

長期的視点に立った投資家行動に有用な企業報告
～非財務情報に焦点を当てた検討～

平成 29 年 5 月 15 日

日本公認会計士協会

目 次

	頁
概要.....	1
はじめに	7
I. 企業報告をめぐる近年の動向と課題	8
1. インベストメントチェーンの全体最適化	8
2. 投資家向けの非財務情報開示に関する動向.....	9
3. 投資家行動に有用な企業報告を実現する必要性	10
II 投資家行動と情報ニーズ	12
1. 本研究報告において利用者として想定する投資家.....	12
2. 機関投資家の行動特性と企業価値評価.....	15
3. 投資家行動における非財務要因の反映.....	21
4. 長期志向の機関投資家の情報ニーズ.....	22
III 長期的視点に立った投資家行動における有用性を高める企業報告	24
1. 長期志向の機関投資家が重視すると考えられる情報.....	24
1-1 企業価値の財務的評価につながる情報	24
1-2 統治の質を表す情報	28
2. 情報の有用性を高める開示の特徴	30
2-1 企業固有の状況を的確に表す開示	30
2-2 経営者のコミットメントが示され、その進捗と成果が評価できる開示.....	33
2-3 投資家の信頼を高める包括的かつ論理的な開示	35
2-4 長期的視点に立った評価を可能とする開示.....	36
2-5 効率的な情報利用を可能とする開示.....	39
IV 効果的な企業報告を実現できる環境整備	43
1. 企業報告制度：統合的な開示システムの必要性	43
2. 投資家行動の変化.....	44
3. 企業報告のフレームワーク・基準整備	45
おわりに	47

概要

I 企業報告をめぐる近年の動向と課題

企業報告は国際的にも我が国においても変革の時期にある。特に、我が国においては、規制緩和等による民間主体の実力発揮に向けた重要施策として、インベストメントチェーン全体での長期的視点による資源配分の最適化に向け、資本市場を構成する企業と機関投資家の行動変革が進められている。

資本市場全体において、長期的に最適な資源配分を通じて持続可能な価値創造が実現されるためには、投資家が企業の開示情報を基に長期的視点から企業価値を評価し、投資家行動につなげることができることが前提条件となる。さらに、投資家と企業対話を通じて相互理解を深めることも求められるが、対話の基礎となる情報を提供するという意味でも、企業報告は重要な役割を担う。

近年の企業行動に目を向けると、中長期視点で投資する投資家層を重視する傾向が強まっている。我が国では、統合報告書を発行する企業が年々増加しており、中長期的な企業価値の説明を通じて、長期志向の投資家に対する魅力を高めていくことを目指していることが想定される。

しかしながら、非財務情報を効果的に用いて中長期的な企業価値を伝達する企業報告の実務について、企業側も投資家側も課題があると認識している。そこで、本研究報告では、投資家による長期的視点に立った投資意思決定行動に影響を及ぼすことのできる企業報告実務のポイントを検討することとした。

II 投資家行動と情報ニーズ

本研究報告では、長期的視点に立った投資家行動に有用な企業報告の在り方を検討対象とするため、ファンダメンタルズ（財務状況や企業業績等の株式の本源的価値を決定付ける基礎的要因）を重視して投資行動を行う機関投資家を企業報告の想定利用者として位置付け、その情報ニーズを分析する。

機関投資家は、その名のとおり組織化された投資家であり、受託者責任を負っているため、投資先のリスクに見合うリターンを求めるといった基本的な行動特性を有する。ここでのリターンとは、財務的リターンであり、インカムゲイン（配当）とキャピタルゲイン（売却益）から構成される。企業分析や評価の手法は様々だが、その最終的な目的は、投資によって得られる財務リターンとリスクの評価に役立てることにある。

機関投資家による運用プロセスを単純化すると、ユニバースの設定、企業価値評価、ポートフォリオ構築、エンゲージメントに区分することができる。この一連のプロセスはアクティブ運用を前提としたものであり、パッシブ運用においては、個社の企業価値の評価は行われず、ポートフォリオ構築（銘柄選別）は連動対象とする投資インデックスの選定によって完結する。

投資先企業の将来財務リターンに影響を及ぼす様々な要因は、投資運用の各プロセスで考慮される。投資運用プロセスの分析や投資家へのヒアリング等を基に、長期志向の機関投資家の情報ニーズと、当該ニーズを満たす開示の特徴は、以下のとおり整理される。

長期志向の機関投資家の情報ニーズ

- ・ 企業価値の財務的価値につながる情報
- ・ 統治の質を表す情報

長期志向の機関投資家のニーズを満たす開示の特徴

- ・ 企業固有の状況を的確に表す開示
- ・ 経営者によるコミットメントを示すとともに、その進捗や成果についての評価ができる開示
- ・ 投資家の信頼を高める包括的かつ論理的な開示
- ・ 長期的視点に立った評価を可能とする開示
- ・ 効率的な情報利用を可能とする開示

Ⅲ 長期的視点に立った投資家行動における有用性を高める企業報告

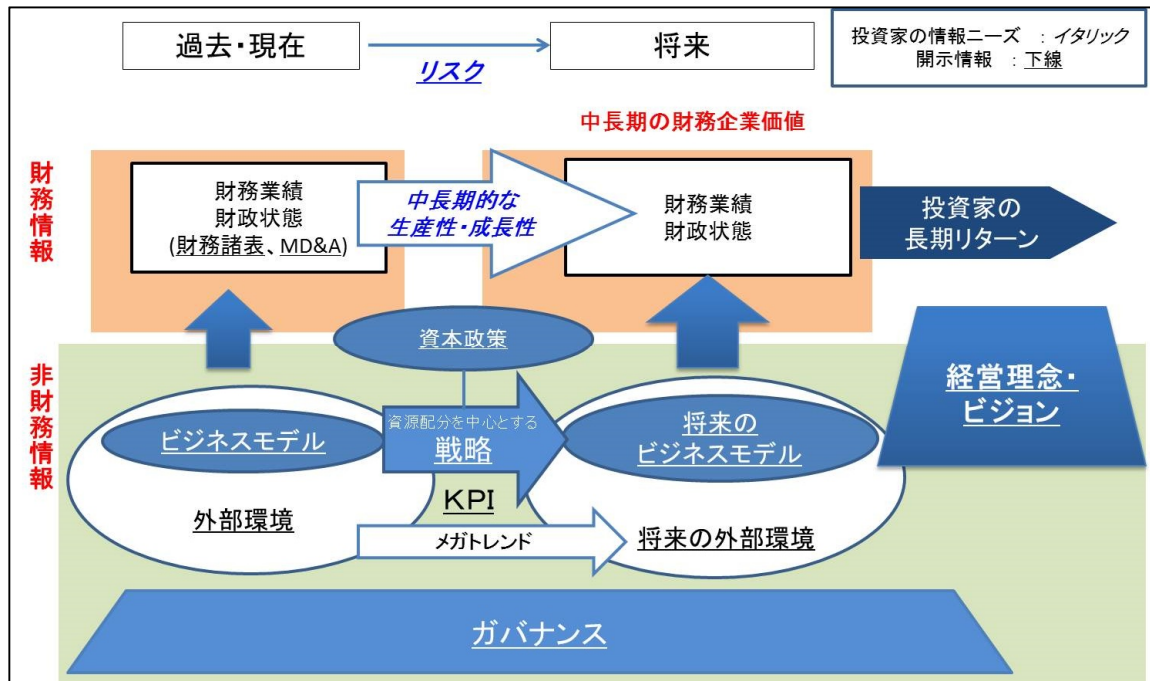
1. 長期志向の機関投資家が重視すると考えられる情報

1-1 企業価値の財務的評価につながる開示

投資家が個社の企業価値を評価する際には、現在の財務状況（資本構成を含む。）や財務業績を基礎に、将来予測やリスク評価を織り込んで将来の財務リターン予測と資本コストを決定することが不可欠である。企業報告においては、このような投資家による企業価値のプロセスを理解することが重要で、その財務的評価を可能にする非財務情報のポイントを押さえる必要がある。そのポイントは下記のとおり整理される。

- ① 生産性、成長性及びリスク評価に資する開示
- ② 企業の将来像（ビジョン、ビジネスモデル）と背景要因の提示
- ③ 現在と将来をつなぐ「戦略」（資源配分の方針及び計画）の開示
- ④ 資本政策の説明

図表 企業価値の財務的評価に有用な情報



1-2 統治の質を表す情報

長期志向の機関投資家は、企業との対話や株主行動の前提として、投資先企業の経営及び統治の質に関する情報を重視する。また、企業統治に関する企業の状況をポートフォリオ構築に反映するための体制も整備されてきている。

一連の制度改革によってコーポレートガバナンス情報の開示は充実してきているが、投資家へのヒアリング時には、依然として紋切り型の開示が多く、企業の統治構造が長期的な価値創造を実現する観点からどのように構築されているか理解できないといった課題も指摘された。投資家は「企業の統治の質が担保されていることについての確信を得たい。」と考えている。そのような観点から、以下のポイントを改善に向けた方向性として挙げた。

- ① 長期価値創造を実現する観点からの体系的な説明
- ② ビジネスモデルや戦略との整合性確保
- ③ 運用状況の報告

2. 情報の有用性を高める開示の特徴

2-1 企業固有の状況を的確に表す開示

企業の財務的価値は企業のビジネスモデルや戦略に依存する。投資家は企業の環境やビジネスモデルが多様であることを理解しており、個々の企業の状況を的確に表す

情報を欲する。

今回のヒアリングでは、企業が自主的なアニュアルレポートを活用して自社の価値創造プロセスを表現しようという機運が高まり、良い変化が生じている一方、コーポレートガバナンス、リスク、KPI（Key Performance Indicators）に関する情報開示については、企業の独自性や多様性に欠けるとの指摘があった。

本研究報告では、企業固有の状況を的確に表す開示を実現するためのポイントとして、以下の各点を挙げた。

- ① 企業のコンテキストとの結合性
- ② 重要性の判断と開示
- ③ 比較可能性との関係

2-2 経営者のコミットメントが示され、その進捗と成果が評価できる開示

中長期的な企業価値を判断するための情報として、戦略に関する情報が必要である。定性的なビジョンの開示は充実しているが、戦略目標についてのコミットメントが経営者から提示されていない事例が多い、また、戦略の進捗を理解するための情報としてのKPIに関する説明的記述の不足を指摘する声が多かった。

戦略との関係におけるKPIの意義、効果的なKPIの開示の在り方及び課題について、以下の各点が改善に向けたポイントとなる。

- ① 企業の業績及び戦略の主要な要素を反映したKPIの開示
- ② 財務的指標と非財務的指標との効果的な組合せ
- ③ 客観的かつ継続的に測定可能であること
- ④ 経営者からの背景の説明や分析及び評価結果の開示

2-3 投資家の信頼を高める包括的かつ論理的な開示

投資家は、論理的に構成された報告書、企業の全体像を表す開示を求めており、現状の企業報告について論理性や包括性について課題があるとの認識を持っている。

論理性に関しては、ビジネスモデルの背景となる環境認識についてエビデンスを伴う開示が欠落していることや、戦略方針と経営計画との関係性が不明瞭であることが指摘された。包括性については、全社の戦略や計画における位置付けが明確ではない個別のアクションやイベントだけがクローズアップされて開示されるケースも多いとの指摘があった。

開示の論理性、包括性を高めることによって投資家の信頼を高めることが重要となるが、その上で、以下の各ポイントが鍵となる。

- ① 企業活動の全体像を映し出す包括的な開示
- ② 数字による裏付け

2-4 長期的視点に立った評価を可能とする開示

長期的視点に立って企業価値を評価する上で、企業から開示される情報の時間軸も大事な要素であり、投資家の投資判断に長期的な課題を織り込めるようにする必要がある。

投資家が中長期的な評価をする上で有用な開示情報は、以下に示すような、目標や行動計画策定に当たっての前提や策定プロセスなど、経営の基本方針や意思決定に関わる情報である。

- ① 企業ビジョン及び戦略方針の開示
- ② 時間軸の明確化

2-5 効率的な情報利用を可能とする開示

現在の我が国における企業開示のうち、制度開示以外のアニュアルレポートや CSR 報告などは全て企業が自主的に行っている。自主的な開示実務においては、その構成やコンテンツは多様であり情報量もまちまちで、開示方法についても紙媒体や電子情報など様々であり、投資家による効率的な情報利用が阻害されている旨が指摘された。

幅広い投資家に共通的なニーズを考えれば、企業は主たる報告書を決定し、その中に重要情報を網羅し、特定の利用者が求める詳細情報や特定課題に関する情報については、ウェブサイト等の媒体を活用して伝達する方法が望ましい。

- ① 報告媒体の体系化
- ② 主たる報告書の要素と構成
- ③ 論理性と簡潔性

IV 効果的な企業報告を実現できる環境整備

投資家へのヒアリングでは、個々の企業実務では対応できない企業報告制度、投資家行動及び報告枠組みについての課題も指摘された。以下、指摘された課題と、効果的な企業報告を実現するための環境整備に向けた取組を提起する。

1. 企業報告制度：統合的な開示システムの必要性

今回のヒアリングでは、我が国において開示媒体（開示書類）が多すぎ、情報が分散していて、限られた時間の中で、多種多様な開示媒体から必要な情報を探し出し、拾い出していくことについての実務的な限界を指摘する声が多かった。より具体的には、会社法開示、金融商品取引法開示、証券取引所規則に基づく種々の開示が別々の書類・媒体で開示される必要はなく、一元化された年次報告書及びこれに付随する詳細な報告書に集約・体系化すべきという指摘もあった。投資家が情報を利用しやすい環境を、制度がどのように担保していくかは重要な課題である。

また、コーポレートガバナンス・コードにおいては、原則主義の考え方にに基づき、経営方針、経営戦略と資源配分、取締役会による監督等の状況といった事項の開示が要

請されているが、このような経営方針や戦略の報告を企業報告の中核として捉える考え方は、原則主義の企業報告の枠組みと整合的であり、制度開示書類において企業が重要な非財務情報を開示しやすい環境を整備していくことが重要である。すなわち、現行制度について、より柔軟な開示が可能な仕組みを検討していく必要がある。さらには、将来情報開示への訴訟リスクの低減のためのセーフハーバー・ルールについても、対応が必要かもしれない。

2. 投資家行動の変化

スチュワードシップ・コードの発行によって、これを採用する機関投資家は、企業価値を理解するための能力を高め、非財務情報を活用することについての方針と体制を整備することが求められるようになった。また、企業報告の在り方に関心を持ち、積極的に声を上げる投資家コミュニティが現れてきている。

今後、企業報告が投資家にとっての有用性を高めていくには、企業が投資家の情報ニーズを理解して報告書を作成できるようにしていく必要がある。

あわせて、投資家側からも、自ら必要とする情報や開示の在り方を提示し、問題となる開示行動について改善を促す等の積極的な行動が期待される。

企業と投資家との一対一の対話だけでなく、投資家の声を集約し、顕在化していくための取組も重要である。国内においても、機関投資家が協働する動きも見られ、このような取組が、継続的なものとなるとともに、更なる広がりを見せることを期待したい。

