

2019年5月21日

【投資家フォーラム第20回会合 報告書】

投資家フォーラム運営委員会

テーマ：「経営者と投資家との対話を進化させるために何が必要か、社外役員の役割は何か～株式会社日立製作所・社外取締役、東京エレクトロン株式会社・社外監査役 山本高稔氏をお招きして～」

日時：2019年4月1日（月）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：19名

目的：

- ・ 投資家フォーラム第17回および第18回会合では、経営者と投資家の対話が企業価値にとってプラスである条件を探るといった目的から、各回1人のゲストをお招きして経営者の観点から投資家との対話の意味を話していただいた。
- ・ 今回は、トップ証券アナリストとして長年活躍された後、日本の代表的な企業で社外役員を務められている山本高稔氏をお招きし、議論をさらに進めたい。

以下では、投資家フォーラム第20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. 山本氏の冒頭発言：要旨

<司会> 山本さんはセルサイドのアナリストを長年務めた後、上場会社に転じ、投資家と経営の両方の視点に通暁されている。企業と投資家との対話をさらに深めるうえで投資家に何が求められるかをうかがいたい。また、経営者、社外役員、そして投資家の間の関係をどのように考えるべきかについても意見をうかがいたい。

山本：証券アナリストとして投資家にリサーチを提供する仕事に28年間従事し、その後6年間、投資銀行のバンカーとして働いた。そして56歳のときに企業の側に転じ、カシオ計算機株式会社で常務取締役を務めた後、富士重工業株式会社（現、株式会社SUBARU）、東京エレクトロン株式会社、株式会社日立

立製作所の各社社外監査役もしくは社外取締役を務めて現在に至っている。

- ✓ 日本ではアナリストは経験を積むと管理職となっていく。ある時期、米国で勤務し、そのときアナリストやファンドマネジャーが多彩なキャリアパスを歩んでいることを知り、大いに触発された。
- ✓ 証券アナリストとしては運輸業界や映画・ホテルなどサービス業界を振り出しに、その後は一貫して電機業界を担当した。年数を重ねて、市場の側に立つべきアナリストとしては経営との距離が近くなりすぎたと感じたこと、さらには第一線のアナリストとしての賞味期限切れを感じたことを理由に転身を志した。
- ✓ 投資銀行の世界へ入ったのは、アナリストとしての知見・経験やノウハウをそれまでと違う形で企業との関わりに活かさないか、と考えたからだ。
- ✓ しかしアナリストと投資銀行のバンカーとでは企業との関わり方が根本的に異なる。企業の側からみればアナリストは市場にメッセージを出してくれる「お客さん」的な存在だった。一方、バンカーは企業にアイデア・サービスを提供してフィーを受け取り、少なからず責任を負う立場だ。当初は、アナリストとしてそれまで培ってきた知見を、今度は企業を転換させる仕事で役立てたいと考えていた。だが、バンカーとして幾つかの案件に関わる中で、自分の考えていることとの乖離を意識するようになった。
- ✓ 一時は教職に就こうと考えたが、結局、事業会社で働くことにした。

【建設的な対話の重みを自覚する】

- ✓ 投資家フォーラムの17回と19回の報告書は、経営者と投資家との建設的な対話に関する主要な論点が盛り込まれている。いつの時代にも通用する基本を論じて、1冊の本にも相当する内容となっている。20年前に我々がアナリストとして考えていた事柄と重なる部分も多い。AIの技術が導入されようと、投資判断は結局、人と人とのコミュニケーションが前提だ。
- ✓ 手代木社長に限らず経営者は、投資家との対話を望んでいる。これは間違いないと私は自信をもって言える。投資家からの意見や提案に接したい、核心を突いた議論を投資家と交わりたいと経営者は真摯に考えている。
- ✓ 第17回会合で手代木社長は、投資家との対話の価値を高く評価しながらも、満足できない点に言及している。その上で、投資家との緊張感ある対話が成り立ちにくくなっている運用業界の現状に苦言を呈している。投資家への感謝の念を伝える言葉こそ柔らかだが、手代木社長が期待する対話の水準は高い。その期待に応えるためには投資家には相応の覚悟が求められる。
- ✓ 本当に意味ある質問とはこういうものだという理解が投資家の間で共有されれば、対話の雰囲気は変わる。投資家フォーラムはそうした共有化を進める格好の場ではないか。経営者とかいって議論をしてこういう成果があったとか、こういう切り込み方をした、という情報を皆で共有してほしい。手の内を曝け出したいくない気持ちがあるかもしれないが、情報を「独り占め」にしないでほしい。

