

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6回 議事要旨

○日時：2020年6月11日 13:30-15:30

○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（途中参加）、奥村様（井垣委員代理）、市村委員、岩崎委員、奥野委員、亀井委員、古泉委員、三瓶委員、釣流委員、中空委員、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

○議事要旨：

【自由討議】

- 直近の株主総会で、多角化事業を売却して本業に集中すべきという旨の株主提案があった。弊社の経営陣は、ビールはアルコールであり、ESGの観点から、本業は長期的なリスクが非常に高いので、むしろ多角化事業を拡張していきたいと考えており、真っ向対立となり、プロキシファイトを行ったが、最終的には大多数の株主からは経営陣の考えに8割以上の賛同をいただいた。エンゲージメントは、経営側の考え方を投資家に理解してもらい、投資家側の要望も伺うのが建前だが、特に短期のアクティブ投資家とは、経営陣と考え方が全く異なり、幾ら説明しても話にならないこともあるため、プラグマティックに言えば、経営の考えを支持してもらえる投資家の比率をどれだけ上げていくかが重要であると感じた。多角化経営についても、こちらが語っていけば理解してもらえるところも多くあるので、長期的に持続・成長できる経営をするために事業のトランスフォームが必要と考える場合にこそ、企業側から積極的にエンゲージメントを行い、こちらの考えを理解してもらえる投資家の比率を増やしていくことが重要である。そのためには、インベスター・マーケティングが重要になると思う。
- アクティブ投資家は、企業の考えに賛同できなければその企業に対する投資をやめるという選択肢があるが、パッシブ投資家の場合には、企業の考えに賛同できないからといってその企業に対する投資をやめることもできないので、パッシブ投資家との対話が、言いつ放しになるおそれがある。パッシブ投資家との対話、パッシブ・エンゲージメントは重要・有益であるが、その有効性をどうやって担保するかが問題。

- 資本市場では資金配分機能と価格発見機能を有しているが、パッシブ投資家はバイアンドホールド型なので、この二つの機能を発揮できない。ただし、パッシブ投資家は株主権を行使することが可能なため、企業との対話は重要である。一般的に投資家行動において、第1ステージがアウェアネス、第2ステージが対話・エンゲージメント、第3ステージが議決権行使、第4ステージとして、ダイベストメント、あるいはベンチマーク変更がその主な行動になるし、実際、グローバル（特に欧州）ではそのような行動が見られている。もっとも、日本においては、年金運用では90%以上がTOPIXパッシブファンドであり、パッシブの在り方を議論しておく必要があるだろうし、市場構造改革についての議論がパッシブ・エンゲージメントにおいて重要な意味を持つと思われる。パッシブ投資家は市場と対話をする必要がある。
- パッシブ・エンゲージメントでできるアクションは限定的であるが、日本の運用機関では、パッシブ部門とアクティブ部門の両方を有している場合もあるため、パッシブ投資家において関心の高い外部性、つまり社会のサステナビリティという観点とアクティブ投資家の関心事項である企業のサステナビリティを同期化することによって、アクティブ・エンゲージメントの効果を期待していくという要素もあり、そういった副次的な効果を考えると、パッシブ・エンゲージメントにもそれなりに意義はあるのではないかと考える。
- 資本市場の良いところは、いろいろな価値観、考え方にに基づき、短期・長期、国内・海外、更には様々な投資スタイルや投資哲学をもつ投資家がいることである。この生態系を構築していることが、資本市場の厚みを増すことにつながり、結果として資本市場をより発展させていくことができると考える。その意味では、資本市場は経営陣の考え方に100%賛成というのではなく、反対と賛成があること自体が、資本市場が非常に深いところに来ているのではないかと感じている。企業も、資本市場の奥行きをの深さを知り、インベスター・マーケティングにつなげていくことが大切だと思う。
- ESGはゲームチェンジの要素があるが、その主体は、投資家や金融機関であり、投資家がESG課題に取り組むというのが文脈として正しいと考えられるし、EUのサステナブルファイナンスは、まさしくその1つであろう。これが企業の視点からみた場合、企業の競争力

や企業のサステナビリティを外部性の観点から捉えると企業のビジネスモデルに対して、一体どのような影響を及ぼすかというヒントや情報をパッシブ投資家から提供できるのではないかと。それがパッシブ投資家にとって企業のサステナビリティと社会のサステナビリティの同期化をサポートできるところにその有効性があると感じている。

