

グローバル投資家サーベイ／2016年4月

序文 p03／エグゼクティブサマリー p04／成長への期待 p08／不確実性と向き合う p12／
テクノロジーと人材の問題 p15／幅広い期待に対応する p19／成功を正しく測り、伝える p27／
結論 p32／調査方法とお問い合わせ先 p34／謝辞 p36／注記と出典 p37

変貌する世界で成功を再定義する： 投資家とCEOに対するグローバルサーベイ



438名の投資家に世界18カ国で
インタビューを実施

65%の投資家が脅威が増している
と実感

63%の投資家がビジネスの成功を
財務上の利益だけによらない形で
定義

目次

序文	3
エグゼクティブサマリー	4
成長への期待	8
不確実性と向き合う	12
テクノロジーと人材の問題	15
幅広い期待に対応する	19
成功を正しく測り、伝える	27
結論	32
調査方法とお問い合わせ先	34
謝辞	36
注記と出典	37
お問い合わせ先	38

序文

本報告書では、投資家が注目している企業が直面する脅威と機会について、また、戦略とコミュニケーションの改善を期待する分野について、400名以上の投資家の見解をご紹介します。



本報告書は、1,400名を超すCEOへのインタビュー結果をまとめたPwC第19回世界CEO意識調査と併せてご利用いただけます。PwCの世界CEO意識調査では、それぞれの企業が直面する課題と機会、ステークホルダーからの期待、企業の新たな存在意義について、ビジネスリーダーの方々の見解を伺っています。今年は、400名を超す投資家の方々にも同じ調査を実施しました。CEOからは自社の観点から回答していただいていますが、投資家とアナリストからは、それぞれが投資または支援する企業群の観点から質問に答えていただきました。本報告書で検証する調査結果では、投資コミュニティとビジネスリーダーの見解の共通点と相違点を明らかにしています。

CEOと投資家が多くの点で共通の見解を持っていることが分かり、大変心強く感じています。例えば、双方とも、米国と中国が企業の成長見通しのカギを握る重要な市場であると考えています。また興味深いことに、どちらのグループも、テクノロジーの進歩と人口構造の変化の二つが、企業に対する幅広いステークホルダーからの期待を今後5年間のうちに一変させる重要な世界的トレンドであると認識しています。

一方で、今回の調査で明らかになった見解の相違点には驚きを感じました。例えば投資家は、スキルの高い人材不足とそれが企業の成長に影響を及ぼす脅威について、あまり関心がないように見受けられます。その一方で、環境と社会に関するさまざまな課題に注目している投資家もいることを知ると、CEOもきっと驚くでしょう。投資家とアナリストの回答からは、財務上の利益の創出を第一に考えるのではなく、社会的責任を重視した企業経営を望んでいることが分かります。

私は日頃から投資家と対話をしており、自社がどのように価値を創造しているかを企業が表現する方法には改善の余地がある、と投資家が考えているものと理解しています。そのため、最新の調査で同様の結果が明らかになるのは決して驚くことではありません。投資家やアナリストは、企業の見通しを予測する上でさまざまな

情報を利用しており、投資家がどのようにこれらの情報に焦点を当てているかを知ることにより、CEOもこれらの情報に対してより着目することができます。

今回の調査結果とそこから導き出された結論を通じて、企業と投資コミュニティの関係を強化し、企業の投資目標を理解することに役立ち、投資家とより効果的なコミュニケーションを図ることができるものと確信しております。PwCの調査のために時間を割いてご意見をお聞かせいただいた世界中のビジネスリーダーと投資家の皆さんに感謝の意を表したいと思います。皆さまの積極的かつ率直なご意見によって、内容のある充実した調査となりました。本調査で得られた見解をもとに、さらなる議論を進めていきたいと考えております。

Richard Sexton

Vice Chairman, Global Assurance

1 サンプルには、バイサイドの投資家とアナリスト、セルサイドのアナリスト、ガバナンスの専門家が含まれる。
調査には、株式・債券の専門家らが参加した

エグゼクティブサマリー

77%のCEOと投資家が、今後5年間のうちにビジネスに影響を及ぼす3大トレンドの一つに、テクノロジーの進歩を挙げている



出資者は戦略にどの程度の影響を及ぼしているか？

CEO

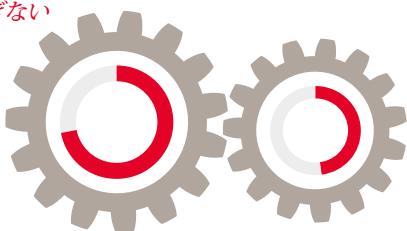
41% 62%

「大きな影響」または「極めて大きな影響」と回答した割合

出資者は戦略にどの程度の影響を及ぼすべきか？

投資家

72%のCEOが、企業の成長を脅かすものとして鍵となる人材の確保を挙げているが、このテーマに懸念を抱いている投資家の割合は48%にすぎない



今後12カ月間の企業の収益拡大見通しについて「非常に自信がある」と回答した割合

CEO
35%

投資家
13%

ステークホルダーの期待への対応を妨げる要因

ステークホルダーの利益と財務業績への期待の不一致

業績連動型報酬の不一致



CEO

投資家



CEO

投資家

CEOと投資家への調査では、成長見通し、脅威と機会、ステークホルダーからの期待、企業の存在意義に対する考え方を詳しく調べた。その結果、本報告書で指摘しているように、企業と投資家の関係を強化するのに役立つ見解が明らかになった。

多くの分野でCEOと投資家から共通の見解が得られた。例えば、CEOも投資家も、テクノロジーに関して企業が直面する課題について現実を理解している。また両者ともに、将来のイノベーションが、現在の世界的な大企業の終わりの始まりを告げる兆しになりうることを認識している。さらに、地政学上の不確実性がもたらす脅威にも両者は大きな懸念を抱いている。

その一方で、CEOと投資家の見解が必ずしも同じではないことも判明した。これらの見解の相違から、CEOがどの分野の戦略的な優先事項を見直したいと考えているか、そしてそのことを投資家やアナリストにどのように伝えているかが明らかになった。具体的には、世界の経済成長の見通しと企業の業績向上の可能性について、投資家はCEOよりも悲観的にとらえている。仮にCEOの楽観的な考え方が正しいのであれば、なぜCEOはこのメッセージをもっと明確に伝えないのだろうか？

驚くべき点もいくつかある。特に、従来の財務諸表でカバーすることのできない長期的な業績の原動力となる要因に、投資コミュニティは強い関心を寄せている。投資家は、信頼、企業の存在意義、価値創造の問題に特に注目している。企業の将来の価値創造の可能性やリスクを評価する際の基礎として、環境に関連する指標を挙げている投資家もある。投資家は、長期的に持続可能な企業経営に関して、口先だけでなく実行することをCEOに求めている。CEOは長期的な視点で物事を見る事ができるが、実際に物事を進めていくにはいくつかの障壁があると多くのCEOは考えている。例えば、幅広いステークホルダーの利益を考慮した新たな業務に取り組むことで、将来の業績を拡大できると確信していても、そのことで短期的な費用が発生するのであれば、金融市場で痛い目を見るのではないか、と多くのCEOが考えているように思われる。PwCはCEOに、本調査結果に基づいた再考を促したい。理解を示す支持者は、想像以上に多いことに気づくはずである。

では、何が問題なのか？なぜCEOと投資家の意見が一致しない場合があるのだろうか？多くの理由が考えられるが、一つ非常に重要な点は、企業のコミュニケーションの質、つまり自社のビジネスが直面している課題と機会について、企業が投資家とアナリストにどの程度理解してもらっているかということに関連している。

CEOと投資家の見解に相違が生じる原因は、次の三つに大別できる。

- **レポートティングの違い**—投資家が正確な意見を形成するために知る必要のある情報を、企業は、投資家が知るべき方法で全て伝えているとは限らない
- **理解の違い**—投資家はCEOと同じ事実を入手したとしても、異なる結論を導き出す場合がある
- **認識の違い**—投資家はある事実を入手したとしても、その事実にCEOと同じだけの重要性を見出さない場合がある

投資家を対象とした前回の調査で指摘しているように、投資家は経営陣の「夢物語」に本能的に不信感を抱く傾向がある。この不信感は将来への期待を削ぐことになるかもしれない。しかし、本調査の結果から、企業は自社の見通しが良好な理由や戦略が適切である理由を説明するために、もっと実行できることがあることが明らかになっている。また、企業にとって、現在直面しているリスクと課題にどのように取り組んでいるかを説明することも重要である。良いニュースしか発信しない企業に対して、投資家は慎重な姿勢を示すだろう。しかし、CEOからすれば、投資家に情報を明確に伝えていないということには妥当な理由があったのかもしれない。そこで、より効果的に情報を伝える方法を見つけることができ、自社の戦略が正当なものと示すことができれば、CEOは投資家の期待と自分たちの期待を一致させることができるだろう。

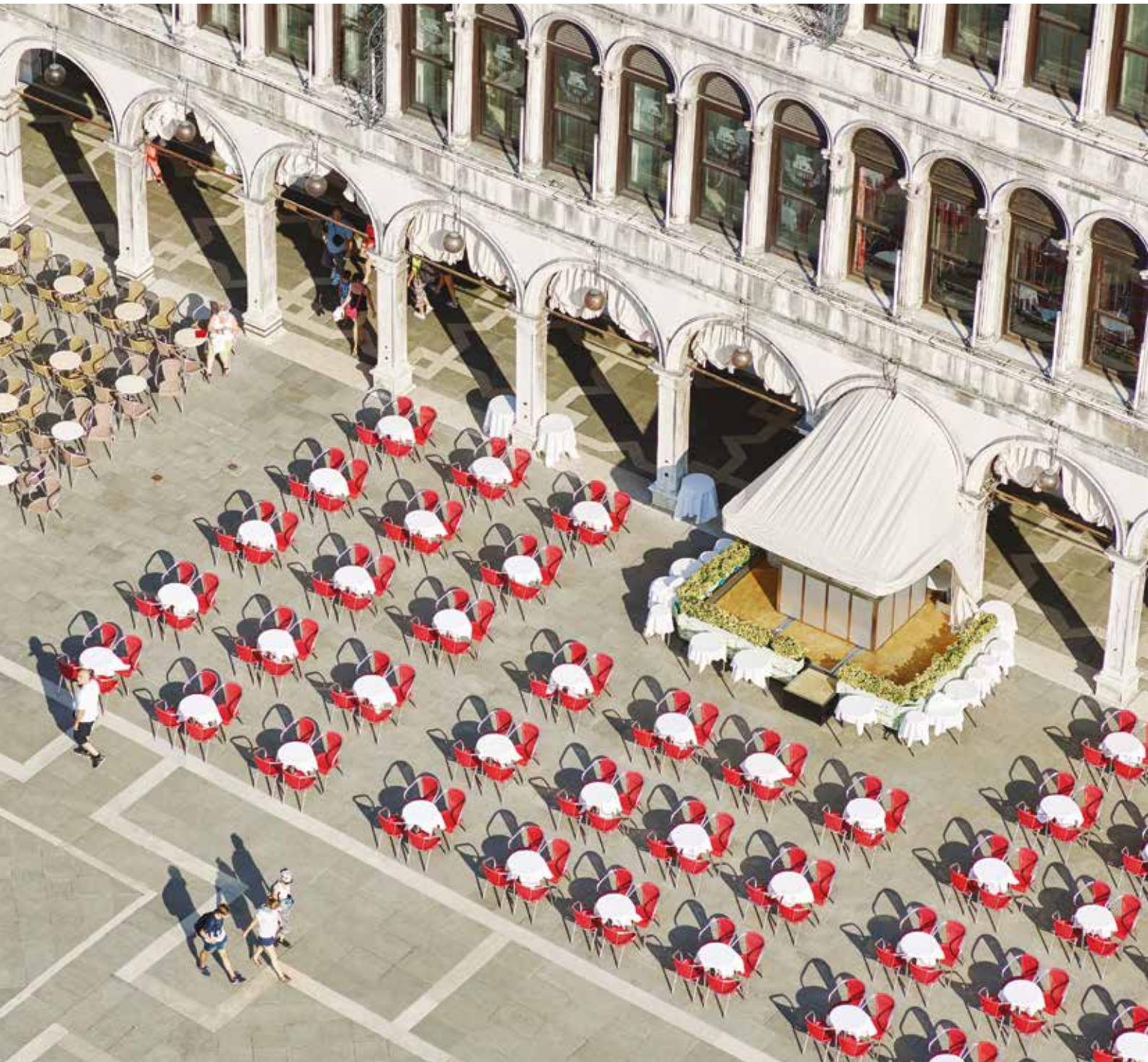
CEOは、自社の発信内容とその方法を入念に検討することで投資家からの批評に対応する必要がある。近年、企業のレポートингは大きく変化したが、まだまだ改善の余地がある。

