



Sean Tian

キャピタル・グループ

キャピタル・グループでの在籍年数は6年、業界経験年数は11年。北アジア地域における小売・消費財セクターを中心に企業調査・分析を担当。入社前は、エレファス・インベストメント・マネジメントにてアナリスト業務に従事、ゴールドマン・サックス証券及びHSBCにて株式調査アナリストを務めた。マサチューセッツ工科大学スローン経営大学院で経営学修士(MBA)、早稲田大学で国際関係学を取得。香港オフィス在籍。

藤木 彩

キャピタル・グループ

キャピタル・グループでの在籍4年。アジア太平洋地域のスチュワードシップ業務を担当。前職のブラックロック・ジャパンでは、日本企業への議決権行使やエンゲージメントに従事。カーネギーメロン大学経営学修士(MBA)取得。日本証券アナリスト協会検定会員。東京オフィス在籍。

高木 敦

社外取締役 ガバナンス・指名・報酬委員会委員長

株式会社野村総合研究所を経て、Morgan Stanley Japan Ltd.で建設業界担当の証券アナリスト及び株式調査本部の副本部長としてマネジメントにも従事。2022年6月より当社社外取締役、2023年6月より当社 ガバナンス・指名・報酬委員会 委員長を務める。

Investor

キャピタル・グループ

Dialogue

高砂熱学

特別鼎談

信頼と規律が未来をつくる 株主・投資家と社外取締役が語る成長の原動力

高砂熱学は、持続的な成長と企業価値向上に向け、空調設備を基軸とした建設事業の強化と環境領域をはじめとする新たな価値創出への挑戦を進めています。この挑戦を持続的な成長につなげるために、取締役会は何を問い、投資家との対話を経営にどのように生かすのか。機関投資家をお迎えし、当社社外取締役と、信頼を基盤とするガバナンス、規律ある資本配分、人的資本、そして高砂熱学が描く長期の成長ストーリーについて意見を交わしました。

企業価値向上を支える信頼とガバナンス

・・・

高木: 私は社外取締役の一人として取締役会に参加する上で、常に意識していることが2つあります。

一つは、執行側の判断が「本当に企業価値向上につながっているのか」と問い続けること。もう一つは、取締役同士、そして取締役と執行側とのレシプロシティ、つまり相互信頼関係を築くことです。リスペクトに基づく信頼関係があるからこそ、胸襟を開いた活発な議論が可能になると思っています。それが結果として強い取締役会、ひいては企業価値の向上につながっていくと考えています。

藤木: 「信頼関係」というお言葉は、とても納得感があります。企業の持続的な成長には、経営陣のリーダーシップと取締役会の実効性の双方が欠かせません。そして、投資家としても一つ加えたい点は、規律ある資本政策です。この3

つが揃うことが、実効的なコーポレートガバナンスのあり方だといえます。

Tian: 私たち長期投資家が、企業価値向上を捉えるうえで、大きく3つの視点を大切にしています。

まずは、企業が持続的な競争優位性を有している点です。現在の市場シェアの高さだけではなく、「なぜ将来にわたって選ばれ続けるのか」「その優位性をさらに強化できる構造になっているのか」を見ています。高砂熱学は、高い技術力や豊富な実績に加え、半導体工場など高付加価値分野での取り組みを進めており、今後の成長につながると期待しております。

続いて、成長投資、財務基盤、株主還元のバランスが取れた資本配分が行われているかという点も重要です。利益成長だけでなく、投下資本に対して適切なリターンを得られているか、また株主資本コストを意識した経営を行っている

ることを重視しています。

3点目は、取締役会が企業価値向上に向けて議論の場として機能している点です。ガバナンスの本質は制度そのものではなく、経営判断の質を高めることにあります。取締役会で中長期戦略や資本配分、人材戦略などについて十分な議論が行われているかを注視しています。競争優位性、資本配分、ガバナンスが好循環を生み出すことで、企業価値と株式価値は継続的に高まっていくと考えています。

