

サステナブルな企業価値創造に 向けた対話の促進について

SX(サステナビリティ・トランスフォーメーション)の普及

経済産業省

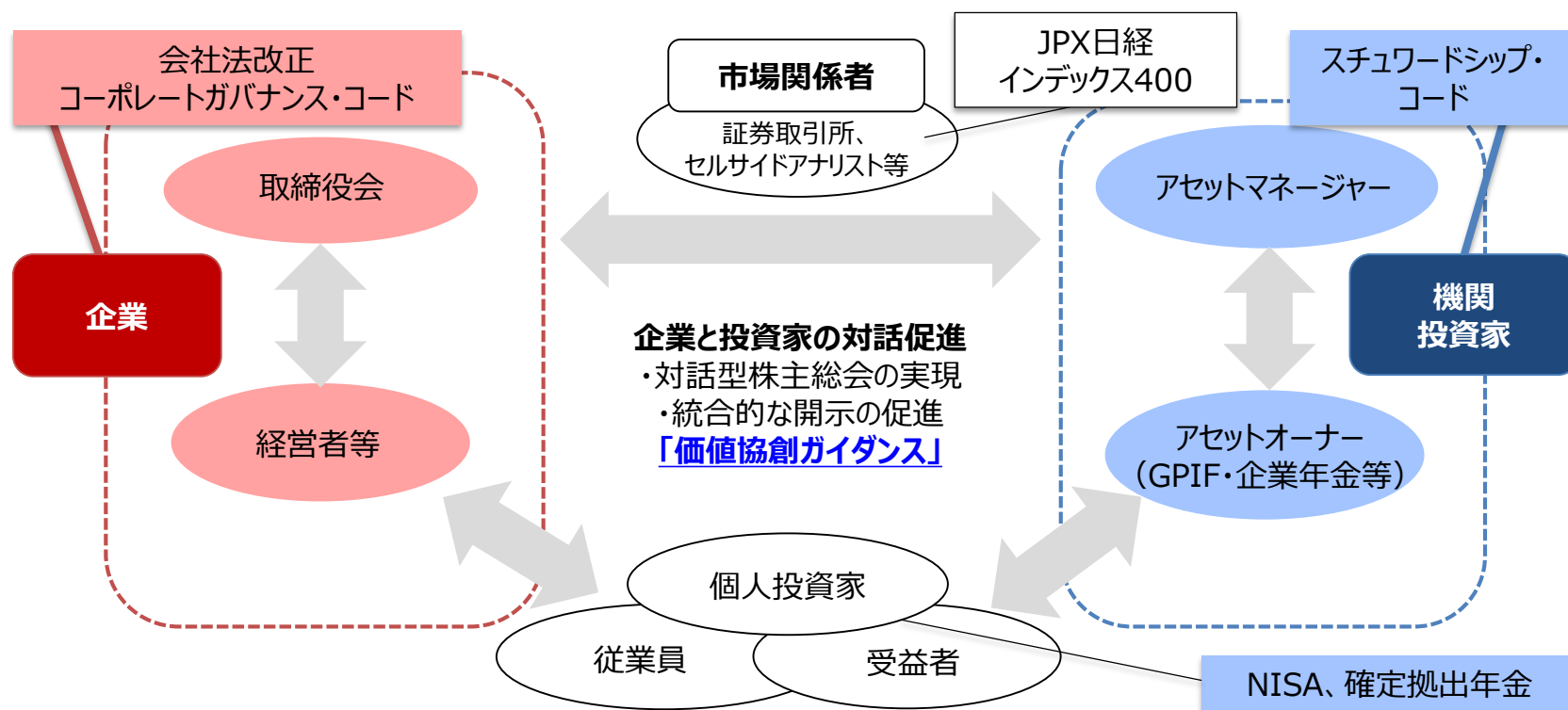
経済産業政策局 産業資金課長

呉村 益生

2021年1月

ガバナンス改革の全体像

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



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

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

伊藤レポートから本検討会設置までの流れ

伊藤レポート（2014）

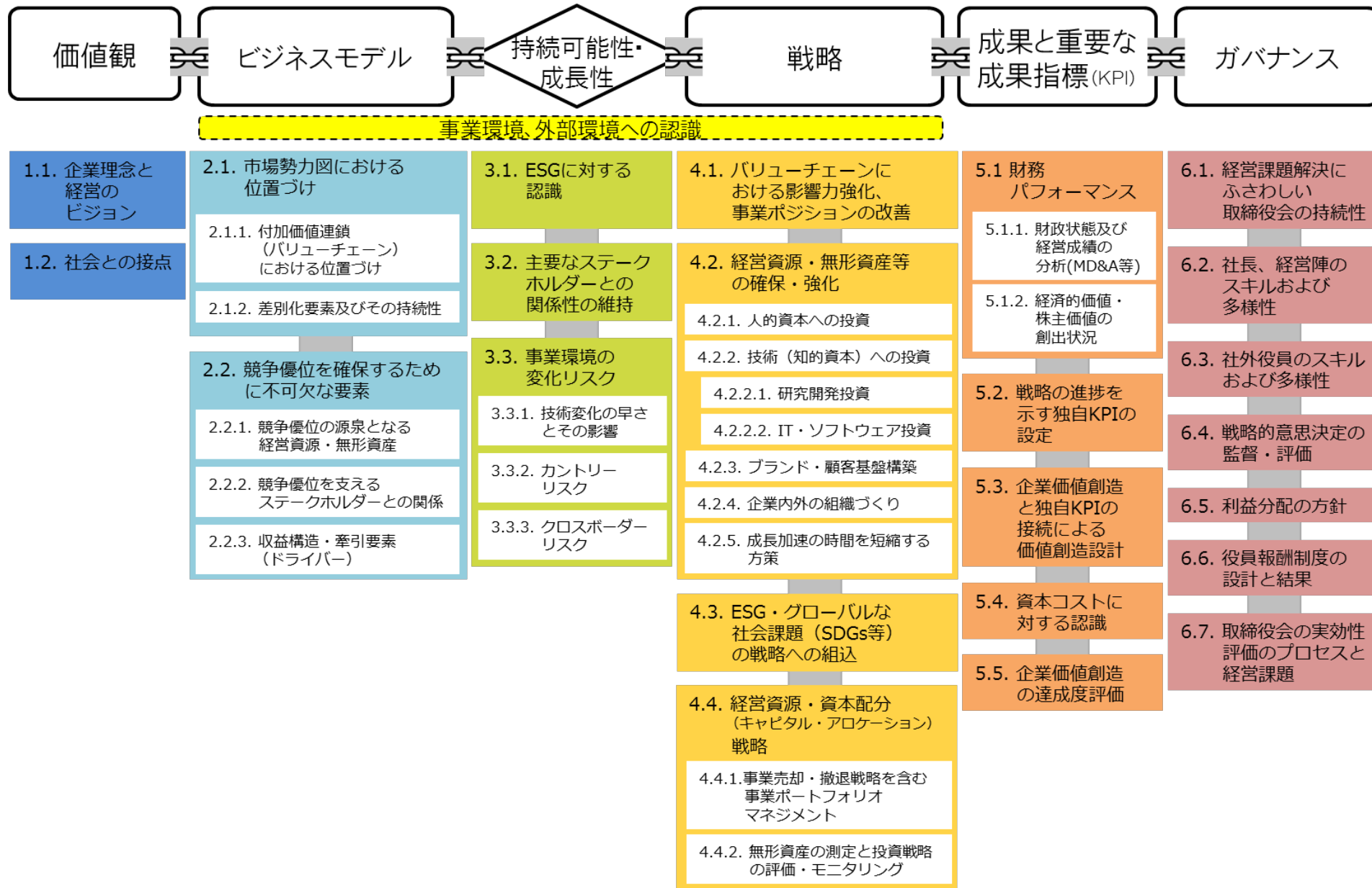
- ◆ 持続的低収益性のパラドックス（世界有数のイノベーション創出力を持ちながらも持続的低収益）
 - ✓ 持続的低収益性が市場のショートターミズム化を助長し、それがイノベーションに向けた投資の縮小につながり、それにより低収益性が持続するという悪循環
- ◆ 長期的なイノベーションに向けた積極的な企業による再投資と、それを支える中長期の視点を持つ投資家からの投資による中長期的な企業価値向上
 - ✓ 中長期的な視点を持つ企業と投資家との対話による「企業価値」の協創が必要
- ◆ 資本コストを上回るROEの達成（ROE 8%）
- ◆ 中長期的な企業価値向上という観点から、内部留保の配分や企業に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

