

経済産業省
経済産業政策局 企業会計室
委託調査研究

平成 23 年度総合調査研究
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

平成 24 年 3 月

目次

はじめに	1
エグゼクティブサマリー.....	3
第1章 事業環境と金融環境の変化.....	14
事業環境の変化と金融環境の変化にまつわる今日的課題	14
1. 事業環境の変化	14
2. 金融環境の変化	17
3. 環境変化に先んじた対応.....	20
第2章 外部環境変化を踏まえた企業の挑戦と課題	22
全体勉強会及び各部会の概要.....	22
全体勉強会の開催概要.....	23
各部会の開催概要.....	24
全体勉強会・3部会における議論の要旨.....	26
第3章 有識者・学者、投資家・アナリスト、資本市場関係者、監査法人等へのヒアリング	49
投資家のニーズと期待（1）投資家インタビューの要旨	49
投資家のニーズと期待（2）学識者インタビューの要旨	53
他のステークホルダーへの影響（監査法人等インタビューの要旨）	55
開示がもたらす効果に関する調査・研究（1）持続的な企業価値創造のためのリスク情報開示 （有事価値関連性）	57
開示がもたらす効果に関する調査・研究（2）非財務情報の開示が株価のボラティリティに与 える影響	59
開示がもたらす効果に関する調査・研究（3）BCMに関する格付融資制度.....	59
開示がもたらす効果に関する調査・研究（4）業績予想開示が資本コストに与える影響	61
第4章 非財務情報開示にかかわる海外（イギリス・ドイツ等）の取組み.....	62
欧州における非財務情報開示の変遷.....	62
①2003年 EU会計現代化指令	62
②2006年 会社法改正（イギリス）	63

③2010年 “Cutting clutter”(FRC) (イギリス)	64
④2011年 FR Lab 設立・活動開始 (イギリス)	65
(参考) 非財務情報開示にかかわる BIS の活動	68
⑤会社法を基礎とした非財務情報の開示 (ドイツ)	68
(参考) 今後の EU のサステナビリティ開示に関する動向	73
⑥2010年 Management Commentary (IASB)	74
⑦2011年 統合報告 DP/パイロットプログラム/ラウンドテーブル(IIRC)	74

第5章 国内外の開示事例にみる工夫・教訓・示唆 77

国内企業の開示・取組み事例	77
①エーザイ (ステークホルダーズの価値増大の定款への織り込み、ROE を重視した経営の実践、株主招集通知等の充実)	78
②ローソン (企業価値の見える化)	82
③花王 (EVA®による株主価値を重視した経営)	83
④三菱ケミカルホールディングス (カイトキ価値)	83
⑤堀場製作所 (非財務情報の重要性の明示的な開示)	84
⑥東京ガス (リスク対応策開示)	84
⑦セコム (リスク対応策開示)	86
⑧日産自動車 (アニュアルレポートでの解説の充実)	87
⑨東北電力 (BCP への取組み内容の具体的な開示)	88
⑩オムロン (トップマネジメントの選任プロセスの説明)	89
⑪資生堂 (役員報酬開示)	89
⑫カプコン (中長期視点での開示)	90
⑬武田薬品工業 (統合報告への取組み)	91
⑭業績予想開示の類型	91
海外企業の開示・取組み事例	93
①Marks & Spencer	93
②Henkel	96
③Puma	99
④RWE	102
⑤DuPont (デュポン)	104
⑥BP	110

第6章 企業・投資家・政府等に期待される12のアクション	113
アクション(1) 企業の本源的価値の追求.....	113
アクション(2) コミュニケーション方針の明確化.....	113
アクション(3) 地に足の着いた開示・対話の実践.....	114
アクション(4) 整合性のあるバランスの取れた説明.....	115
アクション(5) 開示情報を基にした社内および社外との対話.....	117
アクション(6) 中長期を見据えた投資家の更なる育成.....	117
アクション(7) 多様な金融商品・サービスの企画・提供.....	119
アクション(8) 開示内容に関して投資家と企業とが意見交換する“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）.....	119
アクション(9) 国際的な開示規制の整合性確保・調和.....	120
アクション(10) 長期の資金運用の活性化を図る仕組みの強化.....	120
アクション(11) Comply or Explain 型の開示の徹底.....	121
アクション(12) 日本を代表するプラチナ・インデックスの導入の検討.....	121
おわりに	123
参考資料	125
I R 部会にご参加いただいた方々.....	126
リスク管理部会にご参加いただいた方々.....	127
経営企画部会にご参加いただいた方々.....	128
全体勉強会にご参加いただいた方々.....	129
本調査研究報告と関連する調査研究報告書等.....	133
参考文献一覧.....	140

はじめに

本調査研究報告書の意義

「失われた 20 年」を過ぎ、2011 年 3 月 11 日の東日本大震災を経た現在、日本経済をとりまく“景色”が変わりつつある。

すなわち、わが国のドルベースでみた GDP は世界第 3 位となり、アジアにおける相対的な経済地位も低下している。貿易赤字が拡大し、2015 年以降の早い時期に経常赤字国に転落する可能性が示唆されている。

企業収益力の継続的な低下、今後の少子高齢化を前提とすると、国内の年金基金・公的年金等だけでは、日本株を買い続けられない可能性が高く、適切なリスクマネーを呼び込む必要性が高まろうとしているように見える。

こうした情勢の下、企業価値の維持・向上を適切に開示することを通じて、国内外のリスクマネーを呼び込み、日本の資本市場の魅力を高めることが急務となりつつある。また、大震災を踏まえ、企業経営者が、持続的な企業価値創造を支える経営の仕組みを実現し、情報開示を行うことが不可欠である。持続的な企業価値向上の道筋を適切に示すことで、日本の産業競争力を高め、資本市場としての魅力を国内外の投資家等に再確認してもらうことが重要となっている。

本調査研究では、今後、どのようなメリット・実利を目指し日本企業がどのような行動・開示を行っていくかを明らかにすることをテーマとした。具体的には、日本企業の本源的価値を高め、それを適切に伝え、さらにそれが企業価値の向上につながるような好循環を生むための取組みを企業や投資家等の実務家との会合・ヒアリング・各種調査資料等をもとに検討した。本報告書では、企業、投資家、政府を中心に、経営上・実務上のインセンティブ・メリットを特に意識して、非財務情報の開示に関して期待されるアクションを提言するとともに、実務的な示唆を提示した。

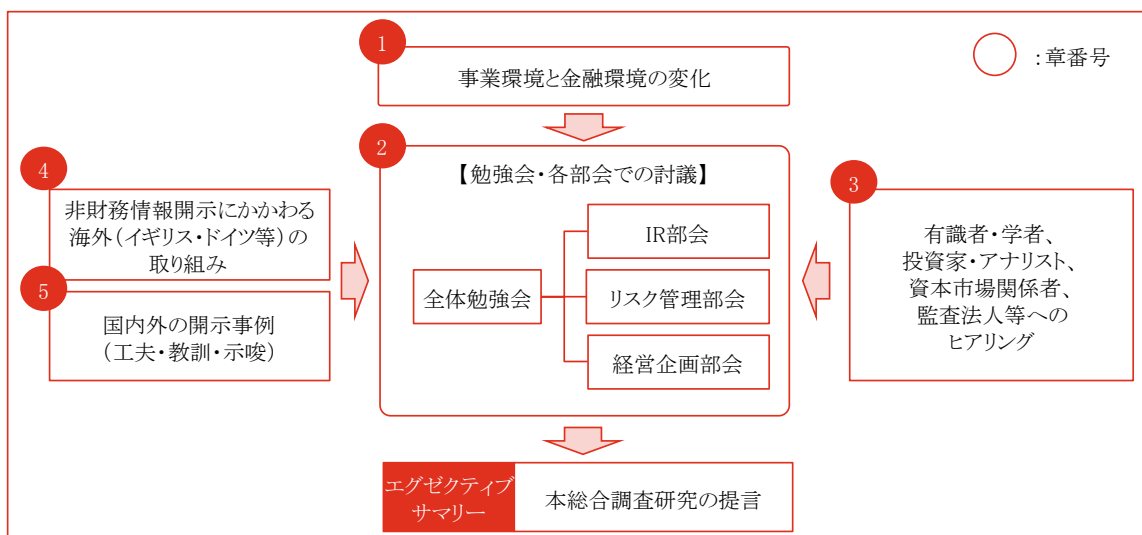
次世代の企業価値創造に向けて

本調査研究報告書は、今後、わが国に生じるであろう事態を想定しながら、歩むべき道の第一歩を記したものである。その意味で、今経営の衝にある方々だけではなく、将来企業をリードしていかれる世代の方々にも読んでいただきたいと考えている。成熟国としての日本が健全に成長していくためには、先進国の一員として、またアジアにおける先進国として新たに生まれてくる国際的な枠組み（例えば、IFRS（International Financial Reporting Standards : 国際財務報告基準）や統合報告等）の議論に積極的に参加していくことが重要になっている。将来の企業リーダーたちには、国際交渉の場に出ていく政府、市場運営者等をしっかりとサポートしていくことがまた自らの企業価値創造にも不可欠であるという認識が必要である。

本調査研究の進め方と報告書の構成

本調査研究報告書の構成に当たっては、経営上・実務上のインセンティブ・メリットを特に意識し、非財務情報の開示に関するアクションを検討した。

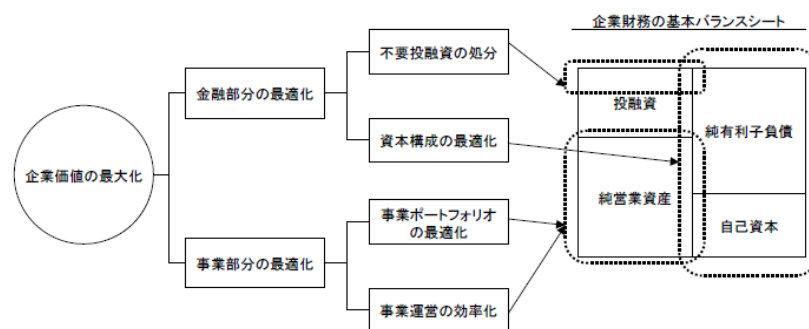
まず事業環境と金融環境の変化を俯瞰（第1章）した上で、日本企業の本源的価値を適切に伝え、継続して高めるための取組みを検討すべく、企業のIR部門・リスク管理部門・経営企画部門の方々約10名にご参加いただき部会（各3回）の意見交換・議論を行うとともに、学者・有識者・投資家の方々をお招きした全体勉強会（全3回）を実施し、実務に即した課題・アクション等について討議いただいた（第2章）。さらにかかる議論を補うべく、有識者・学者、投資家・アナリスト、資本市場関係者、監査法人等へのヒアリングを適宜行うとともに（第3章）、非財務情報開示にかかわる海外（イギリス・ドイツ等）の取組みの調査（第4章）や、実務への示唆を提供する国内外の開示事例を抽出・整理した（第5章）。以上の検討を踏まえ、今後のアクションを提言としてとりまとめた（エグゼグティブサマリー、第6章）。



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～

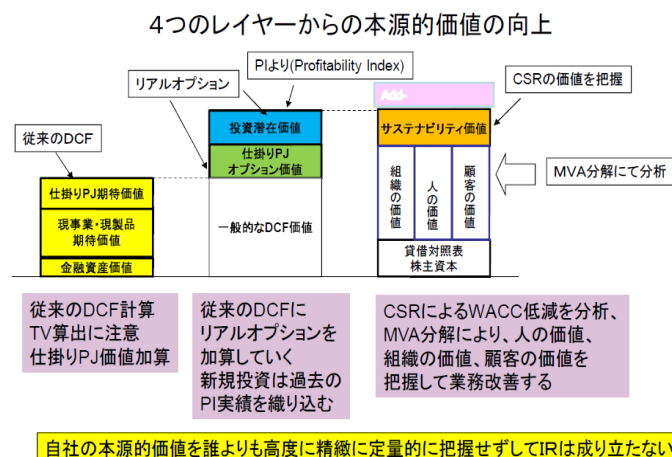
経済産業省では、これまでの企業価値研究会における議論や各種委託調査事業における調査・研究を踏まえ、企業価値のあり方を検討しており、平成20年6月の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」報告書において、「企業価値」を「企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値（の総額）」を想定するものとした上で、企業価値の最大化のためには、事業部分の最適化と金融部分の最適化が必要である、と定義してきた。継続して企業価値を維持・向上するためには、事業環境の変化と金融環境の変化に、適時・適切に対応していくことが必要不可欠となっている。



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。

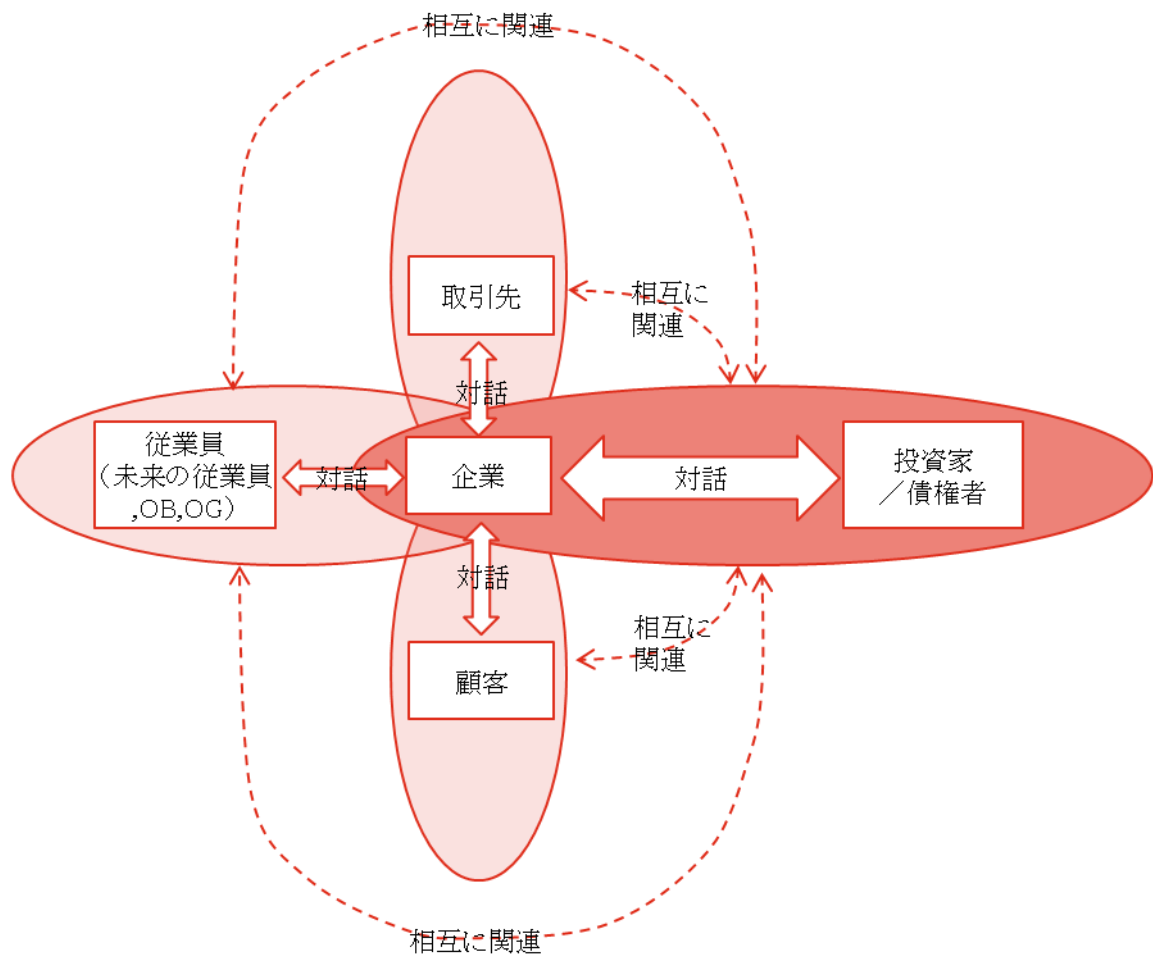
また、昨今の企業の実務慣行においては、上述した「狭義の企業価値」のみならず、企業の社会的責任を反映した、より精緻な「企業の本源的価値」（以下、単に「広義の企業価値」と称す）の測定・向上にかかわる試行錯誤も活発になされている。

（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

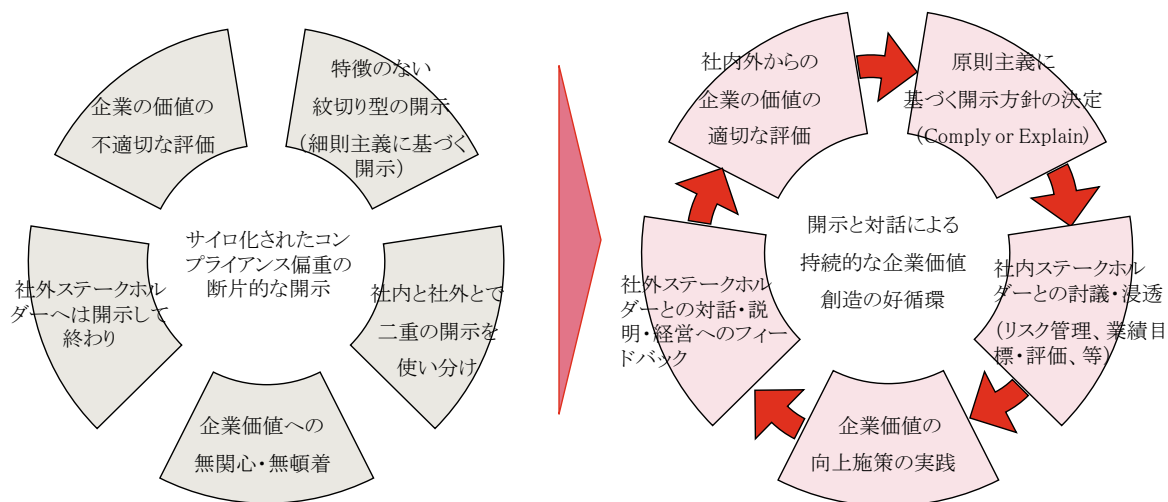
こうしたBCMやリスクに関する情報は、そもそも加速化するイノベーションやグローバル展開の下で、社内においてもしっかり共有しておくことが持続的な価値創造には必要である。そして、投資家等との対話によって得られた情報も一つの有効なドライバーとして、他の外部環境変

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	<p>(1) 企業の本源的価値の追求</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 <p>(2) コミュニケーション方針の明確化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 <p>(3) 地に足の着いた開示・対話の実践</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 <p>(4) 整合性のあるバランスの取れた説明(非財務情報開示)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 	<ul style="list-style-type: none"> ・中長期の安定的株主の獲得 (アクティブの長期集中投資、等) ・資金調達のコストの低減・最適化 (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) ・株価のボラティリティの低減 (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) ・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 ・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 ・(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) ・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 	<p><第2章：部会での意見交換></p> <ul style="list-style-type: none"> ・経営企画部会 ・リスク管理部会 ・IR部会 <p><第3章：投資家ヒアリング></p> <ul style="list-style-type: none"> ・ヘッジファンド ・バリューアップファンド ・長期投資家、等 <p><第3章：監査法人ヒアリング></p> <p><第3章：学者・有識者分析></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 <p><第5章：国内外開示事例></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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
	<p>明</p> <ul style="list-style-type: none"> ・将来予測情報の定量・定性的な開示 <p><u>(5)開示情報を基にした社内および 社外との対話</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・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 	<p><u>価と資本市場の活性化・魅力の向上</u></p>	

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	<p>(6)中長期志向の投資家の育成</p> <p>・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</p>	<p>・価値創造企業の選別 (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)</p> <p>・個人金融資産の資本市場・投資へのシフト</p> <p>・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</p>	<p><第2章:3部会での意見交換></p> <p><第3章:投資家ヒアリング></p>
	<p>(7)多様な金融商品・サービスの企画・提供</p> <p>・長期投資の場・金融商品の提供と透明性の確保</p>		
政府	<p>(8)開示内容に関して投資家と企業が意見交換をする“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)</p> <p>・海外投資家を含む、投資家と企業との対話の場の提供</p> <p>・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</p>	<p>・時代に即した実務的な開示の有効性向上 (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</p> <p>・長期運用資金の流入・定着・拡大</p> <p>・上記を通じた資本市場の活性化・魅力の向上</p>	<p><第2章:3部会での意見交換></p> <p><第4章:他国の開示制度・取組み></p> <p>・EU</p> <p>・イギリス</p> <p>・ドイツ、等</p>
	<p>(9)国際的な開示規制の整合性確保・調和</p> <p>・開示に関するセーフハーバー・ルールの整備</p> <p>・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</p>		
	<p>(10)長期の資金運用の活性化を図る仕組みの強化</p> <p>・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</p> <p>・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</p>		

	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	<p>< 証券取引所等 ></p> <p><u>(11) Comply or Explain 型の開示の徹底</u></p> <p><u>(12) 日本を代表するプラチナ・インデック 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)</p>	<p>・<u>“新生日本市場”の再評価、日 本企業の産業競争力強化を支 えるための資金流入の拡大、日 本市場のブランド向上</u></p> <p>・<u>多面的・複線的な資本市場の 整備・活性化</u></p>	<p>< 第3章:投資家ヒアリ ング ></p>

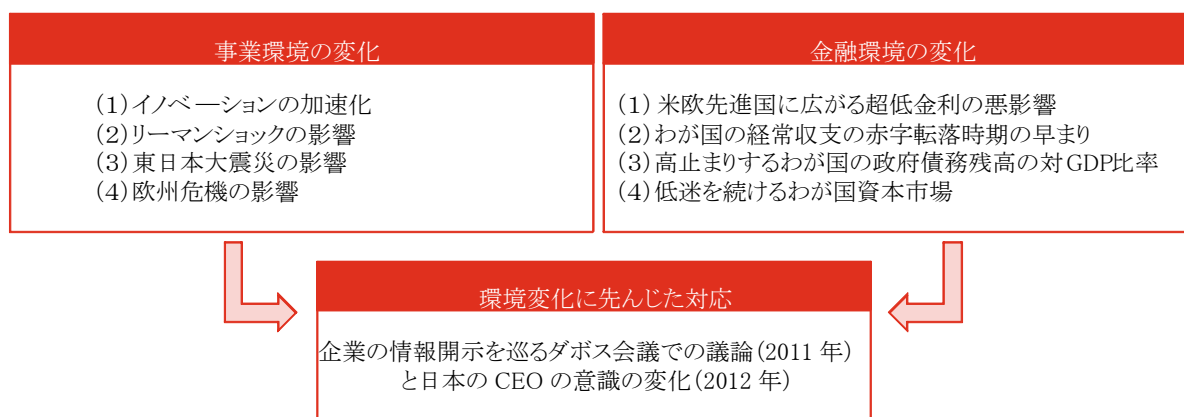
第1章 事業環境と金融環境の変化

事業環境の変化と金融環境の変化にまつわる今日的課題

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重要である。その前提として、事業環境の変化と金融環境の変化のそれぞれについての今日的課題を俯瞰する。

経済産業省では、これまでの企業価値研究会や各種委託調査事業における検討を踏まえ、企業価値のあり方を検討してきた。そうした中で、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ことがすでに謳われている。

本章では、まず事業環境の変化と金融環境の変化に分けて、何が起こってきたのか、また起ころうとしているのかをそれぞれ4つの視点から俯瞰し、本調査研究をとりまく今日的状況を整理する。次に、国際的なCEO等の集まりである世界経済フォーラム（通称：ダボス会議）におけるここ2年間に生じた出来事を振り返り、すでに世界のCEOの中に、未来の事態を懸念して、先を見越した対応を検討することが始まっていることについて言及したい。



1. 事業環境の変化

(1) イノベーションの加速化

イノベーションの加速化とあわせてリスク管理の重要性が高まっている。

20世紀後半から、ITを駆使したイノベーションがますます加速化している。イノベーションは、規制緩和とも相まって、企業に様々なビジネス・チャンスをもたらし、結果として収益拡大の機会を提供してきた。すなわち、コンピューターの活用によって、熟練労働力を持たなくとも新規分野への進出が極めて容易になった。また、コンピューターと通信とを結び付けることにより、それまでの仲介業者を通すことなくビジネスを展開することが容易となったほか、国境を超えたビジネス展開もが可能となった。

しかし、その反面で、イノベーションの加速化は、既存のノウハウやナレッジの陳腐化を速め、

業界や国境を超えた形での競争が激化した。こうした事態に対して、企業としては、イノベーションに常に前向きに対処して、自らの競争力を維持向上させていかななくてはならなくなった。

同時に、企業においては、イノベーションの成果を取り入れ、事業を多角化するにあたって、不慣れな事業に手を出して思わぬ損失を蒙る可能性もまた高まった。時として大きなリスクを抱え込み、リスク管理に失敗すると、従来の経営基盤さえも破壊しかねないこととなった。このため、企業においては、これまで以上にリスク管理が重要なテーマとなってきた。

(2) リーマンショックの影響

リーマンショック後、世界の経済運営の主人公の変更や、世界経済の重心のシフトが加速化している。

2008年9月に生じたリーマンショックは、様々な形で世界経済に大きな変化をもたらしている。すなわち、世界の経済運営は、先進国+ロシアのG8から中国、インド、ブラジル等を含めたG20へと様相を変えた。また、リーマンショック直後に大幅に落ち込んだ世界経済を牽引してきたのは、BRICs 諸国であった。2010年には、中国がわが国を抜いて世界第2位のGDP 大国となった。

こうした世界経済の大きな変化は、「西から東へ」あるいは「大西洋中心から太平洋中心」への経済の変化といわれている。今後も、わが国をはじめとする先進国では、総じて少子高齢化が進んでいく一方で、新興国においては、いわゆる「都市化」が進行し、両者の経済成長の格差は大きい状況が続くものとみられる。

こうした新興国の台頭は、有限である資源価格の高騰を招いている。すなわち、20世紀中は、1バレル当たり40ドルを超えることのなかった原油価格は、リーマンショック直前には、同140ドルを超え、リーマンショック直後には一旦は同40ドルまで戻ったものの、2012年現在では同100ドルを超える水準で推移している。そのほかの資源価格や穀物価格も、新興国の需要増加を背景に上昇している。

(3) 東日本大震災の影響

東日本大震災の影響として、サプライチェーンの見直しや事業継続の重要性の再認識、さらにはエネルギー調達の本格的な見直しといった課題が喫緊の課題の1つとなっている。

2011年3月11日に、わが国企業は未曾有の東日本大震災に見舞われた。この大震災は、多数の死者・行方不明者を出すこととなったほか、先進工業国における地震災害のもたらす重大な影響と、原子力に依存していたエネルギー供給に対する問題を提起した。これらの産業面への影響も事業環境に重要な影響を与えている。

今般の震災によって、我々は先進工業国で大地震が発生すると、いわゆるサプライチェーンが様々なところで寸断されることを体感した。アセンブリ・メーカーにとっては、数万点に及ぶ部品の1つでも欠ければ、最終製品を市場に出すことができないという経験をした。特に差別化の進んだ部品・素材であればあるほど、自社工場が被災した時に備えた供給体制を検討しておくことの重要性が認識された。また、天災等に見舞われた際にいかにして早期に通常操業に戻すかと

という事業継続性の重要性を改めて産業界に周知することとなった。同様のことは、同年秋に発生したタイにおける洪水によっても再認識されることとなった。

また、福島第一原子力発電所で生じた事故は、わが国における原子力発電所が定期点検に入ることによってその再開に時間を要する事態を招来している。その結果、これまでエネルギーの約3割を原子力に頼ることによって、今世紀に入って生じていた原油価格高騰が電力料金に跳ね返ることを阻止してきたが、休止する原子力発電所に代わって火力発電所の稼働再開などで補うこととなったことに伴い、(2)で述べた世界的な原油価格高騰の煽りをまともに受けつつある情勢にある。

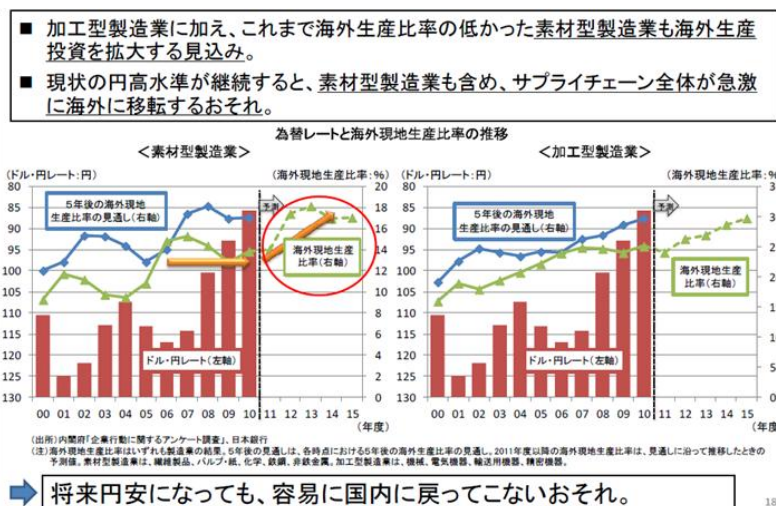
(4) 欧州危機の影響

東日本大震災に加えて欧州危機は、生産拠点の最適配置の見直し等、企業経営の根本的な課題を提起している。

欧州ではギリシアをはじめとする経済危機が襲った。この危機は、通貨は統合したものの各国の主権が維持されたことを通じて、欧州経済圏の中での不均衡が広がり、それが維持できなくなったことから生じたものと言える。米国経済は、まだいわゆるバランス・シート調整の最中にあっただけでもあり、円が避難通貨として買われた結果、急速な円高が進行した。

今回の円高は、欧米主要メーカーとの競合の問題だけでなく、1990年代以降次第に整備されてきた新興国の生産力との間の競合問題を惹起している。このことがわが国企業にとって生産拠点の最適配置の見直し等を加速させることとなっている。

2012年2月後半では、欧州経済危機は一旦小康状態に入ったことや、わが国金融当局の思い切った政策運営もあって、円高に幾分歯止めがかかりつつあるようにはうかがわれる。しかし、東日本大震災後の円高、エネルギー高は、わが国産業界に対して、生産拠点の最適配置の見直しなどを促しつつあるように見受けられる。



資料：産業構造審議会 新産業構造部会「中間整理（案）～「やせ我慢」から「価値創造」へ～平成23年12月スライド18「①産業空洞化の悪影響：円高による根こそぎ空洞化のおそれ」より

2. 金融環境の変化

(1) 米欧先進国に広がる超低金利の悪影響

先進国における超低金利が企業の資本コストに対する意識を鈍化させ、非効率分野の温存を容認する土壌となった可能性がある。

わが国では、1990年代のバブル崩壊以降金利は徐々に下げられ、金利低下余地が底をつく中、2001年3月から2006年3月まで、いわゆる量的金融緩和政策が導入されるなど超低金利が続いている。リーマンショック後には、米欧においても超低金利政策がとられるなど、先進国が全体として極めて低金利の状況にある。

こうした超低金利政策の結果、企業の借入コストは、信用状況によって異なるものの、総じて低下した。これは、企業にとって構造調整をスムーズに進める一助となったが、反面で資本コストがあまり意識されなくなり、非効率分野の温存を可能にした側面もあるよううかがわれる。

(2) わが国の経常収支の赤字転落時期の早まり

東日本大震災を経てわが国経常収支の赤字転落時期が早まると予想される。

少子高齢化社会が進展すると、いずれは経常収支が赤字化するといわれるが、わが国の場合も例外ではない。

2011年の東日本大震災は、原子力発電所への依存度低下や、高騰している原油等の輸入増大による貿易収支の大幅悪化を通じて、わが国経常収支の赤字転落時期を早めたことは否定できない。その上、わが国の所得収支が伸びない場合、わが国経常収支の赤字は更に深刻化する恐れがある。これは、その時点で天然資源に必ずしも恵まれていなかった場合、国内のエネルギー・コスト等をさらに押し上げることにつながる可能性が高い。

(3) 高止まりするわが国の政府債務残高の対 GDP 比率

わが国の国債発行残高の対 GDP 比率はすでにギリシア等を遙かに上回っている。

わが国の財政赤字は、バブル崩壊以降の経済対策などから一気に拡大し、その後も高齢化社会到来等に伴う社会保障費の毎年の大幅な拡大等もあって、IMFによれば2011年の国債と地方債とを合わせた政府債務残高の対 GDP 比率は233%に達すると予測され、ギリシア（166%）、イタリア（121%）を上回る状況にある。

これまで国債の殆どが国内消化されてきたこともあり、わが国の状況はギリシア等とは異なるとされてきた。わが国の国債への信頼が揺らいだ場合、国債金利の上昇圧力によって長期金利一般の上昇につながる可能性もある。

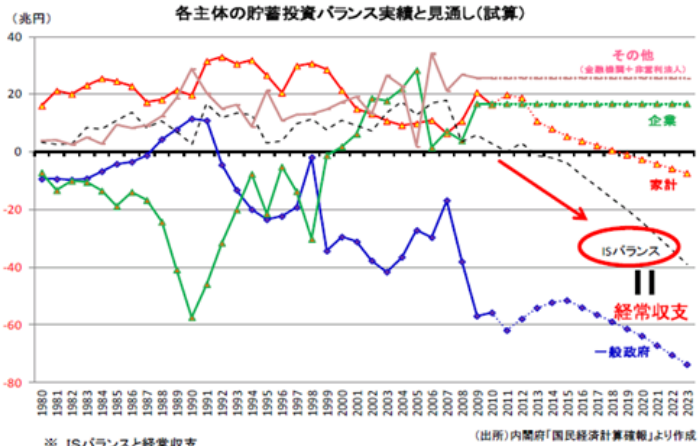
- ・家計貯蓄率低下（←高齢化の影響）
 - ・財政収支悪化（社会保障・税一体改革による消費税増税（2015年までに5%→10%）後、消費税率を据え置きすると、2016年以降悪化）
- 所得収支が伸びなければISバランスが2010年代後半に赤字化するおそれ。

各国の経常収支の状況(2010年)

	経常収支	経常収支赤字・赤字 対GDP比 (%)
日本	+	3.6%
米国	▲	▲3.2%
英国	▲	▲2.5%
ドイツ	+	5.6%
フランス	▲	▲2.2%
イタリア	▲	▲3.5%
スペイン	▲	▲4.5%
ギリシャ	▲	▲10.4%
アイルランド(※)	▲	▲0.7%
ポルトガル	▲	▲9.7%

(※)アイルランドは2011年、赤字に転換(3.7%/GDP)する見通し。
(出所)OECD ECONOMIC OUTLOOK (2011年5月)

ソブリン危機



24

資料：産業構造審議会 新産業構造部会「中間整理(案)～「やせ我慢」から「価値創造」へ～」
平成23年12月 スライド24「② マクロ経済への悪影響：ISバランスが早ければ2010年代後半に赤字化のおそれ」より

(4) 低迷を続けるわが国資本市場

わが国資本市場は低迷が続いているが、いつまでも低迷しているわけにはいかない。海外投資家に対してわが国企業の魅力をアピールし、近い将来を見据えて、リスクマネーを海外から呼び込むための準備をしておくことが重要である。個々の日本企業の収益力を高めることが、日本経済の成長力向上の基盤ともなろう。

バブル崩壊後わが国資本市場は、低迷が続いていると言われているが、成長を続けている企業の中には、株価が上昇し続けている企業もある。しかし、東証一部や二部の状況を見てみると、PBR（株価純資産倍率）は1に満たない。PBRは、PER（株価収益率）とROE（株主資本収益率）とに分けることができる。PERは、バブル期の異常な高さから近時は落ち着いた動きを示している一方で、ROEが低下を続けていることがPBRを極めて低水準にしている背景にあるといわれている。

このように低いROEでは資本コストを十分にまかなえず、海外投資家からはあまり魅力のない株式市場といわれかねない。世界の超低金利が続いている間はおもかく、わが国の経常赤字が近付いてくる中では、海外投資家に対してわが国企業の魅力をアピールできるような市場を作っておくことが将来のリスクマネーを海外から呼び込むためには重要である。



資料：大和住銀投信投資顧問 窪田 真之 様 講演資料「投資家が望む 非財務情報開示」

3. 環境変化に先んじた対応

世界経済フォーラムにおける議論

事業環境の変化と金融環境の変化への対応として、企業報告のあり方を巡る議論が行われるとともに、CEO の危機意識も変化しつつある。

世界経済フォーラム（WEF : The World Economic Forum）は、毎年 1 月末ごろに、世界中の経済・企業のトップや学者、政治家が集まり、経済や社会について幅広く意見交換がなされる会議で、通称、ダボス会議といわれている。この会議においては様々なトピックスが論じられるが、2011 年には企業報告のあり方も論じられ、また 2012 年の会合で紹介された世界中の CEO の意識調査においては、わが国 CEO は世界各国の CEO とは異なる危機意識を持っていたことが明らかになった。

そこで、以下では、この 2 点について簡単に俯瞰する。

(1) 企業報告（Corporate Reporting）を巡る議論（2011 年）

統合報告にみられる企業報告のあり方の変革は、わが国の企業の魅力を投資家にアピールする道具の 1 つとして位置づけることも可能である。

2011 年のダボス会議においては、21 世紀の企業報告（Corporate Reporting）に関する議論が行われた。これは、2010 年 8 月に、IIRC（国際統合報告評議会）が創設され、世界中の資本市場運営者、証券監督当局、代表的な企業、大手会計事務所、大手ベンダー等の代表者が集まって、2008 年のリーマンショックで信頼を失墜した企業報告の将来像を検討し始めたことに起因する。

2011 年の会議では、企業報告の信頼を回復するためには、①有限である環境資源と企業活動との関係や、将来の企業価値をドライブする知的資産、さらに将来に纏わるリスクなどを適切に取り入れ、企業の価値創造過程を投資家にきちんと説明するレポートを作成することが必要である、②IFRS をすでに採用した欧州等において、公正価値の前提などを注記に多く書き込むことが必要となったため、爆発的に増大したアニュアルレポートの枚数を減らし、簡潔にして要を得た企業報告とすることが必要である、等といったことが論じられた。（なお、ダボス会議で世界各国からの参加者に紹介された統合報告の議論は、2011 年 9 月に IIRC から「Integrated Reporting—Communicating Value in the 21st Century（統合報告に向けて—21 世紀にける価値の伝達）」というディスカッション・ペーパー（協議文書）として公表されている。詳細は第 4 章を参照。）

(2) 世界 CEO 意識調査におけるわが国 CEO の意識の特徴点（2012 年）

非財務情報開示のあり方の検討にあたり、CEO の経営課題に対する問題意識も念頭に置くことが重要である。

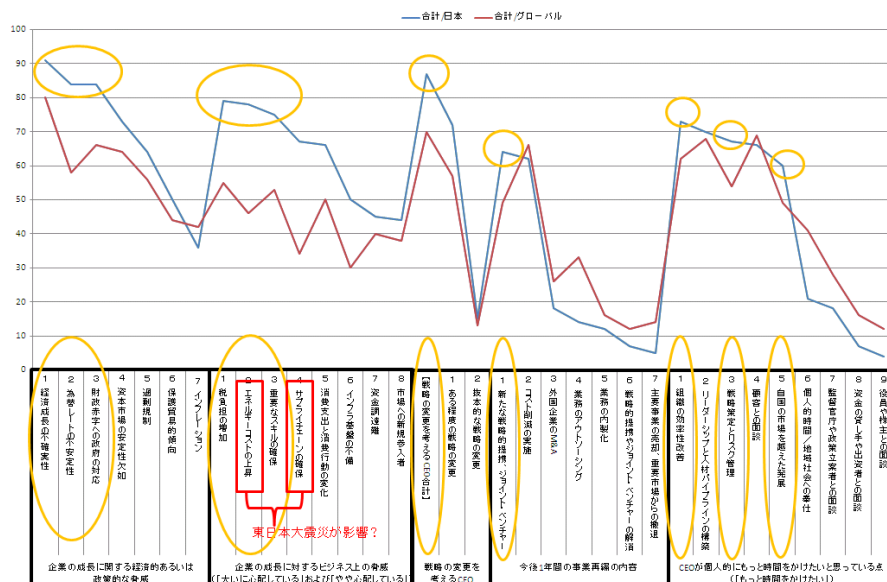
ダボス会議では、世界 CEO 意識調査の結果が公表されることが慣例となっている。今回が第 15 回目となる世界 CEO 意識調査では、世界全体で 1,258 名の CEO が参加し、日本からは 169

名が参加した。GDPの各国比率に基づき日本のCEO100名の結果がグローバル結果に反映される一方、日本だけの集計結果には169名分すべての回答が反映されている。今回の調査は、2011年9月から12月初旬までに行われた。

本意識調査結果によれば、企業の成長に関する経済的あるいは政策的な脅威について、わが国のCEOの91%が経済成長の不確実性を挙げた（グローバル80%）ほか、財政赤字に対する政府の対応（84%、グローバル66%）や為替レートの不安定性（84%、グローバル58%）を多く挙げているところに特徴がある。また、企業の成長に対するビジネス上の脅威について、特にわが国のCEOは、税負担の増加（79%、グローバル55%）、エネルギー・コストの上昇（78%、グローバル46%）、さらに団塊世代の定年などもあって重要なスキルの確保（75%、グローバル53%）を挙げている点に、グローバルとの差異が見られる。このうち、東日本大震災が影響したとみられるのは、エネルギー・コストの上昇（昨年の55%から今年の78%へ）と、サプライチェーンの確保（昨年の49%から今年の67%へ）である。

こうした大きな脅威の下で、向こう12カ月に抜本的ないしある程度の戦略変更を考えているCEOは、わが国の場合87%とグローバル(70%)よりかなり高い水準にある。具体的に、今後1年間に手掛ける予定の事業再編としては、新たな戦略的提携やジョイントベンチャーをあげるCEOが、わが国の場合64%とグローバル(49%)より多いという特徴もみられる。最後に、CEOが個人的にもっと時間をかけたいと思っている点についてみると、わが国CEOはグローバルに比し、戦略策定とリスク管理（日本：67%、グローバル：54%）、組織の効率化（日本：73%、グローバル：62%）、自国市場を越えた発展（日本：60%、グローバル：49%）を多く挙げている、という相違点を知ることができる。

非財務情報開示のあり方の検討にあたっては、こうした企業経営の生の感覚を反映・意識することが有意義である。



資料：PwCが実施した「第15回世界CEO意識調査」より作成

第2章 外部環境変化を踏まえた企業の挑戦と課題

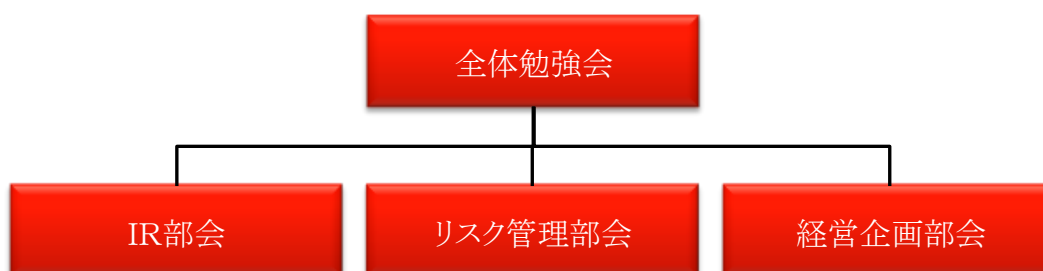
全体勉強会及び各部会の概要

全体勉強会

全体勉強会は、有識者・学者、投資家、格付機関等、IR・リスク管理・経営企画部会の代表者で構成され、各部会の開催状況の共有や、各部会で出された主要な課題を紹介し、有識者・学者や投資家、格付機関等および他部会の委員との意見交換等を行った。

