
**BLOOMBERG
INTELLIGENCE**

**日本の
コーポレート・
ガバナンス概観**

Bloomberg



手詰まり感漂うアベノミクスにとって、コーポレートガバナンス改革が成功のカギに

アナリスト Gregory Elders

2016年1月6日

日本では、安倍晋三首相の主導により金融・財政改革が進められてきましたが、景気浮揚とインフレ率の押し上げにおいては限定的な成果にとどまっており、企業の競争力向上を目的としたアベノミクス「第3の矢」の重要性がますます指摘されています。現在では、ほぼすべての日経225構成企業で社外取締役を2名以上選任するようになりました。投資家は経営陣に対し、株主還元強化ならびに株式持ち合いによる保護主義的な体質からの脱却を強く求める構えです。「コーポレートガバナンス(企業統治)の向上」という目標を単に掲げるだけでなく、その理念を着実に取り込んだ企業が、成長を実現できると期待されます。

要旨:

- *不正会計問題の報道は、コーポレートガバナンス改善への苦言
- *高齢の社内男性役員で構成される取締役会は国際標準から乖離
- *社外取締役は増加したが、変革には更なる増員が必要
- *東芝不正会計問題は社外取締役増員の必要性を喚起する警鐘
- *海外投資家は取締役の退職慰労金を歓迎しない

不正会計問題の報道は、コーポレートガバナンス改善への苦言

アナリスト Gregory Elders

2016年1月5日

日本企業の不正会計が相次いで明らかになりましたが、これは、コーポレートガバナンス改革によって経営の監視機能や透明性の高まりを示す兆候と考えられます。2015年第4四半期には曙ブレーキ、マツモトキヨシホールディングス、ユナイテッド・スーパーマーケット・ホールディングスが不適切会計を認めました。一方、東芝は、2015年5月に不正会計が発覚して以来、事態收拾の目途が立っていません。2011年には、オリンパスが13年間にわたり総額17億米ドル規模の粉飾決算を行ってきたことが判明し、社内取締役を中心とした取締役会の構成に対するリスクが浮き彫りとなりました。このような経緯から、現在では上場企業に対し、独立取締役を最低2名選任することが求められています。

日本企業の不正会計に関する報道が増加



ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: [NT O0FX916LUTXR<GO>](#)

高齢の社内男性役員で構成される取締役会は国際標準から乖離

アナリスト Gregory Elders
2016年1月5日

コーポレートガバナンス改革は取締役会の多様化に一定の成果をもたらしましたが、日本企業の国際競争力を高めるには、更なる変革が必要と考えられます。先進国の主要企業を対象に、取締役会の多様性を示す指標（中央値）を比較すると、日経225構成企業の独立取締役比率（22%）と女性取締役比率（0%）は最低水準、平均年齢は米国に次いで2番目に高い値（62.5歳）となっています。多様性の乏しい取締役会による企業経営は、日々変化する市場において、新たな商機を見出すための舵取りを困難にすると考えられます。

日本企業の取締役会は独立性と多様性が不十分

国/地区	略称	独立取締役比率	女性取締役比率	取締役平均年齢:Y	時価総額
■ Australia (188 securities)					
中央値		77.78	19.09%	59.47	1.42B
■ France (72 securities)					
中央値		54.55	30.77%	59.09	13.52B
■ Germany (57 securities)					
中央値		50.00	16.67%	56.58	10.75B
■ Japan (225 securities)					
中央値		22.22	0.00%	62.54	6.27B
■ Switzerland (36 securities)					
中央値		91.29	14.84%	59.71	15.56B
■ United Kingdom (142 securities)					
中央値		66.67	22.22%	57.51	7.06B
■ United States (491 securities)					
中央値		88.89	18.18%	63.00	16.83B

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示:
EQS /SAMPLE 12754831 /RESULTS<GO>

