

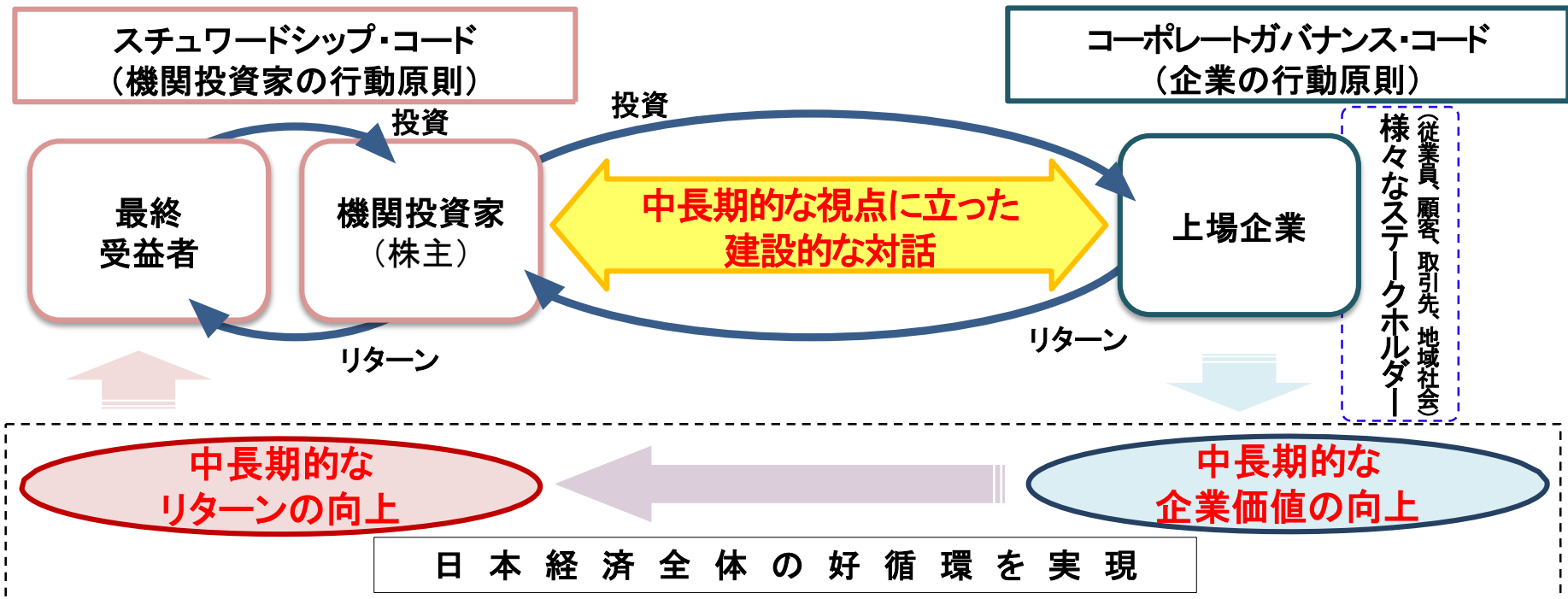
参考資料

(総論)コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取り組み

コーポレートガバナンス改革に向けたこれまでの取り組み

- 安倍内閣発足以降、成長戦略の一環として、
 - 「**スチュワードシップ・コード**」を策定(2014年2月策定・2017年5月改訂)
 - ⇒ **機関投資家(年金基金やその委託を受けた運用機関等)**に対して、企業との対話を行い、**中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すこと**を求める行動原則。
 - 「**コーポレートガバナンス・コード**」を策定(2015年6月適用開始・2018年6月改訂)
 - ⇒ **上場企業**に対して、幅広いステークホルダー(株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等)と**適切に協働**しつつ、**実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図ること**を求める行動原則。

