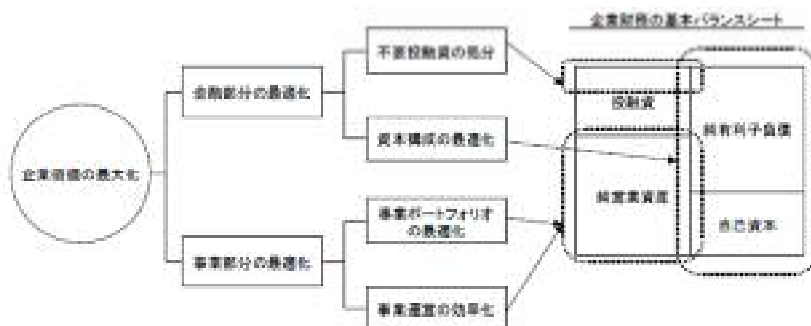


平成23年度「持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査」報告書
 <エグゼクティブサマリー>

「企業価値」とは ～「狭義の企業価値」と「広義の企業価値」：振り返り～

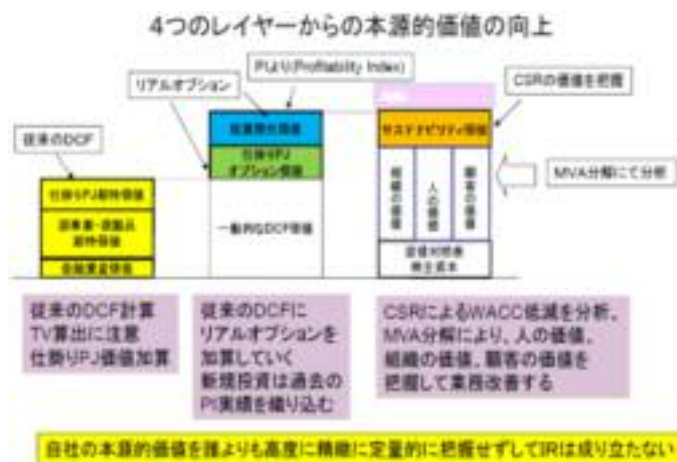
経済産業省では、これまでの企業価値研究会における議論や各種委託調査事業における調査・研究を踏まえ、企業価値のあり方を検討しており、平成20年6月の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書において、「企業価値」を「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値（の総額）」を想定するものとした上で、企業価値の最大化のためには、事業部分の最適化と金融部分の最適化が必要である、と定義してきた。継続して企業価値を維持・向上するためには、事業環境の変化と金融環境の変化に、適時・適切に対応していくことが必要不可欠となっている。



資料：企業価値研究会 平成20年6月30日「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書 P.1 および 経済産業省 産業資金課「創業・起業促進型人材育成システム開発等事業－地域金融人材育成システム開発事業－（1）財務理論に関する基礎知識－企業価値評価」（http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/ji04_07_03.pdf）P.24 を参照。

