

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

～サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）の

実現に向けて～

2020年8月28日 経済産業省

目次

はじめに	4
要旨	7
第一章 伊藤レポート公表後の現状認識	15
1. 日本企業の現状認識	15
1.1. 資本効率に対する意識変化	15
1.2. 対話に対する意識変化	21
2. 資本市場の現状認識	25
3. 企業経営を取り巻く環境に関する現状認識	36
第二章 中長期の持続的な企業価値向上に対する問題の所在	40
1. 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ	40
1.1 多角的経営・事業ポートフォリオ・マネジメント	40
1.2. 新規事業創出やイノベーションに対する「種植え」	42
1.3. 社会的価値と経済的価値の両立・アラインメントの確保	44
2. 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	46
3. 対話を取り巻く環境に関する問題	47
第三章 問題解決の方向性	51
1. 対話における長期の時間軸の共有（サステナビリティ・トランスフォーメーション） ...	51
2. 実質的な対話の在り方とその普及	57
2.1. 対話の意義の再検討	57
2.2. 実質的な対話の要素	61
2.2.1. 「対話の原則」	62
2.2.2. 「対話の内容」	63
2.2.3. 「対話の手法」	65
2.2.4. 「対話後のアクション」	69
2.3. 対話のプラクティスを共有する「場」の設置	70
3. 対話の実質化、中長期での企業価値向上に向けた個別の環境整備	72

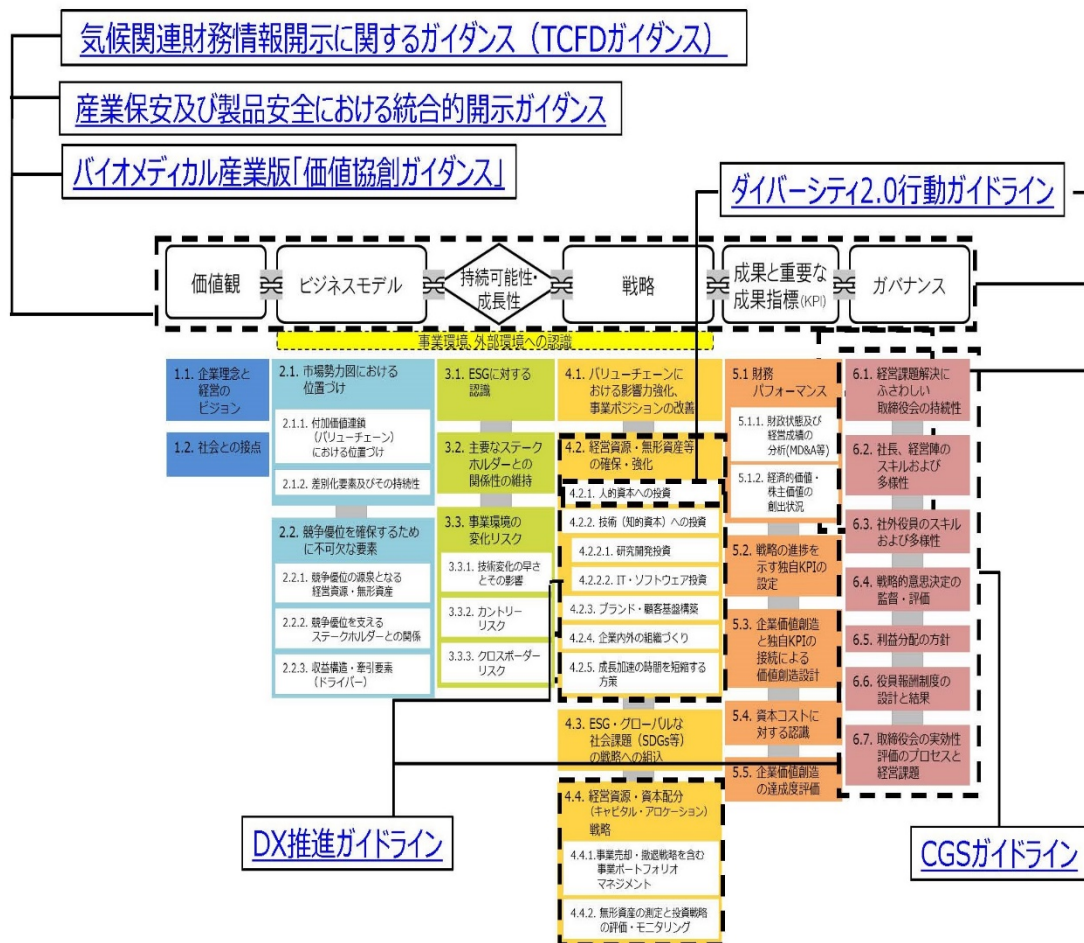
3.1.	実効的なインベスター・マーケティングの在り方	72
3.2.	社外取締役による投資家との対話	72
3.3.	アクティブ・エンゲージメントの普及・浸透	72
3.4.	アセット・オーナーによる運用機関に対する中長期視点での評価、報酬体系の整備 ...	73
3.5.	中長期の企業価値を分析できるアナリストの育成	73
3.6.	ESG 評価機関による評価の透明性・信頼性の確保・向上	75
3.7.	TOPIX を含むインデックスの在り方	75
	委員名簿	77

はじめに

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 年以上が経過している。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、持続的に企業価値を生み出し続けることの必要性が論じられた。具体的には、日本企業の現状として、世界有数のイノベーション創出力を持ちながら、持続的低収益にとどまっており、その低収益性が資本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、更に低収益性が持続するという悪循環に陥っている。この現状を打破するためには、中長期の目線を持つ企業と投資家との「対話」による企業価値の「協創」を通じて、企業が内部留保を長期的なイノベーションに向けて積極的に投資することが必要であるとされている。これを実行するために、資本効率を意識した企業価値経営への転換という観点から、中長期的に資本コストを上回る ROE の達成を経営の中核目標に据え、中長期的な企業価値創造を向上するために、内部留保の戦略的配分や企業による成長投資の在り方について投資家との質の高い建設的な対話を進めることの必要性が提言された。

2017 年には、「伊藤レポート 2.0」が公表され、企業が稼ぐ力を確保・向上し、中長期的な企業価値向上を実現するために、内部留保として企業内に蓄積した資金を、競争優位やイノベーションの源泉となる、人材や知的財産、ブランド等の「無形資産」に投資する重要性や、投資家からの長期投資として、パッシブ投資に加えて、非財務情報を重視する ESG 投資を積極的に推し進めていくことが指摘された。「伊藤レポート 2.0」では、こうした企業の「無形資産投資」や ESG への取組がどのように中長期的な企業価値の創造につながるのかをストーリーとして語ることの必要性が強調された。さらに、そうした「価値創造ストーリー」を投資家との対話や統合報告書において説明し、企業と投資家との対話を深めるための共通言語の必要性が提言された。

こうした提言を踏まえて、「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、「価値観」、「ビジネスモデル」、「持続可能性・成長性」、「戦略」、「指標・KPI」、「ガバナンス」という一連の価値創造の流れを整理した「価値協創ガイダンス」を併せて策定した。その後も、「価値協創ガイダンス」を踏まえ、環境やバイオメディカル産業等の重要分野において、どのように情報を開示し、企業と投資家が対話していくかについて、「気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFD ガイダンス)」や「バイオメディカル産業版『価値協創ガイダンス』」等を策定（デジタル分野については、「Society5.0 時代のデジタル・ガバナンス検討会」にて内容検討中。現在は、中間とりまとめを公表）し、また、「価値協創ガイダンス」の項目のうちの特定の項目に焦点を当てたガイドラインとして、IT 投資とガバナンスに焦点を当てた「DX 推進ガイドライン」、ガバナンスに焦点を当てた「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針 (CGS ガイドライン)」等を策定するなどして、企業と投資家の価値協創に向けた対話の取組を後押ししてきた。



こうした取組を進める中で、経済産業省では、2019年11月に「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」（以下「本検討会」という。）を設置し、「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した。

特に、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、また課題があるのか、一方で、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、また課題があるかについて、具体的な事例を交えながら対話形式で課題を浮き彫りにしていった。さらには、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った。

本報告書は、本検討会におけるこのような企業側と投資家側との具体的な議論等を取りまとめ、対話の一層の実質化を図るための問題解決の方向性を示すものである。

本報告書の構成は以下の通りである。

まず、第一章では、「伊藤レポート公表後の現状認識」として、「伊藤レポート」公表後の企業経営や資本市場、企業経営を取り巻く環境に関する現状・変化について整理した。資本効率を意識した企業経営や対話に対する取組の成果や認識の変化、資本市場におけるパッシブ運用や ESG 投資の拡大を中心とした近年の動向を概観するとともに、企業経営を取り巻く環境として、不確実性の高まりと社会のサステナビリティに対する要請が強まっていることを示している。

第二章では、「中長期の持続的な企業価値向上に対する問題の所在」として、本検討会で特に議論がなされた課題である、対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップと、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などについて提示している。対話の内容に関して企業と投資家の間でギャップが存在していると考えられる具体的なテーマとして、事業ポートフォリオ・マネジメントや新規事業創出、ESG/SDGs への取組を挙げており、それらのテーマに対する企業と投資家の目線の違いや認識のギャップ、そして、そこに共通する課題を示している。

第三章では、「問題解決の方向性」として、第二章で示した企業と投資家の認識のギャップを解消するために、企業と投資家の間で、対話における長期の時間軸を共有することの必要性を提示している。特に近年、新型コロナウイルス感染症の拡大や気候変動の影響、グローバルサプライチェーンにおける企業経営を取り巻く環境の不確実性が一段と増す中では、「企業のサステナビリティ」と「社会のサステナビリティ」を同期化させた上で、企業と投資家の対話において双方が前提としている時間軸を長期に引き延ばすことの重要性（こうした経営の在り方や対話の在り方を「サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX)」と呼ぶ。）を提示している。

また、実質的な対話の在り方として、近年の対話を巡る変化を踏まえて対話の意義を再検討した上で、実質的な対話の要素を「対話の原則」、「対話の内容」、「対話の手法」、「対話後のアクション」の観点から整理するとともに、対話のプラクティスを共有する「場」の設置の必要性を述べている。加えて、対話の実質化と中長期での企業価値向上に向けた個別の環境整備が必要な要素について、本検討会で議論があった点についても整理している。

要旨

「伊藤レポート」で提言された資本効率を意識した経営については、企業側の資本効率に対する意識は向上しており、ROE や ROA もこの 5 年間で上昇傾向にある。「伊藤レポート」では国際的に見て低いと指摘された売上高利益率（ROS）が改善する形で ROE の向上に寄与しているが、ROE や ROA 全体の数字はいまだ欧米企業と比較すると差がある。また、ROE 向上の持続可能性については資本市場からは PBR の低水準という形で厳しい目を向けられている。

投資家は企業の稼ぐ力とその持続可能性を評価している。ROE の改善についても、自社株買いなど資本政策上のものもあり、企業利益や配当額等の伸びと比して、企業の研究開発費、人的能力開発費、IT 投資の伸びは弱く、中長期的な企業価値向上を実現するために必要な「無形資産への投資」に向けた経営資源の戦略的配分は、相対的に低水準にとどまっている。そのため、持続可能な形で企業の本質的な競争力（稼ぐ力、競争優位性）の向上による中長期的な企業価値向上に対する投資家の期待はいまだに低く、それが PBR の低さにも表れている。

また、対話に関しても、一部の企業では中長期的な企業価値創造に資する質の高い対話を実践できているものの、他方で、対話の回数は重ねているが、中長期的な企業価値創造には必ずしも繋がっていない企業や、そもそも投資家との対話をどのような形で進めていけばいいのかわからない企業もまだ多いといった指摘もあり、「伊藤レポート」で提言された、企業と投資家の対話を通じた企業価値の協創は道半ばであるとの認識が共有された。

資本市場に目を転じると、大きなトレンドの変化として、パッシブ運用の拡大と ESG 投資の拡大が見られる。投資家（アセット・マネージャー）について見ると、コスト極小化の観点から、市場全体のインデックスに連動した投資を行うパッシブ運用の拡大が継続している。GPIF は国内株式運用の約 90% でパッシブ運用を行っており、その総額も約 35 兆円に上っている。反対に、中長期的な企業価値向上に関心のある投資家が個別銘柄を分析し投資判断を行うアクティブ運用は、企業と投資家との対話においても中心的な役割を担っているが、情報のコモディティ化や高頻度取引（HFT）の発達もあり、コスト面で厳しい状況に置かれている。インベストメント・チェーンの全体最適という観点からは、その中心的な役割を担う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絶対数が不足しており、そのような投資家との対話の機会が減少することに伴い、企業の対話への意識が薄れることに対する懸念も広がっているとの指摘もあった。

ESG 投資に関しては、2019 年 3 月末時点で、国際的には、2300 超の機関が PRI 原則に署名し、その運用規模も 80 兆ドルを超えており、GPIF も、採用する 5 つの ESG 指数を基に、合計 3.5 兆円（GPIF 株式運用資産の約 4%）の投資を行っているなど、ESG 投資も引き続き拡大傾向にあるとの認識が示された。もっとも、現時点では、通常の投資と比較した場合の

ESG 投資のパフォーマンスに関して、ポジティブなのかネガティブなのかについての学術的な定見はいまだなく、また、日本市場においても、運用資産全体に対する ESG 投資の割合が 2018 年時点で 18.3%とまだ少ないのが現状である。社会課題の解決を通して社会のサステナビリティに貢献する ESG 投資は拡大傾向にあるが、依然として多くの投資家が、必ずしもパフォーマンスが明らかでない ESG 投資について、現時点においては、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にあるのではないかとの指摘も複数あった。

セルサイド・アナリストは、EU で 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などにより、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されてきており、付加価値の高いリサーチを行うことが一層難しくなっている。また、ESG 投資の拡大や、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により、従来のセクターアナリストでは、ESG 要素や業種横断的なビジネスモデルを展開する企業について、適切な分析が難しくなっているのではないかという指摘もあった。

ESG 投資の拡大に伴い、企業情報を提供する評価機関の存在感も増している。多くの評価機関が存在しており、各評価機関がそれぞれカバーしている企業数も多い。各評価機関により、データの収集方法や評価方法、指数の発行の有無等の面で様々な特徴があり、各評価機関が、他の評価機関との差別化を図りつつ、より適切な評価を行うための取組を進めている。他方で、現時点では、各評価機関による ESG スコア間の関連性は高くないことや、企業からは、評価機関の評価に、より透明性・納得感を求める意見も出されるなど、多様な評価機関へ対応していくことについて、企業側の負担とコストがかかるとの認識が共有された。

「伊藤レポート」公表後の企業を取り巻く環境変化の一つとして、不確実性の高まりが挙げられる。第 4 次産業革命やデジタル・トランスフォーメーション (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しており、企業はこれらの破壊的イノベーションに対応していくことが求められている。また、気候変動や局地的な激甚災害等が世界的な経済リスクの要因となっており、実際に、新型コロナウイルスの感染爆発（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に不透明感が広まり、リーンのグローバルサプライチェーンに対しての脆弱性が露呈している。このような中、企業が自社のサステナビリティを高め、中長期的な企業価値創造を実現していくためには、これらの不確実性の高まりを踏まえた取組を進めていく必要がある。

また、もう一つの企業を取り巻く環境変化として、企業のサステナビリティ（持続可能性）やレジリエンス（強靱性）への要請が高まり、それに伴い、企業側にも社会のサステナビリティへの貢献が求められている。資本市場において、ESG 投資やサステナブル投資が拡大している上、新型コロナウイルス感染症の拡大により、ESG 投資が更に拡大の潮流にあること

や、S（社会）の要素の重要性が高まっているとの認識も共有された。社会全体に目を向けても、ミレニアル世代やZ世代の台頭により、消費者・従業員等の各種ステークホルダーの意識や行動が変容しており、特に消費者の意識・行動変容に合わせてマーケットも変化しているとの指摘がある。

本検討会では、対話を進める中で、企業側から見て、特に投資家の理解を得られにくい対話のテーマがあることが明らかとなった。具体的には、①多角化経営やそれに伴う複数事業のポートフォリオ・マネジメントの在り方、②新規事業創出やイノベーションに対する「種植え」に関する取組、③ESG/SDGsなどの社会的価値と企業の稼ぐ力・競争優位性に基づく経済的価値の両立に向けた取組である。

①については、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する肯定的な評価を得るには不十分であり、複数事業の展開により、中長期という時間軸での企業の稼ぐ力や競争優位性が向上・強化され、中長期的な企業価値向上につながるという一つのビジネスモデルであることを、企業が投資家に対し、具体的・積極的に説明していくことが必要であるとの認識が共有された。

②については、企業と投資家が、種植えの仕組み等について、これまで以上に踏み込んだ対話を行うことの必要性が認識された。すなわち、企業側の取組についてトラックレコードがないので評価できないという投資家側の声に対して、企業から、投資家に対して具体的に、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、その種植えが、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に加え、個々の新規事業創出やイノベーションに対する種植えに関して説明するだけでなく、新規事業を生み出すための仕組みや企業そのもののガバナンスがどのように整備されているか、あるいは、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」として捉えることの必要性も指摘された。

③については、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。しかし、ネガティブ・スクリーンだけでは、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ため、リスクの側面のみならず新市場創出・獲得による企業の成長性の側面との両面を捉えることで社会的価値を経済的価値と同期化させ、企業価値向上につなげていくことができるとの認識が共有された。

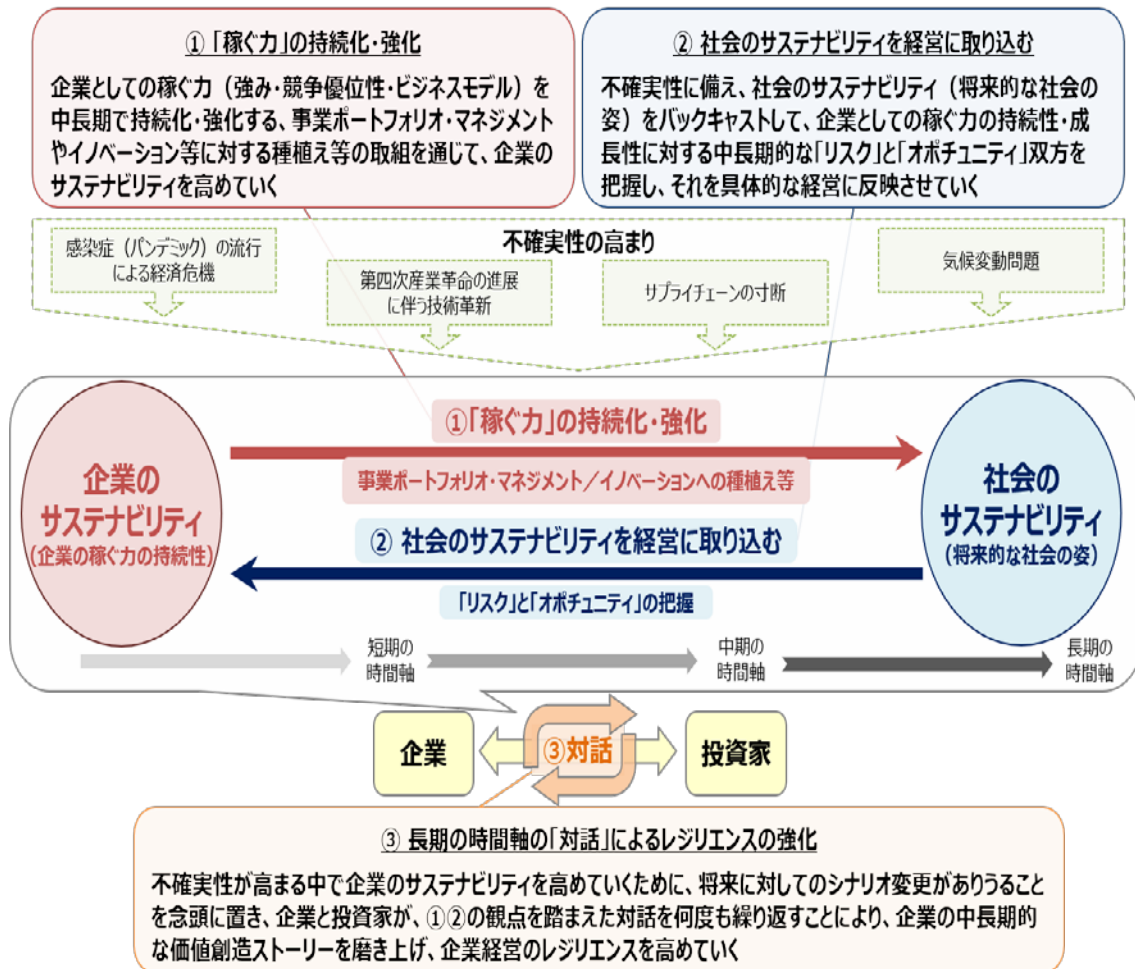
上記3つのテーマは、いずれも、不確実性の高まりや社会のサステナビリティの要請の高まりを踏まえた、中長期的に企業価値を向上させていくための企業の取組であり、このような取組につき、企業と投資家の認識のギャップを解消し、中長期的な企業価値向上に向けた質の高い対話を実現するためには、企業と投資家が、中期経営計画の想定する時間軸を超え

て、意識的に5年、10年という長期の時間軸に引き延ばした上で、「企業のサステナビリティ」（企業の稼ぐ力の持続性）と「社会のサステナビリティ」（将来的な社会の姿や持続可能性）を同期化させる対話やエンゲージメントを行っていく必要がある。具体的には、

- ① 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こと、
- ② 不確実性に備え、社会のサステナビリティ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こと、
- ③ 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やエンゲージメント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こと

が必要である。こうした経営の在り方、対話の在り方を、「サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）」と呼ぶこととした。

サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）とは



サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）は、企業と投資家の対話を通じて実現していくものであり、まさに、「伊藤レポート」における「企業の稼ぐ力」をどう向上させていくかという観点に基づく資本生産性の議論をベースに、その後「伊藤レポート 2.0」や「価値協創ガイダンス」で無形資産への投資の重要性、ESG 投資や持続可能性も踏まえて具体化された、企業の稼ぐ力（強み・競争優位性）を中長期でどう確保・向上させていくかという「中長期の価値創造ストーリー」を、不確実性の高まりを踏まえて、経営の在り方・対話の在り方として、より具体化するものであり、企業と投資家の対話を通じた中長期の「企業価値協創」の中核に位置づけられるべきものである。

もっとも、本報告書は、あくまで課題を整理し、その解決の方向性を示すという中間取りまとめであり、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経営の在り方、あるいは、具体的な対話の在り方、またそれを示す指標や KPI については、引き続き検討していくことが必要である。

また、本検討会では、投資家との対話に関して、①投資家との間で価値協創につながる有意義で質の高い対話を先進的に行っている一部の企業と、②そもそも投資家との対話に消極的な企業、そして、③その間に、投資家との対話への意欲はあるが、有効な手法を模索し、その取組の途上にある企業群の三層化が生じているとの認識が共有された。一部の企業を除き、企業側でそもそも中長期での企業価値創造に資する対話が具体的にどのようなものであるのかについて、一定の共通理解が得られておらず、中長期での企業価値創造に資する対話の実現に向けて、具体的にどのように取り組んでいけばよいかも分からないといった意見が述べられている。この観点からは、そのような企業に向けて、具体的にどのように対話を行うことで、中長期での企業価値創造に資する対話、すなわち実質的な対話の実現できるのかを示すことが必要である。

