

【投資家フォーラム第17回会合 報告書】

投資家フォーラム

テーマ：「経営者が投資家との対話に意義を感じた瞬間、あきれた瞬間
～塩野義製薬株式会社 手代木功社長をお招きして～」

日時：2018年9月20日 18:30-20:30

場所：株式会社 QUICK 会議室

参加者：34名

目的：

- ・ 企業と投資家との対話の意義が近年、強調される。このような対話が企業にとって価値向上に真に役立つための条件はどのようなものだろうか。この観点から、投資家との対話に経験豊富な企業経営者の方々を招いて、投資家と対話することの意義について率直な意見を伺うことにした。
- ・ 今回は、2017年の東証の企業価値向上表彰で大賞、日本IR協議会のIR優良企業賞で大賞を受賞するなど、多くの受賞実績を有する塩野義製薬株式会社社長の手代木功氏をお招きした。
- ・ こうした取り組みをきっかけとして、企業価値向上を目指す場として対話を捉える発想を、企業と投資家の双方で共有できればと考えている。

以下では、投資家フォーラム 第17回会合にてゲストスピーカー及び参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

1. 手代木社長の冒頭発言：要旨

【ステークホルダーとの関係】

- ✓ 一般的に企業のカバナンスが良いと言われるのは、投資家の観点からのように思われる。それをメディアが増幅することがある。一方、企業のカバナンスについて、社会や従業員が「優れている」と言っているケースはほとんどない。投資家からのカバナンス評価が最も高い企業で不祥事などいろいろと問題が出ている。我が社も気を付けねばと思っている。
- ✓ 株主、顧客、社会、従業員という4つのステークホルダーのバランスが重要だ。企業価値を大きく毀損している会社をみると、4つのステークホルダーの間のバランスが崩れているケースが多い。経営者が財界での地位ばかりに関心を寄せ、顧客目線や従業員目線を失うなどバランスを崩していると、企業は破綻する。経営者が4つのステークホルダーとバランス良く向き合うことが重要だ。
- ✓ ステークホルダーの間のバランスが保たれているかを要所で確認しながら、それぞれのステークホルダーが変化していくのに自らも対応していくことを経営の要諦としている。そのため「最近、従業員向けの時間がすこし少ない」といった指摘をもらうなど、私を身近で支える人にチェックを入れてもらっている。当社では私のスケジュールを管理している秘書室長が広報部長（IRも担当）と兼任なので、私のことも会社のことも全部把握している。
- ✓ 私自身は投資家に育てられたという思いが強い。社長に就任して今年で11年目となるが、就任当初は色々な失敗をした。企業価値を毀損したこともある。そうした場面で、自分を立て直していくときに、最も頼りになったのは投資家だ。

【投資家との実り多い対話のために】

- ✓ 国内外の機関投資家との対話に約3割の時間を費やしている。ステークホルダー間のバランス論から言えば当然だが、考えようによっては3割しか使えないということだ。限られた時間の中で、なるべく実り多い対話をしたい。そのためどのような人々と会うべきかを、常々考えている。
- ✓ 当社の株式を保有していないが5回も10回も面談に訪れる投資家も中にはいる。これは歓迎だ。会社をきちんと理解しようとするれば2回や3回の面談で足りるものではない。株主にもならず2回も3回も会いに来る投資家はおかしい、と考える経営者がいるとしたら、その会社は危険だと思う。いろいろな投資家が自社について真剣に関心を持ってくれることは、企業にとって幸せなことだ。勿論、同じことを何回も訊かれたくはないが。
- ✓ 先般、当社はIR優良企業大賞を受賞したが、フェア・ディスクロージャーの評価だけは低い。良い質問には答えたいと私が考えるからで、当社や私自身のことをよく調べた投資家から、「あなたのここが知りたい、会社のここが知りたい」と問われたときに、これに答えられないという選択肢

を安易には取りたくない。「他の会社にも言っていないから言えない」と答える会社もあると聞くが、それはフェア・ディスクロージャー・ルールの目指すあり方ではないだろう。

- ✓ 投資家が本当に良い質問をして、「いいところを突いてくる」と思いながら、たどたどしくも最善努力で回答をする。それはディファレンシャル・ディスクロージャーであって、勘所を押さえた難しい質問に対する回答を考えることが自分も楽しいし、「あの難しい質問に良い答えができた」と感じるときは満足度が高い。

