

【 緊急レポート 】

第二ステージに入ったコーポレートガバナンス改革 ～「形式」から「実質」へ向けた取り組みと重要性高まる「ESG」の視点～

2019.5.29

みずほ総合研究所

《 はじめに 》

○みずほ総合研究所では、2015年8月に「コーポレートガバナンス改革と金融資本市場の3つの潮流」と題したリポートを発刊し、安倍政権が成長戦略の一環として推進するコーポレートガバナンス改革に関する動向や課題等について解説した。コーポレートガバナンス改革は、その後も足らざるところを補う形で継続的に推進されており、現在はいわば「第二ステージ」と呼ぶべき段階に入っている。そこで今回、内容を大幅にリニューアルしたリポートを取りまとめることとした。

○企業等による「形式」的な対応が目立ったという第一ステージの改革に対する評価を踏まえ、第二ステージでは「実質」的な行動変化を促す点に主眼が置かれている。本リポートでは、コーポレートガバナンス・コードの改訂(2018年6月)に代表される諸改革について概説するとともに、企業や投資家の近年の対応状況も適宜フォローしている。

○また、2015年当時と比べて大きく変わったのは、環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)の頭文字をとったESGという視点が、投資の世界や企業経営において重視されるようになってきた点である。そのため、本リポートの後半では、ESGを企業経営にどう位置づければよいのか、EやSの観点からどのようにGの対応を進めればよいのか、と言った視座での議論も試みた。

《 構 成 》

1. ガバナンス改革の背景・経緯	P 3
2. 「攻めのガバナンス改革」第一ステージ	P 8
3. フォローアップと第二ステージの改革	P 18
4. 企業・投資家の動向	P 41
5. ESGをめぐる動向	P 77
6. まとめ	P 93

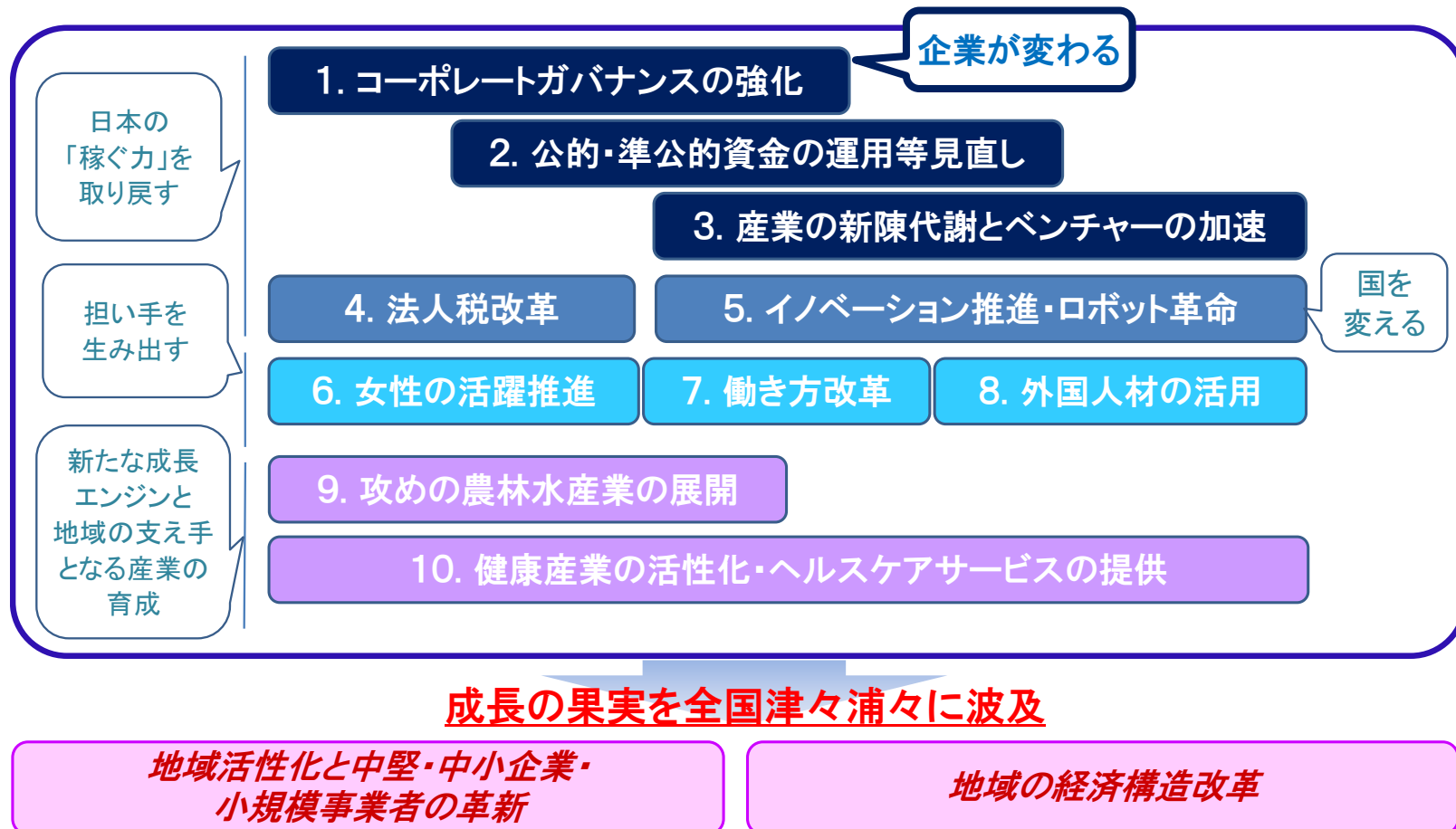
1. ガバナンス改革の背景・経緯

～資本効率の向上に向けた「攻めのガバナンス改革」

(1) 成長戦略の柱に位置付けられたコーポレートガバナンス改革

- 日本企業の「稼ぐ力」の向上を目指す安倍政権は、2014年の成長戦略でガバナンス改革を最大の柱に

日本再興戦略改訂2014で柱に位置付けられた「10の焦点」の分野

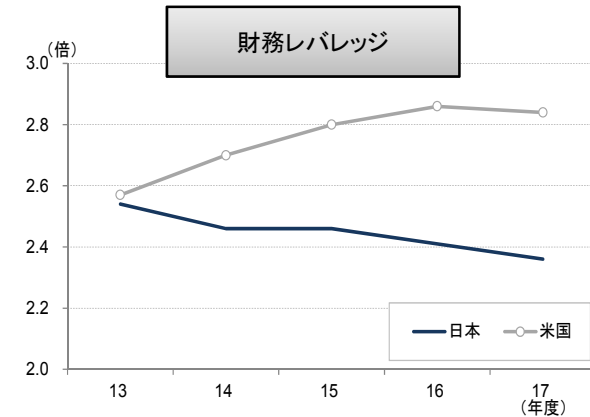
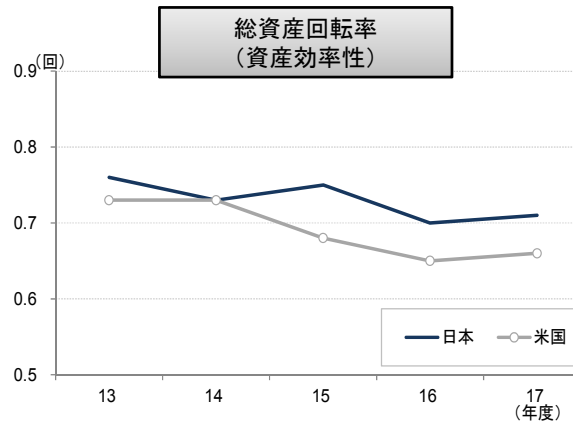
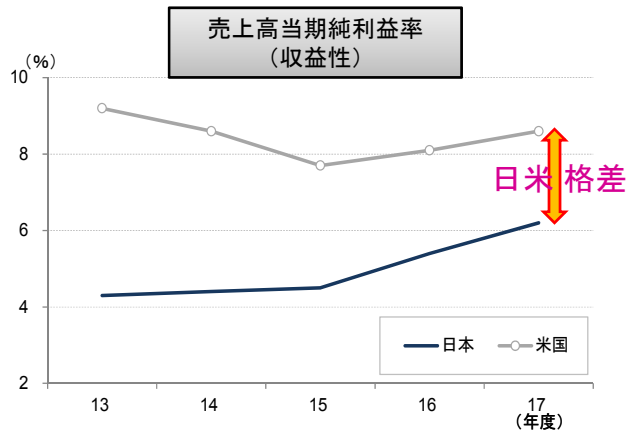
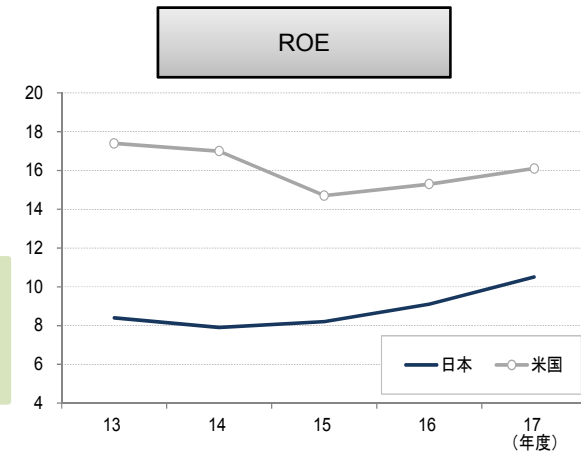
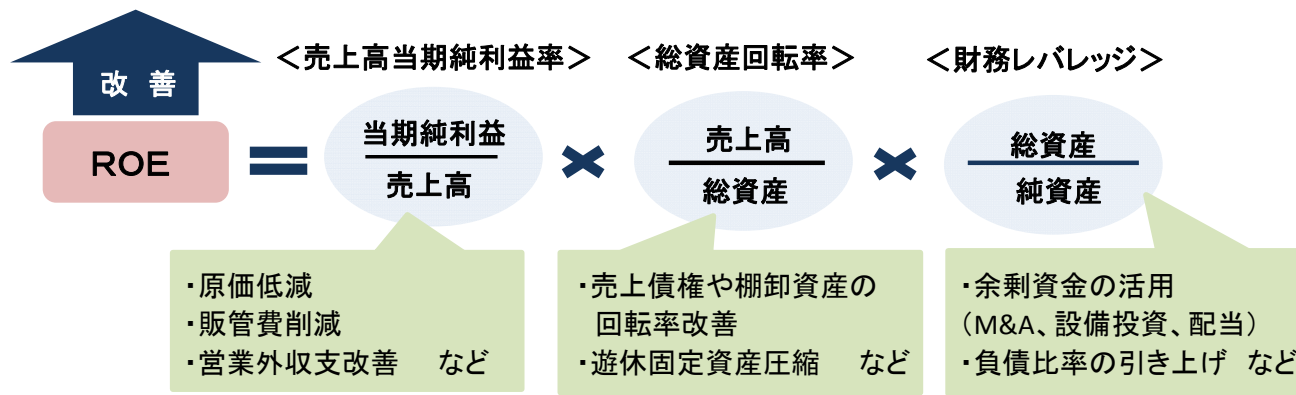


(出所)「日本再興戦略改訂2014」(2014年6月24日閣議決定)等より、みずほ総合研究所作成

(2) 背景にある資本効率の低さ

- 日本企業のROE(株主資本当期純利益率)は、米国企業に比べ低水準
 - 収益性の低さ(「稼ぐ力」の低さ)が低ROEの最大要因。また、財務レバレッジの低下が続いたことも低ROEの一因

ROEの要素分解と要素別推移



(注) 集計対象は金融機関を除くTOPIX500及びS&P500の構成企業
 (出所) 財務省財務総合政策研究所「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」より、みずほ総合研究所作成

(3) ROE8%をメルクマールとして示した「伊藤レポート」

- 経済産業省内のプロジェクトによる「伊藤レポート」は、企業が目指すべきROEについて「8%を超える水準」を明示
- インベストメント・チェーン(個人の資金が投資家・運用会社へ、そして上場企業へ流れるという投資の連鎖)において、それぞれの主体が成熟し、効率的に行動することにより、はじめて持続的な企業価値が創造されるという考え方

伊藤レポートのポイント

経済産業省内のプロジェクト

[座長]
一橋大学 伊藤邦雄教授

[メンバー]
学者6名
企業17名、投資関係者18名

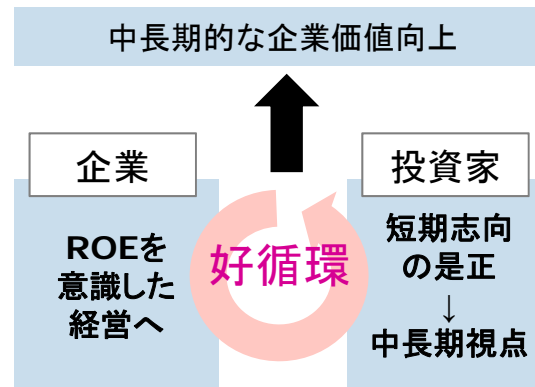
[開催時期]
2013年夏～14/8 (レポート公表)

[プロジェクトの目的]

2013/6日本再興戦略の中でコーポレートガバナンスも一つの重要な柱であり、上場企業の外国人株式保有比率が過去最高に達している中、日本企業の評価とマーケットの魅力を着実に高め、定着していくことが極めて大事。
日本企業が持続的に成長するために企業・投資家がどうあるべきかを議論し、それを積極的に世界に発信するプロジェクト

伊藤レポートの主なメッセージ

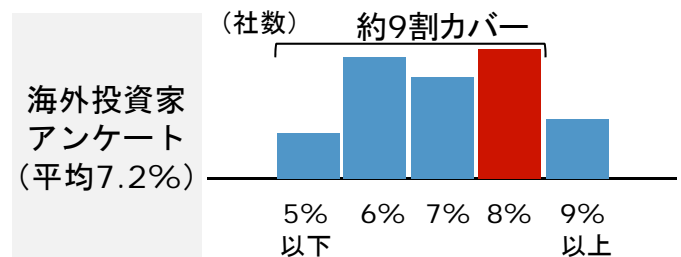
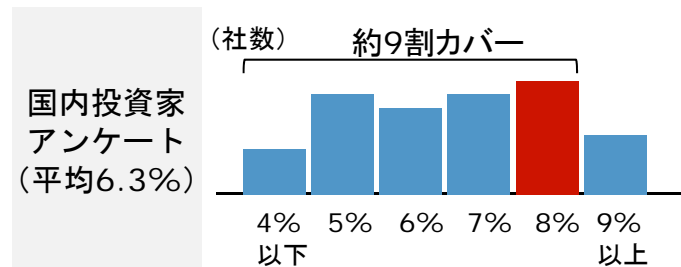
1. 資本効率を意識した経営改革
2. インベストメント・チェーンの全体最適化 (≒短期志向の是正)
3. 双方向の対話促進



ROE 8%に対するコメント

グローバルな投資家との会話には最低ラインROE8%を超えるという水準を意識

日本株に期待する株主資本コスト水準

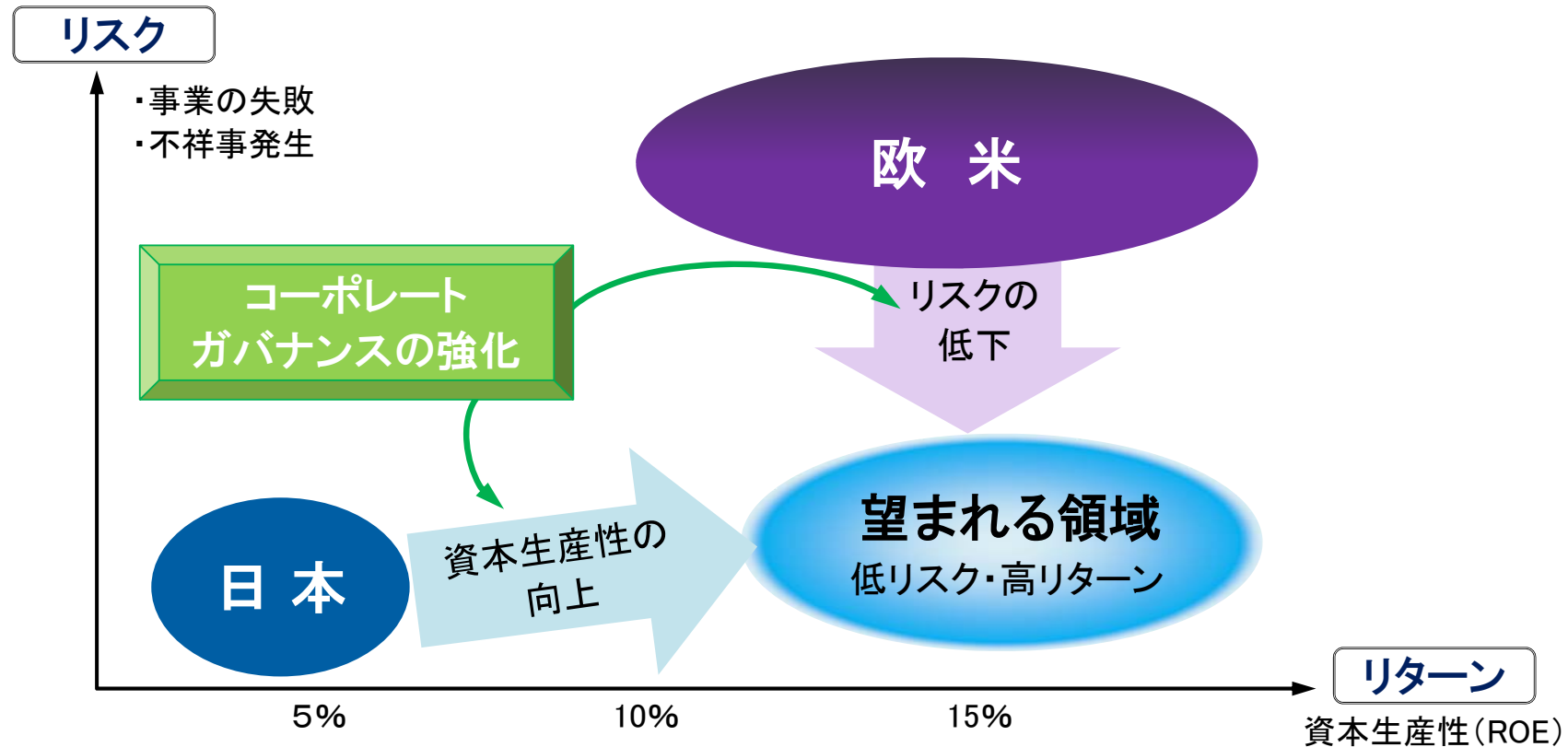


(出所) みずほ銀行産業調査部作成(経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」最終レポート等をもとに作成)

(4) 欧米とは発想のベクトルが異なる日本の「攻めのガバナンス改革」

- 日本では、バブル崩壊以降「守り」に傾いた経営姿勢を「攻め」に転換させる「攻めのガバナンス改革」を推進
 - これに対し、欧米のガバナンス改革は、主として経営陣による過度なリスクテイクを防止することに主眼
 - 欧米、日本ともに、ガバナンス改革の最終目的は「健全な企業家精神の発揮を促す」という点では共通

他国と異なる日本のコーポレートガバナンス改革のベクトル



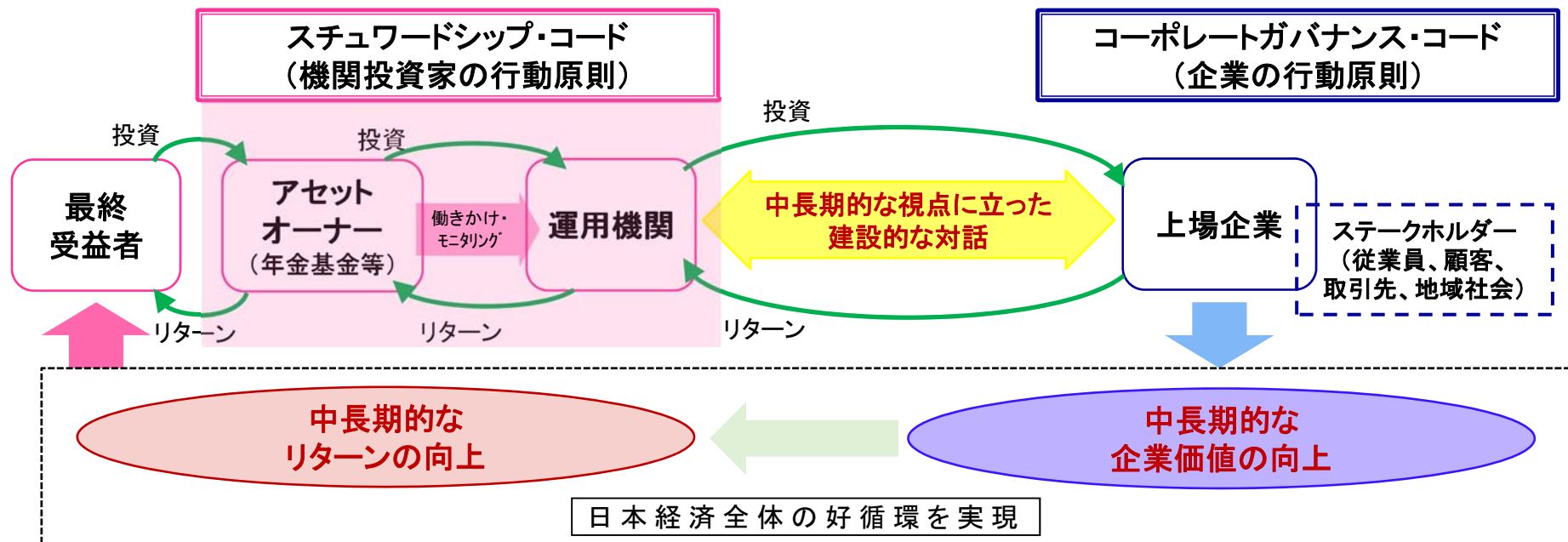
(出所) 『山を動かす』研究会編「ROE最貧国日本を変える」(みずほ総合研究所が一部加筆)

2. 「攻めのガバナンス改革」第一ステージ ～CGコードとSSコードが「車の両輪」

(1) SSコードとCGコード ~ 改革における「車の両輪」

- ガバナンス改革の「車の両輪」が、スチュワードシップ・コード(SSコード)とコーポレートガバナンス・コード(CGコード)
 - SSコード(2014年2月策定) ⇒ 機関投資家の行動原則。企業との対話を通じ、中長期的な企業価値の向上に貢献
 - CGコード(2015年6月適用開始) ⇒ 上場企業の行動原則。幅広いステークホルダー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
- 両コードを柱に据えつつ、会社法改正、GPIF改革、東証によるJPX400の導入など、様々な改革が併行して進行

わが国のコーポレートガバナンス改革の概念図



(出所) 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 (第16回、2018年11月27日) 事務局説明資料より、みずほ総合研究所作成

(1) SSコードとCGコード ～プリンシプルベース、コンプライ・オア・エクスプレイン

- ガバナンス改革の柱である2つのコードは、法的強制力がない原則(プリンシプルベース・アプローチ)
 - 望ましいガバナンスのあり方は、一意に決まるものではなく、各社の個別事情や取り巻く環境等によって異なるとの発想
- コードの各原則は、実施しないことも許容されるが、その場合には理由を説明する必要(コンプライ・オア・エクスプレイン)
 - 表面的な対応として実施するよりも、むしろ説得的な理由を述べて実施しない方が望ましいとも言える

ルールベースとプリンシプルベース

	ルールベース(細則主義)	プリンシプルベース(原則主義)
法的強制力	あり(ハードロー)	なし(ソフトロー)
罰則の有無	あり	なし
規範の抽象度	具体的、詳細	抽象的、大掴み
中心となる規範	目標・理念を達成する具体的方法	実現されるべき目標・理念
具体例	会社法、上場規則など	SSコード、CGコードなど

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応」(2018年8月)に、みずほ総合研究所が一部加筆

(2) SSコード(スチュワードシップ・コード) ~ 投資家と企業のエンゲージメントを促進

- 2013年8月から金融庁を事務局とする有識者検討会が計6回開催され、2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コード」として、「『責任ある機関投資家』の諸原則」をとりまとめ・公表
- 「スチュワードシップ・コード」とは、機関投資家が「目的を持った対話」すなわちエンゲージメントを通じて、企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則。英国を発祥(2010)とし、欧州主要国を中心に導入
- 受入機関投資家は、コードの7つの原則を踏まえ、スチュワード責任等を果たすことが求められる

日本版スチュワードシップ・コードの意味合い

「『責任ある機関投資家』の諸原則」

機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(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や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために有用と考えられる諸原則

(出所) 金融庁資料より、みずほ総合研究所作成

日本版スチュワードシップ・コードの7つの原則

原則1	スチュワードシップ責任を果たすための 明確な方針を策定・公表 すべき
原則2	スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき 利益相反についての明確な方針を策定・公表 すべき
原則3	投資先企業の持続的成長に向けて、スチュワードシップ責任を適切に果たすための当該 企業の状況を的確に把握 すべき
原則4	投資先企業との建設的な「 目的を持った対話 」を通じ、投資先企業と認識を共有し問題改善に努めるべき
原則5	議決権の行使と行使結果の公表 について明確な方針を持ち、投資先企業の持続的成長に資するよう工夫すべき
原則6	スチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、 顧客・受益者に対して定期的に報告 すべき
原則7	投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための 実力を備える べき

(出所) 金融庁資料より、みずほ総合研究所作成

(3) CGコード(コーポレートガバナンス・コード) ~ 迅速・果断な意思決定を慫慂

- 金融庁・東京証券取引所を事務局とする有識者会議での検討を経て策定された「コーポレートガバナンス・コード」(CGコード)が、東証の「有価証券上場規程」の一部として、2015年6月から適用開始
- CGコードの基本的な考え方は、①「攻めのガバナンス」の実現、②株主との対話を通じた中長期投資の促進、③プリンシプルベース・アプローチ(原則主義)、④コンプライ・オア・エクスプレインの4点
- 上場企業には、コードの趣旨・精神を尊重したガバナンス充実への取り組みや、コード対応に関する報告が求められる

コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方

1. 「攻めのガバナンス」の実現
・会社の意思決定の透明性・公平性を担保し、**迅速・果断な意思決定**を促進
2. 株主との対話を通じた中長期投資の促進
・中長期保有の株主を、会社にとって重要なパートナーと位置付け、そうした株主と会社との**建設的な「目的を持った対話」**によって、中長期投資を促す効果を期待
3. プリンシプルベース・アプローチ(原則主義)
・**抽象的で大掴みな原則について**、関係者がその趣旨・精神を確認し互いに共有した上で、**自らの取り組みが**、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**
4. コンプライ・オア・エクスプレイン(実施するか、そうでなければ説明するか)
・コードは法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではないため、企業は個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、その**理由を十分説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定**

(出所) コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方(案)」(2014年12月12日)より、みずほ総合研究所作成

(3) CGコード(コーポレートガバナンス・コード) ~ 2名以上の独立社外取締役を求める

- CGコードでは、株主はもとより、幅広い「ステークホルダーとの適切な協働」を通じた企業価値の向上を明記
- 中長期保有の株主は、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在であり、両者間の「建設的な対話」の充実を企図
- 2名以上の独立社外取締役の選任や、政策保有株式を保有する狙い・合理性の説明などを求めている

コーポレートガバナンス・コードのポイント

1. 株主の権利・平等性

- ・上場会社は株主の権利・平等性を確保すべき
 - 株主の権利の実質的な確保 ⇒ 株主が総会議案の十分な検討時間を確保するための対応(招集通知の早期発送等)
 - 株式の政策保有 ⇒ 方針の開示、経済合理性の検証に基づく保有の狙い等の説明、議決権行使基準の策定・開示

2. 株主以外のステークホルダー

- ・上場会社は、企業の持続的成長は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーの貢献の結果であることを認識し、適切な協働に努めるべき
 - 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ(持続可能性)をめぐる課題に適切に対応
 - 社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保の推進

3. 情報開示

- ・上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うとともに、利用者にとって有用性の高い情報を的確に提供すべき

4. 取締役会等

- ・取締役会は、会社の持続的成長を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、①企業戦略等の大きな方向性の提示、②経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備、③独立した立場から実効性の高い監督、等の役割・責務を果たすべき
 - 独立社外取締役の活用 ⇒ 持続的成長と中長期的な企業価値の向上に貢献できる人物を2名以上選任すべき(3分の1以上の独立社外取締役が必要と考える会社は、そのための取組方針を開示)

5. 株主との対話

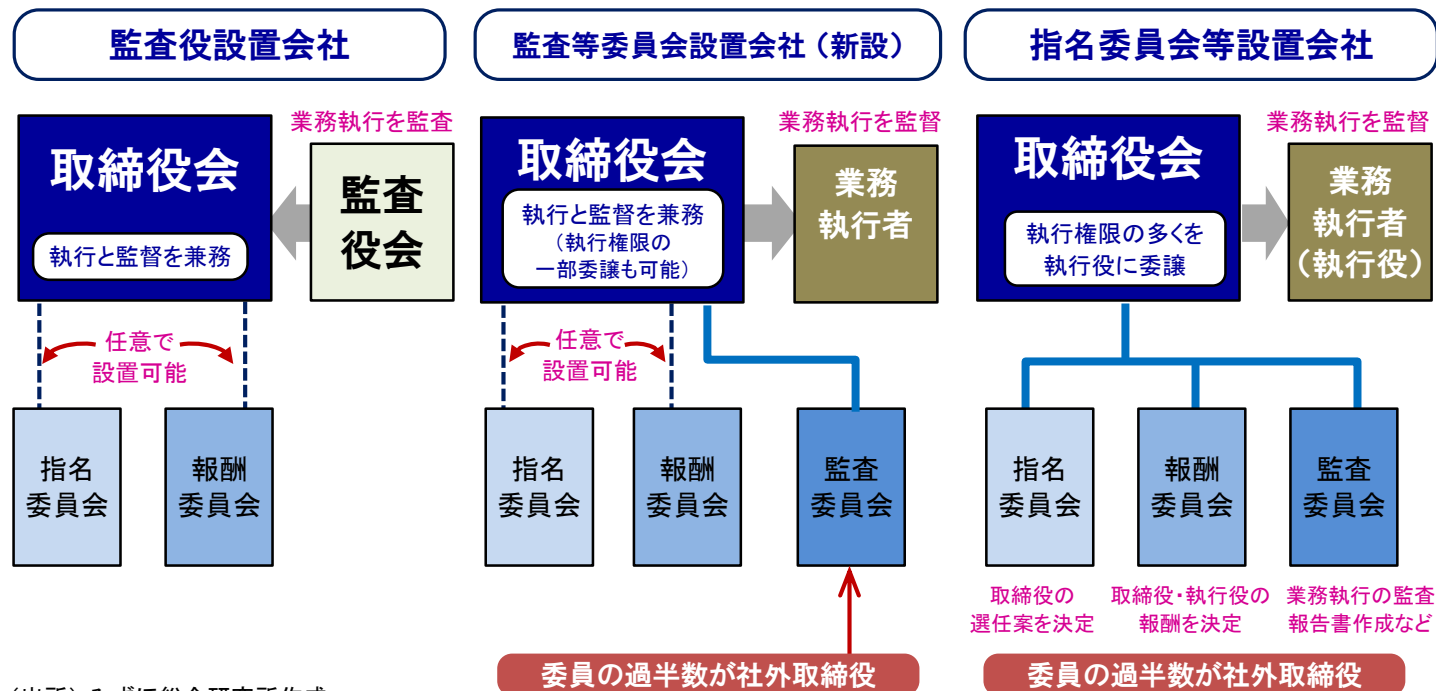
- ・上場会社は、持続的な成長に資するとの観点から、株主と建設的な対話を行うべき

(出所) 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(第1回、2015年9月24日)事務局説明資料より、みずほ総合研究所作成

(4) 会社法改正 ～ 新たに「監査等委員会設置会社」を創設

- 改正会社法(2015年5月施行)では、指名委員会等設置会社と比べて移行が容易な「監査等委員会設置会社」を創設
 - 監査等委員会設置会社は、取締役の過半数が社外取締役である等の場合に、重要な業務執行の決定を取締役に委任できる ⇒ 取締役会による迅速な意思決定が可能に
 - また、社外役員に関する要件を満たしやすいうというメリットも
 - CGコードが求める「2名以上の社外取締役」を満たすには、監査役会設置会社の場合、2名以上の社外監査役と合わせ最低4名の社外役員を選任する必要。監査等委員会設置会社であれば、社外取締役2名の選任で済む

会社法で定められている3つの会社形態



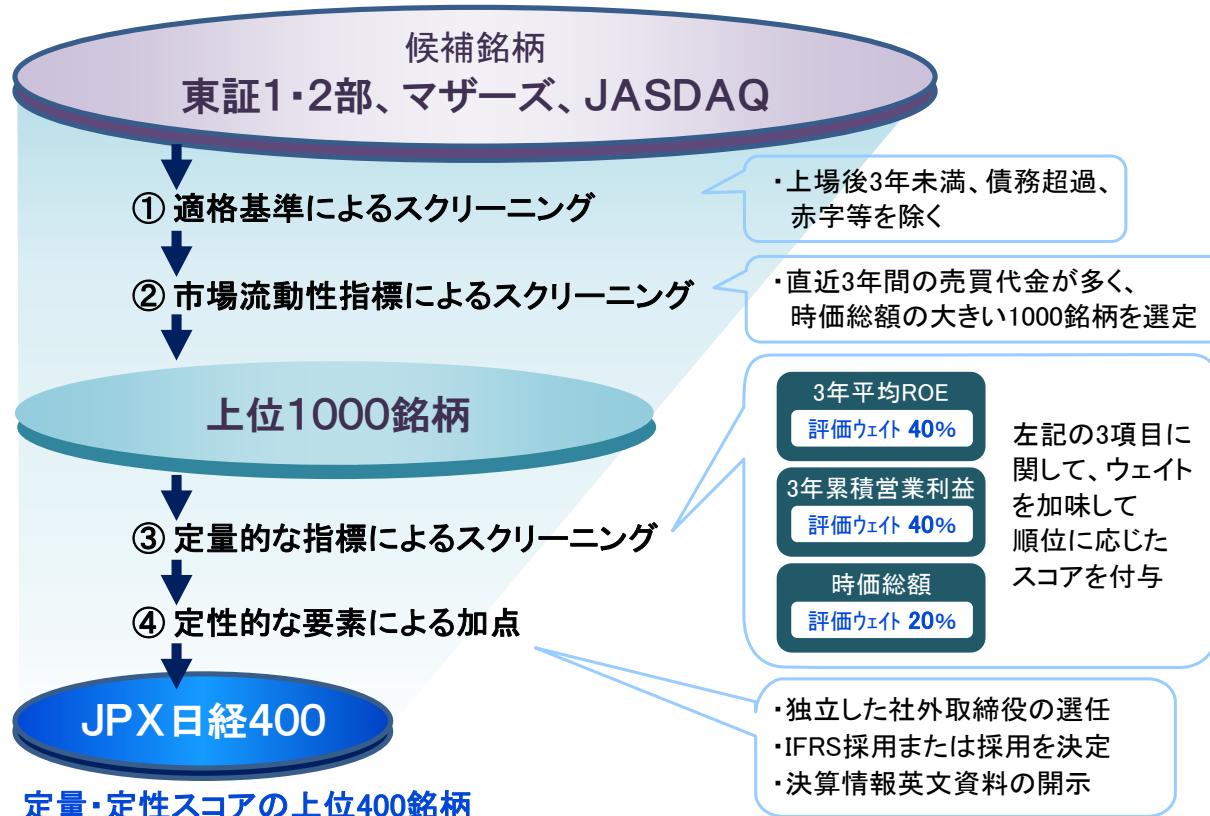
(出所) みずほ総合研究所作成

(5) JPX日経400 ～ ROE重視で銘柄選定する新たな株価指数

- 日本取引所(JPX)グループおよび日本経済新聞は、グローバル投資家目線を意識し、ROEを重視した新たな株価指数「JPX日経400」を開発(2014年1月提供開始)

JPX日経400のポイント

[JPX日経400の選定基準]



(出所) 東京証券取引所HP、各種資料より、みずほ総合研究所作成

[JPX日経400と他の主要な株価指数]

	JPX日経 インデックス 400 (JPX日経400)	日経平均株価 (日経225)	東証株価指数 (TOPIX)
対象市場	東証1・2部 マザーズ JASDAQ	東証1部	東証1部
構成銘柄	経営効率や 収益性等を 勘案し、 400銘柄を 選定	流動性や 業種バランス 等を考慮し 225銘柄を 選定	全銘柄

(6) GPIF改革 ~ 世界最大の機関投資家が先導役に

- GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は、2014年10月に基本ポートフォリオを変更し、国内債の比率を大幅に縮小
- また、内部統制の強化の一環として、2015年3月には「投資原則」及び「行動規範」を策定
 - 株式投資でスチュワードシップ責任を果たすような様々な活動を通じ、中長期的な投資収益の拡大を図る旨を明記
 - 運用委託先の評価に際し、他の条件が同じ場合はコードへの取り組みが適正と考えられる運用会社を高く評価する方針
- 世界最大の機関投資家であるGPIFが、スチュワードシップ活動の積極化を先導する形に

