



コーポレートガバナンス Overview 2017

深化するコーポレートガバナンスと今後の展望

November 2017

kpmg.com/jp/cg



「コーポレートガバナンス Overview2017」 発行にあたって

日本企業のガバナンスは、一連のコーポレートガバナンス改革を経て大きく変化してきました。これをコーポレートガバナンス・コード対応のための一過性のブームで終わらせることなく、機関投資家との建設的な対話から「気づき」を得て、欧米企業と伍して果敢にリスクテイクを行うことが重要と考えます。また、投資・事業再編を進め、収益力の改善と持続的な成長のために、コーポレートガバナンスを継続的に深化させていくことが求められています。

KPMGジャパンは、初めて我が国のコーポレートガバナンスに関する動向をとりまとめた冊子「コーポレートガバナンス Overview」を2016年に発行しました。そして、日本版スチュワードシップ・コード(以下「スチュワードシップ・コード」)の策定から3年、コーポレートガバナンス・コードの導入から2年が経過し、このたび2017年版の発行に至りました。

2017年版の発行にあたっては、上場企業と機関投資家の変化を観察するため、上場企業のコーポレートガバナンス担当役員および機関投資家の最高投資責任者(CIO)の皆様のご協力をいただき、アンケート方式により、それぞれコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードおよび企業との対話についての意識調査を実施しました。その結果、企業と機関投資家のいずれも、コーポレートガバナンス・コード改革による変化を実感していることが判明しましたが、それと同時に両者の視点の違いについても明らかとなりました。

企業と機関投資家の意識の違いは、両者の対話に当たっての課題を浮き彫りにするものであり、2017年版では、こうした点を中心に、KPMGジャパンにおけるコーポレートガバナンスに関係する各分野の専門家が分析・考察を提供しています。これらの分析・考察が、日本企業の企業価値向上に向けた取組みの参考になれば幸甚です。

2017年11月

KPMGジャパン CEO
酒井 弘行



エグゼクティブ・サマリー

アウトライン

I

2016 - 2017年に行われたコーポレートガバナンス改革の概要、資本生産性改善、コーポレートガバナンス・コードのコンプライ・オア・エクスプレインの状況変化といった事実関係を確認しつつ、コーポレートガバナンス・コード導入による日本企業の変化を概観しています。

II

社外取締役の選任や機関設計の変更の状況を踏まえ、企業のコーポレートガバナンスの機構面に焦点を当て、主として、取締役会実効性評価と最高経営責任者等の後継者の計画(サクセッションプラン)をめぐる企業側の課題について掘り下げています。

III

資本生産性指標を活用したKPI設定に取り組む企業の変化を踏まえつつ、企業と投資家との間の企業価値をめぐる認識のギャップに焦点を当て、資本コストの認識や事業ポートフォリオの再構築をめぐる企業側の課題を抽出するとともに、対話の重要性を強調しています。

IV

企業と投資家との対話の時間軸の中長期化といった変化を踏まえ、開示書類の位置付けの変化、重要性が高まるESG等の非財務情報に焦点を当て、企業価値向上に向けた企業と投資家の対話のあり方について考察します。

V

スチュワードシップ・コードの導入による対話の機会や株主総会議案の検討時間の増加および集团的エンゲージメント活用の可能性といった機関投資家側の変化に焦点を当て、より一層の建設的な対話の実現に向けた機関投資家側の課題を提示しています。

なお、本文において引用している「KPMGが実施した意識調査」は、KPMGジャパンが2017年8 - 9月に実施した上場企業および機関投資家向けのアンケートにより実施した意識調査を指します。詳細につきましては、巻末の87頁をご覧ください。

Key Findings

～上場企業・機関投資家向け意識調査から判明したコーポレートガバナンス改革に対するそれぞれの認識・視点の違いと進展の状況～

1 企業と投資家との対話の進展についての認識の違い

■ 機関投資家は、企業が考えている以上に「投資家との対話」や「株主価値を意識した経営」が進んでいると感じています。企業が最も取組みを強化したのは「取締役会運営の充実」および「ガバナンス体制の強化」となっています。機関投資家も「ガバナンス体制の強化」については認識していますが、「投資家との対話の強化」および「株主価値、資本生産性を意識した経営」は企業と比べて機関投資家の割合が高くなっており、企業が想定している以上に機関投資家は株主を意識した経営に企業が取り組んでいると感じているようです。

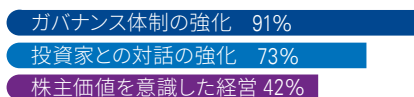
⇒ P17 (第1章)

<コーポレートガバナンス・コードの導入によって取組みを強化した／強化したと感じる事項>

企業



機関
投資家



2 取締役会の実効性評価についての課題認識の違い

■ 企業・機関投資家ともに、取締役会の実効性評価についての開示の充実を強く意識する中、企業は実効性評価の客観性や評価基準について課題を感じています。

企業・機関投資家ともに、コーポレートガバナンスに関する開示として「取締役会の実効性評価」の強化を一番に挙げていますが、機関投資家は、取締役会の実効性と企業価値向上との関係性についての説明を強く期待しています。一方で、企業は実効性評価それ自体の客観性や評価基準について問題意識を持っている傾向がみられ、評価内容の開示のあり方について課題を感じている企業は多いと推察されます。

⇒ P25, 26 (第2章)、51 (第4章)

<取締役会の実効性評価における課題>



3

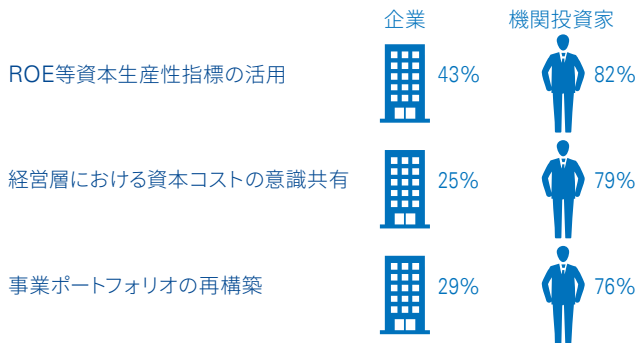
企業における資本コストについての認識の不足

■ 資本生産性向上の取組みに向けて79%の機関投資家が経営層における資本コストの意識の共有を期待しているのに対して、企業側の経営層における共有は25%にとどまっています。これは、機関投資家は企業における資本コストの認識が不足していると指摘しているものと考察されます。

ROEやROICといった資本生産性指標の活用は、企業・機関投資家ともに資本生産性向上に向けた取組みにおいて1位となりましたが、企業側が43%であったのに対して機関投資家は82%であることから、問題意識の大きさが異なるのがみとれます。資本生産性指標は資本コストとの対比で活用すべき指標であり、機関投資家はその活用の前提として企業は資本コストを強く意識すべきであると考えていると推察されます。

⇒ P33 (第3章)

<資本生産性向上に向けての取組み>



4

企業価値についての認識の違い

■ 31%の企業が、中長期的にみて株価は自社の企業価値を適切に反映していないと感じており、その理由として投資家による経営パフォーマンスの過小評価や短期主義等を指摘しています。

企業の52%は、中長期的にみて株価は企業価値を適切に反映しているとする一方で、31%の企業は、企業価値に対して株価は割安であると感じています。その原因として、投資家による経営パフォーマンスの過小評価や短期主義に伴う長期的な価値創造についての理解の欠如が指摘されており、一部の企業と投資家とでは、企業価値についての認識が乖離しているのがみとれます。

⇒ P37 (第3章)

<中長期的にみて、株価は企業価値を適切に反映しているか>



5

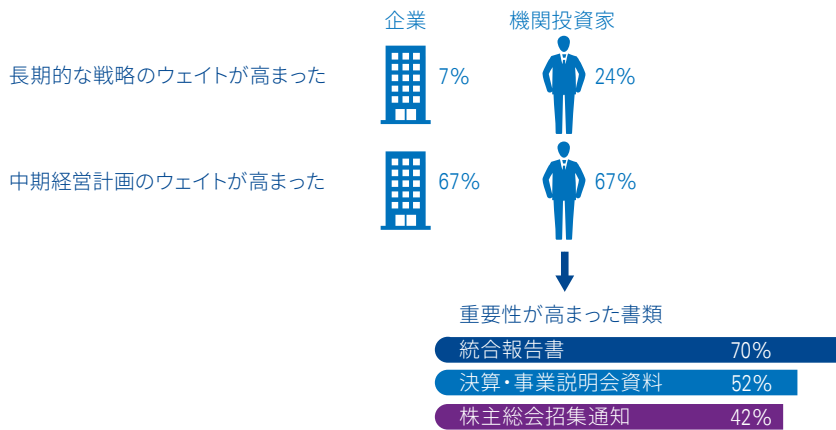
対話の時間軸の長期化とこれに伴う非財務情報の重要性の高まり

■ 企業と機関投資家の対話の時間軸が中長期にシフトする中、機関投資家において統合報告書や決算・事業説明会資料といった非財務情報を多く含む開示書類の重要性が高まっています。

企業・機関投資家ともに、両コード導入後の対話の時間軸は中期経営計画(3年～5年)以上と中長期にシフトしているのがみとれます。そのような中、機関投資家において統合報告書や決算・事業説明会資料といった非財務情報を多く含む開示書類を重要視する傾向がみられます。決算短信の重要性が高まったと回答した機関投資家は10% 未満となっていることから、非財務情報が多く含まれる開示書類をより積極的に活用しようとする動きがみられます。

⇒ P41-43 (第4章)

<コーポレートガバナンス・コード/スチュワードシップ・コード導入後の対話の時間軸>



6

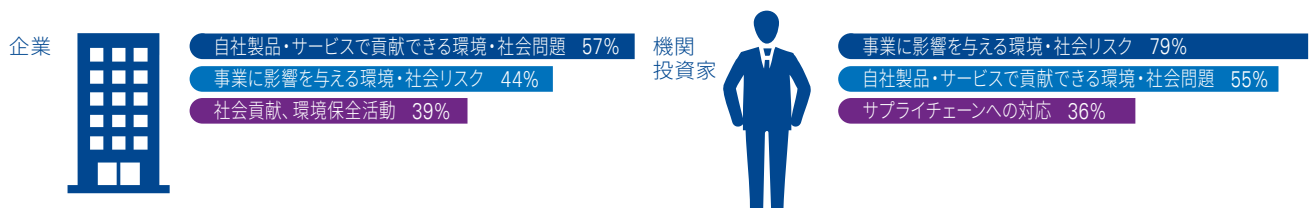
E・Sをめぐる視点の違い

■ 企業がE(環境)・S(社会)について収益機会の観点に重きを置いて対話しているのに対して、機関投資家は、収益機会のみならず、事業に与えるリスクの観点からE・Sを意識しています。

企業は収益機会の観点からE・Sを意識している側面が強いのに対して、機関投資家は、収益機会に加えて、事業に与えるリスクの観点からE・Sを捉えようとしているのがみとれます。E・Sがサプライチェーンに与える影響をみていることから、機関投資家はE・Sがビジネス全体に及ぼす影響を見極めようとしていると考えられます。収益機会とリスクは表裏一体の関係にあるため、企業と機関投資家は、E・S課題について異なる側面をみているという見方もできます。

⇒ P50 (第4章)

<E(環境)・S(社会)に関する対話において意識している点>



機関投資家による対話強化の機運の高まり

■ スチュワードシップ・コードの導入に伴い、機関投資家から企業側へ改善要望・提案を行う機会が増えています。

スチュワードシップ・コードの導入に伴い、機関投資家では企業との面談時においてヒアリングに終始するのではなく、改善要望や提案を行う機会が増えています。議決権行使に当たっても1社当たりの議案精査の時間が増えており、スチュワードシップ責任を果たそうとする中で、機関投資家側からも対話を強化しようとする動きがあるのがみてとれます。

⇒ P58 (第5章)

<機関投資家においてスチュワードシップ・コード導入によって変化した点>

企業への改善要望・提案を行う機会が増えた 67%

議決権行使において1社当たりの議案検討時間が増加した 45%

自社内の利益相反防止体制が一層強化された 39%

KPMGからの提言

持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的としたコーポレートガバナンス改革は、コーポレートガバナンス・コードとステewardシップ・コードが併存していることから明らかとなり、株式市場における機関投資家の存在を強く意識しています。その背景には、株式市場におけるリスクマネーの供給者としての機関投資家の存在感の高まりがあり、企業が調達した資金を元手に事業を発展させていくうえで、企業価値の目線を機関投資家に合わせていくことが必要であるからと考えられます。

しかしながら、KPMGが実施した意識調査でも明らかになったとおり、一部企業において企業価値に対する認識が機関投資家と乖離しているという事実が浮き彫りになりました。また、意識調査からは、経営層における資本コストの認識が不足していると機関投資家が感じているという示唆も得られました。伊藤レポート等でも考察されているとおり、機関投資家が考える企業価値のベースはフリーキャッシュフローの割引現在価値であるという事実を踏まえると、企業価値はフリーキャッシュフローが持続的に成長するか、リスクを表す資本コスト(割引率)が低下しない限り高まりません。つまり、経営層において資本コストに対する認識が不足しているというのは、機関投資家からみると企業は企業価値についての意識が総じて不足していると映ると考えられます。

現在の事業環境は変化が速いのみならず、不確実性が高まっており、経営のかじ取りはかつてないほどにむずかしくなっています。それは換言すれば、経営のあらゆる側面においてリスクが高まっていることを表しています。リスクの高まりは企業価値評価においては割引率の上昇を通じて企業価値を毀損します。機関投資家はそのような事業環境を踏まえ、ESGの観点から企業価値の持続性を毀損し得るリスクを見極めようとすると同時に、企業の収益機会についても把握しようとしています。企業としては、自社を取り巻く機会とリスクに対する対応方針について投資家との対話力を高めていくことで機関投資家の信認を獲得していく必要があるでしょう。

そのためにも取締役会は、自社を取り巻く機会やリスクについて正確に把握し、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けてリスクテイクが可能となるような議論を行うために絶えず取締役会のあり方を見直す必要があります。取締役会の実効性は形式にとどまらず、運営のあり方や取締役の人員(スキル)構成、次代を担う経営層の選任等によって大きく変わってきます。コーポレートガバナンス改革は取締役会を起点として変化していくことが期待されていると考えます。

KPMGでは上記問題意識を踏まえ、下記について提言いたします。

①取締役会は社外取締役増員を踏まえて「形」から「運用」の改革へ

監査等委員会設置会社への移行企業が増加する中、社外監査役がそのまま社外取締役として選任されるといった、いわゆる「横滑り」と社外役員の相対的な少なさが機関投資家より懸念点として指摘されています。今後は社外取締役の増員といった「形の改革」を進めるとともに、企業戦略等の方向性に関する議論の充実や監督機能の強化に向けた「運用の改革」に取り組むことが望まれます。

②取締役会の実効性評価における企業価値向上との関係性の強化を

取締役会の実効性評価は機関投資家も関心の高いところですが、企業は自己評価の限界や評価基準の納得感について課題を感じています。外部専門家を活用することに加えて、「審議の質・量(自社の企業価値向上のためになるような議論ができてるか)」「取締役会の知見(自社の企業価値向上のために必要な知見を取締役会が備えているか)」といった自社の企業価値向上との関係性に着目した評価基準を設定し、そのPDCAサイクルを組織的に機能させていく必要があります。そのためにも、取締役会事務局の機能強化に取り組むことがますます重要になります。

③サクセッションは「後継者計画」にとどまらず「タレントマネジメント」の仕掛けを取り入れた「人材の改革」へ

サクセッションプランを単に「次期社長の後継者計画」として捉えるのではなく、中長期的に取締役会の実効性を維持・向上させるための「取締役候補・次世代経営陣候補の選抜・育成計画」として捉える必要性が高まっています。いわゆる「タレントマネジメント」の仕掛けを取り入れながら次世代の経営を支えるための「人材の改革」の視点を強く持つ必要があります。

④リスクテイクに向けた挑戦を後押しするための取締役会運営を

持続的な成長と中長期的な企業価値向上のためには自社を取り巻くリスクマネジメントだけでなく、リスクテイクへの意識を強く持つことが求められます。取締役会として経営陣を中心とした執行側にリスクテイクを促すと同時に、執行側のリスクテイクおよびリスクマネジメントの状況をモニタリングするような取締役会の運営が必要です。そのためには経営戦略上とるべきリスクを可視化し管理する体制を構築できるかが重要なカギとなります。

⑤経営層は資本コストに対する意識の向上を

機関投資家は経営層における資本コストに対する意識の共有が必要と感じています。資本コストは投資家の期待収益率であり、期待収益率を中長期的に上回るリターンを上げなければ投資家にとって企業価値は高まったとはいえません。また、ROEやROICといった資本生産性指標をKPIとして導入する企業も増えていますが、それらの指標は資本コストとの対比で活用すべき指標です。資本コストは企業価値を評価する上での割引率でもあり、企業が資本コストを意識することは機関投資家と企業価値の目線を合わせる上でも不可欠であるといえます。

⑥価値創造ストーリーの理解促進に向けた非財務情報の整理・充実を

中長期の価値創造ストーリーの理解を促すためには、自社の価値創造の源泉は何かといった内容面や、その内容をどのような開示書類をもって発信していくのかといった媒体面の両観点から非財務情報を整理し充実させていくことが必要です。そのためには、企業が立ち向かおうとしている収益機会やリスクについて、例えば、ESGの側面から改めて捉えなおすといった手法を取ることも考えられます。

⑦社外取締役等による投資家との対話の強化を

取締役会の実効性の確保についての関心が企業・投資家ともに高まっている中、経営陣・支配株主から独立した社外取締役や非執行の取締役会議長が自社の取締役会の実効性と企業価値向上について機関投資家と対話することの重要性が高まっています。このような取組みは機関投資家におけるリスク認識を低減させ、議決権行使において信認を得ることにつながると考えます。

⑧機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすために更なる実力の向上を

運用機関として投資先企業の中長期的な企業価値向上に資するためには、運用機関自身が企業の事業戦略やリスクを見極めた上でどのような事項について企業と対話するのかを自ら判断する必要があり、そのための実力を高めていくことが不可欠です。また、運用機関はアセットオーナーとの対話を充実させるとともに、アセットオーナーも自らスチュワードシップ活動に取り組むことによってそれぞれ機関投資家としてのスチュワードシップ責任を果たす上での役割について意識を共有する必要があります。

CONTENTS

I. コーポレートガバナンス改革に向けた 取組みと企業の変化

- 1 実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組み 12
- 2 日本企業はどう変わったか 14

II. コーポレートガバナンス体制の動向と展望

- 1 コーポレートガバナンスに関する改革2年間の成果 20
- 2 投資家の期待を踏まえた企業の具体的課題 25
- 3 リスクテイクを支える取締役会に向けた改革と今後の展開 30

III. 資本生産性・株主価値を意識した 経営の状況

- 1 資本生産性向上への取組みと機関投資家の期待 32
- 2 企業価値をめぐる企業と機関投資家の認識の違い 37

IV. 企業と投資家との対話

- 1 企業と投資家における対話の時間軸についての変化 40
- 2 コーポレートガバナンス改革による開示書類の位置付けの変化 43
- 3 重要性が高まるESG等の非財務情報 49
- 4 企業と投資家の対話のあり方 53

V. 機関投資家のスチュワードシップ・コード 対応

- 1 スチュワードシップ・コード導入(改訂を含む)による変化 58
- 2 建設的な対話の発展に向けた今後の機関投資家のあり方 60

付録

- 1 補足情報 64
- 2 企業の持続的成長に向けたガバナンス改革および関連動向 73
- 3 日本再興戦略・未来投資戦略まとめ 78
- 4 企業向け／機関投資家向け意識調査の概要 87

コーポレートガバナンスに関連する書籍などのご紹介 89

KPMGジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス
(CoE)について 90

1. コーポレート ガバナンス改革に 向けた取組みと 企業の変化

POINT

- ≫ 2017年はコーポレートガバナンスの全体的な枠組みについての変更はないが、機関投資家のスチュワードシップ活動の強化、企業情報開示の充実、役員報酬改革によるインセンティブの強化、相談役・顧問に関する改革といったコーポレートガバナンスの実効性を高めるための、いくつかの重要な各論に関する取組みが進展した。
- ≫ この1年間、日本企業の収益性の向上に伴いROEは8%に回復、株価も堅調に推移している。また、企業によるコーポレートガバナンス・コードの内容に沿った対応にも進捗がみられる。
- ≫ 機関投資家側は企業側が意識している以上に、企業が「投資家との対話」や「株主価値、資本生産性を意識した経営」に取り組んできていると感じている。



1 実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組み

KPMGの意識調査によると、2014年2月公表のステュワードシップ・コードと2015年6月適用開始のコーポレートガバナンス・コードの導入により、我が国の上場企業のコーポレートガバナンスと機関投資家のステュワードシップ活動に対する企業側、機関投資家の意識の変化が着実に進展していることが明らかになりました。しかしながら、欧米企業と比較した場合、日本企業には収益力の面で課題が残っているため、引き続き実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組みが進められています。具体的には、2016年から2017年にかけて、①ステュワードシップ活動の強化②投資家との対話促進とその基盤としての企業情報開示の充実③役員報酬改革によるインセンティブの強化および④相談役・顧問に関する改革、といった一連の対応が行われました。

機関投資家のステュワードシップ活動の強化

2017年5月、ステュワードシップ・コードが改訂されました。本改訂は、インベストメント・チェーン(投資主体が企業との対話を通じ中長期的な価値創造を実現し、それによって得られたリターンを最終的には家計まで還元し、国富を維持・形成するまでの一連の流れ。図表1)において最終受益者のより近くに位置する年金基金等のアセットオーナー(資産保有者としての機関投資家)の役割を明確化するとともに、運用機関(資産運用者としての機関

投資家)におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を促すものとなっています(付録72頁参照)。

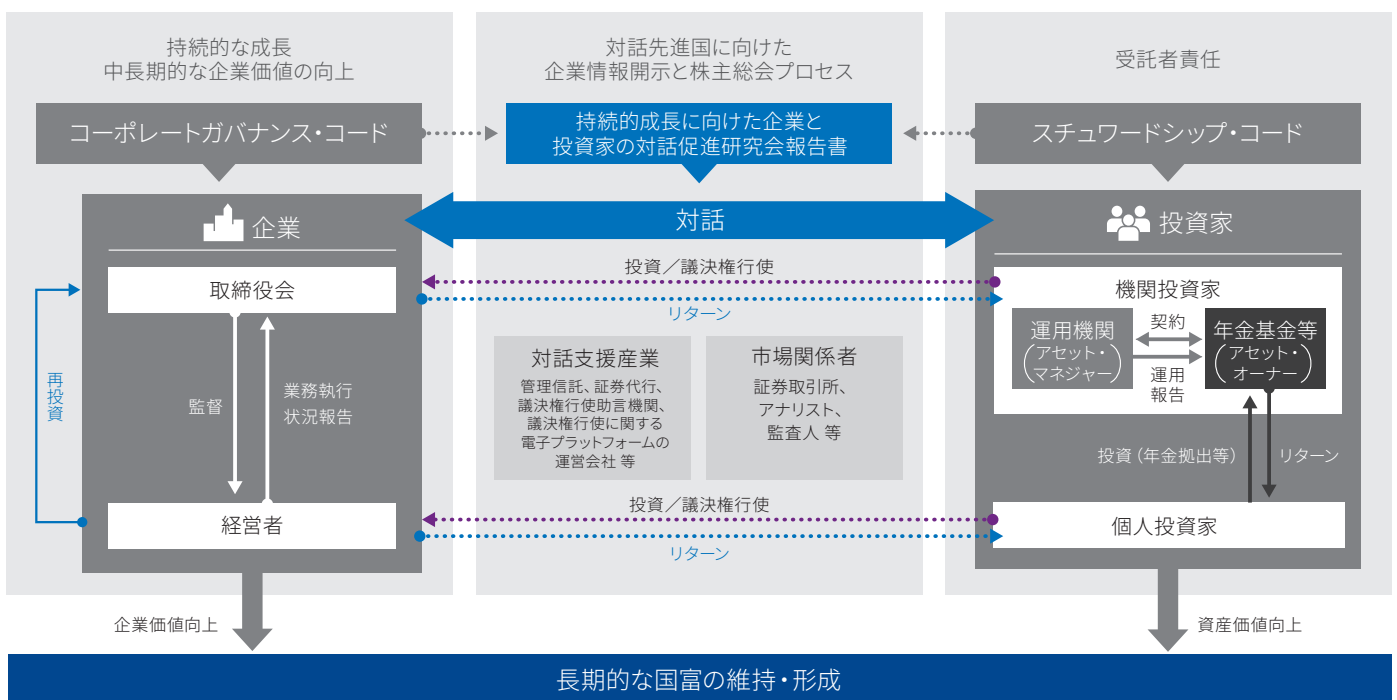
企業と直接対話を行うのは運用機関です。その運用機関が運用委任契約の相手方であるアセットオーナーの意向に配慮することも当然です。その行動を後押しするという意味でも、まずはアセットオーナー自らが実効的なステュワードシップ活動に取り組むこと、運用機関に求める事項・原則を明確に示すべきことが明記されました。運用機関は、こうしたアセットオーナーの要請を受けて、第三者委員会を設置し、利益相反管理方針を公表するなどのガバナンス・利益相反管理の強化に取り組むことで、企業と中長期的な視点に立った建設的な対話を行うことが可能となり、インベストメント・チェーンが好循環することにつながります。

投資家との対話促進とその基盤としての企業情報開示の整理・充実¹

企業情報の開示をめぐるのは、2017年3月31日に、決算短信・四半期決算短信についての証券取引所による様式の使用義務が廃止されました。その背景には、企業と株主・投資家との建設的な

¹ 関連するものとして、2017年4月6日にKPMGジャパンが主催したセミナー「企業と投資家との対話『枠組み』変革における企業が取り組むべき課題」の抄録、「コーポレートガバナンス 企業と投資家との対話枠組み変革-企業が取り組むべき課題-」(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-corporate-governance-report-20170406.pdf>)参照。

■ 図表1 インベストメント・チェーン



対話を充実させるため、義務的な記載事項を可能な限り減らし、開示の自由度を高めることで、それぞれの企業の状況に応じた開示を可能にしようという考え方があります。

また投資家との対話を促進するため、株主総会を3月決算会社の定時株主総会開催時期の集中を回避するための取組みが進められました。具体的には、適切な株主総会の基準日設定のため、基準日変更を行う際の実務対応のガイダンスの公表や、平成29年度税制改正により法人税の申告期限の延長を可能とする等です。

投資家への総会議案情報の早期提供や内容の充実という観点からは、招集通知添付書類の原則電子提供に向けた会社法改正の議論も始まっています。

他方、企業と機関投資家が対話するに当たり、企業から未公表の内部情報が開示されることもあり得ます。こうした情報が株価に影響を与えるような重要な情報である場合には、市場参加者間の公平性が失われ、ひいては健全な資本市場の発展を阻害することになりかねません。このため、2017年5月に金融商品取引法が改正され、未公表の内部情報を企業が第三者に提供する場合にその情報を他の投資家にも提供することを求めるフェアディスクロージャー・ルールが導入されました(付録71頁参照)。

さらには、投資家が企業価値を評価する上では、経営戦略やビジネスモデル、リスク対応等の非財務情報が重要となりますが、一方で、中長期的な企業価値向上を見据えた人的資本、研究開発、IT、ソフトウェアといった無形資産への投資やESG(環境・社会・ガバナンス)への取組みが短期的には費用としてのみ認識されることや、これらに関する情報開示や対話が不足していることが、企業と投資家中長期的な投資判断や建設的な対話を損なっているとの見方があります。

こうした問題認識の下、経済産業省は2017年5月29日に「価値協創のための統合的・対話ガイダンス」(通称「価値協創ガイダンス」)を公表し、①企業経営者が自らの経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等を統合的に投資家に伝える際の手引②投資家が中長期的な観点から企業を評価し、投資判断やスケジュール活動に役立てるための手引を提示しました(付録69頁参照)。同年10月26日に公表された「伊藤レポート2.0」²には、価値協創ガイダンスを企業と投資家の共通言語や、企業が投資家等に伝えるべき情報の全体像を体系的・統合的に整理するための枠組みとして活用することのほか、四半期開示も含む上場企業の情報の開示のあり方の検討、無形資産への投資を促進する制度の創設等が提言されています(付録68頁参照)。

役員報酬改革によるインセンティブの強化

我が国の上場企業の経営陣の報酬については、固定報酬の割合が高く、企業の中長期的な業績向上に向けた適切なインセンティブとして機能していないのではないかと指摘があります。こういった指摘を背景に、コーポレートガバナンス・コードは中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定することを求めています(原則4-2、補充原則4-2①)。

欧米では、上場企業の経営者に対する中長期のインセンティブ報酬として、リストラクテッド・ストックやパフォーマンス・シェアなどが普及していますが、我が国においても、これに対する報酬を譲渡制限付株式(日本版リストラクテッド・ストック)の付与という形で導入することが可能となりました。経済産業省が2016年4月28日に公表したリストラクテッド・ストック導入の手引は、株式報酬・業績連動報酬を導入する際の税務、会社法、会計上の論点等に関するQ&A、株式報酬に関する契約書の例や株主総会議案の例を示したものです。税制改正等を受けて2017年にも更新されています。

相談役・顧問に関する改革

2017年3月10日に経済産業省が公表した「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」は、現役の経営陣が社内で適切なリーダーシップを発揮するという観点から、「社長・CEO経験者を株主等に対して責任を負わない相談役・顧問として企業に置く場合、その役割を明確化し、それに見合う処遇を設定することを検討すべきであること、そしてこの検討に際しては、指名・報酬委員会を活用するなど社外取締役の関与を得ることを検討すべきである」ということを提言しました。その上で、社長・CEO経験者を相談役・顧問として会社に置く場合には、自主的に、社長・CEO経験者で相談役・顧問に就任している者の人数、役割、処遇等について外部に情報発信することは意義があるとして、産業界がこうした取組みを積極的に行うことを求めました。

これを受けて、東京証券取引所は2017年8月2日にコーポレートガバナンス報告書の記載要領を改訂しました。これにより、2018年1月1日以後提出するコーポレートガバナンス報告書から、記載事項に代表取締役社長等を退任した者の状況を追加し、企業が社長・CEO経験者を相談役・顧問として企業に置く場合、氏名や役職、地位、業務内容、勤務形態・条件等について、自主的に開示することが可能となりました。

² 経済産業省「持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書」(2017年10月)

2 — 日本企業はどう変わったか

資本生産性の改善

企業価値向上において重要とされる資本生産性の状況に改善がみられます。

2015年度から2016年度までの1年間の企業業績(金融を除く全産業)の推移をみると、ROEは8.53%となり、前年度の7.54%から大きく改善しているのがわかります。同期間、為替レートは総じて円高局面にあったにもかかわらず、売上高営業利益率は6.24%から6.40%に増加していることや、自己資本比率がほぼ一定であることからROEの改善がレバレッジによるものではなく、収益性の向上によるものだとわかります。また、DOE(純資産配当率)が上昇していることから、いたずらに自己資本を積み上げるのではなく、株主還元への取組みも強化しているのがみとれます(図表2)。

「伊藤レポート」³は、グローバルな機関投資家と対話する際のROEの最低ラインは8%であると指摘しています。その意味で日本企業の資本生産性は、グローバルに投資する機関投資家から評価を得るだけの水準に達しつつあるといえます。

3 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書(2014年8月)

■ 図表2 日本企業の主な財務指標の推移(金融を除く)(%)

	利益率 売上高 営業利益率	資本生産性 ROE	株主還元 DOE 純資産配当率	財務健全性 自己資本比率
2015年度	6.24	7.54	2.45	30.27
2016年度	6.40	8.53	2.61	30.99

※ 為替レート平均
2015年度:120.17円/ドル
2016年度:108.54円/ドル

出典:業績関連-日本取引所グループ「決算短信集計結果2016年度(2016年4月期~2017年3月期)」。
2015年度の数値は、2016年度の集計対象企業について遡及集計したものを使用。
為替レート - SPEEDA。週次ベースのレートの平均。

株式市場における評価

この1年間はROEの改善に伴い、株価パフォーマンスも堅調に推移しています。2016年4月からの株価パフォーマンスをみると、TOPIXはDow JonesやMSCI Worldをアウトパフォームしています(図表3)。

また、同時に2017年3月期の株主構成をみても、外国人・信託銀行・生命保険といった機関投資家の保有比率が2016年3月期対比で1.1%増加しており、リスク選好度合いの高い機関投資家による保有が増加していることがみとれます(図表4)。つまり、ここ1年間の堅調な株価パフォーマンスは、機関投資家による買い越しがその一因となっていたと考察されます。

