

第2回フォーラムの議論のまとめ

- 第2回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

1. 企業における統合的開示（統合報告書等）の活用事例

開示において重視すべきポイント

- ✓ 統合報告書は対話の前に自社の経営実態を共有することで、経営に資する示唆を得るための対話の時間を多く取ることにある。
- ✓ 競合含む他社とのビジネスモデルとの差異に対する理解を共有していないと、投資家との対話において食い違いが生ずる。
- ✓ リスク情報については、次回の開示より低減策も併せて記載することを目途としている。

統合的開示から得られたフィードバックの社内における共有

- ✓ 価値協創ガイダンスに照らし、当社の経営に足りない点があることを認識したため、早速に取締役会にてその旨を共有した。
- ✓ 当社のIR部門は、投資家からのフィードバックを基に、経営改善に必要な事項について一歩踏み込んだ提案を経営層に行う機能を持つことを目指している。
- ✓ ビジネスモデル変革期に統合報告書を従業員に配布したところ、自社の取り組みが理解できたというフィードバックがあった。

対話における投資家への要望

- ✓ ガイダンスからの示唆を経営層に認識させるという観点から、IR面談の際には、ガイダンスに基づいた質問をしていただきたい。
- ✓ ビジネスモデルの開示は実務上容易ではないため、投資家の側から知りたいポイントを示すと、様々な会社の実務の参考になる。

2. 投資家による対話、企業評価・分析

開示・企業評価において重視すべきポイント

- ✓ 対話の結果を経営層にフィードバックし、それを次の開示に反映させるというプロセスが機能化されていることが重要である。その前提として、開示、対話に対する姿勢が前提となる。一方で、そういう姿勢を多くの会社に持ってもらうにはどうするか、という点も課題である。
- ✓ 価値協創ガイダンスと比較して記載のないものや投資家からのフィードバックを基に記載を足していくと、結果的にシンプルでなくなるため、どこかでそぎ落とすという過程も必要になると考える。

アクティブ、パッシブそれぞれの立場より

- ✓ アクティブ・ファンドマネージャー分科会の設立はよい動き。投資家にも色々な層があり、投資家、という言葉でひとくりにされることへのリスクを感じている。
- ✓ アクティブのファンドマネージャーが価値協創ガイダンスについて本音で語る場が必要である。統一的な運用方針を策定するというのではなく、実際の運用の現場とガイダンスに乖離が生じることを防ぐのが趣旨である。
- ✓ 企業はパッシブの投資家とは直接対話はしないにせよ、自社の価値創造ストーリーを示す重要性は変わらないため、価値協創ガイダンスの意味がないということにはならない。

第2回フォーラムの議論のまとめ

- 第2回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

3. 価値協創ガイダンスの普及・促進

ガイダンスへの評価

- ✓ 価値協創ガイダンスが発行時に、当社の開示と比較した。その結果を踏まえると、価値協創ガイダンスは、経営をきちんと説明しているかの判断材料になると考えている。
- ✓ 開示の網羅性が重視されることで、企業本来の価値創造ストーリーが見えにくくなることから、価値協創ガイダンスは、サンプルに経営者の考えを伝えるフレームワークとして有用である。
- ✓ いわゆる「マテリアリティ」については、テクニカルかつ形式的になりがちであり、担当部署に丸投げする傾向がある。「1. 価値観」にて経営のトップが重要な経営課題として明確に打ち出すことで、ストーリーがはっきりとした判り易い開示になる。

普及・促進に向けて 今後求められる取組

- ✓ 資産運用会社のCIOクラスに読んでもらうだけでも価値がある。各投資家も、スチュワードシップ・コード担当者、あるいはESGファンド任せにするのではなく、自分たちに係わる問題として読みこみ、当事者意識をもって語ることが必要である。
- ✓ 経営者の理解を進めるための対応策が必要と考える。
- ✓ 社外取締役にも読んでいただき、取締役会での質問に活用していただくという使い方も一案である。
- ✓ ガイダンスを学びたい人のために、オフィシャルに勉強会、あるいはセミナーを開催すればもっと普及していくのではないかと。

