

論点整理案

2020年6月11日

經濟產業政策局

産業資金課

伊藤レポート公表後の現状認識①

■ 伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識

➤ 「日本企業の中長期的な価値向上」に向けた取組はまだ途上

- 伊藤レポート（2014年）発表後、資本効率性に対する企業の意識は大きく向上。ROEは上昇傾向。他方で、相対的には、ROEは依然として、欧米企業の上場企業とは格差が残る。
- また、自社株買いや配当は増加する一方で、中長期的な経営資源の配分（研究開発・能力開発・IT投資・M&A等の無形資産投資等）については、相対的に低水準。
- ROEは改善傾向である一方で、2016年と2019年で比較しても、PBR 1 倍割れ企業は40%程度で割合は変わらず。特に海外投資家からは将来の事業構造への対応、それに伴う収益性に対して厳しい評価。

■ 伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識

➤ パッシブ運用の拡大

- 2017年3月末時点で、国内株式型ファンドに占める純資産額の78%がパッシブ運用。
- GPIFは、2018年度末時点で、国内株式運用の約90%がパッシブ運用、総額約35兆円。
- アクティブ運用では、リターンでインデックスを上回ることができていない商品も多い。
- アクティブ運用がインベストメントチェーンの中心であるが、パッシブ運用の拡大により対話が薄れることに対する懸念。

➤ ESG投資の拡大が継続

- 2019年3月末時点で、PRI原則の署名機関数2,300超、運用規模80兆ドル超。
- 新型コロナウイルス感染症の感染拡大を受けてESGの重要性に対する意識が更に向上するとともに、S（社会）の要素に対する意識も向上。
- 通常投資と比較したESG投資のパフォーマンスについて、現時点では学術的な定見なし。
- ESG投資におけるマーケットの受け止め方も、日本では運用資産全体に対するESG投資の割合はまだ少なく、パフォーマンスと社会的意義についての両立についての評価は未確定。

伊藤レポート公表後の現状認識②

■ 企業経営を取り巻く環境に関する現状認識

➤ 不確実性の高まり

- 第4次産業革命やDXの進展により、産業構造の変化を伴う破壊的イノベーションが頻発。
- 気候変動や局地的な災害等が発生し、世界的な経済リスクの大きな要因に。
- 新型コロナウイルスの感染拡大に伴うパンデミックによる経済危機の発生や、米中対立構造が深まる中、グローバル経済に対しての先行き不透明感が広まり、リーンなグローバルサプライチェーンに対しての脆弱性が露呈。

➤ 社会のサステナビリティの要請の高まり

- ESG投資、サステナビリティ投資の拡大。
- 新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、ESG投資はさらに拡大の潮流。併せて、E（環境）の要素だけでなく、S（社会）の要素の重要性が再認識。
- ミレニアル世代の台頭により、消費者・従業員・株主等の各ステークホルダーの意識・行動の変容・それに合わせたマーケットの変化。
- SDGsという国際目標が策定され、国際的な取組みに。

■ 企業と投資家の対話に関する現状認識

- 伊藤レポートや価値協創ガイダンス等以降、対話の平均実施回数（年間）は約200回に及び、経営陣自らによる対話についても約60回に及ぶなど、企業と投資家の対話への取り組みが進展。一方で、経営陣による対話は一桁にとどまる企業も半数近くいるなど、企業の対話の取組は3層化（先進的に取り組んでいる・意欲はあるが取組途上・対話にそもそも消極的）。
- 投資家からは、「経営トップが対話に関与していない」、「対話内容が経営層に響いていない」という対話が企業のアクションに結びついていないという声もある。

課題①（環境変化に対する企業の取組と投資家の評価のギャップ）

■ 多角化経営、事業ポートフォリオ

➤ 企業の声

- 企業にとっては複数の事業のポートフォリオを組むことが、シナジーがあると考えているが、投資家からは評価されず、株価が下がる。
- 一つの事業に経営資源を集中していることの方が、事業の継続の観点からリスクが高い。
- 新規事業は時間がかかり、市場からの評価も得にくいいため、企業が自社の内部で実施すべき。

➤ 投資家の声

- コングロマリットという言葉を使うべきでない。複数事業を持つことでシナジー効果があり、新たな利益を得られるという一貫したビジネスモデルとして説明しないと意味がない。

