

# コーポレートガバナンス改革の進捗状況

---

平成29年10月18日

金融庁

# 目次

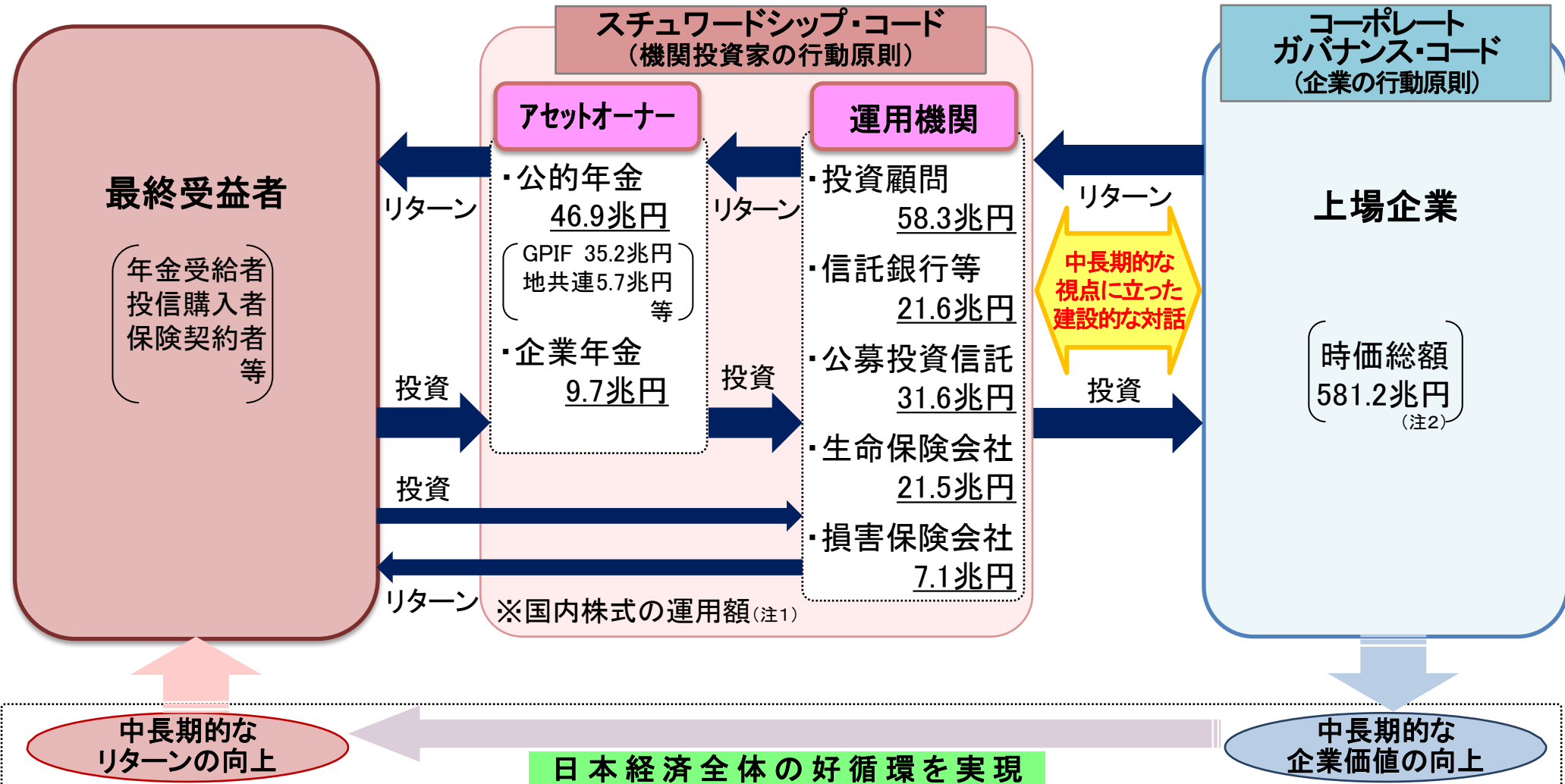
1. コーポレートガバナンス改革に向けたこれまでの取組み	P2
2. コーポレートガバナンス改革を巡る指摘	P7
(1) 投資と内部留保	P9
(2) 経営環境の変化に対応した経営判断	P13
(3) CEO・取締役会	P15
(4) 政策保有株式	P19
(5) アセットオーナー	P22

# 1. コーポレートガバナンス改革に向けたこれまでの取組み

---

# コーポレートガバナンス改革に向けたこれまでの取り組み

- 安倍内閣発足以降、成長戦略の一環として、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードを策定。
- 両コードを「車の両輪」として、**中長期的な企業価値の向上と投資リターンの拡大**（国民の安定的な資産形成）の実現に向け、コーポレートガバナンス改革に取り組んできた。

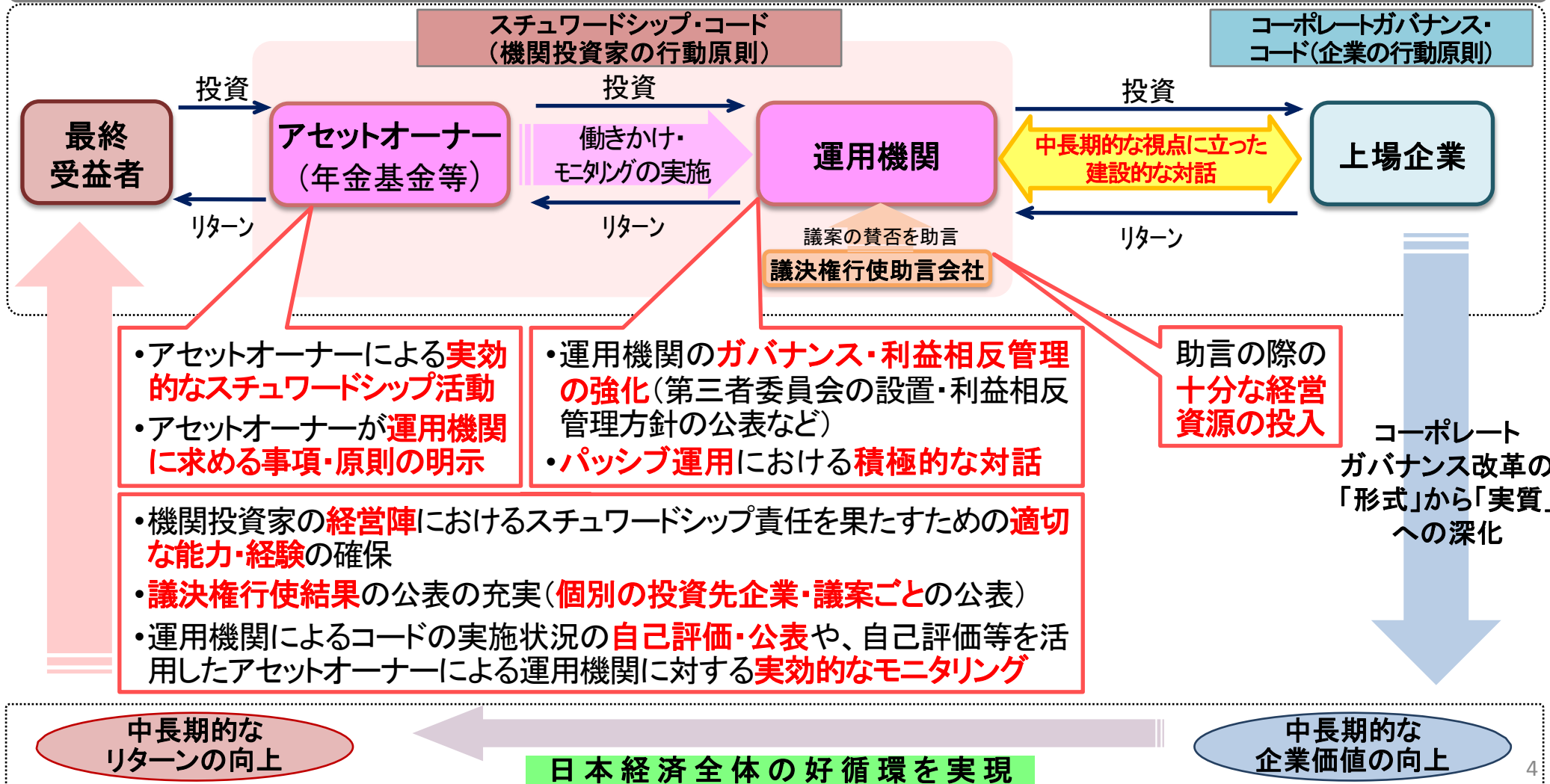


(注1)運用額は、各機関・関係団体等の統計に基づくものであり、一部推計を含む(2017年3月末時点。企業年金については2016年3月末時点)。投資顧問には、一部の信託銀行による投資一任契約形態での運用分を含む。  
 (注2)国内の証券取引所に上場されている株式の時価総額の合計(2017年3月末時点)。

# スチュワードシップ・コード改訂の概要

(2017年5月29日改訂)

