

第6回 統合報告・ESG対話フォーラム

議事概要

1. 日時：平成30年4月20日（金） 9時30分～11時30分
2. 場所：経済産業省 本館 17階 国際会議室
3. 議題：
 - 本フォーラム報告（案）について
 - ・議論のまとめ
 - ・今後のアクション
 - 企業と投資家における統合的開示（統合報告書等）の活用
 - 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
4. 議事概要：

1. 本フォーラム報告（案）について

- 価値協創ガイダンスのロゴマークについて意見が示された
 - ロゴマークは面白いアイデア。企業の統合報告書等に貼られていれば、投資家側は期待して読むことができる。
 - ロゴマークはよいアイデア。ただ、ロゴマークを付ける報告書の品質保証はしないということであったが、どこかの時点で品質の問題が出てくるであろう。今のガイダンス普及の段階ではよいが、次の段階ではマークにプレミアをつけるなど、何か仕組みを作るとよいのでは。マークを付けることで作る側に責任が出てくるような仕組みが必要。
- 事務局資料（今後のアクションプラン）に対する意見や提案が示された
 - ファイナンスの立場から企業価値の向上について実証的な研究がなされるとよいのではないか。実証として ESG や非財務情報開示により企業価値が向上したといったエビデンスが出れば、本フォーラムの活動をサポートしてくれる。事務局資料の今後のアクションプランには、ファイナンスの立場から、企業価値との関係性について実証研究を入れてほしい。
 - 最近は無形資産の KPI づくりにも取り組んでいる。企業によってガイダンス項目の過不足している部分は違うので、個々の事例も大切だが、第三者の視点で、ガイダンスが、「稼ぐ力」に対して、どう活用されて結果にどうつながっているかを、実証研究で定量的に示してほしい。
 - 社内で次の成長をどうするか議論するときにも、非財務情報を重視する予定だが、どのくらいの時間軸の話で、どのくらいのリターンが得られるのが課題である。投資家の評価はこういうフレームに基づく、という評価手法の整理をしてもらえると企業

としても参照できる。

- 実証研究については、データが少しずつ蓄積されてきたので、機が熟してきた。本年4月から科研費により、ESG情報あるいは非財務情報と企業価値の関連性に関する実証研究をしている。

○ **ガイダンスで更に対応すべきことに関する提案が示された**

- フェア・ディスクロージャー・ルールに関する対応も重要。日本企業は、通常、後からいろいろ言われるより、話さない道を選ぶが、それは違う。フェア・ディスクロージャー・ルールに対してどのような対応をすれば問題ないのかガイダンスの中で色濃く出してもらおうとよいのでは。ESG対応などもあるが、足下の状況ではフェア・ディスクロージャー・ルールの対応も大事。
- 企業経営者はインサイダー取引抑止の義務があり、フェア・ディスクロージャー・ルールに即して適時適切に情報開示を行わず、重要情報を社内にとどめておくことインサイダー取引を助長するリスクを負うことになる。4月に入ってから企業価値に多大な影響を及ぼす経営情報が新聞に取り上げられている。フェア・ディスクロージャー・ルールがあるにもかかわらず、日本企業の重要情報が掲載され、企業側から何も説明がないのでは、グローバルな投資家からフェア・ディスクロージャー・ルール導入の意義を問われかねない。
- 投資家からのリスク情報開示のニーズは高いが、企業の立場からすると、平時における開示は総論的にならざるを得ない一方で、不祥事が発生した時にきちんと説明責任を果たすことは企業実務として定着している。2018年3月30日に日本取引所自主規制法人から「上場会社における不祥事予防のプリンシプル」が公表され、企業が不祥事予防のためにどういう内部統制システムを構築するかしっかり考えなさいという指針が示された。この「プリンシプル」は企業と投資家の対話の切り口になると考える。したがって、当該プリンシプルを価値協創ガイダンスの付録とするなど融合するとよい。ガイダンスは、稼ぐ力、ビジネスモデルに焦点が当たっているが、企業価値の向上は企業価値を毀損するような行動を予防することで初めて成り立つ。グローバルに企業の不祥事が起こっているので、守りの部分もきちんと議論していきたい。
- リスク情報はとても大事。統合報告にはいいことしか書いていないとして、記載内容に疑問を持つ投資家もいる。リスク情報を開示する際には、ただリスクを羅列するだけではなく、重要度を決めて、かつ、そのリスクにどう対応するのかが非常に大事。

