

2015年3月13日

## 2014年コーポレート・ガバナンス調査報告

日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク

日本コーポレート・ガバナンス研究所

若杉敬明（東京大学名誉教授 ミシガン大学三井生命金融研究所理事）

クリスティーナ・アメイジャン（一橋大学大学院商学研究科教授）

永井秀哉（東洋学園大学現代経営学部教授）

大林守（専修大学商学部教授）

<http://www.cg-net.jp/jcgr/>

日本コーポレート・ガバナンス研究所（JCGR）は昨年に続き、東京証券取引所を対象として第13回コーポレート・ガバナンス調査（2014年JCGIndexサーベイ）を実施いたしましたので、調査結果をご報告する。回答にご協力いただいた各社に心よりお礼を申し上げます。

## 1. 調査対象・調査期間および回答企業数

2014年12月から2015年2月にかけて、東証一部上場企業（2014年11月27日時点の1,835社）を対象にコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を行い、118社から回答を得た。

これまでの調査における回答会社数は、159社（2002）、201社（2003）、341社（2004）、405社（2005）、312社（2006）、311社（2007）、252社（2008）、215社（2009）、127社（2010）、120社（2011）、131社（2012）、120社（2013）および118社（2014）であり、13回の調査により累計2,812社、正味895社から回答を得たことになる。

## 2. 質問項目の内容と分類

## 2.1 現代企業のガバナンスモデル

企業とは、従業員、経営者、顧客、供給業者、債権者、株主、政府、地域・環境等々のステークホルダーにベネフィットをもたらすことにより、それらステークホルダーの支持を得て存続するものである。このように企業はすべてのステークホルダーのために存在するのが社会的使命であるが、株式会社制度においては、株式会社は（法律的にではなく）実質的に出資者である株主のものとされ、株主が所有者としてガバナンスを有し、会社を支配するとともに、事業の結果として決まる残余利益の分配を受けるという形で結果責任を負う。残余利益は売上高から諸々の費用を控除した残額として決まる。残りものであるからあらかじめ確定していないという意味でリスクがある。つまり、株主が事業リスクを負担する。

しかし、「出資者と業務執行者」の分離という株式会社制度のもとで、株主は経営には直接関与せず、株主総会で取締役を選任し、取締役が構成する取締役会に経営を委ねる。株主は、株主の意向に沿った業務執行（すなわち経営、マネジメント）を実現する取締役を選ぶことができるという意味で会社を支配する。それが株主のガバナンスである。他方、取締役会は業務執

行を行う代表取締役（監査役会設置会社）あるいは執行役（委員会設置会社）を選んで経営を委ねる代わりに、代表取締役・執行役（以下執行役員と総称）が株主の意向に沿った経営を行うように、執行役員を方向付ける。これを取締役会のガバナンスという。いわば株主のガバナンスの代行である。

その際、取締役会のガバナンスが実効を持つように、取締役として執行役員およびその他のステークホルダーとは独立な社外取締役を選任する。そして、指名委員会、報酬委員会および監査委員会を独立社外取締役で構成し、指名委員会により優秀な人材を執行役員として選任する取締役会を構成し、報酬委員会により業績連動報酬をインセンティブとして執行役員を動機づけ、かつ監査委員会の監視により公正かつ適正な経営を実現させる仕組みである。

これがこの四半世紀の間に世界で広まった、独立取締役を媒介とする「ガバナンスとマネジメントの分離」のベスト・プラクティスである。それ以前は、取締役が執行役員を兼ねるのが一般的であったが、グローバル化と技術革新という厳しい競争環境のもとでは、取締役と執行役員を分離する体制が望ましいということが、近年、各国の共通認識となったのである。取締役会は経営者として執行役員を選任し、執行役員にマネジメントを委ね、独立取締役を中心に構成される取締役会は、執行役員から良質のマネジメントを誘導するためにガバナンスに専念するというモデルである。

ここでは「指名」の機能により優秀な経営者を選出するとともに、インセンティブ報酬制度に業績目標を埋め込むことにより経営者を目標達成に動機付ける「報酬」の機能が重要である。また、現代はコンプライアンスが重視されるので、経営者のもとの事業の遂行を「監査」する機能が不可欠である。そこで指名、報酬、監査これらの機能を確保するのが取締役会のガバナンスの中心的機能とされる。取締役会のガバナンスのもとで、経営者はマネジメント体制を確立し営利事業を行って利益を上げ株主に分配すること一を追求する。

