

企業は上場リテラシーを向上させ、 攻めのエンゲージメントを目指せ

手 島 直 樹

1. エンゲージメントはガバナンス不全の解決策となるのか

なぜ今、エンゲージメントなのか

昨今、投資家との対話、つまり、エンゲージメントへの期待が高まりつつある。エンゲージメントは、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの両コードにおける主要テーマの一つであり、特に目新しい概念ではない。実際、エンゲージメントに関連するコーポレートガバナンス・コードの原則へのコンプライア率は、100%に近い水準である¹⁾。多くの企業はIR体制を整えており、投資家とのエンゲージメントは通常業務の一環となっているのだ。

なぜ今、エンゲージメントなのか。そのきっかけは、東京証券取引所が2023年3月に公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて²⁾」(以下「お願い」という)である。私は「PBR1倍割れ撲滅宣言」と呼んでいるが、この「お願い」が上場企業に与えたインパクトは強烈だった。上場企業が東京証券取引所の「お願い」を聞き流すはずもなく、その公表の前後から企業が積極的に株主還元強化に動き出した。例えば、シチズン時計が発行済株式総数の約26%(400億円)を上限とする自社株買いを公表したり、岡三証券が2027年度までの中期経営計画の対象期間において、

1) 東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023, 株式会社東京証券取引所, 2023年3月

2) 日本取引所グループ プレスリリース, 株式会社東京証券取引所, 2023年3月31日

PBR 1 倍を超えるまで年間10億円以上の自己株式取得を実施する方針を示したりしている。また、2023年3月期の決算発表では、他の企業も続々とこの流れに追随した。さらには、アクティビストもこの波にうまく乗っている。もともとPBR 1 倍割れ企業をターゲットすることが多いが、彼らの株主提案の書類には「PBR 1 倍割れ」という単語がこれまでになく多用されている。ストラテジック・キャピタルは、建機レンタル大手ワキタに対して、「PBR 1 倍以上を目指す計画の策定及び開示に係る定款変更の件」という株主提案を提出しているほどだ。同ファンドの丸木強代表は「以前から投資先のPBR低迷を指摘してきたが、東証が改善を要請したことで言いやすくなった」と語っている³⁾。

「お願い」に狙う撃ちされたPBR 1 倍割れ企業からすれば、「東証はアクティビストにでもなったのか」と不満を言いたくもなるかも知れないが、時間的な猶予もなく上場廃止やTOPIX除外を迫られるよりも、はるかに親切な対応と言えるだろう。

では、東京証券取引所の「お願い」とは具体的にはどのようなものなのか。主に、資本コストや株価を意識した経営の実現、エンゲージメント、そして情報開示という三つの論点から構成されている。正直な印象としては、コーポレートガバナンス・コードに関連した原則があったはず、というものだ。実際、資本コストに関しては原則5-2、エンゲージメントに関しては基本原則5や原則5-1、そして情報開示に関しては基本原則3や原則3-1に示されている。なぜ、これらの三点なのか。これは、コーポレート・ガバナンス改革のフォーカスが形式から実質化にシフトしつつあることを示していると考えられる。

そこで、まずはコーポレート・ガバナンス改革を振り返ってみたい。

3) 日本経済新聞朝刊、2023年5月18日

コーポレート・ガバナンス改革はどのような変化をもたらしたのか

これまでのコーポレート・ガバナンスの改革の成果として形式は順調なペースで整備されてきた。プライム市場上場企業に関しては、コーポレートガバナンス・コードの全83原則のうち、コンプライ率が9割を下回ったのは11原則にとどまる。プライム市場上場企業に関する主な変化を挙げると、9割を超える企業が独立社外取締役を3分の1以上選任し、8割超の企業が指名・報酬委員会を設置済みだ⁴⁾。また、多様性に関しては、女性社外取締役を選任する企業は約8割となっている⁵⁾。

では、実質化についてはどうだろうか。この点に関しては、道半ばと言わざるを得ない。そもそも実質化が満足できる水準であれば、東京証券取引所が上場企業に「お願い」をする必要はないはずだ。

実質化の評価指標としてはさまざまなものが考えられるが、日本企業にとっての最大の課題とも言える資本効率性にスポットライトを当てるには自己資本利益率(ROE)と株価純資産倍率(PBR)という二つの指標に注目するのが適切だろう。実際、東京証券取引所が「お願い」の一つとして公表した資料⁶⁾においてもこれらの指標が重視されている。結論から言えば、どちらの指標も二極化が著しい⁷⁾。

まず、ROEに関しては、プライム市場において8%を下回る企業が47%にのぼるが、その比率は米国では14%、欧州では19%に過ぎない。一方で、二割のプライム市場上場企業が15%以上のROEとなっている。なお、これらの優

-
- 4) 東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023, 株式会社東京証券取引所, 2023年3月
 - 5) 企業統治助言会社のプロネットによる2022年7月1日時点でのプライム上場の1829社に対する調査
 - 6) 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について, 株式会社東京証券取引所上場部, 2023年3月31日
 - 7) 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第一回事務局説明資料, 株式会社東京証券取引所上場部, 2022年7月29日

良企業の株価パフォーマンスは好調な米国株と同水準である⁸⁾。

PBRに関しても、ROEの関数であるため同様な結果となる。プライム市場では半数の企業が1倍割れとなっているが、その比率は米国では5%、欧州では24%に過ぎない。また、15%のプライム市場上場企業のPBRが0.5倍未満である一方で、2倍以上となっている企業が23%となっている。

このようにコーポレート・ガバナンスの形式の整備は、多くの企業において実質化を伴っていない。私の理解では、コーポレート・ガバナンス改革の第一目一番地は、資本コストの導入、そして、資本コストを上回るリターン⁹⁾の創出である。この二つが実現されるのであれば形式は不問と私は考えているが、残念なことに、多くの企業においては形式だけが一人歩きする結果となっている。

上場企業の経営者は株価を意識せよ

コーポレート・ガバナンスの実質化の現状を受けて、市場区分見直しに関するフォローアップ会議（以下「フォローアップ会議」という）では、企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘がなされている⁹⁾。関連するコーポレートガバナンス・コードの基本原則や原則へのコンプライアンスを申告しながら、株価や資本効率性が低水準にとどまっているのは経営者の責任である、と言っているようなものだ。私は、フォローアップ会議の指摘に賛同の立場である。

なぜならば、株式会社のゴールは持続的な企業価値向上である、と考えるからだ。もちろん、企業にはさまざまなパーパス、ビジョン、そして、ミッショ

8) 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第四回、野村アセットマネジメントの資料、2022年11月25日

9) 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について、株式会社東京証券取引所上場部、2023年3月31日

