



<司会>

松岡直美

まつおか なおみ

経団連金融・資本市場委員会
資本市場部会長
ソニー銀行副社長



廣川 斉

ひろかわ ひとし

年金積立金管理運用独立行政法人
(GPIF)
ESG・スチュワードシップ推進部長



時田隆仁

ときた たかひと

経団連副会長
富士通社長



富田哲郎

とみた てつろう

経団連審議会議長
東日本旅客鉄道相談役



中田誠司

なかた せいじ

経団連審議会議副議長
金融・資本市場委員長
大和証券グループ本社会長

持続的な成長に向けた コーポレートガバナンス のあり方

わが国では、2015年のコーポレートガバナンス・コード適用開始以降、コーポレートガバナンス改革が進展し、資本効率を意識した経営が浸透してきた。他方で、企業による利益の分配が株主への還元へ偏り、成長に向けた投資や、従業員・取引先等への還元が不十分との課題も指摘される。

コーポレートガバナンスの本質は、企業の自律的・主体的な取り組みによって持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現することにある。今後は、実質的なガバナンス改革を通じて自律的な企業行動を支える施策・仕組みへと転換していく必要がある。こうした問題意識のもと、経団連は2025年12月に意見書「持続的な成長に向けたコーポレートガバナンスのあり方」を公表した。

そこで本座談会では、今後のコーポレートガバナンスのあり方を議論するとともに、「投資牽引型経済」の実現に向けた様々な方策を検討する。



中田誠司

経団連審議員会副議長、金融・資本市場委員長
大和証券グループ本社会長

2024年5月経団連審議員会副議長に就任、2025年から金融・資本市場委員長。1983年大和証券入社。2002年大和証券エスエムビーシー事業法人営業部長、2009年大和証券グループ本社取締役兼常務執行役、2016年代表執行役副社長COO、2017年代表執行役社長CEOに就任。2024年から会長

**近年の市場を取り巻く
環境変化と
コーポレートガバナンス
改革の成果**

「投資牽引型」への転換が必要

松岡 政府はアベノミクス以降、コーポレートガバナンス強化を成長戦略の重要な柱の一つとして位置付け、推進してきました。具体的には、2014年のスチュワードシップ・コードの策定、2015年のコーポレートガバナンス・コードの適用開始といったソフトローの整備、社外取締役の選任をはじめとする機関設計等の会社法制の見直し、2023年の東京証券取引所による「資本コストや株価値を意識した経営」の要請、ディスクロージャー制度の見直し、株式の持ち合いの解消などにより、改革が急速に進みました(図表1)。

また、日本の株式市場における海外投資家の保有比率が増大する中、「資産運用立国」「投資立国」の実現を掲げ、NISAやiDeCoの拡充等も進められてきました。こうした取り組みも相まって、株価は大幅な伸びを見せています。

最初に、近年の市場を取り巻く環境変化とこれまでのコーポレートガバナンス改革の成果について、皆さまがそれぞれのご覧になっているか、お話を伺いたいと思います。

中田 2013年ごろから政府主導で進められてきたコーポレートガバナンス改革により、社外取締役の拡充や情報開示の充実、資本コストや株価値を意識した経営の浸透などが急速に進展しました。

こうした改革の成果は、海外からの資金流入という形でも表れています。2012年11月以降、海外投資家による日本株の買い越し額は、累計で約17兆円に達し、日本企業に対する再評価の動きが鮮明になりました。日経平均株価も2024年2月に34年ぶりに史上最高値を更新するなど、株式市場の評価は大きく改善しています。これらの成果はガバナンス改革なくしては実現し得なかったものであり、改革の方向性自体は適切であったと考えています。

形式面の整備が進む一方、実質が伴わないとの指摘もあります。また、企業による研究開発や人的資本投資が十分ではなく、実質的な「稼ぐ力」の強化につながっていないという声も聞かれます。

デフレからの脱却が進みつつある今こそ、

日本企業は経営のマインドセットを「投資牽引型」へ転換し、付加価値の適切な還元と再投資による好循環を生み出すことが求められます。実際、日本企業の自己資本利益率(ROE)や粗利益率は、欧米企業の数値と比べるとなお改善の余地が大きく、原材料費等が粗利に直接影響しやすい製造業の比率の高さや多層的な下請け構造、長年のデフレマイン

