

多角化、イノベーション、新規事業の種植えについて

2021年8月30日

アセットマネジメントOne 株式会社
責任投資グループ長 寺沢 徹

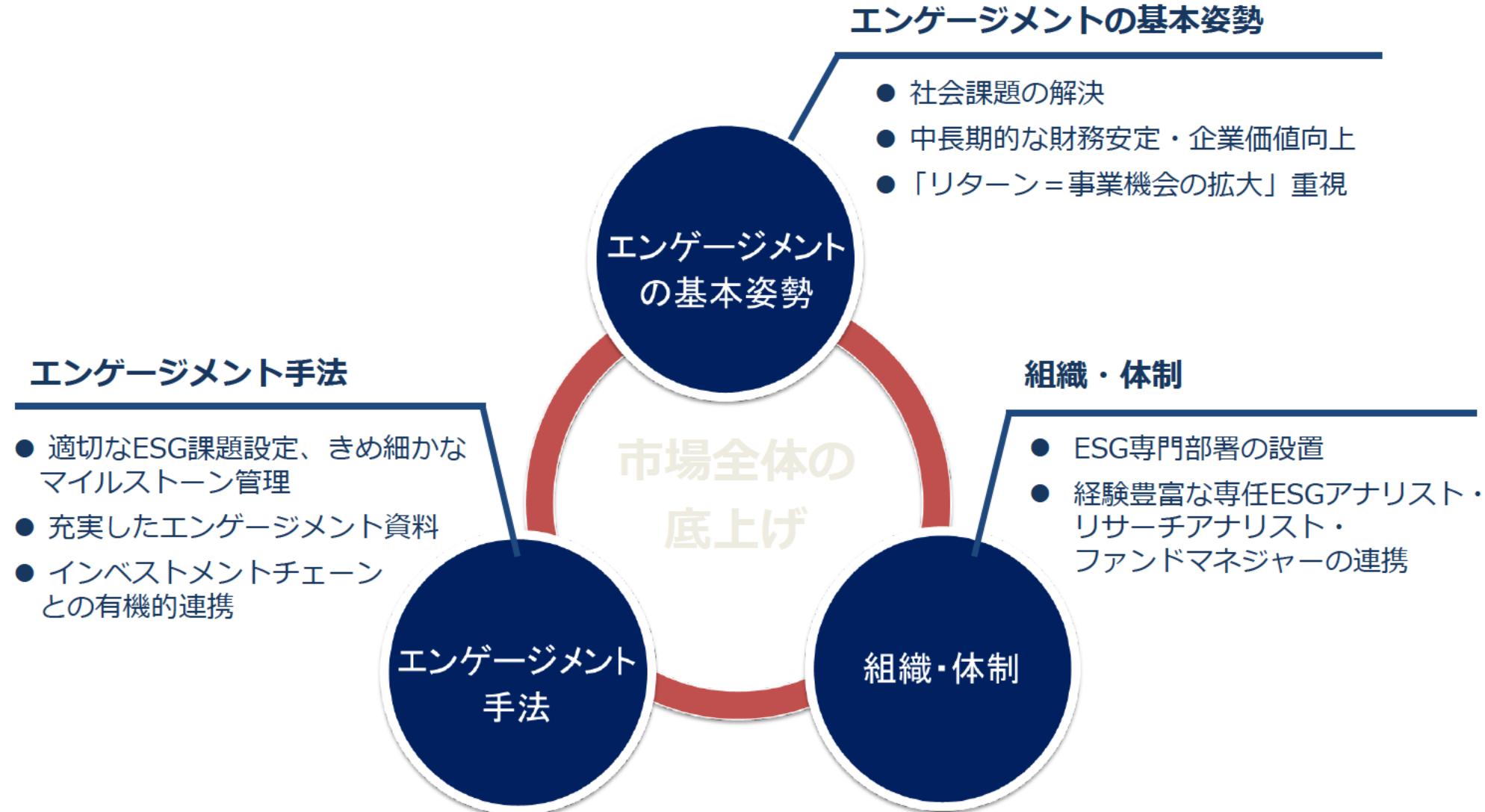


投資の力で未来をはぐくむ

当資料の内容

1. アセットマネジメントOneのエンゲージメントの特長……………P.2
2. 多角化、イノベーション、新規事業創出の種植えについて…………P.7

