



## 未来を拓くコーポレートコミュニケーション 第9回 座談会 企業の成長戦略を支えるコミュニケーション — 市場、投資家、そしてコーポレートガバナンス —

国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 理事

ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社 マネージングディレクター **高山 与志子氏**

東京証券取引所 上場部 企画グループ 課長 **渡邊 浩司氏**

KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ パートナー **芝坂 佳子**

2014年3月に国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (International Corporate Governance Network、以下「ICGN」という) が東京で13年ぶりにカンファレンスを開催し、国内外の機関投資家や日本企業、政府関係者など約250名が参加し、コーポレートガバナンスに関する様々な議論を行いました。このカンファレンスは、日本取引所グループおよび東京証券取引所がホストを務められ、KPMG ジャパンもスポンサーとして協賛しました。日本におけるコーポレートガバナンスの状況の進展が海外機関投資家に向けて発信できたと同時に、日本企業におけるコーポレートガバナンスへの理解や投資家との対話の重要性の理解が進んだという点で、たいへん意義のあるものでした。

本稿では、カンファレンスの成功にご尽力された ICGN 理事の高山 与志子氏、東京証券取引所の渡邊 浩司氏をお迎えし、日本におけるコーポレートガバナンスの状況や今後の課題について、企業と投資家との対話の重要性の観点からお話いただきました。

(左から)

たかやま よしこ  
**高山 与志子氏**

国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク 理事  
ジェイ・ユーラス・アイアール株式会社  
マネージングディレクター

わたなべ こうじ  
**渡邊 浩司氏**

東京証券取引所  
上場部 企画グループ 課長

しばさか よしこ  
**芝坂 佳子**

KPMG ジャパン  
統合報告アドバイザーグループ  
パートナー



## 【ポイント】

- 日本では安倍政権の成長戦略の重要な要素としてコーポレートガバナンスが位置付けられ、会社法の改正による独立社外取締役選任の促進や金融庁によるスチュワードシップ・コードの制定等の取組みが進んでおり、日本取引所グループでも、JPX 日経 400 といった新指数の開発や普及などを通じてコーポレートガバナンスの向上を支援している。
- 企業はコーポレートガバナンスの進展に向けて、経営者と同じ目的を持ち、企業価値向上に向けた win-win の関係構築を望んでいる長期的思考の機関投資家との対話に積極的に取り組むことが重要である。
- 企業と投資家の対話促進のためには相互理解が必要であり、企業には投資家の考え方を理解したうえで、独立社外取締役の選任状況やその選任理由、また取締役会のダイバーシティの状況など、コーポレートガバナンスの進展状況を、効果的に発信していくことが求められる。

I ICGNカンファレンスが13年ぶりに  
日本で開催されことの意義とその成果

芝坂：3月初旬にICGNのカンファレンスが13年ぶりに東京で開催されました。これは日本の市場、そして投資家にとって意義のあるイベントであったと考えます。今後、日本企業が成長していくためには、企業と市場やステークホルダーとのコミュニケーションのあり方、またそれを支える市場のありようの重要性が増すものと理解しています。本日はICGNで行われた議論の振り返りを通じて、今後の日本企業の課題や、市場での取組みについて、みなさまのご意見をいただければと考えています。

まず、13年ぶりに東京で開催されたICGNカンファレンスの意義と、その成果をどのように総括されているかを、ICGN理事の高山さんからお話しくださいませんか。

高山氏：まず簡単にICGNについて説明いたします。1995年に設立された団体で、主要なメンバーは世界の機関投資家です。現在はロンドンに本部を置き、グローバルに活動しています。ICGNの目的は世界のコーポレートガバナンスのスタンダードを向上させ、これにかかわる投資家や企業の間でネットワーキングを行う場を提供すること、さらには重要な政策が策定される際に関与し影響を与えて、より良い企業経営につながるガバナンスある世界を目指すことです。その活動の一環として定期的にカンファレンスを開催しています。

日本では2001年にICGNのカンファレンスが初めて東京で開催されました。残念ながら、当時の日本企業には、コーポレートガバナンスのコンセプトに対する理解は十分ではありませんでしたが、それでも多くの関心が集まりました。バブル崩壊後とはいえ、世界において、日本にそれなりのプレゼンスがあったためでしょう。世界中から多くの投資家が参加し、活発な議論

