

意 18-02

2018 年 4 月 17 日

## 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

公益社団法人 関西経済連合会

政府の「未来投資戦略 2017」（2017 年 6 月 9 日）においては、「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンスの深化を目指すことがうたわれ、さらに、2017 年末には、「新しい経済政策パッケージ」（2017 年 12 月 8 日閣議決定）において、2018 年 6 月を目途にコーポレートガバナンス・コードの見直し、ガイドランス策定を行うことが示された。また、「未来投資戦略 2017」においては、四半期開示制度についても、義務的開示の是非を検証しつつ、企業・投資家を含む幅広い関係者の意見を聞きながら、更なる重複開示の解消や効率化のための課題と方策等について検討を行い、2018 年春までに一定の結論を得るとの政府方針が示されている。

コーポレートガバナンス・コードに関しては、社外取締役比率を 3 分の 1 以上、女性取締役 1 名以上とするなど、形式的な対応を助長しかねない議論もなされている。また、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」における四半期開示制度の議論は、取引所において過年度に実施された四半期決算短信の見直しに関する実務への浸透・効果を注視するに留まり、義務的開示の是非や更なる重複開示の解消に向けては、未だ、一定方向に収斂していないのが現状である。

「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンスの深化とは逆行する政策が進められた場合、わが国企業の競争力低下が懸念され、持続的な企業価値の向上にも支障をきたしかねない。

当会では、コーポレートガバナンスおよび四半期開示制度に関して、繰り返し意見を表明しているが、改めてその考え方を示したうえで、下記の通り意見を述べる。

### 記

#### 1. コーポレートガバナンスに関する基本的考え方

わが国企業の伝統的な経営哲学に「企業は社会の公器」、「三方よし（売り手よし、買い手よし、世間よし）」という考え方がある。これは関西の商人道や商業道徳に源流を持つものであり、多くの日本企業の根底にある経営哲学であるといえる。言うまでもなく、企業活動は、株主、従業員、顧客、取引先、地域社会などの多様なステークホルダーが関わることにより成立している。わが国企業は、こうしたステークホルダーとの関係を踏まえながら、企業価値を総合的に向上させてきた。さらに、1960 年代の高度経済成長期以降、長期継続雇

用（長期的志向での人材育成）、年功序列、企業別組合といった日本的経営の特徴は、わが国企業において一般的となり、1980年代までの日本経済発展の推進力となった。しかしながら、1990年代に入り、米国を発祥とする短期的利益志向、株主利益最大化を目的とする株主資本主義が欧州や日本にも拡大することとなり、ROE（株主資本利益率）重視の企業経営を招くとともに、コーポレートガバナンスのあり方に大きな影響を及ぼした。

ROEの過度な重視は、社会貢献を意識した企業倫理、長期的志向での投資や人材育成などを通じた経営の安定化と持続的成長に基軸を置く日本企業の経営哲学にそぐわない。例えば、ROEを重視しすぎることは、結果として過度な配当等を実施することに繋がり、企業の持続的成長の阻害要因となりかねない。

国や地域ごとに経営の手法は多様であるように、コーポレートガバナンスにグローバルスタンダードというものはなく、統治の枠組みについては、個別企業ごとに柔軟な制度設計とすべきである。政府や証券取引所は米国の仕組みを真似るのではなく、日本の良さを基礎としながら、企業の中長期的な発展に資するものを不断に追求していく必要がある。企業経営者も、身を持って、コーポレートガバナンスを自社の経営や事業のどこに改善・強化の余地があるのかを正しく把握する手立てとして、単に「形式」を整えるのではなく「実質」を伴ったものにつくり上げるのか、そして、そのことに関して、株主・投資家の理解をいかに得るのかを真摯に考えていく必要がある。

## 2. コーポレートガバナンスに関する意見

コーポレートガバナンス充実に向けた取り組みは、それぞれの企業を取り巻く環境変化や、株主、従業員、顧客、取引先などの国内外の多様なステークホルダーに配慮した経営を行うなかで、常に改善していくべきものであり、一定方向に誘導するような規律とすべきでない。

とりわけ、米国流の制度を是とする方向に一律的に誘導するものならば、企業は形式的な対応に陥り、わが国企業の競争力を低下させることになり得る。コーポレートガバナンスの枠組みについては、企業がより良き経営を目指す自己統治、情報開示を後押しする方向で見直しを進めるべきである。

### （1）四半期開示の義務付けを廃止すべき

先述したように、「未来投資戦略2017」（2017年6月9日）においては、義務的開示の是非、更なる重複開示の解消や効率化のための課題と方策等について検討する方針が示された。しかしながら、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」は、取引所において過年度に実施された四半期決算短信見直しに関する実務への浸透・効果を注視するに留まり、課題解決に向けた議論の進展が見られず、義務的開示の是非や更なる重複開示の解消に向けては、未だ一定方向に収斂していないのが現状である。

四半期開示は、投資家や企業経営の短期的利益志向を助長するという問題

点に加えて、形式的、定型的な開示内容となり、中長期の企業価値向上を見据えた建設的な対話を望む投資家や株主にとっては、有用な情報となり得るものではない。その観点からすれば、すべての投資家や株主が四半期毎の決算情報提供に拘っているわけではない。かかる観点等を踏まえて、欧州においても、すでに四半期開示の義務付けは廃止されているところである。作成する企業も多大な労力をかけており、人的資源の効率的投入や長時間労働の是正といった働き方改革の観点からも、一律に3カ月毎の決算情報を開示させる現行の四半期開示の義務付けは廃止されるべきである。