3. 企業報告のフレームワーク・基準整備

投資家ニーズを反映した企業報告のフレームワーク、基準が整備される必要がある。本研究報告では、投資家による意思決定行動や情報ニーズの理解に基づき効果的な開示がなされるための要件を提示した。

国際統合報告フレームワーク、IASB マネジメントコメントリー、SASB による業種別基準等、投資家向けの非財務情報開示に関する国際的なフレームワーク及び基準の整備が進展しているが、相互関係が明確でない点、重複や整合性の点で課題となる点も多い。企業が、これらの各基準やガイドラインを全て完全な形で準拠することは難しい状況にある。包括的な連携・調整に向けた取組が期待される。

投資家による利用を前提とする場合、KPI の開発は不可欠である。効果的な KPI 開示の在り方についての検討と併せて、業種や地域等における一定の収斂が必要な領域でもあるかもしれない。

はじめに

企業報告は、国際的にも我が国においても変革の時期にある。特に、我が国においては、規制緩和等による民間主体の実力発揮に向けた重要施策として、インベストメントチェーンの全体最適化に向け、資本市場を構成する企業と機関投資家両者における行動変革が進められている。英国などの諸外国においても、投資家の短期志向への問題意識は広がりを見せ、インベストメントチェーン全体のインセンティブ構造を長期志向に転換していく必要性が認識され、企業及び投資家の行動原則、そして企業報告制度に重要な変化をもたらしている。

投資家と企業を含むインベストメントチェーン全体における真に効果的な資源配分を支え、それによって、資本市場全体における持続可能な価値創造が実現されるためには、投資家と企業がその実現に向けて、対話を通じて相互理解を深めていくことが重要である。企業報告はそのための基礎となる情報を提供するという意味で、重要な役割を担う。

一方、企業も中長期視点で投資する投資家層を重視していると考えられる。我が国では、統合報告書を発行する企業が年々増加しているが、その背景には、中長期的な企業価値の説明を通じて、そのような長期志向の投資家に対する魅力を高めていくことを目指していることが想定される。

しかしながら、企業と投資家との意識ギャップも存在する。すなわち、企業は投資家による開示情報の利用が不十分だと考え、一方で、投資家は企業の開示情報の有用性に課題があると考える。本研究報告では、このようなミスマッチの存在に注目し、投資家の投資意思決定行動に影響を及ぼすことのできる企業報告実務のポイントを検討することとした。

研究に当たっては、ファンダメンタルズ（財務状況や企業業績等の株式の本源的価値を決定づける基礎的要因）を重視する長期志向の機関投資家に焦点を当て、文献調査及び投資家へのヒアリングを通じて、投資意思決定及び対話のための情報ニーズ、投資家による企業価値評価と投資家対話に有効な情報開示の在り方について検討した。投資家ヒアリングは、ブラックロック・ジャパン株式会社 江良明嗣氏、ニッセイアセットマネジメント株式会社 井口譲二氏、八並純子氏、アムンディ・ジャパン株式会社 鎌田博光氏、浦昌平氏、近江静子氏、NPO 法人 社会的責任投資フォーラム 荒井勝氏にご協力をいただいた。本研究報告の完成は各氏のご協力なくしてはあり得ず、この場を借りて御礼申し上げる。

本研究報告が今後の企業報告の発展に寄与するとともに、投資家と企業の相互理解や建設的な対話につながることを期待したい。

I. 企業報告をめぐる近年の動向と課題

1. インベストメントチェーンの全体最適化

日本経済は1980年代末のバブル崩壊後、「失われた20年」と呼ばれる長期的な経済停滞を経験した。長期デフレーションが続き、経済成長率も低迷した。さらに、2008年のリーマンショックを契機とする国際的な金融危機、そして、2011年の東日本大震災によって、我が国における経済停滞はより深刻なものとなったと言われている。

このような状況に対し、近年、我が国では、企業さらには資本市場全体の中長期的な稼ぐ力を取り戻すため、インベストメントチェーン¹の全体最適化に向け、資本市場を構成する企業と投資家双方における行動変革が進められている。

2014年1月には、資本の効率的活用や投資家を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした企業で構成される株価指数である「JPX日経インデックス400」の算出が開始され、株式市場の活性化が図られるとともに、企業側の意識改革を促した。2014年2月には、機関投資家が顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として、投資先企業の価値向上や持続的成長等を促し、中長期的な投資リターンの拡大を図るために果たすべき諸原則として日本版スチュワードシップ・コードが公表された。また、2015年6月には実効的なコーポレートガバナンスの実現に資するものとして、株主の株主総会における権利行使に係る適切な環境整備や適切な情報開示、株主の建設的な対話のため、コーポレートガバナンス・コードの適用が開始されている。

このような状況の中、企業は、現代社会において、様々な資源を利用することによって持続的に価値を創造し、経済社会の健全な発展における中心的な役割を果たす存在として、資本効率を高めることを通じて資本市場を活性化する活力の源泉となることが求められている。また、CSR(Corporate Social Responsibility)やCSV(Creating Shared Value)といった言葉に代表されるように、多様なステークホルダーのニーズ、期待及び懸念に対応し、ときに協働することによって、社会的課題を解決する価値創造アプローチが重視されるようになってきている。

一方、投資家は、年金、保険、個人投資といった形で多様な主体から財務資源を受託し、運用することを通じて、受益者に対して財務リターンを生み出す役割を担う。企業の戦略、ビジネスモデル、行動を評価し、受託した財務資源を、中長期的に生産性の高い領域に資源を配分していくことが求められる。また、その成果をモニタリングし、必要な株主行動を取り、その過程を説明するなど受託者責任を果たすことにより、経済全体の価値創造を実現していく機能を担っている。

投資家と企業が共に資本市場を活性化していく重要な役割を果たすためには、お互いがよく理解し合う必要がある。つまり、企業には投資家が行動を起こすに当たって、どの

¹ インベストメントチェーンとは、資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながりを示す。（「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（伊藤レポート）最終報告書 平成26年8月 経済産業省 P.10）

(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/kigyou-toushika.html)

ような情報を必要としているかを理解することが求められ、投資家側はどのような情報を必要としているのかを的確に伝え、その情報を基に企業を理解し責任ある行動につなげる必要がある。そのためには、企業側から提供される情報開示の質が重要になる。

2. 投資家向けの非財務情報開示に関する動向

従来、我が国の投資家向け情報開示は、有価証券報告書などの制度開示やアニュアルレポートなどの任意開示を通じて行われてきたが、その内容は財務情報を中心とした企業報告であった。しかし、前述のように投資家側が長期的な志向による投資家行動に移行することが求められてくる中、企業が将来の価値創造を実現することができるかどうかを判断できる非財務情報の重要性が高まっている。これは国際的な動きとしても注目されてきている。2013年12月には英国に本部のある国際統合報告協議会

(International Integrated Reporting Council: 以下「IIRC」という。)²が国際統合報告フレームワークを公表し、企業がどのように価値創造を実現するかを統合報告書で説明することを求めている。また、米国ではサステナビリティ会計基準審議会

(Sustainability Accounting Standard Board: 以下「SASB」という。)³が2016年4月までに10セクター79業種にわたる暫定基準を公表しており、投資家にとって重要な環境・社会・ガバナンス等に代表される非財務情報の開示に一石を投じている。

このような動きの中、海外では統合報告書の発行が制度化されている南アフリカ共和国や戦略レポートとして開示が求められている英国のように、統合報告を意識した開示が進んでいる国もあるが、多くの国は任意開示のままで、徐々に統合報告書を発行する企業が増えてきている状況である⁴。ただし、企業と機関投資家の間で統合報告書への関心は高まってきている。2016年12月に国際コーポレートガバナンスネットワーク

(International Corporate Governance Network: 以下「ICGN」という。)⁵とIIRCの共同カンファレンスが開催されたが、そこでは企業と投資家が長期的な視点に立ってコミュニケーションすることの重要性が繰り返してあり、中長期的な将来の財務的価値につながる非財務情報の開示についてもその必要性が言われている。

我が国でも任意開示にもかかわらず、統合報告書の普及が進みつつある。企業価値レポート・ラボの調査⁶によると2016年に統合報告書を発行した企業は277社

² 2010年に規制者、投資家、企業、基準設定主体、会計専門家及びNGOにより、構成された国際的な連合組織である。企業報告の次なる発展は価値創造についてのコミュニケーションにあるとして、統合報告フレームワークの策定を主な目的として設立された。

³ 2011年に米国で設立された非営利団体である。米国証券取引所の上場企業に対して、環境・社会・コーポレートガバナンス等に代表される非財務情報が有する事業への影響を認知させ、さらには、これらの情報の開示を促すことを目的として設立された。

⁴ IIRCがIntegrated Reporting Examples Databaseを公表しており、幾つかの企業の好事例を見ることができる。<http://examples.integratedreporting.org/home>

⁵ 1995年に設立された非営利会員制組織である。より良い資本市場の発展のために、効果的なコーポレートガバナンス基準と投資家のスチュワードシップを後押しすることを目的として設立された。

⁶ 企業価値レポート・ラボでは、編集方針等において、統合レポートであることや財務・非財務情報を包括的に記載している等の統合報告を意識したと思われる表現があるレポートを、自己表明型統合レポートとしてカウントしている。<http://cvrl-net.com/archive/index.html#report>

(2017年2月7日更新時点)に上り、毎年かなりのペースで増加している。また、日本 IR 協議会の調査によれば、多くの日本企業が長期的視点に立って投資する株主層を拡大するための活動を活発化しているとの結果⁷が出ており、企業側にも、長期志向の投資家との良好な関係を築いていきたいというニーズが確認できる。

3. 投資家行動に有用な企業報告を実現する必要性

インベストメントチェーンにおける企業と投資家の役割の重要性を鑑みると、双方の対話を通じて相互理解を深めていくことは重要である。企業報告は、そのための基礎となる情報を提供する基本的な役割を担う。

前述のように、企業側も投資家側も中長期的な視点を意識した場合、企業報告における非財務情報の開示の重要性については共通認識として持っていると考えられる。しかし、統合報告を含む非財務情報の開示実務には課題も多い。

一般社団法人日本 IR 協議会が実施した第 24 回「IR 活動の実態調査」⁸によれば、企業が認識する非財務情報開示の課題として、「非財務情報を企業価値と結び付けて開示・説明すること」55.9%、「財務諸表に表れない情報である非財務情報を投資家に理解してもらえるように説明すること」40.3%、「本業のビジネスと ESG 情報を関連付けること」30.8%が上位 3 項目に挙げられており、企業が投資家に理解される形で企業価値と結び付けて非財務情報を開示することに苦心していることが明らかになっている。また、一般社団法人生命保険協会の平成 28 年度調査⁹によれば、投資家は中期経営計画の内容充実に向けて改善するべきものとして、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」58.1%、「事業環境や見通しに関する分析を踏まえた戦略の策定」53.8%を上位に挙げており、「経営陣が自社の強みや経済・社会の構造変化を踏まえ、中長期的にどのような価値創造を行おうとしているかについて」の説明を求め、「企業の取り組みに対して更なる改善の余地があると捉えている」と指摘されている。これは、企業側が重視して開示しようとしている情報が、実は投資家から見るとまだまだ不十分であることを意味している。

このように、企業側も投資家側も、中長期的な企業価値を報告するために非財務情報が重要であることについての認識を共有しており、その開示の在り方を模索しているものと考えられる。そこで、本研究報告では、長期的視点での投資家行動に有用な企業報告の在り方について、投資家の行動特性や企業価値評価、さらには彼らの情報ニーズについての検討を深めた上で、非財務情報に焦点を当てて整理することとする。

⁷ 日本 IR 協議会が 2016 年に実施した IR 優良企業賞応募企業 258 社に対するアンケート調査結果では、83.7%が中長期的な視点で投資する株主層を拡大するための活動を活発化している。

(https://www.jira.or.jp/download/newsrelease_20161012.pdf)

⁸ 一般社団法人日本 IR 協議会 第 24 回「IR 活動の実態調査」

(<https://www.jira.or.jp/download/gaiyou2017.pdf>)

⁹ 一般社団法人生命保険協会[2017]「平成 28 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/2016/pdf/20170321_3.pdf)

そのために、Ⅱにおいてまずは本研究報告の対象とする投資家を特定し、その投資家の投資意思決定プロセスと情報ニーズを理解し、その上で、Ⅲにおいて、投資家行動における有用性を高める企業報告の在り方について考察する。そして、Ⅳにおいて、このような効果的な企業報告を実現するために、どのような環境整備を行う必要があるのかについて検討する。

II 投資家行動と情報ニーズ

本研究報告のテーマは、投資家が長期的視点に立った投資行動を取るための企業価値評価を可能とする観点から、企業と投資家との対話の基礎となる企業報告の在り方を検討することである。そのためには、投資家、特に長期志向の投資家の情報ニーズを理解することが欠かせない。そして、投資家が、どのような情報を必要とするかは、その情報を用いる目的が何か、その情報をどのように利用し、どのような行動につなげることを目的とするかに依存する。

そこで、本章においては、本研究報告において想定する投資家像を提示した上で、投資家の基本的な行動特性、特に企業価値の評価とエンゲージメントに焦点を当てることによって、投資家の基本的な情報ニーズを探る。

1. 本研究報告において利用者として想定する投資家

(1) 我が国の資本市場における投資家構成

まず、現状の我が国における資本市場の主要な参加者を理解するため、東京証券取引所の状況について確認する。日本取引所グループの調査結果¹⁰によれば、2015年度の投資部門別株式保有状況は図表1のとおりである。

図表1 投資部門別株式保有状況

2015年度	億円	%
外国法人等	1,544,579	29.8
金融機関	1,445,078	27.9
(信託銀行)	(974,387)	(18.8)
(生命保険会社)	(178,477)	(3.4)
(損害保険会社)	(64,975)	(1.3)
(都銀・地銀等)	(190,798)	(3.7)
(その他)	(36,441)	(0.7)
事業法人等	1,173,941	22.6
個人・その他	907,703	17.5
その他	114,484	2.2
合計	5,185,985	100.0

() は内数

出典：「2015年度株式分布状況調査の調査結果について〈要約版〉(2016年6月20日)」資料集の表3から作成

¹⁰ 東京証券取引所[2016]「2015年度株式分布状況調査の調査結果について〈要約版〉(2016年6月20日)」
(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000001q8j8-att/j-bunpu2015.pdf>)

外国法人等が 154 兆円 (29.8%)、金融機関 144 兆円 (27.9%)、事業法人等 117 兆円 (22.6%) となっており、これらで市場全体の約 8 割を占めていることが分かる。

ただし、外国法人等には機関投資家のほか、事業法人等が含まれており、また、金融機関には政策保有目的株式など、運用収益の最大化を直接の目的としない保有分が含まれていると考えられることから、この情報のみでは投資家の属性を推定することはできない。

