



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

September 2016

kpmg.com/jp/cg

「コーポレートガバナンス Overview 2016」 発行にあたって

2013年以降、会社法改正を巡る議論、日本版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。

コーポレートガバナンスのあり方は企業によって異なります。コーポレートガバナンスの一定の指針が示された今、日本企業は、受け身の対応をするのではなく、むしろ好機とらえて積極的に取り組む姿勢が期待されています。

コーポレートガバナンス・コードの適用状況は、2年目を迎えて進展を見せており、一定の「形の改革」は進んでいます。今後、それを「運用」、「人材」を含めた「実質の改革」へいかにつなげていくことができるかが重要な鍵と考えられます。また、企業が、機関投資家と「建設的な対話」を通じた緊張感のある協調関係を築き、自律的に企業価値向上のための好循環サイクルを実現していくことも、重要となるでしょう。

本冊子は、KPMGジャパンにおけるコーポレートガバナンスに関する各分野の専門家が執筆しました。これらの分析・知見が、企業価値向上に向けた日本企業の今後の取り組みにおいて、何らかの示唆を提供できれば幸甚です。



2016年9月

KPMGジャパン CEO
酒井 弘行

アウトライン

はじめに、我が国の一連のコーポレートガバナンス改革の位置付けを概観します（「I. コーポレートガバナンスが企業価値を向上させる」）。「攻めのガバナンス」という言葉に象徴されるように、我が国のコーポレートガバナンス改革は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的とするものであり、そのためには、アセットオーナーを含む機関投資家や、最終投資家たる個人投資家の意識変革を促し、企業との建設的な対話を実現することが重要なポイントです。これによって得られる企業のリターンは、いわゆる「インベストメント・チェーン」を通じて家計に還元される関係にあることを概観しています。

また、日本版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・コードという2つのコードの策定後、企業にはさまざまな変化がみられます。投資家との対話の機運が高まり、独立社外取締役の選任が進み、監査等委員会設置会社が増え、任意の指名・報酬諮問委員会を設置する企業が増えるなど、外形的には多くの進展がありました（「II. ダブルコードによって何が変わったか」）。

しかし投資家の見地からは、企業価値向上のためには資本コストを上回るリターンを上げることが必要であるとの認識が、企業に必ずしも十分には浸透しておらず、いくつかの外形的な取り組みについても、どのように企業価値向上につなげていくのか必ずしも明確でないケースもみられています。そこで、「形の

改革」から「運用」、「人材」を含めた「実質の改革」へと、コーポレートガバナンス改革の今後の方向性について、現状の課題を踏まえて考察しています（「III. コーポレートガバナンス体制のあり方」）。

そして、企業価値を巡る考え方については企業ごとに相違があり、また投資家によっても異なり、さらには多くのステークホルダーもさまざまな捉え方をしています。ここでは特に、企業価値を巡る企業と投資家の認識の相違に焦点を当て、企業が投資家と対話を行う目的と視点および建設的な対話を行う基盤となる開示等について、現状の課題および今後の方向性を考察しています（「IV. 投資家との対話と企業開示のあり方」）。

さらに、企業と投資家との対話の促進をキーワードとして、企業情報開示や株主総会プロセス等の対話環境の整備に向けた議論も進められており、こうした動向について紹介しています（「V. 対話環境の整備に関する議論の動向」）。

本冊子は、このようなストーリーを辿ることで、現在進められているコーポレートガバナンス改革の概観（overview）を示すとともに、コーポレートガバナンスを巡る現状の課題、とりわけ企業の組織的な取り組みと投資家の関係のあり方に関して、今後の方向性を提示することを意図しています。

CONTENTS

I. コーポレートガバナンスが 企業価値を向上させる

- 1 成長戦略としてのガバナンス改革 04
- 2 インベストメント・チェーンの全体最適化 05

II. ダブルコードによって何が変わったか

- 1 対話への機運の高まり 08
- 2 コードの実施状況 09
- 3 進む「形の改革」 11

III. コーポレートガバナンス体制のあり方

- 1 日本企業のコーポレートガバナンス改革の潮流 14
- 2 持続的な機能向上のための取締役会実効性評価 18

IV. 投資家との対話と企業開示のあり方

- 1 対話の目的と必要とされる視点 22
- 2 コーポレートガバナンス・コードに基づく開示のあり方 25

V. 対話環境の整備に関する議論の動向

- 1 建設的な対話促進のための企業情報開示 28
- 2 株主総会プロセスにおける対話環境の整備 30

付録

- 1 補足情報 36
- 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 45
- 3 日本再興戦略まとめ 47

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 53

1. コーポレートガバナンスが 企業価値を向上させる

POINT

- ≫ 経済の長期低迷という悪循環から抜け出し、企業が稼ぐ力を取り戻すため、2013年以降、会社法改正を巡る議論（平成26年改正会社法公布）、日本版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・コードの策定が行われた。
- ≫ 投資主体が企業投資により得られたリターンを家計にまで還元するインベストメント・チェーンの全体最適化等が、企業の価値向上の好循環を実現する。
- ≫ インベストメント・チェーンの全体最適化の鍵は、スチュワードシップ責任を持つ投資家と、コーポレートガバナンス・コードに沿って自律的な対応を行う企業とが、「建設的な対話」を行うことで、投資家による中長期的な投資への転換と、企業による価値向上を同時に実現することにある。



1 成長戦略としての ガバナンス改革

1990年台初頭のバブル経済崩壊後の我が国経済の長期停滞、「失われた20年」の悪循環から抜け出し、日本経済全体としての「稼ぐ力(=収益力)」を取り戻すためには、その中核となる企業が中長期的な生産性・収益性を高め、グローバル競争を勝ち抜くことが必要となります。このため、コーポレートガバナンスに関する適切な規律を導入することで、経営陣によるリスクテイクを促進し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現することが今求められています。

平成26年改正会社法と日本版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

2013年の成長戦略(日本再興戦略)に基づき、2014年2月に、日本版スチュワードシップ・コードが公表されました。機関投資家が、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・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任、すなわちスチュワードシップ責任を果たすにあたり、有用な原則を定めたものです。この原則は、金融庁の有識者検討会により、英国スチュワードシップ・コードを念頭に置きつつ、日本の実情を踏まえて策定され、「日本版スチュワードシップ・コード」として公表されました。

このコードの大きな特徴は、コンプライ・オア・エクスプレイン(遵守せよ、さもなければ説明せよ)の考え方を導入している点にあります。なお、2014年6月公布の、監査等委員会設置会社制度を創設した「平成26年改正会社法」においても、法規範として、社外取締役選任の可否の領域でこの考え方を一部取り入れており、社外取

締役を選任しない場合に説明を義務付けるものとなっています。翌年に改訂された成長戦略では、コーポレートガバナンスの強化が最重要課題と位置付けられました。企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応を促すため、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議により、コーポレートガバナンス・コード原案が策定されました。これを受けて東京証券取引所が関連する上場規則等の改正を行い、コーポレートガバナンス・コードを策定、2015年6月より適用が開始されました。

コーポレートガバナンス・コードも、日本版スチュワードシップ・コードと同様に、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方を導入しています。ただし、上場企業がコーポレートガバナンス・コードについてコンプライ・オア・エクスプレインしなければ上場規則違反になる点で、日本版スチュワードシップ・コードとは異なります。

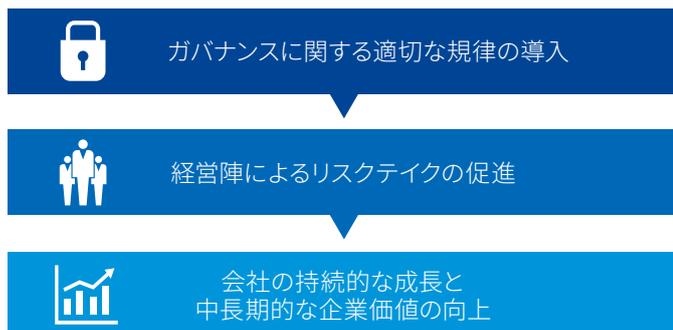
株式市場の低迷と市場の短期志向化

いわゆる「伊藤レポート」*が指摘するように、長期にわたる日本企業の低収益性は企業価値創造を阻み、その結果、日本の株式市場は長らく低迷しました。そうした市場のもとでの投資家による「効率的な」行動は、短期売買によるキャピタルゲインの最大化と、インデックス運用にみられるパッシブ(受動的)投資(運用目標とされるベンチマークに連動する成果を目指す運用手法)であり、こうした行動が、市場の短期志向化を招いたといえます。

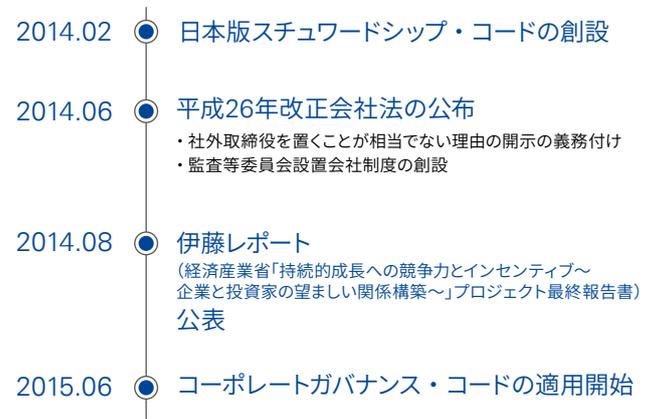
* 経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書(2014年8月)

■ 図1 ガバナンス改革の目的

日本企業の「稼ぐ力」の回復▶ 「攻めのガバナンス」



■ 図2 平成26年改正会社法とコード



2 — インベストメント・チェーンの全体最適化

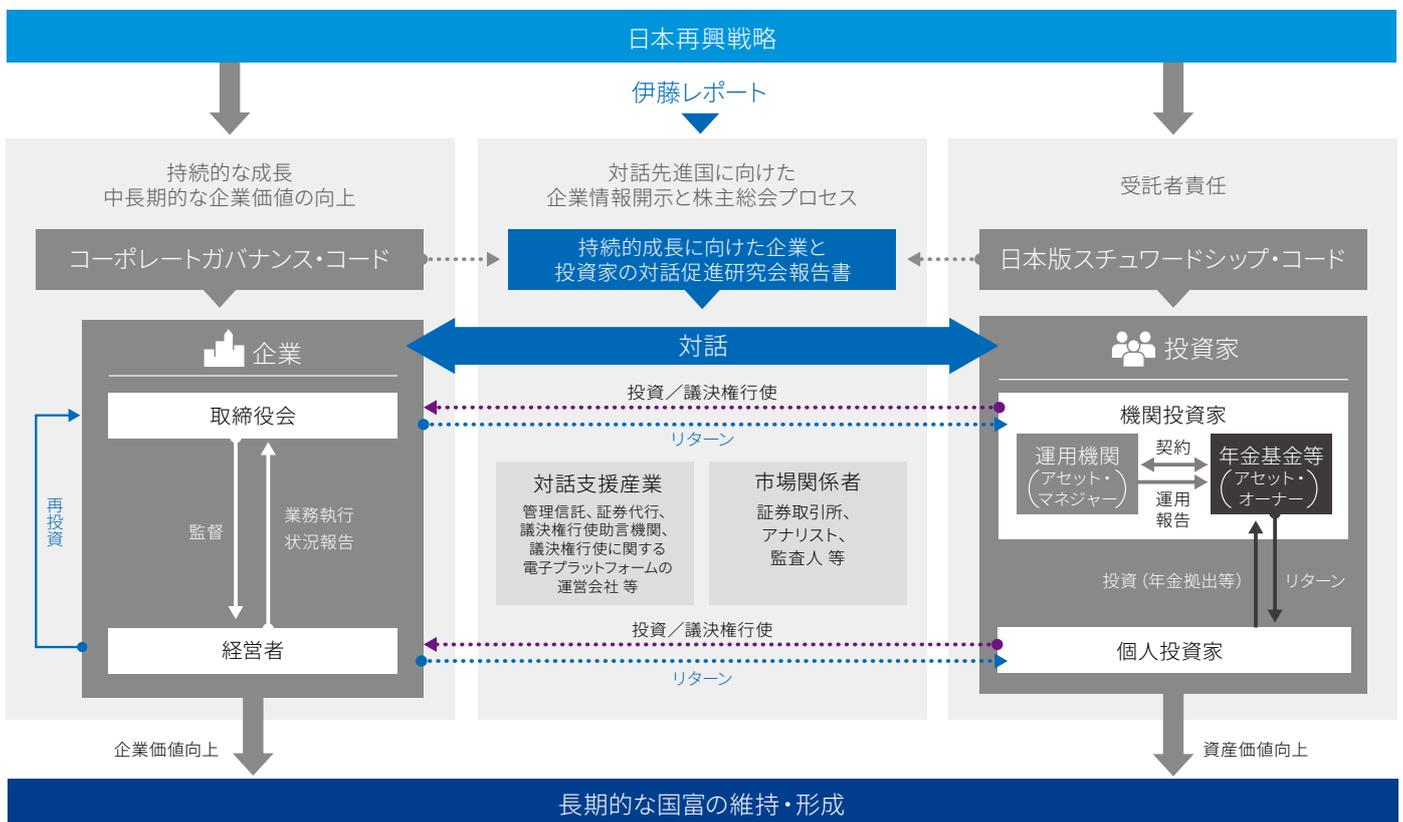
市場の短期志向化は、機関投資家による中長期的な視点からのエンゲージメントを阻むものです。そこで伊藤レポートは、主なメッセージとして、資本効率を意識した経営改革、インベストメント・チェーンの全体最適化、企業と投資家の双方向の対話促進を打ち出しました。

インベストメント・チェーン

インベストメント・チェーンとは、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家計まで還元し、国富を維持・形成するまでの一連の流れをいいます。こうした投資主体から企業をつなぐチェーンの間にはさまざまな関係者が介在しています。図3からわかるように、例えば年金受給者である国民は企業の最終投資家である個人投資家の一類型ですが、最終投資家と企業との間には、年金基金(世界最大の年金

基金であるGPIF*の動向は付録41頁参照)や保険会社など資金の出し手を含むアセットオーナー(資産保有者)と、投資運用会社などその資金の運用等を受託し企業への投資を担うアセットマネージャー(資産運用者)が、それぞれ機関投資家として機能を果たしています。このほかにも、管理信託や証券代行、議決権行使助言機関や議決権行使に関する電子プラットフォームの運営会社などの、対話支援産業といわれる関係者が存在します。価値創造のリターンを最終的に家計にまで還元し、国富の維持・形成を実現するためには、これらのチェーンを構成する関係者が「建設的な対話」を実現可能とする土台を形成し、機関投資家が中長期的志向へと投資を転換すること、および企業が機関投資家と協調し、持続的価値向上という目的に向かって行動することが必要となります。そのためには、機関投資家が日本版スチュワードシップ・コードに基づきスチュワードシップ責任を果たし、企業はコーポレートガバナンス・コードに沿って自らのガバナンス上の課題に自律的に対応することが求められます。企業と投資家が「協

■ 図3 コーポレートガバナンス改革の全体像



創」関係に立って、持続的な成長、中長期的な企業価値向上を実現していくことがインベストメント・チェーンの最適化を促し、その結果として、最終投資家たる受益者の中長期的な投資リターンを拡大し、国富を維持・形成していくことが期待されています。

なお、ここでの企業と投資家との対話は、企業の情報開示を契機として行われる、さまざまな機会における継続的かつ直接的なものを含む、幅広いコミュニケーション全体を意味しており、その質を向上させるためには、それを支える組織や人々の意識や行動も変わっていくことが求められます。

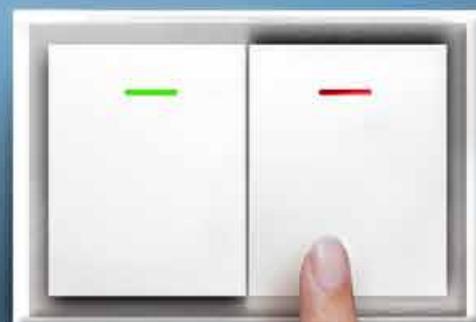
伊藤レポートは、日本版スチュワードシップ・コードの後に公表され、その後コーポレートガバナンス・コードが公表されましたが、この2つのコードが車の両輪として有効に機能するために、インベストメント・チェーンの全体最適化により国富の維持・形成に至るまでの価値創造の好循環を提言しており、我が国のコーポレートガバナンス改革の方向性が概観できるものとなっています。

※ 年金積立金管理運用独立行政法人、Government Pension Investment Fund

II. ダブルコードによって 何が変わったか

POINT

- ≫ 日本版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・コード成立以降、企業と投資家との対話の機運は高まっており、資本コストを意識する企業も増えてきた。ただし、企業価値向上に向けた取組みは道半ばと評価する投資家がいまだ多い。
- ≫ コーポレートガバナンス・コード対応は「2周目」を迎え、取締役会の実効性評価や独立社外取締役の複数登用の実施が進み、全体として企業のコード実施率が上昇している。
- ≫ 独立社外取締役の選任、監査等委員会設置会社への移行、任意の指名・報酬諮問委員会の設置など、「形の改革」が進んだ。



