資本市場の諸課題への取り組みについて

―CGコード改訂等を中心に―

古 澤 知 之

は貴重な機会をいただきましてありがとうござい 御紹介いただきました古澤でございます。今日

ます。 六月一日に、東京証券取引所をはじめとする全

た。今日は、これらの内容を御紹介するととも と企業の対話ガイドライン」を策定し公表しまし ドの改訂を公表するとともに、金融庁が 国の証券取引所がコーポレートガバナンス・コー 「投資家

いても取り上げたいと思います。

、資本市場の活性化に向けて

金融庁では、

企業の持続的な成長と中長期的な

据えて、コーポレートガバナンス・コードとス 役割を果たせるかということを問題意識の中心に チュワードシップ・コードの策定・改訂に取り組 企業価値の向上のために、 んできました。 資本市場がどのような

御案内の方も多いと思いますが、コーポレート

議会ディスクロージャーワーキング・グループ、 会計監査の信頼性確保に向けた取り組みなどにつ

スチュワードシップ・コードの改訂、金融審

ガバナンスに関しては、二〇一四年に江頭憲治郎 本の会社は変わらない」(「法律時報」八六巻一一 東大名誉教授が書かれた「会社法改正によって日

付けについてどう考えるかということでした。こ 号)という御論文があります。 の大きな論点の一つは、社外取締役の設置の義務 前回の会社法改正

す。 のは 化なしに、会社は変わらない」と書いておられま 資本市場の衰退の原因を経営者監督体制に求める 挙げられました。 の点に関連し、江頭先生は「現下の日本の企業・ 江頭先生は、会社法の下部構造として三つを 牽強付会」であり、「会社法の下部構造の変

は、 資家の問題を先に取り上げるべきであると指摘さ 問題にするのであれば、 介入する前に、 論文の中で、金融庁は、会社のガバナンスを つ目は、株主、 自己の管轄下にある株主、 機関投資家です。江頭先生 社外取締役の設置問 機 関投 題に

> チュワードシップ・コードが策定され、 れました。この点に関しては、二〇一四年にス 問題

取り組みが始まりました。

二つ目は、

経営者の養成・選抜システムです。

ず、むしろ、経済界の中で議論すべき課題である ています。なお、この問題は、 江頭先生は、これが最強の下部構造であるとされ 法規制にはなじま

法の下部構造はなかなか変わりません。しか 一部です。ルール型の規制に固執しますと、会社 三つ目は、ルール型の規制に固執する法曹界の と考えておられるように思います。

れぞれ、 られるようです。 ガバナンスを巡る議論につい 自分の見解や感覚に合うところ、合わな ては、

いところがあると思います。先ほどの江頭先生の

あまりなじんでいないという問題意識を持ってお これらの人々は、 プリンシプルベースの考え方に 皆さんもそ

ていくべきだといったことがあれば、ぜひ教えてものですが、我々にとっては、どこをどう押していけば、資本市場の活性化につながるかが最も重いけば、資本市場の活性化につながるかが最も重

二、スチュワードシップ・コード

いただければと思います。

の改訂

(二〇一七年五月の改訂)

江頭先生が挙げられた下部構造の一つ目、

つま

訂です。資料4ページをご覧下さい。が、昨年五月のスチュワードシップ・コードの改り株主、機関投資家のあり方に焦点を合わせたの

した上で、運用機関と企業との建設的な対話を促ここでは、アセットオーナーと運用機関を区分

セットオーナーの役割として明確化しました。すため、運用機関に積極的に働きかけることをア

もう一つ、運用機関に対しては、企業との対話

して、議決権行使結果を個別の企業・議案ごとにの強化を促すこととしました。その一つの表れとの実効性向上のため、運用機関自身のガバナンス

公表することを原則として定めました。

ページをご覧下さい。 意識があったかについて申し上げます。資料5

以下では、昨年の改訂の背景にどのような問題

(証券会社グループなどの場合)

業グループの中にアセットマネジメント会社があまず、具体例として、証券会社を頂点とする企

運用機関であるアセットマネジメント会社は、る場合を取り上げます。

投資先企業に対して議決権行使を行います。ア

す。このため、議決権行使も、そうしたアセット セットマネジメント会社が年金の運用を受託して フィデューシャリーとしての義務を負ってい 13 る場合、 年金のパフォーマンスの向上とい ま . う

ものと考えられます。 マネジメント会社の立場を踏まえてなされるべき

ジメント会社に対し、親会社の証券会社との営業 す。そうしますと、投資先企業は、アセットマネ るなどのリレーションを持っている場合がありま で、 上のリレーションに配慮して議決権を行使しても 他方、親会社の証券会社は、投資先企業との間 社債の発行や増資に関わって手数料を受け取

相反が生じるおそれがあります。 等の意向を優先して議決権を行使する場合、 アセットマネジメント会社が、こうした親会社 利益

らいたいと考えるでしょう。

、信託銀行などの場合

などが該当します。 有しているケースです。 次は、 同一主体内に法人事業部門と運用部 例えば信託銀行のケー 門を

市場における評価向上、IR・SR活動のサポー ンを持っている場合があります。委託会社の株式 法人営業などを通じて、投資先企業とリレーショ

信託銀行の法人事業部門は、

融資、

証券代行、

ļ, に、信託銀行は、 て、 います。 他方、 非常 コンサルティングなどのサービスも提供して 信託銀行は、 に大きな議決権を持ってい 総幹事として年金基金の運営に 特にパッシブ運用 、ます。 13 さら 関し

0 も関わっています。 顧客の 議決権行使に当たって、 利益の間 の利益相反をどのように解消 営業上の要請とこれら

るかが課題になります。

(議決権行使結果の個別開示)

信託銀行のホームページから取ったものです。様々な工夫がこらされている例として、三井住友がします。資料6ページをご覧下さい。これは、ここで、議決権行使結果の個別開示の例を御紹

ます。

否の結果が示されています。 いかを明らかにした上で、個別の議案に対する賛ば Company A)との間で、取引関係があるかな

この表では、

議決権を行使する対象企業

(例え

表の右端の欄に、反対行使理由が掲げられてい 表の右端の欄に、反対行使理由が掲げられてい 表の右端の欄に、反対行使理由が掲げられてい を置くという行使基準に抵触しているため、反対 を置くという行使基準に抵触しているため、反対 を置くという行使基準に抵触しているため、反対 の投票をしたことを示しています。社外取 の投票をしたことを示しています。 を置くという行使を が明らかにされています。 と外取 の投票をしたことを示しています。 とが、反対

0

だけでなく、そうした判断をした理由が見えてき対行使理由を記載することで、単に賛成か反対か選任に反対の投票をしたことを示しています。反

コーポレートガバナンス・三、コーポレートガバナンス・

コード改訂

について御説明します。資料8ページをご覧下さ次に、コーポレートガバナンス改革を巡る課題

ステムに関連しています。と、第二の下部構造である経営者の養成・選抜シ会の機能発揮です。江頭先生の言葉を借ります会の機能発揮です。江頭先生の言葉を借ります

二つ目は経営環境の変化に対応した経営判断

あったような場合に、それを担当していた役員の

(コーポレートガバナンス改革を巡る課題

ことがあります。二つ目、三つめの課題は、こうとがあります。二つ目、三つめの課題は、こうでいる多額の現預金を、設備投資・人材投資・Rば、近年、企業は、バランスシートに積み上がっ三つめは投資戦略・財務管理の方針です。例え

