

第5回フォーラムの議論のまとめ

- 第5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

ESGをめぐる企業と投資家の対話の動向について

- ✓ 本来は、取り組みによる価値創出のストーリーがあって、ESGデータブックはこれを補完するものだが、評価・格付機関による得点化という分かりやすさの為に、ESGデータブックの内容にのみ焦点が当たる傾向がある。ESGデータブックはあくまでもバックアップ資料であり、メインは価値創造のストーリーを示した統合報告書であると認識している。
- ✓ 投資家がどのようにESG情報を活用しているのかという点に不安を持っている企業が散見される。その際に、例えばミーティング等で、運用プロセスを可視化して説明をすることで、納得感を醸成することが可能となる。
- ✓ 企業と実際に対話することで、ESGデータベース上のスコアとの齟齬を感じることもある。この部分は投資家による見極めが必要であり、対話によりその部分を埋める必要がある。
- ✓ 多様な投資家の情報ニーズに対応するために、企業側の開示の負担が増加し、あるいは投資家側の情報の優先順位を整理する必要性が生じている。その中で、「枝葉」の情報拡充ではなく、「幹」の部分の充実が重要で、その「幹」を投資家、企業が双方に確認するためにも価値協創ガイダンスは非常に有用ではないか。
- ✓ ESGインテグレーションの考え方がある一方で、ESGを切り離して評価するという考え方もあり、ESG項目をチェックリストに使って、形式が整わなかったら、最終的には投資の対象から外す、という対応がある。このような形式に対応するためには、ESGデータブックのようなものを公表する必要があるが、これは価値協創ガイダンスの考え方とは相いれない。企業の負担感を減らし、かつ価値協創ガイダンスの意味合いを際立たせるためには、ESGについて求められるデータ開示の共通化も必要ではないか。

経営資源・資本配分戦略（事業ポートフォリオマネジメント等）を含む各種トピック

- ✓ 例えば、投資金額については、会社全体として設備や研究開発にどの程度を投じるかの説明は行われるものの、加えて、事業単位での総投資額をどのくらい見込んでいるか、あるいは、将来キャッシュフローと関連させて中長期的な投資をどの分野にしていけるか、等の説明があると理解に資する。
- ✓ 経営資源配分・資本配分戦略についての統合報告書の開示においては、一貫したストーリー性、実際の取組を紹介する具体性、無形資産を含めての開示ということが重要であることが分かり参考となった。
- ✓ 当社は現在、統合的開示を行っておらず情報が散在しているという状況である。価値協創ガイダンスに基づいて開示情報を整理することにより、投資家の求める視点に対して現状必ずしも説明のできていない部分が明確となった。
- ✓ 如何に簡潔にメッセージを作るかが大切である。ビジネスモデルが何で、E(環境)・S(社会)をめぐる課題が何で、戦略が何か、この3点を開示できていれば、それ以外のことを開示せずとも、投資家との対話は可能ではないか。

第5回フォーラムの議論のまとめ

- 第5回フォーラムにおける主な議論は以下のとおり。

2. 投資家における自社の分析フレームワークと価値協創ガイダンスの関係と活用

投資家による価値協創ガイダンスの活用方法

- ✓ ESGという括りで考えてみた場合、投資家によってその立ち位置は様々である。評価機関によるESGデータの活用の仕方でIndex重視かExclusionの対象とするかを横軸とし、ESGを対象企業のビジネスに密接にかかわるリスクファクター/機会ととらえるかを縦軸とした場合に、4象限の中に投資家をプロットすることで一定の整理ができるのではないかな。
- ✓ 建設的（Constructive）な対話と友好的（Friendly）な対話は異なる。建設的とは「結果を出す」あるいは「課題解決を果たす」と考えている。
- ✓ 保有している情報量の違いから、情報保有者（企業）と情報利用者（投資家）の間では、指標の見方が異なる。企業の側としては、投資家がどのように指標を読み取るか、あるいはどのように読み取ってもらいたいのかを検討することが肝要である。

3. 本フォーラムの今後のアクションプラン、次回以降のアウトプットについて

今後のアクションプラン

- ✓ 既に発行されている統合報告書に例えば「IIRCのフレームワーク、GRIスタンダードに準拠している」という記載があるように、価値協創ガイダンスに準拠して作成された統合的開示については、その点を明記することで、日本初のグローバルな発信力向上に寄与するのではないかな。企業が「準拠」する際の仕組みについて考える必要がある。
- ✓ 単なるベストプラクティスに留まらず、例えば価値協創ガイダンスを実践した結果として企業価値の向上に対しての社内の意識付けが高まった、投資家との対話の質が向上した等、ガイダンスを使用して良かったと思える点も織り込めると望ましい。
- ✓ 本フォーラムでは企業側のベストプラクティスは公表されているが、投資家の側が企業をどのように捉えているか、あるいは価値協創ガイダンスをどのように活用しているかのプラクティスについても、差支えない範囲で共有すると良い。
- ✓ 規模が比較的小さい企業にとっては、大企業のように細かな情報開示に手が届かないというのが実態である。そのため、ここまでやれば良い、ここまでならばできるのではないかな、という発想は、メッセージとして打ち出すべきである。
- ✓ 「経営者が統合的に把握し伝えるためのガイダンスである」との説明があったが、まさにその通りである。ガイダンスに沿って統合報告書を作成するためではなく、経営者が伝えるためのガイダンスであることを明確にしてほしい。

