

## 特別対談

コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る

# 企業と投資家との対話はどのように変化したのか、 そして、どのように進化していくべきなのか



りそなアセットマネジメント株式会社  
チーフ・サステナビリティ・オフィサー  
常務執行役員 責任投資部担当

### 松原 稔 氏

1991年にりそな銀行に入行し、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、アセットマネジメント部で運用管理、企画、責任投資を担当。2020年1月にりそなアセットマネジメント責任投資部長に就任し、2023年8月より現職。経済産業省「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会(SX研究会)」委員、2025年日本国際博覧会協会「持続可能性有識者委員会」委員なども務める。

キャピタル・インターナショナル株式会社  
ESGスチュワードシップマネージャー  
ESGグローバルスチュワードシップ&エンゲージメント

### 藤木 彩 氏

2022年に米国キャピタル・グループ(1931年に創業した世界有数の資産運用会社。株式・債券のアクティブ運用に特化した独自の運用プロセスで知られる)の日本法人であるキャピタル・インターナショナルに入社し、アジア太平洋地域のスチュワードシップ業務を担当。同社入社以前は、ブラックロック・ジャパンにてインベストメント・スチュワードシップ部ディレクターとして日本企業に対する議決権行使およびエンゲージメント(対話)を中心にスチュワードシップ業務に従事。日本証券アナリスト協会検定会員。東京オフィス在籍。

— 日本でコーポレートガバナンス改革が本格化し、約10年が経過しました。企業のIR活動について、この間のポジティブな変化をどのように捉えていますか？

**松原** 企業と投資家との対話が両者の働きかけによって大きく進化しました。企業サイドには資本市場を深く理解しようという姿勢、私たち投資家サイドには企業の事業活動を深く理解しようとする姿勢がみられ、両者間の認識のギャップが随分と縮小したと感じています。さらに、2024年8月にアセットオーナー・プリンシプル(アセットオーナーの運用・ガバナンス・リスク管理に係る共通の原則)も策定されましたので、インベストメントチェーン\*が今後さらに強く太くなっていくことを期待しています。

\* 投資家から企業への資金の流れが、長期的な企業価値向上につながり、さらにその利益が最終的に家計まで還元されるという一連の好循環のことを指す。

また、対話のベースとなる企業の情報開示の拡充についても、目を見張るものがあります。いわゆる非財務情報の「可視化」が進みました。統合報告書の発行企業数が1,000社を超える水準にまで飛躍的に増加したことは、その象徴的な例であるといえるでしょう。加えて、多くの企業で取締役会に占める社外取締役の比率が上昇するなど、ガバナンスの機関設計の整備も進み、情報開示にしてもガバナンスにしても形式的な枠組みはかなり揃ってきたと考えています。

**藤木** 私はここ10年の最大の成果のひとつは、企業が「ESGと事業戦略のつながり」を考えた上で、ESGに関する取り組みを行ったり、情報開示したりできるようになったことであると思っています。以前は、ESGと事業戦略を別個のものとして捉えている傾向がありました。例えば、10年前を振り返ると、組織構造的にもIR部門とサステナビリティ(CSR)部門との間に乖離があり、あまり連携が取れていませんでした。その背景には、「事業戦略はIR部門で」「ESGはサステナビリティ(CSR)部門で」といった考え方があったのではないかと推察しています。

現在では、投資家が企業との対話をする際に、IR部門のみが参加するのではなく、サステナビリティ(CSR)部門や人事部門、あるいは経営企画部門の方たちも参加して、対話に臨んでいただくことが多くなりました。また、先ほど統合報告書の話も出しましたが、統合報告書におけるトップメッセージや社外取締役の対談などのコンテンツを読むと、ESGと事業戦略を同じ文脈で議論できている企業が確実に増えていることが伝わってきます。

今後は、SSB\*が開発を進めるサステナビリティ開示基準の適用への対応が求められるようになることが予想されます。そのため、組織として「ESGと事業戦略のつながり」を意識して取り組んでいく、そして、それを深めていくことが、ますます重要になっていくのではないのでしょうか。

