

「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4回総会 議事概要

日時:2013年9月20日(金)16:00～18:00

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1. 意見交換

(伊藤座長)

- ・今回はこれまでの議論を踏まえた論点整理と分科会について意見交換を行いたい。意見交換に入る前に、まず、第1回～第3回までの会議での議論を整理した「意見要約」について事務局より説明し、これまでのご意見を振り返りたい。

(福本企業会計室長)

- ・資料6は、これまでいただいた意見を短冊にしてまとめ直したもの。第3回の意見要約は、まだ発言者にご確認頂いていないため、論点漏れや発言の内容について、ご確認いただき、何かあれば事務局までご連絡いただきたい。

(※資料6について、事務局から説明。)

(伊藤座長)

- ・ご覧のとおり、これまでの議論を振り返ると、非常に多岐に亘る意見が出されたことが分かる。意見要約に誤り、重要な意見にもかかわらず漏れているというところがあれば、後ほど事務局までご連絡いただきたい。
- ・資料7は資料6の論点を整理したもの。

(※資料7について、伊藤座長より説明。)

- ・まずは論点の整理の仕方について、ご意見をいただきたい。

【投資家】

- ・分科会では、企業と投資家それぞれの課題認識を共有できるエビデンスを見つけに行くことが目的と理解。エビデンスが集められたら、方向性だけでなく、現実的にどうすれば良いか解決手段まで考えていかなければならないとすると、分科会では何を議論していく予定か。

→印象論で議論するより、実態としてどうなっているのか、データがあればそれを提供して頂きたい。その上で、分科会では実態についての認識を共有して頂き、深掘りした議論をしていき、できれば、「こうあるべき」という提言についても深く議論して頂きたい。まず、分科会では実態把握をしていただき、その上であるべき姿を議論して頂きたい(伊藤座長)

・⑮中長期的な対話に向けた開示について、“agree to disagree(理解はしているけど、合意しているわけでは無い)”というスタンスで企業と投資家の対話の軸として考えていくと良いのではないかと。必ずしも皆がお互いに合意形成ができるという形にはなり得ない。

・コーポレート・ガバナンスの議論は重要。取締役会に株主の代表が入っていないことや、社外取締役や監査制度のあり方などを、追加で別の分科会を設置するか、あるいは分科会のどこかの論点として議論するべきではないか。

→コーポレート・ガバナンスの議論は必要であるが、分科会を増やすと、参加者の負担が大きくなる。このため、資料7の3つの分科会を前提に、「企業価値を妨げているコーポレート・ガバナンス」として、分科会(1)に入れてみてはどうか。抽象的に書いてあるが、⑥価値創造における経営者側の同期化・非同期化に含まれるのでは(伊藤座長)

## 【市場関係者】

・投資家サイドで一生懸命コストをかけてやっている議決権行使について、①企業側からはそれが企業価値向上のインセンティブになっているのか ②企業に議決権行使がどのように受け止められ、企業価値創造プロセスにどう活かせられるか ということ、是非伺いたいと考えているため、分科会(1)の論点に加えて頂きたい。

・このプロジェクトは海外からの意見を取り込んでもらえるということが画期的な取組。海外に発信するには英訳作業など時間がタイトになると考えられるが、特に海外からのインプットのタイミングを教えて欲しい。

→(※事務局より、資料4の進め方について説明。)プロジェクトの趣旨とこのようなエビデンスが欲しい旨を、来月に日英で発表。今年の秋口から分科会の議論を進め、エビデンス・仮説集を年末に発信予定(福本企業会計室長)

→10月上中旬に世界に向けて日英でエビデンスの提供をお願いする。その次の世界の発信は、中間整理のタイミング。できれば、今年の年末までにしたい。ICGN、RIのイベントや、最終報告でも発信する。また、11/21に日経ホールでイベントを開催予定。場合によっては皆さまにご登壇いただく予定(伊藤座長)

・⑭四半期開示と⑮中長期に向けた開示の間が抜けている気がする。分科会(1)企業価値創造の実態分科会で議論する内容と重なる部分があると思うが、間を補填する議論も必要ではないか。

→分科会にすると部分最適になり、3つの分科会から漏れてしまう論点も出てくる可能性があるため、重複はあって良いと考えている。したがって、あまり論点は絞らない方が良いと考えている(伊藤座長)

