



お互いを高め合うために ～企業と投資家のエンゲージメント～

青山学院大学大学院の北川哲雄教授は、伊藤レポートのプロジェクトにも参加し、日本企業と投資家が建設的な対話を進める上で必要な基盤の構築に携わってきた。最近になって、投資家という重要なステークホルダーに対して、ようやく日本企業も注意が向いてきたように思える。一方で、その投資家とどう向き合い、自社の企業価値向上や活動につなげていくのかという点については、試行錯誤している企業も少なくない。そこで、企業と投資家との関係性や、取り巻く状況、求められる情報開示の姿勢などについて、北川氏の考えを聞いた。



話し手 青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科教授 北川 哲雄 氏

お互いを高め合うことが エンゲージメント*1

●最近、いろいろなところでエンゲージメントという言葉を見ます。投資家が企業に対して行うエンゲージメントは、そもそもどのようなものと考えればよいのでしょうか。

北川：まず、エンゲージメントの前に対話(dialogue)があります。対話とは、企業が行った情報開示をもとに、投資家が「これはどういうことか」とその内容を確認するところから始まります。それに対してエンゲージメントでは、投資家が対話よりもう少し積極的に企業に関わることになります。単に質問するだけでなく、課題と考える点について会社に対して指摘をしたり、率直な意見を言ったりするのがエンゲージメントです。

対話でもエンゲージメントでも、企業が何を情報開示すべきかだけでなく、投資家が何を読み込むべきかという点も必要になります。お互いに高め合うことが大切なのです。こうした姿勢がないと、例えば、ROE(株主資本利益率)や余剰資金の活用といったプリミティブな問題点を指摘するレベルにとどまっていたり、企業にとっても投資家にとってもあまり得るものはありません。そういう意味で、お互いを高め合うとはどういうことかについて、改めて真剣に考える必要があるかと思います。



●お互いを高め合うということは、足元の業績を尋ねるというよりは、もう少し大きな目的を持った対話が必要ということでしょうか。

北川：そうです。そこでは時間軸が大切になります。企業の経営者は為替の変動や地政学リスクなど日々のリスクに対処しながらも、3年、5年、10年先を見えています。そして企業がどの方向を目指しているかを投資家に説明する責任があり、企業価値向上プロセスを明確に示して理解してもらわなければなりません。

それは、長期的な時間軸で見ている投資家を相手にすることにほかなりません。長期投資家をターゲットにして、きちんとした情報開示ポリシーを持つことが必要なのです。これをよく「企業側が投資家をエンゲージする」と言っています。たとえばユニリーバは、Paul Polman氏がCEOになった2009年に、四半期報告をやめました。欧州の場合、四半期報告はその当ても任意だったと思いますが、CEO自らの判断で決断しました。ユニリーバにとっての理想的な株主・投資家像(=長期投資家)を追求し、それに対応した情報開示を行うようにしたそうです。これはまさに企業による投資家へのエンゲージメントではないでしょうか。

このような取り組みは、日本企業にとっても、一つのお手本になると思います。

●エンゲージメントと言うと、投資家が何を言ってくるのかと不安が先に立ちますが、そうではなく、企業自らも投資家にエンゲージメントをしていくべきなのですね。

北川：そうです。また、日本版スチュワードシップ・コード*2には反映されなかったのですが、英国スチュワードシップ・コードの中に「共同エンゲージメント」という言葉があります。これは、投資家同士が一緒になって会社に対して提言、提案をするということです。

これは日本ではまだ行われていませんが、企業はこのような投資家の行動を警戒してしまうかもしれません。

*1 企業と投資家の間で交わされる目的をもった対話

*2 「責任ある機関投資家」の諸原則
《日本版スチュワードシップ・コード》



●投資家が徒党を組んで迫ってくるイメージを持ってしまおうですね。

北川:共同エンゲージメントとはそういうものではありません。たとえば、経営戦略面に対する評価は、投資家によってそれぞれ違います。したがって共同エンゲージメントで戦略について議論することはあまりありません。どちらかと言えば、常識的に見て、CEOが非常に多額の報酬を得ているとか、あるいは不祥事があったにもかかわらず、きちんとした対策をとってないというような、誰がみても明らかな問題を共同エンゲージメントでは取り上げます。エンゲージメントという言葉にあまり神経質になる必要はないと思います。

一方で、対外的に開示する情報は内部のステークホルダーも共有していることが重要です。そのためには社員の間で共通の理念が浸透していなければなりません。

●開示やエンゲージメントというと対外的なことに意識が向きがちですが、企業自身が実際にどうしているかを考えて、どうい活動を行うかということが社内で共有されて

いないといけないということですね。

北川:これは企業のトップの役目です。忍耐と時間をかけて社内に浸透させていくことになりませんが、投資家はこうした点も重視します。社内向けのエンゲージメントも非常に重要なのです。

