

2018年2月26日

2017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)は昨年につき、東京証券取引所を対象として第16回コーポレート・ガバナンス調査(2017年JCGIndex サurvey)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る。

0. 今回調査の背景と結果

第2次安倍政権の新成長戦略の下で、短期間のうちに、これまでにないコーポレートガバナンス改革が進められた。金融庁による日本版スチュワードシップ・コードの策定(2014年;2017年改訂)、会社法改正による監査等委員会設置会社の導入(2015年)および東京証券取引所によるコーポレートガバナンス・コードの上場規程化(2015年)等である。機関投資家には、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目標に、株主として、建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、投資先の企業価値の向上や持続的成長を促すことを期待している。また企業に対しては、社外取締役の下、合理的で公正なコーポレートガバナンスが行われ、国際競争力のある企業経営が実現されることを求めて、OECDのコーポレートガバナンス原則を手本に、「株主の権利・平等性の確保」「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」「適切な情報開示と透明性の確保」「取締役会の責務」「株主との対話」という5原則を提案している。

これらに実効性をもたせる方法は“Comply or Explain”という、英米型の合理的な株式市場を前提とする Soft Law の方式である。これに対しては、わが国の株式市場はその期待に応えるだけの合理性があるのかという疑問もあるが、その是非はともかく、国際競争力を回復する企業経営を実現するためにコーポレートガバナンス改革は喫緊の課題であり、国民すべての期待でもある。このような観点から今回の JCGIndex サurveyを見ると、以下に示されるように、いまだ改革の成果は現れていないという印象を受ける。ガバナンス改革が経営改革をもたらすことを期待しているのであるが、ガバナンスも企業経営も社会や歴史と深く結び付いており急速な変化は難しい。しかし世界は激しく変化しており、スピーディな対応が不可欠である。拙速は避けなければならないが、そのために速度を落とすことは許されない。投資家、経営者を問わず国民すべてのコミットが望まれる。

1. 調査対象・調査期間および回答企業数

2017年12月に、東証一部上場企業(2017年12月18日時点の2,053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、151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)、118社(2014)、147社(2015)、150社(2016)および151社(2017)であり、16回の調査により累計3,260社、正味986社から回答を得た。

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、株式会社は実質的に(法律的にはなく)、出資者である株主の私的財産とされ、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をとらなう。つまり、株主が事業リスクを負担する。

多数の株主の出資により大規模な事業を行う株式会社では「出資者と業務執行者」の分離が前提となっている。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。これが株主のガバナンスである。この制度の下で多くの国が採用している現代の実務は次のようなものである。取締役会は業務上の重要な意思決定を行うが、業務の執行は自らが選任する CEO をはじめとする執行役員(日本の場合には代表取締役(監査役会設置会社・監査等委員会設置会社)あるいは執行役員(指名委員会等設置会社))に委ねる。ただし、執行役員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する。指名委員会は株主総会に提出する取締役候補者を決定する。取締役によって構成される取締役会が、経営を担う CEO 等を選任(あるいは解任)するので、取締役の資質が問われることになり、指名委員会は重要な役割を担う。報酬委員会は、業績連動のインセンティブ報酬等を定め、取締役会が選んだ CEO 等を優秀な経営に向けて動機づける。他方、監査委員会は内部監査人および外部監査人の独立性を監視し、公正かつ効率的な経営の確保に努める。

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」というベスト・プラクティスある。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、監視役である取締役と業務執行を行う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ている。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。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

上述のモデルにもとづき、JCGIndex サーベイの質問項目は7つのパートから構成される。

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 категорияに再分類し、質問項目の得点を categoriaごとに小計し、categoriaの得点とした。各 categoriaは次のように性格づけられる

