

2016年4月1日 全11頁

《実践》コーポレートガバナンス

求められる経営陣の意識改革（上）

～コーポレートガバナンス・コードの事例分析～

コード対応から見える経営陣の「株主からの信任」に対する意識の差

コンサルティング・ソリューション第一部
コンサルタント
吉川英徳
コンサルタント
内山和紀

[要約]

- コーポレートガバナンス・コードの開示が3月決算企業を中心に昨年12月末で一旦は出揃った。東証1部、TOPIX500、TOPIX100別に分析したところ、時価総額の大きい企業ほどコンプライする比率が高かった。ガバナンスに携わる人的資源やガバナンスに対する意識の違いが影響していると思われる。
- 全体的には形式的な対応が多い印象があるものの、単なる項目毎の開示にとどまらず、コーポレートガバナンス・ガイドラインの公表や、ストーリー性のある開示を行うなど、株主・投資家との対話を意識した「工夫」を行っている事例も見られた。
- 本稿においては、主な原則・補充原則別のうち投資家の関心の高い「原則1-3（資本政策の基本方針）」及び「原則1-4（政策保有株式）」について、論点整理及び事例分析を行った。その結果、一部の企業においては、採用する管理指標や保有意義の検証方法等、丁寧な説明を行っていることがわかった。
- コーポレートガバナンス・コード対応の初年度においては「形式的な整備」に終始し、議論ができなかった企業もあっただろう。2年目においては、ガバナンスの「実質性」をどのように担保していくかが課題であり、株主からの「信任」を意識して取締役会で議論することが求められている。

1. はじめに

コーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）の原案が公表されてから 1 年が経過した。CG コード自体は 2015 年 6 月に施行され、適用初年度という事で、定時株主総会の半年後まで CG コード対応の猶予期間が設けられた。その結果、2015 年 12 月末までに、東証 1 部・2 部上場企業のうち約 7 割の企業が CG コード対応の開示を行った。CG コードの導入により多くの企業においてコーポレートガバナンスのあり方について再考する契機になったと推察される。

筆者もここ 1 年で 100 社以上の上場企業と CG コード等について意見交換をさせて頂いたが、適用初年度という事もあり、多くの企業からは各原則・補充原則について「具体的にどう考えればいいのか」、「実務的にどうすればいいのか」という質問を数多く頂いた。特に「政策保有株式」、「役員指名・報酬の方針・手続き」、「後継者計画の監督」、「取締役会評価」等を中心に、対応に頭を悩ませている企業も多いと思われる。

本稿においては、上下巻を通して上場各社の CG コード対応の全体感を俯瞰したうえで、開示対象コードを中心に主要原則・補充原則の事例を整理・分析し、日本企業の抱えるコーポレートガバナンス上の課題について考察していきたい。本稿においては、上場会社の CG コード対応の全体像及び主要原則・補充原則のうち、投資家の関心が特に高い「資本政策の基本方針（原則 1-3）」及び「政策保有株（原則 1-4）」について事例の分析を行う。その上で、取締役会等で再度、自社のガバナンスのあるべき姿について議論を深めて頂き、コーポレートガバナンスの実効性を向上させるために、自社が今後何をすべきかの参考にして頂ければ幸いである。

2. CG コード対応におけるコンプライ・エクスプレインの全体像

東証 1 部・2 部に上場している約 2,500 社のうち、約 7 割が 3 月決算であり、1,800 社以上の企業が昨年 12 月末までに CG コードに対応した新フォームでのコーポレートガバナンス報告書（以下、CG 報告書）を提出している。株主との対話を意識して、コンプライ・エクスプレインの記載内容の充実や自社独自のコーポレートガバナンス・ガイドラインを策定・公表する、CG コード 73 項目の対応状況の全てを公表する等といった工夫を行う企業も一部で見受けられたが、全体的に「無難な対応」にとどめている企業が多く、記載内容についても、汎用的な表現が目立ったというのが率直な感想である。