高木: 藤木さんとTianさんがおっしゃった観点は、まさに当社の取締役会でも日常的に議論しているテーマです。

まず、持続的な競争優位性という点では、取締役会も執行側も株価を強く意識しています。ただし、それは株価の絶対値ではなく、ベンチマークとする他社との比較や業界平均と比べた相対的な株価の動きです。私たちの戦略や成果が市場からどのように評価されているのか、業界の中で競争優位性を維持できているのかを確認する一つの指標として捉えています。また、資本配分の考え方についても、この数年で大きく変わりました。事業環境が大きく変化したこと、投資家との対話を強化したことで、成長投資、株主還元、財務基盤のバランスをどう考えるかという議論が増え、自社の資本政策の妥当性を継続的に検証するようになっていきます。

さらに、お二人が指摘された取締役会の実効性向上も重要なテーマです。当社では、実効性評価を通じて継続的な改善に取り組んでおり、取締役会が企業価値向上に向けて十分に機能しているかを常に検証しています。

加えて、取締役会では、早い段階から「どのような株主に当社株を保有していただきたいか」という議論も行ってきました。長期的な価値創造を共有できる投資家との対話を重ね、株主構成を高度化していくことが、結果として経営の規律を高めることに繋がると我々は考えています。

藤木: 株主構成を意識していることはすばらしいですね。日本では「株主構成は与えられるもの」と考えている企業も少なくありません。しかし、自社の戦略や成長ストーリーを継続的に発信し長期的な価値創造の方向性を共有できる株主との関係を築くことは、経営にとって大きな意味があると思います。

挑戦を後押しする「まずやってみよう」の姿勢

・・・

藤木: 取締役会の実効性を保つ上で、多様性と独立した視点は重要なキーワードです。さまざまな経験や専門性を持った人材が長期戦略について議論し、健全な疑問を投げかけることが重要です。また成長投資等については、成果や進捗を冷静に評価し、継続してモニタリングし続けることが必要です。

高木: 当社では、取締役会の実効性評価にかなりの時間をかけています。チェックシートで確認するだけでなく、取締役会事務局が各取締役へ個別に丁寧なインタビューを実施し、その結果を踏まえて課題や改善点を整理し、取締役全員で次年度に向けての方針を決定しています。事務局は、議題設計やガバナンスのあり方にも主体的に関与しており、近年注目されているコーポレートセクレタリーの役割を担っています。直近では、取締役相互のピアレビューも導入しました。国内ではまだ多くない取り組みですが、「まずやってみよう」という姿勢で始めたもので、多くの気づきや改善につながったと思っています。

また、この「まずやってみよう」という姿勢はIR活動にも通じるものがあります。投資家の皆様との対話から得られた示唆をもとに、新たな開示にも積極的に取り組んでいます。例えば2026年度第1四半期決算における営業情報量の開示は、半導体関連需要の動向など、事業環境を定量的に捉える一つの指標として活用いただけるのではないかと思います。企業価値向上につながるのであれば、まず取り組んでみる。その姿勢は、ガバナンス改革にも情報開示にも共通していると感じています。

藤木: 画期的な取り組みですね。近年高砂熱学は、社外取締役が、取締役会議長やガバナンス・指名・報酬委員会委員長、監査等委員会委員長を務めるなど、ガバナンスの透明性を高める改革へ意欲的に取り組んでいると評価しています。一方、日本企業全体を見ると、制度上はモニタリング型に移行していても、取締役会が依然として執行側に寄りすぎているケースもあります。やはり重要なのは、執行と取締役会の適切な距離感であり、そのバランス感覚に投資家は注目しています。

成長と還元を両立する資本配分

・・・

Tian: 成長投資において、私は3つのポイントを重視しています。第一に、その投資が資本コストを上回るリターンを生み出せるか。投下した資本からどれだけ利益やキャッシュフローを生み出せるかが重要です。短期的に利益が減ったとしても、中長期でROICやROEの改善につながるのであれば、投資家からの評価も得やすくなります。第二に、投資の成果を投資家が検証できることです。投資額だけでなく、期待する成果、時間軸、進捗を測るKPIが示されていることで、成長ストーリーを評価しやすくなります。第三に、資本配分の優先順位を経営陣が説明できることです。多様な選択肢の中で、「なぜ今、この投資なのか」を、明確に示すことが重要だと考えています。

