

## 【投資家フォーラム 第5回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：経営者の視点から見て、企業の価値創造を後押しする投資家とはどのような投資家なのか

日時：2016年4月22日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

ゲストスピーカー： 株式会社丸井グループ 青井 浩 代表取締役社長

参加者：34名

目的：

- ・ 日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家が企業との建設的な対話を通じて投資先の企業価値向上や持続的成長を促し、もって顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を果たすことを期待している。とりわけ、同コード第7原則は「投資先企業の持続的成長に資するよう、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」と機関投資家に要請しており、自らがどのような形で投資先企業の持続的成長や企業価値の向上に貢献できるかについて認識と理解を深めることは、機関投資家にとって重要な課題となっている。
- ・ そこで今回、「企業の価値創造を後押しする投資家」とはどのような投資家であるか、について議論することとした。なお、取り上げるテーマの性質上、当日の議論を活発かつ有益なものとするために、株式会社丸井グループ 青井浩代表取締役社長に我々の議論に参加していただいた。丸井グループの経営の変革を意識した背景（そうした考えを後押しするような材料や意見が投資家からあったのか）、そして経営者から見て「気づきを与えてくれる有益な投資家」はどのような投資家であるかについてお話しいただき、それを議論の端緒として青井社長を交え「企業価値創造を後押しする投資家」についてフォーラムとしての議論を行い、会合で得られた成果を、他の投資家や企業の方々へ向けて発信することとした。（青井社長の発言要旨は、本報告書の末尾ご参照）

以下では、投資家フォーラム 第5回会合にてゲストスピーカー及び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。

### 1. 企業から見て示唆の多い対話とは何か

「対話」について

- ✓ 日本語の「対話」という用語は曖昧で多義的。英訳するとエンゲージメントともダイアログとも書かれる。人と話せば内容はともあれ形式的には「対話」なのだろうが、スチュワ

ードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードでいう「対話」はそういうものではない。

### 対話の姿勢

- ✓ 「今後どうこの企業を良くしていくのか」といった将来志向の姿勢が重要。企業価値の向上を目指すという目的を共有できることが大切だ。経営者と投資家の時間軸は異なるが、その差を前提として、対話をすればよい。投資家は基本的に未来志向であり、過去のことより未来の価値はどうなっていくか、未来に向けて成長などのストーリーがどうなっていくかを聞こうとする。過去にさかのぼって追及するのではなく、未来に向けて話すことから建設的な対話が生まれる。
- ✓ 経営者が変革へ踏み出したときに、背中を押して上げることも投資家の大事な役割だ。経営危機、転換期にあるときに、業績悪化をことさら取り上げて突き放すより、むしろどうしたらV字回復できるかにポイントを置き、企業を助けようというメッセージを出す対話が生産的になる。
- ✓ 対話の姿勢として望ましいのは、企業価値と一緒に作ろうという気持ちを共有できる関係、お互いにアイデアを出し合って多様な可能性を議論できる関係だ。そうした関係をもてる投資家は多いと言えないが、存在する。
- ✓ 企業側は、実際に投資家と触れ合う機会が少ないこともあり、ややもすると事前の準備なしに投資家と対話することに「怖れ」を感じる。企業価値を評価することは投資家の仕事だが、企業の側から見れば評価される関係であり、つい身構えてしまう。対話の場でも、マイナスの評価を受けることを恐れ、企業から話しかけることを控えがちになる。
- ✓ 良い対話を実現するための姿勢や工夫が大事だ。たとえば、相手のことを否定するのではなくいったん受け入れ、そう考える理由を聞いて理解しようとする。相手との勝ち負けを競うのではなく協力して課題の解決や新しい価値の創造に取り組む。目先の答えではなく本質的な課題にフォーカスする、などを心掛けることが必要だ。

### 対話による気づき

- ✓ 投資家の視点から企業の取り組みがどう見えるかを伝えることで企業の側が「気づき」を得ることもある。そのためには企業の側も自社の現状と将来像を投資家にしっかり伝えなければならない。当たり前だと思っていることでも、言わないと投資家には十分に伝わらない。
- ✓ 企業側は、経営方針についての提案を必ずしも望んでいるわけではないが、「気づき」を促してくれるような良い質問を歓迎する。