- 協働エンゲージメントについては、国内と海外で若干違いがあり、国内の場合は、基本的にガバナンスフォーカスが多く、政策保有をどう捉えていくか、親子上場をどうとらえていくべきかなどを焦点にするケースが多い。一方、海外の場合は、EやSのテーマが多い。当社が海外投資家と協働エンゲージメントをする目的の1つとして、海外のアセットマネジャーやアセットオーナーが社会のサステナビリティについてどのようにとらえているのかを、協働エンゲージメントを活用し、その動向を理解することもメリットとして考えている。その上で、個別企業とのエンゲージメントで、今、世界の投資家や世界の金融界でESGを通じてどのような社会変革を考えているかという情報を入手し、企業に提供することで、企業の経営判断の参考情報にしてもらっている。協働エンゲージメントと個別のエンゲージメントでは、エンゲージメントのテーマ・目的が異なり、そのテーマ・目的に応じて、パッシブ投資家が果たす役割も変わってくる。このような使い分けにより、対話を通じた企業のサポートを金融の立場で実践しているのが一つの特徴であろう。
- 弊社では、従来、中期経営計画システムで3年から5年の時間軸で経営を回していたが、2017年度から中計という経営システムを捨て、長期経営計画、すなわち、10年後にどういう世の中になっているか、それに合わせて弊社はどのような方向に進んでいけば良いのかという、10年の時間軸で経営目標を立てることにしている。要するに、1年先も分からない中で、中計という2年、3年のタームで経営を考えていても、環境変化に適応していくことはできないため、長計という形で、世の中でこれは間違いないという将来像を見て、それに向かっていくことにし、一年一年そのローリングをしていく中で3年先にはこんな数字になっているであろうという形で、計数計画を示している。長計を作ってから今年で5年経ち、25年を目指すかと5年しかなくなってしまうので、今度は、2030年を目指し、ロングスパンの見直しをしようとしている。このような動きに対し、アナリストからも批判的な意見はあまりなく、2年、3年先の数字も逆にあまり気にされなくなり、逆

に戦略等に関する質問が増えた。今後も、長期の時間軸で経営を回していこうと考えている。

- 投資家にもいろいろな考え方があり、そのバランスも一定ではないということが分かり、そこは非常にプラス。また、ESGのテーマでもガバナンス等を企業からもっと説明しなければならない。イノベーションを起こしながらサステナブルな事業を作るためには、今までとは異なるプロセスが必要であり、事業ポートフォリオ・マネジメントの考え方を変える必要がある。その中には、説明が難しいものもあるが、企業の風土や文化の話を含めて、取組のできているところ、できないところを丁寧に説明する必要があるということを改めて感じている。そのためには、投資家の視点をしっかりと理解する必要がある、従来のIR活動に加えて、対話の頻度をもっと上げるとともに、説明する中身も深めていかなければならない。
- エンゲージメントの中で、マテリアリティの特定は議題によく上る。エンゲージメントの際に企業側から相談される場合に示されるマテリアリティは、まだ経営会議等でオーソライズされていないドラフトの段階のものであるが、それを見ると、世の中が気にしている社会課題、つまり、外部性、社会のサステナビリティに関するものが優先順位の上の方にある。ただ、そのマテリアリティは、どの会社にも共通したものであり、個性がどこにもないような感じを受けている。アクティブ投資家は、一つ一つの会社の個性等に注目して投資しているので、その観点からすると、個々の企業の個性と全くつながりが感じられないマテリアリティの特定になっていることを懸念している。アクティブ投資家はマテリアリティを捉えるにあたり、内部性、企業のサステナビリティに関するものを出発点として、各企業の特徴や理念を踏まえ、どこに注力して、今後も事業を成長させようとしているのか、という観点で関心がある。一方、経営戦略の方向性が、社会で注目されているいろいろな要請等からずれている場合、長期的には社会から存在意義を問われるかもしれない、そういうことに直面する場合に備えて「注意しておかなければいけない」、「これにも取り組まなければいけない」となって個性がなくなり一般化する傾向がある。その意味で、企業とアクティブ投資家で、マテリアリティに関する捉え方に違いが出ていると思われる。