<論点>

- 研究会での議論を踏まえると、以下の視点で自社の経営や情報開示、対話を考えていくことが、これまで以上に求められているのではないか。
 - ① 自社の競争優位の源泉・参入障壁・「強み」（＝「コアコンピタンス」）を把握した上で、複数の事業のシナジーが生まれる事業ポートフォリオを組んでいるか。それを「単一のビジネスモデル」という枠組みで捉え直し、説明できているか。
 - ② 当該「単一のビジネスモデル」の中長期的な持続可能性及び成長性の視点。
- また、新たなビジネスモデルの構築に当たっては、デマンドサイドの視点として、特に社会課題を類型化したものとしてのSDGsやESGを基礎に置くのが有益ではないか（リスク管理とオポチュニティの両面あり）。

課題②（環境変化に対する企業の取組と投資家の評価のギャップ）

■ 新規事業創出やイノベーションに対する「種植え」

➤ 企業の声

- 出島の活動や新規取組、未実現利益を評価すべき。
- イノベーションを生み出すためには多産多死をやっていかないといけない。近接領域の新規事業もあれば、本業から遠い新規事業の取組もあり、前者の方が収益性が説明しやすいが、大きく事業を生み出すためには後者も必要。

➤ 投資家の声

- 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ということではなく、市場も成功するかわからないとみているということ。トラックレコードのないものは評価できない。

<論点>

- 新規事業やイノベーションに対する「种植え」の仕組みがどうあるべきかという対話上における課題。企業側はいつ、どれくらいの経営資源を投入して、どれくらいの市場に成長し、そこからのリターンがあることの説明を投資家に説明すべきではないか。一方で、投資家はその説明に対しての関連性や実現の確度等、不明な点を明らかにし、双方の対話に繋げていくべきではないか。
- また、新規事業を生み出すための仕組みがどのように整備されているか企業側も説明すべきであり、投資家側もそうした仕組みや体制を評価すべきではないか。
- 数々の失敗の中から成功が生まれるというイノベーションの特質を踏まえて、当該新規事業群が、未実現の利益であっても、新規事業群の「塊」としての評価することについて、企業と投資家で対話すべきではないか。

課題③（環境変化に対する企業の取組と投資家の評価のギャップ）

■ ESG/SDGs等の社会的価値と経済的価値との両立・アライアンスの確保の模索

➤ 企業の声

- ESG/SDGsとの関連性が明確な事業は良いが、明確でない事業におけるESGの取組をどのように進めていくべきか。取組を進めることが投資家からの評価や株価につながるかについて確信を持っていない。
- ESG評価機関については、各評価機関のESGスコアに差がある。また、評価機関への対応に負担を感じることもある。
- ESG/SDGsの要素を具体的な企業のアクションとして実務レベルにまで落とし込むことを意識している。

➤ 投資家の声

- 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。
- 現状、ESG投資はネガティブスクリーンとしての実施に留まり、ESG投資と企業のパフォーマンスとの関連性について明確ではないこともあり、ESG評価のインテグレーションには課題が残る。

<論点>

- ESG/SDGsは、事業リスクと共に、事業機会を類型化したものという側面もあり。現状のESG投資は、長期的なリスクを如何に低減させるかという方向で働いている。一方で、中長期で考えれば、ESG投資は将来の市場獲得であり、その時間軸にむけて、企業の強み、競争優位をベースにしなが、その市場を取り込んでいく取り組みが不可欠ではないか。
- 企業がESG・SDGsを理念レベルではなく、具体的な事業のアクションに落とし込んでいるか。
- ESG/SDGsのリスクのネガティブチェックとしての側面や、新規の市場獲得や創造など、オポチュニティとしての側面のそれぞれの視点で対話をすべきではないか。
- 企業の稼ぐ力とESG（サステナビリティ）を統合するようなKPIを開発することが必要ではないか。

