

事務局説明資料

2021年9月

經濟産業政策局

産業資金課・企業会計室

本研究会の全体像（予定）

回数	アジェンダ
第1回 (5月31日)	<ul style="list-style-type: none"> 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25日)	<p>『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</p> <ul style="list-style-type: none"> SXを踏まえた価値創造ストーリーにおける存在意義（パーパス）の役割 SXを踏まえた価値創造ストーリーにおける重要課題の役割 SXを踏まえた価値創造ストーリーにおける長期ビジョンの役割 <p>各役割を踏まえた、存在意義（パーパス）・重要課題・長期ビジョン・長期経営計画・中期経営計画等の関係性</p>
第3回 (7月26日)	<p>『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</p> <ul style="list-style-type: none"> 第2回研究会の議論の振り返り 長期ビジョンで掲げる目指す自社像を実現するための具体的な戦略、取組の考え方 <ul style="list-style-type: none"> 時間軸を踏まえた事業ポートフォリオの在り方
第4回 (8月30日)	<p>『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③</p> <ul style="list-style-type: none"> 長期ビジョンで掲げる目指す自社像を実現するための具体的な戦略、取組の考え方 <ul style="list-style-type: none"> 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5回 (本日)	<p>『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④</p> <ul style="list-style-type: none"> 長期の時間軸のガバナンス 資本市場・投資家の課題 対話を取り巻くその他の課題
第6回 (10月14日)	<ul style="list-style-type: none"> 価値協創ガイダンスの課題 これまでの論点整理
	価値協創ガイダンスの改訂に向けた作業
第7回 (11月上旬)	とりまとめ（価値協創ガイダンスの改訂案、報告書案）
第8回（予備） (11月下旬)	とりまとめ（価値協創ガイダンスの改訂案、報告書案）

1. 長期の時間軸のガバナンス

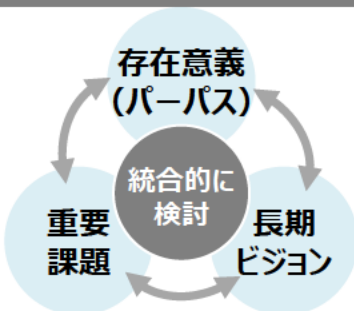
2. 資本市場・投資家の課題

3. 対話を取り巻くその他の課題

これまでの議論と本日の論点の位置付け

- 【第2回・第3回】企業は、社会のサステナビリティを踏まえた自社の目指すべき方向性を明確化すべく、存在意義（パーパス）、重要課題、長期ビジョン等を統合的に検討することが重要。
- 【第3回・第4回】企業の進むべき方向性と一体的に構築される統合的なビジネスモデルの実現に向けて、長期の時間軸を前提とする戦略（事業ポートフォリオ戦略、無形資産投資、イノベーション等の種植え等）を構築することが重要。
- 本日は、こうした長期的な価値創造に向けた経営を規律付けるとともに推進していくためのKPI・ガバナンスや、実質的な対話の在り方等について、ご議論いただきたい。

社会のサステナビリティを踏まえた企業を目指すべき方向性



一体的に検討

統合的なビジネスモデルとそれを実現するための戦略

ビジネスモデル
(競争優位性・強み)

ビジネスモデルを実現する取組

長期の時間軸を前提とする戦略

事業PF戦略 無形資産投資 イノベーションの種植え

目指すべき方向性を明確化

必要に応じて見直し

戦略の進捗状況をモニタリング

必要に応じて見直し

長期的な価値創造に向けた経営を規律付けるとともに推進していくためのKPI・ガバナンス

成果(パフォーマンス)と重要な成果指標(KPI)

ガバナンス

長期的な価値創造に向けての対話 (実質的な対話の要素等)



投資家等

長期的な価値創造ストーリーの強化に向けての対話の結果を、経営層にフィードバック

SXにおける取締役会の役割・機能

- 取締役会の役割・機能としては、①経営陣の指名や報酬の決定を通じた業務執行の監督機能と、②個別の業務執行に関する具体的な意思決定機能があり、また、そのいずれの機能を果たす上でも、目指すべき方向性や基本的な経営戦略や経営計画を決定することが必要である。
- 日本企業では、取締役会において、経営戦略や監督機能に関して十分に議論されていなかったことなどを背景に、取締役会の役割・機能を十分に果たすべく、実質性を伴ったガバナンス改革が進展。
- 中長期的な企業価値向上に向けて、長期の時間軸を前提に、社会のサステナビリティを経営に織り込んでいくためには、取締役会において、まず、社会のサステナビリティを踏まえた自社の目指すべき方向性や、それと一体的に検討される統合的なビジネスモデルの実現に向けた長期の時間軸を前提とする基本的な経営戦略・経営計画を決定し、また、そうした長期的な基本戦略等を経営陣が継続的に実行しているかを監督していくことが、より重要となるのではないか。
- 加えて、中長期的には社会自体も変化するため、目指すべき方向性や長期の時間軸を前提とする基本的な経営戦略等は、一度決定したものを不変的なものと捉えるのではなく、取締役会において、長期的な基本戦略の進捗状況のほか、長期の時間軸を前提としたシナリオ分析の結果、投資家との対話等から得られたフィードバック等を踏まえ、必要に応じて、目指すべき方向性や長期的な基本戦略自体を見直していくことも重要ではないか。

従来の取締役会

ガバナンス改革の進展

SXにおける取締役会の役割・機能

意思決定機能 監督機能

意思決定機能 監督機能

目指すべき方向性や基本的な経営戦略・経営計画の決定

目指すべき方向性や基本的な経営戦略・経営計画の決定

1. サステナビリティを踏まえた目指すべき方向性や長期の時間軸における基本的な経営戦略等の策定
2. 長期的な基本戦略の継続的な実行に対する監督
3. 戦略の進捗状況、社会変化等を踏まえ、必要に応じた目指すべき方向性や長期的な基本戦略の見直し

本年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂で追記されたサステナビリティ関連記載 ※第3章の開示に関する記載を除く

- 本年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでも、「中長期的な企業価値向上の観点から、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」等が追加。
- これは、取締役会において、社会のサステナビリティを踏まえた目指すべき方向性や基本的な経営戦略・経営計画を決定し、また、その継続的な実行を監督することの重要性に着目している。

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂）※赤字は追記部分

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

「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 - 3 ①

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。

補充原則 2 - 3 ①

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4章 取締役会等の責務

補充原則 4 - 2 ②

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。

(参考) 価値協創ガイダンスにおけるガバナンスの記載

「ガバナンス」は、ビジネスモデル〔2.〕を実現するための戦略〔4.〕を着実に実行し、持続的に企業価値を高める方向に企業を規律付ける仕組・機能である。

2. ビジネスモデル

4. 戦略

6. ガバナンス

持続的に企業価値を高める方向に企業を規律付ける仕組・機能

6.1. 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性

一連の企業行動を規律するガバナンスの仕組みが持続可能であるかの提示



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

戦略を実行する上での課題解決にふさわしい人材を適時・適切に選任

必要な資質・能力、多様性の確保

4. 戦略 の実行

成果、利益の創出



6.4. 戦略的意思決定の監督・評価

経営陣による戦略的意思決定に対する監督・評価（モニタリング）



6.5. 利益分配の方針

投資家に対する利益配分



6.6. 役員報酬制度の設計と結果

経営戦略・業績との連動性、経営方針・責任との整合性



6.7. 取締役会の実効性評価のプロセスと経営課題

取締役会機能の実効性に対する客観的な評価

実効性の評価結果、優先的な課題の特定

経営方針や優先課題を示し、投資判断に必要な「ガバナンス」の仕組みを提示

投資家



投資判断、実効性の評価

取締役会の役割・機能を実効的に発揮するための体制整備

- SXにおける取締役会の役割・機能（目指すべき方向性や長期的な基本戦略を決定し、また、その長期的な基本戦略の継続的な実行を監督すること）を実効的に果たすためには、どのようなガバナンス体制を整備することが必要・重要か。
- 取締役会の役割・機能を実効的に果たすために、例えば、以下についてはどのように考えるか。
 - 取締役会の構成をどのように考えるべきか。
 - サステナビリティ委員会を設置する場合には、その具体的な役割・機能をどのように考えるべきか。
 - 監督機能の重要な要素の一つである社長・CEOの指名やその前提となる後継者計画について、取締役会がどのように関与すべきか。
 - 経営陣による戦略実行がどのように進捗しているかに関する状況をモニタリングするため、どのようなKPIを設定すべきか。
 - 監督機能の重要な要素の一つである役員報酬について、どのように考えるべきか。

取締役会の構成

- SXにおいて、取締役会が、その役割・機能を実効的に果たすためには、短・中・長期の各時間軸で、どのような社会課題が想定され、それが自社の稼ぐ力にリスク・オポチュニティの両面でどのような影響があるかを分析し、また、自社の強み・リソース等を踏まえて、それらの社会課題、リスク・オポチュニティに対して、どの時間軸でどのように対応していくのか（他社との協働を含めてどのように経営資源を配分するか）など、社内外を問わず、多角的な視点で幅広く議論・検討することが必要となると考えられる。
- そのためには、本年6月改訂のコーポレートガバナンス・コードでも追記されたとおり、取締役会の役割・機能を実効的に果たす取締役会自らが備えるべきスキル等を特定し、当該スキル等に沿った取締役会の構成を考えた上で、それに即して各取締役を選任していくことが重要ではないか。

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂）※赤字は追記部分

第4章 【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

取締役会等の責務

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、**プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。**

【原則4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、**職歴、年齢**の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。

取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである。

補充原則4-11①

取締役会は、**経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で**、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、**各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。**