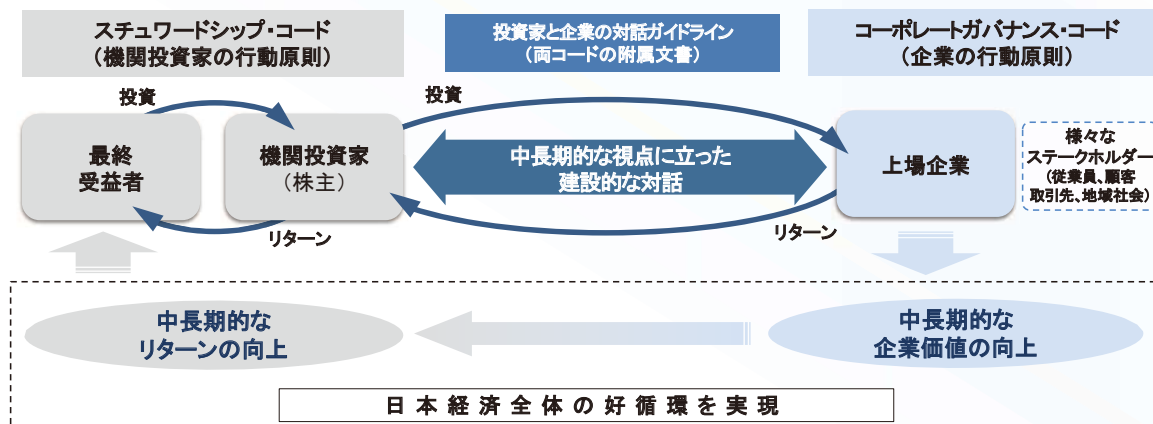
ドによる価格転嫁の停滞など、複合的な要因が影響していると考えられます。

また、ガバナンス改革の過程で、アクティビストが活動しやすい環境が整った側面も否定できません。2025年に株主提案を受けた日本企業は141社に上り、2014年と比べて4・7倍に増加しています。その中には、短期的なリターンを重視する提案も少なくありません。コーポレートガバナンスのあり方が、改めて問われているといえるでしょう。

コーポレートガバナンス・コードは原則主義、コンプライアンス・オア・エクスプレインを掲げていますが、多くの情報開示を企業に求めた結果、形式的なコンプライアンスを招いた側面もあります。また、株主提案権等の法制度についても、短期的利益を追求する一部のアクティビストの活動を助長する恐れがあります。アクティビストによる大幅な増配や自社株買といった過度な株主還元提案は、かえって企業の中長期的な成長戦略を阻害しかねません。

健全な金融・資本市場の実現のためには、株主・発行体いずれかに偏ることなく、双方のバランスの適正化を図っていく必要があると考えています。

図表1 コーポレートガバナンス改革の深化に向けたこれまでの取り組み



出所：内閣官房「日本成長戦略会議・新戦略策定のための資産運用立国推進分科会(第1回)金融庁資料(コーポレートガバナンス改革)」(2026年1月15日)

**企業ごとに
ガバナンスのあり方は多様**

富田 コーポレートガバナンス改革を通して、企業は様々な情報開示に取り組みようになり、経営の透明性は確実に高まったと感じています。投資家や株主をはじめとするステークホルダーとの対話も増え、従来に比べると本質的な議論ができる環境が整ってきました。海外投資家による投資拡大が株価上昇につながり、一定の成果があったことも事実です。

また、多くの上場企業では社外取締役の選任が進み、取締役会の実効性評価も定着するなど、取締役会の役割は業務意思決定から経営の監督へと変化しつつあります。社外取締役の知見を取り入れることで、取締役会のダイバーシティが進展し、モニタリング機能の強化につながっていると考えます。

一方、昨今のガバナンスの議論が、行き過ぎた株主至上主義や形式主義につながっているのではないかと懸念もあります。資本コストや株価値を過度に意識するあまり、短期的な株価上昇を重視する動きも見られます。金融庁や東京証券取引所などが出してきた指針がそういった風潮を助長してきた面もあると思います。短期的利益の追求や、自己株式取得によってROEを形式的に押し上げるよ

図表2 富士通におけるコーポレートガバナンス強化のための取り組み(抜粋)

2009年	指名委員会・報酬委員会の設置
2015年	独立役員会議の設置、「コーポレートガバナンス基本方針」の制定
2017年	「業績連動型株式報酬」制度の導入
2018年	相談役・顧問制度の廃止
2019年	取締役会議長等に独立社外取締役を任命
2020年	取締役会において社外取締役が過半数に
2021年	コーポレートガバナンス・コード改訂に伴い、「コーポレートガバナンス基本方針」を大幅に改訂
2022年	役員報酬評価指標の見直し(1)
2023年	報酬の返還等(クローバック・マルス)に関するポリシーを導入、役員報酬評価指標の見直し(2) など
2024年	役員報酬評価指標の見直し(3)、報酬水準のベンチマークの考え方の見直し、など

出所：富士通「統合レポート2025」より事務局作成

重ね、経営の透明性を高めるとともに、ステークホルダーに対して客観的な説明責任を果たせる体制を整えてきました。こうした取り

うな対応は、本来コーポレートガバナンスが目指すべき中長期的な企業価値向上という趣旨に反していると思います。
日本経済を見ても、株価が上昇する一方でGDPの伸びは限定的であり、過去20年間の世帯所得の中央値は、400万円を下回る水準まで低下しています。中間層の衰退は、日本経済の停滞を招く要因の一つとも考えられます。結果的に、経済格差の拡大も招いてい

富田哲郎

経団連審議委員会議長
東日本旅客鉄道相談役

2018年経団連副会長に就任、2022年から経団連審議委員会議長。
1974年日本国有鉄道入社。1987年東日本旅客鉄道入社。2000年取締役総合企画本部経営管理部長、2003年常務取締役、2008年代表取締役副社長、2012年代表取締役社長に就任。2018年取締役会長、2024年から相談役



るといえるでしょう。

企業が生み出す価値は経済的価値だけではなくありません。例えば当社は、東日本震災で大きな被害を受け、特に津波や福島第一原子力発電所事故で被災した区間の完全な復興には約10年を要しましたが、地域の方々が漁旗を振って運転再開を歓迎して下さった光景は忘れられません。地域を支え、人々を元気にするという社会的な使命や役割があることを再認識しました。しかし、こうした価値は大きな利益に直結するわけではないため、資本市場では十分に評価されにくいという課題があります。

