

第 1 回～第 3 回 意見要点整理（案）

<詳細版>

I. 持続的競争力とは何か

●：第 1 回意見要約
○：第 2 回意見要約
▲：第 3 回意見要約

1) 成長・競争力の定義

1. 成長・競争力の定義

- 「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くはないか。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。

124. 社会的貢献、持続的成長等の定義を明確にすべき

- ▲社会的貢献や持続的成長という言葉は、どの立場で発言しているかによって意味が異なる。例えば、雇用がふえれば成長という考え方と、利益が増えれば成長という考え方では、恐らくかみ合わない。よって、定義を明確にすべき。

2) 価値創造企業の評価軸

50. 価値創造の仕組み強化の 4 つの軸

- （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。

22. 長期投資対象は環境変化に強い企業

- 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。

74. 国際競争力の強化が重要（独自性ある「日本的経営」でないとだめ）

- ▲企業の持続的成長と収益力の向上の一番のポイントは、国際競争力の強化。経営・人・商品・技術・資金調達の国際化で、「日本的経営を大事にして」というのが、企業の独自性を大事にしながらという観点なら良いが、変な意味での日本的経営というのは余り前面に出さない方が良くはないか。

123. 日本企業のグローバル競争における優劣を段階別に評価

- ▲例えば、会社をピラミッドとして考えたときに、工場、現場の労働者やサービスは、日本は極めてグローバル比較で優秀。よって、日本企業というのを、1つとしてうまくいっている、いっていないではなく、丁寧に見ないと良いところも壊してしまうかもしれない。日本企業のグローバル競争における優劣の評価を段階別で見ることも必要。

3) 価値創造企業の共通項

3. 数少ない価値創造企業の共通項

- 数少ない価値創造企業の共通項をみると、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。

122. ベストプラクティスの材料を集め、うまくいった動機を探る

- ▲うまくいっているというベストプラクティスの材料を国内外から集めてきて、うまくいった原因をもたらしたインセンティブを探す。

4) 日本企業の持続的成長のかたち

16. 持続的価値創造はアップダウンあり

- 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。

15. 粘り強い R&D と社会貢献、安定成長・収益

- 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やり続けるという風土が日本企業にはある。
- 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。

5. 日米欧の投資資金回収の考え方

- 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に考えるべきではないか。

5) その他

53. 企業価値創造・評価のフレームワーク構築

- （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）。

II. 持続的競争力の課題

1) 日本企業の商品・サービス力

115. 今の価値観を超える製品と教育の必要性

▲日本は、今の製品を変えようとか、生産効率を変える、R&Dをするというのがあるが、一番大事なのは、ある将来の時期にどういう生活をするか、どういう製品との関わりで人々が生活するか、企業経営者も投資家もこれをほとんど考えていないし、評価できる人もいない。企業は製品やサービスを提供して価値が増えるが、今の時点でいろいろと考えても理解する人がいない。価値観の理解を促進するには、教育をするということも非常に大きいのではないか。

69. 商品・サービスの進歩に投資家は着目を

▲直近までの 20 数年間、売り上げも利益もほとんど変わっていないという状況が続いているが、(当然のことながら) 20 数年前の商品と今の商品・サービスを比較すると圧倒的に進化している。企業は収益を上げることは勿論であるが、社会の発展に貢献することも重要な役割だと思う。従って、投資家には、企業を選ぶ時に業績面だけでなく、その企業がどんな事業を営んで、どんな商品・サービスを提供しているかに対してもっと関心をもっていたきたい。企業側もそのような情報をもっと提供し、それを通じて議論を進めていけたらと思う。

2) 日本企業の M&A 課題

57. M&A 効果検証が大事

○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をしてはどうか

11. 国内 M&A が少ない、海外多すぎ

●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。

105. 海外 M&A やりやすいが、あまり口出しせず

▲日本企業とのM&Aは、いろいろな意味での縛りや過去の経緯等があって難しく、やはり海外の方がやりやすい。ただし、ビジネスモデルが違い、国際人材は非常に少ないため、目標は厳しく言うが、ビジネスのやり方については余り自社型を押しつけず、向こうに任せている。