伊藤レポート2.0／価値協創ガイダンス（2017）

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

- 中長期的な企業価値向上に向けた価値創造ストーリーについてのガイドライン
- 企業と投資家をつなぐ「共通言語」
- 価値創造の流れの整理（価値観→ビジネスモデル→持続可能性・成長性→戦略→KPI→ガバナンス）

価値協創ガイダンスの全体像

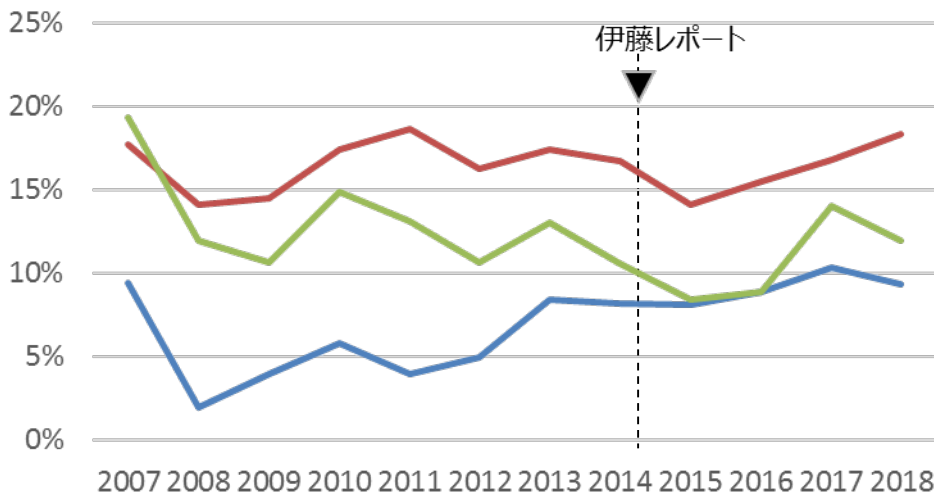


伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識①～資本効率に対する意識、ROEの推移～

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

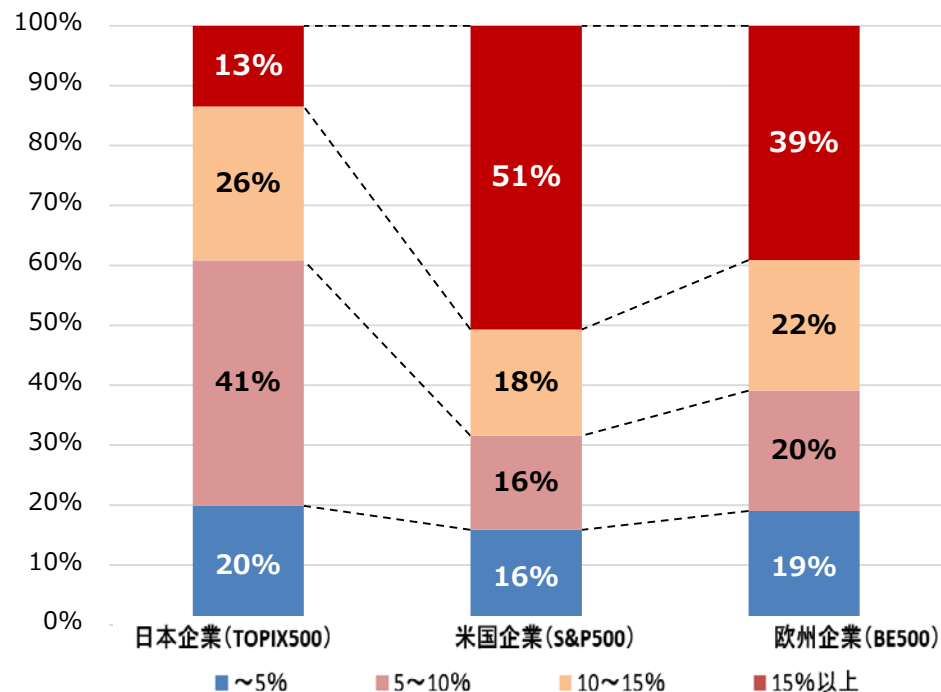
日米欧上場企業のROEの推移（加重平均）

— 日本 — 米国 — 欧州



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

ROEの分布（2019年9月末時点）



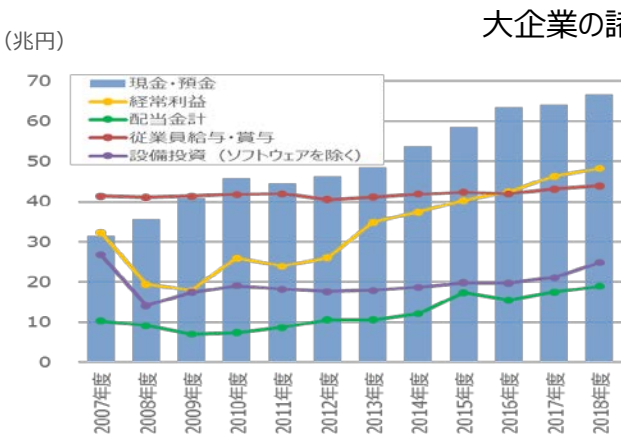
ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。

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

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

伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識②～無形資産投資～

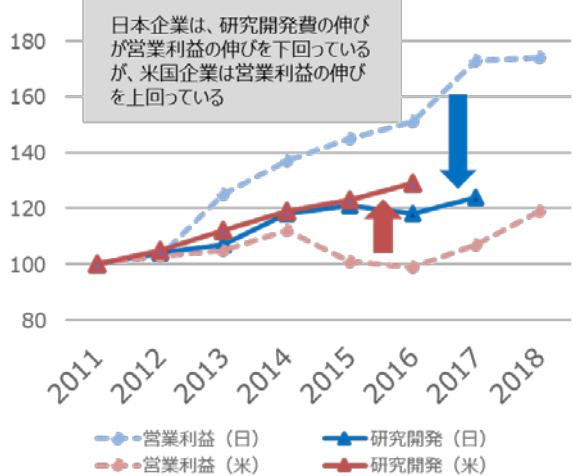
◆ 経営利益の増加と比例して、自社株買いや配当額は増加する一方で、中長期的な経営資源の配分（研究開発・能力開発・IT投資等の無形資産投資等）については、相対的に低水準。



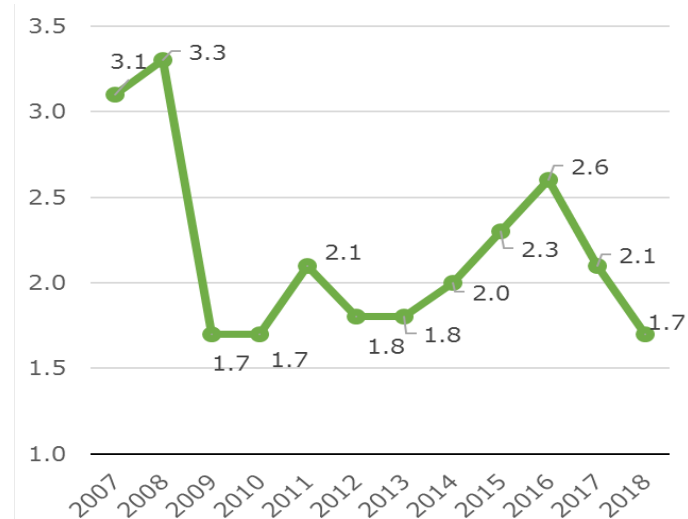
年度	経常利益	従業員給与・賞与	設備投資	配当金	現預金
2009年度	17.9	41.3	17.4	7.0	40.9
2018年度	48.2	43.9	24.7	18.9	66.6
増加分	30.3兆円	2.6兆円	7.3兆円	11.9兆円	25.7兆円
	+170%	+6%	+42%	+170%	+63%

