



「コーポレートガバナンスに関する提言」を公表

～マルチステークホルダー経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けて～

米国における1970年代以降の新自由主義的な考えを受け、わが国でも、2001年の自己株式取得制限規制の撤廃、2008年の四半期開示義務化に続き、2015年6月には「コーポレートガバナンス・コード*」の運用が開始された。

これら諸制度の導入から一定の期間を経て、新自由主義的な考え方の行き過ぎた部分を是正し、多様なステークホルダーを意識した経営にシフトすべきとの議論が世界的に高まるなか、当会では「コーポレートガバナンスに関する提言」を取りまとめ、2023年9月11日に公表した。

今号では、マルチステークホルダー経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けた提言の要点を紹介する。

*東京証券取引所が上場企業に対して求める行動原則。

「三方よし」の経営による中長期的な企業価値の向上をめざして
——求められる制度・環境とは？

関 経連では、これまでも四半期開示やコーポレートガバナンスのあり方に関して意見表明を行ってきた。“2030年の関西のありたき姿”とそれを実現するための取り組みの方向性を示した「関西ビジョン2030」（2020年12月公表）でも、取り組みの方向性「7本の矢」の一つとして、「三方よしにもとづく『民の力』を効果的に発揮する仕組みづくり」を掲げ、「企業における取り組みの後押し」と「政府等への企業関連諸制度に関する提言」の検討を両輪に継続して活動を進めてきた。このうち、企業の取り組みの後押しについては、その取りまとめを前号9月号にて紹介した。今号では、企業関連諸制度に関する提言について取り上げる。

企業に関係する諸制度のうち、当会が問題意識を持ったのは、企業が「三方よし」の経営のもと中長期的な視点をもって企業価値の向上を実現するためには、どのような制度・環境が整えられるべきか、という点である。企業制度委員会を中心にこの観点で検討を行い、その内容を「コーポレートガバナンスに関する提言」「マルチステークホルダー資本主義に基づくコーポレートガバナンス・コードの提案」として取りまとめ、本年9月11日に公表した。

この提言は、マルチステークホルダー資本主義の理念をコーポレートガバナンス・コードや法・規制・開示制度にどのように反映させるべきかを、具体的にコードの改定案まで示して提案したという点で、これまでの提言とは一線を画すものとなっている。

そして、その内容は特定の地域の個々の企業の問題ではなく、日本のあらゆる企業に共通する問題であると考えた当会は、他の経済連合会に共同で意見提起することを提案。賛同を得た北海道経済連合会・北陸経済連合会・中部経済連合会・中国経済連合会・四国経済連合会・九州経済連合会との連名で公表することで、その重要性をさらに強く訴えた。

提言のポイント

資本主義を取り巻く世界的な潮流とわが国のコーポレートガバナンス改革の流れと課題

米国では1970年代以降、新自由主義的な考えが強まり、1980年代から2000年代にかけては、配当や自社株買いの規制緩和などが進んだ。しかし、2008年のリーマン・ショック以降、富の格差拡大や社会的価値観の分断などへの懸念が広がり、そうしたなかで2019年8月に米国のビジネス・ラウンドテーブル(BRT)がマルチステークホルダー重視を表明した。新自由主義的な資本主義における行き過ぎた部分を是正し、企業は多様なステークホルダーを意識した経営にシフトすべきであるとの議論が世界的に高まってきている。



松本正義会長、今井雅啓 企業制度委員長による記者発表
(2023年9月11日)

わが国のコーポレートガバナンスに関する動きとしては、自己株式の取得制限規制の撤廃(2001年)、四半期開示の義務化(2008年4月)、コーポレートガバナンス・コードの運用の開始(2015年6月)などがあげられる。諸制度の導入から一定の期間が経ち、多様なステークホルダーが意識されるようになるなか、マルチステークホルダーをバランスよく重視するにはどのような手立てを講じるべきか、その際、経営のあり方の見直しに向けて打ち出されるべき大胆かつ明確なメッセージはどのようなものかを考える必要がある。

