

一橋大学財務リーダーシップ・プログラムA

# 持続的成長の実現に向けて ～資本市場からの期待～

2018年8月21日

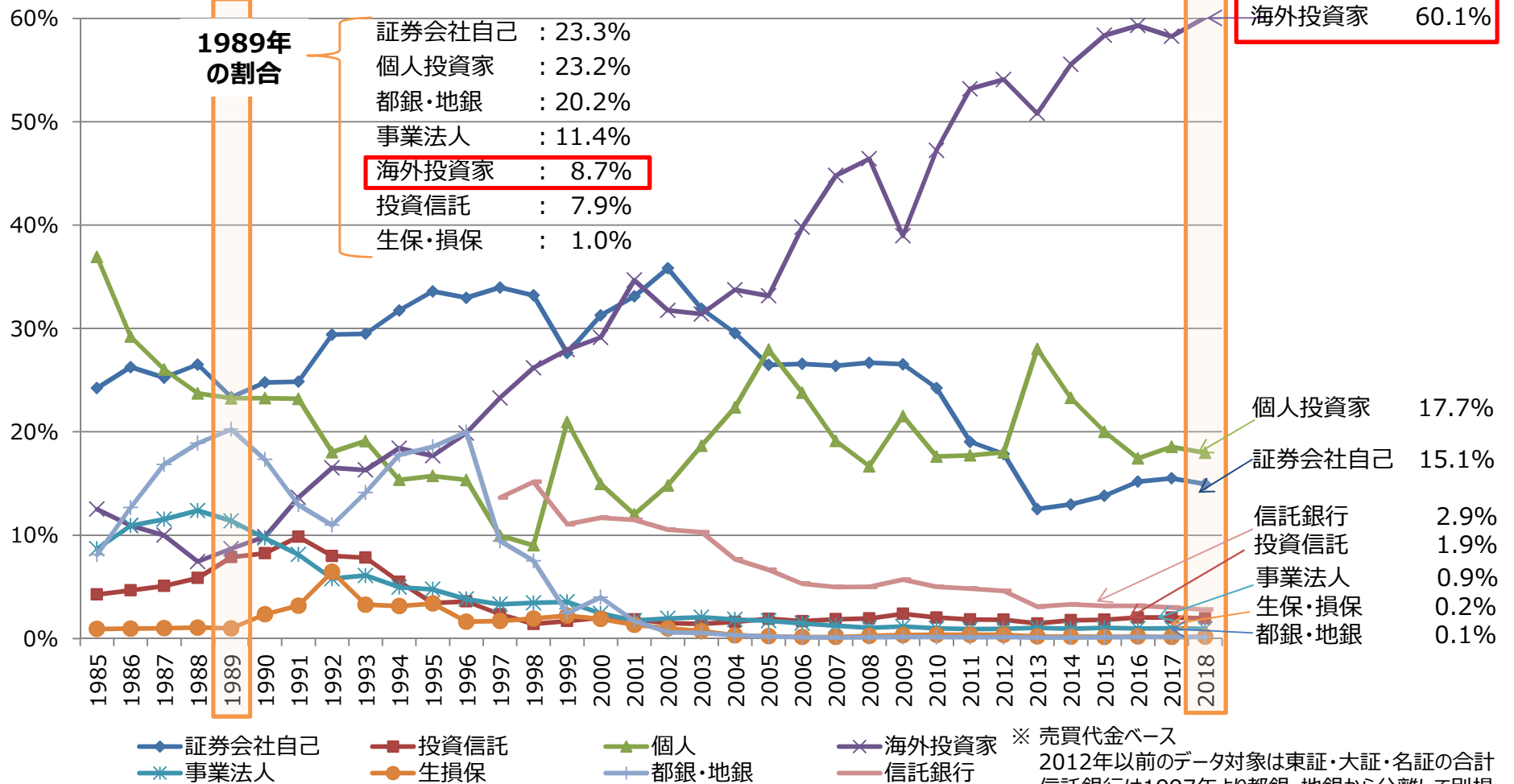
株式会社東京証券取引所  
代表取締役社長  
宮原 幸一郎

# わが国の証券市場の状況（1）

✓ 海外投資家が売買代金に占める割合は60%を越え、国内外に開かれた国際的市場

## 投資部門別株式売買状況：売り買い合計(東証・名証合計)

2018年7月時点の割合

