

目指すべき市場経済システム に関する報告

平成 25 年 11 月 1 日

目指すべき市場経済システムに関する専門調査会

【 目 次 】

はじめに	1
1. 市場経済システムの姿	1
(1) 市場経済システムの役割	1
(2) 市場経済システムに内在する問題	2
(3) 目指すべき市場経済システムの姿	2
2. 持続的な成長を実現する安定的な中長期的資金	3
(1) 安定的な中長期的資金の必要性	3
(2) 中長期的資金の置かれた状況	4
①資本市場における投資の短期化	4
②短期化の背景にある投資家行動	5
③企業行動の「近視眼化」	5
(3) 今後の課題と方向性	6
①企業による総体的価値向上の実現と発信	6
②投資家側の理解向上と裾野の拡大	6
③資本市場における中長期的な投資のインセンティブの適切な伝播	7
3. 中長期的な視点に立ち企業の総体的価値を高める企業統治のための取組	8
(1) 企業統治における多様なステークホルダー調整重視の必要性	8
(2) 日本の企業統治の現状	10
(3) 今後の課題と方向性	10
①多様なステークホルダーの利害調整を重視する企業統治	10
②新陳代謝を進めながら人的資源の形成・活用ができる企業統治	11
③機関投資家を通じた企業統治の向上	12
4. 非財務情報を含めたコミュニケーション向上の取組	12
(1) 非財務情報を含めた適切な組み合わせによる コミュニケーションの必要性	12
(2) コミュニケーションの現状	13
(3) 今後の課題と方向性	14
①統合報告等による非財務情報を含めた企業の総体的価値の発信	14
②経営戦略明確化の一環としての情報発信	15
③全体像を発信できる体制整備	15
5. 実体経済の成長を支える金融システム	16
(1) 実体経済の成長を支える金融システムの必要性	16
(2) 金融システムの見直し	16
(3) 今後の課題と方向性	17
①国際的な金融規制改革の取組への貢献	17
②マクロプルーデンス政策による金融市場の効果的な監視	17
おわりに	18

委員名簿	20
開催実績	21
参考資料	22

はじめに

日本及び世界が様々な変化や制約に直面する中、持続的成長を実現するためには、経済社会の持続可能性を担保できる市場経済システムをつくっていくことが求められている。諸外国においても、リーマンショックを契機に目指すべき市場経済システムの在り方が模索されている。

短期的な「投機」に走るのではなく、中長期的な「投資」を重んじることを通じて持続的成長を実現する市場経済システムの在り方を明らかにし、日本から世界に発信していくため、経済財政諮問会議の下に「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」を設置し、議論を行ってきた。本報告は、専門調査会におけるこれまでの議論を取りまとめたものである。

1. 市場経済システムの姿

(1) 市場経済システムの役割

市場経済システムは、生産・支出・所得の循環構造を支え、競争原理を通じて効率的に資源配分を行うことで、経済社会の基盤的な機能を発揮するものである。同時に、市場経済システムの下では、企業がより大きな利得を求めイノベーションにより生産効率を高めたり、より魅力的な新製品を生み出すことを通じて、経済社会が変革していくダイナミズムが生み出される。イノベーションを実現するための資金は、金融市場において多様な市場参加者の存在によって流動性が保たれることによりその機能が最大限発揮されることで、企業に対し円滑に提供される。企業のイノベーションの成果が社会に拡がることを通じて、所得の増大だけでなく、環境や安全・安心といった広範な分野にわたって経済社会全体の厚生が高まっていくことになる。

また、市場経済システムは、経済社会全体の効率を維持し、ダイナミズムを発揮させる過程で、優勝劣敗が生じることにより市場への参加者に規律を与えるとともに、報酬という形でインセンティブを生み出すというすぐれた特性を有している。市場への参加者が高い主体性を持つことで、市場経済システムがその機能を一層発揮する。

市場経済システムが有しているこうした機能を十全に発揮させることは、様々な資本主義社会において一様に期待されるものである。ただし、そのための具体的な制度的枠組みは、国ごとのこれまでの発展の経緯や法の体系、雇用慣行などにより異なる部分があることに留意する必要がある。

(2) 市場経済システムに内在する問題

市場経済システムにおいては、内在する要因から様々な問題が発生し、市場経済の本来の機能が発揮されず、経済社会の持続可能性が阻害される場合がある。

例えば、情報の非対称性や将来の不確実性等が原因で、中長期の投資に対して適切な水準まで資金供給が行われず、結果としてイノベーションが抑制されるおそれがある。また、企業が市場価格に基づいて行動することが結果として環境に対し過度な負担を生じさせることもある。加えて、企業内部における人材育成には外部性があるため、企業が経営判断として行う人材育成が、経済社会全体から見て十分な水準に達しないおそれがある。

さらに、市場経済システムの下では、金融面から実体経済に大きな影響を与える可能性があることに留意が必要である。大規模な金融危機などによる過度な金融変動は、実体経済に多大な影響をもたらすおそれがある。

(3) 目指すべき市場経済システムの姿

従来日本においては「売り手よし、買い手よし、世間よし」のいわゆる「三方よし」の発想が提唱されてきたが、この発想は、企業が多様なステークホルダーとの結びつきを意識してきたことの証左である。

長期的な雇用慣行は人的資源形成に寄与してきたほか、過去においては、メインバンク制や株式の持ち合いといった慣行により成長分野に対する中長期的資金の供給が担保されてきた面もある。従来日本で行われていた経営スタイルの中での実践は、目指すべき市場経済システムを考えていく上での有用な手がかりとなる。

本来は中長期資金が供給されるべき資本市場において取引が短期化し、企業行動を近視眼的にさせる圧力となっている。短期的なコスト削減を図り縮小均衡を招くような企業行動を変えるには、その背景にある資本市場の参加者の行動や仕組みに着目する必要がある。

従来の日本の慣行は、バブル経済の発生・崩壊以降、かえって産業の新陳代謝を阻害する要因となる場合もあった。しかし、中長期的な投資を実現するために、多様なステークホルダーとの結びつきを重視し、中長期的な観点から企業が行動するということは、古い事業や非効率な経営形態を温存するものではなく、むしろイノベーションを生み出し、産業の新陳代謝を促すものである。

現代の企業活動はグローバルに展開し、企業のステークホルダーは世界に広がっている。企業は、新興国や途上国への進出により、先進国とこれらの国との「架け橋」としての役割を担っている。

世界各国においても、技術革新やグローバル化等による不確実性の増大、金融市場における短期志向の強まり、環境負荷軽減の要請等の課題を克服し、中長期的な視点

での投資を実現するための新たなシステムの在り方が模索されている。また、個別の企業レベルでは、単に短期的な利益を最大化するのではなく、サステナビリティを経営目標に掲げたり、中長期的な利益や多様なステークホルダーへの貢献を重視するなどの取組が増えている。

我々が目指すべきは、実体を伴わない短期的な利益のみを志向する「マネー・ゲーム」に偏りすぎることなく、従来の日本の経験を再構築して、継続的に価値創造が行われる「実体経済（real economy）主導」の持続可能な経済社会のシステムである。すなわち、

- ・ 経済社会の発展を可能にする中長期の投資、リスクテイクが活発に行われ、イノベーションを通じて革新的技術と新たな基幹産業が生みだされ、
- ・ 企業に関わる様々なステークホルダーに価値が還元されることで経済社会の活力が維持され、
- ・ 企業や社会において価値創造を担う人材が育ち、
- ・ 異なる文化・伝統を持つ国・地域が受容され、自由な企業行動を通じて途上国を含む世界経済の発展に貢献し、
- ・ 自然や環境と共生する、

市場経済システムを構築することであり、こうした目指すべきビジョンが国民に共有され、国民が主体的な参加意欲を持つことができるようにすることである。

2. 持続的な成長を実現する安定的な中長期的資金

（1）安定的な中長期的資金の必要性

中長期的資金とは、社会インフラ投資や企業の研究開発、ベンチャー企業による投資等により、経済成長や競争力、雇用を増大させていく上で必要不可欠なものであり、イノベーションの原資となる資金¹である。

資本市場において投資の短期化が進行している²が、その下で売買の取引自体は成立していることから、そのことは直ちに中長期的資金の量が減少していることを意味しない。しかし、投資の短期化が進むことによって、株式を中長期的に保有しようとする動きが弱まっていることは確かであり、中長期的資金を安定的に確保することを困難にさせている。

¹ OECD(2013) “The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development”

² 企業の資本市場からの資金調達手段としては、株式による調達のほか負債による調達（社債の発行等）がある。ただし、本報告においては、資本市場における投資の短期化の問題を論じるに当たり、多様な投資家が存在する株式市場を念頭に置いて議論する。

株式の保有期間の短期化が進むことによって、企業経営に短期的な視点での業績改善や事業再編を求める圧力が強まり、中長期的な信頼関係に基づく企業経営が行いにくくなり、イノベーションに辛抱強く取り組む忍耐力が弱まっていく懸念がある。資本市場の変化に対応しながら、企業が中長期的な資金をどのように確保していくのかは、日本が抱える大きな課題である。こうした課題を克服することで、日本の新しい成長につなげていく。

企業活動は多様なステークホルダーがかかわることによって成立しており、それらの利害を重視することで株主価値のみならず企業の総体的価値³を増大させることができる。しかしながら、現実には投資家が株式の保有や処分について足下の財務情報をもとに株主利益最大化の観点に縛られて判断しているとすれば、結果的に企業の総体的価値を維持することが困難となり、場合によっては株主利益を損ねるおそれがある。また、投資家のこのような傾向が強まれば、企業行動の「近視眼化」を強めかねない。こうした観点からの企業側の統治改革については「3.」で、企業によるコミュニケーション向上については「4.」で述べる。

（2）中長期的資金の置かれた状況

① 資本市場における投資の短期化

東京証券取引所における平均株式保有期間は、1992年には5年を超えていたが、その後短期化してきており、近年では1年に満たない。

金融市場がグローバル化し金融の技術革新が進む中で、世界の主要な証券取引所は、市場で迅速かつ大量に取引を成立させる高度なシステムを導入しており、市場において高頻度取引が活発に行われている。デリバティブ取引の高度化やプログラム売買等も拡大している。こうした取引技術に関する変化も、投資の短期化を可能としている。

企業の開示ルールについては、日本では、投資家に対し事業年度中の業績の変化を出来る限り適時に知らせるため、東京証券取引所上場会社の約9割が2005年3月期第3四半期において四半期開示を行っている等の実態を踏まえ、四半期報告書の提出が2008年度から法的に義務付けられた。企業の四半期報告書の提出は、経営者の意思決定を迅速化する効果があるとされる一方、四半期での利益確保を重視するあまり中長期的な視点に立った経営を困難にするとの批判がなされている。

先進国から新興国への資本流出は、景気や政策の局面の相違に着目した動きであるとともに、将来の成長期待に基づく構造的な変化を背景に拡大している。リスク選好の強い資金が新興国に流出していくことは、先進国内でのリスクマネーの供給に影響を及ぼしている可能性がある。

³ 「企業の総体的価値」の意味については、3.（1）の記載（8頁）を参照。

② 短期化の背景にある投資家行動

先進国の潜在成長率が低下していることを背景として、投資家は投資収益率が低下するリスクに直面している。保険や年金は、将来の支払い義務を履行していくために一定の予定運用利回りを確保することを前提に制度設計されているが、潜在成長率の低下を背景に投資収益率が低下し、予定運用利回りの達成が困難になりつつある。このため、資金運用者の間では、予定利回りを達成するために、短期の鞘取りを積み重ねようとする動きがみられる。

日本の株式市場においては、短期的な投資傾向が強いとされる海外投資家の売買シェアが高まっていることも、投資の短期化の一因とされている⁴。

ベンチャー企業は研究開発資金へのニーズが高いセクターであるが、同時にそれへの投資は不確実性や情報の非対称性が極めて大きいため、結局上場が視野に入った段階に投資が集中する傾向がある。最近の投資行動の短期化は、こうした最終段階への集中傾向を強める圧力となり、技術や事業の意図せざる形での売却を招くことにつながる。

個人のライフステージに応じた資産運用の視点からは、若年層はリスク資産投資を行ってリターンを確保し、高齢世代は安全資産に投資し元本を保全することが合理的である。このため、日本をはじめ先進国における高齢化の進展は、格付けの高い先進国の国債等の安全資産への選好を強めている可能性がある。

③ 企業行動の「近視眼化」

経営者報酬のあり方も企業行動に影響するとみられる。欧米企業においては、経営者報酬が短期的な業績に連動するインセンティブ構造があり、投資家や市場からの圧力を受けて経営判断を短期化させていると指摘されている。日本では、欧米ほどではないにせよ、経営に業績連動型の報酬体系を採用する動きが出始めている。経営者による企業の総体的価値を高める行動へのインセンティブとなることが期待されるが、短期業績のみを重視したインセンティブ構造が採られれば、単なるコスト削減や自社株買いなど企業行動の「近視眼化」を助長することに留意が必要である。すでに、欧米でもリーマンショックの反省を踏まえ、中期的な業績に連動するインセンティブを導入するといった動きがみられる。

投資の短期化の進展とともに国内での魅力的な事業機会が少なくなる中、中長期的な成長による収益力の強化を図るのではなく、目先の利益を計上するために、コスト削減による財務内容の改善といった対応に頼る企業行動がみられる。このような消極的な対応は、中長期的な投資の不足による生産性の低下や新規ビジネスの縮小など将来の経済活力を低下させる。

⁴ 東京証券取引所の時価総額に対する売買代金の比率でみた平均株式保有期間は2004年以降0.67～0.99年であったが、海外投資家の平均株式保有期間は0.18年～0.45年と市場全体を下回り、売買金額に占めるシェアは2003年の33%から2012年には54%まで上昇した。一方、個人投資家の平均株式保有期間は0.35～0.77年と市場全体を下回り、売買シェアは2割程度で横ばいになっている。

(3) 今後の課題と方向性

企業が価値向上を実現しビジョンを発信することによって、投資家は中長期的な観点から経営に関する理解を深めることによって、お互いに信頼を確立する。また、中長期的な投資のインセンティブが適切に伝播するような取組を、中長期的資金の拡大とあわせて検討していく必要がある。企業においては、価値向上を実現するだけでなく、価値向上の実現に向けたビジョンを多様なステークホルダーに向けて積極的にコミュニケーションすることが必要である。また、投資家側における金融リテラシーの向上と裾野の拡大等により中長期的な投資の厚みが増すことにつながる。資本市場において、流動性が適切に維持されるとともに、業績の評価や開示の在り方等について絶えず点検し、見直していくことが求められている。

① 企業による総体的価値向上の実現と発信

企業が、中長期的資金の供給を市場に望むのであれば、企業の総体的価値を高めていくことを実現するのはもちろんのこと、市場に対して、そうしたビジョンと具体策を明確に発信していくことが不可欠である。リスクのある資本の供給量は限られ、投資家は企業の成長性に重きを置いて投資を行っているからである。

その際、企業のねらいが必ずしも共有されず、最適な投資規模が確保されていないおそれがある。企業側からの積極的なコミュニケーションは、資金の出し手との間の情報の非対称性を改善し、企業が資本へのアクセスを確保する上で有効である。

リーマンショックの反省を踏まえ、企業側からの情報発信を見直し、短期的ではなく中長期的な投資を促そうとする動きがみられる。海外では、企業行動の短期化を招いているとされる四半期ごとの業績見通しの開示を取りやめる企業が出てきている。日本でも、3年程度の収益目標を設定した中期経営計画を投資家に積極的に発信する企業が急速に増えているほか、中期経営計画の形にこだわらず5年以上の長期ビジョンを公表する企業が出てきているなど、経営の中長期展望が提示されている。

② 投資家側の理解向上と裾野の拡大

投資家が自らの投資がもたらす経済への影響を十分に理解していない場合、結果的に近視眼的な利益追求への偏りを助長している可能性がある。個人投資家が金融リテラシーを向上させる中で、中長期的な投資が企業や産業を育てていく機能を有していることについて理解を深め、自らの投資の意義を確認していくことが、投資の短期化を改善していく上で有効である。超短期の投資を繰り返すヘッジファンドであっても、資金の供給者は遑れば個人投資家に行き着く。持続的な資金供給が成長分野へ果たす役割について、個人投資家のレベルで理解を深めてもらうことが重要である。個人の資産形成において、人生設計に基づき、人生の各段階においてどのような資産構成を

図るかということについて習熟していくことは、金融リテラシーを向上させる基礎である。

投資家の裾野の拡大は、金融リテラシーの向上と相まって投資家の多様性と市場の活性化を通じて、中長期的な投資の厚みが増すことにつながることから、今後とも、継続的に取り組むべきである。NISA（少額投資非課税制度）は、投資家の裾野を広げ、個人投資家が投資の重要性を学ぶ機会となることが期待される。今後、その効果について検証していくことが求められる。

投資家の側が、短期的なマネー・ゲームに偏るのではなく、助言や議決権の行使等経営内容に関与を高める動きがある。投資判断を行う際に、経営の中長期的な動向を視野に入れる動きは拡大していくとみられる。

ベンチャー投資においては、資金だけでなく、事業に目利きのできる人材が不足していることが問題になっていたが、最近では、日本でもベンチャービジネスで成功した経営者が、自らベンチャー投資を積極的に行う事例が出始め、投資の目利きができる人材が広がり始めている。投資先の事業モデルに精通した投資家が増えることは、投資における情報の非対称性を克服する上で重要な鍵となる。

また、機関投資家が議決権行使を通じて企業の経営の規律付けに積極的に関与してこなかったことは、日本の企業統治を弱める一因になったとの指摘がある。しかし、企業統治を強化する上で機関投資家の責任を求める声が高まり、投資顧問会社や投資信託委託会社等は、議決権行使を判断する独立委員会を設置し、議決権を積極的に行使する動きが定着し始めるなど、機関投資家による受託者責任の遂行が進められるようになってきている。

金融仲介者は、市場において取引を適切かつ効率的に成立させる重要な役割を果たしているが、取引の回数や量により規定されるビジネスモデルが資金の供給者の行動に影響を与える可能性がある。また、機関投資家では、運用責任者の毎年の実績評価を行う際に、長期の運用実績を加味する評価が、金融危機を契機に定着し始めている。資金供給者の資金が中長期的な投資に有効に向かうためには、これら資金供給者と資金需要者を仲介する主体の機能が適切に発揮される必要がある。

