

# 資料

平成28年12月8日

金融庁

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み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

### ■ 安倍内閣発足以降、成長戦略の一環として、

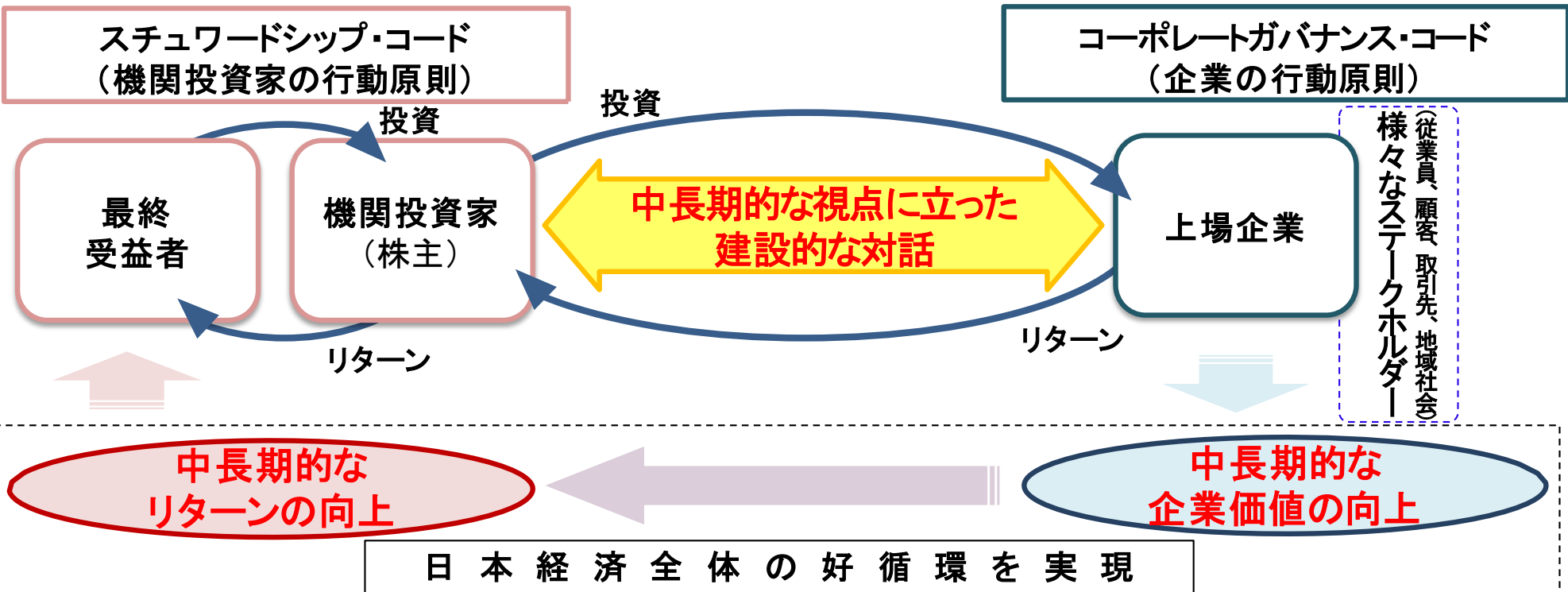
#### ➤ 「スチュワードシップ・コード」を策定(2014年2月)

⇒ 機関投資家(年金基金やその委託を受けた運用機関等)に対して、企業との対話を行い、中長期的視点から投資先企業の持続的成長を促すことを求める行動原則。

#### ➤ 「コーポレートガバナンス・コード」を策定(2015年6月)

⇒ 上場企業に対して、幅広いステークホルダー(株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等)と適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図ることを求める行動原則。

## 中長期的な視点に立った企業と投資家との建設的な対話



## コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み②

「日本再興戦略 2016」(2016年6月閣議決定)(抜粋)

