

# 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

## - ESG・非財務情報と無形資産投資 -

### （価値協創ガイダンス）

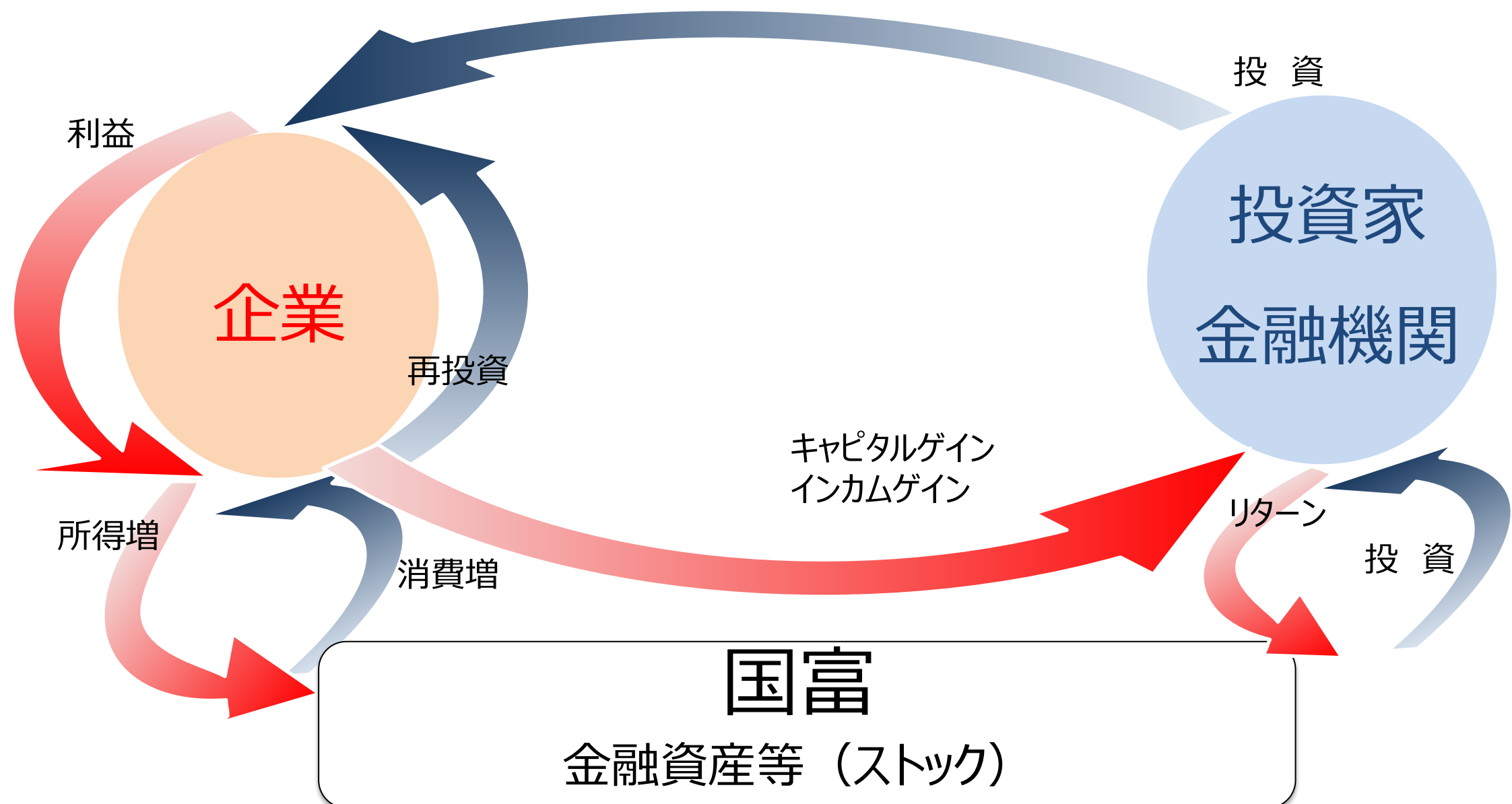
平成29年5月29日  
経済産業政策局  
産業資金課

# 1. インベストメント・チェーンの最適化

日本が急速な高齢化と人口減少に直面する中、限りある様々な資源（金融資本、人的資本、知的資本等）の「資本効率」を高め、長期的な国富の維持・形成を図ることが必須。

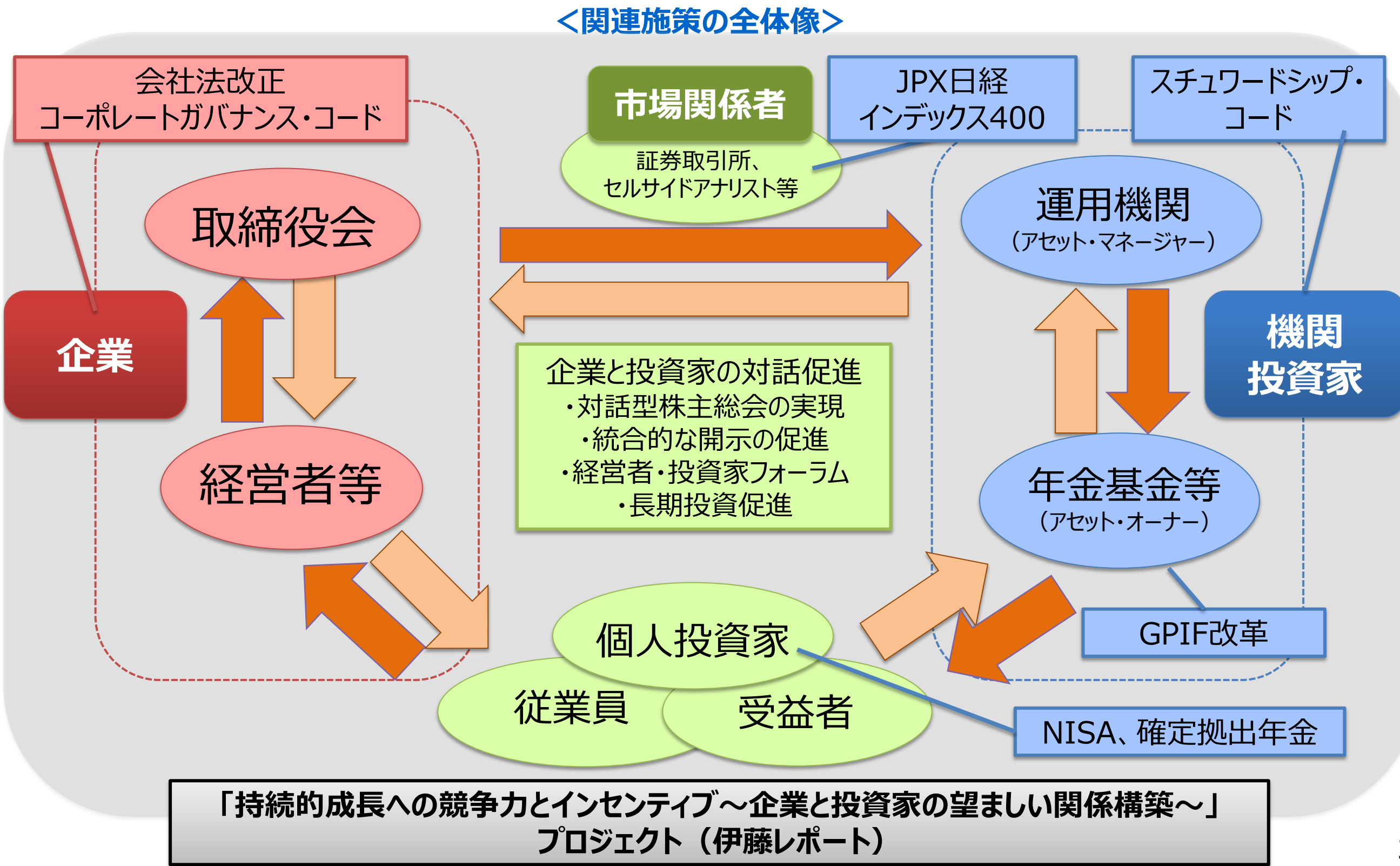
企業が「稼ぐ力」を高め、持続的な価値創造を実現し、長期的なリターンを得られる仕組み、すなわち経済の「インベストメント・チェーン」(※)の全体最適化による好循環及び持続的成長を確保。