年金積立金管理運用独立行政法人は、運用資産の6割程度を国債に投資しており、海外の年金基金と比べ資産構成が著しく異なる。年金等の運用において分散投資の促進を通じてリスク資産への投資が拡大すれば、他の機関投資家に与える影響は大きく、リスクマネーの供給拡大に弾みがつくと期待される。

③ 資本市場における中長期的な投資のインセンティブの適切な伝播

中長期的資金を安定的に供給するために、企業側からの資金のニーズに対する適切な情報発信と、リスクのある資金の提供に対する投資家側の自覚や理解が必要である。この両者を結び付ける上で、市場の情報伝播の在り方が鍵となる。投資のインセンティブが適切に伝播するためには、投資家や企業の行動に影響を与える業績の評価や開

示、さらにはその基礎となる会計基準の在り方について絶えず点検し、見直していくことが重要である⁵。

なお、資本市場においては、取引における流動性⁶が確保され適切な価格形成がなされること、そのために投資行動の多様性が十分に担保されていることが必要である。長期資産についても、短期的な取引が自由に行えることでその流動性が担保される⁷。投資行動の多様性とそれがもたらす流動性は、中長期的資金の円滑な取引に必要な要素である。

一方、短期的な観点からの取引は、日々の取引材料や価格の方向感に着目して行われるため、金融資産の将来価値を十分に織り込んでいない可能性がある。このため、短期取引が過熱し価格が一方向に偏れば、取引における価格形成に歪みが生じ、中長期的資金の安定的な取引が阻害されるおそれがある。短期的な観点からの取引の増加は、過度の金融変動を助長してきた側面もあり、資本市場において中長期的資金が円滑に取引されるためには、流動性が適切に維持されることが必要不可欠である。

3. 中長期的な視点に立ち企業の総体的価値を高める企業統治のための取組

(1) 企業統治における多様なステークホルダー調整重視の必要性

いわゆる「三方よし」の発想にみられるとおり、日本企業は、株主、従業員、顧客、取引先、地域住民等の多様なステークホルダーを重視することで企業の総体的価値を高めてきた⁸。企業の総体的価値とは、通常の数値的に換算できる価値（いわゆる株主価値）にとどまらず、数値的に評価しにくい外部経済・不経済から生じる価値（環境負荷の削減等）、不確実な将来の持続可能性にかかわる価値（枯渇性資源への対応等）等の数値化が容易でない要素を含む総体的な価値を指す⁹。多様なステ

⁵ 多様なステークホルダーに対するコミュニケーションが、投資家、株主側の行動を変えることは、「4.」で述べる。

⁶ 流動性とは、市場に厚みがあることで、自由な取引が保証され、取引が容易に成立することが担保される度合いと捉えられる。

⁷ この意味で、裁定取引だけを行う短期取引事業者であっても、長期取引を円滑にさせることに寄与しているとみなせる。

⁸ 日本企業は、多様なステークホルダーを重視しており、ステークホルダー間のバランスを意識する企業ほど成長性が高い傾向が見られる。（経済産業省 企業価値・IR作業部会（2013）「持続的な企業価値創造のためのIR/コミュニケーション戦略実態調査」）

⁹ 小林喜光（2011）「地球と共存する経営—MOS改革宣言—」は、化学メーカーにおいて、経済価値向上の進捗を測る経営学軸（MOE軸）、イノベーションのための技術経営の深化を把握する技術経営軸（MOT軸）、地球環境や公益性の取組の進捗を図るサステナビリティ軸（MOS軸）の3つの軸で企業経営の全体像を捉えるKAITEKI経営を提唱している。

ークホルダーの利害を調整しながら社会に貢献し¹⁰、社会的に共有できる価値を創造していくことができれば、企業の総体的価値を高めていくことができる¹¹。企業の総体的価値を高めることは、金銭的価値である時価総額を増大させ、株主価値の最大化をもたらすことにつながる¹²。多様なステークホルダー調整重視の企業統治¹³は、結果として中長期的資金の供給を担う投資家や資金の根源的な供給者である家計に裨益する。

多様なステークホルダーの中においてとりわけ従業員は、企業活動において中核的な役割を担っており、企業と従業員の相互の努力によって、人的資源をどのように形成し活用していくかは企業の総体的価値を高める鍵である。

多様なステークホルダーとの関係性を重視する動きは、国際的な潮流にもなっている¹⁴。様々な企業の取組にみられる社会的に共有できる価値の創造は、その意味合いにおいて「三方よし」の発想と重なる部分が多く、多様なステークホルダーとの調整を重視することは、中長期的な視点に立ち価値を高める企業統治を行う際の指針と位置付けられる。

企業が多様なステークホルダーとの調整を重視した経営により、その総体的価値や株主価値を拡大していることが投資家に認識されれば、投資家の投資行動の変化が期待できる。

バブル経済の発生・崩壊以降の経験では、多様なステークホルダーの利害を重視する日本の慣行が、新たな分野への挑戦を試みず、非効率な経営形態を温存してそこにとどまり、かえって産業の新陳代謝を阻害する要因になる場合があった。このため、事業の新陳代謝を進め、革新的な技術への投資や新事業への配置転換などを進める企業統治が中長期の不確実性を乗り越えていくために必要なことに十分留意すべきである。

¹⁰ 原丈人 (2013) 「21世紀の国富論 (増補版)」は、「公益資本主義(Public Interest Capitalism)」を提唱し、会社は株主だけのものではなく、経営陣と従業員、顧客、仕入先、地域社会、地球といった多くのステークホルダーのものであり、株主利益だけを追求するよりも、企業がそれぞれのステークホルダーや地域社会への貢献を第一に考えて行動した方が、より多くの人々を幸福にし経済全体も持続的に成長することができるとしている。その上で、「公益資本主義」は、中長期の視点に立った経営や投資を可能にする仕組みであり、「資本主義のあるべき本来の姿」と述べている。

¹¹ Michael E. Porter (2011) “Creating Shared Value” は、CSRにかわる新たな概念として共有価値の創出(CSV: Creating Shared Value)を提唱。CSVを、社会問題の解決と企業の利益向上を両立させるための取組と定義し、企業の利益最大化にとり不可欠なものと位置付けた。

¹² Rosabeth M. Kanter (2011) “How Great Companies Think Differently” は、株主価値の最大化ではない目標を持つ企業こそが、株主価値を長期的に最大化できる企業であることを様々な企業の事例で紹介し、それらの事例に共通する「共通の目的」、「長期的視点」、「感情的な絆」、「公的組織との連携」、「イノベーション」、「自己組織化」の6つの要件を明らかにした。

¹³ 企業統治については、株主の利益を最大化させるための経営者を規律付ける仕組みと狭い意味では捉えられる。本報告では、より広い意味で、ステークホルダー全体の厚生を増進を図るために経営者を規律付ける仕組みと基本的に捉えている。

¹⁴ Jean Tirole (2001) “Corporate Governance” は、コーポレートガバナンスを、様々なステークホルダー全体の余剰の合計を極大化するために経営者を規律づける制度的デザインと定義し、(欧米において)ステークホルダー論を実際に実行するのは難しいが、それでも、そうした方向でコーポレートガバナンスを考えていくことが重要であると主張した。

（２）日本の企業統治の現状

1990年代から2000年代前半の金融危機を機に、日本企業の中には、銀行との株式持ち合いが急速に解消され、他の先進諸国と同様に機関投資家中心の株式所有構造に変容した企業が少なくない。この結果、日本企業における企業統治の多様化が進んでいる。

株式持ち合いは、企業や金融機関との長期的、継続的な取引関係を基礎とし、その中で企業の経営を監督することが可能であった。しかし、株式持ち合いの解消とともに存在感を高めた機関投資家は、これまでのところ経営の規律付けに積極的に関与してこなかったため、機関投資家中心の保有構造にある企業に、企業統治の空白が生じているという指摘がある。

社外取締役については、東京証券取引所が、上場企業に対し1名以上の独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役）の設置を義務付けており、東証1部上場企業のうち社外取締役を選任する企業の割合は、2004年の30%から2013年には62%まで増加している。さらに、「日本再興戦略」においては、独立性の高い社外取締役の導入を促進するための会社法改正案を早期に国会に提出することとしている¹⁵。

日本では、これまで長期雇用の慣行の下で安定的な雇用を従業員に提供し、人的資源の形成に大きく寄与してきた。企業内において、安定した人と人とのネットワークが形成されることで、従業員間のコミュニケーションが効率化し、知識の蓄積が進む仕組みがあった。

（３）今後の課題と方向性

企業統治の改善は、企業の競争力及び競争環境が多様化する中、一つの最適解があるわけではなく、個々の企業が状況に応じて、自発的に企業統治の改革を行っていくものである。中長期的な視点に立ち企業の総体的価値を高めることは、多様なステークホルダーの利害調整を重視する企業統治を行うことである。その観点から、独立した社外取締役を導入し取締役会の合理的な判断を促すこと、新陳代謝を進めながら人的資源の形成・活用を行うこと、機関投資家が短期的株主利益の最大化に偏らず、中長期的な企業の総体的価値の増加も視野に入れて受託者責任を果たすことが必要である。

① 多様なステークホルダーの利害調整を重視する企業統治

取締役会は、多様なステークホルダーの利害調整を踏まえ、具体的行動を決める場としての役割を担うことが期待されている。欧州においては、取締役会の構成に従業

¹⁵ 日本経済再生本部（2013）「日本再興戦略 -Japan is Back-

員代表が含まれる国があるなど、ステークホルダーの利害が調整される場となっている。日本においては、社外取締役¹⁶を導入する企業が増加してきており、取締役会の構成もこれまでの社内取締役のみによるものから変化が生まれ始めている。

社外取締役の選任に際しては、独立性が重要視される¹⁷。社内取締役に比べて、しがらみの無い社外取締役は、既成の経営方針や既得権益に捉われず、多様なステークホルダーの利害のバランスを図り、企業の総体的価値を向上させるための合理的な判断を下す上で、重要な役割を果たすことができるからである。

② 新陳代謝を進めながら人的資源の形成・活用ができる企業統治

従業員は、企業の価値創造の担い手であり、継続的にイノベーションを生み出していく上で重要である。企業が適切に人的資源を蓄積していくとともに、企業で働く個人の側から見ても、積極的に自らの人的資源を形成し活用していくことのできるような企業統治を行うことが必要となる。

日本のこれまでの人的資源の形成・活用のためのシステムにおいては、安定したネットワークの中で個々の従業員が主人公として位置づけられるために、長期的な視点で会社全体の成長のために努力する動機を持つようになる¹⁸。これまでの日本のシステムは、長期的雇用慣行の下で働き方が硬直的になる可能性に留意が必要であるものの、長期的な投資を担う人材という観点から有用な仕組みである。

今後、日本がグローバル化による経済社会構造の変化の中で持続的に成長していくためには、企業による人材育成の外部性を克服し、変化に適合した人的資源の適切な形成・活用を図っていくための環境を整備することが鍵となる。そのためには、従業員が自分の意思により、あるいは企業の事業のライフサイクルに応じて仕事の内容や形態が変わっても、多様な価値創造を担い続けられる労働環境を構築していくことが重要である。個人が自己の経験・能力を活かし、労働の場を選択することができる柔軟性が担保される。具体的には、変化に対応して新しい技術・技能を常に身につけることができる効果的な学び直しを行うことや、若者や女性などを有効活用するための良質な教育訓練機会の確保を図ること等が挙げられる¹⁹。なお、多様な働き方を促す労働環境を構築していくためには、単に個々の企業統治にとどまらず、社会全体で対

¹⁶ 社外取締役は、株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないものをいう。(会社法第二条第一項第十五号)

¹⁷ 会社法改正要綱は、社外取締役の要件に、①株式会社の親会社等又はその取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の使用人でないこと、②株式会社の親会社等の子会社等の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でないこと、③株式会社の取締役若しくは執行役若しくは支配人その他の重要な使用人又は親会社等の配偶者又は2親等内の親族でないことを追加するものとする。(法務省法制審議会(2012)「会社法制の見直しに関する要綱」)

¹⁸ 伊丹敬之(2000)「日本型コーポレートガバナンス」は、日本の企業システムは「人」のつながりを原点に経済組織が編成されている「人本主義」との認識を示し、人本主義のメリットは、第一に、人々の技能や知識の蓄積が有効に行いやすいこと、第二に、人々のコミュニケーションの情報効率が良いことであると述べている。

¹⁹ 経済社会構造に関する有識者会議 日本経済の実態と政策の在り方に関するワーキング・グループ 成長のための人的資源活用検討専門チーム(2013)「成長のための人的資源の活用の今後の方向性について」

応していくことが必要である。

安定したネットワークの中でも、仕事の内容や形態が変わっても、価値創造を担い続けられる質の高い人材が増えていけば、さらなるイノベーションを生み出す基盤になるとともに、消費面からも経済循環を強力に支える基盤となる。

③ 機関投資家を通じた企業統治の向上

機関投資家は、企業の経営を規律付け、企業に中長期的な投資を促し持続可能な成長を促していくために、企業と建設的なコミュニケーションを行うことが重要である²⁰。こうした対応を通じて、機関投資家は適切に受託者責任を果たすことができる。コミュニケーションの内容には、企業による環境、地域社会への貢献等、持続可能な価値創造に必要な社会面での貢献なども含まれる。

このための具体的な方策の一つとして、日本版スチュワードシップ・コードの策定²¹がある。スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資先企業への望ましい関与のあり方を示したものである。既に英国において策定されているスチュワードシップ・コードを念頭に置きつつも、機関投資家と企業との建設的なコミュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードが策定されることが望まれる。これを契機として、機関投資家と企業のコミュニケーションの質が高まり、信頼関係がより強まり、中長期的な資金確保に重要な役割を果たすことが期待される。

4. 非財務情報を含めたコミュニケーション向上の取組

(1) 非財務情報を含めた適切な組み合わせによるコミュニケーションの必要性

現代の企業活動においては、無形資産の蓄積、環境問題への対応、地域との共生、安全・安心の確保などに、投資家をはじめとした多様なステークホルダーと関わり合いながら価値創造に取り組むことが、重要になっている。一方、ROEに代表される財務情報は、企業の価値を費用収益・資産負債として計上される事象だけを捉えている点で限定的である。投資家が長期にわたり効率的な投資を実現するためには、投資対象について様々な角度から分析し、多面的な企業活動がもたらす総体的価値を的確にとらえた情報が必要である²²。

²⁰ これまでの取組に加え、企業と投資家の対話を促進するために「企業報告ラボ」が設けられ、共通理解を得るための調査や中長期的な観点からの企業統治対話を進めるコミュニケーション・ツールの検討が行われている。2013年7月からは日本企業が持続的に成長していくための方策と、それを支える資本市場のあり方について検討するプロジェクトが進められている。

²¹ 日本経済再生本部（2013）「日本再興戦略 -Japan is Back-」においては、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすため、日本版スチュワードシップ・コードを作成すべきことが盛り込まれている。

²² International Integrated Reporting Committee（2011）“Integrated Reporting”

投資家をはじめとした多様なステークホルダーに対し、経営理念、研究開発活動、持続可能性への貢献、安全対策等の非財務情報を、客観的で予測可能性のある形で、経営戦略と結び付け、企業活動の全体像を提示することが企業にとってより一層有益になっている²³。

投資家において非財務情報を含む幅広い指標の有用性についての認識が高まれば、ROEに代表される企業の短期的な収益力を示す指標に過度に注目した市場取引やそれによりもたらされる近視眼的な企業行動の見直しに結びつく。

(2) コミュニケーションの現状

企業と投資家をはじめとした多様なステークホルダーとのコミュニケーションの取組の一つとして、統合報告の策定が広がっている。統合報告のフレームワーク構築を目的に2010年に設立された国際統合報告委員会(IIRC)は、国際連合、世界銀行、国際会計基準審議会(IASB)、証券監督者国際機構(IOSCO)等の国際団体の関係者や、各国の企業、投資家、NGO、会計事務所等で構成され、本年末に第一次のフレームワークの公表が予定されている。統合報告は、企業は社会の一部であり、企業と社会は相互に影響を及ぼす関係にあるので、双方の持続可能性が重要であるという考え方に基づき、経営や投資の方向性を報告するものである。

日本企業の非財務情報の発信状況については、例えば、2010年度においてCSR報告書又は環境報告書等を作成している会社は1,068社(うち上場企業は579社)で、2012年度にアニュアルレポートとCSRレポートを一冊にして作成している会社が40社以上ある²⁴。しかし、そのような企業の中で財務情報と非財務情報を統合し、簡潔かつ明快で説得的な論理展開で経営や投資の方向性等について発信できている企業の割合は限定的である²⁵。

既に、欧州では、2003年のEU会計法現代化指令において、大・中規模企業に対し、事業の業績及び現況の理解に必要な範囲で、財務情報だけでなく非財務情報の発信も求めている²⁶。さらに、2013年4月に公表されたEU会社法指令改正案において、非財務情報の発信の義務化を求める動きがみられる²⁷。アメリカにおいては、2009年に

²³ 小林喜光(2011)「地球と共存する経営-MOS改革宣言-」は、化学メーカーにおいて、人、社会、地球環境の持続性を実現するための取組について、その進捗状況を計測し、可視化、定量化するために開発したオリジナル指標であるMOS指標(Management of Sustainability)を紹介している。

²⁴ 市村清(2013)「「統合報告」を語るシリーズ」
URL: <http://www.shinnihon.or.jp/services/advisory/ir/column/index.html>

²⁵ 財団法人企業活力研究所(2011)「我が国企業のIR担当に対するアンケート調査結果」によれば、現在何らかの統合報告として作成している企業の割合は62%であるが、その内容はアニュアルレポートのなかで財務情報に併記して非財務情報を掲載することに止まるというものが最も多い。(n=53、調査対象はディスクロージャー優良企業。)

²⁶ 環境省(2007)「CSR情報審査に関する研究報告 参考資料」

²⁷ 欧州委員会 非財務情報開示に関する会社法改正案(2013年4月16日公表)
URL: http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/non-financial_reporting/index_en.htm