- 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、機関投資家が、実効的に企業との間で「建設的な対話」に取り組むことが重要。
- このため、本年5月、フォローアップ会議意見書を受け、スチュワードシップ・コードを改訂し、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を促すとともに、年金基金等のアセットオーナーの役割を明確化。



## 運用機関による第三者委員会の設置

- 国内大手運用機関において、議決権行使の監督等を行うための**第三者委員会の設置**が広がっている。

## 個別の議決権行使結果の公表

- 既に、本年の株主総会シーズン前から、**一部大手運用機関は、個別の議決権行使結果の公表を開始。**
- 株主総会后、**他の運用機関の多くにおいても、個別の議決権行使結果の公表を実施**（一部の機関は**賛否の理由**についても説明）。

## アセットオーナーによるスチュワードシップ活動

- アセットオーナーである**GPIF**は、本年6月、委託先の運用機関に向けた「**スチュワードシップ活動原則**」と「**議決権行使原則**」を制定。  
(注)これらの原則においては、運用機関における第三者委員会の設置等の利益相反防止のための仕組みの構築や、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた議決権行使を求めている。
- また、**GPIF**は、委託先の運用機関に対し、**個別の議決権行使結果の公表を行うことを要請。**

# 個別の議決権行使結果の公表の例

- スチュワードシップ・コードの改訂を受け、多くの運用機関において、個別の議決権行使結果の公表を開始。一部の機関においては賛否の理由も開示。

議決権行使結果の個別開示(2017年4月～2017年6月総会)

・「取引先フラッグ」は、外部情報ベンダーのデータを基に、借入れ金額が最も多い金融機関が当社である企業、株主名簿管理人が当社グループである企業を特定化したもの(6月27日基準)。

・「当社ガイドラインに基づく行使内容」の「判断理由」には、抵触した主な判断基準を記載。なお、株主提案については賛成理由を記載。

・「他の行使内容」は当社ガイドライン以外の基準による行使判断も行った議案に※印を付与。

取引先フラッグ	コード	社名	総会種類	総会日程	提案者	議案番号	子議案番号	議案分類	当社ガイドラインに基づく行使内容		他の行使内容
									賛否	判断理由	
○	A社		定時	201706	会社	3	1	取締役選任	賛成		
○			定時	201706	会社	3	2	取締役選任	賛成		
○			定時	201706	会社	3	3	取締役選任	賛成		

(中略)

	B社		定時	201706	会社	1	7	取締役選任	反対	社外取締役人数基準	
			定時	201706	会社	1	8	取締役選任	反対	社外取締役人数基準	
			定時	201706	会社	2	1	監査役選任	賛成		
	C社		定時	201706	会社	1	1	取締役選任	賛成		
			定時	201706	会社	1	2	取締役選任	賛成		
			定時	201706	会社	1	3	取締役選任	賛成		
			定時	201706	会社	1	4	取締役選任	賛成		
			定時	201706	会社	1	5	取締役選任	賛成		
			定時	201706	会社	1	6	取締役選任	賛成		
			定時	201706	会社	2		財団関連	反対	財団への自己株式拠出基準	
	D社		定時	201706	会社	3		財団関連	反対	財団への自己株式拠出基準	
○			定時	201706	会社	1	1	取締役選任	反対	業績基準・配当基準	
○			定時	201706	会社	1	2	取締役選任	反対	業績基準・配当基準	
○			定時	201706	会社	1	3	取締役選任	反対	業績基準・配当基準	
○			定時	201706	会社	1	4	取締役選任	反対	業績基準・配当基準	
○			定時	201706	会社	1	5	取締役選任	反対	業績基準・配当基準	
○			定時	201706	会社	1	6	取締役選任	反対	業績基準・配当基準	
○			定時	201706	会社	1	7	取締役選任	賛成		
○			定時	201706	会社	2	1	監査役選任	賛成		
○			定時	201706	会社	2	2	監査役選任	賛成		
○		定時	201706	会社	2	3	監査役選任	賛成			
○		定時	201706	会社	3		新株予約権発行	反対	対象者基準		

(出所)三井住友信託銀行ウェブサイト(一部金融庁にて加工)

