

解 題

日本証券アナリスト協会

専務理事 前 原 康 宏 CMA

企業と投資家をめぐる環境は、制度面と技術面の両面で大きく変化してきている。

制度改革をみると、政府は「日本再興戦略」という枠組みの中で、企業の新陳代謝を促進することによって企業の稼ぐ力を強め、日本経済を活性化しようとの意図から、2014年にスチュワードシップ・コード、15年にはコーポレートガバナンス・コードを導入した。これらの二つのコードにおいては、長期的な視点からの企業価値向上のための企業と投資家のエンゲージメント、すなわち目的を持った建設的な対話を促進することが重視されている。

一方、技術の進展から財務情報の分析における効率性が大幅に高まり、財務諸表や財務市場の分析という単純な作業は今後機械が行っていくようになる。同時に、技術の進展によって、企業価値の説明要因に占める無形資産の重要性が高まっており、従来の企業価値評価のやり方では、企業の将来性や持続可能性をも踏まえた真の企業価値を捉えることが難しくなっている。

このような環境変化の中で、資本主義において価値創造の主要な役割を担っている企業のあり方も修正されることが必要になってきているように思われる。すなわち、企業には、従来の経済的な価値の最大化に加えて、社会的な価値を最大化す

ることが求められてきている。最近、SDGsやESG投資へのコミットメントが注目を浴びているのは、このような企業行動の変化を反映したものと考えられる。

企業の価値創造のあり方の変化に伴い、企業の価値創造の源泉も多様化してきている。13年12月に国際統合報告委員会が公表した国際統合報告フレームワークでは、企業の価値創造の源泉となる資本として、財務資本、製造資本、人的資本、知的資本、自然資本、社会・関係資本の6種類の資本が挙げられている。従来、企業の価値創造のプロセスを分析する際には、主として財務資本、製造資本という財務情報に注目してきた。現在では、これらの資本に加えて、ガバナンス面の人的資本、技術面の知的資本、環境面の自然資本、社会面の社会・関係資本といった非財務情報に注目することが必要になってきている。

このような変化に伴い、企業を分析し評価する証券アナリストの仕事や役割も変化してきている。証券アナリストは、財務情報だけでなく、財務情報以外の全ての非財務情報を企業の価値創造のプロセスの中で関連付けることが必要になっている。更に、企業価値向上のために、企業と投資家が行う目的を持った建設的な対話において、証券アナリストが対話の架け橋としての役割を果た

することが重要になってきている。

このような問題意識から、日本証券アナリスト協会では投資家、証券アナリスト、企業の有識者に執筆を依頼し『企業・投資家：証券アナリスト—価値向上のための対話』と題する書籍を17年6月に出版した。この中で証券アナリストの役割については、財務情報と非財務情報の分析をベースに企業の将来を見据えた企業価値の向上に関する仮説（価値創造のストーリー）を構築し、その仮説をベースに企業との間で目的を持った建設的な対話を行い、企業価値の向上に貢献することとされている。

本特集は、上述のような非財務情報の重要性を認識した上で、企業と投資家との間の目的を持った建設的な対話におけるアナリストのあり方を取り上げている。最初の宮永論文「中長期投資において重視される非財務情報とは—企業とアナリストとの建設的な対話に向けて—」では、企業と投資家との間の建設的な対話で開示されるべき重要な非財務情報として、①財務的価値の創造に関連した非財務情報、②企業の存続基盤に関連した情報、③環境や社会貢献等に関連した情報、④事業環境とリスクに関連した情報、⑤知財関連情報等のその他の非財務情報を例示している。そして、これらの情報を開示している統合報告書を対話において活用することを、機関投資家と企業の双方に提案している。

具体的には、日本企業5社と統合報告に積極的に対応してきた南アフリカの企業4社の統合報告書を比較し、どのような情報開示をしていくべきかについて以下の3点の指摘を行っている。第一に、非財務情報と財務情報との連携を将来の企業の価値創造との関係で明確にし、できる限り客観的、定量的な数値目標を使って説明した方がよい

こと。第二に、リスク情報やコーポレートガバナンスに関する情報の開示は南アフリカの事例を参考に一段と進めるべきであり、このような情報開示を進めることによって企業の信頼性は高まること。第三に、企業はESGの課題と取組みを自社の経営戦略の中にしっかり組み込み、財務的な成果との関連性を示しながら、広義の企業価値創造に向けたストーリーを語るべきであること。

最後に、21世紀の社会が20世紀の拡大・成長型から安定・成熟型へと転換していくと予想される中で、投資家と企業との間の対話における非財務情報は、そのような社会の持続可能性を高めるための目標・KPIとしても重要になるだろうと予測している。

2本目の大堀論文「対話の相手の『本音』を知ろう—投資家フォーラムでの議論などから読み取る試み—」は、投資家フォーラムや政府の分科会での発言や一部の刊行物・書籍等から投資家と企業との対話における「本音」を読み取ろうとしている点でユニークな試みである。筆者は、企業側の意見とそれに対する投資家側の反応をとり上げ、そこに筆者の見解を付け加えることで対話の当事者双方の認識ギャップを埋めたいとしている。

投資家フォーラムにおける本音から読み取れる投資家と企業の間関係を見てみると、投資家と経営トップとのミーティングにおいては、投資家は企業の経営トップの資質を見定めようとする一方、企業側は投資家が経営トップと真摯に対峙しようとしているかどうかを見定めようとするという緊張関係が大事であるという意見を紹介している。更に、投資家がミーティングの後、当たり障りのないフィードバックをすることが多いという日本の状況については、企業側が、投資家からの厳

