

## 「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13回総会 議事概要

日時:2014年6月6日(金)10:00～12:00

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

#### 1. 中間論点整理へのコメントに対する意見交換

- ・ 先日生保協会と本中間論点整理について意見交換したところ、40年以上に亘り渡り、企業と投資家の win-win の関係作りに努力してきた経験に照らしても、中間論点整理の方向性に異論はないとのことだった。また、金融庁の日本版スチュワードシップ・コードに基づいて、生保各社が指針を作成し、今後の運用姿勢が変わることを期待している。

- ・ 中間論点整理での問題提起やあるべき方向性について賛同する意見が多く評判は良いので、今後は、あるべき方向性の実現に向け、規律化のあり方が重要である。そのために、以下の3点が重要と考える。

##### ① 企業に対する規律のありかた

機関投資家を規律付けるスチュワードシップ・コードの対として企業の規律付けの指針となるコーポレート・ガバナンス・コードを作成することがその一つと考える。原則の一例として、社外取締役や独立役員をどれくらい入れるべきか、また、買収防衛策についての説明義務などが想定される。

##### ② エンゲージメントの強化

エンゲージメントが重要という意見には皆賛成するが、その中には、豊富なエンゲージメント経験がありエンゲージメントの難しさや効果を実感している関係者がいる一方、総論賛成だが各論の難しさや責任を理解していない関係者が多くいる。このため、エンゲージメント活動の誤解や反発を避け効果的なものにしていくためにエンゲージメント活動の留意事項などを一層整理していく必要がある。

##### ③ ディスクロージャー

建設的対話を進めていく上でディスクロージャーの改善は重要との認識が確認された。そこで、企業側が統合報告などディスクロージャーの一層の改善に取り組むのであれば、量が増え情報の洪水にならないようユーザー視点に立って開示資料を棚卸しし、投資家側が本当に必要なものに絞っていくべき。また、長期投資家は、企業の長期のビジョン・価値創造の方法・ビジネスモデルを知りたいがっているので、自社の個性を重視して検討をして欲しい。ちなみに、中期経営計画は、自社のビジネスサイクルにかかわらずほぼ画一的に3年と、短期でも長期でもなく、さらに未達が多く中途半端という印象で、全体として海外では評価されていない。

- ・ 今ご意見のあった規律化についてなどの今後のアクションプラン、政策的インプリケーションについては、後半のパートでご意見を頂きたい。
- ・ 企業は、長期の視点を持つことが必要であり、自社の評価軸を意識しながら、2020年のEPS(一株当たりの利益)を議論したらどうか。その際、評価軸を定め、具体的な議論にする必要がある。例えば、評価軸(視点)としてのROEは、具体的な目標であり効果的である。配当性向も現状の30%ではなく50%を目標とすれば、企業が利益率を上げようと思うようになるのではないか。こうした「我が社」のKPIを議論し、企業の長期目標を統合レポートなどで積極的にIRすることで、投資家の短期志向を変えていくことが重要である。また、CSA(コミッション・シェアリング・アレンジメント)については何か示唆を得られる可能性があるため、もう少し議論を深めてはどうか。
- ・ エビデンスに基づき、各企業や投資家の討論や意見を見ると、日本全体では、ガバナンスの強い企業とそうでない企業がある。その格差解消がプロジェクトの目的ではあるが、グローバルな視点から見たときに、日本の社会には、強いガバナンスがあるという印象を投資家にどう印象づけられるのかも考える必要がある。そのために、一例として、日本の特徴とされる株式の持ち合いに対して日本全体でどうしようとしているのか議論が必要である。ROEや資本コストは、日本と欧米米国では違いがあるが、国内企業がこのような条件の違いを乗り越えて欧米との共通化の道筋をどう描くかが、最終報告のポイントとなる。また、国内でも各企業の事情の違いがあるので、個別企業のミクロの話とメッセージ性という観点からの日本全体のマクロの話を上手くミックスする必要がある。
- ・ 海外への発信を考えると、マクロレベルのメッセージも大変重要。マイクロレベルとマクロレベルの話を擦り合わせつつ、中途半端な提案にならないようにしないといけない。
- ・ ROEの数字は財務諸表で見える資産から算出された、あくまでも経営進捗の断片的結果であり、見える資産だけでなく見えない資産を使って、結果としてROEや企業価値をどう上げていくかを、中期ビジョンに照らしながら一体的に説明する必要がある。企業側は、開示資料について、金商法と会社法などで重複感を抱いており、企業の生産性を上げるためにもその解決に繋がる議論をしたい。また、決算発表の早期化が推奨されているが、企業の通常業務においては従業員の業績評価にも使われる管理会計による予実分析が主であり、四半期ごとの決算発表業務の中で、管理会計と財務会計の分析の読み替えを行っている。決算発表が短期化するあまり、企業の財務会計に基づく経営分析が拙速になり、四半期ごとの社内的経営チェックのレベルが低下する懸念について検討する必要がある。また、IRの内容をどう社内にフィードバックするかという点が、IRの課題である。IR