1 対話への機運の高まり

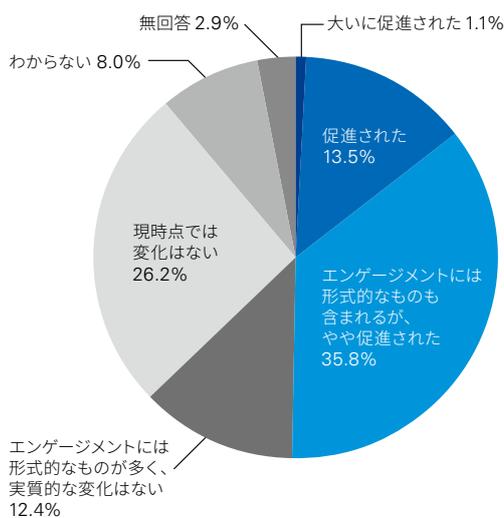
対話の進展

「日本版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」(以下、本冊子で「ダブルコード」と総称)の成立以降、企業と投資家との対話への機運は高まっています。日本IR協議会の調査によると、約半数の企業が対話は「促進された」「やや促進された」と回答しており、企業も対話が進展している、との一定の実感があるようです(図4)。

企業と投資家との対話は2つの局面で進展していると捉えられます。1つは機関投資家の運用担当者との対話です。これは機関投資家のうち、投資判断に携わるアナリストやファンドマネジャーとの対話を意味します。

もう1つが機関投資家のガバナンス担当者との対話です。これは議決権行使を管轄する担当者との対話を指すことが多いですが、特に欧米の機関投資家は単に議決権行使を管轄するだけでなく、中長期的な視点から、コーポレートガバナンス体制、役員報酬、リスク等の経営の根幹にかかわるテーマを対話の範囲としています。また、事業特性によっては研究開発・技術への取組み、人材等についても対話の範囲に含まれています。

■ 図4 現時点で、企業の持続的成長を目的とした機関投資家との対話が促進されたか (n=614)



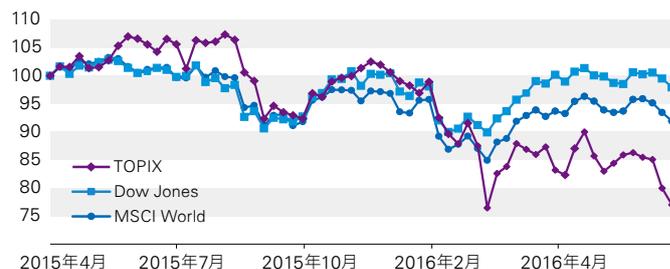
出典：日本IR協議会「IR活動の実態調査」(2016年4月)

資本コストに対する認識の変化

運用サイドの機関投資家により、日本企業は長らく資本生産性が低いと指摘されてきました。ただし、ダブルコード成立以降、日本企業の意識は変わってきているようです。資本生産性の議論の元となる資本コストを意識した経営を行う企業が徐々に増えてきており、アンケート調査によれば上場企業960社のうち約半数が、自社の株主資本コストの水準について認識しています(付録38頁参照)。

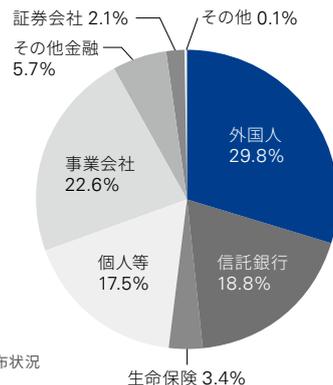
一方で、日本の株価パフォーマンスは相対的に低下しており、株主構成も変化しています。2015年4月以降の株価推移をみると、TOPIXは主要な世界の指数をアンダーパフォームしています(図5)。それに合わせて、日本の株式市場において最も高い売買シェアを占める外国人は売り越しに転じています。その保有割合は29.8%となり、前年対比で約2%の減少となりました(図6)。リスク選好の強い外国人による売り越しと同時に、主要な指数との比較においても日本株がアンダーパフォームしているということは、日本企業の持続的な企業価値向上に確信が持てない投資家がいまだ多いことを示唆していると考えられます。

■ 図5 2015年4月以降の株価指数



出典：株式会社ユーザベース「SPEEDA」を用いてKPMG作成(2015年4月1日を100として指数化)

■ 図6 日本企業の株主構成



出典：東京証券取引所他「2015年度株主分布状況調査結果について」2016年6月20日

2 — コードの実施状況

コーポレートガバナンス・コードの適用開始を受け、日本企業のコーポレートガバナンスに対する向き合い方は大きく変わりつつあります。日本企業においては、戦後復興・高度成長期からの産業規制と銀行融資の下での、メインバンクによるガバナンスが長らく続いてきました。

これに対しコーポレートガバナンス・コードは、OECD原則をベースにグローバルスタンダードを取り入れて、監督機能としての社外取締役を活用することにより、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を後押しし、株主の求める企業価値向上をより尊重する、従前の日本企業のスタンダードを大きく覆す指針といえます。

「2周目」を迎えたコード対応

2016年6月、多くの3月期決算企業が定時株主総会を終え、コーポレートガバナンス報告書*で2度目のコンプライ・オア・エクスプレインの開示を行いました。2016年3月末までに開示した適用初年度（「1周目」）においては、一部でもエクスプレインをした企業は

80%を超えていましたが、この傾向はどのように変化したでしょうか。

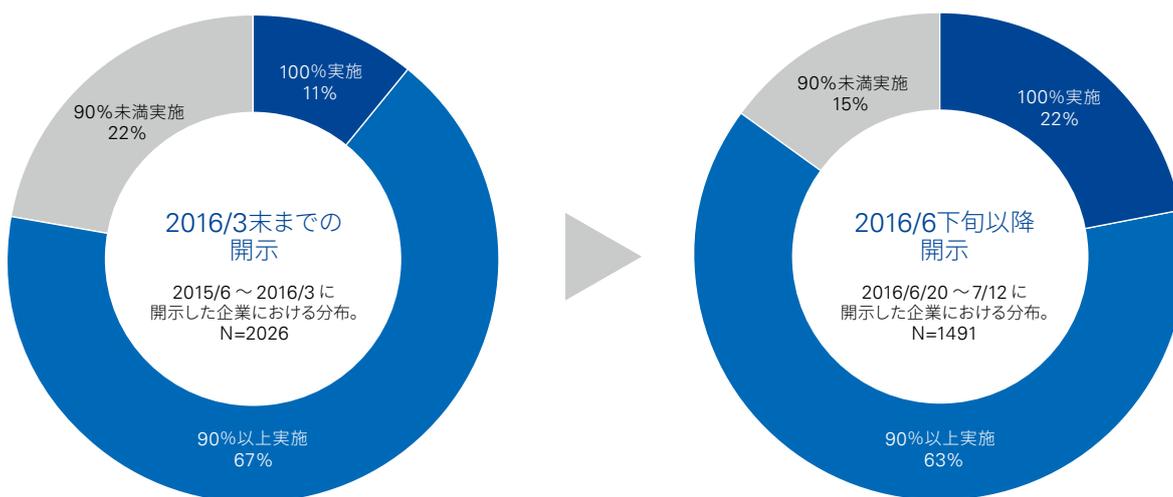
※ 東京証券取引所有価証券上場規程第419条に定める「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」

コードにある73の原則のうち、コンプライしている原則数の割合（いわゆる「実施率」）を比較すると、図7のとおり、2016年3月末までに開示した企業よりも、6月総会以降に開示した企業の「実施率」が上昇していることが分かります。100%の実施率であった企業は、11%から22%に増え、90%未満の実施率であった企業は、22%から15%にまで減ってきています。

コーポレートガバナンス・コードの趣旨を踏まえると、原則どおりに実施することが必ずしも「適正」ではないことは、多くの企業で理解されているものの、中期的にみればコードの方向性に反しない形でコーポレートガバナンス体制を整備していく企業が多いと考えられ、今後も「実施率」は上がっていくことが想定されます。

一方で、各社が「原則どおり実施できていない」としてエクスプレインした内容を分析していくと、いくつかの施策について対応が進んできたことが、2周目の「実施率」を上げる要因となっています。

■ 図7 「コンプライ・オア・エクスプレイン」割合の推移（東証第1部・第2部上場会社）



2周目の開示では全ての原則を実施する企業の割合が倍増

出典：各社のコーポレート・ガバナンス報告書に基づきKPMG作成

図8は、エクスプレインされた率が高い原則のランキングを示しています。取締役会の実効性評価(補充原則4-11③)および独立社外取締役の複数登用(原則4-8 前段)については、いまだ実施できていない企業が多いものの、それぞれ63.9%から39.0%、39.2%から19.7%へと、エクスプレインした割合は20%前後も低下し、ランキングは下がってきています。一方で、議決権の電子行使のための環境整備・招集通知の英訳(補充原則1-2④)および役員の業績連動報酬については、それぞれ57.9%から54.3%、31.7%から30.4%へと、エクスプレインした割合はそれほど低下しておらず、対応がいまだ進んでいない企業が多いことが分かります。

■ 図8 エクスプレインされた率が高い原則

2016年5月まで			2016年6月更新分			
4-11 ③	取締役会の実効性評価	63.9%	1-2 ④	議決権電子行使・招集通知英訳	54.3%	↑
1-2 ④	議決権電子行使・招集通知英訳	57.9%	4-11 ③	取締役会の実効性評価	39.0%	↓
4-8 前段	独立社外取締役2名以上	39.2%	4-2 ①	役員の業績連動報酬	30.4%	↑
4-2 ①	役員の業績連動報酬	31.7%	3-1 ②	英語での情報開示・提供の推進	26.8%	↑
4-10 ①	任意の諮問委員会の設置	28.8%	4-10 ①	任意の諮問委員会の設置	25.5%	→
3-1	情報開示	26.9%	4-8 前段	独立社外取締役2名以上	19.7%	↓
3-1 ②	英語での情報開示・提供の推進	26.9%	4-8 ②	筆頭独立社外取締役の設置	16.2%	↑

出典：各社のコーポレートガバナンス報告書に基づきKPMG作成（2016/5/31までの提出分および2016/6/20～7/12提出分）

3 — 進む「形の改革」

独立社外取締役の選任の増加

社外取締役・独立社外取締役の選任は、大きく進みました(図9)。平成26年改正会社法で社外取締役を選任しない場合における説明が義務化されたことから、選任する上場企業(東証第一部)の比率は、2015年に74.3%から94.3%と大きく伸び、2016年には98.8%(前年比+4.5%)とさらに伸びました。また、コーポレートガバナンス・コードで要請されている、独立社外取締役の少なくとも2名以上の選任(原則4-8 前段)についても、2016年で79.7%の上場企業(東証第一部)が実施しており、前年比+31.3%と前述のとおり多くの企業で実施されてきていることがわかります。さらに3分の1以上を独立社外取締役とする企業も増加しています(原則4-8 後段)。2016年8月30日現在の各社のコーポレート・ガバナンス報告書によると、日経225構成銘柄企業の33.8%において、すでに取締役の3分の1以上が独立社外取締役であると開示しています(KPMG調べ)。

監査等委員会設置会社の増加

社外取締役を選任する企業の増加と歩調を合わせるように、監査等委員会設置会社の数も増加しています。図10のとおり、2016年

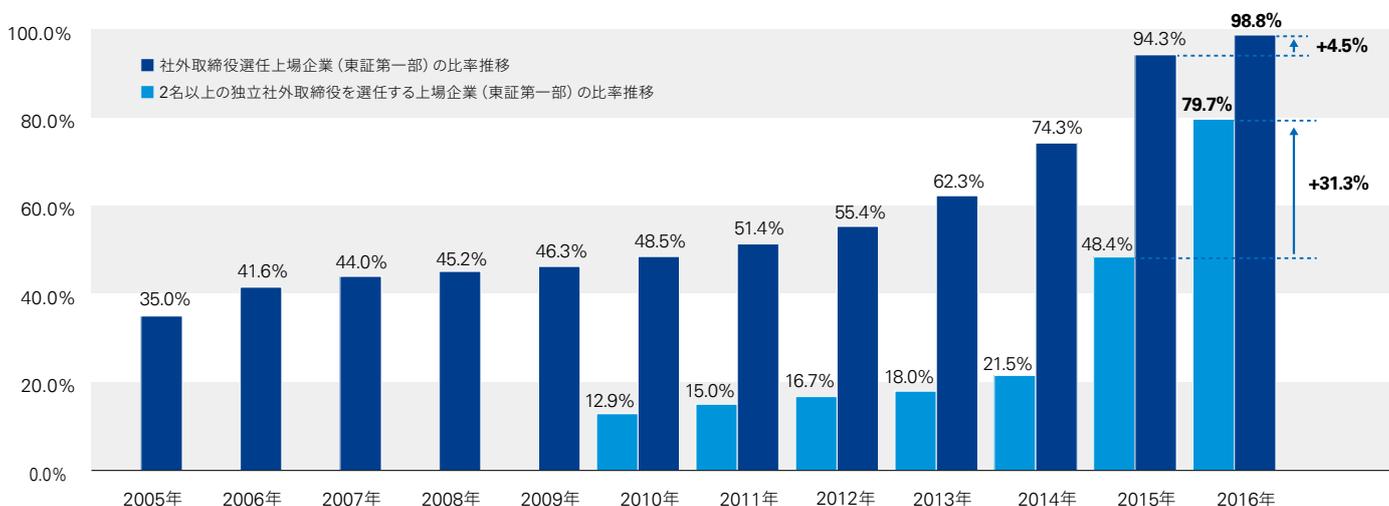
7月末現在で、646の上場企業が監査等委員会設置会社に移行しています。

監査等委員会設置会社への移行理由は、各企業の公表資料によれば、以下のように分類できます。

1. 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
2. 重要な業務執行の決定権限の委譲を行うことで、経営の意思決定の迅速化を図ること
3. 海外投資家からみて分かりやすいガバナンス体制の構築

その一方で、監査役会を監査等委員会にただ置き換えただけであれば、監査役の独立性、独任制といった強力な監査権限を支える枠組みが確保できないのみならず、取締役会による業務執行の監督権限についても指名委員会等設置会社と同等ではないとして、監査等委員会設置会社への移行を否定的に捉える見方もあります。監査等委員会は、監査等委員以外の取締役の人事・報酬について株主総会における意見陳述権を有していますが、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行するにあたっては、次に述べるように、例えば、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名諮問委員会等を設置するなど、独立社外取締役がいかに経営者等の指名・報酬決定プロセスに関与し、監督機能を確保できる体制とするかが、重要なポイントと考えられます。

■ 図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



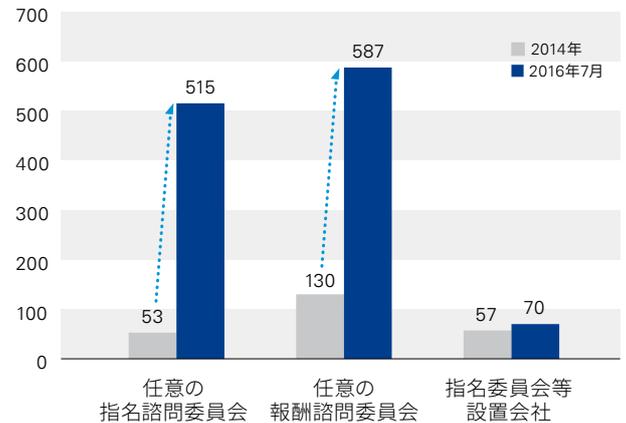
出典：東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況(確報)」(2016年7月27日)に基づきKPMG作成

任意の諮問委員会設置企業の増加

コーポレートガバナンス・コードによれば、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することが例示として挙げられており、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきとしています（補充原則4-10①）。