- 現状では、外部性への関心が高くなっており、うっかりすると、内部性、自分自身の企業のサステナビリティという観点が抜け落ちてしまっているのではないかと。パッシブ化が進み、社会のサステナビリティを中心に発信をしているパッシブ投資家が増えたため、投資家が求めていることは社会のサステナビリティであると捉えているのかもしれないが、企業側が、我が社ならではというものの優先順位を落として、社会のサステナビリティ、または外部性だけを重要視すると、企業の収益性が伴わない状況が長く続いた場合や経済的な余裕等がなくなったときに、はたと自分たちがやっていることはこれでいいのだろうかということになり、結果的にその取組が持続できなくなる可能性もあるのではないかと。やはり自分たちならどうするかというところを出発点として取り組むべきではないかと。このような対話をする、大抵の会社の方は、理解を示し、次の展開に移る。この点では、アクティブ投資家とパッシブ投資家でマテリアリティの捉え方にも違いがあるのかもしれない。
- 経営陣と一番話が合わないのが、短期のアクティブ投資家だと思う。だからこそ、大事なのは、長期のアクティブ投資家を増やす、または生かしていかなければいけないということであり、長期のアクティブ投資家が生き残るには、長期で投資先の企業価値が上がっていくことが必要である。もし長期で企業価値が上がっていかないとすれば、長期のアクティブ投資家は自然淘汰され、短期のアクティビスト投資家とパッシブ投資家が残る形となり、企業が望まない姿になるかもしれない。長期のアクティブ投資家の勢力を拡大する、またはそういう投資家を生き残らせるためには、企業が、中長期での企業価値をきちんと向上させていくということにかかっている。
- パッシブ投資家でも、他人の財産を預かっている立場であり、受託者責任を負っているため、少なくとも企業のサステナビリティを向上させていかなければ、受託者責任における注意義務と忠実義務を全うできないと理解している。他方、外部性というものは、受託者責任における忠実義務と注意義務において、考慮できるのかという点については、まだいろいろと議論が分かれている。したがって、内部性と外部性の両立というのは、パッシブ投資家にとっても非常に大事なものである。パッシブ・エンゲージメントにおいても、企業から示された幾つかのマテリアリティの中で、例えば企業が気候変動リスクをどう考えるかという議論ではなく、主語を逆にして、気候変動リスクは各企業のビ

ビジネスにとっていかなる意味があるのかという文脈で議論している。企業を主語にしてしまうと、議論が、社会貢献とまでは言わなくてもやや企業価値と離れたところに行ってしまうなど、比較的、議論が発散しがちである。そのため、パッシブ・エンゲージメントにおいても、あくまでも企業の内部性を意識した対話を心がけている。例えばサプライチェーンリスクがビジネスにとっていかなる意味があるのか、これについての回答をお願いするといった観点で、最終的に外部性と内部性を同期化させていく対話の努力をしている。

- そもそもEとSとGは会社にとって異質なものと思っているが、それを更にひとまとめにして語られている理由について、今さらながら素朴に疑問を感じており、これがひとまとめになっているからこそ、対話が進まず、まだやっていない、ディスクロージャーし切れないという話になってしまうのではないかと。例えば、地元には40社程度の上場企業があるが、ファミリー企業がとても多いところ、EとSは、経済的価値にもつなげていければいいと思いながら、経営者の意思さえあれば進められると思うが、Gについては、投資家に立ち入ってほしくないと感じる経営者も多いのではないかと。ただ、こういう点も含めて、ある点は話をもっと進めたいが、別の点は理由は言いにくいが実態等を踏まえると進めにくいということを、もっと率直に投資家と話をしてもよいのではないかと感じている。このような形で、地方企業においても、率直な対話が行われるようになるのではないかと。
- この検討会に参加している企業の多くは、エンゲージメントのスーパースターであり、とても意識が高いが、実際には、そうではない企業が多いと思われる。ESGアナリストが何をどう分析したらいいかも判然とせず、しかも、ESGスコアにも差異があるため、余計に難しさが増す。その中で、ESGスコアに関して、何をすればスコアが上がるのかということや何をどう見ればいいのか、といった、格付にはすでに形成されている定石のようなものができると、だんだんと話が変わってくると思う。
- 企業のマテリアリティが外部性ばかりに引きずられるという点についても、標準がなさ過ぎることで、かえって、みんなが「大体こういうものをやればいいのだろう」と考えてしまい、同じようなところに収まっているのではないかと。これは結局、ESGの発想を入