各部会

IR・リスク管理・経営企画部会には、各企業でIR部門・リスク管理部門・経営企画部門をリードしておられる方々を招聘することで、各委員間の職務上の問題認識・課題に関する意見交換や、全体研究会における検討状況の紹介及びそれを受けての意見交換、各部会における検討を踏まえた企業報告の具体的な改善点の抽出等を実施した。



全体勉強会の開催概要

・2011年11月～2012年3月の間において以下の通り全体勉強会を実施した。

研究部会	ご講演者	ご講演内容	日時	
全体勉強会	第1回	同志社大学 商学部 特別客員教授 古賀 智敏 先生	「統合報告の生成と基盤」	平成23年 11月14日(月) 13:00-15:00
		PwC(UK) ディレクター アリソン・トーマス	「コーポレートレポーティングの最新動向」	
	第2回	東京ガス株式会社 総合企画部 経営管理グループ 担当副部長 吉野 太郎 様	「リスク情報開示に関する考察 ーリスク対応策の開示を通してー」	平成23年 12月16日(金) 15:00-17:30
		株式会社日本経済研究所 インフラ・環境グループ 副局長 野田 健太郎 様	「BCMに関する格付融資制度について」	
		大和住銀投信投資顧問株式会社 株式運用部 シニア・ファンド・マネジャー 窪田 真之 様	「投資家が望む非財務情報開示」	
		専修大学 経営学部 教授 山崎 秀彦 先生	「非財務情報開示に対する保証付与に当たっての課題 ー統合報告に対する信頼性付与の可能性ー」	
		一橋大学大学院 商学研究科 准教授 加賀谷 哲之 先生	「持続的な企業価値創造のためのリスク情報開示 ー東日本大震災の影響にみる有事価値関連性ー」	
	第3回	(事務局より報告書骨子の説明と討議)	該当なし	平成24年 3月7日(水) 15:00-18:00

各部会の開催概要

- ・2011年12月～2012年2月の間において以下の通り検討部会を実施した。

研究部会	ご講演者	ご講演内容	日時
IR部会	第1回	(参加者討議につき講演なし)	平成23年12月9日 (金) 15:00-17:30
	第2回	早稲田大学大学院 商学研究科 会計研究科兼任講師 エーザイ株式会社 IR部 部長 執行役員(理事) 柳 良平 様	「コーポレートガバナンスと株 主値創造」 平成24年1月17 日(火) 15:00-17:30
	第3回	早稲田大学大学院 商学研究科 会計研究科兼任講師 エーザイ株式会社 IR部 部長 執行役員(理事) 柳 良平 様	「業績予想開示に係る投資家 サーベイと脱予算経営による 改善」 平成24年2月7日 (火) 15:00-17:30
リスク管理部会	第1回	東京ガス株式会社 総合企画部 経営管理グループ 担当副部長 吉野 太郎 様	「リスク情報開示に関する考察 ーリスク対応策の開示を通して ー」 平成23年12月7 日(水) 15:00-17:30
	第2回	明治大学ビジネススクール グローバル・ビジネス 研究科 教授 刈屋 武昭 先生	「イマージング・リスク経営強化 のための KRI®の開発」 平成24年1月25 日(水) 15:00-17:30
	第3回	住友商事株式会社 コモディティビジネス部 戦略提案グループ エグゼクティブマネージャー 土方 薫 様	「想定外の事業リスクをどう表 記するべきか～考察～」 平成24年2月10 日(金) 15:00-17:30

研究部会		ご講演者	ご講演内容	日時
経営企画部会	第1回	(参加者討議につき講演なし)		平成23年12月14日(水) 16:30-18:30
	第2回	リム・アドバイザーズ ジェネラルマネージャー 戸矢 博明 様	「情報開示に関する投資家のニーズ」	平成24年1月26日(木) 15:00-17:30
	第3回	農中信託銀行株式会社 運用部 アルファ株式運用班 シニアファンドマネージャー 兼 部長代理 奥野 一成 様	「長期投資家から見た情報開示・対話への期待」	平成24年2月24日(金) 15:00-17:30

全体勉強会・3部会における議論の要旨

全体勉強会・3部会における発表・討議を通じて抽出した参加者の問題認識及び課題と、それらに対して各社が工夫（挑戦）している内容を下表に取り纏めた。また、併せて表右側にそれらからの会議で中心に出た意見なのかを識別する記号を付している。

（凡例）：◎（関連する意見が多く発言・討議された）、○（関連する意見が出た）

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～本源的企業価値の追求～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・投資家の多くが「日本の企業の経営者は、自らの企業の企業価値はおろか、事業のDCFさえ計算していないのではないか?」、「過去の株価との比較だけで現状の株価水準を判断しているのではないか?」と疑問を持っている。</p> <p>・海外投資家からは、①日本ではM&Aが起こりにくい国であり、②日本の財務情報には表に出ていない含み損がまだ残っている、③コーポレートガバナンスに重大な欠陥がある日本企業が少なくない、といった誤解をしているように見える。</p> <p>・外国人投資家、国内機関投資家等へのアンケート調査によれば、最も重視する指標はROEであり、また、多くの投資家は、日本企業のROEの低さに不満を感じている。PBR=PER×ROEであらわされるが、先進国では</p>	<p>・投資家と円滑なコミュニケーションを行うには、自社の企業価値を定量化する必要がある。IRの原点は、自社の本源的価値を誰よりも高度にかつ精緻に定量的に把握することにある。</p> <p>・企業理念を定款に記載した上で、株主と企業価値を共有している。</p> <p>・本源的企業価値評価の方法は企業によって異なる。直接的な企業価値評価ではなく、株主価値創造のためのKPIを導入する方法もある。(例えば、Equity Spreadの活用。Equity Spread = ROE - 株主資本コスト(%))</p> <p>・企業価値を定量化していても、投資家公平原則との関係でその具体的な数値を用いた社外ステークホルダーとの対話は行っていない。</p>	◎	◎		○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>PERは大差はない。このため、端的にいえば、日本企業のPBRの低さは、ROEの低さに起因している。</p>	<p>・自社で評価した企業価値そのものではなく、どのように企業価値を定量化しているか、というモデル・方法について投資家と議論すると、投資家から高い評価を得られると感じている。どの程度の頻度でアップデートしているか、資本コスト何%で計算しているか、という議論を行うことに意義がある。</p>				

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～コミュニケーション方針の明確化～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・長期投資家は、事業の本質(付加価値の源泉)、競合環境、産業の潮流、経営者の「理想」(考え方)、の把握に努める。一方、短期投資家は、四半期業績、業績予想をよく見ている。</p> <p>・投資家の投資スタンス・保有期間等には差があり、そのタイプによって情報開示ニーズは異なる。このため、まず、企業として最適資本構成をどう考えるか、具体的に、どのような投資家を味方につけたいか、から議論を始めると有意義である。</p> <p>・紙面媒体のみならず、ウェブ、メール等、コミュニケーションの媒体が多様化しているため、媒体をどう使い分けるかを予め考えておく必要がある。</p> <p>・有事におけるコミュニケーションの信頼感は平時における取組みに応じて決まってくる。有事の不安感を和らげてもらえるよう、事前に情報を開示するという考え方もある。</p>	<p>・自社の最適資本構成を検討した上で、(マーケティングの発想で)最適資本構成の実現に努めている。</p> <p>・上場している限り、企業は株主・投資家を選ぶことはできない。そもそもの基本姿勢として、誰にでも公平に情報を伝える姿勢と体制を構築することが重要である。</p> <p>・業界やビジネスモデルに応じて固有の KPI がある。それらをうまく活用して開示・説明すると理解を得やすい。加えて、事業価値を束ねた企業価値について、どのようにシナジー効果を出しているかを定量的・定性的に説明できると納得・共感を得やすい。</p> <p>・開示の公平性には注視している。たとえば、工場見学は、かつては求めて来た人だけを連れて行っても良いのではないかと考えていたが、説明の仕方や手順、見学の内容を誤ると選択的開示となる危険性があるので注意している。</p> <p>・国内投資家は短期指向、海外</p>	◎	◎		○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	<p>投資家は長期指向という傾向があるように感じるため、海外投資家向けIRを積極的に行っている。</p> <p>・個人投資家に対して十分な情報が開示できているか、開示情報の非対称性を心配している。また、安定的株主を得るため、個人投資家を対象とした IR 活動を積極的に行いたいと考えている。</p>				

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～地に足の着いた開示・対話の実践～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・開示の自由度が高まると、会社間の比較可能性が低下することを懸念する。</p> <p>・国内の機関投資家と海外の機関投資家とで、質問の内容・質が異なっていると感じる。国内の機関投資家やアナリストからは短期業績や、業績予想との乖離幅・方向性を中心に質問されることが多いが、海外投資家からは、会社の姿勢や経営方針、中長期見通しとその理由等を問われることが多い。</p> <p>・投資家は、将来の技術開発、製品陳腐化に対する対応、他社製品と比較した場合の強み/弱みなど、企業の方向性と具体的な施策(技術開発のロードマップなど)戦略に関わる情報、会社の成長を裏付ける情報の開示を求めている。</p> <p>・投資家へのアンケート調査の結果、多くの投資家は、会社に改善点をフィードバックしても会社は真剣に取り組んでくれないと感じ、不満を持っている。</p>	<p>・投資家との対話は、経営トップ自らが行き、IR担当者が短期の業績を含めた定量的な説明を事前に実施し、経営トップは会社の姿勢や経営方針、市場の見通し等の定性的な内容を伝えるようにしている。</p> <p>・経営トップの時間は限られている。このため、IR担当者は、経営トップがどのような投資家と会話すれば、有意義なフィードバックが得られるかを考えながら、開示の公平原則に留意しつつ、One on one ミーティングの時間を設定している。(IR担当者が、投資家/アナリストを事前にレーティングし、レベルの高い投資家/アナリストとのミーティングを優先的にセットしている。)</p> <p>・短期のみではなく中長期的な視点で投資家と対話するために、中長期業績の見通しの開示に関するポリシーを検討・準備している。</p> <p>・投資家の中には、株価変動の原因となるサプライズを期待する者もいるものの、IR活動の基本方針としては、出来る限りサプラ</p>	◎	◎		○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	<p>イズを起こさない方がよいと考えている。</p> <p>・IR 部門は仕事の成果が明確に測定しにくいいため、目標設定が困難である。各種の IR 表彰等は、受賞自体が目的になってはいけませんが、様々なフィードバックを得られる点では有意義である。多面的なIR表彰制度やベストプラクティスを蓄積・共有する仕組みが期待される。</p>				

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～整合性のあるバランスの取れた説明／MD&A・ビジネスモデル～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・投資家から、キャッシュの流れが判りにくいという指摘をされることがある。投資家は、キャッシュの創出力を重要な投資判断に用いている。</p> <p>・投資家は、M&Aのシナジー効果に関する結果分析を開示して欲しいと考えている。</p> <p>・情報開示にあたっては、戦略的な組織再編や提携等は企業秘密・戦略と直結するので、必ずしも具体的な記載はしにくい。</p> <p>・投資家の中では経営戦略と非財務情報を結び付けて理解しようとする者が多いと感じている。</p>	<p>・(従前のような右肩上がりの事業環境の前提を置きにくい中で)事業環境について丁寧に説明することが有意義である。</p> <p>・戦略的提携等はタイムリーに開示することが重要であるため、プレスリリース等の適時開示を活用している。</p> <p>・企業の長期ビジョンを設定した上で、トップダウンで個々の戦略に結びつけることが出来れば、IRやCSRの観点からも投資家に説明し易い。</p> <p>・ビジネス構造が複雑で判りにくくなっている中で、投資家・アナリストに的確にそれを理解してもらえると、評価が高まるのではないかと。彼等に判り難い部分をどのように開示するかは更に工夫が必要。</p>	◎	◎		◎

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～整合性のあるバランスの取れた説明／事業戦略・競争優位の源泉・参入障壁等の説明～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・(投資家として)企業の強さを見究めるため、市場全体の状況と参入障壁の有無・高さを丁寧に説明してほしい。特に、事業セグメントの開示にあたり、新ビジネスについては、黒字化した段階で新しいセグメントとして開示するのではなく、出来るだけ投資をし始めた段階から開示してほしい。</p> <p>・競争優位の源泉として知的資産等を掲げる企業があるが、現状ではその知的資産が企業価値に資するかどうか、判別が困難な場合も少なくない。出来るだけ、知的資産と将来キャッシュフローがどう結び付くのかを説明してほしい。</p>	<p>・セグメント情報は組織体制と関連していることがあり、研究開発や試験研究段階、パイロットスタディ段階では開示しにくいこともあるが、投資家の強いニーズを意識して開示するよう努めている。</p>	◎	◎		○

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～整合性のあるバランスの取れた説明／リスクおよびその先行指標・対応施策の説明～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>日本におけるリスクの開示については、紋切り型のものや前年度と同様のもの、さらには一見すると他社事例の”copy and paste”になっているような画一的な内容が多くみられる。このため、企業ごとのリスクの濃淡が見えにくい。(SEC登録企業については、事業に関係するリスクを特定して具体的に記述・開示するようになっていることと対照的である。)</p> <p>・投資家によっては、日本に本社・事業拠点を構える理由を問う声もある。</p>	<p>・リスク情報を適切に開示することで、リスク事象の顕在化時に、証券としての価値を事前に適切に伝えておくという保険のような効果を得ることができる。</p> <p>・金融・商社のように、業界・業種ごとに共通のリスク開示のあり方の検討が必要ではないか。開示の自由と比較可能性のバランスが重要である。</p> <p>・中小企業では、企業年金の方が本業よりも大きい資金を動かしている場合があるものの、社内で、企業年金の位置づけが低いために開示もあまり行われていない。年金運用の高度化が必要であり、その上で年金の運用体制・方針を有価証券報告書に開示する、年金運用に適切な人材を配置する、等が必要ではないか。</p> <p>・日本企業の株価低迷の背景に、日本の国全体としての課題(カントリーリスク)があると感じる。例えば、東日本大震災、原子力発電所・電力問題への対応、日本国債の対応、等。こうし</p>	◎	◎		○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	<p>た国全体としての課題については、(個々の企業が開示・説明するのではなく)国全体としての発信・対応が有用であると考えられる。そのうえで、各社は、なぜ日本に本社や事業拠点を構えるのか、その費用対効果を説明するアプローチが有意義な方法の一つであると考えられる。</p>				
<p>・震災時のリスク対応として、同業他社や他業界とどのように連携するか、社内で議論を始めている。</p> <p>・震災時、買占めによるモノ不足になったが、「誤った情報開示」への対応を含め、マスコミ対応は大変重要であると考ええる。</p> <p>・社内ではリスク管理について活発に議論されているものの、他社が積極的にリスクを開示していないため、経営者は、開示するリスク項目の数を増やすことに消極的である。</p> <p>・リスクを開示することのメリットが、具体的に判らないので、その開示には積極的になれない。</p> <p>・社内ではリスクを定量的に管理している場合でも、定性的表現で開示している。リスクが顕現化</p>	<p>・平時のマスコミ対応と有事のそれは異なる。平時に有事のトレーニングを行い準備している。</p> <p>・有事の際、誰が何の役割を担うか、誰の承認を得る必要があるか、という「対外コミュニケーションルール」と「責任の所在」の明確化が必要。</p> <p>・広報部の報道グループに、マスコミ対応のエキスパートが在籍しているため、有事のマスコミ対策は、うまくいっている。</p> <p>・戦略リスクの開示については、経営企画・マーケティング・広報とで調整している。</p> <p>・社外に開示するリスクは、社内で管理しているリスクとは異なる。社外に開示するリスクは、ステークホルダーが知りたいこと、企業として知ってほしいことをスクリー</p>	◎		◎	

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>した場合の影響度合いについて、定量的に説明することは難しい。</p> <p>・当社の業界は、開示競争を行っているため、動画や、プレゼンテーション等のシナリオつきで、開示している。</p> <p>・サプライチェーンが海外にも及ぶためリスクが増大している。このため、それらのリスクの開示は必須となってきた。</p>	<p>ニングして発信している。</p> <p>・当社では、グループ報・社内報などでリスク対応の良かった点について記載している。</p>				
<p>・リスク対応策の「方針」及び「方法」を開示しているか、開示していないかという情報は投資家にとって投資判断の重要な材料になる。</p> <p>・BCP/BCM の取組み状況を調査した結果、同じようにBCP/BCM を社内で構築している、開示レベルが異なる企業があった。</p> <p>・CSR 報告書等の開示資料にリスクやリスク対応策に関する情報が記載されていることを、投資家にもっとアピールすべきではないか。</p>	<p>・対策を打った上でも残余するリスクの内容や、リスクを受容した理由、今後の対応方針、等を開示することが最も有効だと考えている。</p> <p>・過度な対応を経営者から指示されることを恐れるあまり、実務責任者から適時・適切にリスクの報告が行われないケースもあるのではないか。この結果として重要なリスクが放置される場合もあるように思われる。リスク情報の開示に関するプロセスを経営者が整備することで、このような重要なリスクが看過されることが減少すると考えられる。</p> <p>・有価証券報告書は消極的に開示し、CSR レポート/アニュアルレ</p>	◎		◎	

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	<p>ポート等は、企業価値向上のためにリスク対策まで踏み込んで記載する等、積極的に開示している。このように、開示書類の目的に応じて開示内容を変えている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・開示書類は5種類あり、効率性を考慮し、同一項目については語尾を含めて同一表現で開示している。 ・有価証券報告書と他の自主開示レポートの内容に差異が生じることを避けるため、ディスロージャー委員会で方向性に大幅な乖離がないよう調整している。 ・有価証券報告書にはリスクを簡潔に書いておき、自主開示で粒度、深度、経営者の思いは裁量で語るようにするという考え方もある。 				
<p>・既知のリスク・過去のリスクでなく、将来の変化から生じるリスクに目を向けたリスクマネジメントを実践することで、経営の質を高めることが出来るのではないか。様々なKRI®を設定し、一定の水準や閾値を事前に決定し、それをトリガーとして、プロアクティブに戦略を調整することで、設定された目標を達成する可能性が高</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・KPI と、KRI®とを関連付けることが重要ではないか。 ・リスクを大きく、①事業リスク、②ピュアリスク、③オペレーショナルリスクに分けて管理し、①事業リスクは経営企画部門が管理し、リスク部門は②と③を管理している。後者のリスクについては、PDCA サイクルを回し定期的に 	◎		◎	

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>まる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・KRI®を企業の各領域で増加するリスク・機会を早期に把握するシグナルとして活用し、組織内部で利用することにより、リスクが顕在化した後の事後対応の手間を低減させることができる。 ・経営者の頭の中にあること(経営者の知識体系)をベースにKRI®を設定し、観察していくことが重要。 ・当社のリスクマネジメント委員会は震災対応の議論が中心になっており、本来の戦略リスクが議論されていないことを危惧している。 	<p>見直しを行っている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・戦略リスクに対しても、リスク管理部門が深く関与し、リスク項目の検討・リスク評価に取り組んでいる。 ・過去データ・成功事例にあまり頼らず、将来価値情報を数値化して管理することに挑んでいる。 ・リスクに対する考え方のガイドライン、基準等を経済産業省が策定・公開してもらえるとありがたい。 ・東日本大震災において、リスク管理部門だけでなく、事業部門が当事者意識を持って主体的に対応したことが、全社としての良い対応につながった。 ・2011年に生じた会計不正事件や経営トップによる資金の不適切な流用等、いわゆるコーポレートガバナンスの欠如に関する事件を受けて、内部統制が十分に機能しているか、リスクの棚卸、統制の見直しを行っている。 				
<ul style="list-style-type: none"> ・投資家やアナリストが、リスク項目にあまり関心を払わないのは、中期経営計画が阻害される要因が何なのか不明確だからで 	<ul style="list-style-type: none"> ・毎年、経営者が重要と認識するリスクを必要に応じて加えている。 	◎		◎	

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>はないか。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・経営者からみるとリスク情報の開示を増加させたとしても、リスク管理の実態は理解されないことが多い。また、一度開示したリスク情報を翌年度以降削除すると、リスク管理の後退と認識される危険性があり悩ましい。 ・東日本大震災において、リスク対応策を準備していた企業は、株価の落ち込みが少なかったという実証分析結果が出た。 ・戦略実行における機会損失リスクは社内で検討し整理している企業は多いものの、こういった情報を開示している企業は少ない。しかし、投資家はこれらの情報が見たいのではないか。 	<ul style="list-style-type: none"> ・事業等のリスクは毎年変化する。また、年度によって、記載の順番を変更する。(例えば、震災後初めての報告書には、震災関連リスクを冒頭に記載したなど) ・リスクの変更点を明確化するか、重要性に応じて濃淡及び優先順位をつけて開示する必要があるのではないか。 ・事業等のリスクを定量化することは、業種・業態によって困難な場合がある。リスクが顕在化した場合の対応策を定性的に表現することで十分ではないか。 				

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～整合性のあるバランスの取れた説明／コーポレート・ガバナンス～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・社外取締役義務付けなど形式的要件の整備では片付けられないが、日本市場の信頼を損ねてしまっているのも事実。コーポレートガバナンス制度を、グローバルスタンダードに近いものにしたうえで、Comply or Explain 型で進めるべきではないか。</p> <p>・社外取締役は、実質的な業務に携わっていないため、事業の難しい意思決定において、十分な判断能力が発揮されないのではないか。</p> <p>・日本のガバナンスシステムは、十分に機能していないという思い込みが海外投資家にあるのではないか。</p>	<p>・社外取締役を半数以上とし、委員会設置会社とすれば投資家へのコーポレートガバナンスの説明は容易。独立性の定義を明確にしている。</p> <p>・社外取締役を導入すると、経営のスピードが落ちるという意見があるが、そのようなことは無い。</p> <p>・社外取締役に外国人を入れると、議論が活発になる。執行役会、取締役会すべて英語。毎月株主総会をやっているようだ。</p> <p>・社内では、「取締役は社外の人、株主の代表のためのポストで、執行役がサラリーマンが目指すゴールだ」と言っている。</p> <p>・社外取締役の独立性、能力、経歴が判らないという株主の声に対応するため、株主総会招集通知で、顔写真を掲載し、抱負、経歴、持ち株数も明らかにした。</p> <p>・社外取締役の独立性を明らかにするため、社外取締役が主に籍を置く企業との取引関係を明らかにした。</p>	◎	◎	○	○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	<p>・当社では指名委員会や報酬委員会等の委員会設置会社の良さを取り入れた監査役設置会社を採用している。執行役を兼務する取締役は社長のみで、社内取締役・社外取締役で、社長の執行を監視・監督するガバナンス体制を構築した。企業の業態・歴史において、望ましいガバナンス体制があると考えている。</p>				
<p>・ガバナンスが悪い企業は、キャッシュを有効利用することが出来ないと想定されるため、手持ちキャッシュの評価を50%と見積もられる。</p>	<p>・社外取締役が形式的に在籍しているのではなく、実質的に機能していることを、アニュアルレポートにおいて、インタビュー形式でアピールしている。</p> <p>・コーポレートガバナンスのベストプラクティスを集めて公開する、表彰制度があれば良いのではないか。</p> <p>・自社のコーポレートガバナンスの成熟度は、海外の権威筋から情報を収集して確認している。</p> <p>・社長交代プロセスを開示することによって、ガバナンスの実態をアニュアルレポートで詳細に説明した。</p>	◎	◎	○	○

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～整合性のあるバランスの取れた説明／将来予測情報の定量・定性的な開示～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・2012年3月期以降の決算短信から東証の業績予想の開示ルールが変更され、企業の実態に応じた自由な開示を選択することが可能となる。多くの投資家は、現状維持、あるいは、より詳細な業績予想開示を求めている。</p> <p>・ある調査によれば、日本国内のセルサイドアナリストの約8割は、業績予想開示廃止に対して、否定的な意見であった。一方、米国・英国で同様の調査を行った結果、約8割のアナリストは業績予想開示が無くても、自分たちで徹底的に分析するため問題ないという意見であった。欧米のアナリストは、事業会社の勤務経験者が多く、一定の開示があれば企業のCFO並みに予想を立てることができるものと考えられる。</p> <p>・米国で業績予想開示が強制されていないのは、アナリストのストリート・コンセンサスによって業績予想が行われていることも一因と考えられる。</p>	<p>・内部で年次予算を立てながら、柔軟な開示の工夫を行っている企業がある。</p> <p>① 業績予想非開示タイプ(但し、非開示の説明あり) ②レンジ予想開示タイプ ③四半期ローリング業績予想開示タイプ ④月次クイック業績速報開示によるアップデートタイプ</p> <p>・リーガルリスクを軽減できるという観点から、社内予算を可能な限り変更せずに開示している。</p> <p>・東証の業績予想開示の方針が変わっても、当社は今まで通りの開示を行う。</p> <p>・社内・社外で同じ管理指標の数値を用いて、3年後、5年後のイメージを共有することを考えている。</p> <p>・株主総会通知の中で、業績予想の数値は、コミットメントではないという認識を確認している。</p> <p>・各社が投資家とのコミュニケーションの場、IRの場で業績予想はコミットメントではないと啓蒙す</p>	◎	◎		○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	べきではないか。 ・企業がコミットできる指標・独自の KPI を、業績予想として開示する方法もあるのではないか。				
<p>・開示の自由度を高め、投資家に対する納得性の高い開示が出来る企業は市場で評価され、株価に反映されているのではないか。</p> <p>・社内の予算数値をそのまま業績予想として開示すると、投資家に対するコミットメントになると危惧する声が多い。経営者としてはコミットできないので、予算数値を開示したくない。</p> <p>・投資家は企業の業績予想の癖を把握している。いつもストレッチな予想を出す企業、保守的に出す会社等の経営者バイアスを市場は織り込んでいるようだ。</p> <p>・日本企業の多くは、過小な業績予想を出す傾向にある。</p>	<p>・業績下方修正は株価に悪影響を及ぼすため、保守的な業績予想を開示する方法もあるが、当社は社員を鼓舞する意味で、社内予算をそのまま、業績予想として開示している。</p>	◎	◎		○

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～整合性のあるバランスの取れた説明／中長期経営計画の適切な説明～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・海外投資家の中には、非財務的な情報、特に企業の将来の方向性に高い関心を持っている者もいる。短期的な業績に関する質問は、必ずしも短期的な評価のためではなく、企業の中長期的な経営の方向性にブレがないかどうかを確認するために活用していると感じられることがある。</p> <p>・中長期経営計画の数値を開示すると、それが独り歩きしてしまって困ったことがある。</p> <p>・業種/業態によって、中長期計画のもつ意味は異なる。</p> <p>・当初の中長期経営計画通りに業績が伸びないとき、どのように開示すれば良いか、悩んでいる。</p> <p>・中期経営計画を変更した場合、具体的な理由を、開示して欲しい。</p>	<p>・マネジメントの意思が分かるような情報を提供するためには、中長期経営計画におけるビジネス・ストーリーと財務諸表とが直接的に結びつくような情報を優先して開示することが特に重要と考えている。</p> <p>・中期経営計画はビジネスモデルや、プロダクトライフサイクルによって異なる。たとえば、金融と非金融の両方を持っているのであれば、それぞれについてのキャッシュの流れをグラフにして開示することが有意義である。</p> <p>・季節変動が多い業種では、四半期の業績は実態を反映していないため、通期で見てもらう必要がある。</p> <p>・中・長期経営計画の策定は、経営の方向性そのものを検討することに意義があり、数値目標はあくまでも目安でしかない。漫然とした10年の計画では現実味が無いので、3年計画とするなど、工夫している。開示の主眼は、(数字そのものにコミットすることではなく)中長期の経営ストーリーを語ることにある。</p>	◎	◎		◎

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	<p>・アニュアルレポートにおいて、 詳細な財務諸表に関する情報と 合わせて、保証の付されていない 概算の数字を開示することによ り、読者にわかりやすくしてい る。</p> <p>・企業の長期ビジョンを設定した 上で、トップダウンで個々の戦略 に結びつけることが出来れば、 IRおよびCSRの観点から投資家 に説明が容易である。</p>				

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～開示情報を元にした社内及び社外との対話／統合的な開示体制の構築～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・「統合報告書」を作ることが目的ではなく、企業価値を高めるためには、どのような「統合報告」が必要か、考える必要がある。他の報告書との整合性が重要ではないか。</p> <p>・有価証券報告書、CSRレポート、アニュアルレポート、等の各レポートは別々の部署が作成主体となっており、企業全体として一つのメッセージを送るのが難しい。</p> <p>・開示資料を作成している部署が異なるため個別最適になっていると感じる。</p>	<p>・開示資料は大きく3種類に分かれるが、ワンストップで伝えることを目標に4種類目を作った。</p> <p>・アニュアルレポート、環境社会報告書も作っているが、完成時期が例年8月頃のため見ている人は少ない。そのため、株主招集通知を日本語・英語の両方で、5月中(株主総会開催の1か月前)に出すようにしている。この1冊で当社の全てがわかるよう、情報を集約している。これは、株主総会の議決権行使の基礎情報となっているはずである。</p> <p>・IRは社外の投資家等が、自社に対してどのような意見を持っているか、社内にフィードバックすることが、重要であると考えている。社外の投資家等との対話の結果を、経営層はもとより一定の管理職以上とも共有している。</p> <p>・3年後を目処に、アニュアルレポート／CSRレポートの統合報告書作成を検討している。</p>	◎	◎	○	○

全体勉強会・3部会における議論の要旨

～開示情報を元にした社内及び社外との対話／企業の本源的価値の算定とギャップ分析～

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
<p>・そもそも、CSRレポートは誰のために(何のために)作っているのか、再定義する必要があるのではないか。</p> <p>・CSRを語る上で事業との関連性を明確に表現する必要があるのではないか。</p> <p>・財務目標とCSR目標について、指標で管理している。CSR指標の中にも財務計数に貢献する省エネや、ロス物質削減などの目標が入っている。しかし、当面は単にコスト負担にしかになっていないものもあるのではないか。</p>	<p>・ガバナンスには、Financial Related Governance と、CSR Related Governance の2つがあると考えている。後者は社会的ガバナンスの重要性に対してCSRコミュニティや投資家に関心を持ってもらいたいと考え、取り組んでいる。</p> <p>・企業価値創造とは、大きく以下3つの軸(MBA, MOT, MOS)の総和であると説明している。</p> <p>①MBA(Master of Business Administration:経営学修士)的な考え方</p> <p>②MOT(Management of Technology:技術経営)の考え方</p> <p>③MOS(Management of SUSTAINABILITY)人・社会・地球環境のSUSTAINABILITYの実現を志向する考え方</p> <p>複数の異なる文化・歴史の企業を一つにまとめていく際に、経営哲学・経営理念の再確認を行う過程で、MBA軸、MOT軸、MOS軸のバランスを取って、企業価値創造を高めていくという概念が生まれた。</p> <p>・企業のMOSの方針・考え方</p>	◎	◎		○

問題認識・課題・有識者の声	各社が工夫(挑戦)していること ・今後のアクションに向けた示唆	全体 勉強 会	IR 部 会	リスク 管理 部会	経営 企画 部会
	を、英語版書籍で出版したところ、コーポレートアイデンティティを、広く海外に知ってもらえることが出来た。				

第3章 有識者・学者、投資家・アナリスト、資本市場関係者、監査法人等へのヒアリング

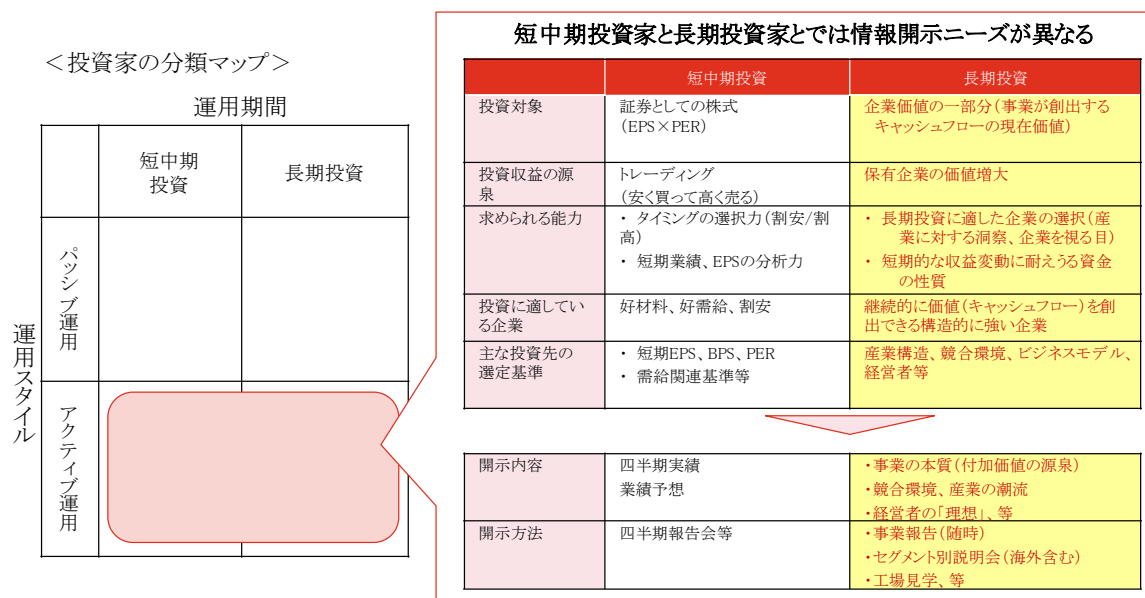
投資家のニーズと期待 (1) 投資家インタビューの要旨

投資家インタビューの要旨

ファンドマネージャーやアナリスト等との面談を通じて、各人の投資哲学、企業の情報開示のあり方等への問題意識、政府や監査法人等への要望等について幅広くインタビューを行った。

本インタビューから得た要点の一つとして、短中期投資と長期投資では情報開示ニーズが異なるということがある。これは「投資家」の行動が運用期間（短中期 or 長期）・運用スタイル（パッシブ or アクティブ）、運用哲学等により大きく異なるということが背景にある。

そのため、企業側は投資家から寄せられる情報開示ニーズは投資家の特性によって大きく異なることを前提に、自社の最適資本構成を意識しつつ、投資家ニーズに応じて異なる情報開示アプローチをとることが重要となる。



資料：農中信託銀行 奥野 一成様 講演資料及びヒアリング等に基づき作成

インタビューをさせていただいた方とそのスケジュール

2011年12月～2012年2月上旬にかけ、とりわけ中長期投資やアクティブ運用に焦点を当てて投資を行っているファンドマネージャー等に対してインタビューを実施した。

項目	インタビュー対象		日時	
	ご所属	インタビューご対応者		
投資家	第1回	株式会社 ティー・アイ・ダヴリュ	藤根 靖晃 様	平成23年12月15日(木) 13:00～14:30
	第2回	リム・アドバイザーズ	戸矢 博明 様	平成24年12月21日(水) 16:00～18:00
	第3回	コモンズ投信株式会社	渋谷 健 様	平成24年1月12日(木) 15:30～17:00
	第4回	あすか コーポレートアドバイザー 株式会社	中神 康議 様	平成24年1月31日(火) 14:00～15:30
	第5回	農中信託銀行	奥野 一成 様 酒見 直秀 様	平成24年2月1日(水) 13:30～15:00
	第6回	レオス・キャピタルワークス 株式会社	藤野 英人 様 佐々木 靖人 様	平成24年2月3日(金) 15:30～17:30

本調査研究活動における投資家へのインタビューを通じて把握した、投資家が企業や政府、その他ステークホルダーに対して認識している要望・問題・課題等の概要を以下に取り纏めた。

本源的価値の追求と開示

- ・ 企業価値創造企業と企業価値破壊企業がある。企業価値創造企業であることをまずは示してほしい。(投資家は冷徹にリターンを追求したい)
- ・ 投資においては基礎的な財務価値を十分に分析の上、非財務情報の収集・分析を実施している。
- ・ 資本コストは最低限意識し、事業単位の EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization : 利払い前・税引き前・減価償却前・その他償却前利益)等は共有してほしい。

対話を前提としたトップ・実務責任者の開示態勢強化／コミュニケーション方針の明確化／地に足の着いた開示の実践

- ・ 開示姿勢そのものが一番の非財務情報である。(企業経営の「まじめさ」を評価する)
- ・ トップが自分の言葉でビジネスを語れていることが大切である。
- ・ 社内でトップが従業員・グループ社員に語っていることをそのまま投資家にも語ってほしい。
- ・ 過大／過小な業績予想の開示は不要。経営者は業績予想にコミットすべきと考える。
- ・ 経営のダイバーシティ(多様性)を重視している。グローバル化した経済では、ダイバーシティが企業にリスクへの対応力や成長力を高めると考える。

整合性のあるバランスの取れた説明(非財務情報開示)

- ・ ビジネスモデル・戦略・競争力・差別化等、財務価値には表れない企業価値を明確化・開示してほしい。
- ・ 事業としての構造的な強さを説明してほしい。
- ・ セグメント情報の開示は、経営者が経営管理している単位と同じでよい。(加工は不要)
- ・ 開示の手段を工夫して分かり易く表現してもらいたい。(例えば、IR資料の要素をアニュアルレポートに含めて説明したり、CSR活動が将来の企業価値向上にどのように結びつくかを説明する、等)

リスクおよびその先行指標・対応施策の説明

- ・ リスク情報が一般的すぎる。(無味乾燥)
- ・ リスク情報とその対応策が開示されていると、リスクやこれに対する企業の考え方がつかみやすい。
- ・ 戦略的なリスク(業界動向、製品陳腐化、等)をもっとリアルに開示して欲しい。リスクが顕在化した際でも対話を行う企業であれば、経営者が誠意を持って対応してくれるものであると考えている。

報酬・コーポレートガバナンスの開示

- ・ 形式上の要件がどうなっているか、コーポレートガバナンスの実態が知りたい。
- ・ 会長・相談役等による経営の実質的な支配があるように感じる。社長選任や報酬支払のプロセスを具体的に開示して欲しい。
- ・ 社外取締役の割合をもっと高くするべき。その割合が極端に低い企業は信用しにくい。
- ・ 日本企業は株式の持ち合いを解消するべき。これによりプロの経営者が求められる市場環境になっていく。
- ・ 企業規模に応じてガバナンスのあり方が異なって良い。

将来予測情報の定量・定性的な開示

- ・ 経営者の見通しを共有するために将来予測情報は有用。
- ・ 開示の後退とならないよう、将来予測情報を開示すべき。

中長期経営計画の適切な説明

- ・ 経営方針の定着状況、安定性を確認したい。

開示情報を基にした社内および社外との対話

- ・ 企業価値創造のためには事業経営のプロと金融のプロの対話を促進すべき。
- ・ (長期投資の前提として) 証券としての価値ではなく、企業の価値を「共有」したい。
- ・ IR 担当者が投資家と対話出来る人物かどうかということ自体を非財務情報として重視している。

金融・投資教育の充実

- ・ 企業の経営幹部、IR 担当者の全体的な金融リテラシーが向上し、市場との対話が促進されることを期待している。
- ・ 今後の日本は金融立国へのシフトが進むため、国民全体の金融に関する素養を引き上げるような金融教育の拡充が必要。

投資家自身の投資スタイル変革

- ・ 日本の投資家は短期志向から中長期志向の投資スタイルへの変革が必要。
- ・ 説明会ではアナリストの投資モデル作成のための細かい質疑が多く、本質的な経営議論が行われにくい。

CSR レポートの利用状況

- ・ 日本の投資家の多くはサステナビリティや CSR 情報を参考にしない傾向にある。
- ・ 超長期の場合は、社会との関係性として CSR 情報が重要と考える。
- ・ 海外では SRI ファンドが CSR レポートを活用しているが、わが国ではまだ少ない。今後わが国でも SRI ファンドが増えていくかもしれない。

年金基金について

- ・ 国内の多くの年金基金が四半期毎に運用成績をチェックし、場合によっては委託先を変更する。年金基金の管理職が、労務畑・人事畑の経験者で金融のプロが少ないのが原因の一つ。
- ・ 海外の年金基金は、短期的なパフォーマンスが悪くても、非経済的パフォーマンスに注目して投資する。しかし、日本のファンドマネージャーは必ずしもその点を十分に汲み取れ

ていない。

政策に対して

- ・ 詳細なルール・規制導入は委縮を招くため注意が必要。
- ・ 官製ファンドによる中長期投資が出来るのであれば、中長期の投資家を増やす手段の1つとして有効ではないか。(現在の日本の年金基金は支払のための現金化を必要としているため、中長期投資が出来ない状態であると認識している。)
- ・ 相続税を見直し、富の移転を家庭内の世代間で出来るとよい。(現状は、相続税の形で同じ世代の社会保障に再分配・利用されており、富の世代間移転が行われにくい。)

投資家のニーズと期待 (2) 学識者インタビューの要旨

非財務情報開示が与える企業・投資家・政府・その他関係者への影響について、学識者に対して学術的な側面からの見識や期待を伺った。

項目		インタビュー対象		日時
		ご所属	インタビューご対応者	
大学・研究 機関	第1回	早稲田大学大学院 ファイナンス学科	首藤 恵 先生	平成24年1月24日(火) 11:30~13:30
	第2回	産業能率大学 経営学部 あすかコーポレートアド バイザリー株式会社 ファウンディング・ パートナー・エメリタス	光定 洋介 先生	平成24年1月30日(月) 12:00~13:00
	第3回	京都大学大学院 経営管理研究部	川北 英隆 先生	平成24年2月14日(火) 11:30~14:30

企業への期待

- ・ 貿易赤字の加速、それに伴う今後の経常収支の見通しを踏まえると、仮に金利上昇した場合、企業の資本調達に支障をきたす可能性は否定できない。
- ・ そのような流れの中、今後の上場企業には、金融リテラシーを向上させ、資本市場と真摯に向き合う経営姿勢を期待している。
- ・ 具体的には、企業の付加価値生成能力の強化、投資家に対する自社のビジネスの全体像の適切な説明、経営者・IR担当者の金融リテラシー向上努力、等が挙げられる。

ファンドへの期待

- ・ 現状、短期志向の投資ファンドが圧倒的多数を占め、短期の利益を追求する流れが市場全体に強いために本来的な金融機能（資本の適切な分配）が十分に果たされていない可能性がある。今後は自らの企業分析に基づき中長期的な視点で投資を行う投資家が増加し、投資家のバランスが良くなることを期待している。また、そういった中長期投資ファンドの価値について、運用成績と学術的検証の両面からその有効性を検証していくことが必要であると考える。

