

「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～」第1回議事概要

日時:2013年7月16日(火)8:00～10:00

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1. 経済産業省経済産業政策局 広瀬審議官より挨拶

・ 6月中旬にアベノミクスの3つ目の矢、日本再興戦略がとりまとめられ、日本の企業や個人がデフレマインドに覆われてきた状況をどう払拭していくか、企業経営においても攻めの経営に舵を切り、日本の産業界がどのように新しいチャレンジをしていくのかが大きな課題となっている。

・ この日本再興戦略の中で、コーポレート・ガバナンスも一つの重要な柱となっているが、これは日本だけでなく、まさにグローバル市場全体のコンテクスト(文脈)の中で捉え、推進していく必要がある。上場企業の外国人株式保有比率も28%と過去最高に達している中、日本企業の経営、そして日本の社会が変わっていく姿を海外の目にもきちんと分かってもらうことが大事。

・ 先週米国に出張し、ニューヨークの投資家グループと意見交換をしたが、日本再興戦略に対する関心が非常に高く、これから何が変わるのか注目している投資家が多かった。その中には、やや冷めた目の者もいるが、日銀の異次元の金融緩和を受けて積極的にマクロ運用している投資家が出てきている。さらにはまだ少数かもしれないが、個々の日本企業について関心を持って勉強していて、今の成長戦略が市場から過小評価されているのではないかとの声や、日本企業には相当の潜在力があるのでそれが成長市場にもっと振り向けられれば期待ができるため日本再興戦略の実行に最大の関心があるとの声など、様々なご意見をいただいた。

・ こうした日本に対する期待が一過性にならないよう、日本企業の評価とマーケットの魅力を着実に高め、定着していくことが極めて大事だと考えている。このプロジェクトは、伊藤教授の力強いリーダーシップのもと、日本企業が持続的に成長するためにどのような経営改革を進めていく必要があるのか、それを支える資本市場、投資家のあり方はどうあるべきかといった議論を行い、それを積極的に世界に問うていく、非常に重要なプロジェクトである。

・ 本日はまさに各界の最前線のリーダーの方々が集まっていたいでいる。日本の企業、投資家が何をしなければならぬのか、あるいは政府に何を期待するのかといったことも含め、グローバルなビジネスの現場から貴重なご意見をいただきたい。また、欧州を中心に、世界中で金融危機の反省から、短期志向の是正や持続的な発展について議論されているが、こうした国際的な論点についても議論いただきたい。経済産業省としても、今回のプロジェクトの議論を踏まえ、関係省庁と連携しながら、必要な仕組みの実施と、実現に向けて全力を尽くしてまいりたい。

2. 本プロジェクトの趣旨について

<説明>(伊藤座長)

・ 日本再興戦略の真のキーワードは「持続的成長を実現するための企業競争力」とも言える。この言わば、企業が持続的に企業価値を創造することについて、これを阻害するさまざまな問題や懸念に対し、その克服・解

決の道筋の探求が我が国のみならず、世界的な喫緊の課題となっている。また、昨年発表された「ケイ・レビュー」では、金融危機の反省から、欧州を中心に投資家や企業に蔓延しつつある短期主義の是正、コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップの強化、開示・企業報告の在り方について提言している。

- ・ 本プロジェクトは、こうした世界的な傾向や「ケイ・レビュー」を踏まえ、日本の文脈で議論し、かつこれを世界に発信しようとするもの。
- ・ 資料4の4つの問い、「①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があるか」、「②(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になっているか」、「③日本企業は、持続的な価値創造を実現するため、投資家は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」、「④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」について、皆様にご意見をいただきながら進めていきたい。
- ・ 本プロジェクトの特徴は4つある。
 - ①ケイ・レビューを無批判に受け入れるのではなく、日本的文脈から議論し、グローバルに発信すること。そのため、報告書は英訳し世界に発信して、世界中から様々な意見やコメントを受け入れる。
 - ②逸話ベースの話に振り回されず、できるだけ事実を積み上げたエビデンス・ベースでの議論を行うこと。
 - ③投資家、企業、証券アナリスト、資本市場運営者、研究者など多様なメンバーが一同に会して議論を行うこと。
 - ④本日の参加者はCoreメンバーとし、その周りに、より広範囲なメンバーとしてご協力いただくGreater、企業経営者等からなるAdvisorといった形でネットワーク化を図り、できるだけ多くのメンバーが参加し、議論に広がりをもたせること。

