

事務局説明資料

2021年5月

經濟產業政策局

産業資金課・企業会計室

本研究会の目的

- 「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「実質化検討会」、2020年8月中間取りまとめ公表）では、企業の稼ぐ力の持続的向上に向けた「長期の時間軸」を前提にした経営、社会のサステナビリティと企業のサステナビリティの時間軸を同期化し、社会課題を企業経営に時間軸を踏まえて取り込んでいく取組、不確実性に備えるため企業と投資家の継続的な対話によるレジリエンス強化等の『サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）』を提唱。
- 本研究会では、近年のグローバルなマルチステークホルダー議論や、社会のサステナビリティを中心とした非財務情報開示とそれに関する企業と投資家の対話への関心の高まりなどを踏まえ、社会のサステナビリティを取り込んだ企業の長期経営や長期投資、それらに資する具体的な非財務情報開示や対話の在り方を明確にし、その要素を企業と投資家の「共通言語」になるべきものとして策定された『価値協創ガイダンス』に反映させることで、『価値協創ガイダンス』を、『SX』を踏まえた企業と投資家の対話や統合的な情報開示のフレームワークとして改訂するための検討を行う。
- また、実質化検討会では、対話の実質化に向けたもう一つの課題として、対話の手法や対話そのものに対する企業間の認識のギャップが指摘され、それを改善するために『実質的な対話の要素』を整理。本研究会では、こうした要素についても整理を行った上で、同ガイダンスの改訂の検討を行う。

本研究会の全体像（予定）

回数	アジェンダ
第1回 (本日)	・ 伊藤レポートから実質化検討会までの振り返り ・ 最近の非財務情報開示に関する国際動向 ・ 我が国におけるサステナビリティに関する施策の動向 ・ グローバルなマルチステークホルダー議論を踏まえた、企業が創造すべき「価値」の考え方 ・ 第2回以降で議論を深めるべき論点
第2回 (6月中旬)	『S X』を踏まえた中長期の時間軸の中での経営や対話についての課題① ・ 企業のあるべき方向性、存在意義（パーパス）の特定・明確化 ・ 重要性（マテリアリティ）の考え方 ・ 長期の時間軸を前提にした長期ビジョン・長期経営計画等の経営戦略の構築の在り方 ※これらの連続性・一貫性や中期経営計画との連続性、財務と非財務との繋がり
第3回 (7月中旬)	『S X』を踏まえた中長期の時間軸の中での経営や対話についての課題② ・ 長期ビジョン等を達成するための具体的な戦略、取組の考え方 ・ 時間軸を踏まえた事業ポートフォリオの在り方 ・ 無形資産投資の考え方 ・ 新規事業/イノベーションの種植えの考え方
第4回 (8月上旬)	・ 長期の時間軸のガバナンス ・ 資本市場・投資家の課題 ・ 価値協創ガイダンスの課題
第5回 (8月下旬)	中間整理
	価値協創ガイダンスの改訂に向けた作業
第6回 (9月下旬)	取りまとめ（価値協創ガイダンスの改訂案、報告書案）

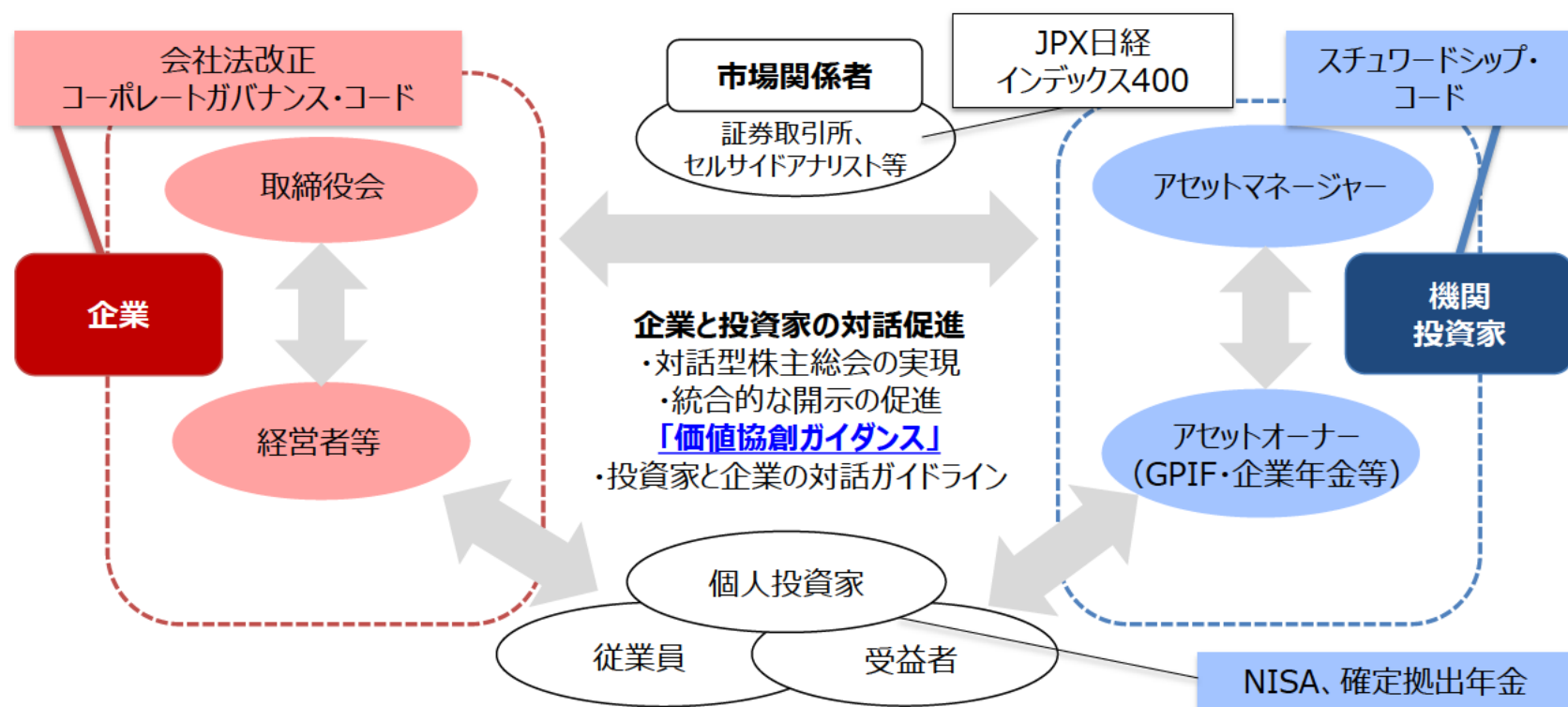
本日のアジェンダ

- 伊藤レポートから実質化検討会までの振り返り
 - ① 日本企業の現状認識
 - ② 資本市場の現状認識
 - ③ 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で抽出された課題
 - 中長期的の持続的な企業価値向上に対する課題(1)～対話の中身～
 - 中長期的の持続的な企業価値向上に対する課題(2)～対話の手法～
- 最近の非財務情報開示に関する国際動向
- 我が国におけるサステナビリティに関する施策の動向
- グローバルなマルチステークホルダー議論を踏まえた、企業が創造すべき「価値」の考え方
- 第2回以降で議論を深めるべき論点

1. 伊藤レポートから実質化検討会までの振り返り

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）を発表し、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）

伊藤レポート、伊藤レポート2.0/価値協創ガイダンスの概要

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）

価値協創ガイダンスの全体像

価値観

ビジネスモデル

持続可能性・
成長性

戦略

成果と重要な
成果指標 (KPI)

ガバナンス

事業環境、外部環境への認識

1.1. 企業理念と
経営の
ビジョン

1.2. 社会との接点

2.1. 市場勢力図における
位置づけ

2.1.1. 付加価値連鎖
(バリューチェーン)
における位置づけ

2.1.2. 差別化要素及びその持続性

2.2. 競争優位を確保するため
に不可欠な要素

2.2.1. 競争優位の源泉となる
経営資源・無形資産

2.2.2. 競争優位を支える
ステークホルダーとの関係

2.2.3. 収益構造・牽引要素
(ドライバー)

3.1. ESGに対する
認識

3.2. 主要なステーク
ホルダーとの
関係性の維持

3.3. 事業環境の
変化リスク

3.3.1. 技術変化の早さ
とその影響

3.3.2. カントリー
リスク

3.3.3. クロスボーダー
リスク

4.1. バリューチェーンに
おける影響力強化、
事業ポジションの改善

4.2. 経営資源・無形資産等
の確保・強化

4.2.1. 人的資本への投資

4.2.2. 技術（知的資本）への投資

4.2.2.1. 研究開発投資

4.2.2.2. IT・ソフトウェア投資

4.2.3. ブランド・顧客基盤構築

4.2.4. 企業内外の組織づくり

4.2.5. 成長加速の時間を短縮する
方策

4.3. ESG・グローバルな
社会課題（SDGs等）
の戦略への組込

4.4. 経営資源・資本配分
(キャピタル・アロケーション)
戦略

4.4.1. 事業売却・撤退戦略を含む
事業ポートフォリオ
マネジメント

4.4.2. 無形資産の測定と投資戦略
の評価・モニタリング

5.1 財務
パフォーマンス

5.1.1. 財政状態及び
経営成績の
分析(MD&A等)

5.1.2. 経済的価値・
株主価値の
創出状況

5.2. 戦略の進捗を
示す独自KPIの
設定

5.3. 企業価値創造
と独自KPIの
接続による
価値創造設計

5.4. 資本コストに
対する認識

5.5. 企業価値創造
の達成度評価

6.1. 経営課題解決に
ふさわしい
取締役会の持続性

6.2. 社長、経営陣の
スキルおよび
多様性

6.3. 社外役員のスキル
および多様性

6.4. 戦略的意思決定の
監督・評価

6.5. 利益分配の方針

6.6. 役員報酬制度の
設計と結果

6.7. 取締役会の実効性
評価のプロセスと
経営課題

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ける議論の概要

2019年11月に立ち上げた「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」（実質化検討会）では、伊藤レポート（2014年）公表後の6年間の取組の成果を振り返り、日本企業や資本市場の現状や企業経営を取り巻く環境変化について概観した上で、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あたっての課題や対応策を検討し、2020年8月に中間取りまとめを公表。 ※詳細はP10～P61参照

① 日本企業の現状認識

- 伊藤レポートで着目されたROEは上昇（ただしコロナ禍の影響も受け、足下は下落）。
- 経常利益は増加し、それに伴って、配当額や自社株買い設定額、現預金額は増加している一方で、研究開発投資、IT投資、人材投資等の無形資産投資は低水準で推移。
- PBR1倍割れの企業の割合は変化しておらず、資本市場からは、日本企業の中長期的な企業価値向上に向けた取組に対して厳しい評価。
- 対話の回数は増加しているが、経営トップや取締役の関与割合は低い。そのため、対話が形式的なものにとどまり、経営や具体的なアクションに結びついていない（インベストメントチェーン化していない）。

② 資本市場の現状認識

- ESG投資の拡大、アクティブ運用の低パフォーマンスもあり、パッシブ運用が拡大。
- インベストメントチェーンの担い手となる長期のアクティブ投資家が不足。
- ESG要素の分析の重要性の高まり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による企業の分析が難化。
- ESG投資の拡大に伴い、ESG評価機関の存在感が増している。一方で、各評価機関によるESGスコア間の関連性は高くなく、ESG評価機関による評価の透明性・納得感を求める声も存在。

実質化検討会における議論の概要（承前）

③実質化検討会で抽出された課題

中長期的な企業価値向上に対する課題（１）～対話の中身～

- 企業と投資家間の具体的な認識ギャップとして
 - 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）の両立の3点が指摘。
- 前提となる経営環境として、コロナ禍をはじめ、不確実性が高まっており、企業のレジリエンスを高める必要性。
- こうした状況を踏まえ、解決の方向性として、**サステナビリティ・トランスフォーメーション（SX）**を提唱。
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）の同期化が鍵
 - ① 企業の稼ぐ力（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戦略やイノベーションの種植え
 - ② 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」双方を的確に把握し、具体的な経営に反映
 - ③ 不確実性を前提に、将来に対してのシナリオ変更も念頭に置いた対話の繰り返しによる価値創造ストーリーの磨き上げとそれによる企業経営のレジリエンスの向上
- ①～③を投資家と「長期の時間軸」のフレームワークの中で対話

中長期的な企業価値向上に対する課題（２）～対話の手法～

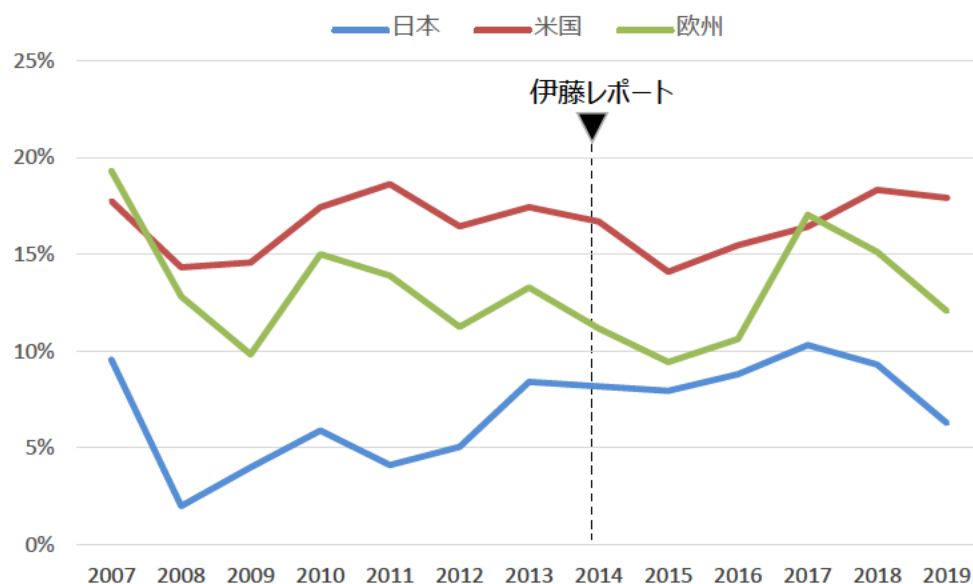
- 大部分の企業が投資家との有効な対話の手法を模索中
質の高い対話を実現に資する対話の手法等が共有されていない
- 具体的にどう対話すればいいかわからない人に、「**実質的な対話の要素**」を、
「対話の原則」、**「内容」**、**「手法」**、**「対話後のアクション」**という4つの観点から整理

①日本企業の現状認識

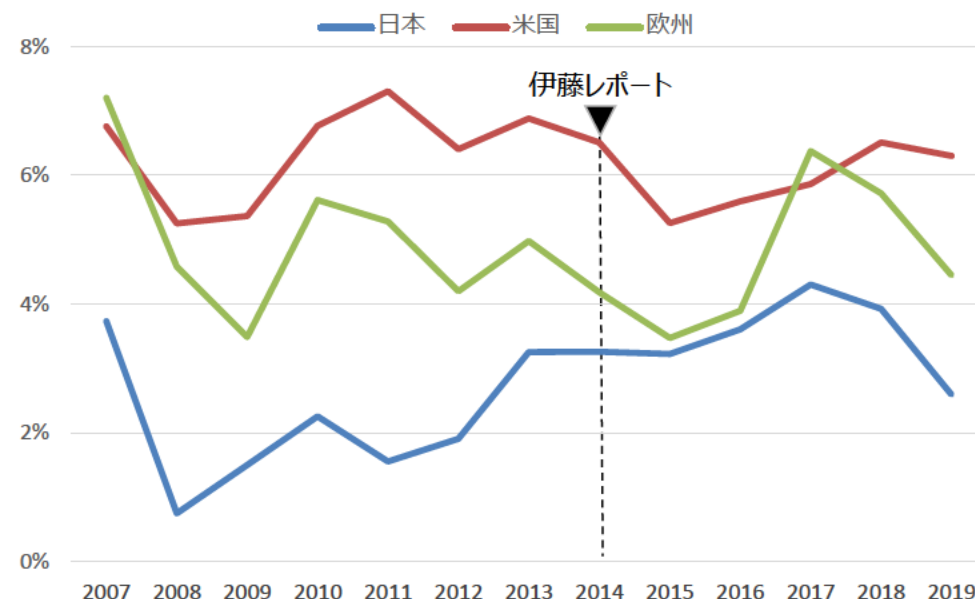
日米欧上場企業のROE・ROAの推移

- 日本の上場企業のROE、ROAは、伊藤レポート公表（2014年）後、上昇傾向にあったものの、欧米企業との格差は依然として残っている。
- 2019年は、コロナ禍の影響もあり、ROE、ROAが急落しており、今後の推移には注視が必要。

日米欧上場企業のROEの推移（加重平均）



日米欧上場企業のROAの推移(加重平均)



図：Bloombergのデータを基に経済産業省作成

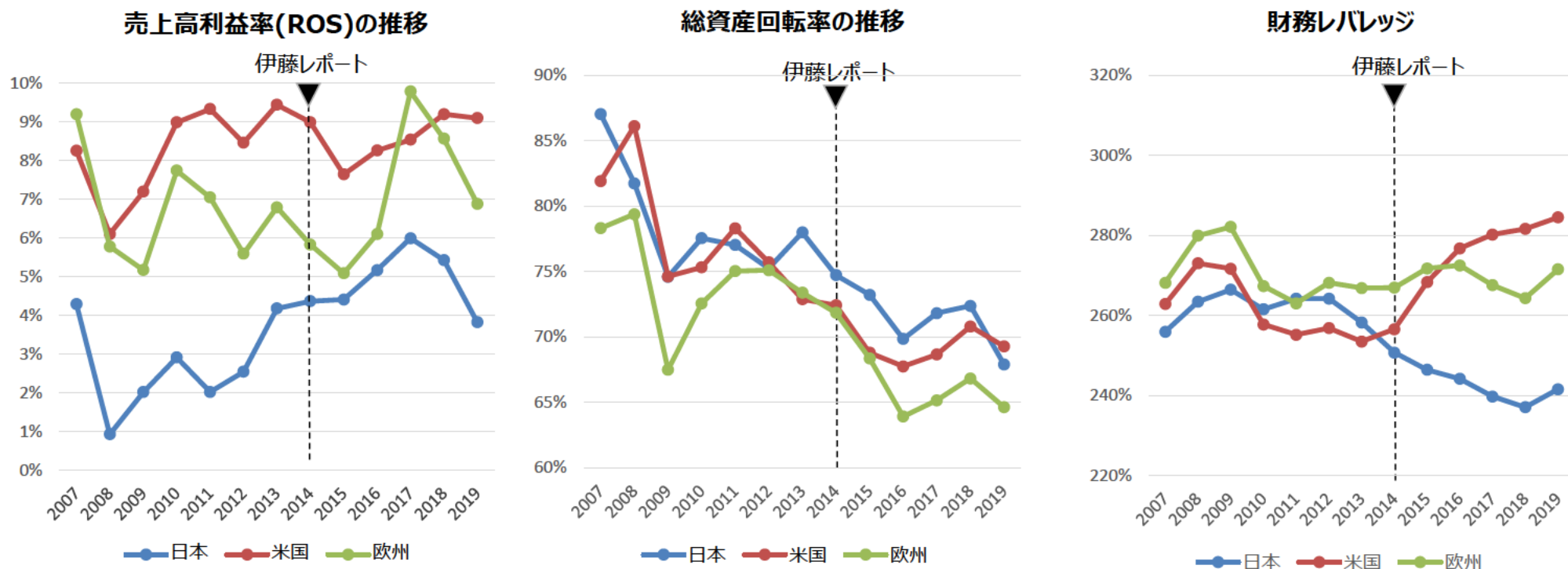
※調査対象は、日本はTOPIX500のうち404社、米国はS&P500のうち368社、欧州はBE500のうち333社（金融業及び継続してデータを取得できない企業を除く）。

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）

ROEを左右する構成要因の推移

- ROEをデュポン分解すると、近年の日本企業のROEの向上は、伊藤レポートで課題として指摘された売上高純利益率（ROS）の向上に起因するものと想定されるが、依然として欧米企業との格差は残っている。
- 2019年のROSの急落、財務レバレッジの上昇は、コロナ禍の影響によるものと考えられるが、今後の推移に注視が必要。



図：Bloombergのデータを基に経済産業省作成

※調査対象は、日本はTOPIX500のうち404社、米国はS&P500のうち368社、欧州はBE500のうち333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。

売上高利益率（ROS）＝当期純利益／売上高

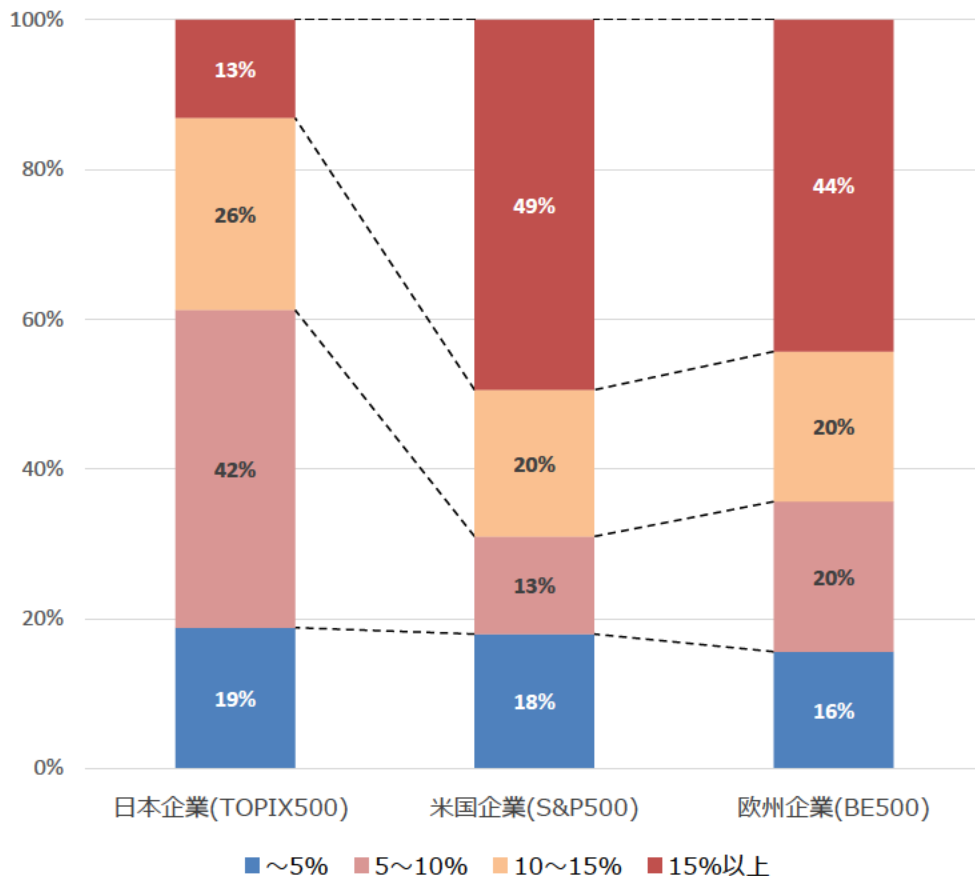
総資産回転率＝売上高／総資産

財務レバレッジ＝総資産／前期自己資本と当期自己資本の平均値

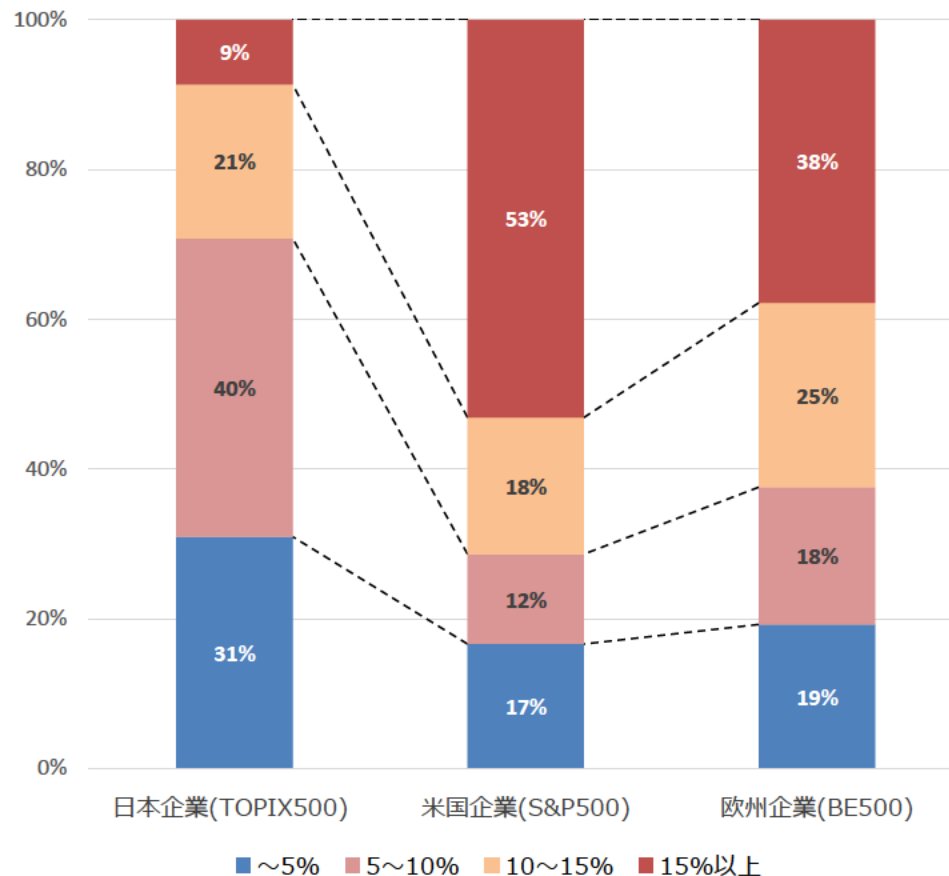
(参考) ROEの分布の推移

- 2016年と比較しても、ROEが10%以上の日本企業は増加しておらず、欧米企業と差がある。

ROEの分布（2016年時点）



ROEの分布（2019年時点）



図：Bloombergデータベースを元に、経済産業省作成

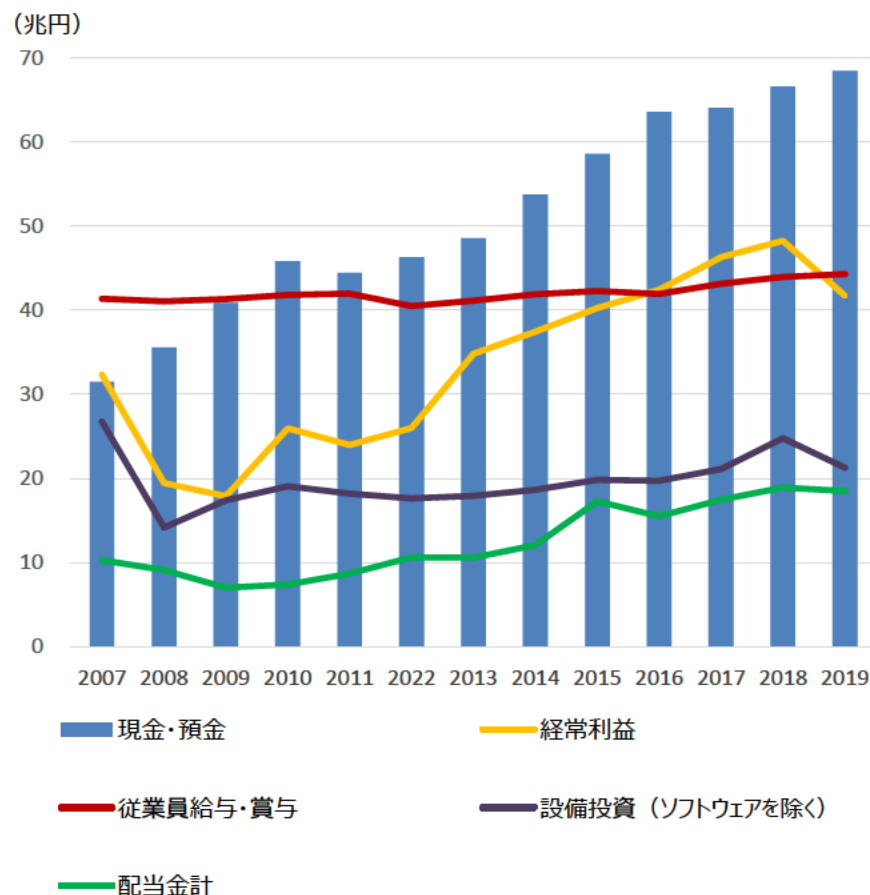
※ROE（Return on Equity）＝株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる
Bloombergデータベースを元に、経済産業省作成

