



コーポレート・ガバナンスを巡る 東証の最近の取組み

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所

2023年4月19日

1. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応	・・・	2～5
2. 株主との対話の推進と開示	・・・	7～9
3. 建設的な対話に資する「エクस्पライン」のポイント・事例	・・・	10～12
4. 従属上場会社に関する情報開示・ガバナンスの在り方の検討	・・・	13～15
(参考) 独立社外取締役の選任状況、指名委員会・報酬委員会の設置状況	・・・	17～18

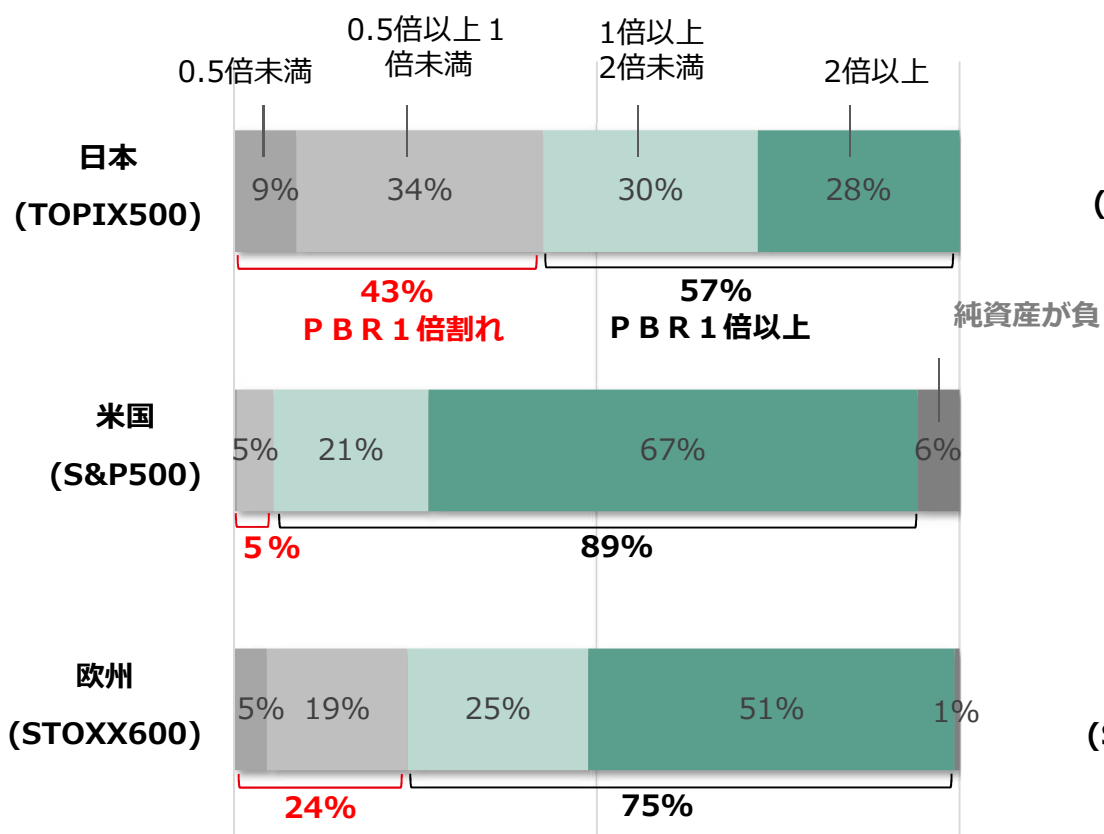
背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、**企業が投資者をはじめとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要**という観点から、資本コストを意識した経営（原則5-2）について示されています。
- 一方で、現状では、**プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満、PBR 1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要**との指摘がなされています。
- 本資料は、こうした現状や議論等を踏まえ、**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて重要と考えられる対応**をまとめたものであり、**上場会社の皆様に積極的な実施をお願いするもの**です。

