

## 投資家との対話から 社外役員を考える

～投資家の視点で見た企業とのエンゲージメント～



2024年10月2日、日本公認会計士協会社外役員会計士協議会は対談企画を実施しました。インベスコ・アセット・マネジメント株式会社の古布薫氏に、投資家とのエンゲージメントを図る上で、企業価値の向上や持続的成長のために日本企業は今何をすべきなのかについて機関投資家、公認会計士兼社外役員、それぞれの立場と視点からお話しいただきました。(聞き手：角田朋子氏)

## ●はじめに

**古布** 最初に私の自己紹介をさせていただきますと、現在はインベスコ・アセット・マネジメントという米系企業の東京拠点で日本株式運用部に属して、ヘッド・オブ・ESG という立場で日本株のスチュワードシップ活動を統括しています。

これまでの経歴は、1997年にJPモルガン証券会社の投資銀行部門に入社。2000年代に運用会社に移り、以来、投資家としての立場です。2000年以降はバイサイドのアナリストとして電気業界をカバー。2014年に現在のインベスコ・アセット・マネジメントに入社。日本版のスチュワードシップ・コードが誕生した2014年から、議決権行使とエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を統括する立場で日本株の運用に関わっています。



**角田** 機関投資家といたしましても様々ありますが、現在、古布さんがされている投資活動とはどのようなものでしょうか。また、スチュワードシップ活動についても教えていただけますでしょうか。

**古布** 前職の運用会社、そして現職のインベスコ・アセット・マネジメントでは、そ

れぞれアクティブで日本株の投資を行っています。様々な企業の財務分析、ファンダメンタルズの分析から銘柄選択を行い、中長期的な観点から持続的に企業価値を拡大し得る株を選んで投資をする。必然的にどの銘柄、どの株式が、将来的に成長の余地があるかという面では、企業との対話であるエンゲージメントを行っています。重要性が叫ばれるようになる以前からスチュワードシップ活動に携わってきたということです。特にガバナンス、経営者とのエンゲージメントについては、非常に長きにわたって取り組んでいます。

## ●投資家から見たエンゲージメントの重要性

**角田** まずはどのようなエンゲージメント活動をされているかをお聞きしたいと思っています。社外取締役や社外監査役にとって、投資家との直接の対話の機会は限られているため、詳しく教えていただけますでしょうか。



**古布** 角田さんのように社外取締役として取締役会に出席されている方々は、まさに私たち少数株主の代弁者です。少数株主から負託を受けた特に独立した立場にある社

外役員の方々外部からの声を伝え、監督していただくということが我々機関投資家が望むことです。

同時に投資家サイドも、取締役会に報告するに資するような対話を行わなくてはならないと考えています。実はある企業の方から「エンゲージメントという言葉の語源は『義務』であり重いもの、日本語では『対話』と訳されるとおしゃべりのような軽いニュアンスになっている。実際に経営陣との場を設定したにも関わらず質問の程度が低かった」と言われたことがあります。投資家側も企業への理解や調査をした上で、経営陣に届くように声を上げるべきだと考えています。

**角田** 確かに、企業によってエンゲージメントに対して色々な考え方があると思います。例えば、投資家とのエンゲージメントに積極的な企業では、戦略的に実施し、投資家からも積極的に情報を取りに行く姿勢を持っているように思います。このような企業では、投資家への理解が深まっている印象です。一方でエンゲージメント活動を半ば義務のように捉えている企業は、取締役会で上がってくるコメントも充実していないものと思います。

**古布** 確かにそのとおりです。投資家と会った回数がよく統合報告書に開示されていますが、その数値自体には大きな意味はないと思います。漫然とアジェンダを設定せずに何度も面談しても意義のあるものになりませんし、取締役会に上げられる報告の

密度も薄いと思います。

**角田** 企業は「投資家から言われた」「ルールが変わった」となると、しっかり対応します。実際、社外取締役の数などは充足してきているように思います。一方、質については企業によってばらつきがあり、企業側が社外取締役からの活発なご意見を望んでいない場合もあるとも聞きます。積極的に外部の意見を取り入れようとする会社は、メンバーの選定、取締役会で上がる議題の内容、議論後のフォローアップ、その3点がすべて整っています。会社の規模に関係なく、トップの方の意識に大きく左右されるのではないのでしょうか。

**古布** 事務局あるいはトップの方が波風を立てたくないというのはあるかもしれませんが、例えば社外取締役の人選に関しても、取りあえず賛成比率の高そうな方を選んでしまうということがあるのだとすれば多分、事務局の方の中に恥ずかしい結果になってはいけないという意識があるのだと思うのです。しかし、それでは実効性が伴わなくなってしまいます。議決権行使は理想的には適性や実効性を考慮して行いたいですが時間や情報の制約がある中では外形標準に頼らざるを得ません。選任が企業が自社を託すために行われると考えています。