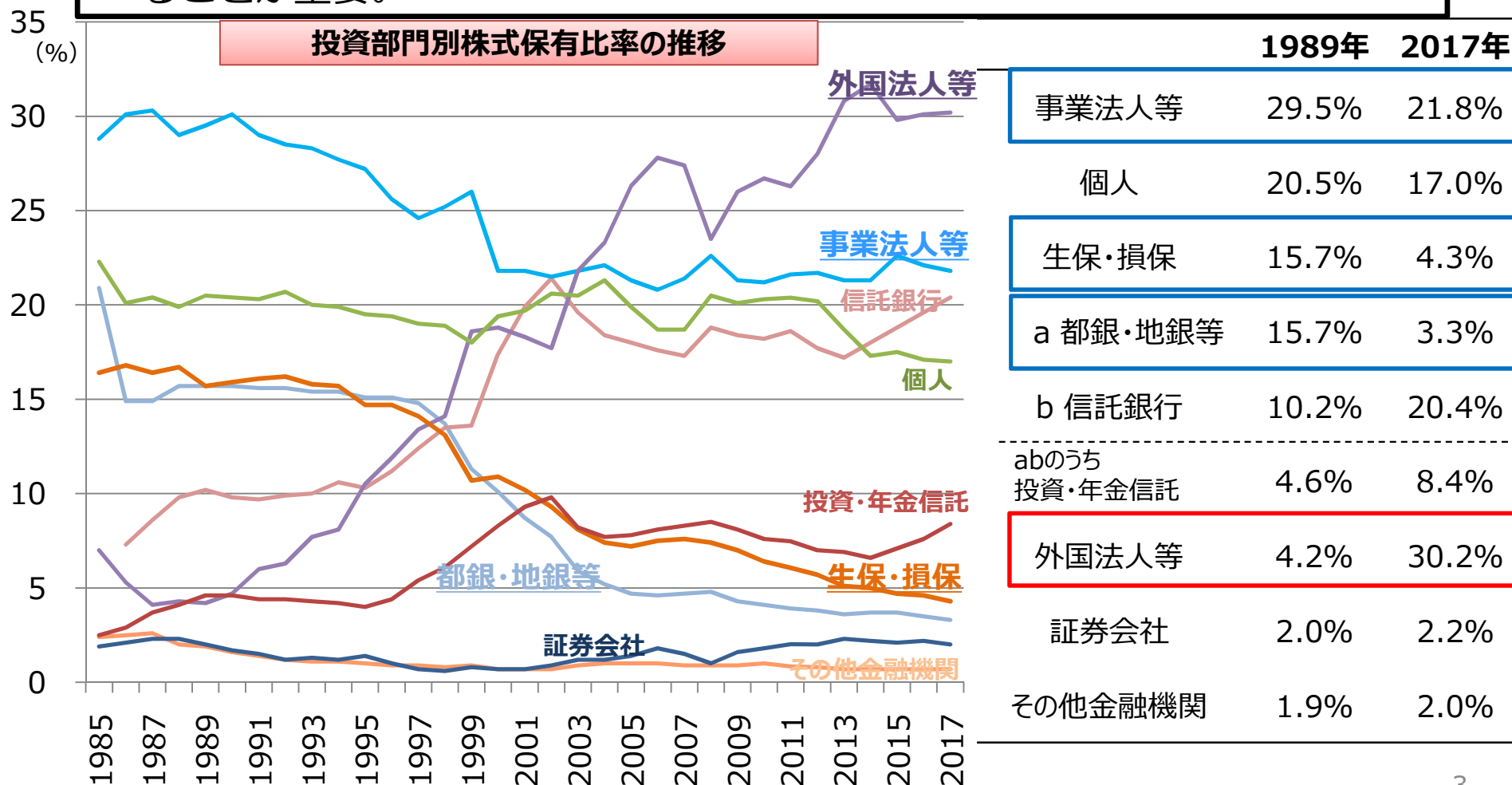


出所：東京証券取引所

※ 売買代金ベース  
2012年以前のデータ対象は東証・大証・名証の合計  
信託銀行は1997年より都銀・地銀から分離して別掲

# わが国の証券市場の状況（2）

- ✓ 1990年代末以降、株式持合の減少により、事業法人・銀行等の保有比率が減少した一方、外国法人等の比率が大きく上昇。
- ✓ 証券市場では、多様な投資家の判断の集積により妥当な株価形成がなされることが重要。





