

2019年3月16日

【投資家フォーラム第19回会合 報告書】

投資家フォーラム運営委員会

テーマ：「企業価値を高める対話とは何か～リサーチと対話、手代木氏の問い掛けに投資家として答える」

日時：2019年2月5日（火）18：30～20：30

会場：アンダーソン・毛利・友常法律事務所 20階会議室

参加者：29名

目的：

- ・ 投資家フォーラム第17回会合において塩野義製薬株式会社の手代木代表取締役社長は次のような問いを当日出席の投資家に対して投げ掛けた。「きちんとリサーチし、きちんと経営者と対話し、その上できちんとモデルを作って頑張った投資家が勝つ。そういうマーケットになってほしい。そのようなマーケットを実現するために貢献したい。上場企業は何をすればいいか。」
- ・ この問いは重要であり、投資家としてきちんとした回答を手代木氏に届ける必要がある。
- ・ 今回は、第17回会合での問い掛けを軸として、その周辺問題を含めて投資家の見方を集め、議論の結果を公表する形で手代木氏への回答としたい。

以下では、投資家フォーラム 第19回会合にて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. 本日のテーマ

〈司会〉 手代木氏の問いは様々な論点を含んでいる。例えばきちんとリサーチすることが、価値ある対話が成り立つための必要条件なのかということがある。ここで“きちんとリサーチする”とは、個別企業に関する掘り下げたリサーチのことで、手代木氏は「ディープリサーチ」と呼んでいる。ディープリサーチを強みとする投資家は、企業価値の観点から経営の打ち手を評価するしっかりした尺度をもつ。このような尺度をもつ投資家との対話が経営者にとって有益だということは容易に理解できる。しかし、そのような強みをもたない投資家との対話からも経営者は得るところがあるのではないか。また、最も充実した成果を期待できる投資家との対話に注力

したい、という経営者側の発想、つまりターゲティングの発想については、一方で理解できるものの、他方で注意を要する点が多いように思われる。

ここではさらに論点を膨らませて、アクティブ運用における対話のインセンティブおよび株式売却という選択肢がもつ意義、そしてパッシブ運用における対話の意義と有効性といった、手代木氏の問いに関連する論点をも含めて、企業価値を高める対話のあり方について議論を深めたい。なお、アクティブ運用にもさまざまなスタイルがあるが、ここでは主に個別企業のファンダメンタル分析に強みをもつファンダメンタルズドリブンの運用を念頭においている。

2. 企業価値を高める対話の条件～「ディープリサーチ」が必要条件か

- ✓ 運用会社のアナリストは業績予想をつくる目的で会社を取材する。そのとき、その企業が現在置かれている状況だけでなく、会社の歴史や成り立ちなどを取材する側が理解していなければ意義のある話を会社側から引き出すことはできない。将来的な企業価値をなるべく正確に予測するためにはディープリサーチが前提になる。
- ✓ ある会社について指摘すべき課題、すなわちアジェンダがあって、それに関してエンゲージメントを行う場合、通常ファンダメンタルリサーチとは別にそのアジェンダに関するリサーチも行う。その場合も企業のファンダメンタル情報は十分頭に入っていることが前提だ。そうでなければ、話を先に進められない。
- ✓ 経営者は面談する相手の品定めをするし、投資家はそのような意味で選ばれるようであればならない。企業について浅い理解しかないと思われたら、経営者から話を引き出せない。また、対話は時間をかけて形成された人間関係の上に成り立つという側面もある。
- ✓ パッシブ運用にディープリサーチは期待できないが、そうであっても、経営者が面談することに意義を感じる投資家はパッシブ運用者の中にもいると思う。
- ✓ 例えば、対象が薬品業界だと、医学や薬学、生化学といった高度に専門的な知識を身に着けたアナリストでなければ、狭義のディープリサーチを行うことは難しい。しかし、高度に専門的な知識にもとづく議論はできなくとも、会社の基本事項を一通り頭に入れたうえで、社内からは聞かれない新しい視点を提供できる投資家はいるだろう。このような経営者に気付きを与える切り口もディープリサーチと言えるだろう。同様な文脈で、パッシブ運用者ならではの、経営者にとって有益な対話の切り口は工夫できるように思う。
- ✓ パッシブ運用の投資家であっても、買収防衛策など特定のテーマについては、かなり深い議論ができる。
- ✓ ディープリサーチに対してフォーカスドリサーチとでも呼べるアプローチがあると思う。パッシブ運用の場合、個別企業に深く入り込んで光を当てることはできないものの、広い投資