ンがあるだろうが、企業価値を持続的に向上できなければ、それらはすべて企業の自己満足に過ぎないというのが私のスタンスである。そのため、KPIとしては、企業価値向上のプロキシとしてキャピタル・ゲイン（ロス）と配当利回りを合計した株式総利回り（TSR）を最重視する。よりストレートに言えば、株価をかなり意識するということだ。

よって、私が経営者であればPBR 1倍割れは許しがたい。株主総会で株主の前に姿を見せるのも気が引ける。罪滅ぼしとして、報酬を辞退し株主にお許しを乞うことになるだろう。仮に自分の会社がPBR 1倍割れに陥ることがあれば、たとえ「分母対策」と非難されようが、自社株買いや政策保有株式売却など考えうるあらゆるアクションを取り早期での1倍回復を目指すだろう。

こうしたスタンスからすると、PBR 1倍割れを放置できる経営者が不思議ではない。株価は会社、そして経営者に対する株式市場による客観的な評価指標であり、野球選手にとっての打率のようなものである。多くの経営者は、株価は市場が決定するものであるため、株価が低迷しても為す術がないと考えているのかもしれないが、これは打率が低迷する打者が、最近は「投高打低」の傾向があり打率が低くても為す術がないと考えるのと同じだ。どちらにも優れたパフォーマンスは期待できない。

このような経営者は何を目的として多大なコストをかけてまで上場を維持しているのだろうか。多くの日本企業は健全な財務状況を維持しており、株式発行による資金調達ニーズはない。だからこそ、日本の株式市場は長期にわたり資金調達の間から資金還元の間となっているのだ。彼らにとっての上場メリットは知名度や信頼性といったインタンジブルなものなのだろうが、私は株価の存在自体が最大の上場メリットだと考えている。昨今は、経済モデルの変化に合わせて有形資産から無形資産にフォーカスがシフトしつつあるが、株価こそ上場企業にとって最も重要な無形資産なのである。

このことは、MBOなどにより非上場化した姿を想像すればわかりやすいはずだ。株価がなければ経営者は気が楽になるかもしれないが、その一方で、経営の評価指標は基本的に財務諸表に限られることになる。所詮は、「前年度対比」の世界だ。これでは、自社の現在地やポテンシャルを把握するには程遠い。また、ほどほどの「前年度対比」成長で自己満足に陥る恐れもある。私の留学先のビジネススクールの教授が、「非上場であることは、目隠しをして空を飛ぶようなものだ」とよく語っていたが、非上場企業の監査役を務めていた時にこの言葉の意味を痛感した経験がある。完全子会社化された上場子会社の経営者も同じ思いをしているのではないだろうか。

一方で、上場企業が見る景色は大きく異なる。株式市場が頼みもせずとも日々企業を評価してくれるのだ。株式市場は企業がポテンシャルに向かって順調に進んでいれば株価を上げ、期待に沿わない業績であれば株価を下げる。もちろん、日々の変動に気を取られる必要はないが、上場企業の経営者は一定期間での株価トレンドを意識し、自社に対する市場の期待値を把握すべきだ。そして、株価が上昇傾向にあれば慢心せずにトレンドを加速させ、下落傾向にあれば危機意識を持ちトレンドを反転させる。企業価値向上とは、このプロセスを永遠に繰り返すことなのだ。上場とは、株式市場に尻を叩いてもらうことだとも言える。経営者は、自己満足に浸る暇もなければ、落ち込んでいる暇もない。こうした意識を持つだけで、多大な上場コストの元を取れるはずだ。

ニデックの永守重信会長兼CEOは次のように述べている。

私ほど自社の株価や時価総額について語る企業経営者もいないかもしれない。常に自社の株価の動きに目配りし、1日に10回くらいはチェックする。これまで述べたように、私が最も重視する数字は時価総額である。証券市場を意識し、株価を意識してこそ、経営に緊張感が生まれ、成長にもつながる。そう

信じているからである。それこそ上場の意義であろう¹⁰⁾。

また、2022年4月にCEOへの復帰を決めた際には次のよう述べている。

今の株価は私には耐えられん。(株価ボードで見ると)石投げて壊したろかというぐらい¹¹⁾。

こうした姿勢こそ上場企業の経営者が持つべきアントレプレナーシップであり、アニマルスピリットであろう。残念ながら、どちらも生まれつきのものであり教育でどうなるものでもないが、株価を意識することは誰でも真似ができるはずだ。

私のこうした株価へのスタンスは、ステークホルダー理論全盛の時代において時代遅れの株価至上主義に思われるかもしれないが、経営者による企業価値向上へのコミットメントは、どのような理論の下でも大前提となるのだ。

社外取締役は自らの責務を果たせ

では、全責任は経営者にあるのだろうか。私はそうは考えない。私の責任追及は社外取締役にも向けられる。当然、彼らにも経営者と同様に責任がある。私の疑問は、彼らは経営を監督する上で株価やPBRを確認しないのか、ということに尽きる。会社が準備する資料を読み込み、理解するだけで大変だとは思いますが、株価やPBRの確認は一瞬で済む。たしかに、ダイバーシティのトレンドにより、特に安定株主比率の高い企業を中心として、資本コストもPBRもよく理解していないように思われる人材が社外取締役に就任している印象がある。しかし、取締役のスキルマトリックスにおいてファイナンス関連にチェックの付く取締役であれば、株価やバリュエーションの確認はルーティーンであるは

10) 永守重信(2022)『永守流経営とお金の原則』日本経済新聞出版

11) 日本経済新聞朝刊 2022年5月7日

ずだ。よって、半数の日本企業がPBR 1 倍割れに陥る現状に対して、彼らの「罪」は他の取締役よりもはるかに重い。もちろん、投資家はそれを見ている。社外取締役としての評判には傷がついているはずだ。実際、最近はアクティビストに名指しで批判されるケースも少なくない。社外取締役はもはや「美味しい」仕事ではなくなりつつあることを認識した方が良好だろう。

本来、株価が長期にわたりPBR 1 倍割れの水準にとどまるのであれば、その重大さを理解するファイナンス系の社外取締役が率先して、経営陣に対して企業価値を向上させるアクションを求めなければならない。それでも経営者がアクションを取らない場合、社外取締役には二つの選択肢がある。一つ目は、潔く辞任することだ。これが市場に対して重要なシグナルを送ることになる。投資家も社内で問題が生じていることが想像できるだろう。また、辞任により自身のプロフェッショナルとしての評判を維持できるはずだ。

二つ目は、社長の解任に向けて行動することだ。何もサクセッション・プランに固執する必要はない。そのためにも解任のための明確なKPIを事前に設定する必要がある。一般的には不正行為や法令・定款違反があった場合や、経営者としての資質を欠いた場合など、定性的な基準が設定されることが多いが、中期経営計画の定量目標や同業他社との相対的な株価パフォーマンスなどをKPIとして設定するのが適切と思われる。明確なKPIの存在が解任の議論を開始するきっかけとなるはずだ。

