「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
（伊藤レポート）

最終報告書

平成 26 年 8 月

目次

基本的な問題意識とメッセージ 1
要旨 10
プロジェクト参加者一覧 24
本文 26
1　持続的成長と企業価値創造 26
2　持続的成長のすがた 30
3　ROE と資本コスト、資本規律 36
4　マネジメントシステムと経営者のインセンティブ 49
5　中長期投資の促進 55
6　アセット・マネージャーのインセンティブ構造 63
7　アセット・オーナーの体制等 64
8　セルサイド・アナリストの役割とインセンティブ構造 66
9　投資家の短期志向（ショートターミズム）化 70
10　経営の短期志向化 75
11　持続的成長に向けた企業開示のあり方 77
12　対話・エンゲージメント 83

参考資料 98
1　開催実績と議題 98
2　エビデンス・情報・意見の提供者 101

基本的な問題意識とメッセージ

１　問題意識と仮説

パラドックスー世界で最もイノベーティブな国の「持続的低収益性」

世界で最もイノベーティブな国、あるいはイノベーション創出能力を持つ国はどこか。この問いに対しては様々な統計調査や有識者の見方があるが、日本がその最も有力な国の一つであることは間違いないだろう。

では、最もイノベーティブな国の企業の収益力はどうか。収益力の代表的な指標である総資産利益率（ROA）や売上高営業利益率（ROS）等を見ると、日本企業と欧米企業ではほぼ倍の格差があり、この傾向が 20 年にわたり続いてきた。最もイノベーティブと見られてきた日本企業が、持続的な低収益性というパラドックスに陥っているのである。これほど解きにくいパラドックスを抱えている国は日本以外にない。この問題に正面から取り組まなければ、持続的成長に向けた方策を見出すことはできない。これが本プロジェクトの出発点である。

日本企業への中長期投資が低リターンしか生まなければ、合理的な投資はより短期の変動からの収益機会を求めるものにならざるを得ない。世界的にも大きな議論となっている市場のショートターミズム（短期志向）には様々な要因がありうるが、日本の株式市場における短期化は、投資機会の短期化がもたらしてきた部分が相当程度あるのではないか。これが一つの仮説である。

「ダブルスタンダード」経営の限界と「日本型短期主義」経営への懸念

日本企業が好調だった 1980 年代までは、ややもすれば短期志向の資本市場に対して多くの日本企業は収益を約束する一方、経営は長期的な視点で行う「ダブルスタンダード経営」が実践されてきたとの見方がある。そして、それが日本企業のイノベーション創出に向けた長期的な投資を可能にしてきたというものである。

しかし、90 年代半ば以降、この良き「ダブルスタンダード」が徐々に悪しき「ダブルスタンダード」に変わったといえる。多くの日本企業の経営者は IR の機会などで投資家に対して ROE（自己資本利益率）や EVA（経済的付加価値）等の資本市場が重視する指標について語るようになった一方で、社内ではそうした経営指標に言及することなく、社内の論理を優先したり他の指標を掲げたりする、いわば言語を使い分ける傾向が強くなった。80 年代との違いは、90 年代以降、日本企業の収益性が急速に低下したことと相まって、そうした「ダブルスタンダード」を資本市場は見透かすようになったことである。また、日本

企業が中期経営計画で投資家に示した収益目標の達成度合いが非常に低いという事実もある。この原因としては当然に経営の実行力が劣化していることも根底にあるが、資本市場に開示する目標と実際の経営目標は別という姿勢が見え隠れする。

90 年代後半以降、「ダブルスタンダード」経営は、日本企業の資本効率や企業価値向上という視点の欠如ないし希薄化をもたらした要因となったと見ることができる。これに加え、多くの日本の大企業では、社長の在任期間が暗黙の慣行で 4～6 年と比較的短くなっており、経営成績に関わらずこの期間は固定化している。

欧米諸国に比べ、日本の経営者は、短期的な資本市場の変動に惑わされず長期的視野で経営を行っているとの主張がしばしばなされてきた。その証左として、継続的な R&D や設備投資の大きさ、長期的な雇用慣行や人材育成等が挙げられる。しかし、資本効率という経営規律や長期的な企業価値向上という指針がなく、経営者が比較的短期サイクルで交替する企業において、持続的な成長につながる長期的視点に立った革新的な経営判断が行われてきたといえるかは検証の必要があろう。持続的な低収益性は、実は欧米企業とは異なる日本型の短期主義経営によってもたらされているとの仮説も成り立つ。

経営が短期化すれば、長期的なイノベーションに向けた投資は行われにくくなる。今後、長期的視点に立って日本企業が競争力の源泉ともいえるイノベーションを生み出すためには、そうした投資を支える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある。もしそうした長期的な資金を日本へ誘引することができなければ、日本企業の長期的な競争力の低下は避けられない。そうした悪循環を回避するにはどうしたら良いのか。これが本プロジェクトの第一の問題意識である。

長期投資家不在の「資産運用後進国」日本

それでは、日本の資本市場は企業の中長期的な企業価値創造を支え、長期的な金融資産の形成に寄与するものになっているのか。欧米で大きな問題として議論されている資本市場、あるいは投資家の短期志向（ショートターミズム）化やそれによる企業経営の短期志向化は、日本でも同様の問題をもたらしているのか。これが第二の問題意識である。

日本企業の資金調達においては、これまで銀行等の間接金融が大きな割合を占めており、これが日本企業のガバナンス等にも影響を与えてきた。一方、日本企業の株式保有は、外国人投資家の割合が 30%、日本の機関投資家の割合も 25%にまで上昇する一方、銀行の割合は 5%以下にまで低下している。このような資本構造の変化が日本の企業経営に対する発想の転換を迫りつつある。

また、日本の金融資産を見ると、欧米と比較して現預金の割合が非常に高く、株式や投資信託の割合が低い。この割合が長期にわたり固定化しており、成熟国における中長期的な資産形成という観点からはバランスを欠いている。日本の投資信託や年金が、日本企業の株式に投資される割合も高くはない。特に企業年金による日本企業の株式への投資比率は急速に減少している。

このような長年にわたる間接金融による資金調達、現預金中心の金融資産形成という構造が、日本の資本市場の層が薄い理由として挙げられている。日本においては、市場の短期化の問題もさることながら、年金等アセット・オーナーの専門性や人員の弱さ、インデックス投資への偏重、独立したアセット・マネージャーの不足、市場機能を支えるセルサ

イド・アナリストの機能低下、人材評価の仕組みの未整備等が指摘されている。すなわち、日本の資本市場プレイヤー（とりわけ日本の機関投資家等）が、長期的な企業価値を評価し、主体的な投資を行うことで顧客（最終的な受益者）にリターンを提供する能力に疑問が呈されているのである。

貿易収支が赤字基調を続け、経常収支も赤字に転じる中、人口減少社会に直面する成熟国として「資産運用立国」への転換が求められる。しかし、そのためには「資産運用後進国」をめぐるこれらの命題、逸話、神話を解きほぐし、解決への道を模索する必要があろう。

企業と投資家の対話の欠如がもたらす悪循環

企業のイノベーション創出能力が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長期資金を供給することで更なるイノベーション投資が行われるという好循環を実現することが、長期的な企業価値向上、持続的成長への鍵である。

企業経営は、二つの主たる市場である顧客市場と資本市場に直面し、その中で互いに切磋琢磨して競争力を高めるはずのものである。日本企業は、顧客市場においては、世界一厳しい日本の消費者に鍛えられ、製品・サービスの品質を極限まで高めてきた。それでは、資本市場と日本企業はどのぐらい切磋琢磨してきたのか。企業は投資家に対して消費者と同じ姿勢で向き合ってきたか、企業は投資家によって鍛えられてきたか、日本の投資家は厳しい目で企業を育ててきたか。企業価値は、市場との対話を深め、それぞれの市場における競争力を同時に高めていく（同期化する）ことで生まれる。そのための課題に取り組むことが、本プロジェクトの第三の問題意識である。

資本市場における企業経営者と投資家の対話不在（もしくは対話の質の低さ）は、双方の間に埋めがたい意識ギャップを生み出している。企業側は、投資家が足下の業績のみに注目して中長期的な活動に関心がないこと、安定よりも変化（サプライズ）を求め過ぎることを嘆く。一方、投資家側は、企業経営者が企業価値や ROE 等の収益性指標を経営に組み込んでいないこと、中期経営計画等の実行力が低いこと、他律的ガバナンス構造が導入されていないことを批判する。対話の基礎となる情報開示についても、企業側は、投資家が四半期等短期の業績数値のみを追いかけ、企業が発信する非財務情報（ビジョン、イノベーション活動、CSR 等）に関心がなく、投資判断に必要な長期的な情報とは何かを伝えてこないことを憂慮する。一方、投資家は、企業からの開示がルールにもとづくコンプライアンス情報開示ばかりで、長期的な企業価値を判断するために真に欲しい情報が開示されないことに不満を抱いている。

ここにも悪循環が存在する。資本市場の短期化が企業経営の短期化を促しているという逸話がある一方、資本市場の短期志向を前提とした企業側のコミュニケーションの姿勢が投資家の短期的な行動をもたらしているとの仮説もある。

国際的にも、金融危機の反省から、企業と投資家が短期志向（ショートターミズム）から脱却し、長期的な企業価値創造に向けた対話や情報開示を進めるための方策が模索されている。英国においては「ケイ報告（Kay Review）」の提言に基づき、機関投資家のスチュワードシップ責任や企業とのエンゲージメントのあり方が議論されている。また、企業の中長期的な価値創造を伝えるための企業報告のあり方が、たとえば「統合報告」といっ

た枠組みの中で検討されている。

日本における企業と投資家の対話の課題は何か。日本でもスチュワードシップ・コードができた点は一つの前進として評価される。では企業の持続的成長に寄与するような質の高い対話を実践するには何が必要か、企業と投資家の中長期的な視点からのコミュニケーションを促進するための開示等の枠組みに問題はないか、本プロジェクトではこうした論点を検証する。

資本効率と企業価値の向上が日本の国富を維持・形成するための鍵

マクロの経済指標が改善する中、日本経済を持続的な成長軌道に乗せるためには、ミクロの企業レベルでの収益力や資本効率、すなわちファンダメンタルズの改善が急務である。個々の企業が事業の選択や R&D、人材育成等を企業価値という視点で見つめ直し、継続的に付加価値を創造することが、日本経済全体の付加価値の源泉となる。

さらに重要なのは、長期的な日本経済の国富の維持・形成の視点である。日本経済は急激な高齢化と人口減少に直面し、労働人口や貯蓄による金融資産等のストックが急速に減少する事態に向かいつつある。日本は、限りある資源や資本を浪費する余裕はないのである。国内外の資金供給者から集められる「金融資本」、経営・事業を担う人材である「人的資本」、イノベーション創出能力の源泉となる「知的資本」、サプライチェーンや社会規範等の「社会・関係資本」、環境等の「自然資本」等、様々な資本を有効活用しなければならない。つまり広い意味での「資本効率（Capital Efficiency）」を高めることは日本の存立に関わる重要課題である。

このような観点から、価値創造の主たる源泉となる企業において、投資家との対話を通じて資本効率を高め、将来に向けた経済発展の基礎となるストック形成に寄与することが求められる。

２　基本メッセージ

持続的成長の障害となる慣習やレガシーとの決別を

本プロジェクトは、以上のような狙いや基本的な問題意識に沿って、企業経営者や長期投資家、証券アナリスト、市場関係者、学識経験者等が一同に会し、現実のビジネスで直面する課題をそれぞれの立場を超えて正面から議論してきた。また、審議のプロセス全体をオープンにして、世界中から議論への参加やエビデンスの提供を求めてきた。

本プロジェクトの大きな狙いは、企業の持続的成長と資本市場を巡る重要論点について、思い込みや印象論、逸話レベルでの議論から脱却し、日本の歴史・現状をグローバルな文脈でできる限り事実とエビデンスに基づいて客観的・冷静に検証し、持続的成長のための未来志向の変革シナリオを提示することにある。また、国際的に議論されている論点・定説についても、日本の文脈・現実に落とし込んで検討を行った。

日本が敗戦を乗り越えて、今日の繁栄と富を築いてきたことは世界からも注目され、そして賞讃されてきた。しかし、この 10 年から 20 年にかけて、日本が様々な課題に直面していることもまた事実である。企業経営や資本市場を巡る日本の今日の立ち位置をグローバルな文脈でとらえ直し、その強さを見失わずに、その弱さや限界を冷静に分析し、それを克服するための工程を示すことは、今日の安倍政権による「成長戦略」を策定し実行す

るのに寄与するであろう。私たちは今こそ、持続的成長の障害となっているレガシーや慣習と勇気を持って決別し、新陳代謝を図っていく必要がある。

イノベーション創出と高収益性を同時実現するモデル国家を

過去四半世紀にわたって日本は、高いイノベーション創出能力を持ちながら持続的低収益性に甘んじてきた。このパラドックスは世界でも特異なものである。イノベーションは日本（そして世界）の経済・産業を成長させるエンジンである。イノベーションを創出するには中長期的な経営が必要である。もし経営が短期主義化しているとすれば、イノベーションの種まきがないがしろにされ怠り成長の機会を逸してしまう。しかし、エンジンが高い財務的成果を生まなければ、イノベーション活動を支える資金は流入してこない。今後は、旺盛なイノベーション創出能力と高い収益性（稼ぐ力）を同時実現する、世界に冠たるモデル国家を目指すべきである。それは 21 世紀における日本の大きな課題であり、願いである。グローバル経済において持続的成長を実現するためには短期的経営に陥らずに、イノベーション創出能力の成果をグローバルに見える形で証明することが大命題である。これを実現するためには幾つかの主要な改革が必要である。

企業と投資家の「協創」による持続的価値創造を

持続的な企業価値創造は、企業と投資家による「協創」によって実現する。企業価値は企業の独力で生まれるわけではない。企業の不断の努力なくしては価値は生まれないが、投資家の持続的な支援がなければ事業活動の継続も価値創造も難しいことに留意すべきである。

株式会社は様々な権利の表象である「株式」と交換に資金を拠出する株主が、中核的プレイヤーとして不可欠の会社形態である。いってみれば会社は資金を調達するために、「株式」という商品を資本市場に供給する。しかし、株式という「商品」は、企業が事業活動によって生産・販売する製品と少なくともある本質的な違いをもつ。製品には通常、何らかの「保証」（ギャランティー）が付されている。製品に何らかの欠陥や不備があれば、一定の保証期間内であれば無償（一部有償）で修理ないし新品と交換してくれる。ところが、「株式」という商品にはそうした「保証」が基本的に何ら付されていない。にもかかわらず投資家は株式を購入する。なにも「保証」されていないのに、さらに多かれ少なかれ「リスク」を内包しているのに。投資家が株式を購入するインセンティブは何か。それは「期待」である。

そうした「期待」を裏切られれば、株主は失望や不満を株主総会等で表明し「ボイス（voice）」、あるいは資本市場で現金化「エグジット(exit)」する。つまり、企業は株主の「期待」と「失望」と背中合わせなのである。そうしたリスクに見合う最低限の「期待」と「失望」の分水嶺が「資本コスト」なのである。

日本企業はこれまでどれだけこの資本コストと向き合ってきただろうか。株主は当然のことながら、資本コストを上回る収益性を期待する。収益性を表す指標は多様であるが、株主は本源的に自らに帰属する資本が、いかに効率的に事業活動で活用され、どれだけの成果を上げているかに強い関心をもつ。そうした関心を表す、グローバルに通用する有力な指標が ROE（自己資本利益率）なのである。

資本コストを上回るROEを、そして資本効率革命を

このROEの平均的水準が直近1年でだいぶ回復したとはいえ、1年前まで長い間にわたって5%を割る低水準に陥ってきたのである。資本コストの平均水準はそれよりはるかに高いにもかかわらず。これは資本効率が相当に低いことを意味し、日本企業の構造的問題といえる。資本主義の根幹を成す株式会社が継続的に事業活動を行い、企業価値を生み出すための大原則は、中期的に資本コストを上回るROEを上げ続けることである。なぜなら、それが企業価値の持続的成長につながるからである。この大原則を死守できなければ資本市場から淘汰される。資本主義の要諦は労働分配率にも配慮しながら、資本効率を最大限に高めることである。個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである。

ROEの向上は確かに経営者の責務であるが、それを各種指標に分解し、現場にまで落とし込むことによって、現場の高いモチベーションを引き出すことも重要である。現場力を伴ったROE向上こそ日本の経営スタイルに適合する。それは「日本型ROE経営」ともいえる。

投資家が新たに株を購入し、現株主が株を保有し続けているということは、そうした「保証」に裏打ちされていない期待を持ち続けていることの証左である。それは、いうまでもなく投資先である企業を「支援」していることを意味する。日本企業は、そうした支援を再認識し、支援に高いレベルで応えていく必要がある。

こうした文脈で日本企業の厚い内部留保（そして厚く積み上がった現預金）を捉えてみよう。内部留保は基本的に100%未満の配当性向をとる限り積み上がっていく。確かに当期純利益から配当が支払われ、その残額が内部留保となるが、それは内部留保の使途をめぐる企業側と株主側の双方による暗黙の合意形成が行われていると捉えるべきである。つまり株主は、内部留保が資本コストを上回るパフォーマンスをあげることを「期待」しているのである。内部留保とは「期待」の象徴であり、その使い方は期待を満たすか裏切るかの、経営者の経営能力を試すリトマス試験紙なのである。

さらに何ら「保証」のない株式の保有者である株主の期待がどのように実現されようとしているのかは、「保証」がないだけに定期的にモニタリングする必要がある。それがコーポレート・ガバナンスであり、情報開示である（情報開示は後述）。その意味で、コーポレート・ガバナンスは株式会社制度、そして資本主義を支える根幹であるといえる。いま、日本企業にとってコーポレート・ガバナンス改革が喫緊の課題となっており、政府の成長戦略にも盛り込まれている。

コーポレート・ガバナンスは「自律」と「他律」のバランスのとれた組み合わせによって成立する。基本は経営活動に精通している経営陣による「自律」である「経営規律」を効かせるべきである。内部出身である代表取締役社長に権限が集中し、内部の取締役が牽制機能を果たせないようでは困る。現実問題として、日本企業には経営者としての最高財務責任者（CFO）のプールが足らないことはコーポレート・ガバナンス上、重要な課題である。企業の財務的な観点から企業の置かれた状況を冷静かつ客観的に把握して、チェックアンドバランスをきかせる役目としてのCFOの役割は大きい。プロフェッショナルな

CFO の育成に今後注力すべきである。

こうした自律的な「経営規律」を補完するのが、社外の役員による「他律」である。日本企業は経営の浄化という点で、総じて自己規律が働いてきたともいえる。社長の任期を慣習的ないし暗黙のうちに 4 から 6 年として交代する企業も多い。確かに、長期政権による独走を防止するには効果があった面はある。しかし、一方で、日本企業の長きにわたる低収益性は自己規律によるガバナンスに限界があったことを如実に物語っている。社外取締役などを活用した他律によるガバナンスが必要である所以である。

企業と投資家による「高質の対話」を追求する「対話先進国」へ

持続的な企業価値創造が企業と投資家による「協創」によって実現されるとすれば、両者の間に存在する他方に対する先入観や決め付け、懸念を払拭し、相互の信頼関係を構築する必要がある。それを実現するのが、経営者と投資家との間の目的を持った、質の高い「対話・エンゲージメント」である。

近年、日本企業にも IR が定着しつつある。決算発表後、経営者は海外の投資家を訪問し、決算内容等を説明する企業も増えている。しかし、改善すべき点がある。先に指摘したように、IR などの場で経営者は投資家に一定の財務指標の目標水準を約束する。その一方で、それを一貫性を持って社内で展開することなく、約束に淡白だったり、あるいは社内で違う言語を使って約束したのとは異なる指標を掲げる慣習がみられた。まず第一に、今後はこうした「ダブルスタンダード経営」と決別すべきである。これが改善すべき点である。確かに、そうした経営はややもすれば短期主義に陥りがちな資本市場（投資家）の圧力から解放されて中長期的経営を行うには一つの「知恵」であったかもしれない。しかしグローバル経済の中ではもはやその手法は通用しない。資本市場に向けた言語と社内での言語を実質的に同期化させることは、まさに経営能力といえる。

対話は経営者と投資家との間の溝やすれ違いを解消するのに役立つ。従来型の IR では、投資家はもっぱら質問し、経営者は説明に専念するという一方通行に陥りがちだった。「投資家の質問はいつも紋切り型だ」「経営者は聞きたいことに答えない（答えられない）」こんな不満に象徴される構図が続いてきたきらいがある。対話はこうしたコミュニケーションとは似て非なるものである。対話の本質は双方向である。目的を双方で共有し、相手の言うことを傾聴し、相手の意見や立場を深いところで理解し、企業価値向上に資すると思われる点は率直に提言したり、またそれを柔軟に取り込む、往復運動である。対話あるいはエンゲージメントにおいて取り上げるべきと考える主要テーマ等は本文中に記述している。

本年 2 月に策定された「日本版スチュワードシップ・コード」は、こうした対話への機関投資家側のインセンティブを高めることに寄与するだろう。機関投資家も資金拠出者であるアセット・オーナーへの説明責任を負う。その際、対話の質が問われることになろう。企業経営者が株主への説明責任を求められるのと同時に、機関投資家もアセット・オーナーへの説明責任を問われる。説明責任が、いわば双対の形となっていることに注意すべきである。

今後は企業と投資家との間の利害対立的な関係を見直し、21 世紀の資本主義にふさわしい質の高い対話を模索すべきである。そのためには各種の情報開示のあり方を抜本的に再

検討する必要があろう。その際、企業価値創造のシナリオを投資家側に説明することが肝要であり、そのための対話・エンゲージメントの重要な素材となる「統合報告」は取り組むべき重要なテーマである。統合報告は世界でも緒についたばかりである、日本が世界の範例となるよう、「統合」に創意工夫を凝らすことが期待される。そうした姿勢こそが、中長期的な投資マネーを誘引することにつながる。

こうした中長期的視点に立った開示のあり方を模索する一方で、現行の開示制度の「意図せざる結果」にも注意すべきである、四半期開示や業績予想はタイムリー・ディスクロージャーの観点から実施されているが、一部にそうした情報開示に対する投資家側の過度の反応、そしてそれに誘発される形での企業側の過敏な対応がみられる。こうした事態は短期主義を招く恐れがある。企業側も投資家側も短期の業績に振り回されることなく、中長期の文脈でとらえることを望みたい。

個別企業ごとに対話・エンゲージメントが促進されることも重要であるが、現時点での対話・エンゲージメントの実態を棚卸し、対話・エンゲージメントのより望ましい姿を模索し提言するような場の設定も重要となる。そうした場として「経営者・投資家フォーラム」（Management-Investor Forum: MIF）の創設を提言したい。メンバーの選抜の仕方は検討する必要があるが、経営者側と投資家側が定期的にフェース・ツー・フェースで、対話・エンゲージメントのあり方を検討し進化させていく場として期待したい。

全体最適に立ったインベストメント・チェーン変革を

日本企業の長期にわたる低収益性もあって、インベストメント・チェーン（資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり）の各所でいろいろな問題が露呈している。国富の形成や資本市場の豊かさ、そして企業の持続的な企業価値創造は、インベストメント・チェーンを構成する各プレイヤーが成熟しており、価値創造に向けて効率的に行動することの集積として実現する。チェーンのどこかに問題が存在すれば、それが「律速」となり、全体の価値を棄損してしまう。

長期にわたる日本企業の低収益性は企業価値創造を阻み、その結果、日本の株式市場は長らく低迷した。そうした市場のもとでの一つの「効率的な」行動は、短期売買によるキャピタルゲインの最大化であったことは想像に難くない。またもう一つの典型的な売買行動はインデックス運用にみられるパッシブ運用であった。

こうした行動は幾つかの副産物をもたらした。一つは、いうまでもなく市場の短期志向化である。いま一つは、銘柄選択の際のリサーチの地位低下である。資産運用者による個別企業の深い分析に対する需要を減退させ、その結果、アナリストの個別企業に対する深い分析に対するインセンティブを減退させた。

本報告書で提案する変革を実践することによって、資本市場の短期志向化が抑制され、中長期的な運用が促進されることが期待される。ただ、それと並行してアセット・マネージャーや証券アナリストのインセンティブ構造の変革も必要である。過度に短期（たとえば四半期）の成果に連動するアセット・マネージャーの報酬制度は再検討する余地がある。また、証券アナリストの分析能力の滋養は豊かな資本市場を形成するのに不可欠である。今後は、アナリストのインセンティブ制度を再検討し、新たな報酬の仕組みを導入することも検討されてよい。

21 世紀の中長期資金の提供者として個人投資家の存在に注目したい。世界に例のない800 兆円を超える個人の預貯金が中長期のエクイティ資金として直接･間接に企業に向かえば、インベストメント・チェーン自体がはるかに豊かになる。機関投資家に運用を委託した個人が、企業に直接投資した個人が、分析能力とモニタリング意識を高めることによってインベストメント・チェーンのレベルははるかに向上する。その意味で個人投資家は中長期的な企業価値創造の巨大な「応援団」となりうる潜在力を秘めている。

全体最適志向のインベストメント・チェーン変革は、21 世紀の日本の国富を豊かにすることにつながる。勇気と不断の努力をもって変革を実行する時期に来ている。

要旨

マクロで見た経済状況が改善する中、日本経済を継続的な成長軌道に乗せていくためには、ミクロの企業レベルでの競争力を強化し、その収益力（稼ぐ力）を高めていくことが急務である。

さらに長期的に見て重要な課題は、日本経済が本格的な人口減少社会に直面する中で、国富を維持・形成することである。そのためには、企業が「稼ぐ力」を高め、持続的に価値を生み出し続けることと併せて、長期的な投資からリターンを得られる仕組み、すなわち経済の「インベストメント・チェーン[1]」の全体最適化を図っていく必要がある。これを妨げるインセンティブ構造があれば、それを改善し、より良い均衡に向かっていくような仕組みに転換していかなければならない。

本プロジェクトでは、このような基本認識に基づき、企業経営者や投資家、市場関係者、学識経験者等が集まり、世界中と対話を重ねながら議論を行ってきた。2013 年 7 月の開始から約 1 年間、16 回の総会に加え、3 つの分科会での集中的な検討と国内外からの情報・エビデンスの提供を受け、本年 4 月に中間論点整理を発表。内外からの更なるフィードバックを得て、最終報告をとりまとめた。以下は、その要旨である。

Ⅰ．持続的成長への経営改革に向けて

１．問題意識と仮説

日本企業の「持続的低収益性」がもたらす短期主義経営への懸念

世界で最もイノベーティブな国、あるいはイノベーション創出能力を持つ国はどこか。この問いに対しては様々な見方があるが、日本は有力な国の一つと言える[2]。一方、収益性を見ると、20年にわたり低水準を続けてきたという「持続的低収益性」のパラドックスに陥ってきた。

日本の経営者は、短期的な資本市場の変動に惑わされず長期的視野での設備投資や人材育成等を行っているとの主張がなされてきた。しかし「持続的低収益性」の中で、資本効率という経営規律や長期的な企業価値向上という指針がなく、経営者が比較的短期で交替する企業において、真に長期的な経営判断が行われているのかは検証の必要があろう。

経営が短期化すれば、長期的なイノベーションに向けた投資は行われにくくなる。今後、長期的視点に立って日本企業が競争力の源泉であるイノベーションを生み出すためには、

---

[1] インベストメント・チェーンとは、「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり」を示す。

[2] 一つの指標として、World Economic Forum の The Global Competitive Report において、日本は”Innovation and sophistication factors”で 3 位（2013）となっている。その中で”Capacity for innovation”については、2009 年から 2012 年まで 1 位～2 位であったが、2013 年には 6 位に転落した。

そうした投資を支える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある。もしそうした長期的な資金を日本へ誘引できなければ、日本企業の長期的な競争力の低下は避けられない。そうした悪循環を回避するにはどうしたら良いのか。これが本プロジェクトの第一の問題意識である。

２．議論と現状・エビデンス　（本文の該当論点）

１）日本企業のROEの長期低迷の主因は、レバレッジでなく事業収益力の低さ(論点3.1)

投資家が重視する収益性指標であるROEを国際比較すると、日本企業のROEは、最近上昇しているものの長期にわたり低水準を続け、特に他国に比べてばらつきが少なく低位集中傾向にあった。

その要因を探るため、ROEを売上高利益率、資本回転率、レバレッジに分解し、それぞれ日米欧で比較すると、回転率やレバレッジには大きな差がない。日本企業の低ROEは売上高利益率、つまり事業の収益力の低さによるところが大きい。

２）厳しい中でも収益を維持する企業に４つの共通項　（論点2.1）

日本企業の収益性・株価が低迷した過去20年において、データが継続して得られる上場企業1600社のうち、株式のリターン（配当込みの株価上昇率）がプラスとなった企業は約200社だったという事実がある。

一方、このような厳しい環境下でも高いパフォーマンスを維持している企業には、（１）他社との差別化で顧客に価値を提供して価格決定力を持っている、（２）自社の存在が不可欠となるポジショニングと事業ポートフォリオ最適化を徹底している、（３）オープンイノベーション等他社との連携も視野に入れた継続的なイノベーションを行っている、（４）変化を恐れず、時代や自社に合った経営革新に合理的、積極的に取り組んでいるといった共通項が見られる。

３）日本企業のインセンティブ構造が経営の時間軸と資本効率に影響　（論点4.2）

日本企業の経営者のインセンティブ構造を見ると、欧米企業等と比べて全般的に報酬水準が低く業績連動部分が少ない傾向がある。この背景の一つとして、従業員との連帯を重視し、低水準の報酬を受け入れる土壌があることが示された。また、使命感や責任感、社会的信頼度の向上等の非金銭的なインセンティブが果たす役割の大きさも指摘された。これらも日本企業が資本市場の短期変動に比較的影響を受けず、安定的な経営を行う傾向に寄与してきた面がある。

また、欧米と比べ、日本企業が資本市場の短期志向の影響を受けているという認識は必ずしも強くない。その背景の一つに、日本においては一般的に経営に最も影響を与えているのは顧客に対する品質・サービスや雇用の継続という認識が強く、株主（投資家）の影響力が相対的に低いことがある。また、資本市場や投資家との対話と自社内の経営指標が違うという「ダブルスタンダード経営」が過去に寄与したとの見方もある。さらに、資金調達における間接金融の比率が高く、資本市場との密な対話が必ずしも必要なかったことも影響しているとの指摘もある。このことは、日本企業が長期的な研究開発や設備投資等

を継続できた理由の一つであるが、一方で資本コストやROE等への認識の低さ、内部留保の再投資や配当政策の不明確さにつながっている面もある。

一方、多くの上場企業において、経営者の在任期間が業績に関係なく例えば４～６年と比較的短く固定的になっている。在任期間の業績への影響には議論があり得るが、これらの背景が、経営者の中長期的な判断や必要なリスクを取った改革をしにくくしている可能性はある。また、持続的に低収益状態にある企業や資本規律に対する考えが明確でない企業で、四半期等の短期業績を意識した利益調整で長期投資を控える傾向やセルサイド・アナリスト等の関心が四半期業績や短期的な業績予想に集中することの影響を受けて短期志向化する懸念も示されている。

４）「資本コスト」と ROE をめぐる認識のミスマッチ　(論点 3.2)

多くの投資家は企業評価の最も重要な指標の一つとしてROEを捉えている。ROEは経営の目的ではなく結果であり、持続的成長への競争力を高めた結果として向上する。したがって投資家は、企業が内部留保を再投資して成長することを求めており、有効活用できない場合は株主還元も含めた対応を期待している。ROEを極大化すべきか否かは議論が分かれるが、最低限資本コストを超える水準を目標にすべきとの考えは共通している。投資家が長期投資できる企業とは、持続的な競争優位により、中長期的に資本コストを上回る利益を創出できると見込まれる企業である。

企業側は、ROEを重要な指標として認識していても、必ずしも最重要視しているわけではない。実際の経営目標として現場に落とし込みにくいことや（無借金経営を是とする考え方もあって）レバレッジの考え方が馴染まないことが理由として挙げられる。

ROEの水準を評価する軸となる資本コストは、市場が期待する収益率であるが、妥当な資本コスト水準については議論が分かれる。負債と株式コストの加重平均(WACC)等の考え方もあるが、実際の資本市場では、数値化されにくい「見えない価値」も総合的な評価に反映されている。企業がそうした評価を視野に入れて投資家と対話し理解を促すことで、資本コストは低下する余地がある。

企業側においては、これまで間接金融中心の資金調達構造が続いてきたこともあり、資本コストに対する意識が国際的に見て低いことが重大な問題である。日本の上場企業のうち、資本コストを意識する企業は約4割、投資家に開示している企業は全体の約1割弱という調査結果も得られている。

３．提言・推奨

１）企業と株主の「協創」による持続的価値創造　(論点1.1)

持続的成長とは、中長期的に企業価値を高めることである。それは、中長期的に資本コストを上回るパフォーマンスをあげることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行う。