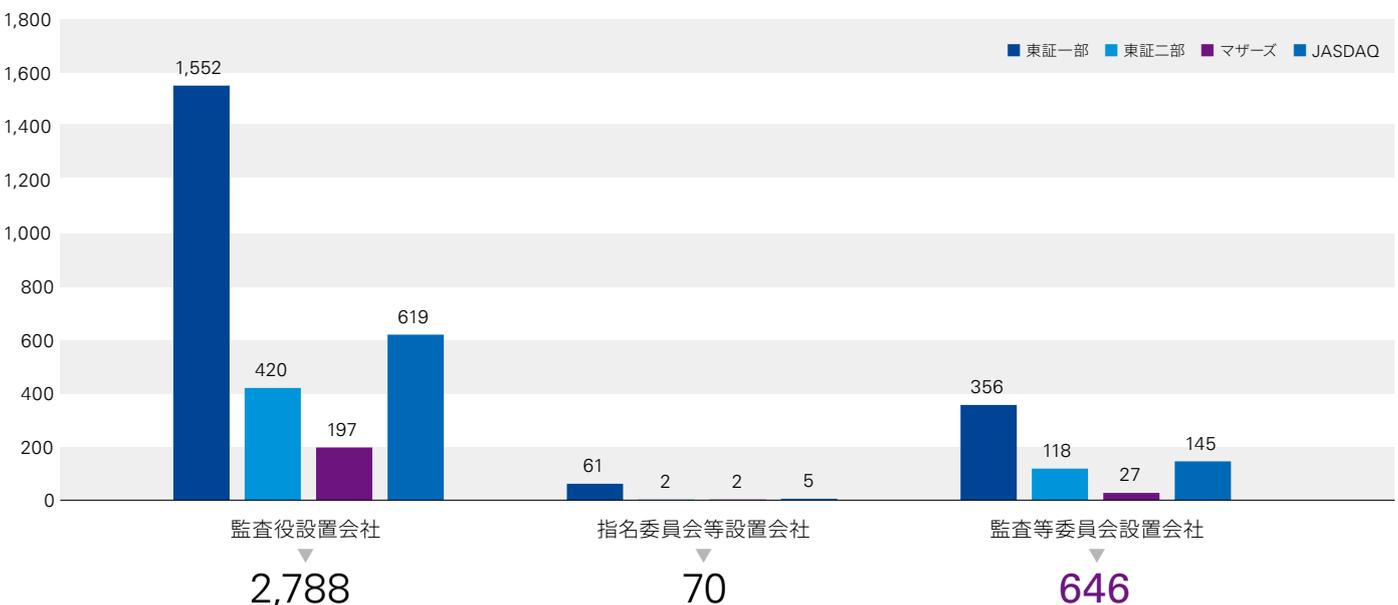
こうしたことから、任意の指名諮問委員会、報酬諮問委員会を設置する企業も増えています。2016年7月末には、2014年と比べ、任意の指名諮問委員会を設置する上場企業は53社から515社へ、任意の報酬諮問委員会を設置する上場企業は130社から587社へと、大きく増加しています（図11）。ただし、指名委員会等設置会社における指名委員会、報酬委員会とは異なり、あくまで任意の諮問委員会であることから、その役割、構成員、活動状況はさまざま、透明性の欠如が問題視されることがあります。また、任意の諮問委員会を設置する場合には、その役割・構成や内容を積極的に開示する等、透明性を確保することを検討すべきと考えられます。

■ 図11 任意の諮問委員会設置状況



出典：2014年データは、東京証券取引所上場部「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015」（2016年3月）62頁。2016年7月末データは、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

■ 図10 上場企業による各機関設計の選択状況（2016年7月末現在）



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

III. コーポレートガバナンス体制の あり方

POINT

- ≫ コーポレートガバナンス・コードによる「形の改革」を効果的に発揮させるためには、取締役会の役割を見直す必要がある。
- ≫ 取締役会活性化のための「運用の改革」を行った上で、取締役・経営陣幹部の指名・選任プロセスの透明性の確保、次世代経営者の育成等の「人材の改革」を行うことが必要である。
- ≫ 自社の事業、身の丈にあった改革を着実に進めるために必要なことは、「目指す姿の明確化」と「進捗管理と継続的な改善」であり、そのための具体的な手法が「取締役会の実効性評価」である。

1 日本企業の コーポレートガバナンス改革の潮流

ガバナンス改革元年の成果と課題

「II.ダブルコードによって何が変わったか」で示したとおり、コーポレートガバナンス・コードにより、独立社外取締役の選任の増加、監査等委員会設置会社への移行、任意の諮問委員会の設置など、一定の成果がみられました。これらは、平成26年改正会社法およびコーポレートガバナンス・コードへの直接的な対応で、外形的な変化を伴うものといえます。

監査役会設置会社から監査等委員会設置会社や指名委員会等設置会社への機関設計の変更は、その検討および手続を考へても大変な労力・コストを伴うものであり、企業からすれば非常に大きな意思決定です。まずは改革の意思を「形」で示していることを評価すべきであり、改革元年は想定どおりのスタートを順調に切ったとも考えられます。

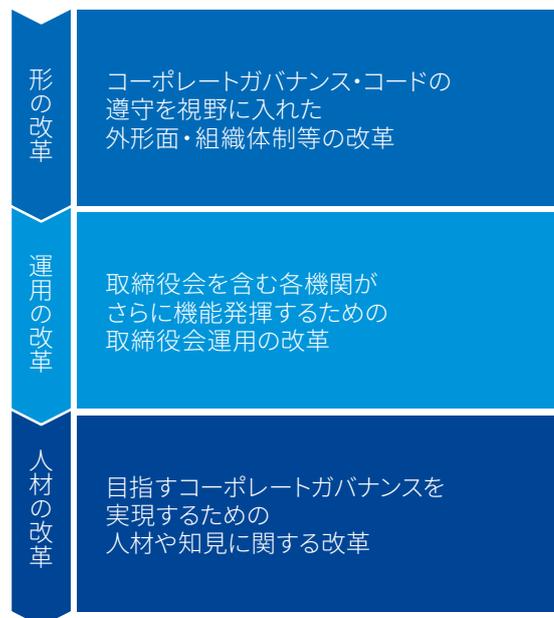
一方で、過去の企業不祥事の例で明らかのように、機関設計がいかに立派でもその「運用」が形骸化していた例は枚挙に暇がありません。日本企業におけるコーポレートガバナンス改革は、いまだ緒に就いた段階であり、多くの課題を有していると考えられます。

日本企業が向かうべき「改革の方向性」とは

規制と安定的な経営を前提とした日本企業のコーポレートガバナンスが、真に企業価値向上を実現するための仕組みとして機能するためには、どのような改革を行っていくべきでしょうか。

第1段階の「形の改革」を継続的に順調に進捗させつつ、2年度目以降は「運用の改革」「人材の改革」といった次の段階に移行していくべきと考えられます。「形の改革」は前述のとおり、機関設計や社外取締役の増員といった外形面での改革を指しますが、その運用や仕組みを支える取締役人材を適切に確保しなければ、期待した機能を発揮できません。「形の改革」の成果を効果的に機能させるため、取締役会等の機関の運用や取締役人材の確保・育成についても、外形に見合った取組みが必要となります。

■ 図12
「形の改革」から「運用の改革」「人材の改革」へ



「運用の改革」

機関設計の変更や、独立社外取締役の増員などの「形の改革」の実効性を高めるためには、「運用の改革」が不可欠です。

取締役会の「運用」を何ら変えないまま、独立社外取締役を増やしてもその効果を十分に得ることはできません。独立社外取締役の知見を真の意味で戦略立案に活かし、社外・社内を問わず取締役会で活発に議論するためには、まずは取締役会で議論すべき事項を明確にし、個別の業務執行については執行側に委任することも一案です。いわゆる「モニタリングモデル」の取締役会(付録36頁参照)で議論すべき事項は、企業理念、戦略、中期経営計画等が一般的となります。

また、社外取締役に対して議案に関する情報提供を事前に、かつ十分に行う点も重要なポイントとなります。単に事前に資料を回付するだけでなく、より早い段階から多くの時間をかけて社外取締役に議案内容の説明を行う企業もかなり増えてきています。

取締役会の議事進行は、すでに実質的に社内決定された事項を決裁することを目的に進めるのではなく、「執行側で議論を尽くし

た上でベストな選択をしているか」「議案採決によるリスクは許容可能と判断できるか」などを取締役会で活発に議論するような進行が求められます。独立社外取締役には、企業価値を最大化する使命を負い、ときには執行の後押しをするような発言も求められます。これに対し社内取締役には、独立社外取締役の意見を企業価値向上のために受け入れることができるか、事業実態に即した実現可能性があるかを見極め、場合によっては反対意見を述べることも求められます。

「人材の改革」

「コーポレートガバナンスの良否を決めるのは、結局は人材の良否にある」。これは多くの優れた経営者から共通して聞かれる言葉です。これは「良い人材さえいれば、良いコーポレートガバナンスが実現する」という意味ではなく、前述の「形の改革」および「運用の改革」という取組みがあり、その取組みを実際に動かす人材を確保することで、コーポレートガバナンス改革の効果が最大化されることを意図しています。

■ 図13 「運用の改革」の具体例



取締役会の審議の質の向上

- ・議案の絞り込み、より重要な議案への時間の投入
- ・説明や審議におけるポイントの見直し、明確化



社外取締役の意見の活用

- ・議案等に関する事前説明の充実
- ・取締役会の審議の場以外での情報共有機会の充実

■ 図14 人材の改革に必要な施策

取締役会に必要な知見と取締役に期待される役割の定義

期待役割を果たすための情報共有、トレーニング等

指名・選任プロセスの見直し、再確認

社外取締役候補の探索方法の見直し、再確認

社内経営層幹部候補者の育成

取締役会における「人材」を考える上で、日本企業共通の課題として挙げられるのが、取締役・経営陣幹部の指名・選任プロセスです。特に、後継社長の指名を実質的に現任社長の専権事項としている企業も多く、コーポレートガバナンスの根幹をなす経営者の選任は最も重要な意思決定であるにもかかわらず、そのプロセスが不透明であることに疑問を呈する意見も聞かれます。併せて、適切な業績等の評価に基づき経営者を解任できる仕組みについて整えていくことも求められます。また、退任した前社長や会長等が、顧問や相談役といった非取締役の立場で、インフォーマルに社長人事に影響力を行使しているのではないかとの疑問が呈されることもあります。

これに対し、監査役会設置会社においても、任意の指名・報酬諮問委員会が各取締役の指名や報酬の案を起案し、取締役会に答申するという機能を担う事例が増えてきました。しかしながら、ここでも諮問委員会の構成等によっては、プロセスの客観性を確保できない場合もあり得ます。人事の問題を完全に透明化することは難しいとはいえ、諮問委員会における独立社外取締役の権限を強化するなど、経営陣からの独立性・客観性を確保するための「運用」

の工夫が必要と考えられます。

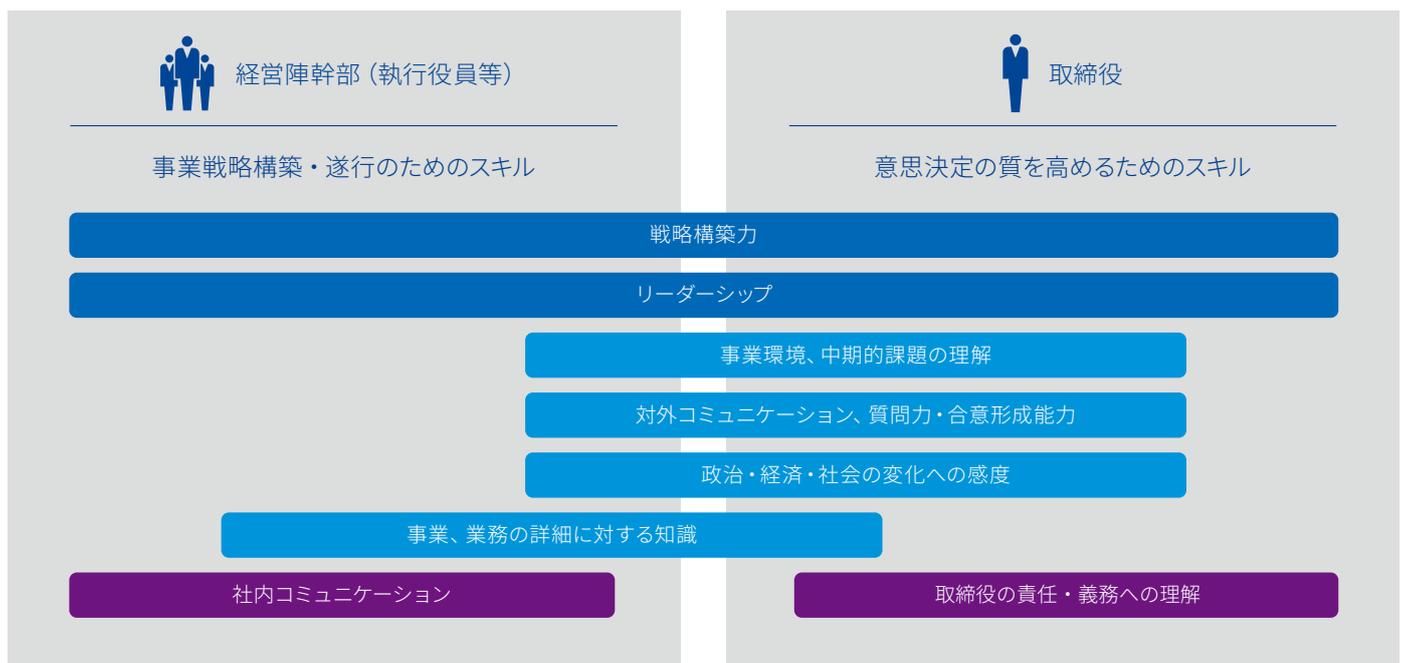
次に、取締役の人材確保・育成を考えた場合、「社外取締役候補の探索」「取締役のトレーニング」「次世代経営層の育成」といった論点があります。

取締役会の実効性を確保するためには、取締役会メンバーの資質のバランスや多様性を充実させることが前提となります。したがって、まずは取締役会メンバーの資質を全体でのポートフォリオで捉え、足りない知見や、より深めるべき知見の領域を明らかにすることが必要となります。

一般に、執行部門の責任者である執行役員と、経営全体の監督を担う取締役では、必要となる知見の領域が異なります。このことを踏まえると、少なくとも執行役員から取締役にその役割・職責が変わる際には、一定の知見の習得・トレーニングが必要であることは明らかです。また取締役会に求められる知見の領域を広くカバーできるような人材を早期に選抜・育成することが、次世代経営層・次世代取締役を育成するための戦略ともなり得ます。

そのためには、全社（海外を含む）における幹部候補者の人材ポートフォリオの把握・管理（いわゆるタレントマネジメント）が重要と

■ 図15 取締役に求められる知見とは（一例）



なります。

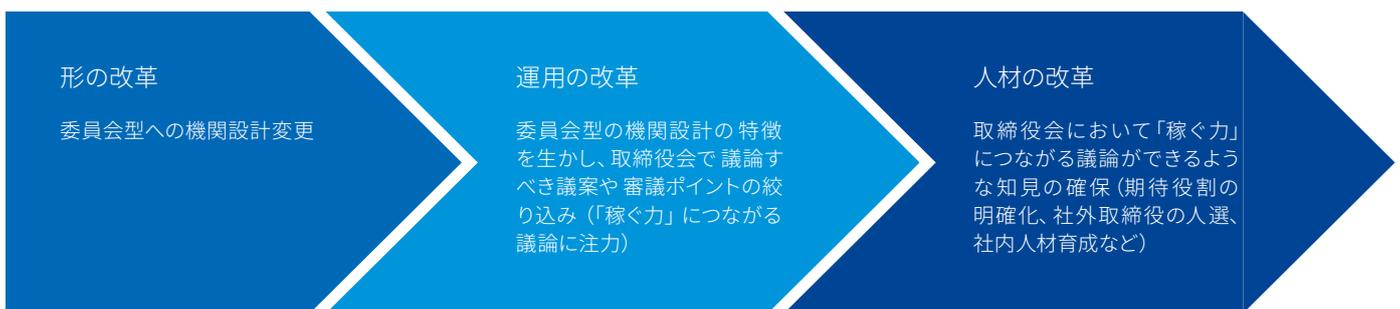
また、特に社外取締役候補の選定にあたっては、社外取締役に
対する「期待役割」を明確にする必要があります。企業価値を高め
「稼ぐ力」を後押しする役割を期待するのであれば、企業経営経験
者が相応しいかもしれません。また法務・会計などの専門知識を
もってリスクの吟味や牽制を期待するのであれば、弁護士・公認会
計士といった専門職が必要となります。「期待役割」から候補を選
定するためには、限られた人脈だけでは候補者を十分に探索でき
ない可能性があるため、例えばエグゼクティブサーチのようなコン
サルティングサービスを活用する企業も増えることが想定されま
す。

取締役のトレーニングについては、新任取締役に對し、取締役とし
ての法的責任などの基礎知識についての座学による講義・研修な
どがよく行われます。一方、前述の「取締役会として必要な知見」
に照らして、自社のビジネスに関する知見を充足すべしとの考えか
ら、工場・店舗や海外拠点の視察を行う企業も多くみられます。

優秀な人材を内外から確保するためには、役員報酬等による経営
者を含む業務執行者のインセンティブを付与することが重要となっ
てきます。日本では固定報酬の割合が高く、前述のとおり、コー
ポレートガバナンス・コードが示す役員の業績連動報酬のための取
組みは顕著には進んでいませんが、税務上の取扱いの明確化等導
入の円滑化に向けた取組みも進展しており、さらなる検討が必要
であると考えられます。

コーポレートガバナンスについて制度・仕組みの「形」の議論が先
行していますが、以上のとおり、その成否の鍵は取締役人材の確
保・育成にあります。「人材の改革」を進めることが、コーポレートガ
バナンス改革の大きな成功要因と考えられます。