CEOはステークホルダーとコミュニケーションを図ることで、自社が何を求められているのか理解することも重要である。こうしたコミュニケーションを通じて、多くの投資家は、企業の存在意義が株主の価値を創造することだけではない、と考えていることが分かる。企業の存在意義は、顧客や社会の価値を創造することも含まれている。そのため、企業は、成功の原動力について「ハード面」と「ソフト面」の両方から、自社のインパクトと自社が創造している価値を測定し、発信することを検討しなければならない。一方、投資家は、イノベーションの測定を強化し、ビジネス上の戦略を積極的に発信することを求めている。そして、その戦略では、社会・環境・経済面でのインパクトを考慮することがますます求められている。実際、CEOも投資家も、企業の成功的定義はこれまでとは変化しており、財務上の利益だけで測られるものではないと認識している。

CEOは企業のレポートингを強化することに注力する必要があるが、その一方で投資家も、必要な情報が自分たちに役立つ形で提供されるよう強く求めていく必要がある。価値を創造するさまざまな要因に関するデータが必要であり、しかもそのデータをビジネス上の戦略とリスクに関連付けた形で必要としているのであれば、投資家はその旨を明確にする必要がある。特定の重要業績評価指標(KPI)を重視するのであれば、そのことを明確にしなければならない。アニュアルレポートの中でCEOに長期的な見通しを示して欲しい場合には、継続的な関係を通じてそれを要求する必要がある。

効果的なコミュニケーションを構築するには、二つの側面から取り組む必要がある。投資家が担う重要な役割は、提供された情報に対して質問や批評をすることである。一方、CEOは、自社の発信内容とその方法を入念に検討することで投資家からの批評に対応する必要がある。近年、企業のレポートингは大きく変化したが、まだまだ改善の余地がある。CEOと投資家やアナリストが常に同じ優先事項を共有し、情報を同じように解釈すると期待するのはおそらく現実的ではないが、有意義な関係を持つことは、相互の理解を深めることに寄与するであろう。





成長への期待

ビジネスを成功に導くこと、そして投資対象の企業を選択することは、CEOと投資家にとって依然として難しい課題である。成長を牽引する中国などの主要市場の脆弱性、商品価格の急落、銀行の回復力に対する長引く懸念、(ユーロ圏などの)政治構造の安定の問題は全て不安要素として、投資家とCEOの将来への期待に影響を及ぼしているように思われる。

今後12カ月間に世界の経済成長は減退するとの悲観的な見方は、投資家の方がCEOよりも強く、その差はほぼ2倍である(図1)。

41%

の投資家が、今後12カ月間に世界の経済成長が減退すると考えている。

図1

Q: 今後12カ月間に世界の経済成長は改善、横ばい、あるいは減退のうち、どの方向に進むとお考えですか?

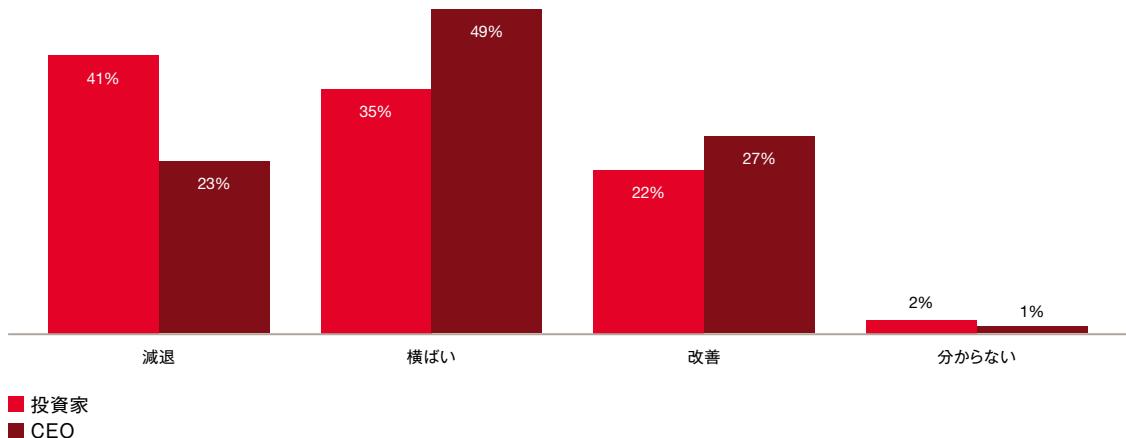
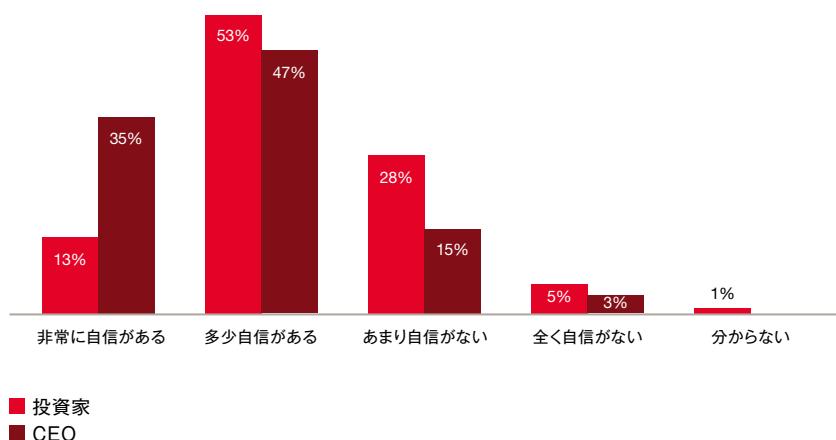
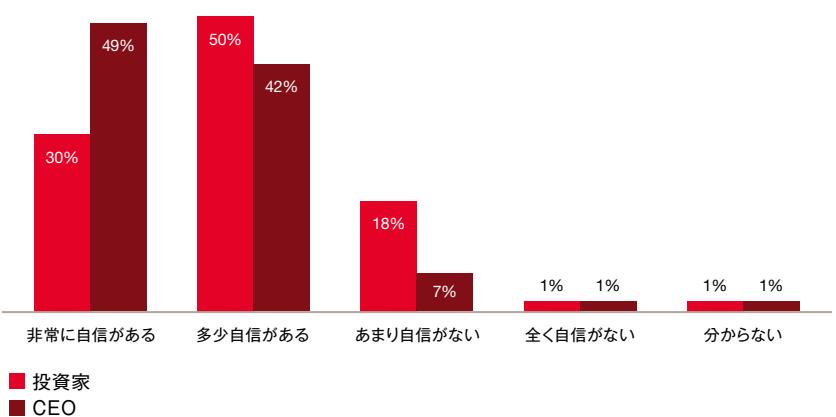


図2

Q: 今後12カ月間にあなたの会社の収益を拡大する見通しについて、どの程度自信がありますか？

**図3**

Q: 今後3年間にあなたの会社の収益を拡大する見通しについて、どの程度自信がありますか？



企業の収益拡大の見通しについて、今後12カ月間と3年間について、投資家(投資先企業または支援先企業について)とCEO(自社について)の見解を質問した。投資家よりもCEOの方が、短期的にも中期的にも自社の収益拡大について「非常に自信がある」と回答した割合は高く、特に今後12カ月間(図2)については昨年の調査よりもわずかに低かったものの、その傾向が顕著に見られた。

投資家とCEOのどちらも今後3年間(図3)の収益拡大に「非常に自信がある」と回答した割合が高かったことから、現在は若干、不安定な状況ではあるものの今後は安定すると期待していることが分かる。さらに、バイサイド(ポートフォリオマネージャーやアナリストなど)の投資家の中には、すでに投資している企業への投資の内容を見直せることから、将来の見通しをある程度楽観視している、との回答も見られた。

米国、ドイツ、中国に特に注目して今後3年間の成長を考えている。[これらの国は]必ずしも急成長しているわけではないが、最も安定している。新興市場全体は、引き続き長期的な急成長が期待できる。特に、利益の拡大とインフラの開発において最も高い成長の可能性を秘めている。

バイサイドアナリスト(米国)

成長への期待

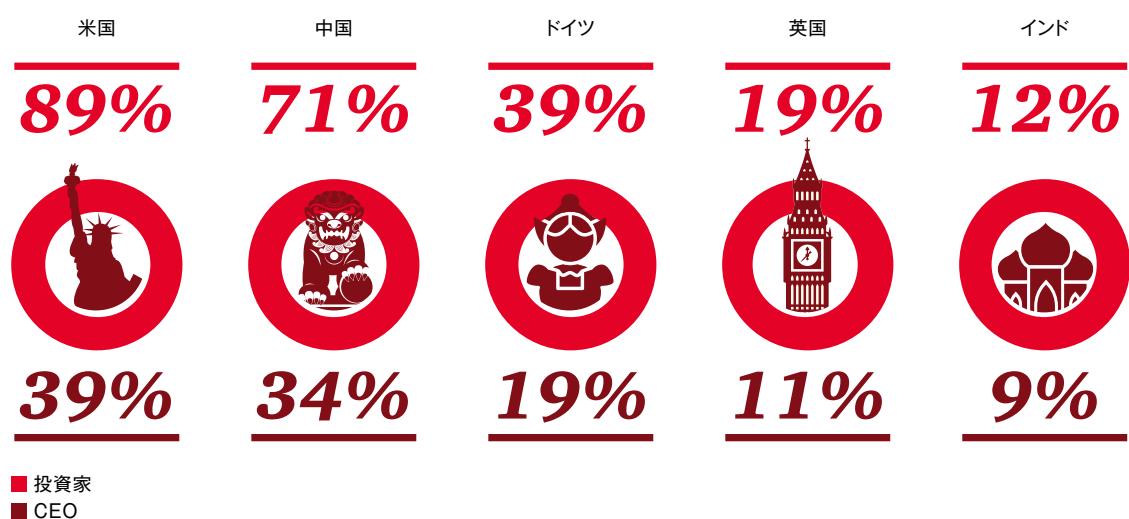
中国の影響力は大きく、経済は投資主導型(橋や都市の建設)から、消費主導型へと移行しつつある。政治腐敗との闘いと賃金の引き上げは、長期的に見てプラスとなる。現在は市場を混乱に陥れているが、類を見ない政府による介入がある。中国は世界を牽引していく存在になるだろう。

投資ストラテジスト(米国)

図4

Q: 今後12カ月間で、あなたの会社が全体として成長する上で最も重要と思われる国を3つを挙げてください。

これらの国を上位3カ国に挙げた回答者の割合



企業は、投資家やアナリストとのコミュニケーションをより効果的なものにし、将来の成長を促進する機会を生かせるようにビジネスモデルを構築していることを伝えるための株主との包括的なエンゲージメント戦略を策定しているか？



主要な市場

投資家に投資先企業または支援先企業の成長見通しに最も重要と思われる国を三つ挙げてもらった（図4）。CEO意識調査ではCEOに自社の本拠地以外で、今後12カ月間に企業が成長する上で最も重要なとされる3カ国を挙げてもらった。

投資家からの回答は、米国と中国を筆頭に、ドイツ（西欧やユーロ圏の代わりに挙げられている）、英国、インドが上位5カ国を占めている。投資家は、大きなポートフォリオを構築し、多くの地域の企業を対象とする傾向があるため、主要経済圏（世界的な成長の最大の原動力）を選択するのは当然といえる。CEO意識調査でもこれと同じ国が同じ順位で選ばれたが、米国と中国に対する注目度はそれほど高くなかった。

脅威と機会

投資家もCEOも、3年前よりも企業の成長に対してより多くの脅威が存在している点に同意している（図5）。一方、成長に対する機会については、投資家はCEOほど前向きな考えを持っていない（図6）。投資先企業または支援先企業について、3年前よりも成長に対してより多くの機会が存在しているという意見に「強く同意する」または「同意する」と回答した投資家が3分の1程度だったのに対し、CEOは60%が自社の成長に対する機会がより多く存在していると認識している。投資家とCEOとでは注目しているリスクと機会が異なるとも考えられるが、この特筆すべき結果から、企業は、前向きな情報（成長機会の明確な設定とそうした機会を捉えるための戦略の説明）の発信をさらに強化する余地があることを示している。

