

第7回オープンセッションの概要

日時： 2018年7月10日（火） 18:30～20:30
会場： 株式会社 QUICK QUICK Square
東京都中央区日本橋室町2-1-1 日本橋三井タワー14F
テーマ： IR活動～ここが変だよ投資家、ここが変だよIR～
出席者： 投資家フォーラム第15・第16回会合の参加者のうち59名（司会を含む）
資料： 投資家フォーラム第15回・16回会合 報告書

最初に、投資家フォーラム第15回および第16回会合での議論の概要を主催者側が紹介した。その後、企業の参加者と投資家が互いに相手方陣営の議論の内容にコメントするという形で意見交換が進行した。

1. 対話することへの姿勢

（期待を揃えることの重要性）

- 企業： 企業も投資家も対話への期待値が非常に高い。その期待値の高さを反映してか、期待する内容に関するギャップも大きいようだ。
- 企業： 投資家に対話の場で聞きたいことを事前に企業側に提示しておけば、企業側も十分準備して答えられ、対話を有効かつ効率的に進めることができる。また、答えられないことについても、その理由を対話の場ではっきり説明できる。
- 投資家： 投資家側にとっても、事前段階で情報共有を行った方が良く考える。投資家の質問に直接的な形で回答できない場合でも、別の角度からはこのようにいうことができる、などと企業の側から返答してもらえると、投資家としても学ぶところが多い。
- 投資家： 企業のIR担当者から面談相手の投資家に対して、その投資スタンス、取材の背景などについてもっと質問してもいい。
- 投資家： 対話の際には冒頭で、投資家側の考え方やミーティングの目的を説明するようにしている。

（保有株数の多寡による企業側の対応）

- 企業： 当社株式の保有数や、投資対象としての当社への関心度合いについて、投資家に質問したら答えてもらえるのか。回答の内容によって、企業側が対話へ臨む上での真剣さの度合いも変わる。
- 投資家： 保有していなければ真剣に対応しないといった姿勢を企業側がもっていると、十分な企業理解が得られにくく、その場合、少なくとも新規の投資はできない。
- 投資家： 企業側の考え方として、保有して欲しい投資家と積極的に対話したいということは理解できる。ただ、対話へ臨む基本的な姿勢としては、目の前の投資家との面談はマーケットとの対話であることを意識してほしい。そのような意識を持った上で、相対している投資家の性格や投資スタンスを理解するために、投資哲学などについて質問することは一向に構わないし、大事だと思う。
- 投資家： 長期的観点から株式を保有する投資家は、何回も繰り返して企業と接触をもち投資判断を確かめる。双方が腹を割って向き合う対話を企業と投資家の間で実現するためには、投資家の側も努力する必要があるが、企業の側でも無用な線引きは控えてほしい。
- 企業： 対話時点での株式保有の有無で、投資家への対応を変えようという意識はない。株式保有がなければ、保有してもらえよう努力するし、株式保有があれば、継続して保有してもらおうために何をすべきかを考える。

(経営トップとのミーティング)

- 企業： フェア・ディスクロージャー・ルール（「FDルール」）に鑑み、投資家に対して開示できる情報はすべてウェブに掲載しておくくらいの姿勢で開示に臨んでいる。他方で、経営陣からは、必要な情報が全てウェブで開示されていれば面談の必要はないのではないかと問われる。経営トップに会って話さなければならないことが投資家にあるのか。
- 投資家： 経営トップとの対話では、細かな情報を確かめたいのではなく、開示された情報だけからはわからないものを経営トップから直に掴みにいく。そうしたすぐれて定性的な事柄の中には、例えば、面談相手の顔色から推測できる健康状態なども含まれる。生の対話には、対話する者同士の真剣勝負という側面がある。経営者を見る目を通じた投資先企業の選別は、他の投資家との間で差別化を図る上で重要な要素だと考えている。
- 投資家： 開示情報として資本コストを示しているにもかかわらず、経営トップがそれを本当に重視して経営の舵取りに当たっているか、そうでないかは、30分も話せばわかる。投資家が経営トップに会わせて欲しいと申し入れるのは、そういった経営陣の認識・姿勢を確認したいからだ。
- 投資家： 折角経営トップとのミーティングが設定されたのに、特に経営トップに聞くまでもない細かな内容の質問に終始した場合、次回から経営トップとのミーティングは設定しかねると、IR担当者から投資家にはっきりと伝えてもらって構わない。その後も投資家がそうした態度をとり続けるならば、結果として経営トップとのミーティングを拒否されることとなったとしても、それはその投資家の責任だ。投資家は経営トップを見定めに行くし、投資家が経営トップと真摯に対峙しようとしているかを企業の側もまた見定める。そういう一種の緊張関係が大事だ。
- 投資家： 投資家との対話に当たって、経営トップが本音で語ることは悪いことではない。ただ、投資家はその発言をどう受け止めるかを理解し、事前に十分な準備をした方がいい。
- 投資家： 開示が行き届いている会社でも、それとは別に社長やCFOの生の声を聞きたいと大勢のアナリストやファンドマネージャーが説明会に押しかけることもある。経営者の生の感覚を共有して、投資家がそれに対して自分の見方を提示できれば、対話として非常に意義がある。