GPIFの基本ポートフォリオ

(兆円)

	基本ポートフォリオ 構成割合		2014年3月末				2015年3月末		資産増減
			2014年3月末		2015年3月末				
	旧	新	資産額	構成割合	資産額	構成割合			
国内債券	60% (±8%)	35% (±10%)	70.2	55.4%	56.7	39.4%	-13.5		
国内株式	12% (±6%)	25% (±9%)	20.8	16.5%	31.7	22.0%	10.8		
外国債券	11% (±5%)	15% (±4%)	14.0	11.1%	18.2	12.6%	4.2		
外国株式	12% (±5%)	25% (±8%)	19.7	15.6%	30.1	20.9%	10.3		
短期資産	5%	—	1.8	1.5%	7.3	5.1%	5.5		
合計	—	—	126.6	—	144.0	—	17.4		

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)資料より、みずほ総合研究所作成

GPIFの投資原則の概要

[投資原則]

年金事業の運営の安定に資するよう、自ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする

[投資原則2]

資産、地域、時間を配分して投資することを基本とし短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する

[投資原則3]

基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める

[投資原則4]

スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動(ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した取り組みを含む)を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る

(出所) 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)資料より、みずほ総合研究所作成

(7) CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)ガイドライン ~ 企業の具体的行動を提示

- 経済産業省は、企業価値向上に向けた具体的行動について検討したコーポレート・ガバナンス・システム研究会の報告書をベースに、2017年3月に「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」(CGSガイドライン)を策定
 - 当指針は、CGコードを補完し、「稼ぐ力」を高めるために有意義と考えられる具体的行動を提示

CGSガイドラインの概要

方向性・意義

- 企業の持続的な成長
- 中長期的な企業価値向上

取締役会の在り方

- 取締役会の機能・役割
- 監督機能の強化
- 取締役会の審議事項
- ガバナンス対応部署の整備

社外取締役の活用

- 期待する役割の明確化
- 社外取締役人材市場の拡充

経営陣の指名・報酬

- 経営陣の指名
- 経営人材候補の戦略的な育成
- 報酬に関する情報発信
- 指名／報酬委員会の活用

経営陣のリーダーシップ

- 相談役・顧問の在り方
- 取締役会長の在り方

ガイドラインの提言

1. 形骸化した取締役会の経営機能・監督機能の強化
 - 中長期の経営戦略、経営トップの後継者計画の策定
 - CEO以下の執行部門への権限移譲
2. 社外取締役は数合わせではなく、経営経験等の特性を重視
 - 資質、役割を決定した上で人選
 - 少なくとも1名は企業経営経験者を選任
3. 役員人事プロセスの客観性向上とシステム化
 - 選解任や評価、報酬に関する基準・プロセスを明確化
 - 社外者中心の指名・報酬委員会を設置・活用
4. CEOのリーダーシップ強化のための環境整備
 - CEOから各部門へのトップダウンをやりやすく
 - 退任CEOが相談役・顧問に就任する際の役割・処遇の明確化

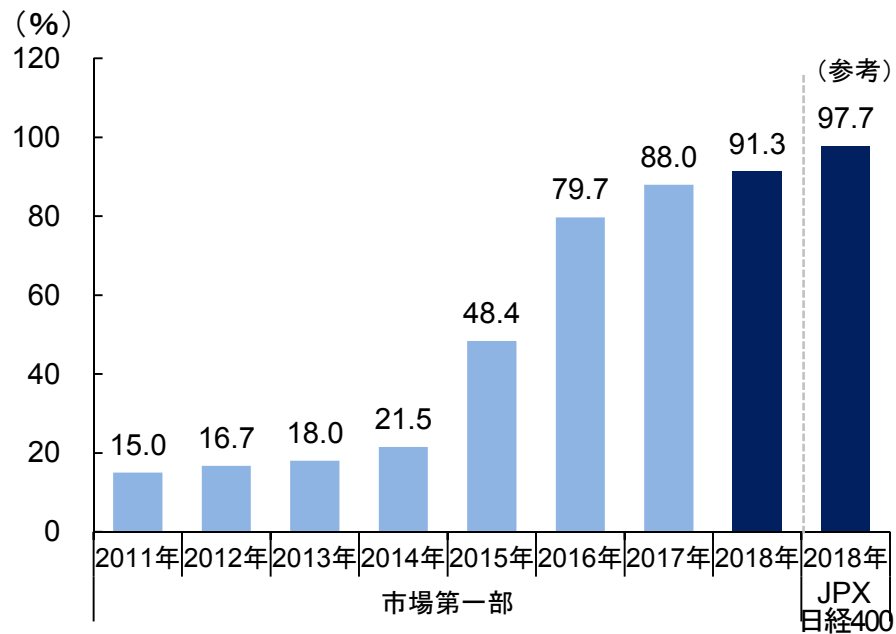
(出所) 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(2017年3月)より、みずほ総合研究所作成

3. フォローアップと第二ステージの改革 ～「形式から実質へ」が合言葉

(1) 企業の取り組み(概説) ~ 社外取締役が急速に浸透

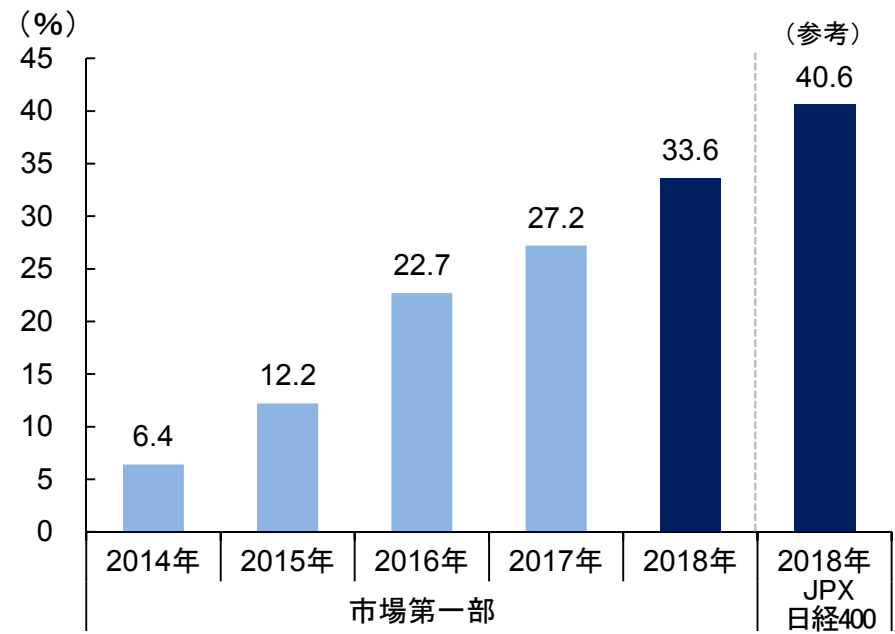
- ガバナンス改革の本格化以降、最も大きな変化が現れたのは社外取締役の登用
 - CGコードが明示的に求めている「2名以上」の独立社外取締役を選任する企業は9割超に
 - 海外の機関投資家等が求める「3分の1以上」を選任する企業は3割程度

独立社外取締役を2名以上選任する企業の割合



(出所) 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置状況及び相談役・顧問等の開示状況」(2018年7月31日)

独立社外取締役を3分の1以上選任する企業の割合

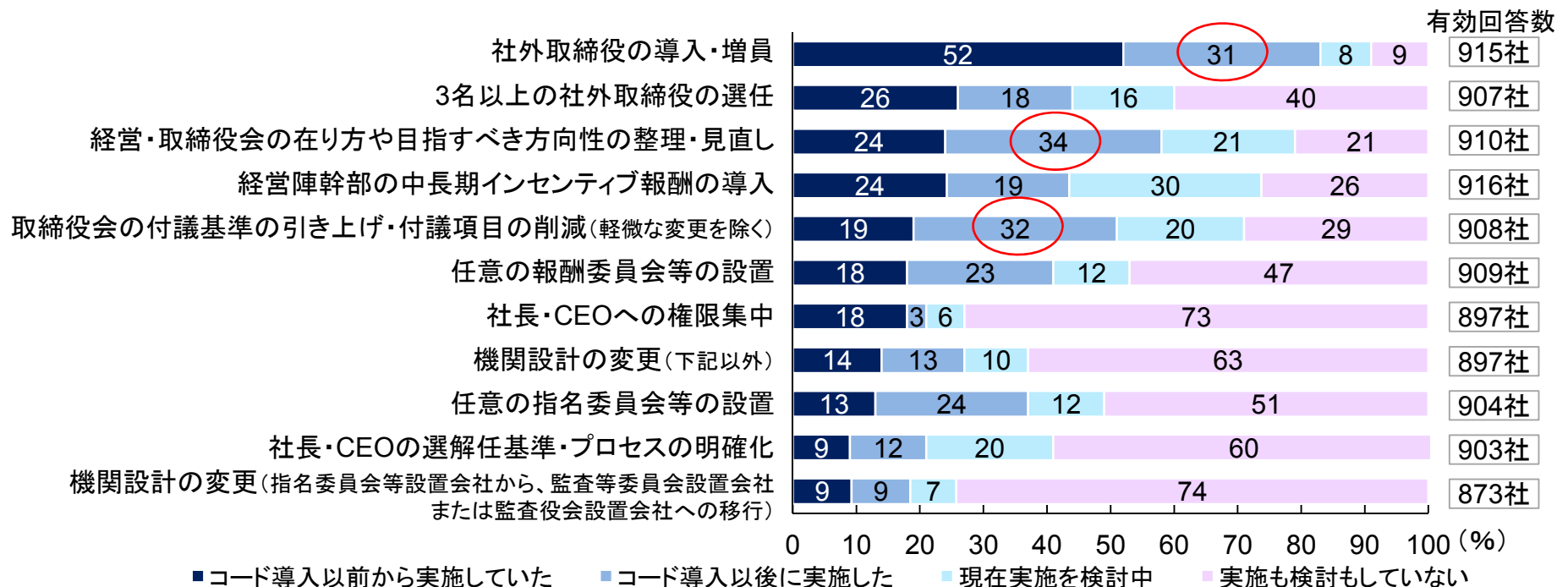


(出所) 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置状況及び相談役・顧問等の開示状況」(2018年7月31日)

(1) 企業の取り組み(概説) ~ トップの選解任基準などには遅れ

- 2017年末に経済産業省が実施したアンケート調査によると、CGコード導入以降に企業での取り組みが大きく進展したのは、社外取締役の導入・増員、取締役会の在り方や目指すべき方向性の見直し、取締役会の付議基準の引き上げ等
- 他方で、社長・CEOの選解任基準・プロセスの明確化などは、あまり進まず

コーポレートガバナンスに関する取り組み状況



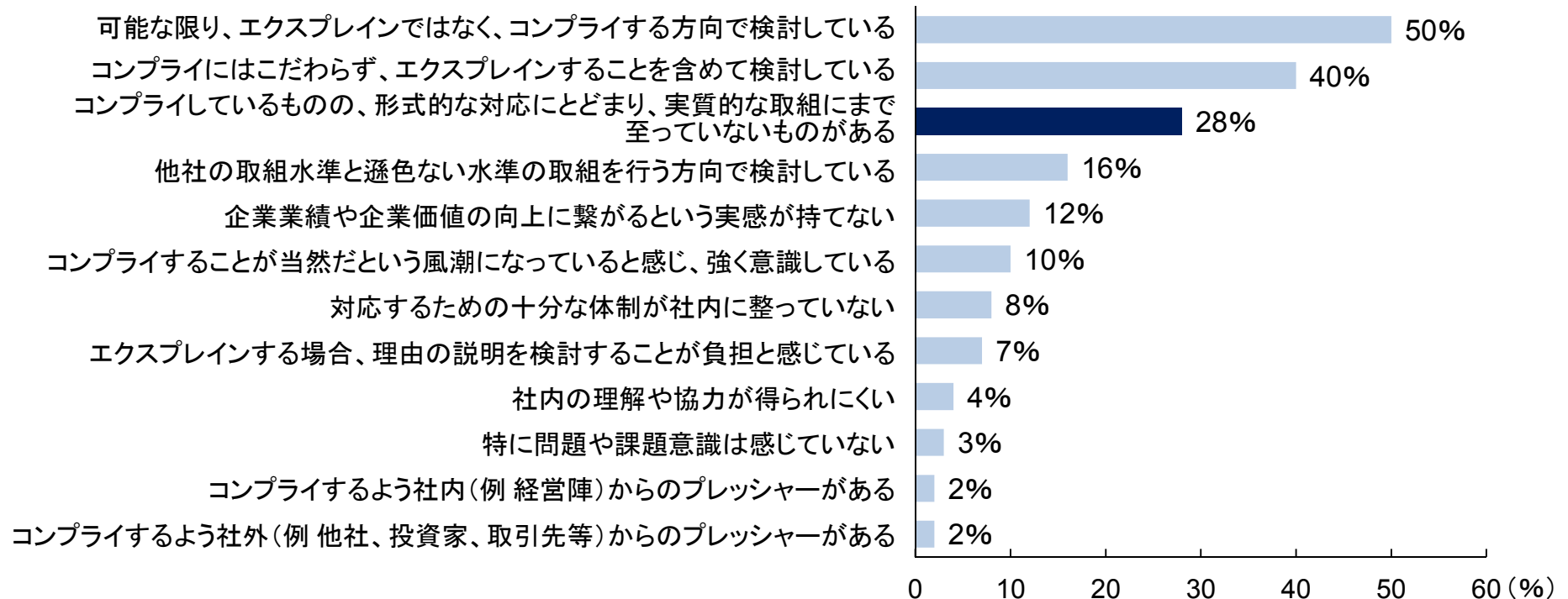
(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)

2. コーポレートガバナンス・コードの導入前後に実施した取り組みや、現在実施を検討中の取り組みについて尋ねた質問に対する回答(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(1) 企業の取り組み(概説) ～「形式的な対応」と自己評価する企業も

- CGコードに対し、可能な限りコンプライ(実施)する方向の企業と、エクスプレイン(実施しない理由を説明)も含めて検討するという企業が相半ばする状況(2017年12月～18年1月時点)
- 形式的な対応にとどまっているとする企業も3割程度存在

コーポレートガバナンス・コードへの対応

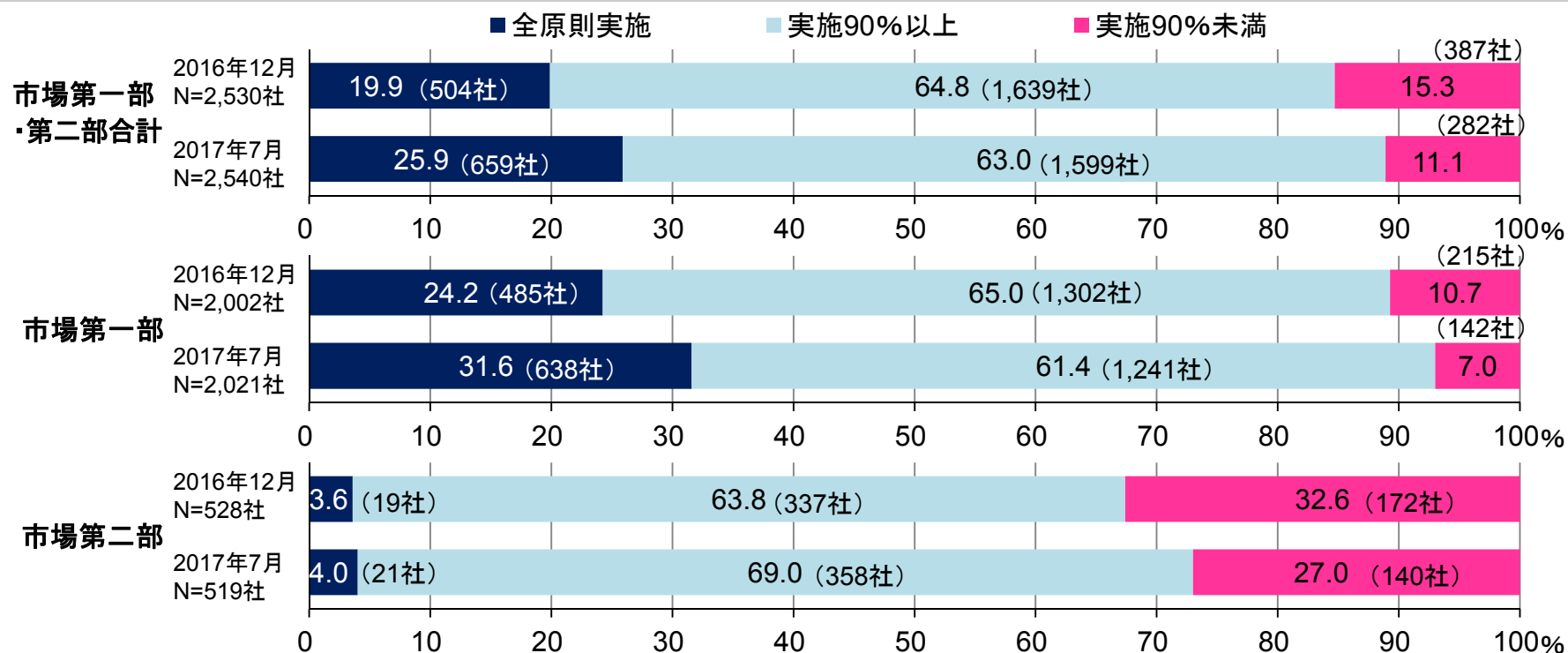


(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
 2. コーポレートガバナンス・コードへの対応状況について尋ねた質問に対する回答。複数選択可
 (出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(1) 企業の取り組み(概説) ~ 大半の企業がCGコードの90%以上の原則をコンプライ

- 上場企業の約9割は、CGコードの原則(補充原則を含め73)の全て、もしくは90%以上を実施(2017年7月時点)
 - ただし、「形式」的な実施にとどまっています、それぞれの原則の目的について十分な検討がなされた上での「実質」的な対応が取られているかどうか疑わしいケースも多い、といった指摘も
- 全ての原則を実施する企業は、市場第一部で3割強であるのに対し、市場第二部では4%と差が大きい

CGコードの実施状況(東証上場企業)



(注) 東証の市場第一部・第二部の会社が提出したコーポレートガバナンスに関する報告書におけるコードへの対応状況の開示をもとに東証が集計したもの
 (出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2017年7月14日時点)」

(1) 企業の取り組み(概説) ~ 電子化や英語開示に係る原則はエクスプレインが多い

- CGコードの原則の中には、実施しないで、その理由を説明する(エクスプレイン)企業が多いものもあり(2017年7月時点)
 - 「議決権の電子行使への対応」や「英語での情報開示」などは、実施に向けた対応がとくに遅れている
 - 「適切な報酬設定」「独立社外取締役による指名・報酬への関与」といった、経営の客観性・透明性に係る重要な原則についても、説明率が高止まりした状況
 - 一方で、「取締役会の実効性評価」は、大幅に説明率が低下(=実施率が上昇)

実施しない理由を説明する企業が多いCGコードの原則(東証上場企業、2017年7月時点)

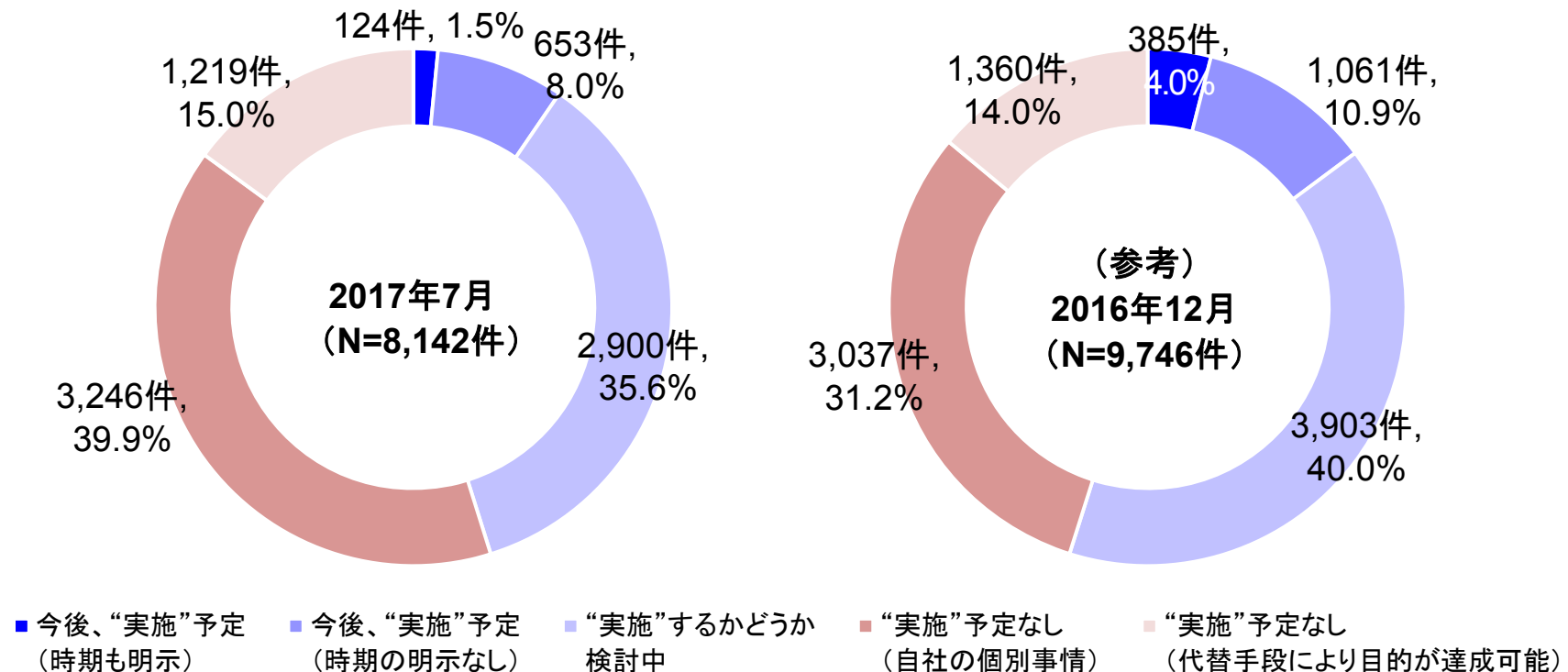
原則	内容	“実施” 会社数	“説明” 会社数	“説明”率	2016年 12月比
補充原則 1-2④	議決権の電子行使のための環境整備(例:議決権電子行使プラットフォームの利用等)、召集通知の英訳	1,122社	1,418社	55.8%	-1.9pt
補充原則 3-1②	海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報の開示・提供の推進	1,794社	746社	29.4%	-0.7pt
補充原則 4-2①	中長期的な業種と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	1,800社	740社	29.1%	-2.3pt
補充原則 4-11③	取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	1,812社	728社	28.7%	-16.1pt
補充原則 4-10①	指名・報酬等の検討における独立社外取締役の関与・助言(例:独立社外取締役を主な構成員とする任意の諮問委員会の設置)	1,948社	592社	23.3%	-2.3pt

(注) 東証の市場第一部・第二部の会社が提出したコーポレートガバナンスに関する報告書におけるコードへの対応状況の開示をもとに東証が集計したもの
(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2017年7月14日時点)」

(1) 企業の取り組み(概説) ～ 一部原則を今後も実施しないとする企業も

- 未実施の原則への対応として、「今後実施する予定」が約10%、「実施するかどうか検討中」が約35%(2017年7月時点)
- 一方で、「自社の個別事情」や「代替手段の採用」といった理由で、「今後も実施する予定はない」とする対応も約55%

CGコードの原則を実施しないで説明するケースの分類

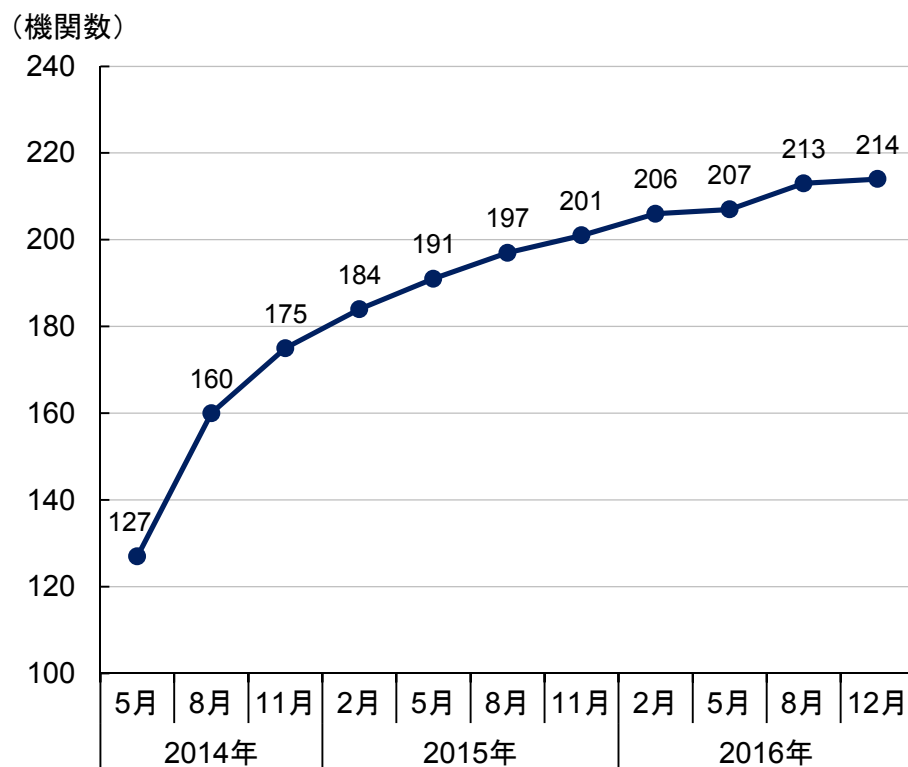


(注) 東証の市場第一部・第二部の会社が提出したコーポレートガバナンスに関する報告書におけるコードへの対応状況の開示をもとに東証が集計したもの
(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2017年7月14日時点)」

(2) 投資家の取り組み(概説) ~ 企業年金以外の機関投資家はSSコードを受け入れ

- 国内の主だった機関投資家がSSコードを受け入れ。ただし、企業年金の受け入れは低調(2016年12月時点)

SSコードの受け入れ機関数の推移



(出所) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会
(第1回、2017年1月31日)事務局説明資料

SSコードの受け入れ機関の内訳

2016年12月末時点

業態	機関投資家数
信託銀行等	7
投信・投資顧問会社等	152
生命保険会社	18
損害保険会社	4
年金基金等	26
公的年金等	14
企業年金連合会	1
企業年金基金	7
海外年金等	4
その他(議決権行使助言会社等)	7
計	214

(出所) 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(第11回、2017年10月18日)事務局説明資料

(3) 改革に対する海外の評価 ~ ソフトローへの偏重、実質的変化の不十分さが指摘

- 香港を拠点とする投資家団体「アジア・コーポレートガバナンス協会」によるランキングで、日本は順位を下げた
 - 日本の改革について、CGコードやSSコードといった「ソフトロー」に偏っている点を問題視
 - また、独立社外取締役の導入など「形式的」な対応が進む一方で、「実質的」な変化は不十分とも指摘

アジアのコーポレートガバナンス・ランキング

	2016年	2018年	変動
オーストラリア	1	1	→
香港	3	2	↑
シンガポール	2	3	↓
マレーシア	7	4	↑
台湾	5	5	→
タイ	6	6	→
日本	4	7	↓
インド	8	7	↑
韓国	9	9	→
中国	10	10	→
フィリピン	11	11	→
インドネシア	12	12	→

(出所) アジア・コーポレートガバナンス協会
 (Asian Corporate Governance Association)
 「CG Watch 2018 – Hard decisions」より、みずほ総合研究所作成

日本のコーポレートガバナンスに対する評価

- ✓ 「企業と投資家の対話」に焦点を当てて2つのコードを改訂した。これは重要な取り組みではあるが、**ソフトローでの対応に偏ると、株主権利の保護に対する当局の関与が弱まる恐れもある。**そのため、**ハードローの改革**を進めてバランスをとるべき。
- ✓ 独立社外取締役や監査等委員会設置会社が増加しているものの、**取締役会の慣行などが以前から変わらない会社も多い**
- ✓ コーポレートガバナンス報告書の内容に、企業間格差が大きい
- ✓ スチュワードシップ・コードとGPIFが、アセットマネージャーに対し、企業への働きかけを強めるよう促している

(出所) アジア・コーポレートガバナンス協会
 (Asian Corporate Governance Association)
 「CG Watch 2018 – Hard decisions」より、みずほ総合研究所作成

(4) 第二ステージの改革へ～フォローアップ会議で継続的な改革を方向付け

- 2015年8月、金融庁と東証は「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のための有識者会議」を設置。企業や運用機関・アセットオーナーに求められる取り組みについて意見を取りまとめて公表
- 企業の対応が不十分な点として、「果敢な経営判断」「資本コストへの意識」「CEOの選解任に向けた取り組み」「政策保有株式の縮減」「企業年金の関与」等を指摘
- 投資家サイドに対しては、運用機関における「ガバナンス強化」や「議決権行使結果の公表の充実」、アセットオーナーによる「企業年金の積極関与」等を求める

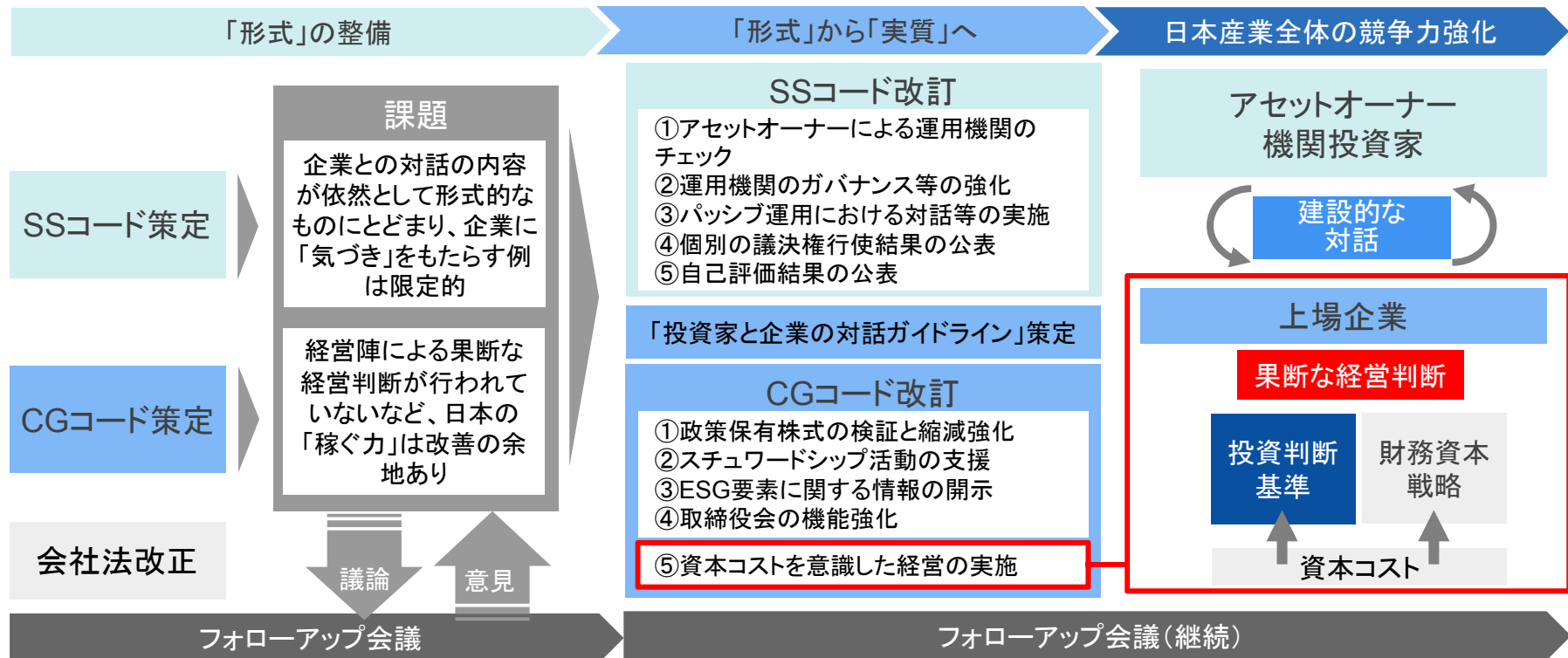
フォローアップ会議で示された主な論点等

フォローアップ会議の運営方針	フォローアップ会議での意見書等											
<ul style="list-style-type: none"> ● 両コードの実施・定着状況のフォローアップ ✓ ガバナンス体制の強化が実質を伴ったものとなっているか ✓ ガバナンス体制の強化が中長期的に経済の好循環につながるものとなっているか ✓ 企業と投資家の対話が建設的な形で進んでいるか ● 両コードの普及・周知に向けた方策についての議論・助言 ● コーポレートガバナンスやスチュワードシップの更なる充実に向けた議論 	<p>SSコードについての主な論点</p> <ol style="list-style-type: none"> ①アセットオーナーによる実効的なチェック ②運用機関のガバナンス・利益相反管理 ③パッシブ運用における対話等 ④議決権行使結果の公表の充実 ⑤運用機関の自己評価結果の公表 	<table border="1"> <thead> <tr> <th>公表年月</th> <th>内容</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015年10月</td> <td>CGコードへの対応状況と今後の会議の運営方針(左記)</td> </tr> <tr> <td>2016年2月</td> <td>会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方</td> </tr> <tr> <td>2016年11月</td> <td>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 ⇒ SSコード改訂</td> </tr> <tr> <td>2018年3月</td> <td>CGコードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について ⇒ CGコード改訂</td> </tr> </tbody> </table>	公表年月	内容	2015年10月	CGコードへの対応状況と今後の会議の運営方針(左記)	2016年2月	会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方	2016年11月	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 ⇒ SSコード改訂	2018年3月	CGコードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について ⇒ CGコード改訂
	公表年月	内容										
	2015年10月	CGコードへの対応状況と今後の会議の運営方針(左記)										
	2016年2月	会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方										
2016年11月	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 ⇒ SSコード改訂											
2018年3月	CGコードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について ⇒ CGコード改訂											
<p>CGコードについての主な論点</p> <ol style="list-style-type: none"> ①政策保有株式の縮減 ②アセットオーナーの取組み ③CEO選解任・取締役会の機能発揮等 ④経営環境の変化に対応した経営判断 ⑤投資戦略・財務管理の方針説明 												

(出所) 金融庁資料より、みずほ銀行産業調査部作成

(4) 第二ステージの改革へ～改革の「実質化」は産業全体の競争力強化に寄与

- CGコード・SSコードに関する企業や投資家の取り組みは進展しつつあるものの、「形式的」な取り組みにとどまっている等の課題を踏まえ、両コードを改訂へ
- CG改革の実質化は、企業の持続的成長や競争力の強化に資するものであることから、企業はその趣旨を踏まえ、自社の状況に即して積極的に対応していくことが重要
 - ー とくに、CGコード改訂でも強調されているように、企業価値向上のためには、「資本コストを意識した経営」は必須であり、今後、財務資本戦略や投資判断基準において資本コストを考慮していくことが重要に

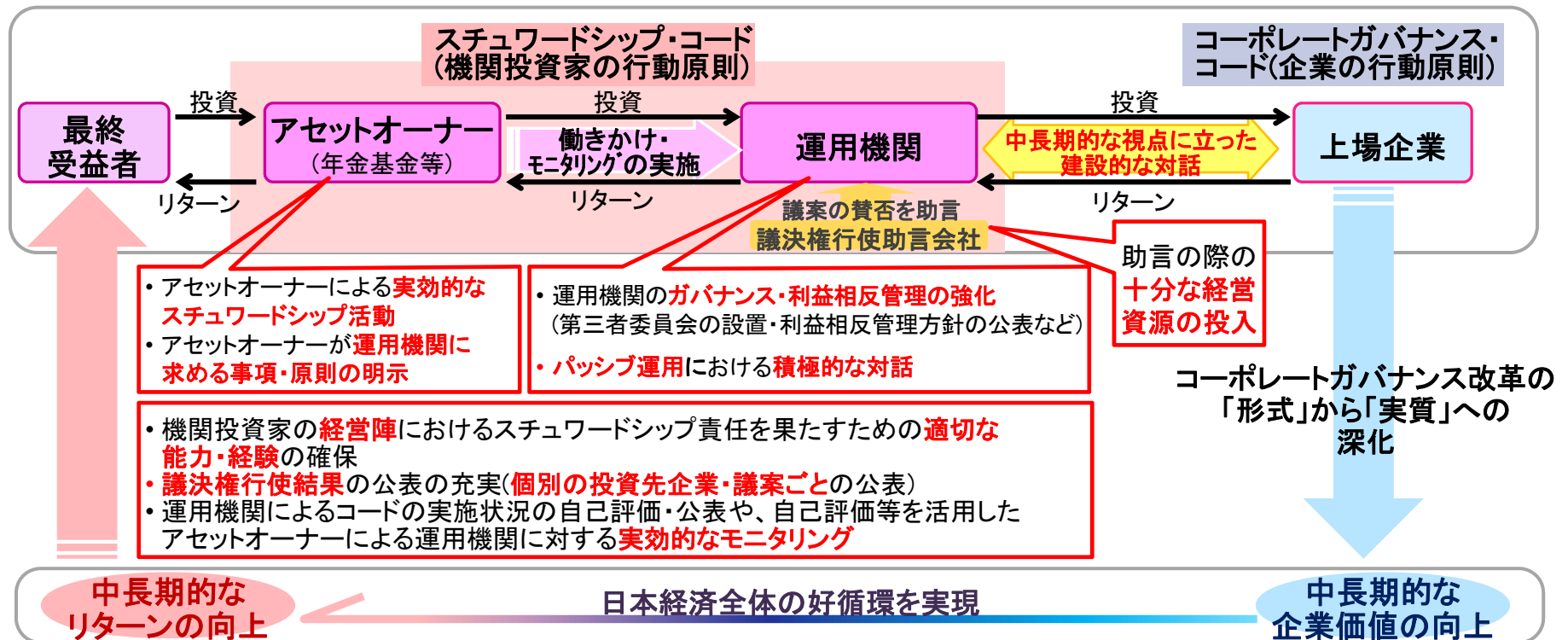


(出所) 東京証券取引所資料、金融庁資料より、みずほ銀行産業調査部作成

(5) SSコードの改訂 ～「建設的な対話」の深化に向けて

- ガバナンス改革が「形式」から「実質」へ深化するには、機関投資家と企業の「建設的な対話」が実効性を高める必要
- フォローアップ会議での議論や同会議の意見書(2016年11月)を受け、2017年5月にスチュワードシップ・コードが改訂
 - 運用機関のガバナンス・利益相反管理の強化を促すとともに、年金基金等のアセットオーナーの役割を明確化

