

投資家側が必要とするガバナンス情報

金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループ第3回

2018年2月21日(水) 16:30-18:30

三瓶 裕喜
フィデリティ投信 ヘッド オブ エンゲージメント

Contents

1. 政策保有株式の開示について
2. 役員報酬の開示について
3. 有報とコーポレートガバナンス報告書の関係

企業情報開示に求める三原則

企業価値評価に使う情報に求めるのは、「透明性」、「比較可能性」、「予見可能性」

透明性

- 納得感、根底にある考え方、数値的根拠の客観性、検証可能性等

比較可能性

- 過去と将来をつなぐ継続性、海外を含む他社との比較可能性、開示情報の定義の標準化等（同一発行会社の時系列比較、比較対象会社との横比較など相対比較による評価）

予見可能性

- 価値評価で重要なことは、将来の可能性、不確実性を評価して価値に反映すること。したがって、将来の企業の姿を一定程度の蓋然性をもって見通すことができるか否かが評価に影響する。

出所：三瓶裕喜「機関投資家からみた情報開示の現状と問題点」証券アナリストジャーナル2014年12月号

1. 政策保有株式の開示について

1. 政策保有株式の開示について

コーポレートガバナンス・コード

【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^[1]についてそのリターンとリスク^[2]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。

[1] 主要ではない政策投資の意義は不明であり、検証もしないのならば解消すべきである。

[2] また、純投資の場合の「リスク」はリターンのボラティリティを指すが、投資リターン目的の投資ではないはずであり、政策投資の場合はバランスシート上のリスク性資産と認識すべきであり、それを支える株主資本充当の無駄遣いについて検証すべきである。

(1) そもそもの問題①: 資本コスト意識の欠如

資本コストに見合っているか

X社のB/S(2015年3月期決算)

①現預金 40%	有利子負債 6%
	負債
②有価証券 2%	純資産 82%
③投資有価証券 1%	

注:③投資有価証券(株式)=いわゆる政策保有株式
【出所:X社有価証券報告書より筆者作成】

1. 総資産に占める比率

- ・ 現預金及び現金同等物(①+②)=42%
- ・ ①+②+換金可能な上場株式(③)=43%
⇒価値を創造する事業資産は57%に過ぎない

2. 資本コスト

- ・ 無リスク(①)または低リスク金融商品(②)のリターンは資本コストを下回り逆ザヤ
- ・ ③はリスク性資産であり、株主資本の一部をバッファーとして充当していることになる
⇒資本の無駄遣い
(ただし、①、②については運転資本としての適正水準は必要)

Y社のB/S(2015年3月期決算)

①現預金 20%	有利子負債 16%
	負債
③投資有価証券 17%	純資産 28%

注:③投資有価証券(株式)=いわゆる政策保有株式
【出所:Y社有価証券報告書より筆者作成】

1. 総資産に占める比率

- ・ 現預金及び現金同等物(①+②)=20%
- ・ ①+②+換金可能な上場株式(③)=37%
⇒価値を創造する事業資産は63%に過ぎない

2. 資本コスト

- ・ 無リスク金融商品(①)のリターンは資本コストを下回り逆ザヤ
- ・ ③はリスク性資産であり、株主資本の相応の部分の部分をバッファーとして充当していることになる
⇒資本の無駄遣い
(ただし、①、②については運転資本としての適正水準は必要)

出所:2015年11月24日 金融庁主催「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)」提出資料(投資家フォーラム運営委員作成)

(1) そもそもの問題②: A社は受託者責任を果たしているのか 歪な持ち合い構造

A社 (TPX上位500社)	E社 (TPX上位30社)	F社 (TPX上位500社)
E社がA社株を保有←	E社がA社の第5位大株主 2.59%	
F社がA社株を保有←		F社がA社の第9位大株主 1.60%
A社がE社株、F社株を 保有→	みなし保有株式第1位 0.04%	みなし保有株式第2位 3.67%
A社	E社	F社
退職給付信託に占める 比率	23%	13%

出所: A社、E社、F社有報

(2) 情報開示についての問題意識

透明性・比較可能性・予見可能性の何れも欠如

現状の有報開示状況

「銘柄別に貸借対照表計上額が資本金額の1%を超えるもの(その銘柄数が30銘柄に満たない場合には、貸借対照表計上額の上位30銘柄に該当するもの)について、銘柄、株式数、貸借対照表計上額及び具体的な保有目的を開示」