(兆円)

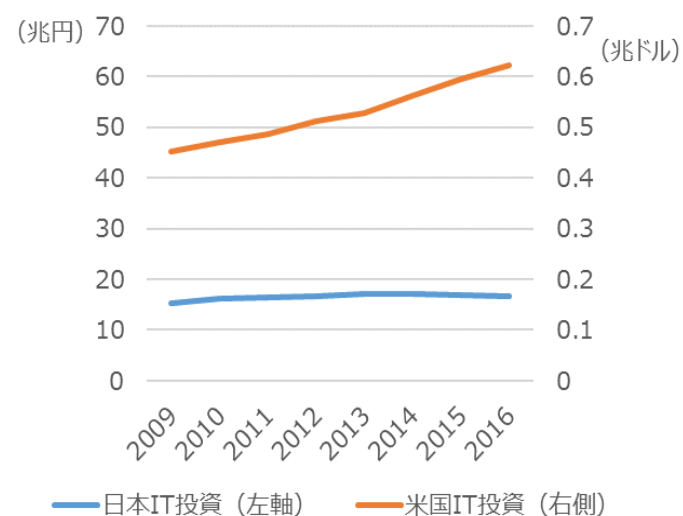
研究開発費・営業利益の推移の日米比較 (2011年を100として指標化)



従業員1人当たり能力開発費の動向



日米のIT投資額推移 (実質2010年価格)



上図：(1) 金融・保険を除く全産業、資本金10億円以上の企業の数値。(2) 「法人企業統計」を元に経済産業省作成

左下図：(1) 日本は年度、米国は暦年。(2) 財務省「法人企業統計」、経済産業省「企業活動基本調査」、U.S Census Bureau「Quarterly Financial Report」、National Science Foundation「Business Research and Development and Innovation」より経済産業省作成

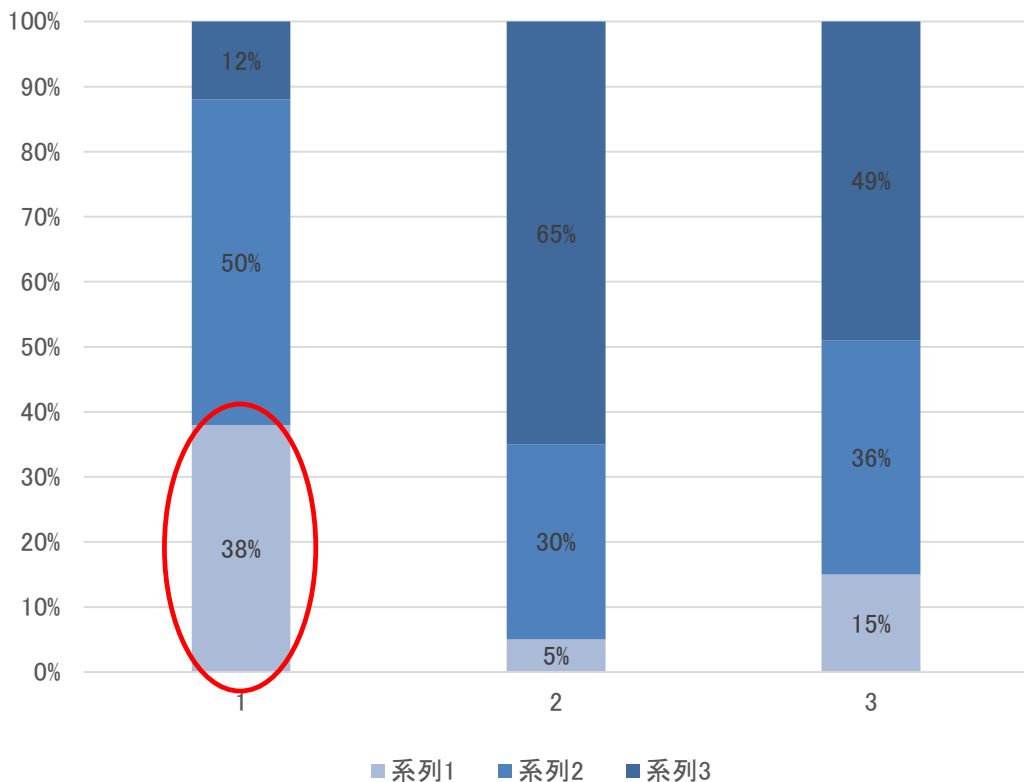
中央下図：(1) 能力開発費は、Off-JTと自己啓発（労働者が職業生活を継続するために行う、職業に関する能力を自発的に開発し、向上させるための活動）支援の合計。(2) 厚生労働省「能力開発基本調査」より経済産業省作成

右下図：総務省ウェブサイトより経済産業省作成

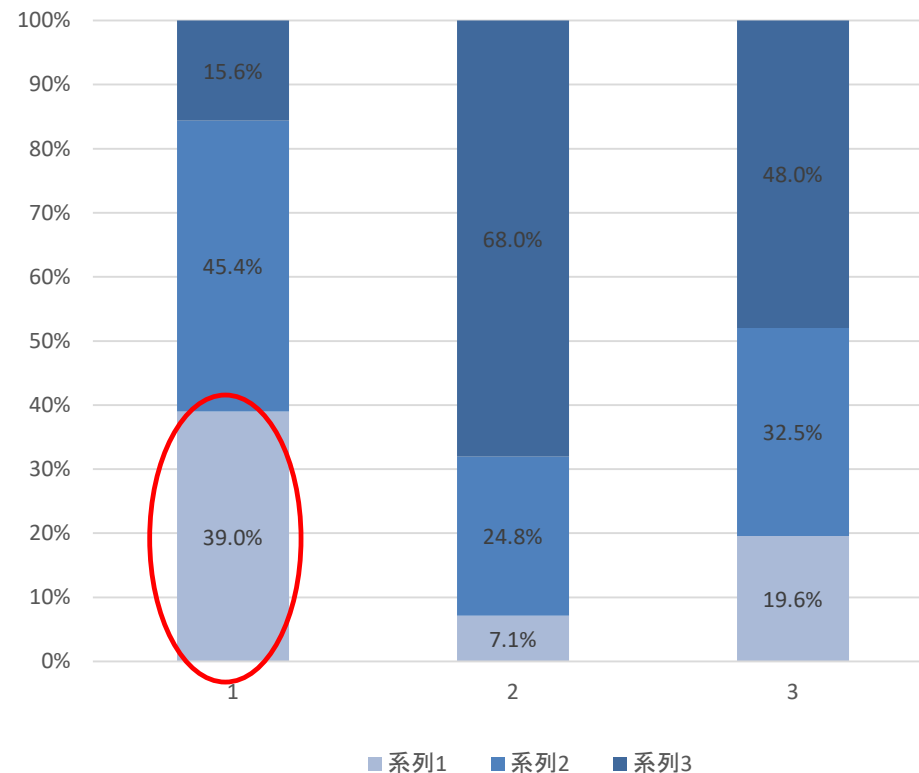
伊藤レポート公表後の日本企業の現状認識③～PBRの推移～

- ◆ ROEは改善傾向である一方で、2016年と2019年で比較しても、PBR 1 倍割れ企業は40%程度で横ばいで推移。特に海外投資家からは将来の事業構造への対応、それに伴う収益性に対して厳しい評価。

