

企業報告ラボ 第18回企画委員会  
議事概要

日時：2017年7月18日（火）16:00～18:00

場所：一般財団法人企業活力研究所 大会議室

1. 中小型株企業の投資家とのコミュニケーションのあり方

(1) 亀田製菓株式会社 藤崎 哲也様 御講演

- ・2000年頃まで社外取締役を1人も入れていなかったが、創業以来初の営業赤字を経験したことから、ガバナンスに力を入れ、現在では社内取締役3人、社外取締役5人で社外役員の方が数が多くなっている。
- ・また2002年頃から取締役会とは別に、社外有識者で構成し、経営に関するアドバイスを行うアドバイザリーボードを設置し、4か月に1回の頻度で開催している。
- ・取締役会の実効性評価に関しては、役員向けにアンケートを行っている。数年間で否決案件も数件程度、差戻しされた案件もそれなりにあり、緊張感のある取締役会になっていると社外役員からは評価をもらっている。
- ・CGコードへの対応については、9項目についてExplainを行っている。その中でも、「監査役（会）と社外取締役の連携」「独立社外者のみの会合の設置」「筆頭独立社外取締役の設定」については、社外の独立性を弱めるなどの可能性があることから設置していない。役員向けアンケートでも、社外役員からは特段必要ないとの声をもらっている。
- ・シンプルな事業形態であり、事業規模が小さいので、取締役会で全てを議論するべく、委員会は作らない監査役会設置会社でのガバナンスを目指している。
- ・ただ、CGコード上も、高度なモニタリングモデルを目指すとしている一方で、個別案件の議決が多く、社外役員からは戦略議論型を目指すべきという声ももらっており、今後の課題となっている。
- ・社内執行側の育成を図るべく、社外取締役との面談の機会を設けたり、トップとの問題点の共有を図る仕組みを設けている。
- ・中期経営計画の達成に向けグループ一体となって取り組んでいくべく、トップと従業員との直接コミュニケーションの場を設けている。

(2) サトーホールディングス株式会社 重田 盾子様 御講演

- ・全員参画型のガバナンスとして経営の透明性を高めるために、社員一人一人が会社を良くするための工夫や改善事例などを、毎日、経営トップに直

接提案及び報告する取り組み『三行提報』を40年以上前から続けている。

- ・ 社外取締役は1990年代より任命しており、現在は取締役の過半を社外取締役が占めている。また社外取締役が主体の報酬諮問委員会、指名諮問委員会を導入している。
- ・ 執行を兼務する取締役（現在は社長及び副社長）は取締役会の議長を務めないこととしており、議長はその他の取締役の輪番制としている。  
以上のような風通しの良い経営を保持する仕組みを長年かけて構築している。
- ・ カバーアナリストは現在3名となっている。投資家から、当社は独自のビジネスモデルを構築しているため、客観的に評価ができるようアナリストカバレッジを増やして欲しいといった意見もいただいております、今後の課題となっている。カバレッジを増やすべく、例えば投資家から、アナリストを紹介してもらうなどの取り組みを行っている。
- ・ グループの新たな中期経営計画がスタートした今期、IRの基本方針と中期計画を初めて策定した。
- ・ IR中期計画では、5つの戦略を掲げ、それぞれにKPIを設定している。KPIはグループ全体のKPIとも連動するようしており、以前よりもIR活動の目標が明確になった。
- ・ 投資家から入手した意見（利益分析は同じ基準で継続開示して欲しいなど）については、経営陣とも随時議論し、改善を行っている。