「共通言語」としての価値協創ガイダンス

- ✓ 企業と投資家という大きな2つのくくりで検討が行われているが、「共通言語」を目途とするのであれば、そもそも両者を分けて考えるべきなのか、また、そのためには何をすべきなのか、という点を検討する必要があるのではないかな。
- ✓ ガイダンスはある方向に導くものである一方で、多様性、独自性は維持しなければならない。これらを両立させるには、共通言語という点に着目するのが良いのではないかな。例えば、同じ用語を同じ意味合いで使っているのかを解きほぐしていく等の取組が必要である。

第5回 統合報告・ESG対話フォーラム

議事概要

1. 日時：平成30年3月9日（金） 15時00分～17時30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
 - 業種特性に応じた違い
 - 経営資源・資本配分戦略（事業ポートフォリオマネジメント等）に関する考え方、開示・対話
 - 投資家における自社の分析フレームワークと価値協創ガイダンスの関係、価値協創ガイダンスの活用
 - 次回以降に向けたアウトプット、今後のアクションプランについて
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

○ 企業と投資家の対話について、意見が示された

- 近年、セルサイド・アナリストが自分の頭で考えずに、安易に答えを求めに行くという点が課題であった。しかし、フェア・ディスクロージャー・ルール等様々なきっかけでそれが不可能となる中で、セルサイド・アナリストが会社と綿密に議論すべきなのは構造、体質・体力、行動原理のようなもの。それを明確にするには、価値観、ビジネスモデル、戦略、ガバナンスといった価値協創ガイダンスの考え方が参考になるであろう。そうした企業の「as-is」に、アナリスト自身の環境認識や競合状況を投射させて、「to-be」（業績・企業価値）を評価するのが標準動作となろう。
- 如何に簡潔にメッセージを作るかが大切である。ビジネスモデルが何で、E（環境）・S（社会）をめぐる課題が何で、戦略が何か、この3点を開示できていれば、それ以外のことを開示せずとも、投資家との対話は可能ではないか。

○ 現在統合的報告を実施していない企業による実務について情報提供がなされた

- 当社は現在、統合的開示を行っておらず情報が散在しているという状況である。価値協創ガイダンスに基づいて開示情報を整理することにより、投資家の求める視点に対して現状必ずしも説明のできていない部分が明確となった。
- 中長期的なビジョンで自社の成長性、持続可能性を示していくものとガイダンスの主旨を理解しており、長期経営ビジョンをベースにして、当社として芯の通った内容の統合報告書の公表を目指している。

○ 経営資源・資本配分戦略（事業ポートフォリオマネジメント等）に関する考え方、開示・

対話について、意見が示された

- 例えば、投資金額については、会社全体として設備や研究開発にどの程度を投じるかの説明は行われるものの、加えて、事業単位での総投資額をどのくらい見込んでいるか、あるいは、将来キャッシュフローと関連させて中長期的な投資をどの分野にしていくか、等の説明があると理解に資する。
- 今回の論点である経営資源配分・資本配分戦略についての統合報告書の開示においては、一貫したストーリー性、実際の取組を紹介する具体性、無形資産を含めての開示ということが重要であることが分かり参考となった。

○ 企業の「強み」をどのように認識するか、という点について意見が示された

- 企業の商品が身近なものであるほど、どうしてもその商品性に目が行ってしまい、その企業の持つ本当の「強み」と乖離してしまう可能性がある。その「強み」を統合的開示においてどのように表現するかについて検討されることが望ましい。
- 様々な事業を総合的に行う企業について、自社の強みを明確に開示することの難しさは承知しているが、例えば強い事業の中に共通する「仕組み」を見出して説明することは、投資家の理解深耕に資するのではないか、という印象がある。
- 外部環境の変化により、以前強みであった部分が、現在はそうでもなく、むしろ弱みにもなりうる部分があるため、継続的な見直しが必要である。

