

「なぜ株主・投資家の目線を踏まえた経営が求められるのか」



スピーカー（左から）

神田 秀樹 氏 東京大学名誉教授

勝木 敦志 氏 アサヒグループホールディングス株式会社 代表取締役社長 兼 CEO

中神 康議 氏 みさき投資株式会社 代表取締役社長

山道 裕己 株式会社日本取引所グループ 取締役 兼 代表執行役グループ CEO

モデレーター（右）

藤田 和明 氏 株式会社日本経済新聞社 上級論説委員兼編集委員

はじめに（自己紹介）

藤田：昨年、東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営」を上場企業に対して要請いたしました。大変、話題になりました。この要請は、改めて、株主が求めるリターンとしての資本コスト、もしくは、企業を映す鏡、企業の評価としての株価を意識した経営を、上場企業の経営者の皆さまが意識するようなきっかけになったのではないかと思っております。

こうした中で、東証の今回の要請の原点とも言える

のでしうけれども、『なぜ、株主・投資家の目線を踏まえた経営が求められるのか』というタイトルで各界の皆さんにお集まりいただきて、様々な角度から議論をいただければと思っております。議題としては「会社は誰のためにあるのか／誰のものか」「企業価値／資本コストとは何か」「コーポレート・ガバナンスの位置づけについて」「株主・投資家との対話の意義」などがあります。

まず、この座談会でお話を伺うスピーカーの皆さんの自己紹介をお願いしたいと思います。神田先生から

お願ひできればと思います。

神田：元東京大学の神田と申します。私は、大学に長く勤務してきました、専門は法律です。会社法や金融商品取引法などを研究してまいりました。東証との関係で申しますと、企業行動規範というものをつくりになったときに、その懇談会での議論に参加させていただく機会をいただきなどして、今日に至っております。どうぞよろしくお願ひいたします。

藤田：では、勝木さま、お願ひいたします。

勝木：アサヒグループホールディングスの勝木でございます。私どもは、国内外で、酒類・飲料、あるいは食品といった事業を営んでいる会社でございます。私も、M&Aなどを長く担当してきておりまして、今日のお話を大変楽しみにしてまいりました。どうぞよろしくお願ひいたします。

藤田：では、中神さま、お願ひいたします。

中神：みさき投資の中神と申します。本日はどうぞよろしくお願ひいたします。私は、今でこそ投資家、中でもエンゲージメント投資家ということをやっておりますが、大学を卒業しまして、すぐに経営コンサルティング業界に入りました、20年間、それしかやったことがなかった人間でございます。「コンサルタントが嫌い」とおっしゃる経営者の方はけっこう多いんですけど、20年もやってますとたまには良い仕事ができます。外部のコンサルタントと経営者が良い仕事ができると、会社が変わるんです。会社が変わると、価値が上がって、株価が上がるという経験が何回かございました。「そうか、そうか。意外と世の中や株価は単純だな。経営が良くなれば株価は上がるんじやないか。これは、いっちょ、投資家でもやってみよう」と。働く株主という形でエンゲージメント投資をすれば、投資家の皆さんに非常にユニークなリターンをお返しできるのではないかと思い至りまして、約20年前からエンゲージメント投資をやっております。本日は、どうぞよろしくお願ひいたします。

藤田：では、山道さま、お願ひいたします。

山道：日本取引所グループの山道でございます。今回は、先ほど藤田さんからご紹介があったテーマで、神田先生、勝木さん、そして中神さんと意見交換をさせていただくことを大変楽しみにしております。よろしくお願ひいたします。

藤田：最後に、私はモダレーター役を務めます、日本経済新聞社上級論説委員の藤田と申します。今日はよろしくお願ひいたします。

「資本コストや株価を意識した経営」の要請

藤田：本題に入る前に、東証の要請についてのお話をより詳しく伺いたいと思います。改めて要請の背景やその具体的な内容、要請後の上場会社の対応状況などについてお話を伺いたいと思います。

山道：東証では、2023年3月末にプライム市場及びスタンダード市場に上場している上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行っております。

この要請は、端的に申し上げると、上場企業の経営者の皆さんに株主及び投資家の目線で企業経営に取り組んでいただきたいという内容です。この要請をした当初は、上場企業の方から「東証がこのような要請をするのは唐突感がある」というような反応も見られましたが、我々からすると、これは連綿と続けてきましたコーポレートガバナンス改革の流れの一つをなす、非常に重要な取り組みだと考えております。

直近の動きということで申し上げますと、東証では、2022年4月に市場区分の見直しを行いました。もともと、2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が合併して、今の日本取引所グループを形成したわけですけども、その際に、現物市場をすべて東証に集めまして、その市場区分をそのまま7、8年続けていました

が、各市場のコンセプトがかなり混乱してきたということもあって、コンセプトを明確にした新しい3つの市場に再編したものです。当時、2022年4月は、私は東証の社長をしておりました。そのときもはっきりと「市場区分の見直しはスタートであってゴールではない」と申し上げておりました。

その後、2022年7月に市場区分の見直しの実効性を確保するためにフォローアップ会議というものを立ち上げました。神田先生にもメンバーとして入っていただいているが、その他、事業会社の方、投資家の方、あるいはアカデミックな方、リサーチの方、いろいろなマーケットのエキスパートの方にお集まりいただき、多岐にわたる課題について充実した議論を展開していただきました。その中で、事業会社出身の方からの問題提起として「日本の企業はPBRあるいはROEは非常に低いのではないか」「これは取り組むべき課題ではないか」というご指摘がありました。実際、TOPIX500とS&P500、それからSTOXX600という、日本、アメリカ、欧州を代表するインデックスの構成銘柄のPBRとROEを比較してみると、日本企業がかなり見劣りするという状況にありました。

それからもう一つは、いろいろな調査でも出ているのですけれども、私どもは投資家と上場企業の建設的な対話を進めていきたいと思っているのですが、どうやら両者の目線がかなりずれているということが分かってきました。例えば、中期経営計画で重要視するKPIは何かと言いますと、上場企業サイドは、売上や売上の伸び、あるいは利益の水準など、どちらかというと損益計算書のほうを重視しています。ところが、投資家のほうは、そういったものよりも、資本コストやROE、あるいは資本効率性というバランスシートサイドに注目したKPIを重視しています。対話をしましょといふら言っても、目線がずれている限りは、おそらく有効な対話にはならないのではないかということもあり、目線を揃えるという意味での要請がありました。

さらに申し上げると、我々は、コーポレートガバナ

ンス改革の形式から実質へということを目指しています。形式的には、例えば、独立社外取締役の比率等にしましてもかなり進展しているのですが、その結果として、本当に取締役会での議論が実質的に高まっているのかということが次の疑問としてあります。例えば、「資本コスト」の意識というのは、実は従来から、コーポレートガバナンス・コードにも含まれている文言です。こういった原則について、プライム市場上場企業の皆さんのが9割が「コンプライ(遵守)している」とおっしゃっているのですけれども、一方で、先ほど申し上げたように、諸外国と比較してPBR、ROEに差があるということは、実質的には高まっていないのではないかということです。

その意味で、今回の要請では、資本コストや株価について、現状分析とその改善計画を取締役会レベルで議論して、改善策をつくり、開示して、それをまた投資家との対話の中でブラッシュアップしていくということをお願いしたわけであります。

現在で申し上げますと、1月末までに対応を開示していただいた企業は、プライムが54%、スタンダードが20%ということで、対応のパーセンテージで見るとかなり進んできています。ただ、対応そのものを目的としてやっているわけではありません。その後に続く、例えば投資家との建設的な対話の質の向上、あるいは、中長期的な企業価値の向上にどう結びついていくかということが、これからは課題になるということだと思います。本日は、いろいろな立場の方から、いろいろなご指摘を受けながら、今後の我々の施策の参考にもさせていただきたいと思っております。

藤田：山道さんから、日本の位置、今回の要請の大きな方向感をお話しいただきました。連綿と続く取り組みをより進めていくために、フォーカスを定めるための要請だったのかなという理解をいたします。

