



コーポレート・ガバナンス改革の進展と 独立社外取締役への期待

2018年1月11日
株式会社東京証券取引所
取締役常務執行役員 小沼 泰之

1.証券市場の動向（アベノミクス前）

2.コーポレート・ガバナンスを巡る取組み

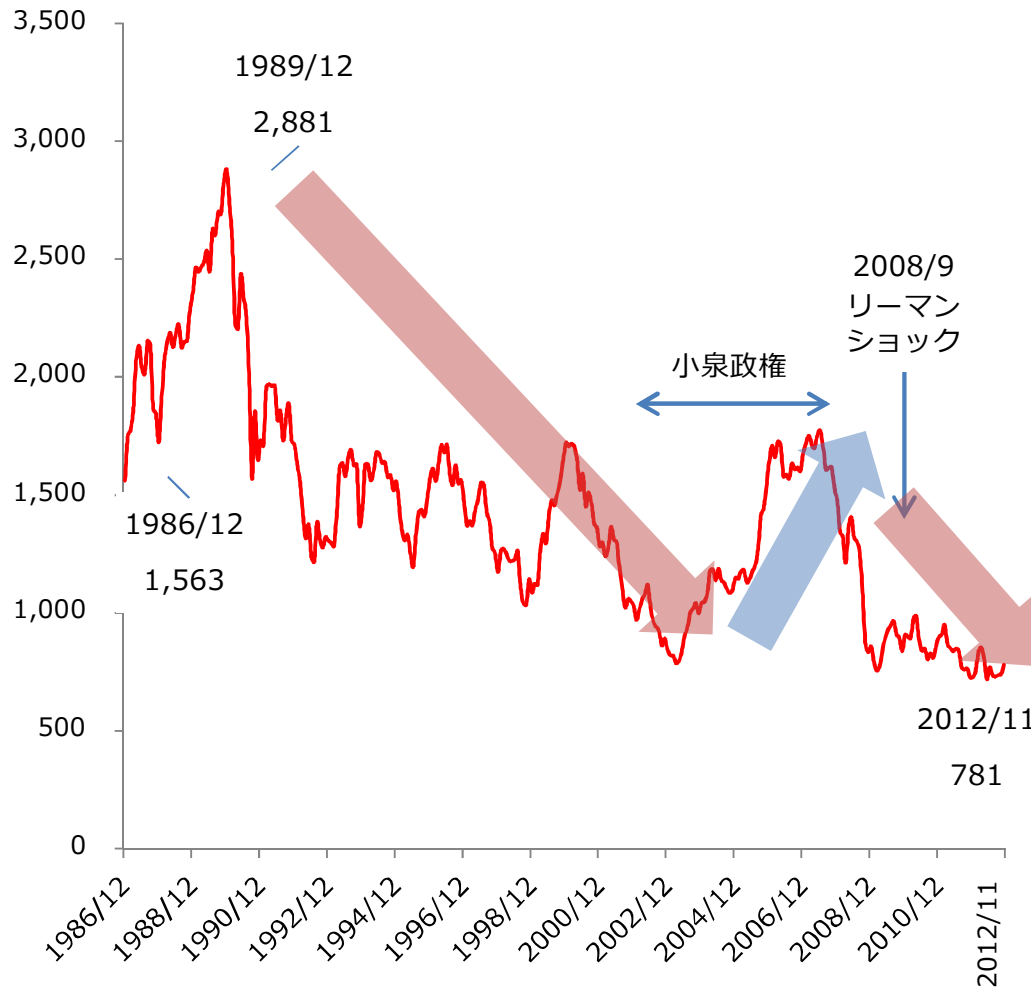
3.独立社外取締役への期待

証券市場の動向 (アベノミクス前)

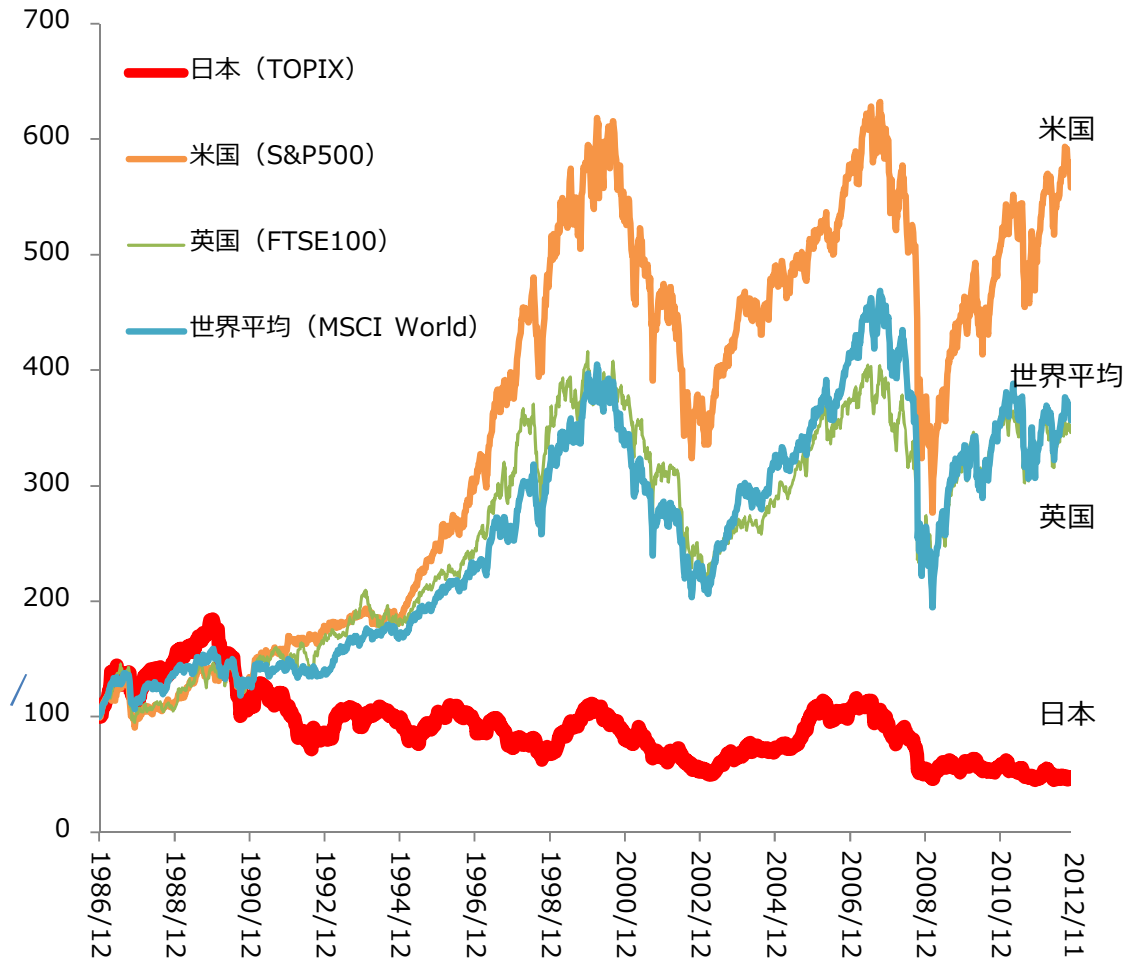
日本の株式市場は魅力的だったか

- 1989年末に最高値を付けた後、バブルが崩壊。以後、日本株は長期にわたり低迷。
- 海外の主要株価指数と比較しても、日本株だけが長期にわたり低迷。

東証株価指数(TOPIX)の推移



主要株価指数の相対比較 (1986年末=100)