アセットマネジメントOneのエンゲージメント



重点企業の選定

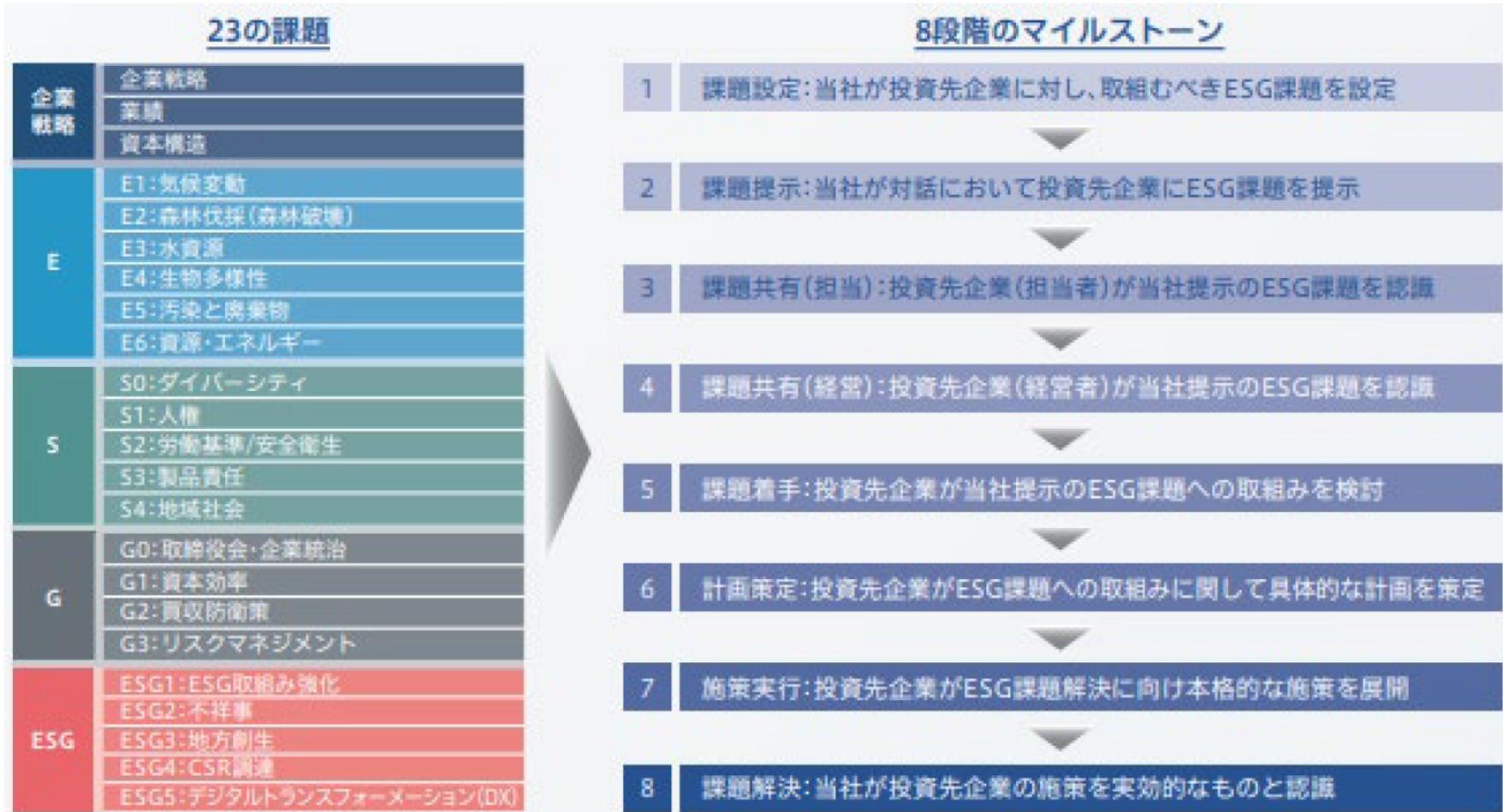
- アクティブ、パッシブそれぞれの観点から重点企業を選定
- アクティブ運用では超過収益の獲得を目指し、パッシブ運用では市場全体の底上げを目的に、企業価値向上を阻む市場共通の課題の解決に向け、エンゲージメントを実施

