

投資家特別対談

# 進化する企業と投資家の対話

ー浸透から実践へ、形式から実質へー



株式会社りそな銀行  
アセットマネジメント部 責任投資グループ  
グループリーダー

## 松原 稔 氏

1991年4月りそな銀行入行、年金信託運用部配属。以降、投資開発室および公的資金運用部、年金信託運用部、信託財産運用部、運用統括部で運用管理、企画を担当。2009年4月より信託財産運用部企画・モニタリンググループグループリーダー、2017年4月より現職。2000年年金資金運用研究センター客員研究員、2005年年金総合研究センター客員研究員。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社  
運用本部 日本株式運用部  
レスポンシブル・インベストメント・オフィサー

## 古布 薫 氏

1997年JPモルガン証券会社投資銀行部門入社、金融法人グループにてアドバイザー業務に従事。2000年JPモルガン・アセットマネジメント株式会社へ転籍、日本株運用部門のアナリストとしてテクノロジー業界を担当。2014年インベスコ・アセット・マネジメント株式会社入社。日本株式運用部のリサーチ・アナリストとしてテクノロジー業界および金融業界を担当するとともに、レスポンシブル・インベストメント・オフィサーとして日本株式運用部のステュワードシップ活動を統括しグローバルとの連携を行う。

企業の現状の情報開示について、どのような印象をお持ちでしょうか。

2019年の統合レポートの発行企業数は2018年からさらに増加する見込みで、既に450社を超えました。

**松原** 情報開示については、浸透から実践のステージに入っていくでしょう。統合レポートの発行企業数の増加ペースをみると、ティッピングポイントを迎えていると感じます。つまり、数から質の話に移りつつある。質とは、企業の価値創造ストーリーがどうかたちで投資家に伝えられているか、ということです。

**古布** 日本企業の統合レポートの多くはとても充実していますが、総花的で良いことばかりが書かれている印象もあります。より実質的な開示、真に統合的な開示が行われることが求められるでしょう。どのようなレポートが望ましいのか、より深く本音で議論したいと思います。

同時に企業だけでなく投資家側も、2020年の日本版スチュワードシップ・コードの改訂において、より開示を強化することが期待されています。投資家がどのようなエンゲージメントをしているか、具体例を交えた開示が求められると考えられています。これにより、双方向の実質的な対話が進むことを期待しています。

---

現状、企業からの情報開示はどのくらい実質を伴っているとお感じですか。

**松原** 比率でいうと8対2のイメージです。2がイノベーターで、8はマジョリティ。生物の法則でも2が8をリードする話がありますが、人間社会においても2がイノベーターとしての役割を果たしている。とはいえ、8がただ2に引っ張られるわけではなく、8の中からイノベーターに変わっていくと期待しています。実際、経済産業省の価値協創ガイダンスやTCFDなど、様々な枠組みが整備される中で、自社の価値創造ストーリーを描き出している企業が増えてきていると感じるからです。

それを後押しする役割として、投資家の存在も大きいと思います。対話の意義が広く認められていくためには、企業報告と並んで投資家報告も鍵となるでしょう。投資家は企業に何を求めているのか、発信することが重要です。

対話の場では、投資家から企業へ一方に質問するだけではなく、企業から投資家に質問する時代に来ています。例えば、投資家は事業機会をどのようにキャッシュフローとして考えているのか、または反対側としてESG課題をどのように資本コストとして評価し、数値化しているのかと問うのです。企業も投資家を評価し、選んで良い。双方向の質問を互いに繰り返すことで、企業文化と投資家文化の共有が可能となるでしょう。

**古布** 企業から投資家への質問はぜひしていただきたいです。どのような運用哲学を持っているのか、その企業に対して投資家としてどのような評価をしているのかといった質問をすることで、相互理解が深まるのではないのでしょうか。

## 進化する企業と投資家の対話

－浸透から実践へ、形式から実質へ－

統合レポートについては、海外の投資家から「日本の統合レポートは本当に立派だが、どの企業も似たような編成になっていて、どの業界のものを読んでいるかわからなくなる」という話を聞いたことがあります。企業の方は他社事例をよく参考にされるとと思いますが、自社の強みを一番ご存知なのはその会社の方ですので、前例やフォーマットにとらわれず、自社の強みとして何をアピールしたいのかという基本に立ち返って開示していただけると、互いの理解につながります。

**松原** 投資家には投資家の文化や哲学があるのと同様に、企業には企業の文化や哲学があると思います。言葉ひとつの定義にしても、私たちが考える意味と企業が考える意味が明らかに違うケースがたくさんあります。例えば単純にリスクという言葉にしても、私たちは直感的に収益の変動をリスクとしてイメージしますが、企業はその存続基盤を揺るがしかねないことをリスクと捉えるほうがしっくりくるように、言葉のギャップを埋めていくために対話はとても大事です。そして、それが互いの哲学の違いを理解するきっかけになるでしょう。