スチュワードシップコードの改訂の概要



(出所) 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 (第11回、2017年10月18日)事務局説明資料

(6) CGコードの改訂 ～ 資本コストの概念が前面に

- 2018年6月には、CGコードが改訂されるとともに、CGコード及びSSコードの付属文書として「対話ガイドライン」が策定
 - 資本コストへの認識向上や戦略的な投資を企業に求めるとともに、CEOの選解任プロセスや取締役会の多様性、政策保有株式の縮減についても強調

改訂CGコードと対話ガイドラインのポイント

コーポレートガバナンス改革を巡る課題	コーポレートガバナンス・コード改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」策定のポイント
果敢な経営判断	<ul style="list-style-type: none"> ・事業ポートフォリオの見直しなどの果敢な経営判断とそれに基づく方針の明確化 ・自社の資本コストの明確な把握
戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資	<ul style="list-style-type: none"> ・戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資等の実施 ・手元資金の活用を含めた適切な財務管理の方針の策定・運用
客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任	<ul style="list-style-type: none"> ・客観性・適時性・透明感のあるCEOの選解任プロセスの確立（独立した指名委員会の活用等）
取締役会の多様性の確保	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会がその役割を適切に果たすための十分な知識・経験・能力とジェンダー・国際性などの多様性の確保
政策保有株式の縮減	<ul style="list-style-type: none"> ・政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証と政策保有に関する方針の明確化
企業年金の専門性向上	<ul style="list-style-type: none"> ・自社の企業年金の運用に関する資質を備えた人材を計画的に登用・配置するなどの母体企業としての取組み

(出所) 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 (第11回、2017年10月18日) 事務局説明資料より、みずほ総合研究所作成

(6) CGコードの改訂 ~ 14の原則等が変更・新設されたほか、ESGについても付記

- CGコード改訂では、14の原則・補充原則を変更・新設
- また、パブリック・コメントでの意見を踏まえ、ESG情報の開示についても盛り込まれた

CGコード改訂のポイント

Z	項目	改訂の対象	改訂の概要
取締役会の機能強化	独立社外取締役の活用	原則4-8(変更)	・独立社外取締役3分の1以上の選任が必要と考える場合、 十分な人数の選任
	独立した諮問委員会の活用	補充原則4-10①(変更)	・ 任意の指名・報酬に係る独立した諮問委員会 の活用
	取締役会の多様性の確保等	原則4-11(変更)	・取締役会における ジェンダーや国際性 を含む多様性の確保 ・ 財務・会計・法務 の知識を有する監査役の選任
CEO・経営陣の選解任・報酬の透明性強化	CEOの選解任手続き	原則3-1、補充原則3-1①(変更) 補充原則4-3②③(新設)	・個々の経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名についての説明 ・ CEO選解任に関する客観性・適時性・透明性ある手続きの確立
	経営陣の報酬決定手続き	補充原則4-2①(変更)	・ 客観性・透明性ある手続きに従った経営陣の報酬制度設計、報酬額決定
	後継者計画への関与	補充原則4-1③(変更)	・ 後継者計画に関する取締役会の主体的関与
投資家との対話促進	経営計画の策定等	原則5-2(変更)	・ 自社の資本コストを的確に把握した上での経営計画等の方針・目標の提示 ・ 事業ポートフォリオの見直しや設備・研究開発・人材への投資に関する説明
	政策保有株式の縮減	原則 1-4(変更)	・政策保有株式の 縮減に関する方針・考え方 の策定、開示 ・ 個別の政策保有株式について保有の適否の検証、検証内容の開示 ・ 具体的な議決権行使基準の策定・開示と、その基準に沿った対応
	政策保有株主との関係	補充原則1-4①②(新設)	・ 保有されている側は株式売却を妨げない ・ 政策保有株主との取引に関する経済合理性の検証
	アセットオーナーとしての企業年金	原則2-6(新設)	・ 運用の資質を有した人材の企業年金への登用等の取り組みと開示 ・ 企業年金受益者と会社との間に生じ得る利益相反の適切な管理
	ESG情報の開示	第3章 考え方(変更)	・ ESG要素を含む非財務情報に関する利用者にとって有用性の高い開示

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」(2018年6月1日)より、みずほ総合研究所作成

(6) CGコードの改訂 ～ CGSガイドラインの改訂

- CGコードの改訂などを受けて、経済産業省は2017年3月に策定した「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」(CGSガイドライン)を改訂
- 社長・CEOの後継者計画のモデルケースや、社外取締役の再任上限・再任基準の設定についても言及

CGSガイドライン改訂のポイント

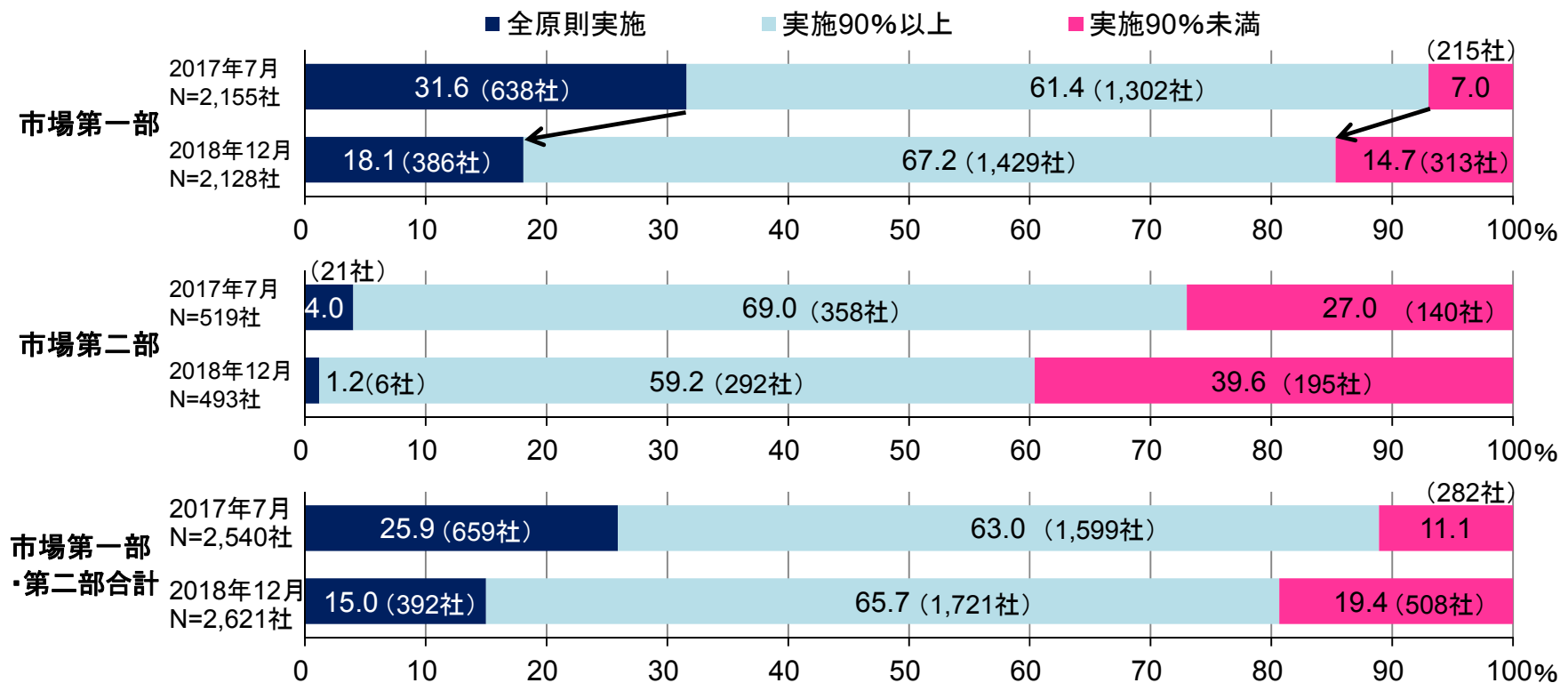
改訂項目	主な改定内容
社長・CEOの指名と後継者計画	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会による監督と客観性・透明性の確保、社内者と社外者(指名委員会)の役割分担などの記載を改訂 ・後継者計画の策定・運用に取り組む際の基本形となる標準的なステップや、社内者と社外者の役割分担の在り方、後継者計画の言語化・文書化の必要性などについての考え方を追加
取締役会議長	<ul style="list-style-type: none"> ・社外取締役などの非業務執行取締役が取締役会議長を務めることの意義や、そのための環境整備につき追記
指名委員会・報酬委員会の活用	<ul style="list-style-type: none"> ・社外役員が少なくとも半数であるか、社外役員とそれ以外の役員が同数であっても委員長が社外役員であることを検討すべき旨を追記
社外取締役の活用	<ul style="list-style-type: none"> ・社外取締役の再任上限設定の意義や再任基準の設定を検討すべきことを追加 ・社外取締役の人材市場の拡充に関して、経営経験者(退任後の社長・CEO等)が他社の社外取締役を引き受けることの意義について追記
相談役・顧問	<ul style="list-style-type: none"> ・退任した社長・CEO経験者を相談役・顧問とする場合の情報発信の積極化を記載

(出所) 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」改訂(2018年9月)より、みずほ総合研究所作成

(6) CGコードの改訂 ～ コンプライ率は低下

- 改訂CGコードは、一段踏み込んだ対応を企業に求める内容でもあるため、原則の実施(コンプライ)率は全体として低下
- とくに、政策保有株式の縮減、任意の指名・報酬委員会の設置、取締役会の多様性に関しては、自社特有の事情や代替手段の採用等を理由として説明(エクスプレイン)した上で、原則を実施しない企業が増加

コーポレートガバナンス・コードの実施状況



(出所) 東京証券取引所「改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2018年12月末日時点)速報版」(ステeward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(第17回、2019年1月28日)提出資料)

(7) 価値協創ガイダンス ～ 企業と投資家を繋ぐ共通言語

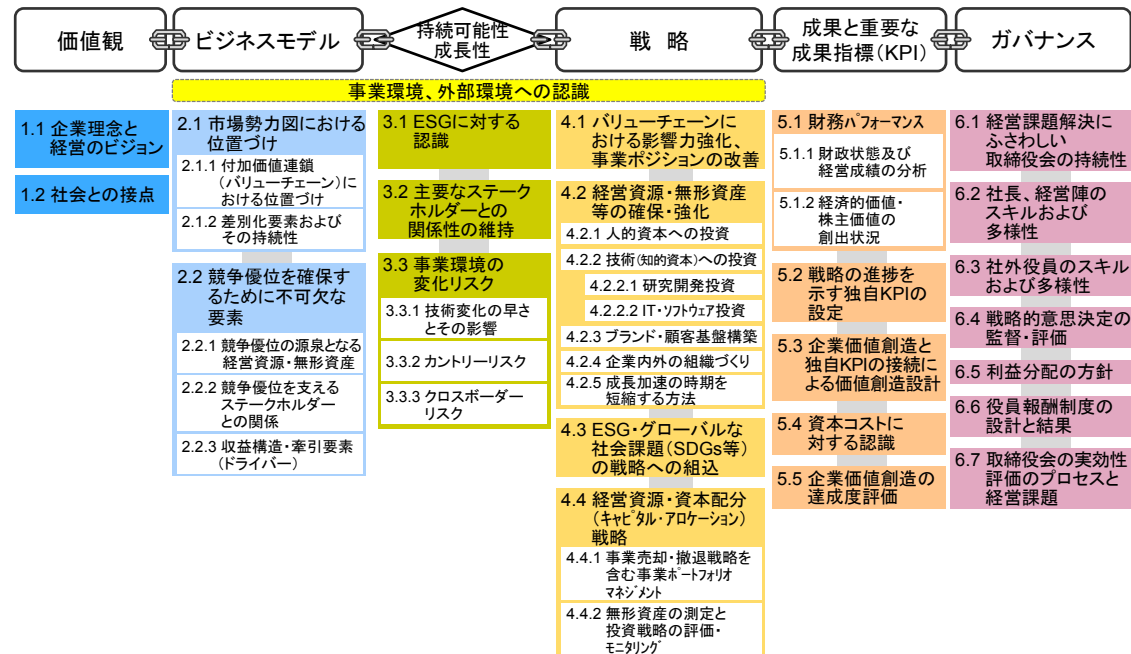
- 経済産業省は、企業と投資家の建設的な対話を促す観点から、2017年5月に「価値協創ガイダンス」を策定
 - 対話や情報開示のあり方について、企業と投資家を繋ぐ「共通言語」としての活用を期待
 - また、2017年10月には、ESGと無形資産投資に関する体系的な手引きと政策提言を盛り込んだ「伊藤レポート2.0」を公表

価値協創ガイダンスと伊藤レポート2.0の概要

<p>〔価値協創ガイダンス〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 価値観(企業理念、ビジョン等)、ビジネスモデル、持続可能性・成長性、戦略、成果指標(KPI)、ガバナンスについて、それらの意味合いや望まれる姿などを提示 ✓ 対話や情報開示のあり方について、企業と投資家を繋ぐ「共通言語」としての活用を期待 ✓ 形式的・固定的に捉えず、自社の状況・目的に応じた活用を想定 <p>〔伊藤レポート2.0〕</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 日本企業のPBR(株価純資産倍率)が欧米と比べ低いことを指摘 ✓ 価値協創ガイダンスの各要素に関する考え方や議論を整理した上で、同ガイダンスの活用や、開示・対話環境の整備、無形資産投資の促進のためのインセンティブ設計などを提言
--

(出所) 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-(価値協創ガイダンス)」2017年5月、「伊藤レポート2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書」2017年10月より、みずほ総合研究所作成

価値協創ガイダンスの全体像



(出所) 経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資-(価値協創ガイダンス)」2017年5月

(8) 会社法の再改正 ～ 上場企業や大企業に社外取締役を義務化へ

- 商法から分離独立して制定された会社法は、企業統治に関する規定も包含。自主規制である「コーポレートガバナンス・コード」が「ソフト・ロー」であるのに対し、会社法は「ハード・ロー」として機能
 - 2014年の会社法改正では、監査等委員会設置会社制度の創設などの改革が実施された
 - 2度目の会社法改正の法案が今通常国会に提出される予定であったが、先送りへ（秋の臨時国会に提出の見込み）。社外取締役の義務化などが盛り込まれる方向

会社法の制定・改正の経過

2005年	会社法の制定 〔成立〕2005年6月 〔施行〕2006年5月 従来の商法の一部を分離独立する形で会社法を制定。既存の有限会社法などが会社法に統合された。
2006年	
2014年	会社法の改正 〔成立〕2014年6月 〔施行〕2015年5月 ・ 監査等委員会設置会社制度を創設 ・ 社外取締役の要件の厳格化 ・ 社外取締役を置かない場合の理由説明の義務化
2015年	
2019年	会社法の再改正 法制審議会会社法部会で検討 19年改正法国会提出、20年施行の見込み
2020年	

現在検討されている再改正のポイント

改正項目	主な改正内容
社外取締役の義務化	上場企業や非上場の大企業について、社外取締役を1人以上置くことを義務付け
役員報酬の透明化	取締役の報酬の決定に関する方針を決め、その説明を行うことを義務付け 事業報告による情報開示を充実
株主提案権の制限	株主総会で1人の株主が提案できる議案の数を最大10件までに制限 人の名誉を侵害するなどの不適切な内容の株主提案を制限
株主総会資料の電子提供	株主総会資料の電子提供制度を創設（上場企業については電子提供を義務付け）
株式交付制度の創設	株式会社を子会社化するために、自社の株式を他の株式会社の株主に交付することができる制度を新設

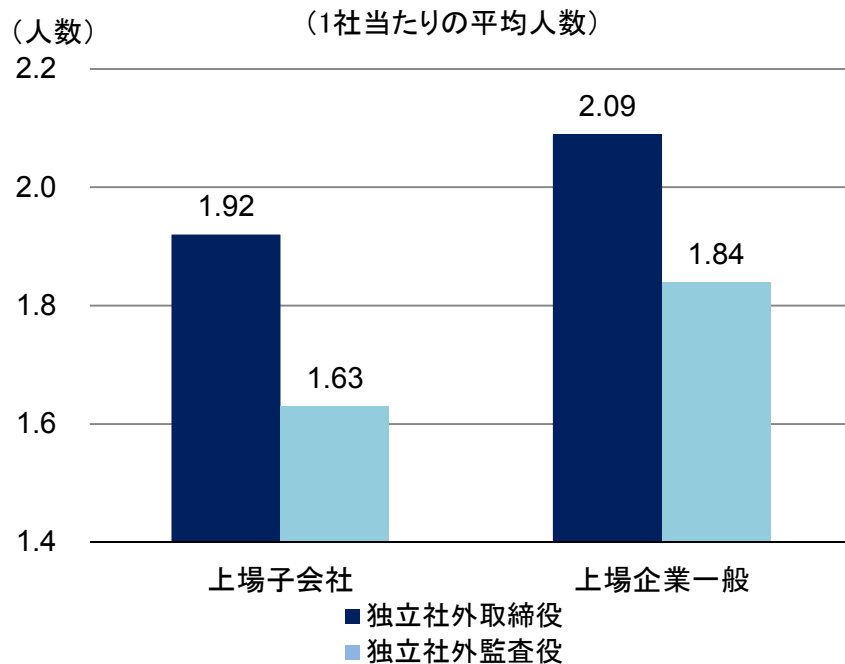
（注）他の法律の改正に付随して行われる会社法改正は随時行われている
 （出所）法務省資料等より、みずほ総合研究所作成

（出所）法制審議会会社法部会資料、各種報道等より、みずほ総合研究所作成

(9) 上場子会社 ～ ガバナンス強化に向けた動き

- 上場企業のうち支配株主を有する会社(上場子会社)は628社にのぼり、上場企業全体の17.2%を占める(2018年12月時点、東京証券取引所上場企業)
- 一方で、上場子会社における独立社外取締役・監査役の人数は、上場企業一般に劣後している現状にある。上場子会社に対するガバナンスについては、ガバナンスコード等に特段の定めがなく、一般株主(少数株主)の利益確保が課題に
- 対応策として、経済産業省が「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」の策定などを検討中

上場子会社における独立社外取締役・監査役



(出所) 日本経済再生総合事務局「上場子会社のガバナンスの在り方に関する参考資料」(第24回未来投資会議 配布資料、2019年3月7日)より、みずほ総合研究所作成

現在検討されている実務指針案

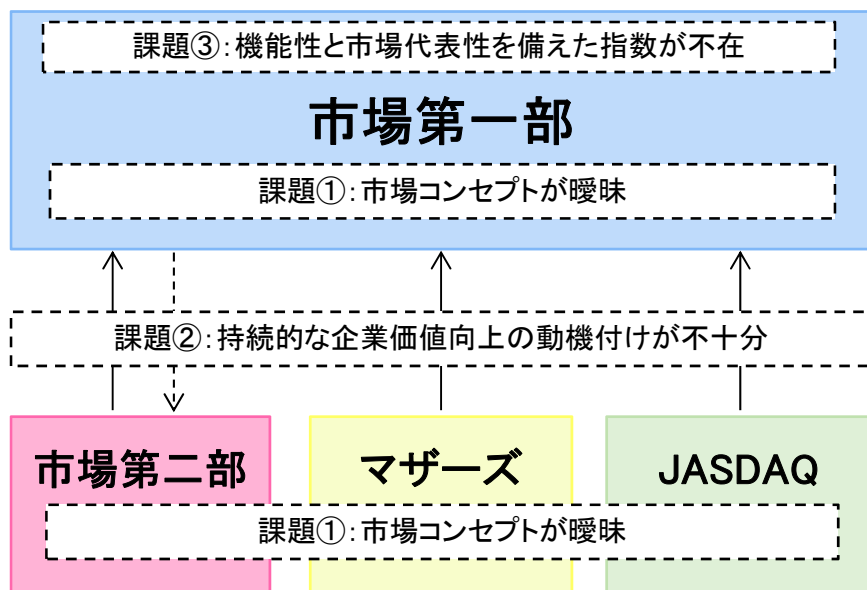
対象	主な対応内容
上場子会社	独立社外取締役の独立性判断基準については、少なくとも支配株主出身者(10年以内に支配株主に所属していた者)に該当するものは選任しないこと
	取締役会の独立社外取締役比率を高める(3分の1以上や過半数)ことを目指すこと
	利益相反取引が発生する具体的な局面においては、例えば、独立社外取締役(または独立社外監査役)のみ、または過半数を占める委員会において、一般株主の利益保護の観点から審議・検討することとし、かつ、取締役会においてもその審議結果が尊重される仕組みをつくること
親会社	上場子会社として維持する合理的な理由や支配株主として上場子会社の取締役の選解任権限について、上場子会社のガバナンス体制の実効性を確保し、その適切性について、情報開示を通じて説明責任を果たすこと

(出所) 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針(仮)」(第15回 CGS研究会、2019年3月15日)より、みずほ総合研究所作成

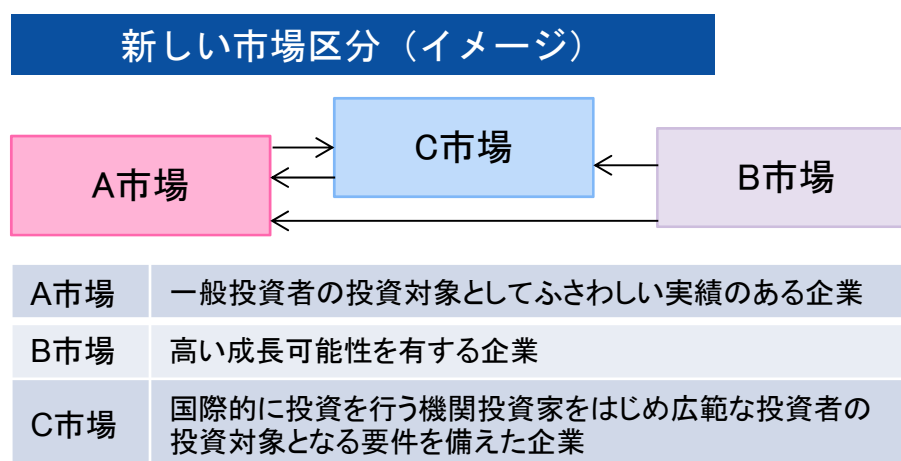
(10) 東証「改革」～ 市場区分の見直しに向けて

- 昨年10月に東証が「市場構造の在り方等に関する懇談会」を設けて以降、いわゆる「市場区分の見直し」にかかる議論が高まりをみせている
- 東証としては、各市場区分のコンセプトを明確化することで、投資家の利便性向上や上場企業の企業価値向上の動機付けにつながることを狙いとしているものの、東証一部からの「降格」を懸念する声も
- 2019年5月、金融庁は金融審議会に「市場構造専門グループ」を設置し、第1回目の会合を開催。新しい上場区分については、ガバナンス体制の基準を含むことも検討されており、今後の動向には注視する必要

現状の課題認識



今後の方向性

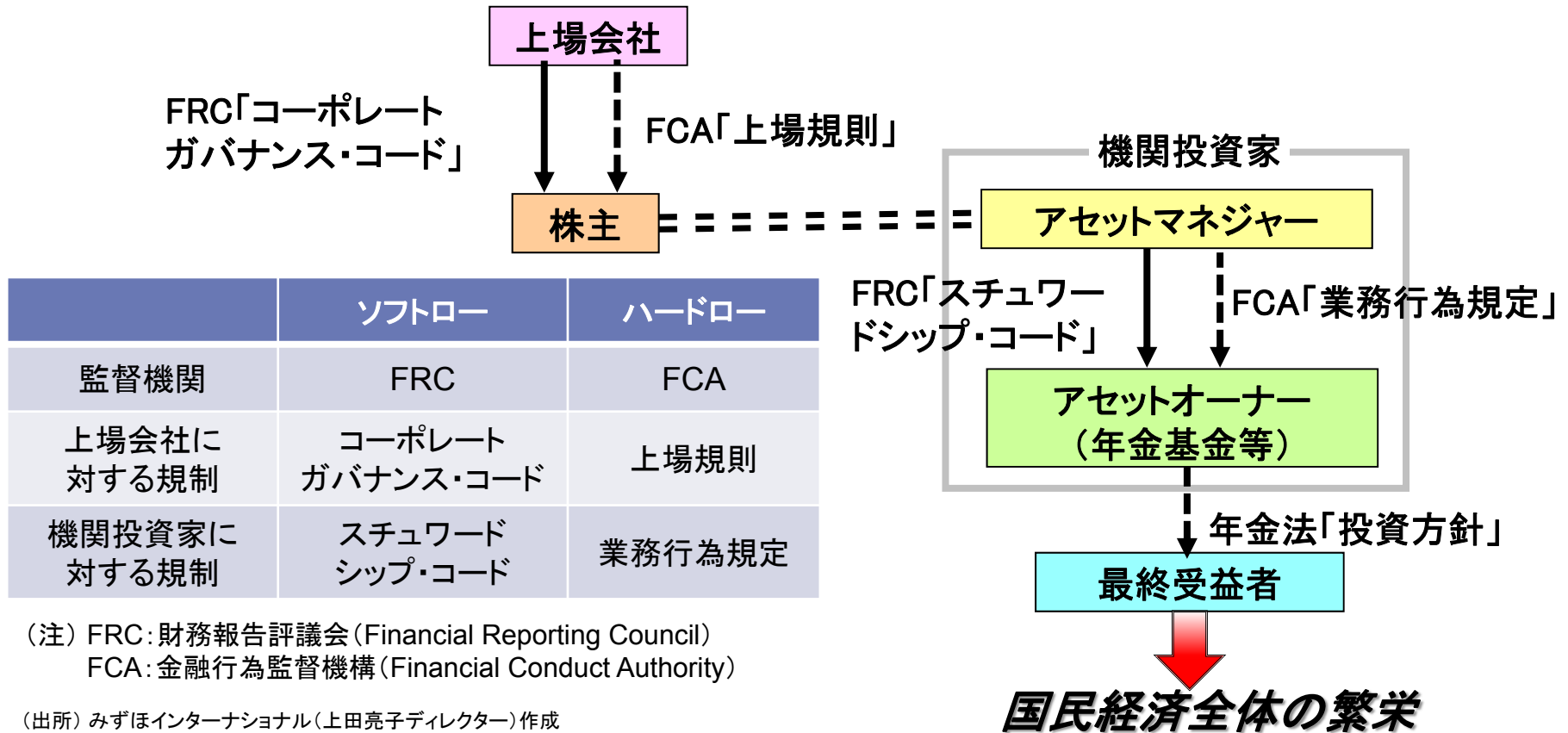


(出所) 日本取引所グループ「現在の市場構造を巡る課題(論点整理)」より、みずほ総合研究所作成

(11) 英国のCGコードの改訂 ~ 日本が規範としたソフトロー中心のガバナンス制度

- 英国のコーポレートガバナンス制度は、CGコードとSSコードを中核とした仕組み
- 日本のガバナンス改革は、英国の仕組みに倣った面が大きい

英国におけるコーポレートガバナンス制度



(11) 英国のCGコードの改訂 ～ 短期主義への反省から見直しへ

- 英国では、2000年代初頭の金融危機で高まったコーポレートガバナンスに対する不信感が根強く存在
 - また、Brexitの要因となった社会経済的な格差や、CGコードの複雑化といった問題も
- そこで、短期主義を排し、長期的かつ持続可能な企業価値の向上を目指す方向で、CGコードの見直しを検討
- 改革の主なポイントは、企業文化の強化とステークホルダーへの配慮、ダイバーシティの向上、コードの簡素化など

英国のコーポレートガバナンス・コード改訂の背景

会社の中長期の成長の確認

- ・短期主義を排し、長期的かつ持続可能な企業価値の向上
⇒ 企業文化の強化、ステークホルダーへの配慮

Brexitの影響

- ・Brexitの要因となった社会経済的な格差を是正するための取り組みの必要性
⇒ ステークホルダーとくに労働者への配慮、ダイバーシティの向上

複雑化したCGコード

- ・1992年のCGコード策定以降、原則や条項が次々と追加された他、実務指針(ガイダンス)も作成
- ・約25年の間に、コードの内容が複雑化したため、コード原則の整理を行う必要性
⇒ コードの構成の簡素化
定着した原則はガイダンス等に移動し、より今日的な問題について新たに原則等を追加

(出所) みずほインターナショナル(上田亮子ディレクター)作成資料にみずほ総合研究所が一部加筆

(11) 英国のCGコードの改訂 ～ 労働者重視に向けた具体的仕組みの導入

- 2018年7月に改訂された英国のCGコードでは、ルールの強化だけでは企業不祥事のリスクを完全には排除できないという認識の下、労働者、管理職、経営者という一連の業務執行ラインにおいて、会社の事業目的や戦略と整合的な形で「企業文化」の構築・定着が進むことを目指している
 - ― 労働者の意見を経営に反映させるための具体的仕組みを提示(労働者から指名される取締役の選任等)
 - ― また、業務執行ラインにおけるダイバーシティ向上や、株主との積極的な対話、コードの適用対象拡大等も図られた

英国のコーポレートガバナンス・コード改定の主な内容

企業文化の強化とステークホルダーへの配慮

- ・長期的な持続可能性を達成するために、取締役会が企業文化および労働者を含む幅広いステークホルダーの利益を考慮すべきことを明確化
- ・健全な企業文化の構築には、労働者の技能と能力が反映されることが重要
- ・労働者の意見を経営に反映させるための仕組みの導入(「労働者から指名される取締役」「正式な労働者諮問委員会」「労働者との対話を担当する非業務執行取締役」のいずれか、またはその組み合わせ)

ダイバーシティの向上

- ・従来から求められてきた取締役会の構成のみならず、業務執行ラインのダイバーシティ(ジェンダーや民族等の多様性)にも配慮が必要

株主との対話・その他

- ・20%以上の反対票を受けた株主総会議案についての説明責任(従来は「かなりの割合の反対」)
- ・全ての上場企業に適用を拡大(従来は小規模上場会社への特例措置あり)
- ・コードを「原則」と「条項」のみに簡素化(従来は「主要原則」「補助原則」「指針条項」の3層構造)

(出所) みずほインターナショナル(上田亮子ディレクター)作成資料をもとに、みずほ総合研究所作成

4. 企業・投資家の動向

～エンゲージメントを通じた企業価値向上への道のり

(1) 企業のパフォーマンス ~ ROEが改善するなど「稼ぐ力」は向上

- ガバナンス改革や円安等を背景に、日本企業の「稼ぐ力」は向上
- 資本効率を表すROEは、平均でみても、企業数の分布でみても改善傾向

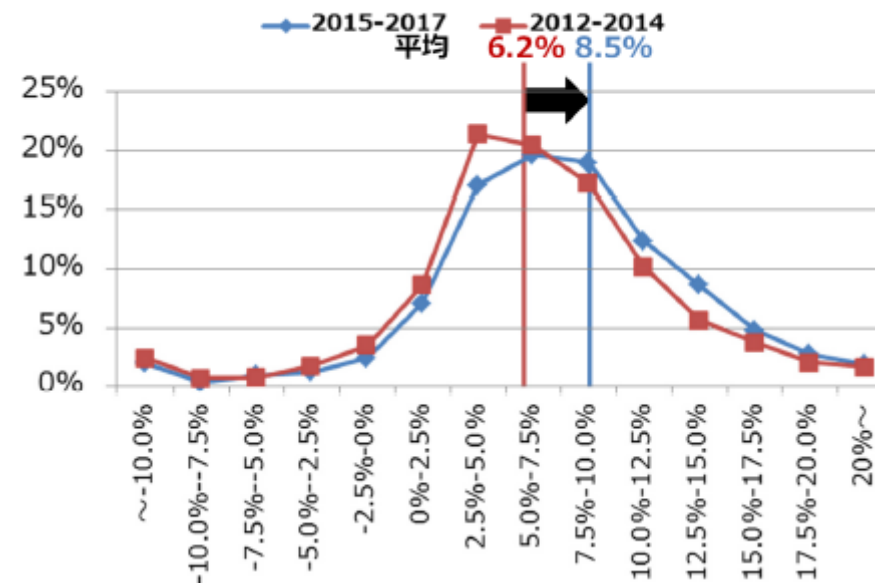
上場企業のパフォーマンスに係る各種指標

株価 日経平均終値	9,024円 2012年11月16日	→	22,554円 2018年7月末
株式時価総額 東証一部	271兆円 2012年11月末	→	643兆円 2018年6月末
ROE 日経平均構成銘柄の平均	4.9% 2009-12年平均	→	11.2% 直近期末決算
配当総額 全上場会社	7兆円 2012年度	→	12兆円 2017年度
独立社外取締役 2名以上、東証一部上場会社のうち	16.7% 2012年	→	91.3% 2018年

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応」
(2018年8月)

ROEの分布状況(東証1部)

(構成比)



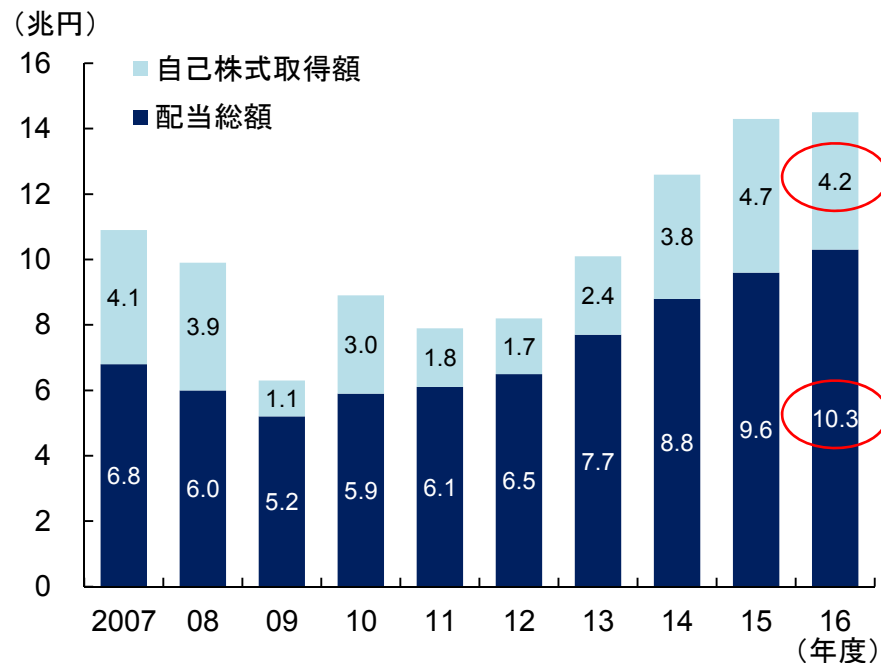
(注) 日経QUICKデータより東京証券取引所作成(直近6期間の財務数値を集計し、前半の3期間と後半の3期間を比較)

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応」
(2018年8月)

