

[投資家フォーラム第26回会合 報告書]

投資家フォーラム運営委員会

テーマ:「コロナ下における企業行動と投資家の立場—今こそ企業に伝えたい投資家の考え」

日時 :2020年11月20日(金)17:15~19:30

会場 :ZOOM会議室

参加者:16名

目的:

- ・ 前回(第25回)会合では、コロナ下の混乱の中、スチュワードシップ活動を通して投資家が経験した企業の行動について意見を交換した。
- ・ 今回の会合では、投資家として違和感をもった点や、反対に感心した点なども含めて改めて投資家の意見としてまとめたい。
- ・ また、コロナ下での雇用情勢の悪化も一因となって従業員など株主以外のステークホルダーの利益を重視する論調が勢いを増しているように見える。こうしたステークホルダー主義に関連する幾つかの論点についても投資家の意見を整理したい。

以下では、投資家フォーラム 第26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。

I. コロナ下での企業行動

司会 投資家として指摘しておきたいことを挙げてほしい。

1. 資本政策・株主還元

- ✓特に必要ないと思われる借入れを会社が行った例が幾つかあった。資本政策がなおざりになっているという印象をもっている。
- ✓バランスシートとキャッシュフローの見込みを考慮した上で、コロナ下でも可能な範囲で増配した会社がある。これは評価できる例だ。反対に、キャッシュが十分あるにもかかわらずコロナ禍に便乗するような形で減配した会社もある。おかしいと考えて指摘したら会社は反論できなかった。
- ✓コロナ下での事態の展開について幾つかのシナリオを設定し、それぞれの場合に即して必要なキャッシュの額を示している会社があった。この会社はバランスシート上のリスクについてもしっかり説明している。不確実な情勢への対応として感心した例だ。

- ✓必ずしもコロナ禍が原因ではないと思うが、アクティビストへの対応を意識して、証券会社を儲けさせるだけとしか思えないようなファイナンスを会社が行った例を幾つか観察した。そうした会社は取締役会の中にCFOの役割を担う人間がいない。上場会社である以上、財務に詳しい人材が経営陣に入っているべきだろう。
- ✓新規資金は不要だが、銀行に頼まれて借入を増やした、と悪びれずに説明会で述べた会社があり、驚いた。コロナ下で借入の理由を厳しく問われないことがあったかもしれない。

2. ガバナンス改革からの揺れ戻し

- ✓今回のコロナ禍のような不測の事態があるから、選択と集中より、多角化のほうが経営戦略として良い、と発言している会社があると聞いた。ただ、その会社は業績がそもそも良くない。
- ✓会社の存続や競争力の維持という観点から事業転換が避けられず、そのために早期退職を本来導入すべきなのに、コロナ下で実行しにくいと説明する会社があった。そうした曇った判断にESGが大義名分を与えているとしたらさらに問題だ。
- ✓日本企業は株主利益重視の姿勢を打ち出す事例はわずかで、基本的にマルチステークホルダー主義をとっていると見ている。ガバナンス改革で株主重視の方向へ舵が切られたところ、ここにきて舵を切り直す動きが見られることを残念に思っている。

II. 投資家は株主以外のステークホルダーの利益とどのように向き合うか？

司会 株主利益重視に反発する論調は以前よりあるが、これに乗じた動きが一部の企業の間にあると聞いている。はたして株主利益重視はその他のステークホルダーの利益を損なうものなのか。投資家としてどのように考えるか。

1. 株主利益とその他のステークホルダー利益は対立するものか？

- ✓企業のESGに関する意識はどんどん高くなっているが、そうした企業の中には株主の観点とESGは相反するという受け止め方があるように思う。しかし2つが二者択一で両立しないと考えることはおかしい。
- ✓損益計算書を考えれば、トップラインである売上からボトムラインへ向けて差し引かれていく各項目がベンダーや従業員などステークホルダーへの配分に相当する。最後が株主への配分だ。経営者は配分全体のバランスを考えていく。日本ペイントの統合報告書2020はこれを分かりやすく示している(後掲)。こうした見方に照らせば、株主対その他のステークホルダーという2項対立の捉え方がおかしいことがよく分かる。
- ✓売上を円グラフにして、そのスライスを各ステークホルダーに配分していくという提示の仕方もある。スライス一枚が株主への配分だ。この円グラフだけを眺めていると株主を含めたステークホルダー間関係はゼロサム・ゲームに見えてくる。株主のスライスが大きくなれば従業員のスライスは小さくなる。しかしこのような静的な見方でなく動的な見方をしなければならない。つまり5年後、10年後までを視野に入れなければならない。その間、円グラフのパイ自体が大きくなりうる。そうであれば、ステークホルダー間の取り合いにはならない。

