

企業報告ラボ  
Corporate Reporting Lab

プログレス・レポート

Progress Report

2015年11月～2016年12月

# 目次

I. 要旨 .....	2
II. 企業報告ラボ ～これまでの活動概要 .....	3
III. 活動と成果(2015. 11-2016. 12) .....	6
(1) 企画委員会	
(2) コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会	

別紙. 企業側から見た日本版スチュワードシップ・コード  
導入後の機関投資家の変化や課題等について

## I. 要旨

- 2012年7月、企業と投資家が、企業価値の向上に向けた対話や開示のあり方を検討、調査、提案する場として、「企業報告ラボ (The Corporate Reporting Lab)」が設立された。
- 本企業報告ラボ (以下、ラボ) は、(1) 企業と投資家が集い、それぞれの認識の違いを理解し、共通の理解や言葉を探ることで、より建設的な対話を促すとともに、(2) 日本市場に関心を持つ海外投資家を含む、内外の関係者とのネットワークを構築や、日本からのメッセージを発信すること、を目的としている。
- 本『プログレス・レポート』では、2015年11月～2016年12月までのラボにおける議論の過程と成果を紹介する。
- 本ラボの運営は、メンバーからの提案を実現していく形で進められている。
- 2016年12月現在、ラボの企画・戦略を策定する**企画委員会**において意見交換や運営・プロジェクトの提案がなされ、特定の活動を行うサブグループとして、**コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会等**が設置されている。
- 企画委員会においては、投資家側から、持続的な価値創造が期待できる企業の非財務的な「見えない価値」への注目に関するプレゼンテーションを頂いた。また、企業側から、自社のROE経営、日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化や要改善点等、人材投資・無形資産投資の促進につながる対話・開示の在り方に関するプレゼンテーションを頂き、議論が行われた。  
コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会では、議決権行使助言会社から自社の議決権行使助言方針の改定についてプレゼンテーションを頂き、経済産業省からコーポレート・ガバナンスに関する近時の取組として役員給与等に係る税制の整備等について説明がなされ、意見交換を行うとともに、取締役会や監査役会の在り方について議論が行われた。

## Ⅱ. 企業報告ラボ ～これまでの活動概要

2012年7月、企業と投資家等が、企業価値の向上に向けた対話や開示のあり方を検討、調査、提案する場として、「企業報告ラボ (The Corporate Reporting Lab)」が設立された。

企業報告ラボは、以下の2つを大きな目的としている。

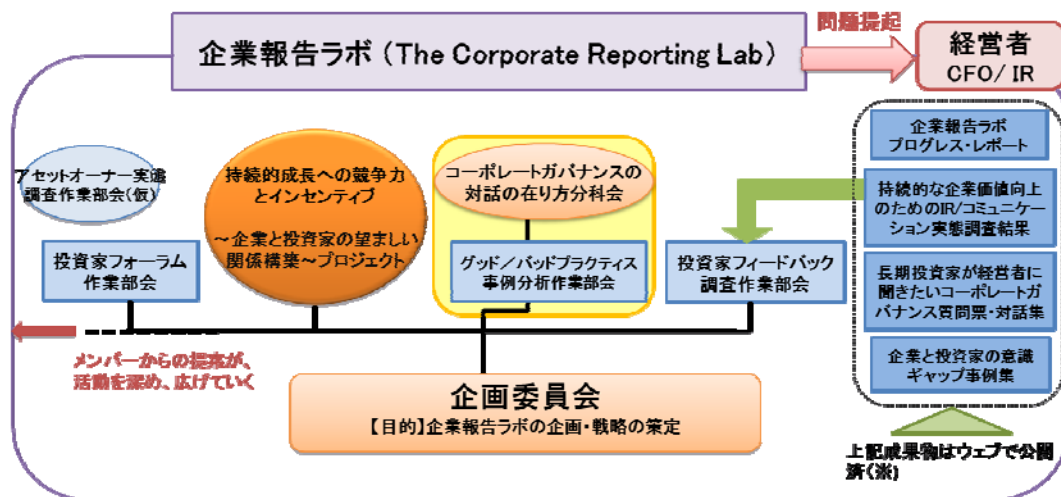
- (1) 企業と投資家が集い、それぞれの認識の違いを理解し、共通の理解や言葉を探ることで、より建設的な対話を促すこと
- (2) 日本市場に関心を持つ海外投資家を含む、内外の関係者とのネットワークを構築するとともに、日本からのメッセージを発信すること

