

「天下り」という ESG 課題

日本銀行、財務省及び東京証券取引所による 天下りの実態調査を求める臨時株主総会の招集を 日本証券金融株式会社に対して求めた理由

2022 年 11 月 22 日

株式会社ストラテジックキャピタル

本資料は株式会社ストラテジックキャピタル（以下「弊社」といいます。）独自の分析、アクティビスト活動を通じて得た情報及び企業等によって公表された情報のみに基づき作成されています。本資料に掲載された情報及び資料は、弊社が信頼でき、最新であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社は、明示又は黙示を問わず、その正確性、有効性又は完全性を保証するものではなく、この情報を用いて行う判断の一切について責任を負うものではありません。弊社は、本資料において提供される情報及び見解を更新する義務を負わないものとします。

本資料の内容に関する著作権その他一切の権利は、弊社に属しています。電子的方法又は機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製、引用、転載又は転送等を行うことはできません

▶ [臨時株主総会招集請求書（全文）はこちら](#)

臨時株主総会の招集にあたって	- 3 -
天下りの全貌	- 3 -
「S」：天下り規制逃れの実態	- 6 -
天下り規制との矛盾	
天下り“自粛”のための天下り	
「S」：天下ると年収は 3 倍	- 8 -
天下りと転職の相違点	
失われた攻めの経営	
「G」：日証金の“名ばかりガバナンス”	- 10 -
天下りを否定する社外取締役	
見せかけのガバナンス	
社外取締役によるガバナンスの崩壊	
弊社が提案する ESG 課題の解決策	- 13 -
取締役会による天下りの正当化	
弊社が提案する解決策	
求められる実効性の伴う ESG 投資	- 15 -
機関投資家が実践する ESG	
ESG と向き合う機関投資家	
ESG 投資が解決する天下り問題	
日証金に対する弊社の問題意識	- 18 -
関係者の皆様へ	- 21 -
個人株主の皆様へ	
法人株主の皆様へ	
機関投資家の皆様へ	
報道機関の皆様へ	
FAQ（天下りの調査を求める提案に対するよくある誤解）	- 22 -

▶ [臨時株主総会招集請求書（全文）はこちら](#)

臨時株主総会の招集にあたって

弊社及び弊社の運営するファンド（「弊社」）は日本証券金融株式会社（「日証金」）の株主です。

弊社は、日本銀行、財務省及び東京証券取引所（「東証」）の日証金に対する天下りの実態解明を求めるため、日証金の臨時株主総会の招集を請求しています。

株主の皆様におかれましては、「天下り」という ESG 課題の実態解明を求める弊社提案にご賛同いただけますよう、お願い申し上げます。

天下りの全貌

日証金は日本銀行、財務省及び東証からの天下り経営者とともに歴史を歩んできました。次項では天下り役員の一部を抜粋して掲載します。



日証金に天下りした主な役員

(カッコ内は天下り元組織における主な役職)

	日本銀行出身の主な役員				財務省出身の主な役員		東証出身の主な役員	
	(うち、理事経験者)		(うち、理事未経験者)					
1950	白根 清香	取締役社長	高山 廣	取締役常務				
1951	(理事)	"	(一般金融課長)	"				
1952		"		"				
1953		"		取締役専務				
1954		"		"				
1955		"		"				
1956		"		"				
1957		"		"				
1958		"		"				
1959		"		"				
1960		"		"				
1961		"		"	篠川 正次	取締役常務		
1962	谷口 猛	取締役社長	篠崎 英夫	取締役	(国税庁次長)	"		
1963	(副総裁)	"	(経理局次長)	"		取締役専務		
1964		"		"		"		
1965		"		"		"		
1966		"		取締役常務		"		
1967		"		"		"		
1968		"		"		"		
1969		"	矢島 美嶋	取締役常務		"		
1970	鎌田 正美	取締役社長	(管理部長)	"		"		
1971	(理事)	"		"	磯田 好祐	取締役専務		
1972		"		取締役専務	(財務参事官)	取締役副社長		
1973		"		"		"		
1974		"		"		"		
1975		"		"		"		上原 幸夫
1976		"	川嶋 節夫	※取締役常務		"		(常任監事)
1977		"	(前橋支店長)	"		"		"
1978		"→会長	※1972年～	"		取締役会長		"
1979	岡田 健一	取締役社長		取締役専務	田代 一正	取締役副社長		"
1980	(理事)	"	佐藤 静	取締役専務	(大臣官房審議官)	"		安井 淳
1981		代表取締役社長	(考査局長)	"		代表取締役副社長		(参事室部長：理事待遇)
1982		"		代表取締役専務		"		"
1983	鎌田 正美	代表取締役社長		"		"		"
1984	※再任	"→会長		"	伊豫田 敏雄	代表取締役専務		常勤監査役
1985	多島 達夫	代表取締役社長	木村 文徳	取締役常務	(造幣局長)	代表取締役副社長		"
1986	(理事)	"	(検査局長)	"		"		"
1987		"		代表取締役専務		"		"
1988		"		"		"		"
1989		"		"		"		高橋 正昂
1990		"		"		"		(上場部長：理事待遇)
1991		"→会長		"		"		"
1992	青木 昭	代表取締役社長	林 敏雄	取締役常務	門田 實	代表取締役副社長		"
1993	(理事)	"	(発券局長)	"	(東京国税局長)	"		"
1994		"		取締役専務		"		社外常勤監査役
1995		"		"		"		"
1996		"		"		"		"
1997		"→会長→顧問		"→子会社社長		"		"
1998	小島 邦夫	代表取締役社長	堀口 助	取締役常務		"		高橋 紘治
1999	(理事)	"	(発券局長)	"		"		(上場部長)
2000		"		"	平岡 哲也	代表取締役副社長		"
2001		"		"	(名古屋税局長)	"		"
2002		"		代表取締役専務		"		"
2003		"→会長→顧問		"		"		"
2004	増淵 稔	代表取締役社長		"→子会社社長	齋藤 博	代表取締役副社長		新井 吉保
2005	(理事)	"	橋本 泰久	取締役常務	(東京税関長)	"		(株式会社長)
2006		"	(発券局長)	"		"		"
2007		"		"		"		"
2008		"		"	松田 広光	代表取締役副社長		水野 潮
2009		"		取締役専務	(理財局次長)	"		(上場審査部長)
2010		"		"		"		"
2011		"→会長→顧問		"→子会社社長		"		"
2012	小林 英三	代表取締役社長	織立 敏博	取締役常務		"		"
2013	(理事)	"	(発券局長)	"	堀田 隆夫	代表取締役副会長		"
2014		"		"	(造幣局長)	"		"
2015		"		"		"		"
2016		"		取締役専務		"		"
2017		"		"→子会社社長	樋口 俊一郎	代表取締役副社長		飯村 修也
2018		"→会長	岡田 豊	取締役常務	(財務総合政策研究所長)	"		(派生商品部長)
2019	榊田 誠希	代表執行役社長	(発券局長)	執行役常務		"		社外取締役(監査委員)
2020	(理事)	"		"		執行役副社長		"
2021		"		"		"		"
2022		"(現任)		執行役専務(現任)		"(現任)		"(現任)

(出所：有価証券報告書及び株主総会招集通知より株式会社ストラテジックキャピタル作成)