図5

Q: 3年前よりも成長に対してより多くの脅威が存在するという点について、どの程度同意しますか？

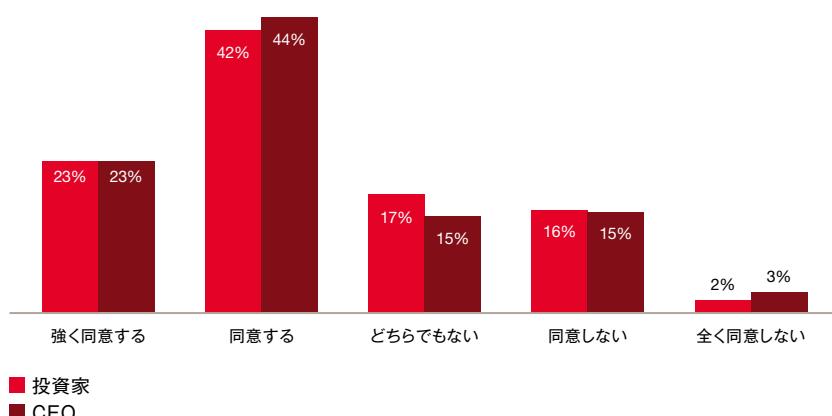
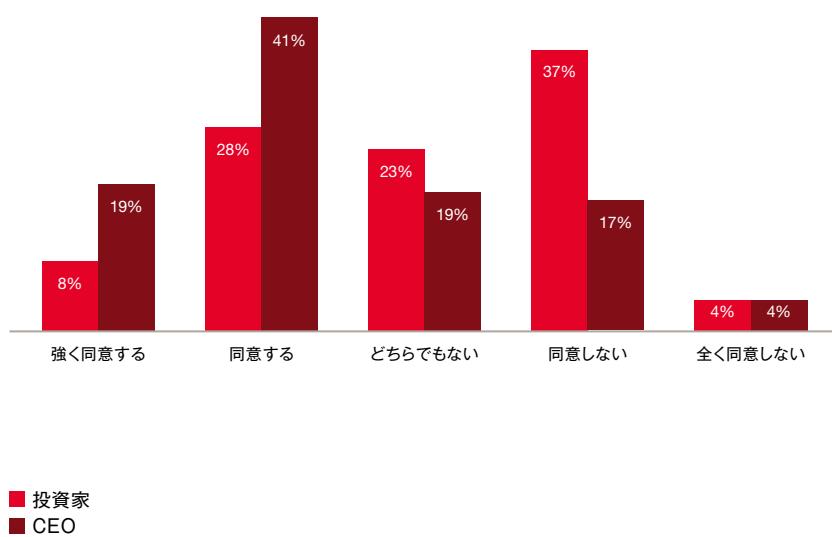


図6

Q: 3年前よりも成長に対してより多くの機会が存在しているという点について、どの程度同意しますか？



■ 投資家

■ CEO

3年前よりも競争が熾烈になっていると感じている。企業は成長機会をとらえ、市場シェアを守る必要がある。

バイサイド株式責任者（英国）

3年前は、大きな脅威はほとんどなかった。現在は、さまざまな脅威について検討しなければならない。

バイサイド上級投資責任者（米国）

多くの脅威があると思われるが、必ずしも悪いことではない。脅威からイノベーションの必要性が生まれることもある。

バイサイド株式責任者（英国）

不確実性と向き合う

地政学上の不確実性に
対して強い懸念を抱い
ている。不確実性によっ
て不安定な要素が増加
する上に、不確実性は準
備することも分析するこ
ともできない。分析でき
ないものからは、ポート
フォリオを守ることがで
きない。

株式投資家(米国)

政府が危機に対応する
手段は決して多くない。
世界的に低金利が広が
るなか、企業が危機に迅
速かつ効果的に対応で
きなければ、リスクはま
すます高まるだろう。

セルサイドアナリスト(イタリア)

投資家は「地政学上の不確実性」を、企業の成長見通しに対する経済、政策、社会、環境上の最大の脅威として挙げており(図7)、CEOも、「過度な規制」に次ぐ2番目の脅威に挙げている。特にバイサイドの投資家が地政学上の不確実性に懸念を抱いている。

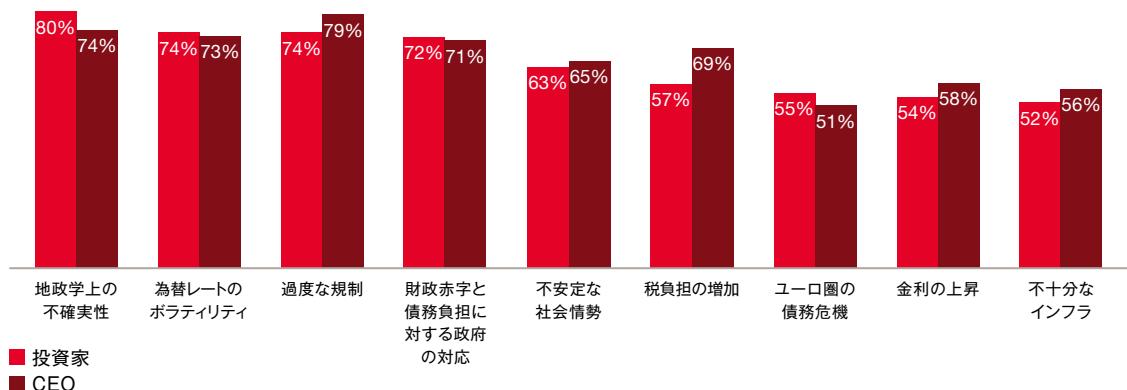
84%

のバイサイドの投資家は、
地政学上の不確実性に特
に懸念を抱いている。

図7

Q:企業の成長見通しに対する以下の経済、政策、社会、環境上の潜在的な脅威について、どの程度懸念していますか？

「多少懸念している」または「非常に懸念している」と回答した割合





一方で、セルサイドの投資家は、バイサイドの投資家やCEOよりも、金利の上昇を懸念する傾向が見られる。

投資家もCEOも、今後5年間に企業に対する幅広いステークホルダーからの期待を変える可能性が高いと思われるトップ3のトレンドの一つに、世界の経済力のシフトを挙げている(図9)。また別のトレンドとして、以下の三つの地政学上の(および世界経済上の)テーマが浮上している、と考えている投資家もいる。

- ・金利または政策の影響(低金利の環境とそれによる利回り追求の動き)、中央銀行の金融政策や政府の財政政策の影響
- ・世界中で脹れあがる債務負担と、それが政府や消費者に及ぼす影響
- ・社会不安の高まりなど、地政学上の展望の変化

経済、政治、社会、環境上の脅威として、投資家が「為替レートのボラティリティ」を2番目に挙げている(CEOも3番目に挙げている)ことからも、不確実性に対する不安が大きいことが分かる(図7)。特に株式投資家がこの点を脅威と見ている。

67%

のCEOが、**安定した税制度は低い税率よりも重要だと**考えている。

71%

のCEOが、**税と税の透明性への取り組みが企業の評判に影響を及ぼすこと**に同意している。

税の確実性

投資家の関心は、企業に課せられる税率を是が非でも引き下げるよりも、税率の長期的な安定と持続可能性の方にあることが、投資家との対話から分かる。この傾向は、CEOの67%が安定した税制度は低い税率よりも重要だと回答していることと一致している。

ところが全体で見ると、税負担の増加に対する脅威については、投資家よりもCEOの方が関心が高い(図7)。企業が支払う税額に対する注目も高まっており、このことはCEOにとって大きな課題である。なぜなら、一般市民、NGO、政府は企業が公正に税を負担することを求めており、おそらく投資家は負担する税額ができるだけ低いほうが望ましいと考えているためである。CEOは、税に関する方針と支払額に伴う評判のリスクを自覚していると思われる。大多数のCEOは、税負担は事業上のコストであり、効果的に管理しなければならないと考えている。また、約半数の経営陣が、企業の税務上の戦略策定に積極的にかかわっている。税源浸食と利益移転(BEPS)などの国際的な行動計画も、税負担の増加に対する脅威がCEOの頭に浮かぶ要因となっている。

不確実性と向き合う

企業による総合的財政貢献は広範囲にわたるのだが、投資家は税コストを単純に法人税と捉え、その他の税を事業コストの一部だと認識していると思われる。

税負担の脅威に対する感じ方がCEOと投資家では異なることから、CEOはより広い視野でこの問題をとらえているといえる。法人税に注目するだけでなく、売上、雇用、およびビジネスに関連するその他の税(その多くは上昇曲線を描いている)についても考慮していると考えられる。企業による総合的財政貢献²(Total Tax Contribution)は広範囲にわたるが、投資家は税コストを単純に法人税のみと捉え、その他の税(雇用や資産に関連する税)を営業費用の一部だと認識していると思われる。

税負担に対する投資家とCEOの見解に大きな相違がみられる地域がある。例えば、北米とアジア太平洋では、CEOは税負担の脅威について投資家よりも高い関心を抱いている。これに対して、アフリカ、中南米、欧州では、税負担の脅威に対する投資家とCEOの関心は同程度である。



税負担が企業に及ぼす実際の影響について投資家が適切に理解できるよう、企業は総合的財政貢献²(Total Tax Contribution)について明確に説明しているか?



2 総合的財政貢献:企業とその従業員に関連する社会保険料を含む全ての公的負担の金額の合計額、日本におけるPwCからの発行物としては、以下を参照。
<https://www.pwc.com/jp/ja/tax-global-report/total-tax-contribution/assets/ttc2011-jp.pdf>。また、PwC UKの以下のウェブサイトも参照。
<http://www.pwc.co.uk/services/tax/total-tax-contributions.html>

テクノロジーと人材の問題

テクノロジーの進歩のスピードとそれによって生じる混乱を大きな機会ととらえる企業もあるが、破壊的な影響を受けた企業もある。

株式投資家(米国)

テクノロジーの進歩は、リスクという点から二つのストーリーを生み出す。つまり、勝者と敗者が生まれるのだ。企業にとって重要なのは、実際に起こっている変化にどのように対応し、遅れずについて行くか、ということである。

株式ポートフォリオマネージャー(英国)

図8

Q: 企業の成長見通しに対する潜在的なビジネス上の脅威について、どの程度懸念していますか?

「多少懸念している」または「非常に懸念している」と回答した割合

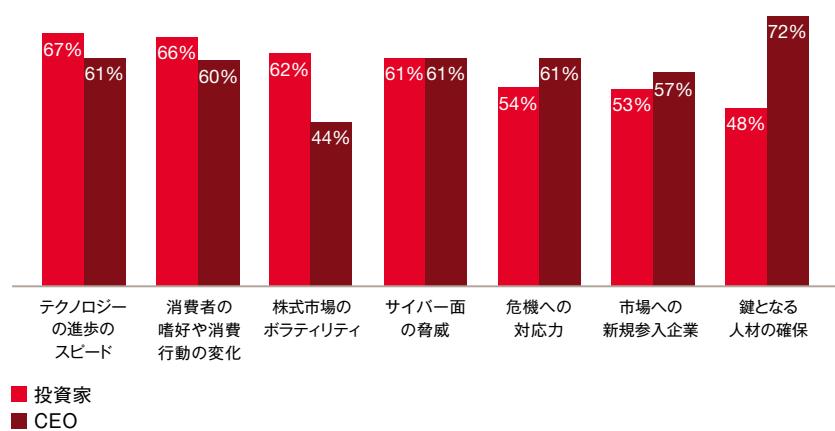
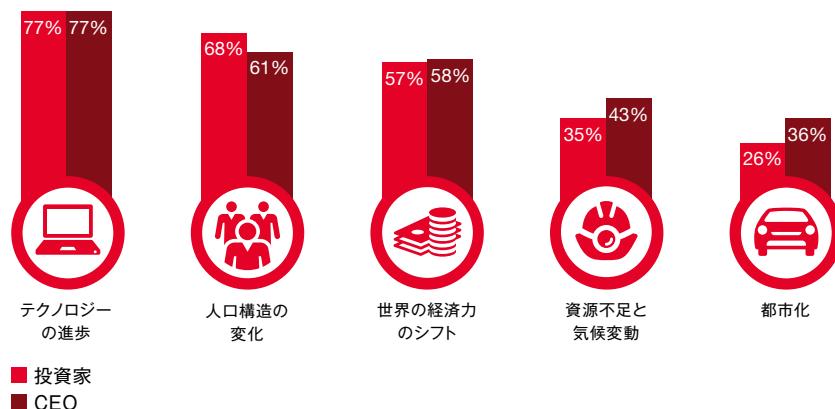


図9

Q: 今後5年間に、あなたの会社が属する業種において、企業に対する幅広いステークホルダーからの期待を変える可能性が最も高いと思われるグローバルトレンドを3つ挙げてください。



テクノロジーと人材の問題

投資家もCEOも、テクノロジーの進歩のスピードは企業の成長見通しに対する大きな脅威になる、と考えている(図8)。投資家は、テクノロジーの急激な進歩は、動きの速い企業にとっては機会となるが、自社の製品やサービスが必要になる企業が現れるというリスクも高めると認識している。投資家もCEOも、今後5年間で企業に対する幅広いステークホルダーからの期待を変える要因として、テクノロジーの進歩は人口構造の変化よりも大きな役割を果たすと考えている。