【投資家が果たすべき役割】

- ✓ 例えば、足元の株価が 3500 円の時セルサイドのアナリストの目標株価が 5000 円だとする。しかもこのギャップは半年程度続いているとする。アナリストは“買い推奨”だと主張しているが、自分の予想モデルなり投資フォーミュラから判断してとても乗れないと投資家が説明すれば、企業にとって大変重要なメッセージだろう。それだけで投資家は企業とのコミュニケーションを十分果たしたことになる。あるいは別の場面で、アクティビストの主張に対して投資家としての見解を説明する。投資家が企業をどう評価しているかは情報として価値があり、これを語ることが企業との対話において投資家の一番重要な役割と言えるだろう。
- ✓ 何がその会社の中長期的な経営課題で、何が市場でのバリュエーションの低下要因となっているかを精査することも投資家の重要な役割だ。経営者の考えに対して、市場は異なる見解を持っていると投資家の考えをぶつければ、それは経営者にとって気づきとなる。そのためには、企業の側が何を問題視しているか、何を経営課題として意識しているかを投資家は探らなければならない。
- ✓ 最近企業が進めようとしている ESG の取り組みについても投資家の側から言うべきことがある。株主構成においてパッシブ運用の比率が高くなる中で、アクティブ運用と違うその関心のあり方に戸惑いながらも、そうした投資家のニーズにも応えなければならない、という問題意識は企業側に芽生えている。そのとき肝要なのは、ESG の取り組みをコストとして捉えるのではなく、収益につながる機会と位置付けることだ。社外役員として意見を求められると、収益につなげるように頭を絞れ、アウトカムにつなげられればアクティブ運用の投資家も自ずと当社に目を向けてくる、と私は言っているが、ESG に関する課題を投資家としてどう見るか。

【社外役員の経験を踏まえての投資家への注文】

- ✓ 社外役員を経験してこそ分かることがある。その 1 つは、大組織の無数のオペレーションから発生するリスクを管理することの難しさだ。工場の工程管理や品質管理、プロジェクトのフェーズゲート管理、サプライヤーと結んだ契約の棚卸し管理、さらには買収した会社の管理統制など無数の事柄に注意を払っていかなければならない。契約管理にしても品質管理にしても、それをしっかりこなせる人材が社内にいるかどうかポイントだ。問題が起きてから対策を外部のアドバイザーに丸投げするようでは非常に危ない。投資家は社外取締役や監査役にリスク管理を預けてしまうのではなく、そもそも会社が基本的な管理に人とお金をかけているかを問い質すようにしてほしい。
- ✓ 最近、取締役の実効性評価ということが言われるが、「実効性」の実態は複雑だ。例えば取締役会の機能の仕方は、議案を提出する側の経営陣と、それをチェックし時には反対する側の社外取締役との間で、互いの役割を果たすことについて信頼関係が構築され、謂わば「呼吸が合っているかどうか」にも左右される。そうした複雑性を理解して投資家がまず尋ねるべきは、過去 1 年間に取締役会に提出された議案で可決されなかったものが幾つあるか。また先送り、または差し戻しになった議案が幾つあるか、といった点だ。可決されなかった主たる要因は、社外取締役がノーと言ったか

らだろう。これらはガバナンスの原点に関わる事柄だ。投資家は会社側に、話せる範囲で、そうした事態が起こるに至った経緯や背景について説明を求めるべきだ。

- ✓ 投資家と社外取締役とのミーティングや投資家向けコンファレンスでの社外取締役の登壇はまだ一般化していない。経営トップに会ったときに投資家から要望してほしい。社外取締役は経営の細かいことを語るのは無理だが、社外取締役から見た全社的な印象、ガバナンス体制の評価、中期計画への期待や課題といったテーマで話すことはできる。

【ガバナンスの要諦とは何か：投資家が押さえておくべきポイント】

- ✓ 取締役会による監視監督の機能は今日の企業経営において非常に重要な役割を果たす。その機能の尖兵となるのが社外取締役だ。改まった言い方をすれば、すべてのステークホルダーの付託に応えて企業価値の継続的な向上を図るために、経営陣によるスピード感豊かな経営戦略の策定・実行を、独立した立場から監視・監督していく。そして、時として訪れる、企業経営における困難な痛みを伴う意思決定に参画し、取締役としての任務を果たす。このモニタリングとアドバイジングの 2 つの役割を果たすのが、社外取締役の最も重要な使命だ。
- ✓ 企業経営におけるグローバルリスクの高まり、また海外を含めた買収案件の増大という環境の中で、企業が質の高い成長戦略を実行していくためには、取締役会は社外取締役を含めて多様な知識・経験を持つ人間の集まりであることが求められる。
- ✓ ある会社の創業者は取締役会をオーケストラ、そして自身を指揮者に見立てて、楽員が良い音を奏でられるようにすることが CEO の役割だと説明していた。オーケストラは異なる楽器のパートから成り立っていて、それぞれの楽曲ごとにここは金管、ここはバイオリンというウエート付けがあるはずだ。それを合わせていくのが指揮者だ。取締役会についても、独立取締役の割合とか、女性比率とかの議論を前提として、CEO は構成員のスキルセットやそこから生まれる強みを会社の目指す経営戦略と合致させて、良い音を醸し出さなければならない。
- ✓ 投資家から見て、この配置はおかしい、偏りがあると思うときには、経営トップに直言して構わない。ガバナンスについては、そこまで踏み込んだ議論を望みたい。