この点、「株式所有構造と統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」(宮島英昭、保田隆明)¹¹において、機関別保有比率の平均と標準偏差について分析結果が示されている(図表 2)。

図表 2 機関投資家別保有比率の平均と標準偏差¹²

年度	海外機関投資家		国内機関投資家		銀行・保険会社	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
1988	3.1%	3.4%	3.9%	3.7%	12.7%	8.8%
1993	5.3%	5.4%	5.6%	3.7%	12.6%	8.8%
1998	6.1%	6.9%	4.9%	4.0%	10.6%	8.2%
2003	9.4%	9.8%	7.3%	5.0%	6.2%	6.9%
2008	11.8%	10.6%	7.1%	5.1%	4.9%	6.2%

出典：「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」(宮島英昭、保田隆明) 表 2 から作成

同論文は、我が国における上場企業の所有構造の変化の特徴について、1990 年代半ばまでは、金融機関・事業法人により安定株主が優位であったが、1997 年の銀行危機及びそれに続く 2001 年の「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」の影響により、企業・銀行間の株式持ち合い解消が進み、その受け皿として、海外の機関投資家が増加したことを指摘している。また、2001 年に年金資金運用基金(現、年金積立金管理運用独立行政法人(以下「GPIF」という。))が設立され、国内株式への運用が本格化したこともあり、年金基金を資金的基盤とする国内機関投資家による所有割合も増加したと分析している。このことから、我が国の資本市場において、国内外の機関投資家の割合が増加傾向にあると言える。

¹¹ 財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー平成 27 年第 1 号(通巻第 121 号)

(http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/fr121.htm#01)

¹² 宮島英昭、保田隆明[2015]「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」表 2 より、5 年ごとのデータを引用している。なお、表中のデータについては、各社の公表する株式保有主体別分布のデータ、大株主データに加え、企業間の相互保有関係を識別したデータベースの組合せにより、海外機関投資家、国内機関投資家、金融機関(銀行・保険会社)の所有構造について、より厳密な判定が行われている。

(2) 我が国における近年の政策動向

2014年2月27日、「責任ある機関投資家」の諸原則（以下「日本版スチュワードシップ・コード」という。）が公表された。本コードは、機関投資家に対して、投資先企業との目的を持った対話を行い、企業価値の向上と持続的な成長を促すことを通じて、中長期的なリターンの拡大を図る責任の受入れを求めるものである。2016年12月27日現在、214の機関投資家が本コードの受入れを表明しており、我が国の資本市場に参加する多くの機関投資家がコードの趣旨に賛同している¹³。

また、世界では1,591の機関投資家、日本でも50の機関投資家が国連責任投資原則に署名しており、2015年9月16日には、世界最大の機関投資家であるGPIFが国連責任投資原則の署名機関となっている¹⁴。

このような一連の動向は、投資家のスチュワードシップ行動を發揮させることについての我が国における政策方針と整合的なものであるとともに、多くの機関投資家が実際に行動を起こしつつあることでもあり、投資家の意識が変化してきていることの傍証である。

本来、年金基金等のアセットオーナーが保有する資金は、受益者の利益となるよう長期的、持続的な給付を確保すべき性質のものであり、アセットマネジャーの受託者責任は、長期的なリターンが最大となるよう資金運用を行うことであると言える。しかし、短期志向化した資本市場は、長期リスクマネーの供給源たり得ない。投資コミュニティの短期志向化は、企業が長期的な戦略を策定、実行する際の阻害要因となるからである。この弊害を除くためには、投資家が、ファンダメンタルズ（財務状況や企業業績等の株式の本源的価値を決定付ける基礎的要因）を重視し、企業の将来性を評価して投資を行うという本来の姿に回帰することが必要であり、そうすることで、投資家はその責務をより良く果たすことができる。すなわち、我が国における政策は、投資家に対して、資本市場全体の長期的な生産性を高める観点から、ファンダメンタルズに基づき、企業の本源的価値を評価して、長期的視点に立った投資行動を取ることを促しているのである。

健全な資本市場においては、価値を創造する主体となる企業に対して迅速、効果的に資源が配分されることになるとともに、投資家には、企業の戦略の有効性や信頼性を

¹³ 金融庁ウェブサイトに掲載の日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト (<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.html>) より確認。スチュワードシップ・コードでは、機関投資家のうち、資金の運用等を受託し、自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家（アセットマネジャー）」には、投資先企業との建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値向上に寄与することが、資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家（アセットオーナー）」には、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、又は委託先であるアセットマネジャーの行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待されるとしている。

¹⁴ Principles for Responsible Investment ウェブサイトの Signatory Directory において、署名機関の数が公表されている (<https://www.unpri.org/directory/>)。国連責任投資原則は、環境・社会・ガバナンス課題と投資の関係性を理解し、投資家がこれらの課題を投資の意思決定や株主としての行動に組み込む際に実践すべき六つの原則を示しており、安定的で持続可能な金融システム構築に寄与するフレームワークを提供することを通じて、持続可能性の問題が及ぼす影響を是正することを目的としている。

評価し、遂行状況、進捗及び成果をモニタリングすることが求められる。こうした投資家側の姿勢と行動は、企業側に対して長期的観点からの価値創造に取り組むインセンティブを与えることにつながる。本研究報告における検討は、このような長期視点からの機関投資家行動を実務面で支えることによって、資本市場全体の長期的な生産性向上につながる企業報告の在り方を探ることを意図している。

(3) 本研究報告において利用者として想定する投資家

本研究報告では、長期的視点に立った投資家行動に有用な企業報告の在り方を検討対象とするが、そのような投資家行動を取る主体として、ファンダメンタルズを重視して投資行動を行う機関投資家を想定する。ファンダメンタルズを重視して投資を行う投資家は、現時点での財務的価値や短期的なリスク・リターンだけでなく、中長期的なリスク・リターンも含めて企業価値が形成されることを前提としているはずであり、まさに長期志向の投資家¹⁵であると言えよう。もちろん、ときに市場は完全ではないので、企業と投資家との間で情報の非対称性が存在することや、インベストメントチェーン内の分業に起因する短期的なインセンティブの存在によって、ファンダメンタルズを重視する投資家が長期的視点に立った投資行動が取れない状況にあることはケイ・レビュー等で指摘されているとおりである。本研究報告では、そのような投資家が本来取るべき長期的視点に立った行動を取れるようサポートすることのできる企業報告を実現する観点から、彼らの情報ニーズに焦点を当てて検討を進める。

なお、ここで企業報告の利用者としてファンダメンタルズを重視する機関投資家に焦点を当てることは、個人投資家その他の投資家を軽視することを意図したものではないことを強調したい。個人投資家の中にも、企業の本源的価値を重視する投資家は多数存在すると考えられる。本研究報告において機関投資家に焦点を当てる理由は、上記のように我が国の資本市場において相対的な存在感が高まりつつある状況があること、加えて、機関投資家は組織として投資行動を取るため、投資意思決定に関する体制及びプロセスが比較的把握しやすいこと、及び、企業情報の収集・分析能力にも優れることから、企業が開示する情報へのニーズを分析する意義も大きいと考えられることにある。

2. 機関投資家の行動特性と企業価値評価

次に、機関投資家の基本的な行動特性と、それが投資家による企業価値評価に及ぼす影響を検討する。以下では、機関投資家一般に共通的な要素を確認するとともに、投資家行動に重要な影響を及ぼす運用スタイルと運用プロセスの観点から投資家の特徴を明らかにする。

¹⁵ 本研究報告における「長期志向の投資家」は、株式の長期保有を前提とする投資家を想定しているものではない。本研究報告では、長期的視点で投資判断及びそのための企業評価を実践する投資家を長期志向の投資家として位置付けている。例えば、投資家が中長期的な企業価値を大きく毀損させる情報に直面した場合に、当該企業の株式を短い期間で売却するという判断は、長期的視点に立った投資行動として合理的であると考えられる。

(1) 機関投資家の基本的性格

機関投資家は、その名のとおりに組織化された投資家であり、資金保有者（アセットオーナー）と資金運用者（アセットマネジャー）に分類される¹⁶。機関投資家は他者（受益者）から受託した資産を運用することによるリターンを最大化する責任、すなわち受託者責任を負っている。そのため、機関投資家は、投資先のリスクに見合うリターンを求めるといった基本的な行動特性を有する。ここでのリターンとは、財務的リターンであり、インカムゲイン（配当）とキャピタルゲイン（売却益）から構成される。企業分析や評価の手法は様々だが、その最終的な目的は、投資によって得られる財務リターンとリスクの評価に役立てることにある。

(2) 投資運用スタイル

アセットマネジャーの運用する資金の多くはアセットオーナーから受託したものであるが、アセットオーナーの信頼を獲得するためには、独自の運用スタイルと運用プロセスにより、良好な運用成績を残さなければならない。運用スタイルと運用プロセスはアセットマネジャーの差別化要因であり、裏を返せば、これらの要素が投資家の個性を特徴付けるものであると言える。

投資家の運用スタイルは、アクティブ運用とパッシブ運用とに大別できる。

アクティブ運用は、運用指標とされるベンチマーク（日経平均株価やTOPIX等）を上回る運用成果を目指す手法である。個別企業について詳細な調査及び分析を行い、その企業価値を評価することを通じて投資判断を行う。アクティブ運用では、市場の非効率性に着目し、市場平均を上回る超過収益の獲得を目指す。

一方、パッシブ運用は、運用指標とされるベンチマークに連動する運用成果を目指す手法である。基本的には、個別企業の詳細な調査・分析は行わず、TOPIX等の市場インデックスに連動した形で運用される。アクティブ運用との比較においては、個社の調査・分析を原則として行わないこと、売買回転率の低さもあって、取引コストが低いという特徴がある。

さらに、アクティブ運用を細分化すると、グロース運用とバリュー運用に分類できる¹⁷。グロース運用の投資家は、市場平均を上回る成長率が期待できる銘柄に投資を行うため、中長期的にキャッシュフローを生み出す企業の能力に関心が高く、長期的な戦

¹⁶ Serdar Çelik, Mats Isaksson [2014] “Institutional investors and ownership engagement” OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2 (<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Institutional-investors-ownership-engagement.pdf>)

¹⁷ グロース運用（成長株投資）とは、企業収益の成長性等に主眼をおいて選定された株式を投資の対象とする運用手法。製品競争力、商品開発力、業態等から見て、当該株式発行会社の一株当たり利益が伸びると予想される銘柄に投資する運用手法である。バリュー運用（割安株投資）とは、企業の利益や資産額などの一定の基準に対して割安な（過小評価されている）株式に投資する手法。PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）の低いもの、配当利回りの高いものなどが代表的な選択基準である。（企業年金連合会ウェブサイト「用語集」より）
(<https://www.pfa.or.jp/yogoshu/>)

略や競争力の源泉を理解しようとする。本源的な企業価値は株価のように短期では変動しないと考えており、5年から10年の業績予想を行う。コーポレートファイナンスの理論に基づいて思考しており、企業価値を将来フリー・キャッシュフローの割引現在価値と捉えている。バリュウ運用の投資家は、企業価値評価の結果に比べて株価が割安な銘柄に投資するため、バリュエーション（PER など、上場会社の株価が割安か割高かを判断する指標）の変化に影響を与えるニュースや短期的な業績変動に関心が向きやすく、業績予想は2年程度である。

このような運用スタイルの違いにより、必要とする情報の質と量は大きく異なるため、効率的なコミュニケーションのためには、対話の相手となる投資家の運用スタイルを理解することも重要である。

(3) 投資運用プロセス

機関投資家による運用プロセスを単純化すると、ユニバースの設定、企業価値評価、ポートフォリオ構築、エンゲージメントに区分することができる。図表3はこの運用プロセスの流れを表すものである。この一連のプロセスはアクティブ運用を前提としたものであり、パッシブ運用においては、個社の企業価値の評価は行われず、ポートフォリオ構築（銘柄選別）は連動対象とする投資インデックスの選定によって完結する。なお、近年、ファクター投資においては、時価総額以外の特定のファクターを反映して開発されたインデックスを参照することによってポートフォリオを構築する、ファクター投資やスマート・ベータと呼ばれる運用が広がりつつある¹⁸。

¹⁸ グローバルに見ると、現在はアクティブ運用が主流であるが、パッシブ運用が増加する見通しとされている。パッシブ運用における運用パフォーマンスを向上させるための手段として、ファクター投資の活用が進みつつある。このファクター投資をパッシブ運用と区別して「第三の道」と呼ぶ場合もある。

参考：PwC [2014] “Asset management 2020 - A Brave New World” (<http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/archive/assets/pdf/asset-management-2020-a-brave-new-world1407.pdf>)

図表 3：投資運用プロセスの流れ

手順	プロセス	内容	アクティブ運用	パッシブ運用
1	ユニバースの設定	全銘柄から投資対象とする銘柄の候補群を選定し、詳細分析の対象を絞り込む。	○	△
2	企業価値評価	個々の銘柄の企業価値を評価する。	○	×
3	ポートフォリオ構築	投資ユニバースから、投資先企業を選別する。	○	△
4	エンゲージメント	投資先との対話を行い、企業価値向上を目的として、議決権の行使や株主提案等を行う。	○	○

○：関連性が高い、△関連性がある、×：関連性が低い。

以下、各プロセスについて概説する。

① ユニバースの設定

まず、運用スタイルや運用戦略を反映するため、投資対象とする銘柄の候補群である投資ユニバースを設定する。ユニバースの設定に当たっては、あらかじめ決められた基準で除外又は組入れを決定するスクリーニングと、ポートフォリオマネジャー等の協議というプロセスを経ることが一般的である。

スクリーニング基準には、財務的要因だけでなく、非財務的要因が反映されることも多い。非財務的要因に関する基準は特にファンドの運用戦略を反映するものであり、例えば、事業基盤や参入障壁、市場における占有率や価格決定力など多様である。また、非財務要因の中で特に ESG 要因を積極的に考慮する取組も広がりつつあるが、そのための手法としてスクリーニング基準に ESG 要因を組み込むことも増えている¹⁹。投資家へのインタビューでは、ESG 要因は予測将来キャッシュフローへの影響を考慮しにくいことも多いことから、特に、リスク面との関係性を重視し、専門アナリストによる分析結果を基に一定のスクリーニング基準を設定することによって、ESG 要因をポートフォリオ構築に反映させる実務が存在することが確認された。

¹⁹ 国連責任投資原則（PRI）が公表した資本性金融商品投資における ESG インテグレーションの実務ガイド（A PRACTICAL GUIDE TO ESG INTEGRATION FOR EQUITY INVESTING）によれば、ESG インテグレーションを投資分析や投資判断において組織的又は系統的に組み込むものと定義しており、テーマ投資、スクリーニング、投資判断への ESG 要素の組み込みの三つが、責任投資を実行するための方法であるとされている。ESG 要素を加味したスマート・ベータを開発し、これによるスクリーニングを行っている事例も取り上げられている。

(https://www.unpri.org/download_report/22600)