ブリヂストン、リそなは取締役会の独立性・女性率でトップ、国内では先進的

アナリスト Gregory Elders
2016年1月5日

独立取締役が過半数を占め、かつ女性の取締役が2名以上の企業は、MSCIワールド指数構成企業の中では標準的ですが、日経225構成企業の中でこの条件を満たすのは、ブリヂストンとリそなホールディングスのみとなっています。2015年に施行された日本版コーポレートガバナンス・コードにより、上場企業は最低2名の独立取締役を選任することが求められています。同時に、3分の1以上の独立取締役を置くことや、(日経225構成企業の3分の2でゼロとなっている)女性取締役を増員することも促されています。グローバル企業は、コーポレートガバナンスの世界水準を目指し、経営改革を加速することが期待されます。

日経225構成企業における取締役会の独立性、女性比率、平均年齢

国/地区	略称	均等加重スコア・モデル	独立取締役比率	女性取締役比率	取締役平均年齢	ISS ガバナンス・リスクスコア
中央値		21.40	22.2%	0.0%	62.5	5.00
5108	JP BRIDGESTONE CORP	70.25	57.1%	42.9%	60.8	1.00
2432	JP DENA CO LTD	66.66	40.0%	20.0%	44.3	2.00
8308	JP RESONA HOLDINGS	52.78	60.0%	20.0%	61.5	1.00
8630	JP SOMPO JAPAN NIPP	49.07	33.3%	16.7%	53.4	1.00
6758	JP SONY CORP	48.66	75.0%	8.3%	62.8	1.00
8252	JP MARUI GROUP	47.38	33.3%	16.7%	54.7	6.00
4503	JP ASTELLAS PHARMA	45.82	57.1%	14.3%	62.5	1.00
4911	JP SHISEIDO CO LTD	43.73	50.0%	16.7%	63.1	1.00
5201	JP ASAHI GLASS CO	42.20	42.9%	14.3%	60.4	1.00
4523	JP EISAI CO LTD	41.35	63.6%	9.1%	65.0	3.00
4507	JP SHIONOGI & CO	41.01	50.0%	16.7%	65.1	1.00
8601	JP DAIWA SECS GRP	40.92	41.7%	16.7%	62.4	1.00

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示:
EQS /SAMPLE 12754843 /RESULTS<GO>

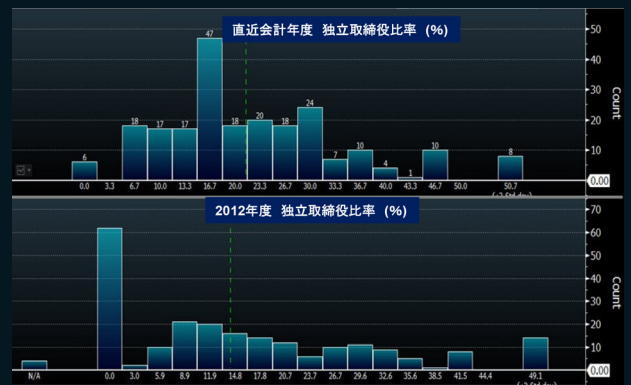
社外取締役は増加したが、変革には更なる増員が必要

アナリスト Gregory Elders

2016年1月5日

コーポレートガバナンス改革を背景に、日本企業では取締役会の多様化に向けた変革が急速に進んでいます。2010年には、大半の企業が社内取締役のみであったのに対し、現在では約65%の企業が2名以上の社外取締役を選任しています。2名以上の社外取締役の選任を規定するコーポレートガバナンス・コードは、「Comply or Explain (遵守せよ、さもなければ説明せよ)」の原則に基づくもので、TOPIX構成企業の大半が採用しています。複数の社外取締役の選任を求める規定は、経営改革への突破口を提供することを目的としています。ただし、少数の社外取締役を導入するだけで期待される変化が生じるのかについては、疑問の余地があります。

日経225構成企業における社外取締役の導入状況



ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示:
GX /LNK:00000CA40000000C<GO>

