

事務局説明資料①

2020年2月
経済産業政策局
産業資金課

本研究会でご議論いただきたいこと（再掲）

- 本研究会では、伊藤レポートをとりまとめて以降のインベストメントチェーンを巡る状況の変化についての認識を共有した上で、企業と投資家との対話の実質化、また、実質化を通じた企業価値の持続的な向上を図っていくための課題を洗い出し、どのような対応を講じていくべきかについて幅広くご議論いただきたい。

<本研究会の全体像>

第1回

- インTRODクシヨン・論点の洗い出し

第2回

企業からの対話例や課題認識等に関するプレゼンテーション・ディスカッション

- 対話の現状を踏まえた対話の質の底上げ （次ページ①・③に係る議論を踏まえて）
 - ✓ 対話に関する現状認識・課題の共有
 - ✓ 目的に応じた対話についてのグッドプラクティスの共有
 - ✓ 企業・投資家同士、企業と投資家の継続的対話のための「場」の在り方

第3回

第4回

投資家からの対話例や課題認識等に関するプレゼンテーション・ディスカッション

- 投資家・資本市場を取り巻く環境の変化を踏まえた、今後の企業と投資家の関係性について （次ページ②・③に係る議論を踏まえて）
 - ✓ 資本市場をめぐるコスト極小化の動きと各プレイヤーの役割・在り方
 - ✓ ESG投資を通じた企業の価値創造の可能性

第5回

第6回

- 取りまとめ

等

第1回の議論事項（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。

今回のご議論のポイント

- 今回は、投資家より、それぞれの投資哲学・ポリシー・スタンス等を踏まえ、具体例も交えつつ、様々な観点よりプレゼンテーションをいただく。事務局資料① 3ページ②及び③の観点も踏まえ、それらのプレゼンテーションに関し、引き続き自由闊達にご議論いただきたい。
- 他方、前回までの議論のポイントについて、これまでの議論も踏まえ、事務局において、再度論点を整理したり、基本的な考え方を提示（事務局資料② 4～22ページ）。これらのポイントについても、引き続きご議論いただきたい。
- また、前回までに必ずしも拾い上げることでできなかったポイントについても、改めて抽出（事務局資料②24ページ）。これらの点についても、忌憚のないご意見を賜りたい。

第4回における投資家側プレゼンテーション・ディスカッションの視点

- 第4回においては、以下の視点で各投資家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 企業から提供される情報のうちどのようなものに注目し、企業を評価しているのか。特に、イノベーションや新規事業創出に向けた取組、ビジネスモデルの革新性、事業ポートフォリオマネジメントをどのように評価しているのか。また、新規事業や既存事業の成長性・革新性等を評価する材料をどのように企業から引き出し、どのように活用しているのか。
- ② 企業との対話の具体的な中身・方法（企業行動や経営の在り方を変容させた事例、中小型株企業との対話の視点や契機、集团的エンゲージメント等）。
- ③ パッシブ投資家がエンゲージメントを行う意義・目的、行うべき理由等について、どのように整理しているか。
- ④ パッシブエンゲージメントは「市場全体の底上げ」という観点でどのくらい効果が出ているか、またより効果を発揮するための課題は何か。
- ⑤ ESG投資に関する課題意識。また、どのような観点でESG投資に取り組み、ESG投資のパフォーマンスをどのように評価しているのか。
- ⑥ ESG評価機関の情報をどのように活用しているか。
- ⑦ 資本市場全体に関する課題意識（例：アセットオーナー、資本市場の構造・TOPIX関連、アナリスト、評価機関に関する課題）。

(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) (再掲)

<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どを分けている。

(参考) 第2回でいただいた主なご意見(2) (再掲)

<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) (再掲)

<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いない。
- 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) (再掲)

<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) (再掲)

<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。

(参考) 第3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>

- 少ないリソースでIR活動を行っているのが特徴。この規模でもCEOが年に一度欧米を訪れている。

<対話の意義・目的>

- 対話の意義は、企業はやりたいこと・得意なことを話すが、投資家は俯瞰した外部環境の話をしてくれる。会社が目指すべき姿をサポートしてくれる投資家と対話したい。
- 対話の意義は、①適正評価を通じた資本コスト低減、②経営の質向上。

<対話の主体>

- パッシブは超長期の投資家であり、半永久的に売らない。そちらの声にも耳を傾けて欲しい。
- 社外取締役は投資家と同じベクトルという認識なので、対話に出てきてほしい。
- 企業にとっては、インベスターマーケティングが重要。どの投資家にどのような役割を期待するか。それに基づいて最適株主構成を考えるとよい。
- 日本に長期投資家が少ないと感じるのは、きちんと伝えられていないだけ。どういう投資家と対話をするかは、資本政策そのもので、CEO・CFOが考えるべき問題。

