



2017年1月23日開催

企業価値向上経営セミナー

「上場会社と投資家の 建設的な対話のベストプラクティス」 講義録



株式会社東京証券取引所

目 次

1. 【講義】投資家の企業価値評価の視点とエンゲージメントの事例…………… 1
[講師] いちごアセットマネジメント株式会社 副社長パートナー 吉田 憲一郎 氏

2. 【セッション】上場会社と投資家の対話のベストプラクティス…………… 10
[登壇者] みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神 康議 氏
ビジョン株式会社 代表取締役社長 山下 茂 氏

3. 【パネルディスカッション】上場会社と投資家の建設的な対話とは…………… 26
[パネリスト] いちごアセットマネジメント株式会社 副社長パートナー 吉田 憲一郎 氏
みさき投資株式会社 代表取締役社長 中神 康議 氏
[モデレーター] 一橋大学大学院商学研究科 准教授 円谷 昭一 氏

●ご参考

本セミナー（2017年1月23日開催「企業価値向上経営セミナー」）での配布資料はJPX（日本取引所グループ）のwebサイトよりダウンロードいただけます。（下記URL参照）
なお、【パネルディスカッション】の資料はありません。（セミナー当日もお配りしておりません）

[TOP ページ] - [株式・ETF・REIT 等] - [上場会社の皆様へ] - [セミナー・研修] - [経営層向け研修プログラム]
<http://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/seminar/management/index.html>

【講義】投資家の企業価値評価の視点とエンゲージメントの事例

【講師紹介】

吉田 憲一郎（よしだ・けんいちろう）氏

いちごアセットマネジメント株式会社 副社長 パートナー



1985年 一橋大学商学部卒、日興証券(株)入社、1991年 米スタンフォード大学/ (A/PARC) 客員研究員
1992年 日興リサーチ事業調査部、1996年 ソロモン・ブライザー・アジア証券 (現ティグループ証券) 株式調査部
2006年 ゴールドマン・サックス証券 投資調査部マネージングディレクター
2010年 日興コーディアル証券 (現SMBC日興証券) 株式調査部長
2013年 一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 (ICS)終了
2014年 いちごアセットマネジメント株式会社入社、 いちご株式会社 社外取締役
著作:「最新コーポレートガバナンスのすべて」(共著)など
アナリストランキング:日経金融新聞 (現日経ヴェリタス) 商社:99~07年 9年連続1位
放送・レジャー:03~08年 6年連続1位など

※上記ご略歴はセミナー当日 (2017年1月23日) 時点の内容を記載しております。

※いちごアセットマネジメント株式会社は国内における投資助言を業としており、顧客である投資運用会社のいちごアセットマネジメント・インターナショナル・ピーティーイー・リミテッドに投資助言を行っております。

皆様、こんにちは。いちごアセットマネジメントの吉田です。本日はお忙しいところ、多数の方々にお集まりいただきありがとうございます。とりわけ、私どもの投資先企業の皆様、そして日ごろ取材や説明会等でお世話になっている企業の皆様に、この場をお借りして御礼申し上げます。

さて、本日、お話しさせていただく内容は、次の5点です。①いちごアセットマネジメントの紹介、②長期投資家が考える企業価値、③いちごアセットマネジメントのエンゲージメントプロセスとその事例、④長期投資家の心に響く開示・対話とは、です。そして時間がありましたら、日本企業の価値向上を願っているという意味で「同志」と勝手に思っています出席者の皆様へ向けて、⑤投資家として期待していること、を最後に述べさせていただければと思います。では始めさせていただきます。

まず、私どもの社名にあります『いちご』の由来についてです。最近はこの『いちご』をストロベリーと間違われる方は、以前と比べて少なくなってきましたが、この『いちご』は、千利休が説いた茶人の心構えである「一期一会」に由来しています。「一期一会」の持つ人との出会いを大切にという精神を企業理念とし、投資先企業の皆様をはじめとした数多くの方々との出会いを大切に、信頼関係を築きたい、という気持ちが込められています。時々、漢字の「一期」を使わずに、何故ひらがなの『いちご』を使っているのかとのお質問も受けますが、漢字の「一期」を使うと、決算期の1年間 (一期=いっき) という意味にも読めてしまいます。私どもは長期投資家ですので、短期投資家と間違われないように、ひらがなの『いちご』にしています。

これから私どもの投資方針とその理念についてご説明しますが、大きくは三つです。一点目は「長期厳選投資」で、長期保有を前提に可能な限り深く調査し投資するという事です。大事なところは「集中」というところでして、ポートフォリオの占有率上位10銘柄で運用資産全体の70%から90%を占めます。現在、我々は30銘柄ぐらい保有していますが、そのうちのトップ10銘柄が大半を占めます

ので、かなり集中している投資だと考えます。国内のアクティブ・ファンドの多くは、保有銘柄数が100とか200の分散投資が主流だと理解しておりますので、日本ではかなりユニークなスタイルと自負しております。

二点目は、「エンゲージメント投資」です。我々では「エンゲージメント」という言葉が珍しかった会社設立の2006年からずっと、投資先企業との「建設的な対話」と「信頼関係の構築」に力をいれてきました。

そして三点目は「社会貢献投資」です。すべての企業の存在意義は社会貢献だと考えておりますし、機関投資家である我々も同様です。『いちご』ができる直接的な成果は、私たちが資金をお預かりしているアセットオーナーの信頼にお応えし、適正なリターンをお返しするということです。我々が受託している資金の主体は、アメリカを中心とした大学の基金、財団、年金などですが、そのような方々に投資成果をお返しすることで、学生の奨学金や、財団が行う研究助成や公益活動の一部に貢献することができます。

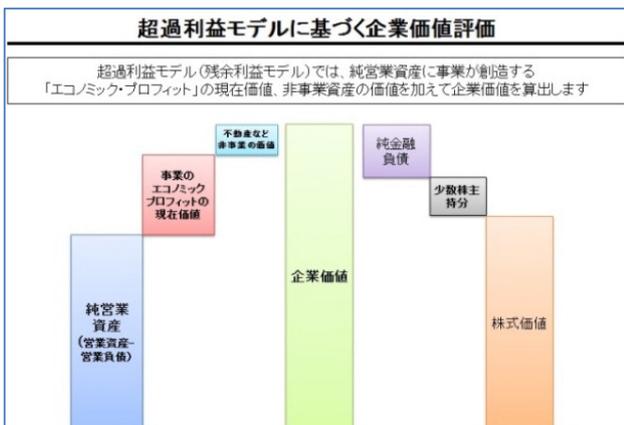
また、我々の投資先企業の株式保有比率は原則的には多くても10%ぐらいですが、中長期的観点からその企業の企業価値が高まりますと、残り90%の株主になっている国内の年金基金、個人投資家などの方々のリターン改善につながります。更には、投資先の企業価値向上は全てのステークホルダーの皆様、すなわちお客さま、従業員、仕入れ先の方々などが満足して初めて達成されると信じております。

では、なぜ我々『いちご』は長期投資ができるのでしょうか。この一番のポイントは、私どもがお預かりしている資金に対して、アセットオーナーの皆様が3年とか5年のロックアップ、すなわち3年から5年は解約できないという条項を認めていただいているからです。お預かりしているお金がすぐ解約されてしまうようでは、なかなか、本当の長期投資はできないと思います。

『いちご』の運用スタイルについてももう少しご説明すると、我々は日本株への投資に特化しており、空売りはしません。ロングオンリー、買いのみです。そして、レバレッジ等もかけずに借りに頼ることなく、株式に直接100%投資するというスタイルです。

2016年末の運用残高は約6,600億円ありますが、私が『いちご』に入社した3年ほど前には3,500億円ぐらいでしたので、約3年で倍近くになりました。

現状保有している銘柄の平均保有期間は、4年半となっています。ここ数年の運用資産の増加に伴って新規に投資させていただいてる企業も増えており、平均の保有期間は若干短くなりました。ただ、設立以来ずっと保有している銘柄もありますし、基本はできるだけ長く保有したいというのが我々のスタンスです。



次に、我々長期投資家が考える企業価値について、紹介します。このグラフ(左図)は、企業価値の算出過程を示したものです。まず、投資を考えている会社の純営業資産(本業に使っている資産)の価値(簿価)に、その事業が生み出すエコノミック・プロフィット(資本コストを上回るリターン)の現在価値を加えます。このエコノミック・プロフィットが、価値創造、バリュークリエーションです。

これらに本業以外に使用している不動産などの資産を時価評価したものを合算して、企業価値を算出します。そこから負債とか少数株主持分を差し引いたものが、株式価値と考えています。我々は、エンゲージメントする会社には、私どもなりのバリュエーション（企業価値評価）の方法および我々が考える適正な企業価値、株式価値を提供させていただいております。

超過利益モデルで顕在化される価値創造(破壊)効果
会計利益で黒字を計上していても、その事業のリターンが投下資本の負担すべきコスト（＝資金提供者の期待収益）を超えていなければ、価値を創造しているとはいえません
<p>■ 超過利益モデルによる事業価値の定義</p> $\text{事業価値} = IC_0 + \frac{(\text{ROIC}_1 - \text{WACC}) \cdot IC_0}{1 + \text{WACC}} + \frac{(\text{ROIC}_2 - \text{WACC}) \cdot IC_1}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots$ <p>IC(Invested Capital)=投下資本 (ROIC-WACC)・IC=NOPAT - 投下資本コスト=エコミック・プロフィット</p>
■ 投下資本と、それが創出する「エコミック・プロフィット」の現在価値の合計が超過利益モデルによる事業価値
■ 超過利益とは「NOPAT(Net Operating Profits After Taxes: 税引後営業利益)」が投下資本コストを上回る部分
<p>■ DCF法と比べて実用的、特に安定成長・成熟企業の評価では有効</p> <ul style="list-style-type: none"> WACCと永久成長率で大きく変動するターミナルバリューへの依存度が低い BS上の投下資本とPL内の営業利益という会計数字をベースに事業価値の算出が可能

我々は、エコミック・プロフィットに基づく超過利益モデルをバリュエーションに用いており、その加重平均資本コストには、(WACC) 5%を使っております。これは、この5%を上回るリターンが「超過利益」、すなわち価値創造につながることを意味します。なお、我々が一般的な DCF（割引キャッシュフロー）法を使わずに、この超過利益モデルを使ってバリュエーション（企業価値評価）を算出している理由を補足しますと次のとおりです。

DCFで導かれる企業価値とは、その会社が生み出す将来キャッシュフローの総和ですが、実務面では「ターミナルバリュー」が過半のウエイトを占め、その値は将来の永久成長率や資本コスト（WACC）の水準に大きく左右されてます。それに対して、超過利益モデルでは、投下資本の簿価が価値評価のスタート時点になっているため、バリュエーションの恣意性が小さくなります。

DCFで導かれる企業価値とは、その会社が生み

特に安定成長・成熟企業の評価において有効ですし、そうした企業を好んで投資する私どもは超過利益モデルを使っています。加えて、会計ベースの利益（B/S上の投下資本及びP/L上の営業利益）で事業価値の算出が可能というところが、超過利益モデルの利点ですし、皆様もM&Aなどをバリュエーションされる際には、DCF法だけではなく、こちらでもご検討されることをお勧めいたします。

企業価値の源泉となるエコミック・プロフィット		
<p>全社ROICの向上を意図した経営、WACCの抑制を目指した財務IR戦略が、中長期的な企業価値向上をもたらします</p>		
エコミック・プロフィット	エコミック・プロフィットとPBRの関係	
エコミック・プロフィット	エコミック・プロフィット	PBR
= NOPAT - 投下資本コスト	ROIC > WACC	黒字 PBR>1
= $\frac{\text{NOPAT}}{\text{投下資本}} - \frac{\text{資本コスト}}{\text{投下資本}} \times \text{投下資本}$	ROIC = WACC	0 PBR=1
= (ROIC - WACC) × 投下資本	ROIC < WACC	赤字 PBR<1
<p>エコミック・プロフィットを高めるには！</p> <ul style="list-style-type: none"> 新規の資本投下を抑制しつつ、NOPATを増加させる WACCを上回るROICを中長期的に生み出す事業へ積極投資する WACCを継続的に下回るROICの事業は縮小、投資抑制 資本構成の最適化、IR活動の強化でWACCを引き下げる 		
<p>1. 一橋大学大学院商学研究科 加賀守 啓之 簿記学資料をもとに作成</p>		

ここでは、企業価値の創造の源泉についてご説明申し上げます。投下資本利益率（ROIC）が加重平均資本コスト（WACC）を上回れば、エコミック・プロフィットは黒字となり、PBRは理論上1倍を上回ります。また、ROICとWACCが同じであれば、投下資本から生み出される利益と投下資本に係る資本コストが同じだということで、企業価値創造額（エコミック・プロフィット）は0となり、PBRは理論上1倍になります。

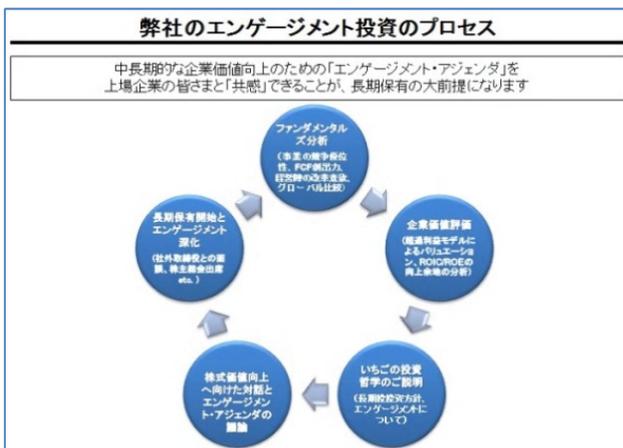
エコミック・プロフィットを高めるには、投下資本を抑制しつつNOPAT（税引前営業利益）を増やすか、あるいは資本構成の最適化やIR活動の強化により資本コスト（WACC）を引き下げるといったことが重要になります。

私どもが、投資家として会社を分析する上で重視しているのは、ROICの同業他社との比較と時系

列変化です。我々が ROIC を計算する際に分母となる投下資本は、一般的な定義である「株主資本と有利子負債の合計」ではなく、正味運転資本と固定資産（投資除く）を合算したものを我们用います。分析対象企業のセグメントごとに、ROIC をはじいて、同業他会社との比較を行っています。更に、ROIC を [NOPAT（税引後営業利益）マージン（NOPAT÷売上高）] と [投下資本回転率（売上高÷投下資本）] に分解し、どのようにすれば、その会社の ROIC が向上していくのかということ議論しながら、企業の方と日々対話しています。

このパートで一つだけ申し上げておきたいことがあります。多くの会社が、成長していれば自分たちは価値を創造しているとお考えですが、決してそうではありません。「勘違い」と申し上げてもいいでしょう。ROIC が WACC を上回ってない会社が、外部から資金を調達して成長を狙うことは、価値の毀損につながります。ROIC が WACC を下回っているのに、成長するとその分逆に価値が下がってしまうのです。

反対に ROIC が WACC を上回っているときの成長加速は、企業価値の一段の拡大をもたらします。我々は収益性の高い非常に魅力的な投資プロジェクトがある場合には、配当や自社株買いではなく、成長事業に資金を積極的に振り向けていただきたいと思います。



それでは、我々がどのようなエンゲージメントを行っているか、そのプロセスを紹介します。左図は、我々のエンゲージメント投資のプロセスを簡単に示したものです。

一番上の「ファンダメンタルズ分析」とそれに続く「企業価値評価」の二つは多くのバイサイド（機関投資家）がやっていることと同様です。まずは、徹底したファンダメンタルズ分析を通じて、ビジネスモデルや収益構造を理解するとともに、価値向上の可能性を探ります。最低3カ月位は対象会社及び

競合企業への取材とともに、販売先や仕入れ先などのバリューチェーンも調べます。また、グローバル比較、リスク要因の分析も実施します。

その上で魅力的な投資先になる可能性が強いと判断すると、IRの方を通じて、『いちご』の投資哲学、つまり先ほど申し上げたような考え方を説明した上で、エンゲージメントの可能性について対話します。もちろん、会社の方に100%合意していただく必要は全くなく、我々の考え方を理解していただき、企業価値向上に向けたアジェンダのいくつかについて共感していただければと思っています。何はともあれ、その会社のマネジメントの方と、「良い会社にしたい」、「市場の評価を高めたい」という気持ちや問題意識を共有できれば、我々は株主として長期的に応援したいという想いが強くなります。

