

第1回フォーラムの議論のまとめ

- 第1回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

1. 企業による開示・対話

企業における開示・対話の実務

- ✓ 統合報告書により、従来よりも多岐に渡る対話に繋がり、経営に対する有益なインプットが得られるようになった。
- ✓ 非財務情報が企業価値にどのように繋がっているのか投資家に分かりやすく発信することが重要である。
- ✓ 通常の開示資料に加え、詳しい情報を求める投資家に向けた詳細なデータを追加的に公開している。

価値協創ガイダンスの活用法（企業）

- ✓ 企業経営者の視点を整理・評価するツールとして有用である。
- ✓ 価値協創ガイダンスについて、投資家との対話における論点・視点が整理されており、企業にとって有用である。
- ✓ 価値協創ガイダンスに則った開示を行うことにより、質の高い統合報告書となる。
- ✓ 価値協創ガイダンスの内容や重要性は理解しているが、まだ使いこなすことができていない。今後、活用していきたい。
- ✓ 各社の開示項目・内容が画一的にならないよう、価値協創ガイダンスはプリンシプルベースであることを明確にし、企業や投資家の効果的なツールとしての活用が望ましい

企業側の課題

- ✓ 開示・対話を担う部署の組織上の位置づけが重要であり、部署間で意思疎通や摺合せが断絶しているケースもある。
- ✓ I R・広報を担う人材は数名程度であり、人員が不足している。

企業に求められる姿勢

- ✓ 経営トップの姿勢が企業としての開示・対話の姿勢を定める上で重要である。
- ✓ 投資家との対話を躊躇せず、仮に準備が万端でなくとも投資家のインプットを積極的に求める行動が重要である。

求められる開示制度

- ✓ 開示情報の重複を防ぎつつ、速報性のある決算短信を活用するなど、網羅性のある効率的な開示のあり方を試みている。また、企業として、そのような開示を支える制度を求めている。

2. 投資家による企業評価・分析、対話

投資家における企業評価・対話の実務

- ✓ 企業の評価・分析にあたり、統合報告書を含む開示情報を確認している。
- ✓ 価値協創ガイダンスの視点に則って企業との対話を行っている。
- ✓ 投資家として企業の開示情報を基に、企業独自の「稼ぐ力の源泉（秘伝のタレ）」を見極めることが重要と考えている。
- ✓ 投資家として、自社内で非財務情報による企業評価を行う独自の仕組みを持っている。

価値協創ガイダンスの活用法（投資家）

- ✓ 価値協創ガイダンスは、長期投資家としての視点、普段から心がけている取組・実務が反映されている。
- ✓ アナリストが価値協創ガイダンスに則って分析を行えば質の高いアナリストのレポートとなる。
- ✓ 企業の評価・分析における基本的な視点が整理され、特に経験が浅いアナリストにとって、対話における有用なツールとなりうる。
- ✓ パッシブ運用の目線は、価値協創ガイダンスの掲げる目線と重なる部分は多い。

第1回フォーラムの議論のまとめ

- 第1回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

2. 投資家による対話、企業評価・分析 (つづき)

投資家側の課題

- ✓ アクティブ運用のアナリストは四半期毎に評価を受けるため、中長期的な取組についての対話を行う余裕がなくなる傾向がある。
- ✓ 非財務情報を数値化できない限り、企業や投資家のクライアントとの有用な議論につながらない。
- ✓ 投資家は企業の非財務情報をバリュエーション（企業評価）に落とし込む力量を備える必要がある。

対話における課題

- ✓ 対話で重要なことは、価値協創ガイダンスが示すチェーン（要素間の繋がり）であるものの、実態として部分的に捉えられてしまう。繋がりを意識して議論が為されているケースは稀である。
- ✓ 企業はモザイク情報（投資判断に要する断片的な情報）である非財務情報を十分に開示し、投資家・アナリストはそれらを組み合わせ、価値創造ストーリーに落とし込むことが必要である。これにより、より良い対話の実現につながる。

3. 本フォーラムの方向性

本フォーラムで求められる成果

- ✓ 投資家から企業に期待する情報や活用方法を示し、日本企業の開示・対話を促進する起爆剤とすることがよい。
- ✓ I Rに閉じた話でなく、経営者の価値協創ガイダンスに関する理解を促進し、考える行為と実践に繋げることが必要である

