

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 中間取りまとめについて

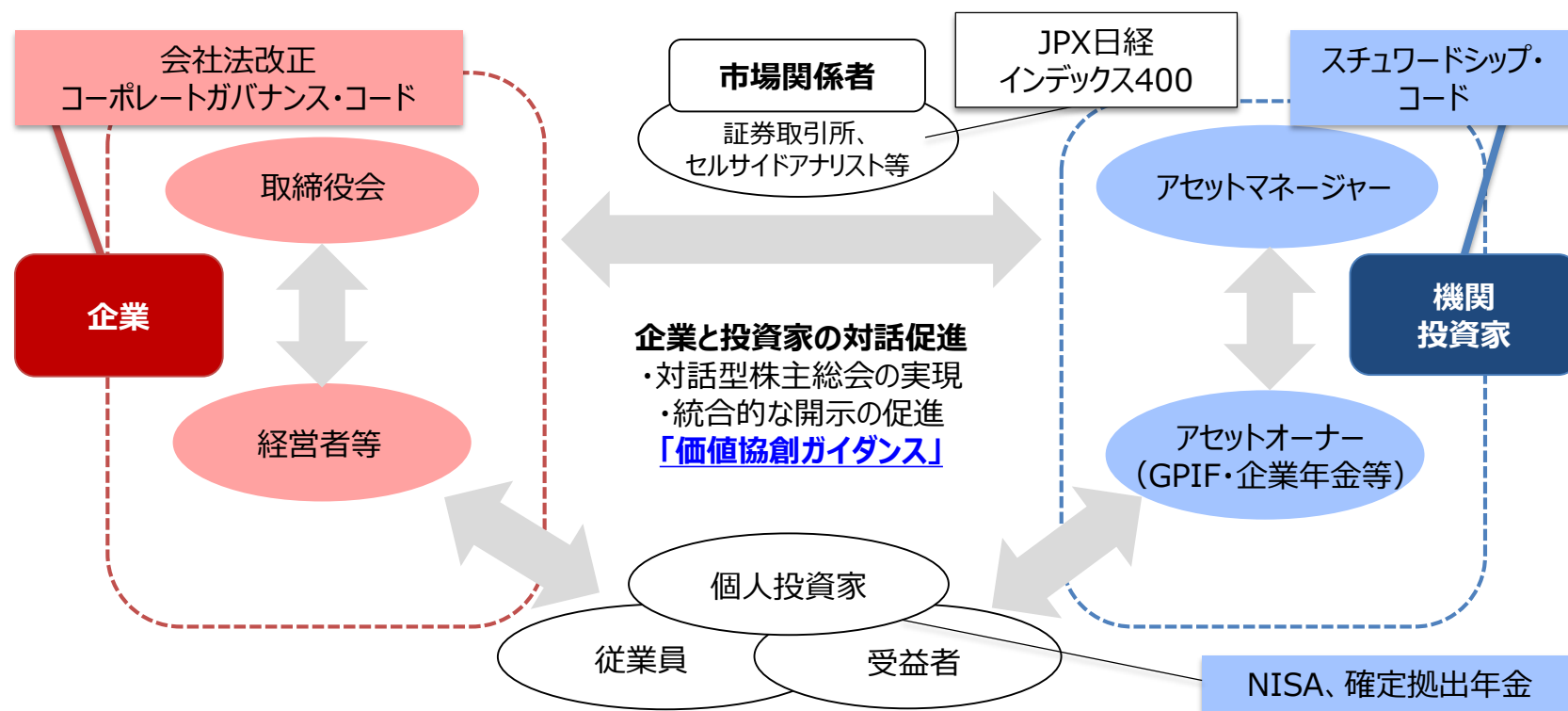
経済産業省

経済産業政策局 産業資金課

2020年8月

ガバナンス改革の全体像

- ◆ 企業の「稼ぐ力」を高め、持続的な企業価値向上を促す観点から、**コーポレートガバナンス改革**と**企業と投資家との対話**の質向上に向けた施策を実施。2014年以降、**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、公表。
- ◆ **「伊藤レポート」**（注1）は、**インベストメント・チェーン**全体を見据え、これら施策の基礎となる課題分析と提言を実施。その後の進展を受け、**「伊藤レポート2.0」**（注2）を公表し、企業と投資家の対話を促進するため、**「価値協創ガイダンス」**を策定、公表。



注1) 伊藤レポート：「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」（2014年8月）

注2) 伊藤レポート2.0：「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」報告書（2017年10月）

本検討会（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）の背景・目的

背景

- ◆ 2014年8月に、経済産業省において「伊藤レポート」を公表してから、既に5年以上が経過。伊藤レポートにおいては、インベストメント・チェーン全体を俯瞰し、企業の稼ぐ力を向上させ、持続的に価値を生み出し続けることの必要性が論じられた。
- ◆ 2017年には、人材や技術、ブランド等の「無形資産」に投資する重要性や、非財務情報を重視するESG投資が拡大していることが「伊藤レポート2.0」で指摘され、「価値創造ストーリー」を説明するための具体的な対話のフレームワークとして「価値協創ガイダンス」を併せて策定した。
- ◆ 「伊藤レポート」公表以降、ROEの改善や独立社外取締役の選任率の向上など、形式的にはこれまでの取組が一定の成果をみせているものの、「一時的な株主還元策に留まっていないか」「中長期的な企業価値に繋がる実質的な対話を実現し、企業の持続的な価値創造につなげていくべき」との指摘は引き続き存在。

目的

- ◆ 「伊藤レポート」公表以降の5年間の一連の取組の成果を振り返り、対話を巡る現状を概観した上で、企業や投資家が様々な環境変化に直面する中で対話を通じて価値を協創していくに当たっての課題や対応策を検討する。
- ◆ 1) 企業側が価値創造に取り組む際に具体的に投資家とどのような対話を行っているか、課題があるか、
2) 投資家側が企業との中長期の価値実現のためにどのような対話を行っているか、課題があるか、
について、具体的な実例を交えながら対話形式で課題を浮き彫りにしていく。
- 3) さらに、アナリストや評価機関などの具体的な取組や事例も交えながら、資本市場やそれを支える環境整備についての課題についても整理を行う。

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 委員／オブザーバー

委員

伊藤 邦雄

一橋大学CFO教育研究センター長【座長】

井垣 勉

オムロン株式会社 執行役員 グローバルインベスター＆ブランドコミュニケーション本部長

市村 雄二

コニカミルタ株式会社 常務執行役

岩崎 亨

TOTO株式会社 上席執行役員 経営企画本部長

江良 明嗣

ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 インベストメント・スチュワードシップ部長

奥野 一成

農林中金バリューインベストメンツ株式会社 常務取締役 CIO

加藤 浩嗣

株式会社丸井グループ 取締役 常務執行役員 CFO

亀井 達彦

アニコム ホールディングス株式会社 取締役 常務執行役員

古泉 直子

亀田製菓株式会社 取締役 グループ会社・ダイバーシティ担当

三瓶 裕喜

フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント

釣流 まゆみ

株式会社セブン&アイ・ホールディングス 執行役員 経営推進本部 サステナビリティ推進部シニアオフィサー

中空 麻奈

BNPパリバ証券株式会社 グローバルマーケット統括本部 副会長

花崎 浩二

塩野義製薬株式会社 上席執行役員 経営戦略本部長

平原 彰男

三井化学株式会社 常務執行役員

藤野 英人

レオス・キャピタルワークス株式会社 代表取締役社長・CIO

松原 稔

りそなアセットマネジメント株式会社 執行役員 責任投資部長

溝内 良輔

麒麟ホールディングス株式会社 常務執行役員

オブザーバー

金融庁、企業年金連合会、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、株式会社東京証券取引所、一般社団法人日本投資顧問業協会、公益社団法人日本証券アナリスト協会、一般財団法人企業活力研究所、一般社団法人日本IR協議会

伊藤レポートから本検討会設置までの流れ

伊藤レポート（2014）

- ◆ 持続的低収益性のパラドックス（世界有数のイノベーション創出力を持ちながらも持続的低収益）
 - ✓ 持続的低収益性が市場のショートターミズム化を助長し、それがイノベーションに向けた投資の縮小につながり、それにより低収益性が持続するという悪循環
- ◆ 長期的なイノベーションに向けた積極的な企業による再投資と、それを支える中長期の視点を持つ投資家からの投資による中長期的な企業価値向上
 - ✓ 中長期的な視点を持つ企業と投資家との対話による「企業価値」の協創が必要
- ◆ 資本コストを上回るROEの達成（ROE 8 %）
- ◆ 中長期的な企業価値向上という観点から、内部留保の配分や企業による成長投資のあり方について投資家との質の高い対話

伊藤レポート2.0／価値協創ガイダンス（2017）

- ◆ 企業による再投資では、競争優位・イノベーションの源泉となる「無形資産投資」が重要
- ◆ 投資家ではパッシブ投資やESG投資が拡大
- ◆ 無形資産投資、ESGへの対応が投資家に「費用」、「コスト」として認識されると、企業価値向上にはつながらない
 - ⇒ 中長期的な企業価値向上のために必要な「投資」であることをストーリーとして説明することが必要
 - ⇒ 企業と投資家の対話の内容（中身）に関する「共通言語」として、**価値協創ガイダンス**の策定

- 中長期的な企業価値向上に向けた価値創造ストーリーについてのガイドライン
- 企業と投資家をつなぐ「共通言語」
- 価値創造の流れの整理（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）

「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」において抽出された課題

伊藤レポート（2014）から5年以上が経過する中で、企業と投資家、資本市場や事業環境を確認しつつ、対話を実践する中で浮かび上がった、「対話の実質化」に向けた課題の整理と解決の方向性を検討

対話の「中身」における課題

◆ 投資家の理解を得にくい、以下のテーマに関して、どのように対話をすべきか

- ① 多角化経営、事業ポートフォリオ・マネジメント
- ② 新規事業創出・イノベーションに向けた種植え
- ③ 社会的価値（ESG）と経済的価値（稼ぐ力・競争優位性）の両立

◆ 前提となる経営環境の変化

- ✓ コロナ危機、第4次産業革命・DX、気候変動やグローバルサプライチェーンの寸断など「不確実性」の高まり

＜解決の方向性＞

◆ 対話における長期の時間軸の必要性

- ✓ **サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）**の実現

= **企業のサステナビリティ（稼ぐ力）と社会のサステナビリティ（社会課題、将来マーケット）の同期化**

対話の「手法」に関する課題

◆ 日本企業が対話に関して三層化しており、大部分の企業が投資家と有効な対話の手法を模索中

- ① 質の高い対話の実現に資する対話の手法等が共有されていない
- ② 企業の状況に応じて、段階ごとに対話において中心的に取り組むべき事項を整理してほしい

＜解決の方向性＞

◆ 「実質的な対話の要素」の整理

- ✓ **①対話の原則、②対話の内容、③対話の手法、④対話後のアクション**という4つの観点から整理

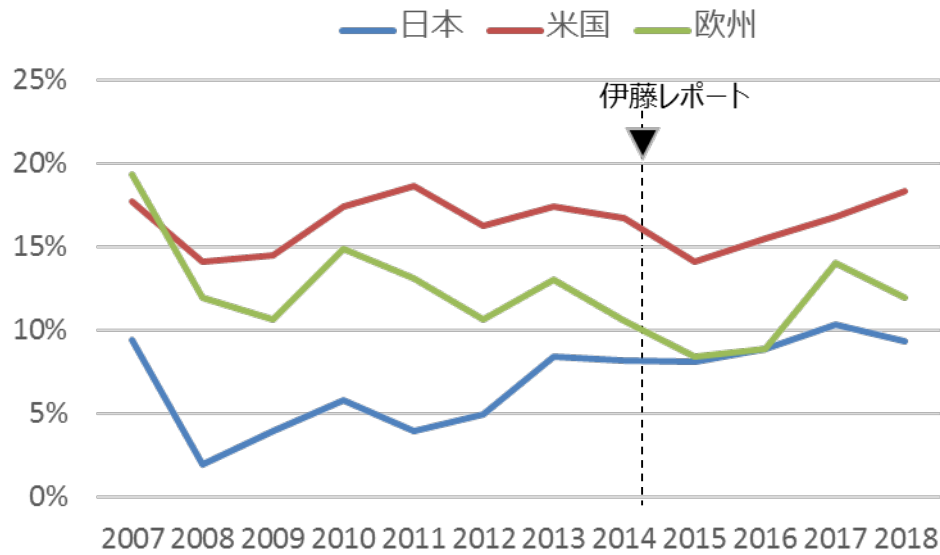
伊藤レポート公表後の変化①

日本企業の現状認識

伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識①～資本効率に対する意識、ROEの推移～

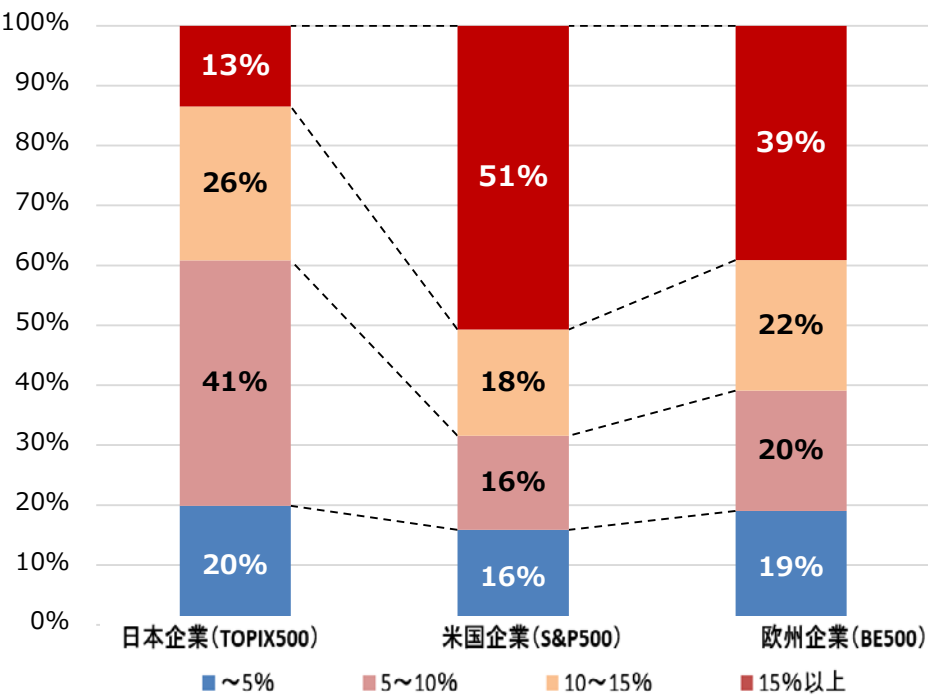
◆ 伊藤レポート（2014年）発表後、資本効率性に対する企業の意識は着実に向上。ROEは上昇傾向。他方で、ROEを欧米企業と比較すると、依然として差がある。

