

Mizuho Short Industry Focus

コーポレートガバナンス報告書の開示内容の考察 ～未来への意思を示し、投資家との対話の有効なツールに～

【要旨】

- ◆ 2015 年 6 月 1 日、コーポレートガバナンス・コード(CG コード)に基づいたコーポレートガバナンス報告書(CG 報告書)の開示が開始された。2015 年 6 月 1 日～8 月 31 日までの 3 カ月に CG 報告書を開示した東証 1・2 部企業は 74 社となった。
- ◆ 開示企業 74 社が東証 1・2 部全体の企業数 2,446 社に占める割合は約 3%に過ぎないが、時価総額 561 兆円に占める割合は約 22%に達している。このことは、大企業が先んじて報告書を開示することで、「攻めのガバナンス」を牽引しているとも言えよう。
- ◆ 本稿では、投資家が注目する以下 3 点について、開示内容を独自に検証し、その傾向を概観するとともに、投資家が求める開示のあり方に照らして考察を行った。
 - ① 政策保有株式の保有方針と議決権行使基準の開示(原則 1-4)
 - ② 経営陣の報酬方針・手続きの開示(原則 3-1(iii))
 - ③ 収益力・資本効率目標の開示(原則 3-1(i)(原則 5-2))
- ◆ 開示が始まったばかりということもあり、開示内容は質・量ともにバラつきが大きく、また開示項目毎の説明の関連付けが十分でないため、投資家にとって首尾一貫したストーリーとして理解しづらくなっているものも少なくない。一方で、今後開示を予定している企業にとっては参考となる事例も見受けられる。
- ◆ 今後開示が増え、それらが毎年更新され、数多くの優良な開示事例が蓄積されていくことで、CG 報告書の内容はますます充実していくことが予想される。CG 報告書は、過去の実績を中心とした有価証券報告書と並んで、未来への意思を示す情報開示として企業と投資家との対話の有効なツールとなるであろう。

2015 年 8 月 31 日
までに CG 報告書
を開示した東証
1・2 部企業は 74
社

2015 年 6 月 1 日、コーポレートガバナンス・コード¹(以下、CG コード)に基づいたコーポレートガバナンス報告書(以下、CG 報告書)の開示が開始された。適用開始日の 2015 年 6 月 1 日には、東京証券取引所の市場第一部及び市場第二部(以下、東証 1・2 部)の上場企業の先陣を切って、大東建託、サントリー食品インターナショナル、みずほフィナンシャルグループの 3 社が開示した。その後、8 月 31 日までの 3 カ月で CG 報告書を開示した企業(以下、先行開示企業)は 74 社となっている(【図表 1】)。

大企業が「攻めの
ガバナンス」を牽
引

先行開示企業が東証 1・2 部全体の企業数 2,446 社に占める割合は約 3%に過ぎないのに対し、時価総額 561 兆円に占める割合は約 22%に達している(【図表 2】)。先行開示企業の顔ぶれをみると、製造業ではトヨタ自動車、本田技研工業、非製造業では三菱商事、リクルートホールディングス、金融業ではいわゆるメガバンク(三菱 UFJ、三井住友、みずほ)など、大企業が多い。これら大企業が先んじて CG 報告書を開示することで、「攻めのガバナンス」を牽引しているとも言えよう。また、業種別にみると、2015 年 6 月 30 日に閣議決定された「日本再興戦略改訂 2015」の中で「金融機関のガバナンスや経営体力の強化」と言及された銀行業が 12 社で先行開示企業の約 16%を占めることも特徴である(【図表 3】)。

¹ 東京証券取引所(以下、東証)は、2015 年 5 月 13 日に「コーポレートガバナンス・コード」を、東証の「有価証券上場規程」の別添として定めた(2015 年 6 月 1 日施行)。東証の市場第一部及び市場第二部の上場企業は、コードの「基本原則」「原則」「補充原則」実施に関する情報開示を義務付けられ、実施しない場合はその理由を求めることとなっている。