保有期間が長くなるにつれて、エンゲージメントは徐々に深化していくわけですが、私どもが他の運用会社の方々と少し違うのは、投資先企業の株主総会に可能な限り出席させていただくという点でしょう。出席者が少ない株主総会ですと、『いちご』のメンバーが、質問するというよりは、経営陣に対する感謝や応援のメッセージを述べさせていただくこともあります。

その他のエンゲージメントの例としては、ここ数年、社外取締役の方との面談をお願いするケースが増えてきました。それも必ずしもワン・オン・ワンではなく、社外取締役の皆様も忙しいと思いますので、他の株主や機関投資家を集めたようなスモールミーティングのような場が良いのではないかと考えています。我々が社外取締役の方との対話をお願いする理由は、会社に投資家とコミュニケーションができる社外取締役やその候補の方を選んでいただきたい、社外取締役の方へ機関投資家が何を考えているのかをお伝えしたい、と願っているためです。

このような形でエンゲージメントしていくのですが、何年か経つと、会社の状況やマクロ環境も変わりますし、新たな問題が起こったりします。そのようなときには、また新たなエンゲージメント・アジェンダを設定し、いろいろと対話を重ねていくというのが、我々のプロセスです。

さて、これから説明する三つのスライドは、投資先企業との対話の中で実際に使用した資料なので、申し訳ありませんが投影のみとさせていただきます。

一つ目のスライドのグラフは、我々のある投資先企業とその同業他社との ROIC の時系列の推移を示したものです。この業界は ROIC が非常に高い業界ですが、我々が投資している会社は、その平均を大きく下回っている状況が続いていました。

もう一つのグラフは、投資先企業および同業他社の NOPAT マージンと投下資本回転率を散布図化したもので、いずれも同業他社を下回る実態をお示しました。おそらくどの会社も、外部者に言われるまでもなく、お気づきのことと思うのですが、我々を含む社外の投資家から客観的データに基づく指摘がなされたこともあって、余剰設備の整理統合に踏み切られました。同時に多額の減損も余儀なくされましたが、資産効率の大幅な改善が図られました。かつ、徐々に NOPAT マージンも上昇しましたので、ROIC がエンゲージメント開始前と比べて大きく改善されました。現在も引き続きこの会社に投資させていただいており、良好な関係を築かせていただいています。

次のスライドは、キャッシュコンバージョンサイクル（CCC：現金回収期間）について、ある業界の我々の投資先企業と、その同業他社との時系列比較を行った事例です。2010年9月期から2016年9月期かけて我々の投資先企業の CCC が 63 日間から 51 日間へと 12 日間改善しているのに対し、同業他社の B 社は、58 日間から 18 日間へと 40 日間も短縮し、現金回収を早めていました。具体的には B 社は棚卸資産を圧縮するとともに、営業債務の支払い期日を少し延ばしていました。

この B 社の事例では、親会社が所有する B 社株を売り出したいとの意思があり、それを自己株買いするための資金を用意する必要があったのですが、その際に、有利子負債や増資に頼ることなく、買入れ債務を増やし（支払期限を延ばし）、また在庫を大きく減らす（在庫回転日数を 45 日間から 12 日間へ）ことで、対応しました。我々は、この B 社の財務戦略を投資先企業に紹介するとともに、取引条件の改善や棚卸資産の圧縮による資金負担軽減・現金回収速度向上の可能性について意見交換をしました。

エンゲージメント事例の 3 番目のスライドは、資本政策に関する対話で使用したものです。一つのグラフは、我々の投資先企業と同業他社と ROE と PBR の相関性を散布図で示しています。ほとんどの業界において、ビジネスモデルが似通った企業の ROE と PBR は連動しており、ROE が上昇すれば PBR も上昇します。この会社の ROE は株主資本コストを下回っている状態だったのですが、その ROE の低さの要因を見える化するために、もう一つのグラフで ROE を本業に係る投下資本から稼ぎ

だしているリターン (ROIC) と純金融資産がもたらすリターン (税引後の利回り) に分解しました。そして、余剰の金融資産からのリターンが 1%以下と低く、それが ROE を押し下げる要因となっている点をご説明しました。また、併せて ROE の改善による PBR の上昇の可能性についても議論しました。このような対話を、私どもは色々な会社と具体的な数字の裏付けをもとにさせていただいております。

このパートでは、『長期投資家の心に響く開示・対話とは』について、お話いたします。ここでの一番のポイントは、企業と投資家のお互いの認識ギャップを理解することだと思います。これは、企業だけでなく、言わずもがなですが、投資家にも当てはまることです。

企業と投資家の認識ギャップ(1) - 株式価値向上へ向けた経営指標

機関投資家はROICや総還元性向を重視。企業は伝統的に利益額とその伸び率を意識

(複数回答可)	株式価値向上に向けて重視すべき経営指標	
	企業	投資家
ROE	83.6%	<
ROA	24.1%	<
売上高利益率	55.1%	>
売上高・売上高の伸び率	48.4%	>>>
利益額・利益の伸び率	61.6%	>>>>
市場占有率(シェア)	17.4%	>
経済付加価値(EVA)	3.3%	<<
ROIC(投下資本利益率)	9.0%	<<<
FCF(Free Cash Flow)	20.4%	<
配当性向(配当/当期利益)	48.9%	>
株主資本配当率(DOE=ROE×配当性向)	6.2%	<<
配当総額(株主1株当たりの配当額)	24.8%	>>
総還元性向(配当+自己株式取得)/当期利益	12.7%	<<<
配当利回り	4.6%	<
自己資本比率	30.1%	>>>
DELシオ	18.3%	>
資本コスト(WACC等)	7.4%	<<<
その他	12.9%	0.0%

企業によるその他はEPS、EBITDA、営業キャッシュフロー、海外売上比率、売上高研究開発費比率など

出所: 平成27年度生利研協会員調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」(2016年3月23日公表)
© Ichigo Asset Management All rights reserved.

左図表の元データは生命保険協会が過去 40 年間にわたって、「株式価値向上に向けた取り組み」について、事業会社と投資家にアンケートした結果の最新版に基づいています。これを見ると、事業会社は、利益成長とか自己資本比率を重要な経営指標と位置づけています。それに対して投資家は、ROIC、DOE、総還元性向などを重視しています。このようなギャップを認識して、埋めるようお互いが努力することが大事だと思います。といっても、ここ数年のガバナンス改革の中で、

ROE を重要な経営指標と位置づける企業の比率は、3、4年前には 50% ぐらいだったものが、直近では 64% ぐらいに高まるなど確実に向上してきており、ギャップは徐々に埋まってきていると言えるでしょう。

企業と投資家の認識ギャップ(2) - 取締役会の実効性向上策

取締役の実効性向上について企業は峠を越えたとの意識。反対に投資家の期待は社外役員活用などへ向け今後一段と強まる傾向

(複数回答可)	取締役会の実効性向上に向けた企業の取組(OGコード策定前後)、投資家の期待する取り組み		
	策定前	策定後	投資家
機関設計	13.7%	14.1%	8.3%
社外役員拡充	60.6%	18.5%	<<<
取締役会全体の経験や専門性のバランス	19.7%	7.9%	<<<
取締役会議長	4.0%	0.5%	<<<
社外役員の実務(業務内容の理解等)	37.9%	22.2%	16.7%
中長期の経営戦略に関する取締役会での議論の充実	24.6%	23.8%	<<
投資家の意見・評価の取締役会へのフィードバック	18.1%	16.5%	<<
株式連動型報酬・ストックオプション制度	24.5%	16.0%	13.1%
取締役会の実効性の評価	18.7%	58.8%	>
特設なし	8.8%	9.3%	0.0%
その他	3.0%	2.8%	1.2%
無回答	2.3%	4.0%	2.4%

出所: 平成27年度生利研協会員調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」(2016年3月23日公表)
© Ichigo Asset Management All rights reserved.

あともう一つ、取締役会の実効性についてのアンケートを、生命保険協会が最近始めたのですが、これも非常に面白い結果が出ています。結論から言えば、取締役会の実効性向上に取り組むべきという企業側の意識は、一段落したというのがここに現れています。例えば社外取締役の拡充については、ガバナンスコードの策定前には約 60% の企業が重要な問題ととらえていたのに対し、策定後は約 18% に低下しています。これに対して、投資家は現在も約 49% が、さらなる社外取締役の拡充

を期待しています。取締役会の実効性に関する対話はまだ始まったばかりですので、今後も相互理解へ向けたコミュニケーションの促進が必要な分野といえるでしょう。



このスライド (左図) は、首都大学東京大学院の松田先生が作成されたスライドを、お許しを得て使わせていただいています。この図は、企業と投資家の思考回路と目線は、全然違う、むしろ「真逆」だということを理解することが大事ということを示しています。企業経営者の事業に対する思考の流れは、ある事業を新しくやりたいという思いに始まり、自社は絶対的オンリーワンの存在、だから競合がないはず、成功は間違いない、と考えます。

特に新興企業にはこのように考える経営者が多いようです。一方、投資家はどの事業に投資するとリターンがあげられるかを常に考えており、目線は「相対的」です。そのために、まず業界を分析して、競合状況はどうか、投資候補会社のポジショニングは、経営陣の実行力はあるか、と冷静に見ています。このような一連の冷静かつ客観的な目線で業界と会社を分析しています。この両者の思考回路の違いを理解すると、お互いの対話の中身が噛み合いやすくなるのではないのでしょうか？

実際、私が非常に分かりやすいと感じる会社の開示の資料を見ると、大体、業界の市場規模とか、自社および他社のシェアなどがしっかりと記載されていて、競合状況やとるべき戦略を、自分たちで分析しています。そのような会社の資料は、非常に分かりやすいですし、投資家の理解度も格段に深まります。

投資家の関心	開示・対話に求められるポイント
競合優位性の源泉	市場シェア、ブランド力(価格プレミアム)、顧客囲い込み度、規模の経済などに基づくコスト競争力・資産効率の差、ビジネスモデルやオペレーションの模倣困難性、規制やサプライチェーンによる参入障壁
ROICの中長期方向性	ROICツリーなどによるバリュードライバーの分析・議論、セグメント別ROICの開示(実績と目標)、事業ポートフォリオ戦略の考え方
M&Aやスピノフによる企業価値の変化	買収(売却)価格の妥当性、シナジー効果に対する合理的根拠、資金調達の方法、過去M&Aからの学習効果と今後のPost Merger Integrationの成功の可能性
資本政策と財務戦略	財務健全性とWACC抑制の両立のための最適資本構成の考え方、信用格付けの目標、リスクバッファとしての適正な剰余現金の目標、株主資本コストやエクイティスプレッド
株主還元方針	横並びの単純な配当性向では不十分、個社の主体的判断と中長期的株主価値向上への配慮が重要、中長期FCF額予想に加えて自社の成長ステージや将来のROE目標を基準とした合理的な説明
ガバナンス	CEO選解任プロセスの透明性・客観性、社外取締役の資質・多様性、取締役報酬の中長期企業価値との連動性
経営者のリーダーシップと企業風土	経営者の誠実さ・公正さとリーダーシップを物語るエピソード、価値観の社内での共有度や風土の良さを測る事例

次に、企業の価値創造プロセスをどうすれば「見える化」出来るかについて、日頃考えていることをお話させてください。表(左表)は投資家の関心事、それに対して会社がどのような点を意識して開示・対話したらよいか、という点についてまとめたものです。例えばM&Aやスピノフを実施した場合、投資家の関心事は、買収価格や売却価格が妥当なのか。シナジー効果に対する合理的根拠はあるのか。という点などにあると思います。

加えて、私が会社からヒアリングしたいと思うのは、その会社が過去に実施してきたM&Aからの学習効果は何か。PMI(ポスト・マージャー・インテグレーション:買収後の統合作業)は成功してきたのかどうか。という点です。日本企業のM&Aでは高値掴みや計画したシナジー効果が顕在化しなかったことで、大きな減損を出している例は少なくありません。しかし、過去に減損を出したとしても、糞に懲りて膾を吹くのではなく、これからは買収価格算定やPMIを本気でおやりになるのかどうか?むしろ失敗例から何が変わったか?その学習効果などを、私は聞きたいと考えています。

株主還元方針についても、単純に「業界の配当性向の平均が30%なので、当社も横並びに30%としました」などという説明では、話はそこで終わってしまい、議論になりません。それに対して、な

ぜ配当性向を 30%としたのかということの説明ではじめて、建設的な対話の第一歩が始まると思います。

また、経営者のリーダーシップと企業風土を理解するために、社長の誠実さ、公正さを物語る過去のエピソード、会社の雰囲気とその変化などについて、投資家との対話の中で何かご披露いただくたいと有り難く思います。新社長の過去の実績や社内外の評価を伺った後、ラージミーティングなどでの生のスピーチや Q&A を聞いて初めて、新社長のもたらす経営改革のポテンシャルを感じ取ることが出来ます。

中長期的な株主価値向上につながる資本政策についての対話

合理的かつ適正な総還元性向(配当性+自社株買い)/当期利益を、
自社の中長期的な利益成長力とROE目標に基づいて算出することが可能です

サステイナブル成長率	ROE					総還元性向	ROE				
	5%	7%	10%	14%	20%		5%	7%	10%	14%	20%
0%	5.0%	7.0%	10.0%	14.0%	20.0%	0%	100%	100%	100%	100%	100%
10%	4.5%	6.3%	9.0%	12.6%	18.0%	1%	80%	86%	90%	93%	95%
20%	4.0%	5.6%	8.0%	11.2%	16.0%	2%	60%	71%	80%	86%	90%
30%	3.5%	4.9%	7.0%	9.8%	14.0%	3%	40%	57%	70%	79%	85%
40%	3.0%	4.2%	6.0%	8.4%	12.0%	4%	20%	43%	60%	71%	80%
50%	2.5%	3.5%	5.0%	7.0%	10.0%	5%	0%	29%	50%	64%	75%
60%	2.0%	2.8%	4.0%	5.6%	8.0%	6%	-20%	14%	40%	57%	70%
70%	1.5%	2.1%	3.0%	4.2%	6.0%	7%	-40%	0%	29%	43%	57%
80%	1.0%	1.4%	2.0%	2.8%	4.0%	8%	-60%	-14%	20%	43%	60%
90%	0.5%	0.7%	1.0%	1.4%	2.0%	9%	-80%	-33%	0%	29%	50%
100%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10%	-100%	-43%	0%	29%	50%

サステイナブル成長率 = ROE × (1 - 総還元性向)
総還元性向 = 1 - (成長率 / ROE)

注: 表中の数字は日本企業平均の近似値、右側の数字は米国企業平均の近似値
出典: いちごアセットマネジメント
© Ichigo Asset Management All rights reserved.

