

2022年度第1回 スチュワードシップ研究会

日 時： 2022年5月19日（木）13:00-15:10

場 所： 日本投資顧問業協会 8階会議室

テーマ： 「企業価値向上への取り組みと運用会社に期待することー実効性ある対話に向けてー」

ゲストスピーカー：

アサヒグループホールディングス株式会社 取締役会長兼取締役会議長 小路 明善 様

メンバー：

川北 英隆（座長） 京都大学 名誉教授

柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科 教授（ご欠席）

河村 賢治 立教大学法学部 教授

松尾 直彦 松尾国際法律事務所 弁護士（ご欠席）

大場 昭義 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会長

専門メンバー：

大越 昇一 J Pモルガン・アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長

小池 広靖 野村アセットマネジメント株式会社 CEO兼代表取締役社長

阪口 和子 アライアンス・バーンスタイン株式会社 代表取締役社長

猿田 隆 三井住友DSアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長兼 CEO

菱田 賀夫 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

横田 靖博 東京海上アセットマネジメント株式会社 代表取締役社長

オブザーバー：

日比野 隆司 一般社団法人 日本経済団体連合会 金融・資本市場委員会 委員長
(株式会社大和証券グループ本社 取締役会長)

岡田 則之 一般社団法人 日本投資顧問業協会 副会長専務理事

議論の概要等：

1. 企業価値向上に向けた経営について

- 経営者としては、マルチステークホルダーの皆さんから経営を信頼して任される、いわゆる信任していただくことが、経営の永遠のテーマと考えている。この信任していただくことが、さらにわれわれへの投資の期待につながっていくのではないかと。したがって、この信任と期待のサイクルをどう回し続けていかれるかが、経営者として一番大きな課題であり、永遠のテーマであると考えている。(上場企業)

- これからの時代、メーカーはものをつくって売ることよりも、いかに価値を創造して提供していくか、価値をつくって売る時代に入ってきているのではないか。この付加価値を常に高めていくことが、ものが売れる、売れないということにつながってくるのではないかと考えている。独自価値の絶え間ない提供を行うということ、それが「価値創造企業」である。(上場企業)

2. 投資家と企業との対話の実効性向上について

(1) 運用会社の課題

- 投資先企業との対話等で、質に重点を置いていただき、例えば対話企業の最新の情報を把握した上で、われわれとの面談に臨んでいただけると一番ありがたい。業績や事業説明をしていると、そこだけで時間がかかりかかってしまい、それらはもうデータでかなり出しているの、今後どういう経営をしていくのか、データに出ていない懸念点は何かといったことに関する対話を行いたい。(上場企業)
- 運用会社は、投資先企業の公表財務情報を自ら把握することは当然のこととして、当該企業のミッションや非財務情報などを含め、当該企業の経営陣が描く成長ストーリーを十分に把握することが大切ではないか。把握できなければその点を対話で明らかにしていく必要があるのではないか。(上場企業、運用会社、研究会メンバー)
- コンプライ・オア・エクスプレインと以前から言われているが、昨今ではコンプライ・アンド・エクスプレイン、すなわち、指針を受け入れて、受け入れたものに対してもエクスプレインしてくださいというところが、少し出てきているのではないかと思う。コンプライしたものについても、その理由を聞いていただく。また、その理由を説明させる。受け入れないものはなぜなのか聞くことも大事だが、受け入れたものはなぜやるのか。「CG コードに書いてあるからやりました」では何の意味もないのであり、それぞれで経営判断があり、コンプライしていると思う。われわれもコンプライした理由をしっかりと説明していきたいし、聞いていただきたいし、それについての意見も頂戴したいと思う。(上場企業)
- コードがあるからガバナンスではなく、こういう経営をしていきたいからこのガバナンスを採用しているというのが本来の姿のはず。運用会社としては、形式的な遵守状況チェックではなく、投資先企業がなぜこのガバナンスを採用しているのか、経営の適正な推進を支えるものになっていると評価できるのかについて、対話を通じて確認していくべきではないか。(上場企業、研究会メンバー)

- 対話の質を上げていくことに関しては、双方に課題の認識を深めてやっていく必要がある。われわれ運用側からすると、開示が不十分で議論が深まらないケースはままあるところがあるが、われわれ投資家側も対話自体を目的化することなく、何のテーマを深掘りして話したいのかを事前に示し、かつ事情の聴取にとどまらず、われわれのほうからストーリーを展開し、それをたたき台に議論を展開するような積極的なアプローチが必要である。(運用会社)
- 質問内容が、運用会社のミッションや投資方針等とどのように結びつくのか、また、投資先企業の持続的成長・企業価値向上とどのように結びつくのか、そのロジックを運用会社側は投資先企業に対し理解してもらう必要があるのではないか。(運用会社、研究会メンバー)

