

中長期的な企業価値拡大へ向けた施策 ～ガバナンスと情報開示の観点から～

目次

- I. はじめに
- II. ROE 向上への施策
- III. 資本コスト低下への施策
- IV. 終わりに

| | | |
|---------------|------|--------|
| 資産運用部 株式運用第3課 | 課長 | 長野 義隆 |
| | 担当課長 | 田中 彰 |
| 国内株式クオンツ運用課 | 担当課長 | 岩田 雄一郎 |
| 株式運用第2課 | | 横山 雄一 |

I. はじめに

最低限8%を上回るROE(Return on Equity)の達成をコミットするよう日本企業に提言した「伊藤レポート」の公表から2年、コーポレートガバナンス・コードの適用開始から1年以上が経過した。一連の政策論議が資本効率をめぐる経営者の意識を高め、資本市場で価値創造企業として評価されるために中長期的に「資本コストを上回るROEを確保すること」が重要との認識が広範に浸透しつつある。

当『資産運用情報』では、これまで「資本コストと企業価値(2015年6月)」、「社外取締役の導入と企業価値(2015年2月)」において、ROEの向上、並びに資本コストの引き下げが、企業価値向上に繋がる基本的な考え方を論じてきた。本稿では、ROEの向上、並びに資本コスト引き下げに関する具体的な施策について、コーポレートガバナンス報告書や有価証券報告書などのデータを基に実証分析を行った。また、定量的な比較が馴染まない非財務情報の充実度を可能な限り数値化して評価するために、本稿では分析手法としてテキストマイニングを応用した。

テキストマイニングとは、文章などのテキストデータから、自然言語解析¹の技術を使って情報を抽出する手法である。企業が公開するコーポレートガバナンス報告書や有価証券報

¹ 文章を辞書によって意味の持つ最小の言語単位である「形態素」に分割する形態素解析。主語と述語の関係、修飾語と被修飾語などの係り受け関係を判別する「係り受け解析」などが一般的な自然言語解析。これにより、テキストデータを統計的な分析が可能となる。

告書には、財務関連(B/S、P/L)の数値以外にも多くの情報が文章として記載されている。これらの文章には中長期的な企業価値の評価に影響を及ぼす経営方針や事業リスクといった情報が記載されているが、文章の状態では統計的な分析を行う事が難しい。

テキストマイニングを活用することで、①文章量(単語数)の測定に加えて、②特定のテーマに対して言及しているかどうかの判別、③各事業年度の記載内容の比較(時系列の変化の測定)などの情報を抽出し、数値化している。

テキストマイニングによる実証分析を交えて、第II章ではROEの向上へ向けた施策に関して、第III章では資本コストを低下させる施策について述べる。

II. ROE 向上への施策

先ず、ROEの向上へ向けた施策に関してであるが、図表1に示すとおり、決算短信の「目標とする経営指標」としてROEを掲げた企業の比率²は2013年度の23%から2015年度には30%に上昇した。中期経営計画の改定に際してROEの数値目標を明示する企業も増加傾向にある。経営指標として採用することには至らない企業においても、資本効率重視の姿勢を対外的に示すために、達成すべき目安としてのROE水準に言及することが珍しくなくなった。また、リーマンショック以前の大型投資に起因する負の遺産処理がほぼ完了し、構造改革費用や減損損失の計上が峠を越えたことも、企業がROEの数値目標を明示しやすくなった一因と考えられる。

図表1：目標とする経営指標としてROEを掲げた企業の比率

| | 2013年度 | 2015年度 |
|----------------------|--------|--------|
| ROE | 23 % | 30 % |
| (参考：他の経営指標を掲げた企業の比率) | | |
| ROS | 8 % | 8 % |
| ROA | 11 % | 10 % |
| ROIC | 1 % | 1 % |
| D/Eレシオ | 3 % | 3 % |
| 自己資本比率 | 7 % | 7 % |

(注) ROS(Return on Sales)：売上高利益率、ROA(Return on Assets)：総資産利益率、ROIC(Return On Invested Capital)：投下資本利益率、D/Eレシオ：負債/資本比率
* 東証一部企業のうち、時価総額上位1,000社について調査。

出所：三菱UFJ信託銀行作成

² 決算短信における「目標とする経営指標」の項目を対象にROEに類する単語が記載されている企業を抽出

図表 2 : ROE 向上に向けた課題認識と主要な議論のテーマ

| ROEを構成する3要素 | 課題認識 | ROE改善策 |
|---------------------|--|--|
| 収益性 (売上高利益率) | <ul style="list-style-type: none"> 製品・サービスの差別化不足・価格決定力の弱さ 間接部門の生産性の低さ、高コスト構造 成長牽引役の不在、リスクテイクの不足 | <ul style="list-style-type: none"> 市場成長性・収益性・マーケット優位性を基準にした事業選別選別された重点事業への集中的な経営資源の投入 生産規模の適正化による不採算取引の圧縮 顧客ごとの採算管理・適正なプライシングの徹底 知財戦略の強化による参入障壁の構築 環境変化を先取りした戦略的な事業ポートフォリオの見直し グループ経営の適切な交通整理、重複コストの削減 経営管理機能の強化に向けた共通システムの導入 開発テーマの統合・整理 広告宣伝の費用対効果に対する継続的な検証 グループのキャッシュマネジメント一元管理 適切なリスク&リターンコントロール、規律ある積極投資 海外市場の開拓に向けた人材、チャネルの確保 新規顧客へのアプローチを目的とした拠点整備、営業体制の再編 プロジェクト審査・管理体制の強化 M&A等を通じたノンオーガニックな成長機会の追求、戦略投資枠の確保 |
| 効率性 (総資産回転率) | <ul style="list-style-type: none"> 過度な現金・預金や有価証券の保有、株式持ち合いの継続 | <ul style="list-style-type: none"> 投資リターンが低い資産保有の全般的な見直し キャッシュ・コンバージョン・サイクル(仕入から販売による現金化までの日数)の高度化 遊休不動産など不要不急資産の圧縮 政策保有株式の継続的な見直し シナジーの薄れたグループ企業や提携先企業の株式売却 |
| 財務レバレッジ (自己資本比率) | <ul style="list-style-type: none"> 財務健全性とのバランスを欠いた内部留保の過度の積み上げ | <ul style="list-style-type: none"> 過剰資本の見直し、キャッシュフロー使途に係る経営方針の明確化 |