会社は誰のためにあるのか／誰のものか

藤田：その議論の大元になるのかなと思いますけれども、まず「会社は誰のためにあるのか／誰のものか」という議論をはじめるのが良いのかなと思っております。企業経営を巡っては、たくさんのステークホルダー、いろいろな利害関係者がいると言われています。先ほど出ましたけれども、株主、従業員、取引先、顧客もあれば、経済社会もステークホルダーの一つとして考えられるかもしれません。今回の要請については、特にステークホルダーの中でも、株主の目線にフォーカスを当てているものです。古くから、かつ、新しい「会社は誰のためにあるのか」という問い合わせですね。ステークホルダー資本主義という言い方をしますが、ステークホルダーに広く向けるべきだという主張と、株主資本主義とで、時にはこの二つが対立するかのような議論になるのが最近の傾向だと思いますが、これについて、皆さんはどうのようにお考えかといったところをお伺いできたらと思います。まず制度的なところ、会社法上における株式会社とはどういう枠組みなのかが議論の中心になってくると思いますので、まず、神田先生にお話を伺えますでしょうか。

神田：大きな問題について最初に当てていただきまして、お話もなかなかしにくいのですけれども、「会社は誰のものか」という議論は昔もありましたし、今もありますし、いろいろなご意見があるところだと思います。

私の意見といいますか、感触を申し上げますと、今、藤田さんにおっしゃっていただいたことにも関係するのですけれども、世の中で議論するときに二つのことをごちゃごちゃにしてはいけないと思います。

その二つは何かというと、まず一つは、実態として特に大規模な上場企業は誰のものかと言ったら、それは社会のものだと思います。当然、株主もいる、従業員もいる、消費者もいる、顧客もいる、たくさんのステークホルダーの方々が関わっています。だから、実態として上場企業を見たときに、それが誰かのものだというのは偏った見方だと思います。

ただ、そのことと区別しなければいけないのは、株式会社の仕組みというのは、経営者、特に代表取締役は取締役から選ばれ、取締役を選任するのは株主ですね。これが株式会社という仕組みにおいての基本ルールになっているのです。これが二つ目のことです。例えば、会社の経営をするときに、上場会社の場合には、「社会的課題の解決のためにこうすることします」あるいは「ESGでこういう活動をします」ということは、経営者が自由に決められるわけではありません。それは、株式市場で評価されるからです。仮に経営者が自由に決めて行い、評価されなければ、次からその方は取締役に選任されなくなります。

先ほどエンゲージメントというお話をあったのですけれども、株主によるエンゲージメントや対話を踏まえて経営をしないと、結局、経営者は取締役に選任されないということになります。ゲームのルールという表現が良いかどうかは分かりませんけれども、それが株式会社の仕組みです。

私は、その両方がごっちゃになっているように思います。その両者から出てくる話として、今日のテーマだと思いますが、「株式市場を意識した経営をしてください。」というのが昨年の3月に東証から出されたメッセージなのですが、そういった点が、意外と誤解されている、意識があまりされていなかったのではないかと感じます。

藤田：ありがとうございます。山道さんはいかがでしょうか。

山道：今、神田先生がおっしゃいましたように、株式会社は社会的存在であるというのは、まさしくそのとおりだと思います。いわゆるステークホルダーというのは株主だけではなくて、従業員も、取引先も、地域社会もあるわけです。

コーポレートガバナンス・コードも第1章で「株主の権利・平等性の確保」、第2章では「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」というものを掲げております。その意味では、株主だけを見た経営をすべき

だと言っているわけではありません。当然のことながら、会社が存続し、成長していくためには、従業員や顧客、取引先、地域社会という的是不可欠な存在です。そういった存在を意識しながらやるのは当然です。

ただし、会社というもの、上場企業というものを考えたときに、リスクキャピタルを供給してくれているのは株主であるということなのです。顧客に製品を買ってもらって、その売上から、取引先に支払い、従業員に給料を払い、銀行に利子を払い、最後に残ったお金の半分くらいは、税金として国庫に納めるわけですね。その残りの純利益の中から株主に配分されます。

ところが、会社で何か問題が起ったときには、逆に最初に手をつけられるのが株主の部分だということです。その意味では、経営者は、リスクキャピタルを提供している株主の方々の付託に応えて、その企業を成長させる責任はあるということだと思います。

先ほども申し上げましたけれども、どちらかというと、経営目標では損益計算書の指標が重視され、ともすればバランスシートのほうは軽視されがちになります。また、株価というものは、資本市場が決めるものであり、ある意味神聖で、自分たちは何も手をつけることができないのだということや、一種の神話のようなものもあります。ただ、実は「株主の付託に応えて、どのように企業を成長させるか」あるいは「資本をどのように配分するか」ということをきちんと説明するのは、経営者の責任であるということではないかと思います。

藤田：ありがとうございます。先ほど、中神さんは、自己紹介のところで会社と株主の関係をお話しされていました。「会社は誰のためにあるのか」という議論は、株主・投資家の立場からするとどう映っていらっしゃいますか。

中神：そうですね。「誰のためにあるのか」という議論と「誰のものか」という議論は、また随分違うイシュー（問題）かなと思います。また、人間は、二項対立や単純化がどうも好きですが、「誰のものか」という議

論は非常に不毛だなと思っています。

企業というのは、社会の唯一の価値創造主体だと思います。経済には、家計や政府、企業がありますが、経済の中で価値を生み出すのは企業だけだと思います。政府はそれを分配する立場でしょうし、家計はそれに預かる立場でしょう。だから、この極めて大切な価値創造主体が誰のものかという議論は、あまり生産性がないと思っていまして、むしろ「この大切な価値創造主体のフルポテンシャルを引き出すために、皆でどのように応援していくのか」という論を立てたほうが良いのではないかと非常に強く思っています。

60年くらい前の松下幸之助の言葉を引っ張ってきますと、「株主は自ら会社の主人公であるということを正しく自覚、認識しなければならない。」と言っています。誰のものかというと、「主人」ということなんですが、幸之助は「主人公」と言っています。「経営者に對して言うべきは言う、要望するべきは要望するという、主人公としての態度を毅然として保つことが大事ではないかと思う。されば、会社の番頭たる経営者も、より一層、経営に真剣に取り組み、業績を上げ、利益を上げ、税金を払って、株主に還元しようという気持ちが強くなってくるのではないかだろか」とおっしゃっています。

「主人」ということではなく、「アクター」。株主ですら、世の中で大切な価値創造主体を盛り上げていくアクターであり、プレイヤーであると考えるべきではないかと言っていて、まさに私は、投資家、特にエンゲージメント投資家は、こういった姿勢で臨まなければいけないのではないかと思いますし、経営者もそういうふうに受け入れてくだされば良いなと思います。

藤田：日々、会社を経営されている勝木さんからすると、この議論をどういうふうに受け止めていらっしゃるでしょうか。

勝木：やはり、神田先生がおっしゃられた、会社は社会のものだというのは、我々のグループ理念の中でも、地域の方々、顧客の方々、従業員、社会そのものとの

共創が必要であるという理念を打ち出しておりますので、非常に共鳴できるところあります。一方で、経営者としては、株主の目線を持つというところは、非常に重視しております、両方達成しなければならないのが、我々経営者の立場だと思います。

極端に言うと、株主の方々は、株券と株主資本のオーナーであって、残りは社会のものだという考え方が示されますけれども、私は二項対立ではなくて、両方を実現するのが私ども経営者の本質的な必要性だと思っています。ある意味、意欲が湧きますね。株主の方にも報いて、社会にも持続性を提供しなければいけないという立場で経営をしたいというふうに思っております。いろいろな見方があって、我々はすべて包含していかなければいけないと考えています。

藤田：ありがとうございます。議論が割れるというよりは、むしろ同じ方向を向いているというような議論になったのかなと思います。

企業価値／資本コストとは何か

藤田：議題を次へ移しまして、「企業価値とは」「資本コストとは」という議論に入りたいと思います。「企業価値」という言葉は、我々も含めて簡単に使う言葉ですが、意外と難しく、皆さんが同じイメージを持っているとは限りませんし、「企業価値とはなんぞや」というところも含めての議論になるかと思います。また、企業価値を測るにあたり、大事な道具となるのが「資本コスト」という考え方もあるのかもしれません、「資本コストとは何か」「どうやって測るのか」というところも目線を合わせていかなければいけないのかなと思っています。2018年年のコーポレートガバナンス・コードの改訂などもあり、投資家の要求するリターンとしての「資本コスト」をどう捉えれば良いのか、迷われている企業もあるのかなと思います。まず、大きな話として、「企業価値」や「資本コスト」をどう考えるべきなのか、神田先生にお話を伺いたいと思います。