企業報告ラボでは、参加するメンバー自らがプロジェクトを提案し、それを実現する形で活動を進めている。

「企画委員会」を中心にラボの進め方やプロジェクトが提案・実施されており、2012年7月からこれまでの間、

- ①「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～特別プロジェクト (伊藤レポート)」が2014年6月に取りまとめられたとともに、
- ②以下の場が立ち上げられ、検討作業や調査プロジェクトを進めてきている。
  - 1) 投資家フィードバック調査作業部会
  - 2) コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会
  - 3) グッド/バッドプラクティス事例分析作業部会
  - 4) 投資家フォーラム作業部会
  - 5) アセットオーナー実態調査作業部会

また、企業報告ラボでは、上記(2)の観点から、多くの資料や議事概要を英語および日本語で公表しており、国際的な発信・対話を通じてフィードバックを得ながら、相互理解を深めることを目指している。



※メンバーは、企業、投資家、学者、関係組織・制度関係者（オブザーバー）で構成され、経済産業省と一般財団法人 企業活力研究所が事務局となっている。

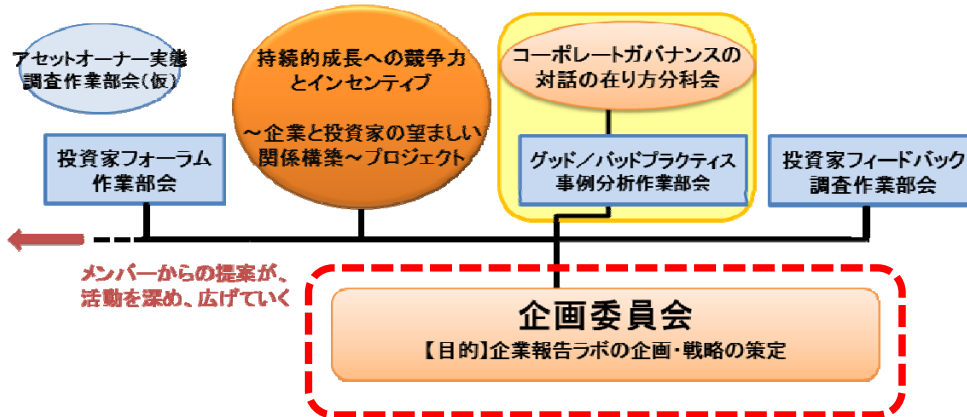
（ご参考：企業報告ラボの活動と成果）

プロGRESS・レポート 2012-2013	プロGRESS・レポート 2013-2014	プロGRESS・レポート 2014-2015	プロGRESS・レポート 2015-2016
(1) 企画委員会	(1) 企画委員会	(1) 企画委員会	(1) 企画委員会
(2) 企業価値・IR 作業部会	(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～特別プロジェクト(伊藤レポート)	(2) コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会	(2) コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会
(3) コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会	(3) 投資家フィードバック調査作業部会	(3) グッド/バッドプラクティス事例分析作業部会	
(4) コーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会	(4) コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会	(4) 投資家フォーラム作業部会	
	(5) グッド/バッドプラクティス事例分析作業部会		

	(6)投資家フォーラム作業部会		
	(7)アセットオーナー実態調査作業部会		

### Ⅲ. 活動と成果(2015.11-2016.12)

#### (1) 企画委員会



#### 1. 目的

企画委員会は、主として企業のIR責任者や投資家（ファンド・マネージャー／議決権行使担当者）によるメンバーと、関係組織や規制当局（日本取引所グループ、日本IR協議会、財務会計基準機構（FASF）、監査法人、金融庁）がオブザーバーとして参加し、企業報告ラボの活動に係る企画や全体の方向性・戦略に関する議論を行っている。