**古布** どうしても私たち投資家は外部者ですので、企業側からすればわかってないな、と感ぜられる部分は多々あると思います。ESGの様々な論点についても、企業側の論理と投資家側の論理は必ずしも一致しないところがありますが、どうしたら企業と投資家がWin-Winの関係になれるか議論することが大切です。対話は何回やったら終わりというものではなく積み重ねです。また、対話の成果が実るかどうかは投資家との対話にのみ拠るものではありません。対話においてはどのような方向性に進んでいきたいか、経営陣がどれだけコミットメントを持っているかを確認しています。

**松原** 経営トップのコミットメントのパワーはとても大きいです。例えばTCFD提言は、ガバナンス、戦略、リスク管理、KPIの開示を求めています。一番肝になる部分はガバナンス、つまり経営のコミットメントです。そこがないと投資家は確信度合いを高めることがなかなか難しい。つまり、経営がしっかりと気候変動リスクを理解し、長期戦略を整え、リスク管理のKPIを設定していく。これは通常のリスクマネジメントの方法論そのもので、その一丁目一番地は経営のコミットメントです。



TCFD 提言はそもそも投資家が非財務を評価するにあたって、セオリーということになりますか。

**松原** はい。投資家にとって、気候変動が財務にどれだけインパクトがあるかという視点は避けて通れません。気候変動リスクは、ほぼすべての企業に当てはまります。また、気候変動はエネルギー問題にもつながります。エネルギーは事業活動を行う上で必要とする要素で、大なり小なり経営トップとしては考えざるをえない問題であるからです。ですから、気候変動への問題認識と財務への長期的なインパクト、そしてそれを乗り越え、企業が価値向上を目指すためにどういった戦略があるか、開示していただくことはとても重要です。

**古布** 気候変動は、企業規模や地域、業種、事業内容にかかわらず、何らかのかたちで影響が避けられない事象です。TCFDに関してはまだ対応できていないという企業の方も多いかもしれませんが、気候変動を含む環境課題についてまったく対策をしていない企業はないのではないのでしょうか。自社の取り組みを改めて振り返れば、気候変動を含む環境課題への対応と戦略について議論をしているはずで、あるいは経営陣、できれば取締役会の中で重要な経営課題のひとつに位置付けて議論する。そうした取り組みを体系立てて開示していただきたいです。

投資家特別対談

## 進化する企業と投資家の対話

— 浸透から実践へ、形式から実質へ —

統合レポートの中で、あるテーマについて取締役会で「議論しました」と記述されていても、決議事項を質疑応答しただけなのか、審議事項として議論したのかというのは大きな差があります。深く議論されたかどうか、レポートからだけではわからなくても対話をするとうかりますか。



**古布** IRの方が取締役会に出席して、議論の内容をご自身の目と耳で確認していることが非常に重要です。IRの方にはぜひ取締役会に出席して議論の内容を確認し、どういった議論をしているか、私たち投資家に雰囲気だけでも共有していただくと非常に理解が深まります。開示についても、取締役会の議事録をすべて開示してほしいというわけではなく、取締役あるいは社外取締役がどういったコメントをしたかなど、エッセンスだけでもわかると印象が違います。

**松原** IR部門が投資家の一義的な窓口ですので、彼らが見て理解したことを示してほしい。ただ、それだけでは十分ではなく、できることなら社外取締役との対話をお願いしたい。私たちの代表として社外取締役が経営を監視していると理解しているので、社外取締役がどういう目線で見ているのかについて対話が進んでいくと、取締役会がどういう方向に向かっているか、より深く知ることができ、企業理解につながります。



---

ここ数年、日本の機関投資家は変わってきているように感じます。機関投資家側の情報開示が進めば、企業側は投資家の考えを読み解くチャンスです。

**松原** スチュワードシップ・レポートは投資家版の統合レポートだと思います。ですから社長メッセージや理念、組織体制が重要で、私たちが何をしようとしているか、それに対してどういうKPIを設定しているか、実効性をどう評価しているかも大事です。こういった一連の流れを企業の統合レポートになぞらえて、投資家の統合レポートとして開示する意義は大きいです。

その際、何より大事なことは、レポートに対して企業にコメントしてもらう、あるいは対話の糸口にしてもらうことです。当社の場合、海外の企業にも知っていただきたく、英語版も作成しました。

**古布** 私たちインベスコはグローバルな会社ですのでグローバルのスチュワードシップ・レポートは既にあるのですが、2019年後半には日本としても発行予定です。スチュワードシップ活動に関する方針は機関投資家によって当然異なるので、私たちの考えるスチュワードシップ活動や日本株の運用哲学についてまとめて、お客さま、そして企業の方にぜひ読んでいただきたいと思います。