本検討会では、近年の対話を巡る環境変化を踏まえて改めて対話の意義を整理した上で、長期の時間軸の共有の重要性や対話の意義も踏まえ、「実質的な対話の要素」として、「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つの観点から整理した。

もっとも、本検討会では、投資家との対話に取り組み始めたばかりの企業が、実質的な対話の要素の全てを備えた対話をすぐに実践することは困難であるとの指摘もあった。実質的な対話の要素は、最終的に目指すべき対話の姿を示すものであるが、実質的な対話の要素の全てを備えた対話を行うことが難しい場合には、企業の置かれた状況に応じて、実質的な対話の各要素のうち自社が実践できるもの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である。その上で、対話を重ねるにつれて、徐々に実践できる要素を増やし、最終的には全ての要素を踏まえた「実質的な対話」を実践できるようになることを期待したい。このような観点から、今後、2017年に策定した「価値協創ガイドランス」も踏まえつつ、具体的な対話のあり方について、更に検討を深めていくことも必要である。

更に、企業・投資家が対話の在り方や実効的な対話の手法を積極的に議論・共有していく必要があり、そのような議論・共有の「場」を設置し、そのような場に、大手企業のみならず、地方企業、アクティブ投資家のみならず、パッシブ投資家、ESG評価機関等の多様な企業・投資家・ステークホルダーが参加していくことも重要である。

その他、本検討会では、対話の実質化、中長期での企業価値向上に向けた環境整備として、①実質的な対話の要素の一つである「実効的なインベスター・マーケティング」の具体的な在り方の検討、②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、③インベストメント・チェーンの中心となる中長期の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、④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や報酬体系の整備、⑤中長期の企業価値を分析できるアナリストの育成、⑥ESG評価機関による評価の透明性・信頼性の確保・向上、⑦TOPIXを含むインデックスの在り方に関して企業の中長期での成長へのインセンティブが働くインデックスの必要

性が指摘された。いずれも我が国の対話環境の質の向上のみならず、資本市場の整備・充実化にとって重要な課題である。各関係者が、これらの課題解決に向け、積極的に取り組んでいくことを期待したい。

伊藤レポートからの流れ

伊藤レポート

- ◆ 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）

- ◆ 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）

本検討会の報告書の位置づけ

対話を実践する中で浮かび上がった、「対話の実質化」に向けた新たな課題とその解決策を提示

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）**の必要性
 - = 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
 - ① 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こと
 - ② 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こと
 - ③ 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こと

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（段階ごとの整理は今後の検討課題）
 - ✓ 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

第一章 伊藤レポート公表後の現状認識

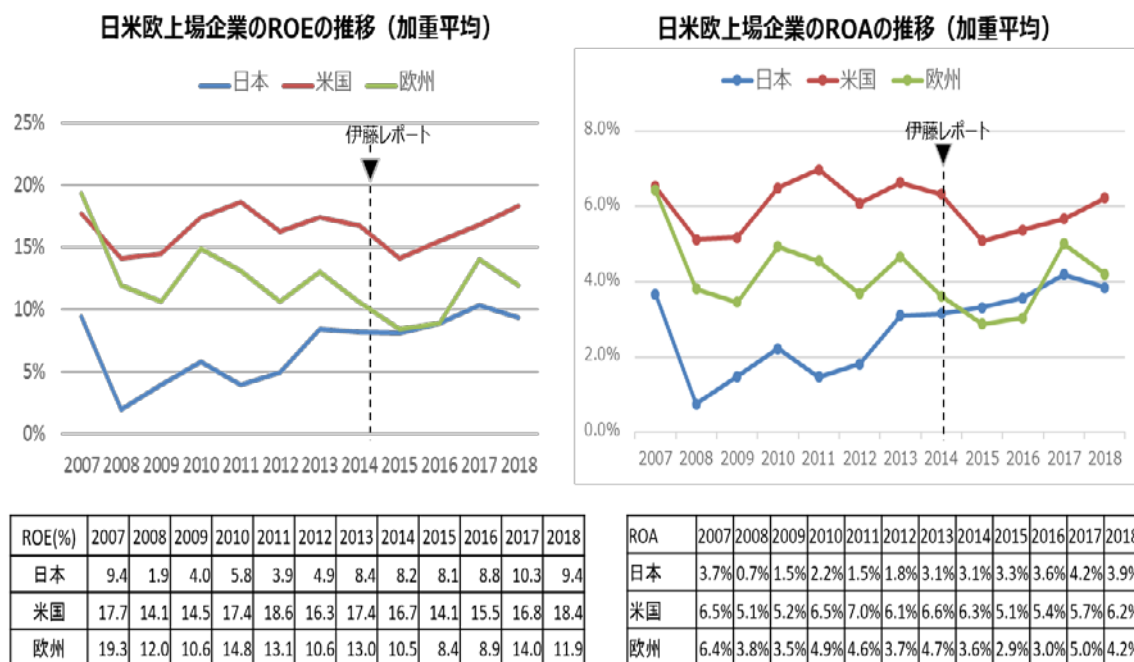
1. 日本企業の現状認識

1.1. 資本効率に対する意識変化

「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、企業の持続的成長は、中長期的に資本コストを上回る利益を上げることにより実現されるため、資本効率を意識した企業価値経営への転換という観点から中長期的な ROE 向上を経営の中核目標に据えることが提言されていたが、本検討会では、「伊藤レポート」の公表以降、日本企業の資本効率に対する意識は着実に高まっているとの認識が共有された。

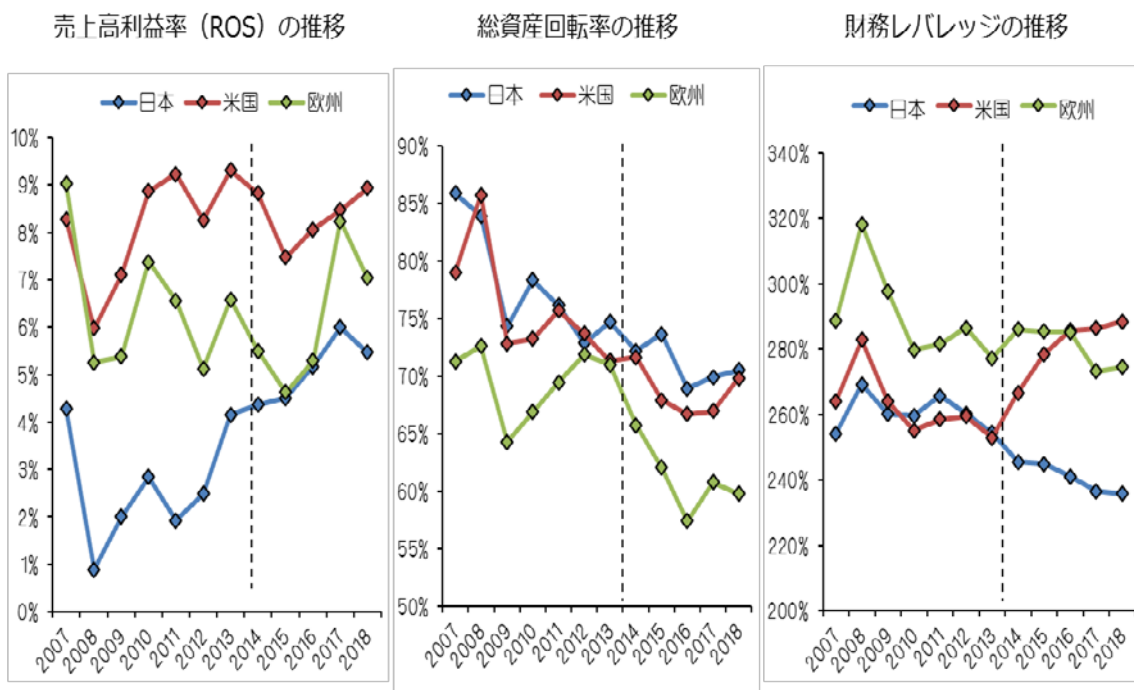
実際、2014 年と比較して、日本企業の ROE や ROA は上昇傾向にあるものの、いまだ欧米企業と比較すると差がある（図表 1）。この間の ROE の構成要素別に見てみると、「伊藤レポート」では低いと指摘された売上高利益率（ROS）が近年は改善しており、ROE の向上に寄与しているといえるが、欧米企業と比較するといまだ差がある（図表 2）。本検討会でも、日本企業の資本効率に対する意識改革はまだ十分ではないとの指摘があり、資本コストに関するリテラシー調査でも、日本企業は欧米企業に大きく劣後しているとの意見があった。具体的には、ROE の目標値を設定し、これを公開している企業は、2015 年から 2017 年にかけて上昇傾向にはあるものの、2017 年時点においても 50.9%にとどまっており、また、経営指標として重視すべき指標についても、企業側は売上高や利益額を重視する割合が高い一方で、投資家は ROE や ROIC といった効率性に関する指標を重視する割合が高く、企業と投資家の間で、資本効率や資本コストへの意識のギャップがなお存在している（図表 3、4）。

(図表 1) 日米欧の上場企業の ROE・ROA の推移



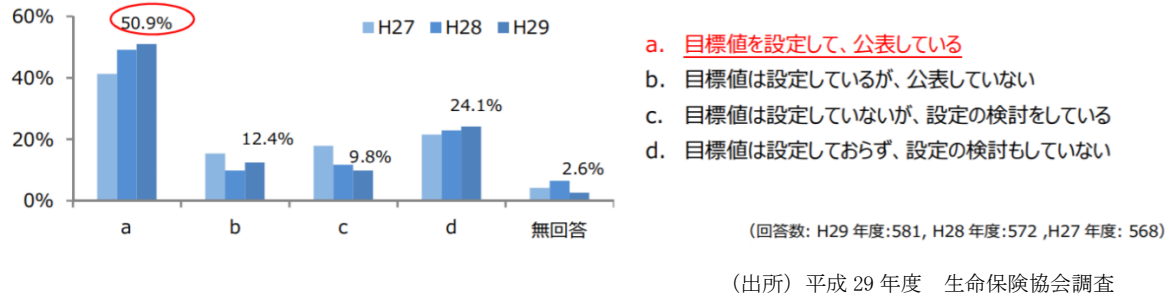
(出所) Bloombergのデータを基に経産省にて作成
 ※ 調査対象は、日本はTOPIX500のうち402社、米国はS&P500のうち366社、欧州はBE500のうち352社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。
 S&P500は、本社所在地が米国以外の企業を除く。TOPIX500は円、S&P500は米ドル、BE500はユーロで算出。
 自己資本利益率（ROE）＝当期純利益／（前期自己資本と当期自己資本の平均値）

(図表 2) ROE の構成要因の推移

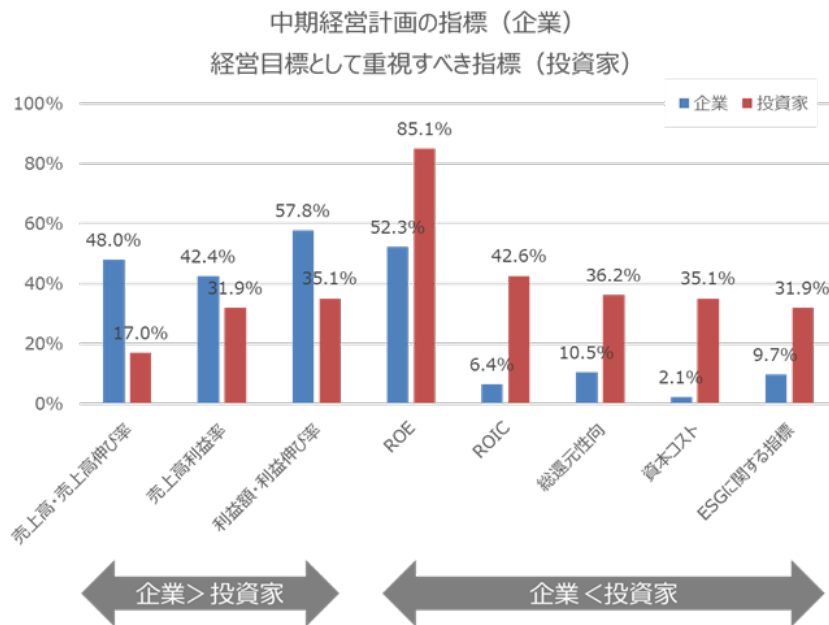


(出所) Bloomberg のデータを基に経産省にて作成。※調査対象は、日本は TOPIX500 のうち 402 社、米国は S&P500 のうち 366 社、欧州は BE500 のうち 352 社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。S&P500 は、本社所在地が米国以外の企業を除く。S&P500 は、本社所在地が米国以外の企業を除く。TOPIX500 は円、S&P500 は米ドル、BE500 はユーロで算出。
 売上高利益率（ROS）＝当期純利益／売上高、総資産回転率＝売上高／総資産、財務レバレッジ＝総資産／自己資本

(図表 3) ROE 目標値の設定・公表状況 (企業)



(図表 4) 企業と投資家の重視している経営指標 (2016 年～2019 年)



(出典) 一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果 (2019年度版)」を基に経済産業省作成

また、日本企業の ROE は改善しているが、その改善自体が、日本企業の中長期的な企業価値向上の循環には繋がっていないのではないかと認識が共有された。実際、2018 年度の企業の経常利益は過去最高を実現している¹にもかかわらず、上場企業の PBR の中央値は 1 倍を少し超える程度という低水準にとどまり、2016 年と 2019 年で比較しても、PBR が 1 倍を下回っている企業の割合がいずれも 40%程度と横ばいで推移している (図表 5、6)。

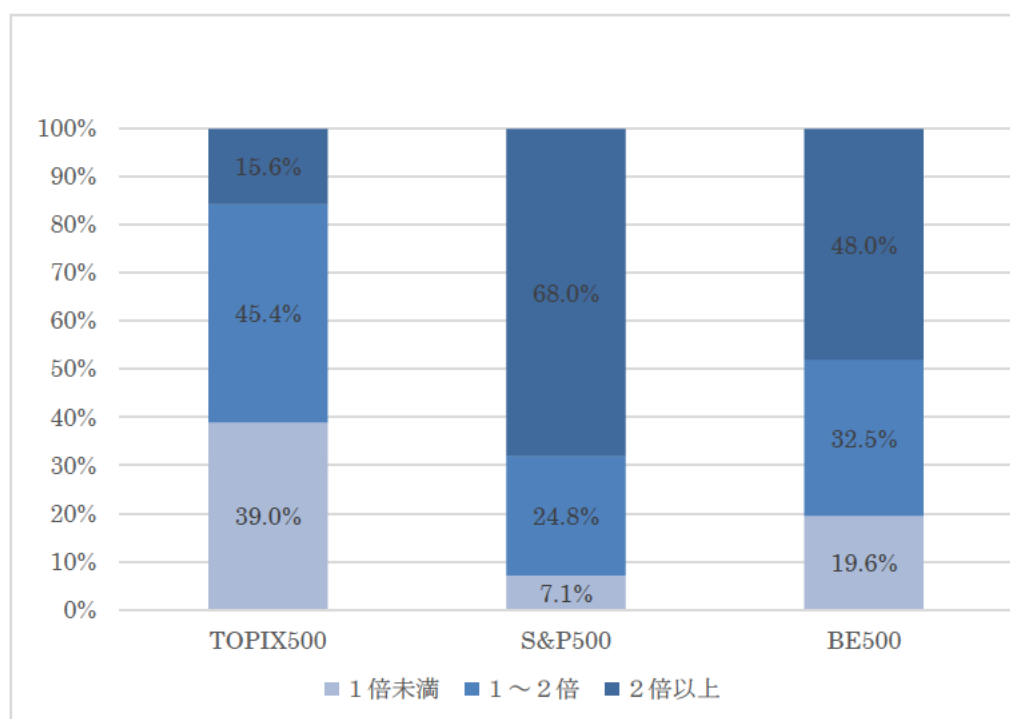
投資家は企業の稼ぐ力とその持続可能性を評価している。ROE の改善についても、自社株買いなど資本政策上のものもあり (図表 7)、企業利益や配当額等の伸びと比して、企業の

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 (出所:「法人企業統計」)

研究開発費、人的能力開発費、IT 投資の伸びは弱く、「伊藤レポート 2.0」において、自社の稼ぐ力や競争優位性を中長期的に維持・強化し、中長期的な企業価値向上を実現するために必要であると指摘された「無形資産への投資」に向けた経営資源の配分は、相対的には低水準にとどまっている（図表 8、9、10）。そのため、持続可能な形で企業の本質的な競争力（稼ぐ力、競争優位性）の向上による中長期的な企業価値向上に対する投資家の期待はいまだに低く、それが PBR の低さにも表れている。特に、海外投資家は、日本に一定程度のエクスポージャーで投資を行っているものの、今後、世界で産業構造の変化が進展していく中で、そうした将来への変化に対して日本企業の取組が十分でないことが中長期的な収益性に対する厳しい評価につながり、ポートフォリオに占める日本企業の割合を減らしているとの懸念が共有された。

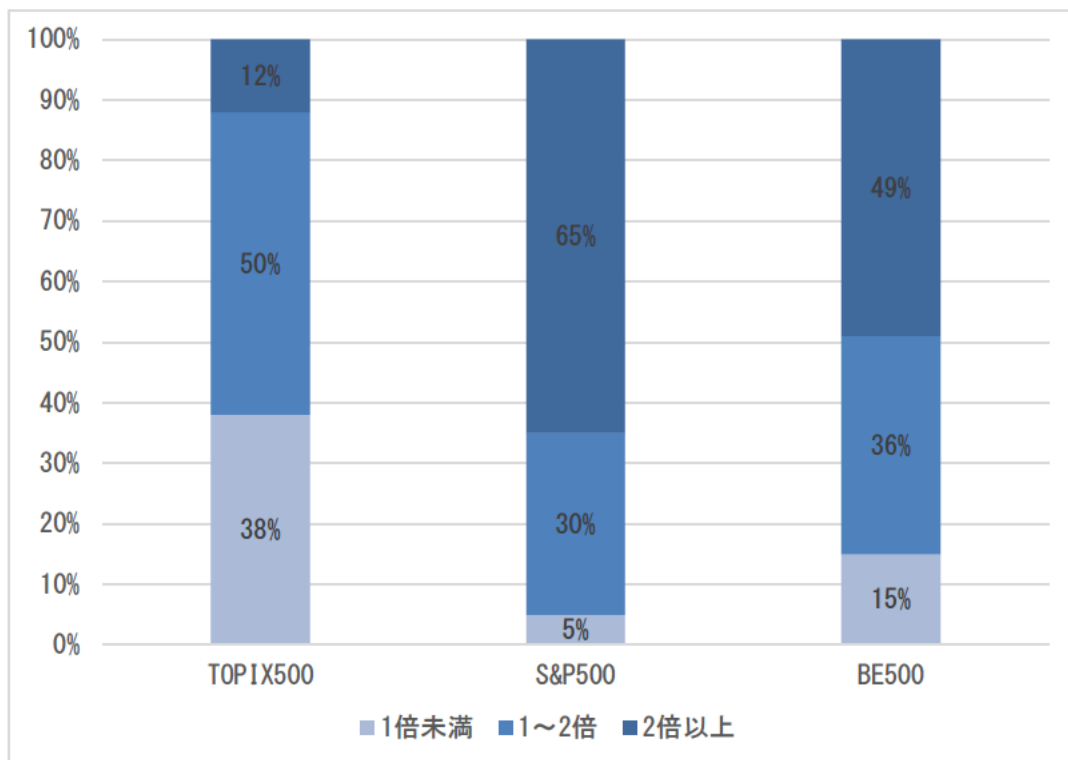
この点につき、本検討会に参加した企業からは、日本株専門のファンドがクローズしていく中、海外投資家に対して、「グローバルに事業構造の変換をしている企業と比べて、なぜ自社に投資をしてほしいのか」を根拠づける事業構造の変革や収益の持続可能性を、ストーリーとして説明しなければならない機会が増えているとの意見もあった。

（図表 5）PBR の国際比較—2019 年時点



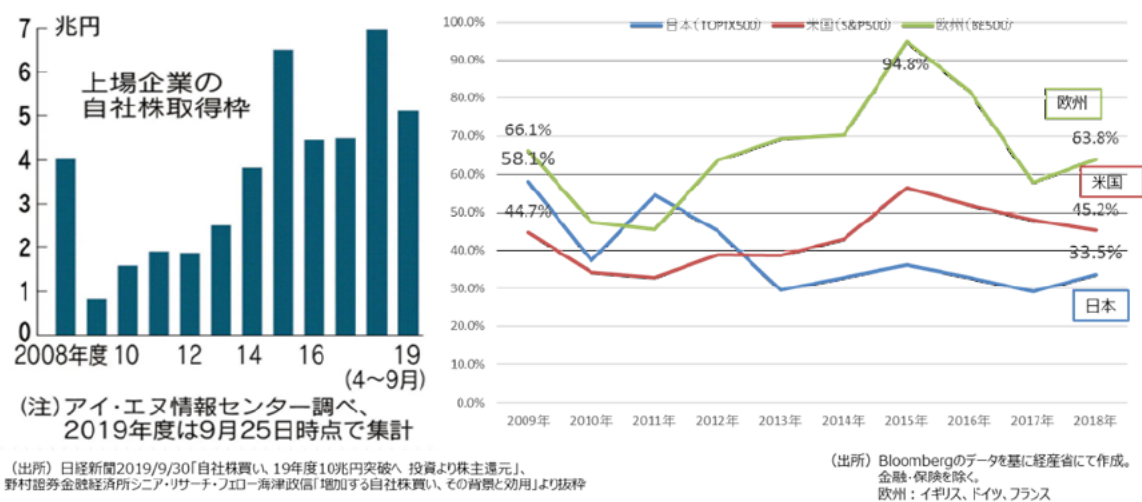
（出所）・Bloombergのデータを基に作成 TOPIX 454社、SP 435社、419社（金融業を含む）PBR＝時価総額÷純資産

(図表 6) PBR の国際比較—2016 年時点

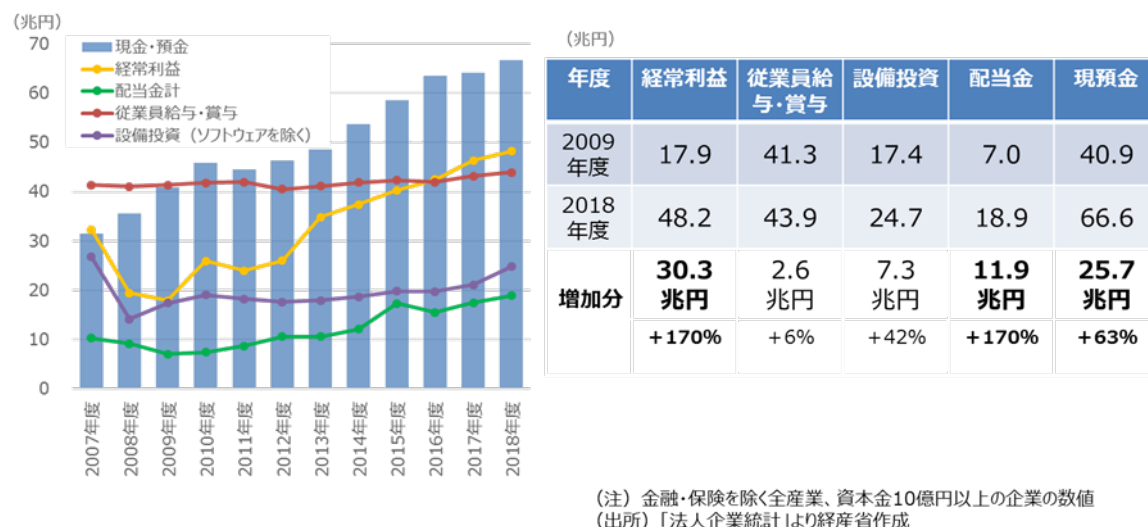


Bloomberg のデータを基に作成 (2017 年 3 月 37 日時点)