集計対象：2020月末時点にTOPIX500、S&P500、BE500の構成銘柄となっていた企業で、2006年～2020年まで連続してデータを取得可能な企業。

企業の利益・人件費・設備投資等の推移

- 企業の経常利益は、上昇傾向にあり、2018年度は過去最高となっている（コロナ禍の影響を受けたと考えられる2019年度は低下）が、その伸びと比較して、人件費や設備投資等の中長期的な経営資源の配分は低水準。

大企業の諸数値の推移



(兆円)

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
2019年度	41.7	44.3	21.3	18.5	68.5
増加分	23.8兆円	3.0兆円	3.9兆円	11.5兆円	27.6兆円
	+133%	+7%	+22%	+164%	+67%

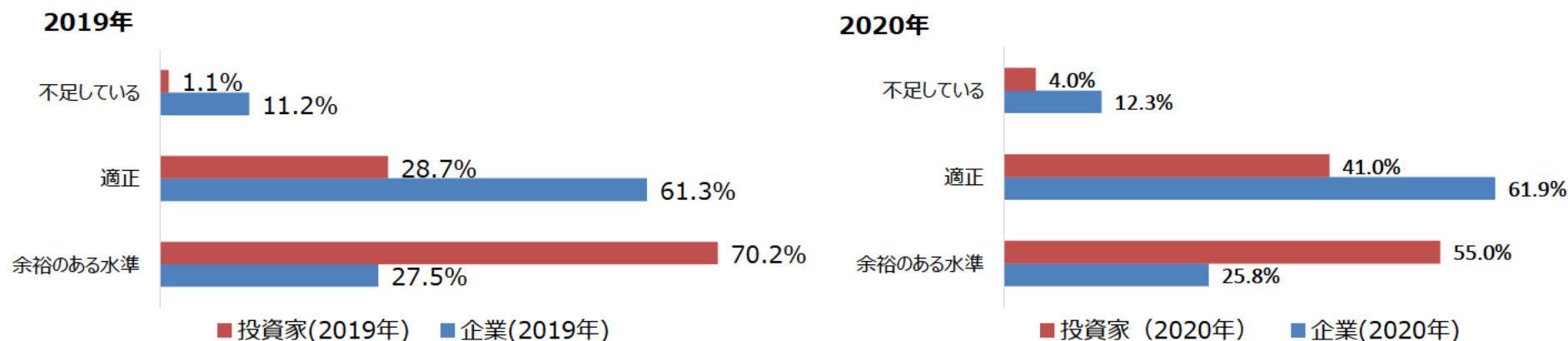
図：「法人企業統計」より経済産業省作成

※金融・保険を除く全産業、資本金10億円以上の企業の数値

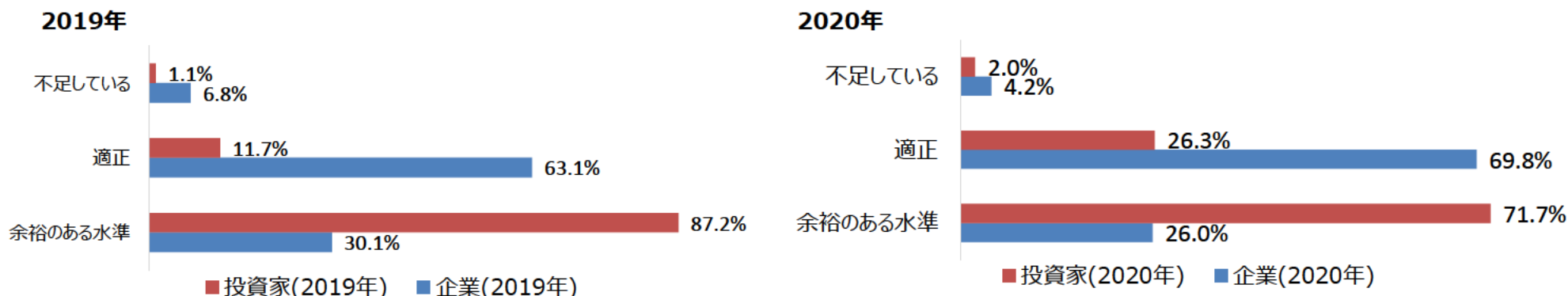
自己資本・手元資金の水準に関する認識

- 自己資本・手元資金の水準いずれについても、2019年と2020年で適正と考える企業の割合に大きな変化はみられない。他方、投資家は、2019年と比較すると、コロナ禍を受けた2020年では余裕のある水準と回答した割合が減少し、適正な水準であると回答した割合が増加しているが、それでもなお、企業と投資家の間で大きな認識ギャップが存在。

自己資本の水準についての認識



手元資金の水準についての認識



図：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（2020年度版）」（2021年4月公表）、同「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）」（2020年4月公表）より経済産業省作成

日本における自社株買いの状況

- 2019年度までの自社株取得実施額は上昇傾向にあり、2019年度は約7.3兆円。
- 2020年度はコロナ禍の影響もあり約4.3兆円程度（うち約2兆円は1社によるもの）に減少。

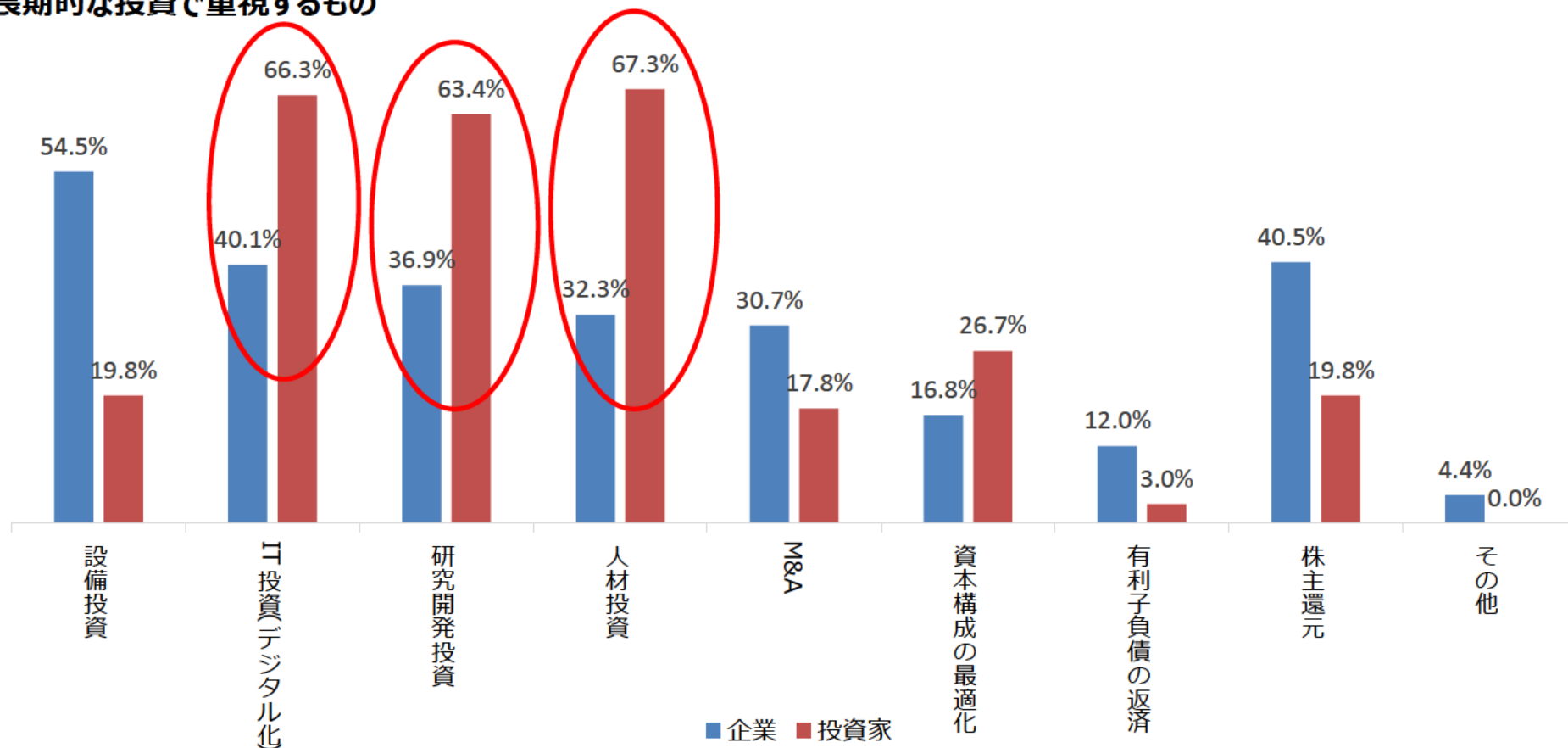
自社株取得実施額・企業数の推移



中長期的な投資で重視するもの

- 企業による長期投資で重視するものとして、企業の回答で50%以上を占めたものは設備投資であるが、投資家の回答で50%以上を占めたものは、IT投資（デジタル化）や研究開発投資、人材投資という無形資産投資であり、両者の間で認識ギャップが存在。
- 株主還元についても、企業の回答では約40%を占めているが、投資家の回答では約20%に過ぎず、この点でも企業と投資家の間で認識ギャップが存在。

中長期的な投資で重視するもの

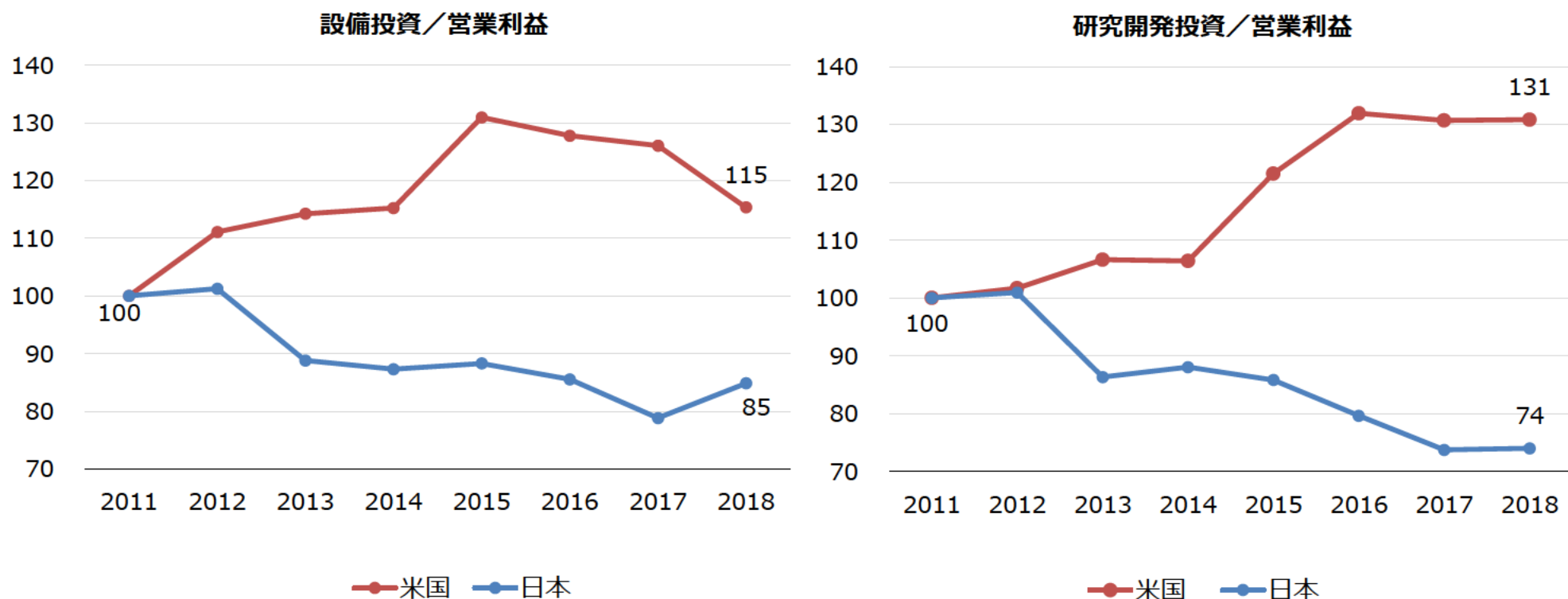


図：一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果一覧（2020年度版）」（2021年4月公表）より経済産業省作成

営業利益に対する設備・研究開発投資の比率

- 日本企業は、営業利益に対する設備投資・研究開発投資の比率が減少しているが、米国企業は増加している。

企業の営業利益に対する設備投資、研究開発投資の比率（日米比較、2011年＝「100」で指数化）



図：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」を基に経済産業省作成

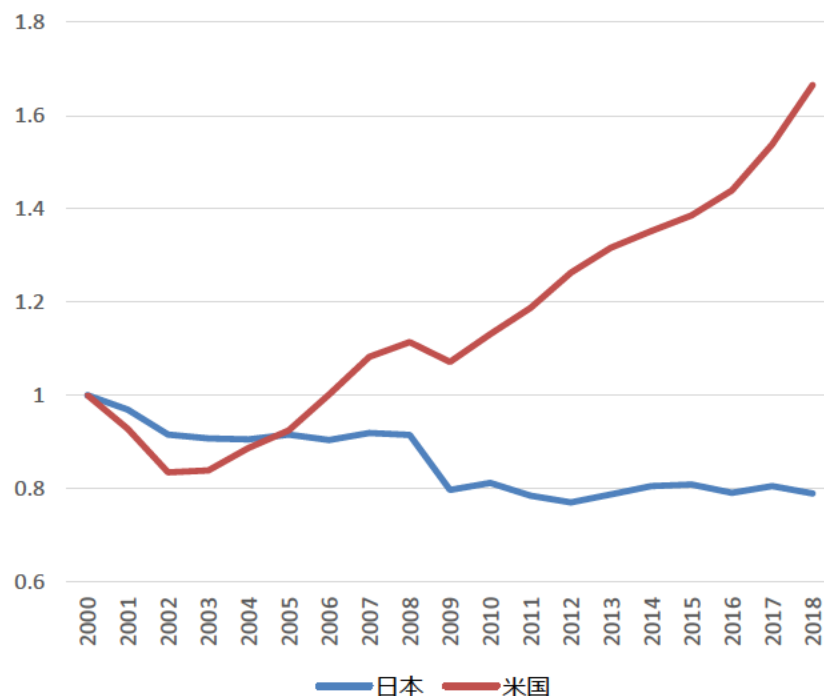
※日本は年度、米国は暦年

IT投資額の推移

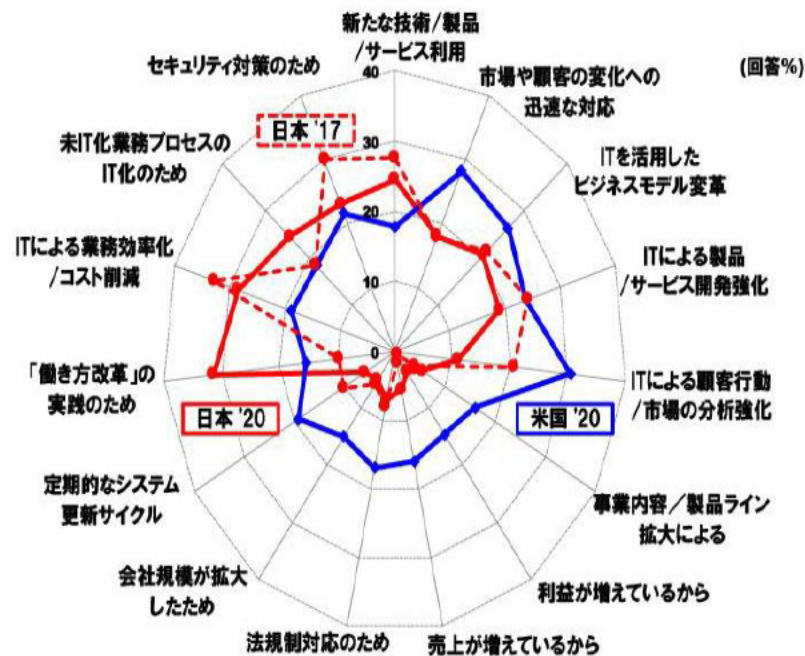
- 日本企業のIT投資額の伸びは弱い。
- また、IT投資の内容についても、米国企業は市場や顧客の変化の把握などの外部環境把握が中心である一方、日本企業は、働き方改革や業務効率化など社内の業務改善に振り向けられている。

日米のIT投資の比較

IT投資額の推移（2000年を1とした場合）



日米におけるIT投資の内容



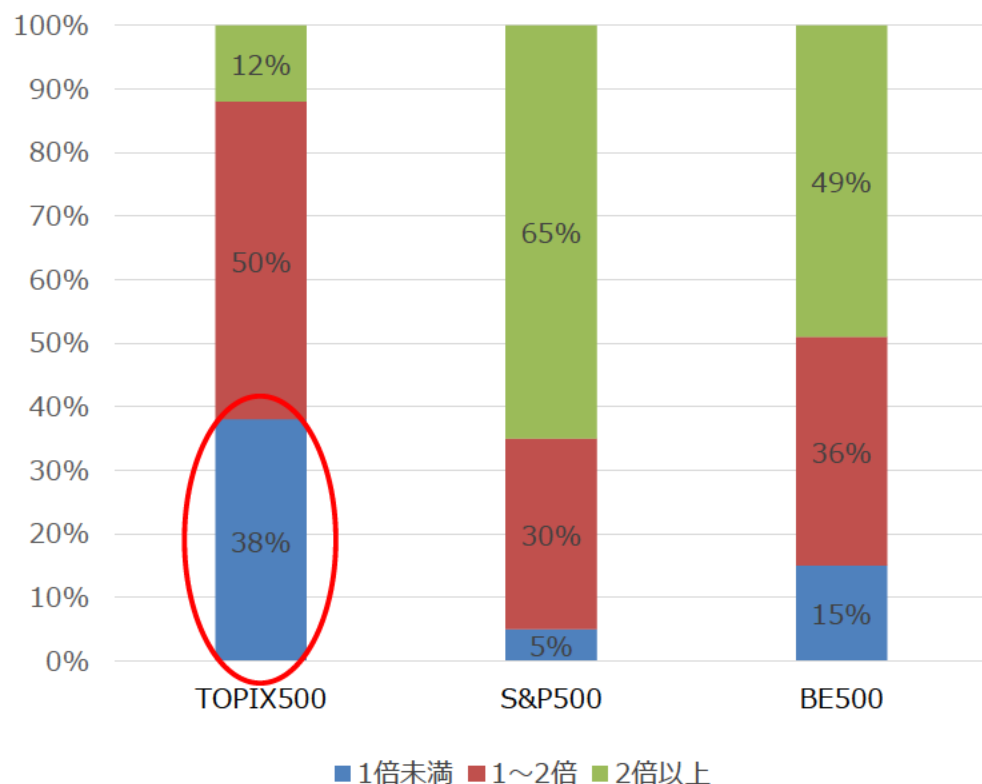
左図：OECD Stat.より経済産業省作成。

右図：一般社団法人電子情報技術産業協会「日米企業のDXに関する調査結果」より抜粋

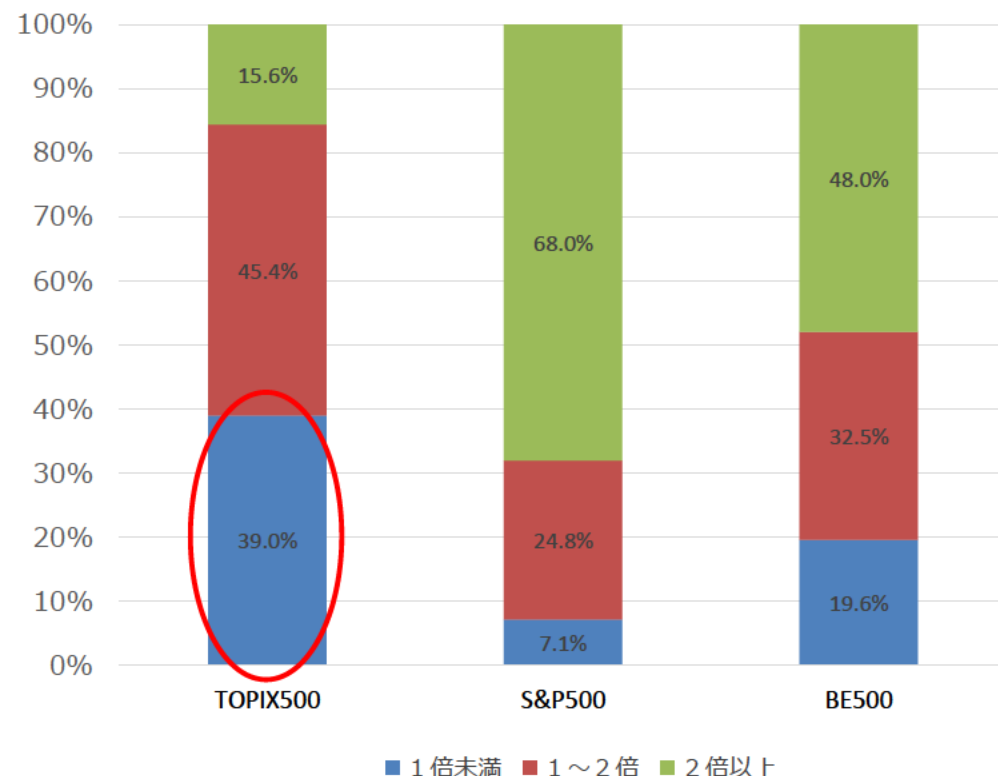
日本企業のPBRの推移

- PBRは、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



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）

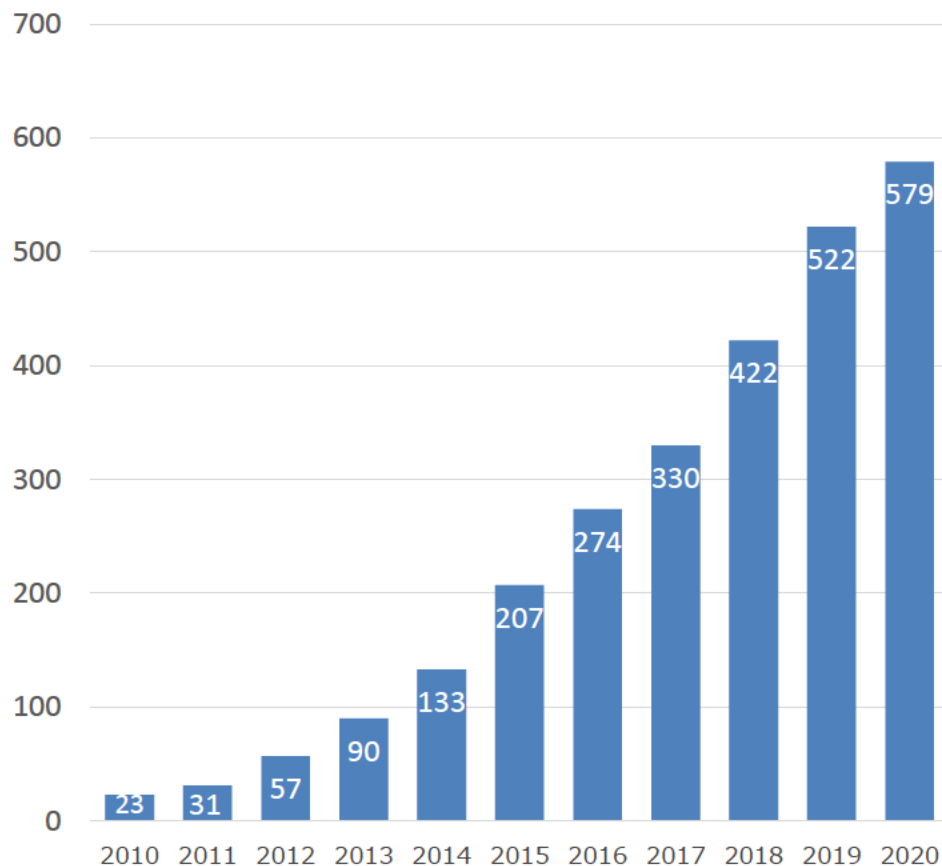
右図：（1）TOPIX454社、S&P435社、BE419社（金融業を含む。）（2）Bloombergのデータを基に経済産業省作成

