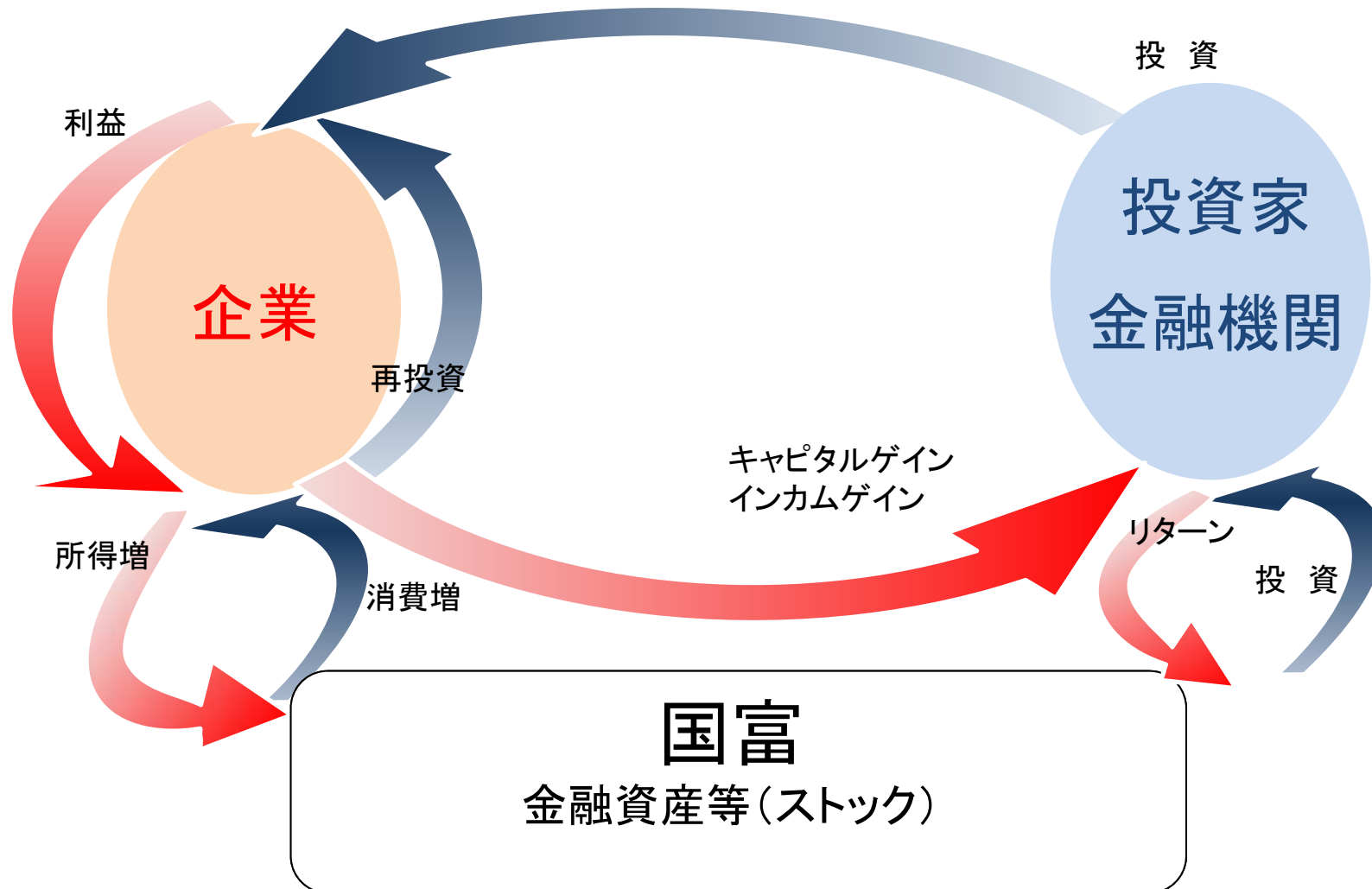


**持続的成長への競争力とインセンティブ
～企業と投資家の望ましい関係構築～
(伊藤レポート)**

伊藤レポートの目的

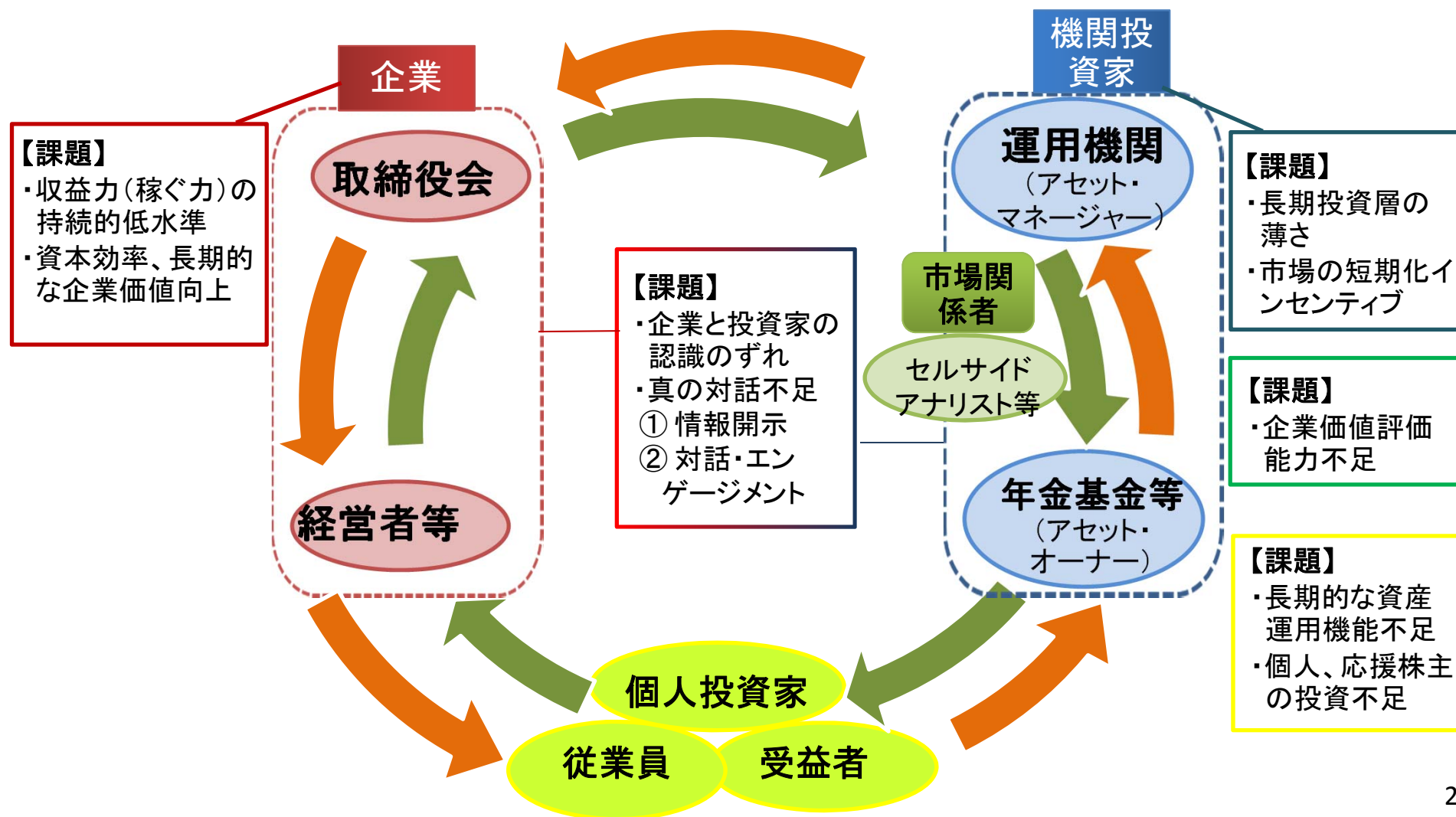
- 日本が急速な高齢化と人口減少に直面する中、限りある様々な資源（金融資本、人的資本、知的資本等）の「資本効率」を高め、長期的な国富の維持・形成を図ることが必須。
- 企業が「稼ぐ力」を高め、持続的な価値創造を実現し、資金の拠出者が長期的なリターンを得られる仕組み、すなわち経済の「インベストメント・チェーン」の全体最適化が、日本経済の好循環及び持続的成長につながる。



