

「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7回総会 議事概要

日時:2013年12月18日(水)9:00～11:15

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、各コーディネーターより、これまでの分科会における議論の概要、ポイント、明らかになったこと、詰めるべき論点についてご報告頂き、意見交換を行う。その後、call for evidence and information の現時点での集計結果概要をご報告させて頂く。最後に今後の中間報告のまとめ方について意見交換を行いたい。

2.各分科会における議論を踏まえた意見交換

(i)第一分科会

①報告(鈴木コーディネーター)

- ・ 分科会1～3回については報告済のため、第4回について報告後、全体を通した論点について説明する。
- ・ 第4回においては、企業の方から自社の価値創造について発表頂いた。要点は大きく以下5点。①企業価値創造は顧客の創造であって利潤ではない、②価値創造のアイデアとして、ストーリーテリングが弱い、③企業価値創造が、切るステージから選ぶステージへ移行している、④投資家との関係が、「緊張と協調」の第2ステージに入っていく局面である。⑤東京マーケットの地盤沈下はどこまで戻すか、そのターゲットの明示が必要。

②質疑応答

【企業】

- ・ 従来投資家の窓口はホールディングスと認識していたが、次第に事業会社の社長が決算説明会等を他人事とみなすようになってしまった。そのため、グループ内でホールディングスの役割を説明する際、事業会社の経営レベルでは株主の視点も意識してほしいと言っている。また、決算説明会等の場で事業会社社長を同席させ、特定の業種に関する質問には、基本的に事業会社の社長が回答するようにし、緊張感を持たせている。事業会社から見ると、ROE はなかなか理解できない。個々のプロジェクト、事業については ROIC を第一の指標として用い、ROIC と ROE とをホールディングスにおいて関連付けている。

【投資家】

- ・ ホールディングス化以後、傘下企業のデータの開示が減少する等、開示の質が落ちたという議論がある。セグメント等のデータをあまり出してもらえなくなる等である。しかし、多くの企業で改善傾向が見られる。多くの企業が investor day を開催し、ホールディングスのみならず傘下の各事業会社のトップがある程度数字にコミットして情報発信することが増えてきた。

- ドイツに関する議論について補足したい。1993～2003 年まで欧州株投資を担当しており、ドイツの変化をウォッチしていた。その間欧州各地で様々な変化があった。改革の背景、きっかけは 70 年代から続いていた欧州ペシミズム、1986 年英国の金融ビッグバン、1989 年冷戦終結、いわゆる「歴史の終わり」など。ドイツではこれらに加え、東西統合による財政負担、世界一高い労働コストの問題などがあった。通貨統合を見据えた EC 市場統合は、間接金融が中心だった欧州企業に大きな影響を与えた。1995 年頃まではドイツもフランスも銀行による間接金融が主流で資本市場重視の米英とは異質な金融市場・資本市場を形成していた。ドイツの場合、1994 年頃から資本市場振興法や証券取引法が制定され、これにドイツ企業(DAX 30 等)が対応したことが現在の強いドイツの背景となっている。資本市場を十分に活用しないとグローバル競争に負けると考えたドイツ企業が法整備を受け、1995-96 年あたりから ROE や投資家への開示等に力を入れ始めた。ドイツ企業も当初は中計の ROE 目標が未達だったが、その後達成するようになった。事業会社のみならず、金融機関にも変化があった。例えば、それまでユニバーサル・バンキング主義を貫いていたドイツ銀行は間接金融から直接金融への時代潮流を見据え米英型投資銀行へと変貌した。当時、ある電力会社が初めて信用格付け AA を取得したにもかかわらずドイツ銀行から借入れをしていた。社債よりも銀行借入の方が低利だったからだが、ドイツ銀行の投資銀行への変化を受け社債で調達するようになり、ドイツ銀行も格付けに見合わない低利融資がなくなり社債発行の手数料収入が入り、収益が上がった。一方、3 大銀行の一角を占めていたドレスナー銀行やコメルツ銀行等は変化の波に乗り遅れ、影が薄くなった。なお、日本の IT バブル時代に欧州では TMT(テレコム・メディア・テクノロジー)バブルがあり、TMT に多くの設備投資がなされた。欧州企業による設備投資は雇用制度が硬直的な欧州大陸を避け米国に向かったため、バブルがはじけた際、欧州企業も過剰投資で苦労したが、マクロ経済的に一番影響があったのは米国であった。ドイツで起きたように、間接金融文化での銀行によるガバナンスから、直接金融環境での株主によるガバナンスへの舵取りが必要なのではないか。
- 業績下方修正等ネガティブな理由により企業が説明会をする際、案内するアナリストは意図的に選ばれているという声を聞く。これはあまり建設的ではないため、ネガティブニュースについての市場との対話のベストプラクティスも重要ではないか。

