

11/25 未来投資会議構造改革徹底推進会合

「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合

(コーポレート・ガバナンス) 第4回

(開催要領)

1. 開催日時：2019年11月25日(金) 15:30~16:30
2. 場所：中央合同庁舎4号館12階1214特別会議室
3. 出席者：
 - 小林 喜光 本会合会長(株式会社三菱ケミカルホールディングス取締役会長)
 - 志賀 俊之 株式会社INCJ代表取締役会長
 - 上田 亮子 株式会社日本投資環境研究所主任研究員
 - 三瓶 裕喜 フィデリティ投信株式会社ヘッドオブエンゲージメント
 - 林 竜也 ユニゾン・キャピタル株式会社代表取締役

(議事次第)

開 会

1. 金融庁からのコーポレート・ガバナンス改革の推進に向けた取組み等についての説明
2. 経済産業省からのコーポレート・ガバナンス改革の推進等に向けた取組みの説明
3. 株式会社東京証券取引所からの独立性基準の見直しについての説明
4. 関連質疑とコーポレート・ガバナンス改革の推進に向けた議論

閉 会

(配布資料)

- 構成員名簿
 - 金融庁 提出資料
 - 経済産業省 提出資料
 - 株式会社東京証券取引所 提出資料
 - 三瓶裕喜氏(フィデリティ投信株式会社) 提出資料
-

○風木次長 それでは、定刻になりました。若干おくれて申しわけございませんでした。

これから未来投資会議構造改革徹底推進会合「企業関連制度・産業構造改革・イノベーション」会合（コーポレート・ガバナンス）第4回の議論を開始いたします。

初めに、小林会長から御挨拶をいただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○小林会長 どうも、スタートがおくれて申しわけなかったのですが、今の感じだと午後4時40分までということで、内容を縮めることはやらないようにしたいと思います。

本日の構造改革徹底推進会合の後半の議題といたしまして、コーポレート・ガバナンス改革につきまして御議論をいただきます。

本日は、本分野に知見のある有識者の皆様に御参加をいただいて、まず、金融庁、経済産業省と東証からの成長戦略実行計画の宿題といたしまして、事業再編、スピノフの円滑化のための環境整備等につきまして説明をいただいた上で議論を行います。コーポレート・ガバナンス強化のための皆さんの御知見に基づく御意見を忌憚なくお示しいただくことをお願いしたいと思います。

○風木次長 ありがとうございます。

それでは、早速議事に入らせていただきます。

本日は時間も限られておりますので、出席者の御紹介は資料1の構成員名簿でかえさせていただきます。

席上には座席表、議事次第及び資料1から資料5が配付されております。御確認ください。

なお、会議中御発言される場合にはお手元のマイクを使用してお話しいただきますようお願いいたします。発言の都度スイッチを入れていただいて、終わりましたら切っていただければと思います。

本日は、先ほど会長からございました順に、金融庁、経済産業省及び東京証券取引所から御説明をいただき、その上で質疑と議論ということにさせていただきます。

それではまず、金融庁より御説明をいただきます。15分でお願いできればと思います。

○金融庁油布審議官 金融庁の審議官をいたしております油布と申します。よろしく願いいたします。

今日は資料2を用いて金融庁から御説明させていただきます。前半部分は私の方から、後半は担当替わりまして御説明申し上げます。

資料2をおめくりいただきまして、右下にページが打っておりますが、2ペ

ージを御覧いただきたいと思います。これは6月の成長戦略の内容の抜粋でございます。大きく i) にコーポレート・ガバナンス改革ということと、ii) には建設的な対話のための情報開示ということが書かれています。

青字になっているところを飛ばしで拾って目で追っていただきますと、投資家と企業の対話の質の向上に向けた取組みを進める。それから、中長期的な企業価値向上の実現を目指してガバナンス改革を進める。そのためにということで、2020年度内を目途にスチュワードシップ・コードの更なる改訂を行うとございます。その下、情報開示に係る部分につきましても、監査報告書等の記載がでございます。これを順を追って御説明申し上げます。

次の3ページを御覧になっていただきたいと思います。スチュワードシップ・コードにつきましては2014年に策定されまして、1度改訂がなされております。今回、2度目の改訂に向けて有識者検討会で議論をしていただいております。これまでに2回議論をいただいておりますので、その模様を御紹介させていただきます。

まず、左側に「運用機関」とございますが、これは主に金融機関を指します。利益相反が懸念される状況その他をよく踏まえた上で、例えば賛成票、反対票いずれの場合でも賛否の理由を開示することが望ましいのではないかというような意見が出ております。

それからその下、緑色の「アセットオーナー」というところですが、主に問題になっておりますのは企業年金でございます。アセットオーナーというのはスチュワードシップ活動のいわばドライビングフォースでありますので、幅広いアセットオーナーに参加いただくことが望ましいわけですけれども、足下、企業年金さんのコードの受入れ状況はまだまだ伸ばす余地があると考えられております。その点から御議論をいただいております。

その下が「議決権行使助言会社」でございます。これはグローバルには大手2社の寡占にほぼ近い状況になっておりますけれども、米国でもヨーロッパでも、それから恐らく日本でもということですが、助言が行われる場合には正確な情報をもとに助言を行ってほしいというような声、あるいは場合によっては、助言内容について対象になる事業法人の方からの意見もちゃんと反映させてほしいという意見が出ております。この有識者検討会にて、今、我が国でもそういった議論をいただいております。

