

企業報告研究会 第7回企画委員会 議事概要

日時：2013年8月22日（木）16:00～18:00

場所：一般財団法人企業活力研究所 大会議室

1. 企業からのプレゼンテーション「投資家との対話・要望、IR 活動における取組について」

＜報告＞「味の素のIR活動について」（川端委員）

- ・IR 部門体制は、社長、IR 担当役員(常務)、IR グループ4名。年平均 400 件前後の IR ミーティングを実施。
- ・2005 年度以降、外部環境の激変により中計と実績との乖離が拡大、経営陣による投資家等との積極的な対話期待が高まる。2005 年秋の経営会議で経営陣による IR 活動の率先躬行を提起。その結果、翌 2006 年から社長が国内外のIRミーティングに参加する機会が飛躍的に増加。2010 年度の FY2011-13 中計策定時には、それまでの投資家等との対話における様々な指摘や要望等を踏まえて、それらを計画内容に織り込んだ。
- ・FY2011-13 の中計では、主要事業の具体的な施策や実施時期をロードマップで示した。このロードマップは半期に1回更新しているが、施策や取組の進捗が把握できるので投資家からも評価を頂いている。
- ・投資家の懸念事項は我々発行体の心配事であるとの考えから、悪い情報はできるだけ早く開示し共有するよう心掛けています。例えば、中計目標と単年度計画が大きく乖離した事業は当該事業の経営課題と解決の方向性を公表し、具体的な解決策が纏まった際に即日アナリスト向け説明会を開催。また、生産拠点の多いタイ国での洪水発生時には、洪水被害状況の適時開示や、決算説明資料では洪水発生地域から離れた工場で被災した工場の代替生産を行い、被害を最小限に留める努力をしていることをマップで分かりやすく解説した。
- ・株主還元策として、3年連続で自己株式を取得。決算説明会資料では、キャッシュフローと株主還元を一体で開示し、説明を加えなくとも投資家が資料を見ただけで株主還元の基本方針を理解できるよう工夫した。
- ・国内機関投資家、海外機関投資家、個人株主等のバランスが取れた株主構成を目指している。

＜報告＞「東京海上ホールディングスのIR活動」（佐々木委員）

- ・現在の外国人投資家比率は約 38%。個人株主が一般事業会社より少ないため、今後増やしていきたい。
- ・経営企画部内に広報・IR グループが設置。IR 体制は、社長、常務取締役/CFO、広報・IR グループ社員 6 名。年間約 500 件の IR ミーティングを実施。
- ・ミーティングで会う機関投資家、証券アナリストの割合は大凡国内と海外で半々だが、IR 部への訪問頻度は、国内機関投資家が四半期ごと、海外機関投資家が半期ごとが主であるため、国内投資家のほうが頻繁にコミュニケーションを実施している印象。
- ・資本市場の声を経営・事業の改善に役立てる観点から、経営層から担当役員、社員へと多重的・階層的にフィードバックする「社内 IR」にも力を入れており、年 20～30 回程度実施し

ている。昨年度は、約 1500 人の国内外のグループ従業員にフィードバックを行った。

- 株価は TOPIX を上回る一方で、連動した動きとなっている。また修正ベースの PBR は 1 に満たない状況にある。これは国内株式を約 2.4 兆円保有していることや、調整した後の修正 ROE がなお資本コストを上回っていないことが背景にあると考えられるが、現行の中期経営計画では、収益の拡大とリスク削減を含む資本効率の向上を進め、資本コストを上回る ROE を達成してゆく計画。
- 損害保険は、自然災害等の幅広いリスクを引受けつつ、適正なリターンを得ることが求められる事業であり、健全性の確保（リスク管理）と収益性の向上のバランスについて適切な理解を得てゆく観点から、投資家にはリスクベース経営（ERM）の説明をしている。
- 保険会計に関しては、保険事業特有の各種準備金（負債）の増減がボトムに与える影響は大きく、またテクニカルな要因による変動もあり、ベースとなる利益の成長や動向が伝わり難いという面があり、これを的確かつ判りやすく伝えてゆくことに腐心している。また保険事業は健全性の観点から、適切な資本水準を維持・確保してゆくことは重要であるが、資本効率性の観点にのみ立って、「余剰資本」の削減や還元を求められるケースもある。事業のサステナビリティの観点と資本の効率性の両面に立った建設的なコミュニケーションの形成も課題と考えている。
- 公平性の観点から要望を頂いている全ての投資家と時間の許す限り、全てミーティングを行っているが、IR 業務の効率性や資源の制約の観点から、見直しを行うことも検討してゆく必要があるのではないかと考えている。