伊藤レポートの視野

○「インベストメント・チェーン」※の全体最適化に向け、主要プレイヤー（企業、投資家、市場関係者等）が一同に会し、国内外からの参加・貢献を得て、エビデンスベースでの分析と提言を実施。

※資金の拠出者から、最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり

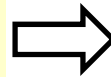


伊藤レポート 要旨

問題意識・現状

「持続的低収益性」のパラドックス

- イノベーション潜在力にも関わらず、持続的低収益
- 資本市場向けと経営の言葉を使い分ける「ダブルスタンダード経営」の限界
- 資本効率及び長期的な価値向上等の指針欠如がもたらす「日本型短期主義経営」への懸念



提言・推奨

イノベーション創出と高収益の同事実現へ

- 企業と投資家の「協創」による持続的な価値創造
- 資本効率を意識した企業価値経営へ
 - ・ 資本コストへの意識
 - ・ CFO人材の強化
 - ・ 中長期的なROE向上を経営に落とし込む「日本型ROE経営」

長期投資家不在の「資産運用後進国」日本

- 企業価値向上を支える長期投資家の層の薄さ
- 日本市場特有の短期志向を助長するインセンティブ構造
- アナリストの企業価値評価能力への疑問

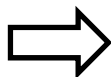


インベストメント・チェーンの全体最適化へ

- アセット・マネージャーやアナリストのインセンティブ構造の転換
- パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択へ
- 長期的な応援株主としての個人投資家の育成

企業と投資家の対話欠如がもたらす悪循環

- 企業価値をめぐる基本的な考え方の違い
- 中長期的な企業価値を判断する開示の不足
- 中長期的な企業価値向上に資する対話の不足



高質の対話を追求する「対話先進国」へ

- 企業と投資家の望ましい関係構築のために、「経営者・投資家フォーラム」の創設
- 持続的な企業価値につながる企業開示へ
- 「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進

(参考) 伊藤レポート 目次

1. 持続的成長と企業価値創造
2. 持続的成長の姿
3. ROEと資本コスト、資本規律
4. マネジメントシステムと経営者のインセンティブ
5. 中長期投資の促進
6. アセット・マネージャーのインセンティブ構造
7. アセット・オーナーの体制等
8. セルサイド・アナリストの役割とインセンティブ構造
9. 投資家の短期志向(ショートターミズム)化
10. 経営の短期志向化
11. 持続的成長に向けた企業開示のあり方
12. 対話・エンゲージメント

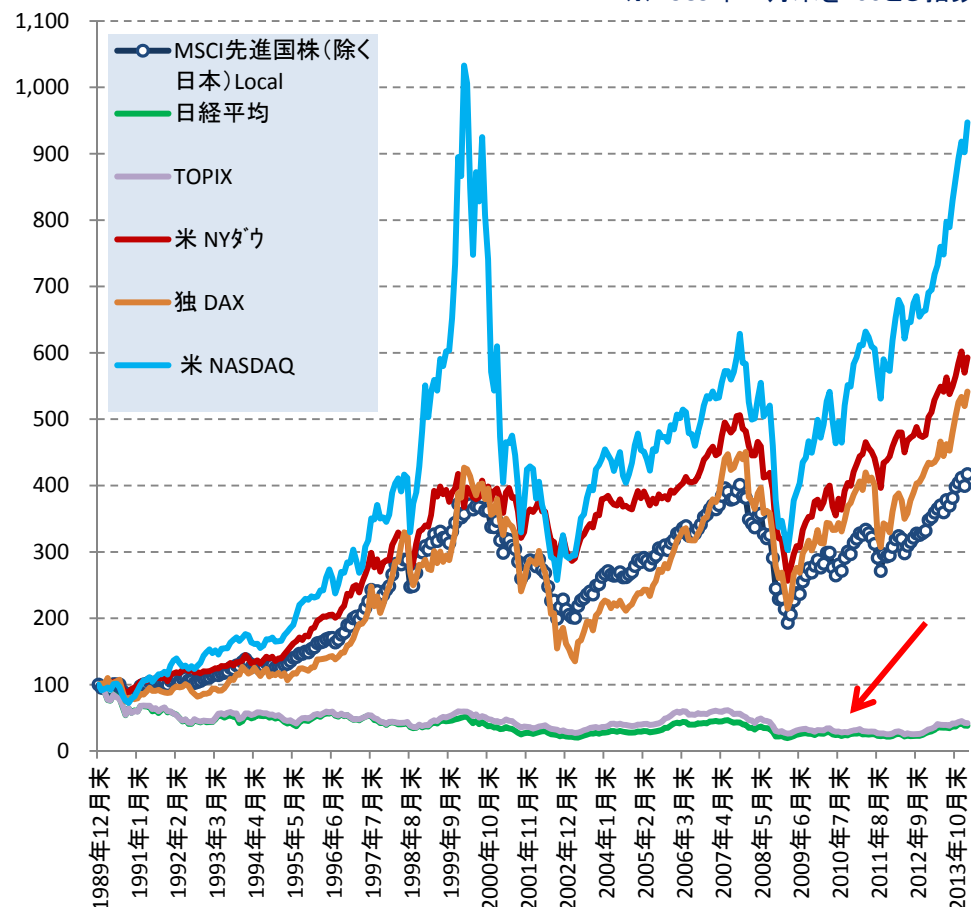
持続的低収益性のパラドックス(1) 長期にわたる低収益性

○近年陰りが見えているとはいえ、日本企業は世界でもイノベーション創出能力が高いと見られてきた国の一つ。それが、ここ数十年にわたり持続的に低収益というパラドックスに陥ってきた。