(※) 資金の拠出者から、最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり。



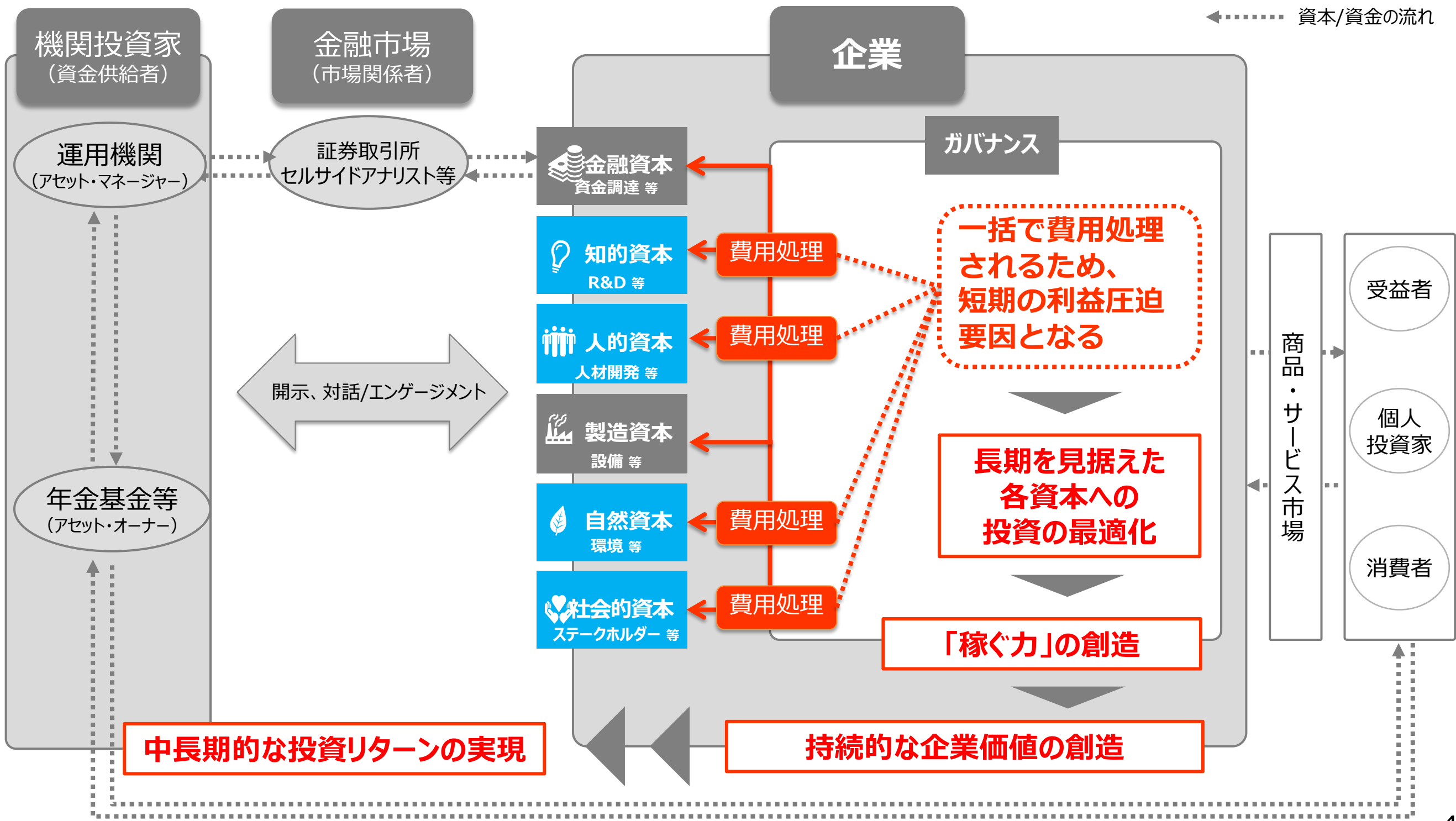
# 2. インベストメント・チェーン関連施策の全体像

企業が稼ぐ力を高め、持続的な企業価値を向上させるためには、企業における適切なガバナンス機能の発揮とともに、企業と投資家との建設的な対話を促すことが重要。



# 3. インベストメント・チェーンにおける企業投資の位置づけ

企業による人材や知的資本等への投資は、短期的には利益圧迫要因となるが、持続的な企業価値の創造のためには、**長期を見据えて各資本への投資を最適化する経営者の戦略的判断とガバナンス**が重要。

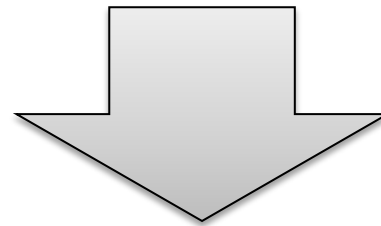


## 4. 「日本再興戦略2016」に基づく研究会の設置

### 日本再興戦略2016：

- ①実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組の深化
  - イ)「持続的な企業価値の向上、中長期的投資の促進」

ESG（環境、社会、ガバナンス）投資の促進といった視点にとどまらず、持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資の在り方やそれを評価する方法について、長期的な経営戦略に基づき人的資本、知的資本、製造資本等への投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや経営者の投資判断と投資家の評価の在り方、情報提供の在り方について検討を進め、投資の最適化等を促す政策対応について年度内に結論を出す