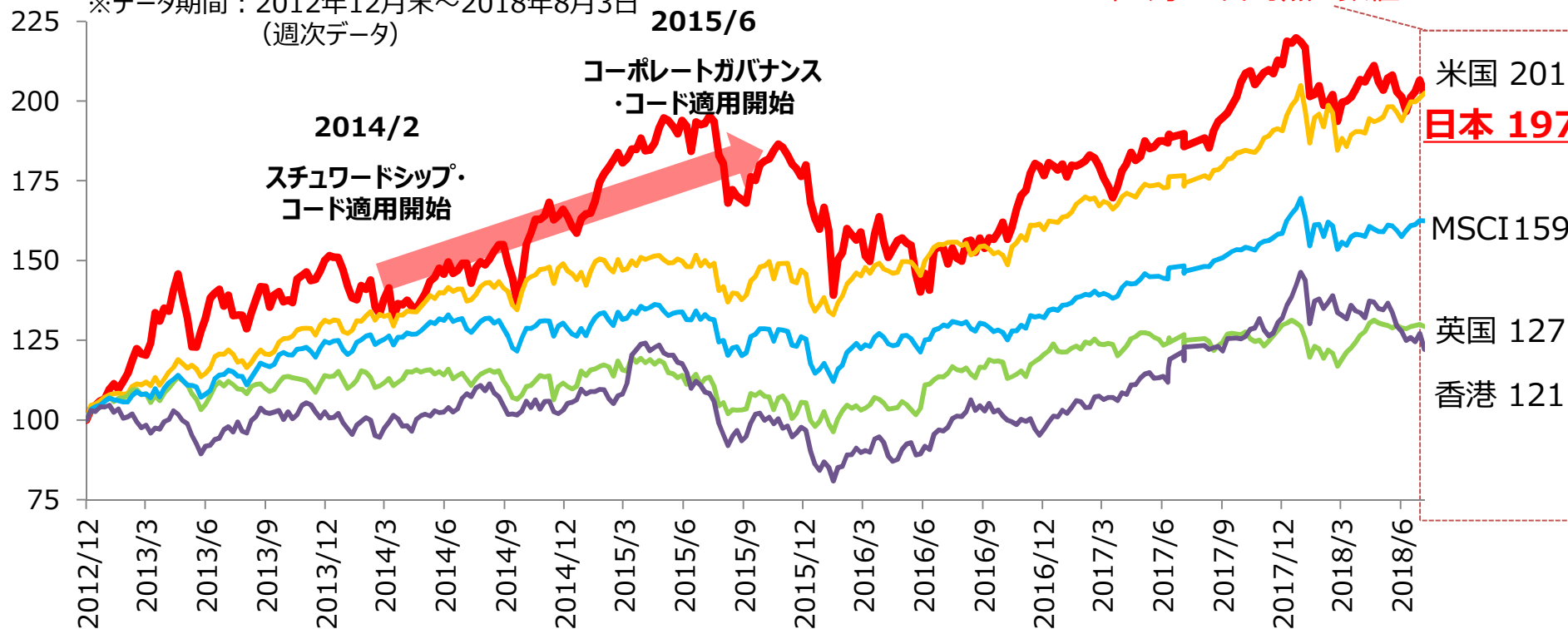
# アベノミクスの成果としての株価の推移

- ✓ 2012年に第二次安倍政権が発足し、2013年6月にアベノミクスの第三の矢としてまとめられた成長戦略が実行されるにつれ、株価は大きく上昇。
- ✓ 海外の主要株価指数と比較しても、日本株のパフォーマンスは優秀。

— 日:TOPIX — 米:S&P500 — 英:FTSE100 — MSCI World — 香:香港ハンセン株価指数

※データ期間：2012年12月末～2018年8月3日  
(週次データ)

2018年8月15日時点の数値



出所: Bloomberg

# 日本企業のROEの改善状況

- ✓ 我が国の株価の上昇を牽引したのが、大きく改善した日本企業のROE
- ✓ 各国と比較しても、アベノミクス以前と比べたROEの上昇が顕著