中長期的な視点に立った企業と投資家との建設的な対話



(総論)コーポレートガバナンス改革推進の経緯

2013年	6月	「日本再興戦略」 機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップ・コード)について検討し、取りまとめる。
2014年	2月	スチュワードシップ・コード策定
	6月	「日本再興戦略」改訂2014 上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。
2015年	6月	コーポレートガバナンス・コード適用開始 「日本再興戦略」改訂2015 両コードが車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要がある。
	8月	「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」設置
2016年	6月	「日本再興戦略 2016」 コーポレートガバナンス改革は、引き続き、アベノミクスのトップアジェンダであり、今後は、この改革を「形式」から「実質」へと深化させていくことが最優先課題である。 そのためには、機関投資家サイドからの上場企業に対する働きかけの実効性を高めていくことが有効であり、これにより、中長期的な視点に立った「建設的な対話」の実現を強力に推進していく。
2017年	5月	改訂版スチュワードシップ・コード公表
	6月	「未来投資戦略 2017」 コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくため、引き続き、フォローアップ会議における議論・検討等を通じて、機関投資家・企業による取組みの強化を促していく。
	12月	「新しい経済政策パッケージ」 投資家と企業の対話の際の「ガイダンス」を策定するとともに、必要なコーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。
2018年	6月	改訂版コーポレートガバナンス・コード、「投資家と企業の対話ガイドライン」公表

(総論) 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

趣旨

□ 両コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、東京証券取引所とともに「フォローアップ会議」を設置。

開催状況・審議テーマ

第1回(平成27年9月24日)

⇒ コーポレートガバナンス・コードへの全般的な対応状況と今後の会議の運営方針について議論(議論を踏まえ、意見書を公表)。

第2回(10月20日):取締役会等をめぐる論点(1)

第3回(11月24日):政策保有株式をめぐる論点

第4回(12月22日):取締役会等をめぐる論点(2)

第5回(平成28年1月20日):取締役会等をめぐる論点(3)

第6回(2月18日):

① 取締役会等をめぐる論点(4)

⇒ 意見書(会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方)を公表。

② 企業と機関投資家間の建設的な対話(1)

第7～9回:企業と機関投資家間の建設的な対話(2)～(4)

第10回(11月8日):企業と機関投資家間の建設的な対話(5)

⇒ 議論を踏まえ、意見書(機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方)を公表(11月30日)。

第11回(平成29年10月18日):コーポレートガバナンス改革の進捗状況等

第12回(11月15日):コーポレートガバナンス改革の深化に向けた論点

第13回(12月21日):企業と投資家間の対話に係る論点等

第14回(平成30年2月15日):投資家と企業の対話ガイドライン(案)

・投資家と企業の対話ガイドラインの策定に伴うコーポレートガバナンス・コードの改訂に係る論点

第15回(3月13日):コーポレートガバナンス・コード改訂案

・投資家と企業の対話ガイドライン案

⇒ 議論を踏まえ、提言(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)を公表(3月26日)。

第16回(11月27日):コーポレートガバナンス改革について

メンバー

平成30年12月20日時点

座長

池尾 和人 立正大学経済学部教授

小林 喜光 (株)三菱ケミカルホールディングス 取締役会長

メンバー

岩間 陽一郎 Senior Advisor, Norges Bank Real Estate Management

三瓶 裕喜 フィデリティ投信(株) ヘッド・オブ・エンゲージメント

上田 亮子 (株)日本投資環境研究所主任研究員

スコット キャロン いちごアセットマネジメント(株)代表取締役社長

大場 昭義 一般社団法人日本投資顧問業協会会長

高山 与志子 ジェイ・ユラス・アイアール(株)マネージング・ディレクター 取締役

小口 俊朗 ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役

武井 一浩 弁護士(西村あさひ法律事務所)

