



中長期的な企業価値向上に資する 企業経営の実現に向けて

～コーポレートガバナンス、四半期開示制度をめぐる最近の動き～

関経連では創立以来、さまざまな分野について独自の視点・立ち位置から提言を行ってきた。

企業関連制度に関しては、企業にとって中長期的な企業価値向上をめざした活動がしやすい環境の整備に向けて意見発信を続けており、特に近年ではコーポレートガバナンスや四半期開示制度のあり方について力を入れて活動を行っている。2023年度はこうした取り組みが実を結び、少しずつ形になる年となった。

今号では、2023年9月に公表した提言を基にした活動など今年度の当会の取り組みのほか、コーポレートガバナンスや四半期開示制度をめぐる最近の動きなどについて紹介する。

「三方よし・民の力」 ——当会の活動の底流をなす事業

19 46年の創立以来、独自の視点・立ち位置から提言を行ってきた関経連。企業関連制度に関しても原理原則を示した上で、関西発祥の「三方よし」や公益資本主義といった価値観に根差した意見を世に問い、企業にとって中長期的な企業価値向上をめざした活動がしやすい環境の整備、ひいては日本経済の活性化に貢献してきた。

当会では、こうした活動の来し方行く末を検討し、「関西ビジョン2030」(2020年12月公表)では「三方よしに基づく『民の力』を効果的に発揮する仕組みづくり」を今後の取り組みの方向性の一つに、そしてその実現に向けた「中期計画」(2021年11月公表)では「当会の活動の底流をなす事業」に位置づけ、あらためてその重要性を認識し、活動をさらに強化していく方針を打ち出した。

表 2009年～2023年に公表した主な企業関連制度に関する意見書・提言等

公表年度	提言・意見書・報告書名	ポイント	
		コーポレートガバナンス	四半期開示制度・会計基準
2009	四半期決算報告制度に関する意見	—	・企業の特性等に応じた開示項目・方法を認めるべき ・四半期開示内容の簡素化を進めるべき
2010	国際会計基準の導入に関する提言	—	・国内企業の意見集約の強化、実務負担軽減の配慮
2011	わが国の国際会計基準の取り扱いに関する提言	—	・上場企業には国際会計基準の強制適用ではなく、現行の任意適用の継続が適当
2013	コーポレートガバナンスの発展に向けた考え方	・株主資本利益率(ROE)よりも持続的な企業価値の向上が重要 ・コーポレートガバナンスは、外形的かつ一律的な規律よりも各企業の自主的な取り組みやステークホルダーとの対話により形成されるべき	—
2016	わが国企業の持続的な企業価値向上とコーポレートガバナンス整備のあり方に関する提言	・「形」より「実質」を大切に自主的なガバナンス改革が重要 ・建設的対話を促進する観点に立った株主提案権のあり方の検討	・四半期開示義務付け廃止 ・短期的な利益確保が問われる四半期開示は、中長期的視点に立った経営を困難にする。経営理念等の非財務情報を効果的に発信していくことが有効
2017	未来投資会議における企業関連制度改革に関する意見	・中長期保有株主の優遇 ・欧米流の経営の仕組みに日本企業を一方的に誘導する形式的なコーポレートガバナンス改革にならないか疑問。日本の経営の独自性や長所を損なわないあり方を議論すべき	・四半期開示義務付け廃止 ・経過措置として四半期報告書を廃止、四半期決算短信に一本化
2018	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	・議決権行使助言会社の規制について本格的に議論を開始すべき	・四半期開示義務付け廃止 ・欧州ですでに義務付けが廃止されている
2018	わが国のコーポレートガバナンスの強化に関する意見 ～企業と投資家の実効的な対話促進に向けて～	・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 ・コンプライ・オア・エクスプレインの理解促進および適切な実践	・四半期開示義務付け廃止 ・EUでは廃止、米国でも見直しを検討 ・関係連アンケートでも提出義務見直しを求める声多数
2019	中長期的な企業価値向上に向けたコーポレートガバナンス体制の構築に関する意見	・コードの政策保有株式の一律縮減という記載に反対 ・過度にROEを重視すべきではない	・四半期開示義務付け廃止 ・現行制度は企業経営者や投資家の短期的利益志向を助長する ・多大な人的資源の投入の観点からも問題
2022	四半期開示制度の義務付け廃止に向けた緊急提言	—	・四半期開示義務付け廃止 ・欧州・シンガポールでは廃止後も混乱なし ・監査人のレビュー義務付けには反対
2023	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経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けて～	・すべての基本原則等にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映すべき ・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	・四半期開示義務付け廃止 ・四半期決算短信と四半期報告書の一本化に関する法案の早期成立を期待
	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	・コーポレートガバナンス・コードにマルチステークホルダー資本主義の理念を反映させた具体的な改訂案や序文案を提示	—