#### 2. 実績

2015年11月～2016年2月の間に、2回の企画委員会が開催された。各回の議題は以下のとおり。

	日時	議題
第15回	2015年11月5日	(1) 「企業の「見えない価値」と持続的な価値創造への共感」 渋澤 健委員 コモンズ投信株式会社 取締役会長 (2) 企業報告ラボ関連プロジェクト等の報告・意見交換 (3) 今後に向けた提案
第16回	2016年2月19日	(1) 日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化や改善点等について「新しい価値の創造と対話の進化」 (2) 人材投資・無形資産投資促進につながる対話・開示のあり方について

## 【第 15 回企画委員会の概要】

- ①コモンズ投信株式会社の渋澤委員より、「企業の「見えない価値」と持続的な価値創造への共感」と題して、
- ・ 企業の収益性などの「見える価値」とともに、競争力、経営力、対話力、企業文化という「見えない価値」の観点で厳選した30社程度の企業に対して長期で集中投資を行っている点、また、
  - ・ 顧客に対し、これらの投資先企業（コモンズ30ファンド）の「見える化」とつながりを促し、新しい価値創造に繋げる、
- といった取組について、プレゼンテーションを頂き、議論を行った。メンバーからの質問に対し、渋澤委員からは、
- ・ 「見えない価値」の評価について、比較可能性にこだわらずに絶対的価値を見極める姿勢が重要である、
  - ・ 中長期投資に賭ける信念について、不祥事も中長期的にみると新たな価値創造のきっかけとなることがある、
- などのコメントがあった。
- ②また、リム・グローバル・アドバイザーズ・リミテッドの戸矢委員、ブラックロック・ジャパンの江良委員より、2016年6月に設立された「投資家フォーラム」の活動状況の報告があった。具体的には、第1・2回では「企業によるコーポレートガバナンス・コード対応への投資家の評価と期待」、第3回・4回では「業績ガイダンスについて～本当に有用な開示とは～」をテーマとして議論を行ったとして、その概要について報告頂いた。
- ③加えて、エーザイ株式会社兼早稲田大学の柳委員より、エーザイの中長期的なROE経営についてプレゼンテーションを頂いた。具体的にはエーザイの統合報告書の中で提案されている、見えない価値と株主価値（資本生産性）の同期化モデルとして、非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデルをご説明いただいた。メンバーからは、
- ・ 投資家は「見えない価値」の全てが会社の長期的な収益力向上に繋がる要素だと考えていること、
  - ・ 2016年6月に策定された「コーポレートガバナンスコード」を踏まえて企業が作成している「コーポレートガバナンス報告書」にも、そのような観点から非財務情報が記載されることが投資家にとっては重要
- といったコメントがあった。



④さらに、企業報告ラボの今後に向けた提案についてもメンバー間で議論がされた。検討事項として掲げられた内容は以下のとおり。

- ① 投資家を選ぶことについて企業がどう取り組むべきか、投資家側はどのように対応すべきか、問題点の洗い出しを含めて検討する。
- ② 日本と海外のレポートの比較
- ③ 業績ガイダンス、中期経営計画、開示書類の合理化等
- ④ 政策保有株式
- ⑤ CG 報告書、統合報告書の今後をふまえた利用者本位の開示のあり方（※企業側の開示について投資家がどのような評価をしているかという提案も含む）。
- ⑥ ISS ポリシーと CG コードの関係性、CG コードの要求水準
- ⑦ 買収防衛策
- ⑧ 東芝・旭化成事件をふまえ、国内外のガバナンスに関する失敗事例の事例研究
- ⑨ 長期的な投資を呼び込むために日本の企業側が取り組むべき課題は何か
- ⑩ 日本市場において長期投資を行う投資家層を育てていくために必要なことは何か
- ⑪ 取締役会に求められるスキルセット
- ⑫ 企業間のガバナンス・情報開示等の格差と底上げ
- ⑬ 一般個人の長期投資のリテラシー向上と企業の対話の姿勢

### 【第 16 回企画委員会の概要】

①企業側の委員の方々より、日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化や改善点等について、プレゼンテーションを頂いた。  
(具体的な内容については、別紙のとおり)。