(上位30銘柄から31位以下に異動したのは売却が理由か、時価の低下が理由かわからず、異動状況が正確に把握できない)

1. 株主総会前に対象決算期の「いわゆる政策保有株式」の状況が把握できていない(情報は前期有報に依存し、時宜を逸している)。
2. 原則1-4「毎年、取締役会で...中長期的な経済合理性...を検証し...、具体的な説明を行うべきである。」
3. 「いわゆる政策保有株式」には、“保有している側の問題”と“保有させている側の問題”がある。
4. CGコード補充原則4-11③に沿って、検証の方法、分析・評価の結果明らかになった課題、取り組み方針などを開示すべき。

解決案

案1: 特定投資株式および、みなし保有株式全銘柄について、株式数、貸借対照表計上額及び具体的な保有目的を開示する。

案2: 保有状況の異動を開示する。

案3: 投資先企業が保有している当該企業の株式についての情報を併せて開示する。

案4: 保有させている側の問題について明らかにするために、CGコード原則1-7「関連当事者間の取引」を開示する。

例3：関連当事者情報（CGコード原則1-7）

【原則 1 - 7. 関連当事者間の取引】

上場会社とその役員や主要株主等との取引（関連当事者間の取引）を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することのないよう、また、そうした懸念を惹起することのないよう、取締役会は、あらかじめ、取引の重要性やその性質に応じた適切な手続を定めてその枠組みを開示するとともに、その手続を踏まえた監視（取引の承認を含む）を行うべきである。

出所：コーポレートガバナンス・コード

政策保有株式を巡る様々な矛盾・懸念

個別面談においては、合理的な説明がないだけでなく、企業側が矛盾を認めている

1. 政策保有株式に「主要な」と「主要ではない」が存在するのか
2. 政策保有なのに、CGコード原則1-4で「純投資」のような方針が示されて場合が多い
3. 「純投資」であれば、益々保有意義の説明は難しくなる(かつての財テクのような投資は認められない)
4. 相手との「関係」があるにも関わらず、相手が当社の株式を何株保有しているかわからないことがあり得るか
5. 相手が当社に断りなく売却することはあり得るか(そのような曖昧な「政策」保有があり得るか)
6. お互いに合意がなければ売却しないのであれば、契約はあるのか
7. 資本提携契約を締結している場合と契約がない「持ち合い」の違いは何か
8. 相手の同意なしに売却できず、保有目的として「取引関係等の維持・強化」を謳っているのに利害関係がなく、独立していると言えるのか
9. 株式保有と取引関係が関連しているのであれば、「関連当事者情報」として開示すべきではないか
10. 資本提携契約を締結している場合、有報「経営上の重要な契約等」で開示しているか