モバイル端末やソーシャルメディアは、情報の入手および商品やサービス購入の基本的な手段となっているⁱ。CEO意識調査でも明らかにされているように、モバイルアプリによって商品やサービスに迅速にアクセスできる方法を提供するUberisation(ウーバライゼーション)が多くの業界で見られるようになっており、価値に対する顧客の受け止め方を変える要因となっている。また、こういったテクノロジーによって、企業やその行動とインパクトについて、より多くの情報をより多くの人々が入手できるようになっている。

テクノロジーが重要な理由は、その進歩によって他の要因の影響を弱めることができるからだ。

バイサイド株式責任者(英国)

サイバーリスクには二つの側面がある。最悪のシナリオは、特定の企業を狙ったサイバー攻撃やハッキングに遭うこと、多くの企業が来る日も来る日も一日中攻撃を受けるという状況である。しかし一方で、サイバーセキュリティの業界にとっては、障害回復ツールを提供する機会となる。成長という点から考えると、こういったタイプの侵略から保護するため、企業は多くのリソースを費やすなくてはならなくなる。

株式投資家(米国)

テクノロジーが及ぼす影響は、CEOも投資家も企業に対するサイバー面の脅威を非常に懸念していることにも反映されている(図8)。特に、バイサイドの投資家にこの傾向が顕著に見られる。サイバー攻撃が企業活動に幅広く影響することを考えると、サイバーセキュリティはもはや最高情報責任者(CIO)とそのチームだけの問題ではない。多くの企業がこれを重大なリスクと捉え、取締役会や監査委員会が監視している。サイバー攻撃は世界中のメディアで頻繁に報道されているため、投資コミュニティでもサイバー脅威に対する意識は非常に高い。投資家はサイバー攻撃を非常に懸念しており、サイバー攻撃に対抗し、ダウンサイドリスクを最小限に抑えるリスク管理プロセスについての企業に対する要求が大きくなっている。



人材確保の優先

持続可能な業績を実現する上でテクノロジーは重要性を増しているが、テクノロジーは単独で存在しているわけではない。テクノロジーを開発し、そのプラスの効果を最大限に引き出すには、人材が必要である。さまざまな課題、リスク、機会に企業が直面していることからすれば、適切な人材を見つけて評価することは多くの組織にとって不可欠である。

CEOも投資家も、教育を受け熟練した順応性の高い労働力を企業の最優先課題に挙げている(図10)。CEOは投資家よりも従業員の能力開発を重視しているが、投資コミュニティも人材の確保には高い関心を寄せている。

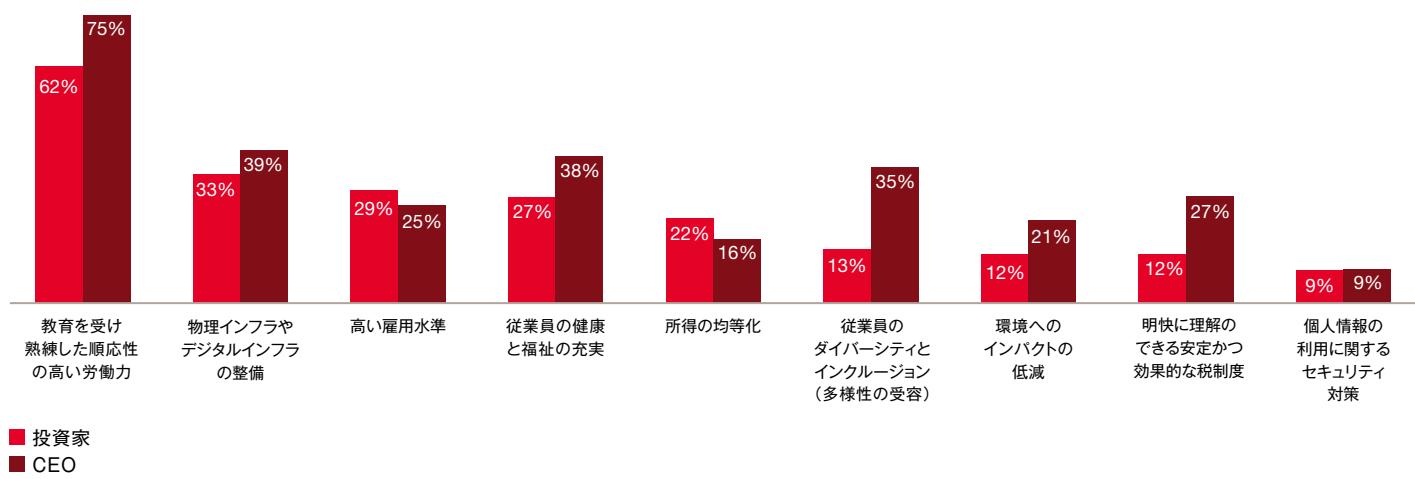
CEOが従業員の能力開発を重視していることは、事業成長の脅威として、スキルのある人材確保の問題を投資家よりも強く懸念していることを反映している。この傾向には、地域による違いはほとんど見られない。またCEOは投資家よりも、適切な能力のある人材が不足していることは幅広いステークホルダーからの期待に応える際の障害になると強く懸念しているが、その割合自体はCEOも投資家もさほど高くない。

今後20年間について見ると、テクノロジーに加え人口構造の変化が非常に重要である。労働者の数とその生産性が、長期的な成長の推進力となる。

ファンドマネージャー(スイス)

図10

Q: ビジネスを進めるにあたり企業が優先すべき課題を以下から3つ挙げてください。



31%

のCEOが、適切な能力のある人材が不足していることは幅広いステークホルダーからの期待に応える際の障害となると見ている。

投資家はCEOよりも、社内スキルの脅威について強く認識していないようである。そのため投資家は、この問題については企業内でコントロールできているものと理解しているかもしれない。企業は、適切な人材の確保に関して直面しているリスク(適切な人材のパイプライン開発とその維持について自社が抱える問題の規模など)をより包括的に開示することを考えても良いのかもしれない。企業の中には、大学の講義や研修プログラムへの資金提供に関連付けてこの問題を強調しているところもある。



企業はテクノロジーが現在、自社の業界にどのような変化をもたらしているか、今後、どのように進化していくかについて、十分な知見を持っているか?

企業は自社の人材管理活動について発信するという点で、投資家の期待に適切に対応しているか?

企業は自社のテクノロジー戦略を適切に発信しているか?



幅広い期待に対応する

企業の存在意義

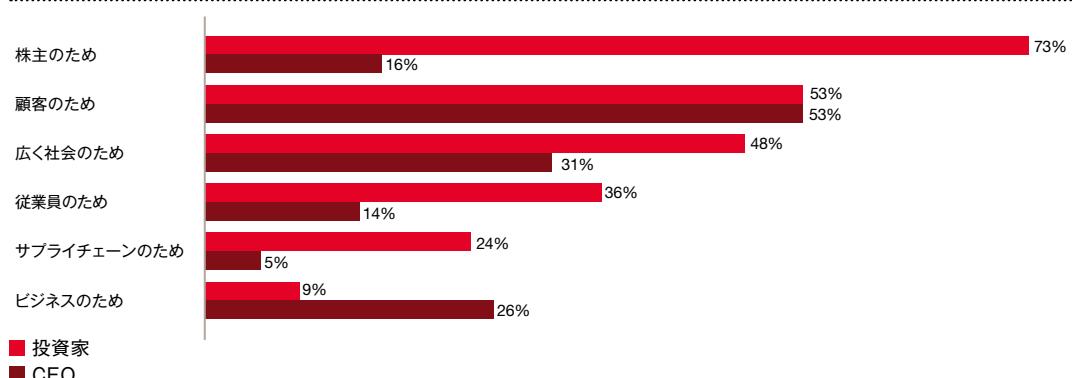
投資家は、企業の存在意義についてどのように考えているか？

企業の存在意義は、市場が求める商品を、社会的に・環境的に受け入れられる形で生産すると同時に、企業の所有者や従業員を含めたステークホルダーに利益を生み出すことである。

格付アナリスト(米国)

図11

Q:企業はどのステークホルダーのために価値を創造しているか？



企業の存在意義は、企業の所有者にキャッシュフローを生み出すことである。このシンプルな目的は社会的に最も適切である。なぜならこの目的を果たすには、顧客、従業員、地域社会、その他のステークホルダーに対して価値を創造しなければならないからだ。

プライベートエクイティ投資家(デンマーク)

企業の存在意義は、持続可能な方法で投資家に富をもたらすことである。

ファンドマネージャー(英国)

図12

次の意見に同意するCEOの割合



企業は幅広い
ステークホルダー
からのニーズに
応えることが
期待されている



企業は短期的な
利益よりも、
長期的な利益を
優先している



企業の存在意義は、
幅広いステークホルダーに
価値を創造する
ことである



企業の存在意義は、
株主に価値を
創造することである



企業の社会的責任
が事業活動全体の
中核となる



投資家は、基本的に
インカムゲインと
キャピタルゲインを
追求している

幅広い期待に対応する

投資家が考える企業の存在意義とは…



利益を上げること



株主価値を創造すること



投資家に利益を、従業員に仕事を提供すること



株主に妥当な利益をもたらし、景気循環を
乗り切ること



顧客のニーズのギャップを埋め、顧客に商品や
サービスを提供すること

18th Annual Global CEO Survey / January 2016
Growing in complicated times¹⁴² / Addressing greater expectations¹⁴³ / Troublesetting:
technology, innovation and talent¹⁴⁴ / Managing and communicating success¹⁴⁵ /
Managing complexity to deliver expectations¹⁴⁶

Redefining business success in a changing world

CEO Survey

1,409 CEOs interviewed
in 83 countries
66% of CEOs see more
threats today
76% of CEOs define
business success by more
than financial profit

pwc

www.pwc.com/survey

CEOの見解は…

“purpose”は、人の心の中にあるものであり、広告代理店が作り上げるものではない。だから私たちは社員の心の中から“purpose”を取りだし、次の七つの単語でそれを表現した。「Real food that matters for life's moments(人生の一瞬一瞬にとって大切な本物の食事)」。そして、消費者や従業員とこの文言が本当に正しいかを確かめた。消費者は、当社のブランドがいかに大切かを語ってくれた。それが当社の全ブランドを包括するものになった。すなわち、全社員が掲げることができる“purpose”であり、なぜ私たちが毎日行っていることが重要なのかに関して、社員の意欲を高めることができる“purpose”である。

Denise Morrison

President and Chief Executive Officer, Campbell Soup Company, USA

…私たちの存在意義は、低炭素電力を効果的かつ責任を持って推進することだ。

Jean-Bernard Lévy

CEO and Chairman, EDF, France

当社はつい最近、存在意義を見直して、少々変更を加えた。以前は「未来を築く」だったが、これを「より良い未来を築く」とした。CEMEXはかなり前から持続可能な考え方を取り入れた企業である。私たちは、持続可能性によって、新しくてタイプの異なる経済が生まれ、一部の経済活動の再形成が行われると考えている。このことを理解し、最初に取り入れる企業が、トレンドの最先端を行く企業となり、他の企業よりも優れたビジネスを行う企業となると話している。

Fernando Gonzalez Olivier
CEO, CEMEX, Mexico

企業の最も重要な存在意義は、株主に財務上の利益をもたらすことなのだろうか?それとも、幅広いステークホルダーのニーズと期待を考慮した、もっと複雑な成果を達成することなのだろうか?すなわち、正しいことをしながら利益を上げるということなのだろうか。CEOと投資家を対象に当社が実施した調査から、後者の見解が主流になりつつあることが明らかになっている。

CEOと投資家に、企業の存在意義を自身の言葉で表現してもらい、その回答を分析して(図11)、回答者が株主のニーズに応えることに注目しているのか、それとも幅広いステークホルダーに目を向けているのかを調べた。当然ながら投資家の大半は、株主価値の創造という観点から企業の存在意義を定義する。ところが、企業の存在意義をより広くとらえている投資家もいる。確かに財務上の利益は重要であるが、それだけでは十分とは言えない。企業所有者に対して価値を創造する潜在能力と、顧客、従業員、地域社会、その他のステークホルダーに対して価値を創造することには、明確な関連性がある。この点で、投資家の見解はCEOの見解と一致しており、CEOの大半は、幅広いステークホルダーのニーズに応えることが企業には期待されているという点に同意している。投資家も長期的な観点から企業の存在意義を考えており、企業が短期的な収益性を達成する能力と長期的で持続可能な価値を創造する能力の両方を示す方法を模索することの重要性に着目している。

CEOは、企業の存在意義について、全体的な視点からの言葉で表現している。顧客のために価値を創造することを最も重視しつつ、幅広く社会のために価値を創造すること、そして自社のために価値を創造することがこれに続く。CEOは企業の存在意義として、従業員、社会、ステークホルダー、そして持続可能な活動を挙げることが多いが、コミュニティに幅広く利益をもたらすという大きな視点に立った自社の存在意義を説明する際に、CEOが広報活動の価値を認識しているのか疑う向きもある。そこで、本調査において、さまざまな意見について同意するかどうかをCEOに直接質問すると(図12)、顧客中心を掲げていたとしても、幅広いステークホルダーに対して価値を創造することが自社の存在意義の中心と答えたCEOは、株主に対して価値を創造することと答えたCEOのほぼ2倍である。CEOが自身の言葉で企業の存在意義を表現した内容を分析すると、社会のために価値を創造すること

