

## 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)「中間論点整理」に対する回答

2014年5月20日

我々 Network for Sustainable Financial Markets (SFM、持続可能な金融市場ネットワーク)は伊藤レポート及びプロジェクト・チームのこれまでの活動に感謝いたします。我々の回答は同レポートの「あるべき方向性」の6項目全てに反映していただきました。

- 企業と株主の「協創」が持続的成長の基礎条件
- 「短期主義」経営に陥らず、資本効率を意識した企業価値経営に向けて
- 眠れる金融資産を国富創造につなげる資本市場改革
- 「緊張と協調」による企業と投資家の対話促進・開示見直し
- 持続的な企業価値につながる企業開示の見直し
- 資本効率と企業価値向上が国富の維持・形成の鍵

### 1. 企業と株主の「協創」が持続的成長の基礎条件

SFMの回答では財務及び持続可能性に関する要因を統合して考えることは企業・投資家の長期的発展のために有用であるとした。また企業・投資家はESG(環境・社会・ガバナンス)要因を長期的な企業の競争力の分析に統合すべきであるとも述べた。伊藤レポートは、投資家は企業が顧客、従業員や系列企業・株式持ち合いの相手等の利害を、運用機関の利益よりも優先しているとの偏見を正すべきで、企業価値をより広いステークホルダー価値の文脈で考慮することで、長期的な株主価値上昇を指向すべきとしている。

### 2. 「短期主義」経営に陥らず、資本効率を意識した企業価値経営に向けて

SFMの回答はESG要因についての企業による情報開示が長期投資家に有益であると述べた。安定した資金調達先の確保、資本コストの低下につながりやすくなるためである。また経営陣からの良好な情報開示は以下の3要因を包含している。1)取締役会の機能・活動、2)長期的な財務的・ESGパフォーマンスの関係と分析、3)経済的利益の成長と連動した役員報酬。伊藤レポートは役員報酬の連動部分だけではなく、事業活動全体の資本効率を重視している。

### 3. 眠れる金融資産を国富創造につなげる資本市場改革

SFMの回答は投資バリューチェーンに存在する深刻なエージェンシー問題を言及した。例えば受益者を除く投資バリューチェーンのステークホルダーはそれぞれ受益者と異なる想定期間、行動バイアス、インセンティブを持っている。その上でこの問題を緩和するための規制的アプローチも提案した。伊藤レポートはこ

の利益相反の重要性に触れ、個人・機関投資家の教育が必要としている。また膨大な家計金融資産が企業の持続的成長の重要な資金源になると期待している。さらに NISA(少額投資非課税制度)や CSA(コミッション・シェアリング・アレンジメント)といったより具体的アプローチを取り上げている。

#### 4. 「緊張と協調」による企業と投資家の対話促進・開示見直し

SFM の回答では投資バリューチェーンの各ステークホルダーが自己利益を優先する行動を取る原因・方法について詳述した。アセットオーナーは母体組織の利益を優先し、十分なスキルを持たず、「失われた四半世紀」の中で短期リターンを優先した。これは短期志向の報酬制度とともに運用機関のショートターミズムを引き起こし、セルサイドアナリストが長期的な分析よりも日々の運用機関とのコミュニケーションを優先する原因となってきた。伊藤レポートはこれらの実態を前提に、機関投資家に企業への議決権行使・エンゲージメントにより時間と労力を割くよう求めている。また日本版スチュワードシップ・コードを参考に長期リターンの改善、日本のコーポレート・ガバナンス・コード成立のバックアップも期待している。さらに同レポートはセルサイドアナリストが長期スパンのより詳細な分析をし、それを基に機関投資家が銘柄選択をするよう促している。

#### 5. 持続的な企業価値につながる企業開示の見直し

SFMの7原則の1つは現在市場で扱われていないリスク・機会の特定・評価の必要性についてである。企業はマイケル・ポーターのShared ValueモデルやValue Driverモデルを参考にすべき、とも回答で述べた。伊藤レポートはこれらの有用性を、競争優位の企業の4要素を列挙することで認めている。1)顧客への価値提供力、2)適切なポジショニングと事業ポートフォリオ構築のための選択と集中、3)継続的なイノベーション、4)環境変化やリスクへの対応。また企業が統合報告をし、ESG要因を含め長期的な企業価値創造を促進することで過度な短期パフォーマンス重視からの脱却をすべきと主張している。