した議論に関わっています。

五つ目がアセットオーナーです。これは、昨年方の議論がかみ合っていないように思います。投資家と企業の対話が十分になされておらず、双四つ目は政策保有株式です。これに関しては、

延長線上にあります。

のスチュワードシップ・コード改訂の際の議

論の

(「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定)

ることを期待しています。

ス・コードのフォローアップ会議」において、投ワードシップ・コード及びコーポレートガバナン昨年暮れ以降、今年の春にかけて、「スチュ

話ガイドライン」の策定について議論がなされま企業の取り組みを促すため、「投資家と企業の対資家と企業の対話を通じ、以上で掲げた課題への

そのような議論の中で、実効性のある対話を進した。

えられるようになり、今般、対話ガイドラインのス・コードの改訂も合わせて行う必要があると考めていただくためには、コーポレートガバナンをのような議論の中で、実効性のある対話を進

策定と合わせて、コーポレートガバナンス・コーえられるようになり、今般、対話ガイドラインの

て、企業と投資家の対話がより充実したものとなコードと新しくできた対話ガイドラインが相まっ今後、改訂されたコーポレートガバナンス・ドの改訂が行われることになったものです。

— 38 —

イドライン策定のポイント)(コーポレートガバナンス・コード改訂・対話ガ

ド改訂及び対話ガイドライン策定のポイントを整る五つの課題と、コーポレートガバナンス・コー資料9ページに、コーポレートガバナンスを巡

理しています。

取り上げ、コーポレートガバナンス・コードの改に経営判断の問題ですので、対話ガイドラインで及び二つ目の投資戦略・財務管理の方針は、まさ一つ目の経営環境の変化に対応した経営判断、

論につなげていきたいと考えています。

三つ目のCEOの選解任は、今回のコーポレー

訂を行った上で、次は、ディスクロージャー

の議

力したところですので、後ほど具体的な内容を御トガバナンス・コードの改訂に当たって、特に注

四つ目の政策保有株式については、コーポレー

酬委員会を設置している状況です。

紹介したいと思います。

ジャーの議論につなげていきたいと考えていまンで取り上げるとともに、次は、ディスクロートガバナンス・コードを改訂し、対話ガイドライ

す。

五つ目

のアセットオーナーについては、

コ

]

ポ

ラインで取り上げています。

レートガバナンス・コードを改訂し、

対話ガイド

置)

C E O

の選解任

―指名委員会・

まず、CEOの選解任を取り上げます。

を設置する企業は着実に増加しています。資料10足元、法定又は任意の指名委員会や報酬委員会

PX日経四○○の企業の約六割が指名委員会や報○一七年時点で、市場第一部の企業の三割強、Jページのとおり、東京証券取引所の資料では、二ページのとおり、東京証券取引所の資料では、二を記量できる。

報酬委員会の設

り、独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべおいては、「諮問委員会を設置することなどによ

これまで、コーポレートガバナンス・コードに

きである」と書かれておりましたが、今回の改訂

ることにより」と書かれています。これによっ後は、「など」を削除して、「諮問委員会を設置す

て、委員会を設置して独立社外取締役の関与・助

をさらに後押ししたいと考えています。イン」の対象に変わったことになります。こうすることによって、指名委員会や報酬委員会の設置。こうすいの対象に変わったことになります。こうす

次に、CEOの選解任に関連して、選解任基(CEOの選解任―選解任基準・後継者計画)

実態調査の結果をご覧下さい。準・後継者計画を取り上げます。資料11ページの

CEOの選任基準の整備状況を見ますと、「整

る」が二○・○%となっており、かなり整備が進備した」が三八・○%、「整備に向け動いてい

んでいる状況です。

した」が二五・一%、「整備に向け動いている」他方、CEOの解任基準の整備状況は、「整備

いないところがあります。はできてきておりますが、必ずしも内容が伴って監督状況についても、指名委員会の設置により形が一四・四%にとどまっています。後継者計画の

話を伺うことがあります。これに対して、私は二の人のことは社外からはわからないので、どうしの人のことは社外からはわからないので、どうしこの点に関し、企業の方と対話する中で、社内

交換が相当程度を占めているということです。透みならず海外でも、インフォーマルな検討や意見一つは、CEOの選解任に当たっては、日本の

つのことを申し上げています。

というような長い時間をかけて形成された評価が勤務の中で、どのように修羅場をくぐってきたかません。社内での経験や知見、例えば、長い会社員会がマネージすることを想定するものではあり

明性を上げると言っても、必ずしも全てを指名委

反映されることは当然あり得ることです。

他方、選任基準・解任基準の整備、後継者計画 のモニタリングについては、個人個人の過去のか フォーマンスを見るだけではなく、三年、五年、 一〇年後の自社の将来像(競争環境、戦略、ビジ ネスモデル)はどのようなもので、それに照らし ネスモデル)はどのようなもので、それに照らし を議論していただき、それに見合った方が選ばれ

す。指名委員会、報酬委員会、監査委員会の運営はプラクティスが固まってきているということでもう一つは、CEOの選解任について、海外で

員会の構成、議決方法(多数決か全会一致かなす。例えば、指名委員会について申しますと、委に関しては、取扱要領のようなものができていま

情を知った上で、この問題を議論することが重要クティスができ上がってきています。こうした事範囲、面談方法など、それほど違和感のないプラど)、選任スケジュール、コンサルの要否、募集

(政策保有株式)

であると考えています。

次に、政策保有株式を取り上げます。

資料 12

ージをご覧下さい。

 \sim

なり持ち合いを減らしてきています。特に上場銀ー中央のグラフにありますように、金融機関はか

が期待されます。

はなく、

評価の

「ものさし」も十分議論すること

必ずしも個人の資質の評価のみに注目するものでているかどうかを点検しようとするものであり、

率は必ずしも低下しておらず、一六年でも六・います。他方、上場事業法人の場合、持ち合い比あったものが、一六年には四・○%まで低下して行の持ち合い比率は、二○○○年に約一二%で

右のグラフは、商事法務研究会の「株主総会○%となっています。

有する議決権数の総議決権数に対する比率)を見書二○一七年版」のデータに基づいて作成したもを踏まえ、自社の安定株主比率(株主総会決議でを踏まえ、自社の安定株主比率(株主総会決議でを踏まえ、自社の安定株主と

すので、こうした質問に対しては、高めに答えが株主総会で賛成票を取ってくるのがミッションで、会社の総務部は、

ちになる傾向があるかもしれません。

他方、

投資家側からは、このアンケート結果

たもので、

五〇%が最多で、

次いで六〇%台、

兀

をするインセンティブがないと見られかねないとないし六○%の支持が得られると考えていることは、日本では多くの会社が、会社側提案に五○%

(政策保有株式に関する機関投資家の問題意識)

、機関投資家と企業の間で議論がかみ合ってい株式の政策保有に関する議論を伺っておりまし

ころがあります。

ないと感じるところがあります。

て、

が政策保有株式の削減を求められるのか納得できを削減しようとするのはわかるが、なぜ一般企業量を縮減する必要があるため、保有している株式量を第減する必要があるため、保有している株式

株主の比率が高い状況を変えていかなければならこれに対し、機関投資家の側からは、政策保有ないという議論があります。

らは、 問題意識を整理したものです。 であれば、 た取引関係強化ではなく、戦略的資本提携の一環 論が必要だという意見も提起されています。 13ページは、 いろな側 政策目的の株式保有であっても、 面 十分に理解できる面があるというお話 があるため、その内容に立ち入っ 政策保有株式に関する機関投資家の 機関投資家の方か 漠然とし 資料 た議

