

企業情報開示のあり方に関する懇談会（第1-A回）

議事要旨

日時 2024年5月1日（水）9時～11時
場所 経済産業省本館17階会議室（オンライン会議併用）
出席者 別紙の通り
議事 (1) 事務局資料説明
(2) 討議
議事概要 以下の通り

- ワンストップの情報ソースがあることは一定程度望ましいものの、開示媒体が複数あることについては、複数の媒体があるが故にアクセスしたい情報にアクセスしやすい、という利点もあるだろう。議決権行使に際して行使の時点で得られるコーポレート・ガバナンス報告書・招集通知・事業報告書を確認し、その後に、選任した取締役会が本当に機能しているか、については統合報告書及びそれを活用したエンゲージメントで確認ができる。ただし、情報が十分かというところとは思っていない。特に議決権行使に関してはプロキシーステートメントにおける報酬に関する情報や経営者に対する評価といった情報は海外と比較すると不十分。諸外国のように、経営者の成績や戦略にフォーカスが当たった開示はもっと必要である。他方、何でも開示をすれば良いとは思っていない。良い事例・悪い事例が挙げられるが、いずれも開示に対する経営者のマインド、資本市場との向き合い方が明確に反映されている。
- 長期（決して売却しない、という意味ではない）アクティブ投資の観点から見ると、有価証券報告書は①買うかどうかの意思決定、②売却するかどうかの意思決定、の2点で使われると思う。何らかのインシデントがあって株価が動いた時に判断をする際には有価証券報告書を見て、PLだけではなくBS・CFを分析した上で何を織り込むべきか・市場で何が織り込まれているかを判断する。加えて経営者やCFOのメッセージが不明確な場合はEPS、BPSという投資家にとって重要な指標を確信度をもって判断することが難しい。
- 有価証券報告書は財務の側面で見ると、アナリストにとって、最も信頼でき使い勝手が良い媒体。課題は、企業が持続的に利益を上げていく仕組みを読み取りにくいということ。
- 統合報告書は、アクティブ投資家から見ると、この企業が持続的に利益を出す仕組みがどこにあるか、ということを見るものであり、それが分からない統合報告書にはあまり価値がない。有価証券報告書と統合報告書は、異なる価値がある媒体だと考えている。コーポレート・ガバナンス報告書は、ファクトはよくわかるが、あまり企業同士の差異が見受けられない。有価証券報告書などに寄せられるのではないか。
- 有価証券報告書からもある程度の情報は理解できるが、やはり統合報告書から、どうやってその企業が利益を生み出すかが理解できることは有益。少し違う視点で、使い分けられているのではないか。ただし、有価証券報告書と統合報告書は内容が重複しているので、その点においてはどれかに集約されていくのが良いかもしれない。
- 制度開示間の重複については、追加的な便益はないと考える。事業報告と有価証券報告書の統合は行っていくべきではないか。
- 長期投資にあたり、10年後の業績予測をすると、キャッシュが貯まる予想になる。つまり、これは企業が、魅力的な将来を語っていないということ。統合報告書は、将来を語るうえで