【投資家への苦言、経営者の条件】

- ✓ 良く勉強している投資家との対話と反対に、面談相手の投資家が勉強不足だと徒労感がある。また、短期の株価の動きに一喜一憂する投資家に追い掛け回されるのも煩わしい。もちろん業態による差があると思うが、製薬業界のように投資から回収までの期間が長期にわたる産業だと、今日、明日の株価の変動理由は、経営者にとってほとんど説明不能に近い。
- ✓ 厳しいことを言うようだが、マネジメントのクオリティなどを考慮した上で、聞くべき質問を選んでほしい。最初から答えようがないと分かっている質問に時間を費やすのは建設的な対話とは言えないだろう。
- ✓ 企業を評価する上で、経営者の業界内における位置づけや評価は大事だと私は考えている。業界について色々な意見を持ち、抱えている問題点や方向性をよく考えている人は、会社の将来にそれをどう適用するか、リスクに対してどう対応すべきかを分かっている。業界の中で評価される見識を持っていないようでは、自社の将来を本当に語れない、と私は考える。

【マーケットへの期待】

- ✓ 上場企業として、パッシブ運用が盛んな現在の風潮を腹立たしく思っている。徹底したリサーチ・分析にもとづき長期の観点からモデルを組んで、それに照らして仮説をこちらにぶつけて来る。そうした投資家が長期の観点から評価する会社の株式が買われ、駄目だと評価した会社の株式が売られる。そのような形で真っ当に動くマーケットになってほしい。
- ✓ きちんとリサーチし、きちんと経営者と対話し、その上できちんとモデルを作って頑張った投資家が勝つ。そういうマーケットになってほしい。そのようなマーケットを実現するために貢献したい。上場企業は何をすればよいか、投資家の意見が聞きたい。

2. 司会者からの質問と回答

- 司会：IR機能と秘書機能が一体化している体制について、歴史的な経緯も含めて説明してほしい。
- ✓ 手代木：米国駐在を終えてから秘書室長に任命され、当時の社長2代に仕えた。当社の当時のIRの水準は実質的に製薬会社の中で最下位で、決算説明会で参加者からの質問に答えないこともあった。経営企画部長を兼務後に当社のIRの問題点を指摘すると、自分で担当しろということになり、IRの機能を私が引き取った。
- ✓ 経営企画部は事業計画作成を支える部署であり、経営上層部が何をしようとしているかを分かっている。その上でIR機能も担当すると投資家など外部から高い評価を受けた。社長の考え、会社の方向性、会社の強みを最も分かっている人間がIRを担当することが最も理にかなっている。
- 司会：4つのステークホルダーの間のバランスを取って向き合うことは、次の社長も受け継ぐべきか？
- ✓ 手代木：継承すべきだし、そのように伝えたいと思う。最終的に継承するか、継承しないかは次の社長の判断だが、継承するようお願いはする。スタイルは任せるけど、やってくれと言うだろう。
- ✓ 社内で社長に本音で厳しいことを言える人はいない。表面的にそうでなくとも結局忖度していると思うので、本気でものを言ってくれる人を社外につくっておかないといけない。他の財界人や、ステークホルダーである株主などだ。この人達に厳しく言ってもらわないと、裸の王様になりかねない。4つのステークホルダーからどのように見られているかを意識していないと、必ず良くないことが起きる。
- 司会：投資家と経営トップはどういう話をすれば良いか。こういう話をしたとき心に響いた。あるいは全く逆に、この話は付き合うのが辛かったという例があれば、具体的に教えてほしい。
- ✓ 手代木：私が一番救われたと思ったのは、大失敗をしたのに見限らず、「我々は待つ」という言葉のある投資家からもらったときだ。この人達のためにも頑張らねばと思った。2008年に社長になってすぐにアメリカの会社を買った。買収後の経営統合がうまくいかず、株価が急落した。そのとき筆頭株主だったのがボストンのある投資家で、悪い時ほど訪問しなければと考え、四半期

ごとに会いにいった。その際、当社の強みは何かを問われ、創業であることに揺るぎはないと説明すると、それならば株式を持ち続けるので頑張れと言われ、本当に涙が出るくらい嬉しかった。