【 重点企業の選定 】



対話の実効性を高めるマイルストーン管理

- 投資先企業ごとに適切なエンゲージメント課題を設定し、8段階のきめ細やかなマイルストーン管理を実施



エンゲージメント活動実績（社数・件数）

- 2020年度は延べ870社、2,057件のエンゲージメントを実施。株式運用ではTOPIX時価総額で約8割の企業とエンゲージメントを実施。

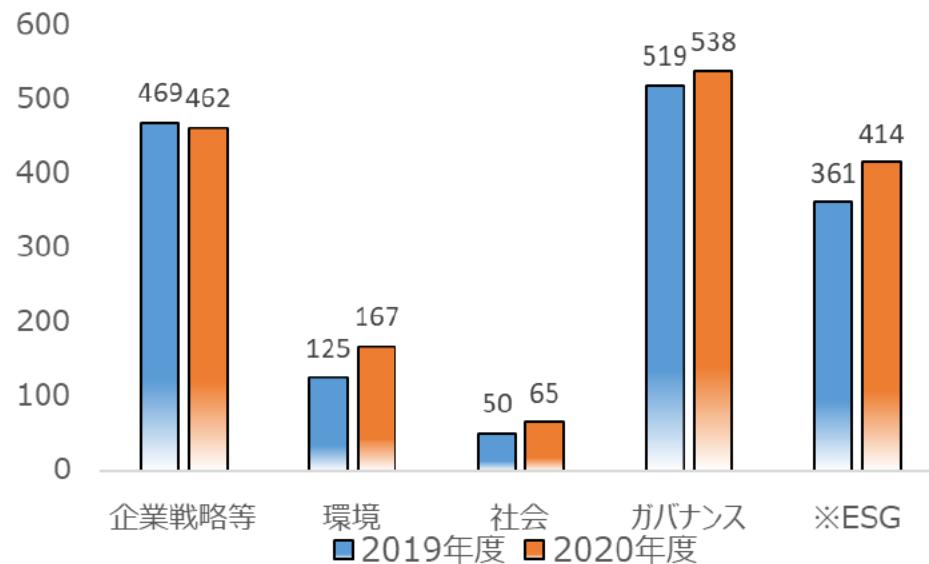
延べ **870**社
2,057件
のエンゲージメント実施



エンゲージメント課題の変化

- ESGに対する関心の高まりに呼応し、環境を中心としたESG課題の対話が増加。アクティブ部門に限ればESG関連の対話件数は倍増（123→552）し、アクティブ、パッシブの協働エンゲージメントの機会も増加
- 対話の進捗とともに、ESGの経営へのビルトイン、各ESG課題の方針策定・体制整備・KPI設定・報告など、基盤整備関連の施策は着実に講じられるつつある状況
- 今後は、社会課題深刻化や政策変更に対応して、企業戦略をどう構築するかが課題

[課題別エンゲージメント件数]



※ESGはE/S/Gの複数項目にまたがる課題
(出所) 社内データよりAM One作成

多角化、イノベーション、新規事業の種植えについて

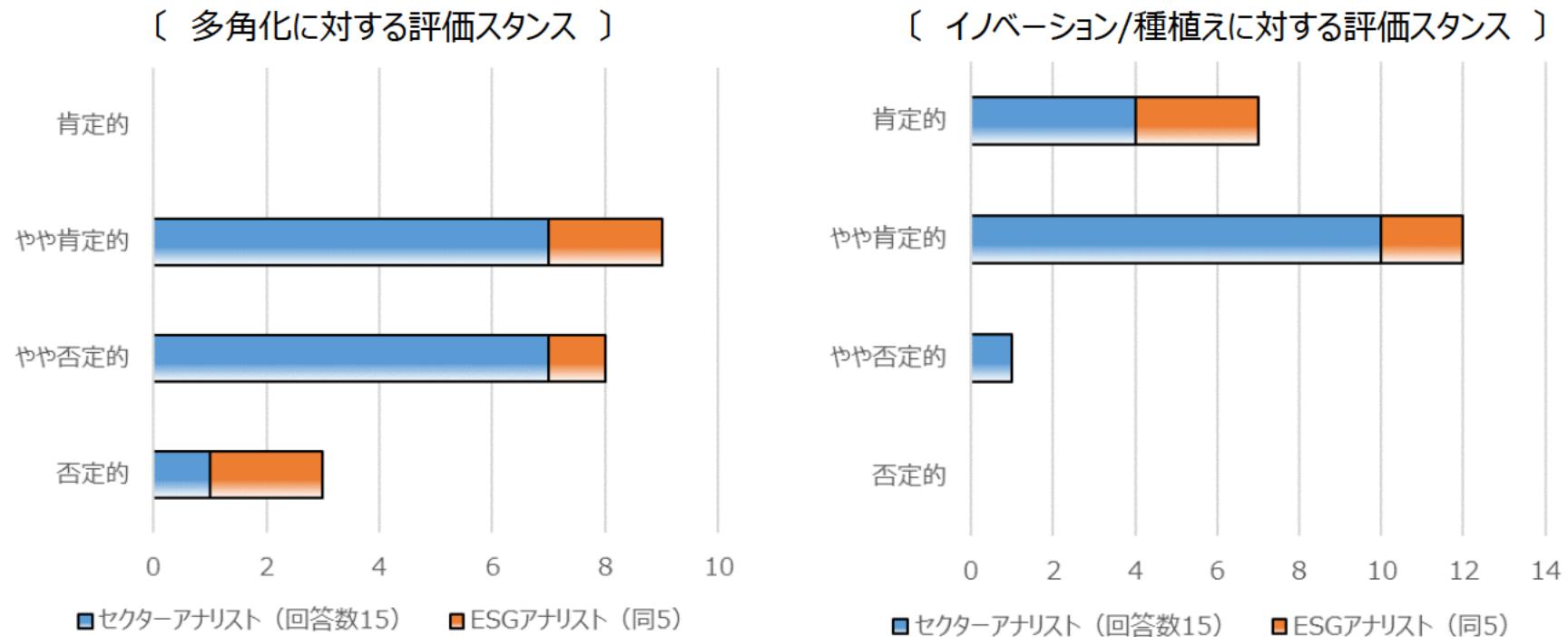
- 社会課題深刻化やそれに伴う政策変更等、長期的な事業環境の変化に対応し、企業戦略をどう再構築していくかを考えるとき、事業ポートフォリオの見直しや社会課題解決のためのイノベーションは避けて通れない課題
- しかるに、両者とも企業と投資家の認識ギャップが大きい論点であり、対話を施策実行に繋げていく上で重要な「課題の共有」が進まないリスクが存在
- 上記論点については、「サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会」等でも議論されているが、当社が企業との対話を進めていく上で重要な意味を持つことから、アンケート形式で社内のアナリストの意見を収集し、結果をもとにディスカッションを実施（アンケート項目は以下参照）

[アンケート項目]