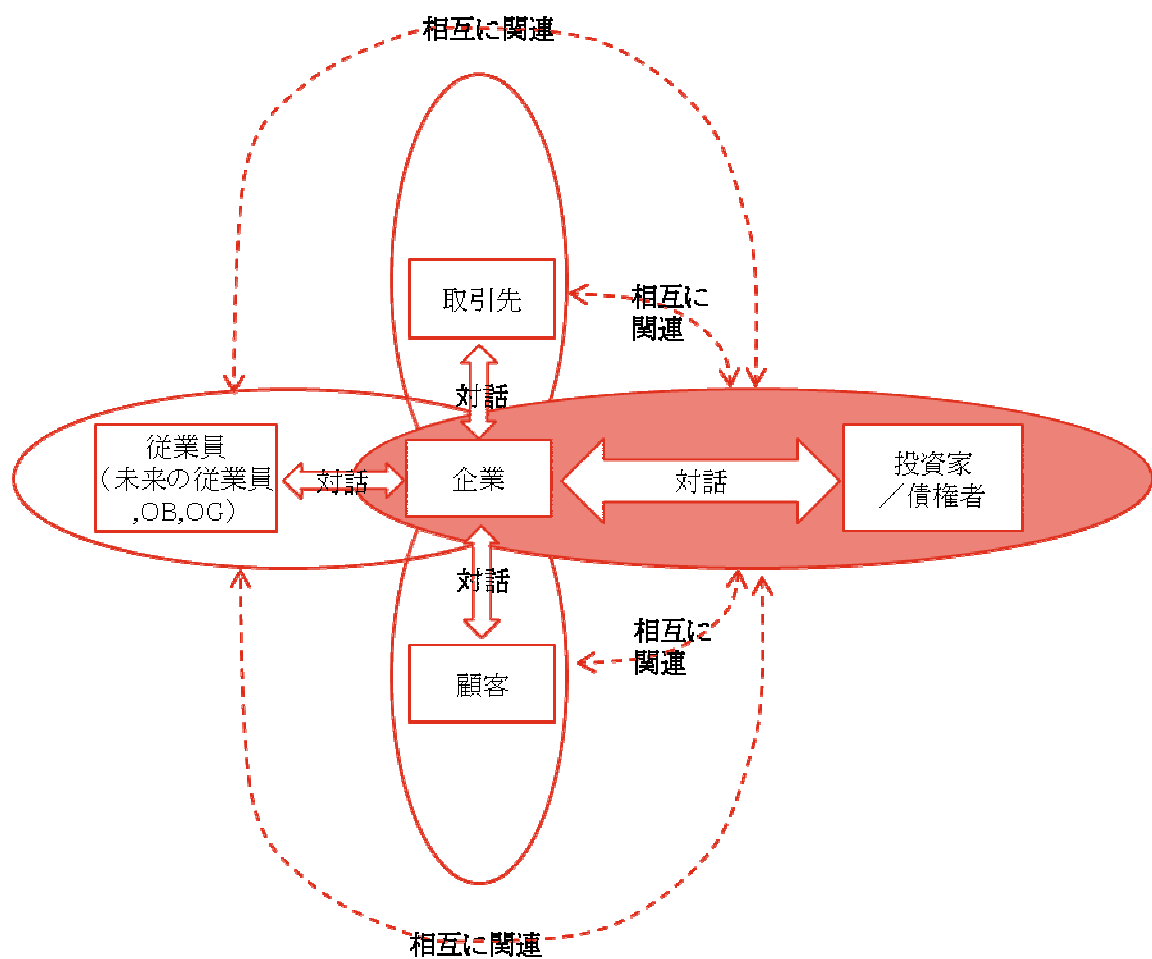
また、昨今の企業の実務慣行においては、上述した「狭義の企業価値」のみならず、企業の社会的責任を反映した、より精緻な「企業の本源的価値」（以下、単に「広義の企業価値」と称す）の測定・向上にかかわる試行錯誤も活発になされている。

（例示：企業の本源的価値の向上のためのモデリングの事例）



資料：柳 良平 様『企業価値最大化の財務戦略』2009 年

こうした広義の企業価値の向上のための取組みにおいては、非財務情報の開示と対話がより大きな役割を果たす。なぜなら、「狭義の企業価値」と「広義の企業価値」とを結びつける上で、非財務情報が重要な役割を果たすためである。さらに、狭義の企業価値と広義の企業価値とがどのような関係にあるのかについて、企業内外で明瞭に共有・対話することが重要である。投資家・債権者との対話が狭義の企業価値向上のために有効であることは言うまでもないが、取引先の選定・選別や顧客の商品選定、従業員の企業理念の共有等によるモチベーション向上等は、広義の企業価値の向上のために、より重要性を増している。



持続的な企業価値創造のための方向性 ～「開示」から「対話」へ～

わが国株式市場の長期低迷の最大の原因は、企業の本源的価値の追求が十分なされていないことにあるという投資家や学識経験者の指摘は多い。従って、「持続的な価値創造」を図るには、非財務情報開示以前に、財務価値を追求している企業の姿を適切に表現することがまず重要である。

そのためには、企業経営者自身がどういう投資家が株主であることを望むか、という基本に立ち返り、開示平等原則等、資本市場におけるルールを遵守しながら、適切に市場とコミュニケーションするための方針を明確化することが必要である。

その上で企業経営者は、投資家等に自らの企業価値創造過程を説明・対話することを目的に、財務・非財務に拘わらず適切な情報開示を行っていくべきである。

その実施に当たり、具体的には、①外部環境やその変化に対する経営者としての認識、②それに立ち向かう企業理念やビジネスモデル、③企業戦略やその具体性（現時点だけではなく参入障壁の高さ等将来の見通しを含む）、④戦略実現を阻みうるリスクやそれが顕現化した際の対応の概要、さらに⑤業績指標やそれと連動する報酬のあり方、⑥経営者の責任や交代等を含めたコーポレートガバナンスのあり方等をバランス良く開示・説明することが求められよう。