categoria I 「企業目標と経営者の責任体制」

Part I および Part II の質問項目を中心に構成

categoria II 「取締役会の構成と機能」

Part III の質問項目を中心に構成

categoria III 「最高経営責任者の経営執行体制」

Part IV、Part V および Part VI の質問項目を中心に構成

categoria IV 「株主等とのコミュニケーションと透明性」

Part VII の質問項目を中心に構成

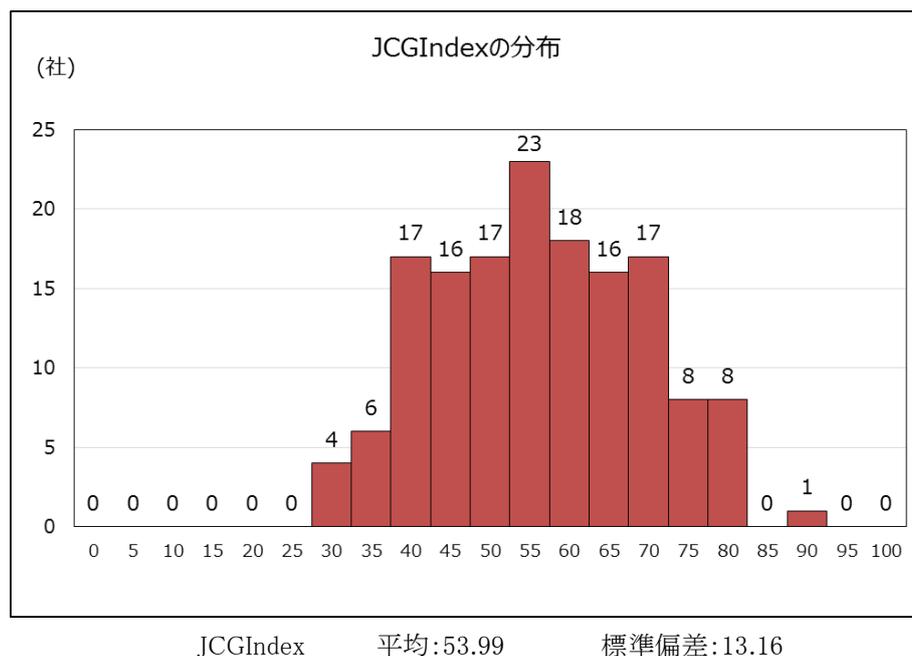
4 つの categoriaのうち、I および II がガバナンス・システムに関するものであり、II および III はマネジメント・システムに関するものである。後述のように、categoria I および II だけでガバナンスの評価を行うことは可能であるが、良いガバナンス体制の下では良いマネジメント体制が確立されるというガバナンス観に基づき、categoria III と IV が JCGIndex というガバナンス指標に組み入れられている。

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 年調査から、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。しかし、昨年 2016 年調査以後は何ら変更を加えていない。

回答企業 151 社の JCGIndex の平均は 53.99、標準偏差 13.16 であり、昨年の平均 51.63、標準偏差 12.47 と比べると、平均が上昇しているが標準偏差も上昇している。また、JCGIndex の最高点、最低点を見るとそれぞれ 89 点、28 点であり、昨年の 89 点、19 点と比べると、最高点は変わらないが最低点は上昇している。しかし、これらは統計的には有意な上昇とはいえない。ガバナンスの状態にはほとんど改善がないということができよう。

図表 JCGIndex の分布



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点満点に換算した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の充足率は、前回より上昇しているとはいえ、まだまだ低い。他方、この間一貫してカテゴリーⅢおよびⅣの充足率の方が20%前後高い。15年以上にわたる JCGIndex 調査から確実に言えることは、わが国企業のガバナンスは総じて貧弱であるということであるが、よく言えば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。それを裏付けるように、今回もカテゴリーⅢおよびⅣの充足率の上昇が、カテゴリーⅠおよびⅡの上昇を上回っている。

図表「カテゴリー別の得点と充足率」

カテゴリー	ウェイト (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
Ⅰ 企業目標と経営者の責任体制	22 (22)	9.9 (9.6)	45.2% (43.8%)
Ⅱ 取締役会の構成と機能	42 (42)	19.4 (18.9)	46.2% (45.0%)
Ⅲ 最高経営責任者の経営執行体制	28 (28)	18.8 (17.9)	67.2% (63.7%)
Ⅳ 株主等とのコミュニケーションと透明性	8 (8)	5.8 (5.2)	72.8% (65.3%)
JCGIndex	100 (100)	54 (51.6)	

