

2011年12月26日

## 2011年 JCGIndex サーベイ報告

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)

コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会

若杉敬明(東京経済大学)

クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)

永井秀哉(東洋学園大学)

大森義夫(株式会社ライブドアホールディングス監査役)

<http://www.JCGR.org/>

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10回コーポレート・ガバナンス調査(2011年JCGIndexサーベイ)を実施したので、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る。

### 1. 調査対象・調査期間および回答企業数

2011年8月から10月にかけて、東証一部上場企業(8月8日時点の1,668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、120社から回答を得た。昨年度からweb調査に切り替え、初期トラブル等でご迷惑をおかけしたが、それらを改善するとともにいただいた要望を反映し、今年もweb上で調査を行い、昨年とほぼ同数の回答を得た。ただし、1社の回答に欠損が多いので以下の分析ではその1社は除かれている。

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)および120社(2011)であり、10回の調査により累計2,443社、正味822社から回答を得たことになる。

### 2. 質問項目の内容と分類

企業は、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)実質的に株主のものとされ、株主が出資者としてガバナンスを有し、会社を支配するとともに、事業の結果に対して責任を負いリスクを負担する。しかし、「出資と業務執行」の分離という制度のもとで、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。そこで取締役会が株主に代わって会社の経営を支配することになる。これを取締役会のガバナンスすなわち監督という。

この20年間に確立したガバナンスに対する考え方は、「ガバナンスとマネジメントの分離」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、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。

そこでは「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を追求する。

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	9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	10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	5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

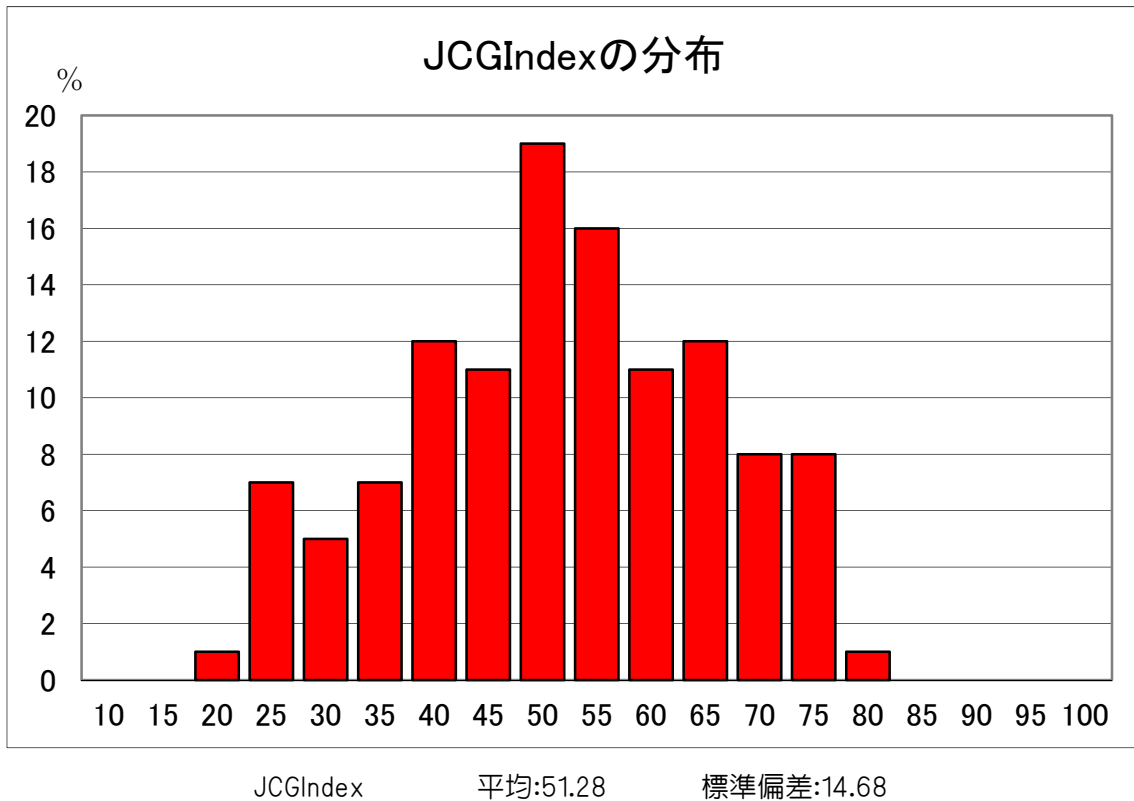
合計 48 の質問項目を 4 つのカテゴリーに再分類し、質問項目の得点をカテゴリーごとに合計し、カテゴリーの得点とした。各カテゴリーは次のように性格づけられる

