

## 第15回 企業報告ラボ企画委員会 議事概要

日時：2015年11月5日（木）15:30～17:30

場所：企業活力研究所会議室

### 1. 「企業の「見えない価値」と持続的な価値創造への共感」

#### (1) コモンズ投信株式会社 渋澤 健委員 御講演

- ・ 若い頃はJPモルガンをはじめ外資系金融機関で短期投資を行っていたが、2004年以降、経済同友会の「世界における日本の使命を考える委員会」で議論を重ね、欧米型ファンド資本主義と日本的経営という縦の軸とともに、経営者と投資家が時間軸という横の軸を共有することが重要と気付く。短期的に見ると、機械論的アプローチは合理的で生命論的アプローチは無駄が多いように見えるが、長い時間軸で考えたときには、生命論的アプローチの方が環境変化に強い。
- ・ 祖父、渋沢栄一は、金融機関の役割は、散らばっていると力を発揮しない資金を集め、未来に向かって成長資金を循環させることだと言って日本で最初の銀行を作った。また、経営者の力は、「論語と算盤」における「と」の力であり、様々なステークホルダーの意思を束ね、論語の世界と算盤の世界を統合して決断することだと言った。
- ・ 2000年に子供を授かり、子供のために毎月投資信託を積み立てたことをきっかけに、長期投資の魅力に気付いた。そこで、個人の小さい資金を集め、世代を超えた長期投資を行うというコンセプトで、2008年にコモンズ投信を立ち上げた。
- ・ 「コモンズ30ファンド」の特徴は、30年という世代を超えて、30銘柄に集中投資し、投資期間中の対話を重視すること。投資判断においては、収益性などの「見える価値」とともに、企業のDNA・経営力・競争力・対話力という「見えない価値」を重視する。特に対話力という点に関しては、投資家である一般個人と企業の対話はもちろん、企業内での対話力も重要な視点となる。
- ・ 商品の機能だけに着目すれば価格競争に陥るが、商品に意味を込めて付加価値を付けることが大切で、デザインやストーリーなどを司る右脳の役割が今後ますます重要になってくるだろう。

#### (2) 質疑応答

- ・ 配付資料7頁の「コモンズ30ファンドの価値判断」について、「見えない価値」を分析するにはリサーチコストがかかると思うが、何銘柄を調査して、どう30社に絞ったのか。(江良委員)
  - ⇒ ・「見える価値」の観点で200社程度を選び、その中から、「見えない価値」を考慮して30社に絞った。投資先30社はセミナー等で対話力を試してメンテナンスをする。年間に入れ替える銘柄は多くて3銘柄程度なので、既存銘柄のメンテナンスに7割、新規銘柄の開拓に3割の力を使っている。(渋澤委員)
- ・ 企業としても、見えない価値や企業理念を分かって欲しいという欲求はある。企業から

投資家に訴えるツールとして、どのようなものがあるか。統合報告やセミナーの活用だろうか。(柳委員)

⇒・ commonsの投資家である一般個人は、投資先の商品・サービスから見える価値も重視している。なにより、投資家と企業が、お互いに、見たい・見せたい思う姿勢が重要だと考えている。(渋澤委員)

- ・ 「見える価値」と「見えない価値」は、対立関係ではなく補完関係だと考える。投資家にとっては、「見えない価値」と言っても比較可能性が重要だと思うが、「見えない価値」の比較可能な示し方という観点でヒントはあるか。(藤井委員)

⇒・ 「見える価値」と「見えない価値」は相互補完的であり、「見える価値」の持続性を「見えない価値」でチェックしているという関係性だと考えている。「見えない価値」の比較については、数値化すれば分かりやすいが、その数値が絶対視されると画一的な判断になるという恐れがある。投資家は、比較可能性にこだわらず、絶対的価値を見極める姿勢が重要。commons投信では、複数人数で評価することにより、多様な視点から「見えない価値」の評価を行う。(渋澤委員)

- ・ 投資家のコミットと株価は比例しないのではないか。(戸矢委員)