コーポレートガバナンス改革の立役者が複数企業で取締役を兼任するも、変革への影響力は不十分

アナリスト Gregory Elders

2016年1月5日

コーポレートガバナンス改革を推進する経済産業省の研究プロジェクトの座長を務めてきた伊藤邦雄氏の存在でさえも、改革に十分な影響力を及ぼすには至らず、現時点において改革の成果が限定的であることが明らかとなっています。伊藤氏は現在、5社の独立取締役を兼任しており、これは、米議決権行使助言サービスのISS (インスティテュショナル・シェアホルダー・サービス) が推奨する兼任社数の上限にあたります。一方、同社の投資家へのアンケート調査では、「4社にとどめるべき」との回答が過半数に上っています。伊藤氏は、過去10年間にわたり曙ブレーキの独立取締役を務めてきましたが、これが「取締役会の独立性を損なうことにつながった」との見方もあります。同社は2015年11月に不適切会計を報告しています。また、同社の取締役会に女性役員が含まれていないことも分かっています。

伊藤邦雄氏が独立取締役を務めた企業・期間

会社名	役職	任期
Toray Industries Inc	Board Member	06/2014-Present
Seven & I Holdings Co Ltd	Board Member	05/2014-Present
Kobayashi Pharmaceutical Co	Board Member	06/2013-Present
Sumitomo Chemical Co Ltd	Board Member	06/2012-Present
Akebono Brake Industry Co Ltd	Board Member	06/2005-Present
Mitsubishi Corp	Board Member	06/2007-06/2015
Nitto Denko Corp	Board Member	06/2007-06/2011
Sharp Corp	Board Member	06/2009-Unknown
Tokio Marine Holdings Inc	Board Member	06/2009-Unknown

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: BBDP 4071545<GO>

サード・ポイントをはじめ、コーポレートガバナンス強化を迫るアクティビストの台頭は将来的な希望の源泉

アナリスト Gregory Elders

2016年1月5日

アクティビスト(物言う株主)として知られるダニエル・ローブ氏率いる米ヘッジファンド会社サード・ポイントは日本企業とコーポレートガバナンス改革をもたらす好機に強気の姿勢をみせています。しかし現時点では、同社が保有を公表した日本株式は市場平均に対し、全般的に出遅れています。サード・ポイントは、一部の日本企業において、日本の新たなガバナンス・コードのガイドラインを採用するにあたり、実際には取締役会のがバナンスや実務における抜本的な改革に踏み込んでいないのが現状ではないかと危惧しています。同社の要請によってファナックが株主還元を強化した際、ファナックの株価は2015年前半にかけて急騰したものの、その後値を戻しました。サード・ポイントはファナックに続き、スズキやセブン&アイ・ホールディングスなどにも投資しています。

サード・ポイントが公開した日本株式投資

Company	Disclosed Date	Disclosed Exit Date	Share Return	Excess Return
Seven & i Holdings	26-Oct-15		0%	0%
Suzuki Motor	2-Aug-15		-18%	-8%
Fanuc Corp	9-Feb-15		1%	2%
IHI Corp	1-May-14		-19%	-34%
SoftBank	21-Nov-13		-23%	-51%
Sony Corporation	14-May-13	21-Oct-14	0%	-14%

Note: Share returns calculated to 5-Jan-16 close where no exit date reported. Excess returns calculated relative to Topix 17 sector index.

Source: Bloomberg Intelligence

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: AVAT 248088098<GO>

機関投資家は投資先企業とのエンゲージメントを強化したものの、求められる積極性を欠く

アナリスト Gregory Elders

2016年1月13日

2014年、機関投資家を対象にした日本版スチュワードシップ・コードが導入されました。導入から丸1年が経過し、各資産運用会社は投資先企業との「目的を持った対話(エンゲージメント)」を強化してきましたが、期待された程の活性化にはつながりませんでした。2015年、大手資産運用会社が投資先企業の取締役選任議案に対し行使した議決権の数は前年比17%(中央値)増加したものの、反対票の割合は全般に小幅な増加にとどまりました。米議決権行使助言サービスのISS(インスティテューショナル・シェアホルダー・サービス)は、企業の業績を改善する観点から、株主資本利益率(ROE)が低い企業の取締役選出議案に対し反対票を投じることを提言してきました。しかし、資産運用会社はその助言を実践していないように見受けられます。

