

事務局説明資料

2022年5月16日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検

- A) コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究
- B) 企業へのインタビュー

II. 個別論点

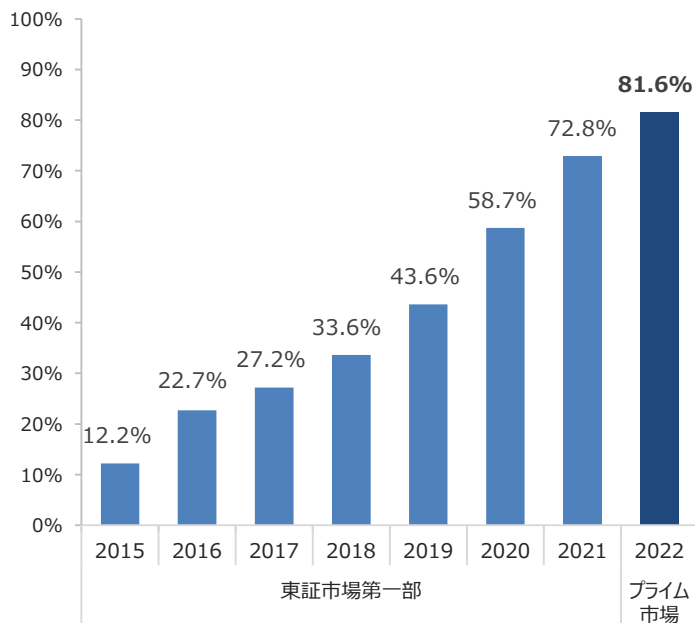
- A) 持続的な成長に向けた課題
- B) 企業と投資家との対話に係る課題

III. ご議論いただきたい事項

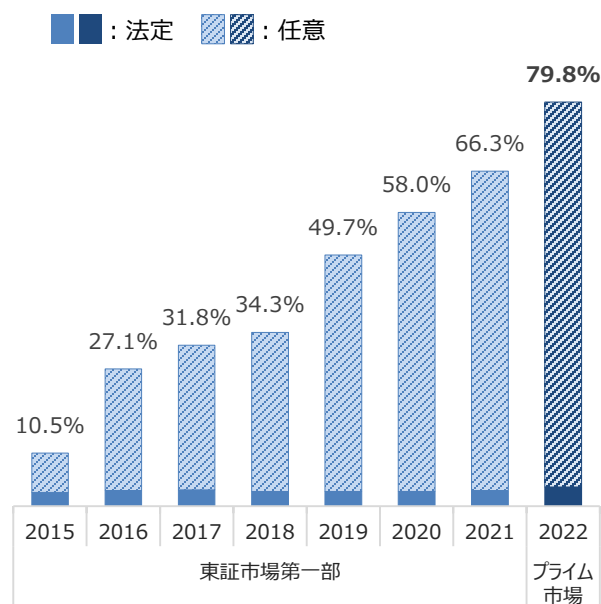
コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検について①

- 2014年のスチュワードシップ・コード策定以降、累次のコーポレートガバナンス改革を実施。2021年のコーポレートガバナンス・コードの再改訂を受けて、各企業におけるガバナンス改革の取組みは一層進展。
- 2022年4月時点の上場企業のコーポレートガバナンス体制を見ると、以下の進展がみられる。
 - プライム市場上場企業の8割超(81.6%)が、3分の1以上の独立社外取締役を選任。
 - プライム市場上場企業の8割弱(79.8%)が、指名委員会(任意を含む)を設置。8割超(82.0%)が報酬委員会(任意を含む)を設置。

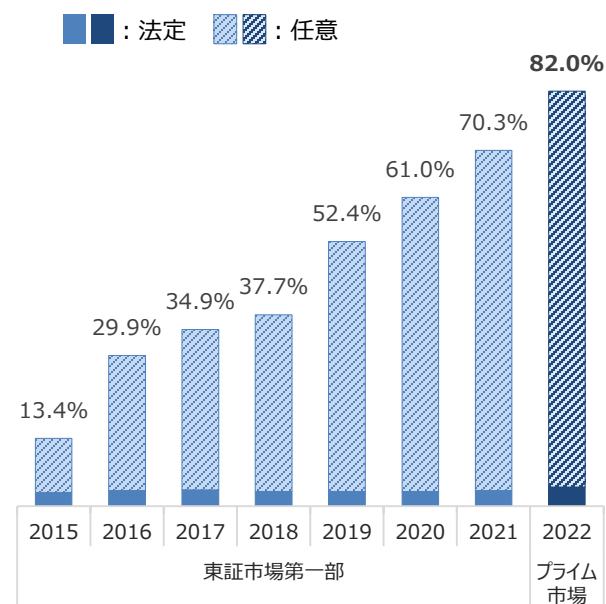
独立社外取締役を1/3以上選任する企業の比率推移



指名委員会設置会社の比率推移



報酬委員会設置会社の比率推移



(注) 2022年は4月14日時点のガバナンス報告書データを集計
(出所) 東京証券取引所

コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検について②

□ コーポレートガバナンス改革の取組みが進展する一方、次のような指摘も聞かれる。

【企業からの指摘】

- コードは「コンプライ又はエクスプレイン」の枠組みだが、実際には「エクスプレイン」すると投資家に十分理解されるか不安。また、そのエクスプレインのための検討が大変。こうした中、一部において、コードへの対応が形式的になっているおそれ。
- コード改訂やガバナンス改革の取組みが、企業価値や「稼ぐ力」の向上につながっているか検証が必要。

【機関投資家からの指摘】

- 企業との充実した対話の実現に向け、対話を支える制度的要素も含め、一層の改革が必要。
- 持続的な成長に向け、現預金・内部留保の一層の活用などを検討すべき。

□ 改訂版コーポレートガバナンス・コードへの企業の対応状況が出そろい、東証の市場再編が実施されたタイミングに合わせ、コーポレートガバナンス・コード再改訂後の中間点検の一環として、次の2点を実施。

- コーポレートガバナンス改革に関する実証研究の整理
- コーポレートガバナンスに関する取組みについての企業へのインタビュー

点検作業のポイント

- ✓ 上場企業各社のガバナンスの充実・強化に向けた取組みの内容、取組みによりもたらされた効果とその要因、ガバナンスを「稼ぐ力」に結びつけるための工夫、現時点における実質的な改革に向けた課題とその要因
- ✓ 投資家やステークホルダーと上場企業とのエンゲージメントに対する評価や課題、エンゲージメントを効果的にするための工夫

I. コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検

A) コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究

B) 企業へのインタビュー

II. 個別論点

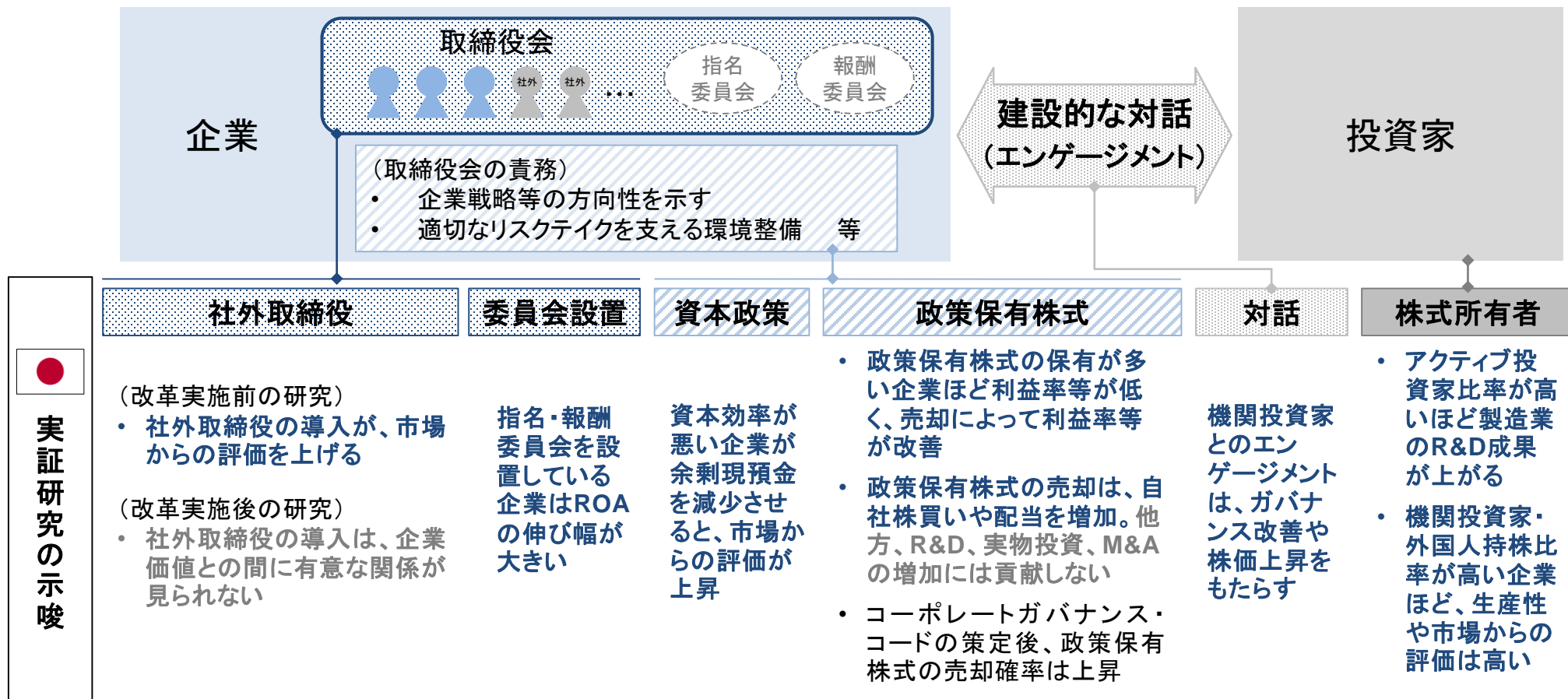
A) 持続的な成長に向けた課題

B) 企業と投資家との対話に係る課題

III. ご議論いただきたい事項

コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究 — 概観

- 海外では、コーポレートガバナンス制度の整備や機関投資家による株式保有が、どのような条件の下で企業のパフォーマンスに影響を与えるかについて、実証研究^(注)の蓄積がある。
- 他方、日本のコーポレートガバナンス改革実施以降の期間を対象とした実証研究の数は必ずしも多くなく、その結果も区々であることから、日本の実証研究においては、改革の評価は定まっていない。