さらに、資本効率の指標も、業種や事業特性、企業の成熟度によって大きく異なり、一律に適用すべきものではないはずです。当社では阪神・淡路大震災以降、耐震補強を含めて1兆円を超える安全投資を行ってきました。新幹線では、大地震の初期波(P波)を検知すると電力供給を遮断し、緊急停止する仕組みを確立しています。こうした安全投資が、東日本震災による東北新幹線の被害を最小限にとどめ、早期の復旧につながりました。安全投資はすぐに利益につながるものではありませんが、当社のようなインフラ企業にとっては非常に重要です。

コーポレートガバナンスの本来の目的は、組みにより、株主や投資家との対話も、取締役会の構成といった形式面にとどまらず、経営戦略そのものについて踏み込んだ議論ができるようになったと感じています。
当社では、大株主から社外取締役を迎えることで、株主の期待を直接受け止めながら企業価値向上に取り組んできました。株主や投資家との対話を重ねる中で、企業価値やROEを高めるべく、事業ポートフォリオを大きく見直してきました。株主や投資家との約束を着実に実行していくという姿勢は、社内の執行体制にも少なからず影響を与え、経営面での意識改革にもつながっていると実感しています。

現在、CFOと共に、株主の過半を占める海外投資家との対話も積極的に行っています。海外投資家の多くは長期保有の姿勢であり、長期的な視点に立った建設的な議論ができています。企業としての方向性について率直な意見を求め、約束したことに着実に実行していく。このプロセスが、企業価値向上に向けた好循環を生み出していると考えています。

日本全体で、企業改革を促す制度整備が着実に進み、海外投資家の関心の高まりや株価上昇といった成果が表れています。一方で、日本企業の「稼ぐ力」は他国に比べるとまだ

中長期的な企業価値の向上と持続的な発展にあります。ガバナンス改革はそのための手段であるという原点を、再認識する必要があると強く思います。

企業の「稼ぐ力」を高めるガバナンス改革

時田 コーポレートガバナンス改革は、「日本再興戦略」改訂2014」を起点として進められてきましたが、内部留保が積み上がった日本企業に対する一つの警鐘となったと感じています。低収益事業からの撤退や新規事業への投資、ROEを意識した経営などを通じて、企業の「稼ぐ力」を高める重要性が広く認識されるようになったという大きな意義があったと受け止めています。

コーポレートガバナンスは本来、経営者が自社の成長のために主体的に取り組むべきものです。富士通でも2015年のコーポレートガバナンス・コード導入以前から改革を進めてきました。私自身、2019年に社長に就任して以降、さらに取り組みを加速させました(図表2)。就任直後には取締役会議長を独立社外取締役に依頼し、2020年には社外取締役の比率を過半とするなど、取締役会の独立性を強化しました。

また、取締役会議長や各取締役との対話を十分とはいえません。AIなど新たな技術革新が進む中で、従来の発想にとらわれず、コーポレートガバナンスを企業の成長力向上にどう活かしていくかが、今後の重要な課題になると考えています。

スチュワードシップ改革の進捗

建設的対話を支えるスチュワードシップ改革

松岡 ガバナンス改革は企業側だけでなく、投資家側の取り組みと両輪で進めていくことが重要です。近年の市場環境の変化も踏まえ、これまでのスチュワードシップ改革の進捗について、廣川さまからお話しただけですでしょうか。

廣川 自身は、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)に着任してまだ2年ほどで、それ以前は長らく官庁に勤務していました。着任直前は金融庁の企業開示課長として、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを担当していました。本日は、経営者の皆さまからコードに対する率直なご意見を伺える貴重な機会だと受け止めています。

コーポレートガバナンス・コードが形式的なコンプライアを生んでいるのではないかという指摘や、資本コストや株価を意識した経営の要請へのご意見については、制度運用にかかわった立場として個人的に重く受け止めております。現在はコード改訂の議論が進んでいますが、企業と投資家と同じ方向を向きながら、中長期的な企業価値向上と市場の持続的な成長に資するものとするため、その本質から考えることが問われていると感じています。

その際、コンプライ・オア・エクस्पレイの対象範囲の線引きの議論にこだわり過ぎず、コードの本質に照らし、企業価値向上にコードの原則や解釈指針をどう活用し、企業と投資家の対話をいかに実質的なものにしていくかという視点が、今後一層重要になると考えています。

投資家の立場から申し上げますと、コーポレートガバナンス改革の核心は、中長期的な企業価値の向上と市場の持続的な成長にあります。そのためには、企業と投資家の間に「緊張感ある信頼関係」を築き、そのうえで建設的かつ実効的な対話を重ねていくことが重要です。

GPIFは、厚生年金・国民年金の積立金を運用するアセットオーナー(資産保有者)と益な対話ができている」と回答した企業が9割近くに上り、対話の質は着実に改善していると認識しています。

企業の創意工夫による自律的経営を支える枠組み

松岡 私がメンバーとして参加している金融庁・東証の「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議」では、有価証券報告書の定時株主総会前開示、現預金に係る記述など経済界の関心の強い課題を含め、多くの企業の意見も踏まえながら議論を重ねてきており、2026年4月に改訂案のイメージが示され、今後、議論を経て今夏に改訂される見込みです。

有価証券報告書の総会前開示については、2025年12月の経団連の意見書にある通り、形式的・一律に総会前開示を求めることが目的ではありません。重要なのは、株主が議決権を行使するうえで本場に必要情報を適切に提示し、株主と企業の建設的で実質的な対話を自律的に促すことです。

そのためには、現行制度で不足している情報や開示・提供方法、監査・保証のあり方を検討する必要があります。さらに企業実務やコスト負担を踏まえた実現可能性を精査し、総合的な観点から制度の見直しを進めていく