ガバナンス向上を支援することで株主・投資者の利益を守る市場へ

- 日本企業のROEは、世界的な景気サイクルに関わらず、全体として継続的に低迷。
- 資本生産性の低さが、株式市場における日本企業の評価を低く留める要因となっていた可能性。

主要株価指数の平均ROE	2009年	2010年	2011年	2012年	2009-12年平均
日本 (TOPIX)	-0.9	7.1	3.3	5.7	3.8
アメリカ (S&P500)	10.8	14.2	15.1	13.6	13.4
イギリス (FTSE100)	12.3	14.3	14.0	10.0	12.7
世界平均 (MSCIワールド)	8.5	13.0	11.5	10.6	10.9

出典：Bloombergデータより作成

✓ 上場会社のコーポレートガバナンス向上への支援 ⇒ 株主・投資家の権利・利益を守る市場へ

コーポレート・ガバナンスを巡る取組み

東京証券取引所の取組み（コード導入まで）

1999

コーポレートガバナンスの充実について上場企業に要請

【社外取締役選任会社の比率(市場第一部)】

2004

コーポレートガバナンスに関する施策の決算短信での開示を要請

2005 35%

上場会社 コーポレートガバナンス原則公表

✓ コンプライ・オア・エクスプレインは導入されず

2006 42%

2006

コーポレートガバナンスに関する報告書の導入

✓ 総合的な分析を行い「白書」を隔年で発刊

2007 44%

2007

企業行動規範の導入

✓ 取締役会・監査役会等の設置など上場会社に最低限求められるガバナンスを義務化。以後、独立役員制度の導入（2009）など拡充

2008 45%

2014

独立社外取締役の1名以上の確保を努力義務化

2009 46%

日本版スチュワードシップ・コードの策定（金融庁）

✓ 機関投資家が投資先企業に持続的成長を促すことを求める

2010 49%

2015

改正会社法の施行（法務省）

✓ 社外取締役選任を実質義務付け

2011 51%

コーポレートガバナンス・コードの策定

✓ 上場会社の自律的な対応により実効的なガバナンスを実現することを求める

2012 55%

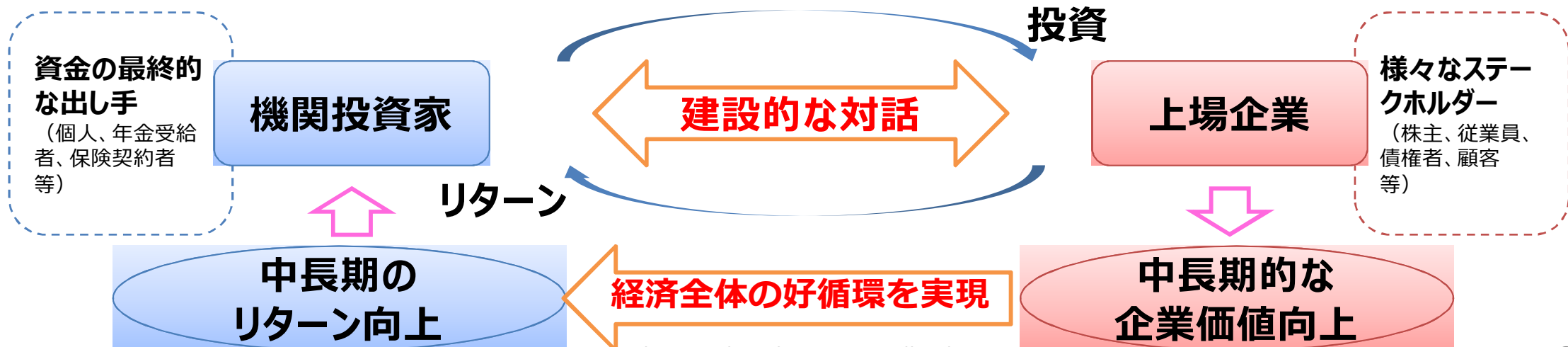
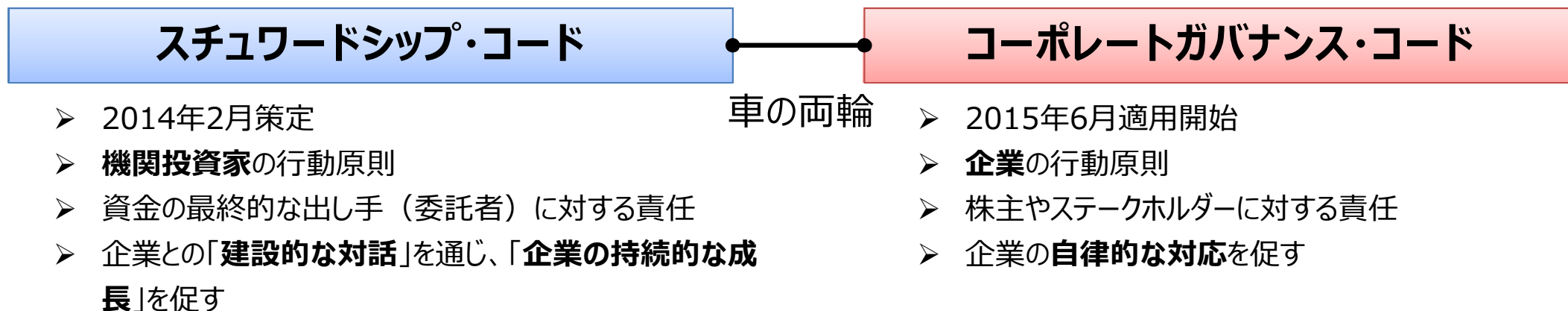
2013 62%

2014 74%

2015 94%

■ 政府の成長戦略（2013年6月、2014年6月）

- 大胆な金融緩和、機動的な財政政策で作ったデフレ脱却への期待を一時的なものに終わらせないためには、企業の資金を将来の価値を生み出す投資へと向かわせる必要。
- 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。
- そのための方策として、機関投資家向け・上場会社向けの行動原則（コード）を策定。



スチュワードシップ・コードの概要

1. 方針の策定・公表 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための方針を策定し、公表すべき。

2. 利益相反の回避 機関投資家は、管理すべき利益相反について、方針を策定し、公表すべき。

3. 投資先の状況の把握 機関投資家は、投資先企業の状況（ガバナンス、企業戦略、業績、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）、それらへの対応等）を的確に把握すべき。

