

第1回、第2回 意見要約

問い1 関連

日本企業には、持続的に価値を創造していくための収益力はあるか。

- 「持続的成長の競争力」というテーマで議論しているが、その定義を明確にした方が良いのではないか。投資家の立場では、成長はEPSやROEの成長等、株価に連動するものを念頭。マクロの立場では、成長は一人当たりGDPが増えることをイメージ。(投資家)
- 過去25年間、東証一部上場企業に全部投資し、今日までずっと保有した場合のリターンを配当も全て含めて調べたところ、投資家にリターンをもたらした企業は150社程度だった。逆に言えば、東証一部上場企業約1,600社の多くの企業は、価値創造ではなく、価値破壊をしてきたというのが事実ではないか。また、この共通項をみると、まず、オーナー系が多い。これはグローバルに見ても同様の傾向がある。次に、価格勝負に持ち込まれない独自の商品、サービスを作り上げている企業が多い。(投資家)
- 統計的に見ると、欧米企業の方が日本企業より赤字を出している企業が多く、また赤字幅も大きい。これは、大きなリスクを取って投資し、チャレンジした結果ではないか。結果を出して好循環に入っている企業の事例があり、それに対して大多数のそうならない企業がどのように好循環に転換できるかが重要ではないか。(投資家)
- 投資家にとっては資金の効率が非常に大事だが、欧米的な解釈では短期で回収できる事業が資金効率がよく、そのようなビジネスモデルに傾斜していく傾向がある。そうすると、例えば半導体分野では設計に特化し製造部門をやらない企業や、流通分野ではインターネットのようにほとんど固定資産を使わずに稼げる会社が発展することになる。日本の強みは先進国の中で残されたR&Dなので、ここをどう活かすのかを資金効率との関係で曖昧にせず考えるべきではないか。(投資家)
- R&Dについて日本特有な説明には2通りある。①結果が出るか出ないかわからないがずっとやってきたらたまたま当たったという場合と、②ずっと踏襲してきたものが時間はかかったが成果が出たという場合がある。②なら良いと思うが、①のように種まきを幅広くやって、たまたま芽が出ることがあるという説明では、スチュワードキャピタルの発想からは是認できない。(投資家)

●：第1回意見要約

○：第2回意見要約

- 日本企業は利益率向上のために、原価低減、コストカットに非常に熱心だが、資本コストははっきり見えないものなので削減にそれほど関心がない。これは大変もったいないのではないか。(投資家)

- 企業の経営者のインセンティブとしては、報酬ではなく使命感が一番大きいのではないかと感じる。経営者の使命感をくすぐることができ、使命感と最終的な企業価値創造との接点がうまく見いだせたときに不採算事業撤退など抜本的改革が実行され非常にうまくいくというのが実感。(投資家)

- 長期ビジョンを持たない企業は、社長在任期間の設定と社長の役割の認識に理由があるのではないか。前任社長から受け継いだバトンを自身の在任期間には余り無理をしないで次期社長にうまくバトンタッチしていけばいい、という考えがあるように見える。毎回、余り変わらないままバトンタッチして行って、企業が70年、100年存続したといっても、それは投資家が考える持続的な企業価値創造とは違う。(投資家)

- 日本の優秀な経営者が退職した後、他社の経営者になる例が極めて少ない。日本全体の損失ではないか。(投資家)

- 国内でのM&Aの件数が少なすぎる、逆に海外でのM&A件数が多すぎるのではないか。(投資家)

- 投資家としての安心感は、長期的な将来にわたって加重平均資本コスト(WACC)とリターン、投下資本利益率(ROIC)がどうなるかという質問に対して、将来的な見通しや目標を回答頂けるかどうかということ。(市場関係者)

- 資本コストを入れるなどハードルの高い投資の意思決定を設定して、それをクリアするために多くの人アイデアを出すプロセスを経ながら経営することが、持続的な価値創造のための要素と方策として大事。(企業)

- 日本企業は収益を上げたときに、その収益を国内での消耗戦に使いがちであり、問題ではないか。(企業)

- 持続的成長とは、高成長・高収益と言うよりは、むしろ安定成長・安定収益。欧米に比べて利益は劣るかもしれないが、R&D(研究開発)を続け、しばらく赤字が出てもやり続けるという風土が日本企業にはある。(企業)

● : 第1回意見要約

○ : 第2回意見要約

●社会貢献のために、収益力がある程度落ちても続けることが重要であり、例えば、炭素繊維については利益率の高い航空機用だけでなく、自動車など幅広く使える一般素材にも取組むという経営方針がある。(企業)

○持続的価値創造というと、実際はアップダウンがありながら、最終的に何年かのレンジで上がっていくという形。アップダウンがありながら最終的に何年かのスパンで持続的価値創造を目指すというのも大事な視点ではないか。(企業)