## 2.2 質問項目の内容と分類

このようなモデルを前提として、JCGIndex サーベイの調査票は、7つのパートの質問から構成される。

Part I	会社の目標と最高経営者のリーダーシップ	7 問
Part II	コーポレート・ガバナンスへの取組み	4 問
Part III	取締役会とその構成	34 問
Part IV	経営執行の体制	10 問
Part V	経営執行の評価と報酬制度	3 問
Part VI	連結子会社の管理	2 問
Part VII	株主その他とのコミュニケーション	8 問

合計 68 の質問項目を4つのカテゴリーに再分類し、質問項目の得点をカテゴリーごとに合計し、カテゴリーの得点とした。各カテゴリーは次のように性格づけられる

### カテゴリー I 「企業目標と経営者の責任体制」

主として Part I および Part II の質問項目より構成

**カテゴリーⅡ 「取締役会の構成と機能」**

主として PartⅢの質問項目より構成

**カテゴリーⅢ 「最高経営責任者の経営執行体制」**

主として PartⅣ、PartⅤおよび PartⅥの質問項目より構成

**カテゴリーⅣ 「株主等とのコミュニケーションと透明性」**

主として PartⅦの質問項目より構成

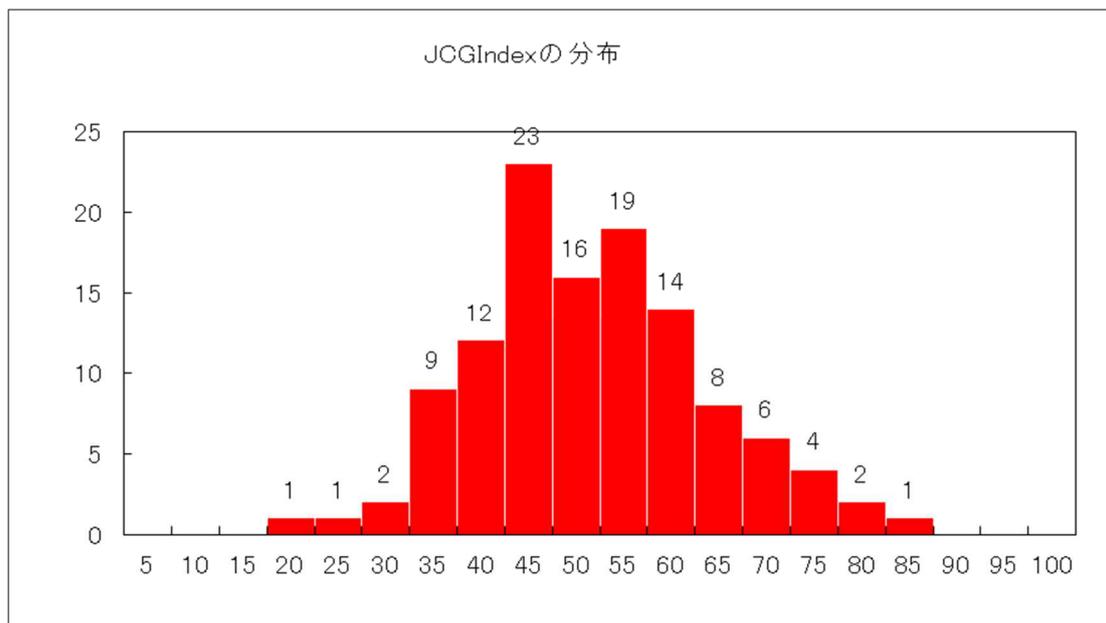
4つのカテゴリーのうち、ⅠおよびⅡがガバナンス・システムに関するものであり、ⅡおよびⅢはマネジメント・システムに関するものである。後述のように、カテゴリーⅠおよびⅡだけでガバナンスの評価は十分できるが、良いガバナンス体制の下では良いマネジメント体制が確立されるというガバナンス観に基づき、カテゴリーⅢとⅣが JCGIndex というガバナンス指標に組み入れられている。

## 3. JCGIndex の分布

回答企業の JCGIndex 算定結果は次の図表「JCGIndex の分布」の通りである。2014年調査では、最近のガバナンス環境の進展を考慮にいて、取締役会に関する質問項目を大幅に増やすなど、大きな変更を行った。そのため各カテゴリーのウエートも昨年までと異なる。

その結果、回答企業 118社の JCGIndex の平均は 49.66、標準偏差 12.30 であり、昨年の平均 49.01、標準偏差 15.00 と比べると、平均は上昇、標準偏差は低下している。また、JCGIndex の最高点、最低点を見るとそれぞれ 83 点、17 点であり、昨年の 78 点 14 点と比べると最高点、最低点ともに上昇している。

