

金融審議会 金融分科会

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ  
報告

～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～

平成 21 年 6 月 17 日

# 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ メンバー名簿

平成21年6月17日現在

座長	池尾和人	慶應義塾大学経済学部教授
メンバー	岩原紳作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	上村達男	早稲田大学大学院法務研究科教授
	打越俊一	(株)大和総研常務執行役員
	江原伸好	ユニゾン・キャピタル(株)代表取締役パートナー
	翁百合	(株)日本総合研究所理事
	小山田隆	(株)三菱東京UFJ銀行常務執行役員
	鹿毛雄二	前 企業年金連合会常務理事
	加藤貞男	日本生命保険相互会社専務執行役員
	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	木南敦	京都大学大学院法学研究科教授
	ポールクオ	国際銀行協会(I B A)理事会会長
	柴田拓美	野村ホールディングス(株)執行役副社長
	島崎憲明	住友商事(株)代表取締役
	鈴木武	トヨタファイナンシャルサービス(株)取締役社長
	関哲夫	(株)商工組合中央金庫代表取締役社長
	田中直毅	国際公共政策研究センター理事長
	檀野博	(社)不動産証券化協会運営委員会委員長
	鴫田和彦	日本ベンチャーキャピタル協会会長
	飛山康雄	(株)東京証券取引所代表取締役専務
	根本直子	スタンダード&プアーズ マネージング・ディレクター
	野村修也	中央大学法科大学院教授
	八丁地隆	(株)日立製作所代表執行役執行役副社長
	藤巻健史	(株)フジマキ・ジャパン代表取締役
	藤原美喜子	アルファ・アソシエイツ(株)代表取締役社長
	淵田康之	(株)野村資本市場研究所執行役
	増井喜一郎	日本証券業協会副会長
	山澤光太郎	(株)大阪証券取引所常務執行役員
	若松誠	(株)フジテレビジョン解説委員長
	和地薫	三菱UFJ信託銀行(株)常務取締役
オブザーバー	河合芳光	法務省民事局参事官
	新原浩朗	経済産業省経済産業政策局産業組織課長

(敬称略・五十音順)

## (抜粋)

### IV. 投資者による議決権行使等をめぐる問題

市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくためには、企業サイドの取組みとあわせて、株主・投資者が自らの行動を通じて的確な経営監視を行っていくことが重要であり、このことは、株主・投資者の責務でもある。

特に、本報告書では、これまで、市場における資金調達等やガバナンス機構に関して、開示という手段を有効に用いることにより、市場による監視の下で上場会社等のコーポレート・ガバナンスの向上を図っていくことを数々、提言している。こうした方策が適切に機能していくかどうかは、株主・投資者の行動如何にかかっていると一言で過言でない。

なお、企業は、株主・投資者のみではなく、他の多くのステークホルダーに対して責任を負っている。株主・投資者を偏重することが適切でないことは勿論であるが、多くのケースにおいて、株主・投資者と他のステークホルダーとの間で深刻な相克が生じているものではない。また現実には、上場会社等に対するガバナンスの姿として、株主・投資者によるガバナンス以上のものが見出されているものではなく、株主・投資者によるガバナンスの意義は否定されるべきでない。

#### 1. 的確な企業評価に基づく投資

上場会社等のガバナンス向上のための株主・投資者による行動としては、まず、「パフォーマンスが悪い株式は売却する」とのメカニズムを通じて、上場会社等に対するコーポレート・ガバナンスの改善を図っていくことが挙げられる。このためには、的確な企業評価に基づく投資行動が重要であり、これを可能とする環境整備として、適時かつ公平・公正な情報提供を含めたディスクロージャーの充実、アナリスト機能の充実、市場における価格発見機能の確保等に向けた取組みが一層推進されるべきである。

#### 2. 議決権の行使を通じたガバナンスの発揮

## (1) 受託者責任<sup>1</sup>に基づく適切な議決権行使の徹底

上場会社等に対するガバナンスが的確に発揮されていくためには、株主・投資者が議決権の行使を通じて、上場会社等の行動を適切に規律していくことが重要である。

特に近年、投資者の機関化が進み、年金や、これらの資産を運用する運用機関の市場における影響力が大きくなっている。機関投資家は、その背後にある多数の一般の契約者や加入者に対して受託者責任を負っており、議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成するものである。この点についての一層の明確化を通じて、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図っていくことが重要である。

なお、この関連で、我が国においても、年金に関する受託者責任等を規定する米国のエリサ法<sup>2</sup>のような法制を整備するとともに、議決権行使等の位置づけについても明確化を図っていくことが考えられるところであり、関係者における検討を期待したい。

## (2) 議決権行使に関するガイドラインの作成及び公表

市場における監視の下で議決権が的確に行使されていくためには、機関投資家においてその判断の際の基準となるガイドラインを適切に作成し、これを公表していくことが重要である。

機関投資家の議決権行使ガイドラインについては、既に業界ルール等によってその作成が求められ、これに基づき、各社でガイドラインの作成が行われているのが一般的であるが、この議決権行使ガイドラインの公表までを業界ルール等で求めているのはなお一部の例にとどまっている。ガイドラインの作成についてその内容の更なる充実を図っていくとともに、ガイドラインの公表についても業界ルール等によるルール化が進められるべきである。