さらに詳細なデータは [AmakudariDB.xlsx](#) よりご覧ください。

主なポイントは以下の通りです。

天下りの概要				
いつから？	出身母体は？	主な役職は？		主なポイント
		出身母体	日証金	
1950年～	日本銀行	理事	<ul style="list-style-type: none"> ■ 社長 ■ 会長 ■ 顧問 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ これまで10人が天下り ✓ 日証金の社長は上場以来、全員が日本銀行OB
1980年～	日本銀行	局長級	<ul style="list-style-type: none"> ■ 常務 ■ 専務 ■ 子会社社長 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ これまで7人が天下り ✓ 7人全員が入社1カ月で常務に就任
1960年～	財務省	不特定	<ul style="list-style-type: none"> ■ 副社長 ■ 副会長 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ これまで10人が天下り ✓ 10人全員が入社1カ月で常務以上の役職に就任
1974年～	東証	部長級	<ul style="list-style-type: none"> ■ 社外取締役 (監査委員) ■ 社外監査役 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ これまで7人が天下り ✓ 1994年以降は常に“社外”役員として日証金に在籍

ただ天下りを行うだけではなく、日本銀行理事は社長、日本銀行局長は専務、財務省は副社長、東証は監査役／監査委員と、日証金内における役職さえも、天下り元のポストによって固定されているようにさえ見受けられます。

これが日証金の抱える ESG 課題、「天下り」です

「S」：天下り規制逃れの実態



天下り規制との矛盾

日本における天下りの問題は広く知られており、日本銀行、財務省それぞれが天下りを規制しています。しかし、日証金における天下りの実態は明らかであり、その規制は合法的天下りのルールに過ぎません。

天下り規制とその実態		
	日本銀行	財務省
規制の名称	サービスに関する準則第8条（再就職制限）	国家公務員法第106条の2（あっせん規制）
規制の目的	役職員による職務の適切な執行の確保	官民癒着の防止
規制の概要	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 役員は退任後2年間、日本銀行の取引先への就職を自粛 ✓ 局長は退職前2年間に密接な関係のあった取引先への就職を、退職後2年間自粛 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 現役職員：企業への再就職を目的とした <ul style="list-style-type: none"> ① 財務省職員／OBの情報の提供禁止 ② 役職の情報提供を依頼することを禁止 ✓ 現役職員：企業に財務省職員／OBの再就職を要求することを禁止
天下り状況	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 歴代理事から社長、歴代局長から常務／専務への天下りだけで17人 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1960年以降、10人の財務省OBが日証金の特定の地位に天下り
実効性	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 取引先以外へ天下りはいつでも可能 ✓ 取引先への天下りは退任後2年間だけ自粛 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 天下りの実態は1960年から変化が無い ✓ 財務省による法令違反か、天下り規制法の実効性がないか、そのいずれか

天下り“自粛”のための天下り

現社長／会長の経歴は、天下り規制の無意味さを証明しています。両名は天下り自粛期間をアフラック生命保険で過ごし、その後日証金に天下りを行っています。両名の天下りは日本銀行の**天下り規制を遵守し、お墨付きを得た天下り**なのです。

現社長／会長による天下り規制逃れ		
氏名	所属	主な役職
 <small>くしだ しげき</small> 榎田 誠希	日本銀行	2009年3月 総務人事局長
		2011年5月 名古屋支店長
		2013年3月 理事
	アフラック生命保険	2017年4月 シニア・アドバイザー
	日証金	2019年5月 顧問
		2019年6月 取締役 代表執行役社長（現任）
 <small>こばやし えいぞう</small> 小林 英三	日本銀行	1999年5月 人事局長
		2000年5月 考査局長
		2002年6月 理事
	アフラック生命保険	2006年5月 シニア・アドバイザー
		2007年7月 副会長
	日証金	2010年5月 顧問
		2010年6月 専務取締役
2012年6月 取締役社長		
2019年6月 執行役会長（現任）		

天下り“自粛”期間は
アフラックで過ごす

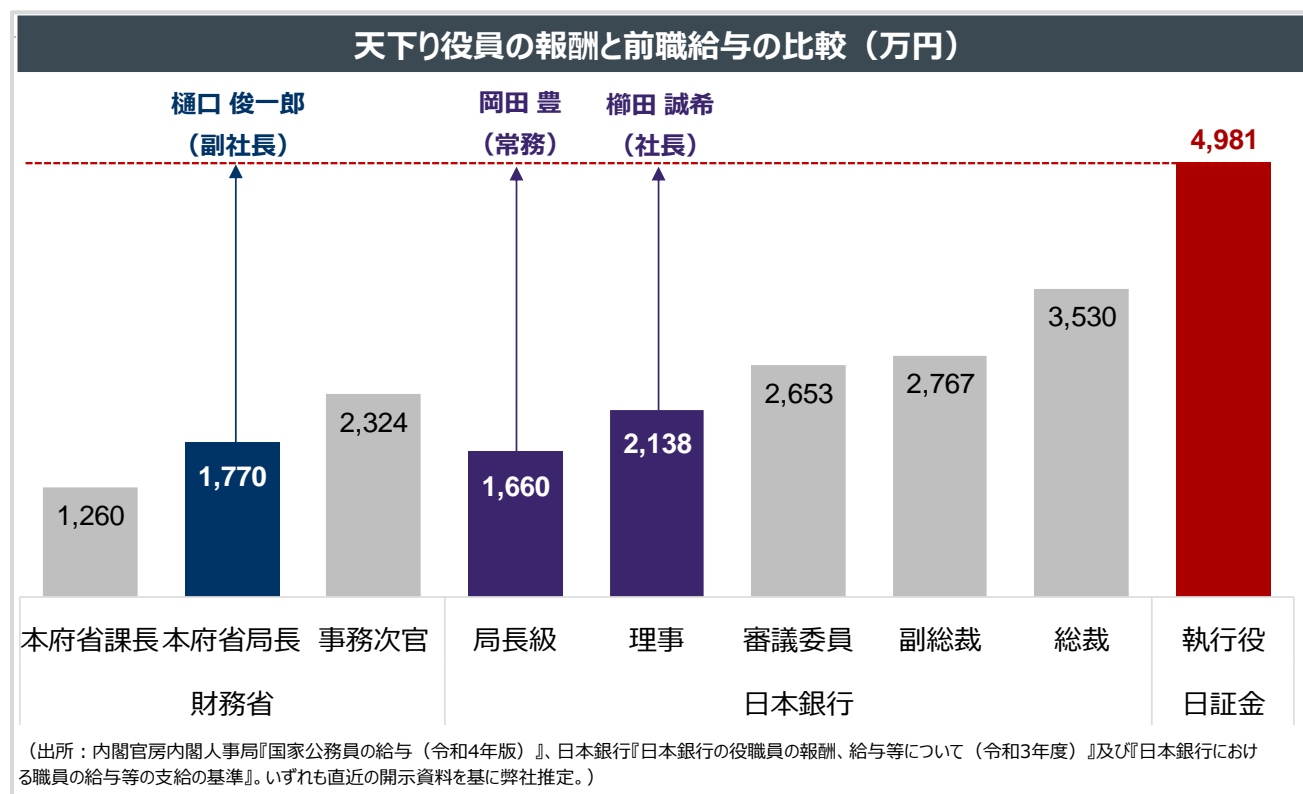
その他、日本銀行は、IBM 特別顧問、NTT データ経営研究所会長など、アフラックと同様の**天下り規制を遵守するための期間を過ごす天下り先を確保**しています。

日本銀行、そして財務省をはじめとした中央官庁は巨大な責任と共に権力も手にするからこそ、天下り規制が設けられています。このような**天下り規制逃れのシステムを利用して日証金に天下りが行われている事実は、日証金における「S」の致命的な課題**です。

「S」：天下ると年収は3倍

天下りと転職の相違点

天下り役員の問題点はそれだけではありません。日証金は財務省と日本銀行OBを少なくとも前職の倍以上、役職手当も含めれば前職の3倍以上の報酬で採用していると推定されます。