そもそも日本にはPBR 1 倍割れの企業が二千社近く、そして0.5倍未満も700社超存在する。一般的に社長の解任は極めて限定的な事象だが、二千社のうち一社ぐらい株価の長期低迷を理由に社長解任があっても何ら不自然ではない。逆に解任がないこと自体がコーポレート・ガバナンス不全の証だとも考えられる。

なお、「お願い」においては形式が十分に整備されていることもあり、社外

取締役に関する項目はなかったものの、東京証券取引所は、経済産業省が2020年7月に策定した社外取締役の在り方に関する実務指針を2023年4月に上場企業に対して送付した。そのレターには次のように書かれている。

上場会社の皆様の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に向けては、社外取締役の皆様においても、株主からの付託を受けて経営を監督する立場として、その役割を發揮いただくことが期待されております。

一方で、現状では期待される役割を十分に認識していない社外取締役も見られるとの指摘もあることから、社外取締役の皆様には、その役割についてより理解を深めていただくことを目的としてご送付するものです¹²⁾。

真剣に経営の監督に従事する社外取締役であれば激怒しかねない内容であるが、実態としては、PBRやROEだけでなく、社外取締役の質も二極化しているということなのだろう。日本の上場企業数を考慮すると、将来的には一万人以上の社外取締役が必要になると想定される。どちらかと言うと、質の二極化がさらに拡大する方向に進む恐れがあるように危惧されるが、「社外取締役マニュアル」が社外取締役の質の全体的な底上げにつながることを期待したい。

エンゲージメントをガバナンス実質化への「ラストリゾート」とすべきなのか

これまで見てきた通り、東京証券取引所の開示情報から想像される日本企業像とは、資本コストや株価に対する意識改革が必要な経営者が経営を担い、期待される役割を十分に認識していない社外取締役がその監督をするというものだ。執行と監督のコンビネーションとしては理想的とは言いがたいが、PBRやROEの水準を見る限り、約四千社の上場企業の中には、この「プロフィール」がフィットする企業も少なくないだろう。

12) 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第10回、資料5「社外取締役の在り方に関する実務指針」の送付について、株式会社東京証券取引所 上場部、2023年4月25日

では、この問題をどう解決すべきなのか。ガバナンス実質化への「ラストリゾート」は投資家である、というのが東京証券取引所の考えのようだ。フォローアップ会議では、投資者との対話を通じて、自らの経営力を高度化するための気づきを得ることが重要であるとして、対話の重要性があらためて指摘されている¹³⁾。実際、エンゲージメントが「ラストリゾート」となり得るポテンシャルを感じさせる根拠には事欠かない。実証研究と企業による評価という二つの視点から確認する。

まず、実証研究であるが、アクティブ投資家とのエンゲージメントが投資先企業の業績、株価、そして、ガバナンスにポジティブな影響をもたらすことが複数の研究で示されている¹⁴⁾。

次に、企業によるエンゲージメントの評価であるが、サーベイ¹⁵⁾によると、運用機関から有益な提案・示唆を得られると回答した企業が8割超、運用機関からの提案・示唆を経営判断に年1回以上反映したと回答した企業が7割超、そして、運用機関とのエンゲージメントが株価形成に寄与すると回答した企業が9割近くとなっている。また、積極的にエンゲージメントしたい運用機関として最高評価となったアセットマネジメントOneは、エンゲージメントに際して、投資先企業についての分析レポートを作成して臨んでいる。レポートでは、企業を取り巻く環境や企業のESG課題への取組み状況、それらに対する同社の評価や課題解決のための対応策について個社別にまとめている。

13) 株主との対話の推進と開示について、株式会社東京証券取引所上場部、2023年3月31日

14) 日高航, 池田直史, 井上光太郎. (2021). 機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果. RIETI Discussion Paper Series 21-J-036, Becht, M., Franks, J. R., Miyajima, H., & Suzuki, K. (Icko). (2021). Outsourcing active ownership in japan. SSRN Electronic Journal.

15) 田上 亜希子, 運用機関のステュワードシップ活動 —企業向けアンケートの結果より, みずほリサーチ&テクノロジーズ コンサルティングレポート vol.3 2022

このようにエンゲージメントは、ガバナンスの実質化への「ラストリゾート」となり得る期待ができるものの、ガバナンス不全の解消を投資家に頼ってばかりで良いのだろうか。ガバナンスの基本は、自律であるはずだ。つまり、経営陣と取締役会が主役でなければならない。投資家はあくまで「セーフティネット」の位置付けた。エンゲージメントという言葉は、最近ではポジティブな響きがあるが、企業の立場からすれば、本来はネガティブなものであるはずだ。なぜか。そもそも、エンゲージメントが必要となる原因を考えてみると良い。それは、企業に隙があるからだ。よって、投資家からの気づきの数は、企業の隙の数と等しい。外国人投資家とのエンゲージメントでは目から鱗が落ちることが多いと話す経営者は、隙だらけであることを自ら認めているだけだ。経営者が会社のことを投資家よりも知らないというのは恥ずべきことであり、自身の経営者としての至らなさを猛省すべきである。エンゲージメントにおいて社長が目から鱗が落ちる回数を解任のKPIとして設定すべきだと私は真剣に考えている。

社外取締役としての経験が豊富なトロント大学のデヴィッド・ビーティーは次のように述べている。

アクティビストが急増しているのは、上場企業の取締役会のパフォーマンスがあまりにも悪いからだ。アクティビストの仕事は、企業を深く分析し、投資先に自身の資金を賭け、そして、株主の利益を生み出すために、より良い経営のアプローチを公の場で提唱することだ。私は、こうしたアクティビストの行動を上場企業の取締役会が機能不全を起こしている証である、と考えている¹⁶⁾。

私が考える究極のコーポレート・ガバナンスとは、エンゲージメントを不要とするものだ。経営陣と取締役会という「内野手」が機能すれば、投資家という「外

16) Jonathan Bailey and Tim Koller, Are you getting all you can from your board of directors?, McKinsey&Compay, November 2014.

