

# 「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12回総会 議事概要

日時:2014年4月22日(火)15:30～17:25

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

### 1. 中間論点整理(案)のとりまとめについて

#### <説明>

- ・ 基本的な問題意識(案)と要旨(案)を作成している。基本的な問題意識(案)は、なぜ、このプロジェクトがこのテーマを議論しているのかを説明し、世の中の関心を喚起するためである。要旨(案)は、参加メンバーから出たキーメッセージをまとめて反映したものである。
  - ・ 基本的な問題意識(案)には、
    - ①日本はイノベーション創出力が高い国であることは、国際的にも意見が一致しているが、低収益が長く続いてきた。イノベーション力がありながら財務的なパフォーマンスが低いというパラドックスを抱えているのではないか。
    - ②日本企業はIRの場では、財務的なKPIを使って投資家に説明しているが、社内の会話では、それを用いていないのではないか。
    - ③企業価値向上を支える長期投資家の層が薄いのではないか。
    - ④対話・エンゲージメントの欠如がもたらす悪循環が日本でも生じていたのではないか。
    - ⑤資本効率を意識して企業価値を向上させることが日本の国富を増やすことのポイントではないか。
  - ・ 要旨(案)については、「議論と現状・エビデンス」と「あるべき方向性とさらに検討する事項」に分けている。「議論と現状・エビデンス」には、
    - ①日本企業のROEが低位に集中しているのは、レバレッジではなく、ROS(事業収益力)の低さが原因である。
    - ②高収益性を維持する企業には、4つの共通項が見られる。
    - ③短期志向について確たる裏付けはないものの、売買回転率のデータを見ると、日本市場の短期志向化が進みつつある。その理由としては、長期にわたって株価が上昇しない状態では、合理的な行動として短期売買が支配的になったのではないか。アセット・マネージャー、アセット・オーナー、セルサイド・アナリストにも解決すべき課題があるのではないか。中長期的な投資判断のための情報開示も適切に行われていないのではないか。
    - ④企業価値をめぐる企業と投資家の考え方にギャップがある。
    - ⑤資本コストとROEをめぐる企業と投資家のミスマッチ、企業側にも様々な考え方がある。
    - ⑥日本型経営が短期主義に陥っていると断定はできないが、懸念がある。
    - ⑦中長期的な企業価値を判断するための開示と対話・エンゲージメントが不足している。
- 「あるべき方向性とさらに検討する事項」には、
- ①企業と株主の「協創」が持続的成長の基礎条件である。

- ②パッシブ運用からアナリストの深い分析力に基づく銘柄選択を行うべきである。
- ③日本企業は、資本コストやROEにさらに関心を持つべきである。そのためには、CFO人材のプールを拡充すべきである。
- ④膨大な預貯金が資本市場に向かっていけば、国富を増やすことができるのではないか。
- ⑤「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進をすべきである。
- ⑥持続的な企業価値につながる企業開示を見直す必要があるものは検討すべきである。

- ・ 基本的な問題意識(案)と要旨(案)について、さらなる意見を頂きたい。

## 2. 主な意見

- ・ 小売業やサービス業においては、低価格競争自体は悪いことではなく、価格の決定力を持つことが重要である。
- ・ イノベーションは他社との連携ではなく、自社固有のものではないか。
- ・ バイサイドのアナリストとの直接対話の促進は、運用機関によって違うのではないか。
- ・ 社長の在任期間は、グローバル平均でも6年ぐらい。長ければ長いほど良いというわけではないのではないか。
- ・ 「業績予想」について、2年前、決算短信のルールを変えて、業績予想開示の自由化を行ったが、一般的な認知に乏しく、実用化されていないのが現状である。
- ・ 企業側は投資家の誰とエンゲージメントしたいかという、意思決定者であるポートフォリオマネージャーではないか。
- ・ パッシブ運用の中に、スマートベータ的なインデックス運用を入れるか否かの議論があるのではないか。例えば、日経JPX400であれば、ROEでスクリーニングが行われていることからアクティブ運用の範疇に入れても良いのではないか。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードも、要旨に明記した方が良いのではないか。
- ・ アセットオーナーはアクティブ運用を増やすべきといった議論について、投資の現場の実情を説明させて頂きたい。アセットオーナーの投資パフォーマンスは、主にアセットアロケーションにより規定される。ここで定められた株式エクスポージャーのうち、まず初めにアクティブ運用でカバー出来る部分を決めていくが、通常アクティブ運用だけでは全てのエクスポージャーを埋めきれないので、パッシブ運用も行っている。なぜアクティブ運用だけで運営できないかという、主に流動性の問題だ。よって、大規模なアセットオーナーがアクティブ運用の割合を増やしていくことは必ずしも簡単ではないということも理解頂きたい。

- ・ 企業開示の見直しについて、会社法の開示、金商法の開示、東証の規則での開示が微妙に異なるコストがかかることは意見が一致している。これを前に進めるためには、どのようにすべきか。
- ・ ROE目標が入っていない。できれば適正な水準(8%)を入れるべきではないか。業種によってROE水準が異なることは承知しているが、最低ROE水準を設けることを国として考えても良いと思う。
- ・ 業界によって、適正水準は違う。また、8%という数字を出すと、その数字が一人歩きしかねないのではないか。
- ・ 事業会社にとっても頑張ろうとする目標になり、外国人投資家に対しても良いメッセージになる。数字を出す際にも、平均のレベルが上がるというニュアンスが出すことが出来れば良い。「外国人投資家のアンケート調査によれば、8%を求めている。日本企業も意識せざるを得ないのではないか。」といった書きぶりも一案である。
- ・ 投資家側は本当に知りたい企業戦略やリスク情報、ガバナンス等の非財務情報は何かを企業側に伝えるという視点が重要ではないか。
- ・ 対話をする主体の表現が色々出てくる。例えば、「資本市場における企業経営者と投資家」として経営者が出てくる。対話の主体として取締役会メンバーは重要であるため、企業との対話に「取締役会メンバーとの対話が望まれる」というパラグラフがあっても良いのではないか。
- ・ 要旨にはNISAについても言及するべきではないか。
- ・ 海外企業の大半のCEOは技術者であるが、投資家と対話できている。CEOは技術経営だけでなく広い見識がなければ企業経営ができないといったような表現ができないか。
- ・ 概要の四半期開示の部分について、現状は投資家の活用方法が悪いのであり、四半期開示自体は意義があると考え。特に、企業のB/Sが四半期毎に出されることは意味がある。

(以上)