川北 英隆 京都大学名誉教授

田中 正明 公益財団法人米日カウンスル 評議員会副会長

川村 隆 東京電力ホールディングス(株)取締役会長

佃 秀昭 エゴンゼンダー(株) パートナー

神作 裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

富山 和彦 (株)経営共創基盤代表取締役CEO

神田 秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授

松山 彰宏 三菱電機(株)取締役

ケリー ワリグ Executive Director, International Corporate Governance Network(ICGN)

オブザーバー

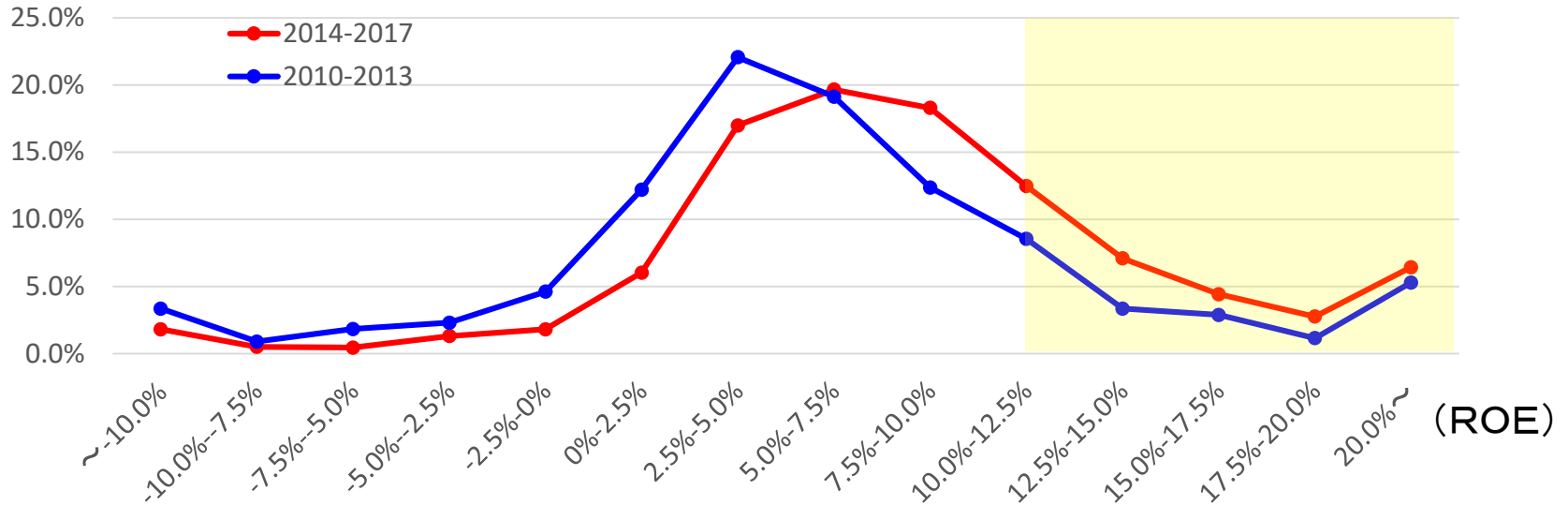
竹林 俊憲 法務省大臣官房参事官

坂本 里和 経済産業省経済産業政策局産業組織課長

I - 資本コストを意識した経営：投資家と企業の意識

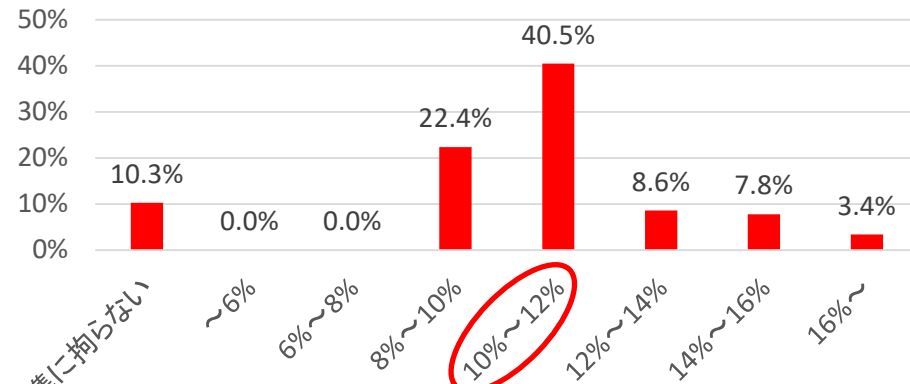
□ ROEの分布は、全体として右側に移動(上昇)しているものの、投資家の期待する水準に達する企業は少数。依然として資本コストへの意識が未だ不十分である企業が多く見られるとの指摘。