課題④（環境変化に対する企業の取組と投資家の評価のギャップ）

■ 対話の実情、プラクティスの共有について

➤ 研究会での意見

- 自らのIRや対話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。
 - ✓ IR活動動向（報告書、体制、方法など）、企業価値向上の効果測定
 - ✓ 投資家の声を取捨選択し経営へフィードバックする方法
- 対話に対して消極的な企業もきっかけさえあれば変わるのではないか。
- パッシブ化が進展しており、投資家の「顔」がみえない。パッシブ投資家との対話はどうあるべきか。
- IR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わからないが企業も多いのではないか。

<論点>

- 企業側・投資家側共に様々なプレイヤーが存在する中で、日本全体として「対話の実質化」をより押し進めるために、価値協創ガイダンスをベースとした、より具体化した共通の対話の物差しが必要ではないか。
- また、対話の3層化に対して、対話の中身や手法を共有できる場が必要ではないか。
- パッシブ投資家によるエンゲージメントの意義や実態、市場全体への影響はどのようなものか。また、企業はどのようにパッシブ投資家との対話に臨むべきか。

その他の課題

■ 対話の実質化に向けて、企業が取り組むべき課題

- 企業が実効的なインベスター・マーケティングを行った上で、対話をすべき属性を明らかにすべき。
- 社外取締役の役割を明確化にし、企業の持続可能性についての客観的な視点から、投資家との対話に参加させるべきではないか。

■ 対話の実質化に向けて、投資家が取り組むべき課題

- インベストメント・チェーンの中心であるアクティブ投資家の重要性の観点から、アクティブ・ファンドマネージャー宣言の普及、賛同者の拡大により、中長期的な企業価値向上に向けたアクティブ・エンゲージメントを普及・浸透させるべき。
- アセット・オーナーによる運用機関に対する中長期視点での評価、報酬体系の整備が必要ではないか。

■ 対話の実質化に向けて、評価機関やアナリストが取り組むべき課題

- 四次産業革命やESG投資の増加により、ESG要素や複合的なビジネスモデルについても分析できるだけの十分な知見を持ち、中長期の企業価値を分析できるアナリストの育成することが必要ではないか。
- ESG投資拡大の際にはESG評価機関の役割が重要になるため、評価機関と企業・投資家との対話等を通し、評価機関による評価の透明性・信頼性をより向上させるべき。
- 評価機関同士のESGスコアの関連性が高くないことや評価に差異があることについて、共通の尺度が必要ではないか。

■ その他の課題

- 対話の実質化の前提となる「企業のサステナビリティ」を高める取組を企業が積極的に行うようにするために、TOPIXの構成銘柄を市場構造区分から切り離れた上、銘柄に上限数を設けて定期的に構成銘柄の入替えを行うなどにより、企業価値向上に対するインセンティブの働くインデックスに変更すべきではないか。

問題の所在

- ・ 上記のような認識の齟齬は、それぞれのプレイヤーにおいて、議論の前提となる時間軸の長短（現在の取組がいつ結果に結びつくか、どこまで先の環境変化を踏まえて現在の取組を行うべきか）が異なることによって生じているのではないか。
- ・ 一方、現在の内部環境（資源配分）と長期の外部環境の変化は、一体として語られるべきものであり、中長期的には内部性（企業のサステナビリティ）・外部性（社会のサステナビリティ）が一致していくとの指摘あり。

【研究会での議論】

① 内部性（企業のサステナビリティ）の本質

- ◇ 企業が競争優位を築き、収益の源泉である顧客に価値を生み出しているか。
（⇒その結果としての売上やROE向上）
- ◇ 一方で、そうした競争優位を持続可能なものとしているか。持続可能性がないことがPERにも影響。

② 外部性（社会のサステナビリティ）の本質

- ◇ 外部環境は企業活動の前提条件であり、その変化はゲームチェンジの問題。長期的に外部性の問題は内部化されていく。
- ◇ 現在のESG投資は、こうした外部不経済を顕然化させないリスクチェック機能としてワーク。加えて、ESG投資には新事業獲得・創造のための役割もある。
（⇒外部環境の変化は経営にフィードバックされていく）

③ 両者を一体として語る必要性がある

- ◇ ESGと競争優位性は別物ではなく、一体で語られるべきもの。ESGを競争優位に結びつけ、顧客⇆社会に価値を提供し続けられるかが経営の課題。
- ◇ 長期間良い状態を保てる企業は、そもそも経営や対話にESGの要素が織り込まれている。

