

# マルチステークホルダー主義のもとでの ガバナンス体制・ディスクロージャー制度のあり方とは

2020年10月19日、当会は東京にてシンポジウム「マルチステークホルダー主義のもとでのコーポレートガバナンス体制・ディスクロージャー制度のあり方を問う」を開催した。今号では、シンポジウムの概要とともに、当会からの委託により作成された早稲田大学商学大学院スズキトモ教授の研究レポート『成熟経済・社会の持続可能な発展のためのディスクロージャー・企業統治・市場に関する研究調査報告書』についてもあわせて紹介する。

## 大きな転換点を迎えている コーポレートガバナンス

「企業が持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、多様なステークホルダーとの関係を重視し、企業活動の成果をこれら多様なステークホルダーと分かち合う必要がある」「関西をその発祥として日本企業に脈々と受け継がれてきた『三方よし』などの経営哲学は、世界から評価される普遍的価値を有する」——当会ではコーポレートガバナンスについてこれまで繰り返しこうした点を主張してきた。

世界に目を向けると、米国主要企業の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブル(以下、BRT)が2019年8月に従来の株主第一主義を見直す宣言をまとめ、2020年1月のダボス会議ではマルチステークホルダーキャピタリズムが主要なテーマとされるなど、コーポレートガバナンスをめぐる世界の潮流は大きな転換点を迎えようとしている。

そこで当会では、BRTのジョシュア・ボルテンCEOなどと意見交換を行うべく、2020年1月に松本正義会長らの訪米を実施。米国ではすでに行き過ぎた株主第一主義から脱却すべきであるとの考えが浸透しつつあることを確認するとともに、コーポレートガバナンス・コードをはじめとする日本国内の議論がこうした世界の潮流に遅れをとっているのではないかと強い危機感を抱いた。

さらに、コロナ禍に直面したことで、持続可能性という観点から、企業には株主だけでなく多様なステークホルダーに対し、いかに貢献するかが問われるようになってきている。こうした情勢を受け、コーポレートガバナンスをめぐる世界の潮流を広く関係者と共有し、日本に必要なコーポレートガバナンス体制・ディスクロージャー制度のあり方の議論をけん引するべく、10月19日、シンポジウムを開催した。

## シンポジウムの概要

シンポジウムは昨年引き続き東京を会場とし、新型コロナウイルス感染症の拡大防止のためオンライン参加も併用、企業、関係省庁およびマスコミ等からあわせて196名が参加した。甘利明 自由民主党衆議院議員の来賓挨拶、広田真一 早稲田大学商学大学院教授の基調講演、当会とパートナーシップを締結している米国の団体CECPのダリル・ブリュースターCEOのビデオメッセージに続き、スズキトモ 早稲田大学商学大学院教授、手代木功 塩野義製薬社長および当会の松本会長による鼎談を行った。

甘利議員からは、「三方よし」の考えは日本発の世界標準であり、関経連が主張してきたとおり、企業は多様なステークホルダーとの関係を重視し、企業価値を持続的に高めるべきである。関経連の英知を東京から発信する当シンポジウムの意義に大いに賛同する、とのご挨拶をいただいた。

基調講演で広田教授は、「株主第一主義」か「マルチステークホルダー主義」かは、各国の資本主義の型と密接に関連しており、英米など自由な市場を重視するLiberal Market Economies (LME)の国では株主第一主義が、欧州・日本など共同体的労使関係などを重視するCoordinated Market Economies (CME)の国ではマルチステークホルダー主義が一般的であるとした上で、現在世界ではマルチステークホルダー主義へのシフトが起こっているが、マルチステークホルダー主義のもとでは企業は経営理念を策定して、どのステークホルダーにどのような価値を生み出すのかを明示し、それを公表することが重要である、と解説した。

鼎談では、スズキ教授が当会の委託研究結果(後



甘利議員による来賓挨拶

述)について報告し、手代木社長は株主・投資家、顧客、社会、従業員という4つのステークホルダーのバランスの重要性について述べた。松本会長は、今年1月のBRT等との意見交換もふまえ、多様なステークホルダーとの関係を重視しながら企業価値を持続的に高めるべきとの当会主張の意義を強く訴えた。



