

コーポレートガバナンス改革の更なる推進 に向けた検討課題

平成31年3月5日
金融庁企画市場局

目次

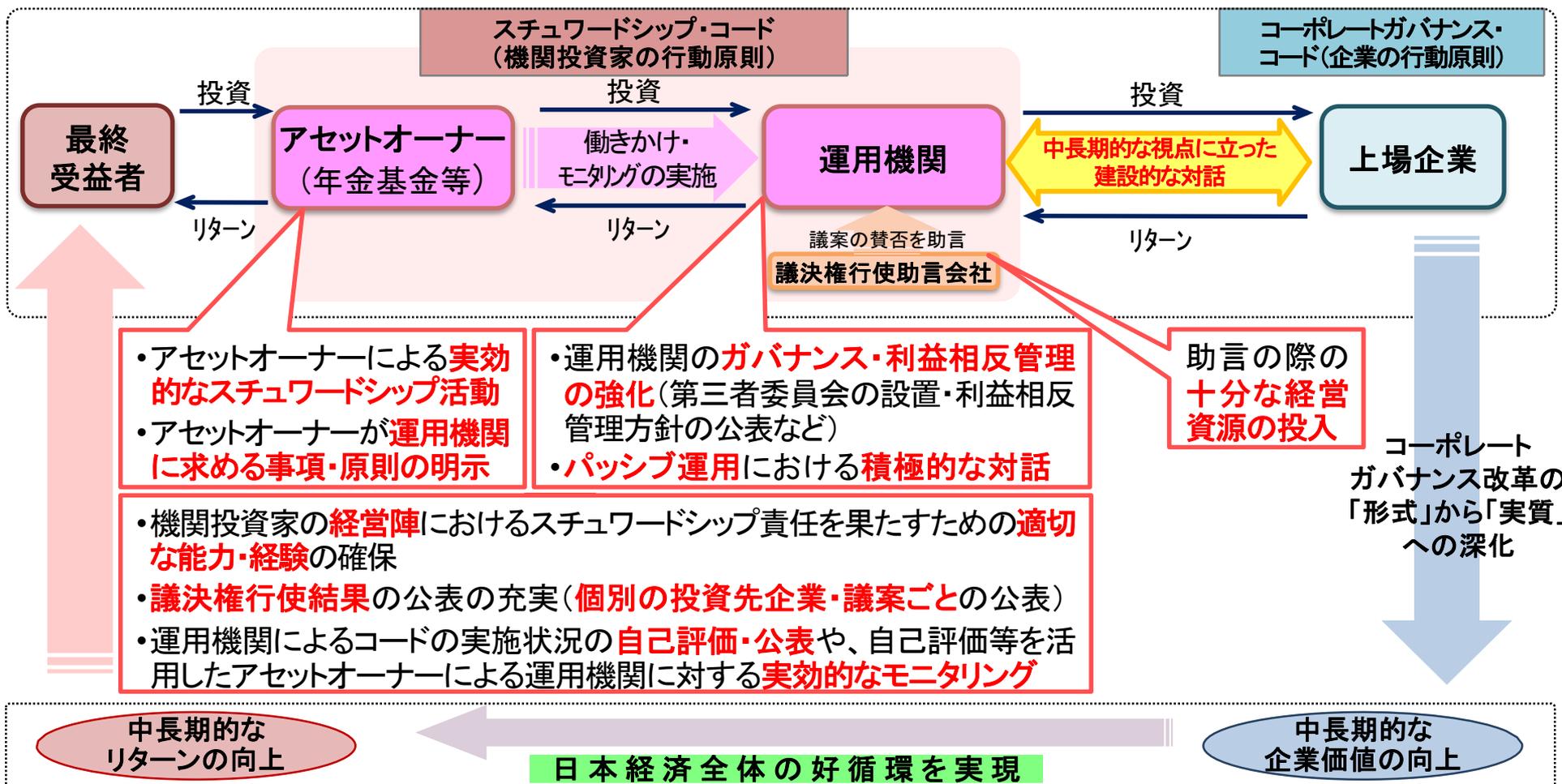
I . スチュワードシップ	P2
(1) 総論	P2
(2) 運用機関	P6
(3) 企業年金等のアセットオーナー	P10
(4) 議決権行使助言会社	P13
(5) 運用コンサルタント	P17
II . コーポレートガバナンス	P20
(1) コーポレートガバナンス改革と開示制度の見直し	P20
(2) 役員報酬に関するガバナンス	P23