### （3）質疑応答

#### ① 亀田製菓への質疑

- ・ ガバナンス体制の見直しをされたきっかけは何か。（江良委員）  
⇒ ・ 2000年に創業以来初の営業赤字を経験し、従業員にも迷惑をかけてしまったことがきっかけ。（藤崎氏）
- ・ ガバナンスが上手くいっているかと投資家に問われた場合に、どのような事例を答えられているか。（金森委員）  
⇒ ・ 数年間で取締役会に上程した議案がいくつか否決され、差戻し案件もそれなりにあるなど。（藤崎氏）
- ・ アドバイザリーボードのメンバーが社外取締役と異なる意見を言った場合に、どちらが優先されるのか。（三瓶委員）  
⇒ ・ アドバイザリーボードは議決権が無いので、取締役会が中心。そもそもアドバイザリーボードを作った時には、ガバナンスを強化する目的があったが、社外取締役が入り始めてからは、社外取締役候補としてオフサイト

で議論してもらっていた。既に取り締役会でガバナンスが効いているので、アドバイザリーボードの今後については検討と思っている。(藤崎氏)

・時価総額が小さい企業は社外取締役を導入するのは難しいという声をよく聞くが、どのようにして、平均よりも多くの社外を入れられたのか。(三瓶委員)

⇒・エージェントを使ったり、トップの個人的なつながりなどで、ここまで増やした。(藤崎氏)

・中小型株全体の課題として、中小型株のセルサイドアナリストが減っていることが挙げられるが、セクターアナリストや中小型株アナリストに対して、どういうアプローチをされているのか。また中小型株企業も ESG と言われる中で投資家に対してどのように説明されているのか。(貝沼委員)

⇒・海外投資家含めアプローチしているが、IRの人員との関係もあり、これからと思っている。また ESG について、G は説明できるが、ES はこれからの課題と思っている。(藤崎氏)

・外部からトップへの規律を働かせる際に、一番の課題は何か。(鎌田委員)

⇒・取締役会の議案の設定の仕方。今までは、中期経営計画や予算など、取締役会に諮るのが期限の直前になってしまっていたが、今後は事前にディスカッションの機会を設けるなど必要と思っている。また指名・報酬委員会の導入について、社外取締役や投資家からも導入すべきという声をもらっており、今後の検討課題となっている。(藤崎氏)

## ② サトーホールディングスへの質疑

・IR戦略を今年から始められた背景は何か。(江良委員)

⇒・基本となる方針や計画が無いばかりに判断軸が曖昧で、その時々状況に左右され、活動に一貫性を保つことが難しい場面があったこともあり、IR 統括責任者の就任に伴い基本方針と中期計画を策定することとなった。(重田氏)

・ガバナンスが上手くいっているかと投資家に問われた場合に、どのような事例を答えられているか。(金森委員)

⇒・例えば、配当に関する議案において、配当方針をベースにノッチをどうするかにつき、利益水準や戦略などに鑑みて社内取締役と社外取締役が建設的に議論をした上で決定したなどの事例がある。(重田氏)

- ・投資家をターゲティングしているとのことだが、どういう基準でターゲティングされているのか。(和田委員)
- ⇒・当社株の保有額や運用方針、面談頻度、当社戦略理解の期待度などをベースにターゲティングしている。また株主判明調査などで、当社の競合先に投資をしている投資家を確認できるので、そういった要素も参考になっている。(重田氏)
  
- ・他律ではなく、自律のガバナンスが出来ているが、その理由はどこから来るのか。海外と接触する機会が多く、比較的海外で進んでいるガバナンスを自然と導入されたのか。(三瓶委員)
- ⇒・『三行提報』の影響が強い。自社を良くするためにどうすればよいかを自発的に考えて行動する文化が根付いているからだと思う。(重田氏)
  
- ・社内の5人の取締役の内、3名が非業務執行の取締役となっており、非常に先進的と思う。そういう会社が出てき始めたところなのに、既にここまで進んでいるのはなぜか。(三瓶委員)
- ⇒・2代目の社長(創業家)のイニシアティブで、社長に過度に権限が集中しないよう、社内外の声を取り入れ易い環境作りを行った。(重田氏)
  