(注) コーポレートガバナンス改革の取組み(社外取締役の導入等)が、企業のパフォーマンス(ROE、ROA、株価等)にどのような影響を与えたか、統計学的・定量的手法を用いて検証した研究
 (出所) 早稲田大学 宮島英昭教授、慶應義塾大学大学院 齋藤卓爾准教授、円谷メンバー提供資料等より金融庁作成

- 海外では、どのような条件の下でコーポレートガバナンス制度の整備や機関投資家による保有が、企業のパフォーマンスに影響を与えるかについて、実証研究の蓄積がある。

コーポレート ガバナンス

- Gompers et al.(2003)は、整備されたコーポレートガバナンス制度は、企業パフォーマンスを引き上げると分析。
- 企業パフォーマンスへの個別の経路についても、
 - 新興国を中心とした多国間比較では、整備されたコーポレートガバナンス制度が、リスクテイクやM&Aを促進することが知られている。例えば、John et al.(2008)は、整備されたコーポレートガバナンスは、収益のボラティリティで計ったリスクテイクを高めることを示した。
 - 米国の多くの研究は、経営権市場やブロック株主の存在が事業再組織化を促進すると分析。
 - Kaplan & Minton(2012)は、米国では、近年のコーポレートガバナンスの変化により、1990年代以降の経営者の交代頻度、交代の業績感応度の上昇があったと分析。

エンゲージメント・ 株式所有者

- 米国企業については、ブロック株主の存在や機関投資家保有比率のパフォーマンスへの効果について、必ずしも明確な実証研究結果は得られていない。他方、Ferreira & Matos(2008)は、新興国を含む世界27か国の上場企業について、海外機関投資家の保有比率が市場からの評価やROAに正の効果を持つと分析。
- 機関投資家が配当・現預金保有などの資本政策に与える影響について、米国では明確な効果は検出されていない。他方、Short et al.(2002)は英国について、Jeon et al.(2011)は韓国について、機関投資家の高い保有は配当を引き上げるとの分析を行っている。また、Aggarwal et al.(2011)は、新興国23か国を対象に、機関投資家の保有が経営者交代の業績感応度を引き上げると分析。

コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての最近の実証研究① – 社外取締役

- 国内のコーポレートガバナンス改革実施以降を対象とした実証研究の数は、現時点では必ずしも豊富ではない。
- 社外取締役と企業価値の関係についての実証研究では、改革実施前には、社外取締役の導入が市場からの評価を上げるとするものが比較的多い一方、改革実施後の研究では、企業価値との間に有意な関係が見られないとしているものが多く、評価は定まっていない。

社外取締役と企業価値の関係についての最近の主な実証研究

	分析年	独立性の有無	被説明変数	結果
大柳・関口 (2001)	2000年	不問	売上高伸び率と売上高経常利益率を足した独自スコア	結果は混在
宮島・原村・稲垣 (2003)	2002年	不問	Tobin'sQ、ROA	影響なし
Yoshikawa & Phan (2003)	1999～2000年	考慮	ROA、TSR	影響なし
宮島・新田・齊藤・尾身 (2004)	1986～2000年	不問	TFP	影響なし
三輪 (2006)	2004年度	考慮	Tobin'sQ	有意にプラス
宮島・新田 (2006)	1998～2004年	一部考慮	ΔROA	有意にプラス
入江・野間 (2008)	2007年3月	考慮	Tobin'sQ、ROA	Qは有意にプラス、ROAは非有意
内田 (2009)	2003～2004年度	不問	Tobin'sQ、ROA	Qは有意にプラス、ROAは非有意
Saito (2009)	1996～2006年	不問	ROA	有意にプラス
三輪 (2010)	2004～2008	考慮	Tobin'sQ、ROA	Qは有意にプラス、ROAは非有意
清水 (2011)	2004.3～2008.3	不問	Tobin'sQ	有意にプラス
内田 (2012)	2002.12～2011.03	不問	Tobin'sQ	影響なし
齋藤 (2012)	1997～2007年	不問	ΔROA	有意にプラス
宮島・小川 (2012)	2005～2010年	考慮	ROA	結果は混在
武田・西谷 (2014)	2012年3月	考慮	Tobin'sQ	有意にプラス
金・権 (2015)	2005～2010年	不問	TFP	影響なし
Miwa & Ramseyer (2015)	1986～1994年	不問	Q、TSR、ROA、ROE (経常利益)、総資産成長率	有意にマイナス
森川 (2019)	2009～2016年度	考慮	ΔROA・ΔTFP	影響なし
Kochiyama & Ishida (2020)	2015～2016年	不問	Tobin'sQ、ROA	影響なし
Morikawa (2020)	2014～2017年	考慮	CAPEX、R&D、ROA、TFP	影響なし
野間・藤本 (2021)	2004.3～2016.3	不問	Tobin'sQ、ROA、ROABEI、配当比率	Q、ROA、配当比率が有意にプラス

コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての最近の実証研究② – 委員会設置、資本政策

- 委員会設置についての研究では、指名委員会、報酬委員会の設置等は、ROAを向上させるとの示唆を得たものがある。
- 資本政策についての研究では、資本効率が悪い企業が余剰現預金を減少させると、市場からの評価が上昇すると示唆を得たものがある。

取締役会組織、資本政策と企業価値の関係についての最近の主な実証研究

分野	文献	分析 始期	分析 終期	分析結果
委員会設置	経産省 (2018)	2013	2017	<ul style="list-style-type: none"> • 次の特徴とコーポレートガバナンス・コード策定前後でのROAの伸び幅は、正の相関。 <ul style="list-style-type: none"> - 指名委員会設置 (特に指名委員会で社長・CEOの指名を議論している企業) - 報酬委員会の設置 (同上) - 取締役会や指名委員会での社長・CEOの後継者計画の監督を行っている企業
委員会設置	大橋 (2018)	2004	2016	<ul style="list-style-type: none"> • 指名委員会等設置会社は監査役会設置会社と比較して、損失認識の適時性 (利益計上よりも損失計上のスピードが速い) に有意な差異は認められない。 • 損失認識の適時性は、指名委員会等設置会社における監査委員会の社外性との有意な関係は無いが、監査委員会の規模が小さいほど、また会計専門家が少ないほど、上がる。
資本政策 政策保有株式 社外取締役	伊藤ほか (2017)	2013	2017	<ul style="list-style-type: none"> • 2015年前後において、 <ul style="list-style-type: none"> - 配当の増加と、ROE、ROA、トービンのQの変化量は有意に正の相関。 - ROEが8%を下回る企業は、余剰現預金の減少とトービンのQの変化量は有意に正の相関。 - 持合株式比率の減少は、トービンのQの変化量と有意に正の相関。 - 社外取締役を0人から1人に増やした企業は、ROE、ROAの変化量を有意に増加。
資本政策	奥・高橋・渡部 (2018)	2016	2016	<ul style="list-style-type: none"> • 他企業の株式取得等や自社株買いを行った企業のうち、「資本効率に改善の余地がある企業」(余剰現預金保有等) は「それ以外の企業」と比べて、統計的な有意性は確認できなかったものの、株価上昇率が高い。

コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての最近の実証研究③ — 政策保有株式等

- 政策保有株式の保有が多い企業ほど利益率等が低く、売却によって利益率等が改善するとの示唆を得た研究がある一方で、政策保有株式の売却は、自社株買いや配当を増加させる一方で、R&D、実物投資、M&Aの増加には貢献しないとの示唆を得たものもある。

政策保有株式等と企業価値の関係についての最近の主な実証研究

分野	文献	分析 始期	分析 終期	分析結果
政策保有株式	円谷・柳樂・金 (2020)	2010	2018	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株式を多く持つ企業ほど、翌期の利益率が有意に低い。政策保有株式売却後は、有意に利益率、売上高成長率が高くなる。 政策保有株式を一定程度多く持つ企業の利益率は安定する有意な傾向があるが、一定の保有水準以上は上がらなくなる。
政策保有株式	Jidinger & Miyajima (2020)	2011	2017	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株式の売却は、自社株買い、配当の増加には貢献するが、R&D、実物投資、M&Aの増加には貢献しない。
政策保有株式	野口 (2022)	2018	2021	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株主比率が高い企業の利益は、有意に低く株価に反映され、その比率が0%である企業の利益は有意に高く反映される。
その他	異島 (2019)	2009	2017	<ul style="list-style-type: none"> 内部統制上の重要な問題を開示した企業の監査報酬は、開示しなかった企業よりも有意に高い。 期中に有報を訂正した企業は、その期の決算時に内部統制上重要な問題を開示する傾向が有意に高い。

エンゲージメント・株式所有者についての最近の実証研究

- 機関投資家とのエンゲージメントがガバナンス改善や株価向上に寄与するとの示唆を得た研究がある。
- アクティブ投資家比率は製造業のR&D成果を向上させる一方、パッシブ投資家はそうした効果を持たないとの示唆や、機関投資家や海外投資家の比率は、生産性（ROA）や市場からの評価を上げるとの示唆を得た研究がある。