(1) 企業のパフォーマンス ～ 株主還元は増加傾向

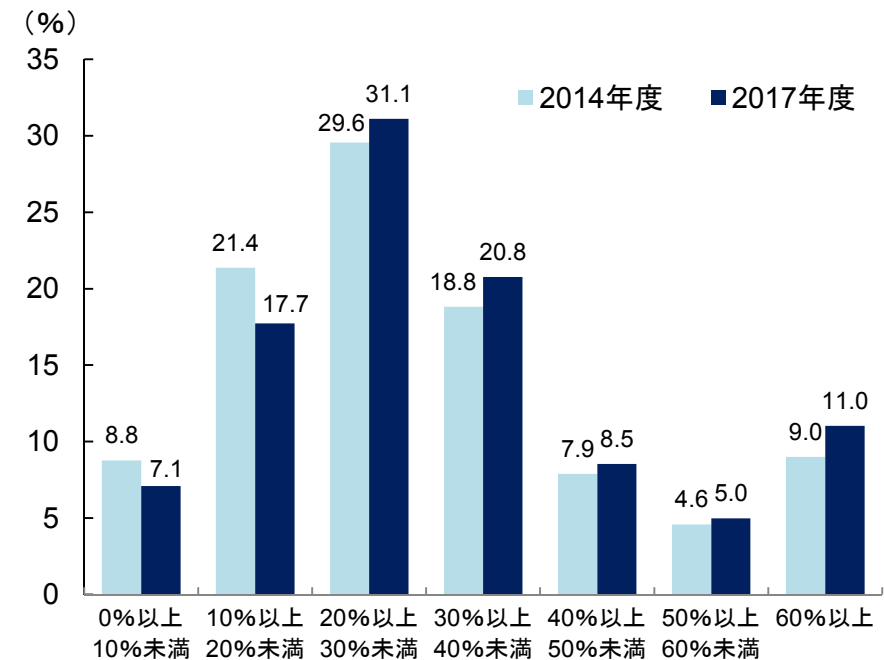
- 企業業績の改善に加え、株主還元の強化への取り組みもあって、配当や自社株買いは増加傾向
 - 配当性向が極端に低い(20%未満)企業の割合は、近年減少

上場企業の株主還元の推移



(注) 生命保険協会調べ。対象は、TOPIX構成企業(過去10年継続してデータ取得可能な企業)
 (出所) 生命保険協会「平成29年度調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」

上場企業の配当性向の分布

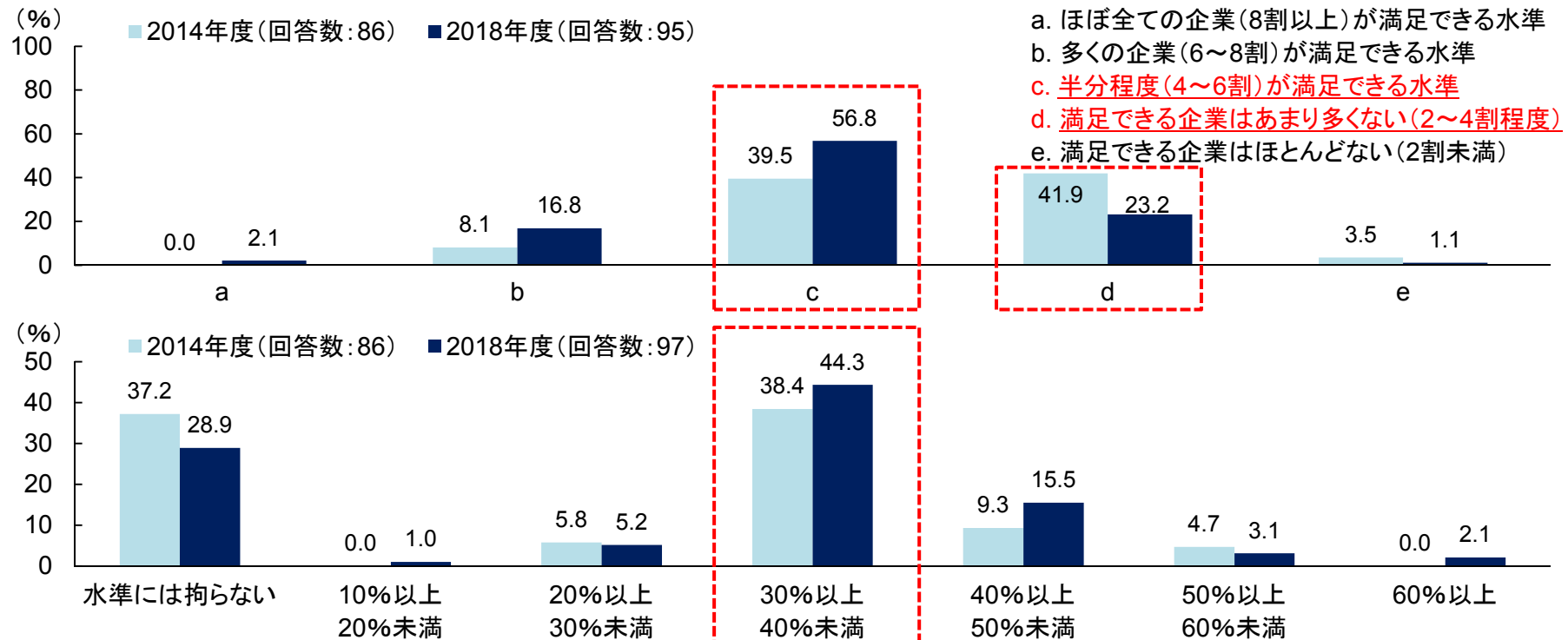


(注) 生命保険協会調べ。対象は、TOPIX構成企業(赤字企業を除く)
 (出所) 生命保険協会「平成29年度調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」

(1) 企業のパフォーマンス ～ ただし株主還元に関する投資家の要求はより高い

- 株主還元は強化される傾向にあるものの、いぜんとして投資家はその水準に十分満足してはいない
 - 「配当性向の水準には拘らない」投資家が一定程度存在する一方、半分以上の投資家は30%以上の配当性向を求める
- 株主の要求を背景に、30%以上の配当性向を目標に掲げる企業が近年増加

株主還元・配当水準に対する投資家の満足度(上段)／投資家が考える中長期的に望ましい配当性向(下段)

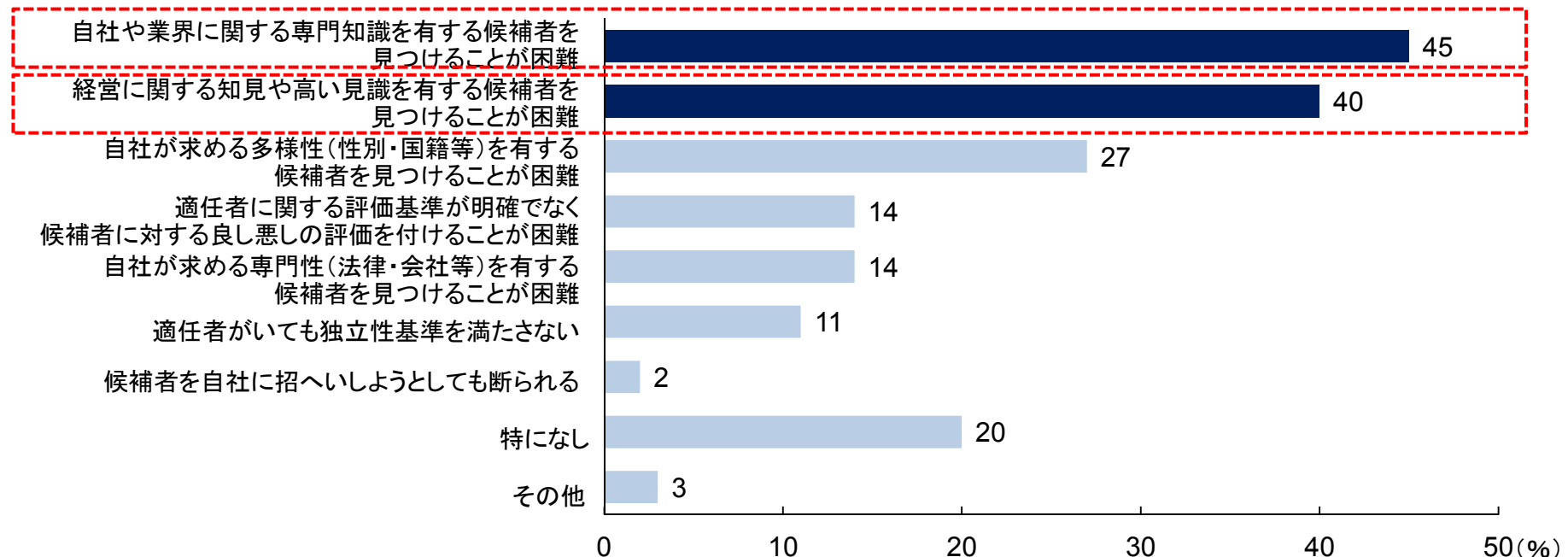


(注) 調査実施時期は、各年10月～11月 (出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(平成26年度調査、平成30年度調査)より、みずほ総合研究所作成

(2) 社外取締役 ～ なり手としての経営経験者が不足

- 社外取締役の導入は形の上では進展したものの、識見の高い経営経験者を見つけることが困難とする企業が多い
- 経営経験者を中心に、社外取締役の人材プールを拡充する必要性が高まっている
 - CGSガイドラインは、退任した経営陣のみならず、現経営陣も、他社の社外取締役に就任することが有用と指摘
 - 経営者にふさわしい経験や力量を持った人材を育成する仕組みが日本企業に十分備わっていないとの指摘も

社外取締役を招へいする上での困難・課題

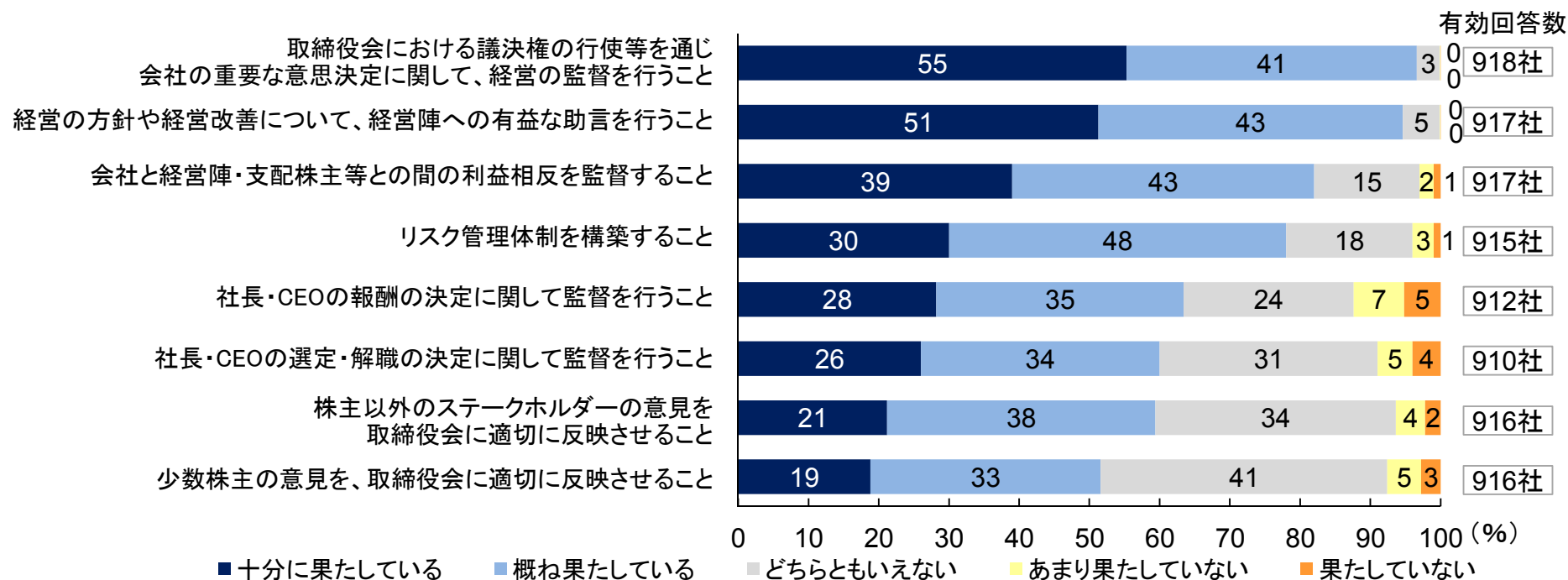


(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
 2. 「適切な社外取締役の候補者を探し、招へいする上でどのような困難・課題があるか」という問いに対する回答
 (出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(2) 社外取締役 ～ 監督機能を果たす一方、トップの選解任や報酬への関与は不十分

- 社外取締役は経営に対する監督や助言について相応の役割を果たしている、と多くの企業が認識
- 一方、経営トップの選解任や報酬に関する監督、少数株主やステークホルダーの意見の反映といった部分では、社外取締役が必ずしも十分な役割を發揮していない可能性

社外取締役が果たしている役割



(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
 2. 「社外取締役がどの程度役割を果たしているか」という問いに対する回答
 (出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(2) 社外取締役 ～ 役割を果たす上で重要な指名・報酬委員会

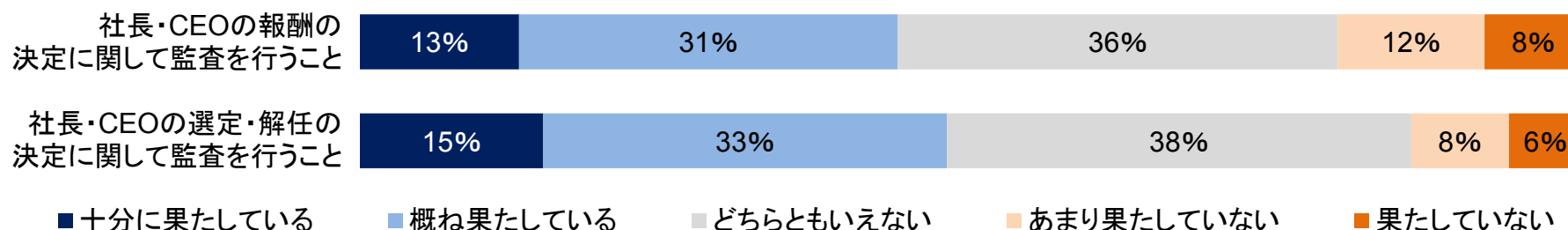
- 指名・報酬委員会を設置している企業ほど、社外取締役への評価は高い
- 社外取締役が役割を果たす上で、委員会の存在は重要と考えられる

社外取締役が果たしている役割(指名・報酬委員会の有無別)

■ 指名委員会、報酬委員会のいずれも設置している企業



■ 指名委員会、報酬委員会のいずれも設置していない企業

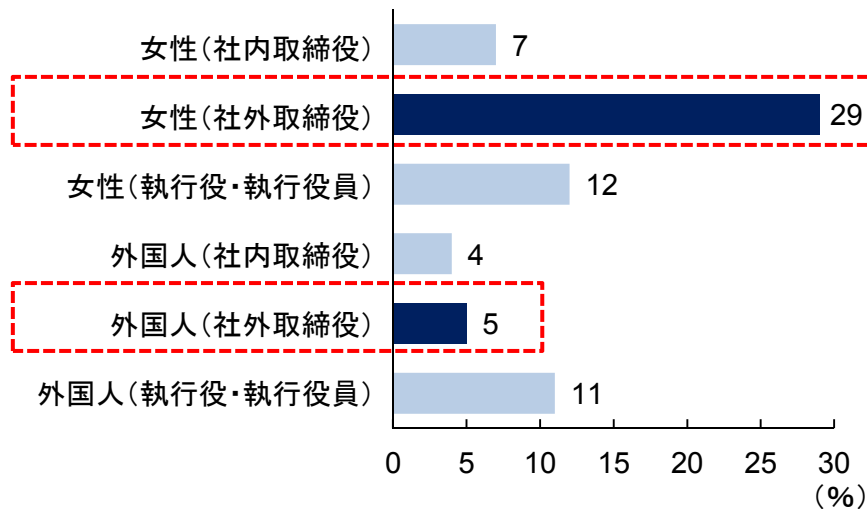


(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
 2. 「社外取締役がどの程度役割を果たしているか」という問いに対する回答を、指名・報酬委員会の有無別に集計したもの
 (出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期)第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(3) 役員多様性 ～ 女性の登用は不十分

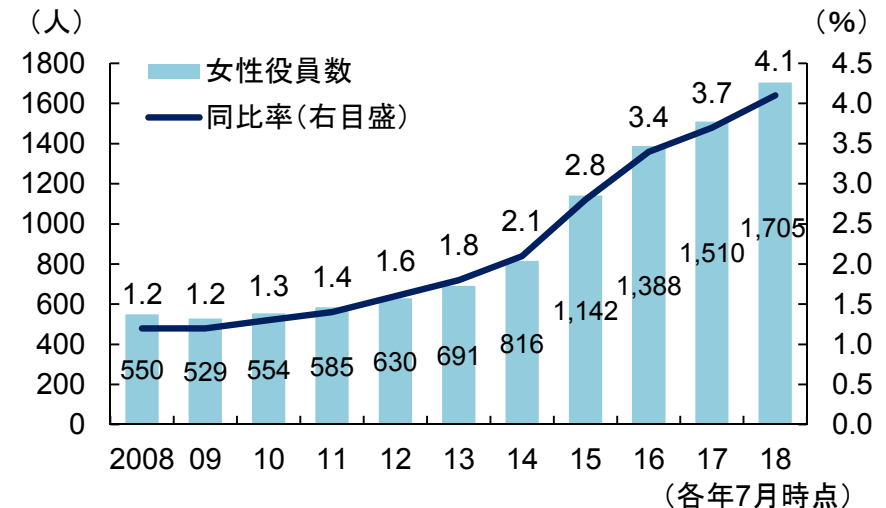
- 改訂CGコードでは、取締役会における「ジェンダーや国際性の面を含む多様性」が求められており、引き続き重要課題に
- 取締役会に1人でも女性を選任している企業は36%（多くは社外取締役）、外国人を選任する企業は9%にとどまるなど、役員多様性は不十分
- 女性の役員は増加傾向にあるものの、女性役員比率は4%程度
 - 政府は、第4次男女共同参画基本計画（2015年12月25日閣議決定）において、上場企業役員に占める女性の割合を、「5%（早期）、さらに10%を目指す（2020年）」との目標を掲げる
 - グラスルイス（米国の議決権行使助言会社）は女性の役員起用を求める方針（要請対象は、2019年から主要100社、2020年からは東証1・2部上場企業）

女性・外国人の取締役・執行役員への登用状況



- (注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
2. 女性と外国人の役員を1人でも登用しているかどうかを尋ねた質問に対する回答(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期)第3回 事務局資料、2018年2月22日)

上場企業の女性役員数・同比率の推移

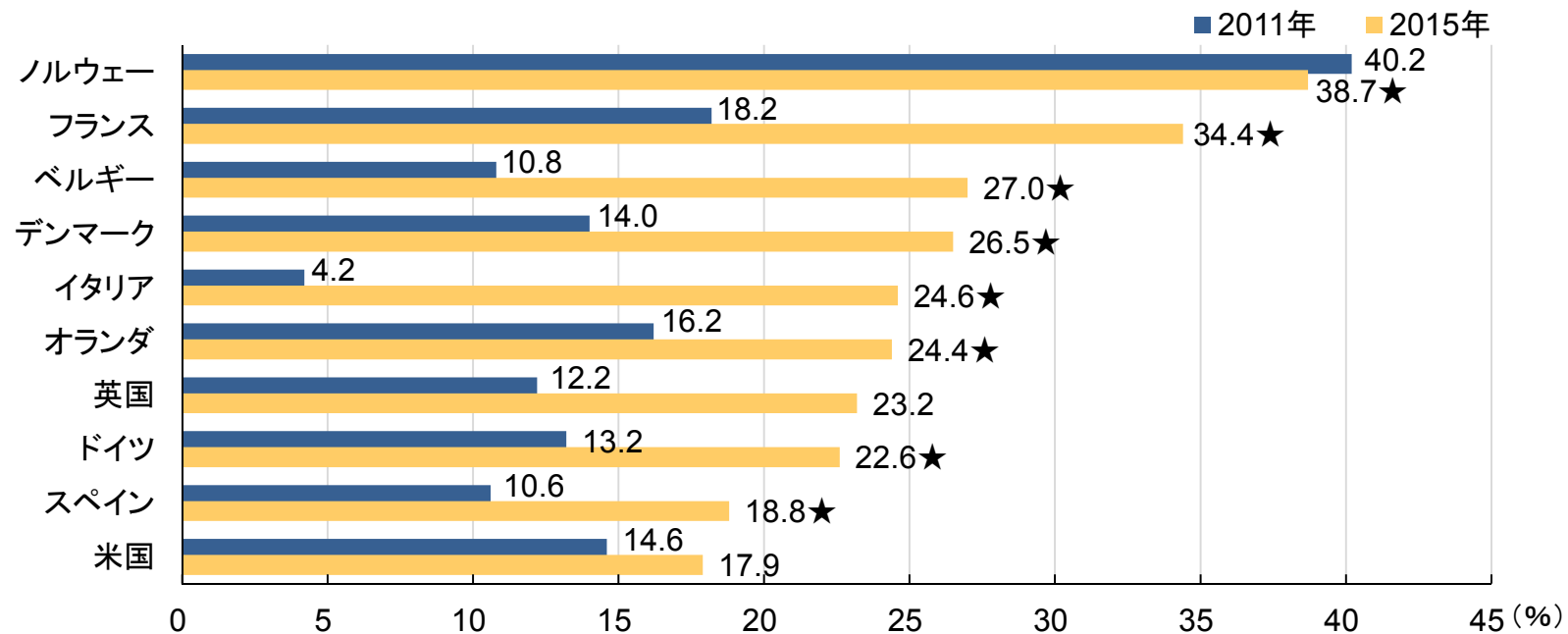


- (注) 1. 役員は、取締役、会計参与、監査役、指名委員会等設置会社の執行役
2. 原則として各年7月31日現在。調査対象はジャスダックを含む全上場企業(出所) 東洋経済新報社「役員四季報」(スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料に所収)

(3) 役員多様性 ～ 欧米主要国に比べ見劣りする女性の登用

- 欧米主要国における上場企業等の女性役員割合は20%台～30%台と、わが国を大きく上回る
 - 欧州では、法律等で一定以上の女性役員割合(30%以上、40%以上等)を求める「クオータ制(割当制)」を敷く国も多い
 - 米国や英国では、企業等による自主的な取り組みとして類似の対応を実施

諸外国の女性役員割合



(注) 1. ★は上場企業役員にクオータ制等を導入している国(2015)

2. EU加盟国は、「European Women on Boards, Gender Diversity on European Boards, 2016」による。

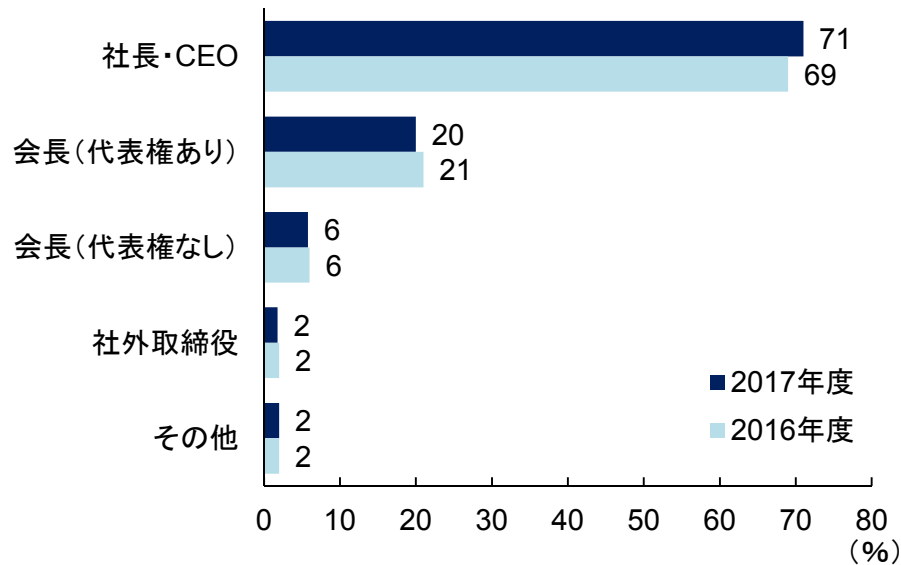
米国は、「2020 Women on Boards Gender Diversity Index of Fortune 1000 Companies」による

(出所) 内閣府男女共同参画局「平成28年度 女性リーダー育成に向けた諸外国の取組に関する調査研究(女性役員登用の閣議決定目標「2020年10%」達成に向けて)」

(4) 取締役会 ～ 社外取締役が議長を務めるケースは少数

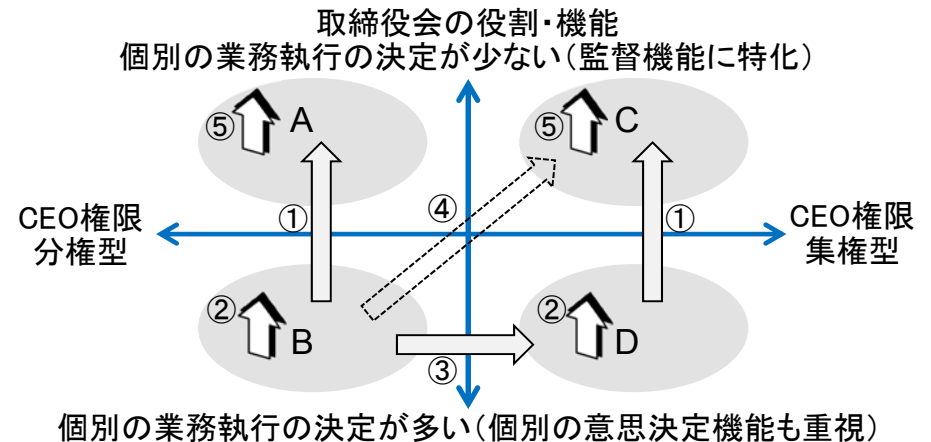
- 社長・CEO、あるいは会長が取締役会の議長を務める上場企業が大半
 - CGSガイドラインでは、とくに取締役会の監督機能を重視する企業(下右図の①⑤)の方向で取り組む企業)においては、「取締役会議長は、客観的な評価という観点から、業務執行者以外が務めることが望ましい」と指摘

取締役会の議長の属性



- (注) 1. 東証1部・2部上場企業を対象に、2016年8月～9月と2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は、2016年度調査が874社(有効回答率34.9%)、2017年度調査が941社(有効回答率36.6%)
2. 「取締役会での議論が不足している分野」については、当てはまる選択肢を上位3つまで選択。「取締役会の議論充実のための取り組み」については、複数回答可
- (出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期)第3回事務局資料、2018年2月22日)

取締役会の役割・機能に関する視点



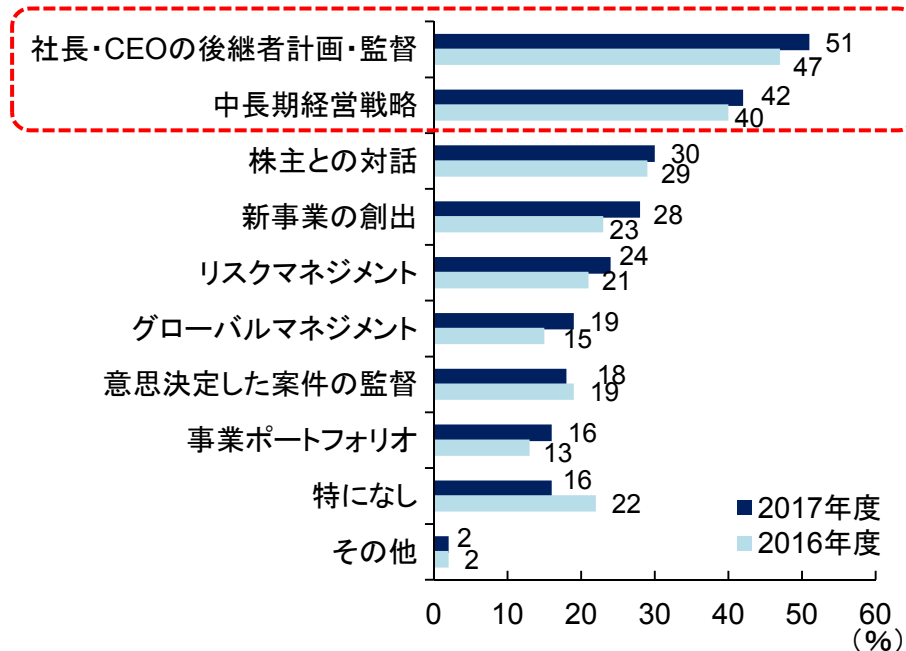
※縦軸は機能の強弱を示すものではなく、各象限において**監督機能を高める取組(矢印②⑤)**が必要

- (注) 「どのような会社、取締役会を目指すのか」を企業が検討する際の視点を整理したもの。取締役会のあり方については、個別の業務執行の決定の多少(縦軸)と、社長・CEOへの権限の集中度(横軸)により4つの象限に分けられるとした上で、いずれの象限においても、取締役会の監督機能を強化する取り組み(図中の②⑤)が必要としている
- (出所) 経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」(2017年3月策定、2018年9月改訂)

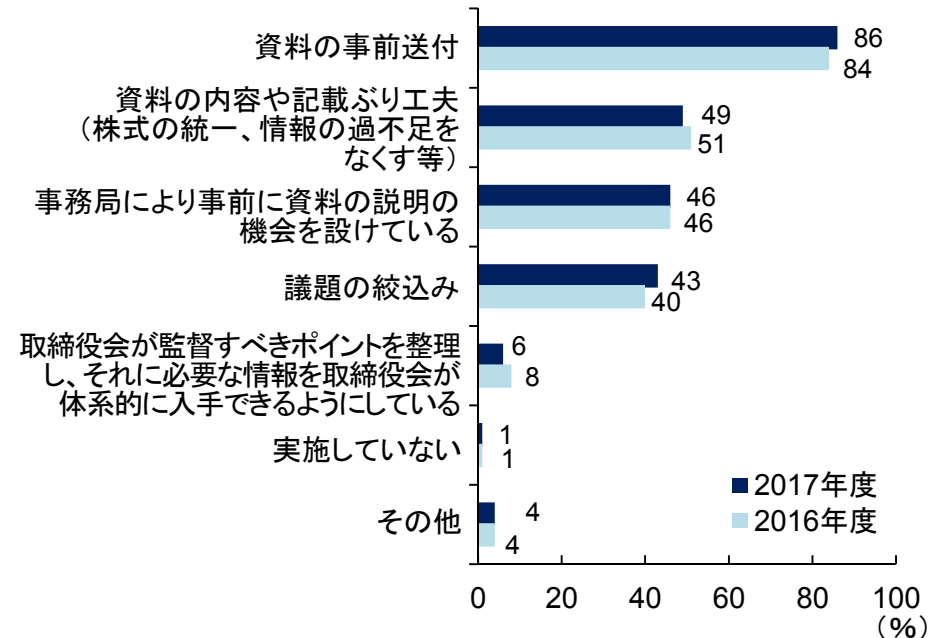
(4) 取締役会 ~ 経営トップの後継者計画や中長期経営戦略に関する議論が不足

- 取締役会での議論が不足している項目として目立つのは、経営トップの後継者計画や中長期経営戦略
- 取締役会の議論を充実させるための工夫として、資料の事前送付や議題の絞り込みなどに取り組む企業が多い

取締役会での議論が不足している分野



取締役会の議論充実のための取り組み



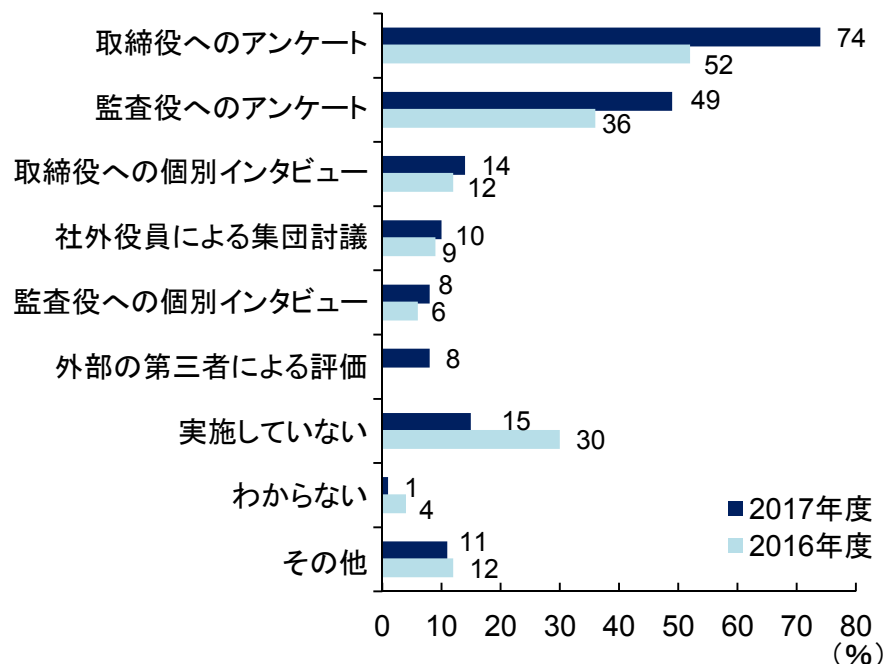
(注) 1. 東証1部・2部上場企業を対象に、2016年8月～9月と2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は、2016年度調査が874社(有効回答率34.9%)、2017年度調査が941社(有効回答率36.6%)

2. 「取締役会での議論が不足している分野」については、当てはまる選択肢を上位3つまで選択。「取締役会の議論充実のための取り組み」については、複数回答可(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

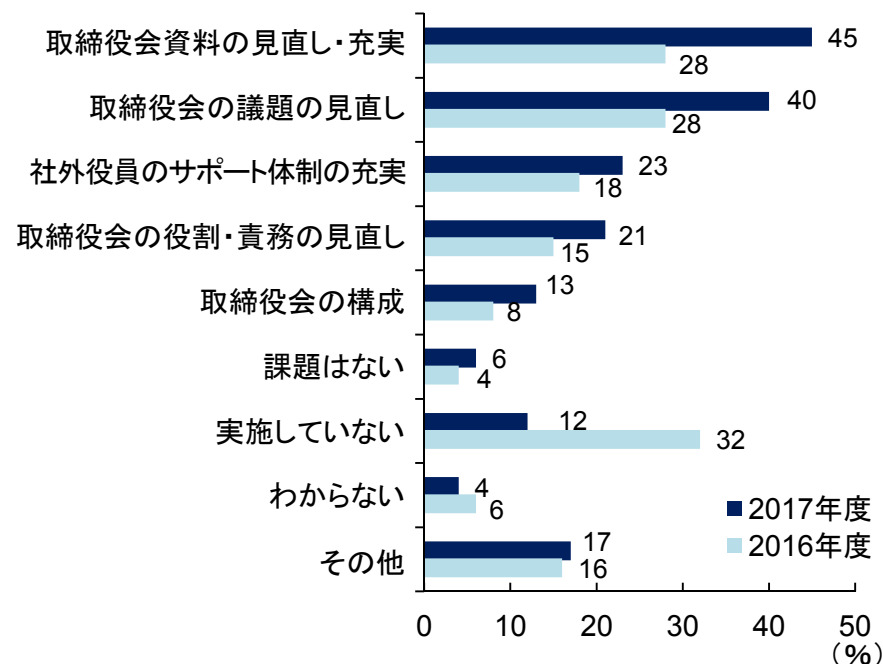
(4) 取締役会 ～ アンケートなどで実効性評価に取り組む企業も増加

- CGコードが求める取締役会の実効性評価は、多くの上場企業に浸透しつつある
 - ― 実効性評価の手法としては、取締役等へのアンケートが主流
 - ― 実効性評価によって抽出された課題として、資料の見直し・充実、議題の見直しなどを挙げる企業が多い

取締役会の実効性評価の手法



取締役会の実効性評価で抽出された課題



(注) 1. 東証1部・2部上場企業を対象に、2016年8月～9月と2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は、2016年度調査が874社(有効回答率34.9%)、2017年度調査が941社(有効回答率36.6%)