投資先企業の持続的成長を期待する投資家は、ボトムラインとしての「当社株主に帰属する当期純利益」の全てまたは一部を内部留保として企業内に蓄積し、それを再投資して

成長原資として役立てることを期待している。これは株主（投資家）が持続的成長を期待し、それに協力していることを意味する。つまり、持続的な企業価値創造は企業と株主との「協創（協調）」の成果と捉えるべきであり、株主が成長の後押しをする存在であることを経営者や事業責任者が認識することが必要である。

投資家側においても、株主価値を独立で捉えるのではなく、企業による顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値等を長期的な株主価値の向上につなげていくという認識を持って、企業の持続的な価値創造力を評価することが必要である。

２）資本効率を意識した企業価値経営への転換

中長期的なROE向上を経営の中核目標に　（論点3.1）

企業の持続的成長は、長期的な視野を持つ投資家との協創の成果であり、それを評価する重要な指標がROE等の資本利益率である。グローバル経営を推進するには、国際的に見て広く認知されているROE等の経営指標を経営の中核的な目標に組み入れ、それにコミットした経営を実行すべきである。この際、短期的な観点からROE等を捉えるのではなく、中長期的なROEの向上が企業価値向上に向けた原資となり、それが様々なステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値に結びつくという「企業価値経営」を実現することが肝要である。そのような観点から、ROEを維持するための最低成長ラインとして「サステイナブル成長率（企業が内部留保のみで達成できる理論上の利益および配当の成長率を推定するための指標）」を再認識し、企業経営に活用することも重要である。

目指すべきROE水準と資本コストへの認識を高める　（論点3.3）

ROEの水準を評価するに当たって最も重要な概念が「資本コスト」である。長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を深めるべきである。本プロジェクトでは、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超との調査結果が示された。これによれば、ROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である。

資本コストとは、企業と株主・投資家の間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコストと言え、これに関する経営規律のあり方と責任の明確化が求められていると考えられる。したがって、資本コストには、経営陣のコミットメント、情報開示や投資家とのコミュニケーション、将来の不確実性リスク等が総合的に反映される。また、資本コストの上昇は企業価値にマイナス要素となる。このような観点からも、経営者が資本コストについて理解を深め、自社の基本的な考え方を示して投資家との建設的な対話を深めることが課題であり、こうした対話が資本コストの低下につながるという意識を持つことが重要である。

企業価値向上の観点から資本政策を語る　(論点3.4)

企業が、自社の資本政策（配当、自社株買い、再投資）について中長期的な企業価値向上の観点から検討し、その方針や資金効率に対する考え方（資本コストやROE)、リスク認識等を関連付けて説明し、投資家との対話を通じて相互理解を深めることは双方にとって有意義である。

投資家から見ると、内部留保は将来の企業価値向上に向けた再投資であり、それが有効活用されることを期待している。したがって、企業と投資家との対話において、企業のリスク対応や中長期的な事業戦略における内部留保の活用方法が議題となることは重要である。持合株式や親子上場についても、企業と投資家の対話の中で、それらの目的や理由が企業価値向上や経営戦略への寄与と関連づけて説明されることが、投資家の信用を得る上で重要である。

CFO人材を強化・育成する　(論点4.2)

資本コストやROE等の資本規律を中長期的な経営指標として組み込んでいくためには、ビジネスモデルやマネジメントシステム、インセンティブ構造等を変革していくとともに、精度の高いリスク・マネジメントを前提に適切なリスクを取って競争力確保・向上に取り組むことが求められる。その際、CEOが思い切った経営執行する前提条件として、経営者と二人三脚で企業経営を行うべき「経営者としての財務最高責任者（CFO)」の存在が重要である。今後そうしたCFO人材のプールを拡充すべく、その育成・強化に注力していくべきである。

ROE等を現場に落とし込む　(論点3.2)

ROEを事業の利益率や資産の回転率等に要素分解して自社にあった形で現場の目標に落とし込むことも重要である。その際、資本利益率を念頭に置いて個々の事業を評価するため、ROIC（投下資本利益率）等を活用することも有益である。ROEを社内目標に落とし込み、投資家との対話において企業の経営戦略を表現する上で、こうした具体的な例（要素分解した目標やロジックツリー等）を用いることも重要性が高い。

投資家側も、ROEを押し付けるのではなく、企業が事業活動の現場に具体的に落とし込めるように、ROEを高めるための投資判断、製造リードタイムの短縮、在庫の短期化、歩留り改善等に分解して共通理解を促す努力をすべきである。

収益力と資本効率向上を日本経済の好循環につなげる　(論点3.1、4.2)

企業がROE等で示される収益力を向上し、付加価値を高めることは、日本経済の好循環、持続的成長につながる。給与や人材投資の増加、研究開発や設備投資のための原資確保、企業の資金調達の多様化、株式市場を通した年金パフォーマンスの改善、税収確保、ひいてはグローバルな競争力を評価した海外からの投資の拡大など、さまざまなプラス効果が期待できる。資本コストを意識したROE等の資本効率の向上はアベノミクスの第三の矢の中核として捉えられるべきであろう。

日本の経営者の大きなモチベーションとして使命感があり、社会からの評価がインセン

ティブとなっている面がある。上述のような日本経済への貢献とともに、国民一人ひとりが将来資産の運用という視点で各企業を評価するようになることが企業の姿勢にも影響を与え、企業価値増大が経営者の使命感として根付くことにもつながることが期待される。

Ⅱ．インベストメント・チェーンの全体最適に向けて

１．問題意識と仮説

企業価値向上を支える長期投資家の層の薄さ

近年、日本企業の株式保有構造が大きく変化しており、企業経営や投資家との関係のあり方に対する発想の転換を迫りつつある。一方、長年の間接金融中心の資金調達や現預金中心の金融資産形成という構造が、日本の資本市場の層が薄い理由として挙げられている。

日本の資本市場は企業の中長期的な企業価値創造を支え、長期的な金融資産の形成に寄与するものになっているのか。欧米で大きな問題として議論されている資本市場、あるいは投資家の短期志向（ショートターミズム）化やそれによる企業経営の短期志向化は、日本でも同様の問題をもたらしているのか。これが第二の問題意識である。

２．議論と現状・エビデンス

持続的低収益が助長する日本市場特有の短期志向と層の薄さ　（論点6.1、7.1、8.1、9.1）

日本株への株式保有期間（売買回転率で見たもの）は、年ごとに短期化する傾向を強めている。このことは、投資家の取引の短期化を示唆するが、この指標は市場の多様性や流動性を高めることとも関連しているため、必ずしも投資家の短期志向を判定するものとは言えない。短期志向を考えるには、期間のみでなく、投資家が何を見て行動しているかを見る必要がある。

結論から言えば、日本市場もグローバル市場の中に組み込まれており、短期志向的な面は存在する。しかしその背景には欧米と異なる点がある。特に、日本市場には中長期的な視点から主体的判断に基づいて株式銘柄の選択を行う投資家の層が薄いことが問題として指摘されている。

第一に、日本における短期志向の理由としては、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致していた面が強い。長期投資を促すには、長期的に企業の収益性が高まり、株価上昇への期待が高まることが重要である。

第二に、日本の投資コミュニティ（アセット・マネージャー、アセット・オーナー、セルサイド・アナリスト）において短期志向化を促すインセンティブが働いている。特に国内の機関投資家やセルサイド・アナリストが、企業価値を適切に評価して長期投資を促進するための課題も多い。

① 主要なアセット・オーナーとしての年金基金には、運用面での人員の少なさや専門性の低さ等の課題が提起されている。また、本来長期視点で投資収益性を見るべき年金基

金が、月次や四半期等の短期実績でアセット・マネージャーを評価する傾向が見られる。

② 国内のアセット・マネージャーは、金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営や専門性確保のしにくさ、長期業績との連動が薄い報酬体系等が指摘されている。また、アセット・オーナーによる短期的な評価が、運用機関の評価に影響を与えている面もある。

③ セルサイド・アナリストが所属する証券会社には、長期的投資家よりも手数料が多く得られる売買回転率の高い短期志向の投資家にサービスを増やすインセンティブが存在している。また、セルサイド・アナリストに対しては、四半期開示等に過度に反応した短期志向化、中長期的なファンダメンタルズ分析や企業との本質的な対話不足が指摘されている。

第三に、企業側から中長期的な価値創造を理解するための情報が効果的に開示されていないことがある。そのような情報がない場合、短期的な情報に目を向けざるを得ない。

第四に、短期志向化を助長し得る制度的な仕組みがある。たとえば、高速売買インフラや四半期開示が、セルサイド・アナリスト等の短期志向を助長するという「意図せざる結果」を招いている可能性がある。

３．提言・推奨

１）インベストメント・チェーンを最適化するインセンティブ構造へ　（論点8.1、9.1）

持続的成長企業への投資を中長期的な家計資産形成につなげるための環境づくりが重要である。このため、日本企業を支える資本市場のプレイヤーについて、本プロジェクトで明らかになった機関投資家（年金、保険、投資信託等）と個人投資家それぞれのインセンティブ構造や課題を基に、本報告の提案やこれまでの様々な場での検討を「インベストメント・チェーン」全体の最適化という観点から包括的に捉え、中長期的な投資に向けたインセンティブへの転換を図ることが必要である。

たとえば、機関投資家（特に年金基金等のアセット・オーナー）の体制強化のための人材確保やネットワーク強化、アセット・マネージャーやアナリストにおける過度に短期志向に偏るインセンティブ構造の是正や適切な企業価値評価の促進等長期投資を行うプレイヤーの層が厚くなるような方策を検討・実施することが重要である。また、欧米で普及しているCSA（コミッション・シェアリング・アレンジメント）等も検討に値しよう。

２）パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択を　（論点8.1、9.1）

日本市場では機関投資家がパッシブ運用に偏っており、中長期的な投資家層が薄いことが指摘されている。市場全体のインデックス等の運用手法では、投資先企業の選別が行われず、企業と投資家の「協創」や「対話」促進にはつながらない。中長期的な視点から主体的判断と分析に基づいて株式銘柄を選択する投資家層を厚くする機運を醸成すべきである。その際には、アクティブ運用など個別企業の企業価値を評価することが基本であるが、株式の流動性も考慮しつつ一定の企業価値基準で選別したインデックスを主体的に選択することも一つの方向性として考えられる。

また、パッシブ運用に偏った状況では企業分析のプロとしてのセルサイド・アナリスト

の機能が十分に使いきれないことにも注意すべきである。また、投資家の短期志向化も、アナリストの深い分析力に対する需要を減退させている面がある。単純なパッシブ運用偏重ではなく、企業に対する中長期的な投資を促進するためにも、アナリストによるベーシックレポート作成が推奨され、目標株価とその根拠も含むファンダメンタルズ分析が促されることが求められる。

３）長期的な応援株主としての個人投資家の育成　　（論点5.1～5.3）

株式市場における長期投資促進のためには、長期視野の個人投資家の育成・促進も重要である。重点は、これまで預貯金で金融資産を形成してきた個人である。家計金融資産における株式・債券・投信購入比率は8%～16%である一方、預貯金残高は5割を超えており、その額は800兆円を超える。これは欧米と比べて日本的な「特殊性」であるが、一方で大きな「可能性」を秘めている。これら潜在的な投資家層が、企業価値という判断基準を持って投資を行う長期的かつ本格的な応援株主として株式市場に移動すれば、日本企業の価値創造を支える豊かな基盤が形成される。そのための個人投資家作りを進めるべきである。このような応援株主を得ることは企業にとっても大きなインセンティブであり、個人投資家が応援し、投資したくなるようなインセンティブを高めるためにも、企業が自社の哲学や「見えない価値」等を説明することが求められる。

企業への長期的な資金供給源であり、個人の投資に対する意識・理解の醸成や資本市場の厚みを向上させるものとして、年金制度、特に確定拠出型年金制度やNISA（少額投資非課税制度）も重要な役割を果たしうる。現行制度の改善や金融リテラシー向上への取り組みが重要である。

Ⅲ．企業と投資家の対話を通じた企業価値向上に向けて

１．問題意識と仮説

企業と投資家の対話の欠如がもたらす悪循環

企業のイノベーション創出能力が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長期資金を供給することで更なるイノベーション投資が行われるという好循環を実現することが、長期的な企業価値向上、持続的成長への鍵である。

日本企業は、顧客市場においては、世界一厳しい日本の消費者に鍛えられ、製品・サービスの品質を極限まで高めてきたが、資本市場と日本企業はどのぐらい切磋琢磨してきたのか。企業価値は、市場との対話を深め、それぞれの市場における競争力を同時に高めていくことで生まれる。日本における企業と投資家の対話の課題は何か。日本でもスチュワードシップ・コードができたが、企業の持続的成長に寄与するような質の高い対話を実践するには何が必要か、企業と投資家の中長期的な視点からのコミュニケーションを促進するための開示等の枠組みに問題はないか。これが本プロジェクトの第三の問題意識である。

資本市場における企業経営者と投資家の対話不在（もしくは対話の質の低さ）は、双方の間に埋めがたい意識ギャップを生み出している。資本市場の短期化が企業経営の短期化

を促しているという逸話がある一方、資本市場の短期志向を前提とした企業側のコミュニケーションの姿勢が投資家の短期的な行動をもたらしているとの仮説もある。ここにも悪循環が存在する。

２．議論と現状・エビデンス

１）企業価値をめぐる基本的な考え方の違い　（論点1.2、12.1）

「中長期的に企業価値を向上させるべき」というテーゼについては企業側も投資家側も異論はない。しかし、「企業価値」の解釈については、企業側の中にも温度差があり、投資家・アナリストの考えも一様でない。この結果、企業と投資家との間で効果的な対話が阻害されている面がある。

企業価値については、一般には経済価値・株主価値として株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）等に焦点を当て、中長期的に資本コストを上回る利益を生む企業が価値創造企業として評価される。一方、企業が生み出す価値をもっと広く捉え、株主、顧客、従業員、取引先、社会コミュニティ等のステークホルダー価値の総和とする見方もある。

価値創造は付加価値の最大化とも捉えられるが、付加価値についても二つの考え方がある。企業のステークホルダー全般への価値の分配総額と捉える考え方と、株主以外のステークホルダーに対する分配額（コスト）を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分と捉える考え方である。日本では前者の考え方が暗黙のうちに一般化していたと言える。

顧客、従業員、取引先、社会コミュニティ等、ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値を向上し、どのように企業価値の中長期的向上につながるかを企業と投資家が対話を通じて認識を共有していくことが重要な課題である。

２）中長期的な企業価値を判断するための開示の不足　（論点11.1、11.2）

投資家は、日本企業の開示の全般的な改善を評価する一方、中長期的な企業価値を判断するための情報として、短期業績だけでなく、より中長期的な経営戦略・ビジネスモデルに関する情報が統合的に示されることを求めている。それでは現行の開示制度や実務はそれに応えるものとなっているのか。

現行開示制度の課題として、現行の開示制度間の情報の内容・タイミングの重複感などが指摘され、横断的な見直しが必要との意見も検討の過程で出された。また、四半期開示制度や業績予想制度については、業種や企業による重要度の違い、負担の大きさ、企業と投資家の対話や投資コミュニティの短期志向に与える影響等が議論された。結果として、各制度には賛否両論があり、いずれの側面からも公平・客観的に議論すべきことの重要性が認識された。こうした制度が果たしてきた役割や意義を適切に評価する一方で、企業と投資家の議論が短期的な方向に陥っているなど「意図せざる結果」を招いている面があることが指摘された。また、これに関連して、特に日本特有のセルサイド・アナリストのよる四半期ごとのプレビューや新聞等の予測記事が、企業と投資家双方にとってノイズとして悪影響を与えている懸念が示された。

一方、中長期的な企業価値を判断するための情報開示については、投資家から経営戦略、リスク情報、ESG（環境、社会、ガバナンス）情報等へのニーズがあるが、必ずしも十分な開示がなされていないとの見方が示されている。

３）中長期的な企業価値向上に資する対話の不足　（論点12.1）

企業と投資家の対話については、「日本版スチュワードシップ・コード」が制定され、機関投資家が「目的を持った対話（エンゲージメント）」を通じて、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任が示されている。エンゲージメントの考え方としては、企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じて相互理解を促進する段階から、それを超えて解決すべき課題（エンゲージメント・アジェンダ）を設定した上で企業価値向上に向けた課題解決について議論し、緊密な関係を維持しながら結果を出していく段階まで幅広い認識が存在する。本プロジェクトでは、企業と投資家の望ましい関係構築という観点から、こうした違いを踏まえつつ、エンゲージメントも含む企業と投資家の様々な「対話」の質向上が課題であるとの認識の下、広く「対話・エンゲージメント」のあり方について整理を行った。

質の高い対話を実施するためには、企業側・投資家側双方に課題が存在する。上述の「企業価値」や「資本コスト」等に対する認識ギャップや企業開示における課題とともに、投資家が中長期的な企業価値を評価する能力を高める必要性等が大きな課題として提起されている。また、多くの機関投資家がインデックス運用に傾斜していることが、個別企業との対話・エンゲージメントへのインセンティブを低めている面があることも指摘されている。

本プロジェクトでは、スチュワードシップ・コードの原則として定められた対話・エンゲージメントについて、現状では本当の意味での対話が不足しているのではないかとの強い問題意識から集中的な検討が行われた。具体的な対話・エンゲージメントのあり方や内容、前提条件とは何かについても議論が行われた。その際の基本認識として、対話・エンゲージメントが、質ではなく会議の回数等に着目するなど対話を行うこと自体が目的とされたり、投資家が企業の持続的成長を評価する実力を伴わない場合には、経営の時間を奪い企業価値向上の阻害要因になりかねないとの懸念が示された。特に経営者・取締役会メンバーとの対話の目的や内容としてどのようなことが適切なのか、株主との対話や説明責任に関するベストプラクティスは何か、機関投資家に求められるものは何かといったことを現状の問題点も含めて検討した。また、投資家（株主）と企業の対話の場としての株主総会について、時期の集中や決算日・招集通知から総会までの期間が短いこと等が課題として指摘されている。

３．提言・推奨

１）「対話先進国」に向けた共通理解とプラットフォームの創設　（論点12.4）

持続的な企業価値創造が企業と投資家による「協創」によって実現されるとすれば、両者の間に存在する他方に対する先入観や決め付け、懸念を払拭し、相互の信頼関係を構築する必要がある。

そのため、資本市場や投資家との対話と自社内の経営指標が異なる「ダブルスタンダード経営」と決別すべきである。その上で、企業と投資家の対話の水準を高めていくことが必要である。特に双方向の対話を深めることは、企業と投資家の認識ギャップやすれ違いを解消するのに役立つ。上記で示した企業価値を巡る考え方を理解し、双方が対話の目的を共有した上で、相互理解を深めることが重要である。

今後は企業と投資家との間の利害対立的な関係を見直し、21世紀の資本主義にふさわしい質の高い対話とそのための情報開示のあり方を模索すべきである。

そのため、持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築に向けた、産業界と投資家、市場関係者や関係機関等から成る「プラットフォーム（経営者・投資家フォーラム（Management-Investor Forum :MIF）（仮））」を創設すべきである。そこでは、本報告で問題提起した中長期的な情報開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的な対話促進の方策等をさらに深掘りし、実施に移すための継続的な協議が行われる。制度上・実務上の課題についても継続的に検討することが期待される。

２）持続的な企業価値につながる企業開示へ　（論点11.1、11.2）

企業の情報開示は、投資家が中長期的な価値創造を評価するための情報が提供されるものになるようにすべきである。短期的な業績のみに偏ることなく、非財務情報も含めた企業の現状や将来の価値創造に向けたプロセスを評価するための統合的な報告が求められる。

そのための第一歩として、金融商品取引法、会社法、証券取引所規則の下での情報開示等について、投資家にとっても有益な一体的・統合的な開示を行うための実務上の対応等の検討を行うべきである。現行の四半期開示制度と業績予想制度は重要な意義と役割を果たしてきたが、一方で投資家やアナリストの四半期情報への過剰な反応などは是正されるべきである。制度の「意図せざる結果」のみをもって制度変更を実施すべきではないが、企業及び投資家にとっての費用対効果、持続的成長に向けた投資家と企業の対話促進、市場プレイヤーの行動に与える影響、海外の動向等、多角的な観点から最も適切な制度のあり方を検討すべきである。

企業と投資家が中長期的な視点から対話を深め、企業価値を高めるためには、非財務情報も含む中長期的な情報開示が必要である。その際、投資家側は本当に知りたい中長期的な非財務情報とは何かを企業に伝え、企業側は企業戦略やリスク情報、ガバナンス等ESG情報を資本コストや投資収益率等の財務経営指標と関連づけて伝えることで、企業側の経営リテラシーを練磨することが重要な課題となる。「統合報告」に向けた取り組みはそのための有効な手段の一つになり得る。

３）「緊張と協調」による企業と投資家の真の対話促進　（論点12.1）

「緊張と協調」の両側面

企業と投資家の対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両側面を満たすべきである。

緊張：経営陣は企業価値創造に向けたビジョンや戦略を投資家と対話し、支持と理解を得る必要がある。しかし、こうした対話の機会は、投資家の厳しい評価によるスクリーニングを受ける機会でもあり、投資家が厳しい評価を下せば、成長資金を絶たれ

ることになりかねない。まさに「緊張」の場面である。

協調：持続的成長は企業と株主との協創（協調）の成果である。良質な対話・エンゲージメントは、相互理解を促進するとともに企業価値を高め、企業と長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらすことができる。

適切な目的と内容を持った対話・エンゲージメントへ

対話・エンゲージメントの定義、目的、方法、取り扱うべき事項や企業・投資家に求められることについては、本文中に包括的かつ詳細に記述しており、対話を検討・実施するに当たってはそれらを参照することを強く推奨したい。

目的ある対話・エンゲージメントは、従来のIRミーティング以上に、「双方向の対話」であることを重視すべきである。投資家は投資判断に必要な情報や自らの評価方法等を企業に伝え、一方的な質問に終わることなく企業からの意見を聞くことも重要である。

対話・エンゲージメントは、企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長を促す限りにおいて望ましい。このため、機関投資家は投資先企業やその事業環境等に関する深い知識を得る十分な準備をし、業績数値の詳細に関する議論に陥らないようにすることが肝要である。例えば、ガバナンス、企業戦略、業績、資本政策、リスクへの対応など、投資家として建設的に対話できる項目に関し、目的を持って対話に臨むべきである。

対話に当たっては、損益だけではなく、バランスシートやキャッシュフローにも踏み込んで、長期的視点に立った議論を心がけるべきである。この観点から、資本効率に関する経営上の課題について話し合われることも重要である。資本コストの考え方や内部留保の使途など対話を通じて企業の考え方を投資家に伝えることは特に重要である。

対話・エンゲージメントにおける議題として、ESGを含む非財務情報に関する共通理解を得ることも重要である。そうした情報開示を基に相互理解を図ることで、企業側と投資家側との企業価値概念に対する認識ギャップを解消していくことには大きな意義がある。

企業に求められる対話への理解と心構え

企業の視点では、投資家との対話で得た知識や情報を経営陣の間で共有し、企業価値向上の手段として企業経営に生かすことが重要である。対話のベースとして、たとえば統合報告書等の作成・活用などを通じて、長期志向の投資家に訴求するビジネスモデル等を示すことも有益であろう。

また、企業は、投資家との対話の質が資本コストに影響を与えることを認識すべきである。資本コストは、企業と投資家の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコストであり、経営者が投資家との対話を通じて理解を促すことは資本コストを低下することにつながる。

従来のIR活動では、できるだけ広く平等に情報を伝える観点から、セルサイド・アナリストを重視する傾向があったが、今後はバイサイドのアナリストやポートフォリオ・マネージャー等様々な機関投資家との直接対話を促進することも重要である。これらの直接対話を進めると、すべての投資家を相手にするのと異なり、自社の経営方針を深く理解し、共感してくれる投資家との中長期的な関係を構築することが可能となる。そうした流れが構築できると、企業側も投資家側をより深く分析して、どの投資家と対話・エンゲージメ

ントを行うかを意識する必要が出てくる。

機関投資家に求められる対話への姿勢と実力

対話・エンゲージメントは、企業と投資家との間の切磋琢磨を促し、企業の持続的な価値向上を促す限りにおいて望ましい。機関投資家は投資先企業やその事業環境等に関する深い知識を得る十分な準備をし、経営・事業の細部に過度に干渉・介入することなく、建設的に対話できる経営上のテーマや項目に関し、目的を持って対話に臨むべきである。従来のIRミーティングでは、企業が説明し、投資家の質問に回答することに費やす時間が大半だったが、今後は企業と投資家が互いに考えを示し、「双方向の対話」を深めていくことが重要である。そのためには投資家は資本市場の声あるいは株主共同の利益を代弁する責任を自覚することが重要である。

機関投資家が企業価値を巡って企業との対話を行うためには、投資家側に長期投資を行うための基礎となる投資評価手法がなければならない。そして、それがどのようなものであるか企業やアセット・オーナーに対して明示することが重要である。短期の業績予想のみで投資判断している投資家であれば、企業との本質的な「対話」を行う必要はないと考えられる。

企業との対話を意義あるものとするとともに、機関投資家の対話に向けた「実力」を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、意見交換を行うプラットフォームづくりを促進することも重要である。その際、場や組織を作ること自体ではなく、より充実した対話・エンゲージメントのために何が必要かという実質的な検討が継続的に行われることが肝要である。たとえば、対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。

経営者・取締役の深い理解と関与を求める場の設定

対話・エンゲージメントの内容とともに、「誰」とどのような「場」で実施するかも重要な検討事項である。特に企業戦略やガバナンス等の対話・エンゲージメントにおいては、取締役会メンバーやCEO等経営トップとの対話が有益である。その上で、株主総会や決算説明会、その他の機会をどのように対話の場として活用するか考えるべきである。

また、社外取締役が株主代表の側面を持つことを勘案するならば、社外取締役がIRイベントへの参加、投資家との対話、アニュアルレポートでの意見表明等、株主との対話を自ら実践する機会を持つことも重要である。

対話促進の観点からのコーポレート・ガバナンス・コード検討

前述のように「日本版スチュワードシップ・コード」を契機に企業との対話や企業価値評価に対する機関投資家の意識改革が求められる。一方、企業にとっても、投資家との対話の意義を理解し、有意義なものとするためにも、自社の組織体制や運営方法を見直す契機となることが想定される。このため、各国における「コーポレート・ガバナンス・コード」等の企業と投資家の対話を促進する取り組みについて、その目的や内容、策定・実施プロセス、果たしている役割等を検証し、日本の制度や実態を踏まえた導入の検討を行うことが必要である。

対話の場としての株主総会プロセスの見直し

企業が株主との対話を行い、説明責任を果たす場として、株主総会プロセスを活性化することは重要な課題である。特に投資家から要請の強い総会開催日や基準日の合理的な設定、招集通知期間の精査期間の確保等については、国際的な状況を踏まえた見直しを行うべきである。また、上述した株主に対する制度開示の合理化を図るとともに、総会前の実質株主等との対話・エンゲージメントの有効なあり方等を検討することも重要である。

プロジェクト参加者一覧

座長

伊藤　邦雄	一橋大学大学院商学研究科　教授

参加者

北川　哲雄	青山学院大学大学院国際マネジメント研究科　教授
新井　亮一	青山学院大学　講師
林　順一	青山学院大学学術フロンティアセンター　研究員
根井　伸一朗	旭化成株式会社　上席執行役員　経営戦略担当補佐（海外拠点担当）
桝田　恭正	アステラス製薬株式会社　上席執行役員　財務担当（CFO）
安井　肇	あらた基礎研究所　所長
スコット・キャロン	いちごアセットマネジメント株式会社　代表取締役社長
吉田　憲一郎	いちごアセットマネジメント株式会社 シニアアドバイザー
柳　良平	エーザイ株式会社　執行役 Deputy CFO & Chief IR Officer 兼早稲田大学大学院講師
神崎　義明	大塚製薬株式会社　常務執行役員　医薬品事業部長補佐
安藤　聡	オムロン株式会社　執行役員　経営 IR 室長
小口　俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン株式会社 代表取締役
山本　卓	企業年金連合会　年金運用部　株式担当部長
渋澤　健	コモンズ投信株式会社　会長
澤上　篤人	さわかみ投信株式会社　取締役会長
大堀　龍介	JP モルガンアセットマネジメント株式会社　CIO
山崎　直実	一般社団法人　株主と会社と社会の和　代表理事
前田　伊世雄	株式会社資生堂　IR 部　株式グループリーダー
長谷川　顕史	新日鐵住金株式会社　法務部法務企画室長
野崎　邦夫	住友化学株式会社　常務執行役員
小林　強	株式会社セブン＆アイ・ホールディングス 取締役執行役員 経営企画部　シニアオフィサー
橋谷 義典	ソニー株式会社　VP　秘書部担当 兼 総務部　統括部長
近藤　成径	第一三共株式会社　コーポレートコミュニケーション部 IR グループ長
菊池　勝也	大和証券投資信託委託株式会社 調査部　チーフアナリスト
山本　高稔	東京エレクトロン株式会社　監査役、 富士重工業株式会社　監査役
大場　昭義	東京海上アセットマネジメント株式会社　代表取締役社長
大庭　雅志	東京海上ホールディングス株式会社　専務取締役　CFO

宮崎　敏	TOTO 株式会社　上席執行役員　経営企画本部長
佐々木　卓夫	トヨタ自動車株式会社　常務役員
内田　章	東レ株式会社　常務取締役　IR 室・広報室・宣伝室統括、
貝沼　直之	株式会社 ドンキホーテホールディングス コーポレートコミュニケーション本部　IR 部　部長
田川　丈二	日産自動車株式会社　執行役員　IR 部　M&A 支援部
武内　徹	日東電工株式会社　取締役　執行役員
辻本　臣哉	ニッポンライフ・グローバル・インベスターズ・ シンガポール　CEO
川島　勇	日本電気株式会社　取締役　執行役員　CFO
上田　亮子	株式会社日本投資環境研究所　主任研究員
鈴木　行生	株式会社日本ベル投資研究所　代表取締役 主席アナリスト
井潟　正彦	株式会社野村資本市場研究所　執行役員
大崎　貞和	株式会社野村総合研究所　主席研究員
関　篤史	バークレイズ証券株式会社　ヴァイス　プレジデント
加賀谷　哲之	一橋大学大学院商学研究科　准教授
円谷　昭一	一橋大学大学院商学研究科　准教授、日本 IR 協議会 客員研究員
野間　幹晴	一橋大学大学院国際企業戦略研究科　准教授
三瓶　裕喜	フィデリティ投信株式会社 ディレクター　オブ　リサーチ
江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン株式会社 運用部門 ヘッド・オブ・コーポレートガバナンス ヴァイスプレジデント
内野　州馬	三菱商事株式会社　常務執行役員　CFO
戸矢　博明	リム・グローバル・アドバイザーズ・リミテッド ジェネラル・マネージャー

オブザーバー

油布　志行	金融庁　企業開示課　課長
安井　良太	株式会社東京証券取引所　上場部　部長
佐藤　淑子	一般社団法人日本 IR 協議会　事務局長

事務局

福本　拓也	経済産業省　企業会計室　室長
廣澤　孝夫	一般財団法人企業活力研究所　理事長

本文

1　持続的成長と企業価値創造

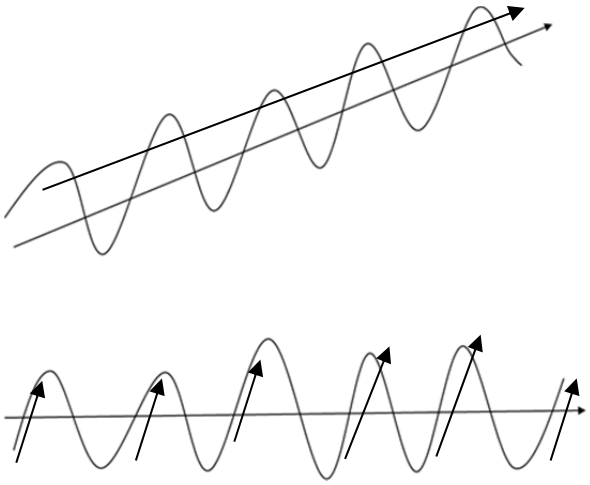
1.1　【論点】
「持続的成長」とは何か。それは、企業と投資家との関係でどのように捉えられるべきか。

【議論と現状・エビデンス】

01　持続的成長とは、中長期的、継続的に企業価値が高まっていくことである。

02　持続的成長のイメージとして、短期的な変動はあるが、企業のファンダメンタルズあるいは中長期的な経済価値が向上していく姿が示された。（下記上図）

＜図１：持続的成長のイメージ＞



03　投資家が考える長期投資ができる企業とは、持続的な競争優位により、長期的・持続的に資本コストを上回る利益が創出できると見込まれる企業である。

【提言・推奨】

04　持続的成長とは、中長期的に企業価値を高めることである。それは、中長期的に資本コストを上回るパフォーマンスをあげることによって実現され、投資家はそうした価値創造に期待して長期投資を行うことができる。