投資先企業の取締役選任に対する 資産運用会社の議決権行使状況

Name	2015	2014
Election of Directors*		
For - %	89.0	90.0
Against - %	11.0	9.0
Abstain - %	0.0	0.0
For - Number of Votes	520.0	465.0
Against - Number of Votes	143.0	94.0
Mizuho Asset Management Co.,Ltd.	174.0	172.0
JPMorgan Asset Management (Japa...	191.0	197.0
Amundi Japan Ltd.	338.0	229.0
Russell Investments Japan Co., Ltd.	564.0	637.0
Asahi Life Asset Management Co., Ltd.	210.0	166.0
Daiwa SB Investments Ltd.	353.0	385.0

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示:

BI BESGG WIREI |1078-A-Data|A12|USD|R2228224-330811<GO>

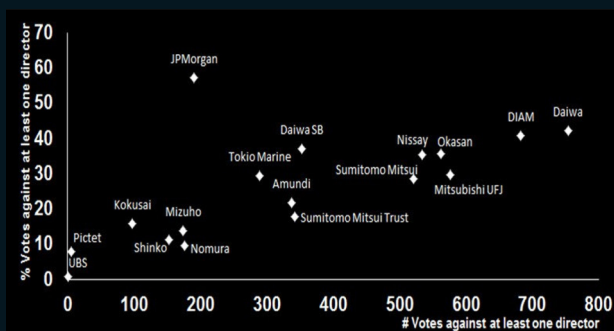
資産運用会社の議決権を通じた投資先企業への影響力行使、大和投資信託がトップに

アナリスト Gregory Elders

2016年1月13日

2015年、日本の大手資産運用会社の中で、投資先企業の取締役選任議案に最も反対票を投じた企業は大和投資信託でした。機関投資家がROE向上に向け、どの程度経営陣に意思表示できるかは、コーポレートガバナンス（企業統治）改革の成功ならびに資産運用会社のパフォーマンス向上への鍵と考えられます。大和投資信託は、42%の投資先企業に対し、最低1名の取締役の選任に反対票を投じており、中央値をわずかに上回った2014年の29%から大幅に増加しました。一方、資産運用会社大手20社の大半は、同年の反対票の割合に大きな変化が見られませんでした。

資産運用会社大手20社、投資先企業の取締役選任議案に対する反対票の状況



Note: Excludes Nikko, Goldman Sachs and Fidelity that report per-director voting
Source: Company filings, Bloomberg Intelligence

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: [avat 248723514<GO>](#)

取締役の退職慰労金支給、機関投資家による反対圧力が強まる

アナリスト Gregory Elders

2016年1月13日

投資先企業の取締役の退職慰労金議案に反対票を投じた資産運用会社の割合は、2014年の32%から2015年には41%へと大幅に増加しており、当該項目に関し、機関投資家が圧力を強めていることを示唆しています。ただし、日系と外資系の資産運用会社の間には依然大きな乖離がみられることを鑑みると、根深く残る国内企業間での馴れ合いによって、機関投資家のスチュワードシップ・コードの厳格な適用が妨げられる可能性もあります。事実、日系資産運用会社の反対票比率（中央値）が33%であるのに対し、外資系では55%となっています。なお、日本企業の株式の約70%は国内で保有されています。

投資先企業取締役の退職慰労金議案に対する資産運用会社の反対票状況

Name	2015	2014
Retirement Bonus for Directors & Auditors		
For - %	59.0	68.0
Against - %	41.0	32.0
Norinchukin Zenkyoren Asset Mana...	94.0	92.0
State Street Global Advisors (Japa...	92.0	88.0
INVESCO Asset Management (Japan...	84.0	85.0
Goldman Sachs Asset Management ...	77.0	74.0
Aberdeen Investment Management ...	75.0	75.0
Eastspring Investments Limited.	75.0	100.0
BlackRock Japan Co., Ltd.	71.0	58.0
Nissay Asset Management Corporati...	69.0	59.0
UBS Global Asset Management (Jap...	67.0	55.0
T&D Asset Management Co.,Ltd.	65.0	18.0
Deutsche Asset Management (Japan...	62.0	0.0
Asahi Life Asset Management Co., Ltd.	61.0	60.0

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示:

