

企業報告研究会 第6回企画委員会 議事概要

日時：2013年5月16日（木）16:00～18:30

場所：財団法人企業活力研究所 大会議室

1. 投資家サーベイの報告

＜報告＞「Equity Spread と現金の価値 –企業価値評価の改善をめざして–」（柳委員）

- ROE はシンプルで分かりやすく、重要な投資指標に挙げる投資家が多いため、ディスクロージャーや投資家との対話に適している。長期的には株主のトータルリターンは ROE に収斂される。
- 一方、企業価値評価の指標は、ROE 単独より株主資本コストとの対比を意識できる「エクイティ・スプレッド（Equity Spread=ROE – 株主資本コスト）」の方が、投資家・株主との IR/SR 戦略上優れていると考える。
- 先日の日経記事に日本の PBR（=ROE×PER）が1倍を超えたと報じられたが、国際比較では P.15 のとおり他の先進国に比べても日本企業の ROE はまだ低い。エクイティ・スプレッドを重要な KPI とすることで、企業に ROE や株主資本コストの意識を醸成できると考える。
- 2012 年の投資家サーベイの結果、株主資本コストを国内機関投資家は6%、海外投資家は7%と想定しているのに対し、大手事業会社の平均は5%であり、そのうち 35%が株主資本コストの水準が分からないと回答。
- 日本企業の資本コストを低減できる要因としては、経営陣の資本コストに対する認識改革、コーポレート・ガバナンスの改善が回答率上位に挙がった。
- 早稲田大学 須田教授の実証研究によれば、良質なディスクロージャーが資本コストを下げるという結果が出ている。また、業種別の IR スコアと ROE にも相関関係が見られる。
- フェルナンデスのサーベイによれば、グローバルの市場関係者は約6%のリスクプレミアムを見込んでいるという結果が出ており、それにリスクフリーレートの 40 年国債金利 2%を足して、株主資本コストを8%に設定するのが妥当だと考えている。
- 企業側は自らの株主資本コストを明らかにするとともに、企業価値評価の高度なモデルを開示し、それを投資家と議論すべきではないか。
- グローバル投資家に日本企業の BS における狭義の現金に対する評価についてサーベイをした結果、回答者の 55%がディスカウントすると回答した。一方、持合株を含む広義の現金の評価になると 75%がディスカウントすると回答。このディスカウントの理由として、日本企業のガバナンス不信を挙げる投資家が最も多い結果となった。
- 投資家は企業が過剰な現金を保有していると不安になる。日本企業がコーポレート・ガバナンスを本質的に改善すること（最適資本構成の設定、資本コストの意識改革等）によって、長期投資家が安心して投資できるようになるのではないか。
- ESG に関する国内投資家アンケートの結果、「企業価値とは何か」という質問に対し、「理論的な DCF（バリュエーション）価値」を選択した投資家が 47%だった。その一方で、54%の投資家が ESG も一定程度考慮して投資判断を行うべきと回答した。

- ・統合報告に関する質問は、54%の投資家が企業の自主性に任せるべきとの回答だった。

<質疑応答>

- ・P.35 に記述があるコーポレート・ガバナンスの「良い悪い」の定義は何か。また、一般的に資本コストがどのように計算されるのかはアナリストであれば分かるが、より世の中に分かりやすく伝える方法は無いだろうか（貝沼委員）

⇒コーポレート・ガバナンスの定義はコンパース・スコア（取締役会のストラクチャーや監査委員会がワークしているか等）に依拠している。

決算短信でエクイティ・スプレッドを強制開示させれば、マイナスとなる企業が沢山出ると予想されるため、企業側が痛みとして資本コストを認識するようになるのではないかと。また、ファイナンス・リテラシーの教育、投資家による建設的なエンゲージメントも、企業の資本コストの意識を高められるのではないかと（柳委員）

