

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

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

いても取り上げたいと思います。

一、資本市場の活性化に向けて

六月一日に、東京証券取引所をはじめとする全国の証券取引所がコーポレートガバナンス・コードの改訂を公表するとともに、金融庁が「投資家と企業の対話ガイドライン」を策定し公表しました。今日は、これらの内容を御紹介するとともに、スチュワードシップ・コードの改訂、金融審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

金融庁では、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために、資本市場がどのような役割を果たせるかということを問題意識の中心に据えて、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの策定・改訂に取り組んできました。

御案内の方も多いと思いますが、コーポレート

ガバナンスに関しては、二〇一四年に江頭憲治郎東大名誉教授が書かれた「会社法改正によって日本の会社は変わらない」（「法律時報」八六巻一一号）という御論文があります。前回の会社法改正の大きな論点の一つは、社外取締役の設置の義務付けについてどう考えるかということでした。この点に関連し、江頭先生は「現下の日本の企業・資本市場の衰退の原因を経営者監督体制に求めるのは牽強付会」であり、「会社法の下部構造の変化なしに、会社は変わらない」と書いておられます。江頭先生は、会社法の下部構造として三つを挙げられました。

一つ目は、株主、機関投資家です。江頭先生は、論文の中で、金融庁は、会社のガバナンスを問題にするのであれば、社外取締役の設置問題に介入する前に、自己の管轄下にある株主、機関投資家の問題を先に取り上げるべきであると指摘さ

れました。この点に関しては、二〇一四年にスチュワードシップ・コードが策定され、問題への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。江頭先生は、これが最強の下部構造であるとされています。なお、この問題は、法規制にはなじまず、むしろ、経済界の中で議論すべき課題であると考えておられるように思います。

三つ目は、ルール型の規制に固執する法曹界の一部です。ルール型の規制に固執しますと、会社法の下部構造はなかなか変わりません。しかし、これらの人々は、プリンシプルベースの考え方にあまりなじんでいないという問題意識を持つておられるようです。

ガバナンスを巡る議論については、皆さんもそれぞれ、自分の見解や感覚に合うところ、合わないところがあると思います。先ほどの江頭先生の

御論文は会社法の第一人者のご見解として挙げたものですが、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要なところだと思います。ここがおかしい、こちらを押ししていくべきだといったことがあれば、ぜひ教えていただければと思います。

二、スチュワードシップ・コードの改訂

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

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

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

もう一つ、運用機関に対しては、企業との対話の実効性向上のため、運用機関自身のガバナンスの強化を促すこととしました。その一つの表れとして、議決権行使結果を個別の企業・議案ごとに公表することを原則として定めました。

以下では、昨年の改訂の背景にどのような問題意識があったかについて申し上げます。資料5ページをご覧ください。

(証券会社グループなどの場合)

まず、具体例として、証券会社を頂点とする企業グループの中にアセットマネジメント会社がある場合を取り上げます。

運用機関であるアセットマネジメント会社は、投資先企業に対して議決権行使を行います。ア

セツトマネジメント会社が年金の運用を受託している場合、年金のパフォーマンスの向上というフィデューシヤリーとしての義務を負っています。このため、議決権行使も、そうしたアセットマネジメント会社の立場を踏まえてなされるべきものと考えられます。

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

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

(信託銀行などの場合)

次は、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です。例えば信託銀行のケースなどが該当します。

信託銀行の法人事業部門は、融資、証券代行、法人営業などを通じて、投資先企業とリレーションを持っている場合があります。委託会社の株式市場における評価向上、IR・SR活動のサポート、コンサルティングなどのサービスも提供しています。

他方、信託銀行は、特にパッシブ運用に関して、非常に大きな議決権を持っています。さらに、信託銀行は、総幹事として年金基金の運営にも関わっています。

議決権行使に当たって、営業上の要請とこれらの顧客の利益の間の利益相反をどのように解消するかが課題になります。

(議決権行使結果の個別開示)

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

この表では、議決権を行使する対象企業(例えば Company A)との間で、取引関係があるかないかを明らかにした上で、個別の議案に対する賛否の結果が示されています。