・第2回日本版スチュワードシップ・コード検討会は安倍政権の再興戦略に位置づけられているが、このプロジェクトの議論は再興戦略の中でどう位置づけていくとよいのかということ、スチュワードシップ・コード検討会との連携・共有をどのように進めていくべきか。

→スチュワードシップ・コードは時間軸がはっきりしており、年内にまとめる予定となっている。日本版スチュワードシップ・コードの仕上がりを見て頂いた上で、それを実現させるベストプラクティスのツールとして、この場の議論を活用させていただきたい(金融庁 油布課長)

→本プロジェクトは、多岐に亘る問題を議論するため、タイムテーブルが合わない可能性もある。政府の時間軸と並行して調整しながら、事務局の経済産業省や政府関係者には「政府の政策の時間軸」をしかるべきタイミングで情報提供頂きたい。個人としては、歴史に残るプロジェクトにしたいと考えている。このように、重要ステークホルダーが一同に介したプロジェクトはそうはない。制度化すべきものは制度化し、日本企業や日本市場全般に浸透すべきものはどうかを、この場で整理していきたい(伊藤座長)

・(2)⑧アナリストの役割・報酬体系の論点は、非常に重要。資本市場にとっては、多様な見解が入ることが間接金融にはないレゾナントル(存在理由、強み)。記載をもっと広く「⑧アナリスト業の発展に向けた課題」として、それにぶら下がる各論として、役割・報酬体系や他の論点を議論してはどうか。とくにCSA(コミッション・シェアリング・アレンジメント)の解禁の検討は重要。

・資本市場の認識が共通言語化されていないことは多々ある。「持続的成長と資本市場との関係」(そもそも論)を共通テーマとして、最終報告書の前段で明確に語って頂いて、それから各論を検討した方がよいのではないか。

→現時点でまだ共通言語が出ていないため、共通テーマとして掲げているが、是非皆さんからもご意見を頂きたい(伊藤座長)

・対GDP比で見た年金資産は、オーストラリアは100~120%、米国は120%、日本はGPIFを除き20%。しかも、日本は大半が確定給付のままである。資本市場のパイを拡大していかないと、どれだけ世界に冠たる報告書ができて世界的に見て影響力が小さいものになってしまう。この問題を共通認識として、企業と投資家の関係構築を検討すべきではないか。

## 【企業】

・中長期の投資家に対するインセンティブ、短期投資家への税等の逆インセンティブについて議論した方がよい。(2)⑩中長期投資の促進で議論してはどうか。

・「対話の場」として思いつくのは、株主総会、工場見学会、個別機関投資家のミーティング等があるが、それぞれの場を企業がどう評価しているのか、議論してもいいのではないか。含める箇所としては、共通テーマの②エンゲージメントのあり方か(1)⑤の中のマネジメントシステム、または(3)ショートターミズムと開示分科会かもしれない。

→共通テーマの②に加えると、各分科会で議論できるのではないか(伊藤座長)

・①共通言語の認識化、②教育が重要だと考える。特に、②は自社の理想とすべき資本コストは開示している企業はいるが、それでも資本コストの実態を認識していない企業は多い。また、アクティブの個人投資家をどう増やし、世間的に証券市場に対する理解をどのように促進していくかも課題。

→頂いた論点は分科会(3)ショートターミズムと開示分科会に取り込むということで良いか。事務局から論点の修正案は送る(伊藤座長)

・この会議の中でも使用言語の意味するところもそろえていかないと、発言者側の言われている事と、聞き手側が理解した事とで違うことがあるのではないか。その辺を、ある程度事務局に調整して欲しい。(例:委員会設置会社と監査役設置会社では「取締役会」の役割は違うので、どちらの「取締役会」を想定しての議論かで結論が違うケースもあるのでは)

・もともと「日本的文脈」で議論するということがあったので、日本の特質を意識して、議論した方が良いのではないか。これを共通テーマとしてとりあげるべきではないか。

→「日本的文脈」とは、日本の特殊性を議論するのではなく、日本の良いところが実は世界共通だったということかもしれないし、一方でグローバル水準にしないといけないことかもしれない。日本企業が蓄積したシステムを企業価値創造にどう活かすか(伊藤座長)

(資料8の分科会参加メンバー案について、事務局より説明。)

