

アクティブ・ファンドマネージャー 分科会報告書

統合報告・ESG 対話フォーラム

2018年6月25日



目次

1. はじめに	4
1.1. 「アクティブ・ファンドマネージャー分科会」の設立	4
1.2. 問題意識	4
1.2.1. 世界的なパッシブ運用の台頭	4
1.2.2. アクティブ・ファンドマネージャー間の対話の必要性	5
1.3. 論点	6
1.4. 分科会のアウトプット – 「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」 –	6
2. コーポレート・ガバナンス改革の進展 – 企業と投資家の建設的な対話は進展しているのか？ –	11
2.1. 企業において投資家との対話への関心は高まっている	11
2.2. 運用機関の対話の背景には ESG 対応がある	12
2.3. 建設的な対話は広がるか – 今はその分水嶺 –	12
3. アクティブ・ファンドマネージャーが企業に伝えたいメッセージ	14
3.1. 投資家が重視する項目を企業に伝えたい	14
3.1.1. 投資家の思いを伝えることで、投資家が求めるものに気づいてほしい	14
3.1.2. 投資家がガイダンスの活用コミットし、企業に活用を促そう	14
3.2. 経営者の意識変革への期待	28
3.2.1. 日本企業における株主価値の意識の低さ	28
3.2.2. 投資家が求めるガバナンス	30
3.2.3. 経営者に求められる成長への意識	31
3.2.4. 自社固有の ESG を定義すべき	34
4. アクティブ・ファンドマネージャーが考える「ガイダンス」活用法	36
4.1. 財務パフォーマンスを対話の起点とする	36
4.1.1. どのような流れで投資家は対話を行うのか	37
4.1.2. 常にガイダンス項目の左から右に対話が進むわけではない	38
4.1.3. 価値観や企業理念 – 重要だが初めから対話はしにくい –	39
4.2. “対話の巧拙”による活用方法	39
4.2.1. ガイダンスは多くの日本企業にとって理解が容易	39
4.2.2. 対話に不慣れな企業・投資家にガイダンスは有益	40

4.3. “企業規模”等に応じた活用方法	41
4.3.1. ガイダンスには様々な使い方がある	41
4.3.2. 全企業に一律適用することの危険性	42
4.3.3. 自社に合わせて使ってほしい	42
4.3.4. 中小型株で活用可能になることが重要	43
4.3.5. 属性別のガイダンスがあると有用	43
4.3.6. 全項目について対話するのは非現実的・不要	44
4.3.7. ベテランアナリストは“暗黙知”を聞かない	45
4.4. “共通言語”としてのガイダンスをどう活用するか	45
4.4.1. ガイダンスを共通言語化すべき	45
4.4.2. ガイダンスを相互理解のために使う	46
4.4.3. ガイダンスの「全体像」を対話に役立てよう	47
4.4.4. エンゲージメントへの活用	47
4.5. 対話の品質向上のための事前準備	48
4.5.1. 企業・投資家のスタンスを事前に知っておくべき	48
4.5.2. IR ミーティング等の事前準備が双方の効率化につながる	48
5. 分科会からの提言 – 「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」発出の背景 –	50
5.1. 分科会が目指すアウトプット	50
5.2. ガイダンスを活用した開示を促進する仕組みの必要性 – 企業に対するアンケート実施の是非 –	50
5.2.1. アンケートを実施し、共通資産とすべき	51
5.2.2. アンケート実施に対する慎重意見	52
5.3. 企業がガイダンスを活用した開示を進めるには投資家のコミットが必要	54
5.4. アクティブ・ファンドマネージャーの特徴提示の必要性	55
5.4.1. アクティブ・ファンドマネージャー同士での意見集約が必要	55
5.4.2. パッシブ・ファンドマネージャーとの違いを示すべき	56
5.4.3. アクティブ・ファンドマネージャーの社会的価値を示すべき	56
5.4.4. 成長企業に投資したい	57
5.4.5. 変わろうとする企業を後押ししたい	58
5.4.6. ESG 情報を網羅的に求めない	58

5.4.7.	ESG 情報を経営全体の構成要素の中で見る	59
5.4.8.	ESG 情報と競争優位性の関連を重視する	59
5.5.	アセットマネージャーからアセットオーナーへの提案	60
5.5.1.	アセットオーナーにも意見を伝えていくことが必要	60
5.5.2.	アセットマネージャーへの開示要請のフォーマットを統一すべき	60
5.5.3.	形式的な報告要請が多く、モチベーションに影響する	61
5.5.4.	アセットオーナーの短期志向は問題	61
5.6.	個別提案	62
(別添 1)	アクティブ・ファンドマネージャー分科会 参加者名簿	63
(別添 2)	アクティブ・ファンドマネージャー宣言	64

1. はじめに

1.1. 「アクティブ・ファンドマネージャー分科会」の設立

経済産業省は、「価値協創ガイダンス※」（以下「ガイダンス」）を活用した企業と投資家の対話の場として、「統合報告・ESG 対話フォーラム」（以下「フォーラム」）を開催しています。フォーラムでは、企業の ESG（Environment（環境）・Social（社会）・Governance（ガバナンス））要素を念頭に置いた中長期的な企業価値向上に資する開示の促進を目的に企業の統合的開示の好事例の分析を行い、また同時に、優れた投資手法の普及・発展の促進を目的に投資家の投資手法を検討してきました。

※ 価値協創ガイダンス：「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-」（2017年5月29日公表）

「アクティブ・ファンドマネージャー分科会」（以下「分科会」）は、フォーラムのメンバーからの提案に基づき、2018年1月に設立されました。アクティブファンドの運営・投資判断を行う責任者を中心に様々な投資会社からの参加を得ています。（参加者リストは別添1参照）

1.2. 問題意識

1.2.1. 世界的なパッシブ運用の台頭

分科会の設立にあたり、フォーラムのメンバーからアクティブファンドを巡る動きとして、以下のような問題意識が示されました。

- ・ 過剰流動性を背景とした株高の中、効率的な運用手法の台頭や手数料の引き下げ競争などにより、世界的にパッシブ（インデックス）運用¹がアクティブ運用を駆逐しつつある。資産運用において企業との対話はアクティブ運用の重要な付加価値であるべきだが、その運用においては短期目線での投資がむしろ台頭しているのではないか。

¹ パッシブ運用とは、インデックスファンドやETF（Exchange Traded Fund、上場投資信託）など、運用目標となる市場のベンチマークに連動した運用成果を目指す運用手法のことである。この運用方法はベンチマークに連動する運用を機械的に行うのみであり、運用手数料が低いこともあり近年投資家に支持されているが、ベンチマークを上回る運用成果を目指す運用手法であるアクティブ運用と対比的に、投資対象のファンダメンタルズに基づく運用は行わない。

- ・ 2014年に伊藤レポート²が打ち出した「持続可能な成長」や「インベストメント・チェーン」（資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業までの経路）の重要性は、時間の経過と議論の積み重ねにより、運用現場にもその意義や社会性等は浸透してきている。また、スチュワードシップ・コードに関しても各運用会社に専門の担当者が置かれ、その運用プロセスの中に反映されつつある。
- ・ 一方で、運用におけるAI（人工知能）の普及によって、より短期的なイベントで株価が動く現象が顕著になっている。運用における長期目線の重要性は指摘されているが、運用の短期志向（ショートターミズム）が修正されたかと言えば、アクティブ運用の実務の本音レベルでは「綺麗事よりは目先の利益」という気分が広がっているのではないか。
- ・ インデックス運用の広がりやアクティブ運用の担当者にとって強いプレッシャーになっており、目先でのパフォーマンスの追求を重視する動きがむしろ強まっていると言える。

1.2.2. アクティブ・ファンドマネージャー間の対話の必要性

その上で、運用現場を司るアクティブ・ファンドマネージャーが対話を行う場を持つことの重要性も示されました。

- ・ 運用会社の代表者レベルでは業界団体等で情報交換を行う機会も多い。またコンプライアンスや業法に関わる実務家・担当者の横の交流は比較的活発。ESG等の個別論点に関しては、経済産業省や環境省等の呼びかけもあり、各社の担当者では横の連絡会があるが、意外にもCIOクラスの横の連絡会等はほとんど存在しない。
- ・ 投資家が、中長期的な観点から企業を評価し、投資判断やスチュワードシップ活動に役立てるための手引として公表した「価値協創ガイド」を真に有効なものにするためには、運用における実務レベルの最高責任者のCIO、もしくは各社の主力ファンドの運用者の理解が不可欠と言える。
- ・ 各社における運用のあり方は各社各様であるべきで、運用手法の多様性は市場の多様性を担保するもの。一方で、共通言語としての「ガイド」を運用現場の中で活かすためには、現場のアクティブ・ファンドマネージャーが使いやすく、共感を

² 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」（2014年8月）

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf

得るものである必要。

- ・ インデックス運用の台頭の中、アクティブ・ファンドマネージャーの生き残る道は運用パフォーマンスだけでなく、運用における社会性の追求も重要。またそれが運用パフォーマンスの向上という道筋につながるのがより望ましいと言える。

このような問題意識の下、分科会では、各メンバーがガイダンスを読み込み、運用上における位置付けを議論してきました。

1.3. 論点

分科会においては、以下を検討論点として集中的な議論が行われました。

- ・ 投資実務（企業分析・投資判断、対話・エンゲージメント等）において、ガイダンスをどのように活用できるか。それを踏まえ、どうすればガイダンスを投資家がより一層活用できる形に改善できるか。
- ・ 企業から制度・任意問わず様々な媒体で開示される情報のうち、どのような情報に着目するか（又はどのような情報には着目しないか）。企業規模や業種毎に違いはあるか。企業にはどのような開示方法を期待するか。

1.4. 分科会のアウトプット - 「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」 -

分科会では、企業の積極的な情報開示及び企業と投資家との対話が促進されることを意図して、ガイダンスに基づく情報開示を歓迎し、投資判断プロセスに組み込むこと等を内容とする「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」を2018年5月にとりまとめました。

本報告書は、「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」に至る議論も含め、分科会での検討結果をまとめたものです。分科会でのアクティブ・ファンドマネージャーによる発言を極力そのまま残し、議論の臨場感を再現する形を取っています。本報告書が、投資の実務に当たるファンドマネージャーやアナリストはもちろん、企業の経営者や社外取締役、情報開示や投資家との対話に当たる責任者等も含む幅広い方々が対話を深める一助となること、また、今後、下記宣言に賛同する機関投資家や運用機関の輪が広がることが期待されます。

アクティブ・ファンドマネージャー宣言

【要旨】

- 私たちアクティブ・ファンドマネージャーは、投資リターンの最大化のため、特に企業の個性を重視し他の企業との差異に注目して株式運用を行います。
- 企業との建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーにとって、「価値協創ガイダンス」は有用なツールたり得ます。
- 企業が能動的に明瞭な形で「価値協創ガイダンス」を踏まえた情報開示を実施するならば、対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーはそうした情報開示の内容を参照し、精読・咀嚼した上で対話に臨みます。
- 対話することの自己目的化や対話の形骸化は避ける必要があり、私たちアクティブ・ファンドマネージャーはその責任の一端を担う必要があります。

【説明】

- 私たちアクティブ・ファンドマネージャーは、投資リターンの最大化のため、特に企業の個性を重視し他の企業との差異に注目して株式運用を行います。

例えば企業のビジネスモデルや戦略について企業に問いかけ、また企業と議論する際にも、アクティブ・ファンドマネージャーは「それらが他の企業とどう違うのか」ということを常に考えています。この点では、企業の経営陣の考え方とも共通するところが多いと思われれます。企業からの各種情報の開示・発信にあたっては、アクティブ・ファンドマネージャーのこのような性格を考慮に入れていただくことを期待しています。

- 企業との建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマ

ネージャーにとって、「価値協創ガイダンス」は有用なツールたり得ます。アクティブ・ファンドマネージャーの投資哲学や運用手法は多様であり、企業との対話の効果に対する考え方もそれぞれ異なります。ただし、中長期的な企業価値向上を期待し企業との建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーにとっては、「価値協創ガイダンス」は実りのある対話を実現するために重要な論点を提供するもので、非常に有用なツールとなり得るものと考えます。また、企業が能動的に「価値協創ガイダンス」を踏まえた情報開示を実施するならば、多くのアクティブ・ファンドマネージャーがそれを非常に有益なものとして歓迎すると確信しています。

- 企業が能動的に明瞭な形で「価値協創ガイダンス」を踏まえた情報開示を実施するならば、対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーはそうした情報開示の内容を参照し、精読・咀嚼した上で対話に臨みます。

ビジネスモデル・戦略・KPI といった「価値協創ガイダンス」の主要な論点について明瞭な形で開示されていることは、多くの投資家層にとって非常に有益なものであると考えます。とりわけ、中長期的な企業価値向上を期待し建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーは、「価値協創ガイダンス」の各論点の内容に強い関心を持っており、それらについて明瞭な形での開示が実施されていれば、事前に開示内容を参照し精読・咀嚼した上で対話に臨みます。このように事前準備を行うことで、当事者にとってより効率的な対話の実現が期待できます。