3. 意見交換

【投資家】

- ・ 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。
- ・ 「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、最終的に経営者に決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。
- ・ 850兆円の家計の現預金の意味を考えると、日本の家計が、経済的成長に自信をもっていないから、現金を抱え込んでいるのではないか。さらに、もう一つの日本の課題は、世代間の資金移転が進んでいないことである。60歳以上の方が日本の金融資産の6割を所有している現状で、30年後を考えたときに、現在の若年層がきちんとストックを作っていないと日本の持続的成長が行き詰まることは明らかである。また、今の金融機関はストックのある世代から販売手数料を稼ぐことが主流となっているが、これが行き詰まってしまうことを意味する。ストックづくりは薄利であるためギアチェンジは難しいとは思いますが、若年層のストックづくりが重要ではないか。

- ・個人の投資家は、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である。この層と企業がエンゲージメントすることは非常に大切である。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の投資家のインセンティブ(税制等)とは何かということも議論したい。
- ・確かに投資家のクオリティにはかなり差があると認識している。特に、最近際立っている現象として、アナリストの中途採用応募者に、元ヘッジファンドから長期投資へ転向しようとする人が増えている。四半期毎にリターンを積み上げる投資をやってきたが、余り知識が蓄えられた実感が持てないので、もう一度基本に戻り、ファンダメンタル調査をしたいと我々のところにやってくる。それは良い傾向だと思うが、残念ながらそういう人が多い結果、最終選考まで残る人が減っているというのが実情である。四半期毎に短期売買でリターンを上げようとする投資は月次データやニュースフローから兆しや、いわゆるカタリスト(触媒)を見越して空売り/買入れする場が多く、事業のファンダメンタルズ分析や企業価値評価とは必ずしも関係がない。
- ・お金を持っていないとM&Aの話が来ないという話があったが、投資家側からすると、お金を持っているのでむしろ銀行・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はないかと考える。どちらの面からみるのが適当なのか、論点としてある。
- ・日本ではスチュワードシップという発想が全く浸透していない。企業経営者は株主から預かった資金に責任を負うスチュワード・オブ・キャピタルであると同時に、機関投資家も個人投資家や年金から預かった資金に責任を持つスチュワード・オブ・キャピタルであって、そのスチュワード同士が適切な緊張と協調関係の中で価値を上げていくよう努めなければならないというのが、スチュワードシップである。
- ・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は資金効率がよく、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て製造部門を持たない企業や、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企業が発展することになる。ただ、日本的文脈で言うと、日本の強みの1つ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を曖昧にせずに考えるべきではないか。
- ・R&Dについて日本特有の説明には2通りある。1つは、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。もう1つは、あるものを狙って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である。後者なら良いと思うが、前者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。また、将来の再現性への期待を持ちにくく、そうしたR&Dへの支持はしにくくなる。
- ・現在は悪循環に陥っている企業と好循環の企業でかなり二極化していて、アベレージで議論してはいけない。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。そういう意味では、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していけるかが議論の方向性として重要ではないか。
- ・「持続的成長への競争力」というテーマで議論されているが、競争という定義を明確にした方がいいのではないか。投資家の立場では、成長はEPSやROEの成長といった株価に連動するものを念頭に置いて使うが、マクロの立場では、成長は一人当たりGDPが増えることなどをイメージするのではないか。よって、それぞれの

立場により解釈は異なるため、こういった定義を明確にすべきではないか。悪循環でなく良循環に入っている企業が成長するときはマクロ的にもいい影響があると考えられる。そのような観点からも、定義を明確にして議論がなされることが大事である。