れなくてはならないという急激な動きに、みんなが合わせようとし過ぎているからだと思う。この動きをもっと進める、つまり、サステナブルファイナンスの金額を増やすには規制も必要かもしれない。もっとも、規制は規制をしすぎると普通の成長ができなくなる可能性もあるため、注意は必要である。いずれにせよ、この分野は、未熟・発展段階であるため、取組に違いがあり過ぎて、何をどうすることが正しい経営で、正しい開示の在り方なのかがいま一つ見えていない。未熟な原因は、結局、一般の投資家が、本当に儲かるのかということに確信を持っていないことではないか。方向性としてはこういうことだと思うが、その結果、どうすればいいのかということは、残念ながら未熟過ぎてまだできていないと思われる。一方、このような状況の中で、サステナブルな企業価値創造と対話の実質化を並べて検討することができたというだけで相当な成果だとは思う。

- パッシブとアクティブと違いの議論もされているが、投資家には株の投資家だけではなく債券投資家もいる。コロナに関しては、コロナ債も発行されているが、債券投資家は、それこそどうやってESGをやるか、どうやってエンゲージをやるか難しい。株主であれば議決権行使により意思表示ができるが、債券投資家はどう意思表示すればいいのか。そう考えると、まだまだ始まったばかりであるがゆえの困惑を皆が抱えていると思う。そのため、サステナブルな企業価値創造というのが結果的に企業から見たアウトプットのアウトカムになるということを方向性として模索しているということを今回の結論として持ってきて、そのやり方の一例を示すということが今回の落としどころになるのではない。取組についても、ラインナップを決めてしまうと、それはできないという企業が多く出てくるだけになってしまう。例えばEUのように、気候変動やサステナブルファイナンスを進めても、なぜ欧州に従わなければいけないのか、欧州の言うことはアメリカも聞いておらず、そこまでやる必要はないのではないかという意見が日本では多く聞かれている。EUがサステナブルファイナンスを進めている理由には政治的な思惑もあるが、EUのアクションプランを見ると、サステナブルな方向にお金を流していかないと、将来的に収益すら脅かすという方向性がコンセンサスとして認識・共有出来てきている。これは国の方向性と非常に合致しているので、企業も選びがいがあり、そのため、流れとしてきちんと打ち出していく必要があるということである。このような方向がはっきりすれば、標準化が大事なのか、それともオルタナでそれぞれの取組をやるのが大事なの

か、考えていくことができ、その結果、大体20年、30年経つと定石が見えてくるものと思う。ESGは、そういう長い課題になっていくのではないか。

- 欧州でもパッシブ運用に適するように、今回のEUアクションプランの中でグリーンベンチマークが出来てきている。全体のベンチマークであれば負ける可能性もあるが、グリーンのベンチマークであればパッシブ投資家が勝てるということで、マーケット自体の変化を促すものになっているのではないか。マーケットも変わり、利益の出し方も変わり、その中でサステナブルファイナンスのほうに企業と国と投資家が同時に方向性を合わせていければ、正しい道筋にはなるのではないか。そういう意味でいくと、現状は曖昧模糊とした状態である。これを前提にすれば現時点での企業評価がどうあるべきかはやはり難しい問題だと考えざるを得ない。
- 今回の研究会の取りまとめとして、画一的な基準のようなものを策定する必要はないと思われる。投資家側も、アクティブ・パッシブ、債券・株、国内・海外など様々で、企業も大きさや成長ステージなどで様々。成長企業やこれから成長してくるマザーズ・ジャスダックに上場している企業も、恐らく成長とともに対話が非常に重要になってくるとは思うが、今は成長に向けて一心不乱にやっているところであり、そこに対話を増やすあるいは対話の実質化にも取り組まなければならないとなると、本当に大事な成長力の部分がおろそかになるおそれがある。そのため、企業の規模等に応じて、今何が重要で何をすべきか、それぞれの企業が一個ずつ考えていかなければならないのではないか。
- 本検討会の報告書は、基本的には、三層化している企業のうち、第二層に属する企業に向けて発信するものになると思うが、対話に消極的な企業は、実はそんなに多くなく、やり方が分からない、もう一步を踏み出せない、もしくはそこまでやっていいのかなどで悩んでいる企業が多いように思う。そのため、第二層に属する企業に向けて発信すると、必然的に、相当な数の企業を対象にすることになるのではないか。そうすると、なるべく難しくなく伝えることが重要であり、例えば短期、中期、長期というときも、それぞれのイメージする時間が人によって異なることもあるので、少なくともここで議論している短期はこの年数であるなど、一つ一つの言葉の意味をより明確にした上で、いろいろなガイダンスを出していくということが重要。

