

「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5回総会 議事概要

日時:2013年10月29日(火)10:30～12:30

場所:あらた監査法人 22階 会議室

1. 本日の議論のテーマ(伊藤座長)

- ・ 今回は、光定様・佐藤様からご講演をいただいた後で意見交換を行いたい。
- ・ ご講演の前に、まず事務局より、先日公表されたエビデンス・情報提供の呼びかけおよび来月予定しているシンポジウムについて報告をお願いしたい。

2. 事務局より説明(経済産業省企業会計室 福本室長)

- ・ 10月16日(水)に経済産業省HPにおいて、日本語・英語でエビデンス・情報提供の呼びかけ(Call for Evidence and Information)を公表した。公表にあたっては、内容・発信ともに本プロジェクトの皆様のご多大なるご協力を頂いたため、改めて御礼申し上げます。
- ・ エビデンス提供は12月10日(火)を締切としているが、既に4つのエビデンスが寄せられている。
- ・ 先週欧州出張の際に各機関・投資家等に本取り組みについて紹介した他、John Kay氏にも面会して紹介した。
- ・ 本日の日経新聞に11月21日(木)のシンポジウムの告知広告が掲載されている。

3.①光定様ご発表

- ・ 本日は、1.中長期投資家の知りたいこと・やってほしいこと、2.外部からのモニタリングの要否の二点を話したい。
- ・ まず、一つ目の中長期投資家が知りたいこと、やって欲しいこととしては、①理念の共有、②中期経営計画の開示、③投資方針の共有・資本コストの共有、④自社株買いの方針、⑤海外の市場開拓、⑥経営陣のSustainabilityの6つが挙げられる。
- ・ 二つ目の企業・投資家両方が外部からのモニタリングは必要だと考えている。
- ・ 社外取締役によるモニタリングについて、ミルグラム実験に見られるような立場の強い者の意見を追随してしまうという心理状況を防止する役割があるのではないか。
- ・ 社外取締役に関する種々の研究によれば、社外取締役が企業のパフォーマンスに与える影響については、肯定説・否定説両方が見られるが、無謀なストックオプションのような行き過ぎた行為を抑止する効果を支持する研究は複数ある。一方、社外取締役強制は業績悪化につながる、経営者の交代には役に立っていない、等の研究もある。
- ・ 株主によるモニタリングについて、株主も、黙っていたらモニタリングを怠けてしまう可能性があるのではないか。
- ・ 投資期間について質問したアンケート結果によれば、日本より米国の方が長期的に物事を考えている投資家が多い。この点は、日本の機関投資家が修正すべき点である。短期の投資家にどれだけのモニタリング効果を期待できるかは疑問である。
- ・ 近年米国においては、株を一定量保有し積極的に企業に提案を行う企業家的株主がいるが、彼らは企業と対話して60%～65%程度の割合で提案を受け入れさせている。日本においても、機関

投資家に対するモニタリングが働くようになり、企業と機関投資家との間で良い関係が出来ることが理想である。

- ・ 機関投資家の持株比率を時価総額規模別で比較すると、時価総額が最も小さい企業が最も機関投資家の持株比率が低い。このような企業に、いかに株主の声が届くようにするかが課題である。
- ・ 中長期的には企業と投資家とがベクトルを合わせる必要がある。ベクトルのうち一番重要なのは企業の理念である。二番目に、中期経営計画。これについては、具体的な数値を合せなければならない。三番目に、企業の投資方針や資本コストについてもベクトル合せが必要。四番目に、自社株買いの方針。資本コストがあるからこそ自社株買いをすべきである或いはすべきではない、という判断が出てくるべきだ。五番目に、日本の大半は成熟市場であるため、海外市場開拓も重要。六番目に、企業側からは出しにくい話題だろうが、経営陣の Sustainability。そして、人間は弱い生き物なので何らかのモニタリングの仕組み(企業であれば社外取締役、株主であればスチュワードシップコード等)が必要だろう。