【その他、投資家が心掛けるべきこと】

- ✓ 投資家の側から見て情報開示のあり方で改善すべき点は率直に指摘すべきだ。例えば重要な情報について開示を通じて投資家が知るより先に新聞が報道するという事態はおかしい。また、開示資料が必要最小限で、アナリスト・ミーティングでも会社側の対応が資料をなぞる程度の説明で終わらせるものであれば、アナリストの側は直接参加しても得られる情報が少ないとして代理を立てるなどするため、参加者の質が低下してしまう。その結果、会社側がさらに緊張感を失う、という悪循環に陥りかねない。
- ✓ 一方、投資家の側は自分たちの運用哲学をきちんと開示すべきだ。運用の KPI を含めて説明し、ど

うという条件の株式を買いに行くのか、というメッセージを会社の側に発する必要がある。

- ✓ パッシブ運用の割合が増大する中で企業はコミュニケーションの対象とすべき投資家を選別するようになる。経営者は時間の制約の中ですべての投資家を平等に扱うことはできない。時間を費やすに値する投資家に対話の対象を絞り込まざるを得ないという現実を投資家は認識する必要がある。

2. 質疑応答

<司会> 投資家が外から企業をどう見ているかを知ることが企業にとって価値がある、という指摘は大変興味深かった。そうだとしたら、社外取締役と投資家の役割の切り分けはどのように考えたらいいか。オーケストラの比喻を使うならば、投資家は奏でられる音全体を評価する役回り、一方、社外取締役は聴衆を意識しながら、パートを担当してどのような音を奏でるかにかかわる、ということか。

山本： 社外取締役には会社の中で投資家の考えを代弁してほしい、という思いからの質問だろう。果たして社外取締役はそうした役割を果たすべきだろうか。答えはイエスでノーだ。

- ✓ そもそも経営者は、社外取締役が発する言葉と、投資家から発せられる意見を同じ次元では聞かない。そうであれば、市場と少しでも接点を持ちその見方を伝えることを自らの役割だと考える私のような社外取締役が、投資家と議論して、彼らはこう見ている、こう評価していると経営陣に伝えることに意味はある。
- ✓ その一方で、社外取締役は社外者の視点を持ちながら経営の一端を担う、という一種の緊張関係の中で CEO や CFO と対峙している。そして、その緊張関係を良い意味で使いながら意見を具申している。だから社外取締役としては、経営の観点から核心を突いていないと判断すれば、投資家の意見でも代弁しないことが妥当だ。社外取締役、投資家、そして経営者の関係は、緊張感を持ったトライアングルになっていることが好ましい。

<投資家> 社外取締役とのミーティングや投資家向けコンファレンスでの社外取締役の登壇を投資家の側から要望してほしい、という提言には賛成できる半面、違和感をもつ部分もある。エンゲージメントであれば、投資家が十分準備したうえで社外取締役との間で相当のやり取りがあるはずだ。ところが、社外取締役を交えたミーティングに関しては、1人の出席者が1つ2つ質問して、別の出席者が1つ2つ質問して終わる、というような性格のもので、会社の側はエンゲージメントを実施したと考える節がある。投資家の側から見れば単なる IR ミーティングに過ぎない。

山本： 私自身は IR デーや ESG、サステナビリティの説明会などに社外取締役が2人くらい出席してランチタイムでいいから投資家と話す機会をつくるべきだと会社に申し入れてきた。1対1の突っ込んだ対話が望ましいとしても、いきなりそこから始めるのは難しい。

- ✓ 投資家としても、社外取締役がどのような人物かは知りたいのではないか。

<投資家> アナリストとしての分析を通じて形成していた企業の描像と、会社の中に入って知る世界との間でギャップを経験したか。また、海外の投資家は日本企業の意味決定が遅いことをしばしば問題視する。意思決定の現場にいて、この点についてどのように考えるか。

山本： ギャップは大きいだろうと事前に予想していたものの、実際、会社の中に入ってはじめて知ることは多かった。特に執行の一員だったときに、“経営とは何か、IRとは何か”を学んだ。