(全企業に対する構成比)



(出所) 日経QUICKデータより金融庁作成(東証一部上場企業を対象に2010年から2017年まで8期間の財務数値を集計し、前半4期間と後半4期間を比較)

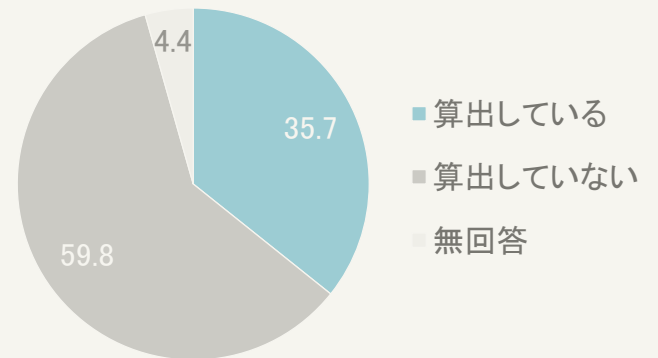
< 中長期的に望ましいROE 水準(投資家) >



(出所) 平成29年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」
 ※2017年10月4日~11月6日実施。上場企業581社、機関投資家116社から回答。

< 資本コストの算出の有無(企業) >

(%; N=361)

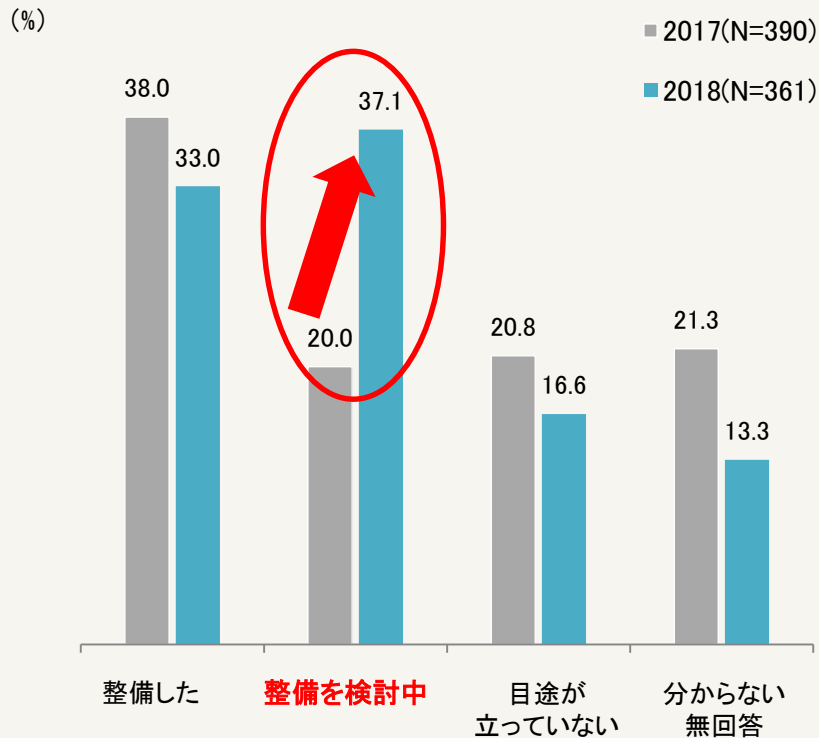


(出所) エゴンゼンダー企業統治実態調査2018結果

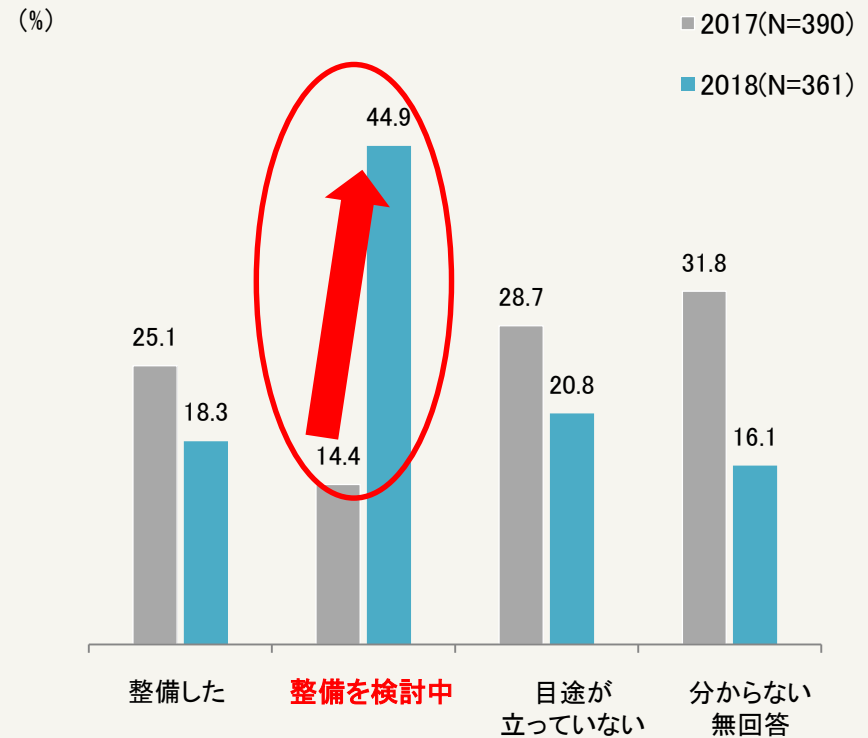
I-①取締役会の機能発揮：CEOの選解任基準

□ CEOの「選任基準」「解任基準」とともに「整備を検討中」とする企業が大幅に増加し、「目的が立っていない」「分からない、無回答」とする企業が大幅に減少。