05　投資先の持続的成長を期待する投資家は、ボトムラインとしての「当社株主に帰属する当期純利益」のすべてまたは一部を内部留保として企業内に蓄積し、それを再投資し、（持続的）成長原資として役立てることを期待している。これは株主が持続的成長を期待し、それに協力していることを意味する。つまり、持続的成長は企業と株主との協創（協調）の成果と捉えるべきであり、株主が成長の後押しをする存在であることを経営者や事業責任者が認識することが必要である。もし内部留保を成長原資とし

て活用できないのであれば、内部留保の活用の仕方を再検討（たとえば配当ないし自社株取得も含め）すべきである。

1.2　【論点】
「企業価値」とは何か。「企業価値」には異なる捉え方があり、とりわけ「企業価値」をめぐって企業側と投資家側の考え方にかなり隔たりがあるのではないか。

【議論と現状・エビデンス】

企業価値を考える

01　企業価値あるいは企業が生み出す価値とは何かについては様々な見解がある。特に事業会社と投資家では異なる文脈・時間軸で使っている場合がある。

02　「中長期的に企業価値を向上させるべき」というテーゼについては企業側も投資家側（広く投資コミュニティ全般）も異論はないであろう。しかしながら「企業価値」という言葉の意味内容についての解釈には広狭かなり差がある。企業側の中にも温度差があるし、投資家・アナリストの考えも一様でない。この結果、企業と投資家との間で効果的な対話が阻害されている面がある。

03　企業が生み出す価値をどのように考えるのか。一般には株主価値・経済価値として株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）等に焦点を当て、中長期的に資本コストを上回る利益を生む企業が価値創造企業として評価される。

04　一方、企業価値をもっと広く捉える見方もある。それはステークホルダーにとっての価値であり、株主価値、顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などから構成される。その総和が企業価値ともいえる。

05　これに関し、持続的成長には金融（株式）面と経営面の両面があり、前者では企業活動による中長期的なキャッシュフロー生成能力に焦点が当てられ、後者では社会的需要への対応等を含む幅広い経営力が評価されるとの指摘があった。また、グローバル投資家等からは持続的な価値創造が環境や社会に与える影響と密接に関連しているとの考え方が示された。

２つの考え方の相違

06　企業価値、特に株主価値とその他のステークホルダー価値の関係について、二つの異なる考え方がある。一つは「価値分配説・社会貢献説（Working for the benefits of society)」、もう一つは「価値創造説・社会的責任説（Benefits of socially responsible behavior)」とでも言うべきものである。前者は、それぞれのステークホルダーに分配された価値を独立的に見る考え方である。取引先への供給責任を果たすための生産在庫余力、顧客のための高品質・安価な商品・サービスの提供、従業員は家族という視点での雇用維持、株主還元等のステークホルダー価値が個別に認識される。したがって、企業価値はこれらの株主以外のステークホルダーに分配された価値の総和を株主価値あるいは経済価値（時価総額または DCF 価値）に加えたものということになる。

07　後者は、幅広いステークホルダー価値を高めることが、収益力や財務的な競争力を高

め、結果的に経済価値（株主価値）を高めるという考え方である。この見方によれば、取引先への供給責任を果たすことで得た信頼価値が取引価格に反映し、高品質な商品・サービスを顧客に提供することが高水準の収益性や競争力確保につながり、安定雇用により優秀な人材確保できる等収益性と競争力向上につながることになる。

株式と株主、上場の意味

08 この点に関し、企業にとっての株主や株式の意味について改めて問題提起がなされた。すなわち、企業にとって株式とは、事業を成長させる元手・資金であり、企業は創業時に自己資金として用意した資本金に加え、株式発行により追加的に資本金および資本準備金を獲得する。新たな資本を提供した株主は特定の返済期限や確定利払いを求めず、事業の成長により、株主に帰属する利益が拡大し、それに伴い配当支払い余力が増加し、株式価値が増えることが見返りである。資本の充実により、銀行からの借り入れができるようになり、仕入れも即日払いではなく信用で取引できるようになることで資金繰りがしやすくなる。株式は、信用を得る原資であり、成長原資であり、長期のリスク･マネーである。つまり、企業を支える根本的な経済的基礎と言える。

09 このような観点からすれば、企業にとって株主とは、企業が成長するために必要な信用、資金を不確実な回収・利回り条件で提供する企業の支援者と言える。ただし、発行市場での株主はその意識が強いかもしれないが、流通市場で頻繁に交代する株主にそのような意識は低いかもしれない。しかし、株主である以上、以前の株主から一定の株価でその役割・権利を引き継いでおり、ゴーイング・コンサーンとして企業が株主の期待に応える限り、この関係は継続すると言えよう。

10 企業が上場する意義についても問題提起があり、リスクマネーの調達や企業価値向上による M&A の有利化等に加え、社会の公器としての立場の明確化、株主の経営参画による多角的かつ規律ある経営、企業の認知度向上、社員持株やストック・オプションの活用等が挙げられた。一方で、上場のデメリットとして、経営の時間が（企業価値にとって有意義でないようなケースもありうる）投資家対応に割かれること、適宜発生する開示義務への対応、株価の短期的変動による経営への悪影響等が指摘された。たとえば、金融市場が過剰流動性を供給している状況の場合、低金利での借入調達が可能な企業にとっては、短期的には収益圧迫要因と見られる大規模投資を行いやすい面もある。上場デメリットが大きい場合には、未上場企業との競争条件が悪化する可能性もあることも念頭に置いて、持続的な成長とは何かという観点から投資家との関係を考える必要性が指摘された。

11 一方、株式の買い手としての株主から見れば、株式は保有資産を増加させる手段であり、そのパフォーマンスは、株価上昇と配当の総和によってもたらされる。理論的株価を配当還元モデルで説明する場合には、配当を持続的に実施できるだけのキャッシュフロー創出力が企業価値評価の基本となる。アセット･アロケーションにおいては、ハイリスク・ハイリターン型運用の位置づけとなり、経済環境がインフレーションとなり現金や低リスク商品の優位性が低下する局面では、相対的に高いパフォーマンスを上げる可能性を持つ運用手段となる。

【提言・推奨】

12　中長期的な企業価値向上というテーゼについては企業側も投資家側も異論はないが、「企業価値」の解釈には差がある。価値を創造するための株主とその他のステークホルダーの関係についても異なる考え方が存在し得る。企業と株主との協創（協調）に向けて企業サイドと投資家・アナリストとの効果的な対話を実現するためにも、このギャップを埋める努力を払うべきである。

13　企業は主として顧客市場（製品・サービス市場）とともに資本市場とも向かい合っている。しかし、日本企業は顧客市場には細心の注意を払っているものの、資本市場のメインプレイヤーである投資家との関係に十分な注意を払ってこなかった面がある。投資家、とりわけグローバル投資家は、定量化された企業価値（＝株主価値）に着目しているという現実を踏まえれば、日本企業は資本市場に注目し、株主価値の創出にもっと注力すべきである。それは具体的には資本コストを意識し、持続的に資本コストを上回る利益を上げることである。国際的に見て低い日本の PBR をもっと引き上げる必要がある。

14　価値創造とは、付加価値を最大化することとも捉えることができる。ただ、「付加価値」については大別して二つの考え方がある。企業活動にかかわるステークホルダー全般への価値の分配総額と捉える考え方と、株主以外のステークホルダーに対する分配額を利潤から差し引いた余剰額が資本コストを上回った残余部分と捉える考え方である。日本では前者の考え方が従来より暗黙のうちに一般化していたといえる。そうした考え方は否定されるべきではないが、日本企業が国際的に投資家から支持を得るためには、後者の考え方にもっと焦点を当てるべきではないか。

15　企業価値を株主価値（株主にもたらされた付加価値）に焦点を当てて見る場合、それはマーケット（資本市場）メカニズムを通して、「時価総額」に反映される。時価総額は、株式交換という方法を通じて、通貨としての性格を有していることに留意すべきである。グローバル経営を行うためには、時価総額という通貨の活用を考えることが求められる。財務諸表に記載されている金額だけが企業の経済力、リアルマネーではない。しかも、その価値はコミュニケーションを通じて信頼、期待としての市場のパーセプション（理解・認識）に働き掛けることによって増幅も収縮もする。

16　ただ、株主価値だけを独立で捉えることも適切ではない。顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などの価値を創造することが株主価値の創造につながる。ステークホルダー全体の価値を高めることが株主価値の向上につながり、企業価値の長期的向上が成されることを意識すべきであろう。

17　ESG（環境、社会、ガバナンス）は企業への信頼性に関わる。企業価値にはステークホルダーからの信頼度が反映されるとみることもできるので、信頼性を高める活動は企業価値創造に結び付く。例えば、グローバル展開しているアパレルメーカーにとって新興国の工場で児童労働問題が起こり、それが国際的なガイドラインに違反していることが明らかになれば評判と業績に悪影響をあたえる。マーケティングにおいて不公正な取引を行っているという事実が明らかになった場合も同様である。投資家は企業の持続的競争力を評価する際、広汎な ESG 活動にも着目すべきではないか。

2　持続的成長のすがた

2.1　【論点】 持続的に成長している企業とはどのような企業か。その競争力の源泉は何か。

【議論と現状・エビデンス】

価値創造企業を見る視点

01　特に投資家が持続的成長企業の競争力を評価する指標として、市場における圧倒的優位性（シェア等）を有しているか、高い収益を持続的に上げているかという二点が挙げられている。

02　たとえば、収益性について見ると、日本の株価パフォーマンスが低迷していた過去 20 年においても、データが継続して得られる上場企業 1600 社のうち、株式のリターン（配当込みの株価上昇率）がプラスとなった企業が約 200 社程度存在している[3]。また、収益性を投下資本キャッシュフロー利益率（CFROI）の水準、安定性、改善度で国際比較すると、日本の上位企業でも欧米等の上位企業よりもパフォーマンスが悪くなっているが、日本企業の中でもパフォーマンスに差が見られる。[4]

03　このように収益性や市場における優位性を確保している企業の共通項（競争力の源泉）としては、（１）顧客への価値提供力、（２）適切なポジショニングと事業ポートフォリオ構築のための選択と集中、（３）継続的なイノベーション、（４）環境変化やリスクへの対応が挙げられた。これらの要素は、企業側、投資家側ともに重要なものとして認識している。

企業価値創造とは顧客の創造

04　企業価値創造の源泉は顧客の創造である。特に重要なのは、商品やサービスを差別化し、顧客に価値を提供し続ける力である。

05　企業が競争優位を持続する力を投資家が評価する際にも、他社との差別化を図ることで有効な参入障壁を形成しているか、価格決定力を確保することで収益性を確保できるかという点を重視している。

06　継続的に経済価値を生み出している企業は、直接の取引先を越えた独自の市場調査・分析を行い、商品・サービスの潜在規模や限界を視野に入れながら、差別化を追求している。

---

[3] 1989 年末時点で東証上場（店頭含む）且つ 2013 年 6 月末時点で東証 1 部に上場している企業について、株価騰落率（配当込み）がプラスとなった銘柄を抽出。

[4] ROE については、財務レバレッジの影響を受けることから、事業の収益性を重視した資本効率指標として「投下資本キャッシュフロー利益率（CFROI：Cash Flow Return On Investment,会計基準によるバイアスを調整した ROI）に着目し、時価総額 5 億ドル以上の企業を対象に、同指標の 1)水準（効率性）、2）標準偏差（安定性）、3)改善度（伸び率）で比較を行った。

ポジショニングと事業ポートフォリオの最適化

07　長期的に収益性を高めている企業は、バリューチェーンにおいて自社のポジショニングを明確化し、不可欠の存在として認識されている。企業の意志決定においても自社が優位性を発揮できる市場かどうかを競争力評価の重要なポイントとする例が示された。

08　持続的成長のためには、経営環境の変化に対応して事業ポートフォリオを最適化すること、新陳代謝を継続することが不可欠である。特に撤退と先行投資・新規事業進出のバランスが重要である。これに関し、大手商社からは収益性と成長性を軸にした出口（Exit）ルールを導入した例が示された。

継続的なイノベーション

09　企業の持続性は、イノベーションによる新市場創出にかかっている。その効果的な推進の方策としてオープンイノベーションがあり、自らの技術、強みが一流なら他の一流と組むことができる。その意味で自らの技術、強みを磨くことに全力を上げていく必要がある。

10　日本企業には、タイムスパンを長期的にとらえ、事業を簡単には諦めないしぶとさがある。医薬品の開発に取り組む企業の例では、事業ポートフォリオの中で別の部門で上げた収益を R&D に投資して 10 年越しで新薬開発に成功した。その他長期研究開発の例として、炭素繊維等が挙げられた。短期的に儲からない事業や商品を止めるのではなく、常に良いところを残して、改善していこうという企業がある。

11　一方、投資家側からは、これらの投資が企業の中長期的な企業価値向上にどのように貢献するか、事業の不確実性を認識しつつも説明されることが重要との指摘があった。

環境変化・リスクへの対応

12　持続的な成長を維持するため、将来に向けた経営改革や事業投資を行うために適切なリスク・マネジメントを行うことが重要である。

13　さらに経営環境の変化に適切かつ迅速に対応できる能力が求められる。持続的に成長するためには、同じことを長く続けるのではなく、環境変化に適応しながら変化を続けなくてはならない。「百年企業」[5]など元気な長寿企業に共通することの一つは、生物の進化に似ており、環境適応力が高く、事業領域を革新的かつ果敢に変えている。時代の変化を恐れず受け入れ、時代やその企業に合った経営革新に合理的、積極的に取り組んで好業績を維持している。

競争力強化を実現する経営力

14　これまで述べた競争力向上のための取組を着実に実施し、成功に導くための経営力として、（1）経営者のリーダーシップ、（2）目的を達成するためのマネジメントシス

[5] 出典：「百年続く企業の条件～老舗は変化を恐れない」帝国データバンク 史料館・産業調査部編（朝日新書）、「百年企業、生き残るヒント」法政大学大学院教授 久保田章市 著 （角川 SSC 新書）

テム（ガバナンス）、（３）資本効率も念頭に置いた経営戦略・計画等が重要である。

15　経営者のリーダーシップは、特に撤退も含む事業ポートフォリオの組み替え等を実施するためにも不可欠な要素である。

16　前掲の過去 20 年でプラスリターンを生んだ 200 社のうち上位 10 社の多くはオーナー系であった。米国の S&P500 社の約 35%がファミリー企業、日本でも上場企業の約 3 割がファミリー企業であるという調査結果もある。オーナー企業は、経営者に強いモチベーションや長期視点があり、時代の変化に応じた柔軟な家訓や、金銭的報酬だけではない社内文化が社員に浸透しているとの研究もある。[6]

17　また、グローバル競争に対応するため、創業家支援と効果的なガバナンスの下、非創業家の経営者が経営革新を断行している企業には先駆的な取り組みが見られるという指摘もなされた。

18　一方、オーナー企業の強さについては印象論が多い面もある。これに関連して、中小型株の投資家から見ると、オーナー企業が圧倒的に多いが、その中でも当然収益力や経営力には差があるため、オーナー企業であることが企業間の評価の違いにつながらないという見方もある。

19　この他の重要な経営力の要素である（２）マネジメントシステム（ガバナンス）と（３）経営戦略・計画については、項を改めて考察する。

【提言・推奨】

20　長期的な研究・技術開発によって蓄積された社内のリソースを、社外の知識・技術と戦略的に融合させ、結合させるオープンイノベーションが、持続的なイノベーションを起こすための方策として有効である。そのためには、日本企業はこれまでの自前主義から脱却して企業連携、産学官連携をさらに積極的に推進する企業風土を醸成すべきである。

21　持続的成長には環境変化への適応力が必要であるが、イノベーションのジレンマに陥らず、事業領域を革新的に変えるには、経営のリーダーシップが必要である。オーナー系企業の強みはここにあるが、非オーナー系でも変革に成功している企業はある。その事例に学ぶべき点があるのではないか。

2.2　【論点】

持続的成長を実現するには、経営環境の変化に柔軟に適応し、イノベーションを創出するためにリスクに挑戦する必要があるが、日本企業ははたしてそうしているか。

【議論と現状・エビデンス】

01　多くの日本企業では研究開発投資が行われているが、それはイノベーション創出と将来の競争力向上に向けてリスクを取って挑戦していることと捉えられるか。後述するように現預金比率が近年高まっていることは、リスクを回避する傾向を示しているの

[6] 東京大学 柳川教授調査（2013 年 3 月 18 日付 日経経済教室）

だろうか。これらの点について、以下のような仮説が示された。

① メインバンク制度を通じた長期間にわたる銀行によるガバナンス体制により、日本企業は大きなリスクを取った挑戦よりも、適度なリスクで無難な方向性を選択する傾向があるのではないか。これは、一般的に債権者である銀行が、企業の返済リスクに影響する行動よりも、安定的な元利払い能力を維持する行動を選好することが背景にあると推察される[7]。

② 日本企業では長らく終身雇用制度が維持されてきた。終身雇用制度のもとでは、激変を伴って企業を高成長に向かわせる意思決定よりも、激変のない方策をとって企業が大きな赤字リスクを避ける傾向があるのではないか。

③ 多くの日本企業において社長の任期が４～６年[8]となっており、長期的なビジョンで経営改革をしようと思っても数年後に退任する可能性を考え、大きな変革を伴う投資判断を行いにくい可能性があるのではないか。

④不確実性を伴うが可能性に挑戦する行動を取った社員に対する評価が適切になされず、そのような行動に対するインセンティブが弱い傾向があるのではないか。その背景の一つとして、不確実性または想定損失は算定しやすい一方、期待される成果は算定しにくく楽観的に見られやすいため、保守的な仕組みの中で議論することがリスクを取らない結論に至る傾向があることが推察される[9]。

02 欧米では過度に財務リスクを取ることやストック・オプションの過度な導入により、企業がリスクを取りすぎ、倒産に陥る事例もある。こうした事例では、各企業の ROE は短期的には高い可能性はあるものの、企業の長期的持続性が低いばかりでなく、政府によって税金が投入されることもある。

03 一方、日本企業において、上記のような背景があったとしても、適切なリスク・マネジメントとガバナンスの下で企業の持続性を高めることが可能との指摘もあった。

【提言・推奨】

04 企業を取り巻く環境は変化が著しく、リスクを取って競争力確保・向上への取り組みをしないこと自体がリスクになりつつあるという認識をもつべきではないか。

05 日本企業のROEや株式リターンが低いのは､企業の安定性･持続性を優先するが余り、事業分野の新陳代謝などを含む競争力向上に挑戦する姿勢が弱いことによるものとする見方がある。その場合、適切なリスクを取って挑戦する企業が増えることで、ROE

---

7 Acharya et al. [2011]では、倒産時における債権者の権利が強い国においては企業がリスクを取る傾向が低い（M&A 対象の分散化、回収可能性の高い案件への志向等）ことが示されている。

8 日本の東証全上場企業において、1990 年～2012 年の平均的な社長交代割合は約 17%であるため、平均的な任期は 5.8 年と推定（出典：経済産業省 企業報告ラボ第８回企画委員会 野間座長資料）

9 この点に関し、行動経済学の枠組みにおける「損失バイアス」（損失に対する不満足は同程度の利益の満足よりも大きいという損失の回避、過敏性）や「現状維持バイアス」（現状を改める行動や選択に伴う心理的負担による現状維持へのインセンティブ）の存在が指摘されている。

や株式リターンが高い企業もより多く出てくる可能性が高まることになる。

06 特に、株式を通した資金調達による資本コストを明確に意識し、それを賄っていくためには従来以上の競争力向上やキャッシュフロー創出への取り組みが求められる。その際には、やみくもに高いリスクを取るのではなく、精度の高いリスク・マネジメントを行うことが重要である。

2.3 【論点】

日本企業はM&Aを有効活用しているか。M&A等外部資源を活用して持続的成長を図るための課題は何か。

【議論と現状・エビデンス】

活発化する日本企業のM＆A

01 自社の内部資源を活用して成長を図るとともに（Organic Growth）、M&A等を活用して不足資源や機能を補完する動きが企業戦略に組み込まれている。

02 日本企業のM&Aについては、国内企業間でも近年数多く実施されているが、特に海外企業の買収案件が活発化、大型の買収案件も見られる。世界全体での外国企業の買収(IN-OUT型)に占める日本企業のシェアは、リーマンショック後の2010年～11年を除き拡大傾向を示しており、12年以降は過去最高水準となっている[10]。

03 その内容をみると、これまでの傾向と異なる動きも出てきており、規模拡大や地域補完のほか、競争優位製品への集約等、様々なパターンで成長機会を求める動きがみられる。

04 地域別にみると、2002～2011年まで一貫してシェアを拡大していたアジア・オセアニアが、2012年以降低下する一方、北米・欧州のシェアが上昇している。また、新たな販路、市場開拓のため、成熟国でも規模の大きい市場の企業に出資・買収を行う傾向がみられる[11]。

05 業種別では、自動車等が属する一般消費財のシェアが低下傾向を示す一方、食品や医薬・ヘルスケア等の生活必需品のシェアが上昇している。また、素材産業のシェアも上昇傾向にある。

06 一方、日本企業の国内M&Aはビジネス戦略上の機会というよりも資金余力があるときになされ、海外M&Aはタイミングが重視されているとの傾向があるとの指摘もなされている[12]。

日本企業のM＆Aの課題

07 日本企業のM&Aの課題としては、社内における人材や専門組織、ノウハウ不足が数多く指摘されている。内外企業の M&A の実態を調査した結果によれば[13]、日本企業が

---

[10] 出典：西山賢吾、高宮健[2013]「日本企業の海外M&A動向（その１）」

[11] 出典：同上。

[12] 出典：神山直樹[2013]「日本のリターン革命(４)：日本再興戦略への提言」

[13] 出典：デロイト「2013年版 M&A経験企業にみるM&A実態調査」

M&A を検討・実施する際の課題として、「M&A 実行体制・ノウハウの欠如」が最も多い。また、M&A 専門組織を保有しているのは回答企業の約 2 割。自社の M&A 経験をマニュアル化している企業は全体の約 7%にとどまっている。

08 一方、グローバルに M&A を戦略的に進めている企業トップからは、社内に専門人材が不足している現状を指摘しつつ、最近のディールにおいて社内で精通した人材を集約することで海外 M&A を効果的に実施した例が報告された。また、別の企業からは、過去の反省を踏まえ、専門チームを組成し、一定規模以上の案件はグループマネジメントチームによる事前審査と投資可否の議論を厳格かつ厳密に実施する例が示された。

09 その他の課題として、事業を買うことはできても、売却への判断はハードルの高いものとなっているとの見方も示された。長年勤めてきた従業員はファミリーという考え方もあり、切り離して売ることは苦渋の選択となることが背景の一つとして挙げられている。地域社会とのつながりや企業内組合との交渉も影響しているとの考え方も示された。企業と投資家双方から、こうしたことが資本効率を改善する制約となり、戦略性の弱い事業・製品ラインを抱えて世界市場での激しい競争に立ち向かえないとすれば大きな問題であろうとの見解が示された。

10 他方で、経験や既存事業とのシナジーがない分野に多角化を進めることが、中長期的な成長の阻害要因となることも指摘されている。

M＆Aの成功事例

11 市場関係者から見た海外 M&A を成功させている日本企業の事例が報告された。類型的には、生産・販売面でのスケールメリットや地域的補完を目的として収益や受注等への貢献が明確に出ているもの、販売面で既存顧客層のニーズを多面的に満たすことに成功しているもの、自社の（ニッチでの）競争優位分野を強化して寡占的シェアを確保するもの、日本での成功モデルを移植して収益性を高めるもの等が示されている。

12 また、M&A の成功要因には日本企業と欧米企業で共通の要素があることも指摘されている。特に買い手と売り手との信頼関係と共通理解（コミュニケーション）が不可欠という点が挙げられる。また、デューデリジェンスが M&A プロセスの中で最も重要であり、PMI（M&A 後の統合）を円滑に進めるための鍵でもある[14]。さらに、特にクロスボーダーの買収では、これまで経営を担ってきた現地の優秀な経営者、技術者を確保し、グループの経営ビジョン・戦略を共有しながら、現地経営を任せることが成功要因として挙げられている。

【提言・推奨】

日本企業のM＆Aに求められるもの

13 M&A を持続的な成長戦略に取り込むためには、中長期的なビジネスモデルのあり方、事業・製品における差別的競争優位の力点、内部的な成長と比べた優位性等が議論され、マネジメントで共有されていることが重要である。さらに候補企業の選別、デューデリジェンス、ポストディールといった一連の M&A 業務に精通した内部人材の確

[14] 出典：デロイト[2013]「日・米・欧 M&A におけるベストプラクティスに関する調査」

保・育成が急務である。

14　国境をまたぐクロスボーダー案件が増加する中、これまで以上に国際的な知識と経験を有した人材が求められる。特に海外企業買収に当たっては、グローバルな多様性・多文化マネジメントができる人材を内外から確保することが重要である。社外取締役の導入は、こうした専門的見識や多様性を補う手段として明確な目的を持った人選を行うならば有効であろう。

15　たとえ高いシェアと安定収益を誇る事業や製品であったとしても、その事業の売却やスワップによって、コア事業をより強くできるのであれば英断を下すべきであり、それが当該事業の従業員などにとっても良い影響をもたらすケースも多々ある。これまで日本企業の攻めの M&A への足かせとなっていた経営風土や仕組みを克服し、自社の強みにどう活かすのかが問われている。

16　さらに、資本市場に対しては、公表時での説明責任とともに、案件の重要性に準拠したフォローアップが重要であることは言うまでもない。また、M&A が規模拡大などを目的とした「価値破壊」的なものとならないよう M&A の基準として明確な企業価値創出が条件に加えられるべきである。

3　ROE と資本コスト、資本規律

3.1　【論点】

日本企業の ROE 水準は国際的に見て相当に低いのではないか。それを是認する何らかの根拠ないし理由はあるか。

【議論と現状・エビデンス】

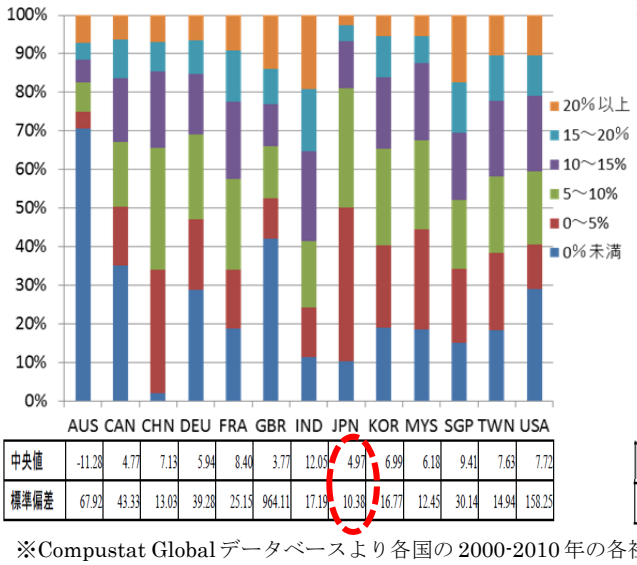
日本企業の ROE 水準

01　日本企業の ROE（自己資本利益率）は、最近上昇する傾向を見せているが、これまで長期にわたり他国に比べて低い水準にあった。また、他国よりもばらつきが少なく、低位集中傾向にあることが特徴である。

02　ROE が低い結果、日本企業は将来の企業価値創造に対する期待を表す PBR（株式純資産倍率）が他国に比べて相対的に低い水準にある。

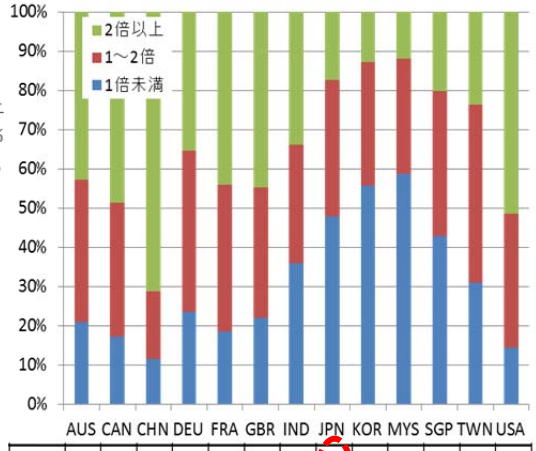
＜図２：ＲＯＥ、ＰＢＲの国際比較＞

【ROE】



	AUS	CAN	CHN	DEU	FRA	GBR	IND	JPN	KOR	MYS	SGP	TWN	USA
中央値	-11.28	4.77	7.13	5.94	8.40	3.77	12.05	4.97	6.99	6.18	9.41	7.63	7.72
標準偏差	67.92	43.33	13.03	39.28	25.15	964.11	17.19	10.38	16.77	12.45	30.14	14.94	158.25

【PBR】



	AUS	CAN	CHN	DEU	FRA	GBR	IND	JPN	KOR	MYS	SGP	TWN	USA
中央値	1.78	1.93	2.88	1.54	1.79	1.77	1.36	1.03	0.92	0.89	1.11	1.33	2.04
標準偏差	2.99	2.15	4.58	3.08	2.36	5.20	5.31	1.82	1.08	1.28	1.38	1.31	3.15

※Compustat Global データベースより各国の 2000-2010 年の各社のデータをベースに各社の過去 10 年間の中央値を算出。図表では各社中央値の分布を示している。

出所）一橋大学 加賀谷哲之准教授資料「日本企業の持続的な価値創造に向けて CR ラボ 初年度の取り組み」（2013.7）より。

構成要素から見た低 ROE

03　ROE を構成要素に分け、売上高利益率、資本回転率、レバレッジの日米欧で比較すると、回転率やレバレッジには大きな差がないが、売上高利益率が低いことがわかる。

＜図３：日米欧の資本生産性分解＞

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

注 1）2012 年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

注 2）対象＝TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index 対象の企業のうち、必要なデータを取得できた企業

出所：みさき投資株式会社分析（メリルリンチ神山氏の初期分析を基に、Bloomberg データを分析加工）

04　業種ごとに見ると、回転率やレバレッジの状況には差が出てくるが、日米欧で比較していずれのセクターでも日本はROE、売上高利益率ともに低い。また、一般的に製造業や資本財産業が多いのでROEが低いのではないかとの話もあるが、データからはそのような傾向は見られない[15]。

05　一方、日本企業の中でも高ROEを達成している企業は利益率も高い。したがって、高ROEは（欧米企業の文化であり）日本になじまないということはない[16][17]。これに関連して、（日本にも多くROE等が低い傾向にある）資本集約的な企業こそ、資本市場を活用するために、ROEやROICを高める必要があるとの見方も示された。

低ROEの要因は何か

06　上記のとおり、日本企業の全般的な低ROEは低い収益性（売上高利益率）に起因するところが大きい。売上高利益率は、日本企業においても重要な経営指標として意識されており、これを高めるため付加価値向上や差別化、コストダウンに取り組んでいるが、結果として低い水準となっているのは何故か。

07　その要因としては、前述した持続的成長企業の競争力の源泉となる差別化やポジショニング、事業ポートフォリオの最適化、イノベーションやリスク・変化対応が十分でなく、過度な低価格競争を余儀なくされていることなど企業の収益力・競争力に課題があることが挙げられる。また、ある企業からは、関連するその他の要因として、低収益事業からの撤退において解雇が難しいこと、サプライチェーンにおいて自社のみ突出した利益を上げることを是としない経営風土、長期的な取引関係においてマージンを長期的に均す傾向等が仮説として挙げられた。また、高い法人実効税率やエネルギーコスト、硬直的な労働規制といった制度・インフラ面での高コスト構造も課題として指摘されている。

08　また、後述するように、現預金等の多さがROE水準を引き下げている面もある。総資産に占める現預金・有価証券の割合が多いことは、国債利回りが1%を下回る状況ではROAの引き下げ要因となる。この点に関し、米国にも多額の現預金を保有している会社があるが、これらの企業の大半は非常に高い利益率を背景にROEは平均以上となっ

---

[15] 資本財セクターでは、日米欧の平均ROEはそれぞれ6.8%、15%、10.5%。素材セクターでは、2.2%、12.1%、5.1%（2013年8月現在の直近のデータで、出所はBloomberg）

[16] 東証企業価値向上表彰対象に選ばれた76社（対象企業100社の内数）の過去10年における売上高利益率は、全体の平均に比べて高い傾向が示されている。

[17] 持続的成長企業（1998年末から2013年10月までの期間において、時価総額増加と配当支払い累計のトータルリターンが100%以上増大した銘柄のうち時価総額上位企業）21銘柄のROEを資本回転率、レバレッジ、純利益マージンで分解すると、平均的日本企業の純利益マージン1.9%、資産回転率0.5倍に対し、純利益マージン3.5%、資産回転率1.1倍と高い水準となっている。神山直樹[2013]「日本のリターン革命(4)：日本再興戦略への提言」。

ていることが指摘されている[18]。

09 その他の要因として、経営者等の ROE に対する意識の問題や銀行を中心とした資金調達やガバナンス構造の影響が指摘された。

10 経営者等の意識については、後述（経営指標としての ROE）するように意識の低さというよりも経営指標として納得感が得られていないことや事業レベルへの落とし込みにくさが影響を与えている。