- ・ 事実をもとに議論することをこのプロジェクトの基本にするというお話があったが、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と思う。その結果として、時価総額で世界のグローバル企業と比較すると、その中の日本企業の登場は極めて少なくなってしまった。その理由は、ROE水準が低いことが最も代表的であるが、そのことは10年、20年前から指摘されており、未だ改善されない。恐らく日本の組織の中に、ROEよりも大切にしなければならないものが存在すると思うが、それを解きほぐすことなくして、改善することはなかなか難しいのではないか。
- ・ 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、3～5年タームで評価して投資をすることが企業サイドとしても非常に難しくなったという事実があるのではないか。
- ・ 新しい持続的な成長に向けてのチャレンジという話に関連して、スタンフォード大卒で駐日アメリカ大使のルース氏から、卒業したらどのような会社を起業したら良いかという議論がスタンフォード大では至るところで行われているのに対し、日本の大学では極めて少ないということと、スタンフォード大学の近くにあるシリコンバレーには、「失敗」という言葉はなく、たとえ失敗しても「将来に向けて学習した」という前向きな考え方があるといったお話を伺った。日本全体がデフレモードに入っている現状を打破する意味で、こうしたマインドセットは大変重要ではないか。
- ・ 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が文化的な背景が根底にあるのではないか。日本の経営者の流動性が乏しいことは、日本全体の損失なので、何か日本らしい取り組み方があるのではないかと思う。
- ・ 国内でのM&Aの件数が少なく、逆に海外でのM&A件数が多すぎるのではないか。また、大幅なプレミアムも海外M&Aを理由に容認されているように思う。
- ・ 日本ほどコーポレート・ガバナンスが構造的に担保されていない国は見たことがない。例えば、海外の社長が「ボードと相談する」というときは社外取締役と相談するが、唯一世界中で日本は社長がボードと相談するときに自分の部下と相談する。このように構造的な担保がほぼ無いにもかかわらず、あまり支障が無いのは、日本人の道徳心が高いからである。これは素晴らしいことだが、本当の株主の代表が取締役会にあまり入っていない。このために、割と日本らしくない経営が続いている。この解決策としては、一つは社外取締役の導入であり、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て、広い意味での受託者責任を果たしているかについての監督権を認めるという方法もあるのではないか。

【市場関係者】

- ・ 1点目として、四半期決算はやめるべきだと考える。アナリスト側にとって四半期の3ヶ月のうち、1ヶ月を決算対応、1ヶ月をマーケティングに取られ、残りの1ヶ月しか企業の長期的なファンダメンタルズやイノベーションを生み出しているかなど考える時間がない。また、企業側も四半期毎の決算発表によるルーティンの事務作業やIR活動などに追われている。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。
- ・ 2点目は日本企業のファンダメンタルリサーチに対する力が落ちていること。その最大の理由は、日本株のパフォーマンスが落ちたことにより、外資系を中心としたリストラ、業界再編などで日本株をリサーチする投資家・アナリストが減少したためである。また、日本特有の問題としては、日本の信託銀行やアセットマネジメント会社にはコミッションの上限を設けているところが多く、それが世界の標準と比較して低いため、非常に低収益の中、なかなか証券会社が調査部門にリソースが割けなくなっている。その結果、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。
- ・ 最後に、海外投資家は恐らく日本でガバナンスを効かせた投資やエンゲージメント投資は非常に難しいと見ていると考える。これは2000年代の半ばにアクティビスト・ファンドがことごとく失敗した折、ほとんどの日本の機関投資家がマネジメント側について、株主に対する受託者責任(フィディーシュアリー・デューティ)を果たさなかったことにある。長期保有・集中型のバフェット型投資あるいは物言う株主として、ある程度会社にガバナンスを効かせ、機関投資家が会社のバリュークリエーションを提案して、いいものであれば会社が受け入れるという投資スタイルというのがほとんど見られないことが問題では。
- ・ 当社は年金基金等がお客様であるため、上場企業と話をする際には、「四半期の業績は気にしない、長期の会社の方向性が関心事」と話している。
- ・ 投資家はアウトサイダーであり、基本は企業にお任せするが、規律的な部分が投資家を安心できるものかどうかを議論し確認できればいいと考えている。加重平均資本コスト(WACC)に対してリターン、つまり投下資本利益率(ROIC)が長期的にみて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くことが投資家にとっての大きな安心感になる。
- ・ 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。