「対話」を進めるに当たって重要な非財務情報の開示・説明

上記①～⑥の事項は、いずれも財務諸表に直接的には示されていない財務諸表外情報である。この中には将来の財務内容に関する予測情報もあれば、将来に亘って財務情報には出てこないナラティブ情報もある。本稿では、これらの情報を「非財務情報」として取り扱う。

上記⑥で述べたコーポレートガバナンスとは、単なる法令遵守のために行われるべきものではなく、価値創造を永続的に行うことに資する経営体制の構築を指している。

また、CSRにかかわる活動は、少なからぬ企業で、例えば「環境に優しい」商品・サービスを希望する顧客を獲得することを通じて企業価値創造・向上に寄与していることに留意することが必要であろう。

BCM情報の有事価値関連性

今次大震災において、事業継続管理（BCM）に関する情報を予め有価証券報告書で開示していた企業は、その開示がなかった企業よりも、震災後の株価の戻りが早かったという事実が観察された。これは、BCMに関する情報開示はそれがなされた時点では投資家は反応しないが、万一の事態が発生すると投資家は改めて有価証券報告書等の記載を確認して投資行動に反映している蓋然性が高いことを示している。

社内でも認識を共有する必要がある非財務情報

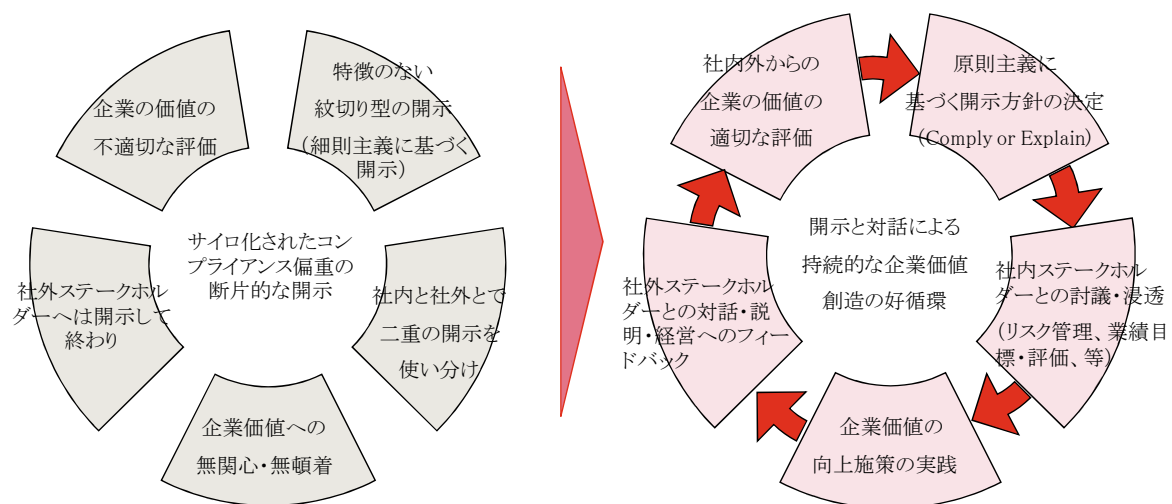
こうしたBCMやリスクに関する情報は、そもそも加速化するイノベーションやグローバル展開の下で、社内においてもしっかり共有しておくことが持続的な価値創造には必要である。そして、投資家等との対話によって得られた情報も一つの有効なドライバーとして、他の外部環境変

化と共に経営に取り入れ、再度戦略修正等を行うことで力強い価値創造をしていくという、価値創造と開示・対話との「好循環」を作ることが企業経営には求められている。

実のある対話の実現 ～財務情報と非財務情報の統合～

以上のことを換言すると、企業情報の開示を起点として、持続的な企業価値創造を実現するためには、開示を単なるコンプライアンスの手段としてのみとらえるのではなく、社内はもとより社外のステークホルダー（企業・投資家・政府等）とも協働して、「開示」から「対話」へのシフトを加速し、企業価値創造にかかわる好循環を構築することが重要である。

すなわち、今後、海外から適切なリスクマネーを獲得するためには、いわゆる“日本的”な“同じ釜の飯”を共にしたことのない人にも、企業の方針・戦略・価値観・ビジネスモデルそして何より経営に対する自信を、自社なりの適切な“開示”を通じて明確に伝え、理解し共感してもらえる“対話力”を磨きあげ、フィードバックを経営に活かすことが重要である。