### 投資家としての知見

- ✓ 業界についての専門知識よりも、特定の業種や国に限られない広い知見や、普遍的で強靱なロジックに基づいて、企業側が見落としていた視点を提供することが重要だ。

## 2. 示唆の多い対話の実現に向けた投資家のあるべき姿勢

### 「責任ある対話」

- ✓ 企業価値の向上を目指すパートナーとしての責任を果たす自覚が重要だ。「建設的な対話」にとどまらず、「責任ある対話」を実現しようという認識を持つべきだ。

- ✓ 一方的に自らの考えを押し付けたり、ただ批判することは、必ずしも望ましい投資家の姿勢ではない。
- ✓ 投資家はコミットメントがないとも言われる。今日は株主でも来期は売却してしまっているかもしれない。株主である間だけ対話するのでは、今まで一生懸命やりとりしていたのは何だったのかという印象を持たれることもある。
- ✓ 中長期で株式を保有することと、中長期の視点で対話に臨むことは、分けて考えた方がよい。投資家は様々な観点にもとづきポジションを組んでおり、一定のタイミングで売却することは当然ある。ただ、株式の売却後も関心を持って経営状況を見続けてゆくのであれば、対話の時点で企業の株式を保有していなくとも、示唆の多い対話のパートナーとなりうる。

#### アナリストへの期待

- ✓ 機関投資家の実像が企業側にあまり知られておらず、利害関係が対立する勢力のように捉えられている側面がある。対話を重ねてゆけば、そのような認識は少しずつ変わってゆく。
- ✓ アナリストは経営者と投資家の間で通訳のような役割を果たすことができる。投資家がどのような視点で企業を見ているかを経営者に伝えることで、経営者が複眼的に自社を捉える契機を作り出すことができる。

#### 対話の目的の再確認

- ✓ 重箱のすみをつつくような質問をしたり、CEO に対して数字の細かい点を聞いたりするのは、あるべき対話の姿と離れている。

### 3. 示唆の多い対話の実現へ向けた企業側のあるべき姿勢

#### ステークホルダー共通の利益

- ✓ ステークホルダーに優先順位があるという捉え方は、必ずしも妥当ではない。短期的にはトレードオフの関係にあっても、中長期的にはステークホルダーの利益が重なる部分があるはずだ。その重なる面積を大きくしてゆくのを経営だ。

#### 多様性の尊重

- ✓ 「投資家はうるさい」といった考え方も一部にある。一方、多様な株主を持つことで、上場企業として特定の関係者に左右されずに経営することができるという側面もある。たとえばMBOをしたら、債権者に厳しい制約を課され、細かな点まで債権者の同意を得ないと経営ができなくなる。
- ✓ 普遍的な仕組みとか法則とか、業種を超えて通じる普遍的な知見とか強靱なロジックは、イノベーションを生む力がある。当たり前と思っていることについて、俯瞰する立ち位置から投資家に突っ込んでもらおうと、それがきっかけで気が付くことがある。社内の論理で考えていると、それまでの経緯に継ぎ足してきれいに接続するようにつじつまが合うように考えてしまう。

#### 企業情報開示

- ✓ IR 活動を行う際に、日本を代表する会社や同業他社以上には情報開示しないという姿勢の会社がある。同業他社と横並びで開示のあり方を決めるのではなく、各社が自らの考え方を積極的に明らかにするようになるべきだ。

- ✓ 対総会屋的な発想で投資家対応を行い、開示量が少なければ少ないほど良いとする例が未だに見られる。総会屋は既に過去の存在であり、顧客や取引先と同様にパートナーとして投資家に接するべき。そうした意識の切り替えが企業には必要だ。
- ✓ IR の場で投資家から受けた指摘や質問を全社で共有するために、社内で会合を開催すべきだ。
- ✓ 企業が統合報告書などを通じて、自らがどういう会社か、その個性をあらわすことで、その内容に共鳴する投資家とのマッチングが実現されてゆく。