を行ったと記憶しています。その後、ICGNの理事会において、東京でカンファレンスを開催したいという声は何度か上がりながら実現に至らなかった最大の理由は、日本経済、そして株価が長期的に低迷し、コーポレートガバナンスについても大幅な進展が見られなかったことにあります。ICGNの主要なメンバーである機関投資家における日本への関心や興味が次第に薄れていったというのが数年前までの状況であり、再び日本でカンファレンスを開くのは難しいことでした。

ところが安倍政権が発足し、コーポレートガバナンスが成長戦略の重要なポイントとして位置付けられることになりました。政府が舵をとり、株価がそれに反応して企業の業績も上昇していく過程の中で、再び世界の投資家の間で日本への関心が高まったと言えます。それを踏まえて、ICGNの理事会でも日本での開催により機会ではないかと考え、今回の東京カンファレンス挙行の運びとなりました。

ただし、ICGNが強く望んでも、その実現には大きなハードルがいくつかあります。そのうち最も重要なのが、開催国で、コーポレートガバナンスにかかわる重要な主体となる組織がホストとしてカンファレンスを迎え入れて下さるかどうかが、という点です。過去の例では、開催地の証券取引所、機関投資家団体などの協力により実現してきました。今回の東京カンファレンスは、日本取引所グループおよび東京証券取引所がホストを引き受けてくださった故に実現できたと言っても過言ではありません。

カンファレンスのテーマを「共通言語の構築、企業と株主の対話への新たな時代」とし、日本企業と国内外株主が有意義な対話を持ち、それをベースに日本のコーポレートガバナンスのさらなる進展の実現へ貢献することを最も重要な目的としていました。多様なセッションで有意義な対話がなされましたし、ランチ、ディナー、コーヒープレイク等のインフォーマルな場においても様々な対話がなされたと思います。大会終了後、参加者にアンケートをお願いしたところ、海外投資家からは日本の状況がよく理解できた、日本企業からは海外の状況がよくわかっ

た、また具体的に対話の場が持てたという声が寄せられました。まだ道りは遠いのですが、進展の重要なステップになったと感じ、たいへん嬉しく思っています。



**芝坂：**開催地においてコーポレートガバナンスに大きなかわりを持つ組織がスポンサーとなってカンファレンスを支えることが成功のカギであるとのことでしたが、今回、日本取引所グループおよび東京証券取引所として多大なサポートをされました。その動機はどこにあったのでしょうか。

**渡邊氏：**今回ホストさせていただいた主な目的は、上場企業や政府を含む日本の市場関係者によるコーポレートガバナンス向上への積極的な取組みを、国内外に広く発信することでした。日本経済は長期にわたり低迷を続けていましたが、安倍政権の発足により、アベノミクス第一の矢である金融緩和、第二の矢である財政出動で、日本経済には明るい兆しが出てきています。それに伴い、海外投資家による日本株への関心も高まっている状況です。日本経済の回復を一時的なものとして終わらせず、民間投資を活性化し、経済成長を持続的なものとしていくことが、第三の矢である成長戦略の主旨なのだと思っています。

成長戦略の中には、経営者による前向きな攻めの経営を後押しするための方策としてコーポレートガバナンスの強化が挙げられています。具体的には社外取締役の選任を促す会社法の改正や企業と投資家との建設的な対話を促すためのスチュワードシップ・コードの策定が進められています。日本取引所グループでも今年1月に算出を開始したJPX 日経400という株価指数の開発や普及、同株価指数の先物取引の導入などに取り組んでいるほか、会社法改正に連動し、独立取締役の選任を努力義務とするなどの施策に取り組んでいます。ICGNの東京カンファレンスをホストしたのは、こうした取組みをグローバルな機関投資家に強く印象づけるためです。コーポレートガバナンス向上への取組みが、日本の資本市場の活性化につながり、ひいては、日本経済の持続的な発展につながればと考えています。

**高山氏：**東証や金融庁などの尽力によって、日本のコーポレートガバナンスは進展していますが、海外との認識では、まだギャッ

プがあります。苦境の時期があまりに長く続いたため、海外機関投資家の間には日本のコーポレートガバナンスに対するネガティブなイメージがステレオタイプとして存在しているのです。理解ある投資家が日本は進化しているとポジティブに評価している一方、全体的なトーンは、「まだまだ」であるということからも、実態より低い評価を受けてしまっています。私はこのギャップを非常に悩ましく感じていました。