表の右端の欄に、反対行使理由が掲げられています。ここでは、どのような基準を適用した結果、反対したかが明らかにされています。社外取締役人数基準とあるのは、二人以上の社外取締役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。また、反社会的行為基準とあるのは、例えば子会社で不祥事があったような場合に、それを担当していた役員が

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

三、コーポレートガバナンス・コード改訂

(コーポレートガバナンス改革を巡る課題)

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

大きな課題の一つは、CEOの選解任・取締役会の機能発揮です。江頭先生の言葉を借りますと、第二の下部構造である経営者の養成・選抜システムに関連しています。

二つ目は経営環境の変化に対応した経営判断、

三つめは投資戦略・財務管理の方針です。例えば、近年、企業は、バランスシートに積み上がった多額の現預金を、設備投資・人材投資・R&Dなどに振り向けるべきではないかと言われることがあります。二つ目、三つめの課題は、こうした議論に関わっています。

四つ目は政策保有株式です。これに関しては、投資家と企業の対話が十分になされておらず、双方の議論がかみ合っていないように思います。

五つ目がアセットオーナーです。これは、昨年のスチュワードシップ・コード改訂の際の議論の延長線上にあります。

〔投資家と企業の対話ガイドライン〕の策定)

昨年暮れ以降、今年の春にかけて、「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」において、投

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

そのような議論の中で、実効性のある対話を進めていただくためには、コーポレートガバナンス・コードの改訂も合わせて行う必要があると考えられるようになり、今般、対話ガイドラインの策定と合わせて、コーポレートガバナンス・コードの改訂が行われることになったものです。

今後、改訂されたコーポレートガバナンス・コードと新しくできた対話ガイドラインが相まって、企業と投資家の対話がより充実したものとなることを期待しています。

(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のポイント)

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

一つ目の経営環境の変化に対応した経営判断、及び二つ目の投資戦略・財務管理の方針は、まさに経営判断の問題ですので、対話ガイドラインで取り上げ、コーポレートガバナンス・コードの改訂を行った上で、次は、ディスクロージャーの議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、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂に当たって、特に注力したところですので、後ほど具体的な内容を御紹介したいと思います。

四つ目の政策保有株式については、コーポレー

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

五つ目のアセットオーナーについては、コーポレートガバナンス・コードを改訂し、対話ガイドラインで取り上げています。

(CEOの選解任―指名委員会・報酬委員会の設置)

まず、CEOの選解任を取り上げます。

足元、法定又は任意の指名委員会や報酬委員会を設置する企業は着実に増加しています。資料10ページのとおり、東京証券取引所の資料では、二〇一七年時点で、市場第一部の企業の三割強、JPX日経四〇〇の企業の約六割が指名委員会や報酬委員会を設置している状況です。

これまで、コーポレートガバナンス・コードにおいて、「諮問委員会を設置することなどにより、独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである」と書かれておりましたが、今回の改訂後は、「など」を削除して、「諮問委員会を設置することにより」と書かれています。これによって、委員会を設置して独立社外取締役の関与・助言を得ることが「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象に変わったこととなります。こうすることによって、指名委員会や報酬委員会の設置をさらに後押ししたいと考えています。

(CEOの選解任―選解任基準・後継者計画)

次に、CEOの選解任に関連して、選解任基準・後継者計画を取り上げます。資料11ページの実態調査の結果をご覧ください。

CEOの選任基準の整備状況を見ますと、「整

備した」が三八・〇%、「整備に向け動いている」が二〇・〇%となっており、かなり整備が進んでいる状況です。

他方、CEOの解任基準の整備状況は、「整備した」が二五・一%、「整備に向け動いている」が一四・四%にとどまっています。後継者計画の監督状況についても、指名委員会の設置により形はできてきておりますが、必ずしも内容が伴っていないところがあります。

この点に関し、企業の方と対話する中で、社内の人のことは社外からはわからないので、どうしても社内で決めていくところが多くなるというお話を伺うことがあります。これに対して、私は二つのことを申し上げています。