規制当局、証券取引所等への期待

- ・ 短期の業績開示は簡素でよいのではないか。企業の持続的成長において、短期業績へのコミットは重要でない。
- ・ 上場市場における入れ替えの活発化を期待している。（例：一部⇄二部⇄マザーズ、等）
- ・ 上場廃止基準の明確化・厳格化による結果としての経営意識の向上、市場活性化、インデックス精度向上に期待。

その他

- ・ 一部メディアの報道姿勢・投資家の過度な短期投資志向の是正が必要。昨今のセルサイド・アナリストの減少により相対的にメディアの影響力が強まったことで一部投資家の短期志向化がさらに強まっている恐れがあると認識。

他のステークホルダーへの影響（監査法人等インタビューの要旨）

その他ステークホルダーとして、監査法人等に対して非財務情報の開示が財務諸表監査に与える影響や会計基準との関係等についてインタビューを行った。

インタビューをさせていただいた方とそのスケジュール

2012年2月～3月上旬に、他のステークホルダー（監査法人等）にインタビューを実施した。

項目		インタビュー対象		日時
		ご所属	インタビューご対応者	
監査人	第1回	デロイト トーマツ リスクサービス株式会社	久保 恵一 様	平成 24 年 2 月 29 日 (水) 10:00～11:00
	第2回	有限責任あずさ監査法人	齊尾 浩一朗 様	平成 24 年 3 月 2 日 (金) 9:30～11:15
	第3回	あらた監査法人	木村 浩一郎	平成 24 年 3 月 2 日 (金) 11:30～12:30
	第4回	新日本有限責任監査法人	市村 清 様 沢味 健司 様	平成 24 年 3 月 2 日 (金) 17:00～18:45
大学・研究機関	第1回	早稲田大学大学院 商学研究科	小宮山 賢 様	平成 24 年 3 月 1 日 (木) 16:00～17:30

非財務情報の開示が財務諸表監査に与える影響について

- ・ 将来情報の対象は会社の見積もり情報であるため、会社が自主的に開示してもそのデータの正確性は必ずしも高いとは言えない。新規ビジネスであれば、過去情報・経験が無いため、その精度は低いものとならざるを得ない。
- ・ 繰延税金資産の回収可能性、のれんの評価、年金資産の評価など、財務諸表監査の過程で監査人が会社から入手する将来情報（中期経営計画、業績予想など）を会社が的確に作成・開示・共有することが出来れば、監査環境の安定に繋がる可能性が高い。
- ・ 現状、会社が試算した将来予測値等、多くの非財務情報を監査手続で利用しているものの、そのデータの正確性・信頼性を監査人が判断することは難しいケースがある。また、注記情報やセグメント情報などにナラティブな情報が含まれており、外部監査人が保証の範囲・対象を十分に整理出来ていない懸念がある。
- ・ 経営者確認書に追加で記載した重要項目を開示すれば、リスク情報と関連性が高いため、利害関係者にとって有用な情報提供となる可能性がある。また、内部統制における重要な

欠陥以外について、どのような経緯で内部統制の不備が発見されたか、その原因と対策が詳細に開示される場合、不適切な財務報告が行われるリスクの参考情報として投資家にとって有用な情報となる可能性が高い。

- ・ 有価証券報告書に開示されている事業等のリスクについて、財務報告との関連性がより明確に示されれば、内部監査・外部監査とも、有効性が高まると考えられる。開示されないまでも、企業の内部において、①企業の目標（Objective）、②それを阻害する要因としての Risk、③その Risk が顕在化しないように努める Control、④Objective、Risk、Control を調整する仕組み（Alignment）（以上を総称して ORCA）が整理されていれば、監査手続を効率的に進めることが出来る可能性がある。

非財務情報の開示と適用している会計基準との関係について

- ・ IFRS は、マネジメント・ジャッジメントが多くなるため、重要性によって、開示するか否かの判断は経営者に委ねられる。従って、開示しないと判断した理由も開示する必要があると考える。（Comply or Explain）
- ・ 非財務情報の開示・活用により比較可能性を高めるという効果については、賛否両論の意見がある。
- ・ IFRS は原則主義をベースとするため、他社が開示している情報を開示しなければ、比較可能性は低下する。比較可能性を補う意味で、非財務情報の重要性は高まると考えられる。
- ・ 会計基準の差異により、非財務情報の重要性が直接的に変わるということは想定しにくい。たとえば、会計上の見積もりの監査において、監査人によって評価に幅が出ると感じられるのは、どうすれば実態をより適切に表現できるのかという意味での “ストレスのかけ方” の違いに起因することが多いと感じる。共通認識を得るには、監査基準のレベルまで考え方を落とし込んだ検討が必要と考えられる。
- ・ 会社の将来情報の積極的な開示には、セーフハーバー・ルールの整備が必要。

非財務情報の保証について

- ・ 非財務情報には、多くの企業秘密が含まれるため、どの範囲を開示するか、という議論が重要である。
- ・ 非財務情報の保証の程度と範囲は、被監査企業の求めに応じて異なる。現状では、非財務情報の監査方針・基準は必ずしも明確には策定・共有されておらず、保証の程度が異なるため、どこまでが保証の範囲か判別しにくい。
- ・ 非財務情報を監査人が保証するためには、生きた経済・ビジネスの事象を把握した上で会計処理を判断できる人材を育成する必要がある。
- ・ 非財務情報を監査人が保証することになれば、監査手続は必然的に多くなる。一方、現在開示されていない非財務情報が開示されることになれば、監査手続は減る可能性がある。
- ・ 非財務情報の保証として、現在の監査の水準で実務を遂行できるものは多くないかもしれない。（数量的情報であれば AUP(Agreed Upon Procedures: 合意された手続き)を用いて、

消極的保証が可能かもしれない。)

- ・ 外部監査人の監査手続の妥当性は（公認会計士・監査審査会、PCAOB、日本公認会計士協会、各ファームでのグローバルからのレビュー等）多方面から検証されている。こうした検証の視点を、投資家や利害関係者の視点に合わせる必要がある。今後、非財務情報の保証が制度化されるなら、投資家や利害関係者の視点で検証すべきである。
- ・ 非財務情報の保証を実用性の高い安定的なものにするためには、市場からの信頼を得るための環境整備やある程度の規制が必要かも知れない。

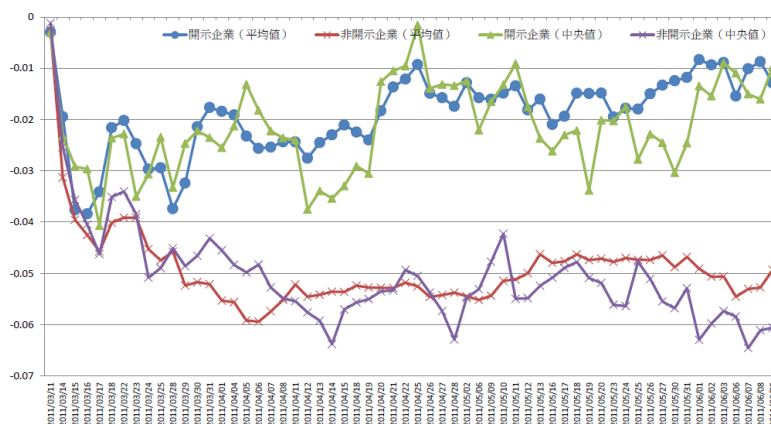
非財務情報開示にかかわる制度・仕組みについて／その他

- ・ 非財務情報の開示は、企業価値創造に資するものであることが期待される。
- ・ 有価証券報告書・アニュアルレポート・CSR レポート等、複数の開示資料には多くの情報が含まれる。統合報告書は、これら開示資料を統合した上でコンパクトな形式とし、企業内の社員を含む全ての利害関係者が読んで理解できる報告書とすると有意義である。
- ・ 統合報告の潮流において、国・地域・会社の各レベルで自分たちの利益にどのような関係があるか、日本も積極的に検証を行っていくべきである。
- ・ 経営者の姿勢・能力が財務情報開示のみならず、非財務情報開示にも重要な影響を与えている。
- ・ 経営者の不正に対する刑罰を、もっと重くすべきである。そうすればおのずと情報開示姿勢についても変化が表れるはずである。
- ・ 外部監査人が企業の不正を発見することを、社会がより強く求めていると感じている。社会からの期待を果たすためには、外部監査人にとっての金融商品取引法 193 条の 3 の規定にかかわるセーフハーバー・ルールの明確化等の措置が有効かもしれない。
- ・ 社会期待の変化によっては、今後、外部監査人の果たすべき使命・役割が変わり、より一層保証の範囲が広がる可能性がある。

開示がもたらす効果に関する調査・研究（1）持続的な企業価値創造のためのリスク情報開示（有事価値関連性）

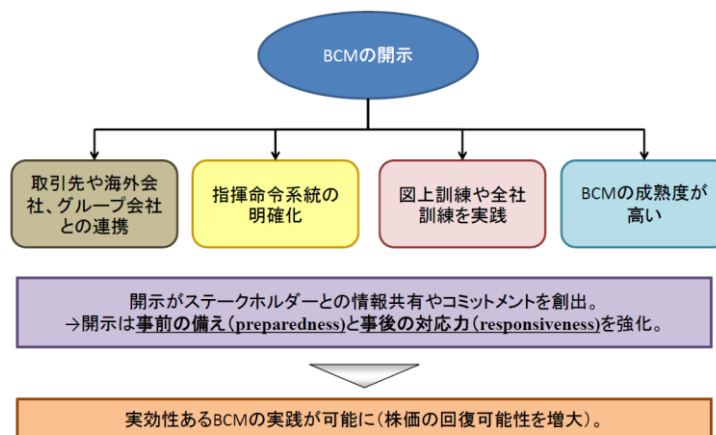
開示がもたらす効果に関する調査・研究として、企業によるリスク情報の開示が有事価値関連性を有しているという研究事例がある。東日本大震災の以前に BCP/BCM の取組みについて開示していた企業と、非開示企業について、震災後の株価変化を整理したところ、BCP/BCM の取組みについて開示していた企業のほうが株価の戻りが良く、有事価値への関連性が伺える。

投資家は、震災後、アニュアルレポート等から企業の BCP/BCM の取組みについて情報収集していた可能性があり、企業は、事前に BCP/BCM の取組みについて開示しておくことが重要であると考えられる。



資料:一橋大学 加賀谷 哲之 先生 講演資料「持続的な企業価値創造のためのリスク情報開示」

開示企業と非開示企業の差異 BCPの展開状況



資料:一橋大学 加賀谷 哲之 先生 講演資料「持続的な企業価値創造のためのリスク情報開示」

持続的な企業価値創造に結びつくリスク情報開示の要点

持続的な企業価値創造のためには、企業の競争優位の源泉や中核的な価値創造プロセスを脅威にさらすリスク事象をきちんと認識し、当該リスクが発生した場合にどのように対応するかといった「事前の備え」と、発生時にいかにスピーディーに対応できるかという「事後の対応力」がカギとなる。

「事前の備え」を徹底させるためには、①企業の持続的な価値創造にあたって重要となる資産やプロセスの特定化と共有、②危機時における「想像」と「想定」が不可欠である。BCM 開示はこうした重要資産やプロセスの特定化や共有、危機に対する感度の高度化、危機時に資産・プロセスを維持する「想像」や「想定」などを促進させる効果をもたらす。

「事後の対応力」を磨き高めるためには、現場における臨機応変な対応と企業としての一貫した対応の両面が求められる。このためには、平時より企業に関係するステークホルダー間で信頼感を醸成して現場における臨機応変な対応を可能にさせる状況を醸成するとともに、BCM に対す

る取組みや姿勢を一貫させるための取組みが不可欠。BCM 開示はこうした取組みを促進させるドライバーとなる。

有事におけるコミュニケーションの信頼感は、平時における取組みに応じて決まってくる。平時より企業がきちんと価値創造やそれを保持するための取組みを積極的に発信し、情報共有していけば、有事における対応や開示に対するステークホルダーからの信頼感は飛躍的に増幅する。

資料：一橋大学 加賀谷 哲之 先生 講演資料「持続的な企業価値創造のためのリスク情報開示」

開示がもたらす効果に関する調査・研究 (2) 非財務情報の開示が株価のボラティリティに与える影響

コプロラスト実験の結果が示す非財務情報開示による資本市場における安定的なファン層の獲得

開示がもたらす効果に関する調査・研究として、非財務情報を財務情報と併せて開示することで株価のボラティリティを抑えられるという研究事例がある。イギリスの大手会計事務所、非財務情報の開示が資本市場の参加者にもたらす影響を検討するべく、数年前に投資家・アナリストを対象に英国で次のような実験が行われた。

投資家を、ある企業のアニュアルレポートの財務情報部分のみを提供するグループと、同社の財務情報と非財務情報をセットで提供するグループとに分けたうえで、それぞれに資料を読み込んでもらい、向こう2年間の売上・利益予想と「売り」と「買い」のいずれかの推奨を求めた。

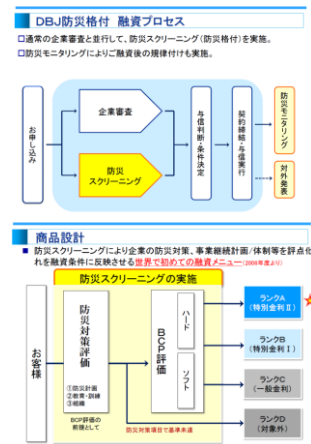
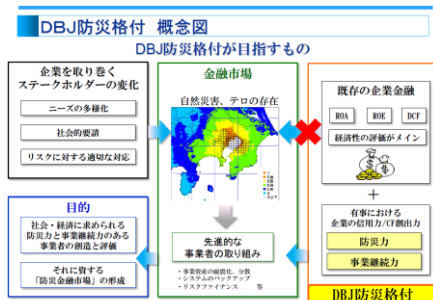
その結果、前者は、売上・利益予想のばらつきが非常に大きく「売り」推奨が圧倒的に多かったのに対して、後者は売上・利益予想のばらつきが少なく、「買い」の推奨が多かった。実験後の参加者へのヒアリングでは、非財務情報と財務情報を一体的に解読すると、企業の競争優位の源泉や経営陣の高い能力と先見性を自信をもって理解・判断できるとの声が多かった。

的確に非財務情報を開示し、企業像・企業文化や競争優位の源泉をステークホルダーにしっかりと理解してもらうことは、資本市場における長期的なファンの獲得につながる。また、非財務情報の開示の経済的な効果は、環境格付けに基づく有利な投融資の獲得等、負債を通じた資金調達にも当てはまると類推される。総合的な資金調達コスト・資本コストの低下は、非財務情報開示の中長期的な取組み目標・経済的効果の一つとして位置づけられる。

資料：PwC 資料より作成

開示がもたらす効果に関する調査・研究 (3) BCM に関する格付融資制度

開示がもたらす効果に関する調査・研究として、企業の防災準備状況（具体的には BCP/BCM の策定状況等）に応じて防災格付けを付与し、そのランクに応じて融資金利を低減するという融資制度が行われている。この DBJ（日本政策投資銀行）による防災格付融資は、災害時における防災力や事業継続力を評価し、社会・経済に求められる防災力と事業継続力のある事業者の創造と評価とそれに資する防災金融市場の形成を目的として創設された。



資料：日本経済研究所 野田 健太郎様 講演資料「BCMに関する格付融資制度について」より

融資審査においては、災害時における防災力や事業継続力を評価することで、企業の防災格付けを行い、格付け（ランキング）に応じた金利適用を行っている。

防災スクリーニング概要

■「防災対策関連」、「BCP/ハード関連」、「BCP/ソフト関連」の3分野から評価。
 ⇒合計66項目、100点満点。

■外部有識者のアドバイスを得ながら、毎年改良作業を実施。

分野	評価項目	得点	評価項目	得点			
ハード面	(1) 施設安全基準/設備の状況把握	25点	事業継続の基盤	25点			
	(2) 拠点・設備の稼働率の把握						
	(3) 設備の保守/点検状況						
	(4) 基本方針の策定						
ソフト面	(5) 事業継続計画の策定	36点	事業継続の方針/目標/計画/推進体制	36点			
	(6) 事業継続の契約となる契約・資源						
	(7) 事業継続の体制/組織						
	(8) 事業継続の訓練/見直し						
	(9) チーム/コミュニケーション						
	(10) 危機管理						
	(11) 情報公開						
	(12) 関係機関						
	(13) 総合評価						
	(14) 施設安全を中心とした防災対策の策定				25点	法定要件を前提とした防災対策	25点
	(15) 安全安心確保/環境						
	(16) 防災対策/防災対策の推進						
(17) コンプライアンス							

スクリーニングの結果を点数化

格付ランクの区切り(合計100点)

格付ランク	金利体系	得点率(%)	ヒアリング	ロゴマーク
ランクB 特に優れている (特別金利II)	特別金利II	90	要	付与
ランクA 特に優れている	特別金利I	70	要	付与
ランクB 優れている	特別金利I	50	要	付与
ランクC 十分である	一般金利 (防災対策評価で60%以上)	—	不要	付与
ランクD 不台格	不台格 (防災対策評価で60%未満)	—	不要	—

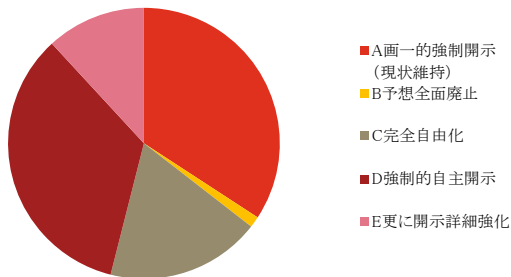
点数に応じてランキングし、各ランクに応じた金利を適用

資料：日本経済研究所 野田 健太郎様 講演資料「BCMに関する格付融資制度について」より

開示がもたらす効果に関する調査・研究（4）業績予想開示が資本コストに与える影響

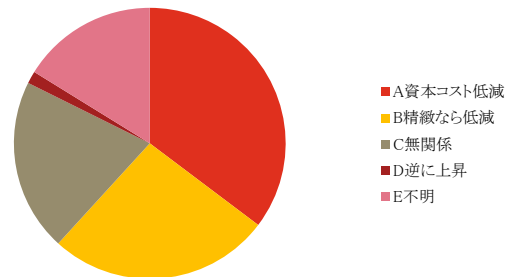
開示がもたらす効果に関する調査・研究として、企業による業績予想開示の内容によっては企業の資本コスト低減に寄与できるという調査・研究結果がある。大手証券会社がグローバルの主要投資家へ実施したアンケートの結果、投資家のニーズに資する質の高い業績予想開示は投資家サイドから見た場合に資本コストを低減する可能性があることが示唆されている。

どのような業績予想開示が望ましいか



「現状の画一的開示」と「強制的自主開示」で68%(A+D)と開示制度維持希望が大多数である一方、「強制的自主開示」と「完全自由化」で52%(A+C)と過半数が自由度を容認

業績予想は資本コストを下げられるか



「質の高い業績予想は資本コストを低減する」で61%(A+B)

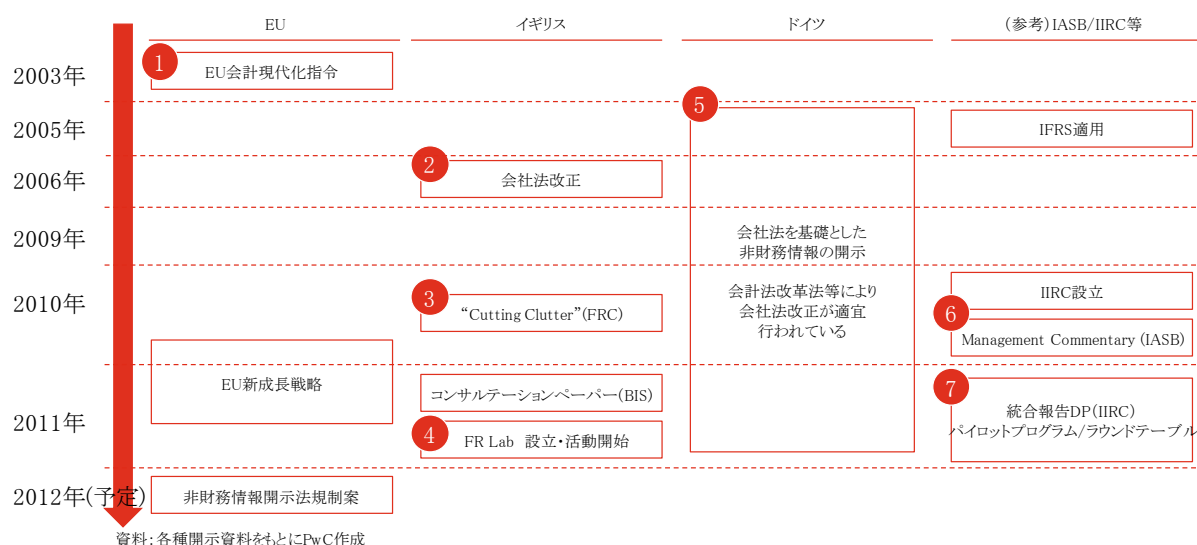
資料：柳 良平 様「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』Vol.63 No.11 より

第4章 非財務情報開示にかかわる海外（イギリス・ドイツ等）の取組み

欧州における非財務情報開示の変遷

欧州における非財務情報開示にかかわる EU の役割と各国の対応

非財務情報開示制度は、EU 証券市場の競争力強化の目的で実施されている。EU が域内の規制に関する決定を行い、各国が EU の決定に従って国内法を定めている。2003 年の EU 会計現代化指令を起点として、非財務情報開示にかかわる様々な取組み・法令改正が行われている。主なイベントは以下の通りである。



資料：各種開示資料をもとに PwC 作成

①2003年 EU 会計現代化指令

財務報告における非財務情報記載の充実

EU では、2000 年以降、加盟各国の財務報告制度を統一し、比較可能性を確保する動きが加速した。(例：IFRS) 2003 年の EU 会計現代化指令に基づき、財務報告書に非財務情報の記載が求められるようになった。

- ・ 事業リスク及び不確実性に関する情報
- ・ 環境及び従業員に関する情報
- ・ 非財務情報の KPI

EU の指令は、EU 加盟各国が定められた期限内に国内法化する義務を負っている。一方で、EU 指令は最低限の条件のみを設定しているため、加盟国には国内法化に際してある程度の独自性が許容されている。また、各国の状況に応じて小規模企業には記載義務を免除する選択肢もある。

資料：『財務報告の変革』、『上場会社法制の国際比較』

②2006年 会社法改正（イギリス）

取締役報告書における非財務情報開示が義務化された。

イギリスはEU加盟国であるため、2006年の会社法改正でEU会計現代化指令を国内法化し、非財務情報の開示を義務化した。2003年EU会計現代化指令で求められていた企業の事業に関する概況（BR：Business Review）の開示が法令化（2006年会社法 第417条第5項および第6項）され、取締役報告書に記載されるようになった。

具体的に開示が要求される情報（財政状態及び経営成績の理解に必要な範囲に限る）は下記の通り。

- ・ 将来情報の開示、環境及び従業員に関する情報の開示（第417条第5項）
- ・ 財務又は非財務情報のKPIを使用した分析（同第6項）

実務への定着を図る観点から、会計基準設定主体（ASB：Accounting Standard Board）が、自主開示としての慣行を踏まえつつ、営業・財務概況(OFR)に関するステートメントを公表し、環境及び従業員に関する情報等の開示指針を提供している。

資料：英国政府ホームページ、ASB ホームページ

取締役報告書における非財務情報開示の有効性を担保する仕組み

当該開示規制の実効性確保のため、2006年会社法第496条では、監査人が監査報告書において、対象となる会計年度の取締役報告書に記載された情報が財務諸表の情報と整合しているかについて意見を表明しなければならない旨が規定されている。

また、事後的な調査として、会計基準設定主体（ASB：Accounting Standards Board）によるナラティブレポートのレビューが継続的に実施されている。ASBがサンプル対象の企業のAnnual Reportを選定し、2006年会社法で求められている各項目について点数を付して自ら検討している。

この調査結果では良好だった点及び今後改善が必要な点が明示されているため、企業が今後自社の非財務情報開示を向上させるのに有用な情報となっている。2009年の結果では以下の領域が情報過多であると指摘されている。

- ・ 主要なリスク：想定しうる全リスクを記載している場合がある。
- ・ CSR：社会・地域との間で問題を抱えていない企業も記載している可能性がある。

資料：英国政府ホームページ、ASB ホームページ

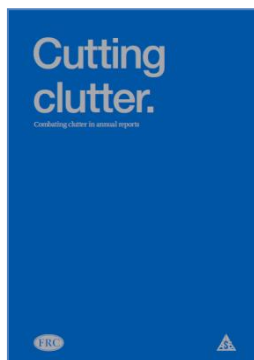
③2010年 “Cutting clutter” (FRC) (イギリス)

財務諸表の不要な情報を整理し、財務諸表の開示をより体系的で実務的なものとすることを目指すプロジェクト

2010年10月12日に、The Financial Reporting Council (以下、FRC) は、Cutting clutter プロジェクトを立ち上げた。これは、重要度の低い雑多な開示情報によって重要な情報が分かりにくくなっていることへの懸念を払しょくし、財務諸表の不要な情報を整理することで財務諸表の開示をより体系的で実務家に有用なものとする 것을 目指しており、政府（ビジネス・イノベーション・職業技能省、BIS : Department for Business, Innovation, and Skills）の問題意識とも合致していた。

Cutting clutter プロジェクトの開始に先立ち、Advisory Panel も設置された。主な会合における議題は以下のとおりである。

- ・ 2010年10月12日：Cutting clutter プロジェクトの目的・意義について検討。アナリストへ開示している情報が、投資家にとっても参考になるという議論や、規制によらずに企業の状況を的確にステークホルダーに伝えるにはどうすればよいか、という議論が行われた。特に開示が無秩序になりがちな領域とその原因についても議論が行われた。
- ・ 2011年1月10日：非財務情報の整理の方法として、トップダウン・アプローチは開示の画一化・停滞をもたらすため、計画的な検討と企業へのボランティアな開示が望ましいことを確認した。



「Cutting clutter.」

資料：FRC ホームページ、Cutting clutter Advisory Panel 議事録、Cutting clutter.

④2011年 FR Lab 設立・活動開始（イギリス）

（背景と経緯） Cutting clutter プロジェクト（財務諸表の不要な情報の整理）の一環として、FRC は、企業と投資家の対話の場として、The Financial Reporting Lab（以下、FR Lab）を2011年10月14日に設置した。

FR Lab の設立の背景： FRC は、開示が無秩序になる理由として以下の要因があると分析した。

- ・ 時間の制約により、前年の開示内容が今年も重要か検討せずに今年も同じ開示を繰り返してしまう。
- ・ 開示項目における重要/不要なものの判断に自信が持てない。
- ・ 開示項目の準備に関して重要であるかの結論を出すのに多大な労力がかかる。
- ・ 監査人との長時間にわたる論難を避けたい。
- ・ 主導者への追随：ある企業が開示を行うと、他社がその開示方法に追随することがある。
- ・ 規制当局から開示項目が抜けていることを追及されないため。

この分析の結果から、FRC は、開示が無秩序になる原因は企業の行動面にあり、この状況を解決するためには、実際の企業行動に関連する領域に焦点を当てた下記の取組みを行うことが重要であると判断した。

- ・ 年次報告書において開示がしばしば無秩序になっている領域を理解する
- ・ 開示が無秩序になる行動様式を理解する
- ・ 行動の変化をもたらす推奨事項及びツールを開発し、より効果的なコミュニケーションをもたらす

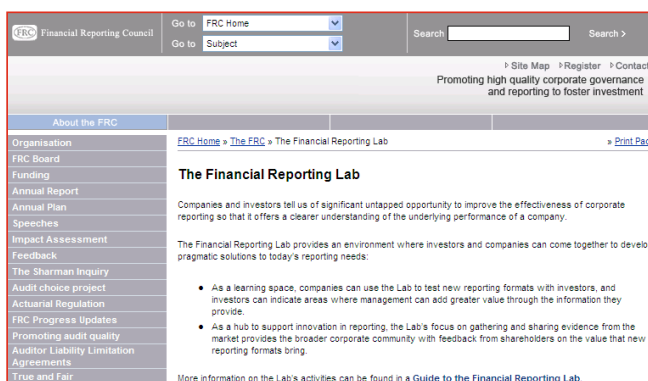
資料：FRC ホームページ

（目的） FR Lab は、実務と費用対効果を意識しつつ、企業報告の変革をドライブする。

FR Lab の設立目的は、財務報告を通じて企業（経営者）と投資家がよりよくコミュニケーションできるようになることである。FRC は、特に以下の場面において、FR Lab が有効に作用すると考えている。

- ・ 企業と投資家の意見交換：企業と投資家は、企業報告の有用性を共同で検討することは通常ない。FR Lab はこの領域を補完できる。
- ・ 規制の改良：規制や外部監査人が、企業報告が果たす役割の変化に対応しきれていない可能性があるため、規制当局（政府）と外部監査人がFR Lab に参加すれば、より直接的な意見交換が可能となる。
- ・ 費用を上回る便益：企業には現状維持バイアスが作用する。企業報告の変化に要するコストを、そこから得られる便益が上回るよう、FR Lab は変化の結節点としての役割を果たす。
- ・ 変化の便益：投資家にとって有用な企業報告の形式をFR Lab が提供できれば、規制による強制的な変化は不要になる。

FR Labのウェブページ(左)と「FR Lab へのガイド」(右)



資料：FRC ホームページ

(検討テーマと成果) FR Lab では、検討テーマを設定し実務的な対話を開始した。

FR Lab は、2011年11月7日に、以下の10テーマのプロジェクトの開始を公表した。

- ・ 財務諸表（8テーマ）

（純債務の調整、負債返済期限と経済的義務、債務の年齢表、キャッシュフロー計算書、税務調整、与信供与額の調整、会計方針の開示、株式報酬）

- ・ ナラティブレポーティング

（投資家に有用な情報に焦点を当て、企業のビジネスモデルに関する記載の有用性を評価する）

- ・ ガバナンス（報酬報告書）の開示

上記テーマにかかわらず、FR Lab は、メール等でステークホルダーから検討テーマを公募している。

提案や検討における機密保持は確保されている。

検討の成果は、企業（経営者）・投資家・アナリスト等の関与を得てFRCがレビューし、FRCのwebサイト等を通じて公表される予定となっている。成果としては、財務諸表などの直接的な改善にとどまらず、自主開示としてのアニュアルレポート等の改善等も視野に入れたものとなっている。

資料：FRC ホームページ、プレスリリースおよびヒアリングをもとに作成

(体制) FR Lab は、FR Lab 運営グループと討議参加者、FR Lab 所属の事務局スタッフにより運営されている。

発足時点のFR Lab 運営グループの参加者は、以下の通りである。

- ・ 企業（Antofagasta、Bank of America Merrill Lynch）
- ・ 投資家（資産運用会社：Blackrock、Alliance Trust、企業報告助言会社：Blacksun）
- ・ 会計士団体（ICAEW、CIMA）
- ・ 監査法人（KPMG、Deloitte、PwC）
- ・ 学者
- ・ 弁護士
- ・ NPO（The Quoted Companies Alliance）

- ・ 政府 (BIS)
- ・ FRC (4名)

FR Lab の討議には、申し込みにより参加できる。

FR Lab 所属の事務局スタッフは、以下の通りである。

- ・ 理事 1 名 (週 2 日勤務)
- ・ 運営者 1 名 (非常勤。最大週 2 日勤務)
- ・ 運営者 1 名 (若手スタッフ。1 年の在籍予定)

資料 : FRC ホームページおよびヒアリングにより作成

(ガバナンスと予算) FR Lab は、FRC の管理下で運営されている。FRC は、委員会設置会社型の民間団体であり、運営資金は企業と監査法人が拠出している。

FRC は民間団体であり、FRC 評議会が運営している。FRC 評議会内に指名・報酬・監査の各委員会が存在する。

FR Lab 単独の予算は公表されていないものの、FRC の予算は監査済みの Annual Report で公開されている。2011 年 3 月期の運営資金は 18.3 £ m (約 23 億円) であり、資金源は以下の通りである。

- ・ 企業・公的機関 (割当金) : 7.6 £ m (41%、約 10 億円)
- ・ 監査法人 (割当金、調査費用、課徴金) : 9.5 £ m (52%、約 12 億円)
- ・ 国の助成金 : 1.2 £ m (7%、約 1 億円)



FRC のアニュアルレポート

資料 : FRC ホームページ、アニュアルレポートおよびヒアリングにより作成

(参考) 非財務情報開示にかかわる BIS の活動

BIS は、FRC への働きかけを通じて非財務情報開示の改善に積極的に関与している。

BIS は 2011 年 9 月に、ナラティブレポートの今後のあり方に関するコンサルテーションペーパーを発表した。主な内容は以下のとおりである。

- ・ 非財務情報開示を見直すために、法令を改正し、開示書類を追加・削除することも検討する。(エグゼグティブ・サマリー 項番 1.2)
- ・ 政府は FRC の一部である ASB に、新たな開示の枠組みを検討するよう要請する予定である。(同 1.12)
- ・ コンサルテーションペーパーの作成に際して、特に“Cutting clutter”と FR Lab の提案を政府は FRC と共同で実施した。(同 1.14)

FR Lab 設立時の 2011 年 10 月 14 日から、FR Lab の運営グループメンバーとして BIS から 1 名が参加している。



“The future of narrative reporting: Consulting on a new reporting framework”

資料：BIS コンサルテーションペーパー

⑤会社法を基礎とした非財務情報の開示（ドイツ）

ドイツでは、非財務情報の開示に関する基本的な規定が商法に定められている。

ドイツでは、会計法改革法（“BilMoG”：Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz）によって 2009 年 5 月に改正（2010 年に施行）されたドイツ商法（“Handelsgesetzbuch”：ドイツ商法典（HGB））において、非財務情報の開示が義務化されている。

大会社・中会社（下表参照）では非財務情報を記載した経営者報告書（Management Report）の作成が必須とされている。

また、ドイツ会計基準（GAS：German Accounting Standard）第 15 号では、非財務情報の開示義務（第 30 項～第 36 項）及び非財務 KPI の例（第 145 項、146 項）が記載されている。

表：ドイツにおける会社区分

区分	総資産（ユーロ）	売上高（ユーロ）（*）	平均従業員数（人）
大	19,250 千 超 (21 億円超)	38,500 千 超 (42 億円超)	250 超
中	19,250 千 以下 (21 億円以下)	38,500 千 以下 (42 億円以下)	250 以下
小	4,840 千 以下 (5 億円以下)	9,680 千 以下 (11 億円以下)	50 以下

(*）6 月末レート：1€=109 円で換算

企業の規模は、総資産、売上高、従業員数に基づき、大、中、小の 3 段階に区別され、3 つの規準のうち 2 つの規準を 2 期連続して充足した場合、当該区分の企業とみなされる。ただし、資本市場に關係する企業（株式・社債などの上場）の場合は、この区分上、小規模あるいは中規模であっても、大会社として扱われる。

例示：ドイツ会計基準（GAS）第 15 号の第 145, 146 項に示される非財務情報

- ・顧客基盤:顧客ポートフォリオ構成、顧客満足度
- ・環境:排出量、エネルギー消費量
- ・雇用条件:離職率、平均勤続年数、報酬体系
- ・(スポンサーシップ、寄付などによる)企業集団の社会的評価:CSR、社会・文化活動、企業文化
- ・その他:仕入先との関係、特許使用、製品品質

資料：「非上場会社の会計基準に関する懇談会 報告書」、ドイツ会計基準（GAS）

リスク情報の開示は、ドイツ商法で規定されている。2009 年の改正により、リスクに関する内部統制の開示が新たに義務付けられた

ドイツ商法で、将来に関する機会とリスクを分析し、分析に使用した仮定とともに開示することが義務付けられている（第 289 条第 1 項、第 315 条第 1 項）。

ドイツ商法で、以下の開示が義務付けられている（第 289 条第 2 項第 2 節、第 315 条第 2 項第 2 節）。

- ・ 企業のリスクマネジメント体制及び方針（主要なヘッジ取引の類型に応じた方針を含む）
- ・ 価格、与信、流動性、及びキャッシュフロー変動のリスク

ドイツ商法において、2009 年 5 月の改正の結果、上場企業に対してリスクに関する内部統制の開示が新しく義務付けられた（第 289 条第 5 項、第 315 条第 2 項第 5 節）。

経営者報酬の開示は、ドイツ商法と、法的根拠に基づくコーポレートガバナンス原則で規定されている。

ドイツ商法で、経営陣の報酬総額（給与、業績連動給、株式報酬、その他全ての福利厚生等を含む）の開示が義務付けられている（第 289 条第 2 項第 5 号）。また、ドイツ商法で、経営陣の報酬は各個人ごとに固定給与、業績連動給、長期インセンティブに区分して開示することを義務付けられている（第 285 条第 9 項）。

ドイツコーポレートガバナンス原則（ Deutscher Corporate Governance - Kodex）が定められている。これは政府が設置したドイツコーポレートガバナンス原則委員会が作成する原則であり、上場企業は当該原則の遵守の有無（遵守していない場合はその説明も）を年次報告書で開示することが、株式法（Aktiengesetz）第 161 条により義務付けられている。

ドイツコーポレートガバナンス原則委員会の参加者は、以下の通りである（2012 年 3 月 6 日時点）。

- ・ 企業（Commerzbank、BASF、Fraport、BNP Paribas）
- ・ 学者（5 名）
- ・ 監査法人（PwC）
- ・ 証券取引所（Deutsche Börse AG）
- ・ 投資家（Deutscher Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.、DWS Investment GmbH）
- ・ 労働組合（DGB : ドイツ労働組合連合）

資料：会計法現代化法、ドイツ商法、『上場会社法制の国際比較』、ドイツコーポレートガバナンス原則委員会ホームページ、およびヒアリングにより作成

コーポレートガバナンス原則は、長期的視点に基づき経営者の報酬を決定するよう規定している。2012 年の改正では、コーポレートガバナンスの厳格化が予定されている。

ドイツコーポレートガバナンス原則では、経営者の報酬決定方法について、以下の規程を置いている（項番 4.2.3）

- ・ 経営陣の報酬構造は企業の長期的成長に基づかなければならない。
- ・ 監査委員会は、業績連動給は原則として複数年の評価に基づくことを確認しなければならない。
- ・ 経営陣の報酬構造は、過剰なリスクを取ることを推奨するものであってはならない。

2012 年 2 月 1 日のドイツコーポレートガバナンス原則委員会の発表によれば、2012 年の改正（5 月に最終審議を実施予定。施行時期は未定）で、以下の変更が実施される予定である。

- ・ 監査委員会において含まれるべき独立取締役の数を増加させる。また独立性の定義が改正され、第三者・経営陣との事業以外の関係がある場合も、独立性を満たさない事例となる。
- ・ 業績連動給は、第一義的に企業の長期的業績に基づくように改正される。

資料：ドイツコーポレートガバナンス原則委員会ホームページ、およびヒアリングにより作成
サステナビリティに関する開示は、ドイツ商法とガイドライン（ドイツサステナビリティ原則）
で規定されている。

ドイツ商法（第 289 条第 3 項、第 315 条）で、大企業には非財務情報の KPI として環境及び
従業員に関する情報の開示（財政状態及び経営成績の理解に必要な範囲に限る）が義務付けられ
ている。

ドイツサステナビリティ原則（The German Sustainability Code）が公表されている。当該原
則は、政府が設置した持続可能な発展に関する委員会（RNE：Der Rat für Nachhaltige
Entwicklung）が作成したものであり、任意適用のガイドラインであるものの、RNE によりその
適用が推奨されている。

RNE の参加者は、以下の通りである（2012 年 3 月 6 日時点）。

- ・ 企業（Deutsche Bank、Puma）
- ・ 環境保護団体（NABU、DNR、BUND）
- ・ 農業団体
- ・ 個人（元連邦議会議員、元ザクセン州政府厚生大臣、元環境大臣）
- ・ 投資家（Allianz SE Asset Management）
- ・ 教会（カトリック教会）
- ・ 学者
- ・ 政治家（シュトゥットガルト市長）
- ・ 環境関連企業（Max Schön、ALBA Group）
- ・ 労働組合（IG BCE：鉱業・化学・エネルギー労組）

資料：ドイツ商法、RNE ホームページ、およびヒアリングにより作成

ドイツサステナビリティ原則の内容

ドイツサステナビリティ原則の主な内容は、以下のとおりである。

- ・ （項番 1）企業は、事業活動から生じる持続的成長に関する機会とリスクをどう分析して
いるか開示する。
- ・ （項番 8）企業は、経営陣の目標設定と報酬決定の仕組みが、サステナビリティの目標及
び永続的な価値創造とどう連動しているか、開示する。
- ・ KPI の例示として、各項番の内容に対応して GRI（Global Reporting Initiative：CSR
ガイドライン作成を目的とする国連環境計画（UNEP）の公認協力機関である NGO）、及
び EFFAS（The European Federation of Financial Analysts Societies：欧州証券ア
ナリスト協会連合会）が公表した KPI が記載されている。

KPIの例示の例
(天然資源の利用に関して)

Key performance indicators (KPI)		
GRIが公表したKPI	GRI EN1	Materials used by weight or volume.
	GRI EN3	Direct energy consumption by primary energy source.
	GRI EN8	Total water withdrawal by source.
	GRI EN22	Total weight of waste by type and disposal method.
or		
EFFASが公表したKPI	EFFAS E04-01	Total waste in tons.
	EFFAS E05-01	Percentage of total waste which is recycled.
	EFFAS E01-01	Energy consumption, total.