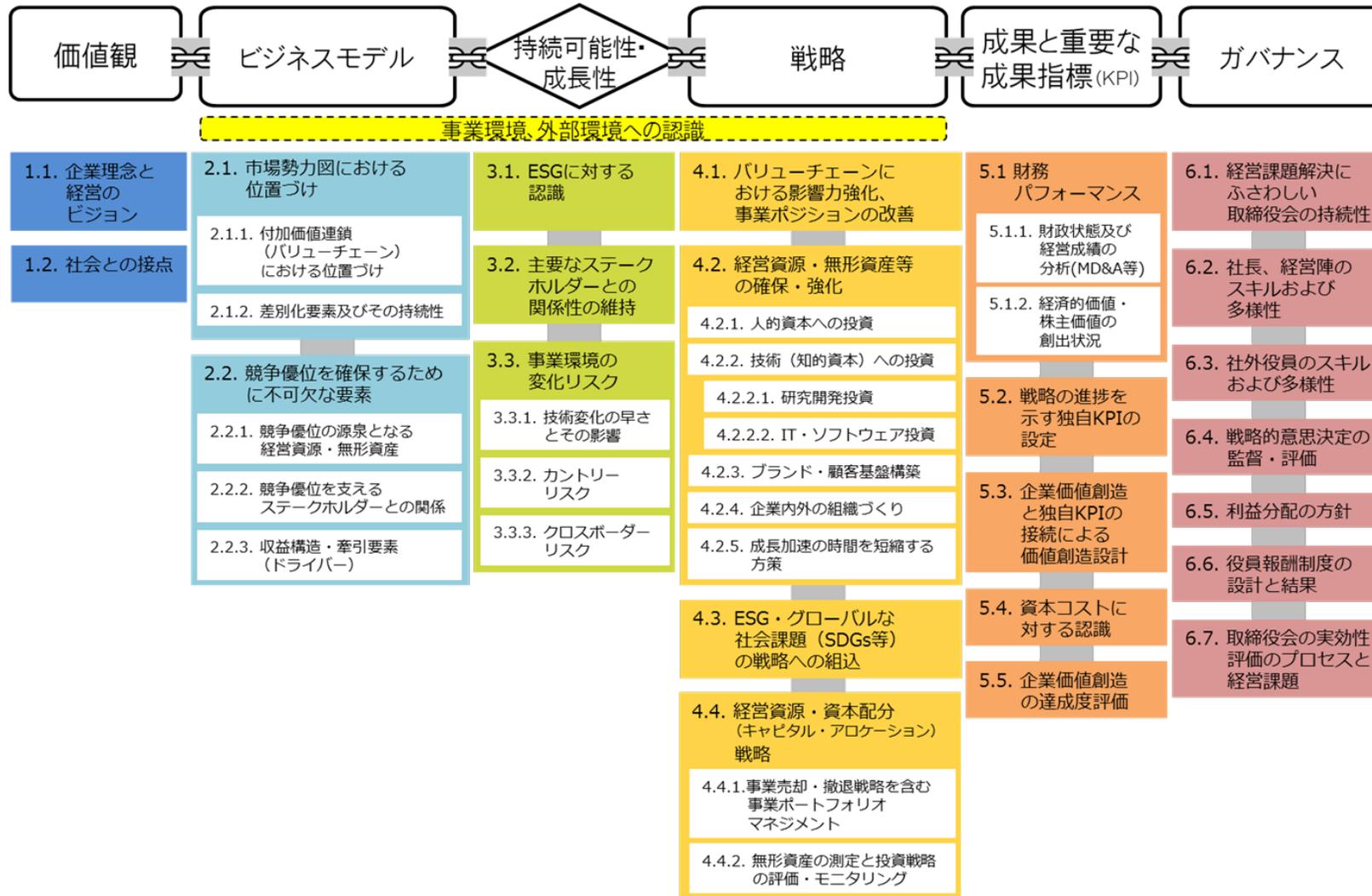
- 対話することの自己目的化や対話の形骸化は避ける必要があります、私たちアクティブ・ファンドマネージャーはその責任の一端を担う必要があります。

対話を一時の流行ではなく継続的に推進するためには、企業側と投資家側

の双方にとってメリットが感じられるものであることが必要です。そのため、対話を実施すること自体が目的になったり、投資家側の提示する問いかけや論点が Box Ticking 的なものになったりすることは許されません。アクティブ・ファンドマネージャーは、実りのある対話が成立するための知識を深め「対話力」を高める責任を、インベストメント・チェーンの他の主体とともに担う必要があります。

※ 本報告書においては、例えば、『「2.1.市場勢力図における位置づけ」は企業活動を示す上で基本的な項目だが、この部分を的確に説明できない企業も多く、その場合は次の「2.2.競争優位を確保するために不可欠な要素」というディスカッションに行きつけない。』（P18 3.1.2.5. 40.より抜粋）といった記載があります。ここでいう「〇.〇.タイトル」（〇は数字を表す。）はガイダンス中に掲載されている「ガイダンスの全体像」（P10に掲載）で用いられている項目を指すことにご留意ください。

(参考) ガイダンスの全体像



2. コーポレート・ガバナンス改革の進展 – 企業と投資家の建設的な対話は進展しているのか？ –

2.1. 企業において投資家との対話への関心は高まっている

1. 機関投資家の立場として企業側を見ていると、企業の投資家との対話に関する意識が高まってきているように思える。
2. 日々、企業に取材を行う中で、「価値協創ガイダンスにどのように対応すれば良いか」という質問も多い。
3. 当社に対しては、300社くらいは積極的に対話してきてくれる。それをもっと増やしたい。当社が会長名で投資家レターを出しているのは400社強。当社が長期投資家であることを強調している。
4. 対話の場で投資家からの指摘内容を初めて知った場合に、投資家が持参した資料を役員間で共有するなど、前向きなアクションを取る企業も存在する。
5. その一方で、まだまだガイダンスの存在を知らない企業も多い。
6. ガイダンスはいいものとしても、IIRC（国際統合報告評議会）³による「国際統合報告フレームワーク」などもある中、企業側からはどのガイダンスを使えばいいかわからないという声をよく聞く。
7. 先日訪問した10社中4社がESGについて触れた。これは今までにない関心の高さ。ESGへの対応、ESGミーティングのやり方、ESGスコアが低いことで投資されない「リスク」にどう対応するか、というのが議題となった。

³ A4S（Accounting for Sustainability Project）と GRI（Global Reporting Initiative）が中心となって2010年に設立された、規制当局、投資家、企業、基準設定主体、会計事務所、NGOといった様々なステークホルダーにより構成される国際的な組織。

2.2. 運用機関の対話の背景には ESG 対応がある

8. ESG インテグレーション⁴が最近の機関投資家のメインテーマである。少なくとも欧州系の機関投資家には ESG インテグレーションの投資手法でないと相手にすらされない。
9. アクティブ投資である以上、なぜその企業を選んで投資をしているのかをアセットオーナー⁵に説明できなければならない。そのため、企業を深く理解する必要があり、その理解の要素として ESG は当然入ってくる。
10. E（環境）と S（社会）は G（ガバナンス）の延長上にあると捉えて対応している。

2.3. 建設的な対話は広がるか - 今はその分水嶺 -

11. 現在、企業と対話していて、投資家側に対話の必要性について納得している人と、していない人がいると感じている。一方で、企業側にも、投資家との対話を重要と思っているのか、嫌々やっているのかが、結構まちまちである。
12. ガイダンスについて趣旨には賛同するとして、実務としてどこまで使えるかは、投資家と企業双方の“腹落ち”にかかっていると考えている。
13. 決算説明会の資料の改善といった、IR コンサルタント的な仕事が増えている。決算説明会のフォントをきれいにし、とか色使いを変える、といったレベルの改善もある中で、「投資家とどのように対話すればいいのかを知りたい、対話のやり方を変えたい」という意識の高い企業も多い。そのような企業はガイダンスが活用できる。
14. 企業側と投資家側が同じ場に出てきて、それぞれが自由な意見を口頭で述べ合うという手法も検討に値する。その場合、経済産業省が主催する、投資家フォーラムや日本 IR 協議会、日本経済団体

⁴ 国際団体の GSIA（Global Sustainable Investment Alliance）では、責任投資の戦略手法を 7 つに分類しており、そのうち「Integration of ESG factors（ESG インテグレーション）」は財務分析に ESG 要因を体系的かつ明示的に組み込んだ投資手法、としている。

⁵ 資産保有者としての機関投資家のことを指す。

連合会（経団連）などと連携するなど、多様な選択肢が考えられる。そこで注意すべきは企業側の参加者の選択で、いわゆる「IR優等生」ばかりだと話が面白くなくなることは明らか。人的リソースの制約などから IR が不評な企業など、一連のガバナンス改革に否定的な企業などを含めたほうが面白いだろう。

15. 統合報告書を熱心で作っている企業は多いものの、投資家側が統合報告書をうまく活用できていないと感じている。統合報告を題材に対話を申し込むと、企業側からは初めてのケースと言われることが珍しくない。
16. 投資家側が統合報告をどう活かすかを考えていかないと、せっかく企業が努力していることが無駄となる。現に中小型株の中では、統合報告書の作成をしない企業も出てきている。
17. 仮に企業が財務パフォーマンスについて、きちんと情報を開示するようになって、全ての投資家が十分な財務情報を等しく得ている状態になったら、それだけを見てもファンドのパフォーマンス向上につながらないことになる。そのため、財務数値一辺倒だったファンドマネージャーも財務以外の対話に時間を使うようになるのではないか。

3. アクティブ・ファンドマネージャーが企業に伝えたいメッセージ

3.1. 投資家が重視する項目を企業に伝えたい

3.1.1. 投資家の思いを伝えることで、投資家が求めるものに気づいてほしい

18. ガイダンスの内容を考えたこともない企業も多く存在している。これに従って開示する努力をしてもらえませんか、統合報告書や投資家とのミーティングでこういう事項をカバーしてもらえませんか、というメッセージを出せないか。生命保険協会のアンケート⁶にもあるとおり、日本企業の開示で足りていない分野は明確なので、そういう分野の開示を求めていく。
19. 開示すべき項目がわかってはいるもののアクションしていない企業もいる。まずは気づいてもらうこと、認識を持ってもらうことが大切。
20. 任意開示の分野でガイダンスを活用していただきたい、この内容が言語化されている企業は強くなるのでこの分野で活用して開示を強化してほしい、というのはメッセージになる。企業にとってはどこの開示が足りていて足りていないかということが浮かび上がることはいいこと。

3.1.2. 投資家がガイダンスの活用にコミットし、企業に活用を促そう

3.1.2.1. アクティブ投資家が重視する項目をその理由とともに示すべき。

「考慮しないならば投資対象として劣後する」等の強いメッセージを発信してはどうか。

21. アクティブ側が、こういうことを聞きたいというのをメッセージとして発するといい。ここがコアです、というのを打ち出せればと思う。

⁶ 平成 29 年度 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」参照。
http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf

22. このガイダンス全体は美しく統一的に作られているが、それぞれの企業で秀でなければいけない部分は多様であろう。投資家側から必要な情報とは何か、メッセージとして発信すべきでは。
23. 企業に任意開示の充実を求める際、まずアクティブ・ファンドマネージャーがガイダンスの中でも、特にここは優先的に開示を充実させてほしいという点を明確にして、企業に周知する方法が有効なのではないかと思う。
24. 強いメッセージが必要。投資家側から企業に求めるものに関して、立場が違って共通のメッセージは出せる。
25. ガイダンスに沿わないと投資家として投資対象には入れづらい、くらいのことは言ってもいいかもしれない。
26. 企業価値を上げるという目的のためには、きちんと開示をする、きちんとビジョンを言うという方向に行くとは思う。なぜ投資家がそこを重視するのか、というメッセージを出し、それらを考慮しない企業は投資対象としては劣後する、というくらいの強いメッセージを出すべき。

3.1.2.2. 投資家のガイダンスにおける重視項目として、株式関連指標や財務情報がある。それだけではないが。

27. ガイダンスの目的が明確なので、分科会ではガイダンスをどう使うかという、方法論を前に出すことを考えたい。ガイダンスは企業と投資家がお互いの理解を高めるために使うことが目的のひとつである。したがって、企業に対してガイダンスの見方・使い方のアピールを行うと同時に、なぜ投資家が本ガイダンスに則って話をするのかという視点も伝えることで、相互理解が深められたら良い。例えば、ROE（自己資本利益率）をKPI（Key Performance Indicator）・経営指標と見なしていないという企業（経営者）も多いが、投資家は「株式」に投資する以上、株式関連指標を見ることが必然という点を説明できなければおかしい。単に企業にガイダンスに沿った準備・説明を求めるだけでなく、投資家側の株式投資に関する基本的な考え方も説明する必要がある点を強く認識したい。

28. 投資家が財務情報だけを望んでいるという誤解が生じないように、ガイダンスの全体像を示した上で、財務情報にとどまらず更なる情報開示の充実を目指してほしいというメッセージも併せて伝えるなどの工夫が必要だろう。財務情報の共有を前提として、ビジネスモデルや戦略についての対話に発展していく形が良いと思う。
29. 外国の投資家と話をしていると、色々なガイダンスが出ていてわかりにくい、と言われる。他と重複感あるガバナンスは落とす、ビジネスモデルも主要な事業のみでいい等、多少使いやすいような加筆修正は必要ではないかと思う。

3.1.2.3. 投資家が集団的に行動することで、ガイダンスの活用を促すとともに、単体では企業の変革を促しにくい事項にも触れられる。

30. 集団的エンゲージメントで複数の投資家がガイダンスの活用を考えているということアピールすることもできる。
31. 一人ひとりの投資家がガイダンスのコピーを企業との対話の場に持っていくのは現実的ではないような気がする。もう少し大きなところからのメッセージとして、分科会の総意として打ち出すことが出来たらいい。統合報告書を作成する企業も増えているので企業からも賛同してもらえるのではないかと思う。
32. 例えば取締役会で取締役 15 人のうち、社外取締役が 2 人しかいないという場合⁷、共同で働きかけることでプレッシャーをかけられ

⁷ コーポレートガバナンス・コード（2018年6月改訂）の【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】においては、「業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。」とされている。

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000031fnd-att/20180601.pdf>

また、大手議決権行使助言会社はその最新の議決権行使ポリシーの中で、指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社の取締役会に占める社外取締役の割合が3分の1未満である場合、経営トップ等の取締役選任議案に対して反対を推奨することを表明している。

ISS：2018年版 日本向け議決権行使助言基準

<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>

GLASS LEWIS：2018年 GUIDELINES 日本語版

るし、誘導していくこともできる。分科会の帰結としてそうしたことが出てくるのでは。

3.1.2.4. 投資家は、企業がガイダンスを活用して開示した情報を活用することにコミットできる。

33. 企業がガイダンスを使って開示をしたり、対話に臨むことを期待するなら、投資家の方がそれを評価し、投資判断に使う姿勢を見せなければいけない。分科会をきっかけに、投資家が社名を出して連名でそうしたメッセージを打ち出すことはできないだろうか。あるいは、何らかの投資家の団体にやってもらうことも考えられる。
34. 分科会の出口については、こういうことが開示されれば投資家は重視します、という宣言を出したほうがよいと思う。当社は名前を出してもよい。
35. ガイダンスに基づく価値創造、バリューチェーン（価値を生み出す一連の流れ）全体を俯瞰したレポートができれば機関投資家は必ず使うと思う。ガイダンスに沿ったレポートを「作ってください」と言うところまでのコミットメントはできないが、「投資家はそれを使います」というコミットメントはそんなに難しくはないだろう。
36. 「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」ではガイダンスのバイオベンチャー版を作ろうということになっている⁸。どちらのガイダンスも同じで、どういう風にしたら使われるかを投資家として考える必要がある。
37. 統合報告書の中にはCSR レポートの延長みたいなものもあるが、ガイダンスに基づく価値創造、バリューチェーン全体を俯瞰したレポートがスタンダードとして定着することが望ましい。
38. 企業、投資家、アセットオーナーそれぞれがガイダンスを共通言語とすることを宣言することから始め、さらに実行性を高めるた

http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2018/01/2018_Guidelines_JAPANESE.pdf

