



## マルチステークホルダー資本主義をめぐる米国の動向

—「ビジネス・ラウンドテーブル」等との意見交換を実施—

2019年8月、米国の経営者団体「ビジネス・ラウンドテーブル」が、株主第一主義を見直し、「顧客、従業員、取引先、地域社会、株主を含むすべてのステークホルダーに価値提供を行う」と掲げた宣言を公表。この動きを受け、当会は2020年1月に訪米し、同団体をはじめとした関係者と意見交換を行い、背景にある問題意識や当時の議論の状況を確認した。

それからおよそ6年。2026年2月に当会は再び米国を訪問し、前述の宣言の受け止めやマルチステークホルダーをめぐる議論の変化のほか、四半期開示や議決権行使プロセス等、企業経営を取り巻く制度・政策の動向などをあらためて検証した。

今号では、その概要を中心に紹介する。

### 進む企業統治をめぐる制度整備 意見発信を続ける関経連

近年、わが国では、コーポレートガバナンス・コードの策定やその改訂など、企業統治関連の制度整備が進められている。当会では、企業の中長期的な価値創造を支える観点から、こうした動きに先んじて、コーポレートガバナンスや企業情報開示のあり方について継続的に意見発信を行ってきた。

具体的には、企業の中長期的な経営判断を支える制度環境を整備する観点から、四半期開示制度の見直しやコーポレートガバナンス・コードの柔軟な運用の確保などについて提言してきた。また、企業価値の評価において特定の財務指標を過度に重視することへの懸念や、議決権行使助言会社の影響力などについても問題提起を行っている。

## 2020年の訪米で得られた知見

20 19年8月、米国の経営者団体「ビジネス・ラウンドテーブル (Business Roundtable: BRT)」は、「企業の目的に関する宣言“Statement on the Purpose of a Corporation” (以下、BRT宣言)」を公表した(①)。この宣言により、企業は株主の利益のみを追求する存在ではなく、「顧客、従業員、取引先、地域社会、株主といったすべてのステークホルダーに価値を提供することを使命とする」という考え方が示された。

宣言では、顧客への価値提供、従業員への投資、取引先との公正な関係、地域社会への貢献などを企業の基本的な責務として位置づけるとともに、株主に対しては長期的な価値創出を約束することが掲げられている。

### ビジネス・ラウンドテーブル (BRT) とは

- 米国を代表する大企業のCEOで構成される経営者団体。
- 加盟企業が米国の雇用やGDPの約4分の1を支えるなど、米国経済の中核を担っていることもあり、BRTの発信は企業の役割や資本主義のあり方に関する議論にも大きな影響を及ぼす。
- 加盟企業の一例: アップル、JPモルガン・チェース銀行、ウォルマート、ペプシコ、シスコシステムズ

こうした米国の動向を受けて、2020年1月に松本正義会長および当会幹部が訪米し、宣言の背景についてBRTをはじめとする関係者と意見交換を行った。その際に確認できたのは、米国社会において格差問題や短期志向の経営に対する批判が高まるなか、企業の役割をあらためて見直す議論が広がっていたことであった。