コーポレートガバナンス・コードは、上場企業に対し、企業統治におけるガイドラインとして参照すべき原則を示したものであり、企業と株主との関係を念頭に構成されていると理解する。ただし、企業にとってコーポレートガバナンス・コードとは、株主との関係のみならず、社内の体制、外部への説明を含め企業活動の広範な場面において大きな影響力を有するものでもある。「新しい資本主義」のもとで、企業は株主のみならず、多様なステークホルダーを等しく重視すべきとの力強いメッセージが発せられる必要があり、コーポレートガバナンス・コードが全般にわたりその点を盛り込んだ構成となれば、その意義・効果は極めて大きいものになると考えられる。

本来、機関投資家を含めた株主の多くも企業の持続的な成長と価値の向上を求めている。そのため、中長期的な視点に立った戦略的な経営、多様なステークホルダーへのバランスのとれた分配という、わが国の企業が本来強みとしていた点にあらためて光を当てることは、企業と投資家の双方にとり望ましい効果をもたらすものと考えられる。



提言では、これらの課題認識をふまえ、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を次のとおり示した。

コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方

1. 多様なステークホルダーを重視した三方よしの経営

わが国では「三方よし」「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きた。

こうした考えのもと、企業は、中長期的な視点に立った戦略的な経営のもとで企業価値を向上させるとともに、各社の経営理念を核として、顧客・従業員・取引先・地域社会・株主など、すべてのステークホルダーに対して公平でバランスのとれた価値の分配を行うことが重要である。

2. 多様なステークホルダーとの対話を通じた

中長期的な企業価値向上および適切な情報開示

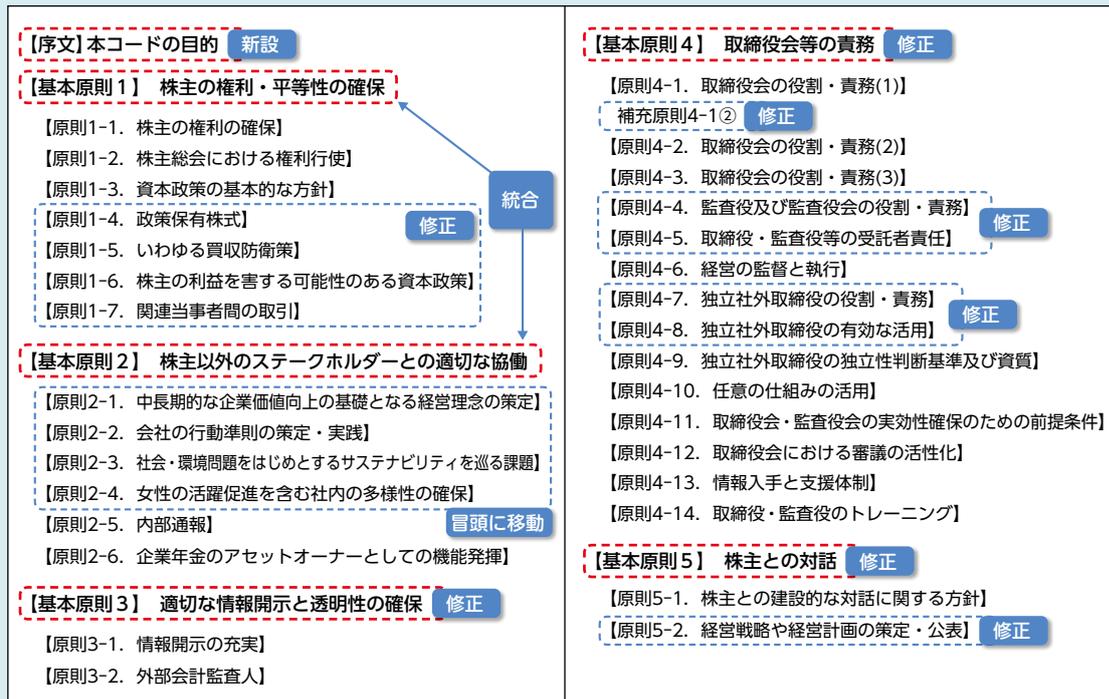
企業経営者は多様なステークホルダーとの対話を通じて企業価値を持続的に向上させる必要がある。対話の前提となるのが積極的な情報開示である。開示制度は、中長期的な企業価値向上に向け、多様なステークホルダーとの対話を後押しするものであることが重要であり、企業経営者および投資家の短期的利益志向を助長しかねない制度に関しては見直すべきと考える。

