

「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6回総会 議事概要

日時:2013年11月19日(火)13:00～15:00

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1.本日の議論のテーマ(伊藤座長)

- ・ 本日はまず東京証券取引所の海野様・安井様より新指数につきご紹介頂き、意見交換を行う。
- ・ その後、3名のコーディネーターから各分科会の進捗状況の報告頂き、意見交換を行う。

2. 新指数「JPX 日経インデックス 400」について(資料4)

(i)発表(東京証券取引所 海野様)

- ・ 東証として市場活性化のため何が出来るかと考え、1年強前から新指数の検討を開始。
- ・ 日本企業は海外企業と比較し資本の効率的活用が不十分であることから、指標として ROE に着目した。
- ・ このフィロソフィーを共有でき指数開発・運用ノウハウもある日経新聞と共同開発した。
- ・ 定量的指標によるスコアリングについては、実績値利用に対する批判もあることは承知しているが、今の日本市場を変えることを目的として選定基準を作成した。
- ・ 定量的指標としては、3年平均 ROE(40%)、3年累積営業利益(40%)、時価総額(20%)を用いている(カッコ内はウェイト)。期間は5～10年では長いため、中期の3年とした。
- ・ 定量的指標によるスコア付けの後、定性的な要素により加点する。主要な選定基準である定量的指標に対し、あくまで定性的要素は従の関係。ただし、定性的要素は時代と共に変わる筈なので、今後も変更の可能性はある。
- ・ 日本は3月決算の会社が多いので、6月に出揃った財務データに基づき7月に銘柄選定し、8月に銘柄入れ替えを行う。

(ii)意見交換

【企業】

- ・ 二点質問がある。一点目は銘柄の入れ替えをどの程度行っているか。二点目は、バッファルールに関し、前年度採用銘柄に優先採用ルールを設けるとあるが、具体的に何を優先するのか。
  - 一点目の質問については、資料4別紙2を参照。定量的要素のみに基づき試算したところ、毎年50程度の銘柄が入れ替えられる。これは、時価総額で見ると全体の8%前後。二点目のバッファルールについては、前年度の採用銘柄の440位までは自動的に対象銘柄として選定される仕組みである。
  - そうすると、新たに対象銘柄に選定される会社数は、採用銘柄から落ちた分との入れ替えのみという理解でよいか
  - ご理解のとおり。

【投資家】

- ・ 同インデックスの銘柄に選定されることを望む企業は ROE 向上努力を行うことになり、企業の自主

努力により ROE 向上を促す仕組みといえる。日本文化的な素晴らしい取り組みであり、応援したい。

- ・ TOPIX と比較して本指数の平均 ROE はどうなのか？
  - JPX 日経 400 と TOPIX 構成銘柄の過去3年 ROE 単純平均値はそれぞれ 11.1%、5.7%である(別紙2(3)参照)。
  - TOPIX の ROE は本表記載値よりも上昇が予想されているが、JPX 日経 400 も同様である、という理解で良いか？
  - そのように期待している。
- ・ 新指数普及により企業経営に ROE 向上のインセンティブを与えるという趣旨であるならば、アセットオーナーがこの指数を採用する動きが広がることが重要だろう。有力なアセットオーナーに、この指数の意義等を理解して頂くのが良いのではないか。
  - 意見交換を予定しているアセットオーナーもあるが、宣伝が十分に出来ていないのが反省点である。
- ・ 3年累積営業利益や時価総額を指標に用いるのは大企業に有利だと思うが、これら指標と3年平均 ROE とはどのようなバランスでウェイト付けされているのか？
  - 3年累積営業利益は ROE の分子を構成する核となる本業からの利益というコンセプトで入れているが、時価総額のウェイトと合計するといわば規模規準が6割を占めるということで社内でも議論があり、様々なシミュレーションを行った。しかし、ROE を高いウェイト付けすると、turnover が上がって performance が下がるという結果になるので、過去データに基づき最善のバランスで設定した。

#### 【市場関係者】

- ・ 海外投資家との意見交換において、ROE のような要素を指標として含めるインデックスは他に例がないという指摘があった。このようなインデックスの他国事例はあるか。
  - ファンダメンタルインデックスは世界にも存在する。また、韓国取引所(KRX)も ROE を組み込んだ指数があると思うが、世界の主要なインデックスでは無いかもしれない。日本の場合は、ROE 向上に取り組まなければいけない状況が背景にある。