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

明性を上げると言っても、必ずしも全てを指名委員会がマネージすることを想定するものではありません。社内での経験や知見、例えば、長い社勤務の中で、どのように修羅場をくぐってきたかというような長い時間をかけて形成された評価が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、個人個人の過去のパ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、それに照らして、CEOに求められる資質はどのようなものを議論していただき、それに見合った方が選ばれているかどうかを点検しようとするものであり、必ずしも個人の資質の評価のみに注目するものではなく、評価の「ものさし」も十分議論することが期待されます。

もう一つは、CEOの選解任について、海外ではプラクティスが固まってきたということですから。指名委員会、報酬委員会、監査委員会の運営に関しては、取扱要領のようなものができています。例えば、指名委員会について申しますと、委員会の構成、議決方法（多数決か全会一致かなど）、選任スケジュール、コンサルの要否、募集範囲、面談方法など、それほど違和感のないプラクティスができてきています。こうした事情を知った上で、この問題を議論することが重要であると考えています。

（政策保有株式）

次に、政策保有株式を取り上げます。資料12ページをご覧ください。

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

行の持ち合い比率は、二〇〇〇年に約一二％であつたものが、一六年には四・〇％まで低下しています。他方、上場事業法人の場合、持ち合い比率は必ずしも低下しておらず、一六年でも六・〇％となっています。

右のグラフは、商事法務研究会の「株主総会白書二〇一七年版」のデータに基づいて作成したものです。企業の総務部にアンケートを行った結果を踏まえ、自社の安定株主比率（株主総会決議で会社側提案を支持することが期待できる株主が保有する議決権数の総議決権数に対する比率）を見たもので、五〇％が最多で、次いで六〇％台、四〇％台となっています。なお、会社の総務部は、株主総会で賛成票を取ってくるのがミッションですので、こうした質問に対しては、高めに答えが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

は、日本では多くの会社が、会社側提案に五〇％ないし六〇％の支持が得られると考えていることを裏付けるものであり、企業側には実質的な対話をするインセンティブがないと見られかねないところがあります。

（政策保有株式に関する機関投資家の問題意識）

株式の政策保有に関する議論を伺っております。機関投資家と企業の間で議論がかみ合っていないと感じるところがあります。

企業の側からは、金融機関の場合、リスク保有量を縮減する必要があるため、保有している株式を削減しようとするのはわかるが、なぜ一般企業が政策保有株式の削減を求められるのか納得できないという議論があります。

これに対し、機関投資家の側からは、政策保有株主の比率が高い状況を変えていかなければなら

ないという議論とともに、政策保有の中にもいろいろ側面があるため、その内容に立ち入った議論が必要だという意見も提起されています。資料13ページは、政策保有株式に関する機関投資家の問題意識を整理したものです。機関投資家の方からは、政策目的の株式保有であっても、漠然とした取引関係強化ではなく、戦略的資本提携の一環であれば、十分に理解できる面があるというお話を伺っています。ただ、機関投資家の方からは、同時に、本当にそのような検証が行われているのか、十分な検証なしに持っている政策保有株式があるのではないかという指摘も受けているところではあります。

政策保有株式の数は、かなりばらつきがあります。日経五〇〇対象企業について見ますと、平均一一四銘柄となっています。事業会社について見ますと、全く持っていない企業がある一方、多い

ところでは五五〇銘柄も持っている企業があり、平均では八二銘柄となっています。この点に関し、機関投資家の側からは、五五〇もの銘柄を戦略的に保有しているとは考えられず、少しでも株式を持つていた方が、相手企業と話がしやすいといった動機で持たれているのではないかと見られることとなります。

日本企業は、バランスシート上、多額の現預金を積み上げているとよく言われます。現預金であれば、資金繰りのために必要であるという理屈が成り立たないわけではありません。しかし、株式を持つていても、資金繰りのために担保に入れようとしますと、掛け目は、例えば三割減とか四割減になるでしょう。その意味で、株式の保有コストは、現預金に比べても非常に高いと言うことができます。ぜひこの点を経営者にわかってほしいというのが、機関投資家から経営者へのメッセージ

ジです。

今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂においては、政策保有株式について保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容を開示するようお願いしているところです。これを基に、投資家と企業の対話が深まることを期待しています。