企業による好事例

- ✓ 先進企業の取組をフォーラムで提示することが有用である。
- ✓ 企業の業種や規模に応じた様々なケースを紹介することで関心が高まり、実践を促すことに繋がる。
- ✓ 開示資料そのものの好事例のみならず、社内を含め、価値協創ガイダンスの利用によるメリットに注目することが有用である。

分科会の提言

- ✓ 分科会等の形で、実務に精通したアクティブ運用のファンドマネージャーが、どのようにE S Gを含む非財務情報を実務で活用し、長期で顧客利益の創出を実現しているか等について率直に議論する場を設立してはどうか。

4. 価値協創ガイダンスの普及・促進

普及・促進に向けて今後求められる取組

- ✓ 企業と投資家の間で、情報の重要性に関する認識にギャップがある。このギャップを埋めることが重要である。
- ✓ 企業や投資家にとって、価値協創ガイダンスを用いるメリットを見せる必要がある。
- ✓ 経営陣に対する啓発と合わせて、研修等を通じた実務者への啓発も合わせて重要である。
- ✓ 普及・浸透を促すにあたり、実証研究による裏付けがあれば、企業経営者のインセンティブになり、自発的な動きに繋がる。
- ✓ 価値協創ガイダンスに基づいて、企業と意見交換を行うことこそが、企業に対する普及・浸透に資する。
- ✓ 価値協創ガイダンスに基づく情報発信の有用性について企業から投資家に対して発信することが必要である。

普及・促進に向けた実際の取組事例

- ✓ 社内アナリストに対して価値協創ガイダンスに関する研修を実施している。
- ✓ 社内アナリストに対して、企業との対話において、価値協創ガイダンスを利用することを促している。
- ✓ 価値協創ガイダンスの英訳版を使って、社内アナリストや海外のポートフォリオマネージャーにも共有している。

第1回 統合報告・ESG対話フォーラム

議事概要

1. 日時：平成29年12月18日（月） 09時00分～11時00分
2. 場所：経済産業省 本館 17階 国際会議室
3. 議題：
 - 企業にとっての価値協創ガイダンスの活用のあり方
 - 投資家・アナリストにとっての価値協創ガイダンスの活用のあり方
 - 第2回以降で議論すべき事項、最終的な成果物イメージ
 - 価値協創ガイダンスの普及・活用促進に向けた方策
4. 議事概要：

1. 企業にとっての価値協創ガイダンスの活用のあり方

○ 企業における開示・対話の実務について情報共有があった。

- 統合報告書を用いたことにより、従来と比べて、多岐に渡る対話ができた。例えば、ビジネスモデル、持続可能性、事業やポートフォリオの組換えに関する議論に繋がり、経営会議や取締役会に対する有益なインプットとなった。
- 創業やIPOから現在に至るまで、「価値観」や「ビジネスモデル」を投資家に対して伝えてきた。また、上場から10年程度と若く、大きくビジネスモデルや事業内容も変わらない中、創業時から長きに渡り株主となっている投資家も多い。そのため、この点については、投資家は当社を理解していると感じている。
- 当社においてIR・広報を担う人材は数名程度であり、人員が不足している。人的リソースの観点からも、開示情報の重複を防ぎつつ、速報性のある決算短信のコメント部分を活用するなど、網羅性のある効率的な開示のあり方を企業として試み、かつ、そうした制度を求めている。
- 統合報告書を開示した際、読み物として面白いが、非財務情報が企業価値にどのように繋がっているのか分からないという指摘があった。非財務情報について、読み手の関心に沿って分かりやすく記述することが重要であると感じた。
- 「経営トップの意識」は開示・対話の姿勢を定める上で重要である。当社の場合、統合報告書の作成は、社長からのトップダウンによる経営課題として取り組んだことにより進んだ。
- 開示のみならず、自社の理解促進に繋がる対話機会となるため、投資家向けの説明会を行うことのメリットは企業として大きい。
- 統合報告書のみでは伝えたい情報の全てを伝えきることができないため、より詳細なデータブックを別途公開している。統合報告書は多様なステークホルダー向けであり、このデータブックは、パッシブを含むプロの投資家に向けた情報発信を意図している。