11 間接金融中心の構造については、銀行による財務審査や債務格付けを重視し、むしろ資本を厚く持つ方向でインセンティブが働いていることが指摘されている。また、ガバナンス面でも社外取締役等に銀行出身者が多く、債権者的視点が強まることで企業価値最大化への投資が実施されにくい面があるのではないか等の指摘があった。また、当面エクイティファイナンスの必要性を感じていない上、デットの調達コストが安いことも銀行ファイナンスを重視する視点につながっている。

【提言・推奨】

12 投資家に長期投資を促すにしても、日本企業の株価が長期的に上昇トレンドになければ実現しない。株価が停滞もしくは長期的に下落する中では、長期投資は成立しない。そうした環境下では、短期売買によってリターンを取りに行くという行動が合理的となってしまう面がある。

13 まずは投資家が最も重要視する指標である ROE を国際水準と比べてそん色ないところまで引き上げる努力を行うべきである。

14 企業が ROE 等で示される収益力を向上し、付加価値を高めることは、日本経済の好循環、持続的成長につながる。給与や人材投資の増加、研究開発や設備投資のための原資確保、企業の資金調達の多様化、株式市場を通した年金パフォーマンスの改善、税収確保、ひいてはグローバルな競争力を評価した海外からの投資の拡大など、さまざまなプラス効果が期待できる。

15 最低限資本コストを上回る ROE への向上を必達目標にし、日本が、魅力ある企業立国やものづくり立国であるとともに、企業価値を創造するビジネスモデルを通じて投資収益を高めていく投資立国としても再生していくことを目指す気概をもって、互いにこれを意識の中にすり込み、着実に実践していくことが求められる。

16 この際、短期的な観点から ROE や利益率を捉えるのではなく、中長期的な ROE の向上が企業価値向上に向けた原資となり、それが様々なステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値に結びつくという「企業価値経営」を実現することが肝要である。これは企業ごとの業種特性や競争環境を勘案して、投資タームを設定しつつ、キャッシュフローの創出を目指す「キャッシュフロー経営」とも言え、キャッシュフローの使い方として事業拡大に向けた再投資と株主還元の適切な配分を判断することが重要である。その際、配当性向が一定の場合、内部留保の分だけ株主資本が増加していくために、ROE 水準を維持するための最低成長ラインが必要となる。この「サステイナ

[18] なお、米国において再投資のための資金を上回る余剰の現預金を保有していた場合に、株主から増配や自社株買いの提案が示されるケースが多い。2013 年にはマイクロソフトやアップルが、大幅な自社株買いと増配でそれに応じている。

ブル成長率[19]」を注視することも重要な視点である。

3.2　【論点】 ROE をめぐって投資家と経営者の間にミスマッチがあるのではないか。

【議論と現状・エビデンス】

ROE に対する認識の違い

01　日本企業と投資家の間には、ROE について認識のミスマッチがある。多くの投資家は企業を評価する際の最も重要な指標の一つとして ROE を捉えているが、企業サイドでは重要な指標であっても、それを必ずしも最重視しているわけではない[20]。実際の経営実務に使いにくい面（現場に落としにくい等）があり、（無借金経営を是とする考え方もあって）レバレッジの考え方が馴染まない面もあるからである。

投資家が求めているもの

01　投資家は何がなんでも ROE を最重視すべきと主張しているわけではない。ROE 至上主義ではないが、低 ROE のままでは価値創造企業と言えないとの認識がある。投資家が重視しているのは内部留保を再投資して成長原資とすることであり、もし有効活用できないのであれば、今後の成長への道筋としてその活用方法を株主還元も含めたビジネスプランとして示し、ステークホルダーと共有することである。

02　特に投資家は、資本コストを意識して ROE 向上を目指す経営を望む。資本コストは投資家の要求収益率をベースにした価値創造の分岐点であり、その目途を明確に立てて事業に取り組んでほしいと考えている。ROE 極大化を目指すかどうかは議論が分かれるが、最低限資本コストを超える ROE を目標にすべきとの考えは共通している[21][22]。その目安として、8～10%[23]、グローバル企業は世界の投資家を引きつけるために欧米

---

19 配当成長率を推定するための代表的な手法。企業が内部留保のみで達成できる理論上の利益および配当の成長率を推定するために用いられる。企業の ROE と配当性向が一定の場合（かつ新規の株主資本調達を行わないと仮定）、内部留保額に ROE を掛け合わせた金額が翌期の利益増加額になる。サステイナブル成長率は、内部留保率（1-配当性向）×ROE と表される。（伊藤邦雄「新・企業価値評価」より抜粋）

20 IR 実態調査回答企業（上場企業約 600 社）のほぼ全ての企業が売上高・営業利益を目標として設定。一方、ROE を経営目標と設定している企業は約 3 割。経済産業省 企業報告ラボ[2013]「持続的な企業価値創造のための IR/コミュニケーション戦略実態調査」

21 出典：柳良平[2010]「企業価値を高める管理会計の改善マニュアル」中央経済社：企業価値創造の KPI として、エクイティ・スプレッド（ES）＝ROE－COE（株主資本コスト：株主の期待する投資リターン）がある。投資家から見ると、これがプラスであれば価値創造企業、マイナスであれば価値破壊企業と評価される。

22 投資家から見て、企業が資本金・資本準備金および内部留保を預託されている責任をどう果たしているのかを測る指標が ROE であり、複数年度にわたり継続的に（株主）資本コストを下回る状況であれば、経営の経済的基礎を損なう危険性が高いと言える。

23 企業年金連合会がかつて「3 年連続 ROE8%を下回る企業に対し、その後の事業計画や資本政策について説明を求める」方針を示したことに触れ、資本コストも意識した ROE の

並（15%レベル）を目指してほしいとの指摘があった。

03 一方、ROE は経営の結果であり目的ではないこと、すなわち、適切な事業領域への進出（会社の経営資産の適切な評価）や適切な商品開発・提供等により、持続的成長への競争力を高め、継続的にキャッシュフローを創出・増加する結果として向上するものとの認識が確認された。ROE を高める素質を持つ企業は数多くあるが、企業価値創造の仕組みを十分に差別化できず、個性が発揮できていないため、低 ROE に留まっているとの指摘もある。

経営指標としての ROE

04 企業側では、ROE や資本コストについて、外部に説明するためには共有はするが、社内では使っていないという声もある。CEO や CFO 等経営トップは理解しても、事業部門長や従業員にとって ROE は無縁という意識があり、現場に落とし込んでいけるのかという疑問も出る。さらには、企業の価値創造は ROE だけでは測れないはずであるという見方もある。

05 一方、ROE や資本コストを社内の現場の KPI(Key Performance Indicator)として落とし込む動きも見られる。

06 商社は資本コストを意識した経営が進んでいる業種である。これには二つの側面があろう。一つは、事業特性として資源権益や事業会社等への投資を行うなど投資家として事業ポートフォリオのマネジメントを行っている点である。もう一つは、従来のトレーディングビジネスから、リスクアセットに対するリターンを追求するビジネスモデルに事業構造を転換してきた面である。大手商社のケースでは、ビジネスユニットを収益性と成長性で区分けして選択と集中を進めるとともに、投資評価の軸として資本コストをベースとした ROE を収益率の評価軸としている。

07 製造業においても、ROE あるいは ROIC（投下資本利益率）を売上高利益率と資本回転率、レバレッジに分け、自社に合わせた形で現場に取り入れ、全体の収益向上を目指している企業がある。また、ROE10%目標を掲げた上で、事業部門の業績を投下資本全体に対する収益性とフリーキャッシュフローで評価している電機メーカーもある。

08 ROE を経営・事業に落とし込む方法として、ホールディングス（以下、HD）と事業会社の役割分担と関連づける企業の例がある。同企業においては、HD において ROE を明確な経営指標として対外的にも表明。その上で、ROE を財務レバレッジと ROA に分け、事業会社の目標として後者（ROA）を「売上高利益率（純利益ベースでの利益率向上）」と「総資産回転率（総資産圧縮による回転率向上）」とに分けて説明。事業会社の役割として、業務執行責任と利益の成長及び資本効率の向上を求めている。一方、HD 側では財務レバレッジも含む経営・監督責任、上場企業としての説明責任、グループ企業価値（株主価値）の最大化を役割として規定。双方のコミュニケーションを前提に、事業会社は顧客の立場で最良の商品・サービスを提供して利益の極大化に努め、HD は利益極大化のために必要な経営資源の配分（事業・組織再編、M&A 等）

水準として日本では 8%が目安になるのではないかとの指摘もあった。

を積極的に提案することとしている。

【提言・推奨】

09　ROE 向上はアベノミクスの第三の矢そのものとして捉えることもできるだろう。ROE を向上させることによって、持続的成長への原資を確保することができ、それが企業価値の創造につながる。それは企業価値創造に向けた企業と投資家との「協創」である。

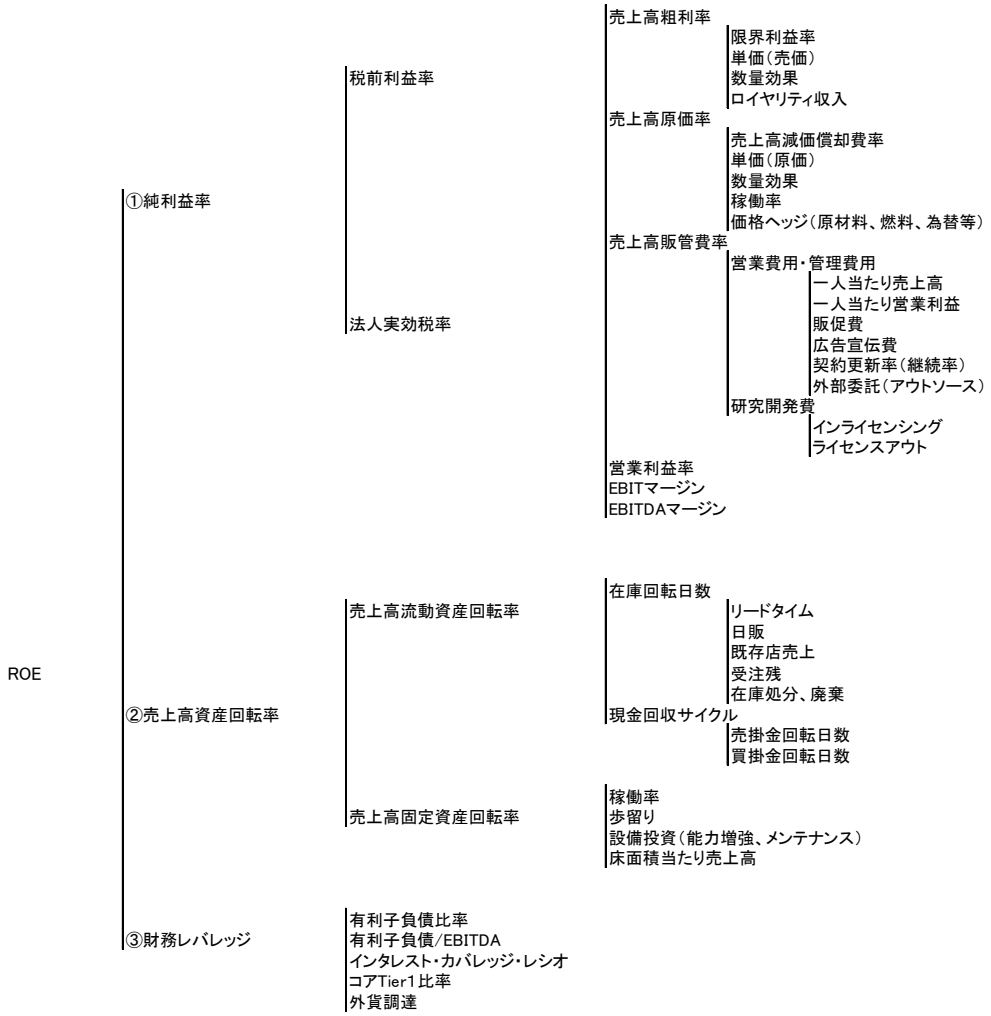
10　投資家は ROE を重視しており、かつ内外企業間の比較を行っている。アベノミクス効果や円安効果で日本企業の ROE は上昇傾向にあるが、それでも国際的に見て低いという事実を直視すべきである。

11　企業側においても ROE を要素分解して具体的に「見える化」し、社内の KPI に関連づけていくことでそれぞれの会社の経営改革に十分落とし込めるはずである。いかに自社の事業活動に合うようにブレークダウンしていくか。小手先ではないビジネスモデルそのものの変革と差別化により、強みを生かした取り組みが求められる。ROE は投資家のためでなく、企業の経営と事業を強くするための好循環を生み出す KPI であるという認識の下、インセンティブのあり方、開示の方法、株主との対話のあり方が問われる。

12　投資家側も、企業との対話を行う際、ROE を一方的に押し付けるのではなく、企業が事業活動の現場に具体的に落とし込めるように、たとえば、製造リードタイムの短縮、在庫日数の短期化、歩留り改善、稼働率向上、値下げ販売の規律化等の要素に分解してお互いの共通理解を促す努力をすべきである。多様な業種を想定しており、全ての分解要素が一つの企業に当てはまるものではないが、参考として（図４）参照。

13　企業の価値創造は ROE の向上とイコールではない。それを超えた側面もあることに留意すべきである。経済的指標では測れない社会的価値はいろいろありうるし、その重要性も高まっている。多面的な価値を追求してステークホルダーの信頼と満足が得られなければ、企業の持続的成長は確保できない。価値創造は経済価値に加えて社会的価値の向上によってももたらされる。その意味で、多面的な価値創造のプロセスに経営者と投資家が入り込んで、理解を深め共有することが重要である。

＜図４：ROE の分解事例＞



（注）・①～③はデュポン分解として知られる3要素分解：（当期純利益/売上高）×（売上高/総資産）×（総資産/株主資本）
・多様な業種を想定した汎用的なものであり、全ての分解要素が一つの企業に当てはまるものではない。

3.3　【論点】

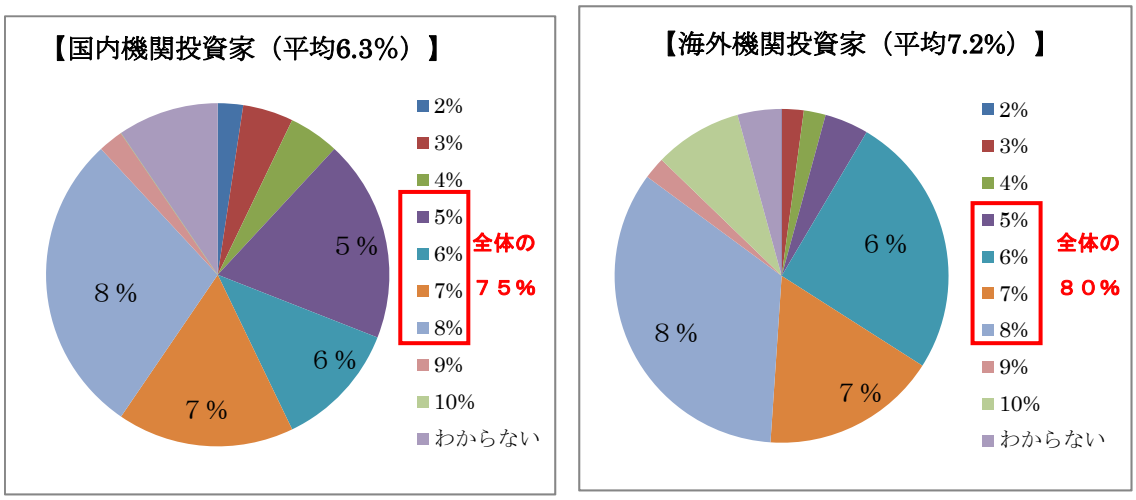
資本コストの水準をどのように考えるべきか。日本企業の資本コストに対する理解は十分か。もし十分でないとすれば、なぜなのか。また、それは何をもたらしたか。

【議論と現状・エビデンス】

資本コストの明確化

01　資本コストは、市場が期待する収益率であるが、絶対的な定義は無く、妥当な資本コスト水準については議論が分かれる。一つの参考として、日本株に対して、国内外の機関投資家が求める株主資本コストにかなりのばらつきがあること、平均的には 7.2%（海外）、6.3%（国内）を想定しているとの調査結果がある。

＜図５：日本株に期待する資本コスト＞



注）UBS コア 200 の機関投資家にアンケートを行い、国内投資家 52 社、海外投資家 47 社から回答を得たもの（2012 年 4-6 月）。

（出典）柳良平[2013]「Equity Spread の開示と対話の提言」『企業会計』2013(1):86-93.

02　資本コストとは、負債コストと株式コストの加重平均(WACC)といった数値化して使いやすい考え方もあるが、実際の資本市場がそのように解釈して反映しているかといえば、多くの場合そうではない。資本市場は数値化されにくい「見えない価値」も総合的な評価に反映させている。そうした評価を視野に入れて投資家と対話し理解を促すことで、資本コストは低下する余地がある。

03　資本コストとは、企業と株主・投資家の間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコストと言え、これに関する経営規律のあり方と責任の明確化が求められていると考えられる。

資本コストをどこまで意識するか

04　資本コストを意識する日本企業は、それほど多くはない[24]。その原因の一つとして、長らく間接金融が続いたことが挙げられている。メインバンクは会社が財務的に苦境に陥れば会社経営者の交代の圧力となり、経営者にとっては大きな存在だった。このことが直接金融の機能を果たす資本市場との関わりを希薄にしてきた面がある。最近では、シンジケートローンを組成することで資金調達するケースが増えたという指摘があり、その際も、メインバンクが主導的役割を演じている。

【提言・推奨】

05　資本コストの概念は企業価値創造において決定的に重要な役割を演ずるものであり、ROE の水準を評価するに当たって最も重要な概念である。長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を

[24]経済産業省　企業報告ラボ[2013]「持続的な企業価値創造のための IR/コミュニケーション戦略実態調査」回答企業（上場企業約 600 社）のうち、資本コストを意識する企業は全体の約４割。一方、資本コストを投資家に開示している企業は全体の約１割弱となっている。

深めるべきである。幸い、アベノミクスによるマクロ政策などが奏功し、企業の ROE も上昇傾向にある。こうした流れを加速し、確実なものとするためにも価値創造企業を可及的速やかに増やしていく必要がある。上記の調査では、グローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7%超となっている。これによれば、ROE が 8%を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして 8%を超えるという水準を意識し、さらに自社に適した形で水準を高め、持続的な成長につなげていくことが重要である。

06 一方で、資本コストの水準については、企業と投資家、あるいは投資家間でも意見が異なる。事業における競争力はもちろんのこと、経営陣の価値創造への姿勢やコミットメント、環境変化への適応力、課題解決力等の質的な情報が、投資家が認識する将来の不確実性に影響を与え、それが資本コストの水準に投影される。したがって経営者は、こうした投資家側の総合的な評価手法を視野に入れて、投資家と対話し理解を促すことが重要であり、それが資本コストの低下へとつながるという意識を持つことが重要である。

07 企業が、自らの資本コストについて、精緻な数値ではなく判断基準や妥当と考える水準を開示し、それに対して投資家がどう考えるかという対話を促進することが、経営規律を変え、企業価値創造を促進させる上で重要である。

3.4 【論点】

高水準に積み上がった手元流動性と持続的成長との関係をどのように捉えるべきか。仮に日本企業の経営がいまだ長期的観点に立って行われているとすれば、必要水準を大幅に上回る手元流動性をどのように説明できるのか。配当政策も含む日本企業の資本政策は中長期的な企業価値を高めるために適切なものか。

【議論と現状・エビデンス】

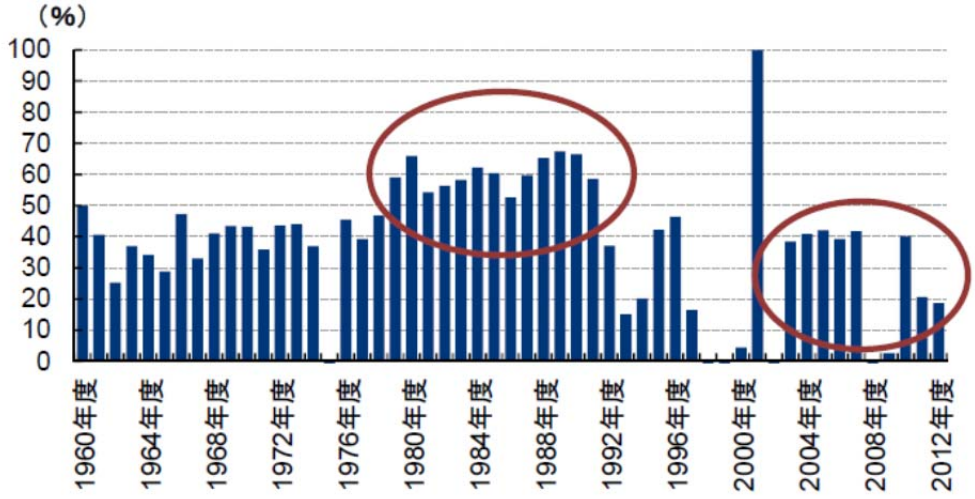
内部留保と資本の水準をどう考えるか

01 日本企業の内部留保率は、欧米に比べて高い傾向にあることが指摘されてきたが[25]、近年減少傾向にある[26]。

[25] 1997 年から 2012 年度までの純利益累計額に占める利益剰余金年次差額の累計額を日本・米国・欧州で比較すると、それぞれ 63%、13%、32%となっている。出所は Bloomberg。

[26] 1980 年代の日本企業の内部留保率（1－配当性向）は 60%程度であったが、最近 10 年間ではリーマンショックや震災時を除き 40%程度の水準となっている。神山直樹 金融庁企業財務研究会資料[2013]「日本のリターン革命－日本経済の持続的成長に向けた株式投資家の役割」

＜図６：日本企業の内部留保率の推移[27]＞



注）法人企業統計（単独決算、金融除く、資本金 10 億円以上）

（出所）財務省、B of A メリルリンチ・グローバルリサーチ。

02　株主から見ると、内部留保は成長に向けた再投資の原資として有効活用されることが期待される。すなわち内部留保に対しては、将来収益（配当等）のために ROE 水準を維持するだけの利益成長が要求されている。

03　一般的には、過剰でも過小でもない適正資本水準を維持することが重要である。これにも関連して、リーマンショック後、成長ストーリーがない時期に負債返済や格付け維持のために多額の資本調達を行った日本企業行動に対して、投資家から企業価値を毀損しているとの批判も提起されている。

日本企業の現金保有と成長投資への期待

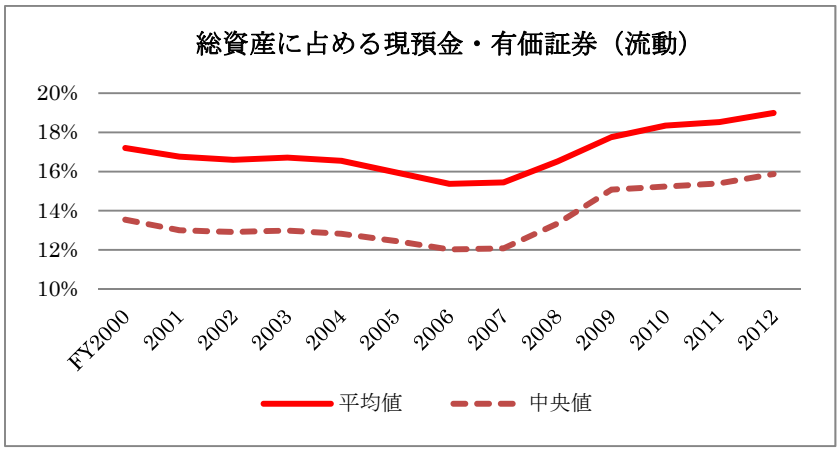
04　日本企業の現金保有比率は、2006 年移行上昇傾向にある。その水準については、欧米企業に比べて高いという見方がある一方、他地域と比較して突出して高いわけではないとのデータもある[28]。また、日本企業の中には、現金がバランスシートに積み上がり、実質無借金の企業も増えている。現金と有価証券の合計が総資産の 30%以上を超える企業が上場企業（金融・保険・証券およびリースを除く）全体の 22%を占めている。

---

[27] 出典：神山直樹[2013]「日本のリターン革命(４)：日本再興戦略への提言」

[28] 日本は TOPIX500、米国は S&P500、欧州は時価総額上位 400 社のうち、金融セクターを除く銘柄が対象。2002－2012 年 3 月末までの現金保有比率（現金等価物／総資産）を見ると、日本の中央値(平均値)は 11.6%(14.7%)、米国は 7.6%(13.2%)、欧州は 8.1%(11.2%)となっている。中井誠司、神山直樹[2013]「保有現金の価値評価：リーマンショック前後の日米欧比較」『証券アナリストジャーナル』2013.6,

＜図７：日本企業の現金等保有比率＞



注）現預金データは時系列データが取得できる全上場会社 2,810 社の平均値(連結優先)。

（出所）一橋大学　円谷准教授作成。

05　一方、日本企業が成長に向けた投資をしていないかと言うと、投資キャッシュフローが抑制されている傾向は見られない。

06　それでは日本企業はより積極的にリスクを取った投資を行うべきなのであろうか。またキャッシュ・リッチの状況を改善する必要があるのだろうか。積極的に事業への投資を行い現金の比率を下げるべきという考え方と、過度にリスクを取らずに現預金の水準を維持すべきという考え方が存在する。

07　投資家から見た日本企業の現金保有の問題は、その水準自身ではなく、資金が中長期的に資本コストを上回るような的確な投資に振り向けられず、企業価値が破壊されるのではないかという懸念である。日本企業の厚い手元流動性はディスカウントして評価されているとの意見も示された。こうした懸念が日本企業の低い PBR にもつながっている可能性も指摘されている。

08　企業が現金を保有する理由としては、リスクへの対応や将来投資への資金確保が挙げられる。たとえば、リーマンショック後、CP や社債発行も含め市場からの資金調達が極めて困難な状況が生じるなど直接金融では何かあった場合に流動性を確保できなくなるリスクがある。

09　投資家側も金融危機や震災等のリスク対応のために日本企業の現金保有が厚くなることを理解している。特に日頃から対話があり、企業が投資家から価値創造への信頼を得ている場合、金融危機に因る増資引受は当該企業存続のために支持されるとの意見も示された。一方、実質的に倒産リスクがない企業や安定的キャッシュフローが見込める業種等における現金の多さには疑問が呈されている。手元流動性の潤沢さは、海外 M&A の際の過大なプレミアムの支払につながっている側面もあり、注意を要する。

10　現金保有の適正水準は業種や企業の状況等により様々であるが、投資家は企業の考え方が明確に説明されることを重視している。

最適な配当政策を考える

11　統計的に見ると、近年日本企業の配当性向は横並びの「安定配当志向」を反映して平

均値である 30%レベルに集中する傾向がある。一方、米国では同じ平均配当性向 30%であっても、ライフサイクル仮説のとおり企業の成長ステージごとに分散しており、2007 年から 2010 年のデータでは一番多いのは無配企業という事実もある[29]。企業ごとに自社の成長ステージ及び市場からの評価を考慮して最適配当政策を考えている様子が窺える。

12 また、決算短信における配当政策の記述を見ると、日本企業は配当政策において「安定配当」「将来投資のための内部留保」を記載する傾向が強いことが確認された。それに対してグローバルな機関投資家は、日本企業の配当政策において「資本効率」を最も重視しており、配当政策の開示や IR での説明に不満とするサーベイが報告された。また、国内投資家からも企業の配当・株主還元の方針が資本コストや ROE に裏付けて合理的に説明されていない点が指摘されている[30]。

【提言・推奨】

13 投資家から見ると、内部留保は将来の企業価値向上に向けた再投資[31]であり、そのための事業投資に有効に使われることを期待している。その観点からも、投資家は、単に期末のバランスシートにおける現金保有量ではなく、企業がリスク対応を必要とするタイミングや中長期的な事業戦略においてそれらをどのように活用するのかという視点で評価すべきである。

14 一方、実質無借金の日本企業も増え、バランスシートに現金が積み上がる中、企業には資金効率やリスク対応力も考慮して成長に向けた積極的な投資を行うことが求められる。上場企業にとっては、本来多額の現金を抱える必要性は薄く、買収のリスクも増大する。

15 企業が、自社の資本政策（配当、自社株買い、再投資）や資金効率に対する考え方（資本コストや ROE)、リスク認識等を関連付けて説明し、投資家との対話を通じて相互理

---

[29] 出典：近藤一仁・柳良平[2013]「企業価値評価改善のための財務・IR&SR 戦略」中央経済社。TOPIX500 社と S&P500 社の 2007－2010 年の時系列データ。

[30] 出典：柳良平[2013]「配当政策と IR の在り方に係る一考察－株主価値最大化の観点から－」『インベスターズ・リレーションズ』日本 IR 学会 2013(7):58-76.

[31] 『Principles of Corporate Finance Global Edition 10th Edition』Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, and Franklin Allen　においては、内部留保を以下のように位置付け、新株発行とともにエクイティファイナンスの手段と捉えている。

Corporations raise equity financing in two ways. First, they can issue new shares of stock. The investors who buy the new shares put up cash in exchange for a fraction of the corporation's future cash flow and profits. Second the corporations can take the cash flow generated by existing assets and reinvest the cash in new assets. In this case the corporation is reinvesting on behalf of existing stockholders. No new shares are issued.