質疑応答

【企業】

- ・ 分科会でもショートターミズムが議論されているが、p.42 のアンケート結果にも表れている。ショートターミズムの原因についてお聞かせいただきたい。
- ここで示しているアンケートは、私ではなく他の方の調査結果である。私の個人的見解だが、機関投資家のその先にいる年金基金等への説明責任が不十分な部分(理念、中長期的方針等)があるのが問題なのではないか。
- ・ コミュニケーション・対話の改善により解決可能、というご意見と解してよいか。
→ 解決可能というより解決しなければならない。
- ・ 企業理念、中期経営計画、資本コストについて発言したい。IR も担当しているのでマネジメントチームの一員の立場で投資家と話す機会が多い。経営理念について投資家から聞かれない場合もあるが、聞かなくても自分から話している。ご発表においてメルクの事例があったが、製薬会社の理念は、「患者に尽くす、イノベーションを重視する、これらにより成長を成し遂げる」といったようにどこも似通っている。他社との違いを問われた際は、「本気度が違う」と答え、実際に理念に即した戦略を実践中であることを説明している。
- ・ もう一点、資本コスト・株価については、私は投資家に対し計算のコンセプトは説明するが、何%か、ということはあえて話さないようにしている。株価の高低についても明示的には話さず、自己株取得時も、長期戦略、目先の投資、マーケットの状況、自社の株価レベル等を考慮して実施していると説明している。企業側から具体的数字を話すのは良面もあるが悪い面(将来のフレキシビリティが奪われたり、ミスリーディングになる等)もあるので、必ずしも数字を具体化することが良いとは考えていない。

【投資家】

- ・ 日本の短期志向の原因は、構造的問題ではないだろうか。米国においては、株式市場において長期的リターンが高いが、日本ではそうになっていない。市場全体のリターンが低いため、長期保有に値しないと考えられているのではないか。

- 米国の場合は適正株価を超えていると自社が考えた場合、「市場の予想は強すぎるのではないか」という発表をしたりする。これは、volatility 抑止の効果がある。逆に、volatility が抑えられない場合は、株価が上がった時に売らなければならないという投資家の考えも理解出来ないではない。
- ・ 短期志向の解決策としては、企業側で、「長期的にリターンがついてくるので長くおつきあいしてほしい」と言うべきではないか。
- 日本の市場では長期的リターンがないというご指摘は重要である。長期投資した結果リターンが上がらなかったという事実があるとすると、今後どうやって長期投資を促すか、という問題がある。
- ・ 本日もご指摘頂いた中で改めて重要だと感じたのは、CEO サクセッションプランの点。これまでの会合で理想あるいは代表的な企業について検討した際、具体例としてオーナー企業の名が挙がるが多かったが、オーナー企業の最大のリスクはサクセッションプランの不在であること。
- ・ また、p.43 のエンゲージメントに関し、本プロジェクトのテーマは企業と投資家との望ましい関係だが、下手にエンゲージメントを促進すると真逆の方向に進む可能性がある。例えば、経験の浅い投資家が「エンゲージメント」と称して、よりアグレッシブに企業に要求を行い、企業もその要求に耳を傾けなければならないと思う等といったこと。エンゲージメントを不用意に奨励するのは危険である。無闇に線引きするのも好ましくないが、わかってやらないとマイナスになると懸念される。

【市場関係者】

- ・ 日本の多くの企業の現状を見ると、理念、中期経営計画の開示、海外進出を行っている企業は多い。一方、投資方針・資本コストの共有や経営陣の sustainability について開示している企業は少ない。今回提示した事項がもう出来ている会社に投資するのか、これから改善するなら投資するのか、それとも、投資する中で改善に関与していくのか？ 関与する場合はどのような関与方法をしているのか？ また、説明された6項目の中でどれが最も重要なのか。
- 私見だが、投資先企業により異なるのではないか。長期間ずっと投資したいと考える企業の場合は、全項目について対話してもらいたいし、そうではなければ理念まで組み込まなくても中期計画中心で良いかもしれない。
- ・ P.45 に関し、現状では、株主の声を無視しても日本市場では生き残ることが出来るようだが、もしこの状況が引き続いた場合日本全体にどのような影響があるだろうか？ 二極化が進展するマーケットは全体としてどう評価出来るか。
- いわゆるレモン市場の状況といえる。時価総額が小さい企業の大半が悪い企業ばかりであった場合、その中に今後伸びる良い企業が少数存在しても、費用対効果の点から発見するインセンティブがなくなってしまうのではないか。

(伊藤座長)

- ・ エンゲージメントのやり方次第では経営者へのプレッシャーになる。金庫株の消却も自社の成長性予測ではなく、経営者が受けるプレッシャーの影響下で行われており、必ずしも合理的な行動に結びついていない。どういうエンゲージメントが良いかというのは大変深いテーマである。
- ・ 光定様は投資側・経営側両方のご経験があり、投資側にいた時はわからなかったキャッシュの重要性が経営側に立って理解出来たということだが、その他、経営側に立って初めて理解出来たこ

とはあるか？また、キャッシュ保有は確かに重要だが、ファーストリテーリング、しまむら、ユニテッドアローズというファッション産業を比較すると、キャッシュ保有率は前2社が高く、最後の1社は低い。しかし、ユニテッドアローズは株主還元率が高い。そういった事象をどう評価されるのか。キャッシュの多寡だけではなく、経営の色々な点と絡む問題ではないか。