持続的な企業価値向上には、多様なステークホルダーを意識した、中長期的な視点での経営が不可欠との観点から、近年の当会の取り組みとしては、特にコーポレートガバナンス政策や四半期開示制度等の見直しに対して力を入れている。

2008年の改正金融商品取引法の施行に伴い、四半期決算の報告が義務化されたのを受け、当会は翌2009年に「四半期決算報告制度に関する意見」を公表。2013年には「コーポレートガバナンスの発展に向けた考え方」を公表した。その後も時宜をとらえて意見書等を発表し、中長期的な企業価値向上に向けた企業経営のあり方や四半期開示義務付け廃止等を提唱してきた(表)。

当会の主張を実現する上で、もう一つ重要な活動と位置づけているのが、政府・与党および関係各所の会議体への参画である。直近では、金融庁の「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」に松本正義会長がメンバーとして参画している。同会議は、コーポレートガバナンス改革の実質化の観点から、今後の取り組みに向けた考え方や具体的な取り組みを取りまとめることを目的としたも

のである。松本会長は、「実質を伴ったガバナンスを実現するには、企業と投資家の対話や情報開示が重要である。“企業は株主のみならずその他のステークホルダーの重要性にも同様に注意を払うべき”とコーポレートガバナンス・コードにうたわれることになれば、その効果は大きく、意義がある」と、2023年4月に開催された会議で発言している。

また、政府が掲げる「成長と分配の好循環」などをコンセプトとした新しい資本主義の実現をめざす「新しい資本主義実現会議」には、澤田拓子副会長がメンバーとして参画しており、2021年の設置当初からマルチステークホルダー資本主義に基づく中長期的経営の重要性を主張し続けてきた。こうした取り組みもあり、2023年6月に公表された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023改訂版」には、「個社の短期的な収益を重視する視点から、社会的価値を重視するマルチステークホルダー型企業社会を推進すること」「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けて、企業と投資家との建設的な対話を促す取り組みをフォローアップすること」などが盛り込まれた。



2023年度の活動 ～従来の取り組みが少しずつ形に～

「コーポレートガバナンスに関する提言」を公表

2023年度はこれまでの取り組みが少しずつ形になる年となった。

9月には、「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経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けて～」 「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」*を公表した。本提言は、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、一歩踏み込んだ提案を行ったという点で、これまでの意見書とは一線を画した

ものとなっている。また、その内容が日本のあらゆる企業にかかわるものであることから、他の経済連合会に共同で意見提起することを打診し、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重要性を強く訴えたという点でも特徴的な提言となっている。

公表後には、松本会長や、提言を中心となって取りまとめた企業制度委員会の今井雅啓委員長が、政府・与党および関係各所に対し要望活動を行った(下囲み)。

*提言等の全文は関経連ホームページに掲載。

シンポジウムの開催により 当会の意見を発信

今回の提言の内容や当会の意見を広く発信し、機運醸成をはかることを目的に、「マルチステー

主な要望先とコメント

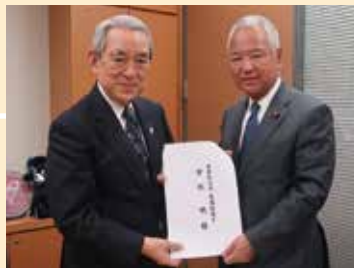
山道裕己 日本取引所グループ取締役兼代表執行役グループCEO
(9月28日)

- 顧客、従業員、取引先、地域社会といったマルチステークホルダーすべてが企業価値の源泉であり、創造した価値を企業がどうバランスよく分配するかが非常に重要になってきている。
- 2023年3月に資本コストと株価を意識した経営を要請した際には、あわせてエクस्पラインの質の向上もお願いしている。企業と投資家との建設的な対話が重要であると考えている。



甘利明 自由民主党 衆議院議員
(10月31日)

- 企業や株主には今後さらに社会的な役割が求められるようになる。企業が社会の公器としての機能を発揮していくためには、意思決定プロセスのあり方を検討することが必要ではないかと考えている。会社法も含めた法制度の議論も今後肝要になってくる。