解を深めることは双方にとって有意義である。

16　特に内部留保とは、資本金・資本準備金を元手に事業拡大に成功した企業が株主に帰属する最終利益をその都度全額株主還元する代わりに、株主からの信任を前提（暗黙の了解を基）に翌期への追加資金として預託されたものと言える。したがって、ゴーイング・コンサーンとして企業が株主の期待に応えておらず、株主からの信任を全く得ていない場合には、内部留保を全額株主還元しなくてはならない事態になる。これは企業を支える根本的な経済的基礎を失うことに他ならない。

17　そのような観点から、企業と投資家との対話において、企業のリスク対応や中長期的な事業戦略において内部留保がどのように活用されるのかということは特に重要な論点となる。

18　持合株式や親子上場についても、企業と投資家の対話の中で、それらの目的や理由が企業価値向上や経営戦略への寄与と関連づけて説明されることが、投資家の信用を得る上で重要である。

19　配当についても、最適資本構成に基づく方針を検討することが重要である。財務の健全性を損なわない範囲での資本コスト最小化や KPI を意識した配当（または自社株買い）による資本構成や現金保有水準の調整等は、企業の財務戦略の選択肢、あるいは投資家との対話の議題になりうる。その上で、将来の投資機会、流動性確保、シグナリング効果とともに、資金効率を考慮した配当政策を総合的に決定すべきである。

20　一方、資本市場には、企業が資金を必要とするときに調達でき、必要がなくなったときには還元することで流動性を提供する機能があるはずだが、これに何か問題がないか検討を深めることも求められよう。

4　マネジメントシステムと経営者のインセンティブ

4.1　【論点】

企業が投資家と建設的な関係を構築し、持続的成長という共通の目的を達成するため、どのようなマネジメントシステムが求められるのか。取締役会の機能は現状どのように評価され、今後どうあるべきか。

【議論と現状・エビデンス】

取締役会の機能を高めるために

01　取締役会の構成については、社内か社外かといったことのみならず、全体として能力や経験等のバランスが取れており価値観の多様性が確保されていること、適正な人数に保つことが求められる。特に海外投資家の考え方として、取締役一人一人に全ての望ましい能力を求めるのではなく、それぞれが期待される専門性・経験値を備え取締役会全体として機能することを期待している。一方、具体的な取締役の役割や適切な構成等の考え方については、日本企業と海外投資家との間に違いがあることが指摘された。

02　取締役会の機能を強化するための仕組みとして、英国のコーポレート・ガバナンス・

コード改定により導入された取締役会の定期的レビューが紹介され、日本でも同様の検討が行われることについて示唆があった。

03 また、取締役の質を高めるため、研修や資格認定を行う他国事例も紹介され、日本でも同様の動きがあることが紹介された[32]。

社外取締役等の非業務執行役員

04 2012 年度の段階では、日経平均株価指数企業 225 社のうち社外取締役を導入している企業は 203 社、監査役設置会社 211 社の中では 9 割に当たる 189 社が導入している。また、導入企業の約 3 分の 2 が二人以上の社外取締役を置いている 。また、2008 年から現在にかけて社外取締役の割合とともに出席率が向上 しており、多くの企業で社外取締役の存在感が高まっているとの報告があった。また、東京証券取引所の上場企業（市場第一部）全体では、社外取締役を選任する上場企業（市場第一部）の比率は、昨年より 12%増加し、74.3%（1,347 社）となっている（2014 年 7 月時点）。

05 社外取締役に期待される役割は、取締役会およびマネジメントシステム全体の機能の中に位置づけて考えられる。特に市場関係者（アナリスト）や海外投資家からは、株主共同利益を守る立場や資本効率や受託者責任の観点からマネジメントを監督する役割として、産業の枠を超えて経営者の戦略に適切な助言や批判もできる存在として、社外取締役の重要性を指摘する意見もあった。

06 特に社外取締役等に期待される機能や役割の観点から、実効性とのバランスが指摘された。社外取締役等の独立性は一つの要素だが、ビジネス経験を有していない社外役員のみでは産業・企業固有の知見を超えた事業戦略面での貢献が限定されるとの意見もある。独立性で問題がないのは企業経験のない学識経験者である一方、実効性では関連のビジネスに携わっていた経営者等や取引金融機関等の知見や経験を期待できる面もある。特に幅広い分野で事業展開している企業の場合、独立性を過度に追求すると経営面での示唆を得られる企業関係者の候補が極めて限られてしまう点が指摘された。他方、経営陣から一定の距離を置きつつ株主の観点から経営を監視する役割が期待される場合には、企業経験のない学識経験者等でも株主としての見地に立てるのであれば実効性に欠けるとは言えないとの見方もある。

07 また、海外投資家等（ACGA[33]）からは、監査役と社外取締役の機能や役割の違いについて指摘がなされるとともに、海外展開する日本企業が海外の人材を取締役に登用することのメリットが主張されている。

08 独立役員採用のための資格や採用の仕組みとして、英国で第三者機関による独立役員の資格や能力評価、リクルートを行う企業の事例等が紹介された。

---

[32] たとえば、米国 NYSE の上場規則では取締役研修に関する開示が求められている（上場会社マニュアル 303A.09）。また大学や NACD（National Association of Corporate Directors）等による研修プログラムが多数ある。アジアの取引所等でも研修が推奨されている。日本でも東京証券取引所が独立役員向けハンドブック発行やセミナー等を実施している他、様々な機関が取締役（独立取締役等）に対する研修プログラムを用意している。

[33] ACGA 報告書[2013]「監査委員会との比較における監査役会の役割と機能」

【提言・推奨】

09　国によって取締役会に期待される役割は異なるが、その果たすべき使命を基本方針や中長期計画等において明確にすることが重要である。

10　社内外の取締役の能力や経験等のバランス、価値観の多様性を確保し、取締役会の機能を高めるべきである。その際、特に社外取締役には、株主共同利益や受託者責任の観点、産業の枠を超えた戦略面での貢献が期待されることも考慮すべきである。

11　また、社外取締役等の独立役員については、その実効性をさらに高めるため、迎え入れる企業サイドと選任された独立役員双方での努力や工夫が求められる。具体的には、取締役会や経営会議などにおいて、これまでの経験や見識に基づいた意義ある意見や指摘、問題提起等が可能となるように、丁寧な事前説明の実施、日頃からの企業の内部情報の提供、これを可能とするスタッフの配置といったサポートの仕組み、そして経営執行責任者との定期的なミーティング、独立役員同士の定期的な意見交換の実施、等が挙げられる。こうしたことが、独立性を担保しながら、経営の質を高めることにつながるものと期待される。

12　非業務執行役員の役割やそれをサポートする仕組みについては、経済産業省「社外役員を含む非業務執行役員の役割・サポート体制等に関する中間取りまとめ」も参照し、自社に適した仕組みを構築することが必要である。

13　さらに取締役会の機能を強化するための仕組みとして、英国等における取締役会のレビューや取締役人材の育成・活用の仕組みについて、日本でどのような方策が必要か検討すべきである。

4.2　【論点】

企業価値の持続的向上の観点から、経営者にはどのような役割が期待されるのか。また、経営者の金銭的・非金銭的インセンティブ構造や任期はそれに合致した形になっているか。

【議論と現状・エビデンス】

経営者・経営陣に求められる役割

01　持続的な企業価値向上に向けた取り組みを実施し、変革を進めていくために、経営者のリーダーシップや経営力が必要である。投資家が企業の持続的成長を見る上でも経営者の姿勢や実施能力は重要な要素である。

02　特に経営者には、事業運営者としてだけでなく、事業をポートフォリオとして組み合わせて判断する能力が期待されている。

03　また、経営陣として、CEO が能力を発揮するため、資本規律の観点からの参謀役となる CFO の役割が重要であるが、日本では本当の意味での CFO が育っていないとの指摘がある。

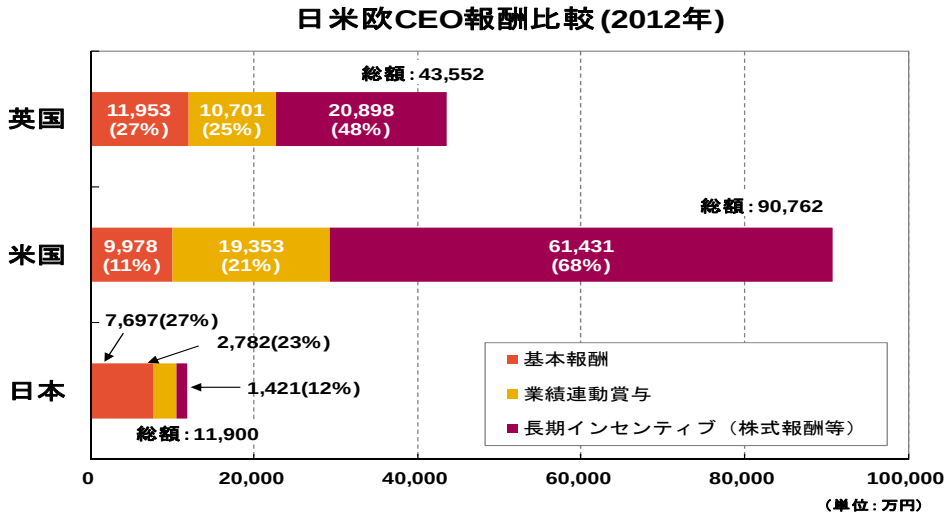
経営者の報酬水準

04　経営者の金銭的なインセンティブに関しては、欧米と比べて日本企業の経営者・役員報酬は、（１）水準が低く、（２）業績連動部分が少ないという事実が確認されている。

05　統計的に見て、日本では、欧米に比べると経営者・役員報酬の水準は低い。（たとえば、日本において１億円を超える報酬を得ている経営者層は実際に少ない。）

＜図８：各国 CEO 報酬比較＞

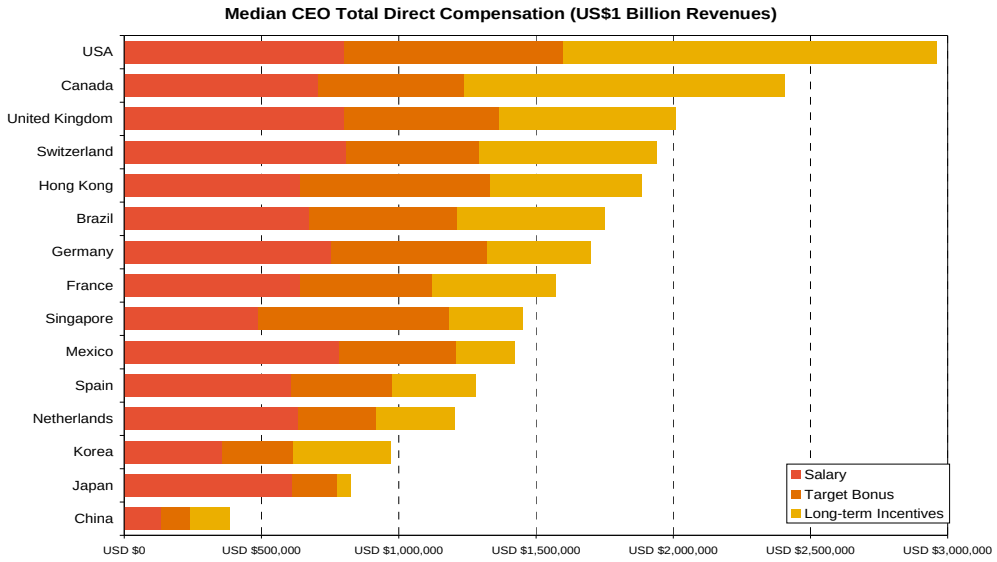
【日米欧 CEO 報酬比較（売上高等１兆円以上の企業）】



注）米国：Fortune 500のうち売上高1兆円以上の企業180社の中央値　Data source: 2012年委任状説明書
英国：FT UK 500のうち売上高1兆円以上の企業43社（金融等を除く）の中央値　Data source: 直近のアニュアルレポート
日本：総額は時価総額上位100社のうち売上等1兆円以上の企業77社の連結報酬等の中央値　内訳（割合）は連結報酬等開示企業（異常値を除く）45社の平均値を使用して算出　長期インセンティブには退職慰労金単年度を含む　Data source: 有価証券報告書
※円換算レートは2012年平均TTM（1ドル＝79.82円、1ポンド＝126.49円）

（出典）タワーズワトソン

【各国 CEO 報酬比較（売上高等 10 億ドル（約 1000 億円）企業】



（出典）タワーズワトソン

06　欧米においては、マネジメントの働きと成果に見合っているのか、報酬が不当に高くないかをチェックするために開示が求められる。これらを背景に、海外投資家からは、日本の経営者の抑制された報酬水準を評価する見方もある。

07　一方、報酬が少ないことをもって、マネジメントが不適切な可能性は低いといえるかは議論が分かれる。リスクをとって勝負するほど報酬は得ていないという見方もあるが、経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りに果敢に取り組まないとすれば、それは別の意味で問題との見方もある。

業績連動型報酬の割合を高めるべきか

08　前図のとおり、日本企業の CEO の報酬は、欧米等の他国企業と比べて業績連動部分の割合が低い。また、日本の上場企業の 7 ~8 割が業績連動報酬を導入している一方、役員の報酬全体に占める割合は 1 ～3 割程度との報告もある[34]。また、特に株価等の業績と報酬の連動が米国に比べて非常に低いことが指摘されている[35]。

09　投資家側は、一般的に株主の利害との同期を図るため業績連動部分を大きくすることを評価する傾向がみられる。海外投資家の中でも欧米型の業績連動やストック・オプションを日本企業が取り入れることには賛否あるが、バランスとして株主や資本市場の評価軸と合わせる方向に多少近づけるべきとの見解が多く示されている。

---

[34] デロイト「役員報酬サーベイ 2013」。役員として、会長、社長、取締役、執行役員、監査役等別にデータ集計を行っている。この調査によれば、会長、社長、取締役等の業績連動比率の中央値が 20-30%、監査役については 5-20%程度となっている。

[35] 久保克行[2012] ”Presidents’ Compensation in Japan” 。株式投資収益率が平均（上位 50%）水準から上位 30%の水準に上昇すると、日本企業では社長の収入は約 2000 万円増加する一方、アメリカ企業では約 4 億円増加。

役員報酬制度の開示

10　海外の投資家は国内の投資家よりも役員報酬の詳細な開示に慣れている面があり、日本企業への開示要求も高くなる傾向がある。

11　日本の企業においてもこのような要請に応えるべく、報酬制度の詳細や役員報酬の個別開示に踏み込んでいる企業もある。たとえば、固定報酬、短・中・長期インセンティブ型報酬を分けて算定基準とウェイトを役位別に開示する例がある。

非金銭的なインセンティブについて

12　経営者を動機付ける非金銭的インセンティブとしていくつかの要素が示され、これらを積極的に評価する意見がある一方、経営者の変革へのインセンティブを阻害する面もあるとの意見も提示された。

13　たとえば、使命感や責任感、社会的信頼度の向上等が重要なインセンティブとして評価されている。また、従業員との連帯を重視し、これが低水準の報酬を受け入れる土壌となるとの指摘もある。人事権や定年無規定、取締役を退いた後の顧問や相談役等の名誉職継続や役員年金等が経営者のインセンティブとなっている可能性も指摘された。

経営者の任期に問題はないか

14　多くの上場企業において、在任期間が業績に関係なく例えば 4~6 年と比較的短期かつ固定的になっており、これが経営者の中長期的な経営判断や必要なリスクを取って収益向上に取り組むインセンティブを阻害している可能性がある。経営者の在任期間が長期（8~12 年）の企業が高い ROA 水準を示すとのデータもあり、経営者の長期コミットメントが業績や株価パフォーマンスに影響するとの示唆がある[36]。

15　この点に関し、日本においては経営者の短期・固定的な任期と弱いガバナンスの仕組みが一つの均衡として定着しているが、（企業価値向上のため）在任期間を長期化する場合にはコーポレート・ガバナンスを整備・強化する必要が増すとの見解も示された。

【提言・推奨】

16　企業価値を評価する上で重要なことは、経営者のマネジメント能力であり、経営トップが長期的視点で業界を超えた幅広い世界観を持ち、自社が社会に提供するソリューションや貢献について独自の考えを有しているかということである。

17　CEO が思い切って経営を執行できる前提条件は、有能な CFO が存在していることである。CFO は全社的な資金効率やリスクに対する企業体力のバランスをとる重要な役割を期待されるが、日本では本当の意味での CFO の人材プールが薄い。時にはプロジ

---

[36] 約 2000 社のグローバル企業を対象に 1997 年から 2010 年までの間に CEO を務めた 3143 名の CEO 全在任期間における株価パフォーマンスの上位 100 名の平均在任期間は、10.3 年（現役の CEO を含む）となっている。
出所：Hansen, M. T., H. Ibarra and U Peyer, “The Best-Performing CEO in the world”, Harvard Business Review, January　2013 より一橋大学　野間幹晴准教授が算定。

ェクトの中止を勧告せざるを得ない場合に CEO にもの申すことができるような CFO を育てていく必要がある。その方策として、投資家や社外取締役による CFO 教育や人材市場におけるプロフェッショナル CFO の活用等も考えられる。

18 経営者のインセンティブとして任期や報酬のあり方も大事であるが、より問われるのは責任の取り方である。CEO としてのコミットメントに対して、責任をとらず許されてしまうような仕組みになっていないか考える必要がある。経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りに果敢に取り組むよう報酬のバランスを見直し、金銭的な面も含めインセンティブを高める必要がある。

19 また、日本の経営者の大きなモチベーションとして使命感があり、社会からの評価がインセンティブとなっている面がある。故に、日本の経営者をより企業価値創造へ突き動かすドライバーは社会であり国民であると言える。企業の株主価値を向上することが日本の年金運用にも貢献し、国民・社会の富の創造に繋がることが社会においてより認識される必要がある。一般に米国企業は株主が育てたが、日本企業は消費者・顧客が育てたと言われる。日本の個人も消費者としての意識は強いが、投資家（株主）としての意識が弱いという非対称性が存在する。今後は、国民一人ひとりが将来資金の運用という視点で各企業を注視することが企業の姿勢にも影響を与え、企業価値・株主価値の増大に取り組むという使命感が経営者のインセンティブとして根付くことが重要である。

5　中長期投資の促進

5.1　【論点】

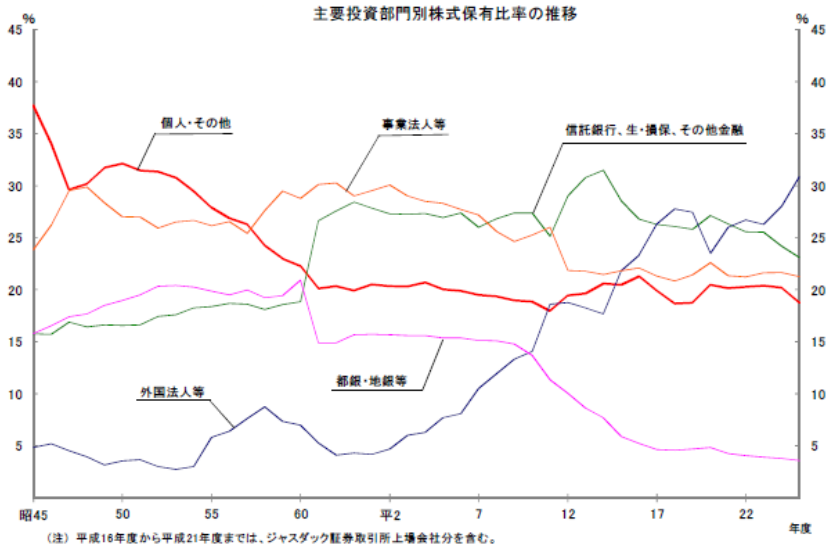
日本企業の株式保有と日本の金融資産の構成はどのような状況になっているか。日本の資本市場は中長期的な企業価値創造を支え、長期的な金融資産の形成に寄与するものになっていないのではないか。

【議論と現状・エビデンス】

変わる日本企業の株主構成

01 日本企業の株主構成保有は、外国人投資家の比率が高まり 30%程度となる一方、銀行比率は急速に減少して 5%以下となっている。国内機関投資家の比率も 25%程度と存在感を高めている。事業法人、個人の割合は 20%程度となっている。

＜図９：日本株式　投資部門別保有比率の推移＞



（出所）東京証券取引所等「平成 25 年度株式分布状況調査の調査結果について」

【URL: http://www.tse.or.jp/listing/yakuin/】

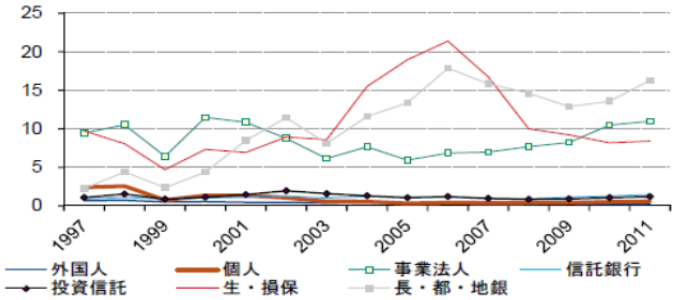
02　また、国内の日本株式の買い手減少により海外投資家の売買が株価形成に与える影響力が増加する傾向にある。

03　株式持合比率は、減少傾向を続け、2012 年度には「上場会社（保険除く）」による保有割合が 10.8%、保険会社の保有も含めると 16.8%と 90 年以降最低水準となっている。特にバーゼルⅢやソルベンシーマージン規制の影響により上場銀行や生保の保有比率は大きく減少、事業会社は小幅な低下を示している[37]。

日本株保有の期間と特徴

04　日本株式市場の平均保有期間を見ると、国内銀行、保険、事業法人が長く、機関投資家は 1 年未満、個人はそれより短くなっている。

＜図１０：投資家別平均保有期間（年）[38]＞



（出所）日経 Astra、東証、B of A メリルリンチ・グローバルリサーチ

---

[37] 上場銀行の保有比率は 11.5%（2000 年度末）から 4.4%（2012 年度末）、生保は 8.6%から 4.3%、上場事業法人は 7.0%から 6.2%に低下している。西山賢吾[2013]「日本企業の株式持ち合い状況」

[38] 出典：神山直樹[2013]「日本のリターン革命(４)：日本再興戦略への提言」

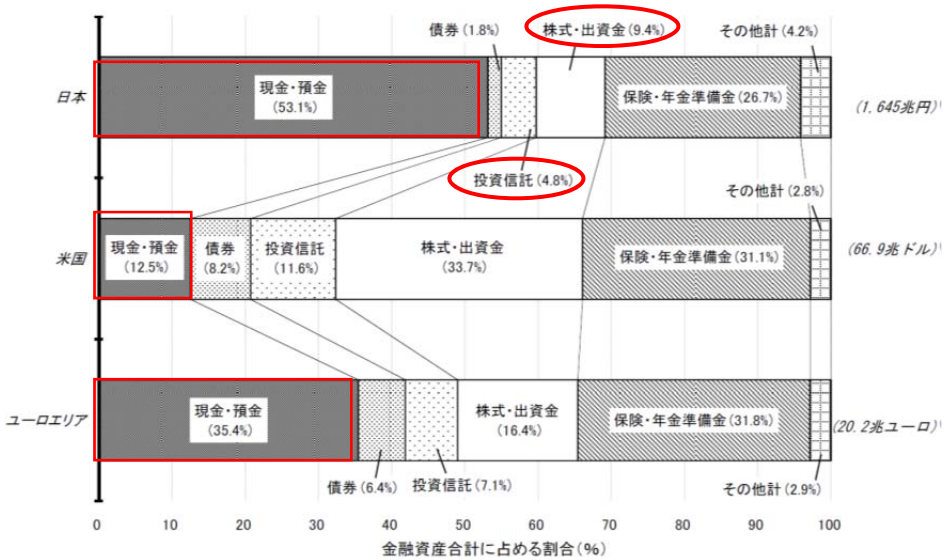
05　保有期間と長期投資の関係をどのように捉えるかについても様々な見方がある。投資家や市場関係者からは、長期投資とは長期的な視点で企業価値を評価して投資を行うことであり、保有期間が短いことが必ずしも短期志向を意味しないとの認識が示されている。

06　保有期間もさることながら、日本株を保有する機関投資家（年金基金等）の多く（70~80%）がパッシブ・インデックス運用に偏重していることが問題として指摘されている。インデックス運用への偏重により、変革しようとする企業がその他企業に埋もれてしまい、投資比率が市場平均に近いリスクを避けた機関投資家が多数を占めることになる。日本市場は、出来高と比較して長期的な視点から主体的判断で投資を行う層の厚みが薄くなっている。

日本の金融資産構成

07　日本の家計金融資産構成は、欧米と比較して現預金の割合が非常に高く、この割合も長期にわたり固定化（20-30 年変わっていない）している。株式や投信の割合も低く、中長期的な資産形成という観点からバランスを欠いていると言える。

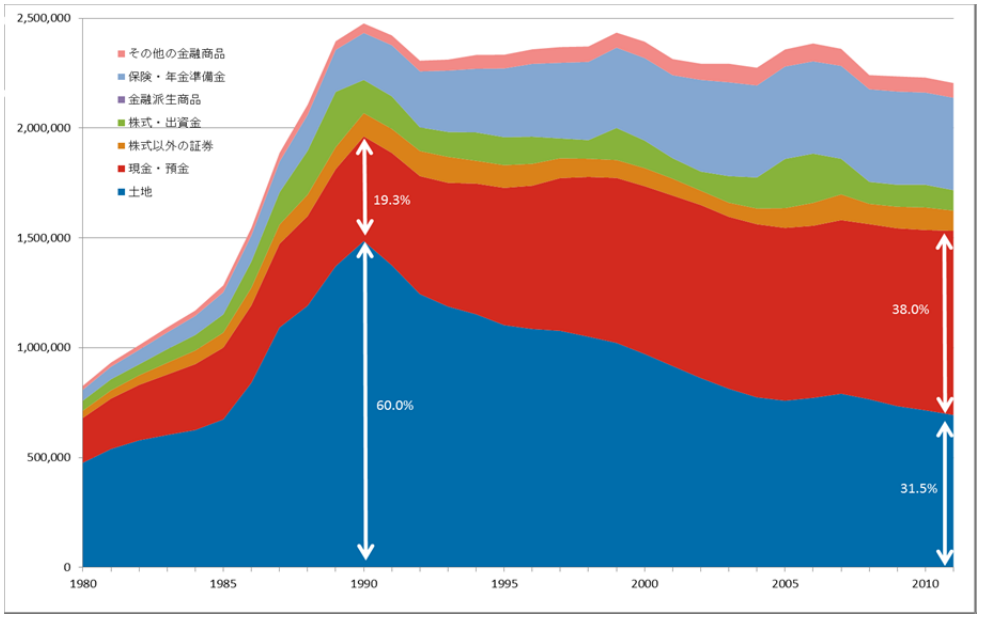
＜図１１：家計の資産構成の日米欧比較＞



注）「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債券」、「投資信託」、「株式・出資金」、「保険・年金準備金」を控除した残差。

（出所）日本銀行統計局「資金循環統計の日米欧比較」（2014 年 3 月公表）

【個人（家計）資産の推移】



（出所）内閣府「国民経済計算確報」をもとにフィデリティ投信作成

※注）1993 年以前は平成 7 年度基準、平成 15 年度速報ベース、1994 年以降は平成 17 年度基準

08　この点に関し、注目すべきはドイツにおける経験である。70 年代に、戦後から対生活者政策の中心だった住宅取得促進を株式投資主体の財産作りに切り替え、税優遇措置を講じた。その結果、80 年代にそれまでゼロに近かった投信比率が 10%台にまで上昇した。その後も個人の投資促進に力を入れ、90 年代まで日本と同様現預金比率が高かったドイツにおける家計金融資産構成も大きく変化した。特に、東西ドイツ統一と EU 統合の中、グローバル競争への対応と海外からのファイナンスの必要性を意識した 90 年代の資本市場制度の改革や持合株売却への譲渡益非課税化等を契機として、ドイツ企業の ROE や開示等の意識が向上し、ドイツ銀行を中心に英米型投資銀行を志向する等金融機関も変貌した。結果として、現預金割合の低下とともに株式・出資金や投信割合がさらに高まっている。

【提言・推奨】

09　現在の金融機関の主要顧客は 60-70 代、数十年後に最も層が厚くなる 30-40 代はお金を持っていない状況である。これまで蓄積してきたストックを長期的にも預貯金のみへの偏重や過度な取引により結果的に手数料がかさみ資産の目減りにつながるような事態を避け、長期的な資産運用を効果的に行うことで将来に向けた金融資産というストック形成を目指す必要がある。

10　特に、持続的成長企業への投資を長期的な家計資産形成につなげるためにも、直接的な株式保有や投信、年金を通じた（間接的な）投資に対する理解と行動を促すための環境づくりが重要である。

11　このため、日本企業を支える資本市場のプレイヤーとして、機関投資家（年金、保険、投資信託等）と個人投資家それぞれのインセンティブ構造を検証し、長期的な投資に

向けた方策を検討することが必要である。

5.2　【論点】 **個人投資家が短期志向化していないか。個人投資家が長期的投資家に移行し、企業の成長を長期的に応援する存在となれないか。**

【議論と現状・エビデンス】

個人投資家の視点とニーズ

01　個人が預貯金から投資へ向かうニーズが出てきている。直販型投信の代表からは、顧客の大半が自らどんな投信であるかを調べて判断した上で口座開設しており、自分で投資判断したいという意識が高い投資家のコミュニティができはじめているとの報告がなされた。また、このような個人投資家は、前述した平均的な個人の保有期間と異なり、長期的な資産形成のため長期保有する傾向が見られるとの見方も示された。

02　個人による株式投資へのニーズを考える上では、配当利回りが重要な要素を占めている。また、個人が長期投資のスタンスで企業に投資する際には、数値や足元の状況よりは、企業の方向性、ビジネスモデルそして将来への夢をいかに理解し、どのような印象を持つかが重要との指摘がある。

03　一方、インターネットの進化等により個人投資家も容易に情報を取得できるようになっている一方、ネット売買の簡便さや手数料の低さもあいまって、企業情報を分析した上での投資判断ではなく、勘や思い込み等による判断で短期売買を行う個人投資家も多くなるような傾向があるのではないかとの意見もあった。

投資信託の役割

04　国際的に見ると、対 GDP 比で見た日本の投信比率の割合は相対的に低くなっている[39]。また、現時点の日本の家計金融資産における投信比率も低い[40]が、個人投資家が企業に投資を行う第一段階として、小口資金でも分散投資が可能になる投資信託は一定の役割を果たすとの指摘がある。

05　なお、日本の投資信託が日本企業の株式等に投資している割合（資産構成における比率）は 17%程度となっている[41]。また、投資信託の中でも、手数料ビジネスにより新規ファンドを設定して乗り換えを推奨するものもあるとの指摘、また、販売手数料の

---

[39] 日本の投信残高は対 GDP 比で 12%、オーストラリアは 108%、米国は 83%。出所：投資信託協会、IMF

[40] 日本の家計金融資産に占める投資信託の割合は 4%であり、米国 12%、独 8%、仏 7%に比べて低い。出所：金融庁金融研究センター 第 1 回「金融経済教育研究会」（平成 24 年 11 月 8 日）資料 2「家計金融資産の国際比較」

[41] 投資信託の資産構成日米比較。日銀銀行統計局「資金循環統計の日米欧比較」(2013 年 10 月公表)。

上昇とパフォーマンスと連動しない固定的な運用報酬体系等の背景の下、必ずしも投信促進がそのまま企業のファンダメンタルズを評価して行う中長期投資の促進につながるとは言えないのではないかといった指摘もある。

【提言・推奨】

06 株式市場の長期投資促進のためには、長期視野の個人投資家の育成・促進も重要である。特に重点となるのは、これまで預貯金のみで金融資産を形成してきた個人であろう。前述のとおり、家計金融資産における株式・債券・投信購入比率は 8%～16%である一方、預貯金残高は常に 50%～54%となっており、その額は 800 兆円を超えている。諸外国と比較しても潜在的な投資家層は大きいと言える。

07 そういった預貯金しか知らない個人が、真っさらのまま本格的な長期投資の良さと利点を覚えることで、まったく新しい個人投資家層を形成していくことができる。すなわち、企業を長期的に応援する個人株主を育成すべきである。そのためにも、投資信託等も含む株式投資を通じて「長期投資でより良い世の中を作っていく」意識の高い個人投資家を育てていくべきである。これは未来の日本を考える上で、非常に重要な存在ではないか。また、預貯金に眠る膨大な資金量から見ても、本格的な長期投資で日本経済を活性化できる余地は大きい。

08 勘・経験で短期投資することの多い個人投資家に対する投資教育を行い、企業価値という判断基準を持って投資を行う長期投資家に育成することが必要ではないか。企業側においても、企業と株主が建設的な対話を行うような関係づくりをめざすなど、個人株主に対する取り組み姿勢を考え直す必要がある。また、証券会社など金融機関も、株式投資に関わる企業が取り組むべき CSR として「正しい投資教育」を推進する役割があるのではないか。

09 長期志向の個人投資家を増やすために、金融仲介業者は、個人の長期投資の受け皿となりうるような、長期安定リターンを志向する投資信託を組成することが求められる。企業は、個人投資家との対話を重視し、企業の経営方針等を個人投資家に分かりやすく説明することを通じて、当該企業の株式を長期に保有してくれるファンづくりに尽力することが求められる。

10 また、2014 年 1 月に始まった NISA（少額投資非課税制度）[42]が、長期投資の促進につながることが重要である。このため、非課税期間や非課税枠の拡大等の制度拡充を検討すべきとの意見もある。また、比較的「長期」という時間を活用する方法として、一定の金額で同じ対象を定期的に、例えば毎月、積み立て購入し続けるドルコスト平均法も投資手法の一つとして期待できるのではないかとの見方も示された。

---

[42] 新規に投資する上場株式や公募株式投資信託で得た配当所得や譲渡所得が非課税になる制度。最大で 500 万円が非課税枠（年間 100 万円が上限）で、投資可能期間は 2014 年から 2023 年の 10 年間、投資した年から最長 5 年間が非課税期間となっている。

5.3　【論点】
家計の金融資産形成の重要な位置を占める年金制度は、企業に対する中長期的な投資資金として機能しているか。課題は何か。

【議論と現状・エビデンス】

01　日本の年金基金における（日本企業の）株式への投資割合は、11.9%。公的年金においては 5～14%程度。企業年金においては 15.8%となっており、この比率は低下傾向を示している。

＜図１２：公的年金・企業年金の資産運用状況＞

【公的年金の資産運用状況】

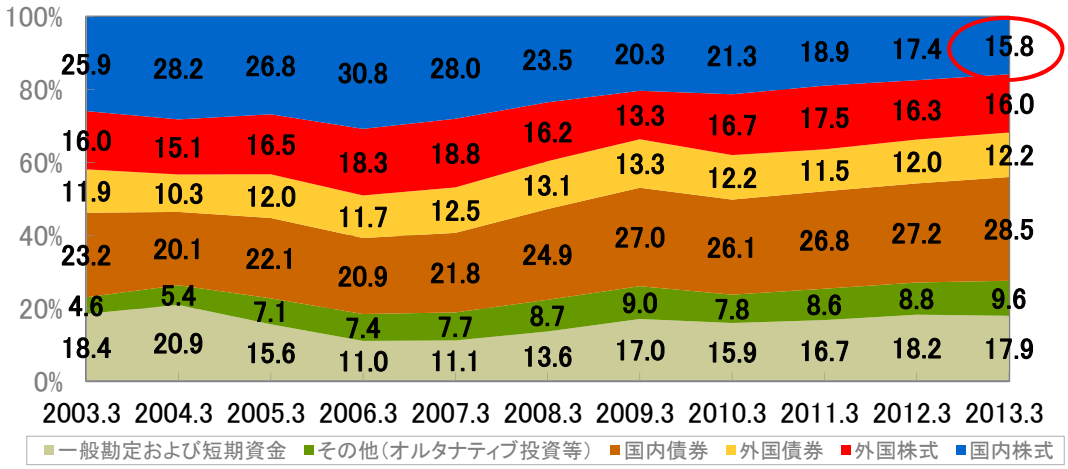
◆ 公的年金

		年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	国家公務員共済組合連合会（KKR）	地方公務員共済組合連合会	日本私立学校振興・共済事業団
総資産額（2013年3月末）		120.5兆円	7.8兆円	17.5兆円	3.6兆円
基本ポートフォリオ	国内債券	60%（±8%）	80%（±12%）	64%（±5%）	65%（±9%）
	国内株式	12%（±6%）	5%（±3%）	14%（±5%）	10%（±3%）
	外国債券	11%（±5%）	0%（+1.5%）	10%（±5%）	10%（±3%）
	外国株式	12%（±5%）	5%（±3%）	11%（±5%）	10%（±3%）
	その他	短期資産　5%	短期資産 4%（±4%） 不動産 2%（±2%） 貸付金 4%（±4%）	短期資産　1%（+3%、-1%）	短期資産　5%

