

## 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

関西経済連合会  
中部経済連合会  
九州経済連合会  
北陸経済連合会

現在、わが国では、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。こうした中、わが国においては、コーポレートガバナンスを強化することで、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ための環境整備が進められている。

しかし、形式を整えるだけでは、企業価値の向上にはつながらず、わが国企業が真に企業価値を向上させるためには、それぞれの企業が経営哲学に基づいた実質的なガバナンス体制を構築することが不可欠である。

本提言は、企業が持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現し、日本経済を持続的に発展させるために必要なコーポレートガバナンスのあり方について見解を示すものである。

### 1. コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方

#### (1) 株主偏重の経営は企業の中長期的な成長を阻害する

政府・証券取引所は、企業と投資家の対話を促す取り組みを推進している。これは、企業と重要なステークホルダーである投資家とが、目的を持った対話を通じて、中長期的に企業を成長させ、投資リターンを拡大させることを目指した、意義のある取り組みといえる。

しかし、企業経営者が、投資家の意向を重視するあまり、対話の本来の目的を見失い、多様なステークホルダーの中で、とりわけ株主の利益を最大化しなければならぬといった、株主偏重の経営を行う場合には、企業の中長期的な成長を阻害することが懸念される。

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。これらは、機関投資家に加え、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、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ことで企業価値を持続的に高めることができるとの価値観である。

近年、SDGsやESG投資が、中長期的な企業価値の向上・長期投資において有用であるとして、世界で急速に普及している<sup>1</sup>。これらは、「長期的視点」「持続可能性」「課題解決を通じた社会貢献」「公益性」等を重視した考え方であるが、これはまさに、本来、わが国企業の根底にある経営哲学やこれまでも取り込まれてきた社会貢献活動と合致するものである。

すなわち、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ていく日本企業の経営哲学は、世界から評価される普遍的価値を有するものであると考える<sup>2</sup>。

## （２）対話を通じた企業価値向上および適切な情報開示が必要である

企業経営者は、短期での収益の獲得のみを目指すことなく、長期の視点で投資家・株主と対話を行うことを通じて、企業価値を持続的に向上させる必要がある。そして、企業が投資家・株主と建設的な対話を行うためには、企業が積極的に情報開示を行うことが前提となる。

この点、企業がその活動の「結果」である決算数値を適切に開示することは当然である。加えて、投資家が長期の視点で投資を行うのに伴い、決算数値だけではなく、企業の経営理念や中長期的に目指すべき方向、ビジネスモデル、経営戦略などの「非財務情報」を開示することの重要性が増している。

情報開示については、既に各社が工夫を凝らし、積極的な取り組みを進めているところであり、今後も注力していく必要がある。

他方で、開示制度は、中長期の視点での投資家・株主との対話を後押しし、企業価値の持続的向上に資するものでなければならない。したがって、開示制度のうち、企

<sup>1</sup> 例えば、米ブラックロックのラリー・フィンク会長は、「企業は従業員や顧客、社会に賛同・理解される経営理念を示す必要がある」「企業の存在意義は利益を稼ぐことに集約されていたが、利益を超えるものを求める社会の声は強まっている」「社会にどう貢献するか理念を示せていない企業は、ステークホルダーの信頼を失い、いずれ事業に支障をきたしかねない」と述べている（日本経済新聞 2018年10月21日）。

<sup>2</sup> 米主要企業の経営者団体、ビジネス・ラウンドテーブルは8月19日、従来の「株主第一主義」を見直す宣言をまとめた。声明には同団体の会長を務めるJPモルガン・チェースのジェイミー・ダイモン最高経営責任者（CEO）のほか、アマゾン・ドット・コム（AMZN）のジェフ・ベゾス CEO やゼネラル・モーターズ（GM）のメアリー・バーラ CEO など181人の経営トップが名を連ねた。公表した声明文は、株主利益を最も重視することが経済全体を前に動かすと考えてきた米国型経営を改める内容で、顧客や従業員、取引先、地域社会といった利害関係者に広く配慮し、長期に企業価値を高めるというもの（日本経済新聞 2019年8月21日）。