第2回 統合報告・ESG対話フォーラム

議事概要

1. 日時：平成30年1月22日（月） 10時00分～12時00分
2. 場所：経済産業省 本館 17階 第1共用会議室
3. 議題：
 - ▶ 企業における統合的開示（統合報告書等）の活用事例
 - ・規模、業種特性に応じた評価の視点
 - ・開示において企業が重視すべきポイント
 - ・ビジネスモデル、リスク情報の開示のあり方
 - ▶ 企業評価・分析における統合的開示（統合報告書等）の活用事例
 - ・規模、業種特性に応じた評価の視点
 - ・開示・対話において投資家が重視すべきポイント
 - ・海外投資家の評価の視点
4. 議事概要：

1. 企業における統合的開示（統合報告書等）の活用事例

- 開示において企業が重視すべきポイントについて情報共有があった。
 - 「目的を持った対話」の「目的」とは、信頼関係を構築しつつ、企業価値を上げるための経営改善に資するような情報、示唆を得ることであると考えている。そのため、当社が統合報告書を発行した背景は、投資家との対話において事前に自社の経営実態を共有することで、示唆を得るためのディスカッションの時間を多く取ることにある。
 - 開示を義務やコストと捉えるのではなく、企業価値を高めるための投資にする必要がある。そのためには開示に真摯に取り組むとともに、積極的に投資家と対話することが必要である。
- 統合的開示（統合報告書）の作成プロセスに関する実務について情報共有、及びそれに対する意見があった。
 - 前期の統合報告書作成に際して、当社の社長は40回程度ミーティングに参加している。一方で、統合報告書の若手プロジェクトメンバーが自発的に、統合報告書に関しての説明会を実施している。
 - 統合報告書作成のミーティングに社長が40回出席する、あるいは投資家との対話に対する姿勢を素晴らしいと思う一方で、どうすればそのような意識をもつことができるのか、自社の現状とのギャップを感じている。ギャップを埋めるためには、総花的な取り組みではなく、議論を通じて当事者同士の目線を合わせ、取り組みにメリハリをつけることが必要ではないか。

○ **ビジネスモデル、リスク情報等 個々の開示のあり方について情報共有があった。**

- 自社のビジネスモデル、特に競合他社とのビジネスモデルとの差異に対する理解を共有していないと、投資家との対話において食い違いが生ずる。
- ビジネスモデルの開示は実務上容易ではないため、投資家の側から知りたいポイントを示していただけると、様々な会社の実務の参考になるのではないかと。
- 往々にして企業の作成するものは、都合の良いことしか開示しないということになりがちであるため、ネガティブな情報についても記載することを推奨する必要がある。リスク情報については、次回の開示より低減策も併せて記載することを目途としている。
- リスク情報の開示では、長期の環境変化に対する認識について社内で議論をした結果、自社の業態に応じた脅威を洗い出した。こうした脅威は一方で機会にもなるということで整理をし、自社の現在の戦略とその効果を説明している。
- 価値協創ガイダンスに照らし合わせた結果、人材投資の記載を拡充させた。人材投資額を明確にすることで、当社はそれが一時的なコストではない、という点を表現している。
- 当社は、財務情報とのつながりを明確にする観点から、非財務情報ではなく「プレ財務情報」という呼び方をしている。
- 取締役会の実効性評価についての記載は、コーポレートガバナンス・コードの実効性を高める上で一番の肝である。