■ 図16 形の改革・運用の改革・人材の改革の施策展開例



2 持続的な機能向上のための 取締役会実効性評価

着実な改革の推進に向けて

ここまで見てきたとおり、コーポレートガバナンス改革は「形の改革」から「運用の改革」「人材の改革」に向かう中期的な取組みの最中にあります。自社の事業、身の丈にあった改革を着実に進めるために必要なことは、「目指す姿の明確化」と「進捗管理と継続的な改善」です。そのための具体的な手法の1つと位置付けられるのが、コーポレートガバナンス・コードの補充原則4-11③の「取締役会実効性評価」です。

取締役会評価の目的と「実効性」の意味

コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会全体としての実効性を分析・評価し、その機能の向上を図ること、および毎年その分析・評価の結果を開示することが、次のように記述され、求められています。

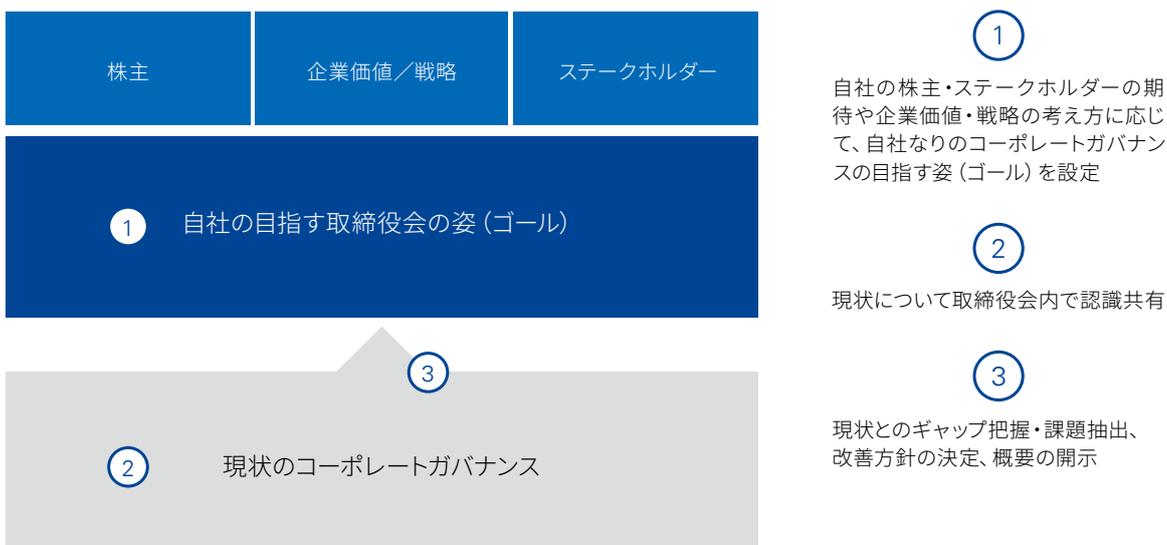
補充原則 4-11③

取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

取締役会の「実効性」とは何をもって評価されるべきなのか。それを理解するためには、取締役会実効性評価の目的を考える必要があります。

日本においては、一般的に「評価」というと「客観的な水準に照らして合格しているか」「100点満点で何点か」といった、客観的に良い評価を得ることが目的であるかのように語られることがよくあります。しかし、取締役会実効性評価においては、このような考え方は馴染まないと考えられます。なぜならば、取締役会に求められる役割や目指す姿は、各企業の事業環境、事業戦略、投資家の期待等によって異なってしかるべきものであり、「客観的な水準」を一律

■ 図17 取締役会実効性評価のアプローチ



に設定する意味がないからです。もっとも、コーポレートガバナンス・コードは一定の方向性を示す指針ですが、中期的な企業価値向上のために取締役会が果たすべき具体的な役割は、企業によってそれぞれに定められるべきと考えられます。

取締役会実効性評価は、企業価値向上に向けて自社の取締役会が目指す姿と現状とのギャップから課題を抽出し、改善の方向性を見定めることを目的とすべきです。そして「実効性」の評価にあたっては、「自社の取締役会が目指している姿が実現できていること」を評価基準とすべきと考えられます。

取締役会評価の実務

「自社の取締役会の目指す姿の実現状況」を基準に評価を行うとしても、具体的にどのような観点・評価項目で評価すべきでしょうか。日本において取締役会実効性評価はこれまでほとんど行われてこなかったため、国内に参考となる事例が乏しく、海外事例を参

考とすることが評価の実務を知る近道といえます。

KPMGでは英国をはじめとする海外事例をもとに、日本のコーポレートガバナンス・コードの趣旨も踏まえた評価観点・評価項目を、[図18](#)のように整理しています。これらの評価観点・評価項目ごとに、自社の「目指す姿」を定義し、それを基準として現時点の達成度合を評価します。

評価方法としては、取締役に対する「アンケート」や「インタビュー」を行うことが一般的です。コーポレートガバナンスという複雑でさまざまな要素が関係する事項について評価を行うには、アンケートでは十分な情報が得られないことから、取締役に対するインタビューを併用することが有効と考えられます。

評価範囲については、あくまで「取締役会」の実効性評価であり、評価対象は取締役会となります。しかしながら日本企業のコーポレートガバナンスは、監査役会や執行における会議体（経営会議等）が関与し合って機能を発揮している傾向があり、取締役会の実効性評価においても取締役だけを情報源として評価を行うことは

■ 図18 評価観点と主な論点

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	経営幹部の専任・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、任意の委員会の設置・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

出典：KPMG Insight 2015年9月号「コーポレートガバナンス・コードが求める『取締役会評価』とは」

適切ではないと考えられます。監査役・監査役会や、主要な執行役員等にも意見を聞き、取締役会が期待される機能を果たしているかを評価すべきと考えられます。

取締役会実効性評価の目的は、企業価値向上に向けて自社の取締役会が目指す姿と現状とのギャップから課題を抽出し、改善の方向性を見定めることであり、単に実効性の有無を評価するだけでなく、課題を抽出して改善の方向性を検討しなければなりません。「運用の改革」「人材の改革」に関する課題を洗い出し、改革を進めるきっかけとすることが望まれます。

前述のとおり、客観的評価基準がないことから考えても、社外の第三者が評価主体となるような「第三者評価」は必ずしも必要ではなく、自己評価が中心となります。ただし、より客観的に現状を評価し、課題に対する改善策を幅広く検討するために、外部の意見を取り入れることは非常に有用です。独立社外取締役がその役目を担う例も多くみられますが、独立社外取締役自身も評価対象であることを考えると、数年に1度は専門家の助言を得るという運用が考えられます（英国の制度では、少なくとも3年に1度は外部専門家に関与させることが推奨されています）。

取締役会評価結果の概要の開示

2016年6月に定時株主総会を実施した企業は、コーポレートガバナンス報告書を更新しており、その時点で取締役会実効性評価の結果の概要を初めて開示した企業が多くみられました。補充原則4-11③は、前述のとおり、適用初年度において「実施率」（エクस्पラインしていない割合）が低い原則の1つでしたが、この時点でコンプライした社数は急増しています。

しかしながらその開示内容を見ると、必ずしもコードの趣旨を十分に考慮した評価となっていない例も散見されます。例えば、以下のような開示が見られます。

- 「評価を行うこととしている」「今後評価を行う」といった宣言のみで、評価結果を開示していない例
- 評価の基準・方法や検出された課題について言及せず、単に「実効性に疑義はない」とのみ宣言している例
- 「取締役会の議論が活発に行われている」など、非常に低いレベルの基準をクリアしていることを根拠として「実効性あり」と評価している例
- 財務報告の適正性に関する内部統制評価や会計監査等、他の制度において他の目的で行われた「経営者評価」などを根拠として、「実効性あり」と評価している例

コンプライ・オア・エクस्पラインの制度上、必ずしもコンプライの要件は厳密に定められていないものの、上記のような例においては、企業価値向上のために取締役会が自ら目指す姿に向かって改善を進めているか判断できず、「コンプライ」というにはやや不足感があるといえます。

日本における取締役会実効性評価の実務はこれから定着していくと考えられますが、今後、「形」だけの評価・開示となっていないか、目的に合致した評価が実現できているかという観点でも、各社の開示内容は比較されていくべきと考えられます。

ストーリーのある開示へ

取締役会実効性評価は、自社が目指す取締役会運営がどの程度実現できているかを自己評価し、改善の方向性を見定めることが目的であることはすでに述べました。一方で評価結果の概要を開示するということは、株主・投資家に対し、企業価値向上（期待収益の実現）に向けて取締役会がいかにか活動しているかをアピールする仕組みでもありと考えられます。

ある日本の金融機関の開示においては、単に評価結果や評価手法だけでなく、コーポレートガバナンスに関するこれまでの取り組みの歴史・経緯から示した例が見られます。現時点を切り取った評価・取組みの開示だけでなく、過去からの取組みと現時点の評価との関係や将来に向けた方向性が時系列のストーリーで語られており、同社のコーポレートガバナンスがいかにか成長し、中長期的な企業価値向上につながっていくかが説得力をもって説明されています。この例は、単にコンプライするためだけに評価・開示を行っているのではなく、株主・投資家をはじめとするステークホルダーに対し、自社のコーポレートガバナンスを「ストーリー」で分かりやすくアピールしている好事例といえます。

いずれの企業においても、取締役は非常に多忙で、年に1回の実効性評価に費やす時間が必ずしも潤沢にあるわけではありません。限られた時間、労力、コストをかけて評価を行うことから、開示もより分かりやすく、自社のコーポレートガバナンスを正しくアピールできるものとすべきです。そのためには、評価をしっかりと行うことと、自社のコーポレートガバナンスの「ストーリー」と関連付けて評価結果を開示することが非常に重要といえます。

IV.

投資家との対話と 企業開示のあり方

POINT

- 》企業と投資家とで「企業価値」の認識に乖離がみられる中、企業価値向上に資する対話のあり方として、自社の企業価値に関する分析や、財務的価値との関連性を意識した非財務的価値に関する開示の強化が重要である。
- 》投資家によるマネジメントに対する信任は株主総会の議決権として表れるため、取締役会が果たす役割は多く、企業価値向上を実現するための土台として、コーポレートガバナンスのあり方が問われている。
- 》現状のコーポレートガバナンス報告書での開示はひな型的な記述が多く見受けられ、「コンプライ」の質や「エクスプレイン」の内容の具体性が乏しいなど、問題点が指摘されている。

1 — 対話の目的と必要とされる視点

対話の目的

コーポレートガバナンス・コードは「その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである」と謳っています。日本版スチュワードシップ・コードにも、「当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す」ことが「建設的な対話」の目的であると記載されています。すなわち、対話は企業価値の向上を目的に行うことが求められているのです。

企業と機関投資家間の企業価値の認識の乖離

しかしながら、日本のコーポレートガバナンスに満足している国内外の機関投資家はわずか23%であるという調査結果*が示すとおり、機関投資家は日本のコーポレートガバナンスを現状は評価していないことが分かります。機関投資家がコーポレートガバナンスに期待するのは、リターン、すなわち企業価値向上です。この調査結果が示唆することは、機関投資家は、日本のコーポレートガバナンス改革は企業価値向上、つまりリターンを上げることにつながれていないと、現状では判断しているということです。これは、そもそも企業価値の目線について、日本企業と機関投資家との間で乖離が存在しているからであると考えられます。

* エーザイCFO・早稲田大学大学院会計研究科兼任講師 柳 良平氏調査 (2015年度)

この乖離は2つの点で生じていると考察されます。

1点目は、企業価値それ自体の定義です。日本企業にとっての企業価値の定義は一様ではなく、企業によって、それは株主を含むあらゆるステークホルダーに対して提供する付加価値の総和を示すことがあります。そ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、時として投資家の理解を得ることができません(機関投資家の企業価値の定義は付録37頁参照)。

2点目は、日本企業はそもそも投資家の期待値を定量的に把握できていないという点、もしくは把握しているとしても、企業側が認識している期待値と実際の投資家の期待値の水準が異なっているという点です。ここでいう期待値とは企業にとっての株主資本コスト、投資家にとっての期待収益率を指します(株主資本コストについて付録38頁参照)。

これらの点で認識の乖離が存在している以上、対話が企業価値向上に資するのは現状では難しいと考えられます。

投資家目線を経営に取り入れる

対話は企業価値向上に資することが求められていますが、長期目線の投資家にとっての企業価値は「将来キャッシュフローの割引現在価値」がベースにあるため、フリーキャッシュフローの創出力が高まるか、株主資本コストが下がらない限り、企業価値は向上しないこととなります。さらにいえば、投資家の期待収益率である株主資本コストを上回るリターンを上げなければ投資家にとっての企業価値が向上したとはいえません。

長期投資家は企業の将来見通しを詳細に分析し自らが設定する期待収益率を上回るリターンを上げると期待される企業に投資します。そのような投資家の期待が市場参加者のコンセンサスとして中長期的に株価に織り込まれることによって、帳簿価額以上の価値が株価に反映されると考えられます。(図19)。

コーポレートガバナンス・コードは「第5章 株主との対話」の基本原則5の「考え方」において、下記のとおり謳っています。

上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講じることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。(中略) 経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

この言葉が示唆することは、マネジメントは投資家目線を経営に取り入れることにより、フリーキャッシュフローの創出力を高めるための「気付き」が得られる可能性があるということです。

投資家はマネジメントほど当該企業について詳細に理解しているわけではありません。しかしながら、同業種や関連する企業を投資対象として調査・取材する中で、マネジメントとは異なる視点で業界動向や個社別の優位性を把握している可能性があります。

グローバルに投資する機関投資家であれば、グローバル同業他社との比較において、各企業が置かれているポジションについて詳細に分析しています。

IV. マネジメントはそれら投資家と対話をすることによって、自身の経営戦略の評価やグローバルな競争環境における自社の位置付けについて重要な示唆が得られるはずですが、また、同業他社の事業戦略や財務戦略の考え方について、その投資家なりの解釈についてディスカッションの機会が得られる可能性もあります。一方で、投資家は経営のアドバイザーではありません。投資家との対話を自社の経営に活かそうとしても、マネジメントの対話力そのものが高まらなければ、投資家も一方的な取材に終始するでしょう。

企業価値の可視化とガバナンス体制

対話力を高めるためには、自社の事業戦略・財務戦略といった経営の軸を明確に持つことが必要不可欠ですが、現在の株価(市場評価)に対する冷静な分析も必要です。株価が短期的に変動しやすいことは事実ですが、中長期的には、株価は企業の価値を反映すると考えられます。

現在の市場評価がどのような前提に基づいて形成されているのかを自社なりに分析した上で、投資家との対話に臨むことにより、対話もより具体的なものに発展していくと期待されます。そのためには企業価値を構成する要素(バリュードライバー)を視覚化し、どの要素が企業価値向上に寄与するのかを特定していくことが肝要です。

これらの取組みは、投資家の期待を定性面のみならず、定量的に把握することにもつながります。投資家の期待を定量的に把握した上で対話を繰り返すことができれば、企業と投資家の企業価値の目標の乖離も次第に縮小していくと考えられます。

ただしこれらの取組みは、CEOやCFOが単独で取り組むだけでは効果的ではなく、取締役会としてその意義を共有した上で展開されることが重要です。投資家がコーポレートガバナンスに期待するのは企業価値向上(リターン)であり、取締役会が企業価値向上の視点で運営されなければ、投資家も評価しないでしょう。

投資家の期待を定量的に把握し投資家との対話に活かすということは、取締役会において、株主資本コストについて認識を共有し、それを踏まえた適切なハードルレートを設定、リスクを十分に勘案しながら投資を加速しリターンを高めるといふ、リスクテイクの姿勢が求められているということです。独立社外取締役の導入や機関設計変更といったコーポレートガバナンス改革を考える上でも、この観点が必要不可欠と考えられます。

統合報告を活用した非財務的価値の開示

対話を実りのあるものにするためには、成長戦略や資本効率、財務戦略を踏まえた上で、非財務的価値について、財務的な価値との関連性を意識した開示を強化する取組みが重要です。長期目線の機関投資家にとっての企業価値は「将来フリーキャッシュフローの割引現在価値」であるのは事実ですが、フリーキャッシュフローを創出する資本は必ずしも財務的な要素に留まりません。経営は、人的資本や社会的資本といったあらゆる資本を活用して価値を生み出しています。

それらの資本は、単体では定量化に馴染まないものも多いのが事実ですが、経営活動の過程の中で価値創造部分として、市場価値(株価)に次第に反映されていきます。統合報告(コラム29頁および付録44頁参照)は必ずしも投資家のみを報告対象とするものではありませんが、それでも今後、統合報告を通じて、企業と投資家の対話が促進することは、中長期的に投資家の企業に対する信頼を高め、株主資本コストの低減を通じて、企業価値向上に寄与していくと考えられます。