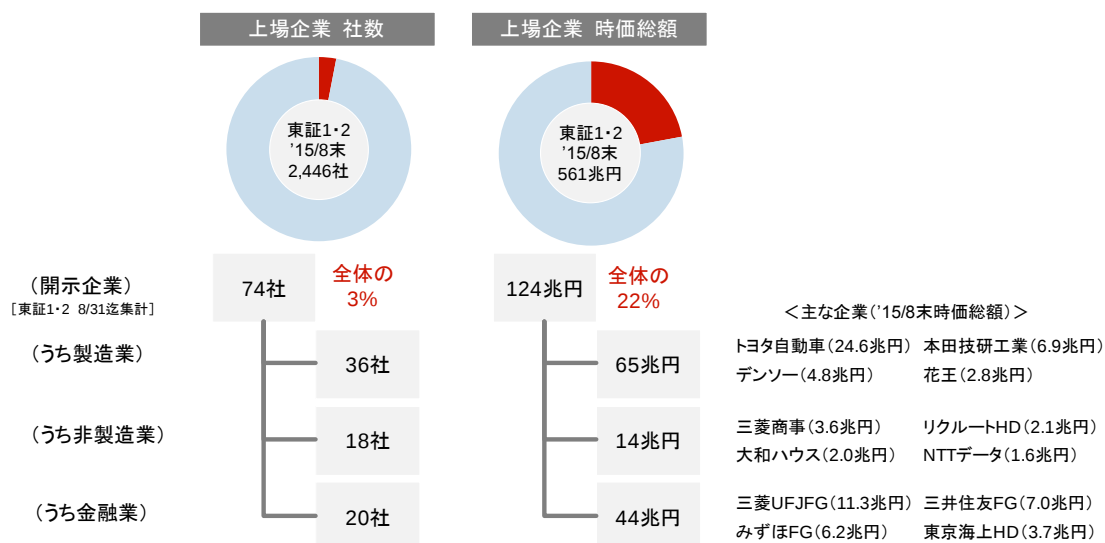
【図表 1】先行開示企業 74 社と業種

日付	企業名	証券コード	業種	日付	企業名	証券コード	業種	日付	企業名	証券コード	業種			
1	6/1	みずほFG	8411	銀行	31	7/1	花王	4452	化学	57	8/3	三菱UFJリース	8593	その他金融
2	6/1	サントリーBF	2587	食料品	32	7/1	本多通信工業	6826	電気機器	58	8/4	本田技研工業	7267	輸送用機器
3	6/1	大東建託	1878	建設	33	7/1	住友商事	8053	卸売業	59	8/5	トヨタ紡織	3116	輸送用機器
4	6/11	豊田自動織機	6201	輸送用機器	34	7/1	リクルートHD	6098	サービス	60	8/6	ジェイテクト	6473	機械
5	6/18	亀田製菓	2220	食料品	35	7/2	あおぞら銀行	8304	銀行	61	8/6	オリンパス	7733	精密機器
6	6/18	新生銀行	8303	銀行	36	7/3	三井住友FG	8316	銀行	62	8/6	美津濃	8022	その他製品
7	6/18	NTTデータ	9613	情報・通信	37	7/6	ソフト99コーポレーション	4464	化学	63	8/7	川崎重工業	7012	輸送用機器
8	6/19	エーザイ	4523	医薬品	38	7/7	木村化工機	6378	機械	64	8/7	中国銀行	8382	銀行
9	6/19	デンソー	6902	輸送用機器	39	7/8	豊田合成	7282	輸送用機器	65	8/7	東京海上HD	8766	保険
10	6/19	三菱商事	8058	卸売業	40	7/8	AサセGHD	2502	食料品	66	8/26	日本電気	6701	電気機器
11	6/22	マネックスグループ	8698	証券・商品先物	41	7/9	日比谷総合設備	1982	建設	67	8/27	三菱電機	6503	電気機器
12	6/22	MS&AD	8725	保険	42	7/9	タカタ	7312	輸送用機器	68	8/27	日本管財	9728	サービス
13	6/22	ニッサン	5367	ガラス・土石製品	43	7/9	アニコムHD	8715	保険	69	8/28	IHI	7013	機械
14	6/22	アイシン精機	7259	輸送用機器	44	7/10	日本板硝子	5202	ガラス・土石製品	70	8/28	コスロ化学工業	5013	石油・石炭製品
15	6/23	第一生命保険	8750	保険	45	7/13	大京	8840	不動産	71	8/28	双日	2768	卸売業
16	6/24	スタートトゥデイ	3092	小売業	46	7/17	三井住友トラストHD	8309	銀行	72	8/31	ビューリック	3003	不動産
17	6/24	古河電気工業	5801	非鉄金属	47	7/24	小松製作所	6301	機械	73	8/31	三菱重工業	7011	機械
18	6/24	オムロン	6645	電気機器	48	7/27	三谷産業	8285	卸売業	74	8/31	サンゲツ	8130	卸売業
19	6/24	トヨタ自動車	7203	輸送用機器	49	7/29	日本瓦斯	8174	小売業					
20	6/25	オリックス	8591	その他金融	50	7/30	大和ハウス	1925	建設					
21	6/25	損保ジャパン日本興亜	8630	保険	51	7/30	愛三工業	7283	輸送用機器					
22	6/26	コニカミノルタ	4902	電気機器	52	7/31	ユニゾHD	3258	不動産					
23	6/26	アモノ	6436	機械	53	7/31	資生堂	4911	化学					
24	6/26	東京TYFG	7173	銀行	54	7/31	フジシール	7864	その他製品					
25	6/26	ニッセンHD	8248	小売業	55	7/31	三菱UFJFG	8306	銀行					
26	6/26	りそなHD	8308	銀行	56	7/31	東日本銀行	8536	銀行					
27	6/26	常陽銀行	8333	銀行										
28	6/29	味の素	2802	食料品										
29	6/30	サニックス	4651	サービス										
30	6/30	横浜銀行	8332	銀行										