2016年時点のPBR



2019年時点のPBR



PBR = 時価総額 ÷ 純資産

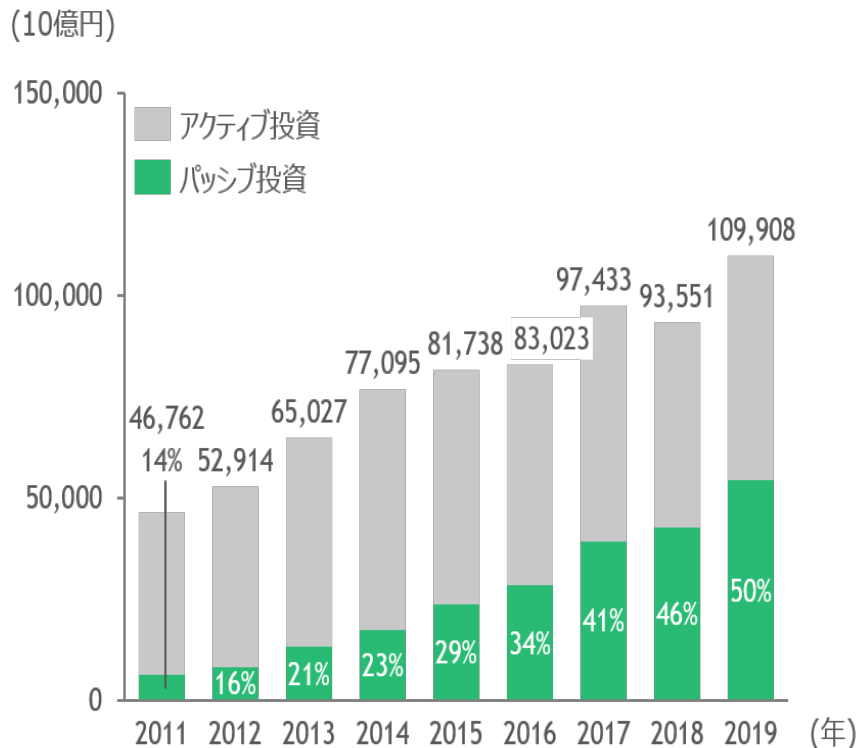
左図：Bloombergのデータを基に経済産業省作成（2017年3月37日時点）

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

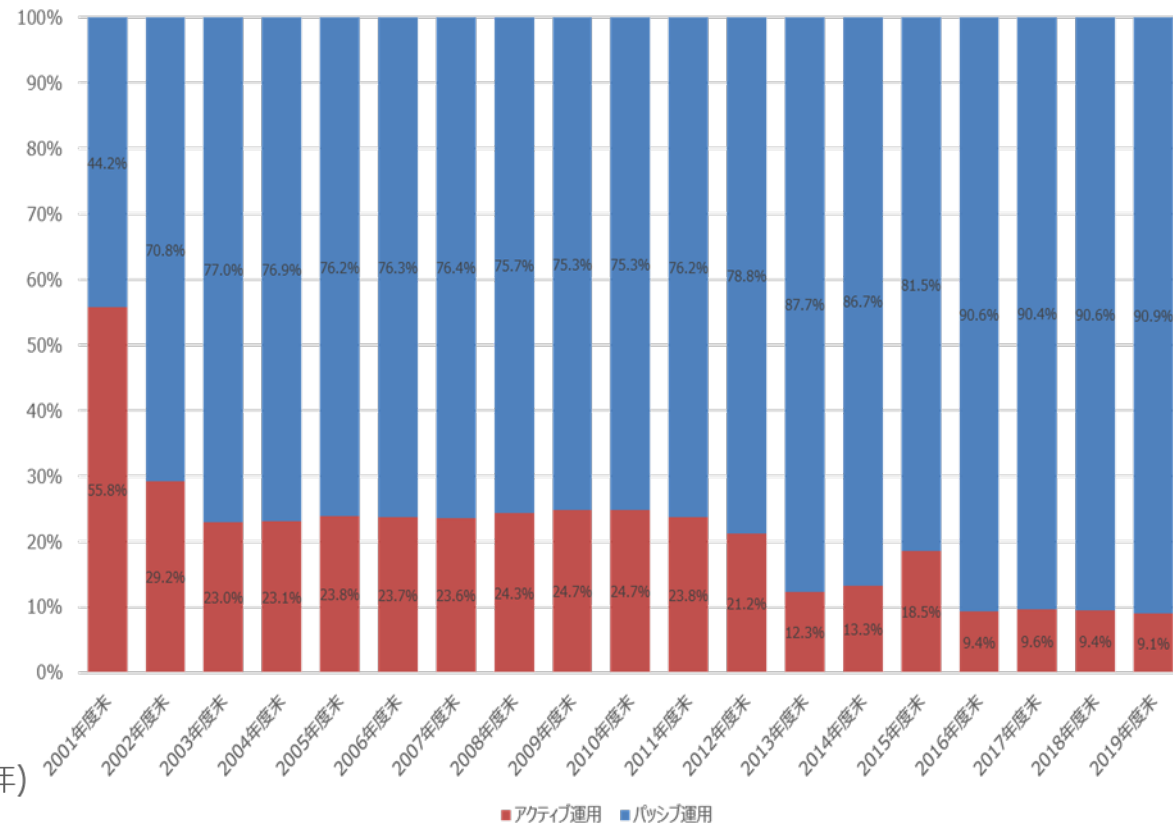
伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識①～パッシブ運用の拡大の継続～

- ◆ 2019年には、公募株式投信の50%がパッシブ運用。
- ◆ GPIFは、2018年度末時点で、国内株式運用の約90%がパッシブ運用、総額約35兆円。
- ◆ アクティブ運用では、リターンでインデックスを上回ることができていない商品も多い。
- ◆ アクティブ運用がインベストメントチェーンの中心であるが、パッシブ運用の拡大により対話が薄れることに対する懸念あり。

公募株式投信におけるパッシブ投資の割合



GPIFの国内株式パッシブ運用・アクティブ運用の割合の推移

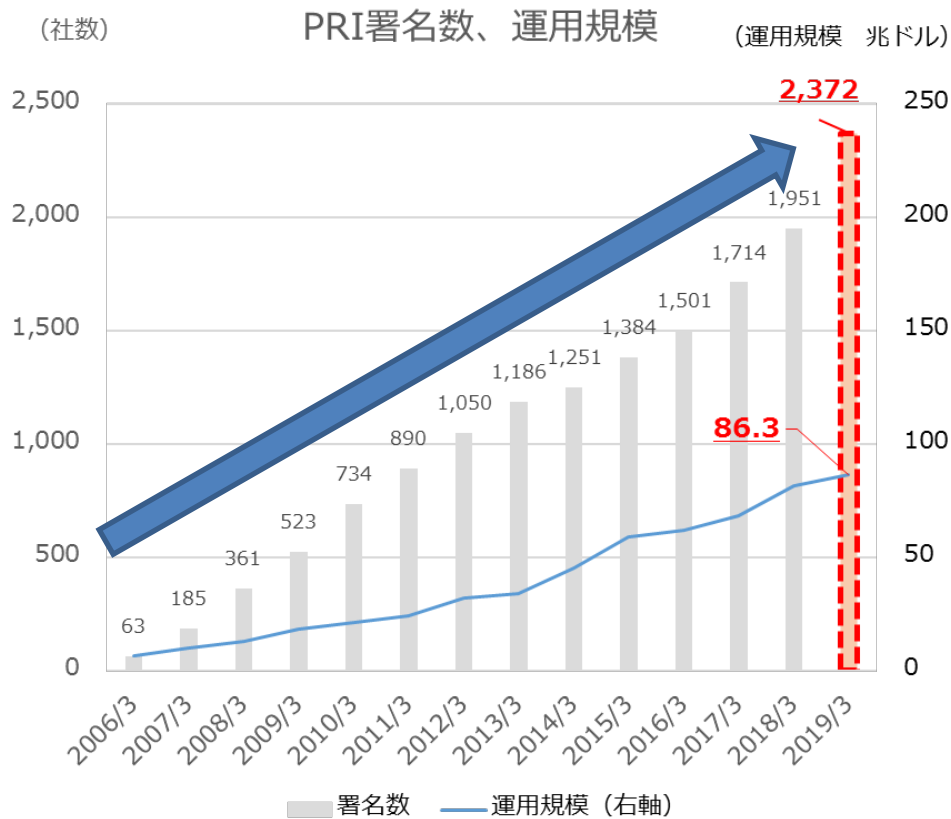


左図：経済産業省「令和元年度産業経済研究委託事業『株価指数の運用・利用実態に関する調査並びにローカルベンチマーク活用促進に向けた取組み及び企業の多様な資金調達手法の現状・課題に関する調査』より抜粋（数値は一般社団法人投資信託協会「統計データ」を基に算出）。

