

第3回フォーラムの議論のまとめ

- 第3回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

1. 企業の統合思考・統合的開示（統合報告書等）の活用事例

開示情報の重要度・優先度の設定について

- ✓ 価値協創ガイダンスが示す6つの要素については、簡素さを重視しつつも、いずれも重要な要素であり開示は不可欠である。
- ✓ 有価証券報告書等の他の媒体への参照先を付記することで、十数ページであっても要点をカバーしている統合報告書がある。
- ✓ 制度開示ではカバーしきれない「ビジネスモデル」や「成長性・持続可能性」を、例えば自社のHPに開示することが統合的な開示に向けた第一歩になる。
- ✓ 企業規模等の関係で、価値協創ガイダンスに沿ったまとまった開示資料を出せないケースも想定されるが、その場合、投資家サイドとしては、ビジネスモデルや戦略に絞って簡潔に開示してもらえれば十分と考える。
- ✓ 開示のターゲットとなるステークホルダーを明確にし、そのステークホルダーの関心領域に対して企業が応えることが重要である。

ESG,CSVの実務

- ✓ 投資家による質問に短期的な思考に基づくものが多いため、企業側が長期的な視点に基づいた思考や対応をしなくなっているのではないか。
- ✓ 通常会う投資家からESGの話をされることが少なく、ESGについて投資家のニーズが把握できない。
- ✓ ESG投資の機運が高まる中、今後、投資家がESGについて、どのような基準で投資を行うのか、重視する点は何か、を明確に示すことが企業側の統合思考の促進に繋がるのではないか。
- ✓ 経営課題をマテリアリティ・マトリックスによって評価し、社会的課題との関連性を整理して事業に組み込んでいる。
- ✓ CSVの課題として、経済的価値の評価が難しいという点がある。CSVが必ずしも短期的な利益に結び付くわけではないことは承知しており、あくまで、中長期的視点からCSVに重きを置いている。

ネガティブ情報、公表の困難な情報の開示

- ✓ ネガティブな話が企業の開示から避けられがちに思える中、投資家としては、ネガティブな情報を真摯に示す企業について、その姿勢をポジティブに評価している。
- ✓ 新商品、サービスのリリース等、経営戦略、企業秘密に繋がる情報は開示することができない。他方で、開示が可能になった状況で出来る限りタイムリーに開示するように意識している。

第3回フォーラムの議論のまとめ

- 第3回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

2. 環境変化を踏まえたアナリストの将来像、育成のあり方

アナリストの将来像

- ✓ セルサイド・アナリストが従来発信してきたレポートの付加価値はもはや大きくない。しかしながら、ベテランのアナリストを中心に、付加価値のないレポートを書くことから離れることができない者もいる。
- ✓ 付加価値のあるアナリストの育成を実現するためには、サービス思考ではなくプロダクト思考への転換といった「変革」、それも、閉じた取組ではなく、市場全体を巻き込んだ取組が重要である。
- ✓ 先輩が後輩を教える等の制度や慣習が固まらないと、体系的にアナリストが養成されない。コーチ業を担うアナリスト経験者が教育を担うことも、もっと必要だろう。

アナリストレポートの 動向とインセンティブ

- ✓ 従来、アナリストは決算情報ばかりに注目していた。今後は、財政状態、資金フローを含めた財務情報に、ビジネスモデルや戦略といった定性的な情報がどのように反映されているかに目を向ける必要がある。
- ✓ 企業にとっても評価が難しいビジネスモデル等の要素について、アナリスト独自の視点による分析・評価がなされれば、投資家に対するセルサイド・アナリストの付加価値が高まる。
- ✓ ベーシックレポートの数が少ない要因として、既知の人間関係や閉じたコミュニケーションが中心であることも一因であろう。閉じた空間で差分だけのコミュニケーションが重宝される結果、「基本」をきちんと整理する力が欠けてしまっている。
- ✓ 長期的な視点に立ったレポートに時間を割けない要因として、そのような視点の情報を提供するインセンティブ構造になっていない点がある。
- ✓ フェア・ディスクロージャー・ルールが本格稼働すること等の趨勢を受け、アクティブ・ファンドマネージャーの質問内容、あるいは長期的にみれば、インセンティブに関する潮流も変わるだろう。

3. 価値協創ガイダンスの普及・促進

ガイダンスへの評価

- ✓ 開示を考える際に価値協創ガイダンスは「基本の型」として有用なツールとなるだろう。ただし、良い意味の「型」であり、ボイラープレートとして用いるべきではない。
- ✓ 価値協創ガイダンスの示す要素に該当する情報を、形式的に羅列するだけでは、面白い取り組みや開示が非常につまらない代物になってしまう点に注意すべきだろう。

