

「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15回総会 議事概要

日時:2014年7月10日(木)16:30～18:15

場所:経済産業省本館17階 国際会議室

1. 最終報告書の作成に向けて

本日は、最終報告について意見交換を行います。

資料4における、ご自身の提案について、補足がある方は補足して下さい。

アセットマネージャーの側から、3.の意見に賛成。正直、アセットマネージャーとしては、四半期開示のプレビューがないほうが良い。現状は、ノイズになっている。

四半期開示については、メリットもあるので、廃止は無理だろうが、四半期開示のプレビューについての問題提起をしてもよいのではないか。

弊社では、プレビューで細かい数字のガイダンスをしないようにする方向で議論を始めている。本プロジェクトの参加者のコンセンサスとして、プレビューは短期志向を助長し、良くないというメッセージを出して欲しい。

また、アナリストのプレビューを参考にしてマスコミの予測記事は、価値を生まずノイズを生んでいるだけで、予測記事はなくなるべき。

まさにプレビューを書いている立場から、3点について発言する。まず、平等な情報提供義務というコンプラの問題がある。つまり、一部の人だけへの情報提供にならないようにする必要がある。次に、誤解を生まないように、生の数字等をファイリングする必要がある。最後に、某新聞の予測記事については、外国の投資家からクレームが来ている。新聞記者に話しているのかという観測を呼び、日本企業全体への信頼を落としている。

セルサイドアナリストの立場では、クライアントであるバイサイドアナリストのニーズに応えるために四半期プレビューに関するレポートを無くすのは難しいだろうが、バイサイドの意識を変えるために、プレビューの弊害について言及するのは良いかも知れない。

ファイリングといえば、説明会の資料を事前に東証ファイリング開示するのは素晴らしい。その意

味で、公平性の点から何事においてもファイリングすることはあらためて大切と感じた。
某新聞の予測記事について、クワイエットピリオド前であればマスコミの取材に対して機関投資家と同様なプレビュー対応をしないのもステークホルダー間の公平を欠くので、企業の立場からすると記事になるのはある程度仕方ない。

今年の春に、伊藤プロジェクトで四半期開示について議論という新聞報道があった。四半期開示についての議論は大事であるが、上記の報道のようにプロジェクトの一部が過度に強調されないように、四半期開示について強調しすぎるのは良くない。
自分の体験では、会社の足下の進捗の数字については、取材拒否をされたことがある。開示資料の扱いは、投資家と企業の意思次第で状況を変えられる。

3ヶ月毎の決算期が締まる前後に大人数でプレビュー取材に来るのは如何なものかと思う。
例えばセルサイドアナリストが複数の投資家を連れて、プレビューの取材に来る。アシスタントの方がそれをルーティン化するがごとく、アポ取りの電話をかけて来る。プレビュー取材の構造的な問題をなんとかしたほうが良い。問題提起して欲しい。

プレビューとか四半期に焦点を当てすぎるのは、プロジェクト全体の焦点がぼけるし、企業経営者に発信するには細か過ぎる話である。
但し、プレビューの問題点は認識している、例えば、プレビューを中間チェックとして使うのは大きな問題でないが、プレビューの予測と結果の上振れ下振れに焦点を当てるのは困る。要は、使い方の問題。

提案1. は、短期の情報を、長期の情報が上書きするという。相対的に中長期に関する情報の重要性をとり、短期情報に惑わされないようにすべきということである。

四半期開示の簡素化、見直を一つの論点として強調しても、プロジェクト全体の趣旨がぼやけたりはしない。

“投資家フォーラム”というワードの意味を確認したい。イギリスでは、スチュワードシップ・コード第5原則が集团的エンゲージメントを推奨し、ケイレビューがその受け皿として提言したことで、

インベストメントフォーラムが出来た。この場で議論されている“投資家フォーラム”は、イギリスの意味合いを参照したものであるか。英語になって発信されるので、意味合いを明確にしておくことが必要でないか。

“投資家フォーラム”の定義は固まっていない。投資家と企業側が議論する場がなかったため、そのような場についてのアクションプランを日本再興戦略改訂版に入れた。言葉の定義には、機能的固定化ということが起こるので、誤解を避けるために、言葉遣いには、注意していきたい。

日本版スチュワードシップ・コードでも意見交換自体は否定されていないが、用語の定義は整理する必要がある。

提案2の5. エンゲージメントの論点について、5から10項目、大綱的、原則的な記述を入れたい。エンゲージメントは、最終報告書でも大切な論点であり、最終報告書を企業経営者にとっての教科書とするために、エンゲージメントについて明示すべきである。

皆様から、エンゲージメントとしてどういう内容が考えられるかお寄せ頂いて、最終報告に明示したい。

ROEに関して、2点コメントがある。まず、資本コストを上回るROEを目指すべきということの明示に賛成。また、それに加えて、グローバルベンチマークを目指すことが大事ということについても書くべきである。