今回のICGNカンファレンスを通じて、海外機関投資家は日本のコーポレートガバナンスに関するより正確な情報を得ることができたため、彼らの認識のギャップはある程度解消されたものとみえています。一方で、コーポレートガバナンスの捉え方について、日本と海外の企業の間にはギャップがあります。コーポレートガバナンスの議論をする場合、日本ではコンプライアンスが中心となってしまいます。しかし、海外ではコンプライアンスも当然重要ではあるものの、企業の成長と結び付けるポジティブなコーポレートガバナンスが議論の中心となります。日本企業の方も、多くカンファレンスに参加されていました。国内外の議論を直接聞くことによって、コーポレートガバナンスとはコンプライアンスだけではなく、企業の持続的な成長に結びつくものだという理解が進んだのではないのでしょうか。そのような点も、今回のカンファレンスでの大きな意義だったと思います。

**芝坂：**資本市場がいかに適切かつ公正に活性化されるか、そのために適切な財務情報を提供し、またいかに企業のコミュニケーションをサポートするかは、我々KPMGにとっても非常に重要なテーマです。ですから、市場における投資家の関心の動向や、それに対する企業の問題意識を常に注視していく必要がある我々にとっても、今回の東京カンファレンスは大変有意義なものであったと感謝しております。



## II 企業と投資家の対話の現状

**芝坂：**カンファレンスを通して、投資家の関心にある変化が起こっていることがより明白になったように思います。

投資の長期志向化や、非財務情報への関心がその例ですが、加えて、企業と投資家のエンゲージメントの重要性に対する認識にも高まりが感じられます。このような機関投資家の意識の変化について、高山さんはどのようにお考えでしょうか。

**高山氏：**エンゲージメントは日本語に置き換えにくい言葉です。ICGN が作成した投資家の責任に関する原則では、エンゲージメントを「目的をもった対話」として説明しています。先般、金融庁が定めたスチュワードシップ・コードも「エンゲージメントは目的をもった対話である」としています。安倍政権のもとで、成長戦略におけるコーポレートガバナンスの重要性が認識され、これが企業だけに課された課題ではなく、投資家も責任を持って企業の持続的成長を促すべきであるという枠組みにより、比較的短期間のうちに日本でもスチュワードシップ・コードが制定されました。

ICGN のカンファレンスでもスチュワードシップ・コードについて議論がされましたが、日本と欧米の投資家の対話の状況には差があるという認識が一般的です。日本の機関投資家は議決権行使についてはきちんと義務を果たされているものの、そこからさらに踏みこんだ目的をもった対話については、一部の先進的な機関投資家に限って実施されている状況であり、全般的にやや遅れていました。それがスチュワードシップ・コードの制定によって改善されることになるでしょう。

ただし、ここから先は応用編です。ただ対話をすればよいわけではありません。形式だけに留まらず、実態のある対話がなされていくかどうかがこのからの課題です。これは、スチュワードシップ・コードがすでに制定されている英国やオランダにおいても同様です。投資家も努力を続けていく必要がありますし、企業側もエンゲージメントに対して身構えず、双方が同じ目的を持って win-win の関係を構築する有効な手段であると捉えて、互いに積極的に対話に取り組んでいただきたいと思います。

**芝坂：**高山さんの話にありました企業と投資家との直接的な対話の促進に加えて、グローバル化し複雑化する市場の機能面においても、対話の促進と企業の成長を支援する仕組みの構築が期待されていると思います。そこで取引所が果たす役割について、渡邊さんのお考えをお聞かせいただけますでしょうか。

**渡邊氏：**株式が流通する場である証券取引所が提供する投資家と企業のコミュニケーションを仲介するツールとして、株価があります。企業が中長期の経営計画を語るなどして評価されれば、投資家は株式を買い、結果として株価が上がります。逆に評価されない状況であれば、株式は売られ、株価は下がります。つまり、株価は株主や投資家の評価を企業にフィードバックする手段の役割を果たしています。このような、株価を通じた経営者と株主や投資家の対話やフィードバックの仕組みを提供するこ