⁸ 「創薬型ベンチャーと投資家の価値協創ガイダンス」を策定している（2018年4月27日付ニュースリリース参照）。

<http://www.meti.go.jp/press/2018/04/20180427005/20180427005.html>

めには各主体がガイダンス活用に向けたアクションプランを公表するなども検討する価値があると思う。

3.1.2.5. 投資家が優先的に開示してもらいたい項目を示すことは、企業にとっても参考になる。

39. 勉強会等において、最近「投資家は ESG の何を評価するのか」という点をテーマとして講演を依頼されることがある。統合報告の何を見て、どのように評価するか、というテーマもあった。
40. 例えば「2.1.市場勢力図における位置づけ」は企業活動を示す上で基本的な項目だが、この部分を的確に説明できない企業も多く、その場合は次の「2.2.競争優位を確保するために不可欠な要素」というディスカッションに行きつけない。そのような場合、まずは「2.1.市場勢力図における位置づけ」を優先的に整備してほしいという要望を多くの運用者が持っているということを周知すれば、開示を充実しようと思っている企業にとっては、作業の手がかりとして参考になるだろう。

3.1.2.6. 投資家はビジネスモデルを重視している。

41. ガイダンスで特に注目したいのは全体像の左側の部分にあるビジネスモデル。ビジネスモデルを前面に打ち出したのは非常に有効で重要なステップであると考えている。
42. 例えば、新しい投資先企業を発掘するような場面で、投資家が経営者と最初に議論したいことのひとつが、ビジネスモデルの話だろう。
43. 本来、自社のビジネスモデルを投資家に問われて経営者が説明に困るようではおかしい。しかし、現状の日本企業においては説明するための的確な整理ができていないことが多く、ビジネスモデルではなく業務プロセスを答えてしまうような場面も多く目にする。当面は、建設的な対話を推進するに当たってはビジネスモデルの議論から入るのは有効ではないか。もちろん、投資家と経営

者が対話をする度に毎回ビジネスモデルの話から始めなくてはならないとすれば、それも困った話だが。

44. 個人的に重要だと考えているのはガイダンスの全体像の左側二つ、「価値観」と「ビジネスモデル」の項目。価値観というが、私の場合は「どんな会社になりたいのか」という視点で聞いている。その上で、ビジネスモデルについて、例えば競争相手や、競争相手と戦うためのゲームプランなどについて議論する。初めての面談だとこれで1時間が終わるのが現実。

3.1.2.7. 投資家は資本効率を重視している。

45. 資本効率に関して、ROE に対する認識は依然として企業と投資家とのギャップが大きい⁹。ROIC（投下資本利益率）や総還元性向にも同じ傾向がある。投資家はこれらの指標を重視している。この傾向が変わっていない。
46. 手元の現預金等の水準についての認識も企業と投資家とのギャップが大きい¹⁰。
47. 投資実行時に投資家に ROIC について説明してほしいが、企業からの説明はない。資本政策全体に対する開示がないということが全体的に言える。

3.1.2.8. 依然として日本企業の ROE や ROIC に対する意識は低いまま。

48. 伊藤レポート以降でも ROE を理解していない企業がいる¹¹。自分たちの強み弱みを説明しきれない企業も多い。

⁹ ROE について、「中期経営計画で公表している指標」とする企業は 49.1%にとどまる一方、「経営目標として重視すべき指標」とする投資家は 82.8%とギャップが大きい。（出典：平成 29 年度 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」）

http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf

¹⁰ 自己資本の水準についての認識では、「余裕のある水準と考えている」とする企業は 23.8%である一方、投資家は 69.8%がそのように回答しており、多くの投資家は、企業が自己資本や手元資金を余剰に抱えていると考えている。（出典：同上）

¹¹ 伊藤レポートでは、中長期的に資本コストを上回る ROE を実現できなければ企業は資本市場から淘汰されてしまうこと、また、グローバルな投資家との対話では最低限 8%を上回る ROE を達成することが求められると指摘している。そのため、企業経営者には、

49. 投資家にとって資本効率の開示は当たり前。企業側にはそう思っている人があまりにも少ない。
50. 企業が投資家の思うとおりに動いているわけではなく、例えば「ROEは重要な経営指標として考えていない」という企業もあり、企業の実際の考え方は様々である。
51. 大企業だと事業ポートフォリオの中で、個別にROE、ROICを持っていない。または個別に持っていたとしても全体最適ならばROEが低い事業があってもいいと考えている企業があり、海外と比べて負けている。

3.1.2.9. 投資家は企業にKPIを示してほしい。

52. 重要な観点を絞り込む点について、財務パフォーマンス等を含むKPIの部分が重要と考える。特に株式投資家である以上、資本コストについての考え方は聞きたい。
53. 重点項目として、ガイダンスの全体像の「5.1.財務パフォーマンス」に加え、「5.2.戦略の進捗を示す独自KPIの設定」や「5.3.企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計」も挙げられる。
54. 企業が独自のKPIを作るのは構わないが、一方で、投資家側のROEなど株式投資関連指標へのこだわりや、アセットマネージャーのアセットオーナーに対する報告義務、例えば、なぜこの企業に投資をするのか等の説明責任がある点を、企業側にも理解して欲しい。
55. 将来のことは難しいにしても、KPIの部分はきちんとやってくれないと、過去の分析すらできないのにフォワード・ルッキングも何もない。
56. KPIは企業として総括しないといけない部分。中小型株だと難しいかもしれないが、やらなければならない。「5.2.戦略の進捗を示す独自KPIの設定」は、企業側もここを見てほしいという主張を入れやすい部分。

ROEを現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出すことが求められ、中長期的にROE向上を目指す「日本型ROE経営」が必要であると指摘している。

57. ガイダンスの中で最も重視するのは財務の各項目である。また、どの項目も最終的には、財務上の利益に落ちないと意味がない。特に、KPI について企業の中でどう設定し、どのように社内でコントロールし、達成した（または、達成できなかった）のかについて開示し、多くの人と議論してほしい。
58. 企業によって重視する KPI を宣言してもらい、その KPI を選んだ理由も述べてもらうとわかりやすくよいと思う。
59. 重視する KPI を選んだ先に、自社の競争優位や経営方針の説明、ステークホルダーへの配慮が出てくる。芋づる式にという話も出ていたが、そのような形で宣言してもらう。企業には決算短信の中でそのように説明してもらってもいいと思う。肝心なのはそのフォローアップをする中で、次の課題は何なのか議論すること。うまいエンゲージメントサイクルを構築することが重要。
60. 財務パフォーマンス等の重要性を再認識してもらうのは必要だが、ガイダンスはインテグレーションを目途としているので、パーツを取り出すことで、そこで完結していると誤解されないようにする必要はある。
61. 資源配分や KPI、それらの仕組み、それに応じた評価。これができていれば安心感がある。

3.1.2.10. 競争優位性や差別化を重視している。

62. 対話において財務の話から始めるかまず非財務の話になるかは、場合による。財務の話に行く前に、そもそもの競争優位性・収益ドライバーなどは何ですか、というところに時間をかける必要があるケースも多い。どこに価値の源泉となりうるものがあるかの説明は事前に用意してもらっておいたほうがいい。
63. 日本企業は一つの企業が悪くなると同業種は全て悪くなる傾向にあるが、差別化（differentiation）が重要。差別化できる企業はそのメッセージを発してほしい。アクティブ・ファンドマネージャーは差別化を見たい。

3.1.2.11. 競争優位と戦略・資源配分、成果・KPI を結び付けて説明してほしい

い。

64. ビジネスモデルと戦略の競争優位性、それを強めるための経営戦略と資本配分、その成果である KPI と財務パフォーマンスが大事と考えている。最低限この3つの柱で打ち出したい。
65. 経営者が自社のビジネスモデルの競争優位性とその持続性、それに対してどのような戦略を持つのかを考えているか、それを社内でどう評価するか、また外部のファンドマネージャーから見てどう評価されたいかを聞きたい。
66. ガイダンスの項目で言うと、「4.4.経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略」や、ビジネスモデルのところにある「2.1.市場勢力図における位置づけ」、「2.2.競争優位を確保するために不可欠な要素」は、積極的に企業に対して質問をしている。
67. 投資家との本格的な対話が初めての企業や、中小型株だったら、ファンドマネージャーとしては「2.2.競争優位を確保するために不可欠な要素」→「4.4.経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略」→「成果と重要な成果指標（KPI）」という流れを聞きたい。
68. 通常の面談では「戦略」や「成果」についてフォローしていく。「戦略」とはゲームプランに基づいてどういう資源配分をしているかということであり、その「成果」を財務パフォーマンスやその他の KPI によって検証するという流れである。
69. 大切だが難しくはなく、特に積極的に開示していないボリュームゾーンの企業は、このあたりを充実させるのが良いのではないかというイメージ。
70. 長期的なビジョン、事業環境等を踏まえた戦略の策定について、企業と投資家の間で開示に関する認識ギャップが大きい。事業部門ごとの採算管理や将来の成長に向けた事業の選別、資本効率について投資家は見ているが企業側との認識にギャップがある。
71. 事業の選択と集中について、投資家の期待と企業の取り組みのギャップが大きい¹²。

¹² 「事業の選択と集中（経営ビジョンに即した事業ポートフォリオの見直し・組換え）」について、「資本効率向上に向けて重視している取り組み」とする企業は 36.5%、「期待する取り組み」とする投資家は 73.3%。（出典：平成 29 年度 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」）

3.1.2.12. 日本企業の MD&A (Management Discussion and Analysis、財政状態及び経営成績の分析) の記述を改善してほしい。

- 72. 決算短信の MD&A の日本経済のくだりは、その企業の業績と関係ないところも多く、読んでいない。
- 73. きちんと説明会をして、増減益分析などを含め様々な分析ができている企業と、「我が国経済は・・・」で始まる企業で異なる。トップが分析にコミットしていない比率は高く、「今で十分やっているという認識」という調査結果も目にしたことがある。抜本的に改善の余地が大きいと感じている。ガイダンスの「5.1.1.財政状態及び経営成績の分析 (MD&A 等)」で求めているものと比較すると、かけ離れた MD&A も多く、改善の余地が大きい。
- 74. 有価証券報告書の MD&A の記載を何とかできないかと思う。法的開示においても、企業の営業成績について、最小限の分析は示すべきである。現時点では、多くの企業で分析を載せておらず、全世界に対して「我が社には現状把握能力がありません」と宣伝しているような状態である。訴訟リスクなどを言い訳にせず、企業が心配せずに、法的開示を充実できるように議論を惹起し、解決したいというささやかな希望がある。

3.1.2.13. 経営者が自分の言葉で自社分析を行うことが重要。

- 75. 取材していて「どうしてこうなったのですか？」と原因を聞いて、社長の横にいる CFO などが社長の代わりに答えると、こちらとしては心配になる。
- 76. うちの会社は何だっけ？というところまでさかのぼって、社長が意識すると企業が変わったりもする。
- 77. MD&A の充実というのは、「経営者が書きましょう」、「事実羅列ではなく分析をしましょう」ということ。
- 78. 法定開示、例えば MD&A において不十分な記載をすることは、「能ある鷹は爪を隠す」にならず、全世界に対して自分たちには分析能力がないと宣伝することになるので、改善したほうがい

い。日本の投資家からも心配している声が上がっていると伝えたい。

3.1.2.14. 米国企業の場合、レポートを見ると経営者の問題意識がわかるが、日本企業のレポートをみても、その企業はどんな企業で経営者が何を考えているのか理解できない。

79. アメリカの場合だと、上場企業が SEC（米国証券取引委員会）に提出している資料、例えば Form 10-K を読むと、初めて当該企業を調査する場合でも、どのような企業で何をしているかが良くわかるが、日本企業の有価証券報告書を見ても何の企業かわからない。自分が運用をやっていたころは、業績概要のみのレポートのような、見るに値しないレポートも多かった。
80. アメリカの上場企業等のレポートを見ると、経営者の問題意識が明確でプロアクティブ。そうしたものが日本の有価証券報告書にはほとんど見られない。そうしたものはビジネスモデルをわかっていないと書けないし、他のところからも情報を引っ張ってきて、頭の中で統合されていないと書けない。
81. アメリカ株も見ていたのでアメリカ出張にも行くが、日本企業の方が決算説明資料等の開示書類が充実していることもある。しかし実際に取材すると違う。

3.1.2.15. 質問をしない場合でも ESG 情報へのニーズがあるなど、いつも接する人だけが情報の受け手ではないことを理解してほしい。

82. 企業からは、投資家のいうことがばらばらだという不満の声も出ている。ESG 重視型の投資家は ESG や価値創造の話を持ってくるが、普段付き合っている投資家やアナリストはそんな質問をほとんどしないという声がある。投資家フォーラムで、IR 担当者を集めて、投資家に対する文句を言ってくれと言ったらそういう話が

出てきた¹³。個々の ESG 項目の開示は、専門ベンダーしか活用してくれていないとか、普段 IR で会う人はそんな話はしないといった声があった。だが、日頃聞かれないとしてもニーズはあるということ伝えてほしい。

83. いつも接する人だけが情報の受け手でないということは企業には理解してほしい。

3.1.2.16. ガイドンスの要素を制度開示に反映すべきかどうかは両論。

84. 一定程度、ガイドンスの内容を制度開示に盛り込んで強制的に開示させるとするのは一つの手。強制開示の対象とした方が、企業にとっても投資家にとっても（特に若手、海外）にとっては良い情報ソースになるのではないか。
85. 制度開示、任意開示のどちらにも一長一短があり、どちらがいいというのは簡単には決められない。例えば制度開示だとコーポレートガバナンス・コードが取引所の半ばルールとして定められており¹⁴、どうしてもひな形に合わせる無言の圧力が生じる可能性がある。そうなると2~3年経過後に開示内容等の見直しの必要性があり、また意図的にブラッシュアップを図っていかないとある程度のレベルで固まってしまう。また、制度開示になると株式懇話会等で雛形が作られ、やる気のある企業でもおそらくその雛形に従った開示になってしまう。何もやらないよりはいいが、画一的なものになりかねない。
86. 任意開示であれば企業の創意工夫は生きるし、やる気のある企業ほど好ましい事例になると考えるが、企業間のばらつきが大きくなりそうである。やる気のある企業ばかりではないので、企業に対するインセンティブをどのようにつけるかを考えないと投資家が求める資料にはならない。やはり、内容や方法論の設計が重要と考える。