普及・促進に向けて 今後求められる取組

- ✓ 価値協創ガイダンスに取り組むことが、企業や投資家にとってインセンティブとなる仕組みが必要ではないか。
- ✓ 長期投資家が求めるエッセンスが価値協創ガイダンス上に示されており、長期投資家を呼び寄せる、つなぎ止める際に有用なツールになるだろう。このことが企業にとって価値協創ガイダンスを用いるインセンティブになるのではないか。

第3回 統合報告・ESG対話フォーラム

議事概要

1. 日時：平成30年2月9日（金） 13時30分～16時00分
2. 場所：経済産業省 本館 17階 第1特別会議室
3. 議題：
 - ▶ 企業と投資家における統合的開示（統合報告書等）の活用
 - ・規模、業種特性、企業の成長段階に応じた違い
 - ・CSV・SDGs等の経営戦略への組み込みと開示・対話
 - ・成果及びKPIの開示・対話
 - ▶ 環境変化を踏まえたセルサイド・アナリストの将来像、育成のあり方
4. 議事概要：

1. 企業の統合思考、統合的開示（統合報告書等）の活用

○ 統合報告の位置づけについて、意見が示された

- 統合報告書は、短期的な視点の情報のみならず、長期的な視点を伝えるものであり、当社にとって「開示の柱」である。
- 価値協創ガイダンスが示す要素は、社内においては暗黙知にとどまっているものもあり、繋がりのある取組として固まっていない現状にも直面している。社内の働きかけのために議論をしている状況である。

○ 情報における重要度・優先度の設定について意見が示された。

- 最近読んだ統合報告書のうち、最も短いものは13ページだったが、短くても重要な点はカバーしていた。時価総額の小さい企業だが、簡潔に要点を伝えることの参考になる。記載しきれない情報は、有価証券報告書、決算短信、CSR報告書等への参照先を付記するなどの工夫もあった。
- 海外ではアニュアルレポートや統合報告のデジタル化が進んでいる。ガバナンスについてはコーポレート・ガバナンス報告書、財務数値は有価証券報告書や決算短信に掲載されている。ビジネスモデルと成長性について、制度的な開示書類から抜け落ちているものを自社のHPに開示することが統合的な開示に向けた第一歩になる。
- 「簡素さ（Concise）」がレポートにおける世界的な潮流となっている。
- 価値協創ガイダンスが示す6つの要素については、簡素さを重視しつつも、重要な要素であり開示は不可欠である。
- IRの実効性、効率性の向上に向けた取り組みとして、投資家のターゲティングを行い、絞られたターゲットに対して、刺さる開示は何かを考え抜いたうえで開示・対話に取り組む企業の取り組み事例は評価できるし、参考になるのではないかと。
- 優先度を設定する際に、外部ステークホルダーが自社に対してどのような関心を抱い

ているのかを正確に把握し、その関心領域に対して企業が応えることが重要だろう。

- 様々なレポートがある中、各レポートの「読み手」を明確にすることが必要だろう。同様に、価値協創ガイダンスに基づく開示は誰がターゲットであるのか、明確にすることが必要だろう。

○ **ネガティブな情報、あるいは公表の困難な情報の開示について意見が示された。**

- 投資家の視点から、一般的に企業の開示はネガティブな話は避けられがちに見える。そのような中で、投資の失敗といったネガティブな情報を真摯に示す企業の場合、投資家としてこのような企業の姿勢をポジティブに評価している。
- 経営目標の未達やリスクについて隠さずに開示することは、投資家から見ると、開示のベストプラクティスになりうる取組として評価している。
- 過去に連続して赤字を計上していた際、その原因分析や解決に向けた取組みを示したところ、その姿勢について投資家から高い評価を受け、表彰されたことがあった。仮に課題があっても、企業として誠実に取り組み、開示することが、外部からのポジティブな評価に繋がる。
- 経営戦略、企業秘密に繋がる情報は出すことができない。例えば、当社の場合、企業秘密が多く含まれる施設の見学についてはリクエストがあってもお断りせざるを得ない。新商品・サービスのリリースも同様。他方で、開示できるようになった状況で出来る限りタイムリーに開示するように意識している。