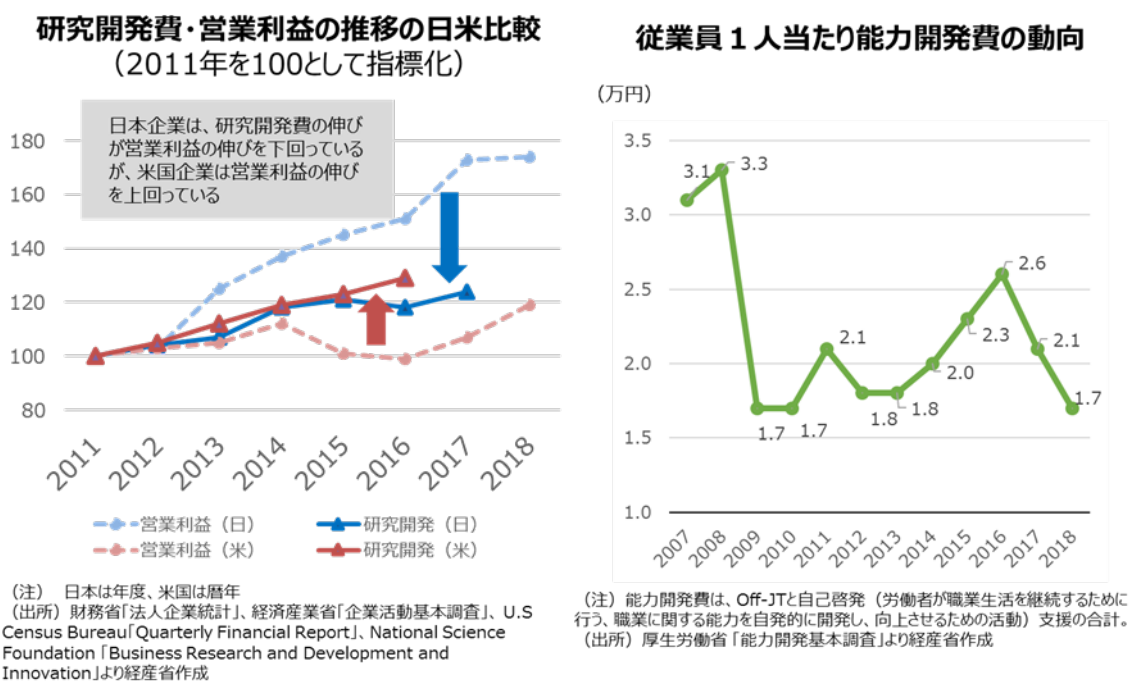
(図表 7) 日本における自社株買いの状況、配当性向の国際比較



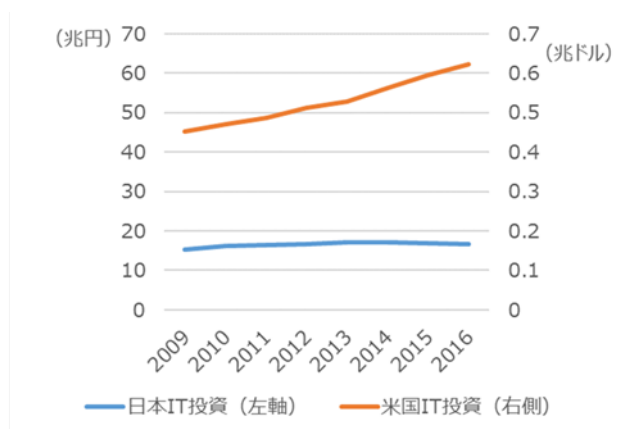
(図表 8) 企業の利益・人件費・設備投資等の推移



(図表 9) 企業の研究開発費・能力開発費の推移



(図表 10) 日米の IT 投資額推移 (実質 2010 年価格)



(出所) 総務省ウェブサイトより経産省作成

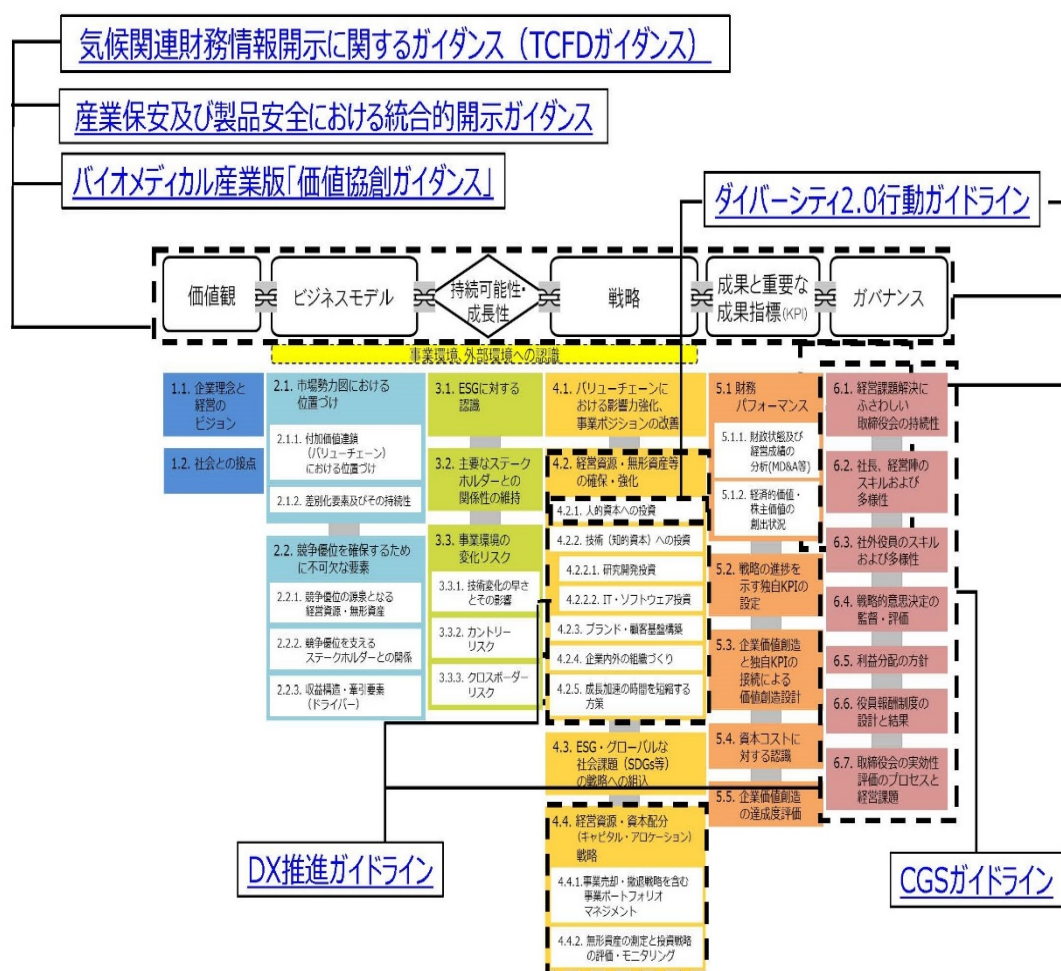
以上のとおり、「伊藤レポート」で提言された資本効率を意識した企業価値経営への転換については、日本企業の資本効率に対する経営意識は高まり、ROE そのものも改善傾向にあるとはいえるが、それが必ずしも「伊藤レポート 2.0」でも提言された無形資産投資を中心とする企業の稼ぐ力、競争優位性の中長期的な向上・強化に向けた取組を通じた中長期的な企業価値向上の好循環にはまだ繋がっておらず、日本企業の中長期的な企業価値向上に対する持続的な取組への投資家の期待の低さが、日本企業の PBR の低さにも表れている。こうした点に鑑み、資本効率性を意識し、中長期的に自社の稼ぐ力、競争優位性を向上・強化していく経営は端緒についたばかりであり、これをどのような形で持続的に進めていくか、また、それを投資家との対話を通じた中長期の価値協創へと繋げる取組は、まだ途上といわざるを得ないというのが本検討会の現状認識である。

1.2. 対話に対する意識変化

「伊藤レポート」において提言された企業と投資家との対話を通じた価値協創に関して、経済産業省では、「伊藤レポート 2.0」、「価値協創ガイダンス」において、中長期での価値創造ストーリーの示し方を具体化し、さらに、「価値協創ガイダンス」を踏まえ、環境、バイオメディカル産業あるいは産業保安・製品安全の特定の分野において、どのように情報を開示し、企業と投資家が対話していくかについて、それぞれ「気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFD ガイダンス)」、「バイオメディカル産業版『価値協創ガイダンス』」、「産業保安及び製品安全における統合的開示ガイダンス」を策定（デジタル分野については、「Society5.0 時代のデジタル・ガバナンス検討会」にて内容検討中。現在は、中間とりまとめを公表）し、また、「価値協創ガイダンス」の項目のうちの特定の項目に焦点を当てたガイドラインとして、人的資本とガバナンスの観点に焦点を当てた「ダイバーシティ 2.0 行

動ガイドライン」、IT 投資とガバナンスに焦点を当てた「DX 推進ガイドライン」、ガバナンスに焦点を当てた「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」等を策定してきた（図表 11、12）。また、経済産業省以外においても、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの両コードが策定されるなど、企業と投資家との対話を通した中長期的な企業価値向上に向けた後押しが行われてきている。

（図表 11）「価値協創ガイダンス」フレームワークの全体像



経済産業省 web サイトより抜粋

(図表 12) 企業の情報開示に係る各種ガイダンスの概要



本検討会第1回事務局資料より抜粋

このような政府の取組も受けて、中長期での価値創造ストーリーに関する企業と投資家との「対話」や、その土台となる情報開示については、量・質ともにおおむね取組が進んでいるとの評価がされた。投資家との対話の実施回数は、一企業当たりの年間平均で約 200 回に及んでいる上、経営陣自らによる対話も同じく約 60 回に及んでいる（図表 13）。本検討会に参加した企業からは、対話や情報開示を行うことで、投資家から評価を受けることができ、経営の改善に向けたモチベーションが高まるといった実感が示され、投資家からも、経営層が対話に参加する機会が増え、取締役会での議論内容を含む経営の意思決定について詳細に説明を行っているなど、有用な対話の事例が共有された。

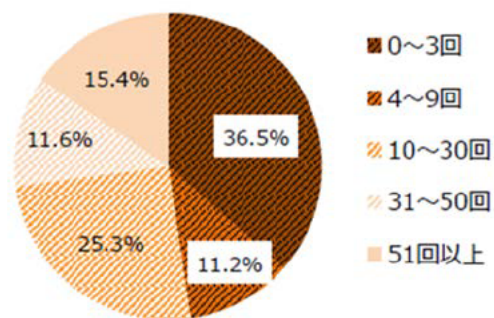
一方で、本検討会に参加した企業から、自社が行っている対話が他社と比べて、本当に正しいのか分からないとの意見も多く出された。また、投資家サイドからは、資本効率に対する認識と同様に、対話や情報開示のレベルは企業の間でバラツキがあり、「経営のトップが対話に関与していない」、「対話内容が経営層に響いていない」など対話が企業のアクションに結びついていない企業も多いとの認識が示された。実際、経営陣による年間の対話の回数が一桁にとどまる企業も 47.7%と半数近く存在している（図表 14）。これらの企業が行っている対話は、形式的ないしステレオタイプなものにとどまり、企業の稼ぐ力や競争優位性の持続・強化を通じた持続的な企業価値向上につながるような質の高い対話（実質的な対話）には至っていないとの指摘もあった。この点について、本検討会に参加した企業からも、質の高い実質的な対話を年間 200 回も行うことは困難であり、対話の回数を重視するのではなく、対話の質を高めていくことが重要であるとの意見もあった。

(図表 13) 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	I R 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

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」より経済産業省にて作成

(図表 14) 経営トップを含む経営陣の対話実施回数 (企業)



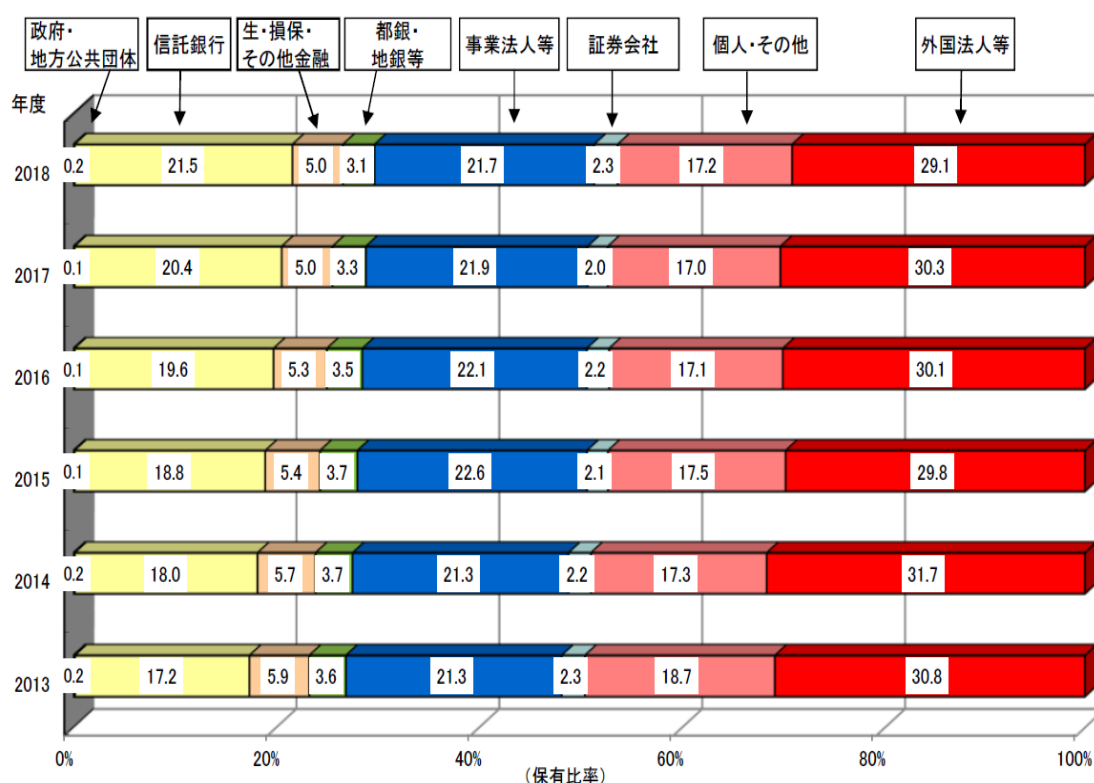
(出所) 一般社団法人生命保険協会「平成29年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」より抜粋

こうした状況に鑑みると、①投資家との間で価値協創につながる有意義で質の高い対話を先進的に行っている一部の企業と、②そもそも投資家との対話に消極的な企業、そして、③その間に、投資家との対話への意欲はあるが、有効な手法を模索し、その取組の途上にある企業が存在しており、投資家との対話に関して企業の取組が三層化しているのが現状であるとの共通理解を行った。

2. 資本市場の現状認識

日本企業の株式保有構造は、2000年代以降大きく変化しており、持ち合いの解消等により政策保有株式が減少する一方、機関投資家の保有比率が上昇している。2018年の日本企業の株式保有構造について金額ベースで見ると、国内機関投資家と海外機関投資家がそれぞれ約3割を占め、その他、国内事業法人と個人等がそれぞれ2割程度となっているが、米国と比較すると、日本は、年金・保険や投資信託の割合が低く、事業法人・金融機関の割合が高くなっている（図表15、16）。東証上場企業の投資部門別売買状況を金額ベースで見ると、市場第一部では、海外機関投資家が60.5%と中心になっているが、市場第二部では個人投資家が53.4%、新興市場でも個人投資家が63.2%を占めている（図表17）。また、上場時における引受証券の個人投資家への配分割合の平均値は73.8%であり、上場時には個人投資家への配分が多く行われている（図表18）。さらに、上場後のエクイティファイナンスは低調であり、2018年10月末時点で、上場会社の上場株式数が約3254億株であるのに対し、発行済み株式数の増加数は約22億株と1%未満の規模となっている（図表19）。これは、企業の手元資金が潤沢であり、資金需要が減っていることに加え、低金利の長期化により、社債・借入れによる資金調達コストが低下しているのが原因であるとの指摘もある。

（図表15）日本における株式保有構造の推移



東京証券取引所「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」（2019年6月）より抜粋

(図表 16) 主要国における株式保有構造

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
事業法人	22	4	2	16	24
金融機関	20	1	10	6	11
年金・保険	5	14	8	1	3
投資信託	6	29	12	18	17
個人	17	36	13	14	10
外国	29	15	54	43	30
政府	0	1	1	2	5
合計	100	100	100	100	100

(出所)「第1回新時代の株主総会プロセスの在り方研究会」事務局説明資料より抜粋

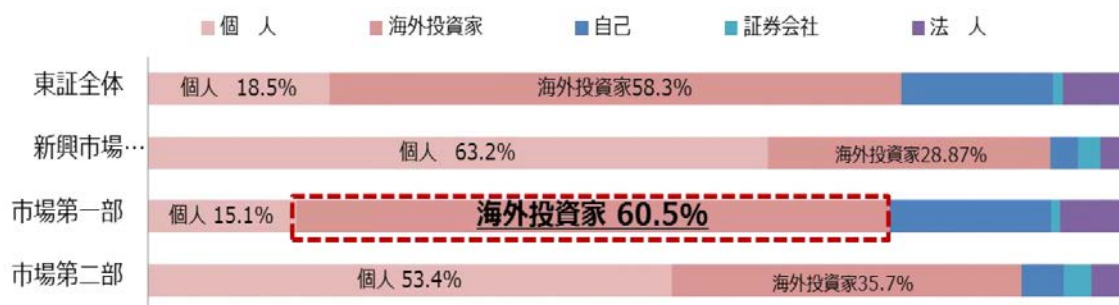
日本：東京証券取引所「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」(2019年6月)

米国：FRB, Financial Accounts of the United States - Z.1 Statistical Release for Jun 06, 2019

英国：Office for National Statistics, Ownership of UK quoted shares: 2016

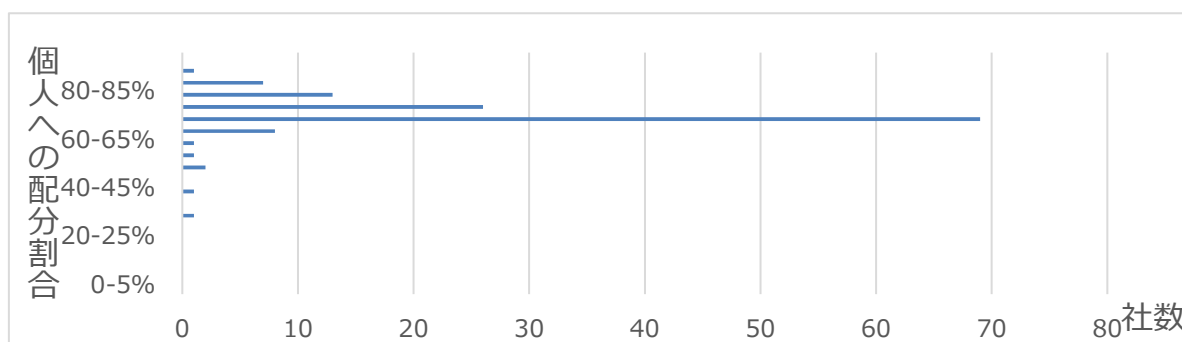
ドイツ・フランス：Financial Balance Sheet, Eurostat

(図表 17) 東証上場企業における投資部門別売買状況（金額ベース）（2017年）



東京証券取引所資料より抜粋

(図表 18) 新規株式公開企業の引受証券の個人顧客への配分割合の分布



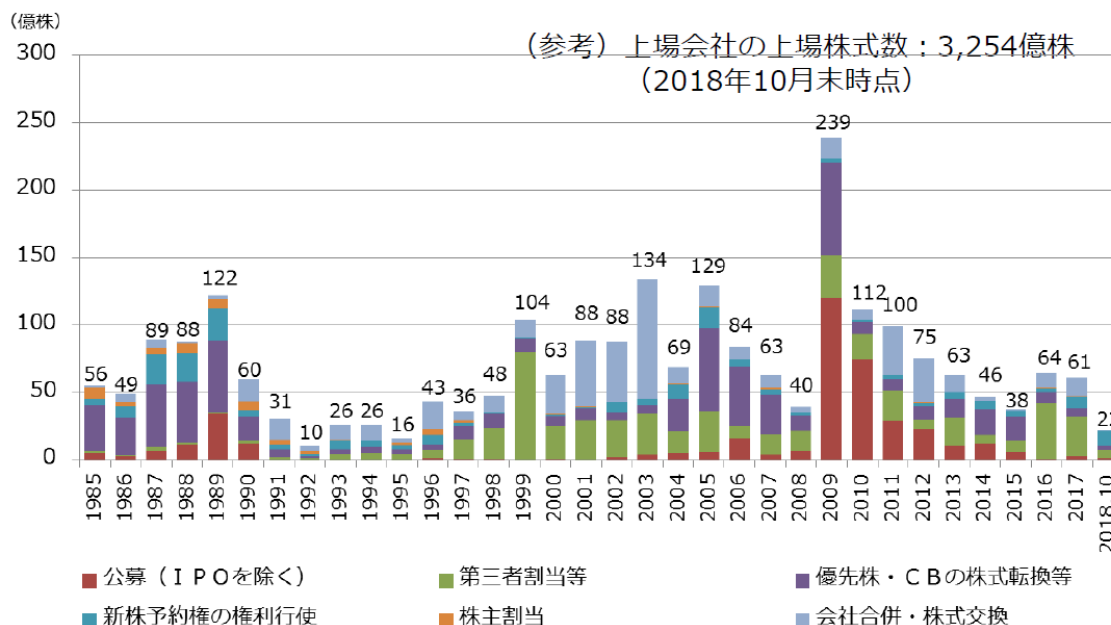
平均値：73.8%、中央値 73.9%、標準偏差：7.1%

※2017年～2018年に東証1部、2部、ジャスダック、マザーズのいずれかに新規上場した企業130社の分布

東京証券取引所、日本証券業協会公開資料より経済産業省にて作成

(図表 19) 東証上場企業における発行済み株式数の増加状況

(上場会社の発行済株式数の増加状況)



※2018年10月末時点 (株式分割による増加分を除く)

東京証券取引所資料より抜粋

このような資本市場全体の現状の中で、資本市場における大きなトレンドの変化として、パッシブ運用の拡大と ESG 投資の拡大が見られる。

投資家 (アセット・マネージャー) について見てみると、コスト極小化の観点から、市場全体のインデックスに連動した投資を行うパッシブ運用の拡大が継続しており、2019 年においては、公募株式投信においては、50%がパッシブ運用されている²³ (図表 20)。また、GPIF は、2018 年度末時点で、国内株式運用の約 90%でパッシブ運用を行っており、その総額も約 35 兆円に上っている (図表 21)。反対に、個別銘柄を分析し投資判断を行うアクティブ運用の中でも、特に中長期的な企業価値向上に関心のある投資家が行うアクティブ運用は、インベストメント・チェーンの中心であり、企業と投資家との対話においても中心的な役割を担っている⁴が、IT の発展に伴う情報のコモディティ化や、高頻度取引 (HFT) の