よいツールだと思うが、どの企業もそれができているわけではなく、まだ手探りの企業もある。

- 有価証券報告書は過去の実績のデータベースとして有効。将来を語ることをあまり定型化すると、企業のストーリーを縛ることになるので、好ましくないと思う。
- 法定開示と任意開示の棲み分けをしていただきたい。ケースバイケースで見ていく必要がある。海外の投資家から見ると、日本の企業の競争力などを考えて投資判断を行う際には、制度開示に加えて、任意開示のニーズも高いことから、統合報告書は有用である。議決権行使にも活用している。
- その中でももう少し情報の充実を図っていただきたいのは、定量化されたデータ。グローバルで比較して企業を選ぶためには、競合他社との比較が重要。その際、日本企業は、当該セクターにとって重要と思われるデータがないことがある。
- 海外の機関投資家には、日本語を読むことができるアナリストがほとんどいない。そのため、必要なガバナンス情報をどうしたら効率的にタイムリーに英文で開示できるのか、開示媒体の重複・分散への対応も含めて、検討していただきたい。
- 有価証券報告書は開示の観点だけでなく権利や総会日などを含めた根本的な見直しの中で議論が必要。多くの投資家にとっては、レポートの類よりも各種説明会資料の方が利用頻度が高いのではないかと。レポートだけではなく、この点も含めて開示資料全般の議論をする必要がある。
- 日本企業の開示内容に関しては、CDP スコアの評価等をみると、サステナビリティ開示を頑張っていることは分かるものの、価値創造につながってこなかったという歴史的な経緯を直視する必要がある。差別化があまり意識されずに、揃える開示が過度に意識されてきたのではないかと。特にサステナビリティ情報は法定化されていくので、揃えるところは進んでいくと思うが、差別化がおろそかになるのではないかと考えており、この点も議論した方が良いのではないかと。
- 事務局資料にあった、「経営戦略についてはたくさん書いているがMD&Aは弱い」というところにも絡むが、結果として差別化をどういう風に説明するかということに、光を当てる方が良いのではないかと。
- 海外の開示についても意識した方が良くと常々思っている。例えば英国はビジネスモデルの開示が求められており、自社の競争優位という項目もある。他方、日本企業でこうした開示はほとんどないと思う。
- サステナビリティ開示の法定化が進むと、細分化された情報への要求が高まる。財務情報についてもセグメント情報など細分化が進んできた。他方、それをいかに統合するか、という観点も重要である。企業側も、細分化された情報だけではなく、統合報告書という形態でなくとも、統合思考で開示に取り組むことが投資家との良いコミュニケーションにつながるのではないかと。
- 開示資料というのは報告するためのツールである。企業の意思があって初めて開示資料が活きてくるが、「報告する」ということができている企業もある。今どれを開示しなければいけない、どういう資料を作らなければいけない、という考えが先行していて、それを用いて企業が伝えたい内容を伝えるということに至っていない。
- 英文開示について、英語で「分かる」開示でないと意味がない。統合報告書をそのまま訳しても意味は伝わらない。英語で伝わる報告書でなければいけない。英語で出せば良いのか、ということそういうわけではないと思う。