野手」によるバックアップの機会は限られるはずだ。つまり、企業を信頼できれば、投資家があえてエンゲージメントに多大なコストを割く必要はないのだ。

理想なケースが、バフェットと投資先である五大商社との間でのエンゲージメントである。バフェットは大株主になって以来、二度書簡を送り、そして、2023年4月に来日し経営トップと面談している。おそらく各社の今後の方針を確認し、経営トップを応援するのが来日の目的だったのだろう。これこそ、「内野」が機能すれば、「外野」には出番がないという自律型ガバナンスの姿である。なお、バフェットの投資対象は、経営者を信頼できる企業に限定されるため、基本的にエンゲージメントは不要である。

では、自律型コーポレート・ガバナンスの実現のために日本企業には何が必要なのか。

2. 上場リテラシーがエンゲージメントを変える

上場企業は上場リテラシーを向上させよ

私は、日本企業のコーポレート・ガバナンス不全の解消に必要なのは、上場リテラシーだと考えている。上場リテラシーとは、簡単に言えば、上場企業としてのエチケットであり、株式市場において正当な評価を受けるために必要なマナーとも言えよう。上場リテラシーがあれば、株価や資本効率性に無関心ではいられない。

上場リテラシーは、コーポレート・ファイナンスの理解力と株式市場に対する洞察力という二つのスキルから構成される。これらのスキルには投資家が優れているため、前述のサーベイが示すように、投資家にエンゲージメントにおいて提言や示唆を期待する企業が多い。企業は経営に集中し、分析・評価は投資家に一任する、という姿勢の表れであろう。たしかに合理的に思われるが、

この姿勢こそが上場リテラシーを空洞化させ、企業に隙を作っているのだ。

企業価値の向上において不可欠なのは、キャッシュフローを持続的に増加させることに加えて、企業価値を評価する投資家の視点を理解し、投資家のように考えることである。つまり、仮に自分が投資家だとした場合、何を会社の課題と考えるのか。そして、その課題をどのように解決するように会社に提言するのか。このような「投資家機能」を社内に内製化できるか否かが、自律型コーポレート・ガバナンスの実現、さらには、企業価値創造の再現性の向上に極めて重要となるのだ。

上場リテラシーについて具体的に示すために、私が日産自動車のIR部において従事していた業務を紹介したい。私は、米国のビジネススクールでコーポレート・ファイナンスを専攻した後、グローバルな証券アナリスト資格であるCFAを取得しているため、上場リテラシーを構成する二つのスキルを保有する。そのため、日産のIR部では「コーポレート・アナリスト」と呼ばれており、ルノー出身のフランス人役員には「社内にインベストメント・バンカーがいるようなものだ」と言われて重宝されていた。なお、私がIR部に在籍していた時期はCFO不在という珍しい状況であったため、フランス人IRオフィサーとともにIR部としてCFO機能を果たすような意識で業務に従事していた。

まず、コーポレート・ファイナンスの領域では、全社的な財務戦略を策定していた。特に、コーポレート・ファイナンスの骨格となる資本構成方針と株主還元政策が主なテーマであった。自社株買いに関しては、DCF（割引キャッシュフロー）モデルで算出した理論価値を参考にしつつ基準価格を設定した。また、資本構成に関しては、当時格付け評価が同業他社よりも低水準であったこともあり、流動性を意識した保守的な資本構成に設定していた。コーポレート・ファイナンスの領域では、ファイナンス理論と定量分析をフル活用していたのが特徴である。

一方の株式市場関連の領域では、主に三つの業務があった。まずは、企業価値評価である。毎月DCFモデルをアップデートし、日産の理論価値を把握していた。経営者へのレポートを目的とするものではなかったが、理論価値の把握は、前述の自社株買いの決定など他の業務に不可欠であった。なお、経営者向けには、グローバル自動車メーカーの株価マルチプルを月末に算出し、レポートしていた。

二つ目がIR戦略の策定である。CEOによる投資家コミュニケーション方針の決定が最重要テーマであった。方針決定に際しては、前述のDCFモデルによる理論価値の把握がコミュニケーションのトーンを決定する上で重要なインプットとなっていた。コミュニケーションというと定性的なイメージが強いが、IRにおいてはあくまで定量的な分析に基づくものでなければならない。方針決定後は、投資家向けの決算発表のCEOスピーチ及びアニュアルレポートのCEOメッセージを執筆した。CEOコミュニケーションにおいて重視したのは、経営陣が株価を意識し、企業価値の向上へコミットする姿勢を伝えることである。また、当然のことであるが、CEOコミュニケーションにおいては自分がCEOに「成り切る」ことが求められる。よって、CEO視点の理解が必要であり「目線」の高さが求められたが、この点ではコンサルタントやMBAで得た知識や経験が極めて有益であった。

なお、初めてアニュアルレポートのCEOメッセージを担当した際には、半ページ程度を任されたのだが、株価パフォーマンスが低迷した年度であったこともあり、その原因を株式市場のメカニズムに基づいて理論的に説明した。このメッセージをお読みいただいたフィデリティ投信の蔵元康雄取締役副会長（当時）からお電話をいただきお褒めの言葉をいただいたことが良い思い出である。その後、「CEOゴーストライター業」が私にとって最もエキサイティングな業務となった。

三つ目が、業界ベンチマーク分析である。国内の同業他社の決算数値に基づく四半期ベースでのベンチマーク分析はもちろんだが、最重要タスクは、年一回、長期の決算データに基づきグローバル自動車メーカーのベンチマーク分析を行い、日産の株価水準の妥当性や課題を分析することであった。自分が自動車アナリストになったつもりでレポートを作成していた。前述の月次レポートのように単にマルチプルを比較する分析とは異なり、経営陣にとっても株式市場の評価を把握するには有効だったと思われる。

このように私は、株価をフル活用してさまざまな業務を行っていた。投資家の視点を経営に取り入れるという点では一定の貢献ができたのではないかと考えている。

上場リテラシーを持つ人材をファイナンスのコアポストに配置せよ

企業の上場リテラシーを決定するのは、IRオフィサー、CFO、そして社外取締役の三本柱である。もちろん、上場企業にはこれらのタイトルを持つ人材は必ずと言っていいほど存在するが、重要なのはタイトルではなく質だ。PBR 1倍割れが恒常化する企業は、少なくとも三本柱の一角が崩れているはずである。三本柱の質をいかに高めるべきかを考えてみたい。

まずは、柱の修復が容易な社外取締役から見ていこう。上場リテラシーを持つ人材を社外取締役に任命すれば問題は解決する。では、現状として、上場リテラシーを持つ社外取締役はどの程度存在するのだろうか。取締役のスキルマトリックスを確認すれば判断できると考える読者も多いかもしれないが、残念ながらそれほど単純なものではない。その理由は、多くの企業が利用する「財務・会計」というカテゴリーがミスリーディングであることだ。上場リテラシーと「財務・会計」は私の理解ではまったく別物だが、「上場リテラシー」というカテゴリーがない以上、会計士、税理士、投資家、アナリスト、インベストメント・バンカー、銀行員などお金に関連する業務の人材はすべて「財務・会

計」に分類されてしまう。よって、「財務・会計」にチェックがあったとしても、上場リテラシーを持つとは限らないのだ。実際、「財務・会計」をブレイクダウンすると実態が見えてくる。ファイナンスとインベストメントのスキルを保有する人数が取締役総数に占める比率はそれぞれ22.2%と22.1%となっており、米国の67.0%と63.7%、そして英国の59.5%と59.0%と比較すると著しく低水準となっているのだ¹⁷⁾。