(ESG要素への言及)

コーポレートガバナンス・コードの第三章「適切な情報開示と透明性の確保」の「考え方」において、従来、「定性的な説明等のいわゆる非財務情報を巡っては、…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た。

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

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、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報」という表現に修正することとしました。

コーポレートガバナンス・コードにおいては、従来、第二章「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」の「考え方」において、上場会社はステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきであるとした上で、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれに含めることも考えられると記載していました。コードの改訂に当たって、これを開示する方向で後押ししてはどうかとの御提案をいただいたこともあって、情報開示に関する第三章において、先ほど申し上げたような修正を行ったものです。

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）

以下では、今般、策定した「投資家と企業の対話ガイドライン」の内容を御紹介していきます。

資料14ページに掲げたのは対話ガイドラインの性格です。

ここにもありますように、対話ガイドラインは、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの附属文書として位置付けられるもので、新しいルールを作るものではありません。したがって、対話ガイドライン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ありません。むしろ、両コードの実効的なコンプライ・オア・エクスプレインを

促そうとするものです。

第三段落において、コーポレートガバナンスを巡る課題や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はないと書いてあります。この点は非常に重要なことと考えています。

これに関連して、昨年のスチュワードシップ・コードの改訂において、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を行うよう要請しました。アセットオーナーの中には、対話ガイドラインができたことを受けて、機械的に全ての項目について取り組み状況を説明するよう、運用機関に求めるところが出てくるのではないかとの懸念も示されました。金融庁としては、そのようなことにならないよう注意して見

ていきたいと考えています。

「形式から実質へ」との課題は他にも随所に出てきます。コンプライ・オア・エクスペインを求められた際、エクスペ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比率が高くなってきます。しかし、コンプライすれば、エクスペインしなくてもよいというものではありません。コンプライしている場合であっても、自社がどう考えているのかを整理して、エクスペインすることがあってもよいわけです。私どもは、これを「コンプライ・アンド・エクスペイン」と呼んでおりますが、今後は、コンプライした上で、自社の考え方をエクスペインするステージに移っていかねばならないと考えているところです。資料14ページの注1においてこうした趣旨に言及しています。

(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)

経営判断、投資戦略等については、これまで申し上げてきたことに付け加えることはありません。これらは、まさに経営判断の問題になりますので、コードで細かく規定するというより、むしろ、今後、ディスクロージャリ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す。

(CEOの選解任・取締役会の機能発揮等)

CEOの選解任については、資料16ページのとおり、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、客観性・適時性・透明性ある手続きにより、資質を備えた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

て計画的に行われているかといった点を掲げ、注意喚起を行っています。

取締役会の機能発揮については、資料17ページのとおり、3―6で、取締役会が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、取締役として女性が選任されているかといった点を掲げ、対話の中で議論してほしいポイントを強調したものとなっています。

(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ページのとおり、4―1で、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わかりやすく開示・説明されているかと

いった点を掲げています。また、4―2で、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・考え方を明確化しているか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おいて、最初から政策保有株式の縮減ありきなのかという疑問が提起されました。パブリックコメントへの回答においては、「必ずしも政策保有株式の一律の縮減が求められるものではない」「政策保有株式について、『保有目的が適切か、保有に伴う便益・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、保有の適否を検証する』ことが求められている」「検証の結果、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」と書いています。

フォロワーアップ会議において議論になりましたのが、資料18ページの注4で、「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つている株式を含む」と記載しているところである。具体的には、退職給付信託に組み込まれている政策保有株式を念頭に置いたものです。この点については、いずれ議論を深めていくべきだとの意見も出されています。

(政策保有株式—政策保有株主との関係)

政策保有株主との関係に関連して、資料19ページのとおり、4―3で、株式を持たせている企業は、政策保有株主から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といった点を掲げています。

メガバンクをはじめとして金融機関では、リスク管理の観点もありますので、政策保有株式の縮減に力を入れています。それに関連して、金融機

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

この点について、経済界と議論する中で、株式の政策保有は、持つ側と持たれる側の双方にとつて、経済合理性がある場合になされるものであり、株式の売却等の意向を示された場合に、取引の縮減を示唆するようなやり方は問題があると考えられるようになりました。こうした認識が先の4―3に反映されています。