出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

弊社は日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ表明以前から、中長期的な企業価値向上を視点として企業との対話を行ってきた。議論のテーマは図表2に例示するとおり多岐に渡るが、なかでも焦点となるのが収益性の改善である。当『資産運用情報』「投資指標としてのROE(2015年3月号)」でも言及しているとおり、ROEを構成する3つの要素のうち、総資産回転率と財務レバレッジに関しては日・米で大きな差異がみられず、その一方で売上高当期利益率には2倍以上の開きがあることが知られている。この大幅な収益性格差は、多角化経営を行っている大企業でとりわけ顕著であるとの指摘がある。

経済産業省「平成26年度産業経済研究委託事業～事業再編に係る国内外企業の動向調査」(デロイトトーマツコンサルティング株式会社)によれば、売上規模2兆円を超える日本企業では、多角化事業の売上構成比が高くなるほど平均マージンが低くなる傾向が指摘されている。また、多角化企業³の営業利益率は、欧米では平均13%超であるのに対して日本ではわずか3%にとどまっており、多角化経営そのものに問題があるのではなく、日本の大企業が低採算事業を抱え込んでいることが低ROEの主要な原因であると結論付けている。

³ 主力事業以外の事業セグメントの売上構成比の合計が50%以上の企業

この問題認識に関しては産業界で幅広く共有されており、総合電機、総合化学など伝統的な多角化大企業において事業構造の転換が着実に前進している。

さらに一步進んで、低採算事業の分離・撤退にとどまらない戦略的な事業ポートフォリオの入れ替えが行われるようになった点も注目される。例えば高収益部門・子会社であっても、単独で競争優位を維持することが困難になると判断される場合や、投資負担が重く回収可能性に不安がある場合、市場の成熟化が予想される場合などにおいて、業況に陰りが生じる前に事業譲渡に踏み切る事例が散見されるようになってきた。このような先進的な取り組みが一段の収益性改善と ROE 向上に結びつくことを期待したい。

Ⅲ. 資本コスト低下への施策

1. 企業の内部統制の強化(ガバナンス)

「資本コストと企業価値(2015年6月)」では、資本コストが、マクロ要因・業種要因及び個別要因の影響を受けることをみてきた。資本コストは、投資家側からみると「リスクに見合ったリターン」であるが、投資家がこれらのリスクを考える際、過去の実績や将来の見通しについて、財務面のみならず非財務面も含め総合的に勘案し、そのリスクを認識する。ガバナンスの強化はこの非財務面のリスクにも関わってくるといえよう。

一般に、ガバナンスが弱い企業において、例えば「業務プロセスが不明確」、「責任の所在が曖昧」、「監督機能が形骸化」といった要素は経営上のリスクが高いと考えられ、ガバナンス上の問題に端を発した社会問題までに発展するケースもありうる。そのような事象が発生した場合、一旦失墜した信頼を回復するためには莫大な時間と労力が必要となり、企業価値に大きな影響を及ぼすことになる。そのため、ガバナンスの弱い企業に対する投資家からみた非財務面のリスクは大きく、企業の将来に対する不確実性の高まりにより、資本コストは上昇するだろう。

対照的に、ガバナンスを強化している企業において、例えば「社外の知見を活用した多角的視点からの経営判断の実行」、「独立した客観的立場からの実効性の高い監督機能」、「経営、業務プロセスの透明化」といった要素は企業におけるリスクの回避・抑制・不祥事の防止といった側面に留まらず、健全な企業活動を促すこととなる。これらは、会社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上をもたらすことで、投資家からみた非財務面のリスクは減少すると考えられる。

以上の事から、企業の将来に対する不確実性を全て取り除くことはできないが、企業がガバナンスを強化することで非財務面のリスクの軽減を通じて、企業の資本コストを低下させることが可能であると考えられる。

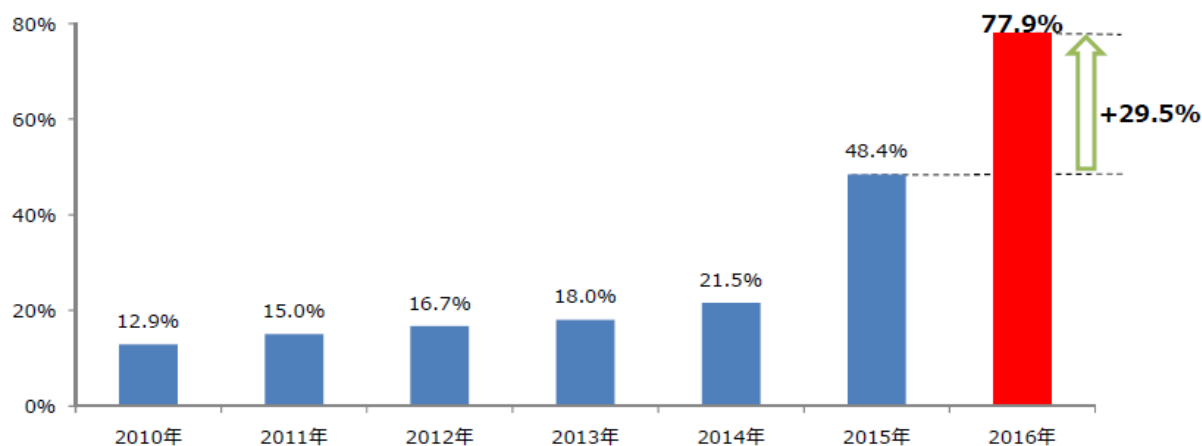
ガバナンスの強化と一口にいっても多様な方法があるが、本項では、一例として「社外取締役の質の向上」および「報酬体系」に焦点をあて、これらが資本コストにどのような影響を与えるかみていきたい。

