

## 特別対談

## 対話を通じた企業価値創造

— 今改めて問われる、統合報告の在り方 —



東京海上アセットマネジメント株式会社 理事  
責任投資部長 ESG スペシャリスト

## 菊池 勝也 氏

1989年大和証券投資信託委託入社。2013年まで約20年株式運用部門に所属しファンドマネージャーを務める。主として成長株ファンドやSRIファンドを担当。2013年に調査部へ異動しアナリストとして金融・医薬品セクターなどをカバーする。調査部長を経てスチュワードシップ活動を担当。2019年1月東京海上アセットマネジメントへ入社し、ESG調査、エンゲージメント、議決権行使などを担当。

三井住友トラスト・ホールディングス株式会社  
サステナビリティ推進部長

## 稲葉 章代 氏

1990年日興證券入社。IPO営業に従事後、日興リサーチセンターおよび住友信託銀行（現三井住友信託銀行）で、約20年間アナリスト（エレクトロニクス担当）。2003年のSRIファンド年金向け第1号設定をはじめとして、ESG業務にも深く関わる。2020年4月より現職。サステナビリティ戦略推進、ESG情報開示、サステナビリティビジネス開発を行う部署の責任者。経済産業省・対話促進研究会委員、などで銘柄選定基準検討委員を歴任。

非財務情報の制度開示の議論が急速に進んでいますが、  
情報開示全体はどうあるべきでしょうか。

**菊池** 現在、欧州を中心に開示に関する様々な変化がある中、日本でもディスクロージャーワーキンググループが始まり、制度開示における新たな検討が2021年秋以降に本格化します。開示には自主開示と制度開示という2つの軸がありますが、非財務情報を制度開示に取り込む流れが強くなってきており、自主開示である統合レポートの意義を改めて問い直し、情報発信をする必要があります。

元々、統合レポートは短中長期の価値創造について論じることを観念にスタートしました。今後はそこへの原点回帰が大きなテーマになる

と考えています。制度開示で求められる情報量が増えていく方向性にありますので、単に制度開示と重なる非財務情報を記載しているだけでは意味がありません。統合レポートでは財務・非財務情報と価値創造との関連性をいかにナラティブに表現するかが問われるでしょう。

**稲葉** 私はもともと投資家でしたが、現在は発行体として実際に統合レポートを作る立場にあります。投資家が求める理想を理解しつつも、制作プロセスにおける事情で掲載したい情報を断念するといった、様々な葛藤もあり、経営の実態や価値創造への取り組みをいかに自然な形で表現できるか、悩みを抱えています。また、統合レポートの発行社数も増え、多くの発行体がいかに価値創造ストーリーを表現するかについて取り組んでいる状況の中、制度開示というフィルターに影響を受けることで、そちら側に大きく収斂してしまわないか危惧しています。私は統合レポートが持つ表現の自由度や発展性は残しておきたいと思っています。

**菊池** 私は、アクティブファンドマネージャーの経験が長かったこともあり、情報開示に関して、「網羅性」より「重要性」が投資家としては大切だと考えています。

例えばCO<sub>2</sub>排出量に関して、本業でほとんど排出されない業態は、企業規模にかかわらず重要性をある程度落としても構わない、反対に企業規模が小さくても、「重要性」が高ければ真剣に考えないといけない、というのが私の考えの前提です。しかし、EUタクソノミーのような結果として「網羅性」を求める動きが、欧州だけでなくグローバルでも着実に進んでいることに、日本も注視すべきだと捉えています。あくまでも「重要性」に対する優先度が高いという基本スタンスは変わりませんが、同時に「網羅性」の視点も持つ必要があると思っています。

**稲葉** 投資家の時間は限られており、やはり重要性の観点が必要だと思います。ただ、ESG評価機関の評価は網羅性がないとスコアが上がりません。従って、ある程度網羅性を担保する必要があると考えています。例えば私たちは、統合レポートを夏に、サステナビリティレポートを冬に制作していますが、TCFDをはじめとした非財務情報開示のニーズが高まる中、企業として発行物を含む情報開示にどのように、どこまで対応するか考えるべきでしょう。こうした増加する開示要求に対応するには、コストが増加する上、社内の巻き込みや必要なリソースの確保な