- 統合報告書については、項目ではなく中身が問題。開示はできているけれど報告ができていない、という例が多い。開示を検討する際は、この点も併せて考える必要がある。
- 日本企業の統合報告書は制度開示なのか任意開示なのか、という質問を海外投資家から受ける。任意開示であると伝えると、なぜ任意開示なのか、制度開示として出せないということは責任を負えないということか、と問われたりもする。
- 過去情報は有価証券報告書に記載し、将来情報については統合報告書を用いるという使い分けをしている企業が多いが、過去を振り返って、それを基にどのように現在の取り組みをしており、そこから未来をどう繋いでいくかというストーリーが重要。
- 有価証券報告書で統合報告をしようと考えている企業から話を聞くと、有価証券報告書は、項目が決まっているため、自らのストーリーを語るができないとのこと。また、有価証券報告書はこういうものだ、という固定観念があるため、柔らかい情報を記載していくことの難しさがあった、といったフィードバックも聞かれている。
- 制度開示の中で違いを見せたり、将来を語ったりしていくとすれば、一定程度、制度の柔軟化が必要である。例えば英国は、項目ベースではなく要素ベースの開示を要求しており、どのように構成するかは企業の自由である。こうした措置を取らなければ価値創造について語ることは難しいのではないか。
- 年次報告とは、企業が投資家とコミュニケーションをとる媒体。これに加えてガバナンスという目的も大きいですが、今の開示はコンプライアンス目的で作られてしまっているように思われる。
- 日本は、上場企業だけで3,000~4,000社程度あり、有価証券報告書を作成しなければならない企業は海外よりも多い。ドイツのプライム市場上場企業は300社、英国の上場企業数は日本の半分くらい。それらの企業と日本の3,800社を同じ土俵で議論すべきではない。
- 有価証券報告書の中で出さなければならない情報ばかり増えると、開示負担ばかりが増えて、それに追いつけない企業が多くなる。その中で諦めてしまう企業も多い。中堅程度に位置する企業においては、そこまで手間をかけられないという企業も多いため、リソースが足りずにどうしても形式的な開示にならざるを得ない。
- 日本で有価証券報告書の議論を行う際は、開示の優先順位や自由度等を考えながら議論した方が良い。
- 先端企業を重視すべきか、日本全体を底上げするような議論を行うべきか、という点には日頃から悩んでいる。
- 今回はアクティブ運用をベースとした議論と認識している。開示物の目的達成が最優先されるべきであって、内容が目的達成にふさわしい物になっていることが大前提。目的を達成するためには、ある程度の重複はやむを得ないと思う。重複を完全に解消するには開示物を統合していく必要がある。
- ガバナンスを確認するためにコーポレート・ガバナンス報告書を読むと、がっかりすることもある。定型文章が多い等差別化がなされていなかったり、リンクが張られていて別の開示物に飛ぶ必要があったりするなど、優先順位の低い報告書になっている。
- 統合報告書と資本コストの関係に関する調査を行った。企業の伝えたいことを統合報告書の経営トップのメッセージと定義づけ、続くページにそれに関連するストーリーが一貫性をもって記載されているか等についてテキストマイニングで分析したところ、統合報告書が充実していれば資本コストの低下に寄与しているという結果が出た。他方、無駄に分量が多いと、資本コスト低下には寄与しないという結果も出ている。強引な仮定は置いているもの

の、統合報告書の内容が重要だということは示せていると思う。企業と投資家が対話をしないと溝は埋まらない。全ての企業と投資家が対話することは難しいが、大手の企業においてはこの溝を埋めていかなければいけない。

- TOPIX 時価総額は上位 400~500 社で全体の 9 割程度を占めるので、パッシブ運用とはいえ時価総額上位企業へのアプローチを中心的に行えば、一定程度は市場全体へのしっかりとした影響が期待できる。アクティブとパッシブの話がいろいろと出ているが、当社の場合、アクティブでの保有非保有に関係なく（パッシブでは当然保有している）、アナリストは担当企業の実態を把握してエンゲージメントで改善を促している。そして、当該企業が弊社の意見に耳を貸して行動を起こそうとしているのであればアクティブファンドで保有し始めるし、その企業行動が持続していれば保有量の引き上げも行うということ。したがって、アクティブでの保有非保有にかかわらず、どのタイミングでエントリーするか、保有した企業を買い増すか、いつまで保有できるか、ということのアナリストは意識してリサーチしている。
- 上場企業には企業価値向上のあくなき追求の責務があるはず。企業価値向上とはプラス部分をさらに増やすか、マイナス部分を減らすか、ということ。プラス部分を増やす決め手は稼ぐ力の強さ、マイナス部分を減らす大きな要素としては ESG リスクの排除がある。この両要素を企業がどう自己認識して、どう対処しているのかを、企業の情報発信ツール類からどう理解できるか、読み解けるかがポイント。
- 稼ぐ力については、自分たちがどういう競争優位性を有しているか、もしくはどのように優位性を持とうとしているか。一方の ESG リスクは、それをどう把握しているか、把握したリスクにどのような対策をしようとしているのか。こうしたポイントを的確にステークホルダーに伝えるかが、開示における重要なポイントだと思う。有価証券報告書ですべてカバーできるならそれでも良いが、難しいのであれば、統合報告書などの他媒体を上手に活用して情報開示していくことも大切である。
- IR 全般の戦略で言うと、開示媒体だけではなく、説明会や動画配信など様々な仕掛けを用いつつ、タイミングを考えて情報を発信している。アクティブ投資家と企業の間で情報の非対称性がどこにあるのかを考えていく必要がある。
- 実際の取締役会の議論の動画を撮ってウェブサイトに掲載するなど、差別化をしながら、戦略や、企業価値をどう高めようとしているかについて、伝えようと取組んでいる。
- 戦略やアクションが持続的なものだということを伝えるには、有価証券報告書だけでは難しいと思う。過去には当社の永久成長率が 0% と評価されていたこともあり、もっと発信していくことが必要、有価証券報告書以外の媒体にも反映する必要があると考え、統合報告書を充実させている。媒体の目的に照らした思いを入れている。他方、有価証券報告書は法定開示であることから、「ルールに従う」という認識で対応している。
- 開示媒体ごとに作成の担当者が異なっている。これまでは報告書を作成するにあたって部署間でコミュニケーションを取っていなかったが、統合報告書が出るようになってから、どうやって経営を改善していくかについて、会社全体で話せる機会が出来た。
- 制度開示は、これを書いてはいけないのではないかと等考えてしまい、がんじがらめになっている部分もあると思う。重複している部分については、同じ表現になるように調整をしている。
- 有価証券報告書や統合報告書で語るができない部分については、インベスターズガイドというものを作り、これをベースに対話を行っている。ページ数としては 150 ページ近いが、一枚ずつ説明するのではなく、投資家との会話の中で辞書的に使用している。

