

参 考 資 料

平成28年12月8日

金融庁

上場企業が、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ための行動原則

枠組み

- プリンシプルベース・アプローチ: 自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断。
- コンプライ・オア・エクスプレイン: コードは、法令のように一律の義務を課すのではなく、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」を求める手法を採用。

概要

1. 上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。
 - 株式の政策保有に関する方針の開示、保有のねらい・経済合理性の説明 等
2. 上場会社は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーとの適切な協働に努めるべき。
3. 上場会社は、利用者にとって有用性の高い情報の提供に取り組むべき。
4. 取締役会は、会社の持続的成長を促すため、企業戦略等の大きな方向性を示すことや、実効性の高い監督を行うことなどの役割・責務を果たすべき。
 - 持続的成長に資するような独立社外取締役の活用 等
(建設的な議論に貢献できる人物を2名以上設置すべき)
5. 上場会社は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資するよう、株主と建設的な対話を行うべき。

機関投資家が、投資先企業との「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任(スチュワードシップ責任)を果たすための行動原則。

枠組み

- 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した「**機関投資家のリスト**」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。
- **プリンシプルベース・アプローチ**及び**コンプライ・オア・エクスプレイン**を採用。

概要

機関投資家は、

1. スチュワードシップ責任を果たすための「**基本方針**」を策定し、これを公表すべき。
2. **顧客・受益者の利益を第一**として行動するため、「**利益相反**」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業の**ガバナンス、企業戦略**等の状況を的確に**把握**すべき。
4. **建設的な対話**を通じて投資先企業と**認識を共有**し、**問題の改善**に努めるべき。
5. 「**議決権行使**」の**方針と行使結果**を公表すべき。
 - 議決権行使結果は、**議案の主な種類ごとに整理・集計**して公表。
 - 形式的に議決権行使助言会社の助言等に依拠せず、自らの責任と判断の下、議決権を行使すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について**定期的に報告**を行うべき。
7. **投資先企業に関する深い理解**に基づき、適切な対話と判断を行うための**実力を備える**べき。

「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」について (報道発表資料)

平成27年8月7日
金融庁
株式会社東京証券取引所

「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」の設置について

1. 趣旨

「『日本再興戦略』改訂2015」(平成27年6月30日閣議決定)においては、「昨年2月に策定・公表された『スチュワードシップ・コード』及び本年6月に適用が開始された『コーポレートガバナンス・コード』が車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要がある。」とされている。

形だけでなく実効的にガバナンスを機能させるなど、コーポレートガバナンスの更なる充実は引き続き重要な課題であり、また、このような取組を、経済の好循環確立につなげていく必要がある。

このため、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・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、「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・コードのフォローアップ会議」(以下、「会議」という。)を設置する。

2. 構成

- (1) 会議の構成員は、企業経営者、内外投資家、研究者等の外部有識者とする。
- (2) 会議の庶務は、金融庁総務企画局企業開示課及び株式会社東京証券取引所上場部において処理する。

「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」メンバー

(2016年11月30日現在)

座長 メンバー	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
	岩間 陽一郎	一般社団法人日本投資顧問業協会会長
	上田 亮子	(株)日本投資環境研究所主任研究員
	内田 章	東レ(株)顧問
	江良 明嗣	ブラックロック・ジャパン(株)運用部門インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者 ヴァイス・プレジデント
	小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役
	川北 英隆	京都大学名誉教授
	川村 隆	(株)日立製作所名誉会長
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
	スコット キャロン	いちごアセットマネジメント(株)代表取締役社長
	高山 与志子	ジェイ・ユース・アイアル(株)マネージング・ディレクター 取締役
	武井 一浩	弁護士 (西村あさひ法律事務所)
	田中 正明	PwCインターナショナルシニアグローバルアドバイザー

オブザーバー	佃 秀昭	エゴンゼンダー(株)代表取締役社長
	富山 和彦	(株)経営共創基盤代表取締役CEO
	西山 賢吾	野村證券(株)エクイティ・リサーチ部シニアストラテジスト

	竹林 俊憲	法務省民事局参事官
	安永 崇伸	経済産業省経済産業政策局産業組織課長

事務局

金融庁、(株)東京証券取引所

(敬称略・五十音順)

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)

第2 具体的施策

Ⅱ 生産性革命を実現する規制・制度改革

2. 未来投資に向けた制度改革

2-1. 「攻めの経営」の促進

(2) 新たに講ずべき具体的施策

i) コーポレートガバナンス改革による企業価値の向上

昨年は、コーポレートガバナンス・コードの策定・適用や改正会社法の施行など、コーポレートガバナンスに関する「枠組み」が大きな進展を見せたことから、2015年は「コーポレートガバナンス改革元年」であったと言われている。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**である。

