

「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16回総会 議事概要

日時 : 7月25日(金) 13:00~15:00

場所 : 経済産業省 本館17F 第1特別会議室

議題 : 最終報告書(案)のとりまとめについて

議事概要:

- ・ これまでの議論を踏まえ、中間論点整理において「基本的な問題意識」としていたものを、未来志向の骨太なメッセージとすべく「基本的な問題意識とメッセージ(案)」としてまとめた。各項目のタイトルを見ると凡その内容を推測できるのではと思うが、第一のポイントとし、本プロジェクトの特徴及びスタンスを示した。必要なことは「変革」で、「慣習」、「レガシー」、「しがらみ」を克服。これは、安倍政権が進める政策とも親和性がある。第二のポイントは、財務面のアンバランスやパラドクスを克服し、この分野で世界のモデル国家となるということ。第三は、企業と投資家の協創。第四は、資本コストを上回るROEの実現を目指し、資本効率革命を促すこと。ROEの最低ラインを8%とし、達成している企業にはそれ以上を目指してもらいたい。第五は、エンゲージメント。現状の対話不足を克服し、エンゲージメント先進国を目指す。この点に関し、日本版スチュワードシップコードに言及し、この流れがコンスタントなものとなっていくことを期待したい。その際、四半期開示、業績予測について、企業、投資家双方に、過度な反応に警鐘をならしたい。具体的な提言としては、「経営者・投資家フォーラム(MIF(仮称))」という場を創設し、対話を高めていくことを目指したい。最後に、インベストメント・チェーンを構成する何処かにボトルネックがあると、全体としての最適性が落ちる為、全体最適を目指すという視点の重要性に言及している。事務局から説明をお願いしたい。
- ・ 要旨案や本文案については、中間論点整理の内容を3つのテーマに振り分けつつ、皆様方から出されたコメントを盛り込みながら整理を行った。その際、座長から説明のあった「基本的な問題意識とメッセージ(案)」の内容と重複する論点は、増長になるのを避けるべく、割愛した箇所もある。また、中間論点整理で、「あるべき方向性とさらに検討すべき事項」としていたものを「提言・推奨」という表現に改めている。エンゲージメントに関しては、皆様方からのコメントを取り纏めたものを準備しており、最終報告書への組み込み方や段取りを議論したい。

(その後のやり取り以下の通り。)

- ・ 本議論の内容を社内CFO等に如何にフィードバックするかに難しさがある。最終報告書は分量も膨大であり、時間が限られている経営に対し、例えば取締役会や経営会議などの席上でコンパクトに説明できる要約されたプレゼンテーション資料があると望ましい。同じ内容について、本PJ各参加者がそれぞれ作成するのは時間をもったいないし、解釈の違った内容で各企業に浸透してしまうリスクがある。また、報告書の中身としては、資本市場における課題解決の具体策の提言や、解決に至るプロセスのロードマップやタイムラインも明示する必要がある。セミナー等の場でベストプラクティスを例示していくのも大事だが、それを社内で如何に具現化するか、実行するように働きかけるか、が重要である。そのような観点からも、最終報告書本文だけでなく、要旨にも解決に向けた具体策を提示したほうが良い。たとえば、ROEを8%にする、という数値目標を提示するだけでなく、ROEを向上して8%を達成するための具体的なロジックツリーを推奨してはどうか。また、ROEやROICだけでなく、キャッシュフローについて言及しないと、グローバル投資家の期待に合った企業の経営姿勢を提言したものとは言えず、「キャッシュフロー経営」という表現を入れ、「キャッシュフロー」創出の具体的な道筋を示すよう推奨するのも一案。「キャッシュフロー」についての言及は現状、報告書本文でも1~2箇所に留まっている。