- ・中小型株全体の課題として、中小型株のセルサイドアナリストが減っていることが挙げられるが、セクターアナリストや中小型株アナリストに対して、どのようなアプローチをされているのか。また中小型株企業もESGと言われる中で投資家に対してどのように説明されているのか。(貝沼委員)
- ⇒・当社もここ数年で大手の証券会社のカバーが減少していることが課題となっている。現在は中堅や外資系の証券会社アナリストや機関投資家営業の方へのアプローチを増やしている。  
ESGに関しては、投資家から質問を受ける機会が増えていることを受け、今年度中にESG説明会を行うことを予定している。(重田氏)
  
- ・サトーホールディングスが、社内で設定されているKPIの目標は何か。(鎌田委員)
- ⇒・IRは株価を適正水準とすることが一番の目標。それに資するKPIを設けている。株価については、アナリスト、投資家の裾野が広がらないと、適正水準から乖離する可能性があるため、現在は裾野を広げていくことが重要だと考えている。

- ・ 中小型株の中にもすばらしい取り組みをされている企業があり、今後もこういった企業を増やしていくためにどうしていくかにつき議論していければと思う。(野間座長)

## 2. 委員等から最近の活動の紹介

- (1) 「IR 活動の実態調査 (2017 年度)」に見るフェア・ディスクロージャー・ルール対応の実態」 一般社団法人日本 IR 協議会 佐藤 進一郎様 御講演
- ・ 全上場企業に対して行った IR 活動の実態調査アンケートの中で、フェア・ディスクロージャー・ルール (以下、FD ルール) に関する設問を設けたところ、FD ルールに対しては「期待も懸念も現時点では判断できない」という回答が多かった。特に小規模企業ほどそういった回答が多かった。
  - ・ FD ルールに対する期待と懸念に関し、期待については、中長期的な視点の対話、より公平な開示が挙げられる一方で、懸念については、株価に影響を与える情報の識別の困難、ルール対応の負担、慎重な情報開示、といった回答が得られた。
  - ・ アメリカでは、詳細で精緻なディスクロージャー・ポリシーを策定、遵守している姿勢が見られれば、意図的でない選択的開示は罰や訴訟リスクが軽減される例が多々あり、全米 IR 協会では、ディスクロージャー・ポリシーの策定と公開を勧めている。一方で日本企業もディスクロージャー・ポリシーを策定し、公表している企業は全体の半数を越えているが、規模別に見ると、小規模企業ほどその割合は低いことが分かった。
  - ・ 日本 IR 協議会でも、FD ルール導入に向けた整理をすべく、企業、投資家、有識者を入れた非公開の研究会を開催している。研究会で出た意見の一部としては以下。
    - 企業がどの情報が違法か適法かの判断をする基準が無い (有識者)
    - 諸外国では共通した認識としてプライスセンシティブインフォメーションがあるので、それをしっかりと定義し、コンセンサスを作るべき (バイサイド)
    - プライスセンシティブインフォメーションは誰にでも開示される情報なので、入手したいとは思わない (バイサイド)
    - ウィスパナンバーのもととなる情報を減らし、中長期情報や ESG 情報を増やすべき (企業側)
    - ウィスパナンバーは「投資家等から聞かれたら答える」情報に含まれており、セグメントの詳細な情報はケアレスウィスパーになるのではないか (有識者)

- ESG や中長期情報を充実させるというのも必要ではあると思うが、現場のアナリストが業績予想の数値を算出する際の情報が大幅に減るのは問題なので、そこは検討すべき（有識者）
- ・ 今後、日本 IR 協議会から行動指針を出していきたいと考えている。

## （2）「投資家フォーラムの活動状況 2017 年上期」

投資家フォーラム 江口 高顯様 御講演

- ・ 議論の内容はホームページで、日本語、英語で発信している。
- ・ これまでは、官庁等が報告書を作成するような、政策に関連するテーマを取り上げ、投資家の意見を集約する活動が目立った。政策担当者や企業の関係者に投資家の考えを広く知ってもらおうという観点から有益なアプローチだったが、投資現場の直接的な関心に沿っていない面があった。今後はテーマ選択にさらに工夫を凝らし、一層広範囲の投資家の参加を募れるようにフォーラム会合を運営していきたい。