企業の存在意義は、顧客に商品やサービスを提供すると同時に、ステークホルダーに金銭的利益を提供することである。

バイサイドグローバル株式
責任者(英国)

**(企業の存在意義は)
人々に何かを提供することだと考えているが、残念なことに、企業は金銭的なことにしか関心がない。**

債券アナリスト

に言及した割合は、株主価値の創造に言及した割合のほぼ2倍であることが分かった。

CEOも投資家も、方法と手段を混同している回答者が存在する可能性はある。例えば、顧客のための価値を創造する必要性を重視するのは、あくまでも株主価値の創造の手段とらえているからと考えるためかもしれない。しかし実際のところ、価値創造という目標が依然として企業の存在意義の中核となっていることに変わりはない。

仮に上記の考えが正しいとしても、CEOにとっては同じことである。すなわち、将来の企業の成功は、長期的で持続可能な株主価値を創造すると同時に、幅広いステークホルダーからの期待に応えることができるか否かにかかっているということである。



幅広い期待に対応する

ステークホルダーが戦略に及ぼす影響

ステークホルダーへの対応について質問すると、CEOは明らかに、顧客やクライアントを最優先に考えている。つまり、CEOの90%が、顧客やクライアントはビジネス上の戦略に「大きな影響を与える」または「極めて大きな影響を与える」と回答している（図13）。このことから、企業の存在意義は顧客に対して価値を創造することであるという見解をCEOが持っていることが分かる。また多くのCEOは、政府・規制当局や競合企業・同業他社もビジネス上の戦略に影響を及ぼすと考えている。

投資家を対象にした調査では質問を微妙に変え、各ステークホルダーは企業の戦略にどの程度の影響を及ぼすべきか尋ねた。CEOと投資家の回答を比べた結果、CEOの「現実社会」での経験と投資家が考える「理想的な社会」のシナリオには、類似点と相違点があることが分かった。

まず、類似点について見てみると、投資家の大半は、顧客やクライアントはビジネス上の戦略に影響を及ぼすべきと考えており、CEOも実際にそうであると述べている。また、競合企業や同業他社が及ぼすべき影響と実際に及ぼしている影響についても、

顧客やクライアントは、企業の戦略にとって重要な要素でなければならない。そもそも企業がビジネスを行う理由は、そこにあるのだ。

バイサイド債券リサーチ責任者（ドイツ）

優れた企業は、地域社会で積極的に活動して大きな影響力を持つている傾向があるが、設備投資や買収などのグローバル戦略を妨げるものであってはならない。

セルサイドアナリスト（英国）

CEOと投資家の間で意見は一致しており、地域社会の影響についても、同様の見解を示した。

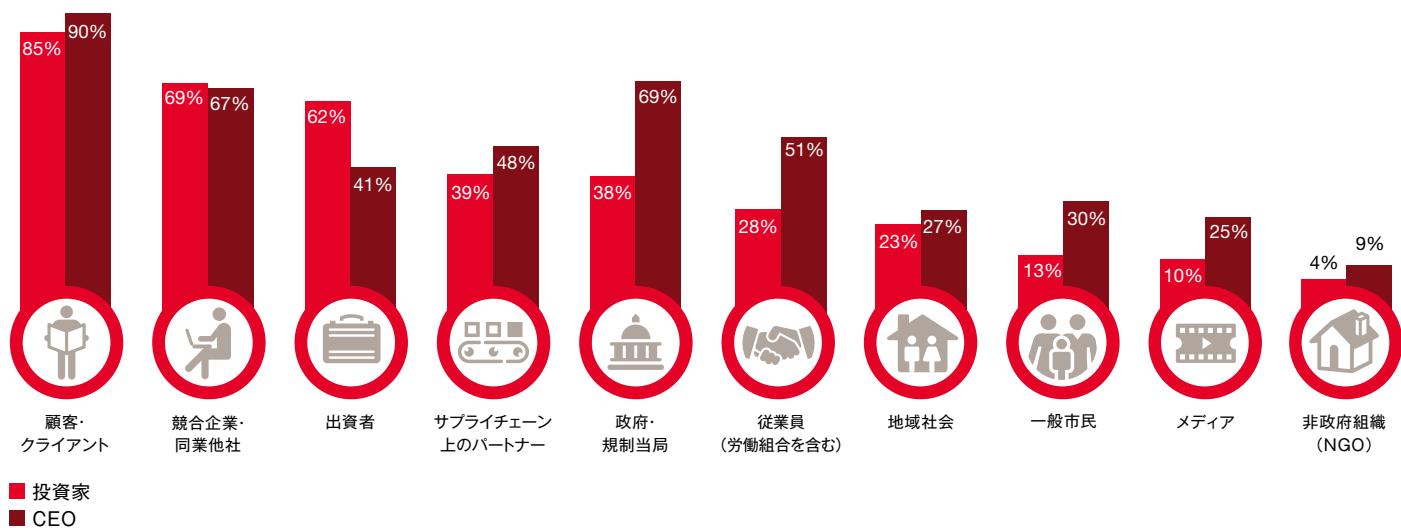
一方で、投資家は全般的に、多くのステークホルダーのビジネス上の戦略に対する影響力は、CEOが述べる実際の影響力よりも小さくあるべきと考えている。

ただし、大きな例外として、CEOが述べる実際の影響力よりも大きい影響力を持つべきと投資家が考えているのが出資者の影響であり、「現実と理想」のギャップは21ポイントに及ぶ。明らかに投資家は、出資者は投資先企業の資金の使い方について発言権を持つべきだと考えている。このことは経営の代理人理論や、投資家には自らの利益を守る権利（議決権など）があるという現状と一致している。バークシャー・ハサウェイ会長のウォーレン・巴菲特は2016年、株主に宛てた手紙のなかで、「自分たちが株主のために働くべきであることを忘れているCEOがいる…」と述べているⁱⁱ。

同様に、マッキンゼー・アンド・カンパニーのグローバル・マネージング・ディレクターのドミニク・バートンとカナダ年金制度投資委員会の会長兼CEOのマーク・ワイズマンは、「あたかも非公開株

図13

Q:以下のステークホルダーは、企業の戦略にどの程度の影響を与えますか（CEOの場合）、あるいは与えるべきですか（投資家の場合）？



上記の図は、自社の戦略に各ステークホルダーが「大きな影響を与える」または「極めて大きな影響を与える」と回答したCEOの割合と、投資先企業または支援先企業の戦略に各ステークホルダーが「大きな影響を与えるべき」または「極めて大きな影響を与えるべき」と回答した投資家の割合

の保有者・運用者がたまたま上場株式を取り扱っているかのように振る舞い始めた先進的な資産保有者および資産管理会社も、少數ながら数を増しつつある。そういう資産保有者や資産管理会社は価値を創造するために、経営陣とのかかわりを築き、これを長期的に維持している」という事実を歓迎しているⁱⁱⁱ。

こういった事実は、企業と投資家の関係（エンゲージメント）が効果を発揮していないことの証ともいえるだろう。企業は、投資家の見解を、投資家が期待するほどには積極的に求めていない可能性があり、投資家は表明した見解について、企業が投資家の期待する方法で対応していないと感じている可能性がある。

CEOと投資家の見解が最も異なるのは、政府・規制当局の影響に対する考え方である。政府・規制当局がビジネス上の戦略に影響を及ぼすと

回答したCEOの割合は、投資家の割合よりもはるかに大きい。投資家は、CEOほどではないにしても、過度な規制を懸念しており、政府・規制当局がビジネス上の戦略に及ぼす影響を抑えてほしいと考えていることが分かる。ただし、この傾向には地域によって相違が見られる。アフリカとアジア太平洋の投資家は、欧州と北米の投資家よりも、政府・規制当局はビジネス上の戦略に影響を及ぼすべきだと考える割合が高い。政府・規制当局の影響をより強く懸念しているのは、株式投資家よりも債券投資家、バイサイドの投資家よりもセルサイドの投資家となっている。

出資者、特に株式投資家は、企業の戦略にかなり大きな影響を及ぼすべきだ。議決権は非常に重要である。

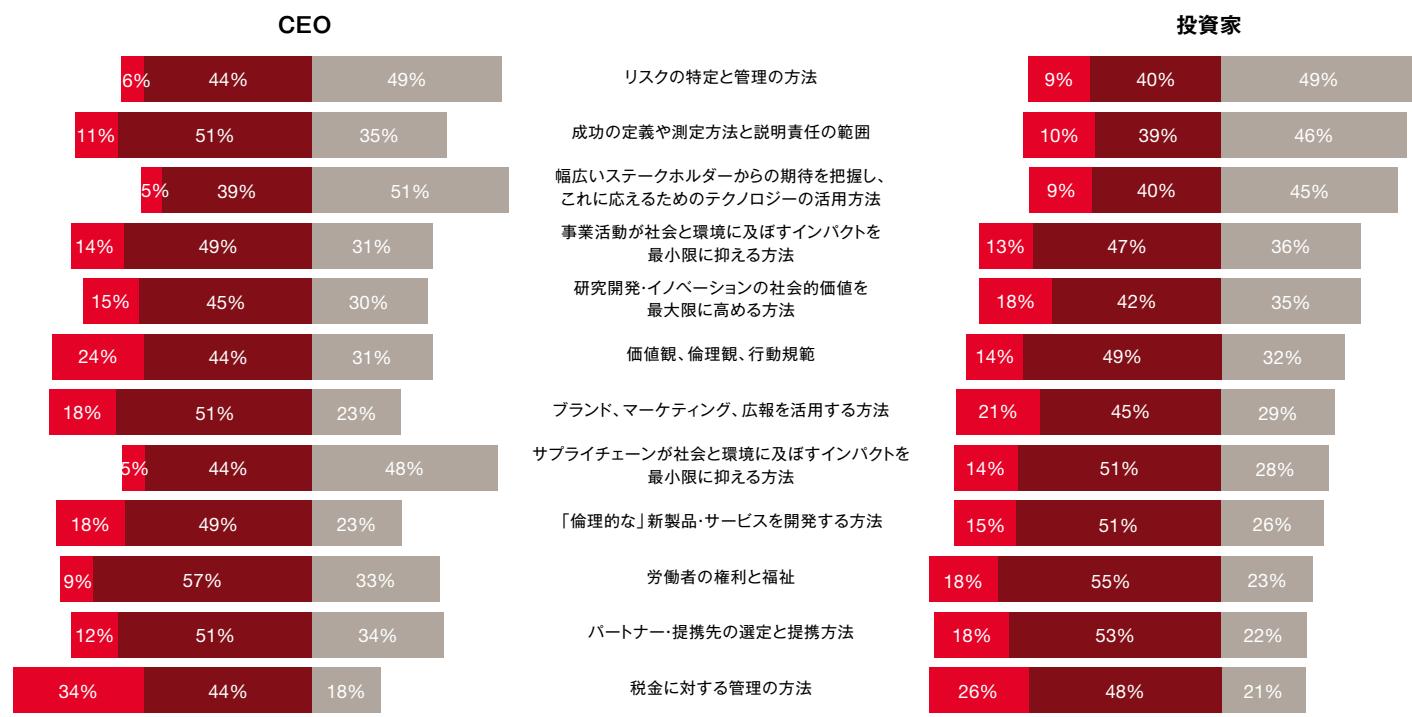
株式投資家（香港）

74%

の投資家が、過度な規制は企業の成長見通しにとって脅威であると考えている。

図14

Q: 変化するステークホルダーからの期待に応えるために、以下のそれぞれの項目について、あなたの会社ではどの程度の改善を実施していますか（CEOの場合）、あるいは企業は改善すべきだと考えますか（投資家の場合）？



■ 実施していない ■ ある程度改善している ■ 大幅に改善している

注:「分からぬ」という回答もあったため、合計は100%にならない

幅広い期待に対応する

ステークホルダーの間に一貫性がないため、企業が適切なバランスを見出すのは難しいと思われる。大切なのは、経営陣や取締役会が方向性についてしっかりとしたビジョンを持ち、それを確実に伝えることである。

ガバナンス専門家(オランダ)

古い体質の企業は、ソーシャルメディアと破壊的技術の重要性を過小評価している。

バイサイドリサーチ部門責任者(ドイツ)

企業が社会のために研究開発を行うことは期待してない。企業はビジネスのために研究開発を行わべきだ。

バイサイト株式アナリスト(英国)