解決の方向性

- ・ 経営者や投資家が「企業のサステナビリティ」（企業が持続的に価値向上できるか）を量るために、時間軸を引き延ばした上で、経営のあり方を対話の主軸において議論することが必要ではないか。
- ・ 経営や投資家の間で、現在の取組を将来の成長期待に結びつけるための共通のコンセプトを形成できないか。その際、以下の要素を踏まえることが必要ではないか。

- 前提として、企業経営に大きな影響を与える、二つの外部環境の変化が進行。

- 不確実性の高まり

- ◇ グローバル化・IT化の進展による、変化の頻度・範囲・深度・予測困難性の増大（第4次産業革命や破壊的イノベーション、経済危機やコロナショック）

- 社会のサステナビリティの要請

- ◇ ESG投資、消費者（市場）や従業員行動の変容、SDGsという国際目標

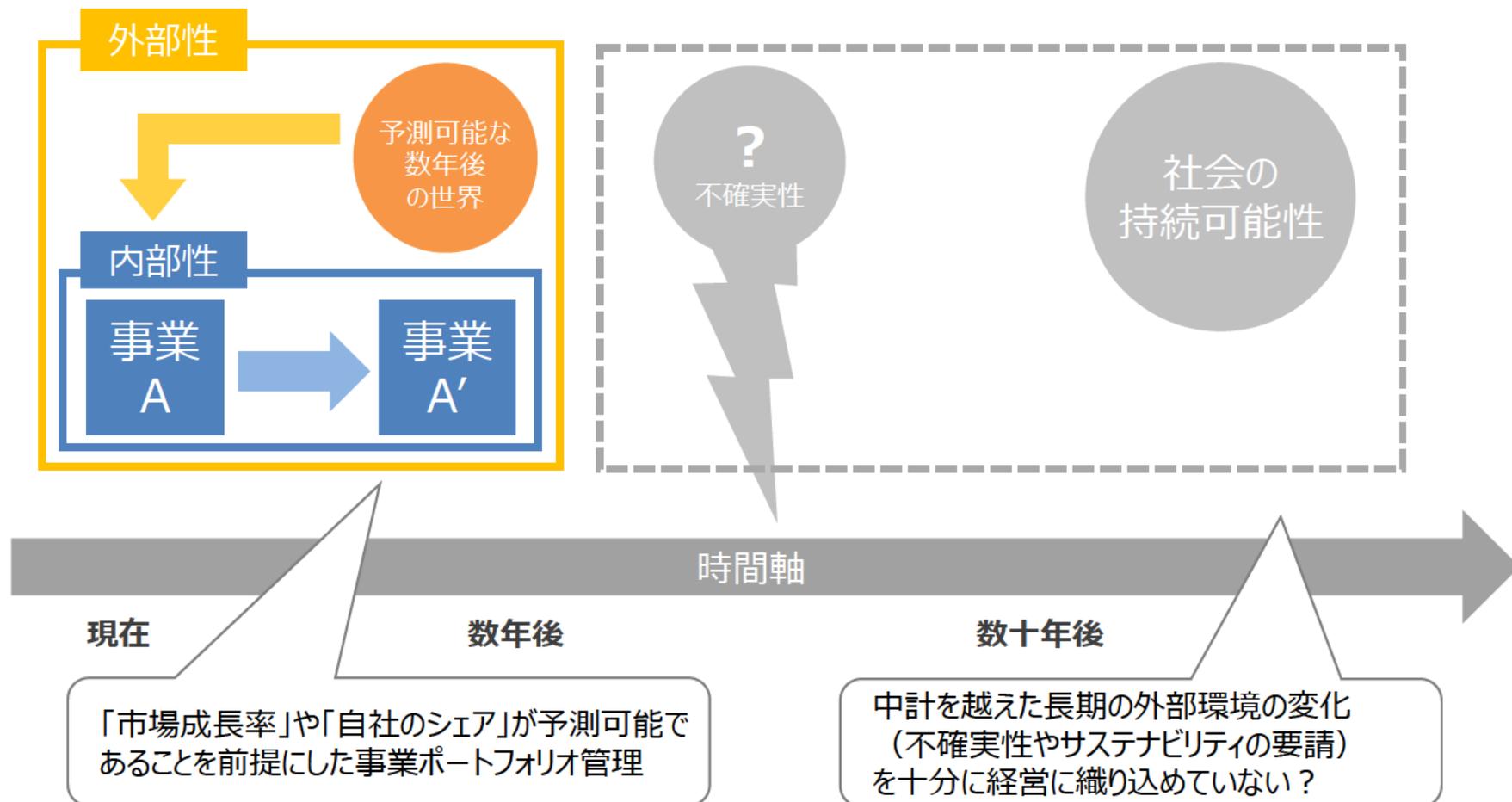
- 1. 不確実性に備え、2. 長期的な社会の要請と一致した経営を行うことができないならば、持続的な企業価値向上は実現できない。つまり、「社会のサステナビリティ」と「企業のサステナビリティ」を同期させる取り組み、時間軸を引き延ばし、内部性と長期の外部性を統合した戦略立案と実行（サステナビリティ・トランスフォーメーション）が必要。