77. 企業側にM&Aのプロが少ない

▲企業側は社内にM&Aのプロを育てていかなければならない。それが資本コスト、ディールコストを低め、ひいてはそれを収益につなげていくことになる。

3) その他

4. リスク取らない日本企業

●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ってい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。

14. 国内消耗戦に力入れすぎ

- 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。

116. 日本の公開企業は事業整理や種まきができない (PE: プライベートエクイティ)

- ▲企業の中に命が終わってしまっているような製品や部門を、日本の会社は整理しない。また、将来のために種をまくことをあまりやらない。それは経営者の任期が短いという問題もある。自分が種をまいても、他の人が水を飲むことになると、(種をまいた人は) 評価されない。

III. 経営者のインセンティブ

1) 経営者の報酬

38. 説得力ある経営者報酬の説明

- 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。

46. 長期投資家は長期業績連動報酬を評価

- (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。

42. 大企業のストックオプションには慎重

- ベンチャーは役職員に相当額な報酬を支払う財源が足元にない代わりにアップサイドの可能性を給付するオプションを報酬に使うことは妥当性がある。ただ、アップサイドとダウンサイドが非対称的なストックオプションと株主が被るリスクは異なるので、経営報酬と株主利益につながらない場合も想定できる。よって、報酬を支払う財源が有る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。

2) 経営者のインセンティブ

8. 経営者のインセンティブとしての使命感

- 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。

9. 在任期間中無理しない

○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いつ、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。

39. 株価を上げるインセンティブを持たない経営者

○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。

3) その他

10. 経営者の流動性の低さ

●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。

40. 機関投資家が支持しない買収防衛策

○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ということも考えるべきではないか。

45. 経営者とアセット・マネージャー（AM）の報酬・インセンティブ

○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。

IV. 日本企業の資本政策と経営規律の課題

1) 資本コスト等経営の課題

7. 原価低減熱心、資本コスト削減無関心

○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。

75. ROE、EPSまで落とした経営の規律付け

▲中長期的な経営や目標の議論をするときは、ROE・EPSまでおろして議論することが必要。これを最大化し、投資家とシェアできる落としどころまで分かりやすく説明することが企業価値を高める一番の原点。それを実行するためには、企業経営者がいかに規律をもって、緊張感をもって経営するのかが非常に重要。

13. 投資決定の高いハードルとプロセスが大事

- 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が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。

2) 政策投資（持合）の課題

32. 受託者責任を阻害する政策投資にメス

- 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。

65. 株式持合は困る質問

- 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。

3) その他

68. 資本政策上、適切な現金保有量

- 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。
- ✓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。
- ✓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。お金を持っていると、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ので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当か論点としてある。

88. トップとIR担当の意識相違により課題が異なる

- ▲トップのIRに対する意識が高くてIR担当者が育成できていない企業は、担当者に重要性を説明していく中で育っていけば良い。一方で、トップはIRをあまり意識していないが、IR担当者は意識が高いという企業は、四半期開示が急に簡素化されてしまうと、規律づけがなくなってIR担当者はますますやりにくくなるのではないか。

100. 日本企業は米国より安定配当に偏重

- ▲日本では、配当性向あるいは安定配当への神話が強く、そこに合わせにくいため合成の誤謬が続いている。日米の配当性向は平均30%だが、日本はほとんど横並びだが、米国は分布がバラバラで意識において大きな乖離がある。

118. リスク投資の資金調達はデッドでも可能

- ▲現金を多く保有する企業がある程度の事業を行うときに、資金調達が必要な場合には、資本コストが下がるので、デッド・ファイナンスで調達した方が良い。

V. 日本企業のマネジメント・システム

1) ボード構成・運営の課題

55. 日本独自のガバナンス評価

○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もいいのではないか。

76. 社外役員の役割明示とその雰囲気作り

▲社外の独立役員たちにどういう期待やミッション、責任を、どういう受け皿で果たしてほしいかを経営者側がはっきり明示すること、また、そういう雰囲気を役員会を含めてつくり上げられているかどうかが重要。

96. 日本では委員会設置会社の認知不足

▲マスメディア及び個人株主、場合によっては機関投資家の一部も、委員会設置会社と監査役設置会社の取締役における役割の違いへの理解が実は余り定着していないのではないか。

117. ガバナンス上、役付役員を外すべき

▲取締役会において、平取は上司の取締役に對して、對等に議論はできない。そこで役付役員を外せるかどうか。社会的なベースを教育で変えることを含め、やっていかなければならない。