2. 株主をオーナーとする株式会社で、株主以外のステークホルダーの利益はどこまで考慮されるべきだろうか？

- ✓株主以外のステークホルダーへの配分については何らかの合理性や基準がなければならない。それは将来の企業価値につながるという計算にもとづくものなのか、あるいは社会的責任の概念が介在するものなのか。会社が社会の公器である以上、株主以外のステークホルダーへの目配りは当然で、それが将来の企業収益として返ってくるか否かは二次的な要因だ、という考え方は十分ありうる。
- ✓日本ペイントの図示では株主以外のステークホルダーに対する責務の充足という表現になっている。ここで責務の充足には社会的、倫理的なものも含まれるという。社会的な責任としてのESGという観点が入っているように思う。
- ✓株主以外のステークホルダーに対して企業が負う責務は、会社を長期的に回していく上で必要な範囲内までと考えるべきだろう。必要な範囲を超えてまでステークホルダーに配分することはないと思う。一方、企業の側には、必要な責務を果たすためのことでさえ、株主が理解を示さない、との不満があるようだ。これが株主利益とその他のステークホルダー利益が相反する、ということだろう。リーズナブルな株主はそのように無理解でないことを企業に分かってもらわなければならない。
- ✓社会での悪い評判が企業価値にマイナスの効果を生じさせることが現実起きることもあって、いまの経営者は評判を非常に気にするひとが多い。従業員の処遇にしてもESGへの取り組みにしても、その観点から判断される傾きがある。しかし評判の経済的価値をどう測るかは難しい。基本は生み出す経済的価値で考えることで、そうでなければ経営の規律が失われてしまう。
- ✓ステークホルダーの範囲を広く取り過ぎてはいけない。例えば宇宙船地球号といった範囲まで広げると、收拾がつかなくなる。
- ✓高収益の会社は、利益の一部を社会に還元していないと、その高い利益率を維持することを許されなくなっているのではないか。問題が生じたときに企業が叩かれるリスクの振幅幅が大きくなっている。企業はライセンス・トゥ・オペレート感覚を持って常日頃からあらゆる方面にアンテナを張って、高収益の基盤である高い競争優位性の足許をすくわれないようにしなければならない。
- ✓企業が行う支出や投資のなかには、社会的価値を生むが、企業の経済価値につながるかどうか判然としない、つまり経済的リターンの計算が成り立たないものがある。例えば、犠牲者が村全体にまで及ぶような風土病の治療薬を製薬会社が途上国に無償で供与する場合はこれに相当すると思う。その場合、世界でも数社のみが治療薬の開発能力をもつとすれば、治療薬の供与はその会社でこそ出来る事業であり、経済採算を超えて取り組むことに厳然たる理由がある。またそうであるから、経済的なリターンを期待できないにせよ企業に対する何らかの形でのリターンは期待できるだろう。一方、これが植林とかであれば、製薬会社である御社がやらなくても、ということになる。
- ✓企業の稼ぎの一定割合が社会のために使われること自体は悪くない。直接的な経済的リターンは期待できないにしても、こうした行為により企業のブランド価値や社会的価値が上昇する。企業の価値は経済的価値

のみで出来上がっているものではない、と考えることに違和感はない。しかしどの程度の割合を社会のために振り向けることが適切かという線引きは難しい。経済的価値に社会的価値やブランド価値を含めた最大化の発想が必要なように思われる。

