



市場区分の見直しに関する フォローアップ会議 第五回 参考資料

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2022年12月28日

1. 資本効率や株価に対する意識改革



コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、**自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。**

補充原則5-2①

上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである。

投資家と企業の対話ガイドライン（2021年6月改訂版）

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

1-2. **経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。**

1-4. **経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、より成長性の高い新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果敢な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。**

(2018年12月末日時点の状況)

資本コストを意識した経営

コンプライア率 82.7% -10.4pt

【原則5 - 2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】
 経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を執行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

資本効率*に関する目標の設定 (JPX日経400)
* ROE及びROA

目標設定	割合
ROE及びROA	8%
ROEのみ	55%
ROAのみ	4%
設定なし	33%
計	63%

ROEに関する目標を設定している会社の目標値 (JPX日経400)

目標値	割合
8%未満	8%
8%以上10%未満	15%
10%以上12%未満	41%
12%以上	36%
計	77%

■ 各社が策定・公表している中期経営計画において、

- ✓ ROEに関する目標を設定している会社：63%
- ✓ それらの会社のうち、2桁以上のROE目標を設定している会社：77%

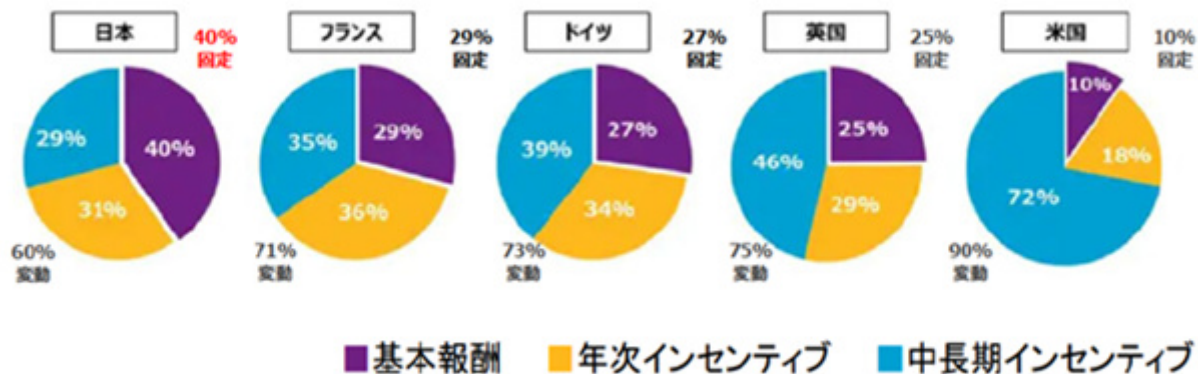
出所：スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 第17回 資料1 - 1
 東京証券取引所「改訂コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2018年12月末日時点）速報版」（2019年1月28日）
<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20190128/01.pdf>

- 2007年、企業行動規範を策定
 - 上場会社としての一般的な規範として、流通市場の機能および株主・投資者の権利を尊重すべき旨を明確化するとともに、証券市場の構成員としての責任ある行動を求める事項を明記したものの
- 2015年、コーポレートガバナンス・コードを策定
 - 企業行動規範の遵守すべき事項において、コンプライ・オア・エクスプレインを規定

<企業行動規範の内容>

区分	遵守すべき事項	望まれる事項
流通市場の機能維持	<ul style="list-style-type: none"> ・ 流通市場に混乱をもたらす株式分割等の禁止 ・ M S C Bの転換又は行使の制限 ・ 上場会社監査事務所等による監査 ・ 内部者取引の禁止 ・ 反社会的勢力の排除 ・ その他流通市場の機能を毀損すると東証が認める行為の禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 望ましい投資単位の水準維持（5万円以上50万円未満） ・ 内部者取引の未然防止に向けた環境整備 ・ 反社会的勢力の排除に向けた体制整備等 ・ 会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制整備 ・ 決算内容に関する補足説明資料の公平な提供
少数株主の権利保護	<ul style="list-style-type: none"> ・ 第三者割当に係る行為規範（株主の意思確認又は独立した者の意見入手） ・ 書面による議決権行使 ・ 上場外国会社における実質株主の議決権行使を容易にするための措置 ・ 独立役員の確保（1名以上） ・ コーポレートガバナンス・コードを実施するか、実施しない場合の理由の説明 ・ 機関設計の制限（監査役会又は委員会設置会社） ・ 社外取締役の確保（1名以上） ・ 金商法上の監査人と会社法上の会計監査人の一致（選任プロセスへの株主関与） ・ 業務の適正を確保するための必要な体制整備と適切な運用 ・ 買収防衛策の導入に際しての遵守事項 ・ M B Oの開示に係る遵守事項 ・ 支配株主との重要な取引等に係る行為規範（利害関係のない者の意見入手） ・ その他株主の権利を毀損すると東証が認める行為の禁止 	<ul style="list-style-type: none"> ・ コーポレートガバナンス・コードの尊重 ・ 取締役である独立役員の確保（取締役である独立役員を少なくとも1名以上） ・ 独立役員が機能するための環境整備 ・ 独立役員等に関する情報の株主への提供 ・ 議決権行使を容易にするための環境整備 ・ 無議決権株式の株主に対する情報提供

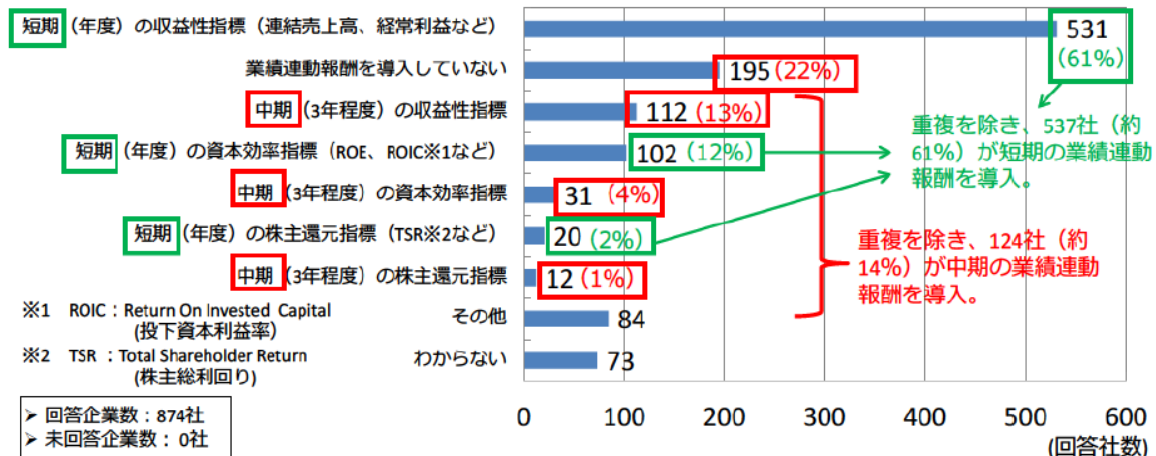
各国のCEO報酬比較(売上高1兆円以上企業)(2019年度)



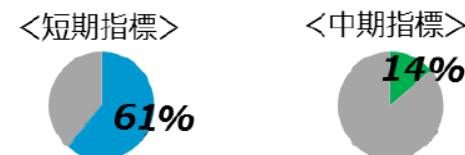
出典：ウイリス・タワーズワトソン『日米欧CEO報酬比較（2020年調査結果）』（2020年7月29日）

出所：経済産業省「攻めの経営」を促す役員報酬
～企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引～
(2021年6月時点版)
<https://www.meti.go.jp/press/2021/06/20210607001/20210607001-1.pdf>

経営陣幹部の業績連動報酬の決定のための指標



短期又は中長期の業績連動報酬を導入している企業の割合



出典：経済産業省 コーポレートガバナンスに関する企業アンケート調査結果(2017年3月)

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

【原則4-2. 取締役会の役割・責務(2)】

取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである。

また、経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

補充原則4-2①

取締役会は、経営陣の報酬が持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう、客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。その際、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

投資家と企業の対話ガイドライン（2021年6月改訂版）

3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

3-5. 経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が必要な権限を備え、活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

- 東証ではコーポレートガバナンス・コード導入以前(2014年)に、取締役、監査役などの上場会社の役員や会社の経営をサポートする皆様を対象に、**企業価値向上経営の実践に必要な知識や考え方についてご紹介するeラーニング**（「**企業価値向上経営 eラーニング**」）を公開（上場会社は、東証Targetから、無料で利用可能）