- ・資本コストの強制開示には賛成。任意にした途端に個別財務諸表を出さなくなった事例のように、あまり任意にされると、どうしても投資家として分析に必要な資料なのに、事業法人社内でのチェックが漏れて削除されてしまう。（貝沼委員）

- ・①株主資本コストの考え方については、 β 値は過去のどの期間を採用するかなどによって大きく異なるし、株価の過去の変動による影響が大きい。 β 値を使って算出した株主資本コストを使ってよいものか、

②仮に優良企業の指数を強制開示させるとして、どのような規模・業種をターゲットにするべきか（佐藤氏）

⇒株主資本コストはざっくりと一つの目安を持てばよいのではないかと。例えば、リスクプレミアムを8%と設定するなど。オールジャパンで平均資本コストを考えるのはどうか。また、新しい産業分野はマーケットの評価モデルががらりと変わる可能性があるため、保守的な目安を設けても良い。基本的には平均 ROE 8%以上であれば説明ができる。強制開示の対象は、たとえば最初はグローバルに展開しているトップ 100~200 社が良いのではないかと。（柳委員）

- ・強制開示させると企業側に相当混乱があるのではないかと。例えば、株主資本コストを8%に固定して開示させると、エクイティ・スプレッドが大きくプラスになっていなくてもマーケットが非常に楽観的になったときに、仮に株主資本コストが6%になった（基準を2%下回った）場合、PBR は 1 倍を超える。つまり、ROE が株主資本コスト基準の8%を上回る必要がなくなる。便宜的に株主資本コストを固定して強制開示をさせると、エクイティ・スプレッドがマイナスになったときでも（他人から与えられたものとして）説明責任の所在が曖昧になる危険や、企業側に ROE が「使い勝手の悪い指標」と捉えられるか、「何を示しているかよく分からない」と思わせてしまうのではないかと。

蛇足だが、ROE の邦訳「自己資本利益率」という言葉が、企業側に資本が自己のものというイメージさせるため、本来は「株主資本利益率」であるのが望ましい。

また、ご説明ではエクイティ・スプレッドと現金の価値を別テーマで扱っているように見えるが、現金の価値もエクイティ・スプレッドで一貫して説明してよいのではないかと。企業側

に資本コストに照らした現金価値を理解してもらうためには、売掛金や買掛金に対してどのくらいのキャッシュが手元に必要かを断定してもらい、それ以上に残るキャッシュがエクイティ・スプレッドのマイナス要因として問題であることを、投資家側から企業に丁寧に説明する必要がある。（三瓶委員）

⇒「資本コストの」定義は勿論柔軟でかまわないし、会社ごとに説明して投資家と議論すればよい。また、従来のBSでは、「株主資本」、「自己資本」、「純資産」は同義とされていたが、2006年5月の会社法改正で、3者はそれぞれ異なるものとして定義されたため、現在では金融庁と東証の取り決めにより、会計制度上「自己資本利益率」をROEの正確な呼称として使うようになっている。ただし、同じ趣旨で、ROEに「株主資本」の呼称を使うほうが啓蒙効果があるので、会社法上の定義は脚注で示したうえで、小職の著書や論文ではあえて「株主資本利益率」を使用している。（柳委員）

- ・強制開示の方法への提案だが、二段階で実施してみてもどうか。企業側には2～3年くらいのスパンで資本コストを決算短信のいずれかのページで開示させ、認識させることが重要。次のステップとして、決算短信の表紙などにエクイティ・スプレッドを開示させる。その際、資本コストの上限（例えば12%）と下限（例えば5%）は示した方がよい。同業他社のデータを調べたところ、0.3～1.1くらいだった。（市川委員）