(伊藤座長)

- ・ JPX 日経インデックス 400 に関しまして改善点等ご意見あれば東京証券取引所海野様・安井様にご連絡頂きたい。

#### 4. 各分科会の進捗報告・討議

##### ①第三分科会

##### (i)報告(野間コーディネーター)

- ・ これまでの分科会においては主に「③ショートターミズムの定義と時間軸の整合性」に多くの時間を割いてきた。

## (ii) 意見交換

### 【企業】

- ・ 一般的に、経営者は減収減益の決算に非常に抵抗があり、経費を削減してでも利益を確保しようとする。本質的には、配当原資と企業の中長期的成長のための資源投資の議論も含まれる筈だが、配当ということになると「減配してまで必要なのか」という傾向が強まる。こういった行動はショートターミズムとはいえないかもしれないが、その期の業績を優先しているという意味で分科会において指摘した。
- ・ セルサイドと経営者のミーティングについて。過去にはマクロ的な視点から分析を行うアナリストが各業界に存在した。IRは、このようなアナリストとは、決算後の定常的なミーティングとは別の経営者ミーティングの機会を設定し、お互い刺激しあいたいと考えていた。しかし、近年は、アナリスト側がこの種のミーティングに投資家を同席させることを要望する。経営者と議論する内容よりも話をする事自体に重きを置いているようだ。そうすると、アナリストとのコミュニケーションは、年四回発表する数値を中心としたルーティーンに終始しがちである。また、アナリストも多忙であり、腰を据えたコミュニケーションが成立しにくい。  
→ご指摘の点は、実際変化が見られるのだろうか？確かに以前は経営者としっかり話し合うアナリストがいたが、現在は少なくなっているのか。(伊藤座長)
- ・ 経営者ミーティングの打診自体が少なくなった。他社のアナリストメモも参照しているが、業界全体に展開するような言及は少なくなっていると感じる。
- ・ 中期経営計画の弊害という論点について、「長期ビジョンやしっかりした中期経営計画が無いことが弊害ではないか」という意味で分科会において発言した。カリスマ経営者がいない大半の日本企業はコンセンサス経営を志向しているので、長期ビジョンや経営計画のような枠組み無しでCEOが全て判断するのは難しい。このような枠組みがない日本企業は良い意味でも悪い意味でもリスクテイクが出来ていない。
- ・ リスクテイクについて「投資家がショートターミズムになっていることで企業がリスクテイクしにくくなっている」という議論はあったのか。  
→そのような議論は特にこれまで無い。日本企業と投資家はある程度独立した関係にあり、リスクテイクしない理由は投資家ではない別の所にある、と理解している
- ・ 質問の趣旨は以下のとおり。リスクテイクを困難にする環境について当社内で議論する際、リスクテイクの結果に対する株主の評価を意識している。投資家サイドの向こう側にいる人(例えば年金基金への拠出者)も株主とみなすと、株主総会で対面している個人株主と、投資家を通じて対面している株主とは究極的には同じ人ではないか、と以前社内でも議論した。市場環境および金融市場の volatility が原因でリスクの許容度が低くなっているため、あえてリスクテイクして株主に怒られることを躊躇して企業はリスクテイクしないのではないか。  
→分科会において、個人投資家による株式保有の多さが日本市場固有の論点の一つという指