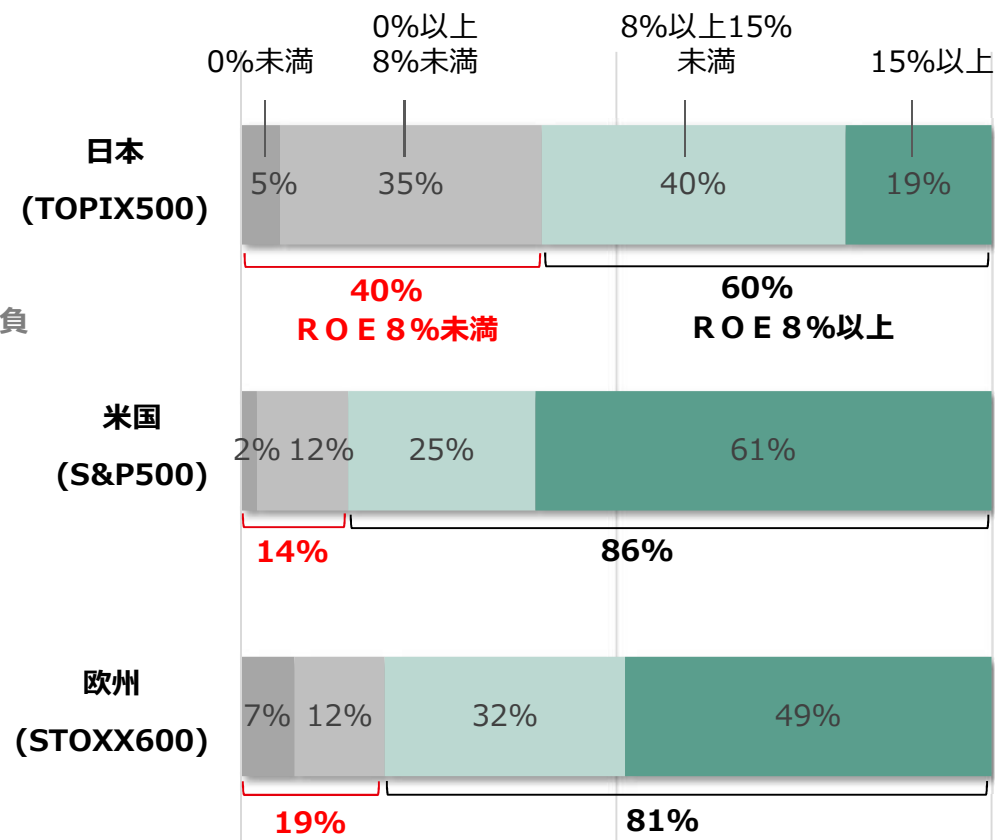
(参考) PBRとROEの国際比較

■ 日本の主要企業（TOPIX500構成銘柄）の43%がPBR1倍割れ、40%がROE8%未満

PBRの海外比較 (主要企業)



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

趣旨

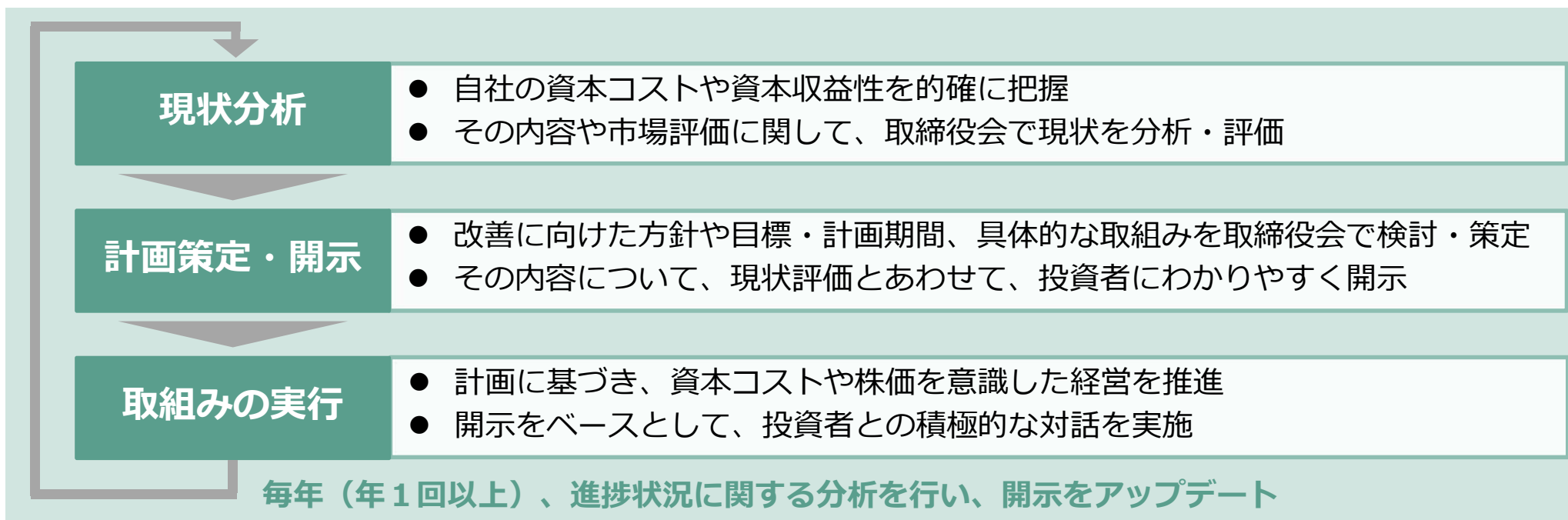
- 本対応を実施していただく趣旨は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、**バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただくこと**です。
- 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、**経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**することで、**経営資源の適切な配分を実現**していくことが期待されます。
 - ※ **資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものです。**
- また、これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、**その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップ**していくことが期待されます。

