

わが国のコーポレートガバナンスの強化に関する意見 ～企業と投資家との実効的な対話促進に向けて～

公益社団法人 関西経済連合会

経済活動のグローバル化や技術革新等により経営環境の変化が激しさを増している。そうしたなか、わが国においては、企業の競争力および信頼性を高め、持続的な企業価値向上につなげる環境整備が喫緊の課題となっている。企業と投資家の対話を促すガバナンス強化は、これを実現する手段のひとつとして重要であるとし、2017年5月には機関投資家の行動指針を示した日本版スチュワードシップ・コードが、2018年6月には上場企業の行動指針を示したコーポレートガバナンス・コード（以下、ガバナンス・コード）がそれぞれ改訂されたほか、ガバナンス・コードの改訂に併せて金融庁が「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定するなど、企業と投資家との対話を促すための取り組みが進められた。

当会はこれまで、ガバナンス改革に関する意見¹を表明してきたところであるが、今回の提言では、改訂されたガバナンス・コードの内容を踏まえ、当会の見解を改めて示すとともに、会員企業を対象に実施したコーポレートガバナンスおよび四半期開示のあり方に関する調査結果に基づき、下記の通り、意見を述べることにする。

1. コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方

（1）日本企業の経営哲学は、SDGs重視に向けた世界的取り組みの理念に合致

企業と投資家の対話促進を目指す政府および証券取引所等の一連の取り組みは、企業の資本効率を高め、企業価値の向上につながる点で意義のあることと理解する。ただし、インベストメント・チェーンの最適化のみに偏った取り組みは、経済の一面的な要素をとらえたものに過ぎず、十分であるとは言えない。

わが国には「三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）」「企業は社会の公器」といった経営哲学が企業文化として脈々と受け継がれている。機関投

¹ 関経連『実効性あるコーポレートガバナンスへの改革に関する意見』（2018年4月）

資家に加え、株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等といった多様なステークホルダーとの関係性を重視しながら企業価値を持続的に高めていくといった価値観である。この価値観は、急速に広がっているSDGsに向けた取り組みやESG投資の理念と合致するものであり、こうした経営哲学を根底に持つわが国は、世界のコーポレートガバナンスの潮流を牽引していくべきであると考える。

(2) ガバナンス体制の強化、投資家との対話の充実、情報開示に引き続き注力

実効性あるコーポレートガバナンスの構築に向け、企業としてIR部門、経営企画部門、CSR部門など部門を超えて議論を活発に行う環境を整え、その上で、投資家との対話を促進し、企業価値向上につなげることが重要であることは言うまでもない。ガバナンス・コードはそのための手立てとして意義があり、企業としても、日頃から自社の経営の改善・強化の余地がないか、意識的に取り組んでいるところである。

加えて、経営の実態を把握し、投資家と対話する手段として、情報開示は不可欠である。財務情報のみならず、自社の企業理念や中長期的な経営戦略といった非財務情報の開示に向けて、既に各社が工夫を凝らし、積極的な開示に取り組んでいる。今後とも、企業として情報開示、投資家との対話の充実、ひいては自社のガバナンス体制の強化に自主的かつ積極的に取り組む。

(3) 単なる「形式」の整備ではなく「実質」を伴ったガバナンスを追求すべき

本来、ガバナンスのあり方は、企業と投資家との対話を重ねた上で追求されていくべきものであり、その際には、それぞれの企業の業種・業態、規模、成長段階、および企業を取り巻く環境等が総合的に勘案されるべきであることから、一律の「形式」的な整備ではなく、柔軟性を持った制度設計とすべきである。行き過ぎた一律の形式的な制約は、さらなる形式的対応を助長することとなり、ガバナンス・コードにComplyすること自体が目的化し、結果として、本来、目指すべき実質的な企業価値向上の視点が見失われるおそれもある。

政府や証券取引所は、諸外国の仕組みを参考としながらも、多様なステークホルダーとの関係性を重視する日本企業の価値観を踏まえながら、中長期的な企業価値向上に資する実質を伴ったガバナンスを不断に追求していく必要がある。