¹³ 投資家フォーラム第16回会合報告書参照。

<http://investorforum.jp/wordpress/wp-content/uploads/2018/05/投資家フォーラム第16回報告書.pdf>

¹⁴ コードを実施しない場合、コーポレート・ガバナンス報告書において理由を説明することが、取引所の有価証券上場規程（企業行動規範「遵守すべき事項」）に規定されている。

87. 理想は制度開示と任意開示の良いところだけがピックアップされた形だが、いずれにせよ、2~3年後の見直しを想定するのであれば、最初は制度開示で始めるのも選択肢と考える。
88. 制度開示の対応の難しさは、アクションを引っ張り出せるか、というところ。そこをやれば色々と引っ張り出せるが、面白みというか新鮮味があるか。「うちは出来ている」で終わってしまう可能性もある。
89. フォーマティブ（形式的）なやりかたを促すのはどうかと思う一方で、そうした方がやりやすい企業もいるとも少し思っている。本当は自主的にやっていくのが望ましいのだが。企業の競争優位性や他社との比較がきちんとしていれば投資家からの取材も効率化できる。フォーマティブにした方が一つのターゲットには向かいやすくなる。

3.1.2.17. 表面的にきれいな資料ではなく、部門間連携や経営の認識等も含めエッジの効いたものを見たい。

90. 日本企業の場合、「報告書」になるとパターン化する。重要なのは、報告書の内容が企業の中で議論され、マネジメントが腹落ちし、下に落としているか、ということである。例えばフォーラムの中で語られる「こうやって統合報告書を作りました」という話よりも、「社内でマネジメントを含めて横断的に統合報告書を作成する過程であぶり出てきた課題を部門間で相互に協力することで、社内にも一体感が醸成されタコツボ的状态を乗り越えた」という話を聞きたい。外に開示されたものは経営陣がコミットしているものとして投資家は信頼しているにもかかわらず、不祥事等が最近頻繁に発生していることから、日本企業の課題は実は外に開示されていない情報や開示に至る過程だと考えている。
91. 企業活動を変えていかないと「ROE8%」は達成できないはずだが、開示については、表面上は綺麗な資料を作って達成することもできてしまう。
92. コーポレート・ガバナンスに関する報告書（コーポレート・ガバナンス報告書）の公表がはじまった際に、フルコンプライ（基本原則・原則・補充原則の全原則をコンプライすること）を評価す

るわけではないのに、結果的に、ほとんどの企業がほとんどの項目をコンプライしていると回答する結果となっている¹⁵。このような形式的な対応を今回も最も危惧している。企業それぞれが、個性を出して、どうやってエッジを立たせるかが大切なのに、どれも似た感じになってしまっている。この根本的な行動様式を変えたいと考えているし、アクティブファンドではエッジの立った個性を見たいのであり、そうしないとアクティブ運用にもつながらない。

93. 大企業の中には各部門の連携が不十分でタコツボ化している企業もあり、そのような企業に投資するのは日本経済のことを考えた際に良くないと感じている。

3.1.2.18. しっかり数字にコミットしてほしい。

94. 事業の説明はするが、統合された数字が出ていないことが最大の問題。企業と投資家は求めるところが違う。投資家は、企業に数字を押さえてほしい。ガイダンスを参照してほしい。
95. ある企業とのガバナンスに関するミーティングの際、ガバナンスを管理監督のシステムとしか認識していないのではとびっくりしたことがあった。中期経営計画の目標数値が当期の営業利益の倍以上であったため、その理由を質問したら、取締役会議長から「そこが一番問題なんです」と言われてしまった。管理監督とKPIが断絶しているのではないか。ガイダンスの全体像は使いやすいが、企業は縦の流れで分けて理解してしまっているのではないか。ガバナンスがKPIとつながっていない。こういう企業が多いので、「KPIとビジネスモデルだけでもきちんと言語化してからのディスカッションしましょう」というように、企業に求めるハードルを下げ、そこからステップバイステップで進めるといいのではと思っている。先進的な企業はどんどん先に行く。例えば投資家毎に対話のやり方を変えている。

¹⁵ 東証一部・二部上場企業（集計対象 2,540 社）のうち、全原則を実施している企業は 659 社（25.9%）、実施 90%以上は 1,599 社（63.0%）である。（出典：東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況の集計結果（2017年7月時点）」
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000002nrg9.pdf>

3.1.2.19. 英文化、定量化、開示内容の定期的見直しも大事。

96. 外国人投資家が理解できるように、一定以上の重要性がある基本的内容については、できる範囲で英語での開示も進めることを目指すべきであろう。
97. 今の日本企業に関しては、無形資産（ブランド等）をどう定量化できるかの考えを聞きたい。
98. 役員報酬について、中長期業績との連動は企業も投資家も重視しているものの、投資家がより重視。業績連動指標の適切性、過度なリスクテイクや近視眼的な経営をしない制度設計といったあたりのギャップも大きい。
99. 開示を作っても、そのままになってしまうこともあり、経年変化していくのをメンテナンスできてない場合もある。アップデートをできる仕組みをビルトインしていれば良いのではないかと考える。

3.2. 経営者の意識変革への期待

3.2.1. 日本企業における株主価値の意識の低さ

3.2.1.1. 投資家は株主価値の向上を訴えるべき。

100. 以前、ある海外の企業のCEOに、「コーポレートバリュー」という用語を使用したところ、「シェアホルダーバリュー」をもっと求めるべきではと言われた。日本企業と話をしていると、「コーポレートバリュー」を普通に用いるが、「シェアホルダーバリュー」という考えを共有すべきかもしれない。
101. CSR（企業の社会的責任）もいいが、付加価値の源泉等の記載ができていないというメッセージを出すべき。そろそろ株主価値を訴えるフェーズに移行するべき。株主価値という言葉は企業とのハレーションを生むと思ってしまう傾向にあるが、必ずしもそうでない。ステークホルダーとの関係など色々なことを満たしてこそ株主価値が上がり続ける。

3.2.1.2. 日本企業の株主価値への意識に疑念あり。

102. 海外にいると感じるが、多くの海外投資家が日本の企業に問うているのは、価値観の部分で株主をどう考えているのかであり、「コーポレート・ガバナンスが浸透しつつあるといっても、結局日本企業は変わっていないのではないか」という疑念が解けていない海外投資家が多数いる。
103. 欧米では、中長期的な株主価値の最大化とステークホルダーの尊重は矛盾しないという考え方が主流だ。株主価値の追求はステークホルダーの満足なしでは長期的に持続しないので、株主価値を目標にしたからといって他のものを排除する訳ではない。しがらみにとらわれて株主価値を損ないながら事業を継続することはしないという規律さえ守られれば良い。
104. ガイダンスは「企業価値」の成長を謳っているが、もう一步踏み込んで堂々と中長期的な株主価値の最大化を経営目標にする日本企業が多数出てくることを期待している。それでこそ世界の投資家に違和感なく受け入れられるし、そうしたからといって、成長している日本企業がすでに実践していることと大きく違うことをしなければいけない訳でもない。日本の現状では、全方位的な目標を全て達成することを強調すると、株主と向き合う気がなく、価値観の転換が企図されていない、という誤解を生じるおそれがある。
105. ESG や「三方よし」も良いことだとは思いますが、日本企業は色々なステークホルダーに気を遣いすぎて株主に注目していない。
106. 市場から資金を調達している上場企業という認識が低すぎる企業があまりに多い。デットガバナンス（債権者による企業統治）が続いた影響と、いまも低金利で資金調達できることの悪い面が出てきている。
107. 日本企業にはステークホルダーとの関係性の維持は十分やっている企業が多い。個別の取引先に依存する度合いが大きい企業には関係を聞かないといけないこともあるが、人材確保以外は聞かないでいい場合も多い。

3.2.1.3. 株価を意識しない日本企業が多い。

108. 株式総合利回り（TSR、配当込みの株価上昇率）から株価を論じる統合報告書がわずかながら出てきている。同業他社との比較を出すと盛り上がることも多い。その際はある程度仕掛けに行き、企業の見解に我々の見解をぶつけている。企業側はこのあたりの分析ができず、数字を出すことと分析は別と考えている。財務パフォーマンスと株価の分析をセットで語っていただくというのは一つのメッセージとしてありかもしれない。
109. 利益と株価の相関が強くなったのは日本ではここ 10 年くらいのこと。ひと昔前のリアルな実感としては「株価は水物」というもので、そのあたりで経理・財務をやっていた人がトップになっている、という影響もあるのではないか。
110. 株式総合利回り（TSR、配当込みの株価上昇率）自体が重要という意味ではなく、株価を意識することが重要ということである。

3.2.2. 投資家が求めるガバナンス

3.2.2.1. 取締役会のレベル向上が急務。

111. 取締役会の実効性評価について、表面的な記載に終始し、独立社外役員、取締役会全体の構成等、まだまだ企業側にガバナンス改革の重要性の認識が低い。
112. 日本公認会計士協会が監査報酬に関するデータをとりまとめている¹⁶。不祥事企業の監査報酬を確認すると監査報酬が低い傾向があるという研究結果もあるようだ。監査法人のガバナンス・コード策定や、海外での KAM（Key Audit Matters、監査上の主要な事項）の導入等の動きがある中、監査に対する認識を高めるなど、役員の知見のレベルを上げてもらう必要がある。
113. 日本企業は similarity が強い。外部からマネジメント人材が入ってこない。投資家は現在のボードメンバーで対応できるかをよく見ている。

¹⁶ 2018 年版「上場企業監査人・監査報酬実態調査報告書」参照。
<https://jicpa.or.jp/news/information/files/5-99-0-2-20180529.pdf>

3.2.2.2. 社外取締役は重要な役割を果たす。

- 114. 3年前と比較して、例えば最近では社外取締役が問題提起等を行う企業も存在し、このモメンタムは良いものと感じている。
- 115. 望ましい社外取締役の人数において、投資家と企業のギャップが大きい。日本企業では15人くらい取締役がいるところが大半である中で、実効性のある社外取締役の人数は1人～2人では十分とはいえない。取締役会の構成が大事で、社外取締役が取締役会に占める比率を気にしている投資家が多い。
- 116. 過去の日本企業の例では厳しくなったときに外部から人が入ってきて再建させようとする事もあったが、そもそもガバナンスが機能していれば、もっと前の段階から手は打っていたのではないかと思う。

3.2.3. 経営者に求められる成長への意識

3.2.3.1. 経営者の成長意識が重要である。

- 117. 経営者が本当に会社を成長させようとしているのか、という点がぼやけている。「ガイダンスが出たからそれに従った」では意味がなく、日本企業は本当に変わったのか、という疑念が払しょくできない。
- 118. オーナー系企業であれば、ガバナンスが整備されていなくとも、成長して株価が上昇することはあり得る。そもそも、経営トップが成長しようと思っているかどうか。ここを見極めないと隔靴搔痒である。

3.2.3.2. 大型株の成長が重要である。

- 119. アクティブ運用を取り巻く現状と課題として、「貯蓄から資産形成へ」という流れに持っていくためには、日本株の復権と、投資が浸透しないとうまくいかない。ところが、アクティブの立場から

エッジの立った運用をしようとする、中小型株が中心になってしまう。日本株を資産運用のメインにするには、大型株のポジションを上げていくという意識が必要であり、新陳代謝も必要かもしれない。

120. 大型株が成長する必要がある、成長への意識を持つことが必要である。大型株が成長し、事業拡大、増益となることで、従業員増加、株価上昇、時価総額上昇を経て、国力も上がる、となることが大切である。

3.2.3.3. 経営者に利益を意識づけるメッセージが必要である。

121. 分科会のメッセージをシンプルに考えるなら、企業は株主価値を高める努力をしていますか、それをアピールしていますか、そして投資家はそれを理解しようとしていますか、ということだろう。
122. 単年度を見ていると、瞬間最大風速、アベノミクス以降でたまたまうまくいっただけで社長のマネジメントの結果じゃないでしょ、という企業もあつたりする。そもそも、利益をどう上げたいのですか、ということが必要。利益と株価の相関性が高いという事がわかっている中で、株価が水物と言い切るのは社長の仕事を放棄している。シンプルなメッセージは良いと思いつつ伊藤レポートの「ROE 8%」を超えるものは難しいが、例えば営業利益率二桁、のようなわかりやすいものかなと思いつつも、業種によって違いはあり、迷っている。
123. 株主の対話の目的は株主価値の上昇だが、それは短期的にやるということではなくしっかりと利益を生み出すシステムを作る、ということが必要で、そもそもその部分をメッセージとして打ち出した上で、財務パフォーマンスの話に入っていくのがいいかと思う。

3.2.3.4. ガイダンスを活用して、経営の再認識をしてほしい。

124. ガイダンスはもっと経営とは何かを考えさせるきっかけになるかもしれないと感じている。
125. 日本には「経営道」という考え方がある。「道」というのは、古来より剣道や茶道等で存在する「守破離」の考え方をベースにしたものと思われる。この考え方をこのガイダンスの活用方法に応用できないかと考えている。具体的には、企業がガイダンスを使うことで、経営の基本を再認識し（守）、また開示することで社会にコミットし（破）、より高みの経営を目指す（離）というものである。
126. マニュアルのガイダンスではなく、経営するときの基本となる考え方にこのガイダンスを活用するという方法。したがってガイダンスに基づき開示するのは当然、という言い方をできないか。

3.2.3.5. ガイダンスは経営に活用するツールである。

127. ガイダンスどおりの開示を日本の全上場企業ができるようになれば日本企業の競争力は必ず上がるだろう。ガイダンスは自社の経営を考えるためのひな型としても良くできている。
128. ガイダンスを意識している企業には投資をしたいと思う点で、有益なツールになると思い、ガイダンスを作成した。
129. 経営者や説明者の頭の中が、ガイダンスに示したモデルになっていないとしたら残念である。取締役会で、経営する際に注視している点を説明してもらえると、投資家として安心して株式を買える。
130. 各種表彰が立派な体裁が整っていることを評価するような形になることについては懸念がある。開示内容が実際の会社運営に具体的な形で落とし込めていない企業も中にはあると感じている。
131. 企業はガイダンスを踏まえた上で、経営の舵取りをすることを通じて成長の確実性をより高めることが期待できる。