日米欧上場企業のROEの推移（加重平均）



ROE(%)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日本	9.4	1.9	4.0	5.8	3.9	4.9	8.4	8.2	8.1	8.8	10.3	9.4
米国	17.7	14.1	14.5	17.4	18.6	16.3	17.4	16.7	14.1	15.5	16.8	18.4
欧州	19.3	12.0	10.6	14.8	13.1	10.6	13.0	10.5	8.4	8.9	14.0	11.9

ROEの分布（2019年9月末時点）



ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。

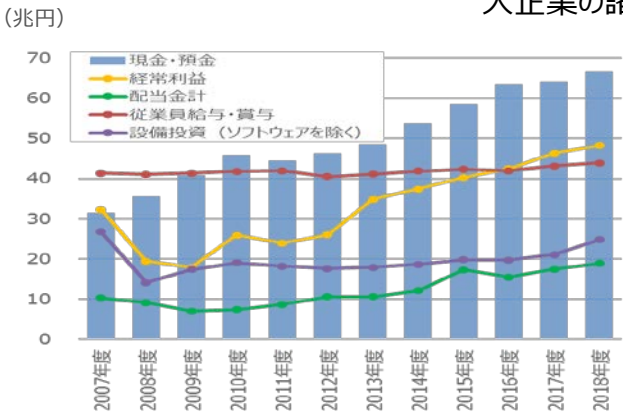
左図 (1) 集計対象：日本はTOPIX500のうち402社、米国はS&P500のうち366社（本社所在地が米国以外の企業を除く。）、欧州はBE500のうち352社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。(2) TOPIX500は円、S&P500は米ドル、BE500はユーロで算出。(3) Bloombergのデータを基に経済産業省作成。

右図 (1) 集計対象：2019年9月末時点でTOPIX500、S&P500、BE500の構成銘柄となっていた企業で、2008年～2018年まで連続してデータを取得可能な企業。(2) Bloombergのデータを基に経済産業省作成（2019年11月にデータ取得）

伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識②～無形資産投資～

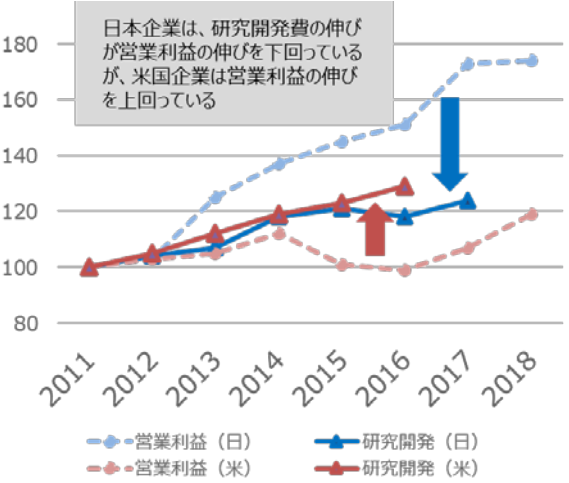
◆ 経営利益の増加と比例して、自社株買いや配当額は増加する一方で、中長期的な経営資源の配分（研究開発・能力開発・IT投資等の無形資産投資等）については、相対的に低水準。

大企業の諸数値の推移

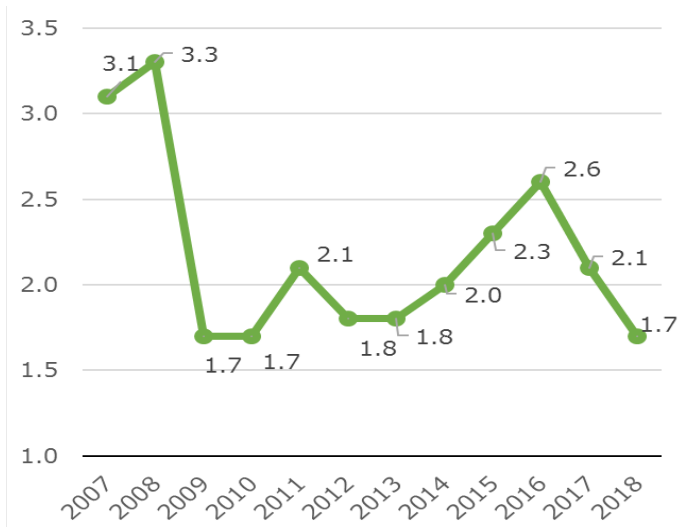


年度	経常利益	従業員給与・賞与	設備投資	配当金	現預金
2009年度	17.9	41.3	17.4	7.0	40.9
2018年度	48.2	43.9	24.7	18.9	66.6
増加分	30.3兆円 +170%	2.6兆円 +6%	7.3兆円 +42%	11.9兆円 +170%	25.7兆円 +63%

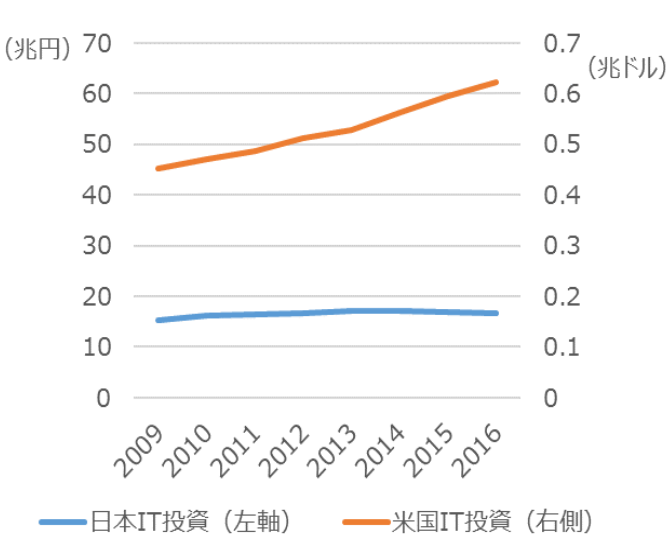
研究開発費・営業利益の推移の日米比較
(2011年を100として指標化)



従業員 1 人当たり能力開発費の動向



日米のIT投資額推移 (実質2010年価格)

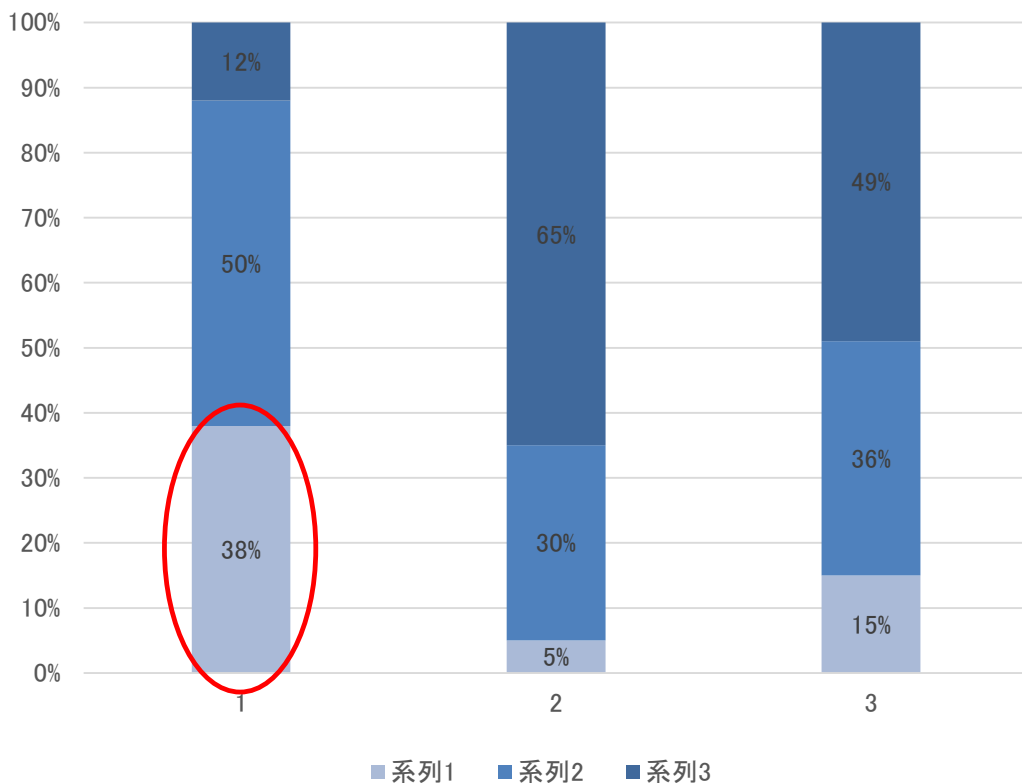


上図：（１）金融・保険を除く全産業、資本金10億円以上の企業の数値。（２）「法人企業統計」を元に経済産業省作成
左下図：（１）日本は年度、米国は暦年。（２）財務省「法人企業統計」、経済産業省「企業活動基本調査」、U.S Census Bureau「Quarterly Financial Report」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」より経済産業省作成
中央下図：（１）能力開発費は、Off-JTと自己啓発（労働者が職業生活を継続するために行う、職業に関する能力を自発的に開発し、向上させるための活動）支援の合計。（２）厚生労働省「能力開発基本調査」より経済産業省作成
右下図：総務省ウェブサイトより経済産業省作成

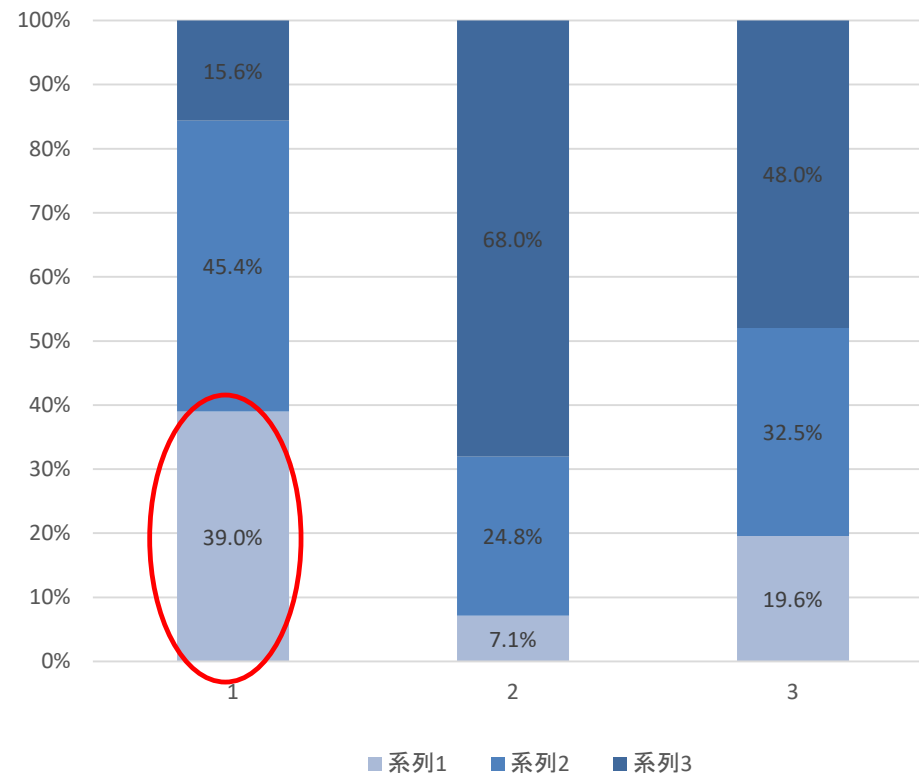
伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識③～PBRの推移～