(1) 社外取締役の質と資本コスト

コーポレートガバナンス・コードではその原則4-8において、「独立社外取締役⁴を少なくとも2名選任すべき」と求めている。図表3は2名以上の独立社外取締役を選任する上場会社(東証一部企業)の比率推移である。2016年6月末までに独立社外取締役を選任した企業の比率は96.2%、独立社外取締役を2名以上選任した企業の比率は77.9%となった。独立社外取締役を2名以上選任した企業は前年比29.5%の増加と近年で最大の伸びであり、コーポレートガバナンス・コードを遵守する企業が増加していることが理解できる。

⁴ 独立役員として届け出られている社外取締役のこと。東京証券取引所では、一般株主保護のため、独立性の高い社外取締役又は社外監査役を独立役員として届け出ることを上場会社に求めている。

図表3：2名以上の独立社外取締役を選任する東証一部企業の比率推移



出所：東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況<速報>」

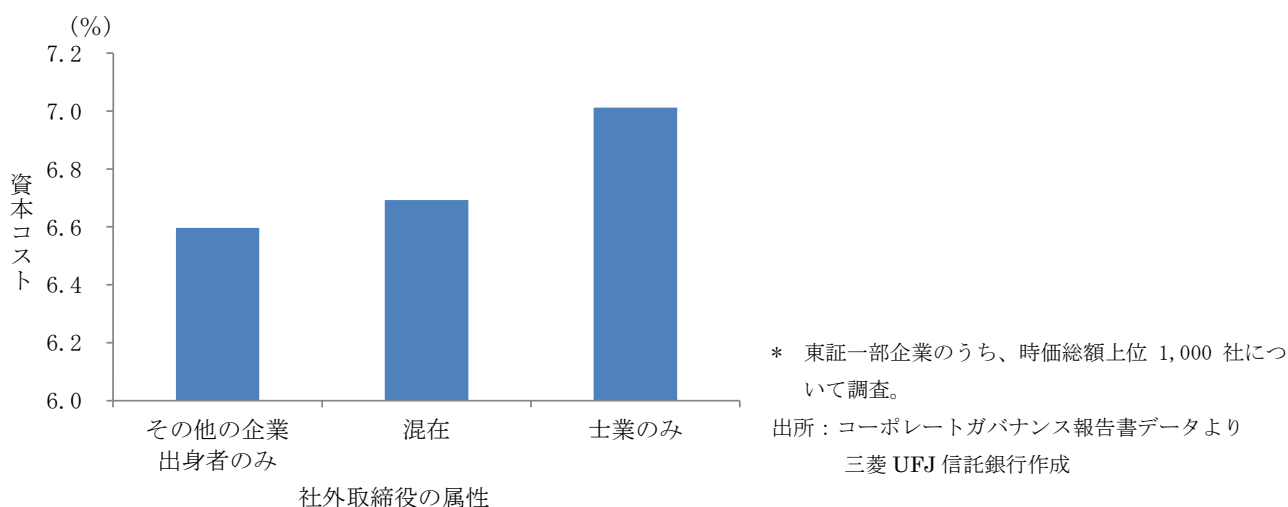
ガバナンスの「形式」としては相当進展してきた模様である。以下では、社外取締役が企業の資本コストにどのような影響を与えるか、「社外取締役に求められる役割・責務」と「取締役会の実効性確保」の観点から分析を行う。

まず、社外取締役に求められる役割・責務の面からみていきたい。コーポレートガバナンス・コードの原則4-7では独立社外取締役の役割・責務として「経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと」、「経営陣幹部の選解任その他の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと」、「会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること」、「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること」が求められている。

社外取締役の属性としては学者、会計士等の士業、その他の企業出身者等、様々なバックグラウンドが存在するが、経営陣・支配株主からの独立や監督という点を重視すると学者や士業を、経営方針や改善について自らの知見に基づき助言を行うとする点を重視すると、その他の企業出身者を選任する企業が多いと考えられる。社外取締役の属性によって資本コスト⁵に影響がみられるかを分析したものが図表4である。

⁵ 資本コストの推計手法にはいくつかの方法が存在するが、本稿ではDCF法に基づき算出。DCF法とは、市場で観測されている企業の株価と将来キャッシュフローから逆算することで資本コストを推計する手法。企業が生み出す将来のキャッシュフローには不確実性(リスク)が存在するため、そのリスクに対してマーケットが要求する割引率を資本コストとする考え方である。将来キャッシュフローには、2年先までのアナリストコンセンサスを利用。