3.2.3.6. ガイダンスがチェックボックスとして使われるのみだと意味がない。

- 132. ガイダンスのようなものが出ると、ともするとチェックボックス的な使い方で終わるケースもある。
- 133. ガイダンスを、例えば、この点を開示さえすれば投資家が見てくれるという悪知恵をつけるためのツールにはしてほしくない。そのためには、機関投資家側も意識を高めないといけない。
- 134. ガイダンスを公表することでチェックボックス化するという懸念は当初からあった。そのため、内容をハイレベルなものにしている。
- 135. チェックボックスを埋めれば投資家に評価される、充たされる、というものではない。
- 136. 国全体で長期投資をしていこうという観点からはガイダンスは使えるかもしれないが、形式面だけ体裁を整えた、中身のない報告書が出てくることも心配している。
- 137. 企業にはチェックボックス的にガイダンスを活用しないようにという話をしている。

3.2.4. 自社固有の ESG を定義すべき

3.2.4.1. ESG は認識相違が起きやすいファクターである。

- 138. ESG とは何かという定義も、人によって捉え方が違うようである。例えば、E（環境）を良くさえすれば株価が上がる、あるいは、ガイダンスに準拠したらリターンが上がる等、様々な誤解があるのではないかと思う。
- 139. ESG とくくってしまうと議論はしづらいのではないか。投資家サイドとしてはリスクとそれに対応するための施策、コンティンジェンシープランについて聞きたい。もっと一般的な形で開示する方向性もあるのではないか。
- 140. 持続可能性・成長性だけはマテリアリティであると同時に、投資家が自分で判断する部分を含んでいる。つまり、価値観、戦略・KPI、ガバナンスは企業自身がどう考えてアクションするかという話なので投資家の予断が入る余地が少ないのに対し、持続可能

性・成長性は将来性の話になるので、企業と投資家間の意見相違が生じ易い箇所である点は留意が必要であろう。投資家は企業の考え方を聞きつつも、持続可能性・成長性を独自に考え、投資判断につなげることが顧客・受益者への誠実義務だからである。

3.2.4.2. 企業は自社固有の ESG を考えるべきである。

141. ESG 投資に関して、感度の高い企業は既に有価証券報告書に ESG 情報を書いているが、全体で見たときにグローバルで日本企業は対応が遅れている。
142. 今は投資家から ESG テーマは何かと企業に聞いているが、本来は企業自ら考えて対処すべきこと。不祥事はこの S（社会）や G（ガバナンス）の領域で起きている。色々な業界でこのあたりの認識が低い。
143. 持続可能性は個別性がかなり強く、例えば環境問題にしても非常に大きな 이슈 になる企業もあればそうでない企業もある。
144. 投資家は企業の ESG 情報の何を評価するのかというテーマについて話をする時は、「企業の規模感で違うので、一律の平均的な話しても意味がなく、御社くらいの事業規模や業種なら重要なポイントはここです」という話をしている。

4. アクティブ・ファンドマネージャーが考える「ガイダンス」活用法

4.1. 財務パフォーマンスを対話の起点とする

145. 「5.1.財務パフォーマンス」は対話の出発点に適している。ファンド運用者がまず 5.1.の項目を充実してほしいという意見を示すだけでも、「情報開示を充実させよう」としている企業にとっては参考になるだろう。
146. 対話の出発点は「5.1.財務パフォーマンス」や「5.2.戦略の進捗を示す独自 KPI の設定」～「5.3.企業価値創造と独自 KPI の接続による価値創造設計」の KPI ではないか。そこからビジネスモデル、キャピタルアロケーションの議論に発展させていく、というのが正しいのでは。
147. 対話のスタートは「5.1.1.財政状態及び経営成績の分析（MD&A 等）」である。制度開示でも現在ここの記載を厚くしようと言われているにも関わらず、経営者がコミットしない企業も多い。その結果、「我が国経済は・・・」から始まるパターンとなる。ここを充実させない限り、中長期あるいは非財務の対話に進んでいかない。現在でも形式的には書いてあるが、分析になっていない。
148. 企業が開示を始めるなら財務から取り組んでほしい。特に利益と資本の KPI をどうやって、社内のマネージ含めてどう達成を図ったかを知りたい。ビジネスモデルと利益の永続性、競争優位性も言語化できていない。メリハリをつけて開示することが有益。
149. 「5.1.財務パフォーマンス」を出発点として開示を強化し始めれば、次の段階として、それを説明するためにビジネスモデルや戦略についての開示が充実するというように、更なる改善につながる事が期待できる。
150. 対話の皮切りとなるのは数値結果として見えている財務情報だが、そこから戦略や経営理念に深く入り込んでいくことが重要である。また、戦略や理念の確認のため、その企業の歴史や沿革に言及することもあろう。ガイダンスの全体像の各項目を繰り返しながら、投資家が企業に対する理解を次第に深める流れがひとつの理想であろう。

4.1.1. どのような流れで投資家は対話を行うのか

151. 順番としては「5.1.財務パフォーマンス」がスタートでいいのではないか。ガイダンスの「5.1.1.財政状態及び経営成績の分析（MD&A等）」の05の文章を見ても、まずはそこから始めて、ビジネスモデルや戦略につながるとある。
152. 受け身の企業も受け身でない企業もある。受け身な企業に対してどう働きかけるか。より変わってもらいたいというメッセージが出せればいい。まず財務を聞くと、財務のことしか関心がないというメッセージに間違っって伝わってしまう。全体の議論の中での出発点というメッセージが必要。
153. 財務の次に重要視するのはビジネスモデルや競争優位性。きちんと考えているのに競争上の理由などから開示したくないと考えている企業も多いが、投資家としては、企業との対話でフォーカスしたい部分である。
154. KPI等の背後にあるビジネスモデルなど、芋づる式に開示内容を広げていく対話を行うことが望ましい。前回、価値観やビジネスモデルが企業の考え方や行動の土台となる点で重要と申し上げたが、必ずしも企業が説明し易いとは限らない。方法論として、KPIの部分から対話を始めて、次にビジネスモデル・戦略、さらに価値観、という具合に内容を順次拡大させる対話姿勢も大事と考える。
155. まず必要性を訴えたいのが、「5.1.財務パフォーマンス」の中でも特に「5.1.1.財政状態及び経営成績の分析（MD&A等）」である。それが起点となり、「2.1.市場勢力図における位置づけ」や「2.2.競争優位を確保するために不可欠な要素」のビジネスモデル、「4.4.経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略」に展開されていくというのが対話の基本的なイメージではないだろうか。それができて、事業の細部やビジネスモデルを支える様々な資本（ESG情報を含む）に話が広がっていくというイメージを持っている。
156. ファンドマネージャーの判断に際して、重要度が高く、分かりやすい指標といった点ではMD&Aに注目することは有意義だが、それを各社の強み、ビジネスモデル等に繋げるなどの展開がより重

要。その点を考慮すると、「まずは MD&A を重視」するのであれば、横比較できるような各社共通の項目が望ましい。

157. アクティブが打ちだすべきメッセージとして、最初はレベル感を下げていくことに同感。最初は KPI などから始め、それを選んだ背景へとつながっていく。最終的には ESG にたどり着いてもいいのでは。

4.1.2. 常にガイダンス項目の左から右に対話が進むわけではない

158. ガイダンスの全体像は、頭の整理には役立つが、開示や対話の現場では左から順番に使うイメージとなっているのではないか。
159. ガイダンスは左から右に流れているように見える。ただ、自分自身の経験でいくと、初めての企業であっても経営理念からは話さないことが多い。経営理念はむしろよく知っている企業と話す。
160. 対話の中で価値観に戻る時が結構ある。一から聞いていく格好にはしない。
161. ガイダンスの流れが左→右に見えるが、対話の場面で常にその順序で進めるべきかといえばそうではない。
162. 比較的馴染みのある企業について、重要なポイントをきちんと頭に入れていたつもりでも、理解が不足していた点や誤解していた点が明らかになることもある。そのような場面で基本に立ち返って企業を見ようとするとき、例えばセルサイドの調査部門が提供する優れたベーシックレポートを読むことは非常に重要な意味を持つ。このような考え方に立って、ガイダンスの全体像のフローで言えば左の方、価値観やビジネスモデルなどのパートからを改めて確認する機会も、2～3年に一度くらい、必要なのではないか。

4.1.3. 価値観や企業理念 – 重要だが初めから対話はしにくい –

163. 話を切り出すポイントが価値観でいいのか。重過ぎるのはあるかもしれない。まずは事実確認をしてからそういう話に行くのがいい。基本に帰る、共通資産を作るうえで振り返る必要もある。
164. 企業に真正面から企業理念の話を質問しても回答が返ってこないため難しい。企業理念はないと企業は絶対言わない。
165. 価値観やビジネスモデルは企業の考え方や行動の土台となる点で重要だが、必ずしも企業が説明し易いとは限らない。方法論として、KPIの部分から対話を始めて、次にビジネスモデル・戦略、さらに価値観、という具合に内容を順次拡大させる対話姿勢も大事と考える。

4.2. “対話の巧拙”による活用方法

4.2.1. ガイダンスは多くの日本企業にとって理解が容易

166. IIRC「国際統合報告フレームワーク」やSASB（サステナビリティ会計基準審議会）¹⁷のように海外発信の基準では、多くの日本企業がそれを準拠とするのは難しい。一方、このガイダンスは日本語で書いてあるが故にどんな企業でも読めるので、より広く使ってもらえる。
167. 第1回フォーラムの資料6（「価値協創ガイダンス」概要説明資料）では、ガイダンスの内容が図で解説されており、分かり易くなっている¹⁸。

¹⁷ 2011年に設立された、非財務情報開示の基準を策定することを目指す米国の非営利団体。企業に向けて非財務情報に関する会計基準を公開しており、2016年3月に10分野79業種の基準を公表した。

¹⁸ 第1回「統合報告・ESG対話フォーラム」資料6参照。

http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/tougou_houkoku/pdf/001_06_00.pdf

4.2.2. 対話に不慣れな企業・投資家にガイダンスは有益

168. 包摂的な対話環境の構築を目指す上では、対話に慣れていない企業や投資家でも、現実的に対応可能な手法を模索するべき。
169. 実務への適用、特に企業と投資家の対話の場における活用方法を考える上ではガイダンスを利用する主体である企業と投資家のそれぞれにおいて、対話の巧拙にばらつきがあることを認識し、そのレベルによって異なるガイダンスの利用方法を模索する必要がある。
170. 企業が投資家のどちらか、もしくはどちらも対話に慣れていない場合にはガイダンスを活用する余地が大きい。より具体的に言えば、ガイダンスは対話を円滑かつ有意義なものとするための共通理解の出発点としての役割を担うことが期待される。
171. ビジネスモデルや戦略といった基本的な情報、ガイダンスの全体像の上の情報がそもそも開示情報に揃っていないのに、対話慣れていない企業相手だとその情報を得るために時間がかかる。
172. 対話慣れていない企業の中でも、問題意識のある企業とない企業に分かれ、問題意識のある企業の中でも、変わろうとしている企業と何らかの事情で変わらない企業がある。そのあたりの細かいターゲティングも必要ではないか。
173. 対話慣れていない投資家にとっては、この部分はきちんとわかって行きましょう、ということ、そこに追加の説明をするのが良いのではないかと考えている。
174. 対話に慣れている者同士だったらこのガイダンスは必要ないかもしれない。
175. 対話に慣れている者同士の場合、例えば、対話の最後にガイダンスを見て重要な項目で言及しなかったモノの有無を確認するという使い方がありえる。

4.3. “企業規模”等に応じた活用方法

4.3.1. ガイダンスには様々な使い方がある

176. ガイダンスには投資家の視点を試す、という使い方もある。現状は、投資家が個別でバラバラに質問する状況であり、それに全部答えるのは企業としても限界がある。企業から「結局、投資家は何が聞きたいのか」と聞かれることもあり、ガイダンスの有効活用は企業に対し投資家の共通視点を示すことにつながる。
177. 企業に財務パフォーマンスについての開示を充実してもらおうとした場合、単に「書いてください」という形でボールを投げて、問題意識が高くない企業は「既にも書いています」という答えで終わってしまい、ボールを返してくれないおそれがある。企業にボールを投げ返す必要性を感じてもらうには工夫が必要だと思う。例えば「5.1.2.経済的価値・株主価値の創出状況」の07で言及されている株式総合利回り（TSR、配当込みの株価上昇率）などの客観的なデータを集計して開示すれば、パフォーマンスが良くない企業の問題意識を喚起することにはつながるのではない。株式総合利回り自体が重要という意味ではなく、株価を意識することが重要ということである。株価のみを基準にするのは良くない、という批判の声が上がる可能性もあるが、その場合は投資家が株価に注目する理由や、どのような対応を求めているかということはガイダンスに記載されているので、まずはガイダンスを読んでほしいという回答をすることで対応できる。そのようなやりとりを通じてガイダンスを参照する人が増えれば、ガイダンスが企業と投資家の共通言語的な役割を担うことにもつながるのではなかろうか。
178. ガイダンスの「全体像」の図を、マテリアリティ（重要性）の観点で考えることもできる。価値観・ビジネスモデルは企業の土台を問うマテリアリティであり、戦略・KPIは土台の上で企業が何の行動を行い、それを何で計測するのかのマテリアリティであり、ガバナンスは戦略やKPIの実現をサポートするためのマテリアリティと捉えることが出来る。
179. ファンドマネージャーの視点から整理すると、ファンドマネージャーはガイダンスを踏まえた上で、それぞれの投資戦略に則したフォーカスの仕方で企業との対話を深掘りしていく。

4.3.2. 全企業に一律適用することの危険性

180. 規模感、達成するゴールは企業によって異なる。段階性にするわけではないが、ガイダンスそのものをそのまま企業に対して一律に当てはめるのは良くない考える。
181. きちんとした投資家なら、企業からガイダンスの内容を開示されれば投資に際して勘案するし、対話に先立って読んでおくのが当たり前。投資家は企業の企業規模などの状況は様々であるという前提の下、一様に適用すべきではない。
182. スタートアップ企業と成熟した大企業では求められることが異なる。スタートアップ企業でもガイダンスの全体像を理解することが望ましいと考えるが、より重要なのは、全てに対応するのではなく、強みを明確にする開示ではないか。