- 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 Part III 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 Part IV、Part V および Part VI 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 Part VII の質問項目より構成

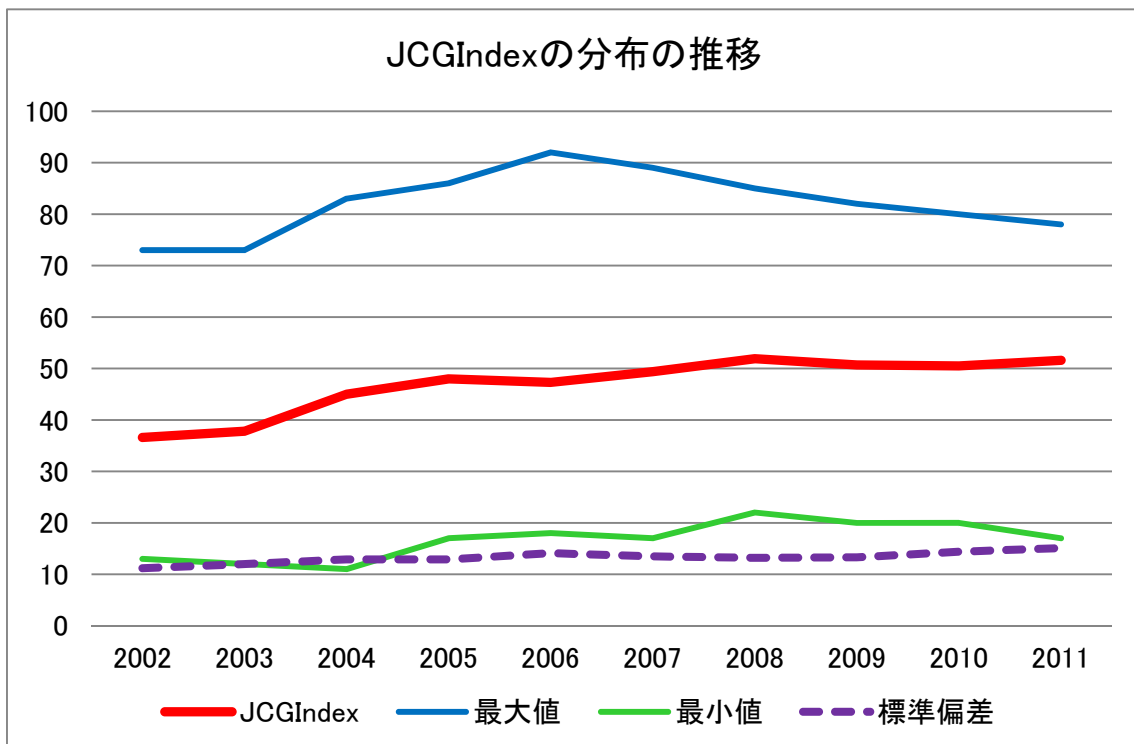
4つのカテゴリーのうち、I および II がガバナンス・システムに関するものであり、II および III はマネジメント・システムに関するものである。後述のように、カテゴリー I および II だけでガバナンスの評価は十分できるが、良いガバナンス体制の下では良いマネジメント体制が確立されるというガバナンス観に基づき、カテゴリー III と IV が JCGIndex というガバナンス指標に組み入れられている。