代表的な株価指数の累積リターン

<過去25年間(1989年末～2014年2月末)>

※ 1989年12月末を100とし指数化

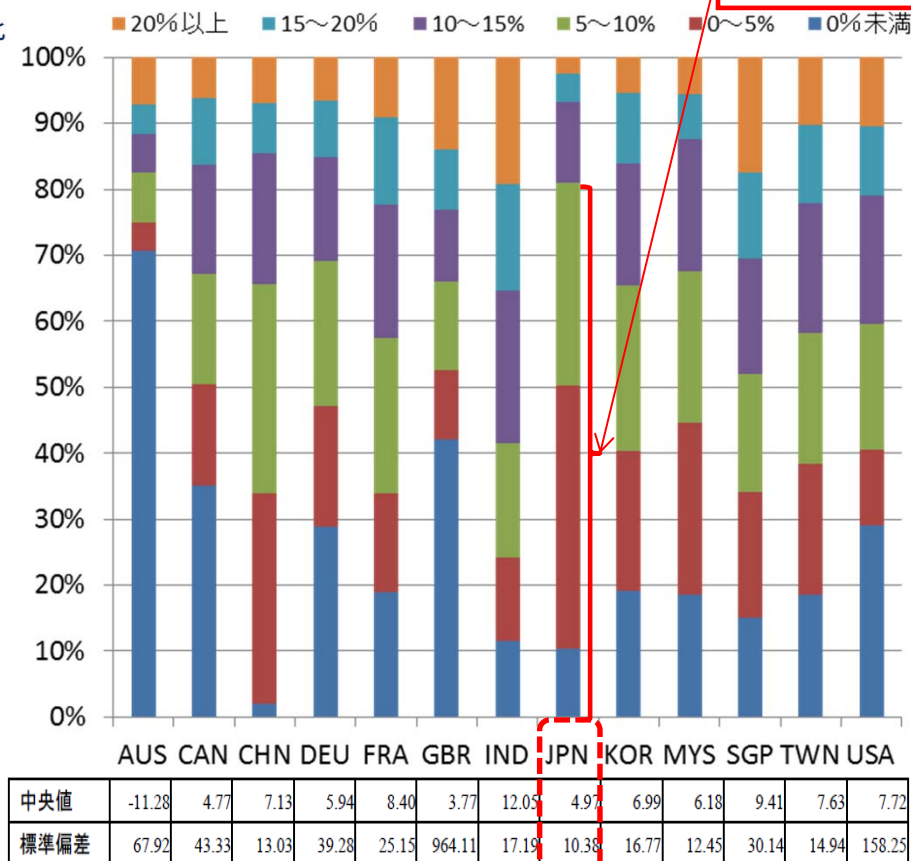


(出所) Bloombergのデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

ROEの国際比較

<過去10年間(2000年～2010年)>

ROE10%以下の企業が約8割



※Compustat Globalデータベースより各国の2000-2010年の各社のデータをベースに各社の過去10年間の中央値を算出。図表では各社中央値の分布を示している。

(出所) 一橋大学 加賀谷哲之准教授作成。

持続的低収益性のパラドックス(2) 事業収益力の低迷

- ROEを構成要素に分け、売上高利益率、資本回転率、レバレッジを日米欧で比較すると、回転率やレバレッジには大きな差はなく、売上高利益率の低さによることが大きい。日本企業の中でも高ROEを達成している企業は売上高利益率も高い。
- 業種別に日米欧で比較しても、いずれのセクターも日本はROE、売上高利益率ともに低く、一般的に日本の基幹産業が製造業や資本財産業だから、日本のROEが低いとは言えない。

構成要素別比較(日、米、欧)

		ROE	利益率	回転率	レバレッ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

業種別の日米欧平均ROE比較

	資本財	素材
日本	6. 8%	2. 2%
米国	15%	12. 1%
欧州	10. 5%	5. 1%

※2013年8月現在の直近のデータ

※セクターとして、資本財や素材の他、一般消費財、生活必需品、エネルギー、ヘルスケア、情報技術、電気通信、公益事業に分類されている。

(出所) Bloombergよりいちごアセットマネジメント作成

注1) 2012年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

注2) 対象=TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index対象の企業の

うち、必要なデータを取得できた企業

(出所) みさき投資株式会社分析 (メリルリンチ神山氏の初期分析を基に、Bloombergデータを分析加工)

持続的低収益性のパラドックス(3) 「ダブルスタンダード」経営の限界

- 日本企業が好調だった1980年代までは、ややもすれば短期志向の資本市場から日本企業は収益の期待を受ける一方で、経営は別の視点(いわゆる「長期的経営」)で行うという「ダブルスタンダード」経営を実践。
- しかし、1990年代半ば以降、日本企業の成長性、収益性が急速に低下したと相まって、「ダブルスタンダード」経営を資本は見透かすようになってきた。

「ダブルスタンダード」経営が限界に来ているのではないか？

(1) 資本市場と社内の経営指標の乖離

多くの日本企業の経営者はIRの機会などで投資家に対してROE(株主資本利益率)やEVA(経済的付加価値)等の資本市場が重視する指標で語る一方、社内ではそれとは異なる経営指標を用いる

(2) 中期経営計画等の達成力不足 (資本市場で開示する目標と実際の経営目標は別)

日本企業が中期経営計画で投資家に示した収益目標の達成度が非常に低いという事実

企業と投資家の間に認識ギャップが存在
対話欠如がギャップを深め、中長期的な企業価値向上の障害になっていないか

持続的な企業価値向上につながるM&A

○持続的成長に向けた企業戦略には、自社の内部資源を活用した取組の他、不足資源や機能の補完を目指したM&A等がある。日本企業においても、M&Aを企業戦略に組み込む動きがみられるが、明確な戦略の策定や内部人材の確保、経営風土の見直し等に課題。

現状

✓ 大型案件を含む海外企業の買収案件の活発化

背景: 規模拡大や地域補完の他、競争優位製品への集約等の成長機会を求める動き

地域: 12年以降、北米・欧州のシェアが上昇傾向（アジア新興国の成長の一服感や大規模成熟市場に新たな販路を求める動き）

業種: 自動車等一般消費財産業・企業の海外進出の一巡感がある一方、食品、医療、ヘルスケア等生活必需品等内需系産業の海外進出の活発化

タイミング: 国内M&Aは資金余力のあるとき、海外M&Aはタイミング重視の傾向

課題

✓ 社内の人材や専門組織、実行体制、ノウハウ不足

（経験や既存事業とのシナジーがない分野での多角化、自社のM&A経験をマニュアル化する企業は全体の7%程度（13年デロイト調査）等）

✓ 売却へのハードルの高さ

（従業員や地域社会との繋がり、企業内組合等）



資本効率改善への制約

持続的な成長戦略に取り込むための方策

- ✓ 中長期的なビジネスモデルのあり方、事業・製品における差別的競争優位の力点など、M&Aに向けた戦略のマネジメント間での共有。
- ✓ 一連のM&A業務に精通し、国際的な知識と経験も有した内部人材確保・育成。このような専門的見識をもった社外取締役の導入。
- ✓ 攻めのM&Aの足かせとなっている経営風土や仕組みの克服。
- ✓ 明確な企業価値創出をM&Aの判断基準とすることで、資本市場に対する説明責任を果たす。

マネジメントシステムと経営者のインセンティブ(1)

○企業が投資家との建設的な関係を構築の上、持続的成長という共通目的を達成するためには、マネジメントシステムや経営者のインセンティブ構造に課題。

マネジメントシステム

日本における議決権行使の現状

- ✓ 日本の議決権行使率は諸外国と比較して高い水準。
日経225構成企業でみれば75.7%(13年)。
- ✓ 外国人投資家の行使率の高まり。
- ✓ 機関投資家が重視する議案は役員(取締役、監査役)選任や買収防衛策等

社外取締役等の導入状況

- ✓ 東京証券取引所上場企業(市場第一部)において社外取締役選任の拡大。
全体の約7.5割の1,347社(14年7月時点)
- ✓ 社外取締役の割合とともに出席率も向上。

取締役等に対する期待

- ✓ 取締役各々が期待される専門性・経験値を備え、取締役会全体として機能すること。
- ✓ 非業務執行役員については、産業の枠を超えた経営者の戦略に、適切な助言や批判が出来る存在であること。