- ✓ 事業会社だから失敗することもあるし、事業ポートフォリオの関係で良い時期も悪い時期もある。危機をどう乗り越えるかというときに支えてくれるのが投資家だ。会社のトップは事実を隠すことなく伝え、投資家の言葉に耳を傾け、腰を据えて経営を行うべきだ。
 - ✓ 当社をみている投資家は医薬品のスペシャリストと、日本株あるいはアジア株のジェネラリストに分かれる。株式を買ってもらうためには、それぞれに適した説明の仕方がある。そのような使い分けが出来ていないとき、「説明が分からない」と言ってもらえるといい。例えば医薬品が専門でない投資家に当社の主力品であるエイズ治療薬の話をするのであれば、エイズとは何で、当社のどこがすごくて、どういう将来があるのかを、小学生でも分かるような言葉で説明できないといけない。出来ていないとしたら、それは経営者が無能だ。
 - ✓ 当社と業界が置かれている環境に関するビッグピクチャーにもとづいて質問を発する投資家には、また会いたいと思う。例えば、「塩野義のビジネスモデルは日本の国民皆保険制度が前提になっているが、この制度が崩れたらどうなるか。日本の国民皆保険制度は持続可能だと思っているか」というような質問をする投資家だ。そうした事柄に関してビジョンを持たずに企業運営ができるか、といった指摘が一番手厳しい。
 - ✓ また、「他産業でこういう例があるが、塩野義は違うか。同じにならないと思うならば理由を説明してほしい」というような質問も非常に手厳しい。
 - ✓ 細かい数字についての質問が1割から2割程度入るのは構わない。だが、社長に対して細かな数字に関する質問が1時間も続くと、IRに聞いてほしいと言いたくなる。
 - ✓ ガバナンス関係、あるいはSDGs関係について、いまは注目されていないが、3年後に来る大きな流れについて提言してもらえるのは本当に助かる。例えば社外取締役の導入については、2005年頃から数年間に渡り、これからはガバナンスの時代が来るという複数の海外投資家からの意見を聞いたので社内で議論し、2009年に導入を実行した。
- 司会：投資家が経営トップと中計の先を見通す議論をするとき、どれくらいの時間軸を考えればいいか。
- ✓ 手代木：社長の任期が6年と決まっていて、専務レベル、常務レベルといった人材プールが出来ていて、そこから順次後継者が指名されるような会社であれば、6年後、10年後の会社の姿を経営トップに尋ねても、その人達は企画部門などが敷いたレールに乗っているのみで、経営トップとしての特色ある答えを返せないかもしれない。一方、トップが変わると会社の色が変わるタイプの場合、20年後、あるいは30年後のことを考えていない経営者が上に立つと危ないのではないか。
 - ✓ ソフトウェアやゲームなどの業界は違うかもしれないが、ものづくりの産業は、耐久消費財の分野でも、10年先や20年先のことを考えておくべきだ。
- 司会：先ほどボストンの投資家の話が出たが、海外の投資家と比較して、我々日本の投資家が学ぶべきことがあれば、教えてほしい。
- ✓ 手代木：欧米や日本、アジアといったエリアによる差はさほどなくなっているのではないかと感じている。リーマンショック後に香港、シンガポールなどアジアの投資家を年に二度訪問していたが、超短期のヘッジファンドのような行動をする投資家ばかりで、当社の株価もこうした投資家に随分振り回された。しかし、ここ5年くらいで香港においても格段に投資家のクオリティが上がっている。彼らも互いに切磋琢磨して、その中で生き残った人達であり、相当レベルが高い。
 - ✓ ヨーロッパ系のうち大陸系の投資家は、一時レベルが落ちたものの、最近人が揃ってとても充実している。ブレクジットと関係しているかもしれない。一方、エンジンバラはガタガタになったと感じる。コミュニティが人を育てているという面があるのかもしれない。

3. 会場との質疑応答

【投資家との緊張感ある関係】

- 投資家：先ほどの話で、投資家との対話が為になった例として、会社の状況が悪いときに、会社の根本を信じ、株式を保有し続けてくれた投資家、大所高所のビッグピクチャーにもとづいて、気づきを与える質問をする投資家を挙げられた。そういう投資家が株主になれば、会社も長期の経営課題に取り組み、企業価値を上げやすい環境になると思うが、そういう株主構成は、会社の側からどれだけ能動的につくり上げられるものか。
- ✓ 手代木：海外持株比率が40%前後なので、短期運用のヘッジファンドのような投資家が増えると、イベントドリブンで株価が動く傾向をみせ、経営の表面的なところだけを見られているとい