- 現時点の資本効率性や数年後の市場成長率を元にした、従来の中期経営計画や事業PF管理では十分に織り込んでいなかった世界を語る必要がある。

- 例えば、現状のビジネスモデルの強みや競争優位をどのような形で持続可能なものにしていくか。そのために、株主還元や無形資産投資などを含め、自社の強みで稼ぐ利益をどのように分配していくべきか。また、ESGの観点からどのようなリスクを遮断し、どのような新たな成長市場を獲得していくか。中長期の不確実性から市場の成長性の変化やグローバルサプライチェーンのリスクが顕在化しても、収益力を維持・向上できる強靱さがあるか。

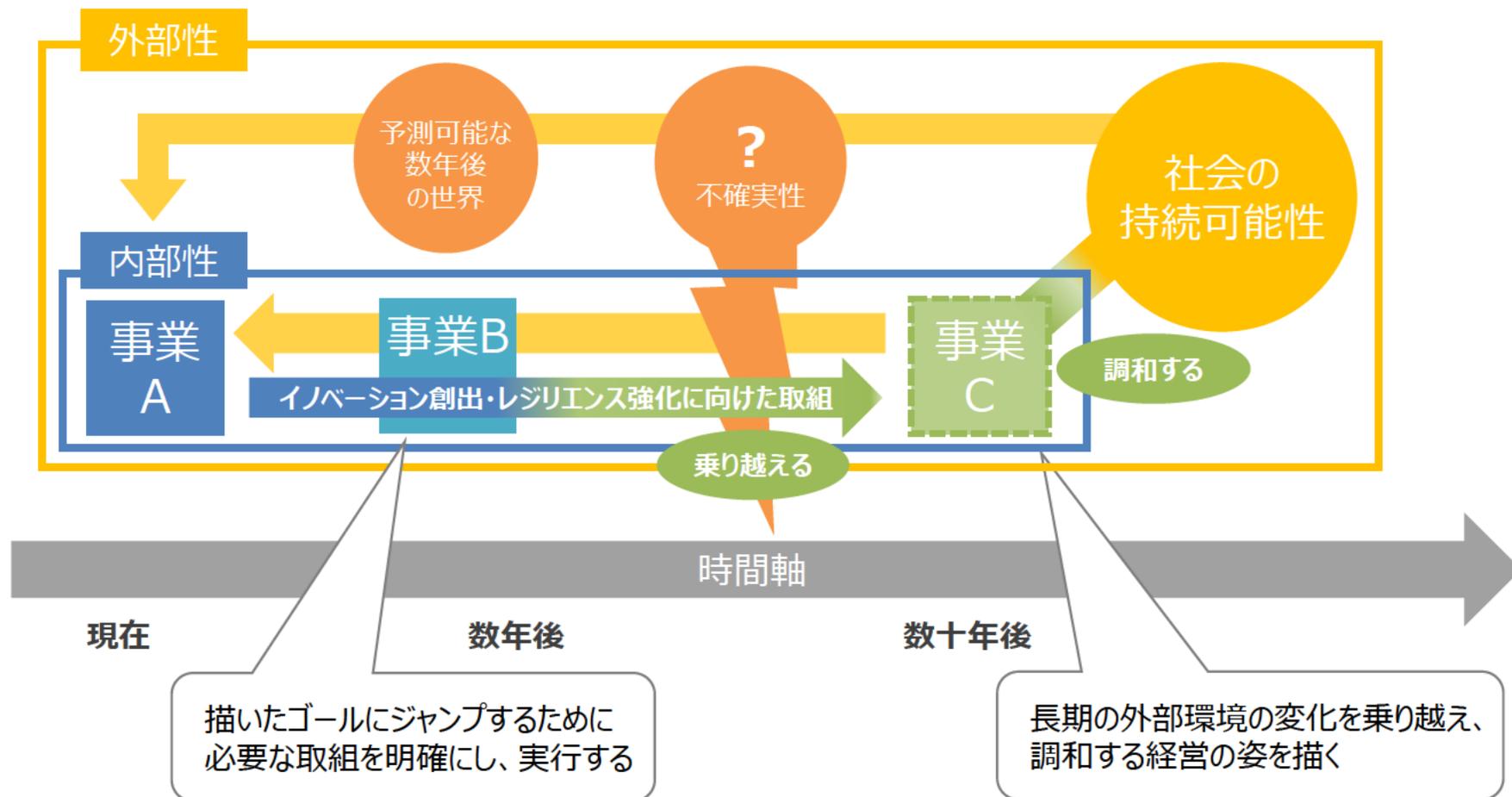
(参考) 従来の対話のスコープ

- 数年先の「予測可能な外部環境」を前提とした収益性・効率性の議論が中心になっていないか。
- 社会の課題解決という理念に留まっており、高まる不確実性、社会の持続可能性の要請という長期の外部性（ゲームチェンジ）を踏まえ、自社のサステナビリティを高めるための取組を実施・評価できていないのではないか。



(参考) 望ましい対話のスコープ

- 持続的な企業価値向上を実現するためには、(超)長期の外部性を経営に織り込み自社のサステナビリティを向上させることが必要。
- 不確実性(産業構造の変化、ディスラプターの登場、経済ショックなど)に対する備えができているか、社会の持続可能性と調和したビジネスにシフトしているかという点も議論すべきではないか。



対話の実質化 1.対話の意義

サステナブルな企業価値創造を実現するには、長期の時間軸を実装した経営を投資家との実質的な「対話」に落とし込み、投資家サイドにも理解し、評価してもらうことが必要。

■ そもそも対話の意義は何か

- ① 資本コストの低減による中長期での安定的な資金調達の確保
- ② 機関投資家等の外部からのアドバイス、指摘、対話、改善による経営の質の向上
