

2019 年 第 17 回
JCGR コーポレートガバナンス調査
JCGIndex Survey Report

第一部 基本統計編

2019 年 12 月 1 日
一般社団法人 日本コーポレートガバナンス研究所
Japan Corporate Governance Research Institute

2020/01/13 改訂

2019 年 JCGR コーポレートガバナンス調査報告

—基本統計編—

一般社団法人日本コーポレートガバナンス研究所
若杉敬明 (Co-director, The University of Michigan
Mitsui Life Financial Research Center)

大林守 (専修大学商学部教授)

藤島裕三 (日本シェアホルダーサービス株式会社)

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

はじめに

アベノミクスのコーポレートガバナンス改革の下で、資本市場によるコーポレートガバナンスへの期待もすっかり変化した。令和元年より、JCGR は導入から定着へと新しい段階に到達したわが国企業のコーポレートガバナンスの調査を、東京証券取引所株式市場第一部上場企業対象に実施した。ここに新段階に到達したコーポレートガバナンス環境に則したガバナンス指数「JCIndex」の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。

なお、JCGR においては、2002 年から 2017 年までの時期を Phase I とし、この間の 16 回にわたる調査を Phase I 調査と呼び、今回 2019 年以降の調査を Phase II 調査と呼ぶ。

1. 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、社外取締役を中心に、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 サーベイを見ると、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。

2. 調査対象・調査期間および回答企業数

2019 年 9 月から 10 月にかけて、東証一部上場の内国企業(2019 年 9 月 2 日時点の 2,148 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、165 社から回答を得た。

これまでの Phase I 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)、151 社(2017)であり、合計 16 回の調査により延べ 3,260 社、正味 986 社から回答を得ていた。これに今回の 165 社が加わったわけである。

3. 質問項目の概要

3.1 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（法律的にではなく）、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まなう。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（日本の場合は業務執行取締役（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（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

を方向付ける必要がある。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からは独立した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、監視役である取締役が業務執行を行う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。独立取締役を中心に構成され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。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一事業を行って利益を上げ株主に分配することを目指す。

3.2 質問項目の内容と分類

コーポレートガバナンスにおける現代のベスト・プラクティスは、①独立社外取締役を中心とする取締役会、②取締役と執行役員の分離 ③指名、報酬および監査の機能を用いた取締役会による執行役員に対する監督 および④経営の透明性の確保、と特徴づけることができる。

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責任者 CEO のリーダーシップ	9 問
Part II	コーポレートガバナンスの体制	
	－取締役と取締役会－	34 問
Part III	経営執行一体制・評価・報酬－	12 問
Part IV	子会社・政策保有株式等の管理	9 問
Part V	株主その他とのコミュニケーション	11 問
Part VI	役員報酬制度サーベイ	11 問

このうち、パートVIは役員報酬の現状を把握することを目的としており JCGIndex の構成項目とはしていない。Part I から Part V までの合計 75 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小計し、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。

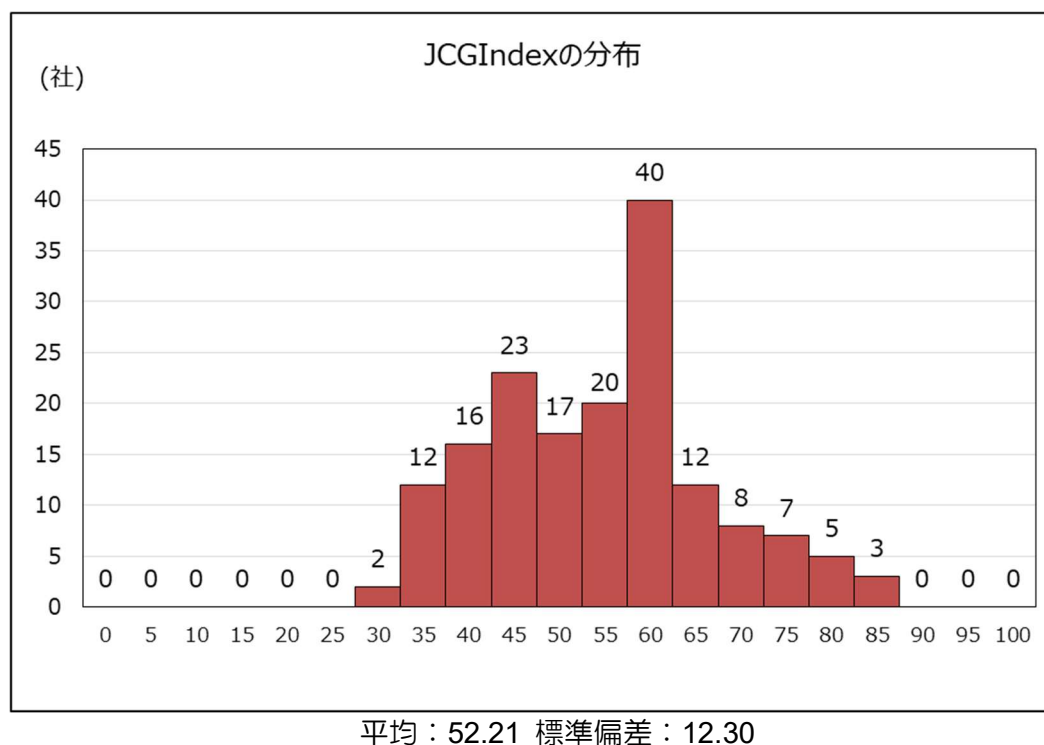
- カテゴリーⅠ 「企業目標と経営者のリーダーシップ」
PartⅠの質問項目より構成
- カテゴリーⅡ 「コーポレートガバナンスの体制」
PartⅡの質問項目より構成
- カテゴリーⅢ 「最高経営責任者の経営執行体制」
PartⅢおよび PartⅣの質問項目より構成
- カテゴリーⅣ 「株主等とのコミュニケーションと透明性」
PartⅤの質問項目より構成