(出所) みずほ銀行産業調査部作成

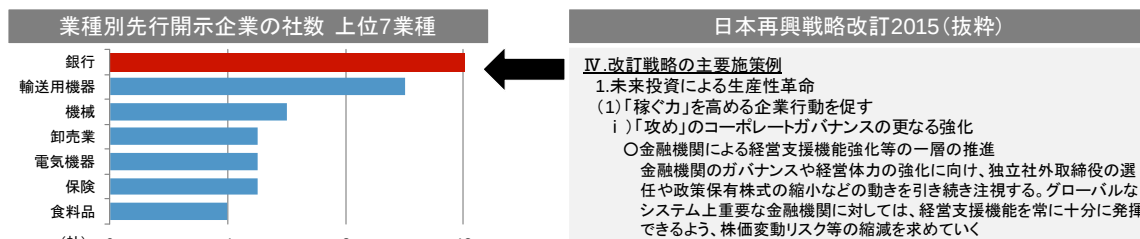
(注) CG 報告書における「コードの各原則に基づく開示」の記載欄に内容を記載している企業を抽出

【図表 2】先行開示企業の上場企業全体に占める社数と時価総額の割合



(出所) 各社 CG 報告書、東京証券取引所 HP、ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 3】先行開示企業の業種構成



(出所) 各社 CG 報告書、「日本再興戦略改訂 2015(2015 年 6 月 30 日)」よりみずほ銀行産業調査部作成

投資家が注目する開示項目3点について、先行開示企業の傾向を把握

ポイント①
政策保有株式の保有方針と議決権行使基準

CG 報告書における開示項目のうち、投資家が注目する項目として以下3点が挙げられる。

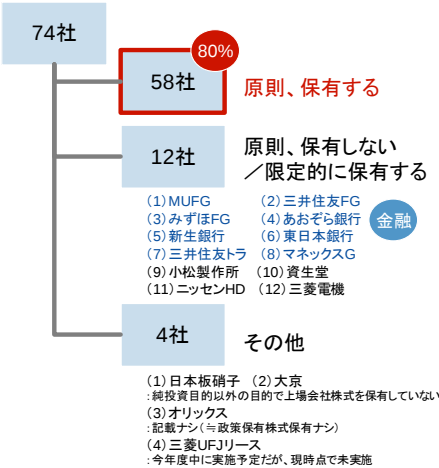
- ① 政策保有株式の保有方針と議決権行使基準の開示(原則 1-4)
- ② 経営陣の報酬方針・手続きの開示(原則 3-1(iii))
- ③ 収益力・資本効率目標の開示(原則 3-1(i))(原則 5-2))

これらについて、先行開示企業における開示内容を独自に検証し、その傾向を概観するとともに、投資家が求める開示のあり方に照らして考察を行う。

政策保有株式の保有方針は、有価証券報告書から政策保有株式を保有していないと推察されるオリックスを除く全ての先行開示企業が開示しており、開示項目として重視されていることが伺われる。「原則、保有する」とする企業が58社で約80%を占める一方で、「原則、保有しない」又は「限定的に保有する」とする企業は12社で、金融業が多い(【図表4】)。ただし、方針は二分されているように見えて、実はいずれも「保有意義があれば保有する、保有意義がなければ保有しない」という趣旨であり、本質的な内容に大差はない。