上記の検討のため、2016年8月、経済産業省（※）において「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」を設置

※オブザーバーとして金融庁等が参加

# 5. 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会

「日本再興戦略2016」に基づき、持続的な企業価値の向上、中長期的投資の促進のための方策として、人材、知的資本等への投資を最適化する経営者の判断とガバナンスのあり方、投資家の投資判断のあり方、情報提供のあり方について検証し、投資の最適化等を促す政策対応を検討。  
**2016年8月24日に第1回を開催し、月1回の頻度で開催。2017年5月25日に第9回が終了。**

|       |                                                         |
|-------|---------------------------------------------------------|
| 伊藤 邦雄 | 一橋大学大学院商学研究科 特任教授 ※座長                                   |
| 有馬 利男 | 富士ゼロックス株式会社 イグゼクティブ・アドバイザー、<br>国連グローバル・コンパクト ボードメンバー    |
| 安藤 聡  | オムロン株式会社 取締役室 社長付                                       |
| 井口 譲二 | ニッセイアセットマネジメント株式会社 株式運用部担当<br>部長、チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー |
| 市川 祐子 | 楽天株式会社 I R 部長                                           |
| 江良 明嗣 | ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門<br>インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者      |
| 翁 百合  | 株式会社日本総合研究所 副理事長                                        |
| 奥野 一成 | 農林中金バリューインベストメンツ株式会社 常務取締<br>役（C I O）                   |
| 小口 俊朗 | ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社<br>代表取締役                       |
| 菊田 徹也 | 第一生命保険株式会社 常務執行役員 投資本部長                                 |
| 久保 雅晴 | 三井化学株式会社 代表取締役副社長執行役員                                   |

|        |                                             |
|--------|---------------------------------------------|
| 小林 いずみ | I I R C 理事                                  |
| 三瓶 裕喜  | フィデリティ投信株式会社 ヘッド オブ エンゲージメント                |
| 首藤 恵   | 早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授                         |
| 高橋 充   | 株式会社 S U B A R U 取締役 専務執行役員                 |
| 竹ヶ原 啓介 | 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部長                         |
| 濱口 大輔  | 企業年金連合会 運用執行理事 チーフ インベストメント オフィ<br>サー       |
| 廣田 康人  | 三菱商事株式会社 代表取締役 常務執行役員                       |
| 松島 憲之  | 三菱 U F J モルガン・スタンレー証券株式会社 チーフリサーチアド<br>バイザー |
| 水野 弘道  | 年金積立金管理運用独立行政法人 理事兼 C I O                   |
| 宮川 努   | 学習院大学 経済学部長                                 |



# 6. 企業と投資家の対話・開示に係る政策検討の方向性

## 企業と投資家の長期投資の重要性と我が国の開示制度の課題

- ◆ 第四次産業革命において企業が持続的に価値を生み出す**競争力の源泉**は、強固なビジネスモデルとそれを持続的な成長につなげるための戦略であり、有形資産だけでなく人材や技術・知識等の「**無形資産**」への**戦略投資**を視野に入れた経営が重要。そして、そのような**企業経営を適切に評価して長期資金を供給する投資家**を引きつけることが重要。
- ◆ しかし、投資家に価値を伝える手段である我が国企業の開示は、①複数媒体に開示がまたがっており、かつ、②長期的な投資判断に不可欠なビジネスモデルや経営戦略、ESG等の非財務情報が不十分との声。
- ◆ **長期投資家の重視する情報が国際的に見て最も実効的・効率的に開示される環境を実現すべく、①開示制度の効率化、②長期的な企業価値評価のための開示充実**に同時並行で取り組み、結果として、**機関投資家等の企業評価・対話の質向上を通じた企業の「稼ぐ力」の向上**を実現する。

### 開示制度の見直し

共通化

- 有価証券報告書と事業報告等の類似の項目を特定し、共通化を実施

合理化

- 開示項目の集約・統合・廃止等の合理化を行い、開示の自由度を高める

一体化

- 有価証券報告書と事業報告等を1つの書類でも対応可能に
- あわせて長期投資家が重視する**非財務情報の開示充実**

「国際的に見て最も実効的・効率的な開示」

ガイダンスの内容を踏まえた  
開示の「**充実**」

### 「長期投資研究会」における検討

#### 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

#### - ESG・非財務情報と無形資産投資 - （価値協創ガイダンス）」の策定

- 長期的な価値向上に向けて、企業の情報開示や投資家との対話のあり方の参考となる**ガイダンスを策定**
- 「ビジネスモデル」、「持続可能性・成長性」、「戦略」、「パフォーマンス・KPI」、「ガバナンス」等考慮すべきポイント、要素を一連の価値創造ストーリーの中で語るフレームワークを提示。