² この数値は、日銀による ETF 買入れを含んだものである。

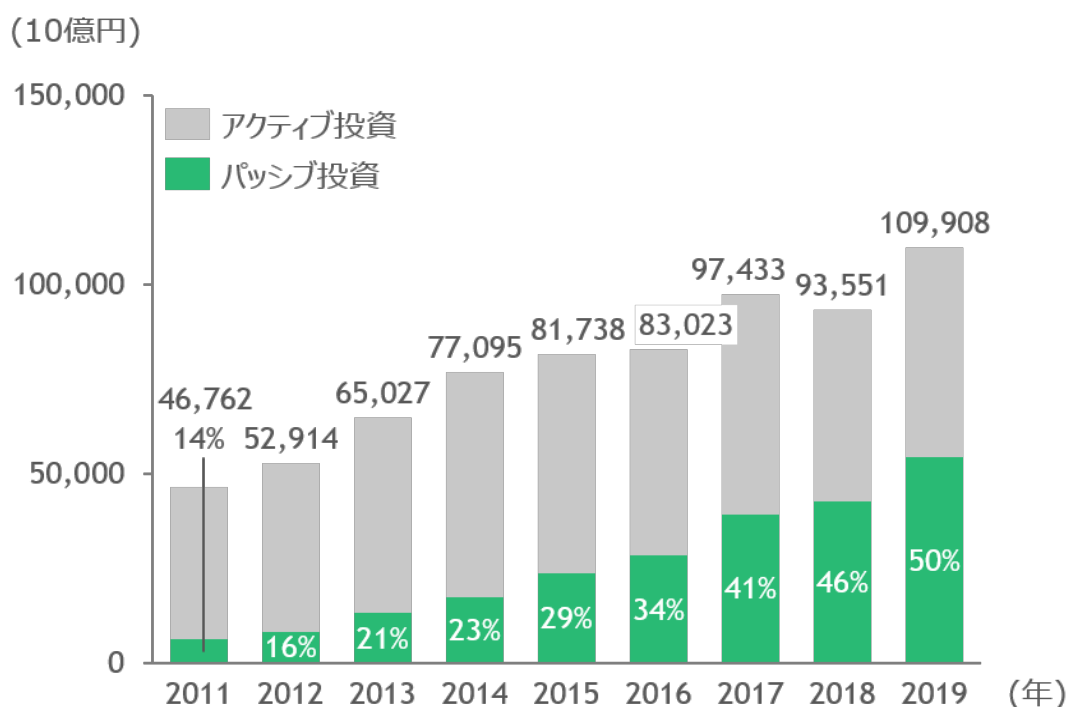
³ なお、第三章 2.1. 記載のとおり、アクティブ・エンゲージメントとパッシブ運用を統合したモデルが紹介されるなど、アクティブ運用とパッシブ運用とを厳密に区別することが難しくなっているとの意見もある。

⁴ アクティブ投資家にも、短期・長期、あるいはジャッジメンタル運用 (定性情報を分析し、投資判断を行う)・クオンツ運用 (定量情報を基に投資判断を行う) 等の差異があるが、インベストメント・チェー

発達もあり、コスト面で厳しい状況に置かれている上、アクティブ運用による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くみられる。一部の長期のアクティブ投資家は、このような状況の中でも、企業とのエンゲージメントを通じて中長期的な企業価値協創に取り組み、利益を得ているものの、インベストメント・チェーンの全体最適という観点からは、その中心的な役割を担う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絶対数が不足しており、そのような投資家との対話の機会が減少することに伴い、企業の対話への意識が薄れることに対する懸念も広がっているとの指摘もあった。

(図表 20) パッシブ投資の割合の推移

公募株式投信におけるパッシブ投資の割合

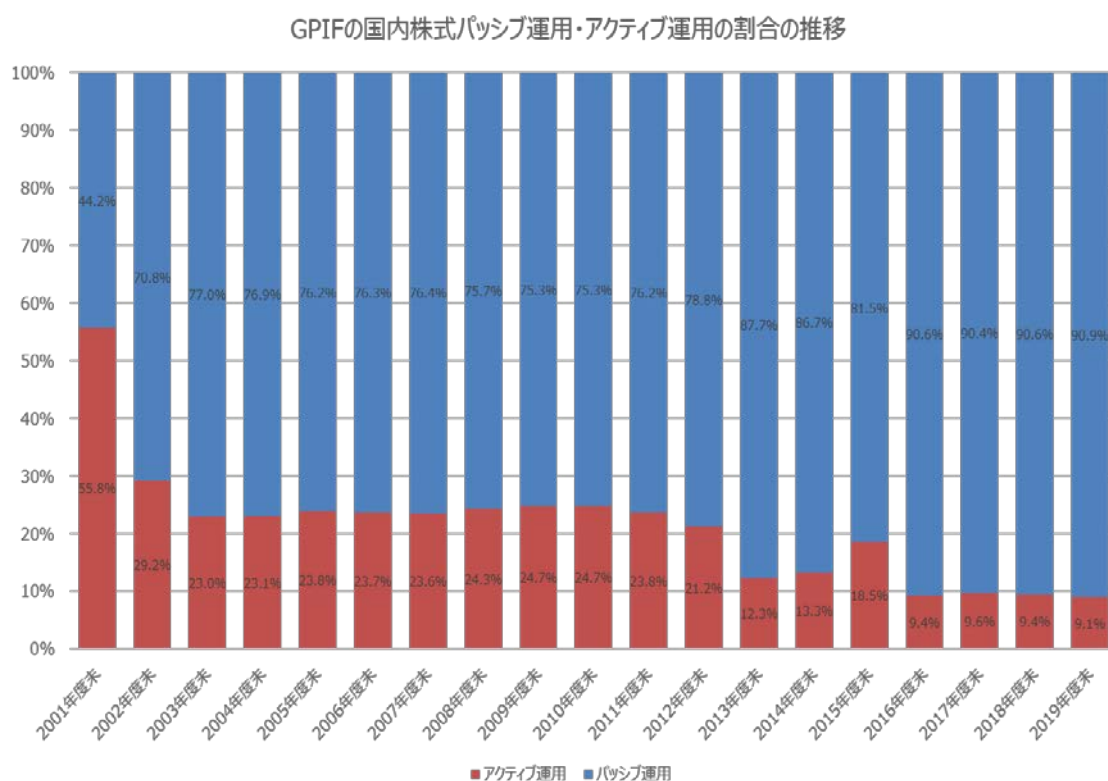


経済産業省「令和元年度産業経済研究委託事業『株価指数の運用・利用実態に関する調査並びにローカルベンチマーク活用促進に向けた取組み及び企業の多様な資金調達手法の現状・課題に関する調査』」より抜粋

(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)。

ンの中心となるのは、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定性情報を分析して投資判断を行うジャッジメンタル運用である。

(図表 21) GPIF によるパッシブ運用の状況



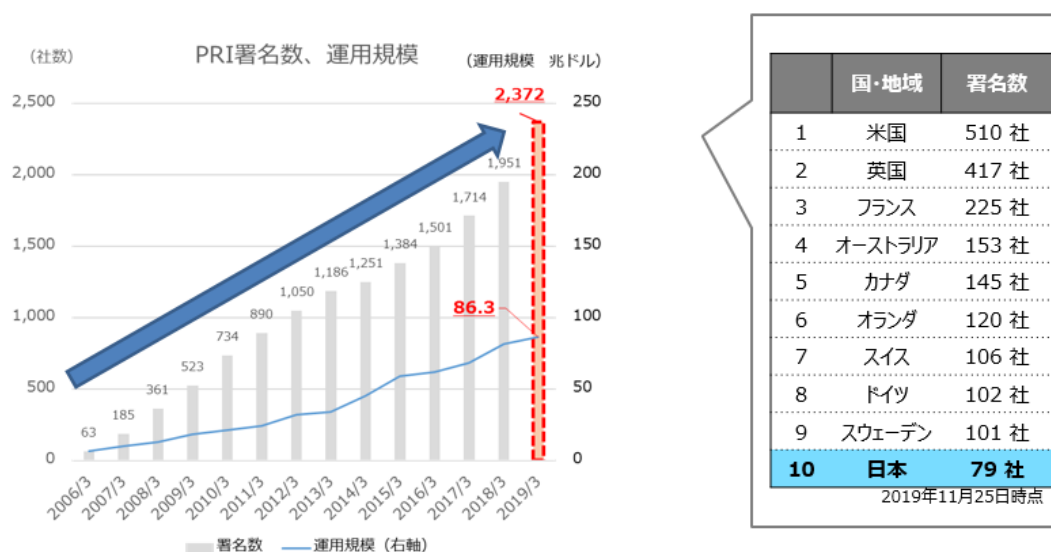
年金積立金管理運用行政法人 web サイト「2019 年度の運用状況」より経済産業省作成

また、ESG 投資に関しては、2019 年 3 月末時点で、国際的には、2300 超の機関が PRI 原則に署名し、その運用規模も 80 兆ドルを超えている（図表 22）。日本国内においても、GPIF が、採用する 5 つの ESG 指数を基に、合計 3.5 兆円（GPIF 株式運用資産の約 4%）の投資を行っている（図表 23）など、ESG 投資も引き続き拡大傾向にあるとの認識が示された。また、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて、ESG 投資が更に拡大していくとともに、E（環境）の要素のみならず、S（社会）の要素に対する意識も向上しているとの認識も共有された。もっとも、現時点では、通常の投資と比較した場合の ESG 投資のパフォーマンスに関して、ポジティブなのかネガティブなのかについての学術的な定見はなく、また、日本市場においても、運用資産全体に対する ESG 投資の割合が 2018 年時点で 18.3%とまだ少ない（図表 24）。こうした状況を踏まえ、社会のサステナビリティに貢献する ESG 投資は拡大傾向にあるが、依然として多くの投資家が、必ずしもパフォーマンスが明らかでない ESG 投資について、現時点においては、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にあるのではないかと指摘も複数あった。「伊藤レポート 2.0」では、当時から拡大傾向にあった ESG 投資を踏まえ、企業と投資家が、短期的にはコストとして認識される ESG に対する取組が中長期の企業価値の維持・向上にどのように結びついているかを中長期の価値創造ストーリーの一部として位置付け、それについて対話を行うフレー

ムワークの必要性が指摘され、その具体的なフレームワークとして、「価値協創ガイダンス」が策定・公表されているが、ESG 投資と企業価値向上との関係性については、依然として課題として認識されている。

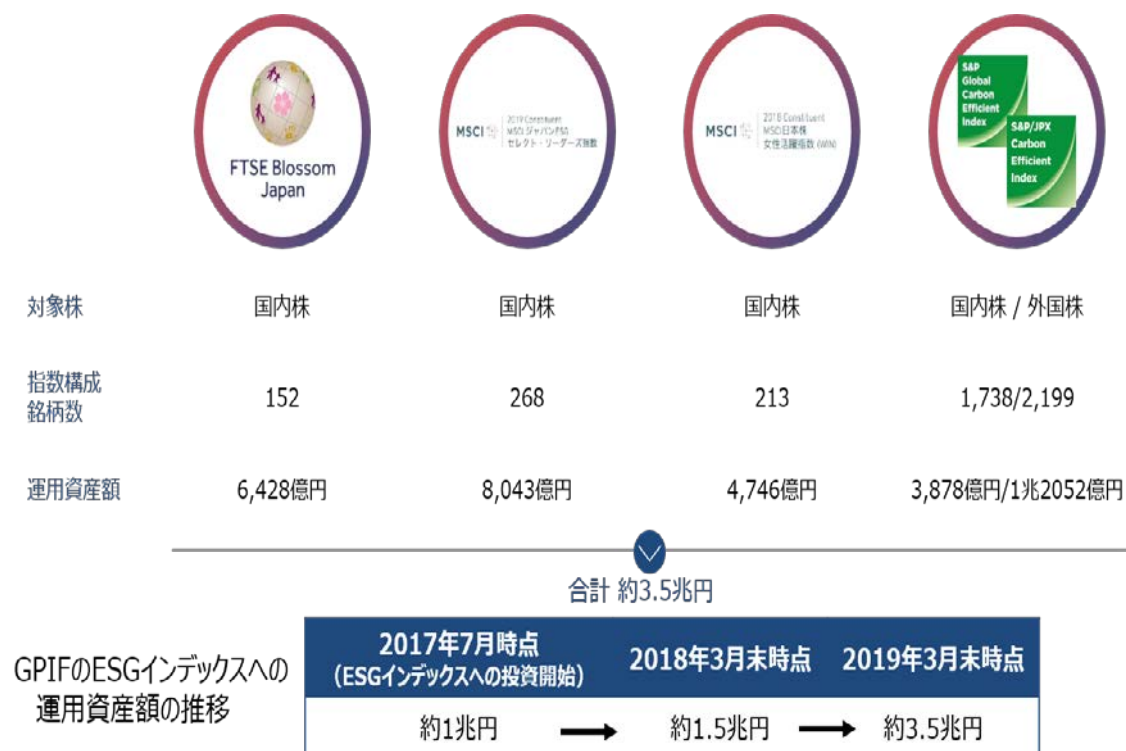
なお、ESG に関しては、株のみならず、債券サイドでも拡大している。国内外において、グリーンボンドを中心に、サステナブル関連ボンドの発行が近年急激に伸びており、2019 年には、年間のグリーンボンドの発行総額は、国際レベルでは 2575 億ドルに達し、日本国内においても 8000 億円を超えている（図表 25、26）。更に、新型コロナウイルス感染症の拡大を受け、新型コロナウイルス感染症対策支援を目的としたソーシャルボンドの発行が急増しており、国際レベルでは 2020 年上半期（6 月 23 日時点まで）だけで、530 億ドル以上のソーシャルボンドが発行されており、これは、同時期におけるサステナブル関連ボンド総発行額の 30%以上を占めるほどに至っている（図表 27）。もっとも、債券については、発行後の企業の取組をフォローし、必要に応じてエンゲージメントを行うことが困難であり、現時点では、債券投資家によるエンゲージメントのあり方を模索している状況にあるとの指摘もあった。

（図表 22） ESG 投資の拡大



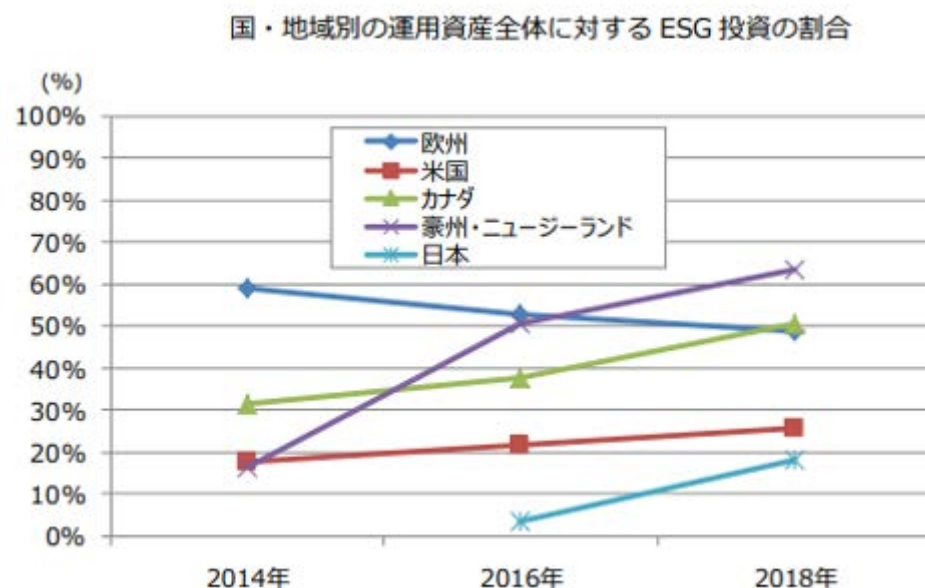
国連投資責任原則 web サイトのデータを基に経済産業省作成

(図表 23) GPIF による ESG 投資



年金積立金管理運用独立行政法人 web サイト「2018 年度 ESG 活動報告」を基に経済産業省作成

(図表 24) 各国の運用資産全体に対する ESG 投資の割合

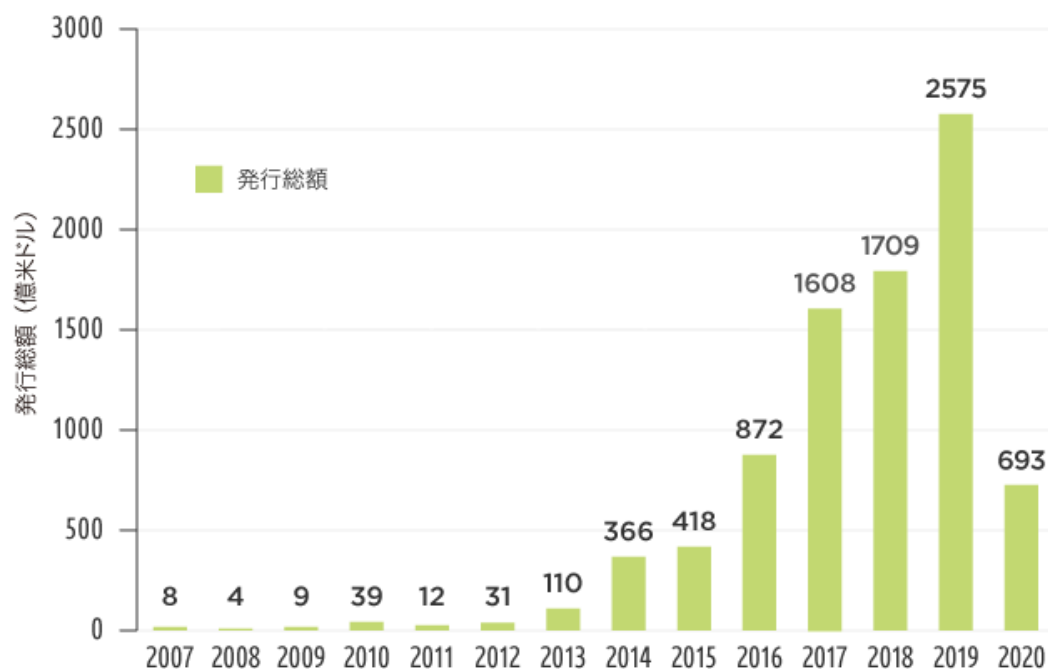


国・地域	2014年	2016年	2018年
欧州	58.8%	52.6%	48.8%
米国	17.9%	21.6%	25.7%
カナダ	31.3%	37.8%	50.6%
豪州・ニュージーランド	16.6%	50.6%	63.2%
日本		3.4%	18.3%

(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

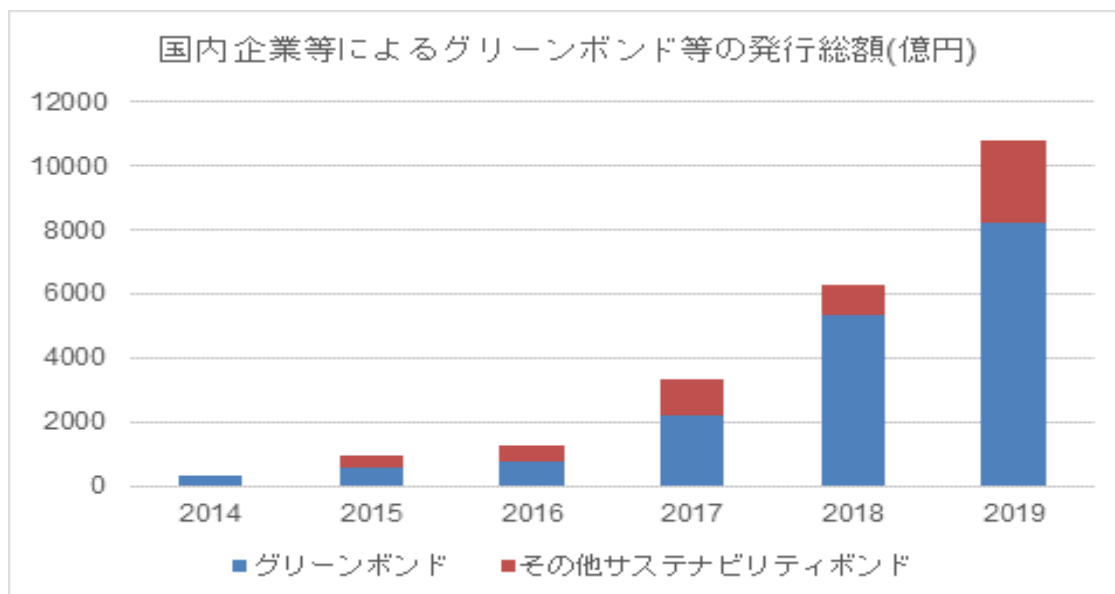
日興リサーチレビュー「GSIA「2018 Global Sustainable Investment Review」を発表」より抜粋

(図表 25) 世界のグリーンボンド発行額の推移



Climate Bonds Initiative HPのデータをもとに環境省作成

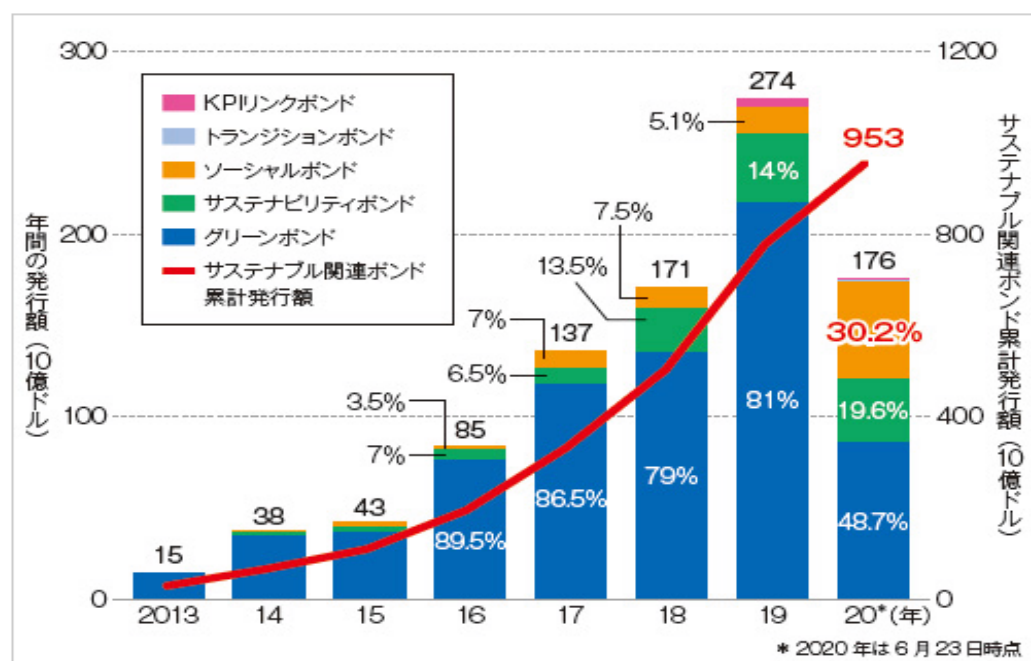
(図表 26) 国内企業等によるグリーンボンド等の発行総額の推移



(環境省 web サイトのデータを基に経済産業省作成)