- 投資家に対してCSV（Creating Shared Value、共通価値の創造）やESGの取組を伝える場を設けている。その際には統合報告書を用いて説明を行っている。
 - 準備が万端になるまで投資家と対話することを躊躇する企業もある。しかし、万端ではなくとも、投資家からの対話を通じたインプットを求めて積極的に行動することが企業にとって重要である。
- **企業の実務における価値協創ガイダンスの有用性について意見が示された。**
- 各社のCFOが集まった研修会（合宿）で、価値協創ガイダンスに基づいて自社の取組を作成してもらった。多くの参加者はガイダンスに沿って、自社の取り組みを整理するのに苦労していた。そもそも、こうしたガイダンスの枠組みで考えたり討議したりする経験がなかったこともある。また、ある参加者の発表が興味深かった。ガイダンスの内容をある程度盛り込むことができたが、どうしても書き込むことができない部分が残った。それは、経営の実態として未着手であることを意味するので、経営者にフィードバックして、書き込むに値する内容にしたい、というものだった。価値協創ガイダンスに照らして、整理することができないということであれば、経営の視点が欠けている部分があることを意味し、その場合には十分な統合的開示や対話は困難である。価値協創ガイダンスを、経営陣の視点を整理・評価し、次の行動につなげるためのツールとして利用することも企業にとっては有用である。
 - 投資家との対話における論点・視点が整理されており、企業にとって有用である。
 - 価値協創ガイダンスの内容や重要性は理解しているが、まだ使いこなすことができていない。今後、活用していきたい。
- **投資家の視点から、企業側の問題点・改善点について意見が示された。**
- 組織内でどの部門が開示や対話を担っているか、組織の位置づけによって開示・対話の実効性に影響がある。CSR部門と経営企画部門が近い場合、企業全体として統合性があるが、企業によっては部門間で共有されておらず、極端な場合は、複数の開示媒体において開示内容が異なることもある。

2. 投資家・アナリストにとっての価値協創ガイダンスの活用のあり方

- **投資家における対話の実務について情報共有があった。**
- 企業の評価・分析にあたり、統合報告書を含む開示情報を確認している。
 - 価値協創ガイダンスの視点に則って統合報告書の作成、ESGへの取組や情報開示など企業との対話を行っている。
 - 企業から統合報告書に対するコメントやESGに関するディスカッションを求められることが増えた。
 - 企業を評価する際に、見えにくい「稼ぐ力」を、如何に「見える化」するのかという点が重要となる。投資家として企業の開示情報を基に、企業独自の「稼ぐ力の源泉（秘伝のタレ）」を見極めることが重要である。この見極めのため、当社では2015年より非財務情報の評価を行う独自の仕組みを構築するとともに、その後に公表されたさまざまな指針を取り込んで高度化を進めている。

○ **投資家の実務における価値協創ガイダンスの有用性について意見が示された。**

- 価値協創ガイダンスは企業の評価・分析における基本的な視点が整理されている。企業独自の稼ぐ力の源泉を評価するうえで「入り口のツール」となる。
- 社内アクティブ運用のアナリストやパッシブ運用のESGアナリストから、価値協創ガイダンスは基本的な内容がよく整理されているというポジティブなフィードバックを受けている。特に経験が浅いアナリストにとって、対話における有用なツールとの評価がある。
- 企業に個別訪問する際の資料に価値協創ガイダンスを織り込んでいる。企業に対して、価値協創ガイダンスが示す非財務情報の開示を依頼している。
- 価値協創ガイダンスは、長期投資家としての視点や、普段から心がけている取組内容が網羅されている。
- 長期投資を行っている投資家として、価値協創ガイダンスは、長期投資家の実務や視点を反映している項目も多く納得感がある。
- 企業の統合報告書とアナリストのIn-depth（深掘り）レポートは表裏一体。企業が価値協創ガイダンスに則った開示を行えば、質の高い統合報告書となり、また、アナリストが価値協創ガイダンスに則って分析を行えば質の高いアナリストのレポートとなる。
- 価値協創ガイダンスの内容は、普段から長期投資を行っている投資家からすると、日ごろの取組内容や視点を表す基本的な内容となっているが、これまでそのように整理されたものはなかった。