サイロ型の情報開示からの脱皮

これまでなぜ上記のような価値創造と開示・対話の「好循環」が生まれなかったのかを説明することは容易ではない。ただ、組織の小さい中堅企業の場合、経営陣の一角をなす者が投資家対応の前線に出てこの「好循環」を築いていることからすると、現在わが国を代表する大企業においては財務経理・IR・CSR・経営企画部門等が、ともすれば各々「サイロ」にこもって職務を遂行していることがこの「好循環」を妨げていた可能性がある。

これを打破して、企業が理念として掲げる価値の追求という目的に即して、社内の各担当者部署が経営陣の統率の下でより相互に緊密な連携をとっていくことが今後求められていくものと考えられる。（上図参照）

企業の実像を示すことに基礎を置く Integrated Reporting

このように従来の大組織にありがちであったサイロから脱皮することは、いわば「統合的な経営」の実践を意味する。企業を取り巻く外部環境が「グローバル経済の進化と IT 技術の革新」の下でめざましく変化する中、役職員が一丸となってこの荒波を乗り越えていくことが必要不可欠である。2011 年 9 月に IIRC（International Integrated Reporting Committee のちに Council に改称：国際統合報告委員会（現：評議会））より公表された Integrated Reporting の青写真は、こうした企業の実像をありのままに簡潔明瞭な形で述べた情報開示を求めているとみることができる。

監査環境の安定に資する非財務情報開示

また、非財務情報——特に将来情報（将来キャッシュフローやリスク）に関する部分——の開示充実は、投資家のニーズにマッチするだけでなく、外部監査人にとっても有用である。なぜなら、外部監査人がこれまで経営者からヒアリングしていた非財務情報が、企業の意思として開示されることになるからである。このことは、財務情報が拡大した財務諸表監査における企業と監査人とのコミュニケーションを容易化し、企業にとっても監査環境の安定をもたらすものと考えられる。

中長期投資家の育成と多様な金融商品・サービスの開発

わが国の企業が持続的な価値創造と開示・対話の「好循環」を生み出すには、企業の努力だけでは十分でない。市場には本来的に多様な投資家が存在することが望ましいと考えられているが、現在わが国の投資家は欧米に比べ短期志向の割合が高いと言われている。

今後、自らの企業価値分析に基づき投資を行う中長期投資家を育成し、資本市場に参加する投資家の多様性を高め、「好循環」を作っていくことが課題となろう。

また同時に、投資商品の側面においても、昨今一部の若年世代に見られる自らの将来資金（自己年金）を超長期運用で補いたいというニーズに対応した金融商品の投入も求められているといえよう。

日本版「Financial Reporting Lab」の創設に向けた努力 ～政府にとっての課題 ①～

本研究会においては、投資家と企業の方々が意見交換を行うことによって、相互の理解が進み、是正すべき問題点がある程度明確になった。英国においては、2011 年 10 月より企業と投資家により良く意見交換するための常設機関として「Financial Reporting Lab」（財務報告に関する実験場）がスタートしており、ここでは企業、投資家等が参集して財務報告やナラティブレポート等について意見交換がなされている。

その目的は、開示の追加によって、近年ページ数が膨大な量に増加している企業報告について、投資家のニーズと企業のコスト・ベネフィットを具体的にぶつけ合いながら常に有意義な開示を検討していくことにある。また、ここでの議論をベースに規制の改善が図られることもあるとさ

れている。

こうした企業と投資家の率直な意見交換の場として、わが国でも日本版「Financial Reporting Lab」の創設を目指してはどうかと考えられる。

国際的な開示規制の整合性確保・調和 ～政府にとっての課題 ②～

将来情報を含めた非財務情報の開示充実を図っていくには、開示した情報通りにならなかった場合の企業や監査人の責任を定めた規定（所謂“セーフハーバー・ルール”）を設けておくことも必要であろう。

また、企業情報の開示ルールについては、市場（国）毎にかなり大きく異なるのが現状である。現状、財務報告基準については国際的に共通化が図られ、今後も更なる進展が見込まれる中で、海外市場に上場している日本企業の開示コスト削減や開示ルールの共通化といった視点に立ち、今後も一層の政策的努力が望まれる。

