



GRスコア2022からみた 日本のコーポレート・ガバナンスの現状



日興リサーチセンター
SMBC日興証券グループ

はじめに

日本のコーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）は2015年に導入され、2021年6月に2度目の改訂を経て、公表されました。この改訂では、コロナ禍を契機とした企業を取り巻く環境変化や東京証券取引所の市場構造改革を踏まえ、見直しが行われました。その結果、プライム市場に上場する企業においては、独立社外取締役を明示的に1/3以上とし、取締役会の独立性が求められています。さらに、取締役会は、女性、年齢、国際性といったデモグラフィカルな多様性、経営戦略に照らした適切なスキルや経験の多様性が求められています。加えて、中長期的な企業価値向上の視点から、気候変動対応をはじめとするサステナビリティ課題を巡る取組みについて、基本的な方針を策定し、課題に取り組むことに取締役会が関与をするよう促しており、新たな取締役会の役割が求められています。

また、有価証券報告書などの財務報告における非財務情報開示も強化されつつあります。これを受け、企業は、中長期的な価値創造の視点から環境や社会の課題に対し、どのように対処し、コーポレートガバナンスの体制をどのように整備していくのかなど、充実した開示がより一層求められることとなります。機関投資家をはじめとする投資家は、こうした環境、社会、ガバナンスの様々な課題を投資戦略に反映させることで、企業の本質的かつ中長期的な企業価値を見極め、必要があれば更なる変革に対する「声」を挙げていくことになると考えます。そして企業側は、サステナビリティを含めたガバナンスに対する投資家の「声」に耳を傾けていかざるを得なくなります。

日興リサーチセンターでは、JCGC と、機関投資家を代表する団体である ICGN(International Corporate Governance Network)が公表する ICGN グローバル・ガバナンス原則の2つを基準としたベンチマーキングによるガバナンス評価モデル、「ガバナンスリサーチ・スコア（GR スコア）」を開発し、2017年より毎年評価を行っております。2022年の評価では、日本のコード改訂、ICGNの原則の改訂に合わせ、評価項目を一部変更しました。これにより、GRスコア対象企業109社における2つの基準が求めるコーポレートガバナンスの「今」を確認し、「過去」からの変化を追いかけることができます。本報告書では、コーポレートガバナンスの様々なテーマに対する「過去」と「今」をご報告いたします。

2023年3月

日興リサーチセンター株式会社
社会システム研究所長 杉浦 康之

エグゼクティブサマリー

■第1章 GR スコア 2022 の状況

日興リサーチセンターでは、日本企業のコーポレートガバナンスの強さを評価する GR スコア（ガバナンスリサーチ・スコア）を開発し、2017 年より毎年評価を行っている。GR スコアは、日本のコーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）を国内基準のベンチマークとし、ICGN グローバル・ガバナンス原則（以下、ICGP）をグローバル基準のベンチマークとして、企業のガバナンスの取り組みを評価している。GR スコア 2022 では、JCGC の改訂と ICGP の改訂に合わせ評価基準を見直したうえで、上場企業 109 社について評価を行った。

国内基準の総合スコアの平均は 54.9 点と、昨年の平均値から 1.1 ポイント低下した。昨年との比較で平均点の上昇は見られなかったものの、企業間のスコア格差は縮小傾向にある。政策保有の縮減の方針やその結果についての開示の強化、コロナ禍で遅延した株主総会招集通知書の配布が改善されたことなどがプラスに寄与した。他方で、気候変動などの非財務情報開示や事業ポートフォリオに関する方針の開示不足、指名委員会での独立性や役割に関する開示不足がマイナスに寄与した。

一方、グローバル基準では平均が 27.6 点と、国内基準に比べると低いものの、昨年の平均値から 0.2 ポイント上昇し、緩やかながらスコア改善の傾向が見られた。改善の要因としては、贈収賄に関するポリシー、管理方法などを開示する企業や、従業員に限らず、取引先・その他ステークホルダーにまで利用範囲が及ぶ内部通報制度を設けている企業が増加したことなどが挙げられる。

■第2章 取締役会構成とスキルマトリックス開示状況について

取締役会は株主からの委任を受けて企業価値の最大化に努めることがその責務とされており、とりわけ取締役会構成は経営の執行と監督の分離を果たすうえで重要と考えられている。そのため、JCGC や ICGP は取締役会の構成について言及している。本 GR スコア 2022 においても、これら二つの原則を踏まえ、取締役会構成をその評価の一項目としている。本章では、GR スコア 2022 の対象企業 109 社における取締役会構成について、2021 年 9 月の改訂 ICGP、2021 年 6 月の改訂 JCGC を踏まえて、主に独立社外取締役や女性取締役の就任状況、スキルマトリックスの開示状況について集計・分析を行った。

2022 年 4 月からの東証市場区分の変更により、プライム市場上場企業には、よりグローバル基準に近い条件が求められているが、その対応状況は GR スコア対象企業においても徐々に進みつつあることが確認はできた。だが、GR スコア対象企業 109 社でみた場合、取締役会に占める独立社外取締役比率が過半数の企業は 29 社、女性取締役比率が 30%以上の企業は 5 社にとどまるなど、グローバル基準を充足する企業は一部にとどまり、平均的には未だ十分とは言えない水準にあることも明らかになった。

JCGC でも開示を推奨されたスキルマトリックスについては、スキルとして設計されている項目は玉石混合である。設計されたスキルの中には、取締役に求められるスキルの説明が具体性に乏しかったり、その定義や該当基準が不明瞭であるといった課題もある。スキルマトリックスは、各社の中長期的な経営戦略の推進、取締役会の実効性向上など経営陣の意識を喚起する側面、投資家が取締役個々のスキルと取締役会全体のスキル構成を検証する上で有益な情報になり得る側面などがあるだけにその説明内容の充実・明確化を図る必要がある。

■第3章 委員会の設置状況と構成について

第3章では、GRスコア2022の対象企業109社における指名委員会、報酬委員会について、設置状況や構成について確認した。

対象企業109社のうち、指名委員会を104社、報酬委員会を105社設置しており、大半の企業はいずれかの委員会を設置していた。委員会の構成に関して、人数、社外取締役の属性、女性委員数については指名委員会と報酬委員会で大きな違いはなく、委員の両委員会兼任が多い。

指名または報酬委員会の独立性に着目すると、独立取締役が半数を超えている企業は、指名委員会で86社、報酬委員会で84社あり、JCGCの求める基準を満たす企業は多い。だがICGPが報酬委員会に求める「すべて独立社外取締役で構成する」基準となると、わずか16社にとどまる。つまり、完全に独立した委員会を設置する企業は少なく、委員のメンバーに社長などの業務執行取締役を含む企業が多く、その中には社長が議長を務めるケースも確認された。

指名または報酬委員会の独立性や役割・権限の記述は、全体の3割程度であり、今後の開示の改善が期待される。その開示の中でも、両委員会に共通する役割である、外部コンサルタントの任命、株主との対話に関する記載は確認されず、現段階では両委員会の役割として認識されていないと考えられる。

以上のことから、指名または報酬委員会の独立性については一定程度評価されるものの、業務執行取締役が委員として選出されていることや委員会の独立性や役割が不明瞭であることが課題である。このことは、経営と執行の監督の分離が十分に進んでいないことが寄与しているとも考えられ、この点が今後の課題解決の鍵となるであろう。

■第4章 経営者報酬の状況

経営者報酬の設計は、株主利益と一致させるための一つ的手段であることから、コーポレートガバナンス・コードや国際的な機関投資家団体であるICGNグローバル・ガバナンス原則でもトピックの一つに挙げられている。機関投資家の関心の一つである経営者報酬について、日本企業がどのような状況であるのかを把握するため、GRスコア2022の対象の日本の上場企業109社について調査を行った。

経営者報酬の状況を把握したところ、109社のうち、108社が経営者報酬にインセンティブ報酬を導入している。そのうち74社は中長期インセンティブを導入し、かつ報酬の割合を開示している。基本報酬とインセンティブ報酬の比率は前回(2020年)の調査結果と比較すると、大きな変化はなく、引き続き基本報酬の割合が欧米の経営者報酬と比較すると高い傾向にある。

経営者報酬と連動する際の指標については、当期営業利益、当期純利益、ROEなど収益性に関する指標を用いている企業が多く確認された。また、環境や社会といった非財務指標を目標に含めている企業は前回調査の8社から26社に増えている。非財務指標の開示は「エネルギー資源」、「運輸・物流」、「銀行」などの業種で多くみられた。

経営者報酬と業績等との連動に関する具体的な記述については、単に「営業利益等と連動させている」という記述にとどまるケースも多いが、30社は各種指標とその評価ウェイト、指標の具体的な目標値、目標の達成率に応じた評価係数の変動幅、などを具体的に示しており、前回調査の23社から増えている。

経営者報酬についてグローバル基準では、経営者の不正防止策、報酬報告書の開示も求める。経営者の不正防止の観点から、マルスやクローバック条項を導入している企業数も増え、47社(前回30社から増加)であった。報酬報告に関しては前回調査時には開示企業が確認できなかったが、今回は2社で全取締役の個人別報酬が開示されていた。

■第5章 政策保有株式の方針、取組み、財務的インパクト

企業の株式持ち合いなど、政策保有株式への投資は、日本のコーポレートガバナンス・コードでは、経済合理性の観点から定期的な検証を求めており、国際的な機関投資家団体である ICGN でも機関投資家の声としてその影響などを評価することを求めている。本章では、GR スコア 2022 の国内主要企業 109 社を対象に、政策保有株式に対する方針と実際の取組み状況を確認した。

2021 年 12 月末時点では、取締役会が定期的に資本コストなどの観点から経済合理的に検証している企業は 61 社と半数を超えている。

また GR スコア対象企業のうち、政策保有額はおよそ 33 兆円であり、その売却額は約 2 兆 4,172 億円、取得額は 7,380 億円となっており、全体では政策保有の売却が進んでいる。なかでも、銀行や保険などの金融機関は縮減を進めているが、他方で自動車・輸送機やエネルギー資源などのセクターは買入が売却を上回っている。

さらに、政策保有数が 60 銘柄以下の GR スコア対象企業 67 社に限定し、政策保有で得られる配当収入の、利益や資本への影響などを確認したところ、平均的に、政策保有投資は株主資本の 5%程度を投資しているのに対し、その配当収入が経常利益の約 1%、株主資本の約 0.1%であることが確認された。

■第6章 財務関連及び非財務情報の開示状況

コーポレートガバナンス・コードや ICGN グローバル・ガバナンス原則では、企業の重要な取組みの一つとして、株主にとって有用な情報開示を掲げている。GR スコアでも情報開示に関する評価項目を設定している。そこで、GR スコア対象企業 109 社について、両原則が要求する、財務関連の開示についての取組みと環境や社会などの非財務に関連した開示の取組みについて確認した。

財務関連については、収益計画や配当政策、収益や資本効率に関する目標値の設定などは、6 割以上の企業で開示されていた。一方で、経営資源の配分や財務レバレッジなどの最適資本構成、資本コスト、M&A や R&D などの決定のアプローチといった、投資家にとって有用となる情報については開示率が低い。

他方、ESG などの非財務情報は全体的に開示が進んでいる傾向にある。9 割近い企業が TCFD や国際統合フレームワークなどの国際的なフレームワーク、GRI ガイドラインや SASB といった開示基準などを参照している。人的資本と気候変動については、それぞれ 78%、66%の企業が開示している。気候変動の開示が人的資本の開示に比べやや劣る原因として、業種による開示の偏りがあることや、TCFD の求める 4 つの開示項目（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標）のうち、戦略やリスク管理について十分な開示がなされていないことが挙げられる。

※この冊子は日興リサーチレビューを再構成したものです。

執筆担当

第1章 小原 萌香・杉浦 康之

第2章 中澤 安弘

第3章 司 淳

第4章 川久保 皓史

第5章 杉浦 康之

第6章 杉浦 康之

GR スコア 2022 付与企業一覧

| 証券コード | 社名 | 証券コード | 社名 |
|-------|-------------------|-------|-------------------------------|
| 1605 | I N P E X | 6902 | デンソー |
| 1878 | 大東建託 | 6954 | ファナック |
| 1925 | 大和ハウス工業 | 6971 | 京セラ |
| 1928 | 積水ハウス | 6981 | 村田製作所 |
| 2267 | ヤクルト本社 | 6988 | 日東電工 |
| 2269 | 明治ホールディングス | 7011 | 三菱重工業 |
| 2502 | アサヒグループホールディングス | 7181 | かんぽ生命保険 |
| 2503 | 麒麟ホールディングス | 7182 | ゆうちょ銀行 |
| 2587 | サントリー食品インターナショナル | 7201 | 日産自動車 |
| 2802 | 味の素 | 7203 | トヨタ自動車 |
| 2914 | 日本たばこ産業 | 7259 | アイシン |
| 3382 | セブン&アイ・ホールディングス | 7267 | 本田技研工業 |
| 3402 | 東レ | 7269 | スズキ |
| 3407 | 旭化成 | 7270 | S U B A R U |
| 4063 | 信越化学工業 | 7309 | シマノ |
| 4188 | 三菱ケミカルホールディングス | 7733 | オリンパス |
| 4324 | 電通グループ | 7741 | H O Y A |
| 4452 | 花王 | 7751 | キヤノン |
| 4502 | 武田薬品工業 | 7974 | 任天堂 |
| 4503 | アステラス製薬 | 8001 | 伊藤忠商事 |
| 4507 | 塩野義製薬 | 8031 | 三井物産 |
| 4519 | 中外製薬 | 8035 | 東京エレクトロン |
| 4523 | エーザイ | 8053 | 住友商事 |
| 4528 | 小野薬品工業 | 8058 | 三菱商事 |
| 4543 | テルモ | 8113 | ユニ・チャーム |
| 4568 | 第一三共 | 8267 | イオン |
| 4578 | 大塚ホールディングス | 8306 | 三菱UFJフィナンシャル・グループ |
| 4661 | オリエンタルランド | 8309 | 三井住友トラスト・ホールディングス |
| 4689 | Zホールディングス | 8316 | 三井住友フィナンシャルグループ |
| 4755 | 楽天 | 8411 | みずほフィナンシャルグループ |
| 4901 | 富士フイルムホールディングス | 8591 | オリックス |
| 4911 | 資生堂 | 8604 | 野村ホールディングス |
| 5020 | E N E O Sホールディングス | 8630 | S O M P Oホールディングス |
| 5108 | ブリヂストン | 8725 | M S & A Dインシュアランスグループホールディングス |
| 5401 | 日本製鉄 | 8750 | 第一生命ホールディングス |
| 5411 | ジェイ エフ イー | 8766 | 東京海上ホールディングス |
| 5802 | 住友電気工業 | 8801 | 三井不動産 |
| 6098 | リクルートホールディングス | 8802 | 三菱地所 |
| 6178 | 日本郵政 | 8830 | 住友不動産 |
| 6201 | 豊田自動織機 | 9020 | 東日本旅客鉄道 |
| 6273 | S M C | 9021 | 西日本旅客鉄道 |
| 6301 | 小松製作所 | 9022 | 東海旅客鉄道 |
| 6326 | クボタ | 9201 | 日本航空 |
| 6367 | ダイキン工業 | 9202 | A N Aホールディングス |
| 6501 | 日立製作所 | 9432 | 日本電信電話 |
| 6502 | 東芝 | 9433 | K D D I |
| 6503 | 三菱電機 | 9434 | ソフトバンク |
| 6594 | 日本電産 | 9503 | 関西電力 |
| 6702 | 富士通 | 9531 | 東京ガス |
| 6723 | ルネサスエレクトロニクス | 9613 | エヌ・ティ・ティ・データ |
| 6752 | パナソニック | 9735 | セコム |
| 6753 | シャープ | 9843 | ニトリホールディングス |
| 6758 | ソニーグループ | 9983 | ファーストリテイリング |
| 6861 | キーエンス | 9984 | ソフトバンクグループ |
| 6869 | シスメックス | | |

目次

| | |
|---|----|
| 第1章 GRスコア2022の状況..... | 7 |
| 1. GRスコア2022の概要..... | 7 |
| 2. GRスコア2022の状況..... | 13 |
| 3. おわりに..... | 19 |
| 第2章 取締役会構成とスキルマトリックス開示状況について..... | 22 |
| 1. はじめに..... | 22 |
| 2. 取締役会構成..... | 22 |
| 3. 女性取締役..... | 28 |
| 4. 筆頭独立社外取締役とエグゼクティブ・セッション..... | 32 |
| 5. スキルマトリックスの開示状況..... | 33 |
| 6. おわりに..... | 44 |
| 第3章 委員会の設置状況と構成について..... | 46 |
| 1. はじめに..... | 46 |
| 2. 指名委員会、報酬委員会の状況..... | 46 |
| 3. 指名委員会、報酬委員会の独立性..... | 50 |
| 4. 指名委員会、報酬委員会の役割..... | 55 |
| 5. おわりに..... | 57 |
| 第4章 経営者報酬の状況..... | 59 |
| 1. はじめに..... | 59 |
| 2. 経営者報酬に関する開示..... | 59 |
| 3. グローバル基準が求めるその他の開示..... | 63 |
| 4. おわりに..... | 65 |
| 第5章 政策保有株式の方針、取組み、財務的インパクト..... | 67 |
| 1. はじめに..... | 67 |
| 2. 政策保有株式方針の状況..... | 68 |
| 3. GRスコア対象企業の2021年度の政策保有株式の保有状況..... | 69 |
| 4. 政策保有株式の資本効率性への影響..... | 71 |
| 5. おわりに..... | 73 |
| 第6章 財務関連及び非財務情報の開示状況..... | 74 |
| 1. はじめに..... | 74 |
| 2. 国内外のコーポレートガバナンス指針における情報開示に関する記述について..... | 74 |
| 3. GRスコア対象企業109社による財務関連開示及び非財務関連開示の状況..... | 76 |
| 4. おわりに..... | 80 |

第1章 GR スコア 2022 の状況

1. GR スコア 2022 の概要

日興リサーチセンターでは、日本企業のコーポレートガバナンスの強さを評価する GR スコア（ガバナンスリサーチ・スコア）を開発し、2017 年より毎年評価を行っている¹。GR スコアは、日本のコーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）を国内基準のベンチマークとし、ICGN グローバル・ガバナンス原則（以下、ICGP）をグローバル基準のベンチマークとして、企業のガバナンスの取り組みを評価している。本年の GR スコア 2022 は、日本の上場企業 109 社²を対象に、2021 年 12 月末時点までの情報を用いて評価を行った。本章では、GR スコア 2022 について、評価方法や評価の変更点、評価結果について言及する。

1.1 GR スコアの評価方法

GR スコアは、9つのテーマに分類される。具体的には、「取締役会の責務」「リーダーシップと独立性」「構成と指名」「企業文化」「リスクの監視」「報酬」「報告と監査」「株主総会」「株主の権利」である。

各評価項目は JCGC、ICGP の各原則を基にしているが、2021 年は、JCGC、ICGP いずれも改訂された。このことを反映し、国内基準の評価項目は 35 項目から 36 項目に、グローバル基準は 36 項目から 38 項目に増えている（図表 1 参照）。国内基準では、「リスクの監視」が 1 項目追加され、グローバル基準では、「取締役会の責務」、「株主の権利」がそれぞれ 1 項目追加された。

図表 1 GR スコア 2022 の評価項目

| テーマ | 内容 | 評価項目数 | |
|-------------|---|--------------|-----------------|
| | | 国内基準 (36) | グローバル基準 (38) |
| 取締役会の責務 | 取締役会の責務とそれに関する開示等 | 6 | 3 |
| リーダーシップと独立性 | 取締役会による経営者に対するモニタリング機能の充実や効果等 | 7 | 5 |
| 構成と指名 | 取締役会の構成と取締役の指名の方針等 | 7 | 6 |
| 企業文化 | 取締役をはじめ従業員の倫理観やコンプライアンスに関する取り組み等 | 2 | 3 |
| リスクの監視 | 取締役会でのリスクに対する取り組み等 | 1 | 3 |
| 報酬 | 経営者、取締役、従業員等の報酬制度や報酬決定のプロセス等 | 3 | 6 |
| 報告と監査 | 財務報告や内部統制報告、CSR報告書などの開示資料に関する公表と監査に関する方針等 | 2 | 4 |
| 株主総会 | 総会決議事項など株主総会に関連した方針等 | 2 | 2 |
| 株主の権利 | 少数株主の保護など株主の権利に関連した方針等 | 6 | 6 |

（出所）日興リサーチセンター

¹ これまでの GR スコアについては、杉浦・寺山（2018a）、杉浦・寺山（2018b）、杉浦・寺山（2019）、日興リサーチセンター（2020）、杉浦・寺山（2021）を参照のこと。

² 2016 年の平均時価総額から 100 社を抽出し、2018 年に 8 社、2019 年に 3 社追加し、111 社を対象とした。その後、2 社上場廃止となり現在に至る。評価対象企業は 5 ページ「GR スコア 2022 付与企業一覧」を参照されたい。

各評価項目は、詳細な評価基準から3段階または2段階の水準（Level1～3）で評価される。各評価項目についてLevel3を1点、Level2を0.5点、Level1を0点として総計し、評価総項目数により100%換算したものをGRスコアとしている。なお各テーマのスコアについても同様の方法で算出している（各テーマのスコアの総計÷テーマ内の評価項目数）。なお、具体的な評価項目については、21ページ「Appendix GRスコア2022の評価項目」を参照されたい。

1.2 GRスコア2021からの評価の変更点について

GRスコアは上述のようにJCGC、ICGPの各原則をもとに構成されているため、各原則が改訂されるたびに、評価項目について見直しを行っている。以下では、GRスコア2022で改訂された項目の主要なポイントについて説明する。

■「取締役会の責務」

図表2は、「取締役会の責務」の各評価項目で追加された評価基準である。評価項目の一つである「取締役会の範囲」では、JCGC補充原則2-3①を国内基準の評価基準に反映させた。同原則では「取締役会は、気候変動などの地球問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである」とされた。これを受け、取締役会におけるサステナビリティに関する監督が必要と捉え、「取締役会の範囲」の評価基準の一項目に、「取締役会が自社の直面するサステナビリティの課題をリスクと機会の観点から監督している」を追加した。

さらにJCGC補充原則4-2②が新設されている。同原則は「取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。また、人的資本・知的財産への投資等の重要性に鑑み、これらをはじめとする経営資源の配分や、事業ポートフォリオに関する戦略の実行が、企業の持続的な成長に資するよう、実効的に監督を行うべきである」とある。取締役会における事業ポートフォリオや経営資源の配分に関する監督が重要と考え、「取締役会の範囲」の評価基準の一項目に「取締役会が経営資源の配分または事業ポートフォリオに関する戦略の実行を監督している」を追加した。

「取締役会の責務」ではグローバル基準でも基準を追加している。ICGP原則1.1“Responsibilities”の項目(b)では、「企業のパーパスと戦略に沿ったガバナンス、持続可能性、パフォーマンスについて株主と建設的に対話を行う」ことが明記されている。これを受けて、グローバル基準における評価基準の一項目に「取締役会が自社のパーパスを特定し、経営戦略に組み入れている」を追加した。

グローバル基準では、「株主との対話：対話内容」の評価基準として、中長期的な企業価値創造につい

て対話に必要な情報に関する開示を追加した。具体的には、ICGP 原則 7.9“Capital allocation”において、「取締役会が長期的な価値創造の基本として資本配分に関する明確な方針を開示する」項目として、資本コストや最適資本構成のほか、M&A や R&D、資本支出に関するアプローチなどを挙げており、これを評価基準の一項目として追加した。

図表 2 「取締役会の責務」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価基準 |
|---------|-------------|---------|--|
| 取締役会の責務 | 取締役会の範囲 | 国内基準 | <ul style="list-style-type: none"> 取締役会が自社の直面するサステナビリティの課題をリスクと機会の観点から監督している 取締役会が経営資源の配分または事業ポートフォリオに関する戦略の実行を監督している |
| 取締役会の責務 | 取締役会の範囲 | グローバル基準 | <ul style="list-style-type: none"> 取締役会が自社のパーパスを特定し、経営戦略に組み込んでいる |
| 取締役会の責務 | 株主との対話:対話内容 | グローバル基準 | 長期的な価値創造の視点から、 <ul style="list-style-type: none"> 資本コスト M&A、R&D、資本支出に対するアプローチ 最適資本構成 株主還元策 を開示している |

(出所) 日興リサーチセンター

■ 「構成と指名」

図表 3 は「構成と指名」の各評価項目で追加された評価基準である。評価項目の一つである「取締役会の構成」では、JCGC 原則 4 - 8 を国内基準の評価基準に反映させた。同原則では「プライム市場上場会社は（中略）独立社外取締役を少なくとも 3 分の 1（中略）以上選任すべきである」とあり、さらに「過半数の独立社外取締役を選任することが必要」という記述から、国内基準における評価基準として、独立取締役が過半数を占めることがベストプラクティス（Level3）と変更した。

さらに、JCGC 原則 4 - 1 1 ④では、「取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。」と大幅に改訂された。改訂では、取締役会の多様性を示す上で、スキル・マトリックスなどの開示を要求した。これを受けて、「取締役会の多様性」の評価基準の一つとして、取締役会のスキルマップの開示の有無を追加した。

「取締役会の多様性」のグローバル基準では、ICGP 原則 3.2“Gender Diversity”を反映した。同原則

では「取締役会は、できれば、女性が取締役のポジションに占める割合を少なくとも 1/3 となるように適切なジェンダー多様性を達成するよう努力すべきである」としており、評価基準では、女性取締役比率を 1/3 以上とする目標を掲げているかどうかを追加した。

「指名委員会」の国内基準については、JCGC 原則 4 – 1 0 ①を反映させた。同原則では、「特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである」と追記された。指名委員会、報酬委員会では、各委員会の独立性についてどのように考えているのか、またどのような権限や役割を与えているのかを明示することは株主に対する透明性の視点からも重要であると考え。そのため、「指名委員会の独立性についての考え、役割、権限」を開示しているかどうかを評価基準に加えた。

さらに同評価項目のグローバル基準では、ICGP 原則 3.6“Nomination Committee”において、「取締役会は独立取締役を過半数で構成する指名委員会を設置すべきである」としており、評価基準に反映した。

図表 3 「構成と指名」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価基準 |
|-------|----------|---------|--|
| 構成と指名 | 取締役会の構成 | 国内基準 | ・ 独立取締役が過半数である場合、Level 3、独立取締役が2名以上かつ1/3以上1/2以下である場合、Level 2と評価する(※変更) |
| 構成と指名 | 取締役会の多様性 | 国内基準 | ・ 取締役会のスキルマップが開示している |
| 構成と指名 | 取締役会の多様性 | グローバル基準 | ・ 女性取締役比率を1/3以上とする目標が掲げられている |
| 構成と指名 | 指名委員会 | 国内基準 | ・ 指名委員会の独立性に関する考え、権限、役割についてすべて開示している |
| 構成と指名 | 指名委員会 | グローバル基準 | ・ 指名委員会の過半数は独立取締役で構成されている |

(出所) 日興リサーチセンター

■ 「リスクの監視」

図表 4 は「リスクの監視」の各評価項目で追加された評価基準である。評価項目の一つである「リスクマネジメント：プロアクティブな監視」の国内基準では、JCGC 補充原則 4 – 3 ④を反映させた。同原則では「内部統制や先を見越した全社的なリスク管理体制の整備は、適切なコンプライアンスの確保とリスクテイクの裏付けとなり得るものであり、取締役会はグループ全体を含めたこれらの体制を適切に構築し、内部監査部門を活用しつつ、その運用状況を監督すべきである」と改訂された。これは、取締役会がリスク管理の運用状況を把握することを明示的に求めていると考え、評価基準として「取締役会が包括的なリスクマネジメント体制を整備し、リスクマネジメントのアプローチ（運用状況）を監督し

ている」ことを追加した。

図表4 「リスクの監視」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価基準 |
|--------|--------------------------|------|---|
| リスクの監視 | リスクマネジメント:プロ アクティブな監視 | 国内基準 | <ul style="list-style-type: none"> 取締役会が包括的なリスクマネジメント体制を整備し、リスクマネジメントのアプローチ(運用状況)を監督している |

(出所) 日興リサーチセンター

■ 「報酬」

図表5は「報酬」の各評価項目で追加された評価基準である。評価項目の一つである「報酬委員会」の国内基準において、上述の「指名委員会」同様、JCGC 原則4-10①を反映した。すなわち、報酬委員会についても独立性に関する考え、役割、権限について開示をしているかどうかを評価基準として追加した。