○ **投資家の視点から、価値協創ガイダンスを活用する際の問題点・改善点について意見が示された。**

- アクティブ運用のアナリストは価値協創ガイダンスの有用性を認識してはいるものの、四半期ごとにアセットオーナーに対する運用報告が求められることから、短期的な運用パフォーマンスに直接影響の大きい業績見通しに関する質疑を優先し、中長期的な企業価値向上に向けた取組についての対話を行う余裕がなくなる傾向もみられる。
- 非財務情報の数値化に繋がらない限り、投資家が求める有効な議論に繋がらず、投資家にとってのクライアントと議論することもできない。そのため、企業には企業価値への繋がりが見える情報を出してもらい、投資家はしっかりとそれをバリュエーション（企業評価）に落とし込む力量を備える必要がある。
- 企業の課題やリスクを把握することが企業経営者にとって対話を行う1つの意義である。価値協創ガイダンスは外部環境を踏まえたリスクには触れているものの、この他、構造的なリスクや社内から発生するリスクを掘り起こすことが可能となれば、企業経営者の価値協創ガイダンスに対する関心も高まる。
- 価値協創ガイダンスの肝はチェーン（要素間の繋がり）であるものの、実態としては部分的に捉えられることが多く、繋がりを意識して議論が為されているケースは稀である。

- 四半期での運用報告が重視されないパッシブ運用のエンゲージメントの目的は、中長期的な市場全体の底上げにあることから価値協創ガイダンスの掲げる目線と重なる部分は多い。企業にとっては価値協創ガイダンスに基づいた統合報告書作成や各種開示を義務として対応するのではなく、対話なども通じながら企業から投資家に対してアピールする好機と意識して臨んでほしい。
 - 企業の価値観や経営戦略はその会社の個性が出てくるものであると思っている。価値協創ガイダンスの内容はやや細かすぎるのではないかと感じているので、各社の開示項目や内容が画一的にならないようプリンシプルベースであることをもっと明確にしたうえで、企業や投資家の効果的なツールとして活用してもらうことが望ましいと考えている。
 - フェア・ディスクロージャー・ルール等により情報開示が萎縮する、あるいは対話の機会が減少する懸念がある。企業はモザイク情報（投資判断に要する断片的な情報）である非財務情報を十分に開示し、投資家・アナリストはそれらを組み合わせ、価値創造ストーリーに落とし込むことが必要である。これにより、より良い対話の実現につながる。
- **企業の視点から、投資家側の問題点・改善点について意見が示された。**
- 企業として投資家から細かな観点からの個別質問を受けることが多く、価値協創ガイダンスが強調する、全体感やストーリー性のある対話になっていないと感じる。ESG対話が部門単位の個別案件対話ではなく、真の対話を目指す上で、企業と投資家の協働が不可欠である。

3. 第2回以降で議論すべき事項、最終的な成果物イメージ

- **本フォーラムを通じて期待されるアウトプットについて意見が示された。**
- これまで日本企業の開示・対話が進んできた背景として、投資家が求める情報や活用方法について企業側の理解が進んだことが起爆剤となった。このフォーラムにおいても、投資家から企業に期待する情報や活用方法を示すことが有益。
- **求められるベストプラクティスについて意見が示された。**
- 欧州企業は非財務情報と企業価値の繋がりを上手に説明している。先進企業の取組をフォーラムで提示してはどうか。
 - 価値協創ガイダンスについてベストプラクティスのみならず、形式的・表層的な方向に導かない観点から、バッドプラクティス（誤った事例）の整理も有用である。
 - 経営者の価値協創ガイダンスに関する理解を促進し、考える行為と実践に繋がる必要がある。企業の業種や規模から様々なケースを紹介することで関心が高まり、実践が促される。
 - ベストプラクティスについて、アニュアルレポートや統合報告書といった開示資料そのものが如何に素晴らしいかに注目するよりも、むしろ、価値協創ガイダンスを利用することにより、社内でどのようなメリットがあったかに注目してはどうか。

○ 投資家から、新たな検討の場について意見が示された。

- 投資のパッシブ化が進んでおり、アクティブ運用の存在感が弱まっている。投資の短期志向が強まっている。「短期主義から長期主義へ」という考え方自体は浸透しつつあるが、流通している金融商品を見ると、短期的な財務数値を基に短期的な売買を行うAI関連商品等、短期的な視点の商品が増えている。そこで、分科会等の形で、実務に精通したアクティブ運用のファンドマネージャーが、どのようにESGを含む非財務情報を実務で活用し、長期で顧客利益の創出を実現しているか等について率直に議論する場を設立してはどうか。関心のあるファンドマネージャーもいるはずである。