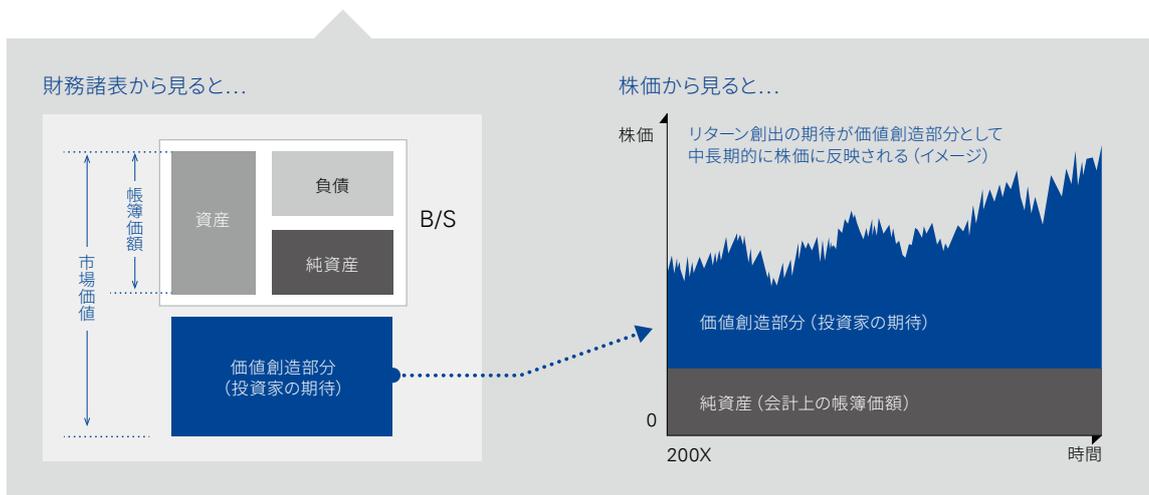
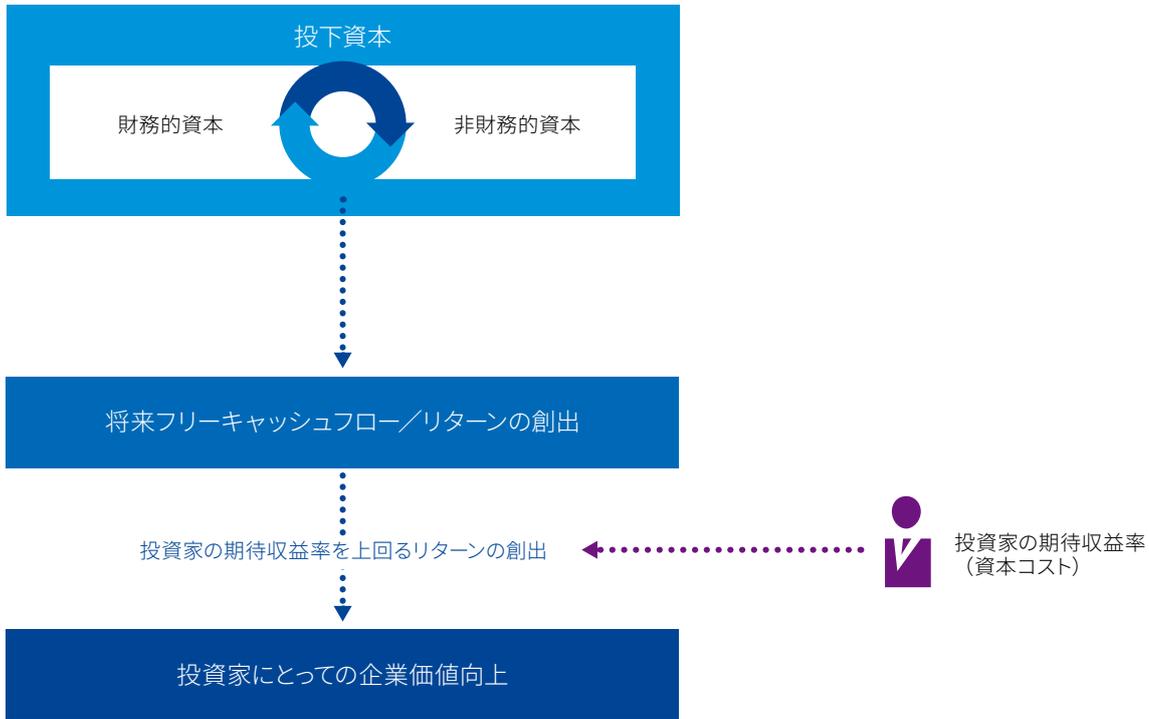
今後、非財務情報開示やその活用手法の検討が広く進んでくれば、これと併せて投資家の意思決定に資する開示がより進んでいくことでしょう。

企業価値向上を実現するためのガバナンス

対話とは企業が投資家に迎合することではありません。対話とは企業と投資家とが、緊張と協調を通じて、企業価値向上に資する取組みです。投資家からの成長資金の供給(投資)は対話が結実した時に行われ、投資後のマネジメントに対する信頼は株主総会の議決権として表れます。

その意味で、対話において取締役会が果たす役割は大きく、企業価値向上を実現するための土台として、コーポレートガバナンスのあり方が問われていると考えられます。

■ 図19 資本コストと企業価値向上



2 コーポレートガバナンス・コードに基づく開示のあり方

コーポレート・ガバナンス報告書での開示

コーポレートガバナンス・コードでは、コンプライ・オア・エクスプレインの手法が採用されており、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ことが求められています。コーポレートガバナンス報告書では、当該事項を「I コーポレート・ガバナンス基本的な考え方および資本構成、企業属性その他の基本情報」に記載することになります。

また、コードにより開示が求められている11の原則(図20)も、当該箇所に記載することが求められ、説明を行うべきとする6つの原則(図21)についても、記載することができるとされています。

コーポレートガバナンス・コードでは、ひな型的な記述や具体性を欠く記述を避け、利用者にとって付加価値の高い記載となるようにすべきである(補充原則3-1①)として、利用者にとって有益な記載になるように取締役会の積極的な関与を求めています。しかし、実際のコーポレートガバナンス報告書における現状の開示では、各企業の「コンプライ」の質がわからず、「コンプライ」している原則について実際にどの程度実施できているのか判断ができない、実施できていないとして「エクスプレイン」されている内容に、具体性が乏しく納得できないものが多いなど、問題点が指摘されています。

また、ガバナンスの仕組みや取組みがいかに企業価値向上を促すかという視点で開示されておらず、結果的にひな型的な記述となっているものが多く見受けられます。

コーポレートガバナンス・コードは基本原則3において、株主との建設的な対話を行う上での基盤となることを踏まえて、取締役会に対して、

基本原則3 前段

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

とし、開示・提供される情報が正確で利用者にとって分りやすく、情報として有用性の高いものとなることを求めています。

こうした趣旨を踏まえ、コーポレートガバナンス報告書とは別に、コーポレートガバナンスに関する指針やポリシーを別途策定し、開示する企業も徐々に増えています。これらの企業はコーポレートガバナンス・コードにおいてコンプライ・オア・エクスプレインが求

められる項目に留まらず、企業理念や中長期的な企業価値向上に対する経営のスタンス、ステークホルダーとの関係などについて開示しています。長期に投資しようとする投資家にとって、例えば企業における企業理念の浸透度合いを量る上で、このような開示を評価する動きもあります。

コーポレートガバナンス・コードに基づく独自性のある開示に関する取組みが今後さらに進展すれば、投資家と企業との建設的な対話のあり方も、より実のあるものへと発展していくと考えられます。

政策保有株式に関する開示

ひな型的な記述や具体性を欠く記述の例示としては、前述した、コード原則4-11③の取締役会全体の実効性についての分析・評価およびその結果の開示のほか、原則1-4の、いわゆる政策保有株式に係る保有方針および議決権行使の基準の開示があります。

原則1-4

上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

実際の開示例をみると、取引先や事業提携先との関係構築・維持・強化等を総合的に勘案し、企業価値向上に資すると判断する場合に政策保有株式を保有するなど、抽象的な開示内容にとどまっており、議決権行使の基準についても、実質的な内容を伴う基準が開示されていない場合がみられます。

多くの機関投資家は、政策保有株式の継続を前提としてコンプライ・オア・エクスプレインするのではなく、保有する合理性それ自体がないと考えています*。政策保有株式の問題は資本効率に対する企業と投資家との認識の差とも取れます。その保有意義を資本効率の観点からどう考えるのかも含め、開示内容の充実や投資家との対話を通じた共通理解を深めていくことが求められています(付録43頁参照)。

* 投資家フォーラム「第1・第2回会合報告書」別添資料「政策保有株式に関する意見」(2015年9月11日)

■ 図20 コーポレートガバナンス・コードで開示が求められている11の原則

原則	開示項目
原則1-4	<ul style="list-style-type: none"> 政策保有株式に係る保有方針 政策保有株式に係る議決権行使の基準
原則1-7	<ul style="list-style-type: none"> 関連当事者間の取引を行う場合の手続の枠組み
原則3-1	<ul style="list-style-type: none"> 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 取締役会による経営陣幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続 取締役会による経営陣幹部の選任と取締役・監査役候補の指名方針と手続、個々の選任・指名についての説明
補充原則4-1①	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会による経営陣に対する委任の範囲
原則4-8 後段	<ul style="list-style-type: none"> 自主的な判断により少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任するための取組み方針
原則4-9	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会が策定する独立社外取締役の独立性判断基準
補充原則4-11①	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会による取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性および規模に関する考え方(取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示)
補充原則4-11②	<ul style="list-style-type: none"> 取締役・監査役の上場会社の役員の兼務状況(毎年)
補充原則4-11③	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会全体の実効性についての分析・評価およびその結果の概要
補充原則4-14②	<ul style="list-style-type: none"> 取締役・監査役に対するトレーニングの方針
原則5-1	<ul style="list-style-type: none"> 取締役会による株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針

出典：コーポレートガバナンス・コードに基づき、KPMG作成

■ 図21 コーポレートガバナンス・コードで説明が求められている6つの原則

原則	開示項目
原則1-3	<ul style="list-style-type: none"> 資本政策の基本的な方針
原則1-4	<ul style="list-style-type: none"> 主要な政策保有株式の保有のねらい・合理性(毎年)
原則1-5	<ul style="list-style-type: none"> 買収防衛策の導入・運用
原則1-6	<ul style="list-style-type: none"> 株主の利益を害する可能性のある資本政策
補充原則4-1②	<ul style="list-style-type: none"> 中期経営計画の進捗状況
原則5-2	<ul style="list-style-type: none"> 経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっての 収益計画や資本政策の基本的な方針と目標の提示 その実現のための経営資源の配分等に関する具体的な実行策

出典：コーポレートガバナンス・コードに基づき、KPMG作成

V.

対話環境の整備に関する 議論の動向

POINT

- 》建設的な対話に資する企業情報開示のため、中長期的な企業価値の評価に資する情報開示の充実や効率的・効果的な情報開示の実現が課題となっている。
- 》日本の株主総会プロセスにおける対話期間が、諸外国と比較して十分に確保されていない現状に鑑み、対話期間の確保を目的として、早期ウェブ開示や議決権行使プラットフォームの活用など、株主総会プロセスの電子化に取り組む企業が増加している。同プロセスにおいて対話支援産業が果たす役割にも注目が高まっている。
- 》対話期間を諸外国並みに確保するためには、株主総会関連日程の適切な設定、すなわち、株主総会基準日の柔軟化は避けては通ることができない論点であり、企業・投資家・対話支援産業が一体となって取組みを進展させる必要がある。



1 建設的な対話促進のための 企業情報開示

企業が稼ぐ力を高め、持続的に企業価値を向上させるためには、企業と投資家・株主が、ともに中長期的な成長に向けて価値を創造する関係にあることを念頭に置いて、建設的な対話を行うことが重要です。こうした観点から、企業の情報開示、株主総会プロセス等を取り巻く諸制度や実務を横断的に見直そうとする動きがあります。

我が国特有の企業情報開示

企業情報開示を巡っては、我が国特有といわれる、会社法および金融商品取引法による二重開示規制による法定開示や、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という課題があります。すなわち、年度開示において似たような情報が微妙に異なる形で複数求められていることは、作成者にとっての重複感、負担感だけでなく、利用者にとってもそれぞれの開示資料を確認する負担感があること、あるいは重複する情報が適切に利用されていないという問題があります。企業の負担については、複数の書類を短期間で作成する作業のみならず、それぞれのチェックにも多大な時間とエネルギーを要することとなります。

海外の開示制度に目をむけると、金融商品取引法、会社法および取引所規則といった3つの制度開示が併存しているのは日本だけであり、米国および欧州（英国、独国、仏国）等の諸国では、3つの制度開示が併存していることはありません。

また、監査制度についても、日本では会社法と金融商品取引法の監査が要請されるのに対し、米国および欧州（英国、独国、仏国）では、証券取引所法または会社法による監査に一本化されています。

対話プロセス改善のための企業情報開示

他方、投資家は、中長期的な企業価値を評価するために必要な情報の充実や、より効果的な開示方法の検討を提案しています。企業のビジョンや経営方針、戦略やガバナンス等が、企業の成果や財政状況、持続的な価値創造といかに結びつくのかを統合的に理解できるような情報開示の重要性が指摘されています。

企業情報開示のあり方の基本思想に照らして質の高い対話につながる企業情報開示を実現するには、それを可能とする環境整備が不可欠であり、高い水準の情報開示が対話の質を高め、質の高い対話が情報開示の充実を促すという相互に高め合う関係にあること（図22）から、対話プロセス全体を総合的に評価する視点が必要となります。

■ 図22 情報開示と対話との関係



高い水準の情報開示が対話の質を高め、質の高い対話が情報開示の充実を促す（相互作用、相乗効果がある）

対話プロセス全体を総合的に
評価する視点が必要

出典：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」（2015年4月23日）に基づきKPMG作成

統合的な開示のための基本的な設計思想

このような点を踏まえ、経済産業省が立ち上げた「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」は、2015年4月に報告書を公表しました。本報告書は、企業と投資家が質の高い対話を通じて相互理解を深め、中長期的な企業価値創造を行うための環境づくりを提言するものです。ここでの「対話」とは、企業の情報開示をベースとしたプロセスや年間を通じた継続的なやりとり、それらを通じた情報開示に対するフィードバック等、企業と投資家の直接・間接の幅広いコミュニケーション全体を視野に入れたものとなっています。

報告書では、投資家にとって有用な情報をより効果的かつ効率的に提供するため、金融商品取引法、会社法、取引所規則に基づく制度開示や任意開示を、企業が統合的に行うための方策が提案されています。そのための基本的な設計思想（アーキテクチャー）として、「モジュール型開示システム」という考え方が示されました。

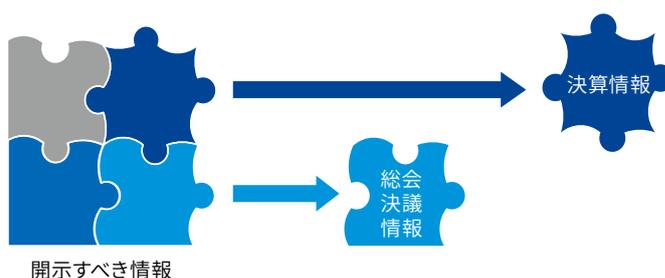
「モジュール型開示システム」とは、あるべき姿として開示すべき情報の全体像（一体的・統合的な企業報告の全体）を認識したうえで、そこから投資家にとって必要な情報の「モジュール（まとまった構成要素）」を切り出し、適切なタイミングで提供するという設計思想です（図23）。

企業情報開示の今後

2016年6月に閣議決定された成長戦略では、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み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、後述する株主総会プロセス電子化等を着実に進めていくとしています。

企業の情報開示については、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年前半を目途として、国際的に見て最も実効的・効率的な開示の実現、および株主総会日程・基準日の合理的な設定のための環境整備を目指すとしています。

■ 図23 モジュール型開示システム



出典：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」（2015年4月23日）に基づき、KPMG作成

[コラム] 任意開示の動向～統合報告書の発行企業の増加～

日本では従来より、アニュアルレポートやCSRレポートなど任意による情報開示が行われていましたが、投資家が中長期的な企業価値を評価するために必要な情報の充実や、より効果的な開示として、ここ数年、「統合報告書」が注目されています。

統合報告書とは、経営者が、組織の持つ強みを軸に戦略・業績目標・組織の方向性等を価値創造ストーリーとして伝え、ビジネスモデルを土台にステークホルダーとのよりよい関係構築やコミュニケーションの改善により、具体的な企業価値の実現と持続可能な社会への貢献を果たす取組みです。

この統合報告書が注目された背景には、リーマンショックを契機とした短期的な投資行動の反省から、企業のあるべき情報開示の議論が活発化したことが挙げられます。特に2010年に設立された国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council: 以下IIRC）が、2013

年12月に国際統合報告フレームワークを公表したことが、統合報告が注目されるに至った1つの契機となっています。日本では2015年に200社を超える企業が自己表明型の統合報告書を発行しており（付録44頁参照）、2016年はコーポレートガバナンス・コードを踏まえて、さらに多くの企業が統合報告書を発行すると見込まれています。