主要株価指数構成 銘柄の平均ROE	2009～ 12年平均	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
日本 (TOPIX)	4.2	8.5	8.3	7.7	6.9	9.2	9.4※
アメリカ (S&P500)	13.5	15.3	14.4	12.1	12.5	13.6	14.9
イギリス (FTSE100)	18.6	12.5	13.9	5.7	3.7	15.0	15.3
香港 (香港ハンセン)	15.1	13.6	14.5	11.9	9.8	11.3	11.9
世界平均 (MSCIワールド)	11.2	12.0	12.2	9.5	9.4	12.0	12.9

出所：Bloomberg

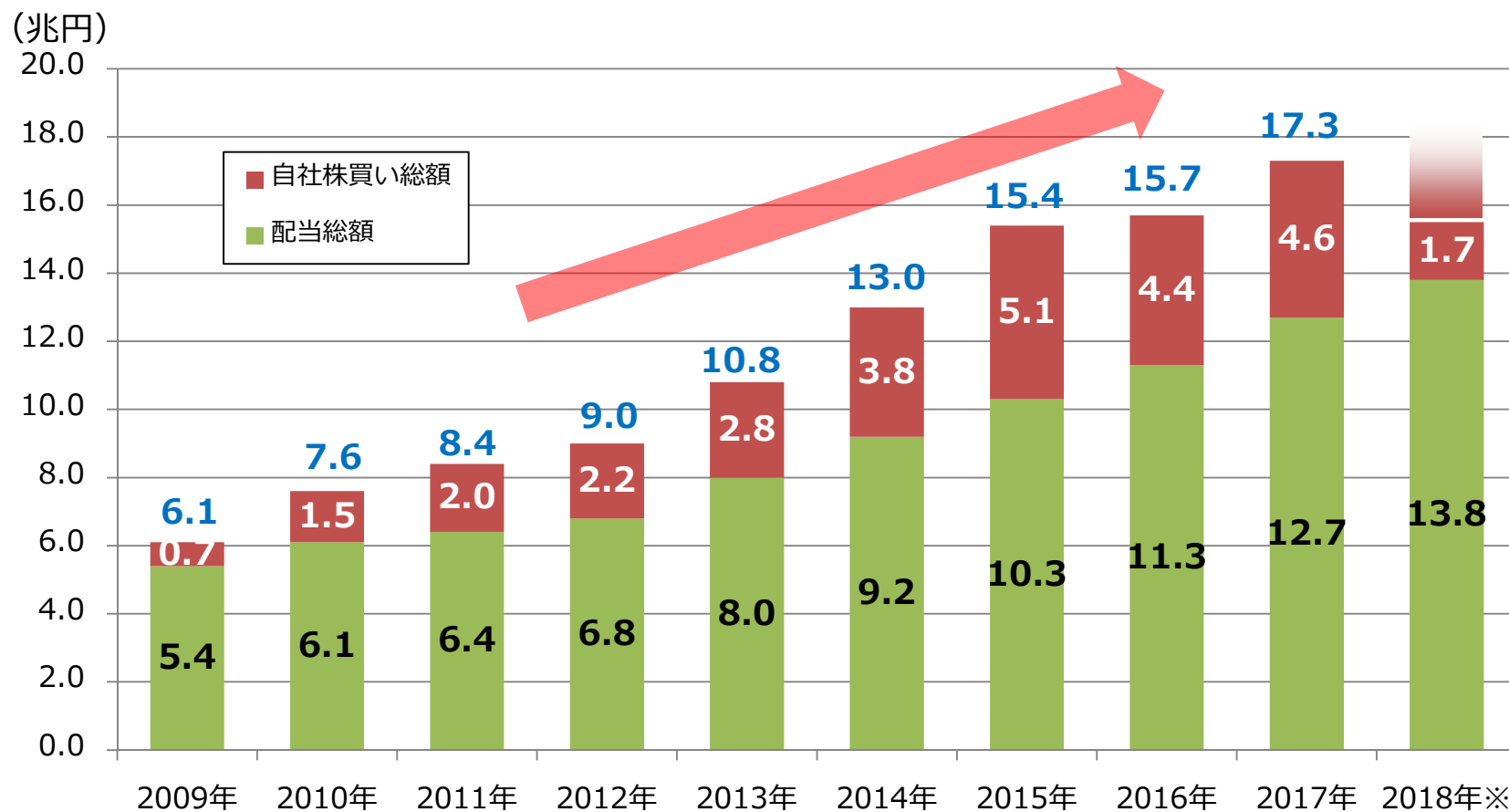
※2018年は8月3日時点の数値。なお、日本経済新聞によると2017年度の上場企業の平均ROEは10%超とされる。