## 対話を通じた企業価値創造

—今改めて問われる、統合報告の在り方—

ども大事になります。明確なゴールを想定してから取り組んだ方が良いと考えています。

**菊池** 投資家側の情報開示に対するプレッシャーも高まっていて、同じ課題を抱えています。規制に対して機械的に適合するよりも、どうしたらより実効性の高い取り組みになるか、費用対効果やリスクリターンを考えながら進めています。本当に気候変動に対するプラスの貢献をするためにはどのように行動すべきかという側面からの議論もしたいと思っています。

**稲葉** まさに企業も同じ課題があります。ただ規制に対応するだけでは、コストをかけてこなすだけになってしまいます。私たちがTCFD対応を始めた時は、現場に近い部署を巻き込み、経営層からももう一步コミットメントを引き出すような取り組みをして、意識の醸成をしました。投資家が使いたいと思うような情報を開示し、双方に有意義な対話をしたいと考えていますが、企業と投資家のニーズが完全に一致しているとは思えない今のままだとお互い徒労に終わってしまうのではないかと、いう不安もあります。

---

異なる運用手法の投資家に対して、  
どのように対応するのが良いでしょうか。

**菊池** 日本ではパッシブ運用の投資家が発言力もアセットクラスへの影響も大きくなってきており、アクティブ運用の投資家がかかるような個々の企業がどのように価値を創造しているかを評価することよりも、市場全体のリスク低減への対応についての議論が目立っているように感じています。リスクの低減が重要な論点であることは否定しませんが、価値創造により焦点をあてるべきではないかと思います。

個人的には過去何年も「重要性」が大切と言い続け、各種研究会などでも賛同の声が多かったのですが、ここ最近は賛同だけでなく、異なる意見も受けるようになってきました。パッシブ化の勢いは特に日本で目立っており、日銀によるETF購入が基本的にパッシブ運用であることなども影響しているのかもしれませんが。かつてはアクティブ系投資家の方々が発言力を持っていましたが、最近ではやや押され気味なように思います。投資家といっても、一括りにはできず、様々な意見がある点には留意が必要です。



**稲葉** 企業からすると、情報開示においてアクティブ運用とパッシブ運用の両方が求める情報に対応しなければなりません。アクティブ運用の投資家がより強く求める企業価値ストーリーや関連数字がある一方で、パッシブ運用の投資家に対しては、企業価値向上ストーリーに加えて、網羅的な情報、株主総会や議決権行使への対応といった点でも求められる情報の量が必然的に多くなると考えています。

**菊池** 両者の要求に応えるためには、WhyとHowとWhatの配分を見直すべきだと考えています。アクティブ投資家には、Why(なぜそれをするのか)とHow(いかにそれを実現するのか)を明確に記載することで、要求に応えることができます。一方、パッシブ投資家には、What(実施内容)を充実させることである程度要請に応えられます。ただし、Whatを中心とした取り組み紹介に力点をおいた統合レポートになってしまうと、アクティブ投資家にとっては読む価値が薄れます。それぞれの企業がどういった価値創造を目指し、ビジョンやパーパス、ミッションなどWhyの部分をはっきりと、さらにいかなる施策・経営方針で実現するのかといったHowの部分が、明確に統合レポートで表現できているか否かが鍵になります。残りは誌面の許す範囲でWhatを掲載することで、両者が納得できる形に仕上がります。このWhy・How・Whatの3つのバランスを考えることが、最大公約数的な満足度を高める統合レポートにつながるのではないのでしょうか。

**稲葉** 日本企業の統合レポートは「企業名を隠すと、どれもあまり変わらない」と批判されることが多いと聞いたことがありますが、これは横並びでWhatの記載が中心となっているからではないのでしょうか。それぞれの企業のパーパスや経営者の発想に沿う形で、取り組みが実施されているという背景説明が欠けると、同じような印象を持たれてしまうのではないかと思います。

## 対話を通じた企業価値創造

—今改めて問われる、統合報告の在り方—



**菊池** 例えば、企業が植林活動に取り組んでいることがありますが、それ自体は気候変動にプラスの影響を与えますし、良い活動だといえます。しかし、その活動がどのようにWhyやHowにつながるのか、価値創造への関連性が全く見えないということが、初期の統合レポートではよくみられました。

---

稲葉様は今は統合レポートの制作に携わっていますが、  
どのような点を意識していますか。

**稲葉** 2020年版で初めてパーパスを掲載しましたが、十分に説明ができなかったこともあり、2021年版はよりブレイクダウンして理解を深めていただけるよう工夫しました。また、信託銀行の独自性や特徴をわかりやすく伝えたいという観点から、専門性を高める人材育成への取り組みについて人事担当役員 メッセージとともに、若手社員へのインタビューを実施するなど、読者を惹きつけるコンテンツを埋め込みました。信託銀行の特徴がWhyとHowにつながることを意識して統合レポートに取り組んでいるといえるかもしれません。

