

「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10回総会 議事概要

日時：2014年3月12日(水) 10:00～12:00

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

- ・ 中間論点整理（案）の作成にあたっては、各分科会の議論を活かすことに留意した。また、印象論等は極力避け、客観的なエビデンスに基づいた内容となるよう心がけている。
- ・ 多くの方からコメントをいただいた。本日は討議に入るにあたりご意見またはご質問があればお聞かせいただきたい。

2. 中間論点整理（案）に関する討議

【企業】

- ・ 社内の経営管理上、財務会計と管理会計の整合性が図られるとして、記載をすべきではないか。
→その趣旨であれば私も残した方が良く考える。
- ・ 株主総会について、昨今、一部の企業と投資家は、総会議案について、株主総会前に事前にミーティングを実施している。これは「エンゲージメント」のはしりではないか。ここでの対話は、当該企業におけるガバナンスそのものについての議論である。事業会社にとって、役員選任議案があるので、投資家の意見や議決権行使の方針は重要な意味をもつ。こうしたエンゲージメントを行うに当たって、総会の活性化という観点から、もっと総会前の対話を活発にさせていくことが必要ではないか。
- ・ 企業側からすると、現預金をある程度積み上げておきたいというのは理解できる。一般的に新規事業の立ち上げの際などに資金調達をしたい場合は間接金融に頼らざるを得ない。そのような場合でも金融機関に対して相応の説明が必要となる。したがって、(機動的に事業を運営するにあたっては) ある程度、現預金を厚めに持っておくことが必要になる。このあたりをサポートする仕組みがあると緩和されるかもしれない。また、対話・エンゲージメントの件にも関連するが、どの程度の情報を資金提供者に提供するかを整理することが必要だろう。例えば、ある特定の関与者（株主・金融機関等）に対しては、他と比べて深い情報を提供できるとなれば、現預金に関する意見の相違は解消するだろう。
→以前の総会でも、投資家から企業経営者に転身した方が「実際に経営をしてみて分かったが、経営における現預金の重要性を実感した」と話していた。
- ・ 2点コメントしたい。1) 日本では突然資金を集めにくいため、現預金を持たずに経営することは日本では難しいという意見があるが、この点について具体的に何がネックとな

っているのかを中間論点整理で言及することで、問題を解き明かすきっかけに繋がるのではないか。本来的には、資金は必要な場合に市場から調達し、必要がなくなったら市場に返す（配当・自社株買い等）というものだが、これが難しいというのなら、おそらくここ（流動性）に何らかの壁があるのではないか。2)のエンゲージメントについては、「どのような対話をするか」ということ（内容）よりも、「誰と対話するのか」の方が重要ではないか。例えば、ガバナンス・資本構造・リスク等は、取締役会で検討されるべきテーマであるため、こうした内容については、投資家は取締役会のメンバーと対話する方が良いのではないか。

- ・ リーマンショックで分かったことは、直接金融では資金調達ができない状況が起こり得るということである。したがって、企業はこうした状況に備えて、これまで以上に現預金を手厚く持つておくことの必要性を認識したのだと思う。また、M&A等で一時的に期末時点の現預金が手厚くなっているといった状況もあり得るため、状況を適切に見極めることも必要である。一方で、現預金の余剰部分をいかに成長投資に回すかといった対話は重要である。企業側としても、利用目的がなければ、現預金を抱える必要はないと考えている。こうした点は、アナリストが企業との対話を通じて分析していくべきであると考えている。
- ・ 3つコメントしたい。1) 私がアナリストをしていた時代に、キャッシュポジションが売上高の10か月分程度もある部品メーカーがあった。当社の世界的なシェアは高く、営業利益も高かった。当社に対して高いキャッシュポジションを維持する理由を質問したところ、万が一、顧客からの注文がなくなったとしても、従業員を1年間は雇用したいためであるとの回答を受けた。一般的にこの回答は投資家サイドとしては容認し難いが、当時強く批判する気にならなかった理由を考えると、当社は高い利益率を維持し、技術革新もクリアで世界的に高い競争力を築き上げていたため、上場企業として与えられたミッションを果たしていたからだと考える。こうした（良好な経営の）結果として現預金が積み上がっている企業は市場でもある程度容認されているだろう。2) 弊社は以前、借入が非常に多かったが、キャッシュフローの改善により、現在では売上高2.5ヶ月分程度のキャッシュポジションを持つまでになった。今後の事業展開を検討するにあたって、現預金の存在は重要である。企業は中長期の経営方針と配当を踏まえて現在のキャッシュポジションを説明することが重要なのではないか。また、M&Aにおいては現預金の存在が大きな武器になる面もある。3) P52の社外監査役の独立性の問題について、中間論点整理の中に独立性を担保するためにはどのようなサポートシステムが必要かについて言及してほしい。企業で活用できる見識や知見を持っている方が適切に選ばれるような仕組みが必要である。
- ・ 弊社では、過去に現預金が潤沢にあったとき、現預金を持ち過ぎることのリスク（被買収リスク）をよく指摘された。この点を、日本企業はあまり意識されていないかもしれない。また、運転資金として何カ月分の現預金を確保したいという説明は比較的通りやすいが、それ以上の現預金保有に関する説明を論理的に行うことは難しい。例えば、想