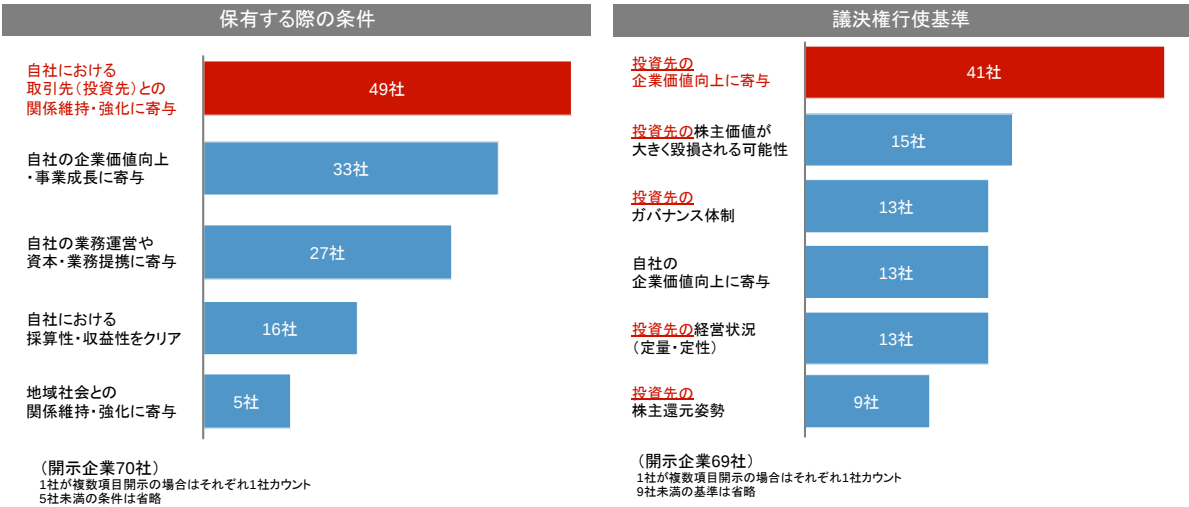
また、政策保有株式を保有する際の条件(保有意義)をみると、「取引先との関係維持・強化に寄与」が49社と最も多く、自社にとってのメリットを挙げる企業が太宗である(【図表5】左表)。一方、議決権行使基準は、「投資先の企業価値向上に寄与するか」が41社と最多であり、投資先に関する事項が判断基準となっている企業が多い(【図表5】右表)。

【図表4】先行開示企業 政策保有株式の保有方針



(出所) 各社 CG 報告書よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表5】先行開示企業 政策保有株式を保有する際の条件と議決権行使基準



(出所) 各社 CG 報告書よりみずほ銀行産業調査部作成

政策保有株式の保有方針や議決権行使基準の開示について投資家が求めることは、「投資先の企業価値向上が、自社の企業価値にどうポジティブに働くのか」、つまり「政策保有株式の保有意義と、その検証プロセス、議決権行使基準を関連付けて説明すること」だと考えられる。これに照らして開示内容の傾向を考察すると、保有意義を「自社のため」とする一方、議決権行使基準を「投資先のため」とする企業が多く、投資家にとって説明の一貫性を理解しづらい面がある。相互の関連性を明確にした説明が求められよう。

この点における参考事例として、三菱商事を取り上げたい(【図表6】)。同社はCG報告書の中で、保有意義を「事業機会の創出や取引・協業関係の構築・維持・強化のため」とし、投資先企業について「株式ごとに管理担当部局を定め、毎年、(中略)各社の業績や経営効率などを定量的に確認するとともに、定性的な経営課題も把握・管理する」として大まかな検証プロセスを示している。その上で、「取得目的の達成状況、取得時以降の採算性の変化を定期的に確認」することにより「継続保有の合理性・必要性等を再確認」することが示されており、検証プロセスの中で保有意義が継続的に問われるよう運営していることが伺われる(保有意義と検証プロセスの関連付け)。また、議決権行使について、保有意義を実現する手段として位置付けていることが明確に謳われているほか、「各社の経営状況等を定量・定性の両面から検討の上、各議案について適切に議決権を行使する」として、検証プロセスにおける結果を踏まえて議決権を行使することを示唆している(保有意義、検証プロセスと議決権行使との関連付け)。このように、同社の開示内容は保有意義、検証プロセス、議決権行使が関連付けられている点で、工夫されたものと言えるだろう。

なお、保有意義や検証プロセス、議決権行使基準の開示については、一定の範囲で考え方や基準を示すことはできても、自ずと限界がある点には注意が必要である。政策保有株式の保有意義が戦略的であればあるほど、その意義や議決権行使基準を詳らかに開示することで、競合相手に「手の内」を見せることとなり、かえって企業価値を毀損する可能性も否定できない。この点は、投資家も認識し、理解する必要があるだろう。