### ① Statement on the Purpose of a Corporation (2019年8月公表)

- 米国民には「一人ひとりが、己の努力と創造力で成功し、意義と尊厳のある人生を送ることができる経済」こそがふさわしいと考える。私たちは、自由市場システムが、良い仕事、強く持続可能な経済、革新、健全な環境、およびすべての人のための経済機会を生成する最善の手段であると信じている。
- 企業は、雇用を創出し、革新を促進し、必要な商品とサービスを提供することによって、経済において重要な役割を果たしている。企業は、消費者製品の製造・販売、機器や自動車の製造、国防の支援、食品の栽培・生産、医療の提供、エネルギーの生成・供給、経済成長を支える金融、通信、その他のサービスを提供している。
- 各企業はそれぞれの企業目的を果たしているが、すべてのステークホルダーに対して基本的なコミットメントを共有している。私たちは以下のことに取り組んでいる。
  - ▶ **顧客**に価値を届ける。私たちは、顧客の期待に応え、あるいはそれを上回ることで、米国の企業が先頭に立ってきた伝統をさらに推し進めていく。
  - ▶ **従業員**への投資。これは、従業員に公平な報酬を与え、重要な福利厚生を提供することから始まる。また、急速に変化する世界に対応するための新しいスキルを開発するためのトレーニングや教育を通じて、従業員を支援することも含まれている。私たちは、多様性とインクルージョン、尊厳と尊敬を育む。
  - ▶ **取引先**との公正かつ倫理的な取引。私たちは、大小を問わず、私たちのミッションの達成を支援してくれる他の企業の良きパートナーとして奉仕することに専念している。
  - ▶ 私たちが働く**地域社会**を支援する。私たちは、地域社会の人々を尊重し、事業全体で持続可能な慣行を採用することで環境を保護する。
  - ▶ 企業の投資、成長、革新を可能にする資本を提供する**株主**のために、長期的な価値を生み出す。私たちは、透明性を確保し、株主の皆さまとの効果的なかかわりを大切にします。
- 私たちのステークホルダーは、それぞれが不可欠な存在である。私たちは、企業、地域社会、そして国の将来の成功のために、そのすべてのステークホルダーに価値を提供することを約束する。

(邦訳：関経連事務局)



## 2026年の訪米——定着と変化

**前** 回米国を訪問してから6年あまり。現在の米国では、多様なステークホルダーを重視する考え方はどのように受け止められているのか、また企業経営を取り巻く制度・政策の動向はどのように変化しているのか——。これらを調査することを目的に、2026年2月16日～19日の日程で、松本会長を団長とする調査団が再び米国のワシントンD.C.およびニューヨークを訪問した。

現地ではBRTのほか、米国証券取引委員会(SEC)、連邦議会、機関投資家、法律家、学識経験者などさまざまな立場の関係者と面会した。それぞれの意見交換の場では、マルチステークホルダー資本主義をめぐる米国での議論に加え、四半期開示制度や議決権行使助言会社の影響力、株主提案権の見直しなど、企業の短期志向との関係が指摘される論点について幅広く議論することができた。米国側の見解には大いに得るものがあった。

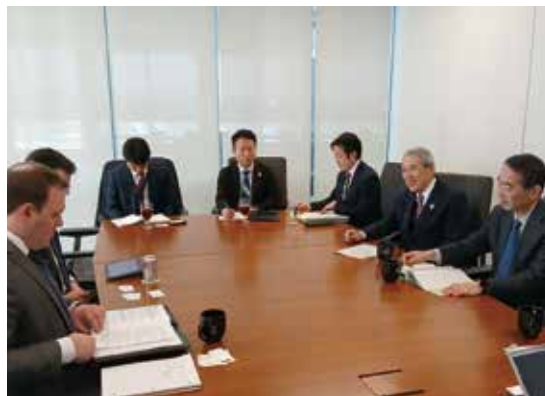
### 米国ではステークホルダー重視は 共通認識に

まず確認することができたのが、企業価値の向上には株主のみならず、顧客、従業員、取引先、地域社会といった幅広いステークホルダーを重視する必要があるとの認識が、多くの関係者に共有されていることである。企業の持続的成長には、顧客との信頼関係、従業員への投資、取引先とのパートナーシップ、地域社会との共存といった関係の適切なマネジメントが重要であり、これらが企業の競争力や中長期的な価値創造の基盤となるという指摘が多数聞かれた。

また、企業を取り巻くリスクの拡大をふまえ、取締役会には、こうした幅広いステークホルダーへの影響を考慮した経営判断が求められるとの見解も示された。事業環境が複雑化する状況においては、ステークホルダーとの関係を意識した戦略的判断やリスク管理が重要であるとの認識も説明された。

さらに、対外的なコミュニケーションについても、株主中心にとどまることなく、顧客、従業員、取引先や地域社会との関係を重視した説明や対話を行うことが求められているとの指摘があった。