- ①多角化経営に対する基本的な立ち位置
- ②イノベーション・新規事業の種植えに対する基本的な立ち位置
- ③取材現場等で感じる多角化に対する企業側との認識ギャップ
- ④取材現場等で感じるイノベーション・新規事業創出の種植えに関する企業側との認識ギャップ
- ⑤イノベーション・新規事業の種植えを評価するときに重視する項目
- ⑥「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み」を評価するため有効な開示・対話

多角化、イノベーション、新規事業の種植えに対する立ち位置

- 多角化に対する評価スタンスは肯定/否定が拮抗する傾向
- イノベーションや新規事業の種植えに対する否定的な見方は限られており、むしろ企業の持続性の視点から不可欠なものとする見方が多い



(注) アンケート回答者は延べ20人

(出所) アンケート結果よりAMOne作成

多角化に対する肯定/否定理由

(肯定派)

- ① コングロマリットディスカウントになるのは、競争優位性が不明確であったり 持続可能性を担保するガバナンスが不十分な場合であり、多角化そのものは有力な成長戦略の一つ
- ② 世の中の需要の変化に合わせて自らのビジネスモデルも変化させていくことは重要
- ③ 既存のリソース（技術、人材、顧客ベース）を活用できることが多角化部門の競争優位に繋がる
- ④ 次の成長投資を怠り、既存事業の成熟に至る企業もいくつも見てきている。要は戦略の問題

(否定派)

- ① 多角化経営はリスク分散のケースが多く、シナジー効果を発揮しているケースが少ない
- ② 基本的には経営資源の分散につながることから安易な多角化には否定的
- ③ 対象事業が多くなると、トップマネジメントや取締役会のグリップが効きづらく、不祥事の温床となる可能性が高い

- 
- リソースの活用多角化そのものは有力な事業戦略の一つであるというのが、肯定派の共通認識
 - リソースの分散とシナジーの不在（リスク分散効果のみであればポートフォリオでカバー可能）が否定派の2大理由
 - 多角化によるリスク分散に対する評価は総じて低い（投資家は銘柄選択でリスク分散が可能である点が企業と異なる）
 - 業種の特性や成長性、過去の成功/失敗事例も、多角化に対する評価に影響を及ぼしている

多角化について感じる企業との認識ギャップ

〔 多角化について感じる企業との認識ギャップに対する具体的意見 〕

- ① 多角化の目的。企業は経営安定化を志向するが投資家は成長が安定化につながると考える
- ② シナジーの有無に関する認識が相違
- ③ 事業拡張に社内リソースが付いていかず収益性を犠牲にするケースがある
- ④ 企業側の現状維持バイアスが強い（継続を前提に議論）
- ⑤ 「市場成長性が有望であり、当社技術とのシナジーがある」という説明が大半だが、問題は競争優位性があるか否か。成長市場は当然ながら参入は多い
- ⑥ 定量データの開示がないまま定性的な議論に終始
- ⑦ 事業ポートフォリオやM&Aの戦略でのシナジーは後付けで納得感が薄い。パーパスを起点とした全体戦略が説明できていないと感じる
- ⑧ 事業セグメント毎の10年先、20年先といった長期ビジョンが明示されておらず、説明に納得性が乏しい

- 
- 多角化の基本観、シナジーの認識等、そもそも部分での認識ギャップが生じている
 - 戰略が適切に言語化されておらず、解像度が低いまま対話が行われているケースが多いように思われる
 - データ開示の充実、対話の強化により討ち取れる要素が多い

イノベーション/新規事業の種植えに対する評価

(基本觀)

- ① 新規事業・新規プロダクトのためにも種植えは最重要
- ② 技術革新のスピードは速く、かつ気候変動リスクなどから先進的な技術領域の開拓は不可欠
- ③ 企業の事業環境は常に変化していくため、イノベーションの仕組みを確保することは有益
- ④ 環境・社会課題の解決を企業価値向上に繋げていく上で、イノベーションへの取組みは極めて重要
- ⑤ シナリオ分析による事業ポートフォリオ戦略が求められる中で、自社のパーカスに合致する新規事業、イノベーションについては投資家は積極的に建設的対話をすべき

(留意点)

- ① 必ずしも本業と近い必要はないが説明は必要
- ② 企業規模に対する投下資金の規模による
- ③ 新規事業への投資規模とリターンに見合っていることが前提
- ④ 競争優位を発揮できる領域、もしくは事業戦略に合致した分野であれば良いと思うが、説得力がある説明が必要
- ⑤ 既存事業にシナジーがあるのであれば良い

- 一般論としての投資の重要性に加え、事業環境変化が大きい時期だからこそ、その必要性が高まっているとの認識が広がっている印象
- ただし、セクターナリストは先行投資による業績悪化リスクには敏感。総論賛成だが、投資家は投資に伴うリスクとリターンを慎重に見極めようとしている
- パーカスとの整合性、社会課題解決の視点、イノベーション創出プロセスの納得性を重視する声も

イノベーション、新規事業の種植えについて感じる企業との認識ギャップ①

(戦略)

- ① 勝ち筋が見えない中で、市場が伸びるので参入するという説明が多い
- ② 成功の条件、市場規模、競合等に対する明確な裏付けなしに、「実証実験的な成功に過大な手応えを企業側が抱いている」と感じるケースがある
- ③ 現在のコアコンピタンスがいかに活かされているか疑問
- ④ 将来の協業の可能性を見据えてベンチャー投資をする会社が多いが、投資先への関与、投資回収の時間軸が不明確

