

企業報告ラボ 第16回企画委員会
議事概要

日時：2016年2月19日（木）16：30～18：30

場所：一般財団法人企業活力研究所 大会議室

1. 日本版スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家の変化や改善点等
について

i. 企業側委員よりプレゼンテーション

- ・ スチュワードシップ・コード導入後の機関投資家に対して、大きくはないが変化を感じる。
- ・ 例えば、ESGに関する質問に限った one on one ミーティングは2014年度が2件だったのに対し、2015年度は1月末までに8件となっており、絶対数は少ないものの、確実に増加している。
- ・ また、昨年3月に開催したESG説明会は、我々の予想に反し募集当日に定員が埋まった。参加者は、ESGアナリストだけでなく、業界アナリストも参加していた。
- ・ 結果として業界初となったESG説明会の評価が良かったので、本年3月にも第2回目を開催予定。今回募集時に前回よりも定員を増加したが、直ぐに満員となり、機関投資家の非財務情報への関心の高さを感じており、変化の兆しが出てきているような気がしている。
- ・ GPIFがJPX400の対象企業に実施したアンケートに対して、エビデンスをつけて回答した。その中で、機関投資家との対話の内容を伝えている。
- ・ ESGのうちGについて投資家からの質問が増えた。
- ・ 対話の中身は、機関投資家によってばらつきが大きい。投資家はスチュワードシップ・コードへの向き合い方、企業はガバナンス・コードへの向き合い方を、お互いに説明すべきである。
- ・ コーポレートガバナンスや会社法について、投資家の勉強がそもそも足りていない。
- ・ 企業理念や人財マネジメントに対する投資家の関心を高めるために、統合報告書の利用は有効だと思うが、特に海外投資家は、統合報告書の価値を十分に認めていない。
- ・ アセットオーナーは、企業と投資家の双方に働きかけが可能な立場にある

ので、アセットオーナーから企業や投資家に対しての働き掛けをして欲しい。

- ・投資家はスチュワードシップ・コードの責任の重みを認識して、取締役会議長の選任議案などの重要な議案に反対するのであれば、最終的に売却を行うのが筋である。外形基準による判断のみによる安易な反対を戒める必要がある。
- ・投資家の変化をあまり感じていない。投資家はエンゲージメントの目的を理解しているように思うが、明確な変化には繋がっていないように思う。
- ・他方で、スチュワードシップ・コードの効果を感じることもある。中長期の戦略を論点にする姿勢は見られ、短期的な数字に関する質問を投資家に自重させる効果はあるように思う。
- ・弊社は、今年3ヵ年計画を初めて公表した。単年度の計画を出さないことへの反論はあったが、スチュワードシップ・コードの効果もあり、投資家に受け入れられてきたように思う。
- ・残念なのは、配当や自社買いに強い関心を持つ投資家には変化が見られないこと。相変わらず、今後の成長よりも目先の配当を重視している感じを受ける。
- ・上場企業は機関投資家に対して説明責任を負っているが、その責任の軸を感じないことがある。企業の情報が、公表前にセルサイドアナリスト経由で顧客に流れていたドイツ証券の事例は、企業にセルサイドアナリストとの立ち位置を問うているのではないか。
- ・スチュワードシップ・コードの導入後の変化として、投資家の投資哲学(投資方針)が分からなくても、最低限、スチュワードシップ・コードに反するような投資行動は取らないだろうという意味で、投資家と企業の間にはガードレールが出来たように感じている。言い換えると、投資家のあるべき姿が明確になったと思う。
- ・年金基金には具体的な変化が見られるが、対話の中に、形式的な質問もまだ含まれているように感じる。
- ・人材活用や女性の活用について感心を持っている投資家もあり、弊社のこれまでのIR活動の効果を感じている。
- ・長期的な企業価値の増加を重視し、成長投資、資本の効率活用という観点で、自社株買いばかりに拘らず、M&Aや事業投資も積極的に評価しようとする投資家が増えているようにも感じる。