○ **統合的開示を用いた投資家との対話に関する実務について情報共有があった。**

- 自社の統合報告書の内容は、投資家と初めて対話する際に必ず説明する点である。
- 統合報告書を作成すると、投資家の皆様から、必ず「宿題」をいただけるので、その宿題をこなすことで次のレポートにつなげている。
- 投資家との対話の結果、「メッセージ性・リアリティ・ロジック」がある中期経営計画が評価されるとわかった。また各項目が一貫していることも重要であると認識している。
- 四半期開示制度が建設的対話の阻害要因なのか、要不要の議論がある。企業も投資家も制度がある以上は何らかの対応をする。投資家の方が分析に必要なデータ・項目に関して予め開示をしておくことで、投資家とミーティングをしても業績の変動の説明・確認に時間をとられず、その他の観点の対話に時間を割く事が出来る。そうした効率化をしていくべき。
- 投資家との対話の中で非常に大きかったのが、目指すべきバランスシートの最適資本構成を明らかにしてほしいという要望であった。
- 非財務情報やESGについて、取り組みはよくわかるが、その取り組みが企業価値にどうつながるのかについても説明してほしいという要望があった。

- **統合的開示から得られたフィードバックの社内における共有について情報共有があった。**
 - 価値協創ガイダンスに照らしてみることによって当社の経営に足りない点があることを認識したため、早速に取締役会においてその旨を共有した。
 - 投資家から得られたフィードバックについて、取締役会と共有している。取締役会ごとにテーマを設定しているが、その際に、価値協創ガイダンスを活用している。その前段階として、当社の IR 部門は、経営改善に必要な事項について一歩踏み込んだ提案をする機能を持つことを目指している。
 - 当社が統合報告書を発行した目的は、すすめていたビジネスモデルの革新を説明するためのツールという位置付けでもあった。そのため、投資家のみでなく全社員にも配布したところ、社員からも自社の方向性がよく理解できたというフィードバックがあった。

- **投資家に対する考え方、姿勢の変化について情報共有があった。**
 - 他社にとって参考のできる事例として、外部の声を積極的に取り込んで、より良い開示を目指していこう、投資家と向き合っていこうという姿勢や意欲を持つようになったきっかけは重要であり、それを知りたい。
 - 当社は、過去に業績が悪化した時の反省としてお客様との対話を重視した。そのことで、異なる立場の人間でも対話によって企業価値の向上に資することがわかり、このことが、他のステークホルダー、投資家の場合であっても適用できると考え実践している。
 - 社員にとっては、当初、投資家は離れた存在であり、必ずしも良いイメージを持っていなかったが、例えばアナリストを招聘した IR 報告会を社員向けに行い外部からの評価を語ってもらうことで、社員にとってもプラスになり価値を共創できるステークホルダーであると認識された。
 - トップ、あるいは担当者が変わることで、外部ステークホルダーからの意見を積極的に吸収するようになった。

- **投資家との対話に際し、企業の側から投資家に対して要望が示された。**
 - 経営トップに価値協創ガイダンスの内容を気づかせる機会を与えるという観点からすれば、IR 面談の際には、投資家から価値協創ガイダンスに則った質問をする必要がある。
 - 信頼関係を得るためには、投資家の考えを把握することが必要である。そのため、当社は投資家からの質問に答えるだけでなく、質問に至った背景を投資家の側に質問することになっている。