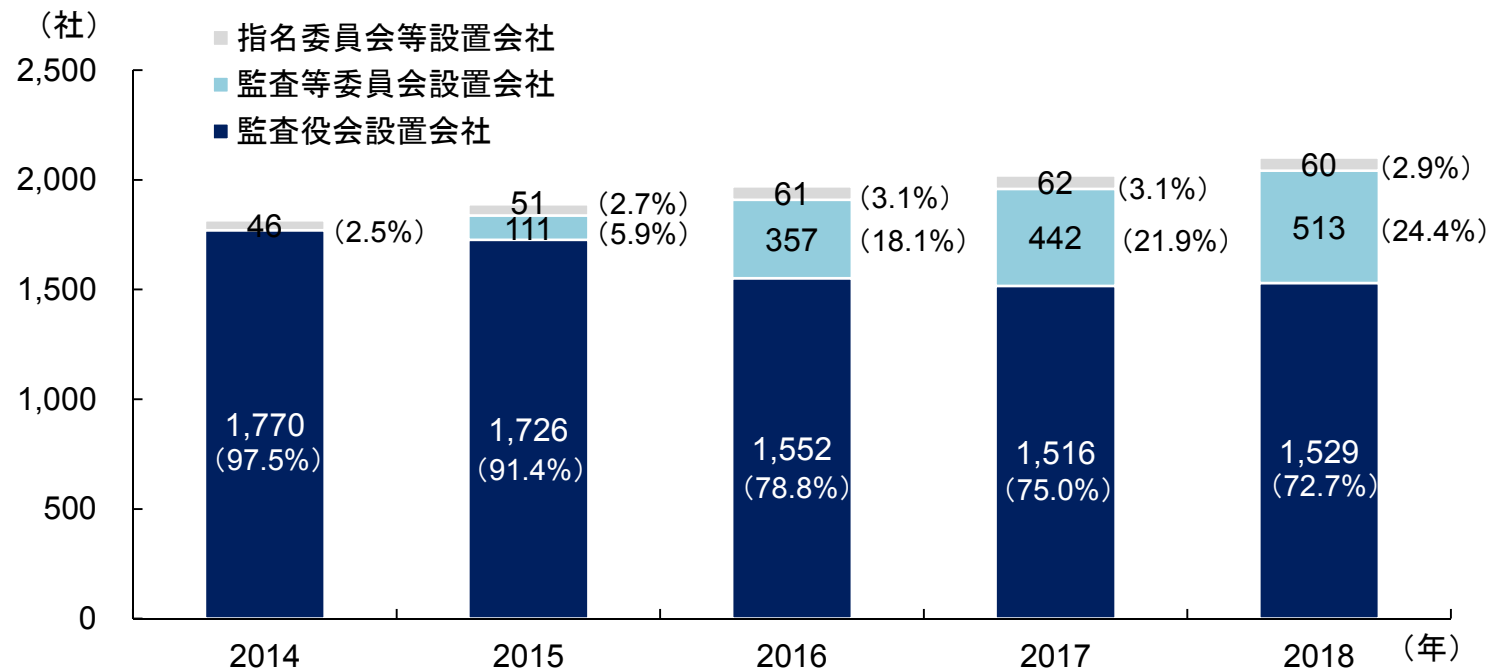
2. 「取締役会の実効性評価の手法」「取締役会の実効性評価で抽出された課題」ともに、複数回答可

(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期)第3回事務局資料、2018年2月22日)

(5) 組織形態 ～ 会社法で新設された監査等委員会設置会社への移行が増加

- 監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行する企業が増加
 - 監査役会設置会社のみでは、最低4名の社外役員が必要(社外監査役2名+社外取締役2名)
 - 監査等委員会設置会社へ移行して、社外監査役を社外取締役に横滑りさせ、重複感・負担感を解消するケースも
 - 監査役と取締役では果たすべき役割が異なるので、同一人物の横滑りが適切なのか疑問といった指摘あり

東証1部上場企業の組織形態



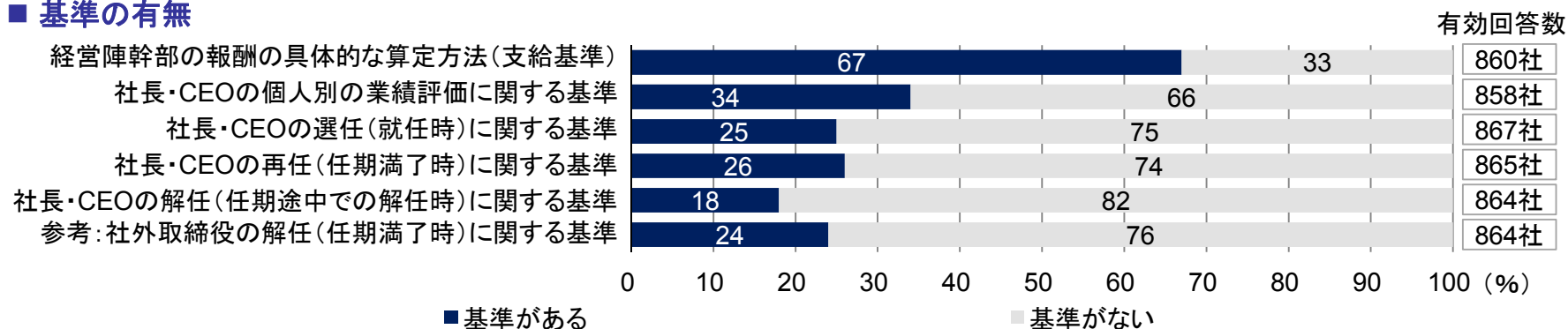
(注) 東証コーポレート・ガバナンス情報サービスを利用して、日本取締役協会が作成したもの。毎年8月1日に集計。()内は構成比
 (出所) 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(2018年8月1日)より、みずほ総合研究所作成

(6) 経営幹部～報酬基準は浸透しつつあるが、選解任基準の整備は一部にとどまる

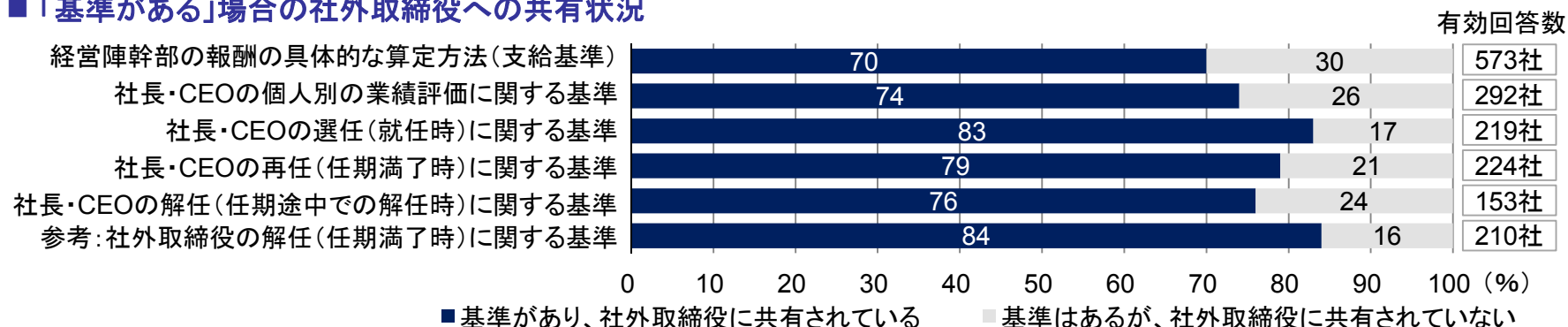
- 経営幹部の報酬に関する支給基準を有する企業は約7割に上る一方、経営トップの選解任基準を定める企業は少数派
- また、こうした基準が社外取締役役に共有されていない企業も一部存在。社外取締役の役割発揮の観点からは問題も

経営幹部の報酬や選解任等に関する基準の有無

■ 基準の有無



■ 「基準がある」場合の社外取締役への共有状況



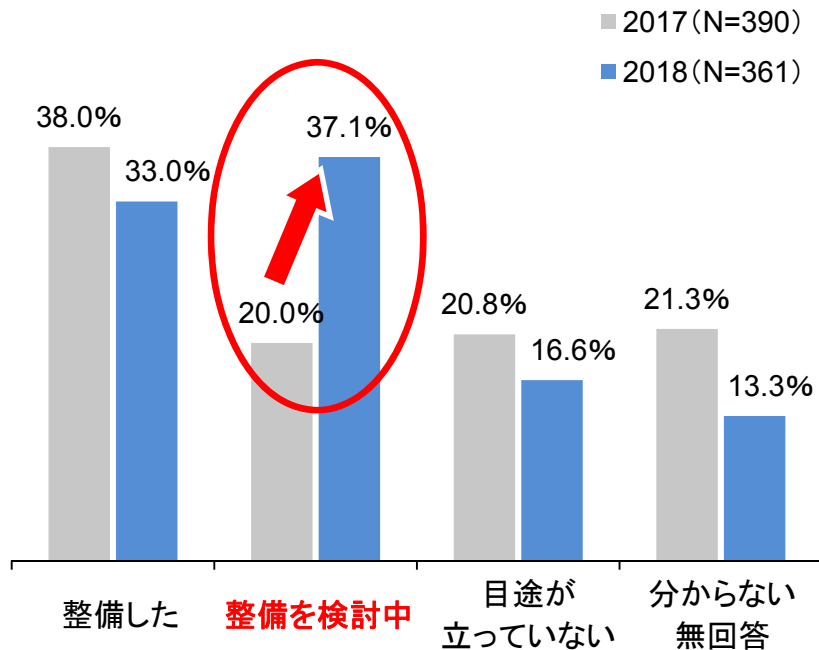
(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)

2. 経営幹部の報酬、業績評価、選解任に関する基準の有無、および社外取締役への共有状況について尋ねた質問に対する回答(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(6) 経営幹部 ～ 改訂CGコードの影響で、CEOの選解任基準の整備に前向きな動き

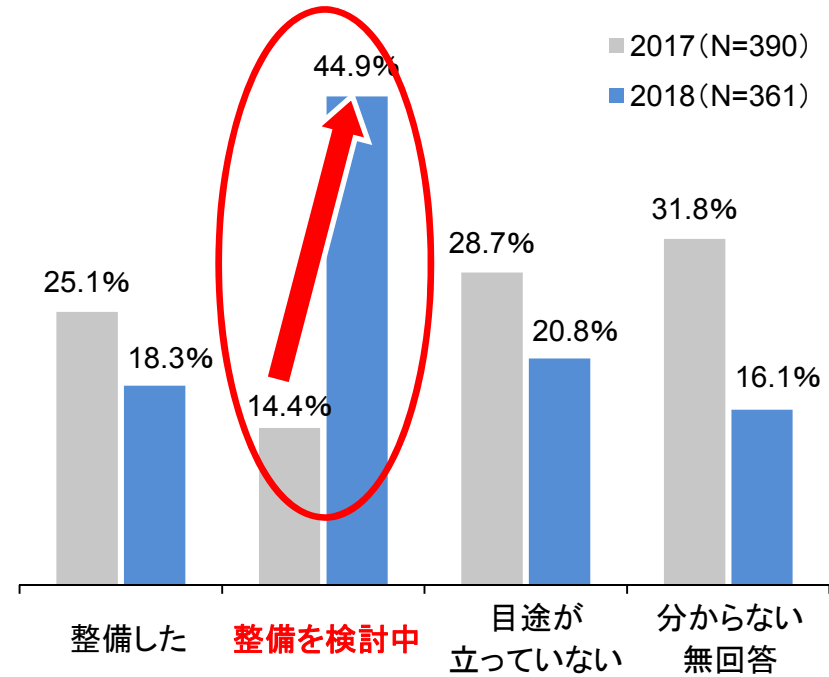
- 経営トップの選解任基準を有している企業でも、とくに解任基準については、その具体的な内容を開示している企業は少ない(KPMGによる)
- 一方、改訂CGコードの影響もあり、経営トップの選解任基準の整備を前向きに検討する企業が最近になって急増

CEOの選任基準の整備状況



(出所) エゴンゼンダー「企業統治実態報告書2018結果」(「ステeward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」(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料に所収)

CEOの解任基準の整備状況



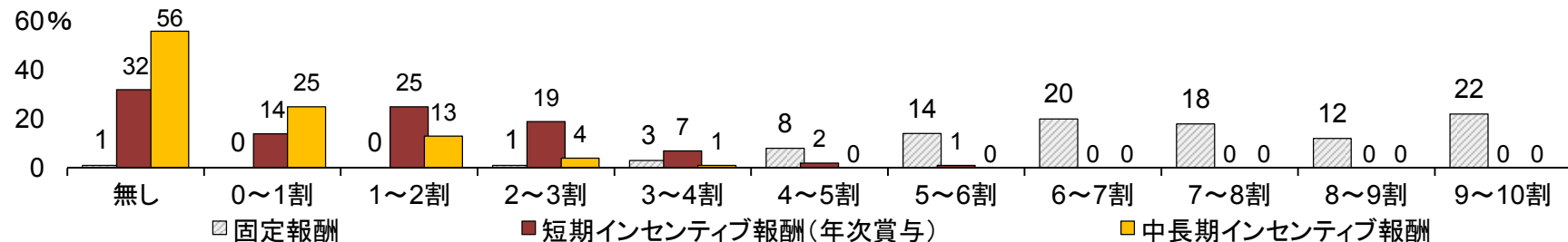
(出所) エゴンゼンダー「企業統治実態報告書2018結果」(「ステewardシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料に所収)

(6) 経営幹部 ～ 長期インセンティブ報酬は普及途上

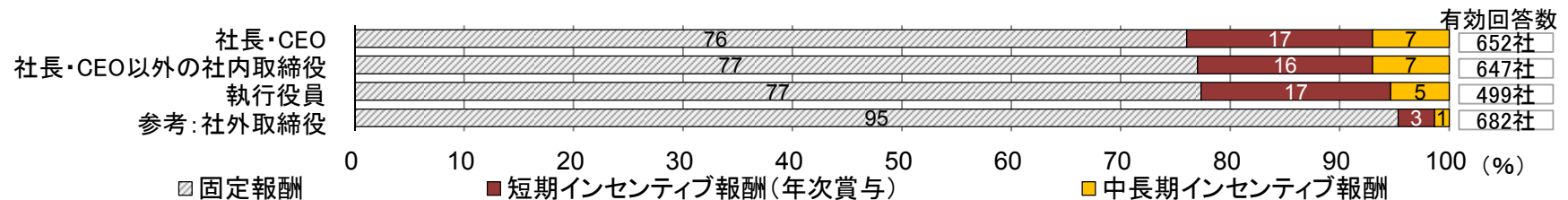
- 東証1部・2部上場企業を対象とした経済産業省のアンケート調査によると、経営トップの報酬において、短期インセンティブを組み込んでいる企業は68%。一方、中長期インセンティブを組み込む企業は44%と半数を下回る
- 同アンケートの全回答企業の報酬構成を単純平均すると、中長期インセンティブの割合は1割弱にとどまる
 - 売上高等1兆円以上の企業におけるCEOの長期インセンティブ比率を国際比較しても、日本企業は報酬全体の21%にとどまり、米国(71%)、英国(46%)、ドイツ(34%)、フランス(34%)に比べ低水準(ウイリス・タワーズワトソンの調査による)

報酬構成

■ 社長・CEOの報酬構成



■ 経営幹部の報酬構成(全回答企業の単純平均)



(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月~2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)

2. 経営幹部の報酬における、固定報酬、短期インセンティブ報酬(年次賞与)、中長期インセンティブ報酬の比率について尋ねた質問に対する回答

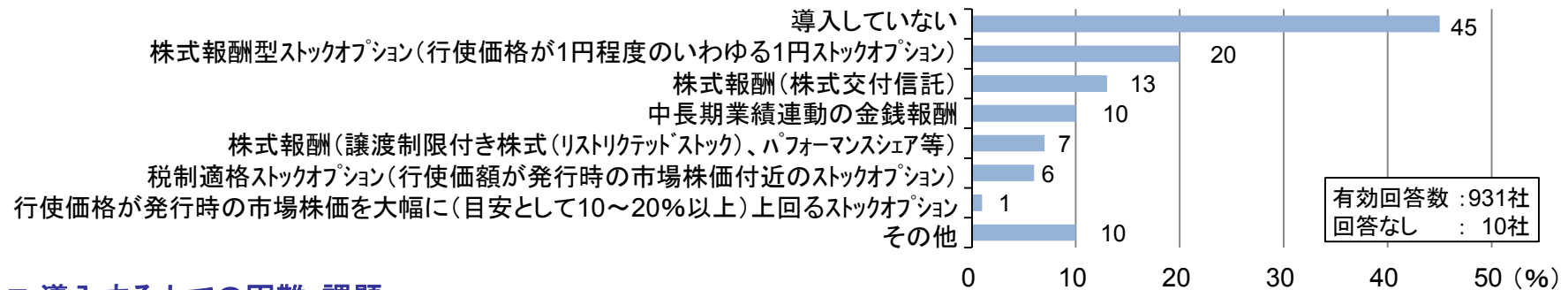
(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期)第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(6) 経営幹部 ～ 評価指標の設定が難しい長期インセンティブ報酬

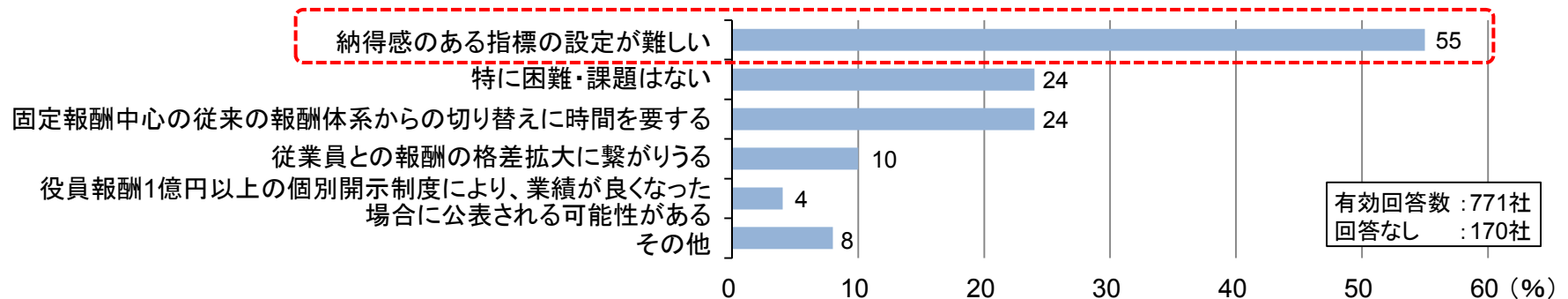
- 具体的な中長期インセンティブは、株式報酬型ストックオプションや株式交付信託、中長期業績連動の金銭報酬等が多い
- 他方で、多くの企業は、中長期インセンティブに関する適切なKPI(業績評価指標)の設定が難しいと考えている

経営幹部への中長期インセンティブ報酬

■ 導入状況



■ 導入する上での困難・課題

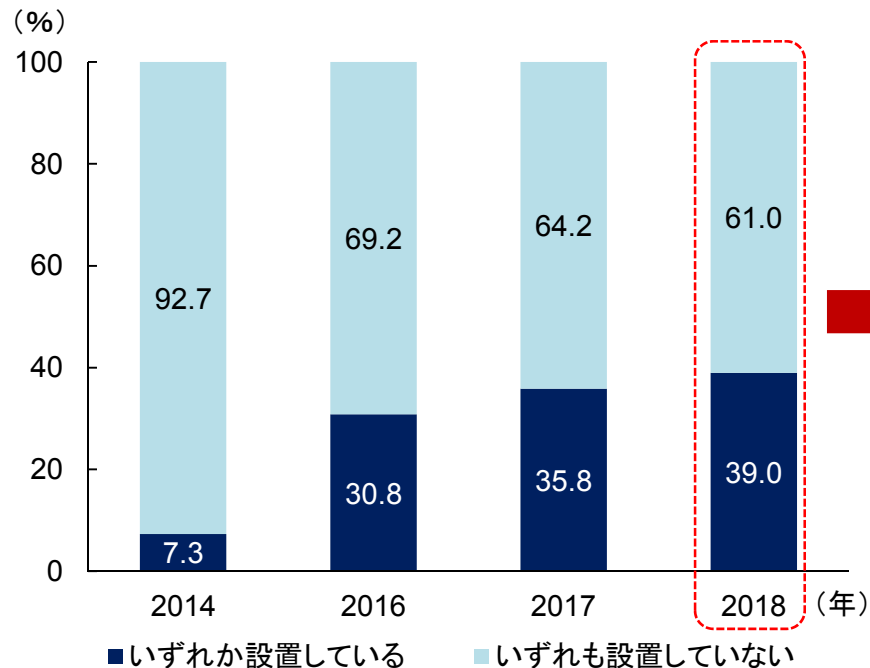


(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月~2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
2. 経営幹部への中長期インセンティブ報酬について、その導入状況や、導入する上での困難・課題を尋ねた質問に対する回答。ともに複数回答可
(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(7) 指名・報酬委員会 ～ 任意で設置する動きが活発に

- ガバナンス改革の流れを受けて、任意の指名委員会や報酬委員会を設置する動きが活発化
 - 指名・報酬委員会の両方もしくはいずれかを設置する上場企業は4割近くに

東証1部上場企業の指名・報酬委員会の設置状況



	監査役 設置会社	監査等 委員会 設置会社	指名委員会 等設置会社
指名・報酬の 両方を設置	492 (32.2%)	151 (29.4%)	60 法定 (100.0%)
指名のみ設置	15 (1.0%)	6 任意 (1.2%)	0 (0.0%)
報酬のみ設置	74 (4.8%)	21 (4.1%)	0 (0.0%)
どちらも 設置せず	948 (62.0%)	335 (65.3%)	0 (0.0%)
合計	1529 (100.0%)	513 (100.0%)	60 (100.0%)

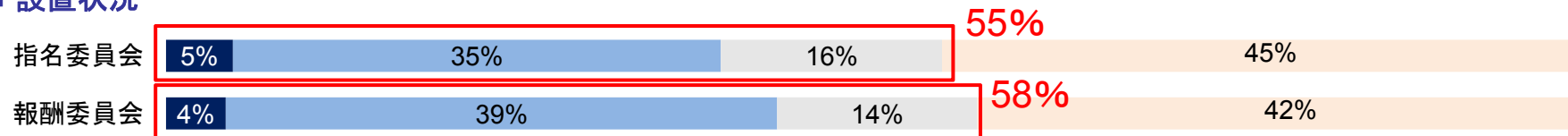
(注) 1. 監査役設置会社や監査等委員会設置会社が任意で設けた委員会に加えて、指名委員会等設置会社に義務付けられる法定の委員会も含む
 2. 2014年は東証コーポレートガバナンス白書より日本取締役協会が算出。2016年以降は、東証コーポレート・ガバナンス情報サービスを利用して、日本取締役協会が作成したもの。毎年8月1日に集計
 (出所) 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(2018年8月1日)より、みずほ総合研究所作成

(7) 指名・報酬委員会 ～「形式」から「実質」へ向けて一層の導入が望まれる

- 経済産業省のアンケート調査によると、指名・報酬委員会を設置している会社は約4割で、今後設置を検討中という会社を含めると過半数が設置の方向
- 指名・報酬委員会を設置していない会社のうち4割程度は、指名・報酬について社外者の関与・助言が不要と判断
 - 経済産業省・CGS研究会は、指名・報酬において社外取締役による監督機能の必要性に関する理解が必ずしも浸透していない点を、ガバナンス改革を「形式から実質へ」と深化させる上での重要課題として指摘

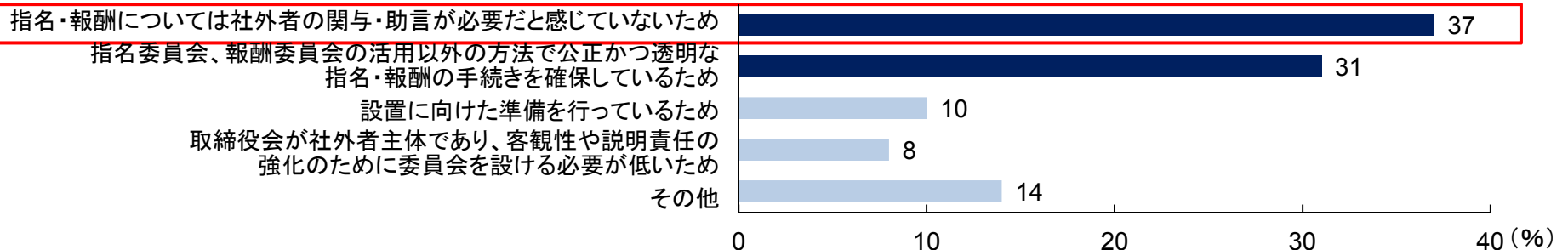
指名・報酬委員会

■ 設置状況



- 法定の委員会を設置している
- 任意の委員会を設置している
- 現在は設置していないが、今後設置することを検討中・検討する予定である
- 現在は設置しておらず、今後設置することも考えていない

■ 設置していない理由

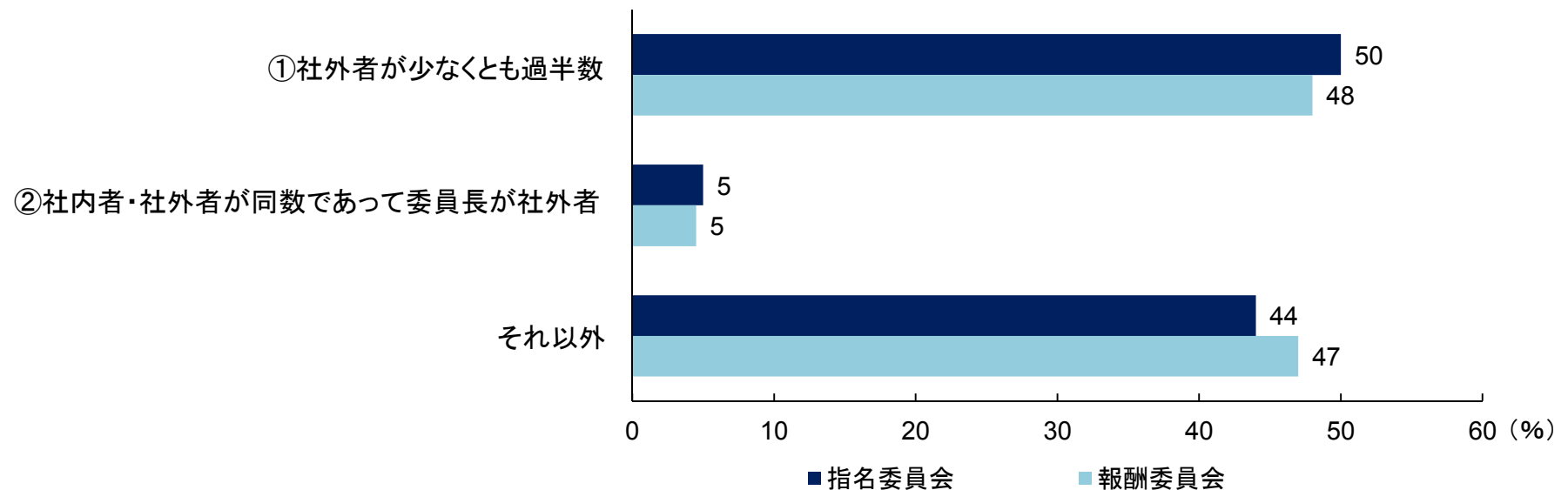


(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
 2. 「指名・報酬委員会を設置していない理由」は、2つの委員会を両方とも設置していない、または片方のみ設置している企業による回答(有効回答数545社)
 (出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期)第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(7) 指名・報酬委員会 ～ 社外者が主導する枠組みへ

- 指名・報酬委員会に関し、社外者主体の構成となっている企業が半数を超えるが、社内者主体の企業も4割以上存在
 - 2017年3月に経済産業省が策定した「CGSガイドライン」(コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針)は、委員会の構成について、①社外役員が少なくとも過半数、もしくは②社外役員と社内役員は同数で委員長が社外役員であることを検討すべきと提言

指名・報酬委員会の委員構成



(注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,569社)を対象に、2017年12月～2018年1月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)。回答数は941社(有効回答率36.6%)
2. 指名・報酬委員会を設置している企業(回答企業の4割弱)に対して、委員会の構成について尋ねたもので、有効回答数は、指名委員会が358社、報酬委員会が396社
(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)

(7) 指名・報酬委員会 ～ 指名委員会を有する企業ほど好業績

- 指名委員会を設置している企業では、企業規模や機関投資家保有比率等をコントロールした上でも、ROAの伸びが有意に大きい傾向(経済産業省の分析による)
- また、指名委員会で社長・CEOの指名まで議論している企業では、この傾向がより強まる(係数が大きい)

指名委員会の設置と業績(ROAの伸び)の関係

	指名委員会の有無に着目した分析			指名委員会の実質にも着目した分析		
	係数	t値	P値	係数	t値	P値
切片	0.029	0.063	0.950	0.040	0.086	0.932
負債資本倍率	-1.136	-4.020	0.000 ***	-1.132	-4.003	0.000 ***
総資産額(対数)	0.077	0.731	0.465	0.074	0.706	0.480
機関投資家保有比率	0.003	0.840	0.401	0.003	0.831	0.406
外国人投資家保有比率	0.004	0.571	0.568	0.004	0.566	0.572
オーナー企業ダミー	-0.188	-1.059	0.290	-0.186	-1.042	0.298
親会社のある企業ダミー	-0.211	-0.956	0.340	-0.208	-0.943	0.346
2013-14のROA	-0.165	-8.489	0.000 ***	-0.165	-8.459	0.000 ***
指名委員会設置ダミー	0.291	2.272	0.023 **	有意		有意
指名委員会を設置し、社長・CEOの指名の議論をしているダミー				0.311	2.176	0.030 **
指名委員会を設置しているが、社長・CEOの指名の議論は行っていないダミー				0.245	1.259	0.208
社外取締役過半ダミー	-0.184	0.688	0.492	-0.181	-0.678	0.498 有意でない
取締役会での後継者計画の議論が不足しているダミー	-0.292	2.722	0.007 ***	-0.292	-2.721	0.007 ***
社員・CEO経験者の相談役・顧問の有無ダミー	-0.286	2.441	0.015 **	-0.285	-2.432	0.015 **

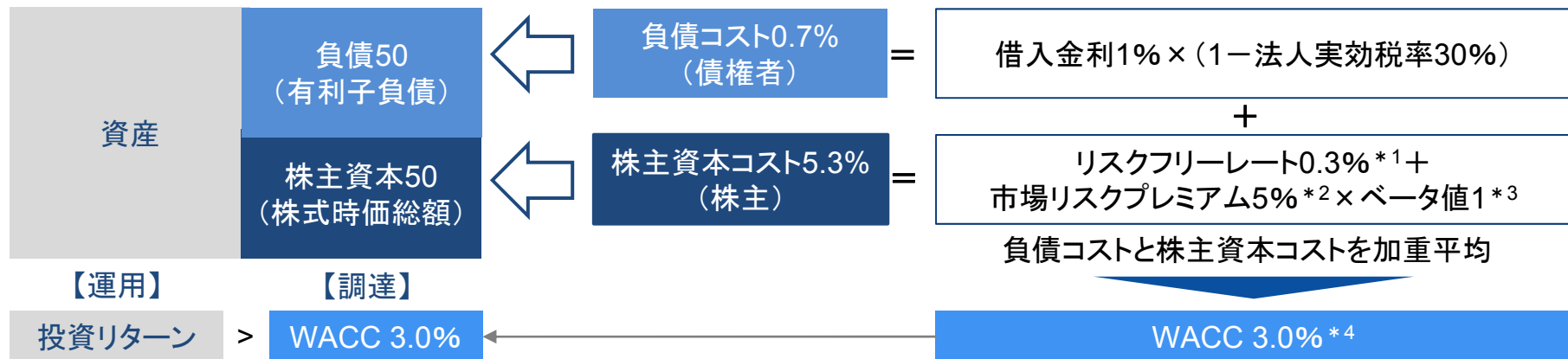
- (注) 1. 東証1部・2部上場企業(計2,502社)を対象に、2016年8月～9月に経済産業省が実施したアンケート調査(大手監査法人に委託)の結果を利用した経済産業省による分析。本アンケート調査の回答数は874社(有効回答率34.9%)
2. 被説明変数は、コーポレート・ガバナンス・コード導入以前の業種調整済みROA(2013～14年の2年平均)と業種調整済みの直近のROA(2016～17年の2年平均)の差分を%ポイントで表したものである。ROAが極端に大きい、または小さい上下2%の企業はそれぞれ除外している
3. 業種調整については、各企業のROAと、東証33業種ごとのROAの中央値の差分の値を用いることで調整している
4. 「オーナー企業ダミー」は、オーナー系が10%以上の株式を保有している場合に1、そうでなければ0としている。それ以外のダミー変数は、それぞれ該当していれば1、そうでなければ0としている
5. P値の右に示される*印は、有意水準の程度を示している

(出所) 経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」(CGS研究会(第2期) 第3回 事務局資料、2018年2月22日)より、みずほ総合研究所作成

(8) 資本コスト ～ 改訂CGコードで重視された概念

- 改訂CGコードは、企業に対し、資金提供者の求めるリターン水準を「資本コスト」として認識することの重要性を強調
- 資本コストとは、外部から調達する「資金」のコスト。有利子負債にかかる「負債コスト」、株主からの期待収益率である「株主資本コスト」、それらを資本構成によって加重平均した「WACC」(加重平均資本コスト)に大別される
 - 資本コストを「WACC」で捉える場合、ROIC(投下資本利益率)などの指標で表される投資リターンがWACCを上回る必要
 - また、株主の立場からみると、エクイティ・スプレッド(ROE－株主資本コスト)が少なくともプラスであることが重要

資本コストの考え方とWACCの算出イメージ(数値は仮定値)



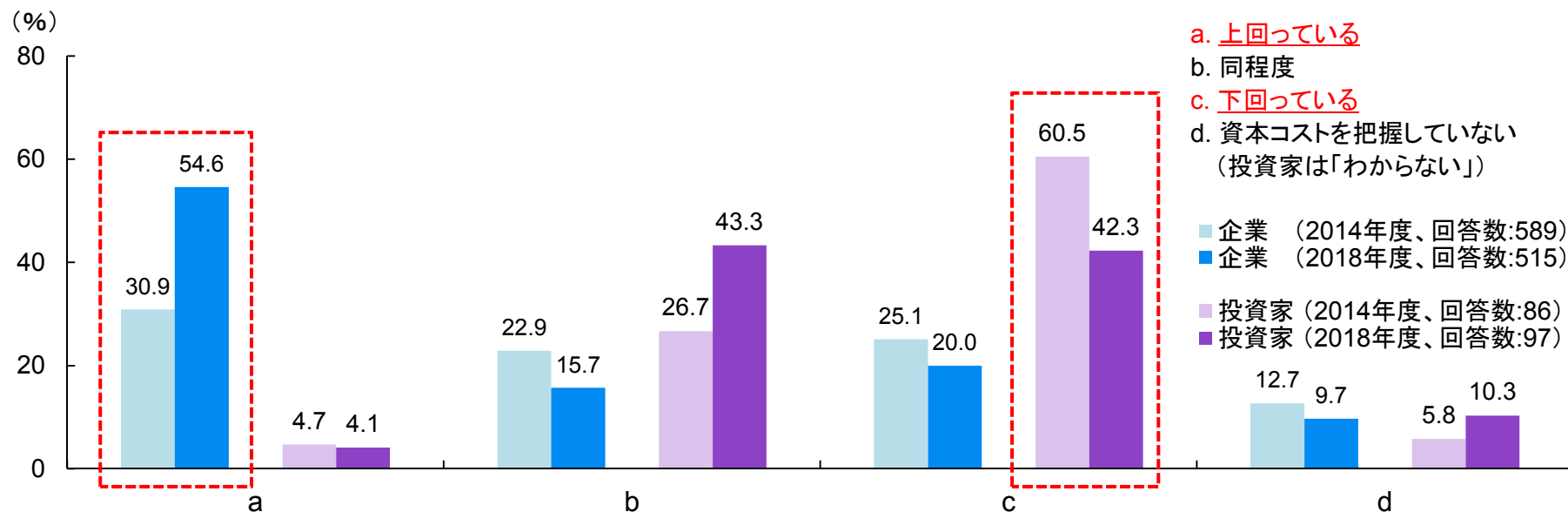
(出所) みずほ信託銀行コンサルティング部作成

- *1 無リスク利率といわれ、国債利回りを用いることが一般的
- *2 株式市場への投資から得ようとする期待利回り
- *3 株式市場全体が変動した時に、当該株式がどの程度変動するかを示す値
- *4 加重平均後: 負債コスト0.35% + 株主資本コスト2.65%の合計値

(8) 資本コスト～ROEが資本コストを上回るかどうかで企業と投資家の認識ギャップも

- 資本コストに対する企業の認識は、近年高まりつつある状況
 - 日本IR協議会「IR活動の実態調査(2018年)」によると、自社の資本コストの水準を認識している企業の割合はほぼ半数の49%で、このうち66.5%(全体の3割強)がエクイティ・スプレッドを意識している
- しかし実際には、資本コストと比べたROEの水準について、企業と投資家との認識ギャップはいぜん大きい
 - 企業の多くは、自社のROEが資本コストを「上回っている」と認識する一方、投資家の多くは「同程度」もしくは「下回っている」と認識

ROEが資本コストを上回っているかどうかに関する認識(企業・投資家)