※PBR = 時価総額 ÷ 純資産

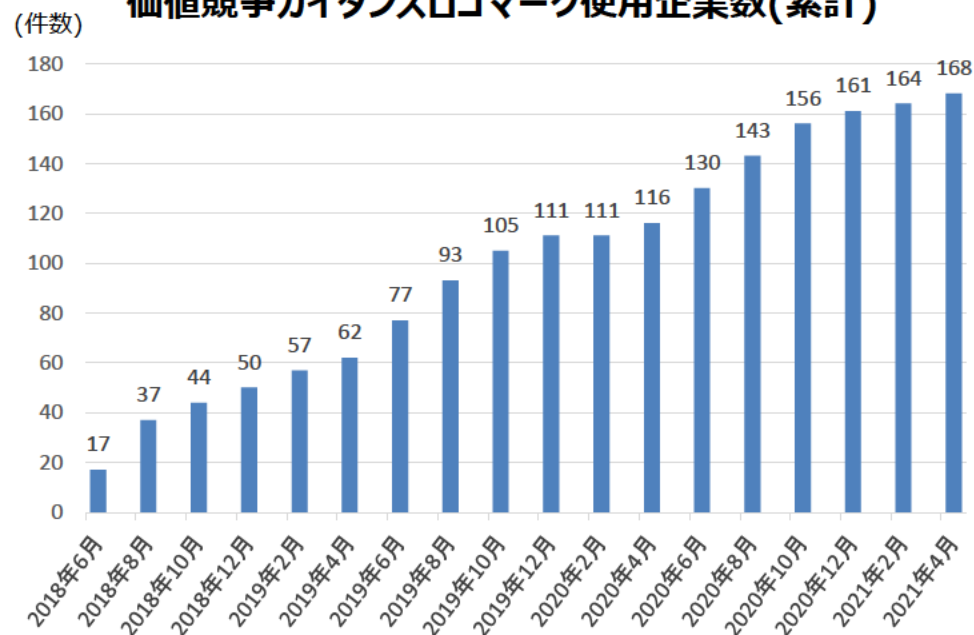
非財務情報の開示に関する取組状況

- 統合報告書を発行する日本企業数は年々増加し、2020年は579社となった。
- 価値協創ガイダンスロゴマーク使用企業数も、2021年4月末時点で、168社に上っている。

統合報告書の発行企業数

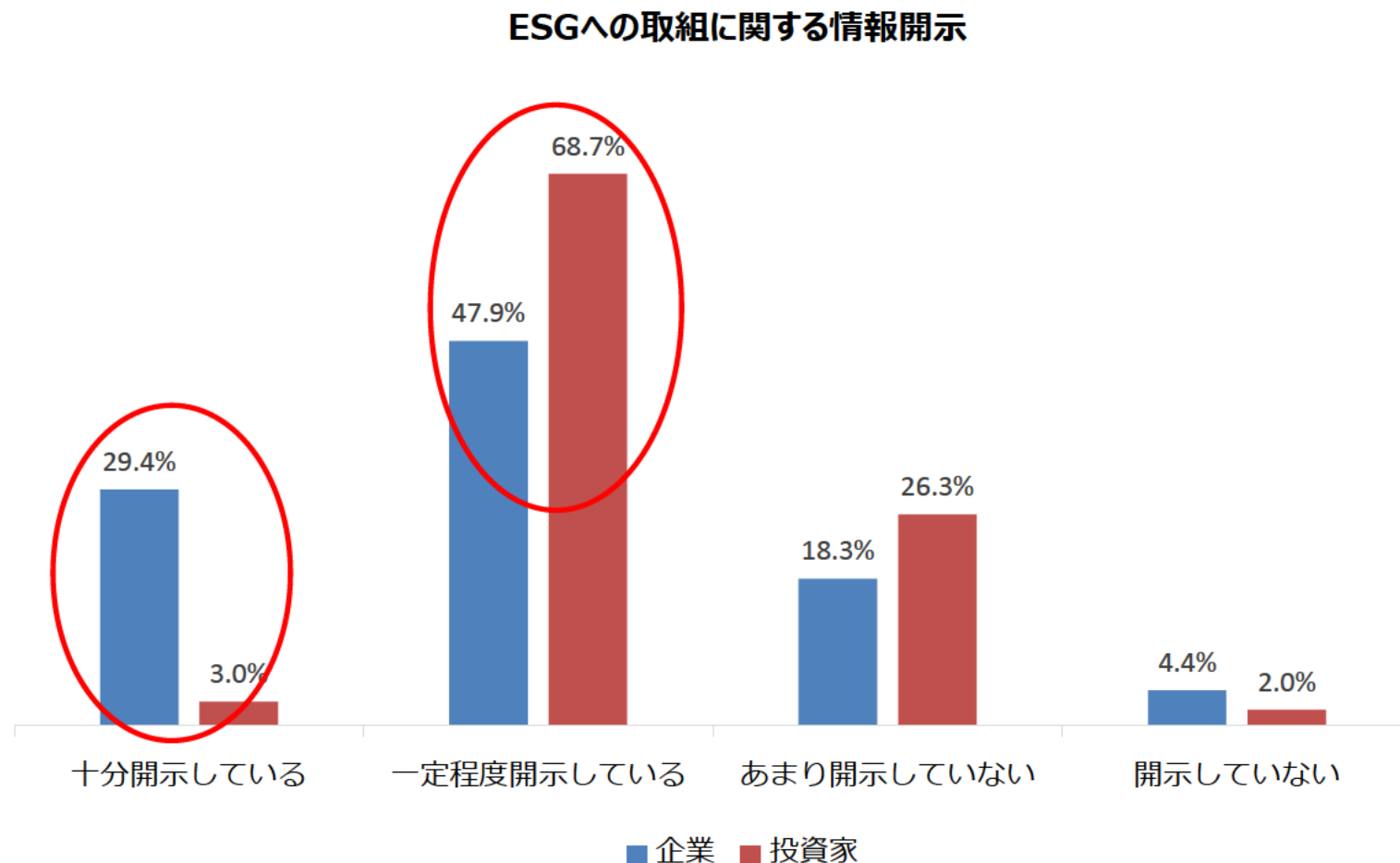


価値競争ガイダンスロゴマーク使用企業数(累計)



ESGの取組の情報開示に関する企業・投資家の認識

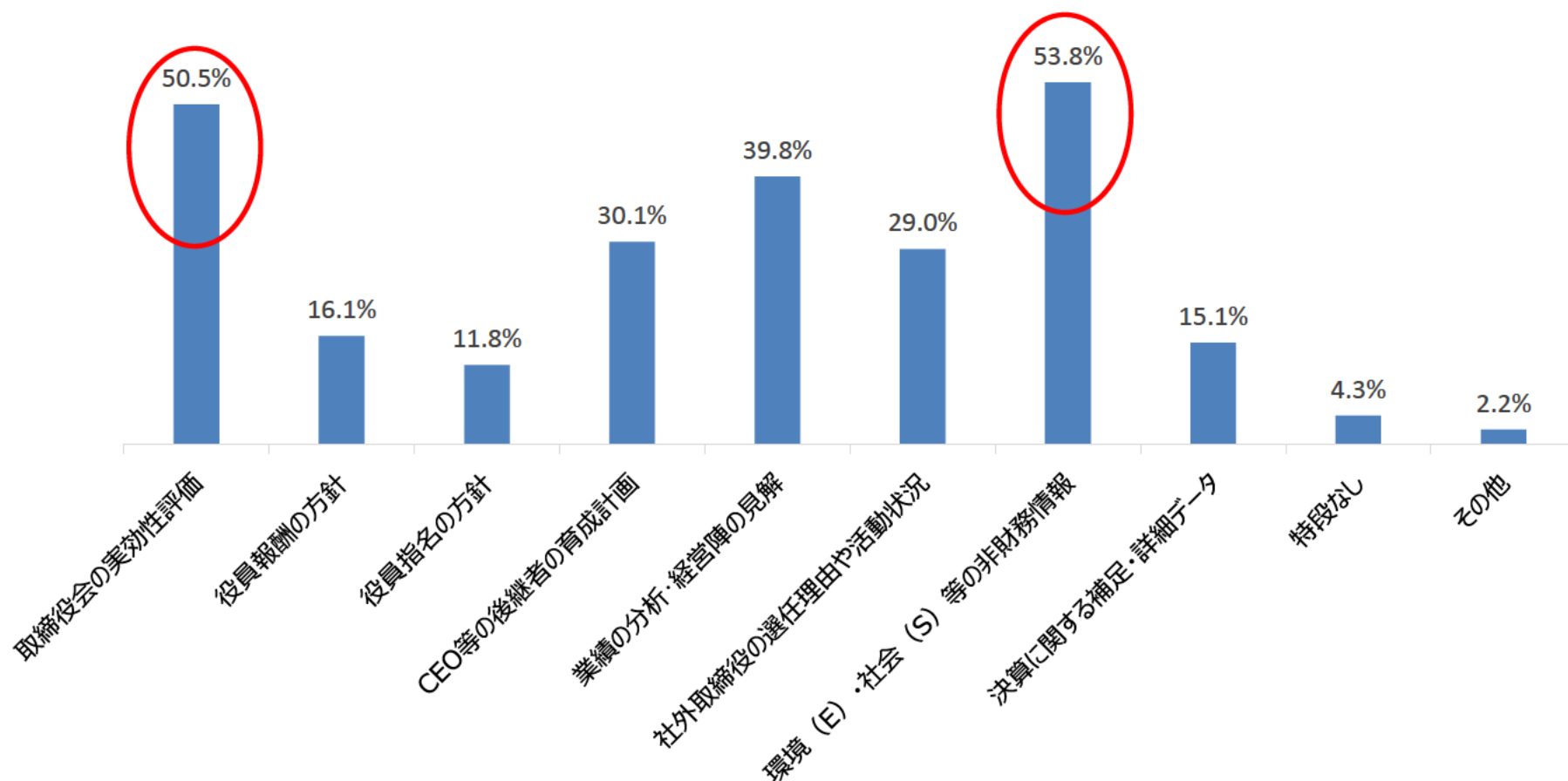
- ESGの取組みの情報開示について、「一定程度開示している」との回答割合は、企業が47.9%、投資家が68.7%となっているが、「十分開示している」との回答割合は、企業が約29.4%であるのに対し、投資家は3%。



更なる充実した非財務情報開示の必要性

- 投資家に対するアンケート結果では、対話のきっかけや材料となるための開示充実に向けて、日本企業に今後の取組の強化を特に期待する項目として50%以上を占めたものは、環境（E）・社会（S）等の非財務情報や取締役会の実効性評価となっている。

対話のきっかけや材料となるための開示充実に向けて、日本企業に今後の取組強化を特に期待する項目



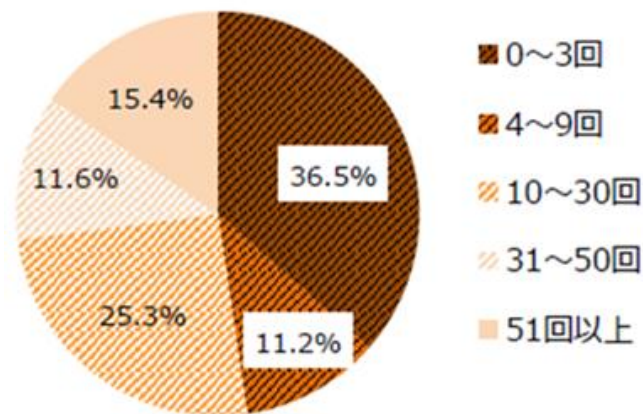
投資家との対話に対する企業の意識

- 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」など「対話」が企業のアクションに結びついていないということを指摘する声もある。

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	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

経営トップを含む経営陣の対話実施回数（企業）

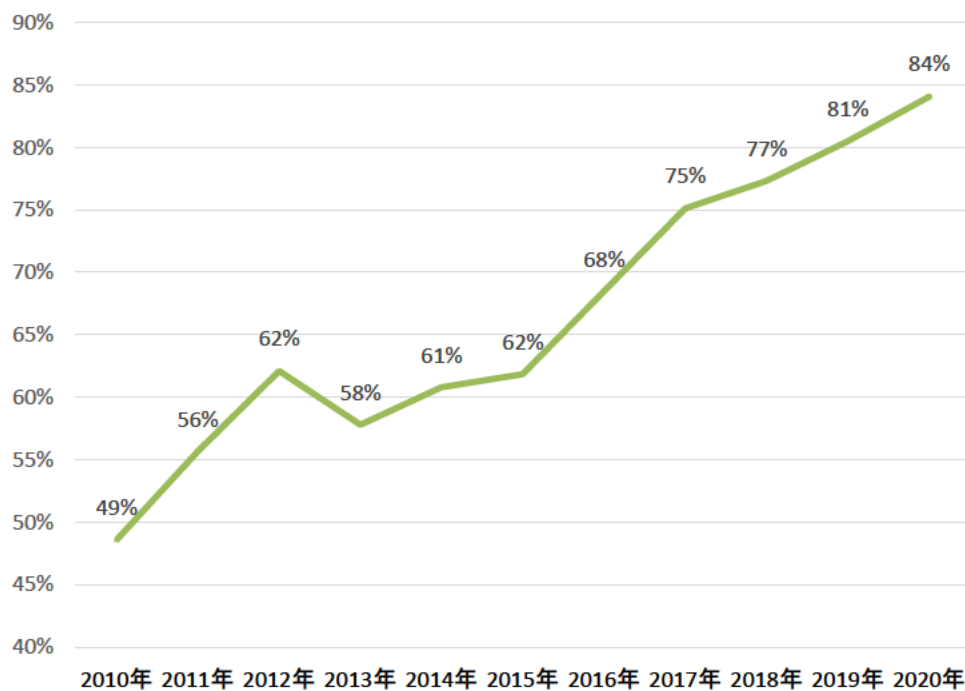


②資本市場の現状認識

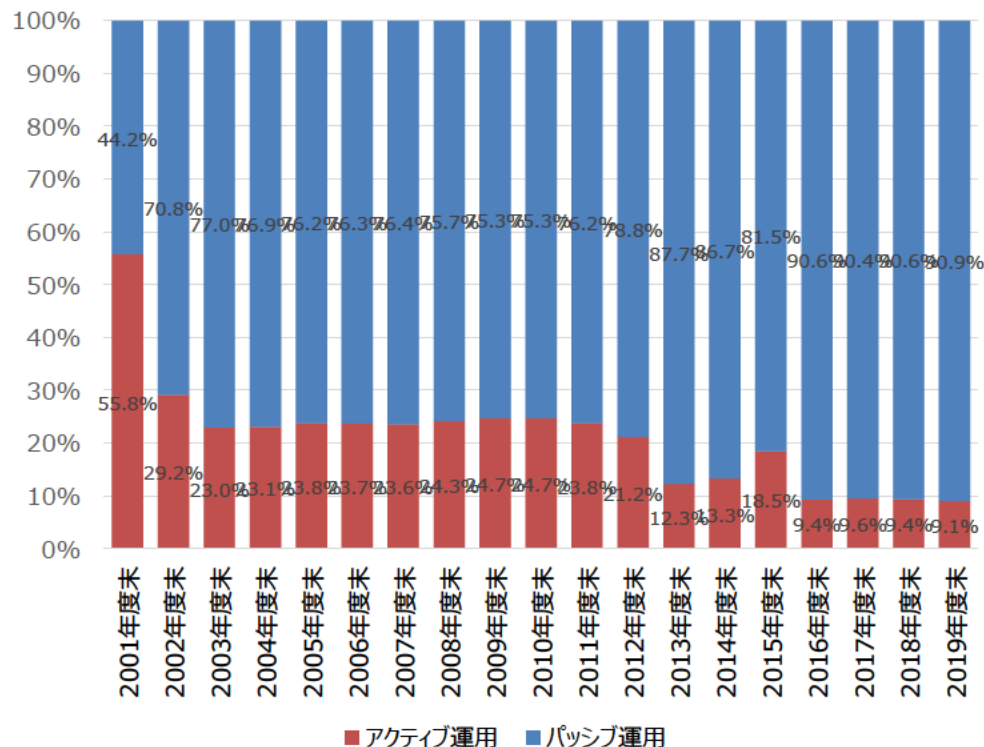
パッシブ運用の拡大

- 2020年には、国内公募株式投信の84%がパッシブ運用。
- GPIFは、2019年度末時点で、国内株式運用の90%以上がパッシブ運用。
- 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形式化することに対する懸念あり。

国内公募株式投信に占める
パッシブ運用の割合



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



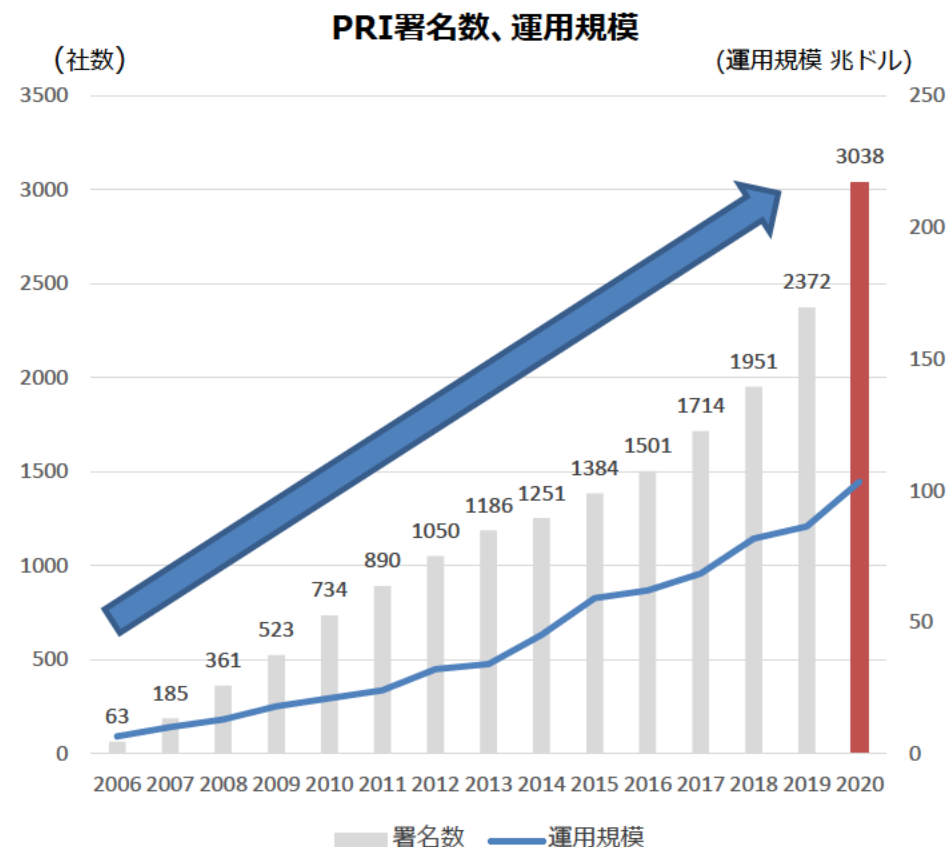
左図：一般社団法人投資信託協会「統計データ」より経済産業省作成。

※インデックス日経225とインデックスTOPIXの純資産総額合計を株式投信（国内）の純資産額で除した割合

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

ESG運用の拡大①

- 2020年3月末時点で、PRI原則の署名機関数は3,000超であり、署名機関の運用規模は100兆ドルを超える。
- 日本においても、GPIFが、2017年に開始したESGインデックスへの投資を拡大しており、2020年3月末時点で、ESGインデックスへの運用資産額は約5.7兆円（国内株を対象とするものに限定すると約4兆円）に上る（なお、2020年3月末時点のGPIFの運用資産額は約151兆円）。



左図：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

GPIFによるESGインデックスへの投資（2020年3月末時点）

				
対象株	国内株	国内株	国内株	国内株 / 外国株
指数構成銘柄数	181	248	305	1,725/2,037
運用資産額	9,314億円	13,061億円	7,978億円	9,802億円 / 17,106億円

合計 約5.7兆円（国内株約4兆円）

GPIFのESGインデックスへの運用資産額の推移

2017年7月時点
（ESGインデックスへの投資開始）

2020年3月末時点

約1兆円

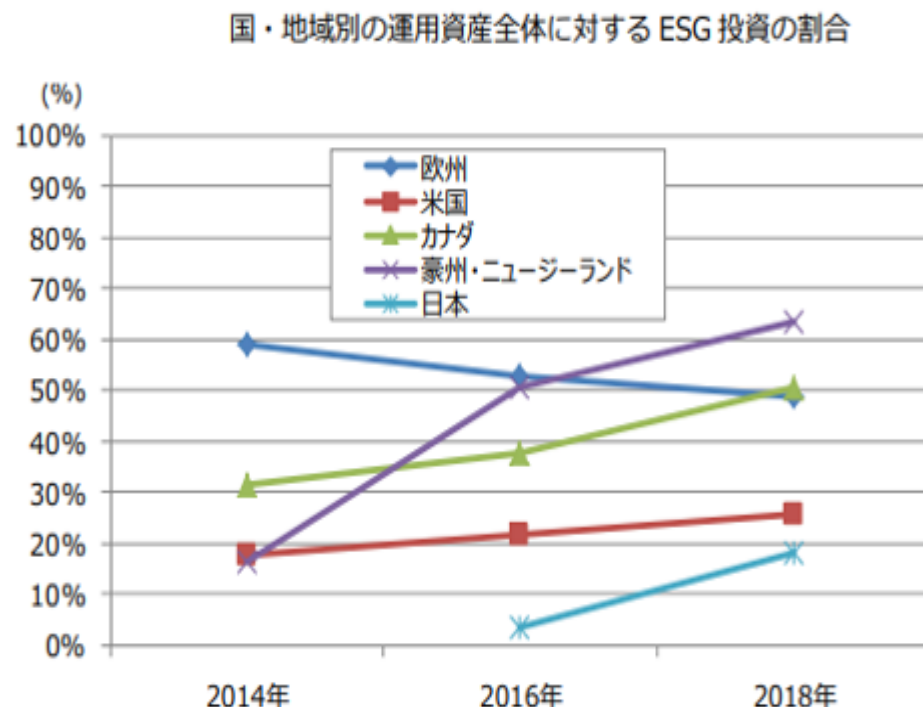


約5.7兆円

右図：年金積立金管理運用独立行政法人webサイト「2019年度 ESG活動報告」を基に経済産業省作成

ESG運用の拡大②

- 世界ではESG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ESG投資の割合はまだ少なく、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と考えられる。



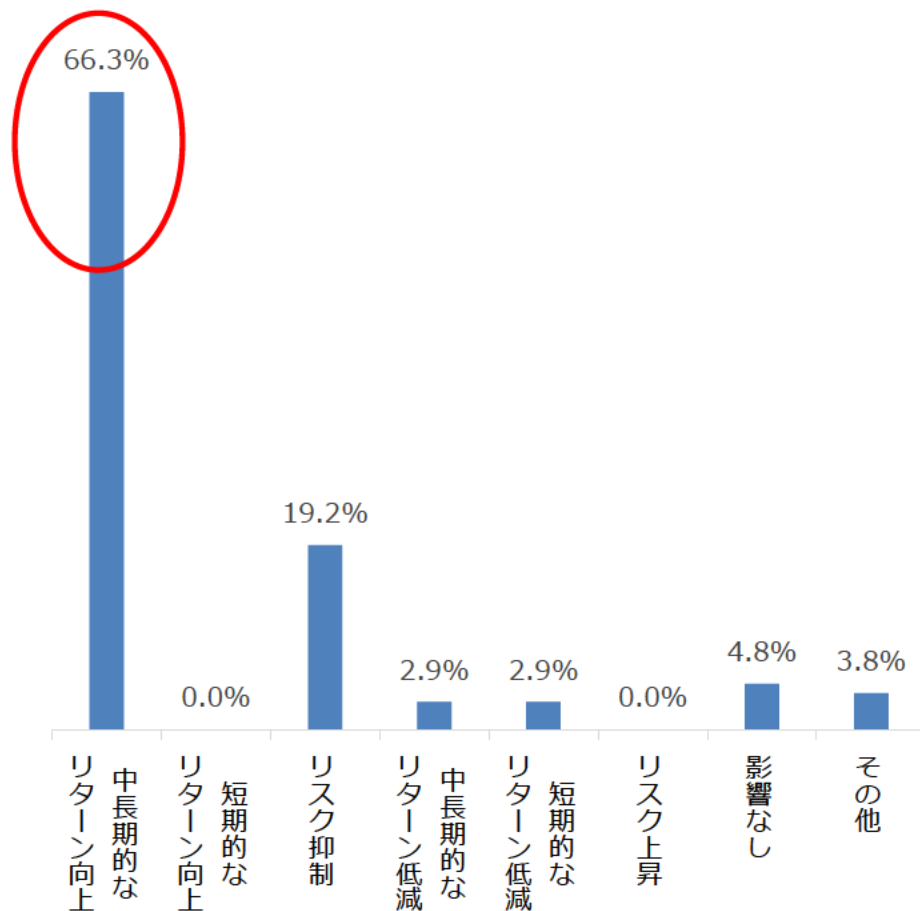
国・地域	2014年	2016年	2018年
欧州	58.8%	52.6%	48.8%
米国	17.9%	21.6%	25.7%
カナダ	31.3%	37.8%	50.6%
豪州・ニュージーランド	16.6%	50.6%	63.2%
日本		3.4%	18.3%

