

# 持続的な成長に向けた コーポレートガバナンスのあり方 【概要】

一般社団法人 日本経済団体連合会

# 本意見書の構成【目次】

---

## I. はじめに

## II. これまでのコーポレートガバナンス改革を踏まえた今後の課題

### 1. 企業(事業会社)の課題

### 2. 株主・投資家の課題

#### ① アセットオーナー・アセットマネージャー

#### ② 議決権行使助言会社

#### ③ ESG評価機関・データ提供機関

### 3. 株主総会や開示、株主権等の課題

## III. おわりに

# 本意見書の概要【全体像】

- 約10年にわたるわが国のコーポレートガバナンス改革の成果として、わが国企業の取り組みは着実に進展
- 企業が経営のマインドセットを投資牽引型に転換し、株主・投資家もこうした企業の取り組みを積極的に評価することで、わが国の持続的な成長を実現することが極めて重要
- インベストメントチェーン上の各プレイヤーと政府に求められる取り組みは以下のとおり

## インベストメントチェーン

### 企業（事業会社）

- コストカットや短期的な自社株買いではなく、中長期的な価値創造に資する投資を果敢に推進
- 自社のパーパスと長期的な成長の方向性を、経済的価値・社会的価値の両面から、価値創造ストーリーとして明示
- 経営判断の核心である、成長に向けた経営資源の配分に関する基本方針と優先順位を明確化
- あわせて、企業自らが成長投資の推進に寄与するガバナンス改革（取締役会の監視と執行側の戦略的な経営判断）を主体的に推進

### アセットオーナー（資産保有者）、アセットマネージャー（資産運用者）

- 企業とともに中長期的な価値創造をする「共創者」として、企業のパーパスや価値創造ストーリー、事業や業態の特性を踏まえた企業の資本配分比率を理解したうえで、投資判断を実行
- 企業との対話において、中長期の企業価値向上を共通の目的として、短期的な株価変動に左右されない文化を定着  
また、投資方針やエンゲージメント方針を明確に示し、その方針に沿った建設的な対話を継続
- 両者の協働のもと、パッシブ運用のビジネスモデルの改善や建設的対話を支える報酬・評価体系の整備等を推進

### 議決権行使助言会社

- 助言判断基準等を明示。企業との直接対話の制度化、実質的な企業理解に基づく助言等を実行

### ESG評価機関・データ提供機関

- 評価基準等を明示するとともに、価値創造プロセスや非財務戦略の質・文脈を重視した評価手法に転換

### 政府

- コーポレートガバナンス・コードの大胆なスリム化・プリンシプル化等を通じて、企業による成長投資への主体的・自律的な取り組みと、それらを投資家が積極的に評価・後押しするために必要な環境整備を推進

# I.はじめに①

## 日本の企業統治の変遷

- わが国の企業統治は、フランスやドイツ等の商事法を基本とする法体系に、イギリスやアメリカの市場ルールの影響を強く受けつつ、
  - ①経営陣が自らリスクを取りながら自律的に経営判断を行うこと
  - ②それを支え、適度な緊張関係をもたらす、株主・取締役会・経営陣の間の信認の連鎖を形成すること を追求
- 「『日本再興戦略』改訂2014」で、成長戦略のひとつとしてコーポレートガバナンスの強化を位置づけ
  - スチュワードシップ・コード策定（2014年2月）
  - コーポレートガバナンス・コードの適用開始（2015年6月）
  - 東証「資本コストや株価を意識した経営」の要請（2023年）
  - 機関投資家の議決権行使基準の高度化等



社外取締役の増加、政策保有株式の減少、情報開示の進展

自己資本利益率（ROE）や投下資本利益率（ROIC）、株価純資産倍率（PBR）等指標を意識した経営が浸透

日経平均株価が2024年2月に34年ぶりに最高値を更新し、その後も上昇

## 現状のコーポレートガバナンス改革に対する指摘

- ガバナンスの形式は整ったものの、実質が伴っていない
- 企業利益が株主への分配に過度に偏り、成長投資や従業員・取引先等への還元が十分でなく、「稼ぐ力」の強化に繋がっていない

その背景には、以下の市場関係者等が建設的対話に十分に寄与されていないとの実態

- 短期的な利益獲得を求めるアクティビスト
- 一律的な経営指標を重視し、形式的な議決権行使を行う一部のパッシブ投資家
- これらの投資家を支える、議決権行使助言会社やESG評価・データ提供機関 など

# I.はじめに②

## 企業価値向上のために、今後の改革に向けて必要な考え方

- 中長期的な企業価値向上のための適切な経営資本の投入（＝リスクテイク）およびそれに関する株主・投資家との建設的対話
- 株主だけではなく、従業員、取引先、地域社会などステークホルダーへの適切な分配
- 企業の果敢な成長投資への主体的・自律的な取り組みと、それを後押しする投資家の行動を可能にする環境整備