ユニバーズの中でその時々で焦点を当てるべきテーマを決めて、それに集中的に取り組むことはできる。例えば環境と社会のマテリアリティに応じたディスクリージャーの状況といった事柄だが、特定のテーマに焦点を当て、業種にかかわらず横比較で見たときの当社の位置とか、上場企業としての説明責任とかを投資先に問う。

- ✓ ディープリサーチにもとづいた議論がすべての会社との対話において必要かという点、そうではない。きわめて基本的な事柄が出来ていない会社もあるからで、そのような会社に関しては“赤信号では停まる”という程度の内容であっても対話の意味は十分ある。
- ✓ 経営者としては、投資家と話して頭の整理をしたいということもあるだろう。他企業との横比較分析など投資家ならではの視点が経営者にとって新鮮に映ることもあるようだ。

3. ファンダメンタルズドリブンの運用における対話はどのような意味をもつか～何が対話へのインセンティブをつくりだすか

- ✓ ファンダメンタルズドリブンの運用は、企業ファンダメンタル情報を深く分析して得られた知見にもとづいて株式に投資する。経営者と面談する目的は、その会社の株式を買うか売るかという判断の手がかりとするためだ。経営者に気付きを与えるというより、自分達の答えをみつけるため、つまり投資哲学に照らして買いか売りの判断をするためにリサーチし、そして面談をする。企業価値を上げるためにエンゲージメントをするという感覚はない。売り買いの答えをみつけるために発する質問は、受け手の企業側の発想とずれているかもしれない。しかし、よく噛みしめると“すごいことを聞かれた”と企業側に思わせる問いもあるだろうし、そこは投資家の力量なのだろう。
- ✓ 経営者との対話は基本的に仮説を確認し、買うか売るかを判断することが目的だ。例えば、“こうすればこの会社は良くなる”という考えがあって、その考えを確かめに経営者に会いに行き、経営者がそれに乗ってくれば投資家として腹を括ってポジションをとる。そうした対話は経営者と投資家の双方にプラスになると信じている。そのような形で企業とファンダメンタルズドリブンの運用の関係をつくっていきたい、という思いがある。
- ✓ ファンダメンタルズドリブンの運用といっても、エンゲージメントの位置づけは色々でありうる。私が携わるエンゲージメントでは企業価値を押し上げることを目的として意識する。すなわち、そもそもアクティブ運用で、ある会社の株式を保有するということは、株価の上昇が見込まれるからだが、“この点を経営者に気づいてもらえたらもっとアップサイドがでる”という判断があるときに、会社に働きかけ、経営者に気づいてもらって価値を押し上げることを目指している。また、私が携わるエンゲージメントの活動は売り買いの判断と独立している面もあり、エンゲージメントが継続する中で個々のファンド・マネジャーが買い増

ししたり、売却したり、あるいは買い戻したりするケースもあるだろう。

- ✓ 同じファンダメンタルズドリブンの運用であっても、投資先の銘柄数の多寡に応じてインセンティブのあり方が多少異なってくる。少数の銘柄に絞り込んでいれば、ある程度まで投資先と運命共同体となるので、エンゲージメントを通して企業価値を上げるというインセンティブが強くなる。その場合、議決権の大きな割合を保有し、その圧力を背景に力で押し切るアクティビストのようなアプローチと一線を画すのであれば、自分達の主張を経営者に理解し腹落ちしてもらう必要がある。そのため、エンゲージメントに掛かる時間やコストは大きく、また有効な対話を行うためにノウハウも必要だ。