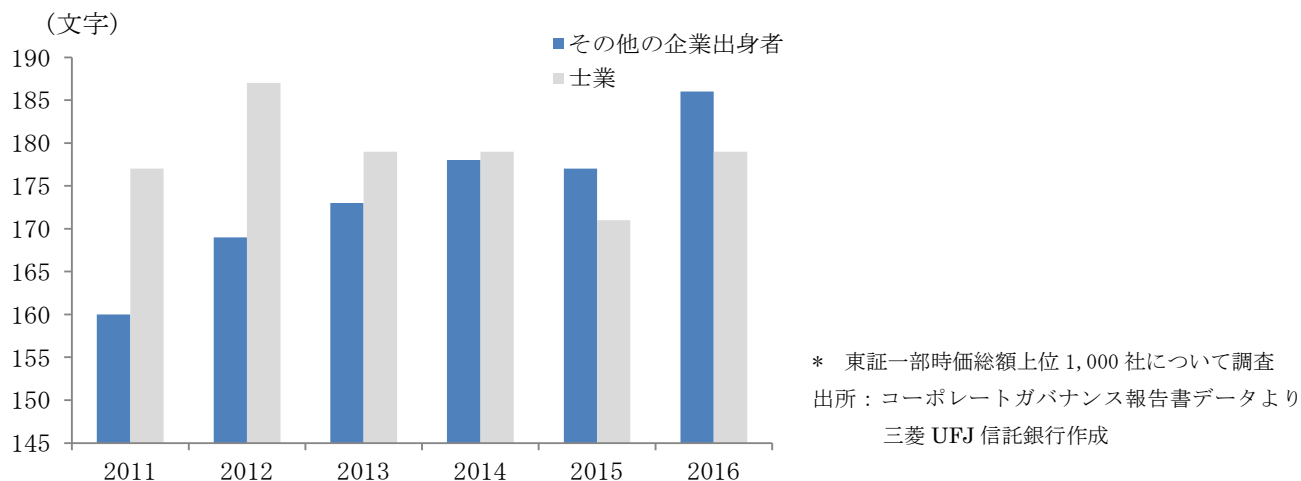
図表4：社外取締役の属性と資本コスト



士業のみを社外取締役として選任している企業に比べて、その他の企業出身者を加えている企業の方が資本コストが低い傾向がみられる。コーポレートガバナンス・コードではその目的として、「会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている」と記載されている。その他の企業出身者を社外取締役として選任することで、守りのガバナンスのみならず、攻めのガバナンスの視点が加わることにより、経営の透明性が高まった結果であると考えられる。

続いて、取締役会の実効性についてみていきたい。コーポレートガバナンス・コードの補充原則4-11④では、「取締役会は、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、取締役の選任に関する方針・手続きと合わせて開示すべきである」と求められている。前述した様に社外取締役候補者の属性(バックグラウンド)は多様であるが、投資家は社外取締役候補者の属性ではなく、どのような目的をもって選任しているかを評価している可能性がある。図表5は、近年のコーポレートガバナンス報告書の「社外取締役の選任理由」における一人当たりの平均記載文字数の推移である。

図表5：コーポレートガバナンス報告書の選任理由の記載文字数(一人当たり)

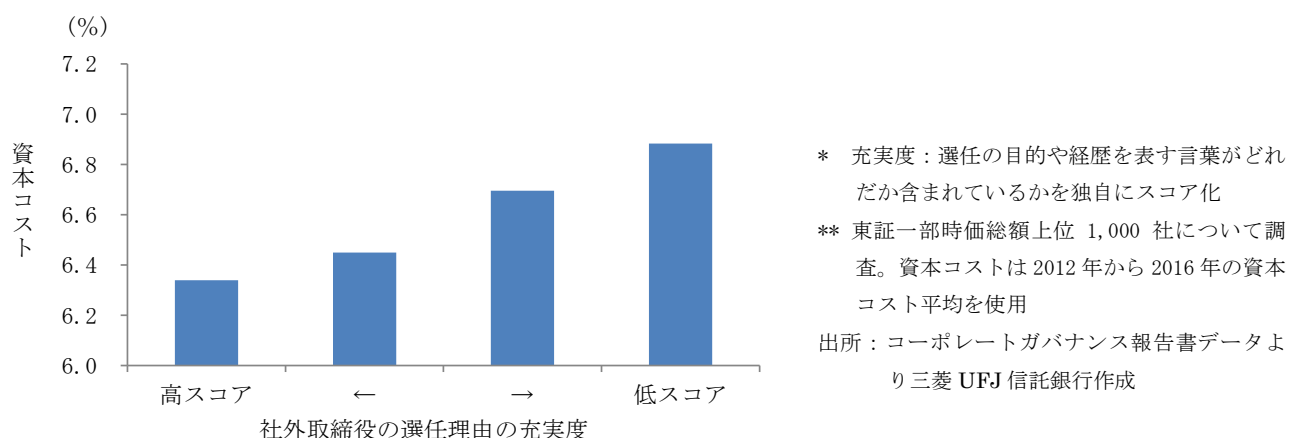


士業の選任理由に関する文字数の推移は明確な変化は無く、2012年を除けばほぼ横ばいである一方、その他の企業出身者の選任理由の記載文字数は2011年から増加を続け、2015年には士業についての記載文字数を上回り、現在に至っている。

背景として、士業の選任理由については、その属性の特性上求められる役割等はある程度決まっており、投資家に向けた説明内容が限られるのに対して、他の企業出身者の選任理由には個別性があり、投資家に対して「なぜ選任したのか」を記載する必要があるものと推察される。

更に、他の企業出身者を社外取締役を選任している企業間では社外取締役の選任理由の記載内容に差があると考えられるため、選任理由の記載内容の充実度と資本コストの関係についてテキストマイニングの手法を用いて分析したものが図表6である。充実度は、選任の目的や経歴を表す言葉がどれだけ含まれているかをスコア化した。