IIRCでは統合報告書を、別の開示媒体で開示される、より詳細な情報への「エントリー・ポイント（導入部）」を提供できるものと捉えており、これは、上記の「モジュール型開示システム」の設計思想とも親和性がある考え方といえます。今後、日本における企業情報開示のあり方の議論が進む中で、統合報告の考え方が理解され、普及することにより、経営者と投資家の建設的な対話を実現する一助になることが期待されます。

2 株主総会プロセスにおける対話環境の整備

日本における株主総会プロセスの最大の課題意識は、そのプロセスそれ自体が対話に十分に資するものではないのではないかという点です。定時株主総会は企業が株主から信任を得るという意味において、対話の帰結が表れる場ですが、日本の株主総会プロセスについては、海外機関投資家を中心に長年問題点が指摘されてきました。

株主による定時株主総会議案の検討と対話期間の短さ

機関投資家の指摘する最大の問題点は、定時株主総会の集中がもたらす弊害であり、具体的には諸外国に比べて、日本では株主による定時株主総会の議案検討と対話期間が十分に確保できてい

ないのではないかという点です。

図24が示すとおり、日本における招集通知の発送から定時株主総会までの日数は21.1日であるのに対して、諸外国ではその約2倍となっています。また、株主総会プロセスにおける広義の対話期間で見た場合、決算日から定時株主総会日までの日数は日本が85.0日であるのに対して、諸外国ではおよそ140日は確保されています。加えて、議決権行使基準日から定時株主総会までの期間は日本が85.0日と最も長く、英国、独国、仏国では1週間程度となっています。このことから、日本における定時株主総会議案の投資家による検討期間は、明らかに諸外国と比べて短いといえます。現実問題として、通常、海外機関投資家の議案検討期間は1~3営業日しか確保されていない事実が存在します(法定どおり招集通知が株主総会の2週間前に発送される場合)。これは機関投資家

■ 図24 諸外国の対話期間

① 各国の招集通知本体の通知または公告日から定時株主総会日までの期間

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
大規模10社	21.1日	43.0日	41.6日	45.3日	48.6日
中規模10社	—	42.4日	44.1日	39.8日	41.4日
小規模10社	—	40.8日	35.4日	41.2日	37.1日
平均	21.1日 0.68ヵ月	42.1日 1.36ヵ月	40.4日 1.30ヵ月	42.1日 1.36ヵ月	42.4日 1.37ヵ月

② 各国の決算日から定時株主総会日までの期間

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
大規模10社	85.0日	124.4日	119.4日	122.1日	122.7日
中規模10社	—	138.3日	130.7日	169.6日	150.0日
小規模10社	—	144.1日	161.2日	162.2日	154.0日
平均	85.0日 2.8ヵ月	135.6日 4.5ヵ月	137.1日 4.6ヵ月	151.3日 5.0ヵ月	142.2日 4.7ヵ月

③ 各国の議決権行使基準日(企業への登録期限)から定時株主総会日までの期間

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
大規模10社	85.0日	57.4日	2.5日	6.7日	4.5日
中規模10社	—	56.7日	1.9日	11.2日	4.6日
小規模10社	—	52.9日	2.3日	8.4日	4.2日
平均	85.0日 2.8ヵ月	55.7日 1.9ヵ月	2.2日 0.07ヵ月	8.8日 0.29ヵ月	4.4日 0.15ヵ月

出典：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報告書」（2016年4月4日）（以下「電子化研究会報告書」という）24頁、「日本及び諸外国における株主総会プロセスの電子化等の状況」

が保有する株式がカストディアンに保管されており、議案情報を入力するには、常任代理人やカストディアンを経由する必要があるためです。議決権指図においても同様にそれら機関を経由する必要があるのに加えて、常任代理人と発行企業との間では議決権行使書等紙ベースでのやり取りが中心となります。必然的に、そのための日数を確保しなければならず、機関投資家の議案検討期間は短縮されます。

また、議案検討と対話期間が十分に確保できていないことのほか、議決権行使基準日から株主総会日までの期間が長いという課題もあります。これにより、議決権の権利確定日以降に売却した株主が株主総会で議決権を行使する「empty voting」が発生するリスクが、諸外国と比べて相対的に高いと推察されます。

日本における株主総会プロセスを見直し、諸外国並みに対話期間を確保する試みとして、政府主導でさまざまな検討がなされてきました。機関投資家の議案検討期間の拡大、個人に対する株主総会情報の提供や電子行使のあり方、定時株主総会日程の適切な設定など、日本の株主総会プロセスは今転換点を迎えています。

早期ウェブ開示

招集通知が株主に郵送される前にそれをウェブサイトで開示する取組みは、過去何度かにわたり議論され、また、コーポレートガバナンス・コードの「原則1-2. 株主総会における権利行使」の補充原則1-2②において、

補充原則1-2②

上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnetや自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。

と記載されています。

■ 図25 早期ウェブ開示実施企業

	2013年	2014年	2015年	2016年※
早期ウェブ開示企業	47	91	769	1,508
全体	1,628	2,359	2,532	1,956
割合	2.9%	3.9%	30.4%	77.1%

※ 2016年は6月総会のみを集計。日本取引所ウェブサイトにて公表されている3月決算会社の招集通知発送予定日および取引所ウェブサイトにおける公表予定日をもって集計（2016年5月30日時点）。2013年～2015年の実績値は、電子化研究会報告書を参照し、KPMG作成

早期ウェブ開示は、現在の株主総会プロセスで最も企業が取り組みやすい内容であるといえます。企業がTDnetに情報を掲載することで、証券取引所のウェブサイトに掲載されるのと同時に、機関投資家向けの招集通知一覧専用サイト「Arrow Force」や議決権電子行使プラットフォームに情報が通知され、機関投資家に早期に招集通知の内容を通知することができます。TDnetで早期ウェブ開示を行うことによる機関投資家の議案検討期間の拡大効果は、4営業日以上となっています。

図25のとおり、コーポレートガバナンス・コード導入元年となった2015年は、6月総会の上場企業の769社が早期ウェブ開示を実施しました。2016年には早期ウェブ開示を予定していた企業は2015年からほぼ倍増し、1,508社となりました。

議決権行使プロセス全体の電子化

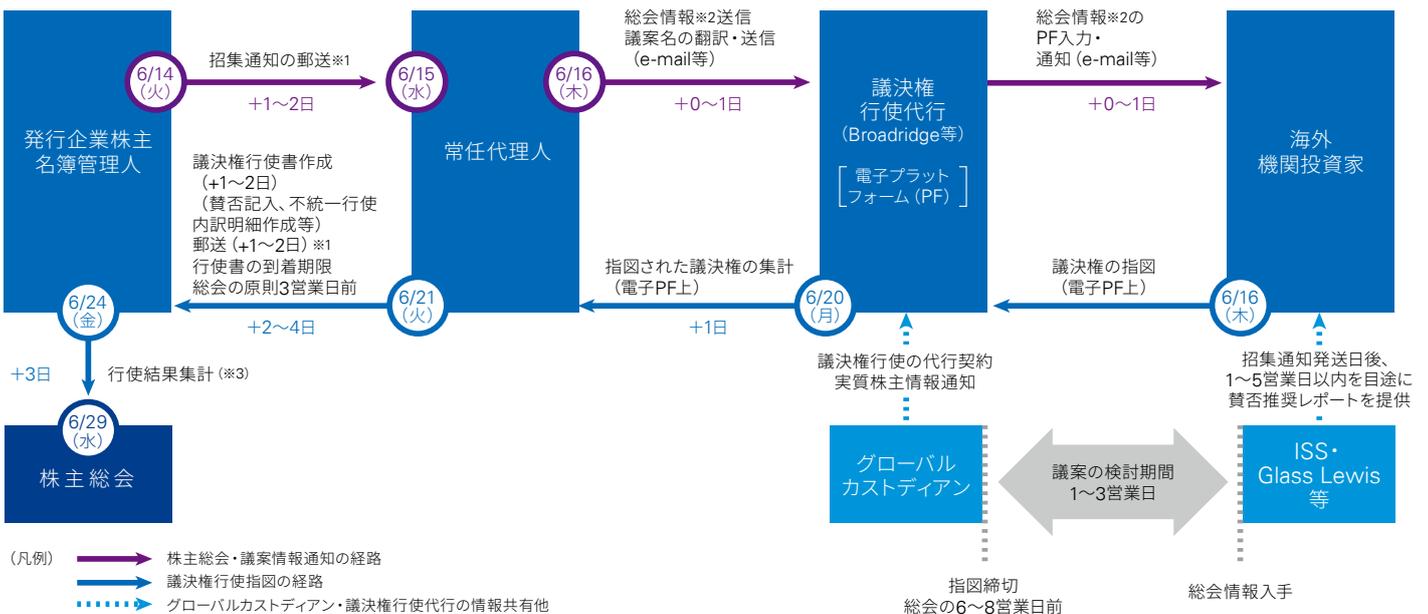
議決権行使プロセスの電子化は、招集通知等の提供と議決権の行使の2つの側面から取組みが進んでいます。

米国や英国等では招集通知等の電子提供制度が整備されており、約8割の個人株主が招集通知等を電子的に受領しています。

例えば、米国ではNotice & Access制度があり、株主総会の委任状説明書、株主宛て年次報告書等をインターネット上のウェブサイトに掲載した上で、当該ウェブサイトのアドレス、総会日時、場所、議案等が記載された通知のみを株主に郵送することが認められています。この方法は、Notice Only Optionと呼ばれています。また上場企業等は従来どおり、招集通知、委任状説明書、株主宛て年次報告書等を株主に郵送すること (Full Set Delivery Option) も可能です。

英国には、招集通知等をウェブサイトで提供することについて、事前に株主に同意通知を郵送等し、28日以内に回答がなかった場合は、当該提供に同意したものとみなされる制度が存在します。日本にも電子提供制度は存在しますが、あくまでも株主による個別承諾や株主からの個別書面請求への対応を前提としており、普及率は高くありません。日本企業における電子提供制度を利用する企業の割合は、2015年版株主総会白書の対象上場企業2,502

■ 図26 海外議決権 (電子化前)
2016年6月14日 (火) 招集通知発送日 6月29日 (水) 株主総会開催のケース (イメージ)



※1 郵送期間は、午前差出・午後差出の別、郵送先の所在地、天候などにより変化する。上記フロー図では、便宜上、株主名簿管理人・常任代理人間の往路郵送は1日、復路郵送は2日で計算。土曜日も集配はあるが、営業日を前提。
 ※2 ここで送信される総会情報とは、会社名、総会開催日・場所、指図メ切り日、基準日等である。招集通知 (翻訳版) 本体・参考書類はグローバルカストディアンまたは海外機関投資家の求めに応じて常任代理人が送付・送信する。

※3 株主名簿管理人は、機関投資家分は行使書の到着日に行使結果を集計し、個人株主分の集計結果 (通常、総会日前日の夕方頃まで行使が可能) と併せて、総会日前日までに発行企業に毎日集計結果を報告

出典：電子化研究会報告書 (43頁)、関係者へのヒアリング結果等に基づき、KPMG作成

2 一株主総会プロセスにおける対話環境の整備

社へのアンケート調査(回答率68.1%)によれば2.6%に留まっているとの指摘もあり、また、個人株主による招集通知等の電子的受領の割合はわずか0.03%といった試算もあります*。

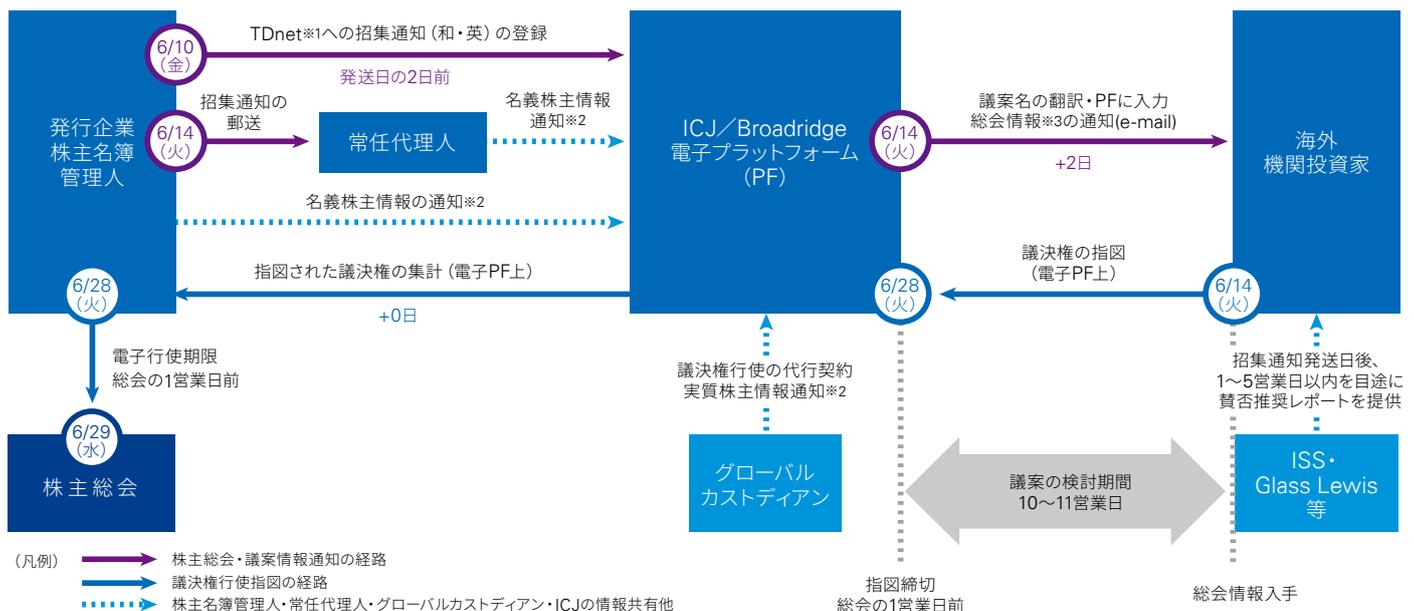
* 経済産業省 株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書(2016年4月21日)90頁

このような状況を踏まえて、経済産業省は2016年4月に「新たな電子提供制度の整備に向けた提言」を公表しました。その内容は日本再興戦略2016にも盛り込まれ、「①株主総会前に提供すべきと法令上要請された全ての情報がインターネット上で開示されていること、②Webアドレス等の必要最低限の情報は書面で株主に通知されること、③企業が当該制度を採用する上で、株主からの個別承諾は要さないこと、④全ての情報を書面で受け取ることを希望する株主は、その旨企業に要請する必要があること、といった諸外国における電子提供制度の共通点を参考にしつつ、我が国の株主総会を取り巻く制度環境や実態、企業実務の観点も踏まえ、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等を検討する。」としています。

一方、議決権の電子行使に関しては、企業および国内機関投資家の電子行使プラットフォームへの参加が推奨されています。企業が電子行使プラットフォームに参加することで、海外機関投資家の議案検討期間は10~11営業日に拡大します(招集通知を法定どおり株主総会の2週間前に発送した場合)。

国内機関投資家も電子行使プラットフォームに参加することで、海外機関投資家と同程度の検討期間を確保することが可能となります。電子行使プラットフォームは、株主総会前日までに再指図が可能となっており、対話の結果として議決権を再指図することが可能といった効能もあり、企業にとってもメリットがあるといえます。コーポレートガバナンス・コードの導入もあり、電子行使プラットフォームを利用する企業は劇的に増加しています。日本において電子行使プラットフォームは株式会社ICJが提供していますが、2016年5月30日時点で参加意向表明企業数は755社にのぼり、約1年間で200社以上の企業が新たに参加を表明しています。参加企業の拡大に伴い、海外機関投資家を中心として、議案検討期間の長期化のメリットを享受する機関投資家も増加していると推察されます。

■ 図27 海外議決権(電子化後)
2016年6月14日(火) 招集通知発送日 6月29日(水) 株主総会開催のケース(イメージ)



*1 TDnet(ディー・ディー・ネット)とは、東京証券取引所の運営する適時開示情報伝達システム(Timely Disclosure network)のこと。なお、英文招集通知の登録は作成している場合に限る。
 *2 株主総会の基準日到来後、ICJは、株主名簿管理人、常任代理人、グローバルカストディアン(Broadridge経由)より株主情報(主には株数情報)をシステムを介して入手し、名義株主と実質株主のデータが一致しているかの照合並びに調整を行う。
 *3 総会情報とは、会社名、総会開催日・場所、指図メー切日、基準日等である。なお、招集通知(翻訳版がある場合は翻訳版)も電子プラットフォーム上に掲載する。
 出典:電子化研究会報告書(43頁)、関係者へのヒアリング結果等に基づき、KPMG作成

定時株主総会日程の適切な設定

日本の定時株主総会は6月に集中する傾向にあります。これは日本企業における議決権行使の基準日と決算日が同日であり、会社法上、議決権行使の基準日の3ヵ月以内に定時株主総会を開催しなければならない、という規定に則っているためです。