方向性

- ✓ 取締役会の使命や基本方針を中長期計画等において明確化。
- ✓ 取締役会機能を高めるため、全体的な能力・経験等のバランス、価値観の多様性の確保。
- ✓ 社外取締役等の実効性を高めるための情報提供やサポートスタッフ配置等、経営の質を確保する仕組み作り。
- ✓ 取締役会レビューや研修等の仕組み検討(英国の例)。

マネジメントシステムと経営者のインセンティブ(2)

経営者のインセンティブ

現状

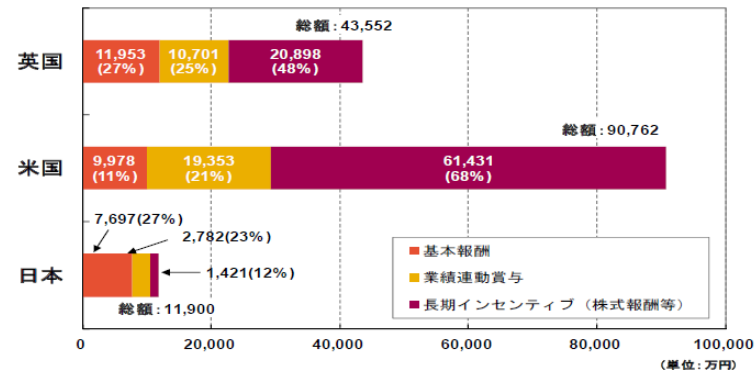
- ✓ 業績に関係なく4～6年と固定的な任期
- ✓ 日本企業の経営者のインセンティブ構造は、欧米企業等との比較で、以下の傾向有り。
 - ①低い報酬水準、
 - ②少ない業績連動部分 等
- ✓ 使命感や責任感、社会的信頼等の非金銭的インセンティブの役割の大きさ



方向性

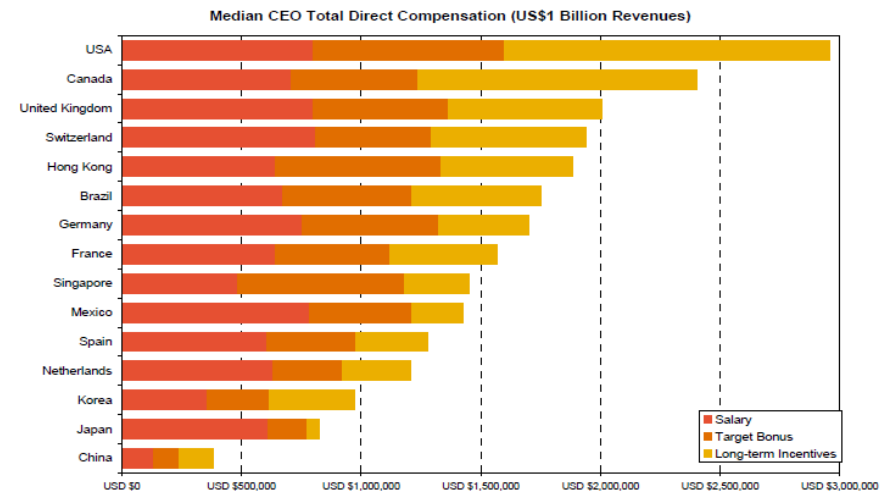
- ✓ CEOの思い切った経営を支える有能なCFO人材の育成、活用
- ✓ 経営者のイノベーションや新しいビジネスモデル作りへの挑戦と報酬バランス、インセンティブの見直し
- ✓ 社会、国民からの評価の経営への寄与度が日本型経営の特徴の一つ。各国民が企業の姿勢に影響を与えることが、経営者の使命感として根付く仕組み作り。

日米欧CEO報酬比較(2012年)



注) 米国: Fortune 500のうち売上高1兆円以上の企業180社の中央値 Data source: 2012年委任状説明書
英国: FT UK 500のうち売上高1兆円以上の企業43社(金融等を除く)の中央値 Data source: 直近の
アニュアルレポート
日本: 総額は時価総額上位100社のうち売上高1兆円以上の企業77社の連結報酬等の中央値 内訳(割合)
は連結報酬等開示企業(異常値を除く)45社の平均値を使用して算出 長期インセンティブには退
職慰労金単年度を含む Data source: 有価証券報告書
※円換算レートは2012年平均TTM (1ドル=79.82円、1ポンド=126.49円)
(出典) タワーズワトソン

各国CEO報酬比較(売上高等10億ドル企業)



(出展)タワーズワトソン

日本企業の資本政策における論点・課題

- 欧米と比べ、日本企業が資本市場の短期志向の影響を受けているとの認識は強くない。
- 「ダブルスタンダード経営」もあり、①株主（投資家）との対話が十分でなく、②企業経営に対する株主（投資家）の影響力が相対的に低いことも大きな背景の一つ。
- 一方、投資家は以下のような日本企業の資本政策への疑問から、長期的な企業価値が毀損されることを懸念。

内部留保

- ✓ 投資家にとって、内部留保は将来成長に向けた再投資原資。ROE水準を維持しつつ、長期的な将来収益（配当等）をもたらす適切な内部留保水準と説明を重視。
- ✓ 日本企業の内部留保水準と将来に向けた用途についての説明不足への不満。

現金保有

- ✓ 投資家も金融危機や震災等のリスク対応のため、日本企業の現金保有が厚くなることを理解。
- ✓ 現金保有の適正水準は業種・企業により様々だが、投資家は企業の考えが明確に説明されることを重視。たとえば、安定的なキャッシュフローが見込める業種の現金の多さや全般的な説明不足に疑問。

配当政策

- ✓ 日本企業の配当性向は「安定配当志向」により平均値30%に集中。一方、同時期の米国は、平均配当性向が同水準でも企業による違いが大きく、無配企業も多い。
- ✓ 投資家は、企業が資本効率を考慮した配当政策を検討し、考え方を共有することを重視。

収益力(稼ぐ力)を維持する企業の特徴

- 日本企業の収益性・株価が低迷した過去20年において、データが継続して得られる上場企業1600社のうち、株式リターン(配当込みの株価上昇率)がプラスとなった企業は約200社。
- 厳しい環境下でも高いパフォーマンスを維持している企業には、4つの共通項とその取組を着実に実施し、成功に導くための経営力が見られた。

【持続的成長企業の4つの共通項(競争力の源泉)】

(1)顧客への価値提供力

他社との差別化で顧客に価値を提供して価格決定力を持つ

(2)適切なポジショニングと事業ポートフォリオ構築のための選択と集中

自社の存在が不可欠となるポジショニングと事業ポートフォリオ最適化を徹底している

(3)継続的なイノベーション

オープンイノベーション等他社との連携も視野に入れた継続的なイノベーションを行っている

(4)環境変化やリスクへの対応

変化を恐れず、時代や自社に合った経営革新に合理的、積極的に取り組んでいる

【競争力強化を実現する経営力】

(1)経営者のリーダーシップ

(2)マネジメントシステム (ガバナンス)

