

企業報告研究会 第3回企画委員会 議事概要

日時：2012年11月6日（火）16:00～18:30

場所：財団法人企業活力研究所 大会議室

1. 企業と投資家の認識ギャップについて

＜報告＞「今何故サステナビリティが課題か、Value Creation が重要か ～危機感と課題解決の方向性の共有に向けて～」（三瓶委員）

1. 「Value Creation」の定義

- ・ 日本語の「企業価値」は曖昧で当事者間で定義は区々。
- ・ 「Value Creation」とは earnings power (ROIC) や economic value (経済付加価値) を意味する。

2. ステークホルダーに関する認識ギャップ

- ・ IIRC が提唱する6つのCapitalのうち、日本では顧客・従業員・取引先など Social capital に関わるステークホルダーが重要視され、株主など Financial capital に関わるステークホルダーが軽視される傾向にある。
- ・ 株主は損益計算書や貸借対照表上、既に最劣後の順位にあるので、株主に残す価値をよほど意識しなくては残余は極僅かとなり資本の循環や新陳代謝という市場機能は損なわれる。

3. Short-termism vs. Long term に関する認識ギャップ

- ・ 成長性の低さ、株主軽視が長期投資を妨げ Short-termism を招来している面が理解されていない。また、長期投資へのリスク許容度低下は資本集約型事業環境を不利にしサステナビリティが危機に直面する。
- ・ 長期成長性が見込めれば長期投資できるが、見込めなければ開示やコミュニケーションの改善だけでは解決しない。
- ・ 更に、時間軸の捉え方が企業経営者と投資家では大きく異なる。一般に企業経営者の時間軸は長く、投資家のそれは短い。

4. 企業 vs 投資家×日本 vs 海外間の認識ギャップの距離感

- ・ 日本では特に企業と投資家の間で「Value Creation」が共通言語になっていない。
- ・ 日本的「ステークホルダー経営」による価値の還元はステークホルダーに向いている。海外では「ステークホルダー経営」による成果は「Value Creation」に帰結する。

5. 論点整理と課題解決の方向性（案）

- ・ リスク性資本は限られ厳しい獲得競争下にあるため、先ず資本へのアクセス確保が不可欠
- ・ 資本の利用者と供給者の相互理解によりリスクプレミアム低減、資本コスト低下を図ることができる。
- ・ earnings power の改善と資本コスト低下の相乗効果で economic value (経済付加価値) を拡大し、競争力・成長原資を確保。

- ・ 結果、独自の経営理念維持、ステークホルダーとの関係維持が可能となり、企業のアイデンティティ、サステナビリティが確保される。

＜主な意見＞

- ・ ラボで企業と投資家がコミュニケーションできるツールを作りたい。一般的に日本企業は内向き。CEO も生え抜きが多いため、投資家の属性や人となりを調べ、CEO と投資家の対話がかみ合うようにしている。対話を繰り返せば、CEO も投資家の意図に気付くのではないか。（安藤委員）
- ・ 日本企業は海外に比べ、赤字を出している企業が少ない。赤字を出さずにステイクホルダーを傷つけないことが経営者の responsibility と考える傾向があるが、欧米企業の半分は赤字決算。一方、欧米を中心に機関投資家の Short-termism について批判の声も聞こえるが、これをどのようにとらえるか。（加賀谷座長）
- ・ 欧米企業の半分が赤字決算という事実と Short-termism はそれぞれ因果関係を見ていく必要があると思う。各種 KPI の標準偏差を資料に掲載したが、例えば、米国では高い ROE を目指して各企業が競っている所以に成功した企業の ROE は高く、反対に、それに失敗した企業の ROE はマイナスになっている。その結果、ROE の標準偏差が大きい。欧州、アジアにおいても同様である。ところが、日本企業の ROE 標準偏差は僅かにとどまっている。他の KPI 標準偏差を見ても同様で、全体として日本企業は他社と異なる思い切った戦略を実行していないという見方をせざるを得ない。（三瓶委員）
- ・ 欧米発の投資家の Short-termism への批判は、一部の欧米企業が投資家に迎合し、M&A 等で短期的な成果を追い求めたことがあり、それに対しての揺り戻しが今起きているため。日本ではそのような経緯はないため、日本企業に投資家とのコミュニケーションの意義を説明する際に、海外の議論をそのまま用いるのは適当ではない。（戸矢委員）
- ・ Short-termism について、そもそも投資家と経営者の時間感覚、又は、行動経済学でいう時間割引率は大きく異なる。一般的に投資家はせっかち、又は、高い時間割引率で物事を考え、経営者は忍耐強く、又は、低い時間割引率で考える。経営者は確信をもって忍耐強く経営を行っていたとしても、投資家は経営者と同じ information がない故に懐疑的になり同じ忍耐強さでは待てないため時間割引率を上げてしまう、もっと経営トップからの説明がほしい。（三瓶委員）
- ・ 非財務情報開示については、企業が ROE や ROIC の水準をどう持続的に拡大していくのか、6Capital をどのように使うのか、経営戦略を投資家に説明することが重要。（戸矢委員）

2. 各作業部会の進捗状況について（江口委員・柳委員）

＜報告＞江口委員よりコーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会、柳委員より企業価値・IR 作業部会について、進捗状況及び今後のスケジュールを報告。

【コーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会】

- ・ 投資家のガバナンスに関する着目点を企業にフィードバックするのが目的。まず投資家目線の質問票を作成し、それについて企業有志と議論する会合を設けるので、是非参加してほしい。（江口委員）
- ・ 初年度はインタビュー形式でグッドプラクティスの事例集を作成する予定。（加賀谷座長）

【企業価値・IR 作業部会】

- ・ 成果物は、アンケート結果だけでなく、インタビューを通じた企業のケースも紹介してはどうか。企画委員会に参加している企業のケーススタディ集でも良い。事例紹介の時間をいただければ、たとえば自社の事例を紹介することも検討できる。（柳委員）

【討議：IR/コミュニケーション戦略に関する実態アンケートの調査票について】

- ・ 本調査では、企業側に企業価値向上への取り組みや日常の IR 活動等の現状を質問し、投資家と企業との認識ギャップの実態をあぶり出すことを主眼に置くべきではないか。その観点から、企業側は重要と考えるが投資家からは質問されない、逆に企業は重要と考えていないが投資家から質問される点を整理すると良い。（藤森委員）
- ・ IR 担当部門が投資家と意見交換した内容がどう経営陣に伝わっているか、またトップが IR で投資家と意見交換した内容がどう社内でフィードバックされ、経営に活かされているかという点を、質問項目に盛り込みたい。（戸矢委員）
- ・ 同じ社内でも IR に対する考え方にギャップが存在する。CEO や社内の IR 担当者で今回のアンケートを同時に行い、ギャップを浮き彫りにしてみたい。（安藤委員）
- ・ 調査票にはコーポレート・ガバナンスに関する質問票が含まれているため、コーポレート・ガバナンス作業部会との関係を整理する必要がある。（江口委員）
- ・ アンケートは11月末までに発送し、今年度末までに成果物を出す予定。（加賀谷座長）

3. 統合報告関連会合及び Financial Reporting Lab 関係者との意見交換結果報告（福本室長）

外国人投資家や IIRC（国際統合報告評議会）等の関係者に、ラボを紹介したところ、是非ラボでも統合報告や GRI 等のコンサルテーション・ペーパーについて議論して欲しいとの要望があった。ラボでの活動を海外に発信するため、資料は英文でも公開したい。

- ・ 英文のディスクローズは非常に良い。他の経験から、議論および開示の前提として、議論が一つの意見に着地・収束に至らない場合でも無理に収束させる又は非開示にすることなく複数の観点が議論されたことをオープンにすることが重要。（三瓶委員）

4. 討議：企業報告研究会への新たな提案・問題提起について

- ・ 先日の IIRC 評議会では、IIRC メンバーが、日本が統合報告に対してとても前向きと錯覚したように感じた。日本市場の問題は株主の最低限の期待に応えられていないことであり、もともと長期経営の日本企業と海外との立ち位置にギャップがあるため、特に海外発信をする際にはミスリードされないように注意する必要がある。（松崎氏）
- ・ IIRC は「パイロットに参加しなければ、フレームワークに意見が反映されない」という説明をしていたが、既に日本は 50 社近い統合報告を出しており、それを IIRC がどのように評価するかを説明すべき。また、統合報告のデメリットも意識する必要がある。（安藤委員）
- ・ コスト・ベネフィットがクリアに経営者へ示せる調査にしたい。企業側の「どうすればいいかわからない」「どのように遡及すると成果が得られるのか」といった問いに答えられるようにする必要がある。（加賀谷座長）
- ・ アンケートのベストプラクティスは是非やりたい。コンプライアンスや撤退、ペイアウトなど、投資家がよく疑問に思うところの説明の仕方からやってみたい。（松崎氏）
- ・ 作業の方向性としては、①投資家が重要視するポイントをインタビュー形式で企業と共有し、ズレを発見してもらう、②①が深化してきたら定型的な質問票を作成、③いずれ何らかのランキング化が可能かもしれない。しかし、投資家は必ずしもコーポレート・ガバナンス・ランキングの良い企業に投資するとは限らないため、企業側にインセンティブが働かないという課題をどう克服すべきか。（江口委員）
- ・ アナリストがいい質問をしないと企業の担当者も社長に会わせたくない考えるのは当然。投資家側にも問題があると考えており、企業からどういう対話に意義を見出すのか、社長は投資家と何を議論したいか、投資家の理解を促したいかといったフィードバックがあると、社内教育に活かせるため、次回の企画委員会等で企業側からプレゼンをお願いしたい。（三瓶委員）
- ・ 投資家の中でも「ディスクロージャーに対するスタンス」にギャップがあるように感じるため、要因分析を含め整理し、投資家側の課題を抽出することを、ラボで「行ってはどうか。（都氏）
- ・ 東証では、直近、①12月に企業価値向上表彰大賞の公表、②「独立役員ハンドブック」の配布、③経団連と共同で役員研修プログラムを実施予定。ベストプラクティスの事例紹介は、現在企業価値向上表彰の候補を5社に選出したところであり、表彰結果をフィードバックする等協力したい。（松崎氏）
- ・ 本日は、①企業側から投資家によく聞かれる点や聞いて欲しい点のギャップを説明する、②東証の企業価値向上表彰等の結果報告（又は選出企業に講演を依頼）、③ベストプラクティスと考える企業の事例紹介、④アイ・アール ジャパンに調査依頼したい内容、について提案

があった。上記以外も、今後新たな提案があれば、事務局に連絡して欲しい。（福本室長）

以 上