(図表 27) ソーシャルボンド等の発行額の推移

■ 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)

セルサイド・アナリストに対しては、中立的な立場から中長期的な企業分析を行うことで、投資家に対して多様な情報を提供することで、資本市場の価格発見機能を果たし、また、企業側に対しても、事業戦略に関する評価や取るべき施策の示唆等を行うことで、企業と投資家をつなぎ、両者の対話を促すという重要な役割が期待されている。しかしながら、パッシブ運用の拡大、EU で 2018 年 1 月に施行された第 2 次金融商品市場指令（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、さらにここ数カ月で顕著になってきた株式売買手数料そのものの引下げ競争などにより、そもそも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されてきている。その結果、付加価値の高いリサーチを行うことが一層難しくなっている。また、ESG 投資の拡大や、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により、従来のセクターアナリストでは、ESG 要素や業種横断的なビジネスモデルを展開する企業について、適切な分析が難しくなっているのではないかという指摘もあった。

さらに、上記の ESG 投資の拡大に伴い、投資家に企業情報を提供する評価機関の存在感も増している。評価機関の提供する情報は、投資家の投資判断の基礎となるものであり、市場の価格発見機能の強化のために重要な役割を果たすものであり、実際に、多くの評価機関が存在しており、各評価機関がそれぞれカバーしている企業数も大きい。また、各評価機関により、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があり、例えば、独自にアンケートを実施してデータを収集している評価機関では、評価の質を維持・向上するために、諮問項目を毎年変更したり、あるいは、公開情報を基に評価を行う評価機関においても、AI 等も用いながら、非定型情報・オルタナティブ情報も活用したりするなど、各評価機関が、他の評価機関との差別化を図りつつ、より適切な評価を行うための取組を進めている（図表 28）。他方で、現時点では、各評価機関による ESG スコア間の関連性は高くないこと（図表 29）、企業からは、評価機関の評価に、より透明性・納得感を求める意見も出されるなど、多様な評価機関へ対応していくことについて、企業側の負担とコストがかかるという認識が共有された。

(図表 28) 評価機関の調査手法・サービスの例

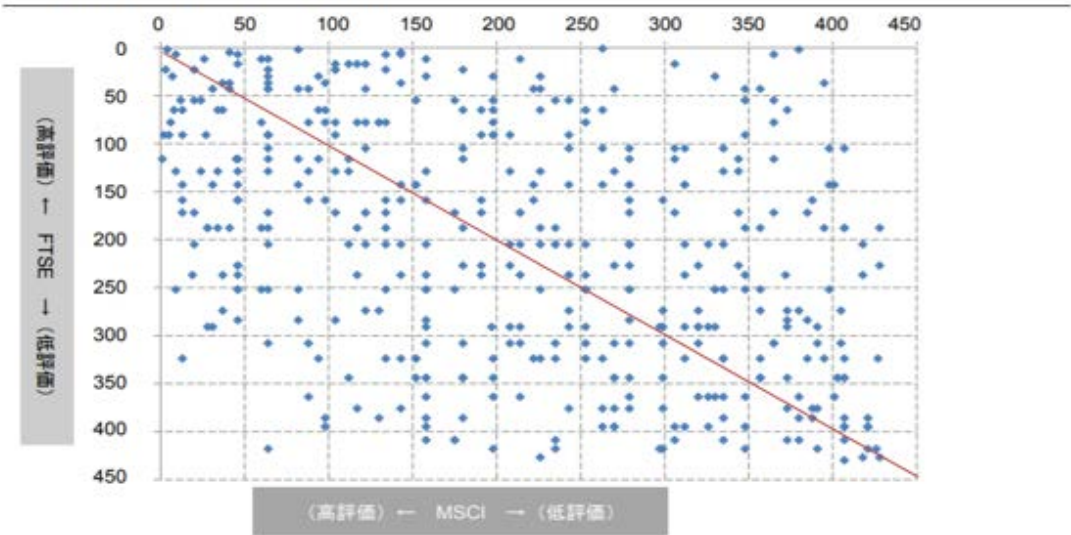
分類	Provider	提供しているサービス			カバー企業数	Remarks
		データの入手	分析	指数の発行		
A 企業にアンケートを送り、独自データを収集 ・ データソース独自性で差別化	CDP	独自アンケート	✓		7,000	環境に特化。TCFDの提言も反映。
	RobecoSAM	独自アンケート	✓		4,500	
B 公開情報を収集し、独自の評価手法でスコアを算出 ・ 評価手法により差別化	MSCI	公開情報を収集	✓	✓	7,000	
	REFINITIV		✓	✓	7,000	Thomson Reutersのファイナンシャル&リスク事業を前身とし、2018年に分離・独立
	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

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

(図表 29) 評価機関の ESG スコア間の関連性

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

東京大学公共政策大学院ワーキング・ペーパーシリーズ「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」より抜粋・経済産業省により加工

3. 企業経営を取り巻く環境に関する現状認識

「伊藤レポート」公表後の企業を取り巻く環境変化の一つとして、不確実性の高まりが挙げられる。第4次産業革命やデジタル・トランスフォーメーション（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しており、企業はこれらの破壊的イノベーションに対応していくことが求められている（図表30、31）。また、グローバル化の進展に伴い、気候変動や局地的な激甚災害等が、世界的な経済リスクの要因となっており、実際に、新型コロナウイルスの感染爆発（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している状況にある（図表32）。

特に、新型コロナウイルス感染症の拡大は、ビジネスモデルや産業構造に中長期的に不可逆の変化をもたらし、これに伴い、「新たな日常」（ニューノーマル）へと至るものになる可能性も指摘されている。例えば、

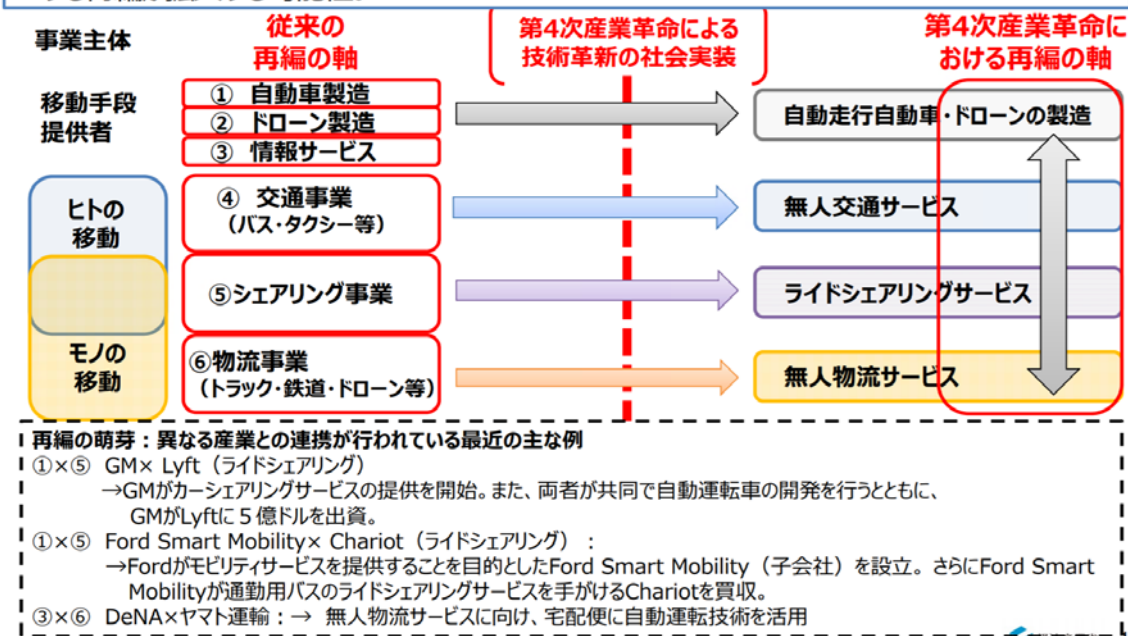
- ・ 人と人との直接の接触を回避するために、テレワークやオンライン会議の普及を始め、デジタル化やオンライン化がより一層加速している。
- ・ 地方への転職希望者が増加するなど、生活地の選択の自由が拡大するとともに、デジタル化・オンライン化の加速により、労働市場のグローバル化も進展しており、職住の不接近が加速している。
- ・ AI化を中心とするテクノロジーの進化により、従来は人が担っていた業務についても、無人化が進む一方で、オンライン労働プラットフォームにおけるソフトウェアの開発者・技術者の利用登録者数が急増するなど、インターネットを介して単発の仕事を請け負うギグエコノミーが拡大している。

などが新たな日常に向けたトレンドとなる可能性が指摘されている。中長期的な企業価値向上に向けて、企業は、これら「新たな日常」への移行を念頭に置き、中長期的なトレンドに沿った経営を構築することが求められている。一方で、こうした変化は、従来からのSociety5.0への構造変革や、企業のDXの対応、社会的なサステナビリティを意識したSDGs経営など、コロナ前から指摘されていたトレンドを加速化する動きであり、「無形資産投資」を通じた将来へのイノベーション投資がますます重要になる。

このような中、企業が自社のサステナビリティを高め、中長期的な企業価値創造を実現していくためには、これらの不確実性の高まりを踏まえた取組を行っていく必要がある。

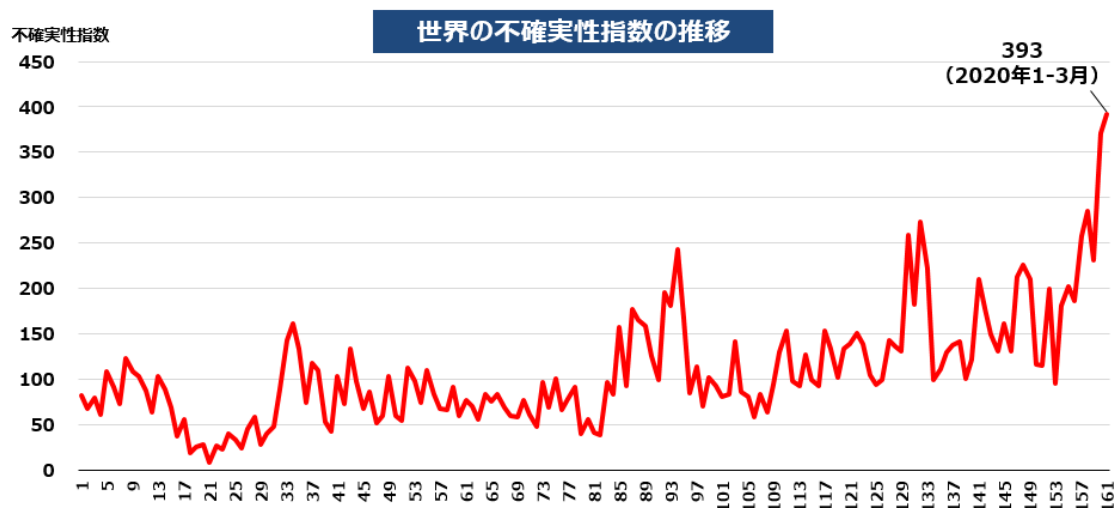
(図表 30) 第4次産業革命による新たな産業構造転換の例

- 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。



「新産業構造ビジョン」より抜粋

(図表 31) 世界の不確実性の推移

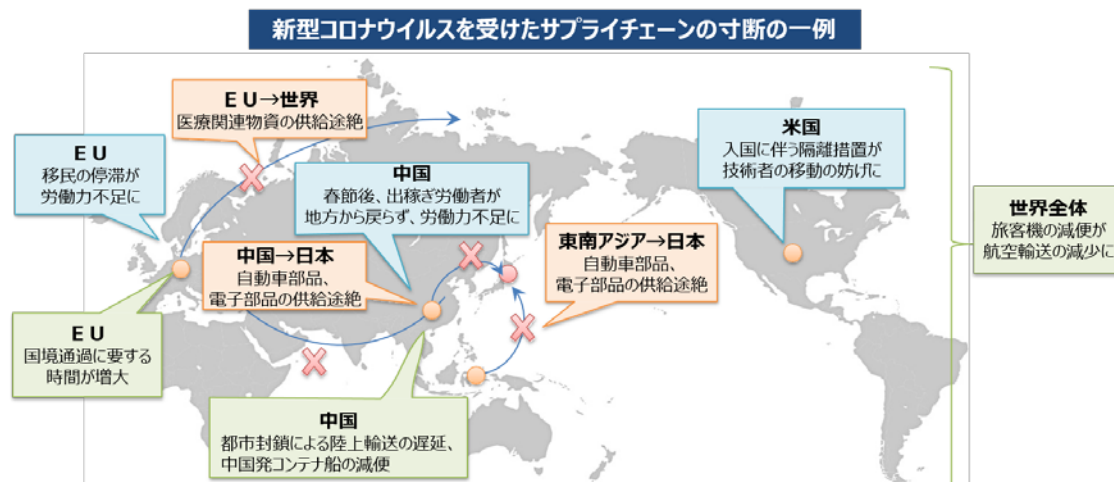


(注) 世界142国を対象に、四半期ごとのEconomist Intelligence Unit (EIU) 国別レポートにおける「不確実性」(及びその類義語)の使用頻度をカウントを作成した指標。各国GDP比の加重平均。

(出所) Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2018), "World Uncertainty Index", Stanford mimeo. (2020年4月5日更新)、Scott R. Baker, Nicholas Bloom, Steven J. Davis, Stephen J. Terry"COVID-INDUCED ECONOMIC UNCERTAINTY"を基に作成。

『第3回 産業構造審議会 成長戦略部会』基礎資料P⑮より抜粋

(図表 32) 新型コロナウイルス感染症の拡大による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「景気ウオッチャー調査」、Sixfold、Baldwin “Supply chain contagion waves: Thinking ahead on manufacturing ‘contagion and reinfection’ from the COVID concussion”

『第 26 回 産業構造審議会総会』「新型コロナウイルスの影響を踏まえた経済産業政策の在り方について」より抜粋

また、もう一つの企業を取り巻く環境変化として、社会のサステナビリティの要請が高まり、それに伴い、企業にも、社会のサステナビリティへの貢献が求められている。上記の通り、資本市場において、ESG 投資やサステナブル投資が拡大している上、新型コロナウイルス感染症の拡大により、ESG 投資が更に拡大の潮流にあることや、S（社会）の要素の重要性が高まっているとの認識も共有されている。社会全体に目を向けても、ミレニアル世代や Z 世代の台頭により、消費者・従業員等の各種ステークホルダーの意識や行動が変容しており（図表 33）、特に消費者の意識・行動変容に合わせてマーケットも変化しているとの指摘がある。国際レベルにおいても、2015 年に国連で SDGs が採択され、SDGs の達成に向けて企業の貢献に大きな期待が寄せられている。こうした社会からの期待に応えようとしない企業は、社会から孤立し、その結果、企業としてのサステナビリティが損なわれてしまうことが想定されるが、他方で、これらの期待に応えることにより社会的価値の向上が果たせたとしても、それが企業価値向上にどうつながるのかという点の認識については、各企業・各投資家、あるいは一企業の内部においても差異があり、それゆえ、企業の取組状況にも濃淡が生じているのが現状である。この点、本検討会では、

- ・ ESG 投資拡大、社会のサステナビリティの高まりを受けて、経営のマテリアリティにおいて企業も ESG 要素や SDGs 要素に対応しようとしているが、企業の稼ぐ力、競争優位性の持続・強化という、個々の企業の中長期的な企業価値向上を考える上で最も重要な視点が疎かになっているのではないか。
- ・ ESG の各要素の中でも、企業の中長期的な企業価値向上という観点では、G（ガバナンス）が最も重要であり、単に社外取締役等のガバナンス体制を整備するという観点での G（ガバナンス）のみならず、E（環境）や S（社会）を実践するという観点からも G（ガ

バランス）が要の役割を果たすべきであるが、E（環境）や S（社会）を意識するあまり、G（ガバナンス）に対する意識が疎かになっていないか。
 という懸念も示された。

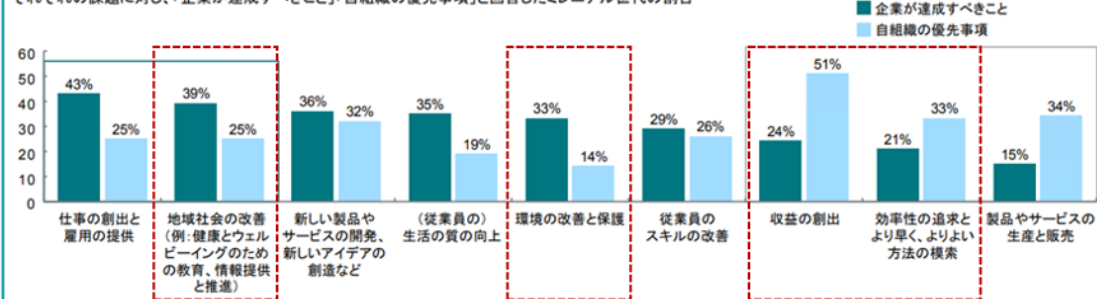
（図表 33） ミレニアル世代の意識

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

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

第二章 中長期の持続的な企業価値向上に対する問題の所在

本検討会は、第一章記載の「伊藤レポート」公表後の企業・資本市場あるいはそれらを取り巻く現状認識を踏まえつつ、対話の質を底上げし、企業と投資家の対話を通じた中長期での持続的な企業価値協創を実現していくための課題を洗い出すことを主要な目的として行われた。本章では、このような観点から、本検討会で指摘・共有された各課題を順次見ていくこととする。

まず、本検討会では、企業と投資家との間での議論がかみ合いづらく、両者の間で認識のギャップが存在していると考えられる対話のテーマがあることが明らかとなった。

その具体的なテーマは、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・イノベーションに対する種植え、③ESG/SDGsなどの社会的価値と経済的価値の両立・アラインメントの確保に向けた取組である。そして、企業と投資家との間で認識のギャップのあるこの3つのテーマのいずれにも共通する課題として、長期の時間軸を企業と投資家との間で十分に共有できていないことが挙げられた。

次に、第一章 1.2. に記載したように、対話に関して企業が三層化している原因として、特に、第二層、すなわち、投資家との対話への意欲はあるが、有効な手法を模索し、その取組の途上にある企業が、具体的に何をどのようにすれば中長期での企業価値向上に資する質の高い対話を実現できるのかについて、一定の共通認識が形成されておらず、対話の意義や実質的な対話の要素を整理することの必要性が課題として挙げられた。

また、パッシブ運用の拡大に伴い、特にパッシブ投資家とどのように質の高い対話を行うのかという点についても整理することの必要性が指摘され、加えて、企業同士、投資家同士あるいは企業と投資家が、より質の高い対話の実現・実践に向けて、対話の手法等を議論・共有する「場」を設けることの必要性も課題として挙げられた。

そのほか、企業と投資家との対話の実質化に向けて重要な役割を持つプレーヤーとして、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、セルサイド・アナリスト、ESG 評価機関が存在するところ、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は絶対数が不足しており、また、それを支えるべきアセット・オーナーによる評価・報酬体系も中長期的な成績が重視されるものにはなっていないことが課題として挙げられ、セルサイド・アナリストについては、ESG 要素や業種横断的なビジネスモデルを持つ企業について、適切に中長期的な企業価値を分析することが難しくなっていることが課題として挙げられており、ESG 評価機関についても、各評価機関の ESG スコアの関連性が高くないことや、企業側から見たときの評価機関による ESG スコア評価の透明性や信頼性が課題として挙げられた。

1. 対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップ

1.1 多角的経営・事業ポートフォリオ・マネジメント

本検討会では、企業と投資家との間での議論がかみ合いづらく、両者の間で認識のギャップが存在しているために、中長期での企業価値協創に資する質の高い対話が実現できてい

ない対話のテーマの一つ目として、「多角化経営やそれに伴う複数事業のポートフォリオ・マネジメントの在り方」が挙げられた。

具体的には、本検討会に参加した企業から、

- ・ 中長期での環境変化の不確実性が高まっている現在において、中長期で企業の持続可能性を高めるという観点からは、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には、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、その複数事業のポートフォリオを組むことによるシナジーがあると投資家側に説明しているが、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。
- との意見が述べられており、多角化経営は、環境変化の不確実性の高まりに対応し、中長期での持続的な企業価値向上を実現するための一つ的手段と認識されているが、投資家からは、自社が想定しているような評価を受けることができていないという認識が示された。

他方で、本検討会に参加した投資家からは、

- ・ 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。

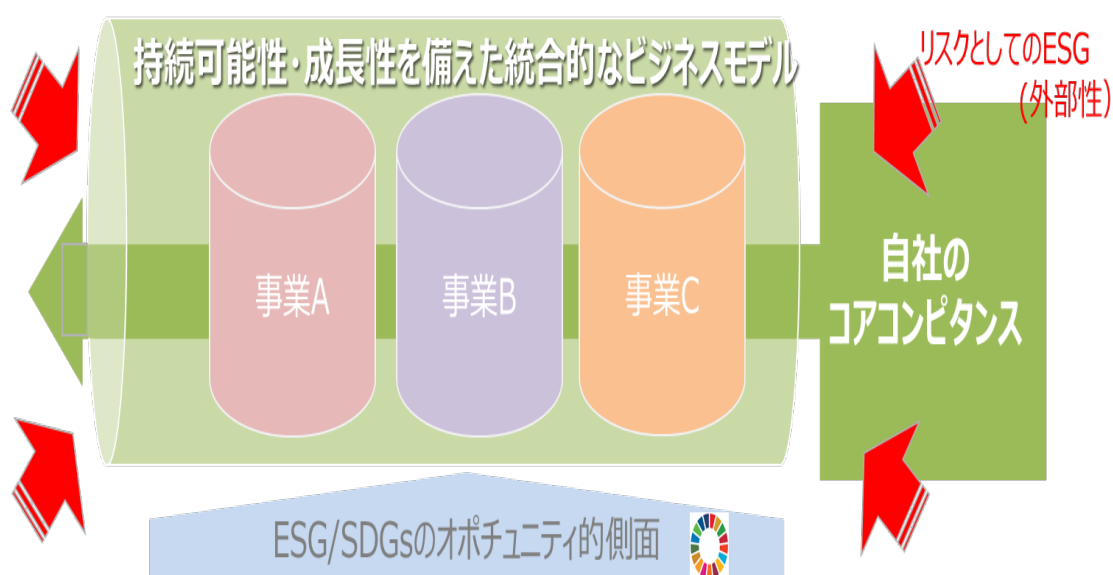
との意見が述べられており、複数事業を展開すること自体を否定するわけではなく、それを一つのビジネスモデルとして発信できていないことが、投資家がコングロマリット・ディスカウントとして評価を下げている理由であるという認識が示された。

こうした企業・投資家の意見・指摘を踏まえると、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する肯定的な評価を得るには不十分であり、複数事業の展開により、中長期という時間軸での企業の稼ぐ力、競争優位性が持続・強化され、中長期的な企業価値向上につながるという一つのビジネスモデルであることを、企業が投資家に対し、具体的かつ積極的に説明していくことが必要である。

そもそもビジネスモデルについては、「伊藤レポート」や「伊藤レポート2.0」、「価値協創ガイダンス」にも記載があるとおおり、自社の競争優位の源泉・参入障壁・「強み」といったいわゆる「コアコンピタンス」が重要な要素となるところ、多角化経営においても、複数事業に自社のコアコンピタンスを通底させることにより、企業の競争優位の維持・拡大、ひいては中長期的な企業の稼ぐ力、収益力の向上につながるという統合的な一つのビジネ