神田：「企業価値」という言葉がいつから使われるようになったのかという話をさせていただきますと、2005年にニッポン放送事件というものがありました。当時、「敵対的買収」と呼んでいたものに対して、会社側・取締役会が対抗措置を発動しまして、それが会社法上適法かどうかということが争われて裁判になりました。近年でも同様に裁判になるケースはあるのですが、そのときに、防衛する会社側は「敵対的買収が成立してしまうと会社は駄目になるから防衛する」と主張し、攻める側は「今の経営者ではなく、自分が買収して経営をしたほうが良い」と主張し、お互いに主張を戦わせます。そのときに、会社法上の議論として「防衛はして良いものなのか」あるいは「防衛はしなければならないもののか」というときに、何を基準に考えたら良いのでしょうかという話になりました。

そこで、当時「企業価値」を大きく打ち出しました。つまり、経営者と対立している買収提案だからどうだということではなく、その買収が企業価値を高めるものなのか損なうものなのかこそが基準であるべきであり、高めるものであれば防衛してはいけないし、損なうものであれば防衛しなければいけないのだと、基本的なロジックをつくったのですね。それに基づいて、当時の経産省と法務省が指針というものをつくりました。私が知る限りでは、そのあたりから、企業価値という言葉がけっこう使われるようになったという経緯があります。

「企業価値」を理論的に定義しろと言われれば、企業が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値ということになると思いますが、先ほどのお話の流れで言うと、資本市場ないし株式市場を意識してくださいということとほぼ同義だと思っていただいて良いと思います。

資本コストについても、理屈だけを言いますと、負債も入れると WACC と呼ばれるものになりますが、実際にある企業をとったときに、その資本コストはいくらですかという計算はあまり簡単ではありません。ただ、おおよそは出ます。そういう意味で「資本コストを意識して経営をしてください」という話ではあり

ます。しかし、これも一歩下がって、抽象的に言えば、藤田さんがおっしゃったとおり、資本コストは投資家が企業に要求する対価ですので、結局は「投資家の声を聞いてください」ということなのですね。

あえて言えば、数字に表しての資本コストと言うこともできるし、企業価値を数値化することももちろんできます。それは、それぞれの企業なり投資家なりが状況に応じて使い分ければよいものであり、例えば、対話・エンゲージメントの場面に応じて数値化してお話をされても良いし、数値化しなくとも理屈に基づいて話をされるということでも良いと思います。「そういうことを意識して経営をしてください。それが上場企業なのですよ」というくらいに留めたいと思います。

藤田：投資家サイドのほうが、価値やコストについて敏感なのかなという気もしますが、中神さんからみて、投資家が求める企業価値というのは、具体的にどのような姿になりますでしょうか。

中神：先ほど、企業は唯一の価値創造主体だと申し上げて、今、企業価値の話になりました。まず、申し上げたいのは、価値と価格は違うということです。

藤田：バリューとプライスですね。

中神：おっしゃるとおりです。ウォーレン・バフェットが「価格はあんたが払うものでしょ。価値はあんたが手に入れるものだよね」と非常にうまく言っています。投資家は、まさに本源的価値に比較して価格が安いときにこそ、これは買いたいというふうに動くわけですね。逆に言うと、本源的価値より素っ高値になった場合には、これは売りだというふうに動くわけですね。企業価値と言ったときに、ついつい価格のこと、端的に言うと時価総額のことを想起しがちですが、そこは違うということをまず申し上げたいです。

その上で「企業が唯一の価値創造主体である」あるいは「経営者はその中のど真ん中の主体である」と言ったときに、経営者の仕事は企業価値向上だと言われ

ますけれど、「超過利潤をつくり出す主体」というふうに言い変えてみたらどうかと思っています。企業経営というのは当然ながら、原材料を含む、人・物・金を調達し、そこで企業活動をし、アウトプットを出します。その差分が超過利潤です。お金のところで言うと「資本コストを上回る資本生産性を出してください」ということが超過利潤だと思います。

勝木さんもそうですが、飲料をつくるときには、当然、大変な原材料が必要で、そこで企業活動を行って、値段をつけて、お客さまに買ってもらいます。例えば、この粗利や付加価値という概念は、超過利潤とニアリーアイコールだと思います。これは、物と金だけではなく、人に対しても当てはまります。新卒・中途に限らず、有意な人材にきていただき、企業活動の中で彼らのフルポテンシャルを出していただき、素晴らしいアウトプットに繋げていくという意味では、ここもある種の超過利潤だと思います。人・物・金の経営に必要な要素すべてにおいて超過利潤を出すということが経営者の役割であり、私はこれをやれている人が、企業価値が向上する経営をされている方かなと思っています。

資本コストとの関係について言うと、よく「うちの資本コストは WACC を計算すると 6.2%です。一方で、うちの資本生産性は 7%なので上回っています」といった議論があるですが、投資家が求めるのはそういった何ポイントといったレベルではなく、資本コストなんて軽々と超えてください、ということです。例えば、粗利で言うと、4 割くらいの粗利をとれている会社じゃないと、十分な超過利潤を出しているとは言えないと思います。例えば、平均的に資本コストが 8%だとしたら、15%くらいは出してくださいねというのが、投資家からのお願いです。

藤田：実際に経営をされている勝木さんにも伺いたいと思います。アサヒグループホールディングスでは、持続的な成長や中長期的な価値の向上を取締役会の使命として掲げていらっしゃいます。中長期的な経営方針を持った上で、事業ポートフォリオも大胆に変え

ていかれていると伺っています。引いた視点からすると、成熟した飲料業からグローバルな成長企業へ変わってきているというイメージも市場の中では持たれているようです。企業価値やその前提になる資本コストについて、どのように捉えながら経営をされているか、ぜひ具体的にお話を伺えればと思います。

勝木：私どもは、なんとか4割くらいの粗利は稼いでいるというふうに自負しているのですが、資本コストや企業価値に対する目線について、実際に使っている立場から申し上げます。私どもは早いほうだったかと思うんですけれども、資本コストを意識し出したのが2000年でした。2000年からROEの結果についての開示を行ってまいりました。WACCにつきましては、これも2000年から会社の投資判断に導入しています。例えば、設備投資であるとか、営業上の投融資のハードルレートとして、WACCに個別の案件のリスクプレミアムを載せた形で、そのハードルレートを超えないければ基本的には投資しないという形でつかってまいりましたし、私もM&Aを長くやっていましたので、当然、M&Aでも道具として使いこなせないと進められないということです。

残念ながら、ROEにつきましては、実はここのことろ低迷しております。これは2016年から2020年にかけて2兆4,000億円のM&Aを行ってまいりましたが、その結果、デットが膨らみ、財務の健全性が損なわれまして、デットエクイティレシオが1倍を超えるという状況になりました。Net Debt / EBITDAに関しては、一時期、一瞬、6倍を超えるました。そうした中、なんとしてでもデットを減らさなければいけないということで、公募増資もやり、劣後債も3,000億円だし、いろいろな資産も売却して、とにかくフリーキャッシュフローを生んで、そこからデットを返済して、それによって、資本を増強したいということがございまして、E（株主資本）が膨らんだものですから、自然とROEが低下してまいりました。

特に2020年のコロナ禍で直撃を受けたときは、資本収益性が私どもの計算する株主資本コストを、若干

下回ったと思うのですが、なんとか、今、少し回復に向かっているところであります。軽々と超えるというのはなかなか今の段階では難しいかなというところでして、一時期、2018年にはROE15%を超えたんですけども、今は8%に少し欠けるような状態で、ストラグルしているところであります。

ただ、こうしたキャッシュ創出の必死の努力で、財務の健全性が回復できました。Net Debt / EBITDAも3倍まで下がってきました。デットエクイティレシオも平常と言える段階まで下がってきましたので、従来、KPIとしては、フリーキャッシュフローを上げましょう、その前提となる利益を稼ぎましょうとしていたところから、いよいよ、もう一度、資本コストをきちんと正面から見据えた、それにいくらプレミアムを載せられるかという経営にチェンジをしようというところです。当然、目線感としては、ROEに加えて、ROICを大事にしたいというふうに思っています。ROICを上げるということは、要は、企業価値を上げることに直結すると思っております。