② 企業価値評価

企業価値評価プロセスでは、投資先決定及び売買の判断を行うため、個別企業の価値評価が行われる。

企業価値評価は、運用成績に直接的な影響を及ぼし、また、多くの時間を費やす作業であることから、運用プロセスの中でも特に重要な業務である。しかも、完全な情報がなく、不確実性に対処しなければならない状況においては、仮説の設定と検証を繰り返すことにより、変化に応じて判断を修正し、迅速に行動することが求められることから、評価は継続的に見直される。

ここでは代表的な企業価値評価の手法として、DCF 法（割引キャッシュフロー法）と残余利益法を取り上げる。なお、実際の企業価値評価実務においては、将来キャッシュフローではなく、段階利益や一株当たり利益（EPS）が用いられるなど、以下の方法から派生したアプローチが取られる。

ア. DCF 法（Discounted Cash Flow 法）

DCF 法は、企業が将来生み出すフリー・キャッシュフロー（FCF）を資本コストで割引くことによって企業価値を算定する方法である。以下の計算式により算定される。

企業価値 = (予測期間の期待 FCF 合計 / $1 + WACC$) + 継続価値

加重平均資本コスト (WACC) = 負債比率 × 負債コスト + 株式比率 × 株主資本コスト

株主資本コスト = リスクフリーレート + β × マーケットリスクプレミアム

継続価値 = 予測期間最終年度の FCF / ($WACC - FCF$ 成長率)

将来 FCF = 予想 EBIT × 非現金支出費用 - 投資差額 - 運転資本増減額

この DCF 法では、将来の FCF を見積もることになるが、適切な企業価値評価のためには、予測期間内における予測の精度を向上させることが重要であることから、投資家は予測の基礎となる経営計画への関心が高いと考えられる。

また、資本コストも DCF 法の結果に重要な影響を与える要素である。資本コストは、加重平均資本コストに個別リスクプレミアムを上乗せして決定されるが、加重平均資本コストは主として企業外部の情報源から入手した情報に基づき決定されるため、企業情報開示の観点からは、投資家が認識するリスクプレミアムについて、影響を及ぼす情報は何かという点が重要である。

イ. 残余利益法

残余利益法は、貸借対照表上の自己資本と将来の残余利益（純利益から資本コストを控除した残額を割り引いた金額）を合計して、企業価値を算定する方法であり、以下の計算式により算定される。

企業価値＝株主資本簿価

$$+ (\text{当期純利益} - \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本簿価}) / (1 + \text{株主資本コスト})$$

残余利益法においては、期間損益が割引対象となるが、一般的に、キャッシュフローよりも期間損益の方が変動性は小さいため、予測の精度も高いと考えられる。また、予測可能期間を超えた期間の利益を予測するのではなく、資本コスト控除後の残余利益を予測するため、予測可能期間外に帰属する価値の相対的な比率が小さく、DCF法で継続価値を算定する場合と比較して、予測の精度は高くなると考えられる。

③ ポートフォリオ構築

アクティブ運用においては企業価値の評価結果を基礎に、投資ユニバースから銘柄を選別し、ポートフォリオを構築する。一方、パッシブ運用においては、投資インデックスに連動させることを目的に、インデックスを構成する株式（又は代表的な株式）を選別し、ポートフォリオを構築する。運用者は、ファンドの運用目的を達成することを主眼に、多くの銘柄を組み合わせることによって、リスクを低減しつつ、リターンを最大化するようポートフォリオを構成する。

② エンゲージメント

エンゲージメントは、欧州では最近10年ほどの間に実務が進展してきたが、我が国においては、日本版スチュワードシップ・コードの発行以降、急速に普及が進みつつある。

前述したとおり、日本版スチュワードシップ・コードでは、アセットオーナーに対し、アセットマネジャーの行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待されている²⁰。また、インベストメントチェーン改革の観点からは、アセットオーナーがアセットマネジャーに対し、投資先企業に対するエンゲージメントの奨励、長期思考の投資、ショートターミズム排除の運営方針を求めるよう行動することが期待されている²¹。

また、アセットマネジャーには、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待されており、実効性のある適切なスチュワードシップ活動により、最終的な顧客・受益者（アセットオーナー）の中長期的な投資リターンの拡大を目指すことが求められている²²。実際に、日本版スチュワードシップ・コード導入後、経営戦略・中期的視野に立った質問、ESGに関する質

²⁰ 日本版スチュワードシップ・コード第7項

²¹ 前出脚注1、伊藤レポートP.65

²² 前出脚注19

間、資本効率・資本政策に関する質問が増えており、このような傾向は企業側からポジティブな評価を受けている²³。エンゲージメントの目的は、企業に対する理解を深め、投資評価に役立てることにとどまらず、対話を通じ、企業に対して間接的に影響を及ぼすことにより、企業行動を改善させることも含まれる。本研究報告における投資家へのヒアリングにおいても、運用者の判断で銘柄売買をすることのできないパッシブ運用の比率が高まる状況において、企業とのエンゲージメントを通じて企業価値向上を図る意図が強まりつつあることが確認された。

3. 投資家行動における非財務要因の反映

投資先企業の将来財務リターンに影響を及ぼす様々な要因は、投資運用の各プロセスにおいて考慮される。本研究報告における投資家へのヒアリングにおいても、投資家ごとにアプローチや力点の置き方に違いはあるものの、非財務要因の考慮についてユニバース設定を前提としたスクリーニングの段階、将来キャッシュフロー予測や資本コスト評価等の企業価値評価の段階、企業経営者との対話や議決権等の株主権行使の段階のそれぞれにおいて、非財務要因を考慮するための工夫が施されていることが確認された。

ここで、企業価値の非財務要因を投資家行動に反映する第一の局面は、スクリーニングや企業価値評価等の投資意思決定を目的とした各プロセスにおいて非財務要因を考慮する局面である。第二の局面は、投資先企業の組織の統治構造や経営上の長期的課題への対処について、企業と対話を重ね、必要に応じて株主提案、取締役の選解任といった株主行動を取るエンゲージメントの局面である。

そして、投資家は、これらの両局面において、以下の二つの視点から企業を評価する。

(1) 企業の財務的価値への影響を考慮する視点

将来の財務業績や資本コストといった企業の財務的価値への影響を考慮する視点は、上記のポートフォリオ構築に至る過程で特に重視されるが、投資家は継続してポートフォリオの見直しを行っており、投資先企業の経営課題への対処や戦略の進展や変更といった各局面においても、企業の財務的価値への影響は常に考慮される。

(2) 統治の質を理解し、評価する視点

一方、統治の質を理解し、評価する視点は、特に、企業とのエンゲージメントや株主行動において特に重視され、実際の議決権行使行動に影響を及ぼす。加えて、近年、運用プロセスにおけるスクリーニングの基準にコーポレートガバナンスに関する要件を組み込む傾向が強まっている。また、本研究報告の投資家ヒアリングでも、運用者は銘柄選別の際に、投資先候補となる企業の経営及び統治の質を考慮するようになっており、運用機関は、ファンドマネジャーが ESG 等の経営及び統治の質に関する企業の状

²³ 年金積立金管理運用独立行政法人[2016]機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果 (http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/summary_report_of_stewardship_activities.pdf)

況を円滑に理解し、ポートフォリオ構築に反映できるよう、調査、分析及び情報提供に関する体制を整備してきている。

4. 長期志向の機関投資家の情報ニーズ

このような投資家による企業評価の視点を考慮すると、長期志向の機関投資家の情報ニーズは、「企業価値の財務的価値につながる情報」と「統治の質を表す情報」に集約できると考えられる。

前述の機関投資家による行動特性、運用プロセス及び情報利用を考慮しつつ、本研究报告における投資家へのヒアリング結果を踏まえ、長期志向の機関投資家のニーズを満たす開示の特徴について、以下のとおり整理した。

(1) 企業固有の状況を的確に表す開示

長期志向の投資家は、個々の企業の環境、経営資源、事業を理解して企業の財務的価値を評価する。また、投資先企業の価値を高めることを目的にエンゲージメントをする。こうした投資家行動を前提とすれば、企業報告は、紋切型の一律の開示ではなく、企業固有の状況を反映し、そのビジネスモデルや戦略、経営課題やリスクの状況が的確に表された開示であるべきであると言える。

(2) 経営者によるコミットメントを示すとともに、その進捗や成果についての評価ができる開示

企業と投資家とのエンゲージメントが重視される状況にあつては、企業が何を指すのか、課題は何かについての共通理解を得ることが重要となる。また、企業価値を評価し、投資行動に反映する観点からは、投資家は経営者によるコミットメントが、どのように、どの程度達成されたのか、どのような成果が実現されたかについての理解を必要とする。

(3) 投資家の信頼を高める包括的かつ論理的な開示

機関投資家は、自らが受託した資金を受益者に代わって運用する責任を負う。投資行動についての判断に影響を及ぼす情報には、高い信頼性が要求される。信頼性の観点から情報が正確であることも重要であるが、特に非財務要因については、論理的な開示となっていること、企業の全体像を表す包括的な開示となっていることについて、特に投資家からの要請が高い。

(4) 長期的視点に立った評価を可能とする開示

長期的視点に立った投資行動を実現するには、その前提として、開示情報が長期的視点に立った企業価値評価を可能とするものである必要がある。

(5) 効率的な情報利用を可能とする開示

アクティブ運用においては、広範な銘柄からユニバースを設定し、企業価値を評価し、ポートフォリオを形成するが、企業価値の評価に十分な時間を割く必要がある。個々の企業価値を評価しないパッシブ運用にあつては、個社評価は行われませんが、インデックスの対象となる企業の数膨大であり、投資先企業とのエンゲージメントの際に入手、理解すべき情報も膨大となる。投資家が、効果的に情報利用し、投資家行動に結びつけるようにするためには、個社の情報を効率的に利用することのできる環境が整っている必要がある。

本章では、長期志向の機関投資家を想定利用者と位置付けた場合の投資家の行動特性に光を当てつつ、その情報ニーズを導出した。以上の情報ニーズを踏まえ、次章では、長期志向の機関投資家にとって有用性の高い企業報告の在り方についての検討を深める。

Ⅲ 長期的視点に立った投資家行動における有用性を高める企業報告

本章では、機関投資家が長期的視点に立った投資家行動を取るに当たって、有用性の高い情報を提供し得る企業報告の在り方について考察する。

前章では、長期志向の機関投資家が特に重視すると考えられる情報を、以下のとおり整理した。

長期志向の機関投資家が重視すると考えられる情報

- | | |
|-----|-------------------|
| 1-1 | 企業価値の財務的評価につながる情報 |
| 1-2 | 統治の質を表す情報 |

また、そのような情報が投資家行動にとっての有用性を高めるために満たすべき開示の特徴について以下の各点を提示した。

情報の有用性を高める開示の特徴

- | | |
|-----|---------------------------------|
| 2-1 | 企業固有の状況を的確に表す開示 |
| 2-2 | 経営者のコミットメントが示され、その進捗と成果が評価できる開示 |
| 2-3 | 投資家の信頼を高める包括的かつ論理的な開示 |
| 2-4 | 長期的視点に立った評価を可能とする開示 |
| 2-5 | 効率的な情報利用を可能とする開示 |

以下、上記の各点について、文献調査結果及び投資家へのヒアリング結果を基に現状開示実務に対する投資家側が認識する課題認識を紹介し、有用な企業報告が実現されるための要点を整理する。

1. 長期志向の機関投資家が重視すると考えられる情報

1-1 企業価値の財務的評価につながる情報

(1) 現状の開示実務における課題

投資家は、投資により期待される将来の財務リターンが、投下資金に要求される資本コストを上回らなければ投資対象とはしない。投資家が個社の企業価値を評価する際には、将来の財務リターン予測と資本コストの決定が基礎となる。これらの評価は、現在の財務状況（資本構成を含む。）や財務業績が基礎となるが、将来予測やリスク評価が不可欠である。そのため、投資家は、企業が開示する戦略、経営計画、リスク情報、ESG 情報等の非財務情報を利用する²⁴。

本研究報告における投資家へのヒアリングでは、「アニュアルレポートの開示からは、

²⁴ 投資家は、評価対象となる企業から開示される情報だけでなく、様々な情報源から入手可能な情報を活用するが、ここでは企業報告の検討のため、企業が開示する情報に焦点を当てて説明している。

どのような投資家層をターゲットにしているのか、読み取れないことが多い。」、「そもそも投資家を想定ユーザーと捉えていないのではないか。」といった声が聞かれ、現行の実務においては、投資家の必要とする形での情報開示に至っていないと感じていることが伺われた。中長期戦略、資源配分、戦略の進捗は、説明が弱い部分である、との具体的な指摘もあった。

(2) 改善に向けた方向性

企業が開示する情報が投資家の意思決定行動に影響を及ぼすためには、当該情報が投資家による企業価値の財務的評価に反映可能な情報となっている必要がある。そのための前提として、投資家による企業価値評価アプローチを理解していることが重要であり、本研究報告における想定利用者と設定したファンダメンタルズを重視する投資家が使用する企業価値評価の主たる方法として、前章で説明した DCF（割引キャッシュフロー）法と残余利益法（及び割引配当モデル）を再掲する。

DCF（割引キャッシュフロー）法	将来のフリー・キャッシュフロー（FCF）を資本コストで割り引いて企業価値を算定する方法
残余利益法	貸借対照表上の自己資本と将来の残余利益（純利益から資本コストを控除した残額を割り引いた金額）を合計して、企業価値を算定する方法

上記いずれの方法においても、将来にわたる財務リターンと資本コストが鍵となる。将来の財務は収益性と生産性によって、資本コストはリスクによって決定付けられる。

① 生産性、成長性及びリスク評価に資する開示

将来にわたって期待される財務リターンを評価する上では、中長期の業績予測が基礎となるが、その際に重要となる視点は企業の生産性と成長性である²⁵。生産性は、企業が経営資源を活用して、どれだけ効率良く利益を生み出すことができるかを表す。資本生産性は、収益性、回転率及びレバレッジに分解できる。一方、財務的観点からの成長性は、企業がどれだけ売上や利益といった財務業績を成長させることができるかを表す。長期的に資本生産性を高めていくことによって、高い成長性がもたらされる。

また、DCF 法と残余利益法のいずれにおいても投資家が要求する資本コストが考慮されるが、資本コストには投資先企業のリスクが影響を及ぼす。資本コストを計算する際の代表的なモデルとして、W. Sharpe が提示した資本資産評価モデル（Capital Asset Pricing Model : CAPM）がある。

²⁵ 前出脚注 1、伊藤レポート P. 89 「……これら投資評価手法では、アナリストは中長期の業績予想を行う必要がある。そうでなければ企業価値は算出できず、妥当な株価（フェアバリュー）も算定できない。」

$$\text{資本コスト} = \text{リスクフリーレート} + \beta \text{ (ベータ)} \times \text{リスクプレミアム}$$

ここで、 β (ベータ) は個別株式についてシステマティック・リスクの相対的な尺度を表し、株式市場全体の株式利回りと個別企業の株式利回りの相関関係を示す。リスクの大きい企業ほど大きくなる。リスクプレミアムは株式利回りとリスクフリーレートとの差を表す。