ニューヨーク証券取引所が、2012年にはナスダック（NASDAQ）が、非財務情報の投資家への発信に取り組むことを発表している²⁸。

非財務情報は、すでに社会的責任投資（以下「SRI」という。）において用いられるなど、中長期的な投資の重要な判断要素となりつつある。SRIにおいては、企業への株式投資の際に、財務的分析に加えて、企業の環境対応や社会的活動などの評価といった企業の社会的責任や、持続可能性の評価等を加味して投資先企業を決定している²⁹。SRI 関連株は、過去及び現在のトレンドに過敏に反応しない安定性の高い株式であるという調査結果がある³⁰。日本のSRI市場規模は約0.7兆円、市場シェア約0.2%（2009年）であり、欧州（同約559兆円、同約39%（2009年））、アメリカ（同約258兆円、同約12%（2010年））と比較して小規模である³¹。

（3）今後の課題と方向性

財務情報だけでなく非財務情報を含んだ統合報告は、企業活動の全体像を示す上で有用である。また、非財務情報を含め発信する情報の組合せを考えることは、経営戦略の明確化の一環と位置付けられる。こうした取組を効果的に行うためには、必要な情報を結び付けて全体像を示すことのできる体制整備や、幅広い視点からコミュニケーションを図ることのできる人材を確保・育成することが重要である。

① 統合報告等による非財務情報を含めた企業の総体的価値の発信

統合報告は、財務情報だけでなく、環境、地域社会、経営戦略、中長期的な見通し等、企業の分析・評価に必要な様々な情報を簡潔に示しており、企業活動の全体像を示す上で有用である。統合報告等の取組を通じて、投資家をはじめとするステークホルダーが、企業により将来生み出される総体的価値を十分に理解すれば、その企業の中長期的な成長にも資することになる。

さらに、投資家が中長期的な投資を行っていく上で、現在一般的に用いられているROE等の財務指標に代わるものとして、企業の持続性（安心・安全・人材の定着率）、分配の公正性（多様なステークホルダーに対する）、企業の改良・改善性（イノベーション）といった指標を取り込むべきとの指摘がある³²。

²⁸ ニューヨーク証券取引所（2009）“New Solution to Help NYSE-Listed Companies Enhance Corporate Governance and Transparency” URL: <http://www.nyse.com/press/1242727551178.html>、

国連グローバル・コンパクト（2012）“Exchanges Listing Over 4,600 Companies Commit to Promoting Sustainability”
URL: <http://www.unglobalcompact.org/news/244-06-18-2012>

²⁹ NPO 法人社会的責任投資フォーラム（SIF-Japan）「SRI の概念」
URL: <http://www.sifjapan.org/sri/>

³⁰ 白須洋子（2009）「企業の社会的責任投資（SRI）ファンドの収益性について」金融庁金融研究研修センター

³¹ 経済産業省（2012）「最近のCSRを巡る動向について」

³² 原丈人（2013）「21世紀の国富論（増補版）」pp. 292-297。

企業の多面的な活動の的確な評価について、更に検討が進められるべきである。

② 経営戦略明確化の一環としての情報発信

企業の総体的価値を発信するためには、様々な財務情報や非財務情報のうち、いかなるデータをどのように提供するのかが判断することになる。このことは、経営戦略を明確化し発信することの一環と位置付けられる。

その際、どのような情報をどのように発信することが有効かは、企業が発信したいメッセージ等によって大きく異なるため、それぞれの企業の創意工夫が尊重される必要がある。非財務情報の発信を画一的に強いることがあれば、企業の自由度や自主性を損ない、形骸化につながりかねない。むしろ、企業が、中長期的な観点から多様なステークホルダーとのコミュニケーションを自主的に取り組むことを促すことである。

戦略的な情報発信の意義が、受け手の側で幅広く理解されるようになれば、コミュニケーションの質をより一層高めることができる。公的な主体やメディアにおいてもその意義が理解され取り上げられることが期待される。

③ 全体像を発信できる体制整備

戦略的情報発信のために、企業経営者の強いリーダーシップの下で、体制整備することが重要である。組織の規模が大きくなり、組織の縦割りが進むことでセクショナリズムが優先されるようになると、全社的な視点で物事を俯瞰することが困難になる³³。企業が発信する部分部分の情報相互に矛盾するなどした場合には、投資家は企業の経営や投資の方向性等を正しく理解できず、中長期的な投資に躊躇する可能性がある。

企業活動の全体像を示し一貫性のあるコミュニケーションを図ることを可能にするために、経理・財務部門、IR部門、CSR部門等、関連部門間の縦割りを排し、企業内の連携を改善・充実する必要がある。外部発信のための責任者を設置し権限を集中することも効果的である。これによって、企業活動の全体像を捉えやすくなり、企業が投資家をはじめとした多様なステークホルダーに対して、的確に情報発信できるようになる。

また、企業活動の全体像を的確に伝えるためには、幅広い視点から効果的にコミュニケーションを図ることができる高度な人材を確保・育成することが重要となってきた。投資家への訴求力を高めるために市場とコミュニケーションを行う能力を備え、従業員や取引先の状況を的確に把握し、地域社会や環境への影響等に目配りができる人材は、企業の発信力やブランド力を高め、技術力や販売力に違いがない場合にも競争優位を確保することのできる重要な要素である。

³³ 花堂靖仁（2013）「「持続可能性」を追求するグローバルな企業競争を勝ち抜く経営に向けて」

5. 実体経済の成長を支える金融システム

(1) 実体経済の成長を支える金融システムの必要性

金融システムは、経済主体に必要な資金を円滑に供給することや、適切なリスク分散を可能にすることにより、日々の取引や、将来に向かっての投資を支え、実体経済の成長を裏打ちする役割を担っている。しかし、株主や投資家が、実体経済と遊離して金融市場における短期的な利益のみを追求する、いわゆる「マネー・ゲーム」に大きく偏ると、企業の経営行動が短期的なものとなり、イノベーションの基となる中長期の投資が十分に行われなくなるおそれがある。また、短期的な観点からの取引の増加は、過度の金融変動を助長してきた側面がある。

大規模な金融危機などによる過度の金融変動は、経済の血液としての金融システムの機能を毀損し、実体経済に多大な悪影響をもたらす。安定的な金融システムこそが、「実体経済（real economy）主導」の持続可能な経済社会を実現する上でその前提となる。

(2) 金融システムの見直し

リーマンショックの経験を踏まえ、大規模な金融危機等を未然に防ぐための金融制度改革の議論は、避けて通ることのできない問題である。

リーマンショック発生については、米国の住宅バブルやそれを促したグローバルインバランスの拡大の下で、欧米の投資家が、金融市場における短期的な利益を追求する「マネー・ゲーム」に偏ったことが指摘されている。また、その背景となる金融システムとして、金融機関がリスクベースの自己資本水準を維持する一方で、オフバランス資産を拡大させたことが一因であったと指摘されている。こうした指摘を踏まえ、リーマンショックを受けた2008年11月のG20首脳会合以降、金融機関の自己資本規制、システム上重要な金融機関への対応、店頭デリバティブ市場改革等、各国政府による金融規制の強化がG20のフレームワークの下で継続されている。我が国としては、我が国金融機関の実態、日本経済及び新興市場・途上国経済に与える影響を踏まえ、望ましい金融規制の在り方について、これまで国際的な議論の場において提言してきた。

具体的な金融規制としては、バーゼル銀行監督委員会が主導する「バーゼルⅢ」によって、国際的に活動する銀行について、適切なリスク管理を促し、健全性を確保するため、自己資本の質・量の向上を求める自己資本規制の強化等の枠組みが示され、日本では、これを踏まえた新たな自己資本比率規制が、国際統一基準行を対象として2013年3月から段階的に適用されている。

また、金融危機において、一部の大手金融機関を公的資金で救済したこと等を契機

に「大きすぎて潰せない」問題に対処するため、グローバルなシステム上重要な金融機関について、破たん予防のための規制枠組み、円滑な破たん処理の枠組み、監督の実効性の向上等を検討されている。

先進各国による金融規制は、従来の銀行規制から取引規制に対象を広げ始めている。こうした自己資本規制の強化に加え、店頭デリバティブの市場改革については、取引の報告を義務付けることなど規制が強化され、取引の透明性が向上しつつある。取引規制において、投機と実需の線引きが難しいとされる反面、売却の際に株の手当てがなされない空売りを禁止した規制は、リーマンショック発生時に導入され、各国で市場の過度な変動を抑制する効果があったとされている。

国際的な金融規制が、実態を踏まえたものとなっていない場合、金融機関の自由度を奪い、効率的な運営を阻害するものとなる可能性がある。例えば、店頭デリバティブ規制については、各国で規制が整備され、順次施行がされているが、国際的な規制枠組みに関する合意のないまま、その規制が域外適用されることにより、各国規制との重複や抵触等による市場参加者への複雑かつ過度な負担が生じていると一部市場参加者から指摘されている。複雑になりすぎた規制によって効率性が失われた金融システムでは、実体経済の成長を支えることが困難となる。

(3) 今後の課題と方向性

「実体経済（real economy）主導」の持続可能な経済社会を実現するために、安定的な金融システムを実現し大規模な金融危機を未然に防止していくことが必要であり、日本としても、国際的な金融規制改革の取組に貢献していくとともに、マクロプルーデンス政策を通じて、金融システムの効果的な監視を続けることが重要である。

① 国際的な金融規制改革の取組への貢献

国際的な金融規制については、残された課題も少なくない。G20 サントペテルブルク・サミットにおける首脳宣言において、「大きすぎて潰せない問題」の終結に向けた取組、OTCデリバティブに関するクロスボーダー規制枠組みの重複や規制回避に関する問題の解決についての必要性等が指摘されている。

こうした国際的な議論を踏まえ、我が国の制度設計者と金融機関が、金融規制の必要性と金融市場や市場参加者に与える影響とのバランスを踏まえた金融規制の在り方について議論を行いながら、国際的な金融規制改革の取組に積極的に参加・貢献していくことは、引き続き重要性が高い。

② マクロプルーデンス政策による金融市場の効果的な監視

リーマンショックで世界が経験したように、大規模な金融危機は実体経済のかく乱要因となることから、目指すべき市場経済システムを実現するためには、大規模な金

融危機を未然に防止するための金融システムの在り方を検討していく必要がある。

金融システムを形成する個々の金融機関や市場で、健全性が悪化する兆しが表れた際に、システム全体への波及を未然に防止するための金融監督の枠組みであるマクロプルーデンス政策を通じて、金融危機を未然に防ぐためにも、日本をはじめ各国の金融当局は、金融システムの効果的な監視を継続することが必要である³⁴。

おわりに

我々が目指すのは、実体を伴わない短期的な利益のみを志向する「マネー・ゲーム」に偏りすぎることなく、従来の日本の経験を再構築して、継続的に価値創造が行われる「実体経済（real economy）主導」の持続可能な経済社会を実現することである。

中長期的資金の安定的な供給を実現するためには、まずは、企業による価値の実現とビジョンの発信が重要である。これにより投資家は中長期的な観点から経営に関する理解を深めお互いに信頼を確立する。投資家側における金融リテラシーの向上とNISAによる投資家の裾野の拡大、投資家による経営への関与は、中長期的な投資に厚みが増すことにつながる。市場では、中長期的な投資のインセンティブが適切に伝播するような仕組みを作る。そのため、個別の業績の評価や開示等の在り方の点検・見直しが重要である。

中長期的な視点に立ち企業の総体的価値を高めるために、多様なステークホルダーの利害調整を重視する企業統治を行うことである。その観点から、独立した社外取締役を活用すること、新陳代謝を進めながら人的資源の形成・活用を行うこと、機関投資家が受託者責任を果たしていくことが必要である。日本版スチュワードシップ・コードの策定は、機関投資家が適切に受託者責任を果たしていく上で有益である。また、多様なステークホルダーに企業活動の全体像を理解してもらうために、統合報告等による非財務情報を含めた情報発信や経営戦略明確化の一環としての情報発信を行い、そのための体制整備、人材の確保・育成を進める。金融危機を未然に防ぐための国際的な金融規制改革に貢献し、マクロプルーデンス政策を通じて金融市場の効果的な監視を続けることが重要である。

このような取組を通じて、投資の短期化や過度の金融変動に流されず、企業統治において多様なステークホルダーとの調整重視が浸透し、非財務情報を含めた適切な組み合わせによるコミュニケーションが拡充され、中長期的資金の必要性に関して資金の出し手と受け手の間に市場を介して信頼が確立される。

専門調査会として、目指すべき市場経済システムとその実現のために必要な課題と

³⁴ マクロプルーデンスとは、金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、それに基づき制度設計、政策対応を図ることを通じ、金融システム全体の健全性を確保することをいう。個々の金融機関の健全性を確保すること（ミクロプルーデンス）と対置される。

方向性を示した。これらに取り組んでいくことにより、目指すべき市場経済システムが構築される。その下で、近視眼的にコスト削減を図り縮小均衡を招くような企業行動ではなく、拡大均衡をもたらす企業行動がとられる。中長期的な投資やイノベーションが進み、質の高い雇用が増加する新しい成長が実現することを期待する。

目指すべき市場経済システムは、国民や海外の人々が自ら参加したいと思うことができる仕組みでもあり、そうした日本の魅力が広く共有されるよう、世界に発信していく必要がある。

目指すべき市場経済システムに関する専門調査会：委員名簿

	伊丹 敬之	東京理科大学専門職大学院 イノベーション研究科長
顧問	伊藤 元重	東京大学大学院経済学研究科教授 経済財政諮問会議議員
	神永 晋	住友精密工業株式会社前社長
会長	小林 喜光	株式会社三菱ケミカルホールディングス 代表取締役社長 経済財政諮問会議議員
会長代理	原 丈人	アライアンス・フォーラム財団代表理事
	程 近智	アクセンチュア株式会社代表取締役社長

(五十音順)

目指すべき市場経済システムに関する専門調査会：開催実績

- 4月23日 第1回専門調査会
- ・各委員からの問題意識等の提示等
- 5月13日 第2回専門調査会
- ・前回の議論の整理
 - ・専門家からのヒアリング
柳川範之 東京大学教授
(組織・契約論から見たコーポレートガバナンスについて)
程近智 アクセンチュア社長・専門調査会委員
(市場経済システムの国際的潮流)
小林喜光 三菱ケミカルホールディングス社長・専門調査会会長
(経済同友会第17回企業白書などについて)
- 5月17日 第3回専門調査会
- ・企業関係者からのヒアリング
葛西敬之 JR東海会長
山田邦雄 ロート製薬会長
- 5月22日 第4回専門調査会
- ・議論の中間的整理に向けて
- 6月6日 第14回経済財政諮問会議
- ・目指すべき市場経済システムに関する専門調査会中間報告を報告、公表
- 7月30日 第5回専門調査会
- ・専門家からのヒアリング
市村清 日本公認会計士協会専務理事
(多様なステークホルダーとのコミュニケーションの在り方について)
宮島英昭 早稲田大学教授
(コーポレートガバナンスの在り方について)
佐々木百合 明治学院大学教授
(内外の金融市場改革の動向について)
- 10月11日 第6回専門調査会
- ・専門調査会報告(案)について

(参考資料)

【 目 次 】

(持続的な成長を実現する安定的な中長期的資金)

参考資料 1. 世界の金融資産残高	24
参考資料 2. 機関投資家の保有資産と株式の占める割合	24
参考資料 3. 日米における非金融法人企業の資金調達構造	25
参考資料 4. 世界の主要株式市場における投資家の平均保有期間	26
参考資料 5. 新興国における海外からの民間資本流入	27
参考資料 6. 中長期保有株主優遇策の現状	28

(中長期的な視点に立ち企業の総体的価値を高める企業統治のための取組)

参考資料 7. 公益資本主義に関する調査	33
参考資料 8. 日本の企業統治構造の変化	34
参考資料 9. 主要国の取締役会と独立取締役	37
参考資料 10. コーポレートガバナンス改革の取組	38
参考資料 11. 英国のステュワードシップ・コードの概要	42

(非財務情報を含めたコミュニケーション向上の取組)

参考資料 12. 統合報告	48
参考資料 13. 欧米における非財務情報開示に向けた動き	52
参考資料 14. 社会的責任投資 (SRI)	53
参考資料 15. 多様なステークホルダーとのコミュニケーション の在り方に関する指摘等	55

(実体経済の成長を支える金融システム)

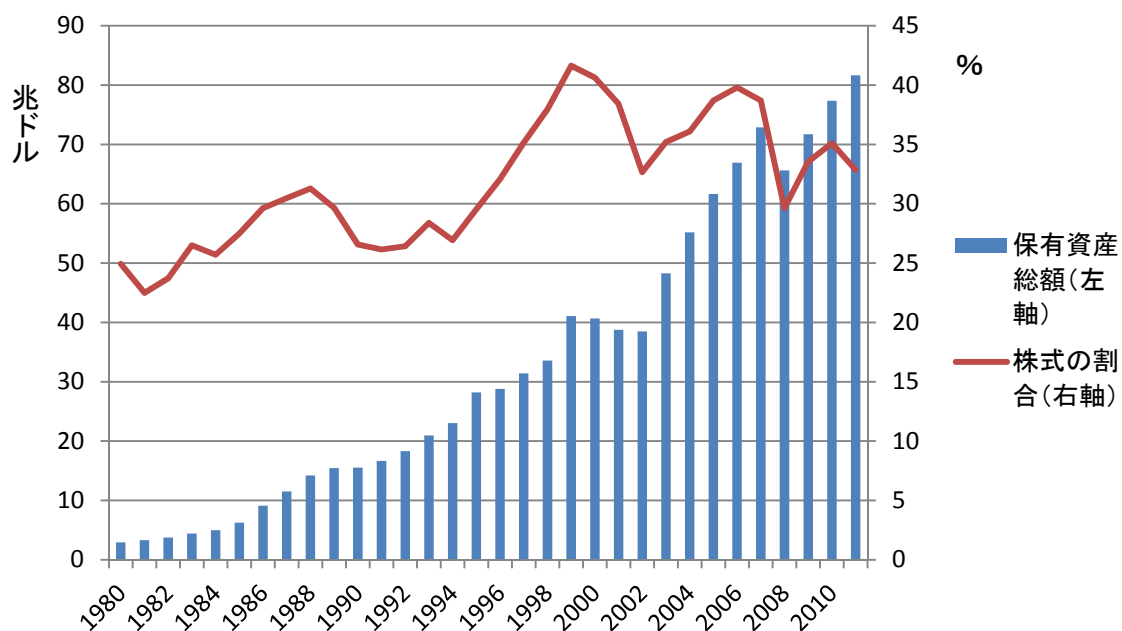
参考資料 16. 金融規制の強化を目指す欧米各国の取組	60
参考資料 17. 専門委員によるプレゼンテーション資料等	62