(アセットオーナー)

アセットオーナーについては、5—1で、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に、適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの取り組みを行っているかといったことを掲げています。

五、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ

(企業情報の開示・提供のあり方を巡る課題)

スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードなどのソフトローを整備し、それがうまく機能するように配慮しながら、ディスクロージャーのあり方を見直し、さらに、会計監査の信頼性確保のための施策を講じていく、これらの取り組みは、資本市場の活性化に向けてパッ

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・提供のあり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、投資家の投資判断に必要な情報が、十分かつ正確に、適時にわかりやすく提供されるということです。特に日本の場合、個人投資家が多いこともあり、わかりやすいということも重要であると考えています。企業開示のもう一つの役割は、企業と投資家の対話の基礎を提供することにより、企業の中長期的な成長の基盤となるということです。

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

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

(日本企業の開示に関する機関投資家による指摘事例)

日本企業と海外の企業の間で、開示内容の差が大きい例も見られます。

日本企業の場合、任意の報告には力が入っている例も多いのですが、資料23ページのよう、企業戦略への言及、指名委員会・報酬委員会・監査委員会の活動などの開示の状況を見ますと、欧米企業に比べ不十分なところが多いと指摘されています。

ます。

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

六、会計監査の信頼性確保に向けた取り組み

(「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た施策が実施されてきています。具体的には、平成二九年三月、監査法人のガバナンス・コードが策定されました。会計監査の

品質に関し、監査法人が組織としてどう取り組むべきかをプリンシプルとして取りまとめたものです。また、現在、企業会計審議会において、監査報告書の透明化について検討が進められています。この他、監査法人のローテーション制度に関する調査が行われ、平成二九年七月に第一次調査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ンスの観点からも非常に重要なポイントであると考えています。

（監査報告書の透明化）

監査報告書の透明化に向けて、Key Audit 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対応したかを書いていただくとする取り組みを進めているところです。今、パブリックコメント

を進めており、平成三三年三月期決算から適用することとしています。

七、まとめ

資本市場にはさまざまなプレイヤーが参加しています。これらのプレイヤーについて、以上で申し上げられなかったことを付言して今日のお話のまとめとさせていただきます。

監査法人は、有価証券報告書のうち、財務諸表以外の分野、例えば企業の戦略、MD&A、企業経営上のリスクなどについても会計監査のプロセスの中で一定の知見を得る立場にあります。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と感じられるケースも想定されます。そのようなとき、財務諸表以外の部分について、監査法人が

どのような検証を行い、どのような責任を負うべきかといった議論が、次の段階であるかと思えます。また、その先の応用問題として、ESGの開示が進みますと、監査法人がどのようにそれに關与すべきかの議論もありうるように思います。

法律事務所は、江頭先生の言われる会社法の下部構造として三つめの大きなプレーヤーです。これらの方々と、プリンシプルベースの考え方や、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ションしていくかも次の段階の重要な課題になると思います。

証券アナリスト、中でもセルサイドの方は、今、大きな変革期に置かれています。MIFID IIなどの海外の規制の影響が及んできている他、我が国で昨年策定したフェア・ディスクロージャー・ルールの影響も考えられます。そのよう

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

ISSやグラス・ルイスのような議決権行使会社については、昨年のスチュワードシップ・コードの改訂の中で触れたところです。日本のみならず海外でも、彼らのガバナンスや役割についていろいろな議論が出てきています。

なお、大きな資本市場という枠組みで考えますと、エクイティ・マーケットだけでなく、フィクストインカム・マーケットがあります。これらのマーケットがどのような課題を抱えているか、また、フィクストインカム・マーケットとローン・マーケットの関係をどのように整理すればよいかなども、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

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

私からのお話は以上でございます。どうもありがとうございました。（拍手）

増井理事長 古澤審議官、どうもありがとうございます。コーポレートガバナンス・コード改訂の背景や資本市場全体に関わるさまざまなテーマについて幅広く御説明をいただきました。