図表1 JCGIndex の分布



JCGIndex      平均 : 49.66      標準偏差 : 12.30

#### 4. カテゴリー別得点と充足率

図表「カテゴリー別の得点と充足率」は、異なる配点のカテゴリーを評価するために、カテゴリー別得点を100点満点に換算して充足率を示したものである。参考までにJCGIndexおよび括弧内に昨年調査の結果も示した。

過去の調査と同様に、ガバナンスに関する直接の評価であるカテゴリーⅠおよびⅡの充足率が低くなっている。全体としてわが国の企業のガバナンスは貧弱であるといわざるを得ない。マネジメントの改革が先行しているということであろうか。とはいえ、カテゴリーⅢおよびⅣの充足率も約61%であるから決して高いとは言えない。本質的には、ガバナンスに見合ったマネジメントというべきかも知れない。

なお、アベノミクスにおけるガバナンス改革で、取締役会のガバナンスに関心が集まっていることから、今回、取締役会の構成と機能に関するカテゴリーⅡの質問項目を充実させた。その結果、カテゴリーⅡのウエートがほぼ倍増し、カテゴリーⅢのウエートは半減以下になった。

図表2 カテゴリー別の得点と充足率

カテゴリー	ウエート (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
Ⅰ 企業目標と経営者の責任体制	22 (29)	10.0 (13.00)	45.5% (44.8%)
Ⅱ 取締役会の構成と機能	46 (26)	20.2 (8.45)	43.9% (32.5%)
Ⅲ 最高経営責任者の経営執行体制	24 (25)	14.6 (14.09)	60.8% (56.4%)
Ⅳ 株主等とのコミュニケーションと透明性	8 (20)	4.9 (13.48)	61.3% (67.4%)
JCGIndex	100 (100)	49.7 (49.01)	

注) 括弧内は2013年調査

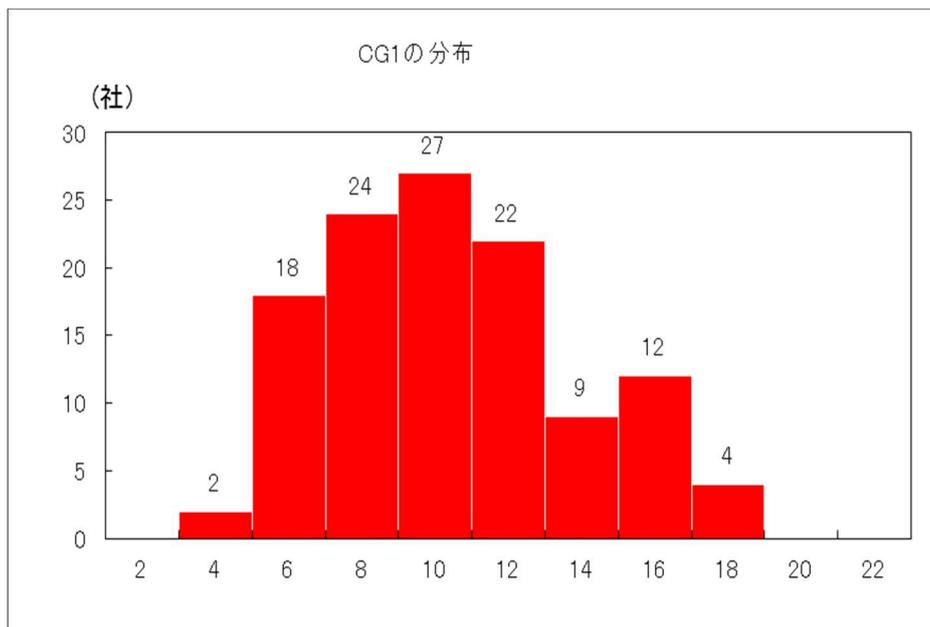
#### 5. カテゴリー別得点の分布図

以下はカテゴリー別の分布図である。CG1、CG2、CG3 および CG4 は各カテゴリーの得点を表している。JCGIndex はこれら4つの得点の合計である。

JCGIndex は上の図表のように比較的きれいなベル型をしているが、カテゴリー別の得点の分布は、JCGIndex ほどはきれいなベル型をしていない。過去の回答数が多い調査では、もう少しベル型に近い形をしていることを考えると、サンプルサイズが小さいことの影響が大きいと思われる。それにしても、いろいろな要因の影響を受ける変数の分布は正規分布に近づくという経験的事実がここでも確かめられる。