もちろん、投資家や株主に対して、十分な情報を発信していくことが重要であることは言うまでもない。その意味で、企業の異変の兆候を把握するタイムリー・ディスクロージャーは重要であり、この点については、現行の適時開示制度で対応すべきと考える。

## **(2) 取締役の構成について各社の事情に応じた制度にすべき**

現在、上場会社の9割以上が社外取締役を置いている。そのなかで、政府での検討においては、会社法で社外取締役の選任を義務付けるべきであるとの議論が出てきている。また、コーポレートガバナンス・コードについては、社外取締役比率を3分の1以上とすること、女性取締役1名以上登用することを盛り込むべきとの議論も一部で出てきている。

社外取締役制度について、経営者の経験等を経済全体に寄与させる意義は大きいと考える。また、相応しい知見を持ち、判断力がある多様な人材を取締役に選任できれば、取締役会を活性化しうることが期待できる。ただし、現在、社外取締役を選任していない極少数の企業へ一律に会社法で選任を義務付けることは形式的な選定を助長することとなりかねない。また、社外取締役比率3分の1以上とする指針項目についても同様の理由でコードに盛り込むべきではないと考える。

女性取締役の登用については、企業を取り巻く環境変化への対応力を高めるうえでも進めるべきであり、その人材を社内外問わず求めるためにも、女性の活躍推進、特にキャリアアップ支援に向けた環境の整備が不可欠である。

## **(3) 政策保有株式等について柔軟な制度設計とすべき**

政策保有株式の縮減に関する方針の明確化および縮減・売却に対する「保有させている側」の理解のため、必要な「ガイダンス」を策定し、コーポレートガバナンス・コードの見直しを行うとの方向性が「新しい経済政策パッケージ」(2017年12月8日閣議決定)において示されている。

しかしながら、事業会社同士の政策保有は、過去の安定株主確保という時代の形から、事業提携、戦略的提携という形に変わりつつある。そのため、企業に対してコーポレートガバナンス・コードによる一律の対応を求める全体論ではなく、企業と投資家との個別の対話を通じて政策保有の意義を確認することが企業と投資家の相互理解に資すると考えられることから、コードにおける政策保有株式等に関する規律は柔軟なものとすることが望ましい。

コーポレートガバナンス・コードについて、政策保有株式に関する開示項目を追加すること等により、事業者に過度な負担を強いることは避けるべきである。また、政策保有株式等の個別論点をコードとして策定するのではなく、企業と投資家の相互理解につながるコミュニケーションを促す方向性での内容とすることで、結果として投資家や保有させている側の理解が促進されるものと考えられる。

#### **(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**

2017年5月に改訂された「日本版スチュワードシップ・コード」において、機関投資家は、議決権の行使結果を個別の投資先企業ごとおよび議案ごとに公表すべきことが盛り込まれた。そのため、議決権行使助言会社の株主総会議案に対する賛成／反対推奨の助言は、機関投資家の議決権行使結果に影響を与える傾向が強まっており、それは、役員選任など重要な議案にまでおよんでいる。

すでに、米国においては、議決権行使助言会社の説明責任や透明性確保等が問われており、規制導入に向けた動きがある。わが国においても、今後、大きくなると思われる議決権行使助言会社の存在を勘案するならば、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、議決権行使助言会社に対しては、一般的な投資顧問業のように、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ものとする。

#### **(5) 経営指標として過度に ROE を重視すべきでない**

経営指標として何を重視すべきかについては、それぞれの企業の中長期的な戦略、発展段階に照らして、多面的に検討されるべきである。

近年、重視される傾向にある ROE はひとつの指標ではあるが、資本効率について完全な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。ただし、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、多様なステークホルダーとの関係性、長期的な投資、人材育成、SDGs への取り組み等も重要な視点となり、短期的利益志向、株主利益重視の ROE を、経営指標として過度に重視すべきではなく、企業の成長性、果たしている役割は、より多面的に判断されるべきである。ROE 信奉に代わる企業の評価方法を見出すべく投資家とのコミュニケーションのあり方や尺度となる指標の検討が必要であり、当会としても、引き続き、調査・研究を行っていく。

### 3. 持続的な企業価値向上に向けて

グローバル競争の激化、先端技術開発の進展など事業環境が著しく変化するなかでも、持続的な企業価値向上を図るためには、企業経営者はゆるぎない経営理念のもと、ステークホルダー全体と建設的な対話をしつつ、長期的なビジョンを共有することが必要である。米国と並んで株主重視の考え方が強かった英国においても、株主以外のより広い範囲のステークホルダーの意見を取り入れる方向でコーポレートガバナンス・コード改訂が進められていることも、日本の市場関係者にとっては見逃せない潮流といえる。

ステークホルダー全体を意識したうえで、企業は収益力を高めるため、自社の強みを活かすべく柔軟に事業の再構築を行うことや、適切にリスクを取りつつも、イノベーション創出や新市場開拓等にチャレンジすることが重要となる。こうした収益力の向上をめざす経営を支え、健全な経営を行うためにも、日本企業の伝統的な経営哲学をさらに発展させ、「企業は付加価値の創造とそれによって社会全体の利益に貢献する」という経営の基本を常に踏まえることが必要である。

また、企業は、収益力を高めるための方針等について、投資家・株主の理解を得るための方策を不断に追求することが重要である。その際には、コーポレートガバナンス・コードに安易に comply するのではなく、あえて explain するという選択も株主・投資家とのコミュニケーションに資するうえであり得ると考える。

以 上