その下が年金運用に携わるコンサルタントでございます。これは割愛させていただきます。

さらにその下、「全体に関わる論点」ということで、①サステナビリティ、②債券を保有する機関投資家へのコードの適用拡大というお話を今、議論していただいております。

①のサステナビリティ、いわゆるESGなどについては余り御説明する必要もないと思いますけれども、これを日本のコードにもどのように反映していくべきなのか、そのあたりについて御議論をいただいているところであります。

それから、2点目の対象となる資産の拡大でございます。スチュワードシップ・コードは現在日本の上場株式に投資する機関投資家を対象にすることを想定した規律でございますが、グローバルに見ますと、国際的な機関投資家団体のコードでありますとか、あるいはイギリスのコードの方では今、全資産拡大と言っております、必ずしも株式を持っている機関投資家だけがコードの対象じゃなくてもいいのではないかという議論が出ております。

これはESGと密接に関連しておると思っております、やはりサステナビリティに関わるようなことをしっかりエンゲージメントしていただくためには、株主としての立場だけではなくて、例えばボンドホルダーとしての立場、今、グリーンボンドの発行が随分ふえてきておりますが、そういったところも反映させた方がより効果が高いという認識から、この全資産拡大という議論がなされていると考えております。日本でスチュワードシップ・コードに取り入れる場合、これをどのように位置づけるかということも議論いただいているところであります。

次に、4ページをおめくりいただきたいと思っております。実はこの4ページはexampleとして掲げております。ここで申し上げたいのは、この4～5年、ガバナンス改革が日本でもかなり急速に進んでいると認識しております。その大きな理由は、いわゆる2つのコード、ソフトローでありますコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードによるところが大きいのだと思っておりますが、それ以外にもハードローに関わるものもうまく使いながら、つまり、コードとハードローの組み合わせでガバナンス改革を進めていきたいということでございます。

ここで挙げておりますのは、内閣府令などに基づきます、いわゆる情報開示の充実でございます。左側を見ていただきますと、内閣府令を改正しております、①が2019年3月期から適用済みでございますけれども、この中には、矢羽が2つありますが、1つ目の矢羽を見ていただきますと、政策保有株式に関する法定開示の拡大などが含まれております。それからその下、②2020年3月期から適用になるものとしましては、記述情報と言ったり、あるいは非財務情報と言ったりしますけれども、財務諸表以外のものについてもう少し踏み込んだ開示をしていただければ対話が進むという考え方から、ここも取り扱いを変更することになっております。

こうした内閣府令の改正を補うような形で、4ページの左下に「2. 上記改正の効果を高めるための取組み」とございまして、ガイダンスをつくったり、

あるいはいろいろな関係者のお知恵も借りながら好事例集を役所の方で取りまとめたりいたしておりまして、単に内閣府令を改正して終わりということではなくて、この改正に基づくディスクロージャーが実質的なものになるように、今、いろいろ努力をしているところであります。

ただ、右のページを御覧いただきまして、「主な課題と今後の取組み」と書いております。1つ目の●に、2020年3月期、今後から適用になる部分についてはこういったガイダンスですとか好事例集でいろいろと工夫していくということかなと思っておりますが、この4ページ目の右下の●の方に、2019年3月期から既に適用になっている開示の充実の部分については、特に政策保有株式についてはちょっとまだ全体として開示の水準が物足りないなと思っております。

ここについては、もちろんよい事例があればそれを私どもの方から公開していくというようなことも行いますし、それに限らず、4ページの右の一番下に「財務局と連携して重点的に審査を実施」と書いてございます。これは法定開示ですので、法律の要求水準に沿わない、届かないレベルの開示がなされている場合には、ある意味で翌年以降の書き方については対象となる上場企業とも対話をしていきたいと思っております。

そして、5ページに「監査報告書の透明化（KAMの導入）」と書いてございます。KAMはKey Audit Mattersの略でございますが、監査法人などが有価証券報告書等を監査いたしまして、監査報告書を添付していただいております。

現在、これまでのところは日本の監査報告書は基本的には意見が中心になっておりまして、無限定適正意見であるかどうかといったことが書かれているといういわばシンプルな構造になっておりますが、この監査報告書ももう少し、例えば無限定適正意見は適正意見でいいのですけれども、その過程でどういうことを事業法人側とよく議論をしたのか、何が論点になったのかといったことも監査報告書に書いてもらったかどうかということが今、国際的に進んでおります。これをKey Audit Mattersと言っておりますが、日本の場合は監査報告書の長文化ということもございます。

これも私ども金融庁の審議会である企業会計審議会で基準を改訂していただいております。来年3月期から一部早期適用ができるようになりまして、2021年の3月期からは全ての上場企業等に適用になります。これは5ページの右下にexampleがありますが、監査上の主要な検討事項、ここでは固定資産とのれんの評価を例として掲げておりますが、こういったことを、どの辺にその論点があって、事業法人側とどう議論し、監査人がどう対応したのかということが書かれるようになるということでございます。

次の6ページ目は監査やディスクロージャーに関する全体像を図示したもの

でございますので、ここについては説明は省略させていただきまして、7ページ以降の説明を引き継ぎたいと思います。

○金融庁井藤審議官 企画市場局審議官の井藤でございます。

東証の市場構造の見直しについてお話しさせていただきます。

本件は、まず東証において議論が開始されておりました、そこでの問題意識が資料の左下に記載されております。次のページにもございますように、現在の市場1部、マザーズ、JASDAQ、市場2部は、資料の上のポンチ絵のような構造になっておりますが、問題意識の1つ目として、そうした各市場のコンセプトが曖昧であることが挙げられます。特に、マザーズ、JASDAQ、市場2部については、これまで市場の統合を繰り返してきたこともあり、似たような性格のものが林立しているような状況です。