(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

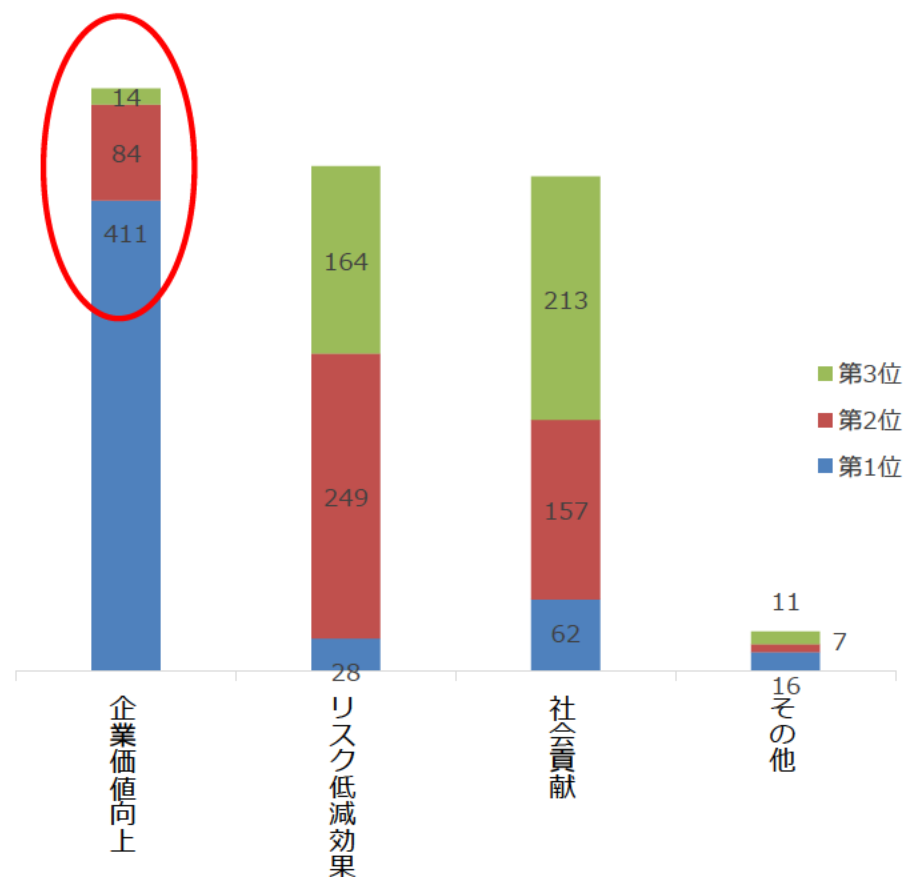
ESG投資と運用パフォーマンス・業績との関係性に関する認識

- ESG投資と運用パフォーマンスや業績との関係性については、中長期的なリターン向上/企業価値向上と捉えている投資家・企業が多い。

ESG投融資が運用パフォーマンスに与える影響（投資家）



ESG活動の目的（企業）（社数）



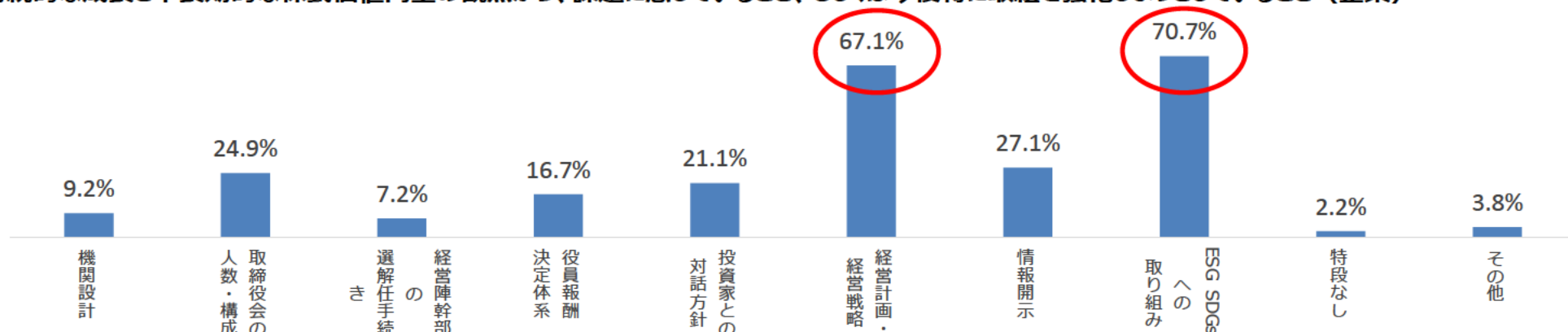
左図：一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果一覧（2020年度版）」（2021年4月公表）より経済産業省作成

右図：GIPF「第6回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」（2021年5月公表）より経済産業省作成

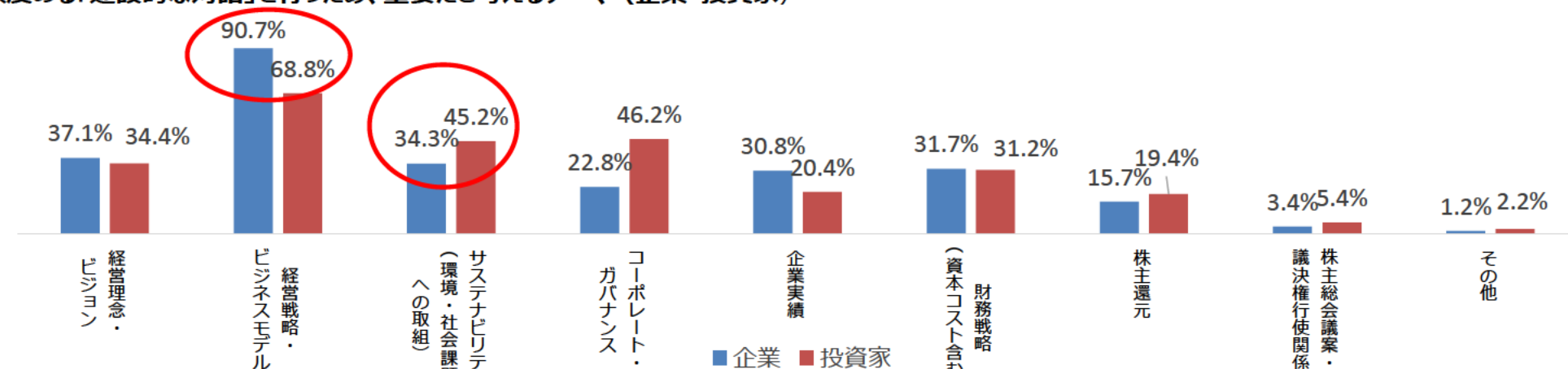
経営や対話における社会のサステナビリティの重要性の認識

- 持続的な成長と中長期的な株式価値向上の観点から、課題に感じていること、もしくは今後特に取組を強化しようとしているものとして、ESG・SDGsへの取組や経営計画・経営戦略を挙げる企業が多い。
- 深度ある「建設的な対話」を行うため、重要だと考えるテーマとしても、企業・投資家双方とも、経営戦略・ビジネスモデルやサステナビリティ（環境・社会課題への取組）を挙げている。

持続的な成長と中長期的な株式価値向上の観点から、課題に感じていること、もしくは今後特に取組を強化しようとしていること（企業）



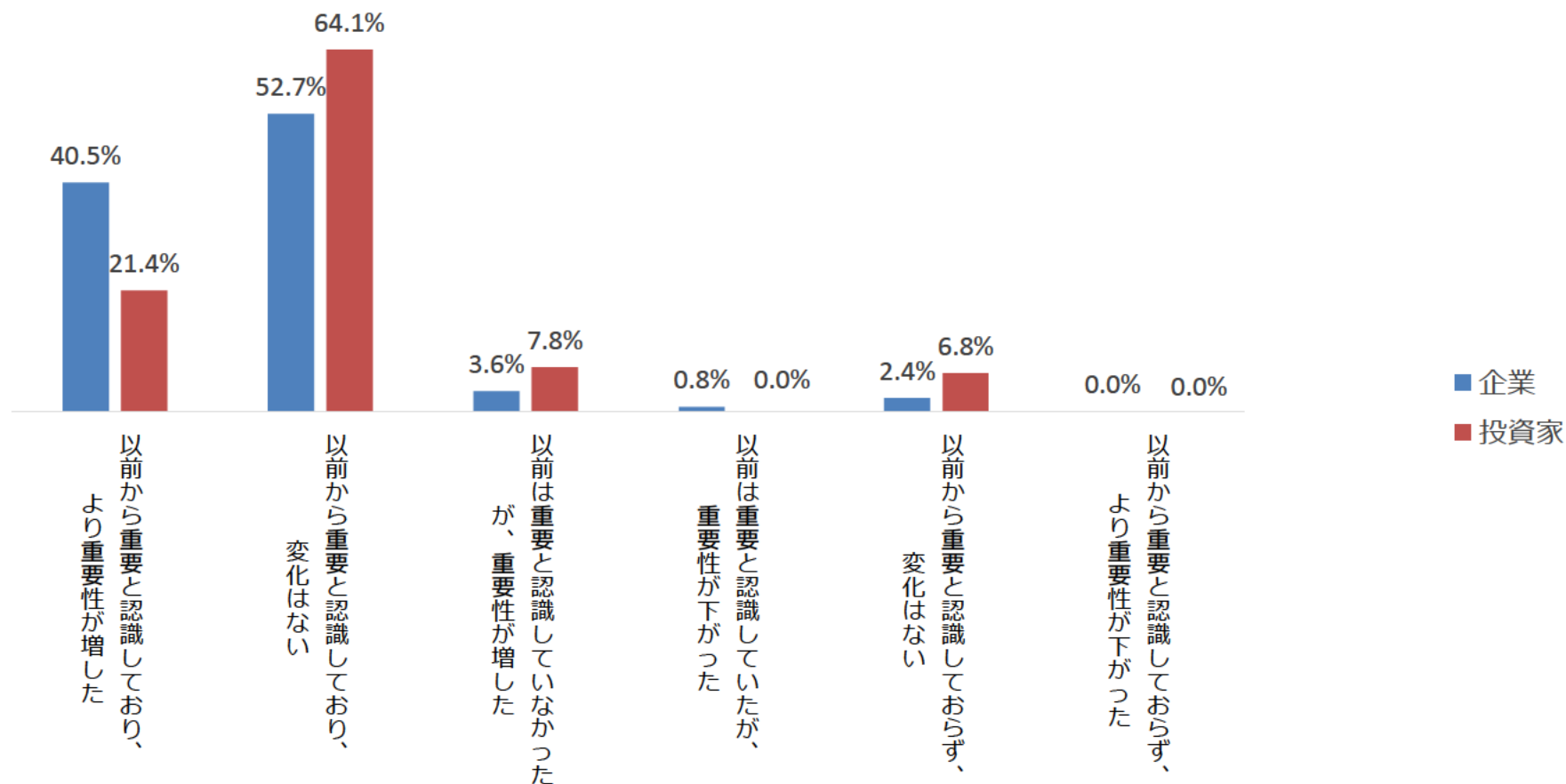
深度ある「建設的な対話」を行うため、重要だと考えるテーマ（企業・投資家）



新型コロナウイルス感染症がESG投資に与える影響①

- 新型コロナウイルスの感染拡大を受けたESGへの取り組みの重要性の変化として、「以前から重要と認識しており、より重要性が増した」と回答した企業が約40%、投資家も20%以上が同様に回答。

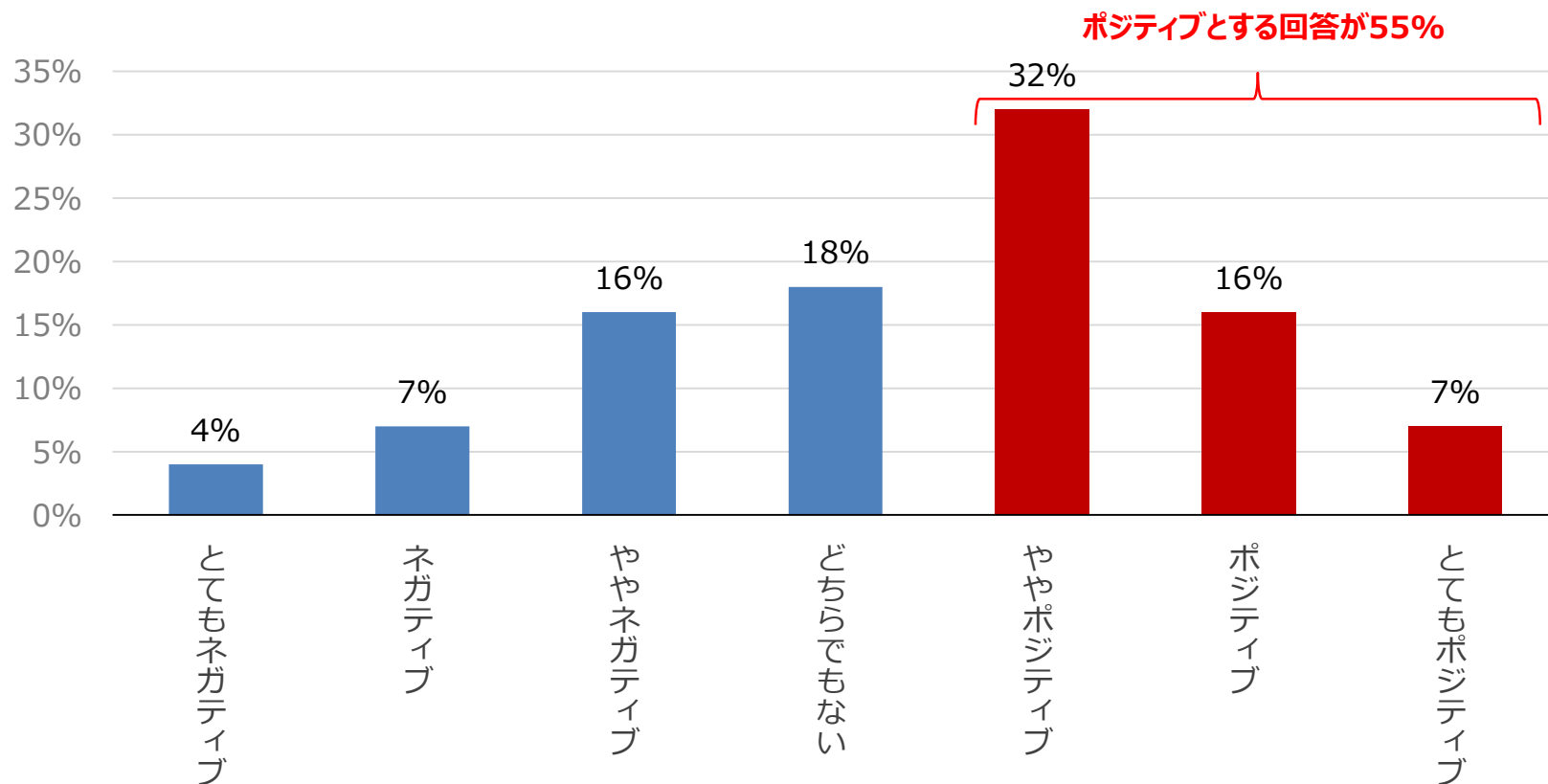
新型コロナウイルスの感染拡大を受け、ESGへの取り組みの重要性に変化があったか



新型コロナウイルス感染症がESG投資に与える影響②

- グローバル機関投資家に対する調査では、過半数の投資家が、新型コロナウイルス感染症が今後3年の間にESG投資に対してポジティブな影響を与えると回答。

新型コロナウイルス感染症がESG投資に与える影響（投資家調査）



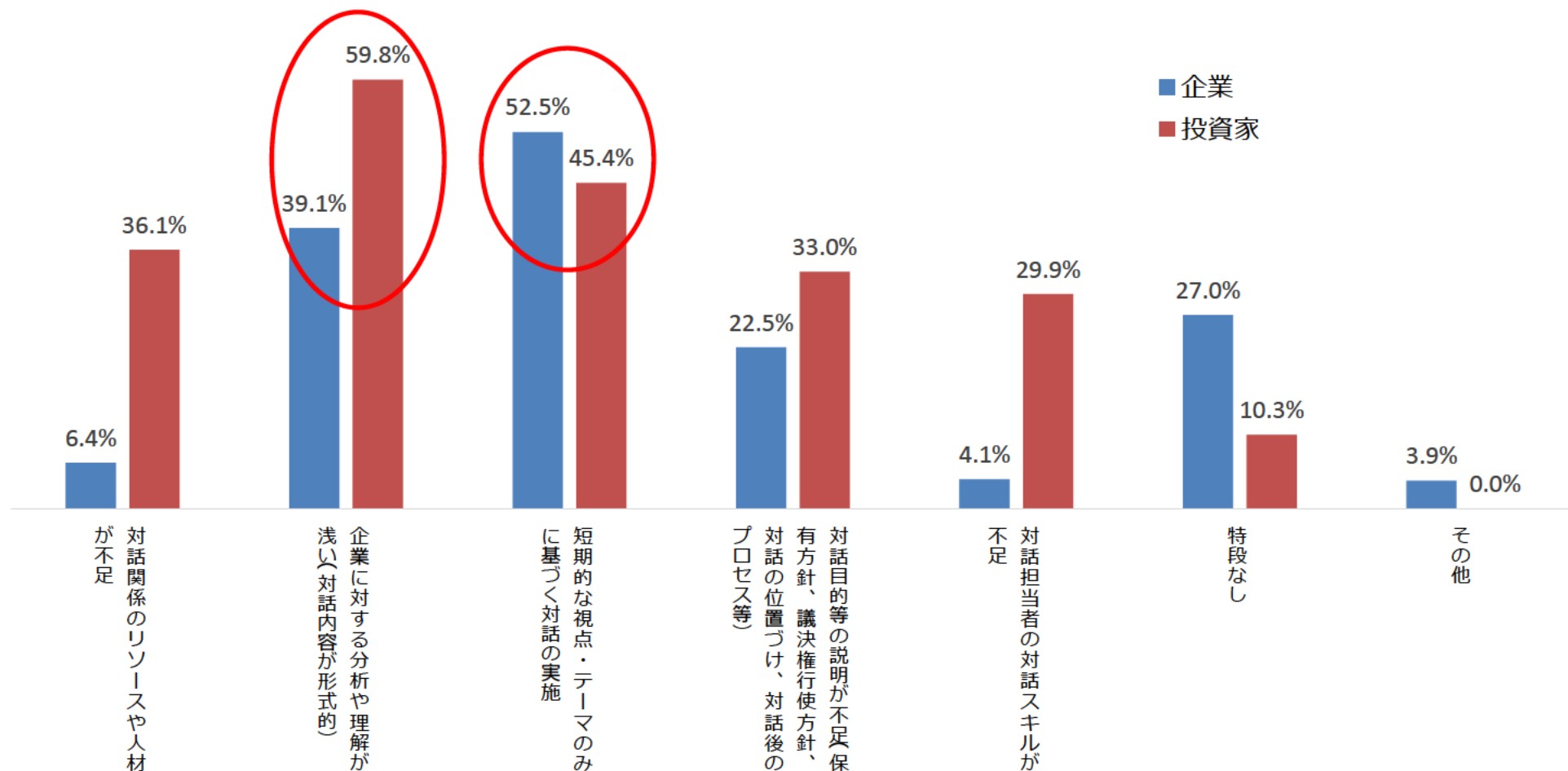
図：J.P. Morgan, Results from the survey “Tracking the ESG implications of the COVID-19 Crisis”

※50社のグローバル機関投資家に対して「コロナがESG投資に今後3年間でどのような影響を与えるか」についてアンケート調査を実施（2020年7月1日公表）

対話における投資家の課題

- 対話における投資家の課題として、企業・投資家双方が、企業に対する分析や理解の浅さ（対話内容が形式的）や短期的な視点・テーマのみに基づく対話の実施を挙げている。

対話において投資家に感じる課題（企業） / 課題と認識し、重点的に取り組んでいること（投資家）



図：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（2020年度版）企業・投資家の比較結果」（2021年4月公表）より経済産業省作成

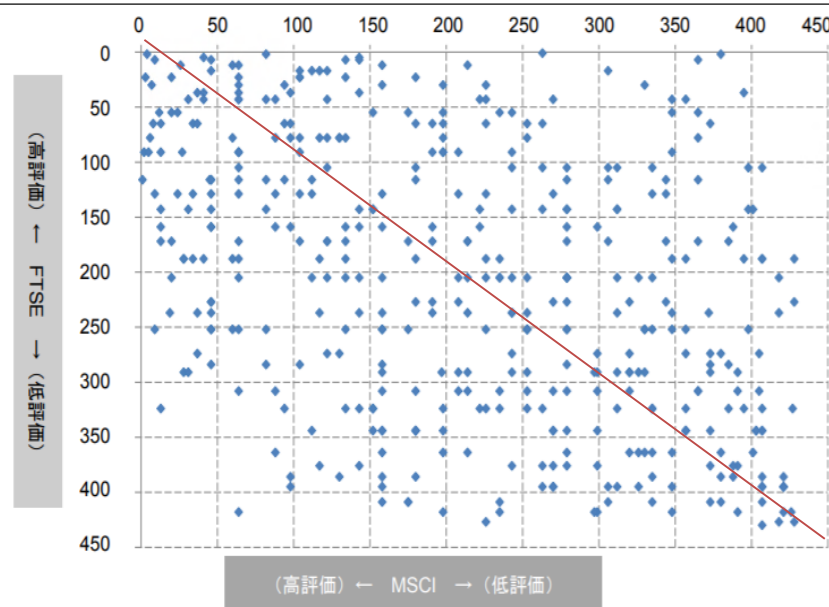
ESG評価機関の現状

- 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			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	✓	✓	7,000	
		REFINITIV	✓	✓	7,000	Thomson Reutersのファイナンス＆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
		vigeoiris	✓	✓	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

左図：経済産業省「令和元年度内外一体の経済成長戦略構築にかかる国際経済調査事業－SDGs経営の海外展開及び地域企業へのSDGs経営の普及啓発等のための調査研究①－最終報告書」より抜粋

右図：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・加工

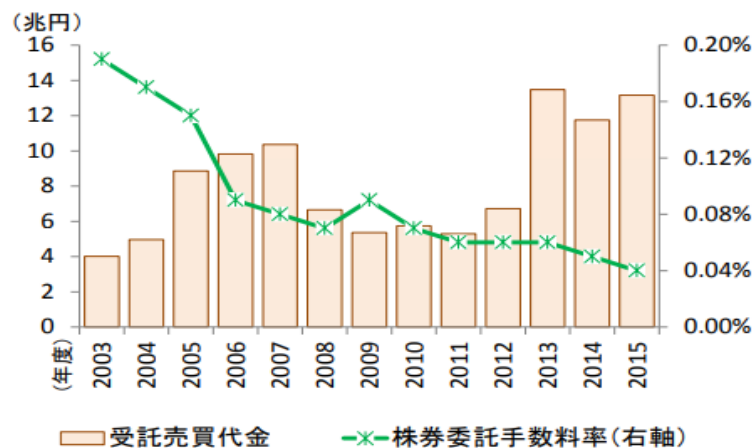
セルサイド・アナリストの現状

- 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

市場構造・TOPIX改革の状況

- 現在、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダード、JASDAQグロースの5つの市場区分が存在しているが、2022年4月に、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3つに再編される予定。
- プライム市場は、多くの機関投資家の投資対象になり得る規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業及びその企業に投資をする機関投資家や一般投資家のための市場とし、流通株式時価総額100億円以上、流通株式比率35%以上などの上場基準を設定。
- また、現在、東証第一部上場企業を構成銘柄とするTOPIXについては、市場区分と切り離し、市場代表性に加え投資対象としての機能性の向上を目指し、見直しの検討が行われている。

プライム市場上場基準

<形式基準>

項 目	基 準
流動性	株主数 800人以上
	流通株式数 2万単位以上
	流通株式時価総額 100億円以上
ガバナンス	時価総額 250億円以上
	流通株式比率 35%以上
経営成績	収益基盤 ※A又はBを満たすこと
	A. 最近2年間の利益合計25億円以上 B. 売上高100億円かつ時価総額1,000億円以上
財政状態	純資産：50億円以上
公募	—
事業継続年数、 虚偽記載又は不適正意見等、 上場会社監査事務所による監査、 株式事務代行機関の設置、 単元株式数、株券の種類、 株式の譲渡制限、 指定振替機関における取扱い 合併等の実施の見込み	(現行の本則市場の 形式基準と同様)

<上場審査>

項 目	観 点
1. 企業の継続性及び収益性	・ 継続的に事業を営み、安定的かつ優れた収益基盤を有していること
2. 企業経営の健全性	・ 事業を公正かつ忠実に遂行していること
3. 企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性	・ コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され、機能していること（※）
4. 企業内容等の開示の適正性	・ 企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること
5. その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項	