業経営者および投資家の短期的利益志向を助長し、中長期の視点での対話を阻害するような制度については、果敢な見直しを行うことを躊躇してはならないと考える。

### **(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、ガバナンス体制は、企業経営者の経営哲学をもとに、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を総合的に勘案して構築されるべきものである。したがって、ガバナンス体制は、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し、「実質」的なガバナンスを追求すべきである。

この点、コーポレートガバナンス・コードは、“Comply or Explain”の方式を採用している。これは、当事者に対し、各コードを遵守するか、遵守しないのであれば、その理由を説明することを求めるものである。

したがって、企業は、ガバナンス・コードに Comply すればよいというわけではない。企業が、形式的に Comply することばかりにこだわると、ガバナンスが形骸化し、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ことが危惧される。むしろ、積極的に Explain することが、投資家から高く評価されることがあることを踏まえて対応すべきである。すなわち、企業経営者は、ガバナンス・コードの趣旨を十分に踏まえたうえで、その経営哲学をもとに、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 するべきである。こうした真摯な取り組みによって、企業と投資家との建設的対話が促進され、持続的な企業価値向上につながるものとする。

また、投資家の側においても、コーポレートガバナンス・コードの文言に照らした画一的・形式的な議決権の行使にとどまるのではなく、スチュワードシップ・コードの求める趣旨を踏まえた実質的対話を通じ、投資先企業の持続的な価値向上を目指した対応が求められる。

## 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は、企業経営者や投資家の短期的利益志向を助長しかねないものであり、開示の義務付けは廃止すべきである。

加えて、3カ月ごとの決算開示に膨大な人的資源を投入する現行の四半期開示制度は、人的資源の効率的投入や長時間労働の是正の観点からも問題であると考える。

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も疑問である。

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、四半期開示制度の是非について意見聴取を行っている。こうした四半期開示見直しに向けた国際的な動きが出ていることを踏まえ、わが国においても四半期開示の義務付けは廃止とすべきである<sup>3</sup>。

### (2) コーポレートガバナンスに関する制度については柔軟性を持たせた制度設計とすべき

東京証券取引所が策定したコーポレートガバナンス・コードは、経営の前提となる重要な事項を明文化することで広く経営者に再認識させる点、また企業と投資家との実質的な対話を促す一助となる点など一定評価できる部分もある。

しかし、ガバナンス体制は、企業経営者の経営哲学をもとに、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を総合的に勘案して構築されるべきものである。すなわち、企業にはそれぞれの経営哲学があり、企業のあるべき姿を実現するために相応しい経営のあり方がある。ガバナンスの体制や内容は、本来、こうした事情に応じて決まるものである。

ガバナンス体制の構築について、企業に一律の対応を求めるのではなく、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コードによる制約は、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。

こうした点を踏まえ、コーポレートガバナンス・コード及びグループ・ガバナンスに関して、以下に意見を述べる。

---

<sup>3</sup> 現在、金融庁において、市場構造のあり方に関する検討が行われている。市場をどのように区分するかにかかわらず、見直し後のすべての市場において四半期開示の義務付けを廃止すべきである。

## 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

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<sup>4</sup>、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<sup>5</sup>、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、企業と投資家との積極的な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。

## ②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

### a)コーポレートガバナンス・コードについて

コーポレートガバナンス・コードでは、独立社外取締役を一律に「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(原則4-8)。

しかし、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るはずであり、その選定は、企業が置かれた経営環境や求める人材像等を踏まえて検討する必要がある。

したがって、独立社外取締役の選定など取締役の構成は、一律のコードを適用するのではなく、各社の裁量に委ねるべきであると考える。

<sup>4</sup> 「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)』2-3頁

<sup>5</sup> 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銘柄に拡大されているが、この点についても、規律を柔軟にすることが望ましいと考える。

一律のコードが存在することで、独立社外取締役の形式的選定を助長しかねないことに加え、独立社外取締役の候補者は少なく、一人が何社も兼務している実情に鑑みれば、独立社外取締役が適切に機能発揮することができず、かえって企業価値を毀損しかねないことが危惧される。

## **b)グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針について**

経済産業省は、グループ経営における実効的なガバナンスのあり方を示すために、『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』を策定した（以下、「実務指針」という）。実務指針は、上場子会社については、その独立社外取締役は、「10年以内に親会社に所属していた者を選任しないこととすべきである」、「比率を高めること（1/3以上や過半数等）を目指すことが基本である」としている。