### 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。2011 年調査の質問項目は昨年までとまったく同じであるが、①コーポレート・ガバナンスに対する理解や関心が深まっている現状および②内部統制や独立役員などに関する制度の改正によりあったことなどを考慮し、一部の質問項目の選択肢に対する配点を厳しめに変更した。しかし、回答企業 119 社の JCGIndex の平均は 51.3、標準偏差 14.7 であり、昨年平均 50.5、標準偏差 14.4 と比べると、平均、標準偏差ともわずかながら上昇している。ただし、JCGIndex の最高点、最低点を見るとそれぞれ 77 点、17 点であり、昨年の 81 点、20 点より低下している。



#### 4. JCGIndex の分布の推移



過去 10 回の調査結果を時系列で見ると図表「JCGIndex の分布の推移」のようになる。ただし、回答会社の出入りがあるので、毎年、サンプルは同じでない。また、この間、2006 年に質問項目および配点の変更が行われ、2009 年には上述のように配点の変更が行われている（変更は最小限に留まるように配慮されている）。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、着実に JCGIndex が上昇していることを見て取ることができる。

最高点をとる会社は数社に限定されているが、2006 年以降最高点が一貫して低下している。これは、質問項目および配点の変更によるものと思われる。

## 5. カテゴリー別得点とその分布

図表「カテゴリー別の得点と充足率」は、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が示されている。

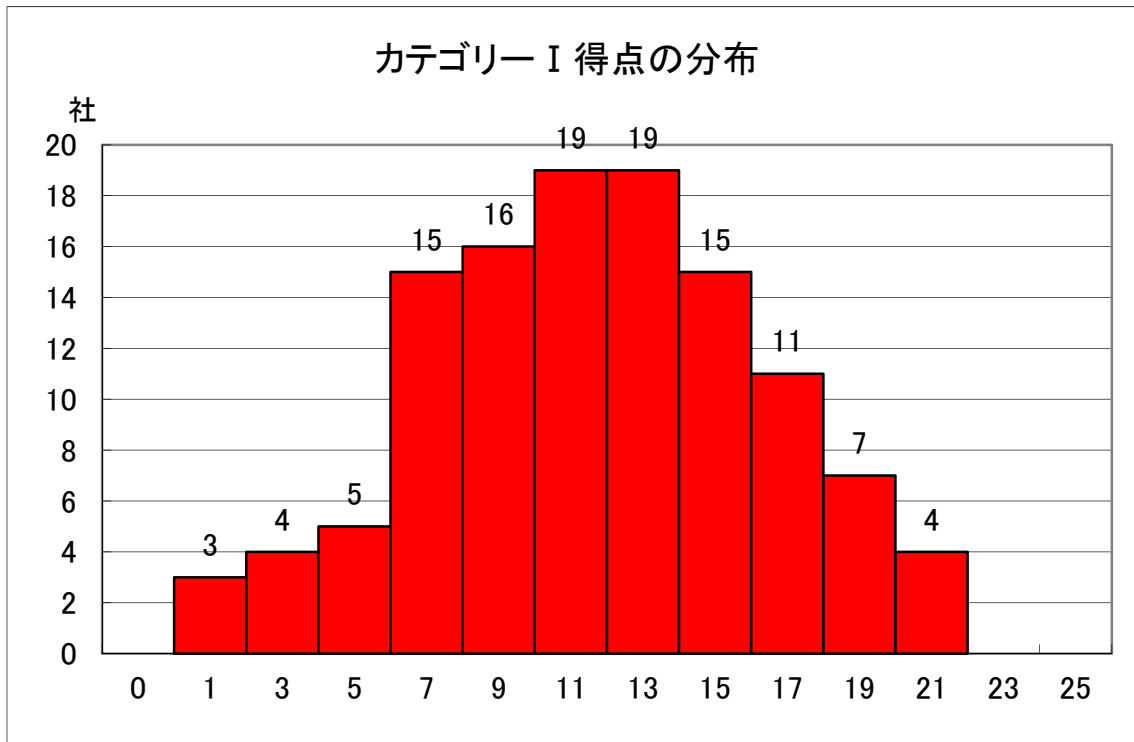
過去の調査と同様に、ガバナンスの評価であるカテゴリーⅠおよびⅡの充足率が低い。全体としてわが国の企業のガバナンスは貧弱であるといわざるを得ない。マネジメントの改革が先行しているのであろうか。とはいえ、カテゴリーⅢおよびⅣの充足率も約 66% であるから決して高いとは言えない。本質的には、ガバナンスに見合ったマネジメントというべきであろう。