コーポレートガバナンス改革は、引き続き、アベノミクスのトップアジェンダであり、今後は、この改革を「形式」から「実質」へと深化させていくことが最優先課題。

経済対策(2016年8月閣議決定)における「コーポレートガバナンス改革」関連の施策

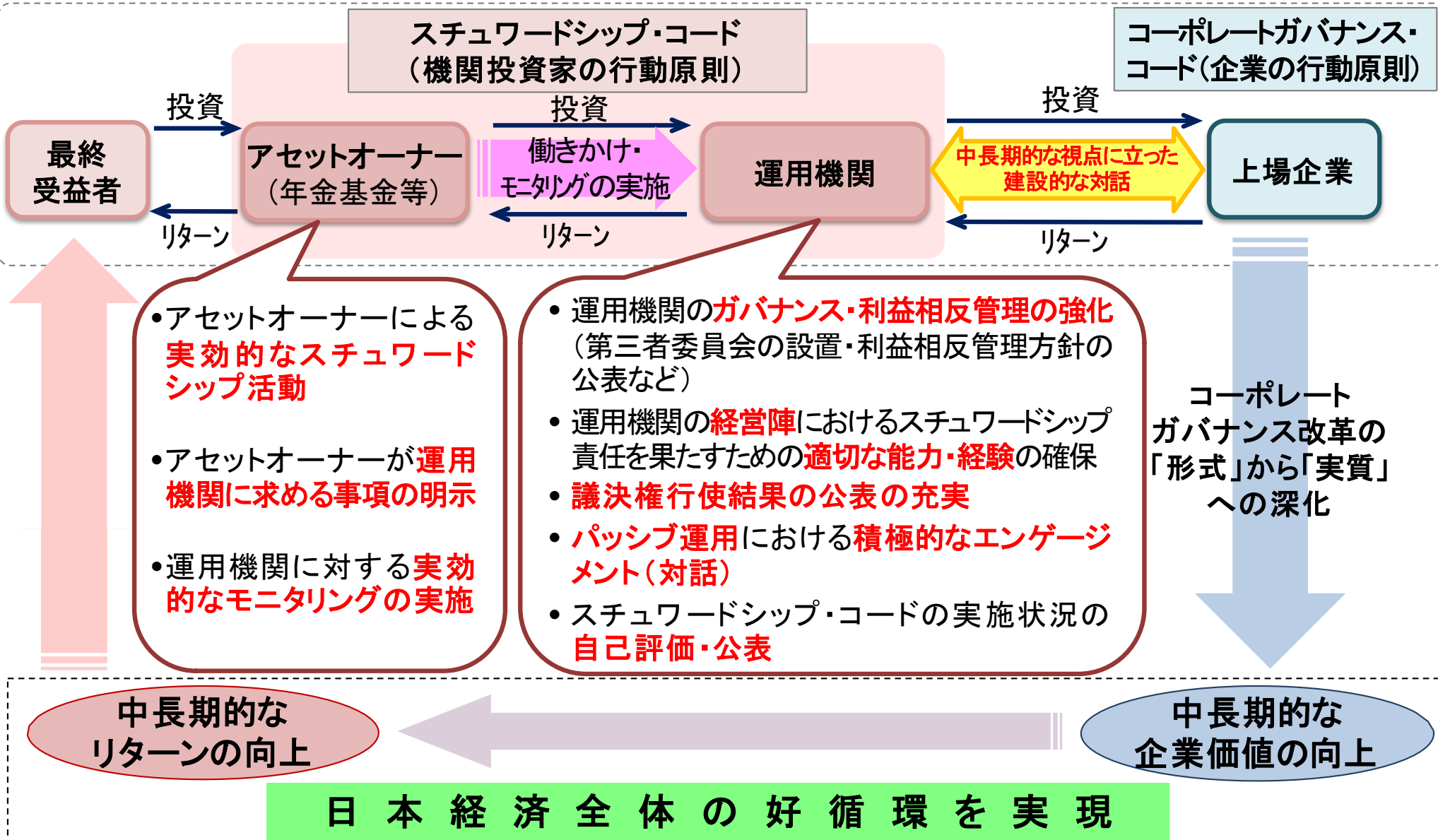
【具体的措置】資産保有者による運用機関への関与を通じたコーポレートガバナンス改革



- コーポレートガバナンス改革を「実質」へと深化させていくためには、
  - 年金基金等から中長期の運用を委託されている運用機関が、投資先企業の短期的な業績動向ばかりにとらわれず、中長期的な視点からの企業評価に基づいて企業と建設的な対話を行うこと、また、
  - 年金基金等の中長期の資産保有者(アセットオーナー)が、運用機関のステュワードシップ活動強化に向けた実効的な働きかけ・モニタリングを実施することが重要。
- 本年2月より、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする両コードのフォローアップ会議において、このための方策について議論。今般、「機関投資家による実効的なステュワードシップ活動のあり方」についての意見書を公表(11月30日)。
- フォローアップ会議の意見書を踏まえ、今後、ステュワードシップ・コードの改訂作業に着手。

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み③

機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～  
「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」意見書のポイント