サステナビリティ委員会の具体的な役割・機能

- 社会のサステナビリティを踏まえた企業の目指すべき方向性や長期的な基本戦略の策定は、最終的には取締役会において議論し・決定すべきものであり、また、そうした長期的な基本戦略等の立案自体は、一義的には社長・CEOを中心とする経営陣が行うものでもある。
- 社会のサステナビリティを経営に織り込むためには多角的な視点での検討が必要であることも踏まえると、単に取締役会の構成を多様化するのみならず、そうした長期的な基本戦略等を取締役会で議論し、決定する前提として、サステナビリティに関する専門的な知見を持つ有識者や、多様なステークホルダーも構成員とするサステナビリティ委員会を、取締役会の下または経営陣の側に設置し、そこで、社会のサステナビリティを踏まえた企業の目指すべき方向性や長期的な基本戦略についてより深く議論することも有益ではないか。
- また、サステナビリティに関する取組については、全社的・事業横断的に推進し、また、各事業からサステナビリティに関する取組のフィードバックを受けるなどして全社的・事業横断的なサステナビリティの取組状況をモニタリングしながら、PDCAを回していくことが重要であることから、事業を横断する全社的な横串を指したサステナビリティの取組を推進する、あるいは、それをモニタリングするという観点から、サステナビリティ委員会を取締役会の下または経営陣の側に設置することも有益ではないか。

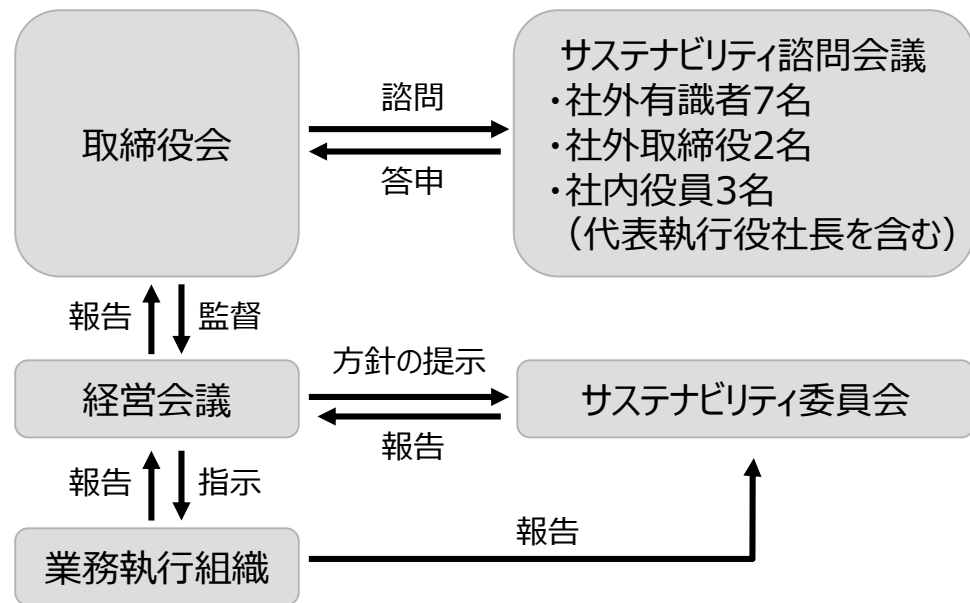
投資家と企業の対話ガイドライン（2021年6月改訂）

- | | |
|---------------------|--|
| 1. 経営環境の変化に対応した経営判断 | 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・適正な取引や国際的な経済安全保障を巡る環境変化への対応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。 |
|---------------------|--|

【参考事例】サステナビリティ推進体制（味の素）

- 取締役会の下にサステナビリティ諮問会議、執行側の経営会議の下にサステナビリティ委員会をそれぞれ設置。
- サステナビリティ諮問会議は、社外有識者7名、社外取締役2名、代表執行役社長を含む社内役員3名で構成され、長期視点、マルチステークホルダー視点でサステナビリティに係る自社の在り方を議論し、取締役会に答申しており、取締役会はそれを受けてマテリアリティを承認するとともに、戦略的方向性を決定している。
- 一方、サステナビリティ委員会は、マテリアリティ及び戦略的方向性に基づき、全社経営課題のリスクと機会への対策および事業戦略への反映に向けた討議を行い、経営会議に報告している。

○組織体制



○サステナビリティ諮問会議の検討内容

1. 長期視点（～2050年）でマテリアリティを議論し、中期経営計画フェーズ2（2023-25年度）のマテリアリティ、戦略に反映
2. マルチステークホルダーの視点に立ったマテリアリティおよびマテリアリティに紐づく環境変化への対応方針を検討
3. 2030年以降に企業に期待・要請されるポイントの検討や社会ルール作りへの適切な関与について検討
4. 環境負荷低減、健康寿命延伸の姿等、社会価値創出に関する2030年以降の目標設定について議論、検討

社長・CEOの指名と後継者計画

- 取締役会で構築される目指すべき方向性や長期的な基本戦略等に基づき、実際に具体的な個別の業務執行を担うのは、社長・CEOをはじめとする経営陣であり、特に、業務執行の担い手の中心たる社長・CEOの指名の在り方（後継者計画を含む）は、取締役会の監督機能の中でも重要な要素の一つである。
- SXにおいては、基本的な経営戦略・経営計画等が長期の時間軸（例えば10年）を前提に構築されるため、その時間軸の中では、社長・CEOの交代も十分に想定される。そのため、構築した長期的な基本戦略の継続的な実行という観点からも、適切なタイミングで、社長・CEOを解任し、必要となる資質・能力・経験等を備えた者を新たな社長・CEOに選任することが重要であり、その観点から、取締役会（ないしその諮問を受けた指名委員会等）が、後継者計画の構築とその運用の監督に、より一層主体的に関与していくことが重要ではないか。

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂）

第4章 【原則4-1. 取締役会の役割・責務（1）】

取締役会等の責務

取締役会は、会社の目指すところ（経営理念等）を確立し、戦略的な方向付けを行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、具体的な経営戦略や経営計画等について建設的な議論を行うべきであり、重要な業務執行の決定を行う場合には、上記の戦略的な方向付けを踏まえるべきである。

【原則4-3. 取締役会の役割・責務（3）】

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。

また、取締役会は、適時かつ正確な情報開示が行われるよう監督を行うとともに、内部統制やリスク管理体制を適切に整備すべきである。

更に、取締役会は、経営陣・支配株主等の関連当事者と会社との間に生じ得る利益相反を適切に管理すべきである。

補充原則4-1③

取締役会は、**会社の目指すところ（経営理念等）**や具体的な経営戦略を踏まえ、**最高経営責任者（CEO）等の後継者計画（プランニング）の策定・運用に主体的に関与するとともに、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけて計画的に行われていくよう、適切に監督を行うべきである。**

補充原則4-3①

取締役会は、**経営陣幹部の選任や解任について、会社の業績等の評価を踏まえ、公正かつ透明性の高い手続に従い、適切に実行すべきである。**

補充原則4-3②

取締役会は、CEOの選解任は、会社における最も重要な戦略的意思決定であることを踏まえ、**客観性・適時性・透明性ある手続に従い、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任すべきである。**

CGSガイドラインにおける後継者計画の概要

- 後継者計画の重要性については、CGSガイドライン（2018年改訂）においても記載があり、実効的な後継者計画の策定・運用のために、7ステップに分けて検討することを提言。

- 後継者計画の策定・運用への取組は、7ステップに分けて検討すると有益
- 各社の状況により取組の在り方は異なる。基本形も踏まえつつ、自社に必要な取組が何かを議論し、工夫を重ねることが重要

・タフアサインメント
・社外取締役との面談や外部専門家のコーチング等

・本人との面談
・360度評価
・従業員の意識調査
・心理学的手法を用いた適性テスト
・社外取締役との直接の接触を増やす工夫
（1対1の面談、取締役会等での質疑、研修講師、食事会など非公式な交流 等）

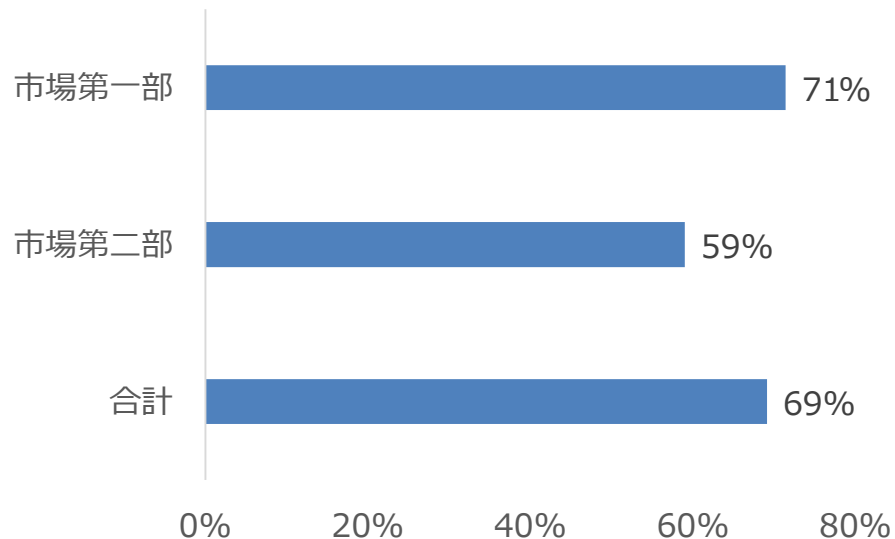


後継者計画の作成状況

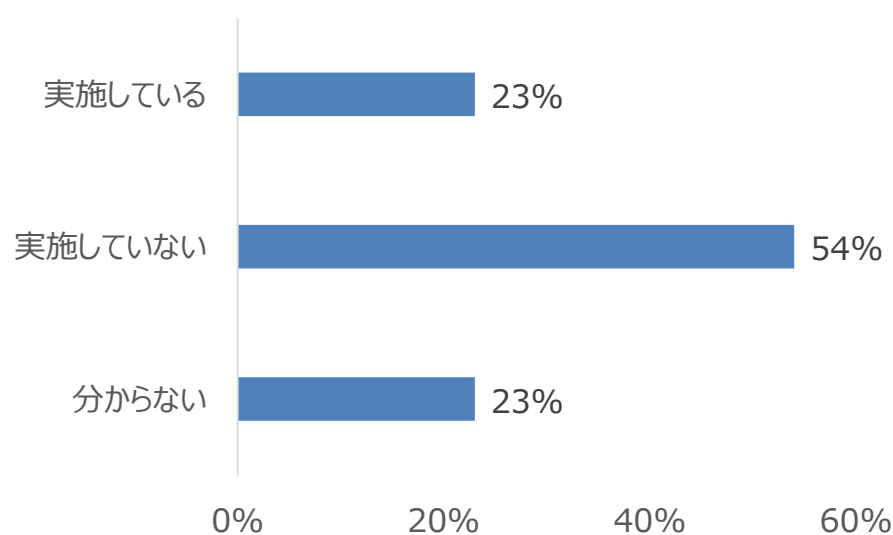
- 東証で行ったコーポレートガバナンス・コードの遵守状況の調査（2019年7月時点）では、後継者計画に関する項目を遵守していると答えた東証1部上場企業は70%超で、東証2部との合計でも、70%近くがコンプライしていると回答。
- 他方で、より具体的に、CGSガイドラインで整理された後継者計画の作成・運用ステップに沿った質問を行ったアンケートでは、ステップ1の後継者計画のロードマップの作成自体を実施していない企業が過半数となっている。