(開示)

- ① IR担当者やIR担当役員が、戦略や考え方を説明できない場合がある（当方の理解不足も含む）
- ② 種植えから生じた新規事業・プロダクトが出来たときに強くアピールされるも、その後の顛末は語られない
- ③ 参入根拠の説得力が低く建設的な議論を進めにくい
- ④ どのような人がどのくらいいて、過去こうした事業が生まれ現状ここまで育った、プロダクトのこの機能が強化できた、といった具体的な事実の開示が不足

(マネジメント)

- ① トップマネジメント、組織カルチャー、人材プールなど「人」に関する部分の会社側自己認識と当方評価のギャップを感じる
- ② 既存事業の先行き不透明感が強いにもかかわらず経営陣の危機意識が乏しく、イノベーションに向けた取組みが実行されていない

- 多角化に関する認識ギャップと重なる部分が多い
- 企業と投資家のコミュニケーションエラーは多角化関連以上に大きな問題

イノベーション、新規事業の種植えについて感じる企業との認識ギャップ②

企業の声

- 新規事業創出やイノベーションに繋がる出島的活動や、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

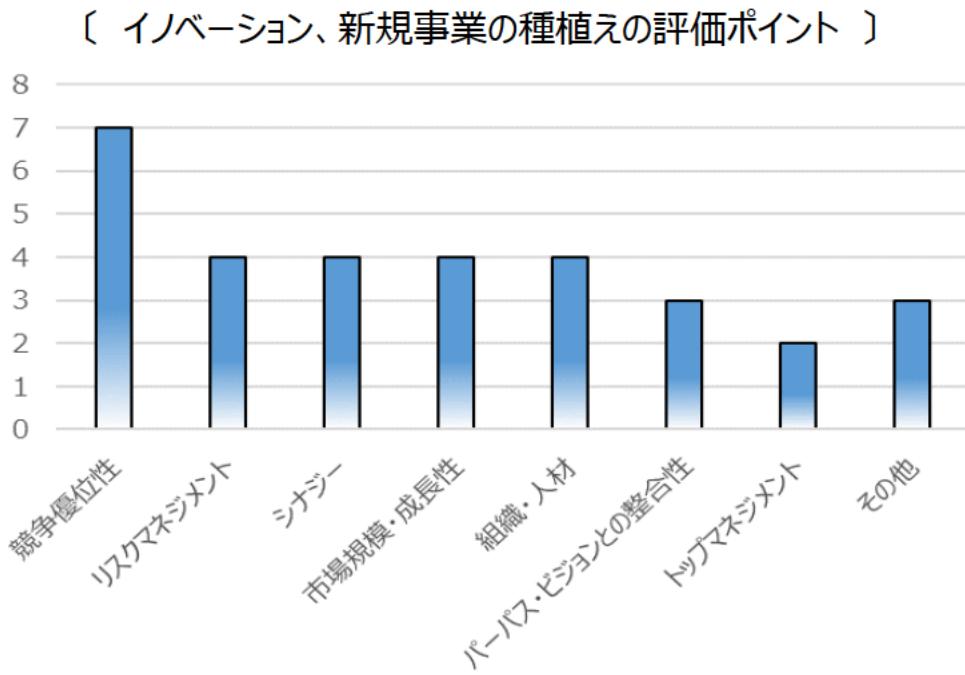
- 新しい取組に対して投資家が評価しないのは、投資家も、トラックレコードがなく、どのような確度でどの程度の収益性のある事業に成長するかわからないと見ていいのであり、その取組自体に投資家が反対しているということを意味するものではない。
- 中長期の時間軸を前提に、企業の新規事業に対する種植えを興味深く感じた場合でも、企業が、その取組について、いつ、どのような確度で、どのような市場に成長すると見込んでいるのかを説明できなければ、投資家としては、その取組を積極的に評価することはできない。

(出所) 経産省資料より転載

- 当社アナリストへのアンケートでも上記「投資家の声」と同様の見解多数
- 「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」に対するアレルギーは強く、参入すべきではないとする意見も複数あった
- セクターアナリストとESGアナリストでは評価の時間軸、見解に差がある印象
- セクターアナリストとESGアナリストの協働エンゲージメント機会は増加傾向。両者の見解の差は縮小する可能性も

イノベーション、新規事業の種植えを何で評価すべきか

- 回答者によって評価項目はまちまち。評価の難しさや投資家毎の評価のバラツキが生じやすいことを表しているといえよう
- 新規事業の種植えのような取組みであっても、競争優位性やシナジー等、企業分析上必要な情報に対するニーズは強い



(注1) 自由記述式回答を内容によって分類

(注2) 回答者は延べ31人

(出所) アンケート結果よりAMOne作成

「成功確度が低く、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み」が評価されるために有効な開示・対話とは？