【図表6】三菱商事 政策保有株式の保有方針と議決権行使基準の開示

■ 上場株式の取得・保有の考え方

三菱商事は、事業機会の創出や取引・協業関係の構築・維持・強化のための手段の一つとして、他社の株式・持分を取得・保有する場合がありますが、その際は取得・保有する株式・持分ごとに管理担当部局を定め、毎年、投資先企業の経営状況について、各社の業績や経営効率などを定量的に確認するとともに、定性的な経営課題も把握・管理することとしています。

このうち、関係会社を除く上場会社の株式については、社内規則に基づき、下記のとおり、当該株式の取得・保有意義や採算性の観点から踏まえた取得・保有の是非の判断や保有方針の見直しを行うこととしています。

(a) 関係会社を除く上場会社の株式を新たに取得する場合、取得の意義・目的を明確にするほか、株式取得の際の定量的なリスクや期待収益率等の経済合理性を事前に確認した上で、新規取得の是非を決定する。

(b) 上場株式の保有期間中は、取得目的の達成状況、取得時以降の採算性の変化を定期的に確認し、社内リスク管理制度の一つである「EXITルール」等の要件に該当する場合は、中長期的視点も踏まえた継続保有の合理性・必要性等を再確認のうえ、売却も含め保有方針を見直すことにより、効率的な資産の入替えを行う。

なお、上場株式の取得・処分には、インサイダー取引規制の遵守を徹底しています。

■ 上場株式に関する議決権行使の考え方

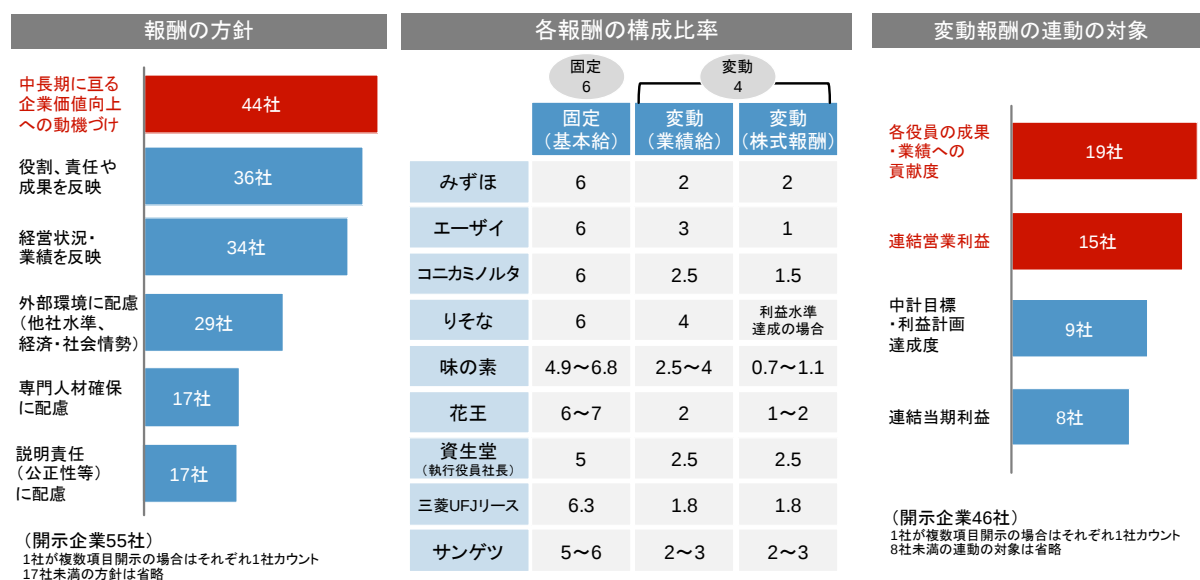
三菱商事では、事業機会の創出や取引・協業関係の構築・維持・強化を図るとともに、三菱商事及び投資先企業の中長期的な価値向上の観点から、投資先企業との様々なチャネルを通じた対話・コミュニケーションを重視しており、議決権行使もその重要な手段の一つと考えています。このため、投資先企業に対する議決権の行使にあたっては、各管理担当部局が各社の経営状況等を定量・定性の両面から検討の上、各議案について適切に議決権を行使することとしています。