経営者を外部から3倍の報酬で招聘し、優秀な人材に経営を委ねることができて株主価値が向上するのであれば、それ自体は問題ではありません。しかし、3倍の報酬で招聘された天下り役員は報酬に見合う結果を出しているのでしょうか。

失われた攻めの経営

2014年、経済産業省は日本の上場企業に必要な ROE は最低 8%という指針を示しました。しかし、2025年度の日証金の目標 ROE は僅か 5%に留まります。

経済産業省が2014年に公表した指針 (“伊藤レポート”)

“資本主義の要諦は労働分配率にも配慮しながら、資本効率を最大限に高めることである。個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、**最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべき**である。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである”

日証金が2021年に公表した経営方針

- | | |
|----------------|---|
| 経営目標
(達成目標) | <ul style="list-style-type: none"> □ 第6次中計期間(2022年度まで) <u>ROE 4%</u> □ 次期中計期間(2023年度~2025年度) <u>ROE 5%</u>
— 株主資本コスト(4%台半ばと認識)を上回る水準をROE目標として設定 |
|----------------|---|

これは、「ROE8%など目指すことはできない」という、天下り役員の上場企業経営者としての資質不足、「ROE8%を目指す気も無い」という、前職の3倍以上の報酬を得たことによるインセンティブの欠落、両方を意味しているのではないのでしょうか。

このように、高額報酬を伴う天下りは社会正義に反し、日証金の「S」における大きな課題なのです。

「G」：日証金の“名ばかりガバナンス”

天下りを否定する社外取締役

社外取締役であり指名委員会委員長の小幡尚孝氏は、このような現状を踏まえた弊社の「取締役候補の人材の育成はどうなっているのか」、という質問に対して自らの責任を感じる様子もなく他人事のように以下の通り回答しています。

“（取締役、執行役は）まず社内人材の育成、そして資質を有する人材を社外にも広く求めている。但し、内部昇格、社内育成の取り組みは私が見るところ必ずしも十分ではないと思う。”

— 2021年8月23日、弊社と小幡尚孝氏の面談における小幡尚孝氏の発言

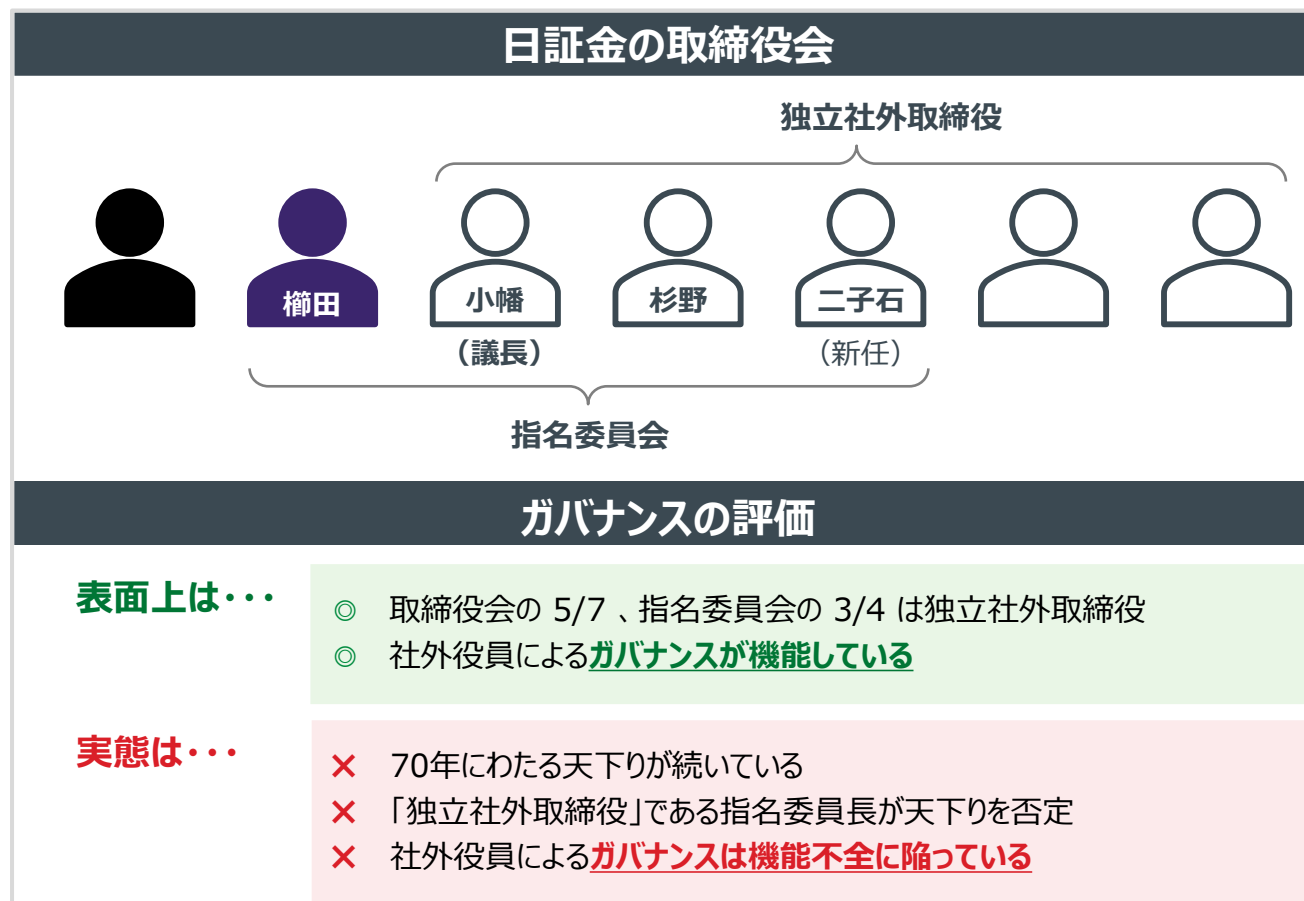
しかし、指名委員長が何と言おうとも、天下りが70年以上も続いている状況下では、従業員は内部昇格の可能性を全く信じていないのです。

“「この会社で社長になれるなんて、考えたこともないですよ」
日本証券金融の社員からそんな言葉を聞いた。”

— 朝日新聞 2022年7月14日「（取材考記）『日本銀行天下り』日証金、指摘を改革の機会に 小出大貴」

見せかけのガバナンス

このような状況において、指名委員長が天下りを否定するような発言を行っていることは、日証金のガバナンスは上辺だけであり、「取締役候補の指名」というガバナンスの根幹は機能不全に陥っていることを示唆しています。



社外取締役によるガバナンスの崩壊

指名委員会は、本来であれば天下りを前提とした人事ではなく、公正な人事を行うために存在します。

しかし、日証金の指名委員会は今に至るまで、天下りに対する追求も株主への十分な説明も行っていません。それどころか、小幡尚孝氏の発言からは、指名委員会が天下りの追認機関となっていた実態が浮かびあがります。

“（指名委員会では）経営幹部の資質及び選定プロセスを定めており、指名委員である櫛田社長から提示されるリストをもとに審議している”

“（指名委員会が独自に候補者をリスト化することは）特段していない”

— 2021年8月23日、弊社と小幡尚孝氏の面談における小幡尚孝氏の発言

日証金においては、社外取締役や指名委員会によるガバナンスも同様に機能不全に陥っているのです。

ガバナンスを崩壊させる天下りこそ、「G」における大きな課題なのです。

弊社が提案する ESG 課題の解決策

取締役会による天下りの正当化

このような天下りの現状に対して、日証金の取締役会は日本銀行 OB の選任についてはその資質が理由である、と主張しています。

“公共的役割を認識して業務執行ができること、金融・証券市場について広範な知見を有していること、金融・証券業界の変化に柔軟に対応できることなどを重視しており、日本銀行出身者はこれらの資質を有する”