BI BESGG WIRE |1078-A-Ratio|A12||USD|JR3407872-330841<GO>

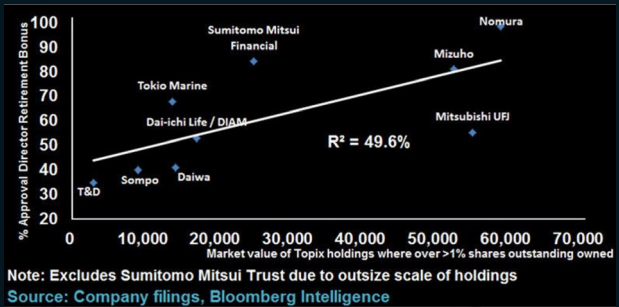
野村グループとみずほフィナンシャルグループ、株主リターンよりも株式持ち合いを重視

アナリスト Gregory Elders

2016年1月13日

野村グループは、取締役の退職慰労金議案の99%、選任議案の91%で賛成票を投じています。この結果は、スチュワードシップ・コードをより厳格に適用し、日本企業が株式持ち合いを解消するまでに残された課題を浮き彫りにしています。野村グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループの傘下にある各資産運用会社は、取締役の退職慰労金議案の賛成票比率および株式持ち合い額（時価総額ベース）において、最も高い水準にあります。コーポレートガバナンス改革に向けた潮流を受け、大手銀行の中では、みずほフィナンシャルグループと三井住友フィナンシャルグループが株式持ち合いを解消する方針を示しています。

取締役の退職慰労金議案に対する賛成票比率と株式の持ち合い額



ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: [avat 248965024<GO>](#)

銀行による株式持ち合い解消でM&Aや株主アクティビズムが加速か

アナリスト Gregory Elders

2016年1月18日

邦銀各社は株式の持ち合いを解消する方針を掲げており、それを実行すれば、経営陣に好意的な株主が減り、より多くの企業がM&A（買収・合併）やアクティビスト投資家と接する機会を得られるようになると考えられます。ブルームバーグの株式持ち合い分析ツールによれば、日経225構成企業における銀行の株式保有率は14%（中央値）です。また1割の日経225構成企業では、銀行による株式保有率は20%超となります。特に高いのは、カシオ計算機、日本化薬、東邦亜鉛、味の素であり、発行済み株式の26~30%に及びます。

邦銀による株式持ち合い比率上位企業（日経225構成企業）

Bloomberg Cross Shareholders in Japan

Holder Index	CUSTOMIZED		
Holdings Index	NIKKEI 225	<input checked="" type="checkbox"/> Include Subsidiary Holdings	
Institution Type		Request Data	
Percentage	0.30%		
Language	English		
Currency	USD		

Ticker	Company Name	# of Public Holders	Total Position	Total Percent Outstanding	Return On Equity	Customized Holders List
6952 JP	Casio Computer Co Ltd	6 Holders	81,139,506	30.16	16.09	8306 JP
4272 JP	Nippon Kayaku Co Ltd	6 Holders	52,108,757	28.55	7.82	7182 JP
5707 JP	Toho Zinc Co Ltd	5 Holders	36,536,000	26.89	-1.07	8316 JP
2802 JP	Ajinomoto Co Inc	5 Holders	156,931,418	26.40	10.52	8421 JP
9009 JP	Keisei Electric Railway Co Ltd	8 Holders	90,370,400	26.20	11.07	8309 JP
4041 JP	Nippon Soda Co Ltd	14 Holders	39,544,962	25.40	13.92	8308 JP
3883 JP	Nippon Paper Industries Co Ltd	6 Holders	28,949,862	24.91	3.58	8421 JP
7762 JP	Citizen Holdings Co Ltd	7 Holders	81,225,733	24.59	7.76	8332 JP
6506 JP	Yaskawa Electric Corp	10 Holders	65,260,042	24.47	15.32	8333 JP
4021 JP	Nissan Chemical Industries Ltd	5 Holders	36,838,399	23.61	13.96	8610 JP
9681 JP	Tokyo Dome Corp	7 Holders	45,092,521	23.52	7.78	8303 JP
5714 JP	Dowa Holdings Co Ltd	10 Holders	72,864,594	23.52	14.68	8358 JP
6976 JP	Taiyo Yuden Co Ltd	8 Holders	27,866,375	23.14	12.66	8354 JP
6479 JP	Minebea Co Ltd	6 Holders	92,277,990	23.12	18.08	8304 JP
7282 JP	NH Foods Ltd	8 Holders	45,378,700	22.71	9.10	8333 JP
						8379 JP
						8369 JP