して、国民の利益のために長期的な目線で安定的かつ効率的な運用を行うことを使命としています。この観点から、2014年のスチュワードシップ・コード受け入れ以降、制度改訂に合わせて取り組みを強化してきました。2024年にはアセットオーナー・プリンシプルを受け入れ、スチュワードシップ・コード改訂にも対応しています。さらに2025年にはサステナビリティ投資方針を策定し、ESGやインパクトを考慮した投資を含む持続可能な投資を推進することとしています。

GPIFは直接株式投資を行わず、全て運用会社を通して投資しています。そのため企業との対話は主に運用会社が担い、私共は運用会社に対してエンゲージメントを行い、実効的な対話が行われているか評価・支援する立場にあります(図表3)。

スチュワードシップ・コード策定以降の10年を振り返ると、活動は着実に進展してきました。運用会社において、企業ごとの重要課題を踏まえたエンゲージメント目標の設定や進捗管理など、より組織的で実質的な対話の枠組みが広がっています。また、企業価値に直結するサステナビリティ課題を踏まえた対話も進んでいます。

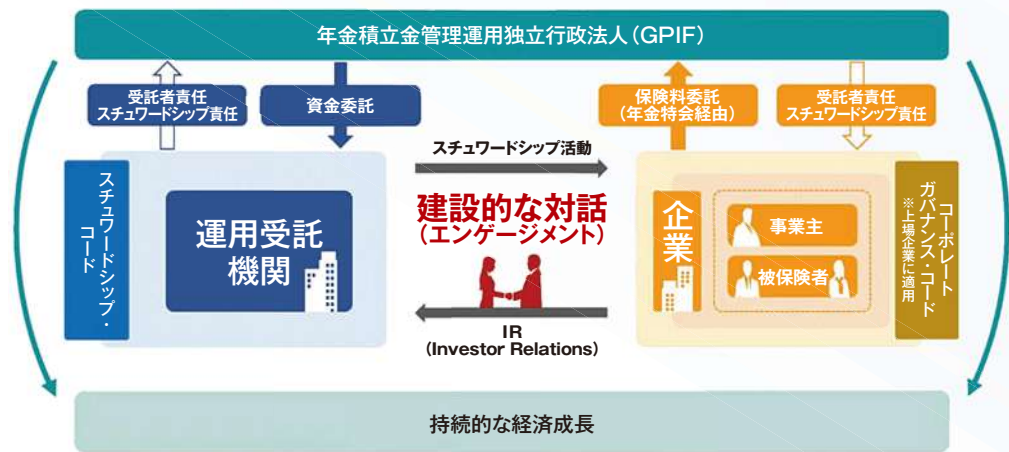
GPIFが毎年実施している上場企業向けアンケートでも、全体では「機関投資家と有価証券報告書の一本化、開示内容の見直しやスリム化、監査実務の合理化などが議論されています。こうした開示制度全体にかかわる法整備や制度設計の変更が極めて重要だと考えています。

その前提として、有価証券報告書を総会前に開示できる環境の整備が不可欠です。現在、法制審議会では、事業報告等と有価証券報告書の一本化、開示内容の見直しやスリム化、監査実務の合理化などが議論されています。こうした開示制度全体にかかわる法整備や制度設計の変更が極めて重要だと考えています。

企業経営の立場から申し上げますと、環境変化を見据えながら経営資源をどのように配分し、成長を実現していくかは、まさに経営判断そのものです。その判断を株主に説明することも、経営の重要な責務です。取締役会が有効に機能する中で、中長期的かつ持続的な成長を志向する投資家との対話を通じて、資本配分を説明し、意見交換を重ねるエンゲージメントサイクルを確立していくことが、健全な姿ではないでしょうか。

企業が活用できる経営資源は多様であり、その配分のあり方は各社の事業特性や戦略によって異なります。一律の基準で判断されるべきものではなく、それぞれの企業が自らの戦略に基づいて決定すべきものです。コード策定から約10年が経過し、企業の努

図表3 GPIFにとってのスチュワードシップ活動の意義



提供：GPIF

企業のガバナンス改革を支える環境整備

エクस्पラインを基本に本質的なガバナンス運営を

松岡 持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資するコーポレートガバナンスを推進するうえで、企業が取るべきアクションや、それらを後押しする環境整備として政府に求める施策について、皆さまのお考えを伺いたいと思います。

富田 まず申し上げたいのは、企業経営者自身のバージョンアップが必要ではないかという点です。企業の役割は、人的投資、設備投資、研究開発投資、新規事業への投資などを通じて新たな付加価値を創出することです。ここで言う付加価値は、経済的価値にとどまらず、社会的価値も含むものです。こうした投資活動を通じて国全体のGDPを持続的に高め、その成果を多様なステークホルダーに



時田隆仁
経団連副会長
富士通社長

2021年経団連審議員会副議長に就任、2025年から経団連副会長。
1988年富士通入社。2014年金融システム事業本部長、2015年執行役員、2019年執行役員常務グローバルデリバリーグループ長、2019年から社長

経営者が自らの言葉で対話する

時田 現在のよう非常に非常に不確実性の高い状況では、経営者がいかに行動するか、これまで以上に重要となっています。特にIRの場において、株主や投資家の方々が、経営者自身の言葉を聞きたいという要望を持たれていることを感じます。