⇒・ 「commons30」は数字も価値を重視して運営しているが、結果としてパフォーマンスがついてきており、ファンド大賞を受賞した。(渋澤委員)

- ・ 配付資料7頁の「commons30ファンドの価値判断」のうち、「経営力」を対外的にアピールするにはどうしたらよいか。(豊田委員)

⇒・ 投資家としては、経営者と対面して対話する場で経営力を判断する。ワンマン社長が良いのか、サラリーマン社長が良いのかという判断はしないが、ワンマン社長がいなくなったらどうなるのかということは考慮する。(渋澤委員)

- ・ 中長期投資を諦める局面はあるか。また、短期的な株価の動きが気になることは多いと思うが、中長期投資に賭ける信念の拠り所は何か。(都委員)

⇒・ 資本が債務超過に陥るなど「見える価値」に鑑み、投資判断を変えるときはある。社内でも様々な意見があるので、調整過程で信念が変わる可能性はある。(渋澤委員)

- ・ 不祥事があったからというだけで売却することはない。中長期的にみると新たな価値創造のきっかけになる場合もあるからだ。(渋澤委員)

- ・ 経営力のある会社とない会社の違いは何か。(野間座長)

⇒・ 社内からの信頼があり、自信の経験を活かして新しい価値を作っていけるのが経営力のある会社だと考える。(渋澤委員)

## 2. 企業報告ラボ関連プロジェクトの報告・意見交換

(1)投資家フォーラムについて(報告:戸矢委員、江良委員)

- ・ 企業に対して、投資家の視点を知るためのサウンディングボードとなるべく、「投資家フォーラム」を立ち上げた。参加資格は投資判断のボードメンバーに限り、ポジショントークを防ぐため個人の資格で参加している。

- ・ 第1・2回は「企業によるコーポレートガバナンス(以下、「CG」という。)

対応への投資家の評価と期待」というテーマを扱い、10月にオープンセッションを開催した。詳細は配付資料の通りだが、ポイントは以下。

①企業のCG報告書を投資家目線で読み、ベストプラクティスの要因をまとめた。萎縮効果を防ぐため、悪い点については言及しなかった。

②特に、政策保有株式の議論が集中したため、別冊で提言をまとめた。政策保有は合理的でないため、削減に向けた行動を求める。その際、持たせている側の問題や、金融機関による政策保有の問題にも注意が必要。

⇒・政策保有株式は削減すべきと思っている。しかし、実務的には、一気に株式を売却されると困るという面もある。(柳委員)

- ・ 第3・4回は「企業情報開示」をテーマに、①財務情報、②業績ガイダンス・中期計画、③四半期開示への負担感に対する考え方、④メディアによる企業業績等の情報発信について議論した。結果は現在取りまとめ中。

(2) エーザイの中長期的なROE経営について(報告：柳委員)

- ・ 現在の「見える価値」は従来の見えない価値の反映であり、「見えない価値」は将来価値として市場に織り込まれている。エーザイの統合報告書では、見えない価値と株主価値(資本生産性)の同期化モデルとして、非財務資本とエクイティ・スプレッドの価値関連性モデルを提案している。詳細は配付資料5を参照。

⇒・素晴らしい取組である。投資家は「見えない価値」の全てが会社の長期的な収益力向上に繋がる要素だと考えており、非財務情報はそのような観点でCG報告書に記載されていないければ、投資家に響かない。(戸矢委員)

(3) 「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」について(報告：日置室長)

- ・ 11月9日に立ち上げる「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」について、配付資料6に沿って説明。

### 3. 今後に向けた提案

- ・ グローバルな動きとして、企業側が投資家を選ぶ動きが出始めている。例えば、長期投資家を狙って四半期の業績予想をやめたオムロンや、CEOレベルが対話をする相手としては実力のある投資家を選びたいとCG報告書に書いた花王などの事例がある。このような潮流はアメリカでも起こっており、日本においても今後加速していこう。投資家を選ぶことについて企業がどう取り組むべきか、投資家側はどのように対応すべきか、ラボでも取り上げてほしい。(江口委員)