4. 価値協創ガイダンスの普及・活用促進に向けた方策

○ 企業における普及・活用促進に向けて、求められる取組について意見が示された。

- ガバナンスについて、企業と長期投資家の間で重要性の認識にギャップがある。普及や浸透にあたり、企業と投資家の認識のギャップを埋めることが重要。
- 価値協創ガイダンスについて、業種、規模、産業発展の状況によって活用方法は異なる筈である。自社が置かれた状況を振り返り、如何に活用していくかを企業自身がしっかり考えることが重要となる。
- 開示・対話のあり方を企業自身が独自に検討・議論を行うことで、新たな気づき、臨場感のある開示・対話、ひいては社内への波及効果に繋がる。
- 経営陣に対する啓発と合わせて、研修等を通じた実務者への啓発も合わせて重要である。ただし、価値協創ガイダンスについて、投資家やアナリストと対話している部門でないと、いくら説明しても響かない。具体的には、総務部門は関心が薄いがIR部門は関心を持っているように感じる。
- 企業や投資家にとって、価値協創ガイダンスを用いるメリットを見せ、インセンティブを高める必要がある。ベストプラクティス集に加えて、普及のための方策を考える必要がある。
- 統合報告書は分量ではなく、「企業としてどうしたいのか」が示されていることが肝要である。価値協創ガイダンスには「全ての情報が網羅される必要はない」という利用方法が記載されているが、強調されることが望ましい。
- 企業の規模や歴史等の切り口による類型化を行ったうえで議論することが有効である。
- 普及・浸透を促すにあたり、実証研究による裏付けが重要である。仮に実証研究において、ESG投資の有利性が示されれば企業経営者のインセンティブになり、自発的な動きに繋がる。学識者による取組に期待している。
- ROEスプレッドの上昇局面において株価が上昇する、ということを実証研究により導き出したケースがある。非財務情報やESGについても、こうした実証研究を行うことが望ましい。
- 価値協創ガイダンスに基づいて、企業と意見交換・対話を行うことこそが、企業に対する普及・浸透に資する。特に統合報告やESGに対する知見や経験がさほど豊富で

ない企業に対して、投資家として継続的に対話を行っていくことが重要である。

○ **投資家における普及・活用促進に向けて、求められる取組について意見が示された。**

- 社内のアナリストに対して価値協創ガイダンスに関する研修を実施している。また、英語版の公表前から独自で英訳をして、社内のアナリストや海外のポートフォリオマネージャーにも共有している。
- 社内のアナリストに対して複数回に渡り、価値協創ガイダンスに関する研修を行い、企業との対話において実践することを促している。
- 英国のFRC（財務報告評議会）や Investor Forum（投資家フォーラム）においても価値協創ガイダンスを紹介した。また、メディアに対しても説明を行っている。
- 企業によるESG説明会等の投資家が集まる場において、価値協創ガイダンスに基づく情報発信の有用性について企業から投資家に対して発信してほしい。
- 価値協創ガイダンスに則して、投資家として参加企業のアニュアルレポートなどに評価するコメントを研究会として発することで普及・浸透に資することを期待している。
- 具体的な過去の優良事例を持ち寄ることで幅のある議論に繋がる。その蓄積を資料として整理し、アナリストに対して情報発信できれば、普及・浸透に繋がる。
- 非財務情報やESGが企業価値にどのように繋がっているのか分からない、という投資家の声がある。当社として教科書的な説明を行ってきたが、投資家が関心を持つポイントが明確になることで、非財務情報やESGへの投資家の関心も高まる。

○ **価値協創ガイダンスの認知度について意見が示された。**

- 企業側は、ここ数か月で価値協創ガイダンスの認知度が向上した。他方、投資家側は認知度がさほど高くないように感じる。投資家や投資関連機関が関係するイベントや研修において、価値協創ガイダンスに触れてほしい。

以上

(お問い合わせ先) 経済産業政策局 産業資金課 電話：03-3501-1511（内線：2641～2645） 03-3501-1676（直通） 03-3501-6079（FAX）
--