②また、人材投資・無形資産投資促進につながる対話・開示のあり方について、意見交換を行った。メンバーからは、

- ・ 昨今の経営環境に対応できる経営者の資質について検討すべき、
- ・ 優れた経営者を輩出するシステムの確立に疑問があり、対話と開示の対象にすべき、
- ・ 経営の短期化を排除するために、中期経営計画の中で利益の配分方針、資本政策の基本方針、設備投資等について開示すべき、
- ・ プロ経営者の少ない日本企業にとっては、役割分担をして、チームとして経営していくことが現実的、
- ・ ESG 情報について、運用会社側がどのように評価しているのかの開示も必要、などのコメントがあった。

<参考資料>

➤ 第15回企画委員会関連資料

< 渋澤委員プレゼン資料「企業の「見えない価値」と持続的な価値創造への共感」 >

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/151105-05.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/151105-05.pdf)

<投資家フォーラム 第1・2回会合 報告書>

<http://investorforum.jp/wordpress/wp-content/uploads/2015/06/投資家フォーラム-第1・2回会合-報告書1.pdf>

<投資家フォーラム第3・4回会合 報告書>

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

<柳委員プレゼン資料「11月5日企業報告ラボ参考資料」 >

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/151105-06.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/151105-06.pdf)

➤ 第16回企画委員会関連資料

<川端委員プレゼン資料>

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160219\\_05.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160219_05.pdf)

<安藤委員プレゼン資料>

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160219\\_06.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160219_06.pdf)

<市川委員プレゼン資料>

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160219\\_08.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160219_08.pdf)

**【企画委員会 参加メンバー】**

座長： 野間 幹晴 一橋大学大学院国際企業戦略研究科 准教授

＜企業＞

- ・味の素
- ・エーザイ
- ・オムロン
- ・オリックス
- ・東京海上ホールディングス
- ・日産自動車
- ・ユニテッドアローズ
- ・ユニ・チャーム
- ・電通
- ・楽天

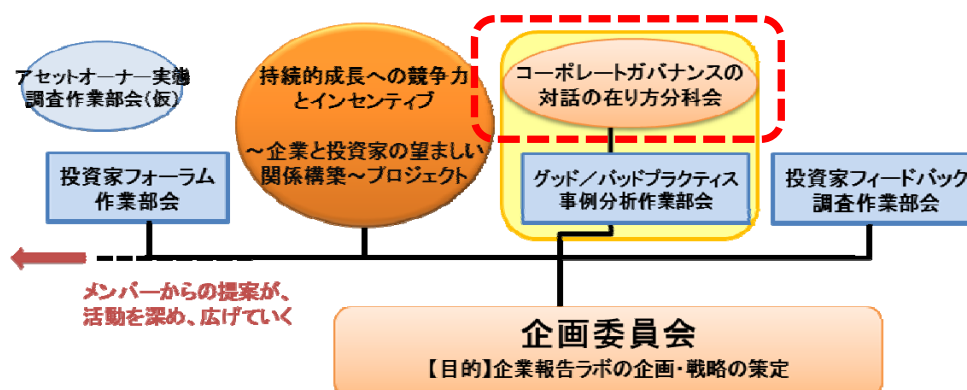
＜投資家＞

- ・コモンズ投信
- ・ニッセイアセットマネジメント
- ・フィデリティ
- ・ブラックロック
- ・リム・グローバル・アドバイザーズ

＜オブザーバー＞

- ・金融庁
- ・東京証券取引所
- ・日本 IR 協議会
- ・財務会計基準機構 (FASF)

## (2) コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会



### 1. 目的

コーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会は、各企業（事業会社）が開示と対話を通じて海外投資家とどのように向き合うか、また、日本全体のコーポレート・ガバナンスをどのように海外に発信するか等について、議論・調査・提言等を行うことを目的としている。

### 2. 実績

2016年2月にコーポレート・ガバナンスの対話の在り方分科会が開催された。

	日時	議題
第9回	2016年2月17日	(1) ISS議決権行使助言方針（ポリシー）改定について (2) コーポレート・ガバナンスに関する近時の取組

#### 【第9回分科会の概要】

①Institutional Shareholder Services 株式会社の石田委員から、自社の議決権行使助言方針の改定について、プレゼンテーション頂いた。具体的な内容としては、今回の改定に際しては、取締役会構成基準や買収防衛策ポリシー等の厳格化を行った点が紹介されるとともに、その改訂の背景や意図について説明があった。これに対し、メンバーからは、自社株買い、ROE、買収防衛策、ポリシーの運用、機関設計、社外取締役などの観点からコメントがあった。