## 2. コーポレートガバナンス改革を巡る指摘

---



# コーポレートガバナンス改革を巡る指摘

## (1) 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

## (2) 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

## (3) 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

## (4) 政策保有株式

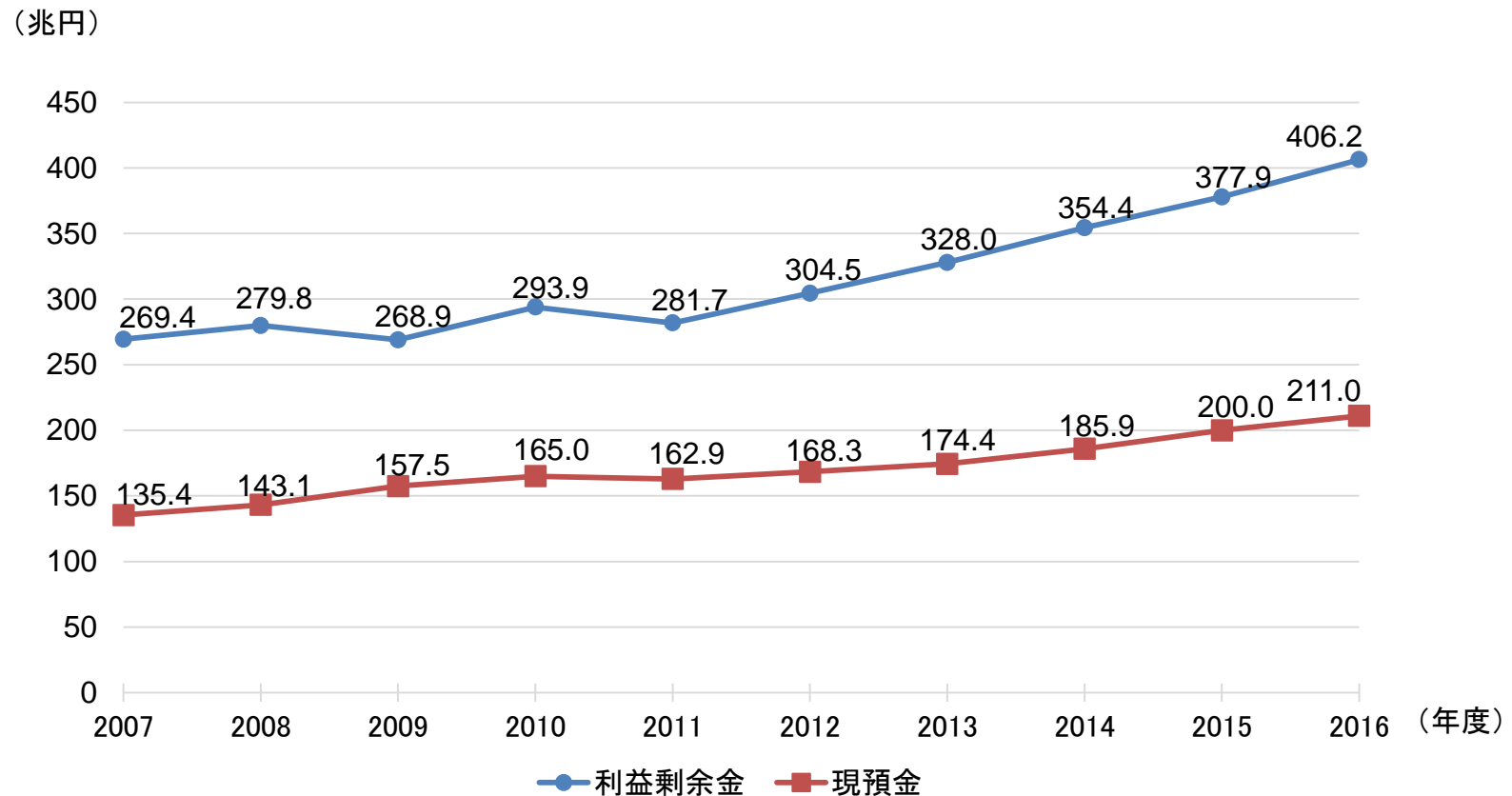
- 政策保有株式の縮減が進んでいない

## (5) 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

# 投資と内部留保①:企業の利益剰余金・現預金の動向

□ 企業の利益剰余金(内部留保)及び現預金は増加傾向が継続。

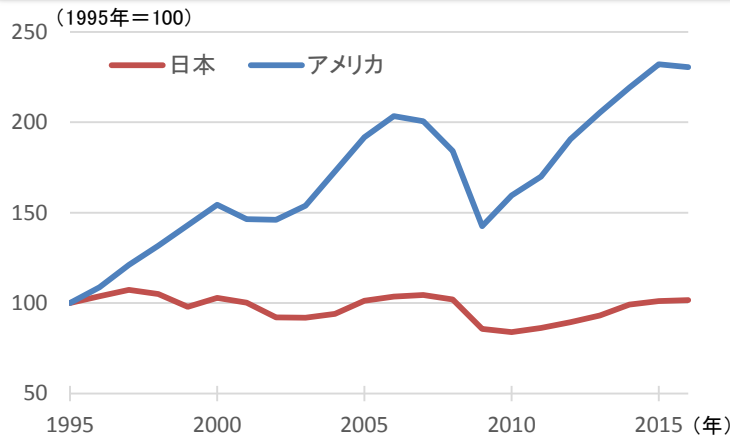


(出所)財務省法人企業統計(全産業(金融・保険業除く))より金融庁作成。

# 投資と内部留保②: 設備・人材・研究開発投資の状況

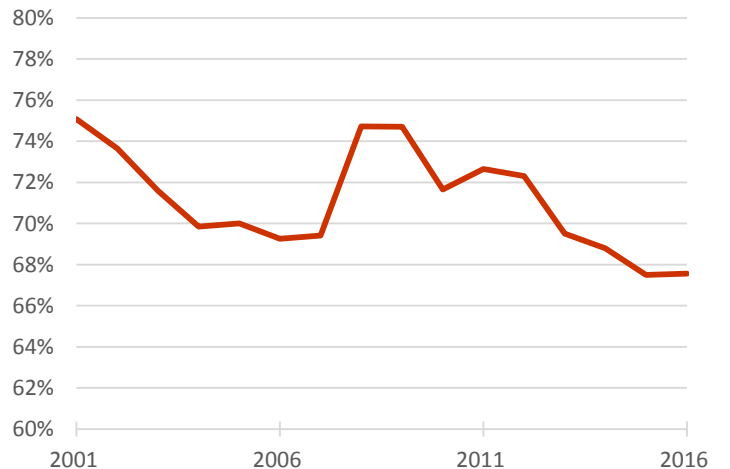
□ 設備投資は低水準で推移し、労働分配率も低下傾向。また、大規模な研究開発投資を行う日本企業は必ずしも多くない。

設備投資の水準の推移



(資料)内閣府、Bureau of Economic Analysisより金融庁作成。

労働分配率の推移



(年度)

(出所)財務省法人企業統計(全産業(金融・保険業除く))より金融庁作成。

研究開発費が多い企業上位30社の推移

2011年

Rank	Company	Country
1	Roche	Switzerland
2	Pfizer	USA
3	Microsoft	USA
4	Toyota Motor	Japan
5	Merck US	USA
6	Volkswagen	Germany
7	Samsung Electronics	South Korea
8	Novartis	Switzerland
9	General Motors	USA
10	Johnson & Johnson	USA
11	Nokia	Finland
12	Intel	USA
13	Daimler	Germany
14	Sanofi-Aventis	France
15	Panasonic	Japan
16	GlaxoSmithKline	UK
17	Honda Motor	Japan
18	Siemens	Germany
19	Sony	Japan
20	Cisco Systems	USA
21	Robert Bosch	Germany
22	IBM	USA
23	Ford Motor	USA
24	Eli Lilly	USA
25	Nissan Motor	Japan
26	Hitachi	Japan
27	Oracle	USA
28	Bayer	Germany
29	AstraZeneca	UK
30	EADS	The Netherlands

2016年

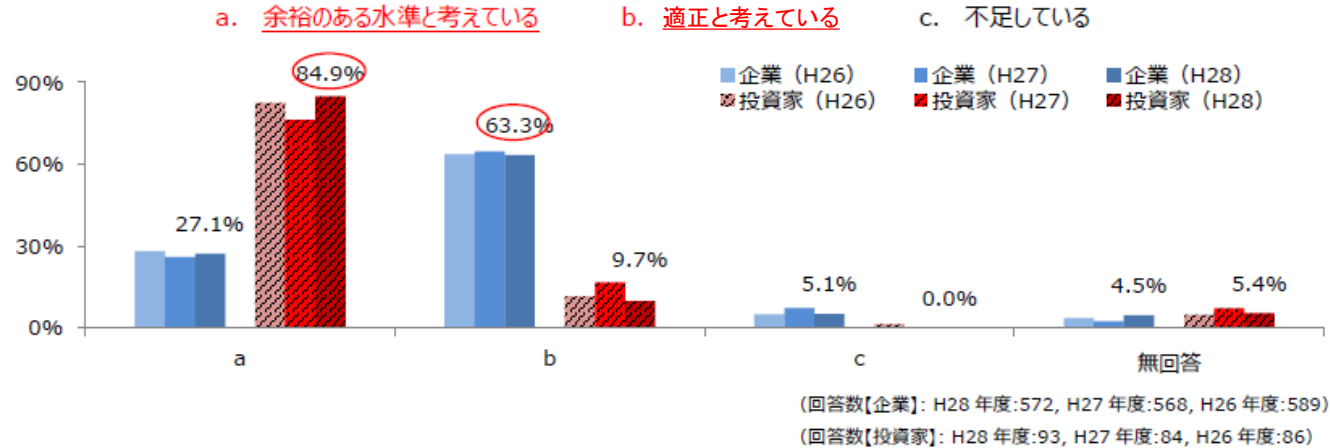
Rank	Company	Country
1	Volkswagen	Germany
2	Samsung Electronics	South Korea
3	Intel	US
4	Alphabet	US
5	Microsoft	US
6	Novartis	Switzerland
7	Roche	Switzerland
8	Huawei Investment & Holding CO	China
9	Johnson & Johnson	US
10	Toyota Motor	Japan
11	Apple	US
12	Pfizer	US
13	General Motors	US
14	Daimler	Germany
15	Merck US	US
16	Ford Motor	US
17	Cisco Systems	US
18	Honda Motor	Japan
19	Oracle	US
20	Bristol-Myers Squibb	US
21	Sanofi	France
22	AstraZeneca	UK
23	Robert Bosch	Germany
24	BMW	Germany
25	Qualcomm	US
26	Siemens	Germany
27	IBM	US
28	Bayer	Germany
29	Facebook	US
30	GlaxoSmithKline	UK

(出所)“The 2011 EU Industrial R&D Investment Scoreboard R&D ranking of the top 1400 World companies”、  
“The 2016 EU Industrial R&D Investment Scoreboard R&D ranking of the world top 2500 companies”より金融庁作成。10

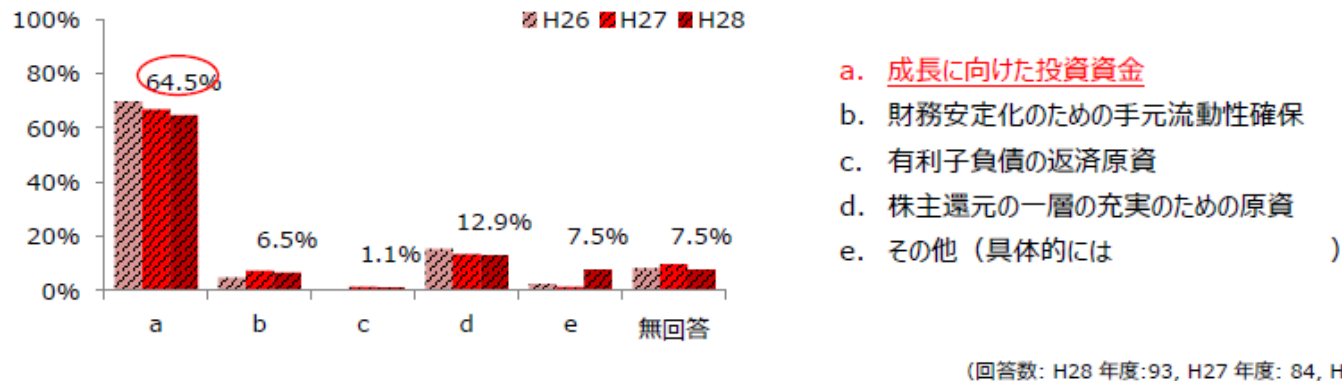
# 投資と内部留保③:企業・投資家の認識(1)