経営には不確実性を伴うものであり、投資家は、事業の不確実性 (リスク) を企業価値評価に折り込む。投資家による企業価値評価に当たっては、企業の中長期的なリスクを評価できる情報が開示されることが重要である。

② 企業の将来像 (ビジョン、ビジネスモデル) の提示

企業の中長期的な生産性と成長性は、将来のビジネスモデルに大きく依存する。有効なビジネスモデルは、将来の経済・社会環境と競争環境において、企業の経営上の強みを活かしながら、企業が社会的価値を創造することを通じて、高い収益、さらには投資家に対する財務的リターンを挙げる仕組みとして説明できる。

企業がどのようなビジネスモデルを描いているのか、背景情報、社会、市場、雇用、規制などの外部環境の変化の方向性、メガトレンドについての経営者の認識も含む、論理的な説明は、投資家の予測の確度を高めることとなる^{26,27}。

投資家が将来のビジネスモデルを理解する上で、企業の経営理念とビジョンが重要となる。これらは、企業や経営者の意思を表すものでもあり、組織力の根底となるものでもある。企業ビジョンは、経営の中核であり、将来のビジネスモデルはこれを事業によって具現化するために設計されたものであるはずである。経営者の多くは企業を顧客や社会に価値を創出する主体として捉えており²⁸、そのような観点からも、ビジョンとビジネスモデルとの整合性は重要である。一方、投資家は、そのような企業の社会的存在や価値を理解しつつも、株主に対する価値を重視し、財務的リターン

²⁶ Edelman Company[2015] “Edelman Qualitative Information Study—It’s NOT Only The Numbers : How Institutional Investors Use Non-Quantitative Information”
(http://www.edelman.com/assets/uploads/2015/06/Edelman-FinComm_Value-of-Non-Quantitative-Information.pdf)

²⁷ 齋藤克史[2016] 「長期投資家のコア銘柄になるために—企業の個性を発揮し、平均を超えよ—」『証券アナリストジャーナル』(2016.1) では、「長期投資のFMから受ける質問は、事業モデル、経営者、そして最近増えているのがバランスシート・マネジメントとなる。」と言及されている。

²⁸ PwCが2016年4月に実施した投資家とCEOに対するグローバルサーベイ「変貌する世界で成功を再定義する」では、「企業はどのステークホルダーのために価値を創造しているか」との問いに対するCEOの回答は、「顧客のため」53%、「広く社会のため」36%が上位を占め、ビジネス(26%)、株主(16%)、従業員(14%)、サプライチェーン(5%)を上回った。(<https://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/archive/assets/pdf/2016-global-investor-survey1606.pdf>)

を要求する²⁹。このような経営者と投資家の企業価値に対する認識を踏まえると、ビジョンを具現化するための顧客や社会に対する価値創造モデルと併せて、それをどのように財務的な企業価値につなげることのできるかが理解できるビジネスモデルの説明が求められていると言えよう。

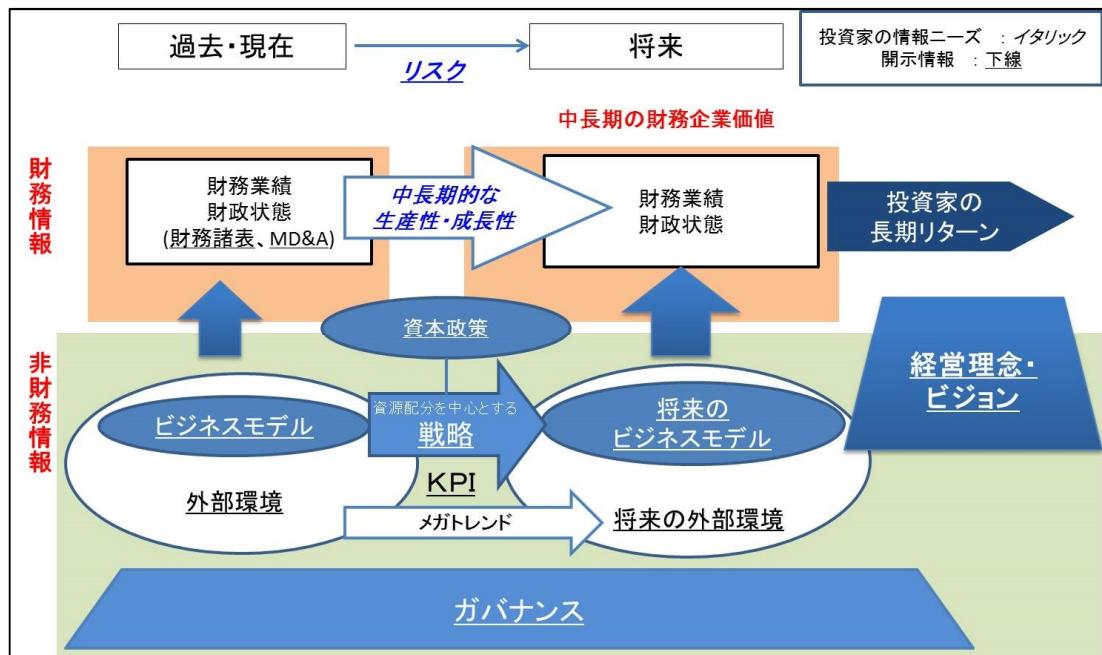
③ 現在と将来をつなぐ「戦略」（資源配分の方針及び計画）の開示

ビジネスモデルの実現可能性は、企業の戦略に依存する。ビジネスモデルとの関係で言えば、戦略とは、企業が多様な経営資源（ヒト、モノ、カネその他資源）の最適配置を通じて、企業が目指す有効なビジネスモデルを実現する方法と説明できる。近年の企業経営において、財務資源や製造資源といった有形の資源だけでなく、ヒト、技術・ノウハウ、ネットワーク、ブランド、ステークホルダーとの関係といった無形の資源の重要性が高まっており、有効なビジネスモデル構築において、必要な資源を獲得し、組み合わせ、有効に機能させることが鍵となっている。個別アクションの積み上げでは、ビジネスモデルの実現可能性を評価することはできず、企業の資源配分についての基本方針が、戦略の中核情報となるべきである。

企業は、日々、事業投資、設備投資、人的投資等、様々な形の投資行動を取っており、その前提として経営者は投資判断を下している。具体的な投資計画を企業が開示することは他社との競争関係から難しいが、経営者が投資判断を下す際の基本方針やプロセスが開示されることによって、企業の資源配分戦略に関する投資家の納得性が高まるものと考えられる（図表4）。

²⁹ 脚注28で紹介したPwC調査の問いに対する投資家からの回答は、「株主のため」が73%となりCEOと大きなギャップが生じている一方で、「顧客のため」が53%、「広く社会のため」が48%と続いており、顧客や社会に対する企業の存在意義について経営者と同程度又はそれ以上の理解を示す結果となっている。

図表4 企業価値の財務的評価に有用な情報



④ 資本政策の説明

投資家による企業価値の財務的評価に当たっては、上記の資源配分戦略に加えて、企業の資本政策に関する情報が必要である。資本政策は、企業の財務資源の調達に関する基本方針を表す。企業による多様な資源への投資は、企業の安定的な財務資源の調達によって裏付けられる。逆に言えば、財務資源の調達に関する制約条件や調達コストに関する見解が示されなければ、企業の資源配分戦略について実現可能性を評価することはできない。

資本政策には、企業による最適な資本構成に関する考え方、資本コストについての見解、内部留保や配当に関する方針に関する情報を含む。

1-2 統治の質を表す情報

(1) 現状の開示実務における課題

前章でも述べたが、長期志向の機関投資家は、企業と対話や株主行動の前提として、投資先企業の経営及び統治の質に関する情報を重視する。それだけでなく、ポートフォリオ構築の段階においても、運用者が経営及び統治の質に関する企業の状況を円滑に理解し、ポートフォリオ構築に反映できるよう、調査、分析及び情報提供に関する体制が整備されるようになっている。

我が国においても、一連の制度改革によってコーポレートガバナンス情報の開示は

充実してきている³⁰が、企業の開示実務については課題も指摘されている。投資家フォーラム運営委員会が公表した「投資家からみるコーポレートガバナンス報告書—投資家フォーラムとのその活動について—」の中では、「他社の開示内容をそのまま転載したかのような開示例が目立つ」、「紋切り型であったり、抽象的で解釈の余地が広い内容のものは評価できない」、「リスク回避の観点からそのような書き方を選択しているのだろうが、会社の姿勢が伝わってこないのも誰も読もうとしなくなる」といった投資家からの指摘が紹介されている。

また、本研究報告における投資家へのヒアリングにおいても、コーポレートガバナンス報告書では個別の開示項目を記載することが目的化している状況も多く、企業の統治構造が、長期的な価値創造を実現する観点からどのように構築されているか理解できないとの指摘があった。また、我が国企業の統合報告書（アニュアルレポート）の中では、コーポレートガバナンス情報の開示が少なく、機関設計や役員略歴などの基本的な情報の開示にとどまっていることが多いことも指摘された。さらに、特に開示が不足している情報としては、役員報酬に関する基本的な考え方についての情報が挙げられた。加えて、ガバナンスの整備状況に関する情報は充実しているが、海外企業に比べてガバナンスの運用状況についての開示が不足している点も指摘された。

(2) 改善に向けた方向性

① 長期価値創造を実現する観点からの体系的な説明

今回の投資家へのヒアリングにおいて、一貫して指摘されていたことは、投資家は「企業の統治の質が担保されていることについての確信を得たい。」ということであった。コーポレートガバナンス・コードは、企業の統治の質を担保するための合意された規範であり、このような規範に積極的に取り組むことが企業には求められる。ここで、最も重要なことは、長期的な価値創造という企業経営の目的を実現するための統治構造を確立することであり、投資家は、どのような基本方針の下で、機関構成、役員構成及び報酬、資本政策、ステークホルダーとの対話といった統治システムやプロセスを構築されているか理解したいと考えている。

前掲の投資家フォーラムの報告書においても、「自社の経営理念等と関連づける形でガバナンスの取組みを記述する開示例については、企業の独自性が出て読み手にとってわかりやすい」、「長期的な投資判断において、企業価値の向上へ向けた中長期の取組みがどのように社内制度として担保されているかが重要で、そうした観点か

³⁰ 2006年より、上場会社は取引所よりコーポレートガバナンスに関する報告書の開示を求められることとなった。その後、2009年には、コーポレートガバナンス報告書に報告すべき内容が変更され、「自らのコーポレートガバナンス体制を選択する理由」、「社外取締役に関する事項」、「監査役の機能強化に向けた取組状況」及び「社外役員（社外取締役・社外監査役）の独立性に関する考え方」の開示が追加された。2010年には、企業内容等の開示に関する内閣府令によって、有価証券報告書の中でコーポレートガバナンスの体制、役員報酬、株式保有の状況を開示することが義務付けられることとなった。さらに、2015年のコーポレートガバナンス・コードの策定に伴い、取引所のコーポレートガバナンス報告書の記載要領が改正され、コーポレートガバナンス・コード各原則の実施状況が明らかにされることとなった。

らコーポレートガバナンス報告書を利用している」、「コンプライすることを競うのでなく、正面から自社の考え方をエクспレインする取組みを投資家は期待」、「コードにより開示が求められていない事項についても積極的に開示していると、コーポレートガバナンスの改善へ向けた積極的な姿勢が伝わり好感が持てる」といった投資家からの指摘が紹介されている。

以上より、投資家行動における有用性を高めるには、企業は、中長期的、持続的に価値を創造していく観点から、どのような基本方針の下に、取締役会を含む機関の体系、各統治機関の員数やメンバー構成、運営方針、報酬方針、株主を含むステークホルダーとの対話、情報開示といった統治構造を設計しているかについての体系立った説明が期待される。

② ビジネスモデルや戦略との整合性確保

統治構造の有効性を評価する際に、投資家は、その統治構造が企業のビジネスモデルや戦略と整合的であるかを注視している。例えば、グローバル展開を戦略に掲げる企業において取締役や経営執行者の構成が、グローバルな知見を効果的に反映することのできる形となっているかどうかの問題となる。また、長期の価値創造を重視する場合、役員報酬が短期のインセンティブに偏っていないか、長期持続的な資本効率を担保する観点からの動機付けとして設計されているかが問題となる。

③ 運用状況の報告

投資家は、企業における統治構造がどのように構築されているかということと併せて、構築された統治構造が効果的に運用されているかについて強い関心を持っている。本研究報告の投資家ヒアリングでは、特に、取締役会が統治機関として実質的に機能しているかどうかを重視するとの声が聞かれた。そのため、企業からは取締役会及び各委員会の開催状況や主な議題、取締役の出席状況について明確な開示が求められた。

2. 情報の有用性を高める開示の特徴

2-1 企業固有の状況を的確に表す開示

(1) 現状の開示実務における課題

今回の投資家ヒアリングでは、企業が自主的なアニュアルレポートを活用して統合報告書を発行する実務によって、企業報告の多様性が高まり、自社独自の価値創造プロセスを表現しようという機運が高まっており、良い変化が生じているとの見解が多く聞かれた。企業固有の状況が現れつつある領域として、経営者メッセージ、ビジネスモデル及び戦略に関する情報について、高い評価が見受けられた。その一方で、コーポ

レートガバナンス、リスク、KPI に関する情報については、企業の独自性や多様性に欠けるとの指摘もあった。コーポレートガバナンスについては、上述のとおり、紋切り型の開示が多いとの指摘があった。また、リスク情報についても、同様に紋切り型で形式的な開示になっていることが多いとの指摘があった。コーポレートガバナンスやリスク情報については、有価証券報告書やコーポレートガバナンス報告書といった制度開示において形式的な開示がなされているために、統合報告書を含むアニュアルレポートにおいて、同様の開示となってしまうのではないかとの見解も示された。また、KPI については後述するが、自社の戦略やビジネスモデルに対応した指標となっているべきであるが、財務指標と一般的な CSR 指標で構成されている場合が多いとの指摘があった。

以上より、我が国企業のアニュアルレポート、統合報告書においては、自由度の高い開示と定型的な開示が混在している現状が伺える。

(2) 改善に向けた方向性

投資家は企業の財務的価値を評価することを目的に企業報告を利用するが、企業の財務的価値は企業のビジネスモデルや戦略、それによって生み出される将来キャッシュフロー及びリスクに依存する。長期志向の投資家は、そのような企業の中長期的な価値を評価するため、個々の企業の外部環境及びその変化、経営資源、ビジネスモデル、戦略、リスク等について理解する。投資家は企業の環境やビジネスモデルの多様性を理解しており、したがって、個々の企業の状況を的確に表す情報を欲する。