<企業価値向上経営 eラーニングのコンテンツ>

講座名	概要	コンテンツ	
基礎講座Series	資本市場と企業経営 (約30分)	昨今の資本市場の状況を踏まえつつ、「企業経営と資本市場の関わり」や「投資者の視点から見た企業価値向上のための日本企業の課題」などについて、概括的に解説	<ul style="list-style-type: none"> ■上場とは ■株主とは ■少数株主（機関投資家）の概略 ■投資部門別株式保有比率の状況－少数株主の存在感の変遷 ■日本企業の抱える課題 <ul style="list-style-type: none"> ・収益性を意識した経営 ・インベスターリレーション（IR） ・コーポレートガバナンス ■持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて <ul style="list-style-type: none"> ・コーポレートガバナンス・コード
	独立役員の実務 (約55分)	東証発行の「ハンドブック 独立役員の実務」（商事法務刊）をベースとして、独立役員に期待される役割をご確認いただくコンテンツ	<ul style="list-style-type: none"> ■ケーススタディ1「新規事業への参入を提案されたらどう考える？」 <ul style="list-style-type: none"> ・資本コストを意識した経営判断 ・投資採択基準の一例/投資採択基準を用いる際の留意点 ・M & Aに際して持つべき視点 ■ケーススタディ2「剰余金の処分についてどう考える？」 <ul style="list-style-type: none"> ・配当政策について ■ケーススタディ3「TOBの対象となったらどう考える？」 <ul style="list-style-type: none"> ・意見表明と買収防衛策
	企業価値向上経営の意義と実践に向けて (約90分)	日本企業の置かれている背景や現状を確認し、改めて企業価値向上経営の意義や必要性を解説するとともに、「資本コスト」や「企業価値」の考え方、自己資本政策の考え方などを学ぶことができるコンテンツ	<ul style="list-style-type: none"> ■企業価値向上経営の意義と必要性 <ul style="list-style-type: none"> ・企業価値向上経営が求められる背景 ・なぜ企業価値向上経営が必要なのか ■経営層が認識しておくべき企業価値向上経営の基本 <ul style="list-style-type: none"> ・株主を満足させる収益性（株主の期待収益率）とは ・必要な自己資本と自己資本のコストとは ・計上すべき利益とは（企業価値創造とは） ・企業価値の考え方、捉え方 ■東証上場企業の企業価値向上経営の現状と課題 <ul style="list-style-type: none"> ・自己資本政策に対する誤解 ・経営指標としてのROEの問題点
	【ダイジェスト版】企業価値向上経営の意義と実践に向けて (約30分)	既存講座のうち、最も多くの方に受講されている「企業価値向上経営の意義と実践に向けて」から、上場会社の役員の皆様にとって実務上不可欠な「資本コスト」に係る内容にフォーカスしたダイジェスト版	<ul style="list-style-type: none"> ■株主を満足させる収益性（株主の期待収益率）とは ■必要な自己資本と自己資本のコストとは ■計上すべき利益とは（企業価値創造とは） ■資本コスト（CAPM〔資本資産評価モデル〕） ■有利子負債の節税効果 / 最適資本構成 など
企業価値向上経営ベストプラクティスSeries	企業価値向上表彰の大賞受賞会社（オムロン、丸紅、ユナイテッドアローズ、ピジョン）の取組を紹介		

出所：JPXグループ ウェブサイト「企業価値向上経営 eラーニング」 <https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/seminar/e-learning/index.html>

基盤となる経済社会システムの組替え（OSの組替え） ③ 価値創造経営

（課題）

- グローバル競争に直面している企業も、例えば、PBR 1 を割る企業が東証一部上場企業の半数近くを占めるなど、企業価値を十分伸ばし切れていない。

→日本の資本市場全体の評価を高めるための取組や、制度設計や産業構造上の課題などに官民連携して速やかに取り組みつつ、**2030年で日本の代表的企業※のPBR1以上の割合を約6割から約8割（欧州STOXX600並）**にする。

※TOPIX500を想定

（対応の方向性）

1. 価値創造経営の推進：「5つの軸」で「実質的」な企業改革を推進

- 以下の改革を進め、その取組を統合報告書などで開示し、投資家とも対話を行う。また、価値創造経営にコミットする企業間の情報交換の場や、機関投資家との対話枠組み・表彰制度の創設を通じた業種を超えた優れた取組の横展開、日本のCEOやCEO候補者と海外で企業変革に成功したCEO等とのネットワーク形成等に取り組む。
 - ① バランスシート経営改革：無形資産を含め高速・大規模に投資、事業ポートフォリオマネジメント等による資本効率性向上
 - ② バックキャスト型長期経営：中長期の価値創造ストーリーの構築・マルチステークホルダー
 - ③ マネジメントスタイル改革：中長期の戦略に注力するマネジメントスタイル
 - ④ アグレッシブな成長を目指すためのマネジメント・ガバナンス改革：グローバル水準の長期インセンティブ報酬、サクセッションプラン作成、過半数の独立社外・多様性のある取締役会、長期経営方針についてCEOと社外取の徹底した対話 等
 - ⑤ 人的資本経営

2. 政府によるミッション志向の産業政策

- ミッション志向の産業政策を進めるにあたり、産業政策の効果を最大化するため、大規模・長期・計画的支援のパートナーとなる民間企業は、「グローバル競争で勝ちきる企業」になることを目指し「価値創造経営」に取り組むとともに、その際、PBRが1を満たない企業は、1を超える（株式時価総額が純資産を超える）ための、一定期間（例えば5年間）の具体的かつ合理的な計画を立案し、公表することを求める。
- その際、政府は、日本の資本市場全体の評価を高めるための取組や、制度設計や産業構造上の課題など業界大で解決すべき課題に対し、官民連携で課題解決に向けて速やかに取り組む。

3. 資本市場改革：機関投資家によるエンゲージメント強化、市場改革、資本市場への資金流入強化

16

(1) 「サステナビリティ経営」の本質を理解するために

代表的な財務指標であるROEのデュポン分析

売上高純利益率 × 総資産回転率 × 財務レバレッジ

サステナビリティ経営の分解式 (安藤の私見)

パーパス経営 × 資本コスト経営 × ESG経営

オムロンの施策とサステナビリティ経営

企業理念
実践経営

×

ROIC経営

×

ESG
インテグレーション

事業を通じて
企業理念を
実践する経営

資本コストを意識して
持続的に稼ぐ力を
発揮する経営

ESGファクターを
自律的かつ統合的に
強化する経営

(C)Copyrights OMRON Corporation, All Rights Reserved.

● 4

出所：市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第三回 安藤メンバー説明資料 (2022年10月5日)

<https://www.jpj.co.jp/equities/improvements/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/nlsgeu000006o55t.pdf>

- 中長期的なROE向上に向けて、資本コストを算出のうえ、ROE目標を設定する等の取組をすべき。さらに、それらの目標のPDCAを開示し、投資家との対話を進めることで、より効果を高めるべき。（生命保険協会）※三井住友トラスト・アセットマネジメントからも同様の意見
- PBR 1倍割れの銘柄が多すぎる。利益剰余金を必要以上に溜め込み資本効率を悪いまま放置している。（個人投資家）
- PBRが継続して1倍を下回っている企業には改善計画の開示を求め、毎年、取締役会における検討結果の開示を求めるべき。（フィデリティ投信）※機関投資家協働対話フォーラムからも同様の意見
- 資本効率や株価対策、投資家との対話といったロードマップを策定させ、取引所が実施状況に対してスコアリングを行うことで、高スコアを得ようというインセンティブを与え、改善に努めさせるべき。（タイムム）
- PBRが1倍を下回っているプライム市場上場企業において、継続して改善が見られない場合にはスタンダード市場への移行を求めるべき。（フィデリティ投信）※ストラテジックキャピタルからも同様の意見
- スタンダード市場において、経営者に資本効率や株価を意識させるための規律として、上場廃止基準に「株価指標」の項目を追加し、「PBRが5年継続して1倍を下回っている場合」を規定すべき。（ストラテジックキャピタル）
- 企業価値（EV）のマイナスが恒常化している企業には上場廃止を促すべき。（リム・アドバイザーズ）
- 新規上場時の「企業の継続性及び収益性」の審査において、「ROEが継続的に資本コストを超えると認められること」を追加すべき。（ストラテジックキャピタル）
- スタンダード市場は他の市場に比して位置づけが曖昧であるため、上場会社に対して、プライム市場へのステップアップを目指すのか、現状での経営安定や緩やかな成長曲線を描くことを優先するのかといった立ち位置を積極的に投資家を開示させるべき。（タイムム）

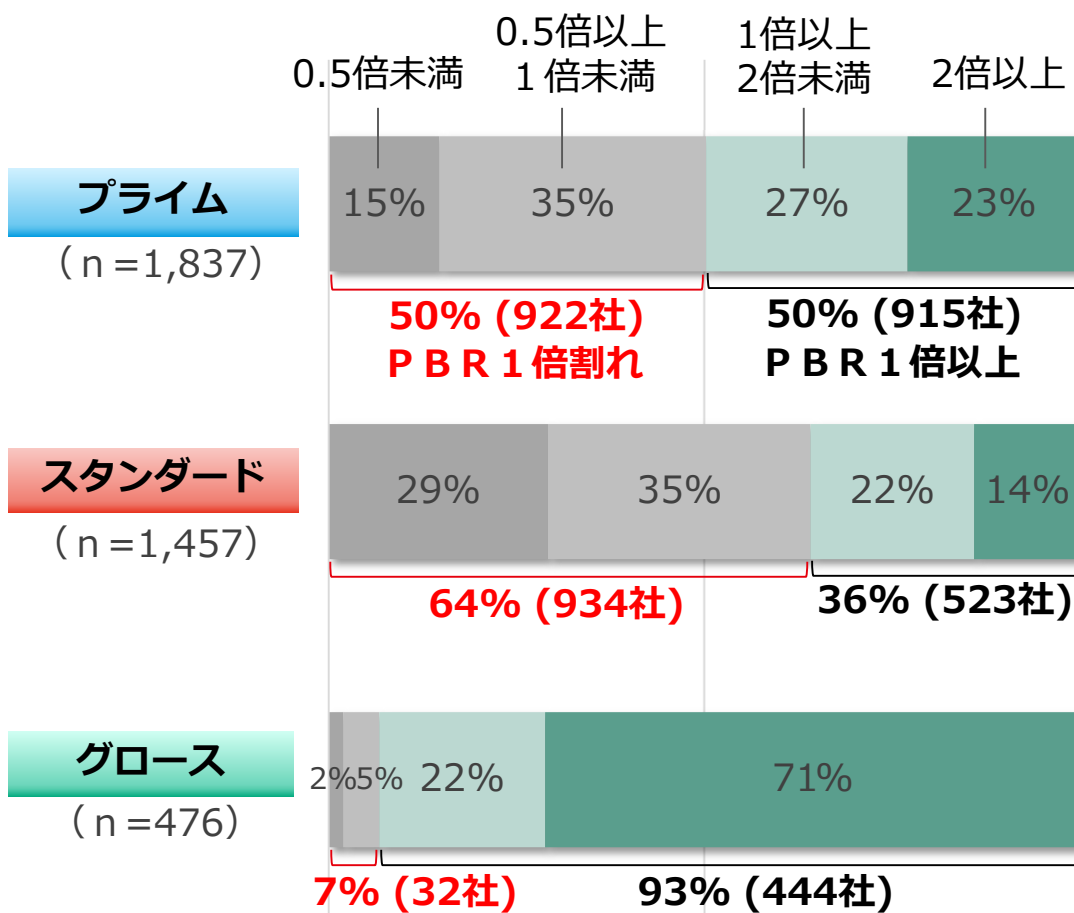
P B R (株価純資産倍率)

1.