3. 「形式」の整備ではなく「実質」を伴ったガバナンスの追求

コーポレートガバナンス・コードでは、コンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており、「コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施するか、実施しない場合には(中略)その理由を説明するものとする」と有価証券上場規程で

コーポレートガバナンス・コードにおける主な追記・修正等の全体像

- 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨を説いた序文を追記
- 現行の基本原則1・2を新基本原則1に統合
- 現行の原則2-1・2-2・2-3・2-4を、新原則1-1・1-2・1-3・1-4に移動
- 現行の基本原則3・4・5を株主への対応から多様なステークホルダーへの対応に内容修正し、新基本原則2・3・4に繰り上げ
- 現行の原則1-4・1-5・1-6・1-7・4-4・4-5・4-7・4-8・5-2および現行の補充原則4-1②の内容修正



定められている。

コーポレートガバナンスのあり方は、企業と投資家とが対話を重ねつつ形成されていくべきものであり、それぞれの企業の業種・業態・規模・成長段階、および取り巻く環境に沿って検討されるべきと考える。したがって、一律の形式的な整備よりも、実質や企業の自律性(autonomy)、自主性を重視した柔軟性のある制度設計とすべきである。

こうした考え方をベースにコーポレートガバナンス・コードやその他の法・規制・開示制度について具体的な提言を行っている。概要は以下のとおり。

コーポレートガバナンス・コードに関する提言

1. マルチステークホルダー資本主義の理念をすべての「基本原則・原則・補充原則」に反映すべき

○主な反映を求める内容

基本原則：わが国のコーポレートガバナンス・コードは、第1の「基本原則」として「株主の権利・平等性の確保」を掲げ、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」は第2の「基本原則」としている。

この構成により、企業にとって株主が最も重要なステークホルダーであり、他のステークホルダーはこれに次いで重要であるとのマインドセットをもたらす懸念がある。多様なステークホルダーを等しく重視し、公平でバランスの取れた価値の分配がなされるべきという視点が反映されるよう、現行の「基本原則」の「1」と「2」を統合し、新たな「基本原則1」とした上で、マルチステークホルダーを等しく重視する内容とすべきである(表)。株主については、マルチステークホルダーの一つとして位置づけた上で、株主の権利に言及する内容とすべきと考える。

原則：経営理念の策定(現行「原則2-1」)や、行動準則の策定・実践(現行「原則2-2」)、サステナビリティを巡る課題についての適切な対応(現行「原則2-3」)、社内の多様性の確保(現行

表 新しい「基本原則1」(案)

第1章 多様なステークホルダーとの中長期的な協働、適切な価値の提供

【基本原則1】

上場会社は、社会の公器としての役割を自覚し、顧客・従業員・取引先・地域社会・株主といった多様なステークホルダーと互いに協創し合うことで、持続可能な社会への貢献と中長期的な企業価値の向上をはかるべきである。

上場会社は、経営においては、多様なステークホルダーへの公平でバランスの取れた価値の分配に努めるべきである。会社は、必要な商品とサービスを提供し、雇用の創出をはかり、取引先と公正で倫理的な取引をし、地域社会を支え、革新を促進し長期的な価値を生み出すことによって、社会の公器としての役割を果たすべきである。