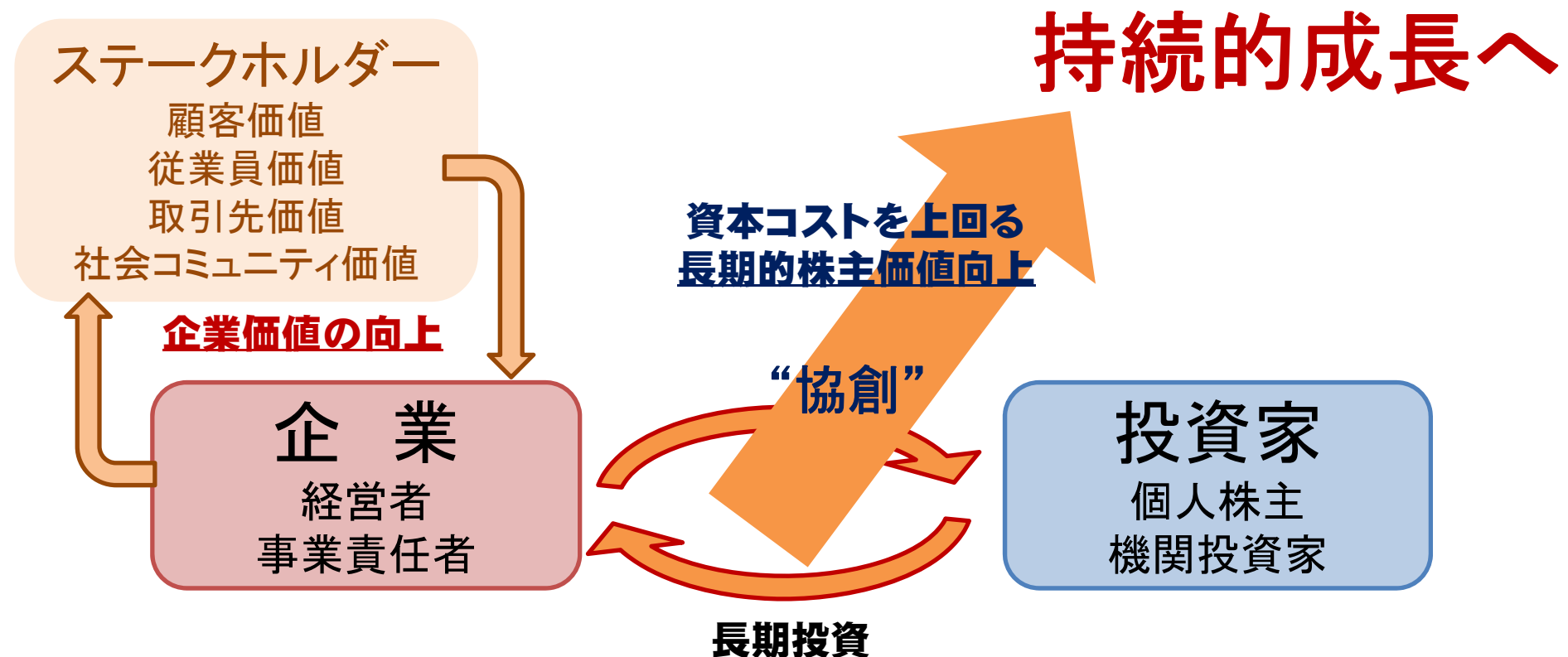
(3)資本効率も念頭に置いた 経営戦略・計画等



イノベーションと高収益の同時実現(1) 企業と投資家の「協創」

企業と投資家の「協創」による持続的価値創造

- 投資先企業の価値創造を期待して投資する株主は、企業の成長を後押しする存在であり、持続的成長は企業と株主との「協創(協調)」の成果。
- 企業経営者や事業責任者がこれを認識することが必要。
- 投資家側も株主価値を独立で捉えるのではなく、顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値等を長期的な株主価値向上につなげる認識を持って、企業の持続的な価値創造力を評価することが必要。



(参考)企業価値や付加価値の考え方の違い

- 「企業価値」や「付加価値」の考え方には、企業の中でも違いがあり、投資家・アナリストの考えも一様でない。
- 企業価値は、一般に株主価値・経済価値として株式時価総額や将来キャッシュフローの割引現在価値(DCF)と捉えられる一方、企業のステークホルダー全体の総和とより広く捉える見方もある。

<企業価値や付加価値をめぐる見方>

持続的成長	企業価値		付加価値
持続的成長： 中長期的、継続的に <u>企業価値</u> が高まること	狭	○ 株主価値/経済価値 ・ 株式時価総額 ・ 将来キャッシュフローの割引現在価値(DCF) ○ 価値創造企業＝資本コストを上回る利益を生む企業	○ 株主以外のステークホルダーに対する分配額(コスト)を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分
	広	○ 株主、顧客、従業員、取引先、社会等 ステークホルダー価値の総和	○ ステークホルダー全般への価値の分配総額

ステークホルダー全体の価値を高めることが、どのように長期的な企業価値を高め、株主価値を向上するか、企業と投資家の対話を通じた認識の共有が課題

イノベーションと高収益の同時実現(2) 資本効率と企業価値経営

資本効率を意識した企業価値経営への転換

- 中長期的なROE等の資本効率向上は、企業と投資家の協創の重要指標。
資本コストを上回る利益を生む企業が価値創造企業
- ROE等を現場の経営目標に落とし込む「日本型ROE経営」への転換
- 収益力を高め、資本効率を向上することは、将来に向けた人材や知的資産への投資原資を確保し、日本経済を好循環・持続的成長軌道に乗せるための条件

企業の課題:

資本効率を意識した企業価値経営

- ✓ (短期的でなく)中長期的なROE向上を経営の中核目標とした「企業価値経営」
- ✓ 目指すべきROE水準と「資本コスト」への認識深化
- ✓ 企業価値向上の観点からの資本政策と説明
- ✓ CFO人材の強化・育成
- ✓ ROE等を事業利益率や資産回転率等の現場の経営目標に落とし込む「日本型ROE経営」

投資家の課題:

企業価値経営の理解と評価力強化

- ✓ ROEを押し付けるのではなく、企業が現場に落とし込む努力を助け、共通理解を深めるための対話深化
- ✓ 短期的な業績予想に集中することなく、中長期的な企業価値を評価する能力向上

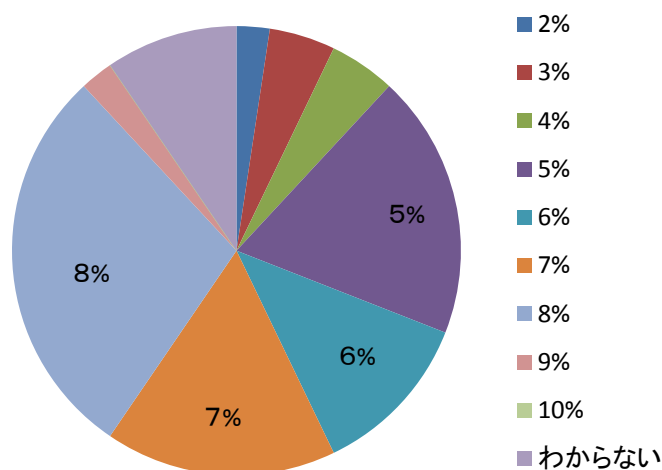
収益力と資本効率向上により日本経済の好循環へ

(参考) 資本コストの水準

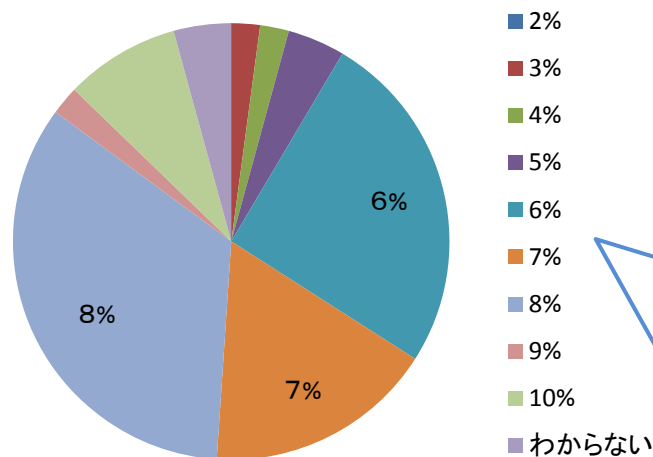
- 資本コストは市場の期待収益率と言えるが、妥当な水準については議論が分かれる
- これまでの間接金融中心の資金調達構造もあり、日本企業の資本コストに対する意識は薄いという事実。(資本コストを意識する上場企業は4割、投資家に開示する企業は1割という調査も)

日本株に期待する資本コスト

【国内機関投資家(平均6.3%)】



【海外機関投資家(平均7.2%)】



日本株に対して国内外の機関投資家が求める株主資本コストを聞いた調査結果

- ①回答に大きくばらつき
- ②平均的には6~7%を想定

注) UBSコア200の機関投資家にアンケートを行い、国内投資家52社、海外投資家47社から回答を得たもの(2012年4-6月)。
(出典) 柳良平[2013]「Equity Spreadの開示と対話の提言」『企業会計』2013(1):86-93.