(出所) 当社 CG 報告書よりみずほ銀行産業調査部作成

ポイント②
経営陣の報酬方針・手続きの開示

経営陣の報酬方針を開示している企業は55社であり、先行開示企業の約75%を占める。このうち「中長期に亘る企業価値向上への動機づけ」を方針として掲げる企業が44社と最も多く、「役割、責任や成果を反映」が36社でこれに次いでいる。報酬の構成を開示している企業は9社で、おおそ固定6割、変動4割という比率の企業が多い。変動報酬の連動対象は45社が開示しており、「各役員の成果・業績への貢献度」を挙げる企業が19社で最多となっている(【図表7】)。

【図表 7】 先行開示企業 経営陣の報酬の方針と各報酬の構成比率、変動報酬の連動の対象



(出所) 各社 CG 報告書よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 各報酬の構成比率における報酬は、業務執行を担う役員、執行役員、社外を除く役員の報酬

経営陣の報酬方針・手続きの開示について投資家が求めることは、「役員報酬は、企業が掲げる経営目標に照らして適切に設定されているのか」、すなわち「企業が掲げる経営目標と報酬方針、変動報酬の連動対象が関連付けて説明されていること」だと考えられる。これに照らして開示内容の傾向をみると、経営目標と報酬方針との関係や、報酬方針と構成比率の設定や変動報酬の連動対象の設定との関係等が必ずしも明確ではなく、多くの企業では各項目の説明が独立しているとの印象を免れない。

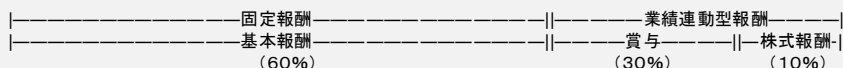
一方で、一連の説明を関連付けて、分かりやすく説明している企業もある。例えば、エーザイの CG 報告書では、執行役の報酬方針を「執行役としての業務執行が強く動機付けられるとともに、業績が考慮され、中長期的な企業価値向上に資する」とし、変動報酬は「全社業績目標及び各執行役の業績目標達成度に応じて算出している」と説明している(【図表 8】)。具体的に算出式の大まかな概念をも示しており、その算出式の中で中期経営計画目標値(売上、営業利益、当期利益、ROE)の達成状況が織り込まれている。このことから、エーザイは、経営目標、報酬方針、変動報酬の連動対象を意識的に関連付けて開示していると推察される。

【図表 8】 エーザイ 経営陣の報酬方針・手続きの開示(抜粋)

5. 執行役の報酬体系

優秀な人材を当社の 経営陣として確保することができる報酬内容とすること、および執行役が業務執行に対し強く動機付けられ、大きな貢献を生み出せる報酬内容とすること、これらの基本方針に則り、報酬委員会では国や地域による報酬水準や報酬等の仕組みの違いを認識して、執行役の報酬等を決定しています。以下は、執行役の報酬体系を示したものです。国内非居住の執行役、および高度な専門性や資格等を有する執行役の報酬等については、報酬決定のプロセス等は同様であるものの、個別に審議を行い決定しています。執行役の報酬等は、基本報酬、賞与および株式報酬で構成しています。執行役の職務は業務執行であり、執行役としての業務執行が強く動機付けられるとともに、業績が考慮され、中長期的な企業価値向上に資する報酬体系としています。執行役の報酬等の水準は、産業界の中上位水準を志向して設定しています。～省略～

執行役の報酬等は、基本報酬、賞与および株式報酬の割合を6:3:1とし、総報酬における業績連動型報酬比率は40%となっています。



～省略～

■業績連動型報酬の決定プロセス

報酬委員会は執行役の業績評価および業績連動型報酬(賞与、株式報酬)の個人別の支給額・交付株式数を審議し、決定します。執行役の賞与および株式報酬は全社業績目標および各執行役の業績目標の達成度に応じて、それぞれ以下の計算式により算出されます。

$$\begin{aligned}
 \text{賞与} &= \text{役位別の賞与基礎額} \times \text{全社業績目標達成度} \times \text{個人別業績目標達成度} \\
 \text{支給率: } 0 \sim 225\% & \quad \text{評価: } 0 \sim 150\% \quad \text{評価: } 0 \sim 150\% \\
 \text{株式報酬} &= \text{役位別の基本交付株式数} \times \text{全社業績目標達成度} \times \text{連結売上収益、連結営業利益、連結当期利益、連結ROE} \\
 \text{支給率: } 0 \sim 150\% & \quad \text{評価: } 0 \sim 150\%
 \end{aligned}$$