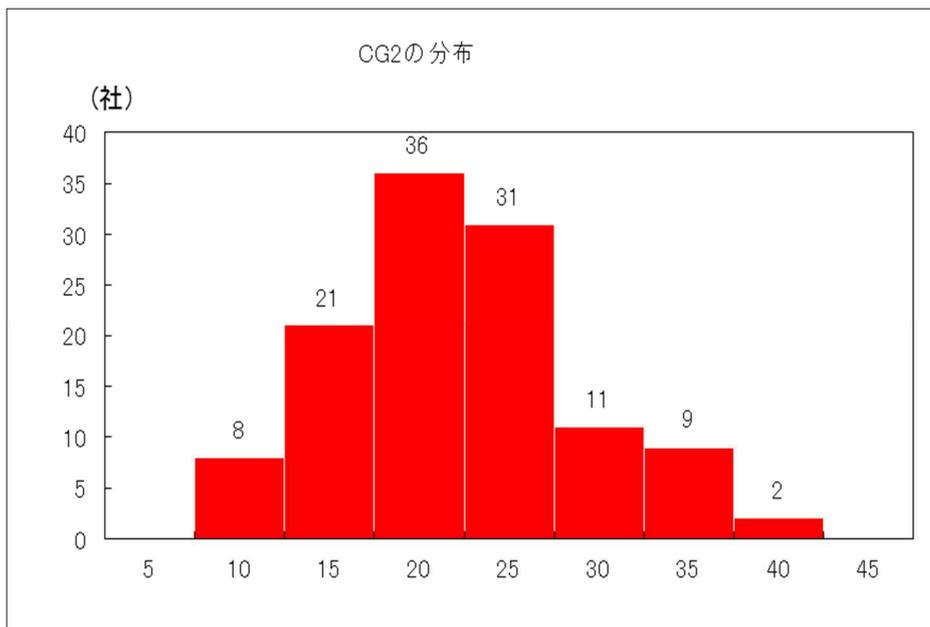
図表3-1 カテゴリーⅠ 企業目標と経営者の責任体制

平均：10.00 標準偏差：3.38



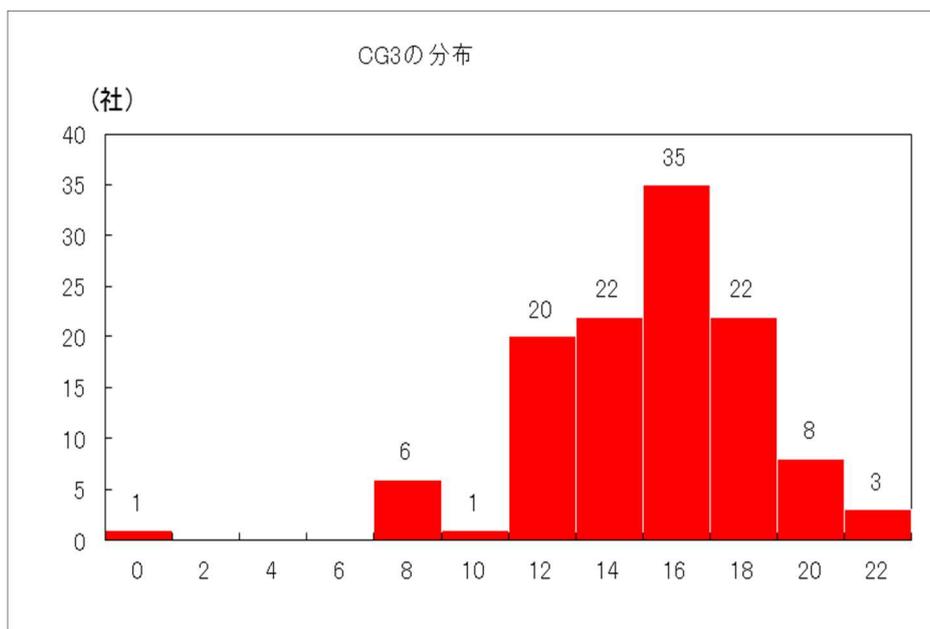
図表3-2 カテゴリーⅡ 取締役会の構成と機能

平均：20.2 標準偏差：6.68



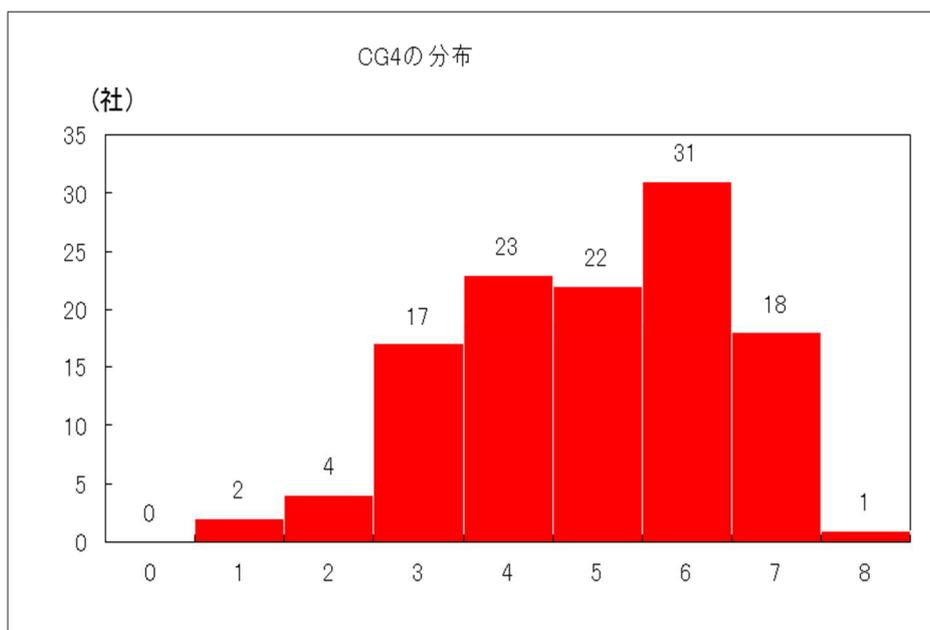
図表3-3 カテゴリーⅢ 最高経営責任者の経営執行体制

平均：14.6 標準偏差：3.34



図表3-4 カテゴリーⅣ 株主等とのコミュニケーションと透明性

平均：4.9 標準偏差：1.52