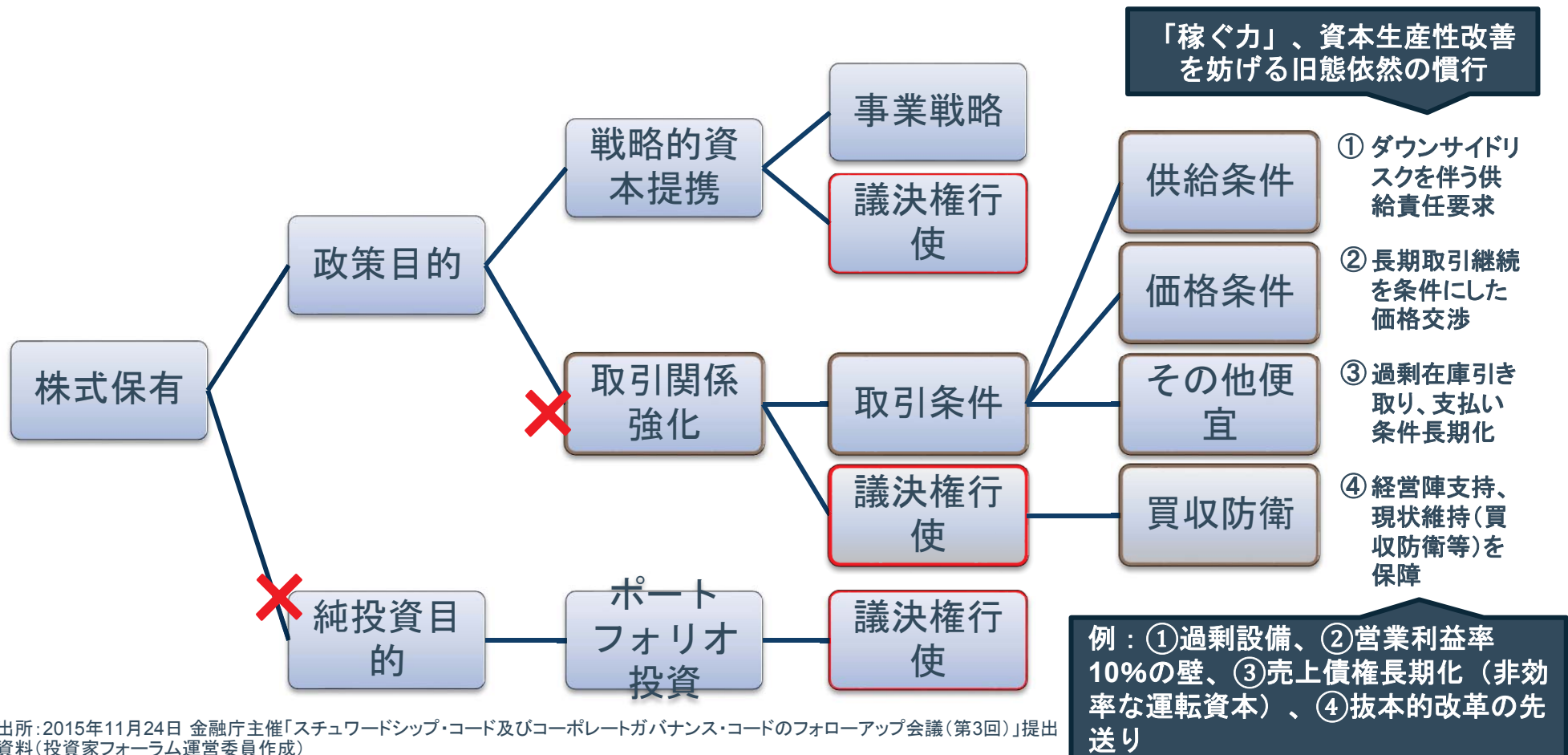
<ご参考> 「政策保有株式に関する意見」投資家フォーラム(2015年9月11日)

http://investorforum.jp/wordpress/wp-content/uploads/2015/06/別冊資料_投資家フォーラム第1・2回会合.pdf

<ご参考> 政策保有株式

保有目的と経済合理性の論理矛盾

ビジネスモデルの競争力や製品・サービスの質の優劣ではなく、株式保有（議決権行使）を梃子にした取引条件交渉が国際競争力を損なう一因となっている可能性がある。



出所：2015年11月24日 金融庁主催「ステュワードシップ・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）」提出資料（投資家フォーラム運営委員作成）

取締役会の実効性

原則1-4、1-7コンプライの場合、取締役会は本当に遵守しているのか

4-11③ 取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。

出所:コーポレートガバナンス・コード

例4:取締役会の実効性の評価項目

検証の方法、分析・評価の結果明らかになった課題、取り組み方針などを開示すべき

評価項目例①

①取締役会の運営(総論)

- ・持株会社体制への移行を踏まえた取締役会運営および議論の内容
- ・取締役会における議論の十分性
- ・テーマ別(例:当社を取り巻く環境、中長期戦略、人財育成等)の議論の十分性

②取締役会メンバーの構成について

- ・持株会社体制への移行等を踏まえた中期的な取締役会の構成

③取締役会での審議充実に向けて(役員に対するサポート体制)

- ・経営に関する情報提供・説明の十分性
- ・取締役会の事前説明(資料の事前提供、事前説明)の十分性
- ・議案の内容の適切性、選定を含む会議当日の運営

④取締役間のコミュニケーションの活性化に向けて

- ・社外取締役間のコミュニケーションの十分性
- ・社内外取締役間のコミュニケーションの十分性

⑤株主との関係充実に向けて

- ・株主とのコミュニケーション結果に関する情報提供の十分性
- ・資本市場への発信の十分性

⑥ガバナンス体制・取締役会の実効性全般

- ・取締役会の実効性
- ・取締役会における取締役自身の役割・貢献

評価項目例②

1)取締役会の運営について

- (a)年間開催スケジュール、出席機会の確保
- (b)開催頻度、審議の適切さ
- (c)資料の事前配布
- (d)資料の内容・分量
- (e)資料以外の情報入手