【企業】

- ・ 当社は、コア技術をベースに様々な素材を開発し、その用途ごとに事業を展開している会社。投資家からは事業の範囲が非常に広すぎてわかりにくいなどのご意見を頂くが、ベースとなっているコア技術の範囲は決して広くなく、IRミーティングではこのコア技術と事業の関係をしっかり理解して頂くよう心がけている。新規素材の開発に加えて、素材そのものの極限技術を追求する研究・技術開発を行うことで新製品開発につなげている。このため、実績を積み上げながら長期のR&D(研究開発)を続けることが生命線になっている。IRミーティングでは、この長期的な視点を必ず説明し、長期的なR&Dを行う企業だと認識された上で投資して欲しいと申し上げている。

- ・ 例えば、繊維事業は数年前までは売上高営業利益率が3~4%で、投資家からみると、利益率の低い事業のため、止めたらどうかという話をよく頂いた。これに対して、繊維の技術は炭素繊維やフィルムなどの他の事業の技術のベースになっており、繊維だけを止めてしまうと、他の事業の技術も弱体化するという話をした。最近では繊維事業の利益率が良くなったため、逆に繊維はもっとやるべきだと言われる。投資家の考え方がころっと変わったことに、ちょっとがっかりした面もある。
- ・ 持続的成長とは、高成長・高収益というよりも、むしろ安定成長・安定収益というイメージ。欧米企業と比べると、確かに利益率の面では劣るが、長期的なR&Dを続け、しかもしばらく赤字が出ても続けるという風土が日本の企業にはある。これに対し欧米の企業は、そういった技術をベンチャーから買ってくるという風土なので、その辺の仕組みが日本と欧米では違うのではないか。
- ・ もう一つは、一つの素材で利益率を高めるのであれば、例えば炭素繊維では、航空機用は利益率が非常に高く、一般産業用はそれほど高くないため、航空機用にフォーカスすることが考えられるが、これでは素材のイノベーションを起こしたことになる。自動車用などの一般産業用にも素材として広く使われることで初めて、社会に貢献できると考えている。利益率がある程度落ちて、このような思想で事業を続けることが重要であり、それが安定成長・安定収益、つまり持続的成長ということではないか。
- ・ 投資家が企業を訪問する際には、買い時、売り時、他社とのレファレンスを知りたいという3つの動機の可能性がある。また、全ての投資家が長期ではなく、企業は投資家を選ぶことはできない。例えば、ヘッジファンド系からは、年末までにパフォーマンスを上げるために会いたいといわれることがある。一方、投資家側の意見を全て受け入れるために会うのではなく、企業の考え方を投資家に伝え、賛同される方々に投資して頂くことが一番重要で、全ての投資家を買ってもらいたいというのは、ある意味おこがましい話。
- ・ 昨年CEOが変わり、経営のやり方が変わったが、それをきちんと説明した結果、前のCEOを信じて今まで買っていた方が売り、新しい方が買われ、ここ1年間で投資家が大きく変わったが、それでいいと考える。
- ・ 当社の企業サイクル、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。
- ・ 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。
- ・ 企業は、持続的成長について投資家と話をすると企業価値は生み出されるのではない。もっと別のところに視点を置いて、本質的な議論を行う必要があるのではないか。例えば、経営者と管理者をはっきり分け、経営者は階層レベルの改革をすることがガバナンスの一つにつながると考える。
- ・ 最低限、企業を自己の利益のために使わないガバナンスこそ必要であり、例えば東証が要求している独立役員制度により、社外取締役を設け、独立性を保つために売上高の1%以下の取引しかできないことにしているが、これは担保の一つであり、持続的な企業価値が生まれることとは全く違う話である。
- ・ 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。20年前に年金基金と健康保険組合の理