—2022 年定時株主総会招集通知 24 ページより弊社要約

しかし、従業員や株主から見れば、日証金における過去そして現在の役員人事は、天下りありきの不公正な人事の結果ではないか、と考えざるを得ません。

弊社が提案する解決策

そこで、弊社は天下り役員の選任過程が、天下り元の組織が関与していない日証金による公正な評価によるものであるか、天下り元の組織毎に調査を行う調査者の選任を求める3議案を決議するため、臨時株主総会の招集を請求しました。

弊社の提案する調査の概要			
天下り元	調査対象者	調査事項	調査者（3議案共通）
① 日本銀行	榑田 誠希 (代表執行役社長)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2019年に取締役候補者となった経緯 ✓ 取締役就任後1ヵ月で社長となった経緯 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 弁護士2名 ■ 外国法事務弁護士1名
	岡田 豊 (執行役専務)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2018年に取締役候補者となった経緯 ✓ 取締役就任後1ヵ月で常務となった経緯 	
② 財務省	樋口 俊一郎 (執行役副社長)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2016年に取締役候補者となった経緯 ✓ 取締役就任と同時に副社長となった経緯 	
③ 東証	飯村 修也 (社外取締役) (監査委員長)	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2016年に監査役候補者となった経緯 ✓ 2019年に取締役候補者となった経緯 	

(注：調査者候補である3名は、弊社及び日証金とは利害関係が無く、その独立性は担保されています。株主提案の詳しい内容及び調査者候補のプロフィールはプレスリリースをご覧ください。)

日証金の社外取締役までもが天下りを否定する以上、第三者による調査無くして日証金は自らの ESG 課題を認識することはできません。弊社の提案が可決されれば、今日まで天下りを放置してきた日証金の社外取締役に代わって、第三者である調査者が天下りの有無について調査を行い、その結果が報告書として開示されることとなります。

本調査は日証金が「S」及び「G」に関する自社の課題を認識し、企業価値向上に資する真の ESG 経営の実現に向けた一歩を踏み出すために必要不可欠であると、弊社は確信しています。

求められる実効性の伴う ESG 投資

機関投資家が実践する ESG

日本では 80 社を超える機関投資家が ESG 投資の実践を求める PRI（責任投資原則）への署名を行うと同時に原則③「ESG の課題について適切な開示を求めます」についても実践すると表明しています。

PRI（責任投資原則）の掲げる 6 つの原則

- | | |
|--|--|
| 1 私たちは、投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます | 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 |
| 2 私たちは、活動的な所有者となり所有方針と所有習慣に ESG の課題を組み入れます | 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 |
| 3 私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます | 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 |

（出所：PRI『責任投資原則』より弊社抜粋）

ESG と向き合う機関投資家

2022 年の定時株主総会において、弊社は天下り問題解決への第一歩として、日本銀行 OB の報酬開示を求める株主提案を行いました。しかし、国内機関投資家の皆様から、株主価値やガバナンス向上に対する効果について厳しいご意見をいただきました。

日証金の2022年6月株主総会において議決権行使を行った主な機関投資家

機関投資家	年金の運用				株主提案への賛否	
	日本銀行の 買付対象 PRI ETFの運用	GPIF	企業年金 連合	日銀OBの 報酬開示	賛否	議決権行使理由
AM One	✓	✓	✓		反対	—
BlackRock	✓	✓	✓		反対	株主提案が一般の株主価値へ貢献しないと考える
三菱UFJ国際投信	✓	✓			反対	日証金の対応に特段問題がないため
日興AM	✓	✓		✓	反対	—
野村AM	✓	✓	✓	✓	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されなかったため
三井住友トラストAM	✓		✓	✓	反対	—
三菱UFJ信託	✓		✓	✓	反対	日証金の対応に特段問題がないと考える
りそなAM	✓		✓		反対	必ずしも株主価値向上に資するとは認められない
みずほ信託	✓		✓		反対	—
朝日ライフAM	✓				反対	企業価値向上につながらないと判断
第一生命	✓				反対	定款として定めることが適当ではない業務執行に係る定款変更に関する提案に該当
T&D AM	✓				反対	必ずしも株主価値向上に資すると判断できないため
東京海上AM	✓				反対	—
日本生命	✓				反対	—
State Street	✓				反対	—
Vanguard	✓				反対	—
Symphony Financial Partners					反対	—
大和AM	✓	✓			賛成	株主価値の向上に資すると判断
農林中金全共連AM	✓	✓			賛成	日本銀行との関係性を考慮すれば説明責任と透明性の評価の向上につながる
三井住友DSAM	✓		✓	✓	賛成	情報開示強化の観点
Fidelity	✓		✓		賛成	—
ニッセイAM	✓		✓		賛成	役員報酬の個別開示等には原則賛成のため
Allianz IM	✓				賛成	—
CalSTRS	✓				賛成	—
CalPERS	✓				賛成	—
Dimensional FA	✓				賛成	—
Goldman Sachs AM	✓				賛成	株主利益の向上に資すると判断されるため
Legal & General IM	✓				賛成	—
Manulife IM	✓				賛成	株主価値またはガバナンスの向上に資すると判断
明治安田AM	✓				賛成	役員報酬額の開示等の場合には原則賛成
しんきんAM	✓				賛成	役員報酬の個別開示は原則賛成
ストラテジックキャピタル (弊社)	✓				賛成	—
ISS (議決権行使助言会社)	✓				賛成推奨	日本銀行と日証金の密接な関係を考慮すれば説明責任と透明性の評価の向上につながる

(出所：各機関投資家の議決権行使結果の個別開示、日本銀行、GPIF及び企業年金連合の開示資料より弊社作成)

ESG 投資が解決する天下り問題

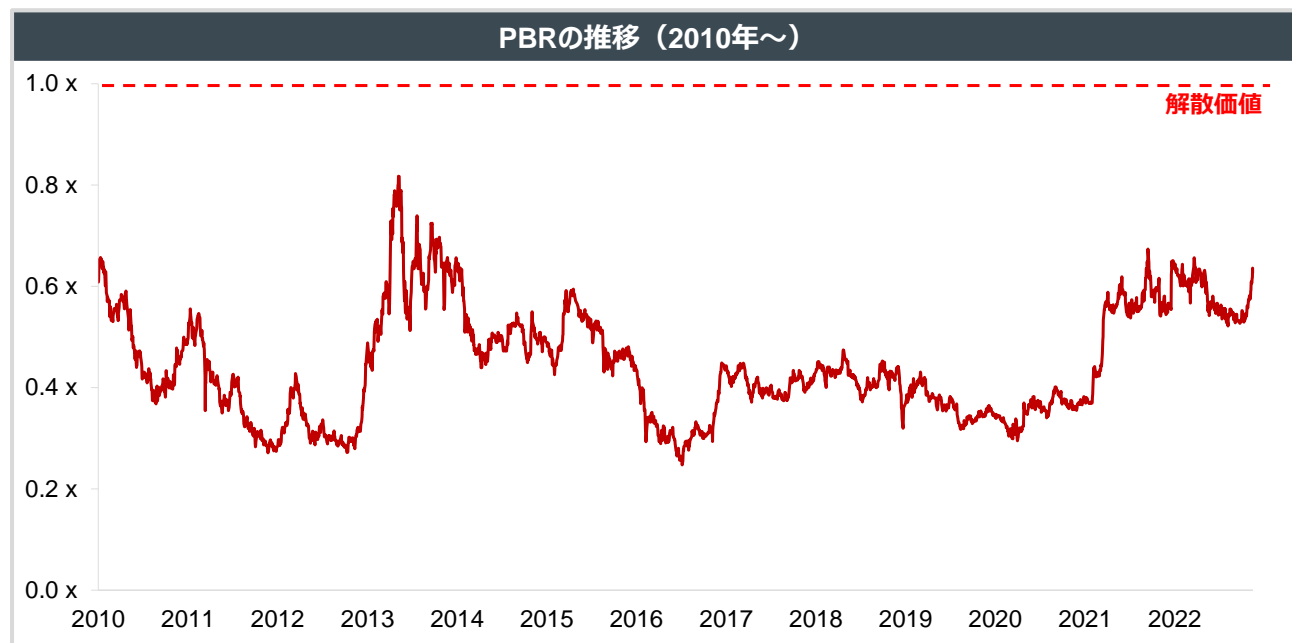
そこで、弊社は改めて臨時株主総会を招集し、ESG 課題の透明化と解決に直結する天下りの調査を提案しました。日本銀行 OB の報酬開示については「株主価値向上に資するとは限らない」等の理由で反対された、BlackRock、野村 AM、りそな AM、朝日ライフ AM、第一生命、T&D AM、等の機関投資家の皆様におかれましても、ESG 課題解決のため、議決権行使基準に沿ったご判断をいただきたく存じます。