○ ESG 情報の開示・対話について、意見が示された。

- 投資家も求める「中長期的な企業価値創出の取り組み」を、ストーリーを持って表現するために統合報告書を作成している。一方で、評価・格付機関は、価値創出のストーリーよりも、むしろ取り組みの詳細なデータをレビューして採点していることから、評価・格付機関による評価を向上させる為には、彼らのメソドロジーを充分踏まえた開示を行う必要があり、当社では、その為に社外コンサルタント起用をするなど、かなりの人的リソースを使った。
- 本来は、取り組みによる価値創出のストーリーがあって、データブックはこれを補完するものだが、評価・格付機関による得点化という分かりやすさの為に、データブックの内容にのみ焦点が当たる傾向がある。データブックはあくまでもバックアップ資料であり、メインは価値創造のストーリーを示した統合報告書であると認識している。
- 投資家がどのように ESG 情報を活用しているのかという点に不安を持っている企業が散見される。その際に、例えばミーティング等で、運用プロセスを可視化して説明をすることで、納得感を醸成することが可能となる。
- 企業と実際に対話することで、ESG データベース上のスコアとの齟齬を感じることもある。この部分は投資家による見極めが必要であり、対話によりその部分を埋める必要がある。
- 多様な投資家の情報ニーズに対応するために、企業側の開示の負担が増加し、あるいは投資家側の情報の優先順位を整理する必要性が生じている。その中で、「枝葉」の情報拡充ではなく、「幹」の部分の充実が重要で、その「幹」を投資家、企業が双方に確

認するためにも価値協創ガイダンスは非常に有用ではないか。

- ESG に対する考え方は二つに大別されると考える。一方は ESG インテグレーションであり、自社の価値創造ストーリーをアピールするため、価値協創ガイダンスを用いて統合報告書を作成し、投資家と対話するという流れになる。各社の価値創造ストーリーは異なるため、内容はおのずと変わってくる。
- もう一方は ESG を切り離して評価するという考え方であり、ESG 項目をチェックリストに使う、形式が整わなかったら、最終的には投資の対象から外す、という対応がある。このような形式に対応するためには、ESG データブックのようなものを公表する必要があるが、これは価値協創ガイダンスの考え方とは相いれない。企業の負担感を減らし、かつガイダンスの意味合いを際立たせるためには、ESG について求められるデータ開示の共通化も必要ではないか。

○ **企業と投資家の対話の際に、事前にアジェンダを共有することの是非について、意見が示された。**

- 最近ガイダンスを活用して対話する投資家と面談したが、一部の項目に絞ってディスカッションを求められ、弊社の戦略をストーリー性をもって伝えることが難しかった。ガイダンスの使い方についての投資家教育も必要ではないか。
- 統合報告書という形で全体を示す場合、価値協創ガイダンスを利用して網羅的に示せばよい。一方、対話の際には、お互いに聞きたい点、アピールしたい点があるので、事前にアジェンダを共有することで、企業と投資家の間の行き違いはなくなると考える。
- アジェンダを共有するか否かはその時の状況による。例えば初めて訪問する企業であれば全体を網羅的に質問するが、次回以降は課題等をピックアップしたり、企業側のリクエストに応じたりする。
- 事前にアジェンダを共有することにはデメリットもあり、以前、事前に質問を提出したところ、総会問答集の原稿を読み上げるかのような対応をされたことがあった。対話時における質問はマネジメントや事業に関する基本的な事が中心になるのでその場で質問に答えられるか否かも企業を評価する際のポイントであり、アジェンダを事前に共有することについては悩んでいるというのが実態である。
- エンゲージメントのミーティングの際には、参加者の人選や認識合わせという点から、大まかではあるが事前にアジェンダを共有している。
- 価値協創ガイダンスのメリットとして、当初のアジェンダから他のトピックにも紐づけし議論する際に、因果関係を踏まえながら、議論を整理することが可能となる点があるのではないか。
- 対話の際には、ディスカッションの話の流れやストーリーを崩さないよう、最初から価値協創ガイダンスに縛られるような対話はせず、必要に応じ切り出す。

2. 投資家における自社の分析フレームワークと価値協創ガイダンスの関係、価値協創ガイダンスの活用

○ 投資家による自社の分析フレームワークと価値協創ガイダンスとの関係、および価値協創ガイダンスの活用について情報共有があった。

- ESG という括りで考えてみた場合、投資家によってその立ち位置は様々である。評価機関による ESG データの活用の仕方、Index 重視か Exclusion の対象とするかを横軸とし、ESG を対象企業のビジネスに密接にかかわるリスクファクター/機会ととらえるかを縦軸とした場合に、4 象限の中に投資家をプロットすることで一定の整理ができるのではないかと。
- アクティブ運用者として、投資対象企業の選択、投資視点の選択、企業価値評価、投資判断の 4 つのプロセスを踏むが、ガイダンスはこの中で「企業価値評価」および「投資判断」の確信度向上のために用いる。
- 建設的 (Constructive) な対話と友好的 (Friendly) な対話は異なる。建設的とは「結果を出す」あるいは「課題解決を果たす」ことと考えている。
- 社内情報が多くそぎ落とすのが容易ではないことがある。この場合に、ガイダンスを利用して全体を俯瞰し、要点を簡潔に整理し、かつ全体の整合性を高めることで、投資家の評価も高まる。
- 保有している情報量の違いから、情報保有者 (企業) と情報利用者 (投資家) との間では、指標の見方が異なる。企業の側としては、投資家がどのように指標を読み取るか、あるいはどのように読み取ってもらいたいのかを検討することが肝要である。