う実感をもつ。誰に株主になってもらいたいのかという観点から15社から20社くらいをリストに挙げ、それらの投資家とのミーティングを優先するよう最近気をつけている。

- ✓ 一度面談した投資家は継続的にフォローするのが当社のポリシーなので、訪問する投資家の数が増えている。その一方で、私が面談に充てられる時間はせいぜい30%なので、塩野義のことを本当に深くリサーチしてくれる投資家に対して、こちらから積極的にアプローチするようにしている。そのように株主構成を意識している。
- 投資家：株主になってもらいたい投資家の条件はどのようなものか。
- ✓ 手代木：タイムスパンは長く取ってほしい。3年から5年という長期的な観点から投資判断をして、実際にその程度の期間保有する。そのような投資家だ。
- ✓ 私は、経営者は厳しい意見を進んで求めるようであれば駄目だと思う。厳しい質問に緊張感をもって対応した投資家には、必ずもう一度会いに行く。イベントで動くのではなく、塩野義の根っこはここだからという質問を投げかけてくる投資家がいい。
- ✓ それから、複数の拠点の間で、ロンドンでもアメリカでも日本でもシンガポールでも、対話の内容が共有されている投資家は良い会社だと思う。「あそこでこういう話をしたと聞いているが、それに関連して質問したい」と言われると、グローバルなネットワークの中で投資判断が行われていることが分かる。他方で、ルールとしてグローバル拠点間で情報隔壁が設けられているからかもしれないが、全く同じ話を3回繰り返されると、如何なものかと思うことはある。
- 投資家：投資家に株式を持ってもらうプロセスについての話があった。具体的な投資家とのやりとりを可能なら紹介して欲しい
- ✓ 手代木：株主になってもらうまでに10回の面談を重ねた投資家がいる。非常にいい質問をする投資家で、何としても株主になってほしいと思った。非常にしっかりしたモデルにもとづいて投資判断を行っており、そこから絶対にブレない。
- ✓ 5年ほど前にその投資家が社内の投資委員会の決断により当社の株式を売却した際、CEOからそのことについて事前に電話がかかってきた。売るなとも言えないし、持っていたほうが上がると思うとも言えないし、「分かりました」と言った。ただ、「一定の利益を得られて、塩野義を買ってよかったと思ってもらえるのは、私どもとしてもとても嬉しい。また機会があったら、戻って来て下さい」と付け加えた。このような会話ができる関係があれば、たとえ売られるときでも我々としては非常にサバサバした感情をもつことができる。
- ✓ また、ライバル製品の登場が材料で上場来高値から大きく売り込まれたときに、「腹立たしい」とある投資家に言ったら、「うちのモデルでは適正な株価だ」と返された。そうした対話ができることはとてもいいことだ。その投資家には株主になってもらえていないが、かなり頻繁に会っている。自分の考えと信念がありストレートで建設的な対話ができるような投資家は、たとえ株式を売却されることになっても、悔しい思いを抱くことがなく、付き合えて良かったと心から思えるような気がする。
- 投資家：株主になってもらいたい投資家の条件が長期保有だとすると、そのような投資家の割合が増えれば、株主が固定化することにならないか。厳しいことを言ってくれる投資家を求めることと、これは一致しないのではないか。発行会社が投資家を教育するという考え方についても聞きたい。
- ✓ 手代木：こちらが株主であり続けてほしいと考えても先方の事情で売られることもある。当社の場合、株主の健全な入れ替わりがあると思う。株主が固定すれば緊張感が失われ、チェックアンドバランスの意識がなく、大株主だから会いに行こうということになる。当社においては、筆頭株主が厳しく、「この前言ったことができていない」、「他社ができていのに塩野義はできていない」という指摘を受ける。そういう筆頭株主であれば、ずっと株式を保有してもらいたいと思う。
- ✓ 投資家は当社の事業が全く分かっていない、うちの事業がどのようなものを教えてやる、という社長もいる。そうした考えは間違いではないかと思う。投資家を教育するレベルにあるトップマネジメントが果たしてどれくらいいるだろうか。経営者にも、投資家のほうにも共に気づきが得られる対話をやったらいいと思うが、これは教育とは違う。
- 投資家：会社の状況が悪い時には投資家との対話に消極的になる経営者のほうが多いように感じる。どうして悪い時ほど訪問しようという発想に至ったのか。
- ✓ 手代木：株価が下がり続けたときに本当に水をかけられたことがある。それでもいい。怒るということは、それだけ当社に対して真剣であるということだ。本当に見放しているならば説明の時間も与えられないし、次の機会もない。