また、2つ目として、上場会社の持続的な企業価値の向上の動機づけの点で、期待される役割を十分に果たせていないのではないかということ。

3つ目として、これはインデックスとの関係ですが、投資対象としての機能性と、市場代表性を備えた指数が存在していないことでございます。

今年3月に、東証は、市場区分を3つに分けてはどうだろうかという事までを論点整理として公表していますが、次のページをおめくりいただきまして、本件は国民経済的にも広範な関係者に影響を与えるものでありますので、金融庁の審議会に市場構造専門グループを立ち上げまして、そこでも検討を進めてきております。

これまで5回の検討を行ってきておりますが、先週実施しました第5回目で、新たな市場構造について、この資料のポンチ絵のような形で考えてはどうだろうかという論点整理を出しております。

各市場のコンセプト案なのですが、まずプライムとしまして、多くの機関投資家の投資対象になり得る規模の時価総額・流動性を持ち、より高いガバナンス水準を備えた企業が上場する市場としてはどうだろうかということです。

グロースについては、企業の高い成長可能性を実現するため、現在のマザーズに引き続き、そうした性格の市場としてはどうだろうか。

また、スタンダードは、一定の時価総額・流動性を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えた企業が上場する市場にしてはどうだろうかということで、それぞれの市場に関する大きなポイントを9ページに記載しております。

特に(1)の①ですけれども、プライム市場については、今後、新たに上場する企業の時価総額について、どのような基準が考えられるか。注に記載がございましたが、現在、例えばマザーズを経由する場合は、1部へ直接上場するよりもかなり低い基準での上場が可能となっており、これを高い方の基準に一本化

してはどうかという論点が出されております。

他方、最近ではIT企業の上場等が盛んになってきていますが、こうした新しいビジネスモデルに対応して、直近の決算が赤字の場合でも、売上や時価総額等一定の条件を満たした場合には上場を可能としてはどうかということも論点の一つとされています。

また、プライム市場の上場基準について、先ほど、プライム市場にふさわしい水準のガバナンスと申しましたが、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードは毎年交互に改訂しているような関係にあるところ、通常であれば来年にはコーポレートガバナンス・コードの改訂が視野に入ってきておりまして、こうしたものを通じてガバナンス水準の向上を促進していくことが考えられるがどうかという論点がございます。

③としまして、既存の市場1部上場企業については、上場していることによって、例えば雇用面あるいは企業の信用面等での価値が既に存在していて、投資家の目から見てもそういう価値が企業価値に反映されているということであれば、市場構造の見直しによって、その価値を一概に否定することはできないということがございます。そこで、時価総額基準という、外形的な基準を満たしていない場合であっても、プライム市場への上場を認めることが考えられるがどうか、という論点でございます。

それから、市場区分とインデックスの関係ですけれども、その役割は徐々に異なってきているということで、今後、市場区分とトピックスの範囲を切り離してはどうかという論点もございます。

また、グロースについては、上場基準を引き上げるのではなくて、現在似たような機能を持っている市場を統合することが考えられるのではないかとといった論点が提示されております。

今後は、それらの論点の取りまとめに向けた議論を行うという運びとなっている状況でございます。金融庁からは以上でございます。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、経済産業省より御説明をいただきます。10分をお願いいたします。

○経済産業省中原審議官 資料3を御覧いただければと存じます。右下にページ番号が振ってございます。

まず最初に、2ページを御覧ください。近年のコーポレート・ガバナンス改革ということで、経済産業省の取り組みにフォーカスして記載してございますが、経営システム・ガバナンスの強化、建設的な対話に向けた環境整備、中長期的な投資の促進を通じて果敢な経営判断の後押しし、日本企業の稼ぐ力の向上につなげていこうということでございます。

3 ページを御覧ください。小林会長のもとで、成長戦略においてROAをコーポレート・ガバナンス改革のKPIとして掲げて以降、それなりに成果はあがってきていると思いますが、欧米に比べると更なる努力が必要な状況にあるということだと思います。

4 ページを御覧ください。そうした中で、未来投資戦略2018等の成長戦略を受け、日本企業のグローバル化・多角化の中で、グループとしての稼ぐ力の向上を目指し、本年6月末に「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」を策定・公表いたしました。

5 ページを御覧ください。本実務指針は、グループガバナンスの強化と持続的な企業価値の向上に向け、主にグループ企業を対象に具体的な取り組みやベストプラクティスを示しているところでございます。

6 ページを御覧ください。本実務指針は、稼ぐ力の向上を目指して、攻めと守りの両面からいかに事業ポートフォリオを最適化するか、あるいは内部統制システムをどのように機能させるかといったことを記載しており、具体的には①グループ設計の在り方、②事業ポートフォリオのマネジメントの在り方、③内部統制システムの在り方、④子会社経営陣の指名・報酬等の在り方、⑤上場子会社に関するガバナンスの在り方等を整理してございます。

7 ページを御覧ください。上場子会社では、いわゆる親会社と一般株主との間の利益相反構造について、投資家から厳しい評価がされているところでございますが、本実務指針ではこういった場合における望ましい対応についても整理を行っております。