⇒・企業側としても興味深い論点。CGコードは実践したいが、普段接する投資家は短期投資家が多く、ジレンマを抱えている。(城所委員)

- ・ 確かに、IRポリシーとして、CEOが対話する銘柄、CFOが対話する銘柄、IR部が対話する銘柄は分けている。コーポレート・スチュワードシップに着目すべき。(柳委員)

- ・ 業績予報開示がショートターミズムを助長するという問題もある。(柳委員)
- ・ 政策保有株式のような日本企業固有の論点もあると思うが、企業活動はグローバルに行われているため、広くグローバルな視座で論点設定をしてほしい。中期計画の開示に際して、日本企業のスタンダードと欧米のスタンダードに違いがあるので、比較すると面白い。(藤井委員)

(※以下は、欠席委員及び他部会の委員からの御提案。)

- ・ 業績ガイダンス、中期経営計画、開示書類の合理化等について
  - ⇒・本テーマは、投資家フォーラム第3・4回会合(報告書の公表は11月25日の予定)でも取り扱った。金融庁金融審議会や、フォローアップ会議での議論をふまえて、追加的な視点を提供できる機会になるのではないか。(三瓶委員)
- ・ いわゆる政策保有株式について
  - ⇒・本テーマは、投資家フォーラム第1・2回会合で最も議論が集中した。投資家と企業の認識の距離感、または解決の糸口はどこにあるのかなどの点について、意見交換したい。(三瓶委員)
- ・ CG 報告書の今後について
  - ⇒・新様式開示の初年度である今年は注目が高いが、今後年々CG 報告書の更新を追いかける投資家は減っていくだろう。CG 報告書の注目点や各社独自のCG ガイドラインや CG ポリシーの統合報告書への組み込みなどが効果的。そのような将来を見据えた開示のあり方(法定開示に限らない、利用者本位の開示のあり方)を議論し提言したい。金融庁金融審議会や、フォローアップ会議での議論をふまえて、追加的な視点を提供できる機会になるのではないか。(三瓶委員)
  - ・ CG コードに基づく、CG 報告書等、企業側の開示やガバナンスへの取組みについて投資家サイドがどのような見方や評価をしているかについて、扱ってほしい。(佐々木委員)
- ・ ISS の来期議決権行使方針の改訂について
  - ⇒・Comply または Explain の精神との整合性などについて議論すべき。ただし、改訂案への意見募集は11月9日まで。(三瓶委員)
  - ・ 複数の社外取締役を置かないすべての会社に対し反対推奨をする内容となっているが、「explain と建設的な対話」に委ねることとしている会社法や CG コードの内容・スタンスと整合していないように思われる。経営法友会が、弊社をはじめ会員各社の意見を集約し、ISS 向けに意見書<sup>1</sup>を提出している。(長谷川委員)
- ・ CG コード対応の要求水準について
  - ⇒・CG コードは原則主義の下、具体的な取組み水準は各企業の判断に委ねられている。一方で原則によっては、機関投資家が望ましいと考える水準が存在する。例えば

<sup>1</sup> <https://www.keieihoyukai.jp/article?articleId=1203737>

先日発表された ISS 新ポリシー案<sup>2</sup>からは、以下の論点が読み取れる。

原則 4-7：独立社外取締役の役割・責務→「ビジネスの経験」が望ましい

原則 4-8：3分の1以上の独立社外取締役→防衛策など利益相反あれば必須

原則 1-5 買収防衛策の適切な手続→会社法上の社外役員による委員会

補充 1-2②：総会議案の十分な検討期間→事前開示を含めて4週間は必要

もちろん「最適な水準」をミスリードしてしまつては本来の趣旨に反するが、対話のスタートラインに「最低限の水準」のコンセンサスは有用と史料する。上記につき、コード開示から読み取れる水準およびベストプラクティス、機関投資家が望ましいと考える水準とバッドプラクティスにつき討議したい。(藤島委員)