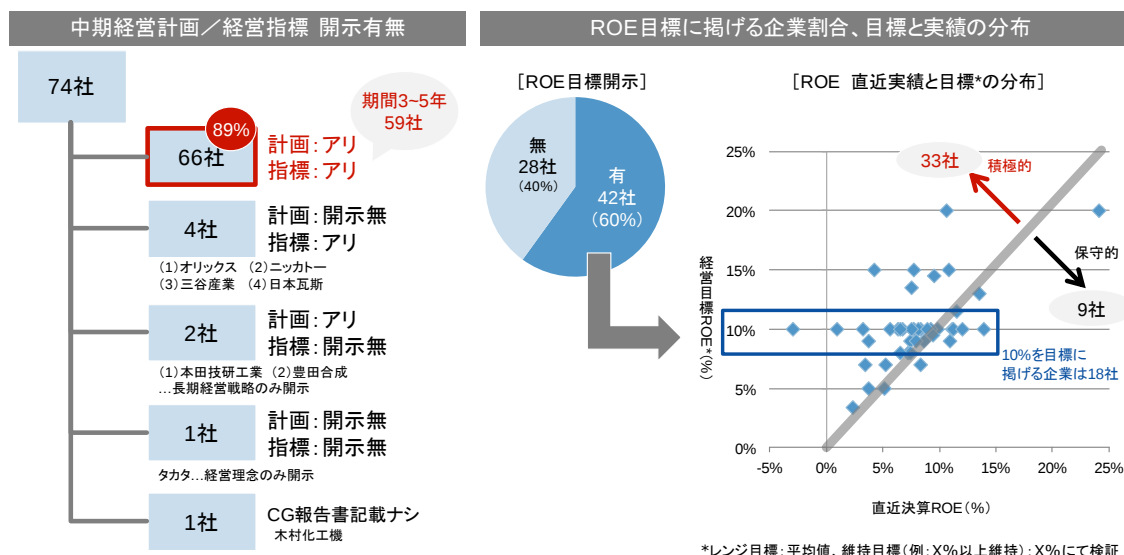
全社業績目標達成度は、連結売上収益、連結営業利益、連結当期利益および連結ROEを評価し決定します。～以下省略～

(出所) 当社 CG 報告書よりみずほ銀行産業調査部作成

ポイント③
収益力・資本効率
目標の開示

収益力・資本効率目標については、中期経営計画(以下、中計)において目標が設定されている指標(以下、経営指標)を参照する形で開示している企業が多い。中計と経営指標を共に開示している企業は先行開示企業74社のうち66社(89%)、期間が3年～5年の企業が59社と、大多数が3～5年の中計を策定し、経営指標を掲げている(【図表9】左表)。経営指標を開示している企業70社のうち、資本効率目標を掲げている企業は48社であり、のうち株主資本利益率(ROE)を掲げる企業は42社(60%)、総資本利益率(ROA)を掲げる企業は10社(14%)、投下資本利益率(ROIC)を掲げる企業は4社(6%)となっている。特にROEを経営指標に掲げている企業42社について、直近決算における実績と開示された目標値の分布をみてみると、実績を上回る目標を掲げている「積極的」な企業が33社(79%)を占め、目標水準については「10%」を掲げる企業が18社(43%)で最多となっている(【図表9】右表)。「積極的」な企業が多いのは、安倍政権下の成長戦略(日本再興戦略、日本再興戦略改訂2014)で「稼ぐ力向上」が謳われ、その実現に向けた政策パッケージが徐々に実現・浸透してきたことから、資本効率の向上に対する意識が高まっていることの表れであろう。また、ROE目標水準が「10%」に集中している背景としては、経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書(いわゆる「伊藤レポート」)において「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」と言及されたことも一因と推察される。