具体的アクション

企業

#### ガイダンスに基づく開示・対話

- 開示先進事例の理解浸透（ベストプラクティスの公表等）
- ESG・非財務情報の実効的・効率的な開示促進
- ガイダンスの周知・普及（シンポジウムの開催等）

投資家

#### ガイダンスに基づく企業評価・対話

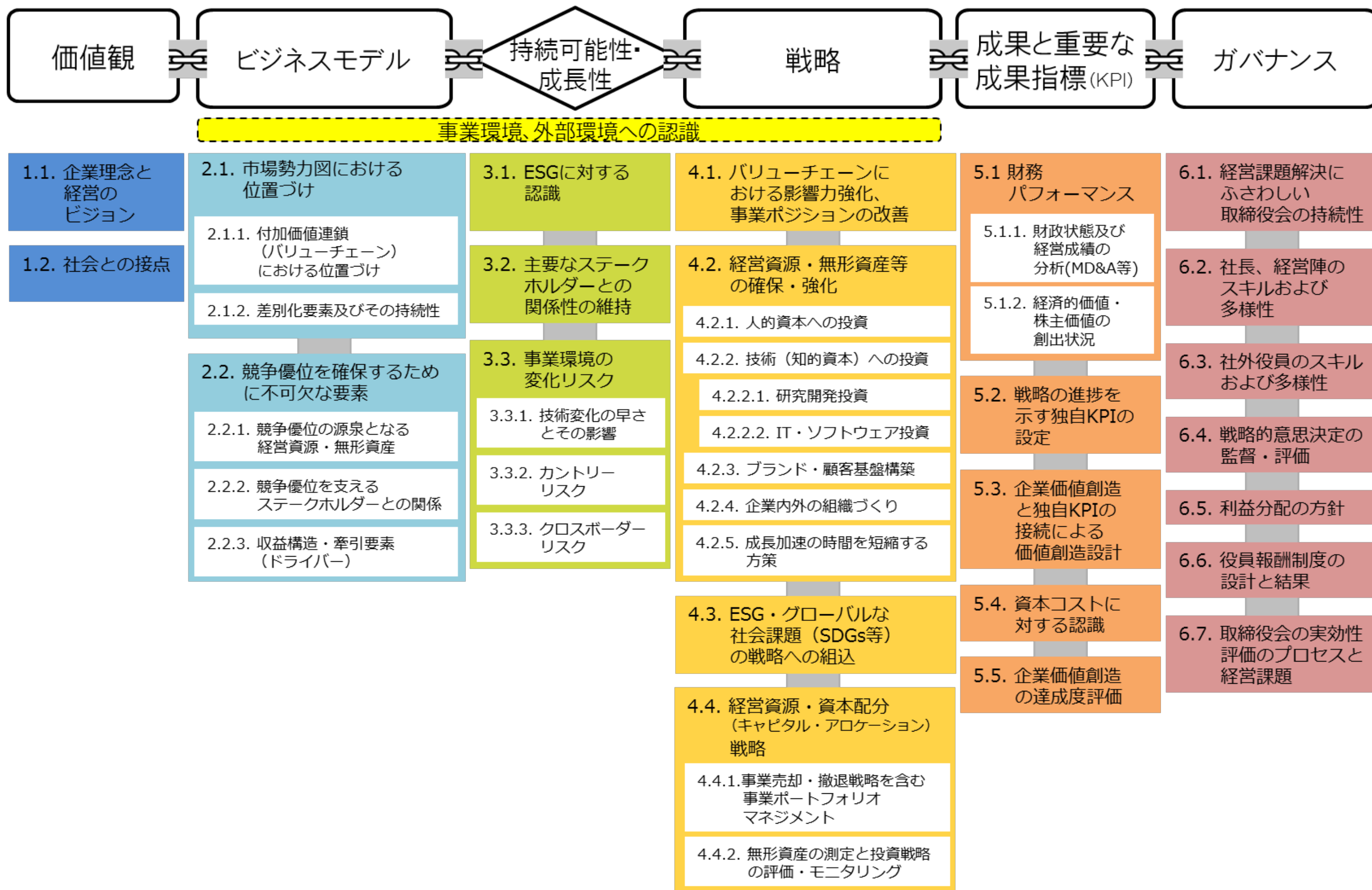
- 機関投資家のガバナンス体制整備、アセットオーナーによるスチュワードシップ責任を考慮した運用機関評価
- 持続的な企業価値向上と中長期的な投資リターン向上を両立する投資手法の検討、策定、普及

基盤整備

- 調査・統計の充実（統計等における無形資産投資の額・内容・見通しの把握）

企業・投資家の長期投資と質の高い対話・エンゲージメントを後押し ➡ **持続的な企業価値創造と長期投資の促進**

# 7. 価値協創ガイダンスの全体像





# 参考① 伊藤レポート（※）要旨

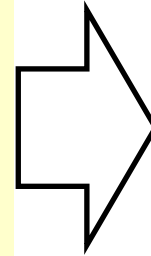
※「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト。2014年8月に経済産業省より公表。

## 問題意識・現状

## 提言・推奨

### 「持続的低収益性」のパラドックス

- イノベーション潜在力にも関わらず、持続的低収益
- 資本市場向けと経営の言葉を使い分ける「ダブルスタンダード経営」の限界
- 資本効率及び長期的な価値向上等の指針欠如がもたらす「日本型短期主義経営」への懸念

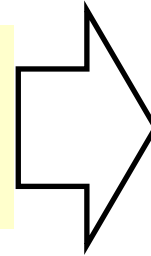


### イノベーション創出と高収益の同事実現へ

- 企業と投資家の「協創」による持続的な価値創造
- 資本効率を意識した企業価値経営へ
  - ・ 資本コストへの意識
  - ・ CFO人材の強化
  - ・ 中長期的なROE向上を経営に落とし込む「日本型ROE経営」

### 長期投資家不在の「資産運用後進国」日本

- 企業価値向上を支える長期投資家の層の薄さ
- 日本市場特有の短期志向を助長するインセンティブ構造
- アナリストの企業価値評価能力への疑問

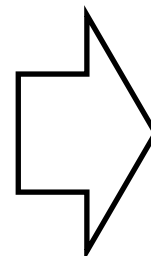


### インベストメント・チェーンの全体最適化へ

- アセット・マネージャーやアナリストのインセンティブ構造の転換
- パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択へ
- 長期的な応援株主としての個人投資家の育成

### 企業と投資家の対話欠如がもたらす悪循環

- 企業価値をめぐる基本的な考え方の違い
- 中長期的な企業価値を判断する開示の不足
- 中長期的な企業価値向上に資する対話の不足



### 高質の対話を追求する「対話先進国」へ

- 企業と投資家の望ましい関係構築のために、「経営者・投資家フォーラム」の創設
- 持続的な企業価値につながる企業開示へ
- 「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進

## 参考② 企業価値の源泉としての無形資産の重要性

企業価値の源泉が、有形資産（工場設備等）から無形資産（人材、技術、ノウハウ、ブランド等）に変わってきている。

- ✓ 米国では、企業の付加価値に占める割合をみると、有形資産より無形資産に対する投資が上回っている

- ✓ S&P500（米国に上場する主要500銘柄）の市場価値に占める無形資産の割合が年々拡大している

### 米国企業の有形・無形資産に対する投資

US private sector investment in tangible and intangible capital (relative to gross value added), 1977–2014