<質疑応答>

- 株主還元として配当以上に自社株買いを強化しているようだが、資本政策的に投資家にはどのように説明しているのか（貝沼委員）

⇒2011 年度からの 3 カ年は、フリーキャッシュフローの状況を見極めながら機動的に自社株買いを検討するとの方針を中計に明記している。想定通りのフリーキャッシュを得、目前に成長投資が無ければ、キャッシュを積み上げた状態にせず、株主還元を検討するという考えである。自社株買いは資本効率の改善に繋がるとともに、株主価値の向上に資する。配当については本中計上、「安定的・継続的」が基本方針であったが、業績の回復やアベノミクス効果期待に伴う株式市場活況による株価上昇で、配当利回りが低下したことを踏まえ、昨年度および本年度の増配を決定した。（川端委員）

- （東京海上）の保険事業は社会性をアピールしやすいのでは。中長期の企業価値創造の説明について、社会との共生を踏まえてサステナビリティの高いグロースシナリオをどのように示していくことを考えているのか（貝沼委員）

⇒サステナビリティの観点から ESG の観点も IR において説明・アピールしてゆくことは重要であると考えている。こうした観点からアニュアルレポートに関して、統合報告の動きを踏まえた改定を進めている。また自然災害に向き合い、地球環境と共生する観点から、カーボンニュートラルの取り組み、マングローブ植林プロジェクトや各種の社会貢献、ダイバーシティの推進等を進め、開示に努めている（佐々木委員）

- ・保険事業のバリュエーションについて、普段投資家とどのような議論をしているのか。投資家のEV（エンベディッド・バリュー¹）に対する評価頻度や理解度はどうか（市川委員）

⇒投資家に対しては、保守的な日本の保険会計の数値のみならず、エコミックなEV(企業価値)の指標を用いながら企業価値や成長について説明している。投資家がEVを企業価値算定(Valuation)に用いているかは、投資家により異なることは事実で有るが、まずは当社の考え方を明確に示し、その上で見方の差異について論議を図るようにしている（佐々木委員）

- ・（１）昨年のアベノミクス前の日本株低迷期で食品業界は最も改善したセクターといわれており、特に御社が自社株買い・ROE経営など株主重視の姿勢を打ち出して舵を切ったことが投資家評価を得ていた。何がカタリスト（触媒）となって株主重視の姿勢に変わったのか。投資家のエンゲージメントもカタリストになったのか。

- （２）保険業界は、保険事業会社であり投資家でもあり、政策投資など企業との関係で利益相反にならないか（顧客と年金受託者の二つの帽子）、議決権行使結果開示やエンゲージメントなどガバナンスの議論になることも多いが、どのように考えるか。優良な機関投資家の東京海上アセットマネジメントを傘下にもつことのプロコン、利益相反、ウォールについてはどうか（柳委員）

⇒（１）ご指摘の通り昨今、数年ぶりにお会いした投資家からは当社が急に変わったように思えるらしく、その理由を問われるが多い。しかし、長年当社をカバーされている投資家は徐々に変わってきていることをご理解いただいているのではないと思う。これは、数年前の業績低迷期に打ったいろいろな施策が漸く奏功し、業績が回復してきたことが影響している。具体的には、売上至上主義（ボリューム）から利益・質の向上（バリュー・アップ）主義に移行したこと。無駄な価格競争を極力回避し、良い商品を作ってそれに見合う価格設定をするよう経営戦略を転換した。これによって想定したフリーキャッシュフローを確保できるようになったことが大きな変化であろう。また投資家等より、株主還元についてのいろいろな有益なご意見やご指摘を頂いていたことも当社の変化に影響している。しかし業績が低迷していた当時は、財務の体力が無く株主還元を実行したくとも実行できなかった。今は漸く自社株買いなど株主還元を前向きに検討できる経営状態になったということである。（川端委員）