【市場関係者】

- エンゲージメントに関連する論点について。日本版スチュワードシップコードに関する議論においても議決権行使について多くの議論があったが、定義上、議決権行使はスチュワードシップの一部ではあるが、スチュワードシップ活動にはそれ以外の内容も含まれている。例えば、英国スチュワードシップコードでは、スチュワードシップ活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレートガバナンスに関するモニタリングやエンゲージメントが含まれる、としている。日本では議決権行使は行われているが、目的のある対話(エンゲージメント)は行われていない、ということではないか。海外にも発信する場合を念頭にその辺の整理をしておく必要がある。
- 企業の関心は売上高・利益にあるが、投資家の関心は ROE にあるという指摘について。第三分科会において、社内において一般社員にも理解できる形で ROE を分解して説明している、という企業側の話があった。

→そのようなベストプラクティスの横展開が重要だろう。一部の優良企業だけではなく市場全体の指標向上においては、ベストプラクティスをいかにわかりやすく提示するかが重要である。

- ・ 日本におけるホールディングスの多さに関連し、ホールディングス経験後その傘下企業の社長となった方から、ホールディングスにいた時は投資家との対話を重視し ROE も指標として用いていたが、傘下企業になったとたん最大の焦点は赤字黒字になった、という話を聞いたことがある。

(ii) 第二分科会

① 報告(北川コーディネーター)(資料5)

- ・ 分科会で取り上げたいいくつかの論点のうち、総論(幅広にメンバーから意見を頂いた点)、個別にメンバーやゲストから意見を頂いた点を紹介する。
- ・ これまで得られた意見を踏まえ、アセットオーナー、アセットマネジメント、セルサイドアナリスト、企業との連関をどう改善するかにつき、いくつか提示している。

② 質疑応答

【企業】

- ・ 日経新聞の経済教室で GPIF の運用見直しに関する記事があったが、いくつかの示唆が感じられたことが一点。まず、アクティブ運用がパッシブ運用にタームで勝っているにせよ負けているにせよ、エビデンスが必要である。第二に、アクティブ運用はあまり理解されていないため、ステークホルダーに広範に知ってもらう必要がある。第三に、アクティブ運用が成績を上げていない場合、アセットマネージャーサイドで適正な交代が行われているか、固定化していないかである。運用機関側の考えはどうなっているのか。
- ・ 二つ目は、セルサイドアナリストのレベルである。もしセルサイドアナリストがしっかりしたベーシックレポートを出していないなら企業側が作ればよい、というのが当社の考えである。当社の統合報告においては、経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)に力を入れた。このように、任意開示情報の中で重要情報を入れ、読ませる仕組みを作っていく。見えないところのリスクをしっかり開示する必要がある。
- ・ 当社では四半期で利益数値と販売台数の推移を説明する。個人的には四半期開示は無い方がよいと考えている。世界の自動車会社の中で、ピンポイントで業績予想をするのは日本のみ。この業績予想があるため、予想と実績との差についてアナリストから質問がくる。東証の規則ではピンポイントの業績予想を要求しているわけではないが、企業は隠していると思われることを恐れて継続開示している。
- ・ セルサイドアナリストの発展の背景には何があるのだろうか。それは、アナリストを経験することによるキャリアパスを描けるか否かではないか。それを現在のアナリストに示すことが重要ではないか。
- ・ 利益相反について。アナリストのレーティング(株価業績見通しの格付け)におけるバイアスはあって当然であるが、バイアスの発生原因は色々ある筈である。結果的に選ぶのはマーケットなので