続きまして、資本政策についてのスライドを作りましたのでご紹介します。このスライドで申し上げたいことは総還元性向を設定するにあたって何を検討すべきかという点です。

ペイアウト、すなわち配当と自社株買いによる株主還元、というのは、言い換えると、内部留保を「しない」ということになります。内部留保するとその分、エクイティーが増えます。エクイティーが増える状況で、ROE を維持するためには、同じだけの利益成長が必要です。

ここに記載しました [サステイナブル成長率 = ROE × (1 - 総還元性向)] という式を元に、日本企業と米国企業は、平均的にどれぐらいの成長率を想定しているかをみてみます。日本企業の平均は ROE が大体 7%程度で、ペイアウトが 40%程度 (配当性向 30%、自社株買い 10%) ですから、この表からは約 4%の利益成長が続けば ROE の維持が可能です。米国企業の平均は、ROE が大体 14%程度で、ペイアウトが 80%程度 (配当性向 30%、自社株買い 50%) なので、約 3%の利益成長で日本企業の 2 倍水準の ROE が維持できるということになります。日本企業は、現在の ROE が低いままで、成長を意識して、かつペイアウトが少ないために、結局 ROE が上がっていかないという構造にあります。

上場企業としては自分たちが目指したい ROE 水準、それと成長率を十分に考えて、ペイアウトを含めた資本政策を考えるべきではないかと思えます。

また、配当性向だけの平均で見ると、日本企業もアメリカ企業に追いつく形で同水準の 30%を超える程度に高まってきました。とは言いましても、両者ではその個別企業ごとののばらつきがまるで対象的です。日本企業は横並びという意識が強く、配当性向は正規分布のベルカーブ、すなわち 30%を中心に集中しています。対して米国企業では、ゼロ配当のところもあれば、100%配当のところもあって幅広く分布した結果が平均 30%となっています。米国企業の方が、自分の会社それぞれの収益性とか成長性を考慮して、真剣に配当性向を考えているといえるでしょう。これからは、日本企業も思考停止にならずに、自主的に考えるべきではないかと思えます。各企業が資本政策、株主還元方針についての独自のメッセージを発して、投資家と双方向の議論をすることが真の建設的な対話と言えるのではないのでしょうか。

さて、最後になりますが、ここに来てらっしゃる方は、皆様の会社を財務戦略、経営企画、総務管

理などのからリードされている方だと理解しておりますので、私からのお願いがあります。それは、資本生産性を上げるために、社内でリーダーシップを発揮していただきたいということです。全社ポートフォリオ最適化へ向けた取り組みはもちろん、事業部門に入り込んで、ROIC 向上や CCC 短縮のための現場 KPI への落とし込みへのなどをサポートしていただきたいと思います。それから、全社的なファイナンシャルリテラシーの向上にも努めていただきたいと思います。

そして、これも皆様にしかできないことですが、客観性・透明性が高い、コーポレートガバナンスの仕組み作りとその実行役を担っていただきたくことを切に希望します。社外取締役への積極的な情報提供、様々なステークホルダーとの対話を通じて、風通しのいい企業風土を醸成していただきたいと思います。さらに、皆様はこれから CEO、CFO、社内取締役などになられると思うのですが、その役職を勤め上げられましたら、今の会社はさっさとお辞めになって、ぜひ別の会社の独立社外取締役とか、監査委員長とか、あるいは取締役議長になって、日本全体の企業価値向上のリーダー役となっていただきたいと思います。

以上でございます。長期投資家といいましても、様々なタイプの運用方針、考え方の方たちがいらっしゃると思いますが、本日は私ども『いちご』のエンゲージメント投資、価値創造の考え方について紹介させていただきました。今後ともよろしくお願ひ申し上げます。ご静聴のほど本当にありがとうございました。

【セッション】上場会社と投資家の対話のベストプラクティス

【登壇者紹介】

中神 康議（なかがみ・やすのり）氏
みさき投資株式会社 代表取締役社長



1986年 慶應義塾大学経済学部卒、同年アーサー・アンダーセン（現アクセンチュア）入社
1991年 米カフォルニア大学バークレー校 MBA コース修了、同年株式会社コーポレイト ディレクション入社
2005年 投資顧問会社設立
2013年 みさき投資株式会社設立 代表取締役社長
その他現職：「山を動かす研究会」発起人・代表幹事
著作：「投資される経営 売買される経営」（単著）
「経済学は何をすべきか」（共著）、「ROE 最貧国 日本を変える」（共著）など

【登壇者紹介】

山下 茂（やました・しげる）氏
ピジョン株式会社 代表取締役社長



1981年 立教大学社会学部卒 ピジョン株式会社 入社
1997年 Pigeon Industries (Thailand) Co., Ltd. 代表取締役社長
2004年 Lansinoh Laboratories, Inc. 代表取締役社長
2007年 ピジョン株式会社 執行役員 海外事業本部長
2009年 同社 取締役 海外事業本部担当
2011年 同社 常務取締役 人事総務本部 兼 海外事業本部 兼 中国事業本部担当
2012年 同社 取締役常務執行役員 海外事業本部長
2013年 同社 代表取締役社長
2014年 公益財団法人 ピジョン奨学財団 代表理事

(1) みさき投資が考えるエンゲージメントとは みさき投資 中神社長

皆さま、こんにちは。みさき投資の中神と申します。今日は、どうぞよろしくお願ひいたします。このセッションでは、はじめに、みさき投資はどんな会社なのか、どんなエンゲージメントを行っているのかをお話しします。そして、投資とエンゲージメントの基本的な考え方を紹介してから、山下社長とディスカッションをしていきたいと思ひます。

まず、簡単に自己紹介をさせていただきます。私が投資業界に入ったのは、実はわずか10年程前です。その前は、大学を卒業後すぐに経営コンサルティング業界に入り20年程コンサルタントとして仕事をしてきました。20年もやっていると、ときどきは経営者としてしっかり組んで、いい仕事ができることがあります。いい仕事をするとうちの会社が変わり、会社が変わると価値が上がります。そして、価値が上がった結果、株価が上がる——こうした経験が20年間に何度もありました。そこで、一念発起しまして、約10年前に投資会社を立ち上げました。コンサルティングフィーを毎月貰い、大型のプロジェクトで働くのも良いのですが、そうではなくて、自分が素晴らしいと思う会社、素晴らしいと思う経営者に投資させていただいて、一生懸命その会社のために汗をかき、結果としてその会社

の価値が上がれば、必ず株価も上がってリターンになるだろうと思ったのです。10年ぐらい前には、エンゲージメントという言葉はなかったと思いますが、そのようなバックグラウンドを持って、今というエンゲージメント投資を始めました。

その後、3年前に会社をつくり直さなくてはいけないことがありまして、このみさき投資をつくりました。せっかく新しくゼロから会社をつくるということで、色々な方々、例えばエンゲージメントや企業価値の第一人者である伊藤邦雄先生、事業戦略の第一人者の楠木先生といった方々に、経営諮問委員という形で応援をいただいて会社をつくりました。また、法人パートナーには三井住友アセットマネジメントさん、三井住友信託銀行さん、住友生命さんといった名前があります。当時の社長や常務の方々が、「日本型のエンゲージメント投資をつくるべきだ」という趣旨にご賛同いただき、ファンドに投資していただいたり、株主になっていただいたりしました。また、法人パートナーからは、トレーニーを受け入れており、ともに日本型のエンゲージメント投資に取り組んでいます。

次にみさき投資の『働く株主®』というコンセプトについて、簡単にご説明したいと思います。このコンセプトを考える際に、一体何が適切なのかと悩みました。物言うだけでもないし、聞くだけでもエンゲージメントにはならない。私は冒頭申し上げたとおり、長年コンサルタントとして汗をかき企業のお手伝いをしてきたものですから、株主だって、株式を売ったり買ったりするだけではなく、会社の価値を上げるために働くことで、少しでもお役に立てるのではないかと考え、この『働く株主』というコンセプトを選びました。

現在、日本には約3,500社の上場企業があります。その中には良い会社もあれば悪い会社も、そして、平均的な会社もあります。物言う株主というのは、現金や投資有価証券を沢山ため込んでいる割には、あまり経営が上手でなく利益率やROEが低いような会社の大株主になって、「もっと還元しなさい、自社株買いをしなさい」などと要求する古典的・伝統的なアクティビストではないかと思えます。私どもは、全然違う考え方です。既に優れた会社ではあるものの、株主の視点、あるいは元経営コンサルタントの視点から見て、もう少し良くできるところがある会社に投資をして、どうしたらもっと良くなるのかを一緒に考え、汗をかくというのが、『働く株主』のコンセプトです。

『働く株主』は成果を出すのに時間がかかります。ですから、われわれの投資の原点、ベースとなる部分は、長期投資です。

さて、この長期投資家というのは、一体会社の何を見ているのですか？といろいろな方から質問を受けます。また、長期投資家に投資されるためには何が必要なのかというご質問を受けることもあります。そこで、我々が投資する前に行う初期調査という調査段階を例にとり、長期投資家が何を見ているかご紹介したいと思います。

この段階では、会社さんのことを詳しく調べて100ページ程度のレポートを作り、社内の投資委員会で議論します。業績については、5年、10年を振り返るだけではなくて、可能な限りさかのぼって分析します。30年近くの業績を見ることもあります。また、製品の特徴は一体どの辺にあるのか、技術的な背景はどうか、特許はあるのかといったことを調査しますし、市場の構造変化も分析します。例えば、「同社の製品は、昔はミドルクラスのマーケットセグメントに支持されていたけれど、最近ではアップクラスに支持されている」というようなことです。あるいは流通上の特徴も見ます。「コンビニエンスストア主体だったのが、今は専門店主体にシフトしている」というような話です。

大事にしているのが、社史を読み解くことです。全ての会社には、創業者の創業の想いとして、「こ

のような事業で社会に貢献したい」というものがあつたはずで、あるいは、創業者の想いの背景や、実際にどのようなことをしてきたか調査していきます。そうした歴史が連綿と今の会社の価値に結び付いているのではないかと考えています。

その他にも、製造拠点が日本全国に分散しているのか中央集中なのか、物流拠点はどうなっているのかなど、ありとあらゆることを調べています。しかし、日本企業だけ調べていても、事業や戦略が優れているのかどうか分からないことがあります。そこで、海外、例えばアメリカの似たような会社では、どのような事業展開をしているのか、収益性はどうか、拠点配置はどうなっているかということ調査し、日本の調査対象企業の戦略が正しいのか検証したり、改善余地があるのではないかと仮説を立てたりしています。

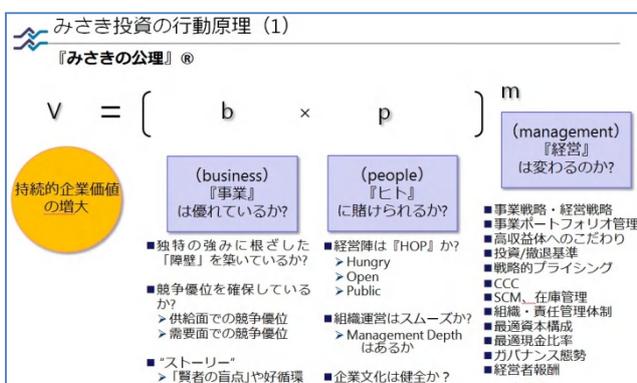
このように長い期間をかけて分析を実施していきますが、われわれは事業に投資をするだけでなく、経営者にも投資をしているという感覚を強く持っているので、経営者の人物像理解のための調査もします。

例えば上場企業の経営者ですと、10年間ぐらいの新聞雑誌記事を検索することで、どんな時にどのようなコメントをしたかが分かります。例えば、事業で一つ失敗をしたときに、真摯に受け止めて新しい取り組みをしようとされていたのか、それとも環境、競合、市場などのせいにするような、真摯に取り組みされていない方なのか、といったことを理解しようとしています。

また、役員人事の変遷なども調査します。例えば、取引先や親会社から天下りの役員が来る会社なのか、それとも、昇進昇格、あるいは降格も非常に厳しく行われる信賞必罰の会社なのか、といった視点でも調査対象企業を見ています。当然、人事の評価報酬制度も確認します。

このように、長期投資家は、簡単には投資しません。深く長く調査をして、理解をして、本当に確信できたときにだけ、長期投資のプロセスに入っていくということをご理解いただきたいと思います。長期投資家に訴えるには何をすべきか、どのようなことをアピールすべきなのかとの質問もありますが、それはなかなか一朝一夕にはいかないということだと思います。

さて、今お話しした調査事項は、全て過去の調査ですが、われわれは過去に投資をするわけではありません。将来に向けて、この会社は本当に価値、あるいはバリュー (V) が上がるのか、しかも持続的に上がるのかということに確信が持てないと長期投資できないわけです。しかし、この競争が厳しい世の中、この V が上がるというのは、並大抵のことではありません。



V を上げるためには、まずはビジネス (b) が、強くないといけません。競争優位性や差別化という言葉がありますが、それよりもっと強いものが必要になります。われわれは『障壁』という言葉をよく使います。今の世の中、あの会社のビジネスが儲かるということであれば、どんどん他のプレーヤーに参入されて、真似されてしまいます。それを跳ね返せるだけの障壁が必要です。この『障壁』を持っているかという点が、われわれが必死に理解しようとするところです。

一方で、人あるいはピープル (p) もとても大事です。どのようなビジネスにも、似たような製品やサービスがあり、会社が成長できるかどうかは、結局ところ誰が経営するかに尽きるからです。社長はどのような人なのか。本当にハングリーで、1 ミリでも会社を良くしようと思っているか。また、本当に他人の意見にオープンで、若輩者だろうが株主だろうが門外漢だろうが、いいアイデアがあれば経営に生かしたいと思っているか。あるいは社会の公器として、社会に貢献したいと思っているか。このような経営者でないと、われわれはとても投資できません。人こそが長期投資、長期価値の源泉だと思っているからです。

資料(前頁図参照)に記載の V (持続的企業価値の増大) = [b(business)×p(people)]^mの内、[b×p]の部分というのは、当たり前の話だと思います。日本において、良い会社とは何ですかと聞いてみると、たいていの場合、製品やサービスが優れていて高いといった『b』の話か、あるいは、人心掌握が優れていて会社の一体感があるといった『p』の話が返ってきます。しかし、実は、『b』や『p』が変わらなくても、私は『m』、つまりマネジメントが変わると、会社の価値は上がると考えています。

例えば、日本航空の会長に、稲盛さんが就任されました。稲盛さんは、当時、航空ビジネスを良く知らなかったのではと思います。また、日本航空の人材を良く知っていたかという、そんなこともなかったと思います。しかし、ビジネスを変えたわけでもなければ、人材の大幅削減や入れ替えを行ったわけでもないのに、稲盛さんが経営を始めると、日本航空の価値はものすごく上がりました。また、日本電産の永守さんが、衰退したモーター会社を買収し、その会社の経営を始めると、いきなり最高益になりましたという事例もあります。これも『b』や『p』を変えたわけではありません。

つまり、『b』や『p』は変わらなくても、経営手腕がある方が経営にあたり、優れた経営手法を導入する、つまり、『m』を変えていけば会社の価値はあがるのです。マネジメント、例えば戦略や事業のポートフォリオ管理、投資撤退基準、プライシング、キャッシュ・コンバージョン・サイクル、サプライ・チェーン・マネジメント、最適資本構成等々、こうした一つ一つの経営手法を変えていけば、十分に会社の価値は上がると考えています。

ここまでが、みさき投資の考え方です。この後、ピジョン株式会社の山下社長との対談に入りたいと思いますが、その前に少しだけ、私から見えた、対話を始めた当時のピジョンさんのお話をさせていたいただきたいと思います。

2005年にピジョンさんに投資を開始したのですが、ピジョンさんは、まさにいい会社の典型でした。哺乳瓶、乳首、ベビーカップやおしりふきは、ほぼ全てが国内トップシェアで圧倒的でした。

ただ、残念ながら、日本では出生者数が低下してきており、今後は年間100万人しか産まれないという状況でしたので、当時、株式市場では典型的な低成長企業としての評価しか受けていなかったと思います。また、収益性は悪くはないものの、びっくりするほどのレベルでもなかったというのが事実かなと思います。

その中で、私どもが考えたのは、ピジョンの製品は、国内だけではなく、海外でも大きく成長できるのではないかとということです。アジアに出張した際に、私が現地、現場でベビー用品の売れ行きを観察していると、ピジョンの哺乳瓶やその他の製品は、ローカルメーカーのおよそ3倍の値段でも売れ始めていました。それを見て、当時は低成長企業と評価されていたピジョンが、実は非常に大きく成長する可能性があると思ったのです。

当時、ピジョン社内では中期経営計画の策定プロジェクトが走っていました。われわれは、そこに

意見交換プラットフォームを置かせていただいて、ほぼ毎月の頻度で、このぐらい成長できるのではないか、あの国はどうだろうか、この国は手強い競争相手がいるから別の地域に展開を、というような議論を進めていきました。このような海外成長戦略に関する議論は、経営コンサルティングのときに何度も経験してきたプロジェクトだったと思います。

こうした議論を受けて素晴らしい海外展開を進めた結果、われわれが投資をスタートした 2005 年と比較すると、ピジョンさんの海外売上高は 10%強から 50%超になり、会社全体としての売上高・利益も大きく伸ばし、利益率は 6%前後から今では 15%を超えるような素晴らしい業績となっています。また、2015 年には東証の企業価値向上表彰の大賞を取られたほか、去年の 12 月にはポーター賞を受賞されています。経営のクオリティーが非常に高くなったということです。

投資される経営と、売買される経営の分岐点

$$V = [b \times p]^m$$

- 『b』や『p』は個別企業の固有性が高く、また、定数項になりがち
- 一方、『m』は普遍性が高く、業種を超えて適応可能であり、そのインパクトも大きい
▶『m』が少しでも高まれば、指数関数的・持続的な価値増大につながる
- 持続的価値増大を狙うとすれば、業種横断的・国境横断的に経営クオリティを観ている投資家との「対話」が有効なのではないか？

↓

「長期投資」とは、経営者と（ごく一部の）投資家の共同作業の賜物

これを『 $V=b \times p$ の m 乗』に当てはめると、ピジョンさんの場合も、ビジネスが変わったのかという必ずしもそうではなく、『 p 』が大きく変わったわけでもないと思います。むしろ、海外成長戦略を考えたり、『PVA』を導入して資本の生産性を意識されたりと、『 m 』が大きく変化したことで『 V 』が劇的に上がったという事例ではないかと考えています。

