

企業と投資家との建設的な対話に向けて

～経営者・投資家フォーラム及び企業報告ラボに関する調査研究報告書～

統合報告アドバイザー室

1. はじめに

2013年6月に公表された日本再興戦略の基本的な考え方として示された「成長への道筋」の一つが「民間の力を最大限引き出す」ことである。そのアクションプランとして、コーポレートガバナンスの見直しが掲げられ、翌年2月には日本版スチュワードシップ・コードが公表され、6月には会社法が改正された。続く日本再興戦略 改訂2014でも、「コーポレートガバナンスの強化」が鍵となる施策として掲げられ、本年6月にコーポレートガバナンス・コードの適用が開始された。日本再興戦略 改訂2015では、この2つのコードが車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る、とされている。

両コードに掲げられている「建設的な対話」を実践し企業価値創造につなげていく上で、経営者・投資家フォーラム（Management Investor Forum、以下、MIF）における議論は注目に値する。MIFは、「日本再興戦略」改訂2014に基づき、企業の経営トップと内外の機関投資家等、グローバル経済の最前線を担う実務家が集まり、持続的成長や中長期的な企業価値創造に向けた課題や方策等について、高い見地からの議論を行うための場として設立されたものである。MIFの第1回会合は、本年6月10日に開催された。

経済産業省は、MIFの創設に先立ち、「経営者・投資家フォーラム（Management Investor Forum：MIF）（仮称）及び企業報告ラボに関する調査研究」事業を実施している。この事業のうち、MIFに関する調査（以下、MIF調査）では、伊藤レポートの土台ともいえる、中長期的投資の効果やエンゲージメントの効果及びエンゲージメントの現状についての3つの仮説について調査が行なわれた*1。以下、その概要を紹介する。

なお、本文中における意見に係る部分は筆者の私見である。

2. 経営者・投資家フォーラム設立の背景

日本再興戦略 改訂2014では、企業自身による持続的成長、中長期的な企業価値向上の取り組みを促すための方策とともに、そのような価値創造に対して長期的な投資を促すための「インベストメント・チェーン*2」の強化が重要な政策課題として挙げられている。

先に述べたようにその施策の一つが議論の場となるプラットフォーム作りであり、2014年8月に公表された伊藤プロジェクト*3の最終報告書（伊藤レポート）において、MIFの創設が提言され、本年6月の開催に至ったものである。

こうした施策および提言の背景には、価値創造の好循環を実現するためには、その主役となる企業とリスクマネーの出し手である投資家が、質の高い対話を通じて相互理解を深め、共に持続的成長、中長期的な企業価値創造に向かうことが不可欠であるとの認識がある。

3. MIF調査の目的と調査方法の概要

(1) 調査の目的

MIF調査は、MIFでの議論に資する情報を提供するため、伊藤レポートで示された問題意識・課題・提言の土台となっている仮説のうち、次の3つの仮説を検証することを目的として実施された。

① 中長期投資の効果

中長期投資が、中長期的な経営を可能とし、中長期的経営がイノベーションの創出をもたらし、イノベーションの創出が収益性や資本

*1 平成26年度総合調査研究 経営者・投資家フォーラム（Management- Investor Forum:MIF）（仮称）及び企業報告ラボに関する調査研究報告書

*2 様々な投資主体による長期的な価値創造を意識した、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れ

*3 「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～」プロジェクト。伊藤邦雄一橋大学大学院教授が座長を務めた。経済産業省経済産業政策局企業会計室によって2013年7月に立ち上げられた。

効率の向上を実現する。

② エンゲージメントの効果

企業と投資家との建設的な対話・エンゲージメントは、両者の相互理解を実現し、中長期的な投資を促進する。

③ 対話・エンゲージメントの実態

現時点において、日本企業と投資家との間には建設的な対話・エンゲージメントが不在又はその質が低い。

(2) 調査の方法

調査は国内外の文献調査、企業のホームページ等を情報源とする公開情報調査及び企業及び機関投資家を対象とするヒアリング調査の3つの調査から構成されている。

上記の仮説、①「中長期投資の効果（以下、仮説1）」及び②「対話・エンゲージメントの効果（以下、仮説2）」の検証については文献調査及び公開情報調査により、③「対話・エンゲージメントの実態（以下、仮説3）」の棚卸は、ヒアリング調査によって実施された。調査方法の詳細については、調査報告書を参照されたい。

なお、仮説3を目的として実施したヒアリング対象調査では、仮説1の中長期投資の効果及び仮説2のエンゲージメントの効果を補強する事実もみとめられている。

4. 調査の結果の概要

(1) 中長期投資の効果についての調査結果

調査報告書では、以下のことが報告されている。

- 文権調査によって仮説1を支持する調査結果が文献調査によって得られた。
- 公開情報調査によって、日本企業においてもこの仮説を実証する可能性があるデータが確認された、としている。
- ヒアリング調査では、ヒアリング対象企業の多くが、経営者は中長期の視点に立って経営すべきであると考えており、中長期投資を呼び込むために真摯にIRに取り組んでいることが窺えた。