実際の資本市場では数値化しにくい情報も総合的な評価に反映。企業がそのような評価を視野に入れて投資家と対話し理解を促すことで、資本コストは低下する余地

(参考) 日本型ROE経営

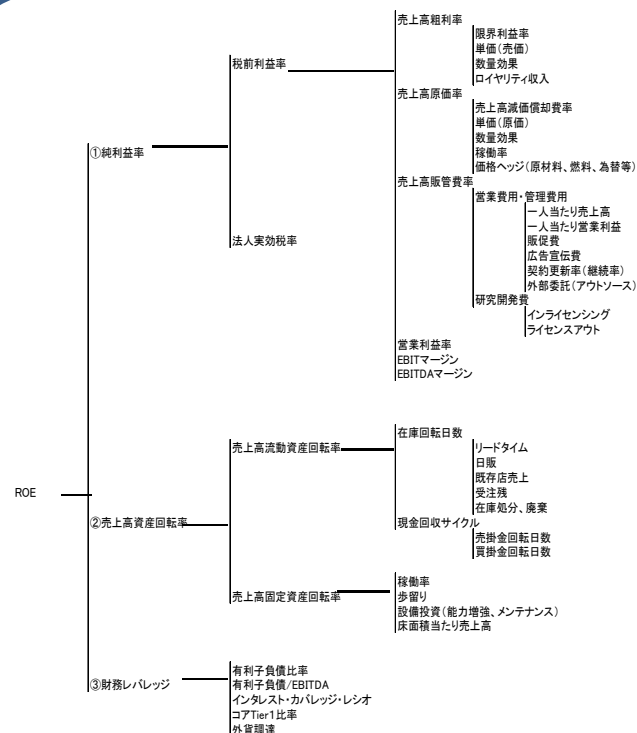
日本型ROE経営への転換

- ROEを現場の経営目標へ落とし込み、
現場力を伴う＝現場のモチベーションを引き出す、「日本型ROE経営」へ

ROEを現場の経営目標へ 組み込む取組事例

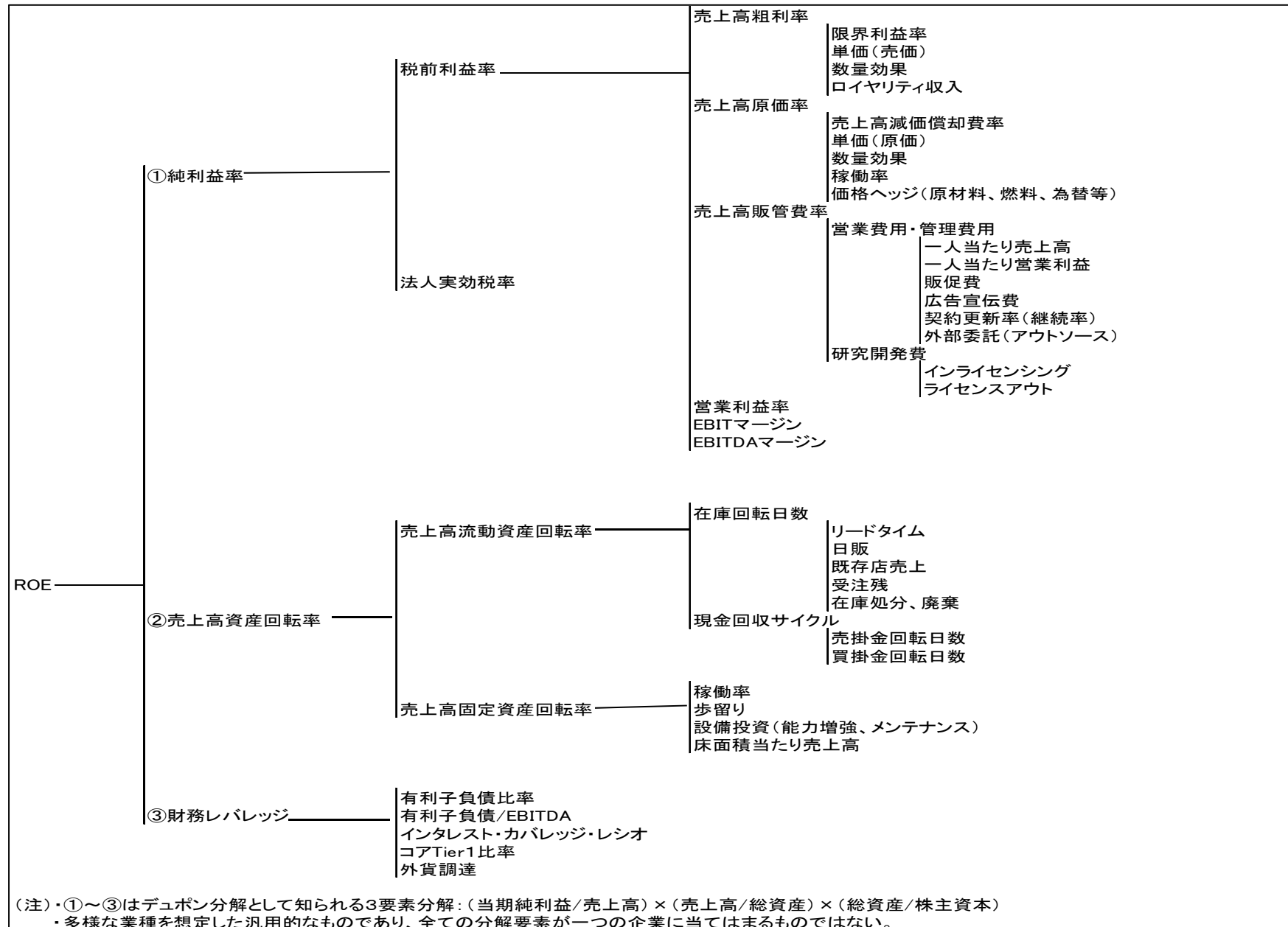
- ✓ 企業A ビジネスユニットを「資本コストをベースとしたROEで測る収益性」で区分けして選択と集中
- ✓ 企業B ROEやROICを売上高利益率、資本回転率、レバレッジに分けて現場に落とし込み
- ✓ 企業C 持株会社(HD)導入企業。ROEを目標に掲げ、HDが全社財務レバレッジ、事業会社がROA(売上高利益率、総資産回転率)向上を目標とする