→ これらを通じた、「サステナブルな企業価値創造」

■ パッシブ運用が拡大している中でもなお対話を行う意義はあるか

- 対話の意義②「アドバイス、指摘、対話、改善による経営の質の向上」という観点から、パッシブ投資家とも対話を行う意義があるのではないかと
 - ✓ パッシブ投資家は、超長期・市場全体に投資をする投資家として、インデックス全体に影響を与えうる「社会のサステナビリティ」には強い関心
 - ✓ 「社会のサステナビリティ」は、「企業のサステナビリティ」に対するリスク要因であると同時に、長期的には市場のオポチュニティ
 - ✓ パッシブ投資家と「社会のサステナビリティ」をテーマに対話を行うことは、企業にとっても、外部環境に関する気づきを得られるものであり、「企業のサステナビリティ」に対するリスク、目指すべき市場を認識できる良い機会
- こうした観点から、企業とパッシブ投資家の両者が、積極的に対話に臨むことが期待される
- 対話を実現するための具体的手法として、個社と対話を行うパッシブエンゲージメントや、複数の投資家が協調する協働エンゲージメントの取組が進展することが期待される

対話の実質化 2-1.実質的な対話の要素（案）

「実質的な対話」とは何か

～「実質的な対話」をより普及させるために共通する要素を整理する必要があるのではないか。

■ 実質的な対話の要素

<原則>

- 「実質的な対話」の原則は、対話が中長期的な企業価値創造に何らかの点で貢献している、あるいは貢献するであろうと期待されること。
- 「実質化」といえるためには、対話のプレイヤー（当事者：企業と投資家）が対話の中身（テーマ、対話の進め方、対話の進展等）に一定の満足をする。対話が表面的であったり、形式的であったり、紋切り型である場合には、「実質化していない」。
- 対話の内容が回を追うごとに、企業価値向上のための課題がより浮き彫りになり、それに対する取り組み施策が改善・進化していることを投資家側が認識すること。