摘があった。その点とご指摘の点に関連しているかもしれない。

- ・ 現行開示における課題に関し質問したい。年度の業績予想につき、自動車業界においては、欧米企業は業績予想において EPS のレンジや傾向程度しか明らかにせず、具体的な数値予想はしない。一方日本では具体的な数値で業績予想するため、四半期開示の時点で進捗率等が問われるのではないか。この点は分科会では議論されたのか。  
→その点も議論になった。企業が業績予想を出していると、実績とギャップがあればアナリスト側も指摘したくなる。ミーティングにおいてこのような指摘ばかりになると実質的議論が出来なくなる、という点が分科会で扱われた。
- ・ 日本の製造業には長期間諦めずにリスクテイクして事業に取り組む企業も少なくない。ただし取り組みに関しては途中から大資本が参入して事業を攫われてしまうことを懸念して、最後の段階まで事実を公開しないことも多い。当社がベンチマークの対象としているある海外企業は、「5年でものになるかどうか」を事業に出資する基準としているようだが、当社はそれよりも遥かに長い期間取り組みを行っている。これに対する資金確保に関しては、特定の金融機関からの融資であれば守秘もある程度担保できるので、理解が得られるようにいろいろと情報を出すことが出来る。一方エクイティは、上場しているのであれば、大口長期投資株主への情報開示だけではなく潜在株主にまで公平に情報提供することを求められる。情報を巡っては短期売買株主や競合会社が色々動きを取るようになる。このようなことから、変化を続けることで利益を確保するタイプの製造業では効率を落とすことが分かっているにもかかわらず現金を手厚く持つ傾向になる。
- ・ 第三分科会の当初のテーマはショートターミズムと四半期開示だった。ショートターミズムが本当に企業の収益を悪くしているのか、ロングターミズムだったら ROE は高くなるのか、というテーマがまず有り、野間コーディネーターから「日本企業はリスクテイクしていないから ROE が低いのではないか」という指摘があった。リスクとは何かをこの際に議論した。確かに、金融機関にとってリスクはリターンの裏返しである。しかし、金融機関はあくまで統計的に測れるリスクを対象としているが、本プロジェクトでいうリスクと一致しているだろうか。日本企業の ROE が低い理由は、統計的に測れるリスクテイクの不足ではなく、経営者のアニマルスピリットの不足が原因ではないか。分科会においては、後者の理由は何なのか(経営者報酬、日本的文化、社会構造等)を突き詰めるべきではないか、という点を議論した。

#### 【市場関係者】

- ・ リスクの概念そのものが、金融業界と一般の日本人では異なる。金融業界においては、リスクすなわち機会(opportunity)と捉えているが、一般の日本人はリスクすなわち安心安全の反対と捉えリスクテイクはしないほうがよいと考える。しかし、どんな企業も R&D を行っている以上、リスクテイクもしている筈だ。
- ・ フェアディスクロージャーの原則が守られているとアセットオーナーが考えるようであれば、マーケットは健全に発展しない。銀行との話し合いに対しては情報量をコントロール可能だが、資本市場

相手だとそのようなコントロールはフェアではないと思われる。オイルマネーがロンドンよりニューヨークに流れているのもそれが一因である。しかし、欧州では機関投資家の方がより多くの情報を得ることは悪ではないとされている。日本は米国と欧州どちらを目指すのか。

→確かに、米国と欧州ではフェアディスクロージャーに関する考えが異なる。英国ではテイクオーバーパネルの規則抵触を恐れて、機関投資家は横の連携が取れないのではないかという懸念があったが、欧州証券市場監督局が今般ホワイトリストを策定し、同リストに載っている活動は規則抵触しないというお墨付きが与えられた。日本は米国と欧州のどちらを目指すかを十分議論する必要がある。

## 【投資家】

- ・ 世界的にみて、機関投資家の運用姿勢が短期志向になってきているが、これは「資金運用」であって「投資運用」ではない。資金運用では毎年の成果が問われるのに対し、投資運用はリスク資金を経済の現場に投入してやり、長期のリターンを求めることだ。米国や欧州において、年金などは資金運用が主流となっていて、そこへマーケティング主体の運用会社やコンサルタント会社が群っている。一方、保険会社のなかで長期投資の姿勢を崩さないところもいくつか存在する。我々はしっかり長期で運用をしていく投資文化を作ることが重要。
- ・ 四半期報告そのものよりも、その結果として年間業績予想からの上振れ・下振れに議論が集中しがちであり、セルサイドのリーサー・クオリティも下がってきていることが問題である。リスクテイクについては、日本企業のROEが低いのはネットキャッシュが積みあがっている状況があり、そこから日本企業は十分にリスクテイクしていないのではないか、という文脈で、分科会で議論になった。
- ・ 老舗に関する指摘について。日本企業に老舗が多いのは事実ではあるが、その中で最多の業種は清酒や味噌醸造等である。これらの企業は、本業以外の土地活用、ビル貸付等で生き残ってきた会社が多い。それにも関わらず、「老舗が多いから日本の経営は良い」という議論は不適當ではないか。