4. 認識の共有、問題の改善 機関投資家は、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべき。

5. 議決権行使 機関投資家は、議決権行使と行使結果の公表について、形式的な判断基準にとどまらない方針を持つべき。

6. 顧客・受益者への報告 機関投資家は、スチュワードシップ責任の履行状況について、定期的に報告を行うべき。

7. 機関投資家の研鑽 機関投資家は、投資先企業との対話を適切に行うための実力を備えるべき。

1. 株主の権利・平等性の確保 上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。

2. 株主以外のステークホルダー 上場会社は、企業の持続的成長は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーの貢献の結果であることを認識し、適切な協働に努めるべき。

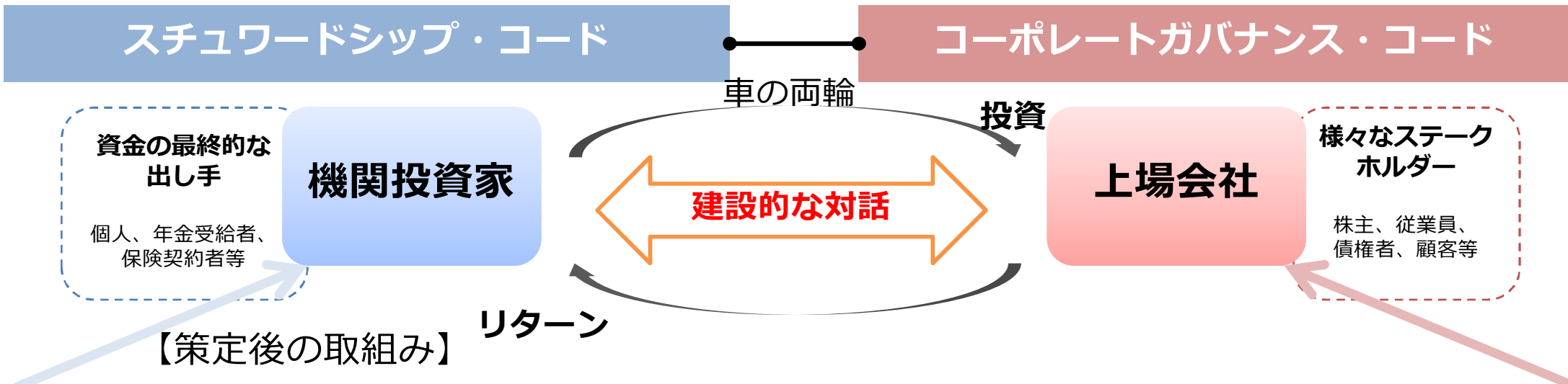
3. 情報開示 上場会社は、財務情報や非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、利用者にとって有用性の高い情報を適確に提供すべき。

4. 取締役会等 取締役会は会社の持続的成長を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、以下の役割・責務を果たすべき。

1. 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
2. 経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
3. 独立した客観的な立場から、実効性の高い監督を行うこと

5. 株主との対話 上場会社は、持続的な成長の観点から、株主と建設的な対話を行うべき。

コード導入後の取組み



スチュワードシップ・コード 改訂 (17年5月)

- ・運用機関のガバナンス体制整備
- ・個別議案毎の議決権行使結果の開示

JPX日経400算出要領 改定(16年8月)

- ・独立社外取締役
2人以上 ⇒ 3分の1以上 or 3人以上

JPX日経中小型株指数の算出開始 (17年3月)

相談役・顧問の開示制度(18年1月～)

- ・開示媒体：CG報告書（任意開示）
- ・開示対象：経営トップを退任され、相談役・顧問等に就任している方

フォローアップ会議 意見書(16年2月)

- ・最高経営責任者の選解任における客観性、透明性の確保
- ・取締役会において、
多様性の確保及び独立性の向上
経営戦略等に関する議論の充実
- ・実効性評価を通じた取締役会の実効性向上

企業価値向上表彰

- ・資本コストなど投資者の視点を深く組み込んで企業価値向上を目指し、実現している上場会社を表彰（12年～）

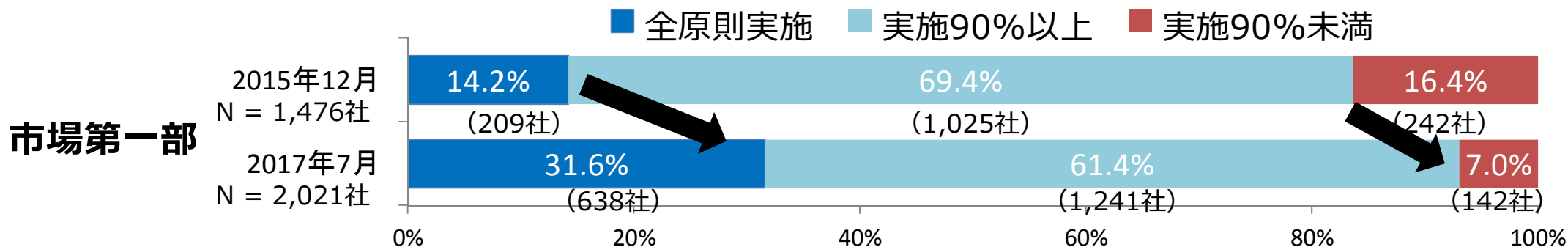


- ・表彰会社の経営の実践事例を紹介するeラーニングを上場会社に提供(16年7月)

現状と今後の課題

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

■ 全体的にコンプライが増加



■ 実施率が10ポイント以上増加した原則

■ 2015年12月 ■ 2017年7月

+38.3pt (対象：市場第一部)

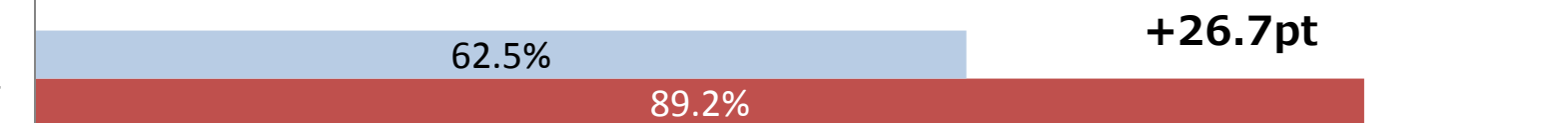
(補充原則 4-1-1③)

取締役会による実効性評価等



(原則 4-8)

独立社外取締役の2名以上の選任

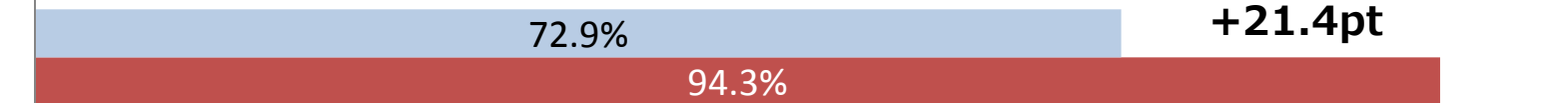


(原則 3-1)