株価は外部環境をはじめ様々な影響を受けるため、株価パフォーマンスの改善を企業の自助努力のみで説明するには困難が伴いますが、コーポレートガバナンス改革による企業の変化が機関投資家の保有比率を高め、株価上昇につながるといった好循環をもたらした可能性があります。そこで次に、コーポレートガバナンス・コードの導入を契機に企業が行った取組みの内容を確認します。

コーポレートガバナンス報告書にみる企業側の取組み

コーポレートガバナンス・コードのコンプライの状況に変化がみられます。

2017年7月時点で、コーポレートガバナンス・コードにある73の原則の全てについてコンプライした企業は全体の25.9%に上り、2016年7月対比で4.9%増となっています。一方で、コンプライの割合が90%未満の企業の割合は、2016年7月対比で4.4%減となり11.1%に低下しています(図表5)。

エクスプレインの割合が高い項目にも変化がみられます。

まず、エクスプレイン率が20%超となった項目は、2017年7月時点で5項目となり2016年7月対比で1項目減少しています。原則4-8に定める「独立社外取締役2名以上」についてエクスプレインしていた企業の割合が20%未満となり、大多数の企業において独立社外取締役を複数名選任する動きがみられます。

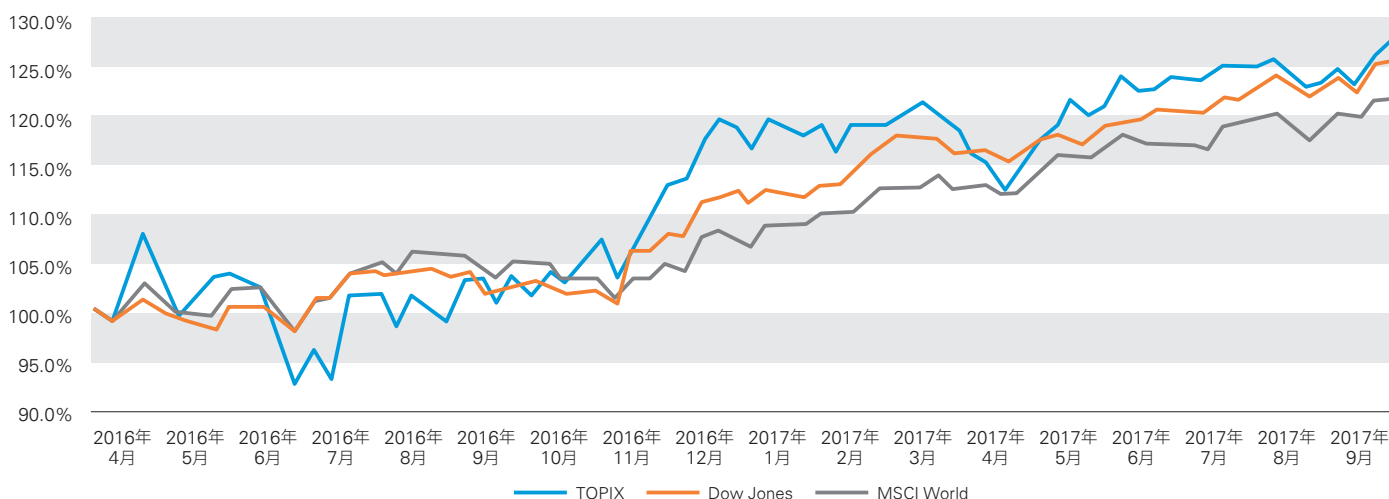
次に、補充原則4-11③に定める「取締役会実効性評価」が45.0%から28.7%に大きく低下しています。この1年において多くの企業が自社の取締役会の実効性を評価する何らかの取組みを導入しているというのがわかります。

エクスプレイン率の高い上位2項目は、「議決権電子行使・招集通知英訳」および「英語での情報開示・提供の推進」であり、前年と比較してもその割合はほとんど変化していません。議決権電子行使

や英文開示はともに海外機関投資家を念頭に置いた施策であり、外国人比率が相対的に低い企業においては、取組みを強化するインセンティブは今後も限られると推察されます(図表6)。コーポレートガバナンス・コードは必ずしも全ての原則についてコンプライを求めているわけではありません。それにもかかわらず、88.9%の企業が原則の90%についてコンプライしていることや、エクスプレインの割合が高い項目に株主構成に左右される要素の強い項目が含まれることを踏まえると、企業は、コードの内容に

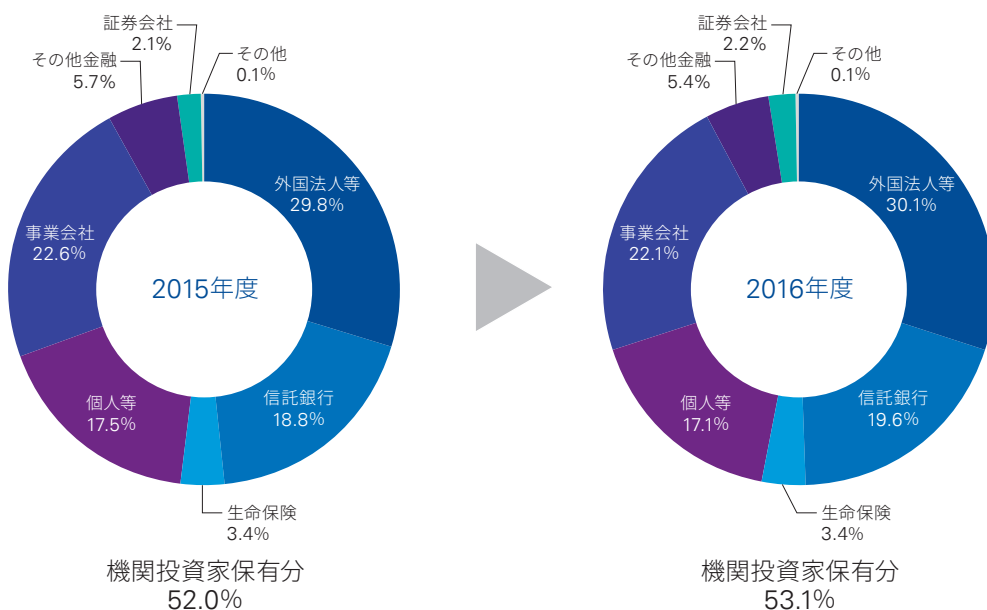
沿って自社のコーポレートガバナンス体制の整備を進めていることがわかります。

■ 図表3 株価パフォーマンスの推移



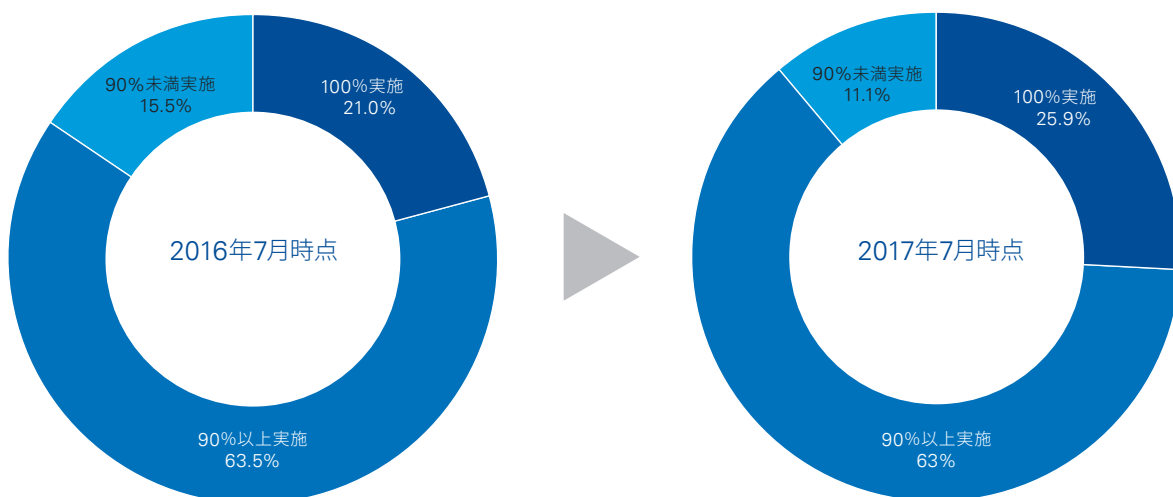
出典：SPEEDA のデータをもとに作成 (2016年4月1日を100として指数化)

■ 図表4 株主構成の推移



出典：東京証券取引所ほか「株主分布状況調査結果について」2015年度、2016年度

■ 図表5 コーポレートガバナンス・コードのコンプライの状況（東証第一部・第二部上場企業）



出典：東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」2016年7月時点（2016年9月13日公表）および2017年7月14日時点（2017年9月5日公表）

■ 図表6 エクスプレインの割合が20%超の項目

2016年7月時点

#	CGC原則	内容	エクスプレイン率
1	1-2④	議決権電子行使・招集通知英訳	55.7%
2	4-11③	取締役会実効性評価	45.0%
3	4-2①	役員の業績連動報酬	29.8%
4	3-1②	英語での情報開示・提供の推進	28.1%
5	4-10①	任意の諮問委員会の設置	25.1%
6	4-8	独立社外取締役2名以上	21.2%

2017年7月時点

#	CGC原則	内容	エクスプレイン率
1	1-2④	議決権電子行使・招集通知英訳	55.8%
2	3-1②	英語での情報開示・提供の推進	29.4%
3	4-2①	役員の業績連動報酬	29.1%
4	4-11③	取締役会実効性評価	28.7%
5	4-10①	任意の諮問委員会の設置	23.3%

出典：東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」2016年7月時点（2016年9月13日公表）および2017年7月14日時点（2017年9月5日公表）

意識調査にみるコーポレートガバナンス・コード導入により強化した取組み

KPMGが企業向けに実施した意識調査によれば、企業が取組みを強化した事項がより具体的にわかります。企業が取組みを強化した事項として「取締役会運営の充実」および「ガバナンス体制の強化」を挙げた企業がともに多くなっていますが、「投資家との対話」や「株主価値、資本生産性を意識した経営」についても、少なからず取組みを強化しているようです(図表7)。

これら企業の取組みに対して、機関投資家も変化を感じています(図表7)。

機関投資家側が、企業が取組みを強化したと感じる事項として、「ガバナンス体制」に次いで「投資家との対話」および「株主価値、資本生産性を意識した経営」が高くなっています。特に「投資家との対話」に関しては、企業側が34%となっているのに対して、機関投資家側は73%となっており、企業側が認識している以上に対話が進展したと感じる機関投資家が多いようです。

また、「株主価値、資本生産性を意識した経営」も企業側が17%にとどまるのに対して、機関投資家側は42%であり、対話の進展と相まって、株主目線を意識した経営が徐々に広がっているのを機関投資家として感じているのがみてとれます(図表7)。

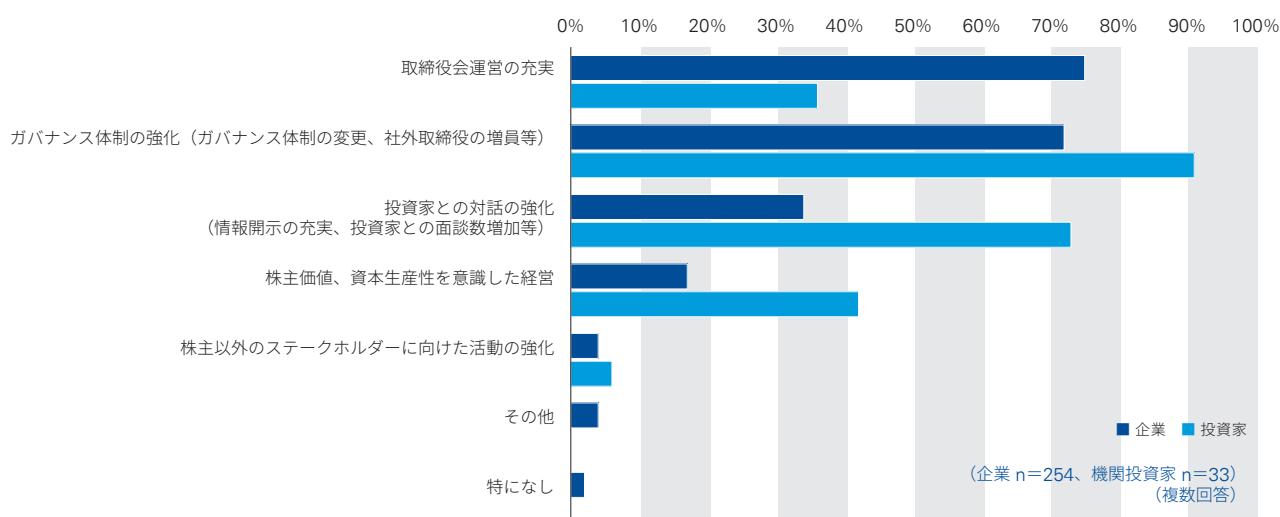
コーポレートガバナンス改革の成果

コーポレートガバナンス・コードの導入を契機に、取締役会運営の充実やガバナンス体制の強化により企業のガバナンスのあり方それ自体が変わりつつあること、機関投資家が企業による投資家との対話の積極化や株主価値を意識した経営への転換について評価していること、また、そのような中で企業の収益性が改善しROEが上昇していることなどが挙げられます。結果として、機関投資家の保有比率が上昇し、株価も堅調に推移していることは、少なからずコーポレートガバナンスに関する取組みの成果が一部結実しつつあるのではないかと推察されます。

しかしながら、コーポレートガバナンス改革はまだ緒についたばかりであり、企業は様々な課題を抱えています。

次章以降では、企業と機関投資家の意識調査の結果を踏まえながら、コーポレートガバナンスの実効性の確保、株主価値を意識した経営および投資家との対話における企業側の現状と課題について整理すると同時に、機関投資家のスチュワードシップ・コードへの対応状況について考察します。

■ 図表7 コーポレートガバナンス・コードの導入によって取組みを強化した／強化したと感じる事項



II. コーポレートガバナンス体制の 動向と展望

POINT

- 》企業によるコーポレートガバナンスの機構面の改革は、引き続き社外取締役選任比率の向上、監査等委員会設置会社への移行といった点に表れている。しかし、企業がコーポレートガバナンス・コードに忠実にコンプライしようとするれば、こうした「形の改革」から取締役会における企業戦略等に関する議論の充実や、監督機能強化のための対応といった「運用の改革」および「人材の改革」に向き合わざるを得なくなる。
- 》実際に、取締役会の運営については、コーポレートガバナンス・コード適用前と比較すると「社外取締役を中心とした監督機能重視」および「株主等のステークホルダー重視」の観点で充実が図られてきている。一方で、取締役会実効性評価やサクセッションプラン等の論点で多くの企業が課題に直面していることも明らかになった。
- 》今後進むであろう取締役会改革においては、経営陣や事業の現場にリスクテイクを促すことを通じて取締役会が企業価値向上にいかに関与できるかが論点となる。

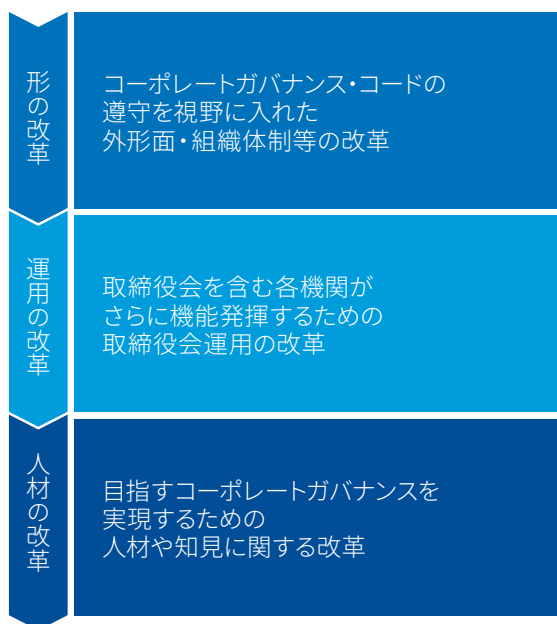
1 コーポレートガバナンス体制に関する改革 2年間の成果

コーポレートガバナンス・コードが適用開始となった2015年6月からすでに2年以上が経過しました。その間多くの企業では、コーポレートガバナンス・コードを一定の指針としつつ、それぞれの企業の方針に従ってコーポレートガバナンス改革を進めてきました。改革の進捗はもちろん各社で異なりますが、全体の傾向としては、取締役会を中心とする組織体制等の改革（「形の改革」）が先行し、取締役会の運営面の改革（「運用の改革」）が少し

ずつ進みつつあると考えます（図表8）。

組織体制と運用の両面で取組みを強化していることは、KPMGが企業向けに実施した意識調査の結果からもはっきりとわかります（「I. コーポレートガバナンス改革に向けた取組みと企業の変化」図表7参照）。

■ 図表 8
「形の改革」から「運用の改革」「人材の改革」へ



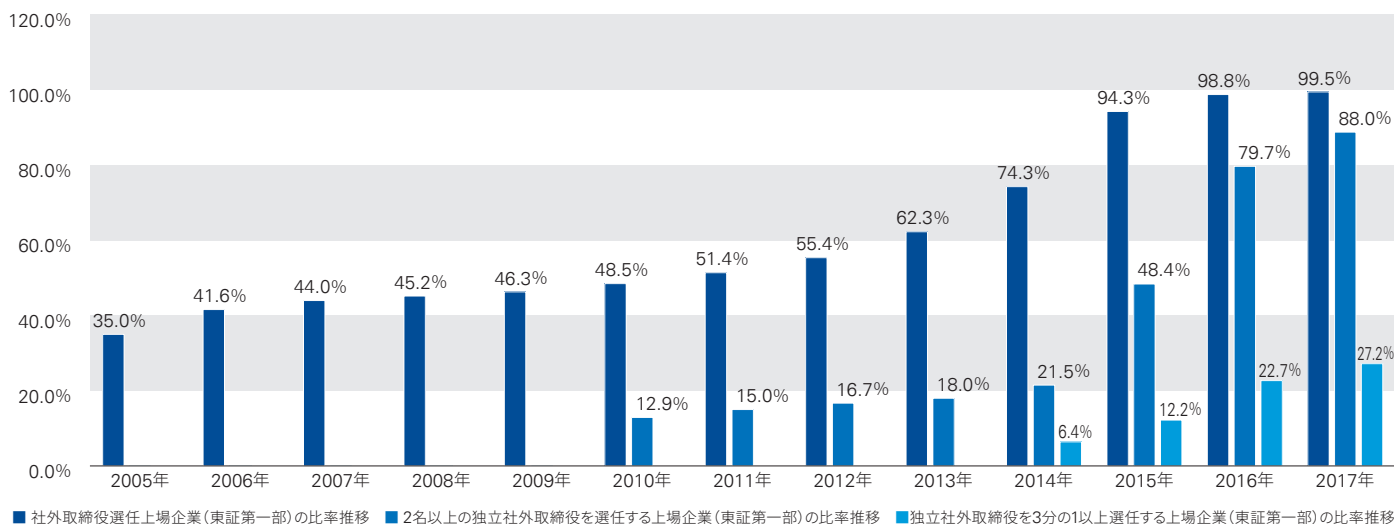
社外取締役選任比率の向上

2015年以降、各社における社外取締役の選任比率は大きく向上し、独立社外取締役を複数選任する企業の比率は88.0%に増加し、3分の1以上選任する企業の比率も2017年は27.2%と徐々に増加しました（図表9）。

その直接的な要因として、平成26年改正会社法による社外取締役を選任しない場合における説明の義務化に加え、コーポレートガバナンス・コードで独立社外取締役の複数選任が規定されたこと（原則4-8）が推察できますが、複数の社外取締役を通じて少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に取り入れたいという「株主等のステークホルダー重視」の姿勢をより鮮明にする企業が増えてきているとも考えられます。

こうした社外取締役の役割をより有効に機能させるため、コーポレートガバナンス・コードが自主的な取組みとして示す「少なくとも3分の1以上の独立社外取締役」を選任する企業は今後も増えていくものと考えられます。

■ 図表 9 社外取締役および2名以上の独立社外取締役の選任状況



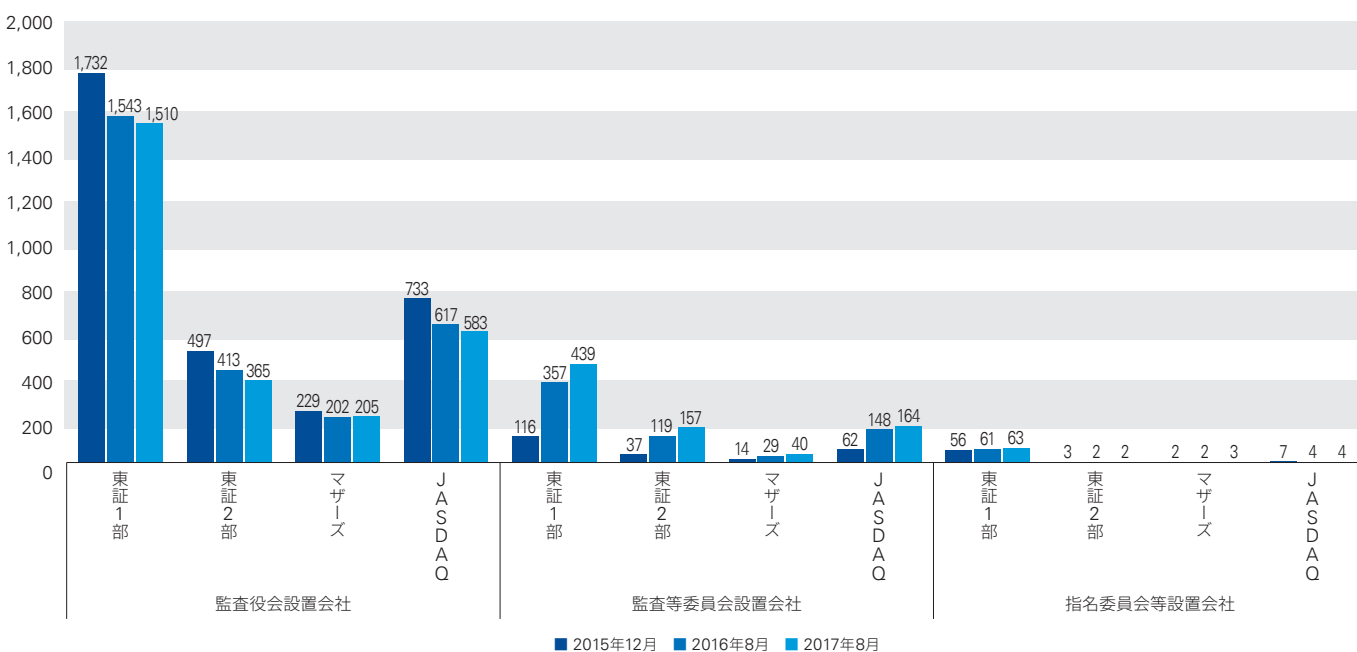
出典：東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」（2017年7月26日）に基づきKPMGが作成

機関設計の変化

監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行する傾向は2015年ごろから継続的にみられます(図表10)。また、任意の指名・報酬諮問委員会を設置する企業も増加しています(図表11)。コーポレートガバナンス・コードの基本原則4は、取締役会の主要な役割・責務として次の事項を掲げています。

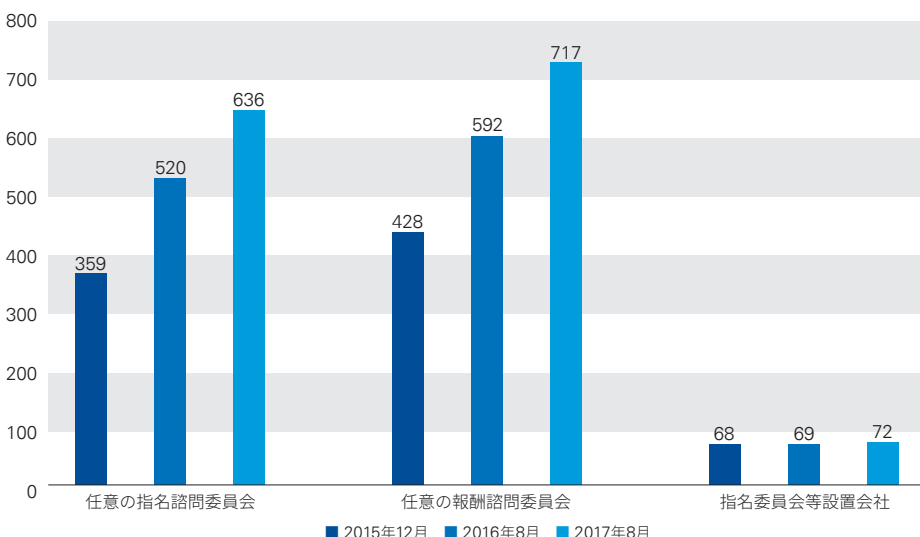
- ・企業戦略等の大きな方向性を示すこと(原則4-1)
- ・経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと(原則4-2)
- ・独立した客観的な立場から、経営陣(執行役およびいわゆる執行役員を含む)・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと(原則4-3)

■ 図表 10 上場企業による各機関設計の選択状況



出典: KPMGジャパン「コーポレートガバナンス実態調査2016」およびJPXデータクラウド「CG報告書データ」を用いてKPMGが独自に集計

■ 図表 11 任意の諮問委員会設置状況



出典: 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」を用いてKPMGが独自に集計

したがって、コーポレートガバナンス・コードが規定する取締役会の役割・責務に忠実にコンプライしようとするれば、従来必ずしも十分とはいえなかった取締役会による企業戦略等の方向性に関する議論の充実や、監督機能の強化のための対応に向き合わざるを得なくなります。

監査等委員会設置会社に移行すれば、取締役の過半数が社外取締役である場合または定款の定めがある場合には、指名委員会等設置会社と同様に、業務執行の決定権限を一定程度、取締役に委任することができるため、企業戦略等の方向性に関する議論を充実することや、モニタリングモデルに移行することができます。

しかしながら、独立社外取締役2名を選任する場合の負担感・重複感の解消のために監査等委員会設置会社への移行が進んでいるという実態もあります。とりわけ社外監査役がそのまま社外取締役

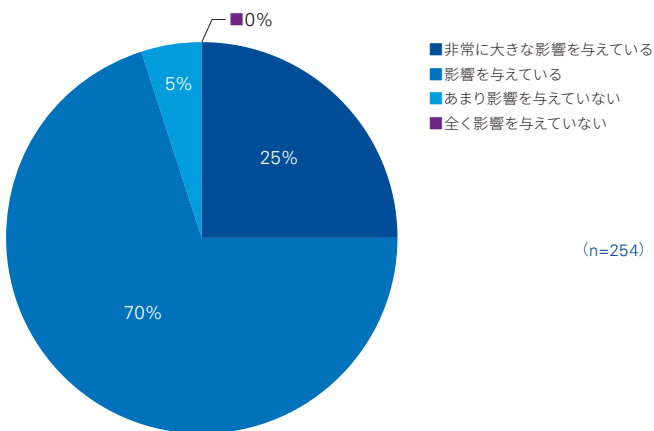
として選任されるといった、いわゆる「横滑り」と社外役員の相対的な少なさに対する機関投資家の懸念が呈されているところであり、そうしたケースにおいては、今後、社外取締役の増員といった「形の改革」を進めるとともに、企業戦略等の方向性に関する議論の充実や監督機能の強化に向けた「運用の改革」に取り組むことが望まれます。また、独立社外取締役の活用手段として、任意の指名・報酬諮問委員会を設置し、経営陣の指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に関与させることを通じてより監督機能の充実を図ることができます。任意の指名・報酬諮問委員会の実務は様々ですが、これについてもコーポレートガバナンス・コードの趣旨を踏まえ、適切な権限の付与、委員長・構成員の選任、意思決定方法等を検討するといった「運用の改革」が課題となるでしょう。

取締役会における社外取締役の位置付けの変化

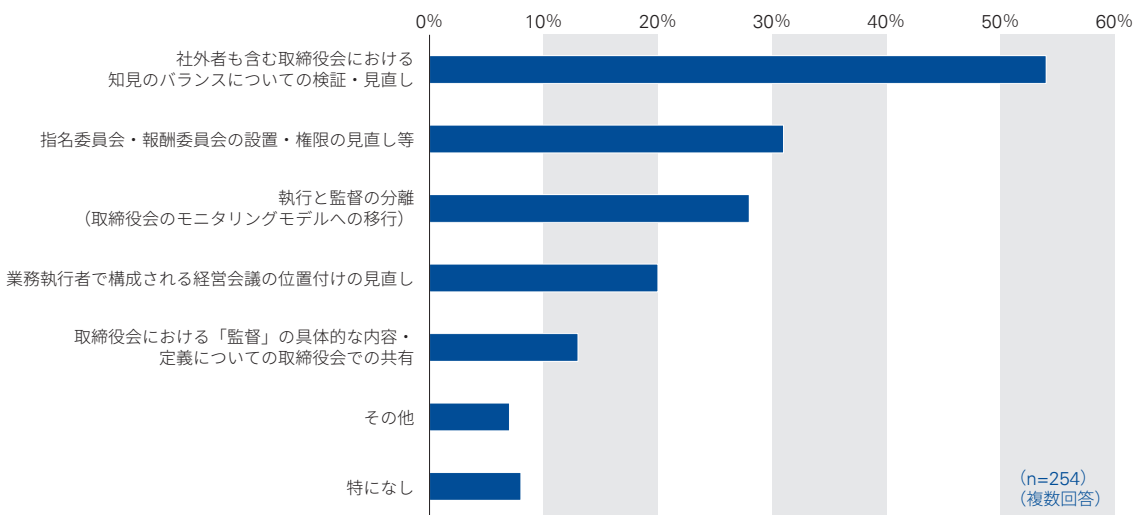
上述のとおり、各社における社外取締役の選任比率は向上しましたが、KPMGが企業向けに実施した意識調査からは、取締役会における社外取締役の存在感が増していることがわかります(図表12)。2016年にKPMGが各社の監査役等向けに実施した同様の意識調査⁴では、社外取締役の発言は取締役会の意思決定に「あまり影響を与えていない」「全く影響を与えていない」という回答が合計28%もありましたが、今回の意識調査ではわずか5%にとどまっています。また、取締役会の監督機能強化の観点から効果を上げていると考えられる取組みとして、半数以上の企業が「社外者も含む取締役会における知見のバランスについての検証・見直し」について効果があったと回答しており(図表13)、それ以外

4 KPMGコンサルティング『取締役会における審議・報告の現状』についてのアンケート調査結果 2016』2016年10月

■ 図表 12
【企業】社外取締役の意見による取締役会の意思決定への影響の程度



■ 図表 13 【企業】取締役会の監督機能強化の観点から、効果を上げていると考えられる取組み内容



1 コーポレートガバナンス体制に関する改革 2 年間の成果

にも社外取締役との意見交換や社外取締役からの情報発信に期待する意見が多く聞かれます。

これらの回答からは、社内では得られない知見・視点を自社の取締役会にいかに取り込むかを各社が重視して取締役会の運営を行っていることが考えられます。

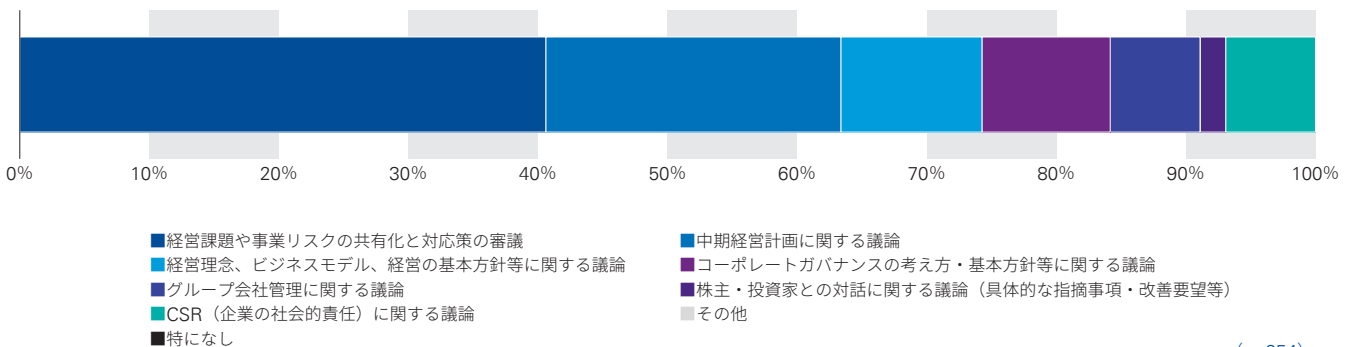
取締役会における議題の変化

KPMGが企業向けに実施した意識調査からは、取締役会における議題別の時間配分について変化がみられます(図表14)。

前年度に比べ審議時間が最も増加した項目として、「経営課題や事業リスクの共有化と対応策の審議」「中期経営計画に関する議論」および「経営理念、ビジネスモデル、経営の基本方針等に関する議論」のいずれかを挙げた企業が75%に上りました。単なる個