資料：RNE ホームページ、およびヒアリングにより作成

経営者報告書における非財務情報開示の有効性を担保する仕組み

当該開示規制の有効性確保のため、ドイツ商法第 316 条・第 317 条では、大会社・中会社の経営者報告書は外部監査人による監査を受けなければならない旨が規定されている。

また、政府（BaFin（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht）：連邦金融監督庁）の委任を受けた民間組織であるドイツ財務報告施行パネル（DPR：Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung）が 2005 年に設置されている。

企業報告上の問題について、DPR が解決に関与している。

- ・（事前対応） 企業は財務諸表公表前に会計上の問題（非常に複雑で例外的事例に限る）に関して、DPR と事前に協議できる。
- ・（事後的な調査） DPR は設置以降毎年、上場企業の開示結果を調査している。検討対象とする企業を、開示状況に基づく判断とサンプリングにより選定し、財務諸表と経営者報告書が開示要求事項を満たしているか DPR が自ら検討している。DPR の調査で検出した問題が解決しない場合、BaFin の関与が要請される。

DPR による、開示結果の事後的な調査の結果として、前年度との比較結果や 2005 年以降の問題点の増減が、毎年ほぼ同形式で提供されている。また分析結果では今後改善が必要な点が明示されているため、企業が自社の非財務情報開示を向上させるのに有用な情報となっている。

資料：ドイツ商法、DPR ホームページ、およびヒアリングにより作成

経営者報告書における非財務情報開示の有効性を担保する仕組み(DPR による 2011 年の調査結果)

DPR による、2011 年中に実施された開示結果の事後的な調査の結果では、開示要求に適合しなかった主因は以下の 2 つであった。

- ・ 経営者報告書と注記における、重要性の低い開示の誤り（特に、金融・経済危機の潜在的な影響の開示）
- ・ IFRS の適用誤り

2011 年の調査結果を受けて、DPR は誤った会計基準適用・開示を減少させるため、以下の行

動を実施した。

- ・ IFRS の見直しが必要な点について、IFRS 設定団体である国際会計基準審議会（IASB）にコメントレターを送付した。
- ・ 経験の共有のためドイツの 5 大監査法人と協議した結果、DPR は今後の調査に有益な助言を得ることができ、監査法人は誤った会計基準適用・開示を防止するのに有益な情報を得ることができた。

（参考）今後の EU のサステナビリティ開示に関する動向

EU は、CSR に従った事業及びその情報開示に関する 2012 年以降の戦略について報告を公表した。

2011 年 10 月 25 日に EU は、” COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS” を発表した。これは、EU の 2011 年から 2014 年の CSR 戦略を示した欧州委員会報告である。

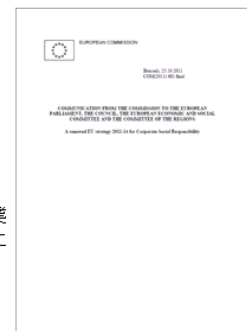
CSR 情報の開示について、2014 年までにヨーロッパの全ての大企業（中企業・小企業に該当しない企業。下表参照）は、以下のいずれかの基準を考慮するよう推奨することが検討されている（項番 B.）。

- ・ Global Compact の 10 原則（国連が定める CSR の基本原則）
- ・ 多国籍企業に関する OECD のガイドライン
- ・ ISO26000（国際標準化機構による、社会的責任に関する手引き）

区分	総資産（ユーロ）	売上高（ユーロ）	平均従業員数（人）
大	17,500 千 超 (19 億円超)	35,000 千 超 (38 億円超)	250 超
中	17,500 千 以下 (19 億円以下)	35,000 千 以下 (38 億円以下)	250 以下
小	4,400 千 以下 (5 億円以下)	8,800 千 以下 (10 億円以下)	50 以下

(*) 6 月末レート：1€=109 円で換算

表：EUにおける会社区分
会社の規模は、総資産、売上高、従業員数に基づき、左の2つ以上の規準に合致するか否かに応じて、大、中、小の3段階に区別される。



資料：「非上場会社の会計基準に関する懇談会 報告書」、欧州委員会報告、およびヒアリングにより作成

⑥2010年 Management Commentary (IASB)

2010年12月8日、IASBは、財務報告書類の中に記載されるマネジメント・コメントリー (Management Commentary) に関する実務声明書 (Practice Statement) を公表した

IFRSに準拠して作成された財務諸表に付随するナラティブレポートについての広範なフレームワーク。IFRSの一部ではなく、拘束性はない。(各国・地域の法令で特に要求されない限り、IFRSに準拠した財務諸表を作成する上で、この適用は必須ではない。) 企業は、2010年12月8日以降に開示するマネジメント・コメントリーにおいて、この声明書を適用することができる。

この声明書はマネジメント・コメントリーの原則、質的特性及び構成要素を提示しており、以下の原則との整合性の確保が求められている。

- ・ 企業の業績、状況及び進捗に関する経営者の見解を提供する
- ・ 財務諸表に開示された情報を補足・補完する

また、マネジメント・コメントリーは、財務諸表の利用者にとって次の視点からの適切な理解を促進する。

- ・ 企業のリスクの程度、リスク管理のための戦略及びその有効性
- ・ 財務諸表に開示されていない経営資源が、企業経営に与える影響
- ・ 非財務的な要素と財務諸表に開示された情報との影響・関係性、等

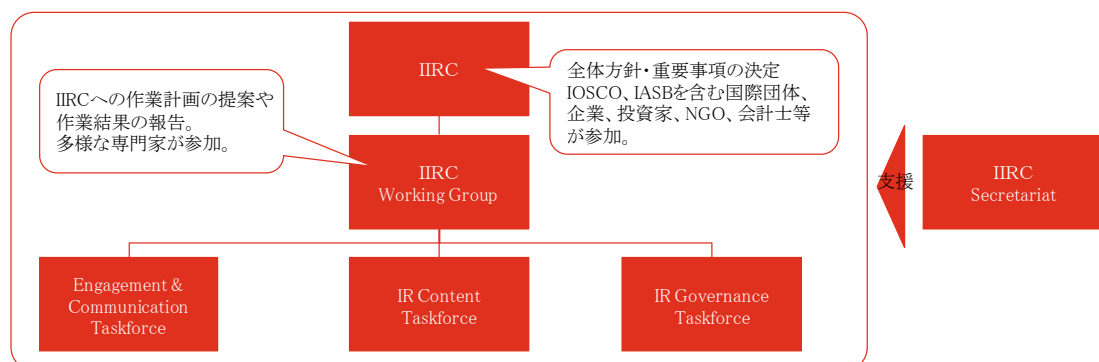
⑦2011年 統合報告 DP/パイロットプログラム/ラウンドテーブル(IIRC)

2010年8月にIIRCが設立され、国際的な検討気運が高まる起点となった

IIRCの目的： 国際的に合意された統合報告フレームワークを構築し、統合報告に関連する制度構築や企業実務が進む中で、国際的な広がりの一貫した対応を促すこと。

統合報告の位置づけ： 統合報告書は単一の報告書であって、(IIRCが考えるに) 組織の主たる報告書となる。現在要求されるもの(報告)に取って代わるものであって、新しく追加されるものではない。

IIRCの検討体制：



資料：IIRC 資料をもとに作成

2011年9月にIIRCは、討議文書を公開しコメントを募集した。

検討スケジュール

- ・ 2011年9月12日公表
- ・ 2011年12月14日までコメント募集。日本からは経済産業省と日本公認会計士協会がコメントを送付
- 10の個別質問 Ten specific questions
- その他自由コメント

討議文書の概要

- ・ 統合報告の必要性
- ・ 統合報告フレームワークの骨子
 - 中心的なテーマ：ビジネスモデルと価値創造
 - 基本原則
 - 報告要素

企業報告関係者にとっての便益と課題

将来の方向性



“TOWARDS INTEGRATED REPORTING Communicating Value in the 21st Century”

資料：IIRC 資料をもとに作成

2011年11月に、東京・大阪にてラウンドテーブルが開催された。

2011年11月24日（東京）、25日（大阪）で実施

（主催：東京証券取引所、日本公認会計士協会、後援：金融庁、経済産業省）

東京会合：伊藤 邦雄 先生を座長として、統合報告のあり方について、企業、投資家、市場関係者、金融機関、労働団体、有識者と、最近の動向を共有し議論。

大阪会合：古賀 智敏 先生を座長として、知的資産経営が推進されている関西の中堅・中小企業、その顧客のサプライチェーン企業、地方金融機関、地方政府機関も含めて最近の動向を共有し議論。

具体的な議論（抜粋）

- ・ 統合報告のターゲットが何か

- ・ 企業行動を変える情報開示の有用性とは？
- ・ 統合報告と知的資産経営の関係は？
- ・ 統合報告の活用のメリットと実務上の課題
- ・ 非上場企業からみた統合報告の難しさ
- ・ 社内向け I R の活用可能性、等
- ・ 資料：IIRC 資料、経済産業省プレスリリース等をもとに作成

今後は、パイロットプログラム、ラウンドテーブル開催、公開草案の公開等が予定されている。

国際的な統合報告フレームワークの開発を継続する

- ・ コメントの分析・回答
- ・ パイロットプログラム（日本からは、昭和電機、武田薬品工業、新日本有限責任監査法人が参加）により得られる経験の活用
- ・ 早くて 2013 年の公開草案の公表

地域内、地域間の報告要求事項の調和を図る（規制当局その他の主体と協働）

- ・ 統合報告にかかわる測定と報告の実務の検討
- ・ アウトリーチ：地域ラウンドテーブルその他のエンゲージメント活動やコミュニケーション活動を実施

統合報告のガバナンスについての公開コンサルテーションを実施

資料：IIRC 資料等をもとに作成

第5章 国内外の開示事例にみる工夫・教訓・示唆

国内企業の開示・取組み事例

実務的な対応への示唆とするべく、国内の開示事例を紹介する。

	企業名	視点
①	エーザイ株式会社	ステークホルダーズの価値増大の定款への織り込み、ROEを重視した経営の実践、株主招集通知等の充実
②	株式会社ローソン	企業価値の見える化
③	花王株式会社	EVA®による株主価値を重視した経営
④	株式会社三菱ケミカルホールディングス	独自の企業価値指標の活用（カイトキ価値）
⑤	株式会社堀場製作所	非財務情報の重要性の明示的な開示
⑥	東京ガス株式会社	リスク対応策開示
⑦	セコム株式会社	リスク対応策開示
⑧	日産自動車株式会社	アニュアルレポートでの解説の充実
⑨	東北電力株式会社	BCPへの取組み内容の具体的な開示
⑩	オムロン株式会社	トップマネジメントの選任プロセスの説明
⑪	株式会社資生堂	役員報酬開示
⑫	株式会社カプコン	中長期視点での開示
⑬	武田薬品工業株式会社	統合報告への取組み
⑭	複数	業績予想開示の類型

①エーザイ（ステークホルダーズの価値増大の定款への織り込み、ROE を重視した経営の実践、株主招集通知等の充実）

ステークホルダーズの価値増大の定款への織り込み

定款の中にステークホルダーズの価値増大を企業理念として制定・共有している。

主なステークホルダーズを明確にして経営を行う企業体であるという姿勢を定款に織り込み社内外へ開示・共有することで、企業風土・文化を簡潔かつ明確にアピールしている。

定 款
(平成21年6月19日改訂)

第1章 総 則
(明 明)
第1条 本会社は、エーザイ株式会社と称し、英文ではEisai Co.,Ltdと表示する。
(企業理念)
第2条 本会社は、患者様とそのご家族の喜怒哀楽を第一義と考え、そのベネフィット向上に貢献することを企業理念と定め、この企業理念のもとヒューマン・ヘルスケア (hhc) 企業をめざす。
① 本会社の使命は、患者様満足増大であり、その結果として売上、利益がもたらされ、この健全な成長の維持を考慮する。
② 本会社は、コンプライアンス（法令と倫理の遵守）を日々の活動の根幹に据え、社会的責任の遂行に努める。
③ 本会社の主要なステークホルダーズは、患者様と生活者の皆様、株主の皆様および社員である。本会社は、以下を旨としてステークホルダーズの価値増大をはかるとともに良好な関係の発展・維持に努める。
④ 本会社は、コンプライアンス（法令と倫理の遵守）を日々の活動の根幹に据え、社会的責任の遂行に努める。
⑤ 本会社の主要なステークホルダーズは、患者様と生活者の皆様、株主の皆様および社員である。本会社は、以下を旨としてステークホルダーズの価値増大をはかるとともに良好な関係の発展・維持に努める。
1. 未だ満たされていない医療ニーズの充足、高品質製品の安定供給、薬物の安全性と有効性を含む有用性情報の伝達
2. 経営情報の適時開示、企業価値の向上、積極的な株主還元
3. 安定的な雇用の確保、やりがいのある仕事の提供、能力開発機会の充実

(目 的)
第3条 本会社は、次の事業を営むことを目的とする。
1. 医薬品の研究開発、製造、販売および輸出入
2. その他適法な一切の事業

(本店の所在地)
第4条 本会社は、本店を東京都文京区に置く。
(公告方法)
第5条 本会社の公告方法は、電子公告とする。ただし、事後その他やむを得ない事由が生じた場合は、日本経済新聞への掲載により行う。
(株主総会設置会社)
第6条 本会社は、会社法第12条第12号に定義される委員会設置会社とする。

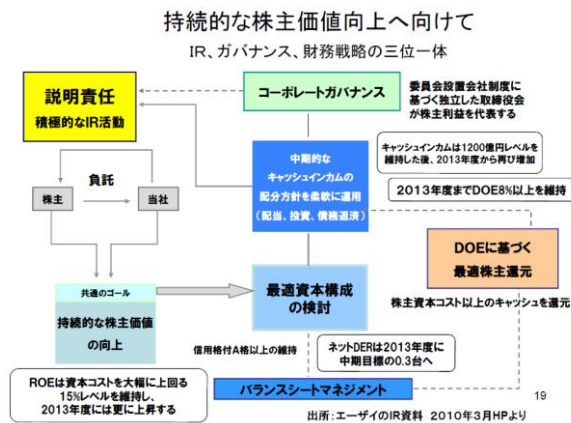
第2章 株 式
(発行可能株式総数)
第7条 本会社は、発行することができる株式の総数を11億株とする。
(単元株式数)

(企業理念)
第2条 本会社は、患者様とそのご家族の喜怒哀楽を第一義と考え、そのベネフィット向上に貢献することを企業理念と定め、この企業理念のもとヒューマン・ヘルスケア (hhc) 企業をめざす。
② 本会社の使命は、患者様満足増大であり、その結果として売上、利益がもたらされ、この使命と結果の順序を重要と考える。
③ 本会社は、コンプライアンス（法令と倫理の遵守）を日々の活動の根幹に据え、社会的責任の遂行に努める。
④ 本会社の主要なステークホルダーズは、患者様と生活者の皆様、株主の皆様および社員である。本会社は、以下を旨としてステークホルダーズの価値増大をはかるとともに良好な関係の発展・維持に努める。

1. 未だ満たされていない医療ニーズの充足、高品質製品の安定供給、薬物の安全性と有効性を含む有用性情報の伝達
2. 経営情報の適時開示、企業価値の向上、積極的な株主還元
3. 安定的な雇用の確保、やりがいのある仕事の提供、能力開発機会の充実

ROE を重視した経営の実践

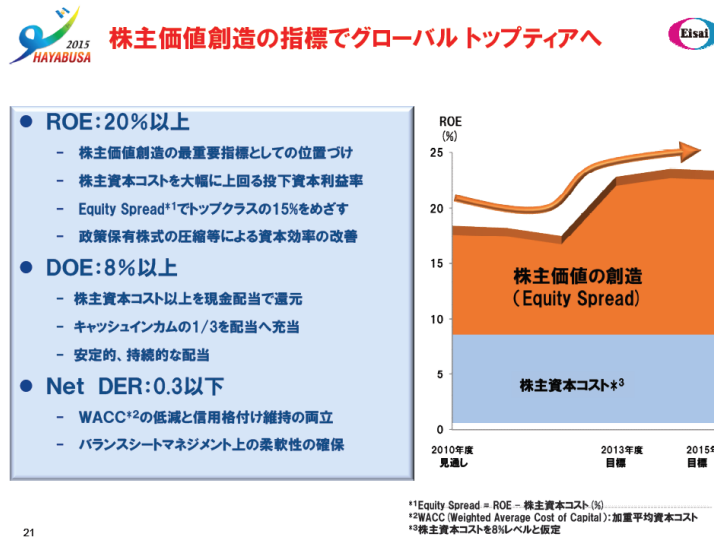
ROE 目標達成に向けた経営管理のメカニズムを説明することで、株主価値向上に向けた実効性を投資家に説明している。



資料: エーザイ 柳 良平 様 講演資料「コーポレートガバナンスと株主価値創造—エーザイ IR の見地から—」より

ROE を重視した経営の実践

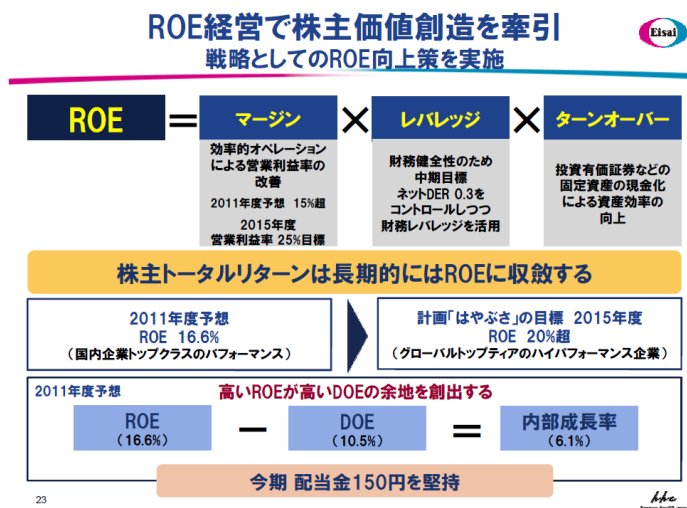
財務指標（ROE, DOE, NET DER）の目標値を明確化・開示し、常に株主価値向上を意識した目標管理を実践していることを投資家へ説明している。



21

資料：エーザイ 柳 良平 様 講演資料「コーポレートガバナンスと株主価値創造—エーザイ IR の見地から—」より

自社の中長期戦略と ROE 経営とが一体的に管理され、進捗が把握されていることを投資家へ説明している。



23

資料：エーザイ 柳 良平 様 講演資料「コーポレートガバナンスと株主価値創造—エーザイ IR の見地から—」より

株主招集通知等の充実

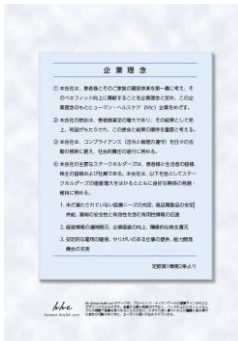
エーザイの株主招集通知は、議案や開催日時の通知に留まらず、企業のビジネスモデル、経営戦略、ガバナンス、リスク、報酬、役員経歴、等を包括的・統一的に開示している。(直近の株主招集通知は 212 ページある)

< 定時株主招集通知の内容 >

第99回 定時株主総会 招集ご通知	第99期連結計算書類
第99回 定時株主総会参考書類 第1号議案 取締役11名選任の件 第2号議案 当社の使用人に対してストックオプションとして新株予約権を発行する	第99期計算書類
第99期事業報告 I. 当社グループの現況 経営理念、経営戦略、コーポレートガバナンス、内部統制、コンプライアンス、連結業績、開発品の状況、生産の状況、対処すべき課題、等 II. 株式および新株予約権等の状況 III. 役員状況 取締役に関する事項 執行役に関する事項 取締役および執行役の報酬等	監査報告書
ほか	巻末資料 会社法施行規則記載事項一覧表 定款 コーポレートガバナンスガイドライン(本文) Q&A一覧 ほっとひと息一覧 索引 株式に関するメモ

目次

資料：エーザイ 2011年6月 第99回定時株主総会 招集通知より作成



- ① 本会社は、患者様とそのご家族の喜怒哀楽を第一義に考え、そのベネフィット向上に貢献することを企業理念と定め、この企業理念のもとヒューマン・ヘルスケア (hhc) 企業をめざす。
- ② 本会社の使命は、患者様満足の増大であり、その結果として売上、利益がもたらされ、この使命と結果の順序を重要と考える。
- ③ 本会社は、コンプライアンス(法令と倫理の遵守)を日々の活動の根幹に据え、社会的責任の遂行に努める。
- ④ 本会社の主要なステークホルダーズは、**患者様と生活者の皆様、株主の皆様および社員である。本会社は、以下を旨としてステークホルダーズの価値増大をはかるとともに良好な関係の発展・維持に努める。**
 1. 未だ満たされていない医療ニーズの充足、高品質製品の安定供給、薬剤の安全性と有効性を含む有用性情報の伝達
 2. 経営情報の適時開示、企業価値の向上、積極的な株主還元
 3. 安定的な雇用の確保、やりがいのある仕事の提供、能力開発機会の充実

資料：エーザイ 2011年6月 第99回定時株主総会 招集通知より作成

株主招集通知の中で、経営戦略・市場・ビジネスモデル等を中長期視点から説明し、投資家に対して経営者による将来予測情報を開示している。

<イメージ：経営戦略・ビジネスモデルの説明>

2) 経営戦略
 (1) DLPの成果と課題
 (2) 新たな中期戦略計画「はやぶさ」
 ①計画「はやぶさ」のめざす姿
 ②計画「はやぶさ」における主な取り組み
 a) イースト・アジア・リージョンがグローバルエーザイを牽引
 b) 世界トップ20の市場すべてに参入
 c) ウーマンオンコロジーへ集中し、がん領域で世界トップ10入り
 d) フォーカスメディシンのさらなる展開
 e) 効率のかつ引き締まった事業体制の構築
 i) 日本、中国(イースト・アジア)
 ii) 米国
 iii) 欧州
 iv) 新興市場(ニューマーケット・アセアン)

中期経営計画、経営目標に関する基本的な戦略の解説

個別市場における理解・戦略の解説

資料：エーザイ 2011年6月 第99回定時株主総会 招集通知より作成

取締役の選任に際して、経歴、所信表明、候補として選出した理由、利害関係などを詳細に開示している。

候補者番号 1 ないとう はるお
内藤 晴夫



現在の当社における地位および担当
取締役代表執行役社長兼最高経営責任者(CEO)
 生年月日 1947年12月27日生
 取締役在任年数 28年(本会会期終時)
 所有する当社株式数 449,700株(2011年3月31日現在)

■ 当社および当社の子会社、関連会社ならびに主要取引先との間の特別の利害関係等
 当社は、公益財団法人内藤記念科学振興財団に対して寄付を行っております。(詳細は114頁をご参照ください。)

■ 現在の「当社企業価値・株主共同の利益の確保に関する対応方針」に対する賛否【賛成】

株主の皆様へ
 定款に記載し、株主の皆様と共有している当社の企業理念(h/c&Compliance)の実現に向け、引き続き施策を果敢に実行し、患者価値「株主価値」「社員価値」を増大させ、持続的な成長をめざします。また、経営情報の積極的な開示により、経営の透明性を高めるとともに、企業としての社会的責任を果たし、株主の皆様の負担にお応えする所存です。

取締役候補者とする理由
 候補者は、執行部門から唯一の取締役として、取締役会での決議事項や報告事項において適切な説明を行ない、経営の重要事項の決定および業務執行の監督に十分な役割を果たしており、指名委員会は昨年に引続き取締役候補者としたしました。当社は、コーポレートガバナンスガイドラインにおいて代表執行役社長兼最高経営責任者(CEO)は、取締役を兼任する旨を定めております。当社は、候補者が引き続き取締役代表執行役社長兼最高経営責任者(CEO)として経営の指揮を執り、持続的な成長をめざしていくことが最善であると判断しております。

経歴および兼職の状況等

1975年	10月	当に入社
1983年	4月	当社研究開発部長
1983年	6月	当社取締役
1985年	4月	当社研究開発本部長
1985年	6月	当社常務取締役
1986年	6月	当社代表取締役専務
1987年	6月	当社代表取締役社長
1988年	4月	当社代表取締役社長
2003年	6月	当社代表取締役社長兼最高経営責任者(CEO)
2004年	6月	当社取締役代表執行役社長兼最高経営責任者(CEO)(兼任)
2006年	1月	財団法人内藤記念科学振興財団(元公益財団法人内藤記念科学振興財団)理事長(兼任)

候補者番号 2 みやはら じゅんじ
宮原 淳二



社外取締役候補者
 現在の当社における地位および担当
取締役(指名委員会委員、報酬委員会委員、社外取締役独立委員会委員)
 生年月日 1942年4月9日生
 取締役在任年数 3年(本会会期終時)
 所有する当社株式数 3,819株(2011年3月31日現在)

■ 当社および当社の子会社、関連会社ならびに主要取引先との間の特別の利害関係等【なし】
 ■ 現在の「当社企業価値・株主共同の利益の確保に関する対応方針」に対する賛否【賛成】

株主の皆様へ
 これまでの社外取締役としての活動を通じ、エーザイは幅広いステークホルダーの皆様、さらには社会への貢献を企業理念として追求する研究開発型の医薬品企業であり、独自の企業文化を有しているとの認識を深めました。私は、引き続きそのような会社の社外取締役として、これまでの企業の研究開発に携わった経験および研究開発のマネジメントを研究してきた経験をいかし、取締役会での議論、執行役や社員の皆様との対話を通して、当社の発展、様々な株主の皆様への価値向上に貢献したい所存です。

取締役候補者とする理由
 候補者は経歴の通り、研究およびそのマネジメントに関する専門家であり、企業の従業員として経営にも関与した経験があり、経営に関する深い見識と監督能力を有しております。当社指名委員会は、①取締役、指名委員および報酬委員としての実績、②取締役としての実績、能力、③経歴、④年齢および在任期間等を勘案し、客観的に経営の監督を遂行することが可能と判断し、毎年引続き取締役候補者としたしました。

独立性・中立性について
 当社指名委員会は、候補者が会社法の規定する社外取締役の要件および当社指名委員会が定める「社外取締役の独立性・中立性の要件」を満たしていることから、社外取締役としての独立性・中立性は十分に確保されているものと判断しております。
 なお、候補者は、富士写真フイルム株式会社(以下「富士フイルム」)に従業員として長年勤めた経験がありますが、指名委員会は候補者が同社を退職してから10年以上経過していることも含め、候補者に当社の取締役としての任務を遂行するうえで支障または問題となる事情のないことを確認いたしました。また、インベーションファクター研究センターと当社との間に取引関係はありません。

経歴および兼職の状況等

1967年	4月	日本電子株式会社入社
1970年	6月	富士写真フイルム株式会社入社
1975年	7月	同社中央研究所・足利研究所・プロジェクチーム・宮台技術開発センター研究部長
1996年	4月	同社機器事業本部 部長/技術主幹
1998年	6月	一橋大学インベーション研究センター教授
2001年	4月	一橋大学インベーション研究センター長
2004年	4月	東京理科大学専門職大学院総合科学技術創造研究科教授
2006年	6月	当社取締役(兼任)、指名委員会委員(兼任)、報酬委員会委員(兼任)、社外取締役独立委員会委員(兼任)
2010年	4月	インベーションファクター研究センター代表(兼任)

13 14

資料：エーザイ 2011年6月 第99回定時株主総会 招集通知より作成

株主還元の考え方、指標、過去推移、等を具体的に開示し、投資家に対する配当方針を明確化している。



3)株主還元

(1) 剰余金の配当等に関する基本方針

剰余金の配当については、連結業績、連結純資産配当率(DOE)*1およびキャッシュ・インカム*2を総合的に勘案し、株主の皆様へ継続的・安定的に実施しております。

DOEは、株主の皆様への利益配分を示す配当性向(DPR)と、株主の皆様が投資した資金を使いどれだけ効果的に利益を出せたかを示す自己資本当期純利益率(ROE)の2つの要素を含んでおります。

キャッシュ・インカムは、企業のキャッシュ創出力を表しております。その用途は、株主様への配当支払、成長投資および借入金返済等の財務体質の強化などであり、それぞれに対し中期的に3分の1ずつバランスよく配分することが重要であると考えております。

このような観点から、連結業績に加えDOEならびにキャッシュ・インカムの配分を総合的に勘案することは、中期的な株主還元指標としてバランスのとれた相応しいものと考えております。また、自己株式の取得に関しては、適切な時期に実施いたします。

(2) 配当について

当社は委員会設置会社であり、剰余金の配当に関しては機動的に行うことを目的として取締役会決議とすることを定款に定めております。

2010年度の期末配当金は、株主の皆様への継続的・安定的な配当という基本方針に基づき、1株当たり80円とさせていただきます。1株当たり中間配当金70円とあわせ、年間配当金は1株当たり150円(前期と同額)となり、DOEは10.4%となります。

*1 純資産配当率(DOE) = 配当性向(DPR) × 自己資本当期純利益率(ROE)

*2 キャッシュ・インカム

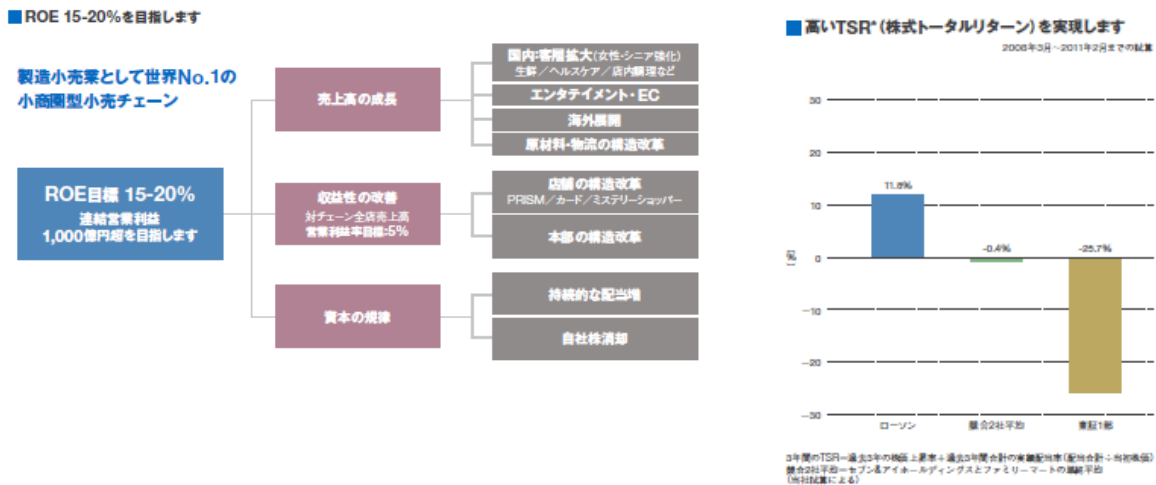
成長投資、配当支払、借入返済等に使用可能なキャッシュの総額であり、企業の成長性・戦略を検証する尺度と考えております。

算式：当期純損益 + 有形・無形固定資産減価償却費 + インプロセス研究開発費 + のれん償却額 + 減損損失(投資有価証券評価損含む)

資料：エーザイ 2011年6月 第99回定時株主総会 招集通知より作成

②ローソン (企業価値の見える化)

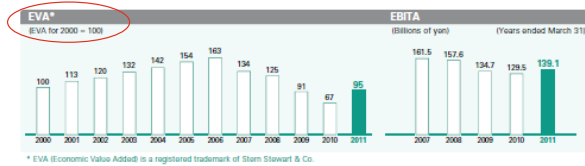
アニュアルレポートでROE目標を実現するための経営上の取組みを相互に関連付けて説明することで、投資家へのリターンを前提とした経営を行っていることを開示している。



資料：ローソン アニュアルレポート 2011年より抜粋

③花王 (EVA®による株主価値を重視した経営)

アニュアルレポートで、EVA® (Economic Value Added : 経済的付加価値) を意思決定の指標としていることを開示し、株主価値を常に意識した経営を説明している。



EVA
Economic Value Added (EVA) is the Kao Group's main management metric, defined as net operating profit after tax (NOPAT) less a charge for the cost of capital employed in the business. We believe EVA indicates "true" profit. Continuously increasing EVA raises corporate value, which is consistent with the long-term interest of not only shareholders but other stakeholders as well. The Kao Group aims to conduct business activities that expand the scale of its business while also increasing EVA, and uses EVA for business performance evaluation, performance-based compensation and strategic decision-making. During the fiscal year ended March 31, 2011, due to an increase in NOPAT and a decrease in capital, EVA increased to 95 from 67 for the previous fiscal year, expressed as an index with the year ended March 31, 2000 as 100. The Kao Group conducted the following EVA-related activities during the fiscal year.

Investing for Growth: During the fiscal year ended March 31, 2011, the Kao Group invested aggressively for future growth. To raise its competitiveness in global markets and achieve profitable growth, the Kao Group built the Eco-Technology Research Center in Wakayama, Japan, which started operation in June 2011. This will centralize and combine the Kao Group's environmental research functions and accelerate the development of next-generation environmental technologies, particularly eco-innovation research and technologies, in order to embody ecology-centered management in the development and manufacture of products. Research and development expenditures, which increased ¥8.0 billion compared with the previous fiscal year to ¥45.5 billion (US\$547.4 million), were the equivalent of 3.8 percent of net sales, the same as in the previous fiscal year.

Increasing Profit: During the fiscal year ended March 31, 2011, NOPAT increased due to an increase in sales volume resulting from strong performance by the Consumer Products Business outside Japan and the Chemical Business.

Moreover, ongoing total cost reduction activities cut costs by ¥9.0 billion year on year. In addition, the Kao Group has been promoting cost reductions as a cost synergy in connection with Kaneko Cosmetics, and has achieved a cumulative reduction of ¥13.7 billion in costs from the acquisition of Kaneko Cosmetics to March 31, 2011.

Financial Improvement: Free cash flow* totaled ¥119.5 billion (US\$1,437.4 million) for the year ended March 31, 2011, a decrease of ¥8.6 billion compared with the previous fiscal year. The Kao Group has set priorities for how it will deploy this free cash flow. Investments for mergers and acquisitions and additional capital expenditures for future growth are the top priorities in deploying free cash flow, followed by stable and continuous dividends. Kao Corporation increased cash dividends per share for the fiscal year by ¥1.00 to ¥68.00 (US\$0.70) for the 21st consecutive year of growth in cash dividends. Moreover, the Kao Group uses the remaining free cash flow for the repurchase of shares as a payout measure and for repayment of interest-bearing debt, considering its investment plans and financial market conditions. During the fiscal year, the Kao Group repurchased its shares from the market at a cost of ¥30.0 billion and repaid long-term loans totaling ¥25.0 billion.

* Free cash flow: Net cash provided by operating activities - Net cash used in investing activities

Business Conduct Guidelines
The Kao Group as a whole routinely implements activities for securing compliance with laws, regulations, fairness and ethics. The Compliance Committee is responsible for the promotion of those activities. In addition, the Kao Group has formulated and adheres to its code of conduct, "Kao's Business Conduct Guidelines (BCG)".
The Kao Group is also committed to supporting and upholding the ten principles of the Global Compact established by the United Nations and its continued intention to behave responsibly in international society. The Global

資料：花王 アニュアルレポート 2011 年より抜粋

④三菱ケミカルホールディングス (カイトキ価値)

グローバル・グループ経営の基軸指針として、MBA、MOT、MOS (Management of SUSTAINABILITY) という3軸から構成された「KAITEKI 価値」を定義し、グループ経営方針の統一化を図っている。

また、このグループ経営方針の浸透を実現するために、「KAITEKI 化学」(日本語版)「Good Chemistry for KAITEKI」(英語版)という書籍を通じ、トップのメッセージをグループ従業員一人一人へ伝えている。



資料：三菱ケミカルホールディングス ホームページより

⑤堀場製作所（非財務情報の重要性の明示的な開示）

自社の重要な非財務情報を定義し、その重要性をアニュアルレポートでトップが丁寧に語ることで、企業が持つ財務価値以外の価値を投資家に対して説明している。



資料：堀場製作所 アニュアルレポート 2010 より

⑥東京ガス（リスク対応策開示）

情報開示について

一般的に情報開示については、以下のことが言われている。

リスク情報開示の目的

資本市場関係者が、経営に関するリスクを適切に理解し、評価できるよう説明責任を果たすことにより、資本市場から十分な理解と信頼を獲得すること。

資本市場関係者に最適な投資判断を行うための情報を提供し、適正な株価形成に資すること。

リスク情報の開示のあり方は、経営として資本市場にどのように向き合うのか、また、経営の透明性をどのように確保するのかというコーポレートガバナンスに関する事項である。

資本市場関係者による企業価値評価の視点

企業価値評価に際しては、リスクへの対応策／定量的情報までを考慮。(売上高・利益への影響等)

しかし、多くの日本企業のリスク情報開示は、それらのニーズへ対応できていない。

資料：東京ガス 吉野 太郎 様 講演資料 「リスク情報開示に関する考察 ～ リスク対応策の開示を通して」より

東京ガスのリスク対応策の開示

2010年3月期まで、有価証券報告書・決算短信によるリスク対応策の開示は実施せず

現状の法令、上場規則では、リスク対応策の開示までは求められていないため、開示してこなかった。

CSR 報告書やアニュアルレポート等では開示済み。

2010年3月期の決算短信より、リスク対応策の開示を開始

CSR 報告書やアニュアルレポート等で開示している内容を中心に、リスクの約6割について対応策を開示。

(開示理由)・・・資本市場関係者に自社に対する理解をより深めてもらい、企業の価値向上に資するため。

開示に際しては、論点を整理し、幅広い関係者と議論を実施

1年前の開示では、更に議論を尽くすべきとなり、保留。

リスク対応策を開示した場合、リスクが十分に低減されていると投資家に誤解を与える可能性があることが懸念された。しかし、適正な企業評価/株価形成の促進、透明性のある経営/コーポレートガバナンスを重視した経営の訴求、および、リスク顕在化時の影響緩和（ボラティリティ低減）などのメリットがあり、総合的に判断した結果、開示することとした。

開示に際しては、原則として、対応策をリスク内容とその影響の前に記載

「このような対応策をとって、リスクの低減に努力しているが、それでもなおこのようなリスクが残る」と読めるよう記載している。

実際の有価証券報告書における事業等のリスクの記載内容は以下の通り。

4【事業等のリスク】
 有価証券報告書に記載した事業の状況、経理の状況に関する事項のうち、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項には、以下のようなものがある。なお、文中における将来に関する事項は、当連結会計年度末現在において判断したものである。

(1) 事故・災害等

① 原料調達支障
 天然ガスをはじめとする都市ガス原料の大半を海外からの輸入に頼っているため、原料輸入先のコントリビューターや船主・船荷役会社のトラブル、LNG船の運航途上のトラブル、東京湾での入港規制等により原料が長期にわたり調達できない場合には、都市ガスの供給に支障を及ぼす可能性がある。当社は6カ国10プロジェクトからLNGを輸入し、調達先の分散化を進めるとともに、自社管理LNG船等を活用した柔軟な配船を行うなど、従来からの調達元を複数に振り回し調達リスクの分散を進めている。

② 自然災害
 都市ガスの製造・供給設備を事業活動の基盤としている装置産業であるため、阪神・淡路大震災クラスの大地震でも都市ガスの製造・供給を継続できるように設備耐震対策を実施し、また二次災害を防止するための緊急対策を実施するとともに、(中略)

③ 都市ガス及び電力の製造・供給に支障を及ぼす事故
 都市ガスの製造・供給設備を事業活動の基盤としている装置産業であるため、阪神・淡路大震災クラスの大地震でも都市ガスの製造・供給を継続できるように設備耐震対策を実施し、また二次災害を防止するための緊急対策を実施するとともに、(中略)

④ 不測の大規模停電
 当社の工場は停電時の高い受電コストを想定しており、工場への電力供給が停止する可能性は低いと考えられる。しかし、都市ガスでの製造・供給を継続できるように設備耐震対策を実施し、また二次災害を防止するための緊急対策を実施するとともに、(中略)

⑤ 都市ガスの保安設備・ガス機器等製品品質上の問題
 都市ガス供給上の保安設備を確保するため、保安設備の定期検点・点検を実施し、点検内容の拡大や保安設備の更新・改良等の対応を進めている。また、連結子会社や協力企業を通じて保安設備の保安設備の保安設備を確保していること、保安設備の保安設備の保安設備を進めている。しかし、都市ガス供給に関する保安設備の保安設備に関する事項は、その対応に支障を及ぼす可能性は低いと見られる。

⑥ 他社の都市ガス事故に起因する損害賠償
 他社における都市ガス事故が都市ガス事業全体の信用に重大な影響を及ぼし、有価証券の価格を下落させる可能性がある。

4【事業等のリスク】
 有価証券報告書に記載した事業の状況、経理の状況に関する事項のうち、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項には、以下のようなものがある。なお、文中における将来に関する事項は、当連結会計年度末現在において判断したものである。

(1) 事故・災害等

① 原料調達支障
 天然ガスをはじめとする都市ガス原料の大半を海外からの輸入に頼っているため、原料輸入先のコントリビューターや船主・船荷役会社のトラブル、LNG船の運航途上のトラブル、東京湾での入港規制等により原料が長期にわたり調達できない場合には、都市ガスの供給に支障を及ぼす可能性がある。**当社は6カ国10プロジェクトからLNGを輸入し、調達先の分散化を進めるとともに、自社管理LNG船等を活用した柔軟な配船を行うなど、安定的かつ柔軟なLNG調達に取り組み原料調達リスクの分散を進めている。**

② 自然災害
 都市ガスの製造・供給設備を事業活動の基盤としている装置産業であるため、阪神・淡路大震災クラスの大地震でも都市ガスの製造・供給を継続できるように設備耐震対策を実施し、また二次災害を防止するための緊急対策を実施するとともに、(中略)

資料：東京ガス吉野様 講演資料 「リスク情報開示に関する考察 ～ リスク対応策の開示を通して」より

⑦セコム (リスク対応策開示)

有価証券報告書でリスク対応策の開示を行っている。

4【事業等のリスク】
 当社グループは、当社および連結子会社の事業に関するリスクについて、投資家判断に重要な影響を及ぼす可能性のあると考えられる主要なリスクについて記載しております。また、必ずしもそのようなリスクに該当しない事項についても、投資家の投資判断に影響を与えると考えられる事項については、個別の価値判断を行う観点から記載しております。当社はこれらのリスク発生の可能性を認識した上で、発生回避および発生した場合の早期対応に努めています。

なお、文中における将来に関する事項は、当連結会計年度末現在において、当社グループが判断したものである。

(1) 投資リスク
 当社グループは、企業価値の増進を図る観点から、主たる取引先に対し、発生するさまざまな信用リスクにさらされています。当社グループは、その状況を定期的に監視し、必要に応じて当該取引先との交渉を進めるとともに、取引先との関係性を強化し、リスク発生時の対応に努めています。また、重要取引先との関係強化を通じて、当社グループの発展に重要な役割を果たしている取引先との関係強化を進めています。しかしながら、特定の取引先との関係強化が進まない場合、リスクは分散されません。

(2) 投資リスク
 当社グループは、株式等、価格変動リスクを有するさまざまな有価証券を有しております。したがって、保有する有価証券の価値が下落した場合、評価損が発生し、当社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼすおそれがあります。**当社グループは、投資効率が低く保有意義の乏しい投資にならないよう審査の上、総合的な経営判断のもと、投資を決定しております。**

(3) 不動産価値変動のリスク
 当社グループは、不動産開発・販売および不動産賃貸事業等において、さまざまな不動産を有しております。不動産の価値は、マクロ経済などさまざまな要因により変動するリスクを有しており、当該価値の変動により当社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼすおそれがあります。**当社グループは、そのさまざまな要因やその資産の活用状況、タイミングなどを総合的に勘案し、取得・保有・売却などの意思決定を行っております。**

(4) 金利変動のリスク
 当社グループは、資金を金融機関からの借入および社債の発行などにより調達しており、金利変動リスクにさらされています。したがって、金利変動により当社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼすおそれがあります。**当社グループは、金利負担を最小に抑えつつ、将来の金利変動に伴うキャッシュ・フローの変動を管理するために、借入の一部について金利スワップ契約を利用しています。変動金利支払分を受け取り、固定金利を支払う受取変動・支払固定の金利スワップ契約により、キャッシュ・フローを固定しております。**(中略)

②投資リスク
 当社グループは、株式等、価格変動リスクを有するさまざまな有価証券を有しております。したがって、保有する有価証券の価値が下落した場合、評価損が発生し、当社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼすおそれがあります。**当社グループは、投資効率が低く保有意義の乏しい投資にならないよう審査の上、総合的な経営判断のもと、投資を決定しております。**