図表6：社外取締役選任理由の充実度と資本コスト



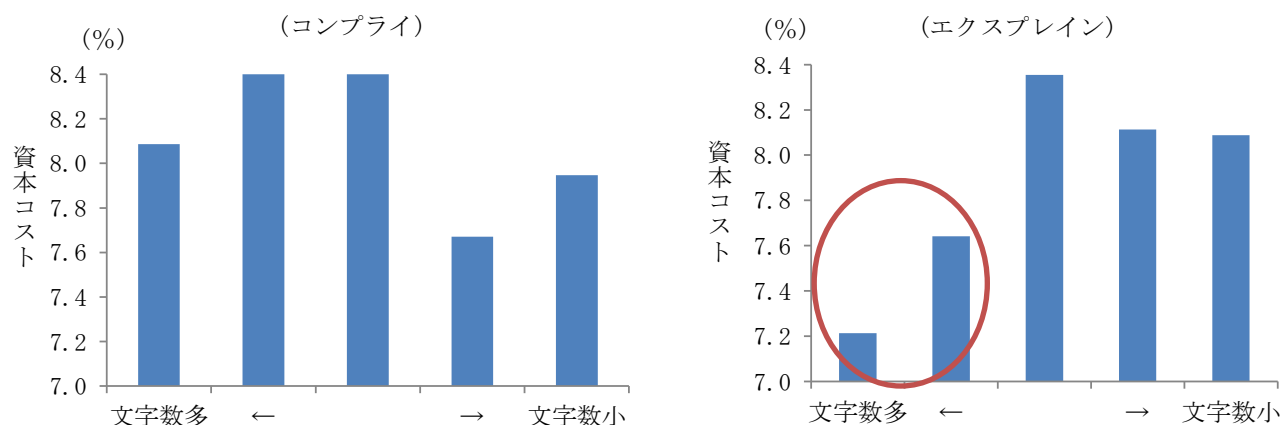
コーポレートガバナンス報告書内の選任理由について、単純な文字数の多寡で分析すると明確な違いはみられなかったものの、選任理由の充実度から分析すると、記載内容が高スコアなほど、資本コストが低位になるという傾向が示された。この結果については、既に資本コストについての意識が高い企業が選任理由を充実させた可能性があるものの、説明の充実度が高いほど、より目的のある社外取締役選任がされているという評価につながり資本コストが低下したものと考えられる。

また、コーポレートガバナンス報告書の記載という点に関連して、コーポレートガバナンス・コードにおける「エクスプレイン」と「コンプライ」について触れたい。

コーポレートガバナンス・コードの特徴の一つとして、ルールベース(規則主義)でなく、「遵守せよ。さもなくば説明せよ(comply or explain)」といった柔軟性のある規律付けの手法が原則全体に及ぶ点が挙げられる。企業はコードに遵守(コンプライ)しない場合でも罰則は無いが、説明(エクスプレイン)の内容や表記内容によって企業のコーポレートガバナンス

への取り組みが評価されることになる。図表7はコンプライ、エクスプレインの各項目の平均文字数と資本コストの関係について分析したものである。

図表7：コンプライ、エクスプレインの記載文字数と資本コスト



* テキストマイニングにより各項目に関するエクスプレイン、コンプライのコメントを抽出。各項目に対する説明文字数の平均。記載がない場合は分析対象外

** 東証一部時価総額上位1,000社について調査。2016年3月末の資本コストを使用

出所：コーポレートガバナンス報告書データより三菱UFJ信託銀行作成

コンプライにおいては、文字数の多寡によって資本コストに変化がみられなかったものの、エクスプレインについては、特に記載量が多い場合に資本コストが低い傾向がみられた。この傾向は、当該企業のコーポレートガバナンスおよびコーポレートガバナンス報告書に対する意識の高さを投資家が評価していることを示すものといえよう。

(2) 報酬体系と資本コスト

コーポレートガバナンス・コードは、アベノミクスにおける日本企業の稼ぐ力を向上させるための施策であることから、企業の経営戦略達成を後押しするための施策として、役員報酬についても言及している。有効策の一つとして挙げられるのが、ストックオプションや業績連動型報酬といった、業績や株価に対するインセンティブを用いた報酬体系の活用である。わが国では1997年にストックオプションが制度として認められて20年近く経つが、各国に比べて、固定報酬の割合が多いといわれている。固定報酬割合が多いとどのような問題があるのだろうか。報酬体系と資本コストについての分析の前に、エージェンシー理論を取り上げたい。

ある主体(依頼人)が、別の主体(代理人)に意思決定権限を委譲し、依頼人にとって利益になる行動を依頼する関係をエージェンシー関係という。

企業に置き換えれば、株主は経営者に企業経営に関する専門的なスキルを要求し、支払った資金に相当するリターンを要求する。経営者は集まった資金を元に生産的な事業に投資し、リターンを株主に還元する。しかし、株主は経営者に最大限の努力水準を要求するものの、

経営者は株主の期待どおりに動かず、適切なリスクを取らない等、株主にとって最善となる経営をしないかもしれない。株主が経営者を常時監視することは事実上不可能であるため、このような状況で株主は、エージェンシー関係から発生する非財務面のコスト、すなわちエージェンシーコストを抱え、これが非財務面からみた資本コストの上昇につながっている可能性がある。

エージェンシーコストを低減させるための施策の1つが、インセンティブを用いた報酬体系である。もし報酬が固定的であれば、経営者は努力水準に関わらず一定の報酬を得ることが可能なため、上記のエージェンシーコストは低減しない。しかしながら、報酬体系を経営者の努力水準に見合った価格に設定することや、経営陣のパフォーマンスに応じてその額を増減させることは、経営者が株主にとって最善の経営を行うというインセンティブにつながる。これらは、エージェンシーコストの低減を通じて資本コストを下げる事が可能になるであろう。日本におけるインセンティブ報酬の種類を例示したのが図表8である。