ただ、ROICを上げるという観点で言うと、ROICの数字だけを眺めて「上がったのか」「下がったのか」とやっているのは、経営ではないと思っています。デュポンメソッドではないですが、部品に分解して、運転資本の回転率をどう上げるのかというところから取り組む必要があります。実際、事業会社では運転資本の削減がデットの返済にも繋がってきておりますが、きちんと、部品・部品について、各ルートごとの改善を促していくことが、私が経営者として、事業会社に対してリクエストしていることです。

また、今日の論点の一つかもしれないですが、PBRについても、経営をする立場として一言申し上げます。PBRはROE×PERですので、昨今、PBRを改善するために、Eを自己株買いのような形で調整して、PBRを改善したという議論があると思います。もちろん、それも大事だとは思いますが、投資家との対話で言いますと、そこだけご覧になっているわけではありません。Rは当然大事ですし、PERの面で言うと、将来の

成長を我々がいかに見通せているか、施策が打ち立てられているかというところを中心に、投資家の方はご覧になっていると思います。

私どもとしては、E を調整したから投資家に対してお応えしましたということで済むとは思っていません。我々はまだ軽々と超えている段階ではございませんので、威張れるわけではありませんけれども、きちんとそういう方針と具体的な施策を立てて進めていくことが、経営者の責務だと考えております。

藤田：東証の要請に関連して、勝木さんからは PBR にフォーカスしたお話をありました。山道さんは、上場企業全体の今の動きが見える立場でもありますけれどどのように映っていらっしゃいますか。

山道：東証では、昨年 12 月末までに開示をしていた企業の中で、例えば、投資家目線から見て面白い取組みの事例や投資家目線を意識するうえでのポイントをまとめたケーススタディ集のようなものを 2 月 1 日に公表しています。これは、国内外の投資家約 90 社にヒアリング等を行ってまとめたのですが、具体的な会社名を上げて、29 社の取組みを掲載しています。例えば、資本効率性を高めるための施策としての政策保有株の削減ですか、あるいは人的資本の投資をあげている会社など、非常に意味のある取組みをされている企業が多くあります。

開示内容を東証が評価しないのかという意見もよくいただきますけれども、評価をするのは、あくまでマーケット、あるいは投資家だと思っています。我々は、それをファシリテートする、容易になるように道具立てはいたしますが、評価の主体はあくまでもマーケット、あるいは投資家ということだと思っています。

先ほど、勝木さんがご指摘されたような、E を減らす方向にいっているという指摘は時々いただいており、そういう面がないとは言えないとは思います。私どもも、昨年の 3 月末に出した要請では、自社株買いや増配といった一時的な効果を狙った施策だけをお願いしているわけではないというふうにはっきり申

し上げていますが、残念ながら、そうではないようなケースもあるのかもしれません。ただ、我々として、自社株買いや増配をもちろん否定するものではなく、中長期的な成長に資するよういろいろな施策というものをお考えいただいた上で、余剰資本があるのであれば、当然、それを株主に還元するというのは真っ当な考え方ではあると思います。ただ、自社株取得というのは、必ずしも中長期的には企業価値向上に寄与しないというアメリカの大規模なスタディもあるぐらいで、何らかの中長期的な企業価値向上に資するような施策を打たなければ、一時的なもので終わってしまうというのは明らかだと思います。我々としては、上場企業の皆さんには、そういった施策を打っていただきたいなど、これからも要請を続けるつもりです。

藤田：この議論を伺って思うのは、財務のリテラシーという言葉がありますけれども、そういう言葉を使わないのであれば、経営がどういうふうなものなのか、より解像度を上げていくことで経営と投資家が目線を合わせられるようになるのかなという受け止め方をしております。

コ-ポレート・ガバナンスの位置づけ

藤田：議論を次へ移したいと思いますが、次はガバナンスについてです。日本型経営と言われるもののが成功したあと、苦しくなる中で、日本型経営の課題は何かということで出てきたのがガバナンスの問題かと思います。ガバナンスも企業価値と同様に、なかなか共通したイメージを持ちにくい言葉かもしれません。2015 年にコ-ポレートガバナンス・コードが策定され、中長期的な価値の向上を目指す「攻めのガバナンス」という言葉を使いながら、ガバナンス改革を進めていくべきだという方向感が出はじめました。社外取締役を招くといった、いろいろな形で、少なくとも形式的には進んできたのかなと認識しております。今後の課題としては、それをより実質的に深めていくということでしょうし、先ほどからの議論にある企業価値

の向上に繋げていくことだと思います。改めて、ここも神田先生からお願いしたいと思いますけれども、企業価値向上におけるガバナンスの位置づけ、また、企業は何をしていかなければいけないのかという大きな話をお伺いできたらと思います。

神田：上場企業に限定したお話をしたいと思います。今、おっしゃっていただいたコーポレートガバナンス・コードというのは、2015年6月から適用されています。制度として見た場合、四つの特徴があります。第一は、ガバナンスというのは、それ自体が目的ではないのですね。目的を達成するための手段です。では、目的は何かというと、当時の政権の政策もあり、企業が成長することが目的とされています。したがって、コーポレートガバナンス改革というのは、政府の成長戦略の一つとして位置づけられ、これは今の政権も引き継いでいます。よく言われる守りのガバナンスということよりも、攻めのガバナンスに重点があるということになります。

二つ目の特徴は、何度かご指摘いただいたように、当時、コーポレートガバナンス改革というのは、まずは形式からはじめましょうということになりました。いろいろ議論があって、「形だけ整えたって中身がなければ意味はない」「実質を議論しましょう」という意見もかなりありました。ただ、残念ながら、中身や実質は外から見えにくいので「まずは形を整えましょう。中はあとから整えましょう」ということになり、まずは形式から入り、実質はあとからということで進行してきました。2015年から数えますと、9年ほど経ちますが、証券取引所がコーポレートガバナンス・コードというものをつくって、それぞれの企業がそれに対応してコーポレートガバナンス改革を実施しましょうというやり方で、3年ごとのコードの改訂を重ねて、18年、21年にコードを改訂しました。昨年、3年ごとの改訂はやめて、アクションプログラムと称して実質化をより加速するやり方に方針を変更しました。

三つ目の特徴は、日本のコーポレートガバナンス改革の焦点は、ボードと呼ばれる取締役会と対話、エン

ゲージメントないしダイアログに当てられています。これは、やや不思議です。ちょっと大きな話をしてると、日本は制度を改革するときにアメリカを参考にするというのが、戦後の多くの例でした。しかし、コーポレートガバナンス改革はアメリカを参考にしていません。イギリスやヨーロッパを参考にしています。なぜかということで、いろいろなことをおっしゃる人がいるのですけれど、やや失礼な言い方をすれば、私は、ヨーロッパと日本は同じ病気になっている、それは企業が成長しないということだと思います。当時の2015年～17年ころで言うと、日経平均は2万円くらいだったと思います。1980年代も2万円で、今は、それを超えた、超えないという話が出ていますけれども、アメリカのダウジョーンズという単純平均株価は、15年～17年頃は2万ドルくらいで、今は3万ドルを超えていますけれども、80年代は2,000ドルだったのです。

先ほどお話をあったPBRも一言だけ申し上げさせていただきます。日本企業の場合は、ROEが15%くらいある企業でも、PBRが1倍割れというのは結構あります。それはなぜかというと、投資家が評価していないからなのですね。資本収益性と成長性とはトレードオフの関係にありますから、そこでどういう成長投資をするのかというのが投資家に評価されればPBRは上がるはず、つまり株価が上がるはずです。しかし、投資家は、日本企業に「余ったお金があれば返してくれ」「自分たちのほうが投資機会を持っている」と言います。例外はありますけれど、大雑把に言えばそういう状況です。その結果として、例えば、アメリカの時価総額上位GAFAMと呼ばれている企業群は、バランスシート上の有形資産の価値を何倍も超える、俗に言われる無形の価値が出ており、それは投資家が企業の将来性を評価しているということなのですよね。

話を戻しますと、日本の場合には、ヨーロッパを参考にしたので、ボードと対話に焦点があります。これは大変大事なことです。というのも、アメリカでは他にも焦点があるからです。