定外リスク（研究開発投資への失敗等）に備えたいと説明しても納得して頂けない。これは B/S よりも P/L に目が行っていることが原因の一つかもしれない。中間論点整理に B/S 管理の重要性について言及があっても良いのではないか。

- ・ 我々が投資家と現預金に関する話をする際は、現預金・借入金・借入余力の相関関係を踏まえて対話するようにしている。例えば、借入がある上で現預金を持っているケースと、無借金で現預金を持っているケースでは、どのくらいのリスクが取れるかという判断は異なるだろう。（資産・負債を）ネットした（差し引いた）状態で現預金や借入を持つ意味を説明することが重要である。
- ・ 経営者・経営陣・役員・取締役といった用語の表現の統一が必要ではないか。用語の定義も明確にするべきであろう。例えば、役員報酬とは、取締役の報酬を指しているのか、それとも執行役員まで含めるのかといったことが挙げられる。また、外部取締役の独立性について、ビジネス経験者は独立性がないということではなく、現実としては現役 CEO が外部取締役に就任することは大変有用である。しかし、日本は欧米に比べて外部取締役にになれる CEO が少ないと認識している。
- ・ 過去 20 年間に於いて株式のリターンがプラスとなった企業は 1600 社中 200 社しかないというエビデンスがあったが、起点（1989 年）がバブルの絶頂期のため、起点として適切か検討する必要があるのではないか。の内部留保の活用については表現を適切なものとするよう留意が必要だろう。経営者の任期とインセンティブについて、海外に発信することも考慮すべき。社外取締役については、批判をするだけでなく同じ取締役として経営・監督するということが同様に重要だと考える。
→報告書としてのメッセージ性を強くすることを意識すると、意図せず表現が強くなるかもしれない。しかし、本質的には表現で強調するのではなく、内容で強調した方がよいと考える。
→資本コストの概念を可及的速やかに理解すべきという点を主張するならば、なぜ資本コストが重要なのかを示すべきである。また、エンゲージメントにおいて取締役が対話の相手になることについては同意であるが、現実問題として、経営トップは多忙であり、時間が取れないことも多い。このため IR 担当の果たす役割の重要性は高い。また、対話の場として理想的なのは、本来的には株主総会であると考えているが、法的な問題もあるため、現実的には機関投資家向けの決算説明会が良いのではないかと考える。こうした場に経営トップが出席し、投資家とのエンゲージメントを進めることが良いと考える。
- ・ 2 点コメントしたい。1) 米国系の投資家はフェアディスクロージャーを重視する傾向にある一方、欧州系の投資家は 1on1 ミーティング等において突っ込んだ話題を好む傾向にある。こうした根本的な投資家の姿勢の違いについて第三分科会で議論になった。2) 非財務情報の開示にあたっては、開示情報の正当性・信頼性の担保や、修正時の影響について、より議論を深めることが重要であると考えている。
→同感である。情報の信頼性の担保は重要な論点である。監査人による保証やセーフハ

一ルール等についてはあまり踏み込んだ議論は中間論点整理に含められないと思うが、問題意識としては触れられると良い。

【市場関係者】

- ・ 投資信託に関係する部分について、個人の小口投資の拡大の重要性を追記するべきである。またそれに関連してNISAの役割や期待、そして拡充の必要性についても盛り込むべきである。確定拠出年金と投資信託の役割の整理については、後ほど意見を提出する。アナリストの役割についてだが、アナリストの存在意義は「多様性」であり、売り・買いなど様々なレーティングが存在していることが重要であると考えため、本案にも「多様性」について書いていただきたい。
- ・ エンゲージメントについて、「投資家は、経営の執行に関与するべきではないが、その他の部分について役に立つことができるのではないか」という趣旨を踏まえてほしい。