2) その他

44. コーポレート・ガバナンスの制度担保無し

●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。日本の経営者の道德心の高さに依存するよりは、しっかりとした日本らしいコーポレート・ガバナンス制度を作るべき。例えば、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うやり方もあるのではないか。

VI. 投資家等のインセンティブ

1) 年金等のアセット・マネジメント評価の改善

81.企業年金担当の短期志向化がアセット・マネジメントの評価に影響

▲投資家はクライアントである企業年金基金に対して仕事をしなければいけない。クライアントの評価が短期化しているのであれば、当然、従わざるを得ない。事業法人の中には年金運用担当者があるわけで、結局事業法人の中で解決すべき問題かもしれない。

29.投資家を短期志向化する勤務評定

●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うため、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。

37.年金の運用機関評価に対話項目を

●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。

2) その他

35.機関投資家へのサービスとフィーの相関なし

○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。

31.パフォーマンス向上のための英国スチュワードシップ

○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ますと、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。

VII. セルサイドアナリストの機能強化の課題

1) セルサイドアナリストの数減少・機能向上への課題

30.レポート読む時間が無いセルサイドアナリスト

●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。

36.市場の変化に重点を置くセルサイドアナリスト

○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。

17. 日本企業へのファンダメンタルリサーチ力の低下

- 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。

87. アナリストの中小型株へのカバー率の低下

- ▲アナリストの中小型の会社のカバー率が減っているところを問題視している。

79. バイサイドの代替としてセルサイドアナリストが必要

- ▲バイサイドアナリストが減少し、そのリサーチをセルサイドアナリストにアウトソースしなければならない現象が起こっており、ビジネスモデルとしてまだ必要。

2) セルサイドアナリストのモチベーション

78. アナリスト育成のための魅力・キャリアパス

- ▲アナリストがモチベーションをもって、資本市場における役割をどう遂行できるか。そして、キャリアパスをどれくらい広げられるのを見せないと職務の魅力は全くなくなる。今はそれをやるチャンスである。

83. アナリストのキャリアパスとして社外役員に登用

- ▲社外取締役、社外監査役をどのように人選するかについては、株式市場のことをよく知っていて、いろいろな系統の方と話していけるということで、アナリストのキャリアパスとして考えることも彼らのモチベーションになると思っている。

80. セルサイドアナリストのモチベーションとビジネスサイドの要請の乖離

- ▲事業会社に対して、市場との関係を通じてアドバイスし、それを事業会社が実行され競争力向上につながれば、それ以上の喜びはない。ただし、一方でビジネスサイドとしては、投資のコミッションを集めるために、ブローカーポイントを上げていくためのサービスを重視することを余儀なくされている。

VIII. 中長期投資の促進

1) 長期的個人投資家の促進

27. 長期的な個人投資家を増やすべき

- 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。

34. 金融リテラシーの高い人が株買えない

- 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。

64. 長期個人投資家増により経営に緊張感

○長い目で、ある程度経営に参考となる意見をもった個人投資家が増えれば、経営者も建設的に対話しようと考え、経営にプラス効果が生まれるのではないかな。

21. 企業と個人投資家の対話の重要性

○現在の短期志向の資本市場において圧倒的に個人投資家が足りていない。この個人投資家層を増やすためには、企業と個人投資家が直接対話する機会を増やして、投資の「見える化」を促進することが重要。

20. 長期個人投資家のインセンティブ

●個人投資家は、企業にとっての最終消費者でもあり、企業価値の創造のために極めて重要なステークホルダー。850兆円の家計の現預金が世の中に循環していないということを考えると、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。

23. 長期少額投資しやすい制度づくり

○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な。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な。

2) 中長期集中投資の必要性

25.インデックス投資だけでなく個別投資へ

○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な。

18.バフェット型投資の少なさ

●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な。

93.中長期で経営者をモニタリングするバフェット型が必要

▲持続的価値に向けてはやってみなければ分からない面もあり、経営者が信念を持って非常に大きな投資をする。その際に、長期投資家や大口投資家が黙って去ることのない仕組みを作ることが必要。バフェット型の投資が行われるなら、企業価値を上げるためには社外役員と同じぐらい強力な役割が果たせるのではないかな。