ROICは大切な指標であるが、ROEとレベル感が違う。本レポートの中心概念(ポイント)は、ROEであり、ROICに注目が当たりすぎないようにしたい。

ROEは、投資家と企業の共通の尺度。ROIC、EVA、IRR等は、個別企業内で経営に活用すべき指標だが、ROEとレベル感違う。

確かに、企業の経営方針によって事業の投資判断指標は違うから、ROICという表現だけではなく、「企業の投資判断指標」という表現がよいかも。ただ、主旨としては、ROIC等は、各事業の投資判断に役立つ指標、ROEは企業全体の指標であり、ROICの判断による高収益事業の積み重ねが高いROE水準を実現する。

日本は過剰流動性共有でデットが低金利になっている。よって、理論上は負債を1~2%の低金利で資金調達をするなら、利益はそれ以上であれば良いということになってしまう。よって、ROI

Cなどの投資判断指標に言及することで、企業は個別案件に関してデットで調達してもリターンをしっかりとるべきということを強調すべき。

英国の Investor Forum は、エンゲージメントの強化のためのもの。

企業報告ラボの作業部会でやっていることは、エンゲージメントの目的・あり方について、企業と投資家の認識の擦り合わせ。「投資家フォーラム(仮称)」でやることは、対話の深さ、対話の相手、対話軸はどうあるべきかということ。エンゲージメントに関する共通認識基盤を提供したい。

ROEについて、弊社の株主総会で質問が出た。ROEを現場に落とし込むときに ROIC抜きにして語れない。利益が上がれば、ROEに反映される。営業利益率からROEへの転換は難しい。

営業利益率からROEへの転換への意味は、ROE重視の姿勢を示すため。その時に、売上高利益率を上げることが、ROEをあげることになる。売上高利益率は、ROEの大きな構成要素であるので、ROEと売上高利益率を広く捉えてかみ合わせる必要がある。

教科書的な役割に賛成。教科書的な解説でROEの大切さを説いて、教科書の要素を入れて欲しい。

ROE を大事とするなら、法定のファイリング書類や決算短信への記載方針も踏まえて提言すべき。メディアも売上高や営業利益、純利益中心の記事化を行う事もあり、現状のままでは、ROE 重視の記載にはならず、売上高や営業利益中心の記載にどうしてもなってしまう。提言は、東証の規則などもふまえて提言して欲しい。

インベストメントチェーンやアセットオーナー、マネージャーに関する提言は、良い提案。企業サイドだけでなくインベストメントチェーンも取り上げることで、企業と投資家の両方が教科書として使えるようにしたい。

当初はインベストメント側だったが、最終報告では、投資家側と企業側のバランスを取りたい。

伊藤プロジェクトは持続的成長への競争力とインセンティブについて提言すると理解している。そういう意味では、ROE や社外役員の導入など競争力について多くの意見は出ているが、インセンティブ構造に付いての記述が抜けているのではないか。持ち合いは過去の遺産物だと思うが、持続的成長のための安定株主を得ることは企業のインセンティブになる。一方、投資家側のインセンティブは何か。組織の運用は単年度思考であり、長期投資や持続成長はインセンティブになり難いが、個人には年度決算がない。弊社の直販口座の個人投資家の65パーセントが、毎月積立の長期投資だ。また、およそ50パーセントは、将来の年金を補う30代、40代であり、15パーセントは、将来の教育費等を蓄えるための未成年名義の口座だ。彼らたちが求めているインセンティブは、当然ながら運用益であるが、自分のお金がどのような会社に投資されているのかという「見える化」の満足度も大きい。そのような長期的視野を持った個人投資家へ非財務的な「見えない価値」について対話するセミナーを設けると参加する企業側も大変喜んでいただける。また、全体的な感想であるが、タクティカルな話が多い。せっかく素晴らしい報告書をまとめているので、これからの「日本型資本主義」が目指すフィロソフィーについて冒頭にはっきりと表明していただきたい。

エンゲージメントの具体例を出すとうわかりやすい。でも、エンゲージメントは、現在進行形なので、類型化を急ぐことのデメリットやリスクがある。投資家フォーラムで継続的に考える。現在進行形の議論なので結論を急がないのが良いのではないか。

エンゲージメントについては、大綱的なもの、原則的なものを出して欲しい。具体例ではない。マクロの対話の場でのベストプラクティスを取り上げる。それを、実務に反映し、反映されたものを、原則に反映するという良い循環をつくる。エンゲージメントの項目は、原則主義的なもの、大綱的なものを出して欲しい。