一方で、2019年のBRT宣言については、その後の米国内の政治状況やESG\*1、DEI\*2をめぐる議論との関係から評価は分かれている。とりわけ近年は、企業経営に政治的なテーマを持ち込むことへの批判が一部で強まり、企業の社会的発言やESGへの取り組みに対しても賛否がある。こうした一連の流れのなかで、BRT宣言についても企業の社会的責任を明確にしたものとして評価する見方がある一方、企業活動の政治化につながる可能性を指摘する声もあり、党派的な議論の対象となる場面がみられたとの説明があった。



BRTでの意見交換

しかし、こうした議論がありつつも、企業価値を高めるためには多様なステークホルダーを重視する必要があるとの基本的な考え方は、多くの関係者の間で共有されていた。企業経営においては、顧客、従業員、取引先、地域社会との関係を重視することが、持続的な成長につながるという認識が広がっているといえる。

このように、企業が多様なステークホルダーとの関係を重視する考え方は共有されているが、具体的な意味合いや企業の役割をめぐる議論は、政治・社会の動向とも関係しながら展開しているのが米国の現状であることも再確認できた。

\*1 環境 (Environment) ・ 社会 (Social) ・ 企業統治 (Governance) を指す概念。

\*2 多様性 (Diversity) ・ 公平性 (Equity) ・ 包摂性 (Inclusion) を指す概念。

## 見直しが進む、 米国の企業経営に関する諸制度

企業経営を取り巻く制度や政策の動向についても意見交換を行った。企業情報の開示、株主との関係、資本政策など、企業経営に直接影響を与える制度については、近年、米国でもさまざまな議論が行われており、企業と資本市場の関係のあり方があらためて問われているとの認識が示された。



エドワード・ロック ニューヨーク大学教授との意見交換

### (1) 四半期開示——任意化の動きも

四半期開示制度については、企業の負担や短期志向との関係を考慮し、制度の柔軟性を確保すべきとの見方が示された。四半期ごとの開示は、投資家に対してタイムリーな情報提供を行う上で一定の役割を果たしてきたものの、短期的な業績への過度な反応を招く可能性や、企業側の開示負担については、米国においても以前から議論が続いているとの説明があった(②、③)。

一方で、四半期開示は市場慣行としてすでに定着している面もあり、仮に制度上の変更が行われたとしても、多くの企業が投資家との関係性を保つ意味から、従来と同様の情報開示を継続する可能性があるとの指摘もあった。また、企業の業種や事業特性に応じて、半期報告など異なる開示のあり方を選択できる制度設計についても議論が行われていることも紹介された。こうした議論は、企業の長期的な経営判断を支える開示制度のあり方をどう設計するかという観点から検討されているとの説明があった。

直近の動きとしては、SECの委員が、企業の開示負担の見直しの一環として、四半期開示から半期

### ② ドナルド・トランプ米国大統領による 四半期開示に関するSNSへの投稿 (2025年9月)

- SECの承認を前提として、企業はもはや四半期ごとの「報告」を強制されるべきではなく、むしろ「6カ月ごとの報告」とすべきである。
- これによりコストが削減され、経営者は企業の運営に専念できるようになる。「中国は企業経営を50~100年のスパンで考える一方で、われわれは四半期ごとに経営している」という言葉を聞いたことがあるだろうか。これは良くないことである。(邦訳：関経連事務局)

### ③ 四半期開示の任意化に対する 各方面の反応

#### 任意化に賛成

- ✓ Adena Friedman氏(ナスダックCEO)  
「半期報告にすることで**上場企業の負担を軽減**できる」
- ✓ Long-Term Stock Exchange(長期株式取引所)  
「半期報告にすれば**長期的成長に集中**できる」
- ✓ Jamie Dimon氏(JPモルガン・チェース銀行CEO)  
「短期利益圧力を軽減することで**長期戦略に集中**できる」

#### 任意化に反対

- ✓ Sandra Peters氏(CFA協会\*3)  
「半期報告では**透明性は低下**し、投資家が情報を得にくくなる」
- ✓ Salman Arif氏(ミネソタ大学教授)：  
「**不正会計やインサイダー取引**のリスクが高まり、**株価変動**も大きくなる可能性がある」