③不動産価値変動のリスク
 当社グループは、不動産開発・販売および不動産賃貸事業等において、さまざまな不動産を有しております。不動産の価値は、マクロ経済などさまざまな要因により変動するリスクを有しており、当該価値の変動により当社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼすおそれがあります。**当社グループは、そのさまざまな要因やその資産の活用状況、タイミングなどを総合的に勘案し、取得・保有・売却などの意思決定を行っております。**

④金利変動のリスク
 当社グループは、資金を金融機関からの借入および社債の発行などにより調達しており、金利変動リスクにさらされています。したがって、金利変動により当社グループの業績および財務状況に悪影響を及ぼすおそれがあります。**当社グループは、金利負担を最小に抑えつつ、将来の金利変動に伴うキャッシュ・フローの変動を管理するために、借入の一部について金利スワップ契約を利用しています。変動金利支払分を受け取り、固定金利を支払う受取変動・支払固定の金利スワップ契約により、キャッシュ・フローを固定しております。**(中略)

資料：セコム 有価証券報告書 2011年3月期 事業等のリスクより作成

⑧日産自動車（アニュアルレポートでの解説の充実）

有価証券報告書に記載しているリスク認識・対応策のうち、主要なものについて、アニュアルレポートで対応策の内容をより具体的に解説することで、投資家に対して企業のリスク認識+対応策を詳細に説明している。

有価証券報告書

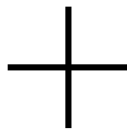
4 【事業等のリスク】
有価証券報告書に記載した事業の状況、経理の状況に関する事項のうち、投資者の判断に重要な事項を記載し、かつ開示する事項は、以下のとおりである。

1. 自然災害や環境の急激な変動
当社グループの製品・サービスの需要は、それらを製造している国又は地域の経済状況の影響も大きく受けている。従って、日本、アメリカ、ヨーロッパ、アジアなど当社グループの主要な市場における経済や需要及びそれに伴う需要の変動については、正確な予測に不可欠な効果を行っているが、世界的な景況と予測見通した急激な変動がある時は、当社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性が有る。

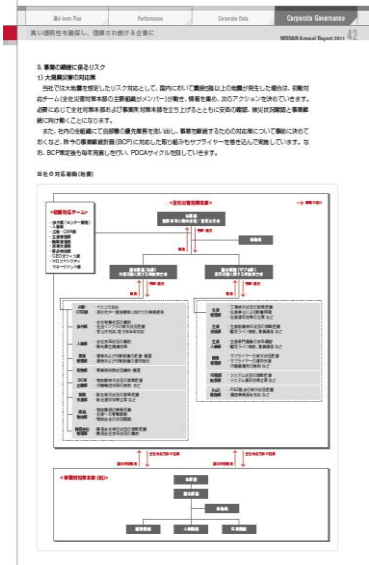
2. 自動車市場における急激な変動
自動車市場は世界的な景況や地域ごとの景況に左右される。当社グループはその競争に打ち勝つべく、迅速なペースで新たな商品を開発・生産できるように設備投資、製品開発や生産体制において努力しているが、自動車市場の急激な変動はタイムリーに備えできなかったり、需要や需要の変化への対応が不十分な場合には、当社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

3. 自動車市場における急激な変動
自動車市場は世界的な景況や地域ごとの景況に左右される。当社グループはその競争に打ち勝つべく、迅速なペースで新たな商品を開発・生産できるように設備投資、製品開発や生産体制において努力しているが、自動車市場の急激な変動はタイムリーに備えできなかったり、需要や需要の変化への対応が不十分な場合には、当社グループの業績及び財務状況に影響を及ぼす可能性がある。

有報の内容をアニュアルレポートで
具体的な例を交えて追補説明



アニュアルレポート



資料：日産自動車 2011 年度有価証券報告書、2011 年度アニュアルレポートより作成

有報	<p>「有価証券報告書」でのリスク認識+対応策</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本を本拠とする当社グループにとって、現在そして今後も最大のリスクのひとつであり続けるものに地震リスクがある。当社グループでは、地震リスクマネジメント基本方針を設定するとともに、最高執行責任者(COO)をトップとするグローバルベースの地震対策組織を設置している。また、工場などの建屋や設備などの耐震補強も積極的に推進している。しかし、大規模な地震により想定を超えた損害が発生し操業を中断せざるを得ないような場合は、当社グループの業績と財務状況に影響を及ぼす可能性がある。
	追補説明
アニュアルレポート	<p>「アニュアルレポート」での対応策の詳細説明</p> <ul style="list-style-type: none"> 当社では大地震を想定したリスク対応として、国内において震度5強以上の地震が発生した場合は、初動対応チーム(全社災害対策本部の主要組織がメンバー)が動き、情報を集め、次のアクションを決めていきます。必要に応じて全社対策本部および事業所対策本部を立ち上げるとともに安否の確認、被災状況確認と事業継続に向け動くこととなります。また、社内の全組織にて部署の優先業務を洗い出し、事業を継続するための対応策について事前に決めておくなど、昨今の事業継続計画(BCP)に対応した取り組みもサプライヤーを巻き込んで実施しています。なお、BCP策定後も毎年見直しを行い、PDCAサイクルを回していきます。地震以外にも、火災や台風、新型インフルエンザの流行等様々なリスクを想定し、事前の予防対策及び発生時の緊急対応体制の整備等を行っているが、想定を超えた規模で発生した場合などは当社グループの業績と財務状況に影響を及ぼす可能性がある。 <p>＜大地震時の対処方針＞</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 人命第一(安否確認システムの活用、常時携帯する地震対策ポケットマニュアルなど) ② 二次災害の防止(自衛消防体制、防災用備品の完備、防災情報の提供など) ③ 迅速な生産事業復旧と事業継続(ハード対策と応援体制およびBCP策定) ④ 地域社会への貢献(近隣地域、企業との連携支援、行政との協力体制、物資などの提供) <ul style="list-style-type: none"> 全社対策本部および事業所対策本部は、大地震を想定したシミュレーション訓練を実施し、本部および各係、担当が機能でき、実際にアクションが取れるか検証するとともに課題を明確にしたうえで対応策を見直し、有事に備えています。2011年3月11日に発生した東日本大震災では、これまでに実施してきたシミュレーション訓練の成果を發揮し、初動対応チームが中心となってスムーズに全社災害対策本部、および各事業所対策本部を立ち上げるとともに、安否の確認、被災状況の確認を行うことができました。また、対処方針のひとつである「地域社会への貢献」に基づき、帰宅困難者の受け入れや被災地への支援など、速やかに対応することができました。事業復旧の段階においては、対策本部および機能別の対策チームが常に最新の情報を共有化し、災害後の生産・事業再開に向けた課題・対策を全社が連携して検討・実行することで、部品供給、生産、物流、販売、サービスなどサプライチェーン全体の復旧を効果的に行うことができました。なお、全社対策本部が設置されたグローバル本社ビル(2009年8月竣工)は、「制震ブレースダンパーを使用した制震構造を採用しており、当地で想定される最大級の地震に對しても耐震安全性を確保しています。今回の震災においても、地震後に行った点検により建物の安全性や機能には全く問題がないことが確認されています。

資料：日産自動車 2011 年度有価証券報告書、2011 年度アニュアルレポートより作成

⑨東北電力（BCP への取組み内容の具体的な開示）

有価証券報告書に記載しているリスク認識・対応策のうち、原子力発電所における地震対策について、CSR レポートで対応策の内容をより具体的に解説することで、投資家に対して企業のリスク認識+対応策を詳細に説明している。

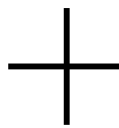
有価証券報告書

CSRレポート

4 【事業等のリスク】
当社企業グループの業績及び財政状態に影響を及ぼす可能性のあるリスクには、定以下のようなものがある。企業グループでは、これらのリスク発生の可能性を認識し、リスク発生の発生に際しては、事前に発生した場合は、的確な対応に努めている。

- なお、以下に記載のリスクに関する事項は、有価証券報告書提出日現在において、当社が判断したものである。
- (1) 競争環境の変化による影響
 - ① 電気事業制度改正について
電気事業においては、電力小売自由化の枠組みが段階的に拡大されていることに加え、平成27年度には既に競争激化による新規参入事業者の参入が予想され、さらなる競争激化の懸念が示されている。今後も価格・サービス競争が激しくなることが予想される。さらに、地域環境にも関する規制緩和の進展などにより、競争環境の急激な変化に合わせた取組みへの対応も高まりつつある。
 - 一方、原子力のシフトに伴い、再生可能エネルギーの導入が加速され、特に太陽光発電等により、使用済燃料の廃棄及び再処理施設等の建設費の増大等についてリスクの認識がはかられている。ただし、今後の制度改正、将来市場の見通しの見直し、再処理施設の稼働状況などにより費用負担が増加する可能性がある。
 - このような制度改正や競争環境の急激な変化、それに伴う競争の激化、バックロード事業（再処理、廃棄等）の急増・引当など、企業グループを取り巻く事業環境の変化により、企業グループの業績及び財政状態に影響を受ける可能性がある。
 - ② 電力自由化以外の競争について
自然発電や他のエネルギー事業者との競争激化・サービス競争の進展により、企業グループの業績及び財政状態に影響を受ける可能性がある。
- (2) 経費状況及び天候状況による影響
電気事業における燃料費は、天然ガスや石炭の買入に依存し、価格変動のリスクがある。このため企業グループの業績及び財政状態は、燃料費の変動に大きく影響を受ける可能性がある。なお、年間の発電設備稼働率により、燃料費の増減は、燃料費の増減に大きく影響を受ける可能性がある。また、「低コスト競争力」により一定の調整がはかられたため、業績への影響は限定的と考えられる。
- (3) 燃料価格の変動による影響
電気事業における燃料費は、石炭、LNG、重油などのC I 1 価格及び高品位の燃料により、影響を受けるため、燃料費の変動は、燃料費の増減に大きく影響を受ける可能性がある。また、「低コスト競争力」により一定の調整がはかられたため、業績への影響は限定的と考えられる。

有報の内容をCSRレポートで
具体的な例を交えて追補説明



資料：東北電力 2011 年度 CSR レポートより作成

有報

「有価証券報告書」でのリスク認識

- ・ 企業グループは、お客さまに高品質な電力を安定的に供給するため、設備の点検・修繕を計画的に実施し、設備の信頼性向上に努めているが、**地震や台風等の自然災害、事故やテロ等不法行為などにより、大規模な停電が発生し、設備の損傷や電源の長期停止などに至った場合は、企業グループの業績及び財政状態に影響を受ける可能性がある。**

追補説明

CSRレポート

「CSRレポート」でのリスク対応策の詳細説明

- ・ 敷地の高さ 8m、建屋を安全に守った数値。歴史的調査と専門的知見により検討され、決定された津波対策。
(中略)
当社においては女川原子力発電所1号機の建設にあたり、計画当初から津波対策が重要課題であるとの認識から、土木工学・地球物理学の外部専門家を含む社内委員会を設けて議論を重ね、「敷地の高さをもつて津波対策とする。敷地の高さはO・P・+15m程度で良い」との集約を得て、屋外重要土木構造物と主要建屋1階の高さをO・P・+15m、敷地の高さO・P・+14.8mと決定しました。
(後略)
- ・ 貞観津波、慶長津波など過去の歴史にも目を向け調査
(前略)
「貞観津波」については、当社で独自に調査研究を行った経緯があります。(中略)貞観津波の痕跡調査を実施。仙台平野での痕跡高は2.5～3m程度、浸水域は海岸から3km程度であったと推定されました。(中略)また慶長津波では、仙台平野の岩沼で6～8mの津波痕跡高(遡上高)が報告されています。貞観津波での値と比較し、三陸沿岸から仙台平野にかけては、慶長津波の方が大きかったと判断していました。
女川原子力発電所1号機設置の際には、潮位、地盤条件、地形、建物の配置等を含めた検討を実施するとともに、**学識経験者の意見を踏まえて総合的に判断し、敷地の高さは裕度を持って14.8mとしました。**
(後略)

資料：東北電力 2010 年度有価証券報告書、2011 年度 CSR レポートより作成

⑩オムロン（トップマネジメントの選任プロセスの説明）

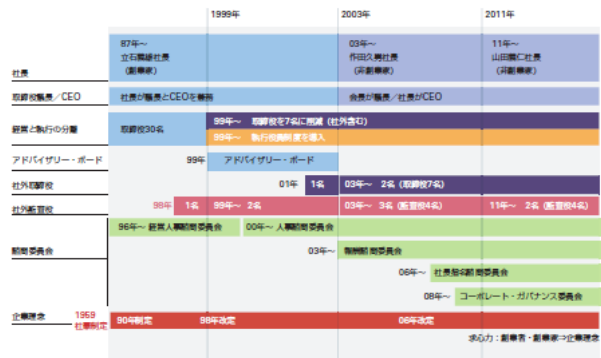
「社長指名諮問委員会」による社長選任の経緯・プロセスをアニュアルレポートで公開し、コーポレートガバナンス体制の変革・強化を投資家へアピールしている。

あうんの呼吸ではない、透明性のある社長選任プロセスの説明

創業家の影響力の低下を時系列で説明
取締役会議長と執行役の分離状況の説明



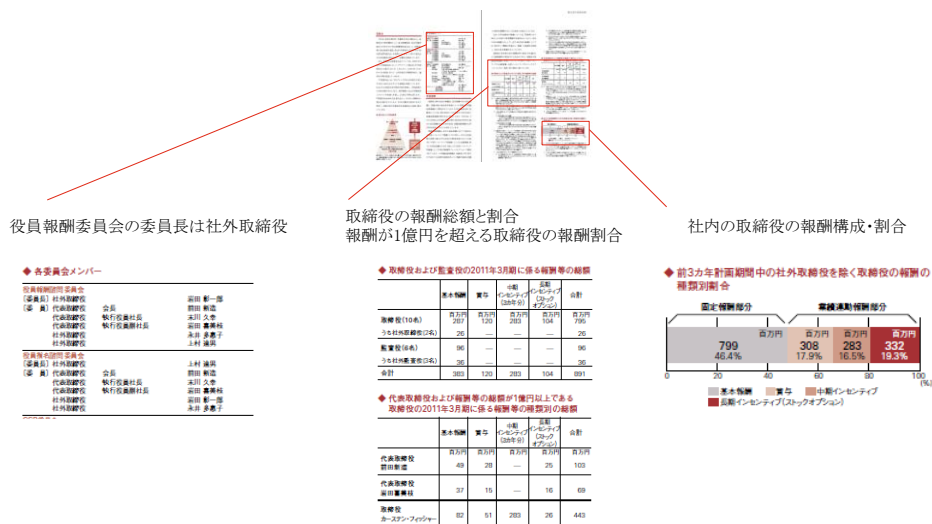
コーポレート・ガバナンスへの取り組みの全体像



資料：2011年度アニュアルレポートより作成

⑪資生堂（役員報酬開示）

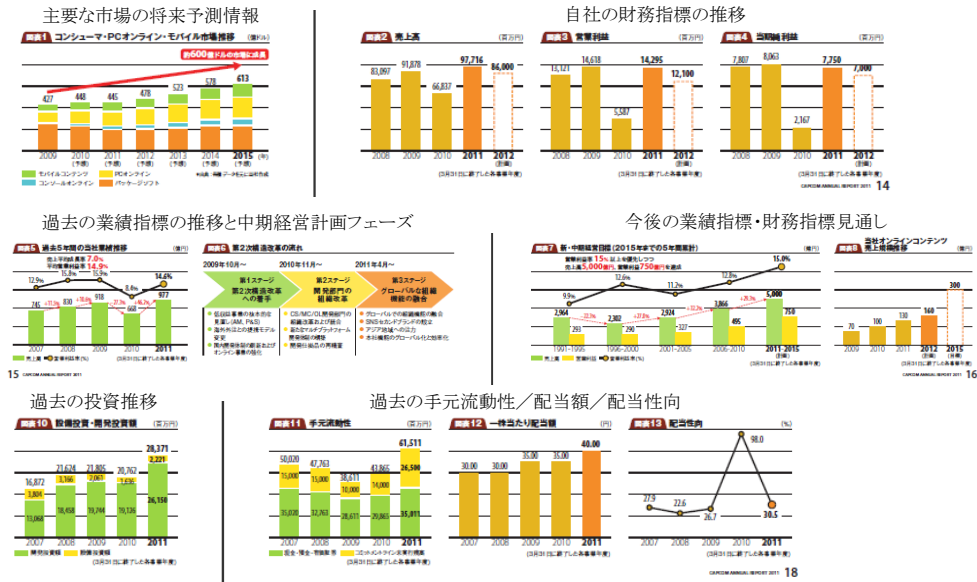
アニュアルレポートで、役員報酬（報酬委員会、実績、インセンティブ割合、等）を詳細に開示することにより、マネジメント層のインセンティブ状況を投資家へ説明している。



資料：2011年度アニュアルレポートより作成

⑫カプコン（中長期視点での開示）

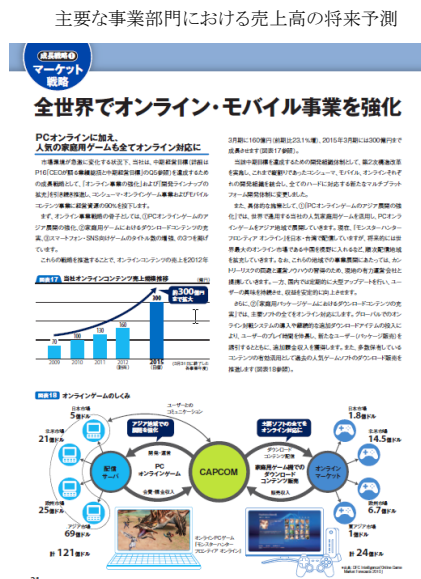
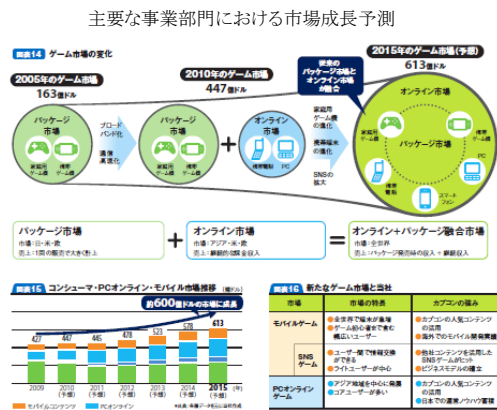
財務情報や業績指標を、常に将来情報見通しを含めた視点から語ることで、中長期志向の投資家が企業の将来性や経営方針を把握しやすい開示となっている。



資料：カプコン 2011 年度アニュアルレポートより作成

各事業領域の説明においても、同様に中長期視点から説明している。

主要な事業部門における市場成長予測と売上高の将来予測



資料：カプコン 2011 年度アニュアルレポートより作成

⑬武田薬品工業（統合報告への取組み）

2006年からアニュアルレポートとCSRレポートを統合した報告を行っており、財務情報と非財務情報の一体的な開示を通じ、自社の本源的な企業価値を投資家へより適切に開示できるよう努めている。

情報開示方針 「経営の基本精神」に基づく企業活動を総合的にご理解いただくために、アニュアルレポートとCSR報告書の統合版をお届けします。

タケダは2010年10月、くすのびの正意を学びながら、高い倫理観と、強い使命感を掲げました。企業活動の方向性を明確に示し、社会との協働的関係を築くための取組を進めています。タケダは、経営哲学「タケダイム（誠実・公正・正意・不欺）」に基づき、「開かれた意思決定」を実現している企業活動そのものが、CSRの本質であると認識しています。以上の取組を、

から、タケダでは2006年度より、アニュアルレポートにCSR活動などの財務情報を取り入れた統合レポートを発行し、ステークホルダー各位に対する開示の徹底を図っています。グローバル社会の課題に広がるタケダの事業活動と社会的責任の両方について、報告は、当社と連結子会社51社、持分法適用関連会社14社を含むグループ全体を対象としています。

「経営の基本精神」に基づく企業活動を総合的にご理解いただくために、アニュアルレポートとCSR報告書の統合版をお届けします。

(中略)
 タケダでは2006年度より、アニュアルレポートにCSR活動などの非財務情報を取り入れた統合レポートを発行し、ステークホルダーの皆さまに対する積極的な情報開示に努めています
 (後略)

Contents

4 経営方針と経営戦略

6 経営理念と経営戦略

14 Innovation 革新への挑戦

20 Culture 活力ある企業風土の創造

24 Growth 持続的な成長

30 経営の未来展望

32 取締役会と監査役会

34 タケダ2010の年報

Pharmaceutical Business

37 経営戦略

40 経営戦略のピラミッド

42 薬品事業の戦略

44 バイオファーマ

46 生産体制

50 マーケティング

52 医薬品開発と製造

61 ヘルスケア事業

62 国際展開

64 経営環境

資料：武田薬品工業 2011 年度アニュアルレポートより作成

⑭業績予想開示の類型

固定予算に縛られない業績予想開示のあり方の類型として、例えば、以下の4つのアプローチがある。企業の方針・業界等の特性に応じて、適切な業績予想開示の方法を選択することが有意義である。

- ・ 業績予想非開示タイプ（野村証券グループ等の証券各社、JFE、等）
- ・ レンジ予想開示タイプ（小林洋行、日本電気硝子、等）
- ・ 四半期ローリング予想開示タイプ（HOYA、日本電気硝子、等）
- ・ 月次クイック業績速報開示によるアップデートタイプ（ツムラ、ヤマダ電機、スギ薬局、日本通運、等）

<例示：レンジ予想開示タイプ（日本電気硝子）>

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	1株当たり 当期純利益
	百万円	百万円	百万円	百万円	円 銭
前回発表予想(A)	—	—	—	—	—
今回発表予想(B)	337,000 ～347,000	61,500 ～66,500	56,500 ～61,500	28,500 ～31,500	57.30 ～63.33
増減額 (B-A)	—	—	—	—	—
増減率 (%)	—	—	—	—	—
前期実績	390,195	117,471	114,299	68,608	137.92

<例示：月次クイック業績速報開示によるアップデートタイプ（ヤマダ電機）>



1. 2012年3月期（自2011年4月1日 至2012年3月31日）売上高前年比推移（POSベース）

【全店POSベース売上】

（単位：％）

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	累計
単体：全店	94.4%	105.0%	122.7%	112.8%	71.8%	74.4%	62.0%	42.1%	101.5%				83.3%
グループ：全店	94.5%	104.7%	122.6%	112.4%	72.1%	74.5%	62.3%	42.1%	100.6%				83.3%
グループ：既存		104.0%			87.2%			60.8%			—		80.2%

資料：柳 良平 様「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』Vol.63 No.11、日本電気硝子 2011 年度 3 月期業績予想、ヤマダ電機 2011 年 12 月度月次 IR より

海外企業の開示・取組み事例

実務的な対応への示唆とするべく、海外の開示事例を紹介する。

	企業名	視点
①	Marks & Spencer	イギリスの非財務情報開示の実例
②	Henkel	ドイツの非財務情報開示の実例
③	Puma	サプライチェーンにおける CSR 情報（環境損益計算書）を、意思決定と企業報告の両面で活用した先進的な取組み
④	RWE	非財務情報を意思決定と財務報告に結び付けて持続的に使用・開示している取組み
⑤	DuPont (デュポン)	企業価値の算定、KPI 開示、セグメント開示がそれぞれ明瞭に連動している事例
⑥	BP	非財務情報開示の有用性の意義についての事例・教訓

①Marks & Spencer

(1) 企業概要と着眼点

イギリスの非財務情報開示の実例を、Marks & Spencer を具体例として紹介する。

Marks & Spencer の企業概要

- ・ ロンドン証券取引所に上場するイギリスの小売事業者
- ・ 衣料品と食料品が販売品目の中心である。イギリス国内が売上のほとんど（9割）である。

Marks & Spencer を選定した背景

- ・ 1997 年分以降の開示書類を公開しているため、過去との比較が可能
- ・ ASB のレビュー（2009 年）において、KPI の記載が優れていると評価されている

イギリスの開示規制に従い、取締役報告書で以下の非財務情報が記載されている。また、非財務情報は監査対象である。

- ・ 事業リスク及び不確実性に関する情報
- ・ 環境及び従業員に関する情報
- ・ 非財務情報の KPI

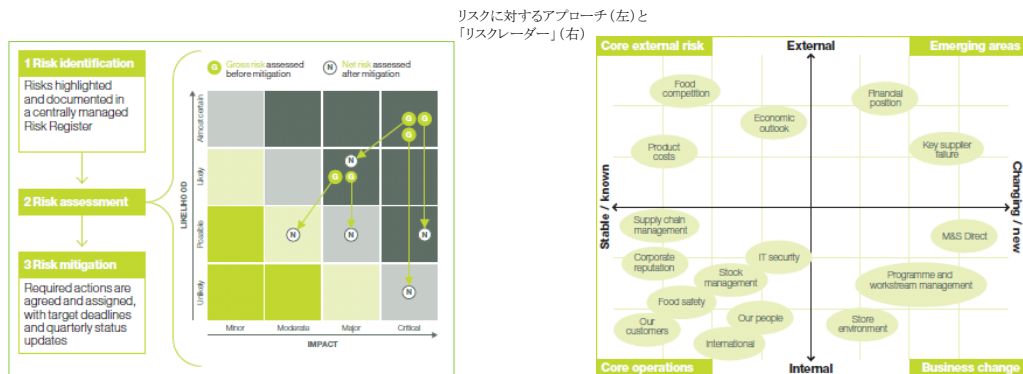
資料：Marks & Spencer ホームページ、 アニュアルレポート（2011 年 3 月期）

(2) 事業リスク・不確実性の開示

リスクに対するアプローチが記載されており、企業によるリスクへの対処方法が明記されている。

リスクに対するアプローチとして、リスクの特定・リスクアセスメント・リスク軽減活動がそれぞれ記載されている。

特定したリスクを、要因（内部/外部）と把握状況（既存/未知）の軸に従って区分している。リスクを区分軸との関係で位置づける「リスクレーダー」が記載され、これは経営陣によるリスクの検討にも使用されている。



資料：Marks & Spencer アニュアルレポート（2011年3月期）

(3) 環境・従業員情報の開示

重要な数値・割合を大活字で記載したうえで、補足的に解説を加えている。そのため、一見しただけで要点を把握できる。

環境に関する情報：CO2削減・エネルギー効率向上等について、過去（項目により2006年/2008年）との比較による達成度が記載されている。

従業員に関する情報：長期勤続者割合・従業員持ち株制度利用者率等が記載されている。重要な数値・割合は大活字で記載されている。

環境に関する記載（5年前の項目を継続して記載している）



環境に関する記載(左、5年前の項目を継続して記載している)と従業員に関する記載(右)



資料：Marks & Spencer アニュアルレポート（2011年3月期）

(4) 非財務情報の KPI を使用した分析の開示

非財務情報の KPI として事業との関連性が分かりやすい指標を使用して分析しており、重要な点が視覚的に目立つように工夫されている。

KPI の分析として、事業との関連性が分かりやすい指標を使用している（例：英国における市場占有率（衣料品、食料品）、ミステリーショッピングプログラム指数（調査員による覆面調査）、週間平均来店者数）。

分析例では、グラフや大活字の数値が多用されている。

非財務情報KPIによる
分析結果(右)



資料：Marks & Spencer アニュアルレポート（2011年3月期）

(5) 監査報告書の記載

監査報告書に、取締役報告書に記載された非財務情報（下図参照）が財務諸表と整合する旨が記載されている。

- ・ 事業リスク及び不確実性に関する情報
- ・ 環境及び従業員に関する情報
- ・ 非財務情報の KPI

監査報告書の記載(右)



資料：Marks & Spencer アニュアルレポート（2011年3月期）

②Henkel

(1) 企業概要と着眼点

ドイツの非財務情報開示の実例を、Henkel を具体例として紹介する。

Henkel の企業概要

- ・ フランクフルト証券取引所に上場するドイツの家庭用品企業
- ・ 主要事業領域は、洗剤、洗髪剤、及び接着剤の3つである。

Henkel を選定した背景

- ・ 1994 年分以降の開示書類を公開しているため、過去との比較が可能
- ・ フランクフルト証券取引所にのみ上場しているため、ドイツの開示規制の影響を見るのに適している

ドイツの開示規制に従い、経営者報告書で以下の非財務情報が記載されている。また、非財務情報は監査対象である。

- ・ 営業成果・業績指標その他の指標
- ・ 後発事象、リスク、研究開発に関する情報
- ・ 環境・従業員に関する情報
- ・ コーポレートガバナンス関連情報
- ・ 資料： Henkel ホームページ、 アニュアルレポート（2010 年 12 月期）

(2) 営業成果・業績指標の開示

経営・管理上の使用指標について、表を用いて開示している。

意思決定に EVA®及び ROCE（return on capital employed : 使用資本利益率）を使用している。3つの事業領域について、過年度と比較して指標の推移を記載している。

文章による記述に加えて、表による一覧も提供されている。

EVA® and ROCE ¹⁾ in million euros	Laundry & Home Care	Cosmetics/ Toiletries	Adhesive Technologies	Henkel
EBIT	542	411	884 ²⁾	1,729 ²⁾
Capital employed	2,558	2,041	7,049	11,595
Cost of capital ²⁾	256	204	811	1,160 ³⁾
EVA® 2010	286	207	73	569 ⁴⁾
EVA® 2009	232	164	-543	-201 ³⁾
ROCE 2010	21.2%	20.1%	12.5%	14.9%
ROCE 2009	19.6%	18.2%	4.8%	9.8%

¹⁾ Calculated on the basis of units of 1,000 euros.
²⁾ Calculated on the basis of the different sector-specific WACC rates applied.
³⁾ Calculated on the basis of a WACC rate of 11.5 percent for the Henkel Group.
⁴⁾ Calculated on the basis of a WACC rate of 10.0 percent for the Henkel Group.
⁵⁾ EBIT adjusted for 6 million euros attributable to goodwill impairment losses.

EVA®及びROCEの一覧表

資料： Henkel アニュアルレポート（2010 年 12 月期）

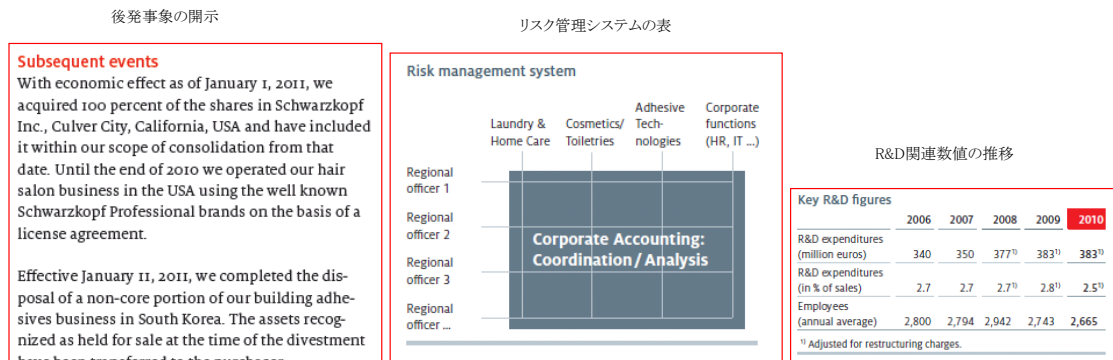
(3) 後発事象、リスク、研究開発の開示

業種（家庭用品企業）を反映し、重要性の高い研究開発（R&D）に関する情報開示が丁寧に記載されている。

後発事象の開示は、文章のみである。

リスクの開示は、文章に加えてリスク管理システムの表が1枚付されている。

R&Dの開示は、文章とともに数値・グラフを多用している。



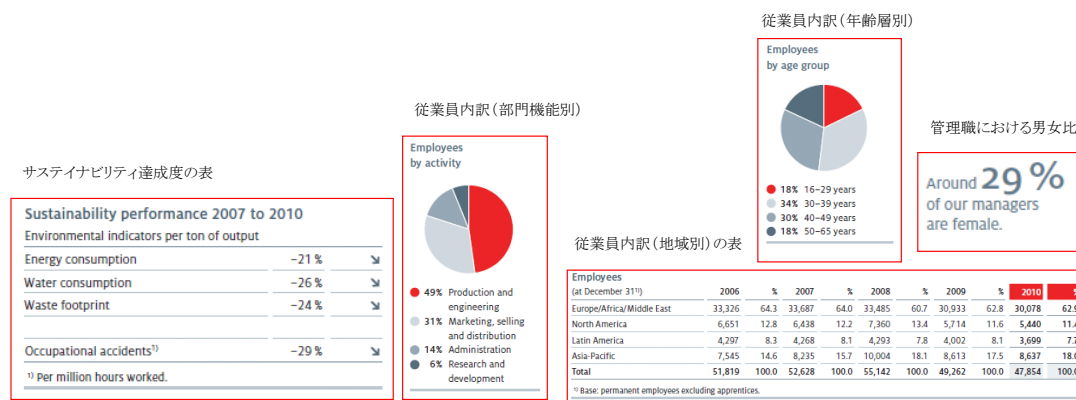
資料： Henkel アニュアルレポート（2010年12月期）

(4) 環境・従業員情報の開示

サステナビリティについて、独立した章立てで開示している。

サステナビリティの記載は、章を設けている。サステナビリティに関する概要の記載後に、重点領域・目標と達成度・組織的取組み・ステークホルダーとの対話として各領域の状況を記載している。達成度の記載では、指標を用いて2007年と比較した進捗を一覧表で開示している。

従業員情報は、グラフにより各観点からの内訳（例：事業領域、地域、部門機能、年齢層、管理職における男女比）が分かるように開示されている。地域別内訳については、2006年度以降の推移が分かる表も開示している。



資料： Henkel アニュアルレポート（2010年12月期）

(5) コーポレートガバナンス関連情報の開示


コーポレートガバナンス関連情報（特に経営陣の報酬関連情報）は、章を設けて詳細に開示している。必要に応じて web 等へのリンクも記載されている。

コーポレートガバナンス関連情報は、経営者報告書の冒頭で章を設けて 14 ページにわたり開示している。

そのうち経営陣の報酬関連情報は 9 ページを占め、7 つの表が使用されている。業績連動給の報酬決定方法として、ROCE と EPS (earnings per preferred share : 1 優先株当たり利益) が記載されている。

法令や IR 情報等については、詳細が掲載された箇所・web ページ等へのリンクが付されている。

経営陣の報酬の表の一例(左下)と
詳細が掲載された箇所・web ページ等へのリンク(右・右下)

 www.corporate-governance-code.com

Remuneration of the Management Board ¹⁾		Cash components				Value of long-term incentive ²⁾	Total remuneration
in k euros		Fixed salary	Variable annual compensation	Other emoluments	Total cash emoluments		
Kasper Rorsted ³⁾	2010	963.0	2,834.4	42.1	3,839.5	321.0	4,160.5
	2009	963.0	1,658.1	25.9	2,647.0	189.7	2,836.7
Thomas Geitner ⁴⁾ (until Dec. 31, 2010)	2010	642.0	1,819.6	19.1	2,480.7	-	2,480.7
	2009	642.0	1,068.8	25.2	1,736.0	-	1,736.0
Dr. Friedrich Stara ⁵⁾	2010	642.0	1,849.6	21.3	2,512.9	214.0	2,726.9
	2009	642.0	1,068.8	18.9	1,729.7	137.0	1,866.7
Dr. Lothar Steinebach	2010	642.0	1,849.6	25.8	2,517.4	214.0	2,731.4
	2009	642.0	1,088.8	23.4	1,754.2	189.7	1,943.9
Hans Van Bylen ⁶⁾	2010	642.0	1,849.6	23.9	2,515.5	214.0	2,729.5
	2009	642.0	1,068.8	22.1	1,732.9	189.7	1,922.6

For more details on the composition of the Management Board, the Supervisory Board and the Shareholders' Committee, the committees established within the Supervisory Board and the subcommittees of the Shareholders' Committee, please refer to [AR](#) pages 137 to 141. Details of compensation can be found in the remuneration report on [AR](#) pages 31 to 39.

For further details with respect to corporate governance in general, please go to our website at www.henkel.com/ir

(6) 監査報告書の記載

監査報告書に、経営者報告書に記載された非財務情報（以下参照）が財務諸表と整合する旨が記載されている。（下文 赤枠参照）

- ・ 営業成果・業績指標その他の指標
- ・ 後発事象、リスク、研究開発に関する情報
- ・ 環境・従業員に関する情報
- ・ コーポレートガバナンス関連情報

Report on the Group management report

We have audited the accompanying Group management report of Henkel AG & Co. KGaA. The personally liable partner of Henkel AG & Co. KGaA is responsible for the preparation of the Group management report in compliance with the applicable requirements of German law pursuant to Section 315a (1) German Commercial Code. We conducted our audit in accordance with Section 317 (2) German Commercial Code and German generally accepted standards for the audit of the Group management reports promulgated by the Institut der Wirtschaftsprüfer (Institute of Public Auditors in Germany). Those standards require that we plan and perform the audit of the Group management report to obtain reasonable assurance about whether the Group management report is consistent with the consolidated financial statements and with the findings of our audit, and as a whole provides a suitable view of the Group's position and suitably presents the opportunities and risks of future development.

Pursuant to Section 322 (3) 1 German Commercial Code, we state that our audit of the Group management report has not led to any reservations.

In our opinion, based on the findings of our audit of the consolidated financial statements and of the Group management report, the Group management report is consistent with the consolidated financial statements and as a whole provides a suitable view of the Group's position and suitably presents the opportunities and risks of future development.