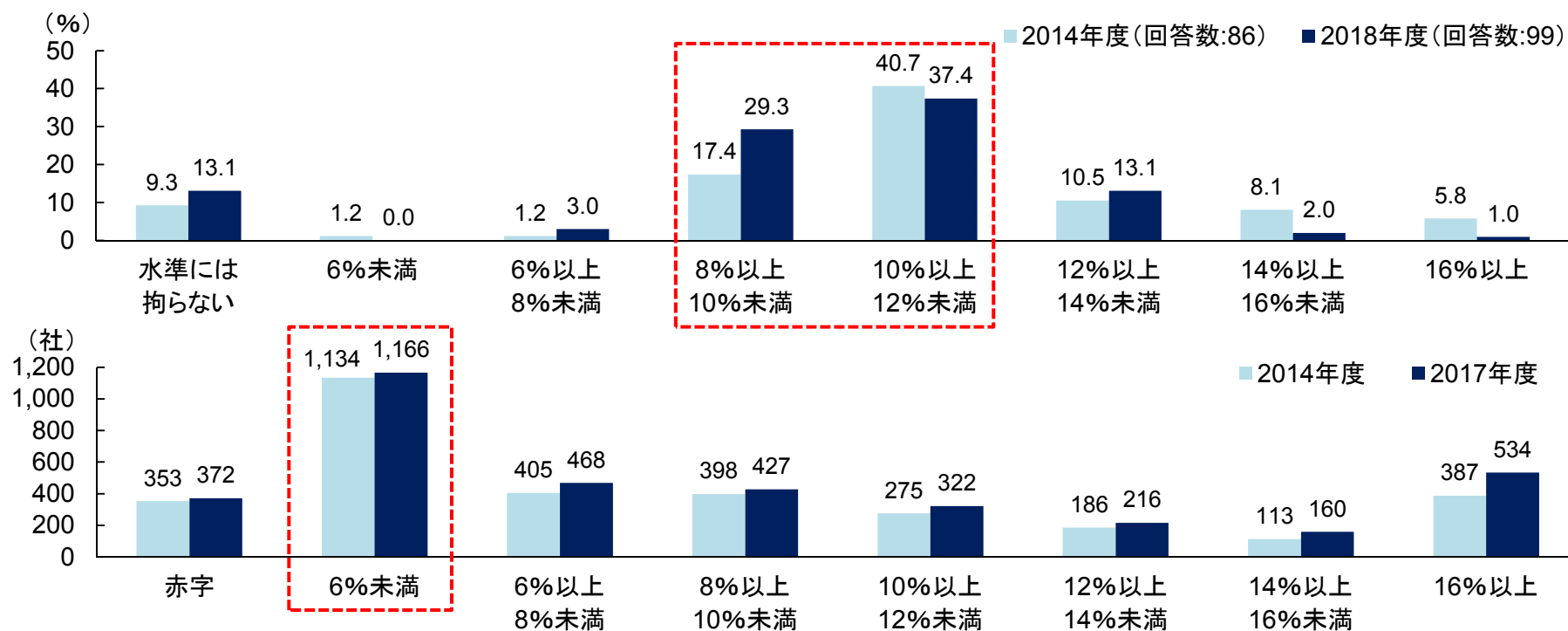


(注) 調査実施時期は、各年10月～11月 (出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(平成26年度調査、平成30年度調査)より、みずほ総合研究所作成

(8) 資本コスト ～ 投資家と企業の対話を通じて、資本コストを上回るROEの実現へ

- ROEについて、投資家が中長期的に求める水準(8～12%程度)と、企業の実態(ボリュームゾーンは6%未満)には乖離
- ROEが低水準にとどまる企業としては、投資家との対話等を通じて、まずは投資家の要求収益率である資本コストをしっかりと分析・把握した上で、ROEの目標値を設定し、その達成を目指して収益性を高めることが期待される

投資家が考える中長期的に望ましいROE水準(上段)／日本企業のROEの分布(下段)



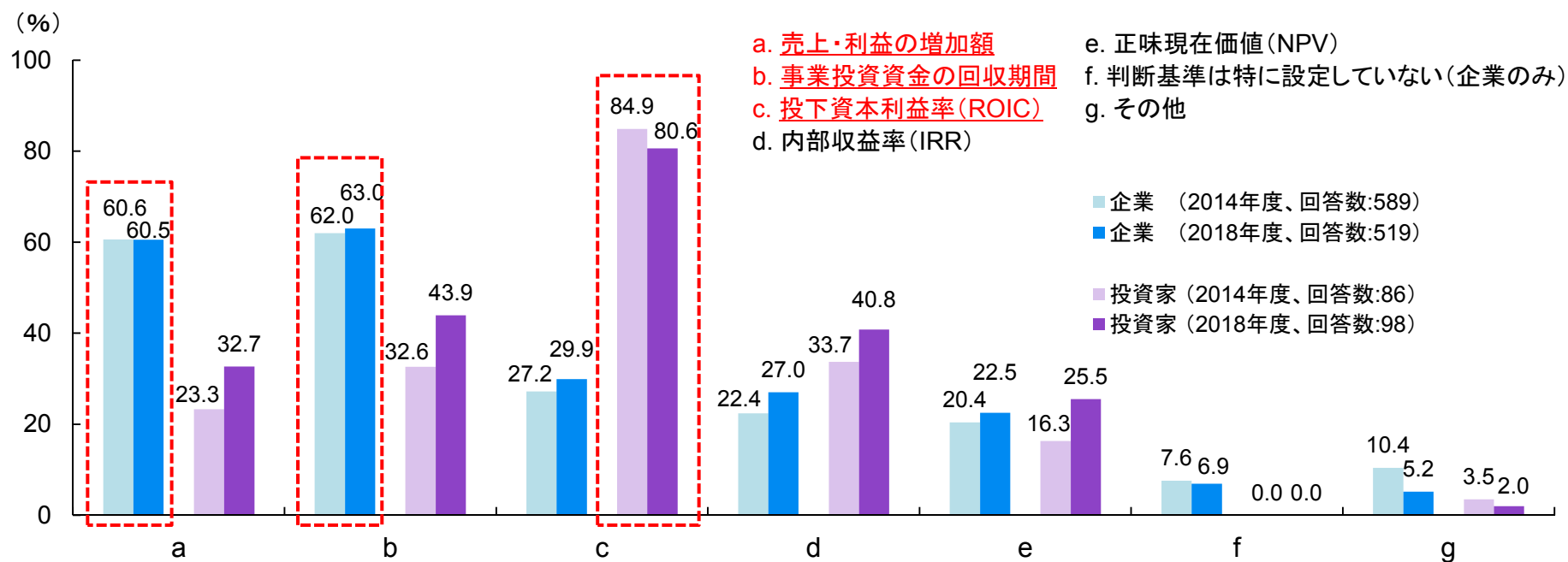
(注) 上段の調査実施時期は、各年10月～11月。下段は、生命保険協会調べ(上場企業、赤字企業含む、金融除く)

(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(平成26年度調査、平成30年度調査)より、みずほ総合研究所作成

(8) 資本コスト ~ 企業による投資判断基準として有用性の高いROIC

- 企業が投資の意思決定をする際の判断基準として、投資家の多くは「ROIC」(投下資本利益率)が適切と考える
 - ROIC(=税引後営業利益/(有利子負債+自己資本))のメリットは、事業単位での評価がしやすい点
- これに対し、企業側は、「売上・利益の増加額」や「事業投資資金の回収期間」を重視する姿勢が根強い
 - 一方で近年では、経営の重要指標としてROICを活用する企業も増加(オムロン、ニコン、三菱ケミカルHD等)

投資の意思決定時の判断基準として重視している指標(企業)・適切だと思われる指標(投資家)



(注) 調査実施時期は、各年10月~11月 (出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(平成26年度調査、平成30年度調査)より、みずほ総合研究所作成

(9) 政策保有株式 ～ 大手銀行による縮減の動きが先導

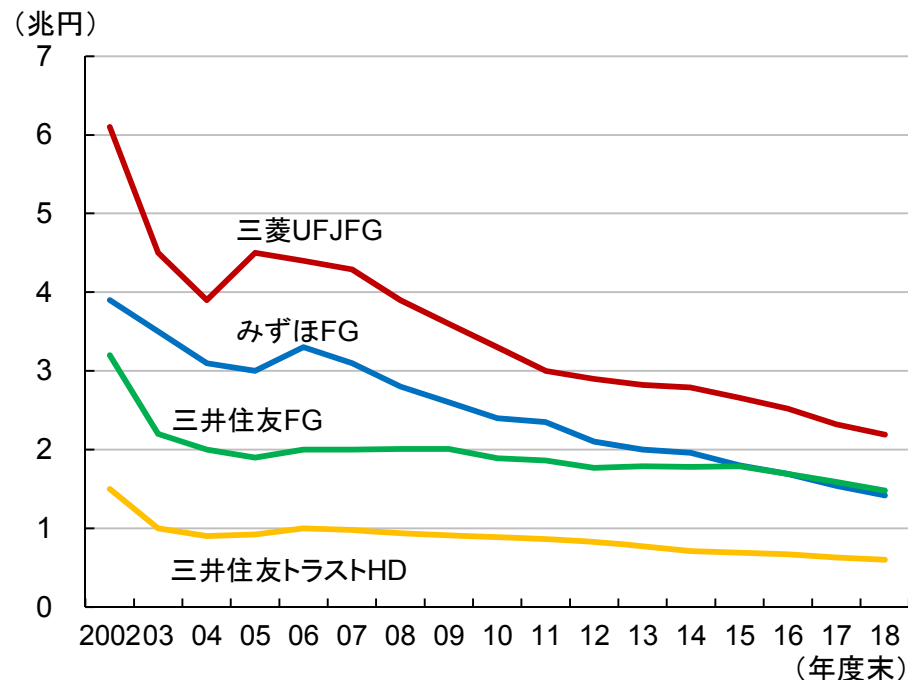
- いわゆる持ち合い株式を含む政策保有株式は、日本企業の資本効率を低下させている一因との指摘あり
- CGコードの導入以降、3メガバンクグループ等が政策保有株式の削減目標を公表するなど、縮減に向けた動きが鮮明に

メガバンク等の政策保有株式の縮減目標

	保有残高 〔取得原価〕	当面の削減 目標額	期間
三菱UFJ	2.8兆円 (2014年度末)	8,000億円 (約3割)	5年程度
みずほ	2.0兆円 (2014年度末)	5,500億円 (約3割)	3年半程度
三井住友	1.8兆円 (2014年度末)	5,000億円 (約3割)	5年程度
三井住友 トラスト	0.7兆円 (2015年度末)	2,000億円 (約3割)	5年程度

(注) 1. 各社公表資料に基づき、金融庁が作成したもの
 2. 削減目標額と期間の公表時期は、三菱UFJ、みずほ、三井住友が2015年11月、三井住友トラストが2016年5月
 (出所) 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(第11回、2017年10月18日)事務局説明資料より、みずほ総合研究所作成

メガバンク等の政策保有株式の保有状況の推移

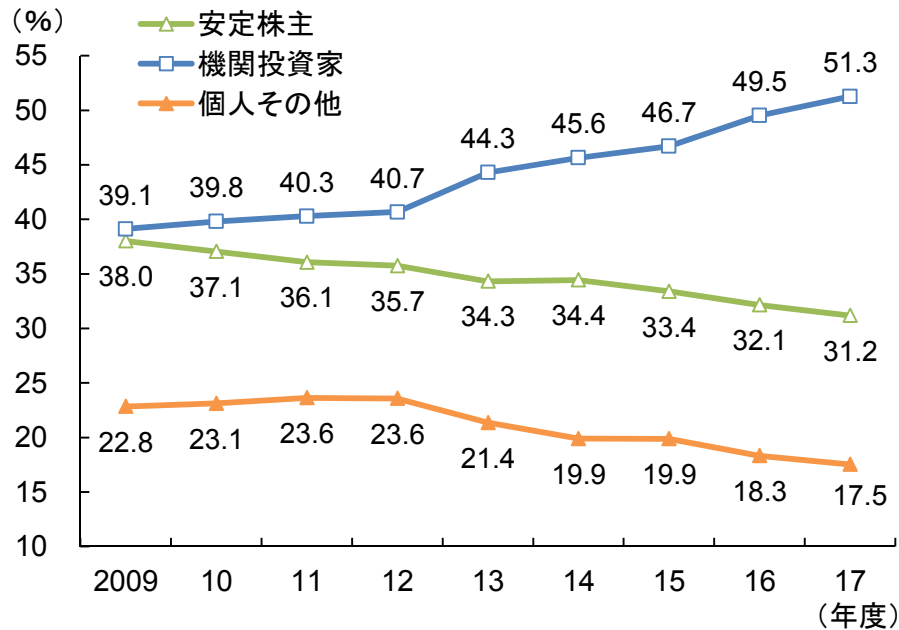


(注) その他保有目的で時価がある株式の取得原価ベースの価額
 (出所) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第11回、2017年10月18日)事務局説明資料等より、みずほ総合研究所作成

(9) 政策保有株式 ～ 事業法人における縮減ペースは緩やか

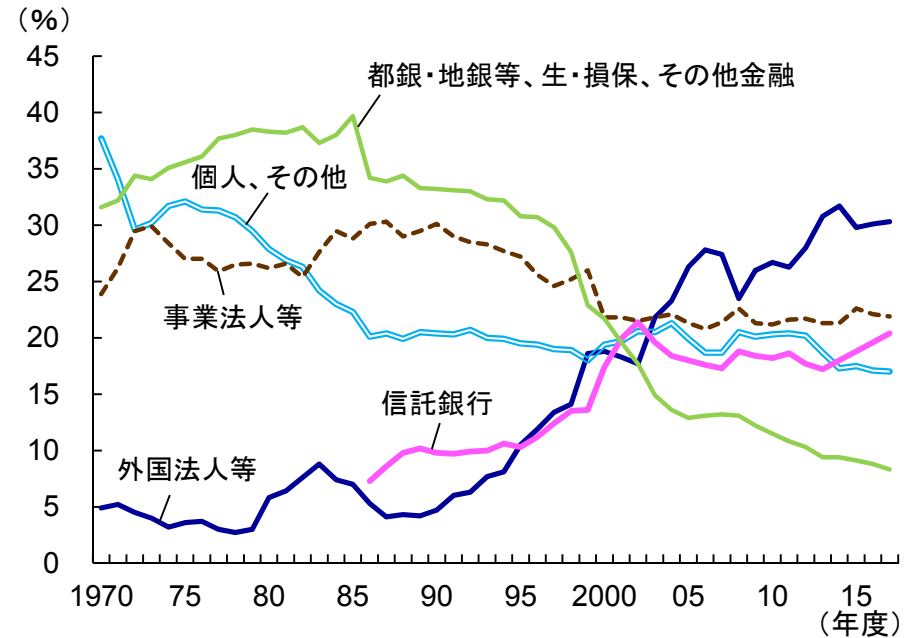
- 政策保有株式の議決権に占める比率は減少しつつあるものの、事業法人間等での縮減ペースは緩やか
- 改訂CGコードでは、とくに事業会社を念頭において、政策保有株式の縮減を促す記述に修正

安定株主と機関投資家の株主構成(議決権ベース)



(注) 1. 安定株主：政府・地方公共団体、銀行、保険会社、事業会社
 機関投資家：国内年金、国内投信、外国法人(提携先を除く)
 2. 支配株主がいる会社を除いた日経225銘柄について、議決権ベースの比率を計算
 (出所) 日本投資環境研究所作成(「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」(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料に所収)

主要投資部門別の株式保有比率

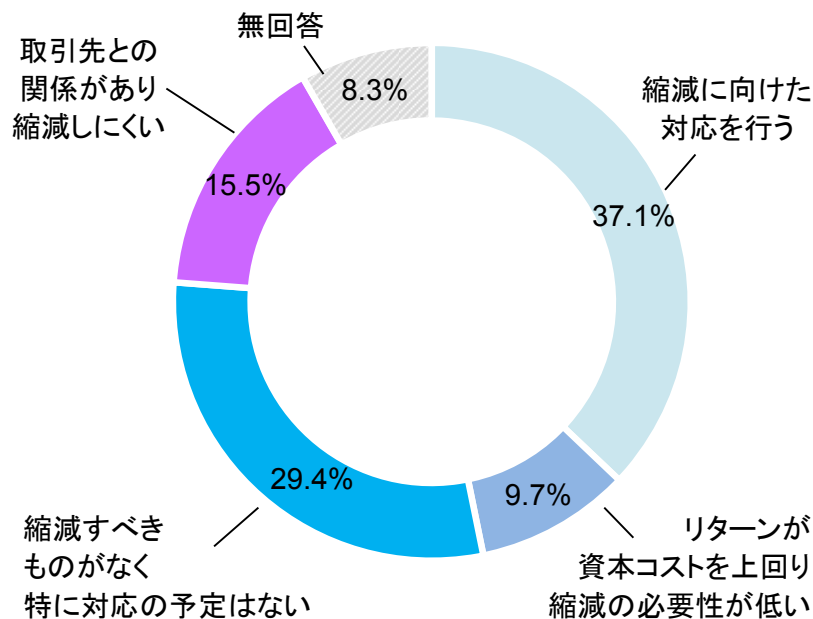


(注) 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる
 (出所) 東京証券取引所等
 「2017年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」

(9) 政策保有株式 ～ CGコード改訂を通じて縮減の必要性への認識は高まる

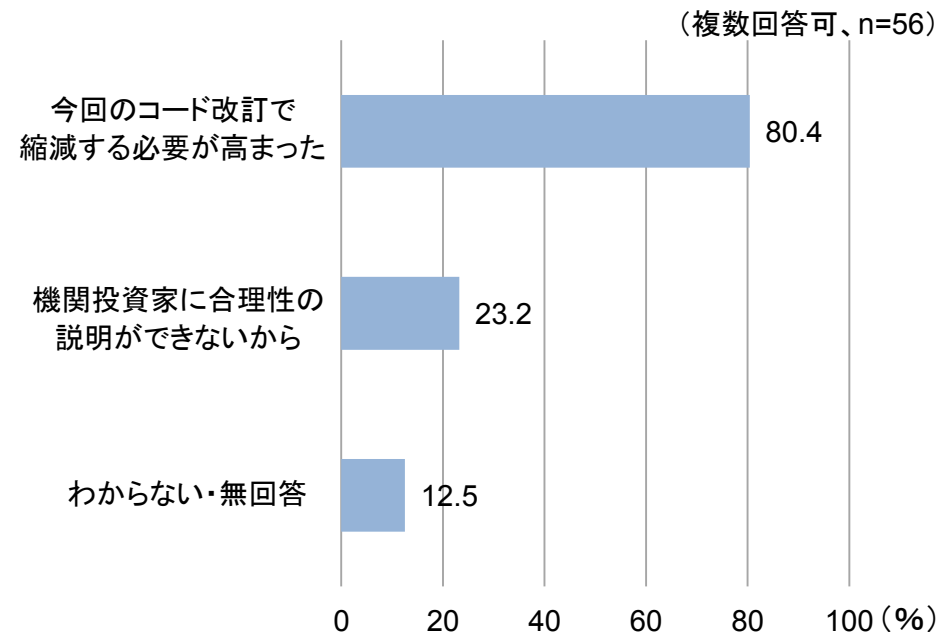
- 2018年11月のフォローアップ会議で紹介されたアンケート調査によると、政策保有株式について「縮減に向けた対応を行う」とする企業は4割弱にとどまる
- CGコードの改訂によって、縮減の必要性を認識するようになった企業も一定程度存在するが、取引先との関係がいぜんネックとなっている現状

企業の政策保有株式に関する対応方針



(出所) エゴンゼンダー「企業統治実態報告書2018結果」(「ステュワードシップ・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」(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料に所収)

縮減が必要な理由(左図で「縮減しにくい」とした企業)



(出所) エゴンゼンダー「企業統治実態報告書2018結果」(「ステュワードシップ・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」(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料に所収)

(9) 政策保有株式 ～ 情報開示も拡充へ

- 政策保有株式について、有価証券報告書での開示内容が拡充へ(内閣府令の改正により2019年3月期より適用予定)
- 一部の議決権行使助言会社では、持ち合い関係がある企業の出身者については、独立性を有する役員(取締役・監査役)とみなさない方針

内閣府令改正後の開示イメージ

- 純投資目的の投資株式とそれ以外の目的の投資株式(政策保有株式)の区別の基準や考え方
- 政策保有株式の保有方針、保有の合理性を検証する方法
- 政策保有株式の個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容
- 政策保有株式の銘柄数、B/S計上額の合計額
(非上場株式とそれ以外の株式に区分して記載)
- 株式数が増加した銘柄数・取得価額の合計額・増加の理由、株式数が減少した銘柄数・売却価額の合計額
- 政策投資株式の個別銘柄(非上場株式以外)

銘柄	(当事業年度) 株式数 B/S計上額	(前事業年度) 株式数 B/S計上額	保有目的・効果* 相手方の保有の有無 株式数増加の理由
A	XXXXXXX	XXXXXXX
B	XXXXXXX	XXXXXXX
⋮			

60 銘柄

* 戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果(記載出来ない場合にはその旨と保有の合理性の検証方法)も含めて具体的に記載

- 純投資目的の株式の銘柄数、B/S計上額、受取配当金、売却損益、評価損益それぞれの合計額、保有目的を変更した銘柄の株式数、B/S計上額

(注) 赤字は従来からの変更箇所

(出所) 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
(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料

グラスルイスの独立性基準による役員分類

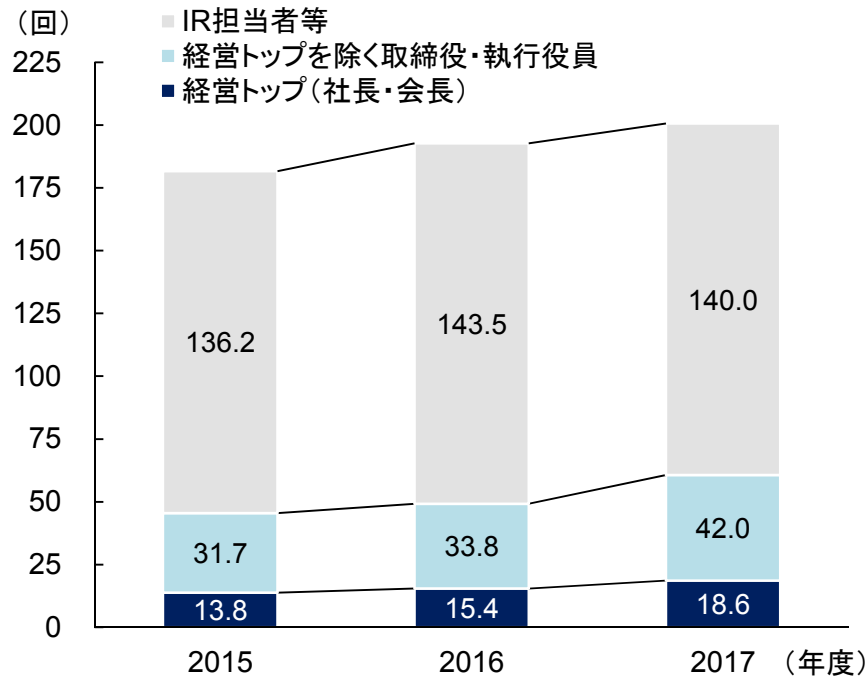
役員の種類	定義
独立役員	利益相反が生じるおそれのある要因がない役員の事。例えば、当該会社またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社の関係者との親族関係などがなく、さらに、当該会社の主要借入先の関係者、10%以上の株式保有またはその関係者でない役員。
非独立役員	一般株主と著しく利害関係を異にする特定の利益相反が生じるおそれがある役員の事。例えば、当該会社またはその子会社や関連会社との重要な取引、またはその重要な取引先との雇用関係、当該会社の関係者との親族関係のいずれかがある場合、あるいは当該会社の主要借入先の関係者、10%以上の株式保有またはその関係者である場合、さらに、 当該企業との株式持ち合い関係がある企業との関係が判明した場合、当該役員を非独立と判断する。
社内役員	当該企業またはその子会社の業務執行取締役、執行役またはその他使用人である者。当該企業の親会社または親会社の子会社の業務執行取締役、執行役またはその他使用人である者。社外役員の指定がない役員は、社内役員とみなす。

(出所) グラスルイス「2018 GUIDELINES : An Overview of the GLASS LEWIS Approach to Proxy Advice JAPAN 日本語版」

(10) 投資家のスチュワードシップ活動 ～ 企業との対話の回数は増加

- 投資家と企業の対話では、回数が増加し、経営幹部による関与も徐々に強まりつつある
- 多くの運用会社は、選別投資先の全ての企業、あるいは投資先のうち個別に必要と判断した企業との間で対話を実施

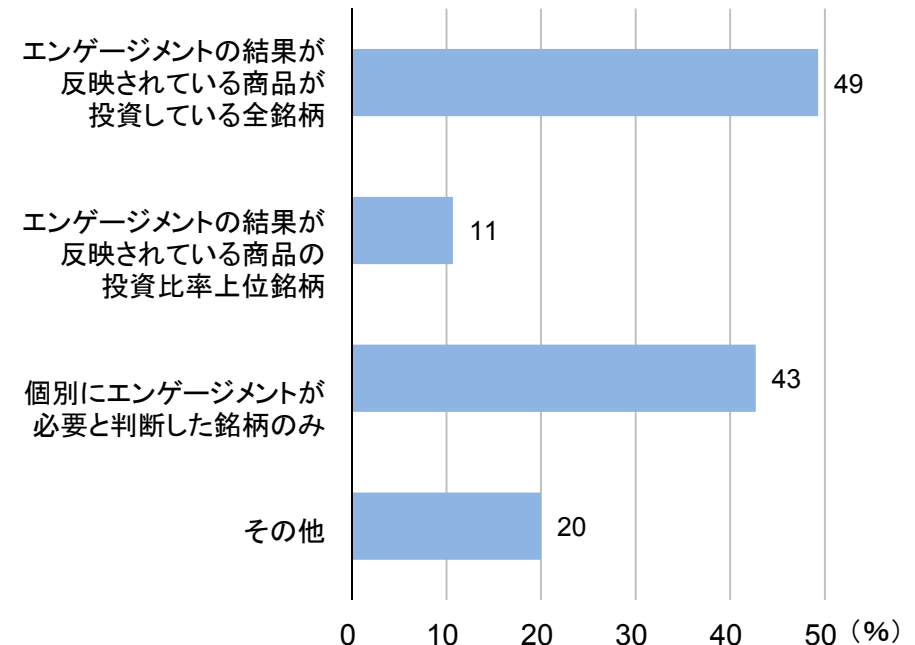
対話の年間平均実施回数(企業)



(注) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(各年度版)より金融庁作成

(出所) 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(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料

運用会社がエンゲージメントの対象としている銘柄



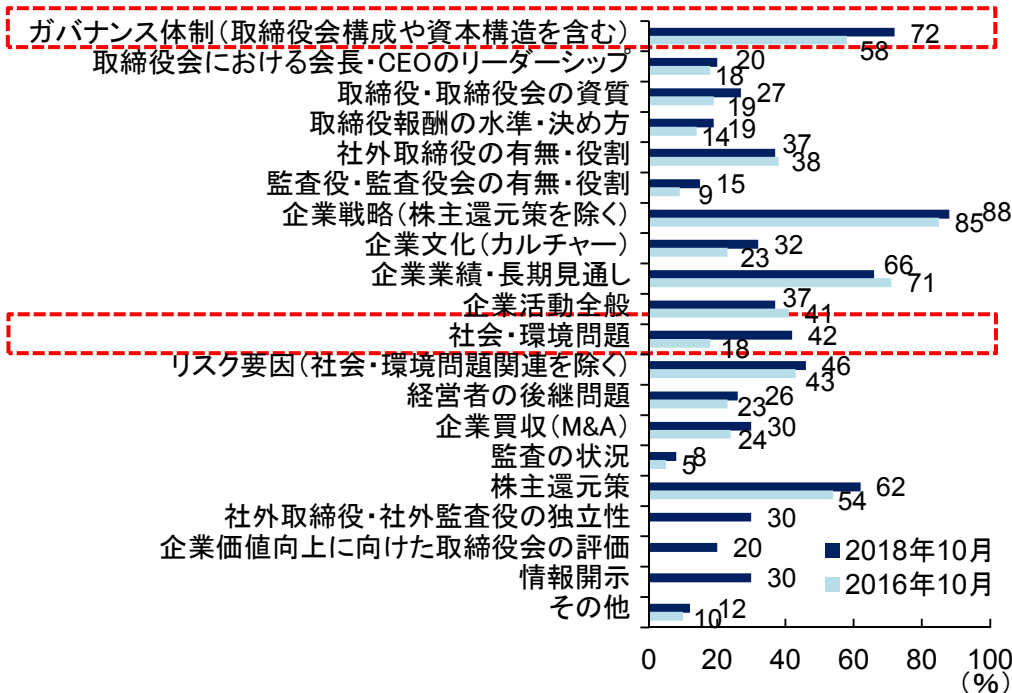
(注) エンゲージメント(投資先企業との建設的な「目的を持った対話」)を実施しており、かつ日本株の投資残高を有する運用会社による回答(回答社数75)。複数回答可

(出所) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」(第5回)より、みずほ総合研究所作成

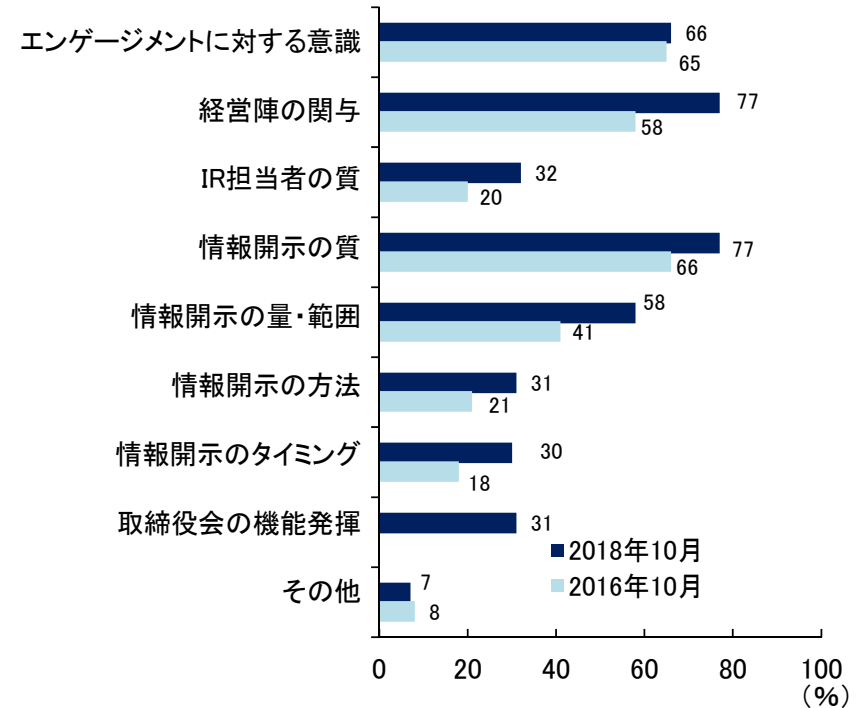
(10) 投資家のスチュワードシップ活動 ～ 社会・環境問題が近年クローズアップ

- 企業との対話で多く議論される事項は、ガバナンス体制や企業戦略など
- ESG・SDGsへの関心の高まりを背景に、社会・環境問題が対話でもよく取り上げられるように
- 投資家サイドでは、経営陣の関与や情報開示などについて企業の取り組みがいぜん不十分との認識が強い

運用会社が企業との対話で多く議論した事項



運用会社がエンゲージメント充実に向けて企業に求めること



(注) エンゲージメント(投資先企業との建設的な「目的をもった対話」を実施しており、かつ日本株の投資残高を有する運用会社による回答
(回答社数は、2016年10月調査が77、2018年10月調査が75)。複数回答可

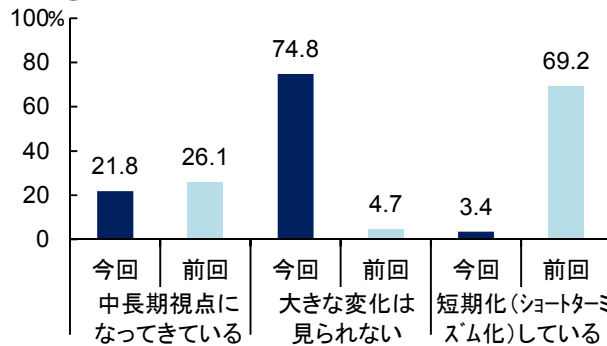
(出所) 日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」(第3回、第5回)より、みずほ総合研究所作成

(10) 投資家のスチュワードシップ活動 ～ 徐々に中長期的視点へとシフト

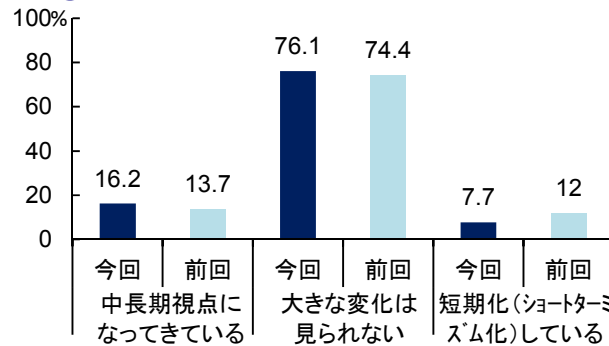
- 企業側はかねてより、機関投資家の「ショートターミズム」(短期的視点での要求)を問題視
- GPIFの調査によると、ショートターミズムの是正傾向も確認される

IRミーティングでの機関投資家の議論の時間軸(企業側の認識)

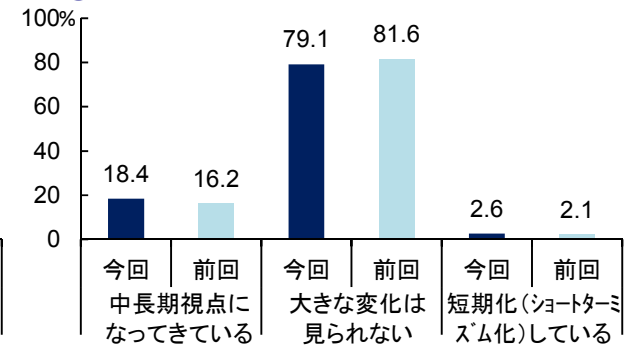
■ ①資本効率



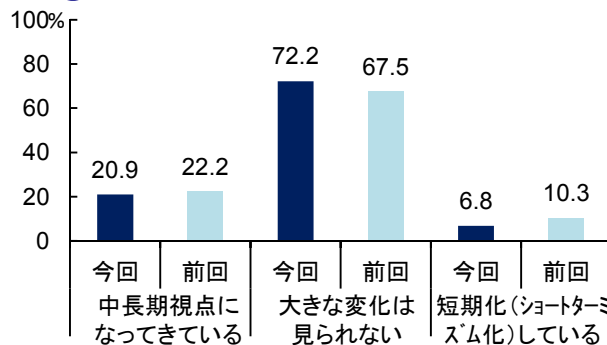
■ ②株主還元



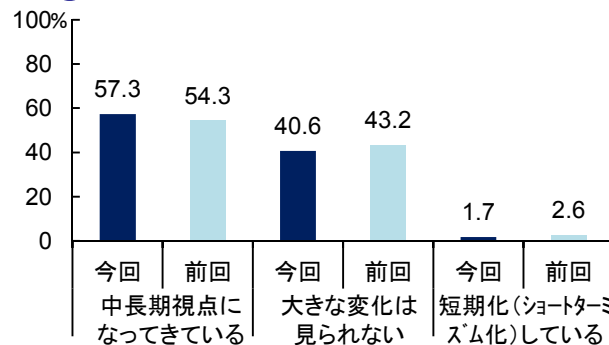
■ ③財務状況



■ ④業績



■ ⑤経営戦略



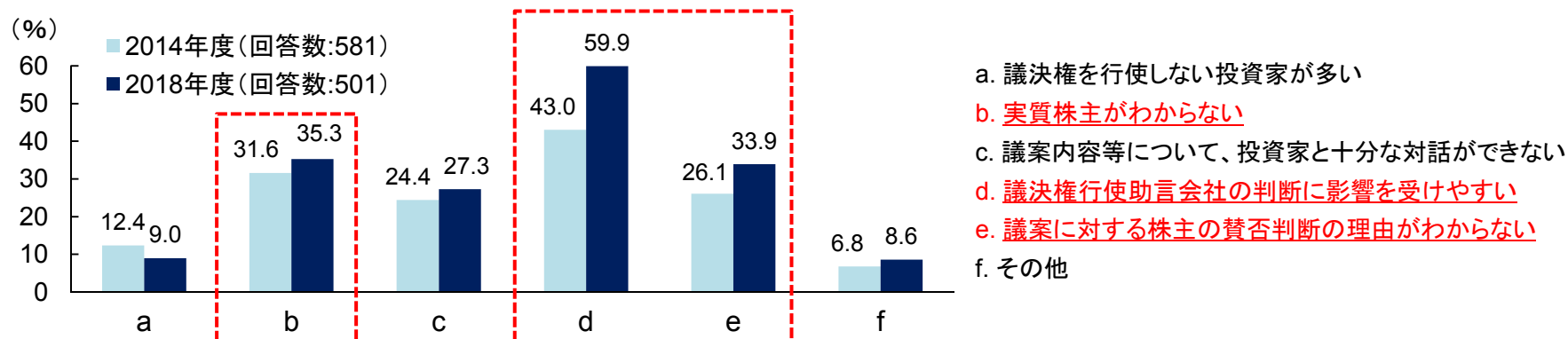
- 全般的に「短期化している」という回答が微減し、「中長期視点になっている」という回答が微増している印象
- ショートターミズム是正に向けた前向きな動きが感じられる

(注) GPIFが東証1部上場企業に対して行ったアンケート調査。第2回調査(2017年1月実施)と第3回調査(2018年1~2月実施)の両方に回答した234社について集計したもの(出所)年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)「第3回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」(2018年4月)