図表8：日本におけるインセンティブ報酬の例

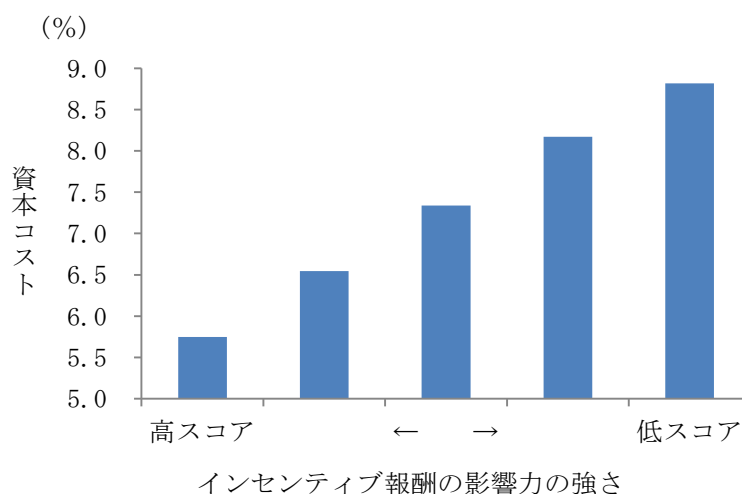
| 項目 | 内容 |
|----------------------------------|---|
| 業績連動報酬 | 業績に応じて決定する業績連動性が高い報酬。 |
| ストックオプション | 自社株式をあらかじめ定められた権利行使価格で購入できる権利を付与するもの。権利行使日までの株価上昇分が報酬となる。 |
| 株式報酬型ストックオプション | ストックオプションの権利行使価格を低く設定することで株式報酬と類似した状態を実現、株価の上昇がさらなる報酬となるもの。 |
| 信託型株式報酬 | 報酬相当額を信託に拠出し、信託が当該資金を原資に市場から株式を取得。役員の在任年数や役位、業績達成等をポイント化し、一定期間経過後に当該ポイントに応じた株式を役員に付与するもの。 |
| 特定譲渡制限付株式 (いわゆるリストラクテッド・ストック) | 一定期間の譲渡制限が付された現物株式を役員に付与するもの。中長期の株価向上インセンティブを継続させる効果が見込まれる。 |

出所：三菱UFJ信託銀行作成

2016年に公表されたコーポレートガバナンス報告書データによると、東証一部企業においてインセンティブ報酬を採用する企業は7割を超えている。しかし、経済産業省のアンケート調査によると、企業の総報酬におけるインセンティブ報酬の割合は約2割に止まり、欧米各国に比べて少ない。

コーポレートガバナンス・コードの補充原則4-2①においては、「経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中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」とあり、総報酬におけるインセンティブ報酬の割合の低さについて言及されている。図表9は、インセンティブ報酬の強さと資本コストの関係について分析したものである。

図表9：インセンティブ報酬の影響力の強さと資本コスト



* 東証一部企業のうち、時価総額上位1,000社について調査。過去5年(2011~2015年度)のデータを基にインセンティブ報酬を評価。資本コストは2016年3月末時点

** 影響力の強さ：以下の2基準に基づき独自にスコア化

- ① 過去5年のインセンティブ報酬の固定報酬に占める割合
- ② インセンティブ報酬部分のROEとの相関

出所：有価証券報告書、コーポレートガバナンス報告書データより三菱UFJ信託銀行作成

総報酬に占めるインセンティブ報酬の割合と、インセンティブ報酬の業績との連動性が高いほど、資本コストが低位になるという傾向が示された。この結果については、既に資本コストの意識の高い企業が率先して強いインセンティブ報酬制度を導入しているという可能性があるものの、インセンティブ報酬の影響度が強いほど、経営者が投資家と同じ目線に立って経営をしてくれるであろうという投資家の信頼感の表れによるものと考えられる。

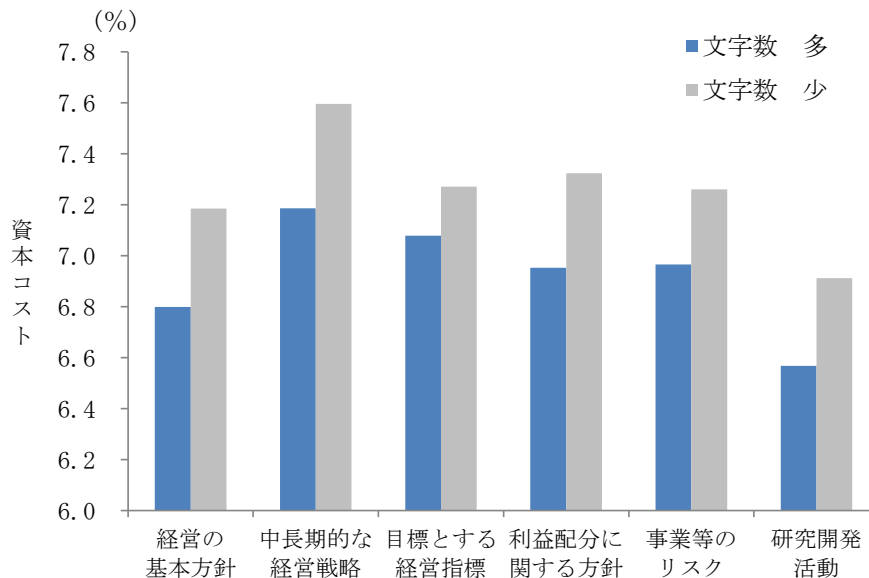
2. 企業と投資家の情報の非対称性の解消

投資家の意識する将来の不確実性が高いほど、そのリスクに応じて投資家が要求する利回り＝資本コストが高くなるのはこれまでの議論のとおりである。資本コストを引き下げるには、中長期的な企業価値の評価に影響を及ぼす経営方針や事業等のリスクに関して、可能な限り情報の非対称性を埋める必要がある。

とはいえ企業側にとっては、情報開示の充実が実際に資本コストの低減につながっているのかどうか成果を実感できないという問題も存在するものと思われる。本項では、情報の非対称性を緩和することの意義を再確認することを目的として、情報開示の充実度と資本コストの関連について考察する。