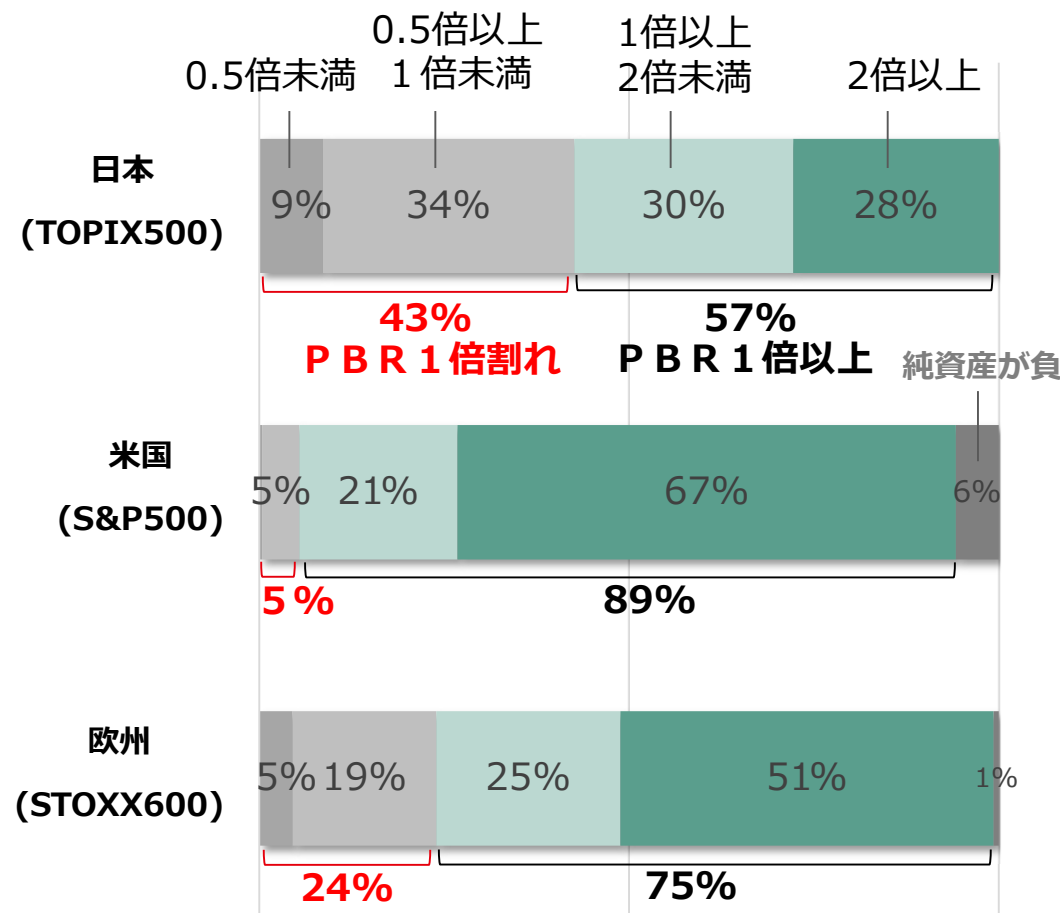
- P B R 1 倍割れがプライム市場の50% (922社)、スタンダード市場の64% (934社)
- 主要株価指数の構成企業のうちP B R 1 倍割れの企業の割合は、米国 (S&P500) 5%、欧州 (STOXX600) 24%に対して、日本 (TOPIX500) は43%

市場区分別のP B Rの分布



注：QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点(外国会社を除く)

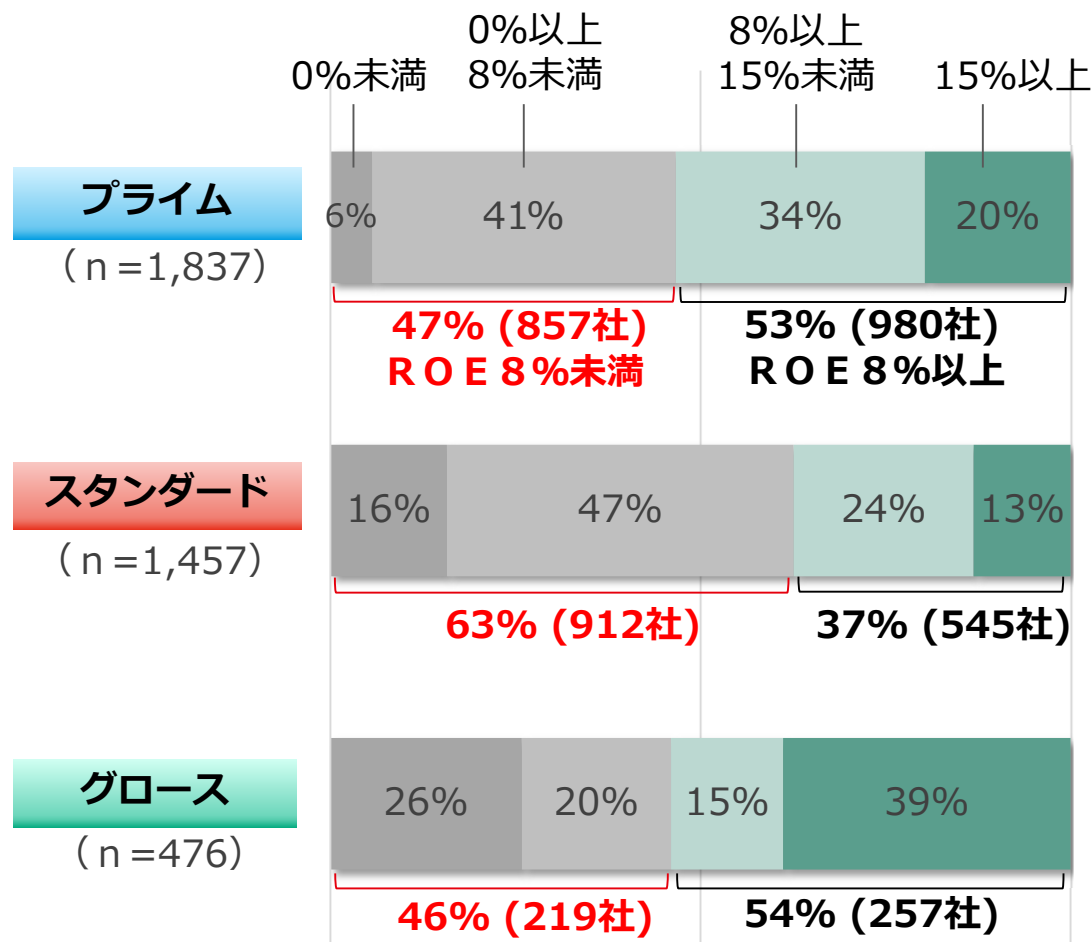
P B Rの海外比較 (主要企業)



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

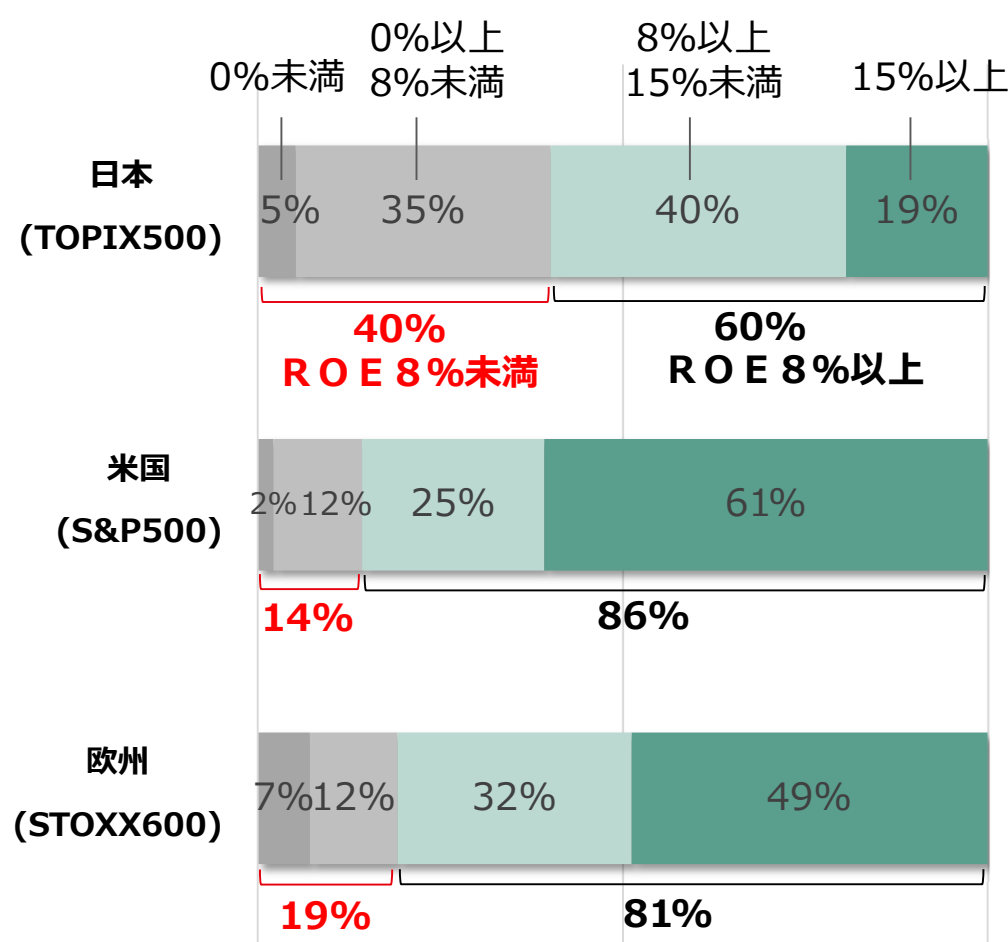
- ROE 8%未満がプライム市場で47%（857社）、スタンダード市場で63%（912社）
- 主要株価指数の構成企業のうちROE 8%未満の企業の割合は、米国（S&P500）14%、欧州（STOXX600）19%に対して、日本（TOPIX500）は40%

市場区別のROEの分布



注：QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点(外国会社を除く)

ROEの海外比較（主要企業）



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

2. コーポレート・ガバナンスの質の向上



- 英国 F R C (Financial Reporting Council) では、英国コーポレートガバナンス・コードに基づく開示の質向上を目的として、2021年2月に「**Improving the quality of ‘comply or explain’ reporting**」を公表
- 同レポートでは、現状の各社のエクस्पラインの大半が不十分なものであると指摘したうえで、**明確かつ意味のあるエクस्पラインを行うための要点や、好事例などを紹介**

<英国 F R C から示されたエクस्पラインの要点>



Set the context and background. Companies should name the Provision that they have not complied with. They should then explain the circumstances, and as required by the Listing Rules, state the reasons why they are not complying or are unable to comply.