- ◆ 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%程度で横ばいで推移。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。

2016年時点のPBR



2019年時点のPBR



PBR = 時価総額 ÷ 純資産

左図：Bloombergのデータを基に経済産業省作成（2017年3月37日時点）

右図：（1）TOPIX454社、S&P435社、BE419社（金融業を含む。）。（2）Bloombergのデータを基に経済産業省作成

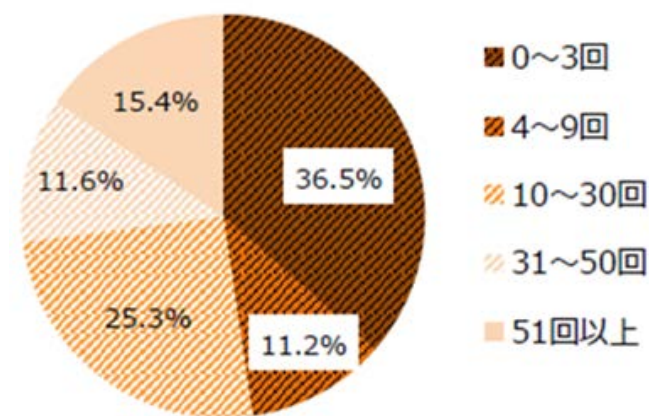
伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識④～対話に対する企業の意識～

- ◆ 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（①先進的に取り組んでいる、②対話への意欲はあるが対話の取組方を模索している、③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。

対話の平均実施回数（企業）

	経営トップ （社長・会長）	経営トップを除く 取締役・執行役員	社外取締役	IR 担当者	合計
①説明会	2.6	2.3	0.0	2.5	7.4
②スモール	2.0	3.9	0.1	5.5	11.4
③個別対話	14.1	35.0	0.6	132.0	181.8
合計	18.6	41.2	0.8	140.0	200.6

経営トップを含む経営陣の対話実施回数（企業）



左図：一般社団法人生命保険協会「平成29年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」より経済産業省作成

右図：一般社団法人生命保険協会「平成29年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」より抜粋

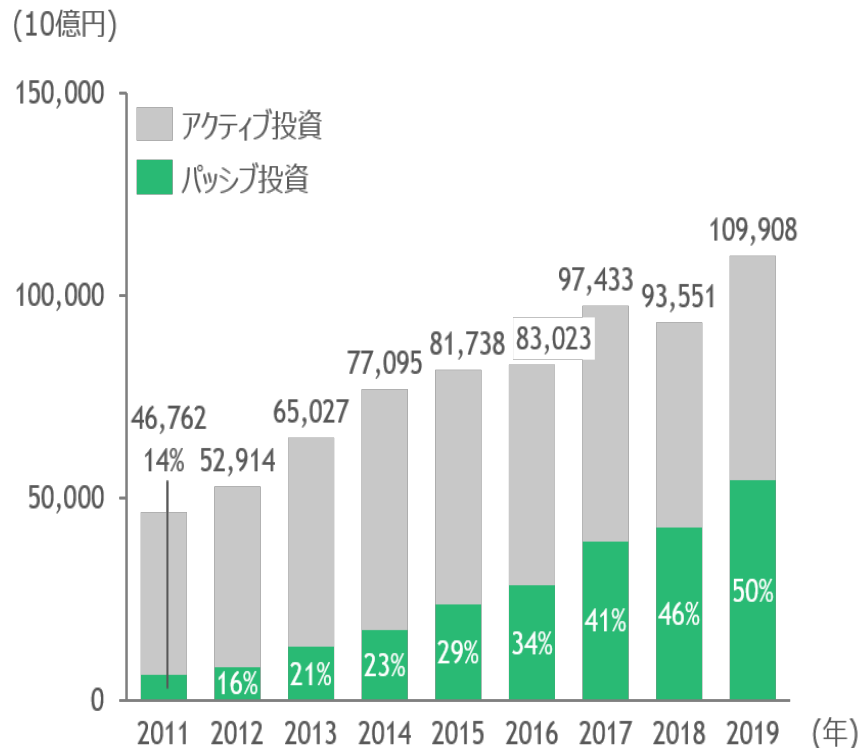
伊藤レポート公表後の変化②

資本市場の現状認識

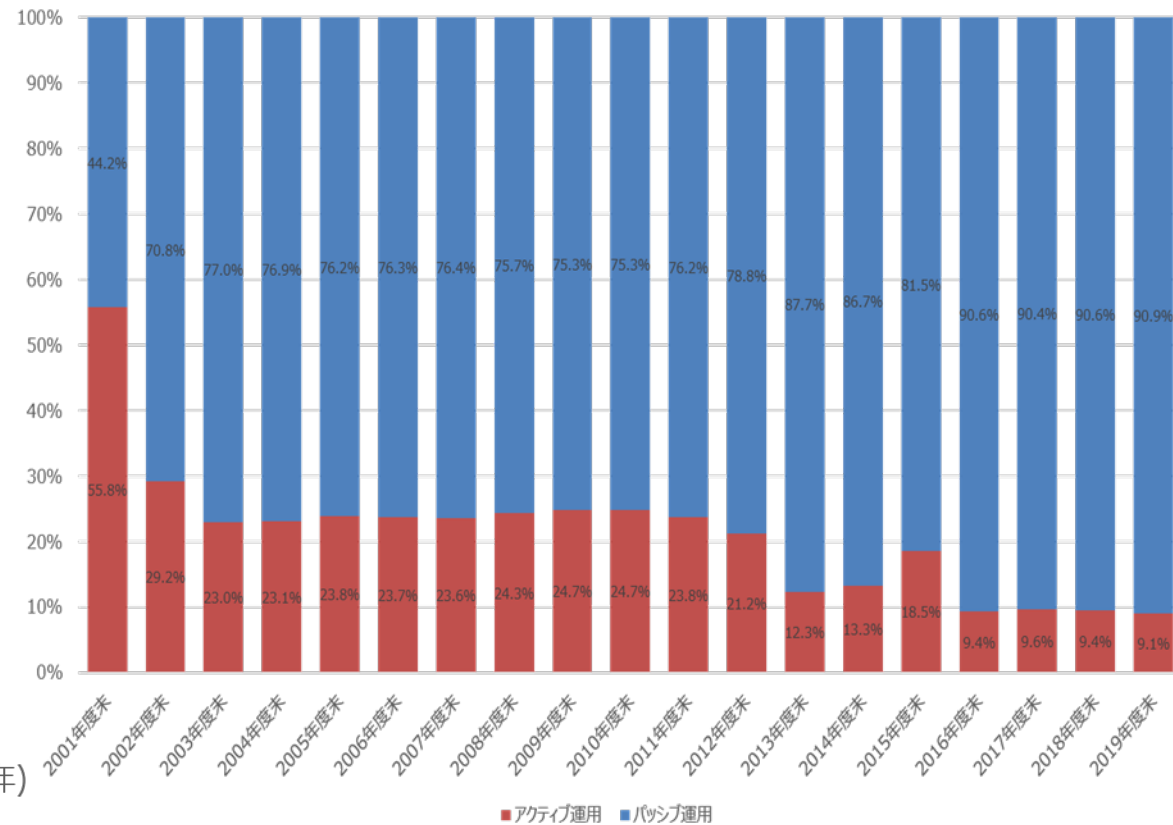
伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識①～パッシブ運用の拡大の継続～

- ◆ 2019年には、公募株式投信の50%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あり。

公募株式投信におけるパッシブ投資の割合



GPIFの国内株式パッシブ運用・アクティブ運用の割合の推移

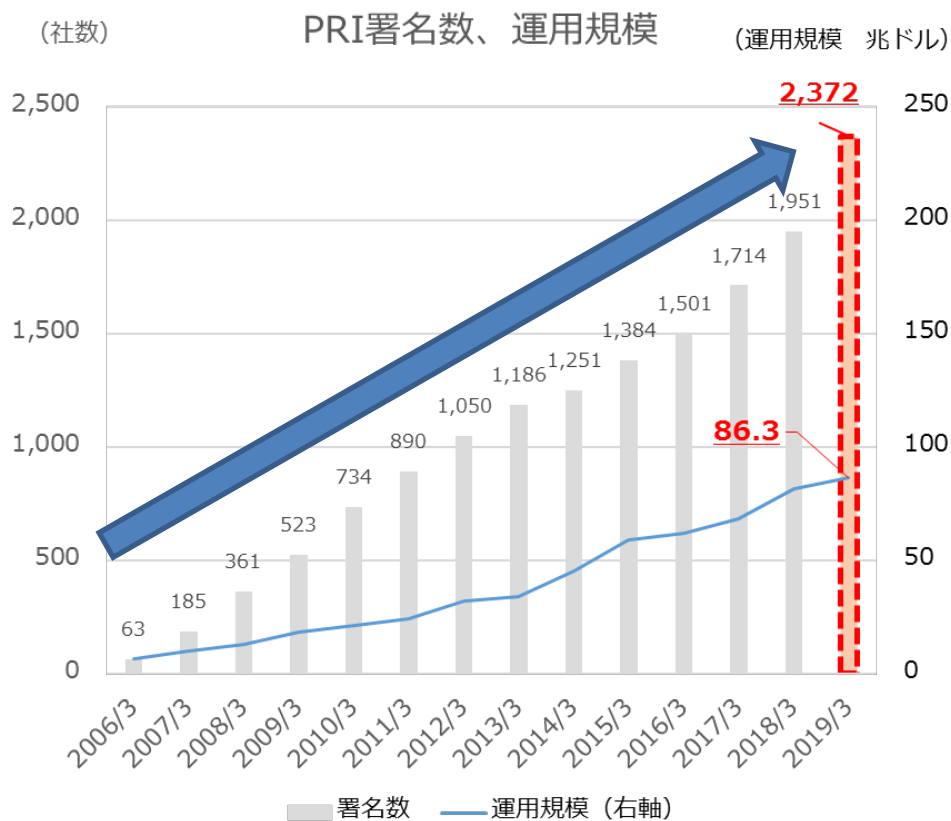


左図：経済産業省「令和元年度産業経済研究委託事業『株価指数の運用・利用実態に関する調査並びにローカルベンチマーク活用促進に向けた取組み及び企業の多様な資金調達手法の現状・課題に関する調査』より抜粋（数値は一般社団法人投資信託協会「統計データ」を基に算出）。

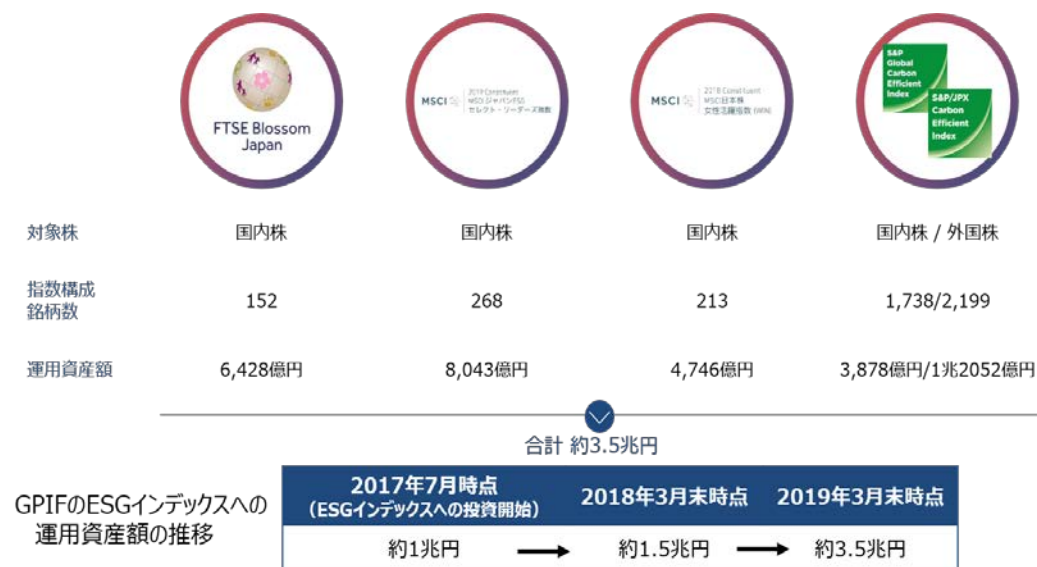
右図：年金積立金管理運用行政法人webサイト「2019年度の運用状況」より経済産業省作成

伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識②～ESG運用の拡大①～

- ◆ 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。

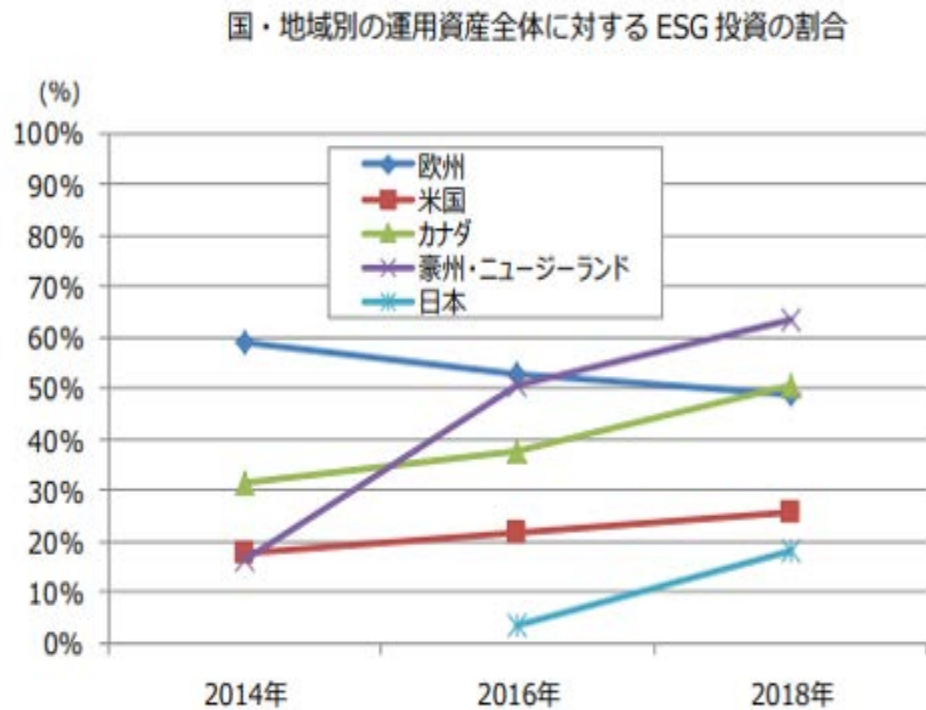


GPIFによるESG投資



伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識③～ESG運用の拡大②～

- ◆ 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。
- ◆ 世界ではE S G投資は急速に拡大。日本でも、運用資産全体に対するESG投資の割合は増加傾向にあるが、欧米に比べるとまだ少なく、多くの投資家が、今後の投資の拡大やパフォーマンスを見極めたいと考え、態度を保留している状況。



国・地域	2014年	2016年	2018年
欧州	58.8%	52.6%	48.8%
米国	17.9%	21.6%	25.7%
カナダ	31.3%	37.8%	50.6%
豪州・ニュージーランド	16.6%	50.6%	63.2%
日本		3.4%	18.3%

(注)2014年の日本はアジア全体のデータに包括されていたためデータなし

日興リサーチレビュー「GSIA「2018 Global Sustainable Investment Review」を発表」より抜粋

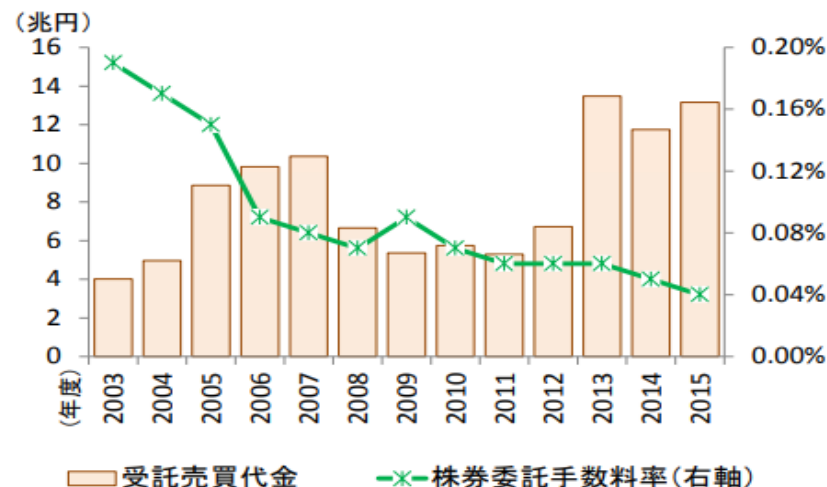
伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識④～セルサイド・アナリストの現状～

- ◆ 売買の対価として手数料を受領するというビジネスモデルそのものの収益性が著しく毀損。
 - MiFID II によるリサーチ費用の見える化とそれに伴う費用削減
 - 株式売買手数料そのものの引下げ競争
- ◆ 従来のセクターアナリストによる企業の構造変化への分析が難化。
 - ESG投資の拡大に伴い、ESG要素の分析の重要性の高まり
 - 業種横断的なビジネスモデルを展開する企業の世界的な増加

MiFID II による手数料アンバンドリング

- MiFIDはEUの金融商品取引法にあたるもので、EUの金融・資本市場の競争促進と投資家保護を目的とする
- 2018年1月から施行されたMiFID2では、証券会社の調査費用を見える化するため、リサーチ費用と執行費用が一括された「バンドル型コミッション」の慣行廃止についても規定されている
- リサーチ費用の明確化に伴い、運用会社が証券会社に支払うリサーチ費用の削減圧力が進んでおり、証券会社には費用に見合った質の高いリサーチが求められている

株券売買委託手数料率の推移



(注) 株券委託手数料率 = 株券現物委託手数料 ÷ 受託売買代金

(出所) 日本証券取引所「東証総合取引参加者決算概況」より大和総研作成

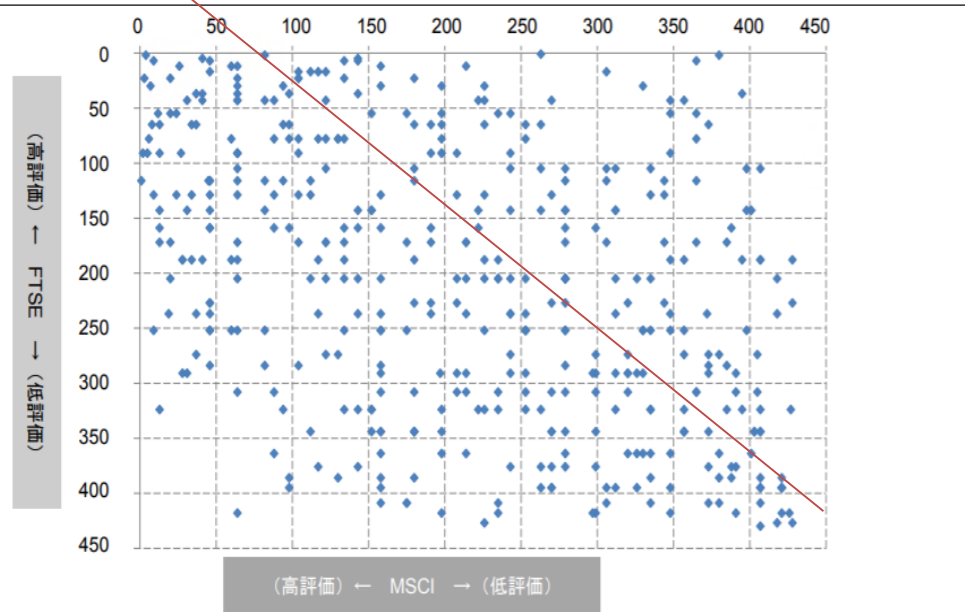
伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識⑤～ESG評価機関の現状～

- ◆ ESG投資の拡大に伴い、評価機関の存在感が増している。データの収集方法や評価手法、指数の発行の有無等の面で様々な特徴を持つ多数の評価機関が存在。
- ◆ 他方で、各評価機関によるESGスコア間の関連性は高くない。企業からは、ESG評価機関による評価に対して、より透明性・納得感を求める声もある。

分類	Provider	提供しているサービス		指数の発行	カバー企業数	Remarks
		データの入手	分析			
A 企業にアンケートを送り、独自データを収集 ・ データソース独自性で差別化	CDP	独自アンケート	✓	✓	7,000	環境に特化。TCFDの提言も反映。
	RobecoSAM	独自アンケート	✓	✓	4,500	
B 公開情報を収集し、独自の評価手法でスコアを算出 ・ 評価手法により差別化	MSCI	公開情報を収集	✓	✓	7,000	
	REFINITIV		✓	✓	7,000	Thomson Reutersのファイナンシャル&リスク事業を前身とし、2018年に分離・独立
	FTSE Russell		✓	✓	4,100	
	S&P Dow Jones Indices			✓	n.a.	データ収集、評価はRobecoSAMに委託
	Sustainalytics		✓	✓	9,000	2017年に投資信託評価大手モーニングスターの傘下に
	ISS-oekom		✓	✓	6,300	2018年に議決権行使助言会社大手ISSがoekom researchを
	vigeoeiris		✓	✓	4,600	2019年にMoodiesが買収
	Bloomberg		✓		11,500	自己評価データ+ Sustainalytics/ RobecoSAMのデータも公開

Source: Expert interviews; 各社websites; press search

図表 9 : FTSE と MSCI の ESG 評価の比較



注 1 : 分析ユニバース (2016/7 時点)、FTSE、MSCI が共通して調査対象としている日本企業 430 社
注 2 : 図のプロットは、各評価会社の ESG 評価の順位 (1 位～430 位)

出所 : GPIF プレスリリース (2017 年 7 月 3 日「ESG 指数を選定しました」) より抜粋

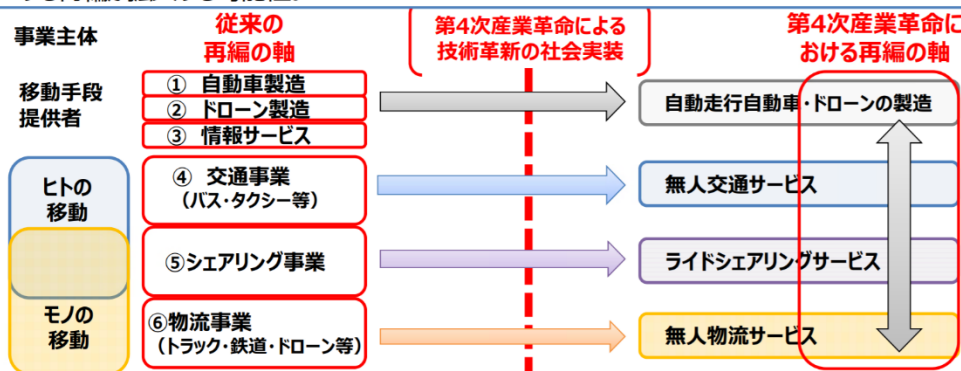
伊藤レポート公表後の変化③

企業経営を取り巻く環境に関する現状認識

企業経営を取り巻く環境に関する現状認識①～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。
- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大により、Society5.0への構造変革や、企業のDXの対応、社会のサステナビリティを意識したSDGs経営など、従来から指摘されていたトレンドが更に加速化。

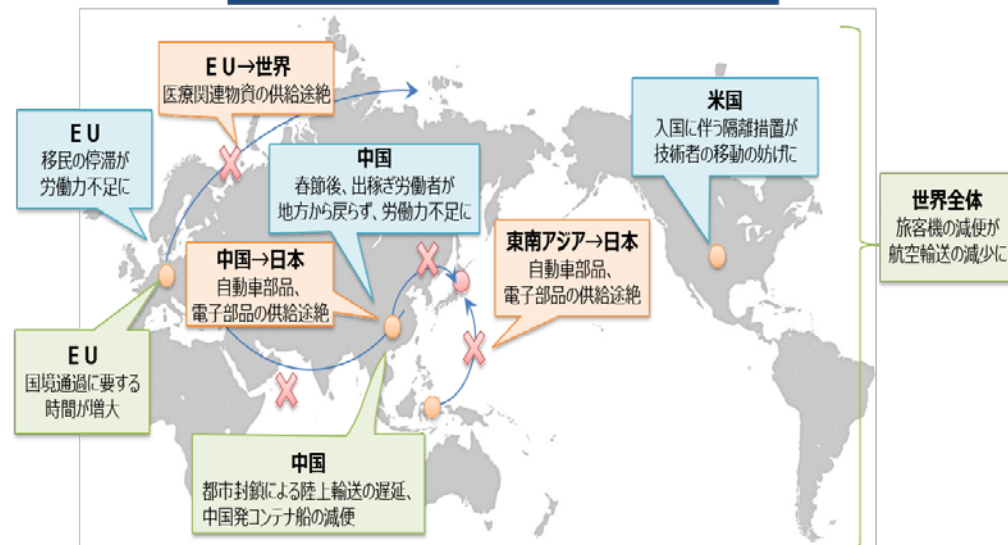
- 第4次産業革命技術の社会実装が進むにつれ、業種の壁が限りなく低くなる。
- この結果、同業同士の再編に加え、全く別の産業も飲み込み新たなサービスプラットフォームを創出する再編が拡大する可能性。