○ **ESG 情報の開示に関して意見が示された。**

- ESG の取組は、開示資料上も明記されていないことから、様々な開示を丹念に読まないと把握できないケースが多い。
- 自社の成功体験や失敗体験を踏まえた今後の発展に繋がるために必要な要素であるとか、反対に将来的なリスク要素など一見ネガティブで従来開示してこなかった内容を包み隠さず開示して頂けると投資家の会社理解が深まり却って好印象に繋がる。
- 投資家による質問に短期的な思考に基づくものが多いため、企業側が長期的な視点に基づいた思考や対応を持たなくなっているのではないか。
- ESG について、一個一個の項目が重要ではなくて、情報が繋がっていること、統合されていることが重要である点を再度認識することが必要だろう。
- 企業として通常会う投資家から、ESG の話をされることがそもそも少ない。そのため ESG について投資家のニーズが把握できない。
- 開示資料のみで ESG の取り組みを評価する評価機関も多い。投資の意思決定において、そうした評価結果が用いられていることがある。
- ESG 投資の機運が高まる中、今後、投資家が ESG について、どのような基準で投資を行うのか、重視する点は何か、これらを明確に示すことが企業側の統合思考の促進に繋がるのではないか。

○ **CSV・SDGs 等の経営戦略への組み込みと開示・対話について事例が共有された。**

- 事業を通じた社会課題の解決は当社の DNA であり、継続して、経済的価値のみならず、社会的価値を創出することにも、企業として力を入れて取り組んでいる。この考えを CSV として整理しており、SDGs との関係も明確にしている。今や、CSV がグループ内の対話ツールとなっている。
 - 当社は経営課題をマテリアリティ・マトリックスによって評価し、社会的課題との関連性を整理して事業に組み込んでいる。CSV については、経済的価値の評価が難しいという課題もある。
 - CSV が必ずしも短期的な利益に結び付くわけではないことは承知している。あくまで、中長期視点から CSV に重きを置いている。
 - ESG や SDGs は取えて銘打っていない場合であっても、企業の事業や取組内容に含まれていることがあるのではないか。こういった ESG や SDGs への取組を意識して開示することも重要ではないか。
- **規模、業種特性、企業の成長段階に応じた違いについて事例が示された。**
- 上場当時は時価総額も小さく、当社と会ってくれる投資家も少なかったため、「会ってもらえる投資家には全て会う」という点を IR ポリシーとして設けた。以来、開示もさることながら、直接、投資家と会って話をすることを重視している。
 - 当社はシンプルなビジネスモデルであり、直接の面談や自社ウェブページの閲覧で大抵理解できるものである。そのため、統合報告書を作成することには現時点では大きな必要性を感じていない。
 - 投資家から質問を受けそうな KPI は、決算短信やその補足コメントの中で、先んじて開示している。決算短信さえ見てくれれば、説明せずとも、自社の実態を理解してもらえるようにしたい。
 - 当社のビジネスモデルに照らした場合、競合は海外企業であり、海外投資家に対する IR 活動に注力してきた。自社を知ってもらう観点から作成した海外投資家向けの資料では、結果的に自然と価値協創ガイダンスの要素が盛り込まれている。
 - 企業規模や体力によって、価値協創ガイダンスに沿うなどした、まとまった開示資料を出せないこともある。投資家としては、そうした企業におかれては、コンパクト、簡潔に、ビジネスモデルや戦略に絞って開示してもらえれば十分と考える。

2. 環境変化を踏まえたアナリストの将来像、育成のあり方

- **投資家の視点から、アナリストの将来像について意見が示された**
- 今後、付加価値のあるアナリストの育成を実現するため、サービス思考ではなくプロダクト思考への転換といった「変革」が必要である。業界全体の変革が必要であり、閉じた取組ではなく、市場全体を巻き込んだ取組が重要である。
 - 投資家はセルサイドに対して過剰とまで言えるほど様々な情報提供を求める傾向がある。多くの情報の中から目先の動向に流されずに、高い視座から本当に重要なものは何かを探ることが必要ではないか。
 - 決算速報値を単にまとめたレポートはじめ、従来のセルサイド・アナリストが発信し

てきたレポートの付加価値はもはや大きくない。しかしながら、ベテランのアナリストを中心に、付加価値の低いレポートであってもまずはレポートを出さないとバイサイドと話をできないとして、付加価値のないレポートを書くことから離れることができない者もいる。

- 「良いレポート」を書けないとアナリストは評価されない。価値創造プロセスまで十分に理解することがアナリストにとっても求められる。
- アナリストの先輩が後輩を教えるといった制度や慣習が固まらないと、体系的にアナリストが養成されない。コーチ業を担うアナリスト経験者が教育を担うことも、もっと必要だろう。