○ **本フォーラムの目的や KPI について改めて考えるべきという意見が示され、各委員からそれに関する意見が出された**

- 日本としてはいい方向に向かっていると中にいる者として思うが、外国人から、結局ガバナンス改革として何が進んだのかと聞かれると返答に困る。独立社外取締役が増えたことは紹介できるが、ROEもまだ低水準であるし、PBRも1倍程度と低いため、どこまで進んでいるのか自信をもって言えない。一義的には個々の企業と投資家の問題ではあるが、価値協創ガイダンス自体がKPIの設定と開示を期待していることもあり、企業と投資家の活動の活性化を目指す本フォーラムとしてのKPIを聞きたい。一度み

んなで対外的にも納得的な KPI につき確認する必要があるのでは。

- 本フォーラムで何を確認したり、何を狙っていくかということは考えないといけない。「統合報告書を作る企業が増えた」というのが、ガバナンス改革の実質的な成果なのかという問題と同じ問題であろう。枠組みばかりたくさん作っても仕方がない。「実質」とは行動論であり、行動が伴って初めて実質が生まれる。日本の対話や統合報告がどのように推移して、何がなお課題なのかについて、どこで確認・ディスカッションするのがいいのか、本フォーラムの在り方にとどまらず広い視点でご意見をいただきたい。確かに、「フォーラムでいい議論をしました」では KPI としては弱い。
- 仕組を導入する段階とその仕組の実効性を上げる段階の KPI は違う。今はまだガイダンスの普及段階。まずは多くの企業が統合報告書を作ることを目標にし、その後実効性を上げる KPI を考えてもよいのでは。形だけで入っていくことに対する懸念が示されているが、形から入らないとそもそも新しい仕組を導入できないという面もあると思われるので、最初は形を整えるのも大事であろう。最初の KPI は統合報告書を作成している会社の数、次のステップとしてはガイダンスで示されるストーリーがしっかり書けているかなどだろう。
- 投資家はアセットオーナーからエンゲージメント成果の定量評価や KPI は何かとよく尋ねられる。対話の目的は投資家と企業で実りのあるコミュニケーションを行い、今までかみ合っていなかった内容をかみ合わせ、それを企業価値に反映させることである。対話の内容がどのようなメカニズムで企業価値に反映されるかの検討や議論を経た上で、慎重に KPI に相応しいものを選定していく必要があると思う。中長期的な取組を促す ESG に関する対話を短期間で観測される KPI で成果判断するよりも、取組内容そのものを評価するのが現時点では適切であると考ええる。
- 世界の時価総額ランキングについて、10 年前と現在のランキングを見ると、FANG 等イノベーションを起こした企業が上位に入り、時価総額も急増している。また、最近では中国企業も多く入っている。この点を踏まえて、KPI については、世界の時価総額ランキングに日本企業が何社入っているか等、国全体としての指標も必要ではないか。
- KPI については、日本の中でというよりも欧米市場の歴史を見て何が起こってきたかを分析し、日本として何を目指すのかを考えることが大事ではないか。

2. 企業と投資家における統合的開示（統合報告書等）の活用

- 企業の、イノベーションを意識した **SDGs** に対する認識の必要性に関する示唆があり、それに関する意見が示された
 - イノベーションを取り巻く環境は変わってきている。本業を持つ企業のイノベーション創出の課題は万国共通で、企業規模を問わない。本業の効率的な運営を行う経営手法では、イノベーション活動を推進できず、経営者のコミットメントや社内にプロセス・インフラの構築をすることが必要。
 - 欧州起点で、イノベーション経営の ISO 化が進展しており、グローバルに国際標準化する議論が進んでいる。イノベーション活動を経営システムとして捉え、再現性のあるイノベーション活動を推進するための方法論の原案が 2018 年 10 月に完成見込み。日本は議決権のあるプロジェクトメンバーとして参加している。