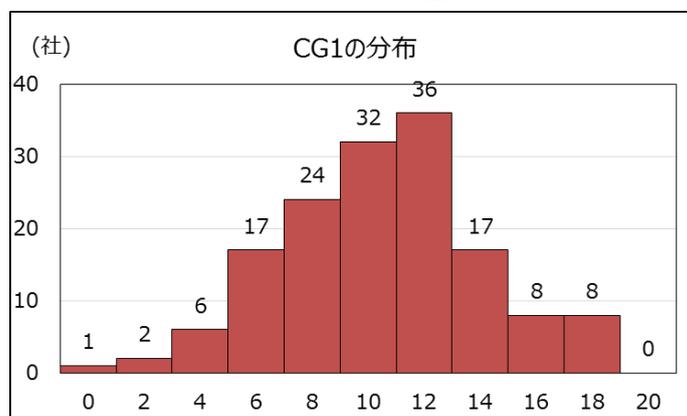
注) 括弧内は2016年調査

5. カテゴリー別得点の分布図

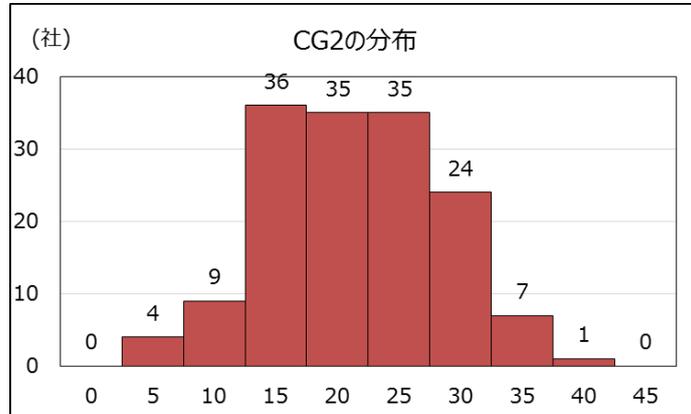
以下はカテゴリー別の分布図である。CG1、CG2、CG3 および CG4 は各カテゴリーの得点を表している。JCGIndex はこれら4つの得点の合計である。

