

## 対話シンポジウム「企業と投資家による持続的な価値創造を目指して～スチュワードシップの実践～」

### 1. 趣旨説明

企業報告ラボ／投資家フォーラム作業部会メンバー(以下、部会メンバー)から本シンポジウムの目的について説明があった。

通常、企業と投資家の対話・エンゲージメントは非公開で行う。今日のシンポジウムでは公開で行う。それが1つの目的だ。昨今、「企業と投資家による質の高い会話とは何か」ということが関係者の中で議論されてきた。本日は1つの形を示したい。配布資料の「企業経営者と長期投資家の実りのある対話のために」は、対話の際に軸となる事柄を質問表の形にまとめている。本日の対話は基本的に質問表に沿った形で進める。

本シンポジウムのもう1つの目的は、投資家同士が意見交換する場について構想を披露することだ。スチュワードシップ・コードや伊藤レポートにおいて、企業と投資家が意見交換する場を作ることが提言されている。これを受けて企業報告ラボの下に設けた投資家フォーラム作業部会にて、このような場の在り方や条件について検討してきた。今般、そのような意見交換の場としての“投資家フォーラム”を発足させるというアナウンスメントが2つ目の目的だ。

### 2. 公開「企業と投資家の目的ある対話」

今回の対話では、通常のIRミーティングとの違いを明確化するために、数値に関する質問や事業の詳細に関する質問は避け、経営のビジョン、実現への取り組み、取り組み施策の背景など経営の考え方に焦点を当てて聞いている。また双方向の対話となるよう心掛けた。こうした協働作業から発せられた企業からのメッセージを以下にまとめる。

#### 2.1 三菱重工業株式会社 執行役員 グループ戦略推進室長 兼 戦略企画部長 小口正範氏 ならびに部会メンバー

##### 変革への取り組みの背景

売上高が18年間にわたりほぼ3兆円で推移している。当社の主力商品が成熟産業にあること、技術人材組織における自前主義の問題点、グローバル化のなかで競争相手に先を進まれたことが背景だ。企業としての存在感が薄れているとの危機感から2010年の事業計画より本格的な改革が始まった。

改革の骨子は2つ。1つは事業構造の転換だ。事業所を中心とした経営からドメイン中心にシフトし、事業単位(SBU単位)で経営判断をしていく。もう1つは、SBUの戦略的事業評価だ。多くのデータを使いSBUの評価を客観的に示すことによって、新規分野、伸長・維持分野、変革分野、縮小・撤退分野を、明確な基準にもとづいて切り分けて行く。2010年に試験的にこの評価制度を導入し、その結果、2010年から2013年にフリーキャッシュフローの改善がみられ、有利子負債を圧縮

## 対話シンポジウム「企業と投資家による持続的な価値創造を目指して～スチュワードシップの実践～」

することができた。

### 財務的改善がゴールではない、事業の新陳代謝は継続

長期間の業績低迷による財務体力の弱まりが強く意識され、危機意識から改革が推し進められた。しかし財務健全性が戻れば改革が終わるということではない。事業は常に新陳代謝を繰り返していく。ゴールはなく、「伸長・維持」、「変革」、「縮小・撤退」、「新規」の循環を続けていくことになる。

### 改革進展の秘訣

社会にニーズがあるなら挑戦したいという気概は重要だが、今まではそうした思いが十分客観化されなかったきらいがある。データを駆使した見える化、科学的経営改革を通し、社内のリソースや外部の選択肢などを合理的に判断できる仕組みを整えることによって、事業のリスクを引き下げながら成功の確率を高めることができるようになった。

### 事業現場への浸透

浸透させるためには目に見える成果が重要だ。短期間で目に見える成果を出すにはバランスシート改善によるキャッシュフローの黒字化だと考えついた。2009年度にマイナスだったフリーキャッシュフローが、2010年度に大きくプラスとなり、2011年、2012年もプラスとなったため、理解が一気に進んだ。成果を見せることで、変化することは良いことだと体感してもらえた。