- アセットオーナーによる **実効的なスチュワードシップ活動**
- アセットオーナーが **運用機関に求める事項の明示**
- 運用機関に対する **実効的なモニタリングの実施**

- 運用機関の **ガバナンス・利益相反管理の強化** (第三者委員会の設置・利益相反管理方針の公表など)
- 運用機関の **経営陣** におけるスチュワードシップ責任を果たすための **適切な能力・経験の確保**
- **議決権行使結果の公表の充実**
- **パッシブ運用** における **積極的なエンゲージメント (対話)**
- スチュワードシップ・コードの実施状況の **自己評価・公表**

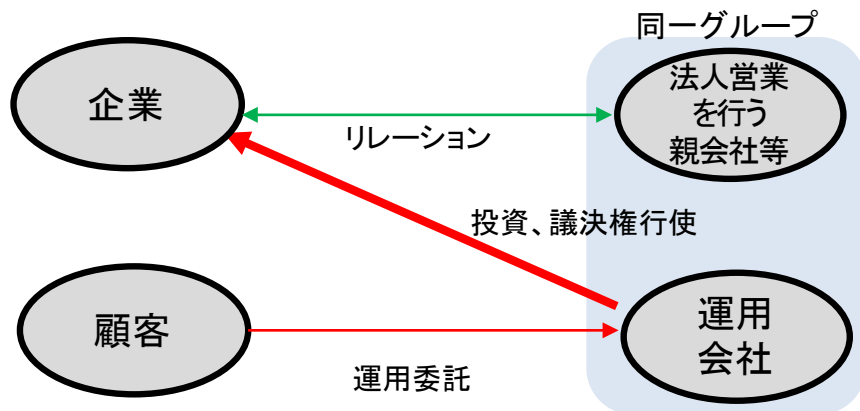
⇒ 本意見書を踏まえ、今後、スチュワードシップ・コードの見直し作業に着手

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み④

## 利益相反のおそれがある典型的な取引例

- 法人営業を行う親会社等と運用会社が同一グループに存在するケースや、同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース等において、利益相反のおそれがあるのではないかと指摘がある。

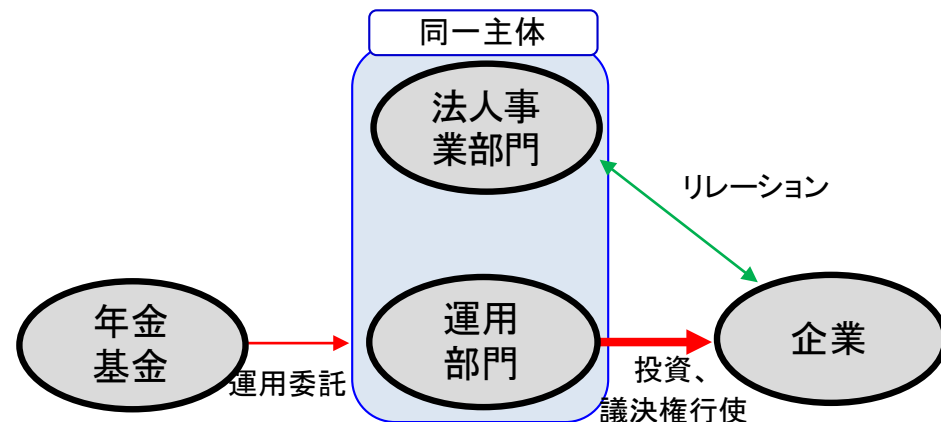
法人営業を行う親会社等と運用会社が同一グループに存在するケース



### 【利益相反のおそれがある場合】

- 運用会社が、投資先の企業の議決権行使にあたって、顧客の利益に関わらず、親会社等の意向を優先して行動する場合

同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース



### 【利益相反のおそれがある場合】

- 運用部門が、投資先の選定や議決権の行使にあたって、年金基金の利益に関わらず、融資や証券代行、法人営業などを行う法人事業部門の意向を優先して行動する場合

## 「フォローアップ会議」意見書(2016年11月公表)(抜粋)

運用機関は、最終受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、**独立した取締役会**や、**議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会**などのガバナンス体制を整備すべきである。(中略)

運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす**利益相反が生じる局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避したり、その影響を実効的に排除するなど、最終受益者の利益を確保するための措置について具体的方針を定め、公表すべきである。**