高木: おっしゃる通りだと思います。建設業は比較的にアセッ

トライトな事業構造であることもあり、以前は、現在ほど資本効率やバランスシートを強く意識する局面は多くありませんでした。しかし、この5年ほどで、キャピタルアロケーションや成長投資を経営の重要テーマとして捉えるようになりました。また、当社は「環境クリエイター®」として、これまで以上に中長期の成長を見据えた投資が必要になると考えています。私はバランスを見ながらも、リスクを取って挑戦することの重要性を執行側に伝えています。

藤木:まさに、投資には規律と挑戦の両方が必要だと思います。さらに言えば、真価が問われるのは、投資をした後のモニタリングです。成果と失敗から何を学び、次にどう生かすのか。日本企業では、「投資後の振り返り」が見えにくいケースもあります。だからこそ取締役会が継続的にモニタリングを行い、次のより良い投資につなげていくことが重要です。



企業価値向上に資する 人的資本経営を

高木:非常に重要な視点だと思います。取締役会では、投資案件に限らず、中期経営計画で示す、定量的な数字やその手前の進捗についても、細かくチェックするよう意識しています。その中でも、長期的な成長を見据えた重要な経営判断の一つが2020年頃から進めてきた、受注戦略の「量から質」への転換です。当社では、人口動態や事業環境の変化を見据え、受注量よりも利益率や案件の質に重きを置くように努めてきました。執行側の取り組みの変化について、バランスシートの変化や営業報告内容を取締役会等でモニタリングしてきました。受注戦略の転換は、収益性の向上だけでなく、現場の負担軽減や持続的な成長にもつながる重要な取り組みだったと考えています。

Tian:建設業界では近年、売上高だけでなく利益率を重視する動きが見られますが、高砂熱学は早い段階でそこに着目して、具体的な取り組みを進めていたのですね。

高木:さらに、執行側では資本コストへの意識を高めるため、本社・支店を含め、ROICやエクイティスプレッドの考え方を社内に浸透させる取り組みを進めています。経営層だ

信頼と挑戦への後押しにより、 企業価値向上へ

けがファイナンスの考え方を理解するのではなく、現場の意思決定までつなげていく。その第一歩が始まったところだと思います。社外取締役としては、成長投資、人財投資、株主還元の最適なバランスを考えながら、今後もキャピタルアロケーションを意識した経営を執行側が行っているか、モニタリングし続けていきたいと思っています。

藤木:高砂熱学は高い収益性を持っていますので、株主還元か成長投資かという二者択一ではなく、両方を実現できる会社だと思っています。だからこそ、収益性を伴った成長ストーリーを示すための取り組みを評価しています。

企業の競争力を支える人財と組織

...

高木:企業価値の根っこには、目に見えない組織や人の状態があると思っています。社員が「こんなことをやってみたい」「こんなことがお客様の役に立つ」と思える環境になっているか。それは定量的な数字だけでは測れません。現場を訪れたときの雰囲気や、社員との対話の中から伝わってくる組織の活力こそが、企業の競争力を支える源泉だと考えています。社外取締役として、こうした定量化できない見えない資産のモニタリングも重要な役割だと思っています。

藤木:その観点は、これからますます重要になりますね。人口動態を考えても、建設業界にとって人財の確保は大きな課題です。だからこそ、働きやすさと同時に働きがい高め、多様な人財が活躍できる環境をつくる必要があります。多様性が示す意味は、ジェンダーだけではなく、年齢、中途採用、国籍、海外経験など、幅広いバックグラウンドを持つ人財がいることが重要です。

高木:私が委員長を務める、ガバナンス・指名・報酬委員会でも、多様性を兼ね備えることは非常に大事だと考えています。取締役会や経営会議メンバーだけでなく、社員にも属性や経験の多様性が不可欠です。様々な経験を通じて、自分の中に複数の引き出しを持つ。デモグラフィー型のダイバーシティ(性別、国籍、年齢など)とタスク型のダイバーシティ(知見、経験、価値観など)、その掛け算がとても大事だと思っています。

藤木:高砂熱学を取締役会は、多様な視点・経験・スキルの幅を一層拡充する機会がなお残されていると考えています。一方で、社員レベルの取り組みを統合報告書などで見ていると、かなり先進的な施策があります。大切なのは、多様性自体を目的化しないことです。さまざまな経験、スキル、視点を持つ人財が、それを実際の競争力に変えていくことが、企業価値向上に資する人的資本経営になるのだと思います。

社会課題を「コスト」ではなく「成長機会」に変える

...