参考資料 1. 世界の金融資産残高

						(兆ドル)
	株式時価総額 ①	債券発行残高 ②	銀行貸出残高 ③	金融資産合計 (④=①+②+③)	経済規模 (名目GDP、⑤)	金融資産対GDP比率 (④/⑤、%)
世界	47	98	114	259	70	369
欧州	9	32	43	84	16	509
北米	18	36	18	72	17	426
日本	4	15	13	32	6	550
その他先進国	8	6	12	26	6	463
新興国	10	9	27	46	25	179
アジア	5	5	18	28	11	252
その他	5	4	8	17	14	121

(注) IMF

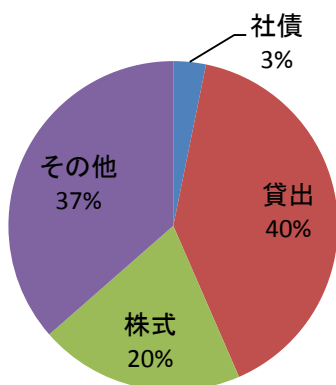
参考資料 2. 機関投資家の保有資産と株式の占める割合



(注) ○ OECD加盟 34 国の機関投資家の保有資産の推移。
 ○ OECDは、機関投資家を投資信託、保険、年金基金と定義している。
 ○ OECD “Institutional Investors Statistics” より事務局作成

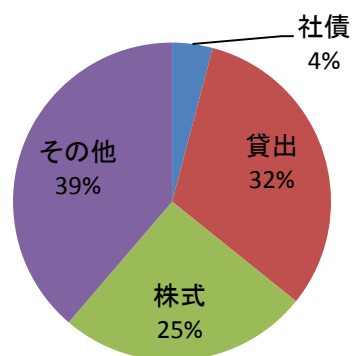
参考資料3. 日米における非金融法人企業の資金調達構造

日本 1995年



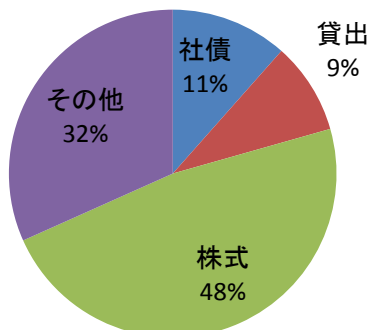
計 1,511兆円

日本 2012年



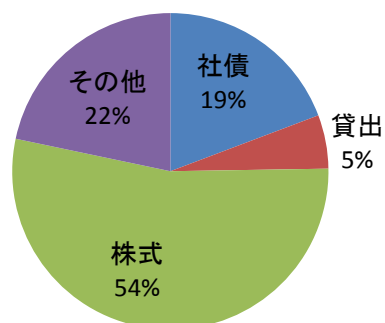
計 1,286兆円

米国 1995年



計 11.5兆ドル

米国 2012年

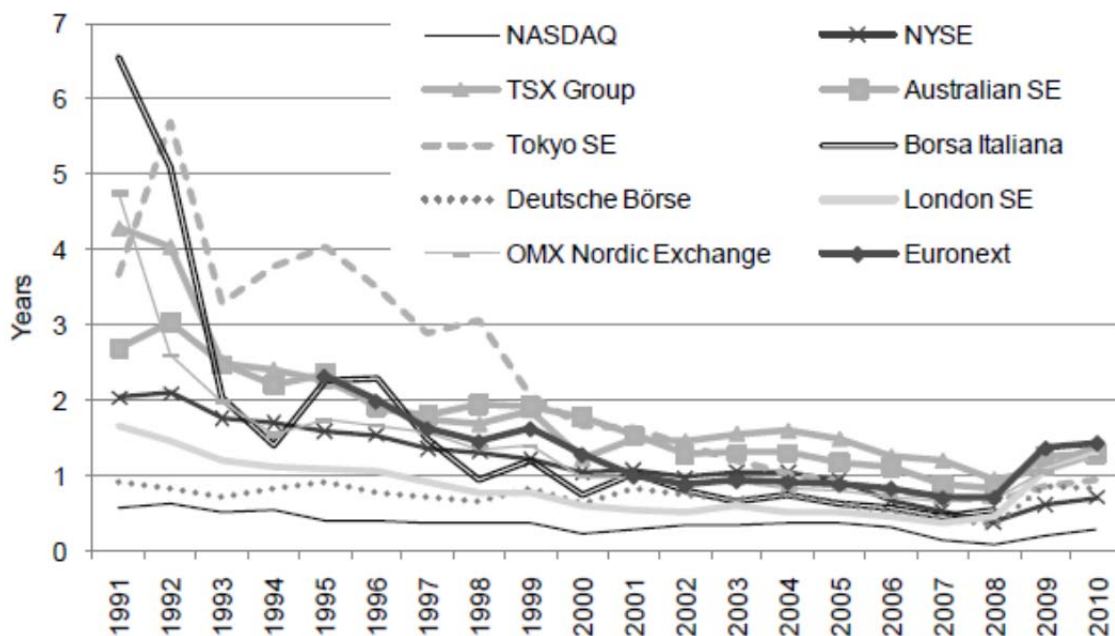


計 30.1兆ドル

(注) ストックベースの値。

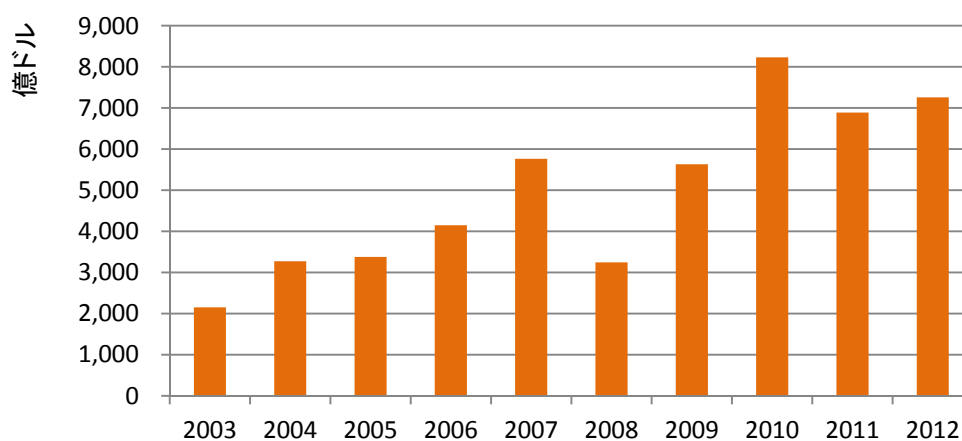
日本銀行「資金循環統計」、FRB “Financial Accounts of the United States”
より事務局作成。

参考資料4. 世界の主要株式市場における投資家の平均保有期間



(注) 平均保有期間は、各市場の時価総額（年末時点の時価総額と前年末の時価総額の平均値）を売買代金で割った値。Borsa Italiana（イタリア証券取引所）の値は、ロンドン証券取引所に買収されロンドン証券取引所グループとなった2009年までの値。2010年以降のロンドン証券取引所の値は、合併後のロンドン証券取引所グループの値。

参考資料5. 新興国における海外からの民間資本流入



(注) グロスベースの値。図表の値は、株式、債券及び借入の合計値。

IMF “Global Financial Stability Report” より事務局作成。

参考資料6. 中長期保有株主優遇策の現状（議決権、配当、税制）

- ・現行法上、中長期資金の調達手段として、中長期保有株主を議決権や配当で優遇する種類株の発行は可能である。
- ・投資家は、企業が持続的に企業価値を向上させることができるかどうかという、成長性に重きを置いて投資を行っている。このため、多くの投資家にとって、議決権や配当を優遇する種類株式を発行するだけでは、中長期保有のためのインセンティブとして機能しないと指摘されている。市場参加者（資金の需要または供給者）に中長期的な投資のみを促すよう誘導しようとしても、かえって市場の流動性¹を損なうのであれば、中長期的な投資を細らせ結果的に市場参加者の利益にならないおそれがある。
- ・種類株式の発行は、企業が自社の経営戦略に応じてその採用を判断することであるが、現状をみると、これまでのところ上場企業で種類株を用いた実績は乏しい²。買収防衛策として議決権を中長期の投資家に多く与えることが用いられた場合には、株主利益最大化の観点の立場からは企業のガバナンスが低下するのではないかという懸念もある。
- ・こうした懸念を払拭できるような企業価値の実現や発信ができる企業にとっては、中長期的資金の調達手段として種類株式の発行は検討される余地がある³。
- ・長期保有の株主に税制上の優遇を与えるべきとの議論もあるが、金融商品の間の課税の中立性が損なわれるほか、市場の流動性を阻害するおそれがある等、克服すべき課題がある。
- ・種類株や税制で長期保有株主を優遇するためには、株式の保有期間や取得価格を厳格に管理・記録する必要がある。このため、税務当局のみならず、特定口座を管理する証券会社にとって、システムの構築や各種の手続き等において事務負担が著しく大きくなるおそれがある。また、特定時点での株主の把握に加え、時点間の継続的な保有状況を正確に把握するため膨大なコストもかかることになる。こうしたコストも、現時点で導入されていない一因とみられる。

¹ 日本では、議決権をなくして配当を優遇する種類株（無議決権高配当優先株）を発行した事例があるが、当該企業の普通株と比べ取引高が1割に満たない。

² 東京証券取引所は平成20年7月有価証券上場規定を改正し、議決権種類株式の上場制度を整備した。具体的には、新規上場時に限り無議決権株式の上場を認めたほか（複数議決権株式の上場を事実上容認）、上場後に配当を優遇する無議決権高配当優先株の発行を認めた。しかし、規定改正から5年が経過したが、種類株の発行事例は、規定改正前に例外的に認可されたケースを除き存在しない。

³ ベンチャー企業のような非上場企業が資金調達を行う際に、リスクの高い事業への出資を募るために、投資家に配当や議決権を優遇する種類株式を発行する事例がみられる。

1. 議決権、配当

① 会社法の規定

- 1) 会社法は、一定の範囲で、株式会社が権利の内容の異なる複数の種類の株式を発行することを認めている。
- 2) 現行会社法上、中長期保有株主に対して、議決権及び配当面において優遇する措置は可能。
 - 単元株制度を採用する会社では、1単元の株式数を株式の種類により大きく異なるものとする事で短期保有と中長期保有の株主との間に議決権において差を設けることが可能。
(例：1単元の株式数を、中長期保有投資家に発行するA種類株式については1株、短期保有投資家に発行するB種類株式については100株とする)
 - 議決権行使の条件として一定年間の株式継続保有を要求することで、長期保有株主を優遇する措置は可能。
- 3) 会社法上、中長期保有株主を配当面で優遇する種類株を発行することは可能。

② 種類株式の活用

- 上場会社による種類株式（無議決権株式、多議決権株式）の活用は、資金調達と長期的経営の両立、あるいは事業再生等の事業提携局面においての利用など、様々な活用方法が考えられる。
- 種類株式の利用に伴う弊害として、理論的に、次の3点が考えられる。
 - ①種類株主間の利害調整が適切に行われず結果として、一方の種類株主が他方の利益を害するような措置が行われてしまうおそれ。
 - ②効率的な支配権の移転が行われず、又は、非効率的な支配権の移転が行われるおそれ。
 - ③既上場会社が新たに種類株式を発行する場合には、既存株主が（上記①・②を含め）不測の損害を被るおそれ。
- 現状では、上場会社が種類株式を利用する事例はほとんどなく、主に、非上場企業が資金調達を行う際に、ベンチャーキャピタルを対象に発行する事例が多い。

③ 非上場企業による種類株式の利用状況

ベンチャーキャピタルの投融資実績(形態別)

	平成23年度		平成22年度	
	金額(億円)	投資先者数(社)	金額(億円)	投資先者数(社)
普通株	413	422	373	463
種類株	105	129	88	137
社債	63	63	26	43
その他	87	58	18	56
投資計	1,119	867	806	908
投融資計	1,132	915	819	955

(備考) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2011年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」ベンチャーキャピタルを対象にアンケート調査を集計、内訳を回答していないベンチャーキャピタルがあるため、内訳と合計は一致しない。

④ 上場種類株式における実務面の課題

- 通常の株式と異なるため売買が少なく、当該種類株式の流動性が低下し、流動性の低下が一段の売買の低下を招いている。
- 種類株式の株主名簿の管理を行う保管振替機構の株主名簿の管理負担や、保有期間を計測するための証券会社の口座管理負担が著しく増大する。

2. 税制

① 国際比較

- 英国、ドイツは日本と同様に株式保有期間によらず株式譲渡益課税の税率は一定。アメリカでは、株式譲渡益課税については、株式保有期間 12 か月以下かそれ以上で異なる税率としている（短期保有に重く課税。税率は州によって異なる。）。フランスでは、株式譲渡益について所得税、社会保障関連諸税が課税されるが、個人が、株式を 8 年超保有した場合は所得税が非課税となる
- 配当課税については、日本同様、アメリカ、英国、ドイツ、フランスにおいて株式保有期間によらず税率は一定

表 主要国の株式譲渡益課税の概要

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
課税方式	申告分離課税 20% (所得税 15% + 個人住民税 5%)	段階的課税 長期 (12 ヶ月超保有) 3 段階 0、15、20% + 総合課税 (州・地方政府税) 短期 (12 ヶ月以下保有) 10~39.6% + 州・地方政府税	段階的課税 2 段階 18、28%	申告不要 (分離課税) ※総合課税も 選択可 26.375%	総合課税 21~60.5%

(備考) 財務省ホームページより抜粋

URL : http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/financial_securities/kabu04.htm

② 平成 26 年 1 月より N I S A (ニーサ) (少額投資非課税制度) を開始

- 投資家の裾野を拡げることにより、家計の安定的な資産形成の支援と成長マネーの供給拡大を両立させる観点から、毎年 100 万円までの上場株式等への投資について、その譲渡益、配当が非課税（非課税期間は 5 年間、最大 500 万円までの非課税投資が可能）となる。

③ 課題

- 1) 金融商品の間の課税の中立性が損なわれる。
- 現在の金融証券税制の改革の方向性は、一般向け金融商品について、その売買時期の判断や商品の選択に税制が歪みを与えない中立的なものとし、投資

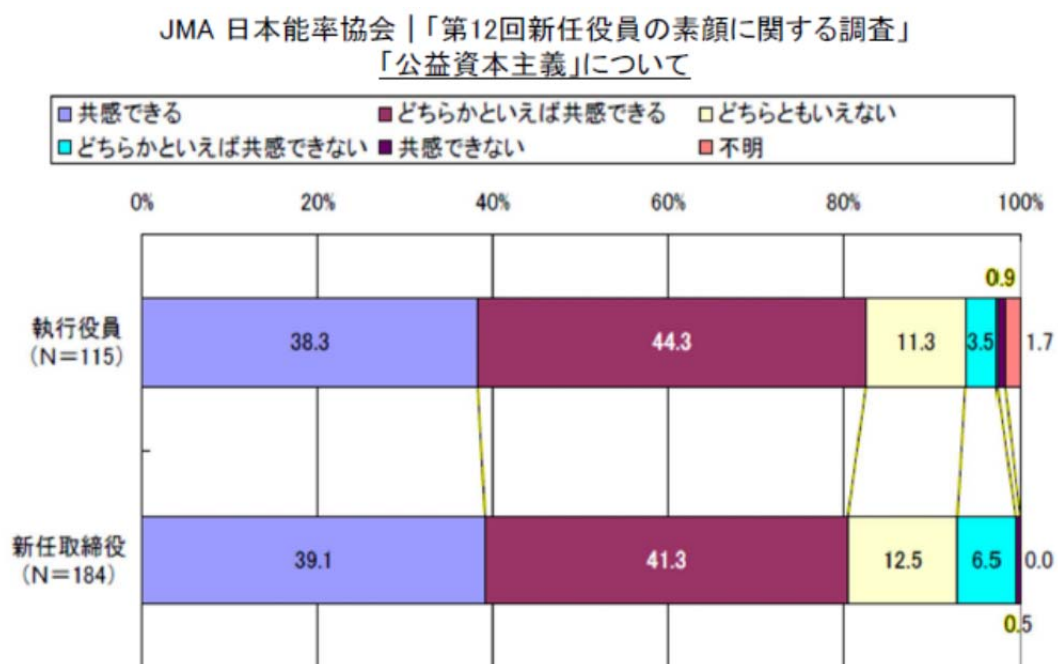
リスクの軽減等を通じて一般の投資家が一層投資しやすい環境を整えることに主眼がおかれている。

- 2) 株式の長期保有を税制上優遇すると、市場の流動性を阻害するおそれがある。
 - 市場取引のためには流動性が必要であり、流動性は短期投資家をもたらす。短期投資が存在することにより流動性が確保され、いつでも売却が可能となることによって長期保有が促されている。
 - 制度のゆがみにより流動性が低下すると、価格変動が不安定になり、新たな投機を招くおそれがある。

- 3) 海外投資家への影響が懸念される。
 - 現在の株式市場では、売買高における海外投資家の比率が高い。このため、国際的に標準とされる制度から著しくかい離した制度を導入すれば、海外投資家の資金逃避を招く懸念がある。

- 4) 株式の保有期間や取得価格を厳格に管理する必要が生じるなど、税務当局のみならず、特定口座を管理する証券会社にとって制度面、システム面において事務負担が著しく増加する。