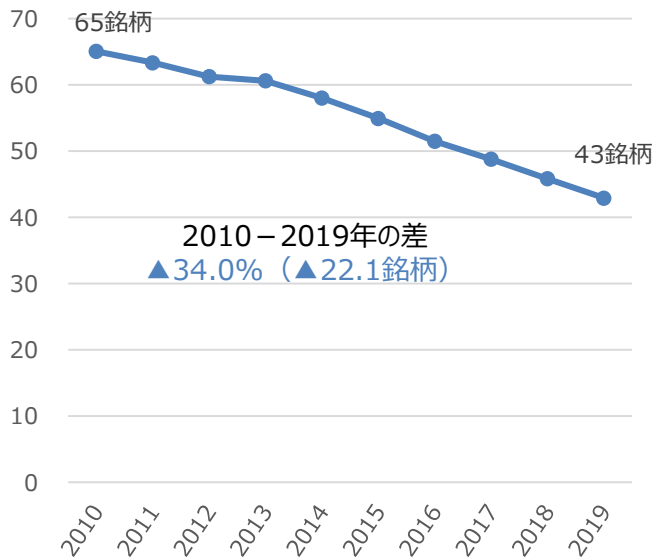
エンゲージメント・株式所有者と企業価値の関係についての最近の主な実証研究

分野	文献	分析 始期	分析 終期	分析結果
エンゲージメント・ 株式所有者 社外取締役	井上 (2020)	2011	2018	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家比率、海外投資家比率、アクティブ投資家比率、社外取締役選任比率（2016年以降）が高い企業ほど、事業売却実施確率は有意に高い。 アクティブ投資家比率は製造業企業のR&D成果に有意に正の効果を持つ一方、パッシブ投資家比率は正の効果を持たない。
エンゲージメント・ 株式所有者 取締役会組織	Kojima et al. (2020)	2014	2018	<ul style="list-style-type: none"> 同族企業は非同族企業に比べてトービンのQは有意に優れるが、ROAは有意に劣る。 機関投資家の株式保有は、同族企業と非同族企業の両方の業績に有意に正の効果。 取締役会の規模と非同族企業の業績は正の相関だが、同族企業では相関無し。 外資所有は同族企業と非同族企業の両方のROAを向上させるが、取締役会の独立性は同族企業の業績を有意に否定。
エンゲージメント・ 株式所有者	Sakawa & Watanabe (2020)	2010	2016	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家又は外国人株主の比率が高いほど、日本企業においても、トービンのQやROAは有意に高くなる。またその効果はスチュワードシップ・コード実施後に有意に大きくなっている。 外国人株主による上記のモニタリング機能は、高成長企業ではより強くなる。
エンゲージメント・ 株式所有者	Fujita & Yamada (2021)	2008	2019	<ul style="list-style-type: none"> 企業グループについて、 <ul style="list-style-type: none"> - 少数株主比率が大きいほど、親会社に利益がシフトしている - 少数株主比率が大きいほど、子会社の売上高の伸び率が高い
エンゲージメント・ 株式所有者	日高・池田・井上 (2021)	2017	2019	<ul style="list-style-type: none"> エンゲージメント後にガバナンス改善（独立取締役比率の上昇、政策保有株式比率の縮小、買収防衛策の廃止、及び役員持株比率の上昇）。特に、複数社が同一企業にエンゲージメントを行った場合に顕著な改善。ROEについても改善。
エンゲージメント・ 株式所有者	Becht et al. (2021)	2009	2019	<ul style="list-style-type: none"> ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパンがエンゲージメントを行った企業の平均累積異常リターン（CAR）は、エンゲージメントの目的達成が公表された前後で、約2.6%に上る。

[参考] 政策保有株式の売却は進んだのか？ — 「政策保有株に関する実証研究(仮)」宮島・齋藤

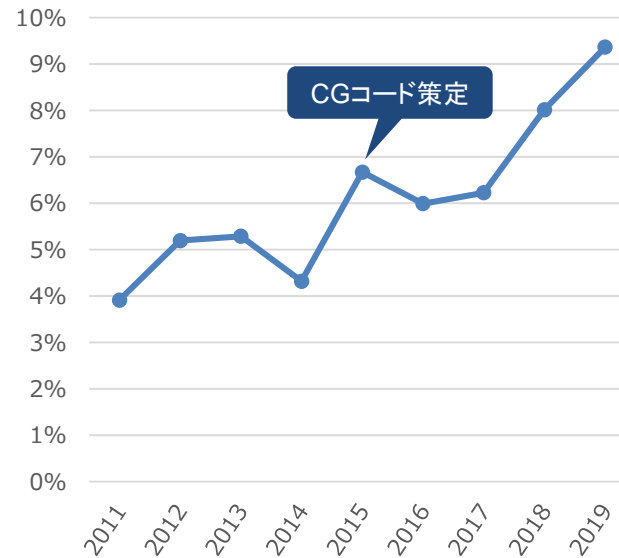
- 2010年の開示規制導入以降、政策保有株式の平均保有銘柄数は約34%減少。
- 2015年のコーポレートガバナンス・コードの策定前後で、政策保有株式の売却確率は上昇しており、コードの原則1-4(政策保有株式)、原則4-8(独立社外取締役の有効な活用)等が政策保有株式の売却を促進した可能性。
- 一方で、売却は持分の小さい銘柄に集中しており、発行済み株式数に占める持株比率で見ると、約0.8%ptしか減少しておらず、事業会社間の政策保有株式の売却が順調に進んでいるとは言いがたい。

保有する政策保有株式の銘柄数の平均



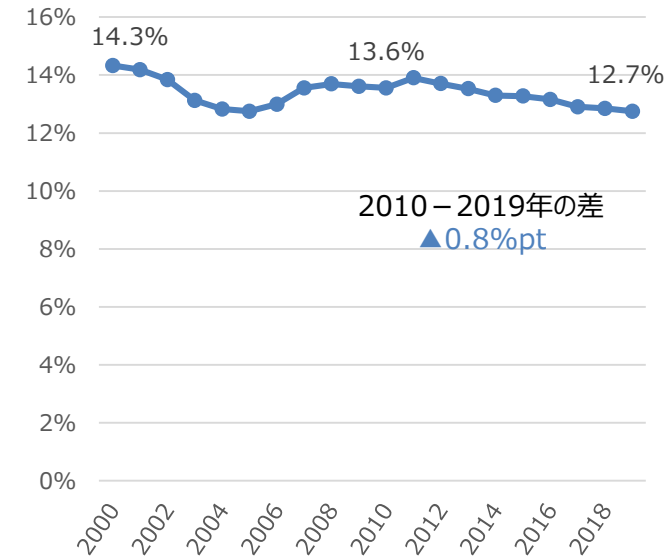
(注)【対象企業】2010年時点で政策保有株式を10銘柄以上保有していた東証1部上場企業(金融業除く)

政策保有株式の売却確率の推移



(注)【売却確率】各年の売却された銘柄数÷全銘柄数

発行済み株式数に占める「政策保有株式」の持株比率の平均



(注)【対象企業】2010年時点で政策保有株式を10銘柄以上保有していた東証1部上場企業(金融業除く)
【政策保有株式の持株比率】(事業法人等持株比率)-(15%以上を保有する事業法人の持株比率)-(創業家資産管理会社等の持株比率)

[参考] 政策保有株式の売却の決定要因の分析 — 「政策保有株に関する実証研究(仮)」宮島・齋藤

- 2010年以降の各社の政策保有銘柄を分析したところ、持合い関係にある銘柄は売却されにくいことや、取引関係が弱いと考えられる銘柄は売却されやすいとの示唆が得られた。
- また、社外取締役の増加は、持分の大きい銘柄、持合い関係にある銘柄の売却も含め、政策保有株式の売却を促進するとの示唆も得られた。

分析の概要

- 利用したデータ: 2010年以降に開示されるようになった政策保有株式の保有状況
- 対象: 東証1部上場企業(金融業除く)
- 期間: 2011年度～2019年度
- 観察値の単位: 保有企業-被保有企業-年度 (例:A社がXX年に保有しているB社銘柄の有無)
- 分析モデル: $\Pr(\text{売却}=1) = f(\text{保有側企業の特性}, \text{被保有側企業の特性}, \text{両企業間の関係}, \text{年度ダミー})$

□ 主な分析結果

- 持合い関係にある銘柄は売却されにくい。
- 取引関係が弱いと考えられる銘柄は売却されやすい。
- 社外取締役の増加は、持分の大きい銘柄、持合い関係にある銘柄の売却も含め、政策保有株式の売却を促進。

[参考] 掲載文献一覧①

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, vol.100, 154-182.
- Becht, M., Franks, J. R., Miyajima, H., & Suzuki, K. (Icko). (2021). Outsourcing active ownership in japan. *SSRN Electronic Journal*.
- Ferreira, M., & Matos, P. (2008). The Colors of Investors's Money: The Role of Institutional Investors Around the World, *Journal of Financial Economics*, vol.88, 499-533.
- Fujita, K., & Yamada, A. (2022). Conflicts between parent company and non-controlling shareholders in stakeholder-oriented corporate governance: Evidence from japan. *Journal of Business Economics and Management*, 23(2), 263-283.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, vol.118, 107-156.
- Jeon, J., Lee, C., & Moffett, C. (2011). Effects of Foreign Ownership on Payout on Payout Policy: Evidence from the Korean Market. *Journal of Financial Markets*, vol.14, 344-375.
- Jidinger, J., & Miyajima, H. (2020). Does regulation matter? Effects of corporate governance reforms on relational shareholdings in japan. *Discussion Paper Series 20-E-003*.
- John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate Governance and Risk-taking. *Journal of Finance*, vol.63, 1679-1728
- Kaplan, S., & Milton, B. (2012). How Has CEO Turnover Changed?. *International Review of Finance*, vol.12, 57-87.
- Kochiyama, T., & Ishida, S. (2020). Iss's proxy voting guidelines and roe management *Social Science Research Network*.
- Kojima, K., Bishnu, K. A., & Le, T. (2020). Corporate governance and firm performance: A comparative analysis between listed family and non-family firms in japan. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(9), 215.
- Miwa, Y., & Ramseyer, M. (2015). 2014 Amendments to the Corporate Code, "Corporate Governance Code", and "Outside Directors". *THE OSAKA GAKUIN REVIEW OF ECONOMICS*, 28(2), 15-140.
- Morikawa, M. (2020). Effects of outside directors on firms' investments and performance: Evidence from a quasi-natural experiment in Japan. *Journal of the Japanese and International Economies* 56.
- Saito, T. (2009). Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison. *Working Paper, Kyoto Sangyo University*.
- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability*, 12(3), 1021.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. (2002). The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, vol.8, 105-122.
- Yoshikawa, T., & Phan, P. (2003). The performance implications of ownership-driven governance reform. *European Management Journal*, 21(6), 698-706.
- 異島須賀子. (2019). 内部統制報告制度の現状分析. *現代監査*, 2019(29), 65-76.
- 伊藤邦雄, 加賀谷哲之, 鈴木智大, 河内山拓磨. (2017). 日本におけるガバナンス改革の「実質的」影響をめぐる実証分析. *一橋ビジネスレビュー*, 65(3), 76-92.
- 井上光太郎. (2020). 第2回事業再編研究会資料5.
- 入江和彦, 野間幹晴. (2008). 社外役員の実効性と企業価値・業績. *経営財務研究*第28巻第1号38-55.