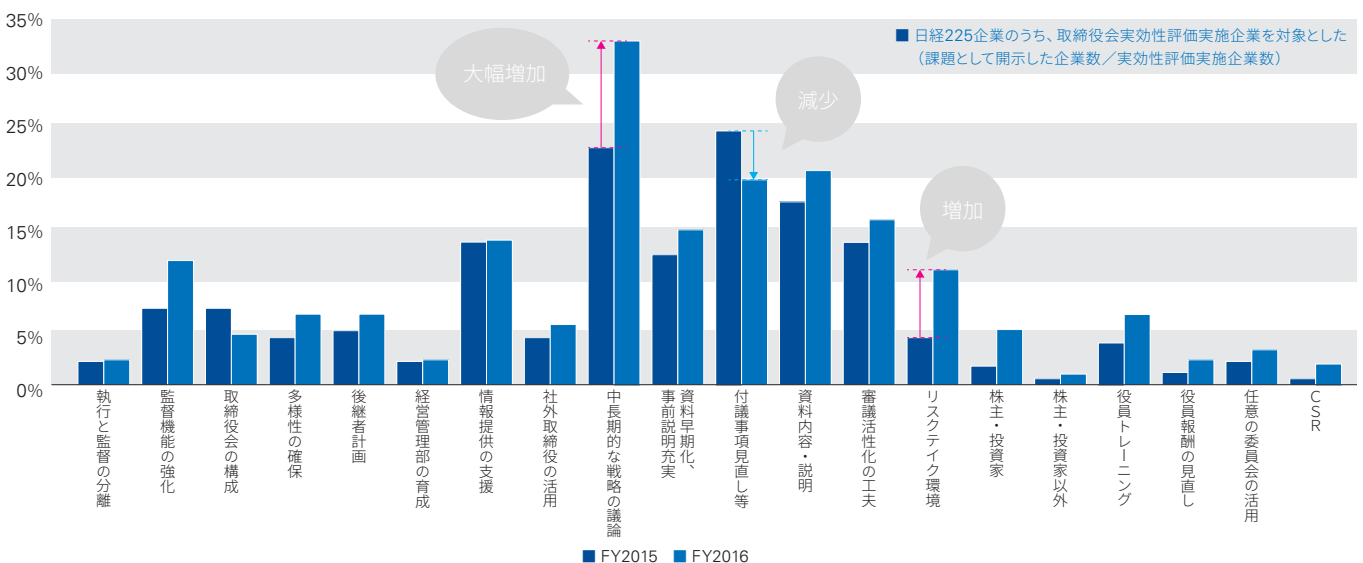
別の業務執行の決定事項や個別事案の審査・チェックにとどまらず、事業リスク、中長期の観点、経営の基本方針にかかる議案に重点を置いた審議運営を志向していることがわかります。取締役会が、コーポレートガバナンス・コードが目指すような建設的な議論・意見交換を行う審議の場として機能し始めていることは、「運用の改革」が進んできていることを示していると考えられます。意識調査からはこれらについて成果が出つつあることがみてとれましたが、取締役会で審議すべき議案について課題認識を持つ企業も多いと考えられます。日経225採用銘柄の各社が開示しているコーポレートガバナンス報告書について、「取締役会実効性評価の結果の概要」に記載された各社の取締役会における課題の内容をKPMGが分析した結果をみると、「中長期的な戦略に関する議論」の必要性を課題としている企業の割合が全体の33%に上っています。2015年の開示内容と比較すると10%以上増えています(図表15)。

■ 図表 14 【企業】 取締役会において審議時間が増加した項目



(n=254)
(複数回答)

■ 図表 15 「取締役会実効性評価」 課題認識の変化 (日経 225 採用銘柄)



出典:日経225採用銘柄各社のコーポレートガバナンス・報告書における「取締役会実効性評価の結果の概要」の開示内容に基づきKPMGにて作成

これらの結果から考えると、各社とも中長期戦略や経営課題・事業リスクに関する議論に重点を置いた取締役会運営を志向しつつあるものの、その達成度合いにはまだ濃淡があるということがわかります。

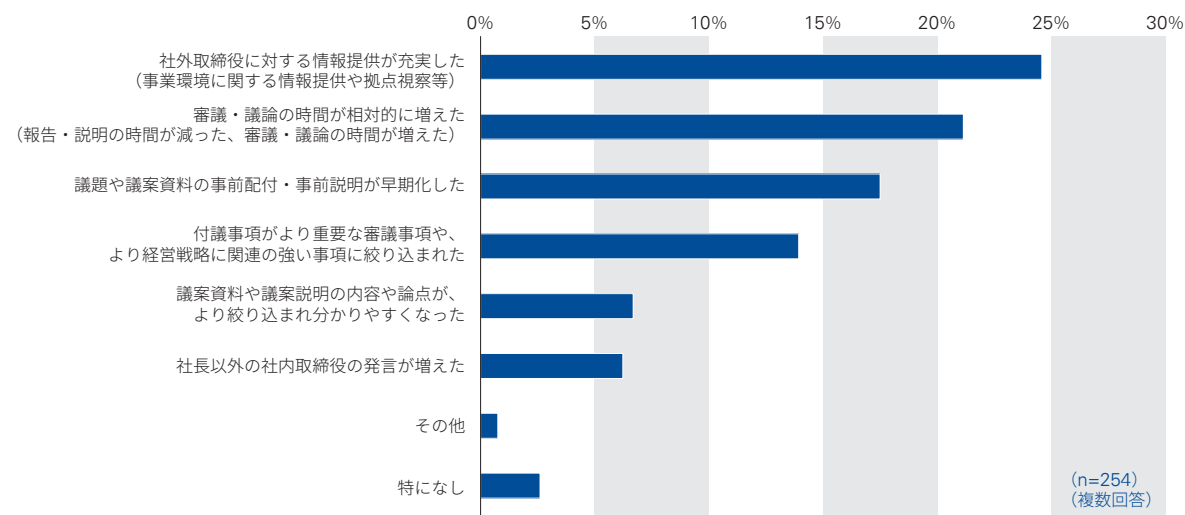
取締役会における審議・運営の変化

KPMGが企業向けに実施した意識調査からは、取締役会における審議・運営について各社で様々な工夫が進んでいるのがわかります(図表16)。

取締役会における審議の活性化に関する過去1年での変化について、「社外取締役への情報提供の充実」および「審議・議論の時間の増加(報告・説明時間の減少)」が上位を占めました。これは前述した、取締役会における「社外取締役の位置付けの変化」および「議題の変化」を裏付けるものでもあります。

なお、前掲の「取締役会実効性評価」課題認識の変化(日経225採用銘柄)の分析結果(図表15)をみると、「付議事項の絞り込み」を課題と捉える企業の割合は2015年よりも2016年の方が減少しており、すでに取組みを完了した企業が一定程度存在することが推測されます。運用の改革についても、着手しやすい施策についてはすでに完了した企業が出てきつつあると考えられます。

■ 図表 16 【企業】 取締役会における審議活性化に関する過去 1 年の変化



2 投資家の期待を踏まえた企業の 具体的課題

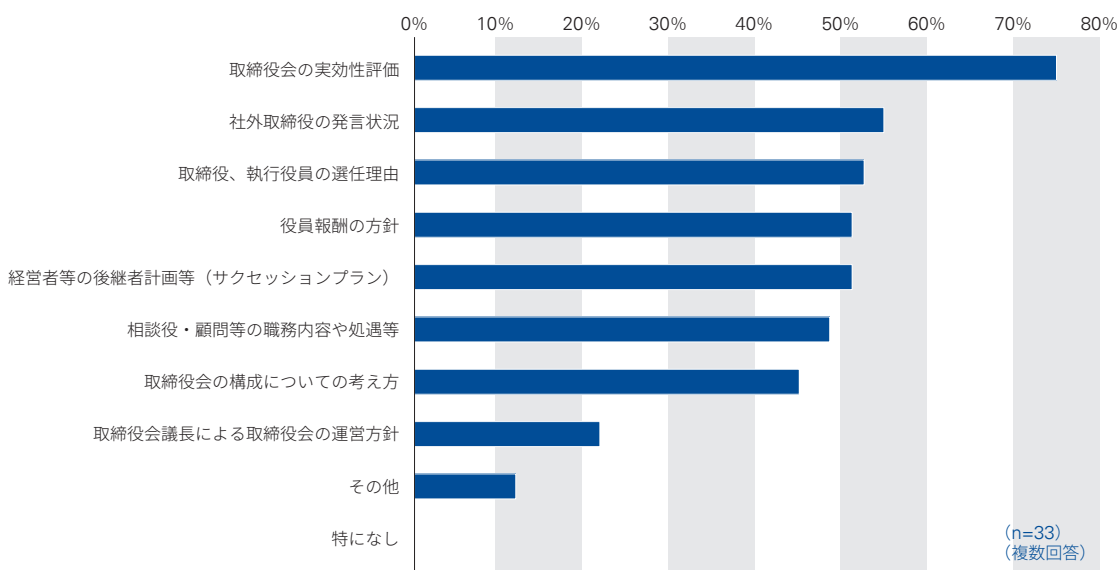
ここまで述べてきたように、「形の改革」および「運用の改革」は、各社の進捗に濃淡はあるものの一定の成果を上げていると考えられます。一方でこれらの改革は、機関投資家の期待に応えるような形で進んでいるのでしょうか。KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査では、機関投資家側の期待事項(重視する事項)のいくつか企業が課題として認識されていることが分かりました。その典型例が、「取締役会実効性評価」と「最高経営責任者等の後継者の計画(サクセッションプラン)」です。以下では、それぞれについて企業でよくみられる現状を解説し、企業における課題を明らかにしたいと思います。

意識調査にみる取締役会の実効性評価に対する機関投資家の期待と現状

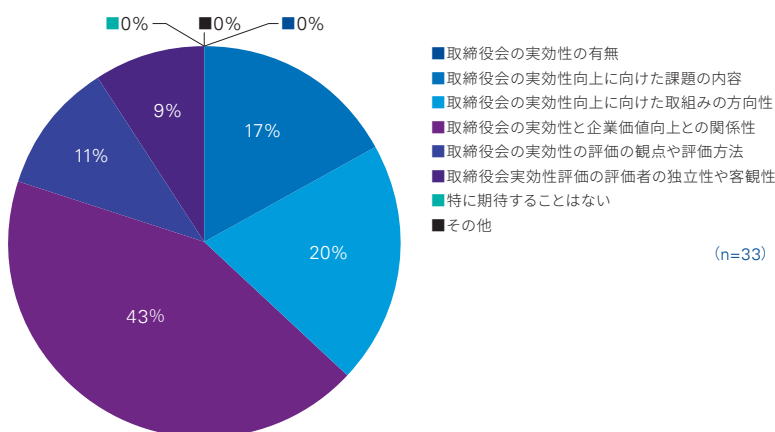
KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によれば、多くの機関投資家が、ガバナンス情報として「取締役会の実効性評価」に関する情報を充実させるべきであると考えています(図表17)。また取締役会実効性評価の開示に関しては、「取締役会の実効性と企業価値向上との関係性」を期待する回答が最も多く43%に上りました(図表18)。

このように機関投資家からは、企業価値向上との関係性から期待の大きい「取締役会の実効性評価」ですが、企業にとってはコーポレートガバナンス・コード対応上、最も苦慮している項目の一つでもあることがわかります。

■ 図表 17 【機関投資家】企業が開示をより充実させるべきガバナンス情報



■ 図表 18 【機関投資家】取締役会実効性評価の結果の開示に期待すること



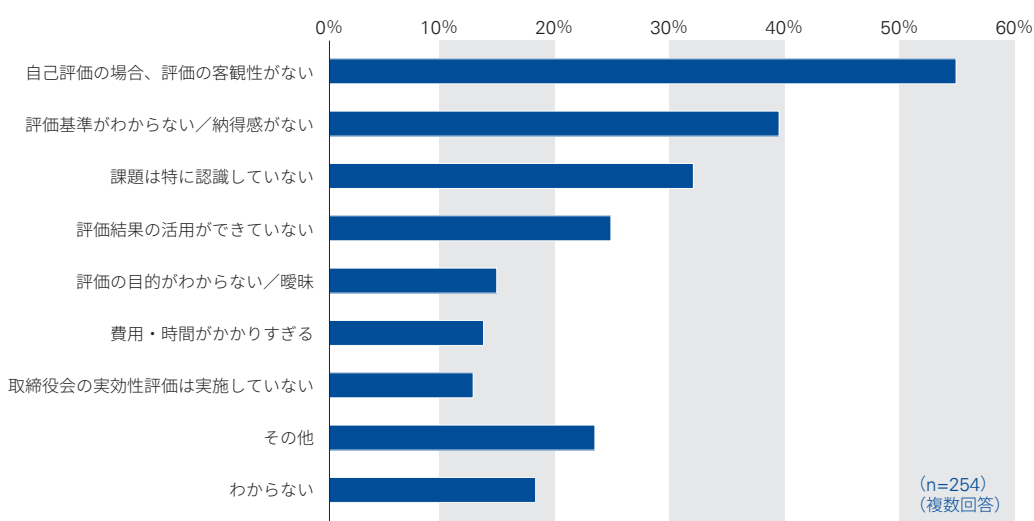
KPMGが企業向けに実施した意識調査からは、「自己評価の限界」「評価基準設定のむずかしさ」および「評価結果の活用不足」という課題がみられました(図表19)。

「自己評価の限界」とは、評価の客観性が担保できない、取締役から本音を引き出すことができない、課題を抽出することができないといった問題です。特に自己評価を2～3回実施した経験の

ある企業から同様の悩みが多く聞かれるところであり、アンケート式の自己評価だけでは自社の取締役会の課題を広く、深く、かつ毎年継続して抽出・分析するのは限界があると考えられます。

次に「評価基準設定のむずかしさ」についてですが、何を、どのような観点で評価すべきか、またどの水準にあれば「実効性あり」と言えるのかが明確になりづらいという問題です。多くの企業で

■ 図表 19 【企業】取締役会実効性評価における課題



■ 図表 20 取締役会実効性評価の評価基準設定の観点・論点(例)

No.	評価観点	主な論点
I	取締役(会)の役割・責務	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念策定、経営戦略立案、後継者計画等
II	取締役会と経営陣幹部の関係	経営陣幹部の選任・解任、リスク管理・コンプライアンス、執行状況報告・監督
III	取締役会等の機関設計・構成	機関設計、社外取締役等の活用、「委員会」の設置・運用
IV	取締役(会)の資質と知見	知識・能力・経験、社外役員の独立性・多様性、トレーニング
V	取締役会における審議	取締役会における審議の活発化、情報入手と支援体制、社外取締役等の活用
VI	株主との関係・対話	株主の権利確保・株主対応、情報開示の充実、株主との建設的な対話
VII	株主以外のステークホルダーへの対応	社会・環境課題への対応、従業員の多様性の確保・従業員の尊重、ステークホルダーコミュニケーション

は、図表20のような一般的な枠組みを利用しながら自社なりの評価基準を設定しています。

一方で、このような一般的な枠組みに基づく評価基準ではなく、「自社の企業価値向上に資するような観点」をどのように織り込むかに課題を感じる企業も存在すると考えます。

また、「評価結果の活用不足」について、経済産業省による「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」では、「必ずしも点数付け・ランク付けすること自体に意義があるわけではなく、取締役会として改善していくべき事項があるか否か、それを改善するためにどういった取組みを行うかを検討し、その取組みを実施した後に、その効果を検証し、さらなる取組みにつなげるといったPDCA型の評価を行うことも一つの方策」と述べられています。このようにPDCAサイクルをうまく回すことができれば理想ですが、実際に評価で抽出される課題には、例えば次世代経営者層の育成や海外拠点トップの取締役への選任の検討など、短期的な実現が困難なものも多く、一方で執行部門側は当事者意識を持ちづらいこともあり、評価結果を活用した改善に着手することが困難であるという問題があります。

取締役会実効性評価の今後

「自己評価の限界」を解決するために、2017年はさらに外部専門家に関与させる企業が増えると予想しています。今後毎年外部専門家を活用するという事はコスト面からも考えにくいですが、数年に1回のペースで外部専門家を活用するというパターンが増えるかもしれません。

また評価基準については、前掲のような一般的なコーポレートガバナンスの論点を網羅した基準を設定するだけでなく、自社の企業価値向上との関係性に着目した評価基準の設定も進む可能性があります。「審議の質・量(自社の企業価値を向上させるような議論ができているか)」「取締役会の知見(自社の企業価値向上のために必要な知見を取締役が備えているか)」といった観点を積極的に評価基準に盛り込むべきと考えます(図表21)。

取締役会実効性評価のPDCAサイクルを組織的に機能させるためには、第三者の評価を有効的に活用することに加えて取締役会議長を支える取締役会事務局に課題管理・課題改善の取りまとめ役を担うなど、役割の明確化と人的リソースの拡充が不可欠です。取締役会改革をさらに進めるために、取締役会事務局の役割は今後大きく変わっていくことが期待されます。

■ 図表 21 企業の成長・企業の継続の観点を意識した評価基準設定の考え方

		評価観点 (例)			
		取締役 (会) の 役割・責務	取締役 (会) の 資質と知見	取締役会における 審議	...
企業価値向上のあり方 (例)	企業の成長 ・リターン向上 ・買収シナジー ・減損回避等	・収益改善のための事業ポートフォリオ見直しについて取締役会の審議事項とされているか。 ・取締役会が買収シナジーの状況をモニタリングしているか。	・企業買収等の実務に精通した取締役が確保されているか。 ・各事業について社外取締役への情報共有は進んでいるか。	・買収後の統合 (PMI) の進捗状況について、毎月の取締役会の事前に情報提供され、取締役会での審議に生かされているか。	・...
	← 「攻めのガバナンス」に関する評価テーマを設定				
	企業の継続 ・社会的信用 ・コンプライアンス ・違反回避等	・取締役会は、全社リスク管理態勢やコンプライアンス態勢について監督しているか。 ・取締役会や重要リスクの対応状況を監督しているか。	・取締役は、法令改正内容や、昨今の不祥事等の事例の解説等、コンプライアンスについてアップデートしているか。	・監査委員会または取締役会事務局が、各議案に含まれるリスクの内容を起案部に確認し、事前に各取締役に伝達しているか。	・...
← 「守りのガバナンス」に関する評価テーマを設定					

意識調査にみるサクセッションプランに対する機関投資家の期待と現状

KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によれば、サクセッションプランの開示に関して期待する内容として、「サクセッションプランの内容」の開示を挙げる機関投資家が多く、その回答率は40%でした(図表22)。機関投資家の期待は、候補者の詳細な選定理由というよりも、サクセッションプランの内容や決定プロセスの透明性確保にあるといえます。

補充原則4-1③

取締役会は、会社の目指すところ(経営理念等)や具体的な経営戦略を踏まえ、最高経営責任者等の後継者の計画(プランニング)について適切に監督を行うべきである。

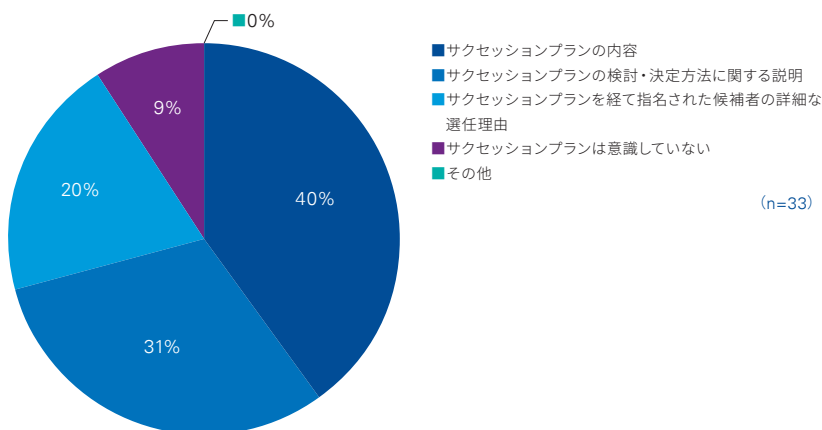
サクセッションプランについて、コーポレートガバナンス・コード上はその内容の開示までは求められていません。しかしながら、機関投資家側はコーポレートガバナンス・コードの要求をはるかに上回る期待を持っているといえます。

KPMGが企業向けに実施した意識調査では、サクセッションプランについて、現社長(または/および現会長)が検討していると回答した企業が42%と最も多い結果となりました(図表23)。

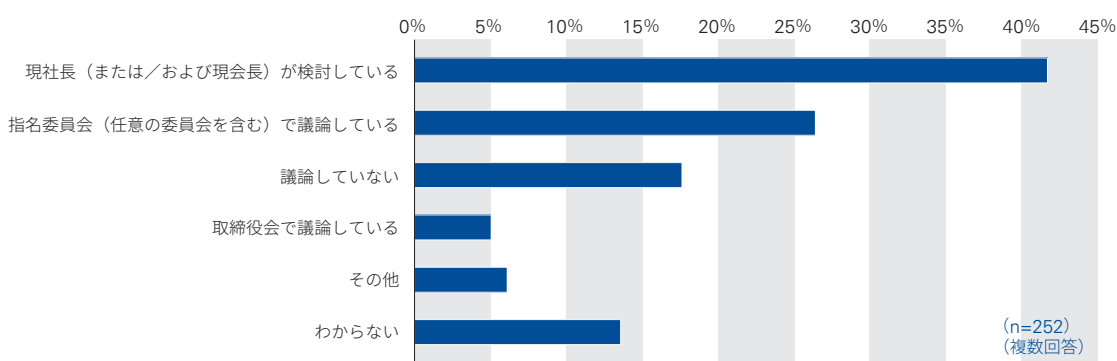
2016年にKPMGが各社の監査役等向けに実施した意識調査でも、同様の回答が6割を超え、「サクセッションプランはトップの専権事項」という傾向が今回の意識調査結果よりも強く出ていました。今回の意識調査では同じ設問で「指名委員会(任意の委員会を含む)で議論している」という回答が二番目に多いことから、より客観的な視点を入れながらサクセッションプランを議論すべきであるとする企業が一定数存在すると考えられます。一方で、「議論していない」「わからない」と回答した企業数も合計で3割を超えており、機関投資家が求める「内容の開示」というレベルには程遠い状況にある企業もまだまだ多いことがわかります。

今回の意識調査から、サクセッションプランの検討・議論に関する企業における改革の進捗は、二極化しているのではないかと考えられます。

■ 図表 22 【機関投資家】サクセッションプランの開示に期待すること



■ 図表 23 【企業】サクセッションプランの議論の仕方



サクセッションプランの今後

サクセッションプランについては、単に「次期社長の後継者計画」という狭い定義ではなく、中長期的に取締役会の実効性を維持・向上させるための「取締役候補・次世代経営陣候補の選抜・育成計画」と捉える考え方があります。

取締役会として必要な知見をもつ人材を確保し続けるためには、幹部候補生の段階から従業員を選抜し、経営者人材育成のためのキャリアプランを準備して計画的に育成することが必要です。いわゆる「タレントマネジメント」の仕掛けを取り込みながら、取締役候補・次世代経営陣候補を計画的に選抜・育成することが、今後の日本企業におけるサクセッションプランの常識になっていくかもしれません。サクセッションプランは次の社長をどう選ぶかということにとどまらず、次の経営を支えるための「人材の改革」の視点が必要と考えます。

3 リスクテイクを支える取締役会に向けた改革と今後の展開

ここまで述べてきたように、取締役会改革は「形の改革」については順調に進捗しているものの、「運用の改革」やサクセッションプラン等の「人材の改革」についてはまだ各社の進捗に濃淡がみられます。

一方で、コーポレートガバナンスに積極的に取り組んでいる企業は、取締役会が自社の企業価値向上により貢献するために、さらに先の段階に改革を進めようとしています。以下では、「形の改革」「運用の改革」「人材の改革」のさらに先の実現に向けた今後の展開について考察します。

取締役会による企業価値向上への貢献が意味するもの

コーポレートガバナンス・コードの基本原則4にあるとおり、取締役会の責務として、「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」、「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」が求められています。

「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上」は、「企業の継続」と「企業の成長」から成り立っていると考えられます。これらをリスクとの関連で言い換えると、「企業の継続＝リスクマネジメント」、「企業の成長＝リスクテイク」ともいえます。企業を継続させるために大きなマイナスインパクトのあるリスクは未然防止を図る必要があり、企業を成長させるためには投資を通じてリスクをとってリターンを得る必要があります。

日本企業の特徴として、前者（リスクマネジメント）については組織的・体系的な取組みを進めてきましたが、後者（リスクテイク）については事業をリードする経営者のセンスに任されてきました。日本企業に多くみられる減点主義の人事評価の考え方も相まって、リスクテイクに肯定的な意思決定がしづらい状況が長く続いてきたと推測されます。このような日本企業の状況にかんがみ、前掲のコーポレートガバナンス・コードの基本原則4では、取締役会の責務としてあえて「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」を求めているのだと考えられます。

リスクテイクへの挑戦

取締役会改革の目標が、企業価値向上に貢献する取締役会を実現することとするならば、今後進むであろう取締役会改革の中でキーワードとなってくるのは、「リスクテイク」だと考えます。そのためには経営陣幹部を中心とした執行側にリスクテイクを促し、また執行側のリスクテイクおよびリスクマネジメントの状況をモニタリングするような取締役会の実現が必要となります。リスクテイクを促す方法として、例えば経営陣幹部に対する中長期の業績連動型の報酬を拡充するといったことも考えられますが、報酬でリスクテイクの行動を促すためには、リスクテイクの目標や実績が可視化されなければ効果は半減します。「企業として、事業として、どのようなリスクをどの程度とるべきか／実際にとることができるか」を明確化し取締役会と経営陣幹部とで共有する必要があります。

取締役会が行うべき具体的な取組みは、以下のようなものとなります。

- ①中長期の戦略や事業戦略を決定する際に、戦略との関連でどのようなリスクをとるのか、またはどのようなリスクはとらないのかを検討・議論し、収益目標とともに可視化・目標化します。リスクの可視化については、「海外事業投資におけるハードルレート〇%以上」といった指標として表現する場合もあれば、「販売計画を実行する上で低採算の既存製品から高採算の新製品への切替えに挑戦する」（製品ポートフォリオ切替え失敗のリスクをとる）といった定性的な表現をすることも考えられます。
- ②戦略の実行状況をモニタリングする際に、①で可視化したリスクへの対応実績について併せてモニタリングを行います。

このように、戦略と紐づけてリスクを明確化し管理することで、組織的・体系的にリスクテイクを促進することができます。戦略ととるべきリスクのことをリスクアペタイト（リスク選好）と呼び、リスクアペタイトを可視化・管理する仕組み（付録64頁参照）を導入する企業も増えています。

取締役会が中長期的な企業価値向上により貢献するためには、リスクテイクを促す体系的な仕組みが構築できるかが重要なカギとなり、取締役会改革を通じてそれを実現することが企業にとっての競争優位性の源泉となると考えます。

III. 資本生産性・株主価値を 意識した経営の状況

POINT

- ≫ コーポレートガバナンス改革が資本生産性の改善を通じた企業価値向上を強く促している中、ROEやROICといった資本生産性指標を活用したKPI設定に取り組む企業が増えてきている。
- ≫ 一方で、自社の資本コストについて詳細に把握している企業は4割にとどまっており、機関投資家は経営層における資本コストの意識について共有することを強く求めている。
- ≫ 企業価値が株価に適切に反映されていないと感じる企業が3割にのぼる中、様々な側面において企業と機関投資家との間で企業価値をめぐる認識にギャップが生じている。企業価値を軸とした企業と機関投資家との対話を推進することが必要不可欠である。

1 資本生産性向上への取組みと 機関投資家の期待

資本生産性と企業価値の関係

コーポレートガバナンス・コードは、企業の「持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率の改善」を図ることを取締役会等の責務として定めており（基本原則4）、また、そのために株主との間で建設的な対話を行うことを求めています（基本原則5）。

また、スチュワードシップ・コードでは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を果たす」ことを署名する機関投資家に求めています（指針3-1）。つまり、両コードともに、資本生産性の改善・向上を通じた企業価値向上を求めているといえます。

資本生産性指標の代表的なものとしてROA・ROIC・ROEが挙げられます（付録66頁参照）。これら指標は資本を分母とし、分子をそれぞれの指標に対応する利益とすることによって導き出させる「率」指標ですが、それら指標はあくまでも実績を表しているのにすぎません。それぞれの指標には対応する資本コストがあり、資本コストを上回るリターンを上げなければ、価値を創造しているとはいえないとされています。

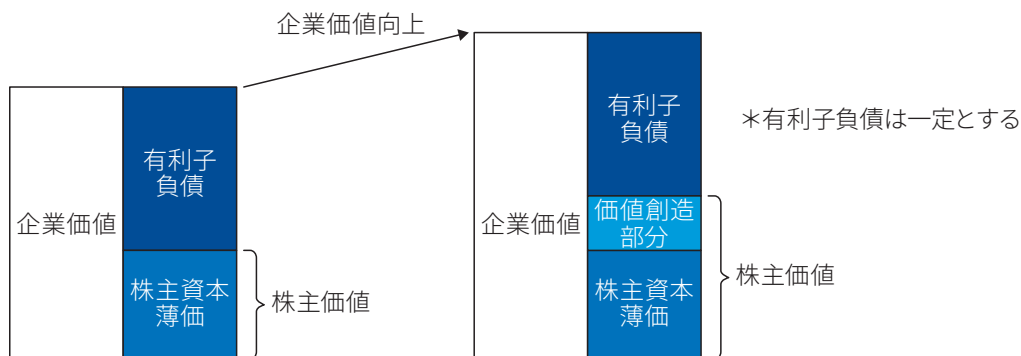
資本生産性と企業価値との関連性については、残余利益モデルで説明されることがあります。同モデルでは、当期利益から株主からの調達コスト（株主資本コスト×株主資本簿価）を差し引いた残余利益がプラスであれば価値創造を意味しており、その価値創造部分の現在価値が株主資本簿価に加算されることによって、株主価値が高まることを表しています。企業価値は株主価値

に有利子負債等を加えたものになりますが、企業価値向上において株主価値が向上することが極めて重要であることがわかります（図表24）。

■ 図表 24 残余利益モデルからみた企業価値向上

$$\text{株主価値} = \text{株主資本簿価} + \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{\text{当期利益}_t - \text{株主資本コスト} \times \text{株主資本簿価}_{t-1}}{(1 + \text{株主資本コスト})^t} \right]$$

残余利益＝価値創造の源泉



・価値創造部分が株主資本簿価に加算されることにより株主価値は向上する。

資本コストに対する日本企業の認識

資本生産性向上に向けて、企業側が取組みを強化した、または今後強化する予定のある内容についてKPMGが意識調査したところ、「ROE、ROICなど資本生産性指標を活用したKPI設定と社内での運用」が43%で最も高く、次いで「政策保有株式の保有方針」(41%)、「株主還元」(37%)となっています。ROEやROICといった資本生産性指標が、経営の現場において業績管理指標として徐々に浸透してきているのがわかります。

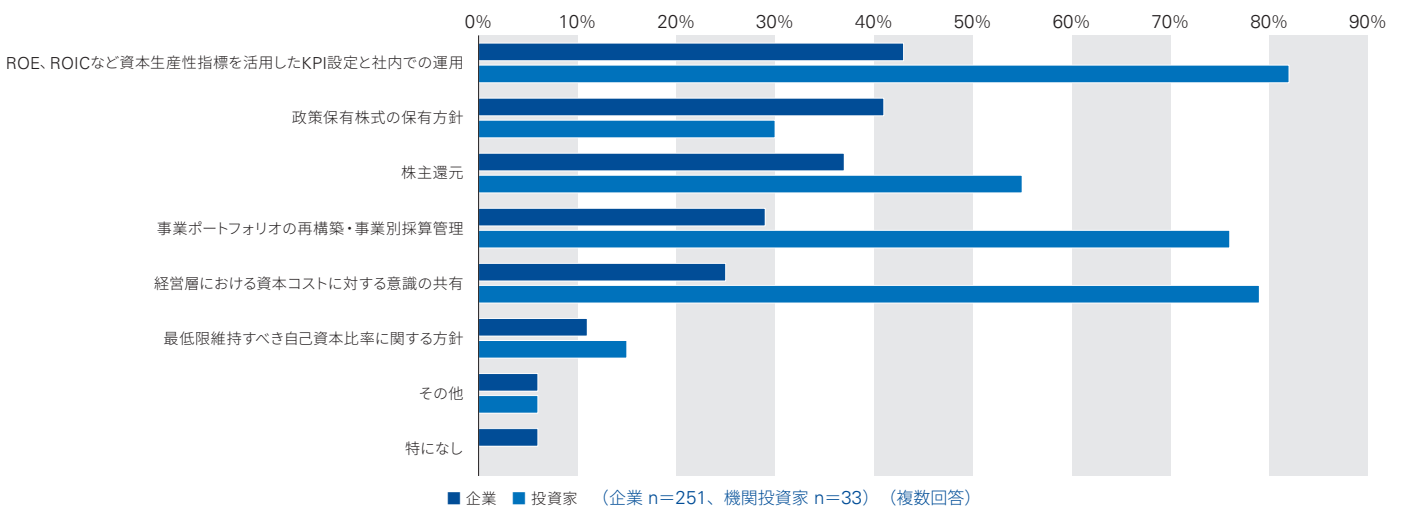
一方、機関投資家に対してKPMGが実施した意識調査によれば、資本生産性向上に向けて企業側が取組みを強化すべきであるとする内容について「ROE、ROICなど資本生産性指標を活用したKPI設定と社内での運用」が82%となっており、次いで「経