とが取引所の役割であると思っています。

しかしながら、株価がフィードバックの手段として機能するためには、良い会社が適正に評価される仕組みが必要です。日本株運用のベンチマークとしてよく利用されている指数に TOPIX という指数があります。これは市場第一部の銘柄であれば、成長性や将来性などに関係なく選定されますので、TOPIX に組み入れられているかどうかのみを理由に株式が売買され、企業が評価されることがあつては、株価を通じたフィードバックはうまく機能しません。市場区分にかかわらず、投資魅力の高い企業が評価されるように、1つのパッケージとして打ち出したのが「JPX 日経 400」という指数です。

JPX 日経 400 の構成銘柄の選定においては、資本が効率的に使われているか、あるいは独立社外取締役が複数選任されているかなど、グローバルな投資基準で求められる項目のうち、上場会社の皆様に特に意識していただきたい要素を選定基準として用いています。JPX 日経 400 を1つのきっかけとして、その選定基準となる要素を多くの上場会社が採用するならば、市場全体の企業価値向上にもつながると思っています。

**高山氏：**JPX 日経 400 の構想が発表されたときに、私どもの会社（ジェイ・ユーラス・アイアール社）で世界の投資家にアンケートを行いました。まだ選定基準が明らかになる前ではありましたが、ROE やコーポレートガバナンスの要素が組み込まれるということを多くの投資家が支持しました。それまでの指数ではあまりにも多くの企業が組み込まれていたために、優良企業にスポットライトを当てるのが難しかったと推察されますが、今回の JPX 日経 400 により、日本のエクセレントカンパニーの存在を海外に強く打ち出していけるのでは、と期待しています。



### Ⅲ グローバルに通用するガバナンスと日本の現状

**芝坂：**グローバルな投資基準として通用するコーポレートガバナンスの要素を JPX 日経 400 の選定基準に採用したというお話がありました。具体的にはどのようなものなのでしょう。

**高山氏:** コーポレートガバナンスには、ローカルとグローバルという2つの側面があります。各国や地域のローカルな文化、社会、法律に規定される側面と、グローバルな市場においてグローバルな投資家が求める側面です。ICGNのメンバーであるグローバルな投資家は、その国や地域によって独自のスタイルがあるのは当然であると認識する一方、グローバルに求められる最低基準も存在すると考えています。グローバルで求められている最低基準の最たるものが取締役会の状況に関するもので、独立した立場で経営陣を監督する独立社外取締役が一定の割合以上選任されているのは当然であるとされているのです。この点に関しては、日本ではあまり理解が進んでいませんでしたが、会社法改訂の議論や、これまで社外取締役を選任してこなかった主要企業が導入を始めていることを鑑みると、日本でもグローバルな要素が少しずつ定着しつつあるのではと感じます。

**芝坂:** 形式にとどまらず実質的な意味が理解され、定着してきたということでしょうか。

**高山氏:** まずは形式的な面での理解が進んできている段階であり、実質的な意味の理解はこれから進んでいくものと思います。コーポレートガバナンスの実効性を高めるためには、多くの方々の努力が必要です。よく言われるのは、「Governance is a journey (ガバナンスは長い道のりである)」であり、完成形にたどりつくのは容易ではありません。企業も投資家も証券取引所も努力をして、啓発活動が今後さらに強化され、少しずつ実質面への理解が積み上がっていくことでしょう。

**芝坂:** コーポレートガバナンスの重要性については、統合報告等における開示の視点からも指摘できます。日本企業の事例をみると、市場からは、ESG (環境・社会・ガバナンス) のうち、長期的なリスクファクターになりやすいS (社会) や、実効性の高いG (ガバナンス) の情報が強く求められているにもかかわらず、それらの開示が十分とはいえません。それゆえに、海外からも理解がされにくい状況になっているのではと感じています。日本企業が、今、発信すべきコーポレートガバナンスの優れた点等、何かあればご指摘ください。

**渡邊氏:** 自社のコーポレートガバナンスの状況を、地道に、適確に伝えていくことが必要なのではないかと思います。日本の資本市場における国内外の機関投資家の存在感は高まっています。もともと日本では金融機関や持合いによる株式保有が多く見られましたが、徐々に解消され、それを国内外の機関投資家が引き受けたという状況であると思います。この傾向は、銀行に対するバーゼル規制やIFRS (国際財務報告基準) の広がりといった情勢を鑑みると、今後も続いていくものと思われます。日本株の海外機関投資家による保有率は3割程度となっており、これは増す一方と推察できます。しかし、残念ながら、海