Düsseldorf, January 28, 2011

資料： Henkel アニュアルレポート（2010年12月期）

③Puma

(1) サプライチェーンを意思決定と企業報告に活かす：概要

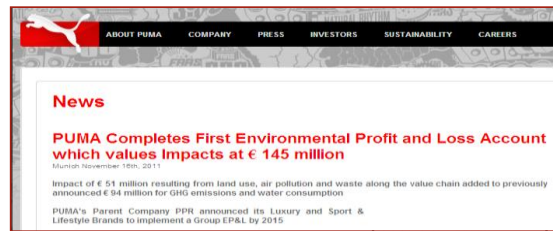
Pumaは、環境損益計算書（E P&L）を作成した。環境損益計算書とは、全サプライチェーン（原材料からの一次品生産～製品の販売店への輸送）における環境への影響を、金額に換算して評価したものである。

これによってPumaが得る利益は、以下のとおりである。

- ・ ブランド化の利益： Pumaは、世界で最も魅力的かつ持続可能性が高いスポーツライフ企業となることを目指している。競合他社との競争に勝つには、自社の差別化と先発優位性の確立が重要である。
- ・ 戦略的ツール： 企業が、将来の企業活動とサプライチェーンに関する戦略を策定するために、情報と対応策を得ようとしたときに、環境損益計算書は重要なツールとなる。真に重要な点（例：綿花生産における水資源の使用）に集中することが可能となるからである。
- ・ リスクマネジメントツール： サプライチェーンの価値と環境への影響を理解することで、潜在するリスクを早期に知覚し、利害関係者の利益を守り高めるために戦略的に対応することが可能になる。気候と水資源の変動によって生産コストが上昇しつつある産業では、このような対応が特に重要となる。

- 可視化ツール：継続的に環境損益計算書を作成することで、利害関係者とより実りのある関係を築くことができる。これにより、企業活動に起因する環境への負荷を可視化し、負荷を減少させることができる。

Pumaによるプレスリリース



資料：Puma ホームページ

(2) サプライチェーンを意思決定と企業報告に活かす：結果

Puma が作成した環境損益計算書 (E P&L) から得られた結果と示唆

Puma のサプライチェーンに起因する環境への影響は、全体の 94% (総額€137m) となった。環境への影響全体の半分超 (57%、€83m) は、Puma のサプライチェーンのうち Tier 4 (対象は下図参照) に位置する原材料 (皮革、綿花、ゴムなど) の生産によるものである。

全体のうち、わずか 6% (€8m) のみが Puma の中核事業活動 (本社、倉庫、物流、販売店など) に起因し、また Tier 1 は 9% (€13m) を占める。一方、残りの 85% (€124m) は Tier 2 ~ 4 で発生している。

Puma の中核事業活動による環境への影響のうち、90%は GHG (温暖化ガス) によるものである。

環境への影響の一覧表(右)。項目の詳細は以下の通り。

Puma Operations : 本社、倉庫、物流、販売店、出張、IT
 Tier 1 suppliers : 製造
 Tier 2 suppliers : 靴底製造、布地加工、中敷製造、接着・染色加工
 Tier 3 suppliers : 布地なめし、綿布製造・染色、石油精製
 Tier 4 suppliers : 皮革牛飼育、綿花栽培

	Water use	GHGs	Land use	Air pollution	Waste	TOTAL	
	€ million	€ million	€ million	€ million	€ million	€ million	% of total
	33%	32%	26%	7%	2%		100%
TOTAL	47	47	37	11	3	145	100%
PUMA operations	<1	7	<1	1	<1	8	6%
Tier 1	1	9	<1	1	2	13	9%
Tier 2	4	7	<1	2	1	14	10%
Tier 3	17	7	<1	3	<1	27	19%
Tier 4	25	17	37	4	<1	83	57%
EMEA	4	8	1	1	<1	14	10%
Americas	2	10	20	3	<1	35	24%
Asia/Pacific	41	29	16	7	3	96	66%
Footwear	25	28	34	7	2	96	66%
Apparel	18	14	3	3	1	39	27%
Accessories	4	5	<1	1	<1	10	7%

資料：Puma ホームページ

(3) サプライチェーンを意思決定と企業報告に活かす：さらなる挑戦

環境損益計算書 (E P&L) の結果と示唆に基づき、Puma はアクションを開始した。

Puma が属する PPR グループ (Gucci, Yves Saint Laurent などのブランドを含む) において、Puma のアプローチが主流となり、PPR の持ち株会社は持続可能性に関する取組みに年間€10m の予算を計上している。

Puma の 2010 年度のアニュアルレポートでは財務報告と非財務情報が統合され、統合報告が行われている。財務諸表監査に加えて、非財務情報も第三者認証を受けている (ISAE3000 : 非財務情報を対象とする国際保証業務基準に基づく限定的保証)。統合深化のための工程表が作成されており、合理的保証を今後得るために、非財務情報に関する品質向上と、財務情報との間の意思決定上の依存関係の明確化が目指されている。

示唆は、業務改革と競合優位の確立に有用だった (以下を参照)。

”Clever little bag” (下) : 包装の抜本的見直しにより、物流による環境負荷と費用を削減でき、また顧客配送が不要になることで労務も減少した。



資料： Puma ホームページ

(4) サプライチェーンを意思決定と企業報告に活かす：アプローチ

環境損益計算書 (E P&L) は、環境業績指標 (E-KPI) の決定と、金額への換算によって、作成された。

E-KPI の決定 : 企業活動に関する情報は、Puma 内部の環境マネジメントシステムから得られた。サプライチェーンの排出量は、Tier 1 サプライヤーから集計された実際の排出量を使用して、計量経済学モデル (入出力モデル) により計算された (以下参照)。

- ・ モデル化 : 計量経済学モデルにより経済的価値連鎖と環境情報が結び付けられ、サプライチェーンの環境への影響が計算された。
- ・ サプライヤーの関与 : Tier 1 の全 195 社から環境への影響が大きいサプライヤーが特定され、60 社 (環境への影響の 90%を占める) から実際の排出量のデータが得られた。
- ・ 分析と検証 : 各サプライヤーのエネルギー消費量が温室効果ガスと大気汚染物質排出量に換算された。水資源消費量などの他のデータとともに、計量経済学モデルに照らしてデータが検証された。また実際のデータの検証によって、モデルの精度も向上した。

金額への換算 : 環境損益計算書の作成に当たっては、Puma による環境への影響が、生活

環境に与える変化を金額に換算する手法がとられた。その結果、環境損益計算書は Puma による環境への影響をもたらす社会的コスト（推定値）を示している。

計算式概念図

$$(E \text{ KPIs}) \times (\text{Valuation}) = E \text{ P\&L}$$

資料： Puma ホームページ

④RWE

(1) 非財務情報を意思決定と財務報告に使用する：概要

非財務情報は、企業の経営成績に重要な影響をもたらし、CSR のみならず企業の長期的成功と利益率に非常に重要な影響をもたらす。よって、非財務情報は継続的に測定され、戦略的・業務的意思決定プロセスに結び付けられる必要がある。

RWE の場合、以下の重要なマイルストーンがあった。

- ・ 重要性の分析と利害関係者の関与に基づき、行動に関する戦略的重点分野が決定された（経営陣の意思決定：2007年5月）。
- ・ 進捗と後退が測定できるように、明確な目標と KPI が決定された（経営陣の意思決定：2009年7月）。
- ・ 報酬の枠組みと CSR 分野での行動を、長期的視点に基づく経営陣の報酬により結び付けた（年次総会での決定：2010年4月）。

ロードマップ
(CSRは、図中ではCRと記載)

Corporate Responsibility Roadmap					
	Launch (1998-2000)	Structuring (2001-2005)	Implementation (2006-2010)	Role of CR driver (2011-2015)	Best in class (2016-2020)
Strategy	Group Directive environmental management	Group CR guidelines CR strategy	Review of CR areas for action Embedding of CR in all business areas	Continuous updating of the CR areas for action	CR an integral part of Group strategy
Coordination and management	Permanent staff of environmental officers Introduction of Environmental Reporting and Information System	Introduction of occupational safety management system Introduction of Group-wide Code of Conduct	Key performance indicators concept for CR Group-wide CR implementation	CR as integral part of agreement on targets Regular reporting on KPIs	CR an integral part of operations management
Reporting and dialogue	1 st systematic environmental report Inclusion in Dow Jones Sustainability Index	Convention on the future of sustainable development 1 st CR report	Institutionalised stakeholder dialogue Corporate volunteering	Industry leader in transparency	High level of acceptance in society

資料： RWE ホームページ

(2) 非財務情報を意思決定と財務報告に使用する：行動と KPI

Area for action	We are committed	KPI
Climate protection	- to significantly reducing the CO ₂ intensity of our generation portfolio. Our goal is to use physical and financial measures to lower our CO ₂ exposure to the average level of the competition in our markets no later than 2020.	- CO ₂ emissions after allowing for CDMs from CDM3 and savings from portfolio optimization in metric tons per megawatt hour of electricity generated (net CO ₂ /MWh)
Energy efficiency	- to increasing both our own energy efficiency and that of our customers.	- Increase in energy efficiency in %
Innovations	- to ensuring the availability of the best solutions for our purposes in our core processes through innovations.	- Degree of coverage and communication of strategically relevant questions
Security of supply	- to ensuring the system security of our transmission grids at all times. - to supplying our customers with the energy they need at all times.	- (n-1) criterion for electricity transmission - System Availability Interruption Duration Indicator (SAIDI) in minutes per year and customer
Supply chain	- to avoiding reputational risks by making compliance with internationally recognised social and environmental standards an integral part of our supply contracts.	- Supplier management coverage in all procurement areas in %
Pricing and marketplace	- to having satisfied and hence loyal customers.	- Customer Loyalty Index
Demographic change	- to ensuring the long-term availability of sufficient numbers of suitably qualified personnel.	- Demography Index
Occupational health and safety	- to ensuring that all our own and our subcontractors' employees return home just as healthy at the end of the day as they were when they arrived for work. - to maintaining our employees' productivity.	- Number of accidents leading to the loss of at least one person day per million working hours (ILO: 11,000,000 h) - Introduction of the Work Ability Index (WAI) in %
Environmental protection	- to operating our plant safely and in compliance with licensing regulations at all times. - to 100% implementation of our environmental management systems to ensure that our plants and grids are operated in compliance with legal requirements at all times.	- Compliance with licensing requirements in % - Group-wide environmental management coverage in %
Community engagement	- to strengthening our regional reputation by making efficient use of resources.	- Reputation Index

KPIは、進捗把握と戦略的計画の出発点となる

(下の例：気候変動防止)

Target	Due	Action
- Customary emission factor in 2020 (0.45 mt CO ₂ /MWh based on what we know today)	2020	- New-build of 7,219 MW gas-fired, 2,100 MW lignite-fired and 3,088 MW hard coal power stations plus an additional 4,500 MW from renewables either under construction or in operation

CSR行動の領域は、中核事業の重要な要素となる

(例：「供給の安定」というKPIは、顧客にとっての年間システム稼働指標と同義となる)

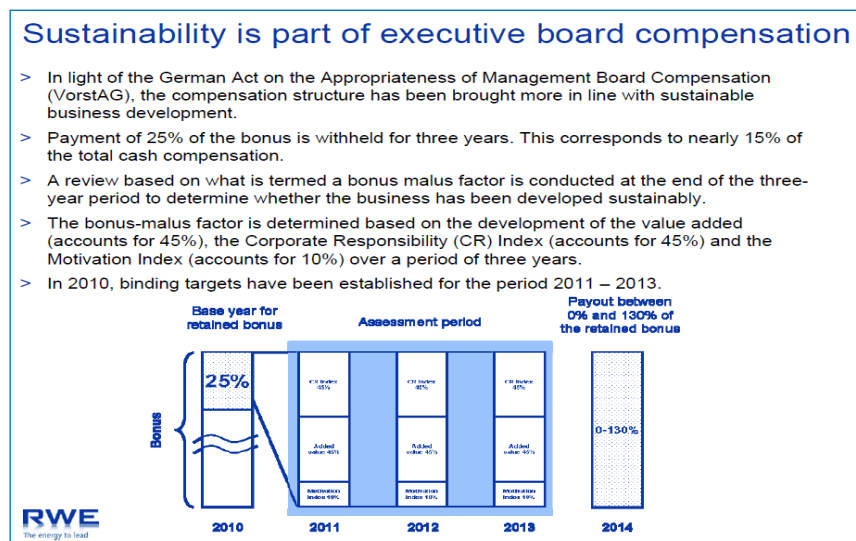
事業継続許可の維持は、主要な目標であり、「企業評価インデックス」(毎年公に調査される)というKPIによって直接的に測定される。

CSR KPIは、RWEの年次サステナビリティ報告書の中心であり、公的な透明性を保証する。必要なデータの信頼性を確保するため、報告書全体は第三者による保証 (ISAE3000による限定的保証) を受けている。

資料： RWE ホームページ

(3) 非財務情報を意思決定と財務報告に使用する：経営陣の報酬

RWE は、DAX30 社の中で経営陣の報酬を非財務情報の指標と連動させた最初の企業となった。データの品質は、第三者による保証 (ISAE3000 による限定的保証) により検証されている。



資料： RWE ホームページ

⑤DuPont（デュポン）

(1) 財務・非財務情報の一体的な開示

財務指標・業績評価指標の定量化（可視化） / 内部経営管理と社外開示との連携

デュポンは自社の経営状態をデュポンモデル等の手法により、各事業セグメント単位の財務指標・業績評価指標を定量化（可視化）して、意思決定の共通言語として全社で利用している。

数値ベースによる経営管理は、自社の経営状態の定量的な分析を実現し、経営者と投資家との対話の中に具体性を持たせることができる。

定性的な経営情報の開示

デュポンは以下のような定性的な経営に関する情報（非財務情報）を詳細に開示している。

デュポンはこのような情報開示を通じて、ビジネスモデル、戦略、経営者による将来予測認識（競争優位性、成長のドライバー、リスク認識・対応、等）を投資家に対して詳細に説明することで、基礎財務価値に現れにくい企業の本源的価値の説明を行っている。

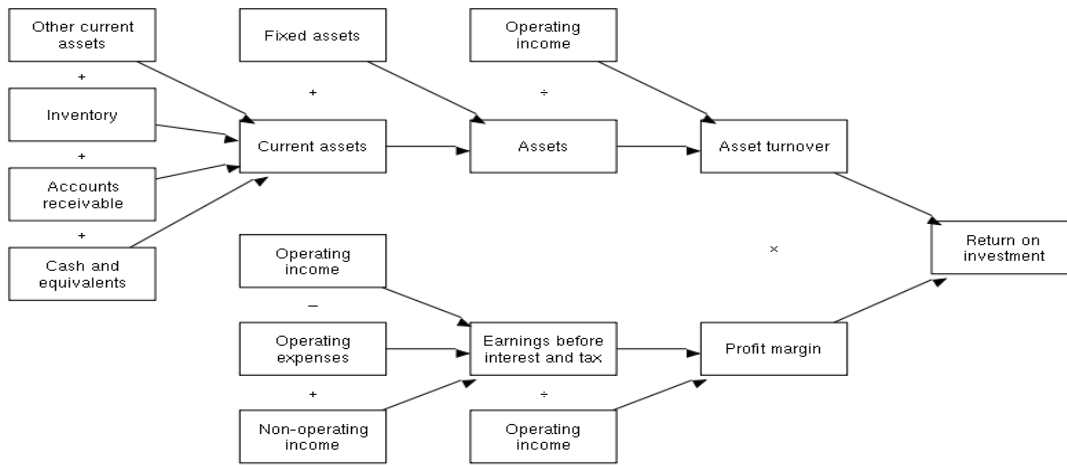
- ・ MD&A・ビジネスモデルの適切な開示
- ・ 事業戦略・参入障壁等の開示
- ・ リスクおよびその先行指標・対応施策の開示（災害リスク、市場暴落リスク、等）
- ・ 業績評価指標の開示
- ・ 報酬・コーポレートガバナンスにかかわる開示
- ・ 将来予測情報の定量・定性的な開示

財務情報・非財務情報の一体開示による投資家への企業価値の適切な伝達

財務情報・非財務情報の一体的な開示は、投資家に自社の現時点の財務情報のみならず、自社の本源的価値を適切に伝達・開示し、投資家へ企業価値を適切に伝えることができる。

(参考) デュポンモデル

DuPont Model



資料: <http://en.wikipedia.org/wiki/File:DuPontModelEng.svg>

(2) セグメント別の財務指標・業績指標の開示

DuPont Agriculture & Nutrition

DuPont Agriculture & Nutrition expects to grow aggressively through innovative products and services that help the world increase the quantity, quality, safety and sustainability of our food supply. We leverage our strengths in Biology, Chemistry and Biotechnology, along with our knowledge of the food value chain. Our businesses own a broad portfolio of brands, including Pioneer® seeds, Solus™ soy products, and BAX® pathogen screening, as well as recognized brand insecticides, fungicides, and high-value, low-use-rate herbicides. We are improving grower productivity and creating innovative feed sources, feed ingredients, and energy materials.

Craig F. Bittel
President
Nutrition & Health and Applied Biochemicals

Rik L. Miller
President
DuPont Crop Protection

Paul E. Schickler
President
Pioneer Hi-Bred International, Inc.

Growth Strategies

- Accelerating growth in a strong Ag market environment
- Advancing and commercializing new technologies
- Expanding global leadership position with rapid growth in developing markets
- Capturing value through differentiated distribution
- Continuing gains from productivity improvements

Overview (dollars in millions)

	2010	2009	2008
Segment sales	\$2,885	\$2,363	\$2,952
Loss transfers	(1)	—	—
Net sales	\$,884	\$,267	7,952
Pretax operating income	1,265	1,224	1,087
Pretax operating income - before significant items	1,865	1,223	1,100
Research and development*	874	738	692
Depreciation and amortization	214	428	460
Equity in earnings of affiliates	59	47	25
Segment net assets	5,877	6,212	6,016
Affiliate net assets	291	312	184
Expenditures for long-lived assets	389	340	376

2010 Segment Sales Data

By Major Product Group

By Major Industry

By Region

Key Capabilities	Key Products & Services	Core Markets
Plant genetics Biotechnology Crop chemistry Nutrition science Protein formulation	Seeds Traits Crop protection Feed ingredients Food quality and safety	Production agriculture Food processing chemicals

Examples of Sales from New Products (4 years)

Products/Services	Markets Served	
Abtouse™ Fungicide	First and only reduced-risk liquid fungicide	Professional pest control market
Demacore™ X-100	Seed treatment application for rice providing longer lasting insect control and yield improvement	U.S. rice market
Impella™ Herbicide	Superior dry formulation (S) blend containing multiple modes action for burndown or residual weed control	Professional turf market
Proquel™ Herbicide	Superior dry formulation (S) blend containing multiple modes action for burndown or residual weed control	U.S. corn market
PrecisionPac™ Herbicides	Completely customized herbicide blends to meet individual growers' weed control needs	Canada cereals market
Ryaxysp™ family of insect control	Advanced insect control with an excellent environmental profile that provides rapid, long-lasting plant protection	Global fruit, vegetable and rice markets
Pioneer® broad corn hybrids	Hybrids developed using Pioneer's proprietary Accelerated Yield Technology (AYT™) System	Global corn market
Optisave™ AcroMax™ 1 and Optisave™ AcroMax™ RW products	Industry's first integrated and reduced corn rootworm refuge for below ground insect management	NA corn market
Pioneer® Brad Y Series soybeans	High yielding soybean varieties	U.S., Brazil and South Africa soybeans
Pioneer® broad sunflowers with DuPont™ Express™ trait	Sunflowers with improved herbicide tolerance toward DuPont™ Express™ herbicide	NA and Europe sunflower
MarketForce™ resource	Online grain marketing service that allows growers to quickly post grain offers to multiple buyers to receive the optimal price for their grain	NA Corn
Pioneer MAXIMUS™ canola seed	Improved winter hardiness, yield stability and economic return to growers	Europe rapeseed
Aravos™ broad seed corn	Pioneer genetics sold under the Pioneer-owned second brand of Aravos™	Argentina corn
Pioneer FT™ Services	Planting maps, harvest maps and field-by-field plans for customer operations through a variety of proprietary and complementary FT services. Customers can work with their local Pioneer sales professional to access a variety of detailed reports for their operations	North America markets
BAX™ System	Next-day DNA test for three pathogenic species in seafood	Global food processing
Real-time PCR assay for Vibrio	Same-day DNA test for ground beef, trim and produce	Global food processing
DuPont™ PCR Reagent Kits	Tablets and reagents to simplify PCR in molecular bio labs	Global research, academia
SoleGee™	Affordable meaty soy nutrition	Global C&D consumers
Sage™ 400 isolated soy protein	Soy protein ingredient technology for nutrition bars	Global food
Sage™ X7 isolated soy protein	Soy protein ingredient technology for beverage	Global food

Acquisitions and Joint Ventures (2008-2010)

Phytoceres business model and co-branding strategy was enhanced with the acquisitions of Hoopenger Hybrids, Inc., AgVenture, Inc., NutriGen Seed, LLC, Terra Seed, Inc., Seed Consultants, Inc. (2010) and Corti Seed (2008).

Farms Technology, LLC - controlling equity stake as part of strategy to create additional value for customers and grain buyers (2010 and 2008).

Nandi Seeds Private Limited - acquisition of India cotton seeds company as a means of entrance into the India cotton seeds market (2009).

MapShots, Inc. - agricultural data management company - retained Pioneer FT™ mapping service and information available through Growing Partner™ to help growers achieve the most effective product placements (2008).

Divestitures and Shutdowns (2008-2010)

Genetech Genetics, LLC - divestiture joint venture with Syngenta (2010)

Mancrobb (non-mature) assets divested - sold to United Phosphorus, Ltd. (2010)

Phosphorus, Ltd. (2010)

Limonor assets divested - sold to Tessenderlo Kerley (2008)

Bordeaux, France production plant (2008)

Bolzano, Italy production plant (2008)

Mapquest and cotton harvest aid assets divested - sold to Nufarm Americas Inc. (2008)

800 Container™ Soyablk™ - sold to Heritage Dairy (2008)

Super Boll™ and Firefall™ cotton product assets divested - sold to Elgira (2008)

資料: デュポン アニュアルレポート 2010 年度

(3) MD&A

MD&Aの各事業領域では、ビジネスモデル、市場、戦略を複合的に説明している。市場成長性、自社特許、製品状況、などの将来情報を多く使いながら説明することで、投資家の求める非財務情報（競争優位性や参入障壁、C/F創出力）を定性開示している。

電子・情報事業部門

	事業部門売上高 (単位：十億ドル)	税引前営業利益 (単位：百万ドル)
2010年	\$2.8	\$445
2009年	\$1.9	\$87

電子・情報事業部門は、顧客に性能の向上や総保有コストの低減を可能にする太陽光発電、家庭用電化製品やディスプレイ、高度印刷向けの差異化を図った材料やシステムを供給する有数のサプライヤーである。当事業部門は太陽光発電の材料、回路や半導体の製造、包装用の材料、ディスプレイ材料、パッケージング・グラフィックス、インクジェット印刷などの分野で魅力的な成長機会をとりえるべく、デュボンが有する材料や技術の強力な基盤を活用する。急成長する太陽光発電市場では、当社は引き続き太陽電池や太陽電池モジュールに用いるメタライゼーションペーストやバックシート材料の有数のサプライヤーである。2010年、当社の完全子会社であるデュボン・アポロ・リミテッド (DuPont Apollo Ltd.) は太陽エネルギー市場のこの急成長セグメントのニーズに応えるため、高性能のタンデム型薄膜太陽電池モジュールの生産とトータルシステムソリューションの提供を開始した。太陽光発電以外では、電子部品や電子デバイスのメーカーの重要なニーズに応えるため、当事業部門では半導体の製造やパッケージング用の材料の幅広い品揃えや回路アプリケーション用の革新的な材料に資金投入している。ディスプレイの市場では、当事業部門は引き続きプラズマディスプレイ用材料の有数のサプライヤーとなっている。加えて、当事業部門は有機ニック・ライト・エミティング・ダイオード (OLED) ディスプレイの低コスト化を可能にするため、塗布プロセス技術と材料をセットにした製品の開発に資金の投入を続けている。パッケージング・グラフィックスの分野では、当社はCyrel^(R) フォトポリマー・プレートなど、フレキシ印刷システムの主要なサプライヤーである。当事業部門は高度印刷市場における主導的地位を固めるためCyrel^(R) FASTラウンドなどの新製品に資金を投じている。また、デュボンは黒色顔料インクにつき業界リーダーとしての地位を強化し、ネットワーク印刷アプリケーション用の新しいカラー顔料インクを開発している。

当事業部門ではDuPont Tedlar^(R) フッ化ビニル樹脂フィルム事業をサポートするために295百万ドルを投じた生産増強が順調に進んでいる。これにはフィルムの製造に使用される原材料の生産能力増強のための120百万ドルの投資が含まれていたが、2010年に完了された。高性能のTedlar^(R) PV2001シリーズ向けのフィルム生産のため段階的に行われる175百万ドルの投資は2011年に完了する予定である。Tedlar^(R) フィルムは太陽電池モジュール用バックシートの重要なコンポーネントであり、どのような気象条件のもとでも太陽電池モジュールに長期的耐久性と高性能をもたらすものである。

2010年度と2009年度の比較 当期売上高28億ドルは前期比44%増であるが、これは販売量の37%の

資料：デュボン 有価証券報告書 2010年度（下線は事務局にて追記）

(4) リスク開示

重要なリスクの発生要因を定性的ではあるが具体的に記述している。また、顕在化した際のビジネスへの影響が一部定量的に想像できるように説明している。リスクへの対策状況やリスクマップなどによるリスク濃淡は開示していない。

遺伝子組み換え製品、特に種子やその他の農業製品から売上を生み出す当社の能力は、市場がこうした製品を受け入れるか否か、政府の方針、規制、規制さらに競争により悪影響を受けるおそれがある。

当社は製品を創出し改良するためにバイオ技術を利用しており、これは農業・食品関連事業部門において顕著である。バイオエニアの遺伝子特性及びパフォーマンス特性を特徴づけるためにバイオテクノロジーを用いることにより、バイオエニアは新製品開発において、また、これらの製品を顧客の耕作地にも効果的に届ける点において、競争上の優位を得ている。更に、バイオテクノロジーを利用して、特定の導入遺伝子の組み込みによる種子製品のパフォーマンス向上を図っている。こうした製品から売り上げを生み出す当社の能力は、遺伝子組み換え製品を市場が受け入れるか否かにより、またバイオ技術による品質を含む種子の試験や植え付け、こうした種子から栽培した農作物の輸入を含め、製品の開発と製造、流通に影響を及ぼす政府の方針や法規により影響を受ける可能性がある。

当社は、製品品質向上のためのバイオ技術の利用を支える強力な知的財産権を持つ国際的な大手企業と競争しており、これは農業製品及び生産市場において顕著である。新技術の開発・保護のスピードとこれらの技術に基づく製品の市場化が重要な競争上の優位となる。この競争を予測し、これに効果的に対応することができなければ、当社の既存の製品や新製品候補である製品の競争力を落とし、売上にも悪影響をもたらす可能性がある。

政府の方針や法令の変化が当社の財務実績に悪影響をもたらすおそれがある。

当社においては米国外での売上が、当期収益の約65%を占めている。今後も引き続き米国外での売上が総売上の相当部分を占め、当社の成長及び収益性の継続のためには、いっそうの国際的な事業拡大、特に成長市場での事業拡大が必要になると当社は予想している。成長が見込まれる市場からの売上は当期収益の約30%を占めており、当社の成長計画には、成長市場において当社の存在感を増大させるための重点的取組みが含まれている。当社の財務成績は、貿易政策、金融政策及び財政政策の変更、法規の変更、並びに米国及び米国以外の政府・政府機関、他の類似組織によるその他の活動の変更により影響を受け得る。こうした事情には、ある国や地域における、経済情勢や政治情勢の変化、製品の生産、価格設定、市場化に影響を及ぼす貿易規制の変更、現地の労働条件や労働規制の変化、一部の国々において知的財産権の保護が狭いこと、規制環境及び法的環境の変化、為替に関する制約及び負担の重い税金や関税の変更、その他の貿易障壁の変化などがある。テロ、政治的な対立や戦争さらに社会情勢や経済情勢の変化などの国際的なリスクや不確定要素により、売上高や収益性の低下に至る可能性がある。

インフレ、デフレーション及び為替レート・金利・商品価格の変動など経済的要因が当社の財務成績に影響を及ぼす可能性がある。

当社は為替レート・金利・商品価格の変動リスクに曝されている。当社は相当な規模で国際的業務を行っているため、国際的な販売や購入、投資、借入れから生じる多数の為替取引がある。当社は、貨幣価値の変動のリスク、約定した為替の購入や売却、外貨建て収益、及び通常の業務の過程で発生するその他の資産・負債にかかわる為替リスクを積極的に管理している。こうしたリスクをうまく管理できない場合、当社の財務状態や業績、キャッシュ・フローに悪影響をもたらす可能性がある。

世界的な経済情勢及び世界の資本市場の状況が当社の業績や財務状態、キャッシュ・フローに悪影響をもたらすおそれがある。

当社の事業及び業績は、金融市場の不安定さ、消費者及び企業の景況感の低下、商品価格の変動、為替レートの激しい変動並びに世界経済に影響を与える可能性のある他の困難など、世界的な経済情勢により将来、悪影響を受ける可能性がある。当社の顧客が、事業の悪化、キャッシュ・フローの不足及び資金調達の困難に見舞われる可能性がある。その結果、既存顧客又は潜在的顧客が製品の購入計画を遅らせるか、取り消す可能性があり、また、時宜に達した義務の履行をなし得ない可能性がある。さらに、仕入先が類似の状況に見舞われる可能性があり、これにより当社に対する義務を履行

資料：デュポン 有価証券報告書 2010 年度（下線は事務局にて追記）

(5) コーポレートガバナンス

取締役会の過半数以上が独立取締役であることが明記されている。また各人のキャリアを詳細に開示することで、経営の執行に対する独立的な監督を行える体制を開示している。

独立取締役が機能していることを定量的に開示している。(各取締役が議長を務めた委員会開催成果(回数)を開示)(下参照)

コーポレートガバナンス委員会
 職員には以下が含まれる。
 ・ 取締役候補者を取締役会に推薦する。
 ・ 取締役並びに取締役会の運営及び実効性に影響する原則、方針及び手続を検討する。
 ・ 取締役会及びその実効性についての詳細を監督する。

コーポレートガバナンス委員会の委員は全員、取締役会のコーポレートガバナンス・ガイドライン並びに適用ある規則上の基準及び上場基準に基づく独立取締役である。

コーポレートガバナンス委員会設置細則は当社のウェブサイト(www.dupont.com)の「インベスター・センター」、「コーポレート・ガバナンス」の項目で閲覧することができる。

4【役員状況】

(1) 取締役及び業務執行役員

(a) 取締役会

2011年4月27日現在(株主総会の終結時)の当社の取締役に関する情報は、次の通りである。

リチャード・H・ブラウン (RICHARD H. BROWN) 63歳 2001年から取締役

業務執行のダウ・ケミカル・エレクトロニクス・データ・システムズ・コーポレーションの取締役会長兼最高経営責任者。現在、ブラウズ・グループの取締役及びアメリカ陸軍指揮官兼麻薬大学財団法人の理事、ビジネス評議会(The Business Council)、ビジネス円卓会議(The Business Roundtable)、米国ビジネス協議会、仏米ビジネス協議会、大規模の買収或売却委員会、大規模の国家安全保障情報委員会(シムスター・過去に「ザ・ホーム・デベロップメント」の取締役を務めた(2000~2006年)。

ブラウン氏は、複数の大規模公開会社の最高経営責任及び取締役会会長を務めた経験とその他の会社の取締役及びガバナンス委員会における役割に由来する、国際経営管理、コーポレート・ガバナンス、人材、情報技術及びR&Dの分野で豊富な専門的知識を取締役会に提供している。

ロバート・A・ブラウン (ROBERT A. BROWN) 59歳 2007年から取締役

2005年9月よりボストン大学学長。1998年7月から2005年7月までマサチューセッツ工科大学の学長及び化学工学教授。現在、全米科学アカデミー、アメリカ芸術科学アカデミー、全米工学会アカデミーのメンバーであり、また、科学技術に関する大規模国際委員会の委員であった。

ブラウン博士は、科学及び工学の経験とボストン大学及びマサチューセッツ工科大学における在職経験から、上級経営幹部能力と結びついた貴重な科学技術的視点を取締役会に提供している。

バートランド・P・コロロン (BERTRAND P. COLLORON) 68歳 2007年から取締役

フランスのバリエに本社を置く世界的な建材メーカー、ラファージュで1989年から2007年まで会長を務め、1989年から2004年までは最高経営責任者を務めた。トータル及びアクト・リソースの取締役を務め、いずれも2000年から)。フランス国際関係研究所(IFRI)及びフランス科学技術研究所(

委員会の委員の活動状況

下記の表は、委員会の委員と2010年度に各委員会が開催した会合の回数を示すものである。

取締役	コーポレートガバナンス委員会					
	監査委員会	報酬委員会	環境政策委員会	科学技術委員会	財務戦略委員会	その他
サミュエル・W・ボドマン*			X	X		
リチャード・H・ブラウン		X	C			X
ロバート・A・ブラウン				X	X	
バートランド・P・コロロン			X	X		
カーティス・J・クローフォード	X	X			C	
アレクサンダー・M・カタラー		X	X			
ジョン・T・ディロン	X	C				X
エリザベス・I・デュポン	X	X			X	
マリリン・A・ヒューソン	X			X		
ロイス・D・ジュバー	C		X			X
エレン・J・ケルマン						C
ウィリアム・R・ライリー			X	C	X	
2010年会議開催回数	8	7	8	3	3	1

C: 委員長

資料：デュポン 有価証券報告書 2010 年度

(6) 役員報酬

取締役・執行役員報酬が約40ページに渡り、非常に詳細に開示されている。

報酬に関するガイドライン

(2) 報酬

取締役報酬

非従業員取締役は、取締役としての職務に対して報酬を受ける。この報酬は、取締役としての責務につき取

締役に公正に報い、かつ取締役の利益が株主の長期的な利益と一致するように考えられている。

報酬委員会は独立取締役のみで構成されており、取締役報酬を見直し、その改定を検討する主たる責任を負っている。取締役報酬を定めるプロセスは、下記原則を指針として執行行われる。

・透明性

- 取締役報酬は毎年、報酬委員会が見直し、取締役会に報告を行い、取締役全員で取締役報酬の変更を承認する。
- 取締役報酬の詳細は毎年、定時株主総会招集通知書(proxy statement)で開示される。

・取締役の行動と株主の最善の利益を一致させる公正かつ競争力のある報酬

- 年間報酬の相当部分が、3年間かけてその制限が解除される、制限付き株式ユニットで支払われる。
- 株式保有を奨励するために株式保有ガイドラインが設けられている。
- デュポンの目標は、取締役が当社のために相当の時間を費やすことを期待されていることに鑑み、年間報酬に基づく取締役報酬プログラムを通じて、競争力のある水準の取締役報酬を確保することにある。
- 取締役は、当社とその株主の最善の利益のために行動しなければならない。デュポンの株式保有ガイドラインと制限付き株式ユニットの活用は、この義務の履行を支援、強化する。
- 取締役報酬は、市場動向や社外の実務に照らし、また同業他社グループにおける変化に照らして、絶えずモニターされる。「市場」及び「同業他社グループ」は、以下の「競争分析」で定義されている。

報酬委員会が契約採用した独立報酬コンサルタントであるアレドリック・W・クック・アンド・カンパニーの支援を得て、報酬委員会は、業界の取締役報酬の動向を詳しくモニターしている。2010年度の市場動向を慎重に検討した後に、非従業員取締役の報酬は2011年1月1日付で改訂された。2010年度と2011年度の非従業員取締役の報酬プログラムの詳細を下記表に示す。

報酬の構成要素	2010年	2011年
年間報酬(総額)	\$200,000	\$230,000
現金報酬	\$85,000	\$100,000
株式報酬	\$115,000—勤務期間に基づき権利が確定する制限付き株式ユニット3,440個として付与 2010年2月31日付付与; 配当相当ユニットの定めあり; 満期あたり四割ずつ制限解除; 株式で支払われる	\$130,000—勤務期間に基づき権利が確定する制限付き株式ユニット2,510個として付与 2011年2月31日付付与; 配当相当ユニットの定めあり; 満期あたり四割ずつ制限解除; 株式で支払われる

資料: デュポン 有価証券報告書 2010年度

支払根拠(成果説明)

上記の表の会社の業績はEPS(重要項目を除く)に基づいており、2010年度及び2009年度のEPSはそれぞれ3.28ドル及び2.03ドルであった。以下の調整は、当該各年度の当監査済財務諸報で報告されたEPSからEPS(重要項目を除く)がどのように算出されたかを示している。

	2009年	2010年
EPS(重要項目を除く)	\$2.03	\$3.28
重要項目	(0.11)*	—**
報告されたEPS	1.92	3.28

* ハリケーン保険金及び調整: \$0.04, 2009年度事業再編活動費: (\$0.25) 2008年及び2009年事業再編調整: \$0.10
** 税務上の問題の解決に関連する利息及び未払法人税等の調整: \$0.09, 2008年度、2009年事業再編の調整: \$0.02, 証券の早期償却に係る費用: (\$0.13) ライセンス契約の払戻しに係る費用: (\$0.03), 納税額評価引当金の戻入: \$0.04

各NEOについてIPAを一貫して22% (目標は20%であった) と決定するにあたり、当委員会は以下を考慮した。

E・J・クルマン

- 当社組織の包括的見直しを主導し、持続的な将来の成長をもたらす可能性のある重要な機会に重点的に取り組むことを確実にした。
- 特許別事業管理を取り入れて、収益、利益及びキャッシュ・フローにおいて目覚ましい成果を遂げた。
- 事業部門をして適切な外部の競合ベンチマークに照らし、事業部門の業績についてベンチマークに照らした説明責任を促進した。
- 固定費生産性を大幅に向上させ、組織全体に渡って合理化及び標準化において相当の成果を上げた。
- 当社の使命と展望を重要な社外実務者に開示し、当社の目的及び成果についての幅広く深い理解と支援を促進した。

S・C・ファンダキス

- グローバルなレベルでの総経理財務組織の合理化を主導し成功させ、卓越した諸能力を実現させつつ、機能の効率と有効性を向上させた。
- 組織全体に渡って財務規律の強化を促進させる上で重要な役割を果たし、すぐれた財務業績に貢献した。
- 強いバランス・シートを維持し、成長と持続性を可能にする戦略的機会を追求するための財務上の流動性を生み出した。

資料: デュポン 有価証券報告書 2010年度

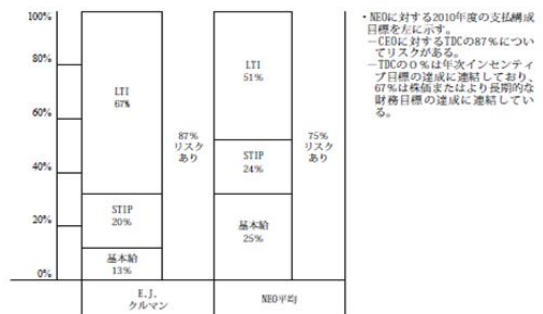
支払構成(基本給・短期・長期インセンティブ)

支払構成

当社の成果主義の理念を強化するため、目標TDCの3分の2以上が業績に付随し、従って、当社の財務成績及び株価に伴って変動するように構成されている。この手法は役員をして自らの決定が株主価値に及び影響を考慮するよう動機付けていると当社は考える。

LTIにより重点を置くことで起こりがちなリスクを軽減するために、役員はストック・オプション(株価上昇に対する報酬であり、株主の利益に直接連動)、勤務期間に基づき権利が確定する制限付き株式ユニット(「RSU」)(引当め手段となることと懸念されるときも株価に連動)及びPSU(増収及びTDCにおける同業他社グループ比での重要な財務成績に対する報酬)を付与し目標株価により等しく含むよう構成されたものを受領する。PSUプログラムにおいて業績マイルにおいて業績が重複していることにより業績の特典可能性が確保される。

2010年度 目標報酬構成及び「リスクある報酬」



・NEOに対する2010年度の支払構成目標を左に示す。
—CEOに対するTDCの87%についてリスクがある。
—TDCの0%は年次インセンティブ目標の達成に連動しており、0%は株価またはより長期的な財務目標の達成に連動している。

インセンティブの係数説明

2. 加重平均支払係数

STIPの加重平均支払係数は、各尺度に係る実際の業績及び当該実績尺度の比重に基づいて決定される。

業績尺度	測定基準	比重	使用根拠
全社の業績	1株当たりの利益(「EPS」) [前年度の業績と比較したEPS(重要項目を除く)]	20%	・株主価値の測定における最も効果的かつ選定された測定基準 ・株主と幹部の利益を報酬に一致させる ・進行中の事業領域についての関係を与える
事業部門の業績	1. 個別後継利益率(「ATOI」) NEOは全事業に渡って仕事を行うため、その支払係数は、右に示す2つの区分における全事業の支払係数の加重平均となる。 2. 収益 [年度予算に対する事業部門の収益]	15%	・会社全体としてのEPS目標に準ずる、事業部門レベルでの収益性を測定する
	3. 営業活動によるキャッシュ・フロー(「CFFO」) [年度予算に対する事業部門のCFFO]	20%	・収益を機会に変える当社の能力を測り、これにより当社の総合的な成長を、当社が将来のために投資できるようにする。
	4. ダイナミック・プランニング・ファクター(「DPF」) 「事業部門を形成、継続その他の外部要素、管理費用、後入れ先出し(LIFO)調整前の価値、フリー・キャッシュ・フロー等の多数の項目について質的量的に評価する。」	10%	・事業部門が、当社ために価値を創造する方法で別に十分に事業領域について予測し、これに対応したかを評価する。 ・当社の制度上の支払いが実行事業戦略に一致し、かつ、取締役報酬を調整したものであることを保証する。
個人の業績	個人業績評価(「IPA」)	20%	・個人の所定の重要な業務上の任務または目標(例: 特定の販売目標の達成、固定費削減目標の達成、新製品の導入)に照らした従業員業績に基づく。

NEO支払係数

会社及び事業部門の業績は、「レバレッジ」の概念(すなわち、所定の測定基準に係る業績とその支払係数との関係)に基づいて、対応する支払係数に置き換えられる。例えば、ATOIとCFFOのレバレッジは、目標を下回ると対1、目標を上回ると3対1である。従って、制度参加者は業績が目標を下回った場合には1パーセント毎に支払金額が0.3パーセント・ポイント増額される。業績が目標を上回った場合には、1.5パーセント毎に支払金額が0.3パーセント・ポイント増額される。

当社制度におけるレバレッジは競争力のある実務に合致し、目標設定についての社内取組みと当社の会社全体としてのリスクプロファイルとのバランスを定めている。

報酬実績一覧（下参照）

報酬実績一覧

業務執行役員報酬
2010年度報酬契約表

下記表は2010年12月31日終了の事業年度につき表記業務執行役員（「NEO」）の報酬を要約したものである。NEOとは、(1) 当社の最高経営責任者（「CEO」）及び最高財務責任者（「CFO」）、並びに、(ii) 2010年度報酬契約表上の報酬総額（年金価値の変動額及び非連結繰延報酬利益を引いた）による順位付けで上位3名となった者である。

氏名及び 主な役職	年度	給与 ⁽¹⁾	株式 報酬 ⁽²⁾	オプション 報酬 ⁽³⁾	株式以外の インセンティブ 制度による 報酬 ⁽⁴⁾	年金価値の 変動及び 非連結繰延報酬 利益 ⁽⁵⁾	その他の 全報酬 ⁽⁶⁾	合計
E.J. ツルマン	2010	\$1,300,000	\$4,701,135	\$2,166,667	\$2,846,000	\$3,475,658	\$3,637,514	\$14,796,974
会長兼 社長	2009	1,130,768	3,637,548	1,733,336	1,500,000	1,685,230	341,653	10,028,535
最高経営責任者	2008	703,585	1,302,460	585,668	718,000	575,800	63,332	3,949,945
K.C. ファンダキス	2010	533,958	694,386	303,004	807,000	1,482,123	84,460	3,921,931
業務執行副社長兼 最高財務責任者	2009	401,279	377,747	180,002	403,000	622,127	61,718	2,045,873
最高財務責任者 ⁽⁹⁾	-	-	-	-	-	-	-	-
J. 東	2010	727,750	1,099,349	506,667	987,000	1,115,902	119,768	4,556,526
業務執行副社長兼 最高財務責任者	2009	625,563	984,966	469,335	603,000	700,181	100,491	3,483,536
主要営業担当役員	2008	638,600	3,241,560	585,668	491,000	544,839	57,474	5,560,541
J.C. ボレル	2010	635,500	925,825	426,669	807,000	1,229,722	101,475	4,126,191
業務執行副社長 ⁽¹¹⁾	2009	547,586	738,736	352,002	450,000	565,099	90,053	2,785,476
J.L. ホーファー	2010	624,046	925,825	426,669	807,000	708,031	104,404	3,995,975
業務執行副社長	2009	571,377	895,414	426,667	536,000	873,953	99,574	3,402,985
-	2008	594,800	3,123,474	533,334	535,000	594,664	53,543	5,834,935

(1) 経営幹部選任時に繰延べられた可能性のある報酬を含む。この金額は後述の非連結繰延報酬表「2010年度の経営幹部報酬」欄にも含まれている。2009年度の金額は、NEOの任意の報酬体系への参加を反映している。

役員年金係数の説明

NEOに適用される主な年金の算定式により、以下と等しい月額退職給付が提供される：

$$\left(\begin{matrix} \text{平均} \\ \text{月額} \\ \text{報酬} \\ \text{の} \\ \text{01.5} \\ \% \end{matrix} \times \begin{matrix} \text{12/31/07} \\ \text{までの勤} \\ \text{続年数} \end{matrix} \right) - \left[\begin{matrix} \text{基本} \\ \text{社会} \\ \text{保険} \\ \text{給付} \\ \text{の} \\ \text{90} \\ \% \\ \text{プラス} \\ \text{基本} \\ \text{社会} \\ \text{保険} \\ \text{給付} \\ \text{の} \\ \text{10.07} \\ \% \end{matrix} \times \left(\begin{matrix} \text{12/31/07} \\ \text{までの勤} \\ \text{続年数} \\ \div \\ \text{合計} \\ \text{勤続} \\ \text{年数} \end{matrix} \right) \right]$$

$$\left(\begin{matrix} \text{平均} \\ \text{月額} \\ \text{報酬} \\ \text{の} \\ \text{00.5} \\ \% \end{matrix} \times \begin{matrix} \text{12/31/07} \\ \text{後の勤続} \\ \text{年数} \end{matrix} \right) - \left[\begin{matrix} \text{基本} \\ \text{社会} \\ \text{保険} \\ \text{給付} \\ \text{の} \\ \text{90} \\ \% \end{matrix} \times \left(\begin{matrix} \text{12/31/07} \\ \text{後の勤続} \\ \text{年数} \\ \div \\ \text{合計} \\ \text{勤続} \\ \text{年数} \end{matrix} \right) \right]$$

平均月額報酬は、当該従業員が最も高い報酬を得ていた3年間、又は、これより高い金額になる場合には、最も高い報酬を受けていた連続する36ヶ月を基準とする。所定の月の報酬は通常の報酬に当該従業員の当該年度のSTIP報酬の12分の1を加算したものである。その他のボーナスは平均月額報酬の計算には含まれない。

本年金制度により支給される給付が、適用されるIRRの報酬上限又は給付上限を超える場合、超過分の給付は非積立型非連結制度である本年金制度により支払われる。2007年1月1日以後、また支払開始資格のない個人若しくは法人若しくは本年年金制度に基づく給付形態は一括支給である。一括支給額を決定するために用いる死亡率表と利率は、IRC417条(e)(3)において、米国財務長官が定める適用死亡率表及び適用利率である。

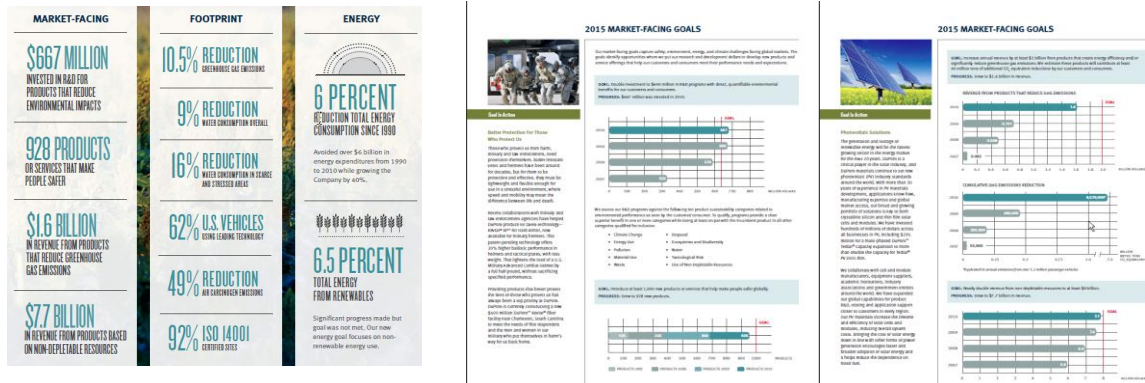
当社は算入勤続年数の特別加算を与えない。

累積給付の現価算定に用いる主要な保険数理上の仮定は、連結財務書類に対する注記21（「長期従業員給付に関する注記」）に記載されている。その他の仮定はすべて長期従業員給付に関する注記で用いられているものとするが、注記が適用とともに本年金制度の「退職給付」を決定するに十分な留意が用いられている点は例外である。累積給付の現価を決定するための評価法は従来からの単位給付方式である。

資料：デュポン 有価証券報告書 2010 年度

(7) KPI

サステナビリティレポートにて収益、温暖効果ガス、エネルギーの分野について、長期的な経営計画の達成に向けた KPI を開示している。



資料：デュポン サステナビリティレポート 2011 年度

⑥BP

(1) 非常時における非財務情報開示の意義

2010年4月20日の夜、BP社の管理する海底油田（ディープウォーター・ホライズン）が爆発し、深海へ伸びる採掘パイプが破損し海底油田から大量の原油がメキシコ湾全体へ流出した。当該事件の前後における同社の開示から、非財務情報開示の意味合いを検討した。

BPから学ぶべき4つの非財務報告開示のポイント

- (1) 年金を通じたピープルズキャピタリズムを意識した開示・対話
- (2) 危機における適切な情報発信・外部コミュニケーション
- (3) 実態を伴う開示（開示内容と運用実態の整合性）
- (4) 適時・適正な開示の重要性

(1) 年金を通じたピープルズキャピタリズムを意識した開示・対話

事故後、BPの株式は大きく値を下げた。報道によれば、安定した長期投資の運用銘柄として評価の高かったBPの株式は、イギリスではほとんどすべての年金基金に組み込まれており、イギリス国内で1800万人、人口の30%が何らかの形で同社の株式を所有しているといわれる。2009年度に昨年BPが支払った配当総額は100億ドルに上り、イギリスで支払われた配当全体の約14%を占めた。

有事の際のBPのような大規模な企業の株価の暴落や配当の停止の影響は、一企業・一地域の損失の問題にとどまらず、世界中の年金資産や投資資産へと波及・連鎖する。大企業においては、こうした前提を踏まえた開示・対話が期待される。



資料：BBC News (<http://www.bbc.co.uk/news/10293829>)

Google Finance

(2) 危機における適切な情報発信・外部コミュニケーション

非常時においても、開示・対話姿勢そのものが、最大の非財務情報となる。BPの最高経営責任者の真摯さを欠いた言動に対して投資家、政府関係者、一般市民から大きな批判が集まった。

From Newsweek

What Not to Say When Your Company Is Ruining the World

Jun 1, 2010 8:00 PM EDT

BP CEO Tony Hayward has made gaffe after gaffe defending his company's response to the gulf oil spill. Here are some of his many unfortunate remarks.