- 自分たちのことしか知らない中で、対話をより実りあるもの、つまり実質的な対話をしたいと思ったときには、例えば、他社のＩＲを見ることが考えられる。他社の対話の様子をビデオで映してもいいし、実際に検討会の場でやってもいいし、地方で啓蒙活動などをやる場合には擬似的な対話を行うということも考えられるのではないか。
- 昨年、経産省にてイノベーション・マネジメントに関する指針を発表しているが、その中では、イノベーション・マネジメントの在り方という非常に曖昧なものを複数のテーマに分けて、概念あるいはプリンシプルみたいなものがまとめられている。現在、それをベースにコンサルティングを行っている会社が多く出てきているが、本検討会の報告書の主な対象を第二層の企業にする場合には、何らかの形でのガイドブック的なものがあれば、企業としても非常に助かる。
- 昨今のIR活動ではどうしても短期的な視点が増えている。当然、中期、長期の話もしているが、そこでは、風土、文化、事業ポートフォリオ・マネジメント等いろいろなものを、ガバナンスも含めて説明していくことが重要であると痛感している。
- コロナ禍の中で、社員にアンケートを取りながら様々なことに対応しているところ、単に、マスクを配っている、ガウンを配っているということに対しても、もちろん社員は評価しているが、遺伝子検査をアメリカ政府から要望を受けて企業向けにやっていることや、プラネタリウムのコンテンツを使ってこういうことをやっているなど、弊社ならではの取組に対する従業員の反応が非常に大きい。コロナ禍の対応を通じて、社会貢献に関する社員のマインドセットは非常に大きく変わってきている。これまで、会社の中で、弊社の技術を環境対策のために公開しているなど、いろいろな話をしていたが、残念ながら社員の反応はあまり良くなかったが、今回の件に関しては非常に大きな反響を生んでおり、また、これはかなり全世界的に影響のある話だと強く感じている。この観点からすると、このタイミングで外部性と内部性を一体として語っていくというのは、企業として、そちらに大きく踏み出していくには非常にいいタイミングではないか。
- 投資家との対話とは、企業のトップがバラエティに富んだ方々といろいろな角度から対

話をして、気づきを与えていただける貴重な機会である。そこから何を学ぶか、何を知るかということが重要である。

- 弊社では、2000年から、中期経営計画を作り、5年ごとにそれを実践しようとしたが、いずれも失敗した。これは、実行に移す従業員が1、2年目で飽きてしまい、中長期に向けた行動の変革を起こせなくなってしまったことが原因である。そこで、2014年から、7年先の2020年までの中期目標を立てて、直近3年間の計画を毎年ローリングすることにしたところ、うまくいった。投資家との対話の中から、身近で、常に目の前に見えることは従業員にとって一番動きやすいとのアドバイスもあり、そういう改革ができた。製薬のビジネスは製品の特許期間に大きく依存している。特許期間は申請から20年間与えられるが、新製品としての発売までにおよそ10年かかるため、残りの10年で稼がなければならない。特許切れはパテントクリフといわれており、1,000億円の売上高が一挙にゼロになってしまうというビジネスである。弊社の今の稼ぎ頭は2028年にパテントクリフを迎える。導出先から得ているロイヤリティーと配当金を合わせた1,500億円の利益が、8年後に一瞬にしてなくなってしまうことから、10年先の2030年までの長期ビジョンをつくり、それに対する5年間の中期計画を立て、毎年ローリングしていくことにし、その中期計画を出したところである。計画発表当日に説明会を行い、その後、投資家と対話をしたところ、投資家でも我々が理解してくれるであろうと思った投資家はきちんと理解してくれた。投資家の理解度の差は、運用機関や運用スタイルというものではなく、投資家個人のケーパビリティの差によるものなのではないかと感じている。つまり、優秀な投資家との直接の対話から、企業のトップはそういう人に負けないように理論武装しながらどうやって実行に移すのかを考え、また、実際に、しっかり実績に移していくことになる。現在の製薬のビジネスモデルは、10年置きにパテントクリフに直面し1000億円の利益がなくなるというものであるが、そのようなビジネスをサステナブルなものにするために、今回、新しい中期経営計画を出した。製薬ビジネスでは、20年、30年先を見据え、そのときの顧客ニーズがどうなっているのかというところを推察し、それに向けて戦略を立案し、実行していかなければならないが、そういう20年、30年先の姿に関してアドバイスをいただけるのは、意外とパッシブ投資家の方が多いのではないかと感じている。パッシブ投資家は、全ての業界をカバーし、人口動態等も見ている。あるパッシブ投資家との3年前の対話例ではあるが、2050年の世界はこうなるが、その中で御社は