□ 投資家の多くは、企業の手元資金について、**適正な水準を上回っていると認識**しており、**成長に向けた投資**に振り向けることを期待。

## <手元資金の水準についての認識(企業・投資家)>



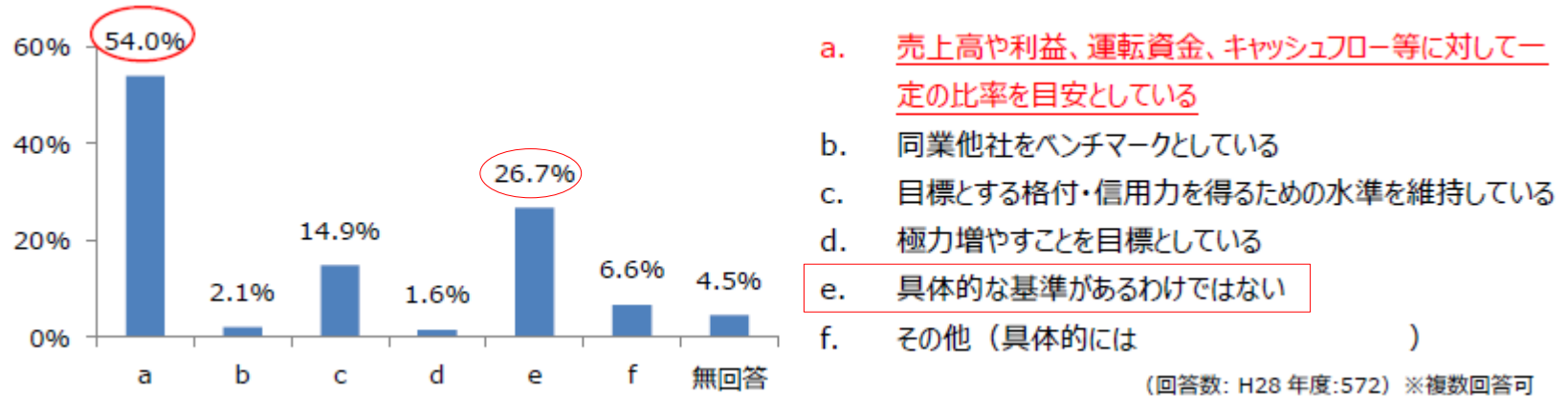
## <企業の手元資金の使途として望ましいもの(投資家)>



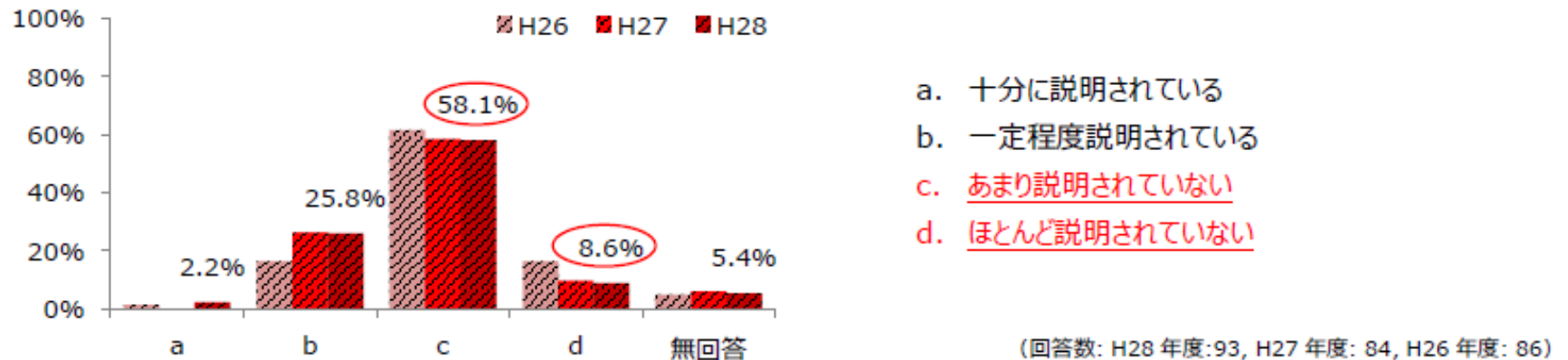
## 投資と内部留保④：企業・投資家の認識(2)

□ 手元資金の水準について**明確な考え方がない**企業も少なくなく、投資家の多くも、**水準の妥当性**について説明が不足していると認識。

＜手元資金の適切な水準を決定する際に重視しているもの(企業)＞



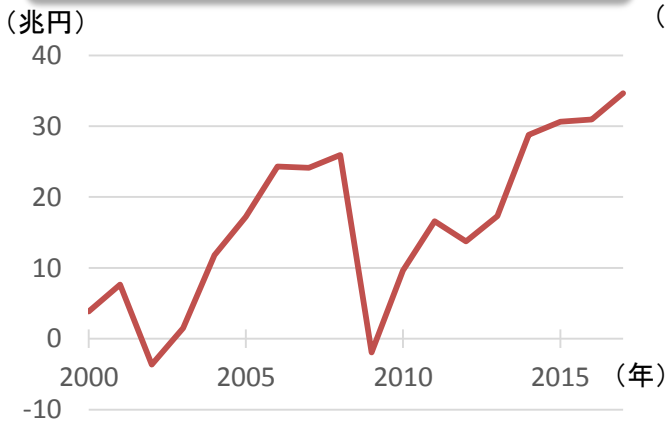
＜企業の手元資金の水準の妥当性に関する説明(投資家)＞



# 経営環境の変化に対応した経営判断①: 日本企業の収益力

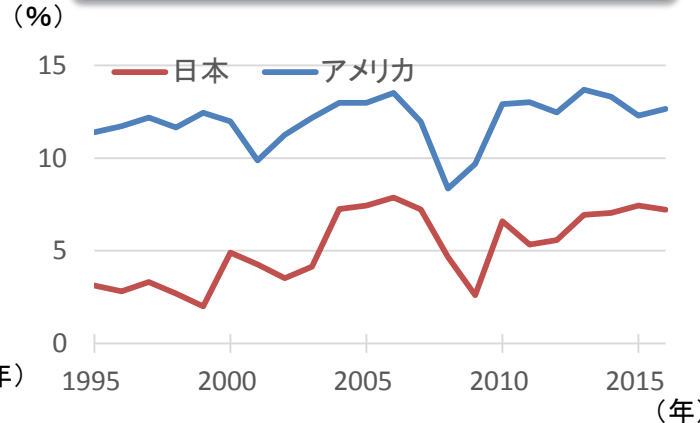
- 日本企業の**純利益**は**過去最高**を更新。**ROS**(売上高営業利益率) や**ROA**(総資産利益率)、**ROE**(自己資本利益率)も、**近年上昇**。
- 他方、アメリカと比較した場合、**ROS**、**ROA**、**ROE**は、依然**低水準**で推移。
- **PBR**(株価純資産倍率)は、**1倍近辺**で推移し、直近でも1倍を下回る企業は全体の3分の1超。

純利益の推移(注)