[参考] 掲載文献一覧②

- 内田交謹. (2009). 取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響. *旬刊商事法務*No.1874, 15-22.
- 内田交謹. (2012). 社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス(特集 コーポレートガバナンス). *証券アナリストジャーナル*, 50(5), 8-18.
- 大橋良生. (2018). 企業統治形態と損失認識の適時性 —指名委員会等設置会社に関する分析—. *青森公立大学論叢*, 3(2), 3-16.
- 大柳康司, 関口了祐. (2001). コーポレート・ガバナンスと企業業績との関係—社外取締役・社外監査役・執行役員制に関するアンケート調査分析. *旬刊商事法務*, 1594, 14-22.
- 奥愛, 高橋秀行, 渡部恵吾. (2018). 日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証. *PRI Discussion Paper Series (No.18A-05)*, 財務総合政策研究所総務研究部.
- 金榮慤, 権赫旭. (2015). 生産性と賃金の企業規模間格差. *日本労働研究雑誌* 649, 14-29.
- 経済産業省. (2018). 指名委員会・報酬委員会に関する参考資料(企業アンケート等の結果).
- 齋藤卓爾. (2012). 立法事実と実証分析の利用:取締役会の構成に関して. 「国家と市場の相互関係におけるソフトロー・ビジネスローの戦略的研究教育拠点形成」事務局編, 20, 29-41.
- 清水一. (2011). 社外取締役の導入,委員会制度への移行と企業価値—パネルデータによる分析. *大阪経大論集* 61(5), 31-47.
- 大和総研. (2018). ダイバーシティと企業パフォーマンス(3) —各役職における女性の登用状況と財務パフォーマンスの関係—.
- 武田克巳, 西谷公孝. (2014). 独立社外取締役やその属性別選任と株主価値. *証券アナリストジャーナル*, 52 (5), 84-94.
- 円谷昭一, 柳樂明伸, 金鐘勲. (2020). 政策保有株式と会計数値の関係. *資本市場*, 417, 56-66.
- 野口倫央. (2022). 政策保有株主比率が会計情報の価値関連性に及ぼす影響—IFRS適用企業に焦点を当てて—. *AGUビジネスレビュー*, 2, 79-89.
- 野間幹晴, 藤本洋. (2021). 社外取締役の導入が企業価値に与える影響. *Disclosure & IR* 19, 46-55.
- 日高航, 池田直史, 井上光太郎. (2021). 機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果. *RIETI Discussion Paper Series 21-J-036*.
- 宮島英昭, 原村健二, 稲垣健一. (2003). 「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」報告書の概要. *財経詳報*, 2337, 5-10.
- 宮島英昭, 新田敬祐, 齊藤直, 尾身祐介. (2004). 企業統治と経営効率—企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響—. *ニッセイ基礎研究所報 2004年Vol.33*.
- 宮島英昭, 新田敬祐. (2006). 日本型取締役会の多元的進化—その決定要因とパフォーマンス効果—. *財務省財務総合政策研究所*.
- 宮島英昭, 小川亮. (2012). 日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか?:取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果. *RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013*.
- 三輪晋也. (2006). 日本企業の取締役会と企業価値. *日本経営学会誌* 第16号56-72.
- 三輪晋也. (2010). 日本企業における取締役会の構成と外国人株主の株式所有. *國士館大學政経論叢*第152号, 105-127.
- 森川正之. (2019). 日本の産業競争力向上の課題:生産性と交易条件. *世界経済*, 63(6), 6-13.

I. コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検

A) コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究

B) 企業へのインタビュー

II. 個別論点

A) 持続的な成長に向けた課題

B) 企業と投資家との対話に係る課題

III. ご議論いただきたい事項

企業へのインタビュー：調査方法、実施企業名

- 個別企業におけるコーポレートガバナンス関連の取組みとそれへの受け止めを調査するため、金融庁において、2021年12月から翌年4月にかけて、企業への個別インタビューを実施（エグゼクティブレベル及びワーキングレベル）。
- 経団連からの推薦企業を含め、東京証券取引所上場企業の中から16社を選定。
- インタビューの進め方としては、まずワーキングレベル（取締役会事務局等）で一定項目についてヒアリング。その上で、一部企業について、ワーキングレベルでの回答を踏まえ、エグゼクティブレベル（社長、会長、取締役会議長、その他役員）の面談を実施。

インタビュー実施企業（50音順）

- アステラス製薬株式会社
- 株式会社荏原製作所
- 株式会社エフピコ
- オムロン株式会社
- 花王株式会社
- サンフロンティア不動産株式会社
- 信越化学工業株式会社
- スズキ株式会社
- 住友電気工業株式会社
- TDK株式会社
- 株式会社ニトリホールディングス
- 富士通株式会社
- 三井物産株式会社
- 三井不動産株式会社
- ヤマハ株式会社
- 横河電機株式会社

御協力いただいた企業の皆様に感謝申し上げます。

コーポレートガバナンス改革に関する企業へのインタビュー 概観

- 個別企業におけるコーポレートガバナンス関連の取組みと、それへの受け止めを調査するため、金融庁において、経団連の協力を得つつ、企業への個別インタビューを実施。

【インタビュー実施企業】(50音順)

アステラス製薬、荏原製作所、エフピコ、オムロン、花王、サンフロンティア不動産、信越化学工業、スズキ、住友電気工業、TDK、ニトリHD、富士通、三井物産、三井不動産、ヤマハ、横河電機

総論

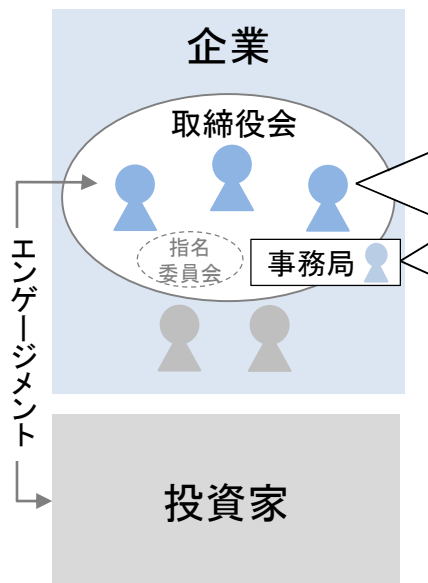
コーポレートガバナンス改革への主な評価

- ・ 執行陣を含め多くの企業から、取締役会の審議の充実・中長期的な経営戦略の議論の深化によって企業経営に良い影響が生じた、投資家との対話から経営に有益な示唆を得られた、といった声が聞かれ、**コーポレートガバナンス改革の方向性及び有効性は広く支持されている**ことを示唆。

指摘された主な課題

- ・ コンプライへのプレッシャーが企業にある中で、コーポレートガバナンス・コードが、**企業経営の細部に至る要請を行うことで、かえって企業が形式のみを整えることとなり、改革が形骸化**することを懸念する声があった。
- ・ 機関投資家の形式的な議決権行使、特に中堅以下の規模の企業における対話の機会不足、実質株主把握の困難等の課題へ対応することにより、**より質の高い対話を促進すべき**との指摘もあった。

インタビューにおける企業の声



コーポレートガバナンス

取締役会の機能発揮

執行側との役割分担

経営陣の指名

取締役会の実効性評価

エンゲージメント

- ・ **コーポレートガバナンス改革は、長期的には企業価値向上に有益**であり、企業価値向上を志向したコーポレートガバナンス・コードの方向性は評価する。
- ・ **執行側からの説明方法を創意工夫すること等により、取締役会の審議が充実し、社外取締役から有益な指摘・助言が得られ、果断な意思決定が行えた。**
- ・ 取締役会で中長期的な経営戦略を議論し、執行に権限移譲。その執行の進捗確認を通じてモニタリングする形により、**経営のスピードが上がり、中長期的な戦略に沿った経営ができた。**
- ・ 指名委員会が社内の信頼を得ることで、その**指名委員会に指名された執行陣が強いリーダーシップ**を持てる。
- ・ **取締役会の実効性評価を通じて、コーポレートガバナンス改革のPDCAを回すことにより、取締役会の質の向上**につながった。
- ・ 社長や取締役会議長、社外取締役が積極的・継続的に対話に取り組むことや、中長期的な視点で企業を見てくれる投資家と対話を行うことで、**投資家から経営に対する有益な示唆**を得られた。

企業へのインタビュー：コーポレートガバナンスに関する企業の意見①

- コーポレートガバナンス改革は、長期的には企業価値向上に有益であり、企業価値向上を志向したコーポレートガバナンス・コードの方向性は評価するとの声が多くあった。
- コンプライへのプレッシャーが企業にある中で、コードが企業経営の細部に至る要請を行うことで、かえって企業が形式のみを整えることとなり、改革が形骸化することを懸念する声があった。