企業は環境へのインパクトを軽減することができるが、有意義な変革を起こすには政府の関与が必要である。

ガバナンス責任者(米国)

CEO意識調査では、いくつかの分野を提示し、変化するステークホルダーからの期待に応えるために、それぞれの分野でどの程度の改善を行っているか、質問した。投資家に対しても同様に、変化するステークホルダーの期待に応えるために、投資先企業がどの程度の改善を行うべきか尋ねた(図14)。その結果から、投資家が改善してほしいと考える分野で企業が実際に改善を行っているかどうかが分かる。「リスクの特定と管理の方法」については、両者の見解は非常に似通っていた。約半数の投資家が、企業はこの分野で改善をするべきだと考えており、約半数のCEOが大幅な改善を実施していると回答している。他にも、「幅広いステークホルダーからの期待を把握し、これに応えるためのテクノロジーの活用方法」をはじめ、他の多数の分野についても、投資家とCEOの見解は類似している。この結果は、前述のとおり、投資家もCEOも、テクノロジーの進歩はステークホルダーからの企業に対する期待を変える可能性が最も高いグローバルトレンドと考えている、という回答と一致している。

一方で、興味深い相違点も見られる。ほぼ半数の投資家は、「成功の定義や測定方法と説明責任の範囲」を大幅に改善してほしいと考えているのに対し、この分野の大幅な改善を行っているCEOは約3分の1しかいない。このテーマについては、「成功を正しく測り、伝える」のセクションで詳しく検証する。

また、約半数の企業が「ブランド、マーケティング、広報を活用する方法」をある程度改善しているのに対し、この分野について企業が改善を行うべきだと回答している投資家は4分の1程度である。CEOがこの分野に注力しているのは、外部に対する自社のイメージを管理することの難しさに直面していることを示している。かつては、企業は公表する情報を選択することで自社のイメージを形成することができた。ところが現在は、大量のデータ、分析、意見がさまざまなソーシャルメディアを介して瞬時に発信されているため、企業は、自社の見解を正しく発信しつつ、顧客やステークホルダーがマスコミが伝えることを躊躇みにしないように、ブランド・広報活動に力を入れる必要がある。

CEOがこの分野に注力しているもう一つの理由として、業種によってはブランドが企業の評判に大きく影響することが挙げられる。それどころか、

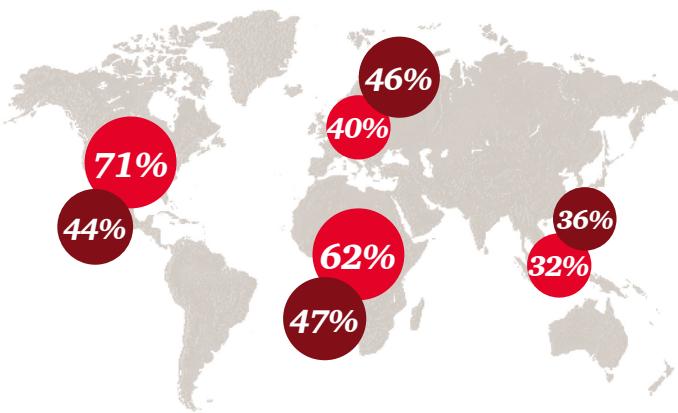
ブランドと評判は同一のものだと考えるCEOもいる。そのため、ブランドとマーケティング活動は評判に関するリスク管理の重要な側面であるとみなされている。

ところが興味深いことに、投資家は、改善の必要順位を特定する際に、ブランド、マーケティング、広報よりも、次の三つの分野を優先的に考慮している。

- 事業活動が社会と環境に及ぼすインパクトを最小限に抑える方法
- 研究開発・イノベーションの社会的価値を最大限に高める方法
- 値値観、倫理観、行動規範

しかし、CEOの回答を見ると、これらの分野で実際に大幅な改善を行っている企業はあまり多くない。このことは、責任ある企業(金銭的な成果だけでなく幅広い成果により定義される企業)に対する投資コミュニティの関心が高まっていることの証である。これは必ずしも慈善的な理由ではないが、規制当局や投資家の間で、持続可能な事業を行うことは長期的な価値創造を左右する、という見解が受け入れられていることを示している。例えば、米国労働省は「環境、社会、ガバナンス要因は投資の経済的・財務的価値と直接的な関係がある可能性がある」との見解を示している^{iv}。同様に、投資戦略を策定する際の年金基金の責務に関する英国法律委員会のガイドラインでは、企業業績の長期的な持続可能性に対するリスクを含め、年金基金はリスクに対するリターンのバランスを図る必要がある、と指摘している。具体的には、「これら(のリスク)は、不適切なガバナンスや環境の悪化、あるいは顧客、取引先、従業員に対する企業の態度から生まれる評判のリスクなど、さまざまな要因から生じる可能性がある」と記載している^v。

さらに、幅広いステークホルダーからの期待に応える際に企業が直面する障害に関するCEOと投資家の見解の相違(図15)も、このテーマの判断材料となる。投資家が認識する最大の障害は、「ステークホルダーの利益と財務業績への期待の不一致」である。この問題を障害だと考えるCEOは少ない。このことから、投資家は実際には幅広い問題を考慮しているにもかかわらず、財務上の利益にしか関心がないと企業から誤解されているのではないか、



アフリカと北米の投資家は、基準や規制の不明瞭さや一貫性のなさを最も懸念している

● アジア太平洋の投資家は32%、欧州では40%であるのに対し、北米は71%、アフリカは62%

● CEOの回答は、それぞれ44%(北米)、47%(アフリカ)、36%(アジア太平洋)、46%(欧州)

という投資家の見解が垣間見られる。改善にはコストがかかりすぎるため、企業は財務業績への影響を懸念して、幅広いステークホルダーの利益のために何らかの改善をすることを差し控えている、とおそらく投資家は考えているのだろう。2011年、マッキンゼーのドミニク・バートンはこの問題について、「大多数の経営陣は、社会的イニシアチブは長期的な価値を創造すると信じているが、金融市場が難色を示すことを恐れ、この信念に基づいて行動していない」と述べている。^{vi}

投資家は、短期主義に対する目下の議論と、四半期ごとの報告義務と目標達成の必要性が長期的な投資判断に影響を及ぼすという声の高まりにも反応していると思われる。『ハーバード・ビジネス・レビュー』誌の中でも指摘されているように、「企業価値の大半は3年以上先の成果によって決まるのだが、3ヵ月ごとの報告義務に経営陣が気をとられてしまうと、資本主義は良くない方向に向かう」^{vii}。実際のところ、英国のCFA協会は、短期目標達成のプレッシャーについては論点が間違っている、と指摘している。CFA協会は、投資家の信頼を維持するために経営陣が短期の収益目標を達成することは重要であると認めつつも、「企業は必ずしも短期ではなく適切な時間軸で価値を最大限に高める努力をすべきである、と投資家は考えている」と述べている。さらに、価値の創造は期間に左右されるのではなく、「短期、中期、長期の時間枠で一貫して行われるべきだ」と指摘している。「期間主義(つまり、長期の投資期間に注目して短期を批判する)に対する議論は、重要なポイントを見落としており、「重要なのは、価値創造とその達成方法であり…価値創造の期間ではない」。CFA協会は、「最適な」期間の定義は一つではなく、最適な投資期間というものは存在しない、と主張している。

改善を妨げる障害

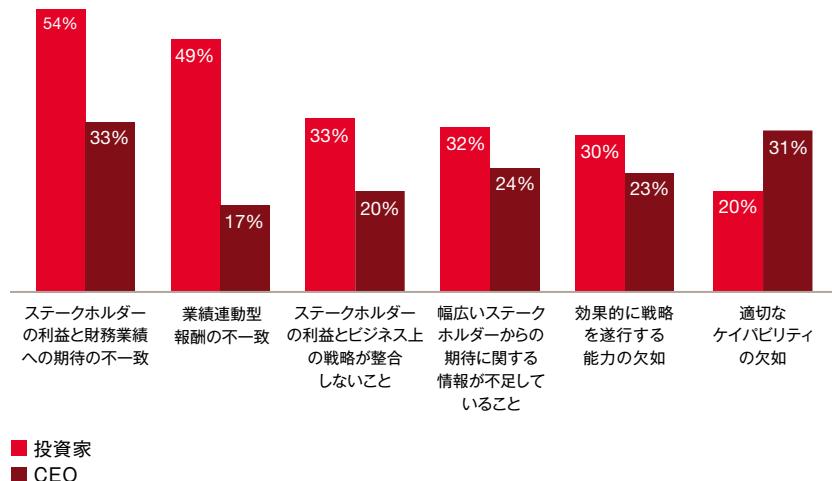
CEOに対しては、ステークホルダーからの期待に応える際に自社がどのような障害に直面するか、そして投資家に対しては、投資先企業または支援先企業がどのような障害に直面していると思うか質問した。調査結果から、「業績連動型報酬の不一致」が障害となると回答した投資家はCEOよりもはるかに多いことが分かった(図15)。この結果は、レポートティング(このケースでは、報酬のレポートィング)を改善できる余地があることを示している。経営陣の報酬評価については、投資家が社外から見るよりも企業が社内から見るほうが理解しやすい。株式投資家は、特に業績連動型報酬の不一致を障害だと考える傾向が高く、このことは企業と株主間に存在する「プリンシパル＝エージェント」の緊張関係に加え、出資者は残存リスクを負うことから、企業の戦略に対する発言力を拡大させたいと考えていることが反映されているものと思われる。

短期的な業績に対する報酬や自社株の購入オプションなどの制度は、必要な長期的改善を経営陣に促す上では有効ではなく、むしろ弊害となる。

ファンドマネージャー(スイス)

図15

Q: 幅広いステークホルダーからの期待に応える際に障害となるのはどれですか?



■ 投資家
■ CEO

幅広い期待に対応する

42%

の株式投資家が、幅広い
ステークホルダーの期待
に応える上で業績連動型
報酬の不一致は障害とな
ると考えている。

投資コミュニティとの対話から、私たちは投資家
が報酬方針に不信感を抱いていることを認識して
いる。多くの投資家が、企業は「成功の定義や測定
方法と説明責任の範囲」を改善するべきだと考
えている(図14)ことを考慮すると、報酬方針や重要
業績評価指標(KPI)を戦略やリスク管理その他の
要因に密接に関連付けるために企業ができるこ
とは多い。もし、関連付けした報酬方針がすでにある
場合には、投資家に向けた開示の強化に努めること
ができる(PwCが以前行った調査から、投資家は
財務報告でこういった関連性を明らかにしてほしい
と考えていることが明らかになっている)。他には、
投資家はCEOよりも、ステークホルダーの利益とビ
ジネス上の戦略が整合しないことが改善の障害に
なると考える傾向がある。ただし、企業がこれらに
整合性があると考えるのであれば、CEOはそのこと
を投資家に伝える方法の改善を検討することができる。
これらの調査結果は、投資家は企業に対して
社会的に責任ある方法で行動すること、口先だけ
でなく実行することを求めていたという膨大な証拠
を裏付けるものである。

経営陣は自分たちの
メリットのために企業を
運営することがあまりに
も多い。経営陣の報酬
とステークホルダーの
利益の対立は大きな障
害となる。

セルサイド株式アナリスト
(英国)

私たちに必要なのは、根
本的な組織文化の改革
である。経営陣は、企業
にとって必要な改革の
実施に注力しなければ
ならない。投資家の期待
と矛盾してはならず、経
営陣は倫理的な問題に
ついても慎重に扱わな
ければならない。

セルサイドアナリスト(イタリア)



ビジネス上の戦略の策定をサポートするという点で投資家が果たすべき役割を果たすことができるよう、企業はそのコミュニケーション手段をどのように維持しているか?

経営陣の報酬と株主の利益を一致させるため、報酬方針をどのように変える
必要があるか?