ここでも定量的な比較が馴染まない非財務情報の充実度を可能な限り数値化して評価するために、分析手法としてテキストマイニングを応用している。

図表 10：制度開示にみられる情報量と資本コストの比較



* 東証一部企業のうち時価総額上位 1,000 社について調査。過去 5 年(2012~2016 年)のデータを分析。

** 情報量：コメント量(文字数)によって 4 分位に区分した 1 分位(文字数多)と 4 分位(文字数少)

出所：有価証券報告書、決算短信データより三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 10 は、決算短信に開示された 4 項目(経営の基本方針、中長期的な経営戦略、目標とする経営指標、利益配分に関する方針)および有価証券報告書に開示された 2 項目(事業等のリスク、研究開発活動)に関して文章量(単語数)を測定してスコア化し、上位 25%のグループと下位 25%のグループとの資本コストを対比したものである。コメントが少なく説明不足が推測される下位グループの資本コストがいずれの項目においても相対的に高くなっていることが分かる。情報量(説明力)の不足が資本コストの上昇につながる傾向が示唆される。

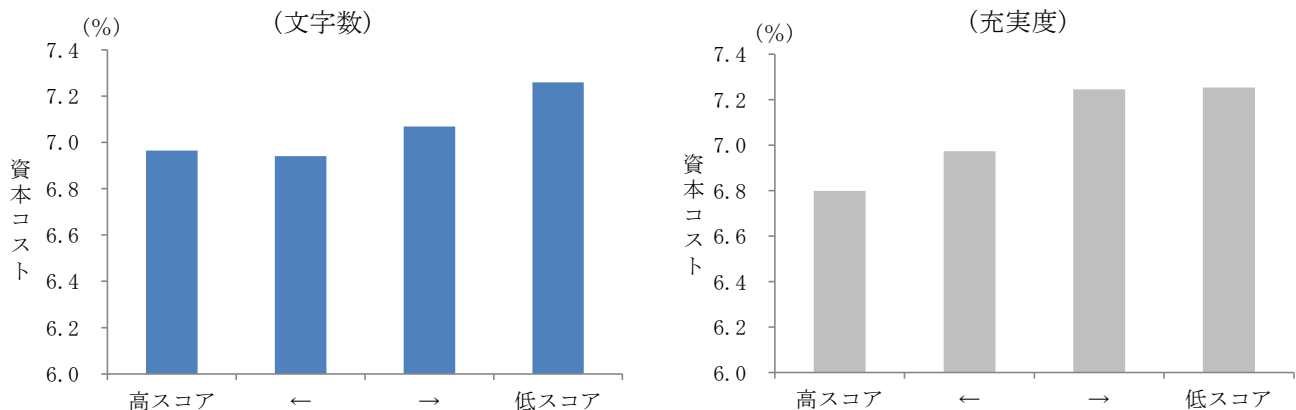
さらに有価証券報告書の 2 項目(事業等のリスク、研究開発活動)について、文章量以外の要素を考慮して情報開示充実度のスコア化を実施した。ここでは事業リスクの大小や研究開発活動のレベルそのものを議論の対象とするのではなく、それらをどのような形で投資家に説明しているか、という部分に焦点を当てている。

(1) 事業等のリスクに対する説明力

経営に重大な影響を与える可能性のある事項については「事業等のリスク」として有価証券報告書に記載することが義務付けられており、金融庁の「企業内容等開示ガイドライン」では開示対象となりうるリスクが 10 項目にわたり網羅的に例示されている。ただし、具体的なリスクの特定と開示範囲については提出企業の判断に委ねられている部分が多い。例えば、取引の継続に不安のある顧客への売上依存度が高い場合にはリスク要因として記載することが求められているが、取引の安定性を判断する際の客観的な基準や線引きが存在するわけで

はない。記載内容の自由度は高く、それだけに情報開示の充実度についても差が生じやすい項目といえる。

図表 11：事業等のリスクに関わる情報開示の充実度と資本コスト



* 東証一部企業のうち時価総額上位 1,000 社について調査。過去 5 年(2012~2016 年)のデータを分析

** 充実度：事業等のリスクを業界、オペレーショナル、環境、経済、信用の観点で説明の充実度をテキストマイニングで独自にスコア化

出所：有価証券報告書データより三菱 UFJ 信託銀行作成

情報の非対称性を緩和する観点からは、企業側の想定しうる範囲で将来の事業リスクが丁寧に説明されていることが望ましい。そのような観点から、業界、オペレーショナル、環境、経済、信用に関するリスクを表すキーワードを独自に抽出し、記載の有無を判別することで、情報内容の充実度をスコア化した。

図表 11 の左のグラフは、文章量で情報開示の充実度を測定したものである。先述のとおり最低スコアのグループで資本コストが高くなっているが、その他のグループ間では大きな差異や傾向がみられない。

図表 11 の右のグラフは、記載内容の幅広さ(項目の数)を基準として情報の充実度を測定しスコア化したものである。ここでは記載項目数が多い高スコアのグループほど資本コストが低くなる傾向がみられる。項目数の多い企業は、景気・為替・金利・市況動向といった一般的な事業リスク以外に、当該企業に固有のリスクにまで踏み込んで説明しているケースが多い。一般的な傾向として、網羅的・多面的なリスクへの言及が投資判断材料としての有用性を高めているものと推察される。