コーポレートガバナンスに関する主な意見

コーポレート ガバナンス 総論

- **ガバナンス改革は長期的な視点で見れば、企業価値の向上に大きく貢献する。**「ガバナンス改革は企業価値の向上には結びつかない」という人もいるが、経営と執行の分離が図られ、ガバナンス改革を継続していくことで、執行が安心して業務執行に専念できるようになり、結果的に価値の創造が可能になる。（取締役会議長）
- **日本企業のガバナンスの実態は「執行中心主義」であり、次の社長に「たすきをつなぐ」いわば「駅伝経営」というべきもの。たすきをつながれたトップは前例否定ができずに企業価値の向上につなげられない。**日本では取締役会の在り方が「ステークホルダー中心か株主中心か」ではなく「執行中心かステークホルダー中心か」の対立。（取締役会議長）
- 一部の日本企業に見られるような不祥事やお家騒動対応の観点からも、「執行中心主義」のガバナンスには限界がある。執行が余計な問題に専念する必要がなく価値創造に専念できる環境創出に向けて取締役会が監督機能を発揮することが重要。（取締役会議長）
- **経営の機動性・妥当性・透明性を確保すること、株主に対する受託者責任と説明責任を履行し、全てのステークホルダーと適切に協働することをコーポレートガバナンスの基本的な考え方にしている。**（会長兼取締役会議長）
- **ステークホルダーに対して説明責任を果たすべき事項は、既に大部分がコーポレートガバナンス・コードに取り入れられており、コードを改訂してこれ以上細かくする必要はないと考えている。**（会長兼取締役会議長）
- **コーポレートガバナンス・コードはソフトローであり、会社にとって最も良い方針は何かを考えていこうと取締役会メンバーに常に言っている。「コンプライ・オア・エクスプレイン」のコードにおいて、コンプライできないものは経営者が哲学・理念を持ってエクスプレインすることが重要。**（取締役会長）
- **コンプライ・オア・エクスプレインと言いつつ、コンプライしなければならないプレッシャーを感じる。**（経営企画部）
- **コーポレートガバナンス・コードが考えるきっかけとなって、「組織経営」としてパトタッチしている。創業者だけが引っ張る「機関車型」でなく、全員が動力を持つ「新幹線型」の経営に変えていく。**（社長兼取締役会議長）
- **2021年に改訂されたコードは、知財・TCFD・中途採用者など、新たな項目が入っており驚いた。コードに入れられたことで形式的な対応が進み、かえって形骸化しないか懸念。**（法務部・取締役会事務局）

企業へのインタビュー：コーポレートガバナンスに関する企業の意見②

- 執行側からの説明方法を創意工夫すること等により、取締役会の審議が充実し、社外取締役から有益な指摘・助言が得られ、果敢な意思決定が行えたとの意見があった。
- 取締役会で中長期的な経営戦略を議論し、執行に権限移譲。その執行の進捗確認を通じてモニタリングする形により、経営のスピードが上がり、中長期的な戦略に沿った経営ができたとの意見があった。

コーポレートガバナンスに関する主な意見（続）

取締役会の機能発揮

- 取締役会は、ステークホルダーの負託を受けて、「執行が業務執行に専念できる体制を築く」責任がある。執行にとって都合の良い人を社外取締役としても駄目で、執行がやりやすい環境を作してほしい、という投資家からの期待に応える組織でなければならない。（取締役会議長）
- 取締役会議長が、リスクマネジメントやサステナビリティに係る委員会や経営会議等に全て陪席。これにより取締役会の議題の選択、設定に対して責任をもった判断が可能になる。執行の判断事項の中でも取締役会で議論すべき事項を把握することができ、取締役会の議論をデザインできる。経営会議を経て、社外取締役会議、取締役会で議論し、指摘された課題は次回までに執行側で検討するという流れであり、これにより案件の内容を把握できるとともに議論に厚みが出た。（取締役会議長）
- 取締役会の数日前に事前検討資料を配り、事前説明も行っている。また、社外取締役の選任後に、合宿プログラムを行い、座学や工場視察や企業理念経営の理解の促進に取り組み、各事業の理解を深めてもらっている。企業理念に理解を持つ取締役会だからこそ、事業売却について、企業理念に基づき、ベストオーナーという発想で、今後の当社、当該事業に属する社員の幸せ、社会への貢献的な面で望ましい姿を考え、決断できた。（取締役会事務局）
- 取締役会での社外役員からのコメントを受け、3回程度付議しなおすことや、中には付議を取り下げた事例もある。審議は充実している一方、タイムマネジメントに注意が必要にもなった。（取締役会事務局）

執行側との役割分担

- 経営の鍵はスピード。スピード向上のためには、権限の根幹を取締役会が持ち、その権限を経営会議、そして各事業部へと移譲し、権限移譲された以上は、きちんと実施し、取締役会へ報告するサイクルにすべき。EmpowermentとTransparencyのサイクルを回すことで、取締役会は経営に関わる重要課題の検討に時間を使えるようになった。また、経営会議が社長の御前会議だと、集団思考停止になってしまう。経営会議で侃侃諤諤の議論を行うことで、執行側が取締役会から信頼を得ることができ、権限移譲につながる。（会長）
- 決議事項、報告事項のほかに、中長期的・今後の課題、中長期経営計画の進捗等、取締役会が長期の株主目線でしっかり審議すべきものを、取締役会の年間計画として決定。取締役会が中長期的な観点をに入れていくことで、執行がしっかりと検討・判断して改革してきた部分もある。幸いそれで企業価値が上がってきた。（取締役会事務局）

企業へのインタビュー：コーポレートガバナンスに関する企業の意見③

- 指名委員会が社内の信頼を得ることで、その指名委員会に指名された執行陣が強いリーダーシップを持つとの意見があった。
- 取締役会の実効性評価を通じて、コーポレートガバナンス改革のPDCAを回すことにより、取締役会の質の向上につながったとの意見があった。

コーポレートガバナンスに関する主な意見（続）

経営陣の指名

- 企業価値を上げることは執行にしかできない。これに対して取締役会ができることはその環境を創出すること。その一つが社長の指名である。そのためには指名委員会への社内からの信頼が必要となる。指名委員会に対する信頼があれば社長の選任に対しても組織に対する正当性を与え、同時に指名委員会により選ばれたということで執行や社長が前任者に不必要に忖度することなく力を発揮できることになる。（取締役会議長）
- 社長選任の際は、任意の指名委員会において、まず次期社長に求められる資質とは何かについて議論した上で、候補者の絞り込みを行った。候補者を会議に参加させるなど、委員会メンバーが候補者と直接接点を得られる機会を設けて、候補者の資質や適性を理解できるようにしている。（法務部・取締役会事務局）
- 日本の指名委員会等設置会社は、指名・報酬に関して一部の取締役で構成される委員会が最終決定権限を有している。社長の選解任（やサクセッションプラン）という重大決定に関わる人が3、4人と少数になるよりは、取締役会で社外の知見を最大限発揮いただく方が適していると考えます。（会長兼取締役会議長）

取締役会の実効性評価

- 取締役会がステークホルダーに対する責任があると思っていれば、自分達の取組みが正しいか判断をするために、取締役会の実効性評価を当然受けたいと思うはず。取締役会の実効性評価はマストのものであり、これがなければガバナンス改革は進まない。（取締役会議長）
- 取締役会の実効性に関する第三者評価を踏まえて、議長と事務局を中心に、今後1年どうするかを素案を作り、取締役会でそれを議論して決め、1年回していった。次の年は自己評価として、1年回してみようかを取締役に書いてもらった。どんどんPDCAを回していくことで、取締役会の質を徐々に上げていっている。（取締役会室）
- 毎年の実効性評価の中で、次期の重点テーマを決定、翌年に取り組みを繰り返している。例えば、実効性評価において、次期重点テーマとしてサステナビリティが挙げられたことを受け、取締役会でサステナビリティの基本方針、サステナビリティ目標を設定し、マテリアリティを整理した。これに基づき、社内でサステナビリティに対する取組みが促進され、企業価値向上につながってきている。（取締役会事務局）

企業へのインタビュー：エンゲージメントに関する企業の意見

- 投資家とのエンゲージメントに関しては、社長や取締役会議長、社外取締役が積極的・継続的に対話に取り組むことや、中長期的な視点で企業を見てくれる投資家と対話を行うことで、投資家から経営に対する有益な示唆を得られたとの意見があった。
- 他方、機関投資家の議決権行使が形式的、特に中堅以下の規模の企業では投資家との対話の機会が少なく、改革のインセンティブ付けに乏しい、実質株主の把握ができないことがある、等の課題の指摘があった。

エンゲージメント

- 取締役会とは別に、外部の意見をもたらず投資家は経営にとって非常にありがたい。取締役会が中長期的に取り組を進めるにあたり、中長期的に見てくれる投資家は重要で、これを増やすことは執行側にとっても有益。（取締役会議長）
- 米系投資家の業種ごとの専門チームからは的確な質問が多く、同種ライバル企業の情報も踏まえた分析をしており、勉強になる。（会長兼取締役会議長）
- 経営の質を高めたいと考える投資家との対話は重要。特に厳選した企業に投資する投資家は、重要なステークホルダーでありコンサルタント。投資家の思考と技術を経営に取り込むことが経営のパフォーマンスを向上させ企業価値向上につながる。（取締役会事務局）
- 大手の投資家は、中長期の株式保有のためには、投資先企業の方針や経営陣のスタンスをしっかりと確認すべきとの方針になってきたように思う。経営者としても、中長期目線で株式を保有してくれる投資家を歓迎するし、中長期目線で経営し、企業の生み出した価値をステークホルダーに分配するように心がけたい。（取締役会長）
- 投資家から様々な指摘があっても、対話を継続することが重要。投資家を中心とするステークホルダーとの対話と企業の説明責任をベースに考えると、企業がやるべきことは自ずと決まってくる。（会長兼取締役会議長）
- 当社は、社長、CFOに加え、社外取締役である議長やその他の社外取締役も対話に積極的。社外取締役を過半数にすれば直ちに株価が上がるということではない。社外取締役が客観的な視点に加えて会社の実像を踏まえた助言や議論を行うようになり、さらにそのことを投資家にしっかり説明することで評価が上がっていく。（執行役員）
- IRでアナリストと対話することはあるが、当社が投資家と話すことはほとんどない。GPIFのパッシブ投資は、女性、ESG等のインデックス連動や、時価総額1,000億円以上のみを対象とするなど、当社は対象に入らず、恩恵はこぼれてこない。ガバナンス改革はしたいが、株価への影響の有無を考えると、コストをかけるのは困難。（執行役員）
- 投資家がカストディ経由で株式を所有しており、実質株主が把握できない例がある。また、一部投資家や議決権行使助言会社はエクスプレインの内容をみず、形式的に判断しているのではないかと感じる。（取締役会事務局）

目次

- I. コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検
 - A) コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究
 - B) 企業へのインタビュー