図表 カテゴリー別の得点と充足率

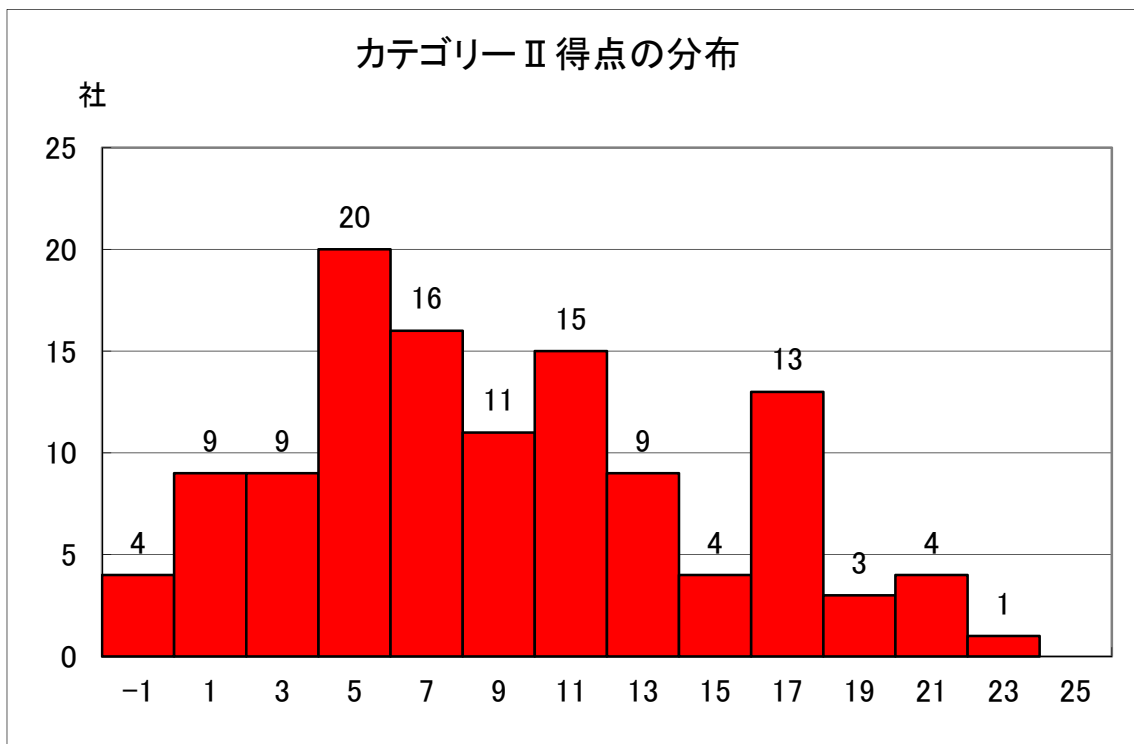
カテゴリー	ウェイト (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
Ⅰ 企業目標と経営者の責任体制	29 (29)	12.13 (12.0)	41.8% (41.4%)
Ⅱ 取締役会の構成と機能	26 (26)	9.46 (9.35)	36.4% (36.0%)
Ⅲ 最高経営責任者の経営執行体制	25 (25)	16.43 (16.14)	65.7% (64.6%)
Ⅳ 株主等とのコミュニケーションと透明性	20 (20)	13.26 (13.03)	66.3% (65.2%)
JCGIndex	100 (100)	51.28 (50.52)	