→英国のステュワードシップコードにおいても、投資家は日々の経営やオペレーションの細部にまで介入するべきではないとしている。この境界線は、様々な場で誤解が見受けられるため重要な指摘であると思う。一方、細かい業績数値の議論に終始しないという点も重要な指摘であるため、両方とも重要な意見であると思う。
- ・ 現状では、企業側の現預金に関する説明責任（アカウンタビリティ）が十分でないことが原因で企業と投資家が折り合えていないことが多いのでは。企業側は現預金を自分のものと考えている傾向があるが、投資家側から見ると内部留保は再投資のための資金である。現預金は企業と投資家の共有物であるという認識を持ってないと議論は平行線のままであろう。
- ・ 3点コメントしたい。1)日本では、一部の企業で、アナリストに対する情報提供に濃淡が出てしまっているのではないかと感じている。この点を中間論点整理においてどのように扱うか難しいと感じている。2)企業の中長期戦略を投資家とどのように共有するかについて、現状では自発的に実施しているが、英国で戦略報告書の義務化が行われている事情に鑑みると、それで十分かどうかの問題もあるのではないか。3)統合報告の導入に当たっては、未来のことを記述するが時間の経過とともにそれと異なる事実が発生することもあるので、開示内容に対するセーフハーバールール等の存在も必要となるだろう。
- ・ 日本版ステュワードシップコードでは、OECDのコーポレートガバナンス原則に言及している。インサイダー情報はエンゲージメントには必要なく、万が一、投資家がインサイダー情報を入手してしまった場合は、その後、売買できないというのが現状の共通理解である。
- ・ セルサイドアナリストについて、アナリストは深い企業調査・分析に基づくレポート

(in-depth report) を書くことが重要である。中間論点整理のあるべき姿の中に、「in-depth report」を通じて企業価値を評価するインセンティブを高めるようなビジネスモデルを、業界全体で構築していくことが必要であり、一流のセルサイドアナリストはこのような中でこそ育つことを再認識すべき、というメッセージを入れられないか。

【投資家】

- ・ 2点コメントしたい。1) 低ROEの原因について、弊社の実証分析データを、後日提供したい。当該部分では、低ROEの原因として、日本企業の低マージン化が指摘されているが、別のケースもあると考える。例えばマージンは高いが現預金が多くてレバレッジが低いために低ROEに陥っているという企業もある。2) 株主としては、事業に投資をしたいと考えており、現預金に投資をしているわけではない。したがって、事業会社に無理にリスクを取ってほしいのではなく、事業に注力してほしい。そして、もし再投資する予定がなければ現預金を市場（株主）に返してほしい。
→投資家は現預金に投資しているわけではないというのは大変良く理解できる。
→タイミングの問題もあるのではないか。例えば、現預金が豊富にあるからといって、無理なM&Aをするのでは意味がない。しかし、実際にM&Aをするにあたっては資金調達が必要となる。したがってその時期が来るまで現預金を保有することもあるだろう。そこで投資家に対して質問したいが、投資家としてはこのような目的で現預金を保有し続けることをどれくらいのタームで許容できるのか。
- ・ 3点コメントしたい。1) 過去20年間で株式のリターンがプラスとなった企業が1600社中200社しかないというエビデンスについて、データを提供した背景・趣旨は、バブル後の非常に厳しい経営環境下においてもプラスリターンをもたらした日本企業があるという事実を示し、その企業から学ぶ点は何かを議論することにあつた。この文脈を踏まえると、リーマンショック後や戦後から現在までなど、様々な期間で数値を見ていくべきであろう。2) 独立取締役への期待は高まっているが、実効性を高めるために欧米においても、社外取締役に対するトレーニングが義務付けられていたと記憶しており、OECDなどのグローバルでも同様の課題が認識されている。こうした研修制度等を担保することの必要性も中間論点整理に記述があっても良いと思う。3) QUICK社が日本版スチュワードシップコードについて主に市場関係者を対象として実施したアンケートによれば、日本版スチュワードシップコードを評価する理由として、①企業と投資家の対話を促していること、②生損保や年金基金などを幅広く対象にしていること、③機関投資家の投資行動の透明性を高めていることが挙げられている。このように市場関係者が日本版スチュワードシップコードに対して一定の評価をしているという事実を踏まえて中間論点整理を作成することにより、より市場へ浸透する内容となるのではないか。
→様々な期間のシミュレーション結果等については追って是非ご提供いただきたい。他の方を含め、この他にもデータ等があればご提供いただきたい。

- ・ 現預金の問題は ROE の水準にかかわる重要な論点であると認識している。しかし様々な側面があり、単純化して議論することは難しい。したがって、本件については、今後も企業と投資家対話を通じて問題を解き明かしていくことが重要であろう。皆様には今後ともご協力をいただきたい。

4. 閉会挨拶

- ・ 本日のご意見・ご指摘を踏まえて中間論点整理をまとめていく。今月末を目途に日本語及び英語での中間論点整理の公表に向けた準備を進める。日本語版を先に公表する予定である。発表の時期は後日事務局より案内する。英語版のテクニカル・タームの確認も別途ご協力をお願いしたい。
- ・ 中間論点整理については経済産業省や金融庁のみならず、皆さまのネットワークを活かして発信していきたい。今後は内外から様々なフィードバックがあると予想されるが、引き続き、総会で内容を議論しつつ、最終報告として取り纏めていきたい。

(以上)