

2018年4月19日

【投資家フォーラム第16回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「IR活動～ここが変だよ投資家、ここが変だよIR～」その2

《企業の観点—ここが変だよ投資家》

日時：2018年3月15日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：26名

目的：

- ・ 投資家の立場から見ると、投資家の意見が経営者の意思決定に反映されず、IR活動が企業からの一方的な“お達し”に終わっていると感じることがある。
- ・ 企業の立場から見ると、アナリストや議決権担当者は企業への理解に乏しいと感じることもあるようだ。例えば、投資家が目先の業績にこだわり、企業の長期的なビジョンを経営陣と議論する準備を十分行っていないという不満の声を企業の側から聞く。
- ・ 今回の企画においては、まず投資家、企業それぞれの立場からIR活動の現状について率直に意見を出しあい、その上で両者の対話の場を設ける。
- ・ 具体的には、3月6日(火)に投資家を対象とした第15回会合、そして3月15日(木)に企業の関係者を対象とした第16回会合を開催した。本報告書では企業関係者間での議論をまとめている。
- ・ 2回の会合を踏まえて、7月10日(火)に投資家、企業がそれぞれの立場に立って意見交換を行う場を設ける予定だ。

以下では、参加者から提出された主な意見を列挙している。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。

1. 経営者が話をしたいと考える投資家—よいミーティングとは。

- ✓ 長期視野の投資家は、最初から経営の視点で経営陣とのディスカッションに入っていく。ただ、投資家によって対話の内容のバラつきは大きい。
- ✓ 社長の個性・スタイルもミーティングの展開に影響する。当社の新しい社長は相手を自分の土俵に引き込むタイプだ。投資家の関心事項を自分の得意なテーマにつな

げていくことで、中身の濃い議論ができてきているようだ。

- ✓ 海外の長期視野の投資家が相手だと、戦略など長期的視点での話がミーティングの中心になり、社長は満足している。
- ✓ 資本政策とか人材育成、人心の統一、海外マネジメント、取締役会での議論など、社長が答えやすく、かつ答えたいテーマを話題にする投資家が海外の年金の中にはいる。
- ✓ ある海外の投資家の例で、開口一番に、2年間で会社はどのような風になったか、という質問を投げかけてきた。聞かれて心地良い質問だった。
- ✓ 企業を普段から見ているアナリストと議決権行使担当者が2人揃ってミーティングに出席した例では、経営戦略や議決権行使について非常にかみ合った良い対話できた。
- ✓ 議決権行使担当者とアナリストが同時にミーティングに参加するケースが増えている。色々な角度の質問が出て経営陣も満足している。

2. IR担当者からみて感心できない投資家の行動。

- ✓ ある運用会社で、前任と現任の担当アナリストがいずれも準備不足のままミーティングに出席する。そして、的を射ず意図も定かでない質問を繰り返す。事業会社だと先輩が後輩を指導するが、投資家ではそういう慣行はないのか。
- ✓ 不勉強な投資家とのミーティングを避けるという考え方もあるのではないか。そのようにしたとしても、フェアディスクロージャーの精神には反しないだろう。
- ✓ 社長とのミーティングで事業についての細かい質問ばかりする投資家が国内には多く見受けられる。スプレッドシートを埋めるための質問であれば、社長ではなくIRに聞いて欲しい。
- ✓ 質問の内容は短期的な事柄なのにトップに会わせろというのはおかしくないか。
- ✓ 日本の投資家は、セルサイドのさまざまなレポートに目を通して、細かい数字を知っている。だから、敢えて聞かなくともいいように思うのだが、細かい質問が多い。
- ✓ 投資家からの質問に会社側が回答し、そこで会話が終わってしまう例が目立つ。投資家からの意見やフィードバックがないと、ディスカッションにならない。
- ✓ IRが目的のミーティングとSRが目的のミーティングとで、投資家側の出席者が異なることが多い。企業価値にかかわるという点では共通しており、全く別の担当者が対応するのはおかしいのではないか。
- ✓ IRとSRの区別については、投資家の中でも窓口が違うケースと一本化されている