2. 提言項目

(1) 四半期開示の義務付けを廃止すべき

現行の四半期開示制度については、企業経営者や投資家の短期的利益志向を助長するという問題のみならず、人的資源の効率的投入や長時間労働の是正といった働き方改革の観点などから、開示の義務付けは廃止すべきである。また、SDGs重視の取り組みが広がり、投資家が企業に対して中長期の企業価値向上を見据えた建設的な対話を望むなか、四半期の開示が果たして投資家のニーズに応えているものなのかといった疑問がある。四半期の提出義務の廃止により、四半期毎の実務対応に割かれた人的資源を、実質的な企業価値向上に向けた事業に振り向けることが可能となるが、このことこそ、投資家のニーズに沿うものとする。EUでは2013年に四半期開示義務が廃止されたことに加え、米国でも証券取引委員会が長期投資を促進する観点から2019年に四半期開示の見直しの是非について意見聴取する予定である。こうした四半期開示見直しに向けた国際的な動きも出ていることから、わが国においても四半期開示の義務付けは廃止すべきである²。

当会では、会員企業に対し2018年11月から12月にかけてコーポレートガバナンス・コードおよび四半期開示に関する調査を実施した（詳細は次頁参照）。回答した119社のうち、「⑤現行の四半期開示制度の見直しは不要」とした企業は、17社（約14%）にすぎず、多くの企業が「①四半期報告書および四半期決算短信の提出義務について第2四半期のみ義務とする」「②四半期報告書および四半期決算短信について一本化する」「③四半期報告書および四半期決算短信の提出義務を廃止し、任意の取り扱いとする」を選択した。①および②の回答数が多い背景には、四半期開示の義務付けの廃止を理想としつつも、当面の現実的な改善策として①②を挙げた企業が多くあり、全体として、四半期開示の提出義務の見直しを求める声が多い結果となった。

そのほか、最近では、2003年の四半期決算短信導入以降、投資家の株式保有期間の短期化が進展し、企業の長期投資の抑制につながったとする研究³など、四半期開示制度が短期的利益志向を助長する実態も見えつつある。これらの点から、一律に3か月毎の決算情報を開示させる現行の四半期開示制度の義務付けは廃止されるべきであると考える⁴。

² わが国に目を転じると、金融庁『ディスクロージャーワーキング・グループ報告』（2018年6月）は、現時点では四半期開示の見直しについて否定的な見解となっている。

³ 加賀谷哲之(2018)「四半期財務報告制度導入・廃止の論理とその影響」『会計第194巻9月号第3号』P68-82

⁴ 投資家に対して、十分な情報を発信していくことが重要であることは言うまでもない。その意味で、企業の異変の兆候を把握するタイムリー・ディスクロージャーは重要であり、この点については、現行の適時開示制度で対応すべきと考える。

<図表>コーポレートガバナンス・コードおよび四半期開示に関する企業調査

◆調査概要

- ・調査内容：コーポレートガバナンスの運用実態や見直すべき点について、会員企業に調査を実施
- ・調査期間：2018年11月16日～12月7日
- ・回答社数：当会法人会員企業119社 大企業104社、中小企業15社、上場企業95社、非上場企業24社

◆四半期開示制度を見直す方向性に関する質問

7つの選択肢の中から、第1優先、第2優先、第3優先を選択し、その回答結果に重みづけ（第1優先=3点、第2優先=2点、第3優先=1点）を実施。

（選択肢）

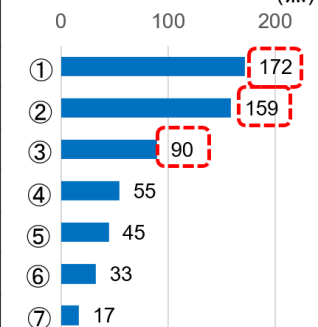
- ①四半期報告書と四半期決算短信の提出義務について、第2四半期のみ義務とする
- ②四半期報告書と四半期決算短信の提出義務について、一本化する
- ③四半期報告書と四半期決算短信の提出義務を廃止し、任意の取り扱いとする
- ④四半期報告書と四半期決算短信の開示内容を見直す
- ⑤現行の四半期開示制度について、見直しは不要
- ⑥一定規模以下の企業に対しては、四半期開示制度の対象外とする。
- ⑦そのほか

①の計算例：37社×3点+27社×2点+7社×1点=172点

<回答結果>

全体	第1優先	第2優先	第3優先	第1~3優先社数合計	重みづけ後
①報告書と短信の提出義務について、2Qのみ義務化	37社	27社	7社	71社(60%)	172点
②報告書と短信の提出義務を一本化	39社	15社	12社	66社(56%)	159点
③報告書と短信の提出義務の廃止	11社	17社	23社	51社(43%)	90点
④報告書と短信の開示内容見直し	3社	12社	22社	37社(31%)	55点
⑤現行制度からの見直しは不要	13社	2社	2社	17社(14%)	45点
⑥一定規模以下の企業は本制度の対象外化	2社	9社	9社	20社(17%)	33点
⑦そのほか	3社	3社	2社	8社(7%)	17点