- イノベーションと SDGs の関係については、SDGs は事業機会・消費者インサイトの宝庫。SDGs では 169 の需要が示されており、その数の需要曲線（ビジネスチャンス）があり、イノベーションチャンスがある。
 - 日本は、SDGs を狭義の CSR と勘違いしており、統合報告書などに追加的に報告する事項や自社事業の説明用語と勘違いして、自社の事業にタグ付けするだけで SDGs 活動だと考えがちだが、そろそろ SDGs をゴールとする次のステップへ進むべき。
 - 資料 5 にタグ付けだけでは遅れているとあるが、その通りであって、既に行われていることであればあえて SDGs などと言う必要はない。大事なのは SDGs をどう企業目標に位置付けて達成していくか。Integrated Thinking（統合的思考）が大事である。
 - SDGs については、誰にどうやってアピールするのか、何に使うのかという点が課題。小中学生向けの SDGs の本も出ているように、SDGs の理解は国民的に進んでいく。企業が投資家向けに情報開示するに当たっては、SDGs を具体的にビジネスモデルや企業理念と結び付けるかを示すことも大事だが、企業が自社の取組を幅広い関係者に分かりやすく PR するためには、タグ付けもよいのではないか。
 - 一般的には企業の業績は上向いてきているが、まだまだビジネスモデルの革新、新しい事業へのチャレンジは十分できておらず、そのことについてかなり強い問題意識を持っている。それをどう組み立てるかというときに、ガイダンスは、一つの項目だけでなく全体がつながっていることが大事であるということや無形資産への投資の有用性に気づかせてくれた。経営全体を組み立てるときのチェックリストとしてもガイダンスは非常に有効。
 - SDGs を What から How（どうやって）へという点については、ガイダンスのひし形の部分（持続可能性・成長性）を強調して考えていこうというやり取りができると思わぬのではないかと思った。
- **自社の統合的開示における価値協創ガイダンスを踏まえた開示の考え方や対話の考え方が示され、それに関する意見が示された**
- 統合的開示の事例では、自社の歴史と強みを結び付けた分かりやすい解説や、経営計画の進捗状況を数値のみならず具体的な戦略と併せて掲載するなどの工夫を行っている。
 - 統合報告書を作成する担当者は、価値協創ガイダンスを理解した上でストーリー及びコンテンツの検討を行っている。一方、事業環境や自社の戦略によって投資家に伝えたいメッセージは変わると考えており、各コンテンツのメリハリを利かせるように工夫している。
 - 今後は、コンテンツの選別や充実、価値協創ガイダンスを踏まえたストーリー性の向上、分かりやすい表現への改善や、ESG 情報を定量的に示すといったことにも取り組みたい。
 - ビジネスモデルが示されている統合報告書は多いが、自社のファイナンスやバランスシートマネジメントについての記載が欠如しているものが多い。他方で、資本配分に係るファイナンスの議論がしっかり盛り込まれた、よい統合報告書を作成している企業もある。

○ **日本IR協議会のIR活動の実態調査結果のフィードバックがあり、それに対する感想が述べられた**

- 上場企業の非財務情報と中長期的視点の対話に向けた取組について調査した結果がまとまった。
- 上場企業が重要視し、実際に開示もしている割合が高い項目は「価値観」と「ビジネスモデル」であった。一方、重要視しているが開示している企業の割合が低い項目は「戦略」、「成果と重要な成果指標」、「持続可能性・成長性」であった。
- 価値協創ガイダンス、IIRC フレームワーク、GRI ガイドラインの3指針のうち、価値協創ガイダンスの活用度が最も高いという結果が出た。売上高の小さい企業は、価値協創ガイダンスを最も活用する傾向にあることが分かった。他方で、売上高1兆円超の企業は、IIRCやGRIをより活用しようとする傾向がある。ガイダンスの認知や理解を深めるとともに、企業の規模や業態を踏まえた活用を呼び掛けることが重要。
- 中長期的視点の対話に向けて、既に取組をしている規模の大きい企業には対話での積極活用を、取組が進んでいない規模の小さい企業に対しては、リソースを補う仕組の提供を、投資家と協力して進めるべきではないか。
- 売上高が小さい企業において価値協創ガイダンスへの期待・関心が高いことには驚いた。これをよい循環につなげたい。
- 価値協創ガイダンスにも関連するが、それぞれの項目がどう関連付けられているかが重要である。例えば、経営理念がどう戦略やガバナンスにつながっていくのかという点が重要であり、その辺りに関連する質問をアンケートに入れてもよいのではないか。