(出所)第8回金融審議会「市場ワーキング・グループ」事務局説明資料

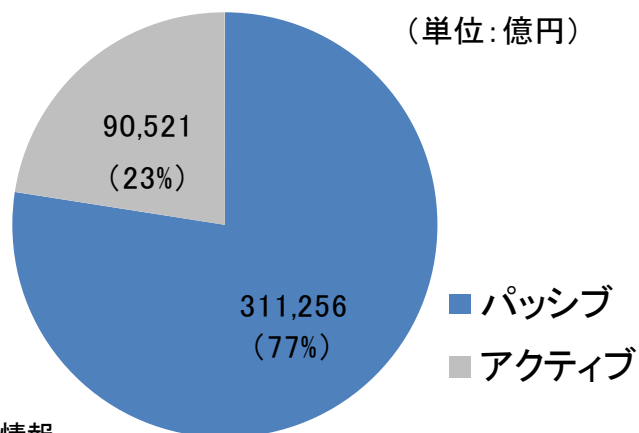
# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み⑤

## アクティブ運用とパッシブ運用

- **アクティブ運用**: あらかじめ決められた指数(日経平均株価やTOPIXなど)を上回る運用成果を目指す運用手法
- **パッシブ運用**: あらかじめ決められた目標である指数(同上)に連動する運用成果を目指す運用手法

⇒ 近年、年金の株式運用などにおいて、パッシブ運用の比重が高まっている。

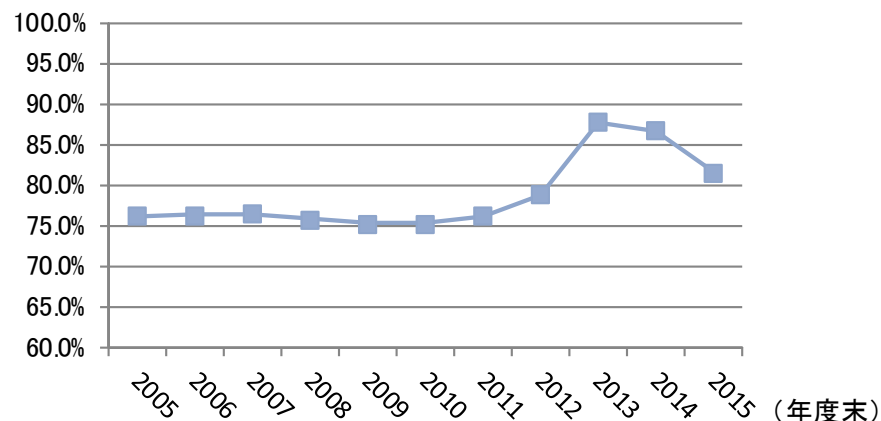
公的年金の国内株式運用におけるパッシブ運用比率



(出所) 年金情報

(注) 2016年3月末。集計対象は、GPIF、地方公務員共済組合連合会、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団等の計9団体。

GPIFの国内株式運用におけるパッシブ運用比率の推移



(出所) GPIF「平成27年度 業務概況書」

## 「フォローアップ会議」意見書(2016年11月公表)(抜粋)

**パッシブ運用**は、アクティブ運用と異なり、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、**中長期的な企業価値を促す必要性がより高い**ことから、運用機関等は、**より積極的に中長期的視点に立ったエンゲージメント(対話)や議決権行使に取り組むべき**である。

# フェア・ディスクロージャー・ルールに関する検討状況①

## フェア・ディスクロージャー・ルール

企業が、業績動向など公表前の重要な内部情報を特定の証券アナリストなどに提供した場合、速やかに他の投資家にも公平に情報提供することを求めるもの

## 公平な情報開示を巡る状況

- 近年、証券会社に対する行政処分の事案において、上場企業が当該証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供し、当該証券会社が当該情報を顧客に提供して株式の売買の勧誘を行っていた事例が複数発覚
- 欧米やアジアの主要市場では、フェア・ディスクロージャー・ルールは既に導入済みであるが、我が国では未導入
  - 米国では、「有価証券の発行者が、当該発行者又は当該有価証券に関する重要かつ未公表の情報を特定の情報受領者に対して伝達する場合、意図的な伝達の場合は同時に、意図的でない伝達の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない」というルールが置かれている(Regulation FD)。
  - 欧州(EU)では、「発行者は、発行者に直接関係する内部情報をできる限り速やかに公衆に開示しなければならない」という原則規定を置くとともに、有価証券の発行者が、内部情報を第三者に開示する場合について、米国と同様のルールが置かれている(Market Abuse Regulation)。
- 2016年4月18日金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告において、「我が国においても、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入について、具体的に検討する必要がある」と提言。これを受け、金融審議会市場ワーキング・グループに「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」が設置され、ルールの導入について検討、12月7日に報告が取りまとめられた。