<重みづけ後のグラフ> (点)



※表内()はN=119を分母とする割合

（企業の主な声）

①第2四半期のみ四半期報告書と四半期決算短信の提出義務化

- ・企業の状況を理解する上で四半期の時間軸は短すぎる (一般機械等)
- ・決算前の沈黙期間が減り、投資家との対話機会増につながる (建設業)
- ・本来は「四半期提出義務の廃止」が望ましい解決策である (電気機械、鉄鋼、商社等)

②四半期報告書と四半期決算短信の提出義務の一本化

- ・内容の多くは重複しており、企業の負担が多い (鉄鋼、電気機械等)
- ・情報を一本化する方が、投資家にとっても利便性が高い (サービス業)
- ・本来は「四半期提出義務の廃止」が望ましい解決策である (繊維、製菓、一般機械等)

③四半期報告書と四半期決算短信の提出義務の廃止

- ・四半期報告書と四半期決算短信の記載内容の多くは重複しており、開示内容の整理、統合を図るべき (輸送用機械、化学等)
- ・四半期の時間軸は企業の状況を理解するうえで短すぎる (一般機械、建設業等)

(2) コーポレートガバナンス・コードは柔軟性を持たせた制度設計とすべき

ガバナンス・コードは、企業と投資家との実質的な対話を促す一助となるものであるが、対話の際には、それぞれの企業の業種・業態、規模、成長段階、および企業を取り巻く環境等が総合的に勘案されるべきであることから、一律の対応を企業に求めるのではなく、柔軟性を持たせた制度設計とすべきである。行き過ぎた形式的で具体的な開示の制約は、企業を特定の形式的行動に誘導し、必ずしも実質的な企業価値の向上につながらないと考える。

こうした考えに基づき、改訂ガバナンス・コードについて改善すべき点は、以下のとおりである。

①政策保有株式を一律に縮減するという株式保有の方向性まで示されるべきではない

(原則1-4)

ガバナンス・コードにおいて、銘柄ごとに意義が異なる政策保有株式を一律に縮減させる方向性が明記されることは、特定の手段について否定的価値判断を強いるものであり、それぞれの企業における事業戦略の幅を狭め、結果として持続的な企業価値向上の妨げとなる懸念がある。政策保有株式の意義は、安定株主の確保という観点から、現在では、事業提携・戦略的提携という意味合いに変わりつつある。このような観点から、ガバナンス・コードにおいて、政策保有株式は非効率資産であり⁵、縮減することがあたかも望ましいといったメッセージを発信すべきではない。

また、個別の政策保有株式の適否について経済合理性等を踏まえて検証することは、企業としても日頃から意識して行っているところであり、今後も対応を強化する必要があることは言うまでもない。しかし、すべての銘柄について保有適否の検証結果まで開示を求めることは、企業に過度な実務的な負担を強いるものであるとともに⁶、企業戦略上、開示すべきかどうかの判断の余地を奪うこととなり、望ましいものではない。検証・開示の方法についても一律の対応を求めるのではなく、企業と投資家との対話を踏まえた柔軟な制度設計とすべきである。したがって、ガバナンス・コードには、政策保有株式を一律に縮減するという株式保有の方向性まで示されるべきではない。

⁵ 「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（第15回）」（2018年3月13日開催）の配付資料『コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について（案）』P2-3

⁶ 内閣府令改正により、2019年3月期以降、有価証券報告書で個別開示の対象となる銘柄数は、現状の貸借対照表計上額上位30銘柄から上位60銘柄に拡大されるが、この点についても、当会としては規律を柔軟にすることが望ましいと考える。

②企業年金の運用に関する情報開示は、コードの原則に示すべきではない(原則2-6)

「企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮(原則2-6)」は、2017年5月の日本版スチュワードシップ・コードの改訂を背景に、ガバナンス・コードにおいても、上場企業に対し企業年金への人材確保と利益相反の管理を求める趣旨で新設された原則である。もちろん、企業年金側にも資本市場の機能を理解した上で運用することはインベストメント・チェーンの最適化につながるものである。