補充原則4-1③

「経営責任者等の後継者計画の策定・運用への関与、後継者候補の計画的な育成の監督」のコンプライ状況



次期社長・CEOの選定に向けた取組の実施状況
「後継者計画のロードマップの作成」



KPIの設定の在り方

- 取締役会が、特にその監督機能を実効的に発揮するためには、取締役会で構築する長期的な基本戦略等の進捗状況や実際の成果をモニタリングするための適切なKPIを定め、その達成度を評価していくことが重要。
- 投資家との対話に当たっては、売上高や利益率のみならず、資本コストを意識した財務価値に関連するKPI（ROEやROIC等）を示すことが重要。また、その前提として、企業は、自社の資本コストに関する考え方（自社の想定資本コスト及びその理由等）を深め、これについて説明していくことも重要ではないか。
- また、財務価値に関連する経営レベルのKPIを分解し、企業の現場レベルに落とし込むための定量・定性それぞれの企業独自のKPIを設定するとともに、KPI相互の関係性を説明していくことも重要ではないか。
- さらに、SXが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するものであることから、自社事業活動による社会価値の創出に関連するKPIを設定することも有益ではないか。その際には、社会価値に関するKPIを独立したものとして示すのではなく、財務価値に関するKPIとの関係性を時間軸も踏まえて説明することが必要ではないか。

企業のサステナビリティ

財務価値に関連するKPI
(売上高、利益率、資本コストを意識したROEやROIC等)

社会のサステナビリティ

社会価値に関連するKPI

両者の関係性を
時間軸も踏まえて説明

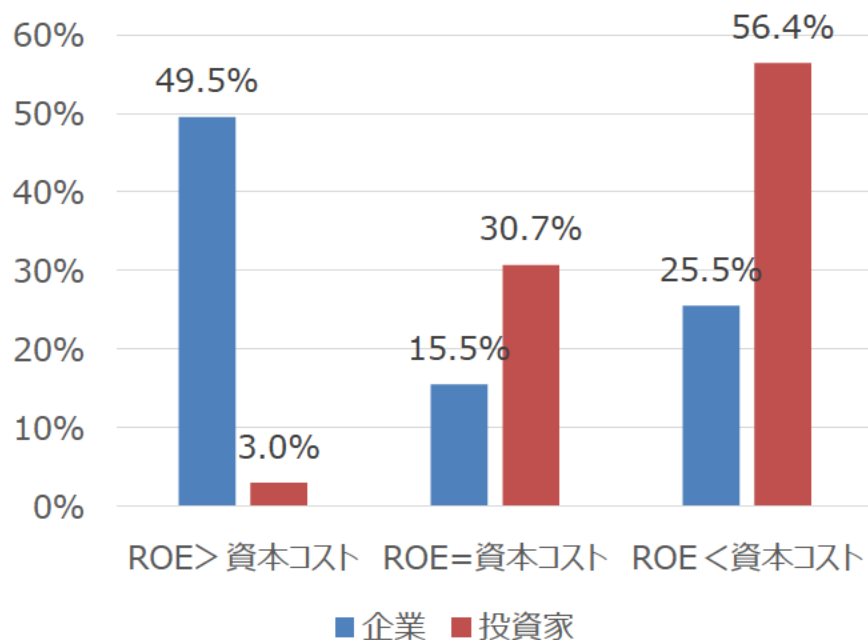
経営レベルのKPIを分解し、
現場レベルに落とし込むKPI

自社の資本コストに関する考え方
(想定資本コスト及びその理由等)

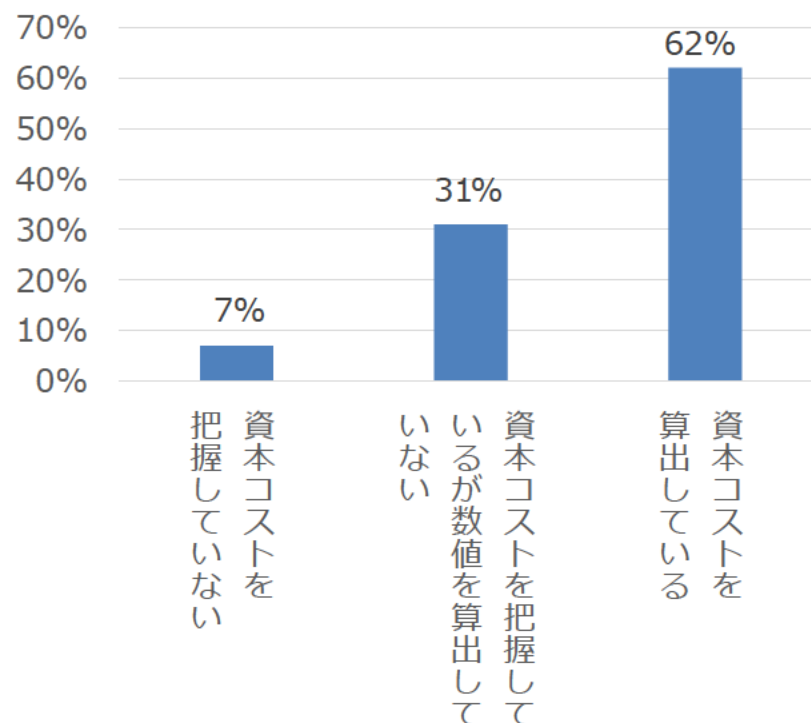
(参考) 資本コストに対するROE水準の見方に関する企業・投資家間のギャップ^o

- 資本コストに対するROE水準の見方に関するアンケート調査では、企業側は約半数が自社のROEが資本コストを上回っていると見ているが、投資家側は過半数が企業のROEが資本コストを下回っていると見ており、企業・投資家間で大きなギャップがある。
- また、そもそも自社の資本コストの詳細な数値を算出していない企業も4割近く存在。
- そのため、企業が、自社の資本コストに関する考え方（自社の想定資本コスト及びその理由等）を深め、この点について投資家と対話していくことが重要ではないか。

資本コストに対するROE水準の見方
(企業・投資家)



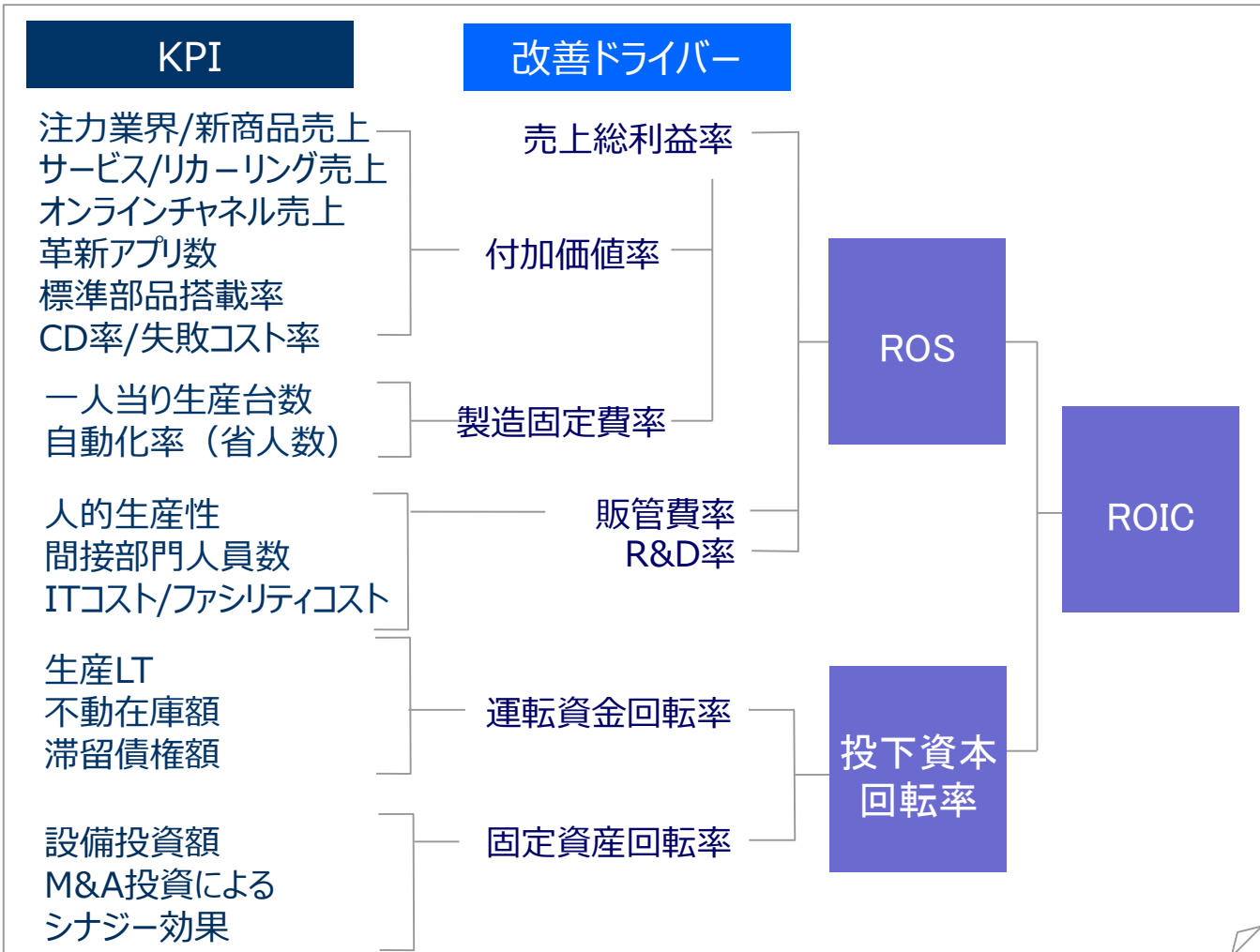
資本コストの詳細な数値を算出している（企業）



【参考事例】ROIC逆ツリーによるKPIの設定（オムロン）

● オムロンは、ROICを、各部門のKPIに分解して落とし込むことで、現場レベルでのROIC向上を可能にしており、部門の担当者の目標とROIC向上の取組を直接つなげ、現場レベルで全社一丸となってROICを向上させている。