「報酬委員会」のグローバル基準では、ICGP 原則5.10“Remuneration Committee”において「取締役会はすべて独立取締役で構成された報酬委員会を設置すべきである」と記載されており、評価基準について、これを反映させた。

図表5 「報酬」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価項目 |
|-----|-------|-------------|--|
| 報酬 | 報酬委員会 | 国内基準 | <ul style="list-style-type: none"> 報酬委員会の独立性に関する考え、権限、役割についてすべて開示している |
| 報酬 | 報酬委員会 | グローバル 基準 | <ul style="list-style-type: none"> 報酬委員はすべて独立社外取締役で構成されている |

(出所) 日興リサーチセンター

■ 「報告と監査」

図表6は「報告と監査」の各評価項目で追加された評価基準である。評価項目の一つである「非財務情報」では、新設されたJCGC 補充原則3-1③を反映している。

同原則では「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠

組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とある。

そこで、国内基準では、人的資本と気候変動に関する評価基準を追加した。特に、人的資本では、「わかりやすく具体的に」開示することが求められており、人的資本に関する方針や目標、KPI の開示に着目している。また、気候変動では、TCFD に沿った開示が要求されていることから、TCFD に関連した開示項目のうち、排出削減の目標や排出削減量、戦略（気候変動が企業の戦略などに与える影響など）、リスク管理などに着目している。

図表6 「報告と監査」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価基準 |
|-------|-------|------|---|
| 報告と監査 | 非財務情報 | 国内基準 | <ul style="list-style-type: none"> 気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理をすべて開示している 人的資本管理の方針、目標、KPIが設置されている 事業ポートフォリオの方針と見直しの結果について開示している |

(出所) 日興リサーチセンター

■ 「株主総会」

図表7は「株主総会」の各評価項目で追加された評価基準である。ICGP 原則 10.3“Meeting Notice”では、株主総会において総会議案だけでなく、アニュアルレポートや財務報告書についても開示することを求めている。このことは、金融庁金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでも投資家からの声として報告されている³。さらに、ICGP 原則 10.10“Vote disclosure”では、取締役会議案について、株主からの十分な反対票が投じられている場合（20%以上）、企業は株主の懸念に対する理解と対応につとめ、その対応策について説明すべきであると考えている。その結果、次の株主総会では、株主からの意見に対して、どのように解決したのかを報告することを求めている。GR スコア 2022 では、以上の2つの視点を「招集通知」の評価基準として加えた。

図表7 「株主総会」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価基準 |
|------|------|---------|--|
| 株主総会 | 招集通知 | グローバル基準 | <ul style="list-style-type: none"> アニュアルレポート及び財務諸表、その他の必要な書類を株主総会の1か月前までに公表している 会社議案で20%以上の反対があった場合、その理解と対応について、翌年の株主総会資料で説明している |

(出所) 日興リサーチセンター

³ 以下リンク先参照。 https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613/01.pdf

■「株主の権利」

図表 8 は「株主の権利」の各評価項目で追加された評価基準である。ICGP 原則 7.9“Capital Allocation”において、政策保有株について言及している。そこでは、「他の上場企業との戦略的株式保有や株式持合い、または第三者への貸付の背景となる合理的な根拠と資本収益率に対する影響」について開示を求めている。ICGP は日本固有の持ち合いなどのいわゆる政策保有の問題を国際的な投資家の視点として取り上げたと考えられる。そこで、「会社の責務：政策保有の開示」のグローバル基準における評価基準では、「企業との戦略的提携において、政策保有と第三者への貸付を実施する論理的根拠などの背景を説明している」ことと「政策保有による資本収益率への影響を評価している」ことを追加した。

図表 8 「株主の権利」に関する評価基準の追加項目

| テーマ | 評価項目 | 基準 | 追加された評価項目 |
|-------|---------------|---------|---|
| 株主の権利 | 会社の責務:政策保有の開示 | グローバル基準 | <ul style="list-style-type: none"> 企業との戦略的提携において、政策保有と第三者への貸付を実施する論理的根拠などの背景を説明している 政策保有による資本収益率への影響を評価している |

(出所) 日興リサーチセンター

これらの評価基準の変更を経て、GR スコア 2022 の状況と過去のスコアからの変化について、以下で言及する。

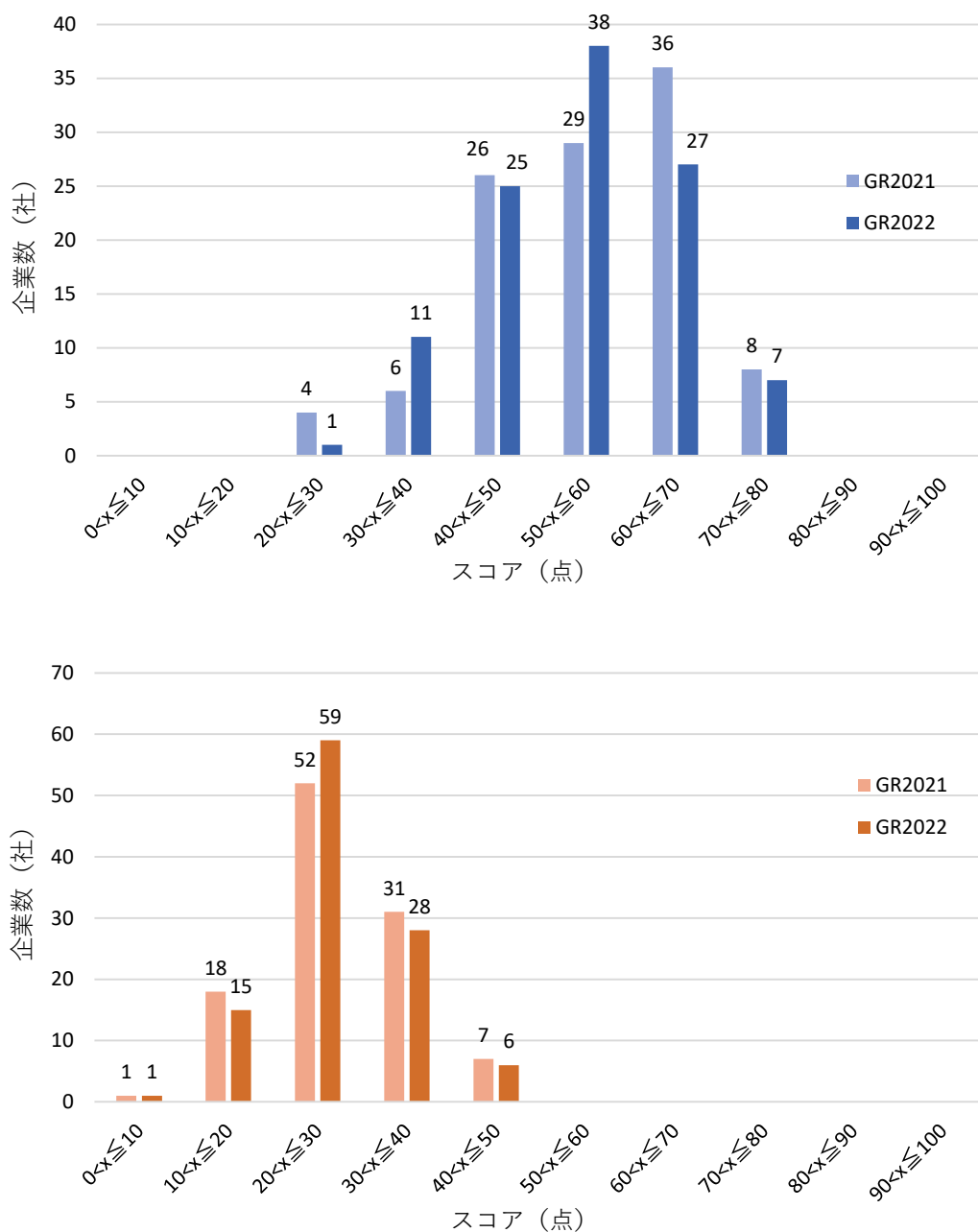
2. GR スコア 2022 の状況

2.1 GR スコアの 2022 総合スコアの状況

国内基準では、総合スコアの平均は 54.9 点、最高が 79 点、最低が 26 点となり、昨年の GR スコア 2021 の平均値から 1.1 ポイント低下した。国内基準の分布（図表 9 上段）を見ると、GR スコア 2021 では「 $60 < x \leq 70$ 」を頂点としていたが、GR スコア 2022 では「 $50 < x \leq 60$ 」へと頂点が移動し、次に「 $60 < x \leq 70$ 」と「 $40 < x \leq 50$ 」に多く分布している。評価基準の変更の影響による若干のスコアの低下はあるものの、「 $50 < x \leq 60$ 」と「 $60 < x \leq 70$ 」に分布が集中する傾向にあることがわかる。

次に、グローバル基準では、平均が 27.6 点、最高が 50 点、最低が 9 点となり、昨年の GR スコア 2021 の平均値から 0.2 ポイント上昇した。グローバル基準の分布（図表 9 下段）を見ると、GR スコア 2021、GR スコア 2022 とともに「 $20 < x \leq 30$ 」を頂点に、次に「 $30 < x \leq 40$ 」、「 $10 < x \leq 20$ 」に多く分布している。国内基準に比べ、グローバル基準は評価基準がより厳格であることから、まだスコアが 50 点を超える企業はないものの、20 点以下に分布する企業数は減少傾向にある。

図表9 直近2年分のスコア分布の状況（上段：国内基準、下段：グローバル基準）



(出所) 日興リサーチセンター

次に、国内基準とグローバル基準、それぞれの総合スコアトップ10（図表10）をみると、国内基準では、エーザイ（79点）、明治ホールディングス（75点）、三菱重工業（75点）、三井住友トラスト・ホールディングス（75点）などが上位であった。図表10でハイライトされている企業は、昨年から順位が上昇した企業であり、国内基準では上位12社中9社が上昇している。特に、関西電力は、「取締役会の責務」や「株主の権利」などのスコアが上昇したことで、昨年の59ポイントからスコアが10ポイント上昇し、順位が49位から8位へと上昇した。

また、グローバル基準でのスコア上位は、エーザイ（50点）、オリンパス（45点）、三菱UFJフィナンシャル・グループ（43点）、野村ホールディングス（43点）などであった。上位企業の中で順位の上昇した企業は10社中6社あった。

上位に並んだ企業の特徴として、国内基準、グローバル基準ともに「リーダーシップと独立性」と「構成と指名」のテーマのスコアが平均に比べて顕著に高く、国内基準では加えて「取締役会の責務」での高スコアも上位の要因となっている。

なお、国内基準、グローバル基準の両基準においてトップ10入りした企業は、エーザイ、三井住友トラスト・ホールディングス、野村ホールディングスの3社であり、エーザイに関しては国内基準、グローバル基準ともに1位となった（図表10内太字）。

図表10 総合TOP10の状況

| 国内基準 | | | | グローバル基準 | | | |
|----------|-------------|--------------------------|-----------|----------|-------------|--------------------------|-----------|
| 順位 | コード | 企業名 | スコア | 順位 | コード | 企業名 | スコア |
| 1 | 4523 | エーザイ | 79 | 1 | 4523 | エーザイ | 50 |
| 2 | 2269 | 明治ホールディングス | 75 | 2 | 7733 | オリンパス | 45 |
| 2 | 7011 | 三菱重工業 | 75 | 3 | 8306 | 三菱UFJフィナンシャル・グループ | 43 |
| 2 | 8309 | 三井住友トラスト・ホールディングス | 75 | 3 | 8604 | 野村ホールディングス | 43 |
| 5 | 1928 | 積水ハウス | 72 | 5 | 8411 | みずほフィナンシャルグループ | 42 |
| 5 | 4543 | テルモ | 72 | 6 | 8309 | 三井住友トラスト・ホールディングス | 41 |
| 7 | 5020 | E N E O Sホールディングス | 71 | 7 | 4502 | 武田薬品工業 | 37 |
| 8 | 1925 | 大和ハウス工業 | 69 | 7 | 6501 | 日立製作所 | 37 |
| 8 | 2503 | 麒麟ホールディングス | 69 | 7 | 6502 | 東芝 | 37 |
| 8 | 4188 | 三菱ケミカルホールディングス | 69 | 7 | 8725 | M S & A Dインシュアランス | 37 |
| 8 | 8604 | 野村ホールディングス | 69 | | | | |
| 8 | 9503 | 関西電力 | 69 | | | | |

（出所）日興リサーチセンター

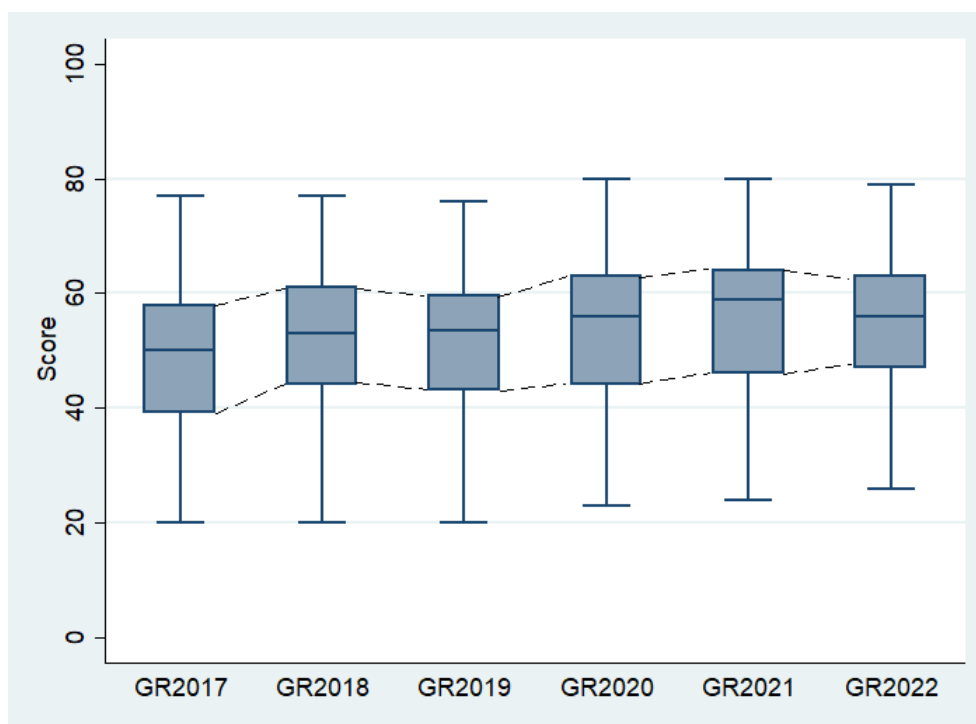
2.2 過去6年間の総合スコアの変遷

図表11は、国内基準総合スコアに関する、箱ひげ図と各分位点⁴の、過去6年間の推移である。2017年から2022年にかけて、国内基準総合スコアの第2四分位（中央値）は6.0ポイント上昇（50.0→56.0）し、第1四分位点（25%点）は8.0ポイント上昇（39.0→47.0）、第3四分位点（75%点）は5.0ポイント上昇（58.0→63.0）している。

直近の3年間では、75%点の変動はほとんどみられないものの、25%点が連続して上昇したことで、企業間のスコア格差が縮小傾向にあることがわかる。

⁴ 総合スコアを小さい順に並べたときに、総数の1/4番目にあたる値が第1四分位、真ん中にあたる値が第2四分位（中央値）、3/4番目にあたる値が第3四分位である。なお、図表11のドットは、第1四分位と第3四分位から推定される範囲（図表内のバーの位置を超えた数値（外れ値））のことを指す。

図表 11 国内基準総合スコアの分布の推移

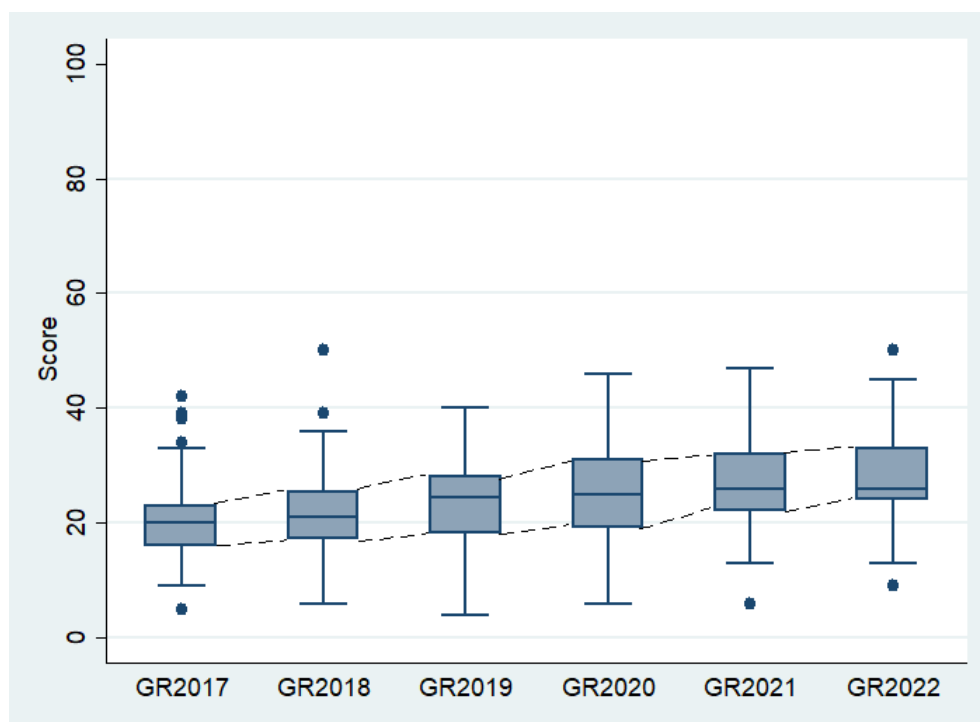


| 国内基準 | GRスコア 2017 | GRスコア 2018 | GRスコア 2019 | GRスコア 2020 | GRスコア 2021 | GRスコア 2022 |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 75%点 | 58.0 | 61.0 | 59.3 | 63.0 | 64.0 | 63.0 |
| 中央値 | 50.0 | 53.0 | 53.5 | 56.0 | 59.0 | 56.0 |
| 25%点 | 39.0 | 44.0 | 43.0 | 44.0 | 46.0 | 47.0 |

(出所) 日興リサーチセンター

一方、グローバル基準では、2017年から2022年にかけて、総合スコアの中央値が6.0ポイント(20.0→26.0)上昇し、25%点は8.0ポイント(16.0→24.0)上昇、75%点は10.0ポイント(23.0→33.0)上昇している(図表12参照)。25%点、75%点いずれも5年連続で上昇しており、全体として、緩やかにスコア改善の傾向にある。

図表 12 グローバル基準総合スコアの分布の推移



| グローバル基準 | GRスコア 2017 | GRスコア 2018 | GRスコア 2019 | GRスコア 2020 | GRスコア 2021 | GRスコア 2022 |
|---------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 75%点 | 23.0 | 25.3 | 28.0 | 31.0 | 32.0 | 33.0 |
| 中央値 | 20.0 | 21.0 | 24.5 | 25.0 | 26.0 | 26.0 |
| 25%点 | 16.0 | 17.0 | 18.0 | 20.0 | 22.0 | 24.0 |

(出所) 日興リサーチセンター

2.3 GR スコア 2022 テーマ別スコアの状況

次に、GR スコア 2022 のテーマ別の状況を確認する（図表 13 参照）。

国内基準については、「株主総会」（82.1）、「報酬」（80.9）、「報告と監査」（64.4）のスコアが相対的に高く、一方で、「リスクの監視」（34.4）、「リーダーシップと独立性」（41.6）、「取締役会の責務」（43.2）が相対的に低い。また、GR スコア 2021 と比較すると、「株主の権利（4.6 ポイント増）」や「株主総会（4.4 ポイント増）」などが上昇している（「リスクの監視」は今年度から新規に追加したテーマであるため、前年度データはない）。

「株主の権利」のスコアが上昇した主な要因としては、政策保有の縮減の方針について具体的に開示し、その結果（削減した株数、削減額、削減の方法、マーケットインパクトの考慮、削減理由等）について開示している企業が 60 社から 81 社まで増加したことが挙げられる。また、「株主総会」の上昇要因としては、昨年はコロナ禍の影響により、株主総会招集通知書の配布が遅れ、議決権行使までの期間が 3 週間未満となったタイミングでの送付となった企業が増加したものの、今年度はそのような企業が

減少し、スコアが回復したことが挙げられる。

他方、「報告と監査」(9.6ポイント減)や「構成と指名」(4.6ポイント減)はスコアが低下している。この要因として、「報告と監査」において、人的資本と気候変動などの非財務情報や事業ポートフォリオに関する方針などの開示(図表6参照)が十分でなかったことや、「構成と指名」において指名委員会に関する独立性や役割が十分に開示されていなかったことが挙げられる。

図表 13 国内基準のテーマ別スコアの状況(サンプル数: 109社)

| 国内基準 | 平均 | GR2021 との差 | GR2017 との差 | 標準偏差 | 最小 | 最大 |
|-------------|------|---------------|---------------|------|----|-----|
| 取締役会の責務 | 43.2 | -2.8 | 1.2 | 16.2 | 17 | 83 |
| リーダーシップと独立性 | 41.6 | 2.7 | 4.8 | 17.3 | 14 | 79 |
| 構成と指名 | 57.9 | -4.6 | 1.7 | 14.6 | 0 | 86 |
| 企業文化 | 51.6 | 1.8 | 4.6 | 28.9 | 0 | 100 |
| リスクの監視 | 34.4 | - | - | 41.2 | 0 | 100 |
| 報酬 | 80.9 | -2.2 | 49.0 | 14.3 | 17 | 100 |
| 報告と監査 | 64.4 | -9.6 | -3.1 | 21.3 | 0 | 100 |
| 株主総会 | 82.1 | 4.4 | -4.9 | 18.7 | 50 | 100 |
| 株主の権利 | 57.7 | 4.6 | 3.5 | 16.7 | 17 | 100 |
| 総合 | 54.9 | -1.1 | 6.4 | 11.0 | 26 | 79 |

(出所) 日興リサーチセンター

次に、グローバル基準のテーマ別スコアでは、図表14が示すように、「株主総会」(71.1)のスコアが高く、一方「リスクの監視」(7.7)や「リーダーシップと独立性」(17.2)等が低い結果となった。

GRスコア2021と比較すると、「企業文化(6.8ポイント増)」、「株主の権利(4.6ポイント増)」、「構成と指名(2.7ポイント増)」などのスコアが上昇している。「企業文化」のスコアが上昇した要因としては、昨年に引き続き、贈収賄に関するポリシー、管理方法などを開示する企業が増加したこと(42社→52社)や、利用の範囲が従業員に限らず、取引先・その他ステークホルダーにまで及ぶ内部通報制度を設けている企業が増加したことなどによる(42社→54社)。

他方、「取締役会の責務(8.8ポイント減)」と「株主総会(8.5ポイント減)」については、前回からスコアが低下している。「取締役会の責務」では、前述の「取締役会が自社のパーパスを特定し、経営戦略に組み入れている」(図表2参照)に関する取り組みが34社と全体的に少ないことが要因として挙げられる。また「株主総会」では、図表7のようにグローバル基準で追加された評価基準で特に、「アニュアルレポート及び財務諸表、その他必要な資料が総会前に遅滞なく提供されている」企業が1社もないことが影響している。また、会社議案について20%以上の反対のあった企業は18社確認されたが、いずれについても翌年の総会議案でそのことについて触れている企業は確認されなかった。このことも「株主総会」のスコアが低下した要因として挙げられる。

図表 14 グローバル基準のテーマ別スコアの状況（サンプル数：109社）

| グローバル基準 | 平均 | GR2021 との差 | GR2017 との差 | 標準偏差 | 最小 | 最大 |
|-------------|------|---------------|---------------|------|----|-----|
| 取締役会の責務 | 18.0 | -8.8 | -3.0 | 15.6 | 0 | 67 |
| リーダーシップと独立性 | 17.2 | 0.4 | 4.6 | 14.9 | 0 | 60 |
| 構成と指名 | 30.2 | 2.7 | 12.0 | 13.2 | 8 | 67 |
| 企業文化 | 32.1 | 6.8 | 11.9 | 21.1 | 0 | 100 |
| リスクの監視 | 7.7 | -2.1 | 0.7 | 17.8 | 0 | 83 |
| 報酬 | 24.1 | -2.1 | 20.0 | 14.9 | 0 | 67 |
| 報告と監査 | 29.9 | 0.9 | -1.3 | 9.5 | 13 | 63 |
| 株主総会 | 71.1 | -8.5 | -7.4 | 9.7 | 25 | 75 |
| 株主の権利 | 33.2 | 4.6 | 5.8 | 7.9 | 8 | 58 |
| 総合 | 27.6 | 0.2 | 6.7 | 7.3 | 9 | 50 |

（出所）日興リサーチセンター

3. おわりに

本章では、GR スコア 2022 の評価基準の改訂とスコアの状況を確認した。

GR スコア 2022 の国内基準では、2021 年 6 月のコーポレートガバナンス・コードの改訂に合わせて評価基準を見直した。国内基準スコアは、前回の結果と比較して平均点の上昇は見られなかったものの、分布が集中し、企業間の格差が縮小傾向にある。本年は、政策保有の縮減の方針やその結果についての開示の強化、コロナ禍の影響による、株主総会招集通知書の配布遅延の改善などがスコアにプラスに寄与している。他方で、新たに追加したテーマである「リスクの監視」や、「報告と監査」での人的資本や気候変動に関する開示の不足、指名委員会での独立性や役割に関する開示不足がマイナスに寄与しており、これらの開示については改善が期待される。

また、グローバル基準についても、ICGN 国際グローバル原則の改訂に伴い評価項目を見直している。グローバル基準のスコアは、国内基準に比べると低いものの、第 1 四分位（25%点）、第 3 四分位（75%点）がいずれも 5 年連続で上昇しており、緩やかにスコア改善の傾向にある。改善の要因としては、贈収賄に関するポリシー、管理方法などを開示する企業が増えたことや、従業員に限らず、取引先・その他ステークホルダーにまで利用範囲が及ぶ内部通報制度を設けている企業が増えたことなどが挙げられる。しかし、「リスクの監視」に対する対策が十分でないこと、「取締役会の責務」でも示した自社のパースを特定し、経営戦略に組み入れている企業が限定的であること、株主総会前にアニュアルレポートや財務報告の開示がないこと、などはコーポレートガバナンスの課題でもある。こうしたグローバルの取り組みは、個別企業による取り組みだけではなく、規制の強化やコーポレートガバナンス・コード等の改訂といったルール変更も同時に必要であると考えられる。

参考文献

- 寺山恵・杉浦康之（2018a）「GR スコア（ガバナンスリサーチ・スコア）の開発- 日本企業のコーポレートガバナンスはどれくらい強いのか？」、日興リサーチレビュー2018年4月号
- 寺山恵・杉浦康之（2018b）「GR スコア 2018 の状況」、日興リサーチレビュー2018年9月号
- 寺山恵・杉浦康之（2019）「GR スコア 2019 の状況」、日興リサーチレビュー2019年11月号
- 日興リサーチセンター（2020）「GR スコア 2020 および GR スコア企業 111 社のガバナンス状況」
- 寺山恵・杉浦康之（2021）「GR スコア 2021 の状況」、日興リサーチレビュー2021年9月号