8 ページを御覧ください。「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」とは別に、「公正なM&Aの在り方に関する指針」を本年6月末に策定・公表いたしました。本指針の前身であるMBO指針は、裁判などでも取り上げられるなど一定の役割を果たしてきたと自負しておりますが、昨今の環境変化を踏まえて全面改訂を行いました。

10ページにございますとおり、今回新たに支配株主による従属会社の買収もスコープとして捉え、11ページのように公正性担保措置等の整理を行っております。

12ページを御覧ください。現在、両指針の実務への普及・浸透を図るために積極的な広報活動を実施しており、13ページにございますとおり、指針を踏まえて対応をしている企業も既に存在するところでございます。

14ページを御覧ください。社外取締役の人数は増えておりますが、実際の活動を形式から実質へ充実させていくために、社外取締役の実質化に向けた取組も実施してございます。

15ページを御覧ください。株主総会のプロセスでの企業と投資家の対話の深

化に向けた取り組みということで、現在、ハイブリッド型バーチャル株主総会の法的・実務的対応のガイドを策定するため、検討を加速化させているところでございます。

16ページから19ページについて、2017年に「価値協創ガイダンス」を策定しておりますが、特に先ほど金融庁からもお話がございましたSDGsやESG投資に着目し、昨年11月から本年5月にかけて「SDGs経営/ESG投資研究会」を開催し、本年5月に「SDGs経営ガイド」を策定しております。さらに、国連との共同イベントも開催しております。

20ページを御覧ください。いわゆる業績連動報酬について、税制的な対応では報酬諮問委員会、報酬委員会等を使った場合においても法人税法第34条の損金不算入を可能にするというような手当を既にしており、こうした中で業績連動報酬プランを採用する企業も増えているところでございます。

21、22ページですが、スピンオフ等の推進ということで様々な措置を講じてきているところ、つい先般、コシダカホールディングスによるスピンオフの実例も出てきたところでございます。

23ページを御覧ください。自社株式等を対価とした株式取得による事業再編の円滑化措置については、産業競争力強化法の中で特例として手当されているのですが、現在臨時国会にて審議中の会社法改正案の中で株式交付制度が創設される予定でして、税制上の措置もあわせて設けていただきたいたく要望させていただいているところでございます。

24ページからは今後の課題でございます。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが策定された際、中長期の持続的成長を可能とするために攻めのガバナンスが不可欠ということで、果敢なリスクテイクを可能にすべくこれまでも様々な政策が展開されてきたと思っております。

コーポレート・ガバナンスを形式から実質へ深化させるためのテーマを、産業政策的に分析しますと、両利きの経営ということがよく言われております。デジタル技術を活用し、既存の事業を強化・進化するとともにその分野においては選択と集中を図っていく必要がありますが、そういった知の深化だけに拘泥することなく、新規事業への投資し、新規事業の探索も行っていくことが重要であり、このLead and Disruptをどのように両立させていくか、これをエンゲージメントと経営者のリスクテイクの中でどのように可能にしていくかが大きな課題であろうと思っております。

25ページを御覧ください。こうしたエンゲージメントを可能にしていくことを前提にしたときに、株式の所有者別売買代金回転率の動向ということで、実質的な流動性が低い場合が存在しています。

26ページを御覧ください。新規株式の公開時における株式配分の動向をみま

すと、東証への新規上場に関しまして、引受証券のうち7～8割が個人顧客に販売されており、機関投資家の役割をもう少し積極的に考える必要があるのではないかと考えております。

27ページを御覧ください。金融庁の研究会で経済産業省がプレゼンさせていただいた際の資料でございますが、上場後の企業の成長を支える資金供給と動機付けが機能する市場ということで、上場基準にあるような流通株式の定義や、あるいは流動性要件を見直してもよいのではないかと提案させていただきました。さらに、インデックスの見直しが検討されておりますが、金融庁から先ほどお話がありました市場区分と切り離すという御検討とともに、例えば対象銘柄の入れ替えなどによって企業の持続的な価値向上の動機付けとなるようなインデックスにする必要があるのではないかとというようなことも提案させていただいております。

28ページ以降は事業再編の促進について記載しておりますが、29ページにございますとおり、日本企業の1社当たりの事業部門数というのは横ばいで推移しております、事業再編は進んでおりません。

30ページを御覧ください。米国企業は大規模化と多角化によって利益率(ROS)が上昇していきましますけれども、日本企業は大規模化・多角化が進むほどROSが低下しております。この傾向をどう捉えるかということでございます。

31ページを御覧ください。国内の上場企業によるM&Aというのは近年増加していますけれども、事業や子会社の売却というのは2008年の420件をピークにその後減少し、ここ数年は250件前後で推移しているということでございます。

32ページを御覧ください。これはアンケート調査の結果でございますが、事業売却を行う際の課題として基準や社内プロセスの不明確性というものを挙げる企業が多く、課題はないとする企業は26%にとどまっております。

33ページを御覧ください。社長・CEOにアンケートをとってみましても、基準や社内プロセスの不明確性を挙げる声が多く、自社グループ内では将来の成長を見込めないとしても、売り上げには貢献しているため売却等を決断しにくいという回答も2割ほどございました。従前、当会合でも御検討いただいた際、売上げは4割を占めているが利益がでていないというような例も幾つか御紹介いただいたかと思っておりますけれども、そうしたことは見てとれるかと思っております。

34ページを御覧ください。事業撤退・売却に関して、定量的な基準を定めている企業は18%で、形式的な基準を定めていない企業が78%と、基準の整備が進んでいない状況でございます。