(※) コーポレートガバナンス・コードの対象：全原則（他の市場区分と比較して一段高いガバナンスの内容が適用される見込み）

③実質化検討会で抽出された課題

中長期の持続的な企業価値向上に対する課題(1)～対話の中身～

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～

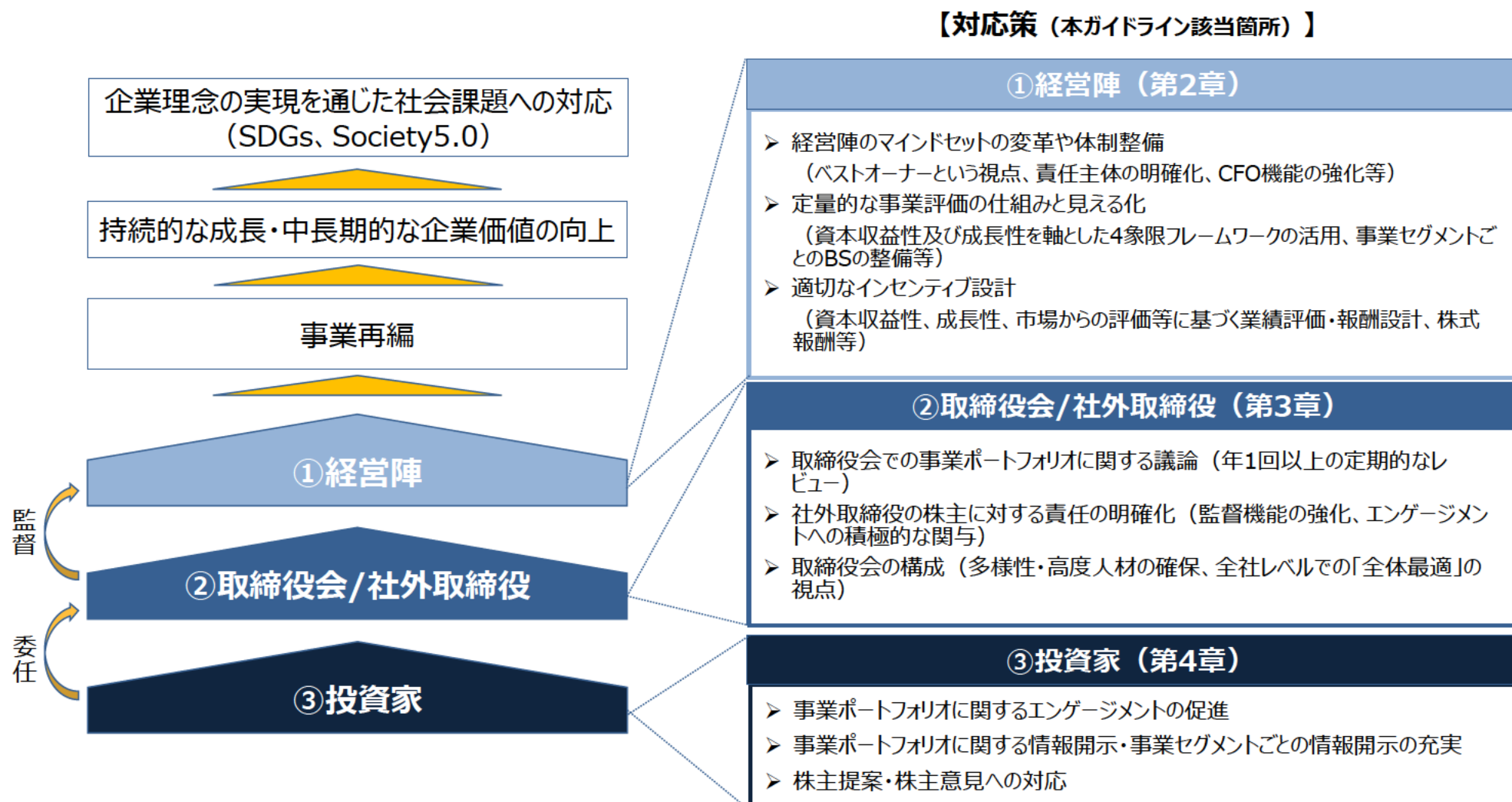
● 「統合的なビジネスモデル」として把握し、語ることが重要。

- 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。



(参考)「事業再編実務指針」の概要

- 持続的な成長や中長期的な企業価値の向上を図るべく、事業再編を促進するという観点から、①経営陣、②取締役会/社外取締役、③投資家エンゲージメントの3つのレイヤーを通じた、コーポレートガバナンスの在り方等を整理。



図：経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～（事業再編ガイドライン）」

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）

左図：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より抜粋

右図：『第1回成長戦略部会 議論の参考資料』（2019年9月17日）事務局説明資料より抜粋（オライリー、タッシュマン（2016）「両利きの経営」（監訳・解説：入山（2019））基に作成。）

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。

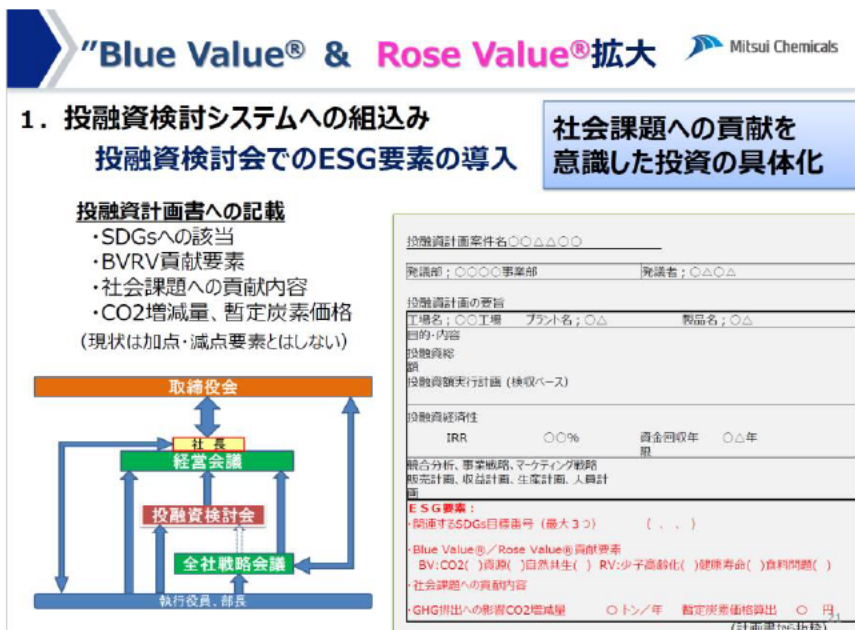
投資家の声

- 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。



『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。

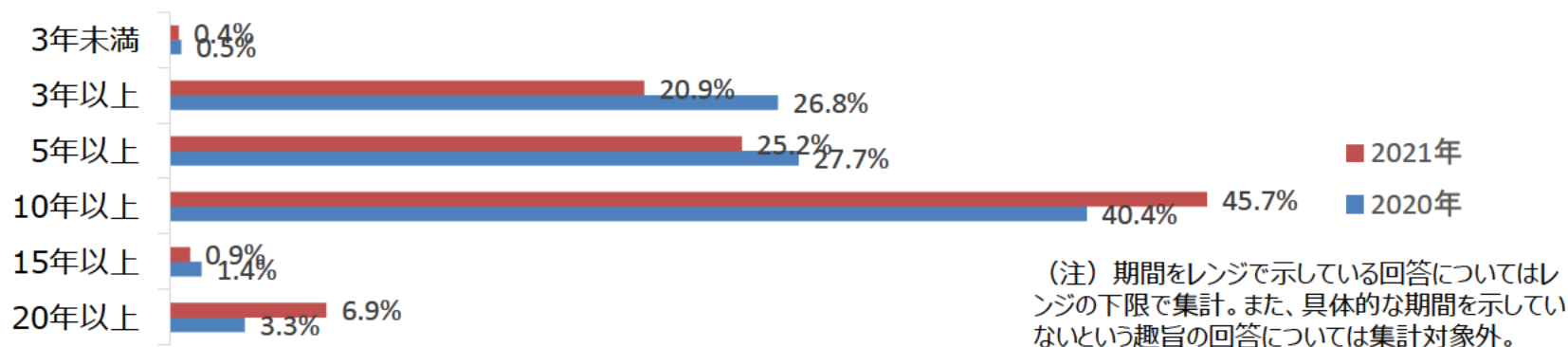
左図：サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会第3回 三井化学・平原委員ご提出資料より抜粋

右図：SDGs経営ガイドを元に経済産業省作成

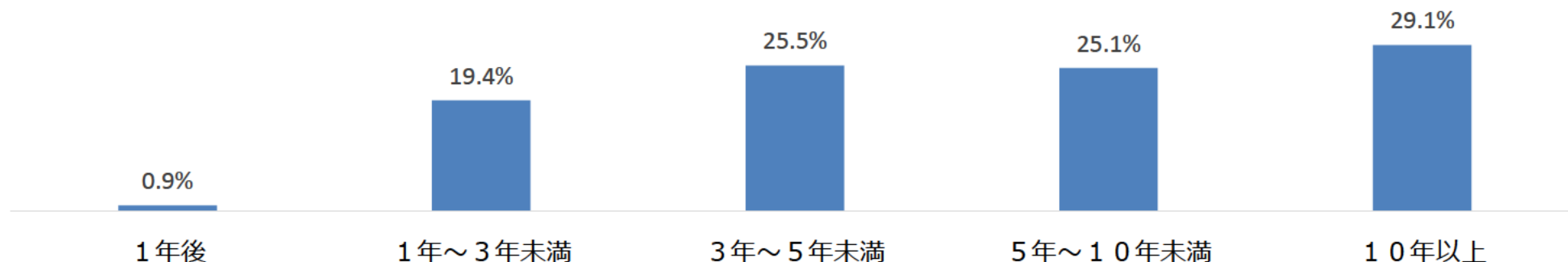
日本企業の長期の時間軸の意識

- 企業の長期ビジョンの想定する年数が昨年に比べて延伸。10年以上を想定している企業が最多で45.7%。
- また、ESGへの取組の実施にあたっての時間軸についても、10年以上と回答する企業が約30%で最多。

長期ビジョンの想定年数



ESGへの取り組みの実施にあたり、何年後を見据えた方針策定を行っているか



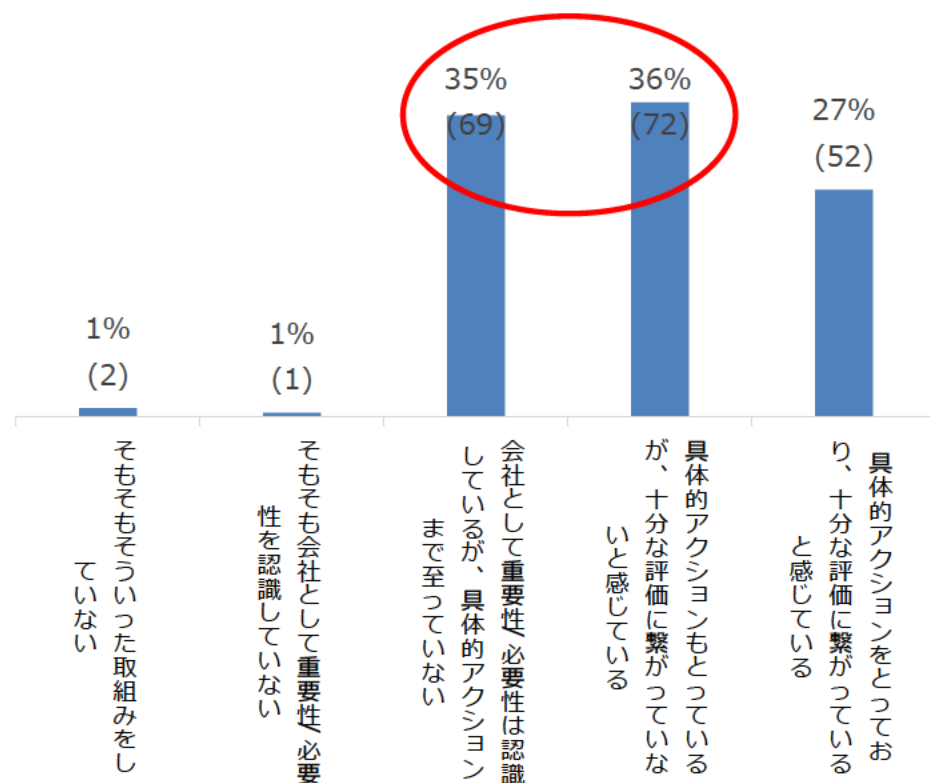
上図：GIPF「第6回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」（2021年5月公表）より経済産業省作成

下図：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（2020年度版）」（2021年4月公表）より経済産業省作成

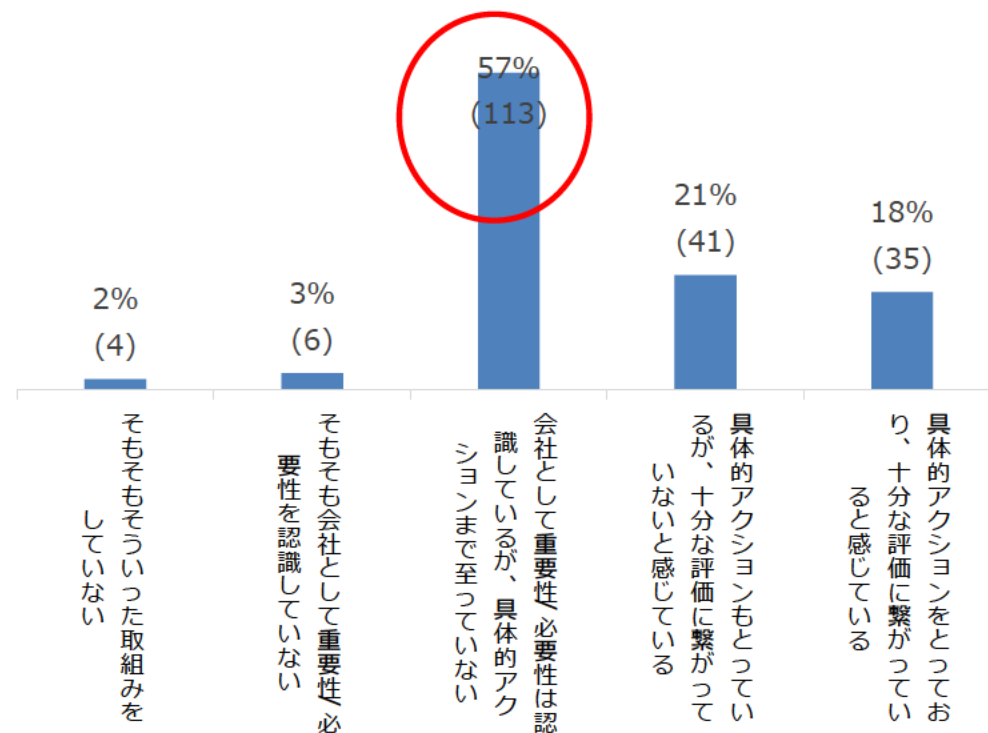
長期の時間軸の経営・対話への織り込み

- 企業に対するアンケート調査では、経営計画策定にあたって、長期の時間軸で起こりうる変化を織り込むことを課題として感じている（重要性/必要性は認識しているが具体的アクションまでは至っていないか、具体的アクションをとっているが、十分な評価に繋がっていないと感じている）企業が70%強。
- ステークホルダーの価値向上が自社の将来CFにどのようにつながるかを整理しているかというより具体的な質問に対しては、重要性を認識しつつも具体的アクションに至っていないという企業が過半数。

経営計画策定にあたって、従来の中計（3-5年）だけではなく、更に長期（例：10年）の時間軸で起こり得る変化も織り込んでいる



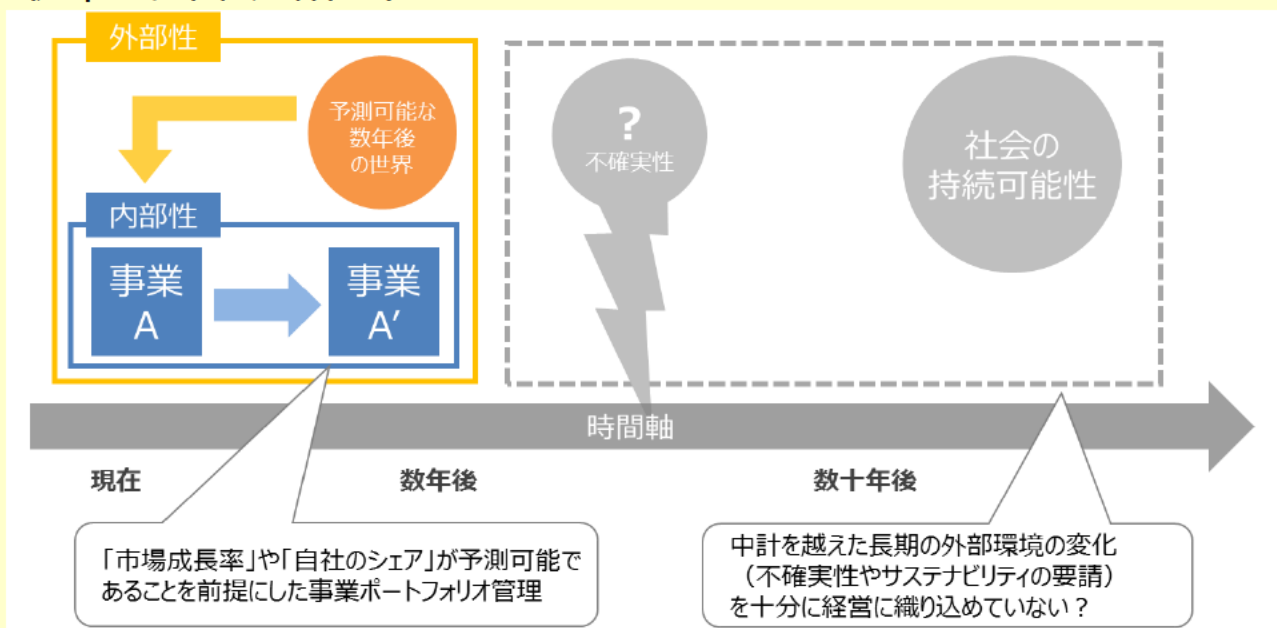
自社のステークホルダーは誰なのかを明示した上で、各ステークホルダーの価値向上が、自社の将来のキャッシュフローにどのようにつながるのかを整理している



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種植え等

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)～対話の手法～

対話の中身における課題に加え、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

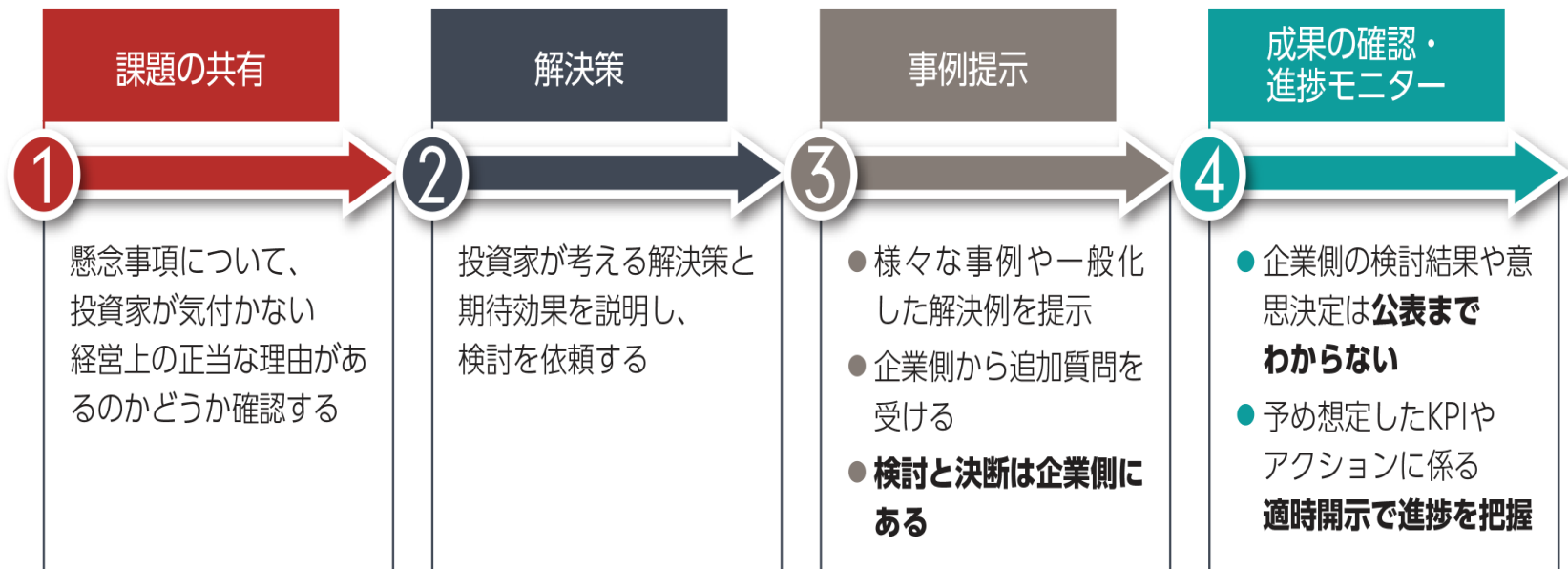
- 日本企業が対話に関して三層化しており、大部分の企業が有効な対話の手法を模索中
 - ① 質の高い対話の実現に資する対話の手法等が共有されていない
 - ② 企業の状況に応じて、段階ごとに対話において中心的に取り組むべき事項を整理すべきではないか

<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

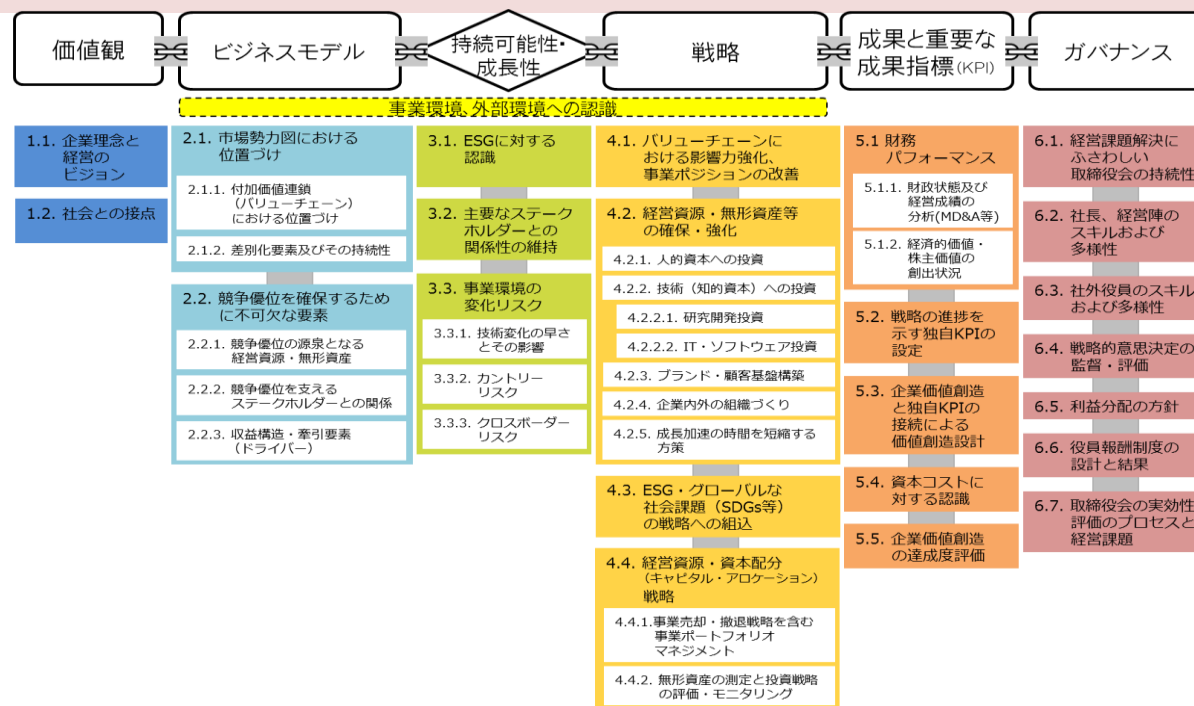
対話の原則（実質的な対話の要素①）

- 「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。



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。

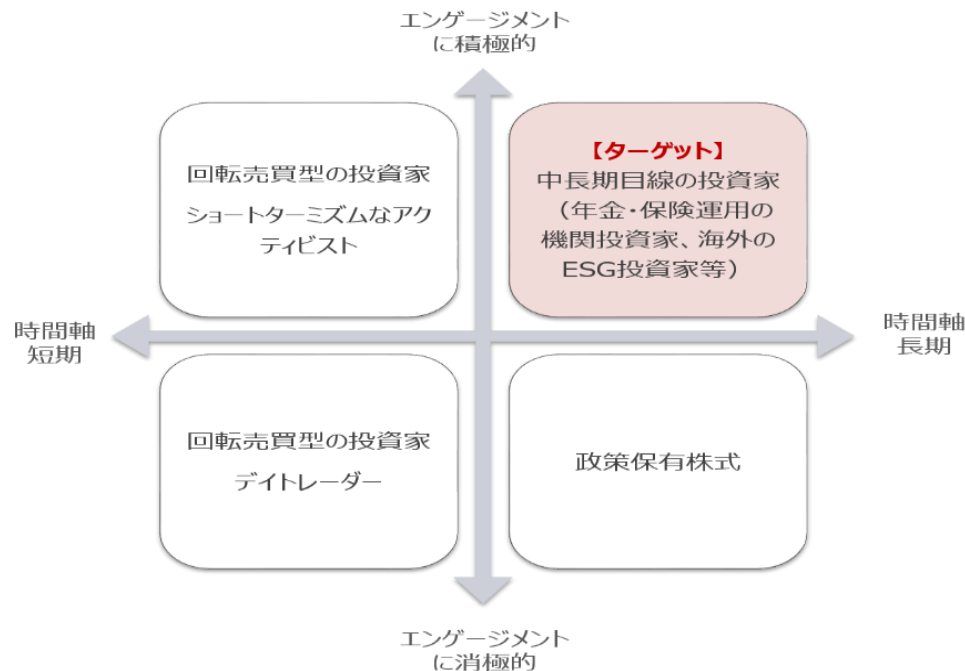
対話の手法（実質的な対話の要素③）

- 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



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。

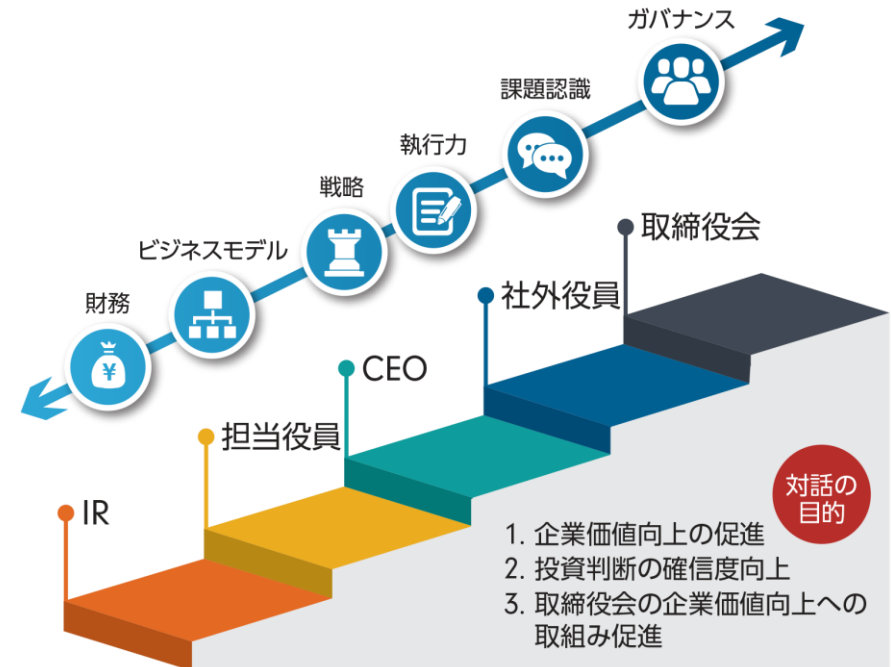
相手の属性や目的に応じた対話者や対話の手段等の設定の例

- ・ 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



左図：サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会第2回コニカミルタ株式会社・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