天下りという ESG 課題の透明化と解決を株主の立場から求めていく、真の **ESG 投資を实践する投資家の皆様** におかれましては、天下りの調査を求める提案にご賛同いただけますよう、お願い申し上げます。

日証金に対する弊社の問題意識

解散価値未満の株価

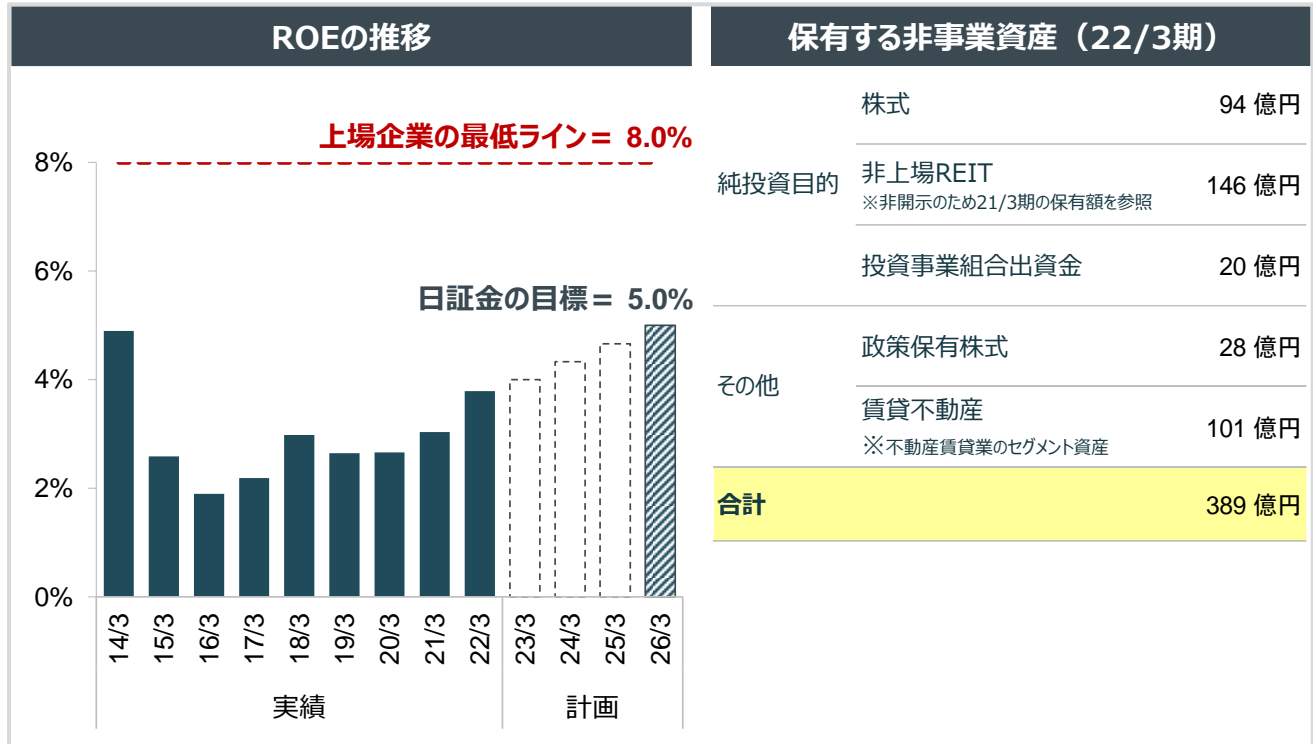
実際に日証金の株価を見ると、**解散価値を大きく下回って推移**しています。これは、日証金が日本の資本市場における唯一の証券金融会社として市場を独占している事業、および兼業が認められているその他事業の価値について、低い評価が継続していることを意味しています。



低迷する ROE

日証金の ROE は上場企業に**最低限求められる水準である 8.0%**を大きく下回って推移しています。中期的な経営方針においても、**ROE の目標は 23/3 期までに 4%、26/3 期までに 5%**という低い目標しか掲げられていません。

ROE が低い原因は、貸借取引業務のリターンが低いことのみならず、それ以外の事業等に係る賃貸不動産や有価証券等の低リスク低リターンの資産を保有していることも原因の一つです。このような資産は速やかに売却し、株主還元や本業への投資により株主価値向上を図るべきであると、弊社は考えます。



昨年の定時株主総会では、日証金の締役会は「中期経営計画のもと、ROE を着実に上昇させ、株主総利回りも TOPIX 平均を有意に上回る水準」と主張していましたが、現状の水準は、ROE3.8%、PBR0.58 倍です。当社取締役会は、元々の株価水準が余りに低かったという事実を無視し、低迷する株価を正当化しています。これは当社取締役会の株主価値に対するリテラシーの低さの表われです。

疑われる経営者としての資質

さらに、日証金の締役会は上場企業の経営者としての資質に「金融・証券市場に関する広範な知見」を掲げていますが、現任の櫛田社長については、代表的な経営指標である ROE への理解も不正確であり、その資質が欠けていることが疑われます。

【日証金：櫛田社長の発言】

(ROE に関する弊社の質問に対して) ROE の水準は 3.8%だが、PBR が低いので、**PBR で割り戻した ROE は 22/3 期は 6%を超えている**。これは市場の株主から評価を得た前提とした、時価評価の純資産に対して我々が実現したリターンだ。これが 6%だ

(出所：2022 年 3 月期決算説明会より弊社抜粋)

【弊社の発言】

決算説明会の場で、ROE について櫛田社長は「**現在の時価総額を自己資本の代わりに ROE の E と考えれば、ROE は 6%を超えるリターンを実現している**」という斬新な理論を**開陳**しておられた。

櫛田社長の理論によれば、同じ利益でも株価が下がるほど、時価総額の E に対して ROE が高くなっていると自慢できてしまう。日証金は株主から預かっている資本、つまり BS 上の自己資本の金額分の資本を使って経営が行われているのである。そもそも ROE とは何なのか正確に理解して欲しい。