平将明 自由民主党 新しい資本主義実行本部事務局局長(現同本部幹事長)
(12月1日)

- さまざまなステークホルダーに企業価値を還元することで企業が成長し、それにより向上した企業価値を再度マルチステークホルダーへバランスよく分配するといった好循環を生み出すには、賃金や価格転嫁などの諸問題への取り組みが必要である。



クホルダー資本主義のもとで求められるコーポレートガバナンスを問う」をテーマとするシンポジウムを2023年12月13日に東京にて開催した。



基調講演では、スズキトモ 早稲田大学商学術院教授がグラフ(図1)を使い、1960年以降の企業の付加価値の分配状況を説明した。1991年を境に、企業の売上や従業員の給与は横ばい、役員報酬は微減、設備投資は減少傾向であるとトレンドを解説し、政府は新自由主義政策や金融ビッグバンでこの状況を打開しようとしたが、結果的に賃金も設備投資も上昇しなかったと分析した。スズキ教授は、「日本企業は高度成長後も毎年高い付加価値を生み出し、分配すべき果実・原資はすでに十分に存在している。この高い付加価値を適正に分配することが重要だ」と指摘した。

一方、唯一上昇している株主への還元については、「四半期開示や連結情報等、投資家のための情報が充実し、これが資金提供よりも投資家の資金回収のために利用され、ついに資本金を切り崩してまで株主に還元することを正当化するようなケースも観察されるようになった」と問題を指摘し、企業がステークホルダー間で付加価値を適正に分配して

中長期的な視点で経営を行う必要性を強調した。

続くパネルディスカッションでは、早稲田大学商学術院の広田真一教授から国により異なる企業の役割や特徴が紹介された。広田教授は、企業の役割や特徴は各国の歴史や社会経済さらには資本主義の形と関連していると指摘し、代表的な分類として、自由な市場経済(LME: Liberal Market Economies)と調整された市場経済(CME: Coordinated Market Economies)をあげた。米国・英国・カナダ等に代表されるLMEでは、経済ビジネス活動が市場での取引を中心に展開され、金融取引は発達した株式市場を中心に行われると説明し、労使関係は契約ベースで、経済の効率性を重視する傾向があるとその特徴をあげた。CMEでは、ドイツ・フランス・フィンランド・日本を代表的な国にあげ、経済ビジネス活動は組織ネットワークを、金融取引は銀行を中心に行われると述べ、労使関係は共同体的でややウェット、社会の平等性を重視する傾向があると説明した。

さらに、LMEとCMEをさまざまな指標で比較した結果に触れ、「LMEの企業の方がROAや利益率が高く、株主第一の傾向がある一方、CMEの企業は雇用保障の程度が高く、ステークホルダー主義の傾向が強い」と解説(図2)。その上で、「LMEの国々では行き過ぎた株主第一主義により社会の分断が深刻化した反省から、企業が従業員や地域社会等各方面に配慮した価値分配を行う動きが近年強まっており、世界的な潮流として株主第一主義からマルチステークホルダー資本主義へのシフトが発生している」とまとめた。

図1 付加価値の分配状況

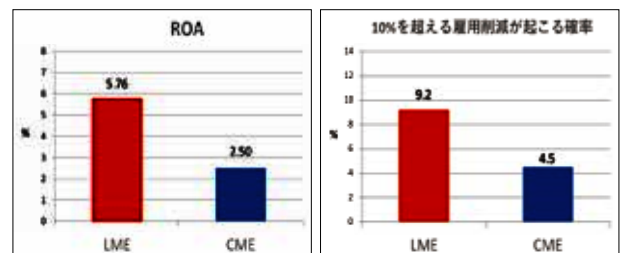
1960年を1としたとき何倍に増えたか?