しかしながら、現行の会社法上、決算日から3ヵ月以内に定時株主総会を開催しなくてはならない、といった規制はありません。つまり、実務上、議決権行使基準日と決算日を合わせているために、6月に定時株主総会が集中しているということです。

早期ウェブ開示や議決権行使プロセス全体の電子化を通じて議案の検討期間が拡大する効果があるのは事実ですが、仮に、諸外国並みに議案検討期間を確保しようとするならば、議決権行使基準日を決算日以外に設定し、例えば7月に定時株主総会を開催するといった取組みが必要となります。この場合、4月末に議決権行使基準日を設定し、招集通知を現行どおり5月下旬～6月上旬に発送できれば、議案検討期間を約2ヵ月確保できることとなります。これらを実現する上では、実務上対応すべき課題が多いのも事実です。現在、全国株懇連合会において議決権行使基準日を決算日以外に設定する際の課題等の整理が進められており、今後、定時株主総会日程の適切な設定に関する企業側の具体的な検討が進むことが期待されます。

対話支援産業への期待

これらの取組みを通じて、企業と株主との間で対話のあり方が変化することが見込まれる中、株主総会プロセスにおける対話支援産業の役割も重要になります。

諸外国においては、招集通知等の電子提供や議決権の電子行使の普及にあたり、対話支援産業がさまざまなサービスを提供しています。例えば、米国では個人株主が1度アクセスすれば、保有する全銘柄の招集通知の閲覧や保有する銘柄の議決権行使を一括で行うことができるようなプラットフォームの構築や、株主総会情

報の提供に当たってPDFのみならず社長メッセージの動画と組み合わせるなどといった取組みを支援する、支援会社が存在します。日本では個人株主が議決権を電子行使しようとする、その都度IDとパスワードを入力する必要があるなど、かなり煩雑な手続きを経る必要があります。

日本における対話支援産業に対する期待として、一括プラットフォームの構築やマイナンバー制度の活用等の検討が今後進展予定です。株主総会の日程設定に際する実務についても対話支援産業の関係者の間で検討が進む見込みであり、同産業に対する期待が高まっています。

株主総会プロセスにおける対話のあり方

日本の株主総会プロセスは長い時を経て発展してきました。しかしながら、それはあくまでも既存の枠組みの中での話であり、「対話」という観点からは必ずしも十分ではなかったのは、諸外国との比較から見ても明らかです。

新たな電子提供制度の整備や早期ウェブ開示の推進、議決権行使プロセス全体の電子化促進、一括プラットフォームの整備は、株主総会プロセスにおける対話手法の効率化に資するものであり、対話の進展において必要不可欠です。

一方、議案検討期間の確保という観点からは、これらの取組みは抜本的な解決策とはいえません。諸外国並みに対話期間を確保するには、株主総会関連日程の適切な設定、すなわち、株主総会基準日の柔軟化は避けては通ることができない論点であり、実務上の課題の洗い出し等、企業・投資家・対話支援産業が一体となって取組みを進展させることが欠かせません。

株主総会プロセスの電子化等は日本再興戦略として閣議決定され、より具体的に制度化を含めた手当が、今後政府主導で検討されていくと考えられます。また、対話支援産業を構成するプレーヤーのフォローアップ会議の開催も予定されています。今後、日本の株主総会プロセスが諸外国並みに発展していくことが期待されます。

付録

1 補足情報

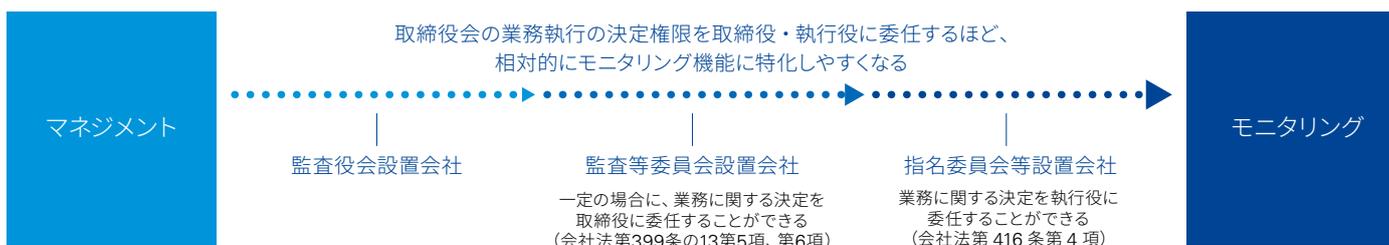
取締役会の役割・責務

コーポレートガバナンス・コードは、以下のように、取締役会の主要な役割・責務の1つとして「監督機能」を冒頭に規定しています。

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである（原則4-3 第一文）。

我が国の会社法は、取締役会の権限を、①業務執行の決定、②取締役の職務の執行の監督ならびに③代表取締役の選定および解職としています。①には、基本的経営方針や内部統制のあり方の決定のみならず、個別の業務執行も含まれます。図28のとおり、監査等委員会設置会社は一定の場合に、指名委員会等設置会社は無条件で、業務に関する決定を大幅に執行に委任することができるため、取締役会の業務執行の決定権限を取締役・執行役に委任すればするほど、相対的にモニタリング機能に特化しやすくなるといえます。

■ 図28 取締役会の役割・責務



コード

原則 4-3

取締役会の役割・責務 (3)

取締役会は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、適切に会社の業績等の評価を行い、その評価を経営陣幹部の人事に適切に反映すべきである。
(以下略)

会社法

(取締役会の権限等)

第三百六十二条

(略)

2 取締役会は、次に掲げる職務を行う。

- 一 取締役会設置会社の業務執行の決定
- 二 取締役の職務の執行の監督
- 三 代表取締役の選定及び解職

機関投資家にとっての企業価値とは

機関投資家といってもさまざまな属性があり、一般化するのは容易ではありませんが、少なくとも長期的観点から企業価値を評価する機関投資家にとっての企業価値は、「将来フリーキャッシュフローの割引現在価値」と定義できます。

企業価値を「将来フリーキャッシュフローの割引現在価値」とした場合、企業価値の構成要素は「将来フリーキャッシュフロー」と「割引率=株主資本コスト・期待収益率」に分解することができます。すなわち、企業価値はフリーキャッシュフローの創出力が高まるか、株主資本コストが下がるかのいずれかを実現しないと向上しない、ということです。また、フリーキャッシュフローの創出力が資本の提供者である株主や債権者の期待収益率を上回らなければ、価値を創造しているとはいえません。

株主にとって価値創造か価値毀損かは、残余利益モデルでも説明が可能です(図29)。残余利益は、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)を差し引いた利益、つまり、付加価値部分となります。付加価値部分が株主資本簿価に加算されることによって、株主価値が向上していくということを、残余利益モデルは表しています。残余利益がマイナスとなれば、それは付加価値を生んでおらず、価値を毀損していると捉えられ、株主価値も毀損していきます。

付加価値部分はエクイティ・スプレッドとして表すことも可能です。エクイティ・スプレッドは「ROE－株主資本コスト」で表すことができ、実質的に残余利益モデルにおける付加価値部分と同義になります。エクイティ・スプレッドがプラスであれば企業価値創造、マイナスであれば企業価値毀損を意味します。

日本における一連のコーポレートガバナンス改革は、資本生産性革命が必要との観点から、ROEに着目しています。しかしながら、ROEそれ自体は単なる比率であって、経営の結果を表す指標に過ぎません。重要なのは、ROEが株主の期待収益率を上回っているか、つまり、株主資本コストに対して価値を創造しているか、という点です。株主資本コストを上回らないことには、ROEが相対的にどれだけ高かったとしても企業価値が向上しているとはいえません。

■ 図29 残余利益モデル/エクイティ・スプレッドからみた価値創造



企業価値の向上は残余利益モデルやエクイティ・スプレッドで表すことができる。エクイティの調達コスト(株主資本コスト×株主資本簿価)を上回る利益、もしくは、エクイティ・スプレッドの確保が株主価値の創造につながる。

株主資本コストとは

株主資本コストを上回るリターンを上げているかが、長期投資家にとっての企業価値創造の大原則です。そこで問題になるのは、日本企業は株主資本コストをどう認識しているか、ということです。

日本IR協議会が実施した調査によると、自社の株主資本コストを認識している企業は、回答のあった全960社のうち44.0%でした(図30)。ダブルコードの策定によって株主資本コストを意識し始めた企業が増加していると推察されます。

しかし、一方で、株主資本コストを認識していないと回答した企業が50.6%もあるというのも事実です。また、株主資本コストを認識していると回答した44.0%の内訳を見てみると、計算式などで株主資本コストの根拠を把握しているのは54.7%であり、根拠を把握していないとした企業は37.7%でした(図31)。つまり、当該調査に回答した企業で株主資本コストの根拠まで把握している企業は、全体のわずか24.1%に留まる、ということを示唆しています。

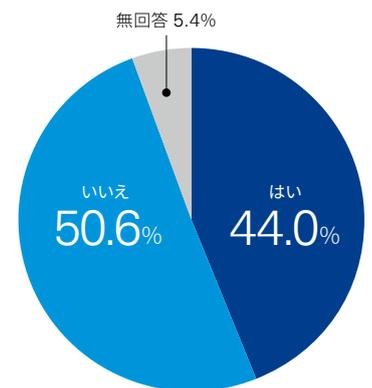
同様の調査は生命保険協会でも行われています。同調査によると、株主資本コストを把握しているとする企業の61.6%が、「株主資本コストの詳細数値までは把握していない」としています。これは、成長資金の供給者であるはずの自社の株主の期待値を、大多数の日本企業は定量的に把握できていない、ということです。

株主の期待収益率を定量的に把握している企業における株主資本コストの水準はどうか、株主資本コストの推計方法はいくつかありますが、CAPM(資本資産価格モデル)を活用するケースが一般的ではないかと思われます。CAPMによる株主資本コストは、下記の式によって計算が可能です。

$$\text{株主資本コスト} = \text{リスクフリーレート} + \beta \times \text{エクイティリスクプレミアム}$$

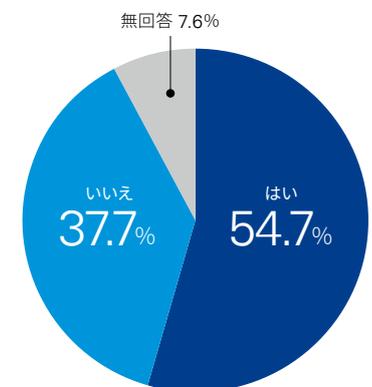
日本IR協議会が実施した調査によると、日本企業が認識するCAPMに基づく株主資本コストの平均は6.2%程度となっています(図32)。エクイティ・スプレッドに当てはめれば、ROEが中長期かつ持続的に6.2%を上回ることができれば、日本市場は価値を生み続ける、という論拠が成り立ちます。東京証券取引所の集計によると、2016年3月期のROEの市場平均は7.49%でした。日本市場は全体として株主資本コストを上回るリターンを上げた(また、そのような期待が年度初めから市場に織り込まれていた)はずなのですが、ここ1年間の株価パフォーマンスは諸外国と比較しても冴えませんでした。

■ 図30 自社の資本コストがどの程度の水準か、認識の有無 (n=960)



出典：日本IR協議会「IR活動の実態調査」(2016年4月)

■ 図31 株主資本コストの根拠の把握の有無 (n=422)



出典：日本IR協議会「IR活動の実態調査」(2016年4月)

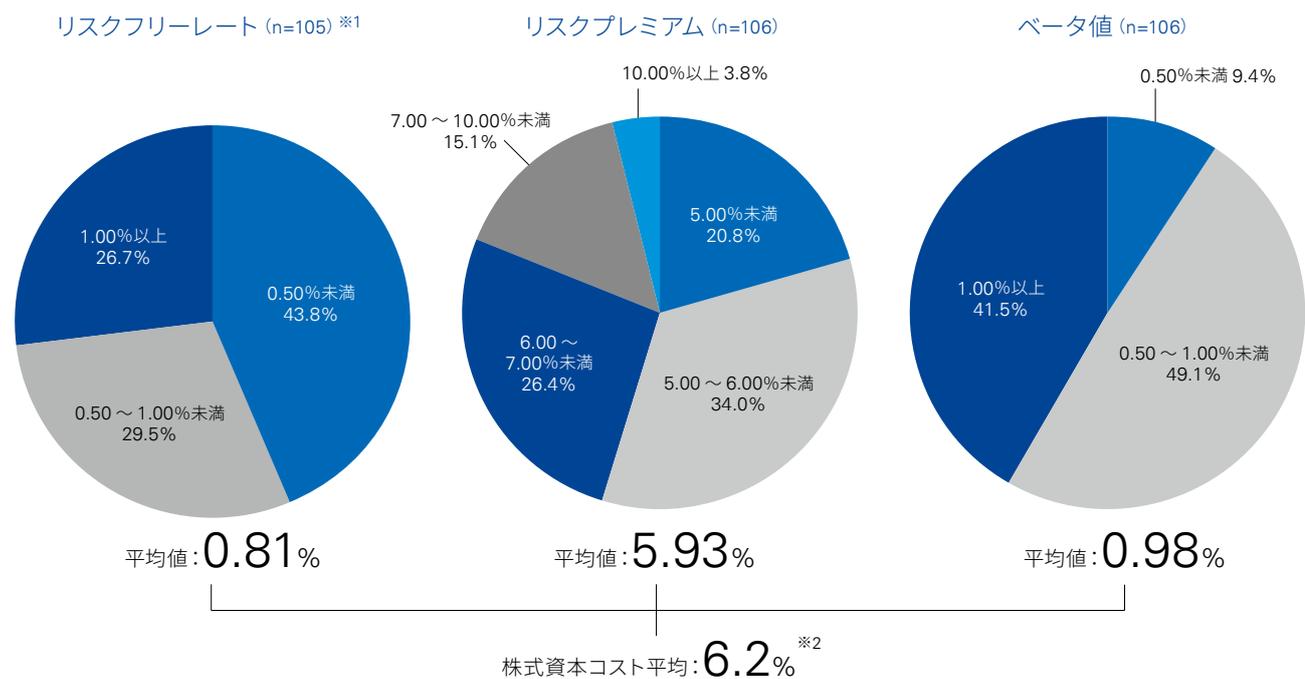
生命保険協会は、株主資本コストの認識に関して非常に興味深い調査結果を公表しています。「株主資本コストに対するROE水準の見方」として、日本企業と投資家双方に同じ質問をしたところ、日本企業の40.1%が自社のROEは株主資本コストを上回っているとしたのに対して、投資家サイドではわずか2.4%に留まりました。逆に、投資家の51.2%がROEは株主資本コストを下回っているとしたのに対して、企業側の回答は21.5%でした(図33)。

この事象が示していることは、機関投資家が企業に望む期待収益率の水準と、企業が認識する株主資本コストの水準感が明らかに乖離しているということです。すなわち、企業がROEからしてエクイティ・スプレッドはプラスであると認識していたとしても、機関投資家から見ればエクイティ・スプレッドはマイナス、つまり、価値毀損企業とみなしている可能性があるということです。

機関投資家による日本企業に対する期待収益率は、伊藤レポートに言及があります。同レポートによると、国内機関投資家の期待収益率の平均は6.3%、海外機関投資家の平均は7.2%と分析されています。

また、前掲の生命保険協会の調査によると、機関投資家が企業に対して中長期的に望ましいと考えるROE水準は、平均で10.5%です(図34)。

■ 図32 株主資本コストの認識 — 実態 (調査機関: 2016年1月20日~3月7日)

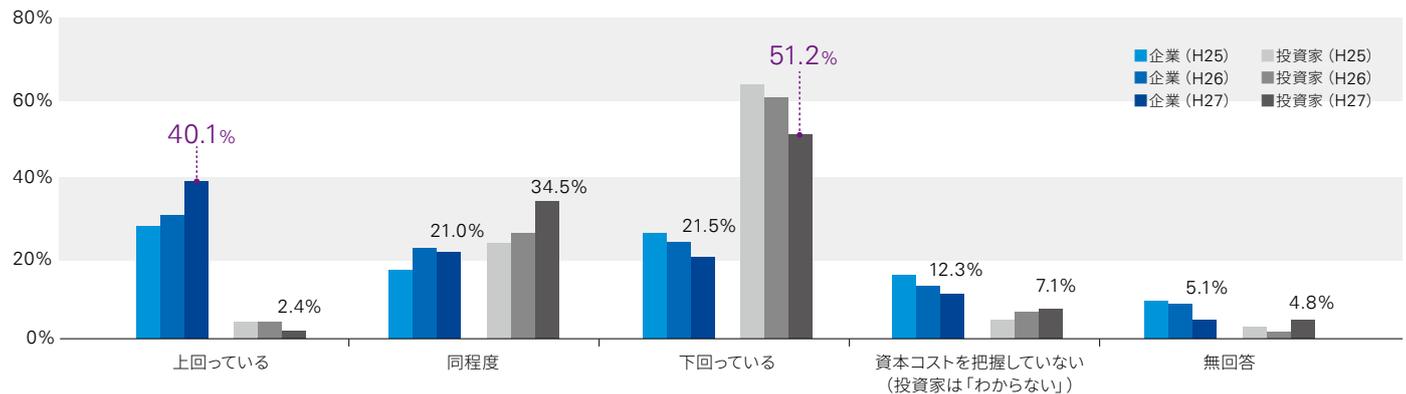


※1 日本銀行は2016年1月29日に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を発表した。本調査の期間は2016年1月28日~2016年3月7日であり、マイナス金利政策の発表、適用開始の最中に実施されているため、実際に企業が適用しているリスクフリーレートの水準は調査結果のそれと異なる可能性がある。
 ※2 各社の資本コストの平均値と、各構成要素の全社平均値で計算した資本コストは必ずしも一致しない。