- 報告書はどうしても自分たちが伝えたいものに偏ってしまうため、サプライチェーン等について読み手が理解しやすいように、第三者の視点でリサーチ会社にレポートを作成してもらっている。リサーチ会社は、ニュートラルな立場で書いてくれるというのが大きなポイント。
- 統合報告書の発行社数がこれほど増えてきているという事実は、日本の産業界の成果である。PBRに表れてはいないが、これまでの取組みについては評価できるのではないかと。
- 企業にとっては、規制に入っていると動きやすい。そういった観点からガイドラインや指針、規制は有益。一方で、やるべきことをやるかどうかは経営者にかかっていると思う。
- システムインフラについて、実務が対応していないのでできない、というのはもったいない。インフラを整えて、ボトムアップを図るのは重要。コモン・アセットとして、国としてのサポートも期待したい。
- サステナビリティについて頑張っている取り組みを行ってきた企業は、こうした点は評価されないのか、という不安があると思う。ESGという言葉が先行したが、実際には、ガバナンスを通じてEやSにどう繋がっていくか、その在り方を議論する必要があると思う。
- 開示の中身が形式的なものになっているという点について申し上げると、統合報告書で本質的な内容が説明できていない可能性もある。確かに日本企業のCDPのスコアは高いが、CDPは採点基準が明確であるため、スコアをとるための開示になってしまっている部分もあるのではないかと。経営に反映されていないことも往々にしてあるだろう。
- タイミングの問題は現行制度の中で対応できるかどうか、議論が必要。ISSBのS3以降の基準も見込まれている。ある程度先の将来に、どういう体系に持つて行くべきか議論する必要がある。
- 英国のような開示が望ましいのではないかと。要素を区切ってモジュール化していく、ということが重要ではないかと。本当に必要な情報が何か、改めてゼロベースで考えることが大切。
- 制度開示については、ストーリー性のある情報も対象にできるようにするために、もう少し柔軟化が必要ではないかと。トップ・ティアの企業と、それ以外の企業で分けて検討する必要があるだろう。
- 現状では、任意開示が膨らみ続けており、歯止めがかかっていない。企業負担が非常に大きく、テクニカルな戦いになってしまっている。広がっている外縁を一度抑えることが必要ではないかと。他方、有価証券報告書へ取り込む際には、ボイラープレート的に開示が増加することのないように留意する必要がある。
- 日本では開示についてこれまで様々な改革が行われてきたが、制度を導入する際には議論が活発に行われるのに対し、導入後の効果検証はあまり行われてこなかった。何を以て企業の開示の効果かを測るかというのは難しい問題であるが、今後の開示のあり方について考えるにあたっては、過去に導入した開示の効果を検証することも重要であると考えている。
- 統合報告書を見ても価値創造ストーリーを十分に書けている会社は少ないのではないかと。また、アニュアルレポートすら作成していない企業に対して、統合報告書を作成してみるよう働きかけても、なかなか難しい。経営者側にもそうした認識があまりない企業もある。統一したルールを設定するのであれば、小さい企業も対応出来るものを入れなければいけない。
- 開示が、開示のための開示になってしまっているのが問題。開示量が足りないわけではなく、開示しているけれど企業の意図や戦略等必要な情報が投資家等に伝わっていない、というのが一番の問題。もう少し読み手に企業の意図が伝わる開示が必要ではないかと。