2. 各作業部会の進捗報告等

<報告>コーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会の進捗報告（江口委員）

- ・質問票（資料4-②）を使って、7社にインタビューした結果が資料4-①である。ヒアリング結果は、全ての企業から公表の承諾を頂いている。
- ・プログレス・レポートには資料4-①、②をまとめ、前書きを経済産業省が作成し、最後にコーポレート・ガバナンス作業部会メンバーの感想を載せる予定。他の企業にやる気を起こさせるようなプラスのコメントのみを載せたいと考えている。
- ・この活動をつなげ、社会運動として盛り上げていくことが重要。ブラックロックでは既に20社以上と質問票を使って対話を実施。質問票を使って企業側と対話する活動を、他の運用会社にも広めていきたい。実際、他の作業部会のメンバーも活動し始めている。
- ・また、ミーティングを是非やりたいと経営者が希望する企業からのオファーも来ている。
- ・企業がコーポレート・ガバナンスの仕組みを独自に考え、投資家はその取組をサポートするような「産婆役」的な役割を担いたい。
- ・経営者へのインタビューの中で、「経営の中で取締役会の在るべき役割は何か？」という質問に対する回答が一番弱かったため、今後企業側に是非考えてもらいたい。

<報告>企業価値・IR作業部会の進捗報告（加賀谷座長、福本企業会計室長）

- ・企業価値・IR作業部会のまとめは、メンバーが忙しい時期ということもあり、作業が中断しているが、今後さらに分析を深掘りしていく予定。
- ・また、分析結果を基に、投資家へのインタビューも行いたい。例えば、企業価値・IR実態

アンケートでは ESG 情報に投資家は関心が無いと回答する企業が多かったことに対し、柳委員の投資家サーベイには逆の結果が出ている。

- 回答企業へのフィードバックは取り急ぎ今年3月に送付済み。作業部会メンバー以外からも、分析についてコメントがあれば頂きたい。

<報告>一橋大学 伊藤教授を中心に「日本版ケイ・レビュー」を検討するラボ特別プロジェクトについて説明（加賀谷座長、福本企業会計室長）

- 経営者に株主資本を意識してもらえない日本企業は多いが、中には意識が変わり始めている企業も出てきているため、日本企業も変わりつつあることを世界に発信できないか。
- 今年の2月にオックスフォード大学ハートフォードカレッジ学長のウィル・ハットン氏が来日し、日本は最もイノベティブな国であり、中国に対抗する必要は無いと発言。日本がイノベティブな技術を活かして、持続的に収益を上げるためには何が課題となっているのか議論をしたい。
- 英国のケイ・レビューでは四半期開示が短期志向を助長していると議論されているが、日本においてもケイ・レビューのような議論ができないかと考えている。

<意見>

- コーポレート・ガバナンスに関する企業ヒアリングを行った結果は、何かデータベースのようなものに蓄積されているのか。モデルとして提示できれば、今後の学術研究や企業の改善の参考になるのではないか（加賀谷座長）
⇒記録として重要なポイントは残している（江口委員）
- 特別プロジェクトへの参加資格として、経営者の協力・参加はマストなのか（貝沼委員）
⇒伊藤教授からは幅広い議論なのでいろいろな方に関わっていただきたいと聞いており、関わり方にはさまざまな形があると考えている。プロジェクトが進む過程で協力できる範囲が見えてくると考えている。なかなか時間的にコミットできない経営者等は、例えばインタビューやイベントへの参加といった形での関与の仕方も考えている（福本室長）
- 海外への情報発信だが、来週開催される日英の二国間会議に出席する。そこで初めてコーポレート・ガバナンスのセッションが設けられる予定だが、海外からは日本のコーポレート・ガバナンスが全然なっていないと言われており、日本は烙印を押されている。日本版ケイ・レビューが最終的にできた段階で、FT や WSJ 等の海外の広報媒体に載せて発信することが重要。（渋澤委員）
- 特別プロジェクトに対する投資運用会社への役割・期待感は何か（江口委員）
⇒海外と同じ又は違うガバナンスのやり方がいいのか、他律による仕組みがいいのか、なぜ日本の企業は新しい投資のリスクを取れないのか、といった個別論点や、企業と投資家が適切なコミュニケーションをするためのドライバーを検討していく必要があると考えているため、投資家サイドからどのように考えるかご意見を伺いたい（加賀谷座長）