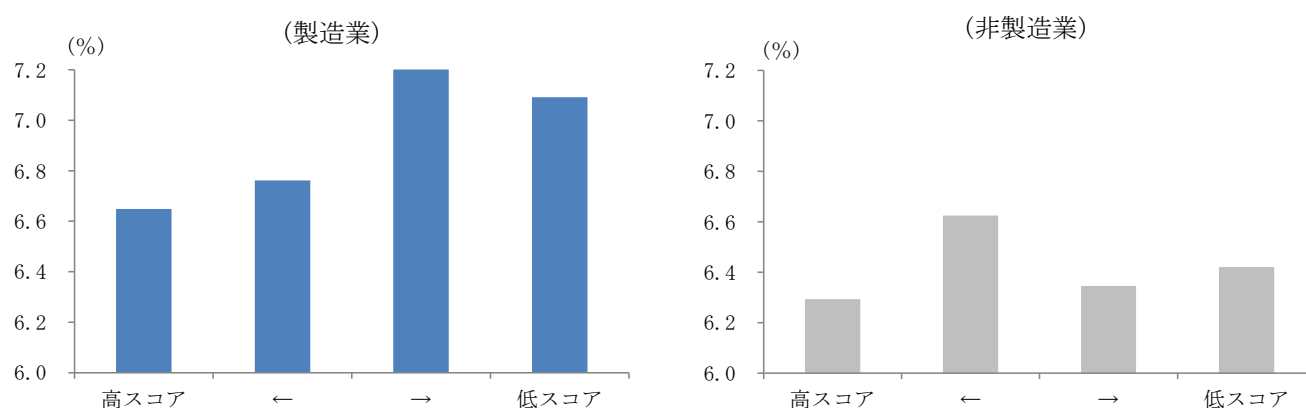
企業成長に資する積極的なリスクテイクを投資家が受容していく上で、リスクマネジメントに関わる情報の共有は一段と重要性を増すものと考えられる。個々のリスクの評価と対応について、可能な限り定量化した情報を投資家と共有することが企業価値の向上に繋がる。

(2) 研究開発活動に関する説明力

企業の持続的な成長力の最大の原動力はイノベーションであり、投資家が中長期的な企業価値を評価する上で研究開発活動に関わる情報の共有は重要である。有価証券報告書の「研究開発活動」の項目では研究開発費の総額とともに、主な開発テーマ等についての記載が義務付けられているが、本項目についても記載内容に格差があるのが実態である。そこで、各事業年度の研究開発資源の配分、成果、重点テーマの変更などが記載の文面に適宜反映されているかどうかの充実度を把握するために、編集距離を分析した。

編集距離とは記載内容の類似性を測る概念であり、2つの文書が最短で何回の編集(挿入、削除、置換)を実施すれば同じになるかを示すものである。記載内容の改変・修正部分が多いほど、編集距離は長くなる。本項では前年の有価証券報告書に記載された文章との編集距離を測定し、これを5年分遡って積み上げた累積値をベースとしてスコア化した。

図表 12：研究開発活動に係る記述の編集距離スコアと資本コスト



* 東証一部企業のうち時価総額上位 1,000 社について調査。過去 5 年 (2012~2016 年) のデータを分析

** 編集距離：前年度と比較して文書が最短で何回の編集(挿入、削除、置換)が実施されたかを独自に評価しスコア化

出所：有価証券報告書データより三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 12 の左のグラフに示すとおり、製造業では高スコア側と低スコア側で資本コストの水準に差異がみられる。低スコアの企業は、過去 5 年間の記載内容に大きな変化がなかったグループであり、進捗と成果の開示を行っていないか、あるいは事業年度ごとに大きな修正を加える必要性の乏しい抽象的な記述にとどめている可能性が大きいと考えられる。

一方、右のグラフの非製造業では、編集距離の長短と資本コストの間に関連性は見出せないことから、研究開発活動は、製造業においての重要性が高く、情報開示の充実度が資本コストに影響を与えやすいものと推測する。

以上みてきたように、様式の定まった制度開示からも提出企業の情報開示に対する姿勢の差異を読み取ることが可能であり、情報の充実度と資本コストの間に関連性についても一定の傾向を見出すことができたと考える。

IV. 終わりに

「社外取締役の導入と企業価値(2015年2月)」ではガバナンスの重要性および社外取締役選任による企業価値の拡大について、「資本コストと企業価値(2015年6月)」では、IR優良企業賞の受賞企業や業績の信頼度が高い企業の資本コストが上場企業平均をほぼ一貫して下回っていることを示し、適切な情報開示が資本コストを引き下げる可能性に言及してきた。本稿では、テキストマイニングを用いて、企業の情報開示内容や説明内容の違いによる資本コストの差にまで踏み込んで分析を行った。今回の分析結果は、資本コスト引き下げのためには企業は単に情報開示において量を増やせば良いということではなく、投資家が必要としている内容を如何に伝えるかが重要である一方、投資家はそのために、個々の企業を十分に理解した上でどのような情報の質を求めるのか、企業と対話することが重要であることを示している。

今後も ROE の向上、資本コストの引き下げを通じた中長期的な企業価値向上に向けて、現状のガバナンス体制や情報開示のあり方について企業と投資家の対話を通じて問題点を共有し、解消に繋げていく必要があるだろう。

(平成 28 年 8 月 23 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ 経済産業省[2014年8月] 『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～ プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)』
- ・ 株式会社東京証券取引所[2015年6月] 『コーポレートガバナンス・コード～社会の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』
- ・ 金融庁／日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会[2014年2月] 『「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』
- ・ 三菱UFJ信託銀行(株)[2015年2月] 『資産運用情報 No.33 社外取締役の導入と企業価値』
- ・ 三菱UFJ信託銀行(株)[2015年3月] 『資産運用情報 No.34 投資指標としてのROE』
- ・ 『山を動かす』研究会[2014年12月] 『ROE最貧国 日本を変える』日本経済新聞出版社
- ・ 三菱UFJ信託銀行(株)[2015年6月] 『資産運用情報 No.37 資本コストと企業価値』
- ・ 経済産業省[2016年3月] 『日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書』
- ・ 経済産業省[2015年3月] 『平成 26 年度産業経済研究委託事業～事業再編に係る国内外企業の動向調査(デロイトトーマツ株式会社)』

- ・ 旬刊商事法務 No.2083、No.2084[2015 年 11 月] 『役員報酬ガバナンスの実践（上、下）』 内ヶ崎茂・武田智行（三菱UFJ信託銀行 報酬コンサルティング室）
- ・ 旬刊商事法務 No.2102[2016 年 6 月] 『攻めのコーポレートガバナンスのための役員報酬改革』 内ヶ崎茂（三菱UFJ信託銀行 報酬コンサルティング室）

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）