# フェア・ディスクロージャー・ルールに関する検討状況②

## フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告の概要

### ■ フェア・ディスクロージャー・ルール導入の意義

個人投資家や海外投資家を含めた投資家に対する  
公平かつ適時な情報開示を確保

全ての投資家が安心して取引できる  
市場環境を整備

同時に、

「早耳情報」に基づく短期的なトレーディングではなく、  
公平に開示された情報の正確な分析に基づく中長期的な視点に立った投資を促す という意義

### ■ フェア・ディスクロージャー・ルールの内容

上記の意義が活かされるよう、以下の内容とする

- 上場企業が、適切に情報管理しつつ、何がルールの対象となる重要な情報かについて投資家との間でプラクティスを積み上げることができるよう、ルールの対象となる重要な情報の範囲はインサイダー取引規制と基本的に一致
- ルールに抵触した場合は、上場企業に速やかな公表を促すなどの行政的な対応が基本
- ルールの対象となる情報受領者の範囲は証券会社、証券アナリスト、投資家などに限定
- 上場企業に負担がかからないよう、ホームページによる公表可

- ルールの趣旨についての関係者への啓発活動を行うなど、上場企業と投資家との建設的な対話を促進するとの意義が果たされるような環境整備を行う

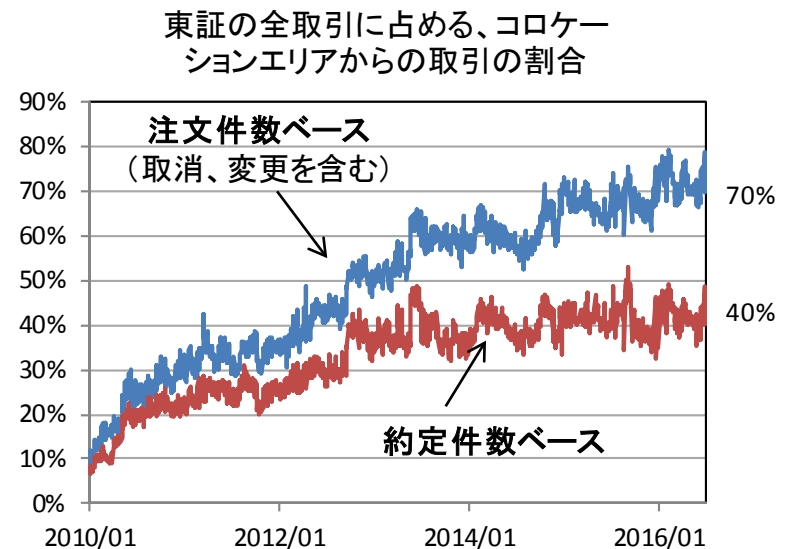


# 取引の高速化①

## 背景・問題意識

- 日本の証券市場においても、アルゴリズムを用いた高速な取引の影響力が増大。
- これについては、市場に流動性を供給しているとの指摘もある一方で、市場の安定性や効率性、投資家間の公平性、企業価値に基づく価格形成、システムの脆弱性等の観点から、懸念を指摘する声も。
- 日本では、現状、高速取引を行う投資家から、直接情報を収集する枠組みはない。

(参考) 欧州では、高頻度アルゴリズム取引を行う者を登録制とし、体制整備・リスク管理義務や当局に対する通知・情報提供義務を導入(2018年1月より実施予定)



- 現在、金融審議会において、日本における対応について議論を行っているところ。
- 高速取引を行う者に対し、登録制を導入し、体制整備・リスク管理義務を課すと共に、その取引実態・戦略の把握を可能とするための枠組みを速やかに整備すべく検討。

### 欧州・第二次金融商品市場指令等におけるアルゴリズム取引規制

2014年公布。2018年1月から実施予定。

#### アルゴリズム取引に従事する者に対する規制

高頻度アルゴリズム取引技術を利用する者(HFT業者等)を登録制として、以下の規制を導入

##### 体制整備・ リスク管理義務

- 強靱で十分な容量を有していること
- 適切な取引の閾値・上限を設定していること
- 誤発注を防止するものであること
- 市場の混乱を惹起するような方法で機能するものではないこと
- 市場濫用防止に関する欧州規則又は取引所が定めるルールに反する目的で利用されないこと 等

##### 当局に対する通知・ 情報提供義務

- アルゴリズム取引に従事する旨の通知
- アルゴリズム取引戦略、システムが採用する取引パラメータやリミットの詳細、リスク管理等に関する情報の提供
- 必要な記録の保持 等