事長になったときに、確定給付分のパフォーマンスを約束してくれる米国投資家を募集したが、自分たちはマーケットベースより1%ベースでも勝てば良いと言われ、誰も手を挙げなかった。投資家と手を取り合って企業価値を上げるためには、投資家の考えもわからないといけないので、すぐにうまくいくというのは難しいのではない。

・セルサイド・アナリストも、景気が悪い中で人がどんどん減らされていたため、四半期報告について一人で何十社も担当しなければならなくなっている状況であり、有価証券報告書などの企業レポートを読めていないのが実状である。

・エクイティ投資家からは、会社の事業全部を買いたくない、欲しい事業部だけ上場して欲しいと言われたことがあるが、会社側にとっては、ばらばらにしてしまうとシナジーも出ないので、投資家の意見を真に受けてはいけない。また、現金を多く持っている、総資本回転率が悪くなるということで、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、実際現金を持っていないと買収の話も来ないという面がある。これに対し、デット投資家からは現金が多ければ多いほど良いと言われ、投資家も立場によって言うことが異なる。

・市場で何十年も資金調達していないのであれば上場する必要はないのではないかとよく投資家から言われたが、上場している以上、経営者はそれぞれの時代にそれぞれの存在意義がある企業をつくるために努力すべきであって、それが実ると持続的な価値創造ができる。こうした企業価値を上げる努力をしていかなければ、いずれ株主がいなくなり、会社自体がなくなってしまうということを社内外に発信した。

・企業は投資の意思決定で5年後、10年後にどうなるかが決まる。企業における投資の意思決定の物差しは、管理会計であり、そこをきちんと資本政策を決めて進まない、持続的な企業価値が創造できない。例えば、ハードルの低い意思決定の物差しをつくってしまうと、ブラックボックスを作れていないため、とても苦勞する。しかし、ハードルの高い物差しを乗り越えた戦略をもっていれば、マーケットに出て行っても多少のことでは負けない。これは物差しのつくり方であって、例えば資本コストを入れるなどハードルを高くて、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。

・米国の投資家に会って話した感触としては、短期的な数値は重視していないということである。彼らの視点は、中期計画は分かったけれども、やはりROEが低いということや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。

・自然災害といった季節的な要因に業績が大きな影響を受ける業種においては、外国人投資家も四半期報告にあまり注目していないようである。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と。

・ホールディングス体制の弊害の一つは、各事業会社の社長がマーケットと直接対話する機会がなくなり、緊張感が若干なくなってきたことである。また、市場からはコングロマリットディスカウントという指摘もある。どのようにしたら、市場との対話がうまくいくのか考えていきたい。

- ・ 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。
- ・ ROEをいかに高めるかということも、重大な課題である。グローバルで競争する中でROEのレベルが大分低いと認識しているが、グループ全体のROEを高めるためにも、イノベーションを起こしてグループの総合力を発揮し、企業価値を高めようと言っている。こうした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、企業側からも必要だと考える。
- ・ 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経営だ。いざというときは現金だ」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、考え方が変わると感じた。現金等の持ち方もこの会を通じて考えたい。
- ・ 特に最近、R&D生産性が落ちてきていることが多くの企業の悩みであるが、その答えの一つとして、会社の外からもイノベーションを取り込むオープンイノベーション型のR&Dに取り組んでいる。R&Dに限らず、従業員等あらゆるところで多様なものを社内に取り込み、又は社外とネットワーキングとして取り込むことでイノベーションにつながっていく。IR活動においても、このような活動について話している。
- ・ 社内の評価指標については、管理会計を中心としつつ、投資家が見る財務会計の指標も使って複眼的に経営をしている。中期計画で中期的にROEの具体的な数字を掲げて、最終年度までに達成しようとするやり方がいいのか、超長期的にざっくりとした目標を掲げるのが良いか、現在、社内で考えているところ。
- ・ 成績表としての意味合いであればあっても良いと考えるため、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。
- ・ 日本の会社は日本企業の強さ、あるい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ると感じる。海外の企業との競争に重きを置くのではなく、日本国内での競争に多くの力が使われていることは問題ではないか。

以 上