

# 企業と投資家との望ましいコミュニケーション ～持続的な価値創造力を伝える企業報告

## 統合報告アドバイザリー室

### はじめに

10月6日に「投資家と投資家との望ましいコミュニケーション～持続的な価値創造力を伝える企業報告」と題したセミナーが開催された。以下、その概要を紹介する。

なお、セミナーにおける発言は、各発言者の私見であり、その所属組織を代表したものではない。

### 1. 基調講演

最初に、株式会社日本ベル投資研究所 代表取締役鈴木行生氏による「継続的企業価値創造に向けた企業と投資家の対話～投資家にとって望ましいコーポレートガバナンス、企業価値創造とは何か～」と題した講演が行われた。鈴木氏は、経済産業省「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～」プロジェクトの企業価値創造の実態分科会座長を務め、その最終報告書（伊藤レポート）の公表に至るまでの議論にも深く関わられた。

講演では、まず、アベノミクスや日本再興戦略を概観し、鈴木氏の視点から伊藤レポートの論点を整理した下記の15項目について、行間も含めての解説がなされた。

#### 伊藤レポートの論点

～私たちは何を知りたいか～

1. 企業価値はDCF（割引キャッシュフロー）では捉えきれない
  - ・株主価値の創出にフォーカスしたとしても
2. 持続的価値創造の源泉は差異化
  - ・イノベーションの連鎖を追及
3. M&Aを成功させる鍵
  - ・中長期計画未達へのアカウンタビリティ
4. 日本企業のROE（自己資本利益率）は低い
  - ・売上高利益率を高めればよいか
5. ROEを現場のKPIに落とし込む
  - ・KPIの見える化はいかに
6. 8%以下では恥ずかしい

- ・わが社の資本コストを知る
7. 手元流動性と現金へのこだわり
    - ・思いを説明した上で行動を
  8. 配当性向30%の横並び意識
    - ・安定配当の意味を問う
  9. 社外取締役はマネジメントを監督
    - ・独立性と実効性の追求
  10. 経営者の報酬と長期的企業価値を連動させる
    - ・長期的インセンティブの位置付け
  11. ショートターミズムの克服はできるか
    - ・保有期間とパッシブ運用
  12. 運用サイドのペイ・フォー・パフォーマンス
    - ・ジョブリスクの反映は十分か
  13. セルサイド・アナリストの役割
    - ・長期的企業価値評価の視点を再認識
  14. 情報開示の見直し
    - ・意味のあるKPIへのシフト
  15. 投資家は何に投資するのか
    - ・企業価値創造の仕組みの投資

（鈴木氏講演資料より筆者作成）

### 2. 国際統合報告評議会の活動展開

次いで、昨年の12月に国際統合報告フレームワーク（以下、「フレームワーク」）を公表した国際統合報告評議会（IIRC）ワーキンググループメンバーである、有限責任監査法人トーマツの和貝享介氏よりIIRCの今後の活動の方向が紹介された。

IIRCは、フレームワークの普及に向けた活動に重点を移してきたため、2015年9月までに組織体制を見直し、活動展開の基盤を整えていく予定である。IIRCの組織変更の他に次の活動も行われる予定である。

- ・ビジネスネットワーク

パイロットプログラム企業、投資家、パブリックセクター、年金基金のそれぞれのネットワークからなるビジネスネットワークを組成し交流を図る。

- 企業報告ダイアログ  
IIRCの呼びかけに賛同した会計基準やESG（環境・社会・ガバナンス）情報開示基準の設定主体等の機関との対話を進める。
- 「重要性」に関する検討成果  
2015年3-6月に公表を予定している。
- その他、現在コメント募集中の統合報告の保証のディスカッションペーパーの概要が紹介された。

### 3. パネルディスカッション

最後のパネルディスカッションでは、投資家とのコミュニケーションに見識が高い企業実務者、機関投資家と調査会社の実務者をパネリストに迎え、有限責任監査法人トーマツの手塚正彦統合報告アドバイザー室長をコーディネーターとして、(1) 企業価値創造力が分かる開示とは、(2) 企業価値創造力とガバナンス、及び(3) 現行企業報告の課題と対応策の3つをテーマとして討議が行われた。