若干お時間があります。せっかくの機会ですので、御質問をどうぞ。

質問者 A 資料4ページにおいて、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードを改訂することによって、中長期的な企業価値の向上、中長期的なリターンの向上を目指すと考えられています。ここで、企業価値が向上したかどうか

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

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

コーポレートガバナンスに関連して、一部の有識者などからは「ROE 8%を目指すべき」との議論がありました。私もは、そのような議論があることは承知していますが、ROEだけがパフォーマンス評価の指標とは考えていないと申し上げてきました。

どのように自社の企業価値を説明するかは、ま

ずはそれぞれの企業が主体的に考えることであり、さらに言えば、企業と投資家が対話する中で、注目する判断尺度が絞られていくのだと思います。加えて、重要と考えられるのは評価の時間軸です。どの時間軸で何を目指しているのかが、投資家と企業の対話の中で議論されることになると思われまます。

質問者B 二点お伺いしたいことがあります。

まず、「コンプライ・アンド・エクस्पライン」の考え方について伺います。金融庁は、昨年のスチュワードシップ・コードの改訂や「顧客本位の業務運営に関する原則」の策定に当たって、「コンプライ・アンド・エクस्पライン」のアプローチを採られていたと思います。しかし、今回のコーポレートガバナンス・コードでは、そこまで踏み込まず次回の課題と考えているとのことでした。今回、そのように判断された背景にはどの

ような事情があったのでしょうか、差し支えない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います。先ほどは、開示情報を土台にして対話が進むという御説明がありました。ただ、マテリアル・インフォメーションはパブリックにしましょうというフェア・ディスクロージャーの考え方を踏まれば、開示情報は必要かつ十分なものでなければならぬと考えられます。他方、対話はクローズな空間で行われるものです。パブリックな開示とクローズな対話は、どのような関係にあると想定されているのでしょうか。

古澤 一つ目の御質問は、今回のコーポレートガバナンス・コードの改訂において、「コンプライ・アンド・エクस्पライン」の考え方が入っていないのは、昨年のスチュワードシップ・コードの改訂と比べ、バランスを欠くのではないかとい

う問題意識と受け止めました。

先ほども申しましたが、「コンプライ・アンド・エクスペイン」とは、コンプライすれば説明しなくてもよいということではなく、コンプライした場合でも積極的に説明を行うようにしようという趣旨です。

コーポレートガバナンス・コードは裾野が広く、対象となる上場企業の中にもさまざまな企業が含まれています。このため、その内容を改訂する場合、受け止め方かなりの差が生じてきます。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。

したがって、東京証券取引所が、コーポレートガバナンス・コードを改訂し、いきなり「コンプライ・アンド・エクスペイン」を入れ

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

二つ目の御質問に関しては、資料22ページをご覧ください。

ここでは、企業開示の役割として、投資家の投資判断に必要な情報が、十分かつ正確に、また適時にわかりやすく提供されることが企業開示の役割とされています。マテリアルなインフォメーションは、フェア・ディスクロージャー・ルールによって、適時に、フェアに開示されるべきものとされています。御質問の趣旨は、これとクロージな対話との関係如何ということであったと思います。

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

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

一つ目として、ディスクロージャーにおけるマテリアリティーに関しては、マーケットの中で、ある種の情報をディスクローズする必要があるという、最大公約数的な目線があるように思います。

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

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

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

逆に申しますと、今、議論されているようなガバナンス、全体的な経営戦略、リスク情報などに関して、投資家とのミーティングで話せないようなマテリアル情報はほとんどないと考えられません。個別ミーティングも含め、ガバナンスや経営戦略などについて、投資家と企業の対話の中で、議論を深めてほしいというのが問題意識です。

増井理事長 まだお伺いしたいことはたくさんあると思いますが、時間もオーバーしておりまして、今日は、このあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきます。

古澤審議官には、大変お忙しい中をいらしてい

いただきました。どうもありがとうございました。

(拍手)

(ふるさわ ともゆき・金融庁総務企画局審議官)

(本稿は、平成三〇年六月四日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

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。