鼎談の様子

## スズキ教授の研究レポート

当会では、2019年4月、わが国経済の持続可能な発展のために必要な会計・ディスクロージャー制度(四半期ごとの開示制度を中心とする)に関する研究をスズキ教授に委託した。シンポジウムでは、スズキ教授による研究結果報告に加え、会場参加者に暫定版の研究レポートを配布した。主なポイントは以下のとおり。

### ■ 四半期開示の歴史的経緯、国際比較およびステークホルダーのミクロ分析

わが国において四半期開示制度は、2000年代初頭に推進された「サプライ・サイド・エコノミクス」の追求による国民経済の発展計画の一環として、(a)国内の家計金融資産を上場資本市場の整備を通して企業に提供することで企業の生産能力や生産性を高め、同時に(b)投資家や株主によるモニタリングとガバナンス機能に依拠して優れた経営者を選抜することで高い経営効率を追求し、もって(c)国民経済の発展に資すること、を政策目標として導入された。制度の改廃を議論するにあたっては、この政策目標の達成度を政策評価基準とすべきである。

政府は、四半期開示制度は主要国の「標準である」として当面の継続を主張しているが、政府による海外事情の調査あるいはその公表は著しく均衡を欠き、ミスリーディングというべきである。研究調査の結果、主要国の動向は明らかに四半期開示制度による負担や弊害を軽減する方向性で一致しており、海外投資家の影響を受けやすいシンガポールでさえ、2020年には原則的に四半期開示制度の廃止を決定している。仮に日本の開示制度を改廃するにあたり「海外の動向」を参考にするのであれば、こうした最新かつ正確な情報をベースとすべきである

し、それ以前に日本独自の環境や事情に応じた主体的な政策判断を下すべきである。

企業・経営者においては、2000年以降の資金需要は極めて限定的であるにもかかわらず、投資家の保護・優遇政策である四半期開示制度が強化されたことで、費用的にも、時間的にも、精神的にも負担が増大している。また、本研究調査のアンケート調査によると、投資家やアナリストでさえ四半期開示制度はさほど重要でないと考えており、ランキングの高いアナリストであればあるほどその傾向が強いとの結果が出ている。

### ■ マクロ統計による分析

投資とは、高い潜在的成長が見込まれる企業や市場に先行して資金を投入し、その企業や市場が成長した段階で、増幅した資金の回収をはかるスキームである。

四半期開示制度をはじめとする投資家保護・優遇制度は、英米の株主第一主義をモデルとしている。英米では、四半世紀後でも人口が10%以上増加することを背景に高い潜在的経済成長が期待されており、今後も従来の投資家中心のモデルで経済社会の厚生の実現できる可能性がある。他方、10%以上の人口減少が予想されている日本では、およそ2000年以降、投資家は資金を企業に投入するより、「配当+自社株買い」を通して資金を回収している局面が顕在化している。マクロ的に見れば、四半期開示制度の導入により期待された「(a)国内の家計金融資産を、上場資本市場の整備を通して企業に提供することで企業の生産能力や生産性を高める」という政策目標と背反する現象が生じている。

### ■ 結論と提言

政府は、四半期開示制度の導入により当初の政策目標が達成されたのか、説明責任を果たすべきである。それができないのであれば、当面の安定政策として四半期開示制度導入前の状態へ回帰すること、すなわち半期報告書制度を回復することを提言する。

### 日本経済の持続的な発展に資する活動を継続

マルチステークホルダー主義に基づく企業経営を定着させるためには、これに適したコーポレートガバナンス体制・ディスクロージャー制度の整備が不可欠である。

当会は、こうした観点からの調査研究を継続し、わが国経済の持続的な発展に資する政策提言活動および積極的な対外発信に引き続き取り組んでいく。

(経済調査部 井上幹雄)