ROIC逆ツリー展開(2.0)



（出典）本検討会第3回オムロン株式会社・井垣委員プレゼン資料より抜粋

【参考事例：財務指標と非財務指標の接合】SAP（1/2）

- 非財務指標と財務指標の相関性の説明については、自社による検証結果の他、外部の調査機関が公表しているレポートを用いて説明を行っている。
- 一方、レポートのないエリアは、自社の見解を述べている。

例：従業員エンゲージメントと収益性の説明

Employee Engagement > Profitability

From 2014 to 2018, we used real data from SAP to analyze and proof the financial impact of employee engagement. We showed what a change by 1pp of employee engagement would mean for SAP's operating profit.

→自社のデータから相関性を検証している旨を説明

Profitability > Employee Engagement

In our view, a high operating profit, as great business news, can raise employee morale, encourage identification with our purpose, and thus drive employee engagement. On the other hand, we believe that a high profit can also have a negative impact on employee engagement. For example, if cost savings and budget cuts are implemented to reach an ambitious profit target, employees might feel constrained and dissatisfied.

→“In our view”と前置きした上で、収益性の向上が従業員エンゲージメントにポジティブ/ネガティブの両面に影響する旨を説明

例：従業員定着率と成長性の説明

Employee Retention > Growth

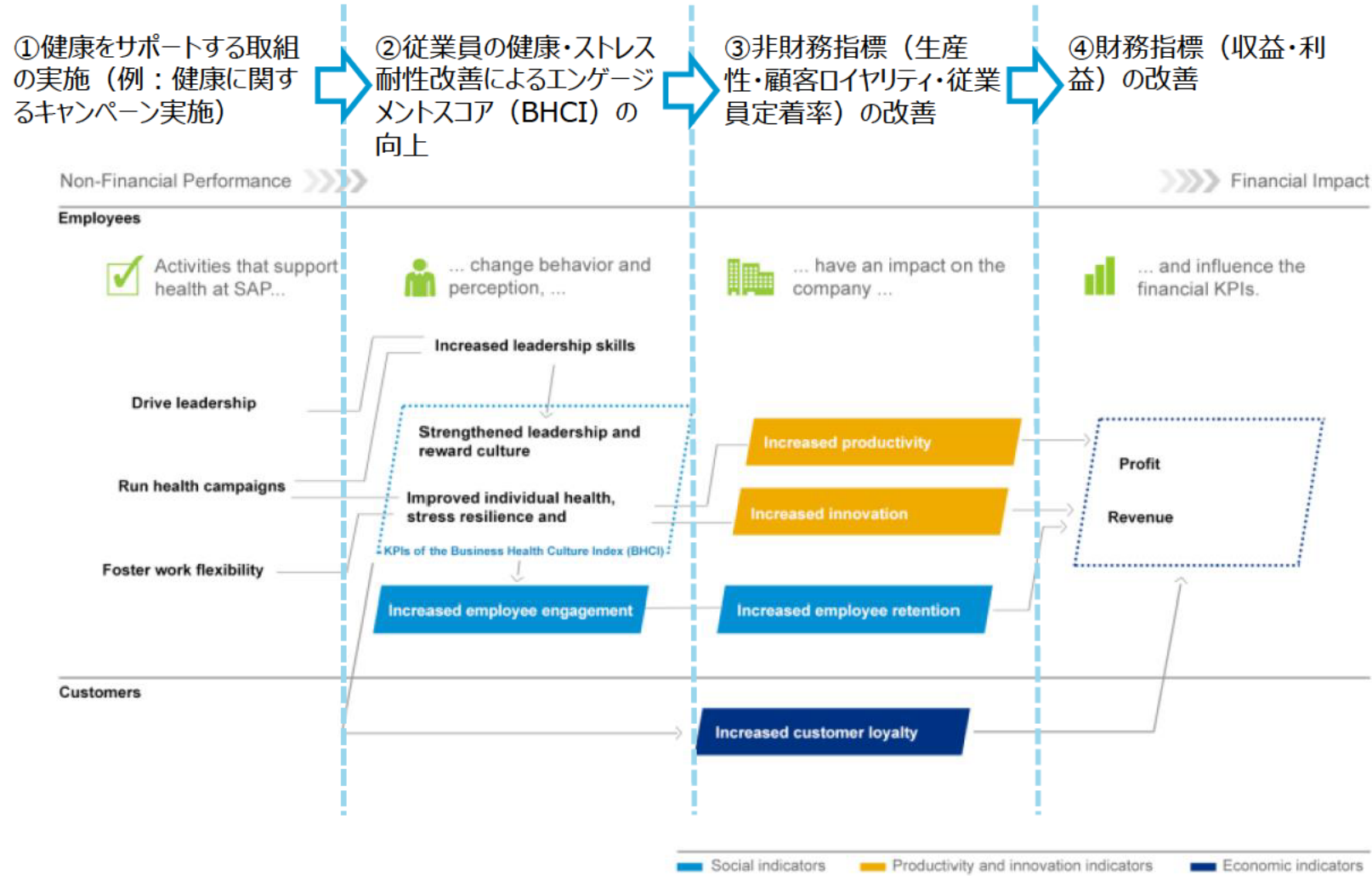
Meifert (2005) stated a clear relationship between employee retention and a company's revenue and margin.¹¹

11 Meifert, M. (2005): Mitarbeiterbindung: eine empirische Analyse betrieblicher Weiterbildner in deutschen Großunternehmen. München and Mering: Hampp Verlag.

→研究者による公表論文を参照する形で、関係性が明らかにある旨を説明

【参考事例：財務指標と非財務指標の接合】SAP（2/2）

- 直近のレポートでは示されていないが、2018年のアニュアルレポートでは、社会価値に関するKPIの一つであるBusiness Health Culture Index（BHCI）について、非財務指標及び財務指標との相関性を説明している。



(参考) 価値協創ガイダンスにおけるKPIの記載

「成果と重要な成果指標 (KPI)」は、自社がこれまで経済的価値をどのくらい創出してきたか、経営者が財務的な業績をどのように分析・評価しているかを示す指標である


1. 価値観

4. 戦略

5. 成果と重要な成果指標 (KPI)

経済的価値の創出状況、経営者による業績の分析・評価の際の指標

創出した経済的価値を測る尺度

 5.1 財務パフォーマンス


企業価値向上を支える財務パフォーマンスの提示



企業価値向上における道標、達成度を測る尺度

 5.2. 戦略の進捗を示す独自KPIの設定

4. 戦略 に沿った経営計画の進捗の提示

 5.3. 企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計

価値創造との関連性、価値創造プロセスは明確か



5.4. 資本コストに対する認識

投資判断における
“コスト”の認識

投資家の期待値を
適切に認識しているか

超過リターンを
追求しているか

経済的価値や企業価値を測る指標として
「成果と重要な成果指標」を提示

投資家



方向性の理解、財務パフォーマンスや独自
KPIに基づく評価

企業価値の創出

KPIに基づく達成度の評価



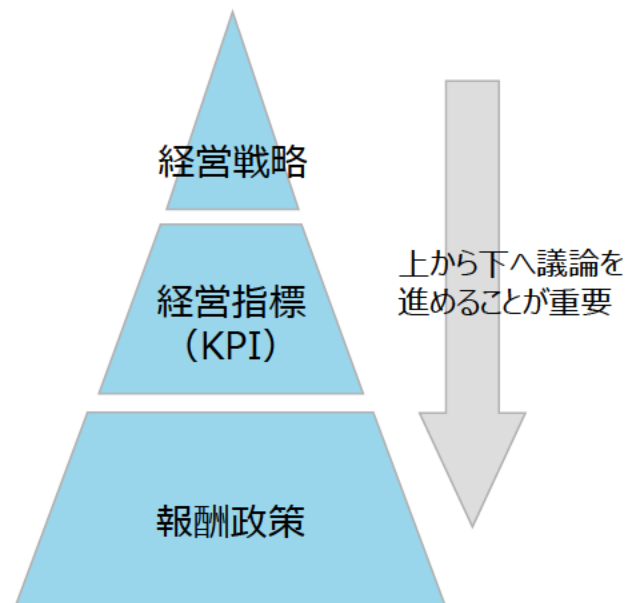
5.5. 企業価値創造の達成度評価

4. 戦略 の
精緻化・高度化

役員報酬①（業績連動報酬）

- 役員報酬の決定も、社長・CEOの指名と並ぶ取締役会の監督機能における中心的な要素の一つである。
- この点では、長期的な基本戦略等の進捗状況を管理するために設定したKPI（のうち主要なもの）を、短期・中長期それぞれの役員報酬にも反映する（業績連動報酬における算定指標とする）ことで、経営陣に対して、長期的な基本戦略の継続的な実行に対するインセンティブを付与していくことが重要ではないか。
- また、SXにおいては、14頁記載のとおり、社会価値創出に関するKPIを設定することも考えられるところ、このような社会価値創出に関するKPIを業績連動報酬の算定指標とすることについては、どのように考えるべきか。