部署と社内の他の部署で温度差が出ないようにしないと、投資家向けに耳障りのいい「きれいな」IRをしすぎると、経営戦略が企業実態に伴っていない場合、社内の他の部署がついていけなくなって、投資家向け説明の内容が他人事になってしまう。

- 中間論点整理についてセルサイドアナリスト内で意見交換した結果から、2点指摘させて頂く。
  - ① 中間論点整理の ROE に関するストーリーには違和感はないが、資本コストは主観が伴うため、また ROE だけを対話の共通指標とするのは、現場への落とし込みが難しいため、現実的でない。このため、最終報告では、こういうことについて企業と投資家が対話すると良いというものを提案できるとよい。
  - ② 情報開示の簡素化について、知らない間に情報量が少なくなることに苛立っているアナリストもいたので、どういった情報開示が必要かを投資家側と企業側で議論する場が必要。
- 社外取締役の導入は、多様な視点や skillset を経営に取り込むことによって企業価値の向上をもたらすメリットがある。よって、社外取締役は企業にとって「お客様」ではなく、価値創造の当事者だ。また、社外取締役の効力を高めるためには「お飾り」的存在ではなく、過半数まで踏み込めることが重要だ。特に有事のときに社外取締役は投資家の代弁者として効力を発するケースが多いが、平時でも投資家と対話する役目に積極的に務めるべきであり、建設的な対話のためにも会社側に情報提供を求めている。
- 日本では、経営や執行の成功者が CEO となるケースが多い一方で、管理部門の出身者が CFO になるケースが多いように思う。外部から見れば、CFO は、外のことも分かっていることが期待されるため、社内出身者よりも社外のプロの方がクールに対応できるかもしれない。一方、経営はアートの部分があるので、数値的なものだけでなく定性的なもので述べる部分もあり、社内に軸足を置いた方が良い面もある。いずれにしても、会社の中に対する視線と会社の外に対する視線の両方をバランス良く備えている必要がある。日本が前に進んでいくためには、CFO 資質について、つっこんだ議論をすべきである。
- ゲストスピーカーの方も、外部から CFO を招く必要性を指摘されていた。
- まず、経営にアートの部分があることに同感。CFO は、CEO と投資家の思いを同時に理解し、アートと数字の両方を理解する必要がある。このため、出自ではなく両方を理解したプロを育成する必要があるのではないか。そのような CFO の資質について、最終報告に反映したら良いのではないか。また、投資家と企業の間をよくなるには、財務担当者、社内マネジメントの担当者及び IR 担当者の三つの立場が ROE や資本コストについて議論しつづこ

とが大切である。また、最終報告で、ROE8%を明記するかについては、数字を明示するよりも、社内で議論した上で企業の考え方を示すことの方が重要ではないか。

- ・ 中間論点整理では、個々の企業別に考えると一律な ROE 目標は弊害になる可能性もあるといったミクロ的なマイナス面を考慮しつつも、敢えてマクロ的に数字を出すことに意味があると割り切って8%という数字を出した。最終報告でどのように扱うかは、引き続き議論する予定である。
- ・ 先ほどの補足だが、マクロの目標として、ROE8%という数字を出すのは良い。但し、個別企業の目標とすべきではないのではということ。
- ・ ROE は引き続き共通の指標として議論できるように最終報告にも組み入れたいが、資本コストは算出にばらつきがあるため、経営目標に落とし込むのは、ピンとこない。 ROE の具体的な数字を出すことは、提言にインパクトを与えるという点で効果的であると思うので、出し方には注意しつつ提示すべき。