Appendix GR スコア 2022 の評価項目

| No | テーマ | 評価項目 | 国内基準 | グローバル基準 |
|----|-------------|-----------------------|------|---------|
| 1 | 取締役会の責務 | 取締役会の範囲 | ○ | ○ |
| 2 | 取締役会の責務 | 他社の取締役の兼任 | ○ | ○ |
| 3 | 取締役会の責務 | 会社提案議案 | ○ | - |
| 4 | 取締役会の責務 | 株主との対話（1）対話する相手 | ○ | - |
| 5 | 取締役会の責務 | 株主との対話（2）対話の方針 | ○ | - |
| 6 | 取締役会の責務 | 株主との対話（3）対話の内容 | ○ | ○ |
| 7 | リーダーシップと独立性 | 議長及び最高経営責任者（執行と監督の分離） | ○ | ○ |
| 8 | リーダーシップと独立性 | 筆頭独立取締役 | ○ | ○ |
| 9 | リーダーシップと独立性 | 取締役会の実効性 | ○ | ○ |
| 10 | リーダーシップと独立性 | 取締役の独立性 | ○ | ○ |
| 11 | リーダーシップと独立性 | 独立取締役のみのミーティング | ○ | ○ |
| 12 | リーダーシップと独立性 | 独立取締役の責務 | ○ | - |
| 13 | リーダーシップと独立性 | 会社法上の機関設定と任意の委員会 | ○ | - |
| 14 | 構成と指名 | 取締役会の構成 | ○ | ○ |
| 15 | 構成と指名 | 取締役会の多様性 | ○ | ○ |
| 16 | 構成と指名 | 取締役の在任期間 | - | ○ |
| 17 | 構成と指名 | 任命プロセス | ○ | ○ |
| 18 | 構成と指名 | 取締役の評価 | ○ | ○ |
| 19 | 構成と指名 | 指名委員会 | ○ | ○ |
| 20 | 構成と指名 | 経営者継承計画のモニタリング | ○ | - |
| 21 | 企業文化 | 贈賄と汚職 | - | ○ |
| 22 | 企業文化 | 内部通報 | ○ | ○ |
| 23 | 企業文化 | 従業員の行動 | ○ | ○ |
| 24 | リスクの監視 | リスクマネジメント：プロアクティブな監視 | ○ | ○ |
| 25 | リスクの監視 | リスクマネジメント：リスク対処カルチャー | - | ○ |
| 26 | リスクの監視 | リスクマネジメント：リスク委員会 | - | ○ |
| 27 | 報酬 | 利益の一致 | ○ | ○ |
| 28 | 報酬 | 執行取締役の長期インセンティブ方針 | - | ○ |
| 29 | 報酬 | 年次報酬報告書 | - | ○ |
| 30 | 報酬 | パフォーマンス（特にリスク） | ○ | ○ |
| 31 | 報酬 | 非業務執行取締役の報酬 | - | ○ |
| 32 | 報酬 | 報酬委員会 | ○ | ○ |
| 33 | 報告と監査 | 非財務情報 | ○ | ○ |
| 34 | 報告と監査 | 監査委員会 | ○ | ○ |
| 35 | 報告と監査 | 外部監査人の交代（ローテーション） | - | ○ |
| 36 | 報告と監査 | 外部監査人選解任に関する株主承認 | - | ○ |
| 37 | 株主総会 | 招集通知 | ○ | ○ |
| 38 | 株主総会 | 議決権行使の方法 | ○ | ○ |
| 39 | 株主の権利 | 株主の平等・救済 | ○ | ○ |
| 40 | 株主の権利 | 重要事項の決定（買収防衛策） | ○ | ○ |
| 41 | 株主の権利 | 重要事項の決定（株主資本） | ○ | ○ |
| 42 | 株主の権利 | 利益相反 | - | ○ |
| 43 | 株主の権利 | 関連当事者取引 | ○ | ○ |
| 44 | 株主の権利 | 会社の責務：政策保有の開示 | ○ | ○ |
| 45 | 株主の権利 | 会社の責務：政策保有売却の妨げ | ○ | - |
| 46 | 構成と指名 | CEOの解任方針 | ○ | - |

※ハイライトした箇所はGRスコア2022から追加した項目

(END)

第2章 取締役会構成とスキルマトリックス開示状況について

1. はじめに

1.1 取締役会に関するグローバル基準と国内コード改訂に対する日本企業の対応

株主に選任された取締役は、株主からの委任を受けて、企業価値の最大化に努めなければならない。取締役会は企業価値の最大化に向けて、どの形態とするのか、人数を含めてどのような経験・スキルを有するメンバー構成にするのか、取締役会で何を決議し何を執行に委任するのかなどの取り決めを通じて、株主から見て実効性・透明性のある最適な取締役会を形成する必要がある。

近年、日本では原則主義に基づくコーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）を導入し、上場企業に対し、取締役会の構成に関するベストプラクティスを示している。JCGC の導入以降は、社外取締役の選任が増えつつある。実際、2020年に実施した同調査でも、社外取締役比率が39.4%と3割を超える状況にある（日興リサーチセンター（2020））。

さらに、国際的な機関投資家団体であるICGNもICGNグローバル・ガバナンス原則（以下、ICGP）の中で、取締役会構成について厳しい要件を求めている。例えば、経営の監督と執行を分離し株主の代弁者である独立社外取締役が過半数を占める取締役会が業務執行を監督する形をスタンダードとしている。加えて、取締役会で優れた意思決定をするためには、(1) 指名・報酬委員会、(2) 独立した取締役会議長、(3) 取締役会の多様性（スキルや経験だけでなく、ジェンダーなどの人口統計的な多様性も含む）、(4) 筆頭独立社外取締役の存在、(5) エグゼクティブ・セッション（取締役会議長が出席しない非業務執行取締役だけの会合）の必要性にも言及している。日興リサーチセンターでは、2017年よりGRスコアの評価を行っており、取締役会構成についても一評価項目としている。本章では、2021年6月に改訂となったJCGCの内容（独立社外取締役や女性取締役の構成、スキルマトリックス開示など）と2021年9月に改訂となったICGPを踏まえ、GRスコア2022で分析を行った109社¹の取締役会の状況について考察する。なお、分析では2021年12月末時点の各企業の情報を参照している。

2. 取締役会構成

2.1 取締役会の形態と人数

GRスコア2022の対象企業109社の取締役会の形態は、監査役設置会社が63社（57.8%）、指名委員会等設置会社が26社（23.9%）、監査等委員会設置会社が20社（18.3%）と監査役設置会社が減少傾向にあるが（2020年調査：111社中73社の65.8%が監査役設置会社）、依然として過半数を占める。

監査役設置会社では、監査役が業務監査・会計監査を担い、違法・不当な行為を監視・防止・是正す

¹ 2016年の平均時価総額から100社を抽出し、2018年に8社、2019年に3社追加し、111社を対象とした。その後、2社上場廃止となり現在に至る。評価対象企業は5ページ「GRスコア2022付与企業一覧」を参照されたい。

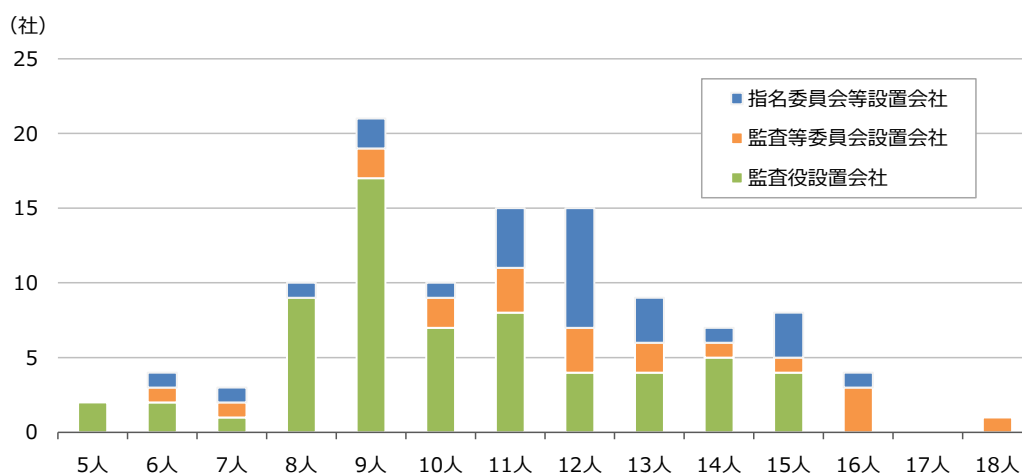
る責務がある。指名委員会等設置会社では、経営の監督と執行を分離し、迅速な意思決定と業務執行を図るものだが、3つの委員会を設置し各委員会は3名以上の取締役、過半数を社外取締役とすることが求められている。監査等委員会設置会社では、監査役を置く必要はなく、代わりに過半数の社外取締役を含む取締役3名以上で監査等委員会を設置し、取締役の業務執行に関する監査を行う。

この2年間の流れとして、GRスコア対象企業の中では、監査役設置会社の社数が減り、指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社の社数が増加している(指名委員会等設置会社：2020年調査22社→今回26社、監査等委員会設置会社：16社→20社)。

取締役の人数は109社の平均で10.9人(中央値11人、最頻値9人)と2020年調査の平均11.2人に比し若干減少したが、中央値、最頻値は同じであった。最小は5人で、塩野義製薬(4507)、キヤノン(7751)の2社であり、最大は日本製鉄(5401)の18人、その次に多いのは、武田薬品工業(4502)、ENEOSホールディングス(5020)、三菱UFJフィナンシャル・グループ(8306)、第一生命ホールディングス(8750)の16名である。8人~12人が全体の65%を占めている(図表1)。

取締役会の形態別の取締役人数は、指名委員会等設置会社が平均11.7人(中央値12人)、監査等委員会設置会社が平均12.1人(12人)、監査役設置会社が平均10.2人(10人)。後述するように指名委員会等設置会社(26社)の過半は独立社外取締役であるが、社内取締役も相応の数があるため取締役会の規模は小さくない企業が多い。

図表1 109社の取締役人数の分布図



(出所) 日興リサーチセンター作成

2.2 取締役会に占める独立社外取締役の比率

取締役会に占める独立社外取締役の構成比は、109社の平均で44.4%(1社平均4.8人)となった。取締役会の形態別では、指名委員会等設置会社が平均59.4%(6.9人)、監査等委員会設置会社が平均43.6%(5.3人)、監査役設置会社が平均37.5%(3.8人)となっている。

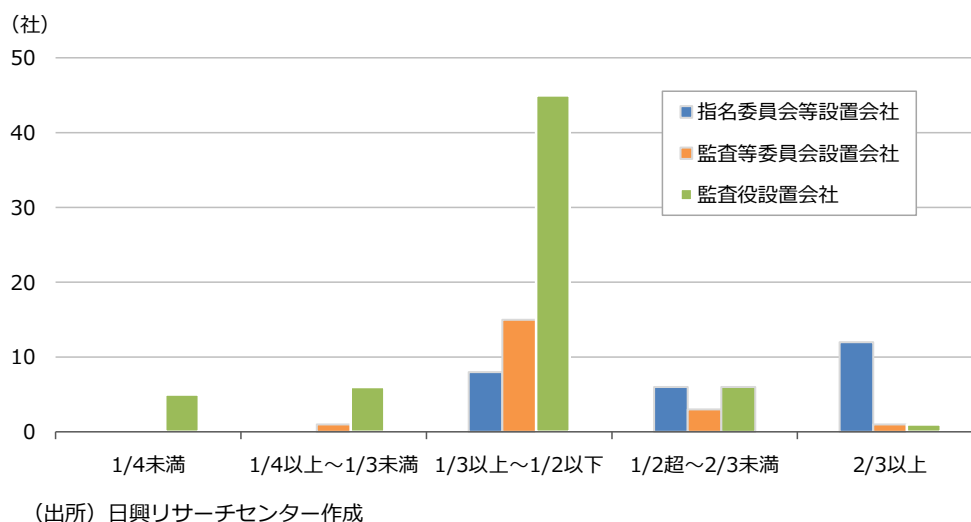
109社を通じてもっとも独立社外取締役比率が高いのは、ルネサスエレクトロニクス(6723, 監査役設置会社)とHOYA(7741, 指名委員会等設置会社)の83.3%で、両社とも取締役総数6名の中で社外取締役が5名という構成である。一方、同比率が低いのは、オリエンタルランド(4661)、シマノ(7309)、住友不動産(8830)、東海旅客鉄道(9022)の20%で、4社とも監査役設置会社である。

経営の監督と業務執行の分離を目的とし、社外取締役が過半数を占める委員会(指名、報酬、監査)を設置しなければならない指名委員会等設置会社では、26社のうち18社で独立社外取締役が過半数になっている。残りの8社の社外取締役比率は50%以下であるものの、1/3未満の企業はない(図表2)。

監査等委員会設置会社の独立社外取締役比率は、20社のうち15社(75%)が1/3以上~1/2以下のゾーンに集中し、残り4社が過半数となっている。監査役設置会社の独立社外取締役比率は、63社のうち45社(71.4%)が1/3以上~1/2以下のゾーンに集中しており、過半数は7社(11.1%)にとどまる。

監査等委員会設置会社では、武田薬品工業(4502)、アステラス製薬(4503)、日本電産(6594)、ファナック(6954)の4社、監査役設置会社では、キリンホールディングス(2503)、ルネサスエレクトロニクス(6723)、塩野義製薬(4507)、楽天グループ(4755)、富士通(6702)、日東電工(6988)、ファーストリテイリング(9983)の7社が取締役会の過半を独立社外取締役に構成している。

図表2 取締役会の形態別の独立社外取締役比率



取締役会構成に関して、JCGCは少なくとも2名以上の独立社外取締役の選任を推奨してきたが、2021年6月の改訂では、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、プライム市場上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも3分の1(その他の市場の上場会社においては2名)以上選任すべきである。また、上記にかかわらず、(中略)過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社(その他の市場の上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必

要と考える上場会社)は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。」(原則4-8)としている。

一方、ICGPでは、「取締役会は、一般的な基準において、過半数の独立した非業務執行取締役(社外取締役)で構成されるべきである。これは、(中略)支配株主が存在する企業(被支配会社)においてもベストプラクティスとみなされるべきであり、少なくとも、被支配会社は、取締役会の独立性レベルを少数株主が有する経済的な保有割合にリンクさせるように努めるべきである。」(原則2.2)としている。

本調査では、独立社外取締役が1/3以上占める企業が109社中97社(89.0%)とJCGCがプライム市場に求める最低基準を満たす企業がほとんどであり、一方で、ICGPが要求する過半数を占める企業については、29社(26.6%)と少ない。

また改訂されたJCGCの補充原則4-8③では、「支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上(プライム市場上場企業においては過半数)選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。」とし、支配株主のいる企業に対して少数株主に対する利益相反の観点からプライム市場の上場子会社に対して、より強いモニタリングを求めている。また、2022年10月4日にICGNが公表したビューポイント²でも、日本のガバナンスの優先課題の一つとして、「30%以上の議決権を保有する支配株主を有する企業に特に重要であり、プライム市場上場企業においては、独立取締役が取締役会の過半数を構成すべき」としている。109社のうち、支配株主の存在する上場子会社6社は、いずれも独立社外取締役比率が1/3以上で構成されている。さらに独立社外取締役比率が過半数の企業は2社(日本郵政(6178)、ゆうちょ銀行(7182))であった。

2.3 非独立の社外取締役の選任

機関投資家は独立性のない社外取締役の選任には反対する傾向が強く、企業が当該社外取締役候補を独立であるとしていても、経歴などを精査し自社の基準を満たしていなければ反対を行う可能性がある。

109社のなかで自社の独立性基準を満たさない非独立の社外取締役を選任している企業が11社ある。GRスコア2022は2021年12月末までの開示データをベースにしているため、2021年に開催された定時株主総会における11社の非独立社外取締役(13人)の賛成率をみると平均77.7%と低い。そのなかには、賛成率が70%台のケースが3件、60%台のケースが3件あった。11社中9社は1名の非独立社外取締役の選任にとどまるが、2名の非独立社外取締役を選任しているKDDI(9433)は67%程度、NTTデータ(9613)は70%程度の賛成率にとどまっている。反対率が高い理由としては、非独立社外取締役が、主要株主やグループ会社の役員を兼任中か、最近まで役員であったケースで、一定の資本関係と取引関係のある企業からの出身である場合、利益相反や少数株主保護の観点から株主から問題視されやすいためであろう。また、監査役設置会社であるKDDIのケースは、2021年時点では指名諮問委員

² <https://www.icgn.org/icgn-japan-governance-priorities-icgn-noribennokahanansuniguansuruyouxianketi>

会と報酬諮問委員会の議長を非独立社外取締役が務めており、同委員会の独立性に関して不透明性が残る部分があった。両社ともに、非独立が複数名（2名）もいることから、独立社外取締役比率が低くなってしまうことも問題として捉えられたが、実際、KDDI のケースでは、2022 年の定時株主総会前の補足説明において、全体の取締役数を絞り独立社外取締役の人数を増員し独立社外取締役比率を 1/3 以上となること、指名・報酬両諮問委員会の議長は独立社外取締役に代わる予定であることが記載されていたが、当該取締役候補の反対票の比率は約 3 割と変わらなかった。NTT データのケースでも、2021 年の定時株主総会において、既に 1/3 以上の独立社外取締役比率であったが、当該候補の反対比率は約 3 割と変わらなかった。利益相反と少数株主保護の問題が大きな理由と判断される。

このようなケースでは、非独立社外取締役の賛成率が低い場合には、なぜその人を社外取締役として選任するのか、その人にどのような役割を期待しているのかなどに加えて、利益相反や少数株主保護の視点も踏まえた、株主に対して説得力のある説明が求められよう。

2.4 取締役会議長の担い手

109 社で取締役会議長を担うのは、会長が 45.0%、社長が 38.5%、社外取締役が 15.6%、会長・社長以外の社内取締役が 0.9%（三菱ケミカル HD 〈4188〉の 1 社）という内訳になっている（図表 3）。特に社外取締役の比率は、2020 年調査の 10.8%から 4.8%ポイントの上昇となった。取締役会の形態別では、指名委員会等設置会社は社外取締役が取締役会議長を務める割合が相対的に高く（38.5%）、取締役会議長に会長が就く場合でも代表権を持たない割合が多い（23.1%）。監査等委員会設置会社や監査役設置会社では、社外取締役が取締役会議長になっているケースは少ない。

図表 3 取締役会議長の担い手の構成比

| | | 会長 | | 社長 | 社外取締役 | 会長・社長以外の社内取締役 | | |
|----|------------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|------|
| | | 代表権有 | 代表権無 | | | | | |
| 全体 | (109社) | 45.0% | 24.8% | 20.2% | 38.5% | 15.6% | 0.9% | |
| | 指名委員会等設置会社 | (26社) | 30.8% | 7.7% | 23.1% | 26.9% | 38.5% | 3.8% |
| | 監査等委員会設置会社 | (20社) | 45.0% | 35.0% | 10.0% | 50.0% | 5.0% | 0.0% |
| | 監査役設置会社 | (63社) | 50.8% | 28.6% | 22.2% | 39.7% | 9.5% | 0.0% |

（出所）日興リサーチセンター作成

（注）会長（代表権有）には、代表執行役を含む

ICGP では、「取締役会議長の役割と最高経営責任者(CEO)の役割の間には、1 人の個人が束縛なく意思決定する力を回避するための明確な責務分担があるべきである。（中略）取締役会は、その任命の日に独立している独立取締役が務めるべきである。議長と最高経営責任者（CEO）の役割が兼務される場合、取締役会は、これが会社の最善の利益となる理由を年次報告書で説明し、その体制を検証し続けるべき

である。」(原則 2.1) としている。

一方、JCGC には、現段階では誰が取締役議長の役割を担うべきかについての記述はない。日本企業では伝統的に社長もしくは会長が取締役会議長を務める場合が多く、109 社のうち 69 社で社長もしくは代表権のある会長が取締役会議長に就いている。また、取締役会議長が代表権のない会長(22 社)あるいは会長・社長以外の社内取締役(1 社)の場合であっても、取締役会議長は業務執行に関わらないというような形で、経営陣との責務の分担が開示されているケースは 11 社(47.8%)と半数程度にとどまる。そうしたなか 109 社のうち 11 社(2020 年調査 7 社)はグローバル基準を満たすかたちで、取締役会の過半数が独立社外取締役であり、取締役会議長も独立社外取締役であった。

2.5 取締役の兼任可能数の開示状況

ICGP では、「個々の取締役が複数の取締役を引き受ける能力をどの程度持っているかを明確に開示されるべきである。(中略) 通常、個々の取締役は、いかなる種類の取締役の役職も 3 件を超えてはならず、これは、取締役会議長および委員会委員長並びに業務執行取締役にとっては大幅に少なくなるべきである。」(原則 1.6) としている。

一方、JCGC では、社外取締役を含む取締役の兼任の数に関して、「合理的な範囲にとどめるべきであり、(以下略)」(補充原則 4-11②) という内容であり、兼任可能数の具体的な推奨は行っていない。そのため、109 社においても取締役の兼任数について「合理的な範囲とする」という記述にとどまる企業が多い。

取締役の兼任の状況と兼任先の内容(企業名・役割等)については 109 社全社が開示している一方、改訂 ICGP(原則 1.6)に基づき、独立取締役を含む取締役の兼務可能数を 3 社以内、取締役会議長、各委員会議長、業務執行取締役は 1 社までという制限ルールを開示している企業はない。

2.6 取締役会構成に関するまとめ

取締役会において 1/3 以上が独立社外取締役である企業は 97 社(89.0%)であった。また、そのうち 29 社については過半数が独立社外取締役であった。会社形態別に確認すると、指名委員会等設置会社では取締役会の過半が社外取締役であるケースが多いが、監査等委員会設置会社および監査役設置会社においては取締役会の過半が社外取締役である企業は少ない。

取締役会議長に関して、ICGP では取締役会の独立性を担保することを目的に、独立非業務執行取締役(独立社外取締役)が過半の取締役会であっても議長は独立であるべきとしている。だが、109 社のうち、63%(69 社)は社長もしくは代表権のある会長が取締役会議長を務めており、取締役会の代表(議長)と経営の代表を兼務する企業が半数を超える状況にある。

3. 女性取締役

3.1 女性取締役の選任を求める動き

女性取締役に関して、ICGPでは、取締役会の構成と指名（原則3）の中で、多様性（ジェンダー、民族、国籍、社会的・経済的な背景、専門的スキルなど）の方針について開示するべきとし、「ジェンダーの多様性」（原則3.2）の中で、「取締役会は、（中略）3分の1が女性によって占められるよう適切な性別の多様性の達成に向けて努力すべきである。」としている。JCGCでも、「取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」（原則4-11）の中で、「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。」としているが、女性取締役比率の目標までは明示していない。

2022年10月、アジア・コーポレートガバナンス協会（ACGA）は、ジェンダー・ダイバーシティの向上（女性活躍の推進）を議論するために、会員機関投資家やアセットオーナーなどで結成されたワーキング・グループでの見解と提言を公表した³。その中で、(1)多様な人材を擁する取締役会は、長期的な企業価値の維持・向上に不可欠である堅牢なコーポレートガバナンスの推進に重要な役割を果たすこと、(2)ジェンダー・ダイバーシティは、世界の機関投資家やアセットオーナーが採用する「責任ある投資方針」の重要な要素であり、取締役会を同性のみで構成する企業に対し、株主総会で反対票が投じられる場合が増加していること、(3)本課題への対応は、世界の多くの国で支持を得て、各国のCGコードや新規上場審査基準などにも反映されつつあることなどを踏まえ、ACGAは、日本企業とのエンゲージメント活動を通じて、多様性に溢れる取締役会は、企業の長期的な活動について、より活発な議論を促し、結果的に取締役の実効性向上に寄与するという見解を示した。

図表4 アジア・コーポレートガバナンス協会（ACGA）からの提言

| 東証上場審査基準（対象：東証プライム市場上場企業） | |
|---------------------------|--|
| 1 | 東証プライム市場に新規上場する企業の取締役会が同性のみで構成されている場合、上場を認めないこととする。 |
| 2 | すべての東証プライム市場上場企業に対し、可能な限り早期に少なくとも1名の女性取締役を、またその2～3年後といった合理的な期間内に、少なくとも2名の女性取締役の就任を義務付ける。 |
| 3 | すべての東証プライム市場上場企業に対し、2030年の年次株主総会終了時までに、女性取締役比率30%の達成を義務付ける。 |

| 日本版コーポレートガバナンス・コード | |
|--|--|
| 改訂予定：2024年6月 | |
| 野心的な目標：すべての東証プライム市場上場企業に対し、可能な限り早期に女性取締役比率30%の達成を義務付け、その他の上場企業に対しても2名以上の女性取締役の任命を促す。 | |
| 改訂予定：2027年6月 | |
| 野心的な目標：すべての上場企業に対し、可能な限り早期に女性取締役比率30%の達成を義務付ける。 | |

（出所）アジア・コーポレートガバナンス協会（ACGA）

³ <https://www.acga-asia.org/advocacy-detail.php?id=461>

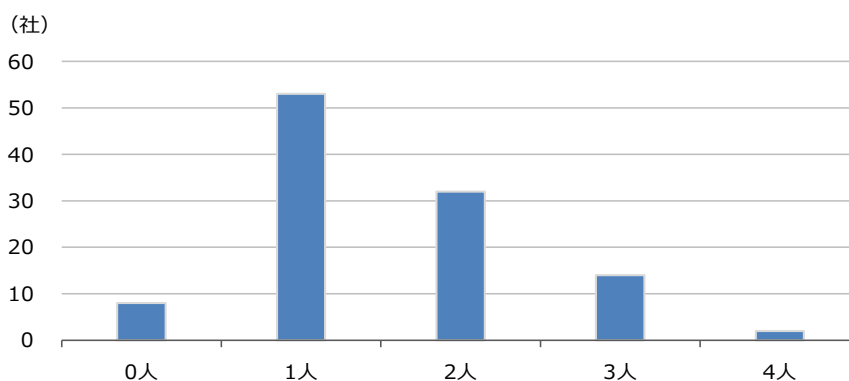
ACGA は、日本の女性取締役比率は 12%弱⁴と、G20 の中でも第 15 位、トップのフランスの 44%強、30%超のイタリア、ドイツ、豪州、米国に比して、大きく遅れていることを問題提起しながら、東証プライム市場上場企業すべてに対して 3つの提言、2024 年と 2027 年に改訂が予定される JCGC については 2つの提言を公開した（図表 4）。

東証プライム市場上場企業に関しては、(1)2030 年に女性取締役比率 30%以上の達成を義務付ける、(2) 可能な限り早期に少なくとも 1名の女性取締役を、またその 2~3 年後といった合理的な期間内に少なくとも 2名の女性取締役の就任を義務付ける、(3) 新規上場する企業の取締役会が同性のみで構成される場合に上場を認めない、との提言を示した。さらに、今後の JCGC 改訂を通じてすべての上場企業に対し、可能であれば早期にこの水準（女性取締役比率 30%以上）の達成を促すことを提言した。このような世界的な潮流があるなかで、日本においても、2021 年 3月には、日本経済団体連合会（経団連）がポストコロナを見据えた「。新成長戦略」の 3本柱のひとつとして、「2030 年 30%へのチャレンジ」を打ち出し、その中で「2030 年までに役員に占める女性比率を 30%以上にする。」という目標が既に掲げられている。日本企業の状況を GR スコア対象企業 109 社でみた場合、女性取締役比率が 30%以上の企業は、積水ハウス(1928)、資生堂(4911)、塩野義製薬(4507)、ソニーグループ(6758)、東京ガス(9531)の 5 社(4.6%)にとどまっている。

3.2 女性取締役の人数

109 社における女性取締役の人数は平均 1.53 人。ソニーグループ（6758）、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ(8306)の 2 社が最多の 4 人で、3 人が 14 社、2 人が 32 社、1 人が 53 社、0 人が 8 社(2020 年調査 27 社)という内訳になっている（図表 5）。

図表 5 109 社の女性取締役人数の分布図



(出所) 日興リサーチセンター作成

⁴ ACGA は各国の女性取締役比率について Sustainable Stock Exchange Initiative からの報告を参照している

取締役会の形態別でみた場合、「女性取締役が2名以上」の割合は指名委員会等設置会社が最も高く(26社中19社,73%)、「女性取締役が1人以下」の割合は監査役設置会社が最も高い(63社中43社,68%、図表6)。取締役会に占める女性取締役の比率でもみても、「女性取締役比率が10%超」の割合は指名委員会等設置会社が最も高く(26社中21社,81%)、「女性取締役比率が10%以下」の割合は監査等委員会設置会社が最も高い(20社中10社,50%)。2020年調査では「女性取締役比率が10%以下」の割合は監査役設置会社が最も高く73社中49社(67%)であったが、JCGC改訂を背景に、今回調査では63社中19社(30%)と低下している。