ないという議論とともに、

政策保有の中にも

いろ

か、 あるのではないかという指摘も受けているところ 十分な検証なしに持っている政策保有株式が

同時に、本当にそのような検証が行われているの を伺っています。ただ、機関投資家の方からは、

す。 ますと、全く持っていない企業がある一方、多い 政策保有株式の数は、かなりばらつきがありま 日経五(四銘柄となっています。 ○○対象企業について見ますと、 事業会社につい , て見 平均

> 平均では八二銘柄となっています。 式を持っていた方が、相手企業と話がしやすいと 略的に保有しているとは考えられず、少しでも株 ところでは五 った動機で持たれているのではないかと見られ 機関投資家の側からは、五五○もの銘柄を戦 五〇銘柄も持っている企業がある この点に関

を積み上げているとよく言われます。現預金であ 日 本企業は、バランスシート上、多額 の現預金 ることになります。

1

れば、資金繰りのために必要であるという理

屈 が

トは、 減になるでしょう。その意味で、株式の保有コス うとしますと、掛け目は、 成り立たないわけではありません。しかし、 できます。ぜひこの点を経営者にわかってほ を持っていても、 現預金に比べても非常に高 資金繰りのために担 例えば三割減とか いと言うことが 保に入れよ 株式 几

というのが、機関投資家から経営者へのメッセー

ジです。

検証するとともに、そうした検証の内容を開示す においては、 るようお願いしているところです。これを基に、 今回のコー 政策保有株式について保有の適否を ポレートガバナンス・コードの改訂

投資家と企業の対話が深まることを期待していま

スや社会・環境問題に関する事項(いわゆるES な説明等のいわゆる非財務情報」という表現を、 会社の財務状態、 経営戦略、 リスク、 ガバナン

務情報」という表現に修正することとしました。 G要素)などについて説明等を行ういわゆる非財

従来、第二章「株主以外のステークホルダーとの コーポレートガバナンス・コードにおいては、

適切な協働」の「考え方」において、上場会社は

ことを十分に認識すべきであるとした上で、 ステークホルダーとの適切な協働が不可欠である いわ

· 適

ゆる E S G ・能動的な対応をこれに含めることも考えられ (環境、 社会、 統治)問題への積

て、これを開示する方向で後押ししてはどうかと ると記載していました。コードの改訂に当たっ

関する第三章において、 の御提案をいただいたこともあって、 先ほど申し上げたような 情報開 宗に

修正を行ったものです。

す。 (ESG要素への言及)

切な情報開示と透明性の確保」の「考え方」にお て、 コーポレートガバナンス・コードの第三章 従来、「定性的な説明等のい

わゆる非財務

的

た。 情報を巡っては、…付加価値に乏しい場合が少な くない、との指摘もある」と記載されていまし

ここでESG要素に言及することとし、「定性的 今般のパブリックコメントでの意見を踏まえ、 性格です。

四、「投資家と企業の対話ガイド ライン」

対話ガイドラインの性格

話ガイドライン」の内容を御紹介していきます。 以下では、今般、策定した「投資家と企業の対 資料14ページに掲げたのは対話ガイドラインの

ことと考えています。

は、 れるもので、新しいルールを作るものではありま ガバナンス・コードの附属文書として位置付けら ここにもありますように、対話ガイドライン スチュワードシップ・コードとコーポレート

を求めるものではありません。 自体についてコンプライ・オア・エクスプレ せん。したがいまして、対話ガイドラインの内容 むしろ、 両コ | |*

の実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを

促そうとするものです。

巡る課題や課題に対処する際の優先順位は、 はないと書いてあります。この点は非常に重要な に当たっては、 の置かれた状況により差異があることから、 第三段落において、コー 形式的な対応を行うことは適切で ポ レートガバナン 対話 ・スを 企業

コードの改訂において、 これに関連して、昨年のスチュワードシップ・ アセットオーナーの役割

を明確化し、

運用機関による建設的な対話

に向

け、アセットオーナーから運用機関への働きかけ には、対話ガイドラインができたことを受けて、 を行うよう要請しました。 アセットオーナーの中

するよう、 機械的に全ての項目について取り組み状況を説明 ては、そのようなことにならないよう注意して見 ではないかとの懸念も示されました。 運用機関に求めるところが出てくるの 金融庁とし

ていきたいと考えています。

比率が高くなってきます。しかし、コンプライす 求められた際、エクスプレインにはかなりのエネ ルギーが要りますので、どうしてもコンプライの てきます。コンプライ・オア・エクスプレインを 一形式から実質へ」との課題は他にも随所に出

れば、エクスプレインしなくてもよいというもの

ても、 クスプレインすることがあってもよいわけです。 自社がどう考えているのかを整理して、エ

す。

ではありません。コンプライしている場合であっ

私どもは、これを「コンプライ・アンド・エクス

るステージに移っていかなければならないと考え ライした上で、自社の考え方をエクスプレインす プレイン」と呼んでおりますが、今後は、コンプ

こうした趣旨に言及しています。 ているところです。 資料14ページの注1において

> 略 財務管理の方針

経営環境の変化に対応した経営判断、

投資戦

し上げてきたことに付け加えることはありませ 経営判断、 投資戦略等については、これまで申

ますので、コードで細かく規定するというより、

ん。これらは、まさに経営判断の問題になってき

むしろ、今後、ディスクロージャーのあり方等を 通じて検討していくべき課題になると考えていま

(CEOの選解任・取締役会の機能発揮等)

おり、3-1で、CEOに求められる資質につい て確立された考え方はあるか、3-2で、 CEOの選解任については、 資料16ページのと

えたCEOが選任されているか、そして3-3 で、後継者候補の育成が十分な時間と資源をかけ

性・適時性・透明性ある手続きにより、資質を備

61

ポイントを強調したものとなっています。

て計 意喚起を行っ 画 的に行われ ・ます。 ているかといった点を掲げ、

注

(V

保

てい

されているか、 るかといった点を掲げ、対話の中で議論してほし 際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成 のとおり、3-6で、 締役会の機能発揮については、 取締役として女性が選任されてい 取締役会がジェンダー 資料17ペ ージ や国

> の縮減に関する方針・考え方を明確化してい 有に関する方針の った点を掲げています。 開示において、 また、4-2で、 政策保有 るか 株式 政

最初から政策保有株式の といった点を掲げています。 この点に関し、 パブリックコメントに 縮減ありきなのかという

お

r V

て、

疑問が提起されました。パブリックコメントへの

式について、『保有目的が適切か、 0 回答においては、「必ずしも政策保有株式 縮 :減が求められるものではない 」 「政策保 保有に伴う便 0) 有株 一律

体的 益 められている」「検証 ・リスクが資本コストに見合っているか等を具 に精査し、 保有の適否を検証する』ことが求 の結果、 政策保有株式の縮

減が行われる場合も多いものと考えます」と書 フ (J ます。 オ 口 1 アップ会議において議論になりました

7

のとおり、 |政策保有株式||政策保有株式の適否の検証等| 次に、政策保有株式については、資料18ペ 4 | 1 で、

て、保有目的が適切か、 個別銘柄の保有の適否に 保有に伴う便益やリス ージ 0

クが資本コストに見合っているか等を具体的に精

についてわかりやすく開示・説明されているかと 意思決定が 取締役会に 行われ てい におい るか、 て検証を行った上、 そうした検証 適 0 内容 切な

のが、

資料18ページの注4で、「企業が直接保有

す。 については る政策保有株式を念頭に置いたものです。この点 なっている株式を含む」と記載しているところで していないが、 具体的には、退職給付信託に組み込まれてい 企業の実質的な政策保有株式と