## 2. 最終報告のとりまとめについて

- ・ 最終報告の取りまとめに向けて、報告に何を盛り込むかといった内容面や、最終報告の公表後に何をすべきか(アクションプラン)についてご意見を頂きたい。
- ・ ベストプラクティスを載せるべきである。JPX 日経 400 は、資本市場側の関心である ROE 指標に事業会社の関心を向かせた効果があったため、最終報告でベストプラクティスとして強調して良いのではないか。また、米国のアナリストレポートは、SEC から企業のバリュエーションとリスクファクターを書くよう指導があったため、現在のレポートになった経緯がある。これを踏まえ、日本でも今後の検討策として、最終報告で言及してみてもどうか。
- ・ 四半期開示に関する議論が錯綜していることがある。四半期決算開示の是非と経営者による短期業績予想の是非とが混同されて論じられていることが多いので最終報告にはそのあたりはさらに強調し峻別して記載されたほうが良い。また投資家が企業に求める長期的企業価値向上策に関する情報につき、スチュワードシップ・コードに署名した会社の指針を参考にすると良いのではないか。
- ・ 会議の前半で開示制度をデザインする際に、投資家側のニーズを確認しつつ、議論する場があると良いといった意見があったが、何か具体的な場のイメージはあるか。

- 例えば、企業報告ラボなどの場を利用して、開示項目について、企業と投資家の実務者が参加し、議論することが必要ではないか。また、参加者をより広げてパブコメ的に行うのも良いかもしれない。加えて、統合報告の議論については、現場に取り残され感が出ないように、もっとオープンに議論され、現場の意見を汲み取ることが大切である。
- 他のアジア諸国では、企業側は、政府が強制する開示事項を受け入れるのみであり、企業側に自主的なガバナンス改善の動きがあるのは、日本特有の良いところである。こうした投資家側と企業側の継続的な議論が可能になるように、機関投資家等のシンクタンク的なものがあると良い。
- 最終報告では、まずは論点ごとに、グローバルな視点であるべき姿・方向性を一つに収斂させることを模索すべき。しかし、投資家側と企業側で擦り合わなかった場合は、無理に一つの案にする必要はなく、両論併記で結論を示すべきである。例えば、社外取締役・監査役の要件について、投資家側は外形基準だけで一律に是非を判断するが、企業側は、経営に役立つ人材かどうかといった面で判断すべきと考えている。現状では、銀行出身者は社外取締役や社外監査役にほぼなれない状況になってきているが、銀行出身者は経営に精通しているケースが多く、経営にとってプラスになるのであれば、こうした外形基準ではなく実質で判断すべきではないか。このような点は両論併記が望ましいと思う。
- 両論を書いた方が読者に伝わりやすいのは、その通りだと思う。その他の論点で両論併記になるものがあれば教えて欲しい。
- CFD は、経営者と投資家の両方の思いをそれぞれの立場で理解する能力を有することが求められている。経営者が考える企業の意図を外部に説明する時は投資家目線に合わせての説明をする一方、投資家の思いを経営者に伝える時は投資家目線を社内目線に翻訳することも必要な時がある。中間論点整理に対するコメントに、事業会社サイドからコメントがないが、これは事業サイドが、投資家目線をストレートに理解していないからではないか。中間論点整理には、投資家からすると当然の話が書かれていると思うが、事業会社サイドが投資家に追いついておらず、リテラシー的にアンバランスな関係になっているのでは。この状況から脱却するためには、事業会社サイドが市場と向き合うためにやるべきガイドラインといったかみ砕いた形での呈示が必要ではないか。
- その他の論点で両論併記になりうるものとして、例えば、統合報告書と ROE があるのではないか。統合報告書は重要であるが、投資家が求める非財務情報と、顧客や取引先など他のステークホルダーが求める非財務情報では、水準に差があり、投資家のための統合報告書を作成すればCSRLレポートや知的財産報告書等が不要になる訳ではない。企

業は、開示を充実させるために膨大な作業をしているが、作業コストの削減を図ることも重要である。また、ROEという指標は、企業経営者は当然その重要性を理解しなければならないが、これを企業の現場に持ち込むのは難しい。営業、生産、研究等の各部門ではマージンという指標の方がわかりやすく、かつ管理可能である。取引先などその他のステークホルダーにとってはROAや健全性を示す指標(事業の収益性は十分あるか、財務体質はしっかりしているか)が重要となる。その点を投資家も理解して欲しい。