上場会社は、株主を含む多様なステークホルダーの権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、その権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

「原則2-4」)は、マルチステークホルダー資本主義の視点から極めて重要であるため、「原則」の冒頭に繰り上げて記載すべきである。

2. 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨を説いた序文を追記すべき

コーポレートガバナンス・コードは、“原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する”という「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。これは、各原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないとする原則があれば、その理由を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことを想定している。この手法は、コーポレートガバナンス・コードがプリンシプルベース・アプローチ(原則主義)を採用することに沿ったものとなっている。これは、企業が各原則(基本原則・原則・補充原則)の趣旨・精神をふまえ、自社の業種、規模、事業特性、機関設計、取り巻く環境等を勘案しつつ、ガバナンス上の課題の有無を検討し、自律的に対応することを想定したものである。



こうした考え方に照らせば、企業は「まずはコンプライアンスありき」というより、むしろコンプライアンスと丁寧なエクスプレインに、同様の重みづけを置いて対応を判断すべきと解釈することが、企業と投資家双方にとって真に建設的な対話に資するものと考えられる。機関投資家を含む株主も、かかる趣旨をふまえ、企業の自律的な判断を尊重する姿勢が求められる。

こうした趣旨をコーポレートガバナンス・コードの序文に、企業と投資家双方が念頭におくべき重要な方向性として記述すべきであるとする。

3. 政策保有株式について「縮減ありき」と解釈される表現を修正すべき

コーポレートガバナンス・コードの、政策保有株式の縮減に関する方針の開示を求める規定は、一律に縮減することが望ましいとの前提に立っているように読み取れる内容となっている。

政策保有株式を、銘柄ごとに意義が異なるにもかかわらず一律に縮減させる方向性を明記することは、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。政策保有株式は、事業提携・戦略的提携という意味合いも有しており、企業の中長期的成長に必要となる場合もある。したがって、政策保有株式に関する記載については、「縮減ありき」と解釈されるような表現を修正すべきである。

4. 買収提案者に対して社会的責任に関する情報の提出を求める文言を追加すべき

コーポレートガバナンス・コードには、買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策（以下、買収防衛策）に関する規定がある。買収防衛策の導入・運用にあたり、経営陣・取締役会は自身の保身を目的とせず、適正な手続きを確保するとともに、株主にその必要性について十分に説明を行うべきであることは言うまでもない。

一方で、支配的株主となる可能性のある買収提案者については、社会およびステークホルダーに対する一定の責任が求められる。経営に関する支配権をめぐる提案については、基本的には株主が

判断すべきであるが、その際に、当該企業が果たしてきた社会的・経済的責任を買収提案者が負えるかどうかを確認する機会や制度が必要である。買収提案者は、買収が成立した後、従業員、取引先、顧客や地域社会に対してどう責任を果たしていくのかについても説明すべきである。

したがって、買収提案者に対する情報提供請求権を企業に付与するとともに、本コードに、買収提案者に対して社会的責任に関する情報の提出を求める文言を追加すべきである。

5. 独立社外取締役の比率を

一律に求める文言を修正すべき

独立社外取締役には、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が期待されている。

しかしながら、独立社外取締役の候補者が少なく、1人の兼務数が過度に増えると、独立社外取締役が適切に機能発揮することができず、必ずしも十分な企業価値向上につながっていないのではないかと懸念が持たれている。こうした状況下で、「少なくとも3分の1以上選任」という一律のルールは、企業が形式的な遵守に迫られる一方、それが必ずしも実質的なガバナンスの向上につながらない懸念がある。

独立社外取締役の選定は、企業が置かれた経営環境や求める人材像等をふまえ、柔軟性をもって判断できるよう、現行の「原則4-8」の「少なくとも3分の1以上」との表現を「3分の1を目安として」に変更すべきである。