## (3) 議決権行使結果の公表

---

<sup>1</sup> 当スタディグループの平成19年6月13日の中間論点整理におけると同様、ここでは、「受託者」という用語を、我が国で一般的に使用されている信託契約における trustee を指すものではなく、英米における fiduciary、すなわち他者の信託を得て一定範囲の任務を遂行すべき者を指す幅広い概念として用いており、fiduciary(受託者)が負うさまざまな責任を総称して fiduciary duty(受託者責任)として広く捉えている。なお、fiduciary duty の具体的な内容としては、説明義務、忠実義務(利益相反防止義務)、善管注意義務等が挙げられる。

<sup>2</sup> 米国において1974年に制定された、企業年金制度や福利厚生制度の設計や運営を統一的に規定する Employee Retirement Income Security Act(従業員退職所得保障法)。加入者及び受給権者に対する年金基金や受託機関等の受託者責任を規定。

機関投資家がガイドラインの公表に加えて、実際の議決権行使結果を公表することには、機関投資家が適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高めるとの効果が期待される。

我が国では、現状、いくつかの機関投資家において議決権行使結果を整理・集計の上、公表している例が見られるが、その数は少数にとどまっている。今後、各機関投資家においては、議決権行使を通じたガバナンスの一層の向上を図る観点から、議決権行使結果を整理・集計の上、公表することについて、業界ルール等の整備が進められるべきである。

なお、米国では、2003年以降、SEC規則で投資会社に対して、個別議案ごとの議決権行使結果の公表が義務付けられている。しかしながら、我が国において同様のルール化を図ることについては、発行会社や各種外部団体等から投資会社等に対して、議決権行使に関する圧力がかかるリスクが増大し、議決権行使の自由がかえって阻害されるおそれがある等の懸念が示されており、なお幅広い観点から検討される必要がある。

#### (4) 上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表

現在、上場会社等の大半は、株主総会議案の議決結果について、可決か否決かのみを開示するにとどまり、賛否の票数は開示されていない。この点について、賛否の票数が開示されることは、株主の意思が明確化され、市場を通じた経営陣への牽制効果も期待できると考えられる。

したがって、株主に対する説明責任を果たすという観点から、上場会社等においては、各議案の議決結果について、単に可決か否決かだけでなく、賛否の票数まで公表することが適当であり、法定開示及び取引所ルールにより、ルール化が進められるべきである。

この点に関しては、株主総会当日の行使分の集計に伴う実務負担等を理由に開示に消極的な意見があるが、議決権の大半は株主総会前日までに行使されているところであり、総会前日までに把握した賛否の票数についての開示を求めることでも十分に意義ある開示になり得るものと考えられる。

#### (5) 議決権行使に係る環境整備

取引所では、従来から企業行動規範等において、上場会社に係る

株主の議決権行使を容易にするための環境整備が図られてきている。しかしながら、内外の投資者等からは、株主総会開催日の分散化、招集通知の早期発送、招集通知の取引所ホームページへの掲載、総会議案に係る説明の充実、英訳等の促進など、なお議決権行使環境に関する強い改善要望が寄せられている。関係者においては、議決権行使に関する一層の環境整備に向けて、取組みを強化していく必要がある。

#### (6) 議決権電子行使プラットフォームの利用促進

IT技術等が進展する中、電子的な方法による議決権行使を可能とする環境を整備することが一層重要となってきた。しかしながら、議決権電子行使プラットフォームへの上場会社の参加は、現在、上場会社全体の1割程度という低率にとどまっている。こうした中で、機関投資家等からは、議案の十分な検討期間等が確保されるべく、議決権電子行使プラットフォームの上場会社による利用促進につき、強い要望がある。取引所においては、上場会社による議決権電子行使プラットフォームの利用促進に向け、例えば、一定の上場会社に対する利用義務化の検討などを含め、積極的な取組みが求められる。

なお、今後、上場会社による議決権電子行使プラットフォームの利用が促進されていくに伴い、機関投資家等の側においても、議決権電子行使プラットフォームへの参加が上場会社の事務コストの削減等に有効につながっていくよう、議決権電子行使プラットフォームの積極的な利用が求められる。

#### (7) 有価証券報告書・内部統制報告書の株主総会への提出

株主・投資者に対する経営者の説明責任の徹底の観点から、金融商品取引法上の有価証券報告書・内部統制報告書を株主総会への報告事項にすべきであるとの指摘がある。

この点については、現行の金融商品取引法令で、有価証券報告書の添付書類として株主総会に報告した計算書類及び事業報告が求められており、この規定の存在が制約となり得るとの指摘がある。金融商品取引法令の規定について、所要の手当てが講じられるべきである。

### 3. 株主・投資者による経営との対話の充実

株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から、経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる。