⇒（２）保険会社は保険引受と資産運用の両方を行う立場にもある。政策株式は、戦後の高度成長期の時代に、日本の企業が必要としていたリスクファイナンスを引受けてきた結果、保有するに至ったもの。一方で、資本効率や資本管理の面で制約要件になってきたところもあり、2002年のホールディングス設立以降、これまでに約1.4兆円圧縮してきた。損保会社の資産運用は自己資産の運用であり、資金の性格は受託運用するものとは異なる点がある。また子会社の資産運用会社で有る東京海上アセットマネジメントとは議決権行使やエンゲージメント等のあり方については独立しており、利害相

¹生命保険会社の株主に帰属する企業価値を表す指標。純資産価値に、保有契約から得られるであろう利益の現在価値を加えた指標。

<http://ir.tokiomarinehd.com/ja/NewsRelease/NewsRelease8687199931258918893/TopLink/TopLinkDocument/appendixj.pdf>

反は無い。（佐々木委員）

2. 「企業報告ラボ」のプログレス・レポートの内容・公表について

＜報告＞プログレス・レポートに関する報告（事務局）

- プログレス・レポートの主な変更点は、参加企業名を追記したことと、企業価値・IR 作業部会の部分に IR アンケートの分析から得られた示唆を追加したこと。
- プログレス・レポートとその他の成果物は、明日（8/23）、経済産業省のニュースリリースと併せて公表される予定。
- コーポレート・ガバナンス分科会における第1～3回の議論やコーポレート・ガバナンス企業意識調査作業部会のプロセスを説明。ACGA と ICGN とは各会合・ネットワークを通じて関係を強化している。

＜質疑・意見＞

- （1）プログレス・レポート P.16 や、（2）コーポレート・ガバナンス対話集 P.25 の書きぶりをより分かりやすく修正した方が良い（沖氏）

⇒（1）は、社外取締役の役割について日本企業は海外投資家に具体的な事例を求めているという趣旨。ACGA 側は、日本にはガバナンスの良い企業がいるのは認識しているが、コーポレート・ガバナンスの制度面に不信があり、日本企業が満たしている最低基準が分からないと言っている。日本企業全体の包括的なガバナンス基準は難しいとしても、グローバルな一定の基準を満たしていることを、海外投資家が注目する範囲で示せると良いのではないかと（戸矢委員）

- 企業と投資家中長期の戦略・展望に関する対話促進を考える場合、開示平等の原則との関連を考える必要がある。もしこれらに関する開示がなされていないところで一部投資家と企業とが中長期の戦略・展望に関する対話を行えば、その投資家のみが他の投資家の知らない情報を持つことになるからである。外部環境の変化やリスクなど中長期的な情報を統合報告などの形で開示していれば、こうした問題は生じない。この点で、米国上場企業は MD&A に個別企業のリスクを記述されているのに比較して、我が国の有価証券報告書のリスク等の状況はボイラープレータ的な記述が多いのは気になる。有価証券報告書のリスク等の状況の記述がボイラープレータな表現から個別企業のリスクを記述するようになることも、中長期の戦略・展望に関する対話をスムーズに行うことに資するであろう。また、開示平等に関する意識自身、米国上場企業と日本だけで上場している企業との間には現状かなりの格差があるようにうかがわれる点も、海外からリスクマネーを引いてくるためには是正していかなくてはならない点のように思われる（安井氏）
- 本日の議論を聞いて、三つの感想を持った。一つは、日本の上場企業の中には一部の見本となる企業がある一方、全体で見ると海外の企業から劣っていること。したがって、それぞれを切り離して考える必要がある。つまり、見本となる会社は平均的な会社に比べどのようなベネフィットを得ているのかという視点を皮切りに、そうしたベネフィットをモチベーション・ドライバーに、またはインセンティブとして日本の上場企業全体をより良い方向に引っ