四つ目は、日本のコーポレートガバナンス改革におけるやり方というのは、一部は具体的なことを言って

いるものがあるのですけれども、基本は原則主義です。また、コンプライ・オア・エクスプレインで、企業は原則に従わなければいけないわけではなくて、東証の言葉では、実施するか、実施しない場合にはその理由を説明してくださいというやり方でスタートしました。これは取引所の企業行動規範の一部になっているのですけれども、これもいろいろな理由があってそうなっています。具体的には、法律でコーポレートガバナンス・コードを書くことができないという事情があります。金融商品取引法という法律は、上場企業に対しては、情報の開示を求めるることはできますが、例えば、社外取締役を置いてくださいと書くことはできません。もちろん、インサイダー取引の禁止とか、そういう別のルールはあります。社外取締役を置いているかどうかを開示してくださいということは言え、現に、金融商品取引法が要求していますが、直接の行動を求めるることはできません。したがって、証券取引所、特に東証が企業行動規範の一部としてコーポレートガバナンス・コードをつくったというのが、制度的なベースです。

先ほど「コーポレートガバナンス・コードを使って企業はどうしたら良いですか」という話をおっしゃったと思いますので、二つだけ申し上げます。

一つは、コーポレートガバナンス・コード自体も、今後、3年ごとの改訂はありませんが、必要に応じて変わっていきます。過去でも2015年バージョン、2018年バージョン、2021年バージョンがあります。例えば、2018年には、任意の委員会の設置として、指名委員会等設置会社以外の機関設計の場合でも、指名委員会や報酬委員会を任意に置くことを推奨しています。2021年改訂はいろいろありますけれど、二つ取り上げますと、一つはサステナビリティについて取締役会が責任を持って進めてくださいということと、もう一つは、先ほど言及がありました、市場区分見直しとの関係で、プライム市場上場会社向けの原則をつくって、少し複雑になっています。コーポレートガバナンス・コード自体も進化しているので、それに留意していただければということです。

もう一つは、企業に対しては、これをうまく使っていただきたいと思います。結局、これは、規制ではなく、コンプライ・オア・エクスプレイン規範です。それぞれの企業が置かれた立場、業種、環境が違うわけですから、それぞれの企業が先に進む、成長するために、コードはそれを応援したいという気持ちがあるわけとして、うまく使って成長していただきたいです。使えない分は使う必要はないと思いますので、エクスプレインすれば良いわけです。うまく使っておられるところは、現にうまくいっていると思います。

藤田：企業にうまく使って生かしてほしいということですが、勝木さんにお伺いします。アサヒグループホールディングスは、積極的にガバナンス改革に取り組まれた会社だと伺っています。今年1月にグループガバナンスの強化ということで、企業価値最大化のために執行体制についての見直しもされました。具体的なガバナンス改革の魂や鍵、企業経営の中でどのように取り組んでいらっしゃるのかについてお話を伺えればと思います。

勝木：ありがとうございます。私どものボードについては、この4月から社外取締役が過半数、女性が11分の5で45%、外国籍の方も2名ということで、多様性もさらに高めることができました。従来からも、多様な意見が出てきて、活発なボードだと自負していますが、今般、取り組むのは、それに加えて、執行部の改革です。やはり、ボードだけでは将来の成長性というのが確保できないと思ったからです。

背景としては、少し長くなるのですが、先ほど申し上げたように、私は一連のM&Aを行ってまいりました。ただ、M&A直後は、事業がどうしても脆弱になりますから、各買収した事業を安定させること、成長基盤をしっかりとさせること、各々の成長を確保する経営を2021年まで続けてきました。そうした中で、「だいたいうまくいきそうだ」「増益のトラジェクトリーも確保できたよね」と確認できたものですから、そこから、海外の経営も経験しました私としては「欧米型の

「執行をやりたいよね」と思いはじめました。次の変化を起こしても良い会社になったと思ったのです。

実は、2021年12月に、当時外国人の幹部がヘッドハントされて辞めるというときに、食事をしました。その際に「勝木さん、これから経営をどうしようと思っているんだ?」と聞かれたので「俺は欧米型の経営にしたいと思っているよ。合理的で、アジャイルで、そういう意思決定方式だから、欧米は成長していると思っているよ」と言ったら、「勝木さん、馬鹿なことを言っているんじゃない」と言うんですね。「俺は、日本の経営を素晴らしいと思っているよ。欧米はCEOが変わると全部の方針が変わって、お前はクビだ、俺の言うことを聞けと大混乱する。日本の経営は、意思決定は稟議みたいな形で丁寧にやる。それを評価している」と言っています。「経営の継続性もあって、日本は100年続いている会社が4万社もあるじゃないか。勝木さん、その認識をちゃんとしたほうが良いよ」と。「ああ、そうか。私は両方の経営を分かっているから、これをコンバインしたら、最適な意思決定システムつくれるんじゃないかな」と言って、2年くらい検討して、今回の発表に至ったわけです。

これは何かというと、一つは、私どもの海外比率は、売上で50%、利益で3分の2、従業員の半分以上は海外ということになりましたので、日本人幹部だけで意思決定をしている、会社を運営しているというのは、おそらく適切ではないだろうと思いました。そこで、外国人を執行部の中枢に連れてきました。ただ、私、横串が大嫌いなものでして、やはり、レポートラインをきちんと守らないと混乱しますので、CxOは設けるけれど、各地域や各事業の事情に優先するグローバルで必要な戦略を遂行するという機能についてCxOを置こうとなりました。具体的には、CFO、CPO(Chief People Officer)といってChief Human Resources Officerのようなもの、CR&DO、サステナビリティを担うCSO、そして非連続成長を担うCGOの5つは、おそらくホールディングスが主導して良いんだろうなと。他の機能については、横串ではなく、ベストプラクティスを共有するような機能にしました。

もう一つは、我々は経営戦略会議と呼んでいるのですが、日本でいう経営会議的なものは、丁寧な意思決定のために、CEOの諮問機関としてきちんと置かなければいけないと考えました。そこに、海外のリージョンのCEOを連れてきて、ここで中長期の議論をする体制をつくろうと。

CxOの構成をグローバルに通す機能に集中させることにしたということと、諮問会議に海外の人たちを連れてきて議論する体制をとろうという2点を改めたところです。組織なので、できた瞬間からいろいろな変化があったり、腐ったりすると思いますけれども、おそらくは、私が先ほど申し上げた最適な意思決定システムに近づくことができたのではないかと思っています。

藤田：中神さん、この議論を踏まえて、投資家からすれば、ガバナンスをどう見るのかというのは、形式的に見る部分と、実質的に評価する部分と、視点は二つあるのかもしれません。日本のこれまでのガバナンス改革をどう評価し、課題があるのだとするとどういう課題があると受け止めていらっしゃいますか。

中神：さっきからずっと同じことを言っているんですけど、企業は大切な唯一の価値創造主体ですので、そこが成長してくれないと困ります。

成長するにはネタが必要です。ネタというのが何を言っているかというと、リスクテイクをするからはじめて成長するわけですよね。リスクをとらずに成長するはずがありません。ただ、リスクテイクというのがすごく難しいのです。企業経営というのは一人でやるものではなくて、集団でやるものですから、集団でリスクテイクをするにはどうしたらいいのかというのは、すごく難しさがあると思っています。「ヨーロッパも日本も同じ病」と神田先生がおっしゃっていましたが、リスクテイクができなくなっている会社が多いというのが、日本とヨーロッパの共通した課題なのかなと、お話を伺いして思いました。人間は、集団で合議をすると、絶対に悲観的な人のほうが賢く聞こえま

す。データもあるし、過去の分析もある。一方で、リスクテイクというのは未来に対するベットなので、すごく楽観的で能天気に聞こえるんですよ。

藤田：不確実ですね。

中神：そうすると、集団合議をすると、大概の場合はリスクアバースな人に持っていくかになってしまうと私は思っています。私は、ガバナンスというのは、集団合議だけれど、洗練されたリスクテイクを続けていくための仕組みじゃないか、そうあってほしいと思います。そうであるが故に、まずは指名が大事。集団で経営するんだけれど、どの人のリスクプロファイルにベッドするのか。リスクアバースの人もいれば、リスクテイキングの人もいます。ただ、その事業環境、経営環境において、この人のリスクテイクに賭けようと決めない限り、わちゃわちゃと議論になって、悲観的なほうに引っ張られてしまうと思います。だから、指名がものすごく大事です。

一方で、その指名する人も、社内に必ずしも優れたリスクティマークがいるかどうかは分かりません。だから、社内外から素晴らしいリスクティマークを引っ張ってこられるための報酬設計がものすごく大事です。うちの会社は給料で在席しているような人間じゃないんだというのも正しいんですけど、社外からも引っ張ってこられるような報酬制度をしっかりつくることも大事です。