3. 次回以降に向けたアウトプット、今後のアクションプランについて

○ 今後のアクションプランについて、意見が示された。

- アクションプランを具体化した上で、場合によっては分科会を設定してテーマごとの検討を行う等、フォーラムの運営の仕方も含めて検討することが必要である。
- 既に発行されている統合報告書に例えば「IIRC、GRI に準拠している」という記載があるように、価値協創ガイダンスに準拠して作成された統合的開示については、その点を明記することで、日本初のグローバルな発信力向上に寄与するのではないかと。企業が「準拠」する際の仕組みについて考える必要がある。
- 単なるベストプラクティスに留まらず、例えば価値協創ガイダンスを実践した結果として企業価値の向上に対しての社内の意識付けが高まった、投資家との対話の質が向上した等、ガイダンスを使用して良かったと思える点も織り込めると望ましい。その際には、例えば価値協創ガイダンスを経営にうまく落とし込んだ企業を表彰するという制度を、あえて普及が一般的になるまでは実施しても良い。
- 評価・格付機関による得点付けが注目されていることもあり、投資家が何を求めているのか、企業側にも混乱が生じていると感じている。投資家が、企業の取り組みのデータだけではなく、何故、価値協創ガイダンスのような価値創出や成長の道筋を求めているのかという点に加えて、これに即した統合報告書の内容を、投資判断にどのように役立てているのかという点を、総論ではなく具体的に明らかにしていただけるとありがたい。それは、企業内においても問題認識を全体共有する一助になる。

- 本フォーラムでは企業側のベストプラクティスは公表されているが、投資家の側が企業をどのように捉えているか、あるいは価値協創ガイダンスをどのように活用しているかのプラクティスについても、差支えない範囲で共有すると良い。
- 企業を取り巻く多くのフレームワーク等がある中で、価値協創ガイダンスの位置づけを明らかにしつつ、企業に対しての徒労感がないような取り組みをすることが必要である。
- 価値協創ガイダンスに基づいた開示を目途とする企業が増加している中で、どの会社もパターン化した開示となることを危惧している。ガイダンスの項目すべてに準拠する必要はなく、各社ごとのオリジナリティを出すべき、という点は発信しても良い。
- 規模が比較的小さい企業にとっては、大企業のように細かな情報開示に手が届かないというのが実態である。そのため、ここまでやればいい、ここまでならばできるのではないかと、という発想は、メッセージとして打ち出すべきである。
- 企業による情報発信の相手は、機関投資家だけでなく、一般投資家や従業員も含むと考えている。そのため、そのステークホルダーが、どれだけの情報を望んでいるのかを見極める必要がある。
- 「経営者が統合的に把握し伝えるためのガイダンスである」との説明があったが、まさにその通りである。ガイダンスに沿って統合報告書を作成するためではなく、経営者が伝えるためのガイダンスであることを明確にしてほしい。

○ **ガイダンスを「共通言語」として捉える方向性について、意見が示された。**

- 企業と投資家という大きな2つのくくりで検討が行われているが、「共通言語」を目途とするのであれば、そもそも両者を分けて考えるべきなのか、また、そのためには何をすべきなのか、という点を検討する必要があるのではないかと。
- ガイダンスはある方向に導くものである一方で、多様性、独自性は維持しなければならない。これらを両立させるには、共通言語という点に着目するのが良いのではないかと。例えば、同じ用語を同じ意味合いで使っているのかを解きほぐしていく等の取組が必要である。
- 共通言語というのは、言語そのものという意味に加えて、言語の使い手の理解度合いが共通である、という点もある。そのため、投資家のニーズを充たすために伝える情報の詳細さ・量・具体性は、「このぐらいでいい」という企業とのやり取りも共通言語化の一つの取組である。
- 多様な投資家が存在する中で、全ての投資家に対して均等に答えるという事はありません。価値協創ガイダンスの中で、自社として守るべき部分、そして、どの投資家に理解してもらえるのか、という点を検討することで、共通言語の中でもこの部分を主張していく、という、いわば「軸足」を決めることが必要であると感じる。

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）