選任基準



解任基準

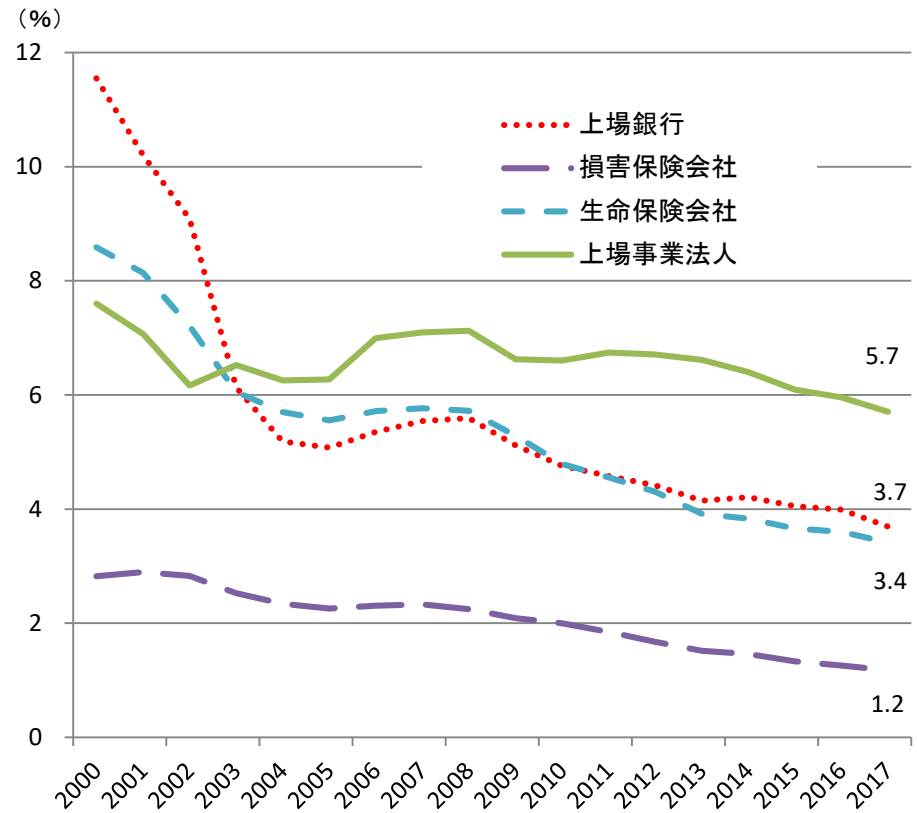
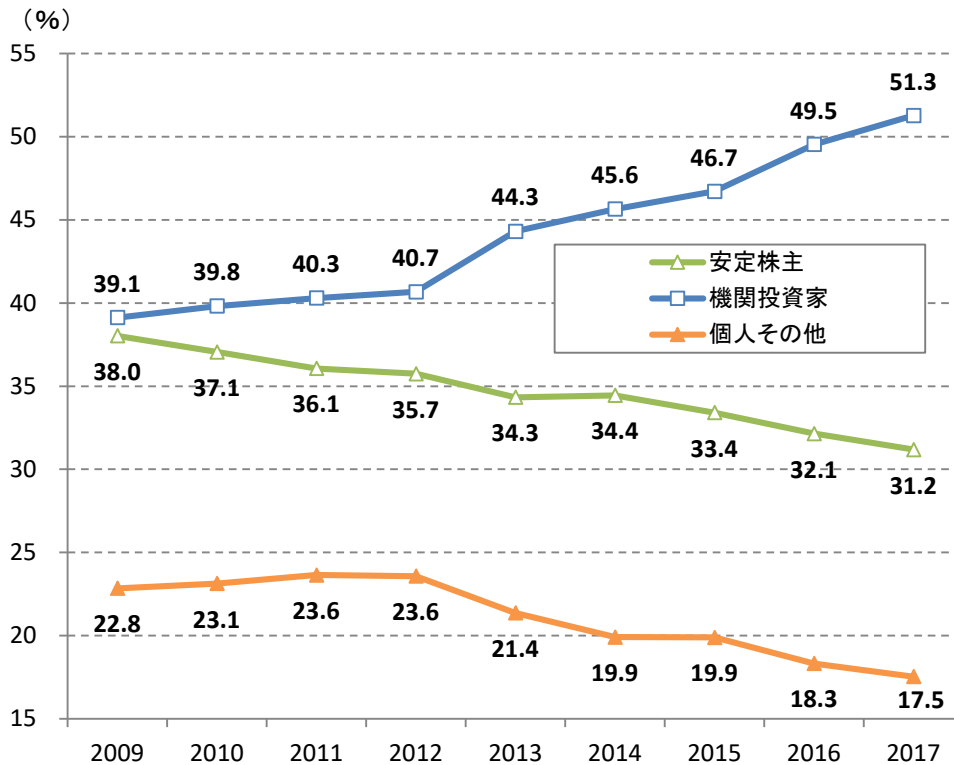


I-②政策保有株式：現状

□ 政策保有株式の議決権に占める比率は減少しつつあるものの、事業法人間等で縮減が進んでおらず、依然として高い水準にあるとの指摘。

安定株主と機関投資家の株主構成
(議決権ベースの比率) ※日経225銘柄

保有主体別に見た持ち合い比率の内訳
(時価ベースの比率)