スモデルとして捉え、それにより、複数事業のシナジー効果が生じるということを、投資家側に説得的に示していくことが重要である（図表 34）。特に、近接領域ではない事業など、一見するだけでは、複数事業の関連性やシナジーが生じる仕組みが分かりづらい多角化経営の場合にこそ、対話を通して、複数事業に共通しているコアコンピタンスが何か、それが企業の競争優位の維持・拡大、ひいては中長期的な企業の稼ぐ力、収益力の向上にどのようなつながっているのかについて、投資家側の理解を得ていくことが求められている。その際、中長期的な企業価値向上という観点からは、統合的に捉えたビジネスモデルの中長期での持続性・成長性が非常に重要な視点となるが、中長期的な環境変化の不確実性が高まる中で、ビジネスモデルの中長期的な持続性・成長性をどのように判断するかについて、企業と投資家との間で一定の共通認識が形成されておらず、この点が、多角化経営・事業ポートフォリオ・マネジメントについて、企業と投資家との間での議論がかみ合いづらく、両者の間で認識のギャップが生じている根本的な原因となっていると考えられる。

（図表 34） 複数事業の展開を統合的な一つのビジネスモデルとして捉えた一例



本検討会第4回事務局資料②より抜粋

1.2. 新規事業創出やイノベーションに対する「種植え」

本検討会で、企業と投資家との間での議論がかみ合いづらく、両者の間で認識のギャップが存在しているために、中長期での企業価値協創に資する質の高い対話が実現できていな

い対話のテーマの二つ目として、新規事業創出やイノベーションに対する「種植え」に関する取組が挙げられた。

具体的には、本検討会に参加した企業から、

- ・ 中長期的な企業価値向上に資するものとして、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取組は、時間をかけ、試行錯誤を繰り返しながら行うものであり、失敗するものもあれば成功するものもあるため、イノベーションを生み出すためには、多数の種植えを行う必要がある。その中には、成功する確度がある程度高く、イノベーション後の市場規模・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、イノベーション後の市場規模・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。

との意見が出されている。これに対し、本検討会に参加した投資家からは、

- ・ 新しい取組に対して投資家が評価しないのは、投資家も、トラックスレコードがなく、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を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。

との意見が出されている。

前記のとおり、第4次産業革命により、ダイナミックな産業構造の転換が起き、スピーディーで激しい競争が繰り広げられる不確実な今日の環境においては、企業も、新規事業創出やイノベーションに向けた「種植え」（成長投資）を積極的に行い、時にはM&Aという手法も選択しながら、状況に応じて不断にビジネスモデルを進化させていく必要がある。この問題は、無形資産投資の重要性や、それについて如何にして資本市場の理解を得るかといった「伊藤レポート2.0」で提示されて以来の重要課題とも重なる。

こうした観点からは、未実現の利益で、トラックスレコードのない取組であっても、企業と投資家が対話を通して、それを評価していくことが必要である。その手法としては、

- ① 企業と投資家が、種植えの仕組み等について、これまで以上に踏み込んだ対話を行うこと、すなわち、企業側の取組について、トラックスレコードがないので評価できないというだけではなく、企業から、投資家に対して、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、その種植えが、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ではないか。

- ② 個々の新規事業創出やイノベーションに対する種植えに関して説明するだけでなく、企業として、新規事業を生み出すための仕組みや企業そのもののガバナンスがどのように整備されているかを評価することができるのではないか。
- ③ 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のではないか。

との意見が出された。

これらの意見は、いずれも、中長期的な環境変化の不確実性の高まる中で、新規事業創出・イノベーションに対する種植えが、中長期的な企業価値向上とどのような関係にあり、その取組をどのように評価していくかという観点から述べられているものであり、この点について、企業と投資家との間で、一定の共通認識が形成されていないことが、これらの種植えに関する企業の取組について、企業と投資家との間での議論がかみ合いづらく、両者の間で認識のギャップが生じている根本的な原因となっていると考えられる。

1.3. 社会的価値と経済的価値の両立・アラインメントの確保

本検討会で、企業と投資家との間での議論がかみ合いづらく、両者の間で認識のギャップが存在しているために、中長期での企業価値協創に資する質の高い対話が実現できていない対話のテーマの三つ目として、ESG/SDGs を中心とした社会的価値と経済的価値との両立・アラインメントをどう確保するかという点が挙げられた。

具体的には、本検討会に参加した企業から、

- ・ 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てず、ESG/SDGs に十分に取り組むことができていない。
- ・ グリーンハウスガス削減等の環境投資に関しては、将来の炭素税導入などを見越した長期的なリスクマネジメントとして実施しているが、投資家からは、そうした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もあるものの、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。
- ・ ESG/SDGs については、若い世代の従業員は、CSR や社会貢献に高い関心を抱いており、ESG/SDGs に対する取組にもポジティブな姿勢を示すが、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、これらの取組に消極的な姿勢を示す者もいるなど、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。

との意見が出され、社会的価値と経済的価値をどのように両立し、中長期での企業価値向上

につなげていくかという点は課題として認識されている。

他方、本検討会に参加した投資家から、

- ・ 企業の収益の源泉は顧客にいかに関与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、ESG 評価をどのように投資判断にインテグレートすれば、中長期での企業価値向上につながるのかという点については、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、E（環境）や S（社会）も社会的には重要な要素であるが、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と。

との意見が出され、投資家側でも、社会的価値と経済的価値をどのように両立していくかという点については課題として認識されている。

上記の通り、ESG/SDGs 等の社会のサステナビリティに対する要請の高まりに伴い、企業にも社会のサステナビリティへの貢献が求められているところ、新型コロナウイルス感染症の拡大により、社会のサステナビリティの要請が更に拡大している。企業としても、社会のサステナビリティの要請を無視した経営では、中長期の持続可能性が期待できないとして、社会からの要請に合わせて、ESG/SDGs 等の社会のサステナビリティに貢献する取組を積極的に行うようになっており、本検討会においても、単に経済的利益を追求するのではなく、株主や顧客、従業員、社会などのステークホルダーに対する適切なバランスを保てなければ、中長期的には企業活動が成り立たなくなるという意見や、企業戦略上重要視するステークホルダーに、「将来世代」を追加したという取組など、社会的価値を考慮した取組も紹介されている。

この点、現時点の ESG 投資は、投資家からの意見にもあるように、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く、これは、企業側としても、長期的には事業が継続できなくなるリスクを把握することに役立つものといえる。もっとも、ESG/SDGs はこのような中長期的なリスクを把握するという側面のみならず、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把握するという側面もあるところ、ネガティブ・スクリーンでは、このような ESG/SDGs のオポチュニティ的側面を十分に捉えることができないため、リスクの側面のみならず新市場創出・獲得による企業の成長性の側面も捉えることで社会的価値を経済的価値と同期化させ、企業価値向上につなげていくことが必要となる。

そうすると、企業・投資家双方が、ESG/SDGs 等の社会的価値と経済的価値をどのように両立していくかを課題として認識している理由は、ESG/SDGs のとりわけ中長期的なオポチ

ユニティを把握するという側面を十分に捉え、それを具体的なアクションに反映させることができていないからであると考えられる。つまり、社会的価値と経済的価値をどのようにして両立させ、企業価値向上につなげていくかに関して企業・投資家が質の高い対話を実現できていない根本的な理由は、前提となる時間軸が長期のものとなっておらず、そのため、ESG/SDGs の企業経営に対するリスク的側面とオポチュニティ的側面の両面を適切に把握し、具体的にアクションに反映させることができていないことにあると考えられる。

2. 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

第一章 1.2. で見たように、日本企業は、対話に関して三層化しており、一部の企業については、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、つまり、実質的な対話を行うことができているものの、一部にはいまだ対話に消極的な企業も存在するほか、残りの大部分の企業は、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の途上である。日本企業全体の中長期的な企業価値向上を実現するためには、このように第二層に属する企業を底上げしていくことが必要である。

本検討会で出された具体的な意見として、企業側から、

- ・ 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
- ・ 意見が出されており、投資家側からも、
- ・ 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。意見が出されている。

また、対話の前提となる非財務情報を含む情報開示に関して、任意開示としての統合報告書も重要な要素となるところ、統合報告書を作成・広報している日本企業は、2019 年末時点で、非上場会社を含めて 513 社であり、上場会社に限れば 13%にとどまっている。経済産業省においては、2017 年に、非財務情報を含めて、企業の稼ぐ力（強み・競争優位性）を中長期でどう確保・向上させていくかを、価値創造ストーリーとしてどのように投資家に示していくかという観点から、企業と投資家との間の共通言語となるものとして、「価値協創ガイダンス」を策定・公表するなどし、企業と投資家との対話の後押しをしているところであるが、「価値協創ガイダンス」を参照して開示資料を作成したことを示す「価値協創ガイ

ダンスロゴマーク」を使用する企業数は、2020年7月末時点で123社にとどまっている上⁵、「価値協創ガイダンス」を参照して作成された企業の統合報告書についても、投資家からは、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くあるという指摘もあった。

対話あるいはその前提となる非財務情報の開示を行い、投資家との対話による価値協創への意欲はあるものの、結果としては、企業価値向上につながるような質の高い対話を実現するには至っていない企業が多く存在している原因として、本検討会では、企業価値向上につながる質の高い対話の具体的な内容や手法等に関する理解が共有されていないことが挙げられた。また、そのような共有がなされていないことが、対話そのものの意義に関する理解不足や、中長期的な企業価値創造に資する質の高い対話の在り方についてイメージすることができていないことにもつながっており、対話そのものの意義を再検討した上で、質の高い対話（実質的な対話）の要素を整理することも課題として挙げられた。

加えて、市場に目を向ければ、上記の通り、パッシブ運用が拡大しているところ、パッシブ投資家は、その性質上、投資判断や運用に係るコストを極小化していくことをより重視していると考えられる上、一定の市場全体を投資対象としており、個社の深い分析を行うことが必ずしも容易でないと考えられるため、パッシブ投資家が個別企業と対話を行うことや、対話を通じた企業との価値協創に寄与していくことに関しては、構造上困難な面もあるように考えられる。実際、パッシブ投資家によるエンゲージメント方法として、企業の経営陣やIR担当等と直接対話を行うのではなく、企業に対する意見・要望を記載したレターを送付するという方法もとられている。本検討会においても、

- ・ パッシブ化が進展しており、投資家の「顔」が見えない。パッシブ投資家との対話はどうあるべきか。

という意見が出されている。パッシブ運用が主流となっている現在では、対話を行わなくても投資対象から外されないという考え方から、対話への意識や対話の重要性が薄れてしまうのではないかという懸念も広がっている。他方で、パッシブ投資家との対話も可能であり、それを行う意義も十分にあるとの意見もあり、パッシブ投資家との対話の在り方についても整理・検討していくべき課題の一つとして挙げられた。

3. 対話を取り巻く環境に関する問題

以上のとおり、本検討会では、企業と投資家との間での認識のギャップや課題が明らかになった。

具体的には、中長期での企業価値協創に資する質の高い対話が実現できていない対話の3つのテーマや、対話に関して企業が三層化しており、それを解消するために、対話の意義や

⁵https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/ESGguidance.html

実質的な対話の要素、あるいはパッシブ投資家との対話の在り方を整理・検討することの必要性や、対話の手法・内容等を議論・共有する場の必要性などが、企業と投資家との間で企業価値協創につながる質の高い対話を行うための中心的な問題ないし課題として整理されたが、その他にも、企業と投資家の対話を取り巻く環境に関する課題として、中長期的な企業価値向上に関心のある投資家の不足、セルサイド・アナリストの役割・機能強化、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が挙げられた。

<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>

- 日本市場の投資家は、パッシブ投資家と短期のアクティブ投資家に偏っており、とりわけ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しているとの指摘がなされた。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は、中長期での企業価値向上につながるエンゲージメントを行うため、中長期でのインベストメント・チェーンの中心に位置付けられ、非常に重要な役割を果たすべき存在であるが、そのような投資家が不足しているのは、日本市場の大きな課題である。本検討会においても、企業が中長期的な企業価値向上に関して対話をしようとしても、そのような内容に関心があり、対話に応じてくれる投資家がいらない、ないし、不足しているのではないかと、その観点からは、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サステナビリティを高めていく必要があるのではないかという意見も出された。加えて、かつてに比べるとその割合は減少しているものの、未だに持ち合い株式等の政策保有株式が存在すること自体が健全な市場という観点からは問題であり、中長期的な企業価値向上に関心のある投資家の存在感をより一層低下させることにもつながっているのではないかと指摘もあった。また、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を支えるためには、アセット・オーナーも中長期的な企業価値向上に関心を持ち、中長期的な視点で、アセット・マネージャーを評価し、報酬に反映させていくことも重要であるが、現状の評価・報酬体系は、必ずしも中長期的な成績が重視されるものとはなっていないという指摘もなされている。

<セルサイド・アナリストの役割・機能強化>

- セルサイド・アナリストの役割・機能強化も課題として指摘された。すなわち、セルサイド・アナリストは、第一章 2. 記載のとおり、企業と投資家をつなぎ、両者の対話を促すという重要な役割を担っているが、パッシブ運用の拡大、EU で 2018 年 1 月に施行された第 2 次金融商品市場指令（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、さらにここ数カ月で顕著になってきた株式売買手数料そのものの引下げ競争などにより、そもそも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されてきている。その結果、付加価値の高いリサーチを行うことが一層難しくなっている。また、ESG 投資の拡大や業種横断的なビジネスを展開する企業の世界的な増加により、従来のセクターアナリストでは、ESG 要素や

業種横断的なビジネスモデルを展開する企業について、中長期的な視点から、十分な企業価値及び市場に対する情報提供を行うことが難しくなっているとの認識が共有された。

加えて、中長期的な企業価値向上に関心のある最先端のアクティブ投資家は、自ら投資先の企業を分析・評価することも可能であり、そのような投資家と企業が対話を行う場合には、アナリストが機能する領域が狭まっており、今後、企業と投資家との対話の実質化が進んでいくと、ビッグデータ、人工知能の活用などとも相俟って、究極的にはアナリスト自体が不要になるのではないかという危惧感も本検討会に参加したアナリストから指摘された。このような指摘も踏まえ、アナリストの果たすべき役割を再検討した上で、セルサイド・アナリストの育成に注力し、日本固有の産業構造や企業の特徴を的確に踏まえつつ、ESG 要素や業種横断的なビジネスモデルについても、中長期的な視点から十分な企業分析を行うことのできる人材を確保・強化していく必要がある。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、独りセルサイド・アナリスト固有の問題としてではなく、アナリストにとってのインセンティブ構造の再設計などを含め、市場全体の問題として検討されることが望まれる。

<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>

- 上記の通り、ESG 投資の拡大に伴い、ESG 評価機関の存在感は増してきているものの、現時点では、ESG 評価機関ごとに評価手法や評価基準が大きく異なっており、各評価機関の ESG スコアの関連性が高くないという問題が指摘された。また、これに加え、企業サイドから、「評価機関の評価に、より透明性・納得感を求める」という意見も出されている。評価機関の提供する情報は、上記の通り、投資家の投資判断の基礎となるものであり、市場の価格発見機能の強化のために重要な役割を果たすものであり、その役割を果たすためにも、評価機関による評価について、共通の尺度が必要ではないかという指摘がなされた。

<本研究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きい。
- AI を活用した評価を行う評価機関が増えており、どのような開示をすると、ESG を高く評価してもらえるのか分からない。
- 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したいくないため、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は、各企業が、ESG 評価項目の内、どの項目を、具体的な経営戦略に落とし込めば ESG 評価が上がるのかが分かるものとすべきではないか。

- 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。

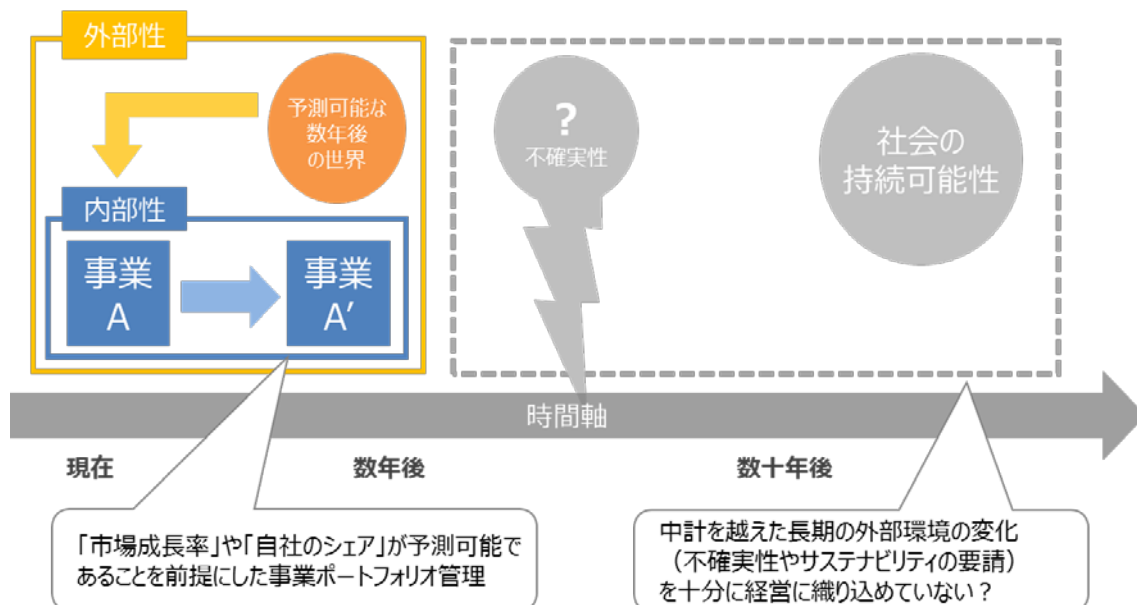
第三章 問題解決の方向性

1. 対話における長期の時間軸の共有（サステナビリティ・トランスフォーメーション）

第二章 1. 記載のとおり、企業と投資家との間で認識のギャップが生じやすい対話の内容として、①多角化経営や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に向けた取組が挙げられているが、そのいずれにも通底する原因として、企業と投資家の間で長期の時間軸が共有されていないということが多く指摘された。

従来は、中期経営計画を中心に、外部環境の変化について比較的予測しやすい数年後という時間軸を前提とした収益性・資本効率性が議論されていたものと考えられる。環境変化の不確実性が高くなく、外部環境も緩やかに変化していくのであれば、このような時間軸を前提に対話を行ったとしても、より長期的な企業価値向上という観点から想定すべきリスクや成長機会と大きな齟齬はなく、予測可能な数年後という時間軸と、より長期の時間軸を区別し、意識的に長期の時間軸を前提にした対話を行う必要性は高くなかったものといえよう。しかしながら、企業経営を取り巻く環境が大きく変化し、とりわけ環境変化の不確実性が高まっている現在では、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きているとともに、そもそも中期経営計画を中心とした時間軸においてですら、リスク・成長機会を適切に想定し、そこに対応する経営を行うことが困難になっていると考えられる。（図表 35）

（図表 35）従来の経営・対話のイメージ



本検討会第6回論点整理案より抜粋

そのため、中長期的な環境変化の不確実性が高まっている現在において、中長期で企業価値を向上させていくためには、企業・投資家双方が、前提としている時間軸を、意識的に5年、10年という長期の時間軸に引き延ばし、共通の「長期の時間軸」を前提に、対話を行っていくことが必要である。この点、本検討会では、

- ・ 5年、10年という中長期の時間軸を前提に経営を構築することが重要であるため、3～5年程度の中期経営計画を基本に経営を構築することはやめるべきである。

という意見に加え、

- ・ 環境変化の不確実性が高まる中でも稼ぐ力の持続性という意味での企業のサステナビリティを高めていくために、現時点の企業内部の経営資源をどこにどの程度分配するかという企業の「内部性」の本質は、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というものであり、競争優位を築いた上で、そのような価値を生み出していれば、売上もROEも向上していく。
- ・ 競争優位は、短期的なものではなく、中長期に持続可能なものであることも重要であり、競争優位の持続可能性があることでPERも上昇する。

との指摘が多くあった。これらの意見を踏まえると、企業のサステナビリティを高めるために経営資源をどう配分していくかという企業の「内部性」の問題は、多角化経営・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を含め、現在の経営資源を出発点に、如何に競争優位を築いて顧客に価値を生み出し、また、将来にわたって、その競争優位を維持・強化していくかという問題と捉えることができる。

他方、ESG/SDGs といった社会のサステナビリティは、直接的には企業の外部の問題であるが、この点についても、

- ・ 「外部性」の問題は、長期的には、競争優位を築いて顧客に価値を生み出し、また、その競争優位性を持続可能なものとしていくという「内部性」の問題と一体化するため、社会のサステナビリティに関する問題も、企業の競争優位の持続性の問題として捉えていくことが重要である。
- ・ 社会のサステナビリティに関する問題は、現時点では、外部不経済を顕然化させないようするためのリスクチェック機能として考慮されているが、そのような側面だけではなく、新事業創造・獲得というビジネスオポチュニティという側面もある。

といった指摘もされている。

これらの意見を踏まえると、環境変化の不確実性の高まりとともに、社会のサステナビリティの要請の高まりという二つの大きな外部環境の変化の中で企業のサステナビリティを高めていくためには、現在の経営資源を出発点に、競争優位を築いて顧客に価値を生み出し、また、将来にわたって、その競争優位を維持・強化していくとともに、不確実性に備え、長期的な社会の要請と一致した経営・対話を行うことが必要であり、そのためには、前提としている時間軸を5年、10年という長期の時間軸に引き延ばした上で、「企業のサステナビリティ」と「社会のサステナビリティ」を同期化させた経営戦略の立案とその実行が必要であ