**角田** トップの方の意識まで変えるのは社外取締役の力だけではなかなか難しいように思いますので、新しいメンバーが少しずつも入ってきて根気よく話しているうち

に、考えが変わっていく可能性はあるのではないのでしょうか。

**古布** エンゲージメントという面では、投資家は議決権行使をし、その行使理由も企業側へ伝えることが求められています。なぜこの議案に反対したか、あるいは賛成したかという理由を述べてしっかりとコミュニケーションしていく必要があると思っています。

**角田** 議決権行使は、機関投資家の活動として重要なポイントだと思うのですが、ボードメンバーが偏っている、任期が長いなどでも反対が入らないケースはどのような場合があるのでしょうか。

**古布** 以前は、総会の1か月くらい前に、総会担当の方からの根回し的なものがあったと思うのです。今は、議決権行使は通年にわたるエンゲージメントのテーマになっています。例えば女性の取締役の選任に関しても、選任できなかった理由、いつ選任できるのかなど、具体的なご説明をいただけるケースも増えています。そのような対話を行った上で、議決権を行使します。

#### ● 社外取締役の人選が有事の対応力になる

**角田** それでは、社外取締役の人選についてご意見を伺いたいと思います。社外取締役を増やしましょうという話が始まった数年前には、人選に苦労して経営経験のない社外取締役ばかりという時期もありまし

た。取締役会の質を上げるには、新陳代謝も必要だと言われていますが、執行側から任期を決めていない場合には現職の社外取締役に交代をお願いしづらいという話しをお聞きしたことがあります。

**古布** 妙な言い方になりますが、そのような際には機関投資家のせいにしてくださっても結構です。投資家の意見を外圧として利用すれば角が立たちませんし、お互いのためだと思います。機関投資家が声を大にして在るべき姿を言ったということにすれば、企業側も首を縦に振るしかないでしょう。

**角田** 最近は形式面でようやく整いつつありますが、社外取締役の多様性について機関投資家の方々とお話をすると、まだ物足りなさを感じるというお声をお聞きします。それについて古布さんはどのようにお考えでしょうか。

**古布** 取締役会の監督機能を強化し、集団浅慮に陥らないような議論がなされるために、一定程度、多様性が確保されることが望ましいと考えています。私たち投資家が議決権行使をする上で、日本企業においてはジェンダー、女性の観点を重要視しています。実際、多くの機関投資家が女性の取締役選任を議決権行使のガイドラインに入れています。女性なら誰でもいいとは全く思っておらず、一方で、多様性なき取締役会では有事の際に会社を守るわけがないとも考えているからに他なりません。



角田 おっしゃるとおりだと思います。多くの上場会社では平時に慣れているので、社外取締役の重要性をあまり感じていらっしゃらない企業もあるように思います。一方、社外取締役も有事になると、コメントを求めても何も答えられないというケースもあるという事例も聞いたことがあります。そういう意味では、平時から厳しいことを言えて、有事にも的確に対応できるレベルの能力は備えておきたいと思います。

古布 有事でしたり、不祥事でしたり、外からは見えないことばかりです。そのため投資家としては実態を評価するのがとても難しい。社外取締役については、選任に至る過程のノウハウ、様々な方面からのご紹介や評価機関などがあると思いますのでベストな取締役会を目指していただきたい。それは投資家にとっても会社にとっても重要で、従業員を守るということにもつながりますが、有事に対応できる人材として例えばどのような方がいらっしゃいますか。

角田 有事に対応できる人かを判断するのは難しいと思います。例えば、社外役員として就任している企業で実際に有事対応をされた方はもちろんのこと、企業の再生局面に対応したことのある人なども有事対応には慣れていらっしゃるのではないのでしょうか。

古布 大変勉強になります。私たちは、外から経歴を拝見しているだけですのでなか

なか分かりません。そういう意味では、社外取締役の立場にある方と、このような生の声や考えを聞く機会がもっと増えればと強く思いました。

### ●社外取締役と機関投資家が対話することの意味

角田 対話という意味では、社外取締役の中には、ウェルカムだと思っている方と、躊躇されている方との幅があるようです。会社が断ってしまっているケースも多々あると聞いておりますので、多くの社外取締役の方が機関投資家との対話をしているわけではないと思います。実際、社外取締役との面談を申し込まれて断られてしまう率はどれぐらいあるのでしょうか。

古布 実現するケースは少ないと思います。また、実現した場合でもその内容にはかなり濃淡があると感じています。1対1で対話をさせていただいているケースもありますし、スモールミーティングのような形で、複数人の社外取締役と複数人の投資家でというようなケースもあります。シナリオなしで何でも直接聞いてくださいという会社もあれば、想定質問の読み上げで終始する場合があります。