櫛田社長は証券アナリスト協会の理事なのだから、**勝手な理論を作る前に、まずは証券アナリスト協会の教科書なりを読んで、最低限の勉強はしていただきたい**。

(出所：弊社作成の 2022 年定時株主総会議事録より弊社抜粋)

関係者の皆様へ

個人株主の皆様へ

個人株主の皆様におかれては、是非株主総会にご来場いただき、榎田社長をはじめとした天下り役員の資質を見定めていただきたいと存じます。

そして、天下りの調査を行うべきか、また次回の定時株主総会において取締役の選任に賛成すべきか、議決権行使を行う一助にさせていただきたく存じます。

法人株主の皆様へ

適切な議決権行使を行われますよう、お願い申し上げます。特に公益財団法人資本市場振興財団様におかれましては、「資本市場の健全な発展に寄与する」という貴財団の目的に照らし、資本市場のインフラたる日証金の透明性を担保するため、弊社の提案にご賛同いただけるものと強く期待しております。

機関投資家の皆様へ

PRI 署名機関、スチュワードシップ・コードの受入れ表明機関の皆様におかれましては、ESG の観点からご賛同いただけることを期待いたします。国内の機関投資家の皆様には、可能な限り弊社がご説明に参りたいと考えております。お忙しいことは存じますが、是非とも時間を割いていただきたく、お願い申し上げます。

報道機関の皆様へ

本件に関し、ご関心をお持ちいただける場合、可能な限り取材を受けさせていただきますので、下記お問い合わせ先までご連絡をお願いいたします。

お問い合わせ先

本件に関するお問い合わせ、ご質問等は[こちら](#)からご連絡ください。

FAQ（天下りの調査を求める提案に対するよくある誤解）

（誤）調査の実施は日証金に負担を生じさせる可能性がある？

（正）調査は日証金の業務運営にあたって負担が生じないよう配慮されます。

（正）調査者の請求する調査費用が過剰だと日証金が合理的に判断した場合、弊社が調査費用を立て替えます。

（誤）「株主価値／企業価値が向上するとは限らない」「株主の利益にならない」？

（正）日証金において天下りは確固たる事実として存在し、それによって株主価値が毀損され、さらに従業員のモチベーションは低下し、日証金の株価は長期間にわたり解散価値を下回っています。調査の実施により天下りの根絶、あるいは取締役・執行役候補選任の透明性の確保という観点で、日証金において真の ESG 経営が実現されることは株主価値／企業価値の向上に繋がります。

（誤）ガバナンスが強化されるとは限らない？

（正）第三者による調査の実施は、株主が「連続して特定の組織の OB を受け入れると株主が疑念を持つ」という意思表示となります。従って、日証金が今後取締役・執行役候補を選任する際に、その指名プロセスはより透明性が高くなり、株主価値向上を目指す資質とインセンティブのある方を選任することが期待でき、調査の結果に係わらず、ガバナンスは強化されます。

（誤）天下りと指摘された役員も社外取締役を中心とした指名委員会によって選任されているので、あえて調査を行う必要性に乏しい？

（正）指名委員長である小幡尚孝氏は 2021 年 8 月の弊社との面談において、「取締役会代表執行役、執行役に求められる資質及び選定プロセスを文章に定めており、それに基づいて候補者を決定している。指名委員である榎田社長からリストが提示されるので、それをもとに審議・決定している」（指名委員会が独自に候補者をリスト化することは）特段していない。」と発言しています。すなわち、指名委員会は榎田氏が提示したリストの中から候補者を選ぶ、事実上の榎田社長の追認機関と化しており、機能不全に陥っていることが危惧されます。

（正）何より、指名委員会は日本銀行、東証、財務省 OB の役員就任が数十年続くという、“客観的”にみて異常な日証金の状態を目の当たりにしながら、従業員や株主に対して十分な説明を行っていません。本年になって、指名委員長の小幡氏は、強い疑念を抱いた弊社との面談を拒否しています。これらの事実こそ、指名委員会が“客観的”な観点から議論を行うという本来の目的を果たせていないことの証左であり、第三者による“客観的”な調査の必要性が認められる理由なのです。

2022年11月21日付で日本証券金融株式会社に送付した
臨時株主総会招集請求書の記載事項

2022年11月22日
株式会社ストラテジックキャピタル

日本証券金融株式会社については「当社」、株式会社ストラテジックキャピタルについては「弊社」又は「提案株主」と表記しております。このファイルは2022年11月21日付で弊社が当社に送付した臨時株主総会招集請求書から、弊社の提案内容と直接的な関係を持たない部分の削除、表現及び体裁の変更等を行っております。

【目次】

第1 株主総会の目的である事項 3

議題1 会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（日本銀行出身者の天下りの件）

議題2 会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（財務省出身者の天下りの件）

議題3 会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（東京証券取引所出身者の天下りの件）

第2 議案の要領 4

第1号議案（議題1にかかる議案）

- （1）業務及び財産の状況を調査する者
- （2）調査の目的事項
- （3）調査及び報告の方法
- （4）報酬
- （5）その他の事項

第2号議案（議題2にかかる議案）

- （1）業務及び財産の状況を調査する者
- （2）調査の目的事項
- （3）調査及び報告の方法
- （4）報酬
- （5）その他の事項

第3号議案（議題3にかかる議案）

- （1）業務及び財産の状況を調査する者
- （2）調査の目的事項
- （3）調査及び報告の方法
- （4）報酬
- （5）その他の事項

第3 提案の理由 13

第1号議案について

第2号議案について

第3号議案について

第4 招集の理由 14

第1 株主総会の目的である事項

議題1 会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（日本銀行出身者の天下りの件）

議題2 会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（財務省出身者の天下りの件）

議題3 会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（東京証券取引所出身者の天下りの件）

第2 議案の要領

第1号議案（議題1にかかる議案）

会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（日本銀行出身者の天下りの件）

(1) 業務及び財産の状況を調査する者

調査の目的事項に記載の事項を調査させるため、新庄 健二、Hansen Nelson Christian及び前川 晶を、会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者（以下、「調査者」）に選任する。本議案の成立により調査者の選任は効力を生じ、当社との間で別途契約を締結することを要しない。