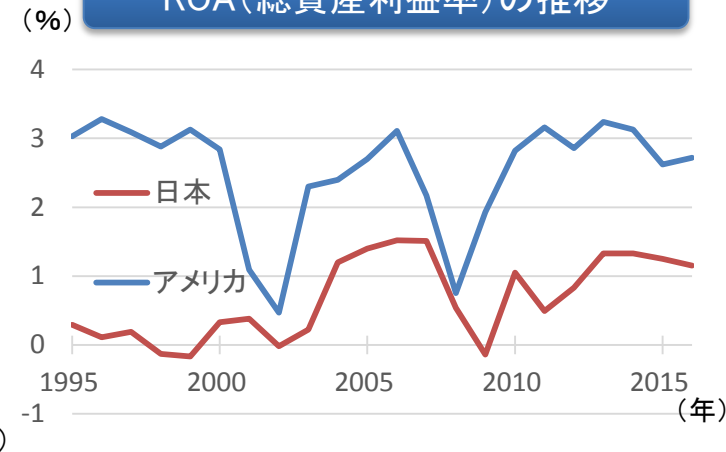


(注)各年6月末時点までに決算発表を行った東証一部上場企業の純利益の合計。

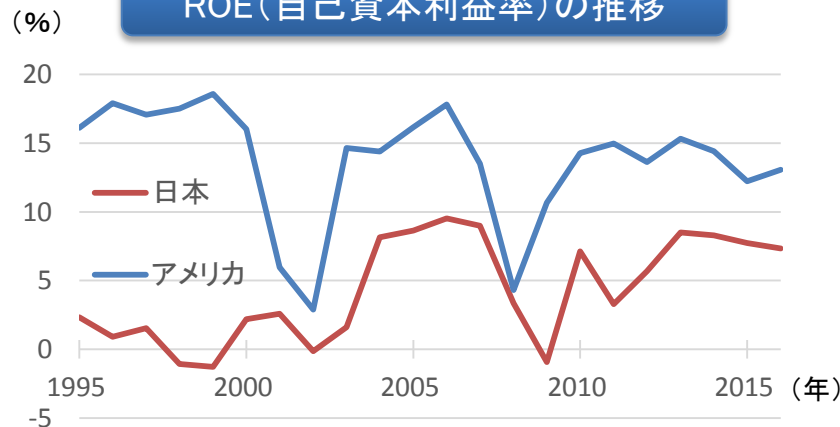
ROS(売上高営業利益率)の推移



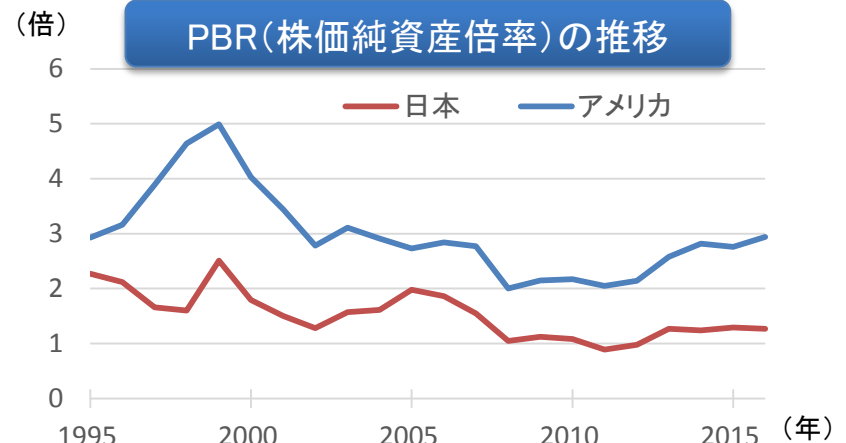
ROA(総資産利益率)の推移



ROE(自己資本利益率)の推移



PBR(株価純資産倍率)の推移

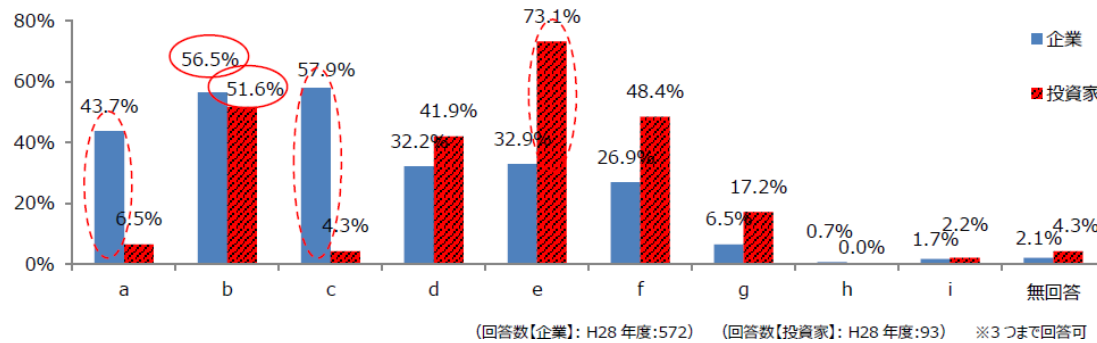


# 経営環境の変化に対応した経営判断②:企業・投資家の認識

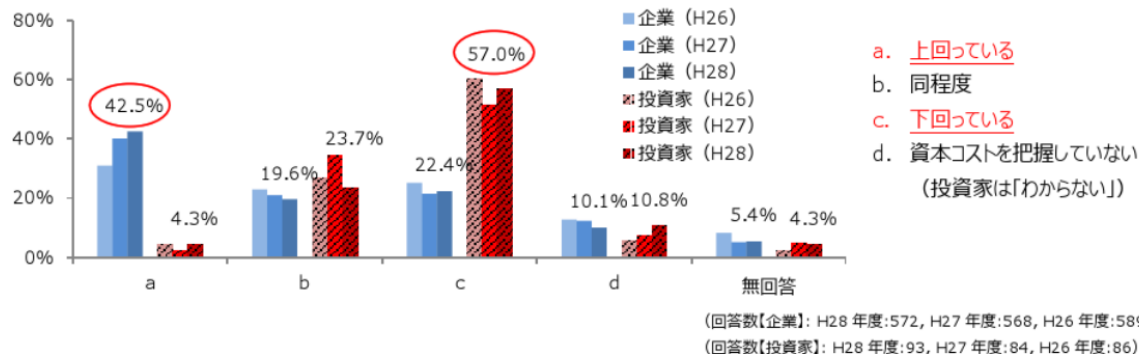
- 多くの投資家は、**事業の選択と集中**に期待している一方、企業側においては、重視される程度は必ずしも高くない。
- 多くの投資家は、企業が**資本コストを上回るリターン**を上げられていないと認識。一部の企業においては、資本コストを把握していないケースも。

## <資本効率向上に向けて重視している取り組み(企業)・期待する取り組み(投資家)>

- |   |                                      |
|---|--------------------------------------|
| a. <u>事業規模・シェアの拡大</u>                           | f. 収益・効率性指標を管理指標として展開<br>(全社レベルでの浸透) |
| b. <u>製品・サービス競争力強化</u>                          | g. 借入や株主還元を通じたレバレッジの拡大               |
| c. <u>コスト削減の推進</u>                              | h. 特段なし                              |
| d. 採算を重視した投資                                    | i. その他(具体的には )                       |
| e. <u>事業の選択と集中(経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し・組換え)</u> |                                      |



## <資本コストに対する ROE 水準の見方(企業・投資家)>

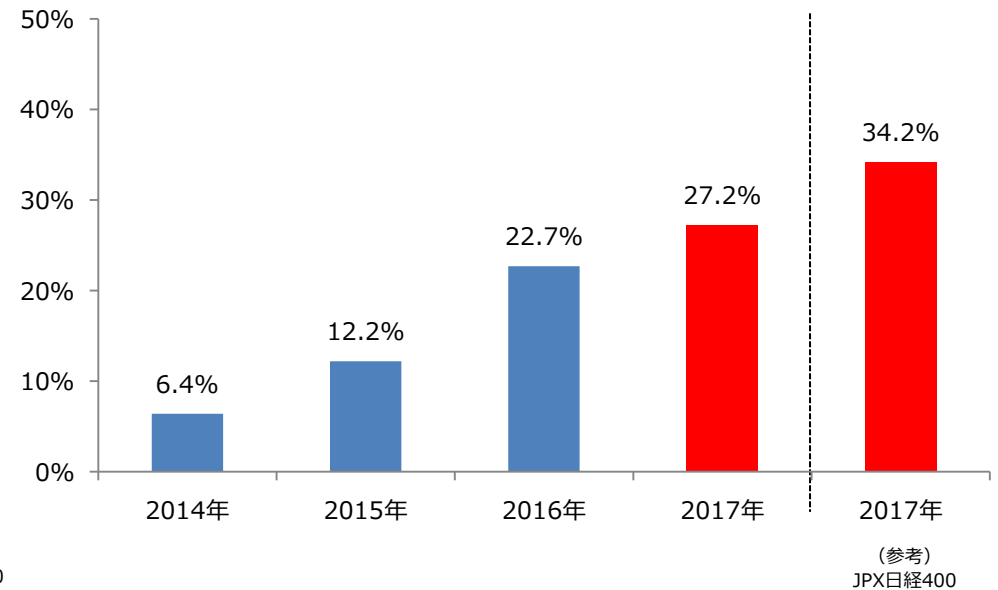
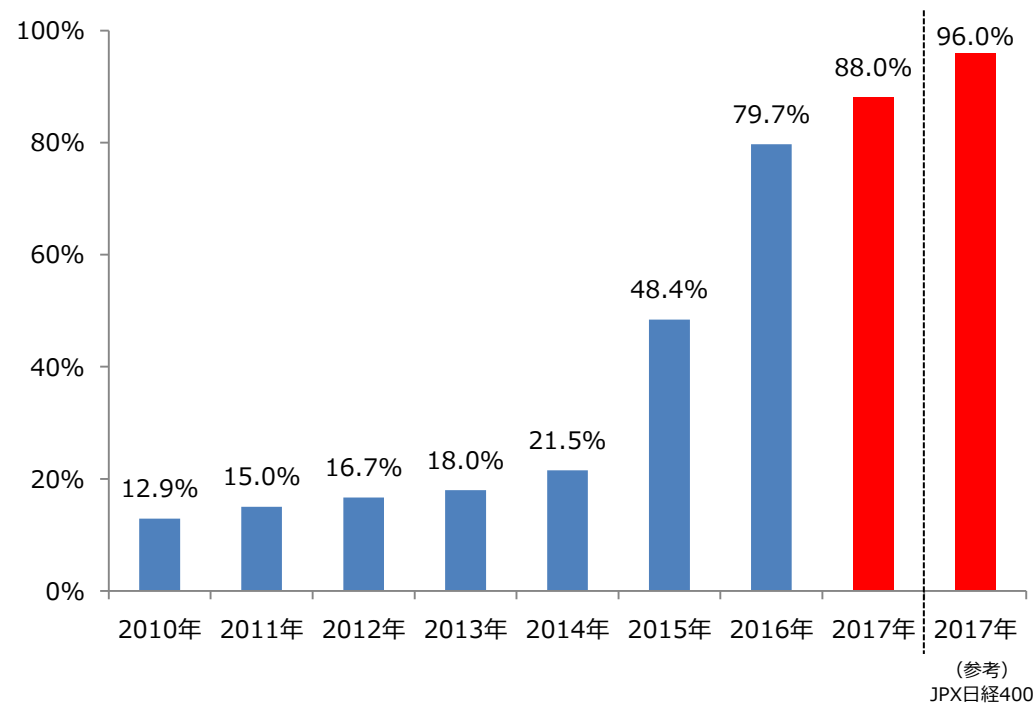