#### 〈パネリスト〉

- エーザイ株式会社 執行役 兼 早稲田大学大学院講師  
柳 良平 氏
- 株式会社ユニテッドアローズ IR室 室長  
丹 智司 氏
- 東京海上アセットマネジメント株式会社 運用戦略部ファンドマネージャー  
徳田 展子 氏
- MSCI Inc. ESGリサーチシニアアナリスト  
鷹羽 美奈子 氏

#### (1) 企業価値創造力が分かる開示とは

(柳氏)

エーザイ株式会社（以下、「エーザイ」）の株主総会の招集通知は事実上の統合的な報告書と言える。昨年12月に公表されたIIRCのフレームワークについては賛同する部分も多かったが、自分たちなりにこれを改良して作成したいという部分もあり、今年、パイロット的に、主に機関投資家向け、外国人投資家を意識して、統合報告的な要素を組み入れたアニュアル・レポートを作成した。

今年のアニュアル・レポートの特徴的な点は、まず、フレームワークのいわゆるタコ足モデルに、フローの部分としてバランスト・スコアカードを取り入れたビジネスモデルを提示した点である。次に、ソーシャル・バリューが先にあり、エコノミックバリューが生まれるということである。企業理念であるHHC（ヒューマンヘルスケア）を理解してもらい共有することが価値創造のスタート地点であると考えている。そして、最終的に財務資本に集約される株主価値について、ROE、資本効率を意識しており、資本コストのレベルを開示している。最後にPBR（株価純資産倍率）のチャートを提示し、1の

部分をブック・バリュー、1を超える部分を見えない価値、知的資本など現在の財務諸表では見づらい部分も包含した将来の成長を織り込んでいることを示した。

6つの資本、財務情報と非財務情報を統合報告できっちりと成長のストーリーを伝えていくことによって世界の投資家の皆様に価値を評価していただき、市場の付加価値を持続的につくっていくことが上場会社の使命でもある。患者様貢献を柱としてつくっていききたいという統合思考の流れを、今年のアニュアルレポートで示した。

(丹氏)

株式会社ユニテッドアローズ（以下、「ユニテッドアローズ」）のアニュアルレポートは統合報告としては作成していないが、投資家との望ましいコミュニケーションを日頃から心がけている。

当社の企業理念は「世界に通用する新しい日本の生活文化の規範となる価値観を創造し続けます」であり、社是として、「店はお客様のためにある」を掲げている。労働集約的な小売業は、理念に従業員の腹に落ちれば力になる、と今日の新聞記事にあったように、当社も理念の浸透に非常に力を注いでいる。IRの基本姿勢として、企業理念、5つの価値創造の一つに株主価値の創造があり、その取組みを真摯に実行している。トップはいずれも積極的にIRを遂行している。過去、3期連続で減益となった時には、株価も非常に低迷したが、そこで、企業価値の重要性を全社で認識して、その向上に向けた経営を推進した。

アニュアルレポートは、当社をあまり知らない投資家やアナリストの理解の促進は当然のこと、当社を既によく知っている方々にはより深く知っていただくということも意識している。業績低迷から回復に向けた施策によって、今後の信頼感をより醸成していったり、支える基盤力というビジネスモデルや商品の流れ等を詳細に説明している。中長期の計画については、3年の中期計画と10年の長期目標、売上、経常利益、ROEを出している。

投資家のニーズを盛り込んでいって、現在のアニュアルレポートに至っている。

(徳田氏)

機関投資家は投資判断材料が欲しい。必要とする情報は、中長期的に企業がどのように価値を創造していくかがわかる資料である。具体的には、現状企業の優位性と課題をどのように捉えているのか、その優位性をどのように生かして、課題をどのように改善しながら、企業価値を高めていこうとしているのか、そして、それらを遂行するためのガバナンス体制の3点が挙げられる。

(鷹羽氏)

ESG格付けを担当しており、顧客の大半は欧米の投資家である。ESGのファクターが企業の価値向上につながるのかという疑問を皆さんは持たれていると思うが、その答えははまだ出ていないわけではない。しかし、ESGのリスクや機会をポートフォリオの中に統合していくインテグレーションの手法を積極的に使っている投資家は、ESGのファクターが何らかの形で企業の価値向上につながると信じて投資をしている、ということと言えるのではないかと考えている。そうした投資家にとっては、ビジネスやオペレーションの根幹に関わるESG情報は重要な情報となるため、我々の格付けでもそのような体制をとって調査をしている。具体的には34個のESGの 이슈（課題）を用意し、インダストリーごとに3つないし6つの項目で評価をしている。例えば、鉱山を操業している産業であれば、生物多様性、土地の利用、有害廃棄物管理、労働マネジメント、労働安全衛生、汚職と政治不安である。