## 終わりに

- ✓ 今回の会合には投資家側の反省会という意味もある。企業価値の向上へ向けてパートナーになりうるような投資家、パートナーとしての投資家の役割が期待されている。ただ、投資家側にパートナーとしての意識があるとしても、保有している間だけの意識にとどまっていれば、企業価値を共につくる本当のパートナーとは言えない。建設的な対話と言われるが、建設的なだけでなく「責任ある対話」が求められており、持続的にパートナーとなる自覚を持たなければいけないことが強く感じられた。

### < 青井社長の発言要旨 >

#### 丸井グループの経営の変革を意識した背景

- ✓ 丸井グループは、一昨年の 10 月頃から企業価値指向の経営に大きく舵を切り、投資家との対話にも本格的に取り組むようになった。そのような変化の背景には、機関投資家をはじめいろいろな方との出会いと、試行錯誤してきた中からの気づきがあった。
- ✓ 2007 年に改正貸金業法が施行された影響で、上場以来初の赤字決算を 2 回も余儀なくされるなど、厳しい経営環境が続いていたが、2013 年度の決算でようやく業績回復を宣言し、2014 年 5 月の説明会で新しい中期経営計画を発表した。
- ✓ この中期経営計画は、小売業については 26 店舗全部の開発・運営を 5 年間で不動産事業に転換し、カード事業についてはいままでも丸井だけで発行していたカードを丸井以外の店舗・商業施設を通じて全国的に発行しようというもので、かなり野心的な内容だった。しかし、投資家からの評判は悪く、非常に冷たい反応だった。「計画の進捗を冷静に見極めたい」と言われるなど、要するに全然信じてもらえなかった。
- ✓ 落胆していたところ、あるセルサイドアナリストからプレゼンテーションの依頼を受けた。そのとき、「丸井グループはこれまでやると言ったことはちゃんとやってきたではないか。私は必ずできると信じている。」と言われ、信じて応援してくれていたことを非常にうれしく感じた。
- ✓ プレゼンテーションの準備に際して、ある知人から、決算説明会の資料に利益は記載されているが重要な経営指標である EPS（一株あたり利益）は記載されていないことや、ROE

(自己資本利益率)については必達目標である6%を記載するのみで、実際に社内で目標としている10%を対外資料に記載していないことなどを指摘された。こちらは当たり前だと思っていることでも、言わないと投資家には十分に伝わらない。こうした気づきを経て、自社の現状と将来像を投資家にしっかり伝えられるよう、統合報告書を作成することとした。

- ✓ 2015年の正月に、知人のファンドマネージャーから「2015年はスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード、伊藤レポート、ISSの議決権行使基準など大企業包囲網が完成し、いままで岩盤のごとく動かなかった大企業の行動が変わる」と聞き、それなら自ら先頭に立ってやろうと思い、改革をスピードアップさせた。
- ✓ 従来は、小売業として売上、坪粗利などをKPI(重要業績指標)としていた。不動産事業への転換にあたり、どのようなKPIを用いればよいかわからなかったので、不動産アナリストに聞いた。NOI(営業純収益)利回り、すなわち不動産の時価に対して営業純収益がいくらになるかを指標とするのだと教わった。これは投資家が言っているROEと同じではないかと考えた。
- ✓ それまでは漠然と、お客様の利益と投資家の利益はトレードオフの関係にあると考えていた。しかし両者の利益は全面的に一致しなくても必ず重なりあう部分があり、それを自分たちなりに見つけ、努力と経営資源を傾注していけば企業価値の向上につながる。お客様の幸せと投資家の幸せ、お客様の利益と投資家の利益が一致して企業価値が高まっていくことが、ストーンと腹に落ちた。

株式会社丸井グループの「共創経営レポート2015」

([http://www.0101maruigroup.co.jp/ir/pdf/i\\_report/i-report2015\\_a4.pdf](http://www.0101maruigroup.co.jp/ir/pdf/i_report/i-report2015_a4.pdf))

「2016年3月期 第2四半期 丸井グループ 決算説明会資料」

(<http://www.0101maruigroup.co.jp/pdf/settlement/0015F02q-01.pdf>)

## <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<sup>(注1, 2)</sup>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](http://investorforum.jp)