- 一つ目のご質問に関しては、成長を見つけるためにはいかにクリエイティブでなければならないか、ということが理解出来た。例えば、東ハトの例では、菓子のパッケージは季節感が重要というのがこれまでの常識であった。そのため、顔キャラを使うというアイデアは大半の従業員から反対を受けたものの、実験において評判が良かったので、全国展開に踏み切った。このようなアイデアは社内の中にいるとむしろ出てこないことがある。事業をよく知っているがゆえの落とし穴がある。
- ・二つ目の、ファッション産業事例のご質問については、企業の今後のサステナビリティへの自信度に比例しているのではないか。例えば、もしユニクロが「今年はカシミアで行く」と決めた場合、失敗した時の損失をカバーするだけのキャッシュを持った上での判断ではないか。どれだけのリスクを取るかは自社の事業への自信度に比例すると考えられる。

② 佐藤様ご発表

- ・ 本日は、1. 米国から見た日本の経営の問題点、2. 米国の経営の変化、3. 日本の経営のアカウントビリティの向上、の3つの項目を扱う。
- ・ 一点目については、以下のような点がしばしば指摘される。まず、日本の現状の姿が見えない、という点。金融危機の際も日本からの発信がなかった。第二に、コーポレートガバナンスの構造が外から見えない。第三に、経営の執行そのものへの不安。福島原発事故を機とする日本企業のリスクマネジメントへの不安や米国におけるトヨタ自動車のブレーキ事故を機とする日本企業のものづくり力の不信がある。第四に、取締役(会)のガバナンス上の有効性。社内取締役で占められた取締役会はガバナンス上機能しているのか。もっとも、この点はここ一年で改善傾向がみられる。第五に、監査役(会)のガバナンス上の有効性。そもそも監査役制度は米国に馴染みがなく、権限・責任がわかりにくい。第六に、アカウントビリティの不足。第七に、日本企業が M&A への極度の拒否反応を示すことへの疑問。米国においては、M&A は活性化につながるとみなされている。第八に、親子上場の問題がある。
- ・ (二点目について)しかし、米国企業がきちんとガバナンスを行っているかという点、金融危機は米国企業のガバナンスが機能しなかった代表例である。金融危機後、NACD は米国企業のガバナンス再構築へ向けて取り組みを行ってきた。まず、米国企業の CEO の団体である Business Roundtable(BRT)の協賛も受け、コーポレートガバナンス強化のための取締役に関する 10 の基本原則(Key Agreed Principles)を打ち出した。
- ・ 三点目の「日本の経営のアカウントビリティの向上」に関しては、以下3点を提言したい。
 - (1)日本の経営の優れたプラットフォームの再確認
 - (2)日本のコーポレートガバナンスの現状と課題の認識
 - (3)人材のグローバル化の強化
- ・ (1)については、国家のプラットフォーム(社会・政治・経済・法システム)が企業の経営にどのような影響を与えているのかを踏まえ、経営の組織およびその運用が依って立つところを「経営のプラットフォーム」と称している。経営のプラットフォームのコアとなる4要素(①会社の価値観、②会社の

- Vision、③会社の文化、④会社の人的資源)は日米で共有できる理念ではないか。
- ・ (2)については、日本企業のガバナンス構造は、全てのステークホルダーが少しずつガバナンス機能を分担している「多面体構造」と解することが出来る。例えば、日立グループにおいては、「ボトムアップの監査文化」(一人一人による自己監査と、小集団活動を通じたグループ監査)が形成されている。これに対し、監査役、監査委員会、内部監査部門等が横串で監査を行う。また、顧客・サプライヤーからも定期的に評価を受ける。このような多面体構造のガバナンスの問題点としては責任の所在が不明確な点であろう。
 - ・ 一方、米国のコーポレートガバナンスは、エージェンシー理論に基づいた三角構造(株主・取締役・マネジメント)となっており、取締役がガバナンスの責任元である点は明確だが、他のステークホルダーの責任は不明確である。日本も、取締役・監査役を中心においた多面体とすべきだが、それには監査役に取締役と同等の権限を付与するといった法改正が必要である。
 - ・ (3)については、グローバルに活躍できる日本人になるためには、コミュニケーション力、洞察力、行動力、人間力を磨くことが重要。また、日本企業はグローバルに活躍できる海外人材を導入する必要があり、採用の門戸を開くべき。第三に、コミュニケーション力の強化。英語のみならず、日本語力も重要である。
 - ・ 日本の経営のアカウンタビリティを向上するためには、①海外の経営の変化をよく見て自らの経営との比較を行うこと、②自らの経営の優れた点は自信をもって、課題は謙虚に発信すること、③人材のグローバル化とコミュニケーション力の強化を行うこと、の三点が重要である。