カテゴリーⅠ 企業目標と経営者の責任体制

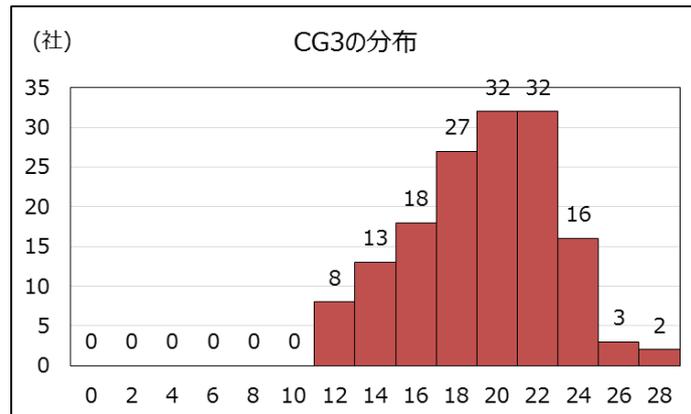
平均:9.95 標準偏差:3.63



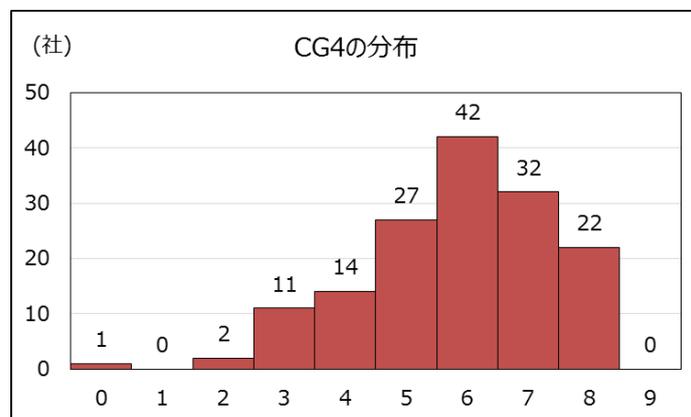
カテゴリーⅡ 取締役会の構成と機能
 平均:19.39 標準偏差:7.02



カテゴリーⅢ 最高経営責任者の経営執行体制
 平均:18.83 標準偏差:3.54



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:5.82 標準偏差:1.59



6. JCGIndex およびカテゴリ別得点の統計量

カテゴリ別得点およびJCGIndex の統計量はつぎのとおりである。

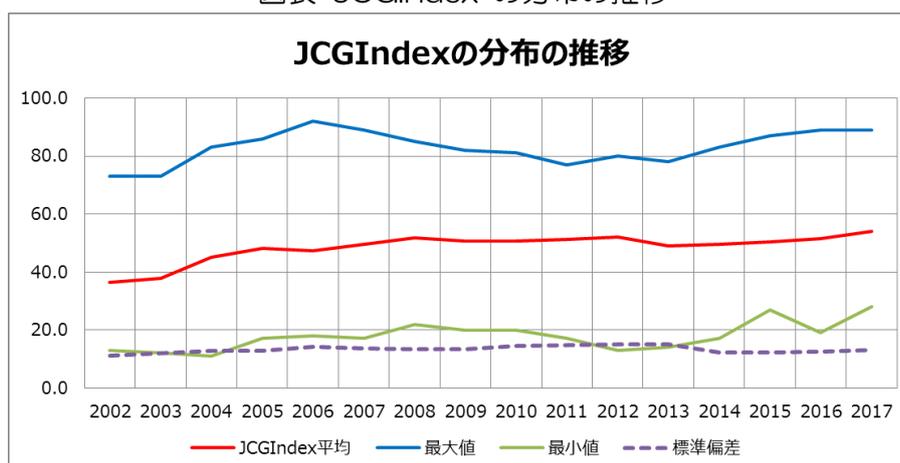
図表「カテゴリ別得点及びJCGIndexの統計量」

	平均	標準誤差	中央値	最頻値	標準偏差	最小	最大
JCGIndex	53.99	1.1	54	51	13.16	28	89
カテゴリ I	9.95	0.3	10	12	3.63	0	18
カテゴリ II	19.39	0.6	19	14	7.02	1	37
カテゴリ III	18.83	0.3	19	22	3.54	10.5	27
カテゴリ IV	5.82	0.1	6	6	1.59	-1	8

7. JCGIndex の分布の推移

過去 16 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 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)。さらに 2014 年調査では、質問項目、配点とも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 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。

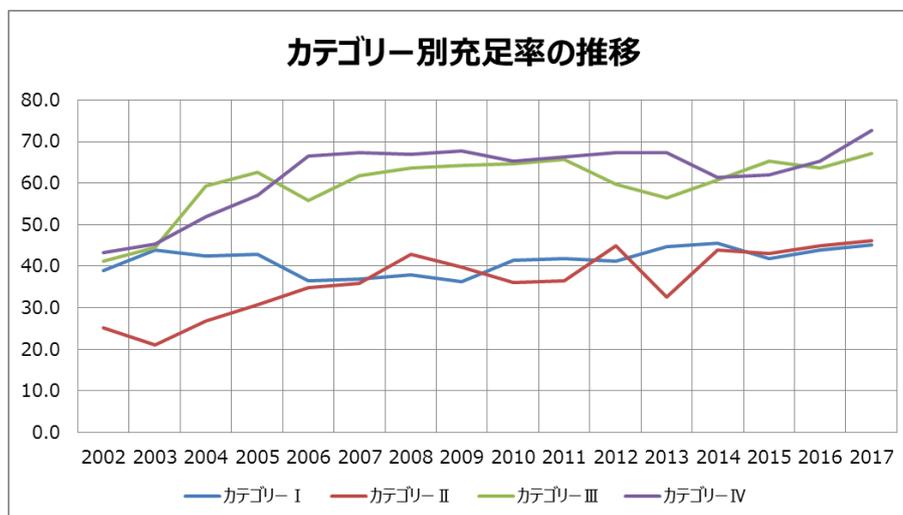
8. カテゴリ別充足率の推移

カテゴリ別充足率も JCGIndex と類似の動向を示している。カテゴリ I はこの 13 年間ほぼ横ばいであるが、その他のカテゴリは 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 III およびカテゴリ IV の水準(60% 後半から 70% 前半)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 I

およびカテゴリ II の水準(40%台)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 カテゴリ別充足率の推移



