

## 第1章 研究会における検討

### ◇ 研究会における主な意見・提言

研究会は、6名の委員それぞれからの報告、ゲストスピーカーからのヒアリング、及び事務局による実態調査報告に基づいて討論を行うかたちで進められた。研究会において示された主な意見は、以下のとおりである。

#### 1. 多様なステークホルダーと企業行動

##### (企業行動及び関連する制度の捉え方)

- ・企業の行動は、株主、債権者、従業員、経営者間の動機付け交渉として捉えることが可能である。ここにさらに、消費者、地域社会といったステークホルダーや、政府がプレーヤーに加わる。会社法、労働法、資本市場法等の企業行動を取り巻く法制度は、各プレーヤー間の相互関係等に影響を及ぼすものであり、そのあり方に検討を加えようとする場合には、こうした法制度を「企業法」として一体的に捉えて考察していくことが重要である。
- ・ステークホルダーによる企業行動に対する関与のあり方に関わる制度としては、市場における自由な退出入を前提とした制度（exit型；cf. 一定の要件に該当する場合に当該情報の開示を義務付けるが、その先の選択は市場参加者に委ねる）と、獲得した地位の尊重を前提とした制度（voice型；cf. 要求が正当に取り扱われることが手続面や実体面で保障される）が存在し、対象領域や対象場面に応じた考慮が必要である（図表1-1）。

##### (株主)

- ・株主はしっかりした経営を求め、場合によって経営者を辞めさせることができるという意味で、企業に積極的に新たな富を生み出させる原動力として重要な位置を占める。それゆえ、株主に対する説明責任を尽くすこと、モノ言う株主との対話を大切にすること等の取組はもっと徹底されるべきである。
- ・近年日本では、外国人投資家や投資ファンドのプレゼンスが高まるなかで、従業員価値（従業員による企業特種的な人的資本投資から生み出される価値）などの企業の長期的な価値を損なう可能性があるとの懸念されている。経営側が投資ファンド等といたずらに敵対することは、両者にとっても、従業員にとっても、ひいては経済全体にとっても好ましくない。
- ・経営と株主の間の対話をしやすくするために、真の株主の把握（cf. 実質株主の情報開示義務）などの仕組みを求める声があるが、こうした仕組みを検討する際には、双方にとってメリットがある（cf. 経営側が真の株主を知り得る措置を講ずるならば、真の株主側は経営からの行き届いたIRを求めることができる措置と対になっているべき）との視点が必要と考えられる。
- ・経営と株主の間の対話をしやすくするために、多様な種類株式の利活用（cf. 期間対応型の複数議決権株式）によって配当重視の株主、議決権重視の株主というように株主を類型分けする仕組みを求める声があるが、もっぱら現時点の経営側の支配権を強める仕組みとして講じられるべきではない。仮に講ずるとするならば、例えば上場企業ならば一旦非上場化して再上場するルールとするなど、株主、投資家側が当該種類株式の発行、

価格形成を一から評価できる仕組みとする必要がある。

- ・証券取引市場の上場ルールや取引ルールについては、不断の見直しをなされ、市場間で競争することを通じて、新たな富を生み出すことに積極的な株主、投資家が市場に惹きつけられ、より大きな付加価値が生み出されるメカニズムとして機能し、高度化していくことが望まれる。

### (従業員)

- ・コーポレート・ガバナンスへの従業員関与の在り方については、直接的な経営参加を議論する前に、現在の労働法制における労働条件決定システムにおける従業員の関与の在り方を工夫すべきである。労働保護法制における規制柔軟化手続（cf. 時間外労働協定締結）における過半数代表の適正化（とりわけ過半数代表者の問題の克服）や、就業規則の合理的変更ルールにおける合理性判断の予測可能性改善のため、意見集約プロセスの適正化を図りつつ、集团的合意重視ルールを設定し、労使に集团的合意に向けた交渉インセンティブを付与すること等が考えられる。これらにより、従業員と経営の対話の適正化、促進が図られ、結果として、従業員のガバナンスへの実質的参加にも通ずる。
- ・いまや従業員の立場は大きく多様化している一方、高齢者や育児期の女性をはじめ、就業・従業における公正性に対する要請も強まっている。こうした現状に対応するためには、公正性を担保するための実体規制をハードローで行う方策、多様化に対応するために適正な手続の担い手（cf. 自発的労使協議会、CSR・SRI）の活用により多様性に配慮する方策など複線的なアプローチを、法規範の特質に応じて採用することが考えられる。
- ・従業員持株制は、現在は主として福利厚生観点から利用されているのに対し、ガバナンスの観点をも採り入れて、保有比率を高めやすくする仕組みを求める声があるが、従業員の立場からの企業行動への関与と、株主の立場からのそれとは同一視できるものではないことが踏まえらるべきである。