グッドクエスチョンを引き出す アニュアルレポートを作る

●最近、ESG*3投資が注目を集め、大きな流れになりつつあると感じます。一方で企業のIRの現場の方たちからは、「実際に接する投資家からはESGに関する質問はあまり出てこない」といった声も聞きます。日本でもESG投資の流れは今後進んでいくのでしょうか。

北川:今年は加速すると思います。きっかけの一つは、2015年にGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)がPRI(国連責任投資原則)に署名したことです。PRI署名機関にはその投資判断でESG課題の考慮が求め

*3 ESGとは「Environment(環境)」「Social(社会)」「Governance(ガバナンス)」のこと



られます。こうした要請に対応するためにそれぞれの運用機関の中で組織改革が始まっていると見ています。

米国のある大手証券会社では、アナリストにファンダメンタル分析のみならず、ESGに関するレポートも課すようになりました。長年担当している企業だからこそその企業にとっての重要なESG課題がわかるわけです。来年の今頃は、昨年と比べるとアナリストから聞かれることがずいぶん変わったと感じるかもしれません。

●今までカバーしてもらっていたアナリストがESGのレポートも書くかも知れないというのは非常に興味深いですね。

北川:これから企業のアニュアルレポートは、ESG情報と価値創造プロセスの両方をきちんと示すことが大切になります。ただ、誤解してはならないのは、企業は決して完璧を求める必要はないということです。日本企業はまじめなので100点満点、あるいはそれ以上のものを追い求める傾向がありますが、そうではなく、対話のきっかけになればよいのです。ある製薬会社のCEOの言葉を借りれば「グッドクエスションを引き出すようなアニュアルレポートを作ることが重要」なのです。投資家が開示情報からどれだけ企業の将来の業容についての予測がたえられるかが鍵になります。企業側からしてみると自己分析ができていて、過去に言ったことに対する成果や今後の道筋を明晰、平明にアニュアルレポートで伝えられればいいわけです。

また、レポートやプレゼンテーションに積極性が見られるのは、株価にとってはいい材料です。ただし、それがいつの株価に有効になるかは非常に難しいものです。企業にとってはよい時期もあるし、一時的に膿を出さなければならないときもあります。投資家は、きちんと膿を出したり、先行投資をしたりすることに対してはその説明が得心の行くものであれば寛容のこともあります。公表された利益だけを追いかけて、「どうしても2ケタ成長でなければいけない」という投

資家ばかりではないのです。普段から対話がきちんとできていれば、投資家の考える本音について、感触がつかめるはずですよ。

絶え間ない自問が 取締役会評価

●コーポレートガバナンス・コードの導入をきっかけに、企業統治改革などを進めている企業も増えています。ガバナンスに関わるような事項で、特に投資家が求めている情報や今後重視される情報は、どのようなものだとお考えでしょうか。

北川:コーポレートガバナンス・コードは金融庁のフォローアップ会議*3でいろいろな議論がなされており、それらがどのようにまとまるか注視しているところです。

英国と日本のコーポレートガバナンス・コードの一番の違いは、取締役会議長とCEOが分離されているかどうかです。日本ではまだ早急だということでこのことは明記されませんでした。

CEOが取締役会でイニシアティブを握るといろいろな弊害が生じます。そこで、それを制するための一環として、CEOも含むサクセッションプラン(後継者育成計画)、報酬制度、取締役会評価のあり方などが議論されています。まだ、社外取締役が何人必要かといった形式的な議論が多いようなので、もう少し質的な面で議論が進むことを期待しています。

●やはり形式から整える段階にあるという印象がありますね。

北川:そうですね。企業ごとに置かれたステージや産業特性は異なります。大切なのは、自社の現在のステージにおいて取締役会がどのような機能を果たすべきかという点です。取締役会評価を通じてこうした点を見極め、投資家に伝えなければなりません。たとえば、社外取締役について、どういう適格性があり、どのような人が選任されている

*3 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・コードのフォローアップ会議



かを伝えることが大切です。

●どうしても取締役会評価というと、一般的な基準に対してどこまでできているかといった評価になりがちです。

北川:取締役会評価は誰のためにするかと言えば、株主のためです。取締役会の運営は、株主に代わって経営者に対してどのように監督し助言するかということです。ですから、横を睨みながら「うちは3人がいい」と言っても意味がありません。あくまでも株主から見て、取締役会を効果的に運営するにはどうすべきかが焦点になるべきで、取締役会評価はそのための自己分析の手段です。毎年でなくとも、時には外部の評価も仰ぐと良いでしょう。「100点満点でうちは90点取った」、「われわれは概ね素晴らしいと言われた」と言うのも意味がありません。どんな企業にも、そのステージに応じて課題となる事項があります。それを絶え間なく自問するために取締役会評価があるのです。