【上場の意義】

- 投資家：非上場化する企業が今後増加すると考えている。こうした動きについて聞きたい。
- ✓ 手代木：パッシブファンドに資金が流入し、パッシブ運用の全盛期になった。地道にやっている事業計画やその達成度と株価が関連しなくなると、問題であろう。市場との対話が経営にとってプラスになるかを考え直さざるを得なくなる。そうなると、非上場が視野に入ってくる。
- ✓ しかし、私は夢を捨てていない。いまはパッシブ運用全盛でも、1年か2年が経てばアクティブ運用が勝ってくれると思っている。そうした世界の中で発行体が投資家との対話を続けるのであれば、上場は非常に意義深いことだ。
- ✓ 3年後や5年後のビジョンを理解した上で投資家が「分かった、お前に投資する」と言い、こちらでも「必ず結果を出します」と言う。そうした良い意味での緊張感、一種の契約関係があってほしい。どうすればそのような関係がもっと前面に出てくるのかを、発行体としては考える。
- ✓ パッシブ運用の投資家に会いに行き、「インデックス運用だから来てもらっても仕方がない」と言われると、やりきれない。是非、アクティブ運用が必ず勝つ状況を生み出してほしい。そうでない限り、面倒だから非上場にするという経営者が出てくる。そういうことで非上場化する会社はたぶんだめだろう。

- 投資家：上場の意味をどのように捉えているか。
- ✓ 手代木：上場していることによって従業員の家族にも会社のことが分かる。例えば当社の株価が身近に分かる。従業員の中には家族に会社の話をしないう人も相当数いる。ただし、上場してなくてもメディアを通してどのような会社なのかを伝えることができる。上場していることによって投資家や社会との対話の責をもつことの方がより大切だ。
- ✓ 不祥事、コンプライアンス違反も含めて、非上場企業だから許され、上場企業だから許されないということはないが、上場企業である以上、一段とコンプライアンスに関する責任が重くなる。3か月に一度の従業員向けメッセージの中でも最後の1頁はコンプライアンスの話で必ず締めくくるようにしている。世の中から残ってほしい、頑張ってもらえたいと応援してもらえたいなら、世の中から信頼される従業員の集合体でなければならないと思う。上場していることによって社会からの厳しい視線にさらされ、良い意味でのプレッシャーが従業員にも会社にもかかることが大事だ。
- ✓ 非上場会社でもブランドイメージを高く維持し、そうした努力により社会からの尊敬や注目を集めることはできるかもしれない。しかし、業界にもよるかと思うが、我々のように消費者の視線に直接さらされない業界では、上場により自分を白日の下にさらす意義が大きいと思う。

【改めて、企業価値とは】

- 投資家：企業価値をどのように捉えているか。どのように測るのか。
- ✓ 手代木：株価や投資家からの評価は1つの目安だと思っている。しかしEVAで企業価値を表すのがいいのか、量的指標に載らない質的な部分をどのように測るのかなど、指標化することはなかなか難しい。
- ✓ 我々の場合、会社のミッションは良い薬を提供すること。それによりどれだけ多くの患者を助けられたかということが1つのメルクマールになる。新しい良い薬を提供していないのに企業価値が上がることはおそくない。株価は後から付いてくるものだと思う。
- ✓ 我々経営陣の報酬は時価総額に連動して決まるので株価をかなり意識しているが、短期的な株価上昇でなく、4つのステークホルダーの視点からの評価がバランスの取れた形になっているかを要所で確認しながら、事業価値を企業として上げていくことを目指している。

