

## 【投資家フォーラム 第8回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：企業がIRの対象とする投資家や、株をもってもらいたいと思う投資家を選別する動きについて、われわれ投資家としてどう考えるべきか

日時：2016年9月8日 18:50-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：21名

目的：

- ・ 企業と投資家との建設的な対話による企業価値の持続的成長が重視される中で、対話する投資家を積極的に選び出そうという企業による動きが見られる。
- ・ 例えば中長期の経営を重視する投資家と対話したいという観点から、中長期的な経営に関わる開示に傾斜する姿勢をかなり明確に発信する企業がある。また、長期的な視点での話ができる機関投資家との対話を優先させたいという希望をにじませた記述を、コーポレート・ガバナンス報告書でやんわりとだが行っている企業もある。
- ・ このような企業による動きをどう考えるべきか。弊害はないか、について議論を行った。

以下では、投資家フォーラム 第8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。議論の中では、対話の相手先として安易に長期保有の投資家を選ぶことについて疑念が出され、また潜在株主を含めた投資家全般へ目配りすることが望ましいとの指摘がなされた。

### 1. 「より良い」対話の相手を求める企業の動き

- ✓ 中長期の経営を重視する投資家と対話したいから、そうした投資家をターゲットに開示内容も考えるという最近の動きは、ある意味では自然だ。それは第三者割当増資によって投資家を選別することとは異なる。「こういう開示をするが、それについてくるかどうかは投資家次第」というのが基本的なスタンスだ。
- ✓ ポイントは「望ましい投資家」を想定する際の基準だ。基準が経営者の自己都合にもとづいたものであっては困る。基準はあくまでも企業価値向上の観点から立てられるべきで、企業はそうした基準とその考え方を明示して欲しい。基準がわからないと、投資していて大丈夫かと懸念される。

- ✓ 確かに開示の在り方によって企業に魅かれる投資家の構成は異なってくる。米市場を対象にした研究では、業績予想など短期的な指標に傾斜して開示を行うと短期志向の投資家が集まるという問題が指摘されている。企業が個性を出してメッセージを工夫することによって、それに着目した投資家が寄ってくるとすれば、それは素晴らしいことだ。
- ✓ 注意すべきは、経営陣へのアクセスを狭める動きだ。企業と投資家の対話空間がどんどん閉じていってしまう。また、社長に会える投資家は確度の高い情報を得、そういう機会がない投資家には情報が来ない、というようなことになれば、投資情報について濃淡が生じる懸念がある。
- ✓ 最近の動きの中で企業が目線が既存株主に偏っていることは問題だ。潜在株主、将来の株主にも配慮して対話をすべきだ。

## 2. 対話の対象とすべきは長期保有の投資家なのか

### (長期保有と長期的視野は違う)

- ✓ 投資家は株価が高くなりすぎた銘柄を売り、相対的に株価が安い銘柄を買う場合が多い。長期的な観点から企業を評価していても、保有期間を決めて投資しているわけではない。長期投資家も短期保有となることがある。また、良好な経営成績が持続したから、結果として投資家が長期保有したという場合もある。
- ✓ 社長の手腕を評価してその企業の株式を保有していたところ、社長が急病で倒れたためその株式を売却する場合、長期的視野に立って売るのであり、短期売買とは異なる。急病という事象は短期的なニュースだが、短期的なニュースやカタリストは長期的意味を持っている場合がある。そのときには長期的視野から短期売買が起こる。
- ✓ リスクに応じたリターンを投資家は要求しており、ポートフォリオマネジメントの観点から銘柄の入れ替えがある。その場合、短期的な材料から売買が行われているわけではない。

### (短期保有は問題か)

- ✓ 米英の CEO は自社の株価を上げることに熱心だ。株価を上げたいという気持ちが強くなりすぎ、早く結果を出すことに行動が傾斜しがちだ。研究開発費や減価償却費を減らし、目先の利益を上げて予想をヒットさせるなど、米英で問題視されている短期主義が日本でも起こったら確かに問題だ。
- ✓ 短期保有だから短期主義ということではない。外国人投資家は平均すると保有期間が3か月、銀行・生保が平均すると7-8年だ。実証分析によると、外国人投資家が持っている方が、リターンも価値も高い。短期保有が企業価値を下げるということはない。

- ✓ 投資家に良いも悪いもない。儲けることにみんなが集中することによって、全体として適正な株価が形成される。短期的な投資を否定して、長期保有のみを是とする考え方は、市場の価格形成機能を歪めてしまう。多様な投資家の参加を妨げる方向の動きは困る。

#### (長期保有の投資家は安定株主という認識は問題だ)

- ✓ 「長期保有の投資家」イコール安定株主という意識をもつ企業が多い。株価が高くなったら売る投資家は筋が良くない、という意識もある。長期保有の投資家にモノを言わないことを求めているのであれば、それは対話の精神とそぐわない。
- ✓ 長期保有を巡る議論には、「経営の安定」という目的から買収等を回避し、議決権を「棚上げ」したいという経営者の自己都合が窺える。

### 3. 株主、投資家を選別することに関する疑念

- ✓ 企業が対話の相手を選ぼうという動きは、株式持ち合いを解消する過程の中で生まれてきた面がある。自分達が経営したいように経営したい、他の人の話は聞きたくない、株価は安定していればベストという、企業の自己都合が背景にあるのではないか。そうだとしたら、日本の資本市場を改善していこうという流れに逆行する。
- ✓ 様々な国を調べたが、純投資の投資家層が厚い市場や純投資の投資家の比率が高い企業は企業価値が上がっていき、そうでない政策保有のような投資が多い市場や企業はあまり株価の改善が見られない。
- ✓ きちんと企業が株主価値、企業価値を上げていき、その成果が株主の自由な売買を通じて適切に株価へ反映されるという循環が重要だ。この循環を阻害してしまう要素が、企業が株主を選択することの中に入っているとしたら、問題だ。
- ✓ 政策保有株主の代わりに固定的な株主を求める観点から個人投資家が選好されたりする。しかし、個人投資家を増やす目的から株主優待を厚くした企業は業績が落ちる、という実証分析もある。
- ✓ 上場とは株式を一般投資家に公開することだ。その意味で上場により企業はパブリックな存在になる。経営陣の自己都合にもとづく株主や対話の相手の選択は、パブリックな存在である企業として不適切だ。
- ✓ 経営者は企業価値を上げることに専念すべきで、投資家や株主の選り好みをするのは筋が違ふ。

### 4. 株主構成と企業価値との関係

- ✓ アクティビストはパッシブファンドの保有比率が高い企業で戦術や対応を変える、という米国のデータがある。パッシブファンドは議決権行使助言会社の影響を受けやすいことなどから、アクティビストにとって御し易い面があるのかも知れない。パッシブファンドの拡大が資本市場やガバナンスに及ぼす影響を多面的に検討する必要がある。

## <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出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>