る。

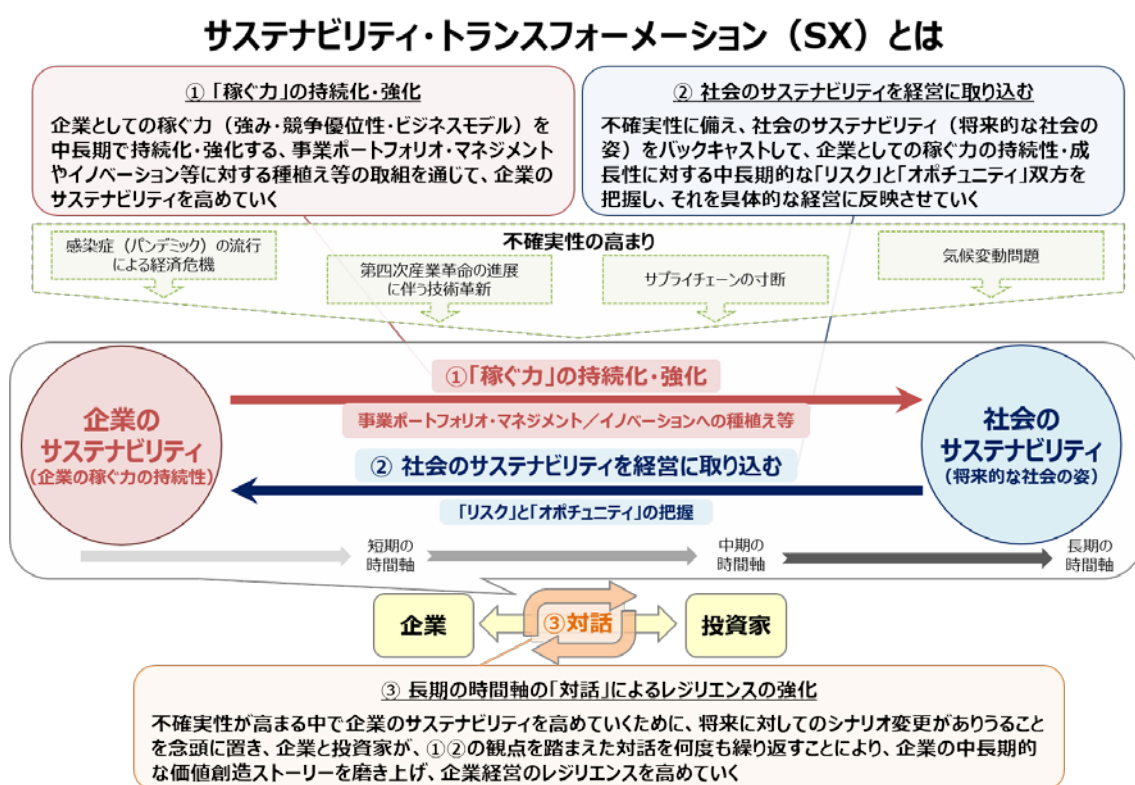
具体的には、

- ① 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こと、
- ② 不確実性に備え、企業としてのレジリエンスを高めるために、長期的な社会の要請（社会のサステナビリティ）を踏まえ、それ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」双方を的確に把握し、それを具体的な経営に反映させていくこと、
- ③ 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の具体的な経営の在り方は、一度で決まるものではなく、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こと

が必要である。

こうした経営の在り方、対話の在り方を、「サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）」と呼ぶこととしたい（図表 36）。

（図表 36）サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）のイメージ



サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) は、企業と投資家の対話を通じて実現していくものであり、まさに、「伊藤レポート」における「企業の稼ぐ力」をどう向上させていくかという観点に基づく ROE 等の指標を基にした資本生産性の議論をベースに、その後「伊藤レポート 2.0」や「価値協創ガイダンス」で、無形資産への投資やイノベーションの重要性、ESG 投資や持続可能性も踏まえて具体化された企業の稼ぐ力（強み・競争優位性）を中長期でどう確保・向上させていくかという「中長期の価値創造ストーリー」を、不確実性の高まりを踏まえて、経営の在り方、対話の在り方として、より具体化するものであり、企業と投資家の対話を通じた中長期の「企業価値協創」の在り方そのものである。そして、このような企業と投資家の「企業価値協創」を通じて企業の中長期的な企業価値向上も実現できるサステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) は、企業のサステナビリティと社会のサステナビリティを同期化させるにとどまらず、中長期的な企業価値向上に関心のある投資家のサステナビリティの向上にもつながるものといえる。

例えば、企業と投資家との対話を通じて、

- ・ 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配分していくべきか。
- ・ また、ESG の観点からどのようなリスクを遮断し、オポチュニティとして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。

などについて、不断に企業と投資家が対話を行い、それを経営に織り込み、また対話を繰り返し行うことで、中長期の経営に関する共通理解を深め、稼ぐ力とサステナビリティの両立を図っていくことが重要である。

そして、このような経営の在り方、対話の在り方は、とりわけ環境変化の不確実性が高まっている中で、Society5.0 への構造変革や、企業の DX の対応、社会的なサステナビリティを意識した SDGs 経営など、従前から指摘されていたトレンドを経営・対話に盛り込みながら、中長期的な企業価値の向上を実現するために必要かつ重要と考えられるものであるところ、新型コロナウイルス感染症の拡大を受けて、不確実性の高まりが顕著となり、また、こうした社会変革がより加速化していることを踏まえると、中長期的な企業価値向上の実現のためには、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) の実現の重要性がより一段と高まっているといえる。

また、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) は、企業と投資家が何度も対話を繰り返すことにより実現されるものであるが、企業においては、投資家との対話において得た気付きを経営に落とし込み、各従業員レベルにおける具体的なアクションに反映させることで、経営陣のみならず従業員も一丸となってサステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) の実現に向けて取り組んでいくことが重要である。この観点から、社内での

議論を通じて、従業員を含めて、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) の実現、ひいては中長期的な企業価値向上の実現の重要性の理解浸透を図っていくことが重要であるとの意見や、個々の従業員のモチベーションや従業員エンゲージメントにつなげるためには、経営陣が中長期の目標を定めるだけでなく、成果が見えやすい短期の目標を立てることも重要であるとの意見なども出された。

なお、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) により、長期の時間軸を前提に経営を行っていくとしても、現在の資本効率性や稼ぐ力の低下を許容するということの意味しないことに注意が必要である。長期的な企業のサステナビリティを高めるためには、当然ながら、短中期で、競争優位性、強みを生かして十分に利益を稼ぐことができていることが前提条件であり、そこで稼いだ利益を、イノベーションに向けた種植え等の企業の成長や企業のサステナビリティの向上に向けた投資にも振り向けていくこととなる。短中期で十分な利益を稼ぐことができていないにもかかわらず、長期のサステナビリティを高めるために、現在の資本効率性を更に悪化させるような取組は、企業のサステナビリティを高める取組とはいえない。「三方良し」を唱えるだけでは、足下の資本効率性を悪化させることを正当化することにはならない。ただし、新規事業の種植えやリスクマネジメントとしての環境投資のように、時間軸の中で一時的に収益が低下する場合はストーリーに組み込まれているのであれば、その要因や今後の見込み、また、それを実現するガバナンス体制についても企業と投資家で共通認識を持つべきである。

以上が、対話の内容に関する企業と投資家の認識のギャップを解消するための方向性として考えられるものであるが、本研究会においては、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) により、実際に中長期の企業価値が向上されるのか、中長期の企業価値向上にどのような効果があるのかという点を含め、定量的な数値を検証することはまだできていない。また、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) において、企業の中長期での成長性をどのように評価していくかという点も重要である。

「伊藤レポート」においては、企業を評価する指標として、ROE が提言されたが、ROE はある時点での企業の収益力を断面的に評価したものであり、とりわけ環境変化の不確実性の高まっている中でも中長期で収益力を持続できるということまで示すものではない。また、「伊藤レポート 2.0」で着目された ESG については、上記の通り、現時点では、必ずしも ESG スコアと企業価値との間に、高い関連性があるとの実証的証拠は得られていない。企業が自身の取組を評価し、必要に応じてその取組を変化させていくとともに、投資家側もそれを的確に評価し、投資判断につなげていくためには、サステナビリティ・トランスフォーメーション (SX) を実際のアクションに落とし込むことのできる具体的な指標・KPI、あるいはそれに準じるものが必要である。そのような具体的な指標・KPI 等についても、今後、検討を深めていくことが求められる。

さらに、このような、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 (SX) 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である。この点では、本検討会で議論された、多角化経営・事業ポートフォリオ・マネジメントの具体的な在り方や、新規事業創出・イノベーションに対する種植えの在り方、あるいは資本市場からそれらの取組に対する評価の在り方等に関する検討について、合わせて深掘りしていくことも必要である。

2. 実質的な対話の在り方とその普及

第二章 2. 記載のとおり、対話に関して企業が三層化している原因として、多くの企業が、対話そのものの意義を十分に理解できておらず、また、中長期的な企業価値創造に資する質の高い対話の在り方についてもイメージすることができていないことが指摘され、対話そのものの意義を再検討した上で、質の高い対話（実質的な対話）の要素を整理することが課題として挙げられている。また、パッシブ投資家との対話の在り方についても整理・検討していくべき課題の一つとして挙げられている。更に、中長期的な企業価値向上に資する対話の具体的な内容や手法等が共有されておらず、そのような対話の在り方等について議論・共有する場を設置することの必要性も課題として挙げられている。

2.1. 対話の意義の再検討

まず、対話の意義を改めて検討する。そもそも対話の重要性を提言した「伊藤レポート」において、対話の主要な意義・目的の一つとして、投資家の理解促進による資本コストの低減が指摘されているところであるが、本検討会に参加した企業からは、実際の対話を通じて、急激な株価変動が生じるようなリスク要因とそれに対する企業の取組に関する投資家の理解促進により、企業の将来的な不確実性が低減し、株価の維持につながることや、自社の取組を幅広い人に認知してもらうことが多様な株主の獲得につながることで、ボラティリティが低減し、その結果、資本コストも低減しているとの指摘がなされた。また、対話を通じて外部の投資家の意見（アドバイス・指摘等）を取り入れ、経営に反映させることで、経営の質を向上させることができることも対話により得られる効果として挙げられた。

これまで実践されてきた対話の効果を踏まえ、改めて、対話の意義・目的を検討すると、投資家の理解促進によりボラティリティ、更には資本コストが低減し、また、機関投資家等の外部からのアドバイス、指摘、対話、改善により経営の質を向上させることも可能になることにより、中長期における持続的な企業価値の向上（サステナブルな企業価値向上）につながるものと整理することができる。

なお、本検討会では、フェア・ディスクロージャー・ルール（FD ルール）と対話との関係性についても議論がなされたが、FD ルールにより投資家との対話が妨げられるものではないという意見が出された。具体的には、実質的な対話は、FD ルールにより公平に開示された情報を基に投資家が個々の企業についてディープリサーチをした上で、長期的な視点から、企業の持続性や成長性に関する企業の姿勢や考え方などについて行われるものであるため、投資家の理解度等により、結果として投資家側に伝わる情報の深度が異なることとなる事態は想定されるものの、業績等の具体的な数値を新たに伝えるものでなければ、実質的対話において、FD ルールの対象となる投資者の投資判断に重要な影響を及ぼす情報が開示されることはないといった意見が出された。

次に、このような一般的な対話の意義について確認した上で、パッシブ投資家との対話の意義あるいは対話の在り方についても検討する。

本検討会では、パッシブ投資家との間でも、実質的な対話を行うことは可能であり、その意義もあるとの意見が多く出された。具体的には

- ・ パッシブ投資家は、長期的にインデックス全体が引き上げられることにより利益を得ることを目的としており、基本的には購入した株式を半永久的に保持し続ける（超）長期投資家であるため、短期的な業績の変動にとらわれず、長期的な視点で企業の持続的成長を支えることのできる投資家といえる。
- ・ パッシブ投資家は、インデックスを前提に投資していることから、長期的な視点でインデックス全体に影響を与えるような「社会のサステナビリティ」には強い関心を抱いており、具体的には、ESG や SDGs に代表されるグローバルイシュー等の企業の外部性に関わる事項をテーマとして、企業と対話を行うことは十分に可能である。

といった意見が出された（図表 37）。

（図表 37）パッシブ運用におけるエンゲージメントの在り方

パッシブ運用におけるエンゲージメントの考え方

	アクティブ運用	パッシブ運用
運用方針	個別銘柄を調査して、運用者の判断により投資対象を選定	市場インデックス(TOPIX、日経平均など)に連動した運用
組み入れ銘柄数	数10～数100銘柄	約2000銘柄(TOPIXの場合)
投資期間	株価の動向により機動的に売買	原則として売買しない超長期保有
エンゲージメント方針	自己が運用するファンドのパフォーマンス向上	インデックス全体の底上げ
エンゲージメントの目的	売り・買いの判断を行うため	インデックス採用企業の長期的企業価値の向上を促すため
対象銘柄	ファンドが保有する特定の企業	インデックス・ウェイトが高い銘柄を中心に、幅広くカバー
手法	当該企業の課題について改善を求める	市場全体に共通する課題について、主要企業に働きかけるとともに、全企業に向けてメッセージを発信する
対話テーマの特徴	個別企業ごとの経営課題	市場全体に共通的なテーマが中心
問題企業への対応	対話、議決権行使と売却	保有継続、対話と議決権行使
フリーライダーへの対策	基本的に不要	協働活動を求める

とりわけ、上記のサステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）を踏まえると、パッシブ投資家の関心の高い「社会のサステナビリティ」は、長期的な時間軸を前提とすると、「企業のサステナビリティ」に対するリスク要因であるとともに、新たな市場を獲得しうるオポチュニティと捉えることができ、企業は、これを具体的な経営に落とし込んでいくことが求められるため、パッシブ投資家と「社会のサステナビリティ」をテーマとして対話を行

うことは、企業にとっても、「企業のサステナビリティ」に対するリスクや目指すべき市場を認識できる良い機会であり、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という上記の対話の意義がまさしく当てはまるものと考えられる。

また、本検討会に参加した投資家から、

- ・ パッシブ投資家といえども、運用機関は受託者責任として、注意義務・忠実義務を負っていることから、対話に際しては、単に社会のサステナビリティに対して企業が貢献するよう求めるのではなく、そのような社会のサステナビリティの要請が企業のサステナビリティにどのような影響を与えるのか、すなわち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化するという観点から対話することが重要である。
- ・ これまでのゲームチェンジは産業界から興っていたが、ESG 等によるゲームチェンジは、産業界ではなく金融・資本市場から興そうとしているものであり、その観点から、パッシブ・エンゲージメントは、金融・資本市場においてどのようなゲームチェンジを興そうとしているのかについて企業に気付きを与え、その気付きを企業が経営に反映させるためにも有益である。
- ・ 日本の機関投資家は、アクティブ部門とパッシブ部門の両部門を持っていることも多く、その場合には、アクティブ・エンゲージメントとパッシブ運用を統合したモデル、あるいはパッシブ・エンゲージメントにより指摘した事項を、アクティブ・エンゲージメントでより強化していくといった手法も有効である（図表 38）。

などの指摘もあった。企業においてはもちろん、パッシブ投資家サイドにおいても、このような意見を踏まえ、パッシブ・エンゲージメントの在り方について、更に検討し、理解を深めていくことが必要である。その点では、後記の「場」の活用も含めて、パッシブ・エンゲージメントの在り方について、議論・共有することで、理解を深めていくことが有用である。

(図表 38) アクティブ・エンゲージメントとパッシブ運用を統合したモデルの例



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

2.2. 実質的な対話の要素

ここまで検討してきたサステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）や対話の意義も踏まえ、実質的な対話の在り方を示すものとして、「実質的な対話の要素」を整理することが必要である。具体的には、「価値協創ガイダンス」は、企業の価値創造ストーリー全体について具体的な示し方を整理したものであり、企業と投資家の共通言語となるツールであるが、質の高い対話を実現するためには、「価値協創ガイダンス」によって示されている価値創造ストーリーの全体像を語るだけでなく、それを踏まえて、具体的なマテリアリティを特定し、それに基づいてアジェンダを設定することなどが必要である。つまり、質の高い対話を実現するためには、価値創造ストーリー全体の示し方を整理した「価値協創ガイダンス」とともに、それを踏まえて具体的にどのように対話を行うか、すなわち、そもそも対話とは何かという点から始まり、対話の前後において必要・重要となる手法、あるいは「価値協創ガイダンス」に記載のある事項でも特に対話において重点的に議論すべき内容を整理する必要がある。また、上記サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）も、対話において、中長期での企業価値向上に向けた企業の具体的な取組について、企業と投資家がどのように対話を行うかということを整理したものである。このような観点から、本検討会では、検討会における議論も踏まえて、実質的な対話の要素を次の通り、「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つの観点から整理した。企業においては、事業報告や統合報告書により課題やその解決策を明確に示し、それを踏まえて投資家と個別に対話を重ねる一連のプロセスの重要な一部として、こうした「実質的な対話」を位置付けていくことが重要である。

もっとも、本検討会では、投資家との対話に取り組み始めたばかりの企業が、以下で示す実質的な対話の要素の全てを備えた対話をすぐに実践することは困難であるとの指摘もあった。

ここで示す実質的な対話の要素は、最終的に目指すべき対話の姿を一例として示すものである。実質的な対話の要素の全てを備えた対話を行うことが難しい場合には、企業の置かれた状況に応じて、実質的な対話の各要素のうち自社が実践できるもの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である。その上で、対話を重ねるにつれて、徐々に実践できる要素を増やし、最終的には全ての要素を踏まえた「実質的な対話」を実践できるようになることを期待したい。また、このような観点から、今後、「価値協創ガイダンス」も踏まえつつ、具体的な対話のあり方について、更に検討を深めていくことも必要である。

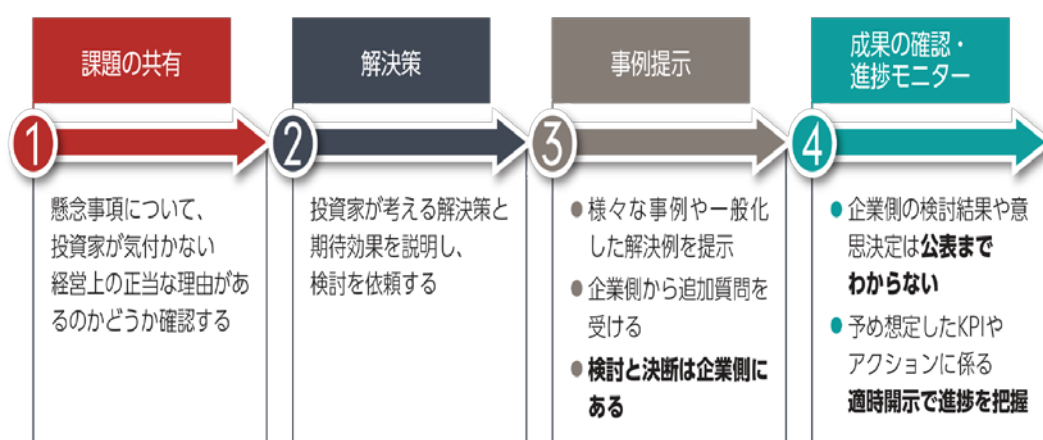
2.2.1. 「対話の原則」

- 「実質な対話」の原則は、対話が中長期的な企業価値創造に何らかの（できれば重要な）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ものでなければならない。
- 「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、それに対する取組・施策が改善・進化していることを投資家側と企業側が認識すること。

<投資家による企業の取組・施策の改善・進化の把握の例>

投資家からも、エンゲージメントの4つのステップとして、企業と課題を共有し、その解決策を提示するとともにその具体例を提示した上で、事後的に企業の取組状況をモニターしていくことが重要であるとの指摘がある（図表39）。

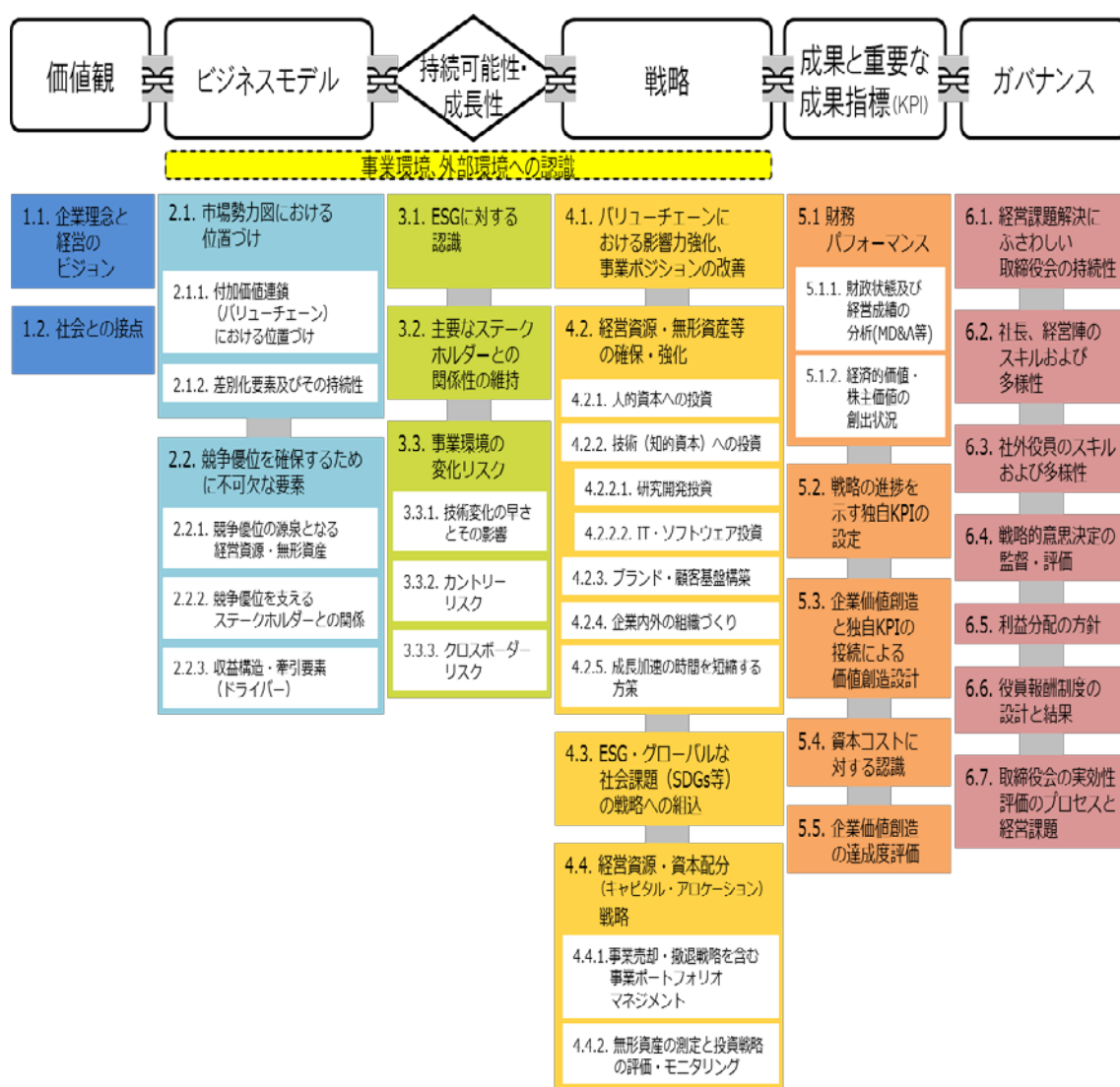
（図表39）エンゲージメントの4つのステップ



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

2.2.2. 「対話の内容」

- 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感染症の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。

2.2.3. 「対話の手法」

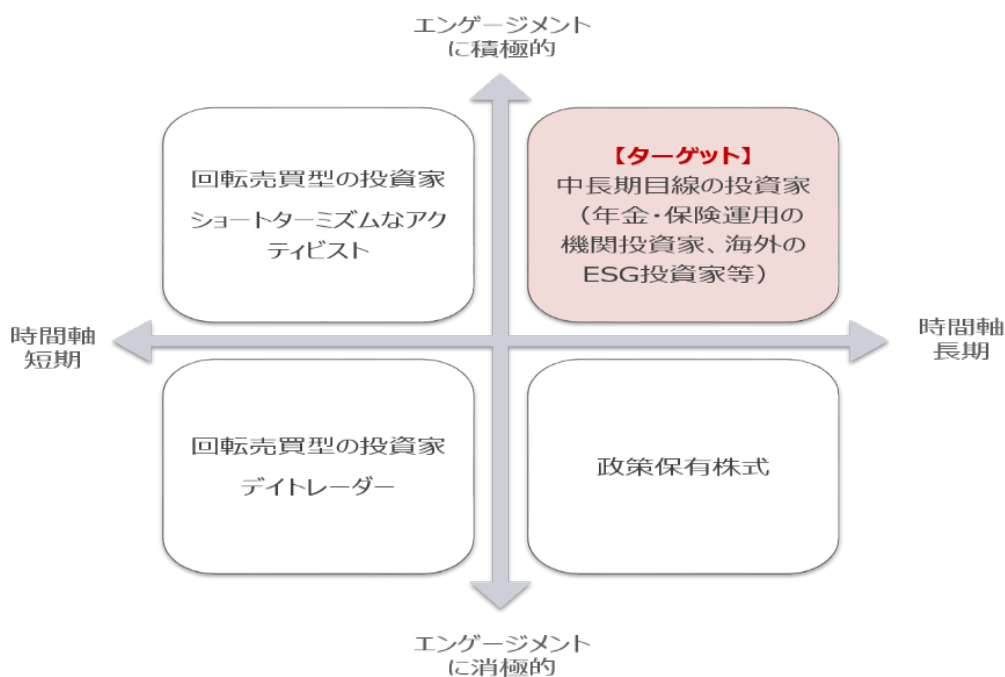
- 対話の相手である投資家の属性に応じたマテリアリティに基づいた具体的なアジェンダを設定するために、自社の株主構成を把握し、重点的に対話すべき投資家を特定していること（「インベスター・マーケティング」）。