■定性情報

- ① 「イノベーションによって目指す姿からバックキャストして経営資源をどう生かして創出するか」の説明、いわゆる「価値創造ストーリー」を明示する
- ② パーパスや事業ポートフォリオ戦略の中での位置付けを示す
- ③ 共感を得るような意義があるかどうかを経営者が示して行く
- ④ 経営者の市場観や問題意識に軸足を置いた対話をを行うことが肝要且つ有効
- ⑤ 新規事業やイノベーションを生み出す土壌があることを示す。研究開発体制も含めた組織の在り方、人事、報酬制度、企業風土、取締役会も含めたマネジメントのコミットメントなど
- ⑥ 社内リソース（人材、資金、技術）をどの程度投入しているかを具体的に開示する
- ⑦ 複数の種蒔き的な取り組みを塊として訴求するのであれば、アイデア出し、絞り込みのプロセス、トップの関与、社内リソースの利用可能性、キーパーソン、成功/失敗事例など、社内ベンチャー育成の仕組みなどを説明
- ⑧ 市場分析や他社動向分析を十分に行い、成功するためのリソース確保やストーリーを描けているか、過大な資金投入とはなっていないかを示す

■定量情報

- ① 成功までのロードマップを示すとともにリスク・リターンを十分に開示する
- ② 長期視点の事業性やリターンのイメージを開示すること
- ③ 企業規模に対する投下資金額、成否判断の条件。四半期毎の進捗状況開示。課題の所在と解決策
- ④ 今後のマイルストーンを示し、継続か撤退かのディシジョンポイント・時期などを示すこと

■その他意見

- ① 本業から遠くかつ収益性も見込まれない新規事業には参入するべきではない（複数意見）。マネジメントも説明できないのであれば取り組む社員の士気にもかかわる。インキュベーションでの少額投資ならリスクは小さいが、そもそもそのような取り組みを評価するのは難しい

➤「意義」、「組織」、「リソース」、「リスクマネジメント」に係る開示、対話の重要性が高い

ディスカッション

■多角化について

- ① 祖業が現在の事業と全く異なる大手企業は数多い。隣接分野にこだわることは可能性を狭めることにもつながる
- ② 多角化に対する認識はセクターで異なる。多角化が容易な業種と難しい業種があり、良し悪しは一概には語れない
- ③ 日本企業全体としては、まだ「選択と集中」が必要なステージではないか。マクロ視点では、ベストオーナーの視点で事業を集約し、新陳代謝を行うことも必要

■イノベーション、新規事業の種植えについて

- ① 中期で効果が期待されるイノベーションと、コストが先行する長期～超長期視点のイノベーションや新規事業の種植えとを明確に区別した上で議論することが必要ではないか
- ② 後者の議論は、通常の企業分析で行われるフォワードキャストの手法では難しく、長期的な環境想定の下でバックキャストし、「だから、今やらないと将来はない」というアプローチが必要ではないか
- ③ 出島的投資であっても、コアコンピタンスや経営資源との親和性、すなわち、「なぜ自社がやるべきか」という理由付けは必要。アクティブ運用においてもバックキャスト視点の重要性は高まっている。将来顕在化あるいは深刻化する社会課題を機会に繋げようとする取り組みも評価できる
- ④ パーパス起点も重要。パーパス経営に転換したソニーグループの評価向上により、長期のアクティブ投資家の間にもパーパスの重要性は浸透しつつある印象

■企業との対話について

- ① 超長期視点での事業環境認識の共有が重要。この理解が噛み合わないと議論が迷走しがち
- ② 種植え的投資に対する評価軸はアナリスト毎に違いが大きいため企業側も混乱するのではないか。対話の論点を共有するために、TCFDや価値共創ガイドンスの一枚紙をベースに質問項目を標準化するような取り組みも効果的ではないか
- ③ 戦略を適切に言語化できていないと理解は進まない。対話を通じて戦略の解像度を上げていく必要がある