参考資料 7. 公益資本主義に関する調査



(注) 日本能率協会グループ「第12回新任役員の素顔に関する調査会(2009年8月)」より抜粋。

企業の新任取締役と執行役員を対象に、経営課題に対する認識や意識を調査した中で、「公益資本主義」に対する考え方をアンケートしたもの。

参考資料 8. 日本の企業統治構造の変化

(1) 日本型企業統治

日本型企業統治	<ul style="list-style-type: none">・ 1980年代までの日本企業の企業金融と企業統治は、メインバンク関係、株式相互持ち合い、内部昇進者からなる取締役会によって特徴づけられ、この点同質的であった。・ こうした特徴は、長期雇用、サプライヤーとの間の長期取引など、他の特徴とも補完的關係にあると指摘されてきた。メインバンク関係は、借り手と貸し手との間の非対称情報を緩和し、企業の設備投資を促進する一方、顧客企業が外生的なショックによって一時的に財務危機に陥った場合、救済にあたり、人的資産の散逸に繋がる過剰清算を回避した。また、長期取引関係にある銀行・事業法人との間の株式相互持ち合いは、株式市場の攪乱的な影響を抑制し、長期的な視点に立つ企業経営を可能とした。・ 1980年代までの日本企業は、取締役会の規模が大きく、そのメンバーが基本的に企業の内部昇進者から成っている点に大きな特徴があった。他方、社長および取締役会メンバーの報酬は低く、しかも、報酬の業績に対する感応度も低かった。社長の報酬は、候補者プールが従業員に限定され、かつそれ以前のランクの報酬水準に制約されるため、その水準は低くならざるをえない。他方、ランクトーナメントを通じた社長の選抜は、定額部分の比重の高い報酬体系を要請し、その結果、短期的な業績に非感応的であった。・ 以上の長期雇用・年功に基づく評価システムは、組織内の権限配分における、人事の集権制と強い現場に対応していた。集権的な人事管理が企業特殊的な熟練の形成を可能とし、現場への裁量の提供が、従業員の能力形成のインセンティブを高め、異常な事態への対応能力を引き上げた。
---------	--

(2) 金融危機以降における改革の進展

<p>① 金融危機と外部ガバナンスの変化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業経済の変化の重要な契機となったのは、1997年の金融危機である。金融危機は、メインバンク関係の企業統治における役割に重大な影響を与えた。これまで財務危機に陥った顧客企業を救済することが期待されていた銀行自体が、深刻な財務危機に陥ったからである。 ・ メインバンクに期待されてきた機能は、業績の悪化した企業に対して、救済パッケージを提供しながら、事業再組織化のイニシアティブを取る点にある。一見、顧客のモラルハザードを誘発しがちなこの救済が、経営の規律づけの仕組みとして適切に機能するための決定的な条件は、救済不能の企業から資金を引き揚げて清算するという脅威が信ずるに足る点にある。しかし、深刻な不良債権問題に直面した1990年代末には、銀行部門は財務の健全性を失い、そのため上記の脅威の信頼性が低下した。 ・ また、銀行、特にメインバンクは、自行の不良債権が確定し、過去の貸出の責任を問われることを避けるため、業績の悪化した顧客企業を金利減免や追加融資を通じて救済した。他方、顧客企業は、銀行の救済を予測して、必要な事業再組織化を先送りした。こうして金融機関の追加融資と顧客企業のモラルハザードの悪循環が発生した。 ・ このように銀行は、企業統治における機能領域を縮小させるばかりでなく、メインバンクが影響を維持する領域では、本来淘汰・再編成されるべき企業を結果的に人為的に温存させたとの指摘もある。
<p>② インサイダー所有からアウトサイダー所有へ</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1997年の金融危機を境に、事業法人・金融機関などのインサイダー中心の株式所有構造は、大きく変容した。変化の中心は、銀行・事業法人間の相互株式持ち合い関係の解消である。 ・ この持ち合いの解消と並行して、内外、特に海外機関投資家の所有が顕著に増加し、この時期には、成長性の高い企業の株式が選好された。また、機関投資家は、後述の内部ガバナンスの改革に自発的に取り組んだ企業に対してプレミアムを付与した。

<p>③ 内部ガバナンス～取締役会改革</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融危機とほぼ前後して、日本企業の内部ガバナンスの改革が始まった。グローバル化、IT化、国内市場の成熟化など外部環境の変動が大きくなる中で、「大きな」取締役会、年功ルールに基づく経営者の交代の慣行は、意思決定の遅れや質の低下を伴うことが問題視された。 ・ また、インサイダーから成る取締役会は、内外の機関投資家から、外部による客観的なチェックがなされていない点が批判され、低い報酬、業績に非感応な報酬制度は、経営者が果敢にリスクをとらない原因となっていると指摘された。外部環境の変化が従来の内部ガバナンスの仕組みの合理性を低下させたのである。
<p>④ 雇用システムの変化</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融危機後の不良債権問題の深刻化とともに、過剰設備、過剰雇用の解消の必要性が高まり、従来の雇用システムの再検討が本格化した。第一に、金融危機以降、長期雇用の再検討が進展した。早期退職の勧奨と新規学卒者の採用圧縮によって、徐々にコア従業員の削減が進む一方、欠員は非正規雇用者によって補充されることとなった。この結果、正規雇用者の比率は、全産業レベルで1990年の80%から2003年には70%以下に低下した。 ・ 第二に、成長の鈍化とともに、勤続年数と相関の高い賃金体系は大きな挑戦に直面した。1999年前後から、これまで管理職に限定されていた成果主義賃金が、一般従業員に拡大された。目標管理制度が普及し、従来の職能給に代えて職務給が導入された。この結果、年齢別の賃金カーブは、1990年代前半に比べて目立って緩やかとなった ・ もっとも、こうした雇用システムの変化が、企業間で同様に進展したわけではない。Abe and Hoshi (2007) は、外国人投資家の保有比率が高いほど、伝統的な雇用慣行からの乖離が進展しているとしている。また、Jackson (2007) は、外国人投資家比率が高いほど、年功賃金を維持する程度が低いことを示している。

(備考) 宮島英昭 (2011) 「日本の企業統治」に基づき事務局作成

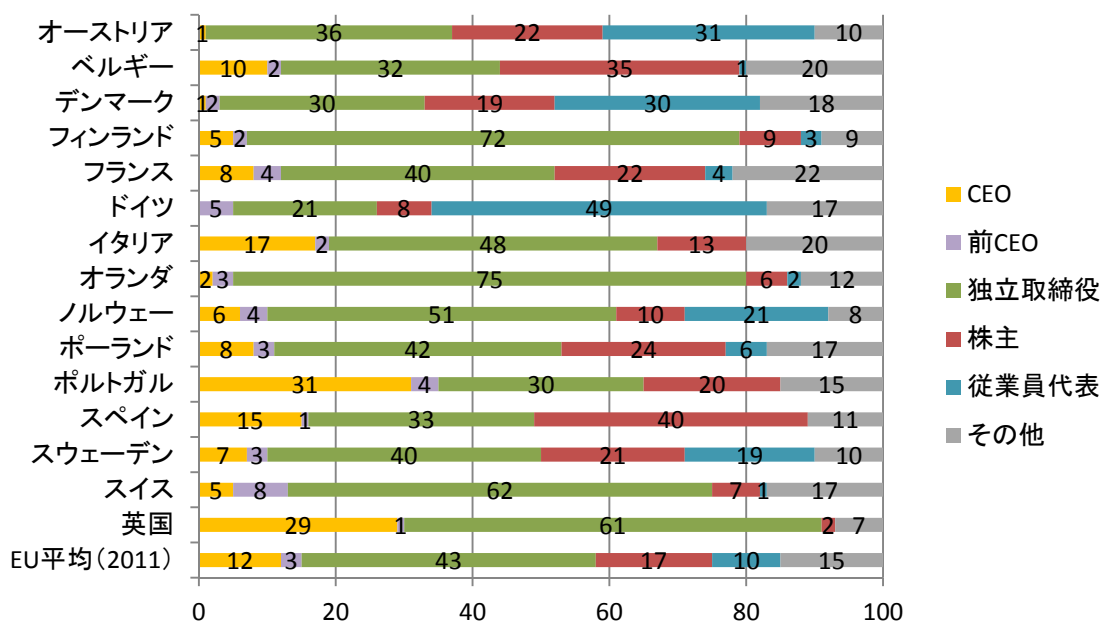
参考資料 9. 主要国の取締役会と独立取締役

(1) 独立取締役と取締役会の国際比較

	日本	米国	英国	中国	シンガポール
独立取締役の義務化	なし ○独立役員(取締役か監査役)1名を届け出する義務有(上場規則)	あり(上場規則) ○企業改革法は上場規則の一部を義務付けている	あり(上場規則) ○強制はされていないが、「comply or explain」の原則あり	あり(会社法)	あり(会社法)
独立性の定義	○株式保有、取引先、親族、親子・兄弟会社、金銭的関係がない	○株主、取引先など当該企業と重要な関係がない ○独立取締役としての報酬以外を当該企業から受けていない	○ほぼ同左	○大量の株式を保有する個人・保有法人の従業員の親族関係でない。(保有株式の額を規定) ○当該企業と関連企業に法律、コンサルティング、財務会計など関連のサービスを提供していない	○会社および関連会社の執行取締役やその配偶者、親、兄弟姉妹、子(養子を含む)でない。 ○監査委員会の独立の判断に影響がないと、取締役会が判断した場合
取締役会の構造	○委員会等設置会社と監査役設置会社との選択制 ○委員会等設置会社の場合、2名以上の独立取締役で、3委員会(監査、指名、報酬)は、過半数の社外取締役で構成 参考: 会社法上の社外取締役= 自社及び子会社の社員でない者(親会社・取引先は排除されない)	○上場企業の取締役会の過半数は独立取締役 ○監査委員会の設置を義務付け(メンバー全員が独立取締役) ○指名委員会、報酬委員会の設置を要請(メンバー全員が独立取締役) ※上場企業は、独立取締役のみで構成される報酬委員会が報酬を決める(2010 金融改革法)	○取締役会の過半数は独立取締役であることを要求 ○監査委員会の設置を義務付け(メンバー全員が独立取締役) ○指名委員会(メンバー全員が独立取締役)、報酬委員会(メンバーの過半数が独立取締役)の設置を要請	○委員会設置会社+ 監査役会 ○独立懂事 2002年6月30日前までに少なくとも2名、2003年6月30日前までに少なくとも1/3は独立取締役であること	○上場会社に取締役会委員会として監査役委員会の設置義務付け ○監査委員会は取締役3名以上で構成し、過半数が独立取締役(=2名は強制)(会社法) ○上場会社の取締役会についてその3分の1以上を独立取締役で構成させる旨を勸告(企業統治コード)