Give a convincing rationale for the approach being taken. Companies should set out the alternative arrangement that they have chosen and state the reason(s) why they have chosen it. This should be easy and straightforward if departure from the Code is unavoidable, such as in the example mentioned above, a director resigning without advance notice, thus leaving the board with less than half of the board made up of independent NEDs.

We expect companies to provide a more comprehensive and detailed explanation when non-compliance is indefinite. For example, if the company decides to keep the chair in their position for longer than nine years, a strong rationale should be provided, with clear reasons why this is important, and the criteria used to evaluate it.



Consider any risks and describe any mitigating actions. Companies should consider whether departing from the Code and following an alternative approach contains any risks. They should state if there are any actual risks (if any) arising from this approach. If the directors consider that there is no or negligible risk, companies should state any potential risks that might arise in the future. They should then explain any actions that they have taken or will be taking to mitigate such risks. For example, the loss of independent directors could reduce challenge to board decision-making and leave effective control of the company with a small number of individuals.



Set out when the company intends to comply (timescales). A good explanation should indicate whether departure is limited in time or is indefinite. When companies have not complied with a Provision only for part of the accounting year, they should clearly specify the time that they were unable to do so. When departure is limited in time, but it extends beyond the full accounting year, a good explanation would give an estimate of when the company plans to comply with the Provision and the steps it is taking to assure compliance.

When departure is indefinite, companies should state this and explain whether there could be any future factors or circumstances that would give them a reason to review or change their alternative approach.

Companies that have explained that their departure is indefinite must continue to explain each year and not rely on a previous year's explanation.



Explanations should be understandable and persuasive. Considering all the above elements, companies should ensure that their explanation is understandable and persuasive. It should be written in plain language that is easy to understand and leaves no room for ambiguity. It should provide enough level of detail so that investors and stakeholders fully understand and evaluate why the company has not complied with a Provision and what the chosen alternative entails.

It would still be for companies to make judgements about the extent to which each of the five criteria they need to address after considering their particular circumstances. Nonetheless, we expect companies to address all the criteria.

出所 : FRC (Financial Reporting Council) | Improving the quality of ‘comply or explain’ reporting (2021年2月)
<https://www.frc.org.uk/getattachment/6a4c93cf-cf93-4b33-89e9-4c42ae36b594/Improving-the-quality-of-comply-or-explain-reporting-final.pdf>

注 : 赤色下線は東証で追記

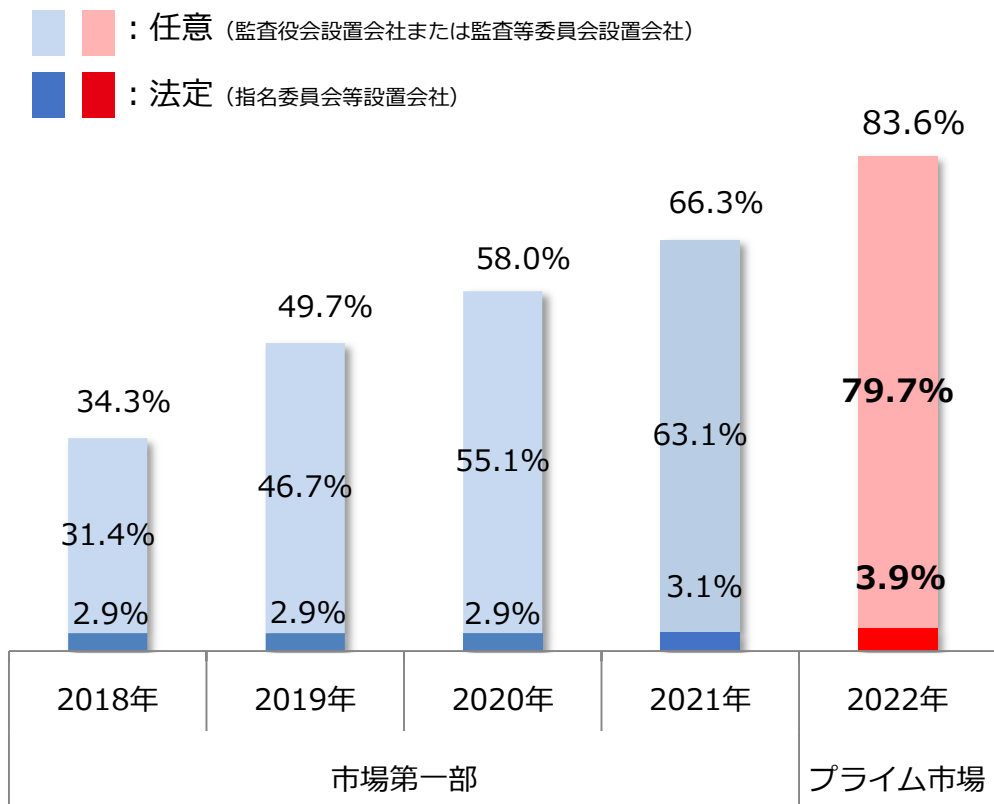
「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（2015年3月5日）

11. また、本コード（原案）は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（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）の手法を採用している。すなわち、本コード（原案）の各原則（基本原則・原則・補充原則）の中に、**自らの個別事情に照らして実施することが適切でないとする原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に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している。**
12. こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、スチュワードシップ・コードにおいて既に採用されているものの、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。本コード（原案）の対象とする会社が、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには十分な留意が必要であり、会社側のみならず、株主等のステークホルダーの側においても、当該手法の趣旨を理解し、会社の個別の状況を十分に尊重することが求められる。特に、本コード（原案）の各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、実効的なコーポレートガバナンスが実現されていない、と機械的に評価することは適切ではない。一方、**会社としては、当然のことながら、「実施しない理由」の説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、株主等のステークホルダーの理解が十分に得られるよう工夫すべきであり、「ひな型」的な表現により表層的な説明に終始することは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨に反するものである。**

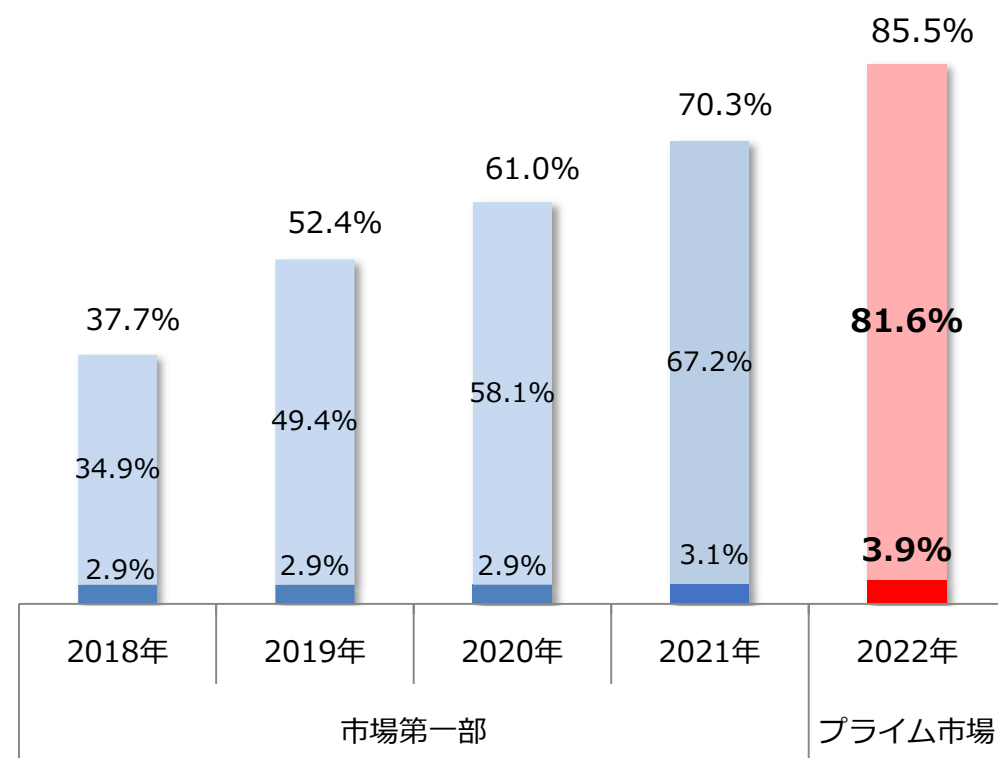
出所：コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議 「コーポレートガバナンス・コード原案」序文（2015年3月5日）
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005ltbt.pdf>

- プライム市場上場会社のうち、法定の指名委員会等設置会社は3.9%、監査役会設置会社または監査等委員会設置会社で任意の指名委員会・報酬委員会を設置している会社は約8割