再編の萌芽：異なる産業との連携が行われている最近の主な例

- ①×⑤ GM× Lyft (ライドシェアリング)
→ GMがカーシェアリングサービスの提供を開始。また、両者が共同で自動運転車の開発を行うとともに、GMがLyftに5億ドルを出資。
- ①×⑤ Ford Smart Mobility× Chariot (ライドシェアリング) :
→ Fordがモビリティサービスを提供することを目的としたFord Smart Mobility (子会社) を設立。さらにFord Smart Mobilityが通勤用バスのライドシェアリングサービスを手がけるChariotを買収。
- ③×⑥ DeNA×ヤマト運輸 : → 無人物流サービスに向け、宅配便に自動運転技術を活用

新型コロナウイルスを受けたサプライチェーンの寸断の一例



(資料) Global Trade Alert, 独立行政法人日本貿易振興機構「地域・分析レポート」, 内閣府「景気ウォッチャー調査」, Sixfold, Baldwin "Supply chain contagion waves: Thinking ahead on manufacturing 'contagion and reinfection' from the COVID concussion"

企業経営を取り巻く環境に関する現状認識②～社会のサステナビリティの要請の高まり～

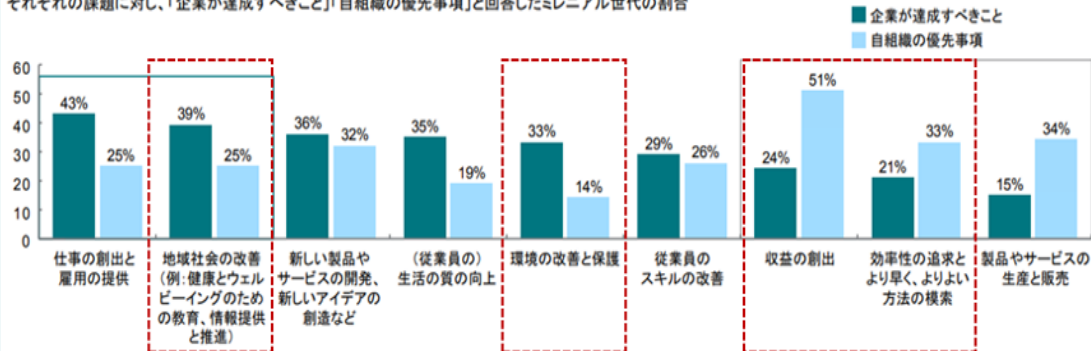
- ◆ ESG投資、サステナビリティ投資の拡大。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、ESG投資はさらに拡大の潮流。併せて、E（環境）の要素だけでなく、S（社会）の要素の重要性が再認識。
- ◆ ミレニアル世代の台頭により、消費者・従業員・株主等の各ステークホルダーの意識・行動の変容、それに合わせたマーケットの変化。

SDGs経営ガイドより抜粋（経営者や投資家の声）

- 若い人の考え方は「SDGsネイティブ」であり、社会課題を解決したいということがモチベーションのドライバーになっている。
- ミレニアル世代は、どのような社会貢献をしているかをビジュアルに感じられない企業では、あまり働きたくないと考えているようだ。皆が働く目的、消費する目的を求めており、それを可視化できない企業は投資家のESG資金も引き寄せられず、ミレニアル世代の優秀な人材も採用できないという時代が来ているのではないか。

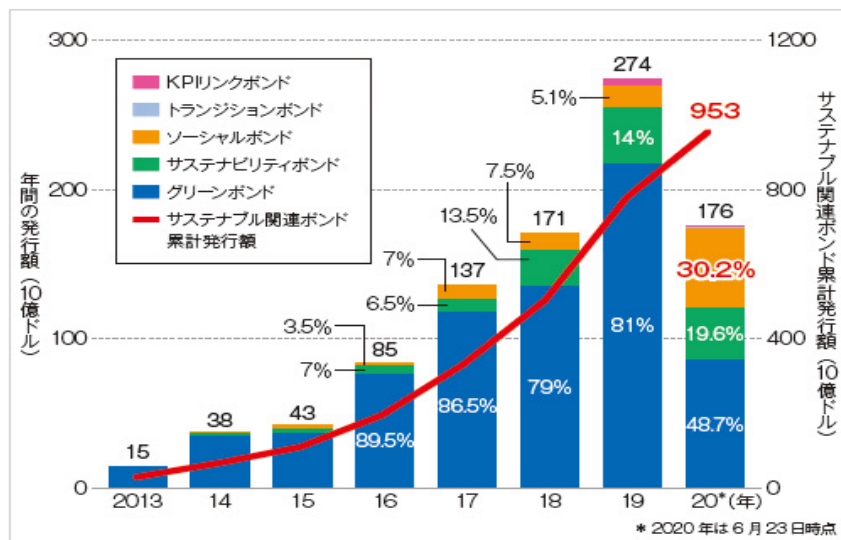
図2.「相容れない」雇用主とミレニアル世代の優先課題

それぞれの課題に対し、「企業が達成すべきこと」「自組織の優先事項」と回答したミレニアル世代の割合



質問11a. 次の記述のうち、企業が達成すべきだとあなたが考える課題はどれですか？3つまで選択してください。
対象：全ミレニアル世代10,455人

■ 2020年の上半期だけで前年比約4倍のソーシャルボンドが発行



20年上半期は、主に新型コロナ対策支援を目的に530億ドルを超えるソーシャルボンドが発行され、サステナブル関連ボンド全体に占める比率が19年の5.1%から30.2%へと大幅に伸びた

(出所：ブルームバーグのデータを基にBNPパリバ作成)

デロイト・トーマツ「2018年 デロイト ミレニアル年次調査」より抜粋

日経ESG 日経ESG経営フォーラム「急拡大するソーシャルボンド市場」より抜粋

中長期の持続的な企業価値向上に対する課題(1)

企業と投資家の中で対話の内容について、特に認識のギャップが存在したものが、以下の3点。

- ① 多角化経営・事業ポートフォリオマネジメント
- ② 新規事業創出やイノベーションに対する「種植え」
- ③ 社会的価値と経済的価値の両立・アラインメントの確保

課題(1)-① 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ ～多角化経営・事業ポートフォリオマネジメント～

企業の声

- 中長期での環境変化の不確実性が高まっている中、一つの事業に経営資源を集中している方がリスクが高いと考えて、複数事業を持って多角化経営を行っているが、投資家から事業の「選択と集中」を求められ、それに応じない場合は、コングロマリット・ディスカウントを受けてしまうため、自社と市場の企業価値評価に乖離を感じる。
- 多角化経営により複数事業を持つ場合でも、シナジーがあると説明しているが、投資家からは評価されず、株価が下がる。特に、自社の強みであるテクノロジーを活かして新規事業に取り組む「テクノロジードリブン」による多角化経営の場合に、投資家の理解を得られない傾向が強い。
- 多角化経営の中で新規事業を行う場合には、新規事業の立上げ、収益化に時間がかかり、当該事業のトラックレコードもないため、投資家からは評価されず、株価が下がる。

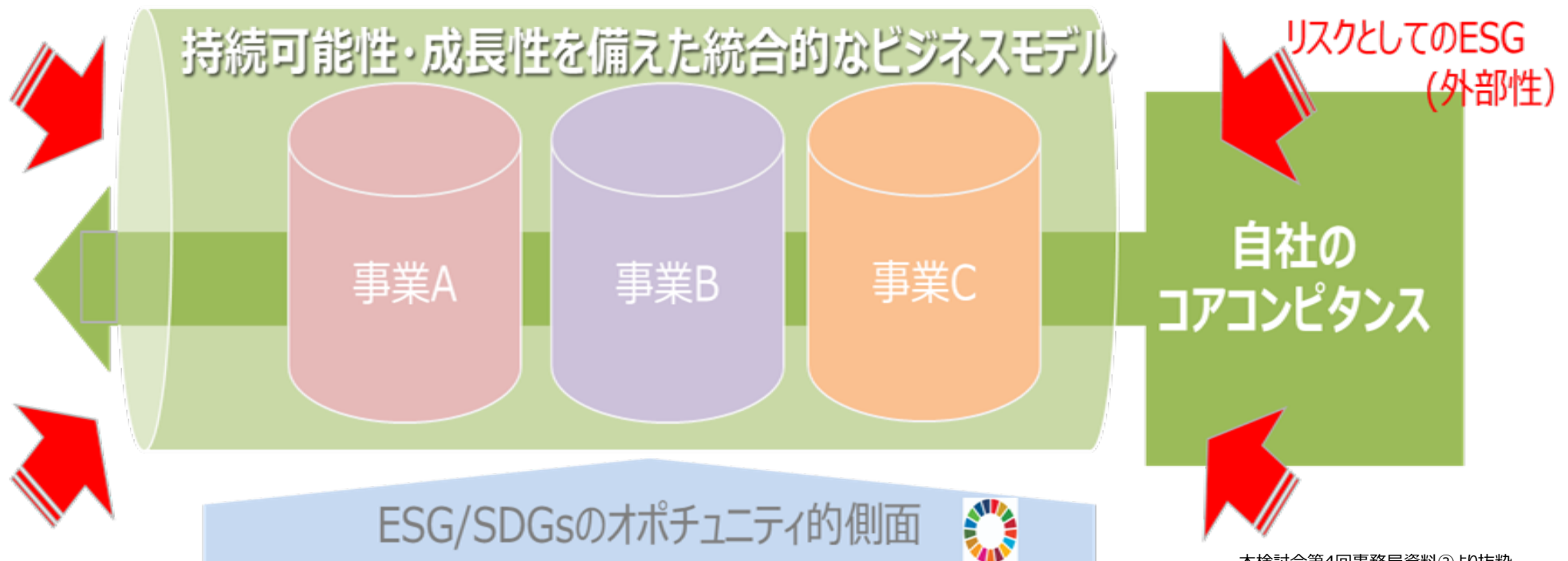
投資家の声

- コングロマリットという言葉を使うべきではなく、複数の事業を展開していてもそれにシナジーがなければ評価をしない。
- 複数の事業を展開することが企業としての一つのビジネスモデルや強みに基づいているのであれば、それがどのような新たな価値を生み出すことになるのかを発信する必要がある。

課題(1)-① 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ ～多角化経営・事業ポートフォリオマネジメント～

◆「統合的なビジネスモデル」として把握し、語ることが重要。

- 中長期的な環境変化の不確実性が高まっており、特定の事業に経営資源を集中することのリスクが高いことを理由とするだけでは、投資家から多角化経営に対して肯定的な評価を得ることには不十分。
- 自社の競争優位の源泉・参入障壁・「強み」（＝「コアコンピタンス」）は何かを前提に、複数の事業シナジーも統合的な一つのビジネスモデルとして語ることが必要。
- 複数の事業を束ねて一つのビジネスモデルとして語る場合に、中長期的な持続可能性及び成長性についても企業と投資家の間で認識を共有させる必要あり。その場合に、ESG/SDGのリスクとオポチュニティ両面から当該事業ポートフォリオの持続可能性や成長性を見ることも重要となる。



課題(1)-② 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ ～イノベーション等に向けた種植え～

企業の声

- 新規事業創出やイノベーションに繋がる出島の活動や、まだ現実的な利益は上げられていない新規事業についても取り組んでいるが、投資家からは、未実現の利益は評価できないとして、これらの取組に対する積極的な評価がされない。
- イノベーションを生み出すための多数の種植えの中には、成功する確度が高く、市場規模・収益性についても説明しやすい近接領域の新規事業もあれば、成功する確度が低く、市場規模・収益性についても説明しづらい本業から遠い新規事業の取組もあり、とりわけ環境変化の不確実性が大きい現在においては、後者の取組も必要である。

投資家の声

- 新しい取組に対して投資家が評価しないのは、投資家も、トラックレコードがなく、どのような確度でどの程度の収益性のある事業に成長するかわからないと見ているためであり、その取組自体に投資家が反対しているということの意味するものではない。
- 中長期の時間軸を前提に、企業の新規事業に対する種植えに興味深く感じた場合でも、企業が、その取組について、いつ、どのような確度で、どのような市場に成長すると見込んでいるのかを説明できなければ、投資家としては、その取組を積極的に評価することはできない。

課題(1)-② 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ ～イノベーション等に向けた種植え～

◆ 種植えの見通し、生み出す企業の仕組みやガバナンス、新規事業を「塊」として、語る。

- 種植えの仕組み等について、企業から投資家に対し、具体的に、どの時点で、どの程度の経営資源を投入して種植えを行うのか、そして将来的に、どの程度の確度で、どの時点で芽を出し、どの程度の市場に成長し、どの程度のリターンがあると想定しているのかを投資家の疑問点も踏まえながら丁寧に説明することが必要。
- 個々の新規事業創出やイノベーションに対する種植えを実現させるために、企業の仕組みやガバナンスがどのように整備されているかも評価の対象とするべき。
- 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、個々の取組それ自体は未実現の利益であって評価できないとしても、それらを束ねた新規事業群の「塊」として捉え、その「塊」を評価することも考えられる。

日本企業における価値創造マネジメントに関する行動指針（指針5）

行動指針5：資金・人材等のリソース投入プロセスを、既存事業と切り分け、スピード感のある試行錯誤を実現する【意思決定プロセス・支援体制】

効率性と実行を重視する既存事業に対し、価値創造は創造性と探求を重視する活動が必要になるため、既存事業とは別に、価値創造のためのリソース投入プロセスを設け、各案件でスピード感ある試行錯誤を行うための支援体制の整備が重要。