ピジョンにはピジョンならではの事業があり、ピジョンならではの人がいるように、『 b 』や『 p 』は、会社の固有性が高いものです。一方で、『 m 』に関しては、実は業種を越えて適用可能であって、経営コンサルティングのような発想で、全然違う業種のものであっても優れた経営手法が導入されると、その企業の価値は、指数関数的に上がると考えています。

本日のテーマは「対話のベストプラクティス」ですが、どのようなテーマで対話をすべきかという、これは必ずしも『 b 』ではないと思います。ビジネスそのものに関しては、経営者の皆さんが 30 年、50 年、あるいは 70 年とずっとやられてきたことです。私は元コンサルタントなので、そこにも何か申し上げたいという気持ちもありますが、株主が何か言えるかというと、一般的にはそうではない気がします。『 p 』に関しても当然ながら、それぞれの会社それぞれの組織の調和や一体感のようなものがあるかと思しますので、そこに、アメリカ式に人を次々に入れるという話ではないと思います。一方、『 m 』に関しては、投資家は業種横断的あるいは国境横断的に会社を見ているから、少し業種や国が違って、「あの会社はいい経営をしており、御社の経営にも当てはまるのではないですか」というような示唆を出し得ると考えています。この『 m 』について対話をしていくのがよいのではないかと考えています。

色々な投資家がありますが、経営者の時間は限られており、全ての投資家と対話できるわけでもないと思います。短期の投資家も数多くいます。ですから、ごく一部の投資家と一緒に、会社の価値をつくり上げていくというのが、株主との対話なのではないかと考えています。これが、みさき投資が考えている長期投資、あるいは対話のあり方です。

(2) ピジョンにおけるエンゲージメントと企業価値向上 ピジョン(株) 山下社長

皆さん、こんにちは。ピジョン株式会社代表取締役社長、山下茂です。当社の業績は、おかげさまで順調に推移していますが、内情は、課題が山積みです。そのような中で、皆さんにお話しできるようなことがあるのかと思うのですが、東証より、ぜひにどの依頼を受けましたので、お話をさせていただきたいと思います。何か一つでも参考になることがあれば、大変うれしいです。

まず初めにピジョンの会社概要を簡単に説明し、次にピジョンにおけるエンゲージメントに対する考え方、そして、そのエンゲージメントは何のために行うのかとして、ピジョンが考える企業価値と投資家との具体的な対話の方法について説明させていただきます。

ピジョンは 1957 年に設立した会社で、哺乳器、乳首、おしゃぶり、スキンケアなど、育児用品を作っているメーカーです。私は 5 代目の社長ですが、2 代目までが、いわゆる創業家で 3 代目からは完全にノンファミリーの社長になっています。

直近の連結売上高は、2016 年 1 月期で 922 億円です。事業の 86%は、ベビー・ママ事業で、日本と海外で展開しています。それ以外の事業としては、子育ての事業やヘルスケア事業を展開していますが、大きな部分は、ベビー・ママ事業での製品販売になります。

海外と日本の比率は半々で、去年ぐらいから、インバウンドを要因とした日本の市場の売上げが非常に伸びて盛り返してきましたが、基本的には海外のほうが売上は大きいです。

2016 年 1 月期の決算のハイライトですが、売上高 922 億円、営業利益 145 億円、営業利益率は 15%を上回っています。今年度(2017 年 1 月期)の第 3 四半期時点では、営業利益率は 17%で、ROE も高めということで、その点が評価されているのかなと思います。

主力商品は哺乳器(国内シェア 75.8%(国内 1 位) 2016 年 1 月期実績)だけでなく、マグマグ(同 73.6%(同 1 位))、おしりナップ(同 30.1%(同 1 位))、ベビースキンケア(同 36.2%(同 1 位))、ベビーフード(同 11.7%(同 2 位))、ベビーカー(同 10.0%(同 3 位))などがあります。もしかしましたらお宅にもあるかも分かりませんし、お孫さんにも使っていたいただいているかもしれません。

国内の出生数の推移ですが、1973 年を頂点に、以前は 200 万人以上産まれていたのですが、ずっと落ちてきています。しかし、ピジョンの売上げは右肩上がりが増えていきます。どうしてなのかと言いますと、中神さんの話にもありましたけど、10 年前には、海外売上高比率がまだ 23%だったのです。それが現在、半分を超えるところ(53.8%:2016 年 1 月期)まで上昇しています。ですから、この 10 年間(2007 年 1 月期⇒2016 年 1 月期)で、国内の売上高は 347 億円から 426 億円へと 23%しか伸びなかったのに対し、海外の売上高は 106 億円から 496 億円と 4.7 倍に伸びたということです。営業利益率も良くなり(6.1%⇒15.7%)、株価も約 7 倍(347 円⇒2,542 円)になりました。

また、株主構成も変わりました。昔は外国人投資家比率がそんなに多くなかったのですが、今は半分近くが外国人投資家になりました。時価総額も 10 年前の 422 億円から最近では 3,000 億円を超えるところまで拡大してきています。

このような中で、昨年うれしいことがありました。東証から、第 4 回(2015 年度)企業価値向上表彰の大賞をいただき、日本 IR 協議会からは IR 優良企業特別賞を、そして一橋大学大学院からはポーター賞をいただきました。この三つの賞の受賞において特にうれしかったのは、審査者側のコメン

トの中で、「独自性」という言葉が、全ての賞の選定理由の中に入っていた点です。企業価値をつくる源泉とは、このような独自性だと思います。横並びでは駄目だということです。これはエンゲージメントにも言えますし、コーポレートガバナンスにも言えると自分は思っております。

次に「ピジョンにおけるエンゲージメントの定義」についてです。エンゲージメントとは、「目的のある対話」と訳されていますが、辞書を調べてもこのような訳ではありません。ですから、これは意訳だと自分は思っています。もともとの意味は、「誰かが何かを理解するために関わるそのような瞬間 そのような状況」と書いてあります。「関わること」というのは、一体となることです。しかし、言うのは簡単ですが、一体となるって、どういうことだろうかと。そんなに簡単ではないですよ。一橋大学の伊藤邦雄先生がうまく説明されていましたが、投資家と会社では、考えも違うし、物事や事業のプライオリティーも違うし、いろいろな部分で意見は必ずしも一緒ではありません。先程の吉田さんの講演にもありましたけど、その違いがどこから出ているのかを理解する過程が、エンゲージメントだと説明されていたのです。そのとおりだと思います。

では、そのエンゲージメント（目的のある対話）ですが、何の目的のために対話をするのかというのが、やっぱり一番大事だと思います。これを一言で言うならば、「企業価値を上げること」に尽きると思います。でも企業価値は、そんなに簡単には上がらないですよ。企業価値を上げるためには、この資本市場の中で、良い業績をずっと続けなくてははいけません。また、キャッシュフローを増やし続けなくてははいけません。

継続的に事業の拡大をするためには、やはり透明、公正であって、なおかつ迅速果断なる意思決定ができる仕組みを持っているということです。コーポレートガバナンス・コードには、そのように書かれています。そのとおりですよ。そういうことを、投資家との間でやるということです。そのためには、目的がはっきりすれば、やりやすくなるし、どこが違うのかということが分かれば、話しやすくなります。そのように、自分は考えています。

そうすると、ピジョンはどのように企業価値を考えているのかを、社内や社員に対してもそうですが、社外に対して、そしてステークホルダー全ての人に対して、発信をしていかないといけない。理解をしていかないといけない、していただかないといけないと思っています。

私は企業価値とは、「社会価値」と「経済価値」の両方から成り立っているのだらうと思っています。「社会価値」とは何でしょうか。一言で言えば、「社会や顧客にとってなくてはならない存在」だと思います。そのような存在になっているのかどうかということです。これは、言うまでもないことだと思います。

では、それをどうやってやるのかというと、何かの課題、問題に対しての解決策を提案したり、それだけでなく、新しい価値、新しいデザイン、便利さなどを提供していくということです。それをやるのは、当然、社員一人一人ということになりますので、そこにはグローバルで共有化された理念がなければいけません。ピジョンでも、『Pigeon Way』という形で、理念と、それに関わる行動指針を、社内外で共有しております。それによって開発力とかブランド力が付いてくるということです。ですから、社員一人一人の力が大切だということです。

ステークホルダーの中で、誰が一番大事でしょうか。投資家さんと話すときに、私はいつも、社員

だと言っています。誰も、そうではないと言う投資家さんはいません。実際にそうです。

それ以外のところで、気を付けなくてはならないのは、環境負荷の問題などだと思います。われわれの事業そのものが、社会貢献であるという側面はあるのですが、それ以外でも社会貢献をすることです。われわれは植樹を 30 年間やっています。また、中国で毎年 1 校ずつ小学校を寄贈したりしておりますが、そのようなことを続けるということだと思います。

一方で「経済価値」、これは簡単にいうと株価ということになりますけども、株価は変動します。業績が良くてもなかなか上がらないとか、逆に下がったりすることがありますので、やはり一言で言えば、『将来フリーキャッシュフローの現在価値の合計』と言えると思います。これは、好きだろうと好きではなかろうと、われわれが資本市場にいる限り、このような見方をされますので、そう考えなくてはいけないということです。

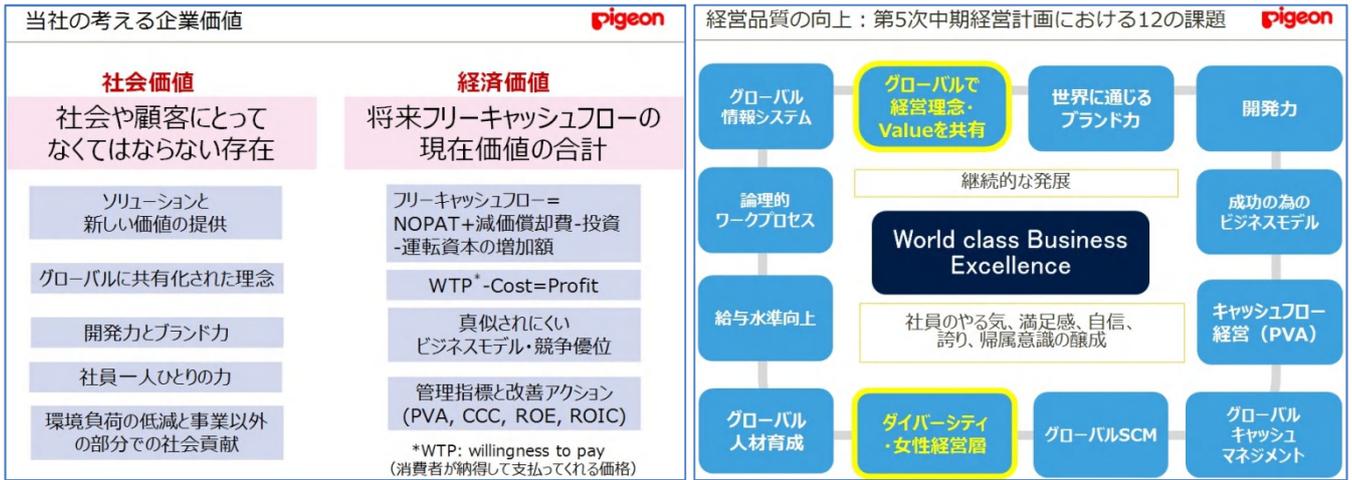
では、フリーキャッシュフローとは何かを考えると、税引後営業利益 (NOPAT) に減価償却費をプラスし、投資額と運転資本の増加額をマイナスしたものです。1 年間で見れば、投資をしなければフリーキャッシュフローは増えますが、重要なのは「将来の」フリーキャッシュフローです。ですから、投資をしなかったら、将来のお金が増えないということです。しかし、そうかと言ってやみくもに投資すれば良いという時代でもありません。効率的な投資が必要です。

運転資本の増加額。これは、マネジメントのクオリティをまさに表すものです。先ほどの中神さんのお話で、『b(business)×p(people)』が変わらなくても、企業価値は上がりますとの話がありましたが、自分もそのとおりだと思います。経営の質が良い会社というのは、運転資本の増加額を押さえ込めるということです。売上げが増えれば、普通は当然に増えてしまうのですが、そこを押さえ込むというところが、やはり経営の品質ではないかと思います。

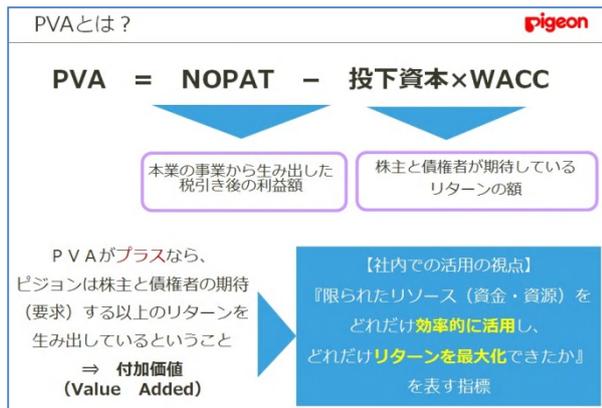
次にわれわれは、税引後営業利益 (NOPAT) を稼ぐために、お客さんが喜んでくれて、そして納得したうえで、買っていただける商品を作ろうとしています。NOPAT を稼ぐためには、競合よりも顧客が価値を認める商品を提供できるか、競合よりも低いコストで提供できるかのどちらかしかありません。われわれは前者の方を主に対応しております。なお、今日のテーマからは外れてしまうので、この中身は詳しく説明しませんが、基本的にフリーキャッシュフローにおいては、この NOPAT を増やすということが、一番大きく影響してくるのは確かです。

その他に当社の考える企業価値としては、先ほどの話にもありましたけれども、われわれの「真似されにくいビジネスモデル」がそうです。非常にフォーカスした事業であり、当社のターゲットを赤ちゃんが産まれてからの 18 カ月間に絞っています。そのようなこともあり、なかなか大きな会社は参入してきません。それと、管理指標 (PVA、CCC、ROE、ROIC など) などを使って、経営の改善につなげていくことも企業価値だと思っています。

さて、ただいま説明してきたこの「当社の考える企業価値」の表中 (次頁左図参照) には、企業価値を上げるための全てのエッセンスが入っております。

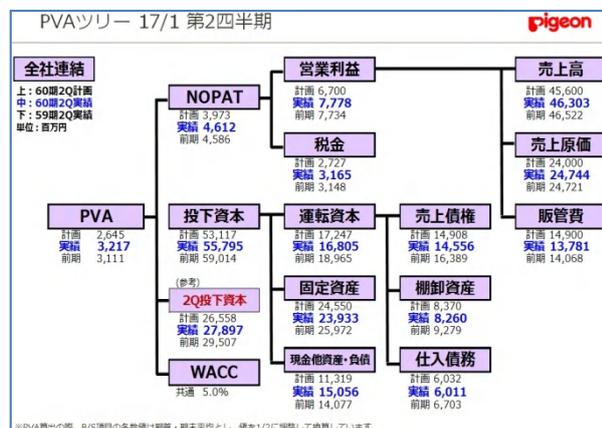


それを会社として分解したのが、この「経営品質の向上：第5次中期経営計画における12の課題」（上記右図参照）です。われわれはこのような課題の認識をしています。この中でも私の直下でやっているものは、グローバルで経営理念・バリューを共有することと、ダイバーシティーです。エンゲージメントも当然、ここから始めるべきだと思っています。社員に対してもそうですが、投資家に対しても、ピジョンは何のために存在しているのか、そして、どういう会社になりたいのかということを説明し、きちっと納得してもらう。そのようなことが大切だと思っています。



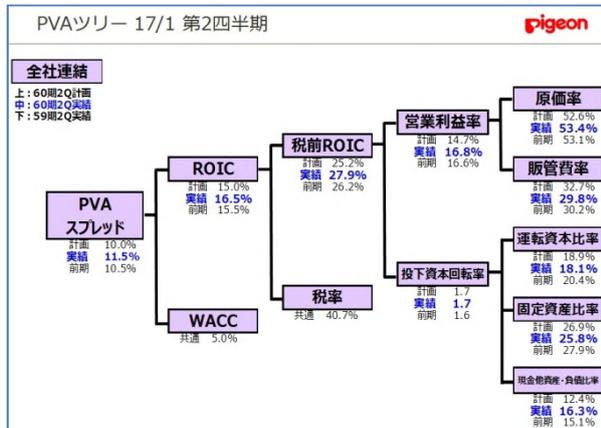
限られたリソースをどれだけ効率的に活用できたかを表す部分（指標）です。このような部分が、今、説明として求められているということだと思います。

われわれは『PVA』をこのように（左図参照）計算しています。なお、ピジョンではこのWACC（加重平均資本コスト）を5%で設定しています。この5%の中身については、投資家とよくディスカッションしており、おおむね理解いただいています。本当の意味で、事業から超過利益がでていのかどうかは、このNOPATが『投下資本×WACC』を上回るかどうかであり、プラスとして残ったものが『PVA』です。『PVA』は収益性（リターンの最大化）と、