また人事部や総務部等は投資家と対話する機会が限られるため、直接投資家の意見を聞くことはありません。そのため、当社ではインターナルエンゲージメントという仕組みによって、投資家からの要望やESG評価機関の評価を私たちから伝えています。インターナルエンゲージメントを実施することで、情報開示の改善や経営基盤の強化につなげています。ところが、昨今これが作業になってきているのではないかと役員から指摘があり、2021年度からエンゲージメント対象を役員として、経営がコミットして変革につながる機会にする予定です。まず、ESG評価機関の評価などを分析し、投資家の意見も加味して

インターナルエンゲージメントを実施し、その結果を取締役会にも報告しています。

---

## マテリアリティの在り方について考え方をお聞かせください。

**菊池** マテリアリティをどのように捉えていくかという議論は長年のテーマです。私は常々マテリアリティは「可変」であると言い続けてきましたが、昨今その認識が広がってきたと感じています。急激に企業を取り巻く環境が変化する中、5年、10年を経てもマテリアリティが変わらないはずはありません。もちろん、1年で変化するものもあれば、結果的に5年間同じものもあるでしょう。視点としては、中長期で考えるべきですが、結果的に短期で変化することもあり得るのではないのでしょうか。

その上、直近ではCOVID-19拡大に伴って経営環境が激変しており、事業ポートフォリオの見直しを余儀なくされる企業もあります。2020年に提言された、ダイナミックマテリアリティの概念は、マテリアリティに関する議論を活性化するきっかけを作ってくれたと捉えています。変化が激しい中、何を重要だと認識して動くべきかと問い続けることが必要でしょうし、一方で絶対変わらないという点もあるでしょう。様々な方向から議論を繰り返していくことで、企業独自の重要なテーマが浮き彫りになり、投資家との対話も建設的になるのではないのでしょうか。こうした整理を繰り返すことによって、変化に柔軟に対応できる、レジリエントな企業になっていくのではないかという期待を持っていますし、統合レポートでもぜひ表現してほしいと思います。

**稲葉** 当社の場合、マテリアリティは最終的に取締役会で決定しており、先ほどのインターナルエンゲージメントもマテリアリティマネジメントの一環として実施しています。当社では、マテリアリティを「インパクトマテリアリティ」「ガバナンス・経営基盤マテリアリティ」「財務マテリアリティ」の3つに区分しており、特に「インパクトマテリアリティ」はサステナビリティビジネスにつながるものと考えています。マテリアリティが経営の重要課題として浸透し、認識される必要があります。そのためにも、経営陣の巻き込みは重要です。ただ、特定作業の負荷が非常に高いことは確かであり、一度決めたものを変えることに担当者が躊躇する点は私も理解できます。それでも毎年変更する必要はないか確認し、例えば中期経営計画の策定前に、再度マテリアリティについて深く議論することは必要だと考えます。



# 対話を通じた企業価値創造

— 今改めて問われる、統合報告の在り方 —

企業と投資家の望ましい対話に向けた課題はどこにあるとお考えですか。

**稲葉** 私投資家経験でお話をしますと、過去は四半期決算に追われることもなく、例えばメーカーにおいて技術伝承の確認に工場見学に参加するなど、現地での対話等から、様々なエピソードを得ることで、今でいう非財務情報を含めた企業理解が進みました。IR部門の方々も企業理解に結び付く材料を集めて投資家と対話をしていました。それが今ではお互い余裕がなく、突っ込んだ対話が減り、「共感」が少なくなっている印象です。私はやはり本音を交えた対話を通じて、企業側が発信する自社の独自性や特徴に対する表現が蓄積されていくのだと思います。企業として訴えたい内容であっても「投資家が興味を持たないのではないか」といった懸念をIR部門が持つことで、本音を交えた対話につながらないのはもったいないと思います。

私はIR部門の若手に向けて、質問に答えるだけでなく、自分たちから積極的に質問を投げかけるべき、と伝えています。様々な質問を投資家に投げかける中で、貴重な意見は経営層にフィードバックするべきでしょうし、特に多くの引き出しを持つ投資家と出会えた場合は、直接経営層との対話の機会をセットすることで、経営層自身が得るものもあるはずです。こうした本音を交えた対話の結果として、蓄積された企業の独自性の表現や経営層の発想を統合レポートに盛り込めると、大きな差別化につながると考えています。