ただ、リスクティマークをする人がきて、十分に報われても、下手をすると暴走するので、それはちゃんと監査・監督をしなければいけないということです。実は、指名委員会等設置会社のロジックは、極めて、企業を洗練されたリスクティマークに向かせるための良い仕立て、構えになっているのではないかというのが、私の理解です。それをもっと意識して、ガバナンスというものを設計し、単に形式に陥るだけではなく、実質的にどうやって洗練されたリスクティマークをしていくのかということをテーマに据えたら良いのではないかと思います。

藤田：「リスクティマーク」がキーワードですけれども、勝木さんに質問を戻しまして、先ほど、非連続的な成長のためにポジションをつくっているというお話をありました。中神さんの問い合わせにどう対応しているかをお聞かせいただけますか。

勝木：おっしゃることは理解できるところであります。やはり、リスクティマークしない会社に成長はないというふうに考えています。私どももちょっとリスクをとりすぎだったかもしれません、いろいろなリスクをとってきた。ただ、闇雲にリスクをとっているわけではありません。やはり、M&Aをする際には、十分なデューデリジェンスに留まらず、その会社の理解も随分長い時間をかけてやります。

私は、一つ良かったなと思っていることがあります。金融機関などで導入されているエンタープライズ・リスク・マネジメントという仕組みを、事業会社としては珍しいと思いますが、導入してきました。併せて、会社のリスク・アペタイトも明確にしました。「リスクをとる性質のものは、これとこれとこれです。また、会社トータルでリスク総量をコントロールしましょう」という仕組みを、リスク・アペタイトとERMの両輪で回しているという仕組みをとっていますので、誰か一人が暴走しようとしても、しようがないという形にしています。定義された、制限された中でのリスクはどんどんとりましょう。ただ、会社の枠を超えたようなリスクについては、誰か一人が、CEOであってもとりようがない仕組みを取り入れているというところは、我々も一つ進化した点だと思います。それと、先ほど申し上げた、CEO一人が暴走しない仕組みとして、日本的な諮問機関における合議による意思決定、丁寧な意思決定も大切にしたいと思っています。

藤田：ありがとうございます。ガバナンスは形式的には測れるところはありますけれど、それを実質的にどう促進していくのかということは、いろいろな会議の中でも議論されているかと思います。今、どういう観点で考えていらっしゃるのか、また、今後の方向感をお聞かせいただけますか。

株主・投資家との対話の意義

山道：実質を求めるというのは、より難しいところに入っていくということだと思います。マーケットが期待することと、我々がやろうとすることは、時間的には常にギャップが存在します。我々は中長期的な企業価値の向上や、中長期的な成果を求めようとするわけですけれども、マーケットはより短期的な果実なりリターンを求めるものです。それが良い悪いではなく、マーケットというのはそういうものだと割り切るしかないと思います。そうすると、ギャップを埋める努力は、取引所に課せられた使命だと思います。そのギャップを埋めていくのは、透明性と信頼であり、どこまできて、何をしようとしているかということを開示しながら、より上を目指していくためにはどういう施策が必要かというのを発表し、世に問うていくことで、その透明性を確保することです。また、信頼というのは、こいつらはなんやかんや言いながらやってくれるんじゃないかという信頼です。どこかで尻すぼみに終わらない姿勢を取り続けるということだと思います。

先ほど、神田先生からありましたように、今まで2015年にコーポレートガバナンス・コードを制定して、2018年、2021年と改訂してきたんですけど、細則主義に陥るのは良くない、コンプライ・オア・エクスプレインかつプリンシップベース（原則主義）だと言いながら、どんどん細かくなっていくのは良くないということで、今後どうするかというのは、まだオープンで、これから議論だということですが、マーケットからの信頼を失うとやっている意味がなくなりますので、それをどう確保しながらやっていくかということかなと思います。

藤田：ありがとうございます。会社の枠組みとしてのガバナンスですね。governという言葉は馬の綱を操るというような意味もあるそうですが、日本の場合は攻める形と守りの形のバランスをとりながら、より持続的に価値を上げられるような仕組みにチャレンジしながら進めていくようなお話なのかなという理解をしました。

藤田：次は、これも非常に大きな課題ですけれども、経営者と株主・投資家との対話の議論です。今日の本題でもあるわけですが、これまでの日本の株式の保有構造でいけば、安定した株主がいて、それが経営者にとっては物言わぬ株主であったという時代もあったのかもしれません。その後、日本の経営課題がだいぶ変わってきた中で、株主自身が物を言う、あるいは対話をする要素として非常に重要なになってきているのだと思います。東証でも、資本コストや株価を意識した経営と併せて、プライム市場の上場企業に対して、株主との対話の推進と開示についても要請をしています。ここは、山道さんのほうから、対話の意義についてお話を伺えますでしょうか。

山道：ここ1年くらい、国内外の投資家とかなり意見交換をしてきました、海外では、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールでやりました。その中で、国内外の投資家からは、日本の経営者の皆さんとの対話に対する意識がかなり変わってきたと、非常に高い評価をいただいています。例えば、事業の収益性等についての成熟した議論ができるようになったとか、以前は担当役員や部長くらいだったのが「C」がつく方々も対話に出てくるようになったなど、意識が高まっているとは言われています。

一方で、例えば、上場企業の皆さんにお伺いをすると、「ものすごく短期的なことばかりを聞かれる。自分たちはもうちょっと中長期的なことも話したいんだが」というお話を聞くことがあります。また、私どもは、ニューヨーク、ロンドンの事務所で頻繁に投資家や証券会社とコンタクトをとっていますが、最近、あまりきついことを言わない投資家にアポをとろうとする企業が多く、きついところを言うところはスカスカで、あまりきつくないことを言うところは沢山アポが入っているという話も聞き、非常に残念に思います。

どうも日本では、対話というものを、対立や対決み

たいな認識でいらっしゃる方がけっこいいいらっしゃるのではないかと思うのですが、実は、中長期的な企業価値の向上というのは、企業の経営者の方もお考えになっているし、当然、それは投資家にとっても果実としてリターンがある話なので、目指している方向性はまったく一緒のはずです。したがって、対立や対決ではなくて、同じ方向を向いている同志だということを、もっと広げていかないといけないだろうなということです。

もう一つは、先ほど、取引所としての役割として、中長期と短期ということを申し上げましたが、これは同じことが上場企業と投資家にも言えると思います。我々が、上場企業の皆さんにお願いしている中長期的な成長に資するいろいろな投資、設備投資、R&D、人的資本投資あるいは事業ポートフォリオの見直しは、時間がかかる話です。ところが、投資家はひょっとするともっと短期的な視点で見てくることがあります。それを埋めるのは、透明性であり、企業の場合だと、「その企業がどこを目指そうとしているのか」「今はどこにいるのか」「もしその差があるとしたら、それをどう埋めようとしているのか」を積極的に発信していただくこと。それを聞いて、あるいは人となりに触れて、投資家が「この人は経営者として信頼できる」ということであれば、経営を任せることになるでしょうし。そういう信頼を確保する過程で、対話はすごく重要なだろうと思っています。

藤田：ありがとうございます。どのように対話をしていくのかということは、投資家からしても常に高い意識を持って取り組んでいらっしゃるのかなと思います。先ほど、対立の構図での議論もありましたけれど、経営側にとっても、物言う株主に対するイメージはそれぞれ違うかもしれません。また、どのように対話の成果を上げていくのかというところは、投資家の方がよく考えてされるのではないかと思います。具体的にどのようにやられているのかぜひ中神さんに伺えますでしょうか。

中神：我々のエンゲージメントのパターンみたいなこ

とですかね。冒頭に「価値と価格は違う。我々投資家としては、価値に比較して価格が低いところに当然エントリーします」というお話をしました。我々のエンゲージメントは、価値と価格のギャップを埋めるようなエンゲージメントです。なぜ、そもそもこんなにギャップが生まれているのかというものを分解して、そこを埋めていきましょうと。例えば、IRがあまり上手ではなく、せっかくの良い企業活動がマーケットにあまり認識されていないという話かもしれませんし、あるいは、ガバナンスが株主に向いているとは思えないというギャップかもしれません。いくつかありますが、そこを一生懸命埋めようとします。ただ、これだけだと価格が価値に収斂するというだけであまり面白くありません。