35ページを御覧ください。事業セグメントごとにPLを整備している企業は9割と大半を占めるわけですが、BSを整備している企業は4割、キャッシュフロー計算書を整備している企業は2割にとどまっております、36ページにござ

いますとおり、いまだPL系の指標等を重視している企業が大半を占めおり、資本コストを意識したROIC、ROE、ROAという指標を重視している企業は少数にとどまっております。

37ページを御覧ください。四角で囲っている、再生事務局からいただいたスピノフのための環境整備という点は私どももしっかりやっていきたいと思っております。38ページにございますとおり、特に事業再編、スピノフを促進していくために、経営層、取締役会/社外取締役、投資家の各レイヤーにおいて、それぞれどのように適切なインセンティブを働かせるべきなのかという観点から、コーポレート・ガバナンスの強化に向け、今後しっかりと議論していきたいと思っております。

ヒアリング結果についてのご説明は省略させていただければと存じますが、一言だけ申し上げますと、経営者の皆様の中にはいまだトップライン主義といえますか、売上げを大きく見せることが重要なのだというような意識の方が多いのではないかというような御指摘を受けております。それから、事業や子会社を切り出す際に、従業員の雇用に配慮することは当然であります。収益が立たなくなるまでずっと持ち続けた結果、ぐだぐだになってさあどうしようかと考えるのが本当に従業員の雇用の確保に資するかどうか、もう少し早い段階でスピノフ等も含めて先手先手を打つということが真に従業員のためになるのではないかというような御意見もございました。

私からは以上です。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、東京証券取引所より御説明いただきます。5分をお願いいたします。

○株式会社東京証券取引所青執行役員 東京証券取引所で上場制度の担当役員をやっております青と申します。

本日は、成長戦略の実行計画におきまして、私どもでの対応を求められております、独立役員の独立性基準の見直しに関する検討状況について御説明いたします。

資料の2ページを御覧いただけますでしょうか。中ほどでございますけれども、成長戦略実行計画では、日本企業の競争力、信頼性をより強化していくためにコーポレート・ガバナンスのさらなる向上が必要とされており、とりわけ上場子会社のガバナンスについて、投資家からの御批判を踏まえて、私ども東証において所要のルール整備を行うことが求められているところでございます。

具体的には、その下にございますとおり、経産省で策定されました「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」において、上場子会社の独立社外取締役としては、10年以内に親会社に所属していた者を選任しないこととす

べきであるという方向性が示されているところでございます。

3 ページに参りまして、これらを踏まえまして、独立役員の東証における独立性基準につきまして、図の青色の枠でお示ししているとおりに、親会社の業務執行者等に関する基準の対象範囲について、今後、過去10年以内に拡大していくことを予定しているところでございます。

なお、昨今の状況を踏まえまして、今回の見直しに加え、親会社には必ずしも該当しないという場合も含め、実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の枠組みなどにつきましても、今後引き続き検討を続けていくことを予定しております。また、まとまったものから順次実施していきたいと考えているところでございます。

それから、4 ページでございます。見直しに関するスケジュールでございますけれども、今後速やかに見直しに関する制度要綱を公表していくことを考えてございまして、公表後、パブリック・コメント手続を行った上で遅滞なく改正規則を施行していきたいと考えているところでございます。

説明は以上です。

○風木次長 ありがとうございます。

それでは、これまでの御説明を踏まえまして、20分間の質疑と討議を行いたいと思います。これまでの御説明について、質疑や我が国の経済成長や生産性の向上のために重要な中長期的な企業価値向上に向けたコーポレート・ガバナンス改革を推進するための御意見、課題等がございましたらお願いいたします。民間有識者の方々から順にお願いできればと思います。

それでは、三瓶さん、お願いいたします。

○フィデリティ投信株式会社三瓶ヘッドオブエンゲージメント フィデリティ投信の三瓶と申します。よろしくお願いいたします。

今日、資料を提出させていただきましたが、その前に、今、御説明いただいた経産省の資料の35ページ、36ページで語られているセグメントのバランスシートというのは、非常に重要な情報です。これは、資本アロケーションの妥当性を確認する上で非常に重要なので、こういった開示が進むといいと思っています。

ちなみに、IFRSだと開示がされていないケースが多いのですが、もともとIFRS導入国ではそんなことは常識として別のディスクロージャーでやっているもので、ミニマムなリクワイアメントとしていないけれども、日本に入ってきた途端出さなくてよくなってしまったというような問題もあります。

資料5に、今日お伝えしたい積み残している課題をエビデンスつきでまとめてきましたので、簡単に御説明したいと思います。

2 ページをおあげください。先ほど金融庁様から政策保有株式の話と企業年

金の話がありましたが、その両方に絡む件です。ここで話したいのは、母体企業が直接保有している政策保有株式ではなくて、母体企業の企業年金の資産で保有している政策保有株式です。それをみなし保有株式と言っています。

ここには保有1銘柄の情報が書いてあります。たった1銘柄でバランスシート上は74億円で、ピンクで網掛けしているところに議決権行使の指図権限を母体企業が保有しているということが書いてあります。一番右側に「有」と書いてあるのは相互保有、いわゆる持ち合いだということを示しています。

この金額を覚えておいていただいて、次のページをめくりますと、この会社の年金資産の残高が太い赤の四角で囲んだ数字になっています。78億円。78億円のうち、74億円が持ち合いの1銘柄に集中投資されているという企業年金の資産であることを物語っています。こんなことが可能なのかと。これは法的には可能になっていますが、このページの表題の下に書いてあるとおり、確定給付企業年金法の網にかからないということで、法の穴があいているということです。これは、これからの日本の企業年金を見直していく上で重要なポイントではないかと思っています。

