

2019年1月26日

【投資家フォーラム第18回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：：「経営者が投資家との対話に意義を感じた瞬間、あきれた瞬間
～RIZAPグループ株式会社 松本晃代表取締役をお招きして～」

日時：2018年11月30日 18:30-20:30

場所：フィデリティ投信株式会社 会議室

参加者：30名

目的：

- ・ 企業と投資家との対話の意義が近年、強調される。このような対話が企業にとって価値向上に真に役立つための条件はどのようなものだろうか。この観点から、投資家との対話に経験豊富な企業経営者の方々を招いて、投資家と対話することの意義について率直な意見を伺うことにした。
- ・ こうした取り組みをきっかけとして、企業価値向上を目指す場として対話を捉える発想を、企業と投資家の双方で共有できればと考えている。
- ・ 今回は、現RIZAPグループ株式会社・代表取締役、元カルビー株式会社・代表取締役会長兼CEO 松本晃氏をお招きした。
- ・

以下では、投資家フォーラム 第18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. 松本代表取締役の冒頭発言：要旨

- ✓ 正しいことを正しく行うのが私の信条だ。今日はみなさんの意見を聞きたい。
- ✓ 大学院を経て72年に伊藤忠商事株式会社（以下、伊藤忠）に入社した。86年から子会社のセンチュリーメディカル株式会社で営業本部長として事業の立て直しを行った。子会社を大赤字から大黒字に転換させることが出来たが、45歳が区切りだと入社当初から考えていたので、92年に伊藤忠を退社した。
- ✓ そして、ジョンソン・アンド・ジョンソン株式会社（以下、J&J）へ入社した。ここでも大赤字事業の立て直しに部門トップとして取り組んだ。6年間で売り上げを5倍に増やし、大赤字を大黒字に転換させた。その後、J&Jの社長を9年間務める間に、会社の売り上げは4倍程度、営業利益率は23-4%から52%まで上昇した。
- ✓ 60歳でJ&Jを退職し、すぐにカルビー株式会社（以下、カルビー）の社外取締役に就任した。そして、会長兼CEO職を9年間務めた。J&Jの社長を長く務めたので、社長業はもう勘弁してほしいという気持ちだった。社長業は1年365日、1日24時間の仕事だと思ふ。

- ✓ RIZAPグループ株式会社（以下、RIZAP）の代表取締役役に就任して、グループの内情を知った。本業以外の買収先の多くが斜陽産業で、優良企業とは言い難い会社がほとんどだった。
- ✓ RIZAPの瀬戸社長がいま取り組むべき課題の1つは、ガバナンスだ。現在の取締役はほとんどが社内者で、お目付け役がない。数は多くなくてもいいが、来年6月には会社のことをしっかり監視してくれる人を取締役にした方がいい、と瀬戸社長に言っている。
- ✓ もう1つの課題として、子会社のうち、創業時に目指したビジョンとかけ離れたものについては売却、閉鎖し、残すと決めたものについてはしっかりしたトップマネジメントを据えるべきだ、と言っている。

2. 司会者からの質問と回答（以下 敬称略）

- 司会：投資家とは時間の許す限り会い、何でも忌憚なく話す主義とのことだが、その背景となる哲学はどのようなものか。経営者の多くは発言に慎重だという印象だ。
- ✓ 松本：会社のIRとPRあるいは広報はすべてのステークホルダーに対する窓口だと考えている。この窓口活動は大変大事で、だから投資家との間で絶対に壁は作らない。基本的には最優先で、インタビューであろうが何であろうが引き受ける、という姿勢でいる。そして、事実をそのまま言う。絶対嘘は言わない。
- 司会：投資家との対話で有意義だった例を教えてください。また、海外と日本の投資家の違いとして感じるどころがあれば聞きたい。
- ✓ 海外の投資家は真剣味が勝っているように感じる。例えば面談したその日のうちに株式を発注するというようなことがあったように受け留めている。日本の投資家は、面談して話を聞いてもすぐに売買行動に移すことはない印象だ。
- ✓ また、工場の数が多すぎるとずばりと指摘したり、あるいは具体的な成長策について突っ込んできたりと、海外の投資家はこちらが一番聞かれたくないことをはっきり聞いてくる。成長戦略といっても、菓子やスナックの世界で実はそれほど明確な答えはない。そこを突かれる訳だ。国内の投資家からもそうした質問はあるが、質問の仕方が違う。海外の投資家はどうするつもりかと真っ向から聞いてくる。