2)取締役会における審議について

- (a)決議事項の基準
- (b)報告事項の内容・頻度
- (c)審議時間の確保
- (d)審議の雰囲気

3)取締役会の構成について

- (a)取締役会メンバーのバランス、多様性、規模

4)取締役会による経営の意思決定・監督について

- (a)企業戦略を示す課題の審議
- (b)内部統制・リスク管理体制の整備・運用
- (c)諮問委員会の機能
- (d)利益相反取引の管理
- (e)情報開示の監督

5)取締役会改革に向けた取り組みについて

- (a)企業戦略の議論の充実化に向けた取り組み
- (b)議論の効率化に向けた取り組み
- (c)社内取締役の発言機会の確保に向けた取り組み
- (d)社外取締役の情報収集機会の確保に向けた取り組み
- (e)諮問委員会の検討プロセスの透明化に向けた取り組み

出所: 第一生命「取締役会の実効性に関する評価」2017年6月

出所: 味の素「取締役会の実効性評価概要」2017年5月

例4:取締役会の実効性の評価項目

検証の方法、分析・評価の結果明らかになった課題、取り組み方針などを開示すべき

評価項目例③

- ①議論・検討の実効性
- ②監督機能の実効性
- ③リーダーシップの実効性
- ④環境整備状況の実効性
- ⑤株主・ステークホルダーへの対応の実効性
- ⑥取締役会の構成等に関する実効性

評価項目例④

- 1.取締役会の役割と責務
- 2.取締役会の議論と取り組み
- 3.適切なリスクテイクの支援
- 4.経営陣への委任
- 5.取締役会の構成
- 6.経営陣幹部と取締役の選任
- 7.経営陣の報酬
- 8.独立社外取締役
- 9.リスクマネジメント
- 10.サクセッション・プラン
- 11.取締役会の情報入手と支援体制
- 12.取締役への情報提供
- 13.株主との対話
- 14.取締役会の実効性

出所:イビデン「取締役会の実効性の分析・評価」2017年4月

出所:アサヒグループホールディングス「取締役会の実効性の分析・評価」2017年3月

2. 役員報酬の開示について

(1) 情報開示についての問題意識

透明性・比較可能性・予見可能性の何れも欠如

- 機関投資家の議決権行使の目的は、“受益者のために、長期的な企業価値の最大化と企業価値を毀損から守り保全すること”である。(多くの機関投資家が同様な目的を掲げている。)
- この目的から、取締役の任務全う状況と報酬の妥当性は重要な問題である。特に、業務執行を兼務する取締役の月例給与と賞与の構成、単年度および長期インセンティブが株主の期待と整合的であるかどうかは重要な問題である。
- したがって、報酬体系の設計、インセンティブのKPI項目、達成度評価は、長期投資において予見可能性(predictability)とvisibility評価に必要な情報である。少なくとも事後的にその制度設計がどのように機能しているのか、業績の達成度等と照らし合わせて妥当なインセンティブになっているのかが分かる開示が必要である。
- 欧米では例えば達成度を測るKPIが示され、達成度評価と支払報酬額を示すデータが開示されるなど、説明が充実している。日本の場合は、個人別の開示は必ずしも必要とは思わないが、総額ベースでは開示が必要と考える。
- 実際、欧米の例を見ても完成度の高い制度設計は難しく、年々制度設計は見直され改善・進化している。事後的な検証が客観的に行われ、当初期待した意図に合った結果が出ているかを確認、適宜見直しをすることが必要である。
- 具体的には、
 - 報酬の総額(月例給与年額、賞与年額)
 - 決議した株主総会の年月
 - 業績連動賞与支給基準(含む、KPI)
 - 長期インセンティブ付与基準(含む、KPI)、など