・ 買収防衛策について

⇒・買収防衛策の賛否判断にあたって、その賛否とはおよそ関係のない、招集通知の web 掲載日が判断要素に入っていることや、機関類型の別を問わずに取締役会に占める社外取の人数比にのみ着目していること(監査等委員であればカウントするの)、取締役会に出席義務があり、かつ買収防衛策について会社法上、毎年、監査意見を述べる義務のある監査役はカウントしない。)などについても、丁寧に議論する必要がある。(長谷川委員)

・そもそも TOB 規制・二段階買付規制について、日本の法制度は、米国や英国に比して脆弱であり、ゆえに、各企業が株主価値維持・株主共同の利益の観点から「大量買付にかかる適正プラン」を導入せざるを得ない状況にあると理解している。しかし、この前提・基盤について関係者間で共有がされていないのではないか。最近、いくつかの上場中堅会社において、アクティビストに株付けをされ、経営が揺さぶられている事例があり、注視すべき。(長谷川委員)

・ 国内外のガバナンスに関する失敗事例の研究

⇒・東芝、旭化成の件を踏まえ再び、「不祥事防止」へ CG の注目が集まる可能性が高い。内部統制の限界や事前防止重視の日本型対応策と事後対処能力重視の欧米型対応の比較など、冷静な課題分析を踏まえた日本企業の開示課題について提言をまとめることも有意義ではないか。(三瓶委員)

・「失敗の研究」として、国内外問わず、最近ガバナンスに関して問題が発覚した企業を掘り下げて(例、東芝、オリンパス、フォルクスワーゲン、英テスラ等)、問題の根幹/背景、問題が発覚した経緯、対応策、メディアや投資家の反応、回復までにかかった時間などを調べて、事例研究としてまとめて公表するという取組をしたい。ガバナンスに関しては、それだけで大きなアップサイドは難しいが、一度、大きな問題が発生すると、会社の存続や大きな経営問題に発展する。過去の大きな問題を事例検証して「最低限これは避けるべき/改善すべきポイント」を明確にすることは、ガバナンスへの取り組みが十分ではない企業にとって、参考になるのではないか。(柴田委員)

---

<sup>2</sup> <http://eyi.eyjapan.jp/knowledge/future-business-management/2015-10-29.html>

- ・ 長期的な投資を呼び込むために日本の企業側が取り組むべき課題は何か  
⇒・ガバナンス、戦略、IR、等色々な切り口があると思うが、投資家側はどう見ているのかということを再整理したいという趣旨。国内外の投資家へのアンケートを取っても良いのではないか。(佐々木委員)
- ・ 日本市場において長期投資を行う投資家層を育てていくために必要なことは何か  
⇒・そのような課題があるのかも含めて、問題のありかを改めて明確にしたい。(佐々木委員)
- ・ 取締役会に求められるスキルセットについて  
⇒・取締役会の議論が、社外取締役の数から、取締役会全体の質に移行していると感じている。CGコードでも今後注目されるのは補充4-11①バランスや多様性と考えられる。コード開示においても「現下の主要な経営課題に則して期待する専門性・知見・経験等を明確にして選任」(コマツ)といった方向性が散見される。米国においてはスキルセット、例えば技術、リーダーシップ、国際ビジネス、財務、マーケティングなどにつき、各候補者の具備状況を開示する例がある。上記につき、欧米先進企業の開示分析、わが国先進企業のケーススタディ収集、さらには機関投資家がわが国企業に望ましいと考えるスキルセットを聴取したい。(藤島委員)
- ・ 企業間のガバナンス・情報開示等の格差と底上げ  
⇒・先行して開示やガバナンスに力を入れている企業と、そうした企業に追いつこうともしない企業との間で大きな格差が生まれつつあることを危惧している。一部の企業だけが良くなっても、日本企業全体の稼ぐ力はあまり上がらず、また、日本企業への投資の安心感も増さない。企業全体の底上げを考えるべきなのか、それとも規模などによって格差があることを許容すべきなのかどうか、議論すべき時ではないか。(鎌田委員)

以上