II. 個別論点

- A) 持続的な成長に向けた課題
- B) 企業と投資家との対話に係る課題

III. ご議論いただきたい事項

コーポレートガバナンス改革と企業の成長投資の推移

- コーポレートガバナンス改革は、中長期的な企業価値の向上に向けて、経営陣の果敢なリスクテイクを支えることを狙いとしてきたが、日本企業の成長投資（設備投資、研究開発・知財投資、人的投資等）は、コーポレートガバナンス・コード策定以降、小幅な伸びに留まっている。

コード
策定

コード
改訂

コード
再改訂

【基本原則4】

上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、

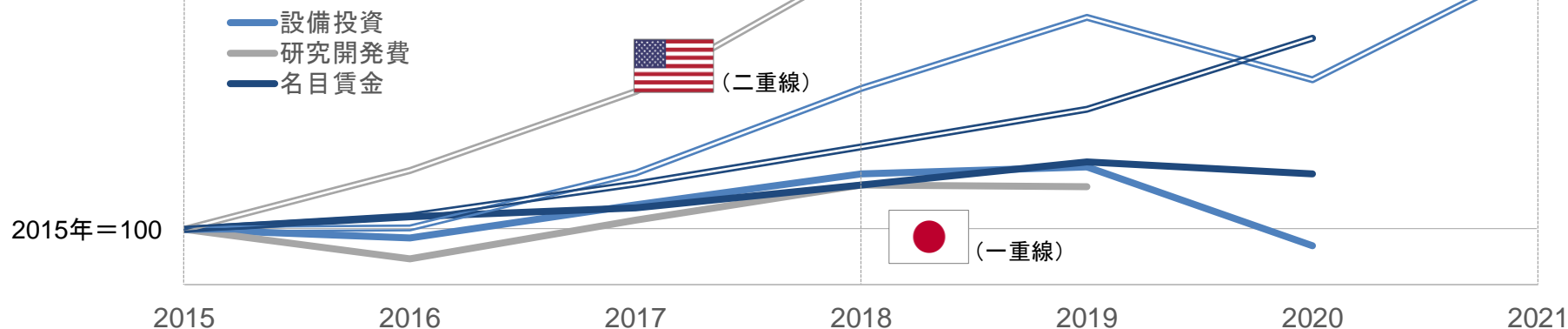
- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

【原則 5-2】(改訂後)

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

【補充原則4-2②】(新設)

取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである。



コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の議論の進展と企業の認識

- コーポレートガバナンス・コード再改訂後も、政府等において、企業の知的財産や人的資本等への経営資源の配分に関する議論は進展。しかし、投資家と比較すると、未だ企業には、その重要性が十分に認識されていない。

コード再改訂後の議論の進展

【内閣官房】

- ・ 知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会(2021.8~2022.1)
⇒ 「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」公表(2022.1)
- ・ 非財務情報可視化研究会(2022.2~)

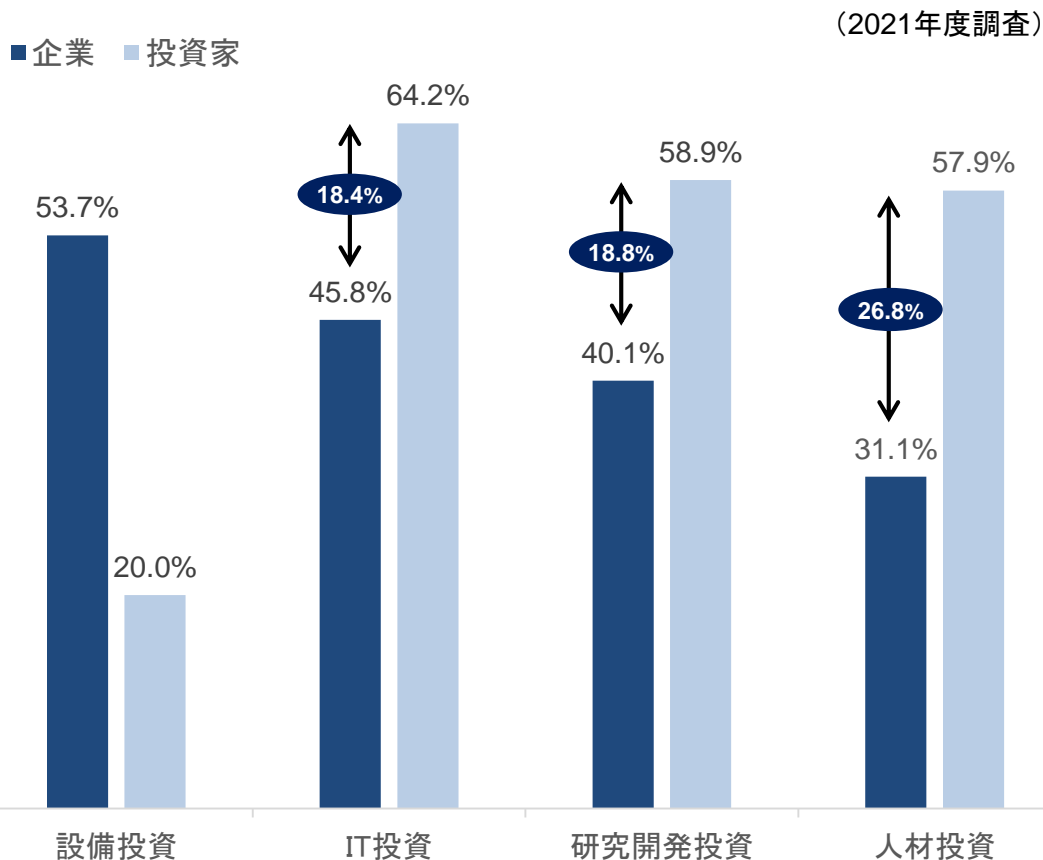
【経済産業省】

- ・ サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会(2021.5~)
- ・ 価値協創ガイダンス改訂WG(2021.11~)
- ・ 非財務情報の開示指針研究会(2021.6~2022.3)
⇒ 「IFRS財団が公表したISSBプロトタイプに対する基礎的見解」公表(2022.3)
- ・ 人的資本経営の実現に向けた検討会(2021.7~)
- ・ CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)研究会 第3期(2021.11~)

【海外】

- ・ ICGN
⇒ 「ICGNグローバル・ガバナンス原則」改訂(2021.9)

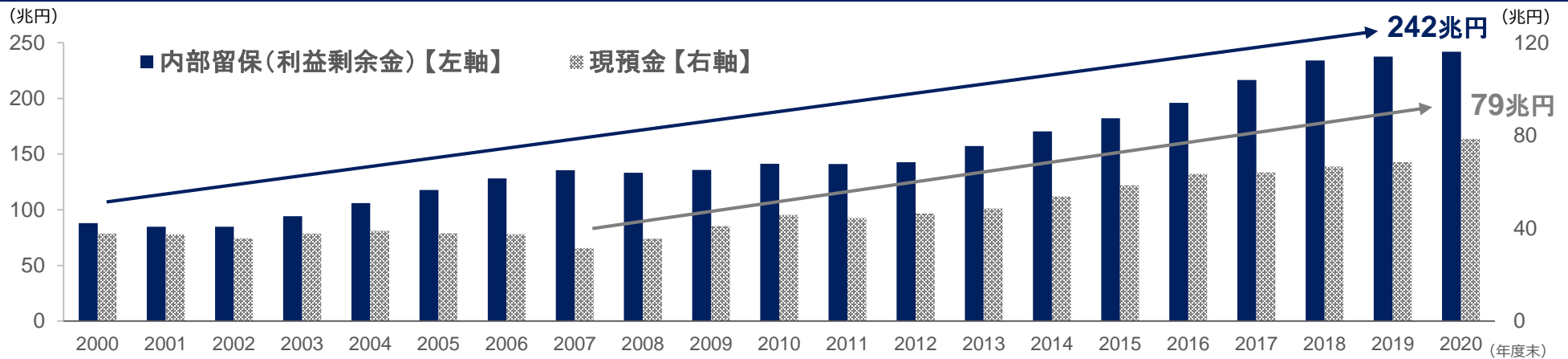
中長期的な投資・財務戦略の重要項目/重視すべき項目



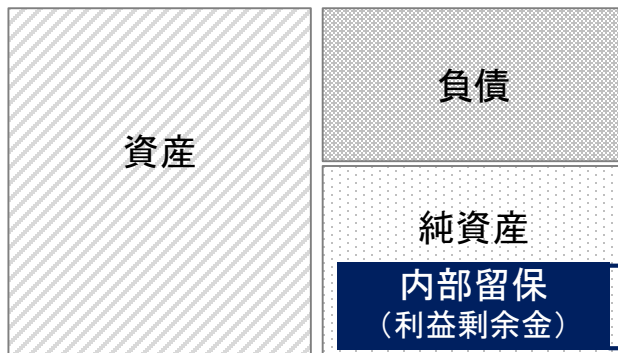
大企業の内部留保・現預金の積み上がり

□ 足元、日本の大企業の内部留保は242兆円まで、現預金は79兆円まで積み上がっている。

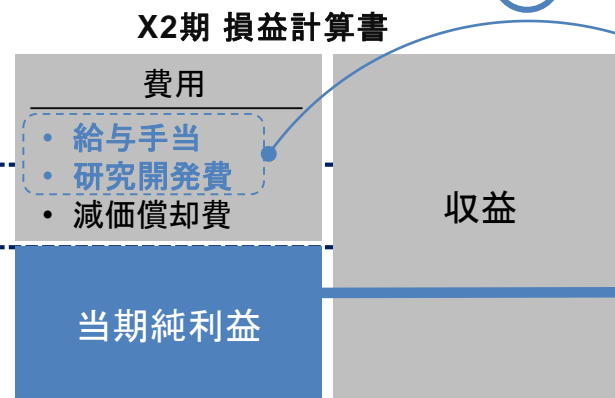
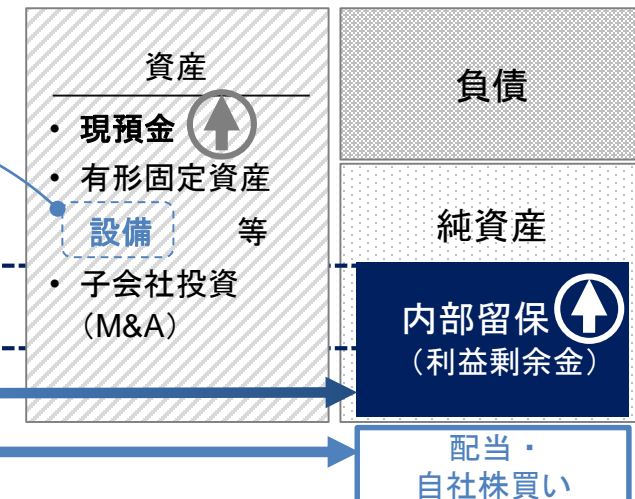
大企業の内部留保 / 現金・預金の推移