4. ファンダメンタルズドリブンの運用における株式売却をどのように考えるか

- <司会> 企業に関する見方が投資家と経営者の間で大きく乖離するのは、一旦保有した銘柄を投資家が売却してしまうときだろう。そのときに、なぜ売するのかを企業の側に伝えれば、双方の情報ギャップを縮めて企業価値を押し上げられると思うが、どうか。
- ✓ 保有銘柄を売却する時に会社に対し何か言うことは、実際問題としては難しい。売買の手の内は見せられないという側面がある。
 - ✓ 再三意見を交わしたにもかかわらず企業が変わらず、売却を決断する場合、それまで既に何回かにわたって突っ込んだ対話をしているわけだから、特に説明しなくとも会社の側は売却の理由を推測できるだろう。ただ行動として売却が視野にあるとしても、“この意見を受け入れてくれなかったら売る”という言い方を会社に対してすることはしない。
 - ✓ 良い会社だと判断すれば投資家がずっと保有してくれると会社は考えがちだ。だが、投資家には何らかのターゲット・プライスがあり、株価がそれを上回れば売却する。売る行為イコール“この企業は駄目”ということではないことを企業側にも理解してほしい。
 - ✓ 株価がターゲット・プライスを上回って、投資先の会社の株式をいったん売ることになっても、その後、継続的にフォローして、また買いを入れることもある。そうした一連の行動のつながりが経営者に対するメッセージになるのではないか。
 - ✓ 投資家が売却を決断することが企業にとってさほど重みをもって受け止められていない事例も多く経験した。例えば代表取締役全員とやり取りを繰り返しても、「勉強になりました」の一言で、何も行動に移してくれないような場合だ。このような会社は、保有していた株式を売却しても、「うるさい投資家がいなくなって助かった」としか思わないのではないか。虚しい気持ちになる。逆に、「売るぞ」と投資家が言ったときに、“それは大変だ”と経営者が反応する場合は、投資家が指摘する問題点が理解されていて、むしろ“売るぞ”と迫らなくてもよかったかもしれない。なかなかうまくいかない。

- ✓ ブロックで株式を取得した場合には、売るときに理由も話している。売却するとその後一切会ってくれない会社もある。会社のリテラシーの程度が分かって、それはそれで意味があることだが、嫌な気持ちは残る。
- ✓ 積極的に売却の理由を説明したことはない。ただ理由を聞かれれば、きちんと回答する。

5. パッシブ運用における対話の意義は何か、どうすれば有効性を高められるか

<司会> アクティブ運用では運用の本質が売り買いの判断の積み重ねにあり、とりわけファンダメンタルズドリブンの運用では企業と対話することへの自然な動機が働く。他方、パッシブ運用は売り買いの判断を伴わず、その上、ファンドの運用者が対話やそのための調査に関与しない。企業と関わるのは、運用と独立したスチュワードシップ担当者などだ。パッシブ運用における対話の動機は何か。

- ✓ ビジネス・モデル上、パッシブ運用は個別企業の分析に大きなコストを掛けられないのだから、そうした投資家にエンゲージメントを推奨することはそもそも合理的と言えるだろうか。パッシブとアクティブの両方の運用ファンドをもっている場合、パッシブ部分のエンゲージメントは単独では採算割れとなって、アクティブ部分からの一種の利益移転となっていないか。
- ✓ パッシブ運用が世の中でこれだけ広がり、株主としてのウェイトが上がってきたので、それに見合った責任は負わなければならない、ということだ。
- ✓ パッシブ運用における対話は運用会社として社会に対して負う責任だと考えるべきだろう。パッシブ運用に関連するスチュワードシップ活動は、そのような観点から運用会社のコスト構造の中に組み込まれる必要がある。
- ✓ 株式市場全体の底上げがパッシブ運用におけるエンゲージメントの柱だろう。
- ✓ パッシブ運用の場合、企業に関する深い理解にもとづく対話は無理かもしれないが、議決権行使を通して交渉することによって企業を変えていくことは出来るだろう。
- ✓ 取締役選任の賛成比率の開示で、例えば社長への賛成比率が低いことが明らかになる事態が発生して、企業側の対応が大きく変わった。議決権行使は企業の行動へ確実に影響力を及ぼしている。
- ✓ 議決権行使には客観性が必要で、特定の企業だけを特別扱いにできない。議決権行使を通して、ある特定の企業を変えることは難しいのではないか。
- ✓ ファンダメンタルズドリブンの運用者が対話する際には、“ここで同意できなければ売るぞ”という感覚があり、自分の中で判断とアクションがつながるプロセスの中に対話がある。パッシブ運用の場合、個別事象について“これをすべき”と提言して会社の側に何ら動きが見ら