【情報発信のあり方】

- 投資家：一口に「対話」というが、IRミーティングとエンゲージメントは区別しているか。投資家の間ではこの2つは目的が違うと考えられている。IRミーティングは会社を理解して、それを投資判断につなげることが目的だ。エンゲージメントは、会社がもしかしたら大事なことをしていないのではないかと投資家が認識して、それを企業に注意喚起して変化を求めることだ。
- ✓ 手代木：当社の場合、企業側からの切り口として、SR資料をIR資料と区別している。統合報告書の骨子となるSR用の資料は1年に1回の頻度でアップデートし、塩野義がどのような歴史をたどり、どのような考え方でどのようなことをして現在に至っているかを説明している。IR資料は開発パイプラインや、短期業績、中期の経営計画との連関が中心であり、業績にリンクさせている。
- ✓ 株主になってほしい投資家や既存の株主に、会社の状況がどうであるのかを伝えるものがIR資料だと考えている。一方、SR資料は4つのステークホルダーの間でバランスを取った経営を実際に行っていることを確認する面が強い。

- 投資家：業界は違うが、月次の開示を廃止したり、開示内容を制限することで、メッセージ性を出そうとする会社がある。こうした動きについてどのように考えるか。
- ✓ 手代木：日本株としての塩野義、医薬品業界の株式としての塩野義を他社と比較してもらえないような環境をつくらないと、当社を理解した上で腹落ちして保有してもらえない。一時的な話題から当社に関心をもつような投資家でなく、深く当社を理解した上で、「良い点も悪い点もあるが、それらを踏まえた上で保有する」と言ってくれるような投資家に対して、当社と他社をしっかりと比較してもらえないように、メッセージを発したい。
- ✓ 企業のもつリスクを全てつまびらかにすることが大切だ。塩野義はIFRSを採用していないから他社と比べられないと投資家から文句を言われることもあるが、他社との差が分かることが重要だと思っており、のれんをしっかりと償却した方がいいと考えているのでIFRSは採用していない。

【取締役会や社外役員についての考え方】

- 投資家：塩野義は6名で取締役会を構成している。多様性が重要だと言われるし、人数が少ないか。社長以外の取締役と株主との対話についてはどう考えるか。
- ✓ 手代木：会社のスタイルによると思うが、理想的には外部3、内部2という構成がいいと思う。当社は監査役も3：2だ。当社の社外役員6人は監査等委員会設置会社に近いくらいの意識で取締役会に臨んでいる。発言数は監査役のほうが多い。外部者6人に社長が1人で対抗しなければならないくらいの取締役会になっているので、スタイルとしてはそれで良いと思っている。
- ✓ 私が恐れるのは、慣れによって緊張感が失われることと、業界があまりにも特殊なので、その気になれば執行側が外部者を煙に巻くのが容易なことだ。煙に巻くようでは、取締役会に社外者を入れる意味がない。
- ✓ 後任が今の取締役会のスタイルを継承すべきかと問われると、それは疑問だと思う。社外者をもっと多くして、過半にするのがいいかとも思ったりする。外国人を入れよ、というような一方的な議論は疑問だ。例えば英語でのコミュニケーションが必要ということになると、他の社外役員が黙ってしまい、意見を出さなくなる。実効性ある取締役会の運営が最も重要であって、執行権を持っている最も強い社長が針のむしろに座るということが、取締役会のあるべき形だと考えている。
- ✓ 社外取締役と投資家とのミーティングについても以前から考えている。それは開かれた形で実施する必要がある。こちらから参加者を選ぶのではなく、希望する投資家が社外取締役、あるいは社外監査役も含めた社外役員と対話できる形を取らないといけないだろう。ただ、私ならば事業報告とか企業の成り立ちなど1時間でも、2時間でも話せるが、社外者であればどうしても質問に対して回答する形になる。投資家を100人集めて本当に有意義な会合となるかは疑問だ。他社の事例も調べており、実効性が上がる形で社外役員と投資家との対話を実現したい。
- 投資家：取締役会ではどのような議論が行われているか。
- ✓ 手代木：経営トップから「迷っています、何故ならばこうだから」と投げかけない限り、社外取締役から良いフィードバックは得られない。「これはこのようにします」と言われれば、社外取締役としても「執行側がいいと言うのであれば」とならざるを得ない。例えば自社株買いのタイミングについて、社内で条件を詰めた上で、本当にこのタイミングで、この規模で実施しているものか判断したいとする。そのことを金融出身者、元経営トップ、弁護士等の社外取締役に諮って、忌憚のない意見を言ってもらおう。
- ✓ 執行側の提案は賛成してもらいたいというつもりで出しているが、差し戻しになることも当然ある。逆に誰が判断しても同じであれば取締役会に諮る必要はない。
- ✓ 取締役会の内容や決議は、公式の記録になるので、発言に法務的な配慮が働く余地はゼロではない。そこで当社では1年に4回、取締役会終了後に、社外役員と自由に議論する時間を2時間ほど設けている。その場では、業界の動きや当社の状態について執行側から説明した後に自由に質問していただく。また、1年に1、2回だが、研究所を訪問してもらい所員にも自由に声をかけてもらう。さらには生産現場にも足を運んでもらって、現場の人間とも話してもらおう。そのような形で、業態の特殊性や個社の特殊性を理解してもらい、そうした背景に基づいて「この点について迷っている」と投げかけて本当に忌憚のない意見を言ってもらおう。
- ✓ 当社は会長が執行権を全く持たず、議長の役割に徹している。議長が一番厳しい質問をすることもある。
- 投資家：社外取締役の条件やバランスについてどのように考えているか。
- ✓ 社外取締役にっては弁護士、公認会計士、企業経営者などの候補者リストを持っていて、「こういうバランスだから、次はこういう人選か」と会長と相談して、その上で社外取締役を含む指名諮問委員会に諮っている。
- ✓ これから海外に出て行かなければならない、海外でどうしても成功しなければならぬ、という