企業が陥りやすい「あるある課題」（指針より抜粋）

- 既存事業と同じ基準で案件評価が行われ、不確実性の高い案件は排除される。
- 価値創造プロセスに案件が集まらない。プロセス内での案件の中止はマイナス評価、再チャレンジ不可。プロセス内で案件が滞留。
- 案件推進にあたり、必要な資金と人材が集まらず活動が停滞する。

課題克服のための具体アクション（指針より抜粋）

- 既存事業とは別に、価値創造のための意思決定プロセスを整備し、経営者の既存知見に基づく判断が難しい案件でもスピード感のある意思決定ができる体制を整備する。

KDDI株式会社（指針より抜粋）

組織を3層構造にすることで、スピード感のある意思決定を行うとともに、スタートアップとの事業共創活動を持続的に展開
✓ 組織構造は0→1を作る組織（数十名規模）、1→10を作る組織（1,000名規模）、10→100を運用する組織（20,000名規模）の3層構造組織。0→1でうまくいった事業は、人もあわせて1→10に移管。（人が不足すれば公募で補充。）それぞれの組織は独立しており、KPIも異なる。

株式会社みずほフィナンシャルグループ（指針より抜粋）

CDIO管轄の下、新規ビジネス創出機能を社外に新規設立し、意思決定を加速化
✓ 2017年、CDIO管轄下にBlue Labという会社をマイナー出資で設立。社外に設立することで、アジャイル形式でトッパダウンにスピーディな決定をできる。案件毎に既存出資者がファンディングする方式。一定程度スケールさせ、事業部として受け取れるくらいの規模にすることが大事。

（資料）日本企業における価値創造マネジメントに関する行動指針（令和元年10月4日公表）

富士フイルム株式会社

前提条件

- 2001年時点のフィルム販売シェアは37%
- 強力な製造スキル、営業力
- 2000年代にフィルム売上が急減

危機に際しての対応

- 探索と深化の追求（両利き経営）

・経営者が主導し、成長機会を持つ主要技術（医薬品、化粧品、機能材料）を特定
・既存の組織能力を活かす取組を継続しつつ、新規市場向けに組織能力を伸ばす取組を実施
・失敗を罰しない起業家文化の養成

現状

- 年商230億ドル（15年間の成長率10%超）
- エレクトロニクス、医薬品、化粧品等で好調

コダック株式会社

前提条件

- 2001年時点のフィルム販売シェアは36%
- 強力な製造スキル、営業力
- 2000年代にフィルム売上が急減

危機に際しての対応

- 探索の軽視（成功の罠）

・自社の強みをブランドとマーケティングに特定
・既存事業の収益化を図るため、知的所有権の保護策（法務キャンペーン）を展開
・化学品事業とカメラ事業の売却（多角化の解消）

現状

- 年商20億ドル
- 2012年に倒産（2013年再上場）

課題(1)-③ 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ ～ESG/SDGs等の社会的価値と経済的価値との両立～

企業の声

- ESG/SDGsとの関連性が明確でない事業において、ESG/SDGsの取組をどのように進めていけば、投資家から評価され、中長期の企業価値向上につながるのか確信を持ってない。
- 環境投資に関して、投資家からは、リスクマネジメントの一環であることに対する理解が示されることはあるものの、足下の利益に結びつくものではないとして評価されないことが多い。
- 若い世代の従業員はESG/SDGsに対する取組にも積極的な姿勢を示すが、年配の従業員の中には、ESG/SDGsに対する取組は経済的利益につながらないコストと感じている者もいるなど、社内でもESG/SDGsに対する意識に差異があり、社内全体でESG/SDGsに取り組むことが難しい。

投資家の声

- 企業の収益の源泉は顧客にいかに関値を提供できるかであり、持続的に収益を得ることができる企業は、顧客、ひいては社会に貢献できる企業といえ、その意味で、社会への貢献を求めるESGは、企業が収益を得るための前提条件と捉えることができるため、企業価値評価とESG評価を分ける必要はない。
- 現状のESG投資はネガティブ・スクリーンとしての実施に留まっている。ESG投資のパフォーマンスに関する学術的な定見がなく、投資家側においても一定の共通見解を形成することができていない。
- ESGの各要素のうち、企業の中長期的な成長や稼ぐ力、収益性という観点からは、G（ガバナンス）の要素が最も重要であり、中長期的な企業価値向上を実現できるガバナンスが整備できれば、EやSの要素も必然的に取り込まれることになるのではないか。

課題(1)-③ 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ ～ESG/SDGs等の社会的価値と経済的価値との両立～

◆ ESG/SDGsにおける中長期のリスクとオポチュニティの両面を把握し、具体的なアクションに反映させる。

- 現在のESG投資は、ネガティブ・スクリーンとして、社会のサステナビリティに対応できていない企業を投資対象から外す方向で考慮している例が多いが、これだけでは、中長期的な新市場創出・獲得につながるオポチュニティを十分に捉えることができない。
- 時間軸を長期にした上で、リスク面のみならず、新市場創出・獲得による企業の成長性の成長面の両面を捉え、それを経営や具体的なアクションに落とし込みことで、社会的価値を経済的価値と同期化させ、企業価値向上に繋げていくことが重要。

"Blue Value® & Rose Value® 拡大 Mitsui Chemicals

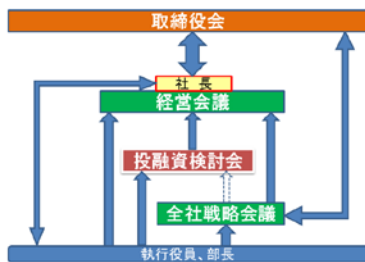
1. 投融資検討システムへの組み込み

投融資検討会でのESG要素の導入

社会課題への貢献を意識した投資の具体化

投融資計画書への記載

- ・SDGsへの該当
- ・BVRV貢献要素
- ・社会課題への貢献内容
- ・CO2増減量、暫定炭素価格
(現状は加減・減点要素とはしない)



投融資計画案件名 ○○○△△○○○	
発議部: ○○○○事業部	発議者: ○△○○△
投融資計画の要旨	
工場名: ○○○工場	プラント名: ○△
製品名: ○△	
目的・内容	
投資総額	
投資回収率(計画) (換収ベース)	
投資回収率	
IRR	資金回収年
○●%	○△年
統合分析、事業戦略、マーケティング戦略	
販売計画、収益計画、生産計画、人員計画	
ESG要素:	
・関連するSDGs目標番号(最大3つ) (、、)	
・Blue Value®/Rose Value®貢献要素	
BV: CO2() 資源() 自然共生() RV: 少子高齢化() 健康寿命() 食料問題()	
・社会課題への貢献内容	
・GHG排出への影響 CO2増減量 ○ト/年 暫定炭素価格算出 ○円	
(計画書から抜粋)	

『SDGs経営ガイド』より

- SDGsに取り組まなかった場合の「リスク」として、企業の評判が下がる、規制が強化された際に規制に抵触する、消費者が商品を購入してくれなくなる、といったものがある。
- SDGsは挑むべき事業成長の機会として捉えることができる。
- 新技術や新たなビジネスモデルが生み出す、大きな変革の波に一番初めに乗った企業が、市場の成長を牽引することになる。
- SDGsの考え方は、その企業が今まで必要とされていたかという観点ではなく、これからは必要とされますかというものである。
- ミレニアル世代は、どのような社会貢献をしているかをビジュアルに感じられない企業では、あまり働きたくないと考えているようだ。皆が働く目的、消費する目的を求めており、それを可視化できない企業は投資家のESG資金も引き寄せられず、ミレニアル世代の優秀な人材も採用できないという時代が来ているのではないか。

左図: 本検討会第3回 三井化学・平原委員ご提出資料より抜粋

右図: SDGs経営ガイドを元に経済産業省作成

問題解決の方向性 ～サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）～

対話の中身における課題

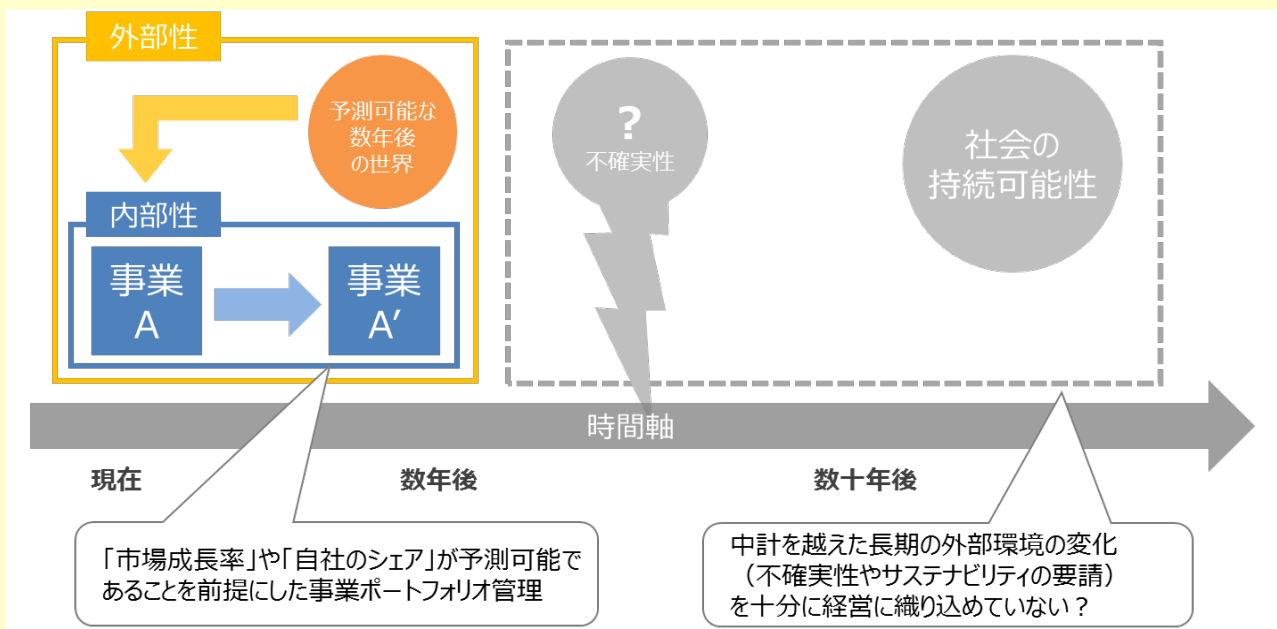
◆ 投資家の理解を得にくい、以下のテーマに関して、どのように対話をすべきか

- ① 多角化経営、事業ポートフォリオ・マネジメント
- ② 新規事業創出・イノベーションに向けた種植え
- ③ 社会的価値（ESG）と経済的価値（稼ぐ力・競争優位性）の両立

◆ 前提となる経営環境の変化

コロナ危機、第4次産業革命・DX、気候変動やグローバルサプライチェーンの寸断など「不確実性」の高まり

◆ 従来の経営・対話のイメージ



これまでの中期経営計画を中心とした時間軸においてリスク・成長機会を想定するだけでは、必ずしも長期の時間軸において企業価値を向上させることができなくなっている

<解決の方向性>

◆ 対話における長期の時間軸の必要性

✓ サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）の必要性

= 企業のサステナビリティ（稼ぐ力）と社会のサステナビリティ（社会課題、将来マーケット）の同期化

サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）とは

①「稼ぐ力」の持続化・強化

企業としての稼ぐ力（強み・競争優位性・ビジネスモデル）を中長期で持続化・強化する、事業ポートフォリオ・マネジメントやイノベーション等に対する種植え等の取組を通じて、企業のサステナビリティを高めていく

② 社会のサステナビリティを経営に取り込む

不確実性に備え、社会のサステナビリティ（将来的な社会の姿）をバックキャストして、企業としての稼ぐ力の持続性・成長性に対する中長期的な「リスク」と「オポチュニティ」双方を把握し、それを具体的な経営に反映させていく

不確実性の高まり

感染症（パンデミック）の流行
による経済危機

第四次産業革命の進展
に伴う技術革新

サプライチェーンの寸断

気候変動問題

企業の
サステナビリティ
(企業の稼ぐ力の持続性)

①「稼ぐ力」の持続化・強化

事業ポートフォリオ・マネジメント／イノベーションへの种植え等

② 社会のサステナビリティを経営に取り込む

「リスク」と「オポチュニティ」の把握

社会の
サステナビリティ
(将来的な社会の姿)

短期の
時間軸

中期の
時間軸

長期の
時間軸

企業

③対話

投資家

③ 長期の時間軸の「対話」によるレジリエンスの強化

不確実性が高まる中で企業のサステナビリティを高めていくために、将来に対してのシナリオ変更がありうることを念頭に置き、企業と投資家が、①②の観点を踏まえた対話を何度も繰り返すことにより、企業の中長期的な価値創造ストーリーを磨き上げ、企業経営のレジリエンスを高めていく

中長期の持続的な企業価値向上に対する課題(2)