X1期末 貸借対照表



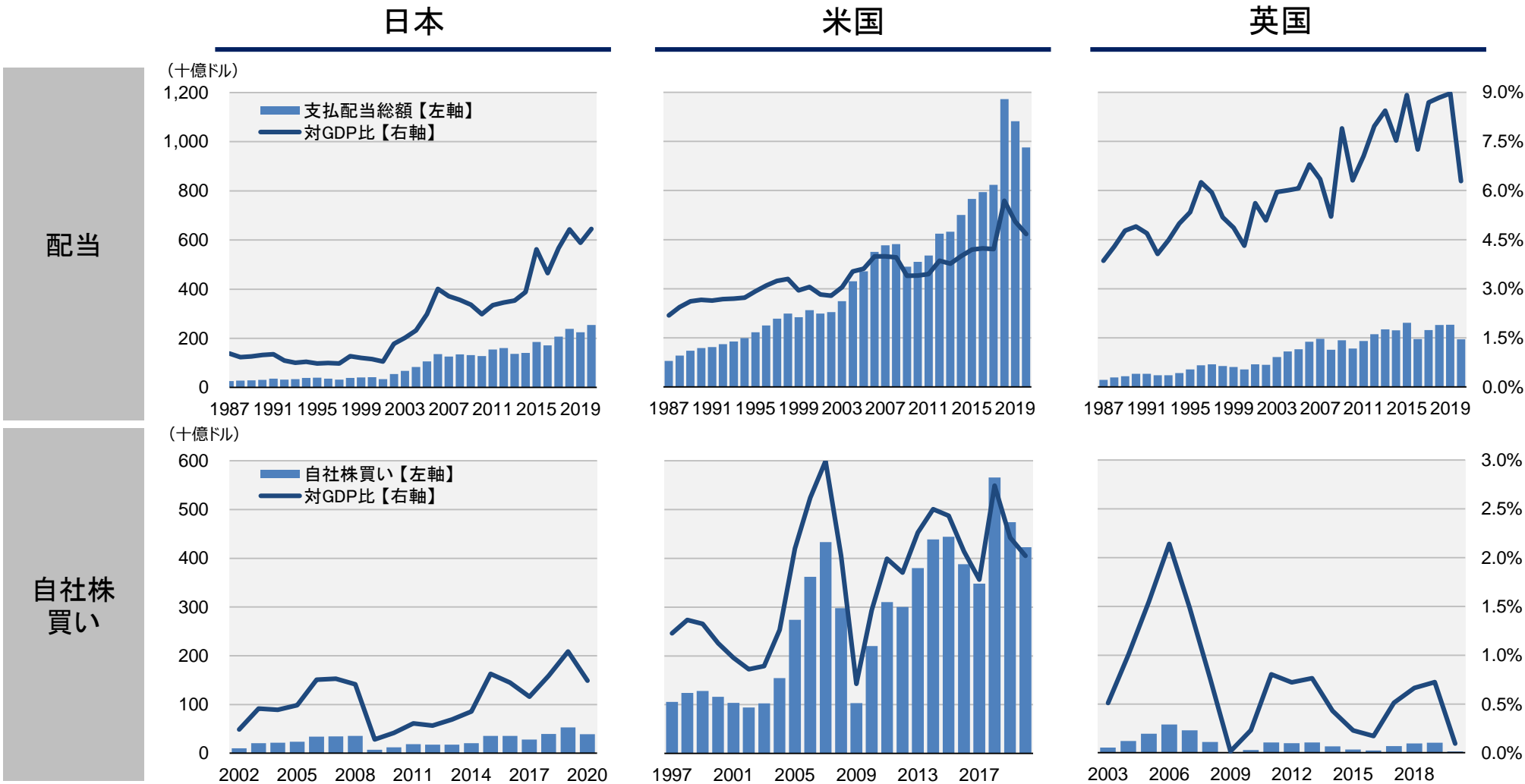
X2期末 貸借対照表



(出所) 財務省「法人企業統計調査」(金融業・保険業除く、資本金10億円以上)より金融庁作成

[参考]株主還元(配当・自社株買い)の水準

□ 株主還元の水準を見てみると、日本企業の配当や自社株買いは、米国や英国と比べても、必ずしも過大とは言えない。



(配当出所)財務省「法人企業統計調査」、米国商務省経済分析局、英国国立統計局、Bloomberg、国連、OECD。(注1)日本の支払配当総額の数値は、金融業・保険業を除く数値。米国の支払配当総額の数値は、非金融法人の数値。英国の支払配当総額の数値は、民間非金融法人の数値。なお、日本の数値は年度ベースであり、米国・英国の数値は暦年ベースである。(注2)日本・英国の支払配当総額の数値については、各年12月の最終取引日の為替レートで米ドルに換算している。(注3)各国のGDPについて、名目GDPを使用している。1987年から2019年は国連データベースの数値を用い、2020年はOECDデータベースの数値を用いている。

(自社株買い出所)Quick、米FRB、イングランド銀行、Bloomberg、国連、OECD(注1)日本の数値は年度ベースであり、米国・英国の数値は暦年ベースである。(注2)自社株買いの総額について、日本・米国・英国のいずれも、非金融法人の数値である。(注3)日本・英国の自社株買いの金額については、各年12月の最終取引日の為替レートで米ドルに換算している。(注4)各国のGDPについて、名目GDPを使用している。1987年から2019年は国連データベースの数値を用い、2020年はOECDデータベースの数値を用いている。

目次

- I. コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検
 - A) コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究
 - B) 企業へのインタビュー

II. 個別論点

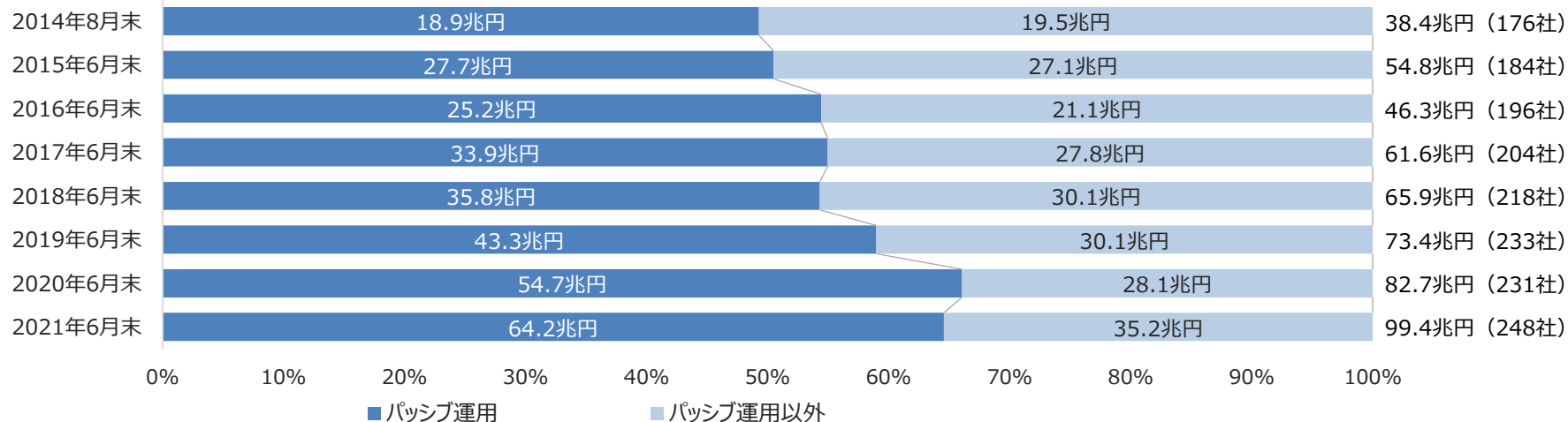
- A) 持続的な成長に向けた課題
- B) 企業と投資家との対話に係る課題

- III. ご議論いただきたい事項

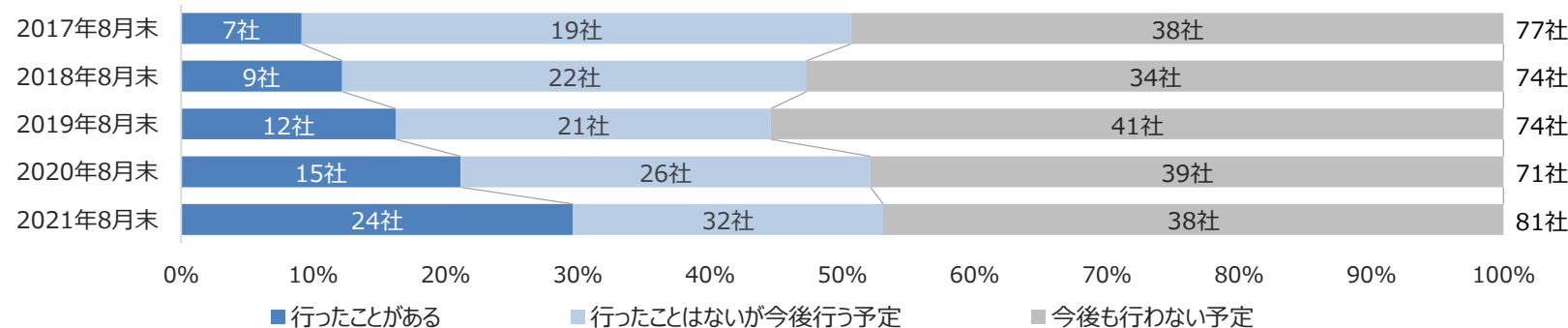
対話を巡る最近の状況 — パッシブ運用・協働エンゲージメントの増加

- 近年、株式のパッシブ運用はますます増加。それに伴い、協働エンゲージメント^(注1)を行ったことがある投資家も増加してきている。

日本株投資残高に占めるパッシブ運用の比率の推移^(注2)