報酬政策の検討イメージ



報酬政策のイメージ

1. 基本方針		<ul style="list-style-type: none"> ● 経営計画の実現に資するもの ● 中長期的な企業価値の増大への貢献意識を高めるもの ● 会社業績との連動性が高く、透明性・客観性の高いもの 等
2. 報酬水準の考え方		● 同業他社の水準を踏まえて適切な水準を確保
3. 報酬構成		<ul style="list-style-type: none"> ● 基本報酬：STI：LTI=○：○：○を基本的な構成とし、STIは事業年度ごとの業績に基づく「賞与」 ● LTIは○年間にわたる会社業績および株価に連動する「株式報酬」で構成
4. インセンティブ報酬	短期	● 各事業年度の○○に応じて、○～○%の範囲で変動
	中長期	● ○年間にわたる○○に応じて、○～○%の範囲で変動
5. 報酬の決定プロセス		● 透明性・客観性を確保するため、社外取締役を委員長とする報酬諮問委員会にて審議し、取締役会にて決定

(参考) 損金算入の対象となる役員に対する業績連動給与の概要

- 現在の税制上、損金算入の対象となる役員報酬は、定期同額給与、事前確定届出給与、業績連動給与の3類型（※退職給与で業績連動給与に該当しないもの等、損金不算入の原則の対象外となるものもある。）。
- このうち、業績連動給与がKPIと連動した報酬と位置付けられるが、損金算入の対象として認められる業績連動給与のKPIは、利益の状況を示す指標（営業利益やROE、ROIC等）、株式の市場価格の状況を示す指標（株価等）、売上高の状況を示す指標（売上高等）に限られており、社会価値創出に関するKPIをはじめ、戦略の進捗をモニタリングするための多くのKPIは損金算入の対象となるKPIに含まれない。

業績連動給与の要件

対象会社

有価証券報告書を提出している非同族会社

支給対象

業務執行役員 ※社外取締役、監査役、会計参与は対象外

支給手段

現金、株式、新株予約権

業績算定方法

①利益の状況を示す指標
②株価の市場価格を示す指標
③売上高の状況を示す指標
を基礎として客観的に算定されるもの

※報酬諮問委員会の諮問等における算定方法に関する決定手続＋有報での開示。
※非財務に関する指標は対象外。

対象期間

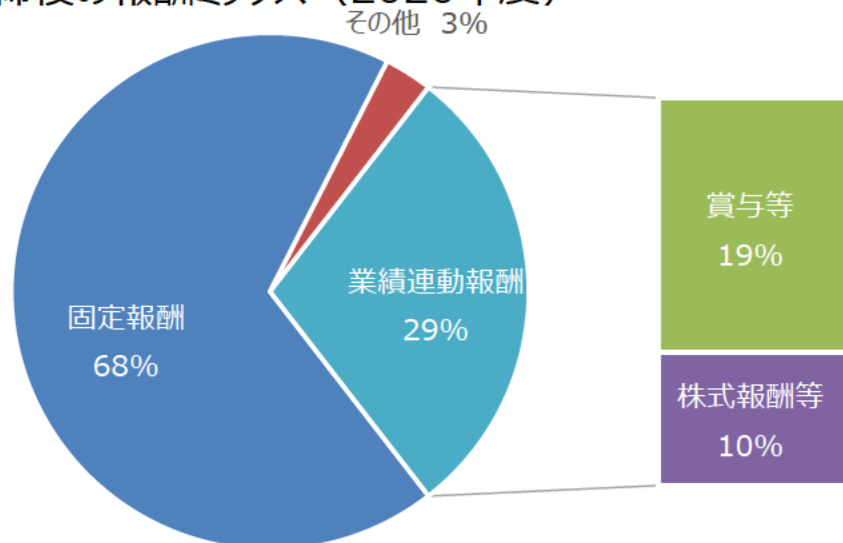
職務執行開始以後の所定の日までの業績

※実際に役員に対する業績連動給与を損金算入するためには、上記以外にも、役員報酬を損金算入するための要件等を満たすことが必要である。

役員報酬②（株式報酬等の中長期のインセンティブ報酬）

- SXは、サステナビリティを経営に取り込むことで、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現していくものであるところ、それを実現するために構築される長期的な基本戦略の継続的な実行に対するインセンティブを付与するために、株式報酬等の中長期のインセンティブ報酬を付与することも重要であると考えられる。
- しかしながら、日本企業は、欧米企業と比べ、固定給の割合が高く、特に中長期の企業価値向上に対するインセンティブ付与の割合が小さい。そのため、少なくとも経営陣に対する報酬については、株式報酬等の中長期の企業価値向上に対するインセンティブ報酬の割合をより高めていくことが重要ではないか。

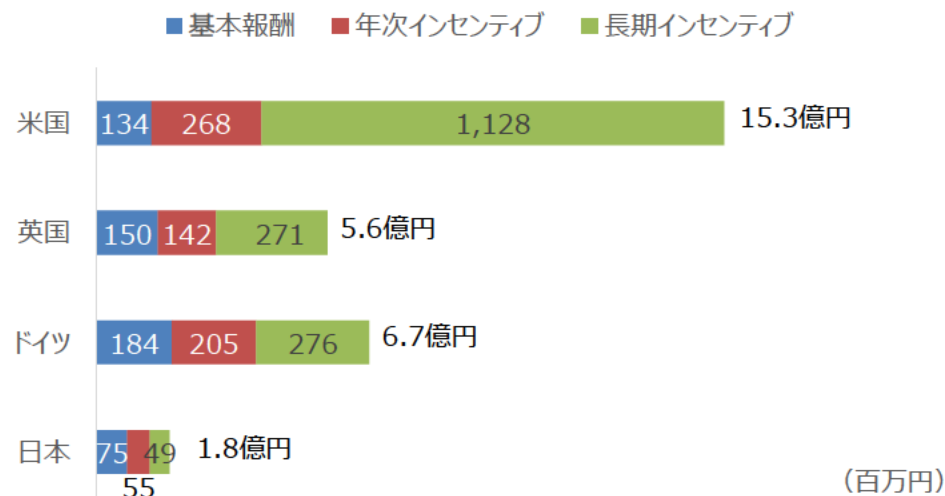
取締役の報酬ミックス（2020年度）



（注）東証上場企業のうち2020年5月31日時点で時価総額上位500社を対象に調査。監査役会設置会社における取締役（社外取締役除く）と監査等委員会設置会社における取締役（監査等委員、社外取締役を除く）を集計したもの。指名委員会等設置会社における取締役は他の機関設計と異なり、業務執行に携わらないことから、固定報酬の割合が高いため、ここでは除いている

（出典）大和総研「役員インセンティブ報酬拡大と開示動向」

CEOの報酬比較（2020年度）



米国：Fortune 500のうち売上高等1兆円以上の企業249社の中央値

英国：FTSE 100のうち売上高等1兆円以上の企業47社の中央値

ドイツ：DAX構成銘柄のうち売上高等1兆円以上の企業25社の中央値

日本：総額は時価総額上位100社かつ売上高等1兆円以上の企業70社における連結報酬等の中央値。内訳（割合）は連結報酬等開示企業（異常値を除く）57社の平均値を使用して算出。

（出典）ウイリス・タワー・ワトソン「日米欧CEOおよび社外取締役報酬比較」

1. 長期の時間軸のガバナンス

2. 資本市場・投資家の課題

3. 対話を取り巻くその他の課題

実質的な対話に対する資本市場・投資家の課題

- 不確実性が高まる中で、企業が、持続的な成長と中長期的な企業価値を向上させていくには、企業内での充実した議論のみならず、投資家をはじめとする各ステークホルダーと長期の時間軸を前提とした「実質的な対話」をし、そこで得られた知見等を経営にフィードバックすることで、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も重要。
- この点、持続的な成長と中長期的な企業価値に資する実質的な対話を行うに当たり、実質化検討会においては、①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、②セルサイド・アナリストの役割・機能強化、③ESG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指摘されている。

(参考) 実質化検討会で指摘された対話に対する資本市場・投資家の課題

● 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った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。