4.3.3. 自社に合わせて使ってほしい

183. 企業の開示のあり方として、ガイダンスの考え方に賛同していただいた上で、単に各項目を満たした開示をするのではなく、自社の戦略に合った表現の工夫をしていただきたい。表現の工夫を議論する過程で、戦略に対する考え方も整理されるといった効果も期待出来ると考える。
184. ガイダンスは、「先頭を切っている企業」と、「スタートアップ企業」には使いづらい。例えば「スタートアップ企業」は、ガイダンスの全体像を見せると、やるべきことの多さに「引いて」しまおうし、逆に、「先頭を切っている企業」にとっては、ガイダンスの内容は既に理解しており、既に自社としての考え方があり、と言われる。

4.3.4. 中小型株で活用可能になることが重要

185. ガイダンスに記載された項目の全てを網羅しようとする、企業側の作業負担が重くなり、そもそも IR 体制がそれほど充実していない中小規模の企業が対応しきれない可能性がある。逆に、重要な項目に絞れば限られたリソースでも対応が可能である。
186. 情報開示の促進という点について、企業や投資家の多様性は認めつつ、なるべく全員が価値創造プロセスに参加できるような体制が望ましい。その意味では、規模が小さい企業も対応ができるような仕組みを検討する必要があるだろう。
187. 大型株と中小型株でアプローチ方法の違いはある。フレキシビリティがあってよい。
188. フォーラムには問題意識を持った「最初からできている」企業から高いレベルの人たちばかりが参加しており、中小規模の企業の人たちがあまり参加していない¹⁹。そのため、ガイダンスもそのような企業しか使えなくなっているのではないかと考えている。スタートトゥデイが参加しているが、ここもベンチャーといえども時価総額 1 兆円であり、ラージキャップになってきている。

4.3.5. 属性別のガイダンスがあると有用

189. 例えば情報の少ない新興企業についての対話を準備する場合にはどこからチェックするか、既存の投資先大企業ならどうかといった、ガイダンスの使い方に関する投資家への手引き／案内ガイドのようなものがあると便利ではないか。企業側にとっても、そういうものがあれば、投資家に対してプレゼンテーションや説明をする際にヒントになることがあるのではないか。
190. 例えば、「投資したことがない新しい銘柄について経営陣と対話する場合には、価値観・理念やビジネスモデルの理解を優先して戦略や KPI は後回しにするのがよい」、「既に何度も経営陣と対話をしていることなどから理解が進んでいる場合には戦略や KPI を重視した対話を行えばよい」、「ただし数年に一度は、あるいは経営

¹⁹ フォーラムの参加者についてはフォーラム報告資料 p.8 参照。
<http://www.meti.go.jp/press/2018/05/20180518001/20180518001-1.pdf>

陣の交代タイミングでは、価値観・理念やビジネスモデルに特価した対話を改めて行うのが適切」といった類の手引きはあってもよい。上記くらいの程度のケース分けだと単純で当たり前に過ぎるが、分科会参加者をはじめとする多様なアクティブ・ファンドマネージャーのアイデアを出し合うことで、生産的な手引き／案内ガイドを作ることはできるのではないか。

191. ガイダンスの論点について、場合によっては、「パッシブ・ファンドマネージャーはここを重視したほうがよい」とか、「経営者と投資家とのギャップが特に大きくなりがちなのはここここだ」といった視点を、手引き／案内ガイドに盛り込むことも有益かもしれない。
192. ガイダンスの見せ方の中で、言語化してほしいことを色分けすればよいのでは。多くの人がプライオリティー高いと言っていることを色分けしてあげればわかりやすい。

4.3.6. 全項目について対話するのは非現実的・不要

193. ガイダンスの項目を一個一個チェックするというのは現実的ではないという声がある。
194. 企業は全ての項目を網羅することよりも、投資家が共通して質問する項目（例えば「2.1.市場勢力図における位置づけ」など）について、優先的に整備することが望ましい。
195. 個別の対話の中でどの項目に多く時間を割くかは、過去の対話の経緯、経営陣の能力などによって変わってくる。全ての項目を網羅する必要はない。
196. 対話の都度、ガイダンスにある論点の全てをカバーすることは現実的にあり得ない。場面によって、重点の置き方は変わる。
197. 経営者と会って話をする時間は限られており、継続的に会う方も年1回程度であり、その際の対話で全ての項目を埋めていこうというのは現実的ではない。

4.3.7. ベテランアナリストは“暗黙知”を聞かない

198. 企業の IR 担当者から、「投資家はガイダンスに書かれているような情報をあまり聞いてくれないのに、本当に統合報告書で開示していることが評価されるのか疑問」という声を聞く。これはなぜかということ、経験豊富なアナリストや投資家は暗黙知として社風や価値観はとっくに把握しているため、目の前のことや財務面の質問に時間を多く割いているからだ。
199. 若手のアナリストは、キュレーター（情報収集屋）になっていて、企業を深く分析する力が昔に比べ衰えていると思う。企業を詳細に分析して投資する、この基本的なことができないことに忸怩たる思いがある人は特にトップのファンドマネージャーには多いと思う。
200. アナリストに質問されないからといって、企業がガイダンスの全体像でいう左側（価値観、ビジネスモデル）の話を説明しなくてもよいわけではない。投資家にとって最も望ましいのは、可能な範囲で左側の議論も言語化して、いつでも誰でも読めるようにしてもらうこと。企業に対しては、このような投資家のニーズを繰り返し発信して、認識のずれの解消に努める必要がある。

4.4. “共通言語”としてのガイダンスをどう活用するか

4.4.1. ガイダンスを共通言語化すべき

201. 共通言語を持つことで企業とファンドマネージャーとの対話がスムーズになり、中長期的には企業価値が向上し、ファンドパフォーマンス向上に寄与するといった好循環を生み出すことができる。
202. 一連の対話促進の動きを更に促進するための工夫としては、企業、投資家、アセットオーナーそれぞれがガイダンスを共通言語とすることを宣言することから始めると良い。
203. そうすることで、現状共有されているエンゲージメントベストプラクティスや、統合報告書アワードなどの評価軸がはっきりして、存在感を増すといった効果も期待できる。

- 204. 当社内で経営戦略を議論する際にも、ROE8%一辺倒ではなく、ファンドマネージャーそれぞれの関心事は違う。ただし、そうは言っても、関心が集まる場所は出てくるので、共通言語化できるといいのではないか。
- 205. 企業から、ファンドマネージャーの聞くことがバラバラで良く分からないという声を聞く。ファンドマネージャーは各々の視点を持つのである意味当然だが、ガイダンスの中でどこを聞いているか、その部分を共通言語として作ることができれば投資家側にもインセンティブになる。
- 206. 企業にアピールするための使い勝手の良いフォーム、およびベストプラクティスがあると説明しやすい。ベストプラクティスはそれに倣う企業が多くなって、表現の独自性を奪う可能性もあるが、企業全体での底上げを目指すのであれば、目線をボリュームゾーンの対応の改善余地が大きい企業にむけるべき。既に対応が十分にできている企業は独自で工夫してくれるが、そういう企業はマジョリティではない。
- 207. フォーラムでもベストプラクティスの紹介をしてほしいという話はあるが、コーポレート・ガバナンス報告書と同様にパターン化してしまうことをどう乗り越えるかについては認識しておいてほしい。
- 208. ベストプラクティスを出してしまうと、実務がそこに流れてしまい、マーケットで重視すべき多様性が失われてしまう。その結果、インデックスに固まることになるし、アクティブで ESG となると、そればかりになる。

4.4.2. ガイダンスを相互理解のために使う

- 209. ガイダンスが、企業と投資家がお互いに歩み寄り、相互理解を深めるためのものになれば良いと考える。
- 210. ガイダンス前文の「本ガイダンスに期待される役割」に記載のとおり、ガイダンスは企業と投資家が対話を通じて相互理解を深め、持続的な価値協創を促すことが目的と、改めて認識できる。

4.4.3. ガイダンスの「全体像」を対話に役立てよう

- 211. ガイダンスは、企業の価値創造プロセスの全体像を理解し、更に詳細な議論のアジェンダを考える上で有意義である。
- 212. 実務レベルの話として、ガイダンスの「全体像」の図は企業との対話の際のイメージとして使いやすいものと感じている。
- 213. ガイダンスが公表されて以降、いくつかの企業との対話でガイダンスを使って実験ともいえる試みをした。その結果、全体として企業の開示レベルが改善していても、不十分なところもある、という点を浮き彫りにするのにガイダンスは効果的であるという点を体感した。「このような“ピース”があると望ましい」ということを伝えやすい。

4.4.4. エンゲージメントへの活用

- 214. ガイダンスの象徴的な項目、数値目標などにフォーカスするよりも、投資家及び企業のエンゲージメントにより、各社の強みがよりはっきりと現れ、創意工夫が反映された開示資料を作り上げることに繋がるようなフォーカスの仕方が目指すべき姿だと考える。
- 215. ガイダンスをバリューチェーン、あるいはエンゲージメントチェーンの共通言語としようというのが骨組みとなる。投資家として、企業とのエンゲージメントの際にフォーカスすることを宣言し、全体像を見て欠けている部分を補うことができる。ガイダンスはエンゲージメント活動の一つの指針となる。
- 216. 当社ではガイダンスをエンゲージメント活動内容の分析に活用している。ガイダンスを共通言語とすることで、エンゲージメント活動の内容整理、過不足感のチェック、ベストプラクティスの共有などを効果的に出来るようになる。具体的には、エンゲージメントログを残す場合、過去のログの分析結果をガイダンスに照らすことで、エンゲージメントの重点項目がはっきりしたり、足りない部分が分かたりするといった効果がある。エンゲージメントのベストプラクティスの共有といった点でも、共通言語を設けることでより理解が深まる。

4.5. 対話の品質向上のための事前準備

4.5.1. 企業・投資家のスタンスを事前に知っておくべき

- 217. 企業の IR 担当者にしても投資家にしても、経験年数が浅い人いきなり高度な対話を求めるのは現実的ではない。しかし、企業が投資家の求める基本的な項目を整備しておけば、それが階段の一段目となって、経験年数の浅い人同士でも、高次の対話に移行しやすくなるだろう。
- 218. 投資家サイドが、対話している企業に対して中長期的な成長をしていただくことが目的です、として接すると対話の質が上がる。例えば、ガイダンスに則って長期的な対話をする投資家です、と発信する方法もある。そうすると企業側のスタンスも変わっていく。
- 219. 対話の場面で企業側から、評価できない見当違いな回答が返ってくるがあっても、最終的には企業を評価するか否かなので、企業に対してその都度指摘するとは限らない。その意味で、企業も「この投資家は何を考えているのか」と思うなら投資家に聞けばよい。投資家は企業に聞かれれば答えることも多い。

4.5.2. IR ミーティング等の事前準備が双方の効率化につながる

- 220. フレームワークとしてのガイダンスは有益だと思う。この内容がはじめから開示資料に記述されていれば大いに時間の節約になると思う。
- 221. 投資家側からすると、企業が基本的な項目に対する回答を整備している場合、対話の糸口がつかみやすいため、一定の対話時間内で、より効率的に深い議論にたどり着きやすくなり、IR 業務の効率を改善する効果が期待できる。
- 222. 企業と投資家が行っている IR ミーティングにおける質疑応答のボリュームゾーンは基本的な内容の確認作業だと思われる。このボリュームゾーンの作業を効率化することができれば、より高度な

対話に多くの時間を使えるようになるので、対話自体の有効性が高まるだろう。

223. 企業が基本的な項目を言語化し、言語化した材料をウェブサイトなりどこかに置いておいてくれれば事前に予習できるので対話の場で質問する必要がなく時間の節約になり、かつ、有益な議論ができる。

5. 分科会からの提言 - 「アクティブ・ファンドマネージャ宣言」発出の背景 -

5.1. 分科会が目指すアウトプット

- 224. 伊藤レポートは、提言そのものよりも、そこにある議論の過程が面白かった。きれいな報告書よりも、議論の過程でこういうことがあったというところを企業に投げかけた方がいい。
- 225. 伊藤レポートにインパクトがあり、かつ、投資家がうまく利用できたのは、望ましい ROE を 8% としたところにあった。企業から「なぜ 8% なのか」という不平・不満も数多くあったのも事実だが、これを投資家が逆手に取った。さらに自社がインデックスに入る、入らないも絡んで²⁰企業の横並び意識を刺激し、結果的に企業が資本効率を意識するきっかけとなった。
- 226. 分科会では、多様な投資家層を代表したことを出すのか、アクティブ・ファンドマネージャの集まりとしてシャープな意見を出すのか、検討しなければならない。
- 227. 出口に向けた議論は、分科会の打ち出し方としてシンプルでシャープな、というところが頭にひっかかった。共通言語は対極にあり、抽象的。これをいかにシンプルでシャープにできるのか。
- 228. 投資家としての宣言は、運用会社に提供するプロダクトのクオリティに好影響を与えられるようなものになればいい。

5.2. ガイダンスを活用した開示を促進する仕組みの必要性 - 企業

²⁰ 例えば、2014 年 1 月から、3 年平均 ROE 等の定量的な指標によるスコアリングや独立した社外取締役の選任等の定性的な要素による加点といった銘柄選定基準を採用した株価指数として「JPX 日経インデックス 400」（JPX 日経 400）の算出が開始されている。

に対するアンケート²¹実施の是非 -

5.2.1. アンケートを実施し、共通資産とすべき

5.2.1.1. アンケートを実施する必要があるのではないか。

- 229. アクティブは別々に評価する、というのはあるが、基本的に見るべき情報の8割は同じだろう。残り2割で付加価値をつけている。
- 230. 経済産業省として、生命保険協会等の業界団体を挙げて、あるいはここにいるメンバー・有識者連合としてなのか、検討の余地があるが、いずれにせよ、企業にアンケートを取り、それを共通資産として活用していくとよいのではないか。
- 231. アンケートを実施するならば、匿名で回答してもらうよりは、個社名を出して回答してもらうべきではないか。各社が何を答えているかが大事であって、それを各投資家が読むとなれば企業にとってそれを書く意義が出てくる。

5.2.1.2. 投資家側がコミットメント・メッセージを出す必要がある。

- 232. アンケートを実施するというだけでは企業へのプレッシャーにならず、企業にとってのメリットもない。
- 233. アンケート結果をどう評価するかは人にもよる。アルファではなくベータが上がるのであれば、パッシブのマネージャーにとってもよい話である。
- 234. 投資家が共通プラットフォームで読んでくれるからアンケートに回答しましょうとすることで、ガイダンスに従った開示にもつながる。ただし、実際に書いてもらうとなると投資家側に相当のコミットメントが必要であろう。
- 235. アンケートはリソースがあるような企業しか答えられないので、シンプルメッセージが望ましい。ガバナンスが今後良くなる企業に投資をしたいので、まずはどうしてこうするか、というビジョンの打ち出しが大切である。