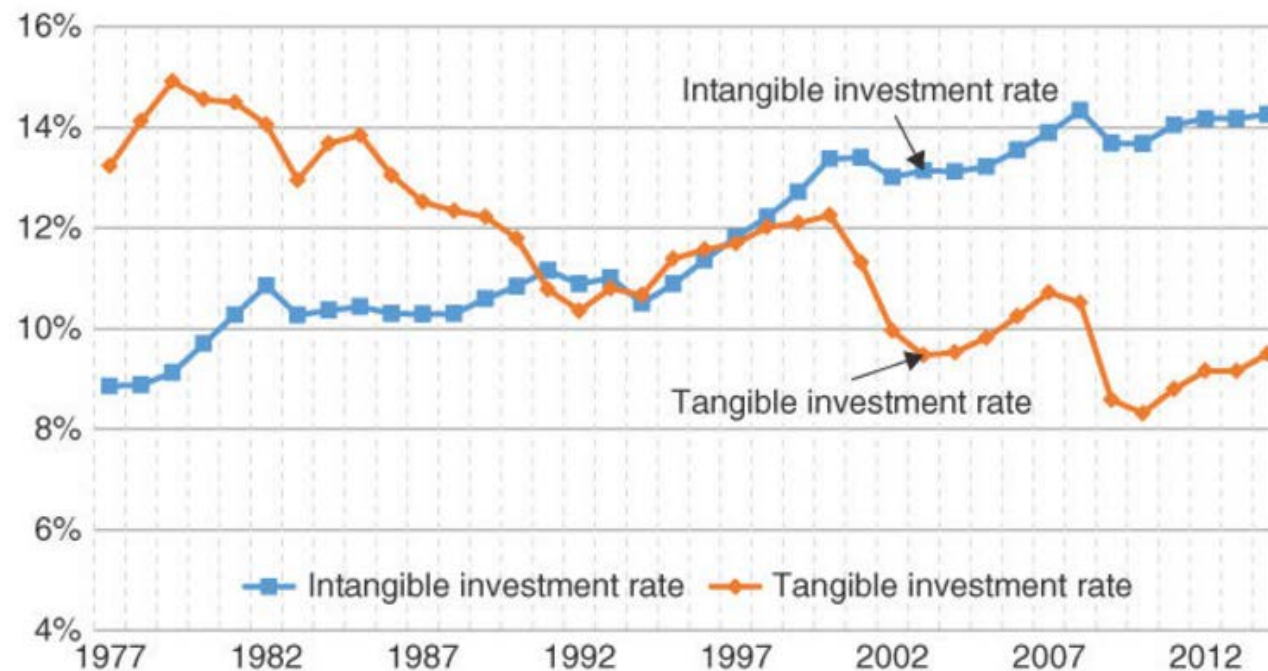
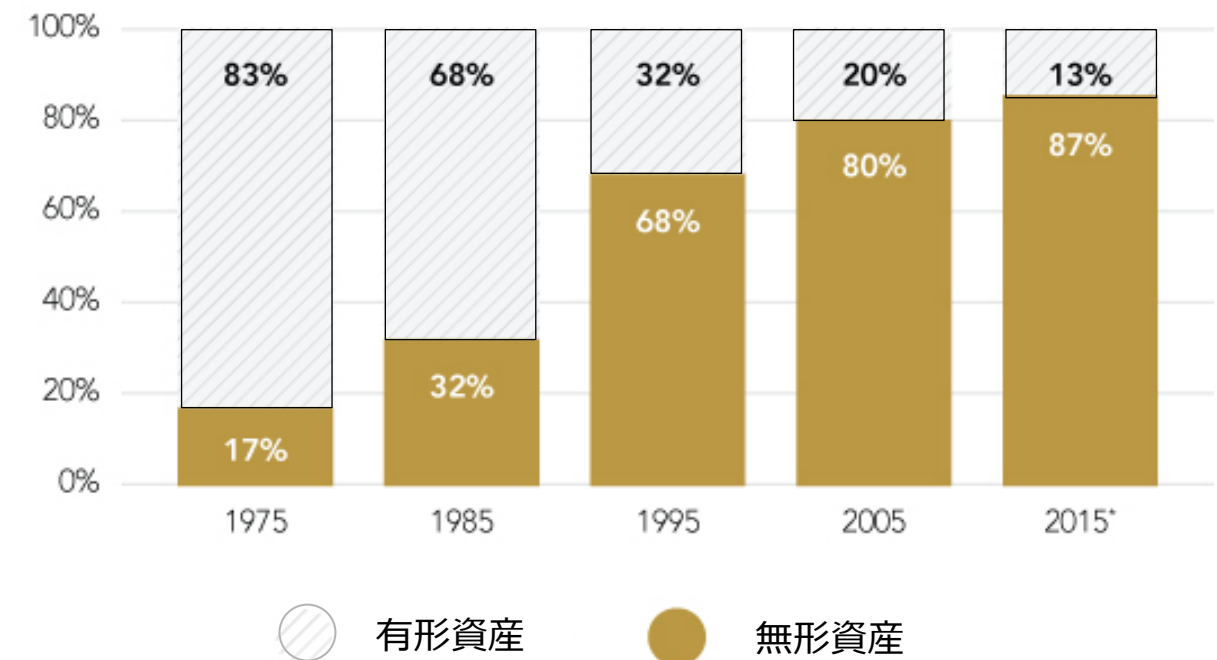