営層における資本コストに対する意識の共有」(79%)、「事業ポートフォリオの再構築・事業別採算管理」(76%)となっています。「ROE、ROICなど資本生産性指標を活用したKPI設定と社内での運用」は企業・機関投資家ともに1位でしたが、企業側が43%であったのに対して機関投資家側は82%であることから、問題意識の大きさが異なるのがみてとれます(図表25)。

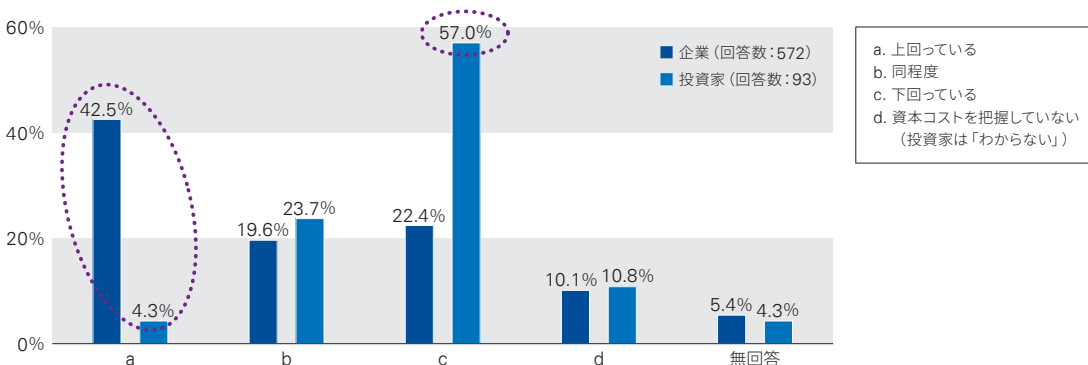
問題意識の乖離状況は、「経営層における資本コストに対する意識の共有」が機関投資家側で79%であったのに対して、企業側が25%にとどまっているところにも表れています。ROEやROICといった資本生産性指標は、対応する資本コストとの対比で評価すべき指標であるため、そもそも資本コストが認識できていないと業績評価には活用できないといった側面があります。機関投資家向けに実施した意識調査の結果が示唆するのは、資本生産

■ 図表 25 資本生産性向上に向けての取組み

【企業】コーポレートガバナンス・コード導入後に資本生産性向上に向けて取組みを強化した / 強化する予定のある内容
 【機関投資家】資本生産性向上に向けて企業側が今後取組みを強化すべき内容



■ 図表 26 資本コストに対する ROE 水準の見方



出典：一般社団法人 生命保険協会
 「平成28年度 生命保険協会調査 株主価値向上に向けた取り組みについて」を基にKPMGにて作成

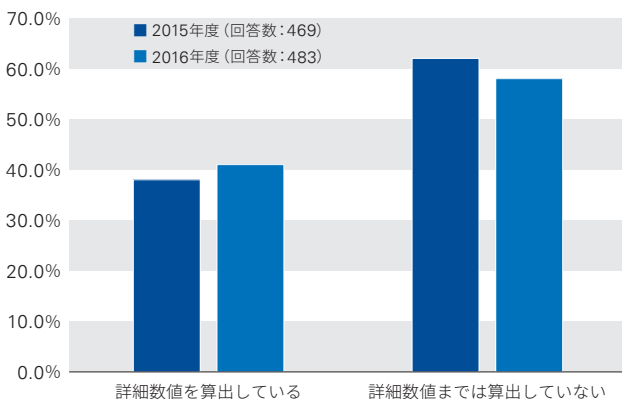
性指標を活用する前提として、まずは経営層が資本コスト（投資家の期待収益率）を強く意識すべきであるという点ではないかと考察されます。

生命保険協会が企業と機関投資家の双方に対して実施した意識調査によれば、「資本コストに対するROE水準の見方」について、企業の42.5%が自社のROEは資本コストを上回っていると回答したのに対して、機関投資家側の回答は僅か4.3%にとどまっています。逆に、機関投資家の57%が日本企業のROEは資本コストを下回っていると回答したのに対して、企業側の回答は22.4%となっています。また、資本コストを把握していないと回答した企業は10.1%となっています（図表26）。

「資本コストに対するROE水準の見方」（図表26）において「上回っている」「同程度」「下回っている」と回答した企業のうち、資本コストの「詳細数値を算出している」と回答したのは40.8%であったのに対して、「詳細数値までは算出していない」と回答した企業は58.4%に上りました。前年度対比では資本コストを詳細に把握している企業は増えているものの、依然として58.4%の企業が、自社の資本コストを詳細には把握していないということになります（図表27）。

日本企業の資本コストに対する意識は、確かに高まってきています。しかしながら、これら意識調査結果からもわかるとおり、資本生産性の現状について、企業と機関投資家との間では大きな認識ギャップが存在しています。そもそも経営層における資本コストの認識が未だ不十分である企業が多い中で、資本生産性指標を十分に活用できていないと機関投資家が認識していることが推察されます。

■ 図表 27 日本企業における資本コストの認識



出典：一般社団法人 生命保険協会
「平成28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」を基にKPMGにて作成

事業ポートフォリオの再構築に向けた期待と子会社ガバナンス

図表25でみたとおり、資本生産性の向上に向けて取組みを強化すべき内容として、機関投資家は、「事業ポートフォリオの再構築・事業別採算管理」を「資本生産性指標の活用」と「経営層における資本コストに対する意識の共有」に次ぐ事項として挙げています。

機関投資家は、日本企業の資本生産性が低い理由として、本業とは関係のない不採算事業を抱え込むことをケースとして挙げる場合があります。ここでいう不採算事業とは、単に赤字や低収益事業を指すのではなく、経営理念やビジョンと整合せず、かつ収益力が資本コストを下回る事業を指しています。

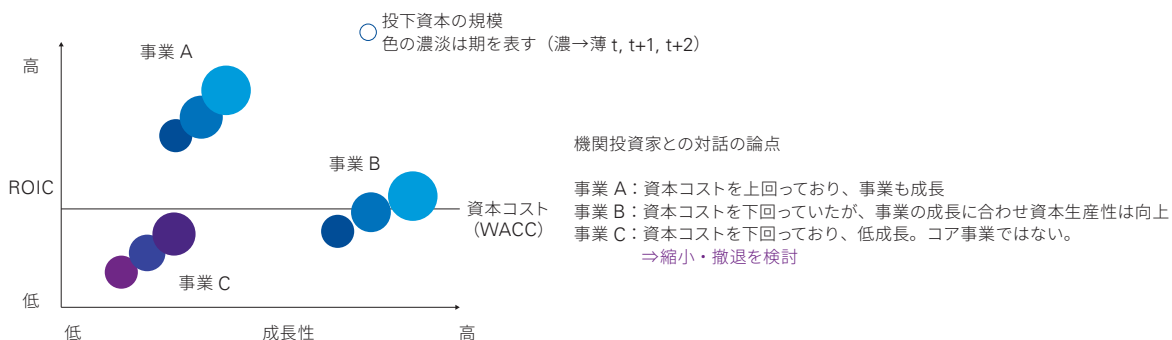
事業リスクを分散する上でポートフォリオの概念を事業の管理に用いるのは、機関投資家の考え方からみても整合的ですが、一方で、事業の発展・展開に当たっては、リスクに応じて資本を適切に投下していく必要があります。経営理念・ビジョンにそぐわず収益性が低い事業を抱え込むというのは、経営ビジョンの達成に不可欠な事業に対する必要な資本の投下を妨げるのに加えて、企業全体の収益性を低下させる可能性があることを指しています。事業運営において、限られたリソースをどれだけ有効活用して資本生産性を高めるかが、機関投資家の期待であるといえます(図表28)。

事業別採算性管理に関連する事項として、子会社のガバナンスをどう利かせるかも機関投資家の関心事項です。企業価値向上の担い手は、親会社のみならず子会社も重要な位置付けにあるということに加えて、近年海外市場の成長を取り込む上で、日本企業によるクロスボーダーM&Aも増加しています。買収した子会社のPMI (Post Merger Integration – M&Aが成立した後の統合プロセス)やシナジーの発揮は、事業別採算性を高める上でも極めて重要です。

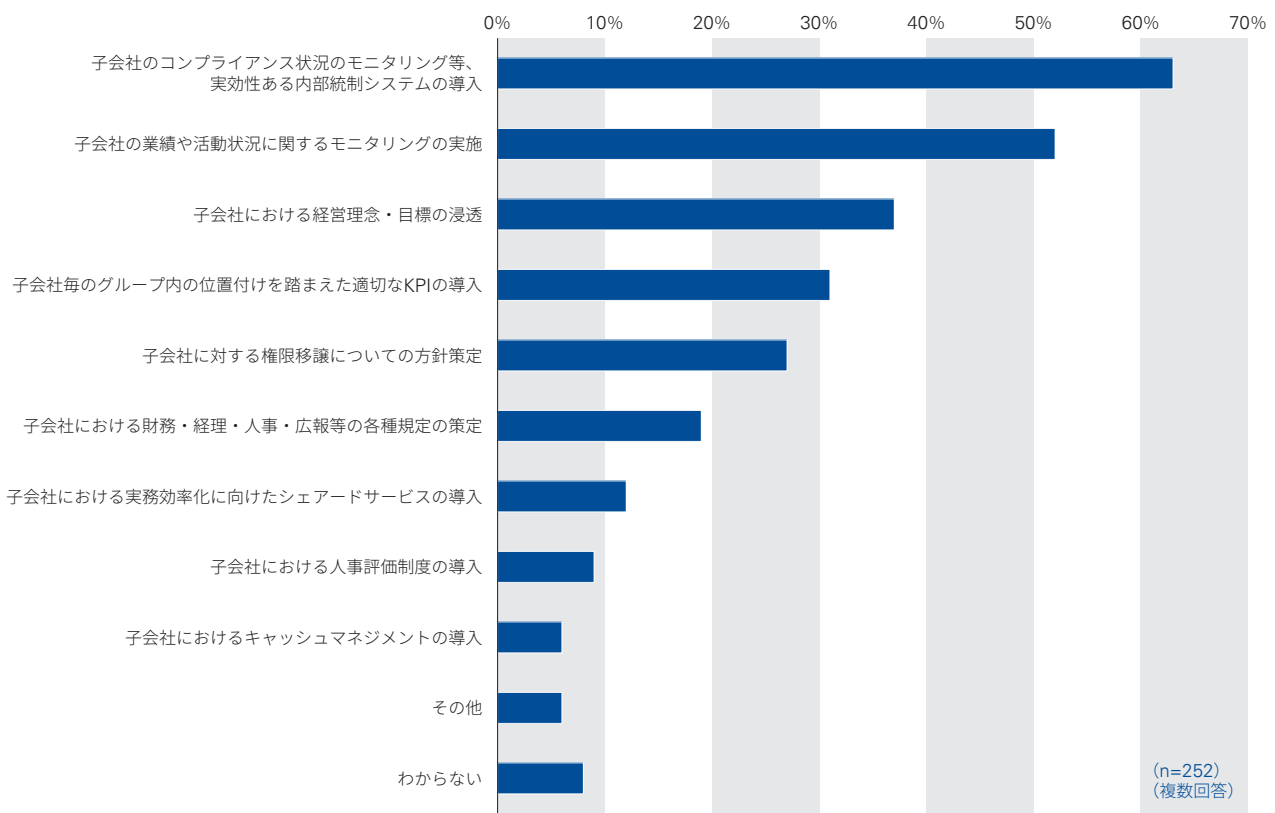
KPMGが実施した意識調査によれば、企業・機関投資家ともに子会社ガバナンスにおける課題として最も重要なのは、「子会社のコンプライアンス状況のモニタリング等、実効性ある内部統制システムの導入」であり、企業側の回答は63%、機関投資家側の回答は73%となりました(図表29、30)。

それ以外の項目では企業と機関投資家とで重視する内容にバラツキがみられます。企業の52%は「子会社の業績や活動状況に関するモニタリングの実施」を2つ目に重視すべき項目と挙げており、3つ目以下の項目との差が大きくなっています。一方、機関投資家を見ると、「子会社毎のグループ内の位置付けを踏まえた適切なKPIの導入」「子会社の業績や活動状況に関するモニタリングの実施」および「子会社における経営理念・目標の浸透」の回答が48%から55%の間に集中しています。機関投資家は経営理念の浸透を踏まえた上で、内部統制システムやKPIの導入も含めて、業績の進捗や活動状況について親会社のモニタリングを重視(期待)しているのがわかります(図表30)。

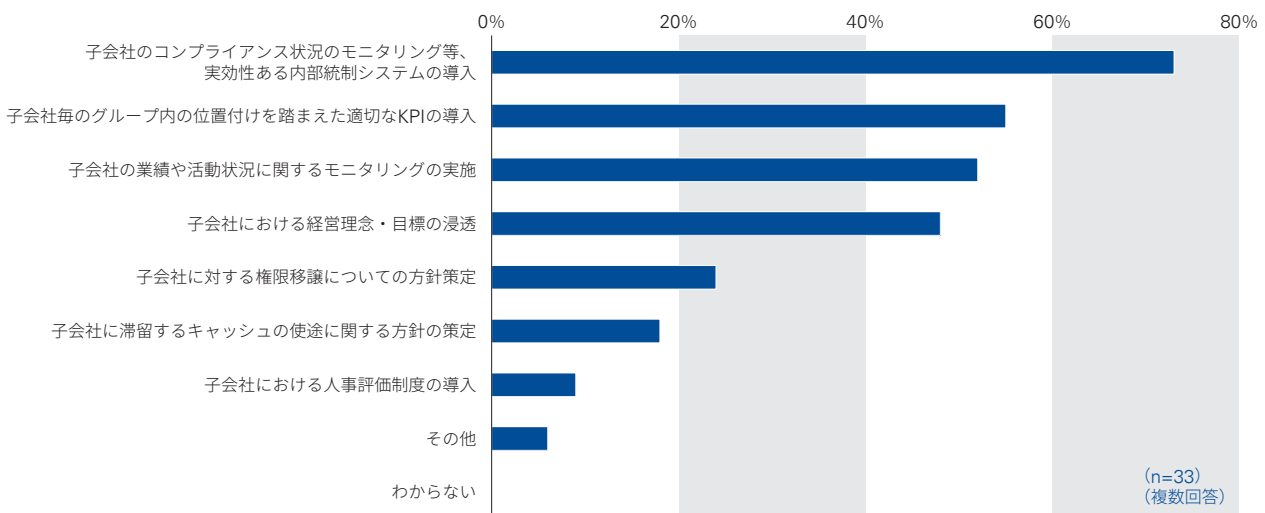
■ 図表 28 事業ポートフォリオの考え方 (例)



■ 図表 29 【企業】 子会社ガバナンスにおける課題



■ 図表 30 【機関投資家】 子会社ガバナンスにおける課題



2 企業価値をめぐる企業と 機関投資家の認識の違い

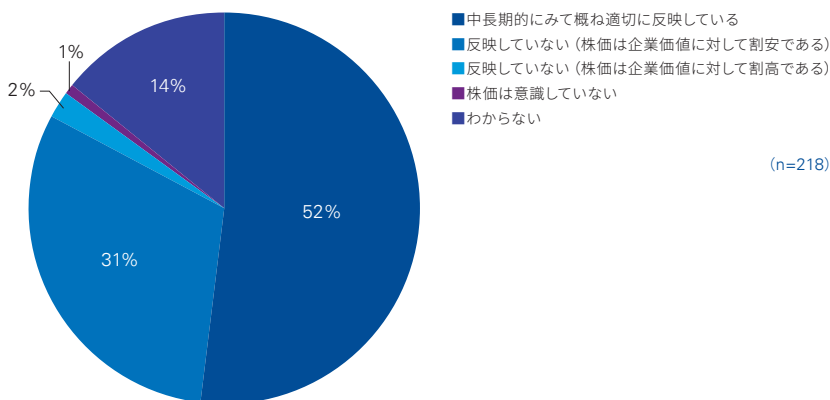
企業価値と株価についての認識

企業は自社の企業価値が適切に株価に反映されていると考えているのでしょうか。KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、52%の企業が「中長期的にみて適切に反映している」と回答している一方で、31%は「反映していない(株価は企業価値に対して割安である)」と回答しています(図表31)。

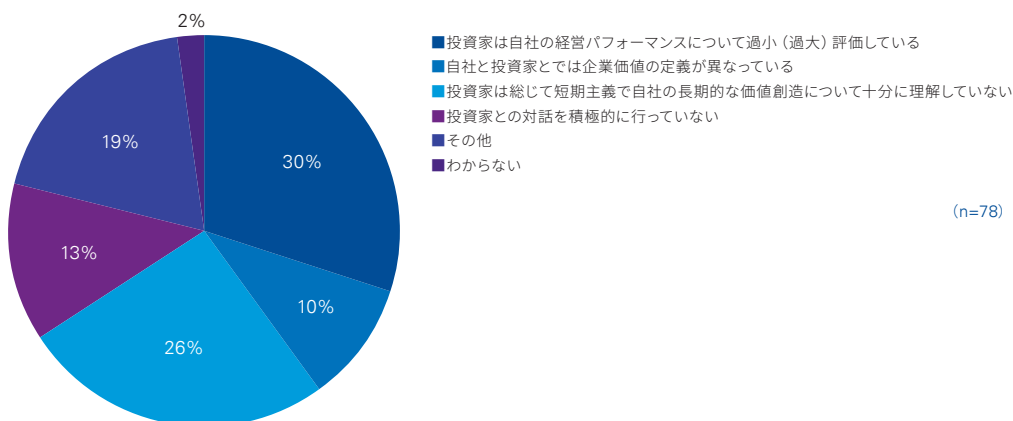
31%の企業が、「自社の株価は適切に企業価値を反映していない」と感じている理由として「投資家は自社の経営パフォーマンスについて過小評価している」が30%、「投資家は総じて短期主義で自社の長期的な価値創造について十分に理解していない」が26%となっています(図表32)。つまり過半数の企業は、投資家が自社の企業価値の創造プロセスについて理解していないと感じているということを示唆しています。関連して、「その他」の割合が19%と高くなっていますが、内訳をみると中小型株銘柄として位置付けられる企業を中心に、そもそも投資家に認知されていないと考える企業も多いようです。

また、10%の企業はそもそも「自社と投資家とは企業価値の定義が異なっている」と感じているようです。企業にとってのステークホルダーは株主だけではないため、様々なステークホルダーに対して提供する付加価値の総和を企業価値と定義する企業も存在すると考えられます。これは否定されるものではありませんが、必ずしも定量化に馴染む概念ではなく、株主価値を重視する投資家の視点とは合致しないケースもあると考えます。以上のとおり、企業価値や資本生産性の向上に向けた取組みについて、企業と機関投資家とは乖離が生じる場面が存在しています。この乖離状況を発展的に解消するためには、「企業価値」を軸に企業と機関投資家とが目線を合わせる事が重要です。その目線合わせが企業と投資家との対話であり、対話こそが中長期的な企業価値向上に向けた起点となり得るのです。

■ 図表 31 【企業】 中長期的にみて、株価は自社の企業価値を適切に反映しているかどうか



■ 図表 32 【企業】 株価が自社の企業価値を適切に反映していないと感じる理由



IV.

企業と投資家との対話

POINT

- ≫ 企業が投資家との対話において中長期の価値創造ストーリーについての理解促進を強く意識する中、機関投資家の対話の時間軸は短期から中長期に徐々にシフトしている。
- ≫ コーポレートガバナンス報告書、統合報告書等の有用性が高まっており、機関投資家がESGを含む非財務情報に重きを置く傾向が顕著になっており、課題はみられるものの、企業による情報開示も投資家の情報ニーズに沿った形で充実しつつある。
- ≫ 社外取締役や非執行の取締役会議長が自社の取締役会の実効性と企業価値向上について機関投資家と対話することは、機関投資家におけるリスク認識を低減させ、議決権行使において信認を確保する面からも重要な取り組みである。

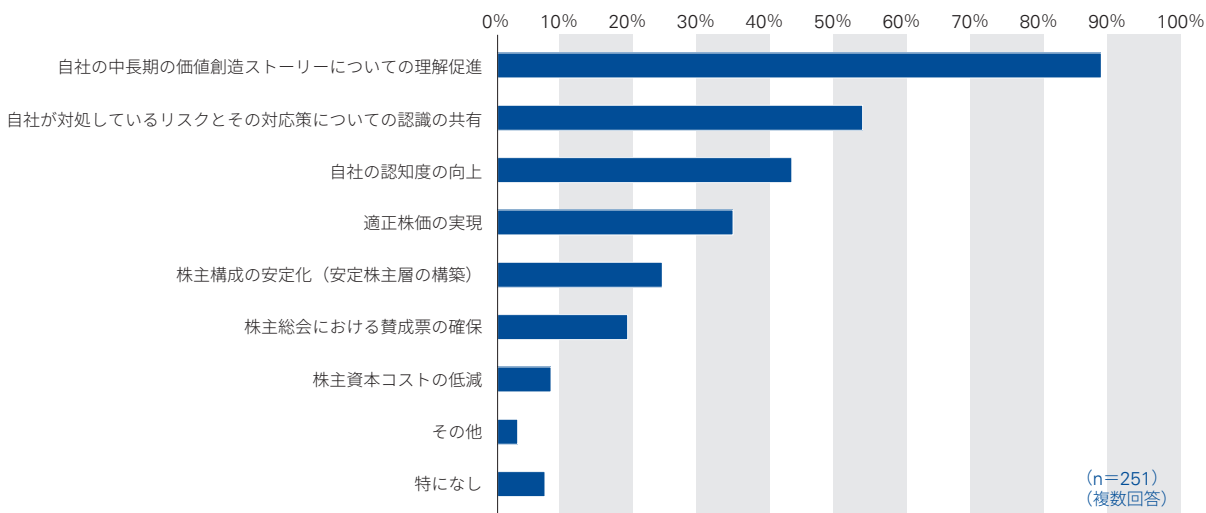
1 企業と投資家における対話の時間軸についての変化

前章では、企業と投資家との間で企業価値や資本生産性の向上に向けた取組みについて乖離が生じており、これを発展的に解消するためには企業価値を軸とした対話が重要であると提言しました。コーポレートガバナンス・コードが導入されてから2年以上が経過し、企業と投資家との対話の質に変化が生じています。

中長期に焦点を当てた対話への意識

KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、90%近くの企業が投資家との対話で特に意識しているのは「自社の中長期の価値創造ストーリーについての理解促進」です(図表33)。

■ 図表 33 【企業】 投資家との対話において特に意識している事項



[企業と投資家との対話]

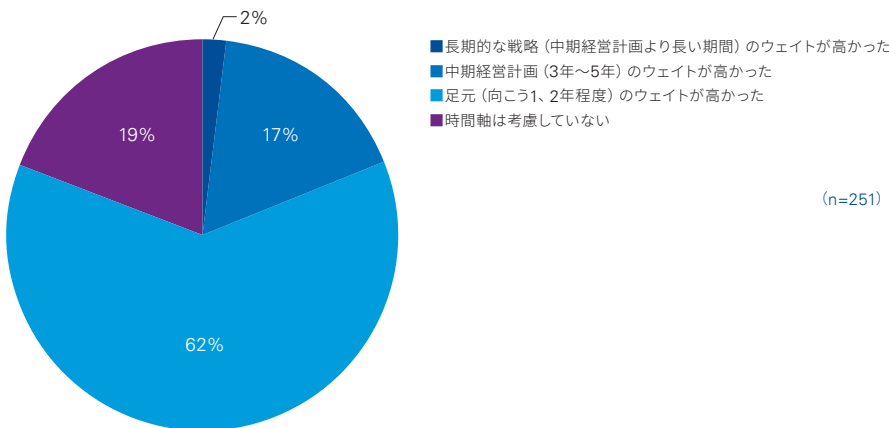
1 企業と投資家における対話の時間軸についての変化

この結果は、機関投資家との対話における時間軸の変化にも現れています。コーポレートガバナンス・コード導入前後における投資家との対話の時間軸に関する企業の意識について、導入前では「足元（向こう1、2年程度）のウェイトが高かった」と回答した企業が62%と最も多かったのに対し、導入後は「中期経営計画（3年～5年）のウェイトが高まった」と回答した企業が67%と最も多い結果となりました（図表34）。

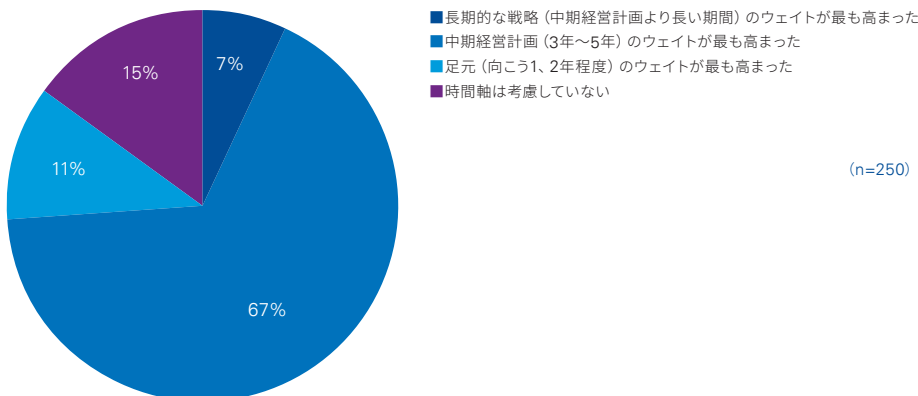
一方、スチュワードシップ・コード導入前後における企業との対話の時間軸に関する機関投資家の意識については、導入前では「中期経営計画（3年～5年）」および「長期的な戦略（中期経営計画より長い期間）のウェイトが高かった」と回答した機関投資家が合計で53%だったのが、導入後は91%と大幅に増加しているという結果となりました（図表35）。

■ 図表 34 【企業】コーポレートガバナンス・コード導入前後における投資家との対話における時間軸

<コーポレートガバナンス・コード導入前の投資家との対話における時間軸>



<コーポレートガバナンス・コード導入後の投資家との対話における時間軸>

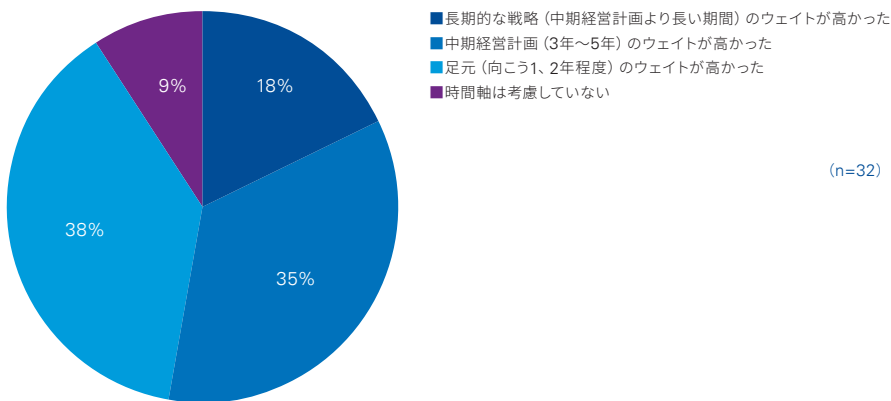


この結果から、企業が中長期の価値創造ストーリーの理解促進を対話において強く意識する中で、企業と機関投資家の対話の時間軸が合致してきているということが出来ます。

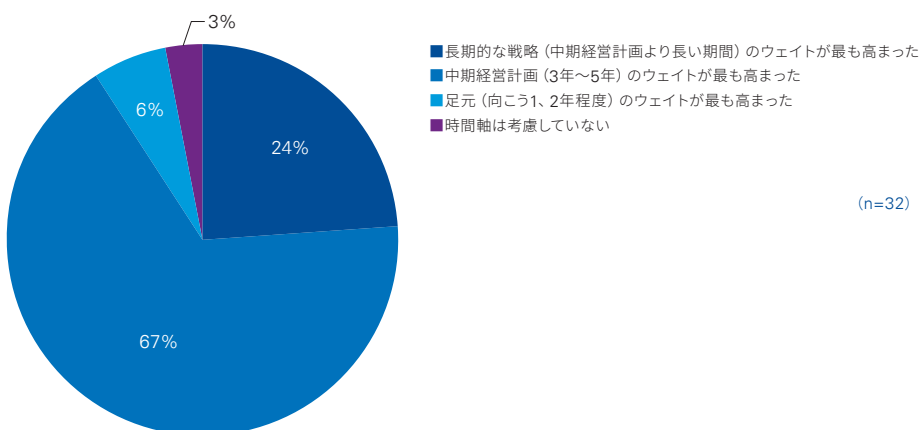
対話の時間軸の変化を受けて、今後は企業の事業戦略策定がショートターミズム(短期主義)の影響を受けることが少なくなり、機関投資家も中長期的な視点に立った投資判断を行うことが増えると推察されることから、対話を通じて中長期的な企業価値向上の実現につながっていくことが期待されます。

■ 図表 35 【機関投資家】 スチュワードシップ・コード導入前後における企業との対話における時間軸

<スチュワードシップ・コード導入前の企業との対話における時間軸>



<スチュワードシップ・コード導入後の企業との対話における時間軸>



2 — コーポレートガバナンス改革による 開示書類の位置付けの変化

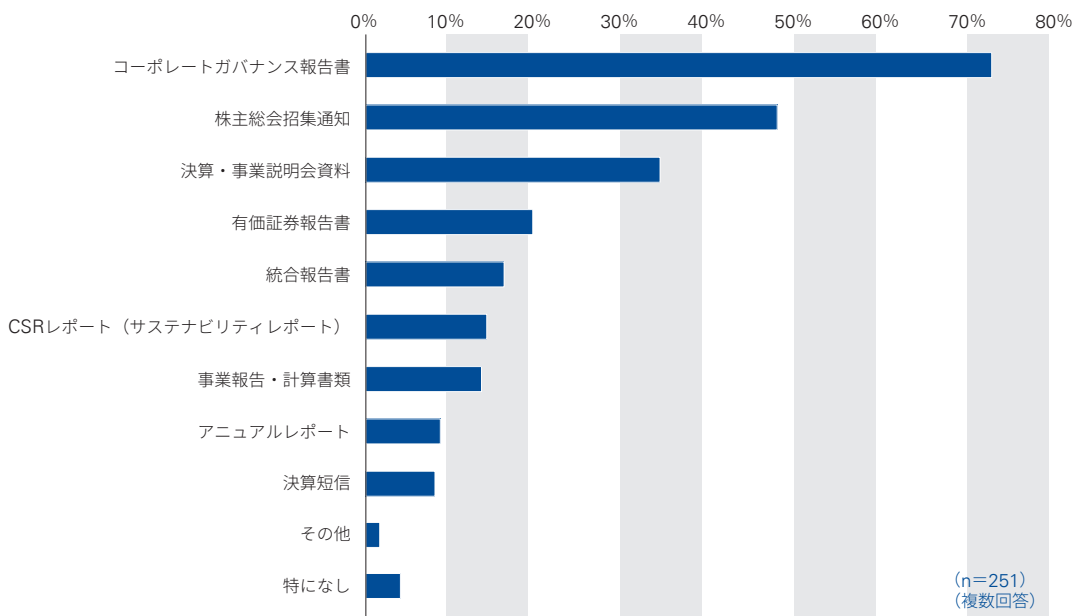
建設的な対話をより実効性のあるものにするためには、企業が質の高い情報開示を行って投資家が事前に企業のことを理解できるようにすることが重要になります。情報開示を行う書類は多岐にわたりますが、開示書類を作成する企業とそれらを活用する機関投資家においてどのような認識の差異があるかを確認することは対話を進展させていく上で重要であると考えられます。