ケースがある。普段から企業を見ている人が議決権行使に関与することが自然だと思う。

- ✓ 運用会社側で IR と SR の一体化の努力を感じるが、議決権行使の理由を聞いても「そういう基準ですから」といった形式的な説明がなされることが多い。行使対象の会社とのミーティングでは行使結果を最初に話せ、と言われて説明している段階に留まっている印象がある。それでは中長期的な企業価値向上につながる対話にはならない。
- ✓ スモールミーティングでの発言を投資家が録音するのを他の投資家が嫌がるケースがある。フェアディスクロージャーの観点からは違和感がある。
- ✓ 一部の投資家は、一旦ありがとうございましたと言って録音を止めてから、本来聞きたかっただろう生々しい質問をしてくる。コンプライアンス部門に言われたから形式的に録音しているだけなのか。
- ✓ 親子上場であり、多くの機関投資家からどうするかを聞かれる。法人関係情報だから言えるはずがないので、質問をしても無益ではないかと感じる。
- ✓ 資金使途との関連で戦略的投資の話をして、自社株買いについてばかり聞かれる。
- ✓ ある大手の運用会社の例だが、SR の話もしたいから役員に対応してもらいたいという要望が寄せられ、面談を設定した。ところが、運用会社側から営業担当者が同席して、当社の役員を相手に売り込みをかけた。

3. 投資家からの要望と IR 担当者としての対応。

- ✓ 月次の情報開示をとりやめたが、POS データなどから月次情報を得て問い合わせが来る。短期志向はなかなかなくならないと感じる。
- ✓ 第 3 四半期単独で前年と比べるセルサイドのアナリストがいて、それを材料に売買する短期志向の投資家がいる。第 1 四半期から第 3 四半期までの累計値を見ている当社とは関心がかみ合わない。
- ✓ 企業側もつい短期の売上の話などをしてしまうケースはある。四半期ごとに投資家と会っていると短期視野の話に終始してしまいがちである。
- ✓ 長期のトレンドを見ているにしても投資家としては短期の経過も検証したいだろう。企業としては、両方のニーズに対応していけばいいのではないか。
- ✓ 短期志向の投資家もいないとマーケットの流動性が涸れてしまう。短期視野からの要望であっても上場会社として対応は必要だ。
- ✓ 社長は戦略の話が好き、CFO は細かいことを話すのが上手と、両者のタイプが異なる

っているので、四半期ごとに交代でミーティングに出席してもらっている。投資家がどちらのタイプの話を知りたいとしても、半年に一度は希望が叶えられるようにしている。

- ✓ 投資家のニーズも様々で、IR、SR、ES(環境・社会)といった異なる内容に会社側が一人では対応できなくなっている。エンゲージメントは大切だが、すべてのニーズに対応しようとするとう業務、作業量が増えてしまい、働き方改革に逆行する面もある。
- ✓ セルサイドのアナリストから、決算説明会はやめたらどうか、と言われた。が、バイサイドがどう思っているのか。
- ✓ 統合レポート説明会で価値創造ストーリーや価値観の背景説明をしたら、普段から対話する機会が多いアナリスト、ファンドマネージャーからも、非常に理解が深まったので来年度も継続して欲しい、と言われた。

4. 投資家の声が欲しい。

- ✓ 経営トップが出席したミーティングの後、投資家側からミーティングへのフィードバックを非常に細かくもらい、信頼感が醸成されたと感じた。
- ✓ ミーティングへのフィードバックに良いことばかりが並んで、厳しい指摘も特にないようだと、会社側の改善につながらない。IR やマネジメントの問題点を書いてくれると経営トップに伝えられる。
- ✓ セルサイドなどは出入り禁止と言われると困るので、素直に言いにくい部分もあるのではないかと。厳しい声を出して欲しいと経営陣が明言している会社では、投資家も臆せず意見を出しやすい。