図表6 取締役会の形態別の女性取締役人数と割合

| 女性取締役の人数 | | 0人 | 1人 | 2人 | 3人 | 4人 |
|------------------|--------|----|---------------|----------------|----------------|------|
| 全体 | (109社) | 8社 | 53社 | 32社 | 14社 | 2社 |
| 指名委員会等設置会社 | (26社) | 0社 | 7社 | 11社 | 7社 | 1社 |
| 監査等委員会設置会社 | (20社) | 1社 | 10社 | 7社 | 2社 | 0社 |
| 監査役設置会社 | (63社) | 7社 | 36社 | 14社 | 5社 | 1社 |
| 取締役会に女性取締役が占める割合 | | 0% | 0%超 ~10%以下 | 10%超 ~20%以下 | 20%超 ~30%以下 | 30%超 |
| 全体 | (109社) | 8社 | 26社 | 52社 | 19社 | 4社 |
| 指名委員会等設置会社 | (26社) | 0社 | 5社 | 11社 | 8社 | 2社 |
| 監査等委員会設置会社 | (20社) | 1社 | 9社 | 7社 | 3社 | 0社 |
| 監査役設置会社 | (63社) | 7社 | 12社 | 34社 | 8社 | 2社 |

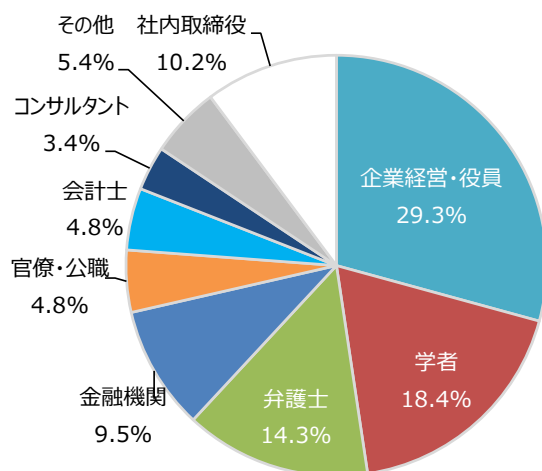
(出所) 日興リサーチセンター作成

3.3 女性取締役のスキル・専門性

109社の女性取締役の人数は重複を含めると167名、重複(2社兼任1名、3社兼任1名、1社兼務15名)を除くと147名となっている。147名のスキルや専門性を分類すると図表7のようになる。なお、キャリアが複数ある場合は、招集通知に記載されている取締役として期待する役割の内容や各キャリアの長さなどを参考に1つに絞った。

147名のキャリアとしては、取締役会のモニタリングの役割も期待される企業経営・役員が29.3%で最も高い。企業経営・役員については、国内外の大手企業の役員経験者もいれば、自身でスタートアップさせた企業の代表取締役のケースもある。その他、社内取締役以外では、学者が18.4%、弁護士が14.3%、金融機関が9.5%、官僚・公職と会計士が同率の4.8%、コンサルタントが3.4%、その他が5.4%と多様なキャリア構成になっている。その他の中も、宇宙飛行士、元バレーボール選手、元レーサーなど多彩なメンバーが含まれる。

図表7 109社（147名）の女性取締役のスキル・専門性

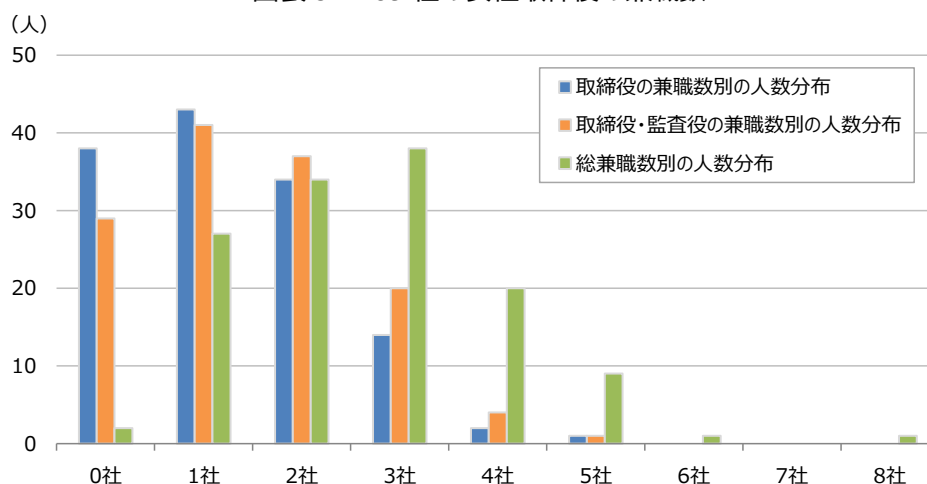


(出所) 日興リサーチセンター作成

3.4 女性取締役の兼職数

社内取締役 15 名を除く 132 名の女性社外取締役の総兼職数は平均で 2.6 件であった。総兼職数 3 件が 38 人 (28.8%) で最も多く、次いで 2 件が 34 人 (25.8%)、1 件が 27 人 (20.5%) と相応の割合を占める。総兼務職 8 件が最大だが、該当者は社外取締役 2 社の他、大学客員教授、一般社団法人代表理事など多くの企業以外の要職を務めているため (図表 8) である。132 人の女性社外取締役の兼職数を取締役のみに絞った場合、平均は 1.3 社。兼職数 1 社が 43 名 (32.6%) で最も多く、次いで兼職なしが 38 名 (28.8%)、兼職数 2 社が 34 名 (25.8%) と多い。総兼職数に比べて 1 社の割合が高いのは、総兼職数は 2 件以上あっても、大学教授、弁護士、業界団体や協会の理事・委員などの兼職も多く、取締役の兼職は 1 社に絞る女性取締役が 36 名と多いため。一方、3 社以上の取締役兼任が 17 名 (12.9%) いるが、その属性の内訳は 17 名のうち、企業経営・役員が 12 名を占めている。

図表8 109社の女性取締役の兼職数



(出所) 日興リサーチセンター作成

3.5 女性取締役に関するまとめ

ジェンダー・ダイバーシティの向上（女性活躍の推進）が世界的な潮流のなか、2022年10月、ACGAのワーキング・グループは、東証向けに送ったジェンダー・ダイバーシティの向上（女性活躍の推進）に関する見解と提言を公表した。東証プライム市場上場企業に関しては、2030年に女性取締役比率30%以上の達成を義務付けることをはじめ、今後のJCGC改訂を通じてすべての上場企業に対し、可能であれば早期にこの水準（女性取締役比率30%以上）の達成を促すことを提言した。

109社のうち女性取締役を1名以上選任している企業の割合は92.6%(101社)とほとんどの企業で女性取締役を選任しているが、女性取締役比率が30%以上となると5社(4.6%)にとどまる。女性取締役のスキルや専門性をみると、取締役会のモニタリングの役割も期待される企業経営・役員の割合がもっとも多いが、学者、弁護士、金融機関など多様なキャリア構成になっている。

4. 筆頭独立社外取締役とエグゼクティブ・セッション

4.1 筆頭独立社外取締役

ICGPでは、「取締役会は、議長が独立している場合でも、筆頭独立取締役を選任すべきである」(原則2.4)とし、筆頭独立取締役には、(1)株主、関連するステークホルダーおよび取締役が議長に関する懸念事項（重要な株主を含む利益相反の可能性のある問題）について協議したいと望む際のコミュニケーション手段、(2)取締役会議長のパフォーマンス評価、などの役割を期待する。つまり、筆頭独立社外取締役が中心となって取締役会議長をモニタリングすることで、取締役会が最適に運営されると考えている。

一方、JCGCでは、「独立社外取締役は、例えば、互選により『筆頭独立社外取締役』を決定することなどにより、経営陣との連絡・調整や監査役または監査役会との連携に係る体制整備を図るべきである。」(補充原則4-8②)という表現で、ひとつの選択肢として、筆頭独立社外取締役の設置を挙げるにとどまり、強く推奨はしていない。実際、109社のうち筆頭独立社外取締役を選任し誰が筆頭社外取締役なのか分かるかたちで開示している企業は10社(9.2%)にとどまった。

筆頭独立社外取締役を選任している10社の内訳は、指名委員会等設置会社が7社（独立社外取締役の平均人数は6.9人、取締役の平均人数は11.6名）、監査役設置会社が3社（独立社外取締役の平均人数は3.7人、取締役の平均人数は10.0名）であった。また、この10社のうち7社が筆頭独立社外取締役の役割を開示している。なお、10社のうち3社は、社外取締役が取締役会議長を務める中で筆頭独立社外取締役を選任している。

4.2 エグゼクティブ・セッション

ICGPでは、「議長は、業務執行取締役が出席せず非業務執行取締役と定期的に会合を開催すべきである。さらに、非業務執行取締役は（筆頭独立取締役の主催により）、議長のパフォーマンスを評価するた

め、または必要に応じて少なくとも年 1 回は議長が出席しない会合を行うべきである。」(原則 2.7) としている。このような会合をエグゼクティブ・セッション(独立した会合)と呼ぶ。上記のように、エグゼクティブ・セッションを開催する大きな目的の 1 つは、社外取締役による議長の評価である。

JCGC の補充原則 4-8①でも、独立社外者のみを構成員とする会合を定期的を開催することを推奨している。そのため、109 社のうち 28 社は独立役員のみによる会合を定期的を開催していることを開示している。しかし、JCGC では開催の目的を、「独立社外取締役が取締役会の議論に積極的に貢献するための独立した客観的な立場に基づく情報交換および認識共有」としていることから、28 社の多くは同様の目的を意図している。この 28 社のうち、業務執行部門や監査役との連絡円滑化、コーポレートガバナンスやビジネスに関する議論などを開催目的に挙げる企業はあるものの、取締役会議長の評価を具体的に記述する企業は見受けられない。なお、この 28 社のなかで、筆頭独立社外取締役を設置し、かつその役割を開示している企業は 5 社にとどまった。

4.3 筆頭独立社外取締役とエグゼクティブ・セッションに関するまとめ

グローバル基準では筆頭独立社外取締役の選任を推奨し、筆頭独立社外取締役が主催するエグゼクティブ・セッションが取締役会議長を評価することで、取締役会が最適に運営されると考えている。日本基準では、筆頭独立社外取締役の設置はひとつの選択肢とし、強く推奨されていないこともあり、109 社のうち筆頭独立社外取締役を設置する企業は 10 社にとどまった。また、エグゼクティブ・セッションを設ける企業は 28 社であったが、取締役会議長の評価を役割に挙げる企業は見受けられなかった。

5. スキルマトリックスの開示状況

5.1 スキルマトリックスを開示する意義

JCGC において、「取締役会は、経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規模に関する考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したいいわゆるスキル・マトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせを取締役の選任に関する方針・手続と併せて開示すべきである。その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。」(補充原則 4-11①)としている。

つまり、同原則では、スキルマトリックスを単に開示するだけでなく、取締役会の多様性としてどのような資質が必要と考えているのか、その方針を示すことを求めている。また、スキルマトリックスの開示は、自社の経営戦略の実現に向けて取締役会の構成が適切であることを投資家に示すことを目的としている。投資家にとっては、取締役会が十分に機能を発揮できるかをチェックするための一助になることが期待される。

109 社のうち、スキルマトリックスを開示している企業は 83 社(76.1%)であった。業種別(東証 17

業種分類)では(図表9)、「建設・資材」、「商社・卸売」、「銀行」、「金融(除く銀行)」の4業種において、100%の開示率となっている。また、JCGC改訂でスキルマトリックス開示などが求められた初年度であるが、いずれの業種においても50%以上の開示率となっている。

図表9 業種別(東証17業種分類)スキルマトリックス開示状況(2021年)

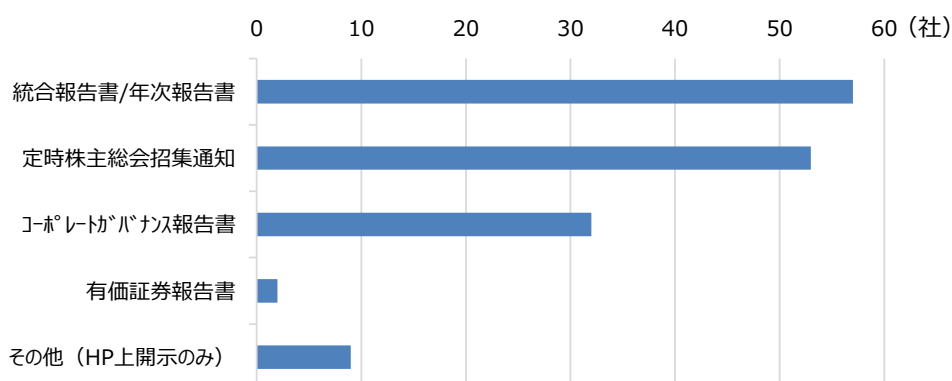
| No, | 業種 | GRスコア対象 企業数 | スキルマトリックス 開示企業数 | 開示率 |
|-----|--------------|----------------|--------------------|--------|
| 1 | 食品 | 7社 | 5社 | 71.4% |
| 2 | エネルギー資源 | 2社 | 1社 | 50.0% |
| 3 | 建設・資材 | 3社 | 3社 | 100.0% |
| 4 | 素材・化学 | 9社 | 6社 | 66.7% |
| 5 | 医薬品 | 8社 | 7社 | 87.5% |
| 6 | 自動車・輸送機 | 10社 | 5社 | 50.0% |
| 7 | 鉄鋼・非鉄 | 3社 | 2社 | 66.7% |
| 8 | 機械 | 5社 | 3社 | 60.0% |
| 9 | 電機・精密 | 19社 | 15社 | 78.9% |
| 10 | 情報通信・サービスその他 | 13社 | 11社 | 84.6% |
| 11 | 電気(電力)・ガス | 2社 | 1社 | 50.0% |
| 12 | 運輸・物流 | 5社 | 4社 | 80.0% |
| 13 | 商社・卸売 | 4社 | 4社 | 100.0% |
| 14 | 小売 | 4社 | 2社 | 50.0% |
| 15 | 銀行 | 5社 | 5社 | 100.0% |
| 16 | 金融(除く銀行) | 7社 | 7社 | 100.0% |
| 17 | 不動産 | 3社 | 2社 | 66.7% |
| - | 合計 | 109社 | 83社 | 76.1% |

(出所)日興リサーチセンター作成

(注)業種分類は東証17業種分類

また、開示企業83社が、どの開示資料(株主総会招集通知、コーポレートガバナンス報告書、統合報告書など)を通じて、スキルマトリックスを開示していたかを確認した(図表10参照)。本来、株主総会の議案で取締役候補を挙げるケースが多いなか、株主側に立てば、招集通知の中で示されるスキルマトリックスをみて取締役会のバランスを吟味したいと考えるであろう。2021年6月のJCGC改訂という導入初年度のタイミングで、12月決算など3月決算以外の企業もあり、招集通知での開示は、83社中53社となった。総会後に発行された統合報告書/年次報告書(57社)やCG報告書(32社)でフォローした企業も多くみられた。

図表 10 スキルマトリックスの開示場所(2021年、N=83社)



(出所) 日興リサーチセンター作成

(注) 「統合報告書/年次報告書」には、サステナビリティレポートも含む。1社で複数の資料で開示している場合もカウントしているが、「その他」は、他の資料での開示はなく、企業HP上でのみ、開示している企業。

図表 11 は、JCGC 補充原則の視点から「取締役会の資質に関する方針の記載がある」、「取締役会のスキルマトリックスの開示がある」という2つの項目を満たしている企業が109社の中でどの程度あったかを示したものである。なお、前者の評価項目では、求められる資質の説明の中で、「取締役会の多様性について、知識・経験・能力のバランスを適切に考慮する」といった具体性のない開示にとどまる場合は、「×」と判断している。実際、109社の中で、求められる資質について具体的に記載していた企業は54社(49.5%)と約半数にとどまり、なおかつスキルマトリックスを開示している企業は44社(40.4%)となった。

一方、具体的なスキル像(資質)が示されていないにも拘らず、スキルマトリックスを開示している企業が39社(35.8%)確認された。ここでは、求められる資質は社内的には明確であるものの、その説明が具体性に欠けていた可能性、逆に求められる資質が明確ではないなかで、既存の取締役が持ち合わせている該当スキルにとりあえずマークをして一覧表を作成したという場合なども少なからずあると推察される。その意味で、統合報告書での対談内容、CG 報告書内の記載、直接の取締役との対談などを通じて、その中身を検証することが重要であろう。

図表 11 各社の取締役に求められる資質とスキルマトリックスの開示状況(N=109 社)

| GRスコア評価項目番号 | 取締役会の資質に関する方針がある*1 | 取締役会のスキルマトリックスの開示がある*2 | 該当企業数 |
|---|--------------------|------------------------|-------|
| 1) 企業に求められる具体的な資質を説明し、スキルマトリックスを開示している企業 | ○ | ○ | 44社 |
| 2) 企業に求められる具体的な資質を説明しきれていないが、スキルマトリックスは開示している企業 | × | ○ | 39社 |
| 3) 企業に求められる具体的な資質を説明しているが、スキルマトリックスは開示していない企業 | ○ | × | 10社 |
| 4) 企業に求められる具体的な資質を説明しておらず、スキルマトリックスも開示していない企業 | × | × | 16社 |
| 該当項目が○の企業数/評価企業数の合計 | 54社 | 83社 | 109社 |

(出所) 日興リサーチセンター作成

(注) *1 の項目では、取締役会の多様性について、知識、経験あるいは能力の観点から、具体的にどのような資質が必要であるかの方針を記載しているかを評価。*2 の項目では、取締役会のスキルマップ（知識、経験）が開示されているかを評価。各項目が該当していれば○、該当していなければ×と表記している。

5.2 主なスキル項目、社外取締役と社内取締役との違い

ここでは、スキルマトリックスを開示する 83 社がどのようなスキル項目を掲げているかということと、実際に各スキルを掲げる企業数の分布や取締役全体、社内取締役、社外取締役それぞれでどのようなスキルを保有している取締役が多いのか、などをみていきたい。

各社が掲げるスキル項目は、微妙に表現が異なるところや項目を細分化しているようなところもあるため、図表 12 に示すように主要な 11 項目に整理し、いずれにも該当しにくいものは「その他」に分類し、計 12 項目に分類した。すなわち、「企業経営・トップ経験等」、「営業・マーケティング・事業戦略等」、「技術開発・生産管理等」、「財務・会計」、「ESG・サステナビリティ」、「法務・コンプライアンス・リスク管理等」、「グローバルビジネス・海外経験」、「人事労務・人材開発・ダイバーシティ等」、「ICT/DX 等」、「業界経験・業界知見等」、「行政・公共政策・地域創生等」、「その他」である。因みに、「その他」に分類されたスキルとしては、「現状否定・変化・挑戦」（ニトリホールディングス）、「トランスフォーメーション」（リクルートホールディングス、SOMPO ホールディングス）、「M&A」（東芝、HOYA、ソフトバンクグループ）、「企業再構築」（東芝）などが挙げられ、いずれも企業に変革を促すようなスキルを保有する人材が求められていることがうかがえる。その他では、「コーポレートコミュニケーション」（明治ホールディングス）、「広報戦略」（関西電力）といった項目を掲げる企業もあり、JCGC における基本原則 3（情報開示）、基本原則 5（株主との対話）の取り組みを強化する意図が感じられた。

掲げられたスキル項目の中で「ESG・サステナビリティ」において、取締役全員に「○」印がマークされている企業が数社みられたが、このスキルの定義や該当基準について疑問が残る内容であった。読み手の理解を深めるためにはスキル項目の定義や基準を明確に示す必要がある。Z ホールディングスやキヤノンは、スキルマトリックスに各スキル項目の定義・基準に関する簡潔な解説を加えており、三菱商事は、スキル項目の選定理由とその定義について解説を加えている。

図表 12 をみると、スキル項目のなかでは、「企業経営・トップ経験等」は、取締役全体では、スキルマトリックス開示企業 83 社全てがスキル項目として掲げ、社外取締役で 78 社、社内取締役で 74 社が当該スキルを掲げ、該当スキルを保有する取締役が存在した。社外取締役においても該当スキル保有企業数が高水準なのは、改訂 JCGC の補充原則 4-11①の最終文面に「その際、独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。」との記載があることも一因として考えられよう。

図表 12 各スキル項目を掲げる企業数(N=83 社)

| スキル項目分類 | 取締役全体のスキル揭示企業数 | 社内取締役のスキル揭示企業数 A | 社外取締役のスキル揭示企業数 B | B-A |
|----------------------|----------------|---------------------|---------------------|-----|
| 1 企業経営・トップ経験等 | 83 | 74 | 78 | 4 |
| 2 営業・マーケティング・事業戦略等 | 45 | 44 | 31 | -13 |
| 3 技術開発・生産管理等 | 57 | 53 | 48 | -5 |
| 4 財務・会計 | 77 | 65 | 68 | 3 |
| 5 ESG・サステナビリティ | 41 | 37 | 39 | 2 |
| 6 法務・コンプライアンス・リスク管理等 | 79 | 59 | 74 | 15 |
| 7 グローバルビジネス・海外経験 | 68 | 63 | 62 | -1 |
| 8 人事労務・人材開発・ダイバーシティ等 | 37 | 28 | 33 | 5 |
| 9 ICT/DX等 | 24 | 21 | 22 | 1 |
| 10 業界経験・業界知見等 | 34 | 28 | 28 | 0 |
| 11 行政・公共政策・地域創生等 | 17 | 10 | 14 | 4 |
| 12 その他 | 18 | 14 | 15 | 1 |

(出所) 日興リサーチセンター作成

(注) 社内取締役で揭示企業数が多いスキル項目を青、社外取締役で多いスキル項目を緑でハイライト

次に、社内取締役と社外取締役で求められるスキルの違いについてみると、社内取締役では、特に「営業・マーケティング・事業戦略等」、次に「技術開発・生産管理等」と直接業務（フロント業務）に近い分野でのスキル項目を掲げる企業が相対的に多くなっている一方、社外取締役では、特に「法務・コンプライアンス・リスク管理等」、次に「人事労務・人材開発・ダイバーシティ等」と間接業務に近い分野でのスキル項目を掲げる企業が相対的に多くなっていることが特徴として挙げられた。

図表 13 では、スキルマトリックス開示企業 83 社の中における、各スキル項目を保有するとされる取締役の人数、図表 14 では、その構成比（社内取締役 495 名、社外取締役 412 名、取締役全体 907 名に対する比率）を示した。その中で、それぞれの表において、社内取締役（A）と社外取締役(B)の差分（B-A）をとり、差分の大きなスキル項目を水色でハイライトしている。

図表 13 における社内取締役と社外取締役の全体人数格差での影響を調整するために、図表 14 のように社内取締役・社内取締役・社内・社外取締役合計の各々の人数に対する構成比を算出し、社内取締役内と社外取締役内での構成比の差をみた。図表 12 でみたスキル揭示企業数と同様に、社内取締役では、

「営業・マーケティング・事業戦略等」、「技術開発・生産管理等」のスキルを保有する取締役の構成が社外取締役との比較において高く、社外取締役では、「法務・コンプライアンス・リスク管理等」のスキルを保有する取締役の構成が社内取締役との比較で高かった。ただ、図表 12 のスキル企業揭示数では、社外取締役の方が相対的に多かった「人事労務・人材開発・ダイバーシティ等」については、構成比では変わらなかった。多くの企業が社外取締役に同スキルを求めているが、人数としては多くは求めておらず、社内を補完するエキスパートを 1 名求めているケースが多いと推察される。

図表 13 スキルマトリックス開示企業 83 社における各スキルを保有する取締役の数

| スキル項目分類 | 社内取締役の 各スキル保有 人数A | 社外取締役の 各スキル保有 人数B | 取締役全体の 各スキル保有 人数 | B-A |
|----------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-----|
| 1 企業経営・トップ経験等 | 326 | 256 | 582 | -70 |
| 2 営業・マーケティング・事業戦略等 | 151 | 68 | 219 | -83 |
| 3 技術開発・生産管理等 | 157 | 92 | 249 | -65 |
| 4 財務・会計 | 164 | 139 | 303 | -25 |
| 5 ESG・サステナビリティ | 130 | 122 | 252 | -8 |
| 6 法務・コンプライアンス・リスク管理等 | 197 | 209 | 406 | 12 |
| 7 グローバルビジネス・海外経験 | 256 | 214 | 470 | -42 |
| 8 人事労務・人材開発・ダイバーシティ等 | 93 | 87 | 180 | -6 |
| 9 ICT/DX等 | 45 | 47 | 92 | 2 |
| 10 業界経験・業界知見等 | 152 | 58 | 210 | -94 |
| 11 行政・公共政策・地域創生等 | 31 | 37 | 68 | 6 |
| 12 その他 | 43 | 38 | 81 | -5 |
| 取締役人数合計（社内・社外・全体） | 495 | 412 | 907 | -83 |

（出所）日興リサーチセンター作成

（注）差分（B-A）の大きいスキル項目を水色でハイライト

図表 14 各スキルを保有する取締役の数が取締役全体に占める割合（全体・社内・社外）

| スキル項目分類 | 社内取締役の 各スキル保有 人数A | 社外取締役の 各スキル保有 人数B | 取締役全体の 各スキル保有 人数 | B-A |
|----------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|--------|
| 1 企業経営・トップ経験等 | 65.9% | 62.1% | 64.2% | -3.7% |
| 2 営業・マーケティング・事業戦略等 | 30.5% | 16.5% | 24.1% | -14.0% |
| 3 技術開発・生産管理等 | 31.7% | 22.3% | 27.5% | -9.4% |
| 4 財務・会計 | 33.1% | 33.7% | 33.4% | 0.6% |
| 5 ESG・サステナビリティ | 26.3% | 29.6% | 27.8% | 3.3% |
| 6 法務・コンプライアンス・リスク管理等 | 39.8% | 50.7% | 44.8% | 10.9% |
| 7 グローバルビジネス・海外経験 | 51.7% | 51.9% | 51.8% | 0.2% |
| 8 人事労務・人材開発・ダイバーシティ等 | 18.8% | 21.1% | 19.8% | 2.3% |
| 9 ICT/DX等 | 9.1% | 11.4% | 10.1% | 2.3% |
| 10 業界経験・業界知見等 | 30.7% | 14.1% | 23.2% | -16.6% |
| 11 行政・公共政策・地域創生等 | 6.3% | 9.0% | 7.5% | 2.7% |
| 12 その他 | 8.7% | 9.2% | 8.9% | 0.5% |
| 取締役人数合計（社内・社外・全体） | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 0.0% |

（出所）日興リサーチセンター作成

（注）差分（B-A）の大きいスキル項目を水色でハイライト

一方、「業界経験・業界知見」については、図表 12 のスキル揭示企業数では同数であったが、図表 14 の人数構成としては、社外取締役の構成が社内取締役との比較で低い。もちろん、社外取締役にも一定レベルの「業界経験・業界知見」は必要とされようが、社外取締役へのトレーニング・研修でカバーできる部分もある。ここでは、「業界の常識は世間の非常識」という言葉があるように、社外取締役には、業界の慣習・慣行に捉われない見地から新しい切り口での助言が求められているところもあろう。

その他、スキル保有人数の構成比を取締役全体(907人)でみると、「企業経営・トップ経験等」が64.2%、「グローバルビジネス・海外経験」が51.8%、「法務・コンプライアンス・リスク管理等」が44.8%の順番で高い。これらの次には、「財務・会計」の33.4%、「ESG・サステナビリティ」の27.8%と続いていることは興味深い。前述でも触れたように、この「ESG・サステナビリティ」とは、各社どう定義づけられているのか、該当する取締役は果たしてこのスキルをどの程度持ち合わせているのか、というところは疑問が残るところだが、ここで言えることは、取締役会の中でも、「財務・会計」（財務）と同レベルで、「ESG・サステナビリティ」（非財務）が重視されつつあることであろう。こうした内容は、我々が上場企業の統合報告書などで取締役構成を眺めるなかで、感覚的には実感していることであるが、このGRスコアのスキルマトリックスの集計結果からも、その傾向を窺い知ることができた。

5.3 スキルマトリックスからみた女性社外取締役のスキル

図表 15 は、女性社外取締役(132名)と男性社外取締役(280名)で各スキル保有人数の分布の違いを

みている。ここでの構成比は、スキル保有人数の延べ人数を分母として、女性と男性の社外取締役それぞれのスキル保有人数比率を算出している。

この表からわかるように、女性社外取締役の方が「企業経営・トップ経験等」の割合が相対的に低い一方、「法務・コンプライアンス・リスク管理等」、「グローバルビジネス・海外経験」、「人事労務・人材開発・ダイバーシティ等」の比率が高くなっている。実際、「企業経営・トップ経験等」のある女性が少ないことで、同経歴のある女性社外取締役候補を探し出すことが難しいという面もあろう。「女性取締役」のパートでも紹介したように、3社以上の取締役を兼任する女性取締役（いずれも社外取締役）が17名いるなかで、12名の属性が「企業経営・役員」であったことからその一面を窺い知ることができる。

