

「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～」
第11回総会 議事概要

日時:2014年4月3日(木)10:00～12:15

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1.講演

(i) インベスコ・アセット・マネジメント 水口様講演(資料4)

- ・ 当社の主要運用戦略の一つとして、日本株式アドバンテージ運用がある。
- ・ アドバンテージ運用の神髄は長期厳選投資。我々、長期投資家の存在自身が、企業の持続的成長に資するのではないかと意識がある。
- ・ 日本株は、市場・業種別のインデックスの両方で見ても、過去10年間同じような動きをしている。しかし、市場全体(森)ばかりではなく、個別株(木)をしっかり見るのが重要。例えば上位10%の企業群は10年で2.5倍以上のパフォーマンスを上げている。
- ・ 投資家は企業価値向上を求めて集まってくる。そうであるならば、投資家は企業の持続的成長の邪魔をしてはいけない。
- ・ アドバンテージ運用の優良企業の定義は、株主価値を向上させる企業であり、株主価値を向上させるには、強固なフリー・キャッシュフローの創出が重要であり、強固なフリー・キャッシュフローを創出するには、キャッシュアウトフローをしっかりコントロールし、「無形価値」(ブランド、技術開発力、顧客基盤等)を有効活用することが重要。「無形価値」は持続的な競争優位を生み出す源泉となりうるものであり、長期投資の考え方に馴染む。
- ・ 現在投資をしている企業のうち約半数の銘柄は、投資以来一度もすべてを売却することなく、8年以上保有し続けている。現ポートフォリオにおける企業の保有平均期間は6年。
- ・ パフォーマンスは、市場下落局面上昇局面の両方ともに、株式市場の代表的な指標であるTOPIXを上回っている。株式市場全体ではなく、個別投資することの違いを示したい。
- ・ その一方で、市場参加者のパッシブ運用比率が増加、リーマンショック以降ETF(Exchange Traded Funds)残高が急速に増加し、個別銘柄のリスクを取らない投資家が増えている。
- ・ また、株式の先物取引、コロケーション取引(システムを使った高速取引)、インターネットを通じた取引も増加しており、これらは短期志向の傾向を表す一端となっているのではないかと。

- ・ 短期志向の投資家が市場に参加することは勿論自由だが、その一方で長期投資家の存在を決して消してはいけない。
- ・ 長期投資を考える上で、単に配当金や自社株買いを求めることだけが本当に良いのかは懐疑的である。むしろ、企業側が短期的な志向で株価上昇を狙うために、配当金を増額させ、自社株買いを進めるのであれば、またそれのみを投資家が求めるのであれば、企業の持続的成長の観点からは理にかなっていないのではないか。
- ・ 日本企業の ROE は長期的に下落トレンドであり、投資家としては、テクニカルな手法を用いても ROE を高めてもらいたいと考えてしまいがちであるが、単に指標としての ROE を高めることだけを目的となっていないだろうか。最近、日本企業は国際比較で相対的に ROE を上昇させ始めているが、短期的な志向で取組が行われている面はないだろうか。
- ・ 企業が持続的成長をはかり企業価値を向上させ、そこから長期投資家がしっかりした投資パフォーマンスを上げることで、他の投資家を長期的視点からの投資に惹きつけながら株式市場の活性化に貢献すると共に、ひいては企業の持続的成長に資する長期株式投資家として、企業と投資家が長期的な企業価値向上という同じベクトルを向く Win-Win の関係を築きたい。

(ii) 質疑応答

- ・ 直近10年間の日本株パフォーマンス上位10%、20%が本当に企業価値創造の銘柄なのか。また、企業価値創造企業はたくさんあるのか、それとも、なかなか無い中で厳選して探した中で運用されているのか。(日本ベル投資研究所 鈴木様)
→ 上位10%、20%が必ずしも企業価値創造銘柄ばかりではないが、基本的にしっかり企業価値を上げている。ただし、こういう企業がたくさんあるかという点、現状はそうとは言えないかもしれない。企業価値を高められていない企業があるのも事実であろう。
- ・ 株価上昇局面においては、パッシブ運用がアクティブ運用のパフォーマンスを上回るという可能性もあるが、そうすると、現在の局面においてパッシブ運用の比率が上昇することは説明が付くことなのか。また、そろそろリスクを取ることを止める(日本株を売って減らす)と言っている年金基金の方も言っているが、アクティブな長期投資家としてどのように変えていこうとするか。
→ 昨年度のように 全体の相場が上昇する中では、個別銘柄を選択する投資家にとって、必ずしも得意な相場環境では無かったかもしれないが、中長期的にパッシブ運用が過度に増えていくのであれば、森を見て木を見ずという考え方に陥り個別の企業価値向上に目が向けられなくなることへの問題点を指摘したい。
- ・ 年金基金を株式に引っ張っていくために、どのような方策があるか。
→ 運用哲学をしっかりと説明すること。そして哲学を体の随まで浸透させて運用しているかどうか。長期的な観点から価値創造に投資すること。
- ・ 長期的な形で投資先企業とどのようにコミュニケーションしているか。