出所: スズキ教授資料

図2 LME、CME企業の比較

世界の大型企业(Fortune Global 500の製造業、1994-2019年)



出所: 広田教授資料



四半期開示制度 — 金商法改正案の成立が大きな一歩に

義務付けの廃止等を求めて取り組んできた四半期開示制度にも2023年に大きな動きがあった。

金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ(以下、DWG)が2022年6月に公表した「報告」では、当会の取り組みもあり法令上の四半期開示義務(第1・第3四半期)を廃止し、四半期決算短信に一本化する方針が示され、いくつかの課題を継続して検討することになった。

同年10月以降、当会はDWGに参画し、これまで同様企業の視点からの意見を表明してきた。12月のDWG報告では、従来主張していた四半期決算短信への一本化が明確に示された(図3)。

2023年3月にはこれらの内容が盛り込まれた「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」が国会に提出され、四半期開示義務付け廃止への一歩となる同法案が11月の臨時国会にて成立した。

東京証券取引所では同年6月に「四半期開示の見直しに関する実務検討会」が設置された。これはDWG報告で示された方向性に沿って実務をどう実現するかを、投資家・上場会社・学識経験者・市場関係者等の意見をふまえて検討することを目的とした会議であり、当会は、メンバーに推薦し

た企業を通じて意見を発信した。こうした取り組みの結果、11月公表の「四半期開示の見直しに関する実務の方針」には、当会の意見も多数反映されている。四半期決算短信の開示内容として追加されたのは、四半期報告書で開示されていた事項のうち投資者の要望が特に強い事項のみとなったことや、レビューに関して、四半期決算短信については監査人によるレビューは原則任意とするにとどまったことなどがその例としてあげられる。

「民の力」が効果的に発揮できる 企業経営を実現するために

これまで継続的に意見発信や要望活動を進めてきたコーポレートガバナンス政策、四半期開示制度に関しては、当会の意見をある程度反映した方向で法改正や政府の方針策定が行われていることは評価できる。しかし現状、まだ道半ばである。「民の力」が効果的に発揮できる、中長期的な視点で企業が活動しやすい環境の実現をめざして、当会は今後もコーポレートガバナンスや四半期開示制度をめぐる議論を注視し、提言活動、政府・与党および関係各所への働きかけ、会員企業への情報発信などを継続していく。

(経済調査部 秋葉浩)

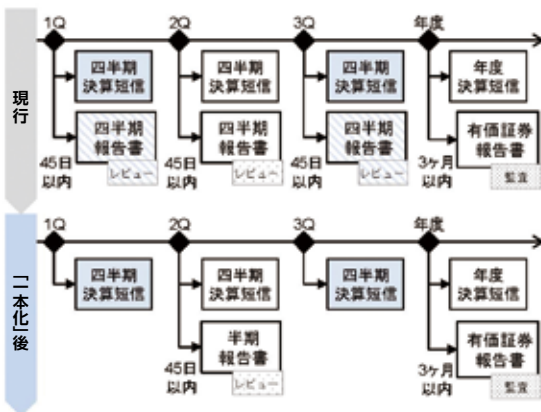
図3 金融審議会DWG報告の概要(四半期開示) 2022年12月公表

□ ディスクロージャーワーキング・グループでは、2022年6月の報告において検討事項とされた、四半期開示とサステナビリティ開示について審議。このうち、四半期開示について、以下の内容を取りまとめ

四半期開示 (法改正事項)

- 企業が都度発信する情報の重要性の高まりを踏まえ、取引所の適時開示の充実を図りながら、**将来的に**、期中において、情報の信頼性を確保しつつ、**適時の情報開示に重点を置いた枠組みに見直すことも議論**
- 四半期開示(第1・第3四半期)について、**金融商品取引法上の開示義務を廃止**し(法改正事項)、取引所の規則に基づく**四半期決算短信へ「一本化」**するべく、具体化を取りまとめ

- ▶ 当面は、**四半期決算短信を一律義務付け**。今後、適時開示の充実の状況等を見ながら、**任意化について継続的に検討**
- ▶ 開示内容については、四半期決算短信の開示事項をベースに、**投資家からの要望が特に強い情報(セグメント情報等)を追加**
- ▶ 監査人によるレビューについては、**任意とするが、会計不正等が起こった場合には一定期間義務付け**
- ▶ 虚偽記載に対しては、取引所のエンフォースメントをより適切に実施。ただし、意図的で悪質な虚偽記載については、罰則の対象になりうる
- ▶ 半期報告書について、上場企業は、**現行の第2四半期報告書と同程度の記載内容と監査人のレビューを求めることとし**、提出期限は決算後45日以内に。非上場企業も上場企業と同じ枠組みを選択可能(法改正事項)
- ▶ **半期報告書及び臨時報告書の金融商品取引法上の公衆縦覧期間(各3又は1年間)を5年間へ延長**(法改正事項)



出所：金融庁 金融審議会DWG資料より作成