図表 15 社外取締役の中での女性と男性のスキル項目保有数の比較

| スキル項目分類 | 女性社外取締役での各スキル保有人数 | 構成比 | 男性社外取締役全体での各スキル保有人数 | 構成比 |
|--------------------------|-------------------|-------|---------------------|-------|
| 1 企業経営・トップ経験等 | 48 | 13.1% | 208 | 20.8% |
| 2 営業・マーケティング・事業戦略等 | 19 | 5.2% | 49 | 4.9% |
| 3 技術開発・生産管理等 | 19 | 5.2% | 73 | 7.3% |
| 4 財務・会計 | 39 | 10.7% | 100 | 10.0% |
| 5 ESG・サステナビリティ | 38 | 10.4% | 84 | 8.4% |
| 6 法務・コンプライアンス・リスク管理等 | 65 | 17.8% | 144 | 14.4% |
| 7 グローバルビジネス・海外経験 | 65 | 17.8% | 149 | 14.9% |
| 8 人事労務・人材開発・ダイバーシティ等 | 31 | 8.5% | 56 | 5.6% |
| 9 ICT/DX等 | 10 | 2.7% | 37 | 3.7% |
| 10 業界経験・業界知見等 | 18 | 4.9% | 40 | 4.0% |
| 11 行政・公共政策・地域創生等 | 8 | 2.2% | 29 | 2.9% |
| 12 その他 | 6 | 1.6% | 32 | 3.2% |
| 取締役延べ人数（女性社外取締役・男性社外取締役） | 366 | - | 1,001 | - |

(出所) 日興リサーチセンター作成

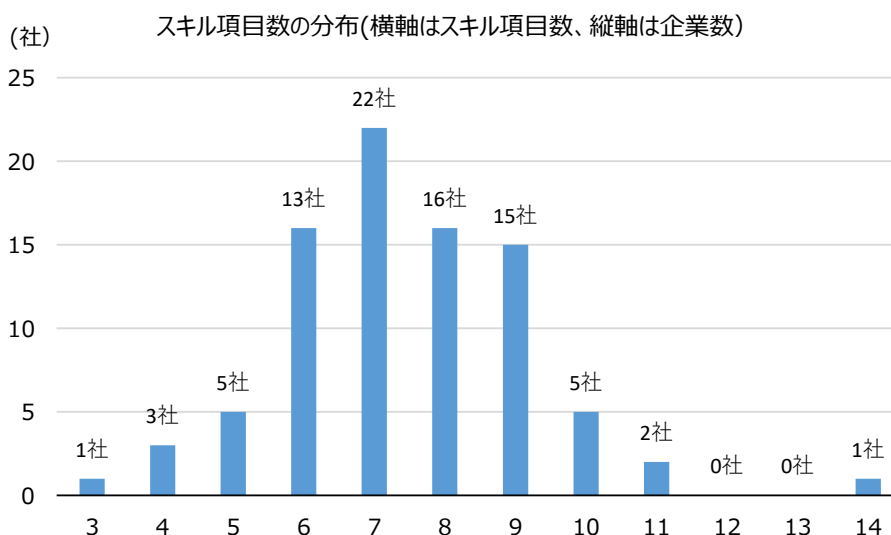
5.4 各社が掲げるスキル項目数と会長・社長のスキル・カバー率

図表 16 では、スキルマトリックス開示企業 83 社が掲げるスキルの項目数の分布をみた。少ないところで、3項目(KDDI)、多いところで14項目(ニトリホールディングス(9843))、6~9項目がボリュームゾーンとなっている。この中で、スキルマトリックスに「○」や「✓」のマークをする数の上限を定めている企業もあり、東レ（全7項目中2項目が上限、以下、2/7と表記）、日本電産（6594）（3/7）、NTTデータ（9613）（4/8）、セコム（9735）（4/7）、ニトリホールディングス（9843）（7/14）、ソフトバンクグループ（9984）（3/7）など挙げられる。ソフトバンクグループの場合は、「特に期待するスキルに絞り、最大3つまで「○」をつける。」と但し書きをつけている。

また、会社によっては、「◎」と「○」でスキルに強弱を示している企業もある。読み手に立てば、ス

スキルの定義を明確に示し、企業経営に本当に貢献するだけのスキルレベルなのかを説明することは有益である。スキルに区別をつけている企業として、電通グループ（4324）、エーザイ（4523）、ソフトバンク（9434）などがあげられ、各社ともにスキルの強度で「◎」と「○」といったマークで強弱をつけている。エーザイは、「指名委員会が取締役候補者として選任した主たる理由」のスキル項目に「◎」をつけている。また、資生堂(4911)のケースでは、スキルを「バックグラウンド経験」という表現に代え、特に強みがあるものには「●」、期待するものには「○」といった区分でマークを付けている。主要スキルを明示することは、投資家にとって有益だろうが、一方で当該取締役がスキルを更に磨くモチベーションにも繋がり、取締役会メンバーの意識づけにも繋がろう。

図表 16 スキルマトリックス開示企業 83 社が掲げるスキル項目数の分布状況



(出所) 日興リサーチセンター作成

本来、企業が持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための経営戦略を実現する上で、本当に取締役会メンバーのスキル構成が正しいのかについてはスキルマトリックスだけで読み取ることには難しいが、投資家が当該企業と建設的な対話をする上でのひとつの材料としては有益である。その際、各スキルの定義や基準レベルや単に企業が期待するスキルなのかについて検証する必要がある。また、指名委員会など独立した公正な場で決定されたスキルマトリックスなのか、それとも自己申告制や各取締役のキャリアから判断し、資料作成部署や取締役会事務局などが単にまとめたスキルマトリックスなのか、などその客観性の検証も必要となろう。

以下は、前述のようなマークするスキル数を制限している企業もあることを踏まえながら、会長や社長がどの程度のスキル項目を満たしているのかの集計を試みた。その結果、図表 17 のように、スキルマトリックスを開示し会長や社長のスキルを開示する 75 社(会長 38 名、社長 75 名)の中で、各社が掲

げるスキル項目を全て保有する(スキル・カバー率 100%)経営者が5社、7名確認された。具体的にはメーカーが1社、生保が2社、総合商社が2社である(図表 17)。特に、総合商社2社は、社長・会長ともにスキル・カバー率 100%が示されていた。100%という数字を意識するよりも、「総合商社の経営者には幅広いスキルが求められている」、「自らを鼓舞する姿勢」という捉え方をした方が良いだろう。また、スキル・カバー率を 80%以上で区切った場合には、会長 38 名中9名、社長 75 名中で 14 名という結果となった。

図表 17 各社が掲示する全スキル項目に対するカバー率 100%の社長・会長

| 証券コード | 社名 | スキル項目数 | 会長・社長のスキル掲示数 | | 掲示スキルカバー率 | |
|-------|---------------|--------|----------------|-------------------|-----------|-------------------|
| | | | 会長 (社長兼任除く) | 社長 (CEO・会長兼任含) | 会長 | 社長 (CEO・会長兼任含) |
| 6201 | 豊田自動織機 | 7 | 7 | 5 | 100% | 71% |
| 7181 | かんぽ生命保険 | 9 | | 9 | | 100% |
| 8001 | 伊藤忠商事 | 8 | 8 | 8 | 100% | 100% |
| 8058 | 三菱商事 | 6 | 6 | 6 | 100% | 100% |
| 8630 | SOMPOホールディングス | 9 | | 9 | | 100% |

(出所) 日興リサーチセンター作成

5.5 業種別にみたスキル構成の傾向

最後に、東証 17 業種分類による各スキル保有人数の分布状況を見る。図表 18 は、社内取締役、図表 19 は、社外取締役における、各スキルを保有する取締役の人数構成の分布をみている。特に構成比率が高い(15%以上)スキル項目についてはオレンジ色にハイライトした。

社内取締役、社外取締役を全般にみた場合、「企業経営・トップ経験」と「グローバルビジネス・海外経験」のスキルを保有する取締役の人数構成が高い業種が多い。

また、社内取締役と社外取締役の違いをみると、社外取締役において、「営業・マーケティング・事業戦略」、「技術・研究開発・生産管理」「財務会計」のスキル保有の人数構成が相対的に低い業種が多いが、その代わりに、「法務・コンプライアンス・リスク管理」や「ESG・サステナビリティ」の人数構成が高い業種が目立つ。

図表 18 業種別でみた社内取締役の各スキル保有取締役数の分布状況

| スキル重視度 | 社内取締役の主なスキル要件 | | | | | | | | | | | | |
|--------------|---------------|----------------|-------------------------|----------------------|------|------------------|---------------------------|------------------------|-------------------------------|-------------------------|---------------|----------------------|-----|
| | 対象 企業数 | 企業経営・ トップ経験 | 営業・マーケ ティング・事 業戦略 | 技術・研究 開発・生産 管理 | 財務会計 | ESG・サステ ナビリティ | 法務・コン プライアンス・リ スク管理 | グローバルビ ジネス・海外 経験 | 人事労務・ 人材開発・ ダイバーシ ティ | デジタル化 対応 (ICT/DX) | 業界経験・ 業界知見 | 行政・公共 政策・地方 創生 | その他 |
| 食品 | 5 | 22% | 17% | 7% | 9% | 8% | 5% | 21% | 9% | 2% | 0% | 0% | 2% |
| エネルギー資源 | 1 | 11% | 13% | 8% | 8% | 16% | 11% | 13% | 8% | 13% | 0% | 0% | 0% |
| 建設・資材 | 3 | 31% | 6% | 12% | 6% | 12% | 22% | 6% | 6% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 素材・化学 | 6 | 18% | 9% | 9% | 8% | 9% | 8% | 24% | 6% | 1% | 6% | 0% | 0% |
| 医薬品 | 7 | 19% | 16% | 15% | 9% | 3% | 5% | 23% | 4% | 1% | 3% | 2% | 1% |
| 自動車・輸送機 | 5 | 15% | 8% | 16% | 9% | 6% | 11% | 18% | 2% | 5% | 11% | 1% | 0% |
| 鉄鋼・非鉄 | 1 | 13% | 8% | 8% | 5% | 18% | 23% | 10% | 10% | 0% | 0% | 5% | 0% |
| 機械 | 2 | 10% | 17% | 17% | 10% | 14% | 17% | 17% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 電機・精密 | 13 | 20% | 8% | 13% | 10% | 1% | 11% | 19% | 3% | 1% | 11% | 0% | 3% |
| 情報通信・サービスその他 | 10 | 25% | 10% | 11% | 8% | 3% | 9% | 13% | 4% | 5% | 6% | 0% | 5% |
| 電気・ガス | 1 | 27% | 13% | 20% | 7% | 0% | 7% | 7% | 0% | 0% | 0% | 20% | 0% |
| 運輸・物流 | 4 | 17% | 2% | 7% | 7% | 6% | 11% | 11% | 8% | 3% | 16% | 7% | 4% |
| 商社・卸売 | 3 | 18% | 11% | 6% | 10% | 18% | 12% | 13% | 8% | 0% | 3% | 0% | 0% |
| 小売 | 2 | 14% | 20% | 5% | 3% | 9% | 6% | 8% | 15% | 8% | 5% | 0% | 9% |
| 銀行 | 4 | 19% | 1% | 0% | 19% | 12% | 18% | 8% | 0% | 3% | 11% | 3% | 8% |
| 金融（除く銀行） | 7 | 17% | 3% | 2% | 10% | 5% | 12% | 12% | 7% | 4% | 19% | 6% | 3% |
| 不動産 | 2 | 11% | 3% | 8% | 14% | 14% | 17% | 6% | 0% | 0% | 25% | 0% | 0% |
| 合計 | 76 | 19% | 9% | 9% | 9% | 7% | 11% | 15% | 5% | 3% | 9% | 2% | 2% |

(出所) 日興リサーチセンター作成

(注) 業種分類は東証 17 業種分類、構成比 15%以上の部分をオレンジ色でハイライト

図表 19 業種別でみた社外取締役の各スキル保有取締役数の分布状況

| スキル重視度 | 社外取締役の主なスキル要件 | | | | | | | | | | | | |
|--------------|---------------|----------------|-------------------------|----------------------|------|------------------|---------------------------|------------------------|-------------------------------|-------------------------|---------------|----------------------|-----|
| | 対象 企業数 | 企業経営・ トップ経験 | 営業・マーケ ティング・事 業戦略 | 技術・研究 開発・生産 管理 | 財務会計 | ESG・サステ ナビリティ | 法務・コン プライアンス・リ スク管理 | グローバルビ ジネス・海外 経験 | 人事労務・ 人材開発・ ダイバーシ ティ | デジタル化 対応 (ICT/DX) | 業界経験・ 業界知見 | 行政・公共 政策・地域 創生 | その他 |
| 食品 | 5 | 19% | 4% | 6% | 10% | 12% | 10% | 19% | 12% | 4% | 0% | 0% | 3% |
| エネルギー資源 | 1 | 17% | 6% | 0% | 11% | 17% | 6% | 17% | 22% | 6% | 0% | 0% | 0% |
| 建設・資材 | 3 | 22% | 0% | 8% | 14% | 22% | 19% | 8% | 8% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 素材・化学 | 6 | 14% | 5% | 6% | 14% | 17% | 16% | 22% | 3% | 0% | 3% | 0% | 0% |
| 医薬品 | 7 | 18% | 9% | 9% | 8% | 9% | 10% | 18% | 8% | 2% | 5% | 1% | 2% |
| 自動車・輸送機 | 5 | 18% | 6% | 14% | 9% | 10% | 17% | 12% | 0% | 5% | 6% | 1% | 0% |
| 鉄鋼・非鉄 | 2 | 9% | 0% | 6% | 9% | 0% | 21% | 21% | 15% | 0% | 0% | 18% | 0% |
| 機械 | 3 | 17% | 9% | 7% | 9% | 15% | 20% | 15% | 7% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 電機・精密 | 15 | 19% | 3% | 9% | 12% | 3% | 16% | 21% | 8% | 0% | 5% | 2% | 3% |
| 情報通信・サービスその他 | 11 | 21% | 4% | 9% | 13% | 5% | 16% | 11% | 5% | 5% | 4% | 3% | 5% |
| 電気・ガス | 1 | 19% | 11% | 11% | 7% | 0% | 22% | 15% | 0% | 0% | 0% | 7% | 7% |
| 運輸・物流 | 4 | 19% | 4% | 6% | 6% | 12% | 17% | 13% | 4% | 8% | 10% | 0% | 2% |
| 商社・卸売 | 4 | 23% | 8% | 7% | 11% | 17% | 11% | 7% | 4% | 1% | 3% | 4% | 3% |
| 小売 | 2 | 11% | 9% | 3% | 6% | 11% | 11% | 11% | 11% | 17% | 3% | 6% | 0% |
| 銀行 | 5 | 23% | 1% | 0% | 10% | 14% | 14% | 16% | 2% | 5% | 7% | 0% | 7% |
| 金融（除く銀行） | 7 | 19% | 6% | 2% | 7% | 6% | 16% | 13% | 8% | 7% | 6% | 7% | 3% |
| 不動産 | 2 | 15% | 10% | 7% | 12% | 17% | 20% | 17% | 0% | 0% | 2% | 0% | 0% |
| 合計 | 83 | 19% | 5% | 7% | 10% | 9% | 15% | 16% | 6% | 3% | 4% | 3% | 3% |

(出所) 日興リサーチセンター作成

(注) 業種分類は東証 17 業種分類、構成比 15%以上の部分をオレンジ色でハイライト

次に各業種でいくつか特徴的なケースを取り上げたい。CO2 排出量が多い業種のひとつである素材・化学においては、社内取締役では、「グローバルビジネス・海外経験」、「企業経営・トップ経験」の順に構成が高い一方、社外取締役では、「企業経営・トップ経験」と「ESG・サステナビリティ」が同水準、続いて「法務・コンプライアンス・リスク管理」という形で構成比が高い。

医薬品においては、社内取締役では、「グローバルビジネス・海外経験」が最も高く、「企業経営・トップ経験」、「営業・マーケティング・事業戦略」、「技術・研究開発・生産管理」と続き、一方、社外取締役では、「グローバルビジネス・海外経験」と「企業経営・トップ経験」が同様に高いが、それ以外のスキルは比較的均等に分布している。

自動車においては、社内取締役では、「グローバルビジネス・海外経験」、「技術・研究開発・生産管理」、「企業経営・トップ経験」の順に高く、社外取締役では、「企業経営・トップ経験」と「法務・コンプライアンス・リスク管理」が高い。

電機・精密の社内取締役と情報通信・サービスその他の両業種では、社内取締役・社外取締役ともに「ESG・サステナビリティ」が低い。これは、同スキル項目を挙げている企業が同業種内において少ないためである(電機・精密は 15 社中 4 社、情報通信サービスその他は 11 社中 3 社)。

逆に、「ESG・サステナビリティ」の比率が高い業種として、社内取締役では、エネルギー資源、鉄鋼・非鉄、商社・卸売(大手総合商社)が挙げられ、社外取締役では、エネルギー資源、商社・卸売は高く、それ以外では、建設・資材、素材・化学、不動産なども高い。その他、「デジタル化対応」では、小売業の社外取締役で高く、「人事労務・人材開発」では、小売業の社内取締役、エネルギー資源や鉄鋼・非鉄の社外取締役で高い。

5.6 スキルマトリックスの開示状況に関するまとめ

2021 年の改訂 JCGC を契機にスキルマトリックスを開示する上場企業の割合が一気に拡大し、2021 年末の段階で、GR スコア対象企業 109 社のなかでも 83 社(76.1%)が開示している。スキルマトリックスを開示する意義としては、企業の中長期的な経営戦略などに照らし、取締役会が必要なスキル(経験・知識・能力など)を保有するメンバーで構成されているかを検証する一助になることが挙げられる。ただ、各社が掲げるスキルの定義や基準は不明瞭なケースも多く、企業が求めるスキルと取締役が保有するスキルのレベルを検証するためにも、その定義や基準は明確にする必要があるだろう。スキルの強弱やそのスキルが本当に取締役選任の理由で取締役会のスキルを補完する内容になっているのかを情報開示により明確に示すことは、各取締役の意識づけにもつながり、ひいては取締役会の進化や実効性向上に結び付く可能性もあると考える。

6. おわりに

GR スコア 2022 の対象企業 109 社における取締役構成について、改訂 ICGP および改訂 JCGC の内

容を踏まえながら、集計・分析を行った。まず、経営の執行と監督の分離について、独立社外取締役比率を確認したところ、97社(89.0%)が独立社外取締役比率1/3以上であり、そのうちの29社(26.6%)は独立社外取締役が過半数であった。JCGCの原則を達成する企業は多いものの、グローバルが求める「独立取締役を過半数で構成する」という水準には至っていない。また、取締役会議長については、69社(63.3%)が社長もしくは代表権のある会長が兼任しており、経営の執行と監督の分離に課題が残っている。

取締役会の多様性の一つであるジェンダー・ダイバーシティについては、女性取締役を1名以上選任している企業は101社(92.6%)と多くの企業で女性取締役の選任が行われている。だが、ACGAが求める女性取締役比率30%以上となると、積水ハウス(1928)、資生堂(4911)、塩野義製薬(4507)、ソニーグループ(6758)、東京ガス(9531)の5社(4.6%)にとどまる。グローバルの視点から見ると、女性取締役の選任が遅れていることは明らかであり、今後もエンゲージメント等のテーマになることが予想される。

グローバル基準では筆頭独立社外取締役の選任を推奨し、筆頭独立社外取締役が主催するエグゼクティブ・セッションが取締役会議長を評価することで、取締役会が最適に運営されると考えている。109社のうち、筆頭独立社外取締役を設置している企業は10社、エグゼクティブ・セッションを設けている企業は28社であったが、取締役議長の評価を目的に挙げる企業は見受けられなかった。

取締役会の多様性にはスキルや経験も含まれる。改訂されたJCGCでも取締役会の多様性について方針を示した上で、スキルマトリックスの開示を求めている。スキルマトリックについては83社が開示しているが、取締役会の多様性に関する方針と同時にスキルマトリックスを開示した企業は44社にとどまる。各社が掲げるスキルの定義や基準は不明瞭なケースも多く、企業が求めるスキルと取締役が保有するスキルのレベルを検証するためにも、その定義や基準は明確にする必要がある。

参考文献

日興リサーチセンター(2020)「GRスコア2020およびGRスコア企業111社のガバナンス状況」
小原萌香・杉浦康之(2022)「GRスコア2022の状況」、日興リサーチレビュー2022年12月号

(END)

第3章 委員会の設置状況と構成について

1. はじめに

コーポレートガバナンスにおける指名委員会、報酬委員会設置の目的は、指名・報酬に関する取締役会機能の独立性・客観性と説明責任を強化することにある。そのため、2021年に改訂された日本のコーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）補充原則4-10^①では、「上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名（後継者計画を含む）・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする独立した指名委員会・報酬委員会を設置することにより、指名や報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり、ジェンダー等の多様性やスキルの観点を含め、これらの委員会の適切な関与・助言を得るべきである」とされ、また「特に、プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである」と追記された。この追記された部分に「過半数」が盛り込まれたことから、独立社外取締役の構成比について「主要な」の意味合いがより明確になったと考える。

一方で、ICGNグローバル・ガバナンス原則（以下、ICGP）3.6“Nomination Committee”においては、過半数が独立取締役によって構成される指名委員会、同原則5.10“Remuneration Committee”においては、委員のすべてが独立社外取締役で構成される報酬委員会を設置することを求めている。特に、報酬委員会については、CEOの報酬方針を決めることもあり、より透明性の高い委員会の設置を求めている。

だが、こうしたコードの要求に対し、取締役の任命や報酬の決定は経営者の仕事であるという認識もあり、株主にとって適切な指名や報酬が行われているのかが不透明である。ここでは、株主にとって重要な課題である報酬や指名の透明性に着目し、指名委員会や報酬委員会の設置状況、各委員会の構成及びその取り組み状況について把握する。日興リサーチセンターでは、コーポレートガバナンス・コードとICGNグローバル・ガバナンス原則を基にしたGRスコアを評価しており、指名委員会や報酬委員会はその評価項目の一つとしている。以下では、GRスコア評価対象企業109社¹（以下、対象企業109社）に限定して分析を行う。

2. 指名委員会、報酬委員会の状況

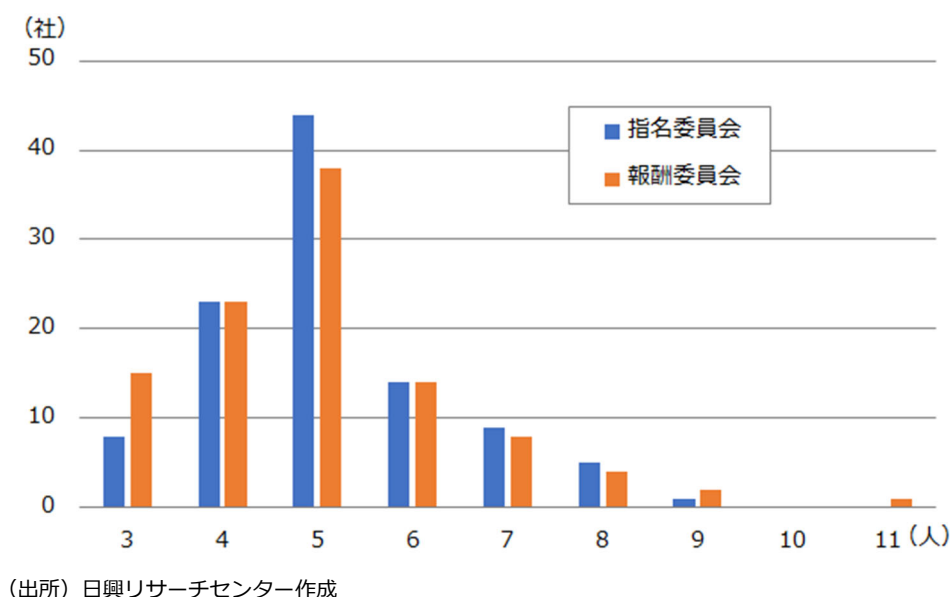
2.1 指名委員会、報酬委員会の設置状況と人数

¹ 2016年の平均時価総額から100社を抽出し、2018年に8社、2019年に3社追加し、111社を対象とした。その後、2社上場廃止となり現在に至る。評価対象企業は5ページ「GRスコア2022付与企業一覧」を参照されたい。

2021年12月末時点における対象企業109社の指名委員会、報酬委員会の設置状況は、両委員会の設置が任意とされている監査役設置会社63社のうち60社で、監査等委員会設置会社20社のうち19社（日本電産は報酬委員会のみ設置）で、両委員会の設置が義務付けられている指名委員会等設置会社26社すべてが設置していた。合計では104社が指名委員会、105社が報酬委員会を設置していた。

指名委員会の人数は104社平均で5.1人、最少は3人（8社）、最多は9人（日東電工1社のみ）、報酬委員会の人数は105社平均で5.0人、最少は3人（15社）、最多は11人（花王1社のみ）であった。日東電工の指名委員会は取締役会の9人中6人（うち5名が社外取締役）、社外監査役3名で構成されている。花王の報酬委員会は全代表取締役（3名）、取締役会長（1名）、全社外取締役（4名）、全社外監査役（3名）で構成されている。両委員会ともに4～5人のケースが多く、人数では両委員会とも同程度である（図表1）。

図表1 指名委員会、報酬委員会の人数の分布図



2.2 指名委員会、報酬委員会を設置しない理由

対象企業109社中、指名委員会を設置していない企業は5社、報酬委員会を設置していない企業は4社であった。指名委員会や報酬委員会などの諮問委員会を設置しない理由として、いずれも、「社外取締役等から適切な関与・助言を受けていることから、取締役会機能の独立性・客観性と説明責任は担保されている」を挙げている。

両委員会を設置していない5社（報酬委員会のみ設置の日本電産含む）のうち、取締役会に占める独立社外取締役比率が半数を超える企業は2社（楽天グループ、日本電産）のみであった。仮に独立性及び客観性が伴っていたとしても、委員会の未設置は外部から指名・報酬プロセスの透明性の観点から評

価されにくいであろう。また、取締役会に占める独立社外取締役の数が少数の場合、経営陣の提案に問題があったとしても、十分な検討がされない可能性もある。

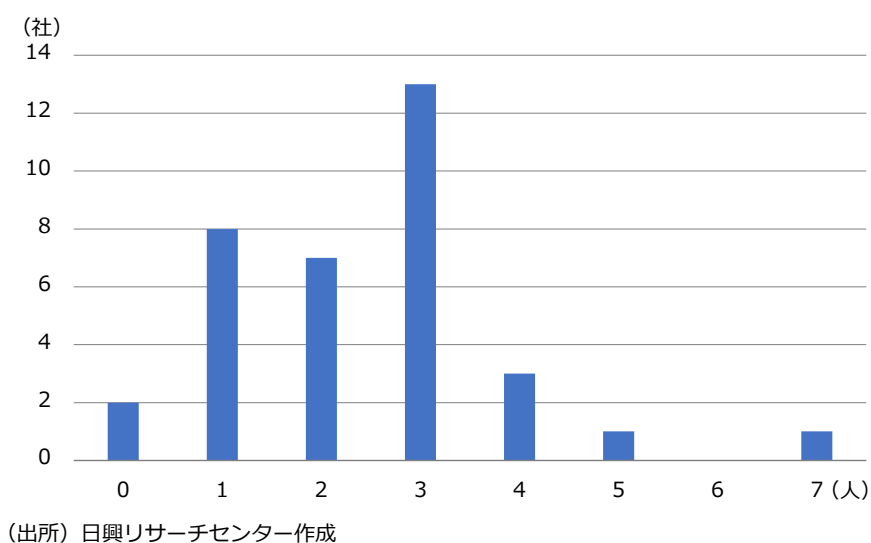
2.3 委員が両委員会を兼任しているケース

日本の会社法上、指名委員会等設置会社では、社外取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会を設置することが義務付けられ、委員会の決定内容には法的拘束力が生じる。一方、監査役設置会社と監査等委員会設置会社では、委員会の設置は任意とされている。そのため、指名委員会、報酬委員会を形式的に一つの諮問委員会として設置するか、指名委員会、報酬委員会を別々に設置するか、など体制について詳細には言及されていない。