張っていくことが問題解決への大きな前進につながるのではないかと。二つ目は、今日ご講演頂いた2社に興味深い共通点があること。一社は営業部門に対し、売上至上主義から利益主義へ戦略・考え方を転換させることによって、企業が変わることにつながった。もう一社も、顧客企業株式への政策投資としての保有はビジネス・リレーション上不可欠なのか、逆に会社全体で見れば不利にならないかといったように、業種の全く異なる両社の転換点として営業に対するインセンティブの与え方を統合的・全体的な視点で考えていることが挙げられる。言い換えると、各現場の部分最適的なインセンティブ構造を見直し全体最適を重要視する意識改革を経営のリーダーシップの下で行っている。これは正に統合報告の考え方にもつながるのではないかと。三つ目は、コーポレート・ガバナンスに関する対話集（7社のインタビュー概要）は非常に珍しく、価値があるものなので、英語でも開示されると良いと考える。サンプルは7社だけかもしれないが、質の高い対話の先行事例を海外に発信していくことが重要ではないか（三瓶委員）

- ・7社以外にも、本質問票を使って個別にミーティングを行っている。対話集の英訳化は発言者に英文を確認して頂く作業が発生するため、難しいのではないかと考えていたが、再検討してみたい。（江口委員）
- ・奇しくも両作業部会の成果（資料8と資料10）から出てきた答えは共通している。その共通点は、①企業と投資家のコミュニケーションの高度化（株主価値創造プロセスの説明、双方向のコミュニケーションやエンゲージメント）と②ディスクロージャーの強化（企業側から積極的にフェアにオープンに具体的に開示しない限り、有効なコミュニケーションはできない、統合報告につながる考え）の必要性である。日本企業はこの①②を改善し、海外投資家にアピールしていくことが重要ではないか（安藤委員）

3. 「企業と投資家の望ましい関係構築」特別プロジェクトの進捗報告と企業報告ラボへの新たなプロジェクトの提案

＜報告＞「企業と投資家の望ましい関係構築」特別プロジェクトの進捗報告（加賀谷座長）

- ・これまでに総会を2回開催。現在は、参加者から問題意識を伺っているところ。今後、第4回で論点を整理し、3つの分科会を立ち上げる予定。
- ・企業報告ラボも設立からこの一年でいくつかの成果が出た。二期目は、より実態をつかんだフェーズにどうつなげていくかを検討していくことになる。今後さらにラボでこういった取組をしていきたいという提案があれば、積極的に出してほしい。

＜討議・意見＞

- ・今回プロGRESS・レポートなどの成果がまとまったので、これを持って投資家グループを回りたい。投資家を回るチームを作るべきか、どのような形式のインタビューであれば受け入れてもらえるか、これから投資家ネットワークを当たって検討してみたい（三瓶委員）
- ・年金基金（投資家）の動きが分かったといい。機関投資家が日本版スチュワードシップ・コードを遵守するとしても、投資先企業にどのような質問をするかは、自分たちの背後にいる年金がどのように考えているかによる。企業は良いことしか開示しない面もあるので、投資家

(外) からプレッシャーを与えていくことは、企業に規律(緊張)を与える効果を期待できるのでは(貝沼委員)

- 新指標の検討が東京証券取引所で進められているが、企業報告ラボから新指標について何か意見を出していくのか、議論してはどうか(安藤委員)
- ソニーとサードポイントの事例など、最近企業とアクティビストの間に新たな動きが見られる。①サードポイントのような新世代のアクティビスト・ヘッジファンド、②メインストリームの機関投資家、③企業の三極間の対話をどう考えるか、検討してみるのも面白いのではないか(江口委員)

4. その他

＜報告＞IIRC コンサルテーション・ドラフトに対する経産省コメントに関する報告(福本企業会計室長)

- 今年7月、IIRC のコンサルテーション・ドラフトに対して経産省からコメントを提出。
- 詳細は参考資料 1 のとおりだが、ポイントとしては、①統合報告フレームワークにおける「価値」や「資本」「Outcome」などの基礎的概念で不明確な部分があること、②統合報告を企業報告や関連制度を全体的に見直す契機とするという元々の目的から離れて IIRC が単なる既存報告の目次、あるいはポータルサイト(index)的なものになっていないか、といった趣旨のコメントを出した。意見は、今後 IIRC と対話をするためのきっかけとして捉えており、本コメントについて何かご意見があれば、フィードバックいただきたい。

以 上