(ア) 調査者候補1

〔氏名〕

新庄 健二

〔生年月日〕

1952年12月12日生

〔略歴〕

1984年4月、東京地方検察庁検事

1998年4月、同庁検事兼最高裁判所司法研修所検察教官兼司法試験考査委員

2001年4月、福岡地方検察庁検事兼総務部長

2005年4月、横浜地方検察庁検事兼特別刑事部長

2006年10月、東京高等検察庁検事

2007年4月、同庁検事兼明治大学法科大学院派遣検察官

2010年5月、弁護士登録（第一東京弁護士会）IPAX総合法律事務所入所

2016年1月、上田廣一法律事務所入所（現任）

〔重要な兼職の状況〕

上田廣一法律事務所弁護士

〔所有する当社の株式数〕

0株

(イ) 調査者候補2

〔氏名〕

Hansen Nelson Christian

（日本語表記：ハンセン ネルス クリスチャン）

〔生年月日〕

1982年10月27日生

〔略歴〕

2008年10月、スキヤデン・アープス法律事務所入所

2008年11月、カルフォルニア州弁護士登録

2009年7月、経済産業研究所ヴィジティングスカラー

2009年10月、経済産業省通商政策局（アジア太平洋地域協力推進室）入局

2011年5月、ニューヨーク州弁護士登録

2010年11月、スキヤデン・アープス法律事務所再入所

2015年9月、慶應義塾大学法科大学院非常勤講師（現任）

2016年2月、外国法事務弁護士登録（東京弁護士会）

2017年6月、ホワイト&ケース法律事務所（外国法共同事業）ローカルパートナー

2020年1月、同所パートナー（現任）

2020年4月、日本法令外国語訳推進会議構成員（現任）

〔重要な兼職の状況〕

ホワイト&ケース法律事務所（外国法共同事業）パートナー

慶應義塾大学法科大学院非常勤講師

日本法令外国語訳推進会議構成員

〔所有する当社の株式数〕

0株

(ウ) 調査者候補3

〔氏名〕

前川 晶

〔生年月日〕

1972年10月9日生

〔略歴〕

1999年4月、弁護士登録（第一東京弁護士会）

岡村綜合法律事務所入所

2006年2月、財務省関東財務局金融証券検査官

2008年1月、増田パートナーズ法律事務所入所

2009年8月、前川晶法律事務所開設

2011年2月、法律事務所イオタパートナー（現任）

2016年4月、第一東京弁護士会副会長

2018年3月、株式会社ジャパンインベストメントアドバイザー社外取締役（現任）

2018年4月、東京簡易裁判所調停委員（現任）

2021年6月、かながわ信用金庫監事（現任）

〔重要な兼職の状況〕

法律事務所イオタパートナー

株式会社ジャパンインベストメントアドバイザー社外取締役

かながわ信用金庫監事

東京簡易裁判所調停委員

〔所有する当社の株式数〕

0株

（2） 調査の目的事項

（ア） 当社取締役会が、2019年6月に開催された当社の第109回定時株主総会に榎田誠希氏を新任の取締役候補者とする議案を提出した経緯及び取締役に選任された1ヵ月後に同氏が社長に就任した経緯（以下、合わせて「榎田氏人事」という。）が、日本銀行をはじめとした第三者の関与しない当社による公正な評価に基づくものであったか否か及びこの点に関連して調査者が必要と認める一切の事項。

なお、榎田誠希氏は当社が上場以来第10代目の現任の当社社長であるところ、1950年の上場以来、榎田誠希氏を含む当社の歴代社長が全員日本銀行の出身者であり、かつ日本銀行において理事を経験した者であることに鑑みて、以下（i）から（x）に示す人物（以下「歴代天下り理事」という。）に関する人事についても、調査者が榎田氏人事を調査する上で必要と判断した範囲に限り追加的に調査を行うことができる。

＜当社の現在又は過去の役職員のうち、日本銀行出身者であって、かつ日本銀行において理事を経験した主な者の氏名並びに当社における主な役職及び在任期間＞

（i）白根 清香、社長（1950～62年）

（ii）谷口 猛、社長（1962～70年）

（iii）鎌田 正美、社長（1970～79年、1983～85年）

（iv）岡田 健一、社長（1979～83年）

（v）多島 達夫、社長（1985～92年）

（vi）青木 昭、社長（1992～98年）

（vii）小島 邦夫、社長（1998～2004年）

（viii）増淵 稔、社長（2004～12年）

（ix）小林 英三、社長（2012～19年）

(x) 櫛田 誠希、社長（2019年～現任）

（注1）鎌田 正美、岡田 健一、多島 達夫、青木 昭、小島 邦夫、増渕 稔及び小林 英三は社長退任後、会長に就任している。

（注2）青木 昭、小島 邦夫、増渕 稔及び小林 英三は社長及び会長退任後、相談役又は特別顧問に就任している。

(イ) 当社取締役会が、2018年6月に開催された当社の第108回定時株主総会に岡田豊氏を新任の取締役候補者とする議案を提出した経緯及び取締役に選任された1ヵ月後に同氏が常務に就任した経緯（以下、合わせて「岡田氏人事」という。）が、日本銀行をはじめとした第三者の関与しない当社による公正な評価に基づくものであったか否か及びこの点に関連して調査者が必要と認める一切の事項。

なお、1980年以降、日本銀行出身者のうち、岡田豊氏を含む日本銀行において局長を経験し、理事を経験していない者（以下「局長級人材」という。）が当社の常務又は専務の地位に間断なく継続して就任していることに鑑みて、以下（i）から（vii）に示す人物（以下「歴代天下り局長」という。）に関する人事についても、調査者が岡田氏人事を調査する上で必要と判断した範囲に限り追加的に調査を行うことができる。

<当社の現在又は過去の役職員のうち、局長級人材である主な者の氏名並びに当社における主な役職及び在任期間>

(i) 佐藤 静、専務（1980～85年）

(ii) 木村 文穂、常務（1985～87年）、専務（1987～92年）

(iii) 林 敏雄、常務（1992～94年）、専務（1994～98年）

(iv) 堀口 助、常務（1998～2002年）、専務（2002～05年）

(v) 橋本 泰久、常務（2005～09年）、専務（2009～12年）

(vi) 織立 敏博、常務（2012～16年）、専務（2016～18年）

(vii) 岡田 豊、常務（2018～22年）、専務（2022年～現任）

（注）林 敏雄、堀口 助、橋本 泰久、織立 敏博は当社退職後、当社子会社の日証金信託銀行株式会社の社長に就任している。

(3) 調査及び報告の方法

(ア) 調査者は当社からも本臨時株主総会招集請求者である提案株主からも独立して調査を行う。

(イ) 調査期間は、本臨時株主総会により調査者が選任された日から起算して3

か月とする。

- (ウ) 調査者は、調査期間末日までに、必要な調査を行ったうえで当該調査の結果を記載した書面（以下「調査報告書」という。）を当社に交付するとともに、その内容を公表する。また、調査者は、本臨時株主総会の後に開催される最初の株主総会において調査報告書の内容を報告する。
- (エ) 調査者は当社の役職員に対して、調査のため必要と考える書類等の開示、交付等を求め、また調査のため必要と考える事項について報告を求めることができ、当社の役職員はこれを拒否できない。
- (オ) 調査者は、当社の役職員その他の者が調査に協力しない場合、調査を拒否若しくは妨害した場合、又は当社の役職員その他の者から調査者若しくは補助者が直接的若しくは間接的に圧力等を受けた場合、これを調査報告書に記載する。
- (カ) 調査者は、必要に応じて、当社役職員からのヒアリングを行い、調査対象とする事実の範囲（以下、「調査スコープ」という。）を決定する。
- (キ) 調査スコープは、歴代天下り理事及び歴代天下り局長の指名及び人事が、日本銀行等の第三者の影響を受けたものではなく当社による公正な評価に基づくものであったか否かを調査するという調査者選任の目的を達成するために必要十分なものとする。また、調査者は、その判断により、必要に応じて、調査スコープを拡大、変更等を行うことができ、この場合には、調査報告書でその経緯を説明する。
- (ク) 調査者は、当社の企業価値に著しい悪影響を与えることのないよう、当社のコストやリソース配分にも配慮して、調査スコープを設定する。

(4) 報酬

- (ア) 当社は、調査者に対して、社会通念上合理的な範囲で、調査に要した費用（調査者及び補助者の日当を含む）を支給する。調査者及び補助者がその通常の業務に当たって合理的なタイムチャージに基づき報酬を請求する場合には、当該タイムチャージに基づいて算定される報酬は社会通念上合理的なものとみなす。
- (イ) 調査者の請求に対して、当社が調査に要した費用の全部又は一部の支給を拒否する場合、提案株主が、調査者に対して、当該支給を受けられなかった費用を補償する。