コーポレートガバナンス・コードの制定から10年を経た今求められるのは、  
「形式の細則化」ではなく、  
企業自身が中心となり価値創造を支える、実質的なガバナンス改革の推進と、  
自律的な企業活動を後押しする施策・仕組みへの転換



ここまでのコーポレートガバナンス改革の進捗を踏まえつつ、  
中長期的な企業価値の向上に資するガバナンスへの移行に向けて、  
企業・投資家それぞれにおける課題・果たすべき役割について、  
経団連の基本的考え方を提示し、経営者のマインドセットの変革を促すとともに、政府へ提言

## Ⅱ.これまでのコーポレートガバナンス改革を踏まえた今後の課題

### 1. 企業（事業会社）の課題

#### 企業経営の現状と課題

- 自社株買い、配当の強化等で、短期的な経営指標の改善や株主還元を拡大
- コストカット、目先の資本効率が目立ち、研究開発投資、設備投資、人的資本投資、新規事業への投資等、中長期的な価値創造に資する投資が伸び悩み
- 内外の不透明感が強まる中、従業員、取引先、株主等、マルチステークホルダーへの適切な分配と、中長期の価値創造による「成長と分配の好循環」の実現に向けた戦略が必要

#### 経営者が取り組むべきこと

- 経営者は、積極的な成長投資へと本格的に舵を切る
- 経営者は、自社のパーパスと長期的な成長の方向性を、経済的価値・社会的価値の両面から価値創造ストーリーとして明示し、積極的に成長への投資を行う
- 経営者は、機会とリスクを踏まえながら、成長に向けて経営資源をどのように配分していくかの基本方針と優先順位を明確にする。株主を含む多様なステークホルダーとの対話を通じて、経営判断の合理性を明らかにした上で投資を行う

#### コーポレートガバナンス・コード改訂等に向けた提言

- 企業の積極的な成長投資を後押しするよう、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原点に立ち返り、過度な細則化を避けて大胆なスリム化・プリンシプル化を図るべき。改訂は、
  - ① 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となる原則等は、可能な限り最小限にとどめる
  - ② 経営者自らが考え抜き、自らの言葉で語ることを促すような原則等とする
  - ③ コードの原則等から例示は除き、コードの目指す取組みの多様な好事例の周知等、運用面での取組みを促すの3つを柱とすべきである
- 企業は形式的な遵守よりも、個々の判断に基づく説明（エクスプレイン）を重視すべき
- 投資家は、その説明を受け止め、提案する、建設的な対話を行うべき
- コードは企業の創意工夫による自律的経営を支える枠組み。企業行動の制御や特定の政策目的の手段ではない
- 政府は、中長期の企業価値創造ストーリーの評価にも通ずるインパクト投融資の指標開発など、建設的な対話を後押しする環境を整備すべき



**成長投資と幅広いステークホルダーへの適切な分配を実現する企業経営を！**

# Ⅱ.これまでのコーポレートガバナンス改革を踏まえた今後の課題

## 2. 株主・投資家の課題

### 株主・投資家に期待される役割

- 企業による中長期的な価値創造に対する投資は、その企業の価値向上を通じて、株主・投資家への中長期のリターンをもたらす
- コーポレートガバナンス改革においては、企業とともに、投資家が「共創者」としての役割を果たすことが重要

### 株主・投資家が取り組むべきこと（主体別）

#### ①アセットオーナー・アセットマネージャー

- 企業のパーパス・経営理念・ミッション等や価値創造ストーリー、事業や業態の特性を踏まえた企業の資本配分戦略を理解したうえで、投資判断を行う。その際、中長期の企業価値向上を共通の目的として、短期的な株価変動に左右されない対話文化を定着させる
- 受託者責任を踏まえ、投資方針やエンゲージメント方針を明確に示し、その方針に沿った建設的な対話を継続する
- 議決権行使においては、原則の遵守（コンプライ）だけでなく、原則と異なる経営判断の説明（エクスプレイン）を尊重し、形式的な企業の説明を踏まえた自律的・実質的な判断を行う
- アセットオーナーとアセットマネージャーが協働のもと、パッシブ運用のビジネスモデルの改善や建設的対話を支える報酬・評価体系の整備等を推進する

#### ②議決権行使助言会社

- 助言に至る判断基準や分析プロセス、組織体制を明示し、企業がその内容を理解・検証できる仕組みを整備する
- 助言作成の過程において、企業の個別事情や業種特性、経営環境を十分に踏まえるための直接的な対話を行い、その内容を助言に適切に反映する