3. 企業報告ラボのこれまでのまとめと今後の提案に関する討議

<報告>企業報告ラボ・メンバーへのアンケート結果及びプロGRESS・レポートの報告（林係長）

- 企業報告ラボのこれまでのまとめと今後の進め方を議論をしていただく素材として、2つの資料をご紹介します。資料5は、事務局から企業報告ラボのメンバーに実施したアンケートの意見を淡々とまとめたもの。これらの提案に対し、どのような方向で今年進めていくか議論して頂きたい。
- 2つ目は、対外的な説明用に2012年7月から2013年3月までのラボの取組や成果をまとめたプロGRESS・レポートを現在事務局で作成している。まだ作成中なため、何か意見があれば後日でも構わないのでご連絡いただきたい。
- 企画委員会も回数が増え、特定の資料が見つけにくくなってきているため、成果やプロGRESS・レポートがセットされた段階で、（プレスリリースの検討を含め）資料を特出しして、経済産業省ホームページに掲載したいと考えている。

<意見>

- 海外に意思を伝えるためにも、プロGRESS・レポートは英訳化すべきでは（三瓶委員）
⇒プロGRESS・レポートは日英で公表する予定（林係長）
- 資料5には様々な意見が出されているが、今後の具体的なアクションに向けて、優先順位づけをしていく必要がある（加賀谷座長）
- 英語で出すことは大事。マスコミを駆使して、証券市場や投資家コミュニティにどう訴えるか検討しては？7月選挙を睨んで、アベノミクス効果で相場が上がっている上半期にアピールすることを目指す、タイムラインがあまり無い（貝沼委員）
- 資料5の1に記載されている「段階Ⅲ」でやるべきことのひとつとして、プロGRESS・レポートができれば、それを持って同業の投資家廻りをしてはどうかと考えている。その後少し時間を置いてから、投資家側からフィードバックをしっかりともらい、他の視点も取り込んで広げていきたい。投資家が同業者を廻るのは珍しいが、最終的な目的が共有できれば、実現可能だと考える。現在、投資家同士が意見交換する場がないが、この活動で土壌ができることを期待している。（三瓶委員）
- 投資家との対話は、オープンな場での意見交換かそれとも個別訪問の予定か（藤森委員）
- 公開の場では意見を聞きにくいので、プライベートで了解を得て実施するのが良策と考えている。投資家を廻った後に報告書のフィードバック版を作成し、公表してはどうか（三瓶委員）
- ラボのPRの観点から、国内投資家の間でこのような議論があったということを公開の場でもやって欲しい。例えば公開のワークショップを開催するのはどうか。時期としては、選挙前の7月が望ましい。ラボでの議論や、ケイ・レビューで拳がった論点、ガバナンスの独立性等既に俎上にある論点について、日本の考えを世界に発信してはどうか（藤森委員）
- 日経、FT、WSJを使って、「インベストメント・ジャパン」をアピールしたい。当局の中で、この問題をどう取り扱っていいのか。また、東証や金融庁と連携して日本政府から何か答申を出せないか。また、経団連や経済同友会へ働きかけができないか。せっかくコンテ