指名委員会を設置している上場会社の比率



報酬委員会を設置している上場会社の比率



注：2022年は7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書データを集計

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

【原則4-10. 任意の仕組みの活用】

上場会社は、会社法が定める会社の機関設計のうち会社の特性に応じて最も適切な形態を採用するに当たり、必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図るべきである。

補充原則4-10①

上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、**指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである。**

特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

※ コーポレート・ガバナンス報告書の記載要領において、指名委員会及び報酬委員会の活動状況（開催頻度、主な検討事項、個々の委員の出席状況等）についてコーポレート・ガバナンス報告書に記載することが望ましいとしている。

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（2022年6月13日）

II. コーポレートガバナンスに関する開示

2. 取締役会、指名委員会・報酬委員会等の活動状況

取締役会の機能発揮に向けた取組みが進められる中、指名委員会・報酬委員会を設置する企業は年々増加しており、本年4月時点で、東京証券取引所プライム市場上場企業で約8割となっている。

また、2021年6月のコーポレートガバナンス・コード再改訂では、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会、報酬委員会を設置し、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきであるとされた。こうした中で、**指名委員会・報酬委員会、さらには取締役会全体の機能発揮の状況への投資家の関心も大きく高まっている。**

現在、取締役会や委員会等の活動状況に関する開示は、以下のとおりとなっている。

- 有価証券報告書において、企業統治の体制の概要（構成、委員会等の設置目的、権限）、監査役会等の活動状況（「開催頻度」、「主な検討事項」、「個々の構成員の出席状況」）、役員報酬等の額の決定過程の記載が求められている
- コーポレート・ガバナンス報告書において、取締役会等の活動状況（開催頻度、主な検討事項、個々の委員の出席状況等）の記載が「推奨」されている

このような中、

- 取締役会、指名委員会・報酬委員会の活動状況の開示については、コーポレート・ガバナンス報告書や任意開示書類において、一定の進展がみられること
- 米国、英国、ドイツ、フランスなどにおいて、取締役会、指名委員会・報酬委員会の活動状況が法定書類で詳細に開示されていること
- 取締役会・委員会等の機能発揮の状況に対する投資家の関心の高まりがみられること

を踏まえ、**取締役会、委員会等の活動状況の「記載欄」を有価証券報告書に設けるべきである。**

そして、当該「記載欄」においては、個々の上場企業により取締役会と執行部門との関係や委員会等の役割や権限に幅があることに鑑み、監査役会等の活動状況の開示と同様、**まずは、「開催頻度」、「主な検討事項」、「個々の構成員の出席状況」を記載項目とすべきである。**

なお、これらの開示情報を補足し、これまでのコーポレート・ガバナンス報告書や任意開示書類における開示の進展を生かすとの観点から、上記の「記載欄」において、詳細な情報については、コーポレート・ガバナンス報告書や任意開示書類を参照することも有用と考えられる。

出所：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 - 中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて - （2022年6月13日）
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613/01.pdf

注：太字は東証

⇒ **報告内容を踏まえ、2023年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書から、取締役会や指名委員会・報酬委員会等の活動状況（開催頻度、具体的な検討内容、出席状況）の記載欄が設けられる予定**

- コーポレートガバナンス・コードにおけるエクスプレインは、「検討中」で良しとするのではなく、「（今）順守することは企業価値向上に照らして適当ではない」ことの具体的な説明を求め、毎年、原則順守の是非についての取締役会における検討結果の開示を求めるべき。（フィデリティ投信）
- コーポレートガバナンス・コードの原則のうち個別企業が「コンプライ」としている事項の実態を取引所が調査・確認すべき。（ストラテジックキャピタル）
- 企業の取組や対話の促進のため、プライム上場企業について、投資家がコーポレートガバナンス・コードや上場基準の充足状況等を容易に確認できるよう一覧化することも一案。（りそなアセットマネジメント）
- 議決権行使電子プラットフォームの導入を必須化すべき。（機関投資家協働対話フォーラム）
- 株主価値向上に積極的ではないスタンダード市場の企業により緩いガバナンスを認めることは、規律が働かない状態を温存することになるため、市場区分に関わらず同水準のガバナンス要件が課されるべき。（Kaname Capital）
- スタンダード市場の緩いガバナンスに安住している経営者に一般株主が退出を迫ることが可能となるよう、流通株式比率基準を引き上げ、安定株主比率を30%未満にすべき。（シンプレクス・アセット・マネジメント）

3. 英文開示の更なる拡充（プライム市場）



- 英文開示実践ハンドブックの公表（ノウハウ共有）
- 英文開示セミナー（ノウハウ共有）
- 優良会社インタビュー公表（動機付け）
- 個別企業への働きかけ（促進）

海外投資家が英文開示のみに基づいて投資判断を行い、安心して投資できる環境の実現

- 海外投資家アンケート結果の公表
“開示書類のうち必要とされる情報”の参考情報を提供（動機付け）
- 個別企業への働きかけ（促進）

英文開示に係るプラクティスの確立

2023年

2022年

- 招集通知・英文記載例公表（負担軽減）
- **改訂CGコードの適用開始（プライム市場向け）**

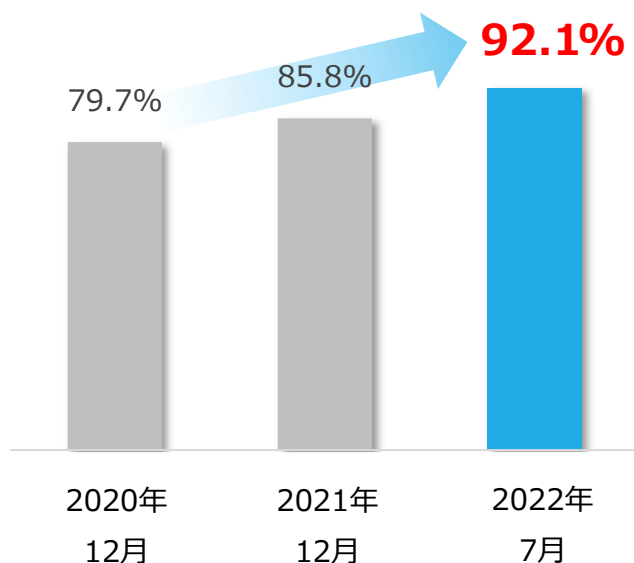
2020年 2021年

- 英文開示実施状況一覧の公表（実施状況の見える化）

- 英文開示情報サイトの設置（利活用促進・負担軽減）
- 英文開示様式の作成・公表（負担軽減）
- **改訂CGコードの公表（プライム市場向け）**

- プライム市場上場会社では、改訂CGコードの適用も踏まえ、**英文開示の取組みが全体的に進展**
- ただし、資料別では**英文開示が不十分な書類**も見られ、海外投資家からもさらなる**英文開示情報の充実や、英文開示タイミングの早期化を求める声**が寄せられている

英文開示実施率（プライム市場）



資料別の英文開示の状況

(2022年7月時点)

	英文開示実施	書類別の実施状況						
		決算短信	株主総会招集通知 (通知本文)	IR説明会資料	適時開示 (決算短信以外)	CG報告書	有価証券報告書	
プライム (n=1,837)	92.1%	77.1%	76.1%	61.1%	38.7%	24.5%	13.3%	
時価総額別	1,000億円以上 (n=679)	98.4%	89.6%	89.9%	86.2%	66.9%	49.1%	26.5%
	250億円以上1,000億円未満 (n=695)	90.6%	72.7%	75.0%	52.2%	26.3%	13.1%	7.2%
	250億円未満 (n=463)	84.9%	65.4%	57.5%	37.6%	15.8%	5.4%	3.2%

出所：東京証券取引所「英文開示実施状況調査」のデータより作成

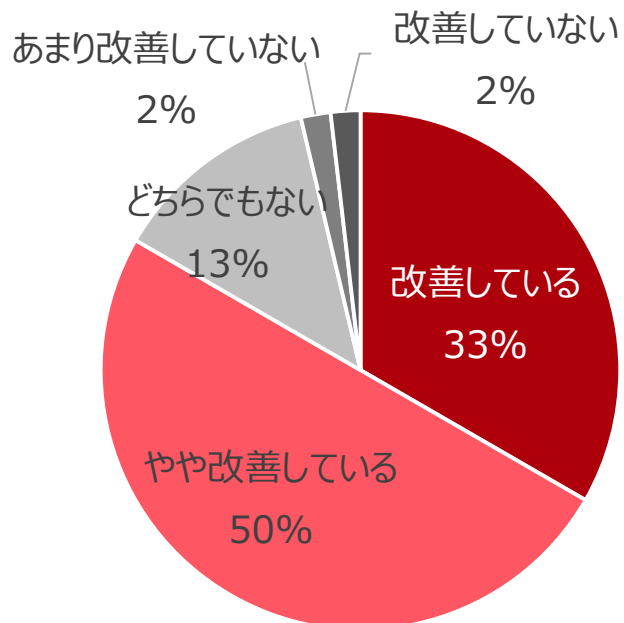
注：英文開示実施率は、対象書類（決算短信、適時開示資料（決算情報を除くその他の適時開示資料）、株主総会招集通知、コーポレート・ガバナンス報告書、有価証券報告書、IR説明会資料、及びその他の英文開示資料）のいずれかの資料について英文開示を行っていると感じた会社