【図表9】 先行開示企業 経営計画/経営指標開示有無、ROE目標を掲げる企業の割合と目標と実績の分布

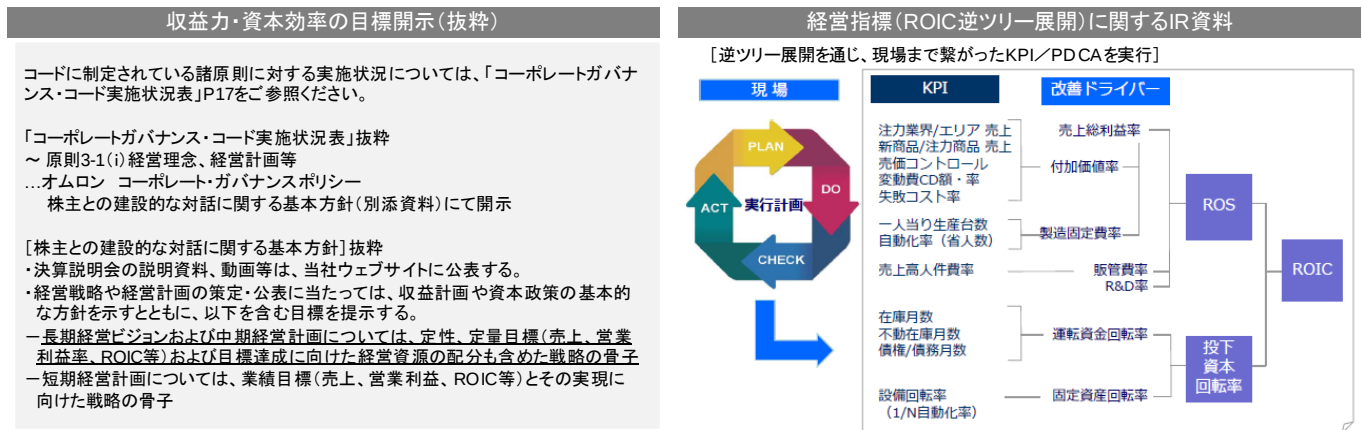


(出所) 各社 CG 報告書、会社四季報 2015 年夏号よりみずほ銀行産業調査部作成

収益力・資本効率目標の開示について投資家が求めることは、「(中計における)事業戦略・財務戦略と、経営指標を関連付けて明確に説明すること」、すなわち「(中計において)経営理念に基づく事業戦略・財務戦略が具体的に説明され、それらがどのような実現プロセスを経ることで、経営指標の目標達成に至るのかというストーリーを説明すること」だと考えられる。これに照らして開示内容の傾向を考察すると、多くの企業がCG報告書にて参照している中計において、事業戦略・財務戦略と経営指標は開示されているものの、実現プロセスが明らかではなく、両者が分かりやすく関連付けられていないことが多い。

収益力・資本効率目標の開示における参考事例として、オムロンを取り上げたい。同社のCG報告書では、既に策定・公表されている中計等を参照し、投下資本利益率(ROIC)を収益力・資本効率目標として掲げている(【図表10】左図)。中計等では、そのROICを構成要素に分解し、各要素に関係する重要業績評価指標(KPI)を定めるとともに、これを現場レベルのアクションに落とし込み、PDCAを行う仕組みを示している(【図表10】右図)。経営指標の目標達成に至るプロセスが論理的に説明されており、投資家にとって理解しやすい内容と言えるだろう。

【図表 10】オムロン 収益力・資本効率目標の開示(抜粋)



(出所) 当社 CG 報告書、オムロン コーポレート・ガバナンスポリシー、2016/3 期第 1 四半期決算資料よりみずほ銀行産業調査部作成

未来への考え方を示す CG 報告書は、企業と株主との対話の有効なツールに

以上、先行開示企業の開示内容を検証したが、開示が始まったばかりということもあり、質・量ともにバラつきが大きいことは否めない。また、各開示項目の説明に力を入れるあまり、項目毎の説明の関連付けが乏しく、投資家にとって首尾一貫したストーリーとして理解しづらい開示となっているものも見受けられる。一方で、個々の説明が相互に関連付けられて開示され、投資家に理解されやすいように工夫されている事例もあり、それらは今後開示を予定している企業にとって参考となる。

CG 報告書は、経営方針・目標やそれを支える仕組み等、未来に向けた企業の意思や考え方を表明する項目を多く含み、コンパクトにまとめているという点で、投資家にとって、企業の将来を評価する際に有益かつ重要な情報開示たりうる可能性を秘めている。それが、今回の検証作業を振り返って、われわれが抱く印象であり、期待でもある。今後開示が増え、それらが毎年更新され、数多くの優良な開示事例が蓄積されていくことで、CG 報告書の内容はますます充実していくことが予想される。過去の実績を中心とした有価証券報告書と並び、未来への意思を示す情報開示として、CG 報告書は、企業と投資家との対話の有効なツールとなるであろう。

みずほ銀行 産業調査部
事業金融開発チーム 中 美尋
TEL:03-5222-5084 E-mail: mihiro.naka@mizuho-bk.co.jp

© 2015 株式会社みずほ銀行

本資料は金融ソリューションに関する情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘・取次ぎ等を強制するものではありません。また、本資料はみずほフィナンシャルグループ各社との取引を前提とするものではありません。

本資料は当行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることがあります。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。本資料の著作権は当行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他の如何なる手段において複製すること、②当行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。