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。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がガバナンス指標であるJCGIndexに組み入れられている。

4. JCGIndex の分布

回答企業 165 社の JCGIndex 分布は次図の通りで平均は 52.2、標準偏差 12.3 である。

図表 JCGIndex の分布



PhaseⅡに入り質問項目が大きく変更されたので時系列的な比較は出来ない。PhaseⅠにおけるJCGIndexの推移については、第16回調査（2017年）を参照されたい。

5. カテゴリー別得点と充足率

次の図表「カテゴリー別の得点と充足率」は、JCGIndex の要素であるカテゴリーの構成を示したものである。各カテゴリーの配点と各企業のカテゴリー得点の平均とを示すとともに、配点に対する平均の比率を充足率と定義し、パーセント表示した。

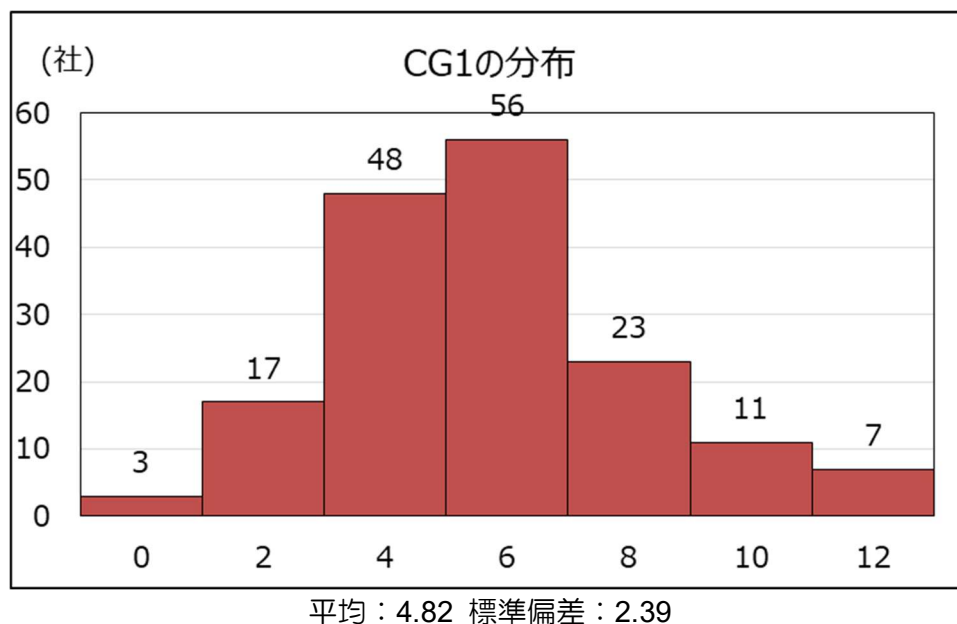
図表 カテゴリー別の得点と充足率

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	14.1	4.82	34.2%
II 取締役会の構成と機能	46.3	20.91	45.2%
III 最高経営責任者の経営執行体制	24.0	16.27	67.8%
IV 株主等とのコミュニケーションと透明性	15.6	10.20	65.4%
JCGIndex	100	52.21	52.2%

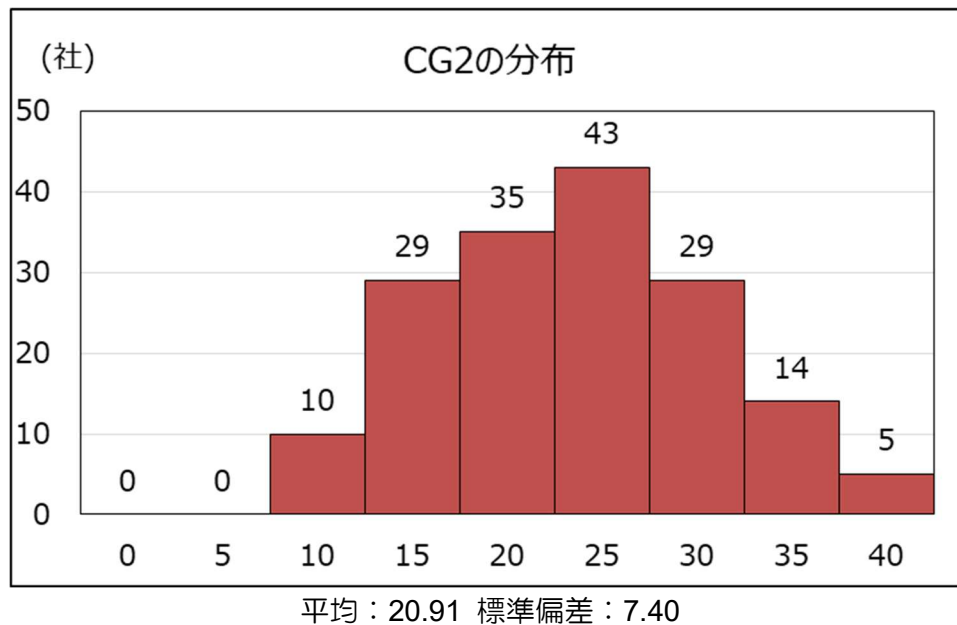
6. カテゴリー別得点の分布図

以下はカテゴリー別の分布図である。CG1、CG2、CG3 および CG4 はカテゴリー I、II、III および IV 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。以