こうした上場リテラシーの欠如に関して、米運用会社ダルトン・インベストメンツが興味深い提案をしている。同ファンドは、投資家・アナリストとして高い経験とスキルを持つ人材を社外取締役として任命するように訴えているのだ。その根拠は次の通りである。

「アナリストとして高い経験とスキルを持つ人材」の登用は、外部投資家・株主の目線を取締役会にもたらずと同時に、健全なリスクテイクを通じた企業価値向上に資する効果的な手段と考えます。(中略) しばしば銀行出身者や会計士がスキルマトリックスのファイナンス部分を担うと説明されますが、「健全なリスクテイク」を促す観点からは会計や負債市場の専門性だけでは不十分であり、そこにエクイティ市場の専門家の意義があることをご理解ください¹⁸⁾。

この主張と合致するのが、英投資ファンドのアセット・バリュエーターズ (AVI) が、日本コンベアを傘下に持つNCホールディングスの2023年6月総会において提出した株主提案である。同社は、11名の取締役のうち8名が社外取締役となっているが、そのうち会計士が2名、そして銀行出身者が2名である。しかし、AVIは、資本市場に関する高度な知見及び豊富な経験を有する社外取締役が必要との理由により、投資運用会社の代表とインベストメン

17) CGS研究会 第四回事務局資料、経済産業省産業組織課、2022年4月6日

18) CIOであるジェイミー・ローゼンワルド三世から投資先の経営者及び取締役宛の手紙、ダルトン・インベストメンツ、2022年12月5日

ト・バンク出身者の2名を候補として提案した¹⁹⁾。

また、コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）の提言も、これらのファンドの主張に近い²⁰⁾。具体的には、資本市場を意識した経営に関する知識・経験・能力を備えた者を取締役として選任することも、選択肢の一つになり得る、と述べられている。そして、具体的な候補者としては、他社で戦略的なCFO業務を経験した者、アセットマネージャーやアセットオーナーの経験者、自社の業種に詳しいアナリスト、投資家との対話と企業内部の意思決定の両面に精通したIR経験者などが想定されている。

実際、日本企業においても、オリンパス、JSR、富士通、丸井、川崎汽船などにおいて大株主であるファンドから社外取締役就任するケースが見られている。ただし、株主による社外取締役への就任には、一般株主との利益相反の問題などを理由に機関投資家からの批判的な意見も少なくない。そうした理由から、投資家・アナリストとしての経験とスキルを持つが、投資先企業の株主ではない人材を候補とするのが機関投資家からの賛成も得やすいだろう。

なお、上場リテラシーを持つ人材が社外取締役である場合、スキルマトリックスのカテゴリーに工夫をすると良い。スキルマトリックスのカテゴリーは柔軟性が高いからだ。例えば、ニトリホールディングスは「現状否定 変化・挑戦」、清水建設は「論語と算盤 ESG」というカテゴリーを設定している。そこで、「株式市場理解力」、「投資家の視点」、「企業価値評価」、「バリュー投資」、「投資家コミュニケーション」などのカテゴリーを検討するのはいかがだろうか。

続いて、CFOとIRオフィサーの議論に移りたい。結論を先に述べると、現

19) 株主提案受領に関するお知らせ、N Cホールディングス株式会社、2023年5月2日

20) コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）、経済産業省、2022年7月19日

任者にテストを行い、落第した場合には、上場リテラシーを持つ人材を社外からヘッドハントすべきである。あまり認識されていないのが不思議でならないが、CFOもIRオフィサーもデータサイエンティストなどと同様な高度人材である。社内のシステム課長をデータサイエンティストに育成することが容易でないように、財務部長や経理部長をCFOへ、財務課長や経理課長をIRオフィサーに育成することも容易ではないのだ。地位と給与は上がるが、仕事ぶりは以前と代わり映えしないケースも少なくない。

では、どのようなテストを実施するのか。まず、IRオフィサーに関しては、DCFモデルを構築させ、理論価値を算出させる。これは、アナリストとしての能力を測るためのテストであり、私は「DCF思考テスト」と呼んでいる。IRオフィサーが、エンゲージメントの場において投資家と同じ土俵に立ち、彼らの視点を理解するためには、彼らと同じタスクを実行できなければならない。私の日産での経験が示すように、そのタスクとして代表的なのがDCFモデルの構築だ。「敵」を知るIRオフィサーは「敵」のニーズも理解できる。私は企業からIRの相談に受けることがあるが、どのような情報を開示すべきか、と質問されることが多い。これは、IRオフィサーが投資家のニーズを理解できていない証拠であり、「DCF思考テスト」の合格は期待薄だ。

次にCFOに対しては、ホワイトペーパーを作成させる「企業価値向上思考テスト」を行う。ホワイトペーパーとは、アクティビストがパブリックキャンペーンを開始する際に、ホームページに掲載する企業価値向上に向けた提案書である。ホワイトペーパーは揚げ足を取るの簡単だが、ゼロから作成するには上場リテラシーが求められる。具体的なテーマとしては、企業価値を三割向上させるための戦略を提案させれば良い。合否のカギとなるのは、企業価値創造のメカニズムの理解であり、財務部長や経理部長としての経験が有利に働くことはないだろう。なお、CFOは投資家に常日頃からテストされていることを認識した方が良い。例えば、かつて英投資会社M&Gのファンドマネージャー

を務めたアレッド・スミスも、「企業価値向上思考テスト」を実施している。「御社のビジネスモデルについて教えてください。御社がどのように企業価値を生み出すのかをA3用紙にチャートで書いていただけませんか」というのが彼のテストだ。8割のCFOは書けないという²¹⁾。もちろん、書けなければ投資対象から除外される。

以上がテストの内容であるが、テストには条件が二つある。まずは、一人でテストをやらせることだ。外部の専門家にフリーライドされると本人の能力が判断できない。次に、上場リテラシーを持つ社外取締役を評価の責任者にする事だ。高度人材の評価は、同じ分野の専門家しか評価ができないからだ。CEO、COO、CHOなどはオブザーバーにとどめた方が良いだろう。

一方、読者の中には、現任者が落第した場合、サクセッション・プラン通りに社内の次世代人材を昇進させれば良いではないか、と考える方もいるだろう。なぜ、私はヘッドハントを推奨するのか。それは、現任のCFOとIRオフィサーの落第は、社内における上場リテラシーの空洞化の証だと考えるからである。社内にスキルがない以上、日本企業の得意するOJTは機能しない。よって、次世代人材にもスキルはなく、確実に落第となる。こうした上場リテラシーの空洞化の悪循環を止めるにはヘッドハントが最も効果的なのだ。ヘッドハントされた人材は、本人が活躍するだけでなく、次世代人材にOJT教育を施しつつ、市場リテラシーの高い組織の基盤を構築してくれるはずだ。次世代人材が育てば、内部人材を登用すれば良い。