#### ③ESG評価機関・データ提供機関

- 評価指標や重みづけの根拠（メソドロジー）を明確化し、企業が自らの評価を主体的に確認・検証できる環境を整備する
- 単なるスコアリングではなく、企業の非財務戦略、人的資本の蓄積、イノベーション活動など、価値創造のプロセスを踏まえた情報の質や文脈を重視した評価手法へと転換する
- 公開情報だけを機械的に分析するだけでなく、企業の実情を的確に把握するために双方向のコミュニケーションを重視し、そこで得た知見を評価結果に反映する

## Ⅱ.これまでのコーポレートガバナンス改革を踏まえた今後の課題

### 3. 株主総会や開示、株主権等の課題①

#### 制度見直しの必要性

- 企業と株主・投資家の関係が多様化し、株主総会の運営、開示内容・手法、株主権限の見直しが必要な段階
- 会社法・金融商品取引法の改正に向けた検討が始められているが、ハードローとソフトローを一体で再構築することが重要

#### 総会前開示の課題と望ましい方向性

- 本年の大臣要請で有報の総会前開示が要請され、多くの企業が対応したが、形式的負担が増大
- 本来は、株主の議決権行使に本当に有益な情報を、企業と株主の対話を通じて柔軟に提示する仕組みとすべき
- 不足情報、開示の方法、監査・保証のあり方、企業負担を総合的に検証し、抜本的な見直しが必要

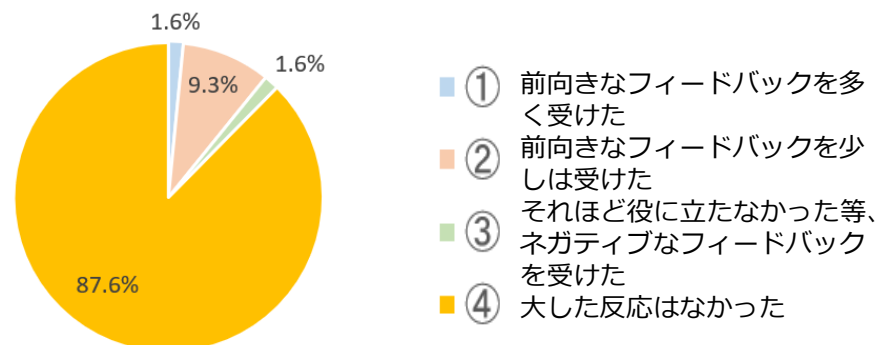
#### 経団連「株主総会前開示アンケート結果」（2025年7月15日公表）のポイント

##### 1. 回答企業

- 経団連が全ての会員企業・団体を対象に2025年5月～6月に調査
- 回答：260社、うち181社が本年の株主総会前に有価証券報告書を開示

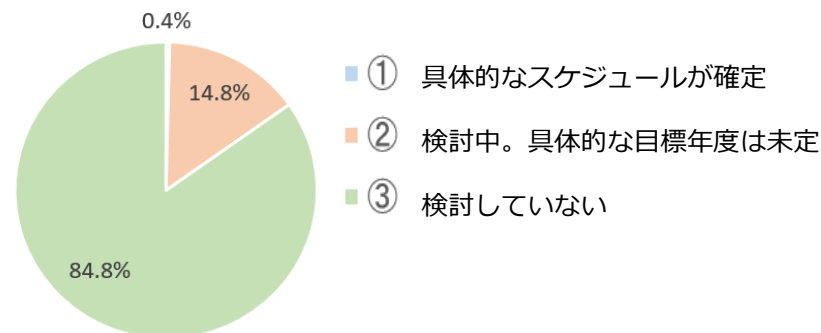
##### 2. 投資家の反応

- 対象：総会前に有報を提出した181社
- 有効回答：129社
- 大した反応なし：113社（87.6%）
- 前向きなフィードバックあり：14社（11%）



##### 3. 株主総会開催時期の後倒し検討状況

- 対象：回答企業260社
- 有効回答：257社
- 検討していない：218社（85%）
- 検討中（目標年度等未定）：38社（15%）
- 具体的スケジュール確定：1社（0.4%）





## Ⅱ.これまでのコーポレートガバナンス改革を踏まえた今後の課題

### 3. 株主総会や開示、株主権等の課題②

#### 株主提案権の行使要件

- 議決権総数の1%又は300個の議決権を6か月間継続して保有する株主に、株主提案権が認められている

#### 株主提案権の見直しの必要性

- 近年、株主提案の件数は著しく増加しており、対応する企業の負担も増大
- 企業の規模や種類を問わず、一律、議決権を300個有していれば株主提案権を有するという現行の制度は合理性に欠けており、廃止すべき
- あわせて、提案権の行使期限の見直しや、業務執行事項に関する定款変更の株主提案は認めないことを検討すべき
- アクティビスト等が短期的利益追求の目的で業務執行事項に関する提案を行っている現状への取り組みは急務
- 企業の中長期的成長を志向する経営の実現に向けて、種類株を活用した長期保有株主を優遇する仕組みなども検討すべき課題