ンツがあるのだから、もっと世の中に広めていきたい（柳委員）

- オールジャパンで他の官庁も巻き込んでできないか。環境省も環境金融行動原則を推進している。ラボでの議論を日本経済の再生にどう絡めるか検討したい（安井氏）
- 経済同友会はこの分野にシンパシーがあるのではないか。経済・金融委員会の副委員長として参加するので、テーマとして検討したい（渋澤委員）
- 大きなコンテクストに乗ることは重要。例えば、規制改革の文脈で、日本企業の ROE 向上を掲げれば、その過程で不採算部門の「選択と集中」の議論になり、企業価値を高めることにつながるのでは。政策の流れに乗れば、それが大きな原動力になる（三瓶委員）
- ROE 向上や ESG レポーティングの改善手法は欧米の真似から脱することができないのではないか。ROE 向上のために自社株買いをし、株主に償却すると、企業は縮小均衡に向かう。ESG や企業の社会貢献が重要と言われている中で、例えば、企業が財団を作って社会にお金を廻す仕組みができないかと考えている。資金を循環させる資本市場の仕組みに対し、企業側からどのような貢献の仕方があるか検討したい（増本委員）

⇒（委員全体のコメントに対して）このラボの素晴らしいところは、それぞれのメンバーが意見を言って事務局が何かするというのではなく、メンバーそれぞれが知見やネットワークを持ち寄ってプロジェクトを進めている点。経産省も事務局としてできる限りの協力を惜しまないが、具体的な方向性とすべきことがラボの中で共有され、道筋のイメージがある程度見ることが重要。ラボの良いところは、大きな方向性を議論できるとともに、皆さんからのお知恵とお力で具体的な行動につなげているところ。その中で、政府として経産省ができること、すべきことは全力で取り組んでいきたい。政府・関係省庁に議論をどのようにフィードバックしていくといいのか等提案が欲しい。また、制度側に関係させていく道として、金融庁や日本取引所グループ、日本 IR 協議会等コアの関連組織にはラボのメンバーとして既にご参加頂いている。また、来週欧州出張に行くので、これまでのラボでの議論を説明してくる予定（福本室長）

4. その他

＜報告＞IIRC や欧州委員会に関する報告（福本企業会計室長）

- IIRC から統合報告のコンサルテーション・ドラフト（CD）が公表され、7/15 締切りで意見募集されている。参考資料 1 は、CD の概要について日本公認会計士協会の森研究員から資料を提供いただいた。IIRC はラボに非常に関心を持っており、6 月頭に IIRC ポール・ドラッグマン CEO からの要請により、経産省とのミーティングを予定。企業報告ラボのメンバーにも都合が付けば参加してもらえればと思う。また、ラボとして CD に意見を出すべきか伺いたい。
- EU では、非財務情報開示やコーポレート・ガバナンスの見直しが同時並行で行われている。来週の欧州委員会との意見交換で、コーポレート・ガバナンスの話をしてこようと考えている。参考資料 2 中にある、欧州委員会が公表した“長期投資と貯蓄に関するグリーンペーパー”は、ラボの問題意識に関連するものであり、その動きを注視しておきたい。

<意見>

- 世界の投資家コミュニティはどれだけ IIRC の活動に参加しているのか。(戸矢委員)
- ⇒PRI などの投資家コミュニティが参加している。ただ、IIRC は引き続き精力的に投資家に呼びかけを行っているところ。一方、投資家ではないが、報告や会計関係者、たとえば IASB や欧州委員会等は、このフレームワークは議論のきっかけであり、これからそのあり方について議論する段階のものにとらえているようだ。(福本室長)
- 経済同友会が今年 4 月に公表した『第 17 回企業白書』には、IIRC の統合報告について踏み込んで言及している(安井氏)
 - CSV を提唱したマイケル・ポーターは、CSR や ESG に批判的で、ソーシャル・バリューをエコノミック・バリューに転換することが重要と力説しているが、NY の投資家にはその考え方が受け入れられている。(柳委員)
 - アベノミクス効果で日本の株式市場の相場は良くなったが、昨年ラボが立ち上がった時の課題がなくなったわけではない。継続してラボで議論を行い、実質的に改善していると海外に示すことが重要(松崎氏)
 - 6/7 の IIRC のラウンドテーブルとセミナーに参加するため、ラボの成果を話したい。
“Institutional Investor”(グローバルな金融誌)等のマスコミに記事にとりあげてもらえないか打診してみる(藤森委員)

以 上