対象

- プライム市場・スタンダード市場の全上場会社が対象です。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。



開始時期

- 計画策定・開示の前提として**十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要**であることから、開示について具体的な開始時期の定めはありませんが、**できる限り速やかな対応**をお願いいたします。

※ 現状分析や検討に一定の期間を要する場合には、まずは計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定が完了した時点で改めて具体的な内容について開示するなど、段階的に開示を拡充していくことも考えられます。

項目	概要
2. 株主との対話の推進と開示	プライム市場上場会社に対し、 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 を進めていただく観点から、 株主との対話を行っている場合に、その実施状況等について開示することを要請
3. 建設的な対話に資する「エクस्पライン」のポイント・事例	自社の考え方や取組みの状況が投資者に理解されるよう十分に説明する観点から、上場会社の「エクस्पライン」のポイントや事例を示し、上場会社に自主的な点検をしていただくための材料を提供
4. 従属上場会社に関する情報開示・ガバナンスの在り方の検討	「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会（従属研）」での議論を踏まえ、 親子関係がある上場会社の情報開示におけるポイントの整理 やより広い範囲の上場会社への開示拡充を想定。また、引き続きガバナンスの在り方について検討

背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、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、株主との間で建設的な対話を行うべき**である旨（基本原則5）、また、具体的な在り方として、株主の希望や主な関心事項も踏まえ、**合理的な範囲で、経営陣幹部や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**とするとともに、**取締役会が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**である旨（原則5-1）が示されています。
- こうした中、市場区分見直しに関するフォローアップ会議においても、**投資者との対話を通じて、自らの経営力を高度化するための気づきを得ることが重要**であるとして、**対話の重要性があらためて指摘**されています。
- 一方で、**企業側では依然として対話に消極的な姿勢が見られる**との指摘もあり、**特にプライム市場の上場会社については、建設的な対話を中心に据えて企業価値向上に取り組むことが期待**されていることも踏まえ、**投資者との建設的な対話を促す観点から、経営陣と投資者の対話の実施状況やその内容を明らかにするよう求めていくことが必要**との整理がなされました。

趣旨

- プライム市場の上場会社は、これらを踏まえ、**株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みを進めていただく**とともに、**株主からの対話の申込みがあった場合には、真摯に対応**することが重要です。
- そのうえで、本資料は、株主との対話を行っている場合に、**その実施状況等について開示いただく**ことをお願いするものです。

対象

- プライム市場の全上場会社が対象です。

概要

- 直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等について開示をお願いします。

(開示することが考えられる事項)

- ✓ 株主との対話の**主な対応者**
 - ✓ 対話を行った**株主の概要**（国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など）
 - ✓ 対話の**主なテーマ**や**株主の関心事項**
 - 特に**株主から気づきを得られた対話**や、**経営陣等の説明により株主の理解を得られた対話の事例**
 - ✓ 対話において把握された**株主の意見・懸念の経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況**
 - ✓ 対話やその後のフィードバックを踏まえて、**取り入れた事項があればその内容** など
- ※ 上記の項目は、株主との対話の実効性向上に向けた対応の一環として、コーポレートガバナンス・コードの内容を踏まえ、開示することが考えられる事項を例示したものです。上記の項目に関わらず、必要と考えられる項目について開示いただくことが想定されます。また、必ずしも全ての項目について開示が求められるものではありません。
- ※ 直前事業年度において株主との対話の実績がない場合には、株主との対話を促進するための体制整備・取組みの状況について開示していただくことが考えられます。
- ※ 資料1「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」に基づき、資本コストや株価の改善に向けた取組み等について、投資家と対話を行っている場合は、その状況についても開示することが期待されます。

