

# 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～

関 西 経 済 連 合 会  
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

2023年9月11日



## 目次

<u>はじめに</u>	…1
<b><u>I. 現状認識と検討の視点</u></b>	
1. 資本主義を取り巻く世界的な潮流	…2
2. わが国のコーポレートガバナンス改革の流れと課題	…2
<b><u>II. コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方</u></b>	
1. 多様なステークホルダーを重視した三方よしの経営	…3
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	…3
3. 「形式」の整備ではなく「実質」を伴ったガバナンスの追求	…3
<b><u>III. コーポレートガバナンス・コードに関する提言</u></b>	
1. マルチステークホルダー資本主義の理念を反映すべき	
(1) 全ての「基本原則」にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映	…4
(2) 関連する「原則」にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映	…4
(3) 関連する「補充原則」にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映	…5
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	…6
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	…6
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	…7
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	…7
<b><u>IV. 法・規制・開示制度等に関する提言</u></b>	
1. 四半期開示の義務付けを廃止すべき	…8
2. 長期保有株主を優遇する仕組みを導入すべき	…9
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	…9
4. 自社株買いへの一定の規律を導入すべき	…10
<b><u>V. 今後の検討課題</u></b>	
1. 会社法の改正など環境整備の見直し	…10
2. 多元的な企業情報開示制度の見直し	…10
3. 政府審議会（企業関連諸制度）の委員構成の見直し	…11
<u>おわりに</u>	…11
<u>参考</u>	…12



## はじめに

世界における資本主義のあり方や企業経営をめぐる潮流にはこれまでも様々な変遷が見られる。米国では 1970 年代以降、新自由主義的な考えが強まった。

一方、わが国では、かねてより「三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）」の考えのもと、企業は、顧客・従業員・取引先・地域社会・株主へ、公平でバランスのとれた価値の分配を図ることを重視してきた。しかしながら、わが国においても米国の流れを汲んだコーポレートガバナンスに関するルールや開示制度が導入されてきたことから、ややもすると、過度な株主重視や短視眼的な経営が広がらないかという懸念を抱いてきたところである。

これまでも関西経済連合会等は、「三方よし」の経営の重視、中長期的な企業価値向上、「形式」ではなく「実質」を伴ったガバナンスの追求といった考えにもとづき、四半期開示の義務付け廃止を求めるとともに、コーポレートガバナンスのあり方に関する意見表明を行ってきた。

こうしたなか、2019 年に米国の代表的な経済団体であるビジネス・ラウンドテーブル(BRT:Business Roundtable)が出した声明等が契機となり、マルチステークホルダー資本主義の考え方が注目を集めるようになった。この背景には、米国においてリーマン・ショック以降、富の格差拡大が社会的価値観の分断をもたらし、社会の安定に大きな脅威となりうる懸念があったものと考えられる。

わが国においても、2021 年に発足した岸田政権が「新しい資本主義」として、社会課題への対応および経済の活性化を通じて、経済の発展と社会の安定を図ることを打ち出した。その一環として昨年 12 月に第 1・3 四半期報告書の決算短信への一本化、加えて、本年 4 月にコーポレートガバナンス・コードの従来のサイクルによる改訂の見送りが打ち出されるなど、新たな動きも見られる。

コーポレートガバナンス・コードは、上場企業に対して、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ものと理解する。ただし、企業にとってはコーポレートガバナンス・コードは、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に至っている。「新しい資本主義」の下で、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って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と考えられる。

本提言では、コーポレートガバナンス・コードやその他の法・規制・開示制度にかかる考えが反映されるよう以下の提言を行う。

## I. 現状認識と検討の視点

### 1. 資本主義を取り巻く世界的な潮流

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。しかしながら、2008年リーマン・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るなか、2019年8月の米国ビジネス・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する「Statement on the Purpose of a Corporation」を発表した(全文邦訳をP12に掲載)。2020年1月の世界経済フォーラムのダボス会議においても「ステークホルダー資本主義」が主題となった。

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<sup>1</sup>。

### 2. わが国のコーポレートガバナンス改革の流れと課題

わが国の会社法は、1981年の株主提案権制度の導入や、2001年の自己株式の取得制限規制の撤廃など改正が重ねられてきた。2008年4月には、金融商品取引法により四半期開示が義務化され、2015年6月には、東京証券取引所が上場企業に対して求める行動原則であるコーポレートガバナンス・コードの運用が開始された。

これらの諸制度の導入から一定の期間を経た今、株主以外のステークホルダーへの目配りが後退しているのではないかと、短視眼的な経営が広がっているのではないかと改めて検証し、マルチステークホルダーをバランスよく重視するためには、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。