**菊池** 稲葉さんが指摘された問題の根源は、そもそも「IR」という言葉の日本語訳から始まっていると思います。「IR」という表記は当たり前のように浸透していますが、かつては「投資家向け広報」という訳語が多用されていました。この「広報」という言葉は、関係構築という意味を

含んでいるものの、one-wayでのコミュニケーションの印象が強いのではないのでしょうか。全米IR協会(NIRI)のホームページでは、「IR」とは「two-way communication」と定義されています。日本ではこの双方向の発想があまりないままに、単一方向としてIRが企業側から発信するだけだと捉えられてきたのではないのでしょうか。足



元の業績進捗を中心とした情報をいち早く掴むことが良い投資家の条件である時代が存在したことは、その根源がIRコミュニケーションに対する誤解があったことが背景といえるかもしれません。とはいえ、最近はこの「対話」について考え直す機運もあり、ようやく双方向性が実現し始めた感覚を持っています。

稲葉さんがおっしゃった通り、企業側も投資家側に積極的に質問することが大切です。それも大まかな質問ではなく、「我々是这样考え、このように開示していますが、これを投資家の皆さまどのように思われますか。どのようにこれを活用しますか」など、具体性のある質問を投げかけるべきでしょう。もちろん投資家側も質問をするだけでなく、「御社の開示をこう見ました。御社の数値を見てこのように解釈しました。我々の解釈に対してどう思われますか」といった突っ込んだ意見をぶつけ、双方向で活発に対話を交わすことで、多様な意見を引き出すべきです。表面上の質問だけではなく、コミュニケーションとして成り立たせるためには、お互いの考えの背景・理由を添えて伝える必要があると考えています。



**稲葉** コミュニケーションといっても簡単ではなく、様々な経験や多くの知見も必要です。投資家が企業のトップと対面するには、当然その企業のことは可能な限りすべて理解し、準備を整えて臨んでいると思います。そして企業側も真剣に自社への理解を深め、投資家に説明できるように、お互いが切磋琢磨できる関係性が必要だと思います。

気候変動、人的資本といった最近の話題に限らずですが、投資家側も企業側も悩んでいることを、別個ではなく「共に悩みを分かち合う」という発想があっても良いと思います。世の中が急速に変化する中、別々に悩みを抱えるのも時間がもったいないと感じますし、対話をするだけで目的が達せられるわけではないはずです。せっかくの対話の機会を有効活用し、共に悩みの出口を考えることで価値創造に結び付けられたら良いですし、そういったステージに早く入りたいと思います。

**菊池** この数年、情報開示の拡充や対話の件数など、客観的には改善してきたにもかかわらず、実は日本企業の株価や企業価値はそれほど上がっていません。対話のあるべき姿、価値創造に結び付いている対話にはまだなっていないと思っています。



## 対話を通じた企業価値創造

—今改めて問われる、統合報告の在り方—

最後に読者の皆さまにメッセージをお願いします。

**菊池** 統合レポートを作成する際の基本的な考え方である、統合報告・統合思考の発想は、今後ますます重要になってくるでしょう。制度開示の拡充で、形式的に整えただけの統合レポートは、もしかするとなくなるかもしれない。このような考え方のもと、経営者を巻き込み、企業内で議論を深めることが大切です。ナラティブに価値創造について報告する統合レポートの持つポテンシャルは非常に大きく、それを最大限活かしていただけると、統合報告フレームワークが提唱された頃から関わった一人として、大変ありがたいと思います。

**稲葉** 世の中の変化のスピードが非常に速く、気候変動や脱炭素、人権や生物多様性など、社会から求められるサステナビリティに関するテーマが増えています。投資家と企業が前向きに共に知恵を出し合い、双方向でそうしたテーマを真剣に考えていきたいと思っています。それを表現する場として、統合レポートは重要であり、企業が思いを込めて制作したものです。その思いを伝えるためにも「完成して終わり」ではなく、統合レポートをコミュニケーションツールとしていかに活用するかが重要です。投資家に響かなければ、その意見を受け止めて、また次の年にさらに改善・進化させれば良いのであり、私も一緒に頑張りたいと思います。



2021年8月27日実施