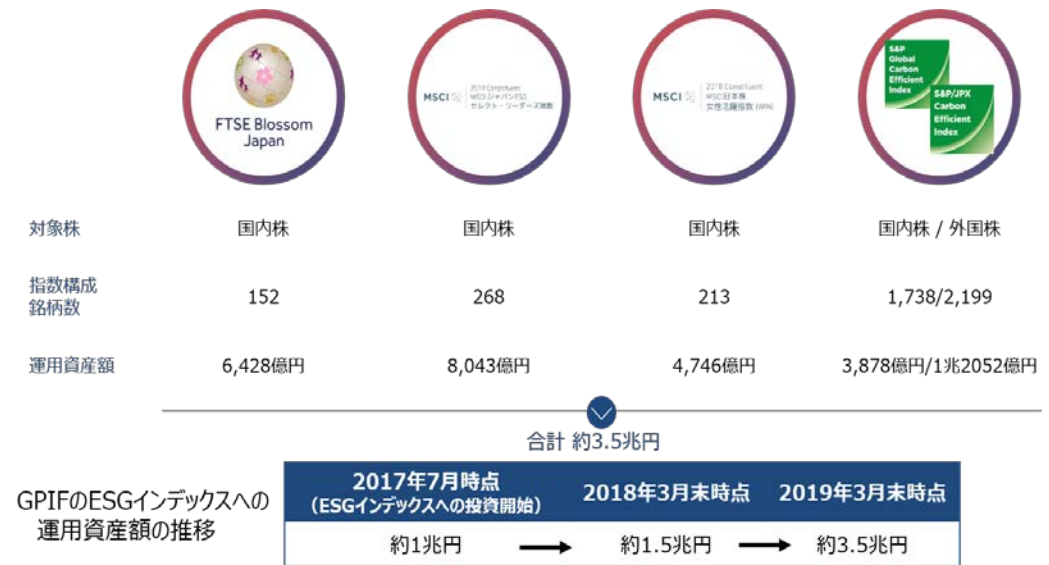
右図：年金積立金管理運用行政法人webサイト「2019年度の運用状況」より経済産業省作成

伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識②～ESG運用の拡大①～

- ◆ 2019年3月末時点で、PRI原則の署名機関数2,300超、運用規模80兆ドル超。
- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大を受けてESGの重要性に対する意識が更に向上するとともに、S（社会）の要素に対する意識も向上。



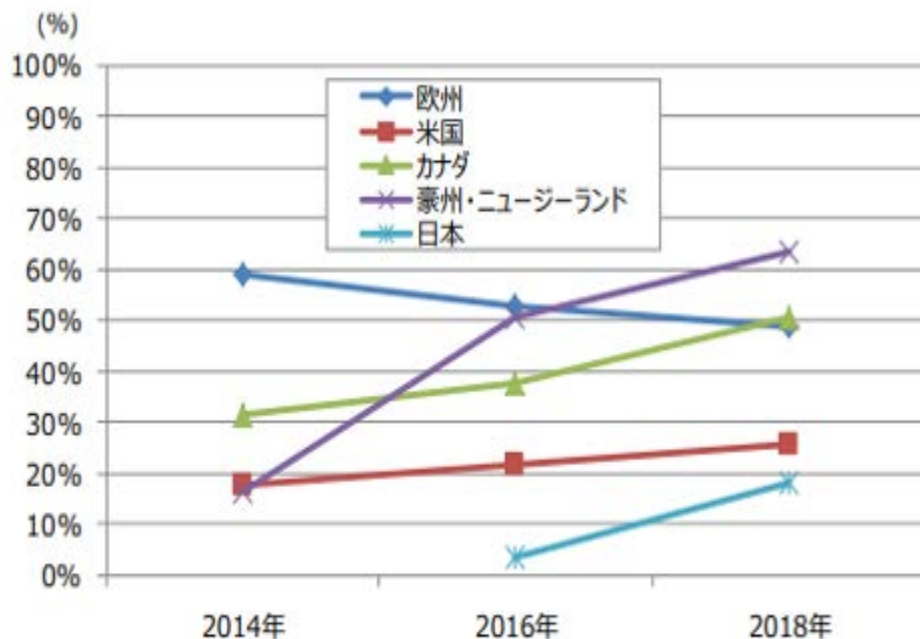
GPIFによるESG投資



伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識③～ESG運用の拡大②～

- ◆ 通常投資と比較したESG投資のパフォーマンスについて、現時点では学術的な定見なし。
- ◆ 世界では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、欧米に比べるとまだ少なく、多くの投資家が、今後の投資の拡大やパフォーマンスを見極めたいと考え、態度を保留している状況。

国・地域別の運用資産全体に対する ESG 投資の割合



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

(注)2014年の日本はアジア全体のデータに包括されていたためデータなし

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

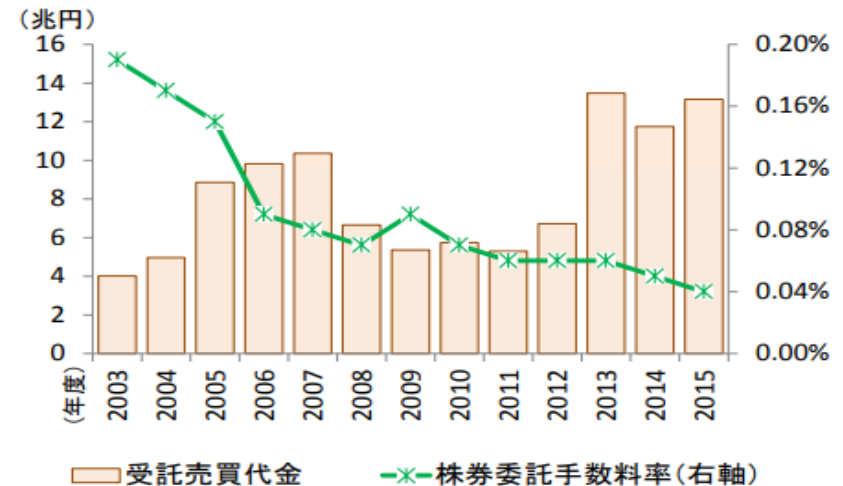
伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識④～セルサイド・アナリストの現状～