- : 第1回意見要約
- : 第2回意見要約

問い2 関連

(内外の) 資本市場と投資家は、日本企業の持続的な価値創造を支えるものとなっているか。

- 日本企業に対するファンダメンタルリサーチの力が落ちている結果、比較的小規模な上場企業に対するリサーチが非常に難しい状況になっているのではないか。(市場関係者)
- 日本の機関投資家は、バフェット型投資、「ある程度会社にガバナンスを効かせ、一緒に会社のバリュークリエーションを作る投資スタイル」というのがほとんど見られないのは問題ではないか。(市場関係者)
- 世代間を超えられるような長期資本が必要だと考えるが、日本の投資信託の現状は、平均寿命が3年未満くらいと非常に短い。(投資家)
- 850兆円の家計の現預金の意味を考えると、個人投資家は、企業にとっての最終消費者でもあり、極めて重要なステークホルダー。長期的な企業価値や持続的成長を応援したいと思っている個人投資家のインセンティブ(税制等)は何かを議論したい。(投資家)
- 圧倒的に個人投資家が足りていないが、個人投資家が増えるためには、企業と個人投資家が直接対話する機会を増やすことが重要。(投資家)
- 長期投資として、企業の事業環境は変わっても進化できるかがポイントである。(投資家)
- NISAの考え方は良いと思うが、長期投資にはならないのではないか。むしろ、個人が5年間以上保有するのであれば、無税にするぐらいのことを思い切って政府にはやって頂きたい。また、少額投資の人にはもっと簡単に口座開設できる仕組みがあっても良いのではないか。(投資家)
- 企業年金において、短期化の傾向が強まったのは、会計基準の見直しにより、年金財政が本体のバランスシートに直結して、即時認識・即時償却しなければならなくなったためではないか。(投資家)
- 日本ではインデックス投資が大勢を占め、個別企業と対話する必要がない。個別の企業と対話する投資家をどう増やすかも重要な点ではないか。(投資家)

- : 第1回意見要約
- : 第2回意見要約

- 銀行の持ち合い解消及び自己資本比率規制に伴う保有株売却などにより、日本の機関投資家は日本企業株式への投資ポジションを減らしていく傾向にあるとともに、インデックス投資を重用する傾向にあるのではないか。これらの中で、日本の機関投資家が長期的視野を持ってガバナンス等に意見をできるのか。このような流れの中で、個人投資家にはもっと本格的に長期投資を覚えてもらって、長期的な企業の応援株主になってほしい。(投資家)

- 投資家としても、企業に出して欲しい情報を示すことが必要。企業と短期的な数字の話ではなく、ESG情報やこれからの経営の対話を繰り返すことで、中長期の情報として何が望ましいかというヒントが出てくるのではないか。(投資家)

- 投資家側も、秋頃に勤務評定があり、その結果でパフォーマンスの悪い人はいられなくなってしまったため、どうしても短期志向にならざるを得ないという事情を考慮することも必要。(企業)

- セルサイドアナリストは景気が悪い中でどんどん人を減らされて有報を読み込めないのが現状である。(企業)

- スチュワードシップについてイギリスに調査にいったときの印象を申し上げると、当事者たちが非常に強調していたのは、投資運用のパフォーマンスを向上させるために行っているということであり、損をしてでも別の目的を達成しようとしたわけでは全くないというもの。(市場関係者)

- 日本でスチュワードシップコードの検討に際して注意すべき点として、政策投資に目をつぶってスチュワードシップを議論しても、日本の現実に合わない。政策投資を行っている企業の受託者責任が非常にないがしろにされていることにメスを入れることが重要ではないか。(市場関係者)

- 全員が一斉に長期投資を行ったら明日から売買がなくなり値がつかなくなる。ヘッジファンド、デイトレーダーなど多様な者がいることで逆に長期投資家が株式の売買ができるので、市場の機能を損なうような方向には絶対に持って行ってはいけない。(市場関係者)

- 上場会社の社員など金融リテラシーが高く、可処分所得が相対的に高い個人により自由な投資を広めていく必要があるのではないか。(市場関係者)

● : 第1回意見要約

○ : 第2回意見要約

- 証券会社の機関投資家に対するサービスとフィーが相関していないのが現状。調査部で提供するリサーチに対するフィーは株式の売買の何%という形になっているため、リサーチが優れていてもトレーディングがしっかりしなければフィーが回収できないというジレンマを抱えている。フィーの相関があると、より健全な相関になるのではないか。(市場関係者)

- セルサイドアナリストは、四半期開示と会社から出されるガイダンス(企業業績に関する将来予測値)を見て、会社が修正するのかわからないのか、どれくらいの数字なのかというのを取材するが、変化率を見ているだけなので、企業の成長ではなく市場の変化だけを追っているに過ぎない。しかし、こうした考えが相場の流れを作ってしまう、長期で物を考えるのを難しくしているのではないか。(企業)