(出所) 日本投資環境研究所

(出所) 野村証券

(年度)

(注1) 安定株主: 政府及び地方公共団体、銀行、保険会社、事業会社
 機関投資家: 国内年金、国内投信、外国法人(提携先を除く)
 個人その他: 個人その他

(注) 上場会社及び保険会社が保有する他の上場会社株(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社、関連会社株式を除く)。

(注2) 支配株主がいる会社を除いて算出。

I-③開示情報の充実:機関投資家の視点

金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」(第2回)みさき投資株式会社説明資料



有価証券報告書をより良いものにするために:みさきの考え

- 目的: 中長期的な企業価値を高めるために資する
 - ▶ 長期投資家にとっての判断材料として
 - ▶ 投資家と企業の建設的な対話のテーマとして

- コンテンツ
 - ▶ 「稼ぐ力」に焦点を当てた内容の拡充
 - バリューチェーン、ビジネスモデル
 - 事業経済性
 - 競争環境、競争優位

 - ▶ 「経営力」に焦点を当てた内容の深化
 - より深い経営の分析・ディスカッション
 - 過去から減少したデータ開示の代わりに経営側が「分析」する必要性

- 開示スタンス
 - ▶ 細則主義の必要性
 - SEC規程のように

 - ▶ 「ひな形」そのものの深化
 - ひな形作成者も内容の高度化に巻き込む

Ⅱ-議決権行使助言会社:規制に関する海外情勢

	根拠法令等	概要
米国	2017年企業統治改革と透明性に関する法案(上院にて審議中)	<p>以下のような内容が規定されている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ①SECへの登録制(組織体制、利益相反管理等の届出) ②コンプライアンス・オフィサーの設置義務 ③助言案につき対象会社に事前にレビューさせコメントの機会を与える義務 ④助言対象議案数、スタッフ数等を含む年次報告の提出義務
	SECの投資顧問業者向けガイダンス(2014年)	<p>顧客に対する信認義務の一内容として、以下の対応等を求めている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ①議案を十分に分析する能力(人員、体制等)の確認 ②議決権行使助言会社の監督
EU	株主権利指令(2017年6月10日より施行。2019年6月10日までに加盟国において国内法を整備)	<p>議決権行使助言会社において、助言等に関する以下の内容を毎年開示させること等を含む規制を、加盟国において導入することを求めている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ①利用する手法等の特徴 ②議決権行使助言等の質(スタッフの適格性を含む) ③法規制・対象企業固有の事情の考慮の有無 ④市場ごとの議決権行使方針の特徴 ⑤対象企業等との対話の範囲 ⑥利益相反管理の方針等 <p>(参考)ESMA(欧州証券市場監督局)の要請を踏まえ、議決権行使助言会社で構成する機関(BBP Group)が、2014年に議決権助言行使会社の助言活動に関する原則(Best Practice Principle)を策定。</p>
英国	スチュワードシップ・コード(2012年最終改訂)	<p>原則6において、機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合には、利用状況を開示すべきとされている。</p> <p>※FRCのモニタリングレポート(2016年)では、議決権行使助言会社によるBox-ticking approach等の形式的な対応への懸念を踏まえ、確認可能な幅広い事情を踏まえた対応をすべきとされている。</p>

(その他)上場子会社の在り方:基本的な考え方

金融審議会 金融分科会

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告（平成21年6月17日）

Ⅱ. 市場における資金調達等をめぐる問題

4. 子会社上場

現在、上場会社のうち、親会社が存在する企業が相当数存在する状況にある。

親会社が存在する企業の上場については、たとえ少数株主権であっても子会社の流通株式を取引したいとのニーズが投資者に存在すること、親会社によるガバナンスが投資者から評価されている場合もあること等の理由から、そのこと自体を否定することは適切でないとの指摘がある。