- ✓ 例えば情報開示について言えば、受け手から作り手の側に回って情報が作られるプロセスに触れ、開示される情報は一種のスピリット、思いが込められたものだということが分かった。いまでも学ぶことは多い。
- ✓ また、モノ作りの会社は組織の慣性が働いてモノを作り続けるマインドが強いことも学んだ。つまり1千人、2千人の雇用を抱えた事業部門は、複数年で赤字に陥っても前向きに事業継続に固執して一生懸命挽回を図ろうとする。その結果、ますます赤字がたまっていく。こうした組織の慣性は製造業ならばどの会社にも基本的に備わっているように思われる。慣性に抗って事業から撤退するには、経営トップの果敢な決定が必要だ。
- ✓ そして実際、多くの会社では不採算部門を閉鎖あるいは売却している。だが、如何せん日本企業は決断に至るまでの引き延ばしの時間が長い。
- ✓ ただそれは外国人のような外部者の目からそう見えるということだ。組織内の論理がどう働くかを分かっている人間には引き延ばしが長いと感じられない。そうであれば、もともと外部者である社外取締役も、企業組織に溶け込むほど、第三者の視点を貫きにくくなるというリスクを抱えている。いずれにせよ日本企業における決断の引き延ばしを短くするためには、社内の力だけでは不十分だ。外部者である投資家の意見も必要だ。
- ✓ 会社の内外で認識の差があるからこそ、経営者が資本市場の論理をどの程度理解しているかを投資家はテストしてほしい。「企業価値を高めるポイントとしてフリーキャッシュフローに注目している。これが成長投資の原資となり、また株主還元の原資にもなる」というような答えを引き出せるならば、その経営者は良く理解していると分かる。
- ✓ またIRや情報開示については、資本コストの低減が重要な目的だということを経営者に喚起してほしい。資本コスト低減のためには、柔らかなディファレンシャル・ディスクロージャーによりサブライズを抑制することが大事だ、ということを経営者が気付くようにしてほしい。

<投資家> 投資家から見て、何故そのような値段でそのような買い物をするのか理解に苦しむ買収を実行する企業が多い。どのような思考過程からそのような決定が導かれるのか。

山本： 実際には私が経験した例でも、数百億円で何社かをたて続けに買収して、その後 2 年の内に数百億円の評価損を出した。社外から見るとありえない買い物でも、社内の論理があって実行されていた。かつて“M&A に 1 兆円注ぎ込む”という「M&A1 兆円ブーム」があり、現場は興奮気味だったが、冷静な目で見るととんでもないことになっていた。

- ✓ 他社も同様な次第で、過去 10 年の M&A、特にクロスボーダーの M&A における日本企業の勝率は 2 割くらいかもしれない。その半面、取締役会などできちんと議論されて、前に進められていない案件が相当数あることも事実だ。投資家の皆さんに約束できないが、企業の側の意識は以前より高くなっていることは確かだ。

<投資家> 企業成長にとって人材が重要だという認識は同じだとしても、従来の日本企業と投資家では雇用に関する考え方が異なるように思う。日本企業は全体としての雇用を守る、つまり人材を固定的に捉える傾向があるのに対し、投資家は人材を流動的なものとして捉える。従来の日本企業の考え方が諸々の改革の障害になっているように見える中で、2 つの考え方は並行したままなのか、折り合っているものか。また、経営トップの選任について日本企業はどのように取り組んでいるか。そこでの変化は、執行役員の指名、さらに下って新卒の採用までを含む日本企業の人事制度全体に波及していくか。

山本： 私が関わる会社は、雇用について保守的な考え方が基本となっていると思う。だから、同じ釜の飯を食べてきた人達を安易に切ることをしてはいけない、という意識がある。とはいうものの、急速に景気が悪化した局面で、切羽詰まって 1 万人単位で人員削減を繰り返す事態に陥った。そのとき会社の中で話したのは、人員を抱え込むことが無理だと判断したタイミングが 3、4 年遅れて景気が悪化してしまったため、対象となった人達は次の仕事を探すのが難しくなっている。人が大事だと言うならば、世界ベースで通用するための人材育成・教育の強化とともに、職場を変えなければならない人達の次の就業の機会まで勘案した施策が求められている。

- ✓ 同じような考えに従ったことだと思うが、私の知っている何社かでは利益が出ていて従来ならば希望退職を募る状態でないにもかかわらず、人員を削減している。そうした会社は 10 年 20 年先を見越している。すなわち、企業の健全な成長にとって人材が重要であるが故に、次の成長ステージに適合しない人材には、それなりのお金を支払って他社で活躍の場を探してもらおう。そして、それに代わる新しい人材を採用する。このように企業の側には変化が起きている。
- ✓ CEO の選任についても基本的な改革がこの 2 年間ほどで進んでいる。上が変わればその下の副社長以下の人事も変わる。投資家に注視してほしいのは、グループ会社も含めた幹部の人事異動だ。その内容から変化を察知することができる。幹部の人事異動には必ずメッセージがある。投資家はそれを鋭敏に捉えて議論してほしい。それが投資判断を左右することもあるのではないかと思う。

<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>