注)括弧内は 2010 年調査

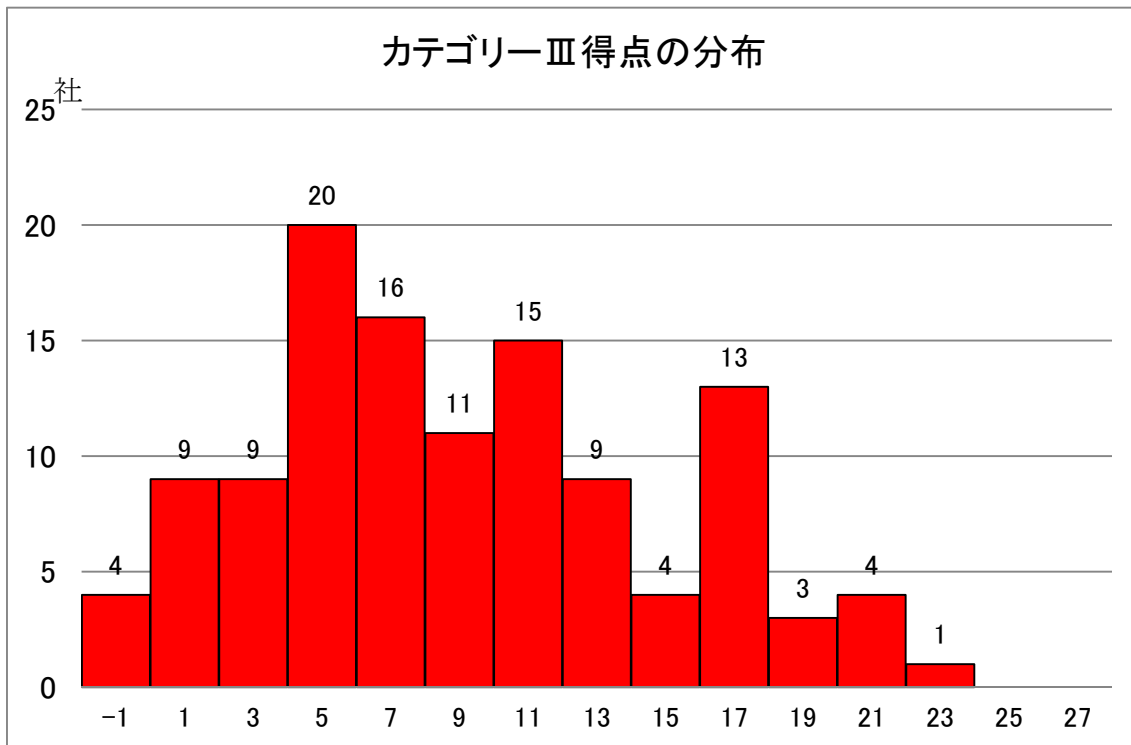
以下の図表は各カテゴリー別得点の分布である。今回の調査ではとくに取締役会の機能に関して配点を厳しくした。つまり、単に法律にしたがって取締役会を構成しているだけでは得点はなく、積極的にガバナンスとマネジメント分離や独立取締役を導入しないと、むしろ減点ということがあり得る。その結果、カテゴリーⅡの得点がマイナスの企業もあった。