図表 1、図表 2 は全体的な傾向を整理するために、まず 2015 年 12 月末までに開示された CG コード対応状況を東証 1 部、TOPIX500、TOPIX100 別に分析したものである。

図表 1 に示すように、時価総額が大きくなるにつれて、企業割合に対するフルコンプライ比率は、東証 1 部の 14%に対して、TOPIX500 は 27%、TOPIX100 は 41%と高まると同時に、1 社あたりの平均エクスプレイン数は、東証 1 部の 4.3 に対し、TOPIX500 は 2.6、TOPIX100 は 2.0 と低下している。TOPIX100 採用企業のように特に時価総額の大きな上場企業は外国

人株主比率が高く、ガバナンスに携わる人的資源も豊富であり、ガバナンスに対する意識が高い企業が多い事が影響していると思われる。独立社外取締役の複数名選任や英訳対応等（後述）について、そうした特に規模の大きな上場企業が既に対応済である一方、他の上場企業においてはエクスプレインしている事が背景にあると考えられる。

図表1 エクスプレイン数別の企業割合等（2015年12月末時点）

| エクスプレイン数 /企業割合 | 東証1部 | TOPIX500 | TOPIX100 | (ご参考) 東証1部・2部 |
|---------------------|-------|----------|----------|------------------|
| 0項目 (フルコンプライ) | 14% | 27% | 41% | 12% |
| 1項目～5項目 | 56% | 59% | 48% | 52% |
| 6項目～10項目 | 23% | 10% | 7% | 26% |
| 11項目～15項目 | 5% | 3% | 2% | 8% |
| 16項目以上 | 2% | 0% | 1% | 2% |
| その他 | 0% | 0% | 1% | 0% |
| 1社あたり 平均エクスプレイン数 | 4.3 | 2.6 | 2.0 | 4.9 |
| 外国人株主比率 (自己株控除後) | 17.4% | 29.8% | 39.1% | 14.5% |

(注1) エクスプレイン数・外国人株主比率は公表各社の単純平均

(注2) TOPIX100のその他は「コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由」について未記載の1社

(出所) 各種公表データ等より大和総研作成

次に図表2に示すように東証1部・2部上場企業がどの項目をエクスプレインしているか見てみよう。「取締役会の実効性評価（補充原則4-11③）」「電子行使と英訳（補充原則1-2④）」「独立社外取締役の有効な活用（原則4-8）」が特にエクスプレインをした企業割合が高い項目となっている。背景としては、「取締役会の実効性評価」は従来日本企業において馴染みが薄い分野であり、多くの企業が具体的な実務について検討中である点、「電子行使と英訳」・「独立社外取締役の有効な活用」は、外国人株主比率が低い企業等や独立社外取締役が0名もしくは1名である企業がエクスプレインを行っている点が挙げられる。

図表2 エクスプレインをした企業割合の高い項目（2015年12月末時点）

| 原則・ 補充原則 | 概要 | 東証1部 | TOPIX500 | TOPIX100 | (ご参考) 東証1部・2部 |
|-------------|---------------|------|----------|----------|------------------|
| 4-11③ | 取締役会の実効性評価 | 62% | 54% | 43% | 64% |
| 1-2④ | 電子行使と英訳 | 49% | 16% | 2% | 56% |
| 4-8 | 独立社外取締役の有効な活用 | 37% | 19% | 11% | 42% |
| 4-2① | 経営陣報酬の設定 | 27% | 16% | 11% | 31% |
| 4-10① | 任意の諮問委員会の設置 | 26% | 16% | 10% | 29% |
| 3-1 | 情報開示の充実 | 27% | 24% | 19% | 28% |
| 3-1② | 英語対応 | 17% | 2% | 0% | 26% |
| 1-2② | 招集通知の対応と電子公表 | 16% | 9% | 4% | 20% |
| 4-8② | 連携の為の体制整備 | 16% | 9% | 4% | 19% |
| 4-8① | 情報交換・認識共有 | 14% | 5% | 7% | 18% |