どうやって生き残るのかと質問され、合わせて、そのときには薬は錠剤や注射剤だけではなくて、例えばiPhoneのゲームで精神疾患を治すということも考えられるのではないかというアドバイスをもらった。長期のアクティブ投資家からも、その投資家の視点で、我々にとってこういうものがないのではないかというアドバイスをいただいているが、特に良い投資家は、良いCEOを選んでエンゲージメントをしているのではないかと考えており、他の対話から得られた他社の成功体験等も我々にも教えてくれる。経営陣は、顧客、社会、投資家、従業員という4つのステークホルダーと最適なバランスを持って付き合っていかなければならないが、その中でも、気づきを一番与えてくれるのは投資家である。しかし、投資スタイルは意外と関係がないのではないかと思う。

- 今回の取りまとめを、誰に伝えて、どう使ってもらおうのかということを強く意識する必要がある。弊社は、IRやSR等のいろいろな活動を、数としてはこなしてしているが、一般的な対話に追われているというのが現実だと思う。そういう中でステレオタイプの答えに終始してしまい、投資家に対して、本当の企業価値を伝え切れているかという自信がない。その中で、日本企業が胸を張って、私たちの企業はこれだけの価値があるといえ、その価値を伝えるためにどんな活動をすべきなのかというのを考えなければならなかったときに、手助けになるようなものが、今回の取りまとめの目標となるのではないか。その中で、スタートは、企業価値が何なのかというのを考えることからであることを示してもらえると、企業側にも、少し自信が持てるのではないか。
- 日本企業には独自の技術を持った企業も多く、ソーシャルメディアが活発化することにより、そういった企業規模の小さい企業も注目されるようになる。この検討会では、非常に高いレベルの方々と議論もなされたが、それだけでなく、しっかりした企業価値を持っている企業が、その本当の価値を、適切に投資家に伝えていくためにどうすればよいのかがわかるような取りまとめにできるといいのではないか。
- この研究会の議論については、とても楽観的な考え方をっていて、半年、1年経ってみると、この研究会で議論していたものが、もっとフォーカスされるのではないかと考えている。今回のコロナウイルスは、それこそ不確実性の極みが起きたものといえ、その

ため、これ以上の企業のサステナビリティに対するテストはなかったのではないか。今回のコロナに関しては、不確実性に対する備えどころか、これ以上の不確実性がないということが起きてしまったところであり、テストというよりも、不確実性という面で見れば、大本番が来てしまったということだと思う。この中で、それぞれの企業の底力、企業体力やレジリエンスのような復元力、先端性等がまさに試されているのではないか。企業のサステナビリティについて、各社がいろいろな捉え方をしていると思うが、昔からある既存の価値観やビジネスがそのまま永続するということを企業のサステナビリティと無意識的に捉えている人も相当数いるのではないか。ただ、昔からある既存の価値観やビジネスではうまくいかなくなる時代になってきているように思う。

- これまで、弊社では、アナリスト、ファンドマネジャーが、原則として、会社を訪問するというスタイルであったが、コロナを受けてビデオ会議に切り替えた。そこで心配していたのが、ビデオ会議では明らかに質が落ちるため、それによってパフォーマンスや運用性が変わるのではないかとということであったが、実際にスタイルを変更して気づいた非常に大きなこととして、ビデオ会議等によりコミュニケーションできない会社は、投資会社選ばれず、存在しないと同義ということである。少なくともアクティブ投資家は、企業とコミュニケーションできないと、フォローができず、その結果、投資もできないということになるため、ビデオ会議できちんとコミュニケーションできる会社に投資をしていれば、そのこと自体に、スクリーニング効果があったといえる。BCPという観点からも、先端的な思考をしている会社、新しいことに対処し、もしくは不確実に対して備えている会社というのは、セキュリティを含めて先端的テクノロジーが必須であったということが分かったが、結果的にも、コロナを受けて、先端的な思考と先端的テクノロジーがミックスした会社が生き残っていて、かつそれが私たちにアクセスできる場所にあったということになる。このような企業に投資していた弊社では、年初から昨日まで、TOPIXに対して10%ほどの α を得ることができている。もちろんいつもこれだけの α を得ることができるわけではなく、特殊な要因がいろいろあるが、今回のコロナでは、弊社だけではなくて、相当の数のアクティブ投資家が α を得ることができている。現在の大きな時代の変換・転換の中で、アクティブ投資家が選ぶ業種・会社は、ベンチマークとの差が開くようになったということになると思う。そのため、この検討会の議論が、半年、1年経ち、各社の数字がある程度安定的にとれるようになると、実際に