重要性が高まった開示書類

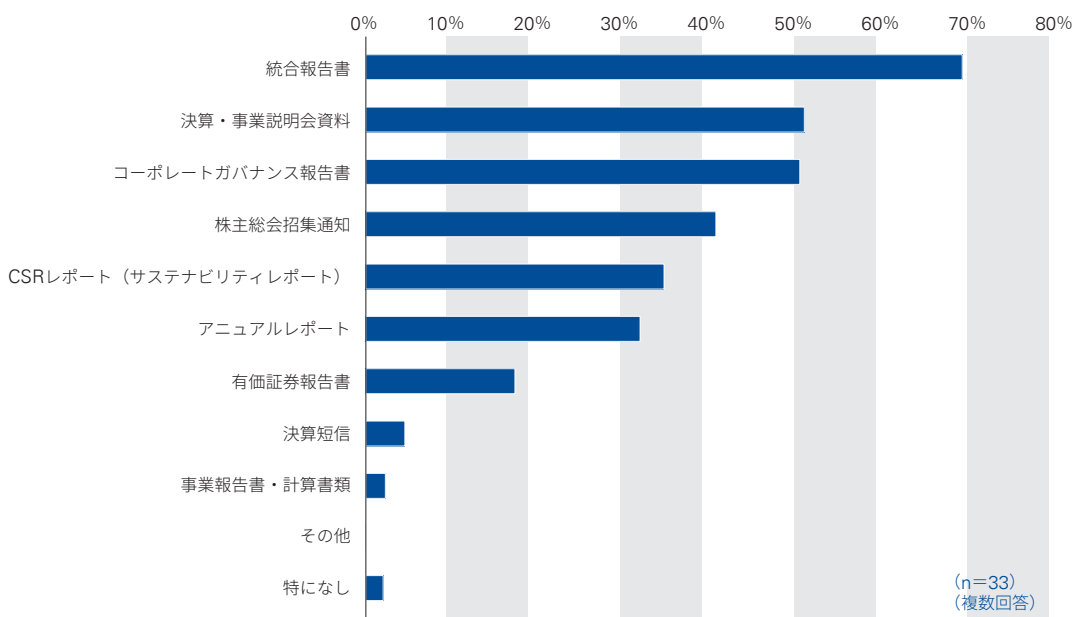
KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、コーポレートガバナンス・コード導入後に重要性が高まった開示資料は、「コーポレートガバナンス報告書」「株主総会招集通知」の順になりました(図表36)。コーポレートガバナンス報告書が重要で

■ 図表 36 コーポレートガバナンス・コード導入後に重要性が高まった開示資料

【企業】



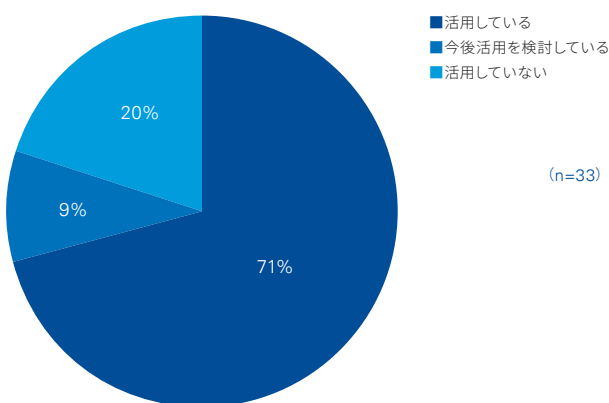
【機関投資家】



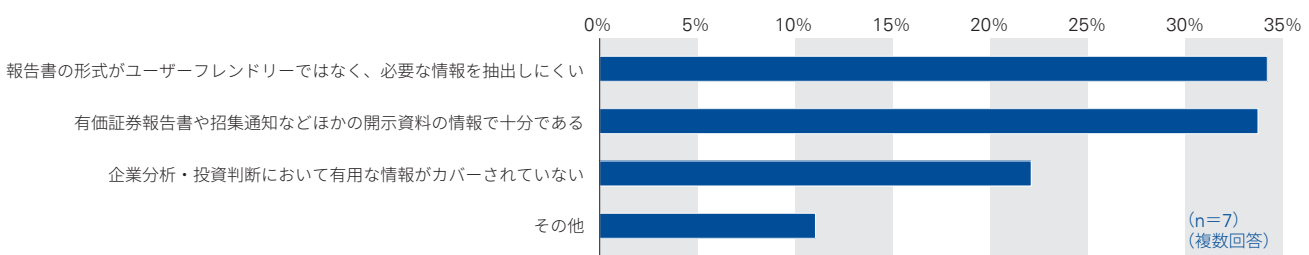
あると回答した企業が一番多かったのは、コーポレートガバナンス・コードの導入によって新たにコーポレートガバナンス報告書が開示されることとなったため、ある種当然の結果ともいえますが、企業がコンプライ・オア・エクスプレインの状況を記載し説明することの重要性を認識している証左と考えられます。

一方、株主総会招集通知の重要性が高まっているのは、コーポレートガバナンス・コードを踏まえ、株主総会上程議案の可決に向けて、株主総会招集通知関係書類による議案説明の重要性が増していることが背景としてあるものと考えられます。たとえば、コーポレートガバナンス・コードに定める情報開示の規定(原則3-1)にコンプライするため、「社内役員の選任理由」のほか「経営理念等や経営戦略、経営計画」「コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針」「役員の報酬決定の方針と手続」「役員の選任・指名の方針・手続」や「社外役員の独立性判断基準」(原則4-9)を株主総会参考書類に記載することや、株主との対話のために招集通知関係書類の任意記載項目を増やすといった取組みを強化する企業が増加しています。また、役員候補者の写真を掲載するなどの工夫や招集通知の英訳を実施する企業も増加しており、株主総会招集通知は、従来よりも投資家のニーズに合致してきているものと考えられます。

■ 図表 37
【機関投資家】コーポレートガバナンス報告書の活用状況



■ 図表 38 【機関投資家】コーポレートガバナンス報告書を「活用していない」理由



KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によると、機関投資家は統合報告書、コーポレートガバナンス報告書をはじめとした、非財務情報が多く含まれる開示資料を重要視していることがわかります(図表36)。これは、対話の時間軸が中長期にシフトする中で、機関投資家が財務情報だけでなく非財務情報についても、企業との建設的な対話を行うために把握しておく必要性を感じているからと推察されます。

機関投資家によるコーポレートガバナンス報告書の利用状況

企業においてコーポレートガバナンス報告書の重要性が高まる中、機関投資家におけるコーポレートガバナンス報告書の活用も進んでいます。KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によると、コーポレートガバナンス報告書を「活用している」と回答した機関投資家は71%あり、「今後活用を検討している」と合わせると、全回答の80%を占めています。一方、「活用していない」と回答した機関投資家も20%存在しています(図表37)。

「活用していない」と回答している機関投資家の理由をみると、必要な情報の抽出のしにくさや、有価証券報告書など他の開示資料の情報等の重複感が指摘されています。

コーポレートガバナンス報告書に開示すべきとされる事項は、有価証券報告書、アニュアルレポートまたは自社のウェブサイト等、広く一般に公開される手段により該当する内容を開示している場合には、その内容を参照すべき旨と閲覧方法(ウェブサイトのURLなど)を記載する方法も認められています。このため、コーポレートガバナンス報告書を一覧するだけで情報がとれる形式には必ずしもなっていないか、そうでなければ、開示情報が他の開示資料と重複しがちであると考えられます。

また、企業分析・投資判断において有用な情報がカバーされていないという、コーポレートガバナンス報告書の有用性についての指摘もなされています(図表38)。

統合報告書の位置付けの変化

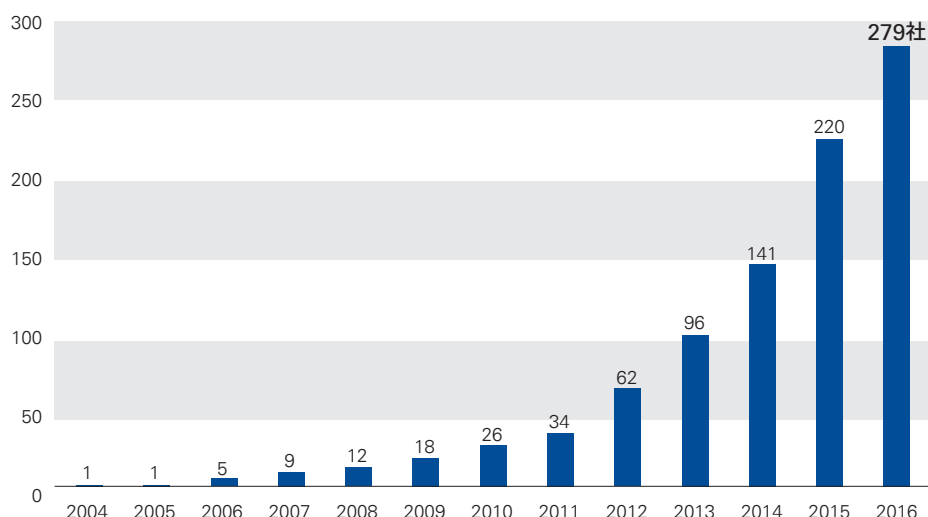
統合報告書は企業の中長期の価値創造ストーリーを伝えるツールとしてここ最近注目されてきています。2016年には279社の企業がこれを公表しており(図表39)、日経225構成銘柄に絞ると113社と過半数になることから、優良な大企業を中心に統合報告書を公表している企業は増えてきているといえます(図表40)⁵。

KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、企業側ではコーポレートガバナンス改革後における統合報告書の位置付けについて、「特に位置付けに変化はなく、作成予定はない」と回答した企業が42%で一番多い結果となっています。また、「価値創造ストーリーの開示は統合報告書に限る必要はなく、他の開示媒体の拡充を行っている」が23%となっています。

投資家との対話において企業が最も意識しているのが中長期の価値創造ストーリーの理解促進であることを踏まえると、既存の開示媒体でも十分にその目的を達成できると考える企業が多いと推察されます(図表41)。

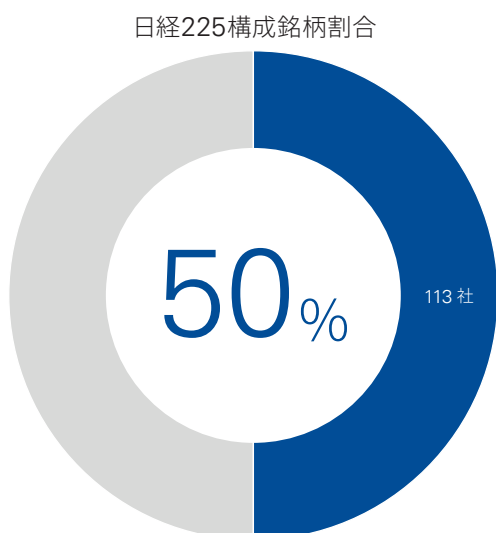
⁵ KPMGジャパン統合報告アドバイザーグループは、日本企業が発行する統合報告書を対象に様々な角度から調査・分析を行っています。「日本企業の統合報告書に関する調査2016」<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170324.pdf>

■ 図表 39 統合報告書発行企業数の推移



出典：KPMGジャパン 統合報告アドバイザーグループ「日本企業の統合報告書に関する調査2016」

■ 図表 40 日経 225 構成銘柄に占める統合報告書発行企業数

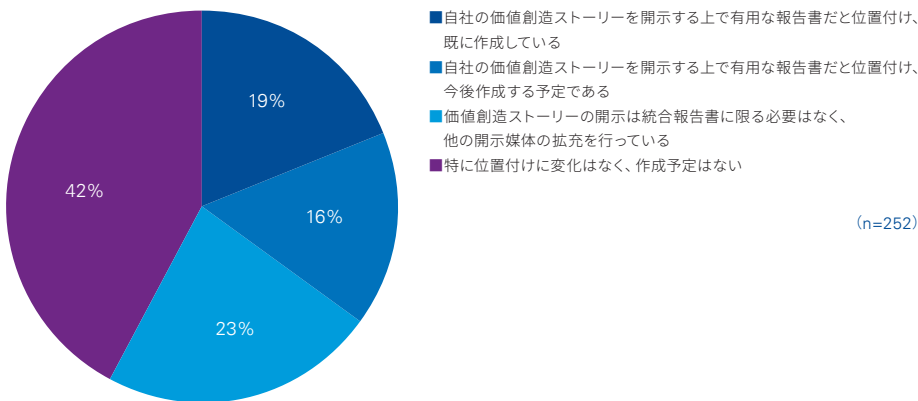


出典：KPMGジャパン 統合報告アドバイザーグループ「日本企業の統合報告書に関する調査2016」

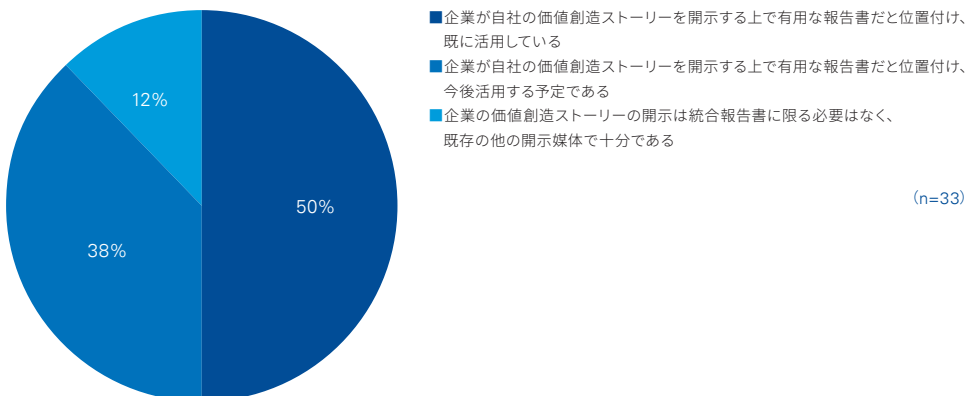
一方で、機関投資家は非財務情報を重視する傾向が高まる中で、統合報告書を積極的に活用しようとする動きがみられます。KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によると、「統合報告書を既に活用している」「今後活用する予定である」と回答した機関投資家が全体の90%近くとなりました(図表42)。

前述のとおり、機関投資家は非財務情報を取得する上での重要な情報ソースの一つとして統合報告書を位置付けている傾向がみられます。対話が進展する中で、機関投資家が統合報告書を投資判断の材料としてより積極的に活用する動きがみられるようになれば、企業側における統合報告書の作成機運も高まっていくものと考えられます。

■ 図表 41 【企業】コーポレートガバナンス改革後における統合報告書の位置付けの変化



■ 図表 42 【機関投資家】コーポレートガバナンス改革後における統合報告書の位置付けの変化



四半期業績報告のあり方

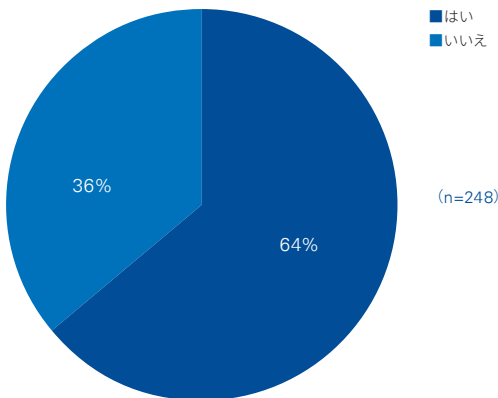
日本企業の情報開示は、会社法および金融商品取引法による法定開示の二重開示規制や決算短信等の上場企業に要請される適時開示による重複が課題とされています。加えて、四半期開示がショートターミズム(短期主義)を招いているといった指摘もあり、四半期開示のあり方は情報開示における一つの論点となっています。

KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、金融商品取引法に定める四半期報告書を「廃止すべき」と回答した企業が64%という結果になりました(図表43)。

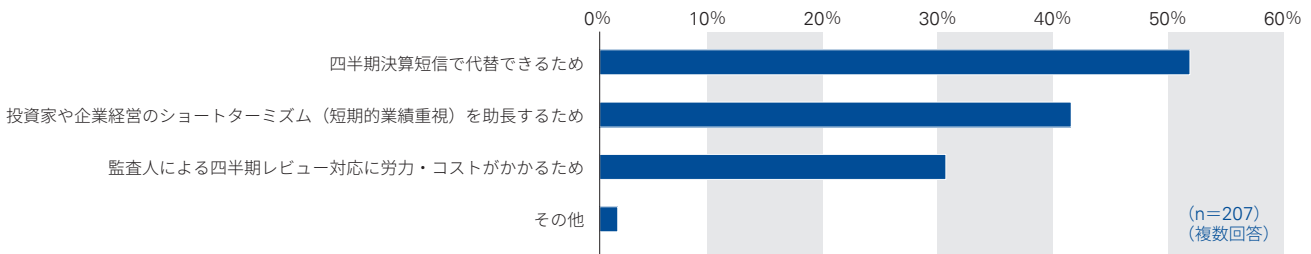
その理由としては、「四半期決算短信で代替できるため」と回答した企業が最も多くなっていますが、これは情報の重複開示に対して企業が負担を感じていることが背景にあると考えられま

す(図表44)。一方、「廃止すべきでない」と選択した理由としては、「開示の後退につながるため」と回答した企業が多く、金融商品取引法に定める四半期報告書の必要性を感じている企業も一定数存在することがわかります(図表45)。

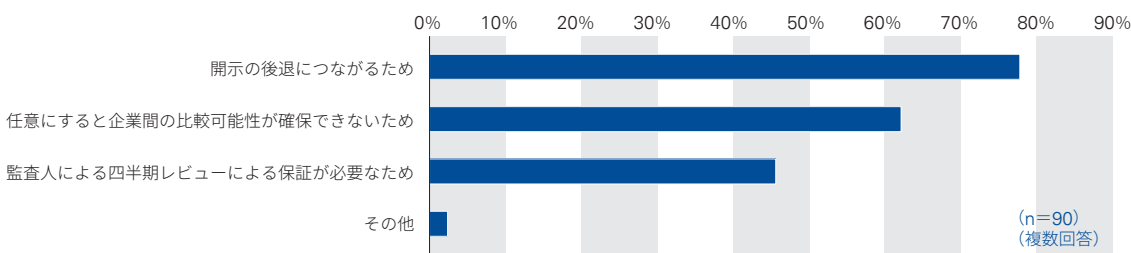
■ 図表 43 【企業】 金融商品取引法に定める四半期報告書を廃止すべきかどうか



■ 図表 44 【企業】 廃止すべきとする理由



■ 図表 45 【企業】 廃止すべきでないとする理由

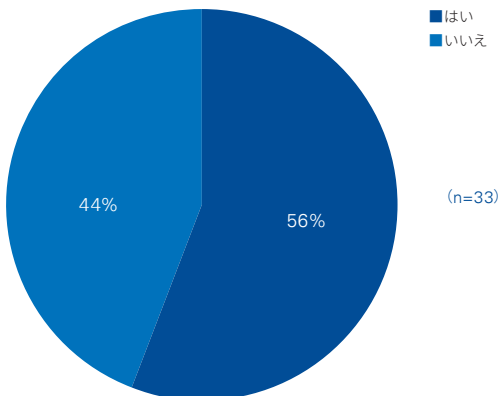


同じ内容について機関投資家に回答を求めたところ、「廃止すべき」と回答した機関投資家は56%という結果になりました(図表46)。

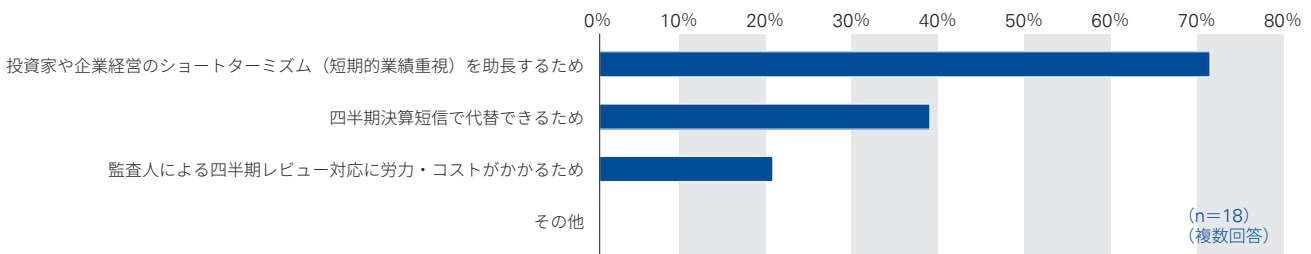
その理由として、「投資家や企業経営のショートターミズム(短期的業績重視)を助長するため」と回答した機関投資家が最も多く、四半期報告書の開示を廃止することでショートターミズムに陥ることを防止し、中長期的な企業価値向上への寄与を期待する機関投資家が多いと推察されます(図表47)。一方、「廃止すべきでない」を選択した理由としては、「開示の後退につながるため」と回答した機関投資家が多く、金融商品取引法に定める四半期報告書の必要性を感じている機関投資家も企業と同様、一定数存在することがわかります(図表48)。

企業業績の近況を知る上で、四半期業績の報告は必要であると考えられますが、重複開示の負担感などを考慮し、四半期業績の報告のあり方について検討する時期に来ていると考えられます。2017年6月に「未来投資戦略2017」が公表されましたが、四半期業績のあり方を検証しつつ、重複開示の解消、効率化のための課題や方策等について2018年の春を目途に一定の結論を得ることを求めていることから、より具体的な検討が進むものと思われます。

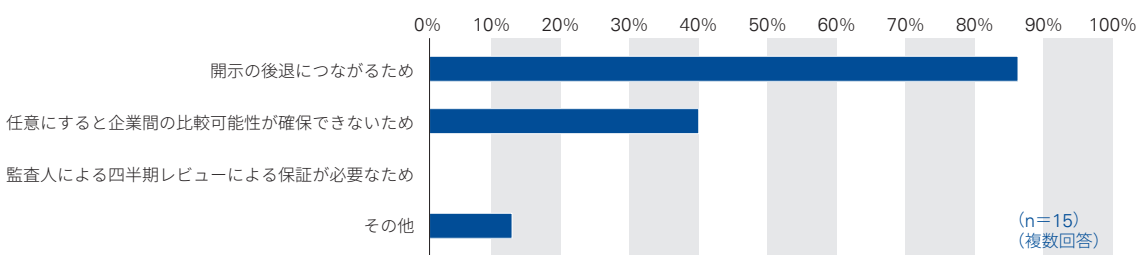
■ 図表 46 【機関投資家】 金融商品取引法に定める四半期報告書を廃止すべきかどうか



■ 図表 47 【機関投資家】 廃止すべきとする理由



■ 図表 48 【機関投資家】 廃止すべきでないとする理由



3 — 重要性が高まるESG等の非財務情報

前述のとおり、機関投資家において統合報告書をはじめとした非財務情報が多く含まれる開示媒体の重要性が高まっています。その背景には、投資判断を行う上で、企業の持続可能性やESG（環境・社会・ガバナンス）等といった非財務情報をどう織り込むのが課題となってきたという状況があると考えられます。非財務情報は企業にとっても自社の価値創造の源泉を説明する上でその重要性が高まっています。

持続可能性とESGの位置付け

2015年9月に国連が持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals 以下「SDGs」）（図表49）を採択したことなどを契機として、持続可能な地球の実現に向けた取組みを推進する世界的な潮流が日本の資本市場にも影響を与え始めています。

企業も投資家も自らの取組みでE・S課題に対処することが、企業の持続的かつ中長期的な成長や投資家の運用パフォーマンスの向上につながるということを意識し始めており、それが企業の事業活動を通じたSDGs等への取組みを促進し、投資家におけるESG投資の拡大につながっています。この流れは、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードにも反映されています。

コーポレートガバナンス・コードは原則2-3において「社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課

題について、適切な対応を行うべきである」としています。

スチュワードシップ・コードは、指針3-2において機関投資家は「投資先企業の状況の把握を継続的に行うべき」としており、続く指針3-3では、どのような事項に着目するかは機関投資家が自ら判断すべきとした上で、「把握する内容として、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項」としています。

これらに関連する動きとして、2015年9月にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がPRI（国連責任投資原則 - Principles for Responsible Investments）に署名しています。PRIは「環境、社会、ガバナンス（ESG）課題と投資への影響を理解し、署名機関がESG要因を投資の意思決定及び所有者の意思決定に組み込むための支援を提供」することを目的としています。PRIには6つの原則が設けられており、その第1原則は「私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます」となっています。

GPIFがPRIに署名した背景として、その投資原則に「株式投資においては、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活用を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る」ことを掲げています。投資先企業においてESGを適切に考慮することは、リスク調整後のリターンの改善を通じて「中長期的なリターンの拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的

■ 図表 49 世界を支えるための 17 の持続可能な開発目標



出典：国際連合広報センター

成長に資する」と考えています。

また、GPIFは2017年6月1日に制定した「スチュワードシップ活動原則」において、運用受託機関である運用機関に対して「PRIへの署名を行うこと」を求めており、また、「重大なESG課題について積極的にエンゲージメントを行うこと」としています。

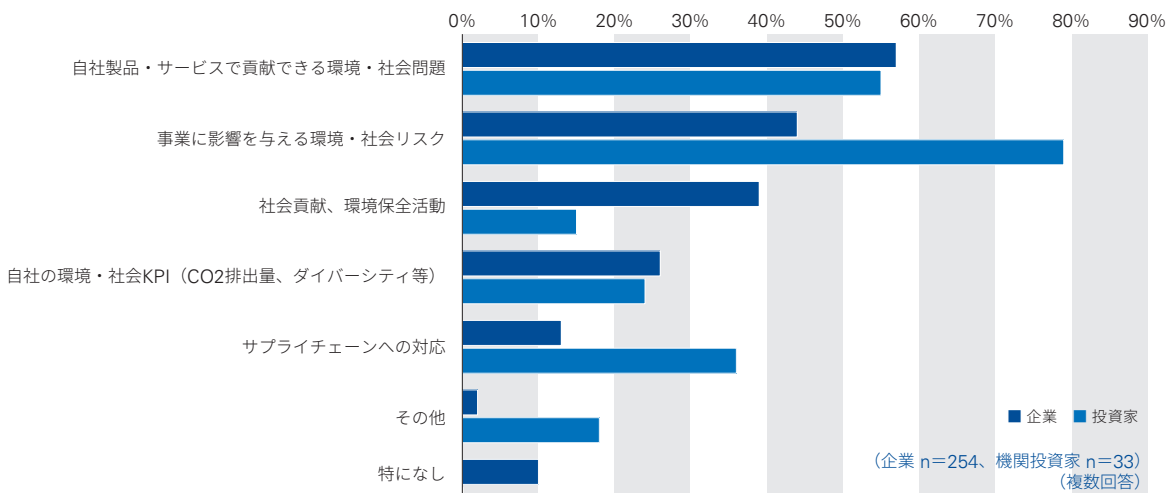
GPIFは2017年7月に、日本株に関して3つのESG指数を選定し、同指数に連動したパッシブ運用も開始しています。総合型と呼ばれる指数として「FTSE Blossom Japan Index」および「MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」が選定され、2017年6月時点でそれぞれ151銘柄、251銘柄が組み入れられています。また、テーマ型指数として女性活躍に着目した「MSCI日本株女性活用指数」があり、212銘柄が組み入れられています。

E・Sにおける機会とリスク

企業と機関投資家とでE(環境)・S(社会)の捉え方に差異が生じています。KPMGが企業・機関投資家の双方に対して実施した意識調査によると、企業がE・Sに関して対話において意識している点に「自社製品・サービスで貢献できる環境・社会問題」を一番に挙げているのに対して、機関投資家は「事業に影響を与える環境・社会リスク」としています(図表50)。「自社製品・サービスで貢献できる環境・社会問題」の回答が企業・投資家ともに同水準となっていることから、いずれもE・Sの収益機会の側面を捉えている傾向がみられるものの、機関投資家はE・Sを企業が対処すべきリスクとしてより強く意識していることを意味しています。リスクとリターンはコインの表裏の関係にあるため、企業と機関投資家は同じE・S課題の異なる側面についてみているという見方もできます。その意味で、企業と機関投資家は決して異なる主張を行っているのではなく、E・Sに関して着眼点に違いがあることを踏まえた上で対話を行うことが求められます。

IV.