この資料（PVA ツリー（左図参照））は実際に、投資家に見せて、社外にも発表しているものです。この内容は、有価証券報告書から計算すれば、誰でも計算できます。われわれは先ほどご説明したような形で、例えばCCCを改善して企業価値の向上を図っているというような進捗状況を投資家に対して説明する義務があると思っています。この図はツリーになっていますが、『PVA』は結果だけで判断してはいけなからです。どのような中身になっていて、どこが改善されているのかが重要です。

我々はずっとこの PVA ツリーを、発表していたのですが、なかなか改善できずにおりました。投資家からは、発表すれば良いというものではないとお叱りも受けながらも、始めてから3年目となる去年の上半期に、ようやく改善しました。特に注力したのは投下資本の中の運転資本の部分です。投下資本を膨らませずに事業を展開できるよい方向に展開することができ始めたということです。



こちらの資料(左図)は先ほどの金額ベースから率ベースとしてROICからWACCを引いた、『PVA スプレッド』をツリーで表したものです。こちらも最終のPVA スプレッドの値だけではなく、投資家に要因分解した中身も説明するという事です。これを説明し始めると、継続しなくては行けませんし、ある意味、有言実行といえますか、口約束だけでは済みません。また、その場、その場で適当なことを言っても、次にはつながりませんので、今回改善で

きていない場合には何が原因で、次はどこをどうするのかをコミットメントしないと行けません。責任は重くなりますが、そのほうが経営としても刺激があつていいのかなと自分は思っております。

CCC の状況も、やっと少しだけ改善しました。経営企画本部に、全然、良くなってないではないか、どういう戦略でやっているのかと文句言うことが一番多かったのはここです。われわれの場合、まず第一に取り掛かったのは、棚卸資産で在庫を適正にすることをやりました。それから2番目に、売掛金の回転日数を短くすることをやり、やっと少し、良くなってきました。

ここからはまとめです。

われわれがエンゲージメントを考えるとときに、企業価値を中心に置いております。企業価値を上げるためには、先ほどの中神さんの説明にもありましたが、社会価値と経済価値を合体させるものとは何なのか。それはマネジメントの質なのです。ですから、大きく変わらなくても、それをマネジメントが意識して、そして社員の一人一人が意識したら、変わっていきます。ですが、それだけではあくまでも社中での見方なので、外部の目を通して、さらに磨きをかけるということが、エンゲージメントだと思っております。で、中長期的な企業価値を高め続けるものがガバナンスというふうに、私は位置付けています。簡単ですが、以上です。

(3) 上場会社と投資家の対話のベストプラクティスとは 山下社長 中神社長

みさき投資 中神社長

山下社長、ありがとうございます。それぞれの考え方が出てきたと思いますので、この後は少しディスカッションに入っていきます。

今でこそ私どもと山下社長は、本当にこのように親しくさせていただいておりますが、皆さんは、今の我々の関係のお話よりも、どのようにして、このような関係を築いてきたのかに興味があると思

います。皆さんは、投資家との対話を求められています、「一体どのような投資家と対話を始めたらいいのか。何を話し始めたらいいのか」と思われていることでしょう。また、対話が始まると、最初に、色々なフリクション（意見の衝突やあつれきなど）が出るとお思いますので、それをどのように乗り越えていくべきなのかということも少しお話をさせていただきます。

私どもがピジョンさんに投資をはじめたのは 2005 年頃からです。当時のピジョン社長の松村さんとの出会いを機に、この方に投資をしたい、この会社に投資をしたいと考え、投資を始めました。今でこそ投資家が会社さんに「御社の資本コストは何%だと思いますか」というような話をするのは当たり前になってきていますが、松村社長は 2005 年当時、「うちの資本コストは 5%ぐらいだと思う」とお話されており、びっくりしたのを覚えています。この方は非常に高いリテラシーをもって経営されており、企業価値の向上を考えられておられるのだなと感じたのです。そうした出会いの後、少しずつ対話が進んでいったというのが、うそ偽らざるところと思います。

これは、対話開始当時の松村社長のお言葉ですが、「日本ではファンドというイメージがあります。そのため、中神さんたちが株主になったときにも、我々の中にも警戒感を抱く人がいました。」とお話されています。皆さんも、もし今後、投資顧問会社やファンドに会社の株がどんどん買われていきますと、まずは警戒感が社内に出るのではないかと思います。ただ、その後の共同作業として、先ほどご説明させていただいた通り、月に 1 回ぐらいの頻度で会社さんと投資家とでディスカッションをしていくと、お互いの信頼関係が出来てくるということなのです。

松村さんに「われわれ投資家に価値があるとすると何ですか？」ということ聞いたときに、「株主との対話というけれど、株主総会での個人投資家の方々との対話はあまり深くない。でも、中神さんたちの言うことをよく聞いたり、ディスカッションすると、他の投資家が何を考えているのか、また少数株主が何を考えているのか理解できる。とっても便利だよ。」とお話されていました。確かにそうかなと思います。

多数の株主とディスカッションできるわけではないと思いますので、株主の中から対話する相手を選んで、しっかり聞いてみると、理解が進むということかと思えます。ピジョンさんとは何度も対話を重ね、最後のほうには重要な存在、パートナーであると言っていただけですが、皆さんも、初めにはこのような警戒感があるのではないかと思います。そして、対話が進んでいくことで、信頼関係ができ、パートナーへと関係が変化していくのではないかと思います。

ピジョンさんとの対話の中身ですが、ピジョンさんは低成長だし、出生数も減っていくからと、最初はどちらかというとバランスシートの話、つまり、還元をどうしましょうとか、資本構成はどうあるべきとか、先ほどの『PVA』のような指標を導入されたらどうでしょうかとか、あるいは、資産を売るのもよいかもしれませんね、というところからスタートしました。

ただ、先ほども申し上げたとおり、中国に出張した際に、ピジョンさんの製品が現地メーカーの 3 倍の値段でも売れ始めていたことをきっかけに、成長にかじを切って、海外成長戦略について対話を進めるようになり、先ほど山下社長もお話されたとおり、株価も大きく上昇したということです。

この後は、山下社長からお話をお伺いしたいと思います。ピジョンさんは、「膨張」ではなく真の「成長」をしてきました。クオリティーの高い経営指標を置き、生産性を高めながら成長されている。生産性の向上と成長という両輪が上手くドライブして、これまでの価値の向上に結び付いてきたのだと改めて思います。

そこで、投資家との対話に積極的ではない経営者の方々や警戒感が強い会社もたくさんあると思いますので、改めて皆さまに、投資家と対話をするものの意義やメリットをお話しいただけたらと思います。

ピジョン 山下社長

確かに投資家さんからコンタクトを受けると、何かまた、うるさいことを言われるのではないかと、そういう警戒感があるのは確かです。ただ、一方で、そういう投資家さんだけではなく、いちごアセットさんとか、みさき投資さんのような投資家さんも、中にはいらっしやるわけです。

『PVA』の話が出ましたけども、中神さんの他にもう1社、そういうことをやったらどうですかと言ってくれた投資家さんがいました。

そうなりますと、ではどうやったらよいですかと更に話を聞くことができます。すると投資家さんは、『PVA』のような指標を導入し成功している会社の例をよくご存じですので、実際の会社名を教えてください。そこで、当社の経営企画部門の者が、少しずつうしいのですけども、「実はわれわれも EVA を導入したいので教えてください」と質問させていただくわけです。大体の会社さんは、教えてください。こう言ってしまうは何ですけど、タダで教えていただけるわけです。これほどいいことはないですよ。それも、本ではなくて、実態に即した感じで教えていただける。そのきっかけをつくってくれたのも投資家さんです。

あともう一つ、どうして投資家さんと、そのような対話をしなくてはいけないのかという、先程も少し言いましたが、やはり、コンシステンシー（一貫性、整合性）といいますか、説明の一貫性というのを、投資家さんにチェックされます。ですから、いい加減なことを言っていると、それはかなり厳しく追究されることになります。経営責任まで問われるようなところまでいくかも分かりません。そういう刺激というのは、あえて、悪いものではないと自分は思っているのです。

みさき投資 中神社長

「悪いものではない」というのは、自分を律するツールとして、やっぱり厳しい目にさらされ続けるのが大事だと。

ピジョン 山下社長

そうですね。投資家さんの分析能力は非常に高いです。時系列で、それこそ10年ぐらい前から、少なくとも見ていらっしやるし、これからどのように会社が伸びていくかという、その中身を聞くのが、非常に楽しみです。

ですから、そこはあえて、ちょっとだけ頑張って話を聞いてみます。ですが、別に投資家さんの言うとおりにしなくてもいいのです。先程言ったように、違うと思えばそれは違う、そうは思わないと言えればいいのです。別に、1人の投資家さんのために働いているわけではないのです。

ですから、自分は、コンフリクト（相反する意見、要求）は大切なものと思っています。コンフリクトがないところに、前進はありません。ですから、そこはあえてコンフリクト、相手に合わさずに、自分たちはこう考えるということです。われわれの経営理念はこうだということで、そういう形の対話をしていくことが、大事ではないでしょうか。これをヘルシーコンフリクトと呼んでいます。

みさき投資 中神社長

健全であれば、意見対立とか意見の相違とか、そういったものを恐れずに、どんどんお互いにぶつかって行って、そこから新しいものを生んでいく、というような考え方ですね。

一方で、そんなに対話をして役に立つ投資家は非常に少ない、という話もよく聞くのですが、その辺に関してはいかがでしょうか。

ピジョン 山下社長

正直に言うと、そういうところもあります。全般的に言えることは、短期でいろいろな業績を判断される投資家さんのほうが、多いのは確かです。ただ、全部ではないし、アメリカの投資家さんの傾向と、ヨーロッパの投資家さんの傾向は、また違います。ヨーロッパの中でも、イギリス（島国）とドイツ・フランス（大陸）が違うように、いろいろ違うわけです。ですから、われわれは、必ずしも中長期の投資家さんだけを選んで、IR をしているわけではないのです。

みさき投資 中神社長

多様な投資家とお会いし、ディスカッションをして、投資家を使い倒しているようなイメージですね。「この投資家の意見は面白い。これは確かに経営に使える」ということであれば、もっと根掘り葉掘り聞きにも行くし、そうでないと思えば、その場でしっかり議論する。もし、そのような投資家と会った場合には、彼らの考えやノウハウや知見を引っ張り出して、経営に生かしていこうということでしょうか。

ピジョン 山下社長

そうですね。ですから、彼らの言ったことで、ピジョンの考えと異なることがあれば、それは違うと言って、そこでディスカッションすること自体も結構大変ですけれども、業績がある程度良くなっていけば、それも聞いてくれるようになると思うのです。そのような話をしても、半年、1年と業績が全然良くならないのであれば、それは厳しい状況になると思うのですが、しかしそこは、コミットメントを先にして、会社でそれを共有して、社員が理解して行動していけば、必ず結果は良くなると思います。

みさき投資 中神社長

今日はIR 関連の部署の方も多く参加されていると思います。IR の方は、現場において色々な投資家にお会いし、数多くの意見に触れますので、その中でも良い意見については、なるべく経営に取り入れたい、あるいは経営にフィードバックしたいというのが、そのお気持ちではないかと思います。ピジョンさんでは、山下社長が直接お会いされて良いディスカッションになった場合には、それは経営にストレートに反映されていくのだと思いますが、IR のプロセスにおいて、途中で出てきた良い意見などは、どうやって経営に反映されているのでしょうか。

ピジョン 山下社長

基本的に、私もIR に行きますので、IR をする場合においても、今までご説明したピジョンの企業価値はこういう企業価値ですというようなことを、必ずご説明しています。スモールミーティングでもそうですし、半期ごとのミーティングでもそうです。ですから、われわれのIR 部門の人たちは、

そのような定義を念頭に置いて、IR を実施しています。

その中で、企業価値を上げるためのアドバイスを受けることがあります。その際には、このようなアドバイスがあったので、どうですかとのフィードバックがあって、自分が面白いなと思えば、更にやらなくてはいけないということになります。

いわゆる、ESG もそうですが、その時代時代で、投資家が要求する内容は、少しずつ変わっていきます。そういうのは、IR 活動をしている中で、肌で感じるができるわけです。どういう視点で、ピジョンの ESG を評価して、その評価で見ると、まだまだ改善点が多いですというような、コミュニケーションをしてくれています。その意見がピジョンにとって確かにそうだねということになれば、具体的にそれを改善するためのアクションを経営企画で考えて、実行してもらおうことになっています。

みさき投資 中神社長

私どもの投資先の会社さんでは、私どもとディスカッションした内容が、取締役会でちゃんとフィードバックされて、議論されているとの話を聞くことが多いのですが、ピジョンさんでも、そのようなフィードバックシステムのような形が作られているのでしょうか。

ピジョン 山下社長

特にフィードバックシステムとしては無いのですが、われわれの場合は、そのような指摘のあった課題については、社外取締役の方も含めて、議論することが多いです。

みさき投資 中神社長

話が社外取締役に移りましたので次はその点についてお伺いしたいと思います。ピジョンさんでは、弊社の新田を社外取締役に迎え入れて頂いているのですが、日本企業においては、弁護士、会計士、大学の先生などの有識者の方々が社外取締役になることが多く、投資家・株主を社外取締役に迎えるのは、正直珍しいのではないかと思います。なぜ、山下社長は、あえて投資家をボードに入れようと思われたのか興味があります。

ピジョン 山下社長

それをご説明するには、われわれの社外取締役の選定プロセスを若干ご説明させていただきたいと思います。ピジョンは、社外取締役を選任するのが、非常に遅かったのです。おそらく上場会社の 3分の2以上が、社外取締役1名以上、多くの会社が2名という体制になっても、選任していなかったのです。なぜかといえば、それは「コーポレートガバナンス＝社外取締役」が形式要件であるかのような流れを感じたというのがありますし、形式要件を整えることで企業価値は上がるのか、という疑問があったからです。ですので、他の会社と横並びではなく、われわれ独自のやり方で社外取締役を迎えたいと思っていたので、選任まで時間がかかったのです。社外取締役を否定していたわけではありません。

そこで、そう考えたときに、他がやっていない方法で、どのような人が相応しいのかと考えたら、取締役とは株主の代表だといわれるではないですか。これほどいい人はいないとまず思ったのです。次に、投資家であれば、先程ご説明した経済的な企業価値の計算ですとか、そこら辺も非常にきちっとできるし、なおかつ、われわれの対話でどこが不足しているのかの、フィードバック受けることができますよね。

あとは、新田さんの個人的な能力で言えば、バックグラウンドは、投資家であり、なおかつコンサルタントでした。これは大きい。1人で2度おいしいって言ったら失礼ですが、この二つの面で、非常に良かったわけです。実際に、本当に良かったと思っております。

みさき投資 中神社長

そのような意味では、先ほど出ていた「独自性」がポイントで、事業戦略も独自であるべきだし、他の経営手法に関しても独自であるべきで、その一つであるガバナンスに関しても、ピジョンらしい独自性で考える社外取締役をどうすべきなのかというのを自分の頭で考えた結果として、投資家をボードに加えているとの理解でよろしいでしょうか。

ピジョン 山下社長

そうですね。もちろん、2人なり3人なり、複数。さらに言えば、過半数を社外取締役で、ガバナンス体制を作るという考え方ももちろんあります。ISSが議決権行使助言基準としているように、形式的に最低2人、社外取締役を選任してしまえば、楽でしたよね。

でも、その反対を、どうやってひっくり返すかですね。あえて、面倒くさいことをやるのが、本当の意味でのエンゲージメントと思っているのです。それをやったことにより、ISSがノーでも、90%の株主の方々から選任をいただいたのです。ですから、そういう横並びでない何か、自分の会社ならではのものが、大事なかなと思います。

みさき投資 中神社長

それは本当に感銘を受けますね。ガバナンスの問題に関しても、色々な議論がある。投資家の立場からすると、ガバナンスが良ければ投資するのかといたら、そんなことはありません。また、ガバナンスが悪かったら投資しないのかというと、そんなこともありません。もちろん、われわれもガバナンスは非常に大事なものだと思っているのですが、ガバナンスというと、とかく形に走りがちになるのです。形に走って横並びでみんな似たようなことをやる、われわれはそういう経営が大嫌いなのです。そういう経営だと思った瞬間に、長期投資の対象にはしづらくなると、常日頃考えていたのです。