それぞれの調査の概要は次のとおりである。

① 文献調査の結果

海外文献の中に、持続的な成長に取り組む企業には中長期投資家による株式の保有がみられ、それが業績にプラスの影響を及ぼしていることを示している（仮説1を支持している）内容のものがあつた。

② 公開情報調査の結果

公開情報調査では、投資期間のデータに基づいて中長期投資を便宜的に「継続期間が5年以上にわたる投資」と定義して分析を行なっている。調査対象企業においては、中長期投資が経営の短期化をもたらすことがなく、収益性や資本効率の向上につながり、それを評価する投資家が更なる中長期資金を投じるという好循環がある程度実現しているものと思われる。具体的な調査結果は以下のとおりであった。

- 実質株主構成及び継続投資期間の調査により、相当程度の中長期投資家が存在しているものと認められる。
- 社長の平均在任期間が7.4年であり、伊藤レポートに示されている4年～6年という期間に比較して長い。
- 平均売上高当期純利益率及び平均ROEともに東京証券取引所市場第一部及び第二部上場企業の平均値を大きく上回っている。

③ ヒアリング調査の結果

ヒアリング調査の対象とした企業は、相当程度に中長期投資が行われており、また、比較的社長の在任期間が長く中長期視点での経営が行われていると推測され、総じて収益性及び株主資本効率が上場会社の平均を大きく上回っており、株式リターンも長期にわたって高い水準を維持しているという、仮説1が成立していると思われる企業である。

ヒアリングした対象企業の大半において、経営者は、持続的な企業価値の創造を目指して、中長期的な視点で経営をすべきであると考えており、それを可能とするために長期の投資を確保することが重要であることを理解して、中長期的な視点で投資をする投資家を主たる対話の相手としていることが判明した。

一方、機関投資家に対するヒアリングからは、投資のリターンあるいは株主価値を重視しつつも、長期の視点から企業価値の源泉（コスト競争力や販売力など本質的な事業の力とこれを執行していく経営力・経営基盤）を理解することに努める、あるいは、顧客価値・従業員価値といった各ステークホルダーに対して提供する価値を尊重するといった、企業の考えあるいは価値観について理解を示すコメントが得られた。

これらの企業及び投資家との間には、仮説1に示されている資本市場と経営の好循環が生まれやすい、あるいは、意味のある対話が成立しやすい素地があると思われるとの考察が示されている。

(2) 対話・エンゲージメントの効果についての調査結果

エンゲージメントの効果については以下が報告されている。

- 文献調査によって対話・エンゲージメントは投資家と企業の相互理解を実現し、中長期的な投資を促進するとの仮説を支持する調査結果が得られた。公開情報調査からは社長がIR活動に直接関与している企業が84社と大半を占めている点を除いては、調査対象企業がIRに積極的に取り組んでいることを示すと推測される顕著な結果は得られなかった。IRに対する取り組み実態について、公開されている情報だけから把握することには限界があるものと思われる。
- ヒアリング調査では、企業が投資家との対話の意義を理解して、積極的に取り組んでいる事例がみられた。また、意識のギャップがあることを前提に、対話を行うことによって、企業が投資家側の誤解を解消し、企業側のメッセージを正確に伝えることにその効果を見出しているという事例がみられた。

それぞれの調査の概要は次のとおりである。

① 文献調査の結果

機関投資家からの対話・エンゲージメントのあり方は多様であるが、長期投資を促進すると考えられるのは、「内部的なエンゲージメント」であると考えられる。「内部的なエンゲージメント」とは、ファンダメンタルな情報分析や議決権行使を通じたエンゲージメントである。

長期的視点を有する投資家は、短期的な投資家よりもCSRやESGに関連する情報に強い関心を持つという調査結果が示されている。

「内部的なエンゲージメント」を通じて投資家が提案した事項を企業が取り入れた場合（投資家にとってはエンゲージメントの成功）、その後、当該企業の財務数値や従業員の生産性やガバナンス体制に改善が見られたこと、また長期投資家の所有割合が増えたことが示されている。調査のためにエンゲージメントのデータを提供したこの機関投資家は、投資対象企業のシニア・マネジメントと積極的な対話を行っていることが紹介されている。ガバナンスの弱い企業は、「内部的なエンゲージメント」を通じて改善の余地が高いため、社会的意識の高い投資家と「内部的なエンゲージメント」をしている傾向が高いことも示されている。また、長期投資家は企業経営者をモニターする動機と手段があるとし、その結果、経営者は株主価値を増加する方針を選択するようになることが示されている。長期投資家がモニターする企業では、企業の不正行為が抑制され社内ガバナンスが強化されることも示されている。

英国のエンゲージメントファンドによる投資先企業に対するエンゲージメントのデータの調査では、当該エンゲージメントファンドのリターンは良いという調査結果がでている。

② 公開情報調査の結果

下記のとおり、社長がIR活動に直接関与している企業が84社と大半を占めている点を除いては、調査対象企業がIRに積極的に取り組んでいることを示すと推測される顕著な結果は得られなかった。IRに対する取り組み実態について、公開されている情報だけから把握することには限界があるものと思われる。