■ 図表 50 E(環境)、S(社会)に関する対話において意識している点



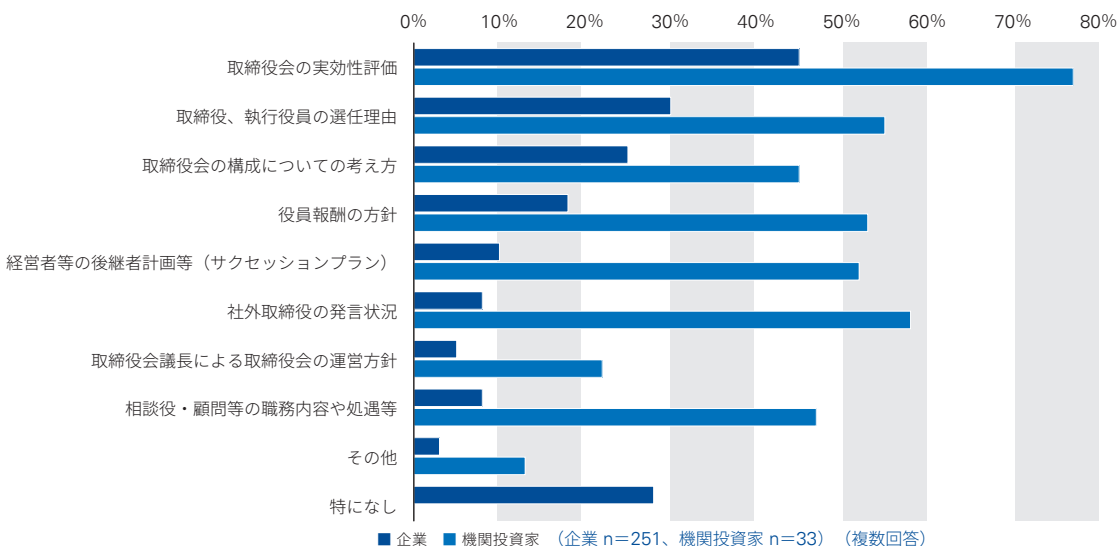
Gの情報開示充実に関する意識

機関投資家が、企業が開示をより充実させるべきG(ガバナンス)情報として取締役会の実効性評価を挙げているのは、「II. コーポレートガバナンス体制の動向と展望」でも触れたとおりです(図表17、図表51)。機関投資家は取締役会の実効性と企業価値向上との関係性についての説明を期待していることから(図表18)、取締役会が企業価値向上において果たす役割について着目しているといえます。

KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、企業も機関投資家と同様に、開示の充実を図りたいGに関する情報として「取締役会の実効性評価」を一番に挙げています。一方で、取締役会の実効性評価は、「II. コーポレートガバナンス体制の動向と展望」で概観したとおり、評価自体の客観性等について問題意識をもつ企業も多く、評価内容の開示のあり方について課題を感じている企業は多いと推察されます。

また、開示の充実を図りたい情報として「特になし」と回答した企業が25%超あり、現状の開示で十分であるとする企業が一定数存在しており、機関投資家においてその割合は0%だったことから、企業と機関投資家の意識の間に隔たりがみられ、対話のむずかしさを象徴する結果となっています(図表51)。

■ 図表 51 開示の充実を図りたい／充実させるべきと考えるガバナンス情報

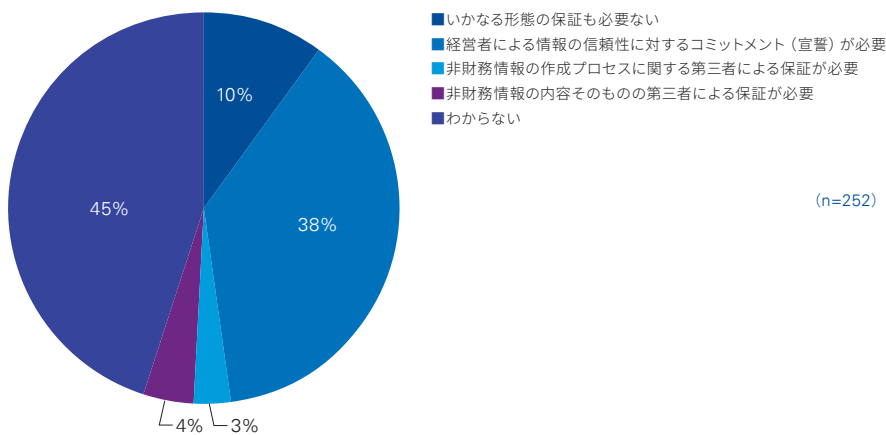


非財務情報に対する信頼性

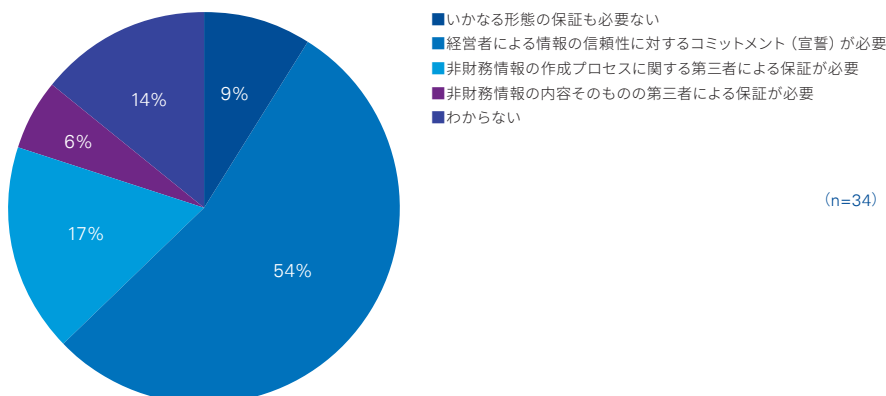
対話において非財務情報が重要となる中、非財務情報の信頼性の確保が問題となります。KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、非財務情報の信頼性の付与の必要性について、「わからない」との回答が45%ある一方で、「経営者による情報の信頼性に対するコミットメント（宣誓）が必要」との回答が38%ありました。第三者による保証までは必要としないものの、経営者によるコミットメントは必要と感じている企業が一定数見受けられます（図表52）。

一方、機関投資家は、「経営者による情報の信頼性に対するコミットメント（宣誓）が必要」という回答が54%となっているのに加えて、「非財務情報の作成プロセス」および「非財務情報の内容そのもの」の第三者による保証が必要との回答が合わせて23%となり、企業側との認識が大きく異なるのがみてとれます（図表53）。機関投資家側から非財務情報に関する第三者保証についての要求が高まれば、今後企業においても検討が進む可能性があると考えられます。

■ 図表 52 【企業】非財務情報に対する信頼性の付与の必要性



■ 図表 53 【機関投資家】非財務情報に対する信頼性の付与の必要性



4 — 企業と投資家の対話のあり方

議決権行使結果の個別開示

スチュワードシップ・コードの改訂により、機関投資家の議決権行使結果の個別開示が進んでいます。KPMGが企業向けに実施した意識調査によると、企業にとって「個別開示が投資家との対話の促進や議案設計の検討に寄与する」とした企業は41%となりました(図表54)。

機関投資家が株主である場合、その保有分は資産管理信託銀行やカストディアン銀行を通じて株主名簿に記載されるため、企業は対話の対象となる機関投資家が実質的に株主であるか否かを一義的に知る手段がないのが実情です。議決権行使も同様で、機関投資家が反対したとしても、その反対行使は資産管理信託銀行などを通じてなされるため、企業側としては株主総会の結果を踏まえた対話を行うにも、そもそも誰が反対したのかわからないという点が長年課題視されてきました。

多くの機関投資家が議決権行使結果の個別開示を行ったことで、企業はどの機関投資家が反対したかが明確にわかるようになり、対話の促進や議案設計の検討への寄与についての期待感

が高まっていると推察されます。

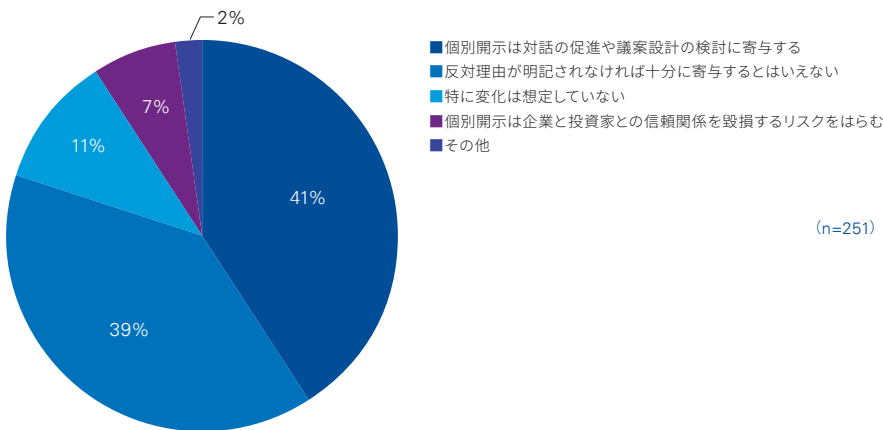
一方で、企業の39%は「反対理由が明記されなければ十分に寄与するとはいえない」と回答しており、反対理由が明確にならない限り、対話は進展しないと考えている企業も一定数存在します。

KPMGが機関投資家に実施した意識調査によれば、個別開示は「対話の促進や議案設計の検討に寄与しない」との回答が11%であり、「個別開示の趣旨は主として利益相反防止目的であり、企業との対話促進とは趣旨が異なる」との回答37%と合わせると48%の機関投資家が対話等に寄与しないと回答しています。

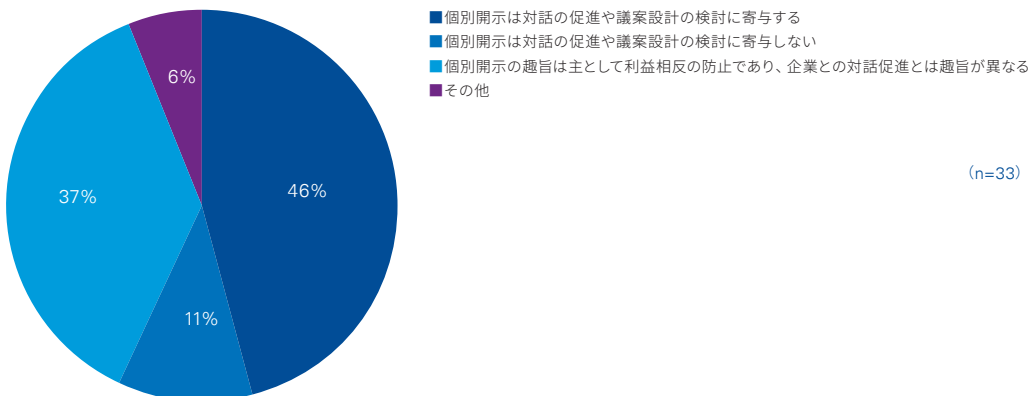
スチュワードシップ・コード改訂の議論の過程においても、議決権行使結果の個別開示については、機関投資家サイドから、マスコミなどによって賛否の結果が過度に強調され、結果のみに関心が集まり企業と対立色が強まることにより、対話の機運が削がれるといった指摘がされていました。

逆に、「個別開示は対話の促進や議案設計の検討に寄与する」と、当初の制度の趣旨を超えた活用を期待する機関投資家も46%と同程度存在し、機関投資家の間でも意見が分かれていることがみてとれます(図表55)。

■ 図表 54 【企業】 議決権行使結果の個別開示の投資家との対話等への寄与



■ 図表 55 【機関投資家】 議決権行使結果の個別開示の投資家との対話等への寄与



議決権行使結果の個別開示については、対話促進とは趣旨が異なると考える機関投資家も相当数存在しますが、企業側の意識を踏まえれば、機関投資家による議決権行使に反対した場合における理由の開示が進んでくれば、対話促進に寄与するようになると思います。

社外取締役や取締役会議長（非執行）との対話

企業と投資家の対話の機運が高まる中、投資家が企業の誰と対話をするのが重要となります。コーポレートガバナンス・コードの適用開始前は、企業と投資家との対話は、企業のCEOやCFO、あるいはIRの担当役員など執行側と実施されることが多かったといえます。

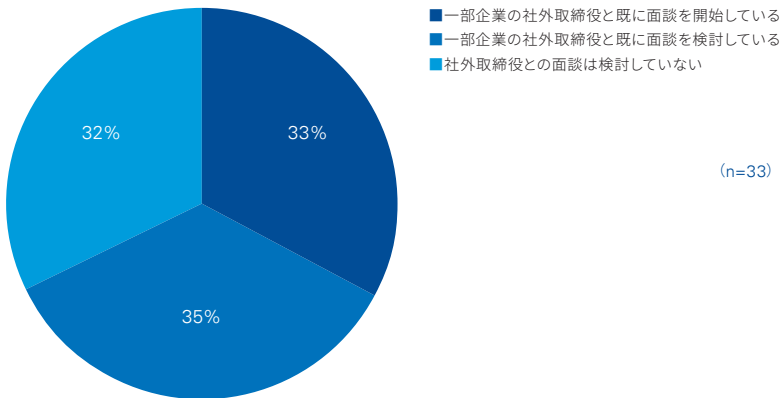
コーポレートガバナンス・コードでは株主との対話において、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである（補充原則5-1①）とされ、あえて社外取締役を含むこととされているのは、独立社外取締役の役割・責務の一つとして経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映さ

せることとされている（原則4-7）ためと考えられます。

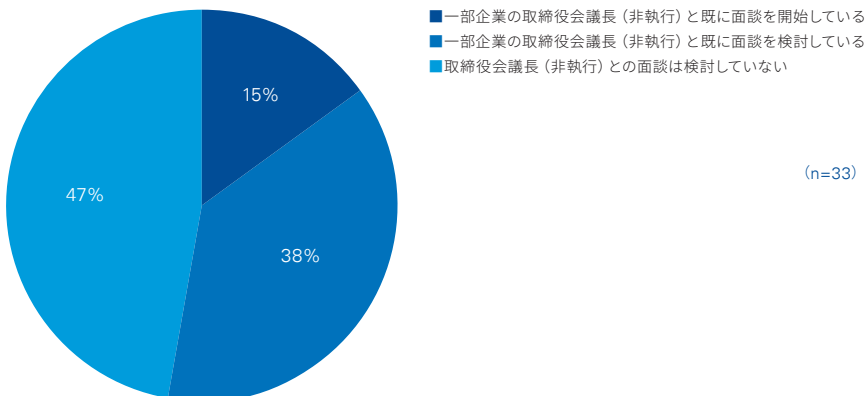
KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によると、社外取締役との対話については33%の機関投資家が既に面談を実施しており、検討中も含めて70%近い機関投資家が面談を実施・検討しています（図表56）。

一方、コーポレートガバナンスにおける取締役会議長（非執行）の位置付けを考えると、取締役会議長（非執行）との対話についても有意義であると考えられますが、既に面談を開始している機関投資家は15%にとどまっており、社外取締役との対話に比べると進んでいないといえます。ただし、取締役会議長（非執行）との対話を検討している機関投資家が38%を占めていることから、過半数の機関投資家は社外取締役のみならず、取締役会議長（非執行）との対話について前向きであることがみてとれます（図表57）。

■ 図表 56 【機関投資家】社外取締役との対話



■ 図表 57 【機関投資家】取締役会議長（非執行）との対話



企業と投資家の対話の今後のあり方

コーポレートガバナンス・コードの適用開始前後で、企業と投資家の対話の質が大きく変わろうとしています。大多数の企業が中長期の価値創造ストーリーの理解促進を投資家との対話において意識する中、企業と機関投資家の時間軸が短期から中長期へと移行してきているということは今後の対話のあり方を考える上で重要なポイントといえます。

「III. 資本生産性・株主価値を意識した経営」でもみたとおり、企業価値の評価やその向上のあり方について少なからず企業と機関投資家とでは認識に差異が存在しています。企業価値が過小に評価されている一つの要因として、投資家のショートターミズム(短期主義)を指摘する声もある中で、対話の時間軸が中長期に移行してきているというのは、企業と機関投資家における認識の差異の解消に資する契機となるのではないのでしょうか。

中長期の価値創造ストーリーの理解を促すためには、企業における非財務情報の位置付けをより明確にする必要があります。すなわち、自社の価値創造の源泉は何かといった内容面や、その内容をどのような開示書類をもって発信していくのかといった媒体面についての整理が必要です。そのためには、企業が立ち向かおうとしている収益機会やリスクについて例えばESGの側面から改めて捉えなおすといった手法も有用であると考えます。

また、議決権行使は対話の帰結として取締役に対して株主が信認を与える手段であることを踏まえると、議決権行使結果について反対理由も含む個別開示が進めば、機関投資家の議決権行使の考え方が明らかになり、対話が深まる契機になるものと考えられます。さらには、取締役会の実効性確保に企業・機関投資家ともに関心が高まっている中で、社外取締役や非執行の取締役会議長が自社の取締役会の実効性と企業価値向上について機関投資家と対話することは、機関投資家におけるリスク認識を低減させ、その結果として議決権行使において信認を得ることにつながる重要な取組みであるといえます。

企業と投資家との対話はこのようにしてその内容・手法ともに発展していくことが期待されます。

V.

機関投資家の スチュワードシップ・コード対応

POINT

- ≫ スチュワードシップ・コードの導入により、機関投資家が投資先企業の問題の改善に向けて提案する機会が増えており、企業との建設的な対話において変化がみられる。
- ≫ 多くの機関投資家が、機会があれば集团的エンゲージメントを検討すると考えており、企業との対話に実効性ある効果を得るための選択肢として検討が進む可能性がある。
- ≫ スチュワードシップ責任を実効的に果たすための実力が「不十分」と考えている機関投資家は多く、組織として十分な実力を備えることが業界としての課題である。

1 スチュワードシップ・コード導入(改訂を含む)による変化

前章まではコーポレートガバナンス・コードの適用開始に伴う企業と機関投資家の変化についてみてきました。本章では、スチュワードシップ・コードの導入が機関投資家にどのような影響を与えたのか、また、企業との対話の中で、今後どのような点が論点になる可能性があるのかについて考察します。

機関投資家の対話機運の高まり

スチュワードシップ・コードは2014年2月に策定されましたが、適用開始から3年の年月を経て2017年5月に初めて改訂されました(付録72頁参照)。

KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によれば、機関投資家の7割近くがスチュワードシップ・コードの導入によって「面談時において、ヒアリングのみならず、企業側への改善要望・提案を行う機会が増えた」と回答しています(図表58)。スチュワードシップ・コードでは、運用機関(資産運用者としての機関投資家)が投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて企業価値の向上に寄与することを期待されています。運用機関が投資先企業へのヒアリングに終始するだけでなく、当該企業の問題の改善に向けて提案する機会が増えたという変化は、企業の持続的成長に向けた建設的な対話が行われるようになったとの見方もできるでしょう。

また、議決権の行使に関しても、約半数の機関投資家が、「1社当たりの議案検討時間が増加した」と回答しています。従来、企業側からは、機関投資家の議決権行使はガイドラインに則った画一的な行使であることが多く個別に議案を検討する余地に乏しいといった指摘が時折なされていたことを踏まえると、これは、

株主総会における対話促進に資する変化であると考えられます。

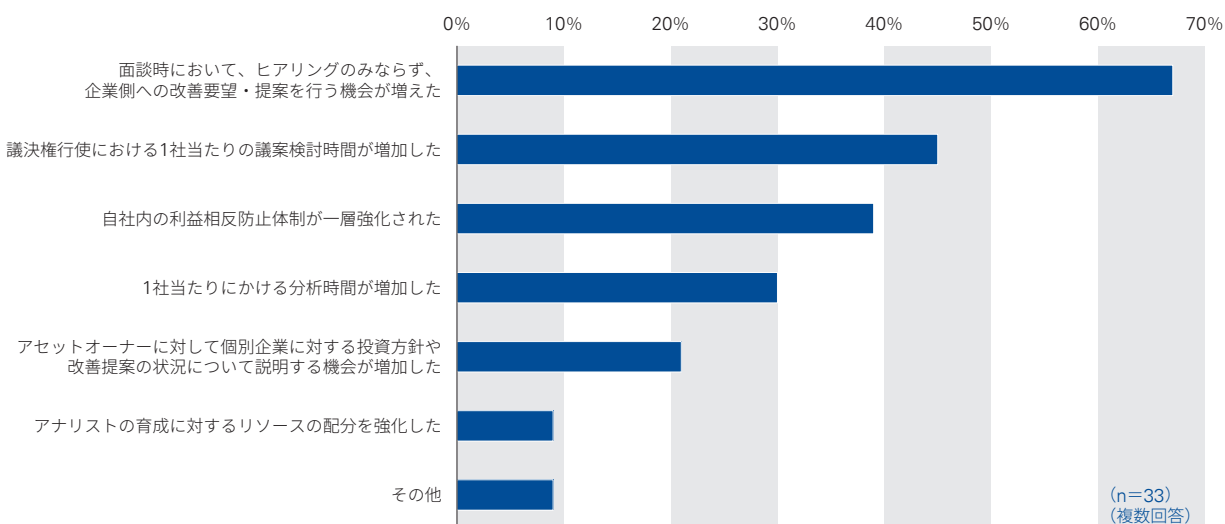
運用機関によるアセットオーナーとの対話の必要性

このように、運用機関による企業との建設的な対話に向けた一定の変化がみられる一方で、アセットオーナー(資産保有者としての機関投資家)との関係には顕著な変化はみられません。KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査によれば、「アセットオーナーに対して個別企業に対する投資方針や改善提案の状況について説明する機会が増加した」と回答した機関投資家は2割程度にすぎません。アセットオーナーには、インベストメント・チェーンにおける資産保有者の責任として、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示し、自らまたは委託先である運用機関の行動を通じて、投資先企業の企業価値向上に寄与することが期待されています。

機関投資家に求められる「スチュワードシップ責任」とは、「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任」を意味します。スチュワードシップ責任を果たすために運用機関は、アセットオーナーの意向の適切な把握にも努める必要があります。

インベストメント・チェーン全体の最適化を考えると、運用機関によるアセットオーナーとの対話も、これまで以上に進展することが望ましいと考えられます。

■ 図表 58 【機関投資家】スチュワードシップ・コードの導入(改訂含む)によって変化した点



集团的エンゲージメントの実施に係る現状

2017年のスチュワードシップ・コードの改訂では、企業との間で対話を行う際の選択肢として、集团的エンゲージメント⁶について盛り込むことの検討が進められた結果、集团的エンゲージメントが有効な場合もあり得ることが明確化されました。英国スチュワードシップ・コードでは、適切な場合には他の機関投資家と協働して行動すべきであるとして、集团的エンゲージメントが推奨されています。

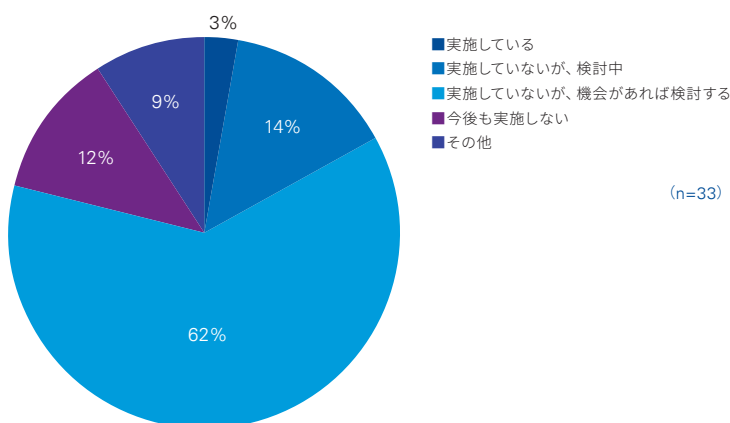
KPMGが機関投資家に対して実施した意識調査では、62%の機関投資家が、集团的エンゲージメントについて「現在実施していないが、機会があれば検討する」と回答しています（図表59）。「実施している」および「実施していないが、検討中」と回答した機関投資家を合わせると、約8割の機関投資家が、集团的エンゲージメントの実施を意識していると捉えることができます。

我が国のコーポレートガバナンス改革は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードを柱としており、株主である機関投資家との関係を重視した改革であると位置付けられます。2000年前後に相次いだ敵対的買収や株主アクティビズムの活動が懸念されたこともあり、スチュワードシップ・コードの導入時には、集团的エンゲージメントについては明確に規定されませんでした。英国スチュワードシップ・コードでは、機関投資家の集团的エンゲージメントの推奨に加えて、エンゲージメントの強化の内容として株主提案や、場合によっては取締役の交代を求める点も例示されています。

スチュワードシップ・コードでは、企業との長期的視点に立った対話の重要性が強調されていますが、集团的エンゲージメントは、実効性のある効果を得るための有効な選択肢の一つであることから、今後我が国においても検討が進む可能性があると考えられます。

⁶複数の機関投資家が協働して企業と対話を行うこと。

■ 図表 59 【機関投資家】 集团的エンゲージメントの実施に係る現状・考え方



2 建設的な対話の発展に向けた 今後の機関投資家のあり方

機関投資家のスチュワードシップ責任を果たすための 実力は十分な

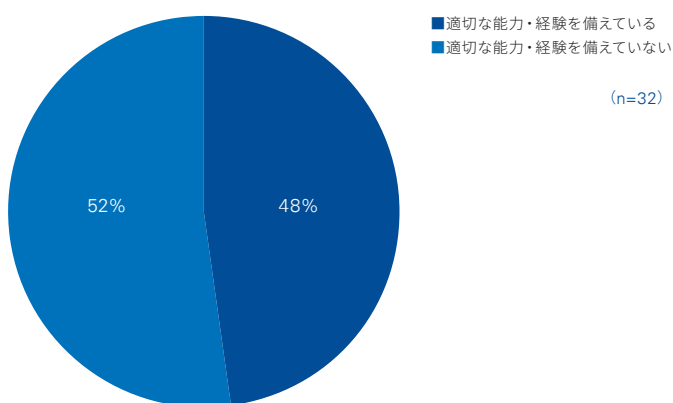
スチュワードシップ・コードの原則7では、機関投資家は、スチュワードシップ活動を行うための実力を備えるべきであるとしています。

原則7

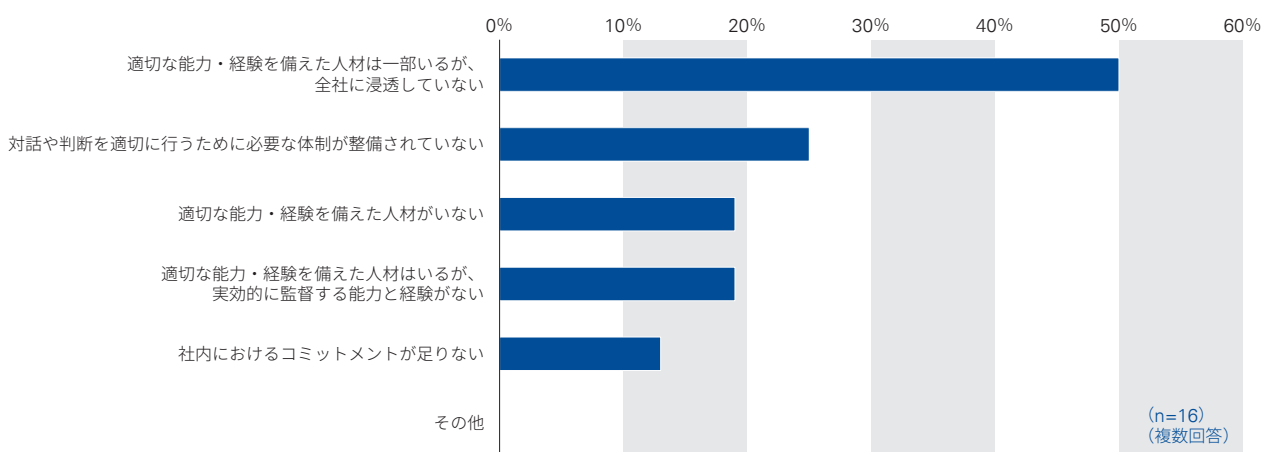
機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

機関投資家は、投資先企業との対話においては形式的な対応に終始することなく、自ら考えた上で企業側に気づきを与えられる建設的な対話を行うことが求められるため、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えている必

■ 図表 60
【機関投資家】スチュワードシップ活動を適切に行うための実力は備わっているか



■ 図表 61 【機関投資家】スチュワードシップ活動において改善の余地がある事項



要があります。

2017年の改訂では、「機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり」、また「自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべき」であることが追加されました(指針7-2)。主語は機関投資家であり、運用機関のみならず、アセットオーナーも含めて、能力・経験と役割・責務を認識すべきである点が重要です。

KPMGが機関投資家向けに実施した意識調査では、48%の機関投資家が、投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力が「十分に備わっている」と回答しています(図表60)。逆の見方をすると、52%の機関投資家は、その実力が「不十分」であると考えている結果となっており、実力の面では改善の余地があると考えている機関投資家が多いことがわかります。

では、スチュワードシップ活動を実効的に果たすための実力が「不十分(適切な能力・経験を備えていない)」と回答した機関投資家は、どのような点に改善の余地があると考えているのでしょうか。

不十分と回答した機関投資家のうち約半数が、「適切な能力・経験を備えた人材は一部いるが、全社に浸透していない」と回答しています(図表61)。多くの機関投資家にとっては、適切な能力・経験を備えた人材を活用し、スチュワードシップ活動を全社に浸透させるなど、組織として十分な実力を備えることが課題になっていると考えられます。さらに、意識調査からは、「対話や判断を適切に行うために必要な体制が整備されていない」、または、そもそも「適切な能力・経験を備えた人材がいない」と回答する機関投資家も見

受けられることから、機関投資家の実力に関しては、業界にとっての大きな課題として認識する必要があります。

今回のスチュワードシップ・コードの改訂では、機関投資家の自主的な取組みを基礎とした、スチュワードシップ活動の実効性の確保が求められています。スチュワードシップ責任を果たすための実力を備えるとともに、機関投資家においてはスチュワードシップ活動の実効性を自らが担保するためにも、スチュワードシップ・コードでは「自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべき」（指針7-4）であるとされているのです。

中長期的な視点による投資先企業に関する深い理解に基づく対話

スチュワードシップ・コードの策定から3年が経過し、機関投資家は内部ガバナンスや利益相反管理の強化など、スチュワードシップ責任を果たすための体制の整備・強化を推進しています。企業との対話に関しては、投資先企業の問題の改善に努めようとする機会が増えたという変化がみられるとともに、スチュワードシップ・コードの改訂により、集团的エンゲージメントが対話の有効な選択肢として考えられるなど、スチュワードシップ活動の実効性の向上に向けた新たな潮流が生まれることが期待されます。

このように、投資先企業との建設的な対話が行われる環境が整いつつありますが、一方で、対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力については、改善の余地があると考えている機関投資家が多いのが現状です。

投資先企業との対話にあたり、スチュワードシップ・コードでは企業の状況を的確に把握する内容としてESG要素を例示しており、非財務面を含む様々な事項を把握することが想定されています。「IV 企業と投資家との対話」で述べたとおり、機関投資家は、対話の時間軸の変化を受けて、非財務情報に重きを置く傾向が強いことがみてとれ、中長期的な視点に立った投資判断を行う機会が増えていると考えられます。

企業との対話が中長期的な企業価値の向上に資するためには、機関投資家は企業を深く理解する長期投資家として、財務情報のみならず、経済的利益の源泉としての非財務情報についても適切に考慮する必要があります。さらに、対話においてどのような事項に着目するかについても、投資先企業における事業戦略やリスクを見極めた上で機関投資家自らが判断すべきであると考えられます。

機関投資家は、資産運用の専門家として、非財務情報を含めた幅広い情報の分析に基づき、企業を深く理解する投資判断の実力が改めて問われているといえるでしょう。

また、インベストメント・チェーンにおいては、アセットオーナーも「責任ある投資家」として重要な役割を担っていることを忘れてはなりません。

アセットオーナーのスチュワードシップ責任は、スチュワードシップ・コードの改訂における重要な論点の一つです。顧客・受益者からの資金を預かる受託者としての責任は、企業における取締役会と同様に、運用機関の執行に対する監督機能を担っており、最終受益者に適正な投資リターンをもたらす上で不可欠な要素です。アセットオーナーは、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討し、スチュワードシップ活動に取り組む必要があります。

機関投資家は、資本市場に対して影響を及ぼし得る立場にあるという基本認識のもと、企業との対話の充実のみならず、アセットオーナーと運用機関の間でも対話を充実させることで中長期的な投資の時間軸を共有するとともに、機関投資家として各々が自らの役割を理解し責任を果たすことで、インベストメント・チェーンの最適化に寄与することが期待されます。

付録

1 補足情報

「リスクアペタイト」を活用した経営管理

事業戦略において、「どのようなリスクをどの程度とるべきか」を示すものとして、「リスクアペタイト」という概念があります。リスクマネジメントに関する文献の中では2000年代初頭から一般的に使われている用語であり、日本語では「リスク選好」と呼ぶこともあります。

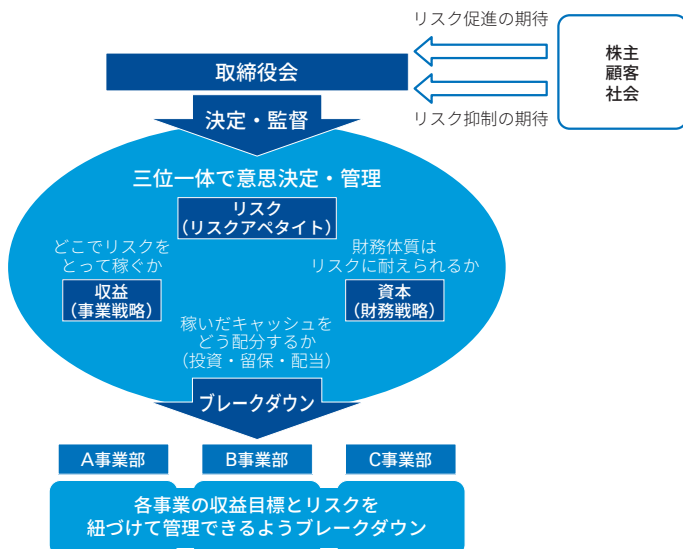
リスクアペタイトと事業戦略は表裏の関係にあります。例えば研究開発投資を戦略的に行う場合、研究失敗のリスクや投資回収不能のリスクは避けては通れません。事業戦略を実行する上で「あえてとるリスク」が同時に議論されることになります。この「あえてとるリスク」の種類と水準を可視化するのがリスクアペタイトです。このリスクアペタイトを経営管理や取締役会での監督に活用する取組みが、日本企業の間でも徐々に広がっています。

リスクアペタイトを活用した経営管理の特徴は、「リスク・収益・資本を三位一体で管理すること」「各事業の収益目標とリスクを紐づけて管理できるようブレークダウンすること」にあります(図表62)。

リスクテイクしなければ収益を上げることはできませんし、財務体質が健全でなければリスクテイクはできません。また財務体質を健全に保つためには収益を上げることが前提です。このように、リスク・収益・資本は表裏の関係にあります。これらを一体で管理することは当然ではありますが、リスクは可視化することが難しいため、意思決定や監督の明確な対象になりにくかったのではないかと考えられます。

事業戦略上、あえてとるリスクをリスクアペタイトとして可視化し、収益・資本とバランスをとってリスクを管理できているかを取締役会が監督することにより、リスクテイクおよびリスクマネジメントを戦略と整合させることができます。例えば、投資案件の実施可否の判断において、リターンの見込みだけでなくリスクアペタイトに適ったリスクテイクができているかを審査することにより、リスクアペタイトの水準を下回るようなローリスク・ローリターンの計画であった場合には、よりリスクをとることを推奨する判断もあり

■ 図表 62 リスクアペタイトを活用した経営管理のイメージ

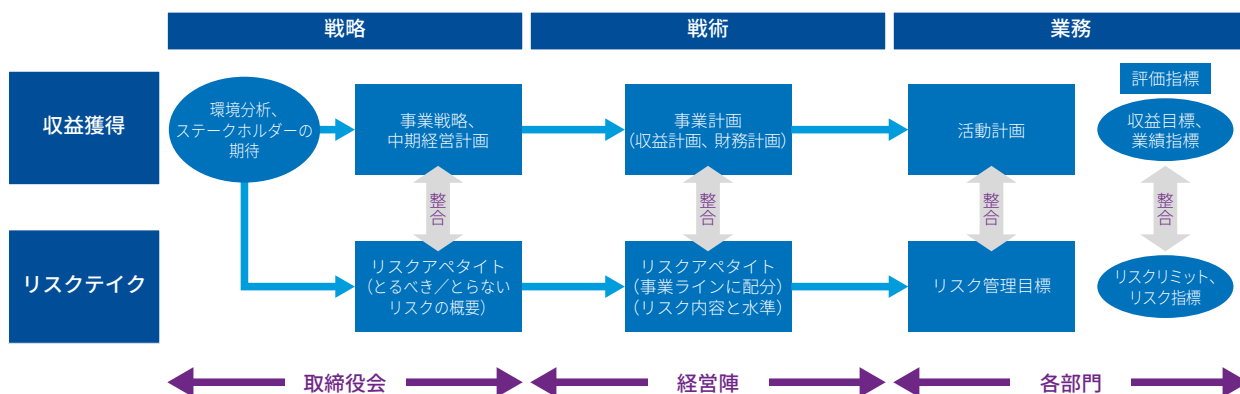


得ます。つまり、リスクアペタイトを通じて事業戦略遂行や投資意思決定の品質を上げ、稼ぐ力につなげることができるのです。

一方、取締役会や経営陣幹部のレベルでリスクアペタイトについての認識を共有していても、事業の現場でリスクテイクおよびリスクマネジメントが実現されなければ意味がありません。そのためには、事業戦略と同様に、リスクアペタイトも各事業・部門や場合によっては個人レベルまでブレイクダウンしていく必要があります。各事業・部門でどのようなリスクをどの程度とることで、どの程度の収益目標を実現するのかを、一体で目標管理するイメージです。その際、より客観的に可視化・評価するためには、定量的なリスク指標を定め、重要業績指標 (KPI) と整合的に管理することが理想的です。