#### 【参考】議決権300個の割合・金額

- 株主提案に必要な議決権300個の保有要件は1981年の制度導入時から見直されていないが、投資単位の引き下げなどにより、議決権300個の投資額は大幅に低下している
- 例えばA社では、1989年末には約4.4億円であった議決権300個の投資額が、本年6月には約460万円にまで下がっている。少額の資金で株主提案を行えることになり、濫用的な株主提案が行われる可能性があるという指摘がある

会社	議決権300個 ÷総議決権数	議決権300個の投資額	
		1989年末	2025年6月
A社	100万分の1未満	4億4,100万円	464万円
B社	1万分の1未満	2億7,600万円	1,032万円

- ・ 注1：2024年9月末の議決権数で計算
- ・ 注2：1989年末は日経平均株価が現在と同水準であった

出所：報道を基に作成

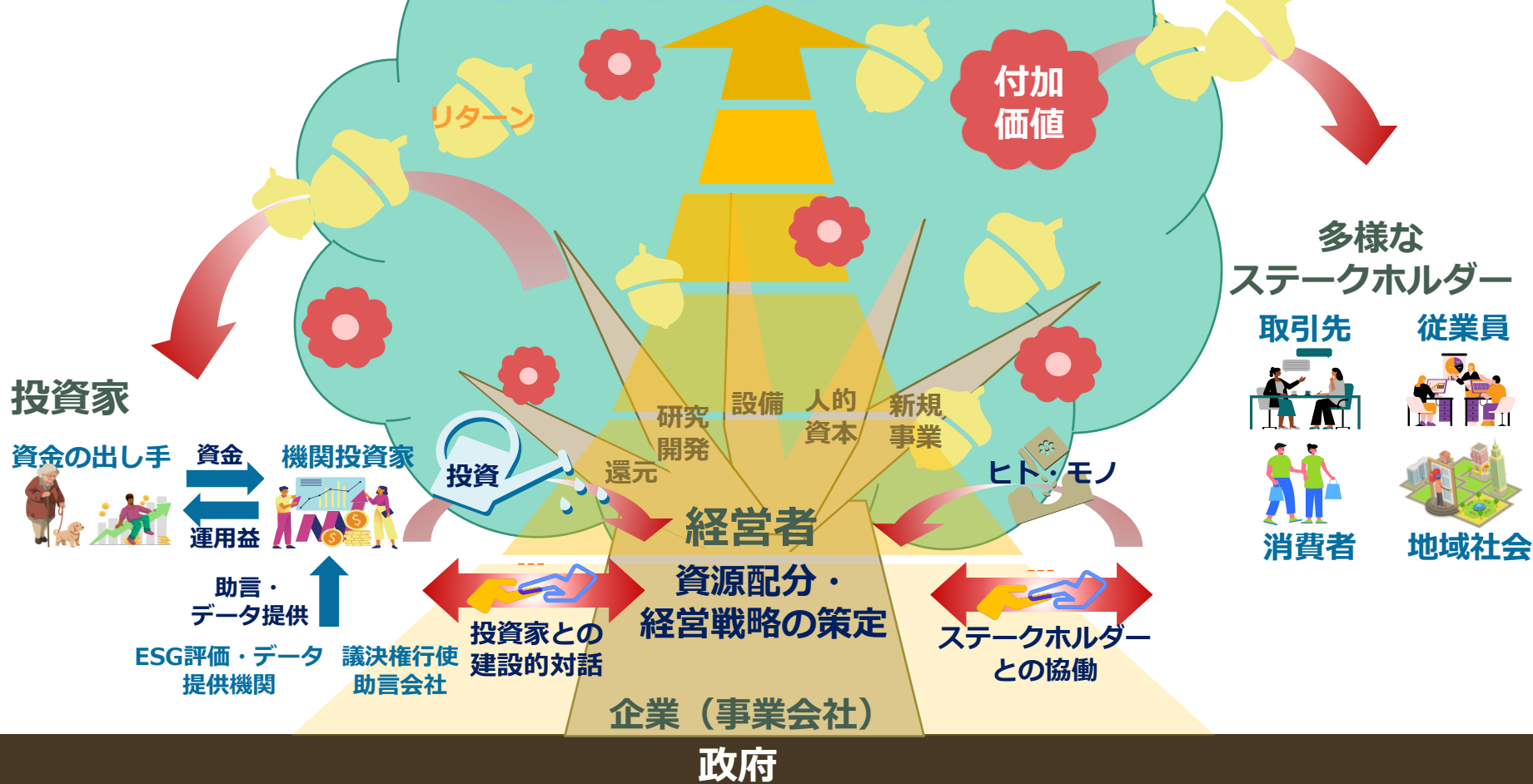
### Ⅲ.おわりに

---

- わが国のコーポレートガバナンス改革は、大きな進展を遂げたものの、改革はまだ途上
- コーポレートガバナンス・コード制定から 10 年の節目に、形式的な対応を超え、実質的な経営改善へと結び付けていくための環境整備が、今後の課題
- 改革の目的は、規範の遵守そのものではなく、健全で持続的な経済成長を支える企業行動の定着
- 制度横断的に不断の見直しを図り、重複排除等による企業の負担軽減、一律的で企業活動の足枷となる規則の見直しなど、企業が自律的かつ柔軟に成長を果たせるような制度設計が必要
- これまで築いてきた基盤の上に、実効性ある取り組みを積み重ねることが重要であり、企業・投資家・制度がそれぞれの役割を果たしつつ、着実に前進を続けていくことを期待