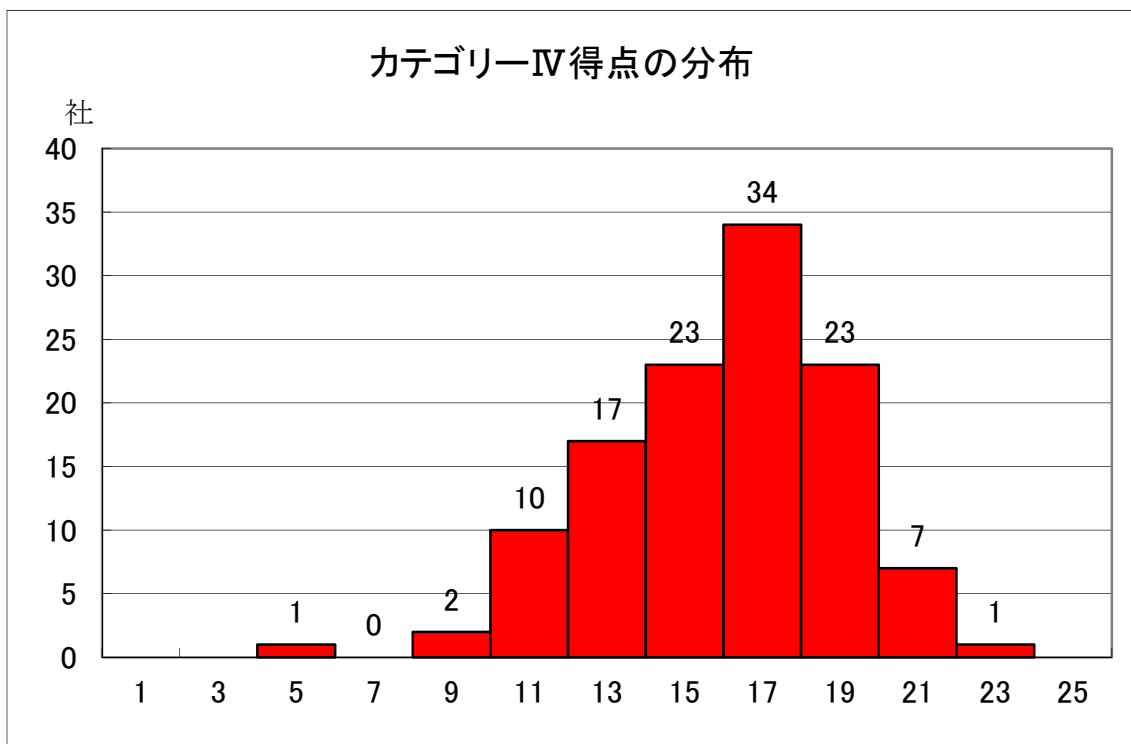
カテゴリー I      平均:12.13   標準偏差:4.80



カテゴリー II      平均:9.46   標準偏差:5.84



カテゴリーⅢ      平均:16.43   標準偏差:3.17



カテゴリーⅣ      平均:13.26   標準偏差:4.28

## 6. カテゴリー別得点間の相関

図表「**カテゴリー別得点の相関マトリックス**」は、カテゴリー別得点の相関係数行列である。これを見ると、カテゴリー間の相関係数はカテゴリーⅡとⅢの間の 0.6526 を除くと 0.5 前後でありあまり高くない。つまり各カテゴリー間の重複は少なく、相互に関係性は弱いということで、独自のガバナンス・ファクターを評価していると考えてよい。このことはまさしく、4つのカテゴリーに分けてコーポレート・ガバナンスの状態を評価することに十分意味があるということである。

図表 カテゴリー別得点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	0.5329	1.0000			
カテゴリーⅢ	0.5661	0.6526	1.0000		
カテゴリーⅣ	0.5194	0.4979	0.4708	1.0000	
JCGIndex	0.8121	0.8576	0.7973	0.7607	1.0000

なお、JCGIndex をカテゴリーⅠおよびⅡの上に回帰すると次のような結果が得られる(括弧内は t 値)。

$$\text{JCGIndex} = 18.75 + 1.52 \times \text{カテゴリーⅠ} + 1.49 \times \text{カテゴリーⅡ} \quad R^2=0.911$$

(16.9)    (15.2)                      (18.2)

また、JCGIndex をカテゴリーⅢおよびⅣの上に回帰すると次のようになる。

$$\text{JCGIndex} = -14.22 + 2.62 \times \text{カテゴリーⅢ} + 1.70 \times \text{カテゴリーⅣ} \quad R^2=0.823$$

(-4.70)    (12.9)                      (11.3)