- ✓医薬品の無償供与の例にしても、将来的にその行為から何らかの経済的リターンが得られる、という信念なしに行うべきでないと思う。社会的観点から行われる支出や投資に関して、その額が大きい場合には、どのような形で経済的なリターンにつながるかを投資家は問う責任がある。また、会社には説明する責任があり、そのために必要な情報開示が行われなければならない。
- ✓基本的には経営者を信任している、ということだと思う。従業員を大事にすることにしても環境に対して配慮することにしても、将来のいずれかの時点でキャッシュフローとなって会社に返ってくるという経営判断の下で実行している、と投資家は信じて経営者に任せている。そうした信任を持続できるような説明を経営者ができなければ、投資家は経営者に対してノーという権利がある。

3. 「社会における企業」という観点：企業の目的

- ✓先ほどの製薬会社の例で、「その会社でなければ出来ないこと」とは、企業の存在意義に合致していることだろう。社会における企業の目的とはそうしたことではないか。
- ✓企業の目的をはっきりさせて、社内に浸透させることが重要だ。存在意義を明確化して目的として決定することとは事業活動を方向づけることにつながる。
- ✓組織の中で人心を掌握するためにも目的を明確化することは重要だ。
- ✓企業の目的は、従業員、とりわけ中堅層が腹落ちして共有していることが重要だろう。会社の存在意義を目的として定式化するとしても、どこの会社でもあてはまるようなありきたりの内容ではいけない。従業員が仕事上の決断を行う上で参照すべき指導理念として意味をもつようであればならない。
- ✓企業の目的の概念には株主価値、企業価値から乖離していく要素があるように思う。世の中を一定の方向に変えていくことが正義だという論理が入り込むことだ。個人の経験からも、企業が存在意義を明確にする意義は認める。会社は利益を出さねばならない存在だが、その前提の上で、利益を超えて何のために存在するかを企業の目的として明確化することに意味はある。しかしそのことが、社会に貢献すれば利益を出さなくてもいい、という認識につながってしまうことを心配する。
- ✓企業の目的という概念は、社会のサステナビリティに寄り添うことに通じているように思う。アクティブ運用の投資家が銘柄選択するときに判断基準とするのは個別企業のサステナビリティだ。
- ✓機関投資家は最終受益者のために銘柄選択を含めてキャピタル・アロケーションを行う。経営者は個別企業内のキャピタル・アロケーションを行う。投資家も企業経営者もアロケートしたキャピタルからリターンを求めると同じ土俵上であり、そこに対話が成立する基盤がある。しかしESGや企業の目的の議論には、リターンを求めず、キャピタルのみを求める人たちが介入している印象がある。これには違和感がある。

4. 従業員を大切にするとはどういうことだろうか？

- ✓人材に投資するという言い方を企業はよくする。しかし人的投資に対するリターンをきちんと測定している会社はほとんどない。単年度の費用の問題ではないはずだ。企業が投資成果の観点からきちんと説明してくれて、その説明に納得すれば、投資家として支持できる。
- ✓業績が傾いた事業からの撤退が必要で、本来は何千人も人員を削減しなければならないところ、実行を躊躇うことは本当に従業員を大切にしていると言えるだろうか。
- ✓人の流動性が止まると、人材のミスアロケーションが生じる。人を大切にすることは、人を抱え込むことではない。各人の能力が最大限発揮できるようにすることではないか。
- ✓海外の企業で従業員を大切にするという場合、日本と文脈が異なるのではないか。日本では従業員が企業から出ていかないことが前提だ。海外の優良企業では十分に処遇しないと従業員が外部に流出してしまうので、従業員を大切にする。日本の企業は誤ったメッセージを汲み取るべきではない。
- ✓日本の場合には新卒時にだけ人材の獲得競争があり、その後人材は企業に固定される。これでは人材を大切にしようという動機は働かないように思う。いまコロナ禍の中で人材の流動化が進む契機がある。投資家としてはこれを後押しすべきではないか。