○ **投資家の視点から、アナリストレポートの現在の動向、およびインセンティブ体制について意見が示された**

- これまで、アナリストは決算情報ばかりに注目していた。今後は、財政状態、資金フローを含めた財務情報に、ビジネスモデルや戦略といった定性的な情報がどのように反映されているかに目を向ける必要がある。
- 米国の場合、企業の財政状態、資金フローを含めた極めて詳細な業績予測を一覧化して提示するサービスがある。詳細な予測の中に単に「当たり外れ」を超えた論理や分析の哲学が顕れる。この結果を基礎としてアナリストが選ばれるため、ここに掲載されないアナリストは「入口」に立つことすらできないことになる。
- 小規模の企業に対しては、アナリストのカバレッジも少なく、結果としてレポートの本数が少ない。今後、規模が大きい企業に対しても、高質なレポートが出ることに期待している。
- 企業にとっても評価が難しいビジネスモデル等の要素について、アナリスト独自の視点による分析・評価がなされれば、投資家に対するセルサイド・アナリストの付加価値が高まる。
- ベーシックレポートの数が少ない要因として、既知の人間関係や閉じたコミュニケーションが中心であることも一因であろう。閉じた空間で「基本」的な情報は共有されている前提で、差分だけのコミュニケーションが重宝される結果、「基本」をきちんと整理する力が欠けてしまっている。
- バイサイドのセクターアナリストの場合、読み手は同じ社内のファンドマネージャーとなる。そのためセルサイド・アナリストほど過剰な要求に応える必要がないことから長期視点での深い分析する時間的な余裕がある。
- 膨大な数のレポートが出回っており、読まないまま削除してしまわざるを得ない。取って時間を割いて読まずとも、企業から出ている数字を見れば内容が分かる内容のレポートも多い。
- 長いトレンドを掴むため、長期的な大規模な変革（Disruption）に関するレポートを重視しており、求めて読むことにしている。日本に無い場合、多少の手間がかかっても、海外のレポートを取り寄せている。
- 長期的な視点に立ったレポートに時間を割けない要因として「インセンティブ構造」があるだろう。年4回と数多い決算に基づく投資意思決定のための情報の需要が大きい。長期的な視点の情報を提供するインセンティブ構造になっていない。インベスト

メントチェーン全体の問題である。

- 米国ではレギュレーション FD が 2000 年に施行され、資本市場におけるセルサイド・アナリストの戦い方が変わってきた。日本でもフェア・ディスクロージャー・ルールが本格稼働すること等の趨勢を受け、アクティブ・ファンドマネージャーの質問内容も変わるだろう。また、長期的にみれば、インセンティブに関する潮流も変わるだろう。
- 変革を早めるため、一定要件を充たすレポートの評価を上げる取り組みも実施している。
- バイサイドにおける内部レポートの場合、読んでもらえるレポートの分量は数ページ程度である。それ以上に長いと社内では読まれず、敬遠されてしまう。「簡潔さ」を意識することが必要である。
- 若いアナリストによる「型」の習得を促すため、当社はアナリストレポートの標準テンプレートを作成している。このテンプレートは価値協創ガイダンスと親和性が高い。
- アナリストが付加価値を出すために一定の「型」を身に着ける必要がある。価値協創ガイダンスはその一助となる。

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。

- 企業の状況に応じて、どの程度、価値協創ガイダンスを活用した開示ができるか差が出る。例えば、規模別に、価値協創ガイダンス上の特定の部分を充たすことを求めるなど、所謂、必要最低要件のような概念があると良いのではないか。
- 長期投資家が知りたいのはビジネスモデルや戦略。有価証券報告書や決算短信にもビジネスモデルや戦略に関して定性的な記載はあるが、各社の違いが見えづらく、分かりやすい情報となっていない。価値協創ガイダンスに基づいた開示が必要だろう。
- 開示を考える際に価値協創ガイダンスは「基本の型」として有用なツールとなるだろう。ただし、良い意味の「型」であり、ボイラープレートとして用いるべきではない。
- 価値協創ガイダンスの内容に対して適切な優先度（プライオリティ）付を行えば、企業の状況に関わらず、有用なフレームワークになりうる。
- 価値協創ガイダンスの示す要素に該当する情報を、形式的に羅列するだけでは、面白い取り組みや開示が非常につまらない代物になってしまう。価値協創ガイダンスの取組が、単なる形式的な情報の羅列にならないよう注意するべきだろう。

○ 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に取り組むことが、企業や投資家にとってインセンティブとなる仕組みが必要ではないか。
- 価値協創ガイダンスに則した開示を行う企業に対して、タグや認証をつけてはどうか。取り組みを外部から可視化でき、企業にとって差別化に繋がるのではないか。

- 長期投資家が求めるエッセンスが価値協創ガイドンス上に示されており、長期投資家を呼び寄せる、つなぎ止める際に有用なツールになるだろう。このことが企業にとって価値協創ガイドンスを用いるインセンティブになるのではないか。このようなメリットをもっと示すべきだろう。

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)