(出所) 各種公表データ等より大和総研作成

3. CGコード開示手法の全体像

①開示の範囲

CGコードでは11項目の開示を求めているが、11項目に加えて任意のコードについて開示を行っている企業もある。極少数派にはなるが、73項目全部の開示を行っている企業もある。また、単なる項目毎の開示にとどまらず、コーポレートガバナンス・ガイドラインを整備・公表し、自社のコーポレートガバナンスに関する詳細な考え方を公表している企業も大手企業を中心に存在する。

株主等のステークホルダーから見ると、開示項目が多ければ多いほど、その企業がCGコードに対しどのような取り組み等を行っているのかという情報が得られる。また、コーポレートガバナンス・ガイドラインという形で整理・整備されていると、会社のコーポレートガバナンスに対する全体像を理解することができ、社内的にも、対応初年度の関係者が異動した後の引継ぎを容易にする仕組みの一つとして、有効と考えられる。

②開示内容

開示にあたっては、別の業種・会社が記載したとしても違和感がない汎用的な表現を用いる企業が多いが、日清製粉グループ本社やオムロンといった一部の企業では自社の事業

特性を踏まえた記載を行っている。

また、記載の順序について、多くの企業は原則の順番（例：原則 1-4, 原則 1-7…）に応じて機械的に記載しているが、花王等の一部企業については、まず企業理念・経営戦略・中期経営計画といった大きな目指すべき方向性を説明した上で、ガバナンスに関する個別具体的な施策について触れるといったように、ストーリー性のある開示を行っている。

内容の開示に関して、多くの上場企業で論点となるのが、「コンプライ」と「エクスプレイン」の基準である。例えば、補充原則 4-8①「(前略) 例えば、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的で開催するなど、独立した客観的な立場に基づく情報交換・認識共有を図るべきである。」において、独立した客観的立場に基づく情報交換・認識共有ができていないことで「コンプライ」している、と解釈する企業も多い。一方で、独立社外者のみを構成員とする会議体を設置していないことを理由に「エクスプレイン」とする事例も見受けられる。CG コードは細かいルールが定められていない「プリンシプル・ベース」であることが、上記のような開示における対応差に表れている。

「プリンシプル・ベース」ならではの特徴的な開示として「積水化学工業」や「J. フロント リテイリング」の事例がある。積水化学工業は CG コードの趣旨に則り、「現時点で実施していない原則」だけでなく「今回実施する事とした取組み」、「新たに実施する取組み」、「一層進化させることを決定した事項」をエクスプレイン項目として開示している。J. フロント リテイリングも「現時点で実施しているものの、その取組みを開始してまだ間もない原則」「従来から実施しているものの、さらにその実質的な内容を充実させなければならぬと考えている原則」等を開示している。そうした取組みにより、株主との建設的な対話を促進させていきたいという狙いがあると見られる。

4. 主要原則・補充原則別の事例分析

① 資本政策の基本方針（原則 1-3）

【原則 1-3. 資本政策の基本的な方針】上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

資本政策の基本方針（原則 1-3）はいわゆる開示対象コードではないため、CG 報告書等において説明を行っている企業は一部である。とはいえ、株主・投資家の関心が高く、多くの企業から相談を受けることが多い項目でもある。論点になるのが「財務の健全性」「資本効率性」のバランスの考え方である。特に、日本企業の場合、多くの企業は十分な自己資本を有しているため、「資本効率性」については投資家の

関心が高い。資本効率性を踏まえた上で、どのように「自己資本の拡充」と「株主還元」のバランスを考えていくかがポイントとなる。そうした考え方の開示に加え、一部の企業においては、下記の事例1の資生堂及び事例2のパナソニックのように、資本コストを意識した経営を行っている事を明記している事例も見られる。このような開示を行っている企業は少数ではあるが、投資家の「ROE」に対する関心が高まっている事を踏まえると、今後は自社の経営管理において、単なる利益指標だけではなく、自社の資本コストを意識した上で、ROAやROIC等の資本収益性を意識した管理指標を導入することが不可欠であると考えられる。