2. 企業評価・分析における統合的開示（統合報告書等）の活用事例

- **開示・対話において投資家が重視すべきポイントについて情報共有があった。**

- 価値協創ガイダンスを自社に取り込むためには、自社の開示と価値協創ガイダンスを比較して、足りないところを追加していくという方法で十分である。
 - 価値協創ガイダンスと比べて記載のないものや投資家からのフィードバックを基に記載を足していくと結果的にシンプルでなくなるため、どこかでそぎ落とすという過程も必要になると考える。
 - 10 数ページのシンプルな統合報告書が存在する。そこに記載されていない情報は、制度開示の方に掲載しているのでそちらを参照してください、というやり方もある。
 - コネクティビティ、マテリアリティ、ストーリー性を綿密に検討すると長文の統合報告書になってしまうので、マテリアリティを意識して短いストーリーでしっかりと伝えられるものを個別の対話で活用していくのが望ましく、重要なものは、その都度ピックアップするのが良い。
 - 投資家が価値協創ガイダンスの項目を最初から終わりまで順番に聞くというのは本来の使い方ではなく、特にアクティブ・ファンドマネージャーであれば、自分はどこを大事にして物事を判断するのかということにそれぞれの投資スタイル・投資哲学が反映していることから、関心のある特定部分のみを聞くかもしれないが、答える側は価値協創ガイダンスをイメージし、その質問部分に背景や理由、関連するコンテキストをつなげながら答えることで、より相互の理解が深まる。
 - 投資家等と対話をし、得られたフィードバックをきちんと取締役会、または経営トップにフィードバックをして、それをまた踏まえて次の対策を次の情報開示に反映するという、プロセスが機関化されているということが非常に大事である。そこには、開示に対する姿勢、または対話に対する姿勢が前提となる。一方で、そういう姿勢を多くの会社に持ってもらうにはどうするか、ということが鍵であり、そこには投資家との対話が噛み合ってくる等、何らかの手ごたえが必要。
- **アクティブ・パッシブの区分を中心として、様々な立場の投資家から意見が示された。**
- 世界的にインデックス運用が台頭していることにより、アクティブのファンドマネージャーの影響力が弱まっている。アクティブのファンドマネージャーの間でも、伊藤レポートの内容は理解されているものの、かかる状況の中で存在価値を示すために、運用における短期主義が一部ではむしろ強まってしまっている。
 - アクティブのファンドマネージャーが集まって、価値協創ガイダンスについて実際にそれがどのように運用の現場で活かすべきなのか、もしくは活かされないのかということについて、本音で語る場が必要である。実務上、資産運用会社のCIOクラスが集まる場というのも少ないため、そのような場は貴重な機会であるし、また、資産運用会社のレベルアップにもつながる。
 - アクティブ・ファンドマネージャーを対象とした統一的な運用方針を作る、ということではなく、実際の運用の現場と価値協創ガイダンスの間に齟齬をきたすことのないようにすることが趣旨である。そのため、価値協創ガイダンスについて本音で語ったうえで、各運用会社がそれぞれのやり方を模索することを考えるのが良い。
 - アクティブ・ファンドマネージャー分科会の設立はよい動き。アクティブとパッシブに限らず、投資家にも色々な層があり、投資家、という言葉でひとくくりされることへのリスクを感じている。

- パッシブ運用が増加することで、形式的なスチュワードシップ活動が増加するリスクがあると考えている。企業は格付機関等からレーティング付与のために多くの質問状を受け取っているのが現状であるが、投資家からの数多くの要請に対し企業が選択と集中を検討するに資するような、費用対効果の測定ができると望ましい。
- サイレントマジョリティーであるパッシブの投資家に対して企業価値の創造ストーリーを示すツールは企業の開示のみである。直接対話はしないにせよ、自社の価値創造ストーリーを示すことは重要性であるため、アクティブの投資家が質問しないからと言って価値協創ガイダンスの意味がないということにはならない。
- 投資家の分け方としては、アクティブ・パッシブよりも、投資期間とか回転率の方が重要ではないかと考える。

○ **海外投資家からの評価の視点が示された。**

- 対話を重視している企業は、海外投資家との質問に対しても対話を進めている。企業が株主構成を意識し、そのような取り組みを行うことが企業価値向上につながる。

○ **投資家の側から見た企業との対話に関する課題が示された。**

- ESG について、企業が開示、提供した情報がどのように活用、評価に用いられているかが企業の側からは見えない、というところが問題。当社は評価のプロセスや、マテリアリティがあるとしている項目に関する企業からの質問に回答し納得いただけるので、このような実務が普及すると良いと思っている。
- 財務情報以外の取材の時間を確保する必要があるが、いわゆる「サイレントピリオド」により、実質的には半年間は企業と対話することができない。モザイク情報であれば対話することは可能であるので、サイレントピリオドに対する考え方の整理と、対話可能、あるいは不可能な部分を明確にすることで、投資家と企業が対話をする時間が増え、価値協創ガイダンスに則った質問をすることも可能となる。