日産での経験談になるが、私の上司であったフランス人IRオフィサーは、インベストメント・バンク出身であった。その後、ルノーに転職し、日産に移っ

21) Marc Goedhart and Tim Koller, How to attract long-term investors: An interview with M&G's Aled Smith, McKinsey&Company, June 2013

てきたのだ。彼は、IR部に通信業界のアナリスト出身者をリクルートし、分析業務を担当させるなど欧州流のIRを日産に導入していた。私が投資家やアナリストに対する決算説明という典型的なIR業務から解放され、分析業務に集中できたのは、彼のIRに対する先進的な考え方のおかげだ。私は彼のOJTを受けた記憶はないが、彼の働き方を見ていればIRの仕事がよく理解できた。これもOJTの一環と言えるのかもしれない。

CGSガイドラインには、日本の大企業においては、コーポレート・ファイナンスのスキルが海外の大企業と比べて一般的に不足していると指摘されている²²⁾。これは、メインバンク制や株式の持ち合いなど、かつて株式市場を意識する必要が低かった日本特有の事情が主な原因と考えられる。しかし、今は、コーポレートガバナンス・コードの時代である。昨今、日本においても、ベンチャー企業を中心に投資家やアナリストの経験者をCFOやIRオフィサーにヘッドハントするケースが増えつつある。ジョブ型雇用が叫ばれるなか、大企業でもこうしたトレンドに追随するケースが増えることを期待したい。

理論価値志向の投資家をエンゲージメントのターゲットとせよ

エンゲージメントを意味のある場とするためには、企業の上場リテラシーの向上に加えて投資家選びもカギとなる。最近の風潮では、投資家であれば誰でもエンゲージメントができるような印象を持つが、これは誤解であり、課題も少なくないというのが実情だ。だからこそ、エンゲージメントに特化するファン드가存在する余地があるとも言える。

企業が投資家に感じる課題として挙げているのは、企業に対する分析や理解が浅い（対話内容が形式的である）ことや、短期的な視点・テーマのみに基づ

22) コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）、経済産業省、2022年7月19日

く対話などである²³⁾。これらの課題に関しては投資家も認識しており、対話のリソース・人材の拡充、対話先の分析や理解の深化、そして、中長期的な視点を意識したESG等の対話テーマ設定における工夫などを重点的に取り組むべき項目として挙げている²⁴⁾。

では、どのように投資家を選別するのか。カギを握るのが、上場リテラシーを持つIRオフィサーである。彼らが一定の基準に基づき投資家のエンゲージメント能力を把握し、各投資家をランク付けを行う。基準に関しては、パッシブ投資家とアクティブ投資家で異なるため、それぞれについて確認する。

まず、パッシブ投資家に関しては、エンゲージメント担当者のスキルの見極めが重要となる。彼らは究極の長期投資家であり、短期志向の懸念はないが、エンゲージメント担当者が担当する企業数によっては、個別企業への理解が不十分となる恐れがある。実際、サーベイ²⁵⁾によると、一人の担当者に20社超50社以下を担当させる運用機関が過半となっており、20社以下が過半となるアクティブ運用と比較すると、担当企業数ははるかに多い。また、パッシブ投資家の投資先は、基本的に全上場企業であり、投資先企業が相当数にのぼることを考えると、彼らが関心を持つのは、上場企業の「最大公約数」的なテーマとなるはずだ。よって、彼らとのエンゲージメントは、基本的にはESGを中心とした対話に有効と考えられる。

次にアクティブ投資家に関しては、長期的な視点で企業のファンダメンタルズに注目する理論価値志向の投資家であるか否かの見極めが求められる。彼ら

23) 2022年度企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート（企業向け）、一般社団法人生命保険協会、2023年4月

24) 2022年度企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート（投資家向け）、一般社団法人生命保険協会、2023年4月

25) 「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」最終報告書、みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社、2023年3月

は個別の投資先企業への理解が深いため、各企業の実態を踏まえたエンゲージメントが期待できる。判断基準としては、ポートフォリオ回転率、銘柄数、そして、担当者一人当たりの担当銘柄数の三項目であり、これらの指標が低水準であるほど、理論価値志向の投資家と考えられる²⁶⁾。また、彼らが株主となれば、株主構成の質の向上にもつながる。株主構成の質は、経営方針に影響を与えかねない要因であり、短期志向の株主が多い企業ほど、投資削減などによる利益操作を行う傾向があることが示されている²⁷⁾。逆に言えば、理論価値志向の株主が多い企業ほど、長期的な経営がしやすくなるはずだ。

もちろん、彼らの投資対象となるためには企業にも努力が必要だ。効果的なアプローチとしては、中期経営計画に加えて、さらに長期スパンの経営計画をKPIとともに開示することが考えられる。彼らにとっては、企業の将来性の理解が不可欠だからだ。また、情報開示の拡張による副次的な効果として、株価ボラティリティや資本コストの低下も期待できる。

ただし、注意も必要だ。経営者の時間をランキング上位の投資家とのエンゲージメントに配分し過ぎないことだ。皮肉なことに、ランキング上位の常連となる理論価値志向の投資家は、経営者がIR活動に配分する時間は勤務時間の10%以内、そして、対応する投資家は多くても15社から20社にとどめるべきだと考えている²⁸⁾。近年、日本企業の経営者も海外ロードショーなどエンゲージメントの機会を増やしているが、これは同時に経営に集中できる時間を奪われることも意味する。経営者にとって時間は最重要な無形資産の一つだ。経営者は、CFOやIRオフィサーに任せられる環境作りを進め、自分の時間を守る必要がある。

26) Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels (2020), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* 7th edition, Wiley Finance.

27) Brian Bushee (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review* 73, no. 3, 305-33.

28) Robert N. Palter, Werner Rehm, and Jonathan Shih, *Communicating with the right investors*, McKinsey Quarterly April 2008.