●これから変わりますか。

北川:そうですね。ここでの一つの鍵がアセットオーナーにあると思います。運用委託している運用会社に対して、企業とどのような対話を行っていますか、とアセットオーナーが聞くべきだし、聞いてくると思います。もちろん運用パフォーマンスがよいことは重



要ですが、説明が付かない運用では困るわけです。PRI署名機関の運用会社であればESG課題も考慮した投資になるはずで、運用機関はESG評価に関して体制を整えていくということにつながります。

EとSに産業特性を反映する

●しばらく前までは、どちらかと言えば投資家にあまりESGの知識がない前提で、企業はどのような情報を出せば、投資家にわかってもらえるか、これがどう自社の企業価値につながっていくかを説明すべきというようなことも言われていました。投資家の専門性が高まってくると、わかりやすさよりも、専門家から見ても辻褄が合うということが大事になるということでしょうか。

北川:私の持論なのですが、アニュアルレポート、あるいは統合報告書だけがあればいいというのではなく、もう一つ、従来あったCSR報告書的なものも依然必要だと思っています。

機関投資家の中には従来から、サステナビリティの評価だけを専門に行う人たちもいますし、それを中心にした従来からの社会的責任投資(SRI)ファンドなどもまだ健在です。そういう人たちの知識は非常に深いし、よく知っています。また、今後は、長期企業価値との関連性の説明も重要となります。両方の点からサーベイがくるわけで、企業は両方とも答えられなければならない。

後者の場合、これまでファンダメンタルだけを見ていた人が、サステナビリティ報告書なども読むようになる可能性があります。

身近な例では、たとえば小売のセクターのアナリストなどは、恐らく今までは、「先週の売上はどうだったか」、「この冬どうだったか」、「寒いからコートが売れたのではないか」というのが焦点でした。でも今後はそうはいかないわけです。そうすると、長い目で見て、たとえば、「この製品はどこで調達しているのか」、「途上国であるなら、労働問題が起こっていないか」、「取引先との関係はどうなっ

ているのか」というところに関心が向きま
す。これはサステナビリティ報告書を読まな
ければわかりません。記載していなければ
アナリストは企業に聞かなければなりません。

●そうなってくると、CSRレポートの中の情
報は、多岐に渡っているわけですが、企業
は、そのどれにも気を抜けなくなるように思
います。一方で、やはりすべてに力を入れる
わけにもいかない中で、特に、EやSのあたり
に焦点を当てるとしたら、どのように考えれ
ばいいですか。

北川：これは非常に重要なことです。こ
の点で米国にはSASB (Sustainability
Accounting Standards Board:米国サステ
ナビリティ会計基準審議会)があり、活発な
活動をしています。SASBの基準は基本的に
産業・セクター別に整理されています。ESG
のうち、G (Governance) はどの業種も共
通するにしても、産業やセクターによって、E
(Environment) とS (Social) の中でのウエ
イト付けは全然違います。自動車会社や化
学会社にとってEは重要だと思えますが、そ
うでもないセクターもあるということです。
SASBでは投資家にとっても、産業・セクター
別にどういう情報が出されるべきかという
フレームワークができていて、そこからfine
tuningされた議論がはじまります。日本でも
そういう一つのフレームワークを出してい
くという機運が出てきてはよいのではない
かと思っています。最低限どこまで開示すれ
ばよいかの基準提示を望んでいる企業は多
いです。今のESGの流れは一時期のSRIの流
れとはまったく異なります。決定的に違うの
は環境情報です。国際的に合意された気
候変動に関するパリ協定が発効されたこと
も大きいでしょう。今後はこうした法や制度、
慣習の先取りも、企業にとっては重要な戦
略上の課題になっていくでしょう。

全体のシステムが 最適にならないと意味がない

●最後の質問になりますが、これまでお話
しいただいたこともそうですが、フェア・ディ
スクロージャーなど開示に関する動きや議
論も出てきています。開示や対話で投資家
と長期的に良い関係を築いていきたいとい
う企業に、アドバイスをお願いします。

北川：企業ごと、産業特性によって違うとは思
います。

フェア・ディスクロージャー・ルールを今、
日本で作ろうとしています。米国ではもう十
数年前にできていて、日本でも部分的には
米国のルールを参考にしたものが今までに
もあったのですが、それをかなり厳密にする
ということで、反対意見を言う人もいます。

私がここで懸念しているのは、このよう
なルールができると、情報を冷却化してあまり
出さない方向に行く恐れがあることです。そ
れでは、まさに手を携えるべき投資家と繋
がることができません。