外機関投資家の間では、日本企業のコーポレートガバナンスは脆弱であるとの見方が固定化している面があります。

その最も大きな要因は、高山さんのお話にもありましたように、企業価値向上を訴えたり、業績が改善されない場合に、社長に交代を求めるような役割を担うべき独立社外取締役の選任が義務化されていない点が挙げられると思います。しかし、独立社外取締役の選任は、実態の改善が1番進んでいる分野とも言えます。東京カンファレンスの最初のセッションで、日本の改革の進展がテーマとして取り上げられました。あのような場での日本全体のコーポレートガバナンス改善にかかわる発信も1つの取組みであり、成果として海外投資家の認識を変えるきっかけになればと思っています。

個々の上場会社のIRの場面では、独立社外取締役の選任等の外形的な面での改善や進展だけでなく、選任した独立社外取締役の方にどういう役割を期待しているのか、その役割を果たすためにどのようなサポート体制を敷いているのか、そして、それらが自社の経営戦略と結びつけて、どのように企業価値を向上させるのか、そういった実質的な側面を、ぜひ発信していただきたいです。自社の状況をきちんと説明して、最終的にはそれを株価に反映させていくことで、冒頭にお話ししたような株価を通じた経営者と投資家のコミュニケーションの根本が成立するものと考えています。株価が企業の実態を反映したものになっていなければコミュニケーションの前提が崩れてしまいますので、IR活動を通じて株価が実態を反映するというのが重要だと思います。

**高山氏:** IRという言葉が日本企業に定着し始めたのは1990年代後半からですが、2000年代を通してしっかり根付いたと思います。IRを行っていない企業はないとも言えますし、多くは海外でも積極的にIR活動を展開しています。事業内容、業績、事業戦略の説明における日本企業のレベルは比較的高いのですが、コーポレートガバナンスの説明については、残念ながら発展途上であると思います。

これには企業だけではなく投資家にも責任があります。欧米の主要な投資家は年間数百に上るミーティングを企業と持ち、長期のコーポレートガバナンスについて対話をする機会を設けています。ところが、日本企業と海外機関投資家とのミーティングは、持たれたとしても1年に1回、全体で1時間あるかないかです。そのような状況で、どれだけの時間をコーポレートガバナンスの議論に費やせるでしょうか。また、企業と日本の投資家の間では、コーポレートガバナンスについて議論するミーティングが持たれているような状況ではないと思います。それゆえに、日本企業から、コーポレートガバナンスに関する情報は多く発信されていないのだ、という印象を彼らは受けています。事業や業績の説明も非常に大切なことですが、会社の長期的な強みを支えるためのコーポレートガバナンスも重要なのです。

市場には短期志向の投資家も多くいますし、長期志向の投資家が短期志向に転じてしまう可能性もありえるでしょう。一方、

企業経営の時間軸は長く、多くの場合において、長期志向の機関投資家と比べても長いと思います。そもそも違う時間軸を有するもの同士が対話するのですから、双方が、できるだけすり合わせるような努力をしなければ、時間軸がずれたままお互いの理解が進まないでしょう。これらを是正する意味でも、コーポレートガバナンスに関する考え方やメッセージをきちんと発信することは、投資家をより長期志向にするためにも重要なことです。これはESGのすべてにおいて言えることで、経営の時間軸と投資家の目線を合わせる努力を企業はもっと行うべきだと思います。

**芝坂：**日本では物理的に海外とのコミュニケーションで距離があるわけですから、情報開示の仕方、コミュニケーションの回り方、また発信する情報の内容の適切な検討など、目的をもった投資家との対話を行おうという意識が重要なのではないかと感じていますが、いかがでしょうか。

**高山氏：**おっしゃるとおりだと思います。経営者それぞれが形式にとらわれずに考え、試行錯誤しなければならない点であり、一般的にそのような対応が苦手な日本人として克服していかなければならないものかもしれません。コーポレートガバナンスの状況を把握するうえで、東証が規定している報告書が非常に役立ちます。東証のウェブサイト上にユーザーフレンドリーなツールも用意されていますから、横並びの比較もでき、全体像の把握も可能です。企業自らポジションを確認できるのです。インフラは整っているのですから、ぜひ、活用され、発信すべきメッセージをよく検討していただければと思っています。