上場リテラシーを武器に、攻めのエンゲージメントを目指せ

上場リテラシーが向上すると、エンゲージメントのスタイルが大きく変化する。具体的には、投資家から気づきを得るという受け身の姿勢から、攻めの姿勢へシフトすることになる。エンゲージメントという用語は、投資の世界では積極的な関与という意味で利用されることが一般的だが、実は、交戦という意味もある。本来、企業と投資家が積極的に議論し切磋琢磨できる関係を構築するのがあるべき姿だと考えれば、後者の意味合いの方がフィットするかもしれない。

では、攻めの姿勢とは具体的にはどのようなものなのか。二つのステップから構成される。まずは、仮説検証である。社内で立てた仮説を投資家をディスカッション・パートナーとして検証する。いわば、投資家の胸を借りるステップとでも言えよう。次のステップが、投資家への売り込みである。前のステップで磨き上げられた仮説をインプットとして、投資家視点の経営戦略を策定し、投資家にアピールする。それぞれのステップについて見ていきたい。

まず、仮説検証のステップに関しては、私の日産時代の経験をケースとして紹介するのが理解しやすいだろう。前述のように、私はIR部において財務戦略や市場分析というCEOの経営判断を左右しかねない重要性の高い業務に従事していたのだが、働き方は完全に属人的であったため、自分の仮説が独りよがりのものでないかという懸念もあった。そこで、CEOが紹介してくれた大手外資投資会社の外国人ファンドマネージャーと定期的にディスカッションの機会を持つようになったのだ。当時はエンゲージメントという認識はなかったが、今振り返ると非常に意味のあるエンゲージメントであった。

ディスカッションの場では、私の仮説を検証するために、株主還元、資本構成、日産株式のポートフォリオにおける位置付け、株価水準の妥当性、企業価値を向上させるための課題などさまざまな質問をしたが、ファンドマネー

ジャーはどの質問に対して的確に回答してくれた。そこで、私は彼の意見を取捨選択しながら、財務戦略やIR戦略のインプットとしていたのだ。このように投資家のロジックに触れることができたのは、私のスキル向上において極めて有益であった。約20年経った今でも感謝している。

なお、30代前半の平社員が単身でファンドマネージャーを訪問することは珍しく、また、質問内容もコーポレート・ファイナンスやインベストメントに関連するテクニカルなものが多かったため、初回には「君は一体何者なのだ」と不思議がられ、アクセンチュア出身であることを伝えると妙に納得されたという笑い話もある。

経営戦略策定はアクティビストのターゲット企業に学べ

次に、投資家への売り込みであるが、その主役となるのが経営戦略だ。なお、以下では、経営戦略として主に中期経営計画を想定して議論を進めたい。

中期経営計画は、社内における戦略策定と投資家へのコミュニケーションという二つのプロセスから構成される。もちろん、戦略が存在しなければ、コミュニケーションは成立しない以上、前者が主、後者が従、というのが一般的な理解であろう。しかし、攻めのエンゲージメントにおいては、コミュニケーションの重要性が高まり、中期経営計画は、投資家に対して自社の将来性を売り込むための「武器」という位置づけになる。よって、理想的な中期経営計画とは、特に株価が低迷する企業を中心として、公表後に投資家が企業に対する将来への見通しを上方修正し、株価の上昇をもたらすものだ。喜ばしいことに、東京証券取引所の「お願い」公表以来、PBR 1倍割れ解消を中期経営計画の中核に据え、投資家への売り込みに成功する企業が増えつつある。

では、中期経営計画を売り込みの「武器」に進化させるためにはどうすべきなのか。カギとなるのは二点だ。まずは、会社のフルポテンシャル実現のため

に経営目標をストレッチすることである。次に、経営目標達成のための具体的なアプローチを示すことだ。当たり前のように思われるが、実践は難しい。そこで、参考としたいのが、アクティビストのターゲット企業の中期経営計画である。なぜならば、これらの二点はアクティビストが最重視する項目であるため、ターゲット企業は具体的な方針を中期経営計画に反映するように要求されるからだ。よって、企業は「他人の振り見て我が振り直せ」のスタンスでターゲット企業から学べば良い。中期経営計画の質が高まるだけでなく、企業価値向上の可能性も高まるはずだ。もちろん、アクティビストのターゲットとなるリスクも低下する。

以下では、具体的に議論を進めるために、大日本印刷をケースとして取り上げる。同社は、2023年2月に米国のアクティビスト、エリオット・マネジメントが大株主として浮上して以来、改革に向けて大きく舵を切っている。同社は、多くの企業にとって優れたケースとなるはずだ。

まず、経営目標のストレッチに関しては、同社は、アクティビストのターゲットとなった直後、ROE10%を目標とし、PBR1倍超の早期実現を目指す、という基本方針を示した。前中期経営計画ではROE目標が5.0%以上、また、PBRに関しても、基本方針の公表前には0.6倍程度であったことを考えると、どちらもかなりストレッチされた目標である。こうした目標設定には、業績の改善を強く求めるアクティビストの存在が大きな影響を与えたと考えられる。

一方で、アクティビストのターゲットではない企業では、どうすべきなのか。二つのアプローチがある。まずは、仮説検証のステップにおいて投資家の期待値を把握し、目標設定の参考とすることだ。そして、二つ目が、アクティビスト・ロールプレイである。これは、社外取締役がアクティビストの役割を果たし、ストレステストを実施する仕組みだ。企業価値の向上につながる期待される提案であれば、あらゆるものが聖域なく検討されることになる。例えば、

祖業の事業売却のように社内の人材には抵抗がある提案も俎上に載せる。これまで見落とされてきた機会をこのような形で浮き彫りにすることにより、インクリメンタリズムから脱し、目標のストレッチが可能となるのだ。

次に、経営目標達成のための具体的なアプローチに関しては、アクティビストのターゲット企業の中期経営計画に反映される以下の四点を取り入れると良い。

- ・ファイナンス：キャッシュをどのように、そして、どれだけ創出するのか
- ・キャピタル・アロケーション：キャッシュを事業投資や株主還元になどどのような比率で配分するのか
- ・事業ポートフォリオ戦略：どの事業に注力し、どの事業をテコ入れ・売却するのか
- ・財務戦略：資本構成においては、負債と資本をどのような比率とするのか

大日本印刷の2023年度から2027年度までの5年間の計画では以下の通りとなっている。なお、財務戦略に関しては、達成時期が具体的には設定されず、中長期的となっている。

- ・ファイナンス：7,500億円以上のキャッシュを創出。内訳は、営業キャッシュフローの創出による4,400億円以上、政策保有株式の売却による2,200億円、そして、遊休資産の縮減、有利子負債の活用、及び資金効率の最大化による900億円以上。
- ・キャピタル・アロケーション：事業投資に3,900億円以上、そして、株主還元については、配当に関する具体的な金額の開示はないが、自己株式取得に3,000億円程度。
- ・事業ポートフォリオ戦略：事業を成長牽引事業、新規事業、基盤事業、そして、再構築事業に分類。成長牽引事業と新規事業を注力事業領域とし、前述

の3,900億円以上の事業投資のうち、2,600億円以上を配分。

- ・財務戦略：最適資本の構築に向けて、有利子負債も活用しながら、自己資本を2023年3月期の1.1兆円から中長期的に1兆円に圧縮。

以上が、同社のアクティビストへの回答である。特に、政策保有株式の大幅な縮減、過去最大規模の自社株買い、そして、最適資本額の開示は画期的な施策と考えられる。もちろん、株式市場の反応は極めてポジティブだった。同社の時価総額は1兆円を回復し、PBRも0.9倍台と1倍が射程距離圏内にある。