- 公表されている統合報告書はほとんどが pdf 形式であり、人間が目で見えて理解するために作られているが、AI を使うと誤読されることが多い。今後は、読み手として AI が重要になってくるだろう。現状の開示だと、十分な回答が得られないため、せっかく開示をしても見てもらえなくなる可能性がある。
- そういった意味で、有価証券報告書は XBRL を使っているため理想的な形であると言える。有価証券報告書は見たい項目に横串を刺すことができ、企業間比較が容易に可能。統合報告書はビジュアルが良くきれいではあるが、効率的に分析できるようにするためには XBRL 化が必要である。それによりモジュール化が可能となり、有価証券報告書のような他の XML ベースの報告書との統合化を実現することができる。
- 要約した情報を使って意思決定をするのと、詳細な情報を使って意思決定をするのでは、どちらが良いか、という調査があるが、要約した情報を得た人は詳細な情報が欲しかったと回答し、詳細の情報を得た人は要約した情報が欲しかったと回答する。そういった意味で、まとまった情報を出す書類としては、有価証券報告書が最も優れており、そこからサステナビリティ報告書等へと飛べるような仕組みを構築するのが有益と考えられる。

以 上

お問い合わせ先

経済産業政策局 企業会計室

電話：03-3501-1511（内線 2545）

(別紙)

第1-B回企業情報開示のあり方に関する懇談会 出席者

(五十音順・敬称略)

(座長)

北川 哲雄 青山学院大学 名誉教授 ・ 東京都立大学 特任教授

(メンバー)

小野塚 恵美 エミナントグループ株式会社 代表取締役社長 CEO
梶 昌隆 味の素株式会社 理事 コーポレート本部 IR 室長
菊池 勝也 東京海上アセットマネジメント株式会社 ESG スペシャリスト
古布 薫 インベスコ・アセット・マネジメント株式会社 運用本部日本株式運用部ヘッド・
オブ・ESG
坂上 学 法政大学 経営学部 教授
芝坂 佳子 芝坂佳子企業報告研究所 代表
竹ヶ原 啓介 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所長
富田 秀実 一般社団法人サステナビリティ経営研究所 代表理事
豊田 一弘 シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社 取締役 日本株式運用
総責任者
中尾 剛也 SOMPOアセットマネジメント株式会社 常務執行役員
奈良 沙織 明治大学 商学部 教授
藤木 彩 キャピタル・インターナショナル株式会社 ESG スチュワードシップマネージャ
ー
堀井 浩之 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 専務執行役員
松山 将之 株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所 経営会計研究室・地球温暖化研究セ
ンター 兼 経営企画部サステナビリティ経営室 主任研究員
三井 千絵 株式会社野村総合研究所 上級研究員
三橋 和之 三菱UFJ信託銀行株式会社 資産運用部 副部長兼フェロー
森 洋一 公認会計士
八田 浩一 東京エレクトロン株式会社 IR 室グローバルヘッド

(オブザーバー)

株式会社東京証券取引所
法務省