投資家サイドにスチュワードシップコード遵守の動きがみられていることは良い方向。

エンゲージメントについては、通常の業績取材と異なり、機関投資家側には確認項目に関するある程度の共通のベースがあり、内容について個々の投資家によってあまり差はないのではないかと。従って、投資家は経営戦略やコーポレートガバナンス、企業理念や社会との共生の考え方などが記載された統合報告書等を読み、これらの項目に関する企業側の考え方を事前に理解した上で、そこからインスピレーションされたテーマに沿って、次の対話のステップに移るのが企業、投資家それぞれにとって効率的。本レポートで、エンゲージメントで共有したい項目に関して統合報告書等へ記載することを推奨してはどうか。スチュワードシップコードおよびエンゲージメントについては、どのような要請が投資家から来るか、統合報告書などで整理して対話すべきテーマをはっきり記載すると、経営者に対しても、意味合いが伝わりやすく、結果的に対話の効率化と有効化に資する。

資本コストに関して投資家と話す、現行の金融緩和状態においては、CAPMで計算すると株主資本コストは4から5%であり、意外と6%を超えな

い。また、全体の資本コスト（WACC）という意味ではデットを入れると1～2%低くなり、企業経営上、資金調達の観点から考えると、ROE 8%とのギャップがあり、ROEが低くてもよいことになり、資本コストの数値の水準感については企業側はなかなかピンとこない。

資本コストが、定量数値だけでなく、経営への信頼性や開示の透明性、説明責任の遂行といった定性部分からも成り立っており、エンゲージメントで資本コストを下げるということが重要であり、本文だけでなく要旨にも入れたほうがいい。この考え方は経営者、企業側にとっても分かりやすい。

あと、要旨中にあるサステイナブル成長率の表現は分かりにくい。この論点に限ったことではないが、要旨を読んだだけでは理解できない部分もあり、一案として、要旨中に本文の参照ページを記載してはどうか。また、本文だけでなく、要旨においても、ROEのロジックツリー等、具体的な手法に関する表現があると望ましい。

- ・ 欧米出張時に30社程度と面談した際、本プロジェクトに関する意見交換も行った。ガバナンス意識の高い投資家に、本プロジェクトは好評で、特に英国の年金はかなり読み込んでおり、高く評価していた。
- ・ 内容で一つ気になる点は、機関投資家という用語に、アセット・マネージャーとアセット・オーナーが混同している場合があること。イギリスのスチュワードシップコードでは、両方を含めて機関投資家とされているが、言葉遣いには留意が必要。
- ・ 本文に記載されているCSAの内容に問題はないが、「基本的な問題意識とメッセージ（案）」では、CSAという言葉が突如出てくる感がある他、アナリスト報酬に繋がるとも読め、議論に飛躍がある。それに続く、個人金融資産800兆円というのは預貯金のことであり、本文と表現を併せる必要がある。エンゲージメントに関する資料については、エンゲージメントとは関係のないことが目的として書かれている印象。つまり、お互いの理解促進が目的として挙げられているが、その程度では企業側からはIRのコミュニケーションをよくすることと捉えられ、投資家からはリサーチ業務に注力することと捉えられてしまう。エンゲージメントという英語本来の意味は、「約束」、「契約」、「債務」等状況が必ずしも良い関係にない場合も含まれる。更には、「対立軸」となる場合もあり、それを日本語で「対話」としてしまうと、柔らかいイメージに陥ってしまう。英国の例では、何らかの課題解決に到達することがエンゲージメントの目的とされる。それは、企業側からは経営課題、投

資家側からは企業価値創造の課題をぶつけ合い、その解決策は何かを議論し、それが見えてきたら結果を出していく、という一連の流れが本来のエンゲージメントである。現状の案では、その手前にある、より良いIRやリサーチが中心になってしまっている印象。