②また経済産業省から、コーポレート・ガバナンスに関する近時の取組として役員給与

等に係る税制の整備等について説明がなされ、議論を行った。メンバーからは、

- ・ 海外在住の役員に対する証券口座開設の手続きを簡素化するべき、
- ・ 株価に報酬を連動させる上で、株価の信頼性、納得性を高めるための環境作りが重要、
- ・ 現役経営者が他社の社外取締役になることについて、投資家側も前向きに捉えるべきではないか、
- ・ 社外者が監査役会、監査等委員会の議長になることの是非、  
についてコメントがあった。

➤ **第9回コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会関連資料**

＜石田委員プレゼン資料「ISS 議決権行使助言方針（ポリシー）改訂について」＞

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-03.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-03.pdf)

＜長谷川委員提出資料 ISS 議決権行使助言方針（2016年版ポリシー）改定案に対する意見＞

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-04.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-04.pdf)

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-05.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-05.pdf)

＜経産省プレゼン資料＞

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-06.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/20160217-06.pdf)

【コーポレート・ガバナンス対話の在り方分科会 参加メンバー】

座長：野間 幹晴 一橋大学大学院国際企業戦略研究科 准教授

<参加者>

- ・アムンディ・ジャパン
- ・EY総合研究所
- ・インスティテューショナルシェアホルダーサービスズ
- ・エーザイ
- ・オムロン
- ・ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン
- ・慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授 齋藤 卓爾
- ・資生堂
- ・新日鐵住金
- ・スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン
- ・大和住銀投信投資顧問
- ・日本監査役協会
- ・ブラックロック・ジャパン
- ・ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社

<オブザーバー>

- ・日本経済団体連合会
- ・東京証券取引所
- ・金融庁

## 企業側から見た日本版スチュワードシップ・コード導入後の 機関投資家の変化や課題等について

「企業報告ラボ」第15回企画委員会（平成27年11月5日開催）において、企業側委員からコーポレートガバナンス・コードの実践と普段接する投資家の反応との間のギャップに関する指摘があったことを踏まえ、第16回企画委員会（平成28年2月19日開催）では、企業側委員から、日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化や課題等について、プレゼンいただいた。概要は以下のとおり。

### 1. 機関投資家との対話をもたらした好ましい変化

#### ○企業における取締役構成や情報開示面での見直しに繋げることができた。（楽天の事例）

- ・スチュワードシップ・コードの導入後、海外機関投資家とそのアセットオーナーである年金基金とガバナンスについて90分もの間議論する機会があった。その後、当該年金基金よりレターが到達し、自社の取締役会の在り方を考えるひとつのきっかけとなった。その後、独立役員増加に向けた役員選任議案を株主総会で諮るに至った。
- ・国内の機関投資家との対話を踏まえて、株価の維持のために、潜在的な収益力を示すことが重要との気づきが得られた。これを踏まえ、中期経営計画を初めて提示した。
- ・国内外の機関投資家との対話を踏まえて、増資の必要性や増資に至った経緯が投資家に理解可能となるよう、決算短信において、剰余金の配当とあわせて、適正な資本水準に関する考え方を掲載した。

#### 投資家との対話の増加（楽天株式会社）

対話先	対話のテーマ	株主からの要望	当社のアクション
海外年金基金	取締役会の考え方	独立役員の増加 開示の向上	取締役会のあり方について議論 16年3月総会において、当社の取締役の50%が独立役員に
国内信託銀行	中期戦略 業績予想	ガイダンス または アスピレーション	中期戦略 Vision 2020 を発表 (当社初のガイダンス)
国内外 機関投資家 (増資ロードショー時)	資本政策	適正な資本の考え方の 開示 株主還元方針	決算短信において開示を充実

(出所) 第16回企画委員会 楽天株式会社委員からのプレゼン資料（一部修正）

○自社の取り組みの評価を確認できる様になった。(オムロンの事例)