- 100社中84社において社長が決算説明会等に参加するなど、IR活動に自ら関与している。
- 100社中18社が統合報告書を作成している。
- 「証券アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」において、本調査が定義する優良企業に該当する企業は、25社であった。
- ROEの目標値を公表している企業は51社であった（原則2014年3月期時点）。

一方で、後掲する企業に対するヒアリング調査において、ヒアリング対象企業の大部分が、中長期的な投資を獲得するために対話・エンゲージメントの相手としての投資家を特定して、積極的に投資家との対話に取り組んでいるという事実が判明している。また、前掲の文献調査において、対話・エンゲージメントが中長期投資を促進することを示唆する文献も発見されている。

③ ヒアリング調査の結果

企業側の意見として、考え方にギャップが生じている原因は、企業と投資家とのベクトルの違い（目指す方向の違い）に起因する場合があります。その場合には、ギャップを埋めるような行動をするよりも、ギャップがあることを前提にいかに対話をするか、という考え方もあることが判明した。

(3) 対話・エンゲージメントの実態の棚卸

対話・エンゲージメントの実態については、企業13社、国内外の機関投資家6社の計19社を対象としてヒアリング調査が実施され、次のことが報告されている。

- ヒアリング先の企業が投資パフォーマンスのよい企業ということもあり、エンゲージメントのための取組は、多くの企業で実践されていた。
- 商品タイプの違いはあるものの、投資家側もアセットオーナーの意識は長期志向であると認識している。一方で、現在の企業情報開示により志向が短期化している可能性を指摘する声が聞かれた。
- ギャップが存在する、とまでは言えないが、ヒアリング調査を通じて、先進的な企業・投資家の間においても、企業価値の考え方の違い、ROEやESGの考え方の違い、英文の情報開示

量の違い等があることが明らかになった。

- ヒアリング対象とした企業や投資家も、最初からギャップがなかった訳ではなく、これまでの対話において情報開示の内容等を工夫することで、ギャップを解消してきたものと思われる。

(4) 課題

報告書では、調査において認識された課題として、以下があげられており、これらを踏まえておく必要がある。

① 仮説1「中長期投資の効果」及び仮説2「対話・エンゲージメントの効果」について

- 主として海外の文献から情報を得ることとなったため、日本企業についての情報に基づいた、企業と投資家との間の対話・エンゲージメントを通じた企業経営への効果についての研究に基づく分析は十分ではない。
- 公開情報調査では、一定の効果が見られたものの、調査対象企業を株式リターンの高い企業100社に限定していることから、たとえば、株式リターンの低い企業に対する調査を行っていないなど、客観性が十分ではない面がある。

② 仮説3「対話・エンゲージメントの実態」について

ヒアリングの対象とはしなかった企業や投資家（対話に前向きではない企業・投資家）には、より多くのギャップが存在している可能性がある。

おわりに

本年6月10日に開催された経営者・投資家フォーラムの第1回会合では、企業と長期投資家等が考える「企業価値創造」への認識とあるべき姿、双方が共に企業価値向上に向かうための建設的な対話やそのような対話を促進するための企業情報開示のあり方等が議論された。

経済産業省は、MIFで提起された論点や課題等をまとめて公表するとともに、さらに議論を深め、関係機関等とも協力して実務面や政策面での継続的な検討に生かしていくとしている。

議論で得られた示唆を内外に発信し、MIFを含む様々な場で議論が深められることで、企業や投資家等の意識や行動が変化していくことが期待されている。

以上

デロイト トーマツ 企業リスク研究所 季刊『企業リスク』のご案内

<http://www.deloitte.com/jp/book/er>

デロイト トーマツ 企業リスク研究所では、企業を取り巻くさまざまなビジネスリスクへ適切に対処するための研究活動を行っています。季刊誌「企業リスク」は、その研究成果や、各種リスクに関する実務経験を備えた専門家（研究所所属）の知見をお届けする専門誌です。最新号の試読も承っておりますので、是非この機会にお試しください。（お一人様一回限り）

〈最新号 第48号（2015年7月号）掲載内容〉

- インタビュー 特定個人情報保護法委員会 委員長 堀部 政男 氏
個人情報・プライバシーへの取り組みの遅れが産業界のリスクに？

- 特集 リスク管理の観点からみるM&A

- 研究室

マイナンバー導入にあたって企業や地方自治体等に求められる対応
日本の新しい温室効果ガス削減目標について
中国における贈収賄リスク

- 連載

グローバルビジネスリスク最前線：地域別にみる労務リスク
企業リスクの現場：不測の事態に備える！企業の事業継続について考える
企業リスク海外事情：ミャンマーは本当にフロンティアか？
サイバーセキュリティ先端研究所 連載：サイバー金融犯罪最前線 ～拡大するアンダーグラウンド市場と脅威

お問合せ先 デロイト トーマツ企業リスク研究所 Tel:03-6213-1113 E-mail:risk-magazine@tohmatu.co.jp