そういう意味では、ピジョンさんは、外形的には決してガバナンスは良くありません。ただ、自分の頭で考えて、ピジョンさんらしいガバナンスはこれだと勝負しているわけです。言ってみれば、「うちはこのガバナンスです。それで良ければ投資いただいて結構だし、それが嫌なら投資してくれなくても結構。場合によっては、選任に関してもどうぞ自由に」と、自分の頭で考えた経営で勝負されています。これが、本当に長期投資家が好む経営なのです。形を整えれば良いというものでは、全くないと思います。

聞きたいことが他にも沢山あるのですが、時間が迫ってまいりました。全ての投資家との対話が役に立つわけでもないと思います。投資家の見分け方みたいなものがあればご意見をいただきたいと思っています。経営者は人を見るのが商売ですよね。社内であろうが社外であろうが、こいつは見込みがあると思ったら、例えば社内でも大きな仕事を任せるでしょうし、見込みがないと思えば大きな仕事は任せない。経営者の仕事というのは、人を見るのが大きなパーツではないかと思っています。では、投資家をどうやって見ていらっしゃるのかというのを、最後に山下社長にお伺いしたいと思っています。

ピジョン 山下社長

投資家さんの考え方は、ミーティングを始めて5分、10分で、すぐに分かります。というのは質問される内容がそういう内容なのです。短期の方は、本当に足元の細かなことを聞いてきますし、こちらから何度説明しても、さらに細かいところについてしまうという感じです。内心、ちょっとイラッとしますけども、そこはなるべく顔に出さずに、丁寧にお答えするようにしています。

われわれの経営理念『Pigeon Way』の説明もするのですが、投資家さんによっては、『Pigeon Way』の説明はいいけども、例えば、アメリカ事業の伸び率が少ないのは一体何が原因か？という投資家もいます。そういう投資家もいれば、今日は『Pigeon Way』の説明をしてくれて本当によかった。会社の経営のやりたい、これからの向かっていくべき道が分かったと言ってくれて投資家さんもいるわけです。われわれは投資家さんを選ぶことはできません。ある意味お客様なので、それは選べないのです。短期の人が買ってくれるというのであれば、それはもちろん大歓迎です。

大切なことは、われわれの軸をぶらさないということです。短期の人に対して、短期の人が喜ぶようなことも言わないし、中長期の人だからといって、進展にすごい時間がかかるような話もしません。ですから、われわれの考えていることを、相手によってぶらさないで、やっていけば良いと思うのです。

みさき投資 中神社長

独自性で考えて、自分の頭で考えて、その軸を決してぶらさずに、経営にも当たり、投資家との対話にも当たっていく、ということだと思います。

もっと聞きたいことがいっぱいあるのですけれども、このセッションは、お時間の都合上このぐらいで終了させていただきたいと思います。皆さん、どうもありがとうございました。

ピジョン 山下社長

どうもありがとうございました。

【パネルディスカッション】上場会社と投資家の建設的な対話とは

【登壇者紹介】

[パネリスト] ※ご略歴は前章をご参照ください。

○中神 康議 氏 (写真:左)
(みさき投資株式会社 代表取締役社長)

○吉田 憲一郎 氏 (写真:右)
(いちごアセットマネジメント株式会社 副社長パートナー)



[モデレーター]

○円谷 昭一 氏 (一橋大学大学院 商学研究科 准教授)

2001年 一橋大学商学部卒、2006年 一橋大学大学院商学研究科 博士後期課程修了

2007年 埼玉大学経済学部 専任講師、日本IR協議会 客員研究員

2009年 埼玉大学経済学部 准教授

2011年 一橋大学大学院商学研究科 准教授

著作:「IFRSの任意適用が経営者業績予想の精度に与える影響」『会計』2016年6月

「機関投資家ファンダメンタルズと株主総会投票行動の関連性」『月刊資本市場』2016年9月



※上記ご略歴はセミナー当日(2017年1月23日)時点の内容を記載しております。

一橋大学大学院 円谷准教授

一橋大学大学院商学研究科の円谷と申します。本日は、どうぞよろしくお願ひいたします。

このパネルディスカッションでは、受講者の皆様方に事前に提出していただいたご質問を7問程度にまとめましたので、それに一つずつお答えいただく形で、60分間、進めさせていただきます。宜しくお願いいたします。

①中長期投資の定義…そもそも“中長期投資”とはどういう投資なのか？

まず一つ目です。「中長期投資の定義とは」とのご質問ですが、この「中長期投資」に対して、そもそも定義やイメージというのが、皆さんばらばらだと思います。

例えば事業会社さんですと、「うちの会社で中長期と言えば10年、20年、いや、場合によっては30年、50年だ。」という会社さんもあるかと思います。一方で、投資家さんが考える中長期は、それとは時間軸が違うかもしれません。

また、投資家さんの場合には、後ろにアセットオーナーさんがいるために、例えば、投資先の企業がターゲットになる株価へ短期的に到達した場合に、それを売却するのかどうかとの観点もあると思います。まずはそのようなことを教えていただきたいというのが、1点です。

次にそれに関連して、お二人の投資スタンスとは異なる短期投資家の方々は、どの程度いらっしゃるのかという、マーケット全体の現状の2点に絞りまして、お話しをいただきたいと思います。まずは、中神さんからお願いします。

みさき投資 中神社長

ここはまずはっきりさせたいのですが、中長期の「投資」と中長期の「保有」は違うということを説明したいと思います。

単に中長期で「保有」している方々は意外とたくさんいます。例えば事業会社、金融機関、あるいは

はパッシブの投資家などが当てはまるのではないかと思います。それから指数の構成銘柄に入っているような時価総額の大きい会社さんであれば、いわゆるパッシブ投資家はずっと保有しているわけです。では、そうした投資家を長期投資家と呼ぶのかというと、私は違うのではないかと思います。これは単なる中長期で「保有」しているということに過ぎません。

一方で、これも誤解が多いのですが、中長期の投資家が絶対に売ったり買ったりしないのかというと、必ずしもそうではありません。これから少し説明をしたいと思います。私どもが考える中長期の投資とは、「相対比較をしない投資」ということです。

ある業界の平均 PER が 15 倍の時、PER13 倍の A 社は割安、PER17 倍の B 社は割高、と考えて売買をしている投資家は、世の中に多数存在します。しかし、そのような「相対比較」を拠り所としていると、株価の変動にともなって、割安だと思っていた株が割高になってしまったり、その逆もあったりして、売買する方針がふらふらしてしまいます。このような「相対比較をベースにした投資」は、いわゆる中長期の投資にはなりづらいのではないのでしょうか。

では、中長期の投資が相対比較による投資ではないとすると、それは一体何なのかというと、「絶対価値をベースとした投資」だと思います。そういった絶対価値をベースとした投資家は例えば、「ピジョンの株価は日々動くけれども、ピジョンという会社の価値はそう簡単に変わらないよね」と考えるわけです。また同時に「ピジョンという会社の絶対価値は一体いくらだろう」とも考えます。実際には企業の絶対価値などというものは神さまにしか分からないのですが、人知が及ぶ範囲で神さまに一生懸命近づく努力をして、ピジョンの絶対価値はきっとこのぐらいだろうと想定するわけです。

簡単には変わらない会社の絶対価値に対して、株価は色々な人たちの思惑で上下するので、私どもが想定する絶対価値と比較して価格が下がれば大喜びで買いますし、価格が上がり過ぎたら保有を減らします。つまり、相対比較をするのではなくて、会社の絶対価値を計算して、それと今の株価を比較して投資をするということです。

大概の場合、マーケットの評価が絶対価値に近づくには時間がかかりますので、その間はずっと保有しておりますが、絶対価値よりもずいぶんと高くなってしまった場合には少し売ることもあります。そういう時には「中神さん、中長期投資と言っていたのに売ることもあるんですね」と言われることもあります。それは、株価が高くなりすぎてしまった場合には、ポートフォリオから、いったん落とささせていただくからです。しかし、投資をやめる訳ではないのです。優れた会社であれば、いつでも投資をしたい長期投資に向く会社としてずっとウォッチしておいて、株価が高値から戻ってきたら買い戻します。それまで買いあがっていた投資家が急に売り建てたことで株価が下がったりすると、われわれは大喜びでもう一度ポートフォリオに戻すのです。四半期の報告会、スモールやラージミーティングにも参加しますし、社長にも会いに行きます。保有している会社と同じだけの労力をかけてウォッチを続け、ただ株価が下がってくるのを待っているのです。

このように中長期投資といいながら、ときには売ることもありますが、一度長期投資に向く会社・ふさわしい会社として選んだ会社のことはずっと継続して見ています。日本の会社は、2期4年とか、3期6年で、社長が交代することが多いですが、われわれは、社長の任期よりも長い10年以上間、継続して見ている会社も多いですし、社長が交代してもお付き合いをしている会社もあります。

少しややこしい回答になってしまいましたが、保有と投資は違うし、投資の中でも、相対比較と絶対価値投資があるという点を是非ご理解いただければと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

「長期投資家」について個人的なイメージは、3年とか5年とかそれより長い期間、株式を保有する個人や法人の方たちです。投資先企業の方に4~5年が私どもの平均保有期間ですと説明しますと、多くの会社さんから「短いですね」という反応が返ってきます。とはいいいましても当社は会社ができただけでまだ10年強でして、設立からずっと投資続けている会社も複数ありますから、今後はもっと長期保有する会社さんも出てくると思っています。

そもそも、長期投資家の狙いは何か？かということ、それは「複利効果」なのです。ウォーレン・バフェット氏が何度となく語っている通りですが、株式を持つことによる複利効果は長期投資によって一段と高まります。配当も含めた株式のリターンは、20年位の期間で見ればROEと連動しますので、バフェット氏は、アメックスやコカ・コーラやなどROEが20~30%の銘柄、あるいはそれ以上にROEが高いIBMのような企業をひたすら持ち続けることで成功してきました。

バフェット氏の投資のスタイルは理想ですが、われわれ『いちご』では、現状4%のROEでも、それが毎年0.5ポイントずつ上昇していけば、ずっと保有させていただく方針です。そして中長期的にROEが12~13%以上を継続的に維持できる会社であれば、永遠に保有してもいいと思っています。

世間で中長期投資家とはどのようなタイプかといいますと、「パッシブファンド」は確かに長期保有です。ただし銘柄選択を原則しないので、投資家というより「運用者」と言ったほうがいいのかもかもしれません。海外機関投資家は、空売りをするかしないかで「ロングオンリー」と「ヘッジファンド」に分かれます。一般的に「ロングオンリー」の投資家は長期投資家といえるでしょう。ただ、一概に「ヘッジファンド」と言いましても、買いのポジションについては2、3年保有しているケースも多いようです。

では、国内の長期投資家はどうかといいますと、代表例ではまず投資信託が挙げられます。ただ、株式投資信託の平均保有期間は日本2.6年に対し、米国4.6年、英国4.5年という調査結果があります。この差には過去の日本株のパフォーマンスの長期低迷が続いたこと、投信の販売会社の姿勢なども関係があるでしょう。次に年金ですが、資金の性格と仕組み上、長期運用です。しかしながら、年金スポンサーなどのアセットオーナーから四半期のパフォーマンスを厳しくチェックされているために、本来は長期運用であるべきにも関わらず、アセットマネージャーの目線が短期的になりがちとも言われます。

先ほど申し上げたように、私ども『いちご』が長期投資できるのは、我々にお金を託していただいている主に海外の大学基金・年金などのアセットオーナーが3年、5年のロックアップを認めていただいていることによるものです。今後は日本のアセットオーナーの方々がアセットマネージャーの力量を信じて、我慢強く見守ってもらえるようにならないと、長期投資が国内でなかなか根付かないのではないかと個人的に考えています。

一橋大学大学院 円谷准教授

ありがとうございました。お二人の肌感覚でも構わないのですが、二つのコード（「スチュワードシップ・コード」「コーポレートガバナンス・コード」）が導入された結果、この日本においてだんだんと中長期の投資家は増えつつあるとの認識はお持ちでしょうか。なかなか、まだまだという感じでしょうか。

みさき投資 中神社長

私はまだまだだと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

そうですね。私もまだ、これからだと思います。いくつかの運用会社さんが企業価値向上ファンドとかコーポレートガバナンス・ファンドなどを設定されていますが、まだ全体の規模は大きくありません。スチュワードシップ・コードはアセットオーナーも対象としていますが、現時点でそれを受け入れたアセットオーナーはごく僅かというのが現実です。

②中長期投資家の投資スタイル…中長期投資家は企業の“どこ”を見ているのか？

一橋大学大学院 円谷准教授

どうもありがとうございました。では続いて、二つ目の質問に参ります。「中長期投資家の投資スタイル」ということで、中長期投資家は、企業のどこを見ているのかというご質問です。

先ほど、お二人のご講演でもお話をいただきましたが、例えば吉田さんのいちごアセットマネジメントさんですと、厳選投資ということで、見える化の例を示されておりましたし、中神さんのみさき投資さんでは、およそ 100 シートにもおよぶ企業分析レポートを作成されているとの事例をお示しされていました。改めてここで、どのようなところを重視されているのか、もう一度整理させていただきたいと思います。

併せまして、もう一つのご質問ですが、本日の受講者には、IR をご担当されている方々が多いということですので、どのような資料を見ているのかという点も、少しお話しいただければと思います。例えば、有価証券報告書や四半期報告書はどのくらい見ているのか、またガバナンス報告書はどのようなかなどのツールについてです。では、交互にということ。吉田さんから、よろしいでしょうか。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

われわれが投資したい会社さんを考える上で大きく三点を重視しています。第一に、長期安定的にキャッシュフローを創造できるか？ 二点目は、経営陣の方々が企業価値向上を意識して、我々投資家や社外の人の意見に耳を傾けてくださるかということです。三点目は、株価に割安感があるかどうか？ 言い換えると、本当はもっと企業に実力があるのに、市場でそれが正に評価されていないような状況です。

次に、見ているツール（資料）ですが、最初はホームページに掲載されている、IR ライブラリーの中の決算や中計のプレゼン資料、有価証券報告書・アニュアルレポートなど開示資料を見ます。特にわれわれはバリュー投資家ですので、バランスシートを相当に細かくチェックします。これまでに様々な会社さんに取材させていただいておりますが、こんなに BS の詳細な内訳やその構造の意味を聞かれたのは初めてだなどと、言われることも少なくありません。

その他のツールとしては、できるだけ過去からのファンダメンタルズを分析したいと思っていますので、長期の財務データを参照します。ちなみにこの財務データは、エクセルでダウンロード出来るように、財務三表だけでなくセグメント情報や売上の内訳なども含めて、細かくホームページなどにアップしておいていただくと、非常に助かります。

みさき投資 中神社長

われわれが見たいのは、究極的には、この会社は持続的に価値が上がる会社なのかというところですね。先程提示した『 $V=b \times p$ の m 乗』という数式の『 V 』の将来的な方向感を見たいのです。この式はとても抽象的に感じられるかもしれませんが、われわれの投資プロセスの中では、『 b 』『 p 』『 m 』の全てを具体的に見ています。それによって V が持続的に上がるのかという方向感を見ているのです。

『 b (business)』は、この会社のビジネスには優位性があるのか、安定的なキャッシュフローを生める障壁を作っているのかといった点などに注目して、多面的な評価を行います

『 p (people)』のところは、3層に分けて評価しています。まず、1層目として経営者がどうなのか、これが大事です。ここでの評価項目を、頭文字を取って『HOP』と呼んでいます。『H』はハングリ、会社を変えること、1ミリでもよくすることに貪欲なのかどうかです。『O』はオープン、例えば投資家や株主、若輩者、門外漢の意見にも耳を傾ける経営者なのかどうかを見ます。『P』はパブリック、つまり、社会の公器としての会社、パブリックカンパニーとしての意識を持っているのかといった点を評価します。2層目は経営陣です。経営は、経営者だけでできるほど簡単なものではありません。経営陣、経営チームが、どのぐらい充実しているのかが重要です。分かりやすい例はCFO（チーフ・フィナンシャル・オフィサー）ですが、それだけではなくて、CMO（チーフ・マーケティング・オフィサー）やCSO（チーフ・ストラテジー・オフィサー）など「経営チーム」は優れたスキルをお持ちの方々なのかという点を見ます。そして、3層目は企業文化です。従業員の方々が実力を発揮できるような、健全な企業文化が存在しているかどうかを評価します。このように3層に分けて、項目ごとにスコアリングをして評価をしていきます。

最後は『 m (management)』です。事業戦略、ポートフォリオ管理、プライシングやサプライチェーン、キャッシュ・コンバージョン・サイクル管理の状況などといった、数多くの経営手法の良し悪し、経営手腕の優劣を評価します。