3. 会場からの質問と回答

【正しいことを正しく行う経営】

- 投資家：RIZAPの経営について松本さんはガバナンス強化や子会社処理の必要性に言及した。全く同感だ。経営者の目線は株主と違うという見方もあるが、松本さんの話を聞いていると、目線は投資家と全く変わらない。安心して経営を任せられると感じると同時に、投資家も正しい目線で物事を考えていると確認できたように思う。
- ✓ 松本：J&Jに16年在籍し、その考え方に完全に染まった。J&Jの“Our Credo”の考え方から一歩も出る気がないし、これからも出られないと思う。米国ではJ&Jは上場してから株価が5万倍になっている。正しいことを行っているからで、大した会社だと

思う。投資家は正直だと思う。正しいことを正しく行っていれば、株価は上がる。

- 投資家：日本の経営者は新規事業や買収には熱心だが、うまくいっていない事業から撤退しないことが多い。恐らくうまくいっていないことは分かっている。何故だと考えるか。
- ✓ 松本：まず止めることから始めるのが、私の経営スタイルだ。伊藤忠のヘルスケア子会社で経営の立て直しに取り組んだときも、病院建設資金の貸付と、沢山あった医療機器の輸入販売を2～3を残し止めるところから始めた。両方とも子会社の主要事業だったが、貸付は不良債権の山となっていたし、医療機器は私のような素人でも売れないと分かるものがほとんどだった。いまある無駄なことを止めて、初めて新しいことを始められる。
- ✓ RIZAPの場合、今年7月に増資しており、そのときから株価が3分の1にまで下がっている。社内の一部には自分たちの行ったことは悪くないという声もあるが、企業価値を毀損する買収は直ちに止めなければならない。そして、株主を含めてステークホルダーに迷惑をかけたのだから、責任を明確にしなければならないと考えている。
- ✓ 特に、自分の虎の子のお金を会社に賭けた株主に対して、経営者がその期待を裏切ることは、私は罪だと考えている。カルビーに居たときにも、“株主にはできる限り損をさせてはいけない。そのくらいの責任感をもて。”と経営陣に言っていた。たしかに株価は上がったたり下がったりするが、そのことは上がったときに株式を買った投資家がいるということだ。その人達を裏切ってははいけない。そういう考え方で私は会社の経営をしている。
- 投資家：プロ経営者と言われる人達がいる。失敗例が目立つが、こうした人達が機能するためにはどのようなことが必要か。
- ✓ 松本：プロ経営者と称して自分を高く売ることだけに興味を持っている人が多すぎると感じている。成果を上げた結果として多額の報酬を得ることは悪いと思わないが、いくら報酬を得るかがプライオリティになったら、会社の経営はうまくいかない。会社の経営に対して本当に責任感を持てる人、結果にこだわれる人、こういう人を本当のプロ経営者と言うと思う。
- ✓ ただし、プロ経営者という言葉に関しては違和感がある。マスコミが勝手につくったものではないかと思う。自分自身がプロ経営者と言われてもピンとこない。私にとっては正しいことを正しく行うだけで、自分が死んだ後、あいつはあかんかった、あんなことをやっていたと言われたくない。
- ✓ 私のもう1つの信条は、コミットメントとアカウンタビリティーだ。コミットしたらアカウンタブルということだ。このアカウンタブルというのは結果責任のことだ。経営者として株主に約束した利益を、たとえ100円でも下回ったら、ボーナスをもらってはいけないと思う。

