資金が大規模であるため、影響力も大きくなる。その観点からすると、やはりパッシブ投資家は、特に外部性を意識する傾向がある。外部性の問題はゲームチェンジの問題。例えば、パームオイルにしても海洋プラスチックにしても、当たり前だと思っていたビジネスが中長期的にはできなくなる可能性があり、またTCFDのように、気候変動対策をしなければ企業として生き残っていけなくなるといったことがある。非連続な経済成長モデルの中で、企業が外部性を意識して活動していく必然性が生じている。投資家としては、そのような外部性について企業がどう乗り越えていくかといった視点が非常に重要であり、そのための対話が重要。つまり、ESGというのは、単にグッドカンパニーではなくて、グッドビジネスプラクティスを実現していく上で、やるべき中長期的な課題であるということ。外部性というものは、長期的には企業の内部性に統合されていくという仮説をもっているのだから、そういう観点から、パッシブ投資家としてのアクセスポイントがあるのではないかと。
- パッシブ投資家として、企業の経営陣と向き合って、企業の長期的かつ持続的な成長を応援するという役割もあるのではないかと強く思う。パッシブ投資家は、基本的には売却できないということもあり、目線は長期である。そのため、短期の株価より長期の株価に関心が高い。対話においても、そういった時間軸のテーマが多い。したがって、長期戦略に関わる課題であれば、基本

的に関心が強いし、その中でサステナビリティも重要な課題の一つ。ただし、当然重要な課題というのは数多くあり、それぞれの企業や業種など置かれた状況に応じて、各課題のプライオリティは変わる。対話のテーマにつき、重点項目は定めるものの、実際に企業と個別に対話する際には、当該会社が置かれている状況を踏まえ、最重要課題と思われるトップ3の課題についての認識や取り組みの進捗を確認する。したがって、市場全体をみるという目線も大事な一方、対話の場面になると個別企業の状況に合わせてアジェンダを設定している。

対話テーマ⑤：海外投資家は、日本企業をどのようにみているか

＜投資家の視点＞

- 海外投資家は、日本株、日本市場にあまり関心がないというのが実態。過去20年間、日本株についてはアンダーウェイトし続けているという投資家も多い。日本企業に関しては、コーポレートガバナンスが進んでいるような報道はあるものの、投資すべきかよく分からないというのが海外投資家の正直なコメント。アセットマネジャーからも、日本企業は、経営陣が自らのリターンやパフォーマンスに責任を取らないという印象のため、まだ投資ができないという声がある。日々の取引量の6〜7割が海外投資家によるものという事実もあり、基本的にはほとんどないしは多くの海外投資家が、日本株について、短期の売り買いを繰り返しているのではないかと。1つの企業につき、長期投資家が30%の割合で株式を保有し続けているというのは一部の人が抱いている幻想。
- 海外のアセットオーナー全体としては、日本に対する関心はあまりないが、日本は世界第3位の経済大国であり、全く無視するわけにもいかないため、多少エクスポージャーはある。コーポレートガバナンスが改善されているという報道なり報告に基づいて、エンゲージメントファンドのようところにお金を入れて、彼らに会社とエンゲージメントをしてもらっている状況であるが、日本のコーポレートガバナンス進捗の実態への理解はほぼないし、興味もない様子。

対話テーマ⑥：日本における企業と投資家の対話の状況全般について

＜企業の視点＞

- イノベーション・新規事業創出にせよ、ESG・SDGsにせよ、企業の取組がうまく伝わっていないのではないかと懸念が根底にある。投資家側の意見としても、うまく伝わってこない、捉えられないということであり、その差をどう埋めていくかということが重要。
- 当社の事例が特殊なのかもしれないし、国内と海外の切り分けというのはよくないのかもしれないが、実感として国内投資家と話している際には、長期的な話が出ることはほとんどないということを前回も伝えさせていただいた。また、当社は社外取締役をIRの場に出すのを全く拒んでも

いないが、投資家側から実際に要望を受けたことはこれまでにはない。企業側や投資家側の一部の事例のみに基づいて、議論が進み、全体に当てはめられるとなるとよい結論にはならないのではないか。

- 株主・投資家の役割は、企業に対して忌憚のない意見を述べること。中長期的に企業が成長し株主にも利益が還元されるという関係を維持するためにも、個社のビジネスを十分に理解した上で、どんどん意見を述べてほしい。

<投資家の視点>

- 企業としては、投資家によって色が異なることを認識した上で、インベスターマーケティングを行い、個々の投資家にどういう役割を期待したいかを分析し、その上で最適株主構成を考えるべき。企業としてのインベスターマーケティングがより実効的に行われるようになっていくというのが、一つのゴール。
- 日本には長期投資家が少ないと言われるが、それに対しては「いないのではなく、しっかりと伝えないから長期投資されないのだ」と言う。証券会社に CEO ミーティングをアレンジさせるのではなく、そもそもどういう投資家を呼ぶのか、どういうキャピタルストラクチャーにするのかを自社で考えるべき。そうした議論は、バランスシートの右側の議論であり資本政策そのもの。資本政策は、そもそも CEO や CFO が考えるべき問題だが、日本の会社の場合はなぜか広報部がこれを管轄していることが多く、会社の宣伝という捉え方になっている。海外企業では、IR のヘッドは次の CFO であり、資本コストやキャピタルストラクチャー等の議論をしている。
- 社外取締役と対話をしたいと伝えても、断られることばかり。社外取締役は、投資家と同じベクトルでものを見ていると認識しており、ぜひ社外取締役と対話をしたいというのが超長期投資家としての要望。
- 投資家も企業のアウタサイダーであるため、社外取締役との対話を通じて、投資家・社外取締役がインタラクティブに意見をやり取りし、行動に移していくことが重要。

<その他の視点>

- 対話の実情・プラクティスの共有方法について、消極的な企業も何か刺激を与えればよくなるのではないかという意見があったが、この点は大きな課題と認識している。本検討会に参加の企業は積極的だが、必ずしも前向きになれない企業もある。
- 昨年、投資家と話をしている中で、日本企業に問いたいという論点が3つあった。1点目は、ESG を重視するあまり、株主価値を上げることが後回しになっていないか。2点目は、IR・ガバナンスは進んできているが、その姿勢は二極化しているのではないか。3点目は、社外取締役と対話したいという点。二極化の点については、アナリスト・カバレッジがないとか、投資家の注目度が低くどうやって対話したらよいか分からないという企業がまだ多い。
- IR 優良企業賞受賞企業の β 値の平均と東証一部全企業の β 値の平均を比べると、後者の方が低い。つまり、IR は資本コストを下げるという理論とは逆の結果が表れている。要因のひとつは東証一

部上場企業の幅が広いため、投資家からアクセスもないし、売買高も少ないために β 値も低くなる企業の影響が平均値に反映されているからと考えられる。したがって、そうした企業の後押しをしないとパッシブ運用のリターンも上がらないし、IRの効果も実感できない。

以上