Print Email Comments (2) +7 Tweet 0 Like 1



On May 28, Hayward points to the site of the gulf oil spill. Joe Raedle / Getty Images

■4月29日 ニューヨーク・タイムズの報道によれば、苛立ったヘイワードはロンドン本社の自室で幹部らに向かい、「一体、どうして我々がこんな目に合うんだ」と発言した。

■5月14日 英ガーディアン紙に対し、「メキシコ湾は広大だ。海全体の水の量に比べれば、流出した石油と分散剤の量など微々たるものだ」と弁明した。

■5月18日 スカイ・ニュースの番組に出演し、「この災害の環境への影響はおそらく非常に小さいだろう」と発言。

■5月30日 楽観的な態度を改め、同情を買う作戦に転じるつもりでトゥデイ・ショーに出演し、「私は誰よりも終結を望んでいる。自分の生活を取り戻したい」と発言(後に謝罪)。

■5月31日 部分的に溶解した原油が海中を浮遊する様子を多くの科学者が目撃しているが、ヘイワードは生態系を脅かす汚染物質の存在を否定。「汚染物質などない」と反論。

■6月1日 原油の除去作業に当たる作業員がガスを吸い込んで吐き気や頭痛、呼吸困難を訴えたのに対し、流出した原油のせいではないとの持論を展開。ヤフー・ニュースによれば、作業員9人が体調を壊したことにに対し、ヘイワードはCNNに「明らかに食中毒も大きな問題である」と話したという。

資料：Newsweek ホームページを参考に作成

(<http://www.newsweekjapan.jp/column/ikegami/2010/06/post-192.php>)

(3) 実態を伴う開示の重要性

今回の事故では、BPのリスクマネジメントの運用状況について、開示内容と実際の運用状況との齟齬の有無が議論の題材となっている。(下：有価証券報告書の開示、右：報道の例)

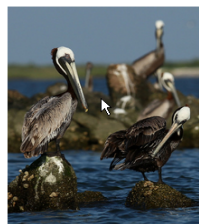
(v) 安全性および業務

安全性・倫理・環境保証委員会は、グループ業務リスク委員会(GORC)から定期的報告を受けており(当社全体の安全性および業務の完全性に係る実績についてのデータを含む)、法令遵守に関する重要な問題(米国職業安全衛生管理局(OSHA)や他の米国規制機関との間で生じた問題等)について説明を受けている。当委員会は、プロセス安全性に関する信頼できる先行指標および運行指標の開発の状況について、引き続き監視した。GORCによる報告を受けて当委員会が検討したその他の問題の例としては、安全性事故からの学習の改善、グループ全体の安全管理体制の強化、当社全体での能力研修プログラムが挙げられる。当委員会は、安全性業務監査部門の業務についても詳しい説明を受けた。

米リグ爆発で死亡の作業員、英BPからの圧力で不安漏らす－父親証言

記事 写真 映像 記事を印刷する 記事をメールで送信

シェア Twitter チェック Google Share 共有/ブックマーク



5月28日(ブルームバーグ):メキシコ湾のリグ(掘削装置)「ディープウォーター・ホライズン」の爆発事故で死亡した幹部作業員が家族に対し、英BPから時間と利益のためなら安全性を犠牲にするようプレッシャーをかけられていると証言していたことが、この作業員の父親の証言で明らかになった。

事故で死亡したとみられる作業員11人のうちの1人、ジェーン・アンダーソン氏(35)の父親、ヒリーさん(66)によると、同氏は2月と3月に親類に対し、BPが油井での作業速度を上げるよう求めていると語った。ルイジアナ州沖にあるBPのマコンド油井で

4月20日に発生した爆発事故によりリグは炎上し沈み、原油流出は米国史上最悪の規模に達している。

アンダーソン氏はリグを保有するトランスオセアンの社員。父親によると、このリグでこれまで掘削した複数の油井での作業中には、アンダーソン氏は安全性を損なうような作業方法は避けるようBPの担当者を認得することができていた。ところが、事故の8週間前、BPはプレッシャーを強め、安全性が低下するとの意見を却下するようになった。

ヒリーさんは27日、ヒューストンの南西約110マイル(約180キロメートル)にあるテキサス州プレッシング近郊の自宅でインタビューに応じ「ジェーンは、過去に担当した油井で作業速度を上げたり安全性が低下するような変更を求められたりした時、数回にわたってBP側を説き伏せたとわたしに話していた」と振り返った。「最後に2度帰宅した際には、彼らからのプレッシャーがだんだんと強まっていて不安だと言っていた」と述べた。

資料：BP 有価証券報告書 2009 年度 (事故前) (下線は事務局にて追記)、ブルームバーグ報道より作成 (<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-L3449P07SXX01.html>)

(4) 適時・適正な開示の重要性

BP は、原油流出量や対応に要する期間等の見込みについて、周囲が求めるスピードや品質で開示しなかった。そのため投資家、政府関係者、一般市民の不安を助長し、結果的に社会から大きな批判を浴びる結果となった。

(参考) 当該事故に伴う原油流出量の公表

- ・ 4月24日、国土安全保障省合衆国沿岸警備隊(USCG)がBPへの確認に基づき1,000バレル/日と公表
- ・ 4月28日、連邦現場調整官(FOSC)が海洋大気局(NOAA)からの伝聞として、5,000バレル/日と公表
- ・ 5月31日、ウッズホール海洋研究所(WHOI)は、59,000バレル/日との推計を公表
- ・ 6月15日、調査チーム(FRTG)は35,000~60,000バレル/日と推計を上方修正

以上の通り、当初のBP発表が過小だったことが第三者発表により判明。

財務情報の適時・適切な開示はもちろんのこと、非財務情報(特に投資家の意思決定に影響を与えるような将来情報)については、適時・適切な内容での開示が重要となる。(過少申告は関係者の大きな反発を招く)

資料:国土安全保障省合衆国沿岸警備隊(USCG)によるインシデントの特定防災レビュー(ISPR)(2011年5月):既存の有事対応マニュアルの有効性を検証するため、連邦及び州政府関係者、NGO、石油探索・精製業、石油流出対策業から参加者を集め、2010年6月14日にISPRチームが結成された。当資料は、当該チームによる最終調査結果である。米国情報公開法(The Freedom of Information Act)に基づき、以下のリンク先で開示されている。

<http://www.uscg.mil/foia/docs/DWH/BPDWH.pdf>

第6章 企業・投資家・政府等に期待される12のアクション

アクション(1) 企業の本源的価値の追求

日本企業の経営者が、自社の本源的価値を検討し、その向上のための戦略施策を説明・開示し、価値向上の姿勢を具体的に提示することが、投資家と向き合う最初にして最大の準備である。そうすることで、投資家にとっての投資ユニバースの中の1社となることができ、投資家との対話の起点とすることができる。

投資スタイル・投資期間を問わず、多くの投資家は、まずは基礎的な財務価値を投資先選定の基礎としている。投資家は冷徹に、投資候補先企業が企業価値創造企業なのか、そうでないのかを見極めている。このため、自社の本源的価値のあり方を検討した上で、資本コストを意識して、その価値向上を追求する姿勢を示す（企業価値創造企業であることを積極的に説明する）ことが重要である。

多くの日本企業にとって、ROEの向上が重要である。 $PBR=PER\times ROE$ で表わされるが、PERは先進国では極端な差はないため、端的に言えば、日本企業のPBRを高めるためには、ROEを高めることが重要である。

資本コストを意識しつつ、企業価値算定の根拠となる事業価値を適切に算定すると同時に、事業価値・企業価値の算定の基礎情報やモデルを投資家と共有することで、基礎的な事業価値・企業価値向上に向けた取組みとしてのキャッシュフロー創出力向上のためのストーリー・道筋について見解を開示することが有意義である。多角的な事業を営む企業においては、事業毎のEBITDA等を開示・共有することが、事業戦略やリスク情報をストーリーの検討の中に織り込み議論する前提を提示することにつながる。

投資家からみると、企業が情報開示にあたり投資家向けに新たに資料を作成したり、加工し直す手間は不要である。マネジメント・アプローチを前提として、企業の内部管理・意思決定の単位での情報開示があれば、企業の事業管理の精度そのものがまた、投資家にとっての重要な非財務情報となる。

（実務上の参考事例：第5章参照）

エーザイ（定款への織り込み）、ローソン（ROE向上目標・施策の開示）、等

アクション(2) コミュニケーション方針の明確化

日本企業の経営者が、自社の理念・社風・価値観・企業価値を示す大前提として、“Comply or Explain”のいずれの開示姿勢を採用するかを明確に定めた上で、自社の期待する最適資本構成の実現を意識して、開示平等原則を遵守しながら投資家と対話することが必要である。そうすることで、投資家の基礎的な信頼を得て、早期に最適資本構成の実現を目指す一助とすることができる。

投資家は国境を越えて企業を選び、企業は投資家に説明責任を負う。規制は国毎に異なるため、

海外のリスクマネーを適切に呼び込む上では、法律や規則で縛られていることのみを理由として開示を行うのではなく、自社の意気込み・ポリシーとしての普遍的な開示姿勢が求められる。

「投資家」は一枚岩ではない。投資期間・投資スタイル・投資ポリシー等は様々であり、情報開示ニーズは投資家によって大きく異なる。それゆえ、自社の期待する最適資本構成を念頭に、“Comply or Explain”のいずれの姿勢で投資家への説明に臨むのかを、企業経営者が能動的・主体的に選択・決定することが重要である。

日本企業の経営者には、(明文規定の有無にかかわらず) 開示平等原則を遵守し、重要な情報の選択的開示に陥らないように留意しつつ公正な姿勢で情報開示・対話を行い、投資家との良好な関係を構築することが期待されている。

(実務上の参考事例：第5章参照)

BP、等

アクション(3) 地に足の着いた開示・対話の実践

日本企業の経営者の開示姿勢そのものが、最も重要な非財務情報の1つである。経営者ないしは実務責任者が、自分の言葉で、自社のビジネスを自信をもって語り、質問に応えることが有意義である。そうすることで、投資家に経営者の自覚と自信を伝えることが出来、良好な関係の構築や対話を通じた企業価値向上の基礎を構築することが出来る。

アクティブ運用を行っている投資家においては、非財務情報の開示内容もさることながら、どのような姿勢で開示・対話に臨んでいるかを重視している、という声が強い。たとえば、R&Dが企業価値創造の源泉である場合は、R&D責任者がIR担当を兼務し、しかるべき専任者のサポートのもとで自分の言葉で研究開発動向やその成功のポイントを語ることで、最強の非財務情報の1つとなることが多い。

また、開示姿勢そのものが非財務情報であり、強制されて仕方なく開示するのではなく、自分の言葉で、自社のビジネスを語る事が大切である。事業が多岐にわたる場合は、事業部門の実務責任者(適任者)による説明と、経営トップによる説明のコンビネーションも有意義と考えられる。

企業文化・価値観を伝える上では、日ごろ経営者がグループ従業員に語り続けていることを、その反応とあわせて、投資家にも同じように語り続けることも有用な方法の1つである。

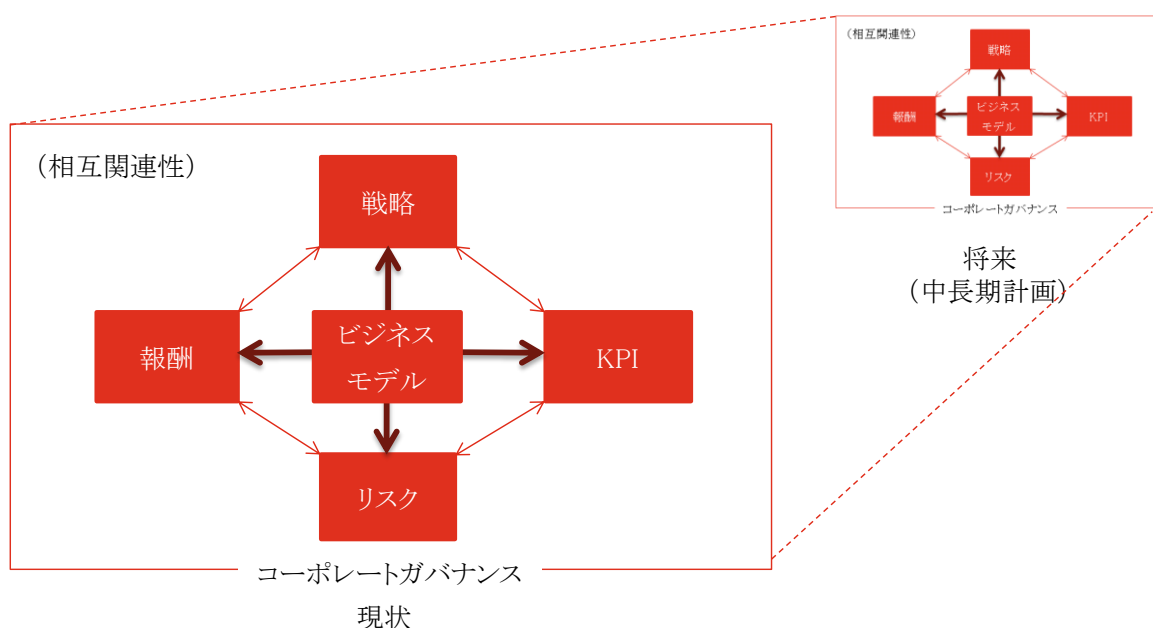
(実務上の参考事例：第5章参照)

三菱ケミカルホールディングス、堀場製作所、等

アクション(4) 整合性のあるバランスの取れた説明

日本企業の経営者は、どのような内容をどの頻度で開示するかのみならず、開示情報の相互関連性を重視することが有意義である。そうすることで、企業の実態像が立体感・躍動感を持って国内外の従業員、取引先はもとより、投資家にも理解されやすくなる。特にCSR情報について、投資家はそれが企業自身の将来の企業価値創造に資するかどうかで意義が異なるとしている点には留意する必要がある。

また、個別情報の開示にあたっては、情報間の継続性・整合性の確保が重要である。情報開示ニーズは投資家（運用スタイル、運用期間）によって異なるため、最適資本構成を意識しつつ投資家ニーズに応えることが有意義である。



投資家・有識者等の声	企業のアクションへの示唆	実務上の参考事例 (第5章)
<ul style="list-style-type: none"> ・「近い将来財務に影響する非財務情報」は丁寧に説明してほしい。 ・ビジネスモデル・戦略・競争力・差別化要因等、財務価値には表れない企業価値を明確化・開示してほしい。 ・事業としての構造的な強さを説明してほしい。 	<ul style="list-style-type: none"> ○MD&A・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 ○セグメント情報の開示 ・マネジメント・アプローチによるセグメント情報の開示、等 	<ul style="list-style-type: none"> ・デュポン（デュポン・モデルと開示）

投資家・有識者等の声	企業のアクションへの示唆	実務上の参考事例 (第5章)
<ul style="list-style-type: none"> ・セグメント情報の開示は、経営者が経営管理している単位と同じでよい（加工する必要はない）、等。 		
<ul style="list-style-type: none"> ・リスク情報が一般的（無味乾燥）すぎる。 ・リスク情報とその対応策が開示されていると、リスクの状況がつかみやすい、等。 	<ul style="list-style-type: none"> ○リスクおよびその先行指標・対応施策の説明 ・リスクとその対応策の開示 ・不確実性・想定外の事象への対応の開示（形式ではなく、想定外の事象への対応に関する企業姿勢、判断基準、ヘッジポリシー、哲学等の深度を開示する ・BCP 対応状況の開示 ・KRI®の開示、等 	<ul style="list-style-type: none"> ・東京ガス（対応策開示） ・セコム（対応策開示） ・日産自動車（アニュアルレポートでの解説の充実） ・東北電力（BCP への取組み内容の具体的な開示）
<ul style="list-style-type: none"> ・形式上の要件ではなく、コーポレートガバナンスの実態、経営の実態が知りたい。議決権行使の前提にもなる。 ・経営者の本音、取締役の「素顔」が見えることが重要、等。 	<ul style="list-style-type: none"> ○報酬・コーポレートガバナンスの開示 ・Comply or Explain ・コーポレートガバナンスの実態の説明/解説、等 	<ul style="list-style-type: none"> ・エーザイ（株主招集通知等の充実） ・オムロン（トップマネジメントの選任プロセスの丁寧な説明） ・資生堂（報酬開示）
<ul style="list-style-type: none"> ・経営者の見通しを共有するという意味で、将来予測情報は有用。 ・開示の後退にならないよう、将来予測情報を開示してほしい。 	<ul style="list-style-type: none"> ○将来予測情報の定量・定性的な開示 ・予測情報の基礎前提の開示 ・定量情報の開示と見直し（実績の振り返り）、等 	<ul style="list-style-type: none"> ・業績予想開示の類型
<ul style="list-style-type: none"> ・経営方針の定着状況、首尾一貫性を確認したい。 	<ul style="list-style-type: none"> ○中長期経営計画の適切な説明 	<ul style="list-style-type: none"> ・カプコン（中長期視点での開示）

アクション(5) 開示情報を基にした社内および社外との対話

開示情報を起点として社内外の従業員・投資家等と対話を行い、その価値を経営にフィードバックすることが有意義である。そうすることで、企業価値向上施策に関する議論（経営戦略・戦術のタイムリーな見直し）や、副次的に優秀な人材の確保・モチベーション向上等にもつながりえる。

まず、統合的な開示体制の構築が重要である。全社横断的な統合的な開示体制の構築は、予算管理で硬直化した部門最適の考え方から全社最適の考え方へのシフトを促し得る。統合報告の形としては、株主総会招集通知の統合報告化、決算短信の統合報告化、有価証券報告書における記載の充実、アニュアルレポートの充実、会社案内の拡充等、多様な取組みの形があり得る。

次に投資家等との対話と経営へのフィードバックが大切である。社外の投資家等との対話の結果を、トップのみならず他の経営陣・経営幹部予備軍で共有・議論することで、事業環境・金融環境の変化への迅速な対応が可能になるとともに、多様性の確保や次世代経営者育成等の効果が期待される。

さらに、社内における投資意思決定・管理会計と連動した開示の実践／企業の本源的価値の算定に基づくギャップ分析が必要である。社内外での議論を日々の事業運営にシームレスに落とし込むためには、全社目標を個別の事業運営と整合させる仕組みを構築することが有意義である。

（実務上の参考事例：第5章参照）

武田薬品工業（統合報告）、花王（EVA®経営の実践）、等

アクション(6) 中長期を見据えた投資家の更なる育成

わが国の投資家は、欧米の投資家に比べ、短期志向であり、他の投資家の行動に同調する傾向が強いと言われる。こうした傾向が日本企業の開示姿勢を受動的なものとし、特に海外投資家からの情報開示ニーズへの対応の阻害要因となる可能性がある。わが国においても、自らの企業分析力を信じ、企業の本源的価値の評価に基づく投資先企業の選定・対話が出来るファンドマネージャーをこれまで以上に育成し、より高い投資収益率を実現すべく投資スタイル・方法を多様化することが期待される。

わが国の資本市場が低迷する中、国内におけるセルサイドのアナリストのカバレッジ状況（2011年1月時点）を見ると、東証一部上場企業の約3割がアナリストによってカバーされていない。1～3人までを含めると6割以上に上る。さらにセルサイド・アナリストは減少を続けていると言われている。上位150社に約4割のアナリストが張り付いており、その時価総額は東証全体の約6割に達している。また、一部には、企業の本源的価値の算定が出来る投資家が減少しているとの声も聞かれる。企業による適切な開示を前提として、投資家が、企業の分析力・洞察力の強化によって、より高い投資収益率を勝ち取ることが期待される。また、開示平等原則が徹底されてくると、アナリストは企業からの情報収集力ではなく、分析力が問われる可能性がより高まることになろう。そういった観点からもアナリスト自身による企業分析力の研鑽の重要性は高いと言

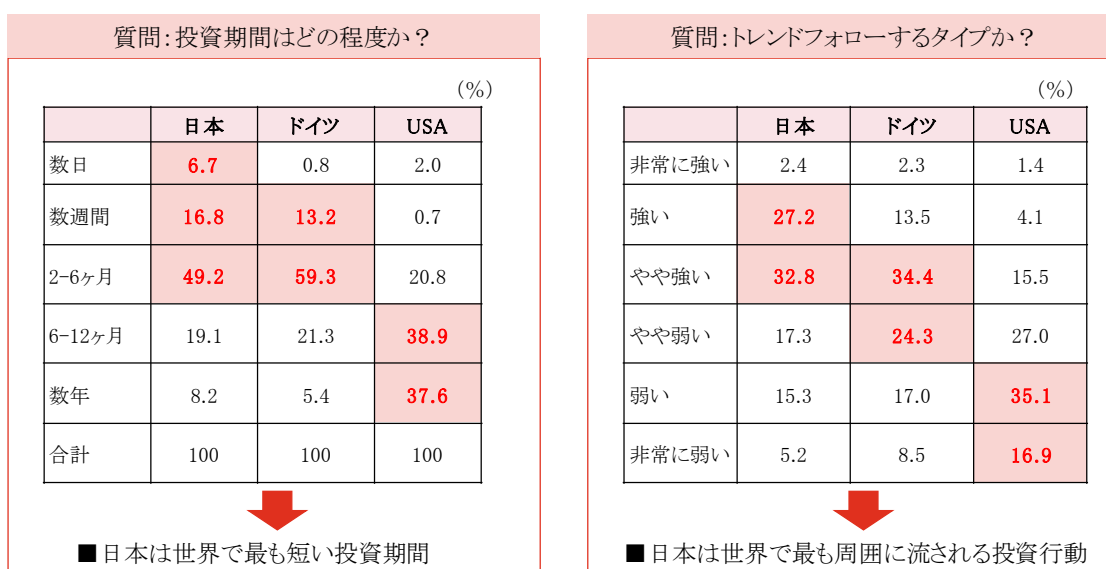
える。

担当アナリスト数	社数		延べ人数		時価総額 (10 億円)		
	社	%	人	%	平均	合計	%
0 人	512	30.8	0	0.0	11.0	5,630	2.1
1~3 人	554	33.3	918	12.5	46.1	25,516	9.7
4~6 人	180	10.8	871	11.9	88.7	15,970	6.0
7~10 人	160	9.6	1,318	18.0	153.9	24,616	9.3
11~15 人	107	6.4	1,360	18.5	335.7	35,919	13.6
15~27 人	151	9.1	2,875	39.2	1,036.6	156,521	59.2
合計	1,664	100.0	7,342	100.0	-	264,173	100.0

注：Bloomberg の“TOT ANR REC”機能を用いて、東証 1 部上場企業について、何人のアナリストがカバーしているかを集計
 東証 1 部上場企業数は、TOPIX 構成銘柄として、データ取得時点（2011 年 1 月 20 日）で Bloomberg より取得できた銘柄数で、東証ホームページで公表されている社数とは、若干の差異がある。
 出所：Bloomberg のデータを基に、みずほ証券経営調査部

資料：みずほ証券 熊谷 五郎 様（2012）「東証・業績予想開示実務に関する見直し」『資本市場リサーチ』Vol.22

海外投資家と比較しても、日本の投資家の短期志向は特筆に値するとの研究もある。今後、日本企業が海外の投資家と向き合う上では、国内外の投資家の投資スタンスの差を十分に意識して対応することが有意義である。



資料：Megumi Suto, Lukas Menkhoff, Daniela Beckmann (2005) "Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers: Japan and Germany vs the US"をもとに作成

アクション(7) 多様な金融商品・サービスの企画・提供

今後の少子高齢化の進展を踏まえ、若年世代においては自己の将来資金（自己年金）の備えと運用が、また、熟年世代においては老後の生活設計と次世代への資金シフトが必要となっている。その際、ライフスタイル・価値観の多様性を反映した、長期投資を含む透明性の高い多様な金融商品が幅広く提供されることが重要である。そうすることで、個人金融資産がより一層貯蓄から投資へとシフトすることが期待される。

個人投資家から、直販型の投資信託や、テーマ投資を行う積立型投信が注目を集めつつある。金融機関においては、こうした個性ある、かつ透明性の高い金融商品のラインナップの拡充が期待される。

個人投資家が株式市場に自らの資金を投入していくためには、個人投資家のリスク教育などが必要である。（アクション（10）とも関連）

同時に日本市場が「資本主義における資本配分の核となる」市場であるというイメージを個人投資家に与えることが必要であろう。

アクション(8) 開示内容に関して投資家と企業とが意見交換する“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）

海外（イギリス）においては、政府・投資家と企業が協働して、より有効性の高い企業の情報開示を実現するための、実務的な改善に向けた対話・議論を行う常設の場として、Financial Reporting Lab が設立・運営されている。日本においても、こうした投資家と企業との“対話の場”としての常設のコミュニケーションの機関・場所の設立・運営の検討が有意義であると考えられる。

海外投資家を含む、投資家と企業との対話の場が常時継続的に提供されることで、実務上の課題をタイムリーに企業・投資家・政府・会計士団体・監査法人・学者・弁護士・政府（ビジネス・イノベーション・技能省（BIS）：2009年にイノベーション・大学・技能省（DIUS）とビジネス・企業・規制改革省（BERR）とが統合された省庁）・財務報告協議会（FRC）が共有することが出来る。

対話を通じて、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・共有が期待される。（アクション（11）とも関連）

また、国境を越えて Lab 間の協議・意見交換を行うことで、国際的な開示規制の調和の一助にもなると考えられる。（アクション（9）とも関連）

そもそもイノベーションが加速化した市場においては、その最先端は取引を行っている者にしか分からない。その内容に関しては、投資家のニーズをより鮮明かつ簡潔に反映したものでなければ、効率的かつ効果的な開示は望めない。そうした視点からも日本版 FR Lab は有効と考える。

アクション(9) 国際的な開示規制の整合性確保・調和

企業・投資家の双方が国境を越える時代において、国際的な開示規制の整合性の確保・調和が重要である。

まず、将来情報を企業に求める場合、開示に関するセーフハーバー・ルールの整備が必要であろう。どこまで何を開示すれば、誰のどのような責任が免除されるのか、というセーフハーバー・ルールを明確にしなければ、訴訟リスク等を考えると将来情報の開示を躊躇せざるを得なくなるのは当然である。(たとえば、企業経営者にとってのリスク情報に関する開示や業績予想開示の免責効果、外部監査人にとっての金融商品取引法 193 条の 3 の規定との関係、等)

次に、国際的なフレームワーク作りへの積極的な参画・意見発信もまた重要である。IFRS や IIRC 等の議論をはじめとする国際的な会計基準設定やフレームワーク作りに積極的に参画・意見発信し、国際的な開示に関する動向と国内の開示のあり方との確保・調和をよりスムーズに促進することが有意義である。

アクション(10) 長期の資金運用の活性化を図る仕組みの強化

持続的な企業価値創造を支援し、持続的かつ安定的な資金提供を可能にすべく、長期投資を活性化する仕組みを強化することが期待される。

まずは金融・投資教育（リスクやファイナンス等を含む）の継続・強化が必要である。公的年金・私的年金等を通じて、国民の多くが直接的・間接的に資本市場とのつながりをすでに有している。今後、成熟国の一員として、若年層から熟年層に至るまで、幅広い年齢層で実践的かつ体系的・継続的な投資教育を行い、リスク感覚の醸成や投資にかかわる基礎的な素養（Financial Literacy）の国民全体での向上を図ることが期待される。

これまでの経済発展を通じて蓄積された国民貯蓄を適切に運用していく段階に入ったわが国の経済においては、国民の金融投資に関する基礎的素養の引き上げは特に重要な国策である。

次に、企業年金の運用体制等の透明性を高める施策の検討も不可欠である。現状の年金運用については、短期志向や短期間での運用先の変更等、資金の性格と投資スタイルとの不一致が一方で見られる。また、十分な透明性も確保されていない懸念もある。少子高齢化の加速とともに、今後ますます年金運用の重要性は高まる。企業年金にかかわる体制・方針の開示の充実や、企業年金の運用担当者への資格制度の検討等を通じて、企業年金の資金運用の透明性と有効性を十分に担保する施策が期待される。

さらに、長期投資を促す税制の実現を図ることも有用である。企業に安定的な資金を提供するのみならず、投資教育の実践の観点からも、個人レベルでの長期投資を促す仕組みの検討の余地がある。たとえば、株式の保有期間に応じた株式譲渡益課税の軽減税率の適用等について、検討の余地がある。

アクション(11) 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制度の変更が実施される予定である。”Comply or Explain”型の開示体制の有効性を確認すべく、政府や資本市場参加者が協働で、開示の好事例を蓄積・共有することが必要である。それにより、“開示の後退”との懸念を払しょくするとともに、市場の透明性を高め、資本市場の魅力を高めることが期待される。

ITを中心とするイノベーションはますます加速している。このため、前もって規制当局が細部に亘るルールを作っていくことは難しい。こうした中で、ルールとしては「原則」を示すに留め、それを遵守するか、そうでなければその理由を明確に説明することを求める規制手法を採用する国が広がっている。

このような”Comply or Explain”型の開示体制を採用している国々では、政府や資本市場参加者が協働で、開示の好事例を蓄積・共有している。(第4章を参照)

わが国においても、アクション(8)とも関連して、こうした仕組みの整備と活用によって、自社のビジネスモデルに最も適合した手法を企業が採用する自由度を堅持し、海外投資家からも信頼される市場とすることが企業のリスクマネー調達に資する。

アクション(12) 日本を代表するプラチナ・インデックスの導入の検討

日本企業の中にも成長企業は数多く存在するが、現状のわが国における主要な投資インデックスからはその状況が必ずしも読みとりにくく、結果として日本市場の低迷の象徴の1つとなっており、インデックスの組み入れ数・入れ替え方法について改善の余地がある。また、より踏み込んだ施策としては、インデックスの継続性に慎重に留意しつつ、事業環境や資金調達環境との兼ね合いで市場を再編し、多面的・複線的な資本市場制度を整備することで、“新生日本市場”(日本資本市場の再生)の起爆剤とする余地もあるものと考えられる。

アクティブ運用を行う投資家からは、インデックスに採用されている企業の経営状況が、必ずしも日本経済の実態を適切に表していないという意見が多く聞かれる。また、インデックスの低迷が、日本企業の収益性が総じて低いという印象を与え、海外投資家にとって日本の魅力をそいでいる、という意見もある。こうした視点から、インデックスの組み入れ数・入れ替えについて検討の余地がある。

また、より踏み込んだ施策・アイデアとして、時価総額や利益水準等の基準で資本市場を分けるのではなく、準拠する会計基準や開示制度に差異を設けた上で、企業が自らどの市場が最適かを選択できるようにすることも、検討に値するという意見も多く聞かれた。例えば、資金調達活動と事業活動の2軸で市場を区分した上で、グローバルに事業活動を行い、グローバルに資金調達を行う企業に対しては、開示の基礎となる会計基準やコーポレートガバナンスのあり方について、国際的に主流となっている方法の採用を義務付けたり、英語・日本語による開示を強制する方法が考えられる。逆に、国内で事業を行い国内でのみ資金調達を行う企業に対しては、日本基準でのより一層自由度の高い開示を許容する、といった方法があり得る。

インデックスへの採用基準の作成・見直しや、インデックスの管理運用主体の適切性・透明性・客観性を高めるために、日本証券アナリスト協会、格付機関、東京証券取引所等にも幅広く意見を求めていくことが有意義である。わが国を代表する企業を適時・適切に選考していくことが国内外からの信頼性を勝ち取る上で重要である。

(例示)

資金調達活動

		海外	国内
事業活動	海外	グローバル市場	(海外進出型)国内市場
	国内	(資本輸入型)国内市場	ふるさと市場

おわりに

本調査研究においては、「持続的な価値創造に資する非財務情報開示のあり方」について、企業の IR 部門、リスク管理部門、経営企画部門の方々と、投資家・アナリスト等、学者・学識経験者の方々に幅広くご参集いただき、各部会と全体研究会や多くのインタビュー・意見交換等を実施してきた。

企業経営をめぐる外部環境は、現在めまぐるしく変化してきているほか、今後もまたかなり大きな変化が予想されている。こうした変化を相対的に有効に活用できるかどうかは、ある意味で企業、投資家それぞれの立場での外部環境変化に対する対応スタンスによって変わってくるものと思われる。

まずは、企業報告、とりわけ非財務情報の開示を起点に、企業と投資家とがしっかりと向き合い、企業の価値創造能力に関する適切な対話を行うことが最も重要なことではないかと考えられる。単に経理部門が過去の企業活動の結果を記述するだけでも、また IR 担当者だけが投資家と向き合うだけでも、企業が自らの企業価値創造過程を適切に描写することはできない。企業のミッション・理念に遡り、中長期的な経営戦略を前提として、将来キャッシュフローをどう作り出していくのか、その際リスクとどう向き合い、いかにこれを管理して、戦略目標の実現を図っていくのかということ、組織を挙げて作り上げ、それをベースに投資家、アナリスト等と対話する必要がある。

こうした統合的な発想をベースとして作成されたレポートを活用して、自らの企業経営に対する自信と明日を切り開くのは自分たちであるという自覚とをもって積極的な情報発信を行うことが求められる。それによって、グループ内の海外で働く外国人従業員にもしっかりとしたコーポレートアイデンティティをもってもらうとともに、社外の投資家、アナリスト等からの信頼を得ることができるのであろう。そして、こうした活動はグローバルにブランド価値を守る上でも重要な役割を有する。これには、組織の中で起こりがちな「各部署の枠」をいったん取り払ったところでのトップの目線に即した内外へのメッセージの作成が必要である。言い換えると、持続的な企業価値創造に資する非財務情報として、何を開示するかという以前に、どういうスタンスで開示するかという姿勢そのものが、投資家等に対する重要なメッセージであるということにもつながる。

振り返ってみれば、バブル崩壊からすでに 20 年が経過しつつある。仮にコンドラチェフの波の周期が 60 年だとしたら、次の繁栄期に入るまであと 10 年程度を残すところまで来たということもできる。前回のわが国の繁栄は、いわゆる護送船団方式の下での欧米先進国に対するキャッチアップ過程であったと見ることができる。資本主義体制に代わる社会経済体制が今後 10 年の間に構築されないとするならば、次のわが国の繁栄は、資本市場を通じた資源配分メカニズムを効率的かつ効果的に活用することを通じて得られるのではないかと想像される。

資本市場がきちんとした機能を果たすうえでは、受託者責任 (Fiduciary Duty) や利益相反 (Conflict of interests) といった基本的な概念が市場関係者間に周知・貫徹されることが重要であることは言うまでもない。それには、資本市場が資源配分のものであるという昇華させた認識の

共有がまず重要であろう。しかも、年金加入者であることを通じて多くの個人が株式投資を行っているという現実もある。その意味では、子供のころからリスク教育・投資教育といったところから始め、社会人として投資にかかわる基礎的な素養（Financial Literacy）の向上などが必要になってこよう。

政府、市場運営者、企業、投資家、アナリスト、監査法人等は、資本主義社会においてもっとも重要な資源配分場である資本市場の健全な育成のためにこれまでも努力をしてきた。今後、経常収支の赤字転落が予想され、海外からのリスクマネーの呼び込みを迫られる可能性が高まっている今こそ、従来以上に関係者の連携を密にして、資本市場の魅力の向上に取り組んでいくことが、わが国の資本市場に対するグローバル投資家からの信頼を勝ち取る上で重要である。

最後に、それぞれに業務が多忙を極める中で、本調査研究会の趣旨に賛同していただき議論に参加していただいたメンバーの皆様に厚くお礼を申し上げるところである。この調査研究報告書が、今後の資本市場を通じた日本企業のリスクマネーの調達と日本の産業競争力の強化に少しでも資するとともに、この研究会をさらに発展させた形で、企業と投資家コミュニティとの対話がより一層持続的に促進されることを願ってやまない。

參考資料

I R部会にご参加いただいた方々

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
安藤 聡 様	オムロン株式会社		執行役員 経営 IR 室長
市川 祐子 様	楽天株式会社	財務部 財務企画課	IR グループ マネージャー
大西 潤一郎 様	ユニ・チャーム株式会社	経理財務本部	マネージャー
貝沼 直之 様	株式会社ローソン	経営戦略 ステーション	ディレクター補佐 IR 部長 兼 戦略企画
金田 晃一 様	武田薬品工業株式会社	コーポレート・コミ ュニケーション部	シニアマネージャー (CSR)
川島 貞直 様	花王株式会社	経営戦略室	IR 部長
黒田 さよ子 様	昭和シェル石油 株式会社	広報部	
高橋 一夫 様	株式会社アルバック	経営企画室 広報・IR 室	専門室長
武田 祐一 様	東京海上 ホールディングス 株式会社	経営企画部	部長兼広報 IR グループ リーダー
藤森 このみ 様	株式会社ローソン	経営戦略 ステーション	IR マネージャー
増田 信昭 様	住友金属工業株式会社		広報・IR 室長
増本 勝彦 様	株式会社ベネッセ ホールディングス 株式会社ベネッセ コーポレーション	東京本部	(株)ベネッセホー ルディングス広 報・IR 部長 兼 CSR 推進部長 (株)ベネッセコー ポレーション 広報部長

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
松尾 敏行 様	株式会社リコー	総合経営企画室 コーポレートコミ ュニケーションセ ンター IR 室	IR 担当アシスタン トマネージャー
柳 良平 様	エーザイ株式会社 早稲田大学大学院	IR 部	IR 部 部長 執行役員(理事)

■ゲスト：

一橋大学大学院 商学研究科 准教授 加賀谷 哲之 先生

リスク管理部会にご参加いただいた方々

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
荒井 富美雄 様	京王電鉄株式会社	総務部 災害対策室	BCM 担当
大森 勉 様	株式会社 ユー・エス・ジェイ	コーポレート・ サポート本部 総務部	コンプライア ンス・リスク 担当 次長
佐野 耕太郎 様	花王株式会社	リスク マネジメント室	室長
菅原 正 様	日産自動車株式会社	グローバル 内部監査室	主管 (コーポレートリ スクマネジメント)
高橋 雅彦 様	パナソニック株式会社	リスク マネジメント室	室長
滝 健一 様	コスモ石油株式会社	監査室	室長
成田 庄二 様	株式会社 セブン&アイ・ ホールディングス	総務部	グループ渉外 シニアオフィサー
野々山 一郎 様	日本郵船株式会社	CSR 推進グループ リスク管理チーム	チーム長

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
土方 薫 様	住友商事株式会社	コモディティ ビジネス部 戦略提案グループ	エグゼクティブ マネージャー
吉野 太郎 様	東京ガス株式会社	総合企画部 経営管理グループ	担当副部長

■ゲスト：

一橋大学大学院 商学研究科 准教授 加賀谷 哲之 先生

明治大学ビジネススクール 刈屋 武昭 先生

経営企画部会にご参加いただいた方々

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
有馬 大地 様	旭化成株式会社		経営管理部長
太田 明子 様	アステラス製薬 株式会社	経営企画部	CSR 企画担当次長
川原崎 雄一 様	株式会社クラレ		常務執行役員 経営企画室長
坂川 正樹 様	三菱地所株式会社	経営企画部	副長
島本 智之 様	株式会社クラレ	経営企画室 IR・広報部	部長
関 康伸 様	トヨタ自動車株式会社	総合企画部	計画室長
高井 壽秀 様	マニー株式会社		執行役副社長 CFO
辻 春香 様	アステラス製薬 株式会社	経営企画部	CSR 企画担当
栃尾 雅也 様	味の素株式会社		執行役員 経営企画部長