次に、4ページはガバナンスの問題の一つ、資本コストと企業価値についてです。一覧表にしていますが、この表の上にDOE、配当金を株主資本で割ったものですが、ここでDOEと株主資本コストを比べると、配当金でどれだけ資本コストを賄っているかということが示されているのが赤い数字で書いてあるところでは。日本、ドイツ、米国を比べています。4つの期間で書いていますが、簡単に言うと、これは資本コストのリテラシーテストと言えらると思います。100%カバーしている場合に100点とすると、この4年間の平均で日本は35点、ドイツは61点、米国が96点と、これがリテラシーの状況だということです。

次に5ページ目、対話に関してです。建設的な目的を持った対話と言いますが、徐々に進んではいるけれども、本丸は事業再編の促進だと思っています。新規事業を育てるには、既存事業からの撤退が必要なこともあります。

ここで書いているのは、私がかかわったあるメーカーAが保有していたリゾートホテル事業について、撤退を促す対話を行った例です。最終的には撤退していただいたのですが、最初の反応は、この赤い点線の四角囲いにあるとおり、従業員の解雇を連想して強い難色を示されたということです。これは先ほどのエビデンスにもあったと思います。ただ、よくよく考えてみたら、ノンコアで何の追加投資もしてくれないところで働いている従業員というのは大変不幸であると。一方で、その事業が本業であるところに譲渡されれば、その事業はノンコアだったものがコアになる。そうすると、その従業員はもっと幸せではないかということです。

このリゾートホテルの譲渡後、実際に私は一般客として何回か訪れました。

そこで従業員の方々に話を聞きましたけれども、従業員の方は一人も首になっていないし、皆さんは前よりもずっといい経営になっているということではつらつとしています。

6 ページ目にまとめがありますけれども、また赤い四角囲いですが、ノンコア事業でも安定雇用しているということが従業員のためなのかどうか。従業員がもっと幸せになれる母体企業というのがあるのだということをもう少し広く経営者の方にわかっていただきたい。そのときに、株主だけを見ているわけではなくて、多くのステークホルダーの利害を同時に満たすという改善策になっているということです。

ですから、これからやらなければいけない対話というのは、お話をするというカンバセーションではなくて、結果を出す建設的な対話であるということです。建設的というのはフレンドリーと思われている部分がありますけれども、課題を解決するという意味です。

7 ページ目、上場子会社問題で既に触れられておりますので、余り説明はしませんが、副題に書いてあるとおり、視点として大事なものは平時と有事。平時には通常経営の選択肢としてあり得るという理解が必要だと思います。一方で、少数株主の保護ということのある場面では考えなければいけない。海外の他市場ではそういったことがなされていることが多いです。根本的な構造的な問題は、支配権と経済的利益の不一致というところにあります。詳しくは余り述べません。

次に、市場構造の改革についてです。8 ページ目、ここについて先ほど御説明がありました。今のところ、3つの市場に整理していったらいいのではないかとされています。ただ、3つというところでも真ん中は不明確になりがちです。

私が今、ここで申し上げたいのは、より明確にするために、市場区分としては2つ。ただし、TOPIXというのを、今も既に東証一部から切り離すという案が出ていますが、これをもっと明確に切り離すことによって、インデックスの意味合いを持たせること。インデックスの意味合いというのは、端的に申し上げますと、インデックスは相対的な競争です。市場区分というのはある固定的な基準を満たすか満たさないか。

ここで数字を申し上げますが、TOPIXが計算され始めたのが1968年ですけれども、それ以来TOPIXは25倍になりました。同じ時期に、ニューヨーク取引所の総合指数、TOPIXと同じような市場全体の指数ですが、これは37倍になりました。一方で、S&P500は152倍になっています。

要するに、インデックスというのはそういった自浄作用があって上がっていく。ですから、日本でインデックス投資、パッシブ運用をする個人投資家も

っと年金の投資をするということであれば、こういった形で引っ張っていかないといけないのではないかと。当然移行するのにあつれきがあると思いますが、今のあつれきを重視するのか、それとも10年後、20年後、30年後に後悔しないようにするのか、どちらをとるのかという話だと思えます。

以上です。

○風木次長 ありがとうございます。

続きまして、林様、お願いいたします。

○ユニゾン・キャピタル株式会社林代表取締役 私はプライベート・エクイティ投資をしておりますので、基本的には、今日ここで語られている上場企業の世界とは若干違う視点から意見を申し上げたいと思えます。

まず、昨今コーポレート・ガバナンスの重要性が叫ばれてきましたが、実際に投資家起点でのスチュワードシップ・コード、それから、会社の方のコーポレートガバナンス・コードがうまく連携する形で物事が随分進んできたと評価ができると思えます。

ただ、ここでも議論になっているとおり、やはり成長のために大企業、上場企業を動かしていくためのガバナンスという観点ではいま一つ力が十分に発揮できていないという問題意識があるわけです。

マクロな話を申し上げれば、昨今、ESGというスローガンが掲げられて10年以上たつと思えますけれども、基本的に、少なくともここ10年ぐらいの間で言えば、プライマリーで企業に成長資金を提供する、ないしは企業が成長資金を調達する機能としての株式市場の役割というのは明らかに弱まっているということがあると思えます。