- : 第1回意見要約
- : 第2回意見要約

問い3 関連

日本企業は、持続的な価値創造を果たすため、投資家はじめステークホルダーと良い関係（適切な「緊張と協調」）を築いているか。

- 資金の出し手である年金基金等が、長期的な視点でアセット・マネージャー（運用機関）を選ぶことやアセット・マネージャーと企業の対話に対し年金基金等が評価するようなサポートがあれば、アセット・マネージャーと企業との長期的関係を構築することが出来るのではないか。（市場関係者）
- 企業経営者の報酬について、企業側と投資家側で共有できていない部分がある。企業経営者が企業価値を高めるための方向性をしっかり説明頂いた上で、十分な報酬を受け取られることは、投資家にとっても望ましい。また、透明性や説得力のある報酬体系は投資家にとって大事であるが、報酬体系を変えるというのは、投資家が簡単に口にする以上に企業にとっては大変なことだと理解。（市場関係者）
- 日本の発行体企業にとっては、株価が低迷したときに株価を高めるためのインセンティブを有していない。その中で考えるべきこととして、国内外の多くの投資家から反対されている、買収防衛策は基本的には無くしてということも考えるべきではないか。（市場関係者）
- 「株主が正しい、経営者は話を聞け」というのは、ガバナンスではない。なるべく多様な価値観や視点を経営に取り込むことによって、最終的に経営者に判断していただくのが良きガバナンスではないか。そのため、対話・エンゲージメントという考え方は、非常に重要なポイント。（投資家）
- 大企業が報酬にストックオプションを使うことは慎重に見ている。（投資家）
- 現在の金融業界は手数料ビジネスで稼ぐことがメインになっているが、持続的な成長のためには必要なストックを作らなければならない。そのためには、企業価値を高め、世界で競争力を高めることに尽きる。（投資家）
- 日本ほどコーポレート・ガバナンスが担保されていない国は見たことがない。解決策としては、一つは社外取締役の導入、もう一つは、会社法上認められている社外監査役の権限を活かし、広い意味での受託者責任を果たしているかどうかを認めるといったやり方もあるのではないか。（投資家）

●：第1回意見要約

○：第2回意見要約

- 企業経営者の報酬に対するインセンティブ、アセット・マネージャーに対するインセンティブ（ガバナンスへの取組に対する運用側の評価、報酬）を議論のテーマとして取り上げるべき。（投資家）

- （経営者の報酬体系は、変動部分が多い方が機関投資家の評価は高いのか。という質問に対して、）長い目で見た企業の業績を元に運用する投資家にとっては、報酬と業績がある部分連動していることが望ましい。（投資家）

- 日本株で長期投資したときに、本当に成果が出るかについては、大きな疑問符が付く中で、限られた投資機会の中で確実にリターンを挙げようとする、早期に利益確定売りをするため短期の投資が増えていって市場が短期化していた。根本的な問題として、長期的な企業価値創造ができていなかったという問題がある。（投資家）

- 東証と日経新聞が共同して開発している新たなインデックスでは、中長期に一定の財務実績を上げている企業であることや流動性が非常に大事。インデックスに入る企業は、経営者のインセンティブを考慮してときどき入れ替える仕組みが重要ではないか。（投資家）

- 企業を見ると価値創造の仕組みの信頼性が乏しく、投資家を見ると投資家の層が十分でなく投資家の企業を見る目が十分でないのではないかと。そのため、以下の5点について議論してはどうか。
 - （1）投資家は企業価値創造のプロセスに投資すること。
 - （2）価値創造の仕組みが弱い企業を強化・再構築するため、トップマネジメントのマネジメント能力、イノベーション、サステナビリティ、リスクマネジメントの四つの軸で見ること。
 - （3）価値創造の仕組みを投資家に語ること。
 - （4）価値創造の軸と投資家の価値評価の軸を出し合って、共通点・相違点を議論すること（相違点が大事で、折り合いがつかないのか対立したままかが大事）。
 - （5）企業価値創造のモデルのフレームワークを構築すること（それに基づき、ディスカウント・キャッシュフロー・モデルにとらわれない価値評価システムなど新しいことを考えていくこと）。（市場関係者）

- 大量報告書の特例報告が2005年の改正で非常に厳格となり、機関投資家が立ち入った話をできない仕組みになっている。また、本年のインサイダー取引規制の改正でも萎縮効果が働きかねない状況が生じている。少し考慮に置く必要があるのではないかと。（市場関係者）

●：第1回意見要約

○：第2回意見要約

○英米型の社外取締役中心の取締役会を全否定するわけではないが、日本独自のガバナンススタイルについても正当に評価すべき。例えば、経営者を経験した人が執行の任務を負わない形で、常勤の会長として取締役会に座っているのは日本独自。これには内輪でやっているという批判がある一方で、大変な経営に対する牽制効果を及ぼしている。こういった仕組みを元にこれを全株主のために役立てるためにはどうしたらいいか、などという議論もあっていいのではないか。(市場関係者)