このように『 b 』『 p 』『 m 』を具体的に評価していくことで初めて、『 b 』も良くて、『 p 』も良くて、なおかつ『 m 』を今改善しているのであれば相当安心して長期投資ができる会社であろう」といった評価ができるのです。『 $b \times p$ の m 乗』は抽象的なものではなくて、非常にプラクティカルなものなのです。

では、どのような情報をもって、『 b 』『 p 』『 m 』を評価しているのかということですが、特別な情報を使っている訳ではありません。先ほど吉田さんがおっしゃられたとおり、会社のホームページ、アニュアルレポートや統合報告書等から得られる情報をベースに判断します。ただし、このような統合報告書やガバナンス報告書などは、きれいな文言、少し厳しい言い方をさせていただくと美辞麗句で取り繕った作文、あるいはきれいな写真のようなものがずらずら並びがちで、必ずしも真実を表しません。

私どもは、それよりもっと堅実な情報、例えば有価証券報告書を過去にずっとさかのぼって、丹念に読んでいくことを重視しています。そうしますと、事業上のリスクや課題についての会社の認識がどのように変わってきたのかが分かります。また、役員の方の昇進や降格の状況、業績評価方法、経営者報酬のようなものも見えてきます。有価証券報告書は法定文書ですから、曖昧さやバイアスの少ない情報です。これを丹念に読み解いていくことで『 b 』『 p 』『 m 』のありとあらゆるものについて、より真実に迫ることができると考え、このプロセスを非常に重視しています。

その他には、会社の方々の意見だけではなくて、第三者の意見や、現場の情報を得ることが重要だと思っておりますので、取引先や顧客、競争相手にヒアリングを行うことも重視しています。このよ

うに、会社のビジネスや経営者の人物像や経営チームの手腕、あるいはマネジメント面で今どのような課題に取り組んでいるのかを、多面的に理解するように努めています。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

中長期投資家からみて極めて役に立つと感じた開示資料の具体的な事例をご紹介します。最近ですと、去年の WIC ジャパン統合報告優秀企業を受賞された NSK（日本精工）さんの統合報告書が素晴らしいと思いました。同社は過去 10 年間に於いて 3 回中計を公表されていますが、それぞれの中計期間にどのような成果を出されどんな課題が残ったのか、などについて統合報告書でレビューされていました。統合報告書の後半にはベアリングの基礎知識や、馴染みのない片仮名用語に対する説明などもあり、「読ませたい」、「伝えたい」という心がこめられた非常に親切な報告書の例でした。

その他には、ニチレイさんの中計のプレゼン資料も読みごたえがありました。資本政策とガバナンス体制の方針が明快で説明が簡潔だと思いました。ぜひ詳しいお話を聞かせていただきたいと思い、実際に取材させていただいたところ、10 年前ぐらいから歴代の経営者が取り組んできた成果が現れてきたと伺って、価値向上への取り組みに対する会社の本気度とそれには時間がかかることを実感しました。

みさき投資 中神社長

そのような意味では、有価証券報告書を見ていると、あたりさわりのないように書かれているようなものも多く見受けられます。例えば、「わが社の還元、配当性向は〇〇を旨とし、××である」のような、どの会社にも当てはまるような表現です。こういった、コピー・アンド・ペーストで作れるような有価証券報告書を作っている会社は長期投資には向かないことが多いと思います。

有価証券報告書には、意外と会社の個性が出てきます。われわれは、もちろん数字も全部見ているのですが、先程のピジョンの山下社長のお言葉どおり、「独自性」を見えています。独自の考えが、有価証券報告書の文面に明確に表れるのです。多くの会社さんの有価証券報告書を読み進んでいくと、その違いが分かります。

特徴のある例ですが、ディスコという半導体製造装置の会社さんの有価証券報告書を読んでいただくと、「独自性」の意味が分かります。言葉へのこだわりが尋常ではないのです。例えば、「ステークホルダーとの価値交換」という言葉がでてきます。株主還元についても、単に安定配当をうたうのではなく、「うちの配当に対する考え方はこうです。このような場合には配当を上乗せするし、このような場合には配当を見直します。」というような独自の考えに基づく配当政策が書いてあります。このように、使っている言葉にこだわっている会社の有価証券報告書からは、独自の考え方・経営観が伝わってきます。

日本は「言霊の国」なので、言葉に魂が宿っていると思います。ですから、使っている言葉に非常にこだわっている会社というのは、どうしても調べたくなるのです。それで、調べてみますと、大体、独自の考え方、独自の戦略、独自の経営をやられようとしていることが伝わってくるのです。ぜひ皆さんも、よろしければご自身の会社の有価証券報告書を読んでいただいて、横並びのコピー・アンド・ペーストになっていないか、独自の言葉のこだわりがあるか、振り返っていただくと良いのではないかと思います。

③投資対象となるための有効な手段は？

一橋大学大学院 円谷准教授

ありがとうございました。だんだん、話が面白くなってきたところですが、次のお題がありますので、移りたいと思います。

「投資対象となるための有効な手段は何か、」というご質問です。私も IR 協議会で客員研究員になりまして 10 年目になりますけれども、昔も今も、会社さんからのご相談ごととして、「機関投資家さんになかなかカバレッジしてもらえない。説明会を開いても来てもらえない。」というのは、もう 10 年前からずっとありました。お二人のように、洗練された中長期の投資家さんと対話したいと思っても、上場会社の 100 分の 1 社しかポートフォリオには入れないという現実がある中で、なかなかそこまで辿りつけない会社さんは多いのではないかと思います。

ご質問の趣旨をより理解いただくために、ご質問本文をそのままお読みします。「機関投資家の方に見つけていただき、興味を持っていただくためには、どのようなアプローチ方法が効果的でしょうか。」

また、別の方からは、「面識のない投資家アナリストの方に、企業側から直接アプローチをするというのは、ありなのでしょうか。もし、ありの場合、どのようなアプローチをすればよろしいでしょうか。」といったご質問です。これについていかがでしょうか。では、中神さんからお願いいたします。

みさき投資 中神社長

大いにありだと思います。ぜひ、アプローチされたら良いのではないかと思います。私どものところにも、会社さんの側から会いたいと言って来ていただくこともありますし、私どもの側ではとても投資できないなと思っていても、四半期に 1 度必ず、話を聞いて欲しいと言って来られる会社もあります。それは、私どものような長期投資家にとってはとてもうれしいことです。

現時点では投資につながらなくても、気にする必要はありません。長期投資家は「長期調査家」でもありますので、どうせ（笑）すぐには投資しません。何回もお会いさせていただく中で、ビジネスの障壁や会社の独自性、経営へのこだわりを語っていただくと理解が深まると、投資対象に入れなくなりますし、もっと深く調査をしたくなります。実際にそういった形で投資に結び付いた会社さんもあります。

別に、証券会社さんにアレンジをしてもらわない必要もないですし、われわれ投資家側から話が来るのを待つということにこだわる必要も、全くないと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

私ももちろん、それは「あり」だと思います。実際、そういう会社さんから訪問のご依頼があって、お話を伺ったことも何回かあります。スモールやラージなどの投資家ミーティングの場などで名刺交換されると思うのですが、そうして知り合った投資家へ直接連絡するのは全く問題ありませんし、積極的な企業のアプローチを意気に感じる投資家も多いのではないのでしょうか。

新興企業や時価総額がそれほど大きくない会社さんにとって、セルサイドアナリストへのアプローチというのも大事だと思います。その中で特定の会社を勧めるわけではないのですが、いちよし証券さんのような中小型株のリサーチに特化した会社もあります。彼らは時価総額 1,000 億円を超えるような企業はカバーしないで、中小型の企業だけに調査対象を絞っています。いちよし証券さんのリサーチは、大手の機関投資家も非常に重宝していますし、個人的にも有用だと思っています。

ただ、敢えて申し上げれば、まだ時価総額が小さいとか、流動性が乏しいと感じてらっしゃる会社さんは、やはり東証一部を目指すべきだと思います。私どもの最大の投資先で名前も共有している『いちご株式会社 (2337)』は 2015 年 11 月に JASDAQ から東証一部に市場変更したのですが、それによって投資家の注目度が格段に変わりました。

上場はゴールではなくて「スタート」だという意識をもって、企業価値の向上に懸命に取り組んでおられる皆さまを投資家やアナリストは応援したいと思っています。

みさき投資 中神社長

ちょっと補足です。先程、「企業側からのアプローチもあり」と申し上げましたが、むしろそうしないと長期投資家にはなかなか出会えないのではないかと思います。というのも、吉田さんはセルサイドにいらっしゃったのでよくご存じだと思いますが、証券会社さんのビジネスの特性を考えると、短期売買主体の投資顧問会社・ファンドを紹介した方が、売買の手数料を落としてくれるのでうれしいわけです。証券会社さんにアレンジを丸投げしてしまうと、もしかしたら、紹介される投資家さんは証券会社さんにとってのいいお客さん、短期売買をたくさんする投資家に偏ってしまうかもしれません。

つまり、皆さんのような企業の方からしたら、必ずしも良い投資家ではない方にどんどんスケジュールが入れられてしまい、本当は会うべき長期投資家に会えないというようなことも、十分考えられると思います。実際、われわれの投資先の社長さんに聞いていると、会っても話が合わない投資家ばかりだったというお話や、特に海外の IR ツアーの際に、そのようなことがいっぱいあったという話も聞きます。もちろんそういった証券会社さんばかりではないと思いますが、証券会社さんに全て丸投げをするのは、むしろ危険ではないかと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

ついでに申し上げますと、証券会社に IR ミーティングのアレンジを頼まれる際に、上場会社の皆さまにとって都合の良い日程を提示されると思うのですが、その際に投資家サイドの都合も勘案するとより効果的かと思います。例えば、決算発表の集中している日時などは避けるべきだと思います。決算発表日は説明会も同日に複数開催されることもあるので、個別企業との面談の予定をいれることは大変難しいです。

また、投資家やアナリストとのアクセスの機会を増やす工夫も大事だと思います。例えば、決算前のサイレントピリオドを短くするとか、その期間でも足元の業績については言及しないという条件つきで取材を受けるなどの対策が考えられます。サイレントピリオド期間中は、絶対に投資家には会わないという会社が多いことは事実ですが、面談内容が決算数字に関係するものでなければ会っていただける IR の方もいらっしゃいます。その場合の対話の内容は、必然的にビジネスモデルとか経営理念とか、企業価値の本質に迫るものになります。

④投資家との“対話”での注意点は？

一橋大学大学院 円谷准教授

どうもありがとうございました。今、ちょうど投資家と会うというところの質問をさせていただきましたが、初めて会っていきなり、「おお感動した、投資しよう。」というわけには、すぐにはいかないわけです。深いコミュニケーションがあった上で、その後に投資をされるかされないか、または、もう少し様子を見てからにするか、というご判断になるかと思いますが。その深いコミュニケーションを取っている中で、どうしても未公表の情報ですとか、不確実な情報っていうのに触れざるを得ない場合もあるかと思うのです。

本日はこの会場に IR のご担当者さまが多いかと思いますが、やはり IR のご担当者さまからすると、そうした情報の取り扱いはどうしても、ちょっと怖いなというところもありますし、または個人投資家向けの情報開示のバランスも、考えなければならぬという中で、中長期の投資家さんと深いコミュニケーションする場合に、どのようなところに留意しつつ、会社さんからただこれだけは教えてほしいという情報があれば、教えていただきたいと思います。

なかなか、難しいと思いますが、深いコミュニケーションと情報のバランスといったところのお知恵を拝借できたらと思います。では、吉田さんよろしいでしょうか。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

まず大前提として、「いちご」としても個人的にも、「お宅だけでは教えますよ、特別ですよ」、という情報は要りません。万が一聞いてしまったら、我々は即座に売買停止して、それが公開情報となるまで待ちます。公平な開示は、上場会社にとって最重要・最低限の責務です。われわれは公開情報をどう理解・分析して、いかに咀嚼・洞察するかで勝負しようと思っていますし、それで他と差別化できると考えています。そのために、有価証券報告書の隅々まで読み込みますし、リスクファクターも含めて徹底的に調査します。

では、長期投資家が何を求めているかという、情報ではなくて「知識」です。皆さまの会社が提供する製品・サービスの中身や質、収益構造、技術力の源泉、あるいは経営の考え方などを深く理解したいと考えています。中神さんは社史を読まれているとお話されていましたが、われわれも会社の沿革に基づいた事業や組織の成り立ちについて深く勉強したいと思っています。

個人的に知りたいのは、新しく経営トップになる方のバックグラウンドや考え方です。例えば、今月の日本経済新聞の『私の履歴書』にカルロス・ゴーンさんの半生が掲載されていますが、ゴーンさんが最初に日産に来たときに、ほとんどの投資家が抱いていたイメージは、「コストカッター」ということぐらいしかなかったと思います。当時は、彼が米国ミシュランのトップとして買収した現地タイヤメーカーとの融合を果たしたとか、現場第一主義だとか、そういう情報は全くなかったのです。もしそうしたゴーンさんの経営手腕に関する知識を持っていたら、日産の復活をより強く意識していたと思います。

伊藤忠商事の岡藤社長は、他社が撤退や業務縮小をしていった繊維分野において、ブランド・マーケティングという新しいビジネスモデルを立ち上げ、絶対的な競争優位性を築かれたことが評価されて、経営トップに就任されました。そのような卓越した実績を持つ方が全社のトップになったときに、どう会社を変えられるかをワクワクしながら期待します。

新しくトップになられる方の過去の経歴やそれに関する社内外の評価を知った上で、その人が大勢の聴衆の前でスピーチや Q&A のやり取りをされる生の姿、空気感に接したいと思います。そして、数多くの経営者を見てきた自分の経験と勘をもとに、新トップの力量と意思の強さを推し測ります。

時には、新しい経営陣による価値向上のポテンシャルやエンゲージメントの可能性について、思いを巡らしたりもします。本日のピジョン山下社長のご講演と中神さんとの対話では、投資家目線を取り入れた継続的な価値向上経営に真摯に取り組まれている姿勢に、強い感銘を受けました。

みさき投資 中神社長

そうですね。私も吉田さんに全く同感です。次の四半期の数字がどうなるかといった早耳競争に興味はありません。先程もお話した通り、われわれはセクター平均に対してA社がこうで、B社はこうで、といった相対比較をするのではありません。この会社の競争優位の源泉はどこにあって、絶対価値はいくらなのだろうかというのを、一生懸命理解をしようとしているのです。ですから、われわれも、情報ではなくて知識としてのお話を一番聞きたいと思っています。

よくIRの方、事業会社の方とお話をしていると、言える内容と言えない内容があるとおっしゃるのですが、それはそうだと思います。われわれは、会社の方が言えないものを聞くつもりはありません。未確定の情報や将来の情報を聞きたいわけではないのです。

『b』については、会社のビジネスが持つ障壁の高さや強さを知りたいわけですか。「こういった顧客セグメントに刺さっている」「このチャンネルに対してこういう価値を提供しているから、このチャンネルはわざわざ顧客に自社の製品を届けてくれている」といったような、競争上の障壁を生む「構造」があるかどうか。さらには、その構造がなぜ競争相手から侵されづらいのかというような理由が特に知りたいわけですか。『p(people)』に関しては、「当社の経営陣はこういう構成で、こういう経験を持った人たちが、こういう考えを持って経営している。」という話が聞きたいわけですし、『m(management)』については、今の経営課題がどこにあるのかという会社の認識、例えば「他社と比べてみると当社はキャッシュ・コンバージョン・サイクルが長すぎるので、在庫を中心に削減をして、ここまで短くしようとしている」といったことを知りたいのです。繰り返しになってしまいますが、『b』や『p』や『m』に関わる大きな方針、考え方、独自性を聞きたいのです。

「他社がすぐまねをするかもしれないから、これは言いたくない」と言う方もいるのですが、そもそも真似されるような戦略や新製品だったら、それは競争上の障壁ではないということです。真似されるかもしれないからと躊躇されるような情報は、われわれが投資するために必要な情報ではありませんので無理に話そうとせず、他の話をしていただければと思います。

一橋大学大学院 円谷准教授

ありがとうございました。フロアからいただいた質問に、少し関連しまして、中期経営計画の数字についてどう思っているのかを伺いたと思います。その数字をコミットと捉えて、あるいはそう感じ取られているのか。または、中計目標となっている数字には関わりなく、もっと独自の知識の下で、その会社と対話をしているのかという点です。