## (2) 企業価値創造力とガバナンス

(柳氏)

50兆円の日本株をカバーする世界の投資家へのアンケート調査では、スチュワードシップ・コードができ、有効に機能して企業価値が向上するとみている投資家が約45%であり、わからないが37%だった。期待と不安をもってガバナンス改革を見ているというのが実情であろう。また、対話のテーマの1位は圧倒的に資本生産性、長期のROEである。アンケート調査から8%の目安が出てきた。世界の投資家が求めているのは、ガバナンスフォーバリュエーションである。統合報告も、資本効率を含めたバリュエーションを示すレポートになっていかざるを得ないだろう。

イーザイは、委員会設置会社を採択しており、取締役11名中7名が社外取締役である。まず枠組みを固めて、段々と活発な討議がなされるようになっていった。世界の投資家に対してアカウントビリティを果たせるようなテストを常に合同で受ける、こうした仕組みができることによって一定の信頼をつくっていくことができると思う。日本企業のバリュエーションはコーポレートガバナンスディスカウントの影響を強く受けているといえる。ガバナンス改革をして、それを統合報告も含めて正しく伝えていけば、日本企業のバリュエーションはまだまだ上がるだろう。

(丹氏)

2013年5月に長期ビジョンを発表し、ROEの目標20%以上という開示を始めた。社外取締役を選任しており、目標値として配当性向も明示している。昨年からは、報酬額の決定、社外取締役のメ

セージ等も掲載している。今年は、経営管理体制を追加し、収益責任の明確化、重要資本の管理、投資基準、撤退基準等を明確化している。これは、2012年に企業価値向上大賞で評価された取組みである。それまで開示は考えていなかったが、受賞をきっかけに開示項目に加えた。

8月以降に投資家とのミーティングでヒアリングしたところ、やはり、ROEをより重視するというコメントが最も多かった。

(徳田氏)

ガバナンスのリスクが高い企業は将来的に価値を毀損する恐れがあるかもしれないということで投資しにくい。当社では、ガバナンス情報は重要であると考えてきたのでスチュワードシップ・コードによって投資構造が変わることはない。コーポレート・ガバナンスコードの策定を含むこうした動きは日本企業、日本の証券市場に対する投資家の信頼を高めるのではないかと。仕方なくやるのではなく、日本の上場企業と日本経済のさらなる発展を後押しするためにやっているという認識を共有していくことが、一つの鍵になるのではないかと。

(鷹羽氏)

環境、社会、ガバナンスの情報は、定性的なものが多いが、それを投資家が投資判断の中に使っていくためには、スコアに落とさなければならない。そのプロセスを担っているのが、私どものような格付け企業である。コーポレートガバナンスをどうやって評価するかという議論になると、社外取締役を入れれば良いというものではないとか、形式的な議論は意味がないというような声を聞くこともある。しかし、私たちは人となりは評価できない。評価できること、その人が独立しているかどうか、その人が社外か社内かということ、スコアを付けている。ストラクチャーがあるという私たちのデータを使って、企業とのエンゲージメントの中で、例えばどんな人が取締役、社外取締役に適しているのか、自社の企業価値を上げていくにふさわしい人なのか、だから、この人なんだといったような話をしていくというのが、スチュワードシップ・コードの役割ではないか。そういう意味で、そもそもストラクチャーがないところは、その先に企業価値はないと考えている。基本的なストラクチャーを整えるということは、まず、非常に大事なことではないか。

## (3) 現行企業報告の課題と対応策

(柳氏)

エクイティスプレッドというKPIの提示と対話を提唱している。短期のROEではなく、持続的な中長期のROEが資本コストを上回るということである。正のエクイティスプレッドを創出するというこ

とが、企業価値評価において重要であり、このKPIに収斂するようにESGや中長期のストーリーを組み立てていく形で統合報告を訴求していくことが重要である。対話では、企業理念や中長期ビジョンも大事ではあるが、資本効率の論点を織り込むことが重要である。