# CEO・取締役会①: 独立社外取締役の選任

□ 独立社外取締役を選任する企業数は、コーポレートガバナンス・コード導入以降増加。

2名以上の独立社外取締役を選任する上場企業  
(東証第一部)の比率推移

3分の1以上の独立社外取締役を選任する上場企業  
(東証第一部)の比率推移



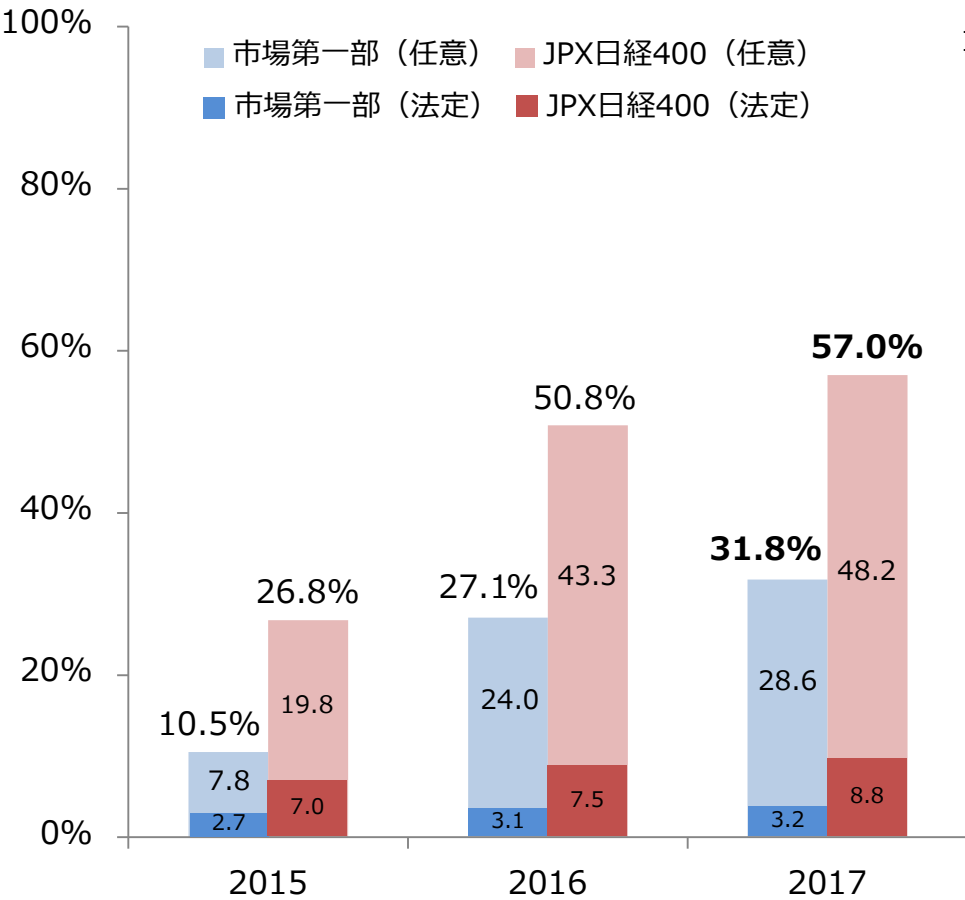
(出所)東京証券取引所



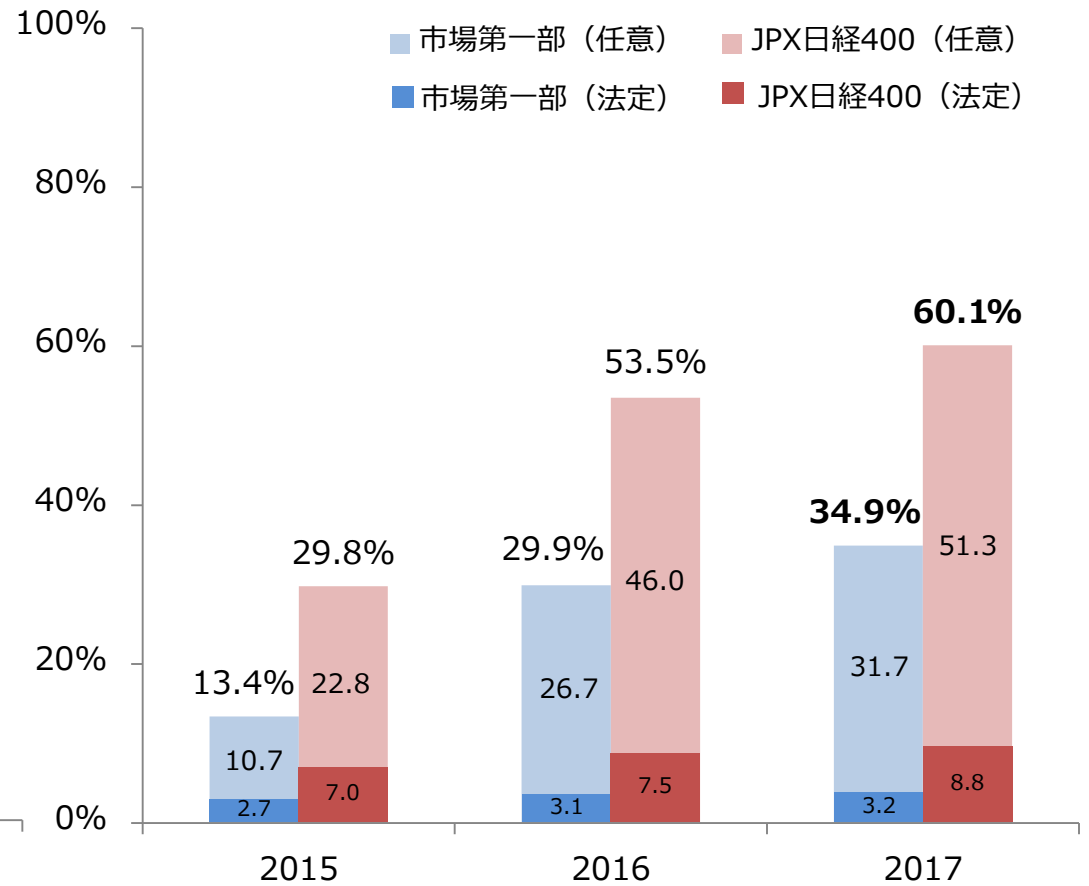
# CEO・取締役会②: 指名委員会・報酬委員会の設置

□ 法定または任意の指名委員会や報酬委員会を設置する企業は増加。

【指名委員会設置会社の比率推移】



【報酬委員会設置会社の比率推移】



# CEO・取締役会③: CEO等の選解任基準・後継者計画

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

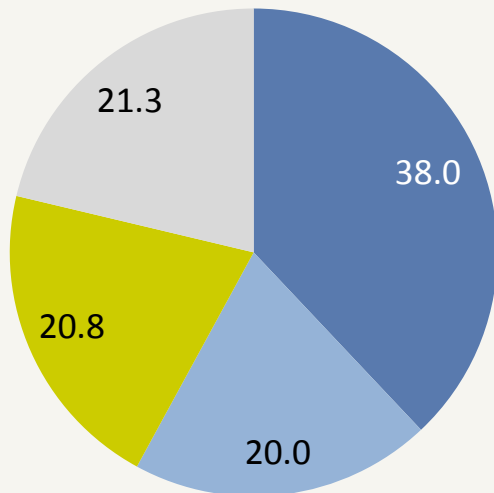
質問: 貴社では、最高経営責任者(CEO)等の選任について、客観性・適時性・透明性を確保する仕組みや基準が設けられていますか。

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

質問: 貴社では、最高経営責任者(CEO)の後継者計画(プランニング)の監督をしていますか。

## 選任基準の整備状況

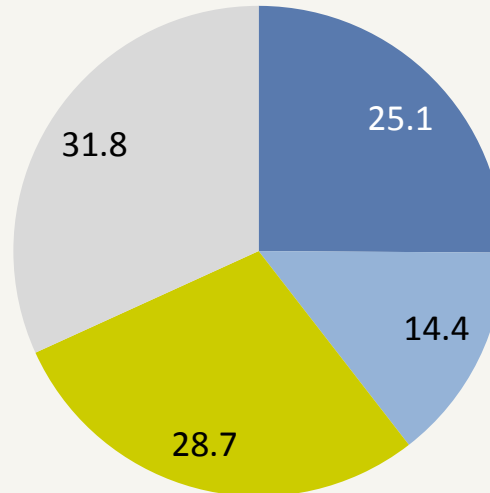
(%; N=390)



- コード施行前または後に整備した
- 整備に向け動いている
- 目途が立っていない
- わからない・無回答

## 解任基準の整備状況

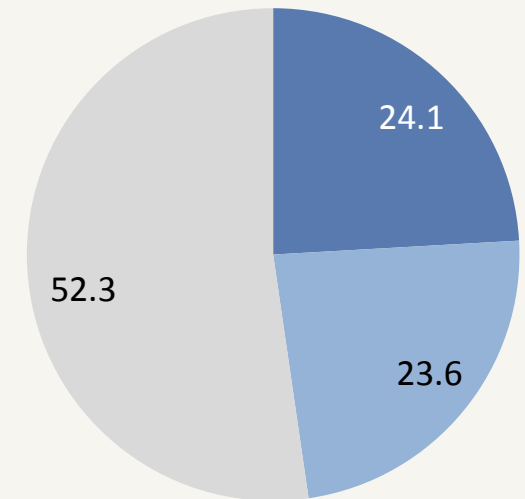
(%; N=390)



- コード施行前または後に整備した
- 整備に向け動いている
- 目途が立っていない
- わからない・無回答

## 後継者計画の監督状況

(%; N=390)