²¹ アンケート：ここでいうアンケートとは、ガイダンスの項目ごとに企業に回答してもらい、結果を投資家共通のプラットフォームに置いておくことで、共有資産にしようというもの。

- 236. アクティブならではのメッセージを発したい。これが重要というメッセージを自社のウェブサイト等で訴えればコミュニケーションをコストと考えがちな中小型株の企業も、対話のスタートポイントが分かるし、これがわかっていないとマネジメントの資質としては今一つという認識を持ってもらうことで、経営のブラッシュアップにつながる。アンケートよりは、メッセージを発信したい、という考え方を持っている。
- 237. 対話に関するガイダンスは色々なものが出ている。その中で工夫なくファンドマネージャーのメッセージを出してもスルーされるのではないか。伊藤レポートでは日本企業の収益性や資本の効率がメッセージとしてあった。

5.2.1.3. アンケートを実施する場合、詳細な設計を検討する必要がある。

- 238. 既にあるフォーマット（生命保険協会アンケート等）を利用してもいいのでは。
- 239. アンケートをやるにしても、複数のプランを提示して、分科会のメンバーができるような形で進めていかないと、根本的な問題等を詰めていくことができない。

5.2.2. アンケート実施に対する慎重意見

5.2.2.1. 形式的なアンケートは無益である。

- 240. 企業に対して、アンケートのような形で文章での回答を求めると、企業側が明言・断言やコミットメントを恐れて、結局つまらない内容のものしか返ってこない恐れがある。
- 241. アニュアルレポートアワードの審査をやっている。5年前と比べて良くなっているが、IR コンサルティング会社が入ったと思われるものがある。フォーマティブにやるとコンサルティング会社が儲かるだけになる懸念がある。

5.2.2.2. 企業の現場での負担増が懸念される。

- 242. アンケートが重複し、企業側が回答に大変な思いをしていると聞いている。そのように企業の負担をかけるのはどうかと思う。ただし、既にあるものに統合するのであればよい。また、アンケートを取った後にそれをどう活用するのか、という点が明らかでないと、企業に回答するインセンティブが働かない。
- 243. アンケートの実施にはあまり賛成できない。既に色々なアンケートが市場にあり、差別化したアンケートができるのか、という点が問題である。制度開示の範囲内でしか開示をしていない企業も多いのが日本の現状であり、仮にアンケートを実施するとしても、回答するのは先進的な数百社だけであろう。アクティブはそれ以外の企業を無視していいのか、という点は問題である。アンケートはコストばかりかかり、リターンが少ない。
- 244. ガイダンスを企業に使ってもらうためのインセンティブという点からすれば、投資家がこのガイダンスで見ているということをはっきりさせる必要がある。アンケート等を実施すると、特別な負担感が生じたり、適当な部署で適当な回答を作られたりということになりかねない。

5.2.2.3. アンケートよりも、任意開示の充実・ガイダンスへの準拠のための仕組みづくりが重要である。

- 245. 情報開示促進の手段については「任意開示の充実」という形が現実的ではないか。アンケート方式だと意識の高くない企業は回答しない可能性がある。アンケートに回答しない企業を排除することになりかねず、インクルージョンという観点から問題があるように思う。
- 246. アンケートについては否定的で、むしろガイダンスへの「準拠」性を高めるとよいのではないか。
- 247. 制度開示による開示だと、コーポレート・ガバナンス報告書と同様に抽象的な開示になってしまう可能性があるので、任意開示を充実させるという観点から、ガイダンスに「準拠する」という仕組みがよいと考えている。

248. 日本ではコーポレートガバナンス・コードは上場企業全体に対して適用されており、規模の小さい企業にも適用されている²²。ガイダンスには投資をする側としては基本的なパーツが入っているので、網羅的に開示はしてほしいが、どの程度かは企業に任せたいので任意開示としている。ガイダンスは日本語で書いてあることが良いので、準拠という点を打ち出せるといいのではないかと思う。

5.3. 企業がガイダンスを活用した開示を進めるには投資家のコミットが必要

249. ファンドマネージャーについては、プロダクトの戦略によって、ガイダンスの活用度合いに大きな差があるのが現状。但し、ガイダンスの意義については共有出来ていて、スポンサーからの要求に答えるためにも今後、運用プロセスに反映することが課題だと認識している。弊社では、各プロダクト戦略に則したガイダンスの活用方法を検討していく。その一環として、ESG スコアを全ファンドマネージャーが共有することを計画している。
250. アクティブ・ファンドマネージャーの中には、足元の財務数値のみに着目し、株価に織り込まれていないサプライズ情報を探るということを主目的に企業と対話をしている人も少なからずいて、それはショートターミズムやフェア・ディスクロージャー・ルール（上場会社による公平な情報開示に係るルール）との関係で問題のある行動だと見られている。アクティブ・ファンドマネージャーの行動特性として、ファンドパフォーマンス向上のために「人がやらないことをやる」という傾向があることを考えると、足元数値を重視している人は、そこに他者と差別化できる情報があると信じているのだろう。
251. 投資家対応とは財務など定型情報を開示し、聞かれた質問に答えることと捉えている企業が多く、自ら積極的に語る企業は少数派

²² ただし、本則市場（市場第一部・第二部）の上場会社は、コードの全原則（基本原則・原則・補充原則）について、実施しないものがある場合には、その理由を説明することが求められているが、マザーズ及びJASDAQの上場会社は、基本原則のみについてそれが求められており、上場市場に応じて適用範囲は異なる。

である。多くの企業は投資家に対して受け身の姿勢といえる。企業と投資家の建設的な対話を進めるためには、企業にも自ら発信する姿勢を求めたい。それに資する投資家のアプローチは、「貴社を深く理解したい！深く理解した上で、投資判断をしたい！」という熱意ではないだろうか。そのような熱意が企業を動かし、「そこまで熱心に当社を理解したいと言ってくれるなら、こちらも腰を据えて誠心誠意対応しないといけない」という行動に結び付くはずである。アクティブ・ファンドマネージャーは、単に入手できる情報から機械的・無味乾燥的に投資判断を行っているのではなく、企業に対する深い理解の上で誠実な投資判断を行うという点をアピールすることが重要と考える。

252. 「当社の投資の判断や意思決定にビルトインされている」、「これが考慮されていなければスコープから外す」くらいのことを、名前を出してやるとよいのではないか。
253. 分科会の参加者を中心に一定の投資家が、ガイダンスに拠って企業を見ている、対話するということをはっきりメッセージとして打ち出した上で、任意開示（統合報告書、投資家との説明会）に使ってほしい、ガイダンスに書いてあることをカバーして作れば自社のことを理解してもらえる、というメッセージを打ち出すのが最適ではないか。
254. 企業は投資家とのエンゲージの際の共通言語という意味で、ガイダンスに則った開示・対話をする、と宣言し、対話・エンゲージメントの前に必要な情報を開示しておき、投資家は事前に確認しておくことで、スムーズなエンゲージメントにつなげるような宣言にできればよいのでは。

5.4. アクティブ・ファンドマネージャーの特徴提示の必要性

5.4.1. アクティブ・ファンドマネージャー同士での意見集約が必要

255. これまであまりアクティブ・ファンドマネージャー間で意見集約・発信する機会は多くなかった。
256. 分科会のような、経験豊富なアクティブ・ファンドマネージャー同士が忌憚のない意見を交わす場というのは、非常に有意義であると思う。なお、投資家フォーラムという団体のイベントでは、

通常は投資家が集まって討議しておりそれ自体有益だが、時々企業が参加して意見交換をするセッションも設けている。

5.4.2. パッシブ・ファンドマネージャーとの違いを示すべき

- 257. パッシブのエンゲージメントで全体の底上げをするにはガイダンスは有効に働くが、アクティブの世界では使い方を工夫する必要があると感じている。
- 258. アクティブ・ファンドマネージャーは、自身が運用しているファンドでオーバーウェイトしている銘柄や大幅にアンダーウェイトしている銘柄について、その基本的な収益ドライバーなどを十分に理解していることが求められる。
- 259. アクティブ・ファンドマネージャーは、対話した後に投資判断をする。いい対話ができたら追加で資金投入するのがアクティブ・ファンドマネージャー。株価にはプラスに働く。
- 260. 当社の中では、アクティブとパッシブのエンゲージメントを分けている。網羅性とメリハリ。アクティブについては、各々の企業戦略に基づいたエンゲージメントにしようと言っている。アクティブには、成長（グロース）、バリュー、ESG をビジネスチャンスととらえる、など、様々な視点がある。
- 261. ガイダンスを見る際の注目点について、アクティブ・ファンドマネージャーはとパッシブ・ファンドマネージャーとでは注目するところが違うかもしれない、的な話を書いてもいいのではと思う。
- 262. 誰に向けてどういう発信をするか。例えば、100 銘柄のチェックをするアクティブ・ファンドマネージャーと、そうでないパッシブ・ファンドマネージャーでは違う、と説明することは、企業側にとって有益なのではないか。

5.4.3. アクティブ・ファンドマネージャーの社会的価値を示すべき

- 263. パフォーマンスが良い企業に、感謝していると伝えられたらいい。議論のまとめの文書を出すなら、アクティブ・ファンドマネ

ージャーが社会にどんな価値を生み出しているのかを打ち出した
ほうがいいのではないか。

264. アクティブ・ファンドマネージャーはこういう人たち、という説明をどこかでした方がよい。投資家の中に、アクティブ・パッシブ・ESG など多様な投資家が出て、企業からすればごっちゃになっている。
265. 社会や経済の全体像を見据えた上で、非効率性や非合理性を放置しておくことは良くないという問題意識を持つことが、社会・経済の発展のためにも、アクティブファンドの長期的な事業基盤にとっても、必要なことだろう。
266. 単に銘柄選別力のみを訴えても、スマートベータ²³やAI 運用などが台頭し、進化し続けるなかでは、低価格で安定感のあるアルゴリズムに魅力を感じる人が増えていく可能性がある。そのような中で、アクティブ・ファンドマネージャーがインベストメント・チェーンにおける存在意義を示せなければ、市場から駆逐されるリスクもある。アクティブファンドの一つの特徴は人が個別に投資判断をするということにある。その意味から、我々が担うべき役割を問い直すと、投資判断を背景とした真剣勝負の対話によって、企業と投資家の相互成長を促進する力になるということが挙げられる。人が介在することの意義を再確認し、対話を通じて社会や経済に価値を提供する力になるという意味を示すときだと思う。
267. アクティブ・ファンドマネージャーは企業と向き合って理解を深め、企業価値向上に貢献する存在と考える。アクティブ・ファンドマネージャーは企業に対する思い入れの強さが身上ではないだろうか。

5.4.4. 成長企業に投資したい

268. 企業には良い局面もあれば悪い局面もあり、アクティブはそれをとらえて、セレクトティブに投資を行っている。パフォーマンスの

²³ 従来の時価総額型の指数のように市場全体の平均や値動きを代表する指数ではなく、財務指標（売上高、営業キャッシュフロー、配当金など）や株価の変動率など銘柄の特定の要素に基づいて構成された指数。（出典：野村證券「証券用語解説集」）

悪いことを悪いというのではなく、良くしていこうという方向性に賛同し、投資する。

269. アクティブは成長したい企業にお金を出したい。エクイティファイナンスをなんでもネガティブと思っているわけではない。「バットを振る」企業にお金を出したい。まずは振りましょう。そういう企業を応援したい。それがパッシブとの分かれ目。

5.4.5. 変わろうとする企業を後押ししたい

270. アクティブ・ファンドマネージャーならではのものを出したい。ただ、我々はいわゆるアクティビストではない。お互いにウィンウィンになれるようなメッセージで、受け身の企業の中でも、「他社の戦略との差別化」をキーワードに、「変わりたいと思っているがどうしようか」という企業を後押ししたい。自らが変わろうとしない企業は変えられない。
271. アクティブファンドのパフォーマンスは銘柄選択力で決まる。よって、企業の多様性を歓迎するし、改善していこうという前向きな企業姿勢と親和性が高い。一方で、ファンドマネージャーは厳しいパフォーマンス競争に晒されている。極端な話、自分が投資している銘柄のみが上昇して、投資していない銘柄は全て下落すれば、相対パフォーマンスという点では一番よい結果となる。自己中心的な言い方をすれば、やる気のない企業は放置しておけば、自分たちのためになる。

5.4.6. ESG 情報を網羅的に求めない

272. ESG を考える際、「網羅性」がキーワード。パッシブの求める ESG 情報は網羅性のあるもの。アクティブの観点から求める ESG は違う。インデックスに採用されるために出す ESG 情報とアクティブ・ファンドマネージャーに提供する ESG 情報は別個に考えてほしい。例えば、人材が重要な企業に対しては、人にどのような投資をしているのか、集中して対話させてもらいたい。

273. アクティブ・ファンドマネージャーが関心を有する ESG 要素には、メリハリがある。専ら ESG 指数に対応するための情報にアクティブ・ファンドマネージャーはほとんど関心がない。また、重要と考える ESG 情報はアクティブ・ファンドマネージャー間で異なる。アクティブ・ファンドマネージャーとしては、専門ベンダー向けのような網羅性のある ESG 情報は重視していないというメッセージを打ち出してよいのではないか。

5.4.7. ESG 情報を経営全体の構成要素の中で見る

274. 近年、ESG が注目されているが、誤解を恐れずに言えば、その部分だけが切り出されて注目をされすぎている感がある。本来は、ESG も経営全体のうちのピースの1つである。このため、ガイダンスの全体像の中で、ESG という言葉を、あえて主な構成要素の一つには入れなかった。
275. 財務も ESG もインテグレーションで判断するというのが基本方針であり、10 年以上の経験を有するファンドマネージャーであれば、ホリスティックな見方をしている。
276. アクティブ・ファンドマネージャーは、ESG のみを取り上げて注目する、ということではなく、銘柄全体をみてどうリターンを上げていくかを見ている。その点で、ESG のみが切り出されて注目されているのではないか、という指摘に同意する。

5.4.8. ESG 情報と競争優位性の関連を重視する

277. ESG が競争優位性に結び付いていないケースがある。木を植えれば ESG と思っている企業が多いのではないか。経営の意思がどこにあるのかと出してもらいたい。そこを打ち出ししてもいいのではないか。
278. ESG はアクティブ・ファンドマネージャーにそぐわないという話ではなく、むしろアクティブだからこそ、ESG を含めた競争優位性についての理解が必要と考える。