先端的だと言われていた会社が、やはり株価のパフォーマンスも良かったという結果になると思う。長期のアクティブ投資家が生き残るためには、長期のアクティブ投資家が投資をしている会社が成長していかなければならないということではあるが、結果的に、そのようになるのではないかと考えている。

- 世の中になくなくてはならない会社だと思われる、そのように認められ、その会社が存続していくべき意義があるということが、根本的な企業価値ではないか。企業価値を高めるために企業理念を実現していくことが非常に大切であり、企業理念の実現のためには、中長期的に実施する最重要事項としてミッションがある。そのミッションに基づいて、社会と企業の両方の価値創造を行うものとしてマテリアリティを設定している。つまり、マテリアリティそのものが企業の価値を高めるものになっていると位置づけて活動しているが、これは、ある意味、普遍的なものであり、ぶれてはならないものと思う。弊社でも、5年間の中期経営計画を設定しているが、これは、方向性を示すという位置づけであり、数字も一応は出しているものの、コミットメントではないという言い方もしている。コミットしないと強く言うと投資家から批判されるが、どのような方向に進んでいくのかをしっかり示すということで、例えば今回のコロナでは、具体的な計画自体が破綻してしまうが、中期計画で示す方向性がしっかりしていれば、そのことに対する厳しい指摘を受けることはないと思っている。
- 理論的には、資本コストというのは、事業そのもので決まっているものである。対話をすることでお互いがビジネスに対する理解を深めていくので、より安心して投資できるとしても、対話により資本コストが下がっているのではなく、大事なことは資本コストを上回るだけの収益性を確保できているかどうかということが対話することによって明確になると考えられるのではないかと。もっとも、例えばIRにより、株価のボラティリティが下がる、つまり、リスク情報が突然出るのではなく、あらかじめ対話の中でインサイダー情報には気をつけながら出す、あるいはディスクロージャーで情報開示しておくことで、市場が驚かなくなる。驚くと市場はボラティリティが上がり、資本コストが上がってしまうので、それを防ぐという意義があるという理解もできると思われる。
- 長くアナリストをやっており、多くのIR、決算説明会に出ているが、企業ごとに巧拙が

ある。このような中で、アナリストの役割が何かを考えたときに、企業がきちんと情報開示をした上で、対話が実質化され、分析が行われ、エンゲージメントも行い、かつ、企業から投資家に説明がなされるのであれば、アナリストの果たすべき機能・役割がなくなる。究極的には、アナリストは要らなくなるのではないかと思う。ただし、現時点では、企業・投資家にはいろいろな階層があり、本検討会の取りまとめの主な対象となる多くの企業に関しては、まだ情報の非対称性等が多くあるため、その情報の非対称性等を踏まえると、アナリストやESG評価機関に期待される機能・役割はそれなりにあるものと思う。