【ステークホルダーと向き合う、株主と向き合う】

- 投資家：冒頭で松本さんは投資家に対し自分が正しいかどうかを確認したいという趣旨の発言をした。確認したいと思う理由はどのようなことか。

- ✓ 松本： 経営とは、すべてのステークホルダーを幸せにし、喜ばせることだと思っている。だからステークホルダーと向き合う。今日は投資家と向き合っていて、投資家から見て、自分の経営がどう見えるかを聞きたい。
- 投資家： 投資家の意見を聞くことだが、それは外部の声として経営変革を押し進める上で役立たせられるということもあるのか。
- ✓ 松本： 答えはYESだ。RIZAPの瀬戸社長が決算の下方修正をして、新しいM&Aをいったん凍結する決断をしたのも、彼自身の考えや私の声だけでなく、決断を後押しするだけの声が上がったからだ。新しく交代した監査法人も厳しいことを言ったはずだ。
- 投資家： 先の発言で松本さんは、ステークホルダーへの窓口として投資家との関係を重視すると述べたように受け留めている。それはどのような意味か。
- ✓ 松本： IRやPRの活動はすべてのステークホルダーに通じていて、その意味で本当に大切なものだ、ということを言いたかった。IRは投資家を対象にするが、その先には顧客や取引先、コミュニティー、社員といったその他のステークホルダーがいる。PR、パブリックリレーションは企業イメージを向上させるための一番の手段だ。広告宣伝とは異なる。
- 司会： 最近、長期の投資家との対話を優先すると言う企業が増えている。このような考え方についてどう思うか。
- ✓ 松本： 短期、長期を問わず株主が期待することには出来るかぎり応えたいと考えている。肝心なのはバランスで、短期の株主の期待に応えるといってもそれは今日、明日、あるいはこの四半期といった目先の数字を重視して経営するというのではない。短期、中期、長期でそれぞれビジョンを持って、それにコミットし達成していくことが経営者の仕事だと思う。したがって短期的な視野の売買行動に対して悪感情をもったことはない。
- 投資家： アクティビストについてはどのように評価するか。
- ✓ 松本： ああいう人達がいても別に悪くないと思っていた。ただアクティビストからだろうが、他の株主からだろうが、言われた通りに経営をすることはしない。自分の経営の基本的なプリンシプルは絶対変えない。もちろん良い提案、良い忠告には耳を傾けるが、最後に経営判断するのは自分だと考えている。
- ✓ 私の経営を嫌だと思ふ株主には持っている株式を売ってもらっていいと考えている。株式を買うのも売るのも投資家の判断だ。カルビーに居たときIRで多くの投資家を訪問したが、そのときカルビーの株式を売り込むことは頭になかった。
- ✓ RIZAPの場合、実際に株式を保有している人が、会社の施策に異を唱えたことはたぶんなかった。資金を投じて投資しているのだから、企業に対してははっきりものを言うのが株主の役目だと思う。
- 投資家： 松本さんにとっての投資家と会うことの位置づけは何か。
- ✓ 松本： 会社の現状を正しく伝えることだ。そして投資からの質問に対しても正しく答

えることだ。

- ✓ インサイダー情報に該当するものでないかぎり、話して差支えないことについては、正直に、嘘をつかず、全部伝えるというのが、私のスタンスだ。
- 投資家： 経営者が株主を選ぶという考えについてはどう思うか。
- ✓ 松本： 株式は持ちたい人が持てばいい。長期保有の投資家に持ってもらいたいという考えは私にはない。しかし、様々な投資家から魅力的だと言われる会社にしたいとは考えている。特定の投資家に持ってもらうとすると、どこかでひずみが生じるのではないか。だから特定の株主を増やそうと意識したことはない。会社が魅力的であれば、そこに自分の虎の子を預ける人が結果として増える、ということだと思う。
- ✓ カルビーで作成したコーポレートビジョンも、ステークホルダーから尊敬されて賞賛されて愛される会社になりたいと考えて作成したものだ。
- ✓ 経営者としては、会社が株主にとって魅力的でなければならないという意識がある。カルビーでは残念ながら尊敬とか賞賛まで至らなかったが、愛される会社には出来たかと思う。コーポレートイメージはお金で買えないから、一生懸命やったつもりだ。