経営者が自らの言葉でその考えを伝えられる、対話の場をつくるのが重要です。これはIRや株主・投資家とのコミュニケーションに限らず、あらゆるステークホルダーとの関係にも当てはまります。企業として掲げたコミットメントを着実に実行する姿勢を示すことこそが、説明責任を果たすことにつながるのではないのでしょうか。

一方で、社会の持続可能性を見据えた成長ストーリーは企業ごとに大きく異なり、経営の考え方やステークホルダーの構成も多様です。そのため、全ての企業に一律で適用される枠組みではなく、企業ごとの特性を踏まえた制度設計が求められます。

また、企業が成長投資を進めるためには、経営者だけでなく取締役会もリスクを引き受ける必要があります。特に独立社外取締役は株主を代弁する立場にあることを認識すべき

に対して丁寧な説明する力を高めることも求められます。

政府への要望としては、2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定された際の原点に立ち返るべきだと考えています。すなわち、企業の攻めの経営や自律的経営を促し、中長期的な成長につなげるという目的です。コードの運用も、こうした趣旨に沿って進められるべきでしょう。

特にコンプライ・オア・エクспレインについては、日本企業の中では「全てコンプライしなければならぬ」と受け止められがちですが、本来は説明を通じて自社の考え方を示すエクспレインを基本とすべきです。

当社でも新たなグループ経営ビジョンを策定し、積極的な投資を進めながら、株主、お客さま、地域社会、取引先、債権者、社員といった幅広いステークホルダーとの協働を通じて、中長期的な企業価値向上を目指していきます。

企業活動の成果を評価する際には、単なる最終利益だけでなく、付加価値創出力で見べきです。EBITDAに人件費、場合によっては研究開発費を含む指標が重要であると思います。株主提案権が強い現在の会社法制制についても、早急な見直しが必要だと考えています。

公正公平に分配していくことが、経営者が担うべき未来への責任だと考えています。

そのためには、短期的利益の追求や形式的なガバナンス運用、一部の投資家の発言への対応といったことに陥ることなく、経営者自身が責任を再認識し、自律的な経営を実践することが重要です。同時に、自らが果たすべき役割や中長期的な方向性について、投資家

です。取締役会は、経営戦略や資本配分、経営トップの選任など企業の将来にかかわる重要事項の議論に集中する場であるべきで、そのプロセスについて経営者が透明性を持って説明することも不可欠です。

こうした姿勢を示すことが、社内の行動変容にもつながります。企業が社会に対して責任を負う存在、いわば「公器」としてどのように振る舞うべきかという理解を組織全体に浸透させていくことも重要です。

政府への要望としては、企業と株主・投資家との対話がより建設的なものになるよう、制度面での支援を強化していただきたいと考えています。短期的利益や業績のみを重視した株主提案が株主総会の議論を左右することのないよう、株主提案権の要件などを含めた法整備を進める必要があります。また、アクティビストへの対応についても、制度面で改善の余地があると考えています。

議決権行使助言会社の影響力抑制を

中田 政府に求める施策や環境整備は多岐にわたりますが、制度の本質を理解し実質を追求することが重要である一方、企業経営が法律やコードといった形式的枠組みに依拠せざるを得ない現実も否めません。現在議論が進

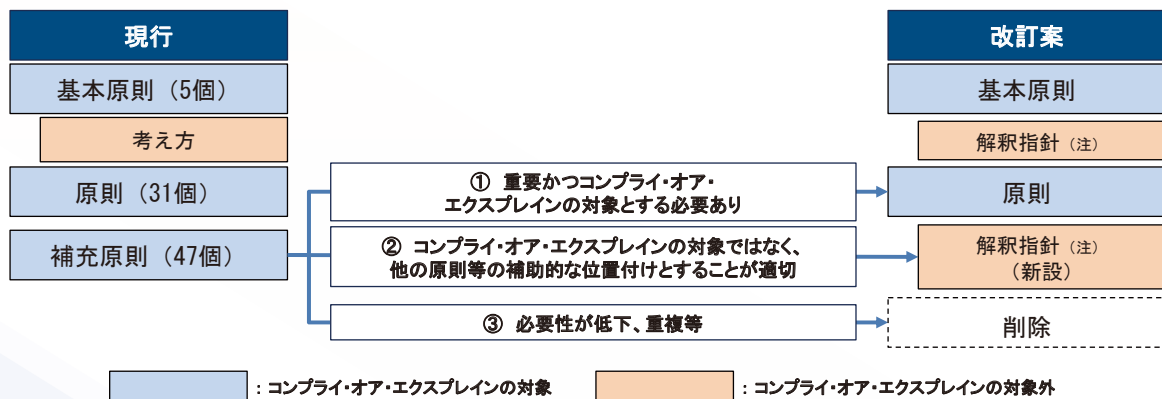
むコーポレートガバナンス・コード改訂案について、特に重要と考える点がいくつかあります。

第1に、「スリム化」や「プリンシプル化」についてです(図表4)。開示事項の数は削減されていますが、その中には金融商品取引法や東証の上場規則など他制度ですでに開示が求められているものも含まれています。コードとして実質的なスリム化が十分に行われるのか、しっかりと検証を行う必要があります。

第2に、経営資源の活用、とりわけ現預金の取り扱いについてです。経営資源の有効活用の重要性は言うまでもありませんが、現預金にフォーカスし過ぎることはやや気になる箇所です。現預金とは、余剰資金だけでなく、レバレッジをかけた借入資金も含む概念です。また、現預金の水準は、企業の状況により大きく異なります。バランスシート全体を有効活用し、設備投資、研究開発投資、人材投資、M&Aといった成長投資に資金を配分しているかを測ることが望ましいのではないのでしょうか。