しかしながら、そもそも企業年金は事業者による主体的な選択の余地が狭く、また、厚生労働省のガイドライン改正⁷等により年金基金の運用管理体制の整備が十分に進んでいることから、アセットオーナーとして期待される機能発揮に向けた費用対効果は十分に高いとは言えず、生産性向上に向けた動きと逆行している。したがって、企業年金の運用に関する情報開示をガバナンス・コードの原則として示すことは適切ではない。

③独立社外取締役など、取締役の構成については各社の裁量に委ねるべき(原則4-8)

ガバナンス・コードにおいて、独立社外取締役⁸を一律に「少なくとも2名以上選任すべき」や「少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、(中略)、十分な人数の独立社外取締役を選任すべき」とする原則が示されている点については、今般の会社法改正で義務化されるであろう「社外取締役1名以上」よりも質的にも量的にもハードルが高い内容となっている。

会社法との乖離が大きい数値は、企業の実務対応の面で混乱を招くばかりでなく、形式的選定を助長しかねず、結果として、必ずしも企業価値の向上につながらない点で問題である。加えて、独立社外取締役に期待される職務は、多様なバックグラウンドに基づき、経営陣により良い示唆を与え、企業価値の向上につなげることであり、独立社外取締役の員数を増やせばよいというものではない。したがって、取締役の構成については、経営環境や求める人材像等に応じて各社の裁量に委ねるべきである。

企業にとっては、独立性要件を満たし、かつ、その企業や事業領域に精通している経営人材が不足している点も課題である。その背景として、独立社外取締役は独立性要件を満たすために長期間就任することが適切ではないことから、人材確保のハードルが高い点が挙げられる。加えて、諸外国では当たり前とな

⁷ 2018年4月に確定給付企業年金については、積立金の運用の目的や資産構成等の事項を記載した運用の基本方針の策定が義務付けられている。

⁸ 独立社外取締役は、過去10年間にその企業での業務執行取締役等の経験がなく、経営者の親族関係がない等の要件を満たす会社法上の社外取締役のうち、主要取引関係にないといった経営陣からの独立性が高い取締役をさす。

っている競争企業からの取締役就任を裏切り行為ととらえる日本的な風潮があるといった意見もある。より良いガバナンスに向けては、候補となる経営人材を社会全体で増やすため、企業と個人双方の意識変革を政府主導で促すべきである。

(企業調査における主な声)

- ・「少なくとも3分の1以上」が明確なルールであるかのような記載により、取締役の構成面において形式的な対応となりかねない。
(非鉄金属、製造業等)
- ・会社として必要な人材確保が難しくなっている。比率ありきでは、経営に混乱をきたす懸念がある。
(一般機械等)

なお、ガバナンス・コードにはジェンダーや国際性といった多様性の推進も掲げられており(原則4-11)、現在、各社においては、女性の活躍推進やキャリアアップ支援に向けた取り組みが積極的に進められているところである。ガバナンス・コードにはジェンダーや国際性に関する取締役の数値目標は掲げられていないものの、わが国の『未来投資戦略2018』において、2020年までに上場企業役員に占める女性の割合を10%に引き上げるKPIが新たに掲げられた⁹。また、諸外国では女性取締役の設置義務化の動きが進みつつある¹⁰。今後、ガバナンス・コードにおいても、取締役の多様性拡大に向けた具体的な数値目標設定の動きも予想される。

取締役の多様性拡大は、取締役会の活性化、ひいては企業の活性化につながる点で意義は大きいと考える。しかしながら、独立社外取締役と同様、取締役の構成は、企業が置かれた経営環境や求める人材像等に応じて検討されるべきであることから、ガバナンス・コードや法律等により制約されるのではなく、各社の裁量に委ねられるべきである。

④企業に過度な負担とならないよう、費用対効果を考慮すべき

2015年9月にG20で承認された『G20/OECDコーポレートガバナンス原則』において、“政府は規制の費用対効果を考慮し、十分に柔軟性をもった規制を策定する責任がある”との指摘がなされている。しかしながら、わが国の改訂ガバナンス・コードの78原則を見ると、“Comply or Explain”(遵守せよ、さもなければ説明せよ)のみならず、Complyする場合でもガバナンス報告書での

⁹ 2017年時点の上場企業役員に占める女性の割合は、3.7%である。

¹⁰ 米国カリフォルニア州に本社を置く上場企業に対して、2019年末までに1名以上の女性取締役の設置義務を課す新法が成立。その後、2021年末までに取締役総数5名以上の企業で2名以上の、総数6名以上の企業で3名以上の女性取締役の設置が義務付けられ、違反企業には罰金が科される。