I. スチュワードシップ

(1) 総論

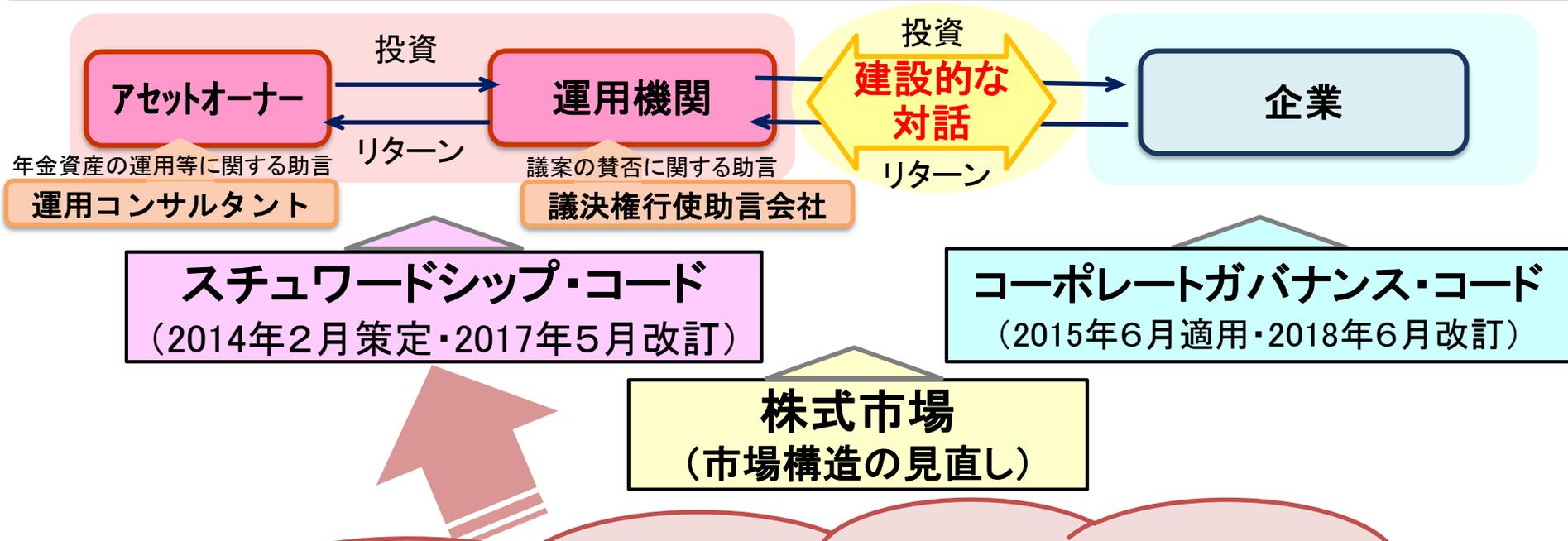
I.(1)総論-①:スチュワードシップ・コードの改訂(2017年5月)

- 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、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。



I.(1)総論-②:スチュワードシップ活動の諸課題に関する主な検討課題

□ 運用機関や年金基金等のアセットオーナーが、投資家と企業の「建設的な対話」の充実を図り、更なるスチュワードシップ責任を果たすため、今後検討を進めていく必要があると考えられる項目としてどのようなものがあるか。



【今後の主な検討課題(案)】

- 運用機関の開示情報の拡充
(個別の議決権行使結果、スチュワードシップ活動報告)
- 企業年金のスチュワードシップ活動の後押し
- 議決権行使助言会社
- その他

I.(1)総論-③:英国スチュワードシップ・コード改訂案

□ **英国**では、近年の世界的な投資環境の変化を受け、本年1月30日、**改訂スチュワードシップ・コードの原案**を公表。3月29日まで意見募集を行い、本年夏に確定予定。

改訂案の構成

- 原則・ガイダンスの2段階から、原則・各則(Provision)・ガイダンスの3段階に構成を変更。
※英国コーポレートガバナンス・コード(2018年7月改訂)と構成を合わせる観点
- 運用機関、アセットオーナーについては、共通の原則を設け、各則・ガイダンスをそれぞれ規定。サービスプロバイダー(運用コンサルタント、議決権行使助言会社を含む。)については、別途、原則・各則・ガイダンスを規定。

[改訂案の章立て]

第1章	目的・目標・ガバナンス
第2章	投資アプローチ
第3章	積極的なモニタリング
第4章	建設的な対話・明確なコミュニケーション
第5章	権利の行使と責任

各原則について、
適用を義務付け
“apply and explain”

改訂案のポイント

- 「スチュワードシップ」を「受益者・経済・社会の持続可能な価値を創造するための、機関投資共同体を超えた、責任ある資産配分と管理」と定義した上で、署名者に、組織目的の設定と、スチュワードシップの目的やガバナンス体制等の開示を要求。
- 債券等、上場株式以外の形で投資する場合においても、原則の適用を奨励。
- ESG要素の考慮を明確に要求。
- 活動と結果に関する年間報告の提出及び開示を要求。
- 開示等について、EUにおける改正後の株主権利指令(Shareholder Rights Directive)を踏まえた上で、より高い水準を要求。

I. スチュワードシップ

(2) 運用機関

I.(2)運用機関-①:スチュワードシップ活動状況の公表 (第16回会議資料1より再掲)

□ スチュワードシップ活動状況については、機関投資家ごとに記載内容の差異が大きい。対話のテーマや結果を含む事例等を詳細に記載している機関がある一方で、必ずしも内容が具体的でないものや、活動状況の公表そのものを行っていない場合も少なくない。

海外運用機関A社

対話を実施した社数・件数

対話を実施したテーマ

対話を実施した社名

対話を踏まえた議決権行使の事例

Company	Country	Resolutions	Vote	Text
Softbank	Japan	<ul style="list-style-type: none"> Independence Auditors' compensation 	<ul style="list-style-type: none"> then 	<p>We dialogued with the Chairman on many sensitive governance issues, notably their independence criteria for Directors and external auditors, but also the requirements of their compensation policy.</p> <p>The company's willingness to move towards meeting our main voting policy criteria led us to vote for all of the resolutions.</p>
Credit Suisse	Switzerland	<ul style="list-style-type: none"> Binding approval of compensation elements Compensation policy (advisory) 	<ul style="list-style-type: none"> then 	<p>After having dialogued with the company on our questions in terms of transparency and standards for fixed and variable remuneration, a public statement by the Chairman responding in part to our wishes led us to vote for the "binding" resolutions.</p> <p>On the other hand, we maintained our opposition to the resolution (merely advisory) on the overall compensation policy.</p>
Continental AG	Germany	<ul style="list-style-type: none"> Compensation policy 	<ul style="list-style-type: none"> then 	<p>After having accepted the compensation policy in 2014 following dialogue with the company, an amendment in 2017 increased the remuneration potential without any explanation, notwithstanding our previous comments. Despite further dialogue, we finally rejected this change, along with around 20% of the shareholders who spoke at the General Meeting.</p>
Mitsubishi Heavy Industries Group	Japan	<ul style="list-style-type: none"> Independence Directors' attendance rate Remuneration report 	<ul style="list-style-type: none"> then 	<p>Our dialogue addressed an improvement in the Board's rate of independence, but also greater transparency in terms of director attendance and variable compensation components.</p> <p>After sharing our views, we approved all the proposals tabled at the General Meeting.</p>

国内運用機関B社

対話の体制

対話の分析

対話の事例(業種・テーマ・結果)

自己評価

国内運用機関C社

スチュワードシップ活動に関する当社の体制・取組の評価について

当社は、受託者責任を果たすため、議決権(当社が裁量権を有する場合、以下同様)を保有している企業に対し、当社の「議決権行使の考え方」に基づき適切に議決権を行使することにより、当該企業の企業価値の向上や持続的成長への寄与を図っております。

今回、スチュワードシップ活動を行うにあたり当社の体制や自らの取組の評価を実施し、現時点において、当社対応方針に従いスチュワードシップ活動を行っており、当社の体制、取組については適切なものと考えております。

当社は引き続き、議決権行使を中心としたスチュワードシップ活動に取組んでまいります。

以上

I.(2)運用機関-②: 対話活動の開示に関するICGNガイドンスの概要

□ 国際的な機関投資家団体であるICGN(International Corporate Governance Network)は、機関投資家向けの「対話活動の主な開示要素に関するガイドンス」を策定(2018年12月)。

＜主たる開示項目＞

1. 対話活動対象を特定し、絞り込む為に戦略的に運用していること
2. 明確な対話方針を確立していること
3. 社内の見解を統一し、対話活動が一貫していること
4. 必要に応じエンゲージメントの強化の為、利用可能な全ての手段を検討していること
5. 効果的な対話の為に他の投資家との協働に備えていること
6. 対話の実効性を含み、対話の手法を定期的に検証していること

(出所)ICGN Model Disclosure on Engagement “Guidance on Key Disclosure Elements”

(注)金融庁にて概要を暫定的に抄訳したもの。

I.(2)運用機関-③:英国におけるスチュワードシップ報告の階層評価(ティアリング)

- 英国財務報告評議会(FRC)は、市場の透明性向上・コードへの信頼維持等を目的として、コードの署名者約300団体(うち約200団体が運用機関)を階層評価。
- 評価の過程において、FRCから各署名者にフィードバックを伝え、FRCとの対話を通じた改善を奨励。2016年11月に初めて評価結果を公表。今後は改訂後コードの署名者を評価し、2021年に、結果を公表予定。

(機関数は2019年2月時点)

階層	内容	運用機関	アセットオーナー	サービスプロバイダー
1	署名者は、スチュワードシップに関する取組みおよび必要な場合の代替的アプローチの説明に関し、良質であり透明性がある記載を提供。	116	75	12
2	報告は多くの点で期待される水準に達しているが、スチュワードシップに関する報告の透明性が不十分であるか、あるいはコードを遵守していない場合の説明をしていない。	55	22	0

※2016年11月公表時は、階層3(顕著な改善必要、改善措置をとっておらず、コード不遵守の場合の説明がないか不十分)が存在し、約40の運用機関が分類されていた。

⇒FRCは公表の際、6か月以内に改善がなければ、署名者リストから除名すると予告。

⇒半年以内に約半数が階層1又は2に改善した一方、残りの機関は署名を取下げ(現在は階層3なし)。

2018年7月、FRCは、**肯定的に評価し継続実施を求める意見が大多数**と公表(feedback statement)



項目のチェックにとどまり、**実際の有効性や結果に焦点を当てていない**との指摘(2018年12月・いわゆるKingmanレビュー) / 階層1の機関が多すぎて評価の価値が下がっているとの意見もあり

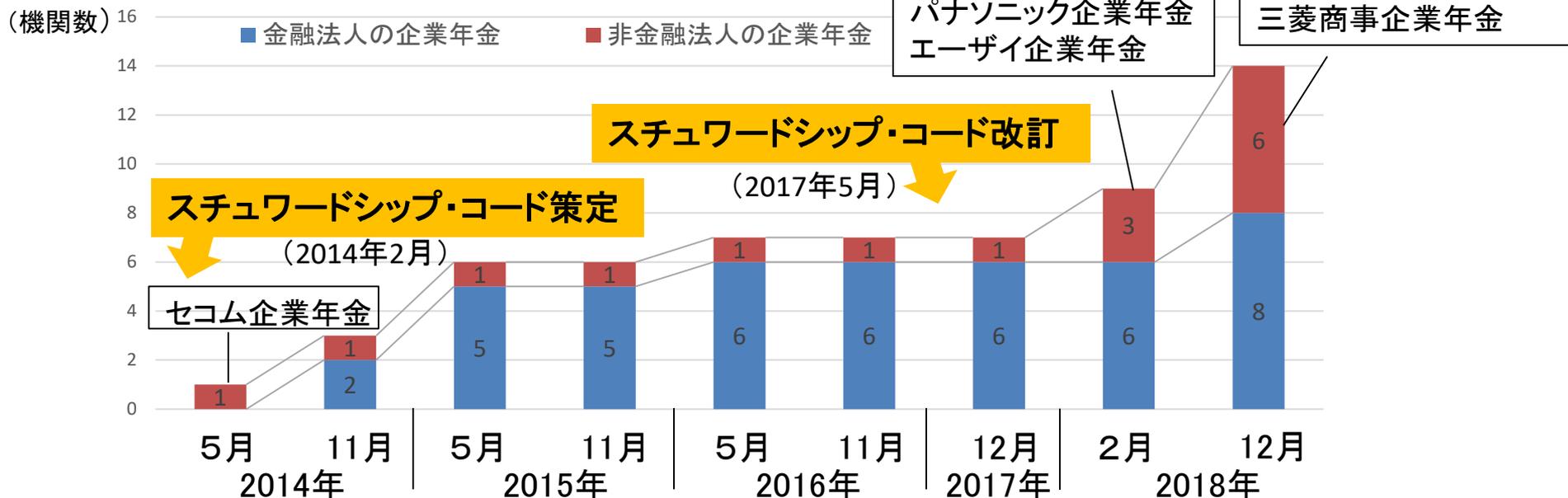
I. スチュワードシップ

(3) 企業年金等のアセットオーナー

I.(3)企業年金等のアセットオーナー-①: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239の機関投資家のうち、**企業年金は14基金** (2018年に新たに7基金が受入れを表明)。

＜企業年金による受入れ＞



Ei Sai エーザイ企業年金基金

パナソニック企業年金基金
 マイナンバーの取扱いについて 個人情報取扱いについて
 連絡先 〒571-0055 大阪府門真市町1-19
 TEL 06-6907-4816 FAX 06-6907-4818
 TEL 06-6907-1160(旧三洋電機企業年金基金直通)

「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の受入れ

エーザイ企業年金基金

当基金は、「資産保有者としての機関投資家」（以下「アセットオーナー」という）として、「日本版スチュワードシップ・コード」の受入れを表明します。
 当基金は、資金の運用を委託する運用機関（以下「運用受託機関」という）に対して、投資先企業との「目的を持った対話（エンゲージメント）」を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的な成長を促すことによって、当基金の中長期的な投資リターンを拡大を図ることを求めます。

TOP > スチュワードシップ・コードの受入について

パナソニック企業年金基金
 トップページ

- ▶ 企業年金基金の沿革
- ▶ 企業年金制度の説明
- ▶ 企業年金の受給について
- ▶ 拠出中の年金について
- ▶ 海外居住者について
- ▶ 企業年金の税金について
- ▶ 各種のお手続きについて
- ▶ 年金受給権者のご家族様へ

スチュワードシップ・コードの受入について

1. スチュワードシップ・コードの受入について

当基金は、責任ある機関投資家として適切にスチュワードシップ責任を果たすため、「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》(以下、「本コード」という。))の内容を踏まえ、2018年2月、その趣旨に賛同しこれを受け入れることを表明しました。

当基金はパナソニックグループの一員として、「企業は社会の公器」との理念のもと、その社会的責任を自覚し職務の遂行を行なっています。また「お客様第一」に徹し、受給者の皆様からの信任に応えるよう、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ責任を果たしてまいります。

当基金は、自ら直接には日本株式の運用を行わず運用機関を通じて株式の保有を行なっていることから、アセットオーナーとして、当該日本株式を運用する運用機関に対しスチュワードシップ活動を求めるとともに、委託先運用機関が実施するスチュワードシップ活動に対する評価やモニタリングを行うことにより、スチュワードシップ活動が実効的なものになるように取り組んでまいります。

I.(3)企業年金等のアセットオーナー-②:経団連の会員企業に対する要請(2018年12月25日)

一般社団法人日本経済団体連合会
常務理事 井上 隆

企業年金のステュワードシップ活動に関するお願い

ご高承の通り、経団連では Society 5.0 の実現を通じた SDGs の達成を掲げて活動を展開しているところです。Society 5.0 の実現に向けてイノベーションを活性化するためには、投資先としての日本企業の魅力をさらに高め、世界からわが国の資本市場に資金を呼び込むことがきわめて重要であり、実効あるコーポレート・ガバナンスの実現に向けた取組を推進していく必要があります。会員企業の皆様におかれましても、自社の状況を踏まえ、望ましいコーポレート・ガバナンスの確立に向けた取組を着実に進めていただいていることと存じます。

コーポレート・ガバナンスを真に実効あるものとするためには、発行体企業の取り組みに加え、機関投資家の取組も不可欠です。機関投資家には、投資先企業やその事業環境等への深い理解に基づく建設的なエンゲージメントなどを通じて、当該企業の企業価値の向上を促すことが求められます。

こうした中、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行っているアセットオーナーの役割がきわめて重要であるとの観点から、政府は、昨年5月29日に日本版ステュワードシップ・コードを改訂し、アセットオーナーの役割を一層明確化しました。また、本年6月1日のコーポレートガバナンス・コードの改訂においては、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮のため、母体企業による人事・運営面における取組が求められることとなりました。

企業年金によるステュワードシップ活動の強化は、わが国企業全体のコーポレート・ガバナンスの充実に資するのみならず、従業員の安定的な資産形成や企業自らの財政状態にも好影響を与えるものと考えられます。こうした観点から経団連としても、企業年金においてステュワードシップ・コードの受入れが広がり、実効的なステュワードシップ活動が進められていくことを期待しているところです。

会員企業の皆様におかれては、自社の企業年金に関して既に様々な取組を進められているところと存じますが、ステュワードシップ・コードの受入れを含め、企業年金のステュワードシップ活動の強化について引き続きご尽力いただきますようお願い申し上げます。

(注)下線は金融庁にて付記。

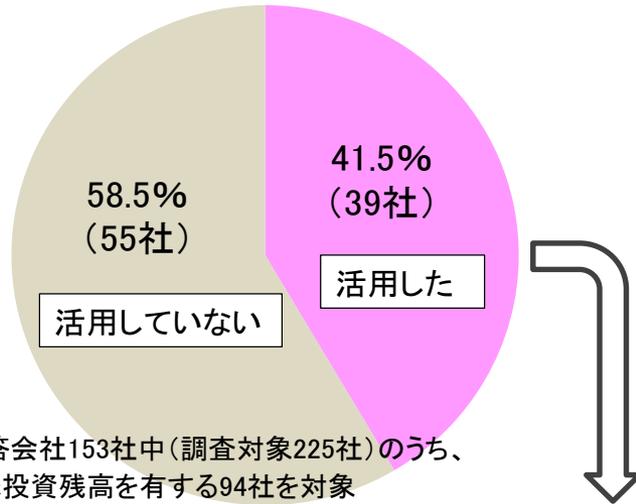
I . スチュワードシップ

(4) 議決権行使助言会社

I.(4) 議決権行使助言会社-①: 機関投資家による助言会社の活用状況

- 約4割の機関投資家が、議決権行使助言会社を活用。
- 一部の機関投資家は、議決権行使助言会社の活用に関する具体的な公表を実施。

【機関投資家による活用状況】



※ 回答会社153社中(調査対象225社)のうち、日本株投資残高を有する94社を対象

【議決権行使助言会社の活用に関する公表例】

<具体的な活用方法について開示している例>

企業の議案のうち、当社の賛否判断基準において「個別に検討する」と定められている議案にあつては、外部の専門機関の助言に従って議決権を行使することにより、利益相反の排除と、行使判断の中立性を確保します。但し、当該助言内容の信頼性に問題があるなど、当該助言に従うことが適切でないと判断される場合は、スチュワードシップ委員会の審議を経てCIO が独自に賛否を決定することとします。この場合、議決権行使前に監督委員会に対し適切でないと判断した経緯および理由ならびにスチュワードシップ委員会での個別審議の内容およびCIOの賛否判断を報告することで、利益相反の排除と中立性の確保に努めます。

<議決権行使助言会社名を明示している例>

なお、議決権行使助言会社の利用については、Institutional Shareholder Services Inc. (ISS社) 社から同社のガイドラインに準拠したレポートを取得しています。当該レポートは、議決権行使に関するコンセンサスを把握する等、当社における議決権行使に際しての参考資料の位置づけとして利用しており、最終判断は当社運用部門で行います。

全体	回答数 39社
必ず、助言内容に沿って議決権行使を指図する	2.6% (1社)
稀に異なる時もあるが、基本、助言内容に沿って議決権行使を指図する	30.8% (12社)
親会社等について助言内容に沿って議決権行使を指図する	20.5% (8社)
議決権行使指図の判断の際、参考としている	43.6% (17社)
その他(主な項目:当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している)	33.3% (13社)

I.(4)議決権行使助言会社-②:海外の規制(米国)

米国

米国証券取引委員会(SEC)は、2018年11月、議決権行使助言会社の関与を含む議決権行使プロセスに関するラウンドテーブルを開催。なお、議決権行使助言会社に関する法案は、議会の会期終了に伴い廃案。

【議決権行使助言会社に関するSECによるラウンドテーブルの開催】

○SECにより2018年11月に行われたラウンドテーブルでは、議決権行使助言会社の役割及び議決権行使プロセスへの関与について議論。

※その他、ラウンドテーブルでは議決権の代理行使の構造と技術、及び実効的な株主との対話についても議論。

○上記の議論を踏まえ、SECは、議決権行使助言会社に関して、以下の点の対処を中心に検討中。

- ① 議決権行使助言会社のレポートへの企業のコメントに対する投資家のアクセス確保
- ② 議決権行使の推奨に関する分析及び意思決定のプロセスの明確化
- ③ 利益相反に対応するフレームワーク

【議決権行使助言会社に関する法案の状況】

○2017年10月に以下の法案が提出され、下院を通過したが、議会の会期終了に伴い廃案。

法案名	2017年 企業統治改革と透明性に関する法案(Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017)
内容	①SECへの登録制(組織体制、利益相反管理等の届出) ②コンプライアンス・オフィサーの設置義務 ③助言案につき対象会社に事前にレビューさせ、コメントの機会を与える義務 ④助言対象議案数、スタッフ数等を含む年次報告の提出義務

○2018年11月、大規模な議決権行使助言会社を登録制にし、SECが定期的な検査を行うこと等を内容とする企業統治の公正に関する法案(Corporate Governance Fairness Act)が上院に提出され審議されたが、議会の会期終了に伴い廃案。

I.(4)議決権行使助言会社-③:海外の規制(欧州)

EU

EUでは、スタッフの資質の確保のための手続、企業を取り巻く個別事情の考慮・企業との対話の状況、利益相反への対応等に関する議決権行使助言会社による開示につき、2017年6月、株主権利指令を改正(本年6月10日までに加盟国において国内法を整備)。

法令名 EU株主権利指令(Shareholder Rights Directive)

概要

【開示規制】

議決権行使助言会社において、助言等に関する以下の内容を毎年開示させること等を含む規制を、加盟国において導入することを求める。

- ・ 利用している方法・モデルの特徴
- ・ 主な情報源
- ・ サービスの質及びスタッフの資質を確保するための手続
- ・ 各国市場、法規制、対象企業に係る個別事情の考慮の有無・内容
- ・ 市場ごとの議決権行使助言方針の特徴
- ・ 対象企業・ステークホルダーとの対話の有無・内容
- ・ 利益相反管理方針

※その他、機関投資家等において、議決権行使助言会社の利用に関する説明を含む対話方針をどのように実施しているかについて、毎年開示するか、開示できない場合には説明を求める(comply or explain)旨の規制を、加盟国において導入することを求める。

【利益相反への対応状況等の開示】

議決権行使助言会社において、サービスに影響を与える可能性のある利益相反・事業上の関係(潜在的なものを含む)の内容、及び利益相反の管理等のために実施している対応内容を、顧客に開示させる規制を、加盟国において導入することを求める。

○ 欧州証券市場監督局(ESMA)の要請を踏まえ、議決権行使助言会社にて構成される機関(Best Practice Principle Group)が、2014年に議決権行使助言会社の助言活動に関する原則(Best Practice Principle)を策定。上記の指令改正に伴い、当該原則の改訂に向けて検討中。

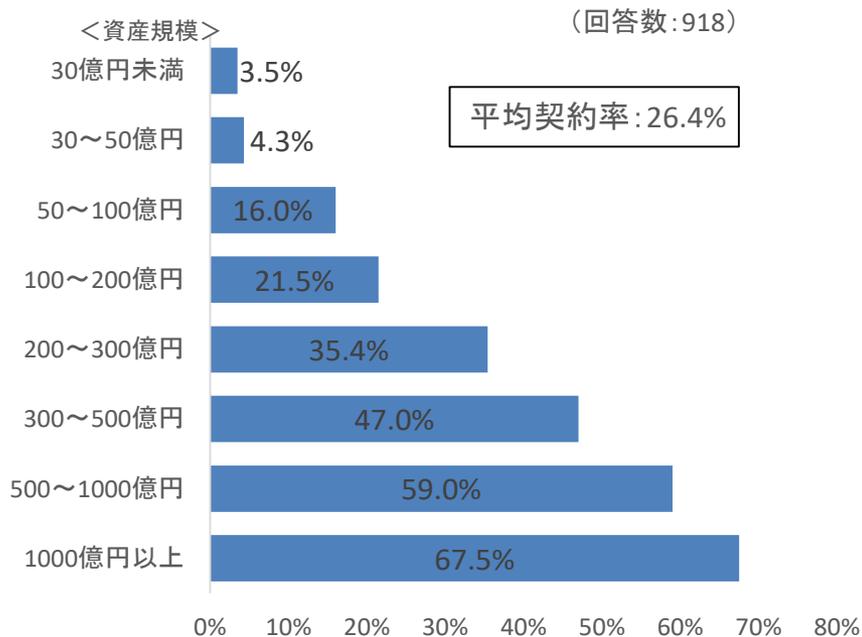
I. スチュワードシップ

(5) 運用コンサルタント

I.(5)運用コンサルタント-①:企業年金による運用コンサルタントの利用状況

- 運用規模の大きい企業年金の多くが、運用コンサルタントを利用。
- 運用コンサルタントが運用機関のステュワードシップ活動を十分に把握していないのではないかとの指摘。

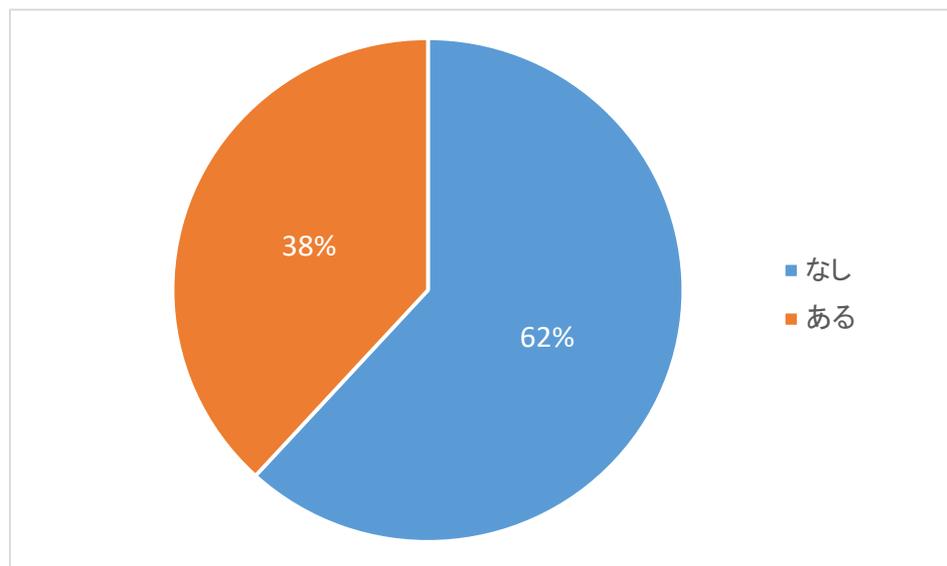
＜企業年金における運用コンサルタントとの契約状況＞
(資産規模別)



(出所)企業年金連合会 実態調査概要2017

＜投資顧問会社へのアンケート調査結果＞

- 直近1年間で、運用コンサルタントから日本版ステュワードシップ・コードに係る活動について質問を受けたこと、あるいは質問状が送付されてきたことがありますか。



(出所)日本投資顧問業協会アンケート調査結果 2018年10月時点

I.(5)運用コンサルタント-②:CMAのレポート及び命令原案(英国)の概要

□ 英国競争・市場庁(CMA)は、2018年12月、**運用コンサルタントの市場に関する調査**の最終レポートを公表。本年2月、各当事者に対する命令(order)の原案を公表。本年3月13日までパブリックコンサルテーションを行ったのち、本年6月頃から実行予定。

[レポートの概要]

○運用コンサルタントは1.6兆ユーロ以上の年金資産を運用しており、年金受託者にとって重要。

○運用コンサルタントに関する競争上の**問題点**：

①年金基金受託者との対話が低調のため、情報にアクセス・評価することが困難

②運用コンサルタント業と投資運用受託業を両方行う会社が、一方のみ行う会社よりも優位

○運用コンサルタントの利益相反に関する指摘

①**自らの投資商品の購入・勧奨**

②運用機関との関係

③受け取る贈与やもてなし

④従業員給付に関するコンサルタントも行っている場合のマスタートラストの販売

○上記の調査結果を踏まえてCMAは、**各当事者に対する命令(order)の原案を公表**。

運用コンサルタントに対する命令(原案)の内容

○運用コンサルタント業と投資運用受託業の両方を行う会社に対して、同じ書面の中で、投資運用受託業に関する助言と、自分の会社の投資運用受託業に係る購入の勧誘を行うことを禁止。

○年金基金受託者が、運用コンサルタント業者に対する戦略的な目的を定めていない限り、原則として、コンサルタント契約の締結や継続を禁止。

○運用コンサルタントが、潜在的な顧客に対して勧誘するにあたり、アセットマネジメント商品等の業績を報告する際に求められる条件を設定。

⇒これらの規定を順守していることにつき、一定の期間ごとにステートメントの提出を要求。

Ⅱ .コーポレートガバナンス改革の個別課題

(1)コーポレートガバナンス改革と開示制度の見直し

Ⅱ.(1)コーポレートガバナンス改革と開示制度の見直し-①:全体像

記述情報(有価証券報告書)の見直し

- **記述情報の記載の充実**(※)
(経営戦略、経営者による経営成績等の分析(MD&A)、リスク情報等)
- **監査関係の情報の拡充**
(監査役会等の活動状況、監査人の継続監査期間等)

- **ガバナンス情報の拡充**
(役員報酬、政策保有株式等)

「記述情報の開示に関する原則」、
「ベストプラクティス」の公表

2019年3月期～

2020年3月期～

2021年3月期～

KAM
早期適用開始

KAM
全面適用開始

企業情報の
開示充実

監査報告書の見直し(KAMの導入)

監査報告書に「監査上の主要な検討事項(Key Audit Matters:KAM)」を記載することなど

(※) 経営の目線での開示など、記述情報の開示の考え方等を整理

Ⅱ.(1)コーポレートガバナンス改革と開示制度の見直し-②:

金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告に基づく開示府令改正の概要

(2019年1月31日公布・施行)

主な改正内容

I 「財務情報」及び「記述情報」の充実

- 経営方針・経営戦略等について、市場の状況、競争優位性、主要製品・サービス、顧客基盤等に関する経営者の認識の説明を求める
- 事業等のリスクについて、顕在化する可能性の程度や時期、リスクの事業へ与える影響の内容、リスクへの対応策の説明を求める
- 会計上の見積りや見積りに用いた仮定について、不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響等に関する経営者の認識の記載を求める 等

Ⅱ 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供

- 役員の報酬について、報酬プログラムの説明(業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等)、プログラムに基づく報酬実績等の記載を求める
- 政策保有株式について、保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の30銘柄から60銘柄に拡大する 等

Ⅲ 情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み

- 監査役会等の活動状況(監査役会の開催頻度、主な検討事項、個々の監査役の出席状況等)、監査法人による継続監査期間等の開示を求める 等

適用時期

- ① 2019年3月期から適用(上記「Ⅱ 建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供」欄に記載の項目等)
- ② 2020年3月期から適用(①以外)

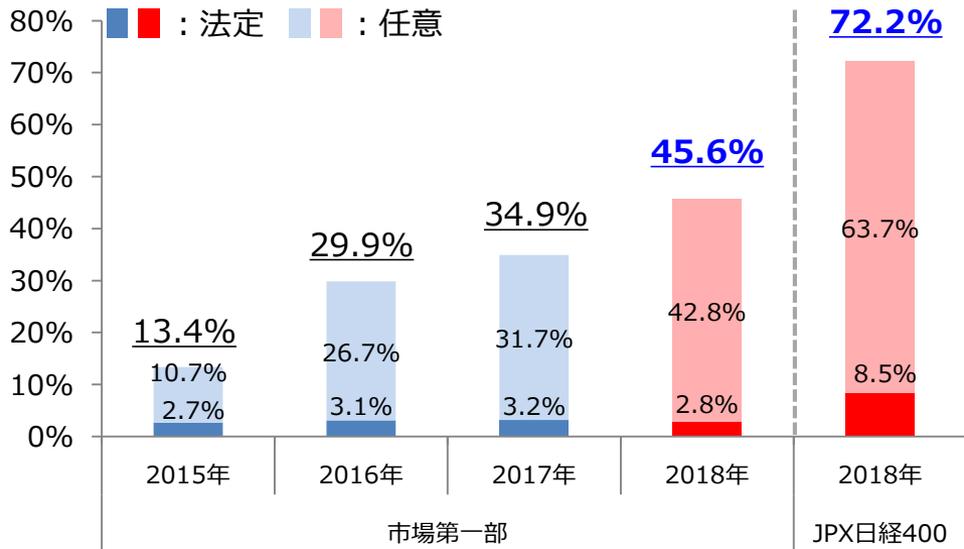
Ⅱ .コーポレートガバナンス改革の個別課題

(2) 役員報酬に関するガバナンス

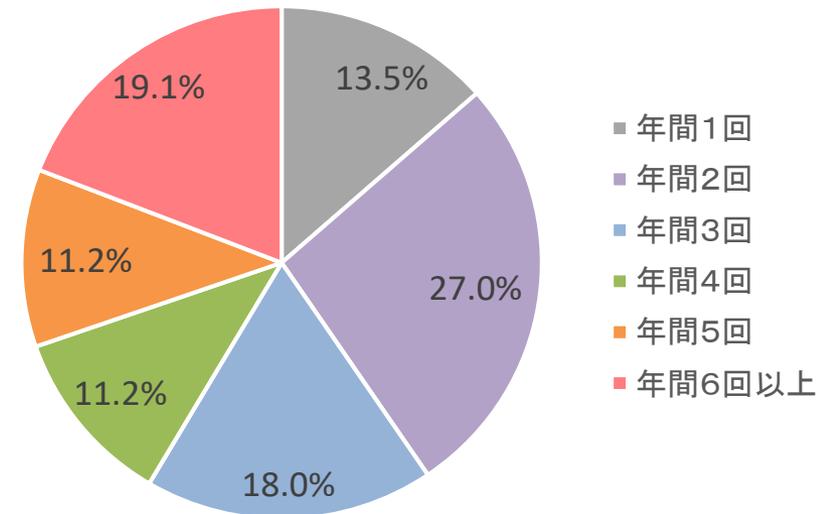
Ⅱ.(2)役員報酬に関するガバナンス

- 報酬委員会の設置が進んでいる一方で、**実質的な独立性**や**開催頻度**の点に課題も。
- **報酬に関する開示の内容**を報酬委員会の審議事項とする企業はなお少数。

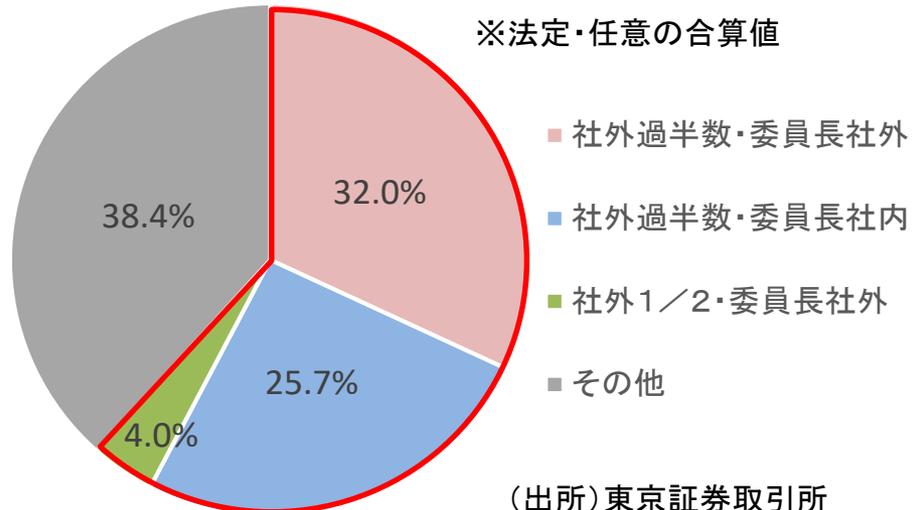
＜報酬委員会の設置状況の推移＞



＜報酬委員会の開催回数＞



＜報酬委員会における独立性＞



＜報酬委員会における主な審議事項＞