## 2. CSR (Corporate Social Responsibility; 企業の社会的責任) 及び SRI (Socially Responsible Investment; 社会的責任投資) のあり方

- ・企業はあくまで価値生産主体であるが、同時に社会の一員としてどのような行動をとるべきかが問われる存在である。したがって、CSRの普及には、企業の経済的目的と社会的目的の調和を求めよう、実践的なアプローチが有用であるといえる。
- ・CSRを後押しする方策として、市場を通じたSRIというアプローチがある。SRIの普及のためには、①市場への影響力の大きい年金基金の運用のあり方としてCSRを考慮する場合にはその内容を情報開示することを義務付ける、②年金等の資金の運用を受託した者がSRIによって資金運用する場合、どの範囲であれば受託者責任に反しないかを明確化する、といった措置を講ずることが必要であると考えられる。
- ・CSRの支援にはCSRの中心的課題が何であるかを明確化し、それに関する合意を如何に形成するかという問題が生じる。それになしに支援措置が先行した場合、恣意性が市場を歪める等の危険性がある。しかしながら、CSRの外延をどのように線引くか（cf. コンプライアンスを含むか否か、社会規範を含むか否か等）は難しい課題である。多様な投資家が市場を通じてそれぞれの観点からCSR活動を評価し、SRIがまた市

場の評価を受けることにより、CSRの明確化と高度化が図られることが望まれる。一方で、政府等が一義的にCSRを定義付けるような取組は望ましくない。

### 3. ガバナンスに係る機関選択と企業行動のあり方

- ・ガバナンスのあり方として、効率性と公正性はともに重要な課題であるが、公正性の観点からは、社外の視点を経営に取り込む意義が理解され、社外取締役・社外監査役が一層利活用されることが望まれる。社外の視点を取り込むことによって、①社内常識に対するチェック、②社内常識にとらわれない発想の付加、③社外者への明示的な説明を通じた透明性の向上などの効果が期待される。また、効果的なガバナンスにおいては、内部統制と社外性が有機的に関連していることも重要である。
- ・望ましいガバナンスのあり方は企業によって様々であり、制度としては多様な選択肢が用意されていることが最良である。委員会設置会社の選択は現在までのところ少数にとどまっているが、一部委員会を導入するケースも出てきており、今後の推移を踏まえながら制度改善を図っていくことが望まれる。

### 4. 事後的監視・制裁による抑止

- ・規制のあり方として、価値観の多様化などを背景として、事前的な参入規制から事後的な行為規制へ、あるいは実体規制から手続規制へ、という流れがある。そうした状況の下では、ハードローが主として事後規制や手続規制の役割を担う一方で、ソフトローも事前状況や実体面の規律付けに一定の役割を担うことが期待される。
- ・事前規制、実体規制の緩和と多様な選択肢の提供によって、直ちに市場システムが高い付加価値を生み出すものには変わるわけではない。多様な選択肢の存在は選択のコスト増大と表裏一体であり、多様化の許容が生きるための条件整備（cf. 情報開示の徹底等による選択のコスト低減）の重要性が認識される必要がある。
- ・事前規制に関しては、近年、ルールベースからプリンシプルベースの規制への移行という方向性が見られるが、抽象度の高いルール設定は事後的なモニター、エンフォースメントを難しくする面があることに留意し、プリンシプルベースに対応できる体制、環境が整えられる必要がある。
- ・事後的な行為に対する監視、逸脱行為の発見から、制裁、問題解決までの一連のプロセスにおいて、市場に最も多数存在する消費者・投資家がそうした機能をより発揮できるようになれば、社会的コストを抑えながら、事後規制の実効性を高めることにつながるものと考えられる。そうした観点から、消費者団体訴権制度の拡充や民間ADRの拡充などは優先度の高い検討課題である。

### 5. 全体を通じて

研究会全体を通じては、特に以下のような点に関して、関係者による理解や取組強化が必要であり、本報告がその一助となることを期待したいとの総意が示された。

- (i) 企業行動に対する望ましい規律付けのあり方、発展性・ダイナミズムと信頼感・安心感のバランスのとれた市場システムのあり方に関する課題は、多領域にわたるため、総合的、横断的な観点から検討する取組が不断に行われることが重要である。

(ii) 企業行動に対する望ましい規律付けのあり方を検討する際には、企業行動の一般的な傾向として、多様なステークホルダーとの関係性の重視、アカウンタビリティの重視、CSRの重視の3つの志向には緩やかな相関性がみられることから、それらの間で相互に強め合う好循環が作り出されることが望ましい。

(iii) 発展性・ダイナミズムと信頼感・安心感のバランスのとれた市場システムが機能するためには、事前規制、事後規制、実体規制、手続規制、ハードロー、ソフトロー等の規律付けの諸側面において、公的主体・民間主体の適切な役割分担がなされていることが重要である（図表 1-2）。

(図表 1-1) ステークホルダーによる企業行動に対する関与のあり方に関わる制度の例

	exit 型	voice 型
株主	・ 株式所有者を識別できる種類株式の発行、流通	・ 経営側からの実質株主の把握 ・ 株主、投資家側からの高いレベルの情報開示要求
従業員	・ 就業規則等労働条件の情報開示と労働者の企業選択による外部労働市場を通じたコントロール	・ 労組の団体交渉権、従業員代表制度の実質化による内部労働市場におけるコントロール
広範なステークホルダー	・ CSR/SRI の取組状況に関する情報開示	・ CSR/SRI に関する共通化された指針作り

(図表 1-2) 規律付けにおける民間主体・公的主体の役割分担の概観

	民間主体	公的主体
事前	・ ガバナンス・CSR等における自主的ルール設定	・ 実体規制、参入規制
事後(問題発見)	・ 苦情相談体制やコンプライアンス体制の整備 ・ 内部告発制度の利活用	・ 検査体制の拡充 ・ 民間検査機関に対する規制強化
事後(問題解決)	・ 相談、斡旋、仲介（裁判外紛争処理）	・ 司法、準司法型行政