- 多くの企業にとって、今後は長期の時間軸が重要になる。その中で、長期的に何をしていくか、どのように見られたいかということを語っていくことが大事だということを多くの企業に向けて発信できれば、本検討会に期待されている一つの役割が果たせるのではないか。アナリストとしては、その中で、情報の非対称性が残っているところで、こちらのESGのほうが他のESGよりも明確である、ビジョンがはっきりしているなどの取捨選択を行い、投資家と連携していくことができれば、あるべき方向にお金が確かに流れていき、その結果、収益も出るようになって考えている。例えば、今回、コロナ問題が出たが、欧州等においては、債券を見ると、サステナブルファイナンスで資金調達をした債券の価格の落ち方は、それ以外のものに比べて軽微であることが確認された。そうした実際のトレードを見てみると、やはりサステナブルファイナンスに対する信頼が始めているといえる。これまでは、サステナブルの話をして、マーケットは、必ずしも儲かるとは限らないということで終わっていたが、実需に基づいた債券発行が増えると、累積リターンで見ると効果が始まった。サステナブル債の発行コストがそうでないものに比べて安いなどはこれまでも明らかになりつつあったが、それらに加えて、今回のコロナ問題では安定性も確認できたということである。サステナブルファイナンスの全部で安定性等が確認できているわけではないが、そういう実例が見られ始める中で、流れは変わりつつあると思われる。そうすると、このような流れの中で、どういうことをやっていくと何が得られるのか、が関心事になるであろう。それには“対話を実質化していくと得られるのではないか”というニュアンスが伝えられたらいいのではないか。
- アセットオーナーやアセットマネジャーが発行体と距離を近づけると、間に入って情報

の仲介を行うアナリストの業務は一部縮小するのは間違いなく、現実問題としても既に起こっているものと思われ、それは、我々アナリストの危機感の1つである。一方で、まだ既存のマーケットの大多数であるジャッジメンタルな顧客に対する、投資のアイデアや、長期的な視点から見た市場性のアイデア等を提供するというアナリストの役割は現実にも残っており、本検討会のような機会を通じて、企業・投資家の考え方を吸収しながら、一定の方向に市場全体をエデュケートしていくという役割はまだ担っていると思う。ただ、今までのような発行体に関する独占的な情報をマーケットに供給する立場としてのポジショニングで得られていたメリットが随分なくなってくるのは確実であり、アナリストの新しい生き方については、もう一回考えなければならない。もちろんこれまでも考えているところではあるが、非常にクリアな答えが見つかったわけではなく、今のところいろいろな議論をしながら進んでいるのが現状である。

- 長期の時間軸ということは、当然先行きの見通しが利かない部分が多くなるので、不確実性が高まる。そうすると、不完全な情報の下でいろいろなことを判断し、決断しなければならない。これは、今まさにコロナ禍の中で、世界中の人々が感じたことだと思うが、実は、資本市場にいる投資家は、完全な情報で物事を判断したら必ず手遅れになるので、常に不完全な情報で判断している。今回のコロナ禍により、さらに見通しが利かなくなったが、その中でいろいろなことを考えてやっている。
- 企業と投資家が長期の時間軸で実質的な対話を行うに当たり重要なこととして、不完全な情報を前提に判断する場合には、確かではないために、どこかで見直し、方針転換をするということも同時に想定しておかなければならないということである。その場合、どのタイミングで方針転換するのかということを見極めるために、何らかの兆候をつかむこと、あるいは、先行指標みたいなものを作ってモニターすることなどが必要となり、その兆候をつかんだときに、何となく見ているのではなく、幾つかのそういう兆候があったときには、手遅れにならないうちに方針転換することが重要となる。方向転換として、何かをやめることもあれば、違う方法にすることもあると思うが、それをあらかじめ考えながら不完全な情報で物事を進めていくことになる。投資家は通常そういうことをしているので、これを企業側から投資家に語ったときに、投資家は「とても危なっかしいことをしている」とは思わないのではないか。そうであれば、むしろ、企業側から、

兆候の判断材料として何を見ているのか、何を見直し材料や先行指標にしているのかと
いうことを教えてもらえると、投資家からすると、非常に興味がある情報であり、あり
がたい。そういった規律を持って先に進んでいけば、長期的な時間軸においても、企
業・投資家と一緒にモニターしながら進んでいくことができるのではないかな。

- 方針転換をする場合、投資家によっては、投資をやめる、エグジットもあると思う。他
方で、「トーマス・エジソンは失敗したことがない」と言われるように、成功するまで、
彼なりにいろいろな方法を、手を変え品を変え、試し続けたと言われているが、長期の
経営においても、何かやってみて、兆候をつかんで、違う方法がよければ方向転換して
いくというのは、ある意味、エジソンが失敗していないということと一緒だと思ってい
る。これをしていけば、投資家と企業の同期化というのが長期の時間軸の中である程度
起こってくる。もちろん、最初から短期しか見ない投資家はそっぽを向いているだろう
が、長期の投資家との間であれば、このような取組により、一定の合意形成、同期化が
できるのではないかな。