バイアスは存在して構わないのではないか。ノイズのレポートであれば、マーケットが排除していく。それが仮にワークしていなければ問題である。気に入らないレポートを書いたアナリストを事業会社が入り禁止にするのではなく、まずそのアナリストと、レポートのどこがおかしいかを議論すべきである。

- ・ アナリストのレベルについて。そもそも、議論の定義がはっきりしない。アナリストのレベルについては、昔からある議論だが曖昧過ぎる、基準を明確にすべきである。ベーシックレポートが減っているから駄目だ、というのは間違いである。投資家が多様化しているのと同時にアナリストも多様化しており、アナリストは自分の強みを明らかにしなければならない。
- ・ 四半期決算の問題点について。四半期決算廃止の方向でそろそろ議論が煮詰まってきたのではないか。月次決算、四半期決算は経営管理には必須だが、資本市場への開示としてはまた違う。ただし、四半期決算に代わる開示としては何かあるのか考えていく必要がある。

【投資家】

- ・ 投資家の多様性は所与と捉える必要があるのではないか。ブラックロックはどんな運用会社かという質問がよくあるが、社内に多様な運用戦略があるので回答が困難である。それぞれの運用戦略により、企業に求めるものは変わってくる。色々な投資家がいる中で平均的なものは何か等の議論はあるべきだが、今後は投資家の多様性を前提として議論していくべきである。

(iii) 第三分科会

① 報告(野間コーディネーター)

- ・ これまで、三つの分科会共通の論点および第三分科会固有の論点について議論した。
 - ・ これまでの分科会における議論のポイント、明らかになったことについて報告する。
 - ・ リスクテイクは、当初論点には含まれていなかったが、分科会において出された重要な論点である。
 - ・ 今後詰めるべき論点については、あくまで私見として述べる。
3. Call for evidence and information について(福本室長)(資料4,5)
- ・ 全体で外部から32件(内訳:投資家18件、企業2件、その他12件)のエビデンスを頂いた。エビデンスの詳細は資料5を参照。
 - ・ 外部提供エビデンスに加え、分科会で提供頂いた資料で公表可能とご連絡頂いている資料が13件ある。
 - ・ 今後の課題はこれらをどう読み込み分析するかである。まずは中間整理が次のステップになるので、中間整理のまとめ方につき福本室長から説明頂き、その後意見交換したい。(伊藤座長)

4. 中間整理のまとめ方について

(i) 説明(福本室長)(資料6)

- ・ 各分科会の開催状況および今後の予定は資料6参照。

- ・ 中間整理は、2013 年内にドラフティング・チームを立ち上げ、同チームが整理に向けた作業を行っていく。
- ・ 全体総会は、2014 年1月に2回開催予定。

- ・ 皆様の中で中間整理のドラフティングにご協力いただける場合は事務局までご連絡頂きたい。
(伊藤座長)

(ii) 意見交換

【市場関係者】

- ・ 今回のエビデンスは海外からのものが多いが、いつ頃どのような形で提供者にフィードバックするのか。

(伊藤座長)

- ・ 今後の流れは確定していないが、年内にドラフティング作業を開始し、1月の第8回総会で中間整理の全体枠組みを議論し、1月末の第9回総会で全般的合意を得たい。その後英語版にする際に若干タイムラグがある。
- ・ ドラフティングチームメンバーは、近日中にお願ひする。部分的にでも結構なのでご協力いただければ幸いである。
- ・ 中間整理作成段階で、受領済のご意見につき追加質問をする可能性もある。

5. 閉会挨拶(伊藤座長)

- ・ 次回 1/14 は東京海上ホールディングスの偶会長によるご講演と中間整理案に関する議論を行う予定である。

以上