

「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～」プロジェクト  
第3回総会 議事概要

日時:2013年9月9日(月)8:00～10:00

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1. 意見交換

【投資家】

- ・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。
- ・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。
- ・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したインセンティブを探す。
- ・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。
- ・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。
- ・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。
- ・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。
- ・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。

【市場関係者】

- 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いのではないか。
- 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。
- 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ということが非常に重要。
- 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。
- 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、そういう雰囲気や、役員会を含めてつくり上げられているかどうか重要。
- 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。
- 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っており、ビジネスモデルとしてまだ必要。
- 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。
- 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。
- 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。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、整理するべきではないか。
- 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。
- 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事になったときに、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。

- ・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。
- ・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、強烈的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。
- ・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。
- ・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。

## 【企業】

- ・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。
- ・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だきたい。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。
- ・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。
- ・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。
- ・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。
- ・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。

- ・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。
- ・取締役会において、平取は上司の取締役に対して、対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。
- ・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。
- ・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。
- ・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。パ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くらい強力な役割が果たせるのではないか。
- ・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。
- ・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。
- ・市場の流動性担保のため短期の投資家がいけないが、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。
- ・兆候と原因が混同されているのではないか。短期志向や近視眼的であることも一つの兆候であって、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。
- ・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。
- ・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IR部門担当者だけでなく、中身を説明する事業部のIRを強くするという事を考えている。
- ・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。

- ・業績予想開示は自由化したのが、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ということで、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。
- ・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。
- ・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。
- ・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。
- ・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かではないか。
- ・四半期報告は確かにもう少し軽くなれないか。問題は、四半期開示の内容等についても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。
- ・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。
- ・投資家と資本コストやROIC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ESG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。
- ・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。
- ・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。
- ・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、これからどういふ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。
- ・(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。

- 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。
- 日本版国際基準をつくらうという動きがあるが、何をいっているのだろうかを感じる。日本型というのをまたもう1個つくるというのはどうなのだろうか。

以 上