---

今、機関投資家のサステナビリティも問われています。企業との間でWin-Winの関係をどのように構築していくか。投資家の将来についてどのような印象をお持ちですか。

**松原** 投資家も、選び選ばれる時代に入っています。企業に対する、選び選ばれる関係と同様に、アセットオーナーに選ばれる存在になる必要がある。運用手数料を安くすれば選ばれるということではなく、私たちがどういう思いでこの活動をしているのか、運用哲学や理念に共鳴していただけるかどうかがとても大事です。特にパッシブ運用はパフォーマンスで差別化するには限界があるので、他の運用機関との違いを何で示せるか考えたとき、運用機関のコーポレートカルチャーが大事になります。

これは間接金融機関も同じです。私たちは血液だから意図はないということではなく、金融機関も「こういう社会を作っていきたい」という意図を持ち、その意図に共感してくれる預金者をはじめとするステークホルダーに選ばれるという世界があっても良い。投資家も同じで、意図を持つことで選び選ばれる世界があっても良いのではないのでしょうか。

# 進化する企業と投資家の対話

ー浸透から実践へ、形式から実質へー

**古布** 私たちは長期的な観点に基づいて集中型の投資をするアクティブ運用を行っており、そういった投資手法を可能にするような企業文化が非常に重要です。そしてそういった企業文化を実現するためのポートフォリオマネジャーやアナリストを育成するシステムや評価の方法が必要になります。

また、今後、財務だけでなく非財務でもデータの重要性が増してきます。データに頼るのではなく、データを活用したより深い人と人との対話を、企業と投資家の間でできると素晴らしいと思います。

---

統合レポートの裾野が広がる中で、既に発行している企業に対して、より良くなるような期待、あるいはこれから統合レポートの作成を考えている企業に対して、どのような期待をお持ちですか。

**古布** 統合レポートは全社を巻き込んだとても大変なプロジェクトです。会社の規模によっては十分なリソースを割けないとお悩みの会社もあるでしょう。その場合、自社のウェブサイトを整えるなど、既にある自社内の情報をまとめるところから始めるという方法もあると思います。開示要請の多様化に伴い、様々な開示書類が存在するため、ひとつの情報を取るために企業のウェブサイトを探し回ることがあります。統合レポートを見ればESGも財務もすべてわかるような、効率的で真に統合的な情報開示をしていただきたいです。

また重要な点は、経営トップのコミットメントです。統合レポートの中でも社長メッセージはとても重要な部分ですから、ぜひ社長ご自身の言葉で書いたものを発信してください。

**松原** ナンバーワンでなくオンリーワンを目指してほしい。私たちの企業はいったい何なのか、どうしてこの世に生まれ、これからどこへ行こうとしているのかを過去、現在、未来として語る事がとても大事です。過去が大切なのは、そこに企業理念があり、創業者の教えがあり、今の事業や経営があると思うからです。そして、過去から現在まで紡いできたものを未来に向けてどう紡いでいくのかということは、断面ではなく連続です。その連続性の中に、その企業がサステナブルである所以を私たちは探す努力をしたい。最も大事なのは社長のメッセージと会社の揺るぎない考え方で、こうありたいという道を示してほしいのです。

それは投資家に対するメッセージであると同様に、同じ時間軸を持っている今の従業員と将来の従業員へのメッセージにもなるでしょう。良いことだけでなく、こんな苦勞があった、こんなリスクがある、でも私たちの

真実を伝えたいというものをぜひシェアしてください。私たちは企業を評価するだけでなく、その企業がどうやって成長していくかを一緒に考えていく伴走者でありたいと思っています。

**古布** 統合レポートを作ろうと考えたときに、おそらく最初は同業他社のレポートをご覧になると思いますが、統合レポートは一度出して終わりではなく継続的に改善していくものです。投資家との対話を通じてより良いものにしていければ良いのではないのでしょうか。

**松原** 最初からベストを作り上げるのは大変で、まずは出すことが重要です。出してから考える。考えることで他社との違いに気が付き、他社と違って良いのだと理解し、独自性が出てくる。それが情報開示のたどる道です。  
私たちがスチュワードシップレポートを作ってみて初めて、作る大変さを知りました。統合レポートが浸透から実践の段階に入っている今、違って良いのだという認識を理解していただけるよう、サポートしたいと思います。

---

最後に企業の皆さまにメッセージをお願いします。

**古布** 開示は企業と投資家対話を深めるための重要なツールのひとつです。一方通行ではなく双方向の意見交換をするために、互いをより深く理解できるような開示に努めていきましょう。そして何より、経営トップのコミットメントを強くアピールしていただきたいです。

**松原** コーポレートレポーティングは最終的には未来を映すものだと思います。その未来のありたい姿を経営陣がどう語るのか、組織はそれに向けてひたむきにどう歩んでいくのか。そういった基本姿勢が大事です。私たち投資家の資金は、過去に振り向けられるものではなく、常に未来に対して向けられるものであるからです。



2019年8月13日  
株式会社 エッジ・インターナショナルにて開催