# 株主還元の充実

✓ 企業業績の向上のみならず、積極的な株主還元策の実施も、株価上昇に寄与

## 配当総額及び自社株買い総額の推移（東証第一部）



※2018年の配当総額については予想値を含み、自社株買い総額については実績値のみ。  
出所：SMBC日興証券資料（2018年6月）より東証作成

# スチュワードシップ・コードと コーポレートガバナンス・コード

✓ 両コードが車の両輪となって、機関投資家側と上場会社側の双方から企業の持続的な成長が促されることが期待される。

## スチュワードシップ・コード(SSコード)

2014年2月策定。2017年5月改訂

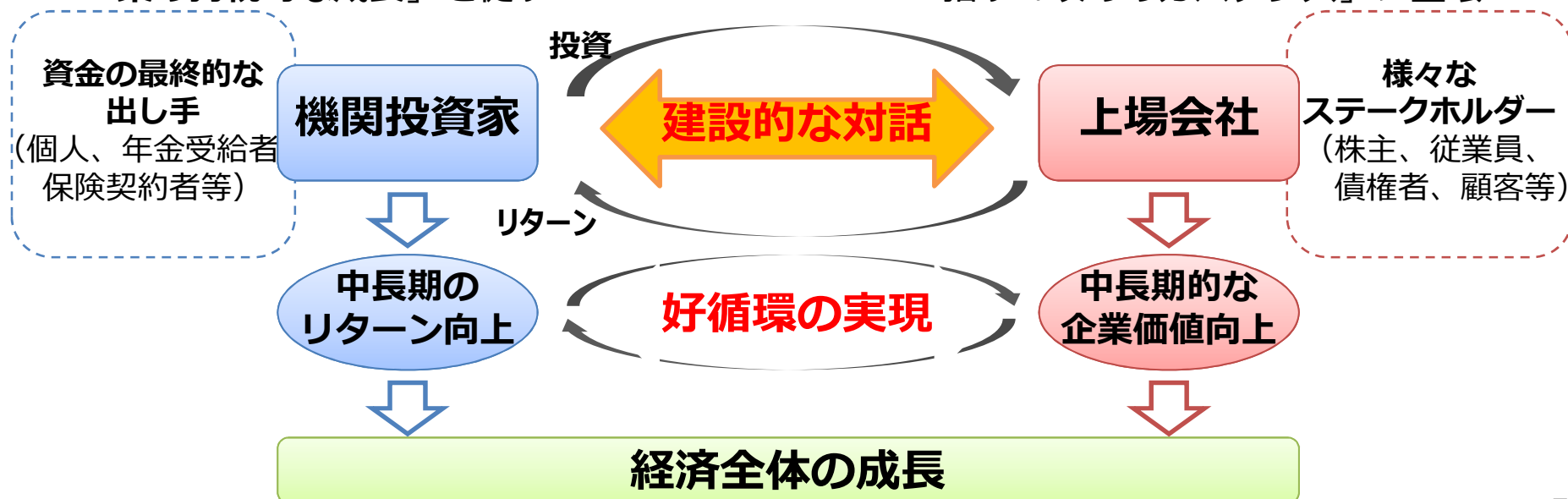
車の両輪

## コーポレートガバナンス・コード(CGコード)

2015年6月策定。2018年6月改訂

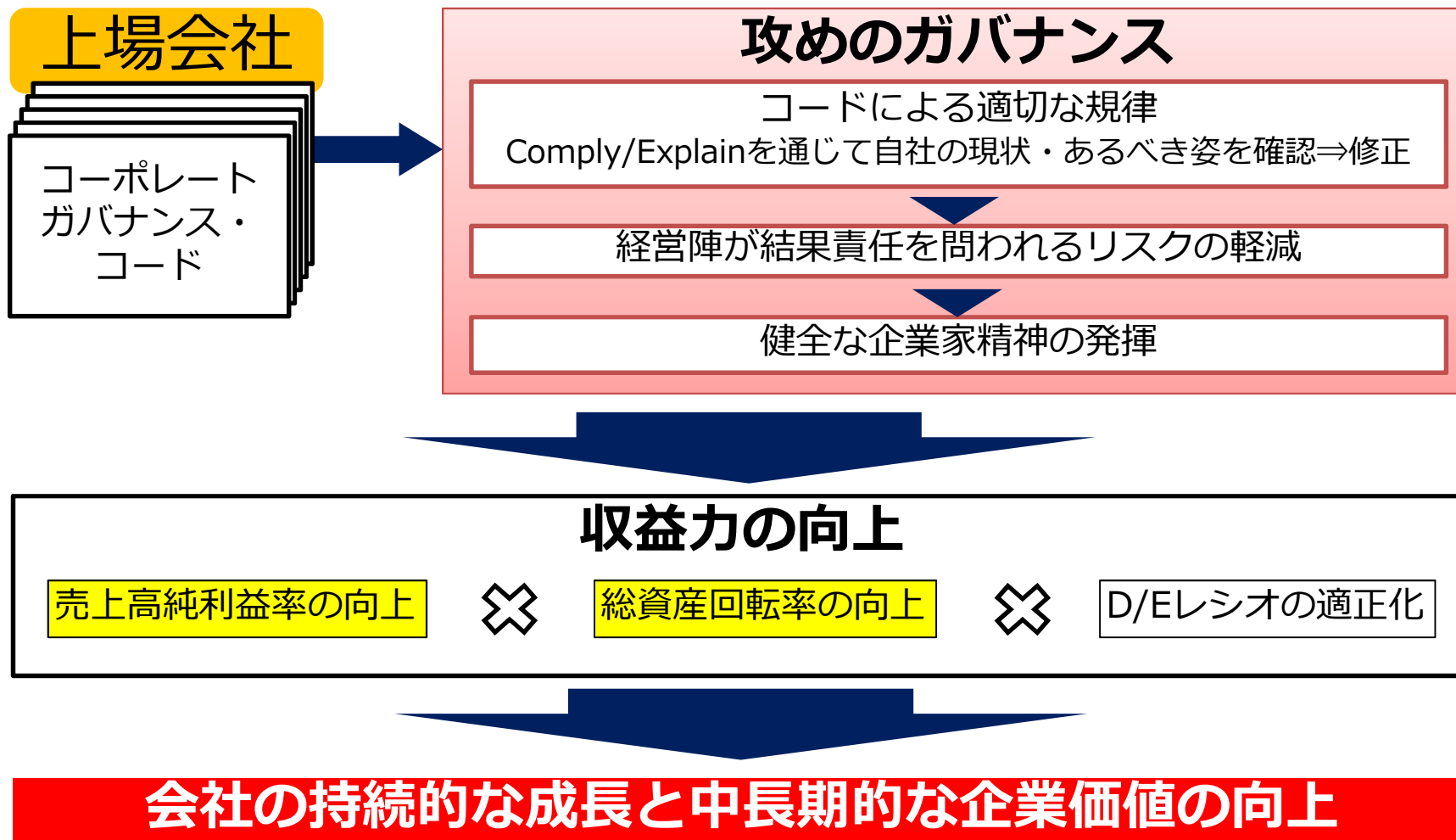
- **機関投資家向け**の行動原則
- 資金の最終的な出し手（アセットオーナー）に対する責任
- 企業との「**建設的な対話**」を通じ、「**企業の持続的な成長**」を促す

- **上場会社向け**の行動原則
- 株主やステークホルダーに対する責任
- 上場会社に**自律的な対応**を促し、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指す「**攻めのガバナンス**」に主眼