情報開示の充実

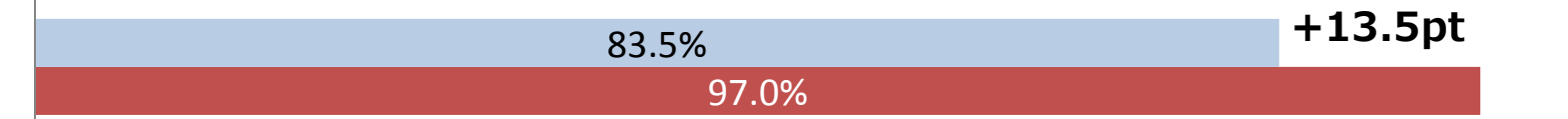
(i)~(iv)(略)

(v)個々の経営陣・取締役・監査役の選任・指名の説明



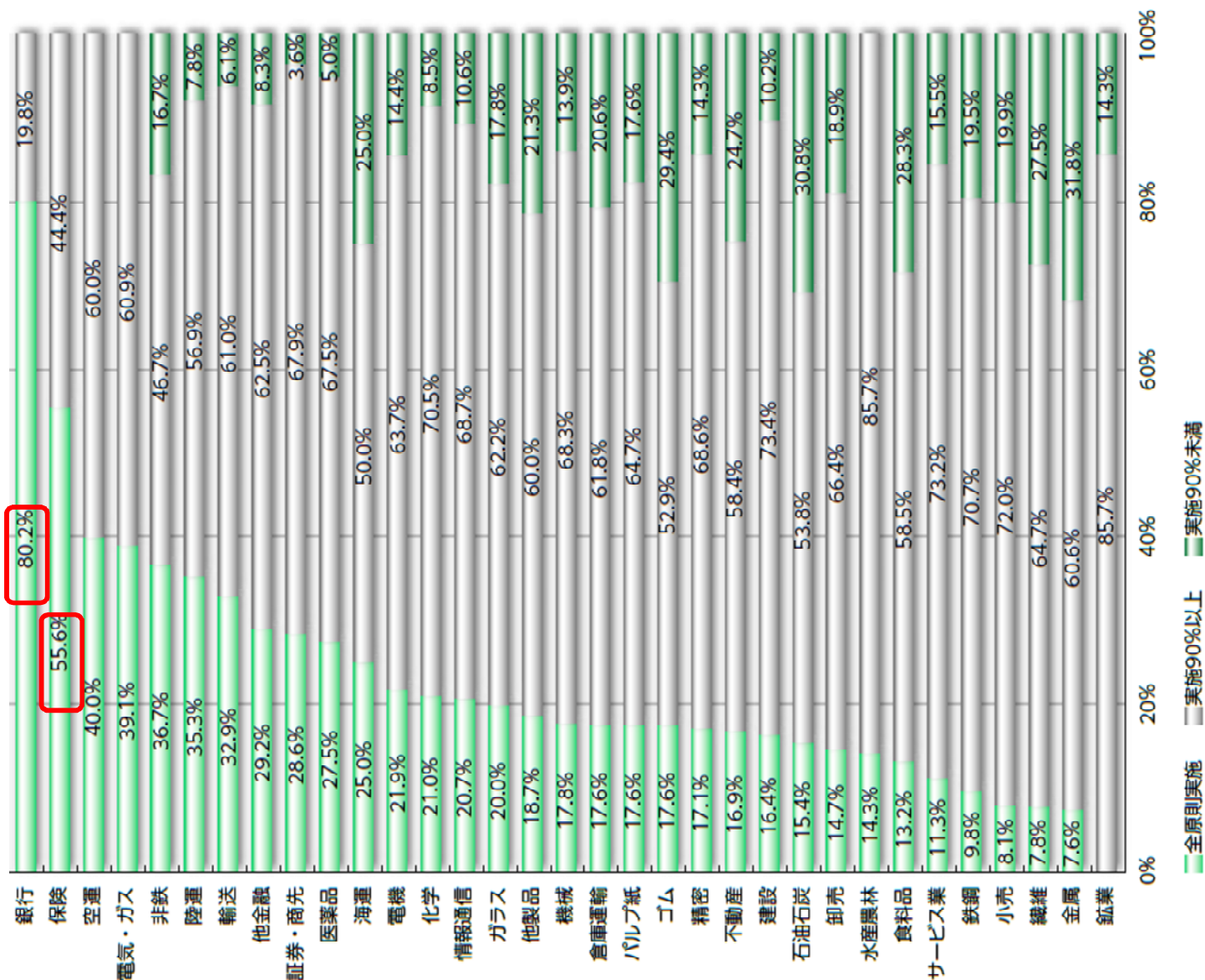
(補充原則 1-2②)