**松原** 藤木さんがおっしゃったように、部門間の連携はかなり進んできた印象です。とりわけ、コーポレートガバナンスや人的資本、知的財産といった、企業の内部性に起因するようなテーマについては、事業戦略とのつながりを深掘りできており、「伝える力」が高まりました。この10年で、企業の対話力は格段に向上したと考えています。

\* Sustainability Standards Board of Japan : サステナビリティ基準委員会。FASF(公益財団法人財務会計基準機構)の傘下に、国内の会計基準の開発等を行うASB(企業会計基準委員会)と並列の位置付けで2022年7月に発足した。設置の目的は、国内のサステナビリティ開示基準の開発と、国際的なサステナビリティ開示基準の開発への貢献とされている。

## コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る

企業と投資家との対話はどのように変化したのか、  
そして、どのように進化していくべきなのか

— 一方で、未だ解決できていない課題や新たにみえてきた課題は何  
であるとお考えでしょうか？

**藤木** 私たちキャピタル・グループはアクティブ運用に特化しており、中長期的な視点から企業価値を分析する上で、ファンダメンタルズ調査を重視しています。そのためには、「どのようなESG情報が、自社の企業価値にとってなぜ重要なのか」を客観的かつ定量的なデータに基づき、ストーリーをもって開示していただくことが必要なのですが、この点においては、まだまだ課題があると言わざるを得ません。特にグローバルでの比較可能性という観点で言えば、日本企業と比べ、欧米企業の方がESG情報のデータ化に優れていることが多く、網羅性もあります。例えば、単体ベースだけではなく、連結ベースでのデータを収集する能力は、欧米企業の方がかなり高いと感じています。ただし、ここ数年で欧米企業のESGデータが着実に入手しやすくなっている面はあるものの、企業規模、業界、その他様々な要因によって、その進展に差はあります。また、各国の規制によって標準化が図りにくいという課題も残っています。

一方で、先ほども申し上げたように、「ESGと事業戦略のつながり」を意識した統合報告的な情報開示については、日本企業も欧米企業に負けず劣らず取り組んでいますので、ESG情報のデータ収集の高度化に注力することによって、ESGの観点からも、グローバルの中から選ばれる日本企業がより増えてくるのではないかと考えています。



自ら考え、自ら問い、自ら答えを出して、  
それに基づき情報開示や対話を行っていく。  
そのような時代に入っていくことを期待しています。

**松原** 環境(E)や社会(S)など、外部不経済性に起因するテーマについては、対応が二極化している部分があります。自社の企業価値につなげて情報開示や対話を行っている企業もあれば、まだまだ社会貢献的な文脈で捉えている企業もあるのが現状です。この背景には、企業が「自分たちの問題である」と認識しているかどうか、言い換えれば、外部不経済性を内部化しているかどうかの違いがあるとみています。

従来、企業に求められるのは「事業を拡大し、収益を上げていくこと」でした。しかし、近年では、「持続可能な社会の創造に対して事業を通じていかに貢献していくか」が企業の果たすべき役割として捉えられるようになってきました。時価総額の大きさをみても、企業のパワーが社会に与える影響力が格段に高まっていることは明らかであり、それに伴い、社会から求められることも大きくなることは当然の帰結ではあります。ただし、そのすべてに応えることはできないでしょう。あくまで企業の本分は「企業価値を向上すること」のほうです。

では、自社にとっての企業価値とは何か。その問いに応える第一歩が、「目指すべき企業像あるいは価値観」を明確にすることであると考えています。そうすることによって、先ほど申し上げたような外部不経済性に関するテーマについて、何をどこまで内部化すべきかが自ずとみえてきます。一方で、「目指すべき企業像あるいは価値観」をしっかりと捉えきれていなければ、「自分たちの問題である」と認識することができず、社会貢献的な文脈での情報開示や対話にとどまってしまうのではないのでしょうか。