▶上記ディスカッションをもとに、パッシブ運用における対話の基本的な考え方を社内で共有

パッシブ運用の場合は 目先的な業績に関する意見交換ではなく、基本的に時間軸が長く、
中長期的な企業価値向上に向けた本質的な内容について意見交換する場合が多くなる

「10年後、30年後、50年後に御社は存在していますか？」

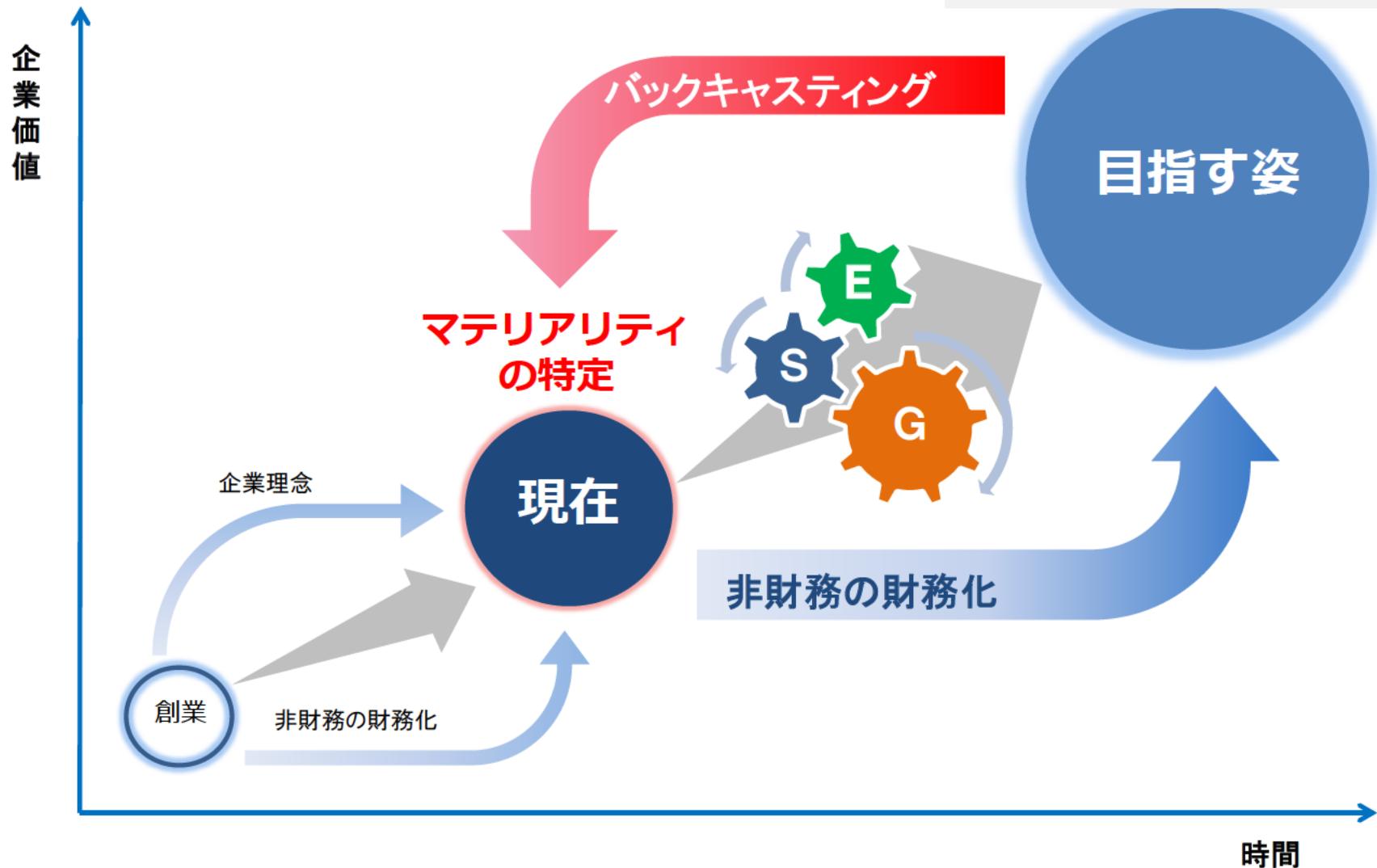


～一般的な回答～
存在すると思うが、今のままではいけない



～エンゲージメントのポイント～
今のまでいけないのはどこか？どうしなければいけないと考えているのか？

超長期の事業環境変化を勘案



多角化/イノベーション/種植えに関する対話③

～ESG対話の基本的な考え方に基づき対話

基本観

- 社会の持続可能な発展が求められるなか、企業にも投資家にも、社会・環境課題の解決を通じた企業価値向上に向けた取組みが求められています。
- 当社では、CSRは企業の視点、ESGは投資家の視点から企業の社会的責任を見ているものの、企業価値向上を図るという本質は同じであるとの考えており、**「リスクの観点」は勿論ですが、より前向きに「リターンの観点」を重視**していきたいと考えています。

ESGの評価軸

- ① ESGに関する**「リスクの観点」**…企業の持続的成長を阻害する可能性がある要因として、環境や社会などの視点からどのような要因を認識しているのか。また認識している要因に対してどのような対策を講じているかを重視しています。
- ② ESGに関する**「リターンの観点」**…CSRに求められている**幅広い分野での社会ニーズの変化を捉え、それをいち早く「価値創造」や「市場創造」に結びつけることによって、企業の「競争力強化」や「持続的発展」とともに「経済の活性化」や「より良い社会づくり」に繋げられているかを重視しています。**

重点確認事項

- ① ESG活動が**経営の中核に位置付け**られているか。
- ② **持続的な発展を目指すための「投資」**として位置付けられており、単なる社会貢献としてのコストとして扱われていないか。
- ③ 法令順守のレベルに留まることなく、**新たなフロンティアに挑戦するための自主的な取組み**となっているか。

多角化/イノベーション/新規事業の種植えに関する論点（案）

	従来の延長上にある多角化（持続的イノベーション）	非連続的な新規事業（破壊的イノベーション）
ビジョン	・パーカス、経営理念との関係	・パーカス、経営理念との関係 ・将来の社会課題とのつながり
事業環境認識	・中期～長期の事業環境分析 ・マクロおよび業界構造 ・メインシナリオがベース	・長期～超長期の事業環境 ・マクロ、社会構造、規制環境変化 ・リスクシナリオ（上下）を考慮
参入動機	・フォワードキャスティング & バックキャスティングの視点で説明 ・市場環境、競争優位性等具体的に	・バックキャスティングの視点からの説明 ・検討プロセスを説明
戦略	・短・中・長期の経営への影響	・全社戦略上の意義 ・推進のための組織設計 ・自社リソースの活用余地
成果とKPI	・定量情報 ・売上、利益、ROIC等財務情報	・定性情報 ・成功/失敗事例、要因分析 ・技術蓄積、人材育成等非財務情報
ガバナンス	・リスク管理 ・リソース配分、CFマネジメント ・撤退基準	・トップの関与・支援 ・撤退基準