そのためには、**機関投資家サイドからの上場企業に対する働きかけの実効性を高めていくことが有効**であり、これにより、**中長期的な視点に立った「建設的な対話」の実現を強力に推進**していく。

このような観点から、「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」(以下「フォローアップ会議」という。)における議論・検討を通じて、**機関投資家が、顧客・受益者(最終受益者を含む。)の利益を第一に考えてスチュワードシップ責任を適切に果たすよう、その徹底を図るとともに、投資家と上場企業それぞれの取組による対話の質の向上を促す。**

あわせて、フォローアップ会議において、取締役会の実効的な機能発揮や政策保有株式の縮減に向けた上場企業の取組状況をモニターし、コーポレートガバナンスの実効性向上に向けた上場企業サイドの適切な取組の確保を図るほか、金融審議会において、G20/OECDコーポレートガバナンス原則に示されている考え方も踏まえ、実効性あるコーポレートガバナンスに資する市場構造の実現方策について検討を行う。

① 実効的なコーポレートガバナンス改革に向けた取組の深化

ア) フォローアップ会議における取組

フォローアップ会議における議論・検討を通じて、以下のとおり上場企業のコーポレートガバナンスの実効性の向上を促していく。

- ・投資家と上場企業との「建設的な対話」を実現していくため、機関投資家に対し、個別企業やその事業環境等に関する理解に基づき、**企業側に「気づき」を与える対話を行うことを促す**とともに、スチュワードシップ責任に即して顧客・受益者の利益に沿った議決権行使等が確保されるよう、**適切な利益相反管理の在り方について検討**する。
- ・投資家と上場企業との建設的な対話に資するよう、企業が、資本政策の基本的な方針も含めた経営方針、経営戦略・計画を株主に分かりやすく公表することや、英語により情報発信することなど、対話の基礎となる企業の取組を促す。
- ・取締役会の在り方に関する、フォローアップ会議の提言を踏まえ、日本取引所グループ等と連携して、最高経営責任者(CEO)の選解任や取締役会の構成・運営・評価等に関する上場企業の取組状況を把握、公表するなど、経営陣や取締役会がその役割・責務を実効的に果たしていくための取組を促す。
- ・政策保有株式の縮減に向けた上場企業の対応状況について、日本取引所グループ等と連携して分析するとともに、事業会社や金融機関それぞれが政策保有株式を縮減するに際し、「保有させている」側の企業が取引中止を示唆すること等により売却を妨げることがないように、状況をモニタリングしていく。
- ・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、フォローアップ会議における検討や取組の内容を、海外に向けて、適時かつ効果的に情報発信していく。

金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ

麻生金融担当大臣による諮問（2016年10月23日 金融審議会総会）

金融庁設置法第7条第1項第1号により下記のとおり諮問する。

○ 企業の情報開示のあり方等に関する検討

企業と投資家の建設的な対話を促進する観点も踏まえつつ、投資家が必要とする情報を効果的かつ効率的に提供するための情報開示のあり方等について幅広く検討を行うこと。

開催実績

- 第1回：2015年11月10日
 - 第2回：2015年12月24日
 - 第3回：2016年2月19日
 - 第4回：2016年3月14日
 - 第5回：2016年4月13日
- ⇒ 4月18日 報告書公表

会議メンバー

2016年4月18日現在

座長

神田 秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授

メンバー

石田 英和 前大阪ガス(株)財務部 担当部長

石原 秀威 新日鐵住金(株)執行役員財務部長

上柳 敏郎 弁護士(東京駿河台法律事務所)

大崎 貞和 (株)野村総合研究所主席研究員

太田 洋 弁護士(西村あさひ法律事務所)

大場 昭義 東京海上アセットマネジメント(株)
代表取締役社長

小畑 良晴 一般社団法人日本経済団体連合会
経済基盤本部長

川島 千裕 日本労働組合総連合会総合政策局長

神作 裕之 東京大学大学院
法学政治学研究科教授

熊谷 五郎 みずほ証券(株)
市場情報戦略部上級研究員

黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授

小足 一寿 三井住友信託銀行(株)執行役員業務部長

逆瀬 重郎 前(株)日立製作所財務統括本部顧問

静 正樹 (株)東京証券取引所取締役 専務執行役員

関根 愛子 日本公認会計士協会副会長

永沢 裕美子 Foster Forum 良質な金融商品を育てる会
事務局長

橋本 尚 青山学院大学大学院
会計プロフェッション研究科教授

原田 喜美枝 中央大学商学部教授

山内 公明 日本証券業協会執行役 自主規制本部長

オブザーバー

竹林 俊憲 法務省民事局参事官

高野 寿也 財務省大臣官房信用機構課長

日置 純子 経済産業省経済産業政策局企業会計室長

2. 情報の公平・公正な開示についてのルール

持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた、株主・投資者との建設的な対話を充実させるため、企業が株主・投資者に対し情報を積極的に提供することは重要である。他方で、公平・公正な情報開示は証券市場の健全な発展に必要な要素であることから、企業が重要な情報を正当な理由なく特定の者にのみ提供することがあれば、市場参加者の信頼を損ね、ひいては証券市場の健全な発展を阻害することになりかねない。