(IR担当者の役割)

- 企業： 社内では、IR担当者が投資家側の立場と見なされることも多い。そうした状況に置かれているので、投資家の意見を経営トップに直接言って欲しいとIR担当者から依頼することもあるが、それは担当者の責任逃れでなく、経営者が直に投資家の見方に触れることが大事だと考えるからだ。
- 企業： IR担当者は経営トップの代弁者として投資家と会う。その観点から、IR担当者の説明がひとり歩きして、担当者が投資家に説明している内容を会社が必ずしも実行していないという投資家の意見は、真摯に受け止めている。しかし、その一方で、IR担当者が経営トップとあまりに一体化しすぎると、投資家との橋渡しという役割を務める上ではよくないとも考えることもある。
- 投資家： 問題は、担当者が語る会社が会社の実態なのか、それとも、担当者が会社にそうあって欲しいと願うことなのかかわからなくなる、という事態があることだ。経営トップに会ってみたら、IR担当者のプレゼンテーション内容と経営陣の姿勢との間に乖離があったという経験がある。
- 投資家： 投資家は、各種の開示書類や経営陣・IR担当者からの説明内容の間に整合性があるかを注視している。統合報告書と有報との開示内容の違いなど、相互に矛盾・不整合がないかをチェックしつつ、投資対象に対する認識の確度を高めていく。

(「困った投資家」、投資家の言い分)

- 企業： 投資家の中には、掘り下げても意味のない事柄や、短期的な観点の些末な事柄

- を、ミーティングの間中質問するような人もいる。
- 投資家： アナリストの側で、短期的な観点の細かな事柄を聞くことが習慣になってしまっている面はあるかと思う。ただ、最近は商品ごとの売上高など企業の開示が充実しており、以前ほどではなくなっているのではないか。
- 投資家： 1000行にも及ぶエクセルシートを作っていて、必要な入力項目をすべて埋めようとするアナリストもいるだろう。一方、企業の観点から見れば意味があるか疑問に思えたとしても、投資家には重要な情報もある。
- 企業： 投資家からの質問の意義について、企業の側で認識できていない場合もある。ミーティングの議事録を後から見返して、こういう背景からの質問だったのかとはじめて気づくこともある。
- 投資家： 初回や2回目のミーティングでは、投資家と企業の間での認識齟齬は必ず起きる。立場を異にする者同士が対話する中で、お互い手探り状態で忖度し合えば、聞くべきことを聞かないといった結果にもつながる。こうしたことは社内でのコミュニケーションでも起きる。何でも遠慮なしに聞いてみるのが大事だ。

2. 個別の論点

(投資家に質問すれば保有株数を教えてもらえるか)

- 投資家： パッシブ・ファンドを運用している場合、保有の有無を企業から聞かれると、株式インデックスに含まれる会社は必ず保有しているという答え方になる。
- 投資家： 保有株数は投資判断に依存するわけだが、同じ社内でも運用しているファンドの投資戦略ごとく投資判断が強気であったり、弱気であったりする。
- 投資家： 受託運用の場合、企業に対して保有株数を回答することは難しい面もある。アセットオーナーの資産規模などの開示にもつながりかねないからだ。
- 投資家： 集中投資の運用スタイルであれば、株式の保有状況について回答することにそれほど困難はない。ただ、対話の時点では株式を保有していないとしても、投資するか否かの判断材料を得るためにミーティングをする場合がある、ということは理解してほしい。
- 投資家： 企業側から何を質問してもらっても構わない。どの程度株式を保有しているかは、大まかなレベルでは伝えるようにしている。現時点で少数しか保有してなくても、これからの買い増しを考えてミーティングを申し入れている、というケースも多い。
- 投資家： 社内の運用チームによって対応方針に違いがあるかと思うが、過去の経験では、自分のチームの保有状況についてはある程度回答していた。ただ、ロング・ショート運用の運用戦略で売りになっている銘柄については、投資判断を企業側に伝えることに慎重だった。
- 投資家： 保有株数まで企業側に伝えていた。自社の運用状況については、2-3頁の資料を作成して伝えている。
- 投資家： 議決権行使担当者の立場からは、投資スタンスについては言及できない。
- 投資家： 当社では、社内ルールで、保有株数を企業側に開示してはいけないことになっている。投資判断についても開示しない。ただその企業について判断のポイントなどは伝える。

(FDルールと録音)

- 企業： 社内ルールに従う必要上、スモールミーティングの会合において録音を希望する投資家がいる。録音を希望する投資家を同じ会合に呼ばないで欲しいと他の投資家から言われるケースがあり、困っている。
- 投資家： スモールミーティングでのやりとりの録音については、別に問題ないと思う。投資家との1対1のミーティングで録音をとる会社もある。
- 投資家： 一般にミーティングでのやりとりの録音を避けなければならない理由は特にない。ただ、録音をとる会合と、とらない会合があれば、後者に出席したいと個人的には思う。