5.5. アセットマネージャーからアセットオーナーへの提案

5.5.1. アセットオーナーにも意見を伝えていくことが必要

279. ガイダンス活用の基本スタンスは、バリューチェーン全体の中の共通言語とすることであると考える。共通言語とすることを宣言した上で、企業、投資家、アセットオーナーがそれぞれの立場でガイダンスを活用することで、企業と投資家間、投資家とアセットオーナー間での理解が深まり、最終的に企業価値の向上、アセットの拡大、社会的な課題の解決に繋げることができる。
280. 最終投資家・受益者との間で相互理解を深めることも、アクティブ・ファンドマネージャーなどの投資家（アセットマネージャー）にとって重要である。特に年金などのアセットオーナーでは、その本来の意図に反してアセットマネージャーの意欲を減じているようなこともあると見られる。的確な相互フィードバックを実施することが、両サイドの利益につながると考えられる。
281. アセットオーナーはアセットマネージャーにとっては顧客に当たるので、個別に率直な意見を伝えにくい要素がある。分科会のような場を含め、フィードバックを的確に伝えるための「仕掛け」はもっと充実させるほうがよいと思う。
282. アセットオーナーに対して継続的に意見を出していく点については賛成。時々でトピックは違いうだろうが、なかなかそういった機会がなく、継続したい。

5.5.2. アセットマネージャーへの開示要請のフォーマットを統一すべき

283. 一例だが、企業とのエンゲージメント活動について、アセットオーナーへの報告作業が効率的でなくストレスが大きいので、報告フォーマットを統一することができないかという動きが、アセットマネージャー業界で自発的に起きている。現状は、アセットオーナーが各自様々なフォーマットで報告を求めているが、言葉の定義がまちまちなどであることから、報告する側の手間がかかり現場が疲弊しているという声も聞く。

- 284. スポンサーからエンゲージメントログのディスクロージャーを要求される機会が増えてきているが、ディスクロージャー項目を整理して、複数のマネージャーの横比較をしやすいとするといった点でも、ガイダンスを活用することができると思う。現状はスポンサー毎にフォーマットが区々な状態で、マネージャーの作業負荷が大きいし、エンゲージメントの内容を比較するには分類の仕方に議論の余地がある。これらを共通言語であるガイダンスを参照しながら整理すると、作業負荷を低減させつつ、有効性の高い開示資料ができるのではないかと。
- 285. アセットオーナーから様々なディスクロージャーの要請がある中で、ガイダンスは、ディスクロージャー対応の統一基準を作る際の統一言語になりうる。ガイダンスに則ったフォーマットを作るとアセットオーナーも横比較できるし、アセットマネージャー側も効率化できる。

5.5.3. 形式的な報告要請が多く、モチベーションに影響する

- 286. 企業の不祥事が報道された際など株式市場で短期的に材料視されそうな話題が出てきた場合に、アセットオーナーからアセットマネージャーへ「○日までに対応策を提出せよ」といった依頼が出されることがあるが、それらの中には、(アセットオーナー側での) 上司への報告に備える「念のために聞いておく」意図を疑わせる事例もあり、アセットマネージャー側の現場レベルのモチベーションに影響している可能性がある。
- 287. 運用成績にとって ESG の要素が重要でないと考えているアセットマネージャーに対しても、アセットオーナーが「決まり事」として ESG 要素についての説明を求めるようなケースもあるようだ。

5.5.4. アセットオーナーの短期志向は問題

- 288. 年金などのアセットオーナーで、長期的な運用を謳いながら、四半期毎に詳細な運用状況の報告やパフォーマンス改善策の提示を求めるケースがあるが、これらがガイダンスのような視点を重視

するアセットマネージャーの思考・行動を阻害するリスクは否定できない。

289. アセットオーナーに対しては、長期投資と言っているわりに短期のパフォーマンスばかり聞いてくる、といった矛盾、不満を問題提起として定期的に伝える必要があるのではないか。時には、謳っている哲学と実際やっていることが違うということを説明することが必要とされる。分科会としても、アセットオーナーへのメッセージは何らかの形で打ち出すほうがよい。

5.6. 個別提案

290. 日本企業の力の底上げをするのであれば、形式を整えていることは最低基準として、時価総額の向上等の投資家の観点で、実際に業績向上や株価への反映等に繋がっているかを見る必要がある。また、中長期投資という観点からは、表彰を毎年でなく、2~3年に1回などの頻度で行う方法もあるのではないか。頑張っている企業はもっと頑張って高みを目指し、改善の必要な企業も底上げできる仕組みにできれば良いと考えている。
291. 「情報開示を充実したくても、どこから手をつけてよいかわからない」「対応する人材が不足している」という企業もあるかもしれない。そのような企業への手当てとして、ヘルプデスクのようなものを設けて、対話に応じる意向を持っている投資家を紹介するというのも一つの手段としてありえるのではないか。従来から、IRを強化しはじめた企業が証券会社やIR支援会社を通じて投資家に面談の要請をしてくることがあった。それをもう少し使いやすい形にすることで、体制が十分でない企業にも手当てができると思う。

以上

(別添 1) アクティブ・ファンドマネージャー分科会

参加者名簿

企業・団体名	役職名	氏名
アセットマネジメント One	常務執行役員 運用副本部長 兼 株式運用グループ長	青木 信隆
アセットマネジメント One	運用本部 株式運用グループ ファンドマネージャー	光岡 邦彦
スパークス・アセット・マネジメント	運用調査本部長 ファンドマネー ジャー 兼 ESG 担当	清水 裕
ブラックロック・ジャパン	取締役 CIO	福島 毅
ブラックロック・ジャパン	ディレクター 運用部門 インベス トメント・スチュワードシップ部 長	江良 明嗣
リム・アドバイザーズ	マネージング・ディレクター 東京支店長	戸矢 博明
レオス・キャピタルワークス	代表取締役社長 最高投資責任者	藤野 英人
レオス・キャピタルワークス	運用部 シニアアナリスト	八尾 尚志
機関投資家協働対話フォーラム	理事	大堀 龍介
三井住友アセットマネジメント	企業調査グループ スチュワード シップ推進室長	齊藤 太
大和証券投資信託委託	運用企画管理部 担当部長	菊池 勝也
第一生命保険	責任投資推進室長	銭谷 美幸
野村ファンド・リサーチ・アンド・テ クノロジー	取締役会長	猿田 隆

事務局：経済産業省 経済産業政策局 産業資金課

※2018年5月18日時点、順不同、敬称略

(別添 2) アクティブ・ファンドマネージャー宣言

2018年5月18日

【要旨】

- 私たちアクティブ・ファンドマネージャーは、投資リターンの最大化のため、特に企業の個性を重視し他の企業との差異に注目して株式運用を行います。
- 企業との建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーにとって、「価値協創ガイダンス」は有用なツールたり得ます。
- 企業が能動的に明瞭な形で「価値協創ガイダンス」を踏まえた情報開示を実施するならば、対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーはそうした情報開示の内容を参照し、精読・咀嚼した上で対話に臨みます。
- 対話することの自己目的化や対話の形骸化は避ける必要があります、私たちアクティブ・ファンドマネージャーはその責任の一端を担う必要があります。

【説明】

- 私たちアクティブ・ファンドマネージャーは、投資リターンの最大化のため、特に企業の個性を重視し他の企業との差異に注目して株式運用を行います。
例えば企業のビジネスモデルや戦略について企業に問いかけ、また企業と議論する際にも、アクティブ・ファンドマネージャーは「それらが他の企業とどう違うのか」ということを常に考えています。この点では、企業の経営陣の考え方とも共通するところが多いと思われます。企業からの各種情報の開示・発信にあたっては、アクティブ・ファンドマネージャーのこのような性格を考慮に入れていただくことを期待しています。
- 企業との建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーにとって、「価値協創ガイダンス」は有用なツールたり得ます。
アクティブ・ファンドマネージャーの投資哲学や運用手法は多様であり、企業との対話の効果に対する考え方もそれぞれ異なります。ただし、中長期的な企業価値向上を期待し企業との建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーにとっては、「価値協創ガイダンス」は実りのある対話を実現するために重要な論点を提供するもので、非常に有用なツールとなり得るものと考えます。また、企業が能動的に「価値協創ガイダンス」を踏まえた情報開示を実施するならば、多くのアクティブ・ファンドマネージャーがそれを非常に有益なものとして歓迎すると確信しています。
- 企業が能動的に明瞭な形で「価値協創ガイダンス」を踏まえた情報開示を実施するならば、対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーはそうした情報開示の内容を参照し、精読・咀嚼した上で対話に臨みます。

ビジネスモデル・戦略・KPIといった「価値協創ガイダンス」の主要な論点について明瞭な形で開示されていることは、多くの投資家層にとって非常に有益なものであると考えます。とりわけ、中長期的な企業価値向上を期待し建設的な対話を重視する私たちのようなアクティブ・ファンドマネージャーは、「価値協創ガイダンス」の各論点の内容に強い関心を持っており、それらについて明瞭な形での開示が実施されていれば、事前に開示内容を参照し精読・咀嚼した上で対話に臨みます。このように事前準備を行うことで、当事者にとってより効率的な対話の実現が期待できます。

- 対話することの自己目的化や対話の形骸化は避ける必要があります、私たちアクティブ・ファンドマネージャーはその責任の一端を担う必要があります。

対話を一時の流行ではなく継続的に推進するためには、企業側と投資家側の双方にとってメリットが感じられるものであることが必要です。そのため、対話を実施すること自体が目的になったり、投資家側の提示する問いかけや論点が Box Ticking 的なものになったりすることは許されません。アクティブ・ファンドマネージャーは、実りのある対話が成立するための知識を深め「対話力」を高める責任を、インベストメント・チェーンの他の主体とともに担う必要があります。

【補足としてのFAQ】

- 投資家によって質問や問題提起の論点がばらばらで、対応に困る。運用の目的、投資手法、時間軸などについて投資家側から説明する必要もあるのではないかと。
 - 的を射た指摘です。投資家側からの質問や問題提起の意図や背景を企業側が知ることで、対話がより生産的なものになることは多いでしょう。必要に応じて、運用の目的、投資手法、時間軸などについて企業側がアクティブ・ファンドマネージャーに質すことは有益であると考えます。アクティブ・ファンドマネージャーも、いつでもそれらを簡潔かつ明確に説明できるように準備をしておく必要があります。
- そもそもビジネスモデルや持続性の話など、アクティブ・ファンドマネージャーやアナリストとの面談で質問されることはほとんどない。本当に関心があるのか。
 - それらの論点に関心を持っているアクティブ・ファンドマネージャーは決して少なくはないはずですが、特に経験の長いファンドマネージャーやアナリストの場合、いわば「暗黙知」として既に把握・理解しており、その結果として対話の場で別の論点にほとんどの時間を割くということも多いと考えられます。企業側は、「暗黙知」としてわかる人にはわかる、でよしとするのではなく、例えば統合報告書における記載などでビジネスモデルや持続性についての考え方を言語化しておくことが、より多くの投資家が企業を深く理解するために有益であると考えます。
- 最近、投資家から経営トップへの面談依頼が増えているが、有益な議論ができたと感じられる機会は少ない。このままでは経営トップが対話に消極的になってしまう。
 - 対話の当事者の双方がメリットを感じられる形にならないと、対話は長続きしません。アクティブ・ファンドマネージャー側の勉強不足で議論が的外れになる状況や、形式的な質問が繰り返され経営トップがうんざりするような場面があるのなら、そのファンドマネージャーには企業側が率直に苦言を呈するのが当然だと考えます。アクティブ・ファンドマネージャー側も、対話実績（回数）の確保を主目的とするような姿勢は厳に慎まなくてはなりません。対話の自己目的化や内容の形骸化を排除するための環境整備を、インベストメント・チェーン全体で確実に進める必要があります。
- アクティブ・ファンドマネージャーは、短期の材料で売り買いしたり、株価が十分上がれば株を手放したりするもので、中長期の企業価値向上とは疎遠な存在ではないのか。
 - アクティブ・ファンドマネージャーの運用手法は非常に多様であり、短期間での売

買が多い投資家や中長期のファンダメンタルズ見通しに興味のない投資家も存在します。また、企業を分析・評価するアプローチとして中長期的な観点を採用していても、「投資運用」を生業にしている以上は「良い企業に投資する」ことだけではなく運用環境や市場動向によっては「運用」すなわち売却することで受益者の資産を守る義務もあることから、結果的に投資期間はさほど長くないというケースは、十分にあり得ます。例えば、良好なファンダメンタルズ予想が維持されていても、株価が相対的に高くなったという判断で株式を売却するケースもあります。投資家のこのような行動が、中長期視点という文脈から逸脱しているように映ることもあるでしょう。しかし、このような行動は中長期の視野に立って「良い企業を投資と言う形で応援する」という本筋から外れているものではありません。広範囲の投資家層を対象に、建設的な対話を通じて企業への理解を促す企業側の継続的な努力は、現在保有する投資家がさらに保有を継続しようとする動機となり得ますし、またある投資家が売却した銘柄を別の投資家が（株価水準の大きな変動をとまわずに）購入する可能性を大きくする側面もあります。

- ▶ 本宣言はアクティブ・ファンドマネージャーに限定されるものか。パッシブ・ファンドマネージャーやアセットオーナーが本宣言に賛同することも必要ではないか。

→ 本宣言の主な対象はアクティブ・ファンドマネージャーですが、パッシブ・ファンドマネージャーやアセットオーナーも賛同できる宣言と考えます。まず、パッシブ・ファンドマネージャーであっても「価値協創ガイドンス」を主に対話・エンゲージメントの場面で活用することは大いにありうると考えます。また、ファンドマネージャーが企業との対話実績（回数）などの形式面のみでスチュワードシップ責任を果たしているかどうかを評価されるようなことがないか、こうした「対話することの自己目的化や対話の形骸化」に対する懸念はアクティブ・ファンドマネージャーに限らずパッシブ・ファンドマネージャーにも存在します。次に、アセットオーナーの中には、アセットマネージャーに運用を委託する機関もありますが、企業への直接投資を行い自ら「対話」を行う機関もあります。その意味でアセットオーナーにとっても本宣言は重要なものと考えます。こうした観点から分科会にはアセットオーナーに分類される投資家も参加しており、宣言案作成において、企業との対話に関して参考となる意見を伺っています。

(以上)