Figure 8.1 The Intangibles Revolution

### S&P500市場価値の構成要素

COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



SOURCE: OCEAN TOMO, LLC

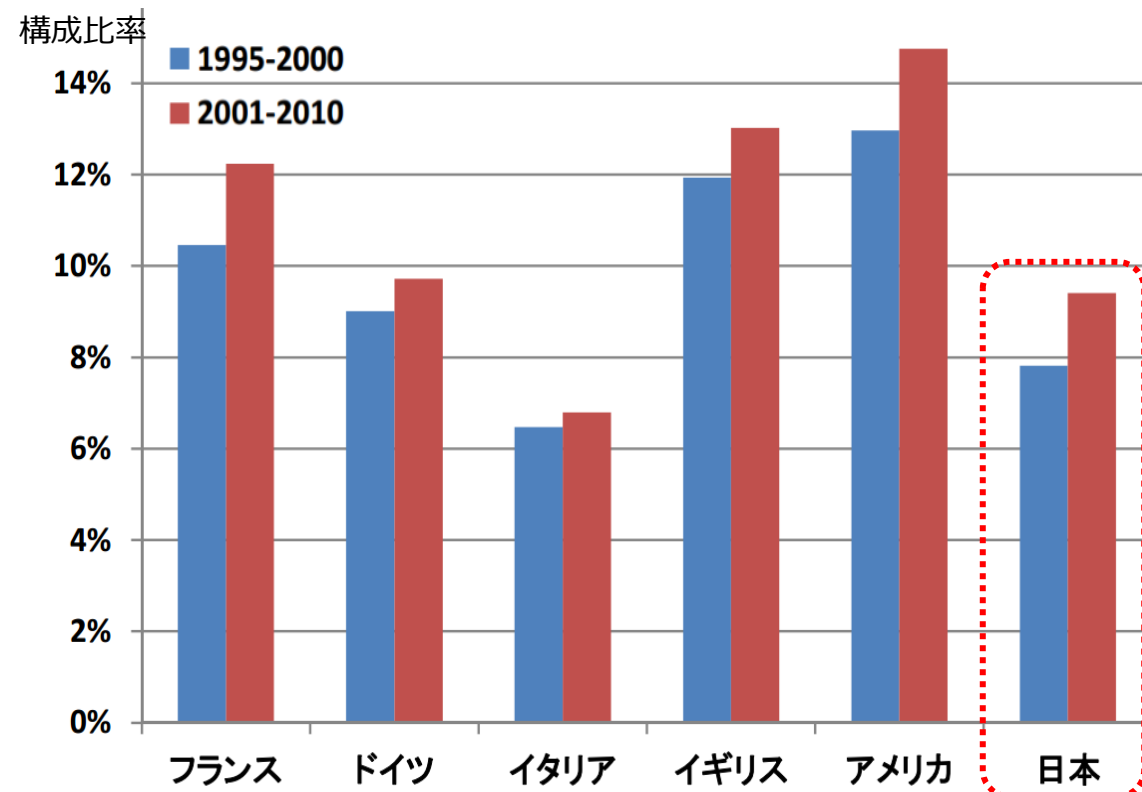
## 参考③ 我が国の無形資産投資の状況

我が国の無形資産投資は欧米主要国と比べて少ない状況にある。

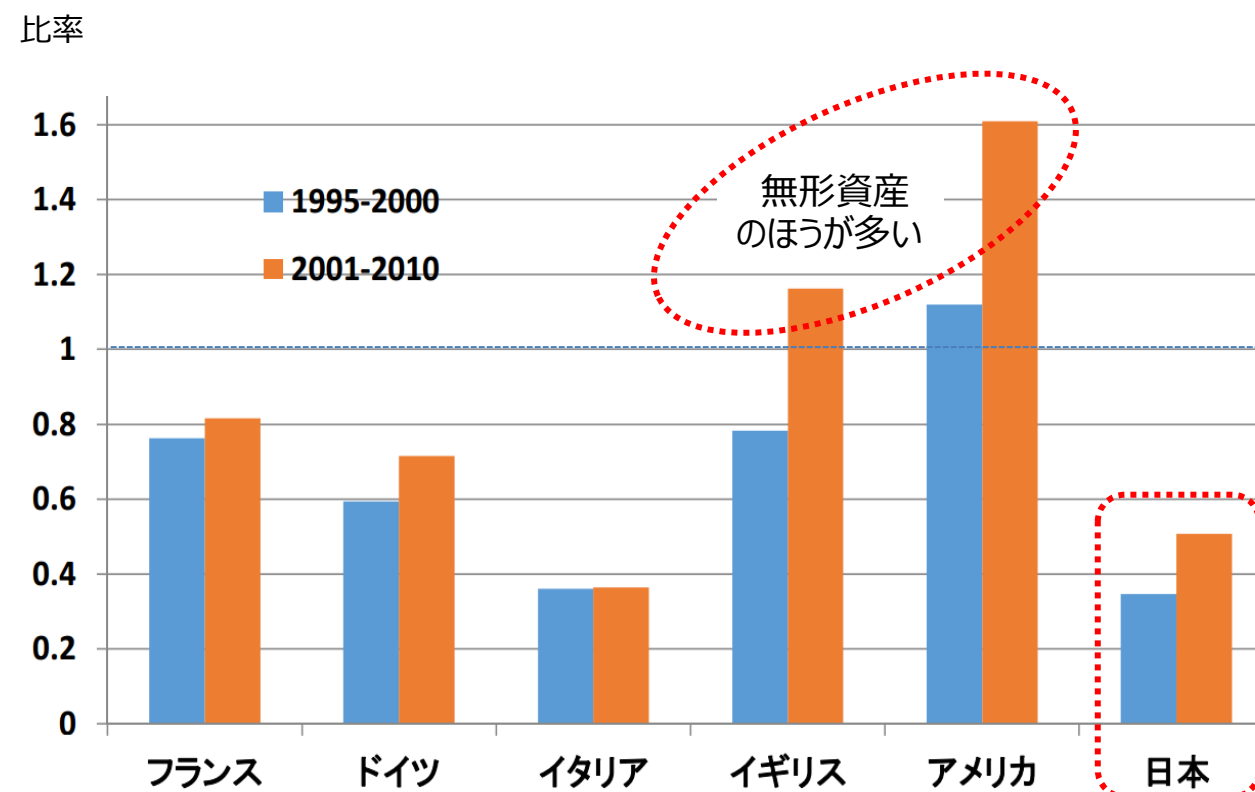
- ✓ 日本のGDPに占める無形資産投資の構成比率は、アメリカ、イギリス、フランス等より低い