○特に時価総額の小さい企業において、英語の開示が少ないので、もう少し充実すれば間口が広がるのではないか。(市場関係者)

○日本の事業会社でM&Aが得意であると認識されている会社はごく限られているが、M&Aの効果に関する検証や、研究開発に対する一定の説明を事業会社からアナリストや投資家に対して行うと、非常に関係がよくなるのではないか。(市場関係者)

●当社の商品開発サイクルと、投資家の考える投資サイクルが合わない場合は、合わせようとしても無理があるので、そこを理解頂いた上で投資して頂くのが重要。また、様々な事業を扱っている場合、業界ごとのパフォーマンス指標が異なるという点をいかに社外の人に伝えるかということと、社外の人からどのようなKPI(重要業績評価指標)が要求されているかを社内の経営者に伝えることがIR部門の基本的で重要な役割。(企業)

●米国投資家の視点は、中期計画は分かったけれども、その先をコミットして欲しいと言ってくる。ロングになればなるほどその傾向は強く、そこでお互いの主張は平行線になるが、日本の企業としてはコミットすることは難しい。(企業)

●ホールディングスカンパニーは、各事業会社の社長が投資家を始めとしたステークホルダーとの緊張感が無くなり、コングロマリットディスカウントという指摘もある。一つ一つの取組状況を投資家にきちんと説明することが、企業側からも必要。(企業)

○長期間持てば配当が増えていく種類株を作るなど、長期保有してインカムゲインを狙える株式ができるなら、投資のインセンティブも変わるのではないか。(企業)

○長い目で、ある程度緊張感をもって接してくださる個人投資家などの投資家が増えれば、経営者も聞く耳を持つと考え、投資家との緊張感を持った経営ができるのではないか。(企業)

- : 第1回意見要約
- : 第2回意見要約

○投資家からの質問で立ち往生するものが2つある。一つは、なぜまだ株式持ち合いを行い、改善しないかという質問。もう一つは、資本コストの考え方（買収案件の根拠となる定量的な指標、価値判断は何か）である。（企業）

✓四半期開示の見直しの検討

- 四半期報告の季節変動は情報を受け取る投資家側で判断すれば良いと思うが、市場規制による過度な報告や要求は企業のコスト負担になっていくのではないか。（企業）
- 四半期開示は無くなって欲しいと思う反面、学期毎の成績表のように、定期的な成績評価が経営レベルに緊張感をもたらすこともある。マーケットとの対話、緊張感という意味において四半期決算を考えてもよいのではないか。（企業）
- 成績表としての意味合いであれば良いと考えるため、四半期開示の廃止に必ずしも与しているわけではないが、四半期毎の特殊要因による数字のぶれに対する都度の説明を考えると、課題意識はもっている。（企業）
- 投資家やアナリストが短期業績を気にし過ぎる四半期開示は日本企業の長期的な国際競争力を阻害する大きな要因であり、止めるべきではないか。（市場関係者）

○四半期決算にはいろいろな問題はあるけれども、一方で中長期の議論を企業と行う材料が十分でない。例えば、公募増資のロードショウの際には、企業トップの方々と中長期の方向性だけを意見交換することができる。このような対話が日常的にできれば変わってくるのではないか。（投資家）

○多くの海外のアセット・マネージャーに意見を聞くと、四半期開示は不要という考え方を持っているケースが非常に多い。これはトレーダー向けのものであり、インベスターにとって四半期開示は不要という考えは少なくない。情報開示やコーポレート・ガバナンスへの取組は、企業と投資家双方のコスト・ベネフィットのバランスをとるといふ考え方が重要になってくるのではないか。（投資家）

●企業が現金を多く保有することは、資本政策上好ましいか。

- ✓エクイティ投資家からは、余剰資金は早く還元しなさいと言われるが、お金を持っていないと買収の話も来ない。これに対して、デッド投資家は、現金は多ければ多いほど良いという。（企業）

● : 第1回意見要約

○ : 第2回意見要約

- ✓リーマンショック直後は、「現金を持っておくのは素晴らしい」とアナリストや投資家から言われた。彼らも、その時々を経済状況により考え方が変わる。(企業)
- ✓お金を持っていないと買収の話が来ないので持っていた方が良いのか。お金を持っている、むしろ銀行・証券会社から買収案件を持ち込まれるという意味で狙われるので持っていない方が良いのか。どちらの面から見るのが適切か論点としてある。(投資家)

問い4 関連

上記の問題を改善し、日本企業が投資家はじめステークホルダーとともに、収益力を高め、持続的な価値を創造していくための要素と方策は何か。