## 6. JCGIndex およびカテゴリー別得点の統計量

カテゴリー別得点および JCGIndex の統計量はつぎのとおりである。

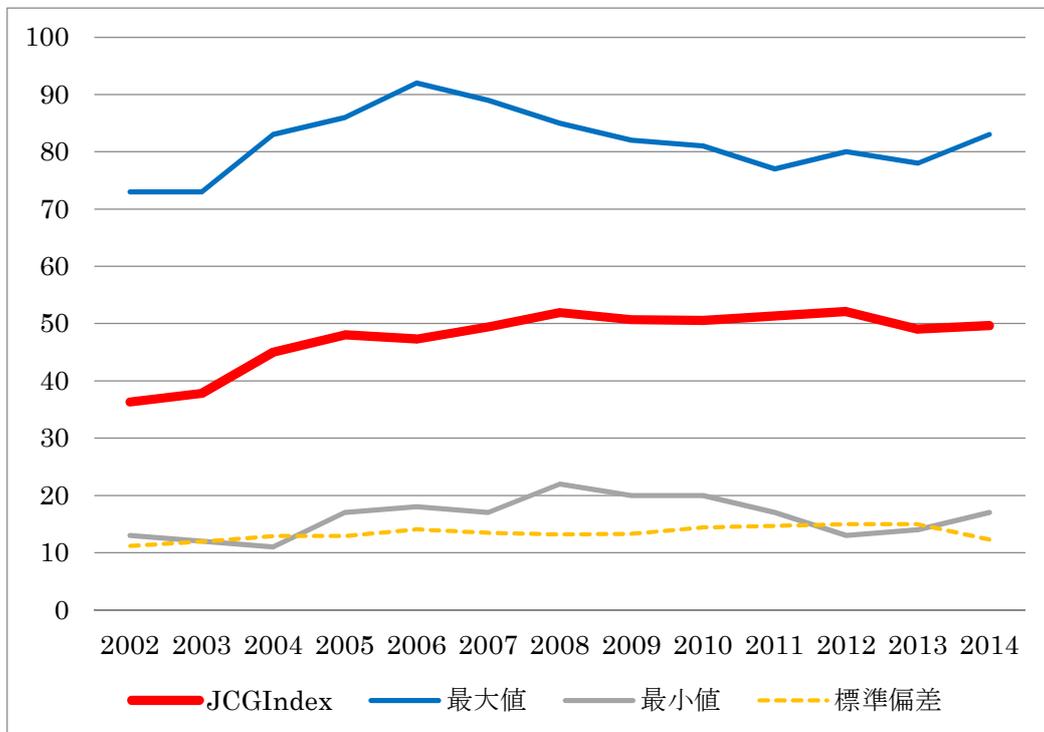
図表4 カテゴリー別得点及びJCGIndexの統計量

	平均	標準誤差	中央値	最頻値	標準偏差	最小	最大
JCGIndex	49.66	1.1	49.5	58	12.30	17	83
カテゴリーⅠ	9.96	0.3	10	10	3.38	4	17
カテゴリーⅡ	20.15	0.6	20	18	6.68	7	39
カテゴリーⅢ	14.61	0.3	15	15	3.34	0	22
カテゴリーⅣ	4.94	0.1	5	6	1.52	1	8