- 我々は、アクティビストではなく、例えば敵対的な要求をし続けるということはない。長期的な観点からこういった活動をされているかを定点観測している。
- ・ コミュニケーションをする中で、発行体企業側はどのような期待を持っているか。
→現状ではこちら側からの一方的なコミュニケーションが中心になっていることは否定できない。
 - ・ P8の左側の図のように、自立的にキャッシュを無駄遣いしない企業の考え方についての共通点は
→無形価値を活用しキャッシュが生まれた時に、短期的な観点からやむにやまれず投資先を探して投資することは危険。企業の理念に資する、持続的な成長のための投資ができているか。必要などころに投資が行われることが大事。
 - ・ ポートフォリオ保有銘柄の投資期間として、比較的短期で売却した銘柄があるが、私も経験としてすぐに売るか、エンゲージメントを徹底するかどちらの行動を取るべきか悩む。これは違うなど思っただけで、どのような考えと行動を取るか。
→長期的観点から無形価値(ブランド、技術開発力、顧客基盤等)に着目しているが、これは持続的な競争優位を生み出しうるもので簡単には揺らぐことは少なく、TOB 対象となり非上場となった銘柄など TOB 対象となり非上場となった銘柄などを除き、投資して1年・2年ですべてを売却した銘柄は基本的には無い。
 - ・ ショート(売り建て)に対してどのようにお考えか。また、長期投資家の競合状況をどのように捉えているか。同じような運用スタイルの方が増えているのか。
→ロング(買い建て)オンリーのフルインベストメントを行っている。市場にはいろんな参加者がいるのは承知しているが、我々は企業価値を向上させる企業へ投資するとの考えの基で、ロングオンリーの投資を行っている。また、競合状況として、8年以上前にアドバンテージ運用を始めたとき、スタイル運用(グロース運用、バリュー運用、大型・小型運用)が主流。個別株の厳選投資に対する説明に苦労もした。当時はあまり競合他社はいなかったのではないかと。なお、昨今は、長期厳選投資という言葉が馴染んできているが、我々はそれを本格的に過去実践してきたとの自負を持っている。
 - ・ スポンサーも人の子。投資哲学が分かっても実績を出せと言われ、普通は、3年・5年も待ってくれない。長期投資を良しとするスポンサー(個人投資家)への直販も一案かもしれない。
 - ・ エンゲージメントは、通常の企業マネジメントとのミーティングとどこが違うとお考えか。
→エンゲージメントは大きな議題である。現状では企業調査の延長であり、本当の建設的な対話はまだできておらず、今後の重要な課題の一つと認識している。
 - ・ バイサイドアナリストの採用・評価報酬・人数において特徴などがあれば教えて欲しい。
→チームの長期的な安定を一つの重要な点と考えている。
 - ・ 財務的な要素を見ずに無形価値の見極めは難しいと思うが、どのように見極めているのか。また、

日本版スチュワードシップ・コードの浸透により、今後、エンゲージメント間での競合・つばぜり合いが起こるのではないかと思うが、他の機関投資家(特に短期投資家)がエンゲージメントした時に、どのようにすれば自社の考えを受け入れてもらえると思うか。

→無形価値に対して、一貫した見方を継続する。目に見えない分、主観的な言い合いになってしまいがちであるが、一つ一つの無形価値に対して調査項目を設定し、極力客観的なデータを基に議論している。エンゲージメントについては、まず建設的にこの流れが進んでいくことに期待している中で、エンゲージメント間での競合が起こるほど根付いた場合には実際には、投資家間でのある程度のコミュニケーションが図られることも大事になるかもしれない。ただし、バイサイド間は競合している中で、それほど本当に有意義なコミュニケーションの場がないかもしれない。

2. 中間論点整理のメッセージ等について

- ・ 現在、事務局と中間論点整理(案)を作成中。本日は、この報告書にどのような骨太のメッセージを打ち出すのが良いかについて、忌憚のない意見を頂きたい。
- ・ あえて皆さんとは違うことを申し上げる。市場における流動性と価格発見機能の重要性を強調したい。短期的な売買が活発化すること、市場の流動性が高まることを否定的に見られることは避けたい。
- ・ メッセージに盛り込むべきポイントは「意図」、「焦点」の2つ。
- ・ 意図については、投資家と上場企業の望ましい関係を考える上で、1)機関投資家の役割・責任・行動指針を示すスチュワードシップ・コードと 2)対になる企業側の役割・責任・行動指針を示すガバナンスコード、または東証のCG原則が車の両輪としてあることが外国人投資家にとって期待になっている。これを踏まえ、“ガバナンスコード”を視野に入れ、2つのコードの周りにおける直接的・間接的な課題を整理し、共通理解・共通認識を促進することを「意図」とするとメッセージが明確になる。
- ・ 焦点については、本格的競争によって誰の目にも明らかな成果(利益率、成長率)を出すのが最重要取組課題。すなわち、利益率改善、資本コスト低減・資本効率改善(単年度ではなく複数年度で)、再投資に値する(内部留保)・成長分野を開拓促進していくこと。
- ・ これが、そう簡単にはいかない様々な克服すべき課題が、このプロジェクトで整理された。
- ・ 方向性で盛り込んで頂きたいのが、日本の特殊性と可能性。世界全体でも年金基金はキャッシュアウトに入っている。その流れの中で、国内の800兆円の預貯金(うち40%が現役層)という眠れる資金を世界の長期投資家たちへアピールできるのではないか。個人の預貯金マネーにぶつかっていける流れを創るレポートを出すことができれば良い。
- ・ 企業と投資家の認識の溝があることが心配。投資家側は、会計利益だけではなく資本コストを考慮した経営(=経済利益)が大事。両者の認識の相違がある。経済利益を出している経営者に励