## ②第二分科会

### (i) 報告(北川コーディネーター)

- ・ 第二分科会におけるこれまでの議事、今後の分科会・インタビュー予定、分科会メンバー間である程度共有された事項、今後の分科会あるいはインタビューで確認・検討すべき事項について報告。

### (ii) 意見交換

## 【投資家】

- ・ 長期的投資促進を投資家に促す誘発装置が必要という点に同意する分科会で報告のあったアセットオーナーは、複数名のマーケット経験者を運用担当者として抱える充実した体制である。しかし、日本の年金の経験者数は平均1名であり、ここに挙げられているような活動が出来るかは疑問である。これらの活動は、一部の充実したアセットオーナーがやればいいのか、それとも日本全国のアセットオーナーに期待するのか？後者の全体の底上げを目指すべきではないか。

(伊藤座長)

- ・ 本会合のような会議に集まる皆さんの所属企業・団体はベストプラクティスに近いが、現在問題を起こしている会社はそうではない。皆さんのお付き合いの中で、我々とは違う意見、行動様式の投資家(ヘッジファンド等)や経営側の方を紹介頂き、本会合に出席頂きたい。全体としてはできるだけバイアスを排除した議論に持っていきたい。

### ③第一分科会

#### (i)報告(鈴木コーディネーター)

- ・ 分科会第1・2回は、投資家側から見た価値創造企業について発表を頂いた。第3回は企業側から自社における価値創造について発表を頂いた。第4回は未実施だが、同じく企業からの発表を頂く予定。

#### (ii)意見交換

##### 【投資家】

- ・ 投資家側メンバーの発表資料において選定された価値創造企業はかなり重複した。これらの企業は、いわゆるネット企業など資本効率が高い企業が多かった。分科会では、これらの企業は必ずしもベストプラクティスとはいえないため、重厚長大、素材系等で容易ではないが ROE を向上させる余地がある企業について議論した。分科会において、企業側メンバーより、分科会で議論された内容を社内に持ち帰って上層部に報告し行動に移してもらうのが難しい、という意見があった。実際に行動に移してもらうにはどうするかを検討することが重要だ。
- ・ 組織末端まで目標を浸透させるためには、いかにシンプル化しメッセージとして伝えるかが重要であり、そのためには ROE 8%を目標設定するののも一つのやり方だ。分科会においてなぜ8%が具体的数値として言及されたのかという、かつて企業年金連合会が議決権行使の基準で、ROE8%を満たせない取締役選任の再任に反対する、という基準を作成されていたためだと記憶している。
- ・ 価値創造企業にはファミリー企業が目立ち、独自性を追求している会社が多い。ファミリー企業の経営においては、長期的意思決定が根付いており、また創業の精神が重視されている。これらの企業は使命感があり、創業の精神を実現する情熱にあふれ価値創造をなし続けているのではないか。このような要素を広く伝播させることで、日本に価値創造企業が増えることが期待される。
- ・ 株主が企業を育てると意識の醸成が課題として指摘されている。日本では、一般的に消費者が企業を育てると言われるが、消費者が厳しい企業は必要以上に神経を使う。日本の企業は消費者と投資家が育てたと言われる位のバランスになると持続的成長に資するのではないか。
- ・ 重要なのは ROE だけではないことは投資家側も理解している。また、企業は一定の利益を出すことを求められるが、それ以外に社会貢献、付加価値のある商品・サービスの提供、質の高い雇用の場の提供も重要である。

## 【市場関係者】

- ・ 主力事業の業績は良いが周辺事業の業績は芳しくない企業には、将来、周辺事業がどのように価値創出する戦略なのかについて投資家に説明・説得してほしい。主力事業で培った能力等を周辺事業に転用できるということならば、長期投資家は我慢できる。逆にコモディティ消費でマーケットは大きいが強みがない場合は難しい。
  - ここに、ことばのあやが存在するのでは。アナリストが「なぜ儲からないのにその事業をやっているのか」と質問すると、経営者は「その事業はやめろ」という意味と捉えてしまうといったミスマッチがあるのではないか。(伊藤座長)
  - 当社はアカウンタビリティの観点から企業にこの点を質問している。しかし、回答を聞いてもよく理解出来ないことが多い。