9. カテゴリ別得点と JCGIndex の相関

カテゴリ間の相関係数とカテゴリと JCGIndex との間の相関係数は次の図表のとおりである。カテゴリ間の相関係数は、カテゴリ I・II間を除くと 0.5 前後であるが、いずれのカテゴリも JCGIndex とはより高い相関係数を示している。つまり各カテゴリ間の重複は相対的に小さいが、各カテゴリの JCGIndex との相関係数は大きく、各カテゴリ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いうことである。

4 カテゴリの中でもっとも相関係数が高いのはカテゴリ II であり、カテゴリ II が JCGIndex を代弁していると言っても過言ではないであろう。その意味でカテゴリ II は JCGIndex への寄与度がもっとも大きいと言えるが、これはカテゴリ II の配点が高いことにもよると思われる。

図表 カテゴリ別得点と JCGIndex の相関マトリックス

	カテゴリ I	カテゴリ II	カテゴリ III	カテゴリ IV	JCGIndex
カテゴリ I	1				
カテゴリ II	0.6454 (0.7047)	1			
カテゴリ III	0.5012 (0.4988)	0.6088 (0.5710)	1		
カテゴリ IV	0.3591 (0.3257)	0.4198 (0.4646)	0.5427 (0.4502)	1	
JCGIndex	0.7984 (0.8288)	0.9259 (0.9361)	0.7977 (0.7605)	0.5898 (0.5734)	1

注) 括弧内は 2016 年調査

10. 高 JCGIndex 会社と低 JCGIndex 会社

回答企業の JCGIndex の平均 53.99 から 1 標準偏差 13.15 だけ上に乖離した値は 67.1、逆に 1 標準偏差下に乖離した値は 40.8 である。そこで JCGIndex が 68 以上を高 JCGIndex 企業と定義し、逆に 40 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、このような企業は約 15.9% ずつ、つまり 151 社の場合には 24 社ずつである。実際には、高 JCGIndex 企業は 26 社、低 JCGIndex 企業は 27 社であった。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 企業」の通りである。

図表 高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業

	カテゴリー				JCGIndex
	I	II	III	IV	
高 JCGIndex 企業 26 社	14.5	29.4	22.8	7.1	73.8
低 JCGIndex 企業 27 社	5.9	10.2	14.8	4.5	35.4

高 JCGIndex 企業の JCGIndex は低 JCGIndex 企業のそれよりはるかに高く、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。

ただし、図表から、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 で差が大きいことが分かる。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・システムの要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 IV で大きな差が見られる。

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。

【付表】

2017年 JCGIndex が60点以上の会社(51社)

順位	JCGIndex	企業名
1	89	ソニー株式会社
2	80	いちよし証券株式会社
3	79	エーザイ株式会社
3	79	株式会社日立製作所
5	78	コニカミノルタ株式会社
5	78	オムロン株式会社
5	78	スミダコーポレーション株式会社
8	76	** (2社)
10	74	いちご株式会社
11	73	横河電機株式会社
11	73	** (2社)
14	72	イオン株式会社
14	72	株式会社りそなホールディングス
16	71	株式会社野村総合研究所
16	71	株式会社モスフードサービス
18	70	株式会社ローソン
18	70	日本精工株式会社
18	70	株式会社タムラ製作所
18	70	* (1社)
22	69	大和ハウス工業株式会社
23	68	テルモ株式会社
23	68	** (2社)
26	67	大東建託株式会社
26	67	アスクル株式会社
26	67	日本航空株式会社
26	67	* (1社)
30	66	参天製薬株式会社
30	66	三菱電機株式会社
30	66	カシオ計算機株式会社
30	66	株式会社日立ハイテクノロジーズ
30	66	* (1社)
35	65	三菱重工業株式会社
35	65	株式会社レオパレス21
35	65	* (1社)
38	63	株式会社ニチレイ
38	63	三井造船株式会社
38	63	株式会社みちのく銀行
38	63	** (2社)
43	62	東鉄工業株式会社
43	62	三菱製紙株式会社

43	62	三井化学株式会社
43	62	塩野義製薬株式会社
43	62	株式会社資生堂
48	61	エイベックス株式会社
48	61	東京エレクトロン株式会社
48	61	*(1社)
51	60	株式会社NTTデータ

*は会社名の開示を辞退した会社を表す