長期の資金運用の活性化を図る仕組みの強化 ～政府にとっての課題 ③～

中長期投資家の育成に当たっては、企業分析を行うために必要なリスクやファイナンス等に関する金融投資教育をこれまで以上に強化していくことが必要である。かつて株式市場と無縁であった個人も、今や年金への加入者であることを通じて株式運用に間接的に参加するに至っている。

折しも企業年金の運用を巡る不適切な事案も発生している中、その信頼性の確保に向けた取組みとして企業年金の開示充実や運用管理者への資格制度、長期株式投資・保有を促す税制の検討等が求められている。

そもそもの前提として国民の金融資産蓄積が進んでいる中で、国民の金融資産に係る基礎的素養（フィナンシャルリテラシー）の向上を図ることは、成熟国であるわが国の政策で行うべき重要な責務の一つとも言えよう。

日本を代表するプラチナ・インデックス導入の検討

わが国の代表的な株価指数は TOPIX と日経平均である。しかし現状は、これらに含まれる対象企業数が多いことから、成長段階にある企業だけではなく、成熟段階や構造改革を必要とするような企業も含まれてしまっている。これらが、例えばニューヨークダウ（30 種平均）と比較され、わが国株式市場の低迷を指摘されることもある。しかし、米国でも S&P500 等の指標は、対象企業数が多いだけにニューヨークダウ（30 種平均）に比べて近年のパフォーマンスは好ましくない。

わが国においても、市場を本格的に代表する企業だけを組み込んだプラチナ・インデックスの導入は検討に値する。もとよりそれには客観的な基準と適切な運用が不可欠であるため、導入に当たっては市場関係者の意見集約や適切な運用のあり方についての透明性の高い議論を行うことが不可欠となる。

Comply or Explain 型の開示の徹底

わが国では 2012 年 3 月期より業績予想開示が見直され“Comply or Explain”（基本的な考え方やガイドライン・業界慣行等について、遵守するのか、または、もし遵守していないのであれば、なぜ遵守していないのかについてその理由を説明するということ）型のものとなる予定である。既にこうしたタイプの開示制度となっている国では、開示の好事例を共有するための努力がなされている。わが国においても、今後こうした努力がなされることが望まれる。

例えば、上場企業が開示しているリスク情報を見てみると、大半の企業においては一般的な記述にとどまっており、個々の企業の実態や価値創造過程との関係が読み取りにくい。今後は、自社の価値創造過程との関係を重視した上で、一般的なリスク情報だけではなく事業特性に応じた内容を自主的に開示する努力を続けることが期待される。

企業に期待されるアクションとインセンティブ/メリット

	持続的な企業価値創造に資する アクション	インセンティブ/メリット	関連情報
企業	<u>(1)企業の本源的価値の追求</u> ・基礎的財務価値のあくなき追求 ・事業価値・企業価値の算定基礎情報の共有と改善	・<u>中長期の安定的株主の獲得</u> (アクティブの長期集中投資、等)	<u><第2章:部会での意見交換></u> ・経営企画部会 ・リスク管理部会 ・IR 部会
	<u>(2)コミュニケーション方針の明確化</u> ・原則主義を前提として Comply or Explain のいずれを採用するのか?を決定 ・自社の期待する資本構成を検討 ・開示平等原則の遵守 <u>(3) 地に足の着いた開示・対話の実践</u> ・対話を前提としたトップ・実務責任者の開示態勢強化 ・開示姿勢そのものが非財務情報＝「ありふれたゴミ箱」ではなく、自分の言葉で、自社のビジネスを語る <u>(4) 整合性のあるバランスの取れた説明(非財務情報開示)</u> ・MD&A(Management Discussion & Analysis : 経営者による財務・経営成績の分析) ・ビジネスモデルの適切な説明 ・事業戦略・競争優位の源泉・参入障壁等の説明 ・中長期経営計画の適切な説明 ・リスクおよびその先行指標・対応施策の説明 (市場暴落リスク、事業継続リスク、KRI®(Key Risk Indicator)、等) ・業績評価指標(KPI : Key Performance Indicators) ・役員報酬等の説明 ・コーポレートガバナンスにかかわる説	・<u>資金調達の円滑化・最適化</u> (BCP(事業継続計画)格付融資、環境格付融資等の活用を通じた資金調達コストの低減、業績予想開示がもたらす資本コストの低減効果、等) ・<u>株価のボラティリティの低減</u> (非財務情報開示がもたらす企業評価の補正、特に有事の際の株価変動抑制効果:有事価値関連性、等) ・<u>格付機関・監査法人等との継続的な対話を通じた安定的な資金調達環境の獲得</u> ・<u>社内外との対話を通じた経営戦略・戦術のタイムリーな見直し</u> ・<u>(副次的な効果としての)優秀な人材の確保や顧客・取引先の維持 (投資家がさまざまな顔を持つ時代的背景として)</u> ・<u>上記を通じた日本の産業競争力の強化と、海外投資家からの日本企業の見直し・再評</u>	<u><第3章:投資家ヒアリング></u> ・ヘッジファンド ・バリューアップファンド ・長期投資家、等 <u><第3章:監査法人ヒアリング></u> <u><第3章:学者・有識者分析></u> ・BCP 格付融資・環境格付融資 ・有事価値関連性 ・リスク管理・情報開示の要諦 ・新 COSO フレームワークの検討状況 ・国際的な統合報告の検討状況 ・非財務情報の保証、等 <u><第5章:国内外開示事例></u> ・デュポン、BP、等