#### 6. 資本効率と企業価値向上が国富の維持・形成の鍵

SFM の回答では統合報告モデルも伝統的な系列関係の有用性と一貫していると述べた。同モデルは財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本といった様々な資本がビジネスモデルに投入され、企業の長期的な発展の源泉となると捉えている。日本企業はこれら資本の組み合わせ、相互関係について理解しており、潜在的には統合思考や統合報告を行うことが可能である。伊藤レポートは日本が持続的経済を達成していたが、その成長率が低いもしくはマイナスだったことに言及し、急速な高齢化・人口減少の中でも持続的成長を達成するため、これら資本の効率を高めることが重要であると述べている。

しかし伊藤レポートは SFM の提言の全てを支持したわけではない。例えばブラックスワン型リスクのリスク管理プロセスへの統合、金融取引税、会計基準レベルでの外部性の考慮等がこれに当たる。本回答ではこれらの有用性を再度主張したい。多様なシステムのそれぞれの長所・欠点を認識しつつも、持続的経済を達成するためには自国以外の慣習から学ぶ必要があるためである。

第11に企業の直面するリスクについて企業・投資家はブラックスワン型の(すなわち発生確率は低いものの、

その被害が甚大な)事件・事故を、頻発するが被害の小さい事件・事故と同様、通常のリスク管理プロセスで考慮に入れるべきである。ESG要因はBPの原油流出事故のような極端な事故と密接に関連しており、より包括的なシナリオ分析をするために有益である。

第2に金融取引税(FTT: Financial Transaction Tax) の導入は短期の回転売買を抑制し長期投資を促進することで投資受益者の利益に一致する。欧州及び米国では資本の果たす役割について熱烈な議論が過去10年行われてきた。最近ではフランスの経済学者ピケティが米国・欧州の富裕層は現状の金融市場から最も恩恵を受けていると主張している<sup>2</sup>。彼らは自らの恩恵のために資本を搾取し、政府がその最高の土壌を作るよう望んでいる。一方社会全体は現在の金融市場から十分な恩恵を受けていない。それは市場があまりにも短期志向だからである。ピケティの著書は米国、フランスやその他欧州でベストセラーとなっており、その主張は金融取引税のそれと一致している。したがって過度な資本のボラティリティは是正されるべきであり、政府は投資家に長期志向を求めるべきである。もちろん欧州、米国、日本は容易に比較できるものではないが、ピケティの著書、欧州での金融取引税の登場は、現在の金融市場が重大な欠陥を内包していることの証左である。日本市場の新たな原則を制定するにあたり、資本の役割についても原則が必要である。長期的・持続的成長のために適度なリターン、競争力のある企業、ステークホルダーの満足度が決定的に重要である。これは日本型経済モデルの発展において、現在また将来に渡り重要であり続ける。

最後に企業会計基準は外部性を考慮する必要がある。例えば従業員研修は費用ではなく資本投資として計上されるべきであり、企業の温室効果ガス排出、汚染、生態系破壊は費用として計上されるべきである<sup>3</sup>。先述の経済的利益も ESG 要因を金銭的な項目に統合したものになる必要がある。

Kazutaka Kuroda 黒田 一賢

Social Media Director, Network for Sustainable Financial Markets (SFM)

UK

Dr. Frank Jan de Graaf

Co-Chair, SFM Fiduciary Duty Working Group

Academic and responsible investment specialist

Netherlands

---

1 Preventable Surprises diagnosis framework is suitable for diagnosis and prevention of the extreme events. The framework identifies six drivers of mismanagement: regulatory capture, narrow conception of risk, organisational learning disabilities, leadership failures, weak concern for negative externalities, and shareholder value fundamentalism. (access 2 December 2013)

<http://www.preventablesurprises.com/diagnosis-and-prevention/the-diagnosis/>

2 Piketty, T. Capital in the Twenty First Century, Harvard University Press, Cambridge, Mass. 2014.

3 Williams, Cynthia A., De Graaf, Frank Jan and Johnson, Keith L., The Economic Role of Finance: A Contribution to the Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making November 2011, P14. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2084722> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2084722>