- ✓ アメリカ、イギリス等は無形資産への投資比率が高い
- ✓ 日本の無形資産投資は有形資産投資の約半分程度に留まっている

### GDPに占める無形資産投資比率の国際比較



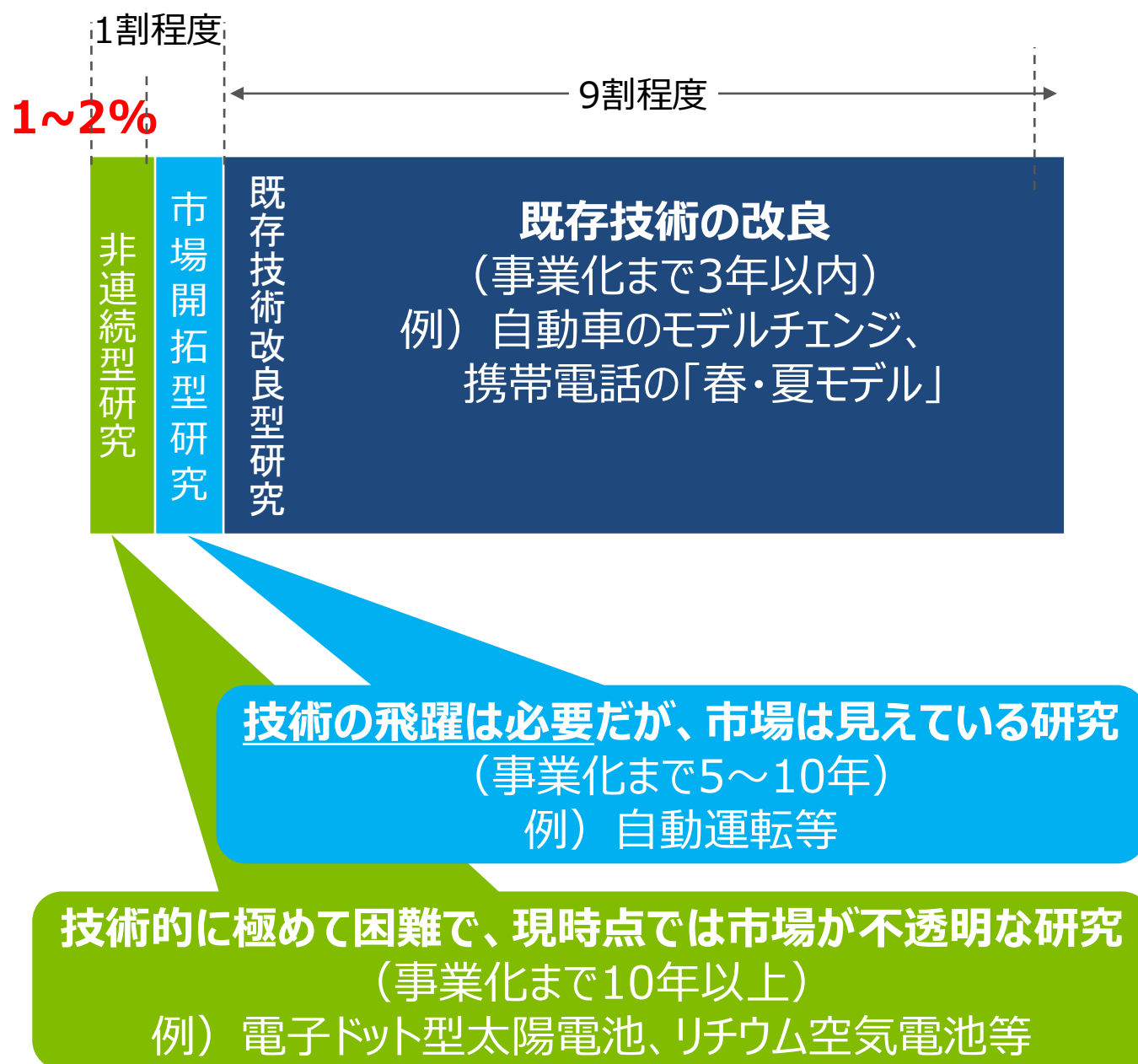
### 無形資産投資/有形資産投資比率の国際比較



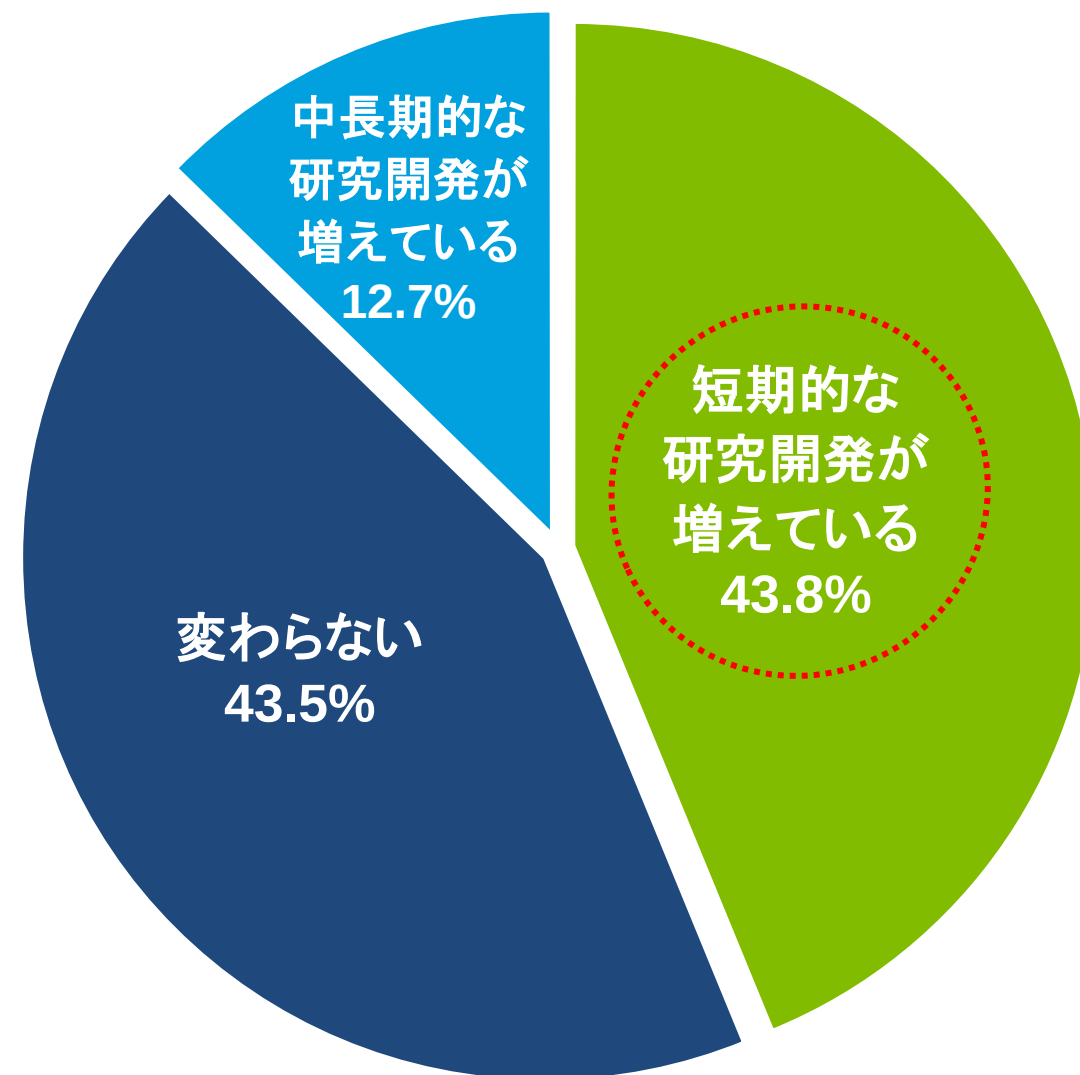
## 参考④ 日本企業の研究開発投資の現状

日本企業においても、既存技術の改良や、短期的な研究開発が重視されており、新市場を開拓する長期的な研究開発への投資がされづらい状況となっている。

### 日本企業の研究開発費の内訳



### 日本企業の研究開発内容の変化

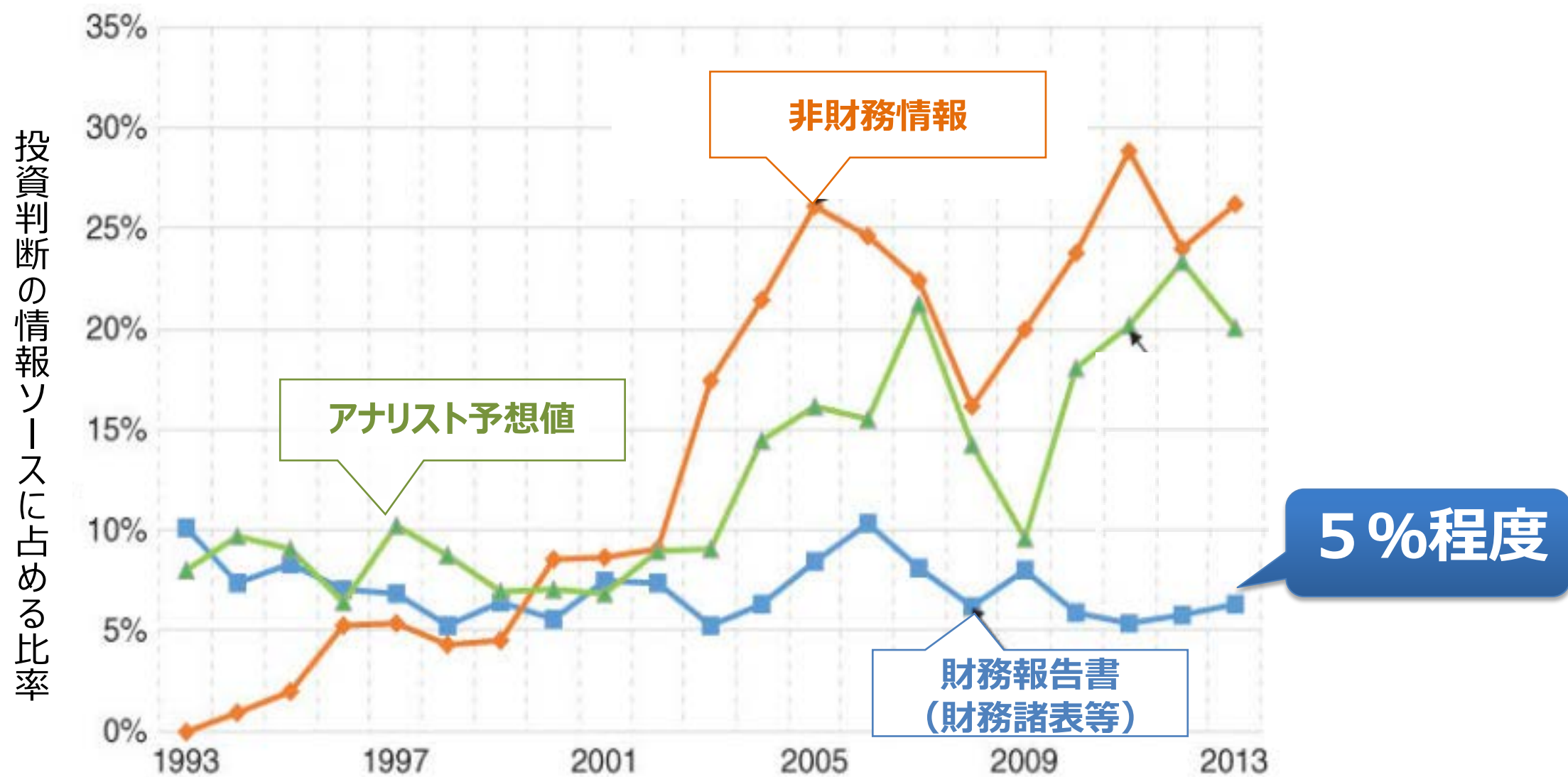