この考え方は、支配株主である親会社と、上場子会社の一般株主との間に構造的に利益相反リスクがあることを前提にしている。

しかし、親子上場は、わが国ではグループの組織設計のあり方として広く活用されており、親会社と子会社は、それぞれの独立性を前提に、必要に応じて協調・支援を行い、一般株主の利益に十分配慮しながらグループの企業価値を最大化することを目指して経営している。したがって、支配株主である親会社と、上場子会社の一般株主との間の利益相反リスクが現実化するのは、企業経営者が、多様なステークホルダーとの関係を重視して企業の成長を目指すという本来の企業経営のあり方を見失った場合など極めて例外的なケースに限られるはずである。

親会社・子会社ともに、潜在的な利益相反リスクも念頭に、積極的な情報開示・説明に真摯に取り組むべきことは言うまでもない。このことを前提に、取締役の構成は、実務指針にあるような一律の考えをあてはめるのではなく、各社の裁量に委ねるべきである。

なお、今後、実務指針の考え方を、法律やガバナンス・コードによる規制に格上げして一律の規制をかけるべきではないと考える。

## **（3）経営指標として過度にROEを重視すべきではない**

一般に、企業の効率性・収益性を測定するために様々な指標が用いられ、ROA（総資産利益率）、ROE（自己資本利益率）、ROIC（投下資本利益率）などが代表的な指標とされる。特に近時、資本コストを意識した経営のためにROE（自己資本利益率）が重視されることがある。

しかし、経営指標のあり方やその達成手段などについては、企業が置かれた状況を投資家が適切に評価できるよう、企業が投資家との対話を重ねたうえで多面的に検討されるべきである。

その観点から、ROE（自己資本利益率）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く、単一の指標のみを過度に重視することは適当ではない。そもそも、算出の分母である自己資本を小さくすれば、目先のROEは上がる。また、分子である利益を増やし、研究開発費の削減や人件費を抑制すれば、短期的にROEを上げることができる。しかし、それは企業の中長期的な成長力を毀損することになりかねない。

企業評価においては、ROEや株価のような財務指標だけでなく、多様なステークホルダーとの関係性、中長期的な投資、人材育成、CSR（企業の社会的責任）や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。この点を念頭に置いた、適切な企業の評価方法のあり方についての検討が求められる。

#### **（４）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**

近時、米国において、議決権行使助言会社を規制の枠組みのなかに位置付ける動きが強まっている。すなわち、米証券取引委員会（SEC）は、本年8月21日、議決権行使助言会社向けの規制の指針を公表し、議案への賛否推奨は証券取引法の委任状勧誘ルールに基づく「勧誘」にあたり、証券取引法の規制の範囲内にあると認めた。

一方、日本では、今秋以降、2020年のスチュワードシップ・コード見直しに向けた有識者会議が開催され、議決権行使助言会社の組織体制の整備、助言策定プロセスの具体的な公表などについて検討される予定である。

関西経済連合会は、2018年4月、議決権行使助言会社に関して、「規制導入について本格的な議論を開始すべきである。例えば、・・・国への登録制とすることで、金融行政の規制下におくことが考えられる。登録制度を導入することで、議決権行使助言会社にも運営体制の監督・指導がおよび、発信情報に対する説明責任を果たすこと、透明性が確保されることとなり、助言の質向上につながる」と提言した。今後、上述のような米国での動向を念頭に、わが国において、法的制度の検討が求められる。

### 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より一層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、わが国企業に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。企業は、引き続き積極的に情報開示を行い、投資家・株主と建設的な対話を行うことを通じて、企業価値を持続的に向上させる必要がある。

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、わが国企業の経営哲学は、世界から評価される普遍的価値を有するものとして再認識されるべきである。

また、ガバナンス体制の構築を通じて中長期的な企業価値の向上を実現するためには、形式を整えること自体が目的化することなく、企業を取り巻く環境等を踏まえた実質的なガバナンスを追求しなければならない。そのためには、企業経営者は、経営哲学をもとに、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拠り所は、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。

我々は、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、日本経済を持続的に発展させるべく、時宜にかなった活動を行っていく。

以 上