# 「攻めのガバナンス」

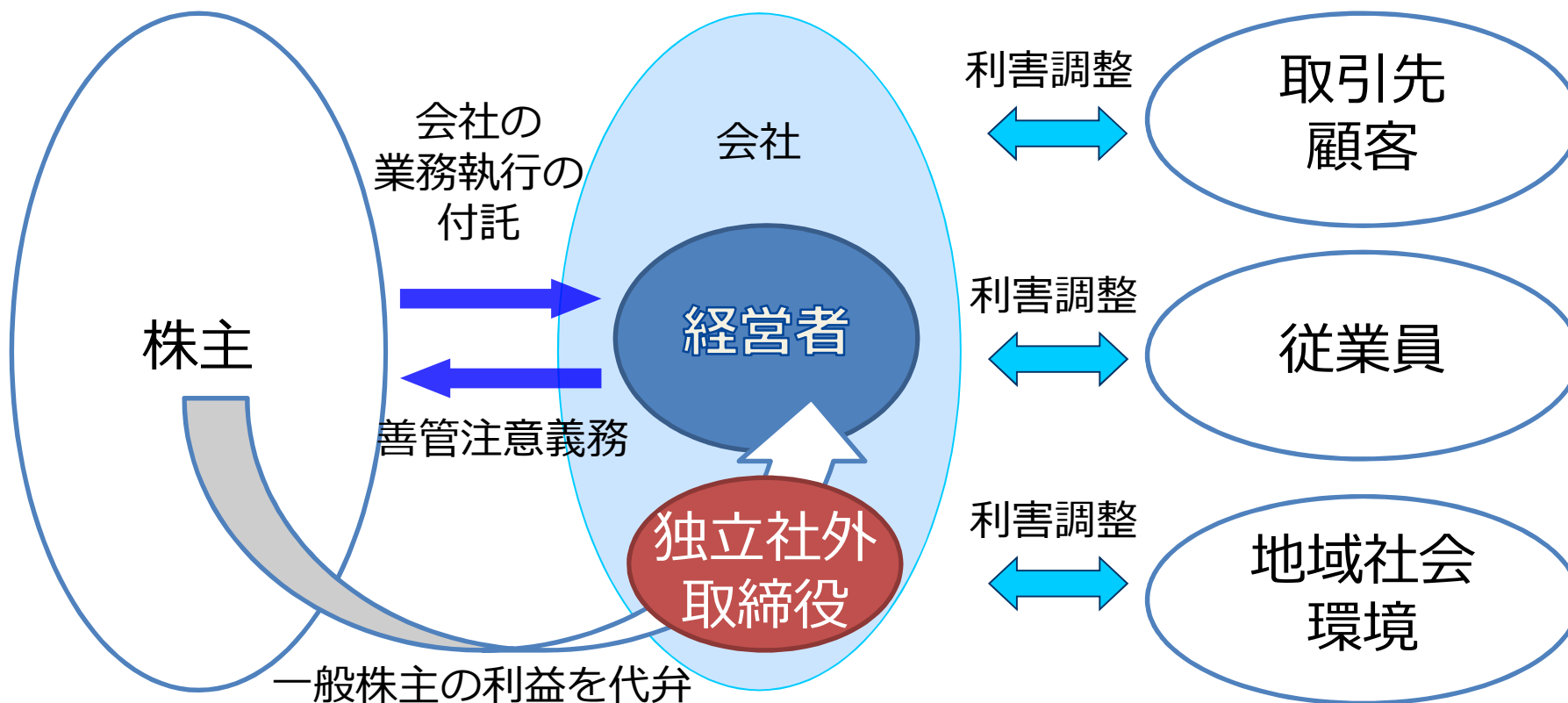
✓ CGコードを踏まえた「攻めのガバナンス」の発揮により、収益力が向上。





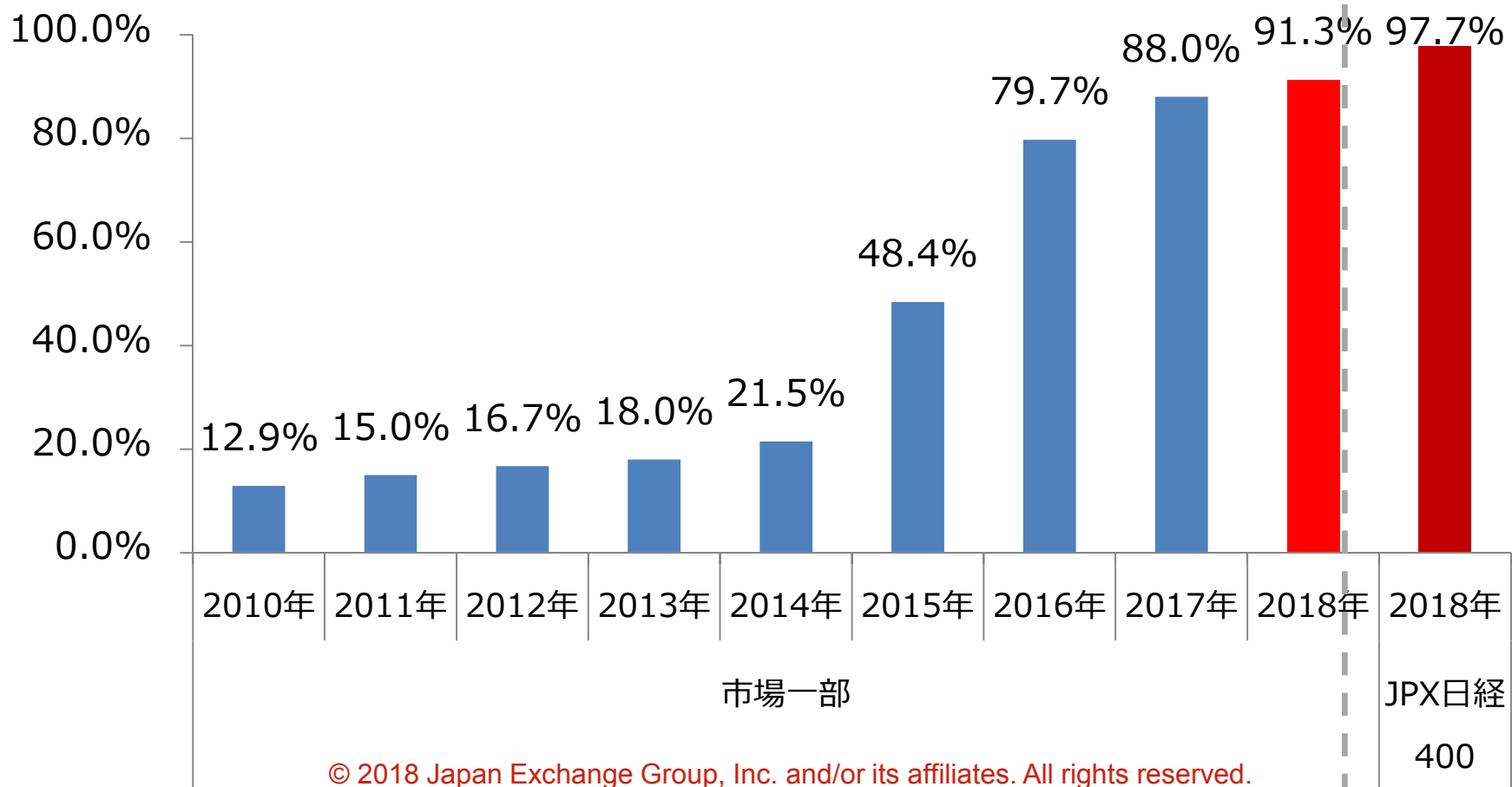
# コーポレートガバナンスと社外取締役の重要性

- ✓ 会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みが、コーポレートガバナンス
- ✓ 独立社外取締役の役割の一つに、一般株主の利益の代弁がある。



# 独立社外取締役の選任状況

- ✓ 2名以上の独立社外取締役を選任している上場会社の割合は、市場一部銘柄で91.3%、JPX日経インデックス400対象銘柄では97.7%まで達している。
- ✓ 3分の1以上の独立社外取締役の選任が、市場一部銘柄で33.6%（前年比+6.5%）に。
- ✓ ガバナンス改革は「実質」の深化がより重要に。