企業の中長期的な価値を育て、  
経済社会の成長の実りをマルチステークホルダーに還元する

# 持続的な成長



企業と投資家の建設的な対話促進に必要な環境整備

ESG評価・データ提供  
機関に係る行動規範

アセットオーナー・  
プリンシプル

スチュワード  
シップ・コード

コーポレート  
ガバナンス・コード

有価証券上場規程(東証)

金融商品取引法

会社法

会社法施行規則

# 【参考】企業と機関投資家との対話における認識のギャップ（1/2）

- 対話に関し、投資先企業と投資家の認識にギャップが残存。例えば、投資家からの「短期的思考」の質疑に終始し、聞きたいことだけ聞いてすぐに終わらせようとしている事例では、企業にとっては建設的な対話につながらないとの声
- 投資家が、企業のCEO、社外取締役、IR担当といった様々な「対話の相手」に応じたアジェンダを設定できていない事例では、建設的な対話につがっていない。また、アセットオーナーへの義務感のみで行う連続性の乏しい質問は、投資先企業に唐突感を与えている
- 対話の内容に関し、資本効率向上に向けて、投資家が重視する項目（例：収益・効率性を管理指標として展開）と、企業が重視する項目（例：コスト削減の推進）にはズレが存在

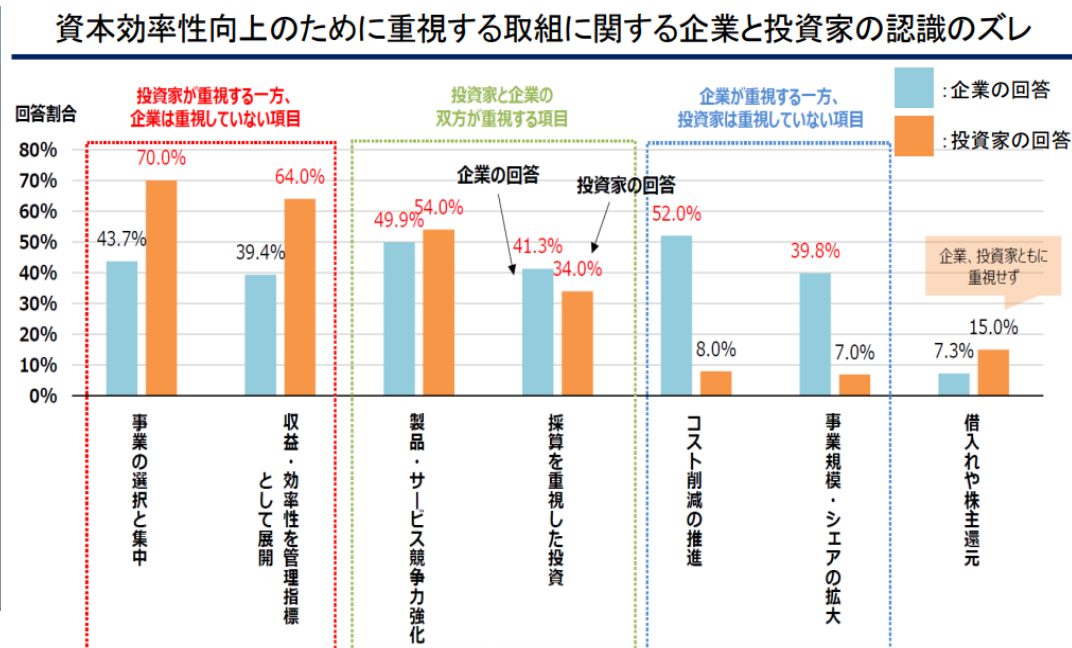
**建設的な対話に発展していない例**

**【投資家側の課題】**

- 投資先企業の足元の数字にしか興味がない
- 自社ファンドの短期的利益のみを追求している
- 開示できない情報を引き出そうとする

**【企業側の課題】**

- 対話の目的が開示の改善のみやどうすれば議決権行使基準を満たすことができるかを知ることのみである
- 企業側のSR・IR担当者間で連携が不十分で、対話の内容が重複する
- 対話することが目的化している