対話の内容に関する課題に加え、以下の2点の課題についても整理。

- ① 対話の手法や対話そのものに対する認識に関する企業間の差異の広がり
- ② 対話を取り巻く環境に関する課題

課題(2)-① 対話の手法や対話そのものに対する認識に関する企業間の差異の広がり

企業の声

- 自らのIRや対話が一般的なものかどうか自信がないので、例えば、下記の点について、他社が実際どう実践しているのかを知る機会があれば、自社の取組について自信を持ったり、あるいは具体的な改善点や改善策を検討したりすることにつながる。
 - ✓ 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

投資家の声

- 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良いかわからない企業も多いのではないか。
- 経営のトップが対話に関与しておらず、対話内容が経営層に響いていない企業も多い。
- 価値協創ガイダンスを参照して作成された統合報告書について、企業の具体的な価値創造ストーリーがまだ十分に説明し切れていないと感じるものも多い。

検討会での共通理解

- 投資家との対話に関して企業の取組が三層化している
 - ① 最先端の取組を行い、投資家との対話を通じた中長期的な企業価値協創に資する質の高い対話（実質的な対話）を行っている企業
 - ② 対話への意識は向上しているものの、有効な対話の手法を模索している取組途上にある企業
 - ③ 対話に消極的な企業

- ◆ 対話そのものの意義を再検討し、「実質的な対話の要素」を整理することが必要。
- ◆ 対話のプラクティスを共有する「場」を設置すべき。

課題(2)-② 対話を取り巻く環境に関する課題

◆ 中長期的な企業価値向上に関心のあるアクティブ投資家の不足

- ・ インベストメント・チェーンの中心に位置付けられる中長期的な企業価値向上に関心のあるアクティブ投資家が不足。
- ・ 政策保有株式も健全な市場という観点からは問題で、中長期的な企業価値向上に関心のあるアクティブ投資家の存在感が一層低下。
- ・ アセット・オーナーによる中長期的な企業価値向上に関心を持ち、その観点から投資家を評価し、報酬に反映させていくべき。

◆ セルサイド・アナリストの役割・機能強化

- ・ MiFID II によるリサーチ費用の見える化とそれに伴う費用削減の動き、株式売買手数料そのものの引下げ競争により、売買の対価としての手数料を得るというビジネスモデル自体が著しく毀損。
- ・ 第4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。
- ・ 市場にとって有用な方向でアナリストの行動変容を促すには、市場全体の問題として検討することが必要。

◆ ESG評価機関相互の評価の関連性の向上や各評価機関による評価の透明性の向上

- ・ 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。

＜本検討会を通じて出された評価機関に対する声＞

- 各評価機関から種々の質問状が来ており、それに全て回答するのは負担が大い。
- どうすればスコアが上がるかは評価機関に個別に相談するが、その際に、そうしたコンサルティングサービスを有料で展開している評価機関もある。そうした評価機関が一律に評価を行っていることに不公平感があるが、企業としてはスコアを落とすたくないため、そうしたサービスに申し込まざるを得ない。
- 評価機関による評価結果に相関性が見られない。評価基準について、一律の基準は不要であるとしても、他の評価機関との一律の評価の横ぐしは必要であり、それを実現するための評価機関の認証制度等が必要ではないか。

問題解決の方向性 ～「実質的な対話の要素」の整理・プラクティス共有の「場」の設置 ～

対話の手法に関する課題

◆ 日本企業が対話に関して三層化しており、大部分の企業が有効な対話の手法を模索中

- ① 質の高い対話の実現に資する対話の手法等が共有されていない
- ② 企業の状況に応じて、段階ごとに対話において中心的に取り組むべき事項を整理すべきではないか

<解決の方向性>

◆ 「実質的な対話の要素」の整理

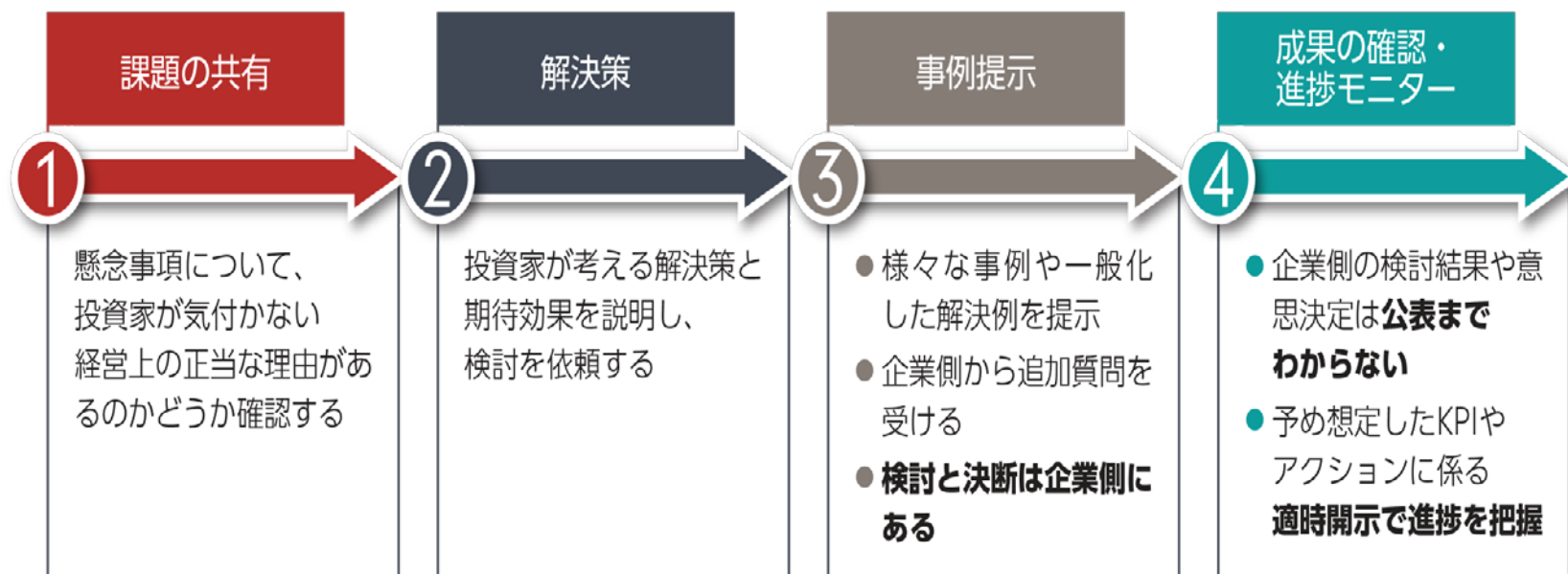
- ✓ **対話の原則、対話の内容、対話の手法、対話後のアクション**という4つの観点から整理
- ✓ 企業の置かれている状況に応じて、実質的な対話の各要素のうち自社が実践できる者から投資家との対話に弾力的に取り入れていくことが重要

◆ 対話のプラクティスを共有する「場」の設置

- ✓ 企業と投資家の対話を巡るこれまでの議論の内容が必ずしも行き届いていなかった可能性のある地方企業や、時価総額が相対的に小さい企業等も巻き込んでいくことが重要
- ✓ パッシブ投資家との対話の在り方につき、協働エンゲージメントの在り方を含めて、企業とパッシブ投資家との間、あるいは、パッシブ投資家同士でプラクティスを議論・共有することも有益

対話の原則（実質的な対話の要素①）

- 「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、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。

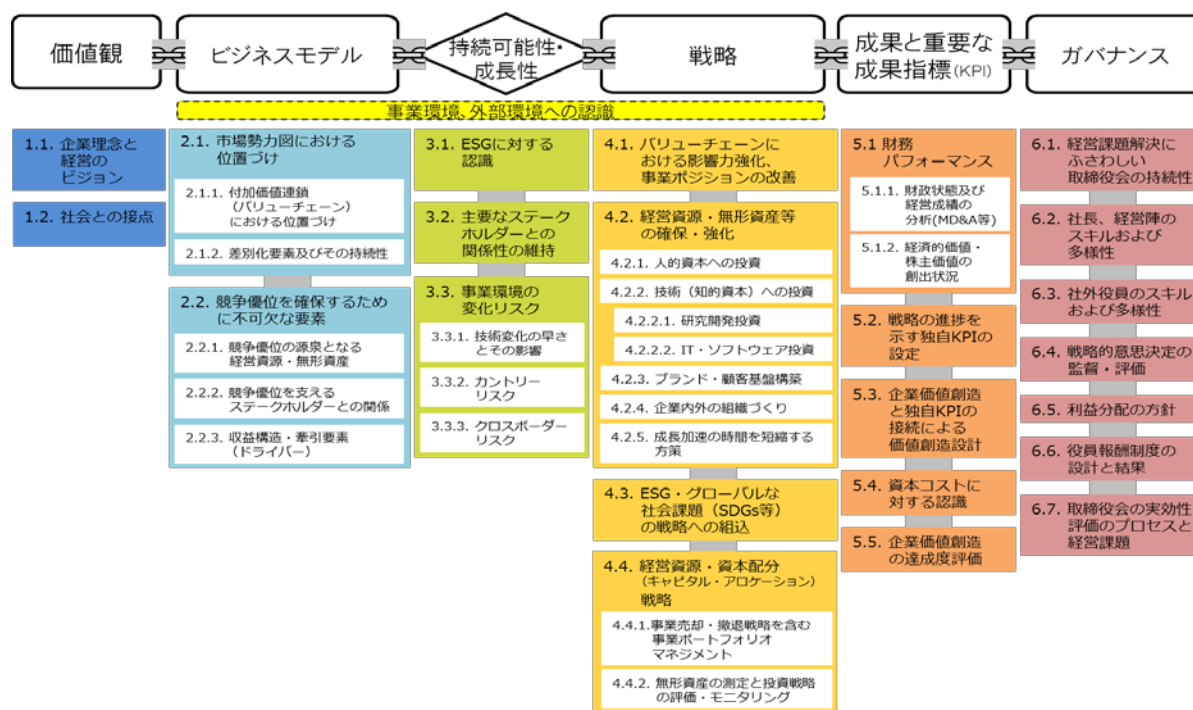


本検討会第4回フィデリティ投信株式会社・三瓶委員プレゼン資料より抜粋

対話の内容（実質的な対話の要素②）

- 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」を基に、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。

- 企業側が企業理念や経営のビジョン等の価値観を明らかにし、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むけた「パーパス」（創業の理念に適合した、将来に向けた企業のあるべき存在意義）が共有されていること。
- 中長期で競争優位を維持し、顧客や社会に価値を提供できる強靱なビジネスモデルが対話の中で明示的に語られていること。
- 他社との差別化を図り、競争優位を確保する上で鍵となる経営資源・無形資産やそれを支えるステークホルダーとの関係性等、競争優位を確保するために不可欠な要素とそれをより強化していく戦略に関する認識が示されていること。



対話の内容（実質的な対話の要素②）

- 対話のアジェンダの選定が「マテリアリティ」に基づいていること。
- マテリアリティとは、自社の競争優位性、強み、稼ぐ力を持続化、強化していく上での重要な課題であり、個々の企業の置かれた状況に応じて特定すべきものである。
- ESG/SDGs等の社会のサステナビリティに関する事項をマテリアリティと特定するだけでは、それが個々の企業の競争優位性、強みや稼ぐ力の持続化、強化にどのように関係・影響があるのかを十分に認識することができない。ESG/SDGs等の社会のサステナビリティに関する事項を、中長期的な企業の競争優位性、強みや稼ぐ力の持続化、強化に対する具体的なリスク・オポチュニティと捉え直し、具体的なマテリアリティとして特定していくことが必要である。
- 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が必要であり、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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 新型コロナウイルスの感染拡大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。

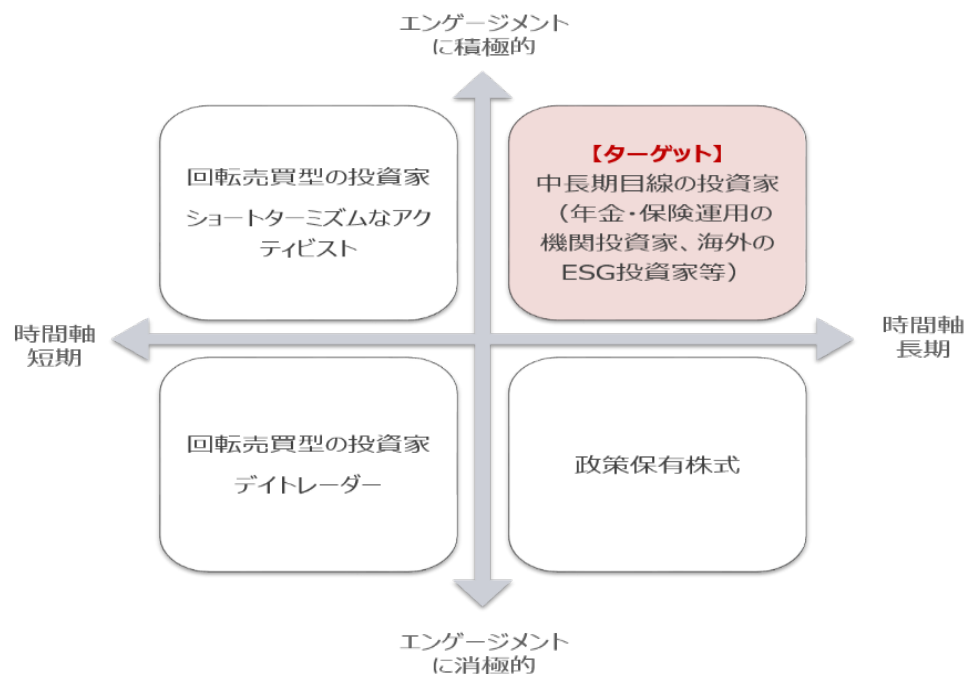
対話の手法（実質的な対話の要素③）

- 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」）。

＜投資家ターゲティングの例＞

- ・ 自社の株主構成を詳細に把握し、重点的に対話すべき投資家のタイプを特定。
- ・ 自社のビジネスモデルや戦略に照らし合わせて、事業運営に必要な投資家のタイプを設定し、「インベスター・マーケティング」を行うという姿勢で、適切なチャネルを通じてアプローチすることは、効率的・効果的な対話を行う助けとなる。