○ **関西分科会の目的、運営の仕方等について説明があり、それに対する意見が示された**

- 分科会設立が必要と考えるに至った問題意識は2つ。1つは統合報告書を作成・公表すること自体が目的化してしまっているのではないかということ。皆が作っているから作るという姿勢で、作成する目的がよく分からないことがある。こうなると、価値協創ガイダンスも統合報告書を作成するためのフレームワークのひとつにすぎないという扱いになる懸念がある。2つ目は、価値協創ガイダンスがIRの実践の場で使われるべきという問題意識。経営トップへの意識付けは大事だが、実務家が理解した上で、自社の開示と対話にどう使えるかを検討する企業を増やしていく「草の根活動」が必要。
- 分科会は、まずは8社でキックオフ。そこから始めて、徐々に賛同を募りたい。企業だけの勉強会だと視点が狭くなるので、投資家の観点も入れるべく、個別にお声がけしている。
- 統合報告書を作りたい企業が、業者に依頼して見た目だけ整えるのは一番意味がない。今後、投資家と企業のダイレクトな対話はますます重要になってくる。実践のIR部隊が頑張る1年になるだろう。経営側がそれに対する積極的なバックアップを行うことが重要。

○ 企業と投資家のサイレント・ピリオドにおける対話の在り方について意見が示された

- セルサイド・アナリストはサイレント・ピリオドに+αの期間も設けて企業側の取材が制限されておりもったいない。業績以外の議題で対話の機会を増やすことは大事。工場見学などもよい。そういう時には、ESGのEとSへの対応に関する勉強会、統合報告書を出した際にはその勉強会をやってほしい。
- サイレント・ピリオドの中の対話についてアナリストに聞くと、ある業種では電話も出ないが、他の業種では対話を受けてくれるなど、業種ごとに違ったりもする。足下の業績に触れない対話は絶好のチャンス。
- ESGやガバナンスの対話を進めるためのサイレント・ピリオドの活用については、常態化していくとよいと思う。

3. 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

○ 投資家のスチュワードシップ活動と価値協創ガイダンスとの関係性について、取組例等が紹介された

- 当社はエンゲージメント内容を項目別に類型化しているが、この各種項目と価値協創ガイダンスを照らし合わせると、かなりの部分が重複しており、網羅的に対応できていることが分かった。
- ただし、人的資本への投資に関しては一層の高度化が必要な項目。人的資本の投資は定型化が難しい分野であり、企業個々の成長過程や産業構造に依存する部分。各アナリストの腕の見せ所でもあるので、自由演技となっているのが現状。一方、ブランド価値などは財務データに基づく評価が難しく、企業との対話においても共通認識も築きにくい分野である。
- 価値協創ガイダンスは、投資家にとっては企業価値を見る上での「入り口」として相応しいと思う。各投資家がガイダンスを認識して、これを包含した上で独自の見方を構築していくことが大事。「守破離」の概念だが、あまり離れすぎても良くないので、ガイダンスを振り返り材料として「離れすぎずに独自性を出す」ことが重要である。
- 企業には、価値協創ガイダンスをベースに経営上の課題を認識して行動計画を考え、それを開示していただきたい。投資家がこれをモニタリングすることにより、インベストメントチェーンのPDCAが成立すると考える。
- 統合報告書については、企業独自の強み、競争力源泉を可能な限り開示してほしい。その強みを想像するヒントでも構わない。ヒントを紡いで一つの仮説を構築するのがアナリストの仕事であるから。また、統合報告書はコンパクトかつ詳細に作っていただきたい。矛盾する内容ではあるが、ハイライトとアペンディクスという項目わけをする等の工夫により可能だと思う。

○ 投資家の視点を意識した統合報告書の作成等について意見が示された

- 「企業が価値協創ガイダンスに基づき開示を行うなら、投資家はそれを精読・咀嚼して対話に臨む」という、アクティブ・ファンドマネージャー宣言（仮）の一つは非常

に大事な点。先月、投資家フォーラム第 16 回会合において、企業側に集まってもらい、「IR 活動～ここが変だよ投資家、ここが変だよ IR～」というテーマで言いたいことを言ってもらった。参考資料 6 の 5 ページにあるように、せつかく統合報告書を作っても投資家が読んでくれないのでは企業にとっては努力の甲斐がない。企業は、読み手が何を求めているかを踏まえ、ガイダンスに沿うなどして統合報告書を作成してほしい。

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)