意見も出されています。 いずれ議論を深めていくべきだとの

減する旨を示唆されるとの指摘も伺いました。 社株買いの機会があるときにぜひ応募して下さい く時間をかけて処分して下さいと言われたり、自 関 あれば、 却はまかりならぬ』と言われる企業がある」と 自体は理解してもらえる。しかしながら一部 と言われたりすることはあっても、処分すること 行くと、 伺っています。実際に、政策保有株式を売るので の方から、「相手企業の総務担当者にお願 大半の場合は、 融資のシェア割の見直しなど、取引を縮 一度に処分するのではな 61 売 13

て、 えられるようになりました。こうした認識が先の り、 の縮減を示唆するようなやり方は問題があると考 の政策保有は、 この点について、経済界と議論する中で、株式 経済合理性がある場合になされるものであ 株式の売却等の意向を示された場合に、 持つ側と持たれる側の双方にとっ 取引

は、 ジのとおり、 政策保有株式―政策保有株主との関 政策保有株主との関係に関連して、 政策保有株主から株式の売却等の意向が示さ 4-3で、株式を持たせている企業 係 資料19ペー

ŋ n います。 た場合、 売却等を妨げていないかといった点を掲げて 取引の縮減を示唆することなどによ

減に力を入れています。それに関連して、金融機 ク管理の観点もありますので、政策保有株式の縮

4-3に反映されています。

メガバンクをはじめとして金融機関では、

リス

(アセットオーナー)

ことを掲げています。 用・配置などの取り組みを行っているかといった セットオーナーとして期待される機能を発揮でき るよう、適切な資質を持った人材の計画的 アセットオーナーについては、5-1で、 にな登 ア

五 金融審議会ディスクロ ャーワーキング・グループ

(企業情報の開示・ スチュワードシップ・コード、コーポレートガ 提供のあり方を巡る課題

の基盤となるということです。

0) 0 口 れがうまく機能するよう配慮しながら、ディスク ナンス・コードなどのソフトローを整備し、 取 信 ージャーのあり方を見直し、 頼 り組みは、 性確保のための施策を講じていく、これら 資本市場の活性化に向けてパッ さらに、 会計監査 そ

> ケージで進めていくべきものと考えています。 資料22ページは、 企業情報の開示 ・提供のあ

に必要な情報が、 方を巡る課題を整理したものです。 企業開示の役割は、まずは、投資家の投資判断 十分かつ正確に、 適時 じ

やすく提供されるということです。

特に日本の場

わ

か

n

礎を提供することにより、企業の中長期的な成長 示のもう一つの役割は、企業と投資家の対話 ということも重要であると考えています。 合、個人投資家が多いこともあり、 わかりやす 企業開 の基

ジャーのあり方の見直しを進めてきています。 きました。しかし、記述情報、 うするかなど、いろいろな議論が積み上げられて 務情報に関しましては、 ワーキング・グループを立ち上げ、ディスクロ 昨年一二月から金融審議会ディスクロ 従来から、 特に有価証券報告 会計基準をど ージャ 財 1

事例

が検討課題となります。 Discussion and Analysis)、リスク情報などにつ い開示がなされておらず、この点をどう考えるか いては必ずしも投資家の求める十分で分かりやす しも十分な議論がなされてきたわけではありませ 例えば、経営戦略、MD&A (Management's

ます。

必ず

書における非財務情報のあり方については、

す。他方、日本企業の場合、人を大事にする点で 業員への価値の配分状況だけでなく、ホワイトカ は海外企業に遜色はないと思いますが、このよう 資料を対比したものです。ドイツ企業の場合、 な面での開示は遅れていると指摘されています。 ラーとブルーカラーの内訳まで見ることができま 資料24ページは、 日本企業とドイツ企業の開 従

日本企業の開示に関する機関投資家による指摘

大きい例も見られます。 日本企業と海外の企業の間で、 開示内容の差が

業戦略への言及、指名委員会・報酬委員会・監 委員会の活動などの る例も多いのですが、資料23ページのように、企 日本企業の場合、任意の報告には力が入ってい 開示の状況を見ますと、 欧米 查

企業に比べ不十分なところが多いと指摘されてい

す。

六、会計監査の信頼性確保に向け

(「会計監査の信頼性確保」のための諸施策 近年の不正会計事案の発生等を受け、会計監査 た取り組み ンスの観点からも非常に重要なポイントであると

また、現在、企業会計審議会において、監査できかをプリンシプルとして取りまとめたものでできかをプリンシプルとして取りまとめたもので

する調査が行われ、平成二九年七月に第一次調査す。この他、監査法人のローテーション制度に関報告書の透明化について検討が進められていま

報告が公表されました。

会計監査の信頼性確保は、

コーポレ

ートガバ

ナ

考えています。

(監査報告書の透明化)

進めているところです。今、パブリックコメントMatters(KAM)、すなわち、何が企業の監査上のポイントで、それに対して監査人がどのようにを査報告書の透明化に向けて、Key Audit

とき、

財務諸表以外の部分について、

監査法人が

ることとしています。 を進めており、平成三三年三月期決算から適用す

七、まとめ

まとめとさせていただきます。し上げられなかったことを付言して今日のお話のいます。これらのプレーヤーについて、以上で申

資本市場にはさまざまなプレーヤーが参加して

と感じられるケースも想定されます。そのようなと感じられるケースも想定されます。そのような立場から有価証券報告書を見ると、企業の中の議論と有報の開示とが必ずしも整合的でない中の議論と有報の開示とが必ずしも整合的でない中の議論と有報の開示とが必ずしも整合的でない中の議論と有報の開示とが必ずしも整合的でない中の議論と有報の開示とが必ずしも整合的でない。

これまで資本市場の活性化に向けた議論の中で積

み上げてきた考え方をどのようにコミュニケート

きかといった議論が、次の段階であるかと思いまどのような検証を行い、どのような責任を負うべ

与すべきかの議論もありうるように思います。示が進みますと、監査法人がどのようにそれに関す。また、その先の応用問題として、ESGの開

れらの方々と、プリンシプルベースの考え方や、部構造として三つめの大きなプレーヤーです。こ法律事務所は、江頭先生の言われる会社法の下

ます。 していくかも次の段階の重要な課題になると思い

Ⅱなどの海外の規制の影響が及んできている他、今、大きな変革期に置かれています。MiFID

証券アナリスト、

中でもセルサイドの方は、

ジャー・ルールの影響も考えられます。そのよう我が国で昨年策定したフェア・ディスクロー

役割を果たしていただくかが課題になってきまな中で、どのようにして情報流通における重要な

す。

社については、昨年のスチュワードシップ・コー

ISSやグラス・ルイスのような議決権行使会

ドの改訂の中で触れたところです。日本のみなら

ついった後分が31.5.5.1.1、1.1、でありでも、彼らのガバナンスや役割についてい

なお、大きな資本市場という枠組みで考えますろいろな議論が出てきています。

と、エクイティ・マーケットだけでなく、

マーケットがどのような課題を抱えているか、まストインカム・マーケットがあります。これらの

マーケットの関係をどのように整理すればよいかた、フィクストインカム・マーケットとローン・

なども、今後の大きな検討課題になるのではない

かと考えています。

こうした問題意識も踏まえ、

円滑に資本市場の

券取引所が連携して議論を深めていきたいと考え 機能が発揮されるよう、今後とも金融庁と東京証

がとうございました。(拍手) 私からのお話は以上でございます。どうもあり

増井理事長 いました。コーポレートガバナンス・コード改訂 古澤審議官、どうもありがとうござ

ます。

若干お時間があります。 せっかくの機会ですの

について幅広く御説明をいただきました。

の背景や資本市場全体に関わるさまざまなテーマ

の向上、 ドを改訂することによって、 質問者A シップ・コードやコーポレートガバナンス・コ 御質問をどうぞ。 中長期的なリターンの向上を目指すとさ 資料4ページにおいて、スチュワード 中長期的な企業価値