## 7. JCGIndex の分布の推移

過去13回の調査結果から、JCGIndex の分布の推移を平均および最大値・最小値で示すと次の図表のようになる。

図表5 JCGIndex の分布の推移



ただし、回答会社の出入りがあるので、毎年、サンプルは同じではない。また、この間、2006年および2013年に質問項目および配点の変更が行われ、2009年には配点の変更が行われた（変更は最小限に留まるように配慮されている）。上述のように2014年調査では大幅な変更が行われた。したがって、各年の数値を単純に比較することはできないので注意が必要である。しかし、全体としては、JCGIndexのきわめて緩やかな上昇トレンドを見ることができる。

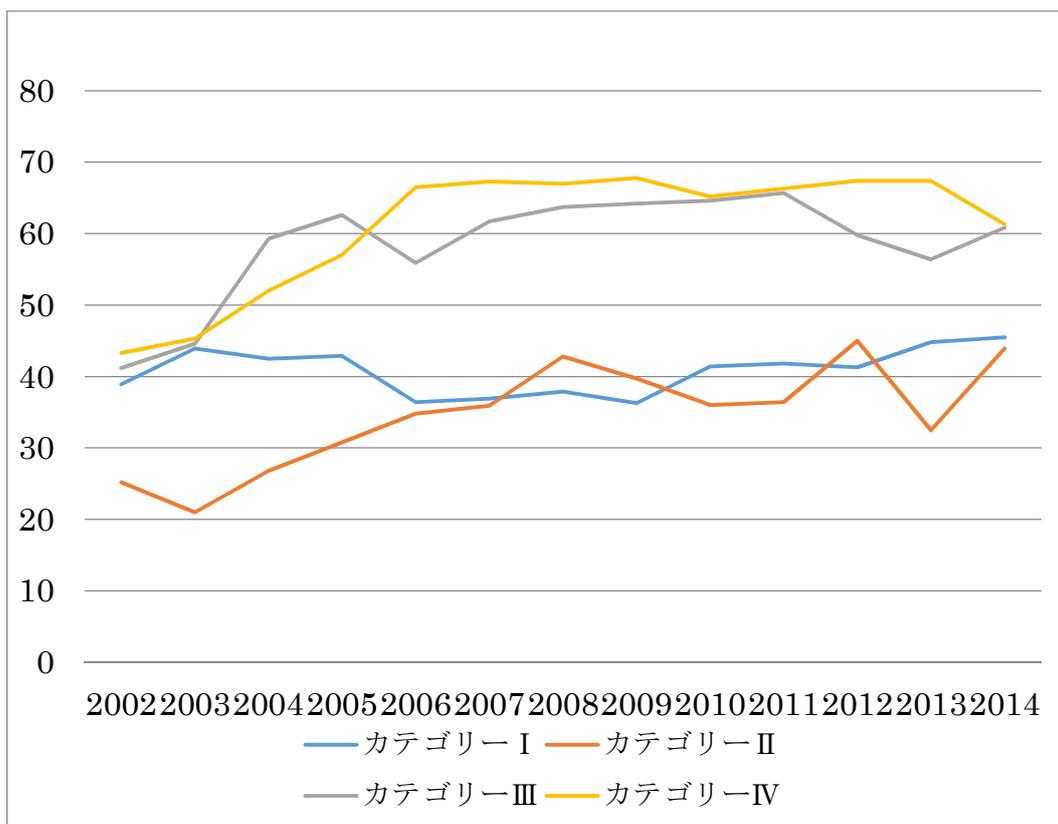
最高点レベルの会社は数社に限定されているが、2006年から2011年にかけては最高点が低下傾向にあったが、その後上昇傾向に転じているように見える。これは、質問項目および配点の変更による影響が大きいと思われる。

## 8. カテゴリー別充足率の推移

カテゴリー別充足率もJCGIndexと類似の動向を示している。カテゴリーⅠはこの13年間ほぼ横ばいであるが、その他のカテゴリーは2006年にかけて上昇し、その後はほぼ横ばいである。多少の上下は質問項目や配点の変更によるものであろう。

ここで顕著なことは、マネジメント面の特性を表すカテゴリーⅢおよびカテゴリーⅣの水準（60%前後）の方が、この期間を通して一貫して、ガバナンス面の特性を表すカテゴリーⅠおよびカテゴリーⅡの水準（40%前後）より高いということである。依然としてマネジメントの整備に比べ、ガバナンス面の整備が遅れている。