※GPIFの基本ポートフォリオ変更前（平成25年6月7日変更）の構成割合は、国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%。

（出所）内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化に等に関する有識者会議報告書」（平成 25 年 11 月 20 日公表）

【企業年金（確定拠出年金除く）の資産配分推移】



（出所）企業年金連合会「資産運用実態調査結果と解説（2012 年度）」をもとにフィデリティ投信作成。

02　また、年金基金による株式投資は、リーマンショック後、「de-risking（リスク離れ）」の流れに乗ってさらに低下する傾向にあることが指摘されている。この背景として、年金運用の失敗による積立不足が企業の PL に影響を及ぼすため、経営陣の懸念に配慮した年金基金の運用が慎重な姿勢を強めている事情等が挙げられている。

03　従来の確定給付型年金制度に代わって確定拠出型年金制度が主流になった米国、英国や豪州においては、それに伴ってマス層への投資信託の普及も急速に拡大したこと、その後家計の資産配分が大きく変化し、個人の投資意識が変わったことが確認されている。[43]

04　日本においても確定給付型の年金積立不足の開示要請等の影響もあり、確定給付型から確定拠出型へのシフトが進んでいる。

05　なお、米国、英国、豪州においては確定拠出型の定着とともに、金融リテラシー向上のための政策が講じられている。たとえば、豪州では 2011 年に「国家金融リテラシー戦略」が策定されている。

【提言・推奨】

06　企業の持続的成長への重要かつ長期的な資金供給源として、また、個人の投資に対する意識・理解の醸成や資本市場の厚みを向上させるものとして、年金制度、特に確定拠出型年金制度は重要な役割を担っている。

07　このような観点から「資産保有者としての機関投資家（アセット・オーナー）」としての年金制度の運用が適切に行われ、その委託を受けたアセット・マネージャーのインセンティブ構造が受給者の利益を追求するものとなることが重要である。「『責任ある機関投資家』の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）[44]」成立を契機として、その具体的運用において機関投資家の説明責任が果たされることが期待される。

08　日本においても、欧米諸国同様、確定拠出型へのシフトが進んでいることに鑑みると、確定拠出型の使い勝手の向上が重要である。現行の確定拠出型の制度の改善点として、非課税拠出限度額や加入対象者のあり方、多様なデフォルト投資商品の選定等の論点が挙げられている。現行制度をより使いやすくするための改善や金融リテラシー向上を総合的に検討することが必要である。

---

[43]米国において貯蓄から投資へのシフトが進んだ牽引役は投資信託であり、特にマス層に投信が普及した制度要因は、個人退職年金勘定（IRA）と 401(k)と言われている。

英国では、新たな法律によりすべての従業員に適格職域プラン加入を要請。確定給付（DB）から確定拠出（DC）へのシフトが見られる。全事業主対象の政府プランとして NEST（National Employment Savings Trust）が提供され、現状 25 万人が加入している。

豪州では、確定拠出・雇用主一定拠出型の「スーパー・アニュエーション」の強制加入の導入をきっかけに、投信の規模と比率が急速に拡大。一方、4 割超の資産がデフォルト商品に投資されており、投資先進国である豪州でもプロのファンド・マネージャーが設計している商品（投信）への投資が多い。

[44] 日本版スチュワードシップ・コード
（http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html）

6　アセット・マネージャーのインセンティブ構造

6.1　【論点】
アセット・マネージャー（運用者としての機関投資家）の報酬体系が長期的な視点、あるいはパフォーマンスと関連付けられていないのではないか。我が国におけるアセット・オーナーのフィー（料率）構造や評価方法によってインセンティブ構造が歪んでいないか。

【議論と現状・エビデンス】

運用機関内の評価・報酬体系

01　国内の運用会社は、金融機関系列が中心で、ローテーション人事により資産運用業の長期経営コミットがしにくく、経営を担う者も企画や営業出身者が多い面がある。一方、欧米では CIO 等運用サイドが経営に関与することに加え、柔軟な人事配置が見られるとの指摘がある。[45]

02　アセット・マネージャーの報酬全般については、運用会社の目的と運用担当者の関心を同期化させる報酬体系にすることや、長期パフォーマンスをベースとする報酬決定方針の策定、報酬開示の義務付けが重要との意見が示された。

03　一方、バイサイド・アナリストを含む運用担当者の報酬は、既に国内外ともある程度は中長期的な視野に基づいたシステムになっている例も見られた。いわゆる「１-２-３方式」を採用し、例えばバイサイド・アナリストの評価を行う場合、当年度の賦与レーティングパフォーマンスのみならず、2 年間累積、さらに 3 年間累積のパフォーマンスも考慮する例がある。ただしどれくらいのウェイトで報酬に反映されるかは各社まちまちである。

04　また、国内系運用機関では、外資系に比べるとペイ・フォー・パフォーマンス（成果報酬型）は徹底していない傾向がみられる。ある程度パフォーマンスによって年収・ボーナスに差異があるとしても、外資系に比べるとその較差は極めて少ない。これについては、日本の経営者報酬と共通点があるのではないかとの意見もあった。

アセット・オーナーによる評価（アセット・マネージャーからの視点）

05　アセット・オーナー側のスタンスによってアセット・マネージャーの報酬システムが歪んでいないかという点では、ショートターミズム（短期志向）との関連が見られた。アセット・マネージャーがアセット・オーナー側に単年度、あるいは四半期毎のパフォーマンスによって評価（時にはもっと短期間で）されるという弊害が指摘されている。マネジャー変更までに至らないにしても、かなりこれに呼応し運用機関（バイサイド・アナリスト含む）の経営陣が評価・判断を短期的な方向に調整させる場合もある。

06　また、アセット・オーナーによる評価において、インデックスとの比較が重視される

[45] 外資系の場合、ラインマネジャーと専門職は職種による区分と考えられる傾向がある。たとえば、マネージング・ディレクター（M.D.）は幹部社員という位置づけだが、M.D.であって一セクターのベテランアナリストという場合もある。また、30 歳代の若手の調査部長は、アドミニストレーションが優れているというケースもある。

ため、個別銘柄選択よりもインデックスに偏った運用へのインセンティブが働く傾向があることも指摘されている。

【さらに検討すべき事項】

07 アセット・マネージャーの報酬水準の国内外の差に関しては、従来外資と国内系とではジョブリスクの差異で説明されることが多かったが、それは本当に合理的な理由であるかは検証する必要がある。たとえば実質的な親会社が他業種（銀行、証券、保険等）の場合、そこの報酬システムに影響を受けている面もあるのではないか。

7　アセット・オーナーの体制等

7.1　【論点】

アセット・オーナー、特に年金基金の体制や運用、アセット・マネージャーの選択等は、アセット・マネージャーによるショートターミズムを排除し、投資先企業へのエンゲージメントや長期志向の投資を促進するものとなっているか。

【議論と現状・エビデンス】

アセット・オーナーとしての年金基金の体制

01 年金基金の体制は、一般的に規模に応じた人員構成等になっている。日本の企業年金では、運用担当者が少ないケースが多いことが指摘されている。

02 年金の運用担当者には、世界的には専門的な人材が要請されている。一方、日本の年金役員や運用担当者においては、人事異動が多く、人事・労務や経理財務出身者が多いこと、運用機関出身者等が少ないとの指摘があった。

03 運用担当者の報酬については、世界的には厳しい評価体系の下、高い報酬が期待されているが、日本の運用担当理事の給与は従業員とあまり変わらず、専門職処遇にしている年金基金はわずかとの指摘がある。

年金基金の運用実態

04 一般的に、年金基金の運用者選択にはコンサルタントが介在しており、アセット・マネージャーの評価やチェック項目は標準化されている。

05 日本の企業年金基金は、多くの企業において従業員の資産形成の一助としての投資という位置づけではなく、「コストセンター」として認識されている。一方、ある海外企業に買収された企業の事例では、社内の投資検討には全てハードルレート（資本コスト）が設定されており、これは年金運用においても例外ではない。

06 本来長期視点で投資収益性を見るべき年金基金がショートターミズムに陥っている面も指摘されている。典型的な事例として、年金基金が月次の運用パフォーマンスを基準とし、四半期などの短期実績で評価していることが挙げられている。その背景には、母体企業との関係や会計上の要請があるのではないかとの指摘がなされている。

年金基金によるアセット・マネージャー評価（アセット・オーナー側の視点）

07　企業年金基金における投資先企業および運用機関の評価においては、運用実績が重視され、その他投資哲学・理念、リスク管理体制、運用プロセスや体制を見ているとの指摘がある。

08　日本の有力な年金基金（企業年金連合会）は、国内株式のアクティブ運用をバリュー、コア、グロースに区分して管理。市場は予測不可能であることを前提に、各アセットクラスのリターンの最大化に注力している。アセット・マネージャーは、定性・定量の両面で評価。定性面では、委託開始時に取り決めた運用手法との乖離や、運用機関の組織体制面をチェックしている。定量面では、1，3，5 年で運用成績を評価。パフォーマンスが悪いことのみをもって運用機関を解約はしない。

09　以前は年金基金の多くが運用機関に対して四半期ごとに運用報告を求めるケースが多かったが、日本の有力な年金基金からは、最近は半年に 1 回もしくは 1 年に 1 回程度としているケースも増えているとの指摘もあった。その意味でアセット・オーナーから運用機関に対する短期的なパフォーマンスへのプレッシャーは減ってきているのではないかとの見方もある。

【提言・推奨】

10　アセット・オーナーがマネージャーセレクションを行う際には、アセット・マネージャーの短期的なパフォーマンスだけに注目するのではなく、定性面や中長期的なパフォーマンスを総合的に評価すべきである。ただし、中長期的なパフォーマンスは日々のパフォーマンスの積み重ねであることに留意が必要である。

11　日本のアセット・オーナーの主たる役割は優秀な運用機関を見つけることであり、そうした意味で個々の企業に対する詳細なリサーチにはコミットしていない。企業とのエンゲージメントというプロセスにおいて、主導的な役割を果たすのは運用機関となろう。

12　公的年金等の巨大なアセット・オーナーは、日本の株式市場全体のリターン向上のため、アセット・マネージャーに対して、投資先企業に対するエンゲージメントの奨励、長期志向の投資、ショートターミズム排除の運営方針を求めるべきである。その際に「日本版スチュワードシップ・コード」が契機となることが期待される。ただし、費用対効果の検討も合わせて吟味することが必要である。2013 年 11 月には「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の提言がとりまとめられている。

13　欧州においては、国によっては投資判断において ESG に関して何らかの考慮をすべきと公的年金が定めている場合がある。我が国においてもその是非等を議論してはどうか。

14　日本の企業経営者や関係者が、そもそも年金運用とはどういうものなのか、ということを改めて整理することが重要である。企業年金はコストセンターであると位置づけられるのみでなく、運用パフォーマンスが年金費用やバランスシートに反映されることも自覚して、その役割を検討すべきではないか。

8　セルサイド・アナリストの役割とインセンティブ構造

8.1　【論点】
セルサイド・アナリストに対する機関投資家のニーズの変化に対応して、アナリストの活動がかなり変化し、短期志向化して本来の投資評価活動を行っていないのではないか。アナリストの社会的使命への自覚、質問力や分析力が不足しているのではないか。アナリストの育成は適切に行われているのか。

【議論と現状・エビデンス】

セルサイド・アナリストの役割

01　投資家がセルサイド・アナリストに求める機能は、意味ある、多様性に富んだ情報提供をすることで市場の効率性を高めることである。その本来的かつ公益的役割は、企業のファンダメンタルズを分析し、企業の価値評価を行うことで、資本市場の価格発見機能を果たすことである。二次的な役割として、公開企業の市場価格を分析・予想することがある。これは、長期投資の場合は本来的役割とほぼ同義だが、短期投資の場合は別のスキルや情報が必要となる。

02　企業側がセルサイド・アナリストに期待する役割としては、中立的立場から中長期的な企業分析や事業戦略に関する評価、取るべき施策の提言、中長期視点で企業と投資家の対話を促すことが挙げられた。

03　また、セルサイド・アナリストには、間接的に企業のガバナンスに影響を与える機能もあるとの見方も示された。特に投資企業への議決権行使や株式売買をガバナンスの手段とする機関投資家に比べて、企業価値評価を公開することで広範囲の影響力を持つ面があるとの指摘があった。

セルサイド・アナリストに対する評価と問題点

04　セルサイド・アナリストも様々であり、企業価値を中長期的に評価するリサーチをするアナリストや特定セクターに詳しいなど評価の高いアナリストもいるとの認識が示された。

05　一方、セルサイド・アナリストに関する全般的な問題点として、（1）短期志向（ショートターミズム）が強い、（2）中長期的なファンダメンタルズ分析が少ない、（3）企業との本質的な対話ができていないといった問題点が指摘された。

セルサイド・アナリストの短期志向化

06　セルサイド・アナリストの分析が四半期決算や業績予想に関するものに極端に偏りすぎており、イベントに基づくレポート等が増加している問題が、企業側と投資家側両方から指摘されている。

07　アナリスト側でも四半期決算の問題は認識されているが、最近の若手アナリストは、四半期決算導入前の状況を知らず、それを所与として短期サイクルで忙しく仕事をこなすこと自体を主務と思っている傾向があるのではないかとの見方が示された。IR ミーティング等において足下の業績に関する質問が多いとの指摘はそれを反映している

と言える。

08　四半期決算は一定期間の業績を把握する面はあるが、これによりアナリストが短期的・イベント的な作業に追われ、長期的な企業価値評価という基本的な職能が低下しているのではないかとの懸念が示されている。

09　また、欧米にはない日本特有の文化として、四半期毎のプレビュー・ミーティング等、企業価値と関係のない業務が増大していることが問題として指摘されている。

ファンダメンタルズ分析の不足

10　セルサイド・アナリストに対する批判として、日々の運用機関とのコミュニケーションを優先して、長期的なファンダメンタルズ分析ができていないとの指摘がある。

11　企業側からは、セルサイド・アナリストの分析や質問が足下の業績動向に限られ、開示情報をモザイク情報として把握する努力が見られず、全般の分析力が過去に比べても劣っているのではないかという意見がある。

12　セルサイド・アナリストの顧客であるグローバル機関投資家においては、従来の分析に加えて、ESG（環境・社会・ガバナンス）も調査項目の一つとなっている。海外では独立系リサーチ会社が ESG 評価を行っている例も多いが、日本にはこうした独立系の調査会社がなく、日本企業からの情報提供が少ないことと相まって調査結果における日本企業のカバレッジが低い状況になっている。

企業との本質的な対話不足

13　運用機関からは、セルサイド・アナリストに期待する役割としてリサーチよりもコーポレート・アクセスを期待するとの見方が示されている。

14　一方で、アナリストと経営者の緊張感ある対話が減少していることが指摘されている。この背景の一つとして、企業の IR 充実やインターネット普及で情報取得が容易になり、セルサイド・アナリストの情報優位性が低下していることが挙げられている。

問題の要因についての仮説

15　これらの問題の主な要因としては（１）顧客である機関投資家の要求に対するサービス提供や報酬体系のインセンティブ構造、（２）四半期開示制度、（３）人数の減少がある。その他、投資銀行業務の縮小の影響等が指摘されている。

顧客の要請がもたらすインセンティブ構造

16　セルサイド・アナリストのインセンティブ構造として、証券会社は長期的投資家よりも手数料が多く得られる短期志向の投資家にサービスを増やさざるを得ず、証券会社も短期志向になる循環に陥っているとの指摘がある。このような短期志向化の背景の一つに、手数料の自由化が挙げられている。コミッション収入の不透明性やコミッション収入の低価格競争が増加し、産業や業界を論じる「金にならないアナリスト」は必要ないとの認識が広がり、証券会社の中にもその姿勢を奨励したところもあるのではないかとの見方もある。また、こうした構造を背景に短期的にはコストセンターと

なるセルサイド・アナリストを教育する制度が弱くなっているとの指摘もなされた。

17 アナリストの報酬体系は、証券会社によっても異なるが、主に①顧客によるブローカー評価、②社内の定量・定性評価（アナリストの貢献度等）であり、収入の多い顧客へのサービス（短期的情報やコーポレートアクセス等）が重視される傾向が助長されやすいとの指摘がある。

18 セルサイド・アナリストに対する機関投資家のニーズの変化に関して、証券会社によっては（資産規模は小さいが売買回転率と手数料率が高い）ヘッジファンド等の投資機関によるコミッションウエイトが増えてきており（ある会社では全リサーチコミッションの 40%～50%）それが上記の傾向に拍車をかけている面がある。米国の有力アナリスト評価機関においてはヘッジファンドによるアナリスト・ランキングも公表されており、それが短期的な評価につながっているとの指摘もある。

19 また、コミッションが主たる収入源になる中、売買量を増やすインセンティブが働きやすい構造になっている。これとともに「売り（セル）」のレーティングを付けるアナリストに対する企業側の拒否感やレーティング判断の妥当性に対する企業側の不信感等に影響を受けて、アナリストが保有（ホールド）ではなく売買（「バイ」か「セル」）を推奨する傾向が指摘された。

四半期開示と業績予想の弊害

20 既に述べたように四半期開示の導入により、四半期決算のフォローに忙殺されたことが、経営者との対話や中長期的な企業価値評価に十分な時間を割けなくなった主な原因の一つとして認識されている。

21 加えて、新聞が決算発表直前に業績見通しを発表することが挙げられている。予測に対する着地見込が記載され、それが結果として企業の公表数値と一致するような場合、セルサイド・アナリストとしても情報の入手が遅くならないよう業績の上振れ下振れに強い注意を払う事態となっている面が指摘されている。

22 また、四半期開示によりクワイエット・ピリオドが倍になったことで企業との対話が減少しているとの指摘もあった[46]。

アナリスト数の減少がもたらす質の低下

23 セルサイド・アナリストに関わる問題の要因として、海外と比べアナリストの数そのものが少ないとの指摘がなされた。人員減少により、カバーされる上場企業が減少するとともに、アナリスト一人当たりの担当企業数が増加。労働時間の長期化が、創造性低下につながりリサーチの質低下をもたらしているのではないかとの指摘もあった。

[46] 四半期決算期末から開示までの期間。未公表情報漏えいのリスクを排除するために、企業は投資家との接触を制限することが多い。

＜図１３：国内のセルサイド・アナリストのカバレッジ状況[47]＞

担当アナリスト数	社数		延べ人数		時価総額（10 億円）		
	社	%	人	%	平均	合計	%
0 人	512	30.8	0	0.0	11.0	5,630	2.1
1～3 人	554	33.3	918	12.5	46.1	25,516	9.7
4～6 人	180	10.8	871	11.9	88.7	15,970	6.0
7～10 人	160	9.6	1,318	18.0	153.9	24,616	9.3
11～15 人	107	6.4	1,360	18.5	335.7	35,919	13.6
15～27 人	151	9.1	2,875	39.2	1,036.6	156,521	59.2
合計	1,664	100.0	7,342	100.0	-	264,173	100.0

注：Bloomberg の"TOT ANR REC"機能を用いて、東証１部上場企業について、何人のアナリストがカバーしているかを集計
東証１部上場企業数は、TOPIX 構成銘柄として、データ取得時点（2011 年 1 月 20 日）で Bloomberg より取得できた銘柄数で、東証ホームページで公表されている社数とは、若干の差異がある。

出所：Bloomberg のデータを基に、みずほ証券経営調査部

投資銀行業務支援の縮小

24　その他の要因として、アナリストの投資銀行業務支援が縮小したことによる影響が挙げられている。米国ではエンロン事件などによりアナリストと投資銀行部門との分離業務の義務化され、日本でも 2004 年 6 月の倫理規定改定で投資銀行案件へのアナリスト関与が禁止されることとなり、その結果アナリストと経営者の経営戦略に関する対話が減少したとの見方もある。

【提言・推奨】

25　セルサイド・アナリストの企業評価能力の向上や短期志向化の改善に向けて、欧米で広がっている CSA（コミッション・シェアリング・アレンジメント）も検討に値しよう。従来、機関投資家は証券会社のリサーチに対する対価を、売買執行の対価と合わせて支払っていたが、年金基金のコストの透明性を図る等の観点から、コミッションにおけるリサーチと売買執行を「アンバンドリング」し、リサーチに対する対価を別建てで支払う CSA の利用が欧米で増加している。リサーチの対価がより厳密に測定されることで、リサーチの質・量の向上が期待されるとともに、独立アナリスト会社の発展を促す可能性もある。

26　また、四半期開示や業績予想等の開示制度がセルサイド・アナリストの行動に影響を与えているとの指摘も考慮して、望ましい開示のあり方や情報の受け止め方について検討することが重要である。

27　セルサイド・アナリストが、企業のファンダメンタルズを詳しく分析し、企業価値評価や長期的な将来予測を行う上で、企業との十分な対話を通じた「深い分析レポート

[47] 熊谷　五郎[2012]「東証・業績予想開示実務に関する見直し」資本市場リサーチ Vol.22

（in-depth report）」を書くことが重要である。このレポートを基に機関投資家と中長期的な投資アイディアについて対話を進める中でアナリストの本質的な役割が問われる。「in-depth report」を通じて企業価値を評価するインセンティブを高めるようなビジネスモデルを業界全体で構築していくことが必要であろう。一流のアナリストはこのような中でこそ育つことを再認識すべきである。

28 その中で、米国等のファンダメンタルズ・リサーチに顕著なように、投資格付けの分布（推奨に偏りはないか等）、業績予想の詳細、投資格付けを賦与した根拠等も含むレポートとなることが、企業を長期的な観点から捉え、企業との建設的な対話を深める上でも重要である。

9　投資家の短期志向（ショートターミズム）化

9.1　【論点】

近年、株式市場の短期化現象が見られる。欧米では投資コミュニティにおける短期志向（ショートターミズム）が企業の意思決定や投資行動の短期志向化等の悪影響をもたらしているとの問題提起がなされている。（英国「ケイ報告」等）

日本でも同様の事態が起こっているのではないか。本来、資本市場には異なる時間軸の投資家による多様性が必要だが、長期的であるべき投資家も含めて短期志向に偏るインセンティブが働いているのではないか。

【議論と現状・エビデンス】

株式市場の変化を示す現象

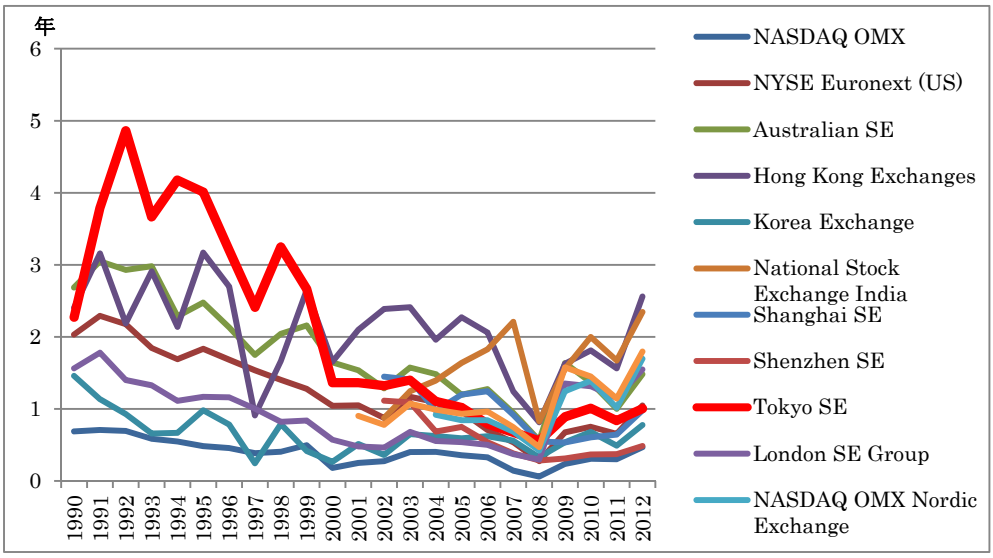
01 資本市場における変化を示す現象として、株式保有期間が短期化（売買回転率が上昇）している傾向と市場が資金調達市場から取引（売買）市場へ移行し、取引量が劇的に増大していることがある。

02 世界の主要な株式市場における平均株式保有年数は短期化する傾向（売買回転率が上昇）にある【図１４】。特に、日米英の株式保有期間は過去数十年間にわたり劇的に短縮化している[48][49]。

[48] 日米英の株式市場において、米国は 1940 年代 14 年→2000 年代 1 年、英国は 1960 年代 8 年→2000 年代 1 年未満、日本は 1990 年代半ば 4 年→2000 年代 1 年未満に保有期間が短縮化している。出所：Haldane, A.G, “Patience and Finance,” Oxford China Business Forum, Oct,2010

[49] 日本の 90 年代半ばは、バブル崩壊後の株価下落時において売買や IPO、増資が抑制されていた時期であり、この時期の売買回転率を基準にすることは必ずしも適切でないとの見方もある。

＜図１４：主要市場の平均株式保有年数＞



注）年末時価総額を年間売買高で割った近似値。

（出所）World Federation of Exchanges より一橋大学 円谷准教授作成。

ショートターミズム（短期志向）をめぐる論点

03　ショートターミズム（短期志向）は必ずしも株式保有期間が短いことを意味するわけではない。特に市場の売買回転率で見た場合、中長期志向の投資家による売買と短期のさや取りを通じて市場に流動性を供給しているトレーダー売買の両方が含まれており、必ずしも投資家の短期志向の強さを判定する指標とは言えない。

04　したがって、ショートターミズムを考えるうえでは、単に期間のみでなく、その投資家が何を見て判断や売買を行っているかが重要である。

05　例えば、ショートターミズムの投資家が取引を行う際には、過度に短期的な業績数値や（企業の価値創造に関係なく）株価の動きや方向感等のみに着目する。典型的な手法として、膨大なデータに基づく短期売買プログラムがある。

06　また、ショートターミズム的アプローチを取る投資家・アナリストは、①セルサイド・アナリストの決算数値予測、②新製品等のニュースフロー、③市場の噂、④セルサイドのレーティングの動き等を見る。企業のファンダメンタルズに関する詳細な分析を行うことなく投機的行動をするのがショートターミズムと言える。

07　ショートターミズムを考える際のもう一つの重要な視点は、真に投資を目的とする「投資家（Investor）」と売買あるいは投機を目的とする「トレーダー（Trader）」を分けるべきということである。「トレーダー」は本来的に短期志向である一方、「投資家」の視野は目的とする期間に応じて様々である。

08　なお、ショートターミズムと流動性は、直接には結びつかない。本来、流動性は多様性があることで生まれる。これは、時間軸のみならず企業に対する目の付け所の多様性を含む。流動性と安定性という観点では、情報の流通速度が速くなったことで、情

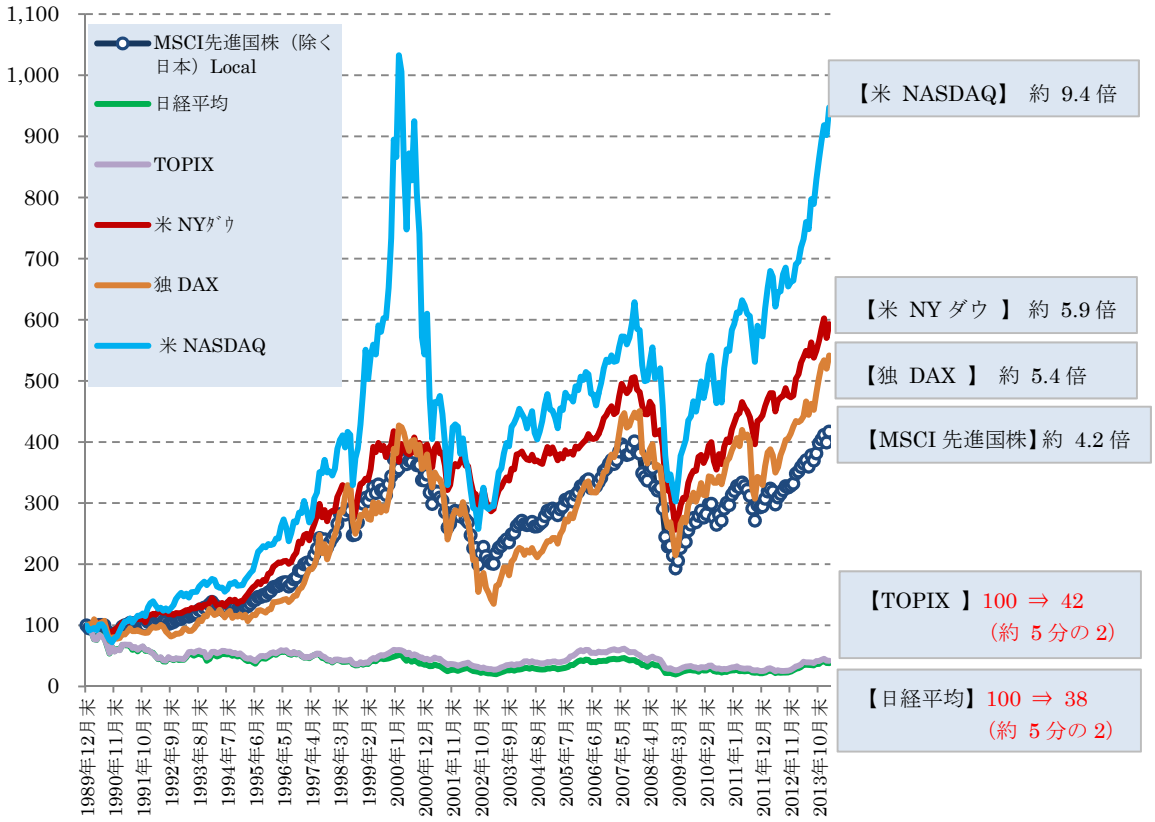
報が入るたびに投資行動に反映させることが、ショートターミズムと見られる面もある。

投資コミュニティにおける短期志向化の背景

09　第一に、日本において他国と比べ短期志向が流行る理由は、それが経済合理性に合致した面がある。長期にわたり、日本では株価上昇期待が薄く、そのようなマーケットでリターンを最大化するには短期売買が合理的との判断が一つの背景としてあった。事実、下図のとおり、過去 25 年における代表的な株価指数の累積リターンを見ると、日本の指標は低い水準となっている。リーマンショック以降（2008 年 9 月～）で見ると、日本は他国に比べ株価の戻りが遅かったことが指摘されている。

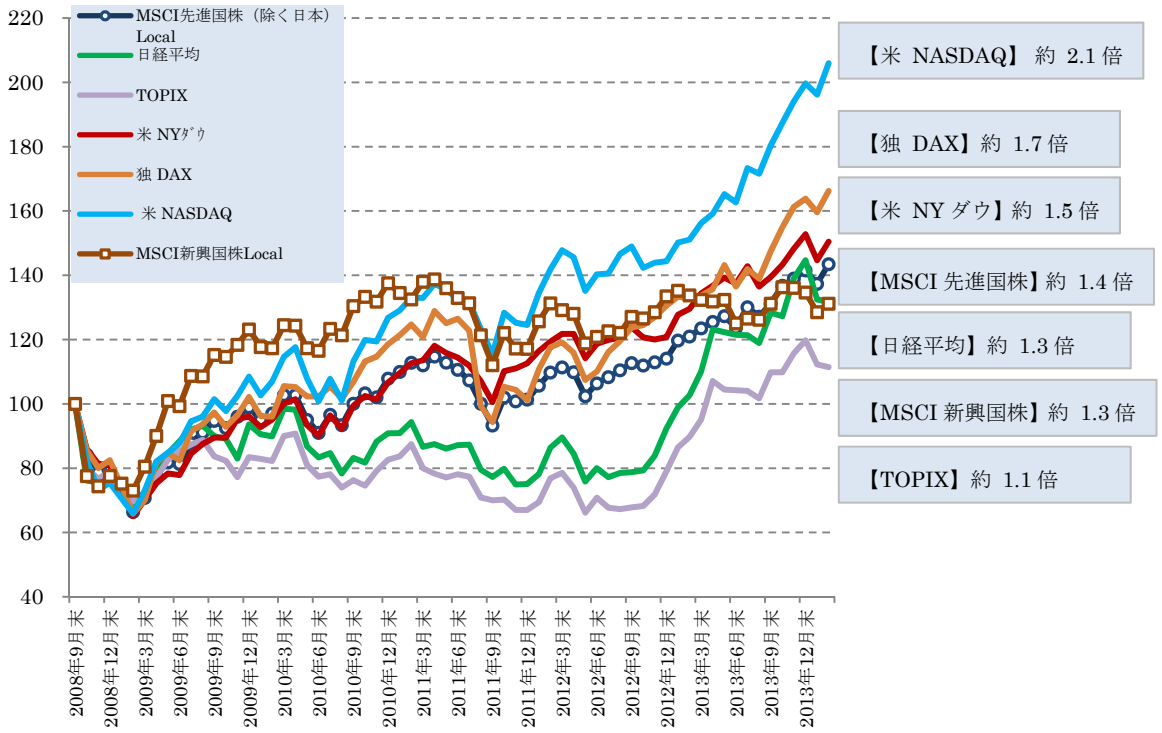
＜図１５：代表的な株価指数の累積リターン＞

【過去 25 年間（1989 年末～2014 年 2 月末）】　※ 1989 年 12 月末を 100 とし指数化



（出所）Bloomberg のデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

【リーマンショック以降（2008 年 9 月末～2014 年 2 月末）】　※ 2008 年 9 月末を 100 とし指数化



（出所）Bloomberg のデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

10　第二に、前述したように、投資コミュニティにおいて、アセット・マネージャー、アセット・オーナー、セルサイド・アナリストの間で短期志向化を促すインセンティブが強く働いていることがある。