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ものと考えられる。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、わが国企業が本来強みとしていたところに改めて光を当てることは、企業と投資家の双方にとって望ましい効果をもたらすものと考えられる。

<sup>1</sup> 英国では、2012年7月に、ジョン・ケイ氏が英国政府からの要請により英国株式市場の構造的な問題、上場企業行動、コーポレートガバナンスについて調査・分析を行い、ケイレビューとして公表された。これによると、株式市場における Short-termism (短期主義) 偏重問題、市場が資金調達の役割を果たさなくなっている事実、英国企業の株式保有構造とガバナンス上の問題点など、英国の株式市場が抱える広範な問題を指摘している。その後、2018年7月のコーポレートガバナンス・コード改訂の際には、取締役会に従業員の声が届く仕組みが検討されるなど大きな見直しが行なわれた。なお、米国企業のジョンソン・エンド・ジョンソンの三代目社長ロバート・ウッド・ジョンソン Jr は、1943年に企業の果たすべき社会的責任について「我が信条 (Our Credo)」として起草しており、以来長きにわたり同社の事業運営の中核となっている。そこでは第一の責任は顧客に対して、第二の責任は従業員に対して、第三の責任は地域社会に対して、第四の責任は株主に対してと謳っている。

## Ⅱ. 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と考える。

### 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、対話を行うためには、積極的な情報開示を行うことが前提となる。近年重要性が増している非財務情報の開示にも、工夫を凝らしつつ前向きな姿勢を持って取り組む必要がある。

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<sup>2</sup>にて定められている。

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。

企業経営者は、コーポレートガバナンス・コードの趣旨を十分に踏まえ、企業の経営戦略や考え方を丁寧かつ積極的にエクスプレインすることが重要であると考え。また、投資家には、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

<sup>2</sup> 有価証券上場規程 第4節 企業行動規範 第1款 遵守すべき事項 第436条の3

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。

こうした基本的な考え方のもと、コーポレートガバナンス・コードやその他の法・規制・開示制度において、株主を含む多様なステークホルダーを重視すべきとの方向性がより明示的に反映されるよう、以下の提言を行う。

### Ⅲ. コーポレートガバナンス・コードに関する提言

本章ではコーポレートガバナンス・コードの改訂に関する提案のポイントを示す。改訂案の具体的な文言は別添資料「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」において示す。

#### 1. マルチステークホルダー資本主義の理念を反映すべき

##### (1) 全ての「基本原則」にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映

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。

このような本コードの構成によって、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、これらへの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1」と「2」を統合し、新たな「基本原則1」としたうえで、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。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うえで、株主の権利に言及する内容にすべきと考える。

さらには、全ての「基本原則」にマルチステークホルダーとの協働の重要性が盛り込まれるべきである。

【別添資料「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」のP5・P17・P23・P39参照】

## (2) 関連する「原則」にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映

上記(1)の考え方と同様に、関連する以下の「原則」にもマルチステークホルダーとの協働の重要性が盛り込まれるべきと考える。

現行の原則	項目	新原則
1-6	株主の利益を害する可能性のある資本政策	1-10
1-7	関連当事者間の取引	1-11
4-4	監査役及び監査役会の役割・責務	3-4
4-5	取締役・監査役等の受託者責任	3-5
4-7	独立社外取締役の役割・責務	3-7
5-2	経営戦略や経営計画の策定・公表	4-2

また、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「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。

現行の原則	項目	新原則
2-1	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定	1-1
2-2	会社の行動準則の策定・実践	1-2
2-3	社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題	1-3
2-4	女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保	1-4

【別添資料「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」のP7・P13・P29・P31・P41参照】

## (3) 関連する「補充原則」にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映

上記(1)の考え方と同様に、関連する以下の「補充原則」にもマルチステークホルダーとの協働の重要性が盛り込まれるべきと考える。

現行の補充原則	項目	新補充原則
4-1②	取締役会・経営陣幹部の、中期経営計画の説明に関する記述	3-1②

【別添資料「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」のP25参照】

## 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、「コンプライ・オア・エクスプレイン」(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)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考えられる原則があれば、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・精神を踏まえ、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するものである。

こうした考え方に照らせば、企業は「まずはコンプライありき」というより、むしろコンプライ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、かかる趣旨を踏まえ、企業の自律的な判断を尊重する姿勢が求められる。

こうした趣旨を本コードの序文に、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と考える。

【別添資料「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」のP3参照】

## 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関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。

【別添資料「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」のP11参照】

#### 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・運用にあたって、経営陣・取締役会は自身の保身を目的とするのではなく、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、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および経済的責任を買収提案者が負えるのかどうかを確認する機会や制度が必要であると考え。買収提案者は、買収が成立した後、従業員、取引先に対してどのように対応するのか、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り、株主への意思確認の際にはこうした情報の開示が求められるべきである。