開示を求める“Comply and Explain”と言われるカテゴリーに該当する原則が11項目¹¹あるなど、費用対効果を十分に考慮しているとは言い難い。

さらに、会社法に基づく決算公告、金融商品取引法に基づく四半期報告書、証券取引所規則に基づく四半期決算短信およびコーポレート・ガバナンス報告書など、企業情報開示制度の多元性は国際的にも稀有といえ、企業が対応すべき情報開示の複雑性が増している問題もある。それぞれ制度への対応に多大な労力と時間を要する企業の実態および投資家等の情報処理とその精査にかかる負担を加味し、真に活用されうる情報が適時に開示されるよう、情報を開示する側と利用する側の負担を念頭に置いた制度設計とすべく見直しを行うべきである。

(3) 経営指標として過度にROEを重視すべきではない

企業が置かれた状況を投資家が適切に評価できるよう、経営指標のあり方やその達成手段などについては、企業が投資家との対話を重ねた上で模索されるべきである。その観点から、ROE（自己資本利益率）などの経営指標は、資本効率をはかる指標のひとつではあるものの、資本効率の全体像を示すものではない。

企業評価においては、多様なステークホルダーとの関係性、長期的な投資、人材育成、SDGsへの取り組み等も重要な視点であり、より多面的に判断されるべきである。したがって、経営指標としてROEなどの単一の指標のみを過度に重視することは適切ではない。

(4) コーポレートガバナンス・コードの理解促進および適切な実践が必要

当会の調査結果を通じて、ガバナンス・コードの原則が細かく、どの原則から取り組むべきなのか、国内外の企業統治の法制度との違い等についてどのように理解すればよいのかといった、実務面で悩みを抱える企業が依然として多いという実態が捉えられた。

投資家の理解を得ながら企業価値向上を不断に追求することは重要であるが、このことはガバナンス・コードにComplyすればよいというものではなく、積極的なExplainが投資家からの評価としてプラスに働くこともある点が企業に十分に浸透していない可能性も見受けられた。

¹¹ 「政策保有株式（原則1-4）」「独立性要件（原則4-9）」「取締役会の多様性・規模の考え方（原則4-11①）」など11の項目でコンプライする場合でもコーポレート・ガバナンス報告書での開示かつ説明を求めている。

政府は、こうした“Comply or Explain”の原則が盛り込まれている本来のガバナンス・コードの趣旨の理解を改めて企業に促すべきである。さらに、企業経営者も、ガバナンス・コードの趣旨をしっかりと踏まえた上で、投資家に対して企業の経営戦略や考え方を丁寧かつ積極的に Explain することも視野に入れ、持続的な企業価値向上に取り組まなければならない。

(企業調査における主な声)

- ・情報開示のルールが細かすぎて、軽重の区別がつかない。 (繊維)
- ・具体的な要求が記載されているものとそうでないものが散在しており、粒度のバランスをとってもらいたい。 (商社)
- ・コード全体の理解・対応に非常に労力を要した。原則や補充原則の乱立は避けてもらいたい。 (電気・ガス等)
- ・Comply or Explainの趣旨を広く周知すべきである。 (精密機械等)

3. おわりに

企業から投資家への情報開示の動きは、今後、国際的にSDGsやESG投資といった新たな視点を取り込む方向で進んでいくことが予測される。こうした動きは、すでに日本企業の行動変革を迫りつつあり、財務情報のみならず幅広い非財務情報の開示の重要性が増している¹²。

こうしたなか、投資家を含むすべてのステークホルダーと地道にコミュニケーションを重ね、自社の長期的なビジョンを共有してきた日本の経営哲学の意義は再認識されるべきである。

一方、企業においては、社会からの信頼を揺るがしかねないコンプライアンス違反に関する事案などが相次いでいるところもあり、実効的なガバナンス制度を整え、そうした事案を未然に防ぐとともに、わが国企業の信頼性向上に不断に取り組む必要がある。

当会としては、引き続き、ガバナンスのあり方に関する調査研究を行い、その成果や世界的な情報開示の動向等について情報提供を行うとともに、企業と投資家のより実効的なコミュニケーションを促し、企業価値向上につながるよう取り組んでいく。そして、政府や証券取引所等のガバナンスを巡る議論や施策を注視しつつ、時宜にかなった政策提言活動を行っていく。

以上

¹² 2017年のG20に提出された気候変動関連の情報開示を求めるTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の動きに代表されるように、その動きが活発化している。