#### (丹氏)

IRを10年以上やっているとなりを改善するとよくなるか自分たちだけでは見えにくくなってくる。日々いただく投資家からの意見やアンケートには、改善に向けたヒントがたくさん詰まっている。

着実に改善を実行していくとまた意見をもらえ、より活発な意見が増えてくる。信頼感が出てきて改善のヒントがまた生まれる。企業の根幹となる価値の理解、過去の実績についての低迷と回復時の要因等も含め、非財務情報への理解が深いほど、長期の目線で、あるいは売却した後も継続して興味を持ち続けてくれると考えている。短期の投資家についても、非財務情報に対する理解を促進することにより、株価が落ちた時にいち早く割安であると感じてもらえる投資家を作ることが経営やIRの重要な役割である。企業が中長期の目標を開示することによって、投資家との対話を中長期よりに振っていくことができると考える。

#### (徳田氏)

企業と投資家が意識すべきことは、見える化、言える化、やれる化の3つだと思っている。統合報告に取組むメリットは多い。そもそも統合報告は現場の担当レベルでは作成できないと我々は認識している。合併型の報告書であれば、アニュアルレポートとCSRを分業で担当することができるかもしれないが、本来あるべきプロセスは役割の分業ではなく部門の垣根を越えた情報の内容の統合である。経営層レベルで統合思考というものがある、ビジネスモデルや戦略に非財務情報を組み込んでいくことができると考える。

私が担当しているSRIファンドでも、ガバナンスはパフォーマンスにプラスの影響を与えるという結果が出ている。機関投資家の立場からも統合報告は企業と投資家の目線を合わせる上でとても有効なものである。

#### (鷹羽氏)

ビジネスの根幹に関わる情報をもっと出して欲しいという要求にこたえていく上で、かなりセンシティブな情報が対象になることがある。可否の判断は、企業によって分かれると思うが、出してこられた企業に対しては透明性が高い信頼できるという印象を投資家は持つと思う。例えば、ユナイテッドアローズでは、会社の仕入原産国の構成や仕入れとプライベートブランドの商品構成が書いてある。こういうものを見た時、海外の投資家は、仕入先やその割合を見てユナイテッドアローズはPB商品に責任を持たないといけなく考える。この情報を出すために、自分たちがどれくらいどこまでの責任を持っているのか、そのESG問題に対して責任を持っているのかということが表明として表れる。こうした情報から、例えば人権の問題、労働問題への対策をしているかといった対話が生まれる。足りなかったことがあれば社内で議論して前に進んでいくことができる。そうした統合報告を通じた効果は大きいと期待している。

いという要求にこたえていく上で、かなりセンシティブな情報が対象になることがある。可否の判断は、企業によって分かれると思うが、出してこられた企業に対しては透明性が高い信頼できるという印象を投資家は持つと思う。例えば、ユナイテッドアローズでは、会社の仕入原産国の構成や仕入れとプライベートブランドの商品構成が書いてある。こういうものを見た時、海外の投資家は、仕入先やその割合を見てユナイテッドアローズはPB商品に責任を持たないといけなく考える。この情報を出すために、自分たちがどれくらいどこまでの責任を持っているのか、そのESG問題に対して責任を持っているのかということが表明として表れる。こうした情報から、例えば人権の問題、労働問題への対策をしているかといった対話が生み出される。足りなかったことがあれば社内で議論して前に進んでいくことができる。そうした統合報告を通じた効果は大きいと期待している。

## おわりに

パネルディスカッションの中で、統合報告、統合的な報告書を出す流れは、今後、スタンダードになっていくかとのコーディネーターからの問いに対し、柳氏からは、中長期のバリュエーションに訴求するような統合報告書は、資本コストの低減を通して企業価値の向上に資するという流れがあるので、そうしたレポートが徐々にいい形でデファクトスタンダードになっていくであろうとの見通しが示された。丹氏は、レポートが企業価値の向上、企業価値創造を改善していく一つと言えるかもしれないこととして、創業時の目標を達成した後の長期ビジョンの策定時のエピソードを紹介した。

今後、持続的な企業価値創造に向けた企業と投資家の対話が重視され、企業の中長期的な価値創造力を伝えるレポートが投資家向け情報開示のスタンダードとなっていくことが予想される。そうした中長期的な価値創造力を伝えるレポートが企業の行動変革を促すこととなり、持続的な価値創造を実現する企業が増加していくことが期待される。

以上