Tian:環境をはじめとする社会課題への対応を企業価値につなげている企業には、一つ大きな特徴があります。社会課題を単なるコストや規制対応ではなく、「成長機会」として捉えていることです。投資家としては、「環境に良い取り組みをしています」というだけでは十分ではありません。それがどのように売上高や利益率の向上、競争優位性の強化につながるのかを見えています。高砂熱学は、既存のお客さまとの関係や省エネルギー技術を生かして、環境関連サービスをさらに伸ばせる余地が大きいと思っています。環境・社会課題の対応が、どう企業の持続的な成長と企業価値向上につながるのか。そのストーリーを一貫して示すよう努めていただければ有難いです。

高木:はい。当社は長期ビジョン2040において、空調調和を核に環境創造の事業領域を拡げ、環境クリエイター®としてビジネスパートナーと環境価値を共創する姿を掲げています。カーボンニュートラルやカーボントランジションは、当社にとって大きな事業機会です。取締役の間では、オフサイトミーティングの場などを用いて、2040年よりさらに先を見据え気候変動の脅威やAIの普及に伴うエネルギー需要の増大、建物の老朽化といった、未来社会をイメージしながら、「高砂熱学に何ができるか」を自由に議論しています。その中で改めて立ち返るのが、当社の原点である「空気の調和」です。自分たちの強みである空調・環境技術で何ができるかにフォーカスしたビジョンを描いています。

藤木:それは投資家から見ても非常に分かりやすいです。環境やエネルギー効率は重要なテーマですが、何でも取り組みばいいわけではありません。自社の強みと結びつき、企業価値向上につながる領域に優先順位をつけることが重要です。その意味では、高砂熱学は事業そのものが環境課題の解決と非常に近い。社会価値と経済価値をつなげやすい、強い事業モデルだと思います。

Tian:今後は、既存事業の強化と新しい環境分野への投資をどのようにバランスさせていくのか、継続的に示していただければ、長期投資家としても評価しやすくなります。

対話を通じて企業価値を共に創り上げる

...

Tian:高砂熱学は投資家に対して、非常に丁寧な情報開示を行っている企業の一つだと思います。また、アジア、米国、欧州をはじめとする海外投資家に向けても、経営陣が直接、定期的な対話を重ねている点を評価しています。こうした投資家とのオープンで建設的な対話への取り組みを支持しております。



競争優位性・資本配分・ガバナンスを 見極める

藤木:投資家としては、これまでのガバナンス改革の進展を評価しつつ、改善に向けた検討を止めないでいただきたいと思っています。ガバナンスは常に「ムービングターゲット」です。求められる水準は変化し続けます。モニタリング型を取締役会をさらに進化させるとともに、取締役会の構成のさらなる向上にも期待したいですね。

高木:ありがとうございます。お二人との対話を通じて、改めて信頼とコミュニケーションの重要性を感じました。

当社では2024年に一年をかけて、取締役全員で「高砂熱学にとっての企業価値とは何か」を改めて考える機会を設けました。外部有識者の方々からさまざまな視点を学びながら議論を重ね、企業価値に対する共通認識を形成しています。そのため取締役会では、「その議論は本当に企業価値向上につながるのか」「どの程度のインパクトがあるのか」という視点に立ち返りながらモニタリングを行うことができます。

また私は、「社外」取締役とは言っても、外から眺めている存在ではなく、企業価値を共に創る一人のステークホルダーだと思っています。だからこそ、取締役同士、執行側、株主・投資家の皆様、さらにはお客様をはじめとするさまざまなステークホルダーとの信頼関係を深めていくことが重要だと。冒頭の繰り返しとなりますが、この信頼関係の深さ・強さ・厚みといったものが企業価値向上を生み出す競争力の源泉や差別化戦略につながると思っています。

企業価値向上に終わりはありません。その基盤となる信頼関係を育みながら、今後も投資家の皆様との対話を大切にし、企業価値向上への挑戦を続けていくことを後押ししていきたいと考えています。