藤木さんも言及されましたが、統合報告書で重要なことは「ストーリー」で伝えることであるといわれます。「目指すべき企業像あるいは価値観」に向かって、過去から現在、未来へとどのように紡いでいくのか、企業自身が「ストーリー」を作り、それがいかに企業価値向上につながっていくのかを表現することが肝要です。自ら考え、自ら問い、自ら答えを出して、それに基づき情報開示や対話を行っていく。形式的な枠組みが整ってきた今、そのような時代に入っていくことを期待しています。

**藤木** 二極化というのは、私自身も感じているところです。この10年の変化のスピードは想定していた以上に速く、例えば、資本政策という面では、東京証券取引所の要請もあったため、日本の株式市場全体として大きく改善しました。私たちキャピタル・グループでは、議決権行使において、総還元性向をひとつの目安として剰余金処分案に反対を検討することもあり、2年ほど前には、私たちが求める50%の水準を下回る日本企業が大半でした。しかし、現在では日本の上場会社の平均値が、

## コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る

企業と投資家との対話はどのように変化したのか、  
そして、どのように進化していくべきなのか

その水準と同程度となっています。ただ、その中身をみていくと、積極的な企業が大きく資本政策を改善させた一方で、全く変化していないような企業もまだまだ多くあります。そのような企業に対し、私たち投資家からもっと踏み込んで、しっかりとした対話を行い、改善を促していくことにより、二極化の解消に少しでも貢献できればと考えています。

## — 企業価値の向上という観点において、今後どのような情報開示や対話を企業に期待されていますか？

**松原** 冒頭において、この10年で非財務情報の「可視化」が進み、情報開示の枠組みが揃ってきたという話をさせていただきました。次のステップとしては、非財務情報の「可視化」から「価値化」へとステップアップするために、形式化から実質化へと情報開示の軸足を移していく必要があると考えています。ひとつの例を挙げれば、企業と投資家との対話について、その件数を統合報告書などで開示する企業が増えました。対話実績を示すという点で、重要な情報であることに違いはありませんが、その対話実績がいかに企業価値向上に結び付こうとしているのか、つまり、対話の中身が今後は問われるようになると考えています。

では、対話の中身を高めるためには何が必要か。そのひとつの柱となるのが、私たち投資家が果たす責務としての企業への質問力であり、良き質問をすることが、実質化に向けた重要なカギとなります。あるサステナビリティに関する取り組みについて、「実施しているかどうか」といった事実関係を確認するような質問ではなく、「なぜ実施しているのか」というWhyを問いかけ、そこから「次はどのような取り組みを実施すべきなのか」といった、議論を深めていくための質問力を磨き上げていかななくてはなりません。また、それに対し、対応力を企業側にも身に付けていただくことによって、「対話を何回実施したのか」という形式に関する情報開示から、「対話によって得られた共通見解は何か」という実質を伴った情報開示へと着実に前進することができると考えています。

**藤木** ぜひ、目線を上げていただきたいと思います。日本企業の多くは歴史が長く、パーパスにつながる創業の理念などが明確であり、そこが魅力のひとつとなっています。一方で、「グローバルの視点で、これからどうありたいか」ということについて、アンビシャス(野心的)になりきれないところに物足りなさがあります。日本企業には、グローバル



まずは目線を上げるところから始めて、  
情報開示の水準も高めていって  
いただきたいと思います。

で戦えるプロダクトや技術があるにもかかわらず、なかなか目線が上がらない企業が多々あり、結果として、情報開示の水準もグローバルレベルでは見劣りするものになりがちです。

最近、ある企業について、3カ年分の統合報告書を読み返しました。2021年度版では、競合他社との比較において、提示されていたのは日本企業のみでしたが、2022年度版、2023年度版には、海外企業を含めたグローバルでの比較が提示され、指標についてもTSR(株主総利回り)やROIC(投下資本利益率)が提示されるようになるなど、目線が年々上がってきているのを感じました。このような企業もありますので、まずは目線を上げるところから始めて、情報開示の水準も高めていっていただきたいと思います。

もちろん、現時点では難しい部分もあるでしょう。しかし、なぜそれが難しいのか、これから何を改善していくのかを説明すればいいだけのことであり、それによって、企業価値向上に向けた企業と投資家との対話がより活性化するものと考えています。