第3に、解釈指針の位置付けです。コンプライ・オア・エクспレインの趣旨からすれば、各社の実情に応じた柔軟な対応が認められるべきですが、解釈指針の文末の多くが「べきである」となっていることで、実質的には遵

図表4 コーポレートガバナンス・コード改訂案のイメージ(スリム化・プリンシプル化)



(注) 第1回有識者会議の事務局説明資料においては「考え方」としていたもの

出所：金融庁・東証「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議(令和7年度第2回)事務局説明資料」(2026年2月26日)



廣川 齊

年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)
ESG・スチュワードシップ推進部長

1996年大蔵省入省。2018年金融庁総合政策局付 (金融担当大臣秘書官事務取扱)、2021年金融庁企画市場局企業開示課長、2023年金融庁退職。2024年GPIF入職、ESG・スチュワードシップ推進部次長、2025年から ESG・スチュワードシップ推進部長

サステナビリティの観点では、GPIFの国内株式ポートフォリオ全体のESGスコアは趨勢的に上昇しており、過去2〜3年は外国株式よりも高い水準にあります。また、GPIFが2025年8月に公表したサステナビリティ投資報告の調査分析結果によれば、環境分野においては日本企業が国際的に見ても遜色ない取り組みを行っていることが確認されています。例えば、ネット・ゼロ・コミ

守を求める拘束力があるかのような印象を与えています。その結果、エクスペレインしても議決権行使助言会社から否定的な評価を受けるのではないかと懸念が生じますので、発行体と株主、議決権行使助言会社の適切な理解のもと、運用が行われることが重要だと考えます。

また、取締役会機能の強化策として取締役会事務局が期待される役割やカンパニーセクレタリー^(注5)の明記といった意見もありますが、多くの企業ではすでに取締役会室や経営企画部門などが同様の機能を担っています。コード内で特定の名称や職制を例示する必要性は高くないのではないのでしょうか。

さらに、日本として取り組むべき重要な課題として、議決権行使助言会社の影響力への対応があります。企業とアセットオーナー、アセットマネージャー(資産運用者)との建設的なエンゲージメントは重要ですが、助言会社の推奨や考え方が株主総会の結果に大きな影響を与えているのが実情です。助言の質や中立性、利益相反の可能性についても疑念が指摘されています。このような状況を踏まえ、米国では助言会社の影響力抑制に向けた規制強化が進んでいます。企業が十分な説明を行っても助言会社の評価に左右されるのであれば、結果として企業は説明よりも遵守を選ば

ざるを得ません。コンプライ・オア・エクスペレインの趣旨を活かすためにも、助言会社のあり方や使い方については見直す余地があると考えます。例えば、日本においても助言の正確性・公平性・独立性を確保する観点から、事前の事実確認プロセスや利益相反の開示義務の徹底を検討してもよいのではないのでしょうか。

中長期的な企業価値向上を見据えた建設的対話

廣川 コーポレートガバナンス改革の取り組みの根幹は、企業と投資家との建設的な対話にあります。投資家にとってまず重要なのは、企業の声を直接伺い、双方のコミュニケーションを通じて理解を深めることです。GPIFでは上場企業向けアンケートを10年にわたり実施しているほか、2024年からは経団連と協働で「経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル」を開催し、企業との意見交換を進めています。また、企業への個別ヒアリングも実施し、投資家対応に関するご意見や要望を伺い、それを委託先の運用会社との対話にも活かしています。

企業への期待としては大きく3点あります。第1は、持続的な企業価値向上につながる資本配分と事業戦略です。運用会社は長期的な

ットメントを公表している企業の割合は83%に達し、欧州とほぼ同水準です。こうした成果は、企業が適切なガバナンスのもとでサステナビリティに取り組んできた結果だと受け止めています。

また近年は、社外取締役と投資家との対話も進展しつつあります。実施するまでは慎重であったも、実際に対話を行うと双方にとって有益であったという声を多く伺います。機関投資家からも社外取締役との対話への期待は高く、今後さらに取締役会事務局の機能発揮が進み、対話が促進されることを期待しています。

株主・投資家の役割と政府への期待

中長期的成長を見据えた環境整備を

松岡 持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資するコーポレートガバナンスを推進するうえで、株主・投資家に期待するアクションと、それらを後押しする政府の施策や環境整備についてご議論いただきたいと思えます。

中田 重要なのは、中長期的な成長戦略に目を向けることです。コーポレートガバナン

投資収益の拡大という観点で企業との対話を行的、こうした取り組みを促していくことが重要です。第2はサステナビリティへの取り組みです。投資家としてはフィナンシャル・マテリアリティの観点から、企業がサステナビリティの機会を追求し、リスクを抑えながらレジリエンスを高めていくことを期待しています。第3は、それらを支える基盤としての実効的なコーポレートガバナンスです。従業員、取引先、地域社会といったステークホルダーの視点を踏まえ、透明で公正かつ迅速・果敢な意思決定を行う仕組みが重要です。資本コストや株主価値を意識した経営については、株主還元や政策保有株式の見直しが進んでいることも、アンケート結果から確認されています。投資家としては、企業ごとにパフォーマンスシート経営の効率性を検証し、必要に応じて株主還元を求めることもあります。それだけに焦点を当てた議論は本来の趣旨ではありません。あくまで中長期的な企業価値向上の文脈の中で判断されるべきものです。