補充原則 3-1② 【改訂】

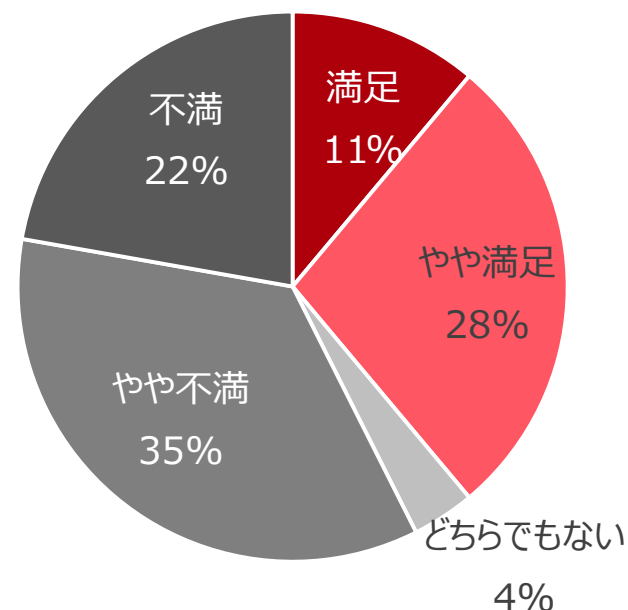
- 合理的な範囲で、英語での情報の開示・提供を進めるべき
- プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報を英語で開示・提供すべき

- 2021年8月に東証が実施した海外投資家へのアンケート調査では、日本の上場会社による英文開示の状況について、**83%が「改善している」または「やや改善している」と回答し、多くの投資家が近年の取組の進展を肯定的に評価**
- 一方で、現状について**57%が「不満」または「やや不満」と回答しており、その理由として、日本語の開示資料と比べて情報量に差があることや、開示のタイミングが遅いことを挙げる意見が多く見られ、外国人投資家が不利な立場に置かれているとの指摘があった**

日本の上場会社の英文開示は近年改善していると思いますか。



日本の上場会社の英文開示に満足していますか。



出所：東証「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果（2021年8月）」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/disclosure-gate/survey-reports/index.html>

日本株への投資スタンス(2)

NOMURA

投資スタンス マクロ経済 円安 物価 投資機会 エンゲージメント 投資家構造 岸田政権

当社メッセージ・関連スライド

日本株は50年来の割安圏にある



海外投資家の意見

11. 為替、複雑な事業構造を考えると自分たちが何に投資しているのかわからないのが日本株（中東）
12. 日本企業への投資は基本的に景気循環次第。長期で伸びる見通しを持ってない。（中東）
13. 日本株は、いつ投資すべきなのかタイミングを考えるのが困難である。（仏）
14. よく調べる時間がない（米）
15. 南米の投資家は、日本のように離れた市場の事をよく知らない。よく知らない市場には投資しない。（米）
16. 日本株は情報が少なすぎる上、投資対象となる資産が身近にない。（米）
17. 日本株への投資は、常にか為替（円）のリターンと株式のリターンの二つの要素が逆向きに動くので難しい。（仏）
18. 日本にはコングロマリットが多い。日本企業のビジネスモデルを理解するのが難しく、労多くして報われない。（中東）
19. 日本の株式市場では、小型株市場に高い関心を持っていた。それはアクティブ運用で付加価値が出せるという見方からだが、流動性が低すぎて多額の資金を投資するには不適格と結論づけた。（中東）
20. 日本株に投資するには、日銀の金融政策と、為替の見通しが必要だ。（米）
21. 日本株は、通貨も組み合わせて考えると変動率（ボラティリティ）が高すぎて手が出ない。（独）

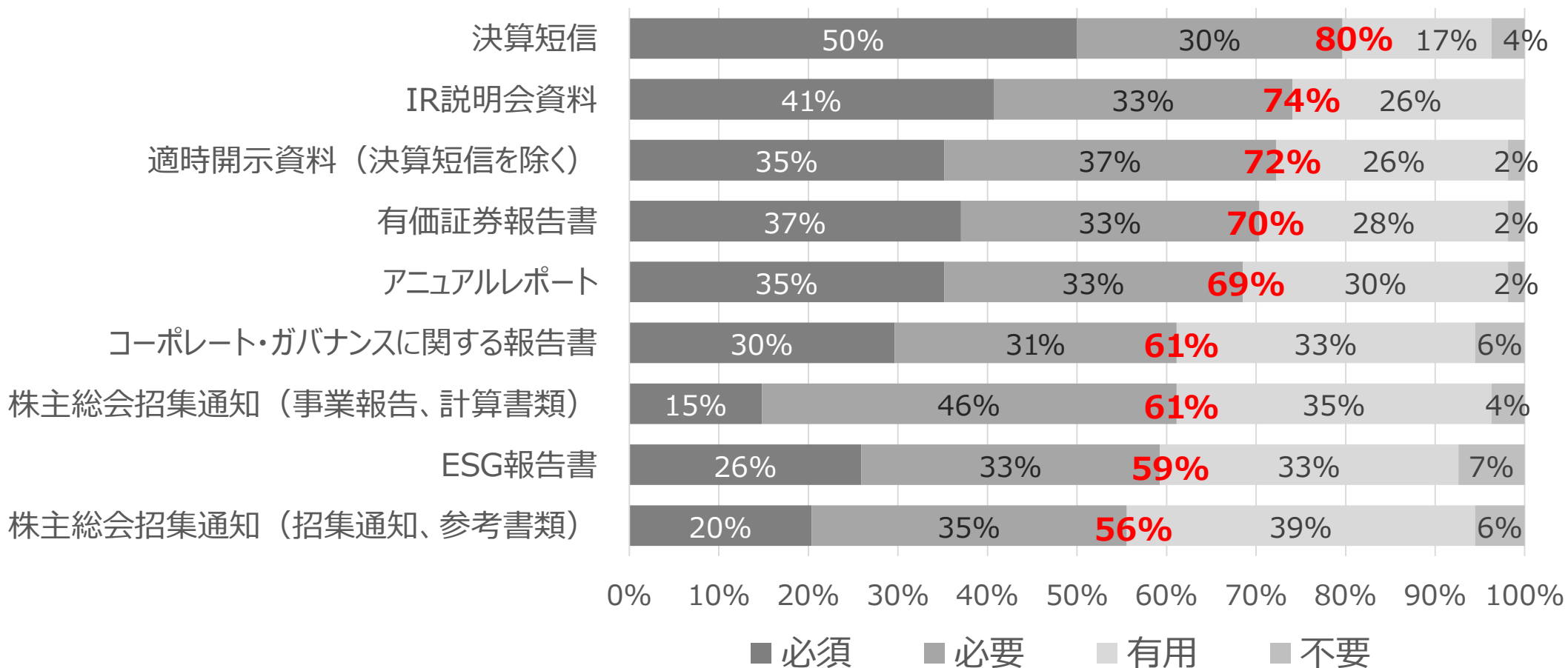
pg.22

出所：市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第四回 小池メンバー説明資料（2022年11月28日）

<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/co3pqt000002991.pdf>

海外投資家が英文開示を必要とする資料

※2021年8月に東証が実施した海外投資家へのアンケート調査の結果
(n=54件)



注：必須：英文開示がない場合は投資しない、必要：英文開示を必要としている、有用：英文開示があれば利用する、不要：英文開示があっても利用しない

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（2022年6月13日）

IV. その他の開示に係る個別課題

2. 英文開示

近年、我が国上場企業の英語による企業情報の開示（以下「英文開示」という。）は着実に進展しており、全市場時価総額ベースで約9割の企業が決算短信、株主総会招集通知の英文開示を実施又は実施予定となっている。

他方、有価証券報告書の英文開示については、海外機関投資家の約7割が一覧性を有する法定開示書類である有価証券報告書の英文開示は必要と回答しているものの107、実施企業は少数にとどまっている。

こうした中、特に本年4月にスタートした東京証券取引所のプライム市場は、グローバルな投資家との建設的な対話を念頭に置いており、当該市場に上場する企業は、積極的に有価証券報告書の英文開示を行うことが期待される。

同時に、有価証券報告書全体の英文開示には相当の作業等を要するとの指摘がある。この点については、まずは、【事業等のリスク】、【経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】、【コーポレート・ガバナンスの概要】、【株式の保有状況】など利用ニーズの特に高い項目について、英文開示を行うことが重要である。また、新たに「記載欄」を設けるサステナビリティ情報についても英文開示が期待される。

現在、金融庁の提供する有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム（EDINET）の英語サイトにおいて、英訳した有価証券報告書を自社ウェブサイト上に掲載している企業の一覧を公表しているが、これに加えて、有価証券報告書上で特に英文開示が求められる上記項目を英訳した企業についても一覧として公表し、海外投資家に対して情報発信するべきである。

加えて、EDINETにおいて、外部の翻訳ツールを利用しやすいよう改修を進める。また、中長期的には、法定開示書類の英訳に適した翻訳機能の精度向上に取り組むことも支援策として有効と考えられる。

出所：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 - 中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて -（2022年6月13日）
https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613/01.pdf

注：太字は東証

- 英国 F R C を運営母体として設立された財務報告ラボ (The Financial Reporting Lab) は、2013年から英国で義務化されたビジネスモデル・レポーティングに関して、企業における取組の促進のため、2016年に「ビジネスモデル・レポーティングに関する報告書」を公表
- その際、開示が義務付けられていないA I M上場会社についても、ビジネスモデル・レポーティングの重要性を指摘したうえで、プロジェクトの当事者として巻き込みながら、報告書に実例を取り上げるなどによって、自発的な開示を促進

＜英国財務報告ラボ「ビジネスモデル・レポーティングに関する報告書」の抜粋＞

Good business model disclosure

Importance of the business model

Investors use business model information in their initial investment appraisal process, but also for monitoring the investee company's performance and fulfilling their own stewardship responsibilities.

Most institutional investors believe they usually have access to sufficient business model information for them to complete their analysis of the company. However, they piece it together through a variety of sources. In addition to the annual report, they rely on:

- discussions with management;
- company presentations;
- in-house sector specialists;
- sell-side analyst reports; and
- prospectuses, if available.

Most investors indicate that discussions with management, including questioning or challenging them on aspects of the business model, are currently key to their understanding of a company's business model. This presents a challenge for retail and smaller investors who may not be able to meet management. For all investors to have equal access to information, investors note that companies should include information required to understand the business model in the annual report disclosure.