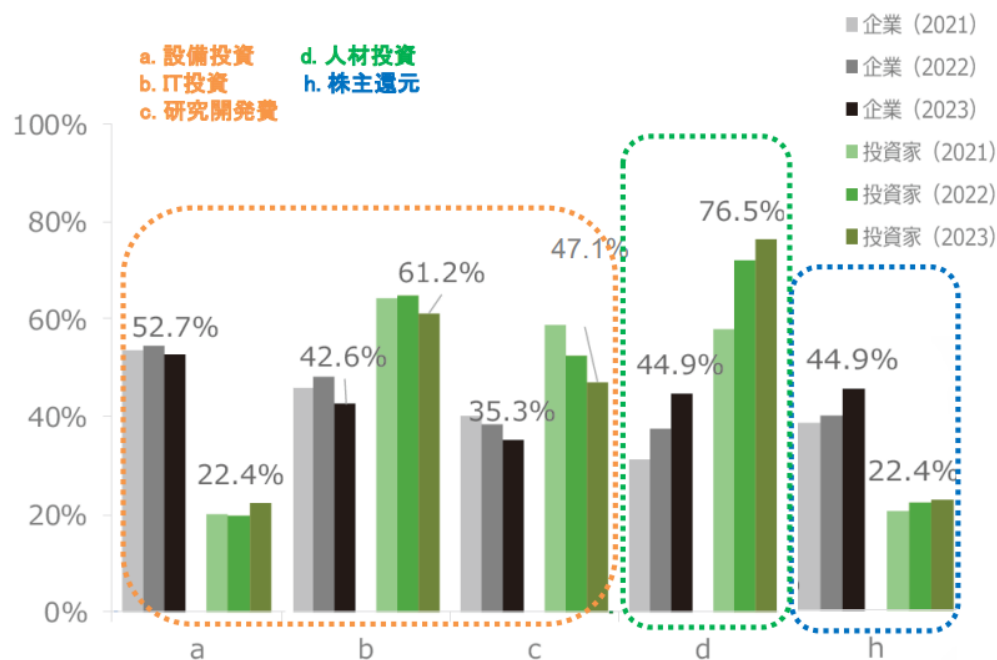
（注）企業の回答数は465者、投資家の回答数は100者。

（出典）内閣官房新しい資本主義実現本部事務局「新しい資本主義実現会議（第31回）」基礎資料（令和7年2月27日）を基に金融庁作成

## 【参考】企業と機関投資家との対話における認識のギャップ（2/2）

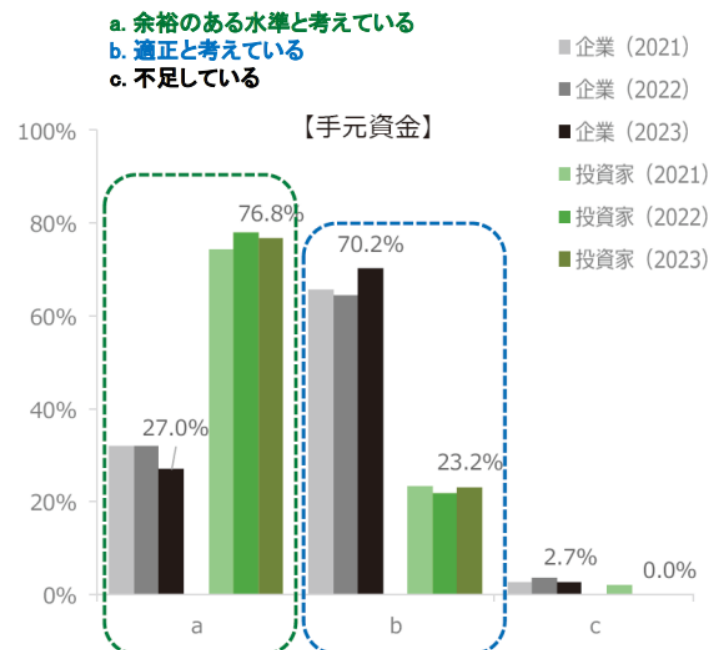
- 中長期的な投資・財務戦略の重要項目に関して、設備投資については企業と投資家の間で認識ギャップは比較的大きい一方、IT投資・研究開発投資ではギャップが小さい。また、人材投資については、多くの投資家が重要視すべき項目と考えている
- 多くの企業は、自社の手元資金の水準について適正と考えている一方、多くの投資家は余裕のある水準と考えている

中長期的な投資・財務戦略の重要項目（企業）/  
重視すべき項目（投資家）



(回答数【企業】: 2023年度:448,2022年度:467,2021年度:469)  
(回答数【投資家】: 2023年度:85,2022年度:97,2021年度:95)

手元資金の水準に関する  
企業と投資家の認識のズレ



(回答数【企業】: 2023年度:440,2022年度:468,2021年度:471)  
(回答数【投資家】: 2023年度:82,2022年度:94,2021年度:94)