みの言葉を送りたい。資本コストを企業側が算定し、それを超える ROE を達成して欲しい。これは年金等を通じて国のためにもなる。

- ・ まだまだ企業経営者や発行体側の担当者の取組にばらつきが大きい。上場企業は原点に立ち返り、企業も投資チェーンの一員であるという自覚を持ち、自発的な開示や投資家とのエンゲージメントをする自覚を持つべきである。一部の企業だけが頑張っても日本企業全体の評価は高まらない。資本コストや ROE・ROIC が企業側にとって当たり前のこととして受け止められるきっかけになるレポートでありたい。
- ・ イギリスの先進的な医薬品メーカーに、コーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードがどのように企業経営に影響があるかと聞いたところ、ファイナンシャル・ランゲージを理解した上で、予防的な自己規律経営を進める上で役に立つとの話があった。その会社としては先んじてコードに沿うようにやってきたし、また、これを完璧にやっていたら、アクティビストやヘッジファンドといった投資家との対話も怖くない。ターゲットする投資家を念頭に、企業が投資家との理論闘争できるとのことであった。
- ・ 企業側は、企業価値創造の仕組みを革新する。
- ・ 投資家側は、企業価値創造を評価し、共有化する(エンゲージメント)。
- ・ KPI に対するコミットをすることにより、日本企業が変わっていく姿を見せる。
- ・ 優良企業が増えていく、というメッセージを出すべきである。
- ・ 投資家は、良い企業を評価し、お金が流れるようにしなければならない。その点で、パンプ運用が増えていることが問題。投資先企業の選別が行われなため、会社側と投資家側のギャップが埋まらない。こういった負のスパイラルを断ち切るには、投資家はアクティブ運用を増やすべきである。自分が以前経営者に言われたことで印象に残っているのは、「自社の株価は市場平均と同じ動きしかしない」ということである。
- ・ これまでは、セルサイドアナリスト中心の IR でみんなを相手にする傾向であったが、バイサイドアナリストとの直接対話を進めると、すべての投資家を相手にせず、経営方針が合う好ましい投資家を見つけるという大きな方向性変わった。すべての投資家との「望ましい関係」を構築するのではない。
- ・ 会社側もどの投資家とエンゲージメントするかを意識しなければならない。投資家側を分析して、経営方針と合うパートナーとしての投資家に話をしていく方向性に向かうのではないか。
- ・ タイトル名が重要。特に国内で受け入れられるには、分かりやすく短いタイトル名を考える必要がある。

- ・ 日本版スチュワードシップ・コードと関連性のあるものにし、機関投資家の行動に働きかけるように仕立てることが重要である。
- ・ 全体への浸透を図るためには、外の人にもわかるキャッチーワード(one word message)が必要。最初は「ROE 向上はアベノミクスそのもの」かなと思っていたが、本日の議論を聞いてROEだとレバレッジ等々の議論を喚起する面があることを理解。むしろ、具体的には「資本コスト」だろう。資本コストを意識していない9割の企業が変わることで、日本が変わっていくとの強いメッセージになるのではないか。
- ・ 中間論点整理に示された論点をどのように料理し並べるか。①アセットオーナー(スポンサー)、②アセットマネージャー(運用者)、③アナリスト、④企業がどうあるべきかを議論してきたが、それぞれにコード、規律があることを確かめるということではないか。
- ・ ROE への意識や短期主義といった面は、自社も含め変わろうとしている日本企業もいる。そのような企業を「低 ROE」と言ってたたくのではなく、良い意味で助長するようなメッセージが出せないか。
- ・ 確かに投資家のダイバーシティーは認められるべきであり、ヘッジファンドも短期志向を取る企業も否定しないが、メインストリームとして、望ましい姿があるというメッセージとしてはどうか。
- ・ キーメッセージは ROE より資本コストではないか。
- ・ ROE を上げることが日本国民の富を増やすために重要という大義を伝えたい。ROE は株式リターンと等しくなる傾向があり、たとえば米国企業の ROE12%の時、S&P 配当・リターンは12%。日本でも両方5%とほぼ同じ。
- ・ ROE が上がっても株価はなかなか上がらない。そのような場合、バイバックを求められる。企業は資本コストを意識するが、投資家やアナリストも資本コストを意識するというメッセージが必要である。

(以上)