開示の形式

- 開示を行う書類の定めはありませんが、たとえば、**アニュアルレポートや自社ウェブサイト**の中で示すことなどが考えられます。
- なお、いずれの形式で開示をしている場合でも、投資者における把握のしやすさという観点から、**開示を行っている旨やその閲覧方法（ウェブサイトのURLなど）**について、**コーポレート・ガバナンスに関する報告書の「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」の記載欄への記載**をお願いいたします。
 - ※ 詳細については、別添の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領（改訂版）もご参照ください。

開始時期

- **できる限り速やかな対応**をお願いいたします。
 - ※ 例えば、本資料の公表以後に終了する事業年度に係る状況から開示を行っていただいたうえで、定時株主総会後に更新されるコーポレート・ガバナンス報告書において、開示を行っている旨等を記載いただくことも考えられます。
 - ※ 毎年、事業年度終了後に更新いただくことを想定しております。

- コードの原則に掲げられた具体的な施策は、原則の目標・理念を実現するための一般的な手法（＝ベストプラクティス）であり、**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考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することも想定しています。**
 - ※ 積極的なエクस्पラインは、形だけのコンプライよりも、評価に値するケースも少なくないとの指摘もあります。（「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（1）参照）
- こうした観点から、「エクस्पライン」においては、**自社の考え方や取組みの状況が投資者に理解されるよう十分に説明することが重要**ですが、昨今例えば、「検討中」という説明のまま、数年間も放置している事例がみられるなど、**コンプライ・オア・エクस्पラインが形骸化しているとの指摘**もなされています。
- こうした状況も踏まえ、本資料は、上場会社の「エクस्पライン」について、**投資家との建設的な対話に資すると考えられる記載上のポイント、投資者にとってわかりやすく説明していると考えられる事例及び説明が不十分と考えられる事例（※）**をお示しすることで、**上場会社に自主的な点検をしていただくための材料**として取りまとめたものです。
 - ※ 掲載事例は、一部を除き、2022年12月末時点でプライム市場・スタンダード市場上場会社から提出された「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」に基づく事例です。なお、事例については、一部抜粋する、改変する、色を付ける、下線を付すなどの加工をしたうえで掲載しています。

- 建設的な対話に資する「エクспレイン」を行うために、以下のポイントを踏まえることが考えられます。

- 「エクспレイン」を行う原則について、**実施していない内容**を明確に示す
 - 特に、一つの原則の中に**実施している内容と実施していない内容がある場合は、それらを明確に示す**
- 実施していない内容について、「**現時点において実施しない理由（実施しないことが自社にとって適切である理由）**」を以下の観点から説明する
 - **自社の個別事情**（会社の業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等）
 - **代替手段を採用している場合には、その取組内容及び当該取組みが自社にとって適切であると考える理由**
- 今後コードを実施していく方針の場合、**実施に向けた具体的な検討状況**を以下の観点から説明する
 - **検討体制、検討手法・プロセス、考慮要素**
 - **検討の進捗状況、実施までの具体的なスケジュール**
 - **実施までに経過的な取組みを行っている場合には、その内容**

3. 不十分と考えられる「エクスプライン」の主な類型

3月31日
公表資料抜粋



- 現在行われている「エクスプライン」の内容について東証で調査を実施したところ、**投資者にとって説明が不十分と考えられる事例**には、主に以下のような特徴がみられています。

類型	主な特徴
① 対応状況が不明確	<ul style="list-style-type: none">・ 「エクスプライン」を行う原則について、実施していない内容の記載が不明確であり、「エクスプライン」とした理由がわかりにくい
② 実施しない理由の記載がない	<ul style="list-style-type: none">・ 実施しない理由や具体的な検討状況を記載せずに「検討中」としている
③ 抽象的な説明に終始している	<ul style="list-style-type: none">・ コードの文言をつなぎ合わせるなど、抽象的な説明に終始している・ 具体的な個別事情を踏まえていない