公平・公正な情報開示に対する市場の信頼を確保するため、諸外国においては、企業が情報をタイムリーに公表するためのルールとともに、公表前の内部情報を特定の第三者に提供する場合に当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを確保するためのルール(フェア・ディスクロージャー・ルール)が置かれている。例えば、米国においては、「証券の発行企業等が、その発行企業又は発行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開示する場合、意図的な開示の場合は同時に、意図的でない開示の場合は速やかに、当該情報を公表しなければならない」とするルール(Regulation FD)が導入されており、EUの市場阻害行為指令(Market Abuse Directive)にも類似の規定が置かれている。

他方、我が国においては、証券取引所による適時開示制度は整備されているものの、適時開示前の内部情報を企業が第三者に提供する場合に当該情報が他の投資者にも同時に提供されることを確保するルールは置かれていない。

従来、フェア・ディスクロージャー・ルールを導入すべきとの意見に対しては、我が国においてその導入を必要とするような問題が顕著な形では発生していないとの意見もあった。一方で、近年、企業の内部情報を顧客に提供して勧誘を行った証券会社に対する行政処分の事案において、上場会社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ていたなどの問題が発生している。また、外国投資家などからは、主要国の多くが情報開示の公正性・透明性の観点からフェア・ディスクロージャー・ルールを導入しており、市場の信頼を確保するためにも同様のルールを我が国においても導入する必要があるのではないかとの指摘もある。

こうした状況を踏まえれば、企業による公平・公正な情報開示により、株主・投資者との建設的な対話を促進するとともに、市場参加者の信頼を確保するため、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ものと考えられる。

他方、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入については、企業が情報を提供することに消極的になるのではないかとの指摘や、報道機関やアナリストによる正当な取材活動等が困難になるのではないかとの指摘があった。

我が国でフェア・ディスクロージャー・ルールの導入を検討するに当たっては、こうした指摘についても十分に考慮した上で、内部情報の公平・公正な開示を確保するため、ルールが適用される情報の範囲、例外として特定の第三者への情報開示が許容される場面、違反に対するエンフォースメントの内容等の制度設計のあり方につき、諸外国における実務も踏まえた詳細な検討を行っていくことが必要である。

未公表の企業情報の伝達が問題となった近年の事例

- 2015年12月に行政処分を受けた例（B証券会社）
 - 東証1部上場会社A社は、2014年12月頃、公表前の四半期の業績に関する情報を、公表前にB証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストがB証券会社の営業員に上記情報を伝えたことにより、B証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてA社株式の売買を勧誘。
- 2016年4月に行政処分を受けた例（D証券会社）
 - 東証1部上場会社C社は、2015年9月、公表前の半期の連結業績予想（営業利益）に関する情報を、公表前にD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストが上記情報をD証券会社の営業員に伝えたことにより、D証券会社は公表前の上記情報を顧客に伝えてC社の株式の買付けを勧誘。
 - 東証1部上場会社であるE社ほか少なくとも3社において、2015年9月～10月、公表前の業績に関する情報をD証券会社のアナリストに伝達。当該アナリストは、上記情報をアナリストレポートに記載するなどにより、複数の顧客に当該情報を提供。

米国におけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Regulation FD)の概要

主な項目	内容
ルールの対象となる情報の範囲	重要な未公表の情報 (※)SECのガイダンスによれば、「重要な」とは、「合理的な株主が投資判断に際して重要と考える相当の蓋然性があること」とされている。
ルールの対象となる情報伝達の主体	<ul style="list-style-type: none"> • 発行者 • 発行者のために行動する者 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 発行者の上級幹部役員(取締役、経営者、IR担当役員、その他同等の地位にある者) ➢ 規制対象とされる情報受領者と日常的に接触する役員、従業員又は代理人
ルールの対象となる情報受領者の範囲	<ul style="list-style-type: none"> • ブローカー・ディーラー及びそれらの関係者 • 投資顧問業者、機関投資家の投資マネージャー及びそれらの関係者 • 投資会社及びその系列にある者 • 発行者の発行した有価証券を保有する者で、その情報に基づき当該有価証券を購入又は売却することが合理的に予想される者
公表が不要な情報提供	<ul style="list-style-type: none"> • 弁護士、投資銀行社員、会計士等発行者に信認義務を負う者に対する情報提供 • 開示された情報を内密にすることに明示的に合意した者に対する情報提供 • 有価証券の公募に関連して行われる情報提供
公表方法	<ul style="list-style-type: none"> • 臨時報告書(Form 8-K) • 広範かつ非限定的に情報を公開できる方法 (※)SECのガイダンスによれば、企業のウェブサイトやSNSも、確立した情報伝達チャネルとなっている場合には、「広範かつ非限定的に情報を公開できる方法」に含まれる。