両委員会ともに取締役の評価をもとに議論を行うことがあるため、一体のものとして設置し、委員全員が両委員会を兼任し、指名・報酬の議論内容を共有することは合理性があると考えられる。しかし、本来であれば、指名委員会と報酬委員会の委員に求められる専門知識や役割は異なる。形式的に一つの諮問委員会として設置、もしくは別々に設置していた場合でも、委員の両委員会兼任は、委員の負担も大きく、求められている役割を完遂できるかについても議論が生じうる。

対象企業 109 社では、両委員会を形式的に一つの諮問委員会として設置している企業は 35 社、別々に設置している企業は 70 社（報酬委員会のみ設置の日本電産含む）であった。別々に設置している 70 社中 32 社は、委員全員が両委員会を兼任しており、指名委員会、報酬委員会を別々に設置しているものの、両委員会は実質的には一体のものであると捉えられる。委員全員が両委員会を兼任しているケースの企業を除き、両委員会を兼任している委員数を分析したところ、委員が両委員会を兼任している人数は 3 人が最も多く（13 社）、0 人の会社も 2 社（武田薬品工業、オリックス）確認された（図表 2）。また、委員会メンバーの開示がなく、両委員会の兼任状況が不明な企業はルネサスエレクトロニクス 1 社のみであった。

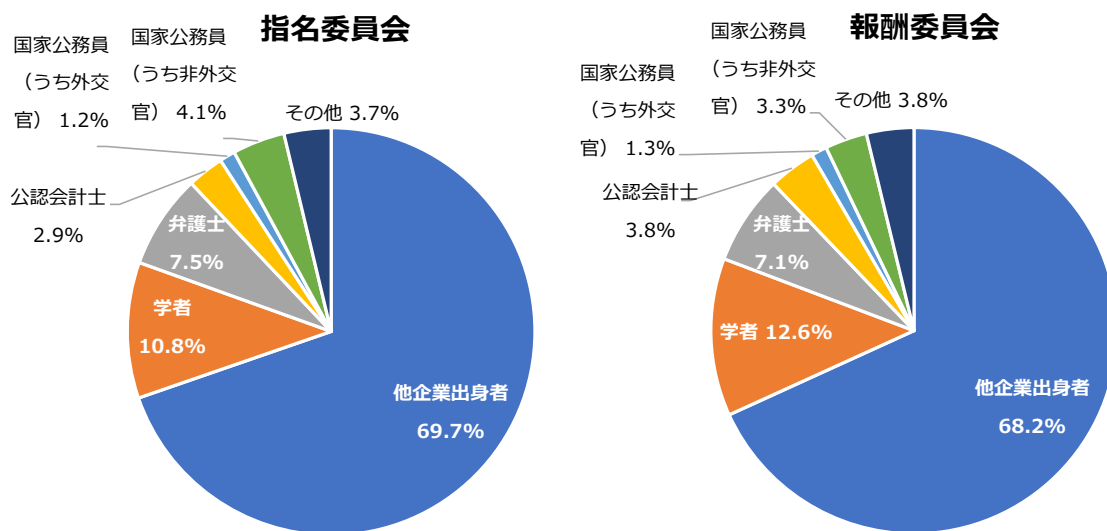
図表 2 両委員会を兼任している委員数



2.4 社外取締役の属性

対象企業 109 社の指名委員会、報酬委員会に占める社外取締役の属性は、両委員会では大きな違いはない。社外取締役の属性として多く占めるのは、他の企業出身者であり、指名委員会では 69.7%、報酬委員会では 68.2%であった。次点で学者が多く、指名委員会では 10.8%、報酬委員会では 12.6%。続いて多い順から、弁護士（指名 7.5%、報酬 7.1%）、国家公務員（指名 5.3%、報酬 4.5%）、公認会計士（指名 2.9%、報酬 3.8%）という結果であった。（図表 3）。

図表 3 社外取締役の属性



(注) 形式的に一つの指名・報酬委員会として設置している企業を除いて別々に設置している企業のみを集計した
(出所) 日興リサーチセンター作成

両委員会では大きな違いが見られないのは、2.3 で述べたように委員が両委員会を兼任しているケースが多いためと考えられる。繰り返しになるが、本来であれば指名委員会と報酬委員会の委員に求められる専門知識や役割は異なる。例として指名委員会の委員は、自社がおかれているビジネス環境を踏まえた上で、どのようなスキルが取締役会に不足しているか、次期取締役にとってどのようなスキルを要求するか、自社の取締役会に何が必要なのかを理解し、スキルセットの棚卸ができる人材である必要がある。自社の社外取締役がそれらの役割を完遂するための専門知識を有しているか、社外取締役の経歴等経験を踏まえたうえで吟味する必要があると考える。

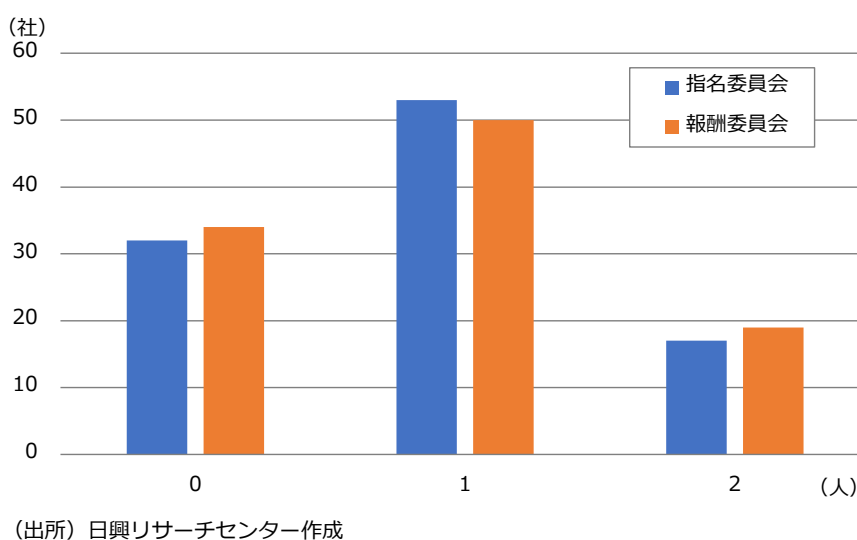
2.5 指名委員会、報酬委員会の女性委員数

女性取締役を取締役会のみならず、委員会に含めることは委員会に多様性をもたらし、ひいては取締役会の多様性の確保につながると考える。

対象企業 109 社の指名委員会、報酬委員会の女性委員数では、前項 2.4 と同様、委員の両委員会兼任

が多いため、両委員会で大きな違いは見られない。女性委員数を1人としている企業が指名委員会で53社、報酬委員会で50社あり、2人としている企業は指名委員会で17社、報酬委員会で19社であった。一方、委員会に女性を含めないケースは指名委員会で32社、報酬委員会で34社であった（図表4）。109社中101社（92.7%）は女性取締役を選任していることを踏まえると、両委員会の委員に女性取締役を任命しているケースは少ないと言える。女性委員の大半は社外取締役であるが、報酬委員会の女性委員で社外監査役が2人（アサヒグループホールディングスと小松製作所）というケースも確認された。また、2社（ヤクルト本社、ルネサスエレクトロニクス）は委員会メンバーの（性別）開示がないため、女性委員の有無の確認が不可能であった。

図表4 指名委員会、報酬委員会の女性委員数



3. 指名委員会、報酬委員会の独立性

委員会の役割を果たすためには委員会の独立性は重要な論点となる。以降では対象企業109社の委員会の構成を下記に示す(1)独立社外取締役の比率、(2)委員長属性、(3)社長もしくは会長の有無、の3つの独立性の観点から考察する。(1)(委員会における)独立社外取締役の比率については、独立した視点からの指名・報酬に関する助言を得るためには最低限必要となる基準である。JCGCにおいても、独立取締役が過半数を構成する委員会を一基準としている。次に、(2)委員長属性については、独立社外取締役が委員長を担い、議論をリードし、社外取締役の主体的な関与を引き出すことによって、委員会の独立性・客観性が強化されると考えられる。一方で、代表権を持つ会長や社長など経営陣が議論をリードすることは、社内の論理優先の判断など委員会の形骸化を招くおそれがあるため、独立社外取締役が委員長を担うことが好ましいと考える。最後に、(3)社長もしくは会長の有無については、社内の情報等に熟知している経営陣が委員会に参加することは合理性があると考えられるが、権力が強い

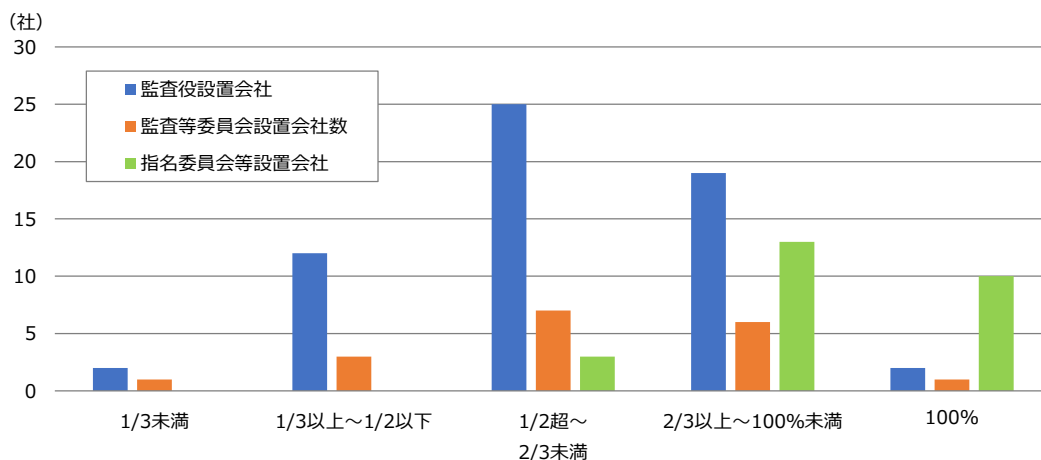
と考えられる代表権を持つ経営陣を委員会に含めるのは独善化を招くおそれがある。委員会には含めず必要に応じて出席を要請する、もしくは委員会に含める場合でも、独立性の高い委員会を構成し、自身の評価等の審議の際には席を外す、など工夫が必要となる。これら3つの独立性の視点から、対象企業109社の指名委員会、報酬委員会それぞれの状況を確認する。

3.1 指名委員会の独立性

(1) 独立社外取締役の比率

対象企業109社の指名委員会に占める独立社外取締役の比率で、半数を超える企業は86社であった。その内訳は、指名委員会等設置会社が26社、監査等委員会設置会社で14社、監査役設置会社で46社であった。指名委員会等設置会社では、委員の過半数を社外取締役にすることが義務付けられているため独立社外取締役比率は高く、委員全員が独立社外取締役の企業は10社あるが、そのすべてが指名委員会等設置会社であった。また、1/2以下である企業は18社、うち14社が監査役設置会社、4社が監査等委員会設置会社であった（図表5）。

図表5 指名委員会における独立社外取締役比率

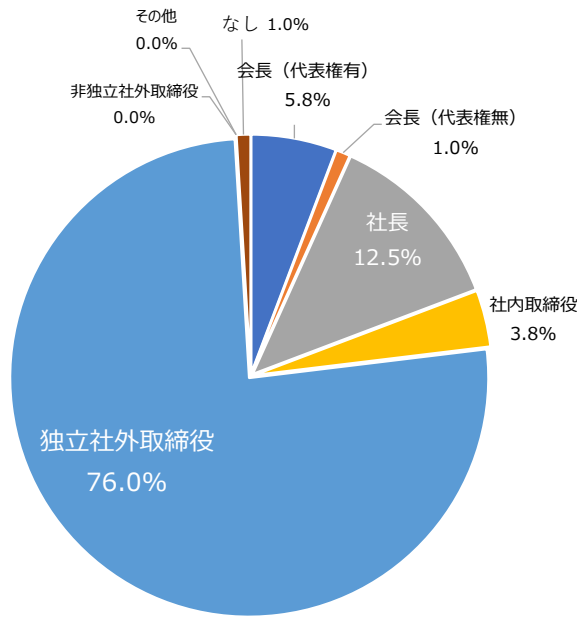


(出所) 日興リサーチセンター作成

(2) 委員長の属性

対象企業109社で指名委員会の委員長を担うのは、独立社外取締役が76.0%（79社）と最多であった。次点で社長が委員長を担うケースが12.5%（13社）となっている（図表6）。また、指名委員会に占める独立社外取締役比率が半数に満たない、かつ代表権を持つ会長や社長が議長を務めている企業はシスメックスとファーストリテイリングの2社であった。

図表 6 指名委員会の委員長の属性

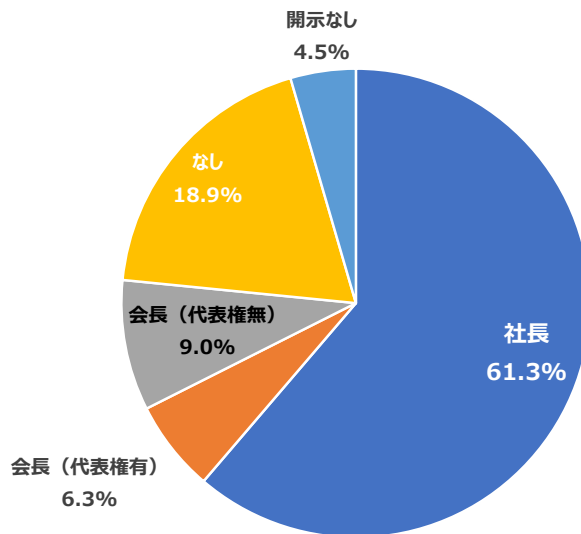


(出所) 日興リサーチセンター作成

(3) 社長もしくは会長の有無

対象企業 109 社の指名委員会に社長が含まれる企業は 61.3% (68 社)。また、社長が委員に含まれないケースでも、代表権を持つ会長が委員に含まれるケースが 6.3% (7 社)。一方、社長と会長を委員会に含めない企業は 18.9% (21 社) であった (図表 7)。

図表 7 指名委員会における社長と会長の有無



(注) 社長、会長ともに委員会に含まれる場合は、社長が委員会に含まれるケースとしてカウント

(注) 社長が委員会に含まれず、会長が委員会に含まれる場合、会長が委員会に含まれるケースとしてカウント

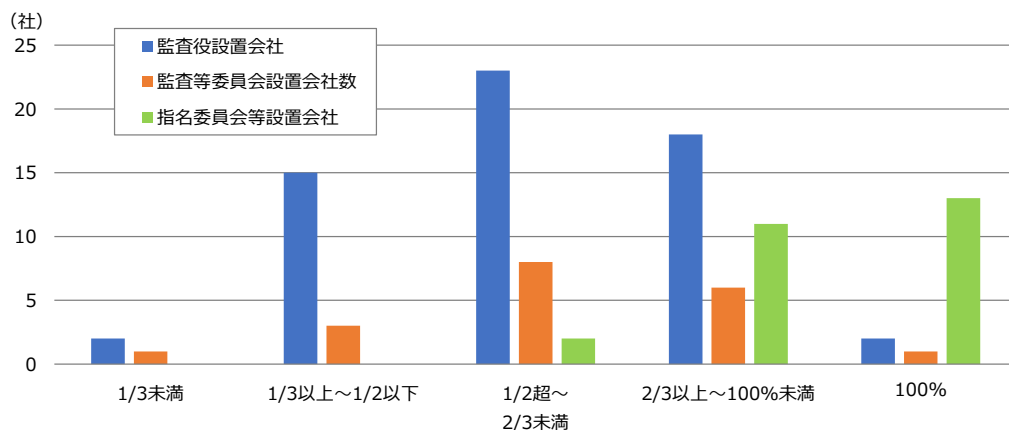
(出所) 日興リサーチセンター作成

3.2 報酬委員会の独立性

(1) 独立社外取締役の比率

対象企業 109 社の報酬委員会に占める独立社外取締役の比率で、半数を超える企業は 84 社であった。その内訳は、指名委員会等設置会社が 26 社、監査等委員会設置会社で 15 社、監査役設置会社で 43 社であった。指名委員会等設置会社では、指名委員会と同様に報酬委員会でも委員の過半数を社外取締役にすることが義務付けられているため独立社外取締役比率は高く、委員全員が独立社外取締役の企業は 16 社あるが、うち指名委員会等設置会社は 13 社、監査等委員会設置会社が 1 社、監査役設置会社が 2 社であった。また、1/2 以下である企業は 21 社、うち 17 社が監査役設置会社、4 社は監査等委員会設置会社であった（図表 8）。

図表 8 報酬委員会における独立社外取締役比率

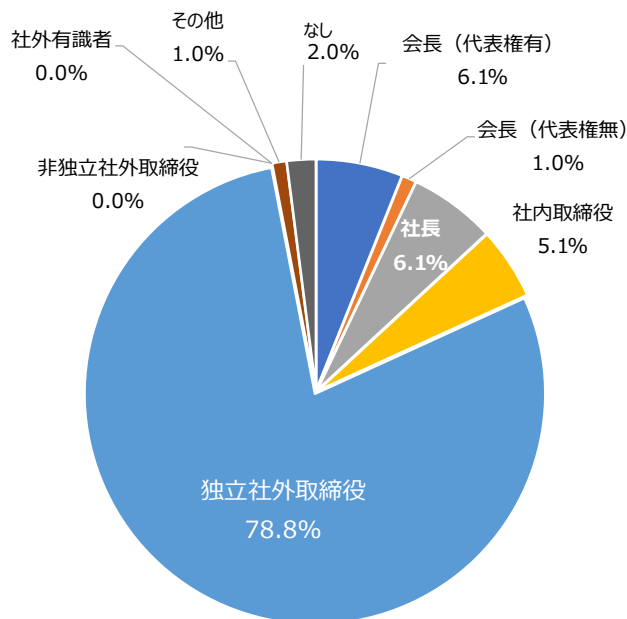


(出所) 日興リサーチセンター作成

(2) 委員長の属性

対象企業 109 社で報酬委員会の委員長を担うのは、指名委員会と同様、独立社外取締役が 78.8% (78 社) と最多であった。次点で社長が委員長を担うケースが 6.1% (6 社) となっている（図表 9）。また対象企業 109 社で報酬委員会に占める独立社外取締役比率が半数に満たない、かつ代表権を持つ会長や社長が議長を務めている企業はシスメックスとファーストリテイリング 2 社であった。

図表 9 報酬委員会の委員長の属性

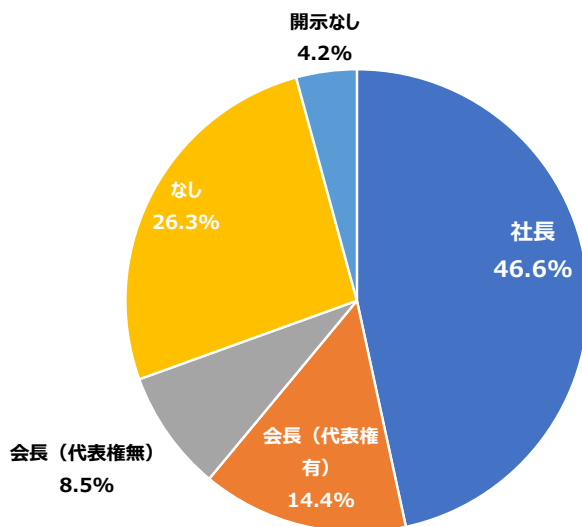


(出所) 日興リサーチセンター作成

(3) 社長もしくは会長の有無

対象企業 109 社の報酬委員会に社長が含まれる企業は 46.6% (55 社) であった。また、社長が委員に含まれないケースでも、代表権を持つ会長が委員に含まれるケースが 14.4% (17 社)。また、社長会長ともに委員会に含めないケースは 26.3% (31 社) であった (図表 10)。

図表 10 報酬委員会における社長と会長の有無



(注) 社長、会長ともに委員会に含まれる場合は、社長が委員会に含まれるケースとしてカウント

(注) 社長が委員会に含まれず、会長が委員会に含まれる場合、会長が委員会に含まれるケースとしてカウント

(出所) 日興リサーチセンター作成

4. 指名委員会、報酬委員会の役割

4.1 指名委員会の役割

指名委員会の役割として第一に挙げられるのは、独立した取締役会を構成するために、取締役の選任・再任を行うことである。これらの役割を果たすうえで重要なのが上記で述べた委員会の独立性である。独立した取締役会を構成するためには、取締役の選任・再任を推奨する指名委員会そのものが独立している必要がある。

次に挙げられる指名委員会の役割として、取締役会の構成評価が挙げられる。多様性の方針を考慮しつつ、取締役会が企業価値向上とモニタリングの観点から適切な構成となっているか。これらの評価を指名委員会が行うことによって、取締役会構成の改善点を洗い出し、取締役の後継者計画の策定、次期取締役の選任、再任の検討を行うことができる。

また、取締役の後継者計画も指名委員会の重要な役割である。日本のコーポレートガバナンス・コードでは最高経営責任者の後継者計画に関する記述はあるが、取締役の後継者計画に関しての明記はない。しかし、取締役会が適切に機能し続けるためには最高経営責任者の後継者計画にとどまらず、取締役の後継者計画も必要になるであろう。

4.2 報酬委員会の役割

報酬委員会の役割として第一に挙げられるのは、報酬方針の策定と取締役会への推奨である。報酬方針の策定においては、長期的な経営目標の達成や企業価値向上の動機づけとなる設計か、株主と利害を共有し、過度なリスクを取ることのない設計となっているか。これらの役割を果たすうえでは、株主との利害共有という観点から、株主の代理人でもある社外取締役、つまり独立性が必要であり、委員会そのものが独立していることが求められる。

次に挙げられる報酬委員会の役割として、報酬制度の設計、実施、評価、モニタリングが挙げられる。報酬制度の設計、実施にとどまらず、支払われた報酬が適切なものであったか、これらの評価、モニタリングを報酬委員会が行うことによって、ビジネス環境下に応じた報酬や実績に応じた評価が妥当なものなのか、報酬の見直しの必要性を検討することができる。

4.3 両委員会の共通する役割

ICGP の原則によると、両委員会に共通する役割として、第一に利益相反のモニタリングが挙げられる。委員会の委員間および委員会とそのアドバイザーとの間の利益相反を特定し、避けることは取締役会の独立性原則を守るために重要である。

次に挙げられる役割として、外部コンサルタントの任命が挙げられる。企業価値向上の視点から指名・報酬の方針をどのようにすべきか、これらの判断は決して容易ではない。そのため、グローバルでは外部コンサルタントのサポートを受けることは一般的であり、指名・報酬プロセスの透明性を高める観点

からも外部コンサルタントの導入は有益と考えられる。外部コンサルタントを導入するには、上記で述べた利益相反の問題が挙げられる。そのため、外部コンサルタントの選定には社内部署等ではなく、独立した委員会が独立したコンサルタントを任命する必要がある。

直接または取締役会を通じて株主との対話を行うことも重要な役割である。委員会でのどのような議論がなされたのか、まれに統合報告書等で株主に向けて発信しているケースも見受けられる。一方、委員会の役割として認識している企業は日本全体でも少ないと考えられる。

4.4 対象企業 109 社における役割の記載

各委員会における役割のそれぞれの役割を把握する前に、対象企業 109 社が委員会の位置づけについて明確にしているのかを確認する。実際 JCGC においても補充原則 4-10①に「委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである」と記載している。そこで、両委員会において、独立性に関する考えと権限・役割に関する考えのいずれも記述している企業を確認した。指名委員会については 30 社（104 社中）、報酬委員会については 35 社（105 社中）で記述が確認され、委員会を設置している企業の約 3 割にとどまった。

上記で述べた役割はいずれも委員会が独立しているからこそ機能する。委員会の構成において ICGP が要求する基準を満たす必要がある。以下では、ICGP の求める基準である、「指名委員会の過半数を独立取締役とする」「報酬委員会はすべて独立社外取締役で構成する」を満たしている企業に限定し確認した。委員会の構成がグローバル基準を満たす企業は、指名委員会で 86 社、報酬委員会で 16 社である。このことから、報酬委員会に対して ICGP が要求する基準を満たす企業が少ないことが明らかである。

指名委員会について、上記基準を満たした 86 社のうち、指名委員会が取締役の指名・選任・再任の推奨を行っている企業は 75 社確認された²。取締役会の評価を行っているのは 11 社、取締役の後継者計画の作成を行っている企業は 6 社、利益相反のモニタリングを行っているのは 4 社にとどまっている。外部コンサルタントの任命、株主との対話に関する記載は見受けられなかった（図表 11）。

² この結果からもわかる通り、JCGC 補充原則 4-10①で指名委員会の役割・責務の記述で主に記述がないのは、独立性に関する考えである。

図表 11 GR スコア 2022 における指名委員会の役割の記載

| | |
|--|------|
| 取締役の指名・選任・再任の推奨 | 75 社 |
| 取締役会構成の評価 | 11 社 |
| 取締役の後継者計画の作成 | 6 社 |
| 利益相反のモニタリング | 4 社 |
| 指名や取締役会評価に関する外部コンサルタントの 任命、コンサルタント名と費用の開示 | 0 社 |
| 取締役候補の指名に関する株主との対話 | 0 社 |

(出所) 日興リサーチセンター作成

報酬委員会について、上記基準を満たした 16 社のうち、報酬に関する方針を定め、取締役会に推奨を行っているのは 16 社すべてであり、株式報酬やその他給付制度の設計、実施、評価、モニタリングを行っているのは 6 社にとどまっている。利益相反のモニタリング、外部コンサルタントの任命、株主との対話に関する記載は見受けられなかった (図表 12)。

図表 12 GR スコア 2022 における報酬委員会の役割の記載

| | |
|---|------|
| 報酬に関する方針を定め、取締役会に推奨する | 16 社 |
| 短期・長期の株式報酬、年金やその他給付制度の設 計、実施、評価、モニタリング | 6 社 |
| 利益相反のモニタリング | 0 社 |
| 報酬に関する外部コンサルタントの任命、コンサル タント名と費用の開示 | 0 社 |
| 報酬に関する株主との対話 | 0 社 |

(出所) 日興リサーチセンター作成

5. おわりに

本章では、2021 年 12 月末時点の情報を基に、指名委員会、報酬委員会の構成や取り組み状況について確認した。対象企業 109 社のうち、指名委員会を設置する企業が 104 社、報酬委員会を設置する企業が 105 社と大半の企業はいずれかの委員会を設置していた。委員会の構成に関して、人数、社外取締役の属性、女性委員数については指名委員会と報酬委員会で大きな違いはなく、委員の両委員会兼任が多い。

指名または報酬委員会の独立性に着目すると、独立取締役が半数を超えている企業は、指名委員会で 86 社、報酬委員会で 84 社あり、JCGC の求める基準を満たす企業は多い。だが ICGP が報酬委員会に求める「すべて独立社外取締役で構成する」基準となるとわずか 16 社にとどまる。つまり、完全に独立した委員会を設置する企業は少なく、委員のメンバーに社長などの業務執行取締役を含む企業が多く、そのなかには社長が議長を務めるケースも確認された。

指名または報酬委員会の独立性や役割・権限の記述は、全体の 3 割程度であり、今後の開示の改善が期待される。その開示の中でも、両委員会に共通する役割である、外部コンサルタントの任命、株主との対話に関する記載は確認されず、現段階では両委員会の役割として認識されていないと考えられる。

以上のことから、指名または報酬委員会の独立性については一定程度評価されるものの、業務執行取締役が委員として選出されていることや委員会の独立性や役割が不明瞭であることが課題である。このことは、経営と執行の監督の分離が十分に進んでいないことが寄与しているとも考えられ、この点が今後の課題解決の鍵となるであろう。

参考文献

日興リサーチセンター（2020）「GR スコア 2020 および GR スコア企業 111 社のガバナンス状況」
杉浦康之・小原萌香（2022）「GR スコア 2022 の状況」、日興リサーチレビュー 2022 年 12 月号

(END)

第4章 経営者報酬の状況

1. はじめに

コーポレートガバナンスにおいて、経営者報酬は経営者と株主の利益を一致させると同時に、経営者に企業価値の拡大を動機づける「飴」の役割を果たす。

経営者報酬に関して、ICGNのグローバル・ガバナンス原則(以降、ICGP)の原則5では、「長期的に持続可能な価値の維持と創造を確実にするための企業の戦略と目的に公平かつ効果的に整合するよう設計すべきである」としている。日本のコーポレートガバナンス・コード(以降、JCGC)原則4-2では、「中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである」としている。