41.対話して、最終的に経営判断を尊重

●「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

3) 新インデックスのあり方

48.新インデックスの基準と入れ替え重要

○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成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。

71.長期投資妥当企業インデックスの創設

▲種類株的な対応は難しいとしても、種類会社のような発想で、長期に安定的な事業運営をしている企業で構成される「長期投資妥当企業インデックス」を創設する発想はどうか。その選択委員会に機関投資家の意見を反映するような仕組みが考えられないか。

84.プラチナインデックスは誰が評価し、コストを払い、メンテナンスするか

▲プラチナインデックスは中長期的にしっかり経営をしている会社を評価する仕組み。一方、現実的に、だれが運営し、コストは誰が負担し、メンテナンスは誰が行うかを現実論として少し考えるべきではないか。

4) その他

43.ストック作りの金融モデルへ

○現在の金融業界は手数料を稼ぐというフロービジネスがメインになっているが、日本社会の高齢化によって、数十年後には行き詰まるであろう。金融業界、そして、日本社会の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、金融機関はフロービジネスからストックづくりビジネスへと転身し、企業は世界で競争力を高めることなどを通じて価値創造に挑むことに尽きる。

63.長期保有を促す種類株

○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。

33.市場の流動性も大事

○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つて行ってはいけない。

IX. 日本市場への評価

1) 日本市場の投資機会の長期低迷

2. 25年間のリターンの低さ

- 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、ファイナンスの用語で言うと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、この共通項を見ると、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。

26. 日本機関投資家の日本株投資減少

- 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と。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。

2) 日本市場への関心の高まり

89. 日本株へのネガティブな印象の変化

- ▲日本市場が20年間落ち続け、日本通の外国人投資家が少なく、アジア株との相対評価もあって関心が低かったが、ここ半年ぐらいで様子が変わってきている。シンガポール取引所に呼ばれて日本株の話をしたところ、非常に盛況であった。こういうことは過去には余りなかった。

90. アジアの機関投資家も日本に関心

- ▲アジアの機関投資家も若干伸びてきており、タイの機関投資家から、日本企業と日本市場について聞きたいと言われた。その中で日本の教育が日本企業の人材の基盤になっているなど、日本企業の良さを再発見する機会があった。

X. 日本における短期志向

1) 短期的な日本市場・投資家

86. 長期であるべき投資家の短期化が問題

- ▲市場の流動性担保のため短期の投資家がいけないといけませんが、中長期であるべき投資家が短期化していることが問題。彼らを支援するには、政府がサポートしなければいけないかもしれないし、エバリュエーションでもっとサポートする必要があるのではないかと。

19. 短すぎる投資信託の平均寿命

- 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。

24.会計基準変更が年金を短期化

- 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・即時償却しなくてはならなくなったためではないか。

2) 短期志向の要因分析

98.短期志向の兆候ではなく原因の解明がカギ

- ▲兆候と原因が混同されているのではないかと。短期志向や近視眼的であることも1つの兆候であって、原因にフォーカスをしていかなければ、種々の根本的な問題解決につながらないのではないかと。

110.日本のショートターミズムの要因整理と欧米との比較

- ▲短期志向についての現状とその問題点が1つ大きな課題として出てきているのではないかと。欧米に比べて、市場は同じように短期化しているのかもしれないけれども、日本の経営に中長期の目線がちゃんとあるのか、ないのか、ないのであればどこに問題があるのかということについて、整理すべきではないかと。

121.短期志向の現象でなく、原因のエビデンスを集める

- ▲短期志向については、兆候という部分が多く、現象だけとらえて原因があまり議論されないままなので、エビデンスを集めて、なぜ短期志向になっているのかをみるべきではないかと。

3) その他

47.日本市場は短期投資機会のみ

- 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と、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。

X I . 企業側の開示・報告の課題

1) 投資家の開示ニーズ

56.英語での開示の充実

- 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と。

82.アナリスト側から、必要な情報の濃淡を示してほしい

- ▲実績開示においても、本当に必要なものとそうでないものは確かにあり、必要なものはアナリストがもっと濃淡やメリハリをつけて言って欲しい。

102.セグメント開示要求と事業部 I R の強化への対応が課題

▲投資家は短期、長期も含めて、もう少しセグメント別に詳細な情報を望まれていて、どう対応するかを考えている。特に、ホールディングカンパニー制をとっている企業では、トップと I R 部門担当者だけでなく、中身を説明する事業部の I R を強くするという事を考えている。