協働エンゲージメントを行ったことがある投資家の割合の推移



(注1) 協働エンゲージメントとは、他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすこと。

(注2) 2016年6月末以前のデータは、日本株投資残高に占めるインデックス運用及びインデックス運用以外に係るもの。

(出所) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」(2014年10月実施分から2021年10月実施分まで)より金融庁作成

建設的な対話を支える制度的要素に関する指摘① – 協働エンゲージメント

- スチュワードシップ・コードの有識者検討会からは、建設的な対話を支える制度的要素（協働エンゲージメントに係る法的枠組み等）についての指摘が行われていた。
- 直近の調査では、半数以上の投資家が、協働エンゲージメントの際の課題として、「共同保有者」^(注1)や「重要提案行為」^(注2)への該当性判断が不明確なことを挙げている。

(注1) 大量保有報告制度における株券等保有割合の算出に際しては、「共同して議決権その他の権利を行使することを合意している者」(共同保有者)の保有分を合算する必要

(注2) 重要提案行為とは、投資先企業の株主総会において、又はその「役員」に対し、発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として、令14条の8の2第1項に列挙する事項を提案する行為。機関投資家については、開示の事務負担の観点から、大量保有報告書等の提出期限等が特例制度として緩和されているところ、「重要提案行為等」を行うことを保有の目的とする場合には、当該制度の適用はない。

協働エンゲージメントに関する指摘

スチュワードシップ・コードの再改訂案について(2019年12月)

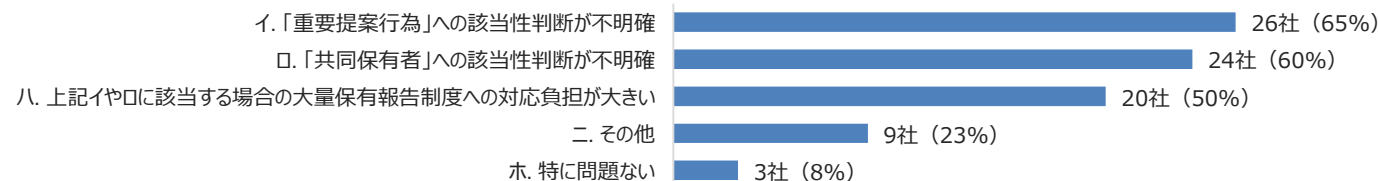
そのほか、議論の過程で以下のような指摘がなされた。今後実態も踏まえて本検討会において検討していくことが必要であると考えられるが、金融庁においても検討を進めることが期待される。

- パッシブ運用が広まる中で、いかにしてエンゲージメントの充実化を図るか、について考えるべきではないか。
- 金融庁が公表している「法的論点に係る考え方の整理」では、現状行うことができる協働エンゲージメントの範囲が明確でないとの声もあるため、その対応を検討する必要があるのではないか。

(参考) スチュワードシップ・コード再改訂時のパブリックコメントへの回答(抄) (2020年3月)

「法的論点に係る考え方の整理」では、現状行うことができる協働エンゲージメントの範囲が明確ではないとの指摘もあったことから、「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」にあるとおり、金融庁においてはこのような指摘についての対応の検討を今後進めることが期待されます。

協働エンゲージメントの課題



(注3) 回答は、2021年8月末時点で、協働エンゲージメント活動を「行ったことがある」又は「行ったことはないが今後行う予定」と回答した企業のうち、2021年6月末時点で日本株投資残高のある40社(出所) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第8回)の結果について(2021年10月実施分)」より金融庁作成

建設的な対話を支える制度的要素に関する指摘② – 協働エンゲージメント

協働エンゲージメントに係る法的位置づけに明確性を欠くことによって起きる問題

第19回フォローアップ会議(2019年4月) ケリー・ワリングメンバー意見書

ICGNメンバーは、「コンサート・パーティー」とみなされることなく他の投資家と協働して行動する能力について、さらなる明確化を歓迎する。従って、共同保有の閾値に関する規則に違反し、追加的な報告義務が生じることのないよう、金融庁が、許容されるエンゲージメントの議題についてのガイダンスを公表することが有益であると考えます。(金融庁仮訳)

第7回フォローアップ会議(2016年4月) 上田亮子メンバー

イギリスの投資家や投資家団体から、日本で集団的エンゲージメントをすると共同行動、アクティング・イン・コンサートに該当して大量保有規制にかかるんじゃないかというような懸念を伝えられることが多い。(中略)すでに金融庁がスチュワードシップ・コードに関連する法的な論点整理等を作成されているにもかかわらず、なかなかこういう疑念が払拭されないとすれば、別の方法も検討が必要なのかもしれません。

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2019年10月) 田中亘メンバー

依然として、大量保有報告規制は萎縮効果をもたらしていると。それは一つには、もともと「重要提案行為」という包括的な、経営支配とは関係なく、一定の重要性のある行為は全て重要な重要提案行為に含まれるような規定ぶりになっているという、もともとの規制の広範さに加えて、「共同の株主権行使」という概念が、英国その他の国と違って、経営支配を目的にするとかそういった限定がないために、極めて包括的に規制しているように読めてしまうということです。これは究極的には、立法による解決を図ることが望ましいと思っております。現在の法制度のもとでは、このような規制があるために、投資家が実際には提案をしようと思っているときに、質問というような形で行うと、つまり、このことについてどう考えていますかと経営陣に問う、というような形で行わざるを得なくなるというご指摘を伺っております。(中略)ただ質問するだけでは経営者に意図が伝わらない、少なくとも伝わらない経営者がいるということを伺っております。もっとダイレクトに言えるような仕組みにしなければいけないと思っております。

建設的な対話を支える制度的要素に関する指摘③ ー実質株主の把握

- 近時、株主提案等が増加傾向にある中、上場会社が株主との対話を深めていく観点から、「実質株主」を確認できるようにする制度について検討すべきとの指摘がなされている。

新時代の株主総会プロセスの在り方研究会（経済産業省）報告書における指摘 2020年7月

- 一方で、株主総会プロセスにおける対話において重要となる実質株主の把握については、これまで十分な議論が行われてこなかった。企業には実質株主把握のニーズがあるものの、実質株主は自己の情報を秘匿するメリットがある場合もあるためである。しかしながら、これまで述べたように対話の重要性の高まりとともに実質株主の把握の必要性が高まっていることから、以下では、実質株主を議決権行使の判断を行っている者とした上で、現状と改善の方向性を提示する。
- 日本においては、米国のような公衆縦覧等の仕組みも、EUのような把握権の制度もまだ導入されていない。しかし、機関投資家との対話が進展する中で、企業と機関投資家の相互の信頼関係の醸成の要請は、欧米と何ら変わるところはない。信頼関係醸成の観点から、対話の中でおよその持ち株数が言及されることも現に多い。これらの諸状況に鑑みると、議決権基準日時点における実質株主（企業が対話する相手方としての機関投資家）とその持ち株数について、企業が効率的に把握できるよう、実務的な検討がなされるべきと考えられる。

目次

- I. コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検
 - A) コーポレートガバナンス改革の効果/影響についての実証研究
 - B) 企業へのインタビュー

- II. 個別論点
 - A) 持続的な成長に向けた課題
 - B) 企業と投資家との対話に係る課題

III. ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項①

【コーポレートガバナンス・コード再改訂(2021年)後の中間点検】

- 2014年のステewardシップ・コード策定以降、累次のコーポレートガバナンス改革を実施してきたが、改革の効果についての実証研究の蓄積は未だ多くなく、改革の効果に関する評価は定まっていない。他方、創意工夫でコーポレートガバナンス改革に取り組んだ企業からは、取締役会審議の充実化等、一定の効果を感じているとの指摘がある。

- このような状況を踏まえ、
 - これまでのコーポレートガバナンス改革の効果をどのように評価しているか。
 - その際、コーポレートガバナンス改革の効果についての企業の実感、コードを細則化すべきでない等の批判をどのように受け止めるべきか。
 - 資料で挙げている分析以外に、改革の点検として見るべき分析はあるか。
 - 分析結果を踏まえ、今後のコーポレートガバナンス改革で対応していくべき課題はあるか。
 - 企業の取組みの中で、今後フォローアップ会議として取り上げるべきものはあるか。

ご議論いただきたい事項②

【持続的な成長に向けた課題】

- コーポレートガバナンス改革を通じて、企業に持続的な成長に資する投資（設備投資、研究開発・知財投資、人的投資等）を促してきたが、米国と比較すると、それらの投資は小幅な伸びに留まっており、内部留保が特に現預金として積み上がる結果となっている。また、価値創造の基盤となる知的財産や人的資本に関する投資の重要性は政府等において議論されてきたものの、企業における取組みは、未だ道半ばであると考えられる。
- 積み上がり続ける日本企業の内部留保（特に現預金）の有効活用に向け、下記の点をどう考えるか。
 - 中長期的な企業価値の向上に向けた経営資源の適切な配分（設備投資、研究開発・知財投資、人的投資等）。その際の成長投資と、資本コストを踏まえた株主還元のバランス
 - コロナ禍、資源高、ウクライナ情勢等、不確実性の高い状況における現預金保有の方針
 - 企業が上記の課題に取り組む際の取締役会や株主、両者の対話の役割、及び企業の説明責任のあり方

【企業と投資家との対話に係る課題】

- 企業と投資家の建設的な対話のあり方については様々な議論・検討が進展している一方、過去のフォローアップ会議やスチュワードシップ・コードの有識者検討会において、協働エンゲージメントの範囲が明確ではない等の指摘がなされている。
 - これまでの指摘を踏まえて何らかの対応を検討すべきと考えるか。
 - これまでの指摘以外にも、関連する制度において検討すべき論点はあるか。