みさき投資 中神社長

コーポレートガバナンス・コードには、素晴らしい内容がいくつもありますが、その中に中期経営計画を必ず出さなさいという趣旨の項目があることには、実は少し違和感があります。事業によって、先の見通しやすい事業と、見通しにくい事業があるからです。先を見通しにくい事業をやっている方に対して、3年後にこうなりますという中計を出さなさいというのは酷だし、むしろ正しくないと思っています。ですので、私は、中計に記載の数字を達成したか否かといった点や、それがコミットなのか

どうなのかという点は必ずしも重要視していません。

あともう一つ申し上げたいのは、日本企業の中期経営計画は、世界から見ても特殊という点です。例えば「何年後に売上や利益や ROE をこうします。1 年後はこうです、2 年後はこうです」といったような達成時期を明言した中計、これはアクションプラン型中計とも呼ばれるのですが、世界にはあまり類を見ないものです。これだけ不透明な経済情勢の中では、仮に先を見通しやすい会社であっても、期限を切った計画を達成していくというのは、難しいことではないかと思えます。

むしろ世界で多いのはベンチマーク型中計と呼ばれるものです。これは、目標 (KPI) 達成の期限を切るのではなく、「うちの会社は、達成すべき KPI や会社の姿をこのように考えています」というような目標を常に表明するものです。ベンチマーク型中計では、売上高を KPI にすることはあまりありません。「EPS 成長率を GDP 比でプラス 2% を目指します」とか「ROIC を同業他社と比較して何% 高いものを目指します」などといった、経営が目指している方向性やそれに向けての施策などを、特に達成期限を設けずに表明しているものが、多いように思えます。

中計に掲げられた数字はコミットと捉えるべきであるとか、計画を必ず掲げるべきというのはナンセンスだと思います。ただ、経営の地平がどこを目指しているのかについては、計画として打ち出されても良いのではないかと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

中計については、われわれは可能であれば出していただきたいというスタンスです。日本において中計は企業の目指す方向性を社内外に示す有効なコミュニケーション・ツールと考えております。その目標数字にコミットを求めることは、決してありません。中神さんがおっしゃったとおり、マクロや外部環境次第で計画通りいかないことが多々あります。ただし、売上高とか利益などの目標はともかく、いくつかの KPI、例えばコストコントロール指標やシェアなど、企業努力の範囲で達成できることについては、それらの進捗状況や乖離した理由について、対話の中でお尋ねしています。

なお、われわれの投資先企業の皆さまの中で、中計を発表されてない会社、それが市場の期待とずれている感じる会社様とは、ベストプラクティスと我々が考える中計の事例をお示ししたりするなどして、対話するともございます。

⑤フェア・ディスクロージャー・ルールが入った際の留意点は？

一橋大学大学院 円谷准教授

ありがとうございました。続いて、質問が多かった項目にいきたいと思います。まだいつ導入されるのか不透明な部分がありますが、フェア・ディスクロージャー・ルールというものが、ほぼ方針として入ることが決まりました。このルールというのは、企業側のルールとなりますが、一方で資本市場側のルールともいえる日証協さんのガイドラインで示されているプレビュー取材については、だいぶ控える流れが定着してきており、それに対する企業さんからの懸念や実務上はどうかとの質問は多くいただいております。

お二人の会社では、そのような投資スタイルではないので、基本的に関係ないと思いますが、個人として、フェア・ディスクロージャー・ルールが入ったときの留意点や注意点など、もしお感じになっているところがあれば、少しアドバイスをいただきたいと思います。もし何も無く、お二人の会社

の投資スタイルも変わらないし、聞く内容も変わらないということであれば、それをお聞かせいただければと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

まず、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入そのものは当然のことだと思います。ただ、細かい規則が示されていない上に、本格実施前の警戒感から、証券会社や機関投資家の一部に過剰な反応がみられます。例えば、プレビュー取材の禁止にともなって、ある証券会社は決算期末の15日前以降の取材を制限しています。例えば3月決算では3月15日から決算発表の4月末までがその対象で、1か月以上にわたって企業と証券会社アナリストとのコンタクトが大幅に減少することになるわけです。

また、新聞などで言われているように、決算発表のサプライズの可能性が高まったことで、株価の短期的なボラティリティが上昇しているようです。

ただ、何らかの要因で株価が下振れしたときというのは長期投資家にとっては魅力的な買い場になります。従って、日本でも我々のような投資家が増えてくれば、長い目でみて株価のボラティリティが低下してくるのではないかと思います。

フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されると、事業会社さんにとっては非財務情報の開示とそれに基づく対話の重要性が増してくるでしょう。会社の長期ビジョンに基づく価値創造の取り組みの見える化へ向けて、事業ポートフォリオ戦略の考え方、R&Dの方向性、M&A戦略と合併後の統合効果の進捗状況、資本政策、などの積極的な開示が求められるのではないのでしょうか。

みさき投資 中神社長

変な言い方ですが、そもそも今までフェアディスクロージャーではなかったのでしょうか。情報開示がフェアであるべきなのは当たり前です。もし、今まで特定の投資家やメディアだけに対して情報を開示するなどフェアでなかったのであれば、当然それはフェアになるべきですね。

更に言いますと、フェアディスクロージャーで議論になる内容、あるいはこれまでフェアに開示されていなかった内容というのは、ほとんどが早耳情報に属すると思います。われわれ長期投資家はそういう情報には関心がありませんし、今後もみんなと同じようにディスクロージャーしていただければ、十分でございます。

一橋大学大学院 円谷准教授

少し補足ですが、フェアディスクロージャーについては、皆さん、他社さんの動向ですとか、例えば月次の開示をやめたほうがいいのかどうかなど、いろいろとお悩みかと思います。それについては今、私が客員研究員をしております日本 IR 協議会で、上場会社さんに向けてのアンケート調査をしております。今月末（2017年1月末）まで実施しておりますので、集計が終わり次第、2月中には結果を公表する予定*です。もしご興味がある方は、日本 IR 協議会のウェブから、アンケート調査にご協力いただけますと幸いです。

* 現在、本結果につきましては日本 IR 協議会のホームページで入手可能です。

⑥社内の啓蒙について

次は、最後の質問の「社内の啓蒙について」です。投資家の声を、どのように会社へ伝えていくのかということですが、これもまた、大きい問題と思います。

投資家さんの場合は、風通しのいい会社さんを選択してそこへ投資をするということも可能ですが、会社さんの場合には、自社がなかなかそうではないことも多く、そこでご苦労されている IR の方が、意外と多いとの実感があります。先ほどの吉田さんの言葉ですと、経営者に社内のリーダーシップをどう取ってもらうのか。また、中神さんの言葉では、みさきの公理の $V = [b \times p]^m$ の指数『m (management)』の部分はどう上げるかという、トップに資本市場への意識を持たせるお膳立てを、どのようにしたらいいのかという部分だと思えます。なかなか難しいと思えますが、これに関して IR の方々に、コツや何かアドバイスがあればいただきたいと思えます。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

一言で言うと、投資家の「生の声」を社内や経営陣に直接伝えることだと思います。例えば、アナリストレポートや投資家向け説明会での Q&A についてイントラで共有して、社員全員が閲覧できるよう仕組みを整えている会社さんは多いのではないのでしょうか。また、役員や幹部の社内研修などに、投資家やアナリストを呼んで、その人たちのプレゼンをみんなに聞いてもらった後に、ディスカッションするという会社もあります。その後にカジュアルな懇親会をされたりもしますが、それは会社の方にも刺激になりますし、投資家やアナリストサイドにとっても、役職員の方と腹を割って話せる非常にありがたい機会です。

私はある投資先の独立社外取締役の方のミーティングにスピーカーとして呼んでいただいたことがあります。いちごとして、その会社のオープンな姿勢とガバナンスの考え方を再確認するとともに、個人的には社外取締役の皆さまとの対話という素晴らしい機会を頂戴したことに感謝の気持ちでいっぱいでした

ご質問いただいたトップへの進言に関しては、率直に申し上げて、業績や株価が好調なときは聞く耳を持たないトップが多いのではないと思えます。やはり業績が下がったときや、同業他社と比較して株価が低迷しているようなときに、データや客観的意見などを利用して、根気良く啓蒙されるしか方法がないのではないかと、個人的には思えます。

みさき投資 中神社長

これも非常に難しい質問です。まず投資家サイドの反省がすこし必要なのではないかと思えます。それは、そもそも我々は経営者に聞く耳を持ってもらえるような対話をしているのか、ということです。四半期の数字や、細かな数字ばかり質問していると、そのような投資家の話は、経営者は聞きたくないですし、聞く価値もないと感じられると思えます。まず、投資家として、本当に経営者に聞いてもらえるような提案なり対話なり、切り口を提供できているのかということについて、日本の運用業界は、相当反省しなくてはいけないのではないかというのが大前提です。

仮に、そのような価値のある提案ができているとすれば、あとは受け手サイドの、皆さまの会社サイドの問題になると思うのです。先ほど、山下社長がおっしゃっていたとおり、経営者というのは、人を見るのが仕事の半分ぐらいを占めると思うのです。「この人の意見を聞く、聞かない」「仕事を任せる、任せない」といったことを判断する仕事です。ですから、経営者が本当に人を見る仕事をされ

ているのであれば、IRの方が「この投資家からこういう面白い話がありました」と報告された時に、それに敏感に反応されるのではないかと思います。経営者がそういった価値のある話に反応される方なのか、反応されない方なのか、皆さんの会社の分岐点になってしまうのだらうと思います。

われわれの投資先では、取締役会で投資家との対話内容をシェアされる会社が多いです。投資家からの意見を取締役会でシェアをして、さらに議論をするという話をよく聞きます。

仮に、社長や会長といった方々が、「この事業やこの業界のことは俺が一番詳しいのに、なぜ投資家の話などを聞かなければいけないのだ」と言うような方であったとしても、経営陣のどなたかが、「でも、この投資家が言う『m』の部分を中心とした話は、ちょっと面白いのでは」と思ったら、その方を通じて、その投資家の意見が経営に染み込んでいくという効果も期待できるのではないかと思います。

もし、そのような効果が出てくるのであれば、色々な経営陣の方に会いたいと思います。われわれとしても、常にCFOとかIR担当役員だけに会いたいわけではないのです。オープンな方であれば、営業の役員でも、管理系の役員でも、あるいは研究開発の方でも是非お会いしてみたいと思います。そういった開かれた経営陣がいる会社さんであれば、われわれも、また、多分、吉田さんのところも、喜んで対話に向かいます。そうして、少しずつお互いの議論を深めていって、社内に対話が浸透していければ、それでいいのではないかなと思います。

一橋大学大学院 円谷准教授

どうもありがとうございました。補足になりますが、われわれIR協議会では、毎年IR優良企業賞を選定しておりまして、今年、いちごアセットマネジメントさんの投資先であるいちご株式会社さんが、めでたく受賞されました。受賞企業さんの共通点として、先程質問で取り上げました外部の声を中に入れる取組みがしっかりされておりましたので少し紹介いたします。

先ほど吉田さんがおっしゃっていましたが、機関投資家やアナリストを通じて、外から見た自社を語ってもらう機会は、IR優良企業賞の受賞企業では皆さんやっておりますし、その他、投資家との対話のロールプレイングも結構やっておられます。例えば、IR担当役員の方が社長役を、その下の方が投資家役としてロールプレイングを行い、このやり取りを経営幹部の前で見せる、演じるというような事です。そのようなことを実施されている会社さんは、比較的多いようです。

⑦最後にメッセージ

一橋大学大学院 円谷准教授

さて、お時間もだいぶ迫ってまいりました。最後に、本日のセミナーテーマである「上場会社と投資家の建設的な対話のベストプラクティス」に関しまして、お二人には色々とお話いただきましたが、まだ、これは言っておきたいというところがありましたら、最後に一言ずついただきまして、終わりにしたいと思います。

いちごアセットマネジメント 吉田副社長

「Engagement」という言葉が、日本語で「目的を持った対話」と訳されていることには個人的に多少の違和感を持っています。その理由は、我々のエンゲージメントが、投資先への深い尊敬の念と

「愛情」にも近い想いが前提となっているからからだと思います。

英語のエンゲージメントという言葉は、「Customer Engagement」、「Employee Engagement」というフレーズが示すように、企業と顧客や社員との関係を示す場合に用いられてきました。これらは、付加価値の高い商品をお客さんに提供することでブランドや製品への愛着を高めてもらう、社員の満足度を高めることによって良い仕事を効率的にしてもらう、という考えが背景にあります。ここで、エンゲージメントとは、2つのグループが深い信頼関係を築いて Win-Win を目指して相互に支えあうということの意味しているでしょう。

その文脈で「Shareholder Engagement」を考えてみれば、株主は投資先を積極的に応援したい、企業は自分たちの価値向上を通じて株主に報いたい、という言わばウエットで Win-Win を目指す信頼関係がその意味するところではないでしょうか、少なくとも私はそう思っています。上場企業の皆さんにとって頭の痛いことも時には申し上げているかもしれませんが、その対話の相手がエンゲージメントに本気で取り組んでいる投資家や株主であれば、長期的な企業価値の向上に結びつくと思っているからだと思います。

エンゲージメントというのは人間と人間のつながりですし、われわれも一期一会の精神のもと企業の皆さまから信頼していただけるよう一層努力して、お互いに高めあっていけたらいいと願っております。

みさき投資 中神社長

皆さんは、日々会社を良くしようと考えておられて、会社の中で、喧々諤々と議論をされていると思います。そのような取組みによる改善の積み重ねが、会社の価値向上につながってきたというのは、日本の企業の戦後の発展が見事に証明しているわけです。

日々の改革や改善は、社内においてそのような形でどんどん進むと思います。ただ、本当に大きな改革、本当に大きなパラダイムシフトは、企業の中だけではなくて、市場との接点、市場とのあつれき、摩擦を乗り越えることで初めて生まれてくるのではないかと考えております。何を大きなことを言っているのかと思われるかもしれませんが、最後に少しご説明させていただきます。

例えば日本企業の製品、あるいはサービスのコストパフォーマンスは、世界の企業と比べても優れていると思いますが、それは世界で一番厳しいお客さんのニーズに応え続けることで、いわば、製品・サービス市場あるいは競争市場との相克の中で、経営が磨かれてきたからではないかと思えます。とても、社内の議論だけではそこまでいかなかったでしょう。

また、日本では戦後、労働争議もたくさんあったと思います。ストライキが頻発し、決して労使が良い関係ではなかったはずですが、しかし、経営と労働市場がそのような摩擦の中で、日本型の労使関係が築かれ、世界に誇るべき労使関係ができあがってきたのではないかと考えます。

次に日本企業が取り組むべきは、資本市場ではないかと思うのです。日本企業はこれまで、競争市場との摩擦の中で製品・サービスを磨いてきました。また、労働市場との摩擦も乗り越え、日本型の新しい労使モデルを構築してきました。日本企業に残された最後の経営のフロンティアは、資本市場だと思います。

新しいモデルを作り上げるまでには、資本市場とのあつれきや、摩擦があると思います。株主や投資家に対して腹が立つこともあるかもしれませんが、しかし、異なる視点、新たな意見を経営に生かし、資本市場との摩擦を克服していくことで経営が磨かれます。山下社長がお話されていたように、独自性をもつことが重要で、株主に迎合する必要は全くありません。ただ、資本市場と誠実に対峙をして

対話をするだけで、必ず日本の経営は一段も二段も良くなると思います。

経済のエンジンは企業であり、企業以外に価値を生み出す主体はないわけです。そしてその企業の主体は経営です。ですから経営が良くなれば、必ず企業が良くなって、企業が良くなれば、必ず日本の経済は良くなるはずなのです。ちょっと大それた話をしてしまいましたが、ぜひ、この資本市場との対話に取り組んでいただき、そこでのあつれきや摩擦というものを、企業の発展のために乗り越えていくべきものとして捉えていただきたいと思います。投資家としては、それに恥じないような対話をしていけるように、切磋琢磨していきたいと考えております。

一橋大学大学院 円谷准教授

どうもありがとうございました。限られたお時間でしたけれども、本日の3時間、お三方の話を拝聴していて、おそらく多くの会社さんにおいては、実は開示疲れとか、ガバナンス疲れを感じてる会社さんがいる中で、久々に涼しい風が心に響いてきたような、流れてきたようなセミナーだったのでないかと、私は思っております。

つたない司会ではございましたが、皆さまの企業価値向上の経営に対して、資することが少しでもできたら幸いに存じます。それでは、どうもありがとうございました。

お問合せ

株式会社東京証券取引所 上場部 上場会社サービスグループ
〒103 - 8220 東京都中央区日本橋兜町2番1号

電話：050-3377-7012（グループ直通）

Email：jojo-service@jpx.co.jp

URL：http://www.jpx.co.jp/