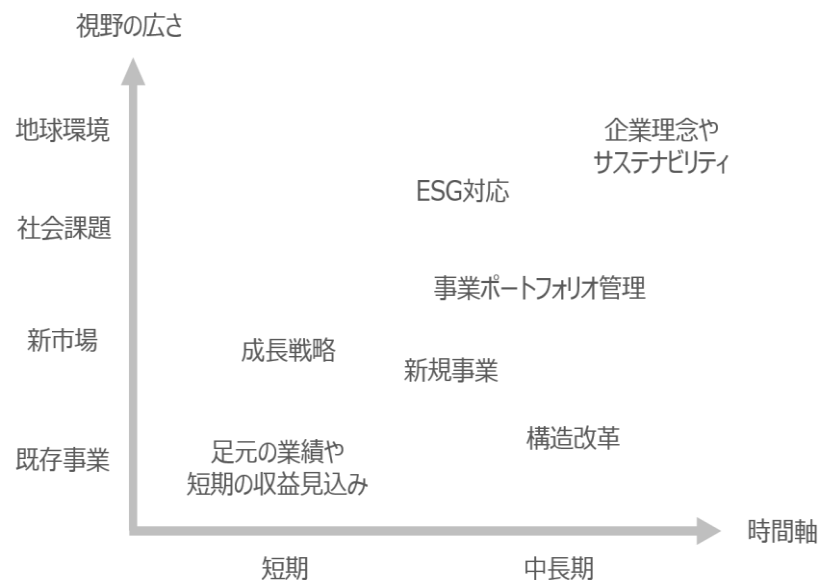
右図：サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会第4回フィデリティ投信株式会社・三瓶委員プレゼン資料より抜粋

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。



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

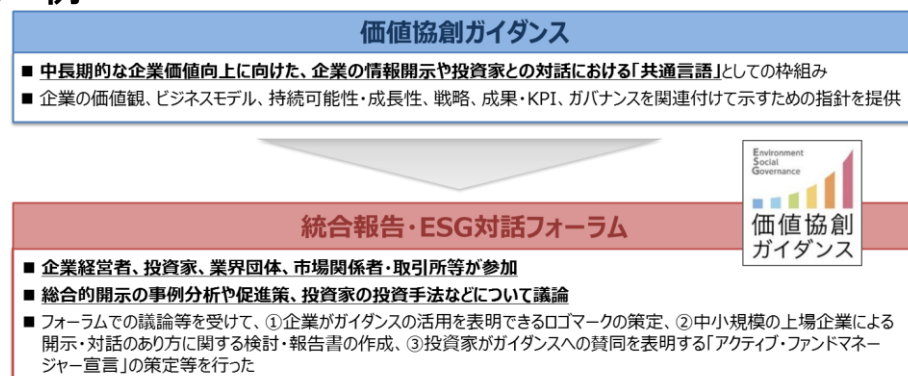
対話の成果が社長や取締役会に報告される仕組み作りはもとより、外部の投資家から自社がどのように評価されているか、経営トップは自社の方向性をどのように社外に説明しているかを、ミドルマネジメント層や若手社員にまで伝え、全社的な変革の機運を生み出す姿勢が必要であるという意識から、対話内容の社内へのフィードバックのために、企業が以下のような取組を実施

- ・ 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

2. 最近の非財務情報開示に関する国際動向

非財務情報開示に関する国際基準等の比較

	GRIスタンダード	国際統合報告 フレームワーク	SASBスタンダード	ステークホルダー 資本主義指標	TCFD最終提言書
基準設定主体	GRI: Global Reporting Initiative (蘭)	IIRC: International Integrated Reporting Council (英)	SASB: Sustainability Accounting Standard Board (米)	世界経済フォーラム (WEF) ・ 国際ビジネス評議会 (IBC)	TCFD: Task Force on Climate-related Financial Disclosure ※G20の要請を受け、金融安定理事会が設立
初版公表年	2000年	2013年	2018年	2020年	2017年
主な報告対象者	マルチ・ステークホルダー	投資家	投資家	マルチ・ステークホルダー	投資家
設計思想	細則主義	原則主義	細則主義	細則主義	原則主義 (一部指標は具体的に設定)
概要	- 企業が外部へ及ぼす影響を報告するための開示基準を策定。 - 共通スタンダードと経済・環境・社会の項目別スタンダードから成る。	- 財務情報と非財務情報を統合的に報告するための枠組み。 - 統合報告書とは、組織の戦略、ガバナンス、パフォーマンス、見通しが、外部環境との関係において、時間の経過とともにどのように価値創造につながるかを示すもの。	- 企業と投資家の間の対話を促進するため、財務的に重要なESG開示基準を策定。 - 企業を11セクター・77業種に分類し、5つの領域（環境、社会的資本、人的資本、ビジネスモデル・イノベーション、リーダーシップ・ガバナンス）について開示項目を設定。	既存の開示基準等に基づき、21の中核指標と34の拡大指標を設定し、4つの柱（ガバナンス・地球・人・繁栄）に分類。	気候変動関連の財務情報を主要な年次報告書等で開示するよう提言。
利用状況	- 世界で4500社以上が利用※¹ (2015年) - 欧州での利用が最も多く、日本でも274社が利用※¹ (2015年)	- 世界で2,500社以上が利用※² (2020年) - 日本では500社超が統合報告書を発行※³ (2020年)	- 世界で500社以上が利用※⁴ - 米国での利用が多く、日本では19社が利用※³ (2020年)	世界の61の企業が本指標に基づいた報告に取り組む意思を表明※⁵ (2021年1月)	- 世界で2000社以上が利用※⁶ (2021年5月) - 日本では390社が賛同を示している※⁶ (2021年5月)

図：以下資料に基づき経済産業省作成

※¹ ニッセイアセットマネジメント株式会社「GPIF委託調査研究 ESGに関する情報開示についての調査研究」

※² IIRCウェブサイト

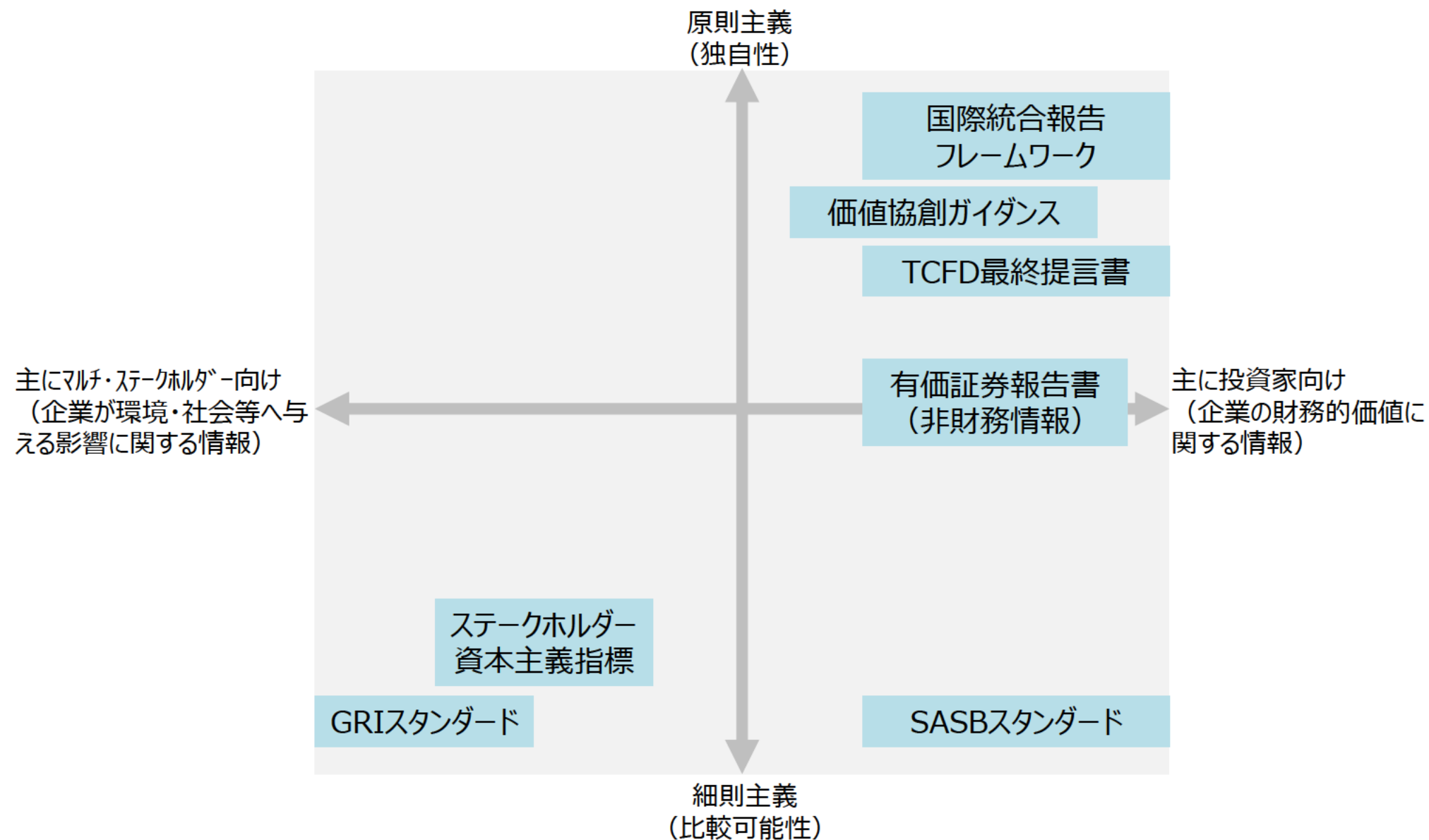
※³ 企業価値レポート・ラボ「国内自己表明型統合レポート発行企業等リスト2020年版」

※⁴ SASBウェブサイト

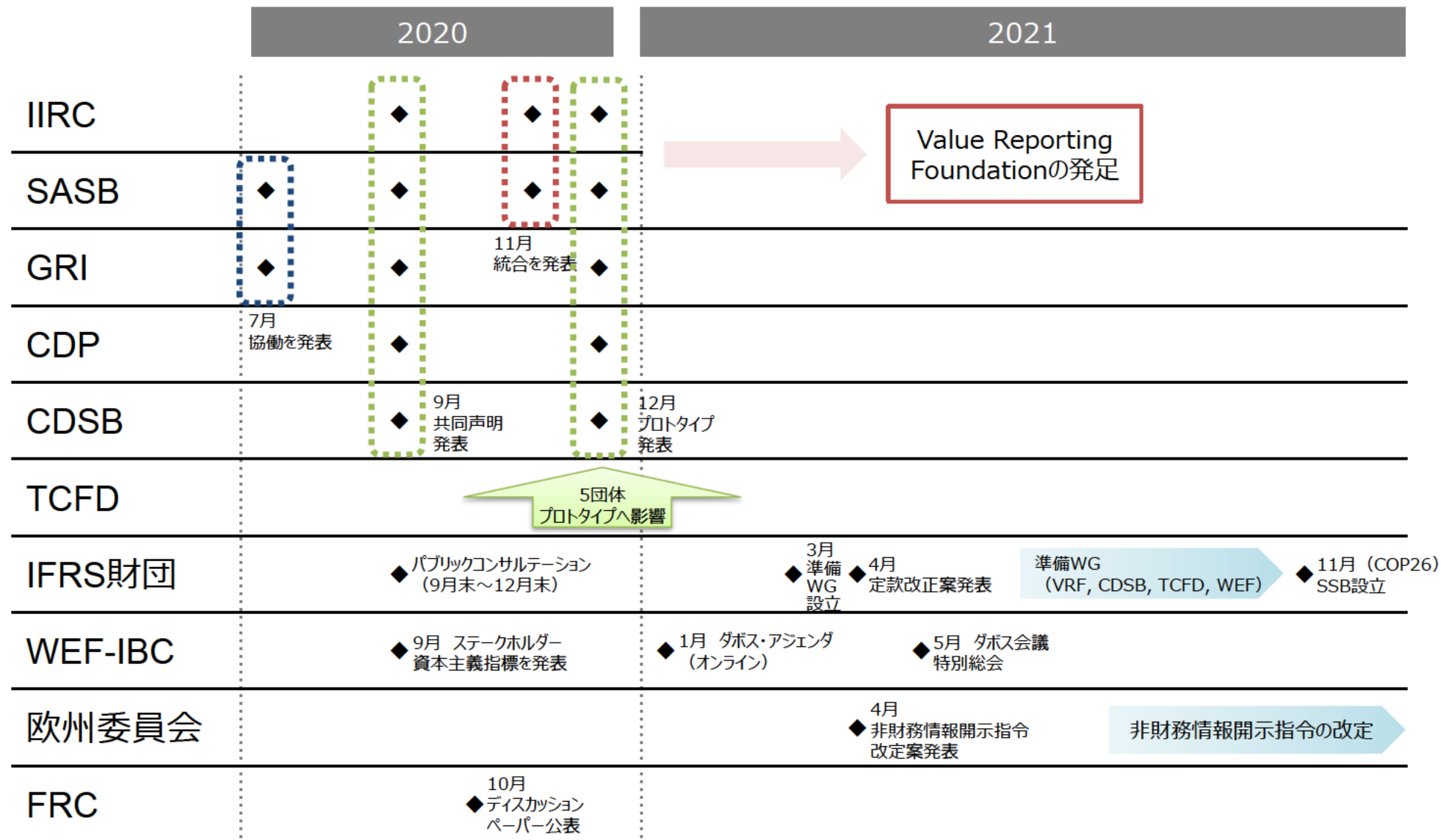
※⁵ WEFウェブサイト

※⁶ TCFDウェブサイト

(参考) 非財務情報開示に関する国際基準等の分類イメージ



最近の動向



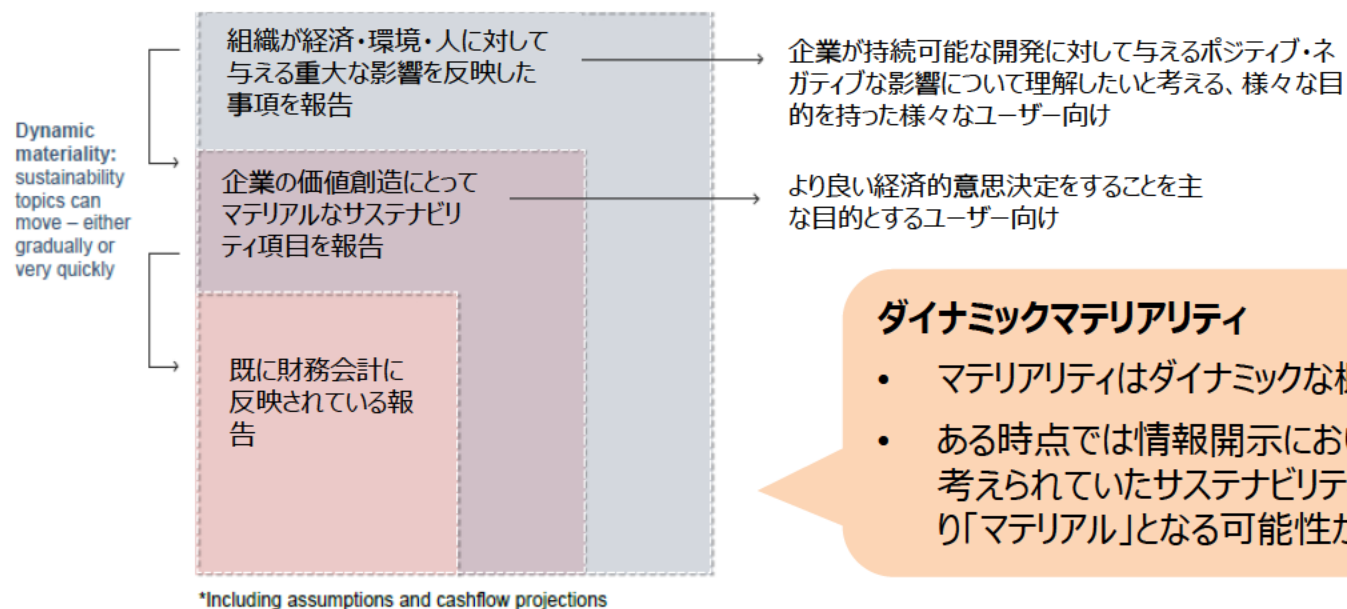
※CDP：ロンドンに本部を置くNGO。世界主要企業の環境活動（気候変動、水、森林）に関する情報を収集・分析・評価し、開示している。

※CDSB（Climate Disclosure Standards Board）：企業や環境関連機関のコンソーシアム。企業の気候変動情報開示の標準化を目指してフレームワークを策定し、有報等における開示を進めている。

5団体によるサステナビリティ報告に関する協働（2020年9月）

- 2020年9月、CDP, CDSB, GRI, IIRC, SASBの5団体は、「包括的な企業報告」を目指して協働する旨の共同声明を発表。協働を通じて、以下の提供を目指すとした。
 - 各フレームワーク・基準を補完的かつ付加的に適用する方法についての共同ガイダンス
 - 各フレームワーク・基準がどのように会計基準を補完し、より包括的かつ一貫した企業報告システムに向けた出発点となるかについての共同ビジョン
 - 団体間のより深い協力プログラムとその他ステークホルダーとの連携を通じて、目標に向けて進むという共同コミットメント

図：ダイナミックマテリアリティのコンセプト



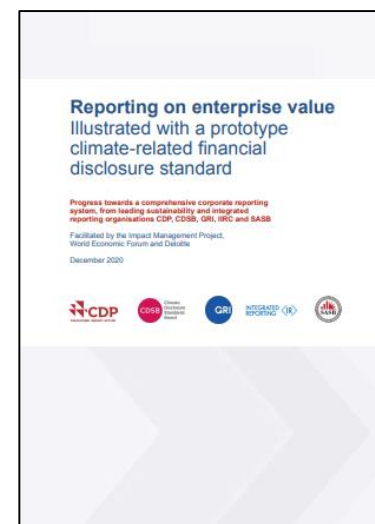
5団体によるサステナビリティ報告に関する協働（2020年12月）

- 2020年12月、5団体は、同年9月に公表した共同声明に基づく取組の第一弾として、「企業価値に関する報告」と題した文書を公表。
- 包括的な企業報告のコンセプトを改めて概説しつつ、IFRS財団への技術的インプットになるものとして、気候関連財務開示基準のプロトタイプ等を示した。

文書の主な内容

- ・ 包括的な企業報告システムに関する共通のビジョン
- ・ IASB概念フレームワークのサステナビリティ関連財務開示基準への適用可能性
- ・ サステナビリティ関連財務開示表示基準のプロトタイプ
- ・ 気候関連財務開示基準のプロトタイプ

※本文書では、サステナビリティ関連財務開示（企業価値を創造・毀損するサステナビリティ事項の開示）とサステナビリティ報告（企業が環境・人・経済に影響を及ぼす事項の開示）を区別（次ページ参照）。

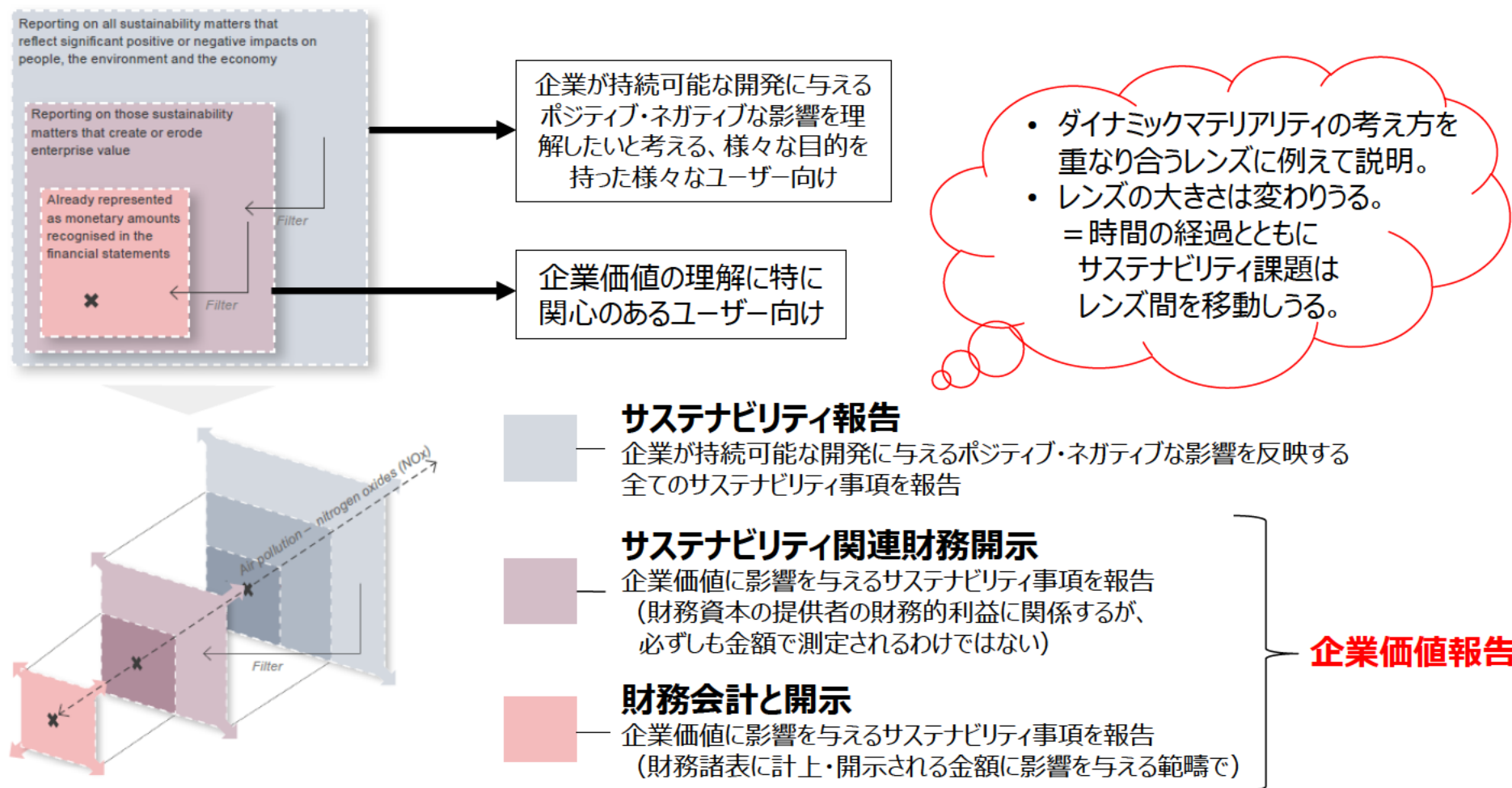


IFRS財団によるサステナビリティ基準の策定についての見解

- ・ サステナビリティ関連財務開示基準の策定は、現在のIFRS財団の役割の自然な延長線上にあるものと考えられる。
- ・ 本文書は、既存のフレームワーク・基準に基づき、その大望（ambition）がどのように達成できるかの洞察を提供するもの。
- ・ 本文書のプロトタイプは、IFRS財団及び政策立案者に対し、有益な技術的インプットとなる。

5団体によるサステナビリティ報告に関する協働（2020年12月）

- 5団体は、前ページの「企業価値に関する報告」の中で、「サステナビリティ報告」と「サステナビリティ関連財務開示」を区別しつつ、ダイナミックマテリアリティについて改めて説明を行った。



世界経済フォーラムによるステークホルダー資本主義指標

- 世界経済フォーラム（WEF）は、2020年9月、「ステークホルダー資本主義の進捗の測定～持続可能な価値創造のための共通の指標と一貫した報告を目指して～」と題した報告書を公表。
- 本報告書では、21の中核指標と34の拡大指標から構成される「ステークホルダー資本主義指標」が示されている。本指標は①ガバナンスの原則 ②地球 ③人 ④繁栄の4分野に分類されており、可能な限り、GRIやSASB、TCFD、CDSBなどの既存の指標が引用されている。

世界経済フォーラムが発表したステークホルダー資本主義指標

表：「ガバナンスの原則」の中核指標

ガバナンスの目的	目的の設定
ガバナンス機関の質	ガバナンス機関の構成
ステークホルダー・エンゲージメント	ステークホルダーに影響を与えるマテリアル・イシュー
倫理的行動	汚職防止
	倫理的助言と通報制度の保護
リスクと機会の監督	リスクと機会のビジネスプロセスへの統合

表：「地球」の中核指標

気候変動	温室効果ガス排出量
	TCFD提言の実施
自然の喪失	土地利用と生態系への配慮
淡水利用の可能性	水ストレス地域における水消費量及び取水量

表：「人」の中核指標

尊厳と平等	多様性とインクルージョン
	給与の平等
	賃金水準
	児童労働、強制労働のリスク
健康とウェルビーイング	健康と安全
将来のためのスキル	教育訓練

表：「繁栄」の中核指標

雇用と富の創出	雇用者数と比率
	経済的貢献
	金融投資への貢献
より良い製品とサービスのイノベーション	研究開発費総額
コミュニティと社会の活力	納税総額

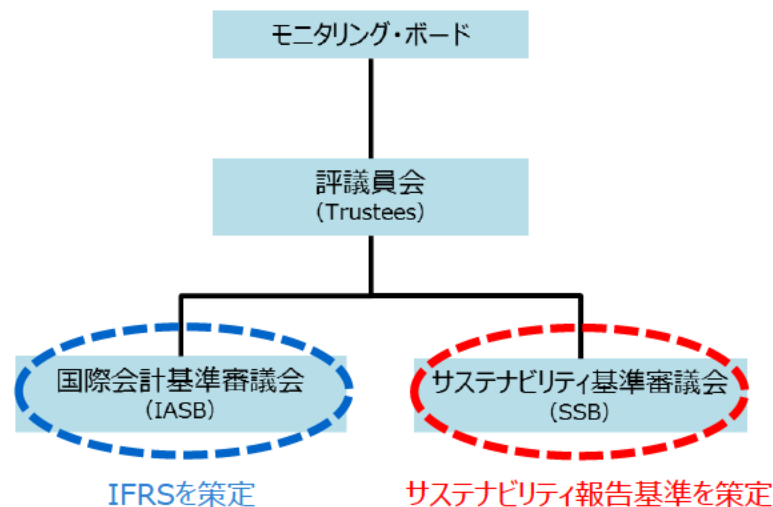
IFRS財団による基準策定に向けた動き

- 2020年9月～12月、IFRS財団は、サステナビリティ基準審議会（SSB）の設置に関するパブリックコンサルテーションを実施。

IFRS財団パブリックコンサルテーションの概要

- 国際的に認められたサステナビリティ報告基準の必要性はあるか。
 - IFRS財団はこの基準の設定において役割を果たし、基準設定活動をこの領域に拡大すべきか
- IFRS財団のガバナンスの下にSSBを設置することは、サステナビリティ報告の一貫性と比較可能性を達成するための適切なアプローチか。
- SSB成功のための要件についてのコメントはあるか。
- IFRS財団は、SSB基準の採用及び一貫した適用を国際的に進めるため、ステークホルダーとの関係を活用できるか。
- サステナビリティ報告における既存の取組をどのように基礎として協力すべきか。
- 既存の各法域の取組をどのように基礎として協力すべきか。
- IFRS財団がSSBを設置する場合、気候関連財務開示に最初に取り組むべきか。
- 気候関連リスクについて、焦点を絞って定義すべきか、より広範な環境要因を考慮すべきか。
- 当初はシングルマテリアリティから始める漸進主義的なマテリアリティのアプローチに賛同するか。
- 開示されるサステナビリティ情報は監査又は外部保証の対象であるべきか。