(2) 運用会社への要望

- 例えば、非財務的な事項である環境への投資について、運用会社は、他社事例をたくさん持っているのだから、その事例を参考にして、もう少し細かいところを質問していただくと大変ありがたい。他社事例と比較して、「貴社はここがこうなっていますが、それはどうしてですか」となると、現実的な実践事例でやることが見えてくる。気づきをたくさんもらえるので、他社事例との比較で質問なり意見をしていただくと大変ありがたい。それは多ければ多いほど、ありがたい。(上場企業)

(3) 運用会社の取り組み

- 運用会社である当社は、一つの組織、会社として、経営計画や中期計画を立てるが、その際には、必ず社内エンゲージメントということで、われわれ経営陣自身が当社のアナリスト、ファンドマネージャーからエンゲージメントを受けるようにしている。その目的は、彼らが我々の経営計画、戦略をどう思うか、また、われわれのミッションとのつながりを、どう考えているかを聞くことである。ファンドマネージャー、アナリストに意見を出してもらい、ミッション、バリューということを経営だけではなく、彼らと一緒に考え、作ることをこの2~3年ずっとやってきた。(運用会社)

(4) 上場企業の課題

- 質問状を送っても、いわゆる優等生の回答ができない項目があると、質問状自体を放棄する企業が、プライム市場の驚くほど有名な企業の中にもあり、これはとても残念に思

うという運用部のフィードバックがある。これは残念ながら他国のいわゆる時価総額が大きい企業と比較すると、他国の場合には、決して優等生ではない回答があっても、「この点については現在討議中である」等、正直なコメントにて返答いただくケースが多い。当社からの質問状に回答するのは、ほとんどが実務部隊であり、その実務部隊が経営、もしくは財務からより遠いところに配置されている企業ほど、優等生の回答ができない項目により、質問状自体を放棄する傾向が強いということである。(運用会社)

- 企業が自身のフィロソフィーをつくり、それに基づいてバリュー経営を行い、その中では経営計画や経営戦略が打ち出され、具体的な、利益の上げ方という話になり、それが結果として利益につながり、株価につながっていくのは、一連のストーリーとしてマーケットにも提示されているので、そうした企業は投資家から高い評価を得られる。そういうストーリーが希薄というか、不透明というか、十分提示がされていない投資先企業は、まだまだたくさんあり、そうした企業に対しては、企業としての一連のストーリーを求めていきたい。(運用会社)
- 海外との比較で日本のエンゲージメントを見ると、社外取締役との機会が非常に限定的である。多くの会社だと、実効性のない社外取もいらっしゃる。そもそも IR の方も社外取はなかなか外に出したくないということもあるようで、社外取との接触がなかなか取れない。われわれは実務に詳しい社内の取締役の方々との議論ももちろんだが、外部の目線も併せ持ったような形の社外取締役との会話にも価値を置いている。そこが日本全体の課題でもあるのではないか。(運用会社)

(5) 参考となった対話事例等

- 運用会社からのエンゲージメント、対話が、経営判断において参考になった例としては、事業ポートフォリオを明確にしてくださいとの意見であった。様々な投資を含めて事業ポートフォリオ、投資判断を明確にしてくださいと具体的に言われた。それでコア事業を絞り込み、それ以外は全部やめますとしたところ、「コア事業以外をやめるということは、アセット売却を当然するのでしょうか」という質問と指摘もいただき、それが多くのアセット売却につながっていった。(上場企業)

3. その他

- 日本の今の運用会社では、顧客である年金基金等からのリクエストもあり、大層の部分はインデックス運用になっている。このような状況により、東証一部の企業であれば、いろいろな面から見ても申し分のない状況ではない企業も、安定して株主に株を持つ

てもらえているという状態が問題ではないか。その上で、われわれはアクティブ運用を中心とした運用会社であり、投資先企業が将来の利益を上げることにより株価も上がるのがベストだと思うが、それに資さない企業は、まだ東証一部、プライムの中にもたくさんあると考える。顧客である年金基金等からのリクエストもあり、そうした企業とも対話しなければならないが、ベンチマークである TOPIX の構成銘柄数が約 2000 銘柄もあり、それらの企業と対話や議決権行使もきちんと行おうとすると、どういう対応をすべきか、本当にジレンマである。(運用会社)

以上