> ができないと考えるためです。よろしくお願いし 他どのような指標に着目するのでしょうか。この かはどのようにして検証するのでしょうか。 と、企業価値が上がったかどうかを検証すること ようなことを伺いますのは、何か手掛かりがない の価値を見るに当たって、 時価総額、 ROEその 企業

古澤 あると思います。 せんが、 直接のお答えにはなってい 企業価値の測り方は企業によって違いが ない かもしれま 53

議論がありました。私どもは、そのような議 識者などからは「ROE八%を目指すべき」との 上げてきました。 あることは承知していますが、ROEだけが フォーマンス評価の指標とは考えていないと申 コーポレートガバナンスに関連して、一部の有

れています。ここで、企業価値が向上したかどう

ン」の考え方について伺います。金融庁は、昨年

まず、「コンプライ・アンド・エクスプレ

1

のスチュワードシップ・コードの改訂や「顧客本

質問者B 二点お伺いしたいことがあります。

ŋ 軸です。どの時間軸で何を目指しているのか さらに言えば、 企業と投資家が対話する中

ずはそれぞれの企業が主体的に考えることであ

と思われます。 投資家と企業の対話の中で議論されることになる ます。加えて、重要と考えられるのは評価の時間 注目する判断尺度が絞られていくのだと思い が、

> す。先ほどは、開示情報を土台にして対話が進む 範囲で教えていただければと思います。 もう一つ、対話と開示の関係について伺

ま

ような事情があったのでしょうか、差し支えない

いうフェア・ディスクロージャーの考え方を踏ま インフォメーションはパブリックにしましょうと

という御説明がありました。ただ、マテリアル・

ばならないと考えられます。他方、対話はクロ えれば、開示情報は必要かつ十分なものでなけれ 1

定されているのでしょうか。

とクローズな対話は、どのような関係にあると想 ズな空間で行われるものです。パブリックな開

古澤 イ・アンド・エクスプレイン」の考え方が入って バナンス・コードの改訂において、「コンプラ 1 ないのは、昨年のスチュワードシップ・コード 一つ目の御質問は、今回のコーポレートガ

の改訂と比べ、バランスを欠くのではないかとい

「コンプライ・アンド・エクスプレイン」のアプ で踏み込まず次回の課題と考えているとのことで のコーポレートガバナンス・コードでは、そこま 位の業務運営に関する原則」の策定に当たって、 ローチを採られていたと思います。しかし、今回

した。今回、そのように判断された背景にはどの

が含まれています。このため、その内容を改訂す

る場合、受け止め方にかなりの差が生じてきま

う問題意識と受け止めました。

ド・エクスプレイン」とは、コンプライすれば説 イした場合でも積極的に説明を行うようにしよう 先ほども申しましたが、「コンプライ・アン

明しなくてもよいということではなく、コンプラ

対象となる上場企業の中にもさまざまな企業 ーポレートガバナンス・コードは裾野が広

という趣旨です。

す。もちろん、スチュワードシップ・コードの対 象の機関投資家にも、さまざまな投資家が含まれ ますが、こちらの方は、金融庁との間で相対的に

緊密なコミュニケーションが行われています。

「コンプライ・アンド・エクスプレイン」を入れ ートガバナンス・コードを改訂し、 たがいまして、 東京証券取引所が、 いきなり コ | ポ

> 両コードにおける対応の差となって表れたのでは ますと、 るかどうか懸念がありました。こうした事情 改訂の意図も含め、十分な理解が得られ

ないかと思います。

二つ目の御質問に関しては、

資料22ページをご

資判断に必要な情報が、十分かつ正確に、また適 覧下さい。 ここでは、企業開示の役割として、投資家の投

割とされています。 時にわかりやすく提供されることが企業開 マテリアルなインフォ 宗の役 メー

ションは、フェア・ディスクロージャー・ル] ル

によって、適時に、

フェアに開示されるべきも

ズな対話との関係如何ということであったと思い とされています。 御質問の趣旨は、これとクロ

ます。

リティーと、ワン・オン・ワンのミーティングな ここで、ディスクロージャーにおけるマテリア

す。

す。個人的な考えを二つ申し上げます。な関係に立つのかという御疑問があると思いまどを念頭に置いたマテリアリティーとがどのよう

いう、最大公約数的な目線があるように思いまある種の情報をディスクローズする必要があると一つ目として、ディスクロージャーにおけるマーつ目として、ディスクロージャーにおけるマ

家の目線との違いを背景として生じるものでないケットのコンセンサスと、それぞれの企業、投資ングにおけるマテリアリティーの違いは、マーマテリアリティーとワン・オン・ワン・ミーティフェア・ディスクロージャー・ルールにおける

関する早耳情報の防止でした。決算情報についてジャー・ルールの大きな狙いは、いわゆる決算に二つ目として、昨年のフェア・ディスクロー

かと思います。

も昨年のフェア・ディスクロージャー・ルールガれ以外の情報を分けて考えるアプローチについてドラインで詳細に整理しています。決算情報とそは、フェア・ディスクロージャー・ルールのガイ

バナンス、全体的な経営戦略、リスク情報などに逆に申しますと、今、議論されているようなガイドラインの中では示しています。

戦略などについて、投資家と企業の対話の中で、す。個別ミーティングも含め、ガバナンスや経営なマテリアル情報はほとんどないと考えられま関して、投資家とのミーティングで話せないよう

で、今日は、このあたりで「資本市場を考えるると思いますが、時間もオーバーしておりますの増井理事長 まだお伺いしたいことはたくさんあ

議論を深めてほしいというのが問題意識です。

古澤審議官には、大変お忙しい中をいらしてい会」を終わらせていただきます。

(拍手)

ただきました。どうもありがとうございました。

(ふるさわ ともゆき・金融庁総務企画局審議官) (ふるさわ ともゆき・金融庁総務企画局審議官)

— 57 —

証券レビュー 第58巻第7号

古澤知之氏

略 歴

86年東大卒、同年大蔵省入省。関東信越国税局下館税務署長、財務省国際局為替市 場課長などを経て、2010年金融庁総務企画局企業開示課長、11年同局市場課長、13 年同局政策課長、15年7月監督局審議官、16年6月総務企画局審議官。

「資本市場の諸課題への取り組みについて」 —CGコード改訂等を中心に一

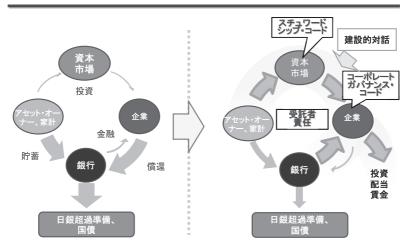
平成30年6月4日 金融庁総務企画局審議官 古澤知之

目次

I.	スチュワードシップ・コードの改訂・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	P3
II.	コーポレートガバナンス・コード改訂・対話ガイドライン策定・・・・・・・	Р7
III.	ディスクロージャーワーキング・グループ・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	P20
IV.	会計監査の信頼性確保に向けた取り組み・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	P26