課題意識から、大きな失敗をした経験をもつ製造業の元経営者を社外取締役招いたことがある。残念ながらこの人事案が株主総会で紛糾して、結局、1年の任期満了後本人の意思で辞任することになった。ダイバーシティに関して言えば、日本国籍でない女性で日本語を話せる人をいま探しているが、なかなか難しい。

- 投資家：それは女性をどうしても入れたいということか。
- ✓ 手代木：性別は関係ない。ただ海外の議決権行使助言会社から「外形を気にしている会社はいい会社だ」と言われた。ジェンダー要件を満たさないと一律判断で機械的に反対されるとなると考えざるを得ない。

【議決権行使】

- 投資家：運用機関全般に対して議決権行使の体制や仕組みに関する意見があれば伺いたい。
- ✓ 手代木：議決権行使助言会社が個社の事情に配慮するのは無理であることは理解している。個社の事情を別々に考慮してもらいたいという思いはもちろんある。議決権行使基準が一律に適用されるにしても、その基準が事業にとって大きなマイナスにならないければ、企業として受け入れるのが素直な態度かとは思ふ。ただ、それが行き過ぎて、どのように賛成票を得られるかと企業が考え始めると、危ない。

【経営幹部の養成】

- 投資家：日経ビジネスの連載に熱血指導のエピソードが紹介されているが、手代木社長の教育に対する熱量はものすごいと思った。社長塾を始めたのはどういうきっかけがあったか。社長塾を始めて6年経つが、どのような成果が出ているか。最後に、これらの取り組みは人事評価、昇進、ひいては社長指名に繋がるようなプロセスの中でどのように位置づけられているか。
- ✓ 手代木：人事部による社長塾の当初案は全て外部業者を使うことだった。それで人が育つわけがないと思い、自分がやると言って始めた。「社長がやるならば自分も」と今は執行役員や組織長による同様な試みも行われている。社長塾への参加者の選択は、私がすると最良しているように映るので、執行役員や本部長が選び、鍛えるのは私がやっている。
- ✓ 即戦力養成ということもあり、私よりも年齢が10歳くらい若い人達を対象として6年間続け、数十人が卒業し、その中から執行役員が5人か6人くらい出ている。今年は7年目だが、社長塾を完全にリニューアルし、35~38歳くらいの人達8人を集めてやっている。私よりも20歳くらい若い人達だが、その層からどのような人材が出て、年齢がその10歳くらい上の層と相互作用して、どう変化していくのかを見ている。
- ✓ 今から20~30年後に製薬会社が提供すべきものが飲み薬や注射薬のみなのか、という点を疑問に思っている。もしかしたらITのアプリで病気を治せるようになるかもしれない。IT関連は私の弱いところなので、そうしたことが腹落ちしている世代が私の後継者になるのかもしれない。
- ✓ 社長塾の塾生を卒業1年後くらいに呼び戻して、いろいろ尋ねてみると、勉強を怠った人と、頑張ったであろう人がはっきりと分かれる。したがって社長塾を卒業後すぐには執行役員にせず、1年あるいは2年後の成長をみてから選ぶと考えている。

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<https://investorforum.jp>