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: [XLTP XCSH<GO>](#)

東邦亜鉛と日本通運、「低水準のROE／高水準の株式持ち合い比率」の代表格

アナリスト Gregory Elders

2016年1月18日

邦銀による株式持ち合い解消の動きにともない、ROEが市場平均を下回る企業では、事業改革や株主リターンの向上を求める投資家からの圧力が強まる可能性があります。東邦亜鉛、日本通運、東洋製罐はいずれも、銀行による株式保有比率が平均を上回っていると同時に、5年平均ROEと2017年のコンセンサス予想ROEがともに5%に届いていません。また、三菱倉庫と澁澤倉庫の株式は、銀行以外の事業会社を含め、企業による持ち合い比率は50%超に達しており、両社ともROEが低水準となっています。

邦銀による株式持ち合い比率上位のうち ROE5%未満の企業(日経225構成企業)

Bloomberg Cross Shareholders in Japan

Holdings Index: CUSTOMIZED
 Holdings Index: NIKKEI 225
 Institution Type: Include Subsidiary Holdings
 Percentage: 0.30%
 Language: English
 Currency: USD
 Request Data

Ticker	Company Name	# of Public Holders	Total Position	Total Percent Outstanding	Return On Equity	5-Yr Average Return on Equity	BEST ROE	Customized Holders List
5707.JP	Toho Zinc Co Ltd	5 Holders	36,536,000	26.89	-1.07	4.22	-22.00	8306 JP 7182 JP 8316 JP 8411 JP 8309 JP 8308 JP 8421 JP 8332 JP 8355 JP 8331 JP 8410 JP 8303 JP 8358 JP 8354 JP 8304 JP 8313 JP 8379 JP 8369 JP
9062.JP	Nippon Express Co Ltd	21 Holders	225,026,052	21.68	4.91	4.55	6.67	
5901.JP	Toyo Seikan Group Holdings Ltd	5 Holders	40,611,931	18.64	0.15	1.51	1.08	
7911.JP	Toppa Printing Co Ltd	21 Holders	92,877,056	13.28	2.88	2.30	2.65	
9301.JP	Mitsubishi Logistics Corp	5 Holders	21,158,397	12.02	3.87	3.78	3.55	
8725.JP	MS&AD Insurance Group Holdings Inc	54 Holders	45,215,769	7.18	4.22	0.78	5.24	

ブルームバーグ端末でのインタラクティブチャートの表示: [XLTP XCSH<GO>](#)



グレゴリー・エルダース
Gregory Elders

ブルームバーグ・インテリジェンス シニアESGアナリスト

環境・社会・コーポレートガバナンスの分野でのリスクおよび機会の評価において10年以上の経験を有する。化石燃料の「座礁資産」による潜在的な収益への影響を定量化するブルームバーグ・カーボンリスク評価ツールの開発に携わる。無公害車、鉱山保安、パフォーマンス・リターン、および持続可能なパーム油の分野に及ぶリサーチを提供。

ニューヨークのメリルリンチで債券リサーチ・アナリスト、ロンドンのトゥルーコストでリサーチ部門のトップとしての経歴を持つ。ロンドン・スクール・オブ・エコノミクスで環境政策学修士号、コーネル大学で経済学学士号を取得。



GAIN AN EDGE. ブルームバーグ インテリジェンス
に関する詳細は、各地域の営業担当者までお問い合わせ
ください。

北京

+86 10 6649 7500

ムンバイ

+91 22 6120 3600

ケープタウン

+27 21 818 0002

ナイロビ

+254 313 440

ドバイ

+971 4 364 1000

ニューヨーク

+1 212 318 2000

フランクフルト

+49 69 9204 1210

サンフランシスコ

+1 415 912 2960

香港

+852 2977 6000

シンガポール

+65 6212 1000

ヨハネスブルグ

+27 11 286 1900

シドニー

+61 2 9777 8600

ロンドン

+44 20 7330 7500

東京

+81 3 3201 8900