<検討の背景>

- 上場後に支配株主を有することとなった場合を中心に、少数株主保護が適切に機能していないと考えられる事例が散見
 - ✓ 取締役の選任等に関する支配株主との間の合意が十分に開示されていない
 - ✓ 支配株主グループ内の事業機会や事業分野の調整・配分の実態が明らかでない
 - ✓ 支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面で、「少数株主にとって不利益でない」ことを積極的に述べた意見を入手していない
 - ✓ 一般株主の利益を代弁する独立社外取締役が不在となる
- 支配株主には該当しないが、実質的な支配力を持つ株主（「支配的な株主」）を有する場合において、同様の事例が散見

<検討課題>

- ①情報開示 上場会社のガバナンスに関する合意や、（事業調整に関する事項も含め）利益相反やその監督・コントロールの考え方・方針等に関する情報開示の充実について、実態を把握・点検したうえで検討
- ②ガバナンス 独立社外取締役の選任等のガバナンスについて、研究会での検討を継続
- ③手続 特別委員会に期待される役割も踏まえた、支配株主が上場子会社の非公開化を目的とした公開買付けを行う局面における少数株主保護の枠組みについて、研究会での検討を継続
- ④適用範囲 「支配株主」に適用される少数株主保護の枠組みの「支配的な株主」への拡大につき、（1）支配的な株主の具体的な内容、（2）支配的な株主を有する上場会社に適用すべき少数株主保護に関する上場制度の枠組みについて検討

4. 中間整理以降の少数株主保護に関する動向

従属研第一回
(1月8日) 資料抜粋



2021年	3月	会社法改正 <ul style="list-style-type: none">▶ 子会社は、事業報告において、親会社との間の「重要な財務及び事業の方針に関する契約」の内容の概要を開示
	6月	コーポレートガバナンス・コード改訂 <ul style="list-style-type: none">▶ コードの「考え方」として「支配株主は、会社及び株主共同の利益を尊重し、少数株主を不公正に取り扱ってはならない」ことを明記▶ 支配株主を有する会社を対象とする補充原則4-8③を新設<ul style="list-style-type: none">✓ 支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任、または✓ 支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置▶ 事業ポートフォリオに関する情報提供について補充原則5-2①を新設<ul style="list-style-type: none">✓ 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
	12月	CG報告書提出（補充原則4-8③を含む改訂コードに対応）
2022年	1月～	ガバナンスに関連する契約に関する実態調査 <ul style="list-style-type: none">▶ 開示されていない契約の実態把握が目的
	6月	金融審議会ディスクロージャーWG報告 <ul style="list-style-type: none">▶ 有報における「重要な契約」（企業・株主間のガバナンスに関する合意、企業・株主間の株主保有株式の処分・買増し等に関する合意）の開示の在り方について提言

4. 開示の現状と対応の方向性

	上場親会社／上場子会社	一定の議決権を保有する上場会社 ／保有される上場会社
現在の開示枠組み	<ul style="list-style-type: none"> 主としてCG報告書において、株主の投資判断上重要となる事項をそれぞれ開示 上場親会社⇒自社株主 上場子会社⇒自社少数株主 	<ul style="list-style-type: none"> CG報告書における開示対象外
開示の現状	<ul style="list-style-type: none"> 一部の会社では適確な開示 大多数の会社は開示は不十分 	
対応の方向性	<ul style="list-style-type: none"> まずは、CG報告書において充実した開示がなされるよう、以下の方策を通じて実効性を高めていくことが考えられる <ul style="list-style-type: none"> 各開示事項における記載のポイントの整理（期待される内容が認識されることが目的） 上場親会社に対し、上場子会社の情報開示に協力することを要請 	<ul style="list-style-type: none"> まずは、要請ベースで、その他の関係会社／関連会社の関係にある場合（20%保有又は15%保有＋実質的影響力ありの場合）まで、開示の範囲を拡張することが考えられる