<企業による投資家ターゲティングの例>

本検討会に参加した企業から、自社の株主構成を詳細に把握しており、重点的に対話すべき投資家のタイプを特定していることが紹介された（図表 40）。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。

（図表 40）

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



本研究会第2回コニカミノルタ株式会社・市村委員プレゼン資料を参考に経済産業省作成

- 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>

本検討会に参加した企業から、自社に必要な対話の種類について整理し、効果的な手

法と必要なリソースを確認することで、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というプラクティスが紹介された（図表 41）。また、投資家サイドからも、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の重要性が指摘されている（図表 42）。

（図表 41）

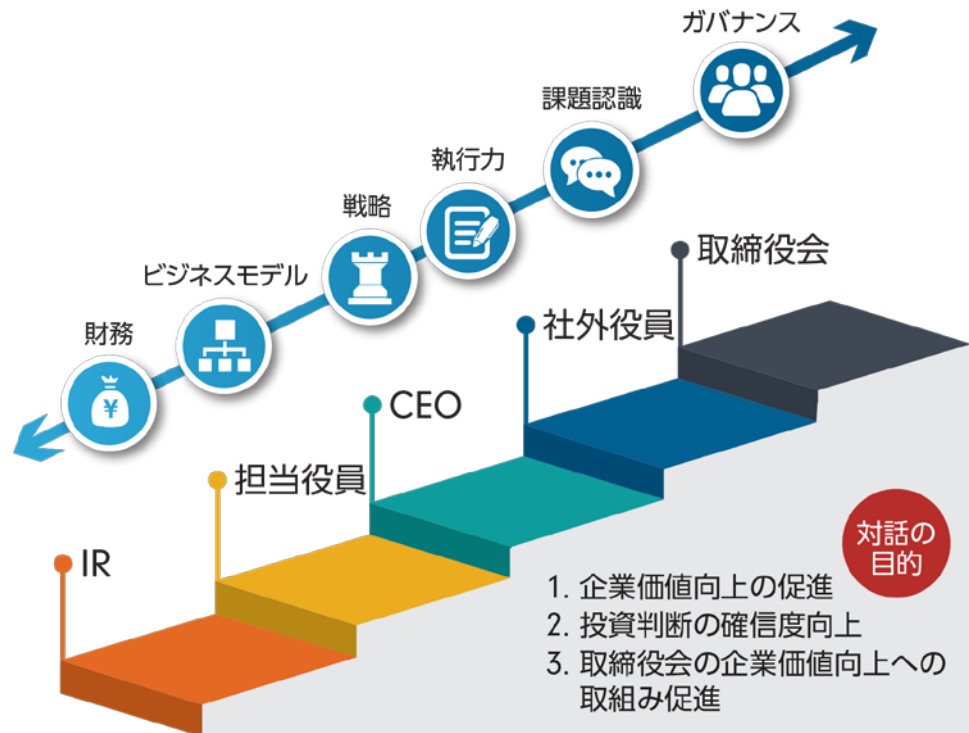
目的	対象	方法	内容	対応者	頻度
長期安定株主の獲得/ 中長期を見据えた戦略 的な対話	国内機関投資家 ーバイサイド ーセルサイド	個別面談	経営戦略、資本政策、 還元方針、ESG	経営トップ/ IR担当	年〇〇回
		スモールミーティング			年xx回
		カンファレンス			...
		ESGミーティング		ESG担当	
	海外機関投資家	海外ロードショー	業績、経営戦略、ESG	経営トップ	
		ESGミーティング	ESG	ESG担当	
足元の業績・取組の発 信	個人・機関投資家	個別取材	業績	IR担当	
		決算説明会	決算説明、経営戦略	経営トップ	
		株主総会	...	...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

本検討会第2回コニカミノルタ株式会社・市村委員プレゼン資料及び同第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

（図表 42）

対話の相手

対話の内容、目的に相応しい相手と対話する



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。

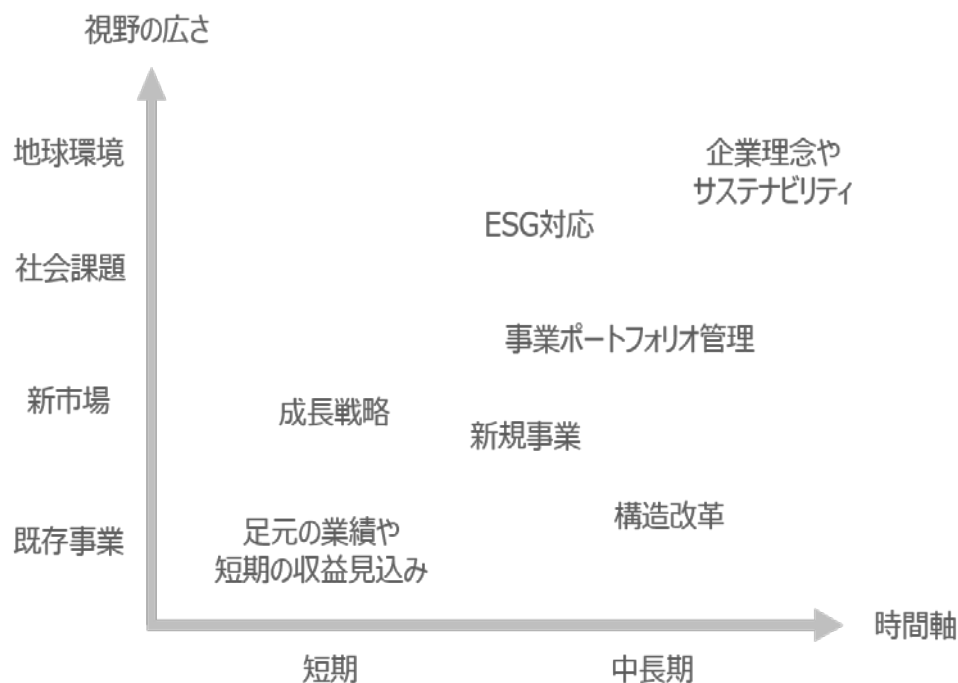
<対話のアジェンダの設定の在り方の例>

本検討会では、次のような企業の取組が紹介された。

- 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得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（図表 43）。
- 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「価値協創ガイド」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

例えば 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。

(図表 43)



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

- face to face（場合によってはオンライン）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感染症の拡大を受け、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。

2.2.4. 「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。

＜対話の内容の企業内部へのフィードバックの例＞

本検討会では、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行っていることが紹介された。

- 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

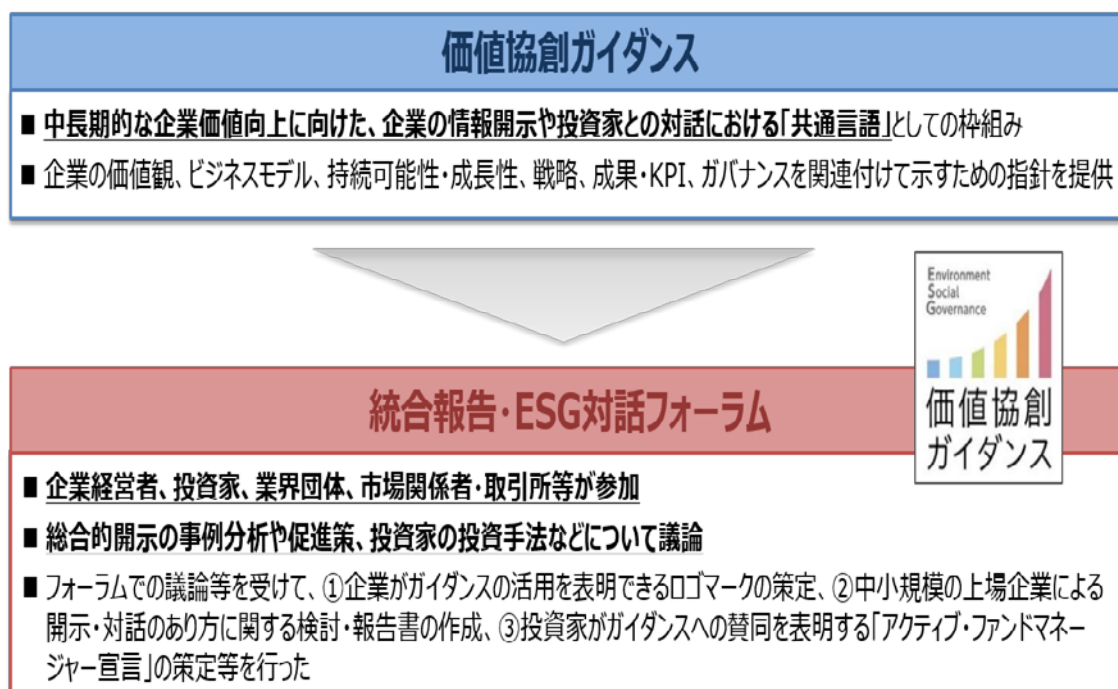
- 回を追うごとに、企業価値向上のための課題が浮き彫りになり、それに対する企業側の取組・施策が改善・進化していくことで、対話とそれによる経営改善の好循環が形成されていること。
- 対話を通して得た、長期的な「社会のサステナビリティ」のリスク・オポチュニティの両側面にする「気付き」や「発見」を、短期、中期の観点でも捉え直し、絶えず企業のサステナビリティを向上させる具体的な取組に反映させていること。

2.3. 対話のプラクティスを共有する「場」の設置

対話の実質化を実際に実現するためには、ここまで述べてきたサステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）や対話の要素、実質的対話の要件を、実際の経営・対話において実践していくことが重要であるが、その際は、各社独自で検討するのみならず、企業同士、投資家同士、企業と投資家が、対話のプラクティス等を議論・共有していくことも重要である。そのため、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」を設けることが必要である。

これまでも、経済産業省においては、2017年12月に開始し、翌2018年5月に取りまとめを行った統合報告・ESG対話フォーラムやその分科会である関西分科会において、「価値協創ガイダンス」を活用した企業と投資家の対話に関する議論の場を設置し、中長期的な企業価値向上に資する対話の在り方に関する企業と投資家の間での議論や、そのような対話の手法の共有を促してきたところである（図表44、45）。また、本検討会では、民間レベルにおいても、従来から、企業同士での対話に関する取組を共有する場が設けられ、また、投資家サイドにおいても同様に取組を共有・議論する場が設けられていたところ、近時、企業と投資家との間での議論の場も設けられるようになってきたという意見も出されている。

（図表44） 対話のプラクティス共有に向けたこれまでの取組



本検討会第6回参考資料より抜粋

(図表 45) 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

本検討会第6回参考資料より抜粋

今後、このような流れをより確実なものとし、実質的な対話の裾野を広げ、三層化を解消するため、企業同士、投資家同士、更には企業と投資家との間で対話の実情を議論し、あるいは、対話のプラクティスを共有する場を、ウェブ会議等の利用も含めて、積極的に設置していくことが重要である。その際には、企業と投資家の対話をめぐ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である。また、より幅広い投資家の意見を吸い上げることや、投資家同士の意見交換を行うことも、正しく実態を把握し、効果的に「実質的な対話」を普及浸透させていくためには、有益である。特に、本検討会で問題として取り上げられた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・共有することは非常に有益であろう。

また、上記で整理した実質的な対話の要素は、あくまで暫定的なものであり、対話を重ねていく中で、実質的な対話の要素として追加すべきものが生じてくることも想定される。そのため、このような議論の場を活用することにより、実質的な対話の要素について、随時見直しを行っていくことも必要である。

3. 対話の実質化、中長期での企業価値向上に向けた個別の環境整備

3.1. 実効的なインベスター・マーケティングの在り方

上記の通り、実質的な対話を行うには、インベスター・マーケティングを行い、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し、自社の取組を理解してもらえる投資家に投資してもらうことが重要である。

その前提として、企業にとっては、いわゆる実質株主の特定がより容易にできるようになることも、重要な環境整備であると考えられる。2020年3月24日に再改訂された日本版スチュワードシップ・コードにおいても、「株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。」との指摘がされている。

3.2. 社外取締役による投資家との対話

対話の対応者について、経営トップが参加する機会が増えてきたことは先に述べたが、他方で、投資家からは、外部の視点を持った社外取締役にも積極的に対話に臨んで欲しいが、対応してくれない企業が多いとの意見もある。社外取締役は、社内のしがらみにとらわれず、外部の視点を持って企業の経営に関与するため、社外取締役の視点は投資家の視点と類似する部分も少なからずあり、そのような社外取締役が投資家と対話を行うことは、投資家にとっても意義が大きいとの意見もあった。上記の通り、実質的な対話の要素としても、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）を設定することが挙げられており、社外取締役の立場・役割を整理し、対話における社外取締役の関与の在り方に関する理解を深めていくことが必要である。

3.3. アクティブ・エンゲージメントの普及・浸透

パッシブ運用が拡大する中においても、本検討会に参加した企業からは、

- ・ ディープリサーチをして銘柄を選別するような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から経営に生かせるようなアドバイスをいただくことで、企業が中長期的に成長し、株主にも還元がされるというような、win-winの関係が本来のあるべき姿

との意見が出されており、個別企業を（場合によっては業種横断的に）深く分析してい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には、投資家ならではの視点から企業に気づきを与え、価値を協創していくという、インベストメント・チェーンの中心的な役割が期待されている。上記の通り、パッシブ運用が拡大している中においては、パッシブ投資家との対話の在り方も重要な問題ではあるものの、インベストメント・チェーンの中心となるアクティブ・エンゲージメントを普及・浸透させることがより重要であり、そのための方策の一つとして、「価値協創ガイダンスを用いて開示を行う企業に対しては、開示の内容を参照し、精読・咀嚼した上で対話に臨む」ことを趣旨とする「アクティブ・ファンドマネ

ージャー宣言」(2018年5月策定)に対する賛同者を、上記のプラクティス共有の「場」も活用しながら、増やしていくことが考えられる。

なお、本検討会では、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を増やしていくためには、何よりも、中長期で、インデックスと比較して、企業価値を向上させることのできる企業が増加し、パッシブ運用に比較してアクティブ運用の利益が出せる状況にあることが重要であるとの指摘もあった。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を増加させ、アクティブ・エンゲージメントを普及・浸透させることは、一義的には投資家が取り組むべき課題であるが、その前提として、中長期で企業価値を向上させることのできる企業が存在していることが必要であるため、投資家側の課題であるアクティブ・エンゲージメントの普及・浸透は、中長期での企業価値を向上させるという企業側の課題と表裏一体のものとして捉えるべきものである。

また、現在、東証における市場構造改革が進行中であるが、その中で、上場基準の判定に用いられる流通株式の定義を見直し、実態として流通性が乏しいと考えられる株主の保有株式、例えば、政策保有株式などについて、株主の保有比率に関わらず流通株式から除外することを検討するという方向性が示されている。こうした動きが、政策保有株式の更なる縮減に向けた企業側の取組を促し、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増加につながることも期待したい。

3.4. 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

上記のアクティブ・エンゲージメントの普及という観点では、アセット・オーナーの役割も重要である。すなわち、アセット・オーナーが、企業との対話・エンゲージメントにおいて主導的な役割を果たすべき運用機関に対して、中長期的な企業価値向上に資する投資行動を評価することは、資本市場が中長期的な企業価値向上を後押ししていく上で、極めて重要である。本検討会でも、GPIFにおいて、中長期的な企業価値向上に向けた運用を実現すべく、運用機関に対する新たな実績連動報酬の導入や運用機関との複数年契約の締結、運用機関の役職員の報酬体系の調査等を行っていることなどが紹介された。

各種のアセット・オーナーにより、運用機関に対して、中長期的な企業価値向上に資する投資行動に向けた適切なインセンティブが付与されることで、運用機関による中長期的な企業価値向上への関心の高まりやそのような観点に基づく企業評価がより進むことを期待したい。

3.5. 中長期の企業価値を分析できるアナリストの育成

また、セルサイド・アナリストや証券会社を取り巻く環境は上記の通り厳しさを増しているが、アナリストには、引き続き、中長期的な企業価値向上に関心のある投資家の投資判断の助けとなるような企業分析情報を提供するという重要な機能が期待されている。この点では、企業による情報開示も進んでいるとはいえ、現状では、企業と投資家との間での情報

格差も依然として存在しており、いわば企業と運用機関をつなぐインフラとして、重要な役割が期待されているとの意見もあった。アナリストが、そのような企業と投資家をつなぐインフラとしての機能をいかに維持し、市場にアナリストとしての価値を示し続けていくかという点も、引き続き検討を要すると考えられる。その際、①個々のアナリストの育成・強化と、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の二面を検討することが重要である。

個々のアナリストの育成・強化という面では、まず、エクイティ・クレジット・ESG といった取り扱う資産・プロダクト別の区分け以前に、企業価値評価、つまり分析対象企業の将来キャッシュフローを、当該企業の競争優位性を中心としての的確に予測する能力を向上させることが肝要である。中長期的な企業価値向上に関心のある投資家は、正にこうした観点での情報提供やディスカッションのカウンターパートを求めている。この観点では、中長期的な企業価値を適切に分析し、それをレポートにまとめる若手アナリストのモチベーションの向上のために、投資家サイドにおいて、企業価値を深く分析したベーシックレポートの表彰を行っているとの取組も紹介された。こうしたアナリストとして基本能力を養成した上で、それぞれのアナリストが直面している市場で求められる機能を強化していくという方向性があり得よう。エクイティアナリストは特定の産業に対する深い知識を前提に、企業の成長性・収益性について深く分析することで、ベンチマークを上回る α の源泉を指摘することに長けており、他方でクレジットアナリストは、産業全体を俯瞰し、ガバナンス体制やリスクヘッジに対する取組等の分析を行い、リスクを指摘することに長けている。これに加え、近年、存在感を高めている ESG アナリストは、社会問題の解決という違う切り口から、企業や産業におけるリスクの岩盤（リスクに対し影響を及ぼす原因とその限度を見極めること）と α の源泉となるオポチュニティの両面を指摘することができるとの意見も出されている。各アナリストには、それぞれの強みがあり、また、資本市場にも多様な投資家が存在し、それに対応していくことが必要であるため、どれか一つに統一していくのではなく、それぞれが自らの強みを活かして市場に価値を示していくことが重要であると考えられる。さらに、それぞれの担当分野の専門知識に加えて、今後、全産業に共通する基盤となるであろう「デジタル」「サービス化」に関する知見を広く有するアナリストをどう育成していくかという観点も重要であろう。

次に、証券会社のリサーチ部門が総体として提供すべき機能としては、情報処理技術やインターネットの発達等により、従来に比して相対的に情報格差が小さくなっていると考えられる現代において、却って氾濫している情報群をビッグデータとして整理・解析した結果や、それらと既存の専門知識との組合せにより、いかに付加価値の高いリサーチを生み出していくかという観点を持たなければならない。加えて、第四次産業革命等により業種横断的なビジネスモデルを持つ企業が増えており、従来のエクイティサイドのセクターアナリストでは企業価値を十分に分析することが難しくなっているという現状を踏まえると、各アナリスト相互の連携がこれまで以上に重要となっており、機能別、資産別、セクター別に分化しているアナリスト機能が連携しやすいような組織内の環境整備を促進することも必要

である。

業種横断的なビジネスモデルを持つ企業を適切に分析するため、セクターごとに見ているエクイティアナリスト、産業全体を見ているクレジットアナリスト、あるいは社会問題の切り口から企業や産業の問題を俯瞰する ESG アナリストが、それぞれ個別産業や産業に対する深い知見を得ていくにしても、一人ないし少人数のチームに、アナリストとして期待される全機能を凝縮していくという方向性は、むしろ提供価値の希薄化を招きかねない。もちろん、個々のアナリストは業種横断的なビジネスモデルを持つ企業への理解を深める必要があるが、そうした企業の中長期的な企業価値を十分に分析できるような組織的な取組が重要であると考えられる。

3.6. ESG 評価機関による評価の透明性・信頼性の確保・向上

上記の通り、ESG 投資が拡大する中で、ESG 評価機関の存在感は増してきているものの、現時点では、ESG 評価機関ごとに評価手法や評価基準が大きく異なっており、企業・投資家双方にとって、ESG 評価機関との関わりは負担が大きく、企業からは、「評価機関の評価に、より透明性・納得感を求める」、「評価機関によって評価が異なる」といった指摘も出されている。

この点では、企業・投資家双方が評価機関と対話を行うことにより、各評価機関の評価メソドロジーについて、企業・投資家が理解をより深めていくことが重要であり、評価機関においても、企業・投資家との対話に柔軟な姿勢で臨み、よりよい評価メソドロジーを確立していくことが期待されているといえよう。また、評価機関同士の ESG スコアの関連性が高くはないなどの状況に鑑みると、評価機関ごとの個性を発揮できるものとしつつも、何らかの共通の尺度のようなものを定めていくことも考えられ、この点に関しても、企業・投資家・評価機関の各関係者の対話により、よりよい実務・運用が形成されることを期待したい。なお、今後、ESG 投資がより拡大し、評価機関の評価に関する情報が蓄積されることで、評価機関ごとの評価の傾向が明らかとなるなど企業・投資家にとって ESG 評価機関の評価・スコアを使いやすくなっていくのではないかと指摘もなされ、そのようなデータの拡大に伴う実務の進展にも期待したい。

3.7. TOPIX を含むインデックスの在り方

ここまでは、主に企業と投資家の対話による価値協創という観点からの課題とその解決策を取り上げてきたが、企業の中長期での持続的成長が実現できない原因の一つとして、TOPIX を含むインデックスの在り方も取り上げられた。この問題は、「伊藤レポート 2.0」等でも繰り返し指摘されているが、本検討会でも、日本の代表的なインデックスである TOPIX が、東証一部に上場している全企業を構成銘柄とし、定期的な構成銘柄の入替えもなされていないため、企業の中長期での成長に対するインセンティブが働いていないとの指摘が改めてされた。現在、東証における市場構造改革が進行中であるが、その際、TOPIX を市場構造区分と切り離した上で、更に、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、企業の中長期での成長へのインセンティブが働くインデックスに変更することを検討することが必要である。

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 委員名簿

(五十音順、敬称略)

座長

伊藤 邦雄 一橋大学 CFO 教育研究センター長

委員

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 コニカミノルタ株式会社 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ト株式会社 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 キリン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

※2020年8月時点

事務局

経済産業省 経済産業政策局 産業資金課