## （3）質疑応答

- ・ 当社で、買収防衛策を導入しており、今年更新のタイミングだったので、投資家に意見を伺ったところ、以前はスキームに関する意見がメインであったが、今回はそもそも買収防衛策を入れていること自体が恥ずかしいという感じだった。結局、買収防衛策は非継続としたが、投資家の買収防衛策に関する評価が変わってきているのを感じた。
- ・ 今回の SR 活動を通じ、今まで IR 活動でお付き合いをしていたファンドマネージャー、バイサイドの方と議決権行使担当の方との視点が異なることを改めて感じた。IR 活動ではどうしても業績がメインピックスとなるが、議決権行使担当の方からは、業績以外の当社が取り組んでいる活動に対しての評価を聞いたので、非常に参考になった。（丹委員）
- ・ 当社も、買収防衛策を導入しており、国内投資家向けにアンケートを行っている。その中で、投資家から買収防衛策は企業価値を落すから必要ないという意見をいただくか、なぜそのように考えるのかの議論ができていない。製薬会社は長期で薬品を開発しているが、そういった情報は公表しておらず、買収防衛策は必要と思っているが、そういった議論にならないことに対しては懸念を持っている。（金森委員）
- ・ FD ルールについて、マスコミが対象から外れているのに違和感を感じる。グローバルスタンダードから見て、日本にとってベストなものを議論して

いく必要。(藤井委員)

- ・買収防衛策に対する、議決権行使促進会社の賛否はどうだったか。(貝沼委員)
  - ⇒・昨年、機械的に反対されたが、説得しに行ったら賛成に変わった。(丹委員)
  - ⇒・昨年は賛成、今年は反対であった。社長、取締役会議長の選任議案に対する反対であった。(金森委員)
  
- ・FDルールに関しては、会社のホームページでの公表でよくなったことから、開示の定義が幅広く柔軟になり、進歩したと思っている。また導入しても対話に特段影響は感じない。あるとしても、アナリストに対して提供されていた月次の進捗のデータに関するメールが取り止めになっているくらい。
- ・また、FDルールへの対応としては、対象となる情報の線引きが分からないから、手前と言わないでおこうというのは安全でない。そもそも重要情報があるのに抱えていること自体が危なく、抱えているなら公表したほうがFDルールに引っかかるリスクが少ないという頭の切り替えをすべき。アメリカの会社もそのように管理を行っている。
- ・投資家側にも、企業との対話の中で、話がFDルール抵触/インサイダー情報入手の方向にいかないよう事前に抑制することと、事後にも、抵触したかどうか疑義が少しでもある場合にはコンプライアンス上の措置を取りつつ、企業と“公表していない重要情報”であるのか確認し、適宜公表を促す役割についてしっかり浸透させることが大事。(三瓶委員)
  
- ・上場会社においては、金商法、取引所規則に基づき、インサイダー取引規制の対象となる情報、決算情報の管理はなされていると承知している。FDルールの対応にあたっては、既存の実務に基づく情報管理が考えられるので、管理すべき情報の範囲は明確になっている。対象となる情報の範囲については、ガイドライン等の策定などを通じて明確化する方向で検討している。報道機関が対象とならない件について、FDルールが市場の公平性を確保するためのルールであり、金商法は資本市場に関わるものを律するルールであることから、アメリカと同様に有価証券の売買に関与する蓋然性が高い者をルールの対象とすることとした。報道機関については、報道のあり方の問題として考えていただくことが適切と考えている。スクープ報道が出た際には取引所規則に基づき、上場会社には対応が求められる事になると考えている。(金融庁)

以上