このことは、上場会社等の経営トップが、自らの経営方針等について株主・投資者の言語で的確に説明し、株主・投資者とのコミュニケーションの充実を図っていくという環境の醸成に資するものである。また、このような環境が整備されれば、例えば企業買収等の局面においても、感情的な対応を避け、経営者が自らの経営方針等を株主・投資者に明確に説明していくとの対応が促進されることが期待できる。

我が国企業のガバナンスを向上させていくためには、経営に対して建設的にものを言う投資者の厚みをいかに確保していくかが重要であり、このような観点から、関係者の一層の取組みが期待される。

# 金融審議会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告の概要 ～ 上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～

## 市場における資金調達等をめぐる問題

少数株主等の利益を著しく損なうような資金調達等を防止するため、上場会社等の資本政策をめぐるガバナンスを強化

### 1. 新株発行等への対応

- 第三者割当増資について、資金使途・割当先の詳細や割当先による資金手当ての方法等の開示。有利発行の可能性がある場合の監査役による意見表明
- 大幅な支配比率の希釈化、支配権の移動を伴う第三者割当増資について、取引所による審査、経営陣から独立した者による意見表明等。問題事案には、上場廃止を含め取引所による厳正な措置
- 経済的にMSCBに類似したスキームに対する、MSCBと同様の規制(適切な開示の確保・転換条件の適正化等)。MSCB等について、発行条件の合理性等に関する開示を拡充
- 当局や取引所等における執行面の充実・連携強化

### 2. キャッシュアウト(現金を対価として行う少数株主の締め出し)への対応

- 株主の権利を不当に制限するおそれのあるものについて取引所が審査。問題事案には、取引所による厳正な措置
- キャッシュアウトの予定やその具体的内容の開示

### 3. グループ企業におけるガバナンス

- コーポレート・ガバナンスの原則は企業団レベルでも実現されるべき旨を明確化
- 親会社の経営に重要な影響を与える子会社の行為等に関して、親会社は、自身の見解と合わせて、子会社経営陣の見解を株主へ適切に開示

### 4. 子会上場のあり方

- 子会上場のあり方について、今後真剣に検討。今後も子会上場が認められていくのであれば、親会社・兄弟会社出身者でない社外取締役・監査役の選任など、親会社の利益相反・権限濫用防止のためのルール整備を検討

### 5. 株式の持ち合いへの対応

- 株式の持ち合い状況についての開示の促進
- 銀行等保有株式取得機構の積極的な活用

## ガバナンス機構をめぐる問題

上場会社等の良質な経営の実現及び投資者の信頼確保の観点から、ガバナンス機構のあり方は極めて重要

### 1. 取締役会のあり方

#### 委員会設置会社化

⇒ 現状、委員会設置会社はごく一部(東証上場会社のうち 2.3%)。多くの上場会社にとって、近い将来に委員会設置会社化を選択することは現実的でない面も

#### 独立社外取締役を中心とした取締役会

例えば取締役会の 1/3 又は 1/2 以上を独立社外取締役とする

⇒ 半数以上の社外性が求められる監査役会と重複との指摘。

#### 独立社外取締役の選任と監査役会等との連携

1名ないし複数の独立性の高い社外取締役を選任。監査役会、内部監査・内部統制担当役員等と連携を図ることで、経営に対する監督機能を強化

⇒ 株主・投資者等からの信頼を確保していく上で、多くの上場会社にとってふさわしいモデルとして提示し、それを踏まえ、上場会社は、それぞれのガバナンス体制の内容とその体制を選択する理由を開示

### 2. 監査役機能強化

- ①監査役監査を支える人材・体制の確保、②独立性の高い社外監査役の選任、③財務・会計に関する知見を有する監査役の選任等を、上場会社に係る望ましい事項として位置付け、各上場会社が取組み状況を開示

### 3. 社外取締役・監査役の独立性

- 社外取締役・監査役と会社との関係及び独立性に関する会社の考え方についての開示を拡充(子会上場のケースについては、別掲)

### 4. 監査人の選任議案・報酬の決定権

- 監査人の選任議案・報酬の決定権を監査役の権限とすることについて検討の促進

### 5. 役員報酬の開示の強化

- 役員報酬の決定方針及び報酬の種類別内訳等を開示

## 投資者による議決権行使等をめぐる問題

市場を通じて上場会社等のガバナンスを向上させていくため、投資者が的確な経営監視

### 1. 機関投資家の受託者責任に基づく適切な議決権行使

- 議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成することの明確化
- 機関投資家による議決権行使ガイドラインの作成・公表、議決権行使集計結果の公表に係る業界ルール等の整備

### 2. 上場会社等による株主総会議案の議決結果の公表

- 各議案の議決結果について賛否の票数の公表

### 3. 議決権電子行使プラットフォームの利用促進

- 投資者による議案の十分な検討期間等の確保のため、上場会社による利用の促進

## コーポレート・ガバナンスに係る規律付けの手法

- 上場会社について、高い水準のコーポレート・ガバナンスを確保することは、取引所の使命

- 市場監視の中でコーポレート・ガバナンスの充実を図っていくべく、開示の充実

- 上場会社等のコーポレート・ガバナンスをめぐる法制のあり方については、引き続き幅広く検討を行っていく必要