- 監督している
- 監督を検討している
- わからない・無回答

# CEO・取締役会④: 「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 (平成28年2月18日公表)

## 上場会社をめぐる課題

経営環境の変化や経営課題の複雑化。  
(グローバル化、技術革新の進展、少子高齢化、社会・環境問題への関心の高まりなど)

## 経営陣・取締役会に求められる役割・責務

**CEOを中心とする経営陣**  
課題に対応した、先見性のある、適切な経営判断。

**取締役会**  
経営陣による適切なリスクテイクを支える環境の整備。実効性の高い監督機能の発揮。

## 期待される成果

会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現。

## 客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任

- CEOを中心とした経営判断を行っていくため、CEOの選解任は企業にとって最も重要な意思決定。
- 選任: 日本企業においてはCEOとしての資質を備えた人材の確保が課題との指摘。十分な時間・資源をかけた人材育成・選任、社内論理のみが優先されることのない客観性・適時性・透明性ある選任プロセスの確保が重要。
- 解任: 適切な業績評価に基づき、CEOに問題があると認められる場合には、適時に解任できる仕組みが必要。

## 独立した客観的な取締役会の構成

- 経営陣による適切な経営判断を支えるため、十分な独立性・客観性を確保。
  - 経営環境・経営課題に応じた適切な資質・多様性を確保。
- ※ 株主等の関心は、独立社外取締役の人数だけでなく、その質の充実に移行。

## 戦略性を重視した取締役会の運営

- 戦略的な方向付けにより重点を置いた議論。

## 継続的な取締役会の実効性の評価

- 次の取組みに継続的につなげるため、取締役会の構成や運営状況などの実効性を取締役会自らが適切に評価。
- ⇒ PDCAサイクルの実現 (Plan-Do-Check-Action: 計画・実行・評価・改善)

# 政策保有株式①：縮減に向けた動き

□ コーポレートガバナンス・コード導入以降、3メガバンクグループ等が政策保有株式の削減目標を公表するなど、縮減に向けた動き。

## 3メガバンクグループ等の政策保有株式の縮減目標

<2015年11月13日公表>

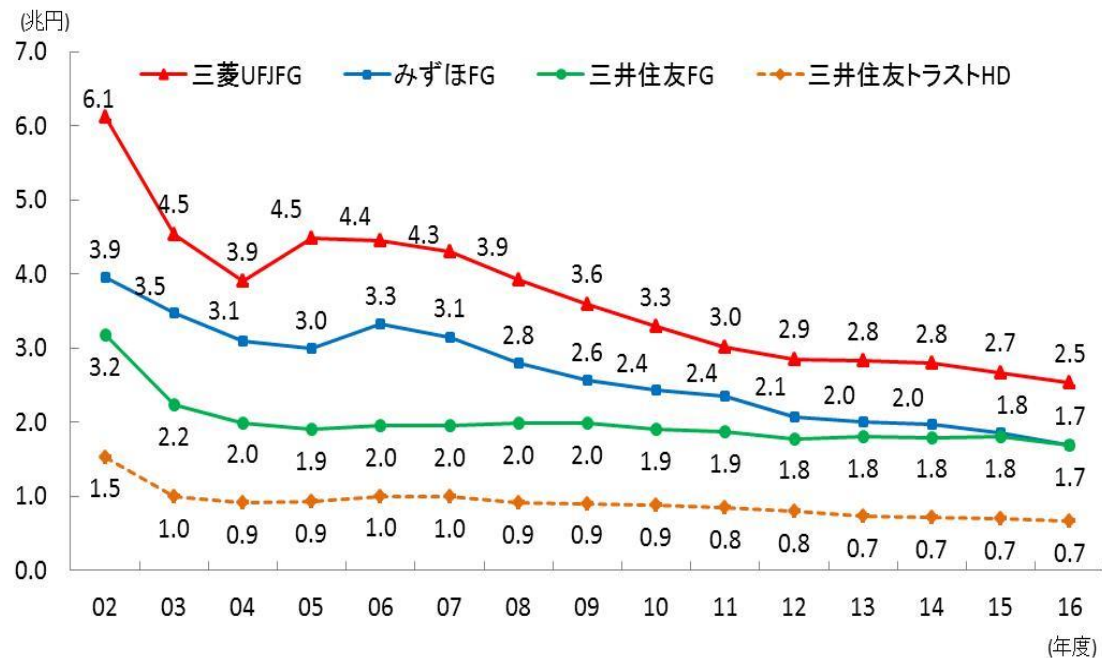
	15/3末残高 (取得原価)	当面の削減 目標額	期間
三菱UFJ	2.8兆円	8,000億円 (約3割)	5年程度
みずほ	2.0兆円	5,500億円 (約3割)	3年半程度
三井住友	1.8兆円	5,000億円 (約3割)	5年程度

<2016年5月18日公表>

	16/3末残高 (取得原価)	当面の削減 目標額	期間
三井住友 トラスト	0.7兆円	2,000億円 (約3割)	5年程度

(資料)各社公表資料等に基づき、金融庁作成。

## 3メガバンクグループ等の政策保有株式の保有状況の推移 (取得原価ベース)



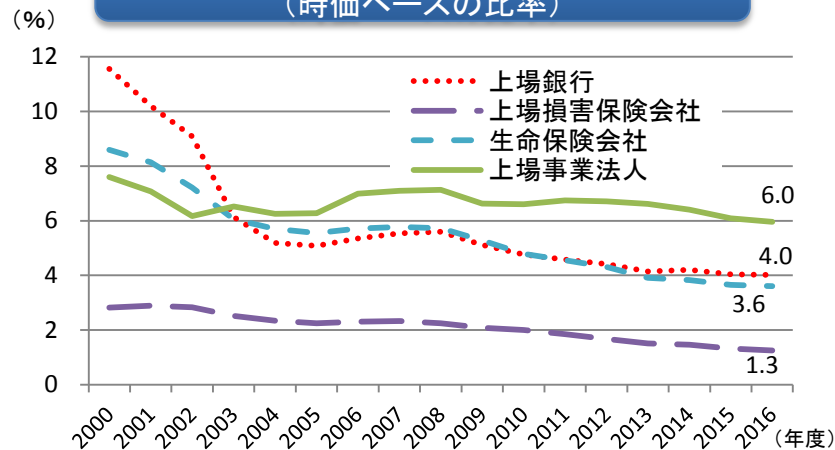
(注)持株会社連結ベース。その他保有目的で時価がある株式。

(資料)各社資料等に基づき、金融庁作成。

# 政策保有株式②：現状

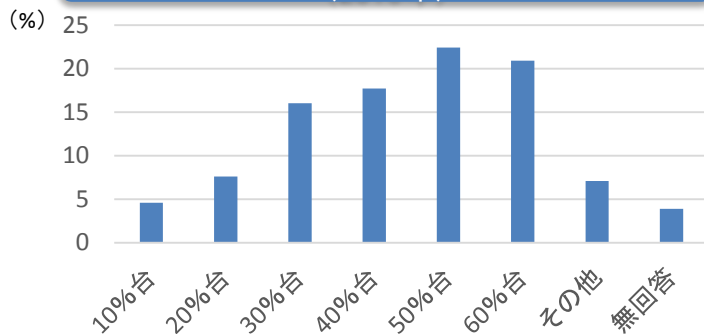
- 政策保有株式の議決権に占める比率は減少しつつあるものの、事業法人間等で縮減が進んでおらず、依然として高い水準にあるとの指摘。
- 政策保有株式が、資本効率を低下させる要因になっているのではないかととの指摘も。

保有主体別に見た持ち合い比率の内訳  
(時価ベースの比率)



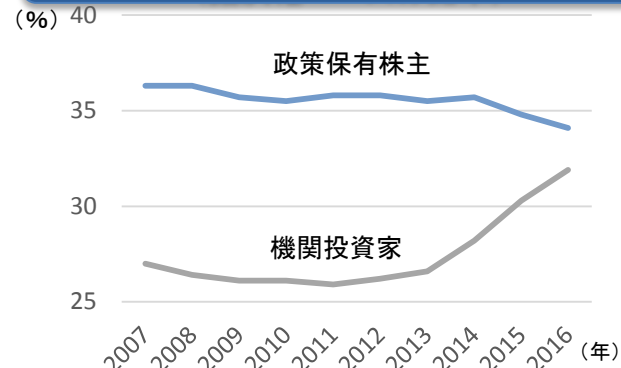
(出所)野村證券  
(注)上場会社及び保険会社が保有する他の上場会社株(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社、関連会社株式を除く)。

自社の安定株主比率  
(2016年)