証券レビュー 第58巻第7号

国民の資産形成に資する、より効率的・効果的な資金フローの実現に向けて

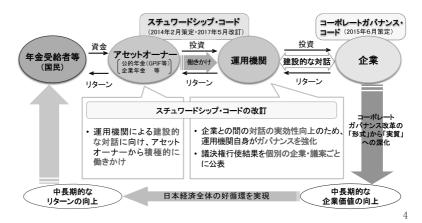


2

」. スチュワードシップ・コードの改訂

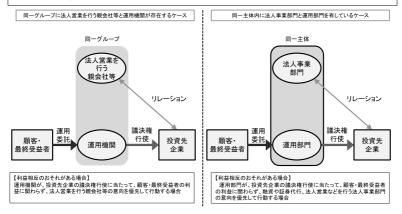
スチュワードシップ・コードの改訂(2017年5月)

□機関投資家と企業の「建設的な対話」を促す観点から、年金基金等のアセットオーナーの 役割を明確化し、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を促すためのス チュワードシップ・コード改訂を実施。



運用機関のガバナンス・利益相反管理

フォローアップ会議や金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、法人営業を行う親会社等と運用機関が同一グループに存在するケースや、同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース等において、議決権行使や対話に影響を及ぼす利益相反が生じうるのではないかとの点について議論。



国内機関投資家による株主総会議決権行使結果個別開示の例

	対象企業名	議案	 否結 !	反対行使理由
取引先フラック・コード	社名	議案分類	当社:	ガイドラインに基 判断/組由
O 7744		取締役選任	賛成	12901-3234
O 7744	Company A	取締役選任	贊成	
O 7744		取締役選任	贊成	
Q 7744		取締役選任	贊成	
\vdash	7745 9745 0" は対象企業と取 関係がある場合を	剩余金処分案等	贊成	
7745		取締役選任	反対	社外取締役人数基準
		取締役選任	反対	社外取締役人数基準
		取締役選任	反対	社外取締役人数基準
"○" は対象企業		取締役選任	反対	社外取締役人数基準
己即体がある場合		取締役選任	反対	社外取締役人数基準
	7	取締役選任	反対	社外取締役人数基準
示す。		取締役選任	反対	社外取締役人数基準
	7745 7752 Company C	監査役選任	贊成	
L		監査役選任	賛成	
		退職慰労金支給	贊成	
		剩余金処分案等	贊成	
		監査役選任	賛成	
O 7752	• •	監査役選任	賛成	
O 7752			反対	反社会的行為基準

(出典) 三井住友信託銀行ホームページ (金融庁にて一部編集)

6

Ⅱ. コーポレートガバナンス・コード改訂・対話ガイドライン策定

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

- □ 中長期的な企業価値の向上に向けて、コーポレートガバナンス改革をより実効的なものとすることが必要。
- □ このため、コーポレートガバナンス・コードを改訂するとともに、投資家と企業の対話のためのガイドラインを策定(昨年12月8日閣議決定の「新しい経済政策パッケージ」)。

コーポレートガバナンス改革を巡る課題 経営環境の変化に対応した経営判断 投資戦略 財務管理の方針 ·CEOの選解任·取締役会の機能発揮等 コーポレートガバナンス・コード - 政策保有株式 改訂 ・アセットオーナー 「対話ガイドライン」策定 コーポレートガバナンス・コード スチュワードシップ・コード (2014年2月第定・2017年5月改訂) (2015年6月策定) (両コードの附属文書) 機関投資家 建設的な対話 企 業

⇒「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」における議論 を経て、パブリックコメントを実施(4月29日まで)。6月の株主総会シーズンまでに確定。

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

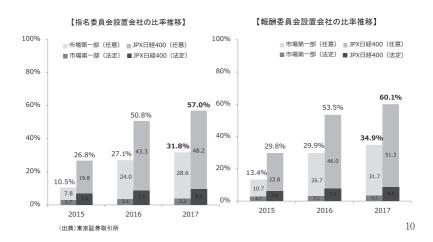
コーポレートガバナンス・コード改訂と コーポレートガバナンス改革を巡る課題 「投資家と企業の対話ガイドライン」策定のポイント(※) 事業ポートフォリオの見直しなどの果断な経営判断とそれに 1. 経営環境の変化に対応した 基づく方針の明確化 経営判断 • 自社の資本コストの的確な把握 • 戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資等の実施 2. 投資戦略・財務管理の方針 • 手元資金の活用を含めた適切な財務管理の方針の策定・運用 客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任プロセスの確立 3. (1)CEOの選解任 (独立した指名委員会の活用等) • 取締役会がその役割を適切に果たすための十分な知識・経 3. (2)取締役会の機能発揮等 験・能力とジェンダー・国際性などの多様性の確保 • 政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証と 4. 政策保有株式 政策保有に関する方針の明確化 • 自社の企業年金に運用に関する資質を備えた人材を計画的 5. アセットオーナー に登用・配置するなどの母体企業としての取組み

(※)これらの主なポイントについてコーポレートガバナンス・コードを改訂。 また、これらに関する機関投資家と企業との間の対話の実効性を高めるため「対話ガイドライン」を策定。

証券レビュー 第58巻第7号

CEOの選解任①: 指名委員会·報酬委員会の設置

□ 法定または任意の指名委員会や報酬委員会を設置する企業は増加。



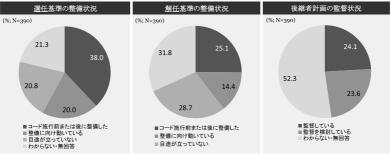
CEOの選解仟②: 選解仟基準·後継者計画

□ CEO等の選任基準や解任基準について、整備が進んでおらず、また、後継者計画についても、 モニタリングしている企業はなお少数との指摘。

質問: 貴社では、最高経営責任者(CEO) 等の選任について、客観性・適時性・ 透明性を確保する仕組みや基準が設 けられていますか。

質問: 貴社では、最高経営責任者(CEO) 質問: 貴社では、最高経営責任者(CEO) 等の解任について、客観性・適時性・ 透明性を確保する仕組みや基準が設 けられていますか。

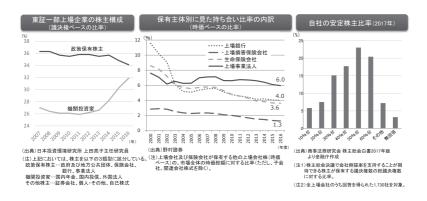
の後継者計画(プランニング)の監督 をしていますか。



(出典)エゴンゼンダー「企業統治実態調査2017」(2017年6月~8月実施)

政策保有株式

□ 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。



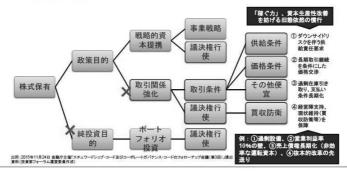
12

政策保有株式に関する機関投資家の問題意識

<ご参考>政策保有株式

保有目的と経済合理性の論理矛盾

ビジネスモデルの競争力や製品・サービスの質の優劣ではなく、株式保有(議 決権行使)を梃子にした取引条件交渉が国際競争力を損なう一因となってい る可能性がある。



出典:金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ第3回資料「投資家側が必要とするガバナンス情報(抜粋)、 H30年2月21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について

本ガイドラインは、コーポレートガバナンスを巡る現在の課題を踏まえ、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・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。機関投資家と企業との間で、これらの事項について建設的な対話が行われることを通じ、企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することが期待される。