れないときに、ファンダメンタルズドリブンの運用のように売却するというアクションはとれないが、議決権行使で取締役選任に反対するという対応はとりうる。しかし、株式の売却と異なって議決権の行使には特定の企業だけを特別に扱えないという原則的立場があり、これが制約となって働く可能性はある。他方で、多くの企業に同様のメッセージを伝えることを目的として、結果として高いスタンダードを一様に要求することになる場合、それを受け入れられる素地のある企業は限られるから、結局、“言い放し”になる。いずれにしても自分の中で判断とアクションがつながってこない。

- ✓ 市場全体の底上げという観点が必要だと思うが、議決権行使による底上げには限界があるのではないか。出来ることは、せいぜい不合格点を取らない水準までの引き上げまでで、80点、100点を目指すよう促すことは困難なように思う。
- ✓ パッシブ運用におけるエンゲージメントの目的は、マーケットの共通する課題について投資家の見解を企業に提示し、あるいは世の中に発信することにある、と整理している。個々の運用会社がバラバラに取り組んでも企業を動かす力がないので、企業への提示や世の中への発信は共同で行うことが必要と考えている。「共同行為」へ該当しないように配慮した形での意見の発信であっても、例えば大手投資家5社が同じメッセージを送れば、投資家の共通の見解ということになる。“何らかの行動を起こさなければならない”という気運が企業の側に生じる。
- ✓ アクティブ運用もパッシブ運用も行っている運用会社にあって、パッシブ運用者による共同発信にも参加しているし、当社単独のエンゲージメントも行っている。両方を使い分けている。当社単独で活動するときには、期待される効果を勘案して対話の対象を選ぶという判断も働き、アクティブ運用の投資先候補としてどうかという意識もある。

6. 企業が対話する投資家を選ぶことをどのように考えるか

- ✓ “これはと思う”投資家と優先的に対話するというターゲティングの発想は一般論として理解できる。しかしターゲティングが行き過ぎると、企業の競争環境が変わった時に投資家が見つからなくなってしまうという弊害がある。
- ✓ そもそも前提として、上場企業の株式は市場で取り引きされる金融商品だ。経営者は金融商品としての魅力、価値拡大策を市場全体へ向けて発信することが筋であり、企業の側が投資家の色分けをすることには賛成できない。経営者としてはディープリサーチに強みをもつ投資家と対話したいという思いがあるとしても、市場全体に向けて自社の魅力、価値を説くという姿勢を忘れないでほしい。
- ✓ 経営者の意識の問題だが、ターゲティングにより投資家を選択することで嫌な話が耳に入ら

なくなるといふことであれば困る。

- ✓ 意見が一致する投資家と対話を繰り返しても、意味はない。馴れ合いになる。
- ✓ 社内で経営トップにストレートな物言いをする人は多くないだろうから、せめて投資家ぐらいは耳に痛い内容を伝える存在である必要がある。

7. 経営者としてしっかり対話できる投資家を育てるために企業の側に何ができるか

- ✓ アクティブ運用の今後を左右する大きな要因に、AIの利用拡大とアクティビストへの一層の資金流入があると思う。
- ✓ AIやロボファンドと差別化したファンダメンタルズドリブンのアクティブ運用の強みは、人間同士で話すことに尽きるだろう。人と人が会って対話の中でお互いに気付きを与え合う関係があって、企業と投資家の間に“同じ船に乗っていく”という感覚が形成される環境つまりアクティビストとも差別化して、さらにファンダメンタルズドリブンの投資家の強みが発揮される環境をつくってもらうことが重要だ。
- ✓ 意思決定する経営トップが投資家と直に会って、考えていることを伝えてほしい。
- ✓ 自分達の世代がそうであったように、練達の経営者との厳しいやり取りが投資家を育てる。経営者が会うに値する投資家だけと選別的に会うようになると、若い世代の投資家にとって鍛錬の機会が失われる。次世代の投資家を育てるために、経営者は意識してさまざまな投資家と分け隔てなく会うようにしてほしい。
- ✓ 投資家と話したという形式的な実績作りのためのエンゲージメントは無駄だ。
- ✓ 経営者は投資家の立場から自分の会社を評価してみしてほしい。自分の会社に投資するとしたら、どういう値段をつけるか、本当に持ちたい会社か、といったことを考えてほしい。
- ✓ 企業の側が投資家を理解するよう努めると共に、投資家の側で見識と人格の両方を底上げする必要がある。それらを育成する仕組みをつくるべきだろう。

<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。

<https://investorforum.jp>