もう一つは、働く株主、元経営コンサルタントとしては、単にそのギャップを埋めるだけではなく、価値そのものがぐいぐい上がっていくということをやりたいと思っています。それは、当然、戦略であったり、事業ポートフォリオ改革であったり、サプライチェーンマネジメントであったり、キャッシュコンバージョンなど、いろいろあるわけです。繰り返しになりますが、リスクをとりながら、企業を変えていきながら、本源的価値がぐいぐい上がっていけば、いつまでも投資ができるというのが、我々の理想的なことです。

そのために時々やるのが、経営者からはびっくりされるんですけど、例えば、グローバルトップ10に入りたいとおっしゃる会社があったときに「そうですか。グローバルトップ10と言うと、例えば、ROA、ROE、あるいはROIC、EBITDAの成長率、グロースプロフィットマージンの水準はこんなんですよ。申し訳ないですけど、あなたの会社はここですよ。どうやってここまでいけると思っているんですか？」と、アジアーションというか火をつけてみることがあります。「そのうち、みさき投資さんにも投資してもらいたいと思っているんだよね」といったことを、ありがたくもおっしゃってくれるんですけど「うちのポートフォリオはこんな素晴らしいパフォーマンスですよ。申し訳ないけれど、今、社長がおっしゃったパフォーマンス

って、こんなんですよ。本気でみさき投資に投資してもらえると思っていますか？」と、あえて憎まれ口を叩くということもすごく重要な役割だと思っています。それによって、経営者の目線が引き上がります。あるいは、私が言外に申し上げたいのは「御社のフルポテンシャルはこんなもんじゃないはずだ」ということです。「御社のフルポテンシャルを引き出せば、グローバルトップ 10 にはいかないかもしれないけれど、少なくともこのくらいはいけるはずですよね。」あるいは「みさき投資のポートフォリオと比べてもこのくらいはいくんじゃないでしょうか。」というように、投資家としては、高い目線をセットしたい、あるいは、そこですむ合意をしてみたいと思います。富士山に登ろうとするのと、エベレストに登ろうとするのでは、リュックサックもその中身も何もかもが変わるわけです。そうすると、自然に「それをやるためにには、一体、何を変えなければいけないのか」「どこまでリスクをとらないといけないのか」という議論になっていきます。まずは「フルポテンシャルはこのくらいなんじゃないですか」というゴールセッティングを議論したいし、対話したいと思っています。

それだと、先ほど山道さんがおっしゃった、対立や対決ではありません。ゼロサムをやろうとすると、対立や対決になってしまふんですね。「もっと株主によこしてくださいよ」「いやいや、それは従業員のために」となってしまうから。でも、フルポテンシャルを出しましょうということになるともっと前向きな思考になって、俺たちはどこまでいけるんだろうと、同じ立場に立てます。それが良いのではないかと思っています。

藤田：ありがとうございます。ぜひ勝木さんにお話を伺いたいのですが、御社の場合は、経営のトップ、財務の CFO など、経営の先頭の方々が、前面に出て投資家の声を直接聞くという場面もたくさんつくられていると伺っています。具体的にどのような対話をして、それが経営のどういう機会につながっているのか、また、そういったエピソードを通じて対話の意義をお伺いできればと思いますがいかがでしょうか。

勝木：どちらかというと、私は投資家の方々との対話が大好きなほうでして、アナリストの方々との対話機会も含めて、年間で 100 件くらいのミーティングをしています。これはもちろん海外も含めてです。海外では、年間に 2、3 回、ロードショーで投資家の方々を回っています。今の中神さんの話じゃないですけれど、慣れてきますと、ミーティングの最後に質問をして「うちにご意見やご批判、アドバイスはないですか？」と聞くと、1 時間のスロットだとして、55 分間の中に出てこなかつたすごく良いアドバイスが、最後に得られたりするんですね。「おたくの成長戦略について…」というようなものがあって、これが非常に我々の糧になっていると思います。

残念ながら、2020 年、2021 年の対話では、コロナの問題だとか、コストアップの問題だとか、それに対して値上げでどう跳ね返すのかとか、超短期の話が多かったのですが、一昨年あたりから、そのへんの雲行きが変わってきました。投資家から、うちもそういったことをちゃんとマネージできるとご認識いただいたからだと思いますが、先ほど申し上げた PBR の E ではないほうの将来の成長戦略についてのアドバイスがたくさんいただけるようになりました。それこそ「M&A 戦略もこんなのが良いと思うよ」あるいは「これから大事なのは、まずはマージンを回復することだよ。それは世界のベストプラクティスがこういうふうにやっているかもね」というアドバイスがもらえたりして、非常にためになるんです。

こここのところ我々の行動や経営に影響を及ぼした投資家のアドバイスとして、今、ものすごく一生懸命に取り組んでいることがあります。一昨年あたりに非常に強い声でいただいたのは「アサヒさん、おたくの事業が社会に与えているインパクトについて、負のインパクトを中心に、どういうインパクトを与えているのか、可視化してください。それに対して、負のインパクトがあるとすれば、それをどうミティゲーションするのか、どういう行動をするのか、定量的に教えてください」という話ですね。もう一つ、これは北米の

方々が中心ですけれど「我々は、社会の持続性と我々の会社の持続性、この両面のためにサステナビリティに対する投資を行います。こんな活動をします」と言うと「いいよ、どんどんやってくれ。それによって、投資家にどういうリターンがあるのか教えてくれ」という話です。

これから的是非SSBやCSRDで議論が煮詰まつてくると思うんですけど、私がずっともやもやとしていたのは、どうもトライショナルな財務諸表で会社の姿は表しきれていないのではないか、限界がきているのではないかということです。それは、我々も感じているし、投資家の方々も感じていると思うんですね。そこに対する答えを出さなければいけないなと思っています。

今、私どもの統合報告書やホームページでも開示していますけれど、我々の取組みとして、まだ完了はしていないですけれども、価値関連図と呼んでいるものがあります。私どものサステナビリティを中心とした活動が、企業価値向上にどう繋がっているのかということを、ツリーの形で、いろいろな要素を中心に散りばめて、それを回帰分析するような形で、まずはその関連を見ます。その中でインパクトがありそうなものについては、我々は事業インパクトと呼んでいるのですが、会社、あるいは社会に、どういうプラスのインパクトを与えていたのかを可視化、定量化したいと思っています。

もう一つ、社会に対する負のインパクトについては、ハーバードビジネススクールのジョージ・セラフェイムさんという教授が提唱したイニシアティブで、インパクト加重会計(Impact-weighted accounts)というものがあります。今、我々は、環境インパクト、製品インパクト、従業員インパクトについて、どのような社会インパクトをもたらしているのかを可視化・定量化しようという取組みを進めています。これを投資の方にお示しすることで、さらにエンゲージメントの密度や質が高まると考えています。単なる商品のボリュームや、どれだけ稼いで、どれだけマージンを上げて、

とPLの話ばかりをしているのではなく、社会の持続性が会社の持続性に繋がって、投資家のリターンに繋がるということが、絵になってまとまるようなものをお示しして、ぜひそういう対話をしたいと思って、一生懸命取り組んでいるところでございます。

藤田：神田先生に伺います。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの2つの両輪で改革に取り組んできたのが日本でしたが、その中で非常に重要だったのが、経営者と株主の対話でした。ここまで先生の評価と今後の課題、どのようにさらに高めていかなければいけないかというところを伺えますか。

神田：資本コストを意識した経営という話も、株主と経営者の対話という話もある意味、日本人は苦手で、伝統的な日本の企業経営にはなかった話だと思います。そういう意味での難しさはあるのですけれども、裏を返して言えば、証券市場の軽視とまでは言いませんが、証券市場に目が向いていない、意識されていないことです。そこを変えることによって、企業もより成長するようになるのではないかというのが基本です。

対話について言いますと、一つは、株主には議決権がありますので、議決権行使をします。ただ、私は点と線と言っているのですが、議決権行使は点ですよね。賛成か、反対か、棄権。点でなく、点に至る線が重要です。対話をして、エンゲージメントがあって、その結果として、実は疑問に思っていたけれど賛成に投票をするとか、その逆もあるかもしれません。そのプロセスがあつての議決権行使であることが理想だと思います。スチュワードシップ・コードもそういう感じでできています。ただ、これは言うは易くで、日本はまだ地に足がついていません。みさき投資さんは例外ですが、一般的には、議決権行使は形式的な基準に従つてやるとか、対話はチェックリストと称してとにかく聞いて答えてもらったら帰るということが非常に多いです。