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

MiFID II による手数料アンバンドリング

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

株券売買委託手数料率の推移



(注) 株券委託手数料率 = 株券現物委託手数料 ÷ 受託売買代金

(出所) 日本証券取引所「東証総合取引参加者決算概況」より大和総研作成

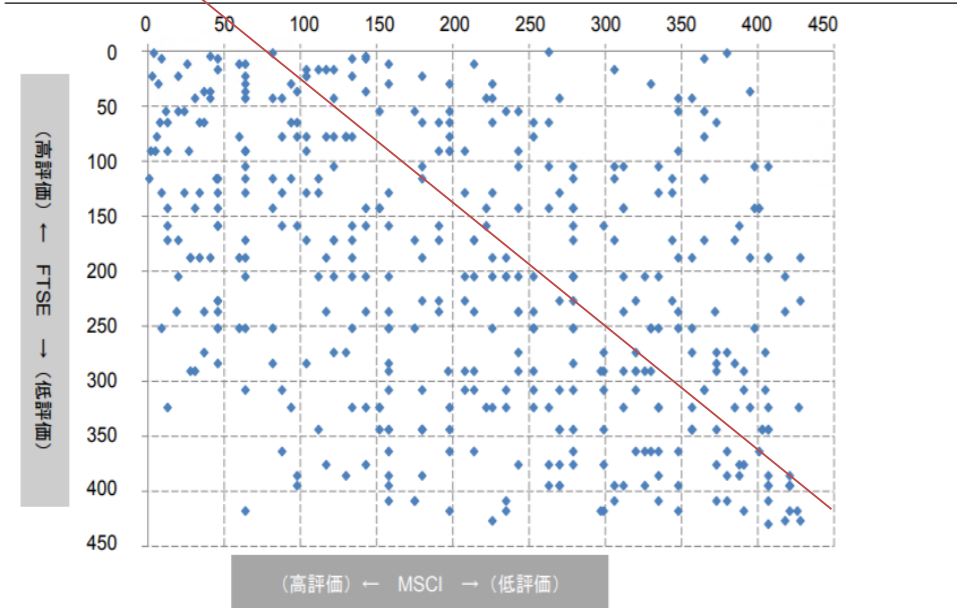
伊藤レポート公表後の資本市場の現状認識⑤～ESG評価機関の現状～

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

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

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

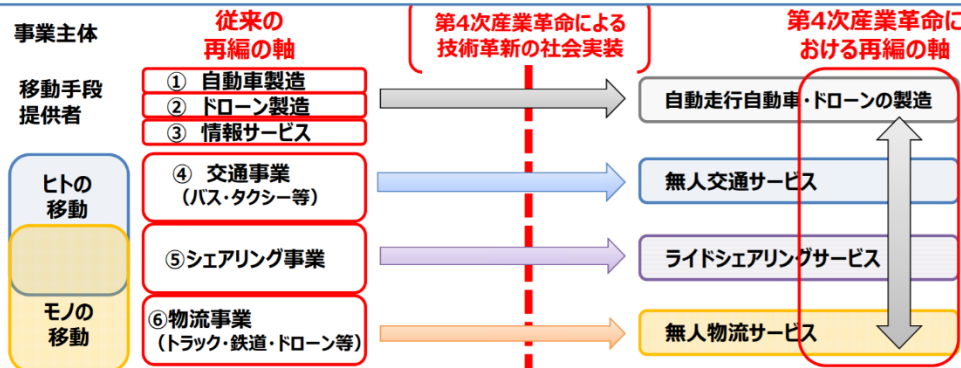
注2：図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位（1位～430位）

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

企業経営を取り巻く環境に関する現状認識①～不確実性の高まり～

- ◆ 第4次産業革命やDXの進展により、産業構造の変化を伴う破壊的イノベーションが頻発。
- ◆ 気候変動や局地的な災害等が発生し、世界的な経済リスクの大きな要因に。
- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大に伴うパンデミックによる経済危機の発生や、米中对立構造が深まる中、グローバル経済に対しての先行き不透明感が広まり、リーンなグローバルサプライチェーンに対しての脆弱性が露呈。
- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大により、Society5.0への構造変革や、企業のDXの対応、社会のサステナビリティを意識したSDGs経営など、従来から指摘されていたトレンドが更に加速化。

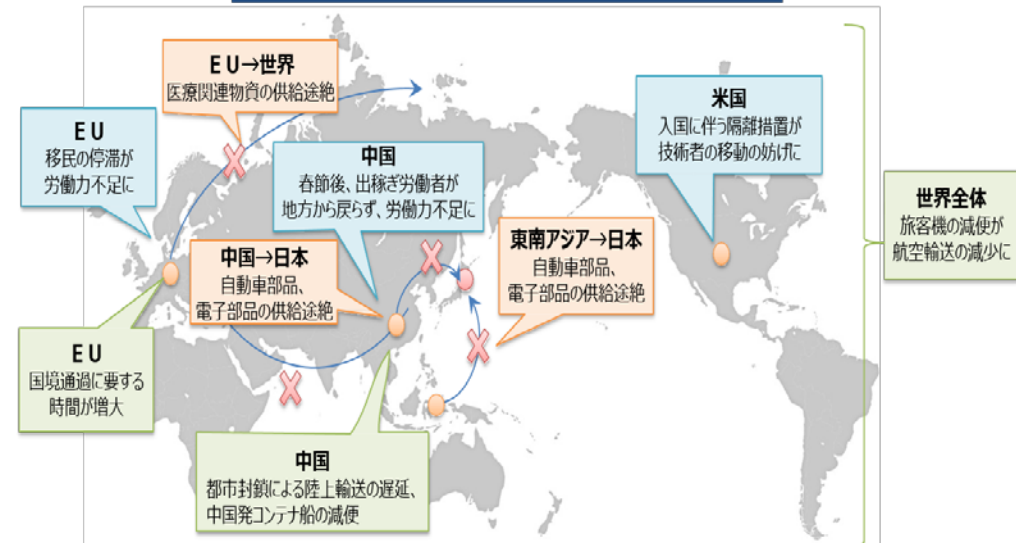
- 第4次産業革命技術の社会実装が進むにつれ、業種の壁が限りなく低くなる。
- この結果、同業同士の再編に加え、全く別の産業も飲み込み新たなサービスプラットフォームを創出する再編が拡大する可能性。



再編の萌芽：異なる産業との連携が行われている最近の主な例

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

新型コロナウイルスを受けたサプライチェーンの寸断の一例



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

左図：「新産業構造ビジョン」より抜粋

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

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

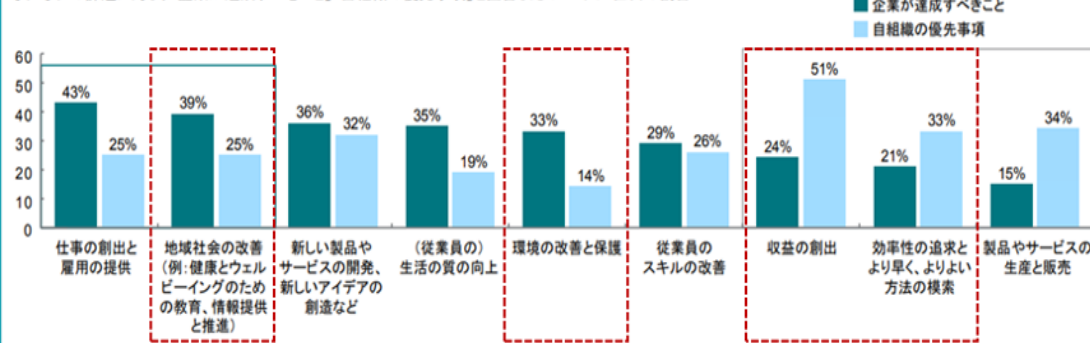
- ◆ ESG投資、サステナビリティ投資の拡大。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、ESG投資はさらに拡大の潮流。併せて、E（環境）の要素だけでなく、S（社会）の要素の重要性が再認識。
- ◆ ミレニアル世代の台頭により、消費者・従業員・株主等の各ステークホルダーの意識・行動の変容、それに合わせたマーケットの変化。

SDGs経営ガイドより抜粋（経営者や投資家の声）

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

図2.「相容れない」雇用主とミレニアル世代の優先課題

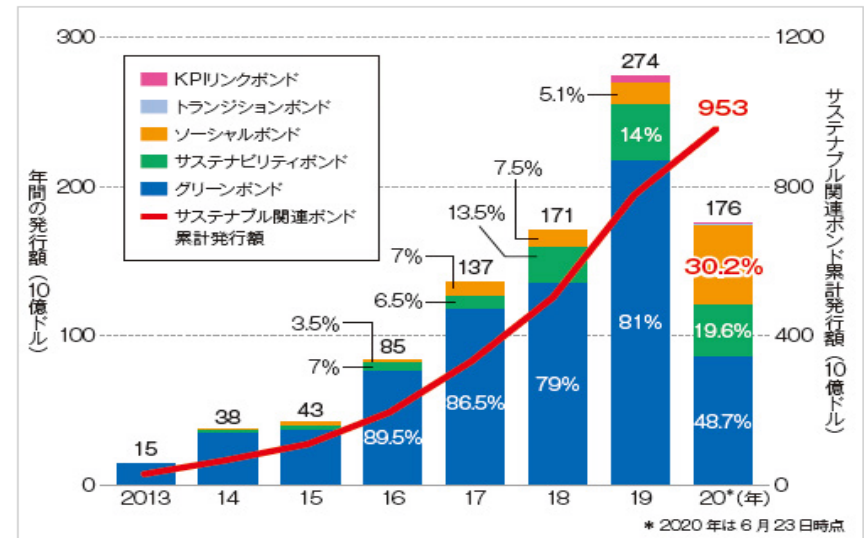
それぞれの課題に対し、「企業が達成すべきこと」「自組織の優先事項」と回答したミレニアル世代の割合