EUにおけるフェア・ディスクロージャー・ルール(Market Abuse Regulation)の概要

主な項目	EU(レギュレーション)	英国(注1) (FCA開示透明性規則、2000年 金融サービス市場法)	仏国(注2) (AMF一般規則、 通貨金融法典)	独国(注2) (証券取引法及びこれに基づ く規則)
ルールの対象となる 情報の範囲	発行者または金融商品に直接 または間接に関係する未公表 の正確な情報であって、公表さ れれば金融商品等の価額に重 大な影響を及ぼす可能性があ るもの	一般に利用可能でなく、発行者 または適格投資商品に直接ま たは間接に関連する正確な情 報であって、一般に利用可能で あったならば、当該適格投資商 品または関連投資商品の価格 に重大な影響を及ぼす可能性 があるもの	発行者または金融商品に直接 または間接に関係する未公表 の正確な情報であって、公表さ れれば当該金融商品またはこ れに関連する金融商品の価格 に重大な影響を及ぼす可能性 があるもの	発行者または証券それ自体に 関係する非公知の事情に関す る特定の情報であって、公知 になれば証券取引または証券 の市場価格に重大な影響を及 ぼす可能性のあるもの
ルールの対象となる 情報伝達の主体	発行者、または発行者のために、 もしくは発行者の計算において 行動する者	発行者、または発行者のために、 もしくは発行者の計算において 行動する者	発行者、または発行者の名にお いて、もしくは発行者の計算に おいて行動する者	発行者、または発行者の指図に よって、もしくは発行者の計算に おいて行動する者
ルールの対象となる 情報受領者の範囲	第三者	第三者	第三者	第三者
公表が不要な 情報提供	内部情報の受領者が守秘義務 を負っている場合(法律、規則、 定款または契約のいずれに基 づくものであるかを問わない)	内部情報の受領者が守秘義務 を負っている場合(法律、規則、 定款または契約のいずれに基 づくものであるかを問わない)	内部情報の受領者が、法令、定 款、または契約に基づく守秘義 務を負っている場合	内部情報の受領者が法的に守 秘義務を負っている場合
公表方法	一般人が迅速にアクセスでき、 完全・正確・適時に情報を評価 することができる方法(たとえば 以下の方法) <ul style="list-style-type: none"> 各加盟国における当局の Webサイトでの公表 EUが設けた開示システム 	FCA(金融行為規制機構)が認 可した情報サービス(Regulated Information Services:RIS)による 開示(RISは、取引所の情報サー ビス(RNS)やビジネスワイヤ社 による情報配信サービスなど、 6種類)	自社HPによる開示	「公表」として以下の両方の措置 をとる必要がある <ul style="list-style-type: none"> 金融機関等により広く利用さ れている情報公表のための 電子システム(ビジネスワイ ヤ等)による開示 自社HPへの掲載

(注1) 英国の規制のうち、EUの市場阻害行為規則(レギュレーション)と重複する部分(上記表の記載のうち、公表方法以外の部分)は、同規則の施行に伴って削除または変更され、同規則の内容がそのまま適用される旨が明確にされた。

(注2) 仏国および独国の上記の規制内容については、市場阻害行為規則施行後も同様の規制が維持されている。

「フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」メンバー

(2016年10月19日現在)

座長 メンバー	黒沼 悦郎	早稲田大学法学学術院教授
	青 克美	(株) 東京証券取引所執行役員兼上場部長
	上柳 敏郎	弁護士 (東京駿河台法律事務所)
	大崎 貞和	(株) 野村総合研究所主席研究員
	奥野 一成	農林中金バリューインベストメンツ (株) 常務取締役 (CIO)
	加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
	神山 健次郎	東レ (株) IR室・広報室・宣伝室担当兼IR室長
	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	康 祥修	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント(株) 取締役会長
	三瓶 裕喜	フィデリティ投信 (株) ディレクター・オブ・リサーチ
	寺口 智之	日本証券業協会 自主規制会議 会員委員 (野村證券 (株) 代表執行役)
	永沢 裕美子	Foster Forum 良質な金融商品を育てる会事務局長
	真野 雄司	三井物産 (株) IR部長
	柳澤 祐介	東京海上アセットマネジメント (株) 株式運用部長兼投資 調査グループリーダー
オブザーバー	日本証券業協会	

(敬称略・五十音順)