

当レポートでは、2024年1月から2024年9月末の期間で発行が確認できた日経225銘柄153社の狭義の統合報告書（※）を対象に、統合報告書における社外取締役の、資本市場を意識した記載の状況について調査した。

（※）「狭義の統合報告書」とは、IIRC フレームワークなどの統合報告ガイダンスを参考にして制作されている報告書、または冊子やWEB サイトでレポート名を統合報告書・統合レポート等と題されている報告書を指す。

レポート サマリー

- PBRや資本コストに言及した社外取締役の記載は19.6%
- 資本市場を意識した発信を行っている社外取締役のバックグラウンドは主に企業経営
- 主として中・長期経営計画の振り返りでの発信

企業の中長期的な価値向上と持続的な成長には、投資家の視点を踏まえた経営が必要である。その推進のために東京証券取引所（以下、東証）は2023年3月から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請しており（注1）、情報開示についても資本市場を意識した記載が求められる。開示手段の一つである統合報告書の記載状況については、当研究所のESG/統合報告研究室の調査において「株価やPBR、資本コストといった資本市場を意識していると思われる、より具体的な現状と計画を説明する開示が多数を占めていた」（注2）と明らかにした。この調査の中で資本コストについて「取締役会長と社外取締役の座談会において、資本コストと株価を意識した経営について自社の対応を評価していた」（注3）事例が提示されている。社外取締役は株主の代弁者であり、外部目線で経営全般を監督することが求められる立場にある。彼らが資本市場を意識した発信を行っているということは、その立場を適切に理解し、株主目線で経営の監督が行われていることの表れであるといえる。前述の調査で

は、社外取締役の発信については個別事例の提示に留まっており、全体の傾向は明らかになっていない。そこで、当レポートではどのような背景の社外取締役が、どのように資本市場を意識した発信を行っているか傾向を明らかにすることを目的とし、2024年1月から2024年9月末の期間で発行が確認できた日経225銘柄153社の狭義の統合報告書を対象に調査分析を行った。

1. 資本市場を意識した社外取締役の発信の記載有無

今回、資本市場を意識した記載であるかについては、株価の指標の一つである「株価純資産倍率（Price Book-value Ratio、以下PBR）」と、東証からの要請にもある「資本コスト」への言及の有無によって判断した。対象の統合報告書を調査した結果、153社中140社（92%）でPBR、資本コストへの言及が見られ（図1）、この中で社外取締役による発信の記載があったのは、30社（21%）であった（図2）。全体153社の割合にしても19.6%であり、東証上場銘柄企業のうち、代表的な銘柄とされる企業であっても、PBRや資本コストに言及した社外取

締役の存在はおよそ5分の1程度ということである。なお、この30社のうち19社がPBR 1倍を割っていた。つまり、社外取締役がPBRや資本コストに言及している企業のうち6割以上がPBR1倍割れということである。このことから、社外取締役が資本市場を意識した発信を行っている企業は、PBRに課題のある企業であることが多いといえよう。ただし、PBR 1倍未満の企業が153社中73社であったことを踏まえると、前述の19社はPBRに課題のある企業の中でも社外取締役の積極的な動き、改善を目指す姿勢のある企業であることも察せられる。

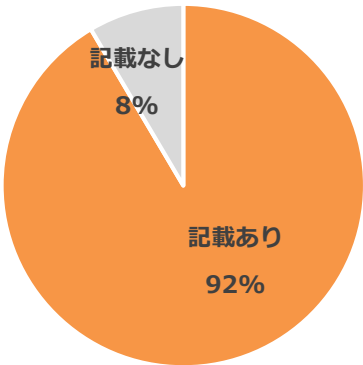


図1 PBR、資本コスト言及有無

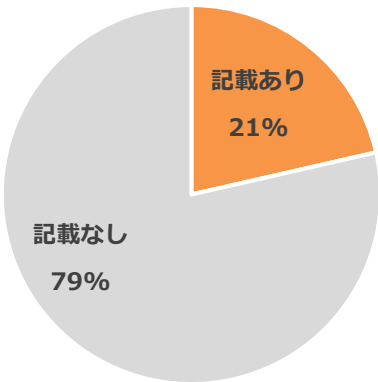


図2 社外取締役によるPBR、資本コストの言及記載有無

2. 資本市場を意識した発信を行った社外取締役のバックグラウンド

次に、資本市場を意識した発信を行っている社外取締役(30社)について、そのバックグラウンドをスキルと経歴に分けて調査した。スキルについては、該当企業が開示しているスキルマトリクスを参照した。結果、企業経営に関するスキルは22社、法務・コンプライアンス・リスクマネジメント関連のスキルは16社、国際性・グローバル関連のスキルは16社、ESG・サステナビリティ関連のスキルは14社、財務会計関連のスキルは11社の社外取締役が有していた(表1)。続いて、経歴については経営層経験者が17社、アナリスト・金融関係者が8社、大学教授が6社、弁護士が5社、各企業の専門分野の技術などに特化した経歴所有者が2社、公認会計士が1社で確認できた(表2)。

表1 資本市場を意識した発信を行っている社外取締役の所有スキル(複数選択、n=30)

所有スキル	社数
企業経営	22
法務・コンプライアンス・リスクマネジメント	16
国際性・グローバル	16
ESG・サステナビリティ	14
財務会計(金融含む)	11