本ガイドラインは、両コードの附属文書として位置付けられるものである。このため、本ガイドラインは、その内容 自体について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」「を求めるものではないが、両コードの実効的な「コンプライ・オア・エクスプレイン」を促すことを意図している。企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合(各原則が求める開示を行う場合を含む)や、実施しない理由の説明を行う場合には、本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される。

なお、コーポレートガバナンスを巡る課題やこうした課題に対処する際の優先順位は、企業の置かれた状況により差異があることから、対話に当たっては、形式的な対応を行うことは適切でなく、個々の企業ごとの事情で路まえた実効的な対話を行うことが重要である。

1.機関投資家と企業の建設的な対話を充実させていく観点からは、各原則を実施する場合も、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことが有益であると考えられる。

² 企業においてはグループ経営を行っている場合も多く、本ガイドラインは、そうした企業も想定して策定されている。こうした企業の事情を踏まえるに当たっては、グループとしての視点を織り込むことが想定される。

14

投資家と企業の対話ガイドライン(案)

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

- 1-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・ 公表されているか。また、こうした経営戦略・経営計画等が、経営理念と整合的なものとなっているか。
- 1-2. 経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。
- 1-3. 経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、新規事業への 投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果断な経営判断が行われて いるか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセス が実効的なものとして機能しているか。

2. 投資戦略・財務管理の方針

- 2-1. 保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。
- 2-2. 経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理 の方針が適切に策定・運用されているか。

投資家と企業の対話ガイドライン(案)

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【CEOの選解任・育成等】

- 3-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果断な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。
- 3-2. 客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。
- 3-3. CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成(必要に応じ、社外の人材を選定することも含む)が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。
- 3-4. 会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、 CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。

【経営陣の報酬決定】

3-5. 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

16

投資家と企業の対話ガイドライン(案)

【取締役会の機能発揮】

- 3-6. 取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として 備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構成されているか。その際、取締役 として女性が選任されているか。
- 3-7. 取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、評価を通じて認識された課題を含め、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。

【独立社外取締役の選任・機能発揮】

- 3-8. 独立社外取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか。 独立社外取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。
- 3-9. 独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を 行っているか。

【監査役3の選任・機能発揮】

- 3-10. 監査役に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。
- 3-11. 監査役は、業務監査を適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。 監査役に対する十分な支援体制が整えられ、監査役と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。

³ 本節の趣旨は、監査委員・監査等委員についても当てはまるものである。

投資家と企業の対話ガイドライン(案)

4. 政策保有株式

【政策保有株式の適否の検証等】

- 4-1. 政策保有株式⁴について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、分かりやすく説明されているか。
 - 個別銘柄の保有の適否について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。
 - 政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。
- 4-2. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、} そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。
- 4 企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。

18

投資家と企業の対話ガイドライン(案)

【政策保有株主との関係】

4-3. 自社の株式を政策保有株式として保有している企業(政策保有株主)か ら当該株式の 売却等の意向が示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げていないか。

4-4. 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、 会社や株主共同の利益を害するような取引を行っていないか。

5. アセットオーナー

5-1. 自社の企業年金が運用(運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む)の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置(外部の専門家の採用も含む)などの人事面や運営面における取組みを行っているか 5 。また、そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。

[。]対話に当たっては、こうした取組みにより母体企業と企業年金の受益者との間に生じ得る利益相反が適切に管理されているかについても、留意が必要である。

Ⅳ. ディスクロージャーワーキング・グループ

20

最適な資金フローの実現と企業情報の開示・提供のあり方

- 資本市場の機能を強化し、国全体の最適な資金フローを実現するため、これまでも、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの導入、顧客本位の業務運営の強化等の各般の取組みを行ってきた。
- 上場企業や投資家を取り巻く経済環境が大きく変化する中、資本市場の機能の発揮を通じ、企業価値の向上と収益向上の果実を家計にもたらしていくという好循環を実現するために、
 - ✓ 投資家の適切な投資判断
 - ✓ 投資家と企業との建設的な対話

を促していくような企業情報の開示・提供が実現されることが重要。こうした観点から、企業情報の開示・提供のあり方について再検討することが求められている。



企業情報の開示・提供のあり方を巡る課題

目的

- ●資本市場の機能強化
- ●国民の安定的な資産形成の実現

企業開示の役割

- ① 投資家の投資判断に必要な情報が、十分かつ正確に、また、適時に分かりやすく提供される
- ② 企業と投資家との対話を通じて、企業の中長期的 な成長を促していく

企業開示を巡る課題の例

| 「財務情報」及び「記述情報」(非財務情報)の充実

財務情報、及び、財務情報をより適切に理解するための企業の中長期的なビジョン・見通し・業績に関する評価などを説明する記述情報を充実させるべきとの指摘。

(例えば、経営戦略、MD&A、リスク情報、雇用関係の情報など)

II 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供

対話の観点から、提供されることが望ましいガバナンス情報を充実させ、また、提供方法も改善すべきとの指摘。 (例えば、政策保有株式や役員報酬の決定方針など)

Ⅲ 提供情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み

投資判断や建設的な対話に必要な情報の適時の提供と、その信頼性を投資家が判断する際に有用な情報の提供を一層図るべきとの指摘。

(例えば、会計監査に係る情報、情報開示のタイミングなど)

IV その他の課題

情報通信技術の進展等を踏まえ、投資家のニーズにあった分かりやすい情報提供を図るべきとの指摘。 (例えば、EDINETの利便性、英文による情報提供など)

22

日本企業の開示に関する機関投資家による指摘事例(1)



参考)さらに過去を遡れば。。。

- ■さらに詳細に事業経済性を分析するため、2000年以前に遡ることもある。
 - >ビジネスプロセスの把握
 - ▶事業/製品別の管理会計分析
 - ▶事業構造が大きく変わっていなければ現在でも示唆が得られることがある

工場の製造工程

原材料の調達量や価格

製品の販売価格



出典:金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ、H30年1月23日資料。 みさき投資株式会社「長期投資家の視点から見た有価証券報告書」

日本企業の開示に関する機関投資家による指摘事例(2)

★ 有報から読み取りたいこと(3)付加価値分配

■ステークホルター間で付加価値をどのように分配しているか。

➤最も重要なステークホルダーの一人である従業員にどの程度価値が配分されているか ➤現在の日本の開示では厳密に「付加価値」を計算できない



出典:金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ、H30年1月23日資料。 みさき投資株式会社「長期投資家の視点から見た有価証券報告書」

24

英国におけるNarrative Reporting

Louder than Words (DP) Principles and actions for making corporate reports less complex and more relevant	FRC 6/2009	開示が複雑化・情報量が増大しているという指摘への対処 問題は、 ・情報量の多さにあるのではなく、 ・無駄な情報が多くなり、年次報告書の重要なメッセージが隠れてしまうことに ある。
Future of Narrative Reporting	BIS 8/2010	金融危機を受けたガバナンス改革の観点から、Narrative Reportingが本来目的 (取締役会による意思決定・モニタリングの支援、株主への情報提供)を達成できているかを確認
Cutting Clutter – FRC, Combating Clutter in annual reports (DP)		年次報告書に重要性の乏しい無駄な情報(Clutters)が含まれている。 ⇒「重要性に焦点を当てた開示」を提案
Future of Narrative Reporting	BIS 9/2011	「戦略報告書」と「Annual Director's Statement」の提案 ・ 戦略報告書:取締役会が企業の戦略、方向性、課題を示す書類
Companies Act	2013	戦略報告書の規定 414A The <u>directors of a company</u> must prepare a strategic report for each financial year of the company.
Guidance on the Strategic Report	FRC 2014	戦略報告書のガイダンスを提供