以上のようにグローバル基準、日本のコードともに、中長期的な企業価値の向上を企図する経営者報酬の設計を推奨する点に相違はない。本章では、経営者報酬にインセンティブ報酬がどのくらい組入れられているか、中長期的な企業価値向上と連動するために、どう設計しているのかを、企業の報酬に関する開示情報から調査した。日興リサーチセンターでは、JCGCとICGPを基に評価したGRスコアを算出しており、経営者報酬に関する項目も含まれる。ここでは、GRスコア2022評価対象の109社¹における経営者報酬に関する調査結果を示す。なお、本調査は2021年12月末時点の情報を基にしている。

2. 経営者報酬に関する開示

2.1 経営者報酬の構成内容

経営者報酬の構成に関して、ICGPの原則5.2では、「役員報酬は、会社の目的と長期戦略に沿ったシンプルな方法で設計されるべきである。給与レベルは、賞与、繰延ストックオプション、長期インセンティブプラン(LTIPS)などの諸給付と適切にバランスさせるべきである。」としている。また、JCGCの補充原則4-2①でも経営者報酬について、「中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである」としており、ともに経営者報酬の構成において中長期インセンティブの導入を求めている。

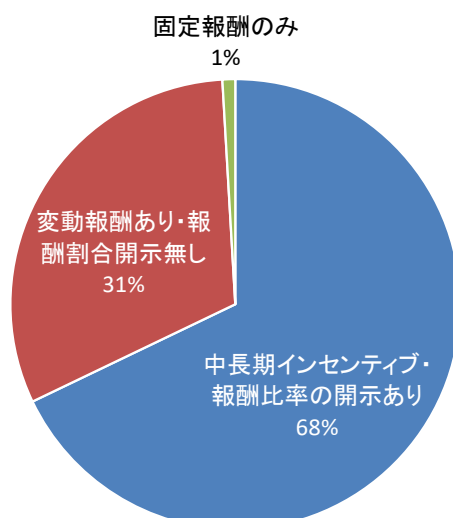
上記の点を踏まえると、109社のなかで、(1)長期インセンティブを導入していること、(2)具体的な報酬比率または報酬種別に上限額の記載があること、この2点を満たす企業は前回実施した2020年の調査(日興リサーチセンター(2020)²)では65社だったが、今回は74社であり、開示率も59%から68%に上昇している。また、ヤクルト本社(2267)は固定報酬のみ、上記(1)または(かつ)(2)の要件を満たさなかった企業が34社(31%)であった。(1)、(2)の2つの要件を満たさなか

¹ 2016年の平均時価総額から100社を抽出し、2018年に8社、2019年に3社追加し、111社を対象とした。その後、2社上場廃止となり現在に至る。評価対象企業は5ページ「GRスコア2022付与企業一覧」を参照されたい。

² 第2章「3. 報酬」参照。

った企業のうち、全額業績連動報酬だったのは日本製鉄（5401）（短期・中長期の割合は開示無し）、住友不動産（8830）（短期インセンティブのみ）であった（図表1参照）。

図表1 109社の経営者報酬に関する開示



(出所) 日興リサーチセンター作成

東証17業種別でみる（図表2）と、建設・資材、医薬品、商社・卸売の企業は全て開示していた。一方、鉄鋼・非鉄、運輸・物流、通信・サービスその他の2業種で開示している企業は半分に満たなかった。

図表2 長期インセンティブ導入かつ各報酬比率（または上限額）の開示率（業種別）

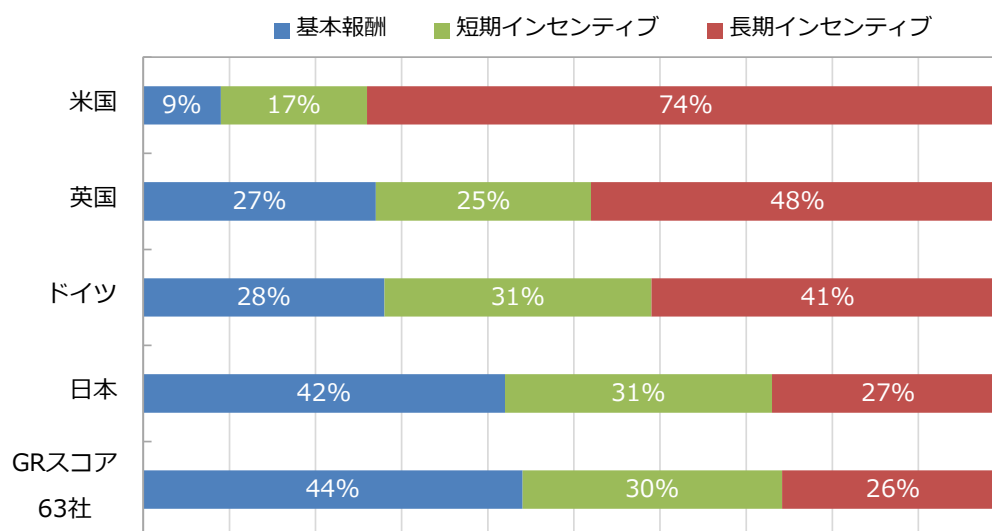
| 東証17業種 | 社数 | 開示率 |
|--------------|-----|-----------|
| 食品 | 7 | 5社 (71%) |
| エネルギー資源 | 2 | 1社 (50%) |
| 建設・資材 | 3 | 3社 (100%) |
| 素材・化学 | 9 | 8社 (89%) |
| 医薬品 | 8 | 8社 (100%) |
| 自動車・輸送機 | 10 | 6社 (60%) |
| 鉄鋼・非鉄 | 3 | 1社 (33%) |
| 機械 | 5 | 4社 (80%) |
| 電機・精密 | 19 | 11社 (58%) |
| 情報通信・サービスその他 | 13 | 6社 (46%) |
| 電気・ガス | 2 | 1社 (50%) |
| 運輸・物流 | 5 | 2社 (40%) |
| 商社・卸売 | 4 | 4社 (100%) |
| 小売 | 4 | 3社 (75%) |
| 銀行 | 5 | 4社 (80%) |
| 金融（除く銀行） | 7 | 5社 (71%) |
| 不動産 | 3 | 2社 (67%) |
| 全体 | 109 | 74社 (67%) |

(出所) 日興リサーチセンター作成

上記の74社のうち63社は、基本報酬、短期インセンティブ、長期インセンティブの構成について具体的な開示を行っている。63社の経営者報酬構成を確認すると、基本報酬が平均44%(中央値45%)、短期インセンティブが平均30%(同30%)、長期インセンティブが平均26%(同25%)であった(割合は四捨五入)。すなわち、63社の経営者報酬のおよそ半分は基本報酬で、残りのおよそ半分は短期および長期インセンティブになっていることが分かる。

また、ウイリス・タワーズワトソン社の『「日米欧 CEO および社外取締役報酬比較」2021年調査』³による欧米および日本のCEO報酬をみると、CEO報酬に占める基本報酬の割合は米国が9%、英国が27%、ドイツが28%であるのに対して、日本は42%と高い(図表3)。同報告書が対象とする日本企業の結果とGRスコア対象企業の結果にほとんど差がない。また、GRスコア対象企業は、欧米に比べ、基本報酬の比率が高く、長期インセンティブの比率が低い傾向にある。なお、GRスコア対象企業のうち、英国やドイツなどのように基本報酬を3割以下としている企業について確認したところ、13社確認され、米国のように基本報酬を約1割としている企業は、基本報酬11%であった東京エレクトロン(8035)1社のみが確認された。

図表3 国別のCEOおよび経営者報酬の構成内容



(注1) 米国、英国、ドイツ、日本のデータはウイリス・タワーズワトソン

(注2) 米国、英国、ドイツ、日本は売上高が1兆円以上のCEO報酬が対象

(出所) ウイリス・タワーズワトソン資料および各社資料より日興リサーチセンター作成

2.2 譲渡制限付株式の導入状況

業績連動インセンティブの手法に関してICGP 5.2では、長期の受給・保有期間を持つ譲渡制限付株式は、測定基準ベースの業績連動報酬に比べてシンプルという長所を持つと考えている。そのため、譲

³<https://www.wtco.com/ja-JP/News/2021/07/report-fy2020-comparison-of-compensation-for-ceos-and-ned-between-japan-the-united-states-and-europe>

渡制限付株式と測定基準ベースの業績連動報酬の併用、もしくは譲渡制限付株式単独でも導入することを奨励している。

109社のなかで、BIP（Board Incentive Plan）信託や株式交付信託などを含む譲渡制限付株式報酬制度や、在任期間中は権利行使できないストックオプションなど実質的に譲渡制限付株式報酬に相当する制度を取入れている企業は89社（82%）（2020年は77%）であった。

2.3 インセンティブ報酬の設計

GRスコア対象企業109社のうち108社（99%）は、経営者報酬に業績連動報酬を導入している。さらに102社は、報酬と連動する業績指標を開示している。主には、当期営業利益（56社）、当期純利益（47社）、ROE（28社）などが採用されている。

また、近年では、経営者にサステナビリティに対する取組みを促すため、非財務指標を業績指標の一つとして組入れる企業も増えている。GRスコア対象企業では、26社（24%）で確認されており（図表4参照）、前回調査の8社（7%）から増加している。具体的な非財務指標について確認すると、MSCI・FTSEなどのESGスコアやCDPなどの外部評価をとり入れている企業が12社、顧客満足・従業員満足、従業員のダイバーシティ推進やサービスの安全性などの社会面を考慮しているのが10社、温室効果ガス排出量削減などの環境負荷低減を指標にしている企業は4社確認された。

図表4 非財務指標をインセンティブ報酬に組入れている企業の割合（業種別）

| 東証17業種 | 社数 | 開示率 |
|--------------|-----|----------|
| 食品 | 7 | 3社（43%） |
| エネルギー資源 | 2 | 2社（100%） |
| 建設・資材 | 3 | 1社（33%） |
| 素材・化学 | 9 | 4社（44%） |
| 医薬品 | 8 | 1社（13%） |
| 自動車・輸送機 | 10 | 1社（10%） |
| 鉄鋼・非鉄 | 3 | 0社（0%） |
| 機械 | 5 | 1社（20%） |
| 電機・精密 | 19 | 0社（0%） |
| 情報通信・サービスその他 | 13 | 1社（8%） |
| 電気・ガス | 2 | 0社（0%） |
| 運輸・物流 | 5 | 4社（80%） |
| 商社・卸売 | 4 | 1社（25%） |
| 小売 | 4 | 1社（25%） |
| 銀行 | 5 | 5社（100%） |
| 金融（除く銀行） | 7 | 1社（14%） |
| 不動産 | 3 | 0社（0%） |
| 全体 | 109 | 26社（24%） |

（出所）日興リサーチセンター作成

東証 17 業種別にみるとエネルギー資源と銀行は共に 100%、運輸・物流は 80%が非財務指標を導入していた。特に、エネルギー資源、運輸・物流は各業種で懸念される ESG 課題を非財務指標として組入れている。例えば、エネルギー資源セクターでは気候変動対応の環境関連の指標を採用し、運輸・物流では安全に関する非財務指標を採用している。

最後に、経営者報酬と財務・非財務の業績指標を具体的にどのように連動させているのかを開示しているかを確認した。その結果、30 社が各指標と報酬との関係性について計算式や図表などを用いて示しており、前回調査の 23 社から 7 社増加している。GR スコア対象企業では、経営者の報酬設計についての開示を進める傾向にある。

2.4 個々人の報酬の決定

2021 年 3 月に施行された改正会社法により、上場会社等の取締役会は、取締役の個人別の報酬等に関する決定方針を定めなければならない（会社法 361 条 7 項）⁴。同時に、有価証券報告書において「役員報酬等の額またはその算出方法の決定に関する方針の内容及び決定方法」を開示することが求められている。そこで、取締役の報酬の決定者（または決定機関）を確認した。報酬委員会またはそれに準ずる委員会・会議が 42 社（39%）、代表取締役社長または会長（CEO など）個人に一任しているのが 43 社（39%）、取締役会が 23 社（21%）、不明が 1 社であった。したがって、報酬委員会や取締役会など機関決定によるものが半数を超える結果となった。

3. グローバル基準が求めるその他の開示

米国や英国などでは、役員報酬に関しては、より詳細な開示を求めている。ICGP では、役員報酬に関連して、原則 5.4 で経営者の不正防止策、原則 5.9 で非業務執行取締役の報酬方針、原則 5.5 で経営者報酬額の開示を求めている。これら 3 つの取組みについて以下で確認する。

3.1 経営者の不正防止策

経営者の不正防止策に関して、ICGP では、経営者による重大な不正行為や財務諸表の重大な虚偽記載を予防する目的で、マルスやクローバック条項を組入れることを推奨している。マルスとは、会社の財務諸表に重大違法行為または重大な虚偽表示があった場合、未払い報酬の減額を図る条項であり、クローバックとは、支払い済みの報酬を返還させる条項である。マルスやクローバック条項については 109 社中 47 社（43%）の導入が確認された。前回調査時点では 30 社（27%）であったことから、マルスやクローバック条項の導入が増えていることが確認できる。2020 年調査時の 30 社のうち、2 社は上場廃止になったため、今回の調査で新たにこれらの条項を導入した企業は 19 社であった。そのうち、譲

⁴ ただし、取締役個人の報酬を株主総会で決定した場合は、この限りではない（田中（2021））。

渡制限付株式報酬の新設又は変更に伴い譲渡制限付株式報酬にクローバック条項等を付与したのが9社、元々導入していた譲渡制限付株式報酬にクローバック条項を付与した企業が10社あった。

業種別にみると（図表5）、銀行（80%）、商社・卸売、小売（ともに75%）が多く導入しており、他方で電気・ガス、運輸・物流では導入が確認されなかった。

図表5 マルス、クローバック条項の導入割合（業種別）

| 東証17業種 | 社数 | 開示率 |
|--------------|-----|-----------|
| 食品 | 7 | 2社 (29%) |
| エネルギー資源 | 2 | 1社 (50%) |
| 建設・資材 | 3 | 2社 (67%) |
| 素材・化学 | 9 | 4社 (44%) |
| 医薬品 | 8 | 3社 (38%) |
| 自動車・輸送機 | 10 | 4社 (40%) |
| 鉄鋼・非鉄 | 3 | 1社 (33%) |
| 機械 | 5 | 2社 (40%) |
| 電機・精密 | 19 | 7社 (37%) |
| 情報通信・サービスその他 | 13 | 6社 (46%) |
| 電気・ガス | 2 | 0社 (0%) |
| 運輸・物流 | 5 | 0社 (0%) |
| 商社・卸売 | 4 | 3社 (75%) |
| 小売 | 4 | 3社 (75%) |
| 銀行 | 5 | 4社 (80%) |
| 金融（除く銀行） | 7 | 4社 (57%) |
| 不動産 | 3 | 1社 (33%) |
| 全体 | 109 | 47社 (43%) |

（出所）日興リサーチセンター作成

3.2 非業務執行取締役（NED）の報酬

社外取締役などの非業務執行取締役（以下、NED）や業務執行を行わない取締役会議長の報酬に関して、ICGP原則5.9では、「独立性、客観性、および長期の会社およびすべての株主の利益と整合性を確保するように構成されていることを確認するべきである」とすると同時に、「業績連動報酬または株式オプションは、非業務執行取締役および非業務執行取締役である議長に付与されるべきではない」としている。

109社のうち94社(86%)は、NEDの報酬に業績連動報酬を付与しないことが確認された（その他、NEDの一部または全員に業績連動報酬を付与している企業が13社、NEDの報酬について非開示が2社であった）。94社のうち88社は固定報酬であるが、その中の6社はNEDに対しても業績連動のない株式報酬を提供している。株式報酬の導入理由は、「企業価値創造に対する対価として」（オリンパス（7733））、「株価に対して株主と共通の視点を持ち、中長期的に株主と利益を共有することを目的に」（HOYA（7741））、「監督機能を有効に機能させるため」（みずほフィナンシャルグループ（8411））等が確認された。

3.3 経営者報酬額の開示

最後に、経営者報酬の開示についてであるが、年間1億円以上の報酬を得た役員については、氏名と金額の個別開示を有価証券報告書において開示しなければならない。つまり、すべての経営者に対して個人報酬を開示する義務があるわけではない。グローバル基準が求める報酬報告書およびそれに類するかたちで開示を行っている企業はほとんどなく、前回調査では開示している企業は1社もなかった。今回調査した109社では、武田薬品工業(4502)、リクルートホールディングス(6098)の2社が、年間報酬が1億円未満の取締役も含め、取締役全員の報酬について報酬種別・総額を開示していた。

4. おわりに

本章では、2021年12月末時点の情報を基に経営者報酬の構成やその設計等の状況について確認した。GRスコア2022対象企業109社のうち108社が経営者報酬にインセンティブ報酬を導入している。そのうち74社は中長期インセンティブを導入し、かつ報酬の割合を開示している。基本報酬とインセンティブ報酬の比率は前回の調査結果と比較すると、大きな変化はなく、引き続き基本報酬の割合が欧米の経営者報酬と比較すると高い傾向にある。この点については、今後の変革を期待したい。

経営者報酬と連動する際の指標については、当期営業利益、当期純利益、ROEなど収益性に関する指標を用いている企業が多く確認された。財務指標のほか、環境や社会といった非財務指標を目標に含めている企業は前回調査時点の8社から26社に増えている。非財務指標の開示は「エネルギー資源」、「運輸・物流」、「銀行」などの業種で多くみられた。これらの業種で取り上げられている非財務指標は、経営戦略や企業価値との関係性を意識したものとする。

経営者報酬と業績等との連動に関する具体的な記述については、単に「営業利益等と連動させている」という記述にとどまるケースも多いが、30社は各種指標とその評価ウェイト、指標の具体的な目標値、目標の達成率に応じた評価係数の変動幅、などを具体的に示しており、前回調査の23社から増えている。経営者報酬と業績との連動性に対する説明を説明する企業が当該時点は少なく、今後の開示の改善が期待される。

経営者報酬についてグローバル基準では、経営者の不正防止策、報酬報告書の開示も求める。経営者の不正防止の観点から、マルスやクローバック条項を導入している企業数も増え、47社(前回30社から増加)であった。報酬報告に関しては前回調査時には開示企業が確認できなかったが、今回は2社で全取締役の個人別報酬が開示されている。だが、社外取締役に対する報酬や個別取締役に関する開示は不足しており、このことも今後の改善を期待したい。

参考文献

小原萌香・杉浦康之(2022)「GRスコア2022の状況」、日興リサーチレビュー2022年12月号

田中亘（2021）「会社法（第3版）」、東京大学出版会

日興リサーチセンター（2020）「GRスコア2020 および GRスコア企業111社のガバナンス状況」

(END)

第5章 政策保有株式の方針、取組み、財務的インパクト

1. はじめに

政策保有株式は、取引先企業などの株式を取得し、長期に保有すること、あるいは相互で企業の株式を長期に保有することを指す。政策保有は少数株主からみると、資本効率性と議決権行使の2つの懸念がある。

まず、取引先企業の株式を取得することが資本効率性観点から合理的な判断の下で実施されているかどうか懸念される。機関投資家は、日本企業の問題点の一つに資本効率性（ROE など）を挙げており、政策保有を続けていくことも含まれると考える。こうした懸念に対し、コーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）の原則 1-4 では、政策保有株式の「保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等」の経済合理性の検証を求めている。

さらに、機関投資家を代表する団体である ICGN（国際コーポレートガバナンスネットワーク）は、ICGN グローバル・ガバナンス原則（以下、ICGP）の中で、政策保有株式に関する指針が新たに盛り込まれ、政策保有株式の経済合理性の一つとして、より定量的で具体的な開示と資本利益に対する影響を開示することを求めている。

議決権行使については次のような懸念がある。例えば、取引先企業に株式を保有してもらった場合、その企業との長期的な取引関係を維持する一方、それが積み重なることにより安定株主工作となり、経営者のエントレンチメント（保身）を助長する恐れがある。すなわち、株主提案の否決や総会議案の賛成を促しやすくなり、少数株主の利益を損なう可能性が考えられる。JCGC 原則では、政策保有株式の縮減方針の開示を求め、政策保有が縮減することを期待している。

本章では、政策保有株式に関連した方針についての取組み状況について把握するため、GR スコア対象企業 109 社¹における政策保有株式の状況について確認する。以降、2 節では、政策保有に関する方針の記述について確認する。3 節では GR スコア対象企業の政策保有株式の保有状況、売却、取得の状況について確認する。4 節では、有価証券報告書において政策保有株式の個別銘柄をすべて把握することが可能な企業に限定し、政策保有に関する資本効率性への影響を確認する。具体的には、2021 年度の政策保有株式（特定投資とみなし投資株式）60 銘柄²以下の企業に限定し、それらの企業が保有する株式の株式数とその企業の配当金から配当収入総額を算出し、各社の経常利益や純資産にどの程度寄与しているのかを確認する。

¹ 日興リサーチセンターでは、コーポレートガバナンス・コードと ICGN グローバル・ガバナンス原則を基にした評価基準とする GR スコアを策定しており、政策保有についても、同スコアの評価基準の一つとして採用している（小原・杉浦（2022））。

² 有価証券報告書では、2019 年 3 月より、政策保有株式の記載において個別銘柄の開示を最大 60 銘柄に拡大したことから、上記の企業に限定した。

2. 政策保有株式方針の状況

GR スコア 2022 対象 109 社に関する政策保有の状況については、2021 年 12 月末までに公表された有価証券報告書およびコーポレートガバナンス報告書をもとに確認している。このうち、小松製作所、ルネサスエレクトロニクス、オリックス、ゆうちょ銀行の 4 社は、政策保有株式を保有していない。これら 4 社については、便宜上各項目に取り組んでいると評価する。

ここでは、JCGC と ICGP における政策保有に関連した項目を以下で列挙し、その状況について確認する。

(1) 取締役会が政策保有株式について定期的に資本コストなどの経済合理性を基準とした検証を行っている

JCGC 原則 1-4 では、「毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべき」としている。

ここでは、GR スコア 2022 対象企業 109 社の政策保有株式の方針について、「取締役会が、定期的に、資本コストなどの経済合理的な基準から検証を行っているのか」を確認した（図表 1 参照）。

109 社のうち 61 社(56%)と半数以上の企業が、定期的に取り締役会で政策保有株式の経済合理性について資本コストを用いて検証することを記載している。他方、残りの 48 社はそうした記述が確認されず、例えば取締役会の関与が記載されていない、あるいは資本コストなど政策保有を検証する際の考え方やその頻度などについて記載されていなかった。

(2) 政策保有株式に関する縮減方針および縮減結果を開示している

JCGC 原則 1-4 では、「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」としている。ここでは、政策保有株式の縮減(売却)の方針とその年の縮減(売却)額について確認する。

政策保有株式の縮減方針および売却額を開示する企業は、109 社のうち 81 社(74%)と多くの企業で確認された（図表 1）。売却額については、有価証券報告書での開示項目に沿って開示している。売却の方針については、資本コストでの検証を行ったうえで、「保有意義が薄れた」または「経済合理性が確認できなかった」場合に、政策保有株式を売却といった趣旨で売却の方針が書かれているものが多く確認された。

残りの 28 社については、縮減方針そのものを開示していない、あるいは政策保有株式の縮減に関する基準が明確ではない記載であった。

(3) 政策保有先企業が自社株式の売却を妨げないことについて明言している

JCGC 原則 1-4 では、「上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない」としている。

ここでは、自社の株式を保有している企業からの売却を妨げないことを明示的に開示しているかを確認した。

自社の株式を保有している企業からの売却を妨げないことを明示的に開示している企業は、109 社のうち 22 社(20%)とわずかであった。これは、“コンプライ・オア・エクスプレイン”に則り、遵守する項目については開示しないことが起因していると考えられる。実際、本項目について開示する企業のほとんどは、コーポレートガバナンスに関する詳細な独自のガイドラインや方針を掲げている。

図表 1 政策保有株式に関する方針の実施率

| 項目 | 実施社数 | 実施率 |
|--|------|-------|
| 取締役会が政策保有株式について定期的に資本コストなどの経済合理性を基準とした検証を行っている | 61 | 56.0% |
| 政策保有株式に関する縮減方針および縮減結果を開示している | 81 | 74.3% |
| 政策保有先企業が自社株式の売却を妨げないことについて明言している | 22 | 20.2% |

(出所) 日興リサーチセンター

3. GR スコア対象企業の 2021 年度の政策保有株式の保有状況

ここでは、GR スコア対象企業の政策保有株の動向について確認する。なお分析では、上場企業への政策保有を実施していない 7 社を除外した 102 社について言及する³。図表 2 は 102 社の政策保有の状況を示している。政策保有総額は 32 兆 7,850 億円、平均の保有額は、3,214 億円、中央値で 676 億円、最小額 6,000 万円、最大額が 4 兆 76 億円であった。保有銘柄数では、平均保有銘柄数は 102 社、中央値で 30 社、最小 1 社、最大 1,266 社であった。

2021 年度の売却総額と買入総額についてみると、売却合計額は約 2 兆 4,172 億円、買入総額は 7,380 億円であり、売却総額から買入総額を引いた純売却総額は 1 兆 6,792 億円であった。昨年度の 7,700 億円（高橋・寺山（2021））と比較し、政策保有株式の売却が進んでいる。

³ ここでは、2021 年 1 月から 2021 年 12 月末までに公表された有価証券報告書を基に分析を行っている。

図表2 GRスコア対象企業109社における2021年度の政策保有の状況

| | 企業数 | 総和 | 平均 | 標準偏差 | 最小値 | 25%点 | 中央値 | 75%点 | 最大値 |
|--------|-----|-----------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|----------|
| 買入総額※ | 102 | 737.98 | 7.24 | 39.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.25 | 365.53 |
| 売却総額※ | 102 | 2,417.17 | 23.70 | 57.48 | 0.00 | 0.12 | 2.09 | 14.09 | 390.19 |
| 純売却総額※ | 102 | 1,679.19 | 16.46 | 58.71 | -321.40 | 0.00 | 1.28 | 13.65 | 313.43 |
| 保有額※ | 102 | 32,785.04 | 321.42 | 749.34 | 0.06 | 17.18 | 67.63 | 175.04 | 4,007.67 |
| 買入銘柄数 | 102 | 178.00 | 1.75 | 2.93 | 0 | 0 | 1 | 2 | 15 |
| 売却銘柄数 | 102 | 1,752.00 | 17.18 | 44.15 | 0 | 1 | 3 | 9 | 242 |
| 保有銘柄数 | 102 | 10,369.00 | 101.66 | 248.64 | 1 | 11 | 30 | 60 | 1,266 |

※単位：十億円

(出所) 日興リサーチセンター

さらに、政策保有株式について、保有額を東証17業種別でみると(図表3)、銀行、金融(除く銀行)、自動車・輸送機の順に多い。また純売却総額については、銀行や金融(除く銀行)では縮減が進んでいるが、一方で、エネルギー資源や自動車・輸送機では買入が増えている。

図表3 東証17業種別にみる2021年度の政策保有の状況(単位：十億円)

| 東証17業種 | 企業数 | 買入総額 | 売却総額 | 純売却総額 | 保有額 |
|--------------|-----|--------|----------|----------|-----------|
| 食品 | 7 | 1.35 | 32.06 | 30.72 | 241.31 |
| エネルギー資源 | 2 | 19.34 | 3.99 | -15.35 | 204.80 |
| 建設・資材 | 3 | 0.15 | 4.08 | 3.93 | 145.34 |
| 素材・化学 | 9 | 0.55 | 96.79 | 96.24 | 464.45 |
| 医薬品 | 8 | 18.90 | 28.71 | 9.81 | 353.42 |
| 自動車・輸送機 | 10 | 375.25 | 259.94 | -115.31 | 5,142.39 |
| 鉄鋼・非鉄 | 3 | 11.98 | 44.41 | 32.43 | 350.68 |
| 機械 | 5 | 5.99 | 109.20 | 103.21 | 576.99 |
| 電機・精密 | 19 | 0.29 | 124.85 | 124.55 | 2,412.95 |
| 情報通信・サービスその他 | 13 | 16.50 | 99.13 | 82.63 | 1,317.64 |
| 電気・ガス | 2 | 0.39 | 11.21 | 10.82 | 163.65 |
| 運輸・物流 | 5 | 0.00 | 53.74 | 53.74 | 485.21 |
| 商社・卸売 | 4 | 24.10 | 120.05 | 95.96 | 1,203.86 |
| 小売 | 4 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 201.58 |
| 銀行 | 5 | 206.18 | 997.69 | 791.51 | 11,066.52 |
| 金融(除く銀行) | 7 | 47.96 | 366.95 | 318.99 | 6,984.38 |
| 不動産 | 3 | 9.07 | 63.39 | 54.32 | 1,469.89 |
| 総和 | 109 | 737.98 | 2,417.17 | 1,679.19 | 32,785.04 |