【事例1（資生堂）】資本政策の基本的な方針

当社は持続的成長に向けて、必要と判断されるタイミングで迅速・果断に投資を行うため株主資本の水準保持に努めます。その上で、フリーキャッシュフローやキャッシュコンバージョンサイクルを重視して、キャッシュ・フローとバランスシートのマネジメントの強化により、資本効率を意識した経営を実践します。

資金調達に関しては、有利な条件で調達可能な財務体質を維持すべく、ベンチマークとなる有利子負債比率は25%を目安としており、大型投資案件による資金調達が必要となった場合には、経営動向や財務状況および市場環境などを勘案して、最適な方法でタイムリーに実施します。

株主のみならずへの利益還元については、直接的な利益還元と中長期的な株価上昇による「株式トータルリターンの実現」をめざしています。これに基づき、成長のための戦略投資をドライバーとして利益の拡大と資本効率の向上を図ります。利益還元の目標として、当社は中期的に連結配当性向40%を目安とし、安定的かつ継続的な配当を維持します。また、自己株式取得についてもフリーキャッシュフローレベルや市場環境を勘案しつつ、適宜実施します。

（株式会社資生堂コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2016年3月7日）より抜粋）

【事例2（パナソニック）】資本政策の基本的な方針

当社は、「財務安定性」と「資本効率性」を両立させながら、それぞれを強化し、持続的な企業価値向上を図っていきます。「財務安定性」については、投資による積極的な事業運営のリスクに耐えうる、強靱な財務体質の構築に向けて、プラスのネット資金維持とその積み上げ、および、株主資本比率の向上を目指し、資金創出、資産圧縮活動を積極的に推進しています。「資本効率性」については、資本市場の期待収益率を上回るリターンの継続的な創出を目指します。このために、当社では、CCM（※）を経営管理指標の一つとして用いており、それを事業部に展開し、投資判断の意思決定に活用するなど、資本コストを意識した経営を行っています。

また、株主還元については、株主からの投下資本に対するリターンとの見地から、連結業績に応じた利益配分を基本とし、連結配当性向30~40%を目安に、安定的、かつ、継続的な配当成長を目指すことを配当の基本方針としています。

※CCM（キャピタル・コスト・マネジメント）：資本収益性を重視した当社独自の経営管理指標。CCMは、事業から生み出した収益から資本コストを控除したもので、事業から生み出した収益が、資本コストを上回れば、資本市場が期待する最低限度の利益を満たしたと位置づける。資本コストは、投下資本に事業部別CCMレート（投資家の期待収益率）を掛け合わせて算出する。

（パナソニック株式会社コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2015年11月10日）より抜粋）

② 政策保有株式（原則 1-4）

【原則 1-4. いわゆる政策保有株式】 上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。

原則 1-4（政策保有株式）は全 73 の各原則・補充原則の中で、最も投資家の注目度の高い項目の一つであり、「政策保有株式の基本方針」「経済合理性の検証」「議決権行使の基準」の説明が求められる。

(1) 政策保有株式の基本方針

「政策保有株式の基本方針」については、多くの企業の場合、「取引先との関係強化」の視点で説明している場合が多い。鉄道会社や地方銀行など地域に根ざした事業を行っている一部の企業は「地域社会との関係強化」という視点を加えている事例も見られる。そうした中で、事例 3 の美津濃のように、自社の事業特性を踏まえた上で、具体的に政策保有株式の必要性について説明する事例も見られる。より丁寧に説明することにより、必要性について投資家との対話ツールとして活用していこうという意図が見える開示である。