## 【企業】

- ・ 当社は、素材系でいわゆるシクリカルで ROE が低い企業といえる。日本企業が安定性を求めるというのは、ある意味超長期的視点に立っているといえるが、投資家と企業とで ROE 向上の時間軸が一致していないのではないか。また、重厚長大企業であっても、創業時と現在では営んでいる事業が変化している。事業の新陳代謝のコストが社内負担されており、その結果 ROE が低くなるのではないか。問題は、このようなテーマについて、CEO は考えていても現場では考えていないことである。どうやって投資家との対話を通じて、社内の経営や指標に落とし込んでいくか。展望を教えてくださいと感じている。
  - 経営者側は、主力事業のみならず将来花を咲かせそうな事業も行っているため ROE が低くなる主張したいだろうが、それを投資家はどう理解するか。(伊藤座長)
- ROE が全てではない。重要なのは、企業による富(雇用創出等)の創造つまり付加価値である。機関投資家の運用では、どうしても雇われている人達の給料やボーナス追求が前面に出してしまうから、目先の運用成績につながりやすい株式価値の高まり(ROE 値など)を重視する。一方、個人投資家は生活者でもある。生活者投資家は、企業が雇用創出や将来に向けての研究開発投資を行いつつ利益も生んでくれることを期待する。したがって、利益をあまり出していなくても付加価値をたっぷり積み上げている企業は応援する。日本企業とりわけ製造業は、付加価値では欧米企業には負けていない。
- ・ 分科会発表時に 40 数ページのプレゼンテーション資料を作成したが、投資家への還元というテーマは最後数ページでやっと登場した。これまで、株主側の物差しで話してこなかったのではないかと反省するきっかけとなった。当社は財務指標として売上高利益率(Return of Sales: ROS)と有利子負債比率(Dead Equity Ratio: D/E)を用いている。当社の財務目標の一つである国債の格付け A 達成のためには負債を減らす必要があるが、これは必ずしも ROE 向上とそぐわない。このような財務目標を設定している理由は、当社は間接金融を中心に資金調達しているためである。
- ・ 企業にとっては、ROIC は機関投資家とのコミュニケーションではわかりやすいが、社員一人一人が ROIC 向上を考えても意味がないため、社内では使いにくい指標である。当社では、経営トップ・カンパニー長クラスは ROIC を用いているが、それ以下の職階の社員は勘定科目ごとに分解し、自分

の事業において何を実施したら ROIC が向上するか理解させている。ROIC の目標を設定するだけでなく、どのようにその目標に達成するかロジックを示さなければそれは単なる願望であり、投資家は理解しない。

- ・ コングロマリット・ディスカウントについて。当社の本業は制御機器事業である。現在は事業セグメントごとに ROE の現状と向上計画を示しており、かつてのような投資家からの反対の声は減っている。過去の IR ミーティングにおける CEO の発言についてアナリストからフォローアップされた場合にきちんと回答出来ないと、投資家とのコミュニケーションは成立しない。企業側は、投資家との関係をサステナブルにする努力が必要。当社は、本年度から ROIC ベースのコミュニケーションを積極的に実施した結果、機関投資家からの評価も高まった。
- ・ ROE8%さえ保っていれば及第点としてもらえると、経営の自由度が高まり、積極的に動けるようになるのではないかと。例えば当社は、創立の地である徳島への地域貢献の目的から、コスト削減可能な他の地域に移転せず、同地でバックオフィスを運営している。ROE8%達成していればこのような活動も自由にさせてもらえるとありがたい。  
→ROE を極大化規準とするか満足化規準とするかという論点だが、満足化規準でよいと考える。もっとも、現時点で主力事業と周辺事業とで ROE の差が大きい企業は、トータルで赤字であれば工夫が必要と感じる。だんだん基準を上げていってほしい。

#### 5. 閉会挨拶(伊藤座長)

- ・ 11/21(木)にシンポジウムが開催されるので、次回第7回はその実施結果および call for evidence and information で寄せられたエビデンスを分析したものを皆さんに提示し、中間整理に向けて議論したい。

#### 6. 事務連絡(経済産業省企業会計室 福本室長)

- ・ 次回第7回は12月18日(水)9:00~開催予定である。場所は事務局より後程連絡する。
- ・ 欧州出張時に面会者に本プロジェクトについて説明してきた。欧州においても本プロジェクトで議論されている点と同様の論点が挙がっているという意見やアウトプットに期待しているという声をいただいた。

以上