今後の対話で重要なのは、短期的利益ではなく、将来のキャッシュフローを生み出す成長戦略や事業戦略について議論することです。中長期的な企業価値創造のストーリーが示されることで、投資家としても企業の将来性に確信を持つことができます。

ス・コードや法律として運用される以上、どうしても足元の状況を基準に「できているか否か」で判断する視点が陥りがちです。

企業の「稼ぐ力」を中長期的な成長戦略に振り向けるのであれば、5年後や10年後といった中長期の目標を定め、それに向けた取り組みを評価する枠組みを検討してはどうかと考えています。企業が中長期的な目標の達成に向けて取り組んでいるのであれば、単年度でコーポレートガバナンス・コードの一部に適合していないとしても、必ずしも問題視されるべきではないと考えます。

もちろん、短期的な取り組みの積み重ねがあつてこそ中長期の成果、ひいては日本経済の成長につながる側面もあり、単年度の取り組みを軽視すべきではありません。しかし実際には、業態によって足元の投資が先行する企業もあれば、インフラのように天災・人災への対応が必要な企業もあります。

その意味では、単年度での評価に加え、中長期の視点を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの枠組みや数値目標を設けるなど、短期・中長期の双方を考慮した制度設計が望ましいと考えます。そうした仕組みを整えれば、企業も安心して中長期の成長戦略に軸足を置いた経営に取り組みやすくなるのではないのでしょうか。



松岡直美

経団連金融・資本市場委員会資本市場部会長
ソニー銀行副社長

2020年経団連金融・資本市場委員会資本市場部会長に就任。ゴールドマン・サックスマネージングディレクター、AIG取締役専務執行役員、ソニーグループ執行役員を経て、2025年からソニー銀行副社長。スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議、金融審議会市場制度ワーキンググループ、企業会計審議会、東京証券取引所市場運営委員会、日本成長戦略会議新戦略策定のための資産運用立国推進分科会等、各種審議会等の委員を務める

**投資家側の改革を促す
アセットオーナーとしての
取り組み**

廣川 株主・投資家側にも大きな責任があり、自らの行動を見直していく必要があると感じています。本日いただいた様々なご批判についても真摯に受け止め、企業の皆さまと互いに建設的な対話を進めていくべきか、改めて考える必要があると認識しました。

今回のコーポレートガバナンス・コード改訂案の序文(案)を拝見すると、コードの趣旨・精神に照らして、自律的かつ実質的な取り組みを行うことの重要性が改めて示されています。投資家側にも取り組むべき課題は多いと感じています。

特に、パッシブ運用の議決権行使のあり方について、機械的・形式的な運用への懸念が多いものの、実際には、日本の大手運用会社にパッシブ專業の運用会社はほとんどありません。GPIFの委託先においても、アクティブ運用のためにファンダメンタルズ分析を行うアナリストを一定数抱え、その知見を活用したスチュワードシップ活動を行っています。こうした知見を議決権行使にも反映する取り組みが進んでいます。

多くの運用会社は独自の議決権行使基準を

造という共通の目標を共有し、中長期的な視点から経営の意思決定について建設的な意見を交わす関係を築くことが重要です。

一方、株主・機関投資家には、議決権行使助言会社の見解をそのまま受け入れて、画一

策定し、毎年見直しを行っています。助言会社の推奨をそのまま採用するのではなく、自らの投票行動を振り返りながら基準を更新している側面もあります。この点については、企業の皆さまに対しても、より丁寧に説明していく必要があると感じています。

GPIFとしても、運用会社に対し議決権行使のあり方についていくつかの要請を行っています。第1に、形式的な行使とならないよう投資先企業との対話を重視すること。第2に、助言会社を利用する場合でも推奨通りに機械的に行使するのではなく、最終責任は運用会社自身にあることを十分認識すること。第3に、議案ごとの行使結果の開示や、企業から要請があった場合には判断理由を詳細に説明することです。

さらに、年間を通じたエンゲージメント活動の一環として議決権行使することも求められます。企業の取り組みや置かれている状況、社会的価値の創出といった点も踏まえ、場合によっては議決権行使基準と異なる判断を行うことも肯定的に評価しています。実際、政策保有株式やROE等の利益率指標に基づく議決権行使基準に抵触していても、対話を通じて企業の取り組みを評価し、賛成票を投じている事例も報告されています。

また、ESG評価機関についても、評価方

的な判断に陥らないよう、主体的な行動を取られることを期待したいと考えています。助言会社やESG評価機関にも、自らの影響力を認識したうえで、誠実に企業との対話を重ね、責任あるレポートを発信していただきたいと考えています。

政府への要望としては、まず株主総会のあり方です。株主総会は、株主・投資家との重要な対話の場であり、実質的で前向きな機会とする必要があります。そのためには、事前採決制度やバーチャル総会を導入する際の制度的障壁の解消が求められます。株主総会運営に伴う企業側のコスト負担が年々増加しており、効率化も重要な課題です。その前提として、実質株主を正確に把握できる制度整備も不可欠だと考えています。

また開示制度については、法令ごとに微妙に異なる要求事項が積み重なっている印象を持っています。政府には、開示制度全体を横断的に見直し、一元的な観点から整理していただきたいと考えています。