図表6 カテゴリー別充足率の推移



## 9. カテゴリー別得点と JCGIndex の相関

カテゴリー間の相関係数とカテゴリーと JCGIndex との間の相関係数は次の図表のとおりである。カテゴリー間の相関係数は 0.5 前後であるが、CGIndex とはより高い相関係数を示している。つまり各カテゴリー間の重複は相対的に小さいが、各カテゴリーの JCGIndex との相関係数は大きく、各カテゴリーは独自の要因を評価していると推定することができる。ガバナンスに関するカテゴリーを 2 つ、ガバナンスの結果であるマネジメントに関するカテゴリーを 2 つに分け、合計 4 つの要因で JCGIndex を評価することはそれなりの意味があると言うことである。

4 カテゴリーの中でもっとも相関係数が高いのはカテゴリーⅡであり、JCGIndex への寄与度をもっとも大きいことが分かる。これはカテゴリーⅡの配点が他のカテゴリーより大きいことにもよると思われる。同様にカテゴリーⅣの相関が小さいのは配点が小さいことにも影響されていると思われる。

図表7 カテゴリー別得点と JCGIndex の相関マトリックス

	カテゴリーⅠ	カテゴリーⅡ	カテゴリーⅢ	カテゴリーⅣ	JCGIndex
カテゴリーⅠ	1.0000				
カテゴリーⅡ	0.5744	1.0000			
カテゴリーⅢ	0.5010	0.5513	1.0000		
カテゴリーⅣ	0.4741	0.4845	0.5295	1.0000	
JCGIndex	<b>0.7808</b>	<b>0.9102</b>	<b>0.7735</b>	<b>0.6604</b>	1.0000

## 10. 高 JCGIndex 会社と低 JCGIndex 会社

回答企業の JCGIndex の平均 49.66 から 1 標準偏差 12.30 だけ上に乖離した値は 61.96、逆に 1 標準偏差下に乖離した値は 37.36 である。そこで JCGIndex が 62 以上を高 JCGIndex 企業と定義し、逆に 37 以下を低 JCGIndex 企業と定義する。仮に JCGIndex の分布が正規分布であるとすると、このような企業は約 15.9% ずつ、つまり 118 社の場合には 19 社ずつである。実際には、高 JCGIndex 企業は 18 社、低 JCGIndex 企業は 18 社であった（実際には 63 点以上）。この数字で見ると、JCGIndex の分布は正規分布に近いと考えてよいであろう。

高・低 JCGIndex 企業のカテゴリー別得点および JCGIndex は図表「高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex」の通りである。

高 JCGIndex 企業の JCGIndex は低 JCGIndex 企業のそれよりはるかに高く、約 2 倍近くあるいは 2 倍以上の開きがある。カテゴリー別得点を見ると、どのカテゴリーにおいても、高 JCGIndex 企業のほうがはるかに高得点である。このことから、高 JCGIndex 企業であるか否かは、特定のカテゴリーが強いのか否かで決まるのではなく、カテゴリー全体で決まることが分かる。

図表8 高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex の得点の比較

	カテゴリー				JCGIndex
	I	II	III	IV	
高 JCGIndex 企業 18 社	14.1	31.1	18.1	6.4	69.9
低 JCGIndex 企業 18 社	6.4	11.6	10.2	3.6	31.8

ただし、マネジメント体制の評価であるカテゴリーⅢおよびⅣでは高・低 JCGIndex 企業の差は小さく、ガバナンス体制の評価であるカテゴリーⅠおよびⅡで差が大きい。とくにガバナンス・システムである取締役会の構成と機能で差が大きい。高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業とでは、ガバナンス・システムである取締役会に大きな差があると言えよう。なお、マネジメント体制に関しては、ディスクロージャーや透明性の評価であるカテゴリーⅠ-Ⅳで大きな差が見られる。

### 11. 高 JCGIndex 会社

JCGIndex が 60 点以上の会社 22 社のリストを付表に示した。

### 12. 今回の調査と過去の調査との関係

2002 年から行われてきた JCGIndex Survey も今回の 2014 年調査で 13 回目を向かえた。一時は 400 社を超えた回答会社がこの 5 年は 120 社前後で推移している。既に説明したように今回の調査では質問項目に大幅な変更が加えられた。それにもかかわらず、以上に紹介した JCGIndex および CG1~CG4 の特徴は過去の調査の結果にきわめて類似していることである。

質問項目の変化により大きく変わったのはカテゴリーⅡであり、配点が従来の 26 点から 46 点になったことである。ここで注目すべきはカテゴリーⅡの得点 CG2 と JCGIndex との相関係数が 0.91 であるということである。次は前回調査におけるカテゴリー得点と JCGIndex の相関行列である。