したがって、株主が直接的な現在の株主のための経済的な利益を掲げて、会社と対話をするといっても、会社の側では余り聞く理由がなくなっているということだと思えます。ただし、株価が上昇することについては、企業の経営者の報酬という意味でも、投資家の運用成績という意味でも、利害の一致が存在していますから、これは日本に限りませんが、潤沢な現金を株式の買入消却という形で市場に戻していくことがむしろ資金調達より大きな割合を占めるようになってきている。

そうした中で、株式市場の側が掲げていくべき価値というのは、現在の直接的な株主の経済的な利益ではなく、より大きな社会的な価値である必要があるということ、現在のESGが当然のこのように受けとめられてきているという流れがあると思えます。

その流れの中では、株式市場が企業に対してコーポレート・ガバナンスの起点としての機能を果たそうとしても、なかなか効きにくい環境になっているということだと思えます。片方、世界ではプライベート・エクイティの市場にも

のすごく大きな金額が投資家から流れ込んでいるわけですが、ここではコーポレート・ガバナンスが弱いということは全くありません。基本的には100%株主が直接保有して、取締役会でも基本的には過半数を占めて、日々経営者との直接対話が行われているわけで、こういった形のエンゲージメントであれば、株主の方が企業に対して実現してほしいと思っている価値は、伝送ロスなく伝わります。

そこで、私はスピノフに着目してコーポレート・ガバナンスに関する幾つかの意見を申し上げます。

スピノフに関しては、基本的に先ほど三瓶さんがおっしゃったように、成長投資をしていくための原資を捻出するためには、既存の事業ポートフォリオの見直しが一体となって考えられるべきです。その結果としてスピノフが起きる場合があるという位置づけであって、とにかくスピノフすればいいということではありません。

ただ、力の弱くなってきた公開市場を起点とするガバナンスのチェーンを取締役会、経営陣へとつなげていくのは結構難しい。したがって、ここでも先ほど報告がありましたけれども、コーポレートガバナンス・コードがそれを補完するツールとして使える余地が非常にあるのではないかと思います。

そういう意味では、例えば「撤退基準」という物の言い方がされますけれども、そういう後ろ向きな呼び方ではなく、これを「事業ポートフォリオの評価基準」と捉え直して、企業の経営者が市場に対して継続的に事業ポートフォリオ評価の現状と方針を開示していくべきだというスタンスをとっても余り無茶ではなかろうと思います。こういったことをコーポレートガバナンス・コードで明確にしていくような道筋が一つあろうかと思っています。

今申し上げたように、成長投資の原資との関係で事業ポートフォリオの見直しを行うことをスピノフにおける経営者の「理」と呼ぶとすれば、片方で、「情」としての「スピノフをしたら従業員がかわいそうだ」という話は実際にはありません。本当にかわいそうな状況があり得るとすると、それ単体としてはたとえ切り出したとしても到底存続できないような状況まで放置しておいた後に、やむを得ず売却をするようなことになれば、当然従業員の雇用の継続は危うくなります。だからこそ、そうならないうちに、日頃から評価基準に基づいて事業ポートフォリオを見直し、先手を打って新たなオーナーの手に移していくことが求められるのだと思います。

実際、私どもがスピノフの受け手になる場合では、大きな事業グループの中で構造的にノンコアと位置づけられたがために、現在の事業としてはそれなりに成り立ってはいても成長投資の原資が本社から与えられないという状況にいら立って、自分たちの、子会社や事業部門の従業員のことを思えば、ここで

親会社ないしは本社にかけ合って、新しいスポンサーを探して独立したいという子会社の社長ないしは事業部門の長の方の動きがきっかけになって話が進むということがままあります。

こういった場合には、親会社の方がかわいそうだからという理屈はそもそも存在しません。そういう意味では、先ほどの延長で考えれば、各事業部門に対しても単体としてこれからどう成長していくのかを常に本社から問いかけて説明を求めるといような、グループ内での説明責任がセットになることで、「売却したら従業員がかわいそう」などという状況はそもそも生じなくて済むのではないかと思います。

最後に、社外取締役、独立取締役について申し上げます。もちろん社外取締役が何名という形式基準を満たしたところで、それだけは実行性がないわけですが、ただ、例えば社外取締役でも、何らかの形で市場とのエンゲージメントの場に直接出ていって対話ができるような形での活用を会社の側としては考える、ないしは、そういう役割に適した人物を社外取締役として積極的に活用していくようなことがあると、物事が一つ前に進むきっかけになるのではないかと思います。

以上です。

○風木次長 どうもありがとうございました。

それでは、上田様、その後、小林会長、また、志賀さんからお願いします。

○株式会社日本投資環境研究所上田主任研究員 ありがとうございます。

私の方からは2点、主にガバナンス改革の観点から、市場の市場構造の見直しのところ及び事業再編に向けた対話についてコメントをさせていただきます。

先ほど御説明にありましたけれども、プライム市場は、日本を代表するグローバル市場です。海外から見るイメージとして、東証1部あるいはプライム市場というのは、まず、ガバナンスにしても開示にしても、あるいは企業価値を高めるとい意識づけにしても、ニューヨーク、ロンドンと同じレベルのグローバル市場であると見られています。

ところが、東証1部上場企業の経営者のなかには、最近社外取締役を入れるとかガバナンス・コードが厳しくなったが、何で我々がやらなければいかんだと愚痴られる方もいらっしゃいます。ところが、「いや、皆さんが上場されている市場というのはロンドン、ニューヨークと同じ位置づけなのです。当然そのレベルでの期待もあるし、当然規制もかかるのではないですか」とお話しすると、皆さん、納得されるわけなのです。