(備考) 日本取締役協会「日本のコーポレート・ガバナンスの歩み (2013年9月)」より抜粋

(2) EUにおける取締役の構成比率

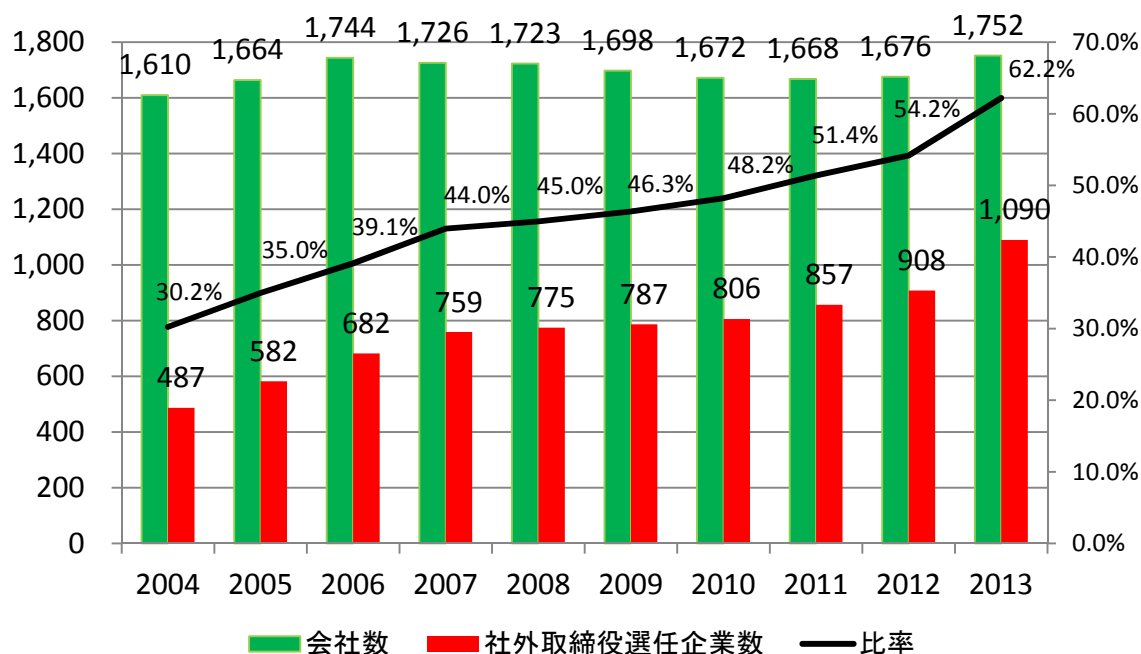


(備考) “European Corporate Governance Report 2011” に基づき作成

参考資料 10. コーポレートガバナンス改革の取組

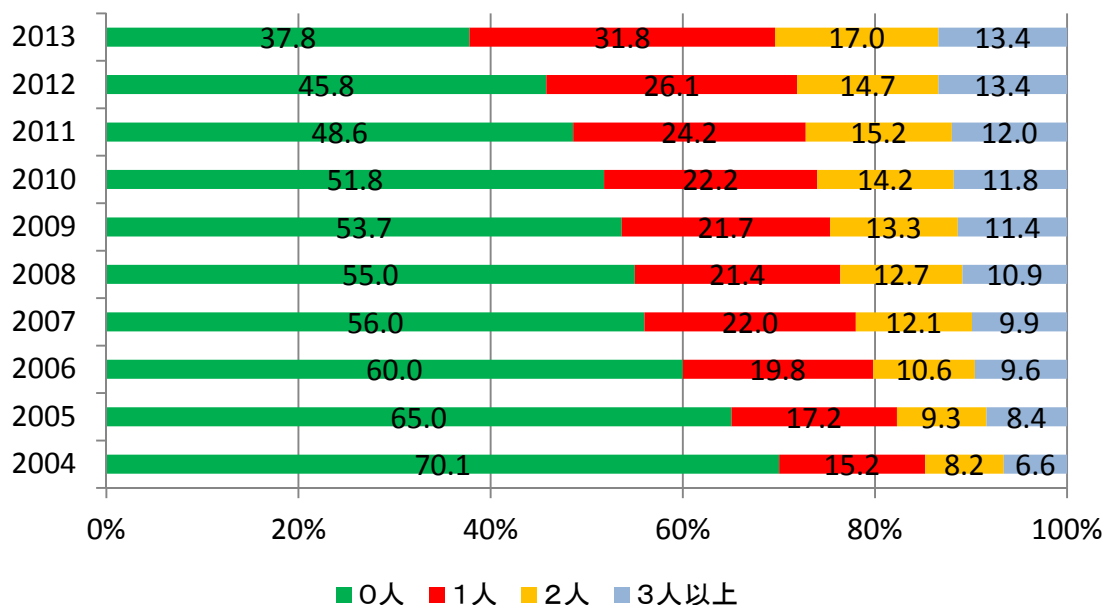
(1) 上場企業における社外取締役の導入状況

社外取締役選任企業数、比率（東証1部）



(2) 社外取締役の選任人数別の企業比率

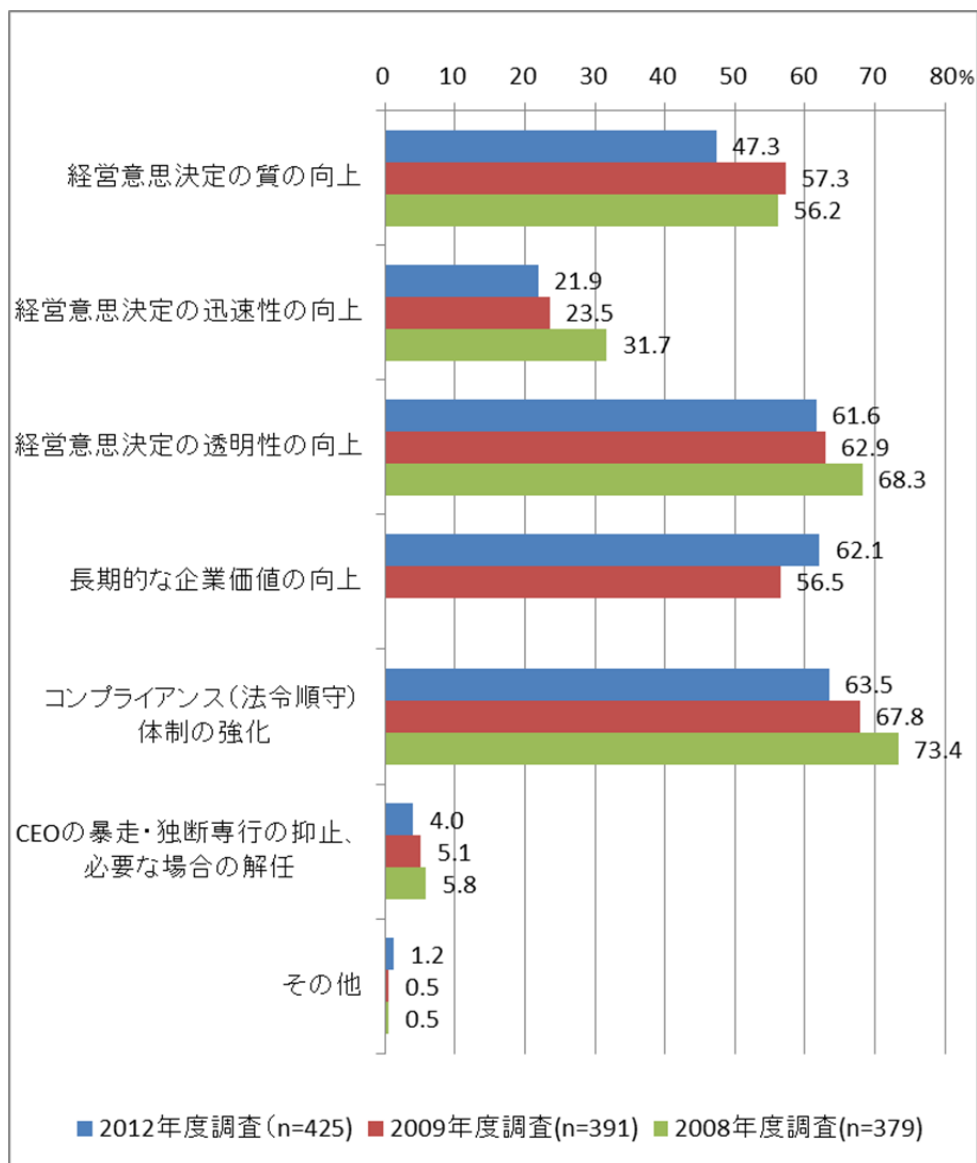
社外取締役選任人数別 企業比率（東証1部）



(備考) 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」より抜粋

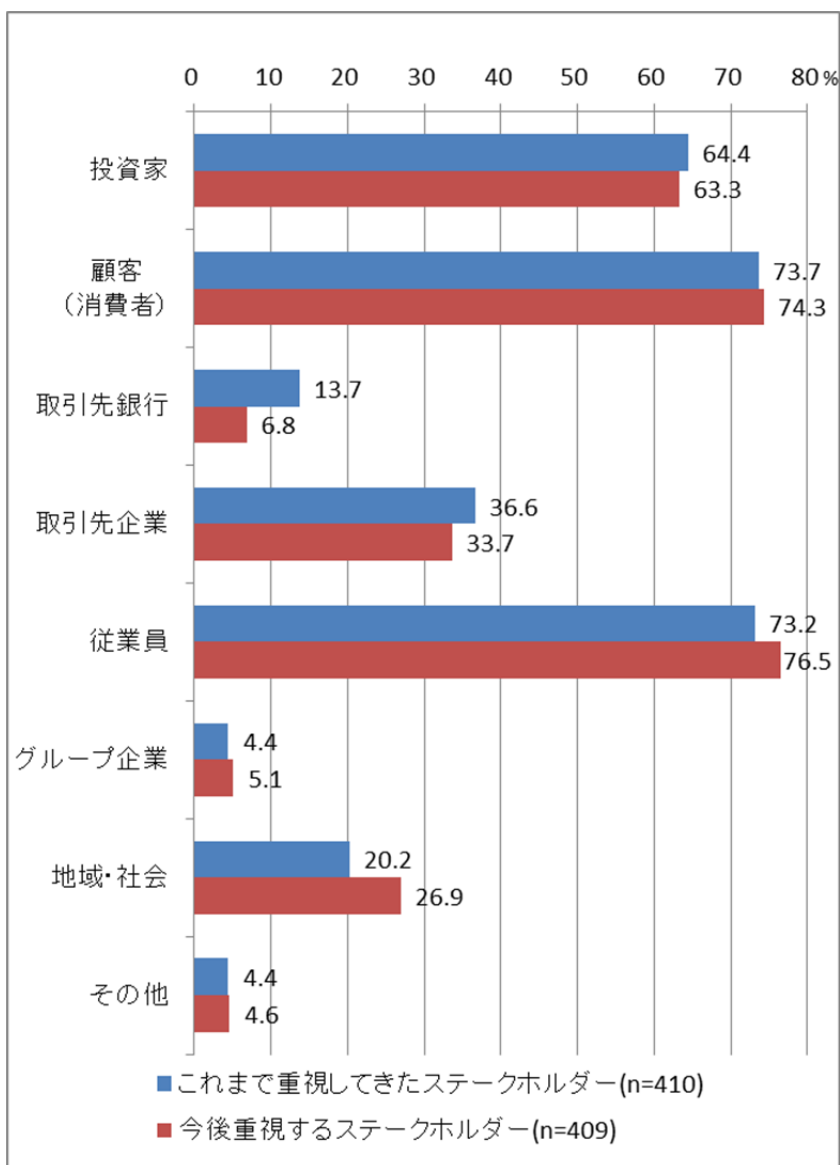
(3) コーポレートガバナンスに関する企業の意識調査

- ・ コーポレートガバナンスの目的として重視すべきこと（回答は3つ以内）



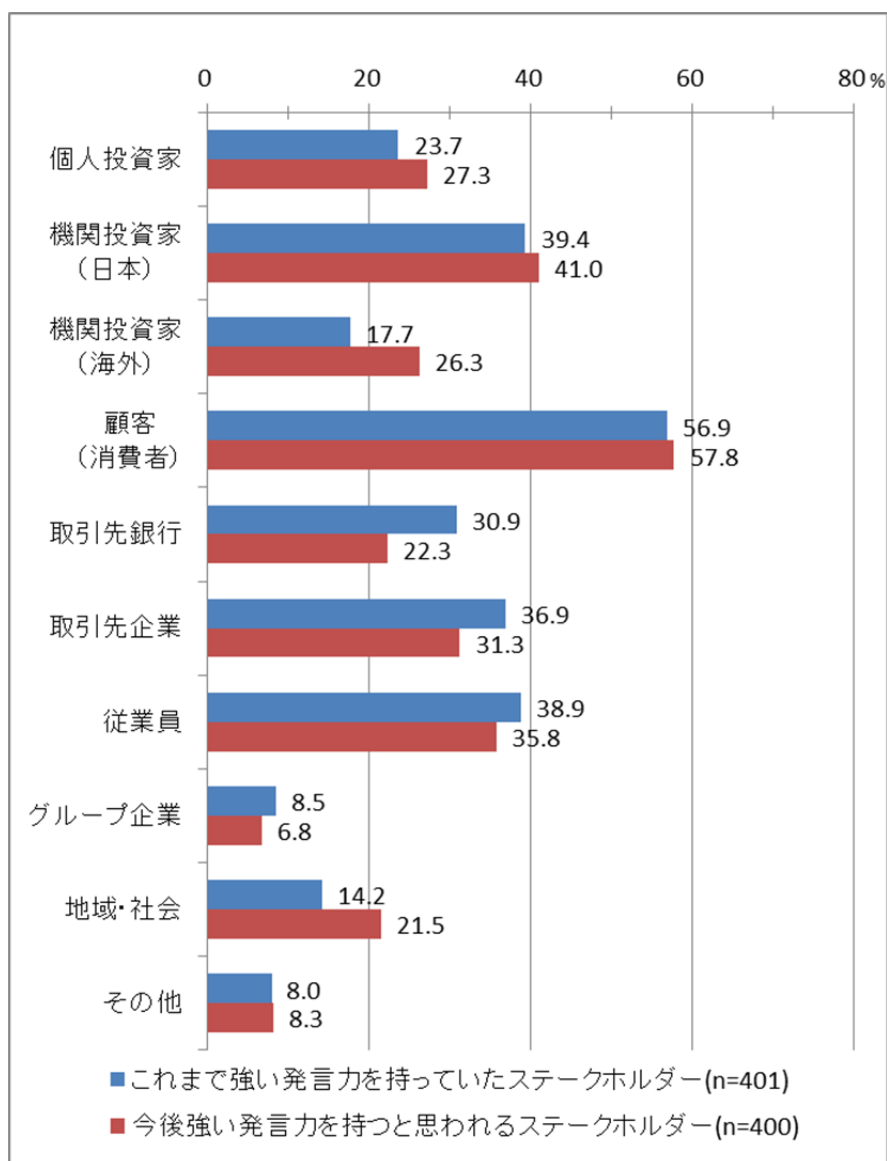
(備考) 経済同友会 (2013) 「第 17 回企業白書」より抜粋

- ・ ステークホルダーとして重視する主体（回答は3つ以内）



（備考）経済同友会（2013）「第17回企業白書」より抜粋

- ・ 発言権が強いと思われるステークホルダー（回答は3つ以内）



(備考) 経済同友会 (2013) 「第 17 回企業白書」より抜粋

参考資料 11. 英国のステュワードシップ・コードの概要

- ・ 英国のステュワードシップ・コードとは、2010年に英・財務報告評議会（FRC）※によって制定されたものであり、投資先企業に対する機関投資家の望ましい関与の在り方について規定したものである。
※コーポレートガバナンス、財務報告、会計・監査等に関する基準を制定するとともに、それらの順守状況をモニターすることを任務とする、独立した規制主体。

〔英国ステュワードシップ・コード（仮訳）〕

○ステュワードシップおよびコード

1. ステュワードシップの目的は、根源的な資金提供者も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある。実効的なステュワードシップは、会社、投資家、経済全体に恩恵を及ぼす。
2. 上場会社に関するステュワードシップの責任は〔取締役会と投資家が〕共有する。第一義的な責任は、経営陣の活動を監視する取締役会に存する。投資家もまた、取締役会にその責任を果たさせるうえで重要な役割を担っている。
3. 英国コーポレート・ガバナンス・コードは、取締役会が実効的なものとなるための諸原則を明らかにしている。（一方、）英国ステュワードシップ・コードは、投資家による実効的なステュワードシップのための諸原則を定めるものである。本コードは、ステュワードシップの責任を十分に果たすことができるよう機関投資家を支援し、「遵守か説明か」の枠組みを活用するものである。
4. 投資家にとって、ステュワードシップは、単に議決権の行使だけを意味するものではない。その活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス（企業文化や報酬を含む）に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれるであろう。エンゲージメントとは、こうした事項や次期株主総会の議案を巡り、会社との間で目的ある対話を行うことを指す。
5. 機関投資家の活動には、アセット・アロケーション、運用委託契約の獲得、投資戦略の策定や個別の証券売買等に関する意思決定が含まれる。機関投資家内部や機関投資家間における役割は幅広く分担されており、アセット・オーナーに該当する機関もあれば、アセット・マネジャーに該当する機関もある。

6. 大別すると、アセット・オーナーには、年金基金、保険会社、インベストメント・トラスト、その他の集団投資スキームが含まれる。これらの機関は、資本の提供者として、スチュワードシップを方向付けることに加え、アセット・マネジャーと会社が優れたスチュワードシップを目指し行動するよう影響を及ぼすこともできるであろう。アセット・マネジャーは日々の資産運用の責任を負うものであるが、スチュワードシップを通じて会社の長期的な業績に影響を与えることができる立場にある。
7. 本コードの遵守は会社の些事への干渉を惹起するものではない。また、保有株式の売却が顧客・受益者の最善の利益に適うと考えられる場合に、当該売却を妨げるものでもない。

○本コードの原則

最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

原則 1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。

指針

スチュワードシップ活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス（企業文化や報酬を含む）に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれる。エンゲージメントとは、こうした事項や次期株主総会の議案を巡り、会社との間で目的ある対話を行うことを指す。

(原則1でいう)方針において、機関投資家は、最終受益者・顧客にとっての価値を増大・保全するためにステュワードシップをどのように適用しているのか、について開示すべきである。

そのステートメントは、インベストメント・チェーン内における各機関投資家の業務と当該業務に伴う責任を反映したものとすべきである。特に、その業務が主としてアセット・オーナーとしてのものである者のステュワードシップ責任は、主としてアセット・マネジャーである者やその他投資関連サービスである者のステュワードシップ責任とは異なるかもしれない。

業務を外部委託している場合には、これが機関投資家のステュワードシップ責任の適切な発揮にどのように合致するのか、をステートメントにおいて説明すべきである。また、機関投資家は、ステートメントに記載する自らのステュワードシップのアプローチと一致する方法で外部委託業務が実行されるよう確保するために、どのような手段を講じたのか、についても、ステートメントにおいて説明すべきである。

(原則1の)開示では、投資のプロセスを広めに捉え、その中でステュワードシップを統合的なものとするための工夫について記述すべきである。

原則2. 機関投資家は、ステュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。

指針

機関投資家の責務は、顧客および(または)受益者の利益のために行動することである。

利益相反は、時には不可避免的に発生するものである。親会社や顧客に影響を与える事項について議決権を行使する場合などがこれに含まれるであろう。

機関投資家は、顧客・受益者の利益を第一として合理的な範囲であらゆる行動をとることを目指し、利益相反を特定して管理するための方針を策定・維持し、公表すべきである。また、当該方針では、顧客・受益者の利益が互いに一致しない場合にはどう対処するのか、についても述べるべきである。

原則3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

指針

実効的なモニタリングは、ステュワードシップの重要な構成要素である。モニタリングは不断に実施され、また、モニタリングの実効性は定期的にチェックされるべきである。

会社をモニタリングするに当たり、機関投資家は以下を追求すべきである。

- ・ 会社業績の最新状況を把握すること。

- ・ 会社の価値やリスクを左右するような会社内外の状況変化について、最新状況を把握すること。
- ・ 会社内に実効的なリーダーシップが存在することを確認すること。
- ・ 取締役会議長や他の取締役とのミーティング等を通じて、会社の取締役会・委員会が英国コーポレート・ガバナンス・コードの精神に忠実であることを確認すること。
- ・ 会社の開示・会計情報の品質を検討すること。
- ・ 適切かつ実務的に可能な場合には、主要株主となっている会社の株主総会に参加すること。

機関投資家は、会社が英国コーポレート・ガバナンス・コードから乖離した場合に行う説明を慎重に検討し、それぞれの場合に応じて合理的な判断を下すべきである。会社のスタンスを受け容れることができない場合には、機関投資家は、会社に対して、（適切な場合には書面により）速やかに説明をし、会社との対話のための準備に入るべきである。

機関投資家は、投資価値に大きな損失をもたらし得るような事象については、早期に把握できるよう尽力すべきである。懸念を有している場合には、投資先企業の取締役会か経営陣の適切なメンバーに当該懸念を認識してもらうよう尽力すべきである。

機関投資家は、インサイダーとなるよう希望することも、そうならないよう希望することもできる。インサイダーになっても構わない機関投資家は、スチュワードシップ・ステートメントにおいて、その意思とその方法を明示すべきである。

機関投資家は、投資先会社株の取引に影響を与える情報を当該会社とそのアドバイザーが事前の合意無しに伝達してしまわないよう確保することを、当該会社とそのアドバイザーに期待する。

原則 4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。

指針

実機関投資家は、どのような場合に積極的に関与を行うのか、を明らかにするとともに、関与を行った場合には、その結果について定期的に評価すべきである。関与は、アクティブ・パッシブの運用方針に関わらず、検討されるべきである。また、アンダーウエイトしていることそれ自体は、関与を行わない理由にはならない。機関投資家が関与を行おうとする場合の例（これらに限られるものではない）としては、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク（社会問題・環境問題に関連するリスクを含む）へのアプローチに対して懸念を有する場合などがあげられるであろう。

当初の議論は、非公開で行われるべきである。しかしながら、機関投資家が関与を行ったにもかかわらず会社が建設的に対応しない場合には、機関投資家は、例えば下記の方法によりその活動を強化するかどうか、を検討すべきである。

- ・ 懸念事項のみに特化した議論を行うために、経営陣と追加的な会合をもつこと。
- ・ 会社のアドバイザーを通じて、懸念を表明すること。
- ・ 取締役会議長その他の取締役と会合を持つこと。
- ・ 事項を特定のうえ、他の機関投資家と協調して関与を行うこと。
- ・ 株主総会の前に意見を公表すること。
- ・ 株主総会に議案を提出し、意見を述べること。
- ・ [臨時]株主総会の招集を求め、場合によっては取締役の変更を提案すること。

原則 5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。

指針

時には、他の投資家との協働が最も効果的なエンゲージメントの方法となることもあり得る。

会社に重大なストレスが存する場合や広く経済にストレスが存する場合、またはリスクが発生し重大な[投資]価値の棄損につながるおそれがある場合には、集团的エンゲージメントは最も適切な方法となるかもしれない。

機関投資家は、集团的エンゲージメントに関する方針を開示すべきである。この中においては、目的を達成し、あるいは会社に自己の懸念を認識させるために必要がある場合には、公式または非公式なグループとして、他の投資家と協調する用意があることを明らかにすべきである。当該開示では、機関投資家がどのような場合に集团的エンゲージメントへの参加を検討するのか、についても明らかにすべきである

原則 6. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。

指針

機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきである。自動的に取締役会に賛同すべきではない。

積極的な対話を行っても満足いく結果が得られない場合には、議案に対して棄権あるいは反対票を投じるべきである。いずれの場合にも、その意向と理由を事前に会社に知らせることは優れた実務慣行である。

機関投資家は、議決権行使記録を公に公開すべきである。

機関投資家は、議決権行使サービスや議決権行使助言サービスを利用する場合には、その旨を開示すべきである。機関投資家は、こうしたサービスの利用範囲を説明し、

業者名を明らかにし、当該業者の推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているのか、を開示すべきである。

機関投資家は、貸株とその返済についてのアプローチを開示すべきである。

原則7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

指針

機関投資家は、スチュワードシップ活動に関する明確な記録を保持すべきである。

アセット・マネジャーは、顧客・受益者に対して、[スチュワードシップの]責任をどのように果たしているかについて定期的に報告すべきである。当該報告には、定量的情報と並んで定性的情報も含まれていることが通例である。具体的にどのような情報を報告するのか、どのような様式を使用するのか、については両者間の合意により定められるべきである。

アセット・オーナーは、少なくとも年に1度、スチュワードシップの方針とその実行について、自らが責務を負う相手方に報告を行うべきである。

透明性は、実効的なスチュワードシップの重要な特性である。しかしながら、機関投資家は、非生産的な開示を行うよう期待されるべきではない。特定の状況の下では、有益な結果を達成するためには、機密性が重要となる場合もあるだろう。

本コードに署名したアセット・マネジャーは、自らのエンゲージメント・プロセスおよび議決権行使プロセスについて、国際基準やAAF01/06等の英国の枠組みに準拠して、独立した意見[保証報告書]を取得すべきである。そうした保証報告書を取得した場合には、その旨を開示すべきである。顧客から要求があれば、当該保証報告書は提供されるべきである

(備考) 金融庁 第3回「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」
参考資料に基づき事務局作成