ただ、一部には、「事業取引」と「政策保有」の間に存在する利益相反関係に注目する投資家¹も存在する。具体的には、株式の保有関係があるがゆえに、特に株式を持たれている側にとって非合理的な取引関係が継続しているとの指摘である。企業側においては、単なる取引関係の有無だけでなく、そうした投資家側の疑念に対しても丁寧に説明することが求められる。

【事例 3（美津濃）】政策保有株式

当社グループは、事業目的である「スポーツ品の製造及び販売。スポーツ施設の建設工事、スポーツ施設の運営及び運営受託。スポーツ機器の製造及び販売。」に
取り組むなかで、多数の取引関係を有しております。このような状況のなかで、
政策保有株式の投資先企業とは、特に業務上密接に関わっており、相互の成長・
発展に資する有益な取引を行っております。業務的な提携に加え、資本的な提携
を行うことによって、一層濃密な意見交換や新製品開発などの企業機密情報の共
有が可能と考え、関係の強化を図るものであります。

（株式会社美津濃コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2015年8月6日）より抜粋）

¹ 詳細は「企業によるコーポレートガバナンス・コード対応への投資家の評価と期待（投資家フォーラム）」（スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議第 3 回資料）を参照（<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20151124/03.pdf>）

(2) 経済合理性の検証

多くの上場企業の実務担当者が頭を悩ませているのは「経済合理性の検証」である。検証プロセスの詳細を開示する企業は、事例4の三菱UFJフィナンシャル・グループや、図表3のみずほフィナンシャルグループ等、ごく一部に限られているが、多くの企業は定性面と定量面の両面から経済合理性を検証している。定性評価としては、保有目的とその狙いを達成できているかどうか、定量評価としては政策保有先の企業との取引関係から生じる収益や配当金等と、保有時価・株価動向等を鑑みて、リスク・リターンの検証を行い、最終的には定性評価・定量評価を総合的に勘案して判断する企業が多いと見られる。

その上で、経済合理性の検証の結果、過去の経緯で保有しているものの現在は特に取引等のない銘柄について、今回のガバナンスコードの導入を契機に整理していこうという企業も現れており、事例5の味の素のようにその旨を開示する例もある。図表3のみずほフィナンシャルグループは、政策保有株の具体的な削減目標・期間も開示している。

【事例4（三菱UFJフィナンシャル・グループ）】政策保有株式

■保有意義・経済合理性の検証

◇グループ銀行では政策投資目的で保有する全ての株式について、個別に中長期的な視点から成長性、収益性、取引関係強化等の保有意義及び経済合理性（リスク・リターン）を確認しています。このうち、当社の取締役会ではコーポレートガバナンス・コード原則1-4に基づき、主要な政策保有株式（※4）についての検証を行います。

◇なお、**経済合理性の検証は、MUFGの株主資本利益率（ROE）目標を基準とした総合取引RORAを目標値として実施します。**

◇上記の検証結果は以下の通りです。

・保有意義については、検証対象の何れも、当社及びグループ銀行の中長期的な経済的利益を増大する目的で保有しており、その妥当性を確認しました。経済合理性については、検証対象全体を合計した総合取引RORAが目標値を上回っております。

・なお、個別には約8割の取引先企業が目標値を上回っております（※5）。目標値を下回る約2割については採算改善を目指しますが、一定期間内に改善されない場合には売却を検討します。

（※4）検証対象の平成27年3月末基準の保有時価合計は約3.8兆円（簿価：約1.9兆円）と、グループ銀行が政策投資目的で保有する株式（上場）の合算時価の約7割をカバーします。