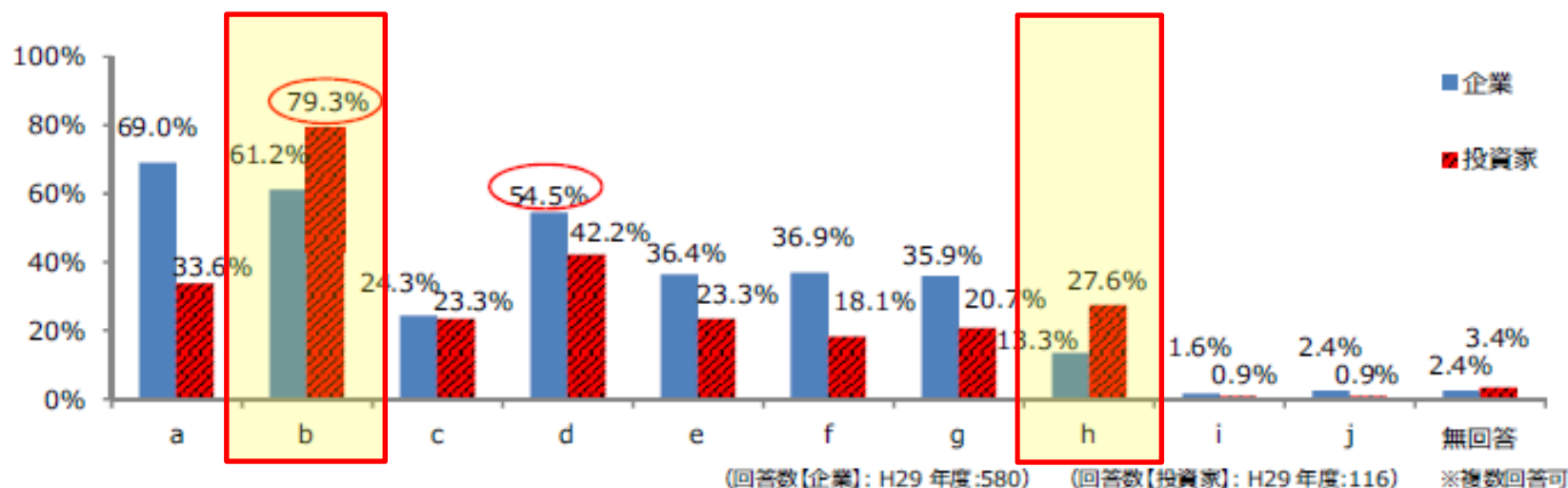


# 独立社外取締役の機能発揮

- ✓ 生命保険協会の調査によれば、社外取締役の機能発揮に向けて投資家が期待する取り組みとして、独立性の確保、経営トップ（社長等）との定期的な意見交換が上位に。
- ✓ 独立性の確保及び取締役会における比率向上については、投資家の期待が企業側の認識を大きく上回っている。

【図表 11：社外取締役の機能発揮に向けて、実施している取り組み（企業）・期待する取り組み（投資家）】

- |                               |                              |
|-------------------------------|------------------------------|
| a. 社外取締役に対する取締役会議題の事前説明の充実    | f. 経営理解促進を目的とした取り組みの実施       |
| <b>b. 社外取締役の独立性の確保</b>        | g. 指名・報酬等の検討を行う諮問委員会の活用      |
| c. 社外取締役の経営会議・執行役員会議等への出席     | <b>h. 社外取締役の取締役会における比率向上</b> |
| d. 社外取締役と経営トップ（社長等）との定期的な意見交換 | i. 特段なし                      |
| e. 社外取締役同士の定期的な意見交換会の実施       | j. その他（具体的には ）               |



出所：平成29年度 生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」

# ガバナンス改革を巡る課題とCGコード改訂のポイント

コーポレートガバナンス改革を巡る課題	CGコード改訂のポイント
1. 経営環境の変化に対応した経営判断	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自社の<b>資本コストの的確な把握</b></li> <li>● <b>事業ポートフォリオの見直し</b>などの果敢な経営判断</li> </ul>
2. 投資戦略・財務管理の方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資等の実施</b></li> </ul>
3. (1) CEOの選解任	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 客観性・適時性・透明性ある<b>CEOの選解任プロセスの確立</b>（独立した指名委員会の活用等）</li> </ul>
3. (2) 取締役会の機能発揮等	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役会がその役割を適切に果たすための<b>十分な知識・経験・能力とジェンダー・国際性などの多様性の確保</b></li> </ul>
4. 政策保有株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証</b>及びその内容の開示、政策保有株式の縮減に関する方針の明確化</li> </ul>
5. アセットオーナー	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自社の<b>企業年金</b>に運用に関する資質を備えた<b>人材を計画的に登用・配置</b>するなどの母体企業としての取組の実施及び内容の開示</li> </ul>

出所：金融庁資料を東証にて一部加工

## (参考) 投資家と企業の対話ガイドライン

- ✓ 対話ガイドラインとは、**機関投資家と企業との対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたもの**であり、CGコード改訂と同じタイミングで金融庁が策定
- ✓ **CGコード及びSSコードの附属文書**として位置付けられ、企業がCGコードの各原則を実施する場合や、実施しない理由の説明を行う場合には、対話ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待されるものの、その内容自体について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」が求められるものではない

### 投資家と企業の対話ガイドライン（目次）

1. 経営環境の変化に対応した経営判断
2. 投資戦略・財務管理の方針
3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等  
【CEOの選解任・育成等】、【経営陣の報酬決定】、【取締役会の機能発揮】  
【独立社外取締役の選任・機能発揮】、【監査役の選任、機能発揮】
4. 政策保有株式  
【政策保有株式の適否の検証等】、【政策保有株主との関係】
5. アセットオーナー