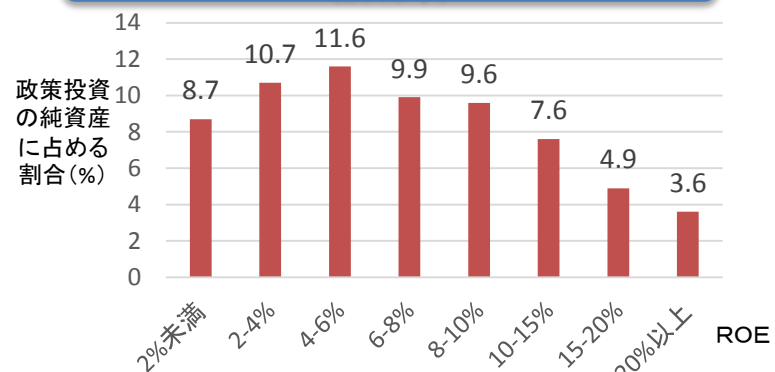
(出所)商事法務研究会 株主総会白書2016年版より金融庁作成。  
(注1)株主総会決議で会社側提案を支持することが期待できる株主が保有する議決権数の総議決権数に対する比率。  
(注2)全上場会社のうち回答を得られた1,755社を対象。

東証一部上場企業の株主構成  
(議決権ベースの比率)



(出所)日本投資環境研究所 上田亮子主任研究員  
(注)上記においては、株主を以下の3類型に区分している。  
政策保有株主…政府及び地方公共団体、保険会社、銀行、事業法人  
機関投資家…国内年金、国内投信、外国法人  
その他株主…証券会社、個人・その他、自己株式

政策投資の純資産に占める割合とROE  
(2016年)



(出所)コーポレートガバナンスの現状分析[2017年版](コーポレート・プラクティス・パートナーズ編)より金融庁作成。  
(注)有価証券報告書を提出した3,587社を対象。

### 株式の政策保有（フォローアップ会議意見書（平成27年10月20日公表）抜粋）

株式の政策保有の水準は、歴史的に見ると、ピーク時（1990年代初頭）に比べ低水準にあるが、現在でも、なお一定の水準にある。金融機関については政策保有の方針の開示が進んでいるケースも見られるが、事業法人による対応等も含め、今後の推移等はよく検証していく必要があるのではないかと。

#### ■ 事業会社の対応

方針の開示や合理性の説明が踏み込み不足との意見が多く出された一方、企業の中には政策保有見直しの動きが見られるとの指摘も。

#### ■ 金融機関の対応

リスク縮減のため、金融機関の政策保有を減少させていくべきとの意見が大宗。メガバンクは、各行のコーポレートガバナンス報告書において、政策保有株式の縮減方針を明確化（平成27年6～7月）するとともに、政策保有株式を今後3～5年で3割程度削減するとの「当面の削減目標」を公表（平成27年11月）したが、これについて、「保有させている側」の問題もある中、相当踏み込んでいるとの評価も。

#### ■ 投資家の見方

例外的な戦略的提携の場合を除けば、合理性の説明は困難であり、売却を進めるべきとの意見が多く出された。

#### ■ 経済界側の見方

政策保有解消に否定的な意見は見られなかったが、売却後の中長期的保有の「受け皿」を考えていく必要があるとの意見が多く出された。



# アセットオーナー①:企業年金のステュワードシップ活動の取組み状況

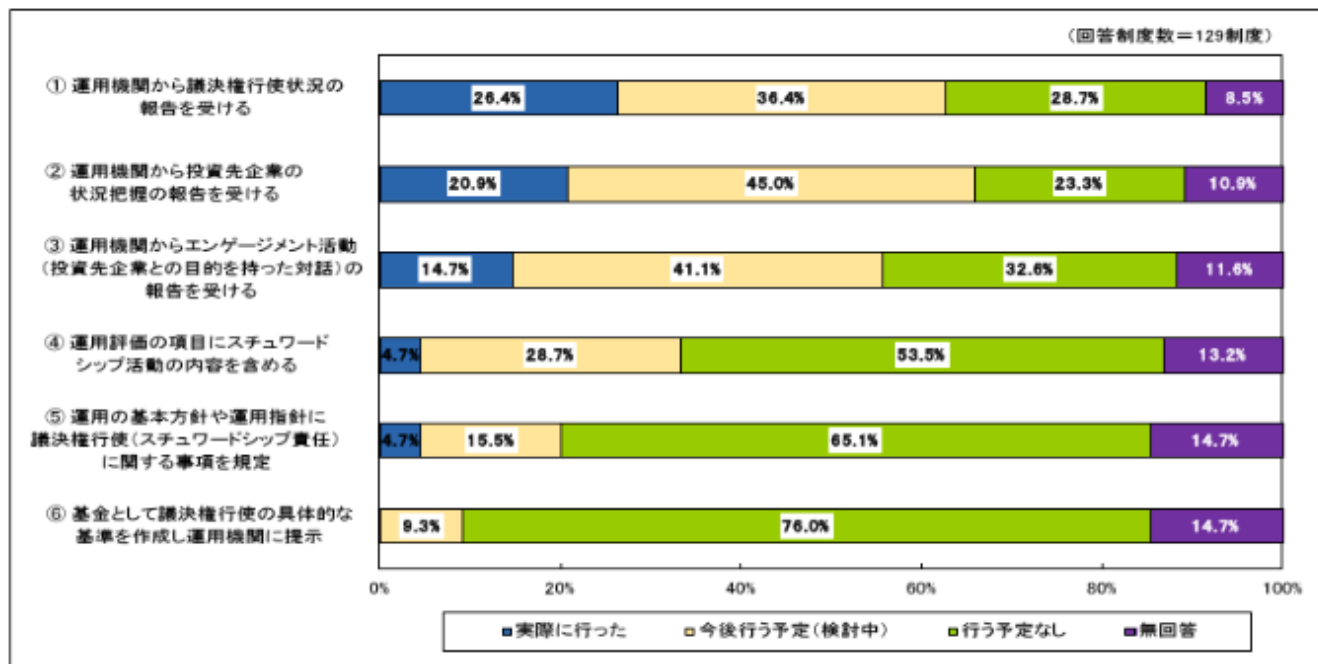
□ アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング等の重要性が指摘されている一方、例えば、企業年金において、ステュワードシップ活動への関心は総じて低く、実際にこうした活動を行っているとしている企業年金も少ない。

## 基金型DB582基金のステュワードシップ活動の具体的な取組み状況

ステュワードシップ活動について

① 関心がある 129(22%)、②特に関心はない 410(71%)、③無回答 43(7%)

具体的な取組み(「①関心がある」と回答した129基金)



※ なお、①～⑥までの活動のいずれかを「実際にを行った」基金は43基金、「今後行う予定(検討中)」とする基金は68基金である。

(出典)企業年金連合会「資産運用実態調査(2015年度決算)」。

# アセットオーナー②: スチュワードシップ・コードの受入れ状況

□ スチュワードシップ・コードを受け入れている214の機関投資家のうち、**企業年金は7基金にとどまる。**

## コードの受入れを表明した機関投資家数

2016年12月末時点

業態	機関投資家数
信託銀行等	7
投信・投資顧問会社等	152
生命保険会社	18
損害保険会社	4
年金基金等	26
公的年金等	14
企業年金連合会	1
企業年金基金	7
海外年金等	4
その他(議決権行使助言会社他)	7
計	214

## (参考) 主な年金の国内株式運用額

[単位:兆円]

主な公的年金小計	46.9
GPIF	35.2
地方公務員共済組合連合会	5.7
全国市町村共済組合連合会	2.4
公立学校共済組合	0.9
警察共済組合	0.6
東京都職員共済組合	0.1
国家公務員共済組合連合会	1.2
日本私立学校振興・共済事業団	0.8
企業年金連合会	1.7
企業年金小計	8.0
厚生年金基金[総数110]	2.1
確定給付企業年金 [基金型705、規約型12,873]	5.9

スチュワードシップ・  
コード受入れ済

スチュワードシップ・  
コード受入れは  
7基金のみ

### スチュワードシップ・コードを受け入れている企業年金

セコム企業年金基金	三菱東京UFJ銀行企業年金基金
みずほ企業年金基金	三菱UFJ信託銀行企業年金基金
三井住友銀行企業年金基金	りそな企業年金基金
三井住友信託銀行企業年金基金	



## 第2 具体的施策

### 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

#### 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

##### (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

##### ① コーポレートガバナンス改革による企業価値の向上

企業と機関投資家の中長期的な視点に立った「建設的な対話」の実効性を向上させることで、コーポレートガバナンス改革の進展を更に後押しするため、本年5月、ステュワードシップ・コードを改訂し、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を求めるとともに、年金基金等のアセットオーナーの役割を明確化した。アベノミクスのトップアジェンダ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、引き続き、「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」における議論・検討等を通じて、以下のような取組の強化を促していく。

- **機関投資家による**、ステュワードシップ・コードの改訂を踏まえた、ガバナンス・利益相反管理の強化、議決権行使結果の公表の充実、自己評価、運用機関に対するモニタリング、企業側に「気づき」をもたらす付加価値の高い対話などの**実効性あるステ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、**投資家との建設的な対話に資する情報提供**や、より**実効的な対話等の実施**
- 経営陣や取締役会がその役割・責務を実効的に果たすことを確保するための、**客観性・適時性・透明性ある形での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**分かりやすい開示**と保有の**合理性のない政策保有株式の縮減**

また、我が国におけるコーポレートガバナンスに関する取組への国際的な理解を高めていく観点から、これらの取組の内容を、海外に向けて、適時かつ効果的に情報発信していく。