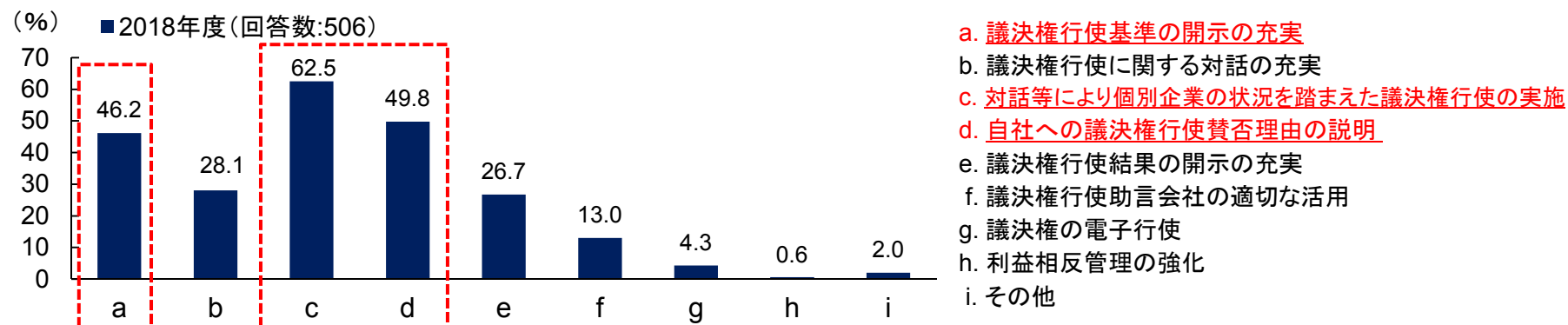
(10) 投資家のスチュワードシップ活動 ～ 企業も大きな関心を寄せる議決権行使

- 企業は、投資家の議決権行使が助言会社の判断に影響されやすいことに課題を感じており、行使基準・理由の開示や個別状況の把握を期待

投資家の議決権行使における課題(企業側の認識)



投資家の議決権行使に関して期待すること(企業側の認識)

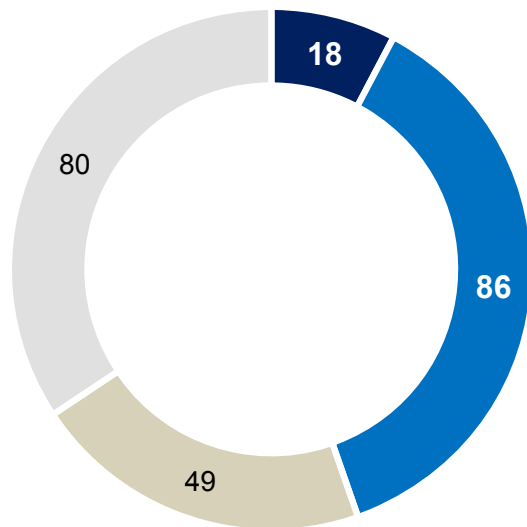


(出所) 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」(平成26年度調査、平成30年度調査)より、みずほ総合研究所作成

(10) 投資家のスチュワードシップ活動 ～ 個別の議決権行使結果の公表が進展

- SSコードを受け入れる機関投資家の半数弱が、個別の議決権行使結果を公表（国内の大手運用機関はほぼ全て公表）。一部の機関は、会社提出議案に反対した理由も公表
- ただし、スチュワードシップ活動の公表状況には機関ごとの差異が大きい
 - 金融庁は、「SSコード受入れを表明した機関投資家リスト」での公表項目を充実することを提案（2019年初から実施済み）

機関投資家による議決権行使結果の公表状況



- 個別（理由あり）
- 個別（理由なし）
- 集計結果のみ
- なし・不明

（注）2018年8月末時点でSSコードを受け入れている233機関のウェブサイト等の情報をもとに金融庁作成（2018年10月31日時点集計）

（出所）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（第16回、2018年11月27日）事務局説明資料より、みずほ総合研究所作成

SSコード受入れ機関リストでの公表項目の追加案

機関投資家名	法人番号	「受入れ表明」を行ったウェブサイトのアドレス(URL)	「コードの各原則に基づく公表項目」の公表を行ったウェブサイトのアドレス(URL)	注1	注2	注3		
				更新状況	議決権行使結果	理由	スチュワードシップ活動報告	ウェブサイトのアドレス(URL)
***	**	https://***	https://***	○	△		○	https://

現行の公表項目

※年金基金等については現行の公表項目に限る

- 注1: 金融庁に対して、コード改訂に伴う更新を行った旨の連絡があった機関に「○」を付している（従来の公表項目が改訂版コードにも対応しているとして更新を行わなかった旨の連絡があった機関を含む）
- 注2: 個別の議決権行使結果を公表している機関に「○」を、集計結果のみを公表している機関に「△」を付している。さらに前者において、会社提案へ反対した際の判断理由を個別の議案毎に公表している場合は理由欄にも「○」を付している
- 注3: スチュワードシップ活動の報告や自己評価等を公表している機関に「○」を付している

（出所）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（第16回、2018年11月27日）事務局説明資料

(10) 投資家のスチュワードシップ活動 ～ 一部の企業年金にSSコード受け入れの動き

- 最終受益者の近くにいるアセットオーナーが、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して、積極的に働きかけやモニタリングを行うことが重要
- 動きの鈍い企業年金を念頭に、改訂SSコードでアセットオーナーとしての取り組みを促すとともに、改訂CGコードでは母体企業によるサポートの必要性を明記
- 絶対数はいぜん少ないものの、最近、複数の企業年金が改訂SSコードを受け入れ

主な年金の国内株式運用額

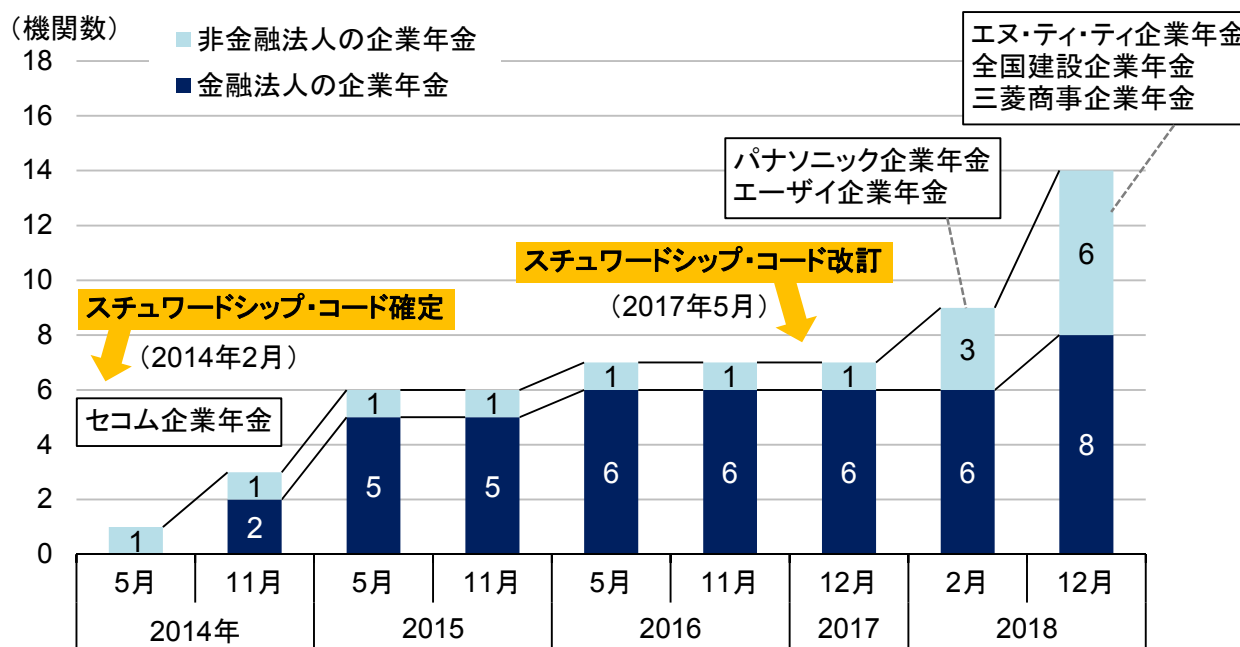
(単位:兆円)

主な公的年金小計	54.2
GPIF	40.7
地方公務員共済組合連合会	6.3
全国市町村共済組合連合会	2.9
国家公務員共済組合連合会	1.5
公立学校共済組合	1.1
日本私立学校振興・共済事業団	0.9
警察共済組合	0.3
東京都職員共済組合	0.1
企業年金連合会	1.7
企業年金小計	8.0
厚生年金基金(総数110)	2.1
確定給付企業年金 (基金型705、規約型12,873)	5.9

全てコード受け入れ済

14 受基金入れのみ

企業年金によるSSコードの受け入れ状況の推移



(出所) 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(第16回、2018年11月27日)、同(第18回、2019年3月5日)事務局説明資料

(10) 投資家のスチュワードシップ活動(小括) ~ 企業年金の対応が引き続き課題

- 個別の議決権行使結果や活動報告書を公表する機関投資家が増えるなど、改訂SSコードへの対応は相応に進捗
- 改訂SSコードを受け入れる企業年金も現われているものの、絶対数はまだ少ない

投資家のスチュワードシップ活動の状況

個別の議決権行使結果の公表

- 個別の議決権行使結果を公表する運用機関が大幅に増加(2018年10月末時点で104社)。一部の機関は会社提案に反対した理由についても説明。

運用機関による第三者委員会の設置

- 国内大手運用機関において、利益相反を管理するため、議決権行使の監督等を行う第三者委員会の設置が広がっている。

スチュワードシップ活動報告等の公表

- 自らのスチュワードシップ活動の自己評価の一環として、対話事例等を記載したレポートを公表する機関投資家は、いぜん半数に満たないものの、従前よりも増加。

アセットオーナーによるスチュワードシップ活動

- 2017年6月にGPIFは、委託先の運用機関に向けた「スチュワードシップ活動原則」と「議決権行使原則」を制定^(注)。また、委託先の運用機関に対し、個別の議決権行使結果を公表するよう要請。
- 2017年5月のSSコード改訂を契機に、同コードを受け入れる企業年金が多少増加(7⇒14)。

(注) GPIFが定めた諸原則では、運用機関に対し、利益相反の適切な管理、投資におけるESGの考慮、受益者利益のための議決権行使などを求めている
(出所) 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(第16回、2018年11月27日)事務局説明資料

5. ESGをめぐる動向

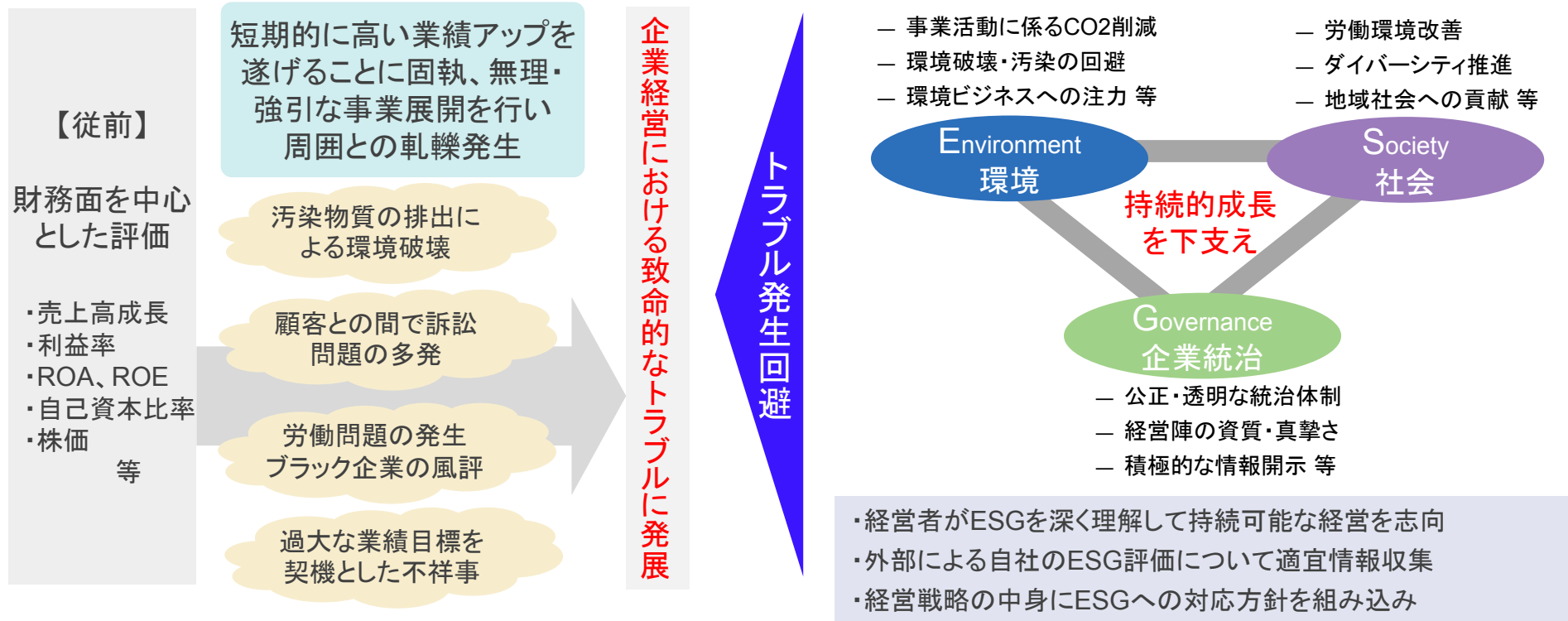
～投資家から促されて変わりつつある企業の意識・行動

(*) ESGについては、みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)
(<https://www.mizuho-fg.co.jp/company/activity/onethinktank/pdf/vol016.pdf>)が極めて
詳しい分析・解説・考察を行っているので、ぜひご参照いただきたい。

(1) ESGの重要性 ~ 企業の持続的成長を支える要素

- ESGとは、環境(E)、社会(S)、企業統治(G)の頭文字を取ったものであり、近年、企業の持続的成長に影響を及ぼすと考えられるようになってきた3つの要素。いずれも数値化しにくい「非財務情報」
- 2006年に国連の主導で「責任投資原則(PRI: Principles for responsible Investment)」が公表され、その中でESG要素の考慮が投資パフォーマンスに影響する可能性が示されたことで、投資家の間でESG投資への関心が高まった

企業経営におけるESGの必要性・重要性

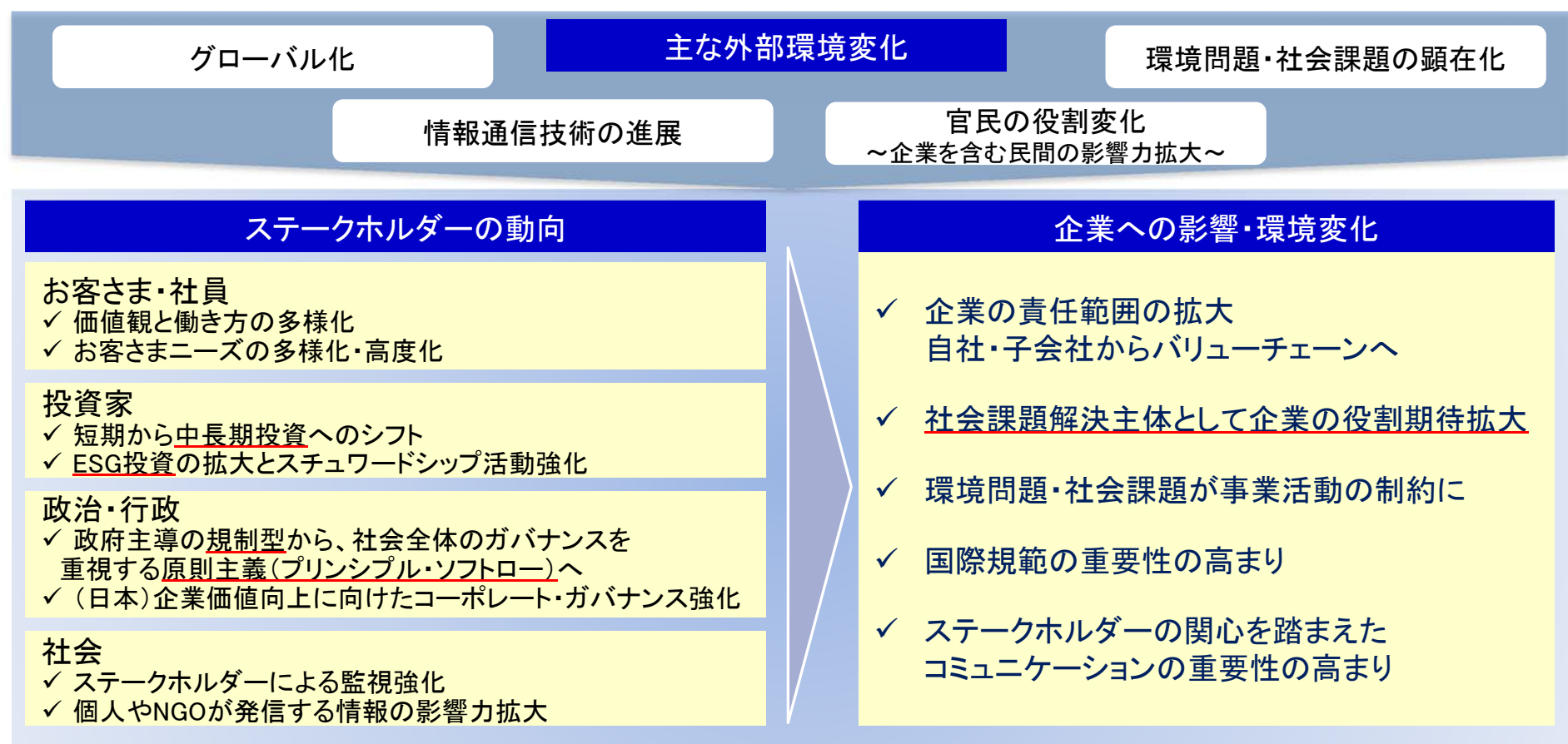


(注) みずほ銀行産業調査部が作成したもの (出所) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

(1) ESGの重要性 ~ 社会課題の解決主体として企業の役割期待が拡大

- 様々な社会課題の解決に向けて企業の果たす役割が重視され、それが結果として投資パフォーマンスにも影響することが、ESG投資拡大の背景に

社会的課題解決に向けた企業を取り巻く環境変化



(出所) みずほフィナンシャルグループ戦略企画部作成

(1) ESGの重要性 ~ 中長期的には企業価値向上に影響

- ESG等の非財務情報は、短期的には数値化されにくいですが、長期的には企業パフォーマンスに影響して財務情報に転化
- 投資家が中長期的な投資リターンを展望する際には、非財務情報を通じて投資先企業のリスクと機会を見定める必要
- 企業としても、中長期的に企業価値を向上させる観点から、ESG等の非財務的側面に係る戦略や取り組みを投資家に対して具体的かつ説得的に示す必要

投資時間軸と非財務情報の関係



(注) 井口讓二「企業価値向上のイメージを描写する情報開示」(北川哲雄編著『ステュワードシップとコーポレートガバナンス・2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』)を参照して
環境省が作成したもの
(出所) 環境省・ESG検討会「ESG検討会報告書」(2017年1月)

(1) ESGの重要性 ~ 投資リターン向上につながる可能性を示唆する研究が多数派

- ESGへの取り組みが企業業績(もしくは市場価値)の向上に寄与するかどうかは、学術上は完全な決着をみていない状況ではあるが、両者に正の相関関係があることを示す研究が多数派
- また、自社のビジネスにとって重要性の高い課題(マテリアリティ)を正しく認識することが肝要であると示唆する研究も

ESGと企業パフォーマンスの関係に関する研究例

ドイチェ・アセット・マネジメント と独ハンブルグ大の共同研究 (2015年)

- ・1970年代以降に執筆された2,200超の実証研究を分析
- ✓ **50%以上**の研究が、ESGと業績の間に**正の相関**があることを示す
- ✓ 負の相関を示した研究は10%未満
- ✓ E、S、Gのカテゴリー別の企業業績との相関性は以下の通り(分類可能な644の研究論文から導出)

	E	S	G
+	58.7%	55.1%	62.3%
-	4.3%	5.1%	9.2%

英オックスフォード大と アラベスク・パートナー社の 共同研究(2015年)

- ・200超のハイレベルな学術研究を分析
- ✓ **90%**の研究が、ESG対応による**資本コスト低減**効果を示す
- ✓ **88%**の研究が、ESG対応と**業績**の間に**正の相関**があることを示す
- ✓ **80%**の研究が、ESG対応と**株価**の間に**正の相関**があることを示す
- ・上記の分析をもとに、「企業経営者と投資家の双方にとって、**意思決定プロセスでESG要素を考慮することは経済的利益につながる**」と結論

ハーバード・ビジネス・ スクールの研究(2015年)

- ・マテリアリティ(重要課題)と、企業価値の代理変数としての株価の関連を分析
- ✓ **重要課題への対応が良かった企業の株価パフォーマンスは、対応が悪い企業を大きく凌駕**
- ✓ 最もパフォーマンスが良いのは、重要課題への対応が良く、重要でない課題への対応が悪い企業
- ✓ **企業価値への影響度の高い事象を重要課題として正しく識別した企業が、効果的な資源配分を行い、企業価値の向上につながられていることを示唆**

(出所) “ESG and financial performance : aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, Friede G., Busch T. and Bassen A (2015),
 “From the stockholder to the stakeholder”, University of Oxford and Arabesque Partners (2015),
 “Corporate sustainability : first evidence on materiality”, Khan M., Serafeim G. and Yoon A.(2015) より、みずほ総合研究所作成

(1) ESGの重要性 ～ ESG対応と企業パフォーマンスに正の相関

- みずほ銀行の分析では、ESG高評価企業ほど、収益性やPBR等の平均値が高く、財務指標の安定性も高いとの結果に
 - この分析で因果関係は検証していないため、ESGの取り組みで収益性やPBRが上がったとまでは言えない点には留意
- 投資家としては、「ESG投資であれば必ず超過リターンを獲得できるというわけではない」との認識が必要。運用者やアナリストのスキル・クオリティ、具体的な投資手法、投資の時間軸などによって期待リターンは変わる
 - 年金等のアセットオーナーは、自らの投資理念や財政状況等と照らし合わせて適切なESG投資商品を選択する必要

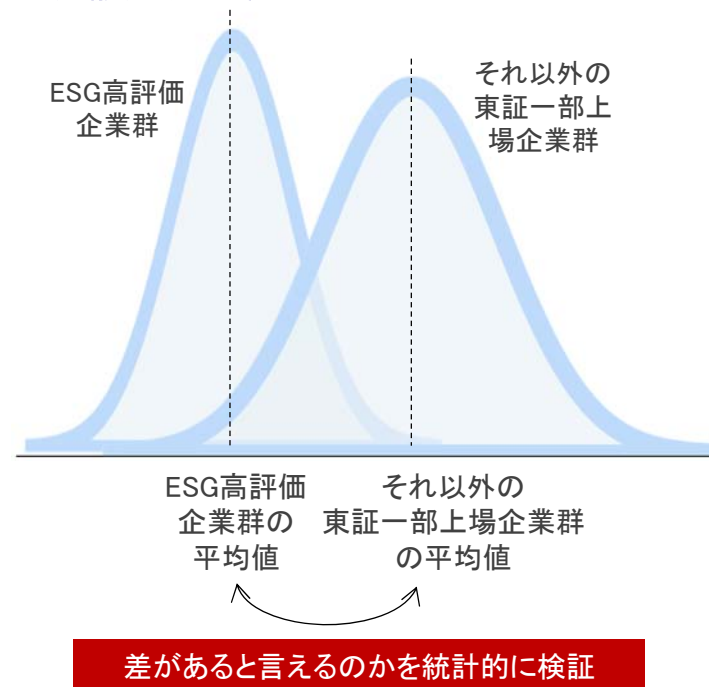
ESGと企業パフォーマンスの関係に関する実証分析(みずほ銀行産業調査部によるもの)

■ 分散分析の結果

		平均値(過去10年)			標準偏差(過去10年)		
		A群	B群	P値	A群	B群	P値
A群: ESG高評価企業群 B群: それ以外の東証一部 上場企業群							
成長性	売上高成長率	1.62%	1.89%	0.319	10.6%	12.6%	0.001 **
収益性	営業利益率	7.07%	5.97%	0.0001 **	2.50%	2.81%	0.035 *
	当期利益率	4.17%	3.59%	0.007 **	2.85%	3.49%	0.003 **
	EBITDA Margin	12.71%	9.99%	0.0000 **	2.85%	3.13%	0.115
資本 効率性	ROA (当期利益ベース)	2.88%	3.05%	0.284	2.06%	2.70%	0.0000 **
	ROE	6.30%	5.87%	0.207	5.69%	7.14%	0.0025 **
PBR		1.423	1.293	0.023 *	39.28%	42.91%	0.185

- (注) 1. A群(ESG高評価企業群)とは、次の3つの指数の構成銘柄。MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数(2017年12月末時点)、FTSE Blossom Japan Index(2017年12月8日時点)、モーニングスター社会的責任投資株価指数(2017年7月3日時点)
2. *は、P値が0.01超0.05以下であるもので、統計的に有意な差があることを示す。**は、P値が0.01以下であるもので、統計的に高度に有意な差があることを示す
3. みずほ銀行産業調査部が分析したもの
(出所) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

■ 分散分析の考え方



(2) ESGとSDGsの関係 ~ ESGと国連が提唱するSDGsには多くの共通項

- 国連は、2015年に期限を迎えたMDGs(ミレニアム開発目標)を継承・発展させる形で、今後15年間で解決を図るべき国際社会共通の目標であるSDGs(持続可能な開発目標)を採択
 - SDGsは、経済・社会・環境の3つの側面に関する17の目標で構成され、その目標達成に向けた取り組みを、企業を含む民間セクターにも呼びかけている(⇒ SDGsとESGは、テーマや取り組み主体が重なるため、一緒に語られる)
- SDGsが達成されれば年間12兆ドルの新たな市場機会につながるとの試算も(一方で必要な投資は年間5~7兆ドル)

SDGsの概要



2030年までの4つの経済システム(注1)を通じたビジネス価値だけでも年間12兆ドルの創出

3億8,000万件以上の雇用創出

- (注) 1. 4つの経済システムとは、食料・農業、都市と都会のモビリティ、エネルギー・原材料、健康・福祉
 2. 国際連合資料、WBCSD(持続可能な開発のための世界経済人会議)「持続可能な開発目標CEO向けガイド」より、みずほ銀行産業調査部が作成したもの
 (資料) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

『先進国にも関係が深いテーマ』

5.女性の権利

暴力の排除
 経済的資源への権利
 意思決定への参加

7.エネルギー

再生可能エネ拡大
 エネルギー効率改善
 クリーンエネルギー投資

8.仕事づくり

完全雇用
 良い仕事
 持続可能な働き方

10.格差是正

下位40%の所得増大
 再配分政策の拡大
 金融規制強化

11.防災・減災

水害死者数削減
 災害リスク管理
 大気汚染・廃棄物

12.生産・消費

食品廃棄削減
 化学物質管理
 持続可能な消費活動

(2) ESGとSDGsの関係 ~ 経済価値創造のためにSDGs等に取り組むCSR/CSV

- 企業は、倫理的な従来型CSRを超えて、経済価値を創造するためにSDGs等の社会課題に対応(CSV: 共有価値創造)
- 投資家は、こうした取り組みを企業評価に反映するなどして投資判断(ESG投資)

SDGs・CSR・CSV・ESGの関係性

国連「持続可能な開発目標 SDGs」
(Sustainable Development Goals)

- ◆ 環境・社会・経済の3側面を考慮した17の目標と169のターゲットで構成される2016年から2030年までの国際目標
- ◆ SDGsは社会課題に関するグローバルな「共通言語」

CSR(企業の社会的責任)*

- ◆ 企業が社会・環境に及ぼす影響に対し、透明で倫理的な行動を通じて企業が担う責任
- ◆ 持続可能な発展に貢献、ステークホルダーの期待への配慮、法令・国際行動規範と整合、影響力の範囲で実践
- ◆ 中核課題 ①組織統治 ②人権 ③労働慣行 ④環境 ⑤公正な事業慣行 ⑥消費者課題 ⑦コミュニティ参画
*ISO26000(社会的責任に関する手引き)の定義

CSV(Creating Shared Value)

- ◆ 2011年にハーバード大学マイケル・ポーター教授等が提唱した「企業の利益と社会的価値を同時に実現する経営戦略」

ESG(環境・社会・ガバナンス)

- ◆ 投資家が、リスクと機会の観点から、中長期的な企業価値に影響する課題への対応状況を評価する視点(切り口)



(出所) みずほフィナンシャルグループ戦略企画部作成

(2) ESGとSDGsの関係 ~ SDGsへの関与を企業に促すESG投資

- 企業の社会課題への関与が中長期的な投資機会・事業機会につながるという理解のもとで、投資家はESG投資を推進
 - SDGsの大きな特徴は、民間企業を社会課題の解決を担う主体と位置付けている点
 - 企業が17の項目のうち自社にふさわしいものを事業活動に取り込むことで、「共有価値創造」(CSV)が生まれ、ひいては企業価値の持続的向上・長期的な投資リターンの拡大につながる

ESG投資とSDGsの関係

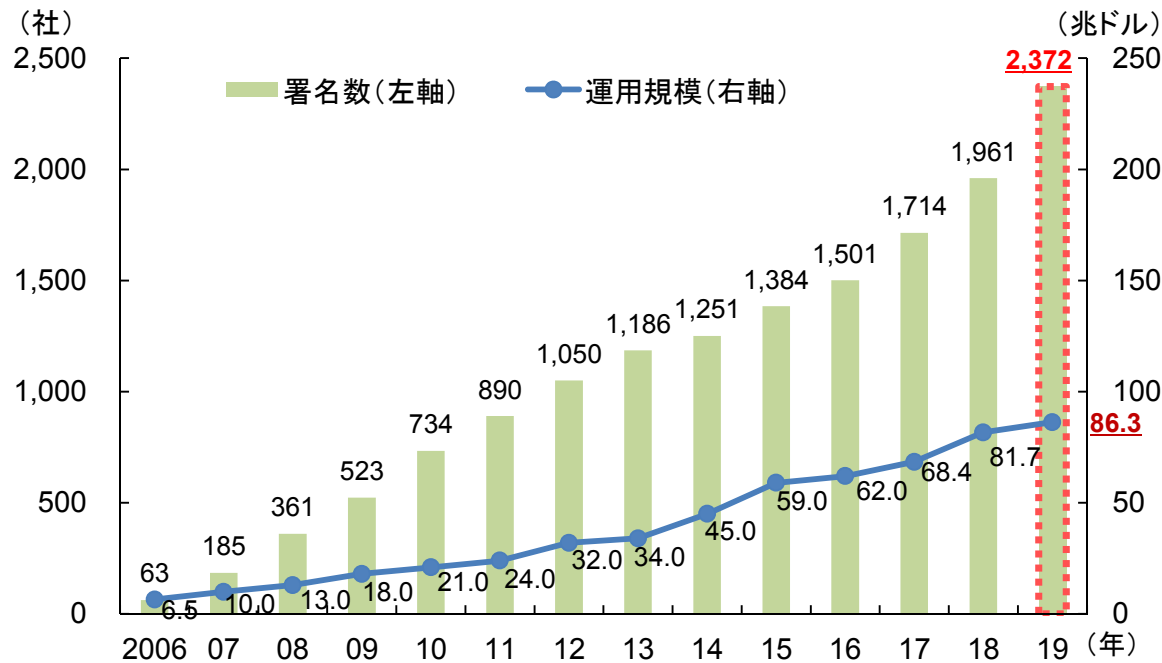


(注) ESG投資とSDGsの関係をGPIFが整理したもの (出所) 経済産業省・SDGs経営/ESG投資研究会 第1回 事務局説明資料(2018年11月)

(3) ESG投資の概況 ～ 全世界で30兆ドルに拡大、とくに日本が急成長

- ESGを推進するPRI(責任投資原則)の署名は年々増加し、機関数で2,372、署名機関の運用規模は86兆ドル超に(2019年4月)
 - 日本ではGPIFが2015年9月に初めて署名し、足下では74社が署名
- ESG投資の普及を目指す国際組織のGSIA(Global Sustainable Investment Alliance)によると、2016年から2018年までの2年間で、世界全体のESG投資額は34%増加し、30.7兆ドルとなった。とくに急成長しているのが日本で、ESG投資額は2年間で4倍に増えた(2016年:約57兆円⇒2018年:約232兆円)

PRI署名数と署名機関による運用規模



(注) 各年4月時点 (出所) PRIホームページより、みずほ総合研究所作成

署名数の上位10カ国

順位	国	署名数 (社)	比率 (%)
1	米国	449	18.5
2	英国	368	15.2
3	フランス	208	8.6
4	オーストラリア	143	5.9
5	カナダ	125	5.2
6	オランダ	109	4.5
7	スウェーデン	99	4.1
8	スイス	91	3.8
9	ドイツ	84	3.5
10	日本	74	3.1
合計		2,423	100.0

2019年5月17日時点

(3) ESG投資の概況 ～ 投資家の間で活用広がるESG指数

- 投資家向けの情報提供会社は、ESGに関する評価の優れた企業を構成銘柄とするESG指数を開発
- 国内では、2017年7月以降、GPIFがESGに関する統合型指数と特定テーマ型指数に連動したパッシブ運用を実施。その他の投資家においても、投資判断材料としてのESG指数の活用が徐々に進展
- 単にESG評価の良い銘柄への投資だけでなく、ESGが将来的な企業価値に与える影響を加味して投資する手法（いわゆるESGインテグレーション）も広がっている

代表的なESG指数とGPIFによる活用

代表的なESG指数 (FTSE/MSCI)		GPIFの採用するESG指数	
FTSE	MSCI		
1. 評価レンジは0～5 2. 指数採用基準は新規組入れが3.1以上、既存除外は2.7未満 3. 14テーマ300以上の評価項目を業種別に重要度・リスクに応じて選定	1. AAA～CCCの7段階評価 2. 指数構成銘柄は以下手順で業種時価総額50%をカバーするまで選定 <ul style="list-style-type: none"> － ESG格付け上位銘柄で時価総額上位35%相当銘柄 － 時価総額上位50%の銘柄の内AAAとAAの銘柄 － 時価総額上位65%の銘柄の内、既存採用銘柄 	1. ESGに関する総合型指数と特定テーマ型指数に連動するパッシブ運用を実施 2. 指数会社がESGの観点から設けた基準に沿って評価が高い銘柄を組み入れるポジティブ・スクリーニングを採用 3. 指数選定にあたっては、①公表情報を重視するスタンスに基づき、情報開示を企業に促すインセンティブ付けを講じているかどうか、②評価手法の改善に向けた対応（評価結果や評価手法の開示等）をとっているかどうか、を重視	
主な評価項目	主な評価項目	総合型	テーマ型
E 生物多様性、気候変動、汚染と資源、水使用 S 顧客に対する責任、健康と安全、人権と地域社会、労働基準 G 腐敗防止、企業統治、リスクマネジメント、税の透明性	E 地球温暖化、自然資源、廃棄物管理、環境市場機会（注1） S 人的資源、製品・サービスの安全、ステークホルダー管理、社会市場機会（注2） G コーポレートガバナンス、企業行動	FTSE Blossom Japan Index MSCIジャパン ESGセレクト・リーダーズ指数	S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数シリーズ MSCI日本株 女性活躍指数 現在採用なし
（注）1. クリーンテクノロジー、グリーンビル、再生可能エネルギー等 2. コミュニケーション・金融・ヘルスケアへのアクセス、健康市場機会等 （出所）みずほ銀行産業調査部作成資料にみずほ総合研究所が一部加筆			

(4) TCFD ~ 気候変動関連の情報開示を要請

- ESGの諸要素の中でも、気候変動については、強い危機意識の下で情報開示のあり方の検討が世界レベルで進展
- 各国の中央銀行総裁および財務大臣からなる金融安定理事会(FSB)の作業部会である気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)は、2017年6月に、気候関連の自主的な情報開示のあり方に関する提言(最終報告書)を公表
- 「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」に関する重要情報の財務報告(有価証券報告書等)での開示を推奨
- TCFD提言の趣旨に賛同し、署名したのは世界で598機関。日本では59機関が署名(2019年2月27日時点)

TCFD提言(最終報告書)の概要

■ 推奨開示項目

・以下の内容を財務報告(有価証券報告書等)で開示

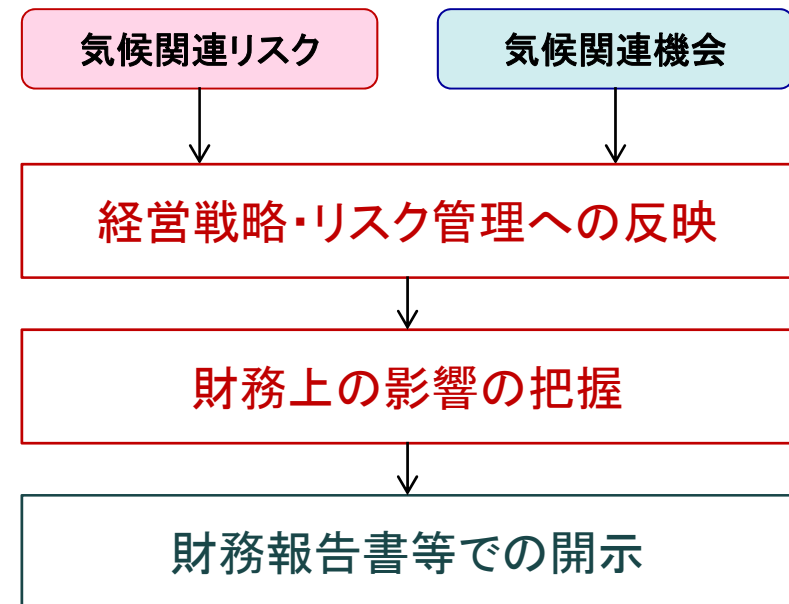
ガバナンス	気候関連リスク・機会に関する組織のガバナンス
戦略	気候関連リスク・機会がもたらす事業・戦略、財務計画への実際の／潜在的な影響
リスク管理	気候関連リスクの識別・評価・管理方法
業績と目標	気候関連リスク・機会を評価・管理する際の指標・目標