招集通知の早期web開示



(参考) 業種別のコーポレートガバナンス・コードへの対応状況

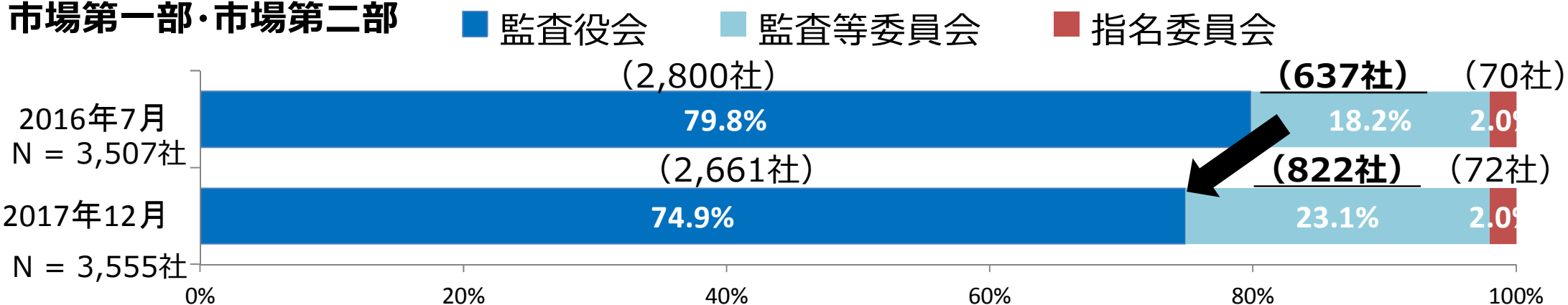
「銀行」「保険」は全原則を実施している会社が多い。特に「銀行」は多い。



出典：「コーポレート・ガバナンス白書2017」（対象：市場第一部・第二部）

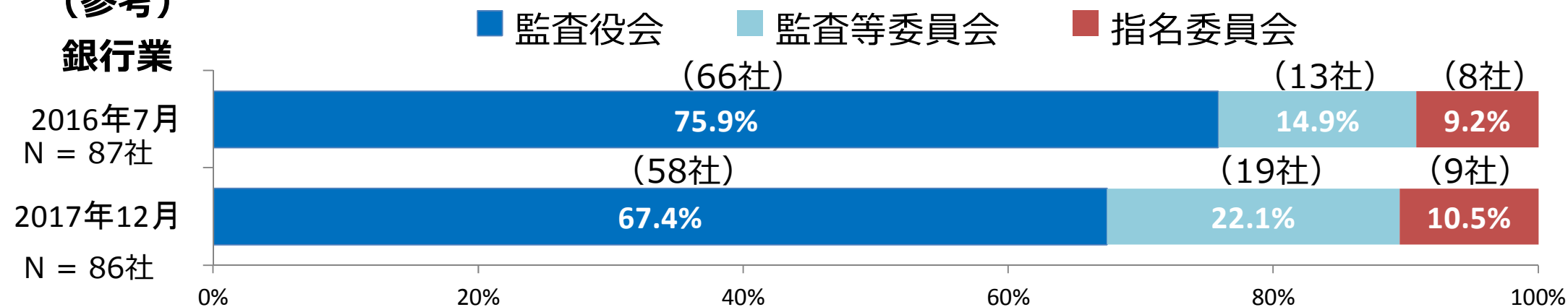
- 2015年の会社法改正で新設された**監査等委員会設置会社**の採用が進む
- **監査役会設置会社**が**多数**を占める状況は**変わらず**

市場第一部・市場第二部



(参考)