アクティブ投資家のセグメンテーションとターゲティング



本検討会第2回コニカミルタ株式会社・市村委員プレゼン資料を参考に経済産業省作成

対話の手法（実質的な対話の要素③）

- 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。

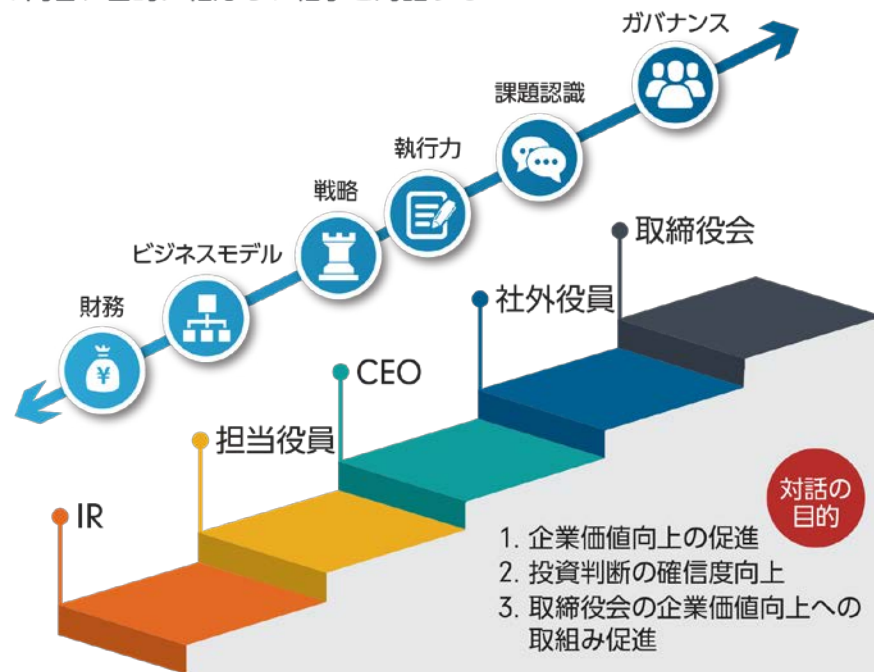
＜相手の属性や目的に応じた対話者や対話の手段等の設定の例＞

- 単に面談の回数を増やし、また、対応者のレベルを上げるだけではない、実質的な対話に効率的につなげるために、
自社に必要な対話の種類を整理し、効果的な手法と必要なリソースを確認。
- 対話の内容・目的により、**ふさわしい対応者と対話することが重要。**

目的	対象	方法	内容	対応者	頻度
長期安定株主の獲得/ 中長期を見据えた戦略 的な対話	国内機関投資家 ーバイサイド ーセルサイド	個別面談	経営戦略、資本政策、 還元方針、ESG	経営トップ/ IR担当	年〇〇回
		スモールミーティング			年××回
		カンファレンス			...
		ESGミーティング		ESG担当	
	海外機関投資家	海外ロードショー	業績、経営戦略、ESG	経営トップ	
		ESGミーティング	ESG	ESG担当	
足元の業績・取組の発 信	個人・機関投資家	個別取材	業績	IR担当	
		決算説明会	決算説明、経営戦略	経営トップ	
		株主総会	...	...	
		webサイト			
ファンの獲得・投資家の 裾野拡大	個人・機関投資家	各種説明会			
		統合報告書			
		webサイト			
		工場見学会			
...					

対話の相手

対話の内容、目的に相応しい相手と対話する

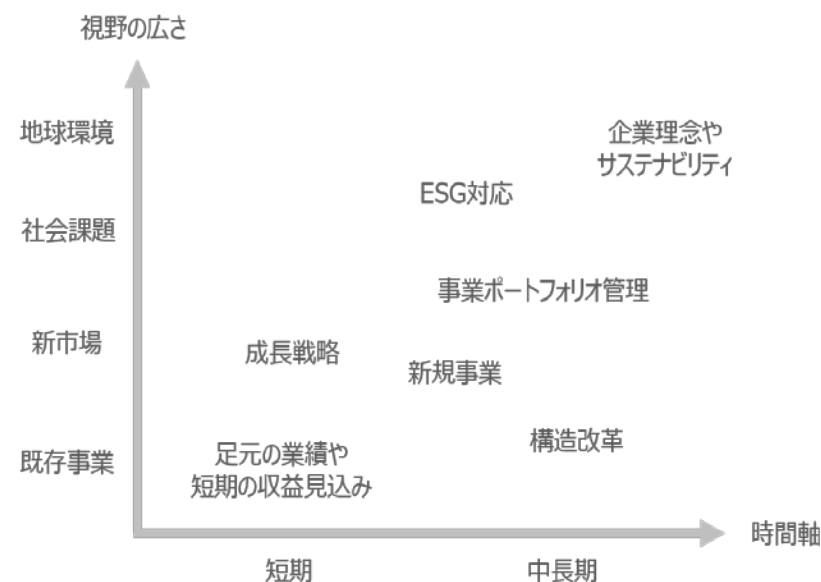


対話の手法（実質的な対話の要素③）

- 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。
- 新型コロナウイルスの感染拡大を受け、ウェブ会議等のリモートによる会議・対話が普及し、海外の機関投資家ともリモートによる対話が容易になったことを踏まえ、相手の属性や目的、具体的なアジェンダ、状況等に応じて、直接の面談やウェブ会議等のリモートによる対話等を適切に使い分けていること。

＜対話のアジェンダの設定の在り方の例＞

- 資本市場には多種多様な投資家が存在することを前提に、対話する相手が求めるものは何なのか、対話を通じて自社はその相手から何を求められるのかといった、一つ一つの対話における具体的なテーマ・目的を設定する必要がある。そのため、相手の目的等に応じて、足下の業績、株主還元、中長期的な戦略・ビジネスモデル、ESGやサステナビリティなど、時間軸や空間軸といった視点で対話の整理を行うことが考えられる。
- 当該テーマを自社の価値創造ストーリーの中にどのように位置づけ、どのような切り口で説明することが有効か、対話の共通言語として作成された「価値協創ガイダンス」も参考にしながら説明を行う。
- ESG要素について、多数のESGインデックスが存在するため、主要な指数（たとえばGPIFが採用するESG指数）に絞って、メリハリをつけて対応する。



本検討会第3回株式会社セブン&アイ・ホールディングス・釣流委員プレゼン資料を参考に
経済産業省作成

対話後のアクション（実質的な対話の要素④）

- 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、対話を通して得た気付きや発見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。
 - 投資家から見て、企業が対話を通して得た気付きや発見を、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ていないと感じる場合には、その後の対話において、投資家の求めに応じて、企業が投資家に説明し、投資家の理解を求めていくことが必要である。
- 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。
- 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」を短期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。

＜対話の内容の企業内部へのフィードバックの例＞

対話の成果が社長や取締役会に報告される仕組み作りはもとより、外部の投資家から自社がどのように評価されているか、経営トップは自社の方向性をどのように社外に説明しているかを、ミドルマネジメント層や若手社員にまで伝え、全社的な変革の機運を生み出す姿勢が必要であるという意識から、対話内容の社内へのフィードバックのために、企業が以下のような取組を実施

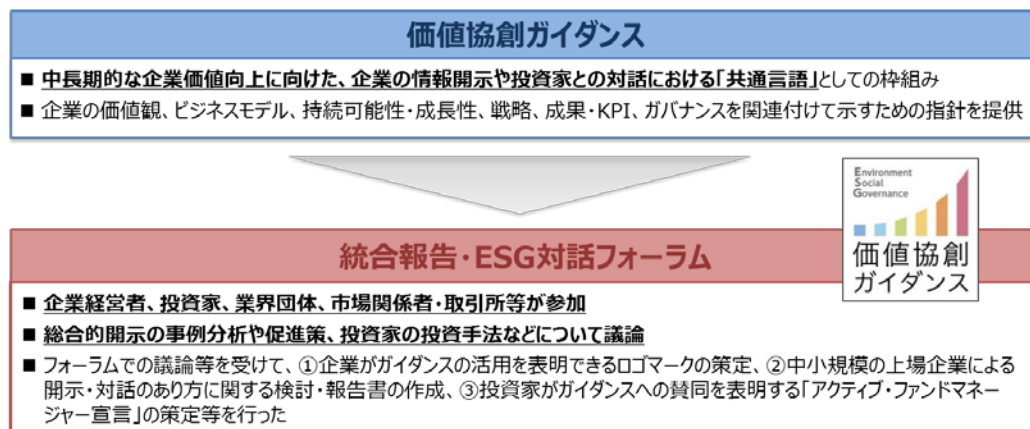
- ・ 取締役会での対話内容のフィードバック
- ・ 社内向けの社長メッセージを発信
- ・ 決算説明資料や経営レポートなどのIR資料を全社員に配布
- ・ 株主総会、決算説明会、IRミーティング、取材への社員の同席
- ・ 投資家の声やニーズを直接体感できる上記のような機会を、幹部候補社員の育成の場として活用
- ・ IR担当と経営企画担当の兼務による、IRと経営の緊密な連携

プラクティスを共有する「場」の設置

◆ 建設的かつ実質的な対話の在り方につき、継続的に情報を共有し、議論を重ねていく「場」の設置

- 地方企業や時価総額が相対的に小さい企業、あるいはパッシブ投資家を巻き込むことの重要性

＜経済産業省によるこれまでの「場」の設置に関する取組の一例＞



＜統合報告・ESG対話フォーラムのメッセージ＞

開示と対話の促進のために必要な **4** つの視点

① 「目的を持った対話」を理解する

- ✓ 企業と投資家がともに、開示・対話を単なるコストではなく、企業価値向上に向けた投資として捉え、「目的」を明確にして取り組むこと

② 共通言語を活用する

- ✓ 企業や投資家の多様性・独自性を尊重しつつも、「価値協創ガイダンス」等の共通言語を使うことで、より効果的・効率的な情報開示や対話を行うこと

③ 社内でも対話する

- ✓ 「価値協創ガイダンス」を活用した開示や対話を契機として、経営者のみならず社外取締役や実務担当者も含む社内の対話を深め、自社の価値創造プロセスを理解すること

④ 投資家が企業評価手法を示す

- ✓ ESG等の非財務情報や対話をどう投資判断に反映するか見えないことで企業が開示・対話に消極的にならないよう、「価値協創ガイダンス」等を使って投資家が自らの評価手法を示すこと

今後の課題

◆ サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）の深掘り

- 具体的な指標・KPIを踏まえ、サステナビリティ・トランスフォーメーションの下での具体的な経営の在り方やそれを踏まえた対話の在り方についても検討していくことが必要

◆ 価値協創ガイダンスを含む具体的な対話の在り方の深掘り

- 企業の状況等に応じた具体的な対話の在り方・手法の整理・検討。
- 上記サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）を踏まえた具体的な対話の在り方の整理。

◆ 実質的な要素の一つである「実行的なインベスター・マーケティング」の具体的な在り方の検討

◆ 投資家が重視する「社外取締役の対話への関与」の在り方の検討

◆ インベストメント・チェーンの中心となる中長期的な企業価値向上に関心のある投資家によるアクティブ・エンゲージメントの普及・浸透

- 「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」に対する賛同者の増加に向けた取組。

◆ アセット・オーナーによる運用機関に対する中長期的視点での評価・報酬体系の整備

◆ 中長期の企業価値を分析できるアナリストの育成

- ① 個々のアナリストの育成・強化
- ② 証券会社のリサーチ部門が総体として提供すべき情報の高度化

◆ ESG評価機関による評価の透明性・信頼性の確保・向上

◆ TOPIXを含むインデックスの在り方の検討

- 市場構造区分と切り離れた上で、選定数に上限を設けて、定期的に構成銘柄の入替えを行うなど、企業の中長期的な成長へのインセンティブが働くインデックスへの変更を検討。