表2 資本市場を意識した発信を行っている社外取締役の経歴(複数選択、n=30)

経歴	社数
経営層経験	17
アナリスト・金融関係者	8
大学教授	6
弁護士	5
専門分野特化	2
公認会計士	1

これらの結果から、企業経営に関するスキルの所持者、経営層経験者の社外取締役が最も多いことが見て取れる。すなわち、他社経営の観点から問題意識をもって自社の振り返りや評価を客観的に行い、資本市場への目線合わせを行っていると考えられる。

スキルで見ると、企業経営に次いで、法務・コンプライアンス・リスクマネジメント関連とともに、国際性・グローバル関連が一定数見られた。これについては、資本コストや株価について東証の要請という規範的性格や要請に対応しない場合のリスク管理の側面とともに、海外情勢を意識した発信ができる素質の存在が推察される。加えて、ESG・サステナビリティ関連のスキルを有する社外取締役も14社と、相対的に少なくない数で見受けられたことから、中・長期的な成長戦略の具体策として資本市場を意識し、発信されている可能性が考えられる。

経歴で見ると、アナリスト・金融関係が突出して多いというわけではなく、専門性の高い大学教授についても経営層経験者に比べれば3分の1に満たなかった。すなわち、一般的に、資本市場を意識した発信を行う社外取締役には株主に最も近い経験や金融・経済面での高い専門性があることが想定されるが、必ずしもそうではないということである。

3.発信内容

続いて、資本市場を意識した発信のある30社の記載内容について傾向を調査した。その結果、中期経営計画や長期経営計画の振り返りの中の記載が13社、新しい中期経営計画に対する意見としての記載が6社、取締役会の議論内容としての記載が5社、自社の課題についての意見としての記載が5社、ほか少数だが経営レビューや経営課題の具体的な内容の議論などが数社であった（表3）。中期経営計画に関連した記載が突出して多いことが明らかである。具体的には、文脈は各社各様ではあるが、これまでの計画を振り返り分析し、他社と自社のPBRを比較、安定させるための利益率と課題を提示するケースや、PBRやROEなどの経営指標の向上をテーマにした座談会、新しい中期経営計画について資本コスト数値を記載したうえで、目標のROEとROICの数値に触れ、事業ポートフォリオマネジメントの動向を評価し課題を述べるケースなどが見られた。

表3 社外取締役による資本市場を意識した発信の内容
(複数選択、n=30)

テーマ	社数
中・長期経営計画振り返り	13
新中計評価	6
取締役会の議論内容	5
自社の課題	5
経営レビュー	3
東証の要請	1
具体的な経営課題の議論	1

発信の形式については、30社中24社(80%)が対談や座談会など複数人の会話形式、6社(20%)が社外取締役個人のメッセージ形式を採用していた(図3)。なお、会話形式の場合、参加者は社外取締役に限定している場合もあれば、社内取締役やアナリストも含まれているケースが見られた。メッセージについてはいずれも事前のテーマ設定は見られず、記載内容は各人の自由形式と想定される内容であった。

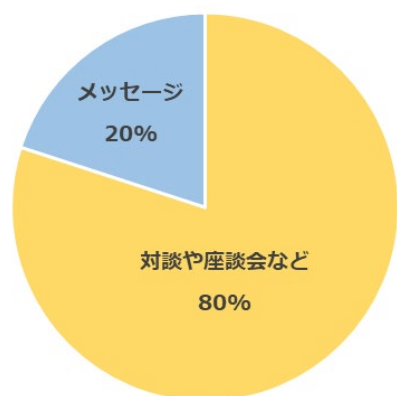


図3 社外取締役による意見の発信形式

以上の結果から、全体の傾向として、中・長期経営計画の議論の中で社外取締役による資本市場を意識した発信が行われており、統合報告書の読者だけでなく、対談や座談会で話している相手に対しても伝える意思があることが推察される。すなわち、自社の計画について市場の評価を鑑み真摯に考え、紙面だけでなく実際に提言が行われた結果としての発信であるといえるのではなかろうか。

4.まとめ

当レポートでは統合報告書において資本市場を意識した発信を行っている社外取締役の背景とその内容の傾向を明らかにしてきた。発信を行っている社外取締役は企業経営に関わる背景を持つケースがほとんどで、必ずしもアナリスト的なバックグラウンドからの提言ではなかった。加えて、内容としては対談や座談会といった形式で自社の中・長期経営計画の振り返りとして、資本コストやPBRに具体的に言及される傾向にあった。社外取締役による資本市場を意識した発信の数自体は現状多くはなかったが、こうした株主目線を踏まえた議論と開示は、東証の要請を鑑みると、今後ますます求められてくるであろう。社外取締役は、事なかれ主義のような経営評価・監督をしていてはならない。向き合うべき自社の課題を捉え、株主の代弁者として忌憚なく提言することで、企業の成長と価値向上に寄与することができる。そしてそれが統合報告書をはじめ、株主自身の目に触れることで、企業と株主の対話がいっそう促進されることとなり、さらなる企業価値向上へとつながっていくことを期待する。

(出所) 株式会社宝印刷D&IR研究所 ESG/統合報告研究室の調査による

注記

- 1：東京証券取引所 上場部(2023年3月31日)「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」p.1-9参照
- 2：(株)宝印刷D & I R 研究所(2024年10月31日)「ESG/統合報告 研究室通信vol.28」p.21
- 3：同上、p.20