企業： 企業側としては、フェアな取り扱いを前提として、誰が持ち帰っても大丈夫な内容を回答するようにしている。その上で、その回答内容を踏まえて各投資家が投資判断してもらえたらと思っている。

（投資判断と議決権行使判断）

投資家： 同じ運用会社でも、業種担当のアナリストと議決権行使担当者では、企業を評価する観点異なる。社外取締役の独立性を理由にその選任議案へ反対しても、投資判断は別で「買い」ということもある。

投資家： アセットオーナーが自身のガイドラインによる議決権行使を求める場合もあり、運用者の判断と議決権行使結果が一致なくなるケースもある。

投資家： アクティブ運用のアナリストやファンドマネージャーは統合報告に示すような価値創造プロセスとかビジネスモデルについてあまり質問しないが、これらの点を重視していないのではないかと、という趣旨の指摘が企業側からあった。この指摘については、常日頃から会社と接触して、その会社のことを既に良くわかっている投資家は、価値創造プロセスやビジネスモデルについて改めて聞く必要がない、ということだと思う。

投資家： 投資判断を行う人と議決権行使の担当者が、それぞれ違う観点から同じミーティングに出席していると、組織全体としての投資家の状況が良く理解できるという話を、企業の担当者から聞いたことがある。

（出入り禁止）

投資家： 何度説明してもどうせ株主総会議案に反対票を入れられるなら、もう御社とは面談しないと、つい最近ある企業から言われた。

投資家： 当社のポートフォリオマネージャーやアナリストが企業に対して辛辣にもの言い過ぎた結果、2度と来るな、と企業側から申し渡された事例が過去に存在する。この10年で3-4件程度あったように記憶しているが、いずれも事後に十分なフォローをした結果、企業側とは信頼関係を築くことができている。

企業： 逆に投資家から、もう2度と来るな、と言いわたされたこともあった。

企業： 初めてのミーティングであるにもかかわらず、最初から経営トップに合わせろとねじ込んでくるケースがある。経営トップに合わせろと要求しておいて、実際にミーティングを設定すると、細かい質問に終始するケースもあった。そのような投資家については、経営陣とのミーティングを設定しないようにしている。

投資家： 機関投資家は企業ほど組織の統制が強くなく、いわば個人事業主の集まりに近い面がある。したがって、担当者個人によって対応も違うし、担当者が複数いたり、また頻繁に変わったりするので、会社単位で出入り禁止の判断をしないほうがいい。

（SRコミュニケーションの時期）

投資家： SR担当者の訪問はなるべく受けたいが、5月中旬から6月上旬は議決権行使作業が忙しく、時間を確保するのが容易でない。7月から1月くらいの時期に、しっかり時間を取って企業側と議論したい。

企業： 社外取締役の独立性について、業務の経歴を詳しく記載するよう投資家からフィードバックを受け、実行に移したところ賛成比率が増えたという経験がある。早い段階で長時間かけて投資家とやりとりしたことが奏功したと考えている。

（複数分野にまたがる事業構成の会社と担当アナリスト）

企業： アナリストによるカバレッジを増やそうと働きかけを進めたところ、当社は複数分野にまたがる事業構成であることから、アナリストを割り当てることはできないと投資家に言われたことがある。

投資家： 証券会社の例だが、NECや富士通の場合、事業構成の変化に伴い、会社を担当する

- アナリストの分野がエレクトロニクスからITに変わったことがある。
- 投資家： 複数分野にまたがる会社だと、両方の分野のアナリストがいずれも担当を希望し、取り合いになったケースもある。
- 投資家： 株価を動かす要因として、ある事業の比重が大きくなれば、担当するアナリストが変更されるかもしれない。
- 投資家： 運用会社でも証券会社でも、複数分野のアナリストが協力して1つの会社をフォローするケースがある。
- 投資家： 自分の担当外の事業を営んでいる会社であっても、担当外の分野を専門とするアナリストの知見を借りつつフォローすることもある。

(ESGについての対話)

- 企業： ESGについて投資家に尋ねても、問題意識がないという顔をされることもある。
- 投資家： ESGも企業評価の重要な要因とは考えているが、ESG対応で企業に大きな付加価値が付くとは考えていない。付加価値はあくまでもビジネスモデルから生まれる。その付加価値のサステナビリティを支えるのがESGへの取り組みだと考えている。
- 投資家： ESGのファンドはアセットオーナーの関心も高いので注力している。ただ、1つのミーティングの中でESGの話題に5-10分を割けるとして、それだけの時間では表面的な議論しかできない。ESGを主な議題としたミーティングを事前に申し入れてもらえれば、適切な担当者を出席させることができる。
- 投資家： 経営のガバナンスがしっかりしていれば、自ずとEとSについても対応がなされていると考えている。
- 投資家： ESGで難しいのは、正解があるわけではないことだ。日本人は真面目だから正解を求めようとする。

<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よう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<http://investorforum.jp>