3. 価値協創ガイダンスについて

○ **価値協創ガイダンスに対する評価が共有された。**

- 価値協創ガイダンスが発行された際に、当社はそれぞれの項目について、説明をしているかというチェックを行った。当初は説明できていない項目についても、投資家との対話を通じて追加された部分が価値協創ガイダンスに反映されていたため、価値協創ガイダンスは、経営をきちんと説明しているかの判断材料になると考えている。
- 価値協創ガイダンスに当てはめることで、統合報告書記載内容のうち議論されていないものやロジックがはっきりしていないものが浮き彫りになる。投資家も対話の際に活用できるものと考え。
- シンプルなメッセージの方が企業と投資家の間で共通理解を醸成しやすい。開示の網羅性が重視されることで、本来のストーリーが見えにくくなることもある。価値協創ガイダンスは、シンプルに経営者の考えを伝えるフレームワークとして有用である。

- 企業の開示が ESG 情報の格付の採点方法に非常に影響を受けていると聞いている。格付けの視点と価値協創ガイダンスが整合しているのかの事例研究などを進めると、実務動向や課題、今後の発展が見えてきて有益ではないか。
 - 価値協創ガイダンスは、国外の急速な変化に対してどのようにビジネスモデルを変化させて対応させるか、という問いかけに対する回答である。
 - 昨今議論されている「マテリアリティ」について、価値協創ガイダンスでは「3. 持続可能性・成長性」にて触れられているが、GRI などに準拠したテクニカルかつ形式的になりがちであり CSR 担当部署に丸投げする傾向が多い。「1. 価値観」にあたる部分で経営のトップが重要な経営課題として明確に打ち出すことで、ストーリーがはっきりとした判り易い開示になる。
- **企業、投資家双方に対して価値協創ガイダンスをより浸透させていく必要がある点、およびそのための方策案が示された。**
- 価値協創ガイダンスは、資産運用会社の CIO、および CIO クラスにじっくりと読んでもらうだけでも、業界的には付加価値がある。また、各投資家も、スチュワードシップコード担当者、あるいは ESG ファンド任せにするのではなく、自分たちに関係する問題として読みこみ、当事者意識をもって語ることが必要である。
 - 我が国の開示や対話の実務に際しては、先進的な統合報告書を作成するだけのリソースを割けない会社のレベルを上げることが必要である。そのためには、統合的開示をいかにシンプルにするかが大切であり、例えば、リソースのない会社は価値協創ガイダンスに従って個人投資家向けの説明会資料を作成し、他の様々な開示に対しては、そこから得られたエッセンスを活用していくというのも一案である。
 - 価値協創ガイダンス普及のためには、経営者の理解を進めるための対応策が必要と考える。
 - 経営者のコミットメントを引き出すための方法に関する質問が増えている。価値協創ガイダンスを普及させるために何をすべきか、という議論は、もう少し時間を割いて実施しても良い。
 - 企業の側として価値協創ガイダンスの認知度は高まっているが、現場レベルとして、どのように経営トップに重要性を認知してもらうか、という悩みがある。具体的な解決策として、経営トップが参加する業界団体を通じて働きかけをしていただきたいことを提案する。
 - 価値協創ガイダンスは、社外取締役にも読んでいただき、取締役会での質問に活用していただくという使い方も一案である。
 - 価値協創ガイダンスを学びたい人が多いと実感している。価値協創ガイダンスを学びたい人のために、オフィシャルに勉強会、あるいはセミナーを開催すればもっと普及していくのではないかと考える。

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）