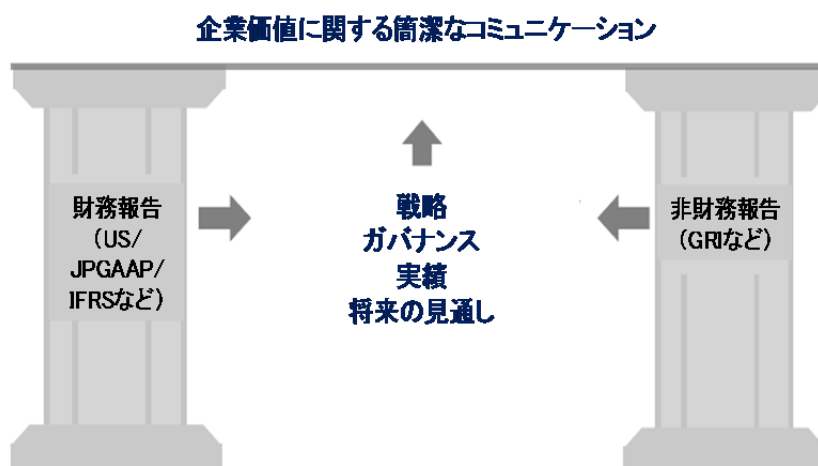
参考資料 12. 統合報告

(1) 「統合報告」の概要

- (ア) 投資の意思決定を始め企業の分析・評価に必要な情報は、財務情報だけでなく、環境、地域社会、ガバナンス、経営戦略、中長期的見通しに関する情報等が必要不可欠である。しかしながら、財務情報と非財務情報が様々な形で分散的に提供されることによって情報過多になり、本当に何が重要な情報で、取り組む意思決定に何が必要かの判断が難しくなっている。
- (イ) このため、企業が長期的な投資家を中心とするステークホルダーに対し、財務情報に非財務情報を加えて、統合的かつ簡潔に報告する「統合報告」(Integrated Reporting) の必要性が高まってきている (第 1 図)。
- (ウ) 当該「統合報告」のフレームワークについては、国際統合報告評議会 (IIRC : International Integrated Reporting Council) において、開発が進められている。IIRC は、2011 年に「統合報告」のディスカッションペーパーを公表し、初めて世界的な「統合報告」のフレームワークに関する考え方を示した。2013 年 4 月には、統合報告フレームワークのコンサルテーション草案が公表され、年末までには「統合報告」のフレームワークを完成させようとしている。
- (エ) 当該フレームワーク・コンサルテーション草案において、「統合報告」では、短期・中期・長期にわたり、外部環境による影響を考慮しつつ、様々な資本(「財務」、「製造」、「人的」、「知的」、「自然」、「社会・関係」)を用いて、どのように価値を創造し、持続させていくのかのメカニズムである「組織の価値創造プロセスの全体像」が外部要因の変化を受けながらどのように機能していくかの姿を明らかにするよう提唱している (第 2 図)。また、「統合報告」の基本原則として、①戦略的焦点と将来志向、②情報の結合性、③ステークホルダー対応性、④重要性と簡潔性、⑤信頼性と完全性、⑥一貫性と比較可能性が掲げられている⁴。

⁴ IIRC (2013) “Consultation Draft of the International Integrated Reporting Framework” に基づき事務局作成

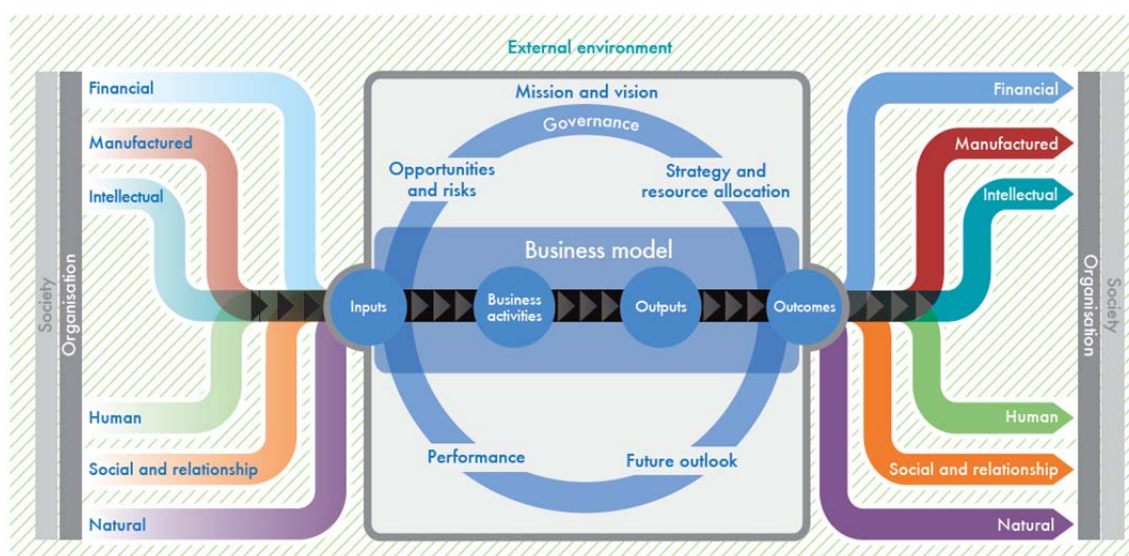
第1図 統合報告とその他の形態の報告書及びコミュニケーションとの相互関係



※GRI (Global Reporting Initiative) とは、持続可能性報告のガイドラインを提供する国際 NGO。

(備考) IIRC (2013) プレゼンテーション資料より抜粋

第2図 IIRC が提唱する組織の価値創造プロセスの全体像 (「オクトパスモデル」)



(備考) IIRC (2013) “Consultation Draft of the International Integrated Reporting Framework” より抜粋

(2) 「統合報告」を作成している事例

(ア) 武田薬品工業株式会社⁵

- ① 「健全な社会の持続可能性なくして自社の持続可能性はない」という点について十分に認識し、企業として、また、企業市民として、本業を通じたアンメット・メディカルニーズへの対応、また、強みが活かせる保健医療分野における社会的な課題の解決に向け、イニシアティブを発揮したいと考えている。
- ② このような「統合思考」に基づき、社会と企業との関係を包括的に捉えるなかで、事業活動の報告についても「統合報告」を念頭に置き、2006年度より、アニュアルレポート上に財務情報だけでなく、人権、環境、コミュニティへの取り組みなどの非財務情報を取り入れた「統合報告書」として統合版アニュアルレポートを発行している。また、2011年には、ステークホルダーに価値創造・維持プロセスを適切な形で開示する目的で、統合報告の国際的なフレームワークを提供するIIRCのパイロットプログラムに参加した。

(イ) オムロン株式会社⁶

- ③ 2012年より「アニュアルレポート」と「企業の公器性報告書」を統合し、社内外のすべてのステークホルダーに経営の全体像を把握してもらうための最適かつ唯一のレポートとして「統合レポート」を策定している。
- ④ 財務情報や事業領域ごとの業績結果、知財戦略や研究開発投資の動向に加えて、コーポレートガバナンス、内部統制、コンプライアンス、リスクマネジメント、従業員への価値創造、顧客への価値創造、株主・投資家への価値創造、地域社会への価値創造など、「企業は社会の公器」との経営理念に基づく情報発信、コミュニケーション戦略を強化している。

(ウ) フィリップス電機⁷

- ⑤ 「健康と精神的な充足に焦点を当てることによって、生活の質の改善を支援してほしい、また持続可能な社会形成を支援してほしい」という人々のニーズをとらえることが全ての戦略の基礎となっている。
- ⑥ このようなステークホルダーのニーズに合致するアニュアルレポートとするため、財務、社会、及び環境に関わる業績を一体化させた統合報告を2008年度から作成している。統合報告を作成するに際しての根本的な考え方は、

⁵ 武田薬品工業株式会社（2012）「アニュアルレポート2012」に基づき事務局作成

⁶ オムロン株式会社（2012）「統合レポート2012」に基づき事務局作成

⁷ R. G. エクレス、M. P. クルス著、花堂靖仁監訳（2012）「ワン・レポート」に基づき事務局作成

持続可能性がビジネスの付属物ではなく、むしろ骨格を構成しているという認識である。

(エ) 三菱ケミカルホールディングス⁸

- ⑦ 三菱ケミカルホールディングスでは、KAITEKI 経営という手法をとり入れ、経済価値向上の MOE 軸（経営学軸）、技術経営深化の MOT 軸（技術経営軸）、人・社会・地球環境の SUSTAINABILITY 向上をめざす MOS 軸の 3 軸で経営を計測し、それぞれを可視化・定量化している。
- ⑧ 2013 年より、財務情報と非財務情報を統合した「KAITEKI レポート」を策定している。英語版は、「Annual Report」と「CSR Report」を 1 冊に統合することができた。しかし、日本では、法定開示上、有価証券報告書等が必要となるため、厳密には 1 冊に統合できない事情がある。
- ⑨ 財務情報と非財務情報を統合した形式で報告することは、三菱ケミカル HD の戦略とビジネスモデルを明快に説明する効果があり、ステークホルダーコミュニケーションの進展に役立つ。また、投資家などこれまでの Annual Report の読者に対し、ESG 情報やリスク開示等、法定開示に無い情報を提供でき、投資家の信頼性や期待を向上させる効果も期待できる。
- ⑩ 統一された情報を掲載した会社紹介ツールとして、海外での IR ロードショーやビジネス等で使ってもらい易くなる。既存の発行媒体で重複があった情報発信も解消でき業務の効率化にも役立つ。

⁸ 株式会社三菱ケミカルホールディングス（2013）「KAITEKI レポート 2013」に基づき事務局作成

参考資料 13. 欧米における非財務情報開示に向けた動き

(1) 欧州⁹

- ・ EU では、2005 年 1 月 1 日以降の事業年度から、上場会社の連結財務諸表に対して国際財務報告基準（IFRS）の適用を義務づけているが、その結果、従来加盟国の会計規制に法的根拠を与えてきた第 4 号・第 7 号指令と IFRS との矛盾点を除去する必要性が生じた。この調整を実施し、両指令の会計規定を現代化するために、EU 理事会によって採択されたのが会計法現代化指令（2003/51/EC）である。各加盟国では、この指令を履行するために、会計規制に関する国内法（会社法、民法等）の改正を行っている。
- ・ 会計法現代化指令では、大・中規模会社の個別・連結年次報告書中に、「会社規模・事業特性に応じて、事業の経過と業績および現況に関するバランスのとれた包括的分析」を開示するよう規定しており、それらの理解に必要な範囲で、財務的指標だけでなく環境や従業員に関する非財務的指標の開示も求めている。

(2) 米国

- ・ ニューヨーク証券取引所は 2009 年に ESG（環境、社会、ガバナンス）情報を中心とする企業情報を投資家に提供することを発表した¹⁰。
- ・ ナスダック（NASDAQ）は、2012 年に持続的な長期的投資を推進することを宣言するとともに、国連のグローバル・コンパクト¹¹にも参画し、ESG 情報の投資家への開示を進める方向である¹²。

⁹ 環境省（2007）「CSR 情報審査に関する研究報告 参考資料」より抜粋

¹⁰ ニューヨーク証券取引所（2009）「ニュースリリース」に基づき事務局作成
URL: <http://www.nyse.com/press/1242727551178.html>

¹¹ 国連グローバル・コンパクト（UNGC）は、各企業・団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって、社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取組。

¹² 国連グローバル・コンパクト（2012）「ニュース&イベント」に基づき事務局作成
URL: <http://www.unglobalcompact.org/news/244-06-18-2012>

参考資料 14. 社会的責任投資 (SRI)

(1) 社会的責任投資 (SRI) の概要

- ・ 社会的責任投資 (以下「SRI」という。)とは、一般的には、企業への株式投資の際に、財務的分析に加えて、企業の環境対応や社会的活動などの評価、つまり企業の社会的責任の評価、さらには社会の持続可能性の追求と企業の包括的な価値の評価を加味して投資先企業を決定し、かつ責任ある株主として行動する投資手法を指す。なお、我が国 SRI ファンドにおける評価項目・評価基準は、環境、社会、企業の社会的責任 (以下「CSR」という。)、雇用などがある¹³。
- ・ 白須 (2009) によれば、SRI ファンド関連株と通常の株では、投資収益リターンのパフォーマンスには違いがあり、二種類の SRI 関連株式 (社会貢献及びエコファンド) は有意にアウトパフォーマンスであるという。また、SRI 関連株は、安定性の高い株式であるという。加えて、先述の二つの SRI ファンドでは、中期株式リターンと SRI 格付けとの間に、有意な正の関係があり、SRI スクリーニングが、社会的な非金銭的パフォーマンスのみならず中期的な投資パフォーマンスの点からも収益性に貢献していることがわかったとしている¹⁴。
- ・ しかしながら、我が国の SRI 市場規模は約 0.7 兆円、市場シェア約 0.2% (2009 年) であるのに対し、欧州は約 559 兆円、市場シェア約 39% (2009 年)、アメリカは約 258 兆円、市場シェア約 12% (2010 年) となっており、我が国の SRI は、未だに少ない状況である¹⁵。

(2) SRI の例

- ・ 公募 SRI 投信 (国内株式、SRI 比率 100%) ¹⁶
 - ファンド名 : SRI・ジャパン・オープン (三井住友ライフアセットマネジメント)
 - 評価項目 : CSR
 - 純資産残高 12,177 百万円
 - 特色 : 我が国の株式のうち、CSR に積極的に取り組んでいる企業に投資。企業の社会的責任は、「法的責任」「社会的責任」「環境的責任」「経済的責任」の四つの評価軸から、多面的に評価。

¹³ NPO 法人社会的責任投資フォーラム (SIF-Japan) ホームページ

¹⁴ 白須洋子 (2009) 「企業の社会的責任投資 (SRI) ファンドの収益性について」金融庁金融研究研修センター

¹⁵ 経済産業省 (2012) 「最近の CSR を巡る動向について」

¹⁶ NPO 法人社会的責任投資フォーラム (SIF-Japan) ホームページ

➤ ファンド名：結い2101（鎌倉投信）

評価項目：経済・環境・社会

純資産残高 3,466 百万円

特色：「人」（人財を生かせる会社）、「共生」（循環型社会を創造する会社）、
「匠」（匠の技術・感動的なサービスを提供する会社）という三つの評価
軸で厳選した日本株に投資。投資したら保有し続けるという方針を貫い
ている。

参考資料 15. 多様なステークホルダーとのコミュニケーションの在り方に関する指摘等

(1) 企業の情報発信に取り組む姿勢

氏名	指摘等 ¹⁷
市村清氏 (新日本有限責任監査 法人 統合報告推進室 長 シニアパートナー)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業環境はどうなっていくかの分析のもとに、すでに長期的な目標が適切に策定され、その方向に向かって戦略が策定されている会社はそれほど多くはないだろう。その意味で、統合報告の作成は、あらゆる意味で経営・戦略を考え直す良い機会になるのではないかと考えられる。
花堂靖仁氏 (早稲田大学知的資本 研究会 上級顧問)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 日本では、環境報告を作成している企業が千社以上あるが、それを戦略ツールとして生かしていない企業が多い。 ・ 統合報告を IIRC のフレームワークに準拠して作成すれば課題が解決するわけではない。日本企業は、統合報告を作成するに先立ち、ディスクロージャーに取り組む基本姿勢の整理と確認が必要。 ・ 経営者をはじめ開示担当者には、ディスクロージャーが受動的に取り組むものではなく、能動的かつ戦略的に取り組むものと認識して行動するものだと、意識改革することが求められる。
安藤聡氏 (オムロン株式会社 執行役員経営 IR 室長)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 統合報告は、企業理念経営をアピールするもの、IR 上も非常に重要なツールと認識している。ディスクロージャーを企業価値最大化のために戦略的に用いている。 ・ オムロンは「企業は社会の公器である」という基本理念の下、株主や取引先等との誠実な対話を通じて信頼関係を構築する「ステークホルダー経営」を宣言し、経済的価値と社会的価値をバランス良く高めて長期的な企業価値の最大化を目指している。 ・ より多くの日本企業が統合レポートにチャレンジし、日本企業特有の長期的な企業価値創造プロセスをアピールすれば、日本企業に対する評価は必ず向上する。

¹⁷ 市村清氏の指摘は、市村清（2013）「『統合報告』を語るシリーズ」に基づき事務局作成
 花堂靖仁氏の指摘は、花堂靖仁（2013）「『持続可能性』を追求するグローバルな企業競争を勝ち抜く経営に向けて」及び事務局によるヒアリングに基づき事務局作成
 安藤聡氏、金田晃一氏、華房実保氏、神田三奈氏の指摘は、事務局によるヒアリングに基づき事務局作成

<p>金田晃一氏 (武田薬品工業株式会社 コーポレート・コミュニケーション部 シニアマネジャー)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ ソーシャルメディアの発達もあり、企業とグローバル及び地域コミュニティとの関係に関わるリスクマネジメントの重要性が一層増している。CSRに反すると見做された企業行動は、単なるレピュテーションの悪化にととまらず、深刻な場合には、ストライキ、不買運動、訴訟につながるなどして、直接的に経営面（生産性、収益、株価）に影響をもたらすこともある。更に、このような「リスク側面」だけでなく、社会的課題を社会的ニーズと捉える「機会側面」も考え合わせると、企業による社会との関係性マネジメントは重要性を増し、それに伴い、経営戦略として、社会とのコミュニケーション戦略が必要になると認識している。 ・ 「統合報告」は、企業は社会の一部であり、企業と社会は相互に影響を及ぼし、受ける関係にあるという「統合思考」に基づき、企業と社会双方の持続可能性を考えて実践する企業活動を報告するものである。 ・ このような「統合思考」に基づいた企業活動を「統合パフォーマンス」と呼んでいる。「統合パフォーマンス」は、1) 「CSV (Creating Shared Value)」(製品・サービスにより、社会課題を軽減しながら自らの経済価値に転換する)、2) 「CSR」(事業活動に起因した社会課題を作らない)、3) 「Philanthropy」(寄付やボランティア活動支援、企業財団支援で社会課題を軽減)の三つの要素から構成される。「統合パフォーマンス」は、広義のCSR活動とも言える。 ・ CSRのトップランナーが欧米に多いのは、CSRに反すると見做されたことよって社会から糾弾されただけでなく、実際に大きな損失を被ったため、そのリカバリーをしっかりと行っているからという見方もできる。日本企業の多くは、一部のグローバル企業を除き、このような経験が少ないため、企業価値の保全のための「統合思考」の重要性について、認識する経験も少なかったと考えられる。
<p>華房実保氏 (株式会社三菱ケミカルホールディングス 経営戦略室グループマネージャー)、 神田三奈氏</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 三菱ケミカル HD は、「人にとっての心地よさに加えて、社会にとっての快適、地球にとっての快適をあせもったもので、真に持続可能な状態」を意味する KAITEKI 経営をめざしている。統合報告は、(経済、技術、サステナビリティ、時間軸のバランスを考慮しながら経営を進める)4次元経営のもとで、KAITEKI 価値を向上させるための重要な手段との