一方、組織におけるプロセスが今までと同じでは世界に通用しない。事業計画ではプロセス改革を課題として挙げている。

### 投資家との対話の意義

予断をもちずに外部の人と対話することが重要だ。投資家は意見、批判、提案を伝えて欲しい。当社に対する個別の提案というより、一般的な問題という形で伝えてもらえればよい。我々はその点を汲み取るようにする。他社との比較、メガトレンドなど我々の知らない情報を伝えてもらえるとよい。

投資家の目的と企業の目的・価値観は必ずしも一致しない。しかし重なり合う部分はある。投資家の意見をどう吸い上げるか、事業の価値観をどう説明するかが重要だ。大切なのは、我々が何を考えているかを明確に打ち出していくことだ。それは CFO や IR 担当者の役割だと思う。

## 2.2 富士重工業株式会社 取締役 専務執行役員 高橋充氏 ならびに部会メンバー

### 持続的成長を目指す中期経営ビジョン

業績はこの2-3年で売上も営業利益率も急速に伸びている。次につなげるものとして、2020年にありたい姿を、＜大きくはないが強い特徴を持ち質の高い企業＞として「際立とう

## 対話シンポジウム「企業と投資家による持続的な価値創造を目指して～スチュワードシップの実践～」

2020」を作成した。このスローガンの中で「大きくはないが」は、規模の拡大自体を目標にしないということだ。「強い特徴を持ち」とはフルラインのメーカーとして勝負せず、自社の得意分野に特化してビジネス展開することを意味する。「質の高い企業」は文字通りで、利益の絶対額より利益率を目指す会社になることだ。

### 財務的改善と資本効率のバランス

還元方針や投資方針について、きちんと説明する義務が経営陣にはあると考える。財務基盤はかなり改善したが、販売金融を持たない当社の財務体質はまだ脆弱だ。また、環境規制強化など、2020年前後のハードルを乗り越える時に大きなリスクポイントがあると考えている。株主資本には一定の厚みが必要だ。ROEを一定の水準で保ちつつ内部留保を高めていくことを目指している。

### 高収益力の秘訣

高い工場稼働率が当社の現在の収益力を担保している。したがって稼働率を落とさずに、如何に生産能力を段階的に引き上げていくかがマネジメントの肝だ。稼働率を常に意識して設備投資をしている。

### 過去の失敗経験からの教訓

当社はこれまで2回大きな赤字を出しているが、それぞれ性質が異なる。1回目は円安に助けられて製品が売れたのを勘違いした。顧客が何を求めるかを考えるきっかけとなった。2回目はリーマンショック時で、資金のパイプが一挙に途絶えるかとさえ思った。バッファの必要性など財務面の教訓が精神に刷り込まれた。だが、過去の経験は大事だが、状況は変化している。過去に引っ張られ過ぎないことも大事だ。

### 株主と積極的に向き合う姿勢

CEOも対話に非常に前向きだ。得られた株主の意見を咀嚼しながら経営の中に展開している。例えば、株価だが、3年前の6-7倍になっている。市場に評価されて株価が上がる経営をしよう、という考えを経営陣は共有している。株価は600円が4000円位になったが、4000円で買った株主にとってはあくまでも4000円がスタートラインだからだ。また、アナリスト経験を持つ社外監査役からは、資本市場の目線、つまり市場が何を求めているかという視点から意見をいただいている。毎日、市場と対話しているようなもので、非常に有意義だ。

### 投資家との対話の意義

投資家の関心は、比較的短い期間の業績の方向性に向かいがちだ。現在は業績が好調のため、もっと良くならないかという質問や意見が多いが、成長している時こそ、ダウンサ

## 対話シンポジウム「企業と投資家による持続的な価値創造を目指して～スチュワードシップの実践～」

イドリスクについての議論は重要だ。

経営規律に関するやり取りを通して、自分達が行っているつもりでもまだ出来ていない部分や、難しいかもしれないが経営に落とし込める仕組みがあると思った。今回のような中長期のテーマに内容を絞った議論を行えると経営陣にとって非常に有意義だ。