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<sup>3</sup>、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。

【別添資料「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」のP13参照】

#### 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もとづき、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。

現行の会社法では、公開会社において取締役会で最低1人の社外取締役の選任を義務付け<sup>4</sup>ているが、コーポレートガバナンス・コードでは取締役会の少なくとも3分の1以上選任と、より高い水準を求めている<sup>5</sup>。

しかしながら、独立社外取締役の候補者が少なく、一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。こうした状況下において、「少なくとも3分の1以上選任」と

<sup>3</sup> 「令和4年度産業経済研究委託事業（海外のM&A制度等に関する実態調査）米英独仏における上場会社M&A制度・市場動向に関する調査報告書」によると、ドイツの公開買付けにおける従業員保護に関する規制として、公開買付法11条2項2号2文において、「公開買付者は、公開買付届出書において対象会社の従業員の処遇及び雇用条件の重大な変更に関する事項を記載しなければならない」とされている。

<sup>4</sup> 会社法第327条の2、上場規程第436条の2

<sup>5</sup> 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2022年7月14日時点）」によると東証プライム市場上場企業の9割超（92.1%）が、3分の1以上の独立社外取締役を選任している。

いう一律のルールを設けることは、企業は形式的な遵守に追われる一方、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踏まえて、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。

【別添資料「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」のP31参照】

## IV. 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

四半期開示制度については、四半期決算の速報性の維持による投資家の利便性確保と、企業の膨大な人的資源の投入および長時間労働是正など、双方の視点を踏まえてそのあり方が検討される必要がある。

欧州では2013年に四半期開示義務が廃止されて以降、任意で四半期開示(財務諸表付き)を続けている上場企業は、英国やフランスではほとんど存在しておらず、ドイツでは半数程度にとどまるとの調査結果がある<sup>6</sup>。さらにシンガポールにおいても2020年に原則として四半期開示が任意化されている。

わが国においても、2022年12月の金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告において、第1・第3四半期報告書を四半期決算短信に一本化する方向性ととも、四半期決算短信の任意化については幅広い観点から継続的に検討していくとの方針が示された。四半期決算短信と四半期報告書の本一本化に関する法律案の早期成立が期待される。

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ためには、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と考える。したがって、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。

<sup>6</sup> 早稲田大学教授のスズキトモ氏の研究室における調査(2022年1月)では、「欧州において、四半期開示の廃止以降、わが国同様に損益計算書および貸借対照表の両方を任意で開示している上場企業の割合は、英国で7.8%、フランスで4.0%にすぎない。また、ドイツでは上場企業のうち53.2%が任意で開示を続けているが、上場企業全体約570社のうち半数程度が開示を義務付けられているプライム市場の区分の企業であるからにすぎない。」と指摘している。

## 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と考える。

## 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、いずれもアメリカに本社を置く企業であり、事実上の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といえる<sup>7</sup>。

しかしながら、助言会社が十分な情報にもとづき必要な人員を確保して調査・分析を行ったうえで賛否の推奨を行っているのか、実質的な面が評価されているのかなどについて、有識者や企業から疑問視する声が挙がっている<sup>8</sup>。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<sup>9</sup>、社外取締役の割合<sup>10</sup>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<sup>11</sup>、買収防衛策の導入・更新<sup>12</sup>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。

したがって、議決権行使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を要求するなど、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されるべきである<sup>13</sup>。

<sup>7</sup> 投資信託協会「日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査の結果について(令和5年3月)」資料P16によると、議決権行使助言会社による助言等を利用している投資信託運用会社は、68社のうち40社(58.8%)と過半数を占める。

<sup>8</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28回)」,金融庁,2023/4/19。

<sup>9</sup> 米国の2大議決権行使助言会社である、ISSとグラスルイスは、各々の議決行使基準において、「政策保有株式の過度な保有が認められる企業(政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合)は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を2022年2月から導入する。(ISS)」、「原則として、前年度の有価証券報告書で開示された保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式の貸借対照表計上額の合計額が、連結純資産と比較して10%以上の場合、取締役会議長に反対助言を行う。(グラスルイス)」との記載をしている。

<sup>10</sup> 米国の2大議決権行使助言会社である、ISSとグラスルイスは、各々の取締役の選任基準における議決行使基準において、「株主総会後の取締役会に占める社外取締役の割合が3分の1未満の場合、経営トップである取締役の選任原則として反対を推奨する(ISS)」、「取締役会の独立性基準は3分の1以上とする。なお、2023年2月開催の株主総会より、プライム市場に上場している支配株主を有する会社の取締役会については、独立性基準を過半数とする。独立性基準を満たさない場合、責任追及という意味で、指名委員会の委員長に対して、反対助言を行うと共に、その他の非独立と判断する候補者に対しても、弊社独立性基準を満たす人数に達するまで反対助言を行う。(グラスルイス)」との記載をしている。