- ・機関投資家との対話により、自社が拘る「企業理念経営」や「ROIC 経営」に対する評価が確認できた。
- ・機関投資家との対話により、統合報告書による企業価値訴求の有効性が確認できた。

○機関投資家が、実質的な判断に基づき議決権行使を行うようになった。(楽天の事例)

- ・欧米の機関投資家に業績報酬の考え方を電話会議等により説明を行ったところ、彼らの議決権行使基準には満たずとも、反対から賛成に変わった。
- ・従来、議決権を行使してこなかった、海外の政府系ファンドに事前の説明を行ったところ、議決権を行使する方向へ変わった。

議決権行使に関する議論 (ストックオプションに関する議案)

対話先	対話先の議決権行使
欧米機関投資家	従前と同様、業績報酬の考え方を当社より電話会議等により説明。 行使基準には形式的に満たずとも反対から賛成に変わった例あり
SWF(政府系ファンド)	事前の説明実施により、過去の不行使の方針から行使へ変わった例あり

(出所) 第16回企画委員会 楽天株式会社委員からのプレゼン資料 (一部修正)

○機関投資家による非財務情報への関心と評価が高まった。(味の素、オムロンなどの事例)

- ・ESGに関する質問に限った one on one ミーティングは2014年度が2件だったのに対し、2015年度は1月末までに8件となっており、絶対数は少ないものの、確実に増加。また、2016年3月に開催したESG説明会は、自社の予想に反し募集当日に定員が埋まった。参加者は、ESGアナリストだけでなく、業界アナリストも参加していた。結果として業界初となったESG説明会の評価が良かったことから、第2回目を開催することになり、前回よりも定員を増加したにも関わらず、直ぐに満員となった。機関投資家の非財務情報への関心の高さを感じており、変化の兆しが出てきているような気がしている。
- ・コーポレートガバナンス報告書公表後のミーティングに向け、機関投資家がESGに関する独自の評価基準を作り、銘柄別に深い調査と分析を行うようになった。
- ・人材活用や女性の活用について関心を持っている投資家もおおり、弊社のこれまでのIR活動の効果を感じている。



## 2. 企業側が感じている課題

### ○コード導入後も投資家の変化をあまり感じない。

- ・対話の中身は、機関投資家によってばらつきが大きい。投資家はスチュワードシップ・コードへの向き合い方、企業はガバナンス・コードへの向き合い方を、お互いに説明すべきである。
- ・コーポレートガバナンスや会社法について、投資家の勉強がそもそも足りていない。
- ・投資家はエンゲージメントの目的を理解しているように思うが、明確な変化には繋がっていないように思う。

### ○短期的な視点を持った投資家が多い。

- ・配当や自社買いに強い関心を持つ投資家には変化が見られない。相変わらず、今後の成長よりも目先の配当を重視している感じを受ける。
- ・現金の使い道に関して、機会を平等に比べて合理的な判断をしている投資家よりも、短期の目線で配当や自社株買い求めてくる投資家が少し多いように感じる。
- ・一方で、短期的な目線と中長期の目線のバランスが大切であり、企業はその両方に対して、バランスを取って説明して欲しい。スチュワードシップ・コードが中長期の目線や見えない資産に寄りすぎている感じがするが、財務的な視点、足元でのキャッシュフローの状況やその使い方も大切である。

### ○形式的な対話や議決権行使が依然として残っている。

- ・年金基金には具体的な変化が見られるが、対話の中に、形式的な質問もまだまだ含まれているように感じる。
- ・投資先企業のガバナンスを問う素地が出てきたが、国内機関投資家においては、事前説明を行っても、自社又はアセットオーナーの議決権行使基準に該当しないことを理由として、議論にならないことが多い。議決権行使に際して、形式的な側面が依然として残っていると感じる。

### ○企業側も開示情報の質をもっと高める必要がある。

- ・意見を戦わせるに値しない投資家という側面もあるが、企業側の開示が不足していることも問題。他方で、細かい数字を含めて、なんでもかんでも開示すれば良いという問題ではなく、企業側は、本質的な企業価値を伝える努力をもっとすべき。
- ・対話の前提として、企業からの情報開示は必要である。とくに環境が変化しているときに企業の情報開示への姿勢が悪いと、経営戦略に対する投資家の質問の質も低下する。

以 上