角田 個人的には機関投資家の方とお話をしていて、直接話す機会が増えた方がよいと思っています。投資家の委託を受けた代弁者ですから、投資家の考え方を知っておく必要があると思っております。社外取締

役と機関投資家の対話は全然怖いものではないということを広く知ってほしいと考えています。また、会社が投資家の申し出を断るといったことがないように願っております。

**古布** 有事になってから投資家に詰められるよりは、平時から対話をしておいた方がよいと思います。有事になってからでは遅いのです。日頃からいろいろな形でコミュニケーションをしていると、相互理解や信頼が蓄積されていきますので、対話の機会を意識して作るべきだと考えています。

**角田** そういう意味では、社外取締役も企業に対して、投資家との対話の申し出を受けてほしい、ぜひ会わせてほしいなどの意見を表明した方が良いでしょう。あるいは説明会の様子を見せてほしい、参加したいなど、積極的に働きかけることが意義ある対話につながります。

**古布** 企業価値の拡大は、取締役会が目指す方向であり、投資家の目指す方向と合致します。もし取締役会と投資家の間にギャップが生じているとしたら、対話をすることで、それらの溝を埋める努力をしていただきたいと思います。

## ●資本コストへの意識は投資家を理解する糸口

**角田** 1年半程前に、東証から上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経

営の実現に向けた対応」の要請を行ったことで大きな話題となりました。特にPBR1倍割れについては粛々と善処していくしかないと思うのですが、大騒ぎになった取締役会の話をよく聞くことができました。この件を通して、会社と機関投資家との意識の差があることが明らかになったと思うのですがいかがでしょうか。

**古布** PBR1倍割れについてはいつのまにかキャッチフレーズになって広まり現在に至っています。資本コストだけではなく「株価」を意識した経営の必要性が投げかけられています。なぜ上場企業は、IRでしたり、社外取締役の選任でしたりというような上場コストを払っているのか。そういう意味では、会社が上場する意義議論するきっかけになったのではないのでしょうか。これを契機に、逆にもっと資本市場にアピールしたいという会社も出てくるはずですので、そのような方向性に向かうとよいと個人的には思っています。

**古布** 資本コストを意識した経営というのは何なのかという会社も多いと思います。株主資本コストをゼロとして考えてはいないのでしょうか。バランスシートのあるべき議論をされているのでしょうか。

コーポレートファイナンスの基礎知識がある社外取締役がいることが大前提です。一部の何人かではなく、これからの時代は、全員がファイナンスのスキルを持つことが重要です。社外取締役の中には、自分の専門分野だけ発言すればよいと考えてい

の方もいらっしゃるかもしれません。その企業が株価を上げる経営をしているかを監督するのが社外取締役の役割だということを強く意識してほしいと思います。

**角田** なるほど、これからの時代は、社外取締役の全員にファイナンスのスキルが必要ということですね。荒波に揉まれずにやってきた企業の場合、ファイナンスの知識が十分とは言えない実質的には管理がご専門の方が CFO と名乗っている場合もあるようです。有事や不祥事に直面してから、慌てて「いい人材はいませんか」とご相談を受けることもあります。すぐには見つからないでしょう。

**古布** 社外取締役は有事に議論ができるかどうかですので、全員がファイナンスのプロである必要はありませんが、例えば TOB の提案があった際に、そのプライスが妥当なのかどうかを議論ができる土壌や基礎知識を持っていないければなりません。資本コストや株価を意識した経営の重要性がそこにあります。

**角田** 資金調達方法についても伺いたいのですが、上場しているにもかかわらず、資金調達イコール借入という会社も結構あります。小さな運転資本であれば当然ですが、大きな投資の際に議論も十分にされずに、安易に借入に流れてしまうと聞きます。しかし本来であれば全体的なコストだけではなく、返済期間を考慮するともっと戦略的に資金調達を考えなくてははいけない

ようにと思いますが、投資家から見てどのようにご覧になられますか。

**古布** 企業には事業戦略と併せて財務の戦略があるはず。そのコネクティビティや議論がないと、角田さんが言われたように、易きに流れてしまいます。かつての不況時のトラウマの記憶もあるのかもしれませんが。一方で日本株という市場が長期の資金、中長期の株を保有している投資家に対しその成長性や収益性に関して確信を持たせる条件が不十分だという側面もあるのかもしれませんが。結果として長期の財務戦略、例えば普段は積極的に還元し必要があれば資金調達するという選択肢ではなく、いまだ見ぬ買収機会に備えてキャッシュをため込むこともあるのかもしれませんが。

**角田** そういう意味では、企業側が説得力のある説明ができていない現状がありますので、投資家側も増資に応じるということは難しくなる。長期の戦略がまだ日本企業は弱いということなのかもしれませんが、どうしたら環境的に調達がスムーズに行えるようになると思いますか。