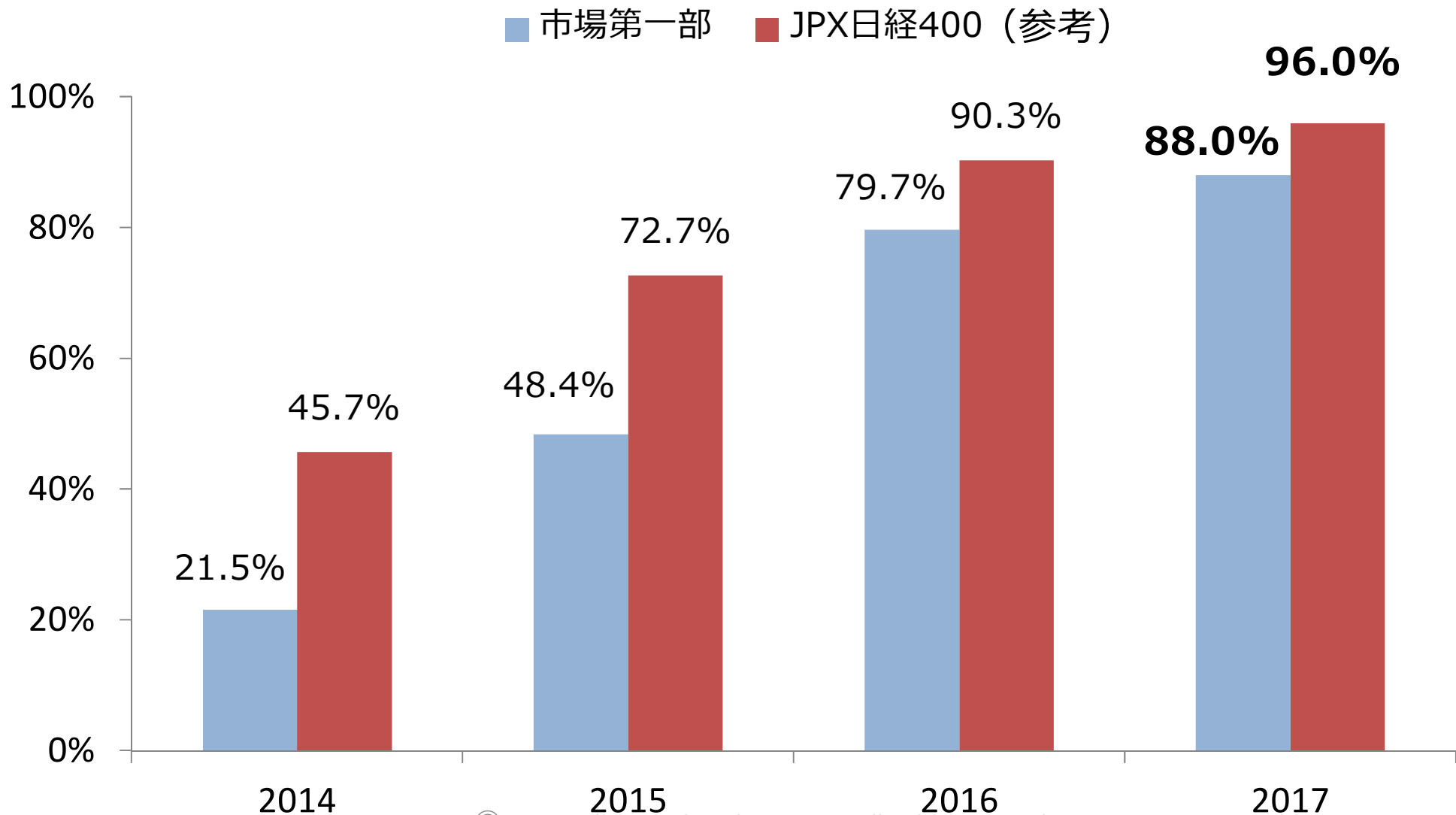
銀行業



2名以上の独立社外取締役の選任状況

- 2名以上の独立社外取締役を選任する上場会社の比率は、9割近くまで増加

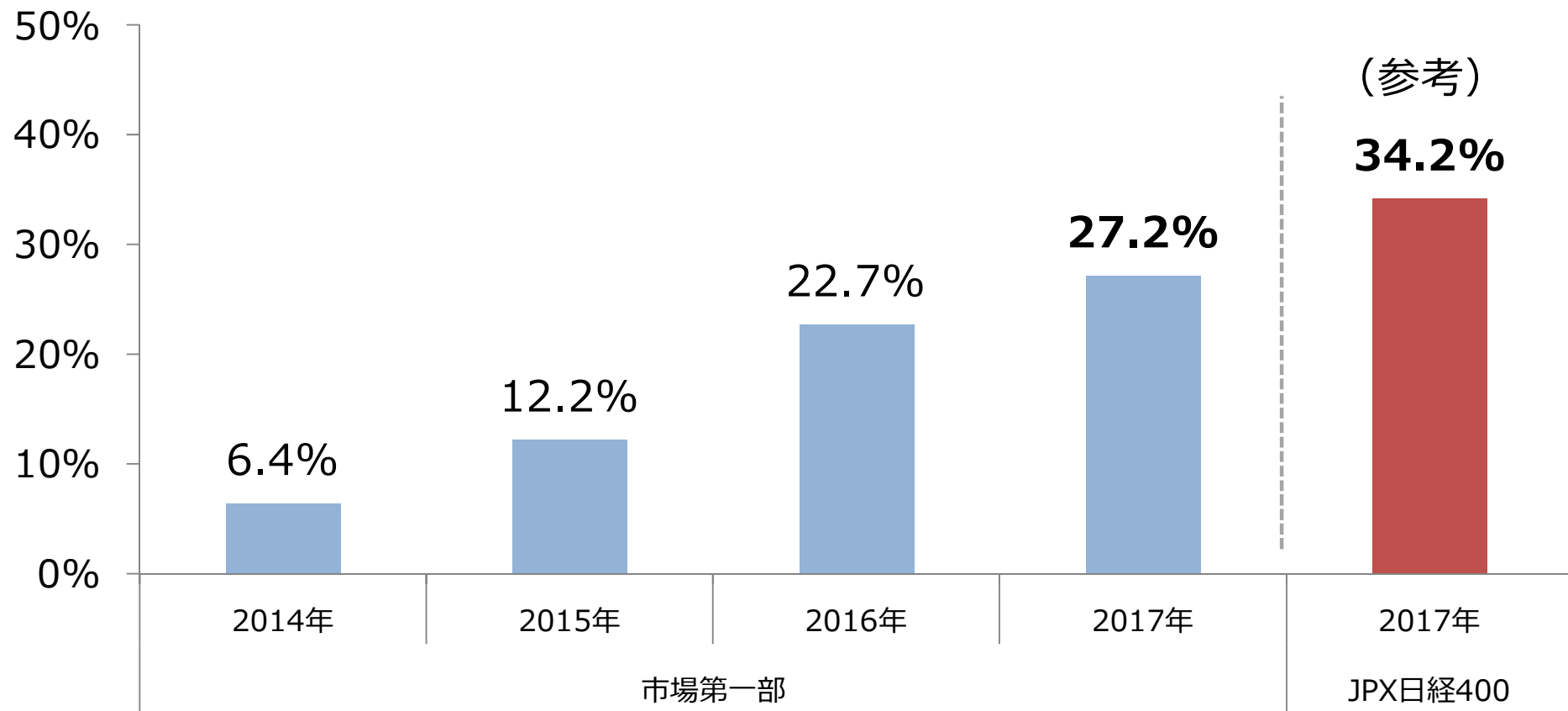
【2名以上の独立社外取締役の選任比率の推移】



3分の1以上の独立社外取締役の選任状況

- 独立社外取締役が、全取締役の3分の1以上を占める上場会社の比率は
 - 市場第一部では 4分の1を超え、27.2%に。
 - JPX日経400では 3分の1を超え、34.2%に。