出典: 日本IR協議会「IR活動の実態調査」(2016年4月)

これらの報告・調査から、機関投資家の日本企業に対する期待収益率は、10%程度が中長期的に要求されている、と見なすことができます。つまり、業種や企業によって水準感は異なるものの、日本企業の株主資本コストは概ね8~10%であり、それを上回るリターンを中長期的かつ持続的に確保できなければ、機関投資家にとっての価値創造にはならないということです。機関投資家はフロー・ストックベースともに、日本市場における最大のプレーヤーです。彼らの期待収益率が満たせないと、資金は日本市場から逃避し、日本の市場価値は相対的に下がることを意味します。

■ 図33 資本コストに対するROE水準の見方（企業・投資家）

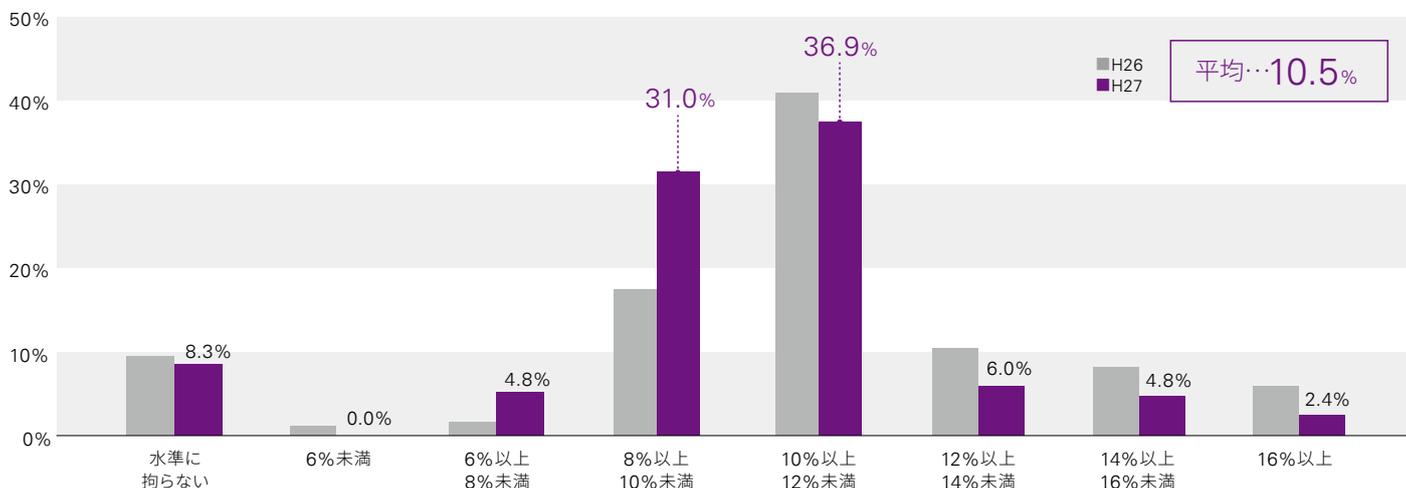


出典：生命保険協会「平成27年度 株式価値向上に向けた取組みについて」（2016年3月）

（回答数【企業】：H25年度：575、H26年度：589、H27年度：568）

（回答数【投資家】：H25年度：87、H26年度：86、H27年度：84）

■ 図34 中長期的に望ましいROE水準（投資家）



出典：生命保険協会「平成27年度 株式価値向上に向けた取組みについて」（2016年3月）

（回答数：H26年度：86、H27年度：84）

高まるGPIFの存在感

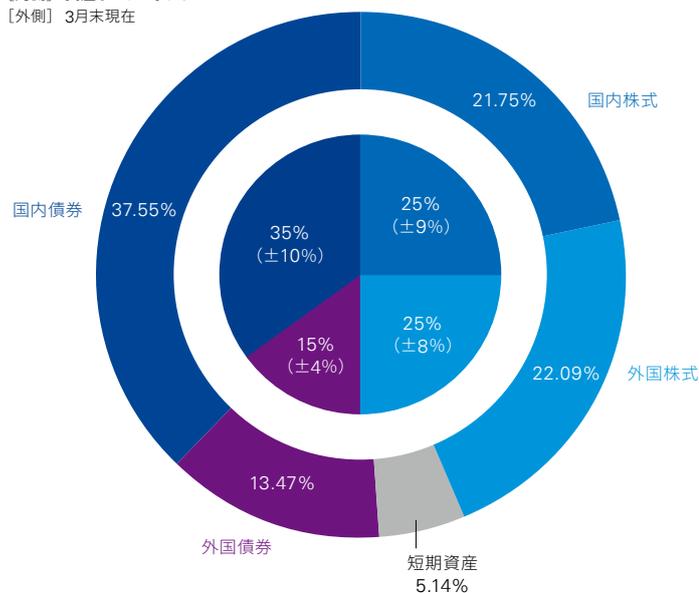
GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人、Government Pension Investment Fund)は、インベストメント・チェーンを構成する主要プレーヤーの1つであり、世界最大のアセットオーナーです。GPIFは国民年金と厚生年金の保険料を一括運用しており、その運用額は134.7兆円に上ります(2015年度末)。

GPIFの運用のあり方はコーポレートガバナンス改革に歩調を合わせる形で見直され、2014年10月には基本ポートフォリオの見直しが発表されました。その内容は国内債券運用中心であったポートフォリオを見直し、基本ポートフォリオにおける国内株式の割合を12%(乖離許容幅±6%)から25%(乖離許容幅±9%)に引き上げるものでした。結果として、国内株式市場にインデックス運用を中心として資金が流入し、アベノミクス相場の牽引に一役買う形となりました。2016年3月末時点における国内株式の保有比率は21.75%となっており、運用総額の内29兆円が国内株式で運用されていることとなります(図35)。なお、GPIFは運用それ自体をアセットマネジャーである運用機関に委託しており、自家運用は行っていません。

■ 図35 GPIFの基本ポートフォリオと2016年3月末の運用状況

期末の資産構成割合

[内側] 資産ポートフォリオ
[外側] 3月末現在



出典：GPIF「平成27年度 業務概況書」

GPIFは、自身のガバナンスの向上と透明性の確保、スチュワードシップの推進、インベストメント・チェーンにおけるwin-win環境の構築を目的として、さまざまな取組みを強化しています。

1つは、スチュワードシップ責任を果たす一環として、投資におけるESGの取組み強化の観点から国連責任投資原則に署名したことです(2015年9月)。これは運用委託先に対しても同様にESGを考慮したエンゲージメントの実施を促すことにつながり、企業価値の向上や持続的成長をアセットオーナーの立場から推進していくことを企図しているものと考えられます。関連して、ESG要素を考慮した国内株式パッシブ運用の開始を踏まえ、ESG指数のアイデア募集も行っています(2016年7~9月)。

また、インベストメント・チェーンにおけるGPIFの果たすべき役割は付加価値連鎖の最適化であると定義した上で、保険料拠出者、運用機関、アセットオーナーとの間でwin-winの関係を構築することを目的に、「企業・アセットオーナーフォーラム」ならびに「グローバル・アセットオーナーフォーラム」の設立を決定しました。「企業・アセットオーナーフォーラム」は2016年9月に第1回ミーティングが開催され、その後は年2回程度のペースでの開催が計画されています。企業とアセットオーナーであるGPIFが対話の場を持つことで、インベストメント・チェーンの最適化を目指そうというものです。

加えて、GPIFは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に、2016年7月に保有する全銘柄の公表に踏み切りました。国内債券、国内株式、外国債券、外国株式に関して、運用委託先を通じて保有する全ての銘柄名や保有額(株式は保有数も含む)がウェブサイトに掲載されています。保有銘柄の開示スケジュールは市場への影響をみながら、徐々に公表までの期間を短縮するとしており、2016年7月現在で開示されている保有銘柄は2015年3月末(1年4カ月前)のものとなっています。今後、段階的に開示期間を短縮し、最終的には毎年7月末に前年度末時点の保有状況を開示する予定です(4カ月前開示)。

アセットオーナーとしてのこれらの取組みが一連のコーポレートガバナンス改革における持続的な企業価値向上とインベストメント・チェーンの最適化にどう影響するのか、その効果が期待されています。

政策保有株式の減少

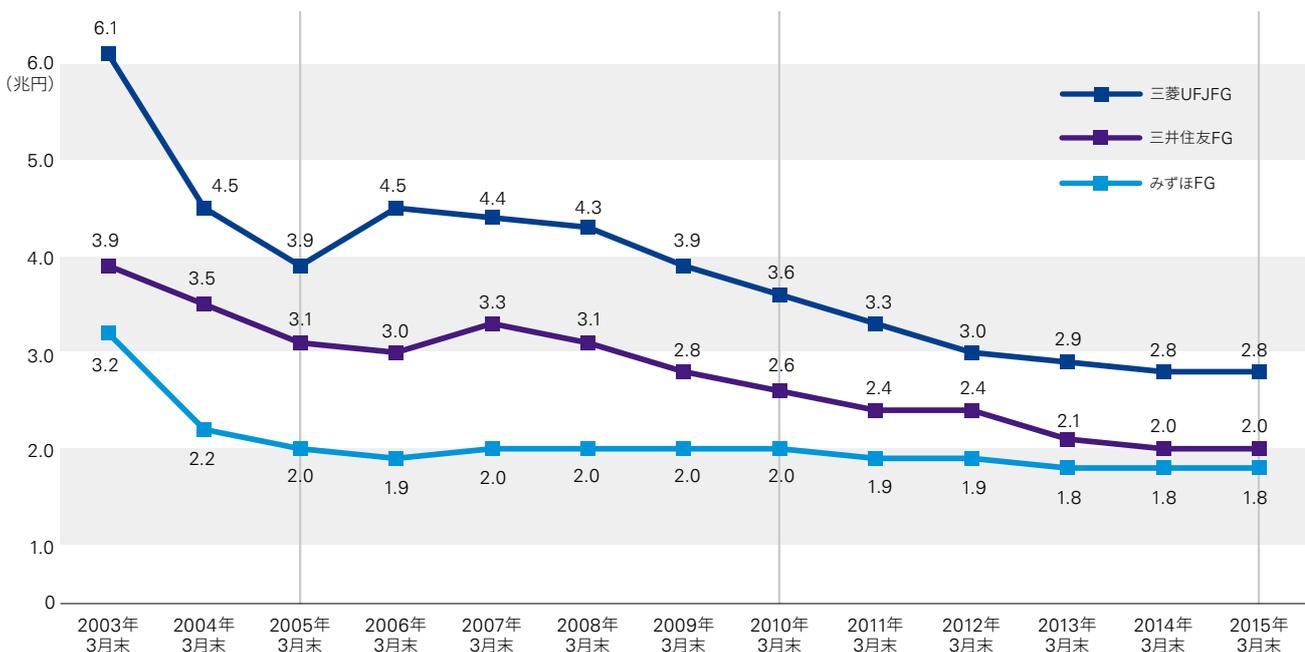
我が国では、かねてより取引関係維持・強化等の名目で、上場企業が取引先の他の上場企業の株式を保有する、いわゆる政策保有株式を保有する企業が多く存在してきました。政策保有株式を持たれる企業にとって、政策保有株式を持つ企業は、安定株主であり、モノ言わぬ株主となり得ます。この結果、政策保有株式を持たれる企業の意向どおりの議決権行使を、政策保有株式を持つ企業が行うことが多くなり、他の一般株主と利益相反の可能性があること等が問題視されてきました。

また、政策保有株式を持つ企業にとっては、株主から出資を受けた資本を有効に活用する責務があるにもかかわらず、取引先からの依頼等に基づき政策保有株式を保有し、株主としての株主総会における議案の検討と議決権行使を行わず、結果として政策保有株式を持つ企業自体の企業価値向上につながっていないのであれば、受託者責任を果たしていないこととなります。

このような問題意識から、上場企業が政策保有株式を保有する場合、政策保有株式保有のねらい、合理性について説明を行うことが求められており、また、議決権行使について適切な対応を確保するための基準の策定および開示が求められています(原則1-4)。コーポレートガバナンス・コード適用後、一部の上場企業では、政策保有株式の売却が行われていますが、今後、中長期的にこの動きがさらに加速していくことが見込まれています。

なお、金融機関においては、近年、コーポレートガバナンス・コードを巡る環境の変化に加え、国際金融規制への対応、株価変動リスクの縮減などのため、政策保有株式の縮小の動きがみられます(図36)。

■ 図表36 3メガバンクグループの政策保有株式の保有状況(取得原価ベース)



出典: 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(第3回)配布資料

日本における統合報告書の現状

2015年に日本で発行された自己表明型の統合報告書は、企業価値レポート・ラボ[※]の調査によると、205社でした(図37)。このうち日経225構成銘柄の企業は85社を占め、日本を代表する企業を中心として、統合報告書の発行が広まってきていることがうかがえます。ただし、現在発行されている統合報告書の内容については、まだまだ改善の余地があります。例えば、ビジネスモデルは企業の価値創造を実現するための基盤となるものであり、統合報告書の中で説明すべき内容と言われていますが、KPMGの調査では、統合報告書の中でビジネスモデルを開示している企業は、先ほどの205社のうち91社に留まりません(図38)。多くの企業の統合報告書は、アニュアルレポートとCSRレポートを結合した報告書の域を超えられていないのが実情です。

統合報告書の発行企業は、2016年にはさらに増加すると見込まれています。しかし、統合報告書の発行が単に増加するだけでなく、記載内容の質が上がり、投資家との対話のツールに資する報告書であることが求められます。

一方で、統合報告書は作成開始初年度から完璧なものとなることは難しく、統合報告書を利用した投資家との対話を通じて、あるいは統合報告書の作成を通じて認識した課題を解決することで、年々記載内容の質を高めていくことが可能となります。その意味で、統合報告の取組みは中長期的なものとなることが必要です。

統合報告書に対する企業の理解は年々深まっており、また、投資家の統合報告書に対する認知と期待も高まっています。統合報告書が企業と投資家の建設的な対話のツールとして有効に使われる時代が、もうすぐそこに来ているのかもしれません。

[※] 統合的な企業情報開示やKPI、中長期の投資判断に有用なレポートの知見を集約し、中立的な立場から情報発信することを目的に、株式会社エッジ・インターナショナルが運営するウェブサイト

■ 図37 国内自己表明型統合報告書発行企業数の推移



出典：KPMG「日本企業の統合報告書に関する調査2015」

■ 図38 ビジネスモデルを開示している企業



出典：KPMG「日本企業の統合報告書に関する調査2015」

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、必要となるとさ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

3 — 日本再興戦略まとめ

■ 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

<p>日本再興戦略 — Japan is BACK — 2013年6月14日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 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。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 社外取締役の選任について「コンプライ・オア・エクスペイン」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)
<p>「日本再興戦略」 改訂2014 — 未来への挑戦 — 2014年6月24日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● コーポレートガバナンス・コードを策定する。 ● 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。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融庁・東証「コーポレートガバナンス・コード原案」の公表(2015年3月)およ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)
<p>「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</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 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。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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)を公表(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) ● 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」を設置(2015年11月)
<p>日本再興戦略 2016 — 第4次産業革命に向けて — 2016年6月2日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 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期間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。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 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)

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、日本版ステュワードシップ・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、日本版ステュワードシップ・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の着手を目指す】

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センター・オブ・エクセレンス(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、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
アドバイザー統括責任者
KPMGジャパン
コーポレートガバナンスCoE
責任者
森 俊哉



KPMGジャパン
コーポレートガバナンスCoE
リーダー
大西 健太郎

- 沢田 昌之 リーダー補佐
- 和久 友子 会社法・関連制度担当
- 芝坂 佳子 コーポレートコミュニケーション・情報開示担当
- 齋尾 浩一郎 統合報告担当
- 林 拓矢 取締役会・リスクマネジメント担当
- 村澤 竜一 機関投資家担当
- 土屋 大輔 投資家との対話戦略・IR/SR担当
- 保木 健次 金融機関・関連制度担当
- 坂本 幸寛 企業情報開示担当
- 橋本 純佳 グローバル動向担当

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 (CoE)
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す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いての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。

© 2016 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.

© 2016 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.