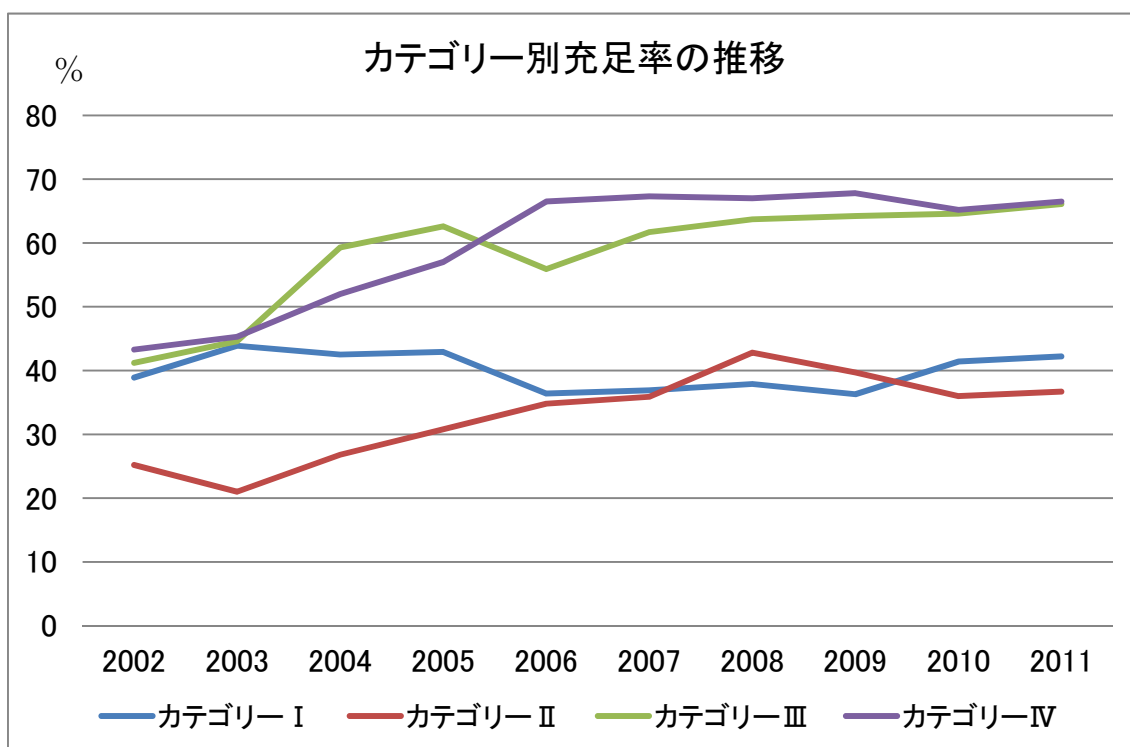
マネジメント要因であるカテゴリーⅢおよびⅣにも JCGIndex に対する説明力があるが、ガバナンス要因であるカテゴリーⅠおよびⅡのほうが、JCGIndex を構成する要素として強い影響力をもっていると推定できる。

## 7. カテゴリー別得点の推移

図表「**カテゴリー別充足率の推移**」は、カテゴリー別充足率の時系列変化を示したものである。ガバナンス・システムそのものである取締役会の構成や機能を評価しているカテゴリーⅢが 2008 年にかけて上昇しているのが注目される。他方、カテゴリーⅠに傾向的な変化は見られない。

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は急速に上昇し、2006 年以降高い水準に留まっていること、そしてマネジメント・システムの評価を表すカテゴリーⅢが上昇を続けていることは注目に値する。マネジメント改革は進んでいるということであろう(それでも、すでに述べたように依然として十分高い水準とは言えない)。

その結果、ガバナンスに対する評価であるカテゴリⅠおよびⅡとマネジメントの評価であるカテゴリⅢおよびⅣとの間には、歴然とした水準の差が続いている。日本におけるガバナンス改革の遅れを示す現象として象徴的である。



#### 8. 高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業

回答企業の JCGIndex の平均 51.28 から 1 標準偏差 14.68 上に乖離した値は 65.97、逆に 1 標準偏差下に乖離した値は 36.60 である。そこで JCGIndex が 66 以上を高 JCGIndex 企業と定義し、逆に 36 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 119 社の場合には 19 社ずつである。実際には、高 JCGIndex 企業は 23 社、低 JCGIndex 企業は 21 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 企業のカテゴリ別得点および JCGIndex は図表「高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex」の通りである。

図表 高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex

	カテゴリ				JCGIndex
	I	II	III	IV	
高 JCGIndex 企業 23 社	18.0	17.9	19.3	16.4	71.7
低 JCGIndex 企業 21 社	6.5	3.2	12.4	6.7	28.9