図：IFRS財団提案におけるSSBの位置づけ



IFRS財団パブリックコンサルテーションへの対応

- IFRS財団によるサステナビリティ基準審議会（SSB）の設置に関するパブリックコンサルテーションに対し、2020年11月、IFRS対応方針協議会として意見を提出。

※IFRS対応方針協議会：メンバーは日本経済団体連合会、日本公認会計士協会、東京証券取引所、日本証券アナリスト協会、企業会計基準委員会、財務会計基準機構、金融庁、経済産業省、法務省。

IFRS対応方針協議会の意見のポイント

- 国際的に認知されたサステナビリティ報告基準の必要性に同意。
- 高品質な基準設定を通じた資本市場の透明性・効率性の向上という、IFRS財団がこれまで果たしてきた役割を維持し、会計基準の開発に関するリソースに影響を与えないことを前提として、IFRS財団がSSBを設置することを支持。
- サステナビリティ報告基準の策定が成功するためには、ガバナンス、資金調達、及び人材に関する多様性の確保が重要。
- SSBメンバーについては、技術的知見だけでなく、**地域・業界・専門分野等の多様性も重視すべき**。ESG領域の専門家だけでなく、作成者や投資家など、資本市場の主要な参加者の含めたバランスの確保が重要。
- サステナビリティ報告基準の策定には、IFRS財団が築き上げたステークホルダーとのグローバルなネットワークを活かすことが重要であり、幅広いステークホルダーからの支持を得ることが不可欠。
- **既存組織と連携し、その取組をベースにサステナビリティ報告基準の策定を行うことに同意**。一から基準を策定することは非効率であるだけでなく、基準が多数存在する現状をさらに複雑化させる。
- IFRS財団がサステナビリティ報告基準を策定する際は、IFRSと同様、原則主義ベースに基づくべき。
- 気候変動が喫緊の課題であることは理解するが、**S（社会）やG（ガバナンス）も平行して対応すべき**。
- サステナビリティ報告における主要な報告対象者は、**投資家を中心とする資本市場の参加者、財務情報のその他の利用者とするべき**。その上で、重要性の範囲は**シングル・マテリアリティを基本に考えるべき**。

非財務情報開示指令の改定

- 2021年4月、欧州委員会は非財務情報開示指令の改定案を発表。
- 現行の指令に比べて、**対象企業は拡大、開示内容はより詳細に。**

現行（非財務情報開示指令, 2014/95/EU）		改定案（Corporate Sustainability Reporting Directive, 2021年4月21日発表）
対象	従業員500名以上の上場企業等	全ての大企業※1及び上場企業※2
開示項目	- 環境、社会、従業員、人権の尊重、汚職・贈収賄防止に関する以下の情報 - ビジネスモデルの概要 - 上記事項への対応方針（デューデリジェンスプロセスを含む） - 対応方針の実施結果 - 主要なリスク及びリスク管理方法 - 個別事業に関する非財務KPI - 取締役の多様性に関する方針、目的、実施方法、結果	- 企業がサステナビリティ事項に与える影響 - サステナビリティ事項が企業に与える影響 - 無形資産に関する情報 - 開示情報を特定したプロセス (詳細は次頁以降を参照)
開示基準	- 任意のガイドラインを公表 - 特定の基準の利用は義務づけられておらず、国際基準等から自由に選択・利用が可能	- 詳細な開示内容をサステナビリティ報告基準にて規定。企業は本基準に基づく開示が義務。 - 基準はEFRAGが開発中で、2022年10月末までに委任法として採択予定。以降、3年に一度見直しを実施。
その他		財務情報・非財務情報ともに単一電子フォーマットを利用して提出。

※1 大企業とは、a: 総資産残高2000万ユーロ以上、 b: 純売上高4000万ユーロ以上、 c: 従業員数250人以上 のうち、2つ以上の条件を満たす企業

※2 上場企業のうち、micro-undertakings (a: 総資産残高35万ユーロ、 b: 純売上高70万ユーロ、 c: 従業員数10名のうち、2つ以上の条件を超えない企業) を除く

指令改定案における開示要求事項

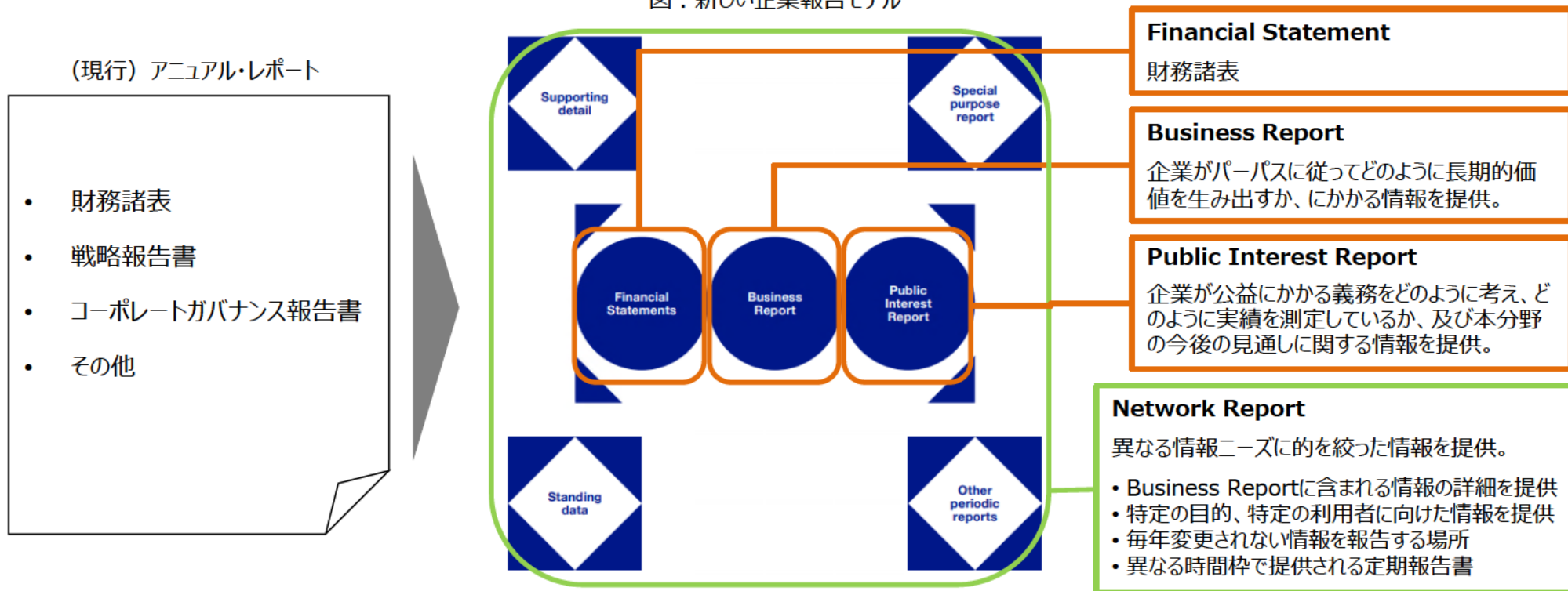
- 新指令では、以下の項目を開示要求事項として規定。詳細については、2022年10月までに委任法として採択予定の「サステナビリティ報告基準」に規定される。

- a. 事業のビジネスモデル・戦略についての簡単な説明（以下を含む）
 - (1) サステナビリティに関連したリスクに対する企業のビジネスモデル・戦略のレジリエンス
 - (2) サステナビリティに関連した企業の機会
 - (3) 企業のビジネスモデル・戦略と、サステナブル経済への移行及びパリ協定に沿った気温上昇の抑制（1.5度以下）の両立を確保するための計画
 - (4) 企業のビジネスモデル・戦略は、ステークホルダーの利益と、企業がサステナビリティに与える影響をどのように考慮に入れているか
 - (5) サステナビリティに関して、企業の戦略がどのように実施されているか
- b. 企業が設定したサステナビリティに関連した目標と、その目標達成に向けた企業の進捗状況の説明
- c. サステナビリティに関する管理・経営・監督機関の役割の説明
- d. サステナビリティと関連した企業の方針の説明
- e. 以下の説明
 - (1) サステナビリティに関して実施されたデューデリジェンスプロセス
 - (2) 企業のバリューチェーン（事業の運営、製品・サービス、ビジネス関係とサプライチェーンを含む）に関連する実際の、又は潜在的な悪影響
 - (3) 実際の、又は潜在的な悪影響を防止・緩和・修正するために取られた行動とその結果
- f. サステナビリティに関連した企業の主なリスク（サステナビリティへの企業の主な依存状況を含む）と、どのようにリスク管理を行っているかに関する説明
- g. a.～f.で言及された開示に関連する指標
 - 企業は無形資産に関する情報（知的資本、人的資本、社会資本及び関係資本に関する情報を含む）も開示しなければならない。
 - 企業は、マネジメントレポートに記載した情報を特定するために実施したプロセスを報告しなければならない。また、このプロセスにおいては、短・中・長期の展望を考慮に入れなければならない。
 - ✓ 上記の情報には、将来に向けた情報と遡及的な情報、定量的情報と定性的情報が含まなければならない。
 - ✓ 必要に応じ、上記の情報には企業のバリューチェーン（自社事業、製品とサービス、取引関係、サプライチェーンを含む）に関する情報が含まなければならない。
 - ✓ 必要に応じ、上記の情報には、マネジメントレポート内のその他の情報及び財務諸表上の金額への言及及び追加説明が含まなければならない。

英国FRC “Future of Corporate Reporting”

- 2020年10月、英国FRCは、投資家及びその他のステークホルダーの情報ニーズに対し、より効率的に応える新たな企業報告の枠組みを提案するディスカッションペーパーを公表。
- 現在は、財務・非財務情報を含む1本のアニュアル・レポートが公表されているが、目的別に複数の報告書（レポーティング・ネットワーク）を公表することを提案。全ての報告書はそれぞれ目的を持ち、これがマテリアリティの判断を行うための基礎となる。

図：新しい企業報告モデル



(参考) 英国FRC “Future of Corporate Reporting”の概要

表：Business Reportの内容

目的	企業がパーパスに従ってどのように長期価値を生み出すか、理解するための情報を提供する。
視点	企業中心
テーマ	実績（財務・非財務）、価値創造
最低限必要な内容	・ パーパス ・ ビジネスモデル（どのように価値を創造するか） - リソースと関係性 - 主要ステークホルダーとの関係性の質にかかる指標 - 株主と取締役への価値の分配に関する説明 - 配当と配当方針 - 取締役報酬の要約情報、及びどう価値創造に関連するか - その他のステークホルダー（従業員、地域社会、自然環境等）への価値の分配に関する説明、及びそれが価値創造の維持にどう貢献しているか ・ 戦略 ・ 製品と市場 ・ リスク ・ KPI/APM ・ 長期見通し ・ 企業活動がステークホルダーと環境に与える影響 ・ 企業文化と価値観 ・ 財務ハイライト（主要財務諸表）及び関連マネジメントコメント

表：Financial Statementsの内容

目的	企業の業績とポジションの評価を可能にする。
視点	財務報告概念フレームワーク
テーマ	業績（財務実績）
最低限必要な内容	・ 主要財務諸表 ・ 財務諸表の注記 ・ 会計方針 ・ 判断及び見積もりの説明 ・ 無形資産の詳細

※会計基準は今回の文書の対象外

表：Public Interest Reportの内容

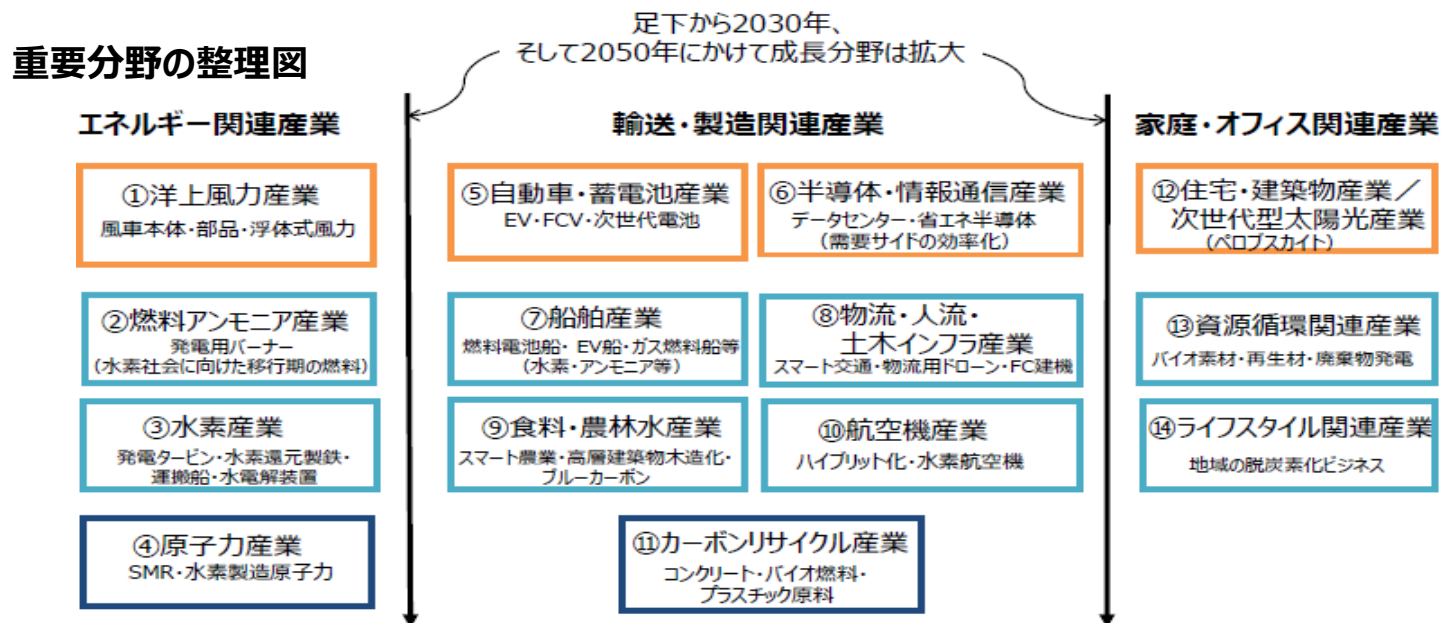
目的	企業が公益にかかる義務をどのように考え、どのように実績を測定しているか、及び本分野の今後の見通しに関する情報を提供する。
最低限必要な内容	・ ステークホルダーの特定、企業との関係、及び企業がどのように対話を行っているか ・ それぞれのステークホルダーとの関係性におけるアウトカム関連指標 ・ 方針 ・ 事業がその分野にもたらすリスクと緩和

3. 我が国におけるサステナビリティに 関する施策の動向

2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略

● 2020年12月、「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」を策定。

- 2020年10月、日本は、「2050年カーボンニュートラル」を宣言。
- 温暖化への対応を、経済成長の制約やコストとする時代は終わり、国際的にも成長の機会と捉える時代に突入。従来の発想を転換し、積極的に対策を行うことが、産業構造や社会経済の変革をもたらす、次なる大きな成長に繋がっていく。こうした「経済と環境の好循環」を作っていく産業政策がグリーン成長戦略である。
- 「発想の転換」、「変革」といった言葉を並べるのは簡単だが、実行するのは並大抵の度量ではできない。産業界にはこれまでのビジネスモデルや戦略を根本的に変えていく必要がある企業も数多く存在。新しい時代をリードしていくチャンスの中、大胆な投資をし、イノベーションを起こすといった民間企業の前向きな挑戦を、全力で応援するのが政府の役割である。
- 国として、可能な限り具体的な見通しを示し、高い目標を掲げて、民間企業が挑戦しやすい環境を作る必要。産業政策の観点から、成長が期待される分野・産業を見いだすためにも、前提としてまず、2050年カーボンニュートラルを実現するためのエネルギー政策及びエネルギー需給の見通しを、議論を深めて行くに当たっての参考値として示すことが必要。こうして導き出された成長が期待される産業（14分野）において、高い目標を設定し、あらゆる政策を総動員する。



トランジション・ファイナンス基本指針

- 2021年5月、トランジション・ファイナンス基本指針を策定。

基本指針の概要

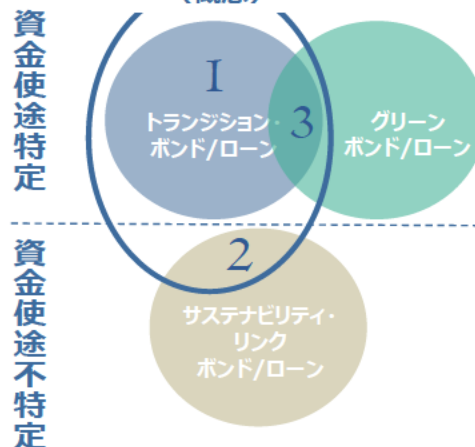
- ・ 国際資本市場協会（ICMA）の「クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック」と整合
- ・ 「トランジション・ボンド/ローン」と名付けて資金調達を行うために、市場関係者に示す手引き
- ・ セクター、地域によってトランジションの経路は多様



トランジション・ファイナンスは、充当対象だけでなく、戦略や実践に対する信頼性を重ね合わせて判断される

トランジション・ファイナンスの位置付け

トランジション・ファイナンス
(概念)



- 1 資金使途はグリーンプロジェクトには当たらないがトランジションの四要素を満たし、既存のグリーンボンド原則、ガイドライン等（※）に沿ったボンド/ローン
- 2 トランジションの四要素を満たし、トランジション戦略に沿った目標設定を行い、その達成に応じて借入条件等が変動する資金使途不特定のボンド/ローン
- 3 トランジションの四要素を満たし、既存のグリーンボンド原則、グリーンボンドガイドラインに沿ったボンド/ローン
※ 既存の原則、ガイドラインにはソーシャルボンド原則なども含まれる

基本指針の4要素

要素1	資金調達者のクライメート・トランジション戦略とガバナンス	
要素2	ビジネスモデルにおける環境面のマテリアリティ	
要素3	科学的根拠のあるクライメート・トランジション戦略（目標と経路）	
要素4	実施の透明性	

コーポレートガバナンス・コード等におけるサステナビリティの取扱い

- 2021年4月に公表されたコーポレートガバナンス・コード改訂案と投資家と企業の対話ガイドライン改訂案においても、サステナビリティに関する記載が追加。
- 特に、コーポレートガバナンス・コード改訂案には、中長期的な企業価値向上の観点からサステナビリティを巡る課題へ積極的・能動的に対応することの重要性が、第2章「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」のみならず、第3章「適切な情報開示や透明性の確保」や第4章「取締役会等の責務」にも追記。

第2章 株主以外のステークホルダーとの適切な協働

【考え方】

また、「持続可能な開発目標」（SDGs）が国連サミットで採択され、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）への賛同機関数が増加するなど、中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）が重要な経営課題であるとの意識が高まっている。こうした中、我が国企業においては、サステナビリティ課題への積極的・能動的な対応を一層進めていくことが重要である。

【補充原則2－3①】

取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

第3章 適切な情報開示と透明性の確保

【補充原則3－1③】

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

第4章 取締役会等の責務

【補充原則4－2②】

取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。

投資家と企業の対話ガイドライン

【1－3】

ESGやSDGsに対する社会的要請・関心の高まりやデジタルトランスフォーメーションの進展、サイバーセキュリティ対応の必要性、サプライチェーン全体での公正・適切な取引の必要性等の事業を取り巻く環境の変化が、経営戦略・経営計画等において適切に反映されているか。また、例えば、取締役会の下または経営陣の側に、サステナビリティに関する委員会を設置するなど、サステナビリティに関する取組みを全社的に検討・推進するための枠組みを整備しているか。

資料：金融庁コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について（全体版）※赤字が改訂予定部分

(参考) スチュワードシップ・コードにおけるサステナビリティの取扱い

- 2020年に改訂されたスチュワードシップ・コードにおいても、サステナビリティに関する記載が追加。

原則 1

1-1 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

1-2 機関投資家は、こうした認識の下、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

原則 4

4-2 機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

原則 7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

7-1 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。

このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

7-4 機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、本コードが策定を求めている各方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。

特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

4. グローバルなマルチステークホルダー議論 を踏まえた価値の考え方

- グローバルなマルチステークホルダー議論をどのように捉えるべきか
- 株主価値とステークホルダー価値の関係性をどのように考えるべきか
- 多様なステークホルダーが存在する中、誰に対して、どの媒体で、どのような情報を伝えていくべきか

ステークホルダー資本主義の提唱①～米国ビジネスラウンドテーブル～

- 米国ビジネスラウンドテーブル（BRT）では、1997年以降、「企業は主に株主のために存在する」という株主資本主義を掲げてきたが、2019年8月、企業の目的を再定義し、全てのステークホルダーにコミットメントを行う旨の声明を発表。

BRTによる企業の目的に関する声明

自由をはじめとする民主主義の永続的な原則に基づく米国の経済モデルは、競争力、消費者の選択、イノベーションを促進しながら、何世代にもわたって生活水準を高めてきた。米国のビジネスはその成功への重要なエンジンとなってきた。

しかし、我々は多くの米国人が苦闘していると認識している。ハードワークは報われないことが余りに多く、また、労働者が経済の急速な変化のペースに適応するのに十分な対応もされていない。我々のシステムの成功が包括的で長期的な成長に依存していることを企業が認識できない場合、多くの企業が社会における大企業の役割に対する疑問が投げかけられる。

これらの懸念を念頭に置いて、ビジネスラウンドテーブルは企業の役割に関する原則を近代化する。

1978年以来、ビジネスラウンドテーブルは、企業の目的を含むコーポレートガバナンスの原則を定期的に発行している。1997年以降に発行された文書では、企業は主に株主のために存在すると述べている。この考えは、我々と仲間のCEOが、長期的な利益と切り離せない全てのステークホルダーのために価値を創造するために日々努力している方法を正確に説明していないことが明らかになった。

したがって、我々は企業の目的に関する次の声明を発表する。これは、以前のビジネスラウンドテーブルの声明に優先し、すべての米国人に価値を提供する自由市場経済へのコミットメントをより正確に反映している。この声明は、より包括的な繁栄を確保するためのビジネスラウンドテーブルの取組みの1つの要素にすぎず、より多くのことを行うように挑戦し続けている。

我々が企業のCEOとしての役割を果たすことを約束しているのと同じように、我々は他の人にも彼らの役割を果たすよう呼びかけている。特に、一流の投資家には、従業員や地域社会に投資することで長期的な価値を構築する企業を支援することをお勧めする。

企業の目的に関する声明

米国人は、一人一人が勤勉と創造性を通して成功し、意味と尊厳のある生活を送ることを可能にする経済に値します。我々は、自由市場システムが、良い仕事、強靱で持続可能な経済、イノベーション、健全な環境、そして全ての人にとっての経済的機会を生み出すための最良の手段であると信じている。

企業は、雇用を創出し、イノベーションを促進し、不可欠な商品やサービスを提供することにより、経済において重要な役割を果たす。企業は消費財を製造および販売し、機器や車両を製造し、国防を支え、食料を育て、生産し、ヘルスクエアを提供し、エネルギーを生成して供給し、経済成長を支える金融、通信、その他のサービスを提供している。

個々の会社はそれぞれ独自の企業目的を果たしているが、我々は全てのステークホルダーに対する基本的なコミットメントを共有している。我々は以下に取り組んでいる。

- **顧客に価値を提供する。**我々は、顧客の期待に応える、またはその期待を上回ること、米国企業が先頭に立ってきた伝統をさらに発展させる。
- **従業員への投資。**これは、従業員に対して公正な報酬を与え、重要な福利厚生を提供することから始まる。また、急速に変化する世界に対応するための新しい技術開発を支援するトレーニングや教育を通じて、彼らをサポートすることも含まれている。我々は多様性と包摂、尊厳と尊敬を育む。
- **サプライヤーと公正かつ倫理的に取引する。**我々は、大小を問わず、我々の使命を果たすのに役立つ他の企業の優れたパートナーとしての役割を果たすことに専念している。
- **我々が働くコミュニティをサポートする。**我々は地域社会の人々を尊重し、事業全体で持続可能な慣行を採用することで環境を保護する。
- **企業の投資、成長、革新を可能とする資本を提供する株主に長期的な価値を生み出す。**我々は、透明性を確保し、株主と効果的な関係構築に取り組んでいる。

我々のステークホルダーは、いずれも不可欠な存在だ。我々は、企業、コミュニティ、そして国の将来の成功のために、それらすべてのステークホルダーに価値を提供することを約束する。

ステークホルダー資本主義の提唱②～世界経済フォーラム（WEF）～

- 世界経済フォーラム（WEF）では、2019年12月、第4次産業革命における企業の普遍的な目的として、ダボスマニフェスト2020を公表。そこでは、**「企業の目的は、全てのステークホルダーを、共有された持続的な価値創造に関与させることであり、このような価値を創造する上で、企業は、株主だけでなく、従業員、顧客、サプライヤー、地域社会、そして社会全体の全てのステークホルダーに価値を提供する」**ことなどがまとめられている。
- 2020年9月には、「ステークホルダー資本主義の進捗の測定～持続可能な価値創造のための共通の指標と一貫した報告を目指して～」と題する報告書を公表し、ESGの指標と開示・報告の枠組み（ステークホルダー資本主義指標）を発表。2021年1月には、61のグローバル企業（うち7社は日本企業）が、同指標に基づく報告に取り組むことを発表している。