- 二つ前のご指摘のとおり、事業会社からコメントがない理由を考える必要がある。理解が追いついていない企業側へどう働きかけると良いと考えるか。
- ここ20年程、ROEを社内に取り入れる取組みをしてきたが、ROEや資本コストをそのままの形で最前線の営業部隊が意識しているかは疑問。受け取る側のキャパシティに合わせないと素通りになってしまう可能性もあるので、現場にはかみ砕いた説明や指標に置き換えての管理が必要である。その意味で、投資家の日常ワードを、よりかみ砕いたものや結果として指標につながっていくようなものに変えて、事業会社側に呈示する工夫を説明して欲しい。また、事業会社側が、投資家の言葉や目線を理解しないと結果的にこういう目に遭うといったバッド事例をも示めせば更に理解が得られ易いのではないか。
- 企業側のどこまでが(ROE等の指標を)分かっているかという論点がある。このレポートのオーディエンスは、事業会社の現場ではなく、ROEなどの概念やこの問題の重要性をまだ理解できていない経営者層である。
- 企業に対するIRの啓蒙は、大きく分けて3つのステージ毎にアプローチ方法が変わると思う。例えば、①グローバルな企業は、外から「こうすべき」と圧力をかけるのではなく、経営や事業に即して自律的にIR戦略を考えるよう促す②①以外の東証1部上場企業には、具体的にこうやった方が良いと示すことが効果的である。③中小型の企業に対しては、意識の高いIR担当者がいても、経営トップが理解していないことがあるので、そういう企業の経営トップ向けに意義や実際に取り組みやすいマニュアル的なものがあるとよい。
- 中間論点整理にある内容は、マネジメント層が理解する必要がある。欧州では、90年代から資本市場改革などを背景に、マネジメント層で資本市場とどう向き合うべきかのトレーニングが広まり、理解が進むようになった。他方で、米国においてもスタアマネージャーのレベルでは、ROEでなく在庫回転率や、日々の売上げ等を指標にしている。日本では営業畑から役員になるケースも多いため、伊藤レポート最終報告のターゲットはこうした資本市場と接点が少なかったマネジメント層への浸透を目指すべき。もう一点、投資家は企業を後押しするための黒子の存在。スチュワードシップ・コードの本来の目的を達成するためには、事

業者側にエンゲージメントに参加してもらうための強いインセンティブが必要。自民党の日本再生ビジョンでは、東証がコーポレート・ガバナンス・コードを作成することになっているが、IR 担当役員、法務担当役員、財務担当役員だけでなくマネジメント層全体で共有し取り組むためには企業の巻き込みが不足。企業の巻き込みという観点から、産業別に企業との接点が多い経産省も関わる必要がある。

- ・ 事業会社側は、投資家の本心が分からないので、何を開示すべきか分かっていない。そのようなすれ違いを解消するために、対話の機会をつくるべきである。これまでの議論や中間論点整理を通じて、投資家の本音や背景にある考え方が分かるようになってきた。それが分かれば、事業者側の開示のレベルも上がってくるのではないかと。今後、両者の対話を通じて、投資家のニーズをマネジメント層や IR 担当者に教育することが必要。今回の伊藤レポートを教科書にして勉強会をするのはどうか。
- ・ 最終報告では、中身を具体化していく策が重要である。まず、ROE の目標はわかりやすさや具体性の観点から重要だが、現場への落とし込みと個々の企業によって異なる、という二つの課題を乗り越える必要がある。前者は、現場向けに ROE をかみ砕くことが必要。経営者としての実体験で、業績が悪化した際に、従業員を会計利益でなくて、経済利益で評価するようにした。つまり、持っている資産にはコストがあることを理解してもらうようにした。こうして、現場の平社員まで、評価制度を浸透させた結果、効率的に資産を減らすことができた。したがって、現場への落とし込みは可能である。ROE の目標の出し方は、足り値や努力目標などいろいろある。また、JPX 日経 400 等を通じて ROE を重視する企業が増えれば、他の企業も自然と ROE を重視せざるを得なくなる。そのような連帯意識が日本らしさであり、そのような環境ができれば、日本企業全体の ROE を向上させるチャンスになる。
- ・ この 10 年で、マネジメント層には、ROE の考えが浸透してきた。この点は、10 年前と大きく変わった点である。弊社は、困難であったが、これまでの伝統を乗り越えて、ROE の数字を打ち出す事とした。そうすることで、外から見たときに、出していない企業との差別化を図れる。グローバルに戦うためには、数字を出すことが必要であり、そのための企業向けのガイドラインの作成に賛成である。
- ・ 最終報告は、内外の高い関心に答え、日本を良くするエポックとなる報告にしたい。そのために、最終報告の執筆・作成チームを作りたい。チームメンバーから手を挙げて頂いた有志で、最終報告案を作ることとしたい。

(以上)