**企業・投資家が共に
企業価値創造に取り組む**

富田 日本はいま大きな転換点にあり、この局面で企業・投資家がどのような判断を行うかは極めて重要です。投資家の皆さまには、

法や内容に関する課題が指摘されています。GPIFとしては、いただいたご意見も踏まえ、評価機関と積極的に対話を行い、適切な対応を促しています。

最終的には、外部の情報を参考としつつも、企業が開示する広範な一次情報を丁寧に読み込み、企業と運用会社が継続的な対話を重ねることが重要です。実際、GPIFの上場企業向けアンケートでも、同じ担当者による継続的な対話を行っている運用会社は高く評価されています。今後もこうした取り組みを後押ししていきたいと考えています。

**実質的な対話の場を支える
制度整備が不可欠**

時田 株主・投資家からの独立社外取締役とのコミュニケーションを求める声は、当社でも増えています。社外取締役にとって一定の負担にはなりますが、対話を通じて株主・機関投資家と企業側の認識ギャップを埋めることができる点で、有効な取り組みだと考えています。

また、企業が作成する統合報告書についても、過度に詳細化するのではなく、必要な情報を的確に伝えることが重要です。株主・投資家と企業側との認識の違いが対立構造に発展するのは望ましくありません。企業価値創

中長期的な企業価値向上を目指した建設的な対話を行うというスチュワードシップ・コードの原点に立ち返り、その趣旨に沿った行動を取っていただきたいと思っています。

重要なのは、企業・投資家の双方がバージヨンアップしていくことです。企業側には自律的・主体的な経営を行い、その考え方をしっかり説明することが求められます。投資家側も、議決権行使助言会社やデータ提供機関などに従い形式的に判断するのではなく、企業との建設的な対話を通して自律的な判断を行うことを求めたいと思います。

また、企業は社会的責任を担い、付加価値を創出する存在です。その前提として、政府には、企業が自律的に判断し自主的に行動できる環境の整備をお願いしたいです。具体的には、第1に、資本コストの考え方は企業の業種や事業特性、成熟度によって異なることを明確に認めていただきたいと思っています。第2に、企業評価の軸として付加価値創出力を重視することです。そして、第3に、企業が生み出す付加価値には、経済的価値だけではなく社会的価値もあることを認めてほしいと思います。

さらに、持続的な経済成長を支える取り組みが行われているかを、中長期的な視点から企業活動を評価していただくことも重要です。

企業経営者と投資家は、企業価値を創造するパートナーです。共に力を合わせ、強く豊かな日本経済と社会を築いていきたいと考えています。

世界の潮流を踏まえた 制度整備を

松岡 アセットオーナーやアセットマネージャーの側にも、受託者責任を踏まえ、投資方針やエンゲージメント方針を明確に示していただくことを強く求めたいと思います。そうした姿勢が示されることで、パートナーとしての建設的対話が一層促進されるのではないのでしょうか。

中田 重要なのは、世界の潮流を踏まえ制度を整備していくことだと思います。金融機関の立場から振り返ると、リーマン・ショック後にバーゼルⅢ^(注5)が導入され、日本の金融機関はそれに合わせて制度対応を進めました。しかし後から見ると、欧州では導入が先送りされ、米国でも同様の対応が必ずしも取られていない状況でした。

コーポレートガバナンスの分野でも同様に、欧米では本質的なプリンシプル化やスリム化が進んでいます。投資家はグローバルな資本市場を横断して投資しているため、市場ごとに評価基準が異なるとゆがみが生じかねませ

ん。例えば、日本の規制が相対的に緩くなつてしまったことで、海外アクティビストの活動が増えたという指摘もあります。こうした状況を踏まえ、グローバルスタンダードに沿った規制を整備することが重要です。その際には、世界の動きの速さを踏まえ、スピード感を持った対応も求められるでしょう。

廣川 中長期的な観点から申し上げますと、日本の運用会社の中には、現在の議決権行使基準とは別で、例えば2030年といった将来を見据えて企業に期待する水準を示し、対話を進めている例もあります。企業に一方的に説明や対応を求めるのではなく、投資家自身がどのような方針や考え方のもとで対話や議決権行使を行っているのかを示すことも重要ではないでしょうか。

松岡 本日は皆さまから率直で示唆に富むご意見をいただき、ありがとうございます。経団連では今後も、持続的成長に向けたガバナンスの実現を目指し、投資家の皆さまとの建設的対話を引き続き推進してまいります。本日の議論が、コーポレートガバナンスの本質への理解を深める一助となれば幸いです。

(2026年3月9日 経団連会館にて)



撮影：工藤裕文

(注1) コンプライ・オア・エクスプレイン^(注1)原則を実施する(コンプライか、原則を実施しない場合、その理由を説明する(エクスプレイン)かを各企業が選択する考え方

(注2) アセットオーナー・プリンシプル^(注2)アセットオーナーの資産運用における運用・ガバナンス・リスク管理に関する共通の基本原則

(注3) インパクトを考慮した投資^(注3)社会・環境的効果(インパクト)を考慮した投資。一般に、一定の投資収益確保を図りつつ、社会・環境的効果(インパクト)の実現を意図する投資を「インパクト投資」という

(注4) EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) ^(注4) 支払利息・税金・減価償却費を控除する前の利益。企業価値評価に用いられる指標

(注5) カンパニーセクレタリー^(注5)取締役会の運営など企業のコーポレートガバナンスを支援する専門職

(注6) パッシブ運用^(注6)市場指数(インデックス)に連動する運用成果を目指す投資手法

(注7) アクティブ運用^(注7)市場指数(インデックス)を上回る成果を目指す投資手法

(注8) バーゼルⅢ^(注8)金融危機の再発防止を目的に、銀行に自己資本の強化などを求める国際規制