■ 研究会での議論を反映した上で、今後、CG報告書記載要領の改訂と開示例の公表

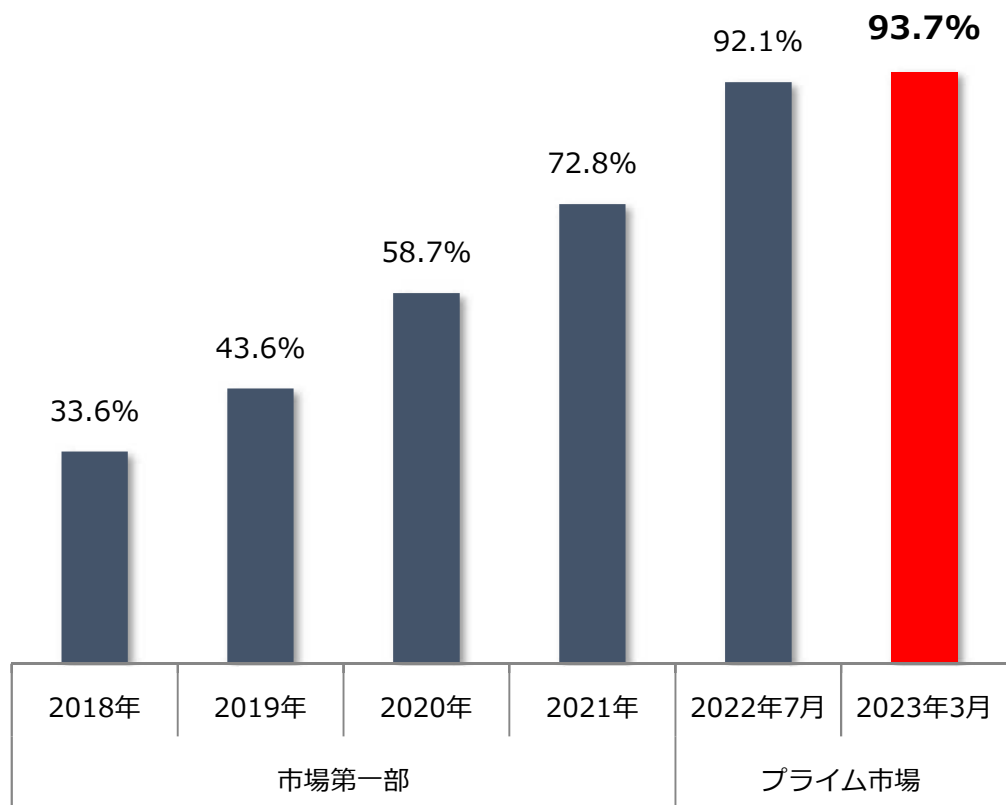
⇒ 以降も、開示の促進・定着のため、継続的な開示状況のフォローアップと開示例の更新を実施

- ※ 上場子会社による情報開示に対して上場親会社が協力する責務など、少数株主保護に関する上場会社の責務の在り方については、今後も引き続いて検討
- ※ ガバナンスに関連する契約の開示については、有価証券報告書における「重要な契約」の開示に関し、企業内容等開示府令の改正が並行して検討されており、その改正内容を踏まえて検討していく想定

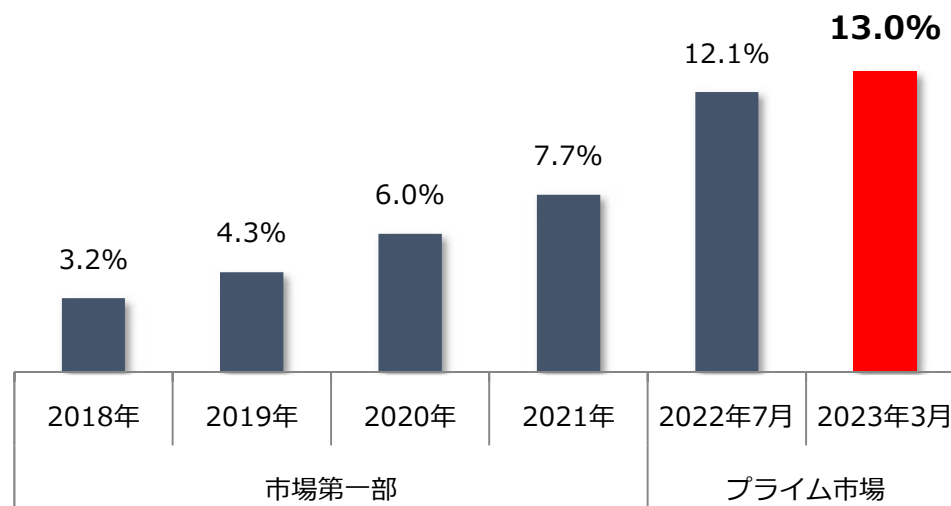
参考資料

(独立社外取締役の選任状況、指名委員会・報酬委員会の設置状況)