107.投資家ニーズ精査で重複開示排除

▲東証ルール、金商法に基づくルール、会社法上の計算書類といった重複開示をどのように一本化できるのか。投資家が本当に必要としている情報や企業が本当に発信したいと思っている情報の合致により、おのずと開示は進むはずであり、多様性を受けとめる制度になっていけば良い。

2) 日本企業の開示姿勢

112.開示は実際の義務化より姿勢の問題

▲情報開示は、実際にどういう開示を義務付けられているかよりも、姿勢ということ。例えば、業績予想については実は自由化されているが、あまり良くないと思うから出さないというスタンスを明確にとるのか、何か強制されているから仕方なく出すのかという姿勢の違いである。

101.Comply or explain を理解・実行できない日本企業

▲業績予想開示は自由化したが、9割以上が従来どおりのボックスを埋めている。四半期開示も業績予想も自由化すべきだが、comply or explain という事で、説明責任を果たす必要はある。そこにかこつけて開示の後退になってはいけない。また本来 explain の負荷は重いはずで、その意識が重要。

3) 資本コスト等説明の課題

12.投資家はWACC、ROICへの説明を求める

●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。

99.投資家は資本コストを上回る ROE や株主価値意識を評価

▲9割近い国内外の投資家が、日本企業の ROE やガバナンスに満足していないというアンケート調査がある。ROE については、資本コストを上回る ROE が得られていないからという声が多く、ガバナンスについては、社外役員の数という声よりも、株主価値そのものを意識してほしいという声がある。

66.資本コストの考え方の質問に立ち往生

○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。

4) R & D の説明

58.R & D に対する説明大事

○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くと、非常に関係がよくなるのではないか。

6.日本特有のR & Dの説明

●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・オブ・キャピタルの発想からは是認できない。

5) 四半期開示見直し

70.四半期開示の見直し

▲長期的になるほど環境の影響は少なく、企業の自己努力が問われ、短期的になるほど環境変化の影響は大きく、四半期となるといろいろな変動要素が入ってくる。中長期計画あるいは1年の計画を立てても、わずか3～4カ月の全く外的な影響の中で変えざるを得ないという状況も出てくると思うが、もう少し長いスパンで見たい。

67.四半期開示の見直しは必要

●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。

●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。

●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。

●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。

○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ーの際には、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。

○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う考え方が重要になってくるのではないか。

72.四半期開示は予算統制に有用

▲四半期開示を行うことによって、企業としての計数管理上、特に予算管理において、業務の効率化が図られた面はある。

73.四半期開示の内容見直しは必要

▲不要なデータを求めないような開示内容の見直し、一方で、企業側は必要なデータは出すことによって進捗管理と会社業績の説明責任を果たすという、両方をやればいいのではないか。

91.四半期開示はディスクロージャーの進歩

▲ディスクロージャーの進歩だと思っているので、四半期開示自体が批判される必要はない。

92.四半期の投資家圧力が企業経営に悪影響

▲投資家が企業との対話の中で、四半期開示による利益について何らかのプレッシャーを与え、企業が本当はやらなければいけない投資ができなくなると、これが一番大きな問題ではないか。

103.四半期開示の問題は内容やメリハリ

▲四半期報告は確かにもう少し軽くないか。問題は、四半期開示の内容等についてもう少し有益的に活用し、もっと重さが変わらないかということか。

106.四半期開示の見直し（業種の特殊性）

▲四半期開示の有用性は、業種とか業態によって変わると考える。装置産業・素材産業では、原料の調達や製品の販売は、四半期という単位では動いていない。四半期制度が会社の経営指標等に有用だというのは、社内では余り聞こえない。

113.四半期開示廃止が外に与えるメッセージは認識すべき

▲四半期開示が短期的な方向を助長しているという認識のもとに、一足飛びにこれを廃止するということになったときに、制度を変えることのメッセージがどう伝わるかというのは極めて重視すべき。出ていた情報が出なくなるということは、少なくとも短期的には極めてネガティブに受けとめられることは明らかであり、拙速にやるべきではないのではないか。