このように同社の新中期経営計画では上記の四点に関して、金額も含めて明確な方針を示されているが、前中期経営計画では、金額の開示は事業投資に限られていた。よって、同社の中期経営計画は、アクティビズムを機に、投資家への売り込みの「武器」へ進化したと言える。

なお、2022年に中期経営計画を発表した主要企業約700社のうち、キャピタル・アロケーションや最適資本構成などの資本戦略に言及したのは66社であり、全体の1割程度にとどまる²⁹⁾。今後、より多くの企業が、投資家のニーズに応える中期経営計画を策定・公表し、攻めのエンゲージメントを実現することを期待したい。

社外取締役によるエンゲージメントという新たなチャネルを活用せよ

日本においては、経営陣によるエンゲージメントがこれまで主流であったが、近年では社外取締役によるエンゲージメントの機会が増加しつつある。欧州では、筆頭取締役や取締役会議長によるエンゲージメントはスタンダードであり、米国においてもここ数年で急速に普及してきた。

29) 日本経済新聞電子版、2022年6月29日

日本企業へのサーベイ³⁰⁾によると、社外取締役によるIR実施企業は、2021年の6%から2022年には11%に上昇した。大幅な上昇とはいえ、一見低水準に思われるが、これは企業規模による二極化の影響が大きい。時価総額が5,000億円以上の企業に限れば、37%が実施済みだ。

このような日本における社外取締役によるエンゲージメントの増加には、二つの要因がある。一つ目が、投資家からの要望である。前述のサーベイ³¹⁾によると、投資家が社外取締役に期待する役割として、株主・投資家との対話への関与と回答した割合が81%となっている。二つ目は、コーポレートガバナンス・コード及び社外取締役の在り方に関する実務指針において、社外取締役にによるエンゲージメント対応が求められていることだ。

では、社外取締役によるエンゲージメントには、投資家と社外取締役にどのようなメリットがあるのか。まず、投資家には二つのメリットが考えられる。まず、自身の考えを社外取締役に伝えることにより、取締役会の議題として取り上げられることが期待できることだ。議題となれば、企業変革のカタリストとなる可能性もあるだろう。そして、二つ目は、取締役会の実効性を把握しやすくなることである。企業による実効性評価よりも、自身の目で確認する方がはるかに客観的な評価ができるはずだ。

また、社外取締役にとっても二つのメリットがある。まず、投資家視点を把握する機会となることだ。もちろん、投資家視点は取締役会での報告や定期的なレポートを通じて把握できるが、情報に報告者の「フィルター」がかかる恐れも否定できない。次に、エンゲージメントを新たな情報源として活用できることだ。社外取締役の情報源が会社の提供する情報に偏る傾向があることを考えれば、

30) ガバナンスサーベイ[®]2022, 三井住友信託銀行株式会社, 2022年10月

31) ガバナンスサーベイ[®]2022, 三井住友信託銀行株式会社, 2022年10月

エンゲージメントは貴重な情報源となり得る。なお、米国企業のサーベイ³²⁾によれば、8割超の社外取締役が、エンゲージメントを有意義だと考えている。

では、日本企業が社外取締役によるエンゲージメントを促進するためにはどうすべきか。二つのアプローチが考えられる。まずは、筆頭取締役や取締役会議長に対してエンゲージメントが自分の責務であることを改めて認識してもらうことだ。この点では、富士通のケースが参考になる³³⁾。同社は2019年に取締役会議長にインベストメント・バンク出身の阿部敦氏を据えた。同氏が2015年に社外取締役に就任すると、投資家から直接、対話の要望が来るようになり、また、取締役会議長就任以降も、月に1、2回の頻度で海外投資家とエンゲージメントをし、対話で得た投資家の疑問を取締役会の場にぶつけている。

次に、米国企業に見られるようにエンゲージメントに関連する委員会を設置することが考えられる。かつて米投資会社バンガードのCEOであったビル・マクナブは、株主連絡委員会を設置することにより、社外取締役によるエンゲージメントを促進すべきであると述べている³⁴⁾。

いずれの形式を選択するにせよ、投資家と企業の双方にメリットがあるはずだ。日本では、社外取締役によるエンゲージメントの必要性を感じる企業が、既に実施済みの企業の約3倍にのぼる³⁵⁾。これらの企業がメリットを理解して実行に移すにつれて、社外取締役によるエンゲージメントが新たなチャンネルとして確立されることになるだろう。

32) PwC's 2022 Annual Corporate Directors Survey, October 2022

33) 日本経済新聞電子版, 2019年12月2日

34) F. William McNabb III, Vanguard proxy voting CEO letter, February 27, 2015, about.vanguard.com.

35) ガバナンスサーベイ[®]2022, 三井住友信託銀行株式会社, 2022年10月

終わりに：上場企業になること、上場企業であること

今後、東証の「お願い」によりエンゲージメントの実態が「見える化」される³⁶⁾。これまでは当事者間の「インサイダー情報」であったことを考えれば画期的と言えるが、同時に諸刃の剣でもある。投資家にはメリットがあるが、企業にはリスクを伴うからだ。

投資家にとっては、新たな非財務情報が得られることになる。現在、さまざまな非財務情報が開示されているが、企業の実態を把握するのにエンゲージメントに関する開示ほど有効なものはないだろう。というのも、「お願い」では、株主から気づきを得られた対話や、経営陣等の説明により株主の理解を得られた対話の事例の開示が求められているが、この開示が「キラーコンテンツ」となり得るからだ。例えば、株主から気づきを得るばかりで、株主を説得できていないようであったり、気づきの内容があまりにも初歩的であったりする事実があれば、投資家はそれらをヒントに企業に対する評価を下げることになるだろう。一方、こうした投資家のネガティブな反応が企業にとってはリスクとなる。

こうしたリスクを考えれば、企業は喫緊の課題としてエンゲージメントに取り組むはずだ。しかし、エンゲージメントには、近道も小手先のテクニックも存在しない。エンゲージメントは、単なるコミュニケーションスキルで対応できるものでないのだ。結局、物を言うのは、コーポレート・ガバナンスや上場リテラシーなど企業としての「総合力」である。いわば、エンゲージメントの「勝負」は投資家との対話の席に着く前に決まっていると言えよう。

バリュー投資の父と言われるベンジャミン・グラハムは次のように述べている³⁷⁾。

36) 株主との対話の推進と開示について、株式会社東京証券取引所上場部、2023年3月31日

37) Benjamin Graham & David Dodd (1934) Security Analysis, McGraw-Hill.

普通株式の選択は単発の行動である。株式のオーナーシップは継続的なプロセスである。株主であることには、株主になることと同じように注意と判断が必要となる理由があるのは明らかだ。

株主の部分を上場企業に置き換えてみると良い。日本企業に問われているのは、上場企業であることに対する意識である。エンゲージメントの「見える化」をきっかけに日本企業の意識の底上げを期待したい。