11　第三に、投資家が長期的な投資判断をするための材料が企業側から効果的に提示されていないことがある。機関投資家としては、長期的な企業価値向上の方法を明確に説明する企業に対しては、長期的な見方をすることができる。一方で、そのような情報がない企業に対しては、仕方なく短期的な収益を見ざるを得ない。短期的な株価変動がある中で、ファンダメンタルズを示す長期的な成長に向けた傾向が理解できない状態では、ショートターミズムに偏らざるを得ないとの指摘がある。

12　第四に、ショートターミズムを助長し得る制度的な仕組みがある。たとえば、比較的安い株式手数料で高速売買できるインフラが整備されたことで、証券会社に回転売買のボリュームを増加させて収益を上げるインセンティブが働いているとの指摘がある。また、四半期開示制度も業績・計画の進捗確認という目的を超えて、セルサイド・アナリストや投資コミュニティの短期主義的行動の契機となっている面がある。

【提言・推奨】

13　長期投資を促すには、まずもって長期的に株価が上がるという期待を持たせることが必要である。株価が高まらないため、取引が短期売買に偏る側面もある。この状況を改善せず、闇雲に長期投資ということは意味がないだろう。右肩上がりの投資対象が数多く出てくれば、それらを選別的に選ぶ投資が可能となる。

14　持続的成長企業への投資を中長期的な家計資産形成につなげるための環境づくりも重要である。このため、日本企業を支える資本市場のプレイヤーについて、本プロジェクトで明らかになった機関投資家（年金、保険、投資信託等）と個人投資家それぞれのインセンティブ構造や課題を基に、本報告の提案やこれまでの様々な場での検討を「インベストメント・チェーン[50]」全体の最適化という観点から包括的に捉え、中長期的な投資に向けたインセンティブへの転換を図ることが必要である。

たとえば、機関投資家（特に年金基金等のアセット・オーナー）の体制強化のための人材確保やネットワーク強化、アセット・マネージャーやアナリストにおける過度に短期志向に偏るインセンティブ構造の是正や適切な企業価値の促進等長期投資を行うプレイヤーの層が厚くなるような方策を検討・実施することが重要である。

15　個々の日本企業にとって、当該企業を良く理解し、当該企業を支援するような長期志向の投資家を惹きつけることは重要な課題である。経営者が、投資家目線で、自らの言葉で当該企業の将来像を語り、戦略や方針を着実に実行していくことが長期志向の株主を惹きつけることに繋がる。このため、短期的・定型的な開示に多大の労力をかけるのではなく、投資家向けに経営者が持続的成長のためのストーリーを過去・現在・未来で語ることが重要である。統合報告に向けた取り組みはそのための有効な手段の一つになり得ると考えられる。

16　資本市場には長期的な投資家だけではなく、中期的な投資家、短期的な投資家など多様な投資家が存在することが重要である。こうした多様な運用期間の参加者がそれぞれ異なる株価評価に基づき市場に参加した結果、株式需給が一致し、市場にて株価が決定される。これは短期的な株価形成の意味合いでもある。一方で、中長期的視点としては、年金などの中長期資金の出し手（投資家）が、優れた事業ポートフォリオ、差別化要因、そして経営力を保有し、中長期的に持続可能な利益成長を実現できる企業に選別投資することにより、企業の選別淘汰を促進し、優れた企業の企業価値が資本市場の機能を通じてより高くなることで、企業全体の経営力や経済価値が向上することが期待される。したがって、投資家の多様性を前提とした上で、投資家の長期的な視野と経営者の長期の視野とが合っていくことが重要である。

---

[50] 資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり

10 経営の短期志向化

10.1 【論点】
国内外の投資コミュニティが短期志向化する中、企業経営も短期志向化しているか。また、企業が中長期的な戦略を策定・実行する上で、投資家等の短期志向化が阻害要因になっていないか。

【議論と現状・エビデンス】

内外における経営短期化のエビデンス

01 欧米においては、投資家の短期志向化が経営の短期志向に影響をもたらすといった議論がある。例えば、四半期業績などによりアセット・マネージャーが短期的な業績に目を向けざるを得ない状態であることが企業経営者の短期志向の一因になっているとの指摘や、このような短期志向を回避するための方策について、さまざまな経営学の泰斗から提言が出されている[51]。

企業経営の短期志向化は限定的との認識

02 日本企業のショートターミズムについては、資本市場の短期志向化による影響はみられない、あるいは影響があるとしても限定的であるという見解が多い。

03 たとえば、日本企業の投資キャッシュフローの水準を見ると、資本市場の短期志向化の影響により投資水準が他国と比較して減衰している傾向は見られない。研究開発投資も含め、一定程度の投資は行われていることが確認されている。

04 したがって、特に企業側においては、経営においてショートターミズムが阻害要因となっているとは、必ずしも認識されていない。企業側からは、経営姿勢がショートターミズムに陥っていなければ右往左往する必要はないとの意見が示された。

企業経営に与える投資家の影響と時間軸の違い

05 日本企業の経営者が投資家等の短期志向の影響を受けていない背景として、欧米と比べて株主が経営者に影響を与える程度が小さいことが指摘されている。日本の経営者は、一般的に顧客が最も経営に影響を与えていると考えており、投資家の影響力は相対的に低いとの認識がある。

06 この傾向は、特に企業経営者と投資家との時間軸に対する認識の違いがもたらしているとの指摘がある[52]。この違いには二つの側面がある。

07 第一に、投資家と企業の時間軸が本質的に異なるということである。資本市場のポートフォリオの入れ替えは短期間で可能であるのに対して、顧客への継続的な価値提案を基本とする企業の持続的成長を目的とした事業ポートフォリオの入替え（買収、売

[51] Hayes and Abernathy[1980]、Porter[1992]、Drucker[1993]、Albert, Zaheer, and Zaheer[2000]、Rappaport[2011]等。

[52] 経済産業省 企業報告ラボ[2013]「持続的な企業価値創造のための IR/コミュニケーション戦略実態調査」

却、撤退）には年単位の時間が必要となる。株式市場は本来そのような時間軸の違いにより成立している面もある。

08 第二に、企業と投資家の対話が十分でないこと等に起因する理解や認識の違いである。本質的に時間軸が違うべきものについて、双方が同じであるべきと主張すること、たとえば、企業が設備投資の回収期間と同じ期間の株式保有期間を投資家に求めたり、投資家が短期的な利益を上げるために企業に同様の行動を求めること等が問題となりうる。

市場の短期化が企業経営に与えうる影響

09 一方で、日本企業がショートターミズムの影響を受けている可能性がある現象も確認されている。例えば、研究開発投資等の大型投資案件が短期的な利益調整のために先送りになるケースや減益・減配を懸念する投資家の意向が株価に対してネガティブに作用するリスクを避けるため利益確保のために投資を次期以降に先送りにするケース等が報告されている。実証研究でも、銀行による持株比率もしくは銀行からの借入が多い企業は、業績動向が厳しい局面時に研究開発投資を削減する傾向があることが確認されている[53]。

10 また、投資家コミュニティにおける短期志向と相まって、日本企業のショートターミズムに影響を与えている可能性があるものとして、四半期開示と減損処理が挙げられた。

11 四半期開示については、企業が長期的な方向性の進捗状況を把握するため短期的な社内確認を実施する手段として有益な側面も指摘されている。

12 一方、特にセルサイド・アナリスト等への影響は前述したとおりであり、企業と中長期投資家が中長期的な戦略にとって単独の四半期業績開示の意義は薄いと認識している場合であっても、情報を開示する以上は経営者も説明責任を意識するためその影響を受けるとの指摘もある。

13 また、業績予想についても、四半期等短期の業績が企業価値（将来のキャッシュフロー等）に与える影響は微少であるにも関わらず、発表する予想数値への対応や修正に伴うコスト、影響は非常に大きい。例えばのれんや保有資産の減損の有無が注目されるケースが増えている。減損の金額が大きいと業績への影響が大きく、株価が急落することもあるからだ。こうした中で、企業は将来の見積もりについて、適時・適切な開示という目的にそって監査法人と議論する重みが増している。アナリストや投資家も減損リスクを警戒するあまり、長期的な視点が失われていないかを常に意識する必要がある。

日本企業は長期を見据えた経営を行っているのか

14 日本企業が資本市場の短期化の影響を受けて短期志向化している傾向は見られない、あるいはその影響は限定的であるという一般的な認識が示されている。他方、日本企

---

[53] 出典：野間幹晴[2009]「研究開発投資とアナリスト・カバレッジーベンチマーク達成のための近視眼的行動は起きているか？」『会計・監査ジャーナル 』No,643 FEB.2009

業が長期を見据えた経営をしているとは必ずしも理解されていない可能性もある。たとえば、日本企業には中期経営計画を開示する慣習がある一方、その達成度合が低いこと、逆に経営者がその達成度合で評価されるとの観念が強い場合には、その計画よりも長期的な視野を持った経営をしにくいのではないかとの指摘もある。また、経営者の数年単位での交代も、十数年先を見据えた長期投資を躊躇するインセンティブになっているのではないかと判断されている可能性もある。

11 持続的成長に向けた企業開示のあり方

11.1 【論点】
質の高い情報開示は資本市場からの高い評価を獲得し、その結果として資本コストが低下することが知られている。日本の現行開示制度は、企業と投資家との対話を促進するものとなっているか。また、投資家あるいは企業のショートターミズムに影響を与えているのだろうか。

【議論と現状・エビデンス】

投資家から見た日本企業の開示全般の印象

01 特に投資家からの意見として、全体的に日本企業の開示情報は改善し、充実してきているが、より中長期的な経営戦略・ビジネスモデルに関する情報があると望ましいとの声がある。一方、海外の企業は自社が重要と思う KPI で説明をしているが、日本企業は自社をどう見て欲しいのかが伝わりにくいとの指摘があった。

02 グローバルの長期投資家が開示を求めるのは5W1Hの中でWhy(なぜそう考えるのか)と How（どうやってそれを達成するのか）だが、日本企業の説明は What（何をするか）に重点が置かれているとの指摘もなされた。

現行制度開示の重複感

03 現行開示制度の課題として、現行の開示制度間の情報の内容・タイミングの重複感などが指摘され、横断的な見直しが必要との意見も検討の過程で出された。

四半期開示制度をめぐる議論

04 現行開示におけるもう一つの大きな論点として、四半期開示（特に言及がない限り、金融商品取引法（金商法）に基づく四半期報告書の開示と上場規定に基づく四半期決算短信の双方を指す）制度のあり方について議論が行われた。

05 第一に、四半期決算の重要性は業種により異なる。例えば、季節変動が大きい業種等では四半期業績の意味が薄い。また、企業のリズム（開発速度、製品ライフサイクル）は企業毎に異なり、一律に四半期開示を求めることは適切ではないとの認識が示された。一方、開示を義務づけるかどうかは別として、企業側及び投資家側から長期的な方向性の進捗状況を確認するため四半期で業績を把握することは意味があるとの見方

や企業として財務会計と管理会計とを関連付けられる面もあるとの意見もあった。

06 第二に、四半期開示は負担が大きいとの意見がある。特に四半期報告書と四半期決算短信というほぼ同じ時期に二種類の書類があることが、投資家においても企業にとっても有用ではないとの見解が示された。

07 第三に、日本では四半期決算の開示に時間がかかるため、投資家と企業が対話できない期間が長くなるという問題も指摘されている。金商法上の四半期報告書は 45 日以内に提出が求められている。一方、四半期決算短信には明示的な期限は無いが、実際は、決算後約一ヶ月後に出されている。一方、米国では決算から二週間後に開示されているとの指摘もあった。

08 第四に、四半期開示制度によって投資家と企業との議論が短期的な方向になっている可能性を否定できない。つまり、短期的な投資家が増える中で、こうした投資家との対話を企業が四半期毎に行っていると、企業が投資家のショートターミズムの影響を受ける可能性がある。この場合、四半期開示がショートターミズムの誘因となっているという「意図せざる結果」を招いている可能性がある。

09 第五に、四半期開示制度導入の結果、市場の行動パターンが変わったという意見がある。三ヶ月サイクルで、プレビュー取材・決算発表・レビュー取材のセットが繰り返され、短期的な数値情報のやり取りが多くなってきている。セルサイド・アナリストは四半期決算毎に取材することが多いものの、サービスで投資家を同伴する場合も多く、アナリストと企業の密な大所高所の議論が減少しているという懸念もある。これに関連して、特に日本特有のセルサイド・アナリストのよる四半期ごとのプレビューや新聞等の予測記事が、企業と投資家双方にとってノイズとして悪影響を与えている懸念が示された。

10 海外に目を転じると、欧州では、我が国や米国のような四半期報告書制度ではなく、「透明性指令」によって「期中経営報告（Interim Management Statement）」の提出が義務付けられていた[54]。これに関し、英国「ケイ報告（2012 年 7 月）」では、期中経営報告の義務づけを廃止すべき旨が提言された。その後、EU においては、2013 年 11 月に「透明性指令」が改正され、多くの中小企業にとって著しい負担である一方、投資家保護目的としては必要ないこと、短期的業績指向を促進し長期的投資を妨げることを背景に、2015 年 11 月以降から期中経営報告の義務が廃止され、原則として各国が財務情報を年度及び半期より頻繁に公表する義務（上乗せ規制）を課すべきでないとされている。

業績予想制度と修正報告義務

11 日本の業績予想制度は、ユニークな制度である。「決算短信・四半期決算短信の作成要領等」（東京証券取引所）の中で、将来予測情報の積極的な開示が要請されており、「売

[54] 現行指令では、EU 規制市場において株式発行している企業は、年度と半期の財務報告に加え、「期中経営報告」として、上期と下期に発生した重要事象や取引とその影響、会社の財政状態や業績全般について各期中（期首の 10 週間後～期末の 6 週間前まで）に開示が求められる（財務諸表は求められない）。また、期中経営報告は、各国の法制度や取引所規則に則って、あるいは企業が任意に四半期財務報告を開示している場合は要求されない。

上高」、「営業利益」、「経常利益」、「当期純利益」の予想値を開示する形式が広く採用されている[55]。欧米でも、将来予測情報を開示している例は多い。しかし、項目については、「売上高」、「EPS」、「EBITDA」、「フリーキャシュフロー」、「資本的支出」などの中から何れかを開示している場合が多く、多様性を有している。また、米国ではレンジ情報として開示する場合が多いのも特徴である。

12 業績予想については、予想から乖離した場合に修正報告する義務がある。年間予想は必ずしも開示する必要はないが、開示しない場合には昨年実績から乖離した場合の開示（適時開示）義務があり、実務上は年間予想を開示しないことへの忌避感もある。

13 将来予測情報は、企業と投資家との情報ギャップを埋めることを目的とする点で共通している。日本の状況をみると、多くの企業でカバーするアナリストの数が少ないという現状の中、形成されるコンセンサスが企業の出す予想数値に左右される傾向にある。また、この数年の傾向として、四半期業績の予想値に注目する動きが強まっている。四半期業績の予想は、上場企業が自ら将来情報として出す場合は極めて限定的で、セルサイド・アナリストが独自に予想値を作成するものが大半である。四半期決算が発表される毎に、この予想値を基に形成されるコンセンサスとの差異や通期の見通しに対する進捗率などの議論に重点が置かれることにより、企業と投資家の中長期の視野を持った対話が阻害されている可能性は否定できない。

【提言・推奨】

14 企業の情報開示は、投資家が中長期的な企業の価値創造を評価するために有益な情報が適切に提供されるものになるよう転換することが必要である。短期的な業績のみに偏ることなく、非財務情報も含めた企業の現状や将来の価値創造に向けたプロセスを評価するための統合的な報告が求められる。

15 そのための第一歩として、金融商品取引法、会社法、証券取引所規則の下での情報開示等について、投資家にとっても有益な一体的・統合的な開示を行うための実務上の対応等の検討を行うべきである。

16 四半期開示制度と業績予想制度は賛否両論があり、いずれの側面からも公平・客観的に議論すべきである。ただ、結果として、特に四半期開示制度によって企業と投資家の議論が短期的な方向に陥っている面があることが指摘されている。一部の投資家が四半期情報を過大評価し、四半期実績の通期計画に対する進捗率などに過剰反応している例が散見され、これは是正されるべきである。

17 たとえば、上記で示されたプレビューにおける問題については、フェアディスクロージャーの観点から、機関投資家等に IR 資料（個別説明会資料や海外 IR 用資料等）において発表している数値をファイリング（証券取引所への適時開示）する方法が考えられる。この点に関し、研究開発説明会資料等についても開催時間前に東証にファイリングを行っている企業の例が示された。これらは開示制度の「意図せざる結果」であり、こうした誘発された事態のみをもって制度の変更を短兵急に実施することは賢

[55] 業績予想制度については、2011 年 7 月「上場会社における業績予想開示の在り方に関する研究会報告書」の提言及び同年 10 月の上場制度整備懇談会における検討を受けて、柔軟な開示様式を定めるなどの改正がなされている。

明ではない。海外における動きを参照しつつ、企業及び投資家にとっての費用対効果、持続的成長に向けた投資家と企業の対話促進、市場プレイヤーの行動に与える影響といった多角的な観点から最も適切な制度のあり方を真剣に検討すべきである。

18 また、ショートターミズムに陥ることを回避するため、投資家やアナリストが四半期業績に関する質疑に集中することを抑制し、過剰反応することなく、中長期的な展望との関係で企業と議論・対話すべきである。その意味で、企業側もIRに工夫を凝らすとともに、統合報告等による企業価値創造のストーリーとの関連付けを強く意識すべきであろう。

11.2 【論点】
企業と投資家との中長期的な視点からの対話を促進するために必要な開示はどのようなものか。

【議論と現状・エビデンス】

財務経営指標の開示

01 前述のとおり、投資家と企業の対話において、投資家側は、ROI や投下資本利益率、ROE 等の財務経営指標が示されつつ、それらがどのように規律として活かされ、中長期的な企業価値向上につながるのかについて関心を持っている。

02 その中でも、企業が資本コストについての考え方を開示し、それに対して投資家がどう考えるかという対話を促進することを重視している。

03 ある企業では、ROIC を中期経営計画における目標値として示した上で、事業部門別にどのような形で落としていくかロジック・ツリーを使って説明している。また、別の企業では、累積キャッシュフローの総額を用いて配当とともに成長投資の成果を示すために、営業キャッシュフローやフリーキャッシュフローの増加を示しながら投資家との対話を図っている。

戦略の開示

04 投資家側は、企業の中長期の戦略シナリオやビジネスモデル、企業価値向上に向けたストーリーが示されることを重視している。一方、企業側からは、投資家・株主にとっての有益な戦略情報は、同業他社にとっても有益な戦略情報となること、製造業では先行者が1年で追いつかれることもあり、戦略を早めに開示した場合に、自社の競争優位性が失われる懸念もある。

05 一方、こうした戦略開示で競争優位性を失うという議論は、むしろ戦術レベルの話である可能性もあるとの見方もある。重要なことは、企業が示すストーリーの中にビジネスモデルが落とし込まれているかという点である。その状況で、競争上不利になるために企業が開示しないことは投資家にとっても問題なく、必要があれば自ら独自の調査を行うことで対応しているとの指摘があった。

リスク開示

06　リスク開示は投資家にとって有用な情報である。リスクへの対応について方向性が示されれば、企業の土台や中長期経営に関する対話のきっかけとなる。一方、有価証券報告書上のリスク記載は全体として横並びだが、投資家からは企業ごとに独自の記載が望まれている。

07　これに関し、ある企業では、平時の多面的情報開示として統合報告を作成している。また、有事の際（不祥事、震災等）に株価の戻りが早いという想定の下、平時からリスク情報を開示している。

08　一方、有価証券報告書等のリスク開示では、訴訟の際に問題にならないよう具体的に絞り込まず汎用的な記載にするインセンティブが働くとの指摘もあった。これに関し、会社特有の課題を開示する場合、リスク情報としてではなく、別途 ESG 対話という観点で記載・開示することで対話が進む面もある。

ガバナンス、ESG 情報の開示

09　日本企業の ESG 情報開示は、国際的にも高い水準との評価があり、CSR 等いくつかの観点でベストプラクティスとされている。一方、それらが長期的な業績にどのように影響するかの説明が必要との指摘もある。また、ESG の中でも環境や社会への取り組みが多く、ガバナンスに関する情報充実を求める声もある。

10　海外投資家の国際組織（ACGA）からは、ガバナンスの開示を改善すべき点として、株主総会における取締役および監査役候補者の経歴、その候補者の選定理由とどのような貢献を期待しているのか、取締役の研修状況等が挙げられている。

中期経営計画の開示

11　日本企業の多くが中期経営計画を策定している。海外投資家も含め、日本企業が中期計画を作成・開示することに対して、長期的な視点で対話を行うための土台として有益との評価がある。

12　一方、内容として財務面での将来像や資金調達予想等が含まれるべきとの指摘がある。中期経営計画での公表が望ましい数値目標として、投資家が要望する一方、企業の実施が低い指標として、ROE や配当性向、総還元性向が挙げられている。（図 16）また、単純に右肩上がりの計画を示していることが多いため、バイサイド・アナリストとしては、3～5 年後の企業の姿を議論するための資料としては使いづらいとの指摘もあった。

＜図１６：中期経営計画での公表が望ましい数値目標＞

	投資家が要望		企業が実施
ROE	90.8	＞	35.8
配当性向	52.9	＞	21.8
利益額・利益の伸び率	37.9	＜	62.7
総還元性向	37.9	＞	3.2
売上高利益率	27.6	＜	48.0
FCF	27.6	＞	7.1
ROA	23.0	＞	17.9
ROIC	23.0	＞	2.7
売上高・売上高の伸び率	21.8	＜	60.0
資本コスト（WACC等）	20.7	＞	0.2

※投資家の回答の多い項目順、上位10項目、複数回答可 （単位）%

注）上場企業 1,129 社（うち回答社数 575 社）、機関投資家 158 社（うち回答社数 87 社）を対象としたアンケート調査

（出所）平成 25 年度　生命保険協会調査　株式価値向上に向けた取り組みについて

13　さらに中期経営計画で提示された目標の達成度合が低いとの調査もあり[56]、計画実行力への信頼感が薄いことも指摘されている。

【提言・推奨】

14　企業と投資家が中長期的な視点から対話を深め、企業価値を高めるためには、非財務情報も含む中長期的な情報開示が必要である。その際、企業戦略やリスク情報、ガバナンス等 ESG 情報を資本コストや投資収益率等の財務・経営指標と関連づけて伝えることが重要である。

15　投資家情報が中長期戦略を投資家・アナリストと対話するための議論の材料を統合報告の形で開示することも有益である。ある企業からは、統合報告により、投資家が普段意識していない部分（社員教育の理念等）や「見えない資産（人財、ブランド、技術等）」も説明することが重要との見方が示された。

16　一方、統合報告についてもいくつかの論点がある。一つは、投資家等との緊張感ある対話を念頭に置いた内容でなければ、統合 PR 書になる可能性があることである。統合報告で開示する事項の信頼性をどの程度どのように担保すべきかも重要な論点である。たとえば、非財務情報を開示した場合、公約として受け止められる可能性がある点が挙げられた。特に不確実な将来情報を開示した場合、法的責任がどの程度求められるか明確にする必要が出てくるかもしれない。いずれにせよ、統合報告により中長期的な対話が促進される可能性はあるが、たとえば統合報告書等の表現物（文書）の作成にとどまることなく、様々な手段を活用して投資家等との中長期的な対話を促進する努力をするべきであろう。

17　中期経営計画については、海外投資家も含め中長期的な対話の素材になるという評価

[56] 出所：横浜市立大学 中条祐介教授の調査（2011 年 3 月実施、東証上場企業 375 社回答）によると、中期経営計画の目標達成度は、売上高で 8%、営業利益で 11%、当期純利益で 14%となっている。

がある一方で達成度合や資本効率との関係が問われている。たとえば、多くの投資家が望んでいる一方、実際の計画への導入が少ない指標として ROE が挙げられている[57]。上記の視点も踏まえてこれを実効あるものとすることは重要である。

18 「株主が企業を育てる」という意識を醸成する際に、企業も中長期的な投資家が投資先企業の将来フリーキャッシュフローの増大とともに利益を享受する主体であることを念頭におく必要ある。これによって、中長期投資家が企業を育てるという観点を持っている点をより良く認識でき、中長期的な対話を進めやすい環境が整っていくものと考えられる。

12 対話・エンゲージメント

12.1 【論点】

エンゲージメントはなぜ必要か。日本企業は現在ほとんどの上場企業が IR 活動を行ってきている。その上で、エンゲージメントは従来の IR 活動とどのように異なるのか。エンゲージメントの中身はどのようなものであり、従来の IR 活動とどのように異なるのか。エンゲージメントを「目的のある対話」と解すると、どのような「対話」であれば、企業価値のさらなる向上に貢献することになるか。

【議論と現状・エビデンス】

エンゲージメントは「目的ある対話」

01 「エンゲージメント」の定義には様々な考え方があり得るが、「『責任ある機関投資家』の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」では、機関投資家が「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を「目的を持った対話（エンゲージメント）」としている。エンゲージメントの考え方としては、企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じて相互理解を促進する段階から、それを超えて解決すべき課題（エンゲージメント・アジェンダ）を設定した上で企業価値向上に向けた課題解決について議論し、緊密な関係を維持しながら結果を出していく段階まで幅広い認識が存在する。以下では、企業と投資家の望ましい関係構築という観点から、こうした違いを踏まえつつ、エンゲージメントも含む企業と投資家の様々な「対話」の質向上が課題であるとの認識の下、広く「対話・エンゲージメント」のあり方について整理を行う。

対話・エンゲージメントの目的

02 前述のように「企業価値」の解釈には広狭かなり差がある。また、企業側と投資家・アナリストの間にも認識の差がある。この認識ギャップを埋めることによって初めて

[57] 前掲「平成 25 年度 生保協会調査」によると、アンケートに回答した 90.8%の投資家が、中期経営計画で公表を望む数値目標として「ROE」を挙げている。

相互の効果的な対話が可能となる。したがって、対話を通して、そのギャップを埋めていくことが対話・エンゲージメントの出発点として重要な目的となる。

03 企業経営者及び投資家それぞれが、何を価値と考えているかを理解することが、対話・エンゲージメントの目的の一つである。

04 企業と投資家の相互理解は前提とした上で、エンゲージメントをそれを超えた課題解決プロセスとして捉える観点からは、目的は明確な課題（エンゲージメント・アジェンダ）特定と解決策（事業再編、M&A 戦略への示唆、資本政策の提示等）に関する議論を行い、企業価値を高めることと認識されている。

05 投資家（アセット・マネージャー）の対話・エンゲージメントの目的として、顧客であるアセット・オーナーに代わって顧客利益最大化の観点から、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献すること、そして、より良い株主議決権の行使判断や、投資判断を行うための情報収集をすることがある。また、長期保有・集中投資に合致するかの見極め、投資先企業の価値向上戦略の確認および有効な施策の提案、投資先企業の価値毀損の防止、経営陣・取締役の経営施策の実行力に対する判断を行うことも目的として挙げられる。

06 一方、企業側としては、投資家との相互理解を図り、説明責任を果たすことで、企業の経営哲学や経営戦略等に対する支持・信任を得ることが目的として意識されている。また、議決権行使前の株主からの意見聞き取りという側面も企業側の目的としてあるのではないかとの指摘もあった。

07 投資家から見たエンゲージメントの目的は何かという点について、英国等における議論では、それによって投資リターンを上げることが明確になっているとの報告があった。

対話・エンゲージメントの内容・議題

08 機関投資家には、企業がどのような長期的な経営指標を念頭に置きながら、どのような規律に基づいて戦略達成に向かっているかを理解し評価する責任がある。

09 対話に前向きな企業と長期投資家との対話では、経営理念やビジョン、具体的な戦略、さらには企業価値を創出する仕組みとしてビジネスモデル等の話題が中心となっている。また、ガバナンスに関連して、投資家は取締役会の構成や独立性、新任取締役の研修、取締役会でのアジェンダ、取締役会運営の自己評価、執行役員や戦略に対する監督等を重視するとの意見がある。ROI や ROE 等の具体的数値を出すことも重要ではあるが、投資家はそうした指標や KPI がどのように経営規律として機能しているかが説明されることがより重要と考えている。

10 この際、投資家側は、当然のことながらインサイダー情報になる詳細情報や競争戦略上企業が公開したくない情報を求めることはなく、むしろ基本的な話で十分であるとの認識を持っている。

11 投資家は多種多様であり、対話の内容は経営の話もあれば事業の話もある。しかし、多くの場合、事業会社からみると、投資家から提案される「事業」に関連した話は浅薄なものになりやすいが、「経営」に関する話には意義を感じることがある。

12 対話・エンゲージメントを進める上で、多くの機関投資家がインデックス運用化して

いる点も問題として挙げられている。これらの投資家は個別企業のファンダメンタルズへの関心が薄いため、企業と投資家との対話・エンゲージメントを通じた長期的な目標リターン達成というモチベーションが働きにくい傾向がある。

13 投資家との対話を重視している企業の中には、長期的に投資家から信頼を得て株式を保有してもらうため、非財務情報のコミュニケーション活動に取り組んでいるところもある。企業の中には、ESG（環境・社会・ガバナンス）等に関し、投資家との個別対話を行い、そのフィードバックから経営課題や開示すべき情報等の把握に努めているところもある。また、そのような対話を進める一助として、ESG の課題（会社の持続的成長にとって投資家が重要と考えている課題）への取り組みを統合報告の中で掲載している。

対話・エンゲージメントの方法・態様

14 対話・エンゲージメントの手段・方法には様々なものがある。（企業が敬遠する）ハードなアプローチを行う投資家から、企業との説得力ある対話を心がける建設的なアプローチを行う投資家もいる。

15 特に海外投資家からは、投資家が直接、経営者や社外取締役と双方向の対話ができる機会があることが重要との意見があった[58]。また、対話充実のために英文による非財務情報等の開示や基本的な用語に関する理解の共通化が必要との指摘もある[59]。

16 エンゲージメントの具体例として、ある海外投資家は、ESG を含む分析に基づいて対象候補を選定し、6～18 ヶ月かけて対話・エンゲージメントを実施。事実（evidence）に基づく長期的かつ定期的な対話・エンゲージメントによる企業開示や社内ポリシー・慣行の改善を通じ、企業価値の向上を目指している。

17 ある機関投資家は、投資先企業の MSCB（転換価格下方修正条項付き転換社債）発行に際し、MSCB による資金調達の合理性を疑問視し長期的に会社を支援してきた株主を軽視する行為であるとして、MSCB の発行に対する評価を経営陣に伝えた。その後、経営陣は改めて総合的に検討し、MSCB の発行を取り下げることが同社の企業価値の維持向上の観点から最良の選択であると判断を下し適時開示にて公表し、結果、その機関投資家は株主総会では賛成票を投じた事例もある。

18 また、投資家（株主）と企業の対話の場として、株主総会を活性化することの重要性が指摘された。諸外国では、株式を直接保有する株主と、信託銀行等名義株主を通じて保有する機関投資家等の実質株主が株主総会で同等に取り扱われる。これに対して、日本では、実質株主の議決権行使は代理行使として認められているものの、株主総会への出席権や株主提案権については、名義株主と同等の権利は与えられていない点が指摘された。また、総会の時期集中や決算日・招集通知から総会までの期間が短すぎること、株主に対する制度開示（会社法、金商法、上場規則の関係）の内容とタイミングの問題等が、株主総会を企業と投資家の対話の場として活性化するための課題と

---

[58] この点に関し、日本企業においては取締役会長、CEO、社長、CFO 等へのアクセスが他のアジア市場と比較して容易である点を評価する意見もあった。（ACGA[2013]）

[59] 対話にあたり、「audit」「auditor」「supervision」等の言語の定義の違いについて共通理解を得ることの重要性が指摘されている。（ACGA[2013]）