① 企業のコンテキストとの結合性

2-1 で述べたが、企業報告は、企業の生産性、成長性、リスクを投資家が評価できる情報となっている必要があり、その観点から、企業の将来像（ビジョンとビジネスモデル）及び、それを実現するための戦略が報告の中核となる。将来像と戦略は、将来の経営環境や自社の経営資源（強み）及び経営課題に関する経営者の認識を基礎に裏付けられたものであるはずである。

投資家が、ビジネスモデルや戦略の有効性を評価するに当たっては、将来における経営環境がどのように想定されているのか、どのような変化が生じるとされているのか、すなわちビジネスモデルの前提となる長期的なメガトレンド（大きな潮流）が理解できることも重要である。したがって、企業報告においても、価値創造プロセスのコンテキストが説明されることが欠かせない。コーポレートガバナンス、リスク、KPI といった情報についても、同様に、その背景となる事実や認識について簡潔な説明が望まれる。

考察：企業固有のリスク情報の開示

コーポレートガバナンスについては1-2、KPIについては2-2に詳述している
--

ので、ここではリスク情報に焦点を当てて、どのように企業固有の状況を表すことができるかを考察する。PwC による投資家へのアンケート調査結果³¹によれば、潜在的リスクに対する経営者の見解と軽減策を理解することは重要だと回答した投資家は9割を超えている。一方、回答者の4分の3が「リスク開示が形式的すぎる」と考えている点が指摘されている。「リスク開示が法律家の助言のみによって作成されているのではないか」、「毎年同じリスクが開示されていて変化がない」といった投資家のコメントも紹介されている。

1-1 に示した企業価値評価を目的とした投資家の情報ニーズに鑑みれば、長期志向の機関投資家が求めるリスク情報は、企業が将来にわたって財務リターンを効果的に生み出す上で想定される不確実性についての情報である。将来の財務リターンは、企業が実現しようとするビジネスモデルによって生み出されるものであり、短期的にも重要となる財務リスクだけでなく、長期的にビジネスモデルが確立できない、又は脅かされることとなるリスクについても開示される必要がある。上記の PwC 調査では、ビジネスモデルに対する主要なリスクについて重要と考える投資家は9割を超えたが、このうち当該情報について効果的な開示がなされていないと認識している投資家が4割いた。

また、前述のとおり、投資家はリスクについての経営者の認識だけでなく、当該リスクの軽減策についても強い関心を示している。上記の PwC 調査でも、主要リスクの管理方法と軽減策について重要と認識している投資家は8割を超えていたが、このうち当該情報について効果的に開示されていないと認識している投資家も4割いた。

② 重要性の判断と開示

開示が企業固有の状況を反映する上で、企業報告において何を開示するかについての重要性の判断が効果的になされる必要がある。併せて、重要性をどのような方針とプロセスによって判断したかについての全体像が開示されることによって、投資家は、企業報告が特定部門の判断ではなく、適切な統治の下に、ステークホルダーの参画を得て決定されたとの信頼を高めることができる。

③ 比較可能性との関係

一方、投資家には比較可能性を重視するニーズも存在する。情報の比較可能性は、個々の企業価値を評価する目的よりも、横断的に企業の格付けを実施する目的や、企業横断的にデータ分析をする目的において、より一層重視されるものと考えられる。

ここで、今回の投資家向けヒアリングにおいては、適合性や重要性（企業の状況に

³¹ PwC[2014]「コーポレートパフォーマンス：投資家は何を知りたがっているのか？—統合報告を活用して力強いストーリーを語る—」(<http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/archive/assets/pdf/corporate-performance-integrated-reporting1501.pdf>)

適合した重要情報の開示)を損なってまで、全ての企業が一律の指標を開示する等の形で比較可能性を担保することは、企業報告の有用性を損なうという見解が多かった。一方、比較可能性は、以下の観点から担保されることを望む声が確認された。

- ・ 同様の事業を営む企業間では、報告されるべき経営上の重要課題については、一定の整合性が図られるべきである。
- ・ 自らの事業に関連性が高く、同業他社が報告しているにもかかわらず、報告していない経営課題やトピックが存在する状況は望ましくない。

他社と同様の経営課題を報告する際に、当該課題についての KPI (重要業績指標) についても整合性を図るべきかどうかについては、投資家間でも見解が多様であった。

2-2 経営者のコミットメントが示され、その進捗と成果が評価できる開示

(1) 現状の開示実務における課題

前述のとおり、ファンダメンタルズを重視して評価する投資家は、中長期的な企業価値を判断するための情報として、戦略に関する情報を求めている³²。しかしながら、国際的な調査においても、投資判断を安心して下すに十分な戦略計画に関する情報開示が実現されていないと考える投資家は多いとの結果が出ている³³。さらに、本研究報告のヒアリングにおいては、定性的なビジョンの開示は充実しているが、戦略目標についてのコミットメントが経営者から提示されていない事例が多いとの指摘も見られた。

また、戦略における目標設定やその進捗・結果の報告に関して、KPI 等の定量情報を利用した開示が有用と考える投資が大多数である³⁴が、投資家からは、KPI が開示されている場合であっても説明が不十分との声がある^{35,36}。

(2) 改善に向けた方向性

投資家が企業の業績及び戦略の進捗を理解するための情報として KPI (Key Performance Indicators) が重要な意味を持つ。以下、戦略との関係における KPI の

³² 前出脚注 1、伊藤レポート(P. 18)に、「投資家は、(中略)中長期的な企業価値を判断するための情報として、短期業績だけでなく、より中長期的な経営戦略・ビジネスモデルに関する情報が統合的に示されることを求めている。」とある。

³³ 前出脚注 31、PwC によれば、アンケート調査の対象となった投資家の 14%のみが戦略情報の開示状況に肯定的な回答をしている。

³⁴ EY は 2015 年に世界の 211 名の機関投資家へのアンケート (Tomorrow's Investment Rules 2.0) を実施しているが、投資家の 4 分の 3 近くは、業種や業界特有の報告基準と KPI の開示が、投資の意思決定において有意義であると回答しており、この割合は前年実施した同様の調査の結果よりも増加している。

([http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-tomorrows-investment-rules-2/\\$FILE/EY-tomorrows-investment-rules-2.0.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-tomorrows-investment-rules-2/$FILE/EY-tomorrows-investment-rules-2.0.pdf))

³⁵ 前出脚注 1、伊藤レポート(P. 84)に、「ROI や ROE 等の具体的数値を出すことも重要ではあるが、投資家はそうした指標や KPI がどのように経営規律として機能しているかが説明されることがより重要と考えている。」とある。

³⁶ 本研究報告のヒアリングにおいて、ある投資家から、「開示されている KPI は内容が薄く、KPI の選定根拠や目標に対する達成度の評価の開示を期待する」旨のコメントがあった。

意義、効果的な KPI の開示の在り方及び課題についての改善のポイントを記載する。

① 企業の業績及び戦略の主要な要素を反映した KPI の開示

KPI (Key Performance Indicators) は、その言葉から明らかなおり、企業の経営実績 (Performance) をモニタリングする上でカギとなる指標である。すなわち、KPI は企業の業績及び戦略の主要な要素を反映したものであるはずである。その前提に立てば、企業がどのような指標を KPI として選択・開示するか、そのこと自体が、投資家が企業戦略を理解する上で重要な意味を持つ。多くの場合、KPI は目標が設定されており、それは経営者のコミットメントともなる。

また、このような KPI の位置付けからすれば、KPI は取締役や経営者が合意して設定されるはずのものである。KPI について、その重要性を判断し、決定するための基本方針、体制及びプロセスが明確になっている必要がある。

② 財務的指標と非財務的指標との効果的組合せ

前述のとおり、KPI は、企業の業績及び戦略について、その主要な要素を反映したものである必要がある。したがって、KPI は財務的指標 (主に業績を反映) と非財務的指標 (主に戦略を反映) から構成され、戦略を軸として両者が有機的に結び付いていることが欠かせない。

KPI は、できるだけ定量的な指標によって表現されていることが望ましいが、定量的な評価が難しい場合も考えられる。例えば、従業員のロイヤルティが考えられるが、このような場合でも、ベンチマークするための一定の基準を設定して定点観測できるための工夫を講じることによって、客観性を高めることができる。

③ 客観的かつ継続的に測定可能であること

KPI は、企業の業績や戦略進捗を定点観測する手段ともなるので、客観的かつ継続的に測定可能であることが求められる。必ずしも全ての重要な戦略要素について定量的な指標を開示できるとは限らないが、進捗状況の良否について、一定の客観性を持って確認できることが投資分析に反映できる情報となるための要件となる。

また、財務情報や業種業態等に応じた基本的なベンチマーク指標については、比較可能性の観点から通常一貫した指標が報告されることが必要との見解もある。例えば、財務指標に関しては売上高利益率、ROE (自己資本利益率)、自己資本比率など、非財務指標としては製薬業界における特許出願件数やライセンス件数などが想定される。企業の戦略を反映した KPI と企業間の比較可能性を高める KPI とのバランスをどう取るかは重要な課題である。KPI の個別企業の戦略との適合性と比較可能性とはトレードオフの関係にあることも多いが、財務指標や業種の代表的指標については共通のものを用いることによって、比較可能性を高めることが望ましい。

④ 経営者からの背景の説明や分析及び評価結果の開示

KPI を開示している場合、その選定根拠や経営戦略との関係、測定方法が示されていることが重要である。特に、なぜ当該指標を KPI として選定しているかについての説明は、投資家が企業の戦略についての理解を深めるとともに信頼性を高めることにつながる。

また、KPI の実績や進捗状況について、経営者の視点から背景の説明や分析及び評価結果が示されることによって、投資家は、戦略の進捗や経営課題について、より深い洞察を得ることができる。経営者による分析や評価は、経営環境の変化のみに業績を帰することなく、能動的な形で開示されていることが望ましい^{37,38}。

2-3 投資家の信頼を高める包括的かつ論理的な開示

(1) 現状の開示実務における課題

今回のヒアリングを通じて、開示情報の包括性と論理性について課題があるとの認識が強いことが印象的であった。

包括性については、企業グループの全体像を知りたいが、記載されている開示事項の全社の戦略や計画における位置付けが明確でなく、個別のアクションやイベントだけがクローズアップされて開示されているケースも多いとの指摘があった。また、論理性に関しては、企業が示すビジネスモデルの背景となるはずの将来の環境認識についてエビデンスを伴う開示が欠落していることや、戦略方針と経営計画との関係性が不明瞭であることが指摘された。

(2) 改善に向けた方向性

投資家は、企業の論理的に構成された報告書、企業の全体像を表す開示を求めている。以下、開示の包括性、論理性を高める主なポイントを述べる。

① 企業活動の全体像を映し出す包括的な開示

投資家は、企業価値を評価し、投資判断を下す。したがって、開示される情報は、企業のビジネスモデル、戦略及び業績の一部のみを示すのではなく、その全体像を表すものとなっていることが欠かせない。

開示対象とする組織は、子会社等を含む連結グループを包括的に含むことが前提となる。もちろん、グループ全体の状況を理解する上で、事業セグメントや地域セグ

³⁷ 参考：第3・4回 投資家フォーラム会合報告書（2015年11月30日）には、「決算短信や有価証券報告書では、冒頭で我が国経済のマクロな動向について説明し、次に業界の動向を述べ、その上で自社の業績を記す例がよく見られる。こうした記載では、自社の経営成績について受動的な評価となりがちだ。どうしてそうなったのか、理由がわからない。定型文言的な表現にもなりがちだ。能動的に自社が何に取り組みそれがどのような結果に繋がったか、どのような取組みがうまくいかなかったかといった情報が不足している。」との発言がある。

(<http://investorforum.jp/wordpress/wp-content/uploads/2015/06/第3・4回会合報告書.pdf>)

³⁸ 前出脚注34、EYの調査結果では、投資家は第三者よりも企業自身が直接発信した情報を重視する傾向が見られる。

メントといったセグメント情報は重要な意味を持つ。企業グループ全体の情報と、セグメントの情報とが体系づけられて開示されることは、投資家にとっての情報の有用性を大きく高める要因となる。また、効果的なエビデンスを示すために、特定の取組・事例に焦点を当てて開示する実務も一般化しているが、これも企業の全体戦略との位置付けが明確になる形で開示されるべきである。

また、企業情報には、企業価値評価に及ぼす影響の正負から、事業機会、成功事例、達成成果等のポジティブ情報と、リスク、経営課題、不祥事や失敗例等のネガティブ情報とがあるが、ポジティブ情報に偏ることなく、重要性判断に基づき、両者をバランス良く開示することが求められる。

② 数字による裏付け

投資家は、投資判断に当たって自ら企業価値を数字に落とし込んだ上で意思決定を行う。本研究調査におけるヒアリングにおいても、ある投資家から「バイサイドの投資家は、投資対象企業の今後の企業価値の方向性を見て投資をし、今後の期待や自己の確信を可能な限り数値化している。非財務的な情報もできるだけ数値を用いて具体的かつ論理的な説明を心がけることが企業側には求められる。」との指摘があった。一方、別の投資家からは、「投資家にとって経営者が何を見て、どう判断しているかを理解できることが重要となる。指標については、単に数値だけではなく、それがなぜ重要かについての説明が必要となる。」の指摘があった。戦略等の将来に向けた情報、実績等の過去情報のいずれにおいても、定量情報と定性情報を組み合わせ、その実現可能性や分析・評価の妥当性を裏付けながら開示することが重要となる。

2-4 長期的視点に立った評価を可能とする開示

(1) 現状の開示実務における課題

業績予想期間については、ある長期投資家は、原則5年以上、投資回収サイクルが長い業種の場合は5年より長いとしている。例えば、医薬品業界の場合は、8年後の特許期限切れやパイプラインに関する情報が充実しているため、10年間程度の長期的視点から企業分析を行っている。一方、企業から開示される中期経営計画は、3年程度の期間が一般的だが、企業評価の時間軸としては3年では短いという指摘がある。

長期投資家は、ESG 要因による財務への影響の定量化を必ずしも求めているわけではないが、長期業績予想においては非財務的要因の理解・分析が必須であり、業績やリスクに対してそれらがどのような影響を及ぼすのかが理解できる開示となっていることが重要である、との指摘がある³⁹。また、非財務情報を含めて企業から開示される戦略

³⁹ 参考：前出脚注 34、EY の調査結果では、投資家の7割以上は、将来予測される業績や非財務リスクとの関連性についての報告と指標の開示が、投資の意思決定において有意義であると回答しており、この割合は前年実施した同様の調査の結果よりも増加している。

等の時間軸がより長くなり、充実してくれば、投資家も投資判断に長期的な課題を織り込めるようになり、結果として投資評価の時間軸も長くなっていくはず、との声がある。

(2) 改善に向けた方向性

投資家が長期的な視点から企業価値を評価する上で重要視する情報は、将来の業績の着地予想よりも、むしろ経営ビジョンや戦略方針など、中期的な行動計画や投資その他の経営意思決定の基礎となる情報である⁴⁰。なぜなら、企業を取り巻く環境がダイナミックに変化する状況において、業績見通しには大きな不確実性を伴うことは明らかであり、そのような不確実性の高い情報に依存して投資判断を下すことは長期投資家としての合理的な選択とはなり得ないからである。むしろ長期的なビジョン及び戦略方針の合理性や、当該ビジョンと行動計画や投資基準との整合性、資本政策の妥当性を見定めることによって経営の質を判断することが重要な意味を持つ⁴¹。以下、投資家による長期的視点に立った評価を支える情報開示のポイントを示す。