【良いガバナンスとは何か】

- 投資家： 投資家との対話で有意義だった例についての司会からの質問に対して、松本さんは一番聞かれなくないことを真っ向から聞いてくる投資家の例を挙げた。聞かれなくないことを真っ向から聞くことは、経営者の監視役である取締役にも求められるように思う。取締役と投資家の役割の相違は何だと考えるか。
- ✓ 取締役は株主総会で株主から選ばれ、株主に代わって会社を監視する。本当に正しいことを経営者が行っているかを監視するのが一番重要な仕事だ。したがって、経営者にとって耳の痛いことを言うのは取締役にとって当然の役割だ。
- ✓ 多くの日本の会社では、耳の痛いことを言わない社外取締役を社長が選んでいる。これはガバナンスではない。カルビーの取締役会では社外取締役が手厳しい意見を述べ、上程議案が通らないことも多々あった。事前レクチャーは一切行わず、シナリオなしで、予定調和は期待しない。終始緊張感が走っていた。
- 投資家： 取締役が株主からの委任関係で仕事をするという考え方はどのように身に付けたのか。
- ✓ 松本： 伊藤忠の子会社で経営者の端くれになり、その後、いろいろ読んだり聞いたりしながら自分で考え、経営論的なものを作ってきた。
- ✓ また、J&Jに16年いて、“Our Credo”の考え方が自分の経営観に大きく影響した。
- ✓ 日本には悪しき常識がある。監視しているだけの取締役より執行役員の方が偉いに決まっているにもかかわらず、皆、取締役になりたがる。
- 司会： 社外取締役の資質について聞きたい。日本企業は弁護士、会計士、大学教授、元官僚というように部類分けして、幅広く選ぶところもあるがどう思うか。
- ✓ 松本： 資質より大事なものはスタンスだ。そのためにはどのような仕事に期待されているかを社外取締役に明確に伝える必要がある。一方、経営者としては社外取締役か

ら言われたことに謙虚に耳を傾けることが重要だ。

- ✓ J&Jの本社の取締役は良く勉強していた。取締役会に出席したときに強く印象に残ったが、大変厳しい質問が経営陣に対して向けられていた。13-4年前のことだがJ&Jでは取締役は報酬が年間2.5万ドル程度で、名誉職だった。日本では一番時給の高いパート職とでも言えそうなところがある。本当は報酬は払わない方がいい。
- ✓ 取締役ではないが、長崎の市民病院の副理事長も務めている。市長から選ばれて病院を良くすることが仕事だ。だから病院を良くしたいという気持ちで月1回長崎に行っている。

- 投資家： 良いガバナンスに必要な事柄は何か。
- ✓ 松本： ボードが株主を代表して経営者を監視する機関だとすれば、取締役会の構成は社内者が一人でその他は社外者であるべきだ。社内者が一人というのは、全員が社外者だと監視の仕事にも不都合をきたすからだ。しかしボードの仕事が経営を監視することである以上、経営に携わる人達はその構成員であることはおかしい。
- ✓ ボードのガバナンスとは別に会社のガバナンスもしっかりしなければならない。これについては、会社のお金を1ドルでも100円でも私用に使ったら首という、ワンダラーアウトを言い続けてきた。この指針で会社における規律問題の8割は解決する。

- 投資家： 上場子会社を通じた企業買収について聞きたい。正しいことだと思うか。
- ✓ 松本： 正しくないと思う。上場子会社を通じての連続した企業買収は極めて不健全だと思う。親会社の承認なしでの子会社による買収はよくない。

- 投資家： カルビーは、社外者が取締役の過半数を占めるのにもかかわらず監査役会設置会社の形態をとっている。どのような理由からだったのか。 また、監査役会にどのような役割を期待するか。
- ✓ 松本： 実質が大事だと思っており、どの機関設計を選択しているかの理由は特にない。監査役は取締役を取り締まることが仕事だと位置づけている。大事なことは、ガバナンスが働いて正しい経営ができていて、そして会社が成長していることだ。その結果として、すべてのステークホルダーを喜ばせていることに尽きるのではないか。

<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ホームページをご覧ください。

<https://investorforum.jp>