<p>(同 広報・IR室グループマネージャー)</p>	<p>位置付けである。すなわち、経営計数、技術経営、サステナビリティの循環による企業価値最大化と持続的成長をめざす三菱ケミカルHDにとり、財務・非財務の企業活動状況を関連付けて報告することは、最も適切な報告スタイルと考えている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ サステナビリティを客観的に測定する指標は存在していなかったが、MOS (Management of Sustainability) を可視化、定量化するための MOS 指標を策定し、企業活動の判断基準である環境・資源、健康、快適について計数管理を行い、経営に役立てる努力を行っている。
-----------------------------	---

(2) 戦略的情報発信のための体制整備等

氏名	指摘等 ¹⁸
<p>市村清氏 (新日本有限責任監査法人 統合報告推進室長 シニアパートナー)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 財務諸表作成の経理部、CSR 報告書を作成する CSR 部、環境関係の情報収集の環境部、投資家用の情報を作成する IR 部等が存在し、そのすべての部がお互いに関係をしっかりと保ち、方向性を一つにしていくのは大変難しい。 ・ しかし、外部に露出する報告書が一貫性をもって企業価値全体を高めるように作成されていなければ、読者は企業をどう理解していいかわからない。ましてや、現業部門である各事業部間の連携がとれていなければ、企業の全体価値を高めることはできないであろう。統合報告は、企業全体の方向性を統一するために良いきっかけになるのではないか。
<p>花堂靖仁氏 (早稲田大学知的資本研究会 上級顧問)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 外部ステークホルダーに企業の価値創造の活動を適確に伝え、その合理的な意思決定に繋げるには、まず組織内のセクショナリズムの問題を解消し、インナー・コミュニケーションの改善・充実が図られなければならない。 ・ 個々の企業についてみると、財務報告の他に、環境報告書、CSR 報告書等を出しており、統合報告という形で一つにする

¹⁸ 市村清氏の指摘は、市村清 (2013) 「「統合報告」を語るシリーズ」に基づき事務局作成
花堂靖仁氏の指摘は、花堂靖仁 (2013) 「「持続可能性」を追求するグローバルな企業競争を勝ち抜く経営に向けて」及び事務局によるヒアリングに基づき事務局作成
安藤聡氏、金田晃一氏、華房実保氏、神田三奈氏の指摘は、事務局によるヒアリングに基づき事務局作成

	<p>ための、社内の取組体制が課題となる。それには、経営トップが統合的思考で経営のリーダーシップを発揮し、これを受けて PR 部門、IR 部門、CSR 部門、財務部門の連携が必要。</p>
<p>安藤聡氏 (オムロン株式会社 執行役員経営 IR 室長)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 情報開示については IR 部門、CSR 部門、コーポレートコミュニケーション部門の3つの独立した組織が分担しており、異なる役員が所管しているが、開示の内容やニュアンスを統一し整合することが必要なため、IR 部門を担当する役員が組織横断的に非財務情報に関する開示方針の立案やシナリオの作成の責任を負っている。 ・ 加えて、非財務情報には財務情報と関連の深い事項が多く、非財務情報の開示を推進する際には経理部門との連携が必要である。IR 部門としては、経理部門の作業を側面サポートするという立場で非財務情報のとりまとめを行っている。 ・ 実務上、統合報告作成において一番重要なことは、統合報告は全社的なものであるので、統合報告作成責任者に権限がオーソライズされること。
<p>金田晃一氏 (武田薬品工業株式会社 コーポレート・コミュニケーション部 シニアマネジャー)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 当社の場合、本社のコーポレート・コミュニケーション部内の PR, IR, ER, CSR チームが、お互いにコミュニケーションをとりながら、それぞれの担当ステークホルダーである、「社会一般・メディア」、「株主・投資家」、「従業員」、「国際社会/地域社会・NGO/NPO」などとのコミュニケーションを行っている。 ・ 統合報告書の作成にあたっては、この4チームからそれぞれ複数人が選ばれて報告書作成チームが編成され、社内の各部署からの情報収集にあたる。 ・ 戦略的情報発信のためには、情報発信部署間のコミュニケーションを活発化させ、情報のサイロ化（縦割り化）を防ぐことから始めることが重要である。
<p>華房実保氏 (株式会社三菱ケミカル ホールディングス 経営戦略室グループ マネージャー)、 神田三奈氏</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 統合報告の作成は、経営戦略室と広報・IR室が中心となり、両室のグループマネージャーが日常的に折衝を行っている。また、両グループマネージャーは、CEO や CSO (Chief Sustainable Officer) と直接議論を重ねている。 ・ 環境部門が作成していた CSR レポートを、すでに広報・IR室に移管していた。そこへ経営戦略室が加わる形をとるこ

<p>(同 広報・IR室グループマネージャー)</p>	<p>とによって、統合報告を作成するための社内体制が自然と構築された。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 経営戦略室と広報・IR室が中心となり、社内の一貫性が保たれているが、これまで発行していた様々な報告書を一本にまとめたことによって、従来と比べ内容を整理した面もある。 ・ 2013年度から新たな公表を始めたところであり、2016年度を目途に、より完成度の高い統合報告の作成をめざしている。
-----------------------------	--

参考資料 16. 金融規制の強化を目指す欧米各国の取組

(1) 米国

2010年7月：金融規制改革法成立

①銀行監督体制の強化

業態ごとに監督機関が細分化されていたことの反省から、包括的な監督の実施のために金融安定評議会を新たに設置（財務省、FRB、SEC、FDIC、CFTC等で構成）

FRBによる銀行監督権限を強化

FRBによる大手行に対するストレステストを義務化

②過度なリスク投資の抑制

銀行による自己勘定取引等を禁じるボルカー・ルールを導入

デリバティブ規制の導入等

表 米国の金融規制改革法の概要

	論点	2010年 金融規制改革法
破たん処理	監督機関の創設・破綻裁判所の活用	FDICが流動性支援・税金投入禁止
	大規模金融機関の分割	分割は行わず清算計画書を策定
銀行監督の枠組み強化	監督機関の指定	金融安定協議会を創設
		FRBの監督権限を強化
証券化商品対策	規制のあり方	証券化商品の販売業者に5%のエクイティ保有を義務付け
資本・流動性規制	自己資本強化策	大手金融機関に資本の上乗せ規制
	オフバランス資産の取り扱い	オフバランス資産を含む
	流動性指標の選定	新たな流動性指標を導入
格付け機関改革	格付け会社の公的機関化	SECの規制機能を強化
	第三者による格付けコストの負担	格付けを要件とする規制を削減
自己勘定取引	取引禁止の規模・範囲	ボルカールールを導入
消費者保護	独立機関新設の是非	FRBに消費者保護局を設置
デリバティブ規制	店頭デリバティブの規制強化	SEC/CFTCの監督権限を強化
	中央清算機関の利用義務付け	中央清算機関の利用義務付け
ファンド規制	規制の是非・規制のあり方	SECへの登録と情報公開を義務付け
		銀行の出資制限
報酬規制	規制の是非・規制のあり方	役員報酬の開示基準を明示化
		セイ・オン・ペイの導入
		独立の報酬委員会を設置

(備考) A. S. Blinder, “After the Music Stopped” table13に基づき事務局作成

(2) 欧州

(ア) EU :

2012 年 1 月 : 銀行規制案を、「EU 銀行部門の構造改革に関する専門家委員会」
(リーカネン委員会) に諮問

2012 年 10 月 : 同委員会答申、投資銀行業務などの高リスク業務を、商業銀行
部門から分離することを提案

(イ) フランス :

2013 年 7 月 : 銀行改革法が成立

銀行が自己勘定で行う取引を、2015 年 7 月までに子会社への移管を義務づけ

- ・ 銀行規制の強化は、富裕層増税と並ぶオランダ大統領の選挙公約の柱
- ・ もっとも、自己勘定取引に関する例外規定を幅広く容認、マーケットメー
クのための取引やヘッジ取引、プライベートエクイティ業務などを分離対
象から除外するなど、経済や金融市場への影響にも配慮した内容

(ウ) ドイツ :

2013 年 2 月 : ドイツ : 金融規制改革案を閣議決定

投資銀行など高リスク業務を、銀行本体から分離し子会社への移管を義務づけ

- ・ 対象を総資産 1000 億ユーロ超の大手行に限定、2015 年 7 月まで経過措
置を設けるなど経済や金融市場への影響にも配慮
- ・ 一方、高リスク投資により経営悪化を招いた経営者に最高 5 年の禁固刑

(エ) 英国 :

○ブラウン政権

2009 年 3 月 : FSA、「ターナーレビュー」を公表、改革の方向性を提示

○キャメロン政権

- ・ 政権公約に基づき、金融危機時に対して既存の監督体制が十分機能しなかつ
たとの反省から、FSA を廃止し FCA を新設するなど、金融監督機関を改組
- ・ ヴィッカーズ委員会を発足させ、金融規制強化案を議論

→2011 年 9 月最終報告書 (ヴィッカーズ・レポート)

- ・ 商業銀行と投資銀行のリングフェンス (囲い) 方式による機能分離
同一銀行グループ内で、商銀部門を子会社化しリングフェンスを設定
リングフェンスにより、投資銀行部門の損失から商銀部門を隔離
経営安定をはかりながら、完全分離による経済への影響も回避
- ・ 自己資本の強化
リングフェンスの対象となる商業銀行部門 (国内大手 6 行) の中核的自
己資本比率は、バーゼルⅢの 7%に 3%上乗せし 10%とする

(備考) 金融庁資料、Financial Times、Wall Street Journal 等の報道に基づき事務局作成

参考資料 17. 専門委員によるプレゼンテーション資料等（概要）

（1）伊丹 敬之 東京理科大学専門職大学院 イノベーション研究科長

< 日本型資本主義の特質と主な論点 >

- ① 市場経済というカネのネットワークにベースを置く経済に、ヒトのネットワークの安定的形成を経済組織の編成原理を組み込むという考え方が日本型市場経済の特質
 - 1) つまり、カネの原理とヒトの原理の二重がさね
 - 2) それを、人本主義、あるいは人本主義的市場経済、と私は呼んできた

- ② 企業の競争力の源泉は何なのか
 - 1) カネではない。働く人たちの知恵とエネルギー
 - 2) カネで買えないものに競争力の究極の源泉

- ③ 企業システムの三つの概念においてヒトのネットワークの安定的形成を基本にする
 - 1) 企業システムの三つの概念
 - ・ 企業はだれのものか
 - ・ 組織内部をどのように作るか
 - ・ 市場取引をどのように編成するか
 - 2) 日本型システムとアメリカ型システム
 - ・ 企業主権のあり方（日本：従業員主権メイン、アメリカ：株主主権圧倒的メイン）
 - ・ 組織内部の編成原理（日本：分散シェアリング、アメリカ：集中シェアリング）
 - ・ 市場取引関係の編成原理（日本：組織的市場、アメリカ：自由市場）

- ④ 人本主義はなぜいいのか
 - 1) 安定したネットワークの中で人々が蓄積をする
 - 2) 安定したネットワークゆえにコミュニケーション効率がよくなる
 - 3) 人々がネットワーク全体の発展のために努力するインセンティブが生まれる

- ⑤ 人本主義のマイナス
 - 1) カネの原理とヒトの原理の二重がさねゆえに、システム運営の負担は大きい
 - 2) 安定ゆえの「ぬるま湯」と「しがらみ」の危険を内在している
 - 3) したがって、「荒ぶる」資本主義からの批判と攻撃を時に受ける必要があるかも知れない

⑥ 主な論点

- 1) 企業のガバナンスについて
- 2) 企業が社会的に果たすべき役割について
- 3) 労働市場の改革について
- 4) 資本市場の改革について
- 5) イノベーションの促進について
- 6) 日本の市場経済は、アメリカ型とはちがう、いわば「もう一つの市場経済」

(出所) 第1回専門調査会 資料6 「伊丹委員提出資料」

(2) 神永 晋 住友精密工業株式会社 前社長

① 新しい仕組みの必要性

研究開発投資に時間をかけることを評価する枠組み

- ・ 中長期的な研究開発を可能とするための、“株主利益優先の短期的思考でない” 仕組み (持続性・改良改善性)
- ・ 利益を、顧客、従業員、協力会社/地域を含めた社会、そして株主へと、“公平な配分を目指す” 仕組み (公平性)

② 日本の土壌

中長期的な視点・公平性を重視する視点は、日本の土壌として根付いている。

- ・ 近江商人 “三方よし”、住友の事業精神 “自利利他公私一如”

③ 施策骨子

- 1) 日本の強み・良さ⇒ 「すり合わせ技術」「きめの細かさ」「相手の立場を尊重し、相互の利益を追求する」
⇒ 強み・良さを生かすビジネスモデルの構築
- 2) コア技術と生産技術の研究開発は日本国内
⇒ グローバル展開のビジネスモデルの構築
- 3) 世界の流れの速さに日本がついて行けていない
⇒ 設備投資促進・人材/人財育成促進
- 4) グローバルな視点で日本の強み・良さを理解し、強化できる人材/人財の育成
⇒ 学校や企業はもちろん、あらゆる階層で育てていく
- 5) 学生も企業人もどんどん海外へ出て
⇒ 世界と日本の違いを肌で感じる

④ 課題

- 1) 設備投資促進（補助金／助成金 ⇒ 税制措置）
- 2) 研究開発促進（補助金／助成金 ⇒ 税制措置）
- 3) 大学の研究成果 ⇒ 事業化 ⇒ 産業化
- 4) 雇用の流動性確保
- 5) 規制改革
- 6) 世界への発信 ⇔ 日本への魅きつけ（協業、投資呼び込み、留学生受入促進）
- 7) 先進国と途上国との架け橋として主導的役割発揮

（出所）第1回専門調査会 資料7「神永委員提出資料」

（3）原 丈人 アライアンス・フォーラム 財団代表理事

< 中長期の投資の促進 >

① 中長期の投資の促進

- 1) 中長期投資促進に公益資本主義が果たす役割
- 2) イノベーションを支えるもの ～ハードの活用
- 3) リスクキャピタル ～リスクの低減
- 4) 公益資本主義証券取引市場 ～指標、株式インセンティブ
- 5) 大企業 ～ベンチャーキャピタル

② 国に対して何ができるか

- 1) 目標：新産業の創出により、雇用と実質所得を増やす。この結果、税率を下げても歳入が増える仕組みを実現する
- 2) 方法論：世界に先駆けて、新技術の実用化を促進する制度を作る

・新システムの制度設計

税制	-----	自民党税制調査会、政府税制調査会、財務省
会計基準	-----	四大監査法人、金融庁、産業界
企業統治と法令遵守	-----	産業界、金融庁
企業価値標準基準	-----	産業界、経済学、経営学会、金融界
規制緩和	-----	規制改革会議
金融財政制度	-----	財務省、金融庁、銀行証券金融界
会社法（関連法、商法、民法（物権、債権）	-----	法務省、経済界

③ 革新的技術を実用化し新しい基幹産業を創出できるような民間からの投資の必要性

1) 基幹産業を育てるための仕組み

- ・ 中長期に株式を保有する事で税制面でのインセンティブを持つ仕組みを日本において確立することが、新しい産業が日本で育つためには必要

④ 新システムの制度

1) 税制 ⇒ 税制控除（強制減損：投資即損金）

2) 会計基準 ⇒ 日本・米国・国際会計基準の見直し

3) 企業統治 ⇒ マルチステークホルダーを代表する社外取締役

4) 法令遵守 ⇒ JSOX法廃止

5) 規制緩和 ⇒ 実体経済緩和／マネー・ゲーム規制

6) 金融証券制度（中長期のインセンティブ）

⇒ 期間配当金・分離課税・議決権 ⇒ 公益資本主義証券取引市場

7) 企業価値基準（企業は社会の公器）

⇒ ROEに代わる指標

【持続性（安心・安全性・人材の定着率）】

【分配公平性（マルチステークホルダー）】

【改良改善性（イノベーション）】

⇒ 会社法・商法・民法物権債権

（出所）アライアンス・フォーラム・グローバル会議資料

（4）程 近智 アクセンチュア株式会社 代表取締役社長

< 次世代日本型国家モデル >

① 理念／経済システム

1) 「課題先進国」としてのモデル構築は世界の期待

2) 極端な「市場経済システム」や「国家資本主義」との競争に耐えるシステムの模索

⇒ 国際競争力とサステナビリティの両立、継続的イノベーション創出、日本人の気質との整合

② 資本

- 1) 資本の「多様化」と「コモディティー化」(投資/ヘッジファンド…銀行・証券…30年ファンド…ソブリンファンド…クラウドファンディング…ユヌス型)
- 2) 日本の場合は「家計資本主義*」の活性化も重要

⇒ 「ロングターム資本」の活用、「ソーシャルマインドデッド資本」の活用

③ 企業

- 1) 株主偏重から「マルチステークホルダー型」へ
- 2) 世界マーケットを前提としてビジネスモデル改革(グローバルメジャー、グローバルスーパーニッチ、ドメスティック企業)
- 3) 「CSRを本来の事業と結び付けることによりCSV(共通価値の創造)を実現」(マイケルポーター教授)

⇒ 企業価値の新たな尺度、統合報告、「プロボノ」先進国

④ 社会

- 1) 地球・環境(自然災害上位国として)との共存
- 2) 少子・高齢化時代の「成長」と「豊かさ」の定義

⇒ 「望ましき成熟」

⑤ 個人

- 1) 人材育成/雇用システムの再考と「人材ポートフォリオ」
- 2) 世界70億人における日本人の役割と仕事

⇒ キャリアサステナビリティ

(出所) 第1回専門調査会 資料9「程委員提出資料」