① ビジョン及び戦略方針の開示

長期的な視点からの投資家行動を支えるためには、中期的な経営計画に関する情報だけでなく、企業のビジョンや戦略方針が企業から示される必要がある。そのような長期のビジョンや戦略方針が示されることによって、中期的な行動計画の意義や合理性を評価することが可能となり、ひいては長期的な視点からの投資家行動につながるることができる⁴²。

我が国においては、企業が中期経営計画を公表する実務が浸透している。中期経営計画は、多くの場合3年程度の期間を対象としている。一方、一般社団法人生命保険協会のアンケート調査⁴³結果によれば、企業が策定・公表する経営ビジョンや経営計画の望ましい時間軸として、4～5年程度を上げる投資家が最多(60.2%)となって

⁴⁰ 参考：前出脚注34、EYの調査結果では、企業価値を創造する明確な短期、中期、長期戦略を投資候補企業が開示していない場合、投資対象から外すと答えた投資家は4割以上、再検討すると答えた投資家は5割以上に上る。

⁴¹ 参考：投資家フォーラム第2回オープンセッション概要には、「中期経営計画等については、長期投資家は計画の作り方、考え方、前提などを、着地点としての数字自体より重視している。それは、計画の前提が分かれば、アナリストや投資家は外部環境の変化に応じ計画達成の程度や計画の軌道修正の必要性などを分析・評価することができるからである。」との発言がある。<http://investorforum.jp/wordpress/wp-content/uploads/2016/02/Open-Session2-Summary.pdf>

⁴² 参考：前出脚注41、オープンセッション概要には、「10年後、20年後の姿を示し、その中で今後3年間という位置づけがされていると納得感がある。為替要因などで短期の数字は達成できないとしても、10年後、20年後のあるべき姿へ向けて事業を継続してゆく、その姿勢を信頼して投資をしてほしい、というメッセージ性が重要だ。そうした論理展開の中で、マージンやROEはこの程度を保っていくという話の順序となる。」との発言がある。

⁴³ 前出脚注9、一般社団法人生命保険協会[2017]「平成28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/2016/pdf/20170321_3.pdf

おり、企業側の開示実務と投資家のニーズにギャップが生じている⁴⁴。さらに、同調査の中で「中期経営計画の内容充実に向けて企業が改善すべき」と考えるものについて、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」が58.1%と最多となっている。

さらに、当然のことながら、対象年度が固定された中期経営計画については、計画が進捗すればするほど、残された計画期間は短くなる。例えば、3年間の中期経営計画が設定されている会社の場合、2年経過時の年次報告において残された経営計画期間は1年となる。この他に、経営ビジョンや戦略方針の開示がされていなければ、投資家が中期的な戦略情報を入手し、企業価値評価に反映する術がない状態となる。

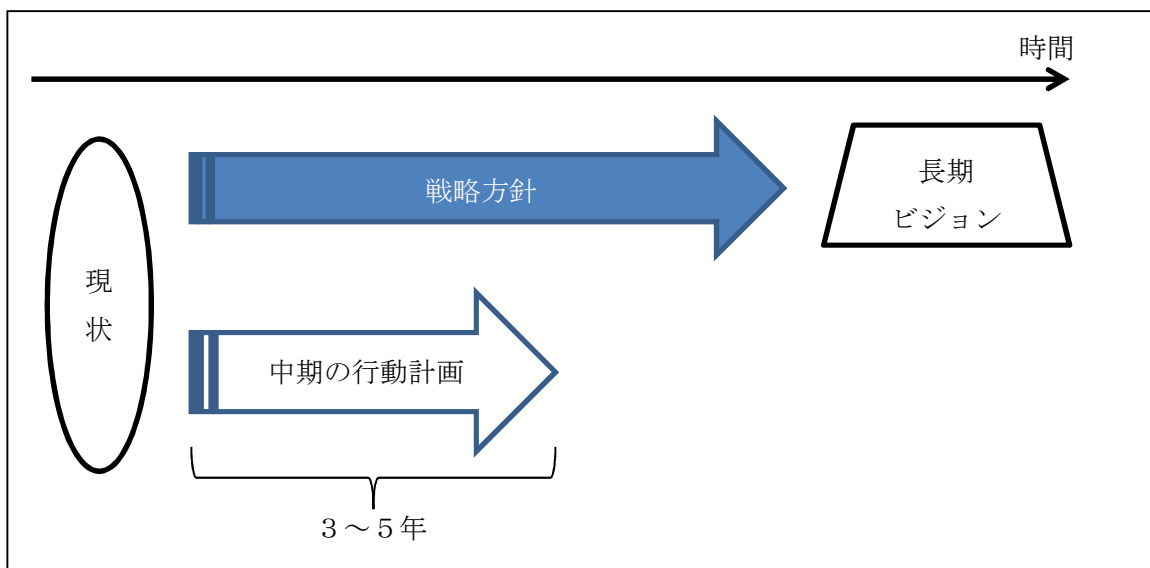
② 時間軸の明確化

企業報告において、将来ビジョン、戦略、行動計画といった将来に向けた情報が重要であることは繰り返し述べたが、将来に関する説明にあたっては、それぞれの時間軸を明確にすることが欠かせない。企業の掲げるビジョンや戦略目標がどのタイミングを想定したものであるかが明確になっていなければ、当該ビジョンや戦略目標が、将来の社会環境や経済環境に適合し、かつ、企業の現状を鑑み達成可能なものかどうかを評価できないからである。

なお、企業報告の中で取り扱う将来情報の時間軸は、企業が属する業種における競争環境やイノベーションのスピード、それに伴う将来の不確実性、さらには事業のライフサイクルや投資サイクルによっても異なり得る。報告の時間軸を5年、10年と一律で設定することは現実的でなく、むしろ、個々の企業が報告書の中で将来に関する説明を付す際に、その時間軸を明示することが現実的かつ投資家にとっての有用性を高めるものと考えられる（図表5）。

⁴⁴ 企業側に策定・公表している経営計画や経営ビジョンの時間軸について質問した結果では、48.1%の企業が1～3年、26.3%の企業が4～5年と回答している。

図表5 ビジョン・戦略方針と行動計画



2-5 効率的な情報利用を可能とする開示

(1) 現状の開示実務における課題

我が国における企業報告では、金融商品取引法に基づく有価証券報告書、会社法に基づく計算書類、証券取引所の上場規則に基づく決算短信やコーポレートガバナンス報告書等の制度開示に加え、自主的なアニュアルレポート、IRプレゼンテーション書類、CSR報告書等の自主的な開示実務が存在する。こうした多種多様な開示媒体による情報提供は、投資家が利用可能な情報量増加につながる一方で、以下の観点から効率的な情報利用の障害となっているという指摘もある。

<効率的な情報利用を妨げる要因>

① 情報収集に関する非効率性

- ・ 情報を利用する投資家が企業価値を評価するためには、情報を収集し、レポートを書き、インタビューし、数字に落とし込む一連の業務をこなさなければならない。企業評価に割くことのできる時間は限られているが、様々な媒体に情報が散逸しており、情報収集に時間を要する。

② 重要情報の欠落

- ・ 単一の報告書に重要情報が集約することが重要であるが、海外に比べて日本企業のアニュアルレポートは情報が不足している。
- ・ 重要度の低い雑多な情報を開示することによって、重要な情報が分かりにくくなっているかもしれない。

③ 情報媒体間の不整合

- ・ 有価証券報告書、CSR レポート、アニュアルレポート等、各媒体間の整合性が欠落している場合がある。企業全体としての一貫したメッセージが読み取れない。

④ 自主的な開示実務の限界

- ・ 自主的な開示実務においては、財務諸表以外の情報作成のための規準が統一されておらず、また、不明確なケースも多い。開示情報のバウンダリや算定方法が不揃いであるほか、自社に都合の良い情報のみを開示する可能性も否定できない。

(2) 改善に向けた方向性

株式アナリストや ESG 調査機関といった専門的な情報利用者は、専門的な分析・評価実務に耐え得るだけの詳細な情報を求める。一方、バイサイドの投資家やエンゲージメントを目的とする利用者においては、企業のビジョン、ビジネスモデル、戦略、経営課題、業績等の全体像を理解したいと考えており、情報を入手、理解、分析及び評価するための時間的制約もある。

このような幅広い投資家に共通的なニーズを考えれば、企業は主たる報告書を決定し、その中に重要情報を網羅しつつ、特定の利用者が求める詳細情報や特定課題に関する情報については、ウェブサイト等の媒体を活用して伝達する方法が望ましいと考えられる。以下、ポイントを整理する。

① 報告媒体の体系化

投資家に共通的な情報ニーズは、企業価値の全体像を理解したいという点にあると考えられる。そのために必要なビジョン、ビジネスモデル、戦略、リスク、財務・非財務実績、MD&A、ガバナンスといった企業価値評価のための中核的情報は、企業の主たる報告書（アニュアルレポート等の単一文書）によって報告されることが重要と考える。なぜなら、複数の媒体に情報が分散していることは、投資家が情報を素早く見つけ出すことの阻害要因となるとともに、ビジョンと戦略、ビジネスモデルと戦略、戦略と実績、戦略とガバナンスといった主要情報間の相互関係性が欠落する要因ともなるからである。

日本公認会計士協会による統合報告の事例研究⁴⁵では、「報告体系にかかわらず、年次報告書に重要な情報を集約する傾向が全体として強まっていた。その結果として（中略）別の報告書やウェブ上の開示情報は、年次報告書に比べ主題情報と想定利用者とを明確に区別したものとなっている印象を受けた。」とした。

なお、英国の財務報告評議会（The Financial Reporting Council : FRC）による Cutting clutter プロジェクトの議論において、多様な非財務情報の整理方法とし

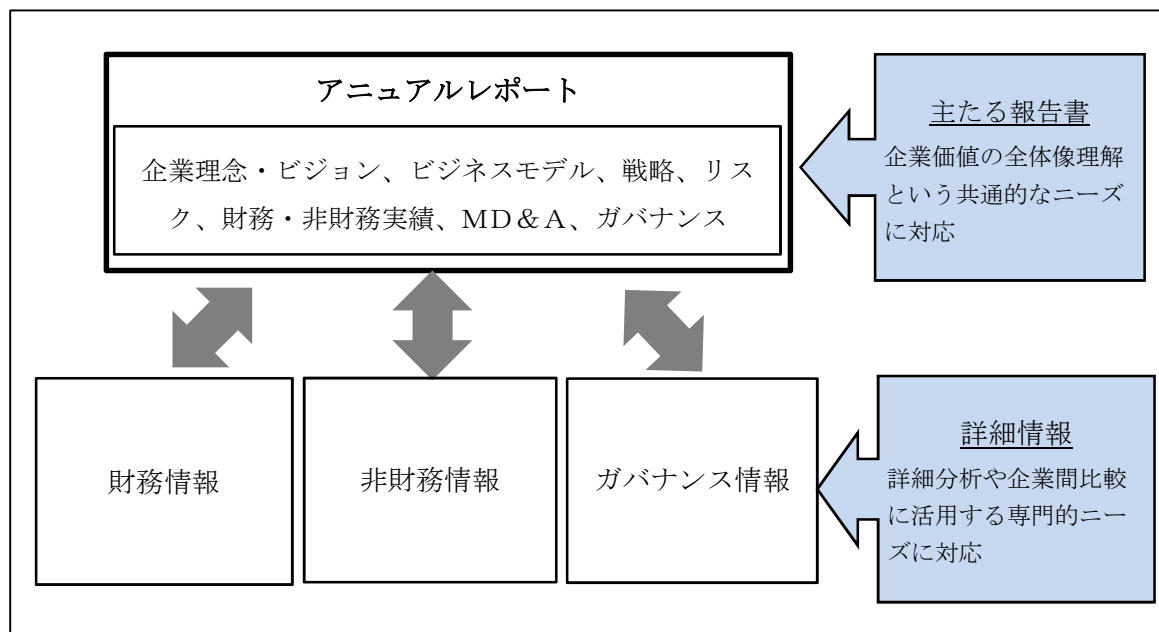
⁴⁵ 日本公認会計士協会[2015]経営研究調査会研究報告第 55 号「統合報告の国際事例研究」
(http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/55.html)

て、トップダウンによる開示の画一化を回避するため、計画的で自主的な開示が望ましいことが確認されている⁴⁶。

報告媒体の体系化に向けた方策として、以下のアプローチが考えられる。

- ・ 報告媒体（制度・自主を問わず、報告書形式、ウェブメディア等の主たる開示媒体）の情報体系を整理するとともに、その体系をウェブサイトやアニュアルレポートの編集方針などで開示する。
- ・ アニュアルレポートを俯瞰的な位置付けとしつつ、網羅的に情報を含める。また、ガバナンス、リスク、財務情報について他報告書で開示されていることを前提としつつも、重要情報についてはアニュアルレポートにバランス良く含める。
- ・ 媒体内、媒体間について、情報相互のリファレンス（相互リンク）を付す。特に、主たる報告書から詳細情報が開示される媒体へのリファレンスは重要な意味を持つ⁴⁷。リファレンスは、異なる報告書間の不整合を防止することにもつながる。ただし、ガバナンス等の重要な特定情報を当該報告書内にほとんど開示せず、他の報告書を参照させることは避けるべきである（図表6）。

図表6 報告書の体系化イメージ



⁴⁶ Financial Reporting Council[2011] “Cutting clutter. Combating clutter in annual reports”
<https://www.frc.org.uk/getattachment/8eabd1e6-d892-4be5-b261-b30cece894cc/Cutting-Clutter-Combating-clutter-in-annual-reports.aspx>

⁴⁷ これについて、前出脚注 45 の研究報告においては、「今回調査した全ての企業が、従来型の報告書形式（PDF ファイル）で報告書を公表していたが、併せて、多様な形式によって、年次報告書の内容を紹介するウェブページを設ける企業も多かった。……また、PDF ファイル形式の報告書内に、より詳細な情報に対するリンク先を設けている企業も増えている。リンク先の中には、具体的な取組を紹介した動画ページもあった。全体として、多様なメディアを組み合わせ、その特性を生かしながら、より分かりやすく、多面的に企業による価値創造を報告しようという取組が進んでいる。」と分析している。

② 主たる報告書の要素・構成

主たる報告書については、企業理念、ビジョン、ビジネスモデル、戦略、リスク、財務・非財務実績、MD&A、ガバナンス等の主要な要素が含まれるとともに、これらの要素の流れや相互つながりが理解しやすい形で、報告書が構成されることが利用者の利便性を高める。また、報告書の構成は目次によって理解しやすい形となっていることによって、利用者は自らが必要とする情報に容易にたどり着くことができる。