して指摘されている。さらに、総会前に実質株主や議決権行使助言会社と、議案の説明などに関する対話（ミーティング）を行う企業が増えており、コーポレート・ガバナンスに関する対話・エンゲージメントの有効な手段の一つとして捉える企業もある。

19 企業と投資家の対話・エンゲージメントの効果的な実施方法については、機関投資家を中心に各国や国際機関でも議論が行われており、英国やオランダ、国連等においてベストプラクティスや、枠組みづくり、投資家ネットワークの構築が進められている[60]。

20 また、英国において「スチュワードシップ・コード」で要請されているエンゲージメントを実施するにあたり、企業側についても「コーポレート・ガバナンス・コード」で株主との対話や株主総会の活用を含む「株主との関係」に関する規定が存在することが、重要な役割を果たしているとの指摘があった。

【提言・推奨】

対話における緊張と協調

21 企業と投資家の対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両側面を満たすべきである。

緊張：経営陣は企業価値創造に向けたビジョンや戦略を投資家と対話し、支持と理解を得る必要がある。しかし、こうした対話の機会は、投資家の厳しい評価によるスクリーニングを受ける機会でもあり、投資家が厳しい評価を下せば、成長資金を絶たれることになりかねない。まさに「緊張」の場面である。

協調：前述のとおり投資家は「当社株主に帰属する当期純利益」を内部留保として企業内に留保し、それを（持続的）成長原資として役立てることを期待している。持続的成長は企業と株主との協創（協調）の成果なのである。良質な対話・エンゲージメントを通じて相互理解を促進し、共通目的である「持続的成長」つまり長期的な企業価値向上を目指すことは共通の利益である。

目的の明確化と認識共有

22 良質な対話・エンゲージメントは、相互理解を促進するとともに企業価値を高め、企業と長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらすことが出来るものであるという共通認識を醸成することが重要である。

23 企業にとって、対話・エンゲージメントを行う目的は、投資家の理解と支持を得て、長期的・持続的成長への原資を確保すること、資本コストを低減することである。上場責任を果たすとは、まさに株主・投資家との効果的な対話を通じて持続的な企業価値創造を目指すことである。経営者と投資家とが「持続的成長」に向けた協創者であるならば、持続的成長に向けたシナリオを共に理解し、共有する必要がある。そのためにも本質的かつ双方向の対話・エンゲージメントが必要である。

24 一方、投資家にとっては、顧客利益最大化の観点から、投資先企業の企業価値向上や

---

60 英国スチュワードシップ・コードに対応する「Investor Stewardship Working Party」の提言や英国年金基金のツール、UK Institute of Chartered Secretaries and Administrators (ICSA)のガイダンス、オランダの投資家ネットワークである Eumedion の動き、国連の責任投資原則（PRI）の Clearinghouse 等

持続的成長に貢献し、より良い株主議決権の行使判断や投資判断を行うための情報収集、さらには課題解決に向けた議論を行うことが対話・エンゲージメントを行う目的である。

25 この大きな目的に立てば、対話においては開示されていない情報を聞きだすのではなく、開示情報の裏にある考え方、たとえばどのように戦略策定に至ったのか、経営目標をどのように達成しようとしているのかといったことを共有することが重要となる。

対話・エンゲージメントにおいて取り扱うべき事項

26 対話・エンゲージメントは、企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長を促す限りにおいて望ましい。このため、機関投資家は投資先企業やその事業環境等に関する深い知識を得る十分な準備をし、短期的な業績数値予測の詳細に関する議論に陥らないようにすることが肝要である。また、経営・事業の細部に介入することなく、例えば、ガバナンス、企業戦略、業績、資本政策（構成・配分、規律）、リスク（社会・環境問題に関するリスクを含む）と機会への対応など、投資家として建設的に対話できる項目に関し、目的を持って対話に臨むべきである。

27 ガバナンスに関しては、外形的な事項の確認ではなく、企業がなぜそのような体制・しくみを採用しているかが議論の焦点となるべきである。その際には、経営の規律をどのような仕組みで担保しているのかという観点から、たとえば、取締役会の構成、社外取締役の役割、経営者の任期・後継方針、報酬制度等が論点として挙げられる[61]。

28 対話に当たっては、損益だけではなく、バランスシートやキャッシュフローにも踏み込んで、それら相互の関係を含む、長期的視点に立った議論を心がけるべきである。この観点から、資本効率（資本アロケーションの妥当性）に関する経営上の課題について話し合われることも重要である。資本コストの考え方やそれが経営判断の中でどのように使われているかなど対話を通じて企業の考え方を投資家に伝えることは特に重要と考えられる。また、特に投資家側にとっては内部留保が如何に成長原資として再投資されるのかが大きな関心事項であり、対話・エンゲージメントの中で内部留保の使途に関する議論がなされることが重要である[62]。適正な資本効率に関するアジェンダは、企業の状況に応じて焦点となる具体的内容は異なり、適切かつ柔軟に検討されるべき事項であることに留意すべきである。

29 このような対話は、投資家が自らの期待・希望を投資先企業に伝える手段として重要である。ただ、対話を行うこと自体が目的となったり、投資先企業の持続的成長に資する対話を行う実力を伴わない場合は、経営の貴重な時間を奪うことで企業価値向上や持続的成長の阻害要因にもなりかねないことを、機関投資家は自戒しなければなら

---

[61] これに関し、企業報告ラボ「長期投資家が企業経営者に聞きたいコーポレート・ガバナンスについて」で示された質問項目やそれを活用した CEO/CFO へのインタビュー結果は、企業・投資家が対話・エンゲージメントにおいてガバナンスを議論する参考となる。
【http://www.meti.go.jp/press/2013/08/20130823001/20130823001-5.pdf】

[62] この点に関し、対話・エンゲージメントにおいて、資本コスト（水準等）そのものを議論する難しさから、より現実的かつ実際的な論点として内部留保の使途を中心的な議題とすることが有益との認識が示されている。

ない。

30 さらに、対話・エンゲージメントにおける議題としては、ESG を含む非財務情報に関する共通理解を得ることも重要である。企業側がそうした情報を開示・提供し、そうした情報を基に相互のコミュニケーションを図ることで、企業側と投資家側との企業価値概念に対する認識ギャップを解消していくことには大きな意義がある。一方、そうした情報開示や対話・エンゲージメントの有用性を裏付けるために、ESG あるいは CSR 活動での評価が企業業績や資本コストにどのような影響を与えているかについての実証研究がさらに推進されるべきである。

対話・エンゲージメントへの姿勢と方法（全般）

31 対話・エンゲージメントのあり方として、単に企業との会合回数等の量ではなく、質が重視されるべきである。短期志向の四半期決算のプレビューなど持続的成長に寄与しない対話はエンゲージメントとは別と認識すべきであり、長期のトータルリターンを志向する投資家と企業の対話が深まることが重要である。

32 目的ある対話・エンゲージメントは、従来の IR ミーティング以上に、「双方向の対話」であることを重視すべきである。企業は IR 活動を通じて、分ってほしい情報を投資家に開示していく。投資家は自らの投資判断に必要な情報を企業に伝え、求めていくこだけでなく、投資方針（インベストメント・ポリシー）や運用期間などを伝えることが望まれる。対話・エンゲージメントの場において、投資家からの一方的な質問に終わることなく、投資家や資本市場に対する企業からの質問や意見を聞き、企業戦略等に対する評価や改善に向けた提案等投資家が自らの考えを企業に伝えることも重要である。その際には資本市場の声あるいは株主共同の利益について代弁する責任を十分に認識することも重要である。

33 特に課題解決に向けた具体的経営政策に対する提案を行う対話・エンゲージメントに至る場合には、投資家による企業経営への十全な理解と、企業側による投資家の投資方針への理解が必要である。投資家が自らの投資方針に合致した投資対象としての企業を選別すると同様に、企業側も自社の経営方針に合致した投資家を選別していくことにより、より深い協創関係が生まれる可能性が出てくる。

34 対話・エンゲージメントを行うためには、開示情報がその基礎として重要であることは言うに及ばず、情報開示のあり方そのものについても議論がなされるべきである。前述した開示内容とともに、どのような場や媒体での情報開示が行われるか（決算説明会や経営計画説明会等の IR イベント、経営層を中心とするスモールミーティングや個別面談、IR 担当者を中心とする個別面談、制度開示以外のレポーティング、非財務情報（ESG 情報やリスク情報）の開示等）も重要な論点である。

35 その際に重要な視点は、企業の開示内容（定性的、定量的）が投資家の投資判断に必要な情報と合致しているか、そして実際の企業経営の実態が開示内容と合致しているかということである。たとえば、ROE 等の目標数値について、投資家から開示要求があるからという理由で企業側が作り上げて開示をしても、それを企業側が経営上の KPI（Key Performance Indicator）にしていなければ意味がない。一方、投資家との対話においては、ROE は共通言語として用いられる指標であることから、企業側から ROE

以外のKPIを示す場合でも、その理由やROEとの関連が説明されることが望ましい。

機関投資家に求められる姿勢と実力

36 「日本版スチュワードシップ・コード」の趣旨に従えば、機関投資家は（1）投資対象企業やその事業環境等に関する深い理解を持ち、（2）「企業価値」を評価し、そのうえで（3）持続的成長を期待できる企業に投資し（4）顧客・受益者（最終受益者を含む）の長期的なリターンを確保することを職務とすることが求められよう。そしてこれらの一連のプロセスの中で企業側と（5）目的をもった対話を行うことが期待されている。

37 まず、上記（1）の企業等への「深い理解」を持つためには、ポートフォリオ・マネージャーが一応の知識を備えているだけでは不十分である。すなわちしかるべき能力を有したバイサイド・アナリストチームを擁する必要がある。もしくはバイサイド・アナリストの役割も兼務できる卓越したポートフォリオ・マネージャーが求められよう。

38 そして上記（4）の長期的なリターンを判断するためには、（2）企業価値を算定・評価するための何らかの投資評価手法を採用している必要がある。大別すればDDM（配当割引モデル）かDCF（割引キャッシュフロー法）あるいはその応用的な手法となろう。これら投資評価手法では、アナリストは中長期の業績予想を行う必要がある。そうでなければ企業価値は算出できず、妥当な株価（フェアーバリュー）も算定できない。「長期投資」を行うとする機関投資家が、たとえば2期程度の予想を基に四半期決算の達成度を気にしながら実質的には「短期投資」を行っているような状況では、「対話」は成り立たない。

39 「日本版スチュワードシップ・コード」の原則7では「機関投資家は、投資家企業の持続的成長に資するように、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである」と示している。企業経営者と対話を行ってしかるべき質問をするためにも、投資家側に長期的企業価値を算定するインフラが整っていなければならない。したがって、対話・エンゲージメントを行おうとする機関投資家は、自らの投資評価手法がどのようなものであるか企業やアセット・オーナーに対して明示することが求められる。企業側は、そのような体制が整っていない機関投資家との対話・エンゲージメントを断ることも必要となろう。ただし、あるいは現在そのような実力はないが、努力によって備えられるとみなして教育的見地から対話を行うという高い見識からの対応を企業側が行うケースも想定される。

40 機関投資家が対話・エンゲージメントを行うインセンティブは、幅広いポートフォリオ投資ではなく、少数の銘柄に集中投資を行うことによって、より高くなるものと考えられる。機関投資家が適正な対話・エンゲージメントを通じて企業価値向上や持続的成長を促すことは新たな付加価値として正当に認識されるべきで、英国の「ケイ報告」が提言するように、集中型ポートフォリオによるエンゲージメントに対して支払われるフィーの引き上げ・適正化や、アセット・オーナーによる前向きな評価等を通

じ、適切なインセンティブが与えられる工夫が必要である。

41 機関投資家のエンゲージメントは、機関投資家を通じて投資する最終受益者である個人の長期的なリターンの拡大を目指すものであり、これら個人が自らのこととして機関投資家への関心を高めていくことが重要である。

42 企業と投資家の対話・エンゲージメントを根付かせるには、アセット・オーナーの意識改革が必要である。四半期毎の業績に一喜一憂せず、長期の運用を任せるような我慢強い姿勢があってもよい。企業と本気で向き合うには、最低 3～5 年の運用期間が必要であろう。

43 さらに、各国でも進められているように、企業との対話に向けた「実力」を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である[63]。その際には、組織を作ること自体ではなく、より充実した対話・エンゲージメントをするために何が必要かという実質的な検討が継続的に行われることが肝要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。

企業側が持つべき視点

44 企業の視点では、株主総会の機会を利用して、総会議案における賛成・不賛成だけではなく、その理由について世界中の投資家と議論することが有益である。そして、投資家との対話で得た知識や情報を経営陣の間で共有し、納得した部分について今後の企業経営に生かすことが重要である。

45 企業は機関投資家からの対話・エンゲージメント要請に怖れることなく、企業価値向上の一手段として、積極的に対応することが求められる。対話のベースとして、たとえば統合報告書等の作成・活用などを通じて、経営者の言葉で長期志向の投資家に訴求するビジネスモデル等を開示・説明することも有益であろう。

46 また、企業は、投資家との対話の質が資本コストに影響を与えることを認識すべきである。前述のとおり、事業における競争力はもちろん、経営陣の価値創造への姿勢やコミットメント、環境変化への適応力・課題解決力等が、投資家が認識する将来の不確実性に影響を与え、資本コストの水準に投影される。したがって、経営者が投資家側の視点を視野に入れて、投資家との対話を通じて理解を促すことは資本コストを低下することにつながる。

47 対話・エンゲージメントを双方向で意義あるものにするためには、投資家側だけではなく、企業側（IR 等）にも対話・エンゲージメントや株主価値、ガバナンスやアカウンタビリティに対する深い理解を持つ人員を育てることが求められる。

48 機関投資家との対話・エンゲージメントを深める中で、それ以外の株主（個人投資家等）に対する情報提供や IR への配慮も求められる。企業は、公正・公平な情報開示（フ

---

[63] そのような試みの一つとして、「企業報告ラボ（経済産業省/企業活力研究所事務局）」メンバーによるプロジェクトとして「投資家フォーラム作業部会」が立ち上げられ、機関投資家としてのエンゲージメントのあり方について、企業との対話の深さ、相手、対話軸はどうあるべきか等について知的な共通基盤を提供すべく議論が行われている。

ェア・ディスクロージャー）をどのように確保するかということに加え、長期投資のスタンスで持続的成長を応援する個人株主を増やすことの重要性を認識し、個人投資家向けのIRを通じて理解と信頼を得ることで長期的な経営基盤の強化につなげる意識を持つことも重要である。

「誰」と対話するかが重要

49 企業と投資家との対話・エンゲージメントを実施する際には、内容とともに「誰と」対話するかが重要である。特に企業戦略やガバナンス等の対話・エンゲージメントにおいては、取締役や CEO 等経営トップとの対話が有益であり、IR とは数値的な裏付けを議論するなど明確に目的意識を持って臨むべきである。また、実務的には、CEO 等の時間的制約も考慮すると、決算説明会の場等を投資家との対話の場として有効活用することが考えられる。

50 また、社外取締役が株主代表の側面を持つことを勘案するならば、社外取締役が IR イベントへの参加、投資家との対話、アニュアルレポートでの意見表明等、株主との対話を自ら実践する機会を持つことも重要である。

対話の場としての株主総会プロセスの見直し

51 企業が株主との対話を行い、説明責任を果たす場として、株主総会プロセスを活性化することは重要な課題である。特に投資家から要請の強い総会開催日や基準日の合理的な設定、招集通知期間の精査期間の確保等については、国際的な状況を踏まえた見直しを行うべきである。また、上述した株主に対する制度開示の合理化を図るとともに、総会前の実質株主等との対話・エンゲージメントの有効なあり方等を検討することも重要である。

12.2 【論点】
企業と投資家の対話・エンゲージメントの観点から、議決権行使はどのように捉えられるべきか。その際、機関投資家は、議決権助言機関とどのように向き合うべきか。

【議論と現状・エビデンス】

52 日本の議決権行使率は諸外国と比較して高い水準にあり、日経 225 構成企業で見れば、2013 年は 75.7%となっている。その中で、年々外国人投資家の行使率が高まっており、その背景として①コーポレート・ガバナンスへの意識の高まり、② 欧米機関投資家への資金集中、③ 招集通知の早期発送及び電磁的開示等が挙げられている。一方、高い行使率に比して、反対票に対する日本企業の反応は欧米等に比べて鋭くないのではないかとの問題提起もなされた。

53 議決権行使の議題として機関投資家が最も重視するのは、役員（取締役等）を誰にするかということである。買収防衛策や報酬等他の議案は、結局企業内部からの提案になるので、株主としては誰に経営を任せ、監督するのかが一番の要諦と考えている。

54 議決権行使に関し、平均反対率が最も高い議案は、買収防衛策導入議案、退職慰労金支給議案、社外監査役選任議案の三つである。企業と機関投資家との対話の結果とし

て議決権が行使されるため、対話・エンゲージメントと状況と議決権行使の結果は密接に関連している面がある。

55 一方、企業側が開示を進め投資家との対話を強化したいという姿勢をもっていても、投資家側において、投資判断を行うポートフォリオ・マネージャーが議決権行使に関与しておらず、別の（議決権行使やガバナンス等）部門の判断のみで形式的規準で行っているケースがあり、それは問題であるとする意見もある。企業側からは、真の意味での対話・エンゲージメントのため、実際に投資判断を行う責任者が議決権行使にも関与すべきとの指摘があった。

56 さらに、実質株主を制度として正確に把握できない企業側としては、実質株主から議決権行使結果と、反対した場合の理由を教えてほしいとの意見もある。

取締役選任議案における論点

57 取締役選任議案については、特に社内役員の資質に関する情報は外に出にくいため評価が難しいとの意見が示された。米国等において、プロの経営者が（社外）取締役となる状況とは異なる点が指摘されている。

58 また、現在、議決権行使助言会社 ISS が社内取締役の選任基準に ROE を追加することを検討しており、これまで業績基準を用いていなかった外国機関投資家の判断に影響を与える可能性が指摘された。

59 一方、投資家側から、経営者に対する信頼はあるが、社外取締役がいないばかりに、役員の選任議案に反対した事例が示され、（総会に参加できない場合でも）反対した理由をフォーマルな場で経営者側に説明できる仕組みが必要ではないかとの問題提起がなされた。

独立性の問題

60 社外監査役選任は最も反対が多い議案であり、理由は独立性の欠如に集約される。独立性基準が投資家の中で統一されておらず、東証の独立役員基準を満たしても、機関投資家が独立性を満たすと判断しないケースもある。前述したとおり、独立性と実効性のバランスが論点となる。

買収防衛策

61 買収防衛策は最も反対率が高い議案である。特に外国人機関投資家の反対率は 100%近い。国内機関投資家でも、社外取締役がいない企業、取締役任期が 2 年の企業で反対が多い。

62 機関投資家からは、買収防衛策に常に反対するだけでは、企業と交渉する契機をなくすとの意見もあり、どのような目的・局面を想定して買収防衛策を入れるかという理由に納得性があれば賛成することも可能との見方も示された。

役員報酬

63 諸外国では役員報酬は最も関心の高いテーマとなっているが、日本においては、役員報酬に関する議案は、報酬額の改定と株式報酬型ストック・オプションの付与に限ら

れ、あまり目立たない議案となっている。

64　一方、報酬額改定と株式報酬型ストック・オプションの付与だけでなく、中長期的視点で株主と利害を共有するとともに株主価値向上のインセンティブとして業績連動型の報酬制度の導入が注目されているとの指摘もある。

議決権行使助言会社の役割等

65　議決権行使助言機関は、機関投資家が自分の意見を担保してもらうため便利な存在として捉えられているが、日本の機関投資家においては参考程度として使われており、グローバルな投資家が影響を受けている度合とは異なるとの指摘があった。一方で、日本の機関投資家の議決権行使基準も、パッシブ運用などでは議決権行使助言会社のポリシーを参照して策定されているとの見方もあった。

66　「日本版スチュワードシップ・コード」においては、「機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。」としており、議決権助言会社を利用している場合には、どのように活用しているかを公表することを求めている。

67　英国においては、議決権行使助言会社自身も「スチュワードシップ・コード」に参加しており、自らの方針等を開示する動きがある。

【提言・推奨】

68　議決権行使は対話・エンゲージメントに関連する最も重要な要素の一つである。特に前述したように対話・エンゲージメントの目的の一つとして、議決権行使前の株主からの意見聞き取りが挙げられている。また、企業および投資家双方から議決権行使を行った理由を事後的に説明・確認する場が求められており、議決権行使を継続的な対話・エンゲージメントの一環と捉え、対応を検討することが必要である。

69　議決権行使に当たっては、機関投資家においてポートフォリオ・マネージャーやアナリストと議決権行使担当者あるいはコーポレート・ガバナンス・オフィサーとの緊密な連携が強化されることが重要である。

70　良質の対話・エンゲージメントを行うために、機関投資家は、当該企業を良く理解し、議決権行使の方針と対話・エンゲージメントの目的を明確にした上で、企業に分かりやすく説明することが求められる。「日本版スチュワードシップ・コード」に基づく機関投資家の対応・開示に着目すべきである。

12.3　【論点】
対話・エンゲージメントのコストは誰が負担すべきか。

【議論と現状・エビデンス】

71　「日本版スチュワードシップ・コード」では、対話・エンゲージメントも含むスチュ

ワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものであり、実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきとしている。

72 特に対話・エンゲージメントのコストについては、実際に対話・エンゲージメントを実施する投資家とそれによる企業価値向上の恩恵を受けるその他の株主・投資家との関係でフリーライダーの問題が生じ得る点も指摘された。
この問題にも関連する一つの取り組みとして、ICGN（International Corporate Governance Network）では ESG に関する（エンゲージメント業務）議論を継続しており、最近コミッション契約のガイダンスに盛り込まれることになった。

【提言・推奨】

73 エンゲージメントに関わるコストについては、これまでの運用報酬の中から支払われるべきとの意見と、アセット・マネージャーが特別な取り組みをおこなった場合や活動の成果が一定程度アセット・オーナーの便益につながったことが明確な場合には、別の議論の余地があるとの意見もある。例えば、成功報酬体系の導入などは、対話・エンゲージメントによる成果やパフォーマンスの向上が、確実にアセット・オーナーの便益向上に結び付くものであり、アセット・マネージャーが受け入れ可能なのであれば、アセット・オーナーとしても検討の余地はあるとの示唆があった。

74 機関投資家による企業との対話・エンゲージメントは運用手法と不可分である。パッシブ運用は別にしても、アクティブ運用においては自然と対話・エンゲージメントが必要となるため、投資家からは対話・エンゲージメントと運用を分けることに対する違和感が示された。また、あるアセット・オーナーからは、本来対話・エンゲージメントとはアクティブ運用の投資家が自分達の投資パフォーマンスを向上させるために取り組むものであり、そのコストを他に求めるのはどうかとの見解もある。

12.4 【論点】
現行の法規制等で対話・エンゲージメントの深化の障害となるものはないか。また、投資家と企業の対話を促進するために必要な法制度等は何か。

【議論と現状・エビデンス】

インサイダー情報の取扱いとインサイダー取引規則との関係

75 機関投資家がエンゲージメントに取り組む過程で、場合によってインサイダー情報に該当する情報を入手する可能性があるが、投資家は様々な方法で対応を行っている。例えば、ある投資家は未公開事実について会社側に「頂いた情報に未公開重要事実は含まれていないと理解しており、仮に含まれる場合は直ちに開示してほしい」という手紙で対処している。また英国のある運用会社では、重要事実を受け取った場合、社内ストップリストに載せて売買を禁止している。インサイダー情報を受け取ることは、当該情報が公開されるまで取引を制限されるため、投資家にとっても好ましくない状況を意味する。一方、米国等でアクティブに運用を行う投資家は、取締役に就任する

場合もあり、この場合はインサイダーとみなされ、取締役を外れるまで株式売買は行えない。

76 長期投資家は方向感が定まっていれば、多少の短期的なブレは気にしない。その場合、短期の（事実に近い）情報を求めず、考え方や方向性について議論するためインサイダー情報となる事項に触れる可能性は極めて低い。たとえば、企業の成長戦略の柱が多角化である場合、会社の強みがどの様に表れるかなどの方向性について議論する。

77 「日本版スチュワードシップ・コード」においては、一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能であるとした上で、対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきとしている。その上で、そのような事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなどインサイダー取引規則に抵触することを防止するための措置を講じた上で、当該企業との対話に臨むべきとしている。

78 企業の立場からは、機関投資家に未公表の重要事実を伝達すると、インサイダー取引規制等に抵触するおそれがあり、これを回避するため投資家との間で踏み込んだ対話が行えないのではないかとの懸念がある。これに関しては、金融庁が公表しているQ&Aにおいて、企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合には、「重要事実公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的に（規制の）対象にはならないとの見解が示されている。これに加え、機関投資家等の対話の成果等をウェブサイトや説明会、株主総会を通じて一般株主（個人投資家）等と共有することも有益ではないかとの指摘もあった。

大量保有報告制度との関係

79 日本では多くの機関投資家が大量保有報告制度の特例報告制度を利用している。一方、これは「重要提案行為等」を行おうとする者には適用されず、これには様々な行為が含まれているため、エンゲージメントの抑止効果がある可能性が指摘されている。米国では、大量保有報告規制のパッシブ・インベスターの簡易報告を多くの運用会社が利用しており、エンゲージメントするとこれに該当しないとみなされる懸念が、投資家がエンゲージメントに熱心でない理由ではないかとの見方も示された。

80 金融庁は大量保有報告制度における「重要提案行為等」と「共同保有」の解釈を以下のように示している。重要提案行為に該当するためには、①提案の客観的内容が規定の列挙事項に該当すること[64]、②発行者の事業活動に重大な変更を加える、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること、③提案に該当すること、三要件を全て満たす必要がある。したがって、たとえば「発行者から意見を求められた場合に、株主がこれに答えて受動的に自身の意見を陳述するといった行為」や「発行者が主体的に設定した株主との対話の場面（決算報告会、IR ミーティング（スモールミーティングを含

[64] 政令において重要な財産処分・譲受、多額の借財、代表取締役の選解任、役員構成の重要な変更等、13 の事項が列挙されている。

む）等）での意見陳述等」は、基本的には重要提案行為には該当しない。

81 また、共同保有については、議決権行使について話し合ったにとどまる場合には該当しないが、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意していることが明らか」である場合は該当するとの解釈が既に示されている。これに加え、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使することの合意」とは、「株主としての法令上の権利」の行使についての合意を指すものであり、「法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意」は、これに該当しないこと等が示されている。

82 上記の大量保有報告制度や公開買付制度等にかかる法的論点については、機関投資家と企業との対話の円滑化を図るため、「日本版スチュワードシップ・コード」の公表と合わせ、「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に関する考え方の整理」が公表されている。

【提言・推奨】

83 エンゲージメントに係る法制度については、更なる解釈の明確化が図られたが、それらを理解しつつ日本版スチュワードシップ・コードも含め、機関投資家が建設的な「目的を持った対話」を心がけることが求められる。また、対話の実践を通じて、さらに法制度上障害となることがあれば、問題を解決するための方策を検討することが重要である。

84 エンゲージメントは企業と機関投資家の共同作業である。投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」を試みる機関投資家に対しては、企業も真摯に対応しなければならない。スチュワードシップ・コードを契機として機関投資家の意識が高まり、企業側との間で混乱が生ずることも考えられる。この点で対話やエンゲージメントに向けた「あるべき姿」を検討しておくことが重要である。

85 企業と投資家の望ましい関係を構築するために、たとえば各国で規定されている「コーポレート・ガバナンス・コード」の目的や内容、策定・実施プロセス、果たしている役割等を踏まえ、日本への示唆を検討することも有益であろう。

86 本報告での問題提起を踏まえ、持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、産業界と投資家、市場関係者や関係機関等から成る「プラットフォーム（経営者・投資家フォーラム（Management-Investor Forum :MIF）（仮））」を創設すべきである。そこでは、本プロジェクトで問題提起した中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的な対話促進の方策等をさらに深掘りし、実施に移すための継続的な協議が行われることが期待される。特に対話に必要となる情報等は、普遍的なものもあれば時代に応じて変化するものもあるため、継続的かつ開かれた形での検討が重要となる。同様の観点から、制度上・実務上の課題についても継続的な検討が行われることが求められる。

87 本報告書が、このようなプラットフォームでの議論は言うまでもなく、企業経営者、投資家、市場関係者や政府等、国内外の幅広い関係者の建設的な議論の基礎となれば

幸いである。

参考資料

1　開催実績と議題

第１回　2013 年 7 月 16 日

本プロジェクトのテーマに関する全般的討議

・日本企業の持続的価値創造と収益力について

・それを支える資本市場と投資家等のあり方について

・企業と投資家との良い関係構築について

第２回　2013 年 8 月 20 日

本プロジェクトのテーマに関する全般的討議

第３回　2013 年 9 月 9 日

本プロジェクトのテーマに関する全般的討議

第４回　2013 年 9 月 20 日

・論点整理に関する討議

2013 年 10 月 16 日

「論点整理」の公表及び「論点整理」に対するエビデンス・情報の募集開始（12 月 10 日まで）

第５回　2013 年 10 月 29 日

・「株主とのエンゲージメントのあり方」

あすかコーポレイトアドバイザリー株式会社

取締役　ファウンディング・パートナー　　光定　洋介　氏

・「日本の経営のアカウンタビリテイの向上

アメリカの経営をベンチマークにー」　　佐藤　剛　氏

第６回　2013 年 11 月 19 日

本プロジェクトの論点に関する全般的討議

・新指数「JPX 日経インデックス 400」について

・各分科会の進捗報告・討議

・主要論点に関する全般的討議

第７回　2013 年 12 月 18 日

・各分科会における議論を踏まえた意見交換

概要、ポイント、明らかになった事、詰めるべき論点について

・Call for evidence and information について

・中間整理のまとめ方について

第８回　2014 年 1 月 14 日

・「変革と実行」そして資本市場との対話

東京海上ホールディングス株式会社　取締役会長 隅 修三 氏

・中間整理に向けた討議

第９回　2014 年 1 月 28 日

・日本株ヘッジファンドの動向と株式市場

ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン株式会社

代表取締役社長　小柴 正浩 氏

・中間整理案に関する討議

第１０回 2014 年 3 月 12 日

・中間論点整理案に関する討議

第１１回 2014 年 4 月 3 日

・「企業の持続的成長に資する長期株式投資 ～長期投資家としての役割と覚悟～」

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社 運用本部 日本株式運用部　アドバンテージ運用 チーフ・ポートフォリオ・マネジャー　水口 忠雄氏

・中間論点整理で強調したいメッセージ等について

第１２回 2014 年 4 月 22 日

・中間論点整理（案）のとりまとめについて

・今後の進め方等について

2014 年 4 月 25 日

「中間論点整理」の公表及び「中間論点整理」に対する情報提供・意見の募集開始（5 月 20 日まで）

第１３回 2014 年 6 月 6 日

・中間論点整理に対する情報提供・意見についての議論

・最終報告のとりまとめの進め方について

第１４回 2014 年 7 月 1 日

・株式会社日立製作所 川村隆相談役の講演

・最終報告案について

第１５回 2014 年 7 月 10 日

・最終報告書の作成に向けて

第１６回 2014 年 7 月 25 日

・最終報告書（案）のとりまとめについて

※総会の他に、企業価値創造の実態分科会、投資コミュニティ分科会、ショートターミズムと開示分科会を 2013 年 10 月 10 日から、2014 年 1 月 23 日まで開催した。

2　エビデンス・情報・意見の提供者

- あらた監査法人
- いちごアセットマネジメント株式会社
- インテグラート株式会社
- 株式会社インベストメントブリッジ
- 日本興亜損害保険株式会社
- ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン 株式会社
- 企業価値向上研究会
- さわかみ投信株式会社
- ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社
- 株式会社 資生堂
- 持続可能な金融市場ネットワーク
- シティグループ証券
- ソニー株式会社
- 第一三共株式会社
- 東京海上アセットマネジメント株式会社
- 有限責任監査法人　トーマツ
- ニッセイアセットマネジメント株式会社
- 日本公認会計士協会
- 日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク
- 株式会社　日本総合研究所
- 株式会社日本投資環境研究所
- 野村資本市場研究所
- 野村証券株式会社
- 株式会社バリュークリエイト
- フィデリティ投信
- 三菱商事株式会社
- メリルリンチ日本証券株式会社
- 株式会社 ローソン
- 早稲田大学商学学術院（久保教授）
- Asian Corporate Governance Association
- Baillie Gifford & Co
- California Public Employees' Retirement System (CalPERS)
- Eikoh Research Investment Management
- Fidelity Worldwide Investment
- Fourth Swedish National Pension Fund
- GAM International Management Limited
- International Corporate Governance Network
- International Integrated Reporting Council

- J O Hambro Capital Management Limited
- Legal & General
- Network for Sustainable Financial Markets
- PGGM Investments
- RPMI Railpen Investments
- RWC Focus Asset Management Ltd
- Sloane Robinson LLP
- SNS Asset Management
- Standard Life Investments
- USS Investment Management

※上記以外の企業や団体からも御意見を頂きました。