しかしながら、親会社と上場子会社の少数株主の間には潜在的な利益相反関係の発生や、親会社による上場子会社の経営の支配等を通じて、上場子会社の株主保護が十分に図られないおそれがあり、必ずしも望ましい上場政策とは言えないとの指摘もある。

こうした問題を勘案すると、これらの上場については、今後、そのあり方が真剣に検討されるべきであると考えられるが、少なくとも利益相反関係や親会社による支配の弊害を解消し、少数株主の権利を保護するための十分な措置が講じられる必要がある。

このため、仮に、今後も子会社の上場が認められていくのであれば、取引所においては、子会社の上場に当たって、親会社や兄弟会社などの出身でない、少数株主の利益を十分に配慮することのできる社外取締役及び監査役の選任を求めるなど、利益相反関係が適切に管理され、親会社による権限濫用が適切に防止されるような実効性あるルールの整備が検討されるべきである。

(その他) 上場子会社の在り方: 指摘

金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」(第16回) 在日米国商工会議所 (ACCJ) 提出資料

Ⅱ. 国際社会が指摘する日本のコーポレート・ガバナンスの課題 : 国際的な原則との整合に見る日本の課題

親会社が株式の過半数を所有する公開企業の多さ
(日本: 350社以上、米国: 30社未満)



(その他)市場構造の見直し:現在の市場構造

金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第18回)東京証券取引所提出資料

- 現在の一般投資家向け市場は、2013年の現物市場の統合までの東京・大阪の市場構造を基本的に維持

(2) ステップアップ先の市場の在り方

※市場第一部

市場第一部 (2,119社)
流通性が高い企業向け

JASDAQ
多様な企業向け市場
(実績ある企業・新興企業)

**JASDAQ
スタンダード(690社)**
(中堅・中小企業)

**JASDAQ
グロース(37社)**
(新興企業)

市場移行

**マザーズ
(268社)**
新興企業向け

**市場第二部
(498社)**
実績ある企業向け

(1) エントリー市場 の在り方

※市場第二部・
マザーズ・
JASDAQ

上場廃止

(3) 市場移行・退出の在り方

注:各市場の上場会社数は、2018年11月末時点

- 統合から5年が経過し、市場構造を巡っては改善すべき点が顕在化
- 各市場の上場会社の特性や、階層化構造としている現状を踏まえ、(1)~(3)の3つの切り口で検討
(昨年10月に設置した「市場構造の在り方等に関する懇談会」において検討を深化)

(その他)市場構造の見直し:各海外取引所の代表市場(市場第一部との比較)

金融審議会「市場ワーキング・グループ」(第18回)東京証券取引所提出資料

	市場に階層あり					市場に階層なし		
	東証	NASDAQ	ロンドン	ドイツ	Euronext	NYSE	香港	シンガポール
名称	市場第一部	Global Select	Premium	Prime	Regulated Market (Compartment A)	NYSE	Main Board	Main Board
コンセプト	—	世界で最も上場基準が厳しい市場	上場基準のより厳格な市場	国際投資家向け市場	(時価総額10億€以上)	大規模・中規模企業向け市場	実績のある企業向け市場	実績のある企業向け市場
社数	2,119	1,445	500	310	292	2,434	1,889	465
下位市場社数	498 (第二部)	814 (Global)	324 (Standard)	144 (General)	233 (Compartment B)	282 (AMEX)	391 (GEM)	212 (Catalist)
時価総額中央値	520億	1,260億	1,277億	846億	5,325億	2,054億	217億	117億
時価総額上位5%平均	1.3兆	2.3兆	2.8兆	3.6兆	9.7兆	5.7兆	0.87兆	0.44兆
時価総額下位5%平均	69億	80億	68億	34億	1,186億	117億	29億	7.7億
昇格	変更申請				自動変更	—	—	—
降格	指定替え	変更申請			自動変更	—	—	—
売買代金(2017年)	680兆	1,133兆	200兆	169兆	222兆	1,453兆	213兆	24兆

2018年11月時点