(5) その他の事項

調査者は、各自、適当と認める者を補助者に選任し、調査者の業務の一部を委任することができる。

ただし、当社の役職員を補助者とすることはできない。

第2号議案（議題2にかかる議案）

会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（財務省出身者の天下りの件）

（1） 業務及び財産の状況を調査する者

第1号議案の「（1）業務及び財産の状況を調査する者」に記載のとおりとする。

（2） 調査の目的事項

当社取締役会が、2016年6月に開催された当社の第106回定時株主総会に樋口俊一郎氏を新任の取締役候補者とする議案を提出した経緯及び取締役として選任されると同時に同氏が副社長に就任した経緯（以下、合わせて「樋口氏人事」という。）が、財務省をはじめとした第三者の関与しない当社による公正な評価に基づくものであったか否か及びこの点に関連して調査者が必要と認める一切の事項。

なお、1960年以降、樋口俊一郎氏を含む財務省又は大蔵省（以下「財務省」という。）出身者が当社の常務、専務又は副社長以上の地位に間断なく継続して就任していることに鑑みて、以下（i）から（x）に示す人物（以下「歴代天下り財務省OB」という。）に関する人事についても、調査者が樋口氏人事を調査する上で必要と判断した範囲に限り追加的に調査を行うことができる。

<当社の現在又は過去の役職員のうち、財務省出身者である主な者の氏名並びに当社における主な役職及び在任期間>

（i）篠川 正次、常務（1960～62年）、専務（1962～71年）

（ii）磯田 好祐、専務（1971～72年）、副社長（1972～77年）、会長（1977～79年）

（iii）田代 一正、副社長（1979～83年）

（iv）伊豫田 敏雄、専務（1984～85年）、副社長（1985～92年）

（v）門田 實、副社長（1992～2000年）

（vi）平岡 哲也、副社長（2000～04年）

（vii）齋藤 博、副社長（2004～08年）

（viii）松田 広光、副社長（2008～13年）

（ix）堀田 隆夫、副会長（2013～16年）

（x）樋口 俊一郎、副社長（2016年～現任）

（3） 調査及び報告の方法

第1号議案の「（3）調査及び報告の方法」に記載のとおりとし、「歴代天下り理事

及び歴代天下り局長」を「歴代天下り財務省OB」と読み替えるものとする。

(4) 報酬

第1号議案の「(4) 報酬」に記載のとおりとする。

(5) その他の事項

第1号議案の「(5) その他の事項」に記載のとおりとする。

第3号議案（議題3にかかる議案）

会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任の件（東京証券取引所出身者の天下りの件）

（1） 業務及び財産の状況を調査する者

第1号議案の「（1）業務及び財産の状況を調査する者」に記載のとおりとする。

（2） 調査の目的事項

当社取締役会が2016年6月に開催された当社の第106回定時株主総会に飯村修也氏を新任の監査役候補者とする議案を提出した経緯及び2019年6月に開催された当社の第109回定時株主総会に同氏を取締役候補者とする議案を提出した経緯（以下、合わせて「飯村氏人事」という。）が、株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）をはじめとした第三者の関与しない当社による公正な評価に基づくものであったか否か及びこの点に関連して調査者が必要と認める一切の事項。

なお、飯村修也氏を含む東証出身者が、1974年以降、取締役又は監査役として、間断なく継続して就任していることに鑑みて、以下（i）から（vii）に示す人物（以下「歴代天下り東証OB」という。）に関する人事についても、調査者が飯村氏人事を調査する上で必要と判断した範囲に限り追加的に調査を行うことができる。

<当社の現在又は過去の役職員のうち、東証出身者である主な者の氏名、当社における主な役職及び在任期間>

（i）上原 幸夫、取締役（1974～80年）

（ii）安井 淳、取締役（1980～84年）、監査役（1984～89年）

（iii）高橋 正昂、監査役（1989～94年）、社外監査役（1994～98年）

（iv）高橋 紘治、社外監査役（1998～2004年）

（v）新井 吉保、社外監査役（2004～08年）

（vi）水野 潮、社外監査役（2008～16年）

（vii）飯村 修也、社外監査役（2016～19年）、社外取締役（監査委員）（2019年～現任）

（3） 調査及び報告の方法

第1号議案の「（3）調査及び報告の方法」に記載のとおりとし、「歴代天下り理事及び歴代天下り局長」を「歴代天下り東証OB」と読み替えるものとする。

(4) 報酬

第1号議案の「(4) 報酬」に記載のとおりとする。

(5) その他の事項

第1号議案の「(5) その他の事項」に記載のとおりとする。

第3 提案の理由

第1号議案について

天下りは、みなし公務員がその立場を利用し、天下り先の高い地位と高額報酬を得るという点ではESGの「S」、社会正義に反する。また、経営幹部の人事が個人の資質と無関係に行われるという点ではESGの「G」、ガバナンスの根幹たる取締役選任の公正さの欠如を意味する。つまり、多数の天下りが存在する当社には、ESGの「S」及び「G」に係る重大な課題が同時に存在している。

当社取締役会は天下りを否定し、公正な人事の存在を主張するが、歴代社長が全員日本銀行の出身者であるなどの客観的状況に照らして、その主張が不合理であることは明らかである。本来であればその不合理を追求すべき指名委員会も長期間に亘る天下りを黙認しており、当社のガバナンスの自助努力による是正は期待できない。

従って、天下りを招いた経緯を解明し、当社において真のESG経営を実現するため、本議案の調査者による調査（以下「本調査」という。）を提案する。

第2号議案について

第1号議案と同様の理由に加え、樋口氏人事については国家公務員法に抵触する可能性が危惧される。

1983年を除き60年以上もの間、当社には財務省OBが常務、専務又は副社長以上の役員として常に在籍している。これは当社に在籍する財務省OBの役員の退任と同時に別の財務省OBが役員に就任していることを意味し、財務省と当社の間で人事情報の交換が行われている可能性、つまり財務省が国家公務員法第106条の2第1項に規定する「地位に就かせることを目的として」、当社に対して「役職員であつた者に関する情報を提供」しているとの疑念を持たざるを得ない。

当社における財務省OBの役員選任は、国家公務員法違反の結果である可能性が強く疑われ、これはESGにおける「S」及び「G」の根幹に係る重大な問題である。従って、本調査を通じてこのような疑惑を払拭し、当社において透明性の高い真のESG経営を実現するため、本調査を提案する。

第3号議案について

東証出身である飯村修也氏は、当社において独立役員である社外取締役として、監査委員長を務めている。

しかし、東証OBは48年間もの間、継続して当社役員の地位を占有しており、その過程においては当社と東証の間で人事情報の交換が行われている可能性が強く疑われる。飯村修也氏が同氏の資質や能力とは無関係に、当社と東証の慣れ合いの結果、監査委員長という高い独立性が求められる地位にある場合、その独立性と適性は根本から否定されざる

を得ない。

社外取締役の独立性と適性はE S Gにおけるガバナンスの根幹を成すものであり、本調査を通じて、飯村修也氏の就任が当社による公正な人事の結果であるか否かを明らかにすべきである。

本調査による過去の検証を経た上で、特定の組織から役員を選任し続けることの是非、そして社外人材の指名プロセスについて改めて評価し直すことは、当社が真のE S G経営を実践するために必要不可欠である。

第4 招集の理由

前記のとおり、当社の経営トップを含む役員の地位は、日本銀行、財務省及び東証の役員職員の天下り先として利用されており、当社による役員の指名プロセスに日本銀行、財務省及び東証が不当に関与していることが強く疑われる。さらに、日本銀行及び財務省の出身者については、当社の役員に就任した後の役職の就任すら予め成立した合意に基づきなされている疑いもある。従って、次回定時株主総会において、役員を選任議案が諮られる前に、当社における指名プロセスの透明性と公正性を確保する必要がある。そのため、会社法第316条第2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者を選任するため、臨時株主総会の招集を請求する。

以上