\*3 Chartered Financial Analyst：  
国際的に認められた投資専門資格を認定する団体。

開示への移行を含め、定期開示のあり方を再検討している旨に言及している(2026年3月時点)。具体的には、現行の四半期ベースの報告サイクルについて、企業が半期開示など別の頻度を選択できる可能性を含めた検討が進められている。

もっとも、現時点では制度変更の具体像が示されている段階にはなく、今後の検討や手続きを経て方向性が判断される見込みとなっている。仮に見直しが行われた場合、市場慣行や投資家との関係をふまえて、企業がどのような開示対応を選択するのかが注目される。



## (2) 議決権行使プロセス——見直しの動きが加速

議決権行使プロセスをめぐっては、近年、ESGや社会政策に関する株主提案が増加したことを背景に、企業経営と政治的テーマとの関係について議論が行われている状況にあることが説明された。とりわけ、企業活動と気候変動、社会的公正、人権などのテーマとの関係をめぐっては、株主提案や投資家の議決権行使方針を通じて議論が活発化しているとの指摘があった(④、⑤)。

議決権行使助言会社については、その影響力や役割に関してさまざまな見方が示されており、助言内容が機関投資家の議決権行使に与える影響の大きさに対する懸念の声や、最終的な判断は投資家自身が行うべきであるとの意見などが聞かれた。また、近年はデータ分析やAIの活用などにより、投資家が独自に議決権行使の判断を行う動きもみられるとの指摘もあった。こうした動きは、議決権行使の判断をより主体的に行おうとする投資家の姿勢の変化を示すものとして認識されている。

株主提案権についても、近年、企業経営と社会政策との関係をめぐる議論が活発化するなかで、制度運用のあり方があらためて注目されている。

株主提案制度は、株主が企業経営に対して意見を表明する重要な手段である一方、社会政策に

## ④ 株主提案権をめぐる、米国の制度的揺り戻し

### バイデン政権期

(SEC ゲンスラー委員長 2021年~)

- ✓ ESG・気候変動・DEI・人権など、政治的・社会的テーマを含む株主提案が急増
- ✓ 当時のSECは「株主の発言権尊重」を重視し、株主提案権にかかる企業側の除外判断を厳格化（「通常業務例外」の適用範囲を縮小）
- ✓ 少数株主による反復的・政治色の強い提案が拡大。結果、企業の実務負担が顕在化

### 第2次トランプ政権期

(SEC アトキンス委員長 2025年~)

- ✓ 株主提案制度が「企業価値と無関係な、政治的主張の場と化している」との認識を明確化
- ✓ 実質的な経済的利害を伴わない少数株主による制度濫用を問題視
- ✓ 株主提案制度を本来の企業価値・投資判断に資する仕組みへ是正する姿勢を明確化

関する提案が増えているという現状をふまえ、企業経営との関係や制度の運用方法をめぐる議論もみられる。こうした動きを受けて、米国ではSECや議会において制度運用の見直しが進められているとの説明があった。

## ⑤ B R Tが公表した議決権行使に関する制度改革を求める白書のポイント (2025年4月)

### 議決権行使に関する抜本的改正の必要性

(The Need for Bold Proxy Process Reforms)

近年、最小限の経済的持分しか保有しないアクティビスト投資家が、企業業績と無関係な公共政策上のアジェンダを推進する手段として議決権行使制度を活用する事例が増加している。

その結果、委任状は社会的論争の場と化し、企業の戦略的優先事項や株主との建設的対話が阻害されている。

さらに、SECにおける一貫性を欠く不透明な規制運用が企業のコンプライアンス負担やリスクを高め、最終的に一般投資家(Main Street investors)の利益と米国資本市場への信頼を損なっている。

### 提言(要旨)

- ① Rule 14a-8 (株主提案権の拒絶事由) を本来の趣旨に回復し、**企業業績と無関係な思想的・政治的アジェンダを目的とする株主提案を排除**する。
- ② 株主提案の提出要件および再提出要件を厳格化し、**議決権行使制度の濫用を防止**する。
- ③ ロボ・ポーティング\*4の禁止、議決権行使推奨における経済分析の義務付け、利益相反対応強化により、**議決権行使助言会社の過度な影響力を是正**する。
- ④ 議決権行使助言会社に対する規制・監督および透明性・説明責任基準を執行する**SECの権限を明確化**する。