# ESGを巡る動向（1）

✓ 海外に続き日本においてもESG投資に対する注目が高まっている。

➤ 日本のESG投資残高（環境省資料より）

2016年：56兆円程度（全世界のESG投資残高の2.1%に過ぎず）



2017年：136兆円程度（前年比+2.4倍）

➤ GPIFが2つの総合型**ESG指数**及び女性活躍に着目した「テーマ型」指数1つを選定し、これらの指数に連動したパッシブ運用を約1兆円規模で開始（2017年7月～）。今後3兆円規模になるとされる。



FTSE Blossom  
Japan

FTSE Blossom Japan Index

MSCI



MSCI ジャパンESG  
セレクト・リーダーズ指数

MSCI

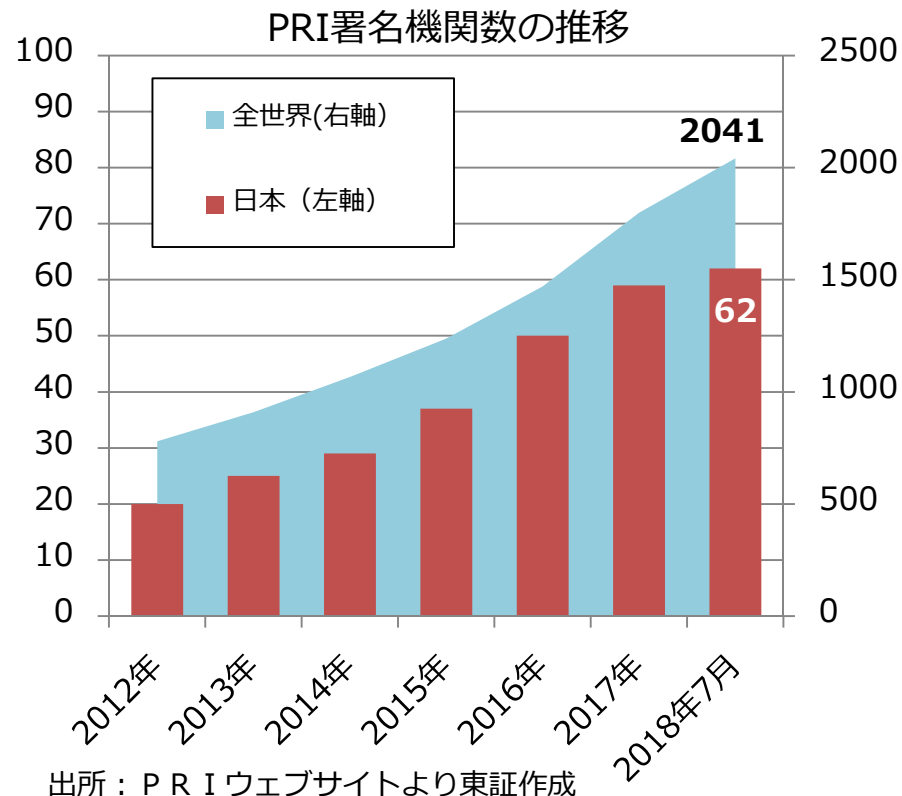


MSCI日本株  
女性活躍指数 (WIN)

# ESGを巡る動向（2）

## ➤ ESGを投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」（PRI）の普及

PRIの6原則	
1	私たちは投資分析と意思決定のプロセスに <b>ESGの課題</b> を組み込みます。
2	私たちは活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と所有慣習に <b>ESG問題</b> を組み入れます。
3	私たちは、投資対象の主体に対して <b>ESGの課題</b> について適切な開示を求めます。
4	私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5	私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。



⇒ 今後もESG投資は拡大傾向。それとともに、**G**（ガバナンス）だけでなく、**E**（環境）及び**S**（社会）も、投資家との対話の中心的なテーマとなるのは必然。

⇒ SSコード・CGコードの改訂に反映、対話の「共通言語」としての価値協創ガイダンスの公表。





# ESG投資の促進

✓ JPXもESG投資の普及を積極的に支援

## 上場会社のESG関連の取組支援

- 「コーポレートガバナンス・コード」において、上場会社がESG情報を含む非財務情報の提供に主体的に取り組むことを推奨（第3章 考え方）。この他、株主以外のステークホルダーとの適切な協働（その中で社会・環境問題等の課題への対応）を勧めている。
- 「コーポレートガバナンスに関する報告書」において、上場会社は環境保全活動、CSR活動等の実施状況、役員への女性の登用に関する状況を開示。
- 経済産業省と共同して、なでしこ銘柄（2012年度～）、健康経営銘柄（2015年度～）として、優れた取組を行う上場会社を年1回選定・周知している。

## 投資家へのESG関連商品の提供

（注）銘柄数は2018年8月末時点

株価指数	■ ガバナンスに焦点を当てたJPX日経インデックス400やJPX中小型株指数の他、設備投資・人材投資、環境、ESG全般を考慮した株価指数を算出、公表（9指数）
ETF	■ JPX日経インデックス400やJPX中小型株指数に連動するETF17銘柄、ESG関連指数に連動するETF11銘柄が上場
インフラファンド	■ 再生可能エネルギー発電設備を投資対象とするインフラファンド4銘柄が上場
プロボンド	■ グリーンボンド・ソーシャルボンドの情報開示を任意に行うための開示プラットフォームを2018年1月に開設。第1号銘柄としてJICAのソーシャルボンドが6月に上場。