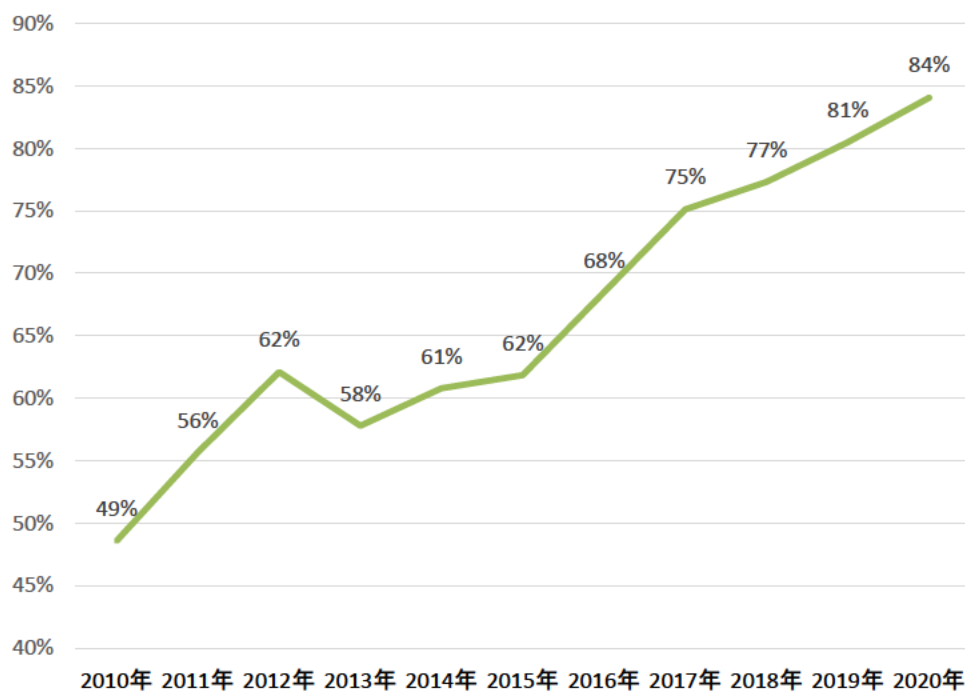
● ESG評価機関相互の評価の関連性の向上や各評価機関による評価の透明性の向上

- 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。

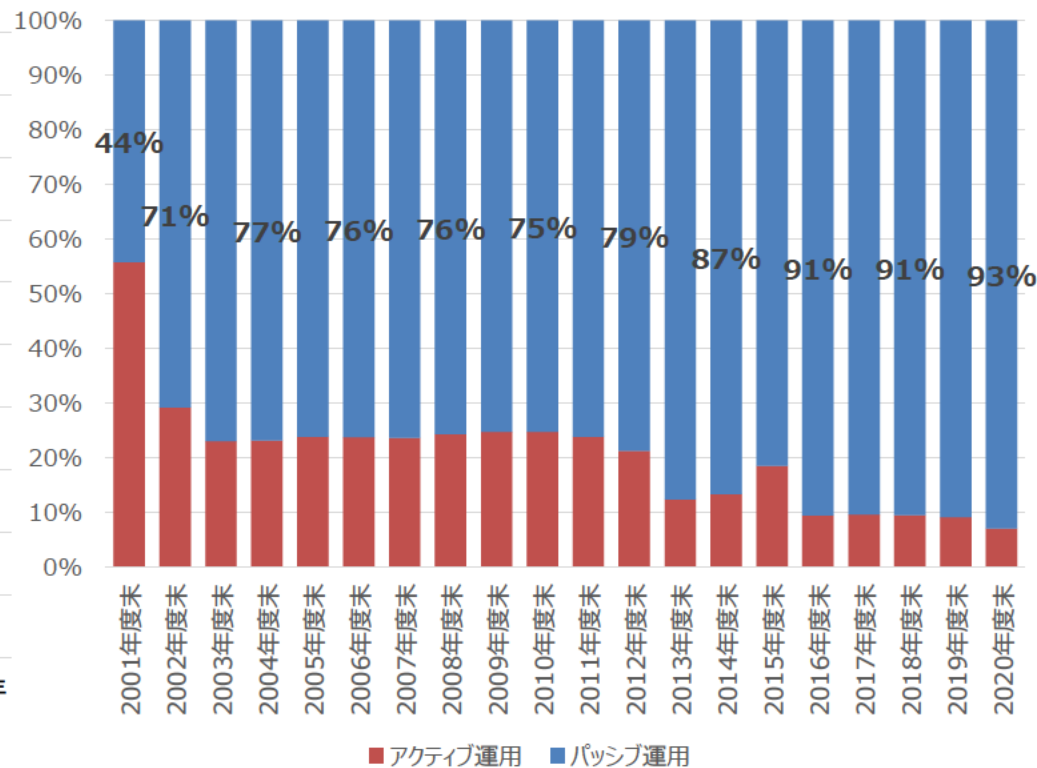
(参考) パッシブ運用の拡大

- 2020年には、国内公募株式投信の84%がパッシブ運用。
- GPIFは、2020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。

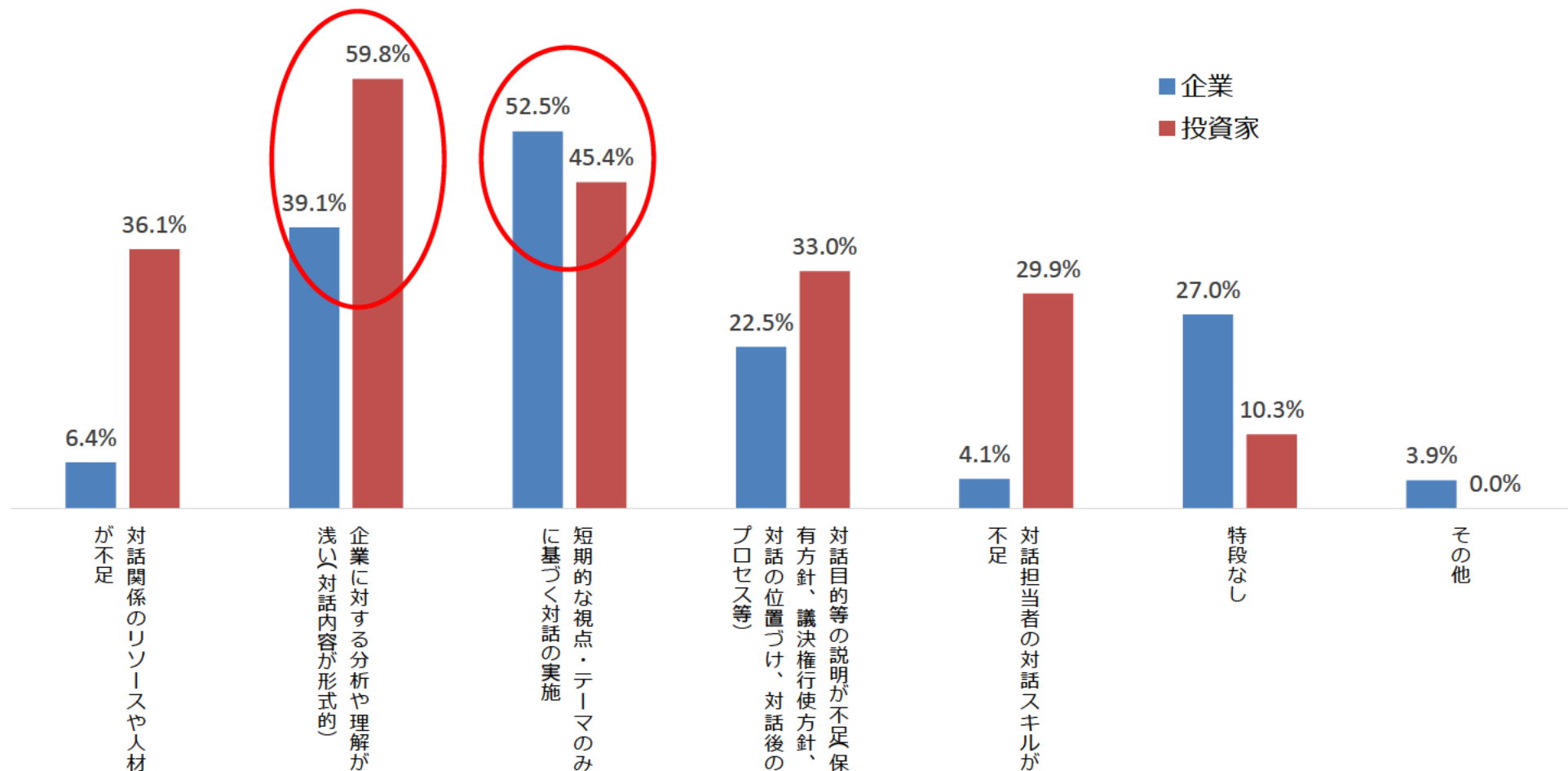
※インデックス日経225とインデックスTOPIXの純資産総額合計を株式投信（国内）の純資産額で除した割合

右図：年金積立金管理運用行政法人webサイト「2020年度の運用状況」より経済産業省作成

(参考) 対話における投資家の課題

- 対話において、企業が投資家に対して感じる課題/投資家が課題と認識し、重点的に取り組んでいることとして、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

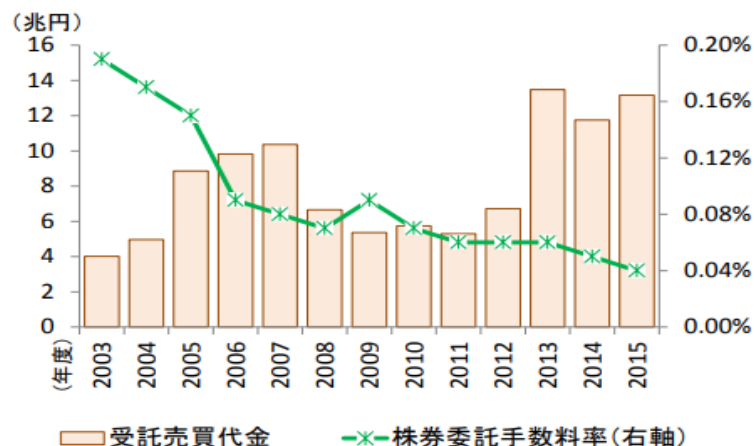
(参考) セルサイド・アナリストの現状

- 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

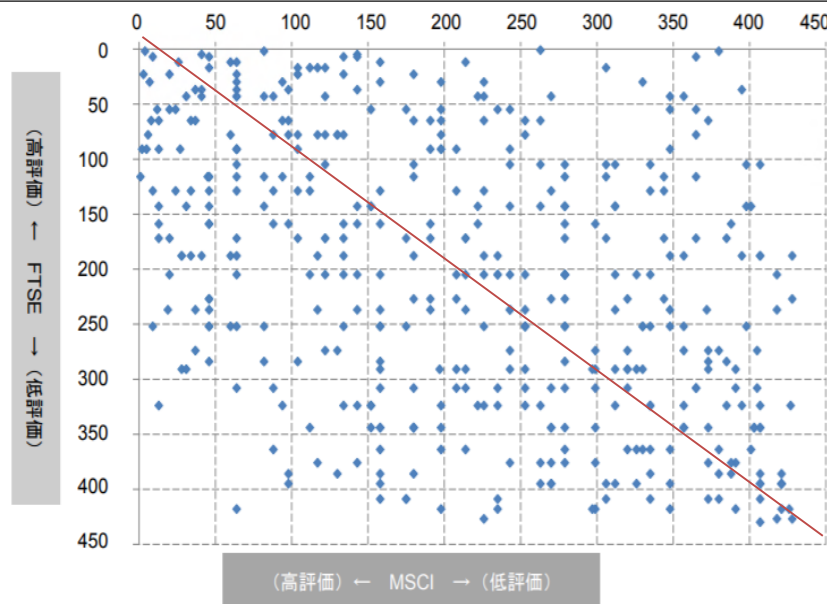
(参考) ESG評価機関の現状

- 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	CDP	独自アンケート	✓	7,000	環境に特化。TCFDの提言も反映。	
	データソース独自性で差別化	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	
	vigeoeiris	✓		✓	4,600	2019年にMoodiesが買収	
Bloomberg	✓			11,500	自己評価データ+ Sustainalytics/ RobecoSAMのデータも公開		