III. 投資家からのメッセージ

司会 今回取り上げたテーマとの関連で投資家として是非強調しておきたい事柄を挙げてほしい。

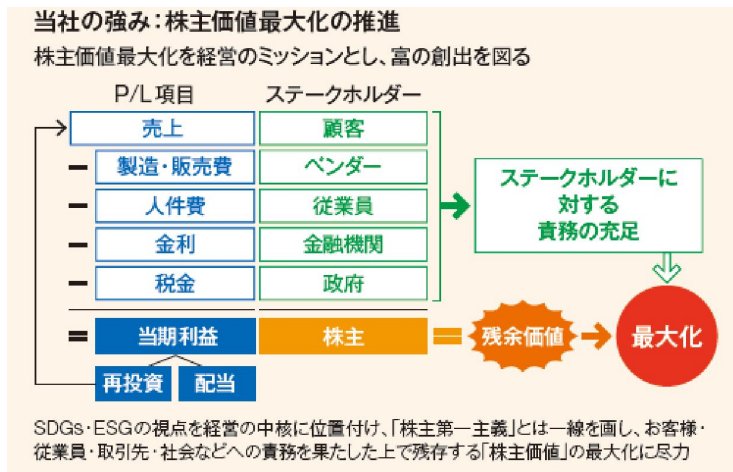
- ✓企業には物的資本のみならず、人的資本や知的資本を最大限有効に活用し、さらに社外からも人的資本や知的資本などを取り入れ、必要に応じて社内のもつと入れ替えて、結果を出してもらいたい。それが大前提だ。
- ✓特に日本企業が一番苦手とするのは、事業を止める、売却するといった引き算による入れ替えだ。それが求められている。
- ✓人的投資にしても、M&Aにしても同様で、経営者はそこから期待されるリターンについて投資家に対する説明責任を果たしてほしい。
- ✓株主と従業員が配分の取り合いをしているという発想の下で、コロナの渦中で従業員を守れ、との主張がなされる。両者の利益が長期的には両立することは、投資家の意見として強調されるべきだろう。
- ✓基幹となる従業員や鍵となる生産の担い手をしっかり確保することが会社の利益に直結することは間違いなく言えると思う。
- ✓いま投資家が求めている経営とは、実はハードルが非常に高いのではないか。高収益と高成長を実現すること、その上で社会の方向性を見極めて株主以外のステークホルダーへも高い次元で目配りすること、これらの要素をすべて盛り込んだビジネスモデルを投資家は期待しつつあるように見える。ステークホルダーにほどほど良い顔をして、ほどほどの利益を上げていれば済むことでは全くない。
- ✓株主利益を重視するにしても、その他のステークホルダーの利益を重視するにしても、ガバナンスがしっかりしていることが肝要だ。経営者が株主以外のステークホルダー利益重視の施策に傾くとき、株主が一番懸念

するのは、安定株主の存在の下で、株主へのリターンが期待できずとも株主がノーと言えない状態になっていることだ。株主以外のステークホルダー利益重視の施策で短期的に株主の利益が損なわれるとしても長期的にリターンが期待できれば投資家にとって問題はないが、そうした判断を行う取締役会に株主の声が届きにくいようだ適切な判断が行われない。

- ✓この点に関連して、議決権行使で白紙委任は賛成と見なす、という多くの会社が採用しているルールは問題が多い。安定株主の岩盤を強化することになっている。
- ✓個別企業のサステナビリティについて少し異なった考え方をしている。企業は持続すればいいというものでなく、目的とか理念に照らしてその社会的役割を果たせなくなった企業は、無理に存続させることはないと思う。
- ✓もともと日本の経営者は根っこにある発想がマルチステークホルダー主義だ。統合報告書にそれが表れていて、一時は投資家を読者として想定した株主重視の編集方針が広がっていたが、この2-3年で軌道修正してマルチステークホルダー主義の編集方針に切り換えた会社が増えている。編集方針に多少変更があっても株主にとって有益な情報がきちんと発信されていれば、特に問題がないように思うが、実際には編集方針が変わって株主への情報が削られESGのEやSに関する情報発信に置き換わっている。しかも発信されている内容と言え、どの企業にも共通する事柄がマテリアリティの記載に並んでいたりする。投資家、特にアクティブ運用の投資家にとって情報価値のないものになっているという実態は、投資家として是非伝えておきたい。

(参考)

日本ペイント統合報告書2020の63ページの図



<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ことで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>