ROEの分解の例



(注)・①～③はデュポン分解として知られる3要素分解：(当期純利益/売上高) × (売上高/総資産) × (総資産/株主資本)
・多様な業種を想定した汎用的なものであり、全ての分解要素が一つの企業に当てはまるものではない。

(参考) ROEの分解の例(拡大)



インベストメント・チェーン最適化への課題 インセンティブ構造

- 日本の資本市場の課題は、長期投資家層の薄さと日本特有の短期志向。欧米と異なる面も多い。
- 特に、日本市場の機関投資家の多くがパッシブ・インデックス運用に偏重すること等により、中長期的な視点から主体的判断で投資を行う層が薄いことが問題として指摘されている。
- これらのインセンティブ構造をインベストメント・チェーン最適化の観点から見直すべき。

日本市場の短期化と長期投資の層が薄い理由として指摘されている点

(1) 株価上昇期待の薄い状態が長期間継続

→ 短期の投資機会追求が経済合理性に合致した面

(2) 投資コミュニティに短期志向化を促すインセンティブが存在、中長期的な企業価値の評価能力にも課題

-
- ① アセットオーナー: 人員・専門性の不足
 - ② アセットマネージャー: ローテーション人事等が長期コミットや専門性確保を阻害、長期業績に連動しない報酬体系、アセットオーナーによる短期評価
 - ③ セルサイドアナリスト: 手数料が多く得られる短期志向の投資家へのサービス増加、四半期開示への過剰反応、企業のファンダメンタルズ分析や本質的な対話の不足

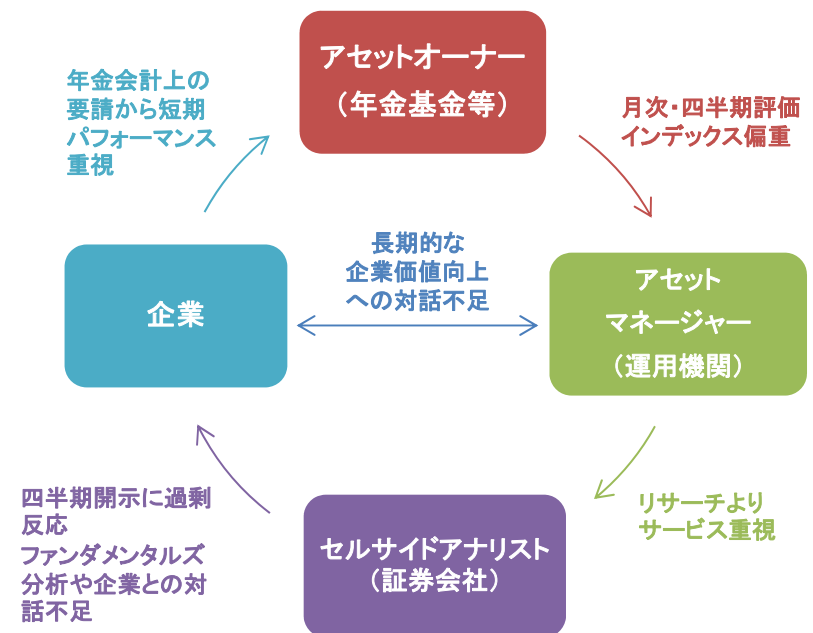
(3) 中長期的な価値創造を理解するための企業開示の不足

-
- ① 情報開示が短期情報に集中
 - ② 中長期情報が効果的に開示されていない

(4) 「意図せざる結果」を招く制度的仕組み

-
- ① 高速売買取引が回転売買による短期収益追求へのインセンティブを働かせる
 - ② 四半期開示制度が業績・計画の進捗確認という目的を超えて投資家やアナリストの短期主義的行動の契機となっているといった「意図せざる結果」が見られる

【資本市場における短期志向連鎖の可能性】



インベストメント・チェーン最適化への課題 眠れる資産を国富創造へ

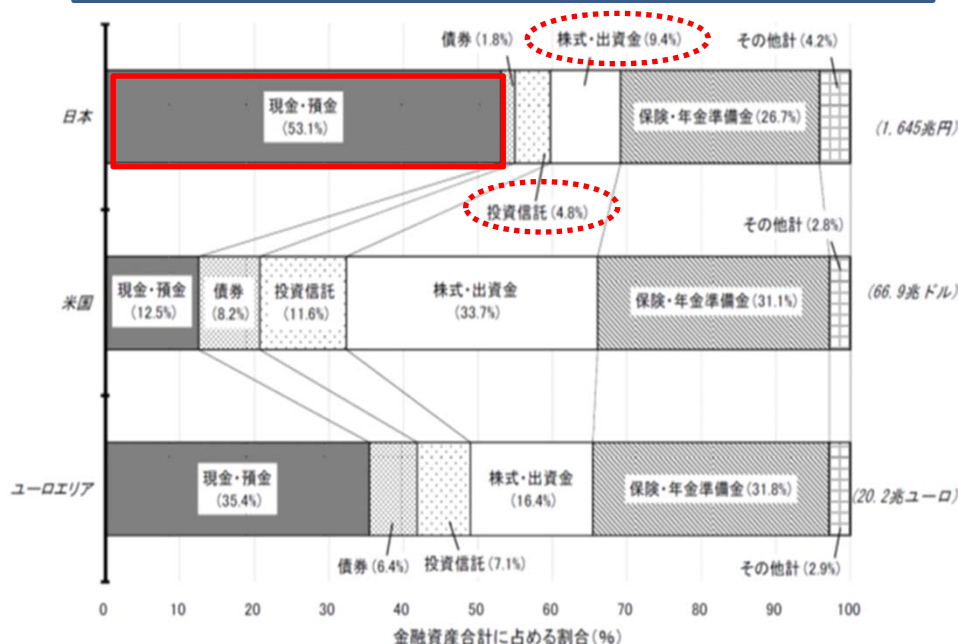
眠れる金融資産を国富創造につなげる資本市場改革

○家計金融資産構成を国際比較すると、株式・投信等の割合は8～16%と低く、預貯金は5割超と大きく800兆円の規模。日本的な「特殊性」と「可能性」

○長期投資促進のため、

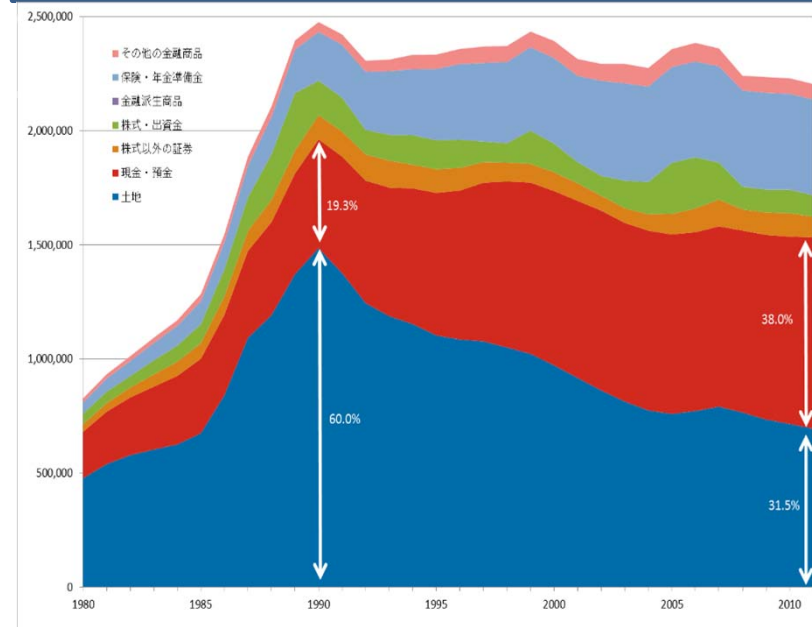
- ① 機関投資家やアナリスト等の短期主義的行動へのインセンティブを是正し、企業価値を適切に評価する環境づくり。例えば、CSA(コミッション・シェアリング・アレンジメント)の導入検討や、パッシブ運用偏重から中長期的な視点から主体的判断と分析に基づく銘柄選定へ。
- ② 企業の長期的かつ本格的な応援株主としての個人投資家づくり。NISA(少額投資非課税制度)への期待
- ③ 確定拠出年金や企業との対話を通じて、機関投資家の行動変化とともに、受益者としての個人の意識変化を促すことが重要