5. 議決権行使や統合報告に関する IR 担当者としての悩み。

- ✓ ファンドマネージャーは株主還元などを評価して当社の株式を買ってくれている。しかし、株式の取得後に、議決権行使において一律基準で ROE が低いことを理由に反対されるのであれば、結果として反対票を増やすことになってしまう。
- ✓ 機関投資家からは議案が固まる前ならば議論の余地があるから、その時期に訪問して欲しいと言われる。議案が決まって5月ごろに訪問されても改善策を探る余地が乏しいと言われるが、実際にはなかなか難しい。
- ✓ ESG 担当者とアクティブ運用のファンドマネージャーが別々でなく一緒に会ってくれればありがたい。

- ✓ ガバナンスや ESG の説明会を開催して欲しい、という要望を投資家から受けることはある。
- ✓ その一方で、統合報告には良いこと、アピールしたいことしか書いていないから読まない、事実を述べている有報だけ読む、と投資家に言われたこともある。
- ✓ 統合報告の内容を全体的に説明できる人材は、現状では社長くらいしかいない。そのような人材を社内できちんと確保できるような組織体系に変えていくことも、今後考えていかないといけない。

6. 開示を巡る疑問。

- ✓ 長期志向を促す流れの中で開示の負担が重くなっている。短信、有報、事業報告、それに、統合報告書、コーポレート・ガバナンス報告書と様々な開示書類がある中で、同じような情報を何度も掲載しなければならない。どれだけ読まれているかわからない。
- ✓ 情報開示を積極化して指数にも採用され、市場で認められることにより株価を上げて欲しいと考えている投資家が最近多いようだ。
- ✓ 決算発表は朝に行うべきか。現在のように2時以降に行うべきか。投資家はどのように考えているか。
- ✓ 引け後の決算開示が多いが、日本の市場は閉まっていますが、海外の市場は開いている。日本の投資家を海外の投資家よりも不利な立場に置いている。
- ✓ 国内でも、引け後であっても PTS やダークプールで取引がなされている。場中という考えはそろそろやめた方がいい。
- ✓ 取締役会を早朝に開催してマーケットが開く前に開示をする会社もある。
- ✓ 個人投資家のことを考えると、場中は避けた方がいいと言われたこともある。
- ✓ M&A 等で海外の相手方と同時にリリースをしようとする、時差のため開示が取締役会決議の翌日になる。それでも適時開示という点で問題がないか、という点について意見が分かれている。

7. 投資家からの社外取締役とのミーティングを望む声にどのように応えるか。

- ✓ IR 優良企業賞への応募 284 社のうち、社外取締役が出席する投資家とのミーティングを行っている会社は 30 社だった。社外取締役を交えてラージミーティングを開催した会社も 10 社程度あった。
- ✓ 社外取締役には細かい目先の数字より、長期の話、ガバナンス関連の話をしてもら

うのがいい。

- ✓ 総会でわざわざ社外取締役に質問をする人が出てきている。社長も受け答えが上手な人を指名して上手く答えてもらっている。
- ✓ 投資家の疑念を解消するため、社外取締役が一人で投資家と会うケースも何度かあった。また、株主総会でも株主からの質問に社外取締役から回答してもらっている。
- ✓ ESG の説明会ではガバナンスやダイバーシティを訴えるために社外取締役に出席してもらうのがいいと考えている。
- ✓ 社外取締役は投資家とも会うと言ってくれているが、日程調整など実務的には苦労がある。

8. ラージミーティングのあり方を巡る疑問。

- ✓ ラージミーティングの質疑応答では、バイサイドの人たちからほとんど質問が出ない。
- ✓ セルサイドのアナリストが一列目に陣取って、足元や財務の細かな質問をしていると時間が終わってしまう例が多い。より中長期の本質的な質問が欲しい。
- ✓ ラージミーティングはセルサイドの自己アピールの場となっているのではないか。バイサイドは自分の手の内を明かしたくないから沈黙を守るのか。
- ✓ ラージミーティングの質疑応答では、1列目のセクターアナリスト以外の人や海外からの参加者にも質問を振るようにして、目先を変えるように工夫している。

以上

<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る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よう。」

* 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>