法・規制・開示制度等に関する提言

1. 四半期開示の義務付けを廃止すべき

中長期の視点で多様なステークホルダーとの対話を促すには、情報開示における投資家等の要望と企業側の事務負担とのバランスに留意しつつ、企業が中長期目線の対話に役立つ情報開示に集中できる環境整備が必要である。そのため、最終的には四半期開示の義務付けを廃止すべきと考える。

2. 長期保有株主を優遇する仕組みを導入すべき

企業の中長期的な企業価値向上をより促すには、株式を長期で保有する安定的な株主の存在が重要であり、そうした投資家には、議決権や税制（キャピタルゲインの税制優遇措置など）の面で優遇措置を設けるべきである。例えば、譲渡制限種類株等について、キャピタルゲインに対する低税率化等の優遇措置を導入すべきである。

3. 議決権行使助言会社の規制について

本格的な議論を開始すべき

現在、わが国において議決権行使助言を主たる業務とする2社は、いずれも米国に本社を置く企業で、事実上寡占状態にあるといえる。議決権行使助言会社（以下、助言会社）を利用する機関投資家は多く、日本企業の経営に与える影響は大きい。

しかし、助言会社が十分な情報に基づき必要な人員を確保して調査・分析をした上で賛否の推奨をしているのか、実質的な面が評価されているのかなど、有識者や企業から疑問視する声も上がっている。例えば、推奨内容が、ROE（自己資本利益率）や政策保有株式の保有状況、社外取締役の割合など基準の形式的な適用にとどまっているのではないかと、買収防衛策の導入・更新についても一律に反対といった形式的な判断がなされているのではないかとといった疑問などである。助言会社に対しては、推奨内容の事後開示や策定体制に関するより踏み込んだ開示の要求など、助言内容の根拠についての理解と検証が可能となるよう、規制のあり方なども検討することが求められる。

4. 自社株買いへの一定の規律を導入すべき

企業は、中長期的な視点に立った戦略的な経営により持続的に企業価値を向上させるとともに、多様なステークホルダーに公平でバランスのとれた分配を行うことが重要である。

一方で、近年、企業の経営状況を評価するにあたり、ROEやPBR（株価純資産倍率）といった特定の指標に注目が集まっている。しかし、これらの指標を過度に重視すると、市場に流通している株式を減少させることで目先のROEやPBRの改

善をはかる、安易な自社株買いを増加させてしまい、中長期的な企業価値の向上に必要な設備投資や研究開発、他のステークホルダーへの還元等が後退する懸念がある。

ROEやPBRなどの指標を過度に重視する方向性を見直すとともに、自社株買いについては一定の規律（ガイドライン、説明責任など）を導入すべきと考える。

今後の検討課題

提言では、将来的な課題として次の3点をあげ、今後検討すべき方向性についても触れている。

1. 会社法の改正など環境整備の見直し
2. 多角的な企業情報開示制度の見直し
3. 政府審議会（企業関連諸制度）の委員構成の見直し

おわりに

企業経営者は、自らの経営理念をもとに、中長期的に企業の戦略や課題を丁寧かつ積極的に説明する真摯な取り組みを行うことに加え、ガバナンスの最後のよりどころは、企業経営者の倫理観・道徳観であることを自覚し、「社会の公器」としての責任を果たすことが必要である。本提言は、企業経営者により重く広範囲な説明責任を求めるものでもある。

今後も日本経済の発展に 資する活動を

当 会では、本提言が今後のコーポレートガバナンスに関する議論全体に反映されるよう、本年12月13日に開催を予定している東京でのシンポジウムをはじめ、積極的な情報発信を進めていく。あわせて、コーポレートガバナンスをめぐる議論や施策を注視し、日本経済の持続的な発展に資する活動を継続していく。

※提言等の全文は関経連ホームページに掲載。

（経済調査部 黒坂亮太）