## 【参考】株主提案権の行使要件等に関する日米欧比較①

- ❑ 米国では、株主提案権の行使自体は比較的容易とされているものの、会社側は所定の手続きを取ることで特定の項目に係る株主提案を委任状から除外できるほか、提案内容に字数制限も存在
- ❑ 日本では、2019（令和元）年会社法改正で議案の提案数に上限が設けられたが、議題の記載拒絶については規定なし

	日本		アメリカ*
	議題提案権	議案提案権	委任状勧誘資料への記載請求権
概要	一定の事項を総会の目的とするよう請求できる権利	株主が提出する議題の内容の、招集通知への記載を求める権利	株主が総会で決議すべき議題・議案を提案し、それを会社による委任状勧誘資料に記載することを求める権利
行使要件	議決権総数の1%又は300個の議決権を6か月間継続して保有		①市場価格で2,000ドル以上の議決権付株式を3年以上保有 ②市場価格で15,000ドル以上の議決権付株式を2年以上保有 ③市場価格で25,000ドル以上の議決権付株式を1年以上保有
提案数	制限なし	10個まで	1個まで
字数制限	制限なし	制限なし	500語以内（ウェブサイトのURLは1語と数える）
期限	総会日の8週間前の日まで		前年の委任状勧誘資料の発送日の120日前まで
提案内容の制限	制限なし	以下に該当する場合は、会社は招集通知への記載を拒絶できる ① 議案が法令・定款に違反する場合 又は ② 実質的に同一の議案につき株主総会において総株主の議決権の10%以上の賛成を得られなかった日から3年を経過していない場合	以下に該当する場合は、SECにノーアクションレターの申請を行ったうえで資料への記載を排除することが可能 ① 州法上不適切な提案 ② 法令（外国法も含む）、委任状勧誘規則に違反する提案 ③ 個人的な苦情・特別な利害に関する提案 ④ 会社の事業に大きく関係しない提案 ⑤ 会社が行える能力・権限を超える提案 ⑥ 会社の通常の事業運営に関する提案 ⑦ 取締役の選任に関する提案 ⑧ 会社提案議案に反対する提案 ⑨ 会社が既に実施している事項に関する提案 ⑩ 他の議案と実質的に同一な提案 ⑪ 過去5年の総会で十分な支持がなかった議案と実質的に同一 ⑫ 特定の配当に関する提案

※ 州法では特に株主提案に関する手続き的規制はないが、基本定款又は附属定款において、株主が一定の時期までに提案内容を会社に通知しなければならない旨を定めることが認められており、附属定款においてそのような規定が置かれていることが一般的（定時株主総会の開催予定日の60日前又は90日前に通知を求める規定など）

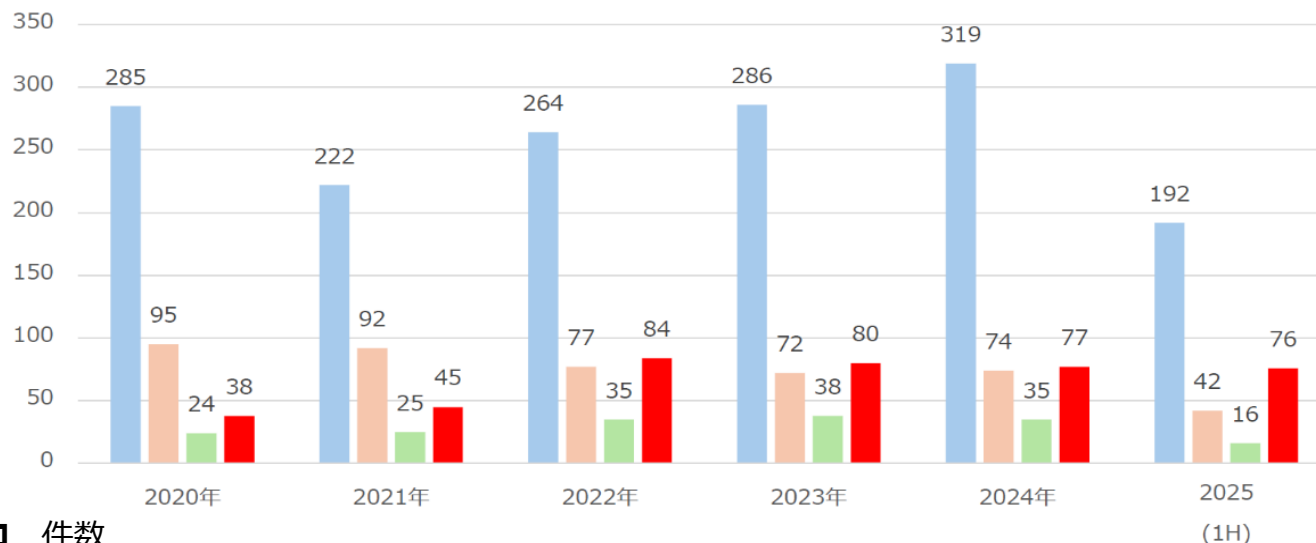
## 【参考】株主提案権の行使要件等に関する日米欧比較②

- 欧州においては、株主提案権の行使要件として、保有株式数に高いハードルが課せられている
- また、濫用的な権利行使と認められる場合には、株主から提案を受けた内容の審議事項への追加等を拒絶できるものとされている