このあたりの意識のギャップというのが、実は日本のガバナンス改革はかなり成功している例としてグローバルには見られているものの、その足を引っ張る要因の一つになっているように感じます。そういう意味で、新しいプライム

市場というのが、グローバルに闘う企業の集まりであるということを打ち出すことができるのであれば、よりそういった懸念というのはなくなるのかなと思います。

現東証1部上場会社をプライムに移す経過措置というようなことが検討されていると資料の方にございましたけれども、これは経過措置の内容と期間というものを明確にしませんと、結局、今の東証1部と同じで、どんなにいいコードをつくっても、どんなにいい取り組みをしようとしても、特に海外から見たときに改革に余りやる気のない企業に着目をされてしまうというのは、日本の市場に対する国際的なレピュテーションにも影響があるのかと思っております。

あわせて、指数なのですが、機関投資家の資金流入による規律づけという観点からすると、とりあえず東証1部に入っていれば資金が入ってくるというのは全く規律づけとして機能していない。先ほど固定と変動というお話が三瓶さんからございましたが、まさにその点かと思えます。

及び、これは金融庁の市場ワーキンググループでコメントさせていただいたことがあるのですが、代表的指数というのは何十年か持ち続けていると、国が成長する限りそれと一緒に国民の資産もふえていくものとしてあると。アメリカで皆さんが投信をインデックスで買うのはそういう意味があるのですけれども、日本の場合にはむしろ価値が薄まっていく。昔の大企業中心のTOPIXの方が価値があったのではないかというような見方もありますので、市場区分と指数と分けるということについては、個人の資産形成という面からもよろしいのかと思いました。

事業再編についてですが、たしか経済産業省さんの資料の38ページにあったかと思うのですが、投資家と企業との対話でこういった動きを促進、刺激しましょうというお話だったかと思えます。日本のガバナンス改革というのは、投資家の力を借りて稼ぐ力を高めましょうという話だったと思うのですが、現在、実際の対話の中身というのは、三瓶さんのところはちょっと例外だと思っておりますが、ESGのエンゲージメントというところでお茶を濁している。ESGは機関投資家にとっても楽です。企業にとっても聞きやすい。逆に、事業再編を持ちかけると、それアクティビストが来たと言われかねないということになりかねません。そのため、いま一度スチュワードシップ・コード等の、実際にコードに書き込むかどうかは別にしても、こういった対話の目的が稼ぐ力にあるといったことはしっかりと議論して共有したいと思っております。

そういう意味で、ガバナンス・コードの書きかえというものも明確にする必要があるのであれば、そういったことも議論になると思えます。一方で、例えばノンコア事業等を判別するための事業ポートフォリオの評価基準というようなお話もありましたけれども、こういうものについてはコードにどこまで具体

的に書くのかと。そうすると、どんどんコードが複雑化してしまいますので、一方で、経産省さんがよく出されているガイドラインのようなものにもし実効性があるのであれば、まずはそういったもので実態を押さえつつというように、いろいろな角度で攻めていくとよりいいのではないかなと思いました。

以上です。ありがとうございます。

○風木次長 どうもありがとうございました。

さまざまな議論が出ておりまして、大変残念ではありますがお時間の都合がございまして、最後に小林会長に全体を取りまとめていただきまして、これは成長戦略なのでいずれにせよ引き続き議論していくということになりますので、会長から取りまとめとコメントをいただければと思います。

○小林会長 どうも、本日は活発な御意見をありがとうございました。

私の感覚だと、ここ5～6年、資本コストのリテラシーが低い日本の経営者の固定化した感覚というのは、間違いなくコーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードで改善されてきています。ROEについてもここへ来て飽和しつつあるのですが、少なくともここ4～5年大分よくなってきているというのは事実です。しかし未だ「形式から実質へ」と言われるとおり、文字どおりまだ形だけで、先ほどのESG投資等で繕っている部分もありまして、やはり何と言っても、いかに資本効率を上げグローバルに闘い抜けるかということが基本かと思えます。

まだ残っているのが監査の信頼性の問題、上場子会社問題、先ほどの事業再編、スピンオフ、ポートフォリオ・トランスフォーメーションといったものの環境整備、あるいは記述情報といいますか、先ほどの非財務情報というものをESG投資などのサステナビリティの要素と絡めてどのぐらい記述をしていくのかというあたりの課題がまだかなり残っているのではないかと思います。もちろん市場区分あるいはインデックスの定義の問題もありますが、経営者は基本的にオープンでグローバルな闘いをやっているというメンタリティも考慮しつつ、可及的速やかに本当の意味で具体化していくことが基本かと思えます。

本日の議論を踏まえまして、関係省庁におかれましてはさらに検討を加速して、来年の夏までに新たな実行計画に盛り込んで実現を図っていただきたいと思えます。

今日はお忙しい中、ありがとうございました。

○風木次長 ありがとうございました。

これで本日の議論は終わりとさせていただきます。どうもありがとうございました。

なお、本日の会議の内容につきましては、事務方から報道関係者にブリーフィングがございしますが、議事要旨は発言者の御確認を得た上で公表ということ

になりますので、それまでの間は、みずからの御発言を除いて、議論の内容については対外的に明らかにすることのないようお願いいたします。

本日はどうもありがとうございました。