- ・ スチュワードシップ・コードの導入後に、アセットマネージャーとガバナンスについて、90分もの間、議論をした。その後、当該投資家よりレターが到達し、弊社の取締役会の在り方を考えるきっかけとなった。
- ・ 国内の信託銀行は、スチュワードシップ・コードを契機として、行動を変えているように感じる。
- ・ 機関投資家との対話を踏まえて中期経営計画を初めて提示した。潜在的な収益力を示すことで株価の維持に貢献していると思う。
- ・ 増資の必要性や経緯が投資家に理解可能となるよう、適正な資本水準に関する開示を剰余金の配当と合わせて短信に掲載した。
- ・ 現金の使い道に関して、機会を平等に比べて合理的な判断をしている投資家よりも、短期の目線で配当や自社株買い求めてくる投資家が少し多いように感じる。
- ・ 従来、議決権を行使してこなかった、海外の政府系ファンドが議決権を行使する方向に変わりだしている。
- ・ 投資先企業のガバナンスを問う素地が出てきたが、国内機関投資家においては、エンゲージメントを行っても議決権行使の判断には変化がないなど形式的な側面が残っている。

ii. 質疑応答

- ・ 企業は、投資家を批判するだけでなく、自ら努力することが肝要である。また、経営力を進化させている企業でも、中長期の経営情報・利益配分および資本政策の開示を促進することや中期の業績連動インセンティブ報酬を導入するなどの課題を抱えている。
- ・ 企業が開示する経営情報に不足があれば、投資家との建設的な対話はできない。従って、企業側は、何を開示すると投資家にとって有用かということを考え続けることが重要である。企業側が襟を正さないと、投資家も変わっていかない。
- ・ 投資において短期の企業業績に関する情報は不可欠であり、足元の数字が出てこない、マイルストーンとして企業業績の確認が出来なくなってしまう。
- ・ スチュワードシップ・コードを作成したことで、自社の強みを見つめなおすことが出来たように思う。
- ・ 企業が投資家に厳しくなっているように感じており、企業に対峙していくためにも、投資家も変化していくことが重要。

- ・議決権行使の場面では、行使基準をベースにしながらも、企業との対話を踏まえて、規律をオーバーライドして、議決権行使を行うことがある。
 - ・GPIF が JPX400 銘柄の企業に対してアンケートを実施したのは良い試みだと思う。企業の投資家に対する信頼がないと、対話が進まないなので、今回のような取組が信頼関係の醸成につながると良い。
-
- ・コーポレートガバナンスコードの個人投資家に対する影響について、あるオンライン証券の社長とともに討論番組で議論した。同社長は、市場の透明性と参加者間の公平性の改善により、個人投資家の増加によって流動性が向上し株式市場が活性化することを期待していた。
 - ・短期的な目線と中長期の目線のバランスが大切であり、企業はその両方に対して、バランスを取って説明して欲しい。スチュワードシップ・コードが中長期の目線や見えない資産に寄りすぎている感じがするが、財務的な視点、足元でのキャッシュフローの状況やその使い方も大切である。
-
- ・GPIF に代表されるアセットオーナーが動くときアセットマネージャーも企業も動くので、アセットオーナーの動きが重要。
 - ・投資先が多いアセットマネージャーは、議決権行使基準を必要とする。基準に頼りすぎるとエンゲージメントの効果が減殺されるので、行き過ぎた形式主義にならないように注意が必要。
-
- ・企業からのコメントは予想の範囲であるが、企業が投資家と対話をしようとするモチベーションを喚起するよう、投資家は対話の内容を充実させる必要がある。
 - ・二つのコードが示した対話の重要性は、容易に売却が出来ないパッシブ運用こそが、エンゲージメントを必要とするのは当然のこと。そのことへの認識が薄かったというのは大きな問題。
 - ・一方、アクティブ運用でも運用規模が大きい程、市場への影響が大きいいため、個別企業の企業価値創造の資本規律、ESG 等の行動規律のモニタリングや価格形成機能（適正株価）への責任を負うのは当然であり、エンゲージメントをすべきである。
 - ・一概に比較出来ないが、コーポレートガバナンス・コードに対して、企業は、IR, CSR, 法務, 経営企画などが関わり機関決定を行う体制であり、投資家と比べて層の厚さを感じる。守勢に回ろうとすれば堅固である。バランスのとり方が今後の課題になるかもしれない。
 - ・一般的にアナリストの会社法に関する理解は浅いと思うので、証券アナリ