Source: Expert interviews; 各社websites; press search

図表9：FTSEとMSCIのESG評価の比較



注1：分析ユニバース（2016/7時点）、FTSE、MSCIが共通して調査対象としている日本企業430社

注2：図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位（1位～430位）

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

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

実質的な対話に向けたパッシブ・エンゲージメントの在り方

- 資本市場においてはパッシブ運用が拡大しているところ、パッシブ運用においては、その性質上、一定の市場全体を投資対象としていることから、個社の深い分析を行った上で対話を行い、企業との価値協創に寄与していくことについては、構造上困難な面もあるように考えられる。
- 他方で、パッシブ運用は、基本的に購入した株式を半永久的に保持し続ける超長期投資であるため、短期的な業績にとらわれず、長期的な視点で企業の持続的な成長を支えるための対話を行うことが可能であり、特に、社会のサステナビリティ等の企業の外部性にかかわる事項をテーマに、企業と実質的な対話を行うことは十分に可能であるとの指摘もある。
- パッシブ運用において、個別の企業と持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資する対話を行うために、対話のテーマの特定や、（重点的に）対話を行う企業の選別等をするにあたり、どのような点に留意すべきか。

（参考）実質化検討会におけるパッシブ・エンゲージメントに関する指摘

- パッシブ化が進展しており、投資家の「顔」が見えない。
- パッシブ投資家は、基本的に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な成長を支えることのできる投資家といえる。
- 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、このような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可能である。
- パッシブ投資家といえども受託者責任があるため、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。
- 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ろ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、そのような場合には、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等の手法も有効である。

1. 長期の時間軸のガバナンス

2. 資本市場・投資家の課題

3. 対話を取り巻くその他の課題

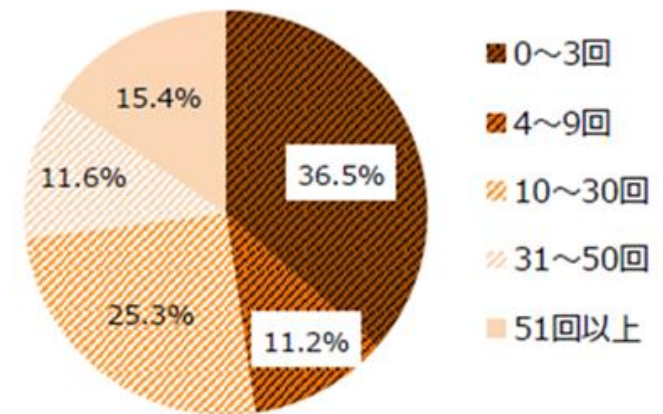
実質化検討会で指摘された、企業の対話に対する姿勢に関する課題

- 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）



実質化検討会で指摘された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。

実質化検討会において指摘された問題解決の方向性

～「実質的な対話の要素」の整理・プラクティス共有の「場」の設置～

対話の手法に関する課題

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

<解決の方向性>

● 「実質的な対話の要素」の整理

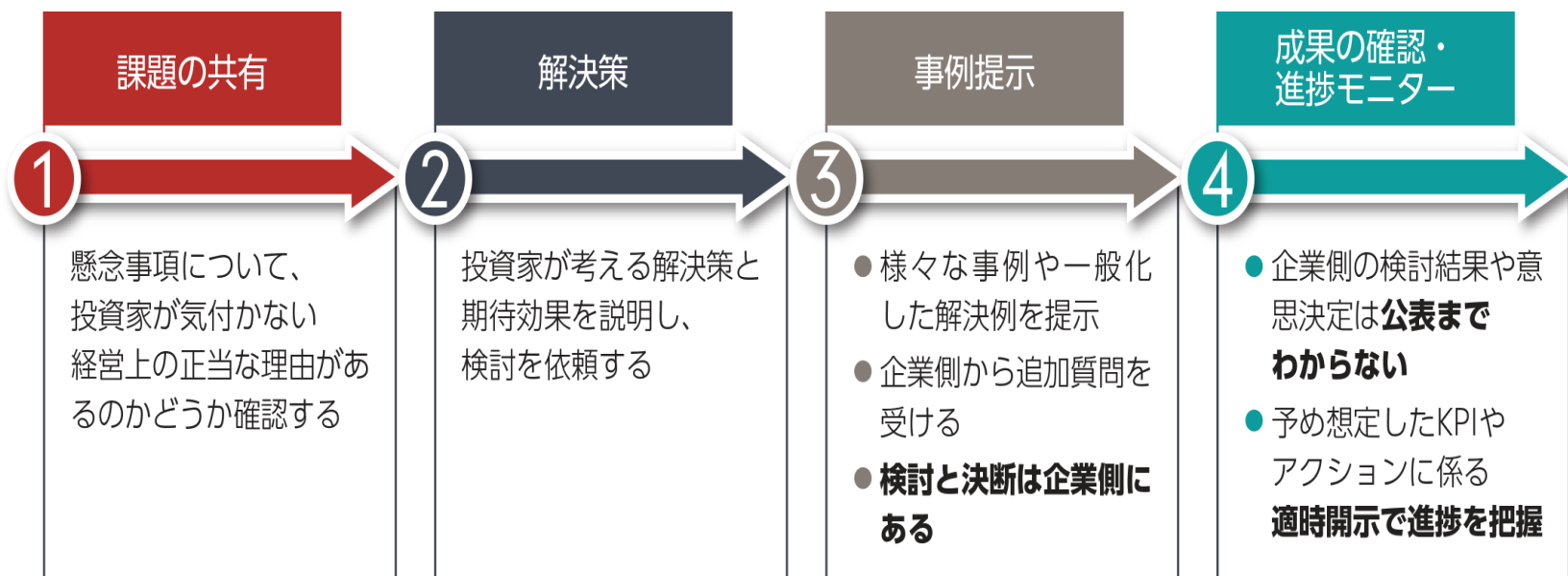
- ✓ 対話の原則、対話の内容、対話の手法、対話後のアクションという4つの観点から整理
- ✓ 企業の置かれている状況に応じて、実質的な対話の各要素のうち自社が実践できる者から投資家との対話に弾力的に取り入れていくことが重要

● 対話のプラクティスを共有する「場」の設置

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

対話の原則（実質的な対話の要素①）

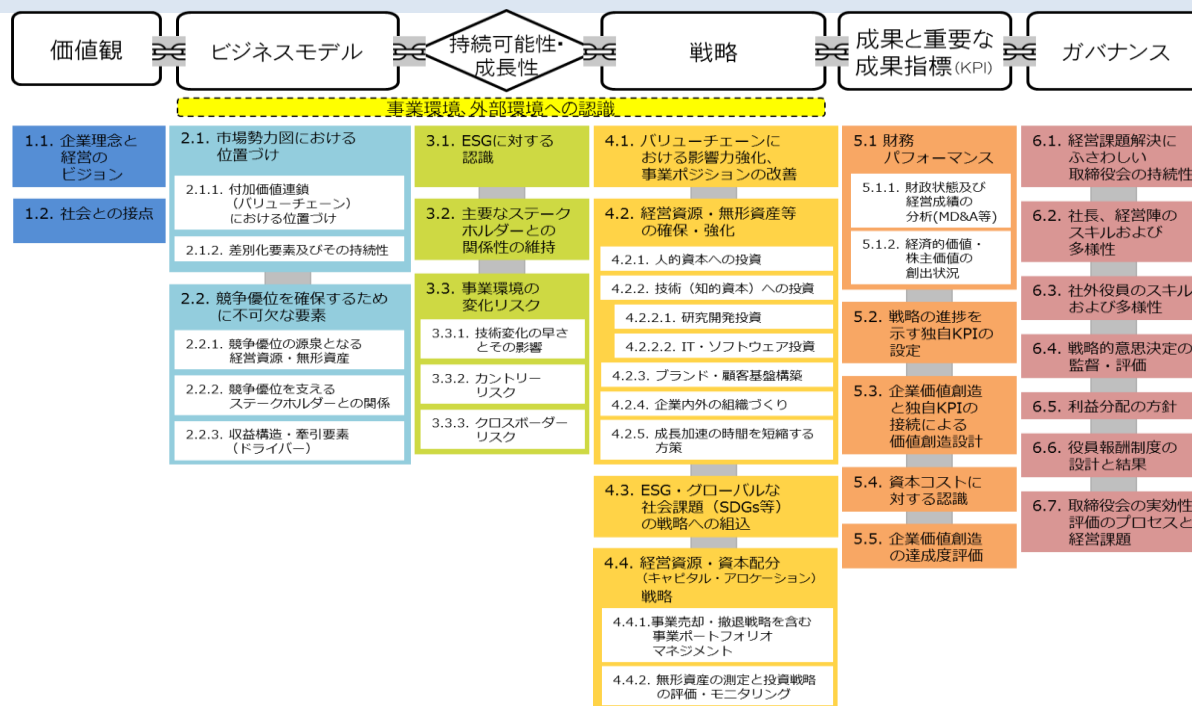
- 「実質的な対話」の原則は、対話が中長期的な企業価値創造に何らかの点で貢献している、あるいは貢献するであろうと期待されること。
- 「実質化」といえるためには、対話のプレイヤー（当事者：企業と投資家）が対話の中身（テーマ、対話の進め方、対話の進展等）に一定の満足をする。対話が表面的、紋切り型である場合には、「実質化」していない。
- 対話の内容が回を追うごとに、企業価値向上のための課題がより浮き彫りになり、それに対する取り組み施策が改善・進化していることを投資家側が認識すること。