- ・ 目的のある対話に向け、互いを知るのは重要であるが、国際的なエンゲージメントの潮流はアジェンダを定め、問題を解決するというもの。
- ・ 前二者と同趣旨のコメントになるが、企業及び投資家が企業価値創造にむけてエンゲージすることが重要。その際、単に理解・共有するのではなく、もう少し踏み込むことが必要。投資家は何を求めているのか、どうすれば企業がエンゲージできるのか。例えば、長期の投資家に、突然株を売られたりすることがあるが、その背景説明を受ける機会は殆どなく、理由を説明してくれればと思うことがある。それがエンゲージメントの一つではないか。情報レベルを高めることとエンゲージメントとは異なる。
- ・ 自社株を売られた後に、どうして売られたのか理由が分からないままでは、今後の糧にならないということか。以前、「静かなる決裂」という話も出たところだが、投資家の意見を聞きたい。
- ・ 売る理由は沢山あろうが、少なくとも以下4つが挙げられる。①信頼関係に問題はないが売らざるを得ないケース。アナリストもファンド・マネージャーも売りたいとは思っていない、年金や投信の客が売りたいという場合は、プロラタで売らざるを得ない場合。②向こう3年程度は株価上昇余地がないと思われるほど成熟した場合の利益確定ケース。このケースでは、企業は評価されすぎて株価が高い状況にあり、些細な事象で株価が下がることが想定される。③静かなる決裂のケース。これは、企業側が対話に向き合わず決裂する場合と、投資家側が企業の対応に期待したほどの進展がなく、当初の目論見と違ったと判断して決裂する場合。④さらに魅力的なものが出てきて、他社に入れ替えたいというケース。
企業側から質問がなされたら、上記4パターンで答える場合が多い。当方にエンゲージメントをしているという意識があれば、売却理由を企業に答えることが多い。
- ・ 相対感の問題で、業績変化率に注目している。また、企業のファンダメンタルズに変化はなくても、ベンチマークに採用されなくなったら売らざるを得

ないし、売られやすくなる。

- ・ 投資家から売却理由の説明を受けた経験はない。一般論として、エンゲージメント関係に入った場合は売らないのか？
- ・ エンゲージメントをしているという認識があれば、コミットしている立場上、通常は売らない。先に述べた通り、最終投資家が資金引き上げをするときには困るが、これは、逆に自分たちの最終投資家への説明不足に起因しているのかもしれない。エンゲージメントにおいて、何パーセントの株を保有しているかは、時点により多少の増減がありうるため、あえて企業側に言わないが、欧米では保有割合も言及するようだ。先に売却の4つの理由を述べたが、実際に③をしたことはなく、③をちらつかせつつ、企業側にもう一頑張りを促している。
- ・ エンゲージメントは、企業と投資家とのエターナル・マリッジを前提としたものなのか、最後は別れることもあるのか、どこに前提を置いているのかという疑問が沸いた。エンゲージメントの別れ目について言及する必要があるかも知れない。
- ・ 相互理解の醸成という視点で論じている限りにおいては問題にならない点ではあるが、究極的には、エンゲージメントの終わりはどこかという論点はある。
- ・ 運用会社としてはアセット・オーナーから資金を預かっているが、解約されたらそこで終わり。それ以外の場合、基本的にエンゲージメントを継続。そういう意味で、背後にいる顧客が攪乱要因といえる。世の中全体では、エンゲージメントにより問題解決を行うというレベルには達してはおらず、相互理解のためのツールとしてのエンゲージメントという要素は必要。
- ・ 問題解決という究極のエンゲージメントの議論に到達する前の、相互理解に向けた議論は必要で、そのようなエンゲージメントを通じて企業側が原点に立ち戻るきっかけにもなる。「エンゲージメントの究極はアジェンダ設定による問題解決だが、その前提として相互理解の醸成がある。」という纏め方によればよいのではないか。
投資とは何なのか、ターゲット目標株価に達した場合にはバイ&セルということなのか等、考えるべき点は多い。また、エンゲージメントの究極はイン