対話の実質化 2-2.実質的な対話の要素（案）

「実質的な対話」とは何か

～「実質的な対話」をより普及させるために共通する要素を整理する必要があるのではないか。

■ 実質的な対話の要素

＜対話の内容＞

- 企業が「長期の時間軸」を実装した経営が必要なため、投資家も同様の「長期の時間軸」を共有していること。
- 現時点での企業の強みをどう持続化していくかという「企業のサステナビリティ」を高める視点と、ESG/SDGsなどの「社会のサステナビリティ」におけるリスク管理の側面、オポチュニティの側面の両面を踏まえた視点が一致していること。
- 対話のアジェンダの選定が「マテリアリティー」に基づいていること。
 - ⇒ 企業側からの情報提供が、投資家側の情報ニーズに応えるものになっていること。
 - ⇒ 対話における企業側からの情報提供が網羅的である場合には「実質化」していない。
- 企業と投資家を繋ぐ「共通言語」として策定された「価値協創ガイダンス」を起点に、企業側の価値創造の流れの全体像（価値観、ビジネスモデル、持続可能性・成長性、戦略、KPI、ガバナンス）を把握し、「価値創造ストーリー」が語られていること
- 中長期で見たときに、成長率、利益率、資本生産性等が高いビジネスモデルであることが語られていること。
- 企業側からの情報発信や対話が、投資家側の洞察力や想像力を刺激し、発展性があること。
- コロナウイルスの影響により不確実性が更に高まる中で、サプライチェーンにまで目配りしたリスク対応、企業のBCPやリスクシナリオ分析・ストレステスト・レジリエンスシナリオが対話の中で明示的に語られ、レジリエンスの高さが確認されること。
- 企業側のイノベーション創造への取り組みや努力が、企業価値にどう結びついていくかが「長期の時間軸」の中で語られているとともに、その取り組みや努力に関して、「社会のサステナビリティ」に基づくリスク・オポチュニティの両側面についても語られていること。
- 企業価値のドライバーである無形資産の調達・維持・開発が「長期の時間軸」の中で語られていること。

対話の実質化 2-3.実質的な対話の要素（案）

「実質的な対話」とは何か

～「実質的な対話」をより普及させるために共通する要素を整理する必要があるのではないか

■ 実質的な対話の要素

<対話の手法>

- 企業側が企業理念や経営のビジョン等の明らかにし、それに対して投資家側も自らの投資哲学等を明らかにすることにより、中長期の企業価値協創に向けた「パーパス」が共有化されていること。
- 相手に応じたマテリアリティに基づいた具体的なアジェンダを設定するために、自社の株主構成を把握し、重点的に対話すべき投資家の特定していること（「インベスター・マーケティング」）。
- 重点的に対話すべき投資家を特定した後、相手の属性や目的に応じて適切な対応者（CEO、社外取締役、IR担当者等）を設定していること。
- 対話の前提として、投資家サイドに、実効的な情報開示を行うことにより、対話においてはマテリアリティに基づく具体的なアジェンダに集中し、質の高い対話が可能になっていること。
- face to faceでの対話と情報開示が相乗効果を発揮していること。

<対話後のアクション>

- 企業・投資家双方に対話による「気付き」や「発見」があること。
- 企業側が投資家からの助言や質問に対し柔軟な姿勢で臨み、対話を通して得たヒントを企業側が何らかの形で企業価値創造に向けた戦略や一定のアクションに反映させ、経営改善につなげていること。
- 対話を通して得た「社会のサステナビリティ」のリスク・オポチュニティの両側面にする「気付き」や「発見」を短中期の観点でも捉え直し、絶えず企業のサステナビリティを向上させる具体的な取り組みに反映させていること。
- 回を追うごとに、企業価値向上のための課題が浮き彫りになり、それに対する企業側の取組・施策が改善・進化していくことで、対話とそれによる経営改善の好循環が形成されていること。