質疑応答

【市場関係者】

- ・ まず、会社の二分類(営利装置と共同体の生命を維持する組織)につき、公正開示という点に言及されたと思うが、米国的な営利装置的企業中心の市場という点に根拠があるのか、そうではないのか？もう一点、NACDの白書に関し、機関投資家との対話につき、光定様の講演で指摘があった、中長期投資家が企業に求める項目を米国企業はほぼ網羅しているといえるかを教えて頂きたい。
- まず、機関投資家との対話については、米国企業はかなりポジティブに行っている。機関投資家には、①預かった資金の拡大(ポートフォリオマネージャーの役割)、②投資先企業の長期的成長のためのガバナンス、CSR等の指導(ガバナンスマネージャーの役割)の二つの役割があり、二面性がある。企業はこの二面性を踏まえて機関投資家との対話をする必要がある。
- 次に、公正開示規則については、SECが、特定の機関投資家等にもみ情報が開示されることを問題視して設けたものである。今年のNACD総会では、アクティビストの対話方法についても議論があったが、相手の言うことを聞いた上で議論をし、合意に達しない場合は自らの主張を貫くしかない、という話になった。ただし、アクティビストにも色々なタイプがあるので、どういうアクティビストが参入してくるかが会社のポイントになるのではないかと、という議論があった。

【投資家】

- ・ 第一の質問は、10の基本原則のうち④「取締役会の客観性と説明責任」でご説明があったExecutive Sessionの重要性について。一見、社外取締役を除いて社内で議論を深めるというのはガバナンスの流れと逆行しているように思えるが、このような議論がなされた背景を教えてください。

- い。
- ・ 第二の質問は、基本原則⑦「取締役会が主導する議題と情報提供の仕組み作り」について。取締役会で議論・判断すべき内容につき、NACD はベストプラクティスを作成しているのか？日本企業においては、取締役会・監査役会における議論内容は各社千差万別である。日本でも外部取締役を導入する流れは出来てきておりグローバル投資家からの信頼性向上にある程度貢献していると思われるが、グローバル投資家が次に興味を持つのは、これらの取締役会・監査役会がどのように機能するかではないか。
 - 第一の質問につき、Executive Session のそもそもの狙いとしては、米国企業でも CEO は絶大なパワーを持っており、それに対抗して取締役間の結束を深めるため CEO を除いて社外取締役のみ定期的に集まり忌憚ない議論を行うことである。さらに、米国では近年、純粋な独立した社外取締役増加へ向けて、リクルート会社等を使って CEO と面識のない取締役が就任するケースも増えており、そのような新規取締役とのコミュニケーションの円滑化のためにも Executive Session は重要である。
 - 第二の質問につき、取締役会のアジェンダに関しては、重要なのは、社内から提出された資料に基づき受け身の議論をするだけではだめだ、ということである。特に、これまで、リスクプランニングは執行部門の領域と認識されていたが、現在は、取締役がリスクマネジメントや戦略に関与する必要があるという風潮に移行しており、取締役会においてこれらの領域が議論されている。この傾向は、金融危機以降強まった。ある意味、取締役会は執行の領域に踏み込んだ議論を行っており、取締役が割く時間も、1社に対し平均年 300 時間と増加している。これに伴い、取締役兼任社数も減少傾向にある。
 - ・ 同じ取締役会という言葉を使っているが、米国と日本のガバナンスはかなり違う、という印象を持った。従って、日本企業は、米国とは違うガバナンスを検討していくべきではないか。日立化成とデュポンに関わられたご経験に基づき、この違いにつきご説明頂けないか。
 - 日立化成がデュポンと合併で会社を作り、立ち上げ6年間の間取締役となったが、その際は2ヶ月ごとに取締役会を行い、互いのビジネスモデルを理解した。それぞれが独自のマネジメントモデルを持つことは良いことであり、共有できるプラットフォーム部分を取締役会でも議論した。会社の価値観、Vision、文化等に関する議論を通じてお互いの共通点を理解できた。日立は、株主より社員重視、という価値観だが、これはデュポンも同じである。会社の高い倫理観を重視するという点では共感出来る点が多かった。それぞれの会社がきちんとしたプラットフォームを形成出来れば、その上の経営組織やオペレーション等は独自であったよい。合併会社の場合も、価値観は親会社のものを共有したが、Vision は当該抗弁会社独自のものを作った。ハイブリッドというのは、それぞれの会社が自分の会社に合った形で作っていけばよいと考える。ただし、土台に関しては皆が共感出来なければならない。

以 上