主たる報告書に開示される情報は重要な情報に限定されていることが重要である。詳細情報の開示は他の報告媒体に委ね、主たる報告書では企業価値創造の全体像を伝えるという目的にフォーカスされるべきである。

③ 論理性と簡潔性

報告書内の説明は、効果的に流れのある形で構成されている必要がある。そのためには、方針、(行動)計画、事実、実績、認識、評価といった情報の位置付けが明確になり、論理的に組み立てられていることが望まれる。さらに、開示される情報は、企業価値評価に影響を及ぼすだけの具体性と論理性が保持されている必要がある。体系的な情報の開示は、報告の簡潔性を高めることにもつながるが、簡潔な情報とは必ずしも情報量が少ないことを意味するものではない。

これに関連して、前出の研究報告「統合報告の国際事例研究」では、「様々な情報を一つの報告書にまとめて掲載するため総ページ数も多くなりがちであるが、今回の調査企業に関しては、戦略報告書やマネジメント・レポートといった形で、報告書の前半部分を企業のビジネスモデル、戦略、KPI等の重要な情報を集約して開示するケースが多かった。これにより、年次報告書自体のページ数が多くなっても、報告書の構成上、企業全体の戦略や実績に関わる情報と詳細情報とが、明確に区別されるため、簡潔さを損ねることなく必要な情報を提供することができるものと考えられる。」と結論付けた。

IV 効果的な企業報告を実現できる環境整備

前章では、ファンダメンタルズを重視する機関投資家による情報ニーズに焦点を当て、彼らの投資意思決定における有用性を高める観点から企業報告実務の在り方を検討した。一方、投資家へのヒアリングにおいては、個々の企業実務では対応できない企業報告制度、投資家行動及び報告枠組みについての課題も指摘された。本章では、これらの指摘を紹介しつつ、効果的な企業報告を実現するための環境整備に向けた取組を提起する。

1. 企業報告制度：統合的な開示システムの必要性

前章において述べたが、我が国の実務における重要な課題として、開示媒体（開示書類）が多すぎるという点についての問題意識が根強い。今回のヒアリングにおいても、限られた時間の中で多種多様の開示媒体から必要な情報を探し出し、拾い出していくことについての実務的な限界を指摘する声は多かった。より具体的な見解としては、会社法開示、金融商品取引法開示、証券取引所規則に基づく種々の開示要請が、それぞれ存在することの必要性は認識しつつも、これらの要請に基づく開示が別々の書類・媒体で開示される必要はなく、一元化された年次報告書及びこれに付随する詳細な報告書に集約・体系化すべきという指摘があった。投資家が情報を利用しやすい環境を、制度によってどのように担保していくかは重要な問題である。

より本質的には、経営方針や戦略といった重要事項について、企業と投資家の対話を重視する近年のインベストメントチェーン改革の動きは、企業報告制度の在り方について根本的な変化を必要とするものかもしれない。コーポレートガバナンス・コードにおいては、原則主義の考え方にに基づき、コンプライ・オア・エクスプレイン・アプローチの下、経営方針、経営戦略と資源配分、取締役会による監督等の状況といった事項の開示が要請されている。このような経営方針や戦略の報告を企業報告の中核として捉える考え方は、原則主義の企業報告の枠組みと整合的である。しかし、その一方で、現行の有価証券報告書等の制度開示書類では、個別の記載項目の開示が求められているが、このようなコード上の要請に対応する開示項目が存在しない。このように、我が国では企業の行動原則に基づき求められる開示要請と、証券規制の下で求められる開示要請にギャップが生じており、その結果として、投資家は企業との対話において根幹となる経営方針や戦略、ビジネスモデル等の情報を、制度上担保される開示書類の中で入手することができない状況にあると考えられる。

このことを国際的な開示制度の枠組みの視点から捉えると、英国・欧州のような柔軟性の高い年次報告書を中心とした制度枠組みを目指すのか、米国のような規範性と比較可能性を重視した制度枠組みを前提とするのかという問題とも言える。我が国の投資家向けの開示制度は米国同様に証券法に基づき整備され、米国制度と類似性の高い開示要請が設けられてきた。しかしながら、我が国がモデルとした米国においても、2016年4月には米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, 以下「SEC」という。）の開示有効性プロジェクト（Disclosure Effectiveness Project）による検討

の成果として、SEC 概念リリース” Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K “が公表されており、10-K の原則主義へのシフト、戦略情報やサステナビリティ情報の開示、開示フォーマット（の柔軟化）や階層開示等が提案されており、多様な非財務情報を簡潔に伝達しやすい制度体系を構築するための検討が進められている。

なお、我が国の制度開示書類において戦略やビジネスモデル、KPI 等の非財務情報を開示する上でのハードルは高いと言われる。最も頻繁に指摘される課題は、虚偽記載に関して報告書全体を包含する厳格な罰則規定が存在することである。また、有価証券報告書について記載項目が設定され、記載項目順の開示が様式によって定められていることも、企業自らが価値創造を主体的に伝達する統合報告を実施する上での障害とされる。基本的な考え方として、制度開示書類において企業が重要な非財務情報を開示しやすい環境を整備していくことが重要である。そのために、現行制度について、より柔軟な開示が可能な仕組み（例えば、罰則規定や記載項目に関する定めについて緩和措置等）を検討していく必要がある。さらには、将来情報開示への訴訟リスクの低減のためのセーフハーバー・ルールについても対応が必要かもしれない。

2. 投資家行動の変化

スチュワードシップ・コードの発行によって、これを採用する機関投資家は、企業価値を理解するための能力を高め、非財務情報を活用することについての方針と体制を整備することが求められるようになった。あわせて、投資家フォーラムやスチュワードシップ研究会等、我が国においても、企業報告の在り方に関心を持ち、積極的に声を上げる投資家コミュニティが現れてきている。

世界最大の年金基金である GPIF は、スチュワードシップ・コード及び国連責任投資原則を採用しており、委託先である運用機関等に非財務情報の利用や企業との対話に積極的に取り組むとともに、企業価値の ESG 側面に焦点を当てた株式インデックスの開発を委託する等の取組を積極的に進めている。また、資本市場のグローバル化は加速度を増しており、我が国の運用機関が欧州等の年金基金の資金運用委託を受けることも一般化している。運用者は、かかるアセットオーナー側からの要請に積極的に対応する形で、非財務情報を重視するとともに、経営方針、課題、戦略といった中長期的なトピックについて企業と対話を進めていくための取組が進められることも増えている。

ただし、このような取組は始まったばかりであり、機関投資家間でも対応の進捗や深度に差が多いのも現状である。我が国において、投資家による利用が広がらない理由として、報告書の質の問題も大きいと考えられる。公表された報告書が、投資家の情報ニーズに沿わないものであった場合、例え投資家が非財務情報に関心を持っていたとしても、積極的な利用を喚起することは難しい。投資家の情報ニーズを明らかにし、企業が投資家ニーズを理解して統合報告書を作成できるようにしていく必要があり、本研究報告は、そのような趣旨の下で作成されたものである。

あわせて、投資家側からも、自ら必要とする情報や開示の在り方を提示し、問題となる

開示行動について改善を促す等の積極的な行動が期待される。企業と投資家との一対一の対話だけでなく、投資家の声を集約し、顕在化していくための取組も重要である。例えば、1995年に投資家主導で設立された ICGN は、効率的な市場と持続可能な世界経済の進展に向けて、独自にスチュワードシップ原則やガバナンス原則を公表してきた。また、各種ガイダンスも公表し、その内容は、役員報酬、腐敗防止、取締役会の多様性、統合報告等、多岐にわたる。統合報告に関しては、統合事業報告(Integrated Business Reporting) についてのガイダンス⁴⁸を発行し、普及活動に力を入れるほか、IIRC の評議員会及びフレームワーク・パネルに ICGN 議長が参加する等、力を入れている。これは、2016/2017 における ICGN の優先 5 分野の一つに「報告、監査及び指標の高度化を通じて、透明性を追求する」が取り上げられていることを反映している。また、イギリスにおける投資家フォーラム (Investor Forum)、オランダにおける Eumedion⁴⁹に代表されるように、地域レベルでも機関投資家ネットワークが活発化している。

国内においても、機関投資家が協働する動きも見られる。例えば、本研究報告でも度々紹介した投資家フォーラムによる開示をテーマとした議論の成果は、開示の在り方を改善するための取組を進める上で、非常に重要な示唆を提供するものと言える。このような取組が、継続的なものとなるとともに、更なる広がりを見せることを期待したい。

3. 企業報告のフレームワーク・基準整備

投資家ニーズを反映した企業報告のフレームワーク、基準が整備される必要がある。本研究報告では、投資家による意思決定行動や情報ニーズの理解に基づき効果的な開示がなされるための要件を提示した。

国際統合報告フレームワーク、IASB マネジメントコメントリー、SASB による業種別基準等、投資家向けの非財務情報開示に関する国際的なフレームワーク及び基準の整備が進展しているが、相互関係が明確でない点、重複や整合性の点で課題となる点も多い。企業が、これらの各基準やガイドラインを全て完全な形で準拠することは難しい状況にある。IIRC 企業報告ダイアログ (CRD) 等による、包括的な連携・調整に向けた取組が期待される。CRD による直近の成果物としては、各フレームワークや基準における「重要性」についての概念や取扱いの相違点を取りまとめたものがある。

投資家による利用を前提とする場合、KPI の開発は不可欠である。効果的な KPI 開示の

⁴⁸ ICGN [2015] “ICGN Guidance on Integrated Business Reporting”

(<https://www.icgn.org/sites/default/files/Integrated%20Business%20Reporting.pdf>)

⁴⁹ Eumedion はオランダの機関投資家ネットワーク団体であり、約 70 の機関投資家が参加している。総資産運用額は 4 兆ユーロに達する。投資家責任の観点から、オランダにおける企業統治や持続可能性についての政策や企業行動の推進を目的としている。近年では、国際的な財務報告基準や統合報告フレームワークの策定に参画するとともに、監査人の行動等、企業統治に関わる広範な領域への意見発信に取り組んでいる。

参考: Niels Hermes, Reggy Hooghiemstra and Kees van Veen [2016] “Eumedion in the Dutch Corporate Governance and Sustainability Landscape”

(<https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/publications/2016-research-report-influence-eumedion.pdf>)

在り方についての検討と併せて、業種や地域等における一定の収斂が必要な領域でもあるかもしれない。

おわりに

本研究報告では、企業報告、特に非財務情報が投資家行動における有用性を高めるための方策について検討した。Ⅲに示した二つの「長期志向の機関投資家が重視すると考えられる情報」と五つの「情報の有用性を高める開示の特徴」は、投資家にとっての企業報告の有用性を高めるとともに、それを通じてファンダメンタルズを重視する広範な機関投資家層の長期的視点に立った行動を支援する重要な変化要因となると考える。あわせて、Ⅳに示した「効果的な企業報告を実現できる環境」では、そのような企業報告実務を、報告枠組みや制度が効果的にサポートするための課題と環境整備への動きを提示している。

本研究報告は、当協会としての研究を取りまとめたものであるが、当協会としては、今後、企業、投資家、政府及び国際枠組み設定主体との対話と協働を通じて、企業報告の更なる発展に取り組んでいく所存である。

参考文献

- Bauer, Rob and Clark, Gordon L. and Viehs, Michael [2013] “The Geography of Shareholder Engagement: Evidence from a Large British Institutional Investors”
- Edelman Company[2015] “Qualitative Information Study: It’ s NOT Only The Numbers : How Institutional Investors Use Non-Quantitative Information”
- EY [2015] “Tomorrow’s Investment Rules 2.0”
- Financial Reporting Council[2011] “Cutting clutter. Combating clutter in annual reports”
- Hermes, N., Hooghiemstra, R., & van Veen, K. [2016] “Eumeditation in the Dutch Corporate Governance and Sustainability Landscape” University of Groningen. Faculty of Economics and Business.
- ICGN [2015] “ICGN Guidance on Integrated Business Reporting”
- IIRC[2013] International Integrated Reporting Framework
- KPMG International [2016] Room for improvement: “The KPMG Survey of Business Reporting, Second Edition”
- KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ[2016] 「日本企業の統合報告の取組みに関する意識調査 2016」
- PRI [2016] “Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing”
- PwC [2014] “Corporate performance: What do investors want to know? Powerful stories through integrated reporting”
- PwC [2016] “Redefining business success in a changing world”
- PwC, IIRC [2016] “It’s not just about the financials The widening variety of factors used in investment decision making”
- PwC [2014] “Asset management 2020 – A Brave New World”
- Serdar Çelik, Mats Isaksson [2014] “Institutional investors and ownership engagement” OECD Journal: Financial Market Trends Volume 2013/2
- Winter, J. [2011] Shareholder engagement and stewardship: the realities and illusions of institutional share ownership
- 一般社団法人 生命保険協会[2017] 「平成 28 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」

一般社団法人 日本 IR 協議会[2017]「第 24 回 IR 活動の実態調査」

奥野一成[2016]「長期投資家にとっての企業との対話—対話の目的と長期投資家の役割—」『証券アナリストジャーナル』2016.10

加藤康之[2015]「株式投資の新潮流とスマートベーターリスクプレミアムとベンチマークインデックス—」『証券アナリストジャーナル』2015.5

株式会社東京証券取引所[2016]「2015 年度株式分布状況調査の調査結果について〈要約版〉
(2016 年 6 月 20 日)」

株式会社東京証券取引所[2015]コーポレートガバナンス・コード—会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために—

金融庁[2014]責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）—投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために—

経済産業省[2014]「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（伊藤レポート）最終報告書

齋藤克史[2016]「長期投資家のコア銘柄になるために—企業の個性を發揮し、平均を超えよ—」『証券アナリストジャーナル』2016.1

坂巻敏史[2016]「パッシブ投資家の企業ガバナンスへの寄与について」『証券アナリストジャーナル』2016.1

三瓶裕喜[2016]「対話」からエンゲージメントへの深化『証券アナリストジャーナル 2016.8』

日本公認会計士協会[2015]経営研究調査会研究報告第 55 号「統合報告の国際事例研究」

年金積立金管理運用独立行政法人[2016]機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果

藤井智朗、笹本和彦、ニッセイアセットマネジメント[2014]『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略—企業と投資家の共生に向けて—』中央経済社

松島憲之[2014]「アナリストの分析における非財務情報の活用」『証券アナリストジャーナル』2014.3

みずほコーポレート銀行 産業調査部[2013]「中長期的な企業戦略のあり方について—投資家の期待を踏まえたあるべき姿—」『Mizuho Industry Focus Vol.126』

宮島英昭、保田隆明[2015]「株式所有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンス

スを改善したのか―』『財務省財務総合政策研究所フィナンシャル・レビュー』平成 27 年第 1 号（通巻第 121 号）

柳良平[2015]『ROE 革命の財務戦略―外国人投資家が日本企業を強くする―』中央経済社