サイダーとなる。インサイダーとエンゲージメントは別という線引きをする必要が有る。

- ・ エンゲージメントという用語を使うと誤解を招くかもしれないが、現在の案は自分が当初想定した教科書的なものというイメージと合致。真のエンゲージメントは、多くの場合、個別課題になるので、例えば〇〇〇等と記述するのが難しく、今回の報告書に盛り込むのは困難。
- ・ 従来型アクティブ運用とエンゲージメント投資とを比較すると分かりやすいのではないか。
- ・ インサイダー問題に関して、真の対話は、インサイダーとなるのだろうか。内部情報の扱いは重要な論点で、この点は体制作りが必要。
- ・ 適正価格まで株価水準が到達すれば、理論上、株式期待利益率は資本コストに収斂するので、売り時となる。株式を保有しているということは、まだ期待されるパフォーマンスを実現しておらず、更なるアップサイド局面が想定され、株価に反映されるまで保有しようというインセンティブを意味する。または、まだエンゲージメントが実現されていないので保有しておこうという場合もあるが、これは、集中型ポートフォリオでエンゲージメントを実施するインセンティブになる。自分たちの顧客が売却するのは適正価格に達したときで、敵対的に売る訳ではないので、売却後も良い購入タイミングを待つ対象としてウォッチし続けることになる。
- ・ 3点言及したい。①インサイダーのリスクは確かにある。ある課題の解決策に数種類のオプションがあることを企業側に説明し、その場で企業側が特定のオプションを決定してしまった場合、その時点でインサイダーになる。数種のオプションを検討するように企業側に宿題を残し、その答えを直接自分たちに示すのではなく、マーケットを通じた適時開示で行う場合にはインサイダーにはならない。②エンゲージメント中は集中治療室にいるイメージ。健康体に戻ったら、一旦エンゲージメントは終了というのはいり得る。課題解決後、良好な体制を築いたことから、それを支持し、割高にならない範囲で保有し続けるという段階もある。③エンゲージメント投資については、パッシブ運用でもエンゲージメントを行おうという話をしているので、従来型アクティブ投資と場合分けしすぎるべきではない。

- ・ 発行体の視点からは、スチュワードシップコードに書かれている通りに対話を捉えており、究極のエンゲージメントということ想定しているわけではない。対話を通じて投資家やアナリストから経営に対する指摘がなされ、企業側からそれに答えていく過程で、何らかの一致点を見出せることが重要。エンゲージメントは信頼関係の醸成であり、契約とは異なる何らかの合意がされている状況ともいえる。経営オプションを出すのは企業であり、その選択をIRや株主総会で明らかにし、エンゲージメントはそれに賛同してくれる人を見つけるというプロセスであり、厳格で究極なものを想定したわけではない。
- ・ 産業競争力会議の議論で、スチュワードシップコードの話が出たときに、企業側がROEやROICに疎く、シェア拡大を目指して利益を目指さない非合理的な競争を推進しているのに対し、資本効率の点で投資家としてもっと企業にプレッシャーをかけるべきでは、という話題が出たようだ。日本の資本市場において、グローバルマネーを取り込んでいかなければならない状況下、より多くの企業に対し資本効率が重要ということに対する理解を促していくことが大事。
エンゲージメントを「経営参画への対話」とするのは問題。このような表現は、対話に関して積極性がない企業にとっては、更にアレルギー反応を起こすことになる。たとえば、もともとカストディ名義で株式を保有しており、どの会社の株主か明らかにしていない機関投資家は、これからは株主であることを宣言して、エンゲージメントを推進していくのか。
- ・ 我が国の現状を考えると、エンゲージメントの理想論をリジットに追及していくことはレレバントではない。本日出された議論を最終報告書に全て盛り込むというのではなく、「経営者・投資家フォーラム（仮称）」で、更に踏みこんだ議論を行いながら、前進していくということでも良いのではないか。

最終報告に関し、座長一任で異論はなく、会議終了。

(以上)