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）

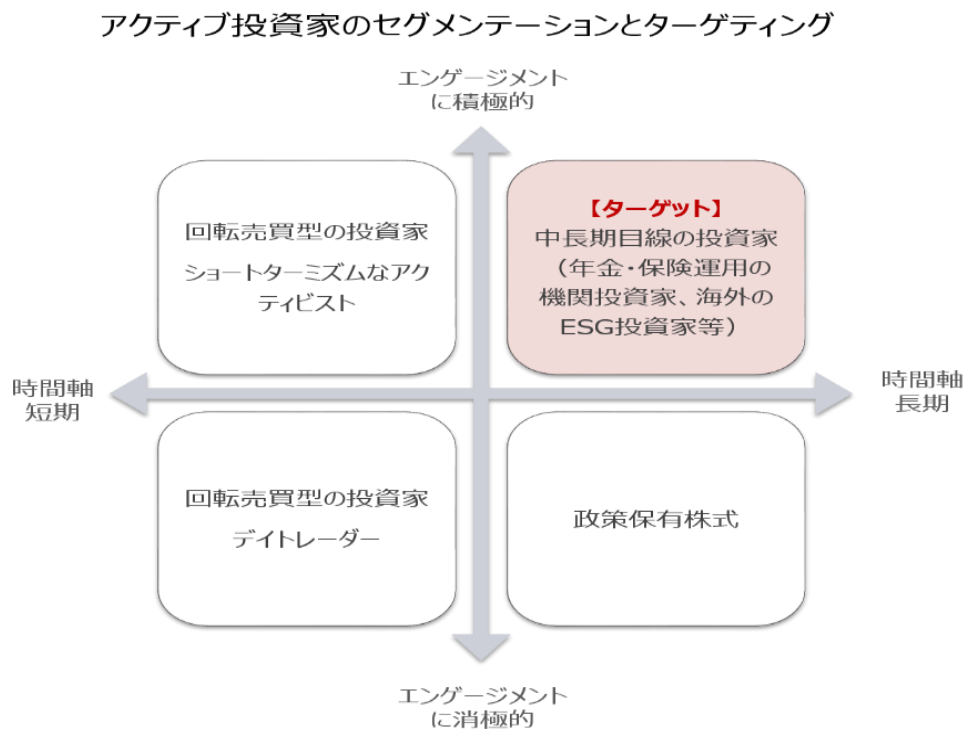
- 対話のアジェンダの選定が「マテリアリティ」に基づいていること。
- マテリアリティとは、自社の競争優位性、強み、稼ぐ力を持続化、強化していく上での重要な課題であり、個々の企業の置かれた状況に応じて特定すべきものである。
- ESG/SDGs等の社会のサステナビリティに関する事項をマテリアリティと特定するだけでは、それが個々の企業の競争優位性、強みや稼ぐ力の持続化、強化にどのように関係・影響があるのかを十分に認識することができない。ESG/SDGs等の社会のサステナビリティに関する事項を、中長期的な企業の競争優位性、強みや稼ぐ力の持続化、強化に対する具体的なリスク・オポチュニティと捉え直し、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



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。

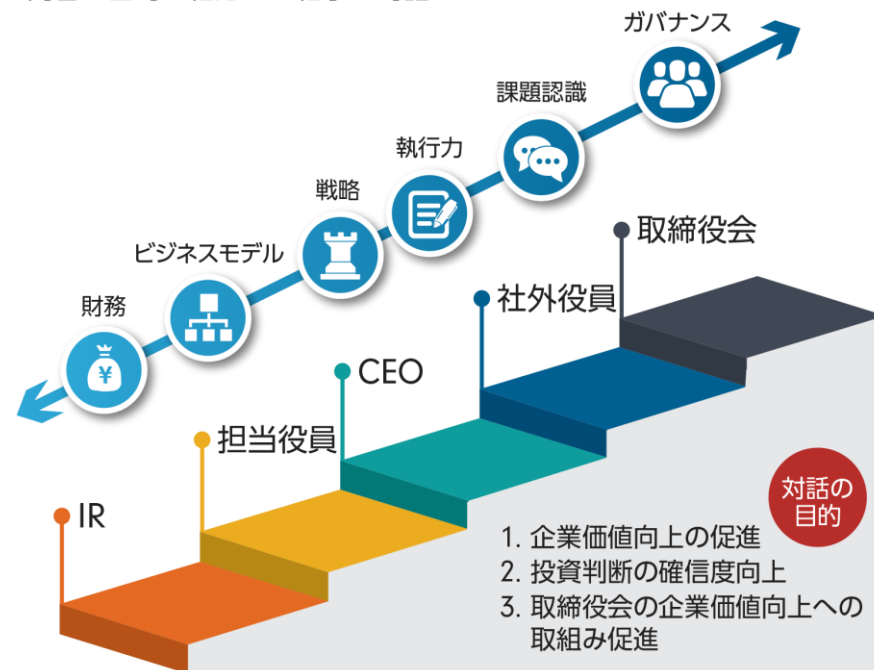
相手の属性や目的に応じた対話者や対話の手段等の設定の例

- 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

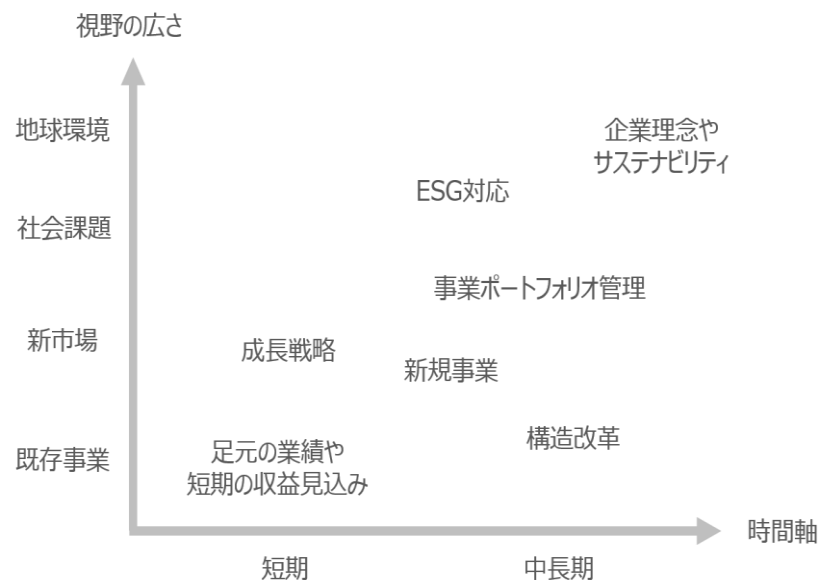
右図：サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会第4回フィデリティ投信株式会社・三瓶委員プレゼン資料より抜粋

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

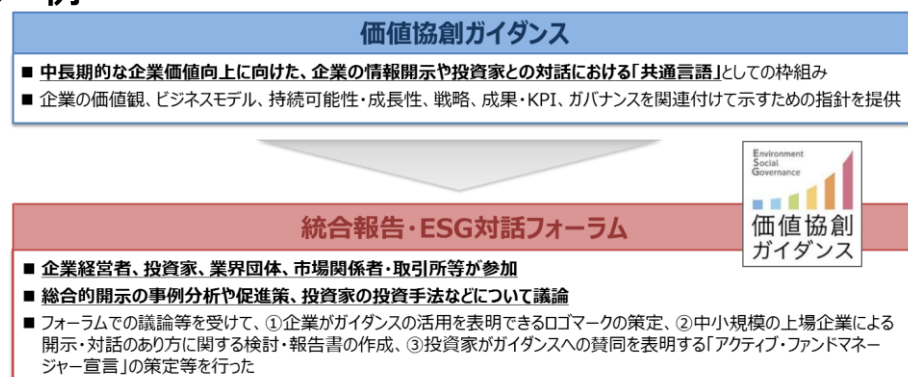
対話の成果が社長や取締役会に報告される仕組み作りはもとより、外部の投資家から自社がどのように評価されているか、経営トップは自社の方向性をどのように社外に説明しているかを、ミドルマネジメント層や若手社員にまで伝え、全社的な変革の機運を生み出す姿勢が必要であるという意識から、対話内容の社内へのフィードバックのために、企業が以下のような取組を実施

- 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

③ 社内でも対話する

- ✓ 「価値協創ガイドンス」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

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、「価値協創ガイドンス」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

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、「価値協創ガイドンス」等を使って投資家が自らの評価手法を示すこと

本日ご議論いただきたいこと

- SXを踏まえたガバナンスを考えるに当たり、取締役会の役割・機能をどのように捉えるべきか（監督機能に加え、目指すべき方向性や長期の時間軸を前提とした基本戦略等の構築や、そうした長期の基本戦略の見直しを行うことがより重要となるのではないか）。
- SXにおける取締役会の役割・機能を踏まえ、その役割・機能を実効的に発揮するためには、どのようなガバナンス体制を整備することが必要・重要か。
例えば、
 - ・取締役会の構成
 - ・サステナビリティ委員会の具体的な役割・機能
 - ・社長・CEOの指名（後継者計画を含む）への取締役会の関与のあり方
 - ・KPIの設定の在り方
 - ・役員報酬（業績連動報酬や、株式報酬等の中長期のインセンティブ報酬等）について、どのように考えるべきか。
- SXを実現する上で、投資家やその他の資本市場関係者の課題として、どのようなものがあるか。
特に、パッシブエンゲージメントの在り方について、どのように考えるか。
- 実質的な対話を広げていくために、実質化検討会で整理した「実質的な対話の要素」に加えた方がよい要素や、対話のプラクティスの共有の場の設置以外に取り組むべき課題としてどのようなものがあるか。