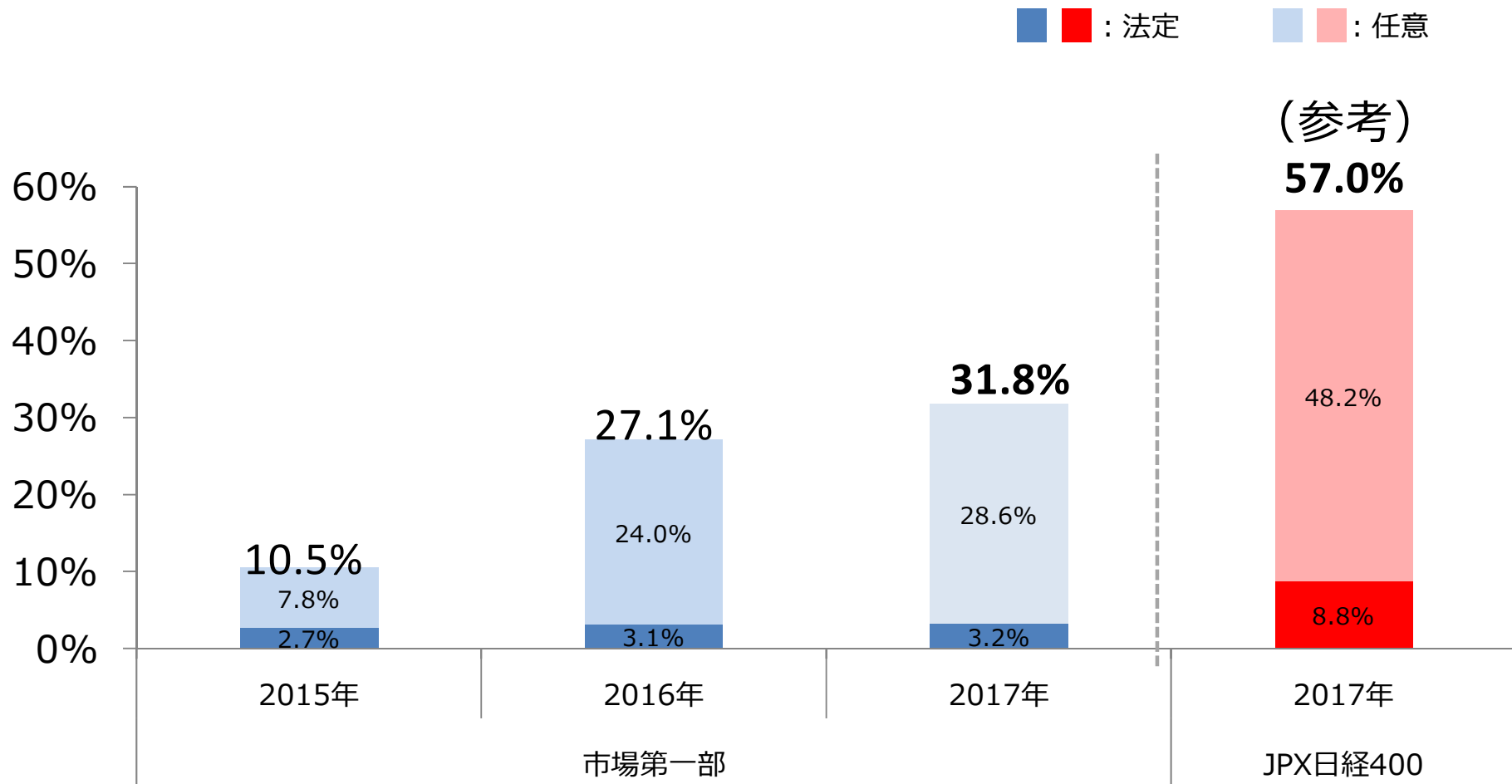
【3分の1以上の独立社外取締役を選任する上場会社（市場第一部）の比率推移】



指名委員会の設置状況

- 指名委員会（法定・任意）を設置する上場会社の比率は、
 - 市場第一部では 3割を超え、31.8%に。
 - JPX日経400では過半数の、57.0%に。

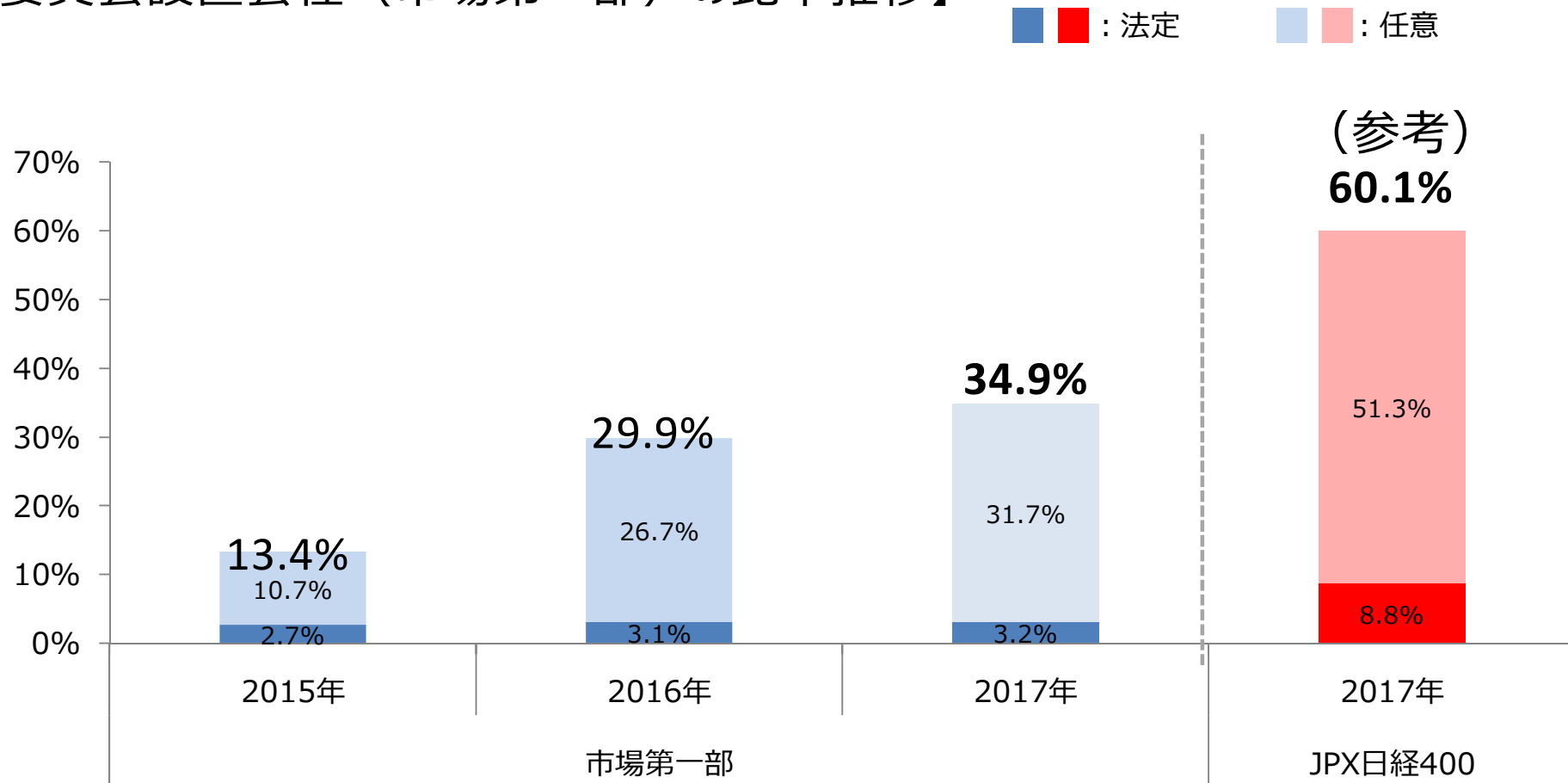
【指名委員会設置会社（市場第一部）の比率推移】



報酬委員会の設置状況

- 報酬委員会（法定・任意）を設置する上場会社の比率は、
 - 市場第一部では 3分の1を超え、34.9%に。
 - JPX日経400では6割を超え、60.1%に。

【報酬委員会設置会社（市場第一部）の比率推移】



改善に向かう日本企業のROE

- 日本企業のROEは、円安による業績の向上や、コーポレートガバナンス改革に伴う積極的な株主還元策の実施等により、改善傾向にある。

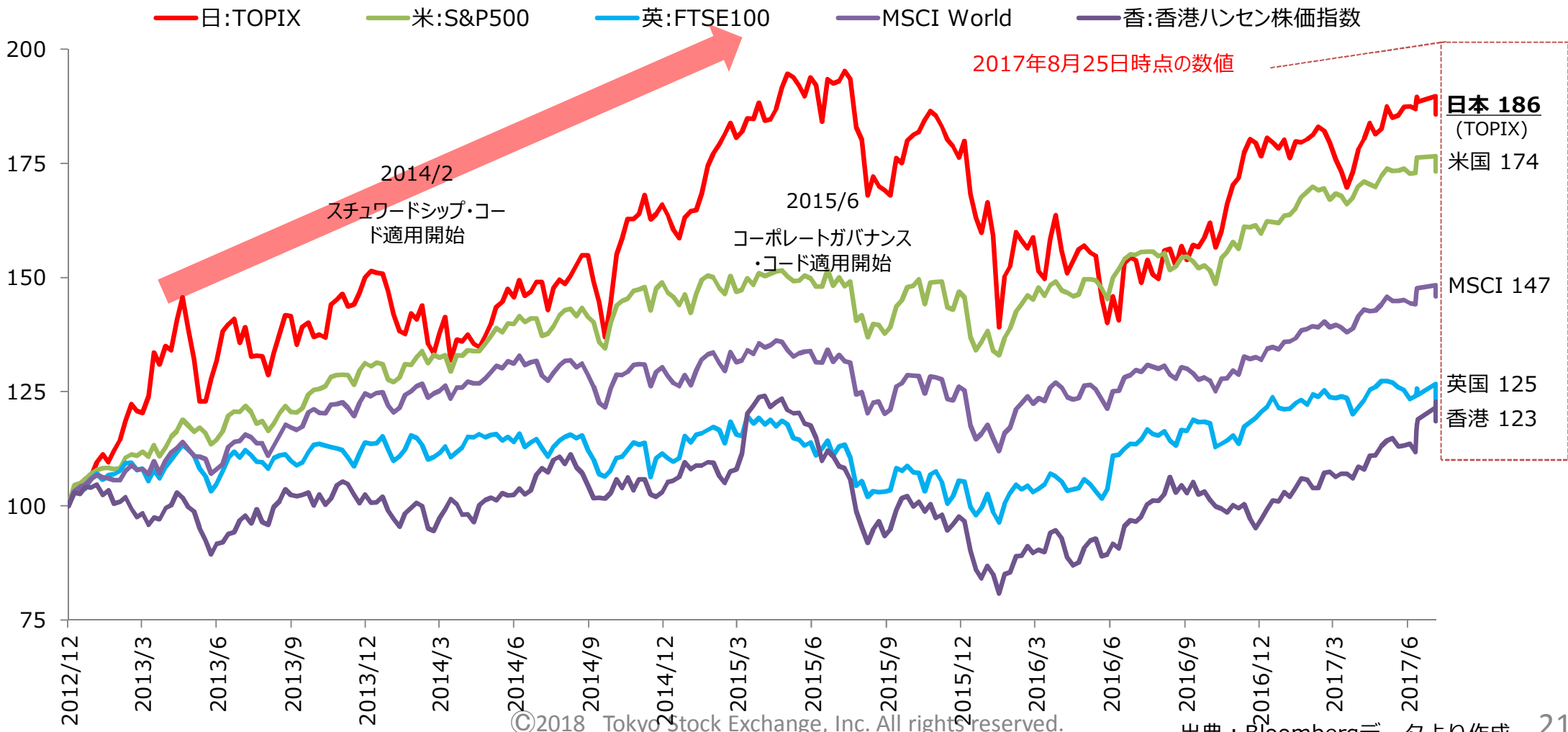
主要株価指数の 平均ROE	2009-12年 平均	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年 (*)
日本 (TOPIX)	3.8	8.5	8.3	7.7	7.4	9.1
アメリカ (S&P500)	13.4	15.3	14.4	12.2	13.1	13.8
イギリス (FTSE100)	12.7	12.6	13.9	5.7	5.6	9.6
世界平均 (MSCIワールド)	10.9	12.0	12.2	9.6	10.2	11.5