**古布** コーポレートガバナンス・コードにある適切なリスクテイクができる事業環境が整うかどうかです。それは買収でもいいですし、設備投資でもいい。成長のためにリスクテイクできる土壌があれば、中長期的な見通しというものを投資家も持ちやすくなりマーケットに対する信頼感が醸成されます。

高い資本コストを享受せざるを得ない場合でも成長性が高いので我が社に投資してくださいということもあるでしょう。また、今は収益性が低い状態だが将来に向けた変革のプランがあるのであれば、そういうお話をしていただきたい、というのが投資家の思いです。

### ●人的基本とサステナビリティの開示を考 える

角田 次に人的資本とサステナビリティの開示についてお聞きしたいのですが、ここは古布さんの専門だと思えます。現状としては、企業も義務的に開示している面がまだまだあるでしょう。開示した内容から投資家は何を見ていて、企業はそれにどう対処すべきか、戦略的にどう使えるかについてコメントをいただけますか。

古布 どのような情報を開示するかはケース・バイ・ケースです。企業によって抱えている課題や事業戦略は違いますので、開示すべき人的資本の数値やKPIは異なっても当然です。有価証券報告書では、女性管理職比率、男性育児休業、男女間賃金格差というサステナビリティ情報を開示していますが、この数字からも見えてくるものがたくさんあります。数字が高いか低いかを議論するのではなく、これをきっかけに話をするので、投資家との関係がより深まると思っています。

しかし、言われたことだけを開示すればよいという会社がまだ多くあります。開示

をする姿勢からトップの意識は外部にすぐに伝わります。どのような数値を開示するのか、開示のリソースをどれくらい使うのか。後ろ向きな本音が行間から垣間見えるような開示は、資本市場に対するトップの意識が低いと受け取られても仕方ありません。

角田 ダイバーシティについてもお聞きしたいのですが、業種によって残念な数字が散見されます。特に建設業、製造業、金融保険業などでは、今でも「業種的に女性の登用が難しい」「間接部門であれば女性でもよい」などの意見があると伺って驚いたことがあります。

古布 まず、投資家がダイバーシティを重要視しているのはボードメンバーのダイバーシティが監督機能の強化につながるからに他なりません。ダイバーシティを持った人的資本を拡充することが、その会社のレジリエンス、および将来の企業価値の拡大に資するものだとして理解しているからなのです。まず企業がすべきことは、過去の経緯を踏まえ、現状を分析した上で、将来どうしたいのかという戦略を提示していただくことです。

角田 企業価値向上につながるという部分も腹落ちしていないのが現状ではないでしょうか。投資家サイドからも声を大にしてダイバーシティは必須だということを伝える必要があると感じています。やらされ感と社内の抵抗が相まってしまい、理解が進



むのが非常に難しいと感じています。

**古布** 人的資本という意味でのジェンダーダイバーシティの拡充は、人的資本が形成されることが目的であって、女性の地位を上げていくという単一的な側面だけを有しているわけではありません。欧州の議会でクォータ制を採用した際に、無能な女性が選任されるデメリットより、無能な男性が選任されなくなるメリットが上回ったという話をお伺いしたことがあります。人的資本の多様性を確保することが結果として全体へのメリットにつながるのではないかと期待しています。何のために人的資本の拡充をするか、に立ち戻らないと、腹落ちせずに現場任せの施策になってしまい、過去の経緯を踏まえた上でのトップからの発信がないとエモーショナルな反発を呼び起こしてしまうのではないのでしょうか。ただダイバーシティの必要性を訴えかけなくてはいけない現在の経営トップも大変だと思います。よくダイバーシティの課題では女性のロールモデルが少ないと言われますが、現在の経営トップの皆さんの方がロールモデルのいない立場のように思います。

**角田** 本来は根本的な思想があつての結果なのですが、形式を整えてアピールするケースもあるようです。ビジョンを打ち出して行動に移すというフェーズには至っていないと感じています。

**古布** ビジョンやミッションが曖昧ですと、価値創造のストーリーも捉えどころの

ないものになりがちです。社是とミッションとバリューと目標がそれぞれ存在していて、言葉だけのまるでポエムのように。それらの言葉のために、戦略に妙な形で影響してしまったり、戦略がぼやけてしまったり、取締役会の実質的なガバナンスを難しくしてしまっている。

さらに、企業と投資家の対話がかみ合わなくなる要因でもあります。そこはお互いに向き合って目的を明確にした上で、戦略はこれでいいのか、投資家が何を期待しているのか、を擦り合わせる必要があります。最後に、社外取締役の方には、ダイバーシティや人的資本、資本コストの議論の場に積極的に加わっていただき、目指すべき方向性を投資家と共有していただくような活躍を期待しています。