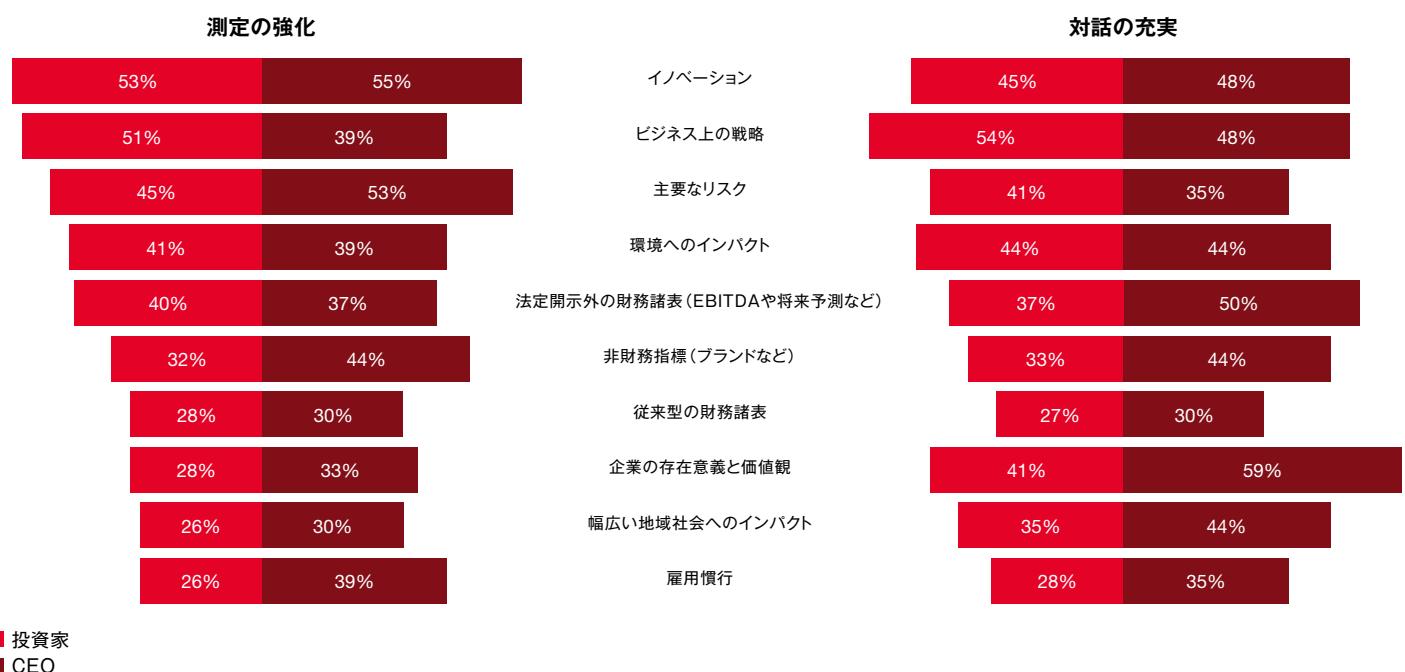
環境・社会的に責任のある事業活動における価値を十分に理解するため、
企業は投資家からどのような情報を必要としているか?



成功を正しく測り、伝える

図16

Q: ステークホルダーに与えるインパクトと価値について測定または対話するにあたり、以下のどの分野にさらに力を入れるべきとお考えでしょうか？



成功を正しく測り、伝える

良い意思決定、悪い意思決定の影響を適切に示すため、ビジネス上の戦略については、長期にわたる詳細な測定が必要になる。

セルサイドアナリスト(英国)

戦略は明確に策定し、具体的に報告する必要がある。私はできるだけ詳細な情報を求めている—重要な成果は何か?それを達成するために何をしているのか?

バイサイドリサーチ責任者(ドイツ)

投資家は、財務リスクだけでなく幅広いリスクを知りたいと思っている。企業は、コミュニティ、環境、その他の要因に及ぼすインパクトを踏まえ、晒されているリスクについて報告する必要がある。

ポートフォリオマネージャー(イタリア)

私と関係のある経営陣や役員の多くは、戦略を明確に表現する方法を知らない。重大なリスクや主要な強みについて説明することができない。これは、非常に本質的な投資リスクである。

バイサイド株式責任者(英国)

企業は、社会に対するインパクトや社会にもたらす価値など、さまざまな側面についてレポートингを行っている。しかしCEOと投資家は、どの分野についてより測定の強化を求めていたのか、そしてどの分野について対話の充実を求めていたのだろうか?

特に長期的な価値創造の戦略に関する測定と対話の重要性について、BlackRockのCEOであるLarry Finkは、S&P500社と欧州の大企業のCEOに充てた手紙の中で、最近、次のように強調した^{viii}。

「株主への手紙や他のコミュニケーションは後ろ向きであることが多く、将来に対する経営陣のビジョンや計画を明確に述べていない。しかし、将来に関するこの点こそが、投資家やステークホルダーが必要とするものである。具体的な内容としては、厳しい競争環境下での企業のかじ取り、イノベーションの導入、技術的破壊や地政学上の事象への対応、投資先、人材開発の戦略などである。こういった取り組みの一環として、企業は、長期的な成長の枠組みをサポートする財務指標の開発に努める必要がある。長期的な報酬の構成要素はこれららの指標と関連付けなければならない」

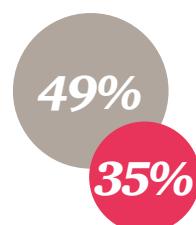
同様に、マッキンゼーも企業が長期的な指標を提供し、長期的な価値創造に関する投資家の判断をサポートすることの重要性を強調している。

「企業の長期的な業績を測る際に、例えば、10年の経済的付加価値、研究開発の効率性、開発中の特許、複数年の設備投資利益、生産のエネルギー強度などの指標に注目することで、GAAPによる会計からの情報よりも有意義な情報を投資家は入手できるようになる」^{ix}

つまり企業は、企業を成功に導く「ハード面」と「ソフト面」の両方の原動力のインパクトと価値を測定し、それを伝える必要がある。そのため、社外ステークホルダーとのコミュニケーションの質の向上に注力することが、企業に求められる。新たなビジネス言語のためのPwCのガイド(「統合報告の導入ガイド」)は、内部管理の質、インパクトや価値創造に関するレポートングの質を企業が改善するのに役立つだろう。

質を重視することは重要である。本調査では、投資家は測定の強化と対話の充実を求めていたかを質問した(図16)。しかし、投資家が実際に重視しているのは、各企業にとって重大な課題に焦点を当てた「質の高い」情報(重大なリスクに関連する戦略についての明確な説明など)である。さまざまなインタビューから、この事実が明らかになった。

質の高いコミュニケーションは、本報告書すでに言及している以下のようなCEOと投資家の見解の不一致を解決することにも役立つ。例えば、幅広いステークホルダーからの期待に応える際にステークホルダーの利益と財務業績への期待の不一致が障害となる(図15)との見解は、CEOよりも投資家の方に多く見られる。また、企業は戦略を効果的に遂行できないとの見解は、投資家(特に株式投資家)の方がCEOよりも多い。さらに、企業は幅広いステークホルダーからの期待に関する情報が不足しているという見解も、投資家の方がCEOよりも多い(特に、株式投資家とセルサイドの回答者に顕著に見られる)。企業は、自社の戦略を説明する方法、そして戦略の実施を財務業績に結び付ける方法を検討することができる。また、ステークホルダーのための改善と、その改善が財務業績に及ぼす影響を説明するために、さらに打てる手もある。企業は、非財務情報を財務業績と結び付けて説明せず、別々に提供する傾向があるが、この場合は両者の因果関係が不明瞭になってしまう。



セルサイドアナリストはバイサイドの回答者よりも、左図の通り法定開示外の財務情報の測定を重視する傾向がある。法定開示外の財務情報の対話についても同じ傾向が見られる(それぞれ、43%と35%)



バイサイドの回答者はセルサイドの回答者よりも、環境へのインパクトに関するコミュニケーションの充実を求めている(それぞれ、48%と32%)

測定していないのか、それとも対話していないのか？

企業が社会にメリットをもたらしているもので、現在、測定されていないか、十分に評価されていないものは何か？

イノベーションと、労働力のスキル向上。

ポートフォリオマネージャー（イタリア）

社会は、企業がもたらすイノベーション（特に、目に見えないイノベーション）を過小評価している。例えば、アップルの製品であれば実際に目にして使用することができるため、そのイノベーションは評価される。一方で、多くの企業が数々の研究開発を行っているにもかかわらず、必ずしも評価されていない。

株式ファンドマネージャー（英国）

株主価値と富の創造は正当に評価されていない。社会の多くの人、特にマスコミは、「株主」とは最終的には私たち全員、つまり一般大衆とその年金貯蓄のこと指すということを理解していない。

ファンドマネージャー（イタリア）

持続可能な企業になることは、持続可能な雇用主になることである。つまり、持続可能な労働力を確保し、持続可能な雇用を創出し、持続可能な税務基盤をその国に提供することを意味する。

ファンドマネージャー（南アフリカ）

おそらく、企業の活動がその地域社会の開発にどのように役立っているのかを社会は十分に認識していない。特定の地域社会で活動することで、充実したインフラ、優れたサービス、豊かな生活など、さまざまな発展をもたらしている。企業がもたらした成果と、企業が活動する以前の生活水準は、実に対照的である—パナマなど、特定の地域ではその違いは顕著である。

Manuel Manrique
President and CEO of Sacyr

投資家が考える企業が社会にもたらしているものとは…



従業員の実地でのスキル習得



税金、給料、従業員の福利厚生



国のインフラと開発を強化する製品とサービス



職業、質の高い食事、医療、輸送手段、娯楽などによる質の高い生活



基本的な労働スキル、雇用、教育、福祉の向上、基本的なニーズの充足、一般的な経済繁栄



人々の交流、社会的つながり、自己定義の方法の急激な変化



顧客の幸福



富の創造

CEOが考える企業が社会にもたらしているものとは…



事業展開する地域での雇用および仕事の創出



国の繁栄、成長力、税金による資金提供



最先端のテクノロジーから、医療・輸送・環境科学の研究に至るまでの、さまざまなイノベーション



教育と研修



環境保護、環境へのインパクトの軽減、エコシステムの保護、CO₂の排出削減



従業員と地域社会の安全、セキュリティ、幸福



不可欠なインフラへの寄与



人道的・慈善的支援

成功の再定義

企業の成功は何を持って定義されるのか?CEOと投資家からのフィードバックに基づくと、成功とは、必ずしも収益性を最大限に高めることではなく、他の形態でのインパクト(環境・社会など)も考慮される。実際、財務上の成果以外の要素も考慮して企業の成功が測定され、企業活動の社会・環境・経済的インパクトについて価値(および費用)が算出されるとなれば、企業は、現在よりもはるかに包括的な方法で自社のインパクトを検討し、成功を測定することができる。インパクトを定量化して金銭の形で評価することで、他の戦略との違いを明らかにして検討することができるようになる。さらには、情報に基づく充実したステークホルダーとの対話が可能になり、より適切な意思決定が促進される。

[事業成功の定義は]変化すると考えられるが、より良くなるとは思っていない。環境問題は国の課題であるため、企業は関心を持たなくなる。企業は、利益を最大限に増やすことに注目しなければならない。また、政府が制定する法的枠組みによって、これらの問題における企業の行動の方向性を定める必要がある。

債券アナリスト(ドイツ)

社会にもたらすメリットの測定および有益な資源を個人に提供する企業の能力の測定に対する要望が高まると考えられる。

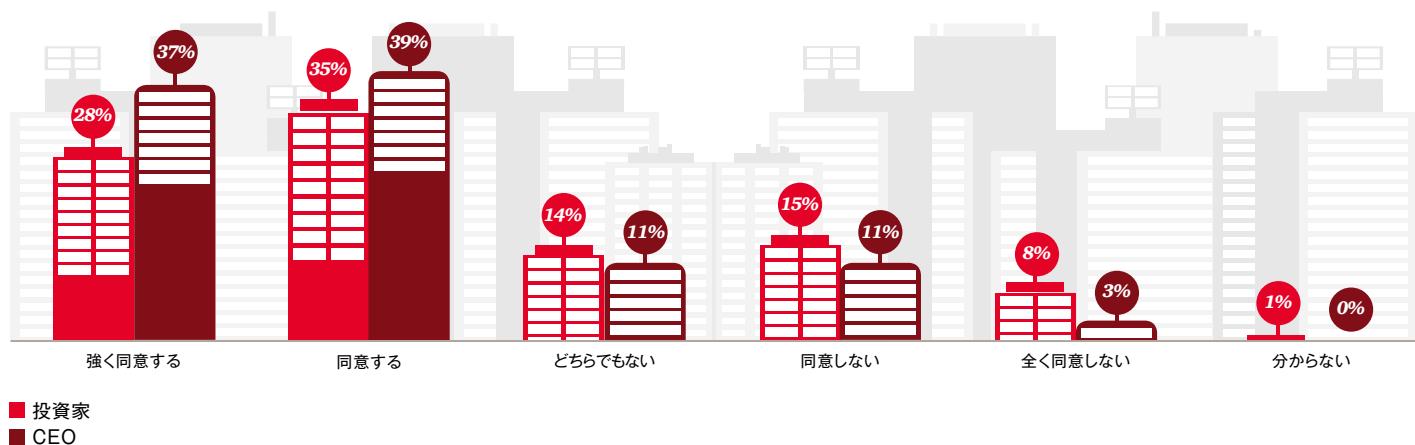
株式アナリスト(米国)

企業が失敗したことを知るのは、その企業が倒産したときである。

株式投資家(香港)

図17

Q:「21世紀の企業の成功は、財務上の利益だけでなく、その他の要素も含めて再定義されることになる」という考えにどの程度同意しますか?