3. 有報とコーポレートガバナンス報告書の関係

よく使う開示情報の比較

情報の使用目的: ガバナンス評価、対話の事前準備、議決権行使判断など

	有報	CG報告書
役員の情報	5.【役員状況】 全員の氏名・経歴、任期、続柄	社外取締役、社外監査役のみ 利害関係、選任理由、独立役員表示
企業統治の体制	体制について体系的に説明	一律の項目に従って開示 (機関構成・組織運営等、組織形態、 取締役関係、社外取締役に関する事項、 会社との関係、各委員会の委員構成および議長の属性)
委員会	説明内容は任意	表形式で、社内・社外、委員長属性 など標準化
取締役会の実効性の分析・評価		補充原則4-11③
株主との対話		原則5-1
社外取締役、社外監査役の責任限定 契約に関する事項	あり	
役員報酬等	あり	
特定投資株式、みなし保有株式	あり	
会計監査の状況	あり	
関連当事者情報	CGのセクションに移動すべき	

コーポレートガバナンス報告書固有の利便性

他の開示書類にない高い利便性があり、その有用性は存置すべき

自由度(更新頻度)

- CG報告書の自由度は重要
- 掲載事項改善など、対話成果の反映が迅速

検索・集計

- 東証システムでのCG報告書開示項目集計

日本取引所グループ
東京証券取引所

コーポレート・ガバナンス情報サービス

検索条件入力

文字サイズ: 標準 大きく

コーポレート・ガバナンス情報サービス

印刷

データ利用上の注意事項

検索条件入力

コーポレート・ガバナンスに関する報告書の「英訳版」を開示している会社はこちら

上場廃止会社はこちら

※上記を検索する場合は、いずれかにチェック後、ページ下部の「この条件で一覧を抽出」を押してください。
※上場内国会社については以下で検索条件を入力してください。

検索条件を入力してください。
会社属性情報(タイトルが赤空の項目)は第一次検索でしか設定できません。

会社属性情報	
銘柄名(会社名)	<input type="text"/>
コード	<input type="text"/>
本社所在地	<input type="text"/>
市場区分	<input type="checkbox"/> 第一部 <input type="checkbox"/> 第二部 <input type="checkbox"/> マザーズ <input type="checkbox"/> JASDAQ
業種分類	<input type="text"/>
売買単位	<input type="text"/>
決算期	<input type="text"/>

コーポレート・ガバナンス情報サービス

j. 上場会社の取引先(i. e及びhのいずれにも該当しないもの)の業務執行者(本人のみ)

k. 社外役員の相互就任の関係にある先の業務執行者(本人のみ)

l. 上場会社が寄付を行っている先の業務執行者(本人のみ)

m. その他

指名委員会等設置会社関係	
指名委員会	全委員数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満 社外取締役人数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
報酬委員会	全委員数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満 社外取締役人数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
監査委員会	全委員数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満 社外取締役人数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
執行役人数	<input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
監査等委員会設置会社関係	
監査等委員会	全委員数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満 社外取締役人数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
任意の委員会関係	
指名委員会又は報酬委員会に相当する任意の委員会の有無	<input type="text"/>
指名委員会に相当する任意の委員会	全委員数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満 社外取締役人数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
報酬委員会に相当する任意の委員会	全委員数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満 社外取締役人数 <input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満
その他	
独立役員人数(社外取締役、社外監査役合計)	<input type="text"/> 人以上 <input type="text"/> 人未満

エンゲージメントの具体事例

I社

- 取締役CFOとの面談で、社外取締役の独立性に関する説明が不十分な点を指摘。独立性の適合理由として同社との取引額が何%未満かを明記するよう求めた。独立役員指定が可能なら、独立役員届出を速やかにすべきと進言した。
- 会社側は、当ミーティング実施後、**同日中にコーポレート・ガバナンス報告書の記載を修正、独立役員届出もその後速やかに行った。**
- 開示改善の結果、**同再任議案は前年よりも賛成率が32%改善し可決された。**

J社

- コーポレートガバナンスへの取組状況確認とともに以下の改善検討を依頼した。
 - 1) CG報告書の更新、更新内容の明示
 - 2) CGコード補充原則4-11(3) 取締役会の実効性評価で明らかになった“課題”の開示
 - 3) 指名諮問委員会の社内役員比率削減の検討(社内4対社外5)
- 後日、同社社外取締役と面談、改善結果について意見交換を行った。
上記1)～3)全て改善実施、社外役員にとっても有益な改善とのコメント
指名諮問委員会の構成は、**社内2:社外5に変更、CG報告書に更新反映**

出所:フィデリティ投信

重要情報

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、データの正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
- 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。