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
西村 義典 様	株式会社資生堂		執行役員 最高財務責任者 財務・IR・情報企画・内部統制担当
橋谷 義典 様	ソニー株式会社		IR・秘書部担当 VP IR 部門長
濱田 栄一 様	株式会社三菱ケミカル ホールディングス	経営戦略室	部長
和賀 昌之 様	株式会社三菱ケミカル ホールディングス		理事 経営戦略室長
渡邊 達夫 様	大成建設株式会社	社長室 経営企画部	企画管理室長

■ゲスト：

一橋大学大学院 商学研究科 准教授 加賀谷 哲之 先生

リム・アドバイザーズ ジェネラルマネージャー 戸矢 博明様

農中信託銀行 運用部 アルファ株式運用班 シニアファンドマネージャー 兼 部長代理 奥野 一成 様

全体勉強会にご参加いただいた方々

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
荒井 富美雄 様	京王電鉄株式会社	総務部 災害対策室	BCM 担当
有馬 大地 様	旭化成株式会社		経営管理部長
安藤 聡 様	オムロン株式会社		執行役員 経営 IR 室長
太田 明子 様	アステラス製薬 株式会社	経営企画部	CSR 企画担当 次長

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
大森 勉 様	株式会社 ユー・エス・ジェイ	コーポレート・ サポート本部 総務部	コンプライアンス・リスク 担当 次長
加賀谷 哲之 先生	一橋大学大学院	商学研究科	准教授 博士（商学）
貝沼 直之 様	株式会社ローソン	経営戦略 ステーション	ディレクター補佐 IR 部長 兼 戦略企画
金田 晃一 様	武田薬品工業株式会社	コーポレート・コミ ュニケーション部	シニアマネジャー （CSR）
川島 貞直 様	花王株式会社	経営戦略室	IR 部長
川原崎 雄一 様	株式会社クラレ		常務執行役員 経営企画室長
窪田 真之 様	大和住銀投信投資顧問 株式会社	株式運用部	シニア・ファンド・ マネージャー
黒田 さよ子 様	昭和シェル石油 株式会社	広報部	
古賀 智敏 先生	同志社大学	商学部	特別客員教授 経営学博士
後藤 昌平 様	株式会社格付投資情報 センター	格付本部	チーフアナリスト
坂川 正樹 様	三菱地所株式会社	経営企画部	副長
佐野 耕太郎 様	花王株式会社	リスク マネジメント室	室長
菅原 正 様	日産自動車株式会社	グローバル 内部監査室	主管 （コーポレートリ スクマネジメント）

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
関 康伸 様	トヨタ自動車株式会社	総合企画部	計画室長
高井 壽秀 様	マニー株式会社		執行役副社長 CFO
高橋 雅彦 様	パナソニック株式会社	リスク マネジメント室	室長
高橋 亘 先生	神戸大学 経済経営研究所		教授
高橋 由香里 先生	一橋大学大学院	商学研究科	博士後期課程
武田 祐一 様	東京海上 ホールディングス 株式会社	経営企画部	部長兼広報 IR グ ループリーダー
谷口 仁敏 様	株式会社格付投資情報 センター	格付本部	副本部長 チーフアナリスト
栃尾 雅也 様	味の素株式会社		執行役員 経営企画部長
成田 庄二 様	株式会社 セブン&アイ・ ホールディングス	総務部	グループ渉外 シニアオフィサー
西村 義典 様	株式会社資生堂		執行役員 最高財務 責任者 財務・IR・ 情報企画・内部統制 担当
野田 健太郎 様	株式会社 日本経済研究所	インフラ・環境 グループ	副局長
野々山 一郎 様	日本郵船株式会社	CSR 推進グループ リスク管理チーム	チーム長

お名前	ご勤務先	ご所属	役職
橋谷 義典 様	ソニー株式会社		IR・秘書部担当 VP IR 部門長
濱田 栄一 様	株式会社三菱ケミカル ホールディングス	経営戦略室	部長
土方 薫 様	住友商事株式会社	コモディティ ビジネス部 戦略提案グループ	エグゼクティブ マ ネージャー
増本 勝彦 様	株式会社ベネッセ ホールディングス 株式会社ベネッセ コーポレーション	東京本部	(株)ベネッセホー ルディングス広 報・IR 部長 兼 CSR 推進部長 (株)ベネッセコー ポレーション 広報 部長
松尾 敏行 様	株式会社リコー	総合経営企画室 コーポレートコミ ュニケーションセ ンター IR 室	IR 担当アシスタ ント マネージャー
宮井 博 様	日興フィナンシャル ・インテリジェンス 株式会社		専務取締役
山崎 秀彦 先生	専修大学	経営学部	教授
姚 俊 先生	立命館大学	経営学部	助教 博士
吉野 太郎 様	東京ガス株式会社	総合企画部 経営管理グループ	担当副部長
渡邊 達夫 様	大成建設株式会社	社長室 経営企画部	企画管理室長

■ゲスト：

リム・アドバイザーズ ジェネラルマネージャー 戸矢 博明 様

農中信託銀行 運用部 アルファ株式運用班 シニアファンドマネージャー 兼 部長代理 奥野 一
成 様

本調査研究報告と関連する調査研究報告書等

日本企業の持続的な企業価値創造に資する情報開示のあり方を検討・改善し、実務慣行として磨き上げるためには、政府及び民間部門の調査研究ならびに試行錯誤の積み重ねが重要である。また、企業の成長ステージや投資家ニーズに応じて、直面する経営課題やその情報開示のあり方は大きく異なっている。以上の点を踏まえ、本調査研究に関連する既存の主要な調査研究結果を一覧として取り纏めた。

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
FY23	企業活力研究所 CSR 研究会: 企業の非財務情報開示のあり方について	IR 担当者向け非財務情報開示のアンケート調査 非財務情報開示に係る企業・投資家インタビュー 海外企業の統合レポート分析	・投資家に読まれる非財務情報とは何か	企業活力研究所 ／経済産業省 経済産業政策局 企業会計室	http://www.bpf.jp/act/contents_display/3/23
FY23	産業構造審議会新産業構造部会「産業構造審議会 新産業構造部会 中間整理～「やせ我慢」から「価値創造」への転換～」	我が国が今後、何で稼ぎ、何で雇用するのかを明らかにした上で、新たな産業を創出の仕組みを検討。	・中長期的な産業競争力の強化のための政策	産業構造審議会 新産業構造部会	http://www.meti.go.jp/committee/sankouushin/shinsangyou/report_001_01.pdf
FY23	我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ	中長期的観点の国民のニーズに合った金融サービスのあり方を、現在金融専門家を招いて検討中	・いかにリスクマネーを呼び込むか ・金融リテラシー向上等	金融庁総務企画局企画課	http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base_gijiroku.html#w_group
FY23	レジリエントエコノミー研究会	社会と企業のレジリエンスを検討	・リスクマネジメント、特にBCP/BCM のあ	産業競争力懇談会 (COCN)・レジリエントエコ	http://www.cocn.jp/common/pdf/thema47-s.pdf

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
	～強靱な (Resilient) 社会システムと産業の構築～		り方に関する提言	ノミー研究会	
FY23	経営研究調査会 研究報告第44号「投資家向け報告におけるサステナビリティ課題の識別と重要性評価－開示課題を特定するための考え方と方法論の検討－」	投資家向けのサステナビリティ課題・報告に関する研究・調査（「報告企業がどのような課題を報告すべきか」、「どのように開示する課題を決定するか」）	・非財務情報に対する投資家ニーズと企業価値との関係	日本公認会計士協会／経営研究調査会	http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/main/44.html
FY23	東日本大震災における企業の防災及び事業継続に関する調査～サステナブルなBCPを積み重ね、競争力ある復興へ～	震災におけるBCPの効果のアンケート調査、効果を発揮したケース紹介、結果分析による論点整理、改善の方向性	・P.29にBCP情報を開示することの有用性が記載	日本政策投資銀行 環境・CSR部	http://www.dbj.jp/ja/topics/dbj_news/2011/html/000007482.html
FY23	上場企業における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書	諸外国における業績予想開示の状況を踏まえ、業績予想開示の意義を検討し、今後の望ましい方向性を示唆	・経営者による非財務情報を含めた将来予測情報の開示の在り方 ・脱予算管理	日本証券経済研究所	http://www.tse.or.jp/rules/kesan/gyouseki/b7gje6000001vb28-att/b7gje6000001vb42.pdf
FY23	第18回「IR活動の実態調査」	日本のIR担当部門に関する現状・課題等について毎年実施されるアンケート調	・IR部門の活動のあり方、展望と課題	日本IR協議会	https://www.jira.or.jp/jira/jsp/usr/activities/pdf/newsrelease_20110419.pdf

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
		査			
FY23	企業の環境情報開示のあり方について～強固で持続可能な社会に向けた環境情報開示～(中間報告)	持続可能な社会の構築に向けた環境経営の方向性や環境情報開示のあり方、環境に係る財務情報等に関する調査・研究	・CSR 報告が投資家や財務報告に与える影響や課題、展望	環境省 総合環境政策局 環境経済課	http://www.env.go.jp/press/file_view.php?serial=17738&hou_id=13917
FY22	RIETI 研究会：企業情報開示システムの最適設計-第2編 日本企業の持続的成長可能性と非財務情報開示のあり方	IFRS 導入に対し、企業の説明責任を果たすための日本の開示システムの最適設計を検討した調査。全5編で構成。	・第2編に、非財務情報開示の根拠・課題の整理、統合報告の流れ、信頼性向上のための新たな「保証」概念確立の必要性等が記載	経済産業省 経済産業政策局 企業行動課	http://www.rieti.go.jp/jp/publications/summary/11030004.html
FY22	「企業等における知的財産の評価に関する調査研究」報告書	日本企業が知的資産を適正に表現・開示するため、国内外の非財務情報開示に関する検討状況の整理、経営資源マネジメントに用いられる指標と開示する場合のメリット・デメリット分析、望ましい非財務情報開示のあり方の検討	・非財務情報開示の状況 (KPI) の全業種アンケート調査 ・望ましい非財務情報開示のあり方について提言	経済産業省 経済産業政策局 知的財産政策室	http://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/chousa/pdf/zaisanken/2009_31.pdf
FY22	非上場会社の会計基準に関する懇談会 報告書	国内外の非上場会社の実態、特性を踏まえた会計基準	・各国の法定開示の動向	非上場会社の会計基準に関する懇談会	http://www.meti.go.jp/committee/summary/0004658/

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
		の在り方の検討			007_04j.pdf
FY22	トップ証券アナリストが説く日本の産業と環境（鉄鋼・非鉄、エネルギー、化学、自動車、紙パ・ガラス、太陽電池・半導体、家電、不動産、建設、運輸、IT）	セクター別にみた地球温暖化対策と企業活動・開示との関係（環境省と産業界・金融界との対話）	・セクター・アナリストからみた情報開示のポイント	財団法人 地球環境戦略研究機関（IGES）	http://enviroscope.iges.or.jp/modules/envirolib/upload/2925/attach/iges_ishinabe_summary_201010.pdf
FY22	海外年金基金のESG ファクターへの取り組みに関する調査研究	海外年金基金における ESG 投資の動向調査から得られるわが国年金基金投資への示唆	・CSR 報告が年金基金投資に与える影響やその動向	財団法人年金シニアプラン総合研究機構	http://www.trust60.or.jp/nenkin.pdf
FY21	企業活力研究所 CSR 研究会：CSR の動向と新たな潮流に関する調査研究報告書	株主・投資家を意識した CSR のあり方と課題の提言	・CSR が投資家にも理解されるような、積極的な対話促進（ex.IR 部門との連携、投資家が比較可能な分かりやすい情報開示）	企業活力研究所／経済産業省 経済産業政策局 企業行動課	http://www.jef.or.jp/PDF/j21-1-03.pdf
FY20	安全・安心で持続可能な未来のための社会的責任に関する研究会	社会的責任の取組み促進にむけた政府・市場・市民社会の再構築に関する検討・整理	・企業・投資家の社会的責任の取組みを促進する市場環境整備、開示のあり方に関する検討	内閣府	http://sustainability.go.jp/research/files/srken_finalreport1.pdf

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
			(海外の法定開示の調査を含む)		
FY20	企業価値研究会報告書ー近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方ー	株主の利益を確保し、向上させる買収防衛策のあり方を整理	・P.1の脚注で「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」を想定するものと記載	経済産業省 経済産業政策局 産業組織課	http://www.meti.go.jp/report/data/g80630aj.html
FY20	中小企業知的資産経営ファイナンスワーキンググループ「中小企業のための知的資産経営実践の指針」知的資産経営ファイナンス調査・研究編	知的資産経営に対する評価や効果を検証する観点から、金融機関からみた評価の視点を検証	・金融機関における非財務情報活用の実態に係るアンケート調査、評価の視点や融資決定プロセス等で重視している項目等の実態	中小企業基盤整備機構 経営基盤支援部	http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/common/chushou/b_keiei/chitekishisan/pdf/newfainansu.pdf
FY20	経営研究調査会研究資料第3号「欧州等における海外のCSR情報に対する保証業務の動向調査」	CSR情報開示における保証業務の動向	・非財務情報開示の保証	日本公認会計士協会	http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized/field/main/csr_4.html
FY20	企業価値分析におけるESG要因	非財務データを用いた企業スコアと企業パフォーマンス (ROA、生産性、株価ボラティリティなど)の関係を回帰モデルを	・実証分析を行い、株価のボラティリティの低減、資本コストの低減効果を確認	公益社団法人 日本証券アナリスト協会	http://www.saa.or.jp/account/account/pdf/report_esg_201006.pdf

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
		用いて統計的に分析			
FY17	企業行動の開示・評価に関する研究会「コーポレートガバナンス及びリスク管理・内部統制に関する開示・評価の枠組についてー構築及び開示のための指針ー」	不祥事防止等のために経営者が取り組むべきコーポレートガバナンス及びリスク管理・内部統制を構築・開示するための指針や、当該指針の活用方法、評価のあり方を提言	<ul style="list-style-type: none"> ・COSO ERM ・トータルにリスクを認識・評価 ・監査役監査の実質的な機能強化の重要性 	経済産業省 経済産業政策局 企業行動課	http://www.meti.go.jp/press/20050831003/kigyokoudou-set.pdf
FY17	リスクファイナンス研究会報告書～リスクファイナンスの普及に向けて～	リスクファイナンスの経営・財務上の意義、現状と課題、普及に向けた提言、リスクファイナンスの具体的な手法の紹介	<ul style="list-style-type: none"> ・わが国金融業の中長期的な在り方について 	経済産業省 経済産業政策局 産業資金課	http://www.meti.go.jp/report/data/g60630aj.html
FY17	経営・知的資産小委員会「知的資産経営の開示ガイドライン」	知的資産経営報告を作成する企業、評価者向けガイドライン	<ul style="list-style-type: none"> ・企業価値評価の方法・開示について(事業リスク評価) 	経済産業省 経済産業政策局 知的財産政策室	http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/guideline.html#guideline-list2
FY16	先進企業から学ぶ事業リスクマネジメントー経営者が知っておかなければならない7つのポイントー	経営者がリスクマネジメントの重要性を認識することの意義及び先進事例の紹介	<ul style="list-style-type: none"> ・トータルにリスクを認識・評価 	経済産業省 経済産業政策局 産業資金課	http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/report/data/g50331ij.html
FY16	企業の社会的責任(CSR)に関する懇談会中間報告書	CSRの基本的な考え方、企業価値向上に資するCSRへの企業の取り組み、海外動向、今後の促進策に	<ul style="list-style-type: none"> ・企業価値向上に資するCSRの取り組み 	経済産業省 経済産業政策局 企業行動課	http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/press/0005570/index.html

公表年度	研究会／報告書名	概要	本調査研究報告との関連性	担当機関・部署	URL
		についての検討			
FY15	RIETI 研究会:企業の社会的責任と新たな資金の流れに関する調査研究-社会的責任投資の活性化に向けて-	民間セクターにリスクマネーが円滑に供給されていないことを背景として、欧米で活発化している社会的責任投資を日本で実現するための提言	・海外では CSR に関連する情報開示を促進する枠組みが先行して整備されてきている状況が、社会的責任投資の促進に貢献 (P.78)	経済産業省 経済産業政策局 産業資金課	http://www.rieti.go.jp/users/uesugi-iichiro/financial-flow/
FY15	リスク管理・内部統制に関する研究会「リスク新時代の内部統制-リスクマネジメントと一体となって機能する内部統制の指針-」	内部統制の必要性、日本企業の不祥事分析、リスクマネジメントと一体となって機能する内部統制の指針とその活用方法を提言	・トータルにリスクを認識・評価	経済産業省 経済産業政策局 企業行動課	http://www.rieti.go.jp/report/data/g30627aj.html
FY14	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-報告書	地域金融の高度化に向けた人材育成強化のための教育基盤を整理。	・狭義の企業価値の考え方	経済産業省 経済産業政策局 産業資金課	http://www.rieti.go.jp/report/data/jinzai_ikusei2004_07.html

参考文献一覧

カテゴリ	表題
書籍	<ol style="list-style-type: none"> 1. Christopher Nobes、Robert Parker (2010)「COMPARATIVE INTERNATIONAL ACCOUNTING」 2. Clare Roberts、Pauline Weetman、Paul Gordon (2008)「International Corporate Reporting -a comparative approach-」 3. Eccles R.G.and Krzus M.P. (2010) ”One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy” 4. Samuel A.DiPiazza Jr, Robert G.Eccles(2002) ”BUILDING PUBLIC TRUST The Future of Corporate Reporting” 5. OECD 編著 連合総合生活開発研究所訳(2010)「社会的企業の主流化 「新しい公共」の担い手として」 6. Robert G. Eccle, Robert H. Herz, E. Mary Keegan, David M. H. Phillips (2001) “The ValueReporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game” 7. あらた監査法人、PwC アドバイザリー株式会社、(2009)「内部統制報告制度 J-SOX 導入後の先進的内部監査ガイドブック」 8. イアン・ブレマー著、有賀裕子翻訳(2011)「自由市場の終焉 国家資本主義とどう闘うか」 9. 砂川伸幸、川北英隆、杉浦秀徳(2008)「日本企業のコーポレートファイナンス」 10. 石川博行(2007)「配当政策の実証分析」 11. 伊藤邦雄(2011)「危機を超える経営 不測の事態、激変する市場にどう対応するか」 12. 井手正介(2008)「ビジネスゼミナール株式投資入門」 13. 井手正介(2010)「バリュー株投資は勝者のゲーム！」 14. 今福愛志(2009)「企業統治の会計学 IFRS アドプションに向けて」 15. 岩原紳作、神作裕之、神田秀樹、武井一浩、永井智亮、藤田友敬、藤本拓資、松尾直彦、三井秀範、山下友信(2011)「金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編」 16. 岩本敏男、チャールズ・ホフマン(2010)「IFRS 時代のレポーティング戦略 ～XBRLで進化するビジネスのしくみ」 17. インターリスク総研、経済法令研究会(2010)「実践 リスクマネジメント 第4版 事例に学ぶ企業リスクのすべて」 18. ウィリアム・H・ビーバー著、伊藤邦雄訳(2010)「財務報告革命(第3版)」 19. 臼杵政治(2001)「会社なき時代の退職金・年金プランー多様な働き方に応える「新しい約束」」 20. 江川雅子(2008)「株主を重視しない経営 株主市場の歪みが生み出した日本型

カテゴリ	表題
	ガバナンス」
	21. 遠藤彰郎、岡田依里、北川哲雄、田中 襄一(2004)「企業価値向上のための IR 経営戦略—理論・実践・提言」
	22. 大津広一(2005)「企業価値を創造する会計指標入門 10 の代表指標をケーススタディで読み解く」
	23. 音川和久(2009)「投資家行動の実証分析 マーケット・マイクロストラクチャーに基づく会計学研究」
	24. 太田亘、竹原均、宇野淳(2011)「株式市場の流動性と投資家行動—マーケット・マイクロストラクチャー理論と実証」
	25. 鎌田恭幸(2011)「外資金融では出会えなかった日本でいちばん投資したい会社」
	26. 金川千尋(2011)「危機にこそ、経営者は戦わなければならない！」
	27. 神作裕之(2008)「ファンド法制—ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題」
	28. 川北英隆(2008)「株式・債券投資の実証的分析」
	29. 川北英隆(2010)「テキスト株式・債券投資」
	30. 川北英隆、白須洋子、山本信一(2010)「総合分析 株式の長期投資」
	31. 企業年金連絡評議会 資産運用研究会編(2011)「チャレンジする年金運用—企業年金の未来に向けて」
	32. 菊地正俊(2011)「外国人投資家が日本株を買う条件」
	33. 北川哲雄(2007)「資本市場ネットワーク論—IR・アナリスト・ガバナンス—」
	34. 久保克行(2010)「コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか」
	35. 久保幸年(2010)「適時開示制度と定性的情報の開示」
	36. 黒沼悦郎(2004)「アメリカ証券取引法(第2版)」
	37. 黒川行治(2009)「実態分析 日本の会計社会—市場の質と利益の質」
	38. 経済産業省企業行動課(編集)(2007)「コーポレート・ガバナンスと内部統制—信頼される経営のために」
	39. 経済産業省(2011)「平成 23 年版通商白書 震災を超え、グローバルな経済的ネットワークの再生強化に向けて」
	40. 古賀智敏(2005)「知的資産の会計 マネジメントと測定・開示のインターラクション」
	41. 古賀智敏 編著(2011)「IFRS 時代の最適開示制度 日本の国際的競争力と持続的成長に資する情報開示制度とは」
	42. 小林喜光(2010)「KAITEKI 化学 サステナブルな社会への挑戦」
	43. 小林喜光(2011)「Good Chemistry for KAITEKI A Challenge to Healthy,

カテゴリ	表題
	Comfortable and Sustainable Societies」
	44. 小林喜光(2011)「地球と共存する経営-MOS 改革宣言」
	45. 昆雅彦(2011)「効果的な企業会計システムの研究 GE、パナソニック、3M の事例」
	46. 近藤一仁(2007)「企業価値向上のための経営情報戦略 IR の本質について」
	47. 佐藤淑子(2008)「IR 戦略の実際」
	48. 坂本光司(2008)「日本でいちばん大切にしたい会社」
	49. 坂本光司(2010)「ちっちゃいけど、世界一誇りにしたい会社」
	50. 澤上篤人(2006)「さわかみ流 図解 長期投資学—最後に勝つ、財産づくりの仕組み」
	51. 澤上篤人(2007)「10年つきあう株を見つけよう」
	52. 澤上篤人(2011)「5年後の日本をいま買う長期投資」
	53. 資産運用研究会、首藤恵(2000)「資産運用産業の新展開—IT 革命下の金融サービス」
	54. 穴戸善一編著(2011)「「企業法」改革の論理 インセンティブ・システムの制度設計」
	55. 柴健次、薄井彰、須田一幸(2008)「現代のディスクロージャー—市場と経営を革新する」
	56. 首藤昭信(2010)「日本企業の利益調整—理論と実証」
	57. 渋澤健(2004)「シブサワ・レター日本再生への提言」
	58. 渋澤健(2009)「渋澤流 30年長期投資のすすめ 今の「マネー」が次世代の「資産」に化ける」
	59. 渋澤健(2011)「日本再起動」
	60. 渋澤健、中野晴啓、藤野英人(2010)「運用のプロが教える草食系投資」
	61. ジェイ・ユース・アイアール株式会社編 香田温子、斎藤誠、松田千恵子著(2007)「機関投資家対応 IR・株主総会マニュアル」
	62. ジェフ・マシューズ、黒輪篤嗣訳(2009)「バフェットの株主総会」
	63. ジェレミー・ホプ、ロビン・フレーザー著、清水孝訳(2005)「脱予算経営」
	64. 須田一幸 編著(2004)「ディスクロージャーの戦略と効果」
	65. スティーブン・K・グリーン著、山田晴信、石田安実、星久美子翻訳(2010)「グッド・バリュー 社会人に求められる”価値観”とは」
	66. スティーブン・デイビス、ジョン・ルコムニク、デビッド・ピット・ワトソン著、鈴木泰雄翻訳、(2008)「新たなる資本主義の正体 ニューキャピタリストが社会を変える」
	67. 住友信託銀行パッシブ・クオンツ運用部(2008)「投資インデックス・ハンドブック」
	68. ダイヤモンド社(2012)「Harvard Business Review March 2012」

カテゴリ	表題
	69. 宝印刷株式会社 総合ディスクロージャー研究所監修 村井秀樹、川村雅彦、鶴田佳史編著(2011)「カーボンディスクロージャー 企業の気候変動情報の開示動向」
	70. 武井一浩(2011)「対談集 企業法制改革論-日本経済活性化に向けた提言」
	71. 竹ヶ原啓介(2010)「環境格付—環境金融の情報基盤」
	72. 田中彰一(2011)「なぜあなたは株・投信で失敗するのか—データで読む危ない銘柄の見分け方 48 のルール」
	73. 谷本寛治(編著)(2007)「SRIと新しい企業・金融」
	74. 玉木伸介(2004)「年金 2008 年問題—市場を歪める巨大資金」
	75. チャンドラ・カノディア著、佐藤紘光、奥村雅史、鈴木孝則翻訳(2011)「会計ディスクロージャーと企業行動—市場の価値評価は経営にどのような影響を及ぼすか」
	76. 辻正雄(2010)「MBA アカウンティング ケーススタディ戦略管理会計」
	77. 土屋剛俊、森田長太郎(2011)「日本のソブリンリスク—国債デフォルトリスクと投資戦略」
	78. デットIR研究会編(2007)「デットIR入門 企業の資金調達と情報開示」
	79. トーマス・L・バートン、ウィリアム・G・シェンカー、ポール・L・ウォーカー著、刈屋武昭、佐藤勉、藤田正幸翻訳(2003)「収益を作る戦略的リスクマネジメント 米国優良企業の成功事例」
	80. 東洋経済増刊(2011)「CSR 企業総覧 2012」
	81. 富山和彦(2010)「カイシャ維新 変革期の資本主義の教科書」
	82. 富山和彦(2012)「IGPI 流経営分析のリアル・ノウハウ」
	83. 永森秀和(2011)「企業年金再生—高齢大国を襲う危機の構図と生き残りの方策」
	84. 中森孝文(2009)「「無形の強み」の活かし方—中小企業と地域産業の知的資産マネジメント」
	85. 中村吉明(2011)「ゲームが変わった ポストものづくりの競争をどう勝ち抜くか」
	86. 中野晴啓(2011)「投資信託は、この 8 本から選びなさい」
	87. 中野誠(2009)「業績格差と無形資産 日米欧の実証研究」
	88. 内藤忍、小松原幸明(2010)「投資信託は運用会社で選べ！主要運用会社 31 社の実績と評価 2010 年度版」
	89. 新原浩朗(2003)「日本の優秀企業研究—企業経営の原点 6 つの条件」
	90. 日本インベスター・リレーションズ学会(2011)「内部統制とIR 研究者と実務家の立場から」
	91. 日本コーポレート・ガバナンスフォーラム(2008)「株式投資家が会社に知ってほしいこと—会社と株主の Win-Win 関係のための Q&A 集」

カテゴリ	表題
	92. 日本経済新聞社編(2011)「企業・生存の条件—新「日本基準」で世界に挑む」
	93. 野中郁次郎、竹内弘高(1996)「知識創造企業」
	94. 野中郁次郎監修、リクルートマネジメントソリューションズ組織行動研究所著 (2010)「日本の持続的成長企業 「優良+長寿」の企業研究」
	95. 野中郁次郎、勝見明(2010)「イノベーションの知恵」
	96. 野田健太郎(2006)「事業継続マネジメントBCMを理解する本—やらなきゃならぬ いい!」
	97. 箱田順哉監修、宮田信一郎著(2011)「企業年金マネジメント—制度運営から監 査まで」
	98. 樋浩一(2006)「貯蓄率ゼロ経済 円安・インフレ・高金利時代がやってくる」
	99. 畑村洋太郎、吉川良三(2009)「危機の経営 サムスンの世界一企業に変えた3 つのイノベーション」
	100. 八田進二、橋本尚(共訳)(2002)「事業報告革命—アメリカ公認会計士協会・ジェ ンキンス報告書」
	101. 八田進二、柴健次、青木雅明、藤沼亜起(2011)「会計専門家からのメッセージ 大震災からの復興と発展に向けて」
	102. 波頭亮、富山和彦(2011)「プロフェッショナルコンサルティング」
	103. 林良造、株式会社損害保険ジャパン、株式会社損保ジャパン・リスクマネジメント (2010)「ケースで学ぶ ERM の実践」
	104. 広瀬義州(編著)(2011)「財務報告の変革」
	105. 土方薫(2004)「文系人間のための金融工学の本」
	106. 土方薫(2009)「リスクをヘッジできない本当の理由」
	107. 土方薫(2011)「暴落の着火点 投資家は”パニック”から逃れることができないの か」
	108. 深田静夫(2011)「ISO26000戦略的実践&世界からの学習—メインプレイヤー、 企業のCSR実行に向けて」
	109. 藤田勉(2010)「上場会社法制の国際比較」
	110. 藤野英人(2004)「スリッパの法則—プロの投資家が教える「伸びる会社・ダメな会 社」の見分け方」
	111. 藤野英人(2012)「日経平均を捨ててこの日本株を買いなさい 22年勝ち残るNo. 1ファンドマネジャーの超投資法」
	112. ブャーテ・ボグネス著、清水孝・清水扶慈子(訳)(2010)「脱予算経営への挑戦」
	113. ベンジャミン・グレーム、スペンサー・B・メレディス著、岡本博英訳(2001)「賢明な る投資家 財務諸表編」
	114. ベンジャミン・グレーム著、土光篤洋監修、増沢和美、新美美葉訳(2000)「賢明な

カテゴリ	表題
	る投資家-割安株のを見つけ方とバリュー投資を成功させる方法」
	115. ポール・L.ウォーカー、トーマス・L.バートン、ウィリアム・G.シェンカー著、刈屋武昭、石坂弘紀、真田光昭、鮫島隆太郎、藤田正幸翻訳、(2004)「戦略的事業リスク経営—ノーリスク・ノーマネジメント」
	116. 本多淳(2005)「「企業価値」はこうして創られる—IR(インベスター・リレーションズ)入門」
	117. 前澤秀忠(2010)「伸びる会社の対話力—愛される会社の総会・IR・広報テクニック」
	118. 町田祥弘、松本祥尚編著(2012)「会計士監査制度の再構築」
	119. 松田千恵子(2004)「デット IR 新時代の戦略財務」
	120. 松本大、富山和彦(2008)「この国を作り変えよう 日本を再生させる 10 の提言」
	121. みずほ総合研究所(2008)「迷走するグローバルマネーと SWF—国際金融危機の深層」
	122. 宮島英昭(2011)「日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて」
	123. 光定洋介、白木信一郎(2006)「投資ファンドのすべて—投資信託、バイアウト、ヘッジファンドなどの全容」
	124. 森田隆大(2010)「格付けの深層」
	125. 山崎秀彦[編著](2010)「財務諸表外情報の開示と保証 ～ナラティブ・リポーティングの保証～」
	126. 柳良平(2009)「企業価値最大化の財務戦略」
	127. 柳良平(2010)「管理会計の改善マニュアル—企業価値を高める」
	128. 柳良平(2011)「日本型脱予算経営」
	129. 柳良平、木村祐基(2011)「コーポレートファイナンスの実務—「投資家との対話」と企業価値創造戦略」
	130. 吉野太郎(2012)「事業会社のためのリスク管理・ERM の実務ガイド」
	131. 米山徹幸(2012)「21 世紀の企業情報開示—欧米市場における IR 活動の展開と課題」
	132. リチャード・M.スタインバーグ、フランク・J.マーテンス、マイルズ E.A.エバーソン、ルーシー・E.ノッティンガム著、八田進二、中央青山監査法人翻訳、(2006)「全社的リスクマネジメント フレームワーク篇」
	133. ロバート G.エクレス、Rバーツ、Mキーガン、Dフィリップス著、中央青山監査法人・PwC コンサルティング翻訳(2002)「企業情報の開示 次世代ディスクロージャーモデルの提案」
	134. ロバート G.エクレス、マイケル P.クルス著、花堂靖仁監訳、ワンレポート日本語版委員会翻訳(2012)「ワンレポート—統合報告が開く持続可能な社会と企業」

カテゴリ	表題
	<p>135. ローラ・J・リッテンハウス著、梶原伸洋・エッジインターナショナル翻訳、(2008)「信頼できる経営者を見分ける法 それでもあなたはアニュアルレポートを読まずに投資を続けますか？」</p> <p>136. ローレンス・A・カニンガム著、増沢幸一監訳(2000)「バフェットからの手紙-「経営者」「起業家」「就職希望者」のバイブル」</p>
調査・研究論文 ／寄稿／報告 書等	<ol style="list-style-type: none"> 1. Anthony Hopwood、Jeffrey Unerman、Jessica Fries (2010) "Accounting for Sustainability: Practical Insights" 2. CIMA、PwC、and Tomorrow's Company (2011) "Tomorrow's Corporate Reporting - A critical system at risk" 3. Commission of the German Corporate Governance Code (2010) "German Corporate Governance Code" 4. Department for Business, Innovation, and Skills (2011) "THE FUTURE OF NARRATIVE REPORTING" 5. Der Rat für Nachhaltige Entwicklung (2012) "German Sustainability Code" 6. Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (2012) "Annual Activity Report" 7. ESG コミュニケーション・フォーラム(2011) 「アニュアルレポートにおける ESG((環境・社会性・ガバナンス))情報の開示状況 2011」 8. European Commission (2011) "COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS" 9. European Commission (2011) "Meeting of the Expert Group on Non-Financial Disclosure by Companies (30.09.2011)" 10. Financial Reporting Council (2007) "A REVIEW OF NARRATIVE REPORTING BY UK LISTED COMPANIES IN 2006" 11. Financial Reporting Council (2009) "A REVIEW OF NARRATIVE REPORTING BY UK LISTED COMPANIES IN 2008/2009" 12. Financial Reporting Council (2009) "Rising to the Challenge. A review of narrative reporting by UK listed companies" 13. Financial Reporting Council (2011) "Cutting clutter. Combating clutter in annual report" 14. Financial Reporting Council (2011) "Minutes of a meeting of the Cutting Clutter Advisory Panel" 15. Financial Reporting Council (2011) "A GUIDE TO THE FINANCIAL REPORTING LAB"

カテゴリ	表題
	16. Financial Reporting Council(2011) <u>"UPDATE FROM THE FINANCIAL REPORTING LAB"</u>
	17. Incident Specific Preparedness Review (ISPR)(2011) <u>"BP DEEPWATER HORIZON OIL SPILL FINAL REPORT"</u>
	18. JP モルガン証券株式会社経済調査部(2012)「貿易収支は赤字が拡大、日本は資本の純輸入国へ」『経済調査部グローバル・レポート』2012年1月4日
	19. Megumi Suto, Lukas Menkhoff, Daniela Beckmann(2005) "Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers: Japan and Germany vs the US" Waseda University Institute of Finance Working Paper Series
	20. NPO 法人 社会的責任投資フォーラム編(SIF-Japan)(2012)「日本 SRI 年報 2011」
	21. Project Future Prrof 編(2012)「IR Best Practice Guidelines 2012」
	22. イアン・ブレマー、米倉誠一郎(2011)「枠組みなき G ゼロ時代に中国という国家資本主義とどう向き合うべきか」『一橋ビジネスレビュー』Vol.59No.2
	23. 五十嵐則夫(2012)「財務報告制度の変革と監査報告のパラダイムシフト」『企業会計』Vol.64No.2
	24. 伊藤邦雄(2010)「ディスクロージャー学の展望と課題 ―会計基準のコンバージェンス問題を越えて」『企業会計』Vol.62No.10
	25. 井手正介(2012)「純投資の条件整う日本の株式市場」『証券アナリストジャーナル』1月号
	26. 越智信仁(2009)「CSR 情報開示を巡るハードローとソフトローの射程―両者の機能、役割分担、関係性等を中心に―」『ソフトロー研究』第13号
	27. 越智信仁(2009)「リスク情報の開示・保証のあり方に関する規範的考察―新 BIS 規制下の開示・信頼性付与事例を端緒に―」『現代監査』No.19
	28. 越智信仁(2010)「IFRS による見積り拡大と経営者、監査人の責任・対応―重要性を増す裁量的判断過程への内部統制―」日本銀行金融研究所ディスカッションペーパーシリーズ(日本語版)
	29. 加賀谷哲之(2011)「日本企業の BCM の実態と課題」『あらた基礎研究所 企業の事業継続性研究会 研究論文集』No.3
	30. 加賀谷哲之(2011)「BCM を促進させるコーポレートガバナンス、開示の役割」『あらた基礎研究所 企業の事業継続性研究会 研究論文集』No.3
	31. 刈屋武昭(2012)「価値創造 ERM の展望」(第5回日本価値創造 ERM 学会予稿集)
	32. 川北英隆(2012)「企業の利益構造と株価の低迷」『ニッセイ基礎研 REPORT』2012年2月号

カテゴリ	表題
	33. 金子裕子(2008)「非財務情報を中心としたディスクロージャーの国際比較」『企業会計』Vol.60No.3
	34. キャシー松井(2012)「日本株式市場活性化の条件」『証券アナリストジャーナル』1月号
	35. 菊地正俊、松島憲之、河野龍太郎、川北英隆(2012)「(座談会)日本経済と株式市場」『証券アナリストジャーナル』1月号
	36. 金鉉玉(2007)「リスク情報の事前開示が投資家の意思決定に与える影響-情報流出リスクの顕在化ケースを用いて」『一橋商学論叢』Vol.2No.2
	37. 金鉉玉(2010)「企業のリスク情報開示とコーポレートガバナンスとの関係」『インベスター・リレーションズ』No.4
	38. 熊谷五郎(2012)「東証・業績予想開示実務に関する見直し～政府新成長戦略・金融庁アクションプランへの対応～」『資本市場リサーチ』Vol.22
	39. 経済財政諮問会議「構造変化と日本経済」専門調査会(2008)「グローバル経済に生きる-日本経済の「若返り」を-」(「構造変化と日本経済」専門調査会報告)
	40. 経済同友会(2011)「グローバル時代のCSR-変化する社会の期待に応え、競争力を高める-」
	41. 古賀智敏・五十嵐則夫・與三野禎倫・嶋津邦洋(2011)「「原則主義」対「細則主義」と監査人の判断形成」『あらた基礎研究所「次世代会計研究会」研究報告書』Vol.3
	42. 古賀智敏・島田佳憲(2011)「中小企業の非財務情報の有用性」『あらた基礎研究所「次世代会計研究会」研究報告書』Vol.3
	43. 古賀智敏(2011)「企業情報開示の新たな展開-財務情報と非財務情報の統合化の可能性と課題-」『税務通信』2011年12月号
	44. 古賀智敏(2012)「国際会計研究学会東日本部会基調講演「グローバル化時代における統合レポートの発展可能性と課題」
	45. 好田健祐・久禮由敬(2011)「企業価値を簡潔明瞭に伝えきる「統合報告」への挑戦 真の姿を映す企業レポートとは」『Value Navigator』No.3
	46. 好田健祐・久禮由敬・水本江里子(2011)「ステークホルダーの期待に応える非財務情報の開示ポイント」『旬刊経理情報』No.1283
	47. 好田健祐・久禮由敬(2012)「IIRCのDP公表を契機に議論が加速 非財務情報開示をめぐる最新トレンド」『旬刊経理情報』No.1303
	48. スコット・キャロン、木村祐基、洪澤健、柳良平(2010)「投資家はIFRSをどう見るか-日本企業のコーポレートガバナンスの観点からの検討-」『企業会計』Vol.62 No.7
	49. 田中久司(2012)「東日本大震災における東京電力のリスクマネジメントとそこから

カテゴリ	表題
	の教訓」(第5回日本価値創造ERM学会予稿集)
	50. 中川俊一(2012)「花王のCSR経営 ～攻めと守りのCSR価値向上活動～」(第5回日本価値創造ERM学会予稿集)
	51. 日本インベスター・リレーションズ学会(2012)「企業価値に貢献する統合開示モデルの研究 最終報告」
	52. 日本証券アナリスト協会(2011)「特集 ESG投資」『証券アナリストジャーナル』5月号
	53. 野中郁次郎(2011)「イノベーションを持続するコミュニティをつくる」『一橋ビジネスレビュー』Vol.59 No.1
	54. 野田健太郎(2008)「事業継続に向けた企業の責任と努力」財務総合政策研究所
	55. 野田健太郎(2009)「防災ニューディール推進を」日本経済新聞
	56. 野田健太郎(2011)「事業継続計画(BCP)開示企業の特徴に関する研究」『インベスター・リレーションズ』No.5
	57. 藤川佳則(2011)「価値共創の実務的示唆—日本企業の機会と課題—」『一橋ビジネスレビュー』Vol.59 No.2
	58. 藤田友敬(2005)「「法と経済学」の観点から見た情報開示」『判例タイムズ』No.1178
	59. 松尾敏行(2011)「環境情報開示モデルの構築—財務報告と環境報告の連携—」
	60. 甲斐幸子(2010)「欧州委員会グリーン・ペーパー「監査に関する施策:金融危機からの教訓」」『会計・監査ジャーナル』No.665
	61. 山崎秀彦(2011)「監査人報告変革の方向性」『会計・監査ジャーナル』No.672
	62. 安井肇(2007)「(特集・公認会計士法の改正)監査法人をめぐる環境変化と今後の方向性—社会からの期待の高まりに対応を迫られる監査法人」『ジュリスト』No.1344
	63. 安井肇・久禮由敬・中山崇(2010)「IFRS導入で重要性は増加!? コーポレートレポーティングの最新トレンド」『旬刊経理情報』No.1254
	64. 安井肇(2011)「21世紀型の企業報告のあり方を問う「統合報告書」構想」『金融財政事情』No.2955
	65. 柳良平(2011)「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』Vol.63No.11
	66. 姚俊・五十嵐則夫・古賀智敏(2011)「証券アナリストによる非財務情報の活用—投資リスク判断の側面から—」『あらた基礎研究所「次世代会計研究会」研究報告書』Vol.3

(オブザーバー)

多田 明弘 様	経済産業省	経済産業政策局	経済産業政策課長
保坂 伸 様	経済産業省	経済産業政策局	企業行動課長
平塚 敦之 様	経済産業省	経済産業政策局	企業会計室長
橋森 武志 様	経済産業省	経済産業政策局	企業会計室 室長補佐
小林 麻子 様	経済産業省	経済産業政策局	企業会計室 室長補佐
林 美由紀 様	経済産業省	経済産業政策局	企業会計室 会計基準係長

(事務局) あらた監査法人

丸山 琢永	あらた監査法人	代表社員
好田 健祐	あらた監査法人	代表社員
安井 肇	あらた監査法人	あらた基礎研究所 所長
久禮 由敬	あらた監査法人	シニアマネージャー
荒井 英夫	あらた監査法人	シニアマネージャー
谷田 健太郎	あらた監査法人	
正田 洋平	あらた監査法人	
小峰 淳	あらた監査法人	

上記に加え、箱田 順哉、Alison Thomas、Patrick Albrecht、Andreas Bröcher、その他の専門家が本調査研究に参画した。

平成 23 年度総合調査研究
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

平成 24 年 3 月
あらた監査法人