家計金融資産構成の日米欧比較



(出所) 日本銀行統計局「資金循環統計の日米欧比較」(2014年3月公表)

個人(家計)資産の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算確報」をもとにフィデリティ投信作成 20

企業と投資家の(広義の)対話不足

中長期的な企業価値向上に向けた①企業情報開示と②対話・エンゲージメントの課題

- 現行の企業開示の課題と中長期的な経営戦略・ビジネスモデル等の情報の不足
- 質の高い「対話・エンゲージメント」の不足。

中長期的な価値向上に向けた(広義の)対話不足

企業開示の課題

- ✓ 現行制度の課題
 - ・ 情報の内容・タイミングの重複感、横断的な見直しが必要との意見
 - ・ 四半期開示・業績予想制度が短期志向を招くという「意図せざる結果」
- ✓ 中長期的な企業価値に関する情報不足
 - ・ 経営戦略、リスク情報、ESG(環境、社会、ガバナンス)情報へのニーズ

対話・エンゲージメントの課題

- ✓ 質の高い対話を実現するために企業と投資家双方に課題が存在
 - ・ 四半期等の短期的数値に集中する対話
 - ・ 質でなく数や対話自体が目的となる恐れ
 - ・ 企業と機関投資家双方に求められる姿勢・能力への懸念
- ✓ 株主総会プロセスにおける課題
 - ・ タイムな総会日程や招集通知期間の短さ等

高質の対話を追求する「対話先進国」へ

持続的な企業価値につながる企業開示と対話・エンゲージメントへの転換

- 短期業績に偏ることなく、中長期的な企業価値創造を評価するための統合的な情報開示へ
- 企業と投資家の建設的な対話・エンゲージメントを通じた企業価値向上

中長期的な企業価値創造を評価 するための統合的な情報開示へ

国際的な動向や費用対効果、対話促進を念頭に置いた総合的な検討が必要

- ① 現行情報開示の見直し
(年度、四半期開示、業績予想等)
- ② 長期的・戦略的情報開示のあり方
(戦略、リスク、ガバナンス等の非財務情報と財務指標との関連付け)

企業

投資家等

対話・エンゲージメントを通じた 企業価値向上と持続的成長の促進

企業との建設的な対話(エンゲージメント)を通じた、企業価値の向上、持続的成長の促進による、中長期的な投資リターンの拡大。

対話・エンゲージメントのあり方(1)

- 対話・エンゲージメントは、企業と投資家の「目的を持った対話」。その目的・態様にはいくつかの段階が存在
- 対話・エンゲージメントは、企業からの一方向の発信ではなく、企業と投資家の「双方向の対話」。

目的	段階
○ 中長期的な企業価値向上 ○ 経営に対する理解促進と信頼構築 ○ 議決権行使や投資判断に関する情報収集や提案 ○ 議決権行使前の株主からの意見聴取 等	○ 企業と投資家による双方向のコミュニケーションを通じた相互理解を促進する段階  ○ 解決すべき課題(エンゲージメント・アジェンダ)を設定。企業価値向上に向けて緊密な関係を維持しつつ、課題解決を議論・実現する段階

対話・エンゲージメントのあり方(2)

経営者と投資家との質の高い「対話・エンゲージメント」に向けた論点

緊張と協調

対話における「緊張と協調」の両側面

- 緊張: 経営陣が投資家側に示したビジョンや戦略が評価されなければ、成長資金は断絶
- 協調: 良質な対話・エンゲージメントを通じた相互理解促進による「持続的成長」は企業、投資家の共通利益

全般的な姿勢と方法

- 「双方向の対話」
＝投資家は投資方針や運用期間等を企業側に伝達。企業側もそれを理解することが重要
- 対話の量(回数)ではなく質が重要
- 持続的成長に寄与する対話。長期収益を志向する投資家と企業の相互理解を通じた協創へ
- 対話・エンゲージメントの内容とともに、どのような「場」で行うかも重要

目的の明確化と認識共有

- 対話の目的の明確化が必要
- 経営者と投資家とが「持続的成長」に向けた協創へのシナリオを理解・共有する必要

機関投資家に求められる姿勢と実力

- 企業を深く理解するためのアナリスト等の体制
- 長期的な企業価値を算定・評価するための投資評価手法等のインフラの整備・企業への説明
- エンゲージメントに対する適正なフィーやアセットオーナーの評価等の適切なインセンティブ
- 四半期業績に一喜一憂しないといったアセット・オーナーの意識改革
- 機関投資家等が知識や経験を共有し、議論や情報発信等ができるプラットフォームの促進

企業側がもつべき視点

- 投資家の対話要請を怖れず、企業価値向上の一手段として積極的に対応し、経営に活かす
- 統合報告等を通じた長期投資家に訴求するビジネスモデル等の開示・説明
- 対話を通じた理解促進が資本コスト低下につながるという認識
- 対話やガバナンスの深い理解をもつ人材の育成
- 機関投資家以外に対するフェア・ディスクロージャーや応援株主育成の重要性への認識

対話・エンゲージメントのあり方(3)

経営者と投資家との質の高い「対話・エンゲージメント」に向けた論点(続)

取り扱うべき事項

- 経営・事業の細部に介入せず、ガバナンス、戦略、業績、資本政策、リスクと機会への対応等が焦点
- ガバナンスは、外形確認ではなく、なぜそのような体制を採用しているかが重要
- 損益、バランスシート、キャッシュフローの相互関係を含む長期的視点での議論
- 資本効率に関する経営上の課題。資本コストの考え方や内部留保の成長原資としての活用方法
- ESGを含む非財務情報に関する共通理解醸成

「誰」と対話するか

- 企業戦略やガバナンス等は取締役やCEO等経営トップとの対話。数値的な裏付けはIRと議論など明確に目的意識を持って臨む
- 社外取締役も株主との対話実践へ

対話の場としての株主総会プロセス

- 投資家からの要請の強い総会開催日や基準日の合理的な設定、招集通知期間の確保等、国際的な状況を踏まえた見直しが必要

議決権行使の捉え方

- 議決権行使を継続的な対話・エンゲージメントの一環と捉えて対応
- 機関投資家は、ポートフォリオ・マネージャーやアナリストと議決権行使担当者あるいはコーポレート・ガバナンス・オフィサーと緊密に連携すべき

関連法規制の扱い

- インサイダー情報の取り扱いとインサイダー取引規則に抵触することを防止するための措置
- 大量保有報告制度との関係

経営者・投資家フォーラム(仮)

- 産業界、投資家、市場関係者、関係機関等から成る「経営者・投資家フォーラム(Management-Investor Forum :MIF)(仮)」を創設。
- 本報告書で提起された論点を深掘りし、実施に移すための継続的な協議が行われることを期待。