## 参考⑤ 投資家の投資判断における非財務情報

投資家は投資判断において非財務情報を重視するようになってきている。  
(主要情報ソースにおいて、非財務情報の構成比率が拡大)

**投資判断時に投資家が利用する主要情報ソースの構成比率**  
1993~2013年



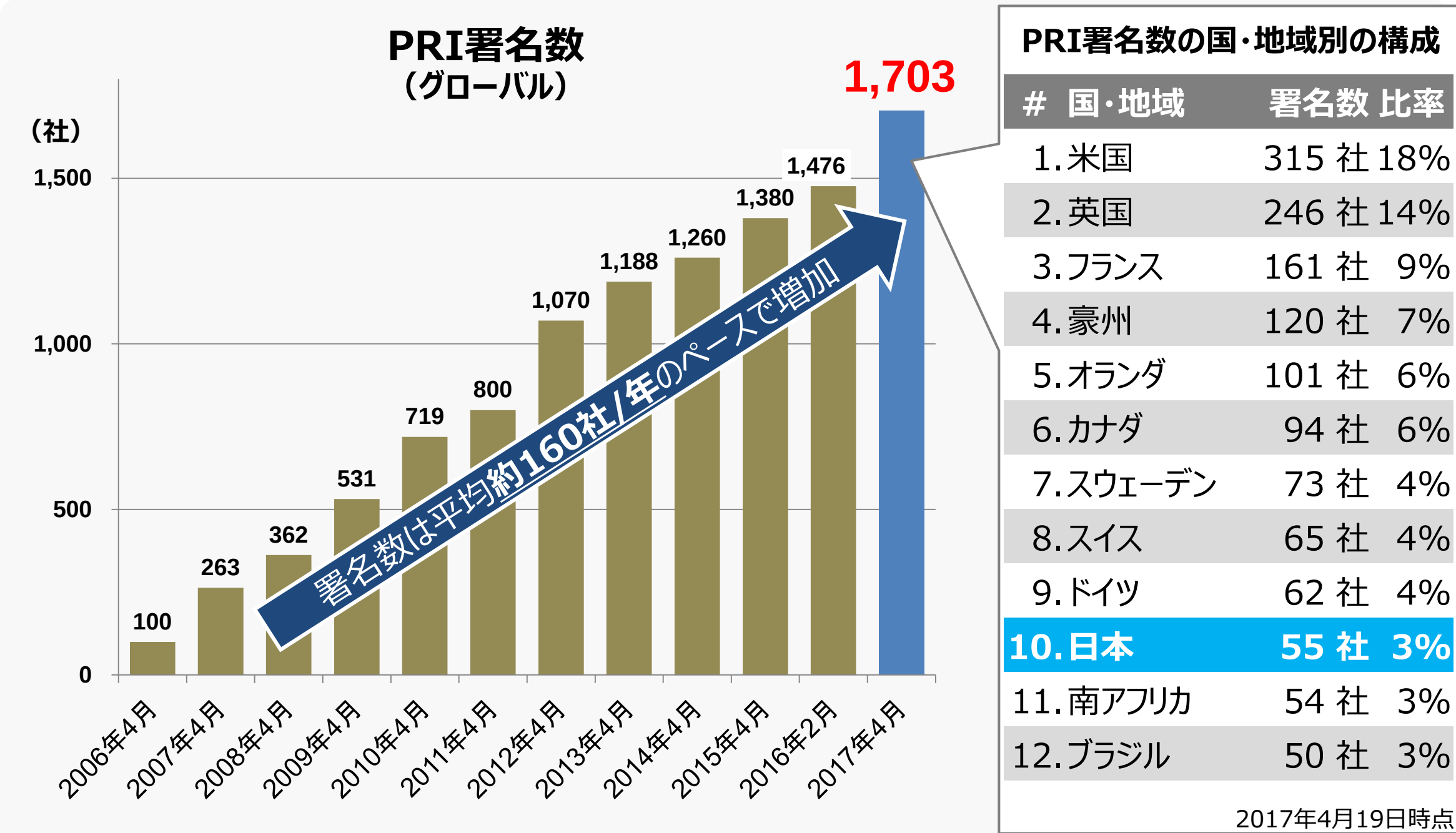
※ 「企業の業績見通し」は上記グラフ上は除外している



# 参考⑥ 国内外の投資家等の動向

欧米の投資家や企業を中心に、「国連責任投資原則（PRI）」（※）の署名数が年々増加しており、2017年4月時点で署名数は1,700を超えている。

※投資の意思決定プロセスにおいてESG（環境・社会・ガバナンス）課題を考慮することを中心とした6原則



(出所) UNPRI, Signatories to the Principles for Responsible Investment