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

デロイト・トーマツ「2018年 デロイト ミレニアル年次調査」より抜粋

■ 2020年の上半期だけで前年比約4倍のソーシャルボンドが発行



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

(出所：ブルームバーグのデータを基にBNPパリバ作成)

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

中長期の持続的な企業価値向上に対する課題

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 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。

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

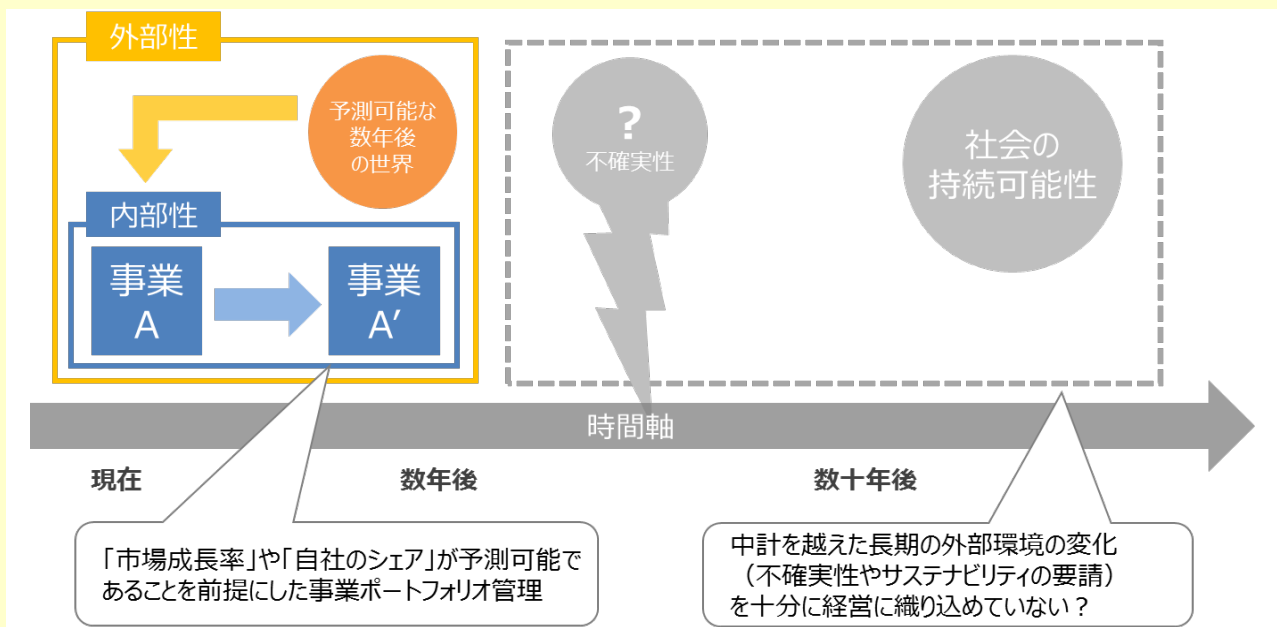
◆ 投資家の理解を得にくい、以下のテーマに関して、どのように対話をすべきか

- 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

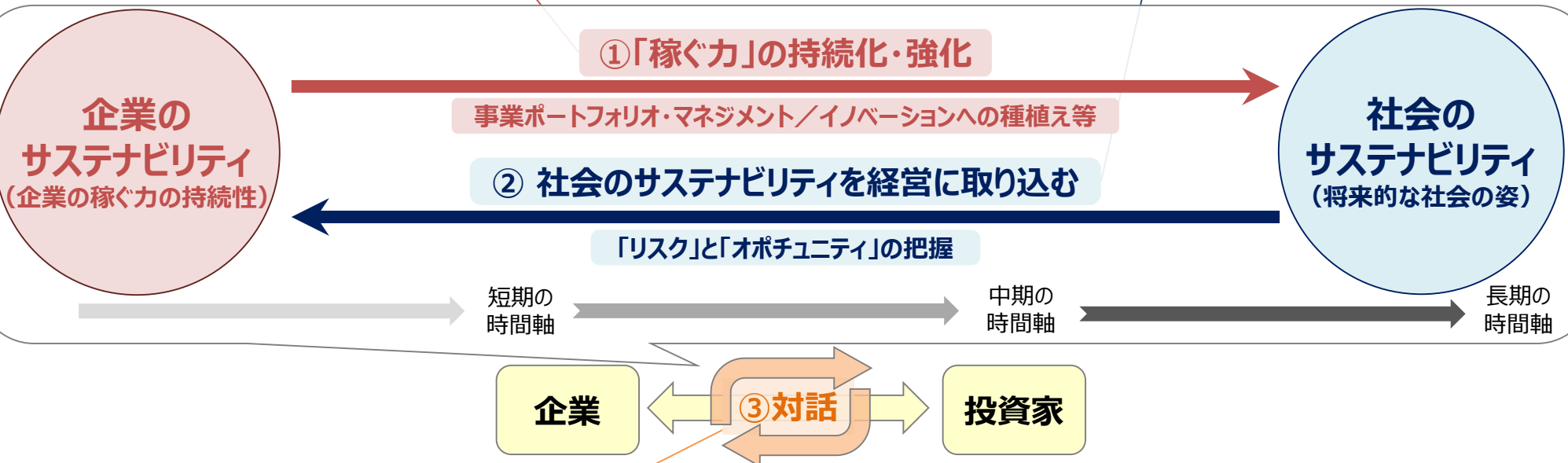
不確実性の高まり

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



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

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

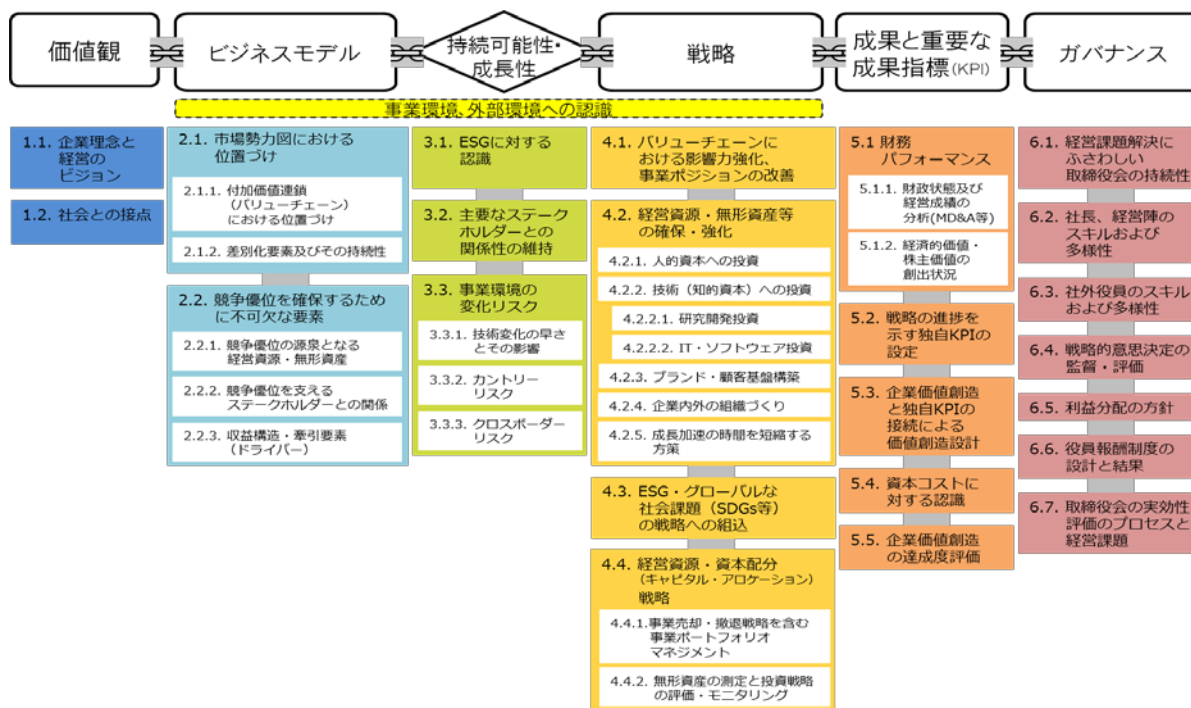
◆ 対話のプラクティスを共有する「場」の設置

- ✓ 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

対話の内容（実質的な対話の要素①）

○ 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①）

- 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。