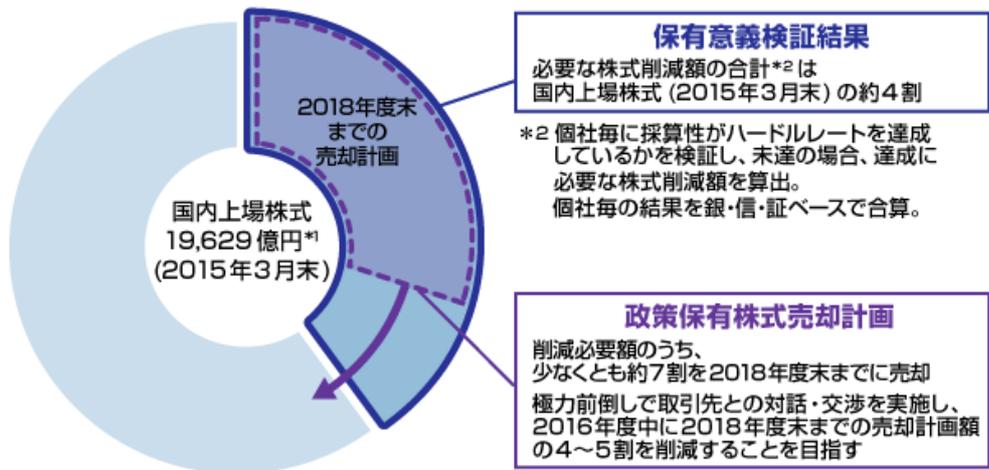
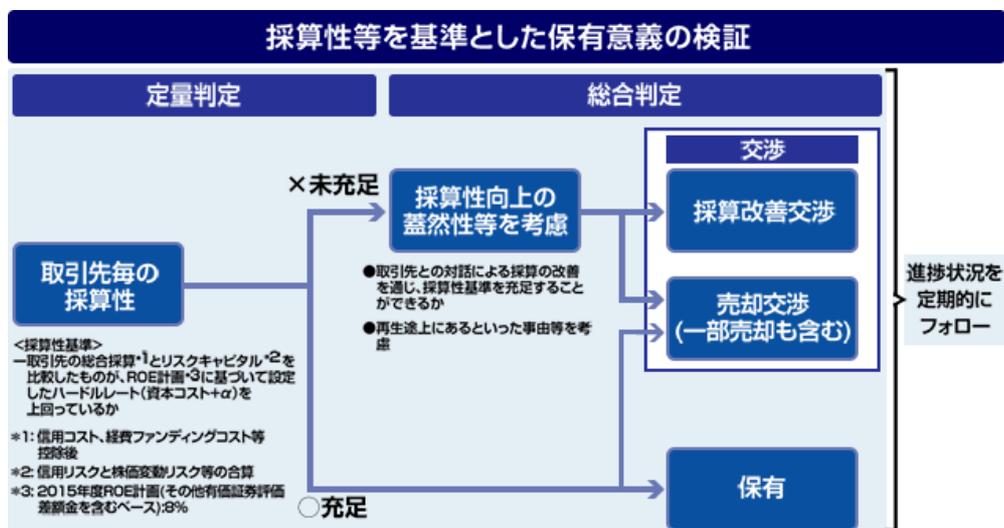
（※5）検証対象以外の上場株式についても、個別には約8割が目標値を上回っております。

（株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ コーポレートガバナンス報告書
（最終更新日：2015年11月6日）より抜粋）

【事例5（味の素）】政策保有株式
 （1）当社は、取引先との良好な取引関係を構築し、事業の円滑な推進を図るため、主として取引先からの保有要請を受け、取引先の株式を取得し、保有することがあります。取引先の株式は、取引関係の強化、ひいては当社事業の発展に資すると判断する限り、保有し続けますが、毎年見直しを行い、保有する意義の乏しい銘柄については、適宜株価や市場動向を見て、売却いたします。
 （2）株主価値が大きく毀損される事態やコーポレート・ガバナンス上の重大な懸念事項が生じている場合などを除き、保有株式に係る議決権の行使にあたっては、取引先との関係強化に生かす方向で議決権を行使いたします。

（味の素株式会社コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2015年6月30日）より抜粋）

図表3 政策保有株（みずほフィナンシャルグループ）



*1 その他有価証券のうち時価のあるもの。取得原価ベース。

（出所）みずほフィナンシャルグループ WEB サイト
<http://www.mizuho-fg.co.jp/company/structure/governance/structure/hold.html> より抜粋