それで、東証も、昨年3月に資本コストや株価を意

意識した経営の要請と併せて、プライム市場向けに対話のほうの実質化も、情報開示を中心に取り組んでいるわけです。ただ、東証がやろうとすると、コーポレートガバナンス・コードや資本コストや株価を意識した経営の要請もそうですが、お願いする先は上場会社となります。東証は機関投資家や株主に手紙を出すことはできないですね。したがって、資本コストや株価を意識した経営の要請の案内の最後のほうに「機関投資家の皆さんにも協力をよろしくお願いします」と書いてありますが、それ以上のこととはできないのです。制度としてはどうなっているかというと、スチュワードシップ・コードという金融庁がつくったものがあり、かつ、投資家と企業の対話ガイドラインというものを2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂時につくって、2021年に改訂して、今日に至っています。

ところが、対話ガイドラインにいろいろな項目が盛り込まれると、それがチェックリストのようになって、聞くことが目的化されているようだというお話をよく聞きます。そういう意味では、投資家の方にも変わっていただきたいなと思います。投資家といつてもいろいろいるので、もちろん個人投資家はまた違うでしょうし、多様性があって良いと思いますが、そんなふうに感じることもあります。

もう一点だけ関連して、日本の常識・世界の非常識みたいな話になって恐縮なのですけれども、日本にはいろいろな特徴があって、当然良い面もあるので、それはキープして育てていかなければいけないと思いますが、私が一つ気になるのは、中期経営計画というの日本にしかないのではないかと思います。中期経営計画は、投資家によるエンゲージメントの水準を低下させるとと思います。なぜかというと、それについて質問して、それに対する答えて対話が構成されてしまうからです。おそらく、他の国に中期経営計画のようなものはないと思いますので、そうすると「御社のリスクはですか」「御社の課題はですか」と、そういう対話になると思うのです。もちろん、一長一短だとは思いますが、後者のほうが、今の状況には向いていないのではないかと思います。私は実務を知りませんの

で、観察していて感じたのですが、日本は、まだまだ企業側にも投資家側にも変えるべき点があります。すべて変えれば良いということは決してありませんし、過去を全否定する話ではまったくありません。しかし、両方が変わることによって、企業が成長し、日本経済が良くなることを目指しているわけです。ぜひ、今回の東証の要請等をきっかけに、さらに日本の企業社会、そして経済が良くなることを祈りたいと思います。

藤田：ありがとうございます。ラグビーでよく「同じ絵を見てプレーをする」なんていう言葉を使いますが、この対話の議論を聞いて、経営者も株主もそれぞれポジションは違いますが「どこを目指していくのか」「同じ絵を見ていくためにどう対話を深めるのか」という話なのかなという受け止め方をしております。

上場会社の経営者へのメッセージ

藤田：最後に、上場会社の経営者の方々へのメッセージを一言ずつお伺いできたらなと思います。勝木さんは同じ立場の方々へのメッセージになってしまいますが、ぜひお伺いしたいと思っております。神田先生からお伺いできたらと思っております。

神田：そうですね。上場会社といつても、東証の上場会社は3,800社ありますし、プライム市場でも1,600社くらいあり、業種も歴史も伝統も、事業の内容のみならず、地理的な環境や事業規模など、非常に違うと思いますので、なかなか抽象的なことは言いにくいのですけれども、それぞれの企業が置かれた中で、頑張っていただきたいという表現が良いのか分かりませんけれども、それぞれの道を歩んでいただきたいということだと思います。今日の座談会からのメッセージで言うと、企業の経営にあたって、株式市場を意識した経営をしていただきたいということだと思います。それは、具体的には、投資家の声を聞いていただきたいということです。その上で、思いきった経営をしていただいて、ガバナンスがきちんとブレーキなり、け

ん制機能を発揮するということを通じて、企業が成長し、日本経済も良くなるという、そういう流れを意識して経営していただければというのが、私からのメッセージです。ありがとうございます。

藤田：勝木さん、お願ひできますか。

勝木：メッセージを受ける立場としてですけれども、やはり、今日申し上げたとおり、投資家の方々には、我々が思いつかなかった視点、そういう視点もあるのかというアドバイスをぜひ期待したいと思っています。我々も、日々、一生懸命考えております。しかし、それでも思いつかないところは、やはり別の視点であるのだと思います。投資家の方々と同様、私どもも成長に向けていろいろなことを考えていますけれども、我々にないユニークな視点をぜひ教えていただきたいと、対話を重ねるたびに思います。

藤田：ありがとうございます。中神さん、お願ひできますか。

中神：ちょっと大きな話をしてしまうんですけども、会社という存在は、市場の中でしか生きられない存在だと思います。市場というのは、株式市場だけではなくて、製品サービス市場があって、そこには競争相手がいて、お客様がいます。また、労働市場があって、資本市場があって、会社はこういった市場の中でしか生きられません。日本の会社は、世界で一番厳しいと言われるお客様の中で、揉みくちゃにされて、鍛えられて、だからこそ素晴らしい製品、素晴らしいサービスを作れるようになったと思います。一方で、労働市場も、私が小さいときは労働争議やストが沢山あって、ここでも揉みくちゃになって大変だったと思うが、それによって、良いところも悪いところもありますが、日本的な素晴らしい雇用関係もできてきた気がします。

資本市場はどうかというと、銀行と企業は随分良い関係をつくられてきた時代があったと思いますが、株式市場、企業と株主だけは、これまで、まったくインタ

ラクションがなかったような気がします。だから、今、初めて、邂逅して出会ってやっているわけです。製品サービス市場も労働市場もそうだったように、誤解や軋轢、摩擦などがものすごく発生すると思います。でも、それこそが実は、日本の企業を鍛え直すというか、鍛え直すというのはちょっと上から目線ですが、経営を本当に素晴らしいものに変えていくデバイスといった形に捉えていただいて、お互いに真剣勝負で、この大切な価値創造主体をどうやったらもっと良いものにできるのかと議論を戦わせて、良い対話をやっていく。経営者の方には、それをぜひ真摯に受け止めていただきたいなとリクエストしたいですし、投資家も、本気で企業のことを考え、経営のことを考え、価値創造のことを考え、対話を臨むべきだと思います。

藤田：ありがとうございます。山道さん、お願ひします。

山道：ご質問の趣旨は、上場会社の経営者への期待ということなのですが、私どもは今までずっと、上場会社の皆さんにお願いごとをしてきてますので、あえて、投資家の皆さんにお願いをしたいと思います。このフレーズは、国内外の投資家と1on1で話をするとき、あるいはいろいろな機会で講演をするときにも、必ず付け加えているフレーズです。私どもは、例えば、上場企業との建設的なエンゲージメントは、リードするのは投資家だと思っています。なぜなら、フィンシャルなリテラシー、「同業者の方々の動向」「何を考えているのか」あるいは「グローバルなスタンダードはどうか」「グローバルなプラクティスはどうか」も含めて、投資家のほうがいろいろな情報を持ついらっしゃるからです。それを、アジェンダセッティングを含めて、ぜひ日本の企業との対話に生かしていただきたいです。

マーケットの主役は、当たり前ですが、上場企業と投資家です。我々はプラットフォームプロバイダーとしていろいろな舞台装置は整えますが、投資家と上場企業の間の対話の質を高めることによって中長期的な企業価値の向上に繋げるというのが本来の姿だと思

っています。ぜひ、投資家の皆さんにも、積極的に対話をしていただいて、そういった中長期的な企業価値の向上に資するようなサジェスチョンや示唆を与えていただければと思います。

藤田：ありがとうございます。改めて今日は『株主・投資家の目線を踏まえた経営』ということで議論をしてきました。株主のみを向くあるいは短期的といったことではなく、株主を含むより広いステークホルダーに果実をもたらすことが、持続的にずっと続いていくような企業経営を目指していきたいという議論だったと思います。これはすぐにできるものではなく、不斷のたゆまぬ努力の先にあるものかなと、改めて示された気がしております。本日は非常に深い議論を多角的、立体的にできたと思います。皆さん、本日はご聴聽ありがとうございました。

以 上