**渡邊氏：**情報発信についてよく投資家から聞く話としては、日本企業は過去の業績やその要因を精緻に説明することには長けているものの、海外投資家が聞きたい話の中心は、企業をどのように導いていくのか、という未来の話であり、それを経営者の口から聞きたいということです。たとえば、積極的に海外に事業展開しようとしている会社が、海外展開を推し進めていくうえで重要な意思決定を行う取締役会の構成員が日本人だけでは、戦略の実効性についての説得力は十分ではないため、取締役会のダイバーシティを高めるというように自社の取締役会の構成の変化を説明し、投資家から評価されたというような例も聞きます。過去の業績については様々なところからデータ入手が可能ですし、ある意味では開示済みの情報から理解できる部分が多いでしょう。しかし、そこに表れないのが未来に向けた展望であり、外からではわからない部分が多いでしょうし、IRの担当者が説明するにも限界があるのではないのでしょうか。だからこそ、経営者自らが語る必要があるのではないのでしょうか。

**高山氏：**ESG情報の開示に関して海外の投資家の間でよく言われるのは、事業や戦略と結びついていない情報はどれだけ説明されても意味を成さないということです。コーポレートガバナ

スは企業の方向性や戦略と密接な関係があるはずですから、これらを踏まえたうえで、取締役会の構成はこうあるべきだと考えている、という説明をすべきですし、投資家もそのような話を聞きたいと思っているのです。



#### Ⅳ 日本における企業と投資家の対話促進に向けて

**芝坂：**スチュワードシップ・コードの制定などに見られるように、日本でも企業の価値創造における対話の重要性が認識され始めていると思います。これまで一方的に発信されることの多かった情報に対するフィードバックを企業が得られるようになり、それらをいかに戦略や思考に反映していくかも問われるでしょう。今後、企業と投資家との間の対話を促進していくために、何が重要なのでしょう。

**渡邊氏：**まず、お互いの理解を深めることが重要だと思います。特に海外の機関投資家を、アクティビストのイメージと結びつけて日本企業は少し敵視していた部分があるのかもしれませんが。ですが、機関投資家を含む株主は企業の経営者と同じ船に乗り、協力して企業価値を高めていく存在です。敵というよりはむしろ同志であるという認識を上場企業の方々に持っていただくと、市場開設者としては非常にありがたいと思います。そのうえで、海外の機関投資家が一層増える状況下での対話を考えると、彼らの言葉や考え方の背景の理解が大切でしょう。投資家の考え方の背後には、コーポレート・ファイナンスやキャピタル・マーケットの理論があると思います。概論的にでも、機関投資家の発想のベースを理解したうえで、彼らに理解されやすいようなロジックで、自分たちの取組みを発信していくことが必要ではないかと思っています。また、私自身、よく身につまされることがありますが、言葉の問題として、世界のビジネスの共通言語である英語を使っていくことの重要性も増してきていると思います。英語版のアンニュアルレポートなどを発行している会社はあるのですが、日本語版を公表した数ヶ月後に公表されるケースもあるようです。日本語と英語の情報が同時に発信できるようになるのが理想ではないでしょうか。

**高山氏：**ICGN理事の立場として、海外機関投資家に日本の現状を正しく理解してもらい、日本企業の方々にも海外機関投資

家の考え方を理解してもらい、共通のベースの上に立っていただきたいと長らく願ってきました。今回のICGN東京カンファレンスでそれが部分的にでも実現できたと感じています。しかしながら、双方の状況や考え方は変化するものですから、機会をとらえながら常に共通のベースに立てるような努力を続けていきたいと思っています。企業と投資家は対話を続けていかなければならないのですから、この努力をICGN理事としても、個人の立場でも続けていきたいと思っています。

渡邊さんのご指摘のように、海外投資家に敵対的な意識を持つ日本企業も一部にはあると思いますが、これはアクティブ・インベスターとアクティビストを混同しているからではないでしょうか。いわゆる「アクティビスト」は比較的短期的な思考に基づいて企業に過度な関与する株主の総称を指す場合が多いと思います。一方で、「アクティブ・インベスター」あるいは「アクティブ・シェアホルダー」といえば、投資先企業の持続的成長のために目的をもった対話を行い、責任ある行動をし、最終的には中長期的なリターンを目指す人々を指します。この違いを理解いただけるように努めていきたいと思っています。