リスクアペタイトを活用した経営管理の取組みは、リスクの可視化・定量的把握が容易ではないため、日本において実現している事例はまだ非常に少ない状況です。しかしながら、取締役会での監督を支える仕組みとして機能すれば、取締役会は企業価値向上により大きな貢献ができると考えられます。

■ 図表 63 リスクアペタイトのブレイクダウン



資本生産性を表す様々な指標

資本生産性指標を表す代表的な指標としてROA・ROIC・ROEが挙げられます。

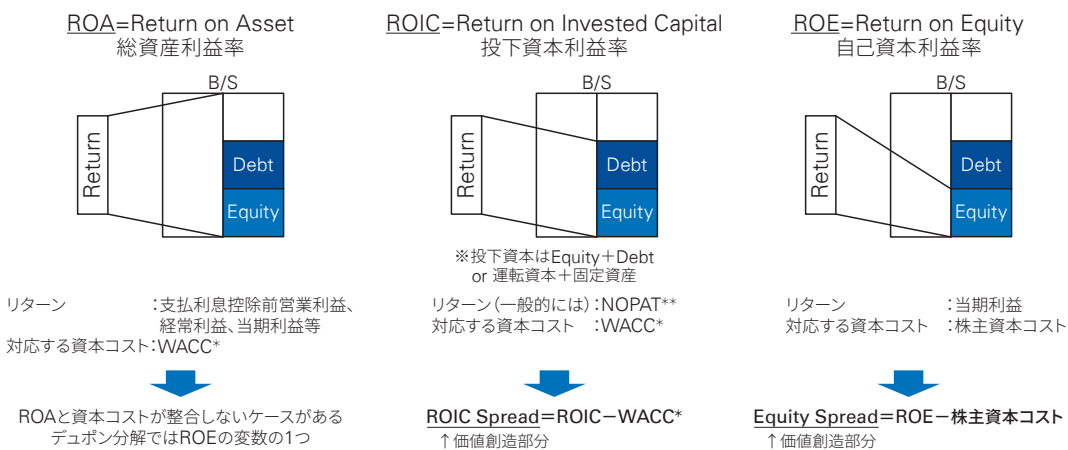
これら指標は、使用する利益(分子)と資本(分母)の範囲や定義が異なるため、それぞれ対応する資本コストが異なります。

ROA(総資産利益率)はバランスシートの資産全体を投下資本とみなしてリターンを測る指標です。リターンを測る分子として何を採用するかはその時々で異なりますが、経常利益や営業利益を分子とする場合には、WACC(加重平均資本コスト)を資本コストとして使用するのが一般的です。ROAをデュボン分解式(売上高利益率 × 総資産回転率 × 財務レバレッジ)における変数として捉える場合には、当期純利益/総資産としてROAを求めます。しかしながら、この場合には、バランスシートの調達サイド(貸方)に営業債務等が含まれていることもあり、厳密に対応する資本コストが存在しない点に留意する必要があります。

ROIC(投下資本利益率)は、投下資本をバランスシートの借方・貸方のいずれで捉えるかによってその定義付けは異なります。投下資本を投資家から調達した資本と捉える場合には、調達サイド(貸方)の「有利子負債+自己資本」を投下資本と捉えるのが一般的です。一方で、実際に事業で活用している資本と捉える場合には、バランスシートの運用サイド(借方)の「運転資本+固定資産」を投下資本と定義するケースが多くなっています。ROICの分子には、NOPAT(Net Operating Profit After Tax, 税引後営業利益)を使用するのが一般的です。対応する資本コストはWACCであり、ROICがWACCを上回る付加価値部分(ROIC-WACC)をROIC SpreadやEconomic Spreadと呼称するケースがあります。

ROE(自己資本利益率)は、自己資本を投下資本としてリターンを測る指標です。ROEの分子は当期純利益となります。対応する資本コストは株主資本コストです。ROEが株主資本コストを上回る付加価値部分(ROE-株主資本コスト)をEquity Spreadと一般的に呼称します。

■ 図表 64 資本生産性指標と資本コスト



* WACC: Weighted Average Cost of Capital 加重平均資本コスト

**NOPAT: Net Operating Profit After Tax 税引後営業利益

重要なのは、ROA・ROIC・ROEは単独では単に結果を表しているにすぎず、価値を創造しているか否かは判断できないということです。これら指標は対応する資本コストを中長期的に上回ることによって価値創造がなされるとみなされます。

伊藤レポートがグローバルな機関投資家と対話する際のROEの最低ラインは8%であると指摘したというのは記憶に新しいところですが、2017年6月9日に閣議決定された「未来投資戦略2017 –Society5.0の実現に向けた改革–」では「稼ぐ力」を強化するための具体的施策の一つとして新たに設定するKPIとしてROAを掲げています。具体的には、大企業 (TOPIX500) のROAを2025年までに欧米企業に遜色のない水準 (4%台) を目指すとしています。

このようにコーポレートガバナンス改革の中では様々なKPIが取り上げられていますが、自社に合ったKPIをよく見極めた上で、企業価値向上に向けた取組みを推進していくことが求められています。

伊藤レポート2.0 / 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス

伊藤レポート2.0

経済産業省は2017年10月に、「伊藤レポート2.0 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」を公表しました。

伊藤レポート2.0は2014年8月に公表された「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書（通称「伊藤レポート」）からの一連の流れを踏まえた続編ともいえるべき内容となっています。

伊藤レポートは資本生産性の向上に向けた日本型ROE経営のあり方や企業と投資家の対話促進について提言しました。その後、日本企業のROEは上昇しましたが、その流れを着実に企業の持続的成長につなげるためにも、長期投資がリターンを生み出し、再投資に回すといった循環を定着させることが重要とされています。

一方で、企業の稼ぐ力の源泉が設備等の有形資産から人材や技術、ブランドといった無形資産にシフトする動きが顕著になってきているのに加えてESG（環境・社会・ガバナンス）といった非財務情報を重視する動きも出てきている中で、日本企業を取り巻く環境は大きく変化していると考えられます。

伊藤レポート2.0ではこのような動きを踏まえ、無形資産に対する戦略的な投資の重要性が高まっているといった課題意識の下、無形資産投資やESG等を巡る論点を深掘すると同時に「価値協創ガイダンス」の活用等について政策提言を行っています。

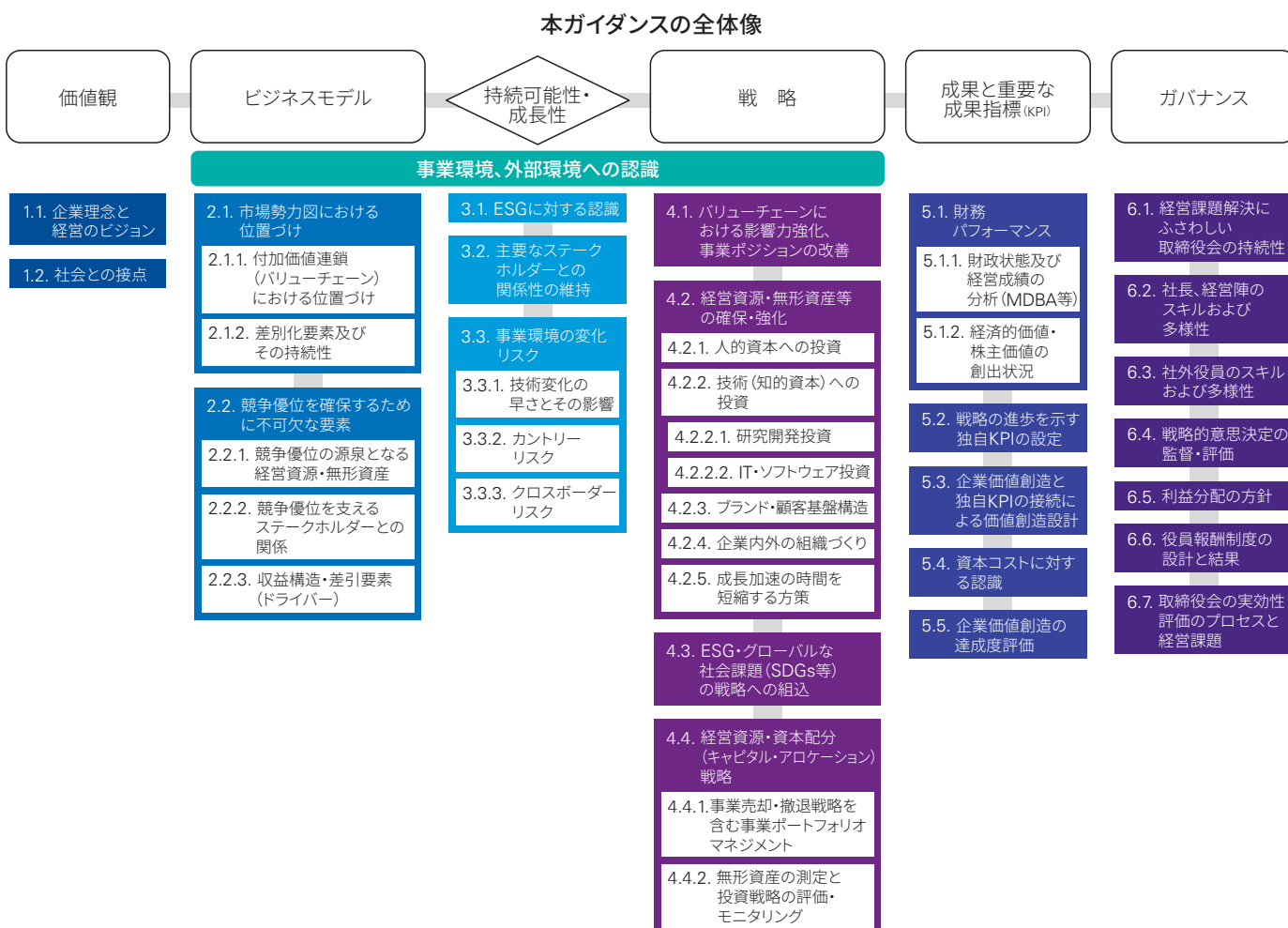
価値協創ガイダンス

2017年5月に経済産業省は「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」(通称「価値協創ガイダンス」)を公表しました。

企業が競争力や稼ぐ力を高めるために、人材や技術、顧客基盤等、財務諸表に表れない「無形資産」が重要になっていること、投資家が企業価値を評価する上でも、企業の経営戦略やビジネスモデル、リスクへの対応等の非財務情報が重要になっていること、さらに、近年のグローバルな機関投資家がESGの要素を投資判断に組み込む動きが出てきていることなど、中長期的な企業価値向上を意識した動きが出てきています。その中で「無形資産」への投資やESGの取組みについては、短期的に利益を押し下げる費用としての認識されること、また、それらに関する情報開示や対話が不足していることで、企業と投資家の中長期的な投資判断や建設的な対話を損なっているのではないかという見方を受け、一定の指針を示す必要性から本ガイダンスは公表されました。

本ガイダンスの全体像は以下のとおりです。

■ 図表 65 価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスの全体像



出典: 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-」

本ガイダンスに先だって、2013年12月に国際統合報告評議会から国際統合報告フレームワークが公表されていますが、両者を比較すると、基本的な内容について相違点は少なく、親和性があると考えられます。どちらかの一方を参照するというのではなく、双方を参照しながら、企業と投資家があるべき情報開示とそれに基づく対話を行うことで、情報開示と対話の質を高めていくことが望まれます。

フェア・ディスクロージャー・ルール

2017年5月に金融商品取引法の一部を改正する法律が公布され、その中で上場企業による公平な情報開示に係る規則（フェア・ディスクロージャー・ルール）が整備されました。これは、公布の日から起算して1年を超えない範囲内において政令で定める日から施行される予定です。

フェア・ディスクロージャー・ルールでは、上場企業が、公表されていない重要な情報に関して、証券会社、投資家に伝達する場合、意図的な伝達の場合は“同時”に、意図的でない伝達の場合は“速やか”に、他の投資家にも公平に情報提供をするため、当該情報をホームページ等で公表することが求められます。ただし、情報受領者が上場企業等に対して守秘義務および投資判断に利用しない義務を負う場合、当該情報の公表は不要となります。

2016年12月に金融庁金融審議会に取りまとめられた「市場ワーキング・グループ報告～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～」によるとフェア・ディスクロージャー・ルールの整備の目的は、①企業側の情報開示ルールを整備・明確化することで、企業による早期の情報開示を促進し、ひいては投資家との対話を促進する②アナリストによる、より客観的で正確な分析および推奨が行われるための環境を整備する③企業による情報開示のタイミングを公平にすることで、中長期的な視点に立って投資を行うという投資家の意識改革を促すといった積極的意義があるとされています。

一方、実務的には、ルールの対象となる情報の線引きが難しく、企業が保守的に対応することが考えられます。その結果、アナリストや投資家にとって、企業分析や投資判断に必要な情報が適時に出されなくなる可能性があります。

企業と投資家が個々の対話で共有した中長期の価値創造ストーリーといった情報が、フェア・ディスクロージャー・ルールの下でどのように取り扱われるのか、実務の蓄積によって整理されていくことが望まれます。

スチュワードシップ・コードの改訂

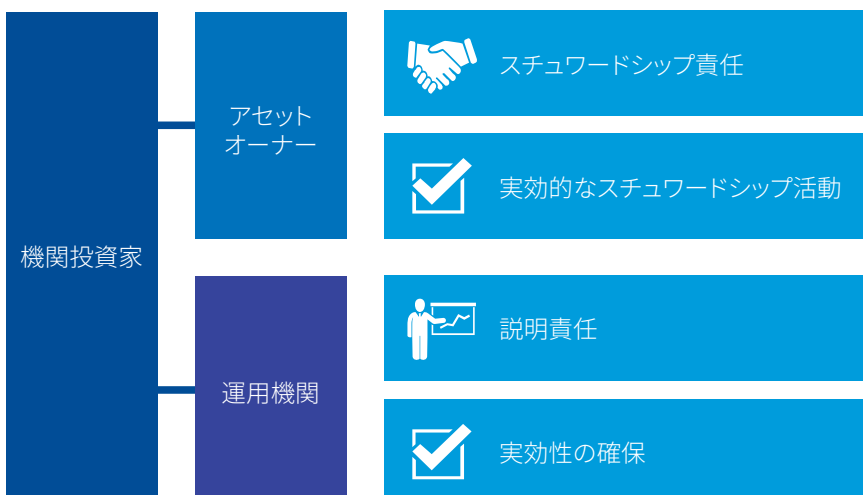
2014年2月に策定されたスチュワードシップ・コードが、2017年5月に改訂されました。今回の改訂の端緒となる議論が行われた「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」では、国際的な議論や我が国での実務の動向を踏まえた上で、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題する意見書が公表されました。この意見書では、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていく上で、機関投資家に求められる取組みが提言され、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」においてスチュワードシップ・コードの改訂が議論されました。

スチュワードシップ・コードの主な改訂内容は、運用機関に求められる取組みとして、1.運用機関のガバナンス・利益相反管理等、2.議決権行使結果の公表の充実、3.パッシブ運用におけるエンゲージメント等、4.運用機関の自己評価が含まれています。また、アセットオーナーに対しては、1.実効的なスチュワードシップ活動、2.運用機関に求める事項の開示、3.運用機関に対する実効的なモニタリングが必要であるとされています。

スチュワードシップ・コード改訂の狙いは、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性の向上です。運用機関には、ガバナンス体制の強化や利益相反管理による最終受益者に対する説明責任と、自主的な取組みを基礎としたスチュワードシップ活動の実効性の確保が求められています。アセットオーナーに対しても、自ら主体的にスチュワードシップ責任を果たすことと、実効的なスチュワードシップ活動が求められています。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための行動規範を定めたものであり、原則や指針自体は、その責任を果たすにあたり有用と考えられる手段です。今回の改訂は、その実効性を高めるとともに、インベストメント・チェーンにおける機関投資家各々の状況に応じて、自らの責任を実質において適切に果たすことが意図されているといえます。機関投資家は、最終受益者のベスト・インタレストを常に考え活動することで、インベストメント・チェーンを有機的に結び付ける重要な役割を担っているのです。

■ 図表 66 スチュワードシップ・コード改訂の狙い



2

企業の持続的成長に向けた ガバナンス改革および関連動向

時期	施策	内容
2014年1月	JPX日経インデックス400の算出開始	資本の効率的活用や投資者を意識した経営の観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される株価指数の算出開始
2014年2月	金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」創設	機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めたもの
2014年6月	平成26年改正会社法公布	<ul style="list-style-type: none"> ● 社外取締役を置くことが相当でない理由の開示の義務付け ● 監査等委員会設置会社制度の創設等
2014年8月	伊藤レポート(経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書)公表	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業と投資家の「協創」による持続的価値創造を ● 資本コストを上回るROE(自己資本利益率)を、そして資本効率革命を ● 全体最適に立ったインベストメント・チェーン変革を ● 企業と投資家による「高質の対話」を追及する「対話先進国」へ ● 「経営者・投資家フォーラム」の創設
2014年10月	GPIF、運用の基本ポートフォリオの見直し	国内株式の構成比率を12%から25%に引上げ
2014年11月	ISS議決権行使助言方針(ポリシー) 2015年版決定	<ul style="list-style-type: none"> ● 過去5期の平均のROEが5%を下回る企業の経営トップに反対推奨 ● 取締役会に1名の社外取締役がない企業の経営トップに反対推奨
2015年3月	金融庁・東証「コーポレートガバナンス・コード原案」公表	<ul style="list-style-type: none"> ● 実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもの ● プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインを採用
2015年4月	経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」公表	対話を形づくる様々な要素(企業情報開示と株主総会プロセス)を総合的に検討し、全体最適を図るための方策を提案
2015年6月	「コーポレートガバナンス・コード」適用開始	「コーポレートガバナンス・コード」を証券取引所の有価証券上場規程の別添として規定
2015年7月	経済産業省コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会「コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」公表	コーポレートガバナンス・コードを背景に、ボード・プラクティスの紹介、役員報酬、D&O保険・会社補償の在り方、法的論点に関する解釈指針を提示
2015年9月	金融庁・東証「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」発足	<ul style="list-style-type: none"> ● スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの普及・定着状況のフォローアップ ● 上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けた必要な施策の議論・提言
2015年9月	GPIF、国連責任投資原則への署名	スチュワードシップ責任を果たす一環としての取組み
2015年10月	金融庁・東証「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」(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意見書(1))公表	<ul style="list-style-type: none"> ● コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(形だけコンプライするよりも、コンプライしていない理由を積極的にエクスプレインする方が評価に値するケースも少なくない) ● 今後の運営方針として取締役会の役割、経営陣トップの選解任、株式の政策保有、企業と投資家との対話を議論すること
2015年11月	ISS議決権行使助言方針(ポリシー) 2016年版決定	<ul style="list-style-type: none"> ● 取締役会に複数の社外取締役がない全ての企業の経営トップに反対推奨 ● 買収防衛策ポリシーの厳格化

時期	施策	内容
2015年11月	経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」発足	株主総会招集通知等の原則電子化、議決権行使プロセス全体の電子化推進、株主総会関連の基準日設定に関する議論
2015年11月	金融庁「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ」発足	企業と投資家の建設的な対話を促進する観点も踏まえた、投資家が必要とする情報を効果的かつ効率的に提供するための情報開示のあり方に関する議論
2015年11月	全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」公表	名義株主ではないグローバルな機関投資家等の株主総会出席に関し、法的論点を整理するとともに、グローバル機関投資家等の株主総会出席の円滑化の要請と株主総会運営の安定化の要請とのバランスを図る観点から、必要となると思われる手続や参考書式例等を示すもの
2016年1月	会社法施行規則及び会社計算規則の一部を改正する省令公布	修正国際基準に従った連結計算書類作成の許容のほか、平成26年改正会社法の施行に伴う改正等(社外役員および社外取締役候補者の要件、株主総会参考書類の記載事項等)
2016年1月	商事法務「会社法研究会」設置	取締役の報酬、取締役の決議事項、社債、株主総会、役員責任、代表訴訟、社外取締役等が主な検討事項
2016年2月	経済産業省「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」発足	持続的な企業価値を生み出すための企業経営・投資の在り方について、ESG(環境、社会、ガバナンス)や人的資本、知的資本等を視野に入れた総合的な検討
2016年2月	金融庁・東証「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」(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意見書(2))公表	資質とリーダーシップを有する取締役の計画的な育成・選任、独立性・客観性を備えた取締役会の構成、取締役会の適確な評価による取締役会の実効性向上に向けたPDCAサイクルを期待したもの
2016年2月	国税庁「新たな会社役員賠償責任保険の保険料の税務上の取扱いについて(情報)」公表	取締役会の承認および社外取締役を活用した一定の手続を経ることにより、会社役員賠償責任保険の保険料(株主代表訴訟敗訴時担保部分)を会社法上適法に負担した場合において役員個人に対する給与課税を行う必要はないとの解釈を明らかにしたもの
2016年3月	平成28年度税制改正	役員給与等に係る税制の整備としての、①役員へ付与した株式報酬(いわゆる「リストラクテッド・ストック」)を事前確定届出給与の対象とする等の制度整備、②利益連動給与の算定指標の範囲等の明確化等
2016年4月	金融庁「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告ー建設的な対話の促進に向けてー」公表	開示の内容や開示の日程・手続のあり方、非財務情報の開示の充実等について検討したもの
2016年4月	経済産業省「株主総会の招集通知関連書類の電子化提供の促進・拡大に向けた提言～企業と株主・投資家との対話を促進するための制度整備～」、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」報告書公表	企業と株主・投資家が建設的な対話を行うため、株主総会プロセスの電子化を促進するための課題や必要な措置等について検討したもの
2016年4月	経済産業省「「攻めの経営」を促す役員報酬～新たな株式報酬(いわゆる「リストラクテッド・ストック」)の導入等の手引～」公表	会社役員へのインセンティブ報酬の導入を促進するための手引
2016年7月	経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システム研究会」設置	我が国の制度や実態を踏まえた取締役会の機能向上(モニタリング機能の強化)を図る考え方や実務について検討
2016年7月	GPIF、全保有銘柄の公表(2015年3月末現在)	透明性の確保と海外投資家などの国内市場への信頼の向上を背景とするもの

時期	施策	内容
2016年8月	リストラクテッド・ストックのための企業内容等の開示に関する内閣府令の改正等	株式報酬として一定期間の譲渡制限が付された現物株式(いわゆるリストラクテッド・ストック)の割り当てをする場合に、役員等に対する報酬支給の一種であることに鑑み、ストックオプションの付与と同様に、第三者割当の定義から除外し、有価証券届書における「第三者割当の定義から除外し、有価証券届書における「第三者割当の場合の特記事項」の記載を不要とする改正等
2016年10月	ISS議決権行使助言方針(ポリシー)2017年度版決定	<ul style="list-style-type: none"> 相談役制度を新設する旨の定款変更議案に反対推奨 報酬型ストックオプションに譲渡制限株式を利用する株式報酬制度(いわゆるリストラクテッド・ストック)が含まれる旨の明記
2016年11月	金融庁・東証「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」意見書(3)公表	運用機関とアセットオーナーのそれぞれに求められる取組みが提言されている。スチュワードシップ・コードの原則・指針に定められた事項以外にも、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる、運用機関のガバナンス・利益相反管理等に関する提言や、アセットオーナーによる実効的なチェックとしての運用機関に対する実効的なモニタリング等の提言
2016年12月	金融庁、金融審議会「フェア・ディスクロージャー・ルール」導入に向けた意見書公表	欧米やアジアの主要国ですでに導入しているフェア・ディスクロージャー・ルールの導入に関する提言で、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報、対象となる情報受領者の範囲についての提言
2017年2月	東京証券取引所「決算短信・四半期決算短信の様式に関する自由度の向上のための有価証券上場規定の一部改正について」を公表	東京証券取引所は、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて、企業と株主・投資者との建設的な対話を充実させるため、義務的な記載事項を可能な限り減らし、開示の自由度を高めることで、それぞれの企業の状況に応じた開示を可能とすることが提言されたことを受け、決算短信・四半期決算短信の様式のうち、本体であるサマリー情報について、上場会社に対して課している使用義務を撤廃する改正
2017年2月	金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令及び特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」を公布	金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告において、決算短信ではなく有価証券報告書において開示すべきとされたことを踏まえ、有価証券報告書の記載内容に「経営方針」を追加する改正
2017年2月	法制審議会「株主総会の招集通知添付書類の電子化」についての諮問	株主総会の招集通知の資料を株主の同意なくインターネットで提供できるようにするため、会社法の改正を法制審議会に諮問
2017年3月	経済産業省「CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)研究会報告書」公表	企業の「稼ぐ力」を強化するために有意義と考えられるコーポレートガバナンスの構築・運用に関する取組み、①取締役会のあり方、②社外取締役の活用のあり方、③経営陣の指名・報酬の在り方および④経営陣のリーダーシップ強化の在り方について提言したもの
2017年3月	金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」改訂案を公表	「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」意見書における提言に基づいて、アセットオーナーによる運営機関に対する実効的なチェックや運用機関のガバナンス体制の整備等のほか、議決権行使助言会社における取組み、選択肢としての集团的エンゲージメント、ESG要素の考慮に関する改訂を提案するもの
2017年3月	金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」の確定について	金融審議会に市場ワーキング・グループが設置され、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー)等について審議が行われ、顧客本位の業務運営に関する原則は、市場ワーキング・グループの提言を踏まえ、金融事業者が顧客本位の業務運営におけるベスト・プラクティスを目指す上で有用と考えられる原則を定めたもの

時期	施策	内容
2017年3月	平成29年度税制改正	<ul style="list-style-type: none"> ● 経営陣に中長期のインセンティブを付与することができるよう、多様な業績連動給与等が役員給与として損金算入の対象とされる一方、新株予約権や業績に連動する役員退職給与については、新たに設けられる損金算入要件を満たさない限り、損金不算入とする改正 ● 譲渡制限付株式または新株予約権を対価とする費用の帰属事業年度の特例制度について、その対象範囲の拡大とともに、損金算入のタイミングについての見直し ● 企業と投資家の対話の充実を図るため上場企業等が株主総会の開催日を柔軟に設定できるよう、法人税の申告期限の延長可能月数の拡大
2017年3月	経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」(CGSガイドライン)の策定を公表	「CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)研究会報告書」を踏まえ、コーポレートガバナンス・システムに関する実務指針として策定したもの
2017年4月	経済産業省「対話型株主総会プロセス」の実現に向けた取組状況についてのフォローアップ実施内容」を公表	経済産業省の設置した株主総会プロセスの電子化促進等に関連する研究会の提言や研究報告書に対して、企業・投資家、対話支援産業等の関係者による取組状況のフォローアップを実施したもの
2017年4月	経済産業省「攻めの経営」を促す役員報酬—企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引き—(平成29年4月28日時点版)を公表	経営陣に対する中長期インセンティブの付与への取組みのひとつとして、中長期の企業価値向上に対応する役員報酬プランの導入を促すための手引き
2017年5月	経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイドライン」を公表	企業価値向上に向けて、企業経営者と投資家が対話を行い、経営戦略や非財務情報等の開示やそれらを評価する際の手引きとなるガイドライン
2017年5月	金融庁「フェア・ディスクロージャー・ルールの整備等に関する改正金融商品取引法」の公布	企業が未公表の決算情報などの重要な情報を証券アナリストなどに提供した場合において、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるための金融商品取引法の改正
2017年5月	金融庁「スチュワードシップ・コード(改訂版)」を公表	「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」意見書における提言に基づいて策定された改訂案がパブリックコメントを受けて公表
2017年8月	東証「相談役・顧問等の開示に関する『コーポレート・ガバナンスに関する報告書』記載要領の改訂について」を公表	「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」や政府の「未来投資戦略2017」において、退任した社長・CEOが就任する相談役・顧問等について、氏名、役職・地位、業務内容等を開示することの意義を提言されていたことを踏まえて、「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領の一部改訂したもの
2017年8月	JICPA 開示・監査制度一元化検討プロジェクトチームによる報告「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示についての検討」の公表	事業報告・計算書類(以下「事業報告等」という。)と有価証券報告書の一体的開示について、会社法と金融商品取引法の開示および監査の一元化の実現に向けた利点と課題について検討をしたもの
2017年9月	経済産業省「攻めの経営」を促す役員報酬—企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引き—の改定(平成29年9月29日時点版)	2017年4月に公表した手引きについて、改正法人税法の10月1日施行部分の内容(特定譲渡制限付株式等)や4月の施行以降に明確になった解釈についてQ&Aを更新する等改定を行ったもの
2017年10月	金融庁「平成29年金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令案等」の公表	フェア・ディスクロージャー・ルール(上場会社による公平な開示)の対象となる上場会社等の範囲の明確化、公表前の重要な情報の公表方法を規定し、金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)を公表し、ルールの対象となる重要情報の管理について、それぞれの上場会社等の状況に応じた管理を考えることなどを明確化したもの

[付録]

企業の持続的成長に向けたガバナンス改革および関連動向

時期	施策	内容
2017年10月	金融庁「有価証券報告書の記載等に関する「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案」の公表	開示内容の共通化・合理化を目的とした大株主の状況や新株予約権当の記載の合理化や、非財務情報の開示の充実と目的とした「業績等の概要」及び「生産、受注及び販売の状況」の「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」へ統合と、経営成績等の状況の分析・検討の記載を充実させる改正を行ったもの
2017年10月	経済産業省「伊藤レポート2.0(「持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会」報告書)」の公表	「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を、企業と投資家の共通言語や、企業が投資家等に伝えるべき情報の全体像を体系的・統合的に整理するための枠組みとして活用することのほか、四半期開示も含む上場企業の情報の開示のあり方の検討、無形資産への投資を促進する制度の創設等を提言したもの

3 — 日本再興戦略・未来投資戦略まとめ

■ 日本再興戦略 — ガバナンス関係主要施策まとめ

ガバナンスに関連する主な日本再興戦略における施策

成果／実施状況

日本再興戦略
— Japan is BACK —
2013年6月14日

- 会社法を改正し、社外取締役の導入を促進する。
- 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。

- 社外取締役の選任について「Comply or Explain」を求める会社法改正案が成立(2014年6月)
- 金融庁「スチュワードシップ・コード」の公表(2014年2月)

日本再興戦略
2014
— 未来への挑戦 —
2014年6月24日

- コーポレートガバナンス・コードを策定する。
- 企業の対話と投資家との対話の促進の観点から、株主総会の開催日や基準日の設定等について検討を行う。また、企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討するための研究会を立ち上げる。
- 持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的対話促進の方策等を検討するための産業界・投資家コミュニティ、関係機関から成るプラットフォーム作りを推進する。

- 金融庁・東証「コーポレートガバナンス・コード原案」の公表(平成27年3月)及び同コードの適用開始(2015年6月)
- 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書を公表(2015年4月)
- 経済産業省「経営者・投資家フォーラム」を設置(2015年6月)
- 全国株懇連合会によるグローバルな機関投資家等の株主総会出席ガイドライン実施のためのモデル定款等の策定(2016年4月)

日本再興戦略
2015
— 未来への投資・生産性革命 —
2015年6月30日

- 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。
- 取締役会による経営の監督が実効性の高いものとなるよう、取締役会が経営陣に決定を委任できる業務の範囲(取締役会への上程が不要な事項)や、社外取締役が社外性を有したまま行える行為の範囲等に関する会社法の解釈指針を公表する。
- 企業が投資家に対して必要な情報を効率的かつ効果的に提供するため、会社法、金融商品取引法、証券取引所規則それぞれが定める情報開示ルールを見直し、統合的な開示のあり方について検討し、結論を得る。
- 株主に対する情報提供を迅速化するため招集通知添付書類(事業報告や計算書類等)提供の原則電子化について、その実現に向けた課題や必要な措置について検討し、結論を得る。

