

「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 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<sup>1</sup>」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<sup>2</sup>。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

---

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

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、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）、リスク認識等に関連付けて説明し、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、株式市場を通じ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用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重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 伸一郎 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）  
梶田 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	パ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

廣澤 孝夫

経済産業省 企業会計室 室長

一般財団法人企業活力研究所 理事長