(伊藤座長)

・分科会参加メンバー案については、何かご意見があれば事務局にご連絡いただきたい。是非歴史的・画期的なプロジェクトにしたいため、一ヶ月に1~2回は分科会を開催して、深い議論をしていただきたいと考えている。また、総会も引き続き開催する。次回は、10/29に開催予定。具体的なゲスト・スピーカー名は事務局から追って連絡する。また、皆さまからも、むしろ推薦されるスピーカーがいれば、ご意見いただきたい。

・今後の進め方について、何かご意見があればご発言いただきたい。

## 【企業】

・投資家のイメージが一つに絞りきれていないので、戸惑っている。このプロジェクトではどういう投資家をイメージして議論していくのか。

→現段階で、予めこうした投資家を議論しようというのは確定していないが、機関投資家はかなり意識している。また、個人投資家にも目を向けた議論をする予定。持続的成長・企業価値創造を命題とする中で、どういう投資家群に焦点を当てた方が良いのか、まさに分科会で議論していただきたい。また、そのような投資家に対して、どういう対応をすべきか企業側からも意見を頂きたい。いずれ議論していくうちに投資家の多様性にぶつかるかと考えているが、それをどう克服していくかが課題になると思う(伊藤座長)

・マーケットの多様性という観点からすると、短期的なデイトレーダーからも意見を聞く。場合によっては、分科会に入ってもらうことも必要かもしれない。

→メンバーから外に出てしまった人の意見をどう吸い上げるか検討していきたい。分科会に参加していただくか、総会のゲスト・スピーカーになっていただくか、フレキシブルに考えていきたい(伊藤座長)

## 【投資家】

・現状をベースに議論するのか、あるべき姿をイメージして議論するかで全く議論の方向性が変わる。後者は、たとえば外国人投資家が日々の売買の60%強を占める日本株市場の現状に対し、10年くらい先を見据えてどう是正していくかを考えていくことになる。それには、インデックス運用で外国人投資家に同調しやすい機関投資家ではなく、個人投資家の育成をどうするかということが焦点になるはず。開示やエンゲージメントにおいても、長期の時間軸をいかに重く見ているのか、資本市場を育成していく流れの中で、分科会でどのような議論し、レポートを出していくのか。私としては、将来を見据えたものをしていきたい。

→分科会では、まずは実態を把握したい。その中で、ステークホルダーのインセンティブ構造までメスを入れて把握し、それを解決するにはどうすれば良いのかといった際に、10年先を見据えた提言(あるべき姿)をしていきたい。なかなか企業を応援できない投資家のインセンティブ構造を究明していきたい(伊藤座長)

・パイの拡大を含めて、どのような魅力ある日本市場にしていくかが、この会議で検討する意義だと考える。

・共通テーマと分科会をどのように整理して、議論していけば良いと考えているか。

→「共通テーマ」については、一つの分科会として具体的な像を検討する会を作った方が良いのか、それとも各分科会で共通テーマとして検討していくべきか、ご意見をいただきたい(伊藤座長)

・企業と投資家が共通認識、共通言語で議論できているのかという議論があるが、この会議でも認識を一緒にする必要がある。企業と投資家の対話を促進する、Win-Win の関係を作っていくためには、対話のクオリティをどの程度上げられるかが重要ではないか。株主総会で意味のある会話ができた認識するのは難しいのではないかと思うので、対話のレベルを上げていく必要がある。以前、「対話をして価値があがるのか」といった発言があったが、エンゲージメントについて知見を高めるトレーニングをする機会も必要。この会議を通じて投資家と企業が議論している中で、なるほどと感じる部分も随分あったので、この場で話されているようなことが(いろいろなところで)多く体感できると良い。投資家の対話トレーニングの場が同時並行でセットされると意味のある関係が作りやすくなると思うので、その観点がどこかに含まれることを希望したい。

## 【市場関係者】

・共通テーマは、各分科会で検討すると良いと考える。「持続的成長性」を「サステナビリティ」と「成長性」を分けて考えてはどうか。各分科会で各論のところでも具体論を入れて議論してはどうか。

→各分科会での議論を総会にフィードバックしてもらいながら、共通認識化していく必要があるのではないかと。共通テーマは、各分科会のアジェンダに入れていくこととする(伊藤座長)

以上