## — 統合報告書を、企業価値を「表現する」ツールから「高める」ツールとするために、企業はどのようなことに取り組むべきでしょうか？

**松原** 大きく3つあります。まず初めをお願いしたいのは、ネガティブな情報であっても、隠さず、統合報告書の中に織り込んでいただきたいと思います。私たち投資家は、企業の皆様と「同じ船に乗っている(on the same boat)仲間」でありたいと考えています。そのため、互いに

## 特別対談

### コーポレートガバナンス改革の10年を振り返る

## 企業と投資家との対話はどのように変化したのか、 そして、どのように進化していくべきなのか

誠実であること、そして、信頼性を高めることが不可欠です。それが不祥事でも、誠実さをもって説明し、投資家をはじめとするステークホルダーの皆様にも理解を求める姿勢が大事だと思っています。

次に、統合報告書完成がゴールでないということです。説明を尽くしても可視化できない価値があることを、企業の皆様も理解しているのではないのでしょうか。統合報告書を活用しながら、対話や説明会などの様々なコミュニケーションを通じて、その価値を投資家やステークホルダーに伝え続けることでフェアバリュー（真の企業価値）に近づけると考えています。

最後に、「読み手」を意識することです。この10年で日本企業の「伝える力」は格段に向上しましたが、「伝わる力」はまだこれからではないのでしょうか。例えば統合報告書でも「想定読者」を明確に特定できていない企業が存在しているからです。全方位的に伝えようすると、本当に届けたい相手には伝わりづらくなります。誰に向けた報告書なのか、有価証券報告書やサステナビリティレポートと比較したときの統合報告書の役割、立ち位置を踏まえ、投資家であれば、どのような投資家に情報を届けたいのかをより明確に特定することで、読者により「伝わる」統合報告書を作ることができると考えています。

**藤木** 冒頭で申し上げたような、部門間の連携が強化された背景には、統合報告書の制作過程で、様々な部門が深く関与するようになったことがあると思っています。つまり、統合報告書の制作が、組織力を高める契機になったということもできるでしょう。これは、企業価値を継続的に高めていく上で、極めて重要な統合報告書の役割のひとつであると言えます。例えば、統合報告書に掲載されている人的資本関連のデータをもとに、人事部門と対話する機会があるのですが、その中で、国内のデータしかなく、グローバルでのデータが不足していることによって、企業の成長性ポテンシャルを表現することができていないという課題が浮き彫りになることがあります。そのような課題を持ち帰り、企業の取り組みに落とし込んでいくような流れができてくれば、統合報告書が企業価値を「高める」ツールとして機能するのではないのでしょうか。

### — 最後に企業の皆様に向けたメッセージをお願いします。

**松原** この10年で企業の情報開示や対話が大きく進化し、統合報告書を発行する企業が飛躍的に増加したことに対して、改めて感謝の

気持ちを伝えたいと思います。企業のコーポレートレポーティングが企業価値を表す鏡となっていくことを大変期待していますし、企業の皆様の努力に応えるためにも、読み手である私たち投資家としては、その鏡をしっかりと評価できる仕組みを構築していくために力を注いでいく所存です。

企業が考える企業価値と、投資家が考える企業価値とのギャップを埋めていくこと。そのために、対話があります。社会構造が大きく変化し、将来を予測することがより一層困難になる中で、企業と投資家との対話が果たす役割がますます大きくなってきていると思っています。引き続きよろしくお願いいたします。

**藤木** 私は、アジア太平洋地域全体の議決権行使とエンゲージメント活動に関与していますが、企業の情報開示の拡充やコーポレートガバナンスの整備が株価の向上につながってきているマーケットは、日本以外にはなかなかないと感じています。日本企業には引き続き頑張っていただきたいというのが私の切なる思いであり、近い将来において、私たちがグローバルで投資先企業の選定を行う際に、日本企業の名前が多く挙がるような状態になることを願っていますし、そのポテンシャルは十分にあります。これだけ海外からも注目されている現状ですので、繰り返しとなりますが、ぜひ目線を上げていただき、さらなる情報開示の高度化に取り組んでください。応援しています。



2024年9月9日実施