しい声を経営陣が求めている点を明確にした上で、証券会社などを通さずに投資家に直接フィードバックを求めれば投資家も遠慮せずに意見を開陳するだろうとしている。

次に、ビジネスモデルの開示については、企業が単なる事業プロセスについての概要説明やどの会社にも適用できそうな価値創造プロセスの粗雑な説明と混同しているような印象があるとしている。この点に関し、自社のビジネスモデルをきちんと認識していなければ、ビジネスや自社のポジショニングを変えていく必要がある局面で課題を看過しかねないし、ビジネスモデルの認識なしに競争力強化はおぼつかないと指摘している。

ESG情報については、投資家側の考え方に依然として大きなばらつきがあり、ESG情報の活用について投資家コミュニティ内部での議論は未成熟ではないかとの見方を示している。ESG情報については、近年注目されてきているが、その部分だけ切り出されて注目されすぎている感があるという筆者の指摘は傾聴に値する。

最後に、座談会「アナリストの新たな分析視点—非財務情報の活用法—」では、バイサイドからゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントのスチュワードシップ責任推進室長である小野塚恵美氏、セルサイドから三菱UFJモルガン・スタンレー証券エクイティリサーチ部のチーフリサーチアドバイザーの松島憲之氏、KPMGジャパンで統合報告書に長年関与されてきた芝坂佳子氏の3名の方に参加していただき、司会は一橋大学大学院教授の中野誠氏に務めていただいた。

座談会では、5項目のテーマについて議論された。第一は、重要な非財務情報とは何かという点である。まず、非財務情報の重要性が注目されてきたのは、非財務情報が将来の財務状態を左右す

る可能性のある項目として認識されてきたためであり、非財務情報の一つである定性的な情報は、財務情報と密接な関係があるので企業の収益力や企業価値評価という企業分析にとって重要であるとの発言があった。非財務情報を活用することは、その背後に隠されている企業の価値創造のプロセスが見えてくるようにすることができるという面で重要であるとの指摘があった。このような中で、統合報告書の視点からも価値創造に向けた活動等につながる意思決定とその成果に与えるインパクトが大きいものが重要な非財務情報であるとの見方が示された。

第二に、企業価値評価モデルや投資意思決定における非財務情報の扱い方が取り上げられた。投資の意思決定のやり方が非財務情報によって影響を受ける可能性があるので、非財務情報の分析は投資の意思決定プロセスの中に統合して行われるべきとの見方が示された。また、企業価値の評価においては、非財務情報を企業固有の価値創造ストーリーとして結合させて説明できるようにすべきとの発言があった。

第三に、統合報告書と非財務情報開示の現状と課題について議論され、統合報告書の視点からは次の三つの問題が指摘された。一つ目は、企業がアナリストに対して、価値創造ストーリーの裏付けとなる財務戦略をきちんと伝えていないこと。二つ目には、企業自らが価値を生み出す根幹となるもの、長期にわたって価値創造に影響を与えるものが何なのかという議論を十分に行っていないために外部にきちんと伝えることができていないこと。三つ目として、企業内部では多くの経営管理上の指標を用いながら意思決定を行っているが、それらの指標と開示しているKPIとが結び付いていないことが挙げられた。このような問題に対しては、価値創造ストーリーを明確に語るこ

が基本的な対応であり、そのためには、企業は非財務情報の開示レベルを引き上げるとともに企業価値を戦略的に向上させていくことが求められているとの指摘があった。

第四に、非財務情報の開示が進むことによるメリットとデメリットについては、このような開示の功罪を論ずる以前の問題として、諸外国に比べて開示のレベルが低いので一段とレベルを上げることが必要との意見が多かった。一方、非財務情報がモザイク情報として与えられたとしても、アナリストがモザイク情報を組み上げて、そこに隠された真の姿を見するという能力があれば問題はないという発言もあった。

第五に、非財務情報の入手・分析の工夫とアナリストの役割について議論が行われた。まず、アナリストがAIという新しい手段を利用して企業を分析すれば、全く異なる未来の産業構造の姿が見えてくるのではないかの指摘があった。更に、アナリストが企業の社会的な存在意義を見極めた上で、企業と対話をすれば、企業も異なる視点を持つことが可能となり、その結果、企業は持っている資源を一段と活用して新しい価値を創造し、

それが再びアナリストの見方に影響を与えるという形の好循環が生まれてくるという意見があった。結局、企業経営もアナリストの分析の視点も、従来とは異なっていることを前提にしなければならないということであり、企業経営は、必ずしも過去の積み上げだけに依存してはならないし、アナリストは、定性的な情報を読み取る能力や、それらを分析に取り込んで企業価値を正しく判断する能力をアップしていく必要があるという点で意見の一致をみた。

証券アナリストが、非財務情報を活用するということは、単に分析の視点を広げるということにとどまらない。証券アナリストが非財務情報を活用することは、企業価値創造のプロセスを理解し、それをベースに長期的な視点から企業価値を評価し、向上させていくという役割を果たす上で、重要な意味合いを持っている。今回の特集が、金融・投資のプロフェッショナルとしての証券アナリストの役割を考える際の一助となることを期待している。