### 3. 投資家フォーラムについての説明と質疑および応答

*最初に部会メンバーから、投資家フォーラムについて説明があった。*

経済産業省の企業報告ラボの中に投資家フォーラム作業部会を設けて、有志6名が2014年から一般的な投資家フォーラムの姿を検討した。これから説明するのはそれを具現化した1つの形としての投資家フォーラムだ。複数の異なったフォーラムが別個の機能を果たすことはありうる。

一般に機関投資家が集う場には3つの機能が考えられる。①投資家の見方を集約して経営者に提示する情報発信機能、②機関投資家の実力を高めるための教育機能、そして③英国のように機関投資家が連携して行動することを手助けする集団化機能、である。この中で、我々が重視するのは情報発信機能だ。粘り強く対話して会社の内部からの変化を引き起こし、それを後押ししていくことにより会社の成長を促したい。我々が目指す“投資家フォーラム”は次のような運営方針をもつ。

参加資格は、企業の長期的な成長に強い関心をもつ個人。基本的には機関投資家や運用会社で投資実務の経験をもち、日本企業の中長期的な価値創造および日本の株式市場の発展に貢献したいと考える個人の参加を期待したい。我々6名も個人の資格で参加している。

進め方は、参加者の発議により取り上げるべきトピックを定め、希望者が参加して議論する。何を取り上げるかは運営委員会のような組織を作って検討する。問題としての一般性、市場に対するインプリケーションの有無が判断基準となる。個別企業の特殊な問題は取り上げない。参加者が議論した成果は“投資家フォーラム”として外部へ向けて発信する。

企業に対する窓口の機能も果たしたい。質問や問題提起を受け付ける。参加者が議論して情報発信していく。一方、個別企業と投資家との面談斡旋は予定していない。

*続いて会場からの質問を受け付け、部会メンバーがこれに答えた。*

(質問)

投資家の質の向上は中心的な課題ではないか。対話に参加する人の質は非常に重要だ。その点をどう考えるか。

(回答)

質の向上を考えないわけではない。研究会・勉強会はこれまでも比較的頻繁に行われてい

## 対話シンポジウム「企業と投資家による持続的な価値創造を目指して～スチュワードシップの実践～」

るが、発信せずに終われば、その先がないことになる。議論した内容を投資家のコンセンサスとして一般化して情報発信まで持っていくことで、参加者の質が高まると考える。

(質問)

資本市場は他人より先に情報をとる差別化の世界だ。その中で集まって情報発信することについて意見を伺いたい。

(回答)

議論する内容は一般化できる事柄だ。特定の企業についての発信は考えていない。参加者が特別な情報を得て利益を得るものではない。

(質問)

スチュワードシップ活動を実践していく上で対話が重視されている。その一方、伊藤レポートが出てから受け留める側の目が ROE など数字面に偏っているように感じられる。意見を伺いたい。

(回答)

伊藤レポートをきちんと読めばわかるように、企業価値は特定の数値でとらえられるようなものではない。確かに対話が短期的な内容に偏っていた実態はある。そうした偏りをもう少しバランスのよいものにしたい、という意識で活動している。

また、投資家と企業には認識ギャップがある。同じ単語を使っても理解がすれ違っていることがままある。腹を割って話して短期で認識差があったとしても長期で価値観が重なる部分があればよい。

スチュワードシップというと、投資家の責任の側面が強調されるが、視点をかえると企業にとってのスチュワードという観点もある。事業会社は良いスチュワードを積極的に求める努力をして欲しい。

(質問)

“投資家フォーラム”では個人名、組織名は完全に隠れるのか。

(回答)

“投資家フォーラム”名で見解を発信していく。個人名、所属組織名の匿名希望については配慮し参加者が忌憚のない意見交換が出来る場を想定している。資本市場が役割を果たし、企業の持続的な価値創造を後押ししたいという思いが我々の出発点だ。