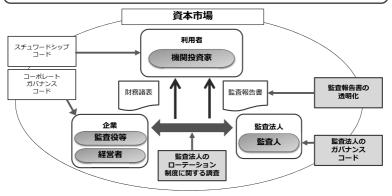
出典:日本公認会計士協会、中村洋一研究員作成資料

V. 会計監査の信頼性確保に向けた取り組み

26

「会計監査の信頼性確保」のための諸施策

- 近年の不正会計事案の発生等を受け、「会計監査の信頼性確保」に向け、以下の施策を実施。
 - ・「監査法人のガバナンス・コード」の策定(平成29年3月公表)
 - 「監査報告書の透明化」についての検討(現在、企業会計審議会で審議中) ・監査法人のローテーション制度に関する調査(平成29年7月に第一次調査報告を公表)



監査報告書の透明化①

○ 従来、監査人が企業の財務諸表に対して意見を表明する監査報告書については、監査のプロセスに 関する情報が十分に提供されず、監査人の監査手続が見えにくいとの指摘がされてきた。

「監査報告書の透明化」(以下「透明化」)は、このような指摘に対して、監査報告書において、監査意見とは別に、監査人が監査の過程で着目した会計監査上のリスク等を「監査上の主要な検討事項(Key Audit Matters: KAM)」として記載し、監査プロセスの透明化を図る取組み。

- 具体的に、「透明化」は、監査プロセスに関する情報を提供することを通じて、
 - ▶ 監査の品質についての評価を可能にし、監査の信頼性向上に資する
 - 財務諸表利用者と経営者の対話が促進される
 - ➢ 監査人と監査役等や経営者との議論の充実による効果的な監査の実施につながること等を目指すもの。
- O 欧米では、世界的な金融危機を契機に、監査の信頼性を確保するための取組みの一つとして「透明化」を導入(EUでは2016年から、米国では2019年から適用開始)。
- 我が国においても、「会計監査の在り方に関する懇談会」提言(平成28年3月)で「透明化」について検討を進めるべきとされたことを踏まえ、まずは主要な関係者※の間で意見交換会を実施。
 ※ 経団連、監査役協会、証券アナリスト協会、公認会計士協会、金融庁

その後、企業会計審議会監査部会において、昨年10月以降、5回にわたり審議を行い、監査基準改訂 案を取りまとめ。

28

監査報告書の透明化②

【取りまとめのポイント】

(1) 「監査上の主要な検討事項」の決定・監査報告書の記載内容

「監査上の主要な検討事項」については、監査人が職業的専門家としての判断に基づき決定し、その内容・決定理由・対応を記載。

(2) 適用される会計監査の範囲

金商法に基づく開示を行う企業の監査報告書に適用。

(当面、会社法に基づく開示に係る監査報告書は適用対象外(任意適用は可))

(3) 適用時期

平成33年3月期決算から適用。

(平成32年3月期決算については、特に東証1部上場企業を対象に、東証・公認会計士協会からの通知等により、早期適用を促す)

(参考)監査報告書の文例

【現行】

独立監査人の監査報告書

〇〇株式会社

取締役会 御中

○○監査法人

指 定 社 員 業務執行社員 公認会計士〇〇 印

当監査法人は、金融商品取引法第193条の2第1項の規定に基づく監 査証明を行うため、「経理の状況」に掲げられている○○株式会社の平 成×年×月×日から平成×年×月×日までの連結会計年度の連結則 務諸表…について監査を行った。

経営者の責任 (略)

監査人の責任 (略)

監査意見

当監査法人は、上記の連結財務諸表が、我が国において一般に公正 妥当と認められる企業会計の基準に準拠して、〇〇株式会社及び連結 子会社の平成×年×月×日現在の財政状態並びに同日をもって終了 する連結会計年度の経営成績及びキャッシュ・フローの状況をすべての 重要な点において適正に表示しているものと認める。

利害関係 (路)

以上厂

【改訂後】 独立監査人の監査報告書

〇〇株式会社

取締役余 御中

〇〇監査法人

指 定 社 員 公認会計士〇〇 印 業務執行社員

監査業員 (路)

意見の根拠 (略)

監査上の主要な検討事項 (別紙参照)

【例1】 固定資産の減損

○ 内容:会社は・・に関して減損損失××百万円を計上している。 ○ 決定理由: ・経営者による主観的な判断や重要な会計上の見積り が含まれることから、監査上の主要な検討事項と決定した ○対応:当監査法人は、・・について検討した。当監査法人の手続には・・が含まれる。

【例2】のれんの評価

経営者及び監査役等の責任 (略)

監査人の責任 (略)

利害関係 (路)

以上[

30

監査上の主要な検討事項の記載(試行例)

(別紙)

監査上の主要な検討事項の内容及び決定理由

店舗資産に対する減損評価

○ 監査上の主要な検討事項の内容

2017年3月31日現在の有形固定資産残高はxxx百万円である。 3月31日に終了する連結会計年度において、直営店舗他の建物 他に関して減損損失xxx百万円を計上している。

○ 監査上の主要な検討事項であると判断した理由

会社及び連結子会社の展開する●●事業においては、労働需 給バランスの悪化や個人消費に停滞感が見られたことにより、引 き続き厳しい経営環境となっている。このような環境下において、 会社は、営業損益が悪化している店舗について、店舗資産の帳 簿価額が回収不能と判断した場合は、固定資産の減損損失を計 上している。この際、回収可能性の判断にあたり、店舗の将来 キャッシュ・フローが用いられている。店舗の将来キャッシュ・フ ロー予測には、収益成長率、販売促進施策及び原価削減施策の 効果等の経営者による主観的な判断や立証が困難な不確実性 を伴う重要な会計上の見積りが含まれていることから、当監査法 人は当該事項を監査上の主要な検討事項と決定した。

監査上の対応

〇 監査上の対応

当監査法人は、営業損益が悪化している店舗の将来キャッ また、注記事項に記載のとおり、会社及び連結子会社は、2017年 シュ・フローを入手し、経営者による見積りの方法とその基礎デー タについて検討した。経営者による見積りの方法とその基礎デー タに関する当監査法人の手続には以下が含まれる。

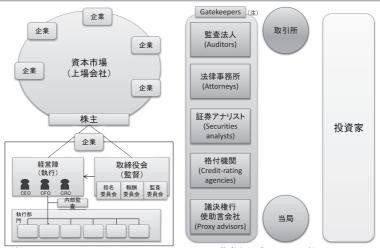
- 収益成長率等の経営者が使用する仮定について質問した。
- 販売促進施策及び原価削減施策の効果を測定するため、過去 に実施した施策とそれに伴う実績とを比較した。
- 経営者による見積りの仮定の合理性を検討するため、店舗の 予算と当期の実績とを比較した。

 経営者の見積額を評価するため、監査人の見積額又は許容範 囲を設定し、経営者の見積額との重要な差異の有無を確認した。 当監査法人は、店舗の将来キャッシュ・フローに関連する経営 者の見積りが、入手可能な証拠により裏付けられていると判断し

(出典)平成29年11月17日第39回監査部会における日本公認会計士協会提出資料を基に金融庁にて作成

資本市場の諸課題への取り組みについて

(参考)資本市場とGatekeepers (イメージ)



(注) John C. Coffee Jr. "GateKeepers" 2006 Oxford University Press に挙げられているGatekeepersの例