6) 中長期的な対話のための開示

28.対話による投資家が求める中長期情報の発見

○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。

108.中長期的な対話ベースの開示の必要性

▲企業と投資家が中長期の経営について意見交換する際、開示平等の原則に反しない開示のあり方を検討すべき。また、中長期経営に関する対話のベースになる、情報の開示が日本のアニュアルレポートは欧米に比べて非常に少ない。この辺についての問題意識を持つべき。

97.統合報告は企業の持続的価値を示す良い手段

- ▲投資家と資本コストやR O I C等の経営指標・目標を示して双方向のコミュニケーション、エンゲージメントを強化すること。企業理念やE S G情報等の経営陣のこだわりを自発的・積極的に開示すること。この2点を満たす手段として、統合報告は非常に有効な手段になりうる。より多くの日本企業が統合報告のようなレポートにチャレンジをするということが、必ず日本企業全体の評価の向上にもつながる。

7) その他

85.法定開示は予算管理に重要

- ▲事業法人の規律という意味で法定開示は重要。例えば、四半期開示は確かに大変で短期的に業務は過ぎていくが、これがなければ、経営管理的にまとめるのが社内的になかなか難しいという問題もある。

60.長期業績へのコミットは難しい

- 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。

104.中計未達の説明が課題（コンプライアンス）

- ▲中長期計画で出した目標が難しいとなったとき、投資家に対しそれをコンプライアンスの関係でどう変更するのか。中長期の計数の言い方をどう言うか意識している。

62.コングロマリットディスカウントに対する説明

- 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。

51.価値創造の仕組みを投資家に語る

- 価値創造の仕組みを投資家に語ること。

X II. 企業と投資家のエンゲージメント・対話

1) 企業と投資家の視点の違い

52.企業と投資家の価値創造評価の相違点が大事

- 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、折り合いがつくのか対立したままかが大事）。

59.社内外の見方の違いを理解

- 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K P I（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I R部門の基本的で重要な役割。

2) 対話を阻害する制度改善

54. 対話を阻害する制度

○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。

111. 望ましい方向促進でなく阻害する制度改革が必要

▲望ましい方向に向かうことを阻害しているような制度を改めることを積極的に考えるべきであり、強烈なインセンティブで望ましい方向性を促進するような制度を立案するということには、極めて慎重であるべき。

94. 長期保有株主への情報提供規制の緩和

▲長くもっていただいている方や大量に連続してもっていただいている方に対する情報の出し方に対する規制をもう少し緩めていただけないか。たくさんのお金を長い期間に信頼して張っていただいている方には、これからどういことをやるのと伝え、それに対して反応があるような仕組みが何かできないかと考えている。

114. 対話促進のためのインサイダー規制の見直し

▲中長期的にやりたいけれども、できない何らかの規制がある場合、例えばインサイダー取引規制などのあり方のようなものは、積極的に見直していくという姿勢が大事。

3) その他

109. 日本におけるエンゲージメントの現状把握が必要

▲企業と投資家、アナリストの間の適切な緊張関係がどういうものが望ましいかに関する現状把握がまだ十分ではないため、現状把握と海外比較を整理すべきではないか。

61. ホールディングス傘下の事業会社の緊張感欠如

●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。

95. 物言う株主も基本的には他の投資家と同じ

▲（物言う株主も）企業価値や株価を上げれば良いという点においては会社側と同じ方向を見ている。事業会社は、投資家を選べるわけではないため、ど

この企業にもあり得る話。我々としては区別する事なく、他の投資家と同じ対応をしている。

XⅢ. その他制度的課題

119. 二カ国投資協定や資本参加免税制度再検討が重要

▲日本は二国間投資条約が極めて貧弱。オランダは充実していて締結国は130を超えているのではないか。ようやく1カ月ぐらい前に、アフリカの数カ国で二国間投資条約を行うということで、いいことではあるが遅すぎるのではないか。また資本参加免税制度も出すときだけでなく、株式を日本に戻す場合のことを考慮すべき。

120. 日本版 IFRS に対する疑問

▲日本版国際基準をつくろうという動きがあるが、何をいつているのだろうと感じる。日本型というのをまたもう1個つくるといのはどうなのだろうか。