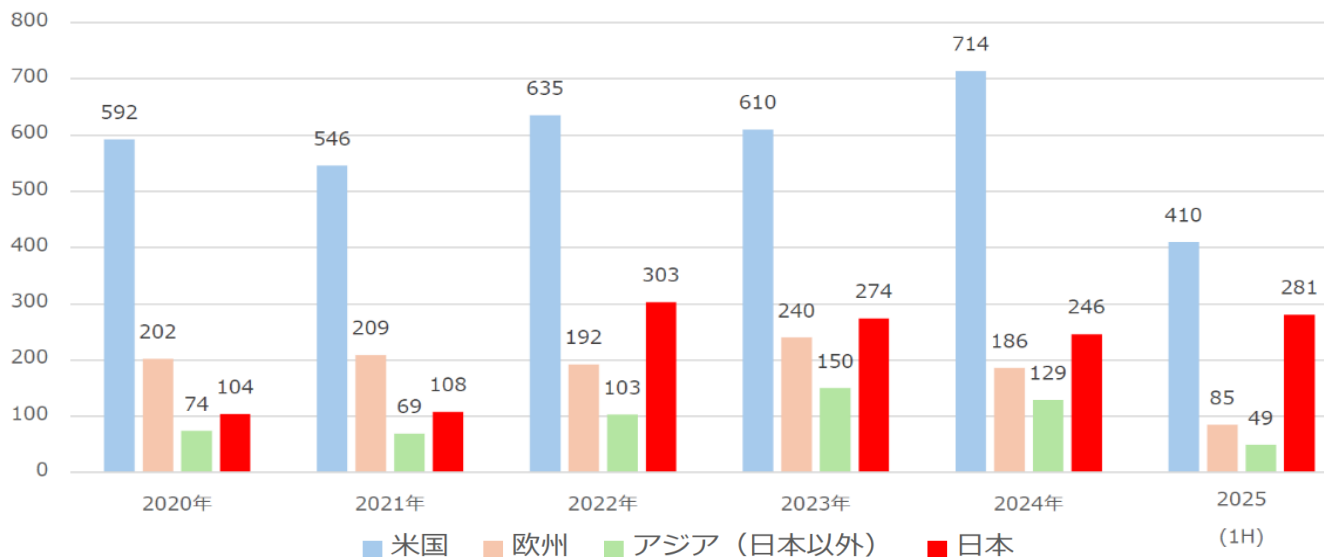
	イギリス	ドイツ	フランス
	議事通知請求権	議題提案権	議題・議案記載請求権
概要	上場会社の株主は、総会において扱われるべきあらゆる事項を審議事項に追加するよう請求することができる	議題（総会の目的たる事項）を議事日程に追加し、公告することを求める権利	争点又は議案を議事日程に記載することを請求できる権利
行使要件	株式の5%以上の保有の株主 又は 総会において行使することができる議決権を有し、かつ、1人当たりの平均払込金額が100ポンド以上の株式を有する100名以上の株主 ※ 1株当たり払込金額は定款に定められており市場価格より低いのが通常	持分が合わせて基本資本の5%に達すること 又は 持分価額が50万ユーロに達する株主であること ※ 持株要件を満たす株式の事前保有（90日間）及び継続保有（請求に対する取締役の決定の時まで）も必要	株式の5%以上の保有
提案数	制限なし	制限なし	制限なし
字数制限	制限なし	制限なし	制限なし
期限	会日の6週間前、又は総会の招集通知発送のいずれか遅いときまで	総会の招集前後どちらでもよいが、招集後の場合には、会日の30日前までに請求が会社に到達する必要あり	総会会日の25日前の通知
提案内容の制限	以下の場合には拒絶可 ① 成立しても定款違反やその他の理由により決議が効力を有しないとき ② 議案が他人の名誉を毀損するとき ③ 議案が法的根拠のないことが明らかなるものであるとき（frivolous）又はいやがらせ目的であるとき（vexatious）	明文の規定はないが、総会の権限外の事項を目的とする場合と権利濫用の場合には拒絶可	制限なし ただし、一定の事項（会社の目的と関係しない事項など）に関する記載請求は拒絶できるとの見解も

# 【参考】機関投資家・アクティビスト等からの提案・主張をめぐる動向（欧米との比較）

## □ 受領企業数



## □ 件数



■ 米国 ■ 欧州 ■ アジア（日本以外） ■ 日本