高 JCGIndex 企業の JCGIndex は低 JCGIndex 企業のそれよりはるかに高く、2.5 倍近くの開きがある。カテゴリ別得点を見ると、どのカテゴリにおいても、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、特定のカテゴリが強いか否かで決まるのではなく、カテゴリ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Ⅳで大きな差が見られる。

## 9. JCGIndex 上位会社

付表の上位会社リストを参照されたい。

## 10. むすびに

JCGIndex サーベイも 10 回を数えることになった。残念ながら回答企業数は第 4 回 (2005 年) の 405 社をピークに減少を続けている。とくにオンライン回答に移行した 2010 年調査からの落ち込みが激しい。J C G R の調査活動自体に大きな原因があるのであろうと反省している。しかし、長期的減少傾向の背後には、コーポレート・ガバナンスに対する日本全体の関心が薄れてきていたことにあるのではないだろうか。

日本の株価は 1990 年以降一貫して低下傾向にあり、基本的には上昇トレンドにある欧米および新興国の株価とは明らかに異なる様相を呈している。株式市場は日本の将来に対する評価を一貫して下げ続けているということである。日本の株式市場における株式売買の過半は外国人投資家によって占められているという。ということはグローバルな視点からの日本企業の評価が下がり続けているということである。

日本企業の再生が望まれるところであり、日本企業のマネジメントに期待がかかっている。良いマネジメントを誘導するのがガバナンスであり、また良いマネジメントは良い指南役であるガバナンスを歓迎する。ガバナンスとマネジメントは車の両輪であり、良いガバナンスがないところには良いマネジメントも存在しない。わが国では何よりもまずガバナンス改革が不可欠である。10 年間続けてきた JCGIndex サーベイの結果が、如実にそのことを示している。

株式会社制度を中心とする資本主義は、競争原理に基づく市場経済のもと、株式会社の営利行動により安全で豊かな社会を実現しようとするものである。営利は株主の責任である。株主の役割と責任が軽視されているわが国では、ガバナンスの不在状態に陥っており、大競争というグローバル環境のもとで企業の脆弱さを隠せない。

オリンパス事件や大王製紙事件で再びガバナンスに関心が集まっているが、不祥事の防止だけがガバナンスの対象ではない。不祥事を起こさず営利を追求する経営体制を導くのがガバナンスの本来の目的である。不祥事に目を奪われずに、正しいコーポレート・ガバナンスの理解と確立に社会の目が向くことを期待してやまない。

以上

【附表】

2011年調査 JCGIndex が 60 点以上の会社(37 社)

順位	JCGIndex	企業名
1	78	ソニー株式会社
2	77	株式会社 東芝
2	77	TDK 株式会社
2	77	株式会社ニッセンホールディングス
2	77	株式会社大和証券グループ本社
6	76	スミダコーポレーション株式会社
7	75	宇部興産株式会社
7	75	野村ホールディングス株式会社
9	74	いちよし証券株式会社
10	72	三菱電機株式会社
10	72	*(1 社)
12	71	エーザイ株式会社
12	71	株式会社リコー
14	70	コニカミノルタホールディングス株式会社
14	70	*(1 社)
16	69	株式会社資生堂
16	69	日本電産株式会社
18	67	コスモ石油株式会社
18	67	株式会社オートバックスセブン
20	66	花王株式会社
20	66	テルモ株式会社
20	66	株式会社日立製作所
20	66	東京海上ホールディングス株式会社
24	65	株式会社住生活グループ
24	65	*(1 社)
26	64	株式会社ローソン
26	64	株式会社りそなホールディングス
28	63	双日株式会社
28	63	東京エレクトロン株式会社
30	62	アンリツ株式会社
30	62	曙ブレーキ工業株式会社
30	62	ヤマハ株式会社
30	62	*(1 社)
34	61	ライオン株式会社
35	60	太陽誘電株式会社
35	60	株式会社スカパーJSAT ホールディングス
35	60	*(1 社)