(出所) 日興リサーチセンター

なお、2021年度の売却額が取得額を上回った(ネットで政策保有株式が減少した)企業は71社、取得額が売却額を上回った(ネットで政策保有株式が増加した)企業が16社、取得も売却もなかった企業が15社であった。

特に取得額が売却額を上回った16社では、関係強化などによる保有の増加のほか、未上場企業が上場したことにより、保有額が増加した(便宜上「区分変更」としている)ことなどが挙げられる(図表4参照)。

図表 4 政策保有株式の取得額が売却額を上回った企業 16 社の状況（単位：百万円）

| No. | 証券コード | 会社名 | 取得額 | 売却額 | 保有額 | 取得額－売却額 | 主な増加理由 |
|-----|-------|-----------------------|---------|--------|-----------|---------|--------------|
| 1 | 7203 | トヨタ自動車 | 365,528 | 44,132 | 3,032,369 | 321,396 | 区分変更・関係強化 |
| 2 | 8001 | 伊藤忠商事 | 23,988 | 3,701 | 175,250 | 20,297 | 関係強化 |
| 3 | 5020 | E N E O Sホールディングス(連結) | 19,337 | 3,991 | 181,935 | 15,346 | 関係強化 |
| 4 | 4502 | 武田薬品工業 | 12,404 | 0 | 33,022 | 12,404 | 区分変更 |
| 5 | 9432 | 日本電信電話(連結) | 10,640 | 0 | 666,855 | 10,640 | 資本業務提携 |
| 6 | 7267 | 本田技研工業 | 8,658 | 119 | 100,777 | 8,539 | 関係強化 |
| 7 | 8830 | 住友不動産 | 7,034 | 4,226 | 495,450 | 2,808 | 関係強化 |
| 8 | 9433 | K D D I | 4,664 | 2,511 | 130,757 | 2,153 | 関係強化 |
| 9 | 5401 | 日本製鉄 | 11,978 | 10,182 | 243,246 | 1,796 | 区分変更・新株予約権 |
| 10 | 4689 | Zホールディングス | 1,153 | 636 | 2,901 | 517 | 区分変更 |
| 11 | 6869 | シスメックス | 250 | 0 | 1,221 | 250 | 関係強化 |
| 12 | 8113 | ユニ・チャーム | 190 | 37 | 11,352 | 153 | 取引先持ち株会・関係強化 |
| 13 | 4063 | 信越化学工業 | 299 | 213 | 63,769 | 86 | 関係強化 |
| 14 | 9735 | セコム | 6 | 0 | 16,788 | 6 | 取引先持ち株会 |
| 15 | 4543 | テルモ | 3 | 0 | 5,335 | 3 | 関係強化 |
| 16 | 6971 | 京セラ | 2 | 0 | 1,414,813 | 2 | 取引先持ち株会・区分変更 |

(出所) 日興リサーチセンター

4. 政策保有株式の資本効率性への影響

政策保有について、JCGC では、資本コストなどの経済合理性に関する検証を求めているが、機関投資家はさらに、一步踏み込んだことを要求している。ICGP7.9“Capital Allocation”では、戦略的株式保有や株式の持ち合いの取得及び保有が資本利益率にどの程度影響があるのかを、取締役会が開示することを求めている。だが、GR スコア対象企業のほとんどはこのような開示を行っていない。加えて、有価証券報告書における保有銘柄数も 60 社を上限としているため、収益など財務的なインパクトを算出すことは難しい。

そこで、GR スコア対象企業のうち、一定の条件を満たす企業に限定し、政策保有の取り組みが資本効率性にどの程度影響を及ぼすのかを把握することを試みる。2021 年度の政策保有株式（特定投資とみなし投資株式）が 60 銘柄以下であった 76 社に限定し、各企業の保有する株式が収益性や株主資本に対し、どの程度の影響があったのかを確認する。特にここでは、財務的なインパクトの一つである配当収入に着目し、政策保有先企業の保有株式数と配当金から配当収入総額を算出し、76 社の 2021 年度の経常利益と株主資本にどの程度寄与しているのかを確認した。

図表 5 は、政策保有株式が経常利益や株主資本に与えた影響についての記述統計量の結果である。まず政策保有株式から得た配当収入が対経常利益に占める比率(図表 5 の左)について、平均値は 1.09%、中央値が 0.38%となっている。平均、中央値で見るとその寄与率は低い。実際、配当収入が経常利益または経常損失の 10%以上を占めている企業はわずか 4 社であった。

さらに配当収入が株主資本に占める比率(図表 5 の中央)について、平均が 0.12%、中央値で 0.05%、上位 1/4 (75%点) の企業でも 0.13%であった。つまり株主資本の効率性という視点から見ても、配当収入の影響はわずかである。

また政策保有に関する簿価ベースでの保有額に関する株主資本に占める割合(図表 5 の右)を確認す

ると、平均値が 5.34%、中央値で 2.63%、上位 1/4 の企業では 5.70%であり、一部であるが、政策保有に相当の投資を行っている企業が観察される。

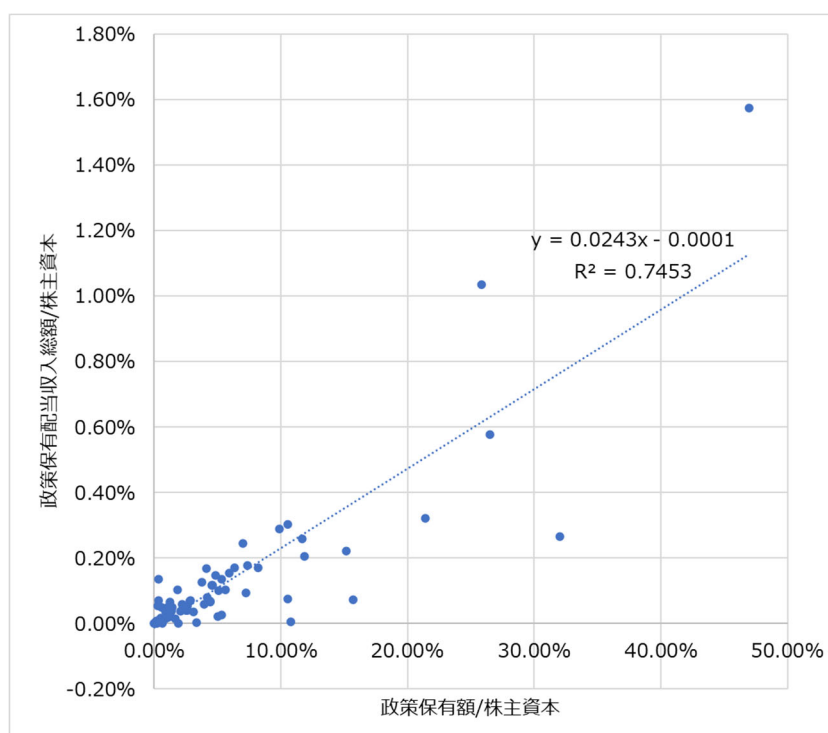
図表 5 政策保有株式に関する記述統計量

| | 配当収入／ 経常利益 | 配当収入／ 株主資本 | 政策保有株式額／ 株主資本比 |
|------|---------------|---------------|-------------------|
| 平均値 | 1.09% | 0.12% | 5.34% |
| 標準偏差 | 7.25% | 0.22% | 7.93% |
| 最小値 | -42.62% | 0.00% | 0.01% |
| 25%点 | 0.04% | 0.02% | 0.81% |
| 中央値 | 0.38% | 0.05% | 2.63% |
| 75%点 | 1.11% | 0.13% | 5.70% |
| 最大値 | 34.72% | 1.57% | 46.94% |

(出所) 日興リサーチセンター

さらに、配当収入が株主資本に占める比率と政策保有額が株主資本に占める比率に関する散布図（図表 6）を確認すると、仮に株主資本 5%程度を投入しても、得られる収益は 0.1%程度であり、資本効率の視点から見ても低いことが窺える。

図表 6 配当収入株主資本対比と政策保有額株主資本対比の散布図



(出所) 日興リサーチセンター

5. おわりに

本章では、GR スコア 2022 対象企業の政策保有株式に関する取り組み状況について確認した。政策保有株式について取締役会が定期的に資本コストなどの経済合理的な視点から検証している企業は半数を超える程度であり、残りの企業は、政策保有の取り組みを明確に示せていない。他方、縮減の方針については多くの企業が示している。実際、2021 年度の政策保有の削減は前年から進んでいる。

さらに政策保有株式から得られる配当収入が収益や株主資本に与える影響について確認すると、政策保有から得られる配当収入は収益性や株主資本からみると部分的であるのに対し、政策保有への投資が株主資本の 2~3%程度を占めている。つまり、政策保有を長期的に保有したとしても、そこから得られる金銭的利益は低い。つまり、政策保有によって得られる配当収入は、資本効率性の低い投資であることを示唆している。この結果から、コーポレートガバナンス・コードや ICGN の原則の視点に立てば、政策保有を続けることによる金銭的もしくは経済的な効果をより明確にする必要があるだろう。ただし今回の分析は 60 銘柄以下を保有する企業に限定しており、その結果も限定的ではあることに留意されたい。

参考文献

- 高橋龍生・寺山恵（2021）「2020 年度の政策保有株式—縮減が進む一方で資本業務提携による増加も—」、日興リサーチレビュー—2021 年 10 月号
- 小原萌香・杉浦康之（2022）「GR スコア 2022 の状況」、日興リサーチレビュー—2022 年 12 月号

(END)

第6章 財務関連及び非財務情報の開示状況

1. はじめに

日本では、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの導入により、企業と投資家との対話の充実が期待されている。コーポレートガバナンス・コードでは、コーポレートガバナンスの体制に対する指針だけでなく、株主に有用な財務関連情報や非財務情報についての開示も示している（原則3，原則5－2など）。実際に、国内上場企業は、統合報告書やサステナビリティ報告書など法定開示以外の情報開示の機会を増やしており、投資家は、これまで以上に投資に活用できる情報が増えていくことを期待している。

ここでは、GRスコア対象企業109社の開示が投資家の期待に沿う内容であるのかを調べる。具体的には、コーポレートガバナンス・コード（以下、JCGC）及びICGNグローバル・ガバナンス原則（ICGP）などが各原則で取り上げている財務関連情報（経営戦略や業績目標といった財務に関連した情報）及び環境や社会など非財務に関連する情報について、GRスコア対象企業がどの程度開示しているのかを確認する。なお、本分析では2021年12月末までに公表された情報を参照する。

2. 国内外のコーポレートガバナンス指針における情報開示に関する記述について

2.1 財務に関連する開示に係る原則について

JCGCは透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を目指したコードであるだけでなく、持続的な成長や企業価値向上のための自律的な対応についても意識づけられている。企業価値向上の視点について、JCGCでは経営戦略や経営計画の策定など将来の財務的な影響のある情報の開示（以下、財務関連開示）に言及している。具体的には、原則5－2において、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。」としている。これらの取組みは「コンプライ・オア・エクスプレイン」であるため、必ずしも実施すべき取組みではない。だが、投資家にとって、上記原則に関する開示は、企業の目標やそれに対するアクションを把握する上では必要な開示ともいえる。以下では、上記の原則からいくつかの項目に絞って、開示状況を把握する。具体的には、次の4項目を取り上げる。

- ① 収益計画方針
- ② 配当政策（資本政策の一つ）

¹ 評価対象企業は5ページ「GRスコア2022付与企業一覧」を参照されたい。

- ③ 収益目標と資本効率に関する目標
- ④ 経営資源の配分の具体案

国際的な機関投資家団体である ICGN は、コーポレートガバナンスに関する最高水準について国際グローバル・ガバナンス原則（ICGP）を公表している。ICGP では、原則 7.9 “Capital allocation”において、「取締役会は、長期的な価値創造の基盤として資本配分のアプローチについての明確な方針を開示すべきである」として、いくつかの開示項目を挙げている。ICGP を投資家側の声であるとすれば、本原則で求める開示項目は、投資家として活用したい企業の情報とも考えられる。そこで同原則で取り上げられている開示項目のうち、以下について開示状況を把握する。

- ① 資本コスト（7.9 b）
- ② M&A、R&D、資本支出などに対するアプローチ（7.9 c）
- ③ （適切な）財務レバレッジ（7.9 d）

2.2 非財務に関連する開示に係る原則について

次に、非財務情報に関連した開示（以下、非財務関連開示）について、JCGC 補充原則 2 – 4 ①では、「上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。」として、多様性の促進に関する記載を求めている。さらには、JCGC 補充原則 3 – 1 ③では「上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。」と記載している。

そこで、以下では、次の 2 項目について開示状況を把握する。

- ① 気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示
- ② 人的資本管理（たとえば人材やダイバーシティ、安全性、人権など）の方針、目標、KPI の開示の有無

また、ICGP でも、原則 3.1 “Diversity, equity, and inclusion”や原則 3.2 “Gender diversity”において多様性に関する開示を求めている。さらに、原則 7.6 “Human capital management”では優秀な人

材の確保やサクセッションプランニング、労働力や研修など人的資本管理に関する情報開示を求めている。気候変動については、原則 7.5 “Climate change”において、気候変動の影響の評価や排出量削減の目標の開示を求めている。

これらに加えて、原則 7.4 “Sustainability reports”では、企業の現在と将来の戦略的な方向性を背景に、財務、人的資本、自然資本などを織り交ぜたサステナビリティ・レポートを求めている。それには、「可能な限り、確立された開示基準に関する監査または独立した保証により（開示を）強化すべきである」としている。つまり、非財務情報開示に対して、確立された開示基準を基にした記述とその保証により、情報の統一性と信頼性を求めている。以下では、次の開示状況について把握する。

① 非財務情報に関するガイドラインの利用

なお、ここでのガイドラインについては、国際的な視点に立ち、TCFD の提言、GRI ガイドライン、SASB、国際統合報告フレームワークの4つの国際的なガイドラインに限定する。各ガイドラインを報告書の参照ガイドラインとして利用している、またはマテリアリティの特定に利用しているとき、「非財務情報に関するガイドラインの利用」と評価する。

以下では、JCGC が要求するレベルと、グローバルな投資家が要求する開示レベルの2つの視点から、それぞれが現在どこまで開示されているのかを把握する。なお、分析では 2021 年 12 月末までに公表された開示を基に GR スコア対象企業 109 社の状況について確認する。

3. GR スコア対象企業 109 社による財務関連開示及び非財務関連開示の状況

3.1 財務関連開示の状況

図表 1 は、GR スコア対象企業 109 社の財務に関連した情報開示状況を示している。

図表 1 GR スコア対象企業の財務関連開示の状況

| | | 社数 | 開示率 |
|------|---------------------------|----|-------|
| JCGC | ① 収益計画方針 | 74 | 67.9% |
| | ② 配当政策 | 76 | 69.7% |
| | ③ 収益目標および資本効率等に関する目標 | 70 | 64.2% |
| | ④ 経営資源の配分に関する具体案 | 62 | 56.9% |
| ICGP | ① 資本コスト | 18 | 16.5% |
| | ② M&A、R&D、資本支出などに対するアプローチ | 34 | 31.2% |
| | ③ 財務レバレッジ(最適資本比率) | 35 | 32.1% |

(出所) 日興リサーチセンター

JCGC の原則にある財務関連開示のうち、「配当政策」に関する記述が 76 社 (69.7%) と最も多く、「収益計画方針」(74 社、67.9%)、「収益目標および資本効率等に関する目標」(70 社、64.2%) と続く。

配当政策については、企業の多くは配当性向をベースとして開示していたが、残りの 33 社は配当に関する具体的な基準について明示的に示していなかった。

「収益目標と資本効率等に関する目標」については、売上高や営業利益などの収益目標と ROA や ROIC などの資本効率指標の開示を確認している。70 社はその両方を開示しており、残りの 39 社は、いずれの指標も開示していないか、収益目標または資本効率指標のどちらかのみを開示している。39 社のうち 14 社はいずれの指標も開示していない企業であった。

「経営資源の配分に関する具体案」は、62 社 (56.9%) と、4 項目の中では最も開示率が低い。ここでは中期経営計画や統合報告書などから、設備投資や研究開発などの将来的な資源配分や、成長分野への投資額などの開示を確認したが、半数近い企業が中長期的な戦略について開示を避けているものと推察される。

次に、ICGP が求める開示項目について確認すると、JCGC の結果に比べ、いずれも開示率は低い。「財務レバレッジ」などの最適資本構成に関する開示が 35 社 (32.1%) と ICGP の中では最も高い結果となった。35 社の最適資本構成に関する指標については、14 社が最適資本構成の指標として D/E レシオまたは net D/E レシオを採用していた。その他、自己資本比率、(純) 有利子負債比率や (純) 有利子負債/EBITDA 倍率などが確認された。また、銀行や保険などの金融機関では CET1 比率 (普通株式等 Tier1 比率) や ESR (経済価値ベースのソルベンシー比率) などのセクター固有の指標を採用している。

次いで、「M&A、R&D、資本支出に関するアプローチ」の開示が 34 社 (31.2%) であった。これら 34 社は、M&A などの実施に際し、具体的にどのような指標 (ハードルレートにおける指標など) を基に意思決定を行っているのか、M&A などの大きな投資についてガバナンスをどのように利かせているのか、といった重要な投資における意思決定のプロセスなどを開示している。

最後に「資本コスト」については、18 社 (16.5%) と最も低い結果となった。開示する企業のうち、WACC を採用する企業が 4 社、株主資本コストが 2 社、CAPM が 2 社、単に資本コストと記載しているのが 5 社、IRR (内部収益率) が 2 社であった。資本コストの値として、最も低い値が 4% (1 社)、最も高い値が 10% (3 社) であり、残りは 5~8% の範囲で設定している²。

図表 2 では、上記の結果を東証 17 業種ごとに表示している。JCGC の開示項目については「エネルギー資源」「電気・ガス」「銀行」などが概ね開示する傾向にある一方、「情報通信・サービスその他」は全体的に開示率が低い傾向にある。ICGP の開示項目については、個々の項目ごとに開示の濃淡に違いがあるが、その中でも、「機械」「電気・ガス」は 3 項目とも開示していないことが確認された。

² WACC は株主と債権者の両視点からみた資本コストであり、CAPM や株式資本コストは、株主の視点からみた資本コストであるため、一般的には、株主資本コスト > WACC の関係となる。

図表2 GRスコア対象企業の財務関連開示の状況（東証17業種別）

| | サンプル数 | 収益計画方針 | 配当政策 | 収益目標および資本効率等に関する目標 | 経営資源の配分に関する具体案 | 資本コスト | M&A、R&D、資本支出などに対するアプローチ | 財務レバレッジ（最適資本比率） |
|--------------|-------|--------|------|--------------------|----------------|-------|-------------------------|-----------------|
| 食品 | 7 | 86% | 86% | 29% | 57% | 29% | 14% | 29% |
| エネルギー資源 | 2 | 100% | 100% | 100% | 100% | 0% | 0% | 100% |
| 建設・資材 | 3 | 100% | 100% | 100% | 33% | 67% | 33% | 67% |
| 素材・化学 | 9 | 67% | 89% | 78% | 56% | 33% | 56% | 33% |
| 医薬品 | 8 | 75% | 50% | 50% | 75% | 25% | 50% | 38% |
| 自動車・輸送機 | 10 | 60% | 60% | 70% | 70% | 10% | 30% | 10% |
| 鉄鋼・非鉄 | 3 | 67% | 67% | 100% | 100% | 0% | 33% | 33% |
| 機械 | 5 | 60% | 80% | 80% | 60% | 0% | 0% | 0% |
| 電機・精密 | 19 | 58% | 58% | 63% | 47% | 5% | 21% | 11% |
| 情報通信・サービスその他 | 13 | 38% | 54% | 23% | 31% | 8% | 23% | 31% |
| 電気・ガス | 2 | 100% | 100% | 50% | 100% | 0% | 0% | 0% |
| 運輸・物流 | 5 | 80% | 60% | 80% | 60% | 0% | 20% | 20% |
| 商社・卸売 | 4 | 75% | 100% | 75% | 50% | 25% | 50% | 50% |
| 小売 | 4 | 50% | 25% | 75% | 75% | 25% | 25% | 50% |
| 銀行 | 5 | 100% | 100% | 100% | 60% | 0% | 40% | 80% |
| 金融（除く銀行） | 7 | 86% | 86% | 86% | 29% | 57% | 57% | 71% |
| 不動産 | 3 | 67% | 67% | 33% | 100% | 0% | 67% | 33% |

（出所）日興リサーチセンター

3.2 非財務関連開示の状況

次に、非財務関連開示の状況を確認する。図表3に示すように「非財務情報に関するガイドラインの利用」が最も多く、109社のうち104社（95.4%）が非財務情報開示に関連したガイドラインを採用していた。これら104社が国際的なガイドラインであるTCFD、GRIガイドライン、SASB、統合報告フレームワークのうち、各種報告書やマテリアリティの特定において、どのガイドラインを採用しているのかを確認した。その結果、TCFDが86社（79%）、GRIガイドラインが81社（74%）、国際統合報告フレームワークが71社（65%）、SASBが38社（35%）であった。さらに4つのガイドラインすべてを利用している企業は26社（24%）確認された。

次いで、「人的資本管理の方針、目標、KPIの開示」が多く、85社（78.0%）が開示している。主に女性の活躍など多様性に関する方針や目標、労働安全衛生に関連した方針や目標などを掲げていた。

「気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示」については、非財務関連情報の中では72社（66.1%）と最も低い結果となった。開示が不十分であると評価された36社のうち、気候変動に関する開示のなかった企業（将来的にTCFDに沿った開示を行うことを宣言することにとどまっている企業）は9社であり、残りの27社は一部の項目の開示がない、または開示が不十分だと評価されている。TCFDが提唱する開示項目であるガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標の4項目のうち、ガバナンスはすべての企業が開示していたが、戦略については18社が開示していない、またはその記載が不十分（リスクと機会について自社のビジネスへの影響がシナリオに沿った評価となっていないなど、利用するには情報不足だと判断されるような内容）であると評価した。その他、

リスク管理については、12社が開示しておらず、目標・指標については、3社が開示していない、または現在の排出量を開示していなかった。

図表3 GRスコア対象企業の非財務関連開示の状況

| | | | 社数 | 開示率 |
|------|---|-------------------------------------|-----|-------|
| JCGC | ① | 気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示 | 72 | 66.1% |
| | ② | 人的資本管理の方針、目標、KPIの開示 | 85 | 78.0% |
| ICGP | ① | 非財務情報に関するガイドラインの利用 | 104 | 95.4% |

(出所) 日興リサーチセンター

最後に、東証17業種別の開示率を確認する。気候変動に関連した開示については、小売(25%)や電機・精密(47%)、情報通信・サービスその他(46%)など5割を切る業種もあり、業種間の開示の偏りが確認される。また、人的資本に関連した開示については、銀行(40%)が最も低い、その他の業種では6割以上の開示率となっている。なお、非財務情報ガイドラインの利用については、いずれも高い開示率であり、業種による差はない。

図表4 GRスコア対象企業の非財務関連開示の状況(東証17業種別)

| 業種 | サンプル数 | 気候変動問題について、排出削減の目標年とその量、戦略、リスク管理の開示 | 人的資本管理の方針、目標、KPIの開示 | 非財務情報に関するガイドラインの利用 |
|--------------|-------|-------------------------------------|---------------------|--------------------|
| 食品 | 7 | 71% | 100% | 100% |
| エネルギー資源 | 2 | 100% | 100% | 100% |
| 建設・資材 | 3 | 67% | 67% | 100% |
| 素材・化学 | 9 | 78% | 78% | 100% |
| 医薬品 | 8 | 75% | 75% | 100% |
| 自動車・輸送機 | 10 | 50% | 80% | 90% |
| 鉄鋼・非鉄 | 3 | 100% | 100% | 100% |
| 機械 | 5 | 60% | 60% | 80% |
| 電機・精密 | 19 | 47% | 74% | 100% |
| 情報通信・サービスその他 | 13 | 46% | 69% | 85% |
| 電気・ガス | 2 | 100% | 100% | 100% |
| 運輸・物流 | 5 | 80% | 80% | 80% |
| 商社・卸売 | 4 | 100% | 75% | 100% |
| 小売 | 4 | 25% | 75% | 100% |
| 銀行 | 5 | 80% | 40% | 100% |
| 金融(除く銀行) | 7 | 100% | 100% | 100% |
| 不動産 | 3 | 67% | 100% | 100% |

(出所) 日興リサーチセンター

4. おわりに

GR スコア対象企業 109 社について、コーポレートガバナンス・コードや ICGN グローバル・ガバナンス原則で求めている財務関連の開示及び非財務関連の開示のそれぞれの特徴について言及する。まず、財務関連では、収益計画、配当政策、収益目標や資本効率に関する目標値の設定は 6 割以上の企業で開示されており、GR スコア対象企業は JCGC に沿った開示をある程度実施していると言えよう。だが、経営資源の配分や財務レバレッジなどの最適資本構成、資本コスト、M&A や R&D、資本支出などの決定のアプローチといった、より具体的な財務戦略や経営戦略について開示が少ない。

一方で、ESG などの非財務情報は全体的に開示が進んでいる傾向にある。9 割近い企業が TCFD や国際統合フレームワークなどの国際的なフレームワークや、GRI ガイドラインや SASB といった開示基準などを参照している。ただし、気候変動に関しては、業種による開示の偏りがある。TCFD の求める 4 つの開示（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標）のうち戦略やリスク管理について十分な開示がなされておらず、今後の開示内容の改善が期待される。

参考文献

小原萌香・杉浦康之（2022）「GR スコア 2022 の状況」、日興リサーチレビュー 2022 年 12 月号

(END)

【 免責事項 】

本資料は証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、日興リサーチセンター株式会社（以下「当社」といいます）が情報の提供を目的に作成したものです。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本資料に記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようをお願いいたします。本資料は将来の結果をお約束するものでもありませんし、本資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料にある情報の使用による結果について、当社が責任を負うものではありません。本資料は、本資料を受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料はお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

当社が本資料で推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客に対して行う場合があります。当社の役職員は、本資料で言及されている証券、その派生商品又は本資料の対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

本資料は、当社又は当社の関連会社から配布しています。本資料に含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。

本資料は当社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本資料に関するお問い合わせは、当社の営業担当者までお願いいたします。

追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本資料に記載された会社名、商品名またはサービス名等は、当社または各社の商標または登録商標です。

【 金融商品取引法第 37 条（広告等の規制）にかかる留意事項 】

【 手数料等について 】

当社と有価証券投資等にかかる助言、コンサルティングのお取引をされる場合、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。手数料の額は当社の助言内容により異なり、定額の場合、投資助言対象資産額に一定の年率（0.25%～1.00%）を乗じた金額の場合、運用成果に応じた報酬をいただく場合がありますが、お客様との契約により決定いたします。

【 リスク等について 】

当社は、お客様との契約に基づいて投資助言を行う場合、当社が信頼できると判断した情報源から入手した市場等の情報と、当社が有効と信ずる分析手法等に基づいて投資助言を行いますが、その正確性や運用の成果を保証するものではありません。金融商品等への投資のご判断はお客様ご自身が行ってください。当社が投資助言を行う金融商品等には、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生じるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生じるおそれ（元本超過損リスク）があります。なお、市場デリバティブ取引には、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額が、お客様が金融商品取引業者等に差し入れた委託証拠金または証拠金の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

投資助言、コンサルティングの内容により手数料等およびリスクは異なりますので、当該サービスの契約締結前交付書面やお客様向け資料、契約書等をよくお読みください。

【 商号等 】

日興リサーチセンター株式会社

金融商品取引業者 投資助言・代理業 登録番号 関東財務局長（金商）第 915 号

【 加入協会名 】

一般社団法人日本投資顧問業協会

GR スコア 2022 からみた 日本のコーポレート・ガバナンスの現状

2023年3月

発行 日興リサーチセンター株式会社
〒135-8532 東京都江東区木場 1-5-55
深川ギャザリアウエスト 1 棟 4 階
<https://www.nikko-research.co.jp/>

問い合わせ先 社会システム研究所 ESG 投資調査室
電話：03-5677-7826
FAX：03-5677-7843

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものでもございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。



日興リサーチセンター
SMBC日興証券グループ