**芝坂：機関投資家は企業の経営者と同じ船に乗る人たちであるというお話がありました。企業側も、価値観を共有して同じ船に乗ってもらいたい投資家を選び、その人たちの考え方を理解したうえで、効率的かつ効果的な情報発信を行うことが重要なかもしれませんね。**

**高山氏：**おっしゃるとおりです。特に欧米では、自分たちの経営の時間軸に近い長期的視点を持った投資家に株主になって欲しいと意識している企業は多いと思います。そのために長期志向の投資家に合うメッセージを発信し、対話をし、株主になってもらうという活動をしています。取引所にはすべての投資家を包括する公正なインフラを構築していただき、そこに参加する企業にはより良い株主の投資先としてふさわしい企業になる、もしくはターゲットとする投資家に株主になってもらう努力を払うことが必要だと感じます。

**渡邊氏：**上場会社は長期的に存続することを前提に経営し、長期志向の投資家もそれを求めて株式を保有していると思います。しかしながら、そのような投資家だけで市場が構成されると、企業が利用できるリスクマネーは、長期投資家だけの資金となり、現在よりも大幅に限られた量になってしまうと思われます。それを克服するために短期的な時間軸で投資をする投資家の資金にもアクセスできるようにしているところに株式市場の意味があると思います。経営において最も意識すべき株主は長期保有の株主であることは言うまでもないと思いますが、すべての投資家に機動的な換金の機会を提供することで、短期的な資金をあたかも長期的資金であるかのような形で上場会社の成長資金として供給することが株式市場の役割ではないかと思っています。

**芝坂：**そうですね。JPX日経400のような試みの中で、優れた企業が評価される仕組みが構築され、企業と投資家の双方にとってwin-winの関係が生まれることで、企業のIR活動も報われ、結果として株価も向上し、日本企業の活力が上がるという好循環が生まれてくることを心から願います。本日はお忙しい中ありがとうございました。

#### 【バックナンバー】

未来を拓くコーポレートコミュニケーション

「第1回 統合報告とはなにか」  
(AZ Insight Vol.53/Sep2012)

「第2回 統合報告Q&A」  
(AZ Insight Vol.54/Nov2012)

「第3回 南アフリカ(ヨハネスブルグ証券取引所)における事例にみる統合報告の成功要因と課題」  
(AZ Insight Vol.56/Mar2013)

「第4回 統合報告における開示要素について」  
(AZ Insight Vol.57/May2013)

「第5回 IIRC CEO ポール・ドラックマン氏に聞く」  
(KPMG Insight Vol.1/July2013)

「第6回 統合報告の実践に向けて」  
(KPMG Insight Vol.2/Sep2013)

「第7回 青山学院大学大学院教授 北川哲雄先生に聞く  
今、資本市場に求められる「長期的視点」と統合報告の可能性」  
(KPMG Insight Vol.3/Nov2013)

「第8回 国際統合報告フレームワークの解説」  
(KPMG Insight Vol.5/Mar2014)

#### KPMG ジャパン

##### 統合報告アドバイザーグループ

統合報告に代表される戦略的企業開示に対する要請の高まりに対応していくために、KPMG ジャパンは、統合報告アドバイザーグループを設け、グループ全体で戦略的開示の実現に向けて取組みを支援するための体制を構築しています。KPMGが長年にわたり企業の情報開示のあり方について実践してきた研究や実務経験を活かしながら、統合報告の実践に関する支援をはじめ、企業情報の開示プロセスの再構築支援などのアドバイザーサービスを提供しています。

#### ウェブサイト

[www.kpmg.com/jp/integrated-reporting/](http://www.kpmg.com/jp/integrated-reporting/)

本稿に関するご質問等は、以下までご連絡くださいますようお願いいたします。

#### KPMG ジャパン

##### 統合報告アドバイザーグループ

TEL: 03-3548-5106 (代表番号)

[integrated-reporting@jp.kpmg.com](mailto:integrated-reporting@jp.kpmg.com)

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com  
www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2014 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2014 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.