

2017年3月23日

【投資家フォーラム 第11回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「ビジネスモデルの開示のあり方」

日時：2017年2月28日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：27名

目的：

- ・ ビジネスモデルは企業分析の出発点であり、投資家はこれにもとづいて会社の中長期的な収益の見通しを評価する。
- ・ 日本企業の一部は先駆的試みとしてビジネスモデルの開示に取り組んでいるものの、投資家の知りたいことに的確に答えていない例も見られる。
- ・ 英国の FRC でビジネスモデルの開示内容について投資家の期待に沿うべく改善へ向けた検討がなされている¹。
- ・ 英国の議論の例を参考に、当フォーラムでビジネスモデルの開示のあり方について投資家の考え方をまとめ、企業の参考に供して、より良い開示へ向けた取り組みを後押ししたい。

以下では、投資家フォーラム 第11回会合にて参加者から提出された主な意見をなるべくそのまま列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

【投資家から見たビジネスモデル】

- ・ 投資家は、会社のビジネスモデルをきちんと把握できれば、外部環境の変化等について一定の前提を置くことで、会社の中長期的な収益についてある程度見通すことができる。
- ・ 中期経営計画より先の事業年度に関して、ビジネスモデルを把握し、外部環境の変化を予想することで、一定の予想を立てることが可能となる。
- ・ また、ビジネスモデルに加えて、例えばネット関連の会社に関しては、経営資源をどう調達するか、ビジネスを回すためにどのような人事制度を置いているかなどを聞くことによって、そのビジネスモデルが有効に機能していくことを検証することも行っている。

¹ FRC における議論の成果は、報告書として以下の URL で公表されている。
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Financial-Reporting-Lab/FRC-Lab-Business-model-disclosure.pdf>

- ・ ビジネスモデルは投資の基本スタンスを決定する要因であり、幹となるビジネスモデルが確立され、さらに強化されていくような会社でなければ、長期投資の対象とならない。
- ・ 大企業の取締役の中には、グローバルファンドに自社の株を買ってもらうために自社がどのように価値創造をしなければいけないのかを考え、事業モデルの再生・再構築に取り組み、株主とのコミュニケーションを図っている人達もいる。
- ・ 一方、ビジネスモデルをあえて説明していないのではなく、そもそもビジネスモデル自体が社内に存在しないのではないかと思われる会社もある。
- ・ そこまで行かなくとも、既存のビジネスモデルを暗黙の前提として、今あるビジネスのやり方を説明することしか考えていない会社も目立つ。ビジネスモデルを意識化することで、競争力の観点からの事業の選別と強化、経営資源の集中的な投入といった経営判断をしっかりと行っている会社に投資したい。
- ・ コングロマリットディスカウントという議論が盛り上がった頃、当時の総合商社や総合電機の人たちは投資家をうまく説得できず、相互理解が不十分なまま終わってしまった。
- ・ 説明が難しくとも、再現可能性、つまり過去の数字の再現を担保するような説明を、一部は記述的でも行う努力が経営者には求められているのではないか。これは、機関投資家の運用担当者が顧客に説明すべき内容と共通している。

【ビジネスモデルの開示を巡る誤解】

- ・ 会社のビジネスモデルではなくビジネスプロセスを説明する経営陣が多い。
- ・ その会社にしかできないことを示して欲しい。
- ・ 日本の経営者から、長期的な経営について語りたいと言われることがあるが、そのためにはビジネスモデルを語るべきだ。
- ・ 社会的課題の解決や社会への貢献などといった抽象的な説明をする会社が目立つが、他の会社のビジネスモデルとしてそのまま通用するような説明では意味がない。
- ・ 開示が先進的であるとして各所で表彰されている会社であっても、経営理念、経営トップの指名プロセス、戦略など、どの開示をとっても、全く違う業種の会社でも通用しそうな内容ばかりだ、という例もある。投資家の視点からは評価できない。
- ・ ビジネスモデルを開示すると、自社の企業秘密が明らかになってしまうとして、開示に消極的な会社は多い。同じような議論は英国でもあった。ただ、アナリストは企業秘密の開示を求めているわけではない。
- ・ 統合報告書の分量は、長くとも 100 ページくらいだ。それを読んだだけで真似できるようなビジネスモデルならば、さほど稼げていないはずだ。
- ・ 例えば、部品メーカーなどの BtoB の会社では、顧客の目線を意識すると、自社がこれだけ儲かっているとは積極的に開示できない、という声を聞く。
- ・ スタートアップのネット系であれば、ビジネスモデルを開示したくない理由をある程度は理解できる。しかし、この場合も、しっかりと事業基盤を伴った形でビジネスモデル

の差別化ができていれば、それを開示したところで簡単に真似はできないはずだ。

- ・ ビジネスモデルは何かと質問すると、わが社にはビジネスモデルが沢山あるといった回答が返ってきがちだ。ある会社が複数のビジネスを持っている時に、そもそも複数のビジネスを持つ理由は何か、このビジネスは本業の会社がやった方がずっと伸びるのではないか、という質問をしている。異なる選択肢に気づいてもらうことも重要だ。