	持続的な企業価値創造に資する アクション	インセンティブ/メリット	関連情報
	明 ・将来予測情報の定量・定性的な開示 <u>(5)開示情報を基にした社内および 社外との対話</u> ・統合的な開示体制の構築 ・社内における投資意思決定・管理会計と連動した開示 ・企業の本源的価値の算定とギャップ分析 ・投資家等との対話と経営へのフィードバック	<u>価と資本市場の活性化・魅力 の向上</u>	

投資家・金融機関、政府、その他ステークホルダーに期待されるアクションとインセンティブ/メリット

	持続的な企業価値創造に資する アクション	インセンティブ/メリット	関連情報
投資家・金融機関	<u>(6)中長期志向の投資家の育成</u> ・自らの企業分析に基づいた中長期投資を行う投資家の育成を通じ、市場の短期志向偏重を是正	<u>・価値創造企業の選別</u> (適切な投資先企業の選定と企業価値の適切な評価、投資判断の成熟度合いの向上、金融市場を通じた適切な資本配分の実現、金融の本来の機能強化、等) <u>・個人金融資産の資本市場・投資へのシフト</u> <u>・上記の結果としての投資収益率の向上と資本市場の魅力の向上</u>	<第2章:3部会での意見交換> <第3章:投資家ヒアリング>
	<u>(7)多様な金融商品・サービスの企画・提供</u> ・長期投資の場・金融商品の提供と透明性の確保		
政府	<u>(8)開示内容に関して投資家と企業とが意見交換をする“対話の場”となる常設のコミュニケーションの機関・場所の設立・運営(日本版 FR Lab の創設)</u> ・海外投資家を含む、投資家と企業との対話の場の提供 ・実務に即した開示のグッドプラクティス・様式の提示・開発	<u>・時代に即した実務的な開示の有効性向上</u> (企業側の)開示コストの低減 投資家側の情報調査コストの低減 企業ならびに投資家の透明性の向上	<第2章:3部会での意見交換> <第4章:他国の開示制度・取組み> ・EU ・イギリス ・ドイツ、等
	<u>(9)国際的な開示規制の整合性確保・調和</u> ・開示に関するセーフハーバー・ルール の整備 ・国際的なフレームワーク作りへの積極的な参画・意見発信 <u>(10)長期の資金運用の活性化を図る仕組みの強化</u> ・金融・投資教育(リスクやファイナンス等を含む)の継続・強化 ・企業年金の運用体制等の透明性の向上施策の検討(企業年金にかかわる	<u>・長期運用資金の流入・定着・拡大</u> <u>・上記を通じた資本市場の活性化・魅力の向上</u>	

	持続的な企業価値創造に資する アクション	インセンティブ/メリット	関連情報
	開示の充実、企業年金の運用担当者 への資格制度の検討、等） ・長期投資・保有を促す税制の実現 （株式長期譲渡課税の税率軽減、等）、 等		
その他	<証券取引所等> <u>(11)Comply or Explain 型の開示の徹底</u> <u>(12)日本を代表するプラチナ・インデック</u> <u>スの導入の検討</u> （グローバル市場、国内市場、ふるさと 市場、等への市場の再編）	・ <u>“新生日本市場”の再評価、日</u> <u>本企業の産業競争力強化を支</u> <u>えるための資金流入の拡大、日</u> <u>本市場のブランド向上</u> ・ <u>多面的・複線的な資本市場の</u> <u>整備・活性化</u>	<第3章:投資家ヒアリ <u>ング></u>