企業価値という言葉を使わないようにしている。事業、株主、ブランドのどこの価値の話なのかを決める必要がある。質問でなくて、切り口がポイント。投資家には、理念やそれを実現するシステム、戦略を聞いて欲しい、企業はそれに対して中長期の目標を含めて語りたい。そのためには、企業はある程度の定量的な数字を出す必要がある。ROEもROICも高ければ、それで良いというわけではなく、何のために、どのように上げるのかが大切である。

『日本再興戦略改訂版 2014』にここでの議論が取り入れられており、開示制度の見直しが工程表に書いてある。負担の問題解決を目指して、最終報告に書く必要があるのではないか。強調したいのは、戦後、日本が豊かになり、先進国の一員となった。現在は、世界のリーダーの一

角として世界と共に成長するために何をすべきかが大切になっている。それゆえ、Kay Reviewと同様、グローバル資本市場の課題に関して日本の実情を踏まえた形での伊藤レポートを発信する意味があるということである。特に中長期投資家と企業の目指しているところは企業の持続的な価値創造であるという点で同じであるという認識を両者が共有することであり、それが将来の年金受給者である従業員を挟んでインベストメントチェーンが回っていることの意味である点である。

また、企業は多様化しているので、原則主義が大切。その足かせとなっている制度を見直す必要ことにも意味がある。

フィロソフィーは大事。最終報告では企業が持続的成長を目指す理由を書いて欲しい。ROEやROICの使い方は、企業によって違う。ROEやROICの目指す数値を説明し、その説明に対して投資家はどう感じるかにアンテナを張る必要がある。

また、強制開示種類での表現によってリードしていくならば、例えばROEは実際には、決算短信では自己資本当期純利益率と書かれているが、証券市場参加者の意識をよりはっきりさせるために、グローバルの共通用語であるROEと書くべきでないか。

四半期報告に関して、統合報告について言及されているが、統合報告書をどう捉えれば良いか。情報開示の基軸とするのか。本レポートでは統合報告はどのような位置付けか？

統合報告は、基本的に有力な論点。統合報告は、会社全体の企業価値創造について表すもの。統合報告を議論する場があってもいい。株主総会はそのような場になるのではないか。統合報告を作るのではなく、議論する場を作っていくという理解で良いのではないか。

統合報告は、中長期投資家と企業との対話委の有力な材料という位置付けが適当だと思う。この間、英国では、戦略レポートとして制度開示に入った。しかも、この戦略レポート作成上、IIRCのフレームを使うのは良いことであるといわれている。これに対する投資家の評価を見定めていく必要があろう。

統合報告は、One of them である。IIRCでも制度化までは議論されていないのでは。もっとも、企業の情報開示は「統合報告的」なものに収斂してきているのではないか。多くの考え方の中で有力なものの一つと思われる。

統合報告書は成果物であり、統合的に整理されたものが統合報告。統合報告書なのか統合報告という考え方のどちらを最終報告書で採用するか。

報告書はまた書類を作るのかとなるので、統合報告がよい。

エンゲージメントに対して、企業に出してもらうのがよい。日本企業のIRレベル上がった。他方で、投資家のレベルは上がってない。投資家でエンゲージメントをやっている人が少ない。投資家のレベルを上げる必要がある。

企業側、投資家側の双方からエンゲージメントの大綱的なもの、原則的なものを出して頂いて。企業と投資家のギャップや対立を見たい。Fact finding をしたい。

エンゲージメントは、新しい概念であり、定義も曖昧。定義をクリアーに書いたら良いのではないか。統合レポートを作るプロセスが社内の意思決定プロセスとリンクしていることが大切。社内の意思決定プロセスと、統合レポートを作るプロセスの平仄をどのように合わせていくかのアイデアが必要。

株式持ち合いについて、断片的に議論してきたが、最終報告書でどう取り扱うか。

私は、持ち合いが悪いと思ってない。但し、持ち合いの弊害があるのは事実なので、持ち合いの理由を説明して欲しい。ただ、将来志向で考えると、持ち合いについて最終報告書の提言において、方向を出す必要は必ずしもない。

Comply or explain が対話の始まりであり、強制より良い。「持ち合い」だけではなく「政策株」全体の開示・説明を充実して頂きたい。今は開示が不十分なので、個々の企業の政策株保有の必要性が分かりかねる。

なんでその株を持っているか教えて欲しい。その点はいまの開示では不十分。企業には、事業

会社もスチュワードシップ・コードを受け入れて開示できないか提案している。開示がないことが、世の中の持ち合いに対する懸念に繋がる。

持ち合いと親子上場の comply or explain をして欲しい。投資判断しやすくなる。

comply or explain に賛成。でも、explain では、個別具体的に持ち合い株の経営戦略への寄与を説明してほしい。それが、投資家の信用を得る肝。

(以上)