	カテゴリーⅠ	カテゴリーⅡ	カテゴリーⅢ	カテゴリーⅣ	JCGIndex
カテゴリーⅠ	1.0000				
カテゴリーⅡ	0.5581	1.0000			
カテゴリーⅢ	0.5508	0.6046	1.0000		
カテゴリーⅣ	0.5032	0.6042	0.6647	1.0000	
JCGIndex	0.7974	0.8458	0.8386	0.8289	1.0000

この行列とカテゴリーⅠからⅣまでが、JCGIndex とほとんど同水準の相関係数を有しているが、今回の質問項目の下ではカテゴリーⅡの得点が相対的にとくに大きくなっている。

このことは、JCGIndex をカテゴリーⅡの得点 CG2 で代替できるということである。

JCGIndex Survey は、ガバナンスに直接関係のあるのはカテゴリーⅠとカテゴリーⅡであり、カテゴリーⅢおよびカテゴリーⅣはガバナンスの結果であるマネジメント・システムであるという考え方に基づいている。しかし、マネジメント・システムは必ずしもガバナンスのみによっては影響を受けないであろうから一企業としての目的が必ずしも株主利益になくても合理的なマネジメント・システムには共通性があると思われる一、マネジメント・システムに関する得点はノイズを含んでいると考えることもできるからである。そうであるならばカテゴリーⅠとカテゴリーⅡで JCGIndex を構成するのが望ましいことになる。

取締役会のガバナンスが現代企業のベスト・プラクティスであるから、カテゴリーⅡの得点が JCGIndex に対する説明力を持つ今回の調査は新たな意義をもつものであるということができよう。

### 13. むすびに

図表 5 によると回答会社の JCGIndex の水準は 2007 年頃から横ばいでほとんど変化していない。欧米流の委員会設置会社は 2003 年 4 月施行の株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（商法特例法）改正により、委員会等設置会社として導入された（現在は会社法による委員会設置会社）。その後もガバナンス改革が行われてきたがほとんど実効を上げなかったということである。

三本の矢を掲げたアベノミクスが、金融政策、財政政策に続く 3 本目の矢として「日本再興戦略」を策定し成長戦略を実施している。ここでいう成長戦略とは、企業の成長戦略により日本経済を再び成長路線に乗せようというプランで、成長を目指す企業の積極的な設備投資行動がなければ実現しない。そのためには経営者が株主価値創造に向けて動機付けられていなければならない。その動機づけこそまさにコーポレート・ガバナンスであり、取締役会のガバナンスである。

そのことを認識しているアベノミクスは昨年来矢継ぎ早にガバナンス改革を実行している。2014 年 2 月の機関投資家向けの「責任ある投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>、新たに監査委員会等設置会社を導入する改正法（正確には「会社法の一部を改正する法律」）の施行（平成 27 年 5 月 1 日施行）および金融庁と東証が策定を進めているコーポレート・ガバナンス・コードの導入等々である。2 つのコードは、それぞれイギリスおよびアメリカのそのコピーであり、投資家行動や企業行動が異なる日本でどこまで機能するかは疑問であるが、これまでのガバナンス改革とは異なり格段の具体性を持っているので期待もできる。何よりもこのガバナンス改革を実効あるものにして成長戦略を成功させなければ日本の明日はないといっても過言ではない。

JCGR は、2015 年も新たな改正会社法およびコーポレート・ガバナンス・コードのもとで第 14 回 JCGIndex Survey 実施し、企業の動向を見守りたい。引き続きご理解のご協力をお願いいたします。

（改訂 2015.07.02）

---

※ 本調査は 2008 年より University of Michigan Ross School of Business Mitsui Life Financial Research Center の援助のもとに行われております。

## 【附表】

## 2014年 JCGIndex が60点以上の会社（22社）

順位	JCGIndex	企業名
1	83	ソニー株式会社
2	78	いちよし証券株式会社
2	78	損保ジャパン日本興亜ホールディングス株式会社
4	75	スミダコーポレーション株式会社
5	74	オムロン株式会社
5	74	株式会社ニッセンホールディングス
7	72	*(1社)
8	70	エーザイ株式会社
8	70	コニカミノルタ株式会社
10	69	株式会社リそなホールディングス
11	68	日本精工株式会社
12	66	株式会社資生堂
12	66	三菱電機株式会社
14	64	*(1社)
15	63	テルモ株式会社
15	63	日本板硝子株式会社
15	63	ヤマハ株式会社
15	63	*(1社)
19	61	株式会社ローソン
19	61	株式会社東芝
19	61	日本電気株式会社
22	60	*(1社)

\*は会社名の開示を辞退した会社を表す