Companies have been developing their disclosure, but most acknowledge there is more to do. In the early stages of this project, many companies were not convinced that investors use the business model disclosures included in the annual report. Some companies feel that business model disclosure is only a compliance exercise. They:

- believe investors know their business model;
- think they receive no questions from investors on their business model; and
- consider that they prepare the disclosure solely for inclusion in the annual report.

Investors are unanimous that business model information is fundamental to their analysis and understanding of a company and its prospects. It provides context and understanding to the other information in the annual report. Investors often ask questions to improve their understanding of the business model, particularly in an initial meeting, but either introduce them as strategy, or do not introduce them at all. As a result, companies may not immediately recognise when business model related questions are asked.

The board and management's unwillingness or inability to clearly articulate their business model raises concerns for investors about the quality of management, to the extent that some will not invest, while others will limit the capital they invest. Investors often compare business models (directly or indirectly) and form views on the quality and sustainability of the business model.

Business model disclosures of investee companies are also used to: confirm that the company is applying the business model the investors think they are; identify any changes; and refer to before meeting companies. Investors compare management's description of the business model with their analysis of what the company does and how it is generating economic value.

Although AIM companies are exempt from the requirement to disclose their business model, some AIM company representatives and many members of the investment community believe it is as important, if not even more important, for them to do so voluntarily than for quoted companies. The main reasons for believing business model reporting is potentially more important for AIM (and also smaller main market quoted and other) companies are that they are not as well known, and not covered by analysts to the same extent as larger quoted companies.

Business model

What we do?

Deltex Medical exploits its proprietary technology to develop, design, manufacture and market medical equipment that deploys low frequency ultrasound to visualise and measure blood flows in the central circulation. Doing this enables anaesthetists to optimise blood flows in patients undergoing surgery and in critical care. Robust clinical evidence shows that, if central blood flow is optimised, the risk of complications is reduced contributing to both more complete, faster recoveries for patients and lower costs of care for the healthcare provider. This outcome is achieved through the use of the company's technology, Oesophageal Doppler Monitors (ODM) which is the gold standard in the provision of such care. There is no other intra-operative fluid management (IOFM) technology which enables the anaesthetist to optimally manage their patient's blood flow during surgery either as precisely or as rapidly as with ODM and no other technology has been able to generate an equivalent evidence base of either patient or economic benefit.

What we sell?

Our technology comprises two main components. The patient monitor and a single use disposable probe which is placed in the oesophagus in a simple, minimally invasive process. Together they provide the anaesthetist with real time information concerning the flow of blood around the body from deep inside the central circulation. If the flow of blood around the body is compromised, which occurs commonly during surgery, then the amount of oxygen delivered to tissues is reduced, increasing the risk of serious harm to major organs. Periods of poor blood supply to organs including the gut, kidneys and liver increase the risk of developing a complication which requires additional treatment and often leads to an increase in the time spent in the hospital and a long term shortened life expectancy. For the healthcare provider, complications from surgery lead to additional costs that need to be met both immediately and over the longer term. The use of our technology reduces these risks and the costs associated with them.

How do we make money?

Our sales proposition to customers comprises both a capital purchase (the monitor) and a revenue purchase (the disposable probe). Due to the often protracted procurement times for capital items, we frequently need to place our monitors in hospitals, which can lead to the faster adoption of the technology into their practice and, therefore, a quicker consumption of revenue generating probes. There are over 3,200 monitors installed worldwide. The more probes that are used, the more revenue we generate. All of our equipment is designed and manufactured in the UK giving us good control over both product quality and profit margins.

Our gross margin earned in markets where we sell direct, namely the UK, USA, Canada and Spain, is higher than in those markets (over 30 countries) that we sell via distributors. Our gross margin earned on probes is typically over 75% in the UK, around 85% in the USA and 55% to 60% in our distributor led business.

Who are our customers?

In the UK, our key customer is the UK National Health Service (NHS). The NHS decided to adopt our technology "at pace and scale" following the 2011 National Institute for Health and Care Excellence (NICE) recommendation of our Cardio-Q ODM products for over 600,000 patients a year undergoing higher risk surgery in NHS hospitals. However, due to the fragmented nature of the NHS and its difficulties to adopt innovative technologies, our sales efforts are now focused on those individual NHS Hospitals that are prepared to support individual anaesthetists or groups of anaesthetists who choose to deliver the clinical benefits to patients of intra-operative fluid management using ODM.

In the USA, recognition of the importance of modern 'Enhanced Recovery' approaches to surgery is growing at a hospital level as it becomes recognised that improving the quality of care provided to patients leads to better patient outcomes, lower costs of care and higher profits for the hospital care providers. Our focus in the USA has been to identify major hospitals that wish to implement evidence-based intra-operative fluid management, often as part of an enhanced recovery programme initiative, and partner with them to help them to achieve their objectives. We define these hospitals as Platform Programme Accounts. These accounts generally have the potential to consume at least 100 probes per month as the use of ODM spreads across surgical disciplines. The programme typically involves one area of surgery which adopts ODM into its protocols, measuring the changes in desired outcomes that are defined at the start of the project. This evidence is then used to develop similar protocols for use in other surgical procedures with the goal that ODM becomes the routine technology of choice in all of the operating rooms in that hospital. Our US market development plan, launched in 2013, was to have 30 such hospitals by US Labor Day 2016. At that date we had 27 such accounts, with a similar number of further accounts in the pipeline.

In our distributor led markets, our main focus is to work with those countries that have recognised the benefits of IOFM and/or enhanced recovery protocols and have a desire to implement these programmes nationally. The process usually starts with establishing contact with local Key Opinion Leaders in the countries who have the ability to implement at both hospitals and health-care systems' level. This requires support from Deltex Medical, as although we work closely with local distributors, they usually do not have the knowledge or background to drive these change programmes.

What is our goal?

Our goal is to see the adoption of ODM as the standard of care for all patients undergoing high-risk surgery. This we believe will be achieved through anaesthetists understanding the clinical benefits of fluid management.

The global market opportunity for haemodynamic monitoring equipment, of which a large proportion relates to disposables, is expected to reach US\$1.1 billion by 2019 at a CAGR of 4.5% during the forecast period.

The Group with its 'Gold Standard' ODM technology is well placed to grow through wider acceptance of the fact that too much or too little fluid given to patients intra-operatively can cause harm and, therefore, it is important to get the amount of fluid given 'just right' for each and every patient. This can only be achieved through use of ODM.

↑ AIM上場会社も報告書の作成過程に巻き込み、最終的に開示例を掲載
 AIM上場会社において、ビジネスモデル・レポーティングは任意である一方で、開示の効果は高い旨を指摘

出所：Financial Reporting Lab | Business model reporting (2016年10月)
<https://www.frc.org.uk/getattachment/4b73803d-1604-42cc-ab37-968d29f9814c/FRC-Lab-Business-model-reporting-v2.pdf>

注：赤色下線、赤色枠は東証で追記

- 海外投資家からの資金を呼び込むためには、英文開示の充実が重要。（三井住友トラスト・アセットマネジメント） ※機関投資家協同対話フォーラム、タイムからも同様の意見
- 英文開示の充実に関しては、どの資料を優先的に進めるべきなのか、一步踏み込んだ指針を東証が継続的に公表することも検討すべき。（SBI証券）

4. 投資者との対話の実効性向上（プライム市場）



コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

【基本原則5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主總會の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

考え方

「『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》」の策定を受け、機関投資家には、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）を行うことが求められている。

上場会社にとっても、株主と平素から対話を行い、具体的な経営戦略や経営計画などに対する理解を得るとともに懸念があれば適切に対応を講じることは、経営の正統性の基盤を強化し、持続的な成長に向けた取組みに邁進する上で極めて有益である。また、一般に、上場会社の経営陣・取締役は、従業員・取引先・金融機関とは日常的に接触し、その意見に触れる機会には恵まれているが、これらはいずれも貸金債権、貸付債権等の債権者であり、株主と接する機会は限られている。経営陣幹部・取締役が、株主との対話を通じてその声に耳を傾けることは、資本提供者の目線からの経営分析や意見を吸収し、持続的な成長に向けた健全な企業家精神を喚起する機会を得る、ということも意味する。

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

【原則5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

補充原則5-1①

株主との実際の対話（面談）の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部、社外取締役を含む取締役または監査役が面談に臨むことを基本とすべきである。