(参考) 第3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>

- 通常 I Rとは別立てで、エンゲージメント担当者へ積極的に訪問し対話。ビジネスのリスクと機会を中長期目線で確認。社会課題解決を図る本業の在り方について気づきがあった。
- 対話のテーマについては、企業の内部性より外部性（気候変動、サプライチェーンのリスク等＝ゲームチェンジ）についてのものが多い。投資家は、EUのサステナブルファイナンスの動向など、グローバルの金融がどの方向を向いているかを伝えられる。外部性が長期的には内部性に重なる。
- 市場全体という目線も大事だが、対話の場面では個別企業に応じてかなりカスタマイズしている。それぞれの置かれた状況によってテーマのプライオリティーは変わる。

<社内へのフィードバックについて>

- 投資家の声をフィードバックすると、社外取締役が賛同することが多い。

<対話の効果測定>

- 難しいが、ディスクロージャー優良企業表彰や日経アニュアルレポートアワード、インデックス採用。
- （パッシブ運用の目線より）インデックス全体の底上げが重要だが、どこまで対話で引き上げられるかは分からない。そこで、中間目標として企業のアクションを支える。
- IRに熱心でない企業のβ値が東証全体より低いとの結果も。しかしこれは、そもそも売買されないのが要因かもしれない。企業も、IRの効果を実感できていないのでは。

(参考) 第3回でいただいた主なご意見 (3)

<イノベーションや新規事業創出に関する取組について>

- イノベーションについての悩みは、投資家との時間軸の違い。DXによりセクターを跨いでビジネスが展開される時代において、多産多死をやっていかないといけない、失敗をたくさんしてカルチャー変化をしていきたい、それをどう説明するかが課題。
- 投資家は極めて現実的。可能性があってもはっきり見えなければディスカウントする。それを計算するのが投資家の役割。新しい取組に対して市場から評価されないのは、市場が反対しているからではなく、市場も成功するか分からないとみているということ。
- 未実現のものは評価できない。それでも才覚やコミュニケーションによって価格をつける人がいて、 α を出す。
- その時点の株価から、市場は何を読み取っているかを分析し、評価が不当に低い場合にはエンゲージメントの価値あり。

<複合的なビジネスモデルの評価について>

- コングロマリットという言葉を使うべきでない。複数持つことで新たな利益を得られるというビジネスモデルとして説明する。ポリシーをもった垂直統合はよい。

<事業ポートフォリオマネジメント、M&Aについて>

- 本業のリスクが明らかなか中、シナジーがあると考える領域に事業を拡大すると株価が下がる。垂直統合をしているが、理解してもらえない。
- 成長ストーリーに対して、投資家の反応は様々。メーカーの多角化を望まない投資家もいることを実感。

(参考) 第3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>

- スリムなプラスチック包装で売ったところ、意外と売れた。顧客の価値観が変わってきている。安い・大きいだけではない。こうした取組が、経済的な価値に結びついている。
- ESGを経営の中核に据え、社内経営システムへの導入を行っている。
- EもSも大事だが、GなきところにESは育たない。
- ESGは、競争優位性と共に語られるべき。

<「実質的な対話」の普及に向けて>

- 海外（英国）でどのように実質的な対話の土壌醸成してきたか、プラクティスが知りたい。
- 対話のスタンダード（共通理解）の整備・対話プロトコルの確立。
- 海外の中長期投資家と複数の日本企業が対話出来る場を提供できないか。
- 日本にも長期の投資家は存在し、集团的エンゲージメントが実施されていたりする。
- 昨年のあるカンファレンスで議論された論点は、3つ。①ESGを言い訳にして、株主価値を上げることがおろそかになっていないか、②IRが二極化していないか（アナリストカバレッジがない、どうやって対話していいか分からないが企業が多い）、③社外取締役と対話したい、というもの。

(参考) 第3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等>

- ポートフォリオ組替えを行いながら、成長軌道に移っているが、未だかつての主力事業に引きずられ、ボラティリティーが高いと認識されている。
- 対話を尽くしても、コングロマリットディスカウントが解消されない。
- 短期業績志向の対話が多い。パッシブ化が進展して、対話したくても顔が見えない。いかに中長期的な戦略を効果的に訴求していくかが課題。
- 評価手法が違うプレイヤーが存在するのがマーケット。 同じ手法を求めるのは、投資という行動を否定することにつながる。
- アクティブ運用は、この会社は伸びるというところにえこひいきをするもの。最終的には価値観の違いや好き嫌いがある。定量化できない要素が無限に残る。ミステリアスなものに価値をつけるのが価格形成であり、アクティブ投資。