ストの試験科目に会社法の中でも特にエンゲージメントに関連してくる項目（第2編 第4章機関など）や二つのコードを加えたら良いのではないかと思う。

- ・意見を戦わせるに値しない投資家という側面もあるが、企業側の開示が不足していることも問題。他方で、細かい数字を含めて、なんでもかんでも開示すれば良いという問題ではなく、企業側は、本質的な企業価値を伝える努力をもっとするべき。
- ・現在の経営者報酬がインセンティブ喚起の面でロー・パワーなので、パワーを上げる手段として業績連動報酬に異議はない。しかし、業績連動報酬によるインセンティブで本当に企業価値が上がるのかという問い掛けが企業側からあってもよい。
- ・米国では、アクティビストの活動が活発である。企業はアクティビスト対応の前座として、投資家とのエンゲージメントを位置付けてもよいのではないか。
- ・企業と投資家双方に接している立場からみると、対話の前提として、企業からの情報開示が必要である。とくに環境が変化しているときに企業の情報開示への姿勢が悪いと、経営戦略に対する投資家の質問の質も低下する。
- ・一方、投資家の能力向上も重要である。コポガバ報告書の作成により、コーポレートガバナンスに対する社内の認識が向上したとの話は聞くが、投資家との対話を深めていけるかはこれからの課題であると感じる。

2. 人材投資・無形資産投資促進につながる対話・開示のあり方について

i. 討論

- ・経営の見える化、つまり、リスクとリターンの明確化が重要である。例えば、三菱重工がFCFを生むようになってきたが、それは、製作所の横断的な管理ができるようになってきたから、言い換えると、ビジネスユニットごとのリスクとリターンを見える化したことにある。
- ・他方で、各ユニットの現状が経営者に見える化されていないことが、不正会計の問題を引き起こした可能性もあるのではないか。
- ・人材投資というと従業員レベルの話となるが、経営者の質について問われることがない。日本企業は、経営者の選抜や優れた経営者を輩出するシス

テムを確立しているのか疑問に思う。対話と開示の対象とすべきではないか。

- ・ 社外取締役の増加と多様性が進んできた昨今の経営環境に対応出来る経営者の在り方(資質)を考えるべき。海外子会社での経営の経験が1つの答えになるように思う。
- ・ 他方で、一般的な従業員の育成について、人材時価という発想が必要でないか。終身雇用だと自分の時価は考えないが、人材を強化する上では、社内の人事評価への最適化ではなく、対外的に通用する価値を考える必要があるのではないか。
- ・ こうした考えを反映すると、人材評価のレーダーチャートは、円形でなくて、ギザギザでも良いのではないか。個人個人はギザギザでも、組織レベルで大きな円形になれば良いのではないか。そうした組織をさきほどの多様性を活用できるリーダーが引っ張れば強い組織になる。
- ・ 経営の短期化を排除するために、中期経営計画のなかで、利益の配分方針、資本政策の基本方針、設備投資、研究開発の額を明示することは、企業経営にとって極めて大切である。
- ・ また、知的財産のマネジメントや現金の使途、無形資産の活用等を中期計画で決めておけば、長期視点の経営が可能になる。
- ・ 経営者の問題について、プロ経営者の少ない日本企業にとっては、CEO が単独で権限を持つよりも、CEO、CFO、IR オフィサー等が役割分担しながら、チームとして経営していくのが現実的である。
- ・ より良い経営チーム運営のためには、社内外の人財を活用することが必要である。そして、社内人財の評価を行う際にも、外部から人材を採用するリプレースメントコストを意識することが重要である。
- ・ 開示は重要であるが、企業価値向上のために、開示しないほうが良いこともある。例えば、Fintech やデジタル技術は開示しないことで競争力を保っているため、開示することが競争力を削ぐ場合がある。
- ・ ESG 情報の開示は、企業ごとに多様性がある。そのような ESG 情報を、運用会社はどのように評価しているのか、運用会社側の開示も必要ではないか。
- ・ アニュアルレポートなどの開示の仕方を工夫することで、投資家の視点を中長期の視点に変えることが出来るのではないか。開示の在り方が対話の在り方を変えることになると考える。

- ・ 企業の人的資本の可視化は容易ではないが、「若手従業員の活用」は社会的要請と投資家の関心がマッチするのではないか。日本の大企業は若手の昇進や権限付与が遅めで、外国企業も含めた人材獲得競争では不利。若手の積極的な抜擢等の人事改革を奨励し、それが有能な人材獲得や生産性向上を通じて日本企業の長期的成長につながるというメッセージを出せれば、グローバル投資家も企業価値が高まると感じて関心を持つのではないか。

以上