ダボスマニフェスト2020：第4次産業革命における企業の普遍的な目的

- A) **企業の目的は、全てのステークホルダーを共有された持続的な価値創造に関与させることである。このような価値を創造する上で、企業は株主だけでなく、従業員、顧客、サプライヤー、地域社会、そして社会全体の全てのステークホルダーに価値を提供する。**全てのステークホルダーの多様な利益を理解し、調和させるための最善の方法は、長期的な企業の繁栄を強化する方針と決定への責任を負うことによるものである。
- 企業は、顧客のニーズに最適な価値提案を提供することにより、顧客に価値を提供する。**企業は公正な競争と公平な競争を受け入れ、サポートする。腐敗を許してはならない。企業は、信頼に値するデジタルエコシステムを維持する。企業は、悪影響や負の外部性を含め、製品やサービスの機能を顧客に十分に説明する。
 - 会社は従業員を尊厳と敬意を持って待遇する。**多様性を尊重し、労働条件と従業員の福利の継続的な改善に努める。急速に変化する世界では、企業は継続的なスキルアップや再教育を通じて、従業員の継続的な雇用可能性を高める。
 - 企業は、サプライヤーを価値創造の真のパートナーと見なしている。**企業は、新規市場参入者にも公正な機会を提供する。人権の尊重をサプライチェーン全体に浸透させる。
 - 企業は、その活動を通じて社会全体に貢献し、事業を行う地域社会を支援し、公正な納税を行う。**安全で倫理的かつ効率的なデータの利用を行う。企業は、将来の世代のために重要な環境分野の奉仕者として努める。企業は生物圏を保護し、循環性のある共通の再生可能なエコノミーの保全に努める。企業は、人類の幸福のために、知識、イノベーション、技術開発を継続的に拡大する。
 - 企業は、リスクと継続的なイノベーションと持続的な投資の必要性を考慮に入れつつ、株主に投資リターンを提供する。**責任を持って短期、中期、長期の価値創造を行い、現在のために未来を犠牲にしない持続可能な株主還元を追求する。
- B) 企業は、富を生み出す経済単位以上のものである。企業は、より広い社会システムの一部として、人類と社会の願望を実現する。**業績は、株主へのリターンだけでなく、環境、社会、および優れたガバナンスの目標をどのように達成するかについても測定する必要がある。**役員報酬は、ステークホルダーへの責任を反映する必要がある。
- C) 多国籍の活動している企業は、直接関与する全てのステークホルダーに価値を提供するだけでなく、政府や市民社会とともに、グローバルな未来のステークホルダーとしての役割を果たす。企業のグローバルシチズンシップでは、企業がコアコンピタンス、起業家精神、スキルおよび関連するリソースを活用して、他の企業や利害関係者と協力しながら世界を改善する必要がある。

(再掲) 世界経済フォーラムによるステークホルダー資本主義指標

- 世界経済フォーラム（WEF）は、2020年9月、「ステークホルダー資本主義の進捗の測定～持続可能な価値創造のための共通の指標と一貫した報告を目指して～」と題した報告書を公表。
- 本報告書では、21の中核指標と34の拡大指標から構成される「ステークホルダー資本主義指標」が示されている。本指標は①ガバナンスの原則 ②地球 ③人 ④繁栄の4分野に分類されており、可能な限り、GRIやSASB、TCFD、CDSBなどの既存の指標が引用されている。

世界経済フォーラムが発表したステークホルダー資本主義指標

表：「ガバナンスの原則」の中核指標

ガバナンスの目的	目的の設定
ガバナンス機関の質	ガバナンス機関の構成
ステークホルダー・エンゲージメント	ステークホルダーに影響を与えるマテリアル・イシュー
倫理的行動	汚職防止
	倫理的助言と通報制度の保護
リスクと機会の監督	リスクと機会のビジネスプロセスへの統合

表：「地球」の中核指標

気候変動	温室効果ガス排出量
	TCFD提言の実施
自然の喪失	土地利用と生態系への配慮
淡水利用の可能性	水ストレス地域における水消費量及び取水量

表：「人」の中核指標

尊厳と平等	多様性とインクルージョン
	給与の平等
	賃金水準
	児童労働、強制労働のリスク
健康とウェルビーイング	健康と安全
将来のためのスキル	教育訓練

表：「繁栄」の中核指標

雇用と富の創出	雇用者数と比率
	経済的貢献
	金融投資への貢献
より良い製品とサービスのイノベーション	研究開発費総額
コミュニティと社会の活力	納税総額

ステークホルダー資本主義の提唱③～投資家からの要請～

- 世界最大の機関投資家であるブラックロックのCEOラリーフィンクは、2018年以降、投資先企業のCEOに対し、ステークホルダーの利益の考慮を求める書簡を送付。

2018年のレター

- 企業には、社会的な責務を果たすことが求められています。企業が継続的に発展していくためには、すべての企業は、優れた業績のみならず、社会に如何に貢献していくかを示さなければなりません。企業が株主、従業員、顧客、地域社会を含め、全てのステークホルダーに恩恵をもたらす存在であることが、社会からの要請として高まっています。

2019年のレター

- 企業理念は単に利益を追求することではなく、それを達成するための活力であるといえるでしょう。利益の追求と企業理念は矛盾するものではなく、むしろ分かち合えない程に密接に関連しています。企業が株主、従業員、顧客、地域社会などすべてのステークホルダーに長期にわたり貢献するためには、利益の創出が不可欠です。それと同様に、企業がその存在意義を真に理解して行動に移すとき、長期的な収益力の向上をもたらす明快で戦略的な行動規範となって機能し、経営陣や従業員、地域社会の結束を強固なものにします。また、それは倫理的な行動を促すとともに、ステークホルダーの最善の利益に反する行為に対するチェック機能も果たします。
- 企業理念を遂行し、ステークホルダーに対する責務を全うする企業は、長期的に対価を得ることができる一方、それを怠る企業は立ち行かなくなるでしょう。

2020年のレター

- 企業は、企業理念を掲げ、株主、顧客、従業員、地域コミュニティなど、あらゆるステークホルダーに資するために思慮深くかつ真摯に取り組まなければなりません。そうすることにより、貴社、ひいては投資家、従業員、そして社会全体が長期的な繁栄を手にすることができるでしょう。

2021年のレター

- 信頼関係を築き、かつ理念に基づき行動することを通じて、ステークホルダーとより緊密に繋がっている企業は世界で生じている変化を把握し、的確に対応することができるようになります。一方、危機の際にステークホルダーを蔑ろにし、信頼を得ることのできない企業は、とりわけ若者が彼らの価値観を企業にも同様に求めるようになるに従い、顧客や人材を惹きつけることが日増しに難しくなっていくでしょう。貴社が顧客、従業員、地域社会に対して価値を提供する際に企業理念をより一層明確に示すことができれば、貴社は競争で優位に立ち、株主のためにより多くの長期的かつ持続的な利益を生み出すことができるようになります。

ステークホルダー資本主義に対する意見①

- 機関投資家団体であるCouncil of Institutional Investorsは、BRTの声明文に対して、経営陣の説明責任を損なわせるものであるなどの意見を表明

Council of Institutional InvestorsによるBRT声明に対する意見書

Council of Institutional Investors（CII）は本日、BRTによる企業の目的に関する声明に懸念を表明した。この声明について、CIIは、株主に対する経営者の説明責任の概念を弱体化させるものであると考える。

企業のステークホルダーに対する義務に関する議論の中で、CIIはBRTと生産的な関係を築いてきたが、本日BRTが発表した声明には同意しない。BRTの声明は、さまざまなステークホルダーに対する企業の義務を示し、株主をその最後に位置付け、株主を企業のオーナーではなく単なる資本の提供者としている。

CIIは、取締役会と経営者が長期的な株主価値に焦点を合わせ続ける必要があると考えている。**長期的な株主価値を実現するためには、ステークホルダーを尊重するだけでなく、会社のオーナーに対して明確な説明責任を果たすことが重要である。**

すべての人に説明責任を負うことは、誰に対しても説明責任を負わないことを意味する。BRTは、（１）株主の権利の減少に取り組む一方で、ステークホルダーのガバナンス（実際には古い政策の見方を復活させる）への新たな取り組みを明確に示したが、（２）他のステークホルダーに対する取締役会及び経営陣の説明責任を作成するための新しいメカニズムを提案していない。

米国人は、従業員やコミュニティとしてだけでなく、年金基金やその他の退職金などを通じたオーナーとしても強靱な企業に依存している。CIIは、ステークホルダーの貢献への取り組みを含めて、長期的なパフォーマンスのために資本を最大限に活用することを支持する。長期的な株主価値との関連が乏しい又は存在しない社会的目標を定義し、対処する責任を負うのは、企業ではなく政府である。

CIIは、過度な短期志向に対応するために特に企業に対して四半期開示を思いとどまらせる措置を含め、株主にとっての長期的価値に焦点を当てた以前のBRTを歓迎した。取締役会や経営幹部が長期的に焦点を合わせ続けることは課題であると私たちは信じている。しかし、強力なリーダーシップを持つ企業は、特に株主に長期的な戦略的ビジョンの徹底的な開示と明確化を行う場合に、そうする能力を明らかに示している。

「ステークホルダー」のガバナンスに関する議論の多くは個々の企業に焦点を当てており、市場の役割を軽視又は無視しているように思われる。株主は、自己資本の配分（および再配分）において非常に特別な役割を果たしている。公開株式は一般的に流動性が高く、投資家が会社の見通しを再評価するにつれて、会社の経営者は会社の評価の変化に対して脆弱であるという感覚にしばしば不満を感じることは間違いない。CEOが制約を感じたり、市場の力にさらされたりすることを好まないことは認めるが、BRTの声明には、この現実世界の資本市場のダイナミクスを変えるものは何もない。

取締役会と経営陣が明確な長期ビジョンを持ち、強い信念とともに長期戦略に集中し続けることは重要だが、米国経済の基本的な強みは、株式資本の効率的な配分であり続けている。もし、「ステークホルダーのガバナンス」と「サステナビリティ」が不適切な経営を覆い隠し、必要な変化を停滞させることになると、経済はより広く損失を被ることになる。

ステークホルダー資本主義に対する意見②

- ハーバード大学Bebchuk教授は、ステークホルダー資本主義は幻想であるとの論文を公表。
- その中で、ステークホルダー資本主義に対して、
 - ① 株主価値を最大化するためにステークホルダーの利益を考慮する必要があることは、従来の株主資本主義と異なるものではない
 - ② 株主に対する説明責任が低下する
 - ③ ステークホルダー間で利害対立が生じた場合にどのステークホルダーを優先するのかが不明である
 - ④ ステークホルダーの利益を高めるインセンティブを経営者に与える報酬設計が困難であるなどの意見を提示している。

ハーバード大学 Lucian A. Bebchuk教授 “THE ILLUSORY PROMISE OF STAKEHOLDER GOVERNANCE”

- ・「ステークホルダー主義（stakeholderism）」は、「啓発された株主価値（Enlightened Shareholder Value）」重視と、「多元的（pluralistic）なステークホルダー」重視に大別される。
- ・啓発された株主価値を重視する考え方は、長期的な株主価値を最大化するために、ステークホルダーに与える影響に細心の注意を払う必要があるというものであり、株主価値に主眼をおく従来の株主資本主義と異なるものではない。
- ・「多元的なステークホルダー」を重視する考え方は
 - ✓ 株主に対する説明責任を弱めるため、経営者が株主から受けるプレッシャーから逃れることになるが、他方で、新たにステークホルダーへの説明責任を課すものではない
 - ✓ 誰をステークホルダーとするか、あるいは、ステークホルダー間の利害対立をどのように調整するかは、経営者の裁量に委ねられているが、経営者がその裁量を適切に行使することは難しく、外部からそれを評価することも難しい
 - ✓ 多元的なステークホルダーの利益を高める上での適切な指標がなく、経営者に適切なインセンティブを与える報酬設計が難しいといった問題がある。
- ・BRTの声明文については、
 - ✓ ステークホルダー主義のうち、いずれの考え方を念頭に置いているのかは定かではない
 - ✓ ステークホルダー間の利害をどのように調整するかについては述べられていない
 - ✓ BRTに署名した企業において、取締役会における承認決議の手続が取られていない
 - ✓ ガバナンスガイドラインの変更も行われていない
 - ✓ ステークホルダーの利益を独立した目標とすることに対する法的制約への言及がないことから、ショーにすぎないものと考えるべきである。

ステークホルダーに対する日米の意識の差異

- これまで株主価値を優先させてきた米国企業と、株主価値よりも顧客や従業員等のステークホルダー価値を優先させてきた日本企業の立ち位置の差異を指摘し、米国で議論されているステークホルダー資本主義が、日本企業みたいになることを目指そうとするものではないとの意見も存在。

マサチューセッツ工科大学（MIT） Robert Pozen 上級講師

- ・ 暗黙の常識として、企業が株主に恩恵を与える場面には、それ以外のステークホルダーとの間に、利害関係の対立が必ずある。米国企業が、対立のある場面で必ず顧客や従業員を重視するというなら、個人的には大変な驚きだ。だからビジネス・ラウンドテーブルの宣言を、株主より顧客や従業員側に立つ企業が増える、と単純に解釈すべきではない。だが、一步前進したのも確かだ。米国企業も、株主以外の価値について少しは考えるだろうし、意思決定に時間をかけるようになるだろう。例えば、労働者の解雇を考える前に、何年かけて問題を解決できないか検討し、従業員や顧客への影響を緩和する方法がないか考えるようになるだろう。
- ・ 株主第一主義を転換するとしてビジネス・ラウンドテーブルの声明文に対するフェアな解釈は、これからの企業活動は、株主価値だけでなく、ほかの価値も考慮しますとの表明と受け取るべきだと思う。そのため、実際に株主価値とそれ以外の要素の利害の対立が生じた時に、どちらを優先すべきかはその都度、見極める必要が出てくるだろう。
- ・ 声明文について、もし利害の対立があったときにも株主より従業員や顧客の利益を優先する、とまでは解釈すべきでない。声明文に署名したCEOたちが、そんなことをするとは到底思えないし、米国企業が日本企業みたいになりたいのだと解釈するのは間違いだ。
- ・ 日本では、ほかのステークホルダーの価値に比べ、株主価値の方が支配的なわけではない。むしろ、アクティビストが「もっと株主価値を尊重するように」と主張しているような状態だ。
- ・ そうは言っても、米国の大企業が日本企業の立つ方向に一步進もうとしているのは事実だ。ただ、日本企業のようにまでは決してならない点に注意が必要だ。日本企業は何年もかけて、顧客やサプライヤー、従業員の利益を株主よりもサポートし、株主価値をどうすべきかについて考え始めている段階だ。米国企業がそこまで進むことはない。日本も米国も、以前より広範囲な立場の人々の利益を考慮するようになってきた、ということと言える。
- ・ 米国のビジネス界は現在、（株主価値やステークホルダーの価値同様に）ESGを考慮して経営するのが原則だ。それでも、当然ながら利益と相反するほどまでESGを高めるところまではいかない。アクティビスト集団や政治家はそこまでさせたいのだろうが、それはすべきでない。



(参考) 伊藤レポートにおける整理

● 企業が創造すべき「価値」の考え方について

- ✓ 各ステークホルダー全般への価値の分配総額と捉える「価値分配説・社会貢献説」
- ✓ 株主以外のステークホルダーに対する分配額を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分と捉える「価値創造説・社会的責任説」

に大別。日本企業は、価値創造説・社会的責任説にもっと焦点を当てるべきである。

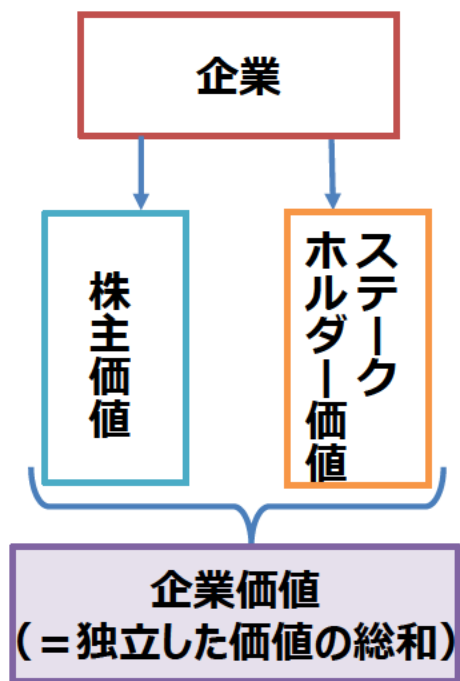
ただし、株主価値だけを独立で捉えることは適切ではなく、顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などのステークホルダー価値を創造することが株主価値の創造につながるため、ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値の向上につながり、企業価値の長期的向上が成されることを意識すべき。

価値分配説・ 社会貢献説	各ステークホルダーへの分配価値の総額 (株主価値・各ステークホルダー価値を独立したものと捉え、その総和を企業価値と捉える)	従来より暗黙 のうちに一般 化
価値創造説・ 社会的責任説	ステークホルダーに対する分配額を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分 (ステークホルダー価値を高めることで競争力が高まり、それによりもたらされる株主価値に焦点を当てる)	もっと焦点を 当てるべき

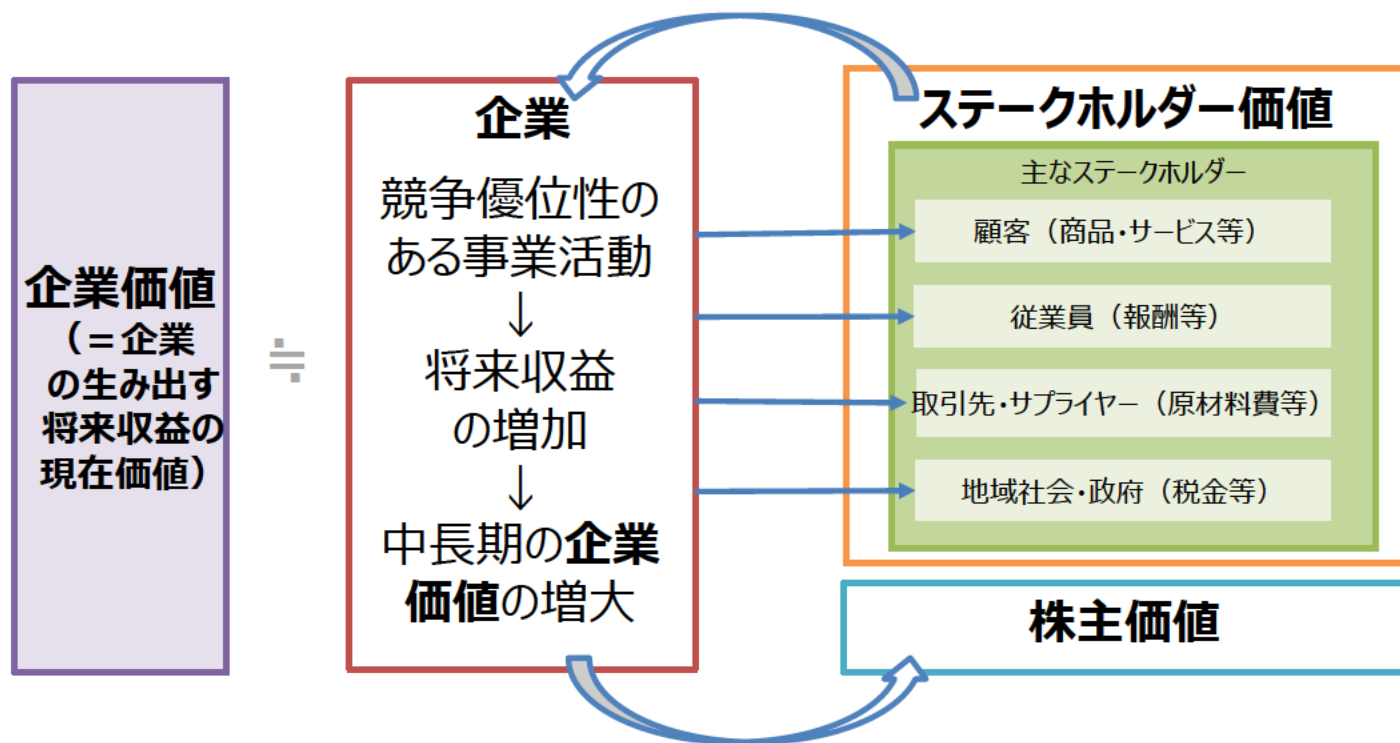
企業が創造すべき「価値」の考え方

- 企業は営利法人であり、その最終利益は株主に帰属するが、企業は社会の中で存在しているため、企業が事業を行う上では、顧客、従業員、取引先・サプライヤー、地域社会など多様なステークホルダーとの関わり合いが不可欠であり、企業が持続的に事業を行うためには、各ステークホルダーに価値を提供することが必要。
- どのステークホルダーにどの程度の価値提供（分配）を行うかは企業の裁量になるが、最終的に価値を株主に還元するためには、株主価値とステークホルダー価値をそれぞれ独立した価値と捉えるのではなく、中長期の時間軸を前提に、バリューチェーンの中でステークホルダーに対する価値を創出することが、中長期の観点で企業価値を高め、最終的な受益権者である株主に還元するという一連の循環的な観点から企業価値を捉えるべきではないか。それは、企業価値の一面を将来収益の現在割引価値として捉えることと整合的である。

<独立的な捉え方>



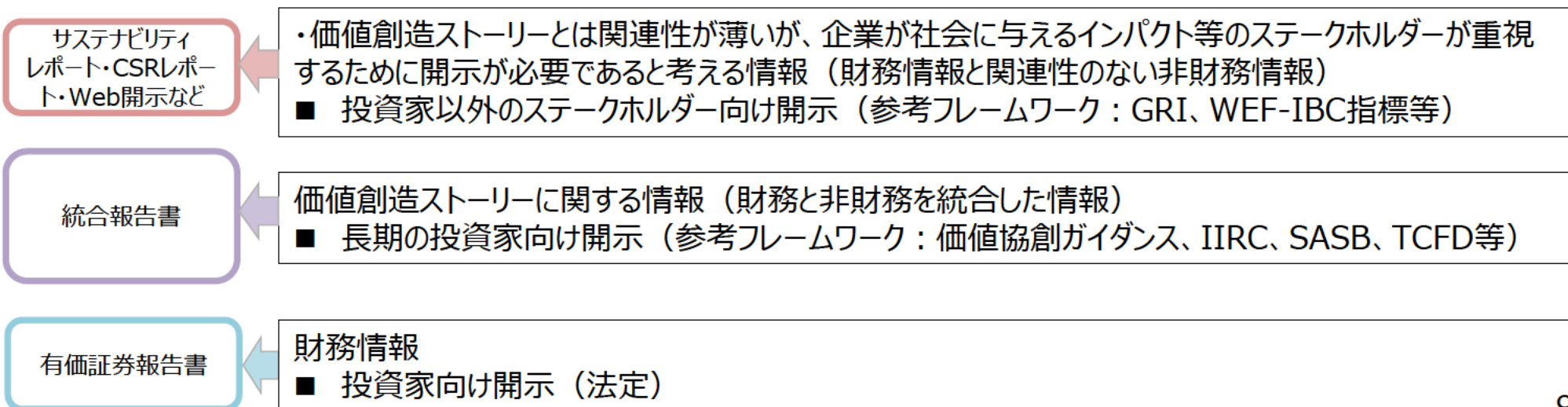
<循環的な捉え方>



開示媒体の区別の重要性

- 各ステークホルダーが重視する情報はそれぞれ異なりうるため、価値創造ストーリーを開示するだけでは、各ステークホルダーが重視する情報を過不足なく開示することは困難。
- 一方、価値創造ストーリーを開示する媒体に、価値創造ストーリーとは関連性が薄いが、ステークホルダーが重視する情報（企業が社会に与えるインパクト等）も含めて開示すると、かえって本来伝えようとしている価値創造ストーリーが曖昧なものになってしまうおそれがある。
- そのため、価値創造ストーリーとは関連性が薄いが、ステークホルダーが重視する情報を開示する場合には、価値創造ストーリーを開示する媒体とは別の媒体で開示する（例えば、価値創造ストーリーについては統合報告書で開示し、企業が社会に与えるインパクト等の情報はサステナビリティレポートで開示するなど）など、誰に対し、どの媒体で、どの情報を開示するかを整理、明確化することが必要ではないか。

媒体別の開示内容・想定する主な読者の整理の一例



5. 次回以降で議論を深めるべき論点

次回以降で議論を深めるべき論点

- 実質化検討会において提出された課題や、事務局にて行った企業・投資家へのヒアリング等を踏まえ、次回以降で議論を深めるべき論点を以下の通り整理。
- 各論点についての御意見に加え、本検討会の趣旨・目的に照らし、本検討会で議論を深めるべきと考える追加論点があれば、忌憚なくご提案いただきたい。

次回以降で議論を深めるべき論点

- 企業のあるべき方向性、存在意義（パーパス）の特定・明確化
- 重要性（マテリアリティ）の考え方
- 長期の時間軸を前提にした長期ビジョン・長期経営計画等の経営戦略の構築の在り方
 - ・価値観、マテリアリティ、長期ビジョン・長期経営計画等の連続性・一貫性
 - ・長期ビジョン・長期経営計画と中期経営計画との連続性
 - ・財務と非財務との繋がり
- 長期ビジョン等を達成するための具体的な戦略、取組の考え方
 - ・時間軸を踏まえた事業ポートフォリオの在り方
 - ・無形資産投資の考え方
 - ・新規事業/イノベーションの種植えの考え方
- 長期の時間軸のガバナンス
- 資本市場・投資家の課題
- 価値協創ガイダンスそのものの課題

本日も議論していただきたいこと

- **グローバルなマルチステークホルダー議論を踏まえた、企業が創造すべき「価値」の考え方**
 - グローバルなマルチステークホルダー議論をどのように捉えるべきか。
 - 株主価値とステークホルダー価値との関係性をどのように考えるべきか。
 - 多様なステークホルダーが存在する中、誰に対して、どの媒体で、どのような情報を伝えていくべきか。
- **第2回以降で議論を深めるべき論点**