【企業にとってのビジネスモデル開示のメリット】

- ・ 自社のビジネスモデルをきちんと認識していなければ、自社のビジネスやポジショニングを変えていく必要がある局面で、課題を看過しかねない。また、ビジネスモデルの認識なしには、競争力の強化もおぼつかない。
- ・ ある会社の例では、統合報告書の作成過程で、「一つの部署で作れないので会社横断的に横串を通せた」、「自社のキャピタルを見直し、特徴・強みを分析・再認識できた」という意見が社内から出たと聞く。
- ・ 会社の立場からすれば、適切でないベンチマークで評価されるぐらいなら、自分からストーリーを作ってアナリストと共有し、それにもとづいて評価してもらう方が好都合だ。
- ・ 企業が新規の株主を呼び寄せるときには、ビジネスモデル開示は有用だ。
- ・ 敵対的な買収に対する最大の防御策は、会社の株式が市場平均や同業他社に比べてプレミアムで取り引きされることだ。ビジネスモデルが強く成長が続くことが投資家に理解されると、これだけで株価は上がり、買収が成立しにくくなる。

【投資家と企業との掛け違い】

- ・ 会社は文章で表現したが、投資家はデータが欲しい。会社がワードで表現したことを、アナリストはエクセルに落とし込んでいく。落とし込めない表現をされると、アナリストは困ってしまう。例えば、「人は財産」という経営をしているのなら、キャッシュフローにその結果が現れるのではないか。「社会的信用」というなら資本コストに、「モノづくり」というなら営業利益率に、その結果が現れている筈だ。
- ・ レポートは美しいが中身はないといった事例こそ、最も問題とすべきだ。
- ・ ある小売会社では、新任の社長が、就任後最初の決算説明会で、総花的で戦略感の乏しいプレゼンをしたので、株価が暴落した。経営陣が自社の将来像をどう語るかを、投資家は極めて重視している。

【投資家にアピールするビジネスモデル開示へのヒント】

- ・ 総合商社とは何ですかという質問に対して、アニマルスピリットを体現する会社です、という回答が返ってきたら、面白そうな会社だと興味が湧いてくる。だが、自社をそのように説明してくれる日本の会社はほとんどない。
- ・ ソニーが生命保険を始めたのはアニマルスピリットの産物であったかもしれないが、消

費者に対するブランドが会社の中心にあって、それを正しく認識した結果としてのアニマルスピリットだったのかもしれない。

- ・ スターバックスは、自社は空間を提供する会社です、という定義から IR をスタートしている。そうすると、事業の持続性だとか外部環境の変化への対応だとか、どんどん話を広げていける。
- ・ やはり最初に、自社はどのような会社であるかを自分から語って欲しい。そして 10 年後にどのような会社になっていきたいかを語って欲しい。そこが手掛かりとなって議論が進む。例えば、人口減などのキーワードをもとに、外部環境の変化へどのように対応していくかといった形で、聞きたい内容も広がっていく。
- ・ 大まかな 10 年後の将来像があって、それを 3~5 年先へ近づけると中期経営計画になり、そして現在につながるという説明は納得できる。この事業は多分いらなくなる、キャッシュをこの事業で獲得してここに投資する、という流れが見えてくる。
- ・ 中期経営計画を発表する際に、過去 3 年の計画がなぜうまくいったか、あるいはいかなかったかを整理し、取締役会や経営会議でどのような議論をした上で新たな計画を作成したか、という説明があるとよい。つまり、過去の経営の総括・振り返りだけでなく、その査定プロセスについても説明がほしい。そうした説明の上で、将来像を語ってくれとありがたい。

【投資家の不満】

- ・ 日本の会社は、ESG のうち E（環境）については頑張っており、G（ガバナンス）については立て直しているところで、S（社会）についての開示が少ないとよく言われる。S については、終身雇用が崩れつつある中で、例えば人事についてどう考えているか、評価体系をどうするか、といった従来投資家への開示の対象とみなされていなかった事柄が重要になっている。
- ・ 会社のトップがビジネスモデルを語れないという状態は、オーナーシップという感覚が欠けていることに起因するのではないか。雇われ社長で頑張って 4 年、その後、会長、名誉会長になって経歴を全うする、といった人事慣行の下では、いまある暗黙のビジネスモデルを前提にした話ばかりになりがちだ。
- ・ 日本の企業は、グローバルで見た場合に、粗利率では全く遜色ないが、営業利益率では劣る。
- ・ 会社のトップの多くは、雇用の持続性に関わり意識がいつてしまっている。
- ・ 事業を売却するとか、メガバンクが傘下の地銀の株を売るとか、何年か前ならありえなかったことが起きている。それでも、まだ ROE が低いのが実情だ。さらに成長を目指すなら、自社のビジネスモデルをきちんと認識して、その強みを補強していくか、逆に収益性が低いところは切っていく必要がある。

- ・ <投資家フォーラムについて>
- ・ 日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。
- ・ 一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。
- ・ こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。
- ・ このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1, 2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。
- ・ そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

- ・ (注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3
- ・ 「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」(注2) 伊藤レポート (p.90)
- ・ 「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。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る。」
- ・ * 投資家フォーラムの活動内容については下記の HP をご覧ください。
<http://investorforum.jp>