3分の1以上選任する上場会社の比率



過半数選任する上場会社の比率



原則 4 - 8

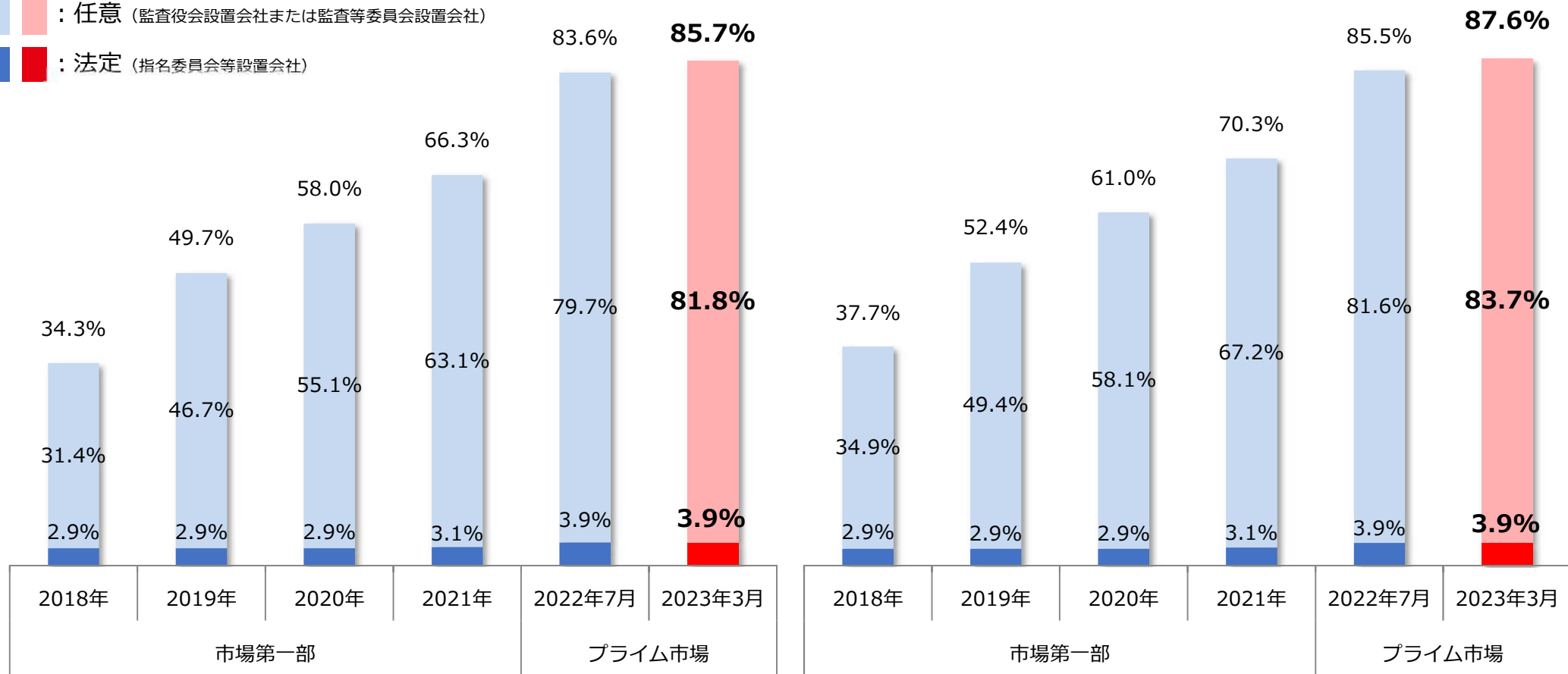
プライム市場上場会社は、独立社外取締役を3分の1以上（必要な場合は過半数）選任すべき（その他の市場の上場会社においては2名以上（必要な場合は3分の1以上））

指名委員会・報酬委員会の設置比率（プライム市場）

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

■ : 任意（監査役会設置会社または監査等委員会設置会社）
■ : 法定（指名委員会等設置会社）



補充原則
 4-10①

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、独立社外取締役が過半数に達していない場合、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会を設置すべき（プライム市場上場会社は、各委員会について独立社外取締役過半数を基本とし、独立性の考え方・権限・役割等を開示すべき）