フェア・ディスクロージャー・ルールの一
番の問題点は、フェアに情報を出さないこと



です。フェアに出していればよいのです。

非常に優秀なアナリストやポートフォリオマネジャーはよく、「ローマテリアルインフォメーションで十分だ」と話します。たとえばバイオテクノロジーの場合は、米国の専門的な学会やFDAなどのデータベースにアクセスすれば詳細な情報を見ることができます。そして当該情報の解説を行った充実したプレゼンテーションマテリアルも開示しています。なるべくバイアスのない、ローマテリアルな情報をそのまま出して、「あとの解釈はあなたがたの実力でやってください」というぐらいのやり方でいいのです。

心配されるのは、このようなルールの導入によって、コミュニケーションや対話ができなくなったり、ハイレベルな情報交換ができなくなったりすることです。さらに企業をきちんと見ようとすると、アナリストも投資家も対象とする企業のユニバースが小さくなってしまいます。そうすると、オーファン(みなしご)ストックと呼ばれるような、アナリストがカバーしてない会社が多くなります。このことも憂慮されます。

●日本ではアナリストのカバー企業は多かったですね。

北川：そうです。ボーダーラインにあるような会社は、アニュアルレポートやサステナビリティ報告書を作っても、アナリストがカバーしてくれなくなる。これは非常に困ります。それをどうするか、証券取引所などが真剣に考えなければなりません。なぜなら、そういった企業の中に非常に投資の意味がある会社が多くあるはずなのです。

●企業、投資家だけでなく、メカニズム的なところでも課題があるということですね。

北川：そうですね。私はよく言うのですが、インベストメント・チェーン全体、大げさに言えば社会全体、資本市場全体の中でこういった問題は考えていかなければなりません。資本市場の各参画者(プレイヤー)、自分たちのフィールドの中では良かれとやって



いるつもりでも、全体のシステムが最適にならないと意味がないのです。今、資本市場は大きな渦(スパイラル)が形成されていますが、それがポジティブなスパイラルになればなりません。

●まだしばらく試行錯誤が続くということかもしれませんね。

北川：そうです。英国では英国財務報告評議会(FRC)がスチュワードシップ・コードに署名した運用機関に関する報告書を評価しました。昨年11月14日に発表しています。FRCのホームページで見ることができます。Tier 1からTier3まででランク付けされ、運用機関名まで公表されています。Tier3になった機関投資家は私の読む限りにおいて、スチュワードシップ・コードの精神に則った行動をとっていない、落第企業であることを言明しているように思えます。厳しいですね。おそらく我が国でもこのような情報が要請されるでしょうね。

●コードとはいいいながら、日本企業では通信簿的に、エクスペインよりコンプライがいいと言うところも多いようです。ようやく今、1年が終わったといった感じになっています。企業も投資家もアナリストもさらにお互いを高め合っていないといけませんね。

北川：私はやはり、先ほどのスチュワード



左から、トーマツ 達協、青山学院大学大学院 北川氏、トーマツ 塩瀬、松下

シップ・コードではないですけども、投資家のレベルが重要だと思います。人格的にも優れていなくてはいけなし、企業にきちんと、「こういうことが重要なのだとわれわれは思う」ということを伝えなければなりません。

そういう意味では企業もここはきちんと見てほしいと伝えて、投資家が意見をきちんと返す。それが私は次のステップだと思います。そのためには、運用会社のアナリストやポートフォリオ・マネジャーも意識を高めなければなりません。これは一朝一夕にはできません。

たとえば、製造業でイノベーションを競っている会社のCEOや研究開発部門のヘッドと対峙するためには、相当に蓄積された知識が必要です。高いレベルでの対話は大変

やりがいがあるのですが、非常に難しいところがあります。ただし、そういう核心に迫った質問を経営者はすごく喜ぶ。それは自分たちにとっても重要なことだからです。「この投資家は自社をよく理解している。質問された課題は実際のところ悩んでいるところであり意見が聞きたい」というところまでくるのが重要です。これが実は一番重要なファクターなのです。こうした投資家は、自分の会社の置かれたポジショニングを経営者が認識できているかどうか見えています。高質な対話の中に、いうべき事、やるべきことはいっぱいあるのです。

●日本企業ならではの対話やエンゲージメントに昇華することも大切ですね。本日はありがとうございました。 必

北川 哲雄(きたがわ てつお)氏
青山学院大学大学院
国際マネジメント研究科教授

経済学博士。野村総合研究所、モルガン信託銀行(現JPモルガン・アセット・マネジメント)等で、主任研究員、シニアアナリストなどを経て現職。投資情報と企業分析、コーポレートガバナンスを専門とする。

聞き手 有限責任監査法人トーマツ パートナー 達協 恵子
パートナー 松下 欣親
シニアマネジャー 塩瀬 恵