(3) 議決権行使の基準

「議決権行使の基準」については、多くの企業の場合は「取引先との関係強化」「当該企業の企業価値（株主価値）最大化」の視点により行使すると記載しているが、事例6のトヨタ自動車のように、具体的な議案を挙げて精査対象とする例や、事例7のアマノのように客観的な第三者（機関投資家や議決権行使助言会社等）の考え方も参考に議決権行使を行うとCGコードで開示している企業も見られる。

【事例6（トヨタ自動車）】政策保有株式

(3) 議決権行使に関する基本方針

1) 議決権行使の基本的な考え方

当社は、議決権の行使は、定型的・短期的な基準で画一的に賛否を判断するのではなく、当該投資先企業の経営方針・戦略等を十分尊重したうえで、中長期的な視点での企業価値向上、株主還元向上につながるかどうか等の視点に立って判断を行います。

2) 議決権行使のプロセス

当社は、議決権行使にあたっては、投資先企業において当該企業の発展と株主の利益を重視した経営が行われているか、反社会的行為を行っていないか等に着目し、議案ごとに確認を行います。加えて、下記に記載した項目については必要に応じて個別に精査した上で、当該企業との対話等の結果を勘案し、議案への賛否を判断します（株主還元・授權資本の拡大・買収防衛策・事業再編等）。

（トヨタ自動車株式会社 コーポレートガバナンス報告書（最終更新日：2015年6月24日）より抜粋）

【事例7（アマノ）】政策保有株式

アマノグループコーポレートガバナンスガイドライン

1.1 様々なステークホルダーとの関係

（中略）

(4) 当社の持続的な成長及び中長期的な企業価値向上に資する目的で、事業上の連携を深めるべく、主に取引先を中心として相互で株式を保有する場合がある。

(5) 前項の株式に係る議決権行使にあたっては、各議案の内容を十分に精査のうえ、客観的な第三者（機関投資家や議決権行使助言会社等）の考え方も参考に賛否の判断を行う。

（アマノ株式会社 コーポレートガバナンスガイドライン

（http://www.amano.co.jp/corp/pdf/20150424_governance_guideline.pdf）より抜粋）

5. まとめ

大半の3月決算企業が当面のCGコード対応として昨年12月末までにCG報告書を提出している。初年度は、12月末までの開示期限に向けて、1年弱という限られた時間の中で、半分手探りの状態で、CGコードに準拠したガバナンスの「形式」を整えるのに苦労したという話をよく聞いた。また、多くの企業での初年度のCGコード対応は経営企画部・総務部

等を中心とした現場主導であると見られ、一部の企業からは、時間的制約等もあり、自社のコーポレートガバナンスのあり方について取締役会で深い議論ができなかったという話も聞いた。

その意味で、CG 報告書の提出はコーポレートガバナンス対応における「ゴール」ではなく、コーポレートガバナンス向上に向けた「スタート」である。CG コード2年目においては、ガバナンスの「実質性」をどのように担保するのかが課題となる。また、経営陣が自ら意識を変え、株主からの「信任」を強く意識して、自ら率先してガバナンスについて議論する事が求められる。

本稿では、ストーリーを伴ったコーポレートガバナンスの開示や、資本政策における資本収益性を意識した管理指標の設定・公表、政策保有株式の保有意義の検証プロセスの説明といった、株主との建設的な対話を意識した事例を取り上げた。取り上げた事例以外にも初年度の対応を終えて多くの好事例が出ている。そのような他社の事例を参考にして議論することも一案であろう。

下巻においては、実効的なコーポレートガバナンスを実現するうえで避けては通れないトピックである役員の報酬、役員の指名、後継者計画、取締役会評価、役員トレーニングに関して事例分析等を行う。加えて、今後の日本企業のコーポレートガバナンス向上の課題について整理している。是非、本稿に加えて、下巻も合わせてご参照頂きたい。

以上