\*4 議決権行使助言会社の推奨に従って、機械的に議決権を行使すること。

### (3) 自社株買い——課税制度導入とその後の議論

自社株買いについては、米国では2023年前後に集中的に議論が行われ、課税制度導入や開示強化など一定の対応が実施されている(⑥)。自社株買いには資本配分の手段としての役割を重視する見方がある一方、政策的な議論も継続されている。企業が余剰資金を株主に還元する手段として自社株買いを活用することは広く実施されているが、雇用や投資との関係、企業の中長期的な成長との関係をめぐって、さらには特定の政策目的との関係から議論が行われることもある。しかしながら、現時点で大きな制度変更が予定されている状況ではないというのが関係者の見方であった。

米国においても、企業経営を取り巻く制度や政策に関しては、企業の長期的な価値創造と資本市場の機能との関係をどのように調和させるかという観点から議論が行われている状況が確認された。

#### ⑥ 自社株買いをめぐる、米国の政策議論と制度対応

##### 政策議論

- バイデン政権を中心に規制論が拡大
- ✓ 自社株買いは短期的な株価押し上げ策であり、成長投資(人的資本・研究開発)を阻害
  - ✓ 富裕層・経営者のみを利するとの政治的批判

##### 制度対応

- 2022年8月 **自社株買い課税**に関する法案が可決
- ✓ インフレ抑制法成立(2023年適用開始)
  - ✓ 上場企業による自社株買い額の**1%を課税**

##### 2023年2月 **税率引き上げ**の検討

- ✓ バイデン大統領が税率4倍(4%)を提案
- ✓ 中間選挙後の議会構成により立法は停滞

##### 2023年5月 **SECによる開示規制**

- ✓ 日次ベースの自社株買い実績を開示
- ✓ 実施目的・判断基準の詳細説明
- ※ 全米商工会議所が提訴し、**規則は無効化**
- ※ 裁判所は規則の決定プロセスが恣意的・専断的と判断し、30日以内に欠陥を修復するよう求めた

##### 2026年1月 **トランプ大統領令**

- ✓ 防衛事業者が、自社株買いや配当よりも、設備・納期等の質を優先させるべきと宣言

## 企業の中長期的な価値創造と資本市場の健全な発展の両立を

今回の訪米で確認できたのは、次の2点である。

- ① 企業の中長期的な価値創造において、多様なステークホルダーとの関係を重視する考え方が、米国においても広く共有されている。
- ② 企業を取り巻く制度や政策については、企業活動への影響や市場の実態をふまえ、さまざまな観点から議論が行われている。

わが国がコーポレートガバナンス・コードの適用を開始してから10年あまり。コーポレートガバナンスや情報開示の見直しをめぐる議論が現在も続くなか、当会では、本年3月に「コーポレートガバナンス・コード改訂に向けた考え方」と題した意見書を公表した。意見書では、企業の持続的な成長と中長期的な価値向上を後押しするコードのあり方についてあらためて表明した(⑦)。

#### ⑦ 関経連意見書「コーポレートガバナンス・コード改訂に向けた考え方」のポイント

- 多様なステークホルダーを重視した企業経営は、わが国企業の重要な競争力の源泉として、また、経済社会の安定的な発展のために堅持されるべき。
- 本コードは、企業が短期的な成果に過度に偏ることなく、さまざまなステークホルダーとの健全な対話を通じて中長期的な価値創造に取り組むことを後押しするものでなければならない。
- 経営者は、株主との対話を重視するとともに、中長期的視点に立った事業機会やリスク等を総合的に勘案した上で、経営資源を成長投資や価値創造に活用すべき。

また、会社法改正に向けた議論が進むなか、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を一層促進する観点から、その実現を阻害する要因の解消を含めた環境整備が求められている。

今回の訪米で得られた知見も取り入れつつ、引き続き、マルチステークホルダー資本主義や「三方よし」の考え方を重視した企業経営を広めるという大きな目標に向け、今後も国内外の関係者との対話および、調査研究・意見表明に取り組んでいく。(経済調査部 神田翔一)