- 金融庁「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」意見書(2)公表(2016年2月)
- 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会報告書」を公表(2016年7月)
- 全国株懇連合会による基準日変更の実務対応の取りまとめ(2016年10月)、全国株懇連合会の定款モデル等の変更(2017年2月)
- 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」を設置(2015年11月)
- 経済産業省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」提言を公表(2016年4月)

日本再興戦略
2016
— 第4次産業革命に向けて —
2016年6月2日

- コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させるため、「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」を通じて議論・検討する。
- 持続的な企業価値の向上、中長期的投資の促進のため、CEOの選解任プロセスを含めて、取締役会のモニタリング機能の強化を目指す。
- 対話環境の整備のため、情報開示を充実させ、株主の議案検討と対話の機関を確保する方策等について、更なる検討や取組みを進める。

- 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システム研究会」を設置(2016年7月)
- 東京証券取引所「決算短信・四半期決算短信の様式に関する自由度の向上のための有価証券上場規定の一部改正について」を公表(2017年2月)
- 法制審議会「招集通知添付書類の電子化」についての諮問(2017年2月)
- 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令及び特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」を公布(2017年2月)
- 経済産業省「CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)研究会報告書」公表(2017年3月)
- 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」(CGSガイドライン)の策定を公表(2017年3月)
- 平成29年度税制改正における法人税の申告期限延長、役員給与の損金算入の範囲の拡大等の改正の実施(2017年3月)
- 経済産業省「対話型株主総会プロセス」の実現に向けた取組状況についてのフォローアップ実施内容」公表(2017年4月)

ガバナンスに関連する主な日本再興戦略における施策

成果／実施状況

未来投資戦略

2017

—Society5.0の実現
に向けた改革—
2017年6月9日

- 投資家は、企業と深度ある建設的な対話を行い、持続的な成長を促すため、機関投資家によるスチュワードシップ・コードの改訂を踏まえたガバナンス等の強化、企業側に「気づき」をもたらす付加価値の高い対話などの実効性あるスチュワードシップ活動等の促進をする。
- 「コーポレートガバナンス・システムに関する実務指針」の普及・周知を進めるとともに、企業における指名・報酬委員会の活用状況等の分析、公表を目指す。
- 「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-」を踏まえた企業の情報提供・報告のベストプラクティスの分析、活用推進等の取組みを行う。
- 事業報告等と有価証券報告書の一体開示を可能とするための検討を加速し、決算短信の自由度を高めたことの効果の分析、株主総会の基準日や全体の電子化等の方策の検討を行う。
- 会計基準、会計監査の品質向上、信頼性確保のための施策を継続する。

- 金融庁「スチュワードシップ・コード(改訂版)」を公表(2017年5月)
- 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を公表(2017年5月)

第Ⅰ. 総論

1. 成長戦略の基本的考え方
2. 成長への道筋
3. 成長戦略をどう実現していくか
4. 進化する成長戦略
5. 「成長への道筋」に沿った主要施策例

第Ⅱ. 3つのアクションプラン

一. 日本産業再興プラン

1. 緊急構造改革プログラム(産業の新陳代謝の促進)
2. 雇用制度改革・人材力の強化
3. 科学技術イノベーションの推進
4. 世界最高水準のIT社会の実現
5. 立地競争力の更なる強化
6. 中小企業・小規模事業者の革新

二. 戦略市場創造プラン

- テーマ1. 国民の「健康寿命」の延伸
 テーマ2. クリーン・経済的なエネルギー需要の実現
 テーマ3. 安全・便利で経済的な次世代インフラの構築
 テーマ4. 世界を惹きつける地域資源で稼ぐ地域社会の実現

三. 国際展開戦略

1. 戦略的な通商関係の構築と経済連携の推進
2. 海外市場獲得のための戦略的取組
3. 我が国の成長を支える資金・人材等に関する基盤の整備

新陳代謝とベンチャーの加速

- 古くなった設備・資産を大胆に処分し、型遅れの設備を最新鋭のものに置き換える。もう一度世界のトップに躍り出るための研究開発を加速し、成長分野に資金・人材・設備を積極的に投入する。思い切った事業再編を断行し、企業として、産業として新陳代謝を促進する。
- こうした形で企業経営者が動き出せば、日本の企業が再び元気を取り戻し、設備投資の増加や生産性の向上を実現することを通じて、魅力的な新製品・サービスを次々と生み出し、国際的な競争に勝ち抜き、世界の市場を獲得していくことが期待できる。
- 企業経営者に大胆な新陳代謝や新たな起業を促し、それを後押しするため、設備投資促進策や新事業の創出を従来の発想を超えたスピードと規模感で大胆かつ強力に推進する。加えて、株主等が企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするようコーポレートガバナンスを見直し、日本企業を国際競争に勝てる体質に変革する。

(1) 民間の力を最大限引き出す

③ コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する

- (i) 会社法を改正し、外部の視点から、社内のしがらみや利害関係に縛られず監督できる社外取締役の導入を促進する。 **【次期国会に提出】**
- (ii) 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。 **【年内に取りまとめる】**
- (iii) 公的・準公的資金について、各資金の規模・性格を踏まえ、運用(分散投資の促進等)、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、提言を得る。 **【本年秋までに結論】**

④ 事業再編・事業転換の促進 (中略)

コーポレートガバナンスの強化

- 攻めの会社経営を後押しすべく、社外取締役の機能を積極活用することとする。このため、会社法改正案を早期に国会に提出し、独立性の高い社外取締役の導入を促進するための措置を講ずるなど、少なくとも一人以上の社外取締役の確保に向けた取組を強化する。
- 企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる。
- 収益力の低い事業の長期放置を是正するため、企業における経営改善や事業再編を促すための施策について、経済産業省ほか関係省庁における検討を加速する。
- 国内の証券取引所に対し、上場基準における社外取締役の位置付けや、収益性や経営面での評価が高い銘柄のインデックスの設定など、コーポレートガバナンスの強化につながる取組を働きかける。

■ 「日本再興戦略」改訂2014 — 未来への挑戦 — 2014年6月24日(抜粋)

第Ⅰ.総論

Ⅰ.日本再興戦略改訂の基本的な考え方

Ⅱ.改訂戦略における鍵となる施策

- 1.日本の「稼ぐ力」を取り戻す
- 2.担い手を生み出す～女性の活躍促進と働き方改革
- 3.新たな成長エンジンと地域の支え手となる産業の育成
- 4.地域活性化と中堅・中小企業・小規模事業者の革新

Ⅲ.更なる成長の実現に向けた今後の対応

- 1.経済の好循環のための取組の継続
- 2.「実現し進化する成長戦略」
- 3.改革への集中的取組

Ⅳ.改訂戦略の主要施策例

- 1.日本の「稼ぐ力」を取り戻す
- 2.担い手を生み出す～女性の活躍促進と働き方改革
- 3.新たな成長エンジンと地域の支え手となる産業の育成
- 4.地域活性化と中堅・中小企業・小規模事業者の革新／地域の経済構造改革

(1)企業が変わる

(中略)

コーポレートガバナンスの強化

- 日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民(家計)に均てんさせるには何が必要か。まずは、コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準のROEの達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つための経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である。特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、新規の設備投資や、大胆な事業再編、M&Aなどに積極的に活用していくことが期待される。
- 昨年の成長戦略を受けて、これまでに日本版スチュワードシップコードの策定、社外取締役を選任しない企業に説明責任を課す会社法改正、さらには公的・準公的資金の運用の在り方の検討を通じて、投資家と企業の間で持続的な収益力・資本効率向上やガバナンス強化に向けた対話を深めるための取組等が緒についたところである。こうした中で、スチュワードシップコードへの参加を表明する機関投資家や社外取締役の導入を進める企業が続々と現れているうえ、本年の年初には、収益力が高く投資家にとって魅力の高い会社で構成される新しい株価指数である「JPX日経インデックス400」の算出が開始されるなど、「稼ぐ力」向上に向けた気運が高まりつつある。
- 今後は、企業に対するコーポレートガバナンスを発揮させる環境を更に前進させ、企業の「稼ぐ力」の向上を具体的に進める段階にきた。これまでの取組を踏まえて、各企業が、社外取締役の積極的な活用を具体的に経営戦略の進化に結びつけていくとともに、長期的にどのような価値創造を行い、どのようにして「稼ぐ力」を強化してグローバル競争に打ち勝とうとしているのか、その方針を明確に指し示し、投資家との対話を積極化していく必要がある。

1.日本の「稼ぐ力」を取り戻す

(1)企業が変わる

①企業統治(コーポレートガバナンス)の強化

「コーポレートガバナンス・コード」の策定

持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合はその理由の説明を求める。

【来年の株主総会のシーズンに間に合うよう策定】

第II. 3つのアクションプラン

一. 日本産業再興プラン

1. 緊急構造改革プログラム(産業の新陳代謝の促進)
2. 雇用制度改革・人材力の強化
3. 科学技術イノベーションの推進/
世界最高の知財立国
4. 世界最高水準のIT社会の実現
5. 立地競争力の更なる強化
6. 地域活性化・地域構造改革の実現／中堅企業・中
小企業・小規模事業者の革新

二. 戦略市場創造プラン

- テーマ1. 国民の「健康寿命」の延伸
 テーマ2. クリーン・経済的なエネルギー需要の現実
 テーマ3. 安全・便利で経済的な次世代インフラの構築
 テーマ4. 世界を惹きつける地域資源で稼ぐ
 地域社会の実現

三. 国際展開戦略

(2) 施策の主な進捗状況

会社法改正案が本年6月に成立、日本版ステュードシップ・コードを策定

コーポレートガバナンスの強化については、会社法改正案が本年6月に成立し、社外取締役選任について、“Comply or Explain”(原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか)を定めることとなった。また、本年2月に、日本版ステュードシップ・コードを取りまとめ、普及促進に向けて、コード受け入れを表明した機関投資家名を定期的に公表することとし、本年6月より公表を開始した。

(3) 新たに講ずべき具体的施策

i) コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化

① コーポレートガバナンス・コードの策定等

- 持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討を行う
- 政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取組を進める
- 上場銀行、上場銀行持株会社について少なくとも1名以上、できうる限り複数の独立社外取締役導入を促す
- 上場銀行持株会社の100%出資銀行子会社に関しても、独立社外取締役の導入について検討するよう促す

⑥ 持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進

- 企業と投資家との対話の促進の観点から、株主総会の開催日や基準日の設定等について国際的な状況を踏まえてその運用の在り方についての検討を行うとともに、産業関係団体等におけるガイドラインの検討を行う。
- また、企業の投資家に対する情報開示等について、企業が一体的な開示をする上での実務上の対応等を検討するため、関係省庁や関係機関等をメンバーとする研究会を早急に立ち上げる。
- これとともに、持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的対話促進の方策等を検討するための産業界・投資家コミュニティ、関係機関からなるプラットフォーム作りを推進する。

■ 「日本再興戦略」改訂2015 — 未来への投資・生産性革命 — 2015年6月30日(抜粋)

第Ⅰ.総論

I.日本再興戦略改訂の基本的な考え方

II.改訂戦略における鍵となる施策

1. 未来投資による生産性革命
2. ローカル・アベノミクスの推進
3. 「改革2020」(成長戦略を加速する官民プロジェクト)の実行

III.更なる成長の実現に向けた今後の対応

IV.改訂戦略の主要施策例

1. 未来投資による生産性革命
2. ローカル・アベノミクスの推進
3. 「改革2020」
(成長戦略を加速する官民プロジェクト)の実行

(1)「稼ぐ力」を高める企業行動を引き出す

i)「攻め」のコーポレートガバナンスの更なる強化

- 昨年の成長戦略では、日本企業の「稼ぐ力」の回復に向けてコーポレートガバナンスの強化を第一の柱に掲げ、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを策定することで、金融・資本市場を通じて企業経営に規律を働かせ、経営者による前向きな判断を後押しする仕組みを導入した。
- その結果、投資家の目を意識した経営が幅広く浸透し、2年前には4社に1社であったROEが10%を超える上場企業は3社に1社を占めるようになった。また、1年程度の短い期間であるにもかかわらず、会社の経営体制も大きく変化しつつあり、今年は、複数の独立社外取締役を選任する上場企業が昨年から倍増し、全体の約半数に上る見込みである。長らく社内の人材のみで経営がなされてきた我が国の会社経営の在り方が一変し、積極的に社外の知見・経験を活用し、短期間に競争環境が激変する変革の時代を切り拓いていく準備が整いつつある。
- こうした動きを一過性のものに終わらせず、グローバル市場において「稼ぐ力」を高めていくには、上場企業の経常利益水準も利益率も過去最高を記録している今こそ、稼ぐための最適解を見出し、能力増強や更新等の設備投資にとどまらず、技術、人材を含めて積極果敢に「未来に向けた投資」を決断し、「攻めの経営」を展開していくことが不可欠である。
- 経営者による大胆かつ前向きな判断を後押しする一環として、取締役会の役割や個々の取締役の責任の範囲を明確化し、経営者が迅速かつ果敢に意思決定を行えるようにする。
- あわせて、投資家に対する企業情報の開示が迅速かつ効率的になされるよう、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールの見直しを行い、中長期的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の建設的な対話を促進する。また、金融機関についても、企業に対する経営支援機能の強化等を一層推進し、企業の収益力向上や事業再編に積極的に関与していくよう促していくこととする。
- このため、グローバル競争の激化や急速な技術革新により不確実性の高まる時代に日本経済が歩むべき道筋を明らかにし、政府として取り組むべき環境整備の在り方と民間投資の目指すべき方向性を共有するための「官民対話」を開始し、中長期的な企業価値の向上に向けた企業の大胆な経営判断を後押ししていくこととする。

(1)「稼ぐ力」を高める企業行動を促す

i)「攻め」のコーポレートガバナンスの更なる強化

「攻め」のガバナンス体制の強化

取締役会による経営の監督が実効性の高いものとなるよう、取締役会が経営陣に決定を委任できる業務の範囲(取締役会への上程が不要な事項)や、社外取締役が社外性を有したまま行える行為の範囲等に関する会社法の解釈指針を作成し、公表する。 【本年夏までに作成、公表】

企業と投資家の建設的な対話の促進

企業が投資家に対して必要な情報を効率的かつ効果的に提供するため、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールを見直し、統合的な開示のあり方について検討し、結論を得る。 【本年度中に結論】

株主に対する情報提供を迅速化するため招集通知添付書類(事業報告や計算書類等)提供の原則電子化について、その実現に向けた課題や必要な措置について検討し、結論を得る。 【来年中に結論】

第 I . 総論

I . 日本再興戦略改訂の基本的な考え方

II . 日本再興戦略における鍵となる施策

1. 600兆円に向けた「官民戦略プロジェクト10」
2. 生産性革命を実現する規制・制度改革
3. イノベーションの創出・チャレンジ精神にあふれる人材の創出
4. 海外成長市場の取り込み
5. 改革のモメンタムの活用(「改革2020プロジェクトの推進」)

III . 更なる成長の実現に向けた今後の対応

IV . 日本再興戦略2016の主要施策例

(3) 未来投資に向けた制度改革

ア) コーポレートガバナンスの更なる強化

- コーポレートガバナンス改革は、成長戦略の最重要課題である。その位置付けに変わりはない。GDP600兆円経済の実現に向けた成長市場が顕在化し、第4次産業革命という移り変わりが早い時代を迎えた今こそ、「攻めの経営」が求められているのである。
- 「企業と投資家の建設的な対話」、その実効性を上げていくことが求められている。魔法の杖があるわけではない。関係者が、その重要性を認識し、様々な取組を積み重ねていくことが必要である。
- 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には、機関投資家サイドから、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る。このため、投資家には、企業側に「気づき」を与える対話を促していく。あわせて、最高経営責任者(CEO)の選解任プロセスや取締役会の構成・運営・評価等に係る上場企業の取組状況を把握、公表していくこと等を通じ、コーポレートガバナンスの実効性向上に向けた上場企業による取組を促していく。
- そして、そうした取組を支える基盤として、企業の情報開示の実効性・効率性の向上や株主総会プロセス電子化等を着実に進めていく。企業の情報開示については、「スチュワードシップ・コード」に掲げる企業と投資家の対話を促進する観点から、これまでの検討を土台にしながら、2019年前半を目標として、国際的に見て最も実効的・効率的な開示の実現及び株主総会日程・基準日の合理的な設定のための環境整備を目指すこととする。

(3) 未来投資に向けた制度改革

ア) コーポレートガバナンスの強化

① 企業と投資家の建設的な対話の基盤となる企業の情報開示の実効性・効率性の向上等

「スチュワードシップ・コード」に掲げる企業と投資家の対話を促進する観点から、会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則に基づく制度開示の項目の整理や重複解消等を行うことによる、国際的に見て最も効果的かつ効率的な開示の実現及び株主総会日程・基準日の合理的な設定のための環境整備を2019年前半を目標に実現することを目指す。

【効果的かつ効率的な開示の実現及び株主総会日程・基準日の合理的な設定:2019年度前半の実現】

【事業報告等と有価証券報告書を一体的に開示する場合の関係省庁の考え方等の整理と共通化可能な項目に係る具体的な進め方の決定:本年度中】

【四半期開示に関する決算短信の見直しの内容、その影響や効果の評価・分析と、今後の必要な改善点の把握:本年度中に順次開始】

② 株主総会プロセスの電子化

株主総会の招集通知添付書類(事業報告や計算書類等)の電子提供について、原則電子提供する方向で、来年早期の会社法上の整備の着手も目指しつつ、講ずべき法制上の具体的な措置内容を検討する。

【来年早期の会社法上の整備着手を目指す】

■ 未来投資戦略2017 — Society5.0の実現に向けた改革 — 2017年6月9日

I. Society 5.0に向けた戦略分野

II. Society 5.0に向けた横割課題

- B. 価値の最大化を後押しする仕組み
1. 規制の「サンドボックス」制度の創設
 2. 規制改革、行政手続の簡素化、IT化の一体的推進
 3. 「形式」から「実質」へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝
 4. 公的サービス・資産の民間開放 (PPP/PFIの活用拡大等)
 5. 国家戦略特区による大胆な規制改革
 6. サイバーセキュリティの確保
 7. シェアリングエコノミー

III. 地域経済好循環システムの構築

IV. 海外成長市場の取込み

(1) KPIの主な進捗状況

(2) 新たに講ずべき具体的施策

i) 中長期的な企業価値向上に向けた取組の一層の推進

「未来投資戦略2017」では、企業は、強化された経営システムの下、経営環境の変化に適切に対応し、過度に短期的な視点にとらわれず、中長期的な企業価値の向上の観点から経営を行うとしている。また、投資家は、企業と深度ある建設的な対話を行い、持続的な成長を促す。これらの結果、ダイナミックな企業経営が可能となるとともに、資金調達場としての資本市場の活性化が実現することを、目指すべき社会像としており、今回新たに設定するKPIとして、大企業(TOPIX500)のROAについて、2025年までに欧米企業に遜色のない水準を目指すとしている。

企業の取締役会の構成の変化など、コーポレートガバナンス改革には着実な進展が見られる一方で、我が国企業は、欧米企業と比較すると、事業ポートフォリオの転換等が十分進まず、収益力の面でいまだに改善の余地があるとしている。

第4次産業革命の急速な進展など、企業を取り巻く経営環境が変化の中で、企業が「稼ぐ力」を改善し、持続的な成長を実現するためには、取締役会等の適切な監督の下、中長期的な視点に立った投資家との「建設的な対話」を通じて、経営陣が果敢にリスクテイクを行い、中長期的な企業価値の向上に向けて、人材力、研究開発力、ブランド力などの向上に向けた投資や事業再編などの取組みを進める必要がある。

このため、引き続き、実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組みを進化されるとともに、大胆な事業再編を後押しする制度改革など、中長期的な企業価値の向上を促すための以下の4つの取組みを進めるとしている。

① コーポレートガバナンス改革による企業価値の向上

- 機関投資家による、スチュワードシップ・コードの改訂を踏まえた、実効性あるスチュワードシップ活動等
- 上場企業による、資本政策を含む経営方針・経営戦略、経営状況等、より充実した対話等の実施
- CEOの選解任や、必要な資質・多様性を備えた取締役会の構成、戦略等を重視した取締役会の運営、これらに対する適切な評価
- 株式の政策保有に関する方針の開示と保有の合理性のない政策保有株式の縮減

② 経営システムの強化、中長期的投資の促進

- 「コーポレートガバナンス・システムに関する実務指針」(CGSガイドライン-2017年3月31日経済産業省策定)の普及・周知、企業における指名・報酬委員会、経営経験者の社外取締役の活用状況、インセンティブ報酬に関する導入・開示の状況等を2017年度中に分析し公表する
- 退任した社長・CEOが就任する相談役、顧問等の氏名等を開示する制度を株式会社東京証券取引所において2017年夏頃を目途に創設、2018年初頭を目途に実施を目指す
- 株主総会の招集通知や議決権行使プロセス全体の電子化、株主総会の日程や基準日を国際的にみて合理的かつ適切に設定するための環境整備の取組みを進め、対話型株主総会プロセスの実現を目指す
- 「価値協創」のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資- (2017年5月29日経済産業省策定)を踏まえた企業の情報提供・報告のベストプラクティスの分析及び機関投資家によるガイダンスの活用促進、非財務情報へのアクセス向上を目的とした関係者による取組みを行う。また、企業と投資家の対話の場となる「環境情報開示基盤」の実証を行う。これらの取組み等を通じ、ESG(環境、社会、ガバナンス)要素も念頭に置いた中長期的な企業価値向上に資する開示を含む情

報提供や対話、投資手法の普及・発展を図る。

③企業の情報開示、会計・監査の質の向上

1) 企業による情報開示の質の向上

- 事業報告等と有価証券報告書の一体的開示を可能とするため、引き続き、制度・省庁横断的な検討を行う場において検討を加速し、2017年中に成案を目指す。
 - 2017年1月27日に開催された未来投資会議における議論も踏まえ、金融審議会において、企業・投資家、関係省庁等を集めた検討の場を設け、市場や開示をめぐる環境が変化している中で十分かつ公平な情報開示を確保するとともに、上場企業の環境戦略や中長期的な企業価値向上のための情報の開示の在り方について総合的な検討を行い、成案を得たものから2017年度中に順次取組みを開始する。
 - 決算短信の2017年2月の改正の効果検証、四半期開示の義務的開示の是非を検証しつつ、重複開示の解消や効率化のための課題や方策等について検討を行い、2018年春を目途に一定の結論を得ることを目指す。
 - 引き続き、株主総会の招集通知や議決権行使プロセス全体の電子化や、株主総会の日程や基準日を国際的にみて合理的かつ適切に設定するための環境整備の取組を進め、対話型株主総会プロセスの実現を目指す。
- 【再掲】

2) 会計基準の品質向上

我が国会計基準の品質向上を図るため、関係機関等と連携して、国際会計基準(IFRS)の任意適用企業の拡大促進、のれんの会計処理等IFRSに関する国際的な意見発信の強化、日本基準の高品質化、国際会計人材の育成に向けて必要な取組を推進する。

3) 会計監査の品質向上・信頼性確保

監査法人の実効的な組織運営等のための、監査法人のガバナンス・コード(2017年3月31日金融庁策定)を踏まえた各監査法人の改革の実施状況のフォローアップや、業務管理態勢の検証等により、会計監査の品質の持続的な向上・信頼性確保を図る。

④事業再編の円滑化

事業ポートフォリオを機動的に見直し、経営資源を成長性・収益性が見込める事業に振り向けていくことを可能にするため、株式を活用した再編の促進策も含め、事業ポートフォリオの迅速な転換など大胆な事業再編を促進するための方策について広く関係制度の検討を行い、2018年度を目途に必要な制度的対応を講じる。

ii) 活力ある金融・資本市場の実現を通じた円滑な資金供給の促進

① 家計の安定的な資産形成の実現を通じた円滑な資金供給の促進

② 金融仲介機能の質の向上

4 企業向け/機関投資家向け 意識調査の概要

意識調査の詳細はKPMGジャパンコーポレートガバナンスのウェブサイトに掲載しています (<https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2016/05/corporate-governance.html>)。

■ 企業向け意識調査の概要

「コーポレートガバナンス」に関する意識調査 – 上場企業向けアンケート 2017

調査対象： 東証一部・二部上場企業 (2,023社) のコーポレートガバナンス担当役員

調査期間： 2017年8月–9月

調査方法： 書面・ウェブサイトによる回答

回答数： 257名 (253社 回答率: 12.5%)

<調査項目>

A コーポレートガバナンス・コード導入による変化について	D 投資家との対話
Q1 コーポレートガバナンス・コード導入による取組みの強化	Q12 投資家との対話において意識している事項
B 取締役会運営について	Q13 投資家との対話における時間軸の変化
Q2 監督機能強化の観点から効果を上げている取組み	Q14 コーポレートガバナンス・コード導入後に重要性が高まった開示資料
Q3 審議の活性化に関する変化	Q15 コーポレートガバナンス改革後における統合報告書の位置付けの変化
Q4 審議時間が増加した項目	Q16 開示の充実を図りたいと考える情報
Q5 より充実したと考える議案資料や補足情報	Q17 ESGのうち、EおよびSに関して投資家との対話で意識している事項
Q6 社外取締役の意見が意思決定に与える影響	Q18 任意開示の統合報告書等の非財務情報に対する信頼性の付与
Q7 後継者計画(サクセッションプラン)についての議論	Q19 義務的な四半期業績の報告要否
Q8 取締役会の実効性評価についての課題	Q20 議決権行使結果の個別開示による対話や議案設計への寄与
Q9 子会社ガバナンスの課題	
C 株主価値、資本生産性を意識した経営について	
Q10 株価の企業価値反映状況	
Q11 コーポレートガバナンス・コード導入後の取組み強化	

■ 機関投資家向け意識調査の概要

「スチュワードシップ・コード/企業との対話」に関する意識調査 － 機関投資家向けアンケート 2017

調査対象： 機関投資家(129社)の最高投資責任者(CIO)

※スチュワードシップ・コードを受入れ表明し、かつ日本に拠点を有する機関投資家

調査期間： 2017年8月－9月

調査方法： 書面による回答

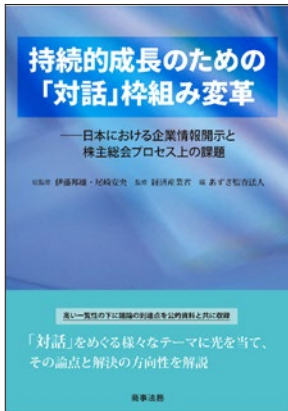
回答数： 34社(回答率:26.3%)

<調査項目>

A コーポレートガバナンス・コード導入による変化について	Q11 コーポレートガバナンス報告書の活用状況
Q1 コーポレートガバナンス・コード導入による変化	Q12 ESGについて、EおよびSについて対話することのメリット
B ガバナンス情報、取締役会運営について	Q13 任意開示の統合報告書等の非財務情報に対する信頼性の付与
Q2 より充実させるべき開示情報	Q14 義務的な四半期業績の報告要否
Q3 取締役会の構成についての説明への期待	Q15 議決権行使結果の個別開示
Q4 後継者計画等(サクセッションプラン)の開示への期待	Q16 社外取締役や取締役会議長(非執行)との対話
Q5 取締役会実効性評価の開示への期待	E スチュワードシップ・コードについて
Q6 日本企業における子会社ガバナンスの課題	Q17 スチュワードシップ・コード導入に伴う変化
C 企業から見た株主価値、資本生産性を意識した経営について	Q18 企業との対話に関する集团的エンゲージメントの実施状況
Q7 資本生産性向上に向け、企業が取組みを強化すべき点	Q19 企業との対話、スチュワードシップ活動を行うための能力・経験
D 企業との対話について	Q20 企業との対話、スチュワードシップ活動における改善点
Q8 スチュワードシップ・コード導入前後の時間軸	
Q9 重要性が高まった開示資料	
Q10 統合報告書の位置付けの変化	

コーポレートガバナンスに関連する書籍などのご紹介

<書籍>



持続的成長のための「対話」枠組み変革 2017年3月発行

本書は、経済産業省の「伊藤レポート」プロジェクトおよび「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」の座長をつとめられた伊藤邦雄一橋大学特任教授、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」の座長をつとめられた尾崎安央早稲田大学法学学術院教授に総監修を、経済産業省経済産業政策局の福本拓也産業資金課長、日置純子企業会計室長以下課室員の皆様に監修をいただきながら、経済産業省から平成26・27・28年度総合調査研究事業を受嘱したあずさ監査法人のメンバーが両研究会の報告書・資料を編集して執筆しています。

本書の特徴

- 研究会の報告書・資料を詳細解説
- 企業と投資家の対話促進についての座談会についても掲載

● 報告書・資料の原文つき

著者：(総監修) 伊藤邦雄・尾崎安央

(監修) 経済産業省 (編) あずさ監査法人

出版社：商事法務

発行日：2016.3.26

体裁：A5判・632頁

定価：6,300円(税抜)

<セミナー抄録>



コーポレートガバナンス 企業と投資家との対話「枠組み」変革 — 企業が取り組むべき課題 —

2017年10月発行

コーポレートガバナンス改革が進展する中で、企業と投資家の対話の「枠組み」が大きく変化しようとしています。伊藤レポートから対話促進研究会、株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会、ESG・無形資産投資研究会に至るまでの対話「枠組み」に関する議論の全体像を取り上げるとともに、企業情報開示や株主総会プロセスの諸外国との比較を踏まえた日本における課題について解説しています。

セミナー開催日：2017年4月6日

登壇者：伊藤邦雄氏 一橋大学大学院商学研究所特任教授

尾崎安央氏 早稲田大学法学学術院教授

福本拓也氏 経済産業省経済産業政策局の産業資金課長

KPMG ジャパン コーポレートガバナンス CoE
メンバー

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-corporate-governance-report-20170406.pdf>

<バックナンバー>



コーポレートガバナンス Overview 2016 — 企業価値向上への取組みと今後の課題 —

2016年9月発行

2013年以降、会社法改正を巡る議論、日本版ステュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの策定と、コーポレートガバナンスの強化のための施策が矢継ぎ早に導入され、2015年は「コーポレートガバナンス改革元年」となりました。本冊子では、「コーポレートガバナンス改革元年」を経て、日本企業の何が変わったのかを概観することを主眼としています。また、それを踏まえて、実効性あるコーポレートガバナンスとは何か、それをどのように企業価値向上につなげていくのかなど、コーポレートガバナンスを巡る現状の課題および今後の方向性について考察しています。

<https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-corporate-governance-overview-2016.pdf>



コーポレートガバナンス実態調査 2016 2017年2月発行

本調査は、日本企業のコーポレートガバナンス体制が、コーポレートガバナンス・コードの対応によってどのように変化したのかを定量的に示すことを目的としています。2015年12月における1度目のコーポレートガバナンス報告書における開示を1周目、2016年8月における開示を2周目として両者の比較によってその変遷を示しています。

本調査は2016年9月に発行した「コーポレートガバナンス Overview 2016 - 企業価値向上への取組みと今後の課題 -」の補足データとしての位置付けとなります。

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-corporate-governance-overview-2016-survey.pdf>

KPMGジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス(CoE)について

KPMGジャパン コーポレートガバナンス CoEは、日本におけるコーポレートガバナンス改革の動向を調査・分析・発信することを目的に組成されました。

KPMGジャパン コーポレートガバナンスCoEは、会社法、取締役会とリスクマネジメント、財務戦略、投資家との対話(エンゲージメント)、統合報告、情報開示、株主総会などのKPMGジャパンの各専門家によって構成され、KPMGグローバルネットワークの活用や外部機関との連携を通じて、コーポレートガバナンスに関するナレッジやベストプラクティスの収集、提言の発信を行っています。

今後も、セミナーの開催やレポートの発行などを通じて、コーポレートガバナンスに関する最新動向について継続的に発信してまいります。



KPMGジャパン
コーポレートガバナンスCoE
統括パートナー
大塚 敏弘



KPMGジャパン
コーポレートガバナンスCoE
リーダー
山根 洋人

- 和久 友子 会社法・関連制度担当
- 林 琢也 企業情報開示担当
- 林 拓矢 取締役会・リスクマネジメント担当
- 齋尾 浩一郎 統合報告担当
- 土屋 大輔 財務戦略、投資家との対話戦略担当
- 村澤 竜一 機関投資家スチュワードシップ対応担当
- 保木 健次 金融機関・関連制度担当
- 丹羽 滋正 コーポレートガバナンス推進担当(中部・東海地域)
- 俣野 広行 コーポレートガバナンス推進担当(西日本地域)
- 大野 敦 CoE推進担当
- 山崎 剛志 CoE推進担当

KPMGジャパン
コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス
corporate-governance@jp.kpmg.com

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供できるよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降における正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2017 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

© 2017 KPMG Consulting Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

Printed in Japan. 17-1558