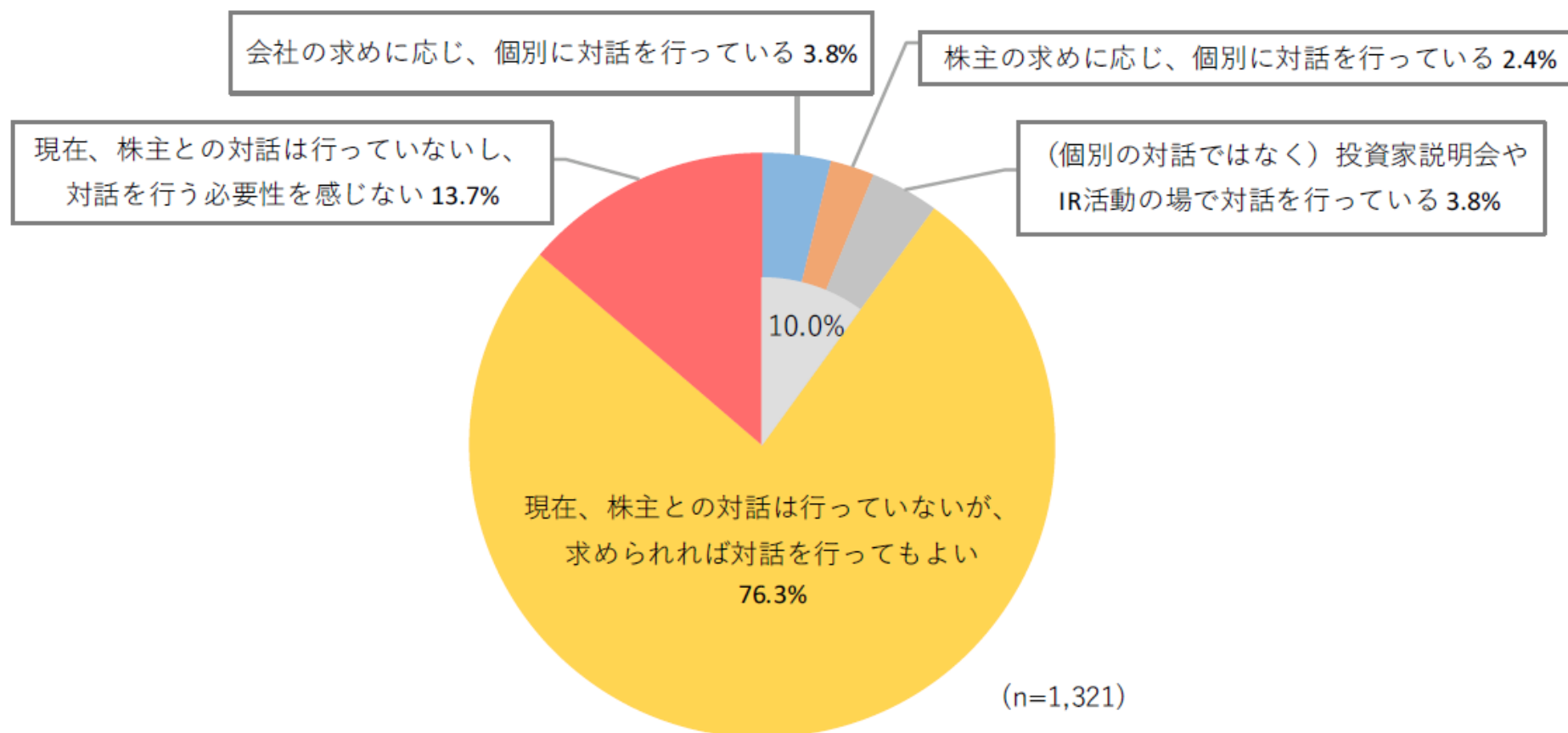
補充原則5-1②

株主との建設的な対話を促進するための方針には、少なくとも以下の点を記載すべきである。

- (i) 株主との対話全般について、下記(ii)～(v)に記載する事項を含めその統括を行い、**建設的な対話の実現するように目配りを行う経営陣または取締役の指定**
- (ii) 対話を補助する社内のIR担当、経営企画、総務、財務、経理、法務部門等の**有機的な連携のための方策**
- (iii) **個別面談以外の対話の手段（例えば、投資家説明会やIR活動）の充実**に関する取組み
- (iv) 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣幹部や取締役会に対する**適切かつ効果的なフィードバックのための方策**
- (v) **対話に際してのインサイダー情報の管理**に関する方策

- 社外取締役は、投資家との対話を通じてその視点を取締役会の議論に反映させることなどが期待される一方で、実際に株主との対話に参加している社外取締役は限定的

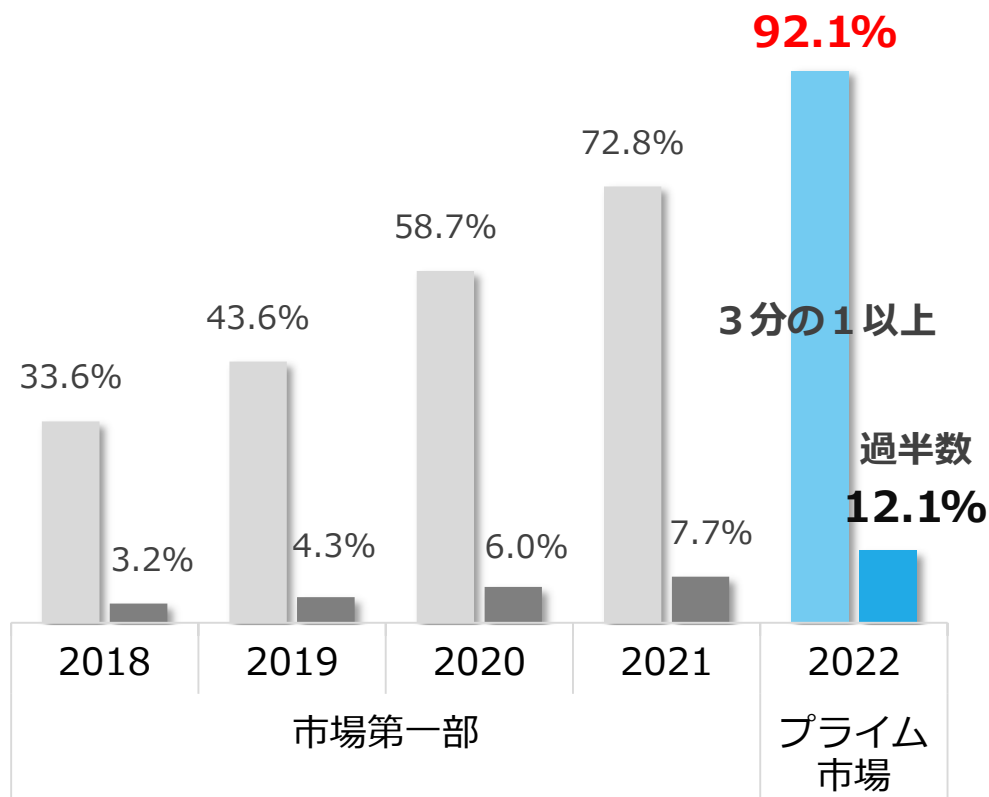
(社外取締役向け) 問32. 当該企業において、貴方は社外取締役として株主・機関投資家との対話を行っていますか。最も当てはまる選択肢をお選びください。(1つ選択)



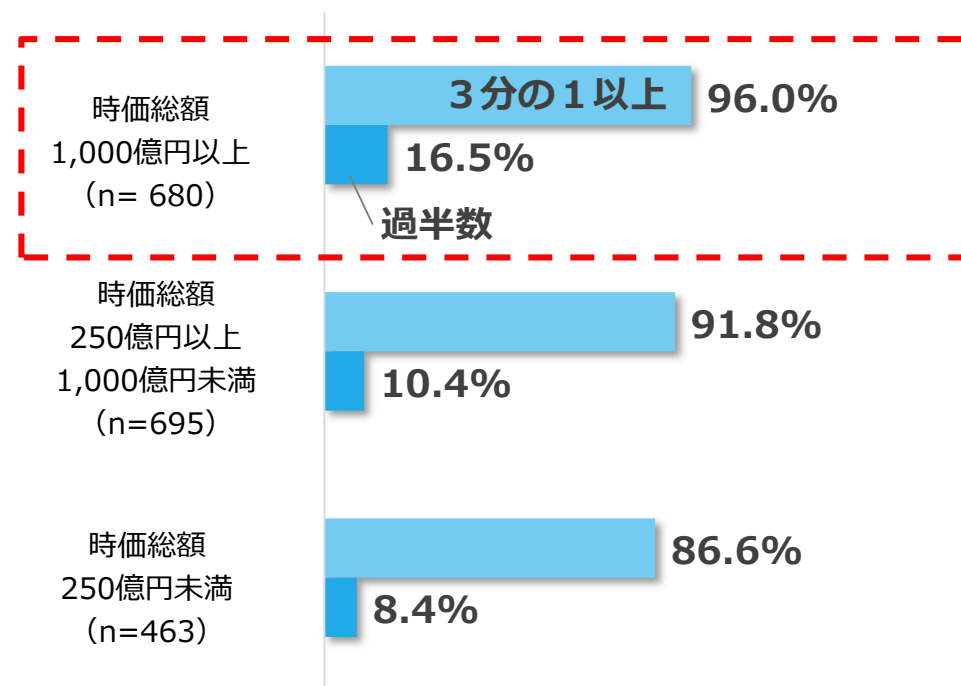
出所：経済産業省「社外取締役に関するアンケート調査結果」（2019年11月から2020年1月にかけて市場第一部・二部企業の社外取締役を対象に実施）
<https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731004/20200731004-3.pdf>

- 取締役占到める独立社外取締役の比率は年々上昇しており、プライム市場上場会社の**92.1%**が独立社外取締役**3分の1以上**
- 時価総額1,000億円以上に絞ると、**96.0%**が独立社外取締役**3分の1以上**

独立社外取締役比率の推移



時価総額規模別の比率（2022年）



注：2022年は7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書データを集計

スチュワードシップ・コード（2021年6月改訂版）

1-3. アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、**自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。**アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、**自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。**

1-4. アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、**運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。**特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

1-5. アセットオーナーは、**自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。**このモニタリングに際しては、**運用機関と投資先企業との間の対話等のスチュワードシップ活動の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。**

出所：「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」～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（2021年6月改訂版）
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>

コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

【原則2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮】

上場会社は、企業年金の積立金の運用が、従業員の安定的な資産形成に加えて自らの財政状態にも影響を与えることを踏まえ、**企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置などの人事面や運営面における取組みを行うとともに、そうした取組みの内容を開示すべきである。**その際、上場会社は、企業年金の受益者と会社との間に生じ得る利益相反が適切に管理されるようにすべきである。

投資家と企業の対話ガイドライン（2021年6月改訂版）

4. ガバナンス上の個別課題

(3) アセットオーナー

4-3-1. 自社の企業年金が**運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか。**また、そうした**取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。**

- 社外取締役・社外監査役が国内外の投資家とより一層対話していくよう強く推奨する施策を実施すべき。対話を通じて、社外取締役・社外監査役が取締役会等でより投資家目線を反映した発言・行動を執ること等が期待される。（第一生命保険）※機関投資家協同対話フォーラム、フィデリティ投信からも同様の意見
- プライム市場上場会社に対して、「独立社外取締役である取締役会議長」もしくは「筆頭独立社外取締役」を置くことを義務付け、大株主との重要なコミュニケーションに対応することと、取締役会の議題に社外取締役や社外の利害関係者一般の意向が確実に反映されるように努めることを求めるべき。（海外機関投資家）