➤ いずれにしてもサステナビリティの要素が重要

(参考) TCFDと価値創造ガイドのフレームワーク

TCFD：ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標

価値協創ガイド：価値観、ビジネスモデル、持続可能性、戦略、成果とKPI、ガバナンス

継続的な対話の重要性

企業の声

- 新規事業創出やイノベーションに繋がる出島的活動や、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。

(出所) 経産省資料より転載

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いためであり、その取組自体に投資家が反対しているということを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。

- 多角化にしてもイノベーション/新規事業への種植えにしても、企業と投資家の認識ギャップを埋めるためには継続的な対話が何より重要
- 企業側においては価値創造ストーリーの説明を、投資家側においては短期志向の改善を実施

継続的な対話の重要性

- 当社では、将来に対する経営者の市場観を確認するところから理詰めで議論を行い、その過程において、企業の不断の取組みとしてのイノベーションにまで言及できることを目指している
- ただし、イノベーションや多角化はアンケートからもわかるように各人毎に受け止め方が異なるので、まずは言葉としての定義等、土俵をそろえて議論することが重要
- イノベーションや多角化の議論で鍵となるのは、経営判断を下す経営トップとの対話。成功確率が低いと思われる事業に取組む場合には、経営トップの考え方、それに関する経営資源について徹底的に議論することが重要
- 企業としては常日頃から市場環境変化に備えて、例えば中核事業7割、周辺事業2割、変革事業1割というように種まきをしておくべき

►企業と投資家の認識ギャップを埋めるためには、継続的な対話が何より重要

(参考) 両利きの経営を実践するための4つのポイント

ポイント	ポイントとなる理由
戦略的意図	企業にとっての戦略的な重要性や、新規事業に競争優位をもたらす形で既存企業の資産（営業チャネル、製造、共通の技術、プラットフォーム、ブランドなど）を活用するか否かの観点で、選択肢を与えることが必要
経営陣の関与・支援	探索型の製品やサービスは往々にして邪魔なもの、脅威、資源の浪費と見なされ、成熟事業の短期的な需要の犠牲になるため、上級リーダー側の積極的な関与が不可欠
組織構造	事業を深化させるのに必要な組織能力と、新たな事業を探索するのに必要な組織能力は異なる。探索事業に焦点を当てつつ、深化事業の資源活用もできるような組織設計が必要
共通のアイデンティティ	共通のアイデンティティがない限り、探索事業と深化事業は互いに邪魔や脅威とみなす可能性が高い。ビジョンがあれば、従業員は探索において重要な長期的なマインドセットを身につけやすい

(注) 「両利きの経営」とは深化事業と探索事業を両立させる経営。
同書を参考に組織設計を行ったと思われる日本企業の事例もある。

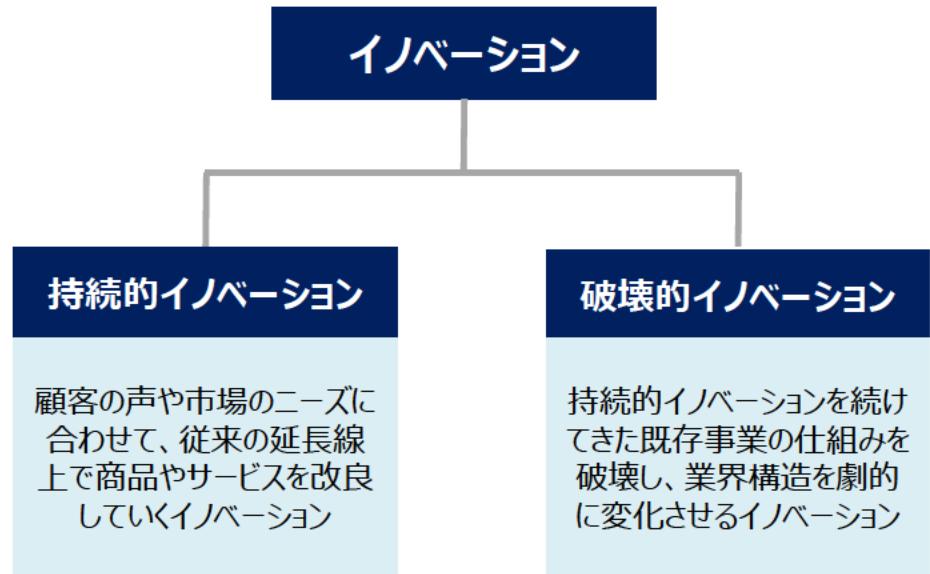
(参考) 多角化、イノベーションの定義

- 多角化、イノベーションについては、各人の受け止め方が違うことから、言葉の定義を行う必要性
- 学術的な定義としては、例として以下のようなものが考えられる

[アンソフの成長マトリクス]



[持続的イノベーションと破壊的イノベーション]



(参考) イノベーション・アンビション・マトリクスの考え方

- 企業としては常日頃から市場環境変化に備えて、例えば中核事業7割、周辺事業2割、変革事業1割というように事業ポートフォリオを構築