出典：Bloombergデータより作成 (*) 2017年は12月8日時点の数値

ガバナンス・コード導入後の株価推移上昇

- バブル崩壊後、日本株は長期にわたり低迷していたが、第二次安倍政権によって積極的に推し進められたコーポレートガバナンス改革の効果等もあり、株価は大きく上昇。
- 海外の主要株価指数と比較しても、概ね日本株が海外の主要株価指数を上回って推移。

主要株価指数の相対比較 (2012年11月末=100)



- 投資と内部留保
 - 現預金の形での内部留保が増加
 - 設備・人材・研究開発投資の水準に課題
- 経営環境の変化に対応した経営判断
 - 経営環境の変化に応じた事業選択などの果敢な経営判断が行われていない
 - 経営者の資本コストに対する意識を高めていく必要
- CEO・取締役会
 - CEOの育成・選任に向けた取組みが不十分
 - 社外取締役の実効的な機能発揮を促していく必要
- 政策保有株式
 - 政策保有株式の縮減が進んでいない
- アセットオーナー
 - 企業年金によるスチュワードシップ・コードの受入れが少ない

独立社外取締役への期待

【基本原則 4】

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

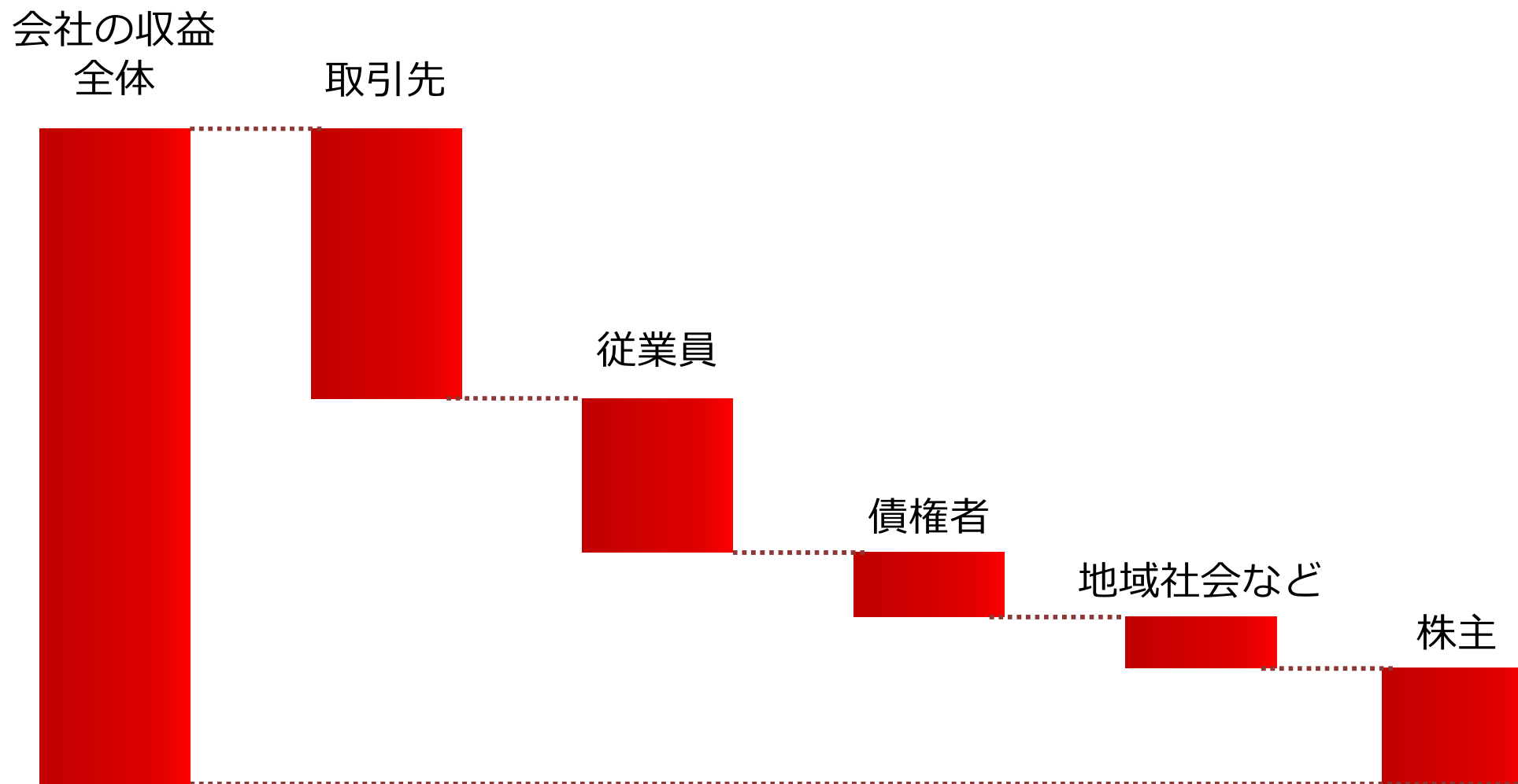
(1)企業戦略等の大きな方向性を示すこと

(2)経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと

(3)独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。

こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。



【原則 4 - 7 独立社外取締役の役割・責務】（抜粋）

- 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと
- 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること
- 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に適切に反映させること

【原則 4 - 8 独立社外取締役の有効な活用】（抜粋）

- 独立社外取締役として、建設的な議論に貢献できる人物を、2名以上設置すべき
- 自主的な判断により、3分の1以上の独立社外取締役が必要と考える会社は、そのための取り組み方針を開示。

【本資料に関する注意事項】

- 本資料で提供している情報は万全を期していますが、その情報の完全性を保証しているものではありません。
- 本資料に記載されている内容は将来予告なしに内容が変更される可能性があります。内容等について、過去の情報は実績であり、将来の成果を予想するものではありません。
- 本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社日本取引所グループに属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ無断で複製、または転送等はできません。