バイサイドの回答者(31%)はセルサイドの回答者(21%)よりも、21世紀の企業の成功は財務上の利益だけでなくその他の要素も含めて再定義されることになるという考えに同意する傾向がある



同様に、セルサイドの回答者(21%)はバイサイドの回答者(12%)よりも、この考えに同意しない傾向がある

そこで、「21世紀の企業の成功は財務上の利益だけでなくその他の要素も含めて再定義されることになる」という考えにどの程度同意するか、CEOと投資家に質問した(図17)。大多数のCEOと半数以上の投資家は、この考えに「同意」または「強く同意」している。「社会的責任投資」を行うこと、そして従来とは異なる財務情報を投資判断に組み入れることが主流になりつつあることを考えると、このような結果が得られたのは驚くことではない。ただし、投資家へのインタビューから、多くの投資家が企業成功の定義は変化し続けると考えているものの、必ずしも変化が必要だとは思わない投資家もいることが明らかになっている。この分野は変化し続けており、PwCの「企業の意思決定のための革新的なフレームワーク(Total Impact Measurement and Management:TIMM)」では、変化する時代において企業の経営方法を変える大きな機会をもたらす価値創造と費用の分野に関する見解を提供している。

将来、企業の成功は、業績を十分理解するために必要となるさまざまな情報によって補完されるとても、やはり最終的には財務上の利益によって測定されるのだろうか。それとも、企業の成功を測定する際には、財務上の利益は最終的には全く考慮されなくなるのだろうか。

どのような状況下で企業が財務上の利益をもたらすのかを理解することが重要だ。例えば、企業がもたらすその他の成果(医療の利用や社会的交流)のうち、将来重要なのはどれだろうか?私たちは、財務上の利益を生み出すために投資するが、利益が生まれる状況とそれが持続可能性に及ぼす影響も重要になる。今日1ドルを生み出す能力は将来数米ドルを生み出す能力と同等に重要とは限らない。

株式投資家(米国)



投資家の情報ニーズに応えるため、企業は「ハード面」と「ソフト面」の両方から成功的原動力のインパクトと価値を測定し、対話しているか?

雇用と幅広い社会に及ぼすインパクトが十分に評価されていないと企業が感じているとしたら、企業がもたらす価値をより明確に伝えるにはどうしたら良いか?どのようなKPIを利用すれば良いか?



結論

理論上、CEOと投資家は同じ目標を抱いている—価値の創造だ。それなのに重要な事項についてなぜ意見が異なるのだろうか？企業の収益成長の見通しについての自信の度合いがなぜ異なるのだろうか？業績連動型報酬の一一致などの問題についてなぜ異なる見解を持つのだろうか？

この質問に対する答えの一つとして、両者のコミュニケーションの不足が挙げられるだろう。その不足は、企業が重要なリスクの観点から、また関連するKPIを含めて、自社の戦略をより明確に説明していないというだけではない。投資家も、重視するさまざまな問題や、社会的に責任のある方法で生み出される利益について、明瞭な言葉で表現できていない。CEOは、投資家や他のステークホルダーが企業に何を求めているのか知る必要があり、ステークホルダーはそれぞれの要望をCEOに伝える必要がある。投資コミュニティの優先事項や選好をCEOが十分に理解しないと、レポートингが不完全になるだけでなく、企業が戦略を実行する際にも悪影響を及ぼしかねない。そのため、CEOも投資家も、相互の利益のためによりオープンで継続的な関係（エンゲージメント）を持ち続けることが求められる。



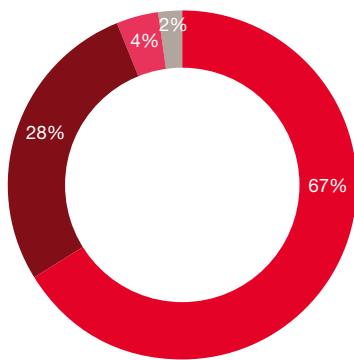


調査方法とお問い合わせ先

本調査では438名の投資家から回答を得ました。うち286人は2015年12月から2016年2月初めまで実施したオンライン調査を通じて、また152人は2015年9月末から2016年1月まで実施したインタビューを通じて回答を得ました。回答者は、バイサイド、セルサイドの株式・債券担当の投資家と格付機関です。欧州、北米、南米、アジア太平洋、アフリカの投資専門家の参加により、各地域から万遍なく見解を得ました。

図18

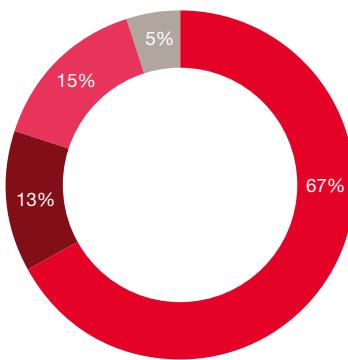
バイサイド／セルサイド／格付機関ごとの割合



■バイサイド ■セルサイド
■格付機関 ■回答なし

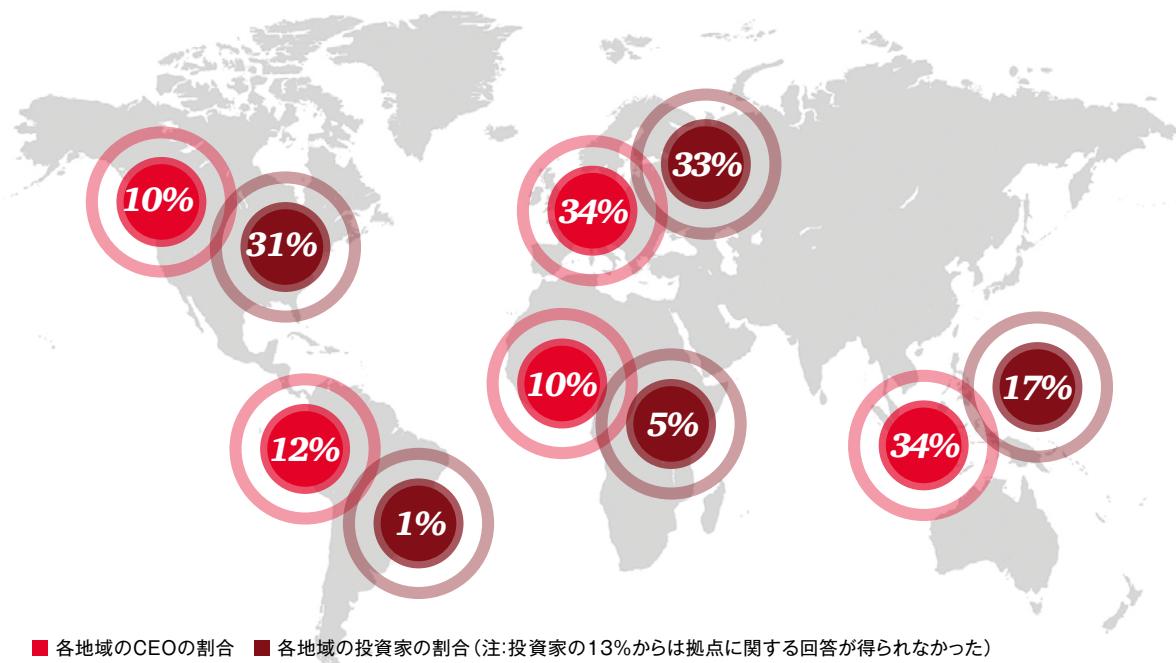
図19

株式／債券担当ごとの割合



■株式 ■債券 ■株式と債券
■その他

第19回世界CEO意識調査では、世界83カ国の1,409名のCEOにインタビューを実施しました。サンプルの選択は世界のGDPに占める調査対象国の割合に基づいて行い、世界の主要国・地域を通してCEOの意見が公平に反映されるようにしました。また、このインタビューは幅広い産業全般を網羅しています。お問い合わせをいただければ、地域別、業界別の詳細についてご案内いたします。インタビューの手段は、26%が電話、60%がオンライン、14%が郵送でした。全ての定量的インタビューは機密扱いで実施しています。



■ 各地域のCEOの割合 ■ 各地域の投資家の割合(注:投資家の13%からは拠点に関する回答が得られなかった)

注:

- ・パーセンテージの切り上げや「どちらでもない」「分からぬ」の回答を除外しているため、数値の合計が100%にならない場合があります
- ・特に明記しない限り、回答数は投資家438名、CEO1,409名です
- ・CEOの約60%は非上場企業のトップが占めているのに対し、投資家は、一部プライベートエクイティへの投資家も含まれるもの、主に上場企業に注目しています。しかし、非上場企業であっても、投資家がそのプライベートエクイティまたは上場債券に投資している場合があること、また、将来の上場を予定している非上場企業であることから、それでも両グループの回答の比較には意味があるものと考えています。従って、投資家とビジネスリーダーの展望を比較するにあたって、これらのCEOの見解は大いに興味深いものです
- ・地域別の調査結果については、投資家およびCEOのそれぞれの活動拠点に基づいて分析しています

Hilary Eastman

Director, Investor Engagement
+44 (0)20 7804 1818
hilary.s.eastman@uk.pwc.com

メディア関連のお問い合わせは、以下にご連絡下さい。

Mike Davies

Director, Global Communications
+44 (0)20 7804 2378
mike.davies@uk.pwc.com

謝辞

編集および執筆

Hilary Eastman
Jennifer Sisson

インタビュー

Christine Carey
Elana Du Plessis
Lucy Durocher
Hilary Eastman
Louise Halliwell
Gregory Johnson
Yoshiyuki Kure
Pauline Leung
Paula Loop
Warren McGregor
Michelle McKenna
Ellie Newton
Jennifer Sisson
Demyan Vlaev

アドバイザー

Erik Roelofsen, Endowed Professor, Department of Accounting and Control, Rotterdam School of Management (RSM), Erasmus University Rotterdam

デザインおよび制作

Court Three Graphic Design Consultants Ltd

本稿の作成にあたり、専門知識とご意見をいただいた以下のPwCの専門家に謝意を表します。

Christine Carey, Poh-Khim Cheah, Elana Du Plessis, Laurie Endsley, Paul Fitzsimon, Louise Halliwell, Ian Hitchen, Peter Hogarth, Katherine Howbrook, Gregory Johnson, Superna Khosla, Paula Loop, Gilly Lord, Elizabeth Paul, Mark O'Sullivan, Rebecca J Pratley, Elizabeth Strott, Richard Sexton

注記と出典

- i PwC「Total Retail 2015:小売業と破壊の時代」2015年2月
- ii ウォーレン・巴菲特からバークシャー・ハサウェイの株主に宛てた手紙。2016年2月27日
- iii ドミニク・バートン、マーク・ワイスマン「投資家は企業に長期目標を求めよ(Focusing Capital on the Long Term)」『ハーバード・ビジネス・レビュー』2014年2月号
- iv 米国労働省「経済的目的投資(ETI)および環境、社会、ガバナンス(ESG)要因を考慮した投資戦略に関する解釈通達」(US Department of Labor, Interpretive Bulletin(IB 2015-01),Economically Targeted Investments (ETIs) and Investment Strategies that Consider Environmental, Social and Governance (ESG Factors)) (IB 2015-01)2015年10月22日公表
- v 英国法律委員会「Is it always about the money?」2014年7月1日
- vi ドミニク・バートン「『資本主義』改革論(Capitalism for the Long Term)」『ハーバード・ビジネス・レビュー』2011年3月号
- vii ドミニク・バートン「『資本主義』改革論(Capitalism for the Long Term)」『ハーバード・ビジネス・レビュー』2011年3月号
- viii Matt Turner, Here is the letter the world's largest investor, BlackRock CEO Larry Fink, just sent to CEOs everywhere, Business Insider UK, 2 February 2016
- ix ドミニク・バートン、マーク・ワイスマン「投資家は企業に長期目標を求めよ(Focusing Capital on the Long Term)」『ハーバード・ビジネス・レビュー』2014年2月号

お問い合わせ先

PwCあらた監査法人

〒104-0061 東京都中央区銀座8-21-1
住友不動産汐留浜離宮ビル
TEL: 03-3546-8450 (代表)

久禮 由敬

パートナー
yoshiyuki.kure@jp.pwc.com

中村 良佑

マネージャー
ryosuke.nakamura@jp.pwc.com

PwCアドバイザリー合同会社

〒104-0061 東京都中央区銀座8-21-1
住友不動産汐留浜離宮ビル
TEL: 03-3546-8480 (代表)

和田 浩隆

マネージャー
hirotaka.wada@jp.pwc.com

www.pwc.com/jp

PwC Japanは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた監査法人、京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに208,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが2016年4月に発行した『Redefining business success in a changing world』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/thoughtleadership.html

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。www.pwc.com/gx/en/ceo-agenda/ceosurvey/2016/investor-survey.html

日本語版発刊月：2016年6月 管理番号：I201604-10

©2016 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.