<sup>11</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28回)」,金融庁,2023/4/19。

<sup>12</sup> 経済産業省が、松下憲ほか「機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析<下>2022年版」資料版商事法務457(2022.04)号を基に作成し、「公正な買収に関する在り方研究会(第1回)」事務局資料に示されているが、議決権行使助言会社の反対推奨率は、非常に高い数値で推移している(ISS:2016年-2019年は100%、2020年は99.1%、2021年は97.5%、グラスルイス:2017年は94.5%、2018年は99.2%、2019年は98.5%、2020年は99%、2021年は100%)。

<sup>13</sup> 「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(令和元年度第1回)資料4によると、米国証券取引委員会(SEC)は、2019年8月、議決権行使助言会社及び運用機関向けに以下二つのガイダンスを公表した。その内の1つである「運用機関の議決権行使責任に関するガイダンス」には、「顧客との間で、運用会社の議決権行使に係る権限と責任について合意することができ、議決権行使助言会社を利用する場合には、①助言が顧客の最善の利益に合致しているかどうか評価する手段を確保し、②当該助言会社の人員の構成・質、技術力等が適切な分析を行うために十分か検討すべき。助言会社の事実関係の誤り、手法の弱点の定期的なレビュー等、事実関係の誤り等が生じないための方針等を策定すべき。」と示されている。

#### 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へ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って、ROE(自己資本利益率)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の改善を図るという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。

したがって、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。

### V. 今後の検討課題

#### 1. 会社法の改正など環境整備の見直し

企業が、中長期的な視点に立った戦略的な経営のもとで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へ公平でバランスのとれた分配を行うためには、会社法の見直しについても幅広い観点から議論が開始されるべきと考える。企業の多様なステークホルダーへの適切な目配りを促すべく、会社法にマルチステークホルダー資本主義の理念を反映するあり方を検討すべきである。

また、企業と株主との間で、中長期的な企業価値向上に向けた建設的な対話を促すべく、株主総会における株主提案権のあり方について、諸外国の制度や事例を見極めながら幅広い検討が必要と考える。

#### 2. 多元的な企業情報開示制度の見直し

企業による情報開示は、多様なステークホルダーとの対話において重要な要素であり積極的に行うべきものであるものの、会社法にもとづく決算公告、証券取引所規則にもとづく四半期決算短信およびコーポレート・ガバナンス報告書など、その情報開示制度は多重的になっている。加えて、サステナビリティ情報開示の要請など、企業が対応すべき情報開示の複雑さは今後、さらに増していく傾向にある。

各制度への対応に多大な労力と時間を要する企業の実態および投資家等の情報処理とその精査にかかる負担を加味し、真に活用されうる情報が適時に開示されるよう、情報を開示する側と利用する側の負担を念頭に置

いた制度に見直すべきである。

### 3. 政府審議会（企業関連諸制度）の委員構成の見直し

政府審議会（企業関連諸制度）の委員構成は、機関投資家、コンサルタント、学識者（法学者・経済学者）、弁護士といったメンバーが中心となっており、現状では、企業統治改革の当事者である上場企業のメンバーはごく少数である。

企業統治改革の議論には、経営の経験や知見に加え、社会全体への影響を考慮することも必要であると考え。政府審議会（企業関連諸制度）の委員には、上場企業のメンバーや社会学者等も参画させ、幅広い意見が反映される委員構成にすることが望ましいと考える。

### おわりに

2023年4月に取りまとめられた「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」には、企業と投資家との実質を伴った建設的対話の促進や中長期的な企業価値向上などが織り込まれるなど新たな動きが見られるところである。

今後、「新しい資本主義」のもとで、企業が株主のみならず、多様なステークホルダーを等しく重視し、公平でバランスのとれた価値の分配が重視されるべきとするならば、コーポレートガバナンスおよび企業関連諸制度がその点を盛り込んだ内容となるよう見直されることを期待する。

そのため、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。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。

我々は、政府や東京証券取引所等のコーポレートガバナンスを巡る議論や施策を注視しつつ、日本経済の持続的な発展に資する活動を引き続き行っていく。

以 上

## 参考

### ビジネス・ラウンドテーブル：Statement on the Purpose of a Corporation

（「企業の目的に関する声明」）

2019年8月19日

（邦訳：関西経済連合会）

アメリカ国民には「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**に価値をお届けする。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、アメリカ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、株主の皆様との効果的な関わりを大切にす

る。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。