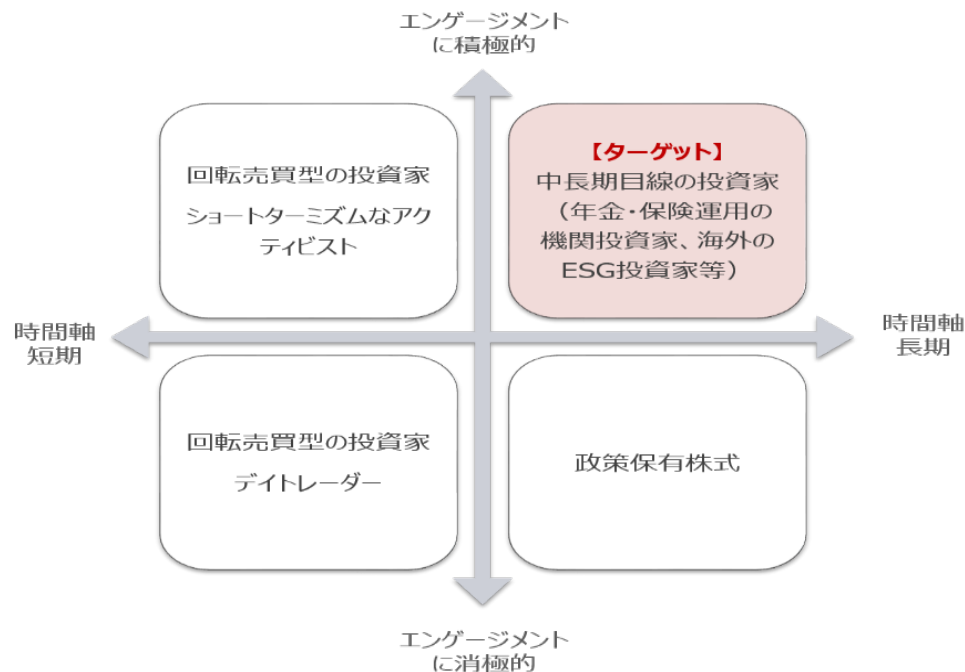
対話の手法（実質的な対話の要素②）

- 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。

アクティブ投資家のセグメンテーションとターゲティング



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

対話の手法（実質的な対話の要素②）

- 重点的に対話すべき投資家を特定した後、相手の属性や目的に応じて適切な対応者（CEO、社外取締役、IR担当者等）を設定していること。

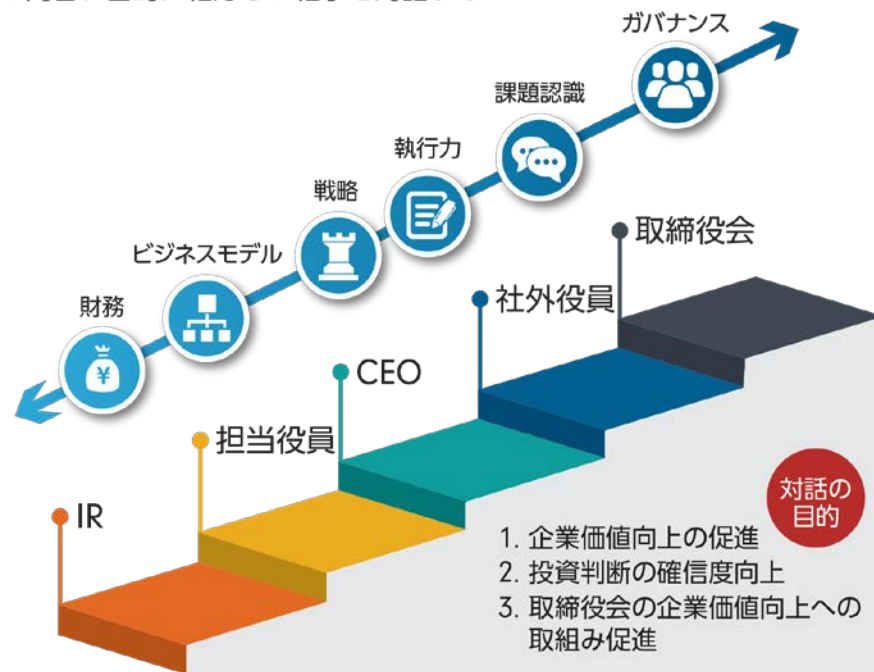
＜相手の属性や目的に応じた対話者や対話の手段等の設定の例＞

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

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

対話の相手

対話の内容、目的に相応しい相手と対話する

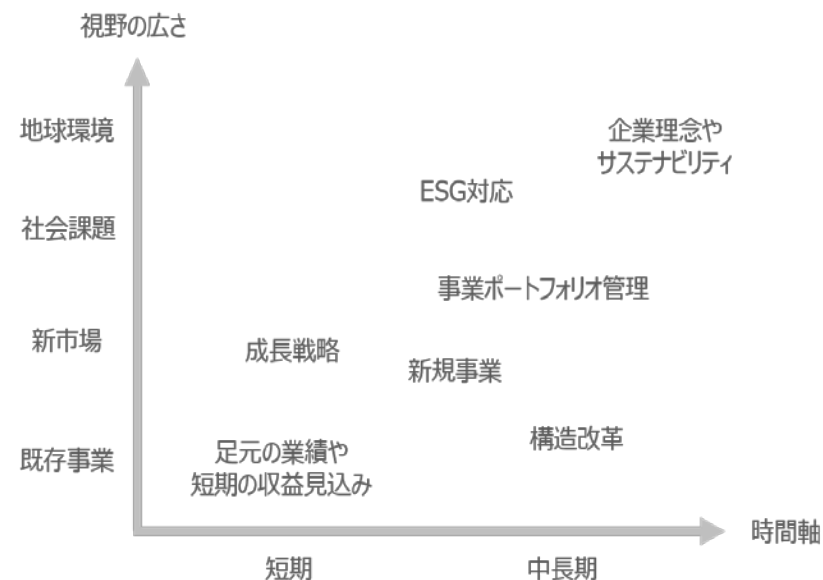


対話の手法（実質的な対話の要素②）

- 対話の前提として、投資家サイドに、実効的な情報開示を行うことにより、対話においてはマテリアリティに基づく具体的なアジェンダに集中し、質の高い対話が可能になっていること。
- face to faceでの対話と情報開示が相乗効果を発揮していること。
- 新型コロナウイルスの感染拡大を受け、ウェブ会議等のリモートによる会議・対話が普及し、海外の機関投資家ともリモートによる対話が容易になったことを踏まえ、相手の属性や目的、具体的なアジェンダ、状況等に応じて、直接の面談やウェブ会議等のリモートによる対話等を適切に使い分けていること。

<対話のアジェンダの設定の在り方の例>

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



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

対話後のアクション（実質的な対話の要素③）

- 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