■ 開示の原則

1	関連性のある情報
2	具体的で完全な情報
3	明快・バランスのとれた・分かりやすい情報
4	時系列的な一貫性
5	セクター・産業・ポートフォリオ内での比較可能性
6	信頼性・立証可能性・客観性
7	適時性

(出所) 経済産業省資料および環境省資料より、みずほ総合研究所作成

■ 企業に求められる対応の流れ



(4) TCFD ～ 政府は企業の情報開示を進めるためのガイダンスを作成

- 経済産業省は、TCFD提言に基づく情報開示を進めるためのガイダンスを2018年12月に策定
- 政府は今後、好事例の公表や普及啓発に努めるとともに、企業にとって困難とされるシナリオ分析の支援等に注力

TCFDガイダンスの概要

第1章(はじめに)

- 長期的な投資判断にESG(特に気候変動)要素を重視する考えが進展し、2017年6月にTCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosure)が最終報告を発表
- 本ガイダンスは、[TCFDの最終報告書に関する説明を加える](#)ことで、企業のTCFDに基づく開示を後押しするもの
- 最初から完全な開示でなくてもよく、[できるところから開示を始めることが重要](#)
- TCFDに沿った開示の[ベストプラクティスを蓄積し、今後さらにガイダンスを改訂](#)していく予定

第2章(解説パート)

金融機関の意見や開示事例、策定時の議論を基にした
[解説で企業や金融機関のTCFD提言への疑問点を解消](#)

[解説をする項目]

- 情報開示の媒体の選択について
→ 重要事項は有価証券報告書だが、それ以外は統合報告書等での開示も可
- 4テーマ(ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標)について、それぞれ解説
 - シナリオ分析の手法
→ IEA等の既存シナリオを紹介し、これを参照して分析する手法を紹介
 - 指標・目標の捉え方
→ これらの企業価値創造への結びつき方についてストーリー性のある開示を推奨
- 異なるビジネスモデルを持つ企業の開示の方法
→ 各ビジネスの気候変動のインパクトに応じて開示
- 中堅・中小企業におけるTCFD対応の進め方
→ 世界の温暖化対策に貢献する企業は、ビジネスチャンスの積極的な開示を推奨

第3章(業種別ガイダンスパート)

気候変動のリスク・機会が異なる[業種ごとの望ましい戦略の示し方や、推奨する開示ポイント・視点を解説](#)

[開示推奨項目の例]

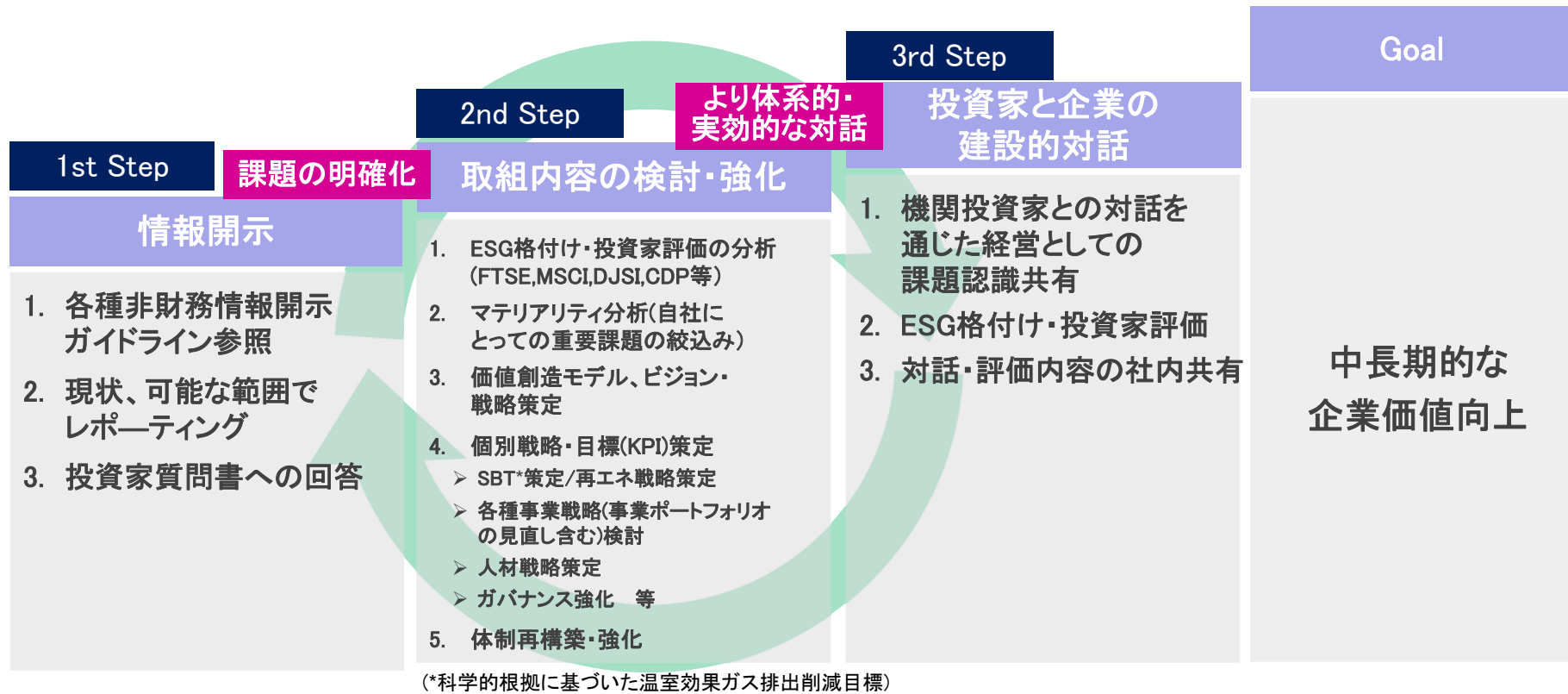
- 自動車
走行時の排出削減に繋がる車種の技術開発
- 鉄鋼
製造プロセスの効率(エネルギー原単位)向上に向けた取組
- 化学
環境貢献製品を通じた削減貢献量や研究開発の取組
- 電機電子
排出削減に繋がるIoTソリューションや省エネ化に向けた開発
- エネルギー
再エネや発電設備の高効率化・次世代化に向けた技術開発

(出所) 経済産業省「TCFDガイダンスの概要と今後の進め方」(経済産業省・TCFD研究会 第3回 事務局説明資料(2018年12月))

(5) 企業のSDGs・ESGへの対応 ～ 情報開示から始め、投資家との対話へ

- 「中長期的な企業価値向上」へ向けたステップとして、①まずは、ESGの要素を含む自社の非財務情報の開示を進め、②自社にとってのESGを考慮した戦略立案や対応強化を行い、それらを通じて、③投資家とのより建設的な対話を可能とすること、が求められる

ESGに関する企業の段階的取り組み

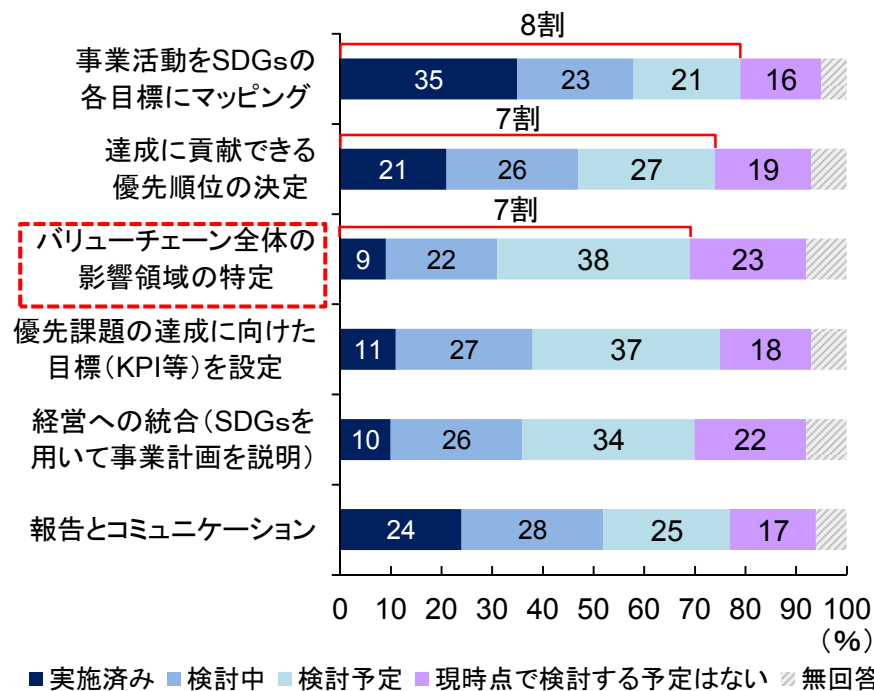


(注) みずほ銀行産業調査部が作成したもの (出所) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

(5) 企業のSDGs・ESGへの対応 ～ 検討予定まで含めると対応は浸透しつつある

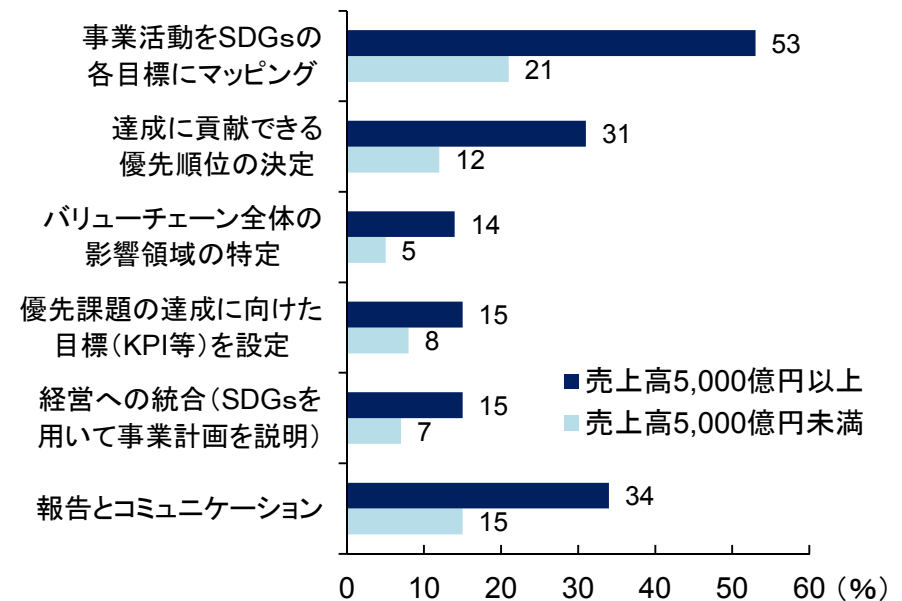
- SDGsへの取り組みは浸透途上。SDGsを経営へ統合するための第一段階とされる「事業活動のSDGs目標へのマッピング」でも、実施率は35%にとどまる
 - ただし、「検討中」「検討予定」の企業を含めて考えれば、マッピングの実施率は今後8割程度に高まることが期待
 - 最も対応が難しいとされる「バリューチェーン全体の影響領域の特定」についても、前向きに検討している企業は多い
- 企業規模によって対応には大きな格差あり

SDGsを活用した取り組み状況



(出所) 日本経済団体連合会「企業行動憲章に関するアンケート調査結果」
(2018年7月17日)

SDGsを活用してすでに実施している取り組み(規模別)

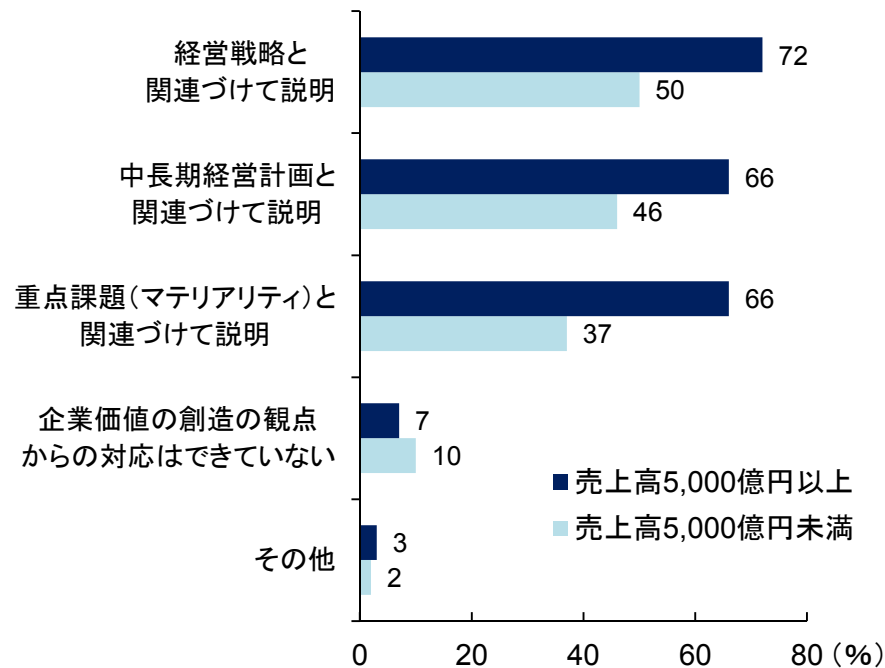


(出所) 日本経済団体連合会「企業行動憲章に関するアンケート調査結果」
(2018年7月17日)

(5) 企業のSDGs・ESGへの対応 ～ 投資家との対話は企業規模による格差大

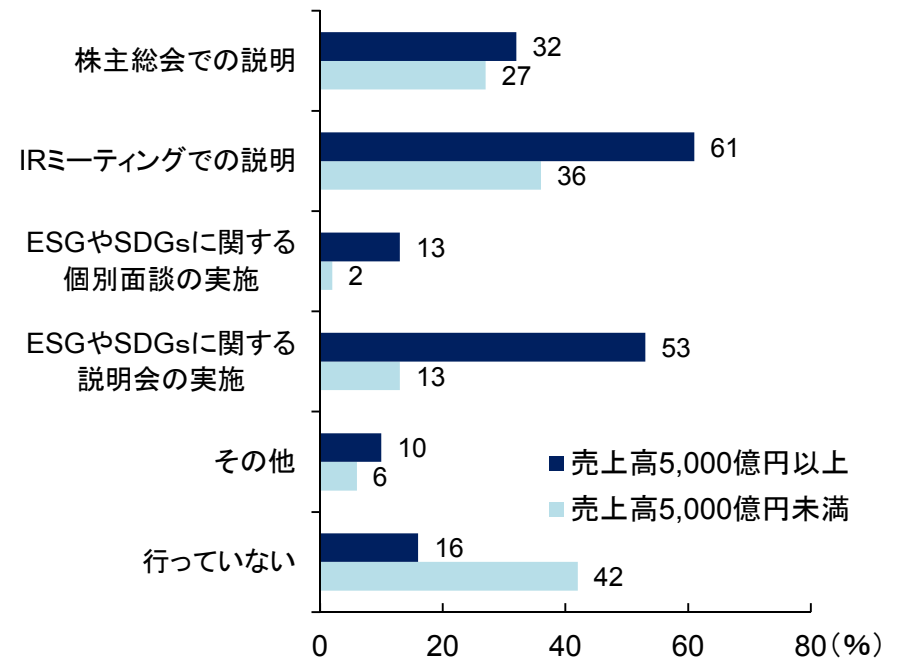
- ESG情報の開示にあたり、企業価値の向上に資するために、「経営戦略」「中長期経営計画」「重要課題(マテリアリティ)」と関連づけた説明が、規模の大きい企業では浸透しつつある
- ESG投資やSDGsへの対応をテーマとする対話の方法としては、「IRミーティング」や「説明会」が主流
 - ただし、売上高5,000億円未満の企業では、こうした対話を「行っていない」がいぜん多い状況

企業価値向上のためのESG情報の開示(規模別)



(出所) 日本経済団体連合会「企業行動憲章に関するアンケート調査結果」
(2018年7月17日)

ESG、SDGsへの対応をテーマとする対話(規模別)



(出所) 日本経済団体連合会「企業行動憲章に関するアンケート調査結果」
(2018年7月17日)

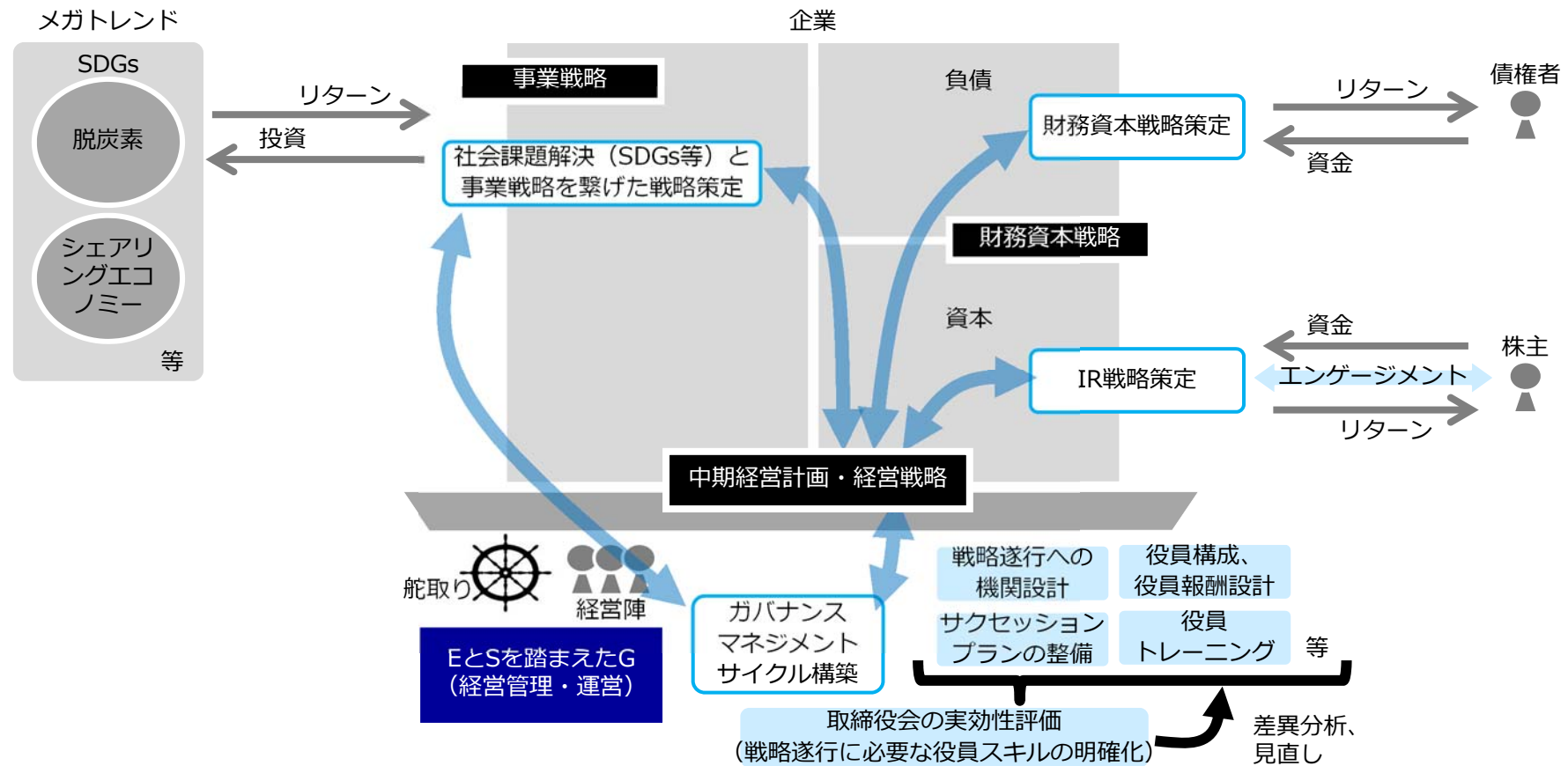
6. まとめ

～「攻め」と「守り」の双方で取り組むべき方向性

(1) EとSの観点を踏まえたGの対応 ~ 「攻めのガバナンス」強化の一環として

- ステークホルダーがEやSを重視する傾向を強めるなか、企業としては、「攻めのガバナンス」強化の一環として、EとSを踏まえたG(リスクと機会の見極めを両立させた経営のかじ取り)を行って事業戦略や財務資本戦略を遂行する必要

企業の戦略策定におけるESGの視点

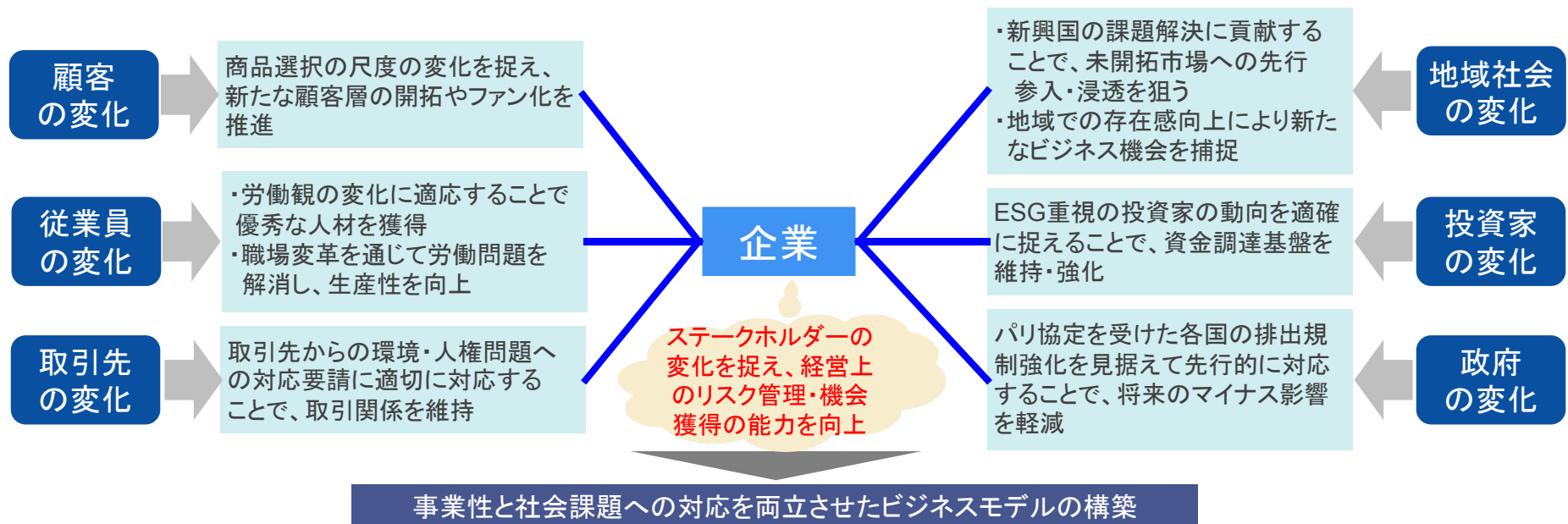


(出所) みずほ総合研究所作成

(1) EとSの観点を踏まえたGの対応 ~ 変化するステークホルダーからの共感を

- 企業としては、ESGについて、「社会課題の顕現化を背景としたステークホルダーの変化への適合を目指し、経営における社会課題に関連したリスク管理・機会獲得の能力を高めるための取り組み」と位置付けることが望ましい
 - リスク管理は、労働問題の解消、サプライチェーンの維持、投資家ダイベストメントの回避、規制強化対応等
 - 機会獲得は、顧客ロイヤルティの向上、優秀な人材の確保・定着、新たな収益源の開拓、新たな投資家層へのリーチ等
- 社会課題への対応を組み込んだビジネスモデルを構築し、ステークホルダーの共感・賛同を得ることが重要に

ステークホルダーの変化への適合を目指す観点からみた企業のESG対応(例)

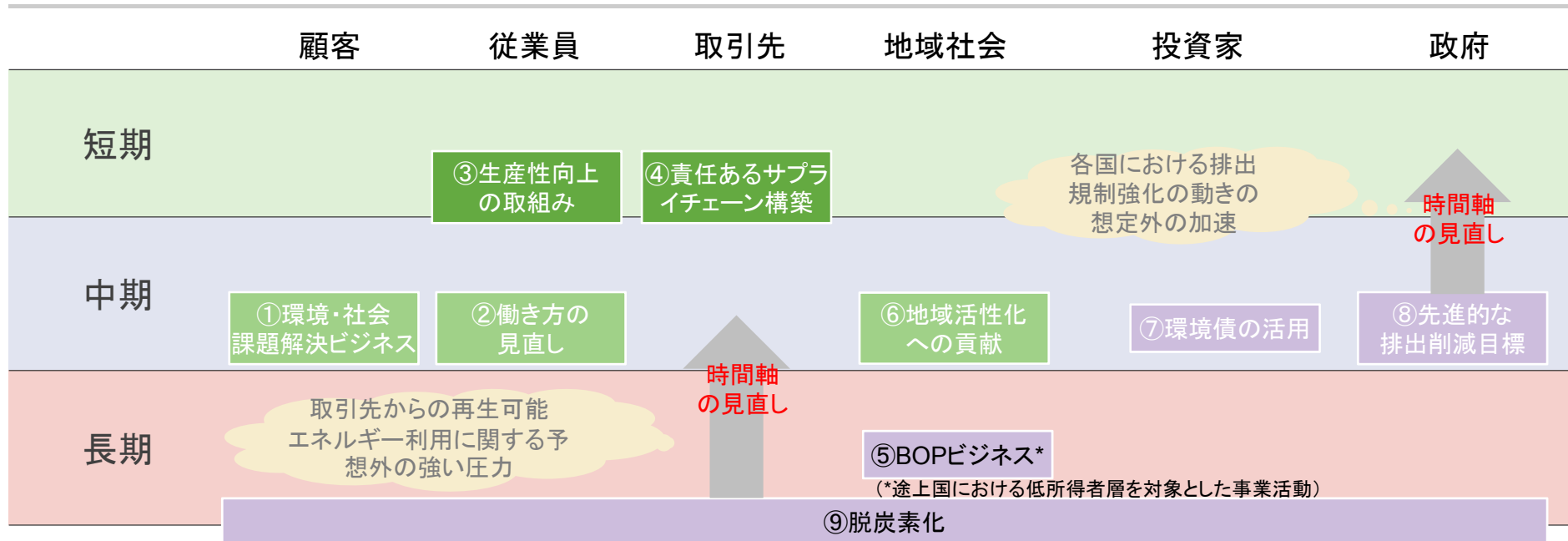


(注) みずほ銀行産業調査部が作成したもの (出所) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

(1) EとSの観点を踏まえたGの対応 ～ 意識すべき優先順位と時間軸

- 多岐にわたる社会課題への全方的かつ同時並行的な対応は困難であるため、まず企業は経営のリスク・機会の側面から自社にとって重要度の高い社会課題を特定し、その対応策の優先順位付けを行うことが必要
- ステークホルダーの要請やその変化は自社が属する産業や置かれた経営環境等に応じて時間軸が大きく異なることから、その変化の速さを踏まえてESGへの対応を短・中・長期の時間軸に整理・分類することが肝要
- 短期に分類された取組みから優先的に対応するとともに、ステークホルダーの動向を適宜モニタリングし、大きな変化があった場合には柔軟・迅速に重要度・時間軸を見直すことが、持続的成長の実現確度を高める上で重要に

ESGに関する取組みのステークホルダー／時間軸による分類（例）



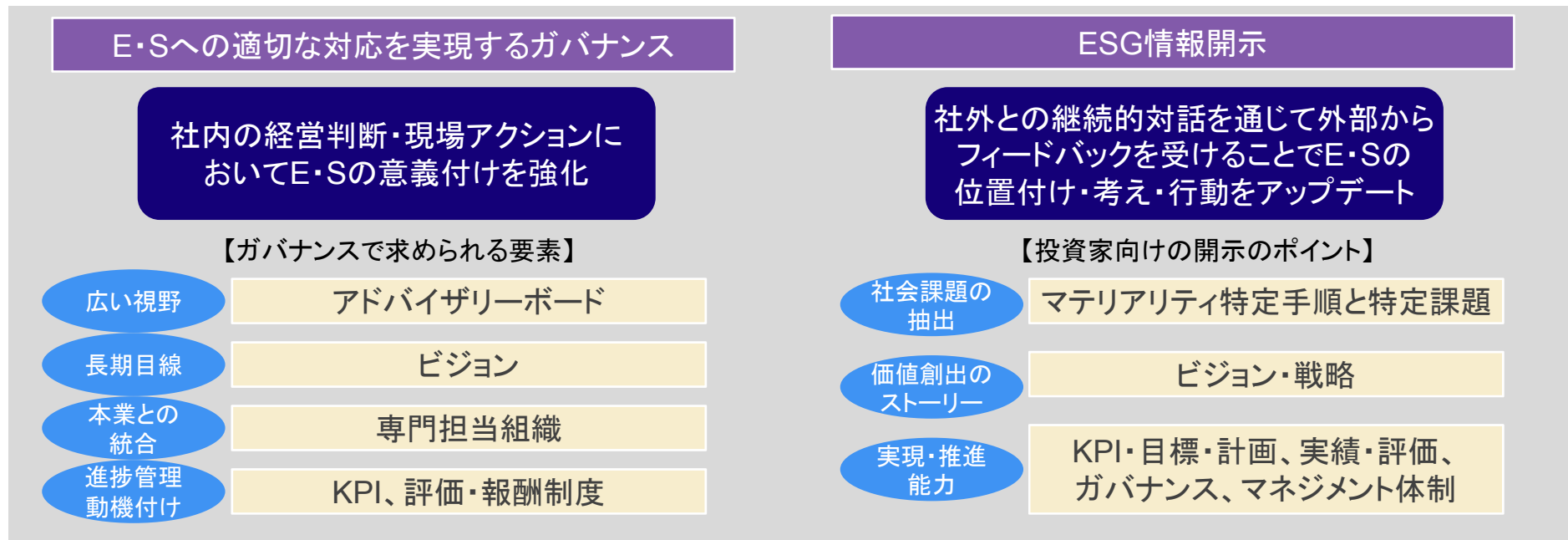
(注) 1.時間軸はあくまで一例であり、実際は企業毎に異なる
2.みずほ銀行産業調査部が作成したもの

(出所) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

(1) EとSの観点を踏まえたGの対応 ~ 基盤としてのGと情報開示

- ESGについて戦略的に時間軸を踏まえた対応を着実に進めるためには、ガバナンス(G)と情報開示を両輪とする基盤の強化を通じてE・Sに関する意思決定の高度化を実現することも重要に
 - ガバナンスは経営判断・現場アクションにおけるE・Sの意義付け、情報開示は外部との双方向対話に基づくE・Sの位置付け・考え・行動のアップデートを促進

ESGを着実に進める上での基盤



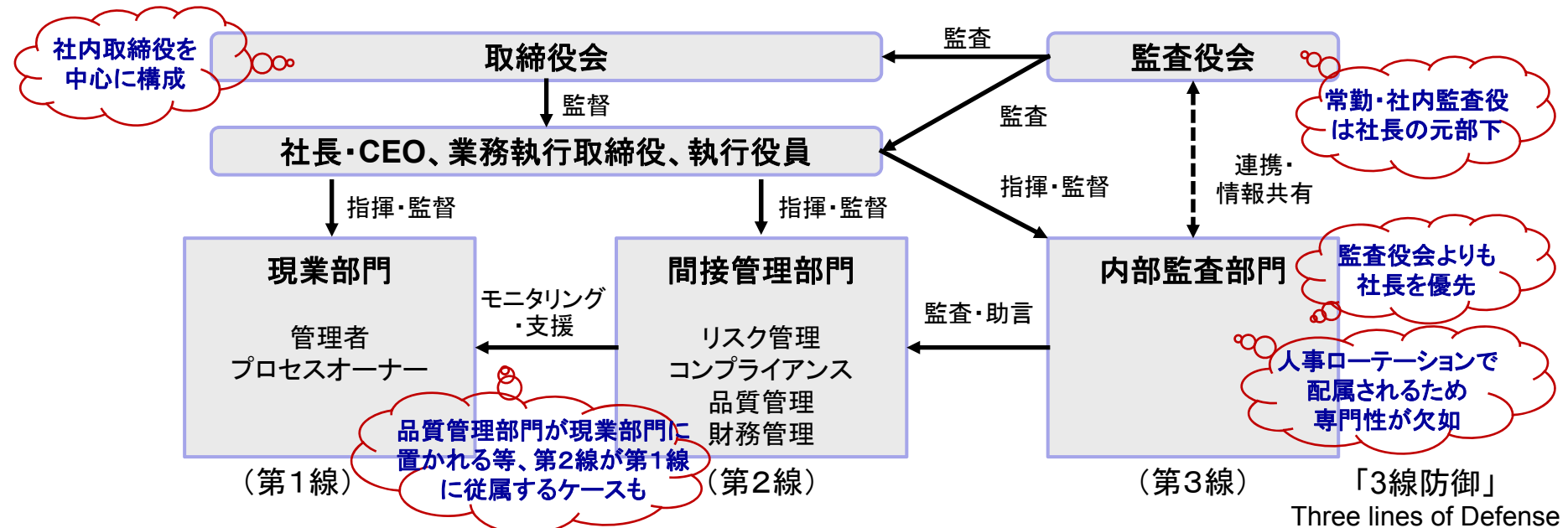
『企業経営におけるESGへの戦略的・時間軸を踏まえた対応』

(注) みずほ銀行産業調査部が作成したもの (出所) みずほフィナンシャルグループ「ESGと企業経営について」(2018年5月)

(2) 「守り」のガバナンスで求められる監査機能の強化

- ガバナンス改革以降も続いた企業不祥事の一因は、監査を通じた経営チェック機能の弱さ
- 日本で主流の「監査役会設置会社」を想定すると、例えば以下のような「守りのガバナンス」強化が求められる
 - ①監査役会の独立性強化(例: 社外監査役を議長・委員長に)、②内部監査部門と監査役会の連携強化(例: 内部監査部門に対する監査役の指示監督権の明確化)
- また、経営トップへのけん制を働かせるためには、任意の指名委員会の設置を含む選解任プロセスの確立も重要

「3線防御」モデルからみた日本企業の「守りのガバナンス」の問題点



(注) 監査役会設置会社を想定したもの (出所) 碓井茂樹「不祥事とガバナンスの再構築」(ウェブマガジン「The Finance」連載寄稿)等より、みずほ総合研究所作成

《 おわりに 》

○わが国のコーポレートガバナンス改革は、「日本企業の『稼ぐ力』の向上」「攻めのガバナンス改革」という文脈で推進されてきた。2014年以降、SSコードとCGコードを「車の両輪」とする改革が進められ、迅速・果敢な意思決定や企業・投資家の建設的な対話等を通じた、中長期的な企業価値・投資リターンの向上、さらには日本経済全体の好循環の実現が期待された(1,2章)

○しかし、企業の「形式」的な対応が目立った面もあったため、2017年から本格化した第二ステージの改革では、「実質」的な行動変容を促すことに主眼を置いて、SSコードやCGコードの改訂等が行われた(3章)

○アンケート調査等で企業の取り組みを確認すると、例えば、社外取締役が十分な役割を果たせていない領域があったり、経営の多様性確保が遅れていたりする一方で、経営トップの選解任基準の整備に前向きな企業が増えるなど、課題と進展が混在している。投資家サイドについても、投資先企業との対話が次第に深化しつつある半面、ショートターミズムの是正や企業年金の対応などは必ずしも十分とは言い難い。第二ステージの改革を受けた取り組みは道半ばであり、今後も継続的な対応が求められる(4章)

○近年日本でも重視されるようになったESG投資は、もはや一時的なブームにとどまる気配はない。こうしたなか、企業にとっては、自社ビジネスへの影響や企業価値向上との関連性を持たせる形で、かつ優先順位と時間軸を明確化した上で、環境問題や社会課題に関する具体的な取り組みを行う必要がある。同時に、そうした取り組みに対する投資家の理解を得るために、情報開示や対話にも力を入れるべきである。そして、投資家との対話を通じて、企業のESGへの取り組みがさらに発展することが期待される(5,6章)

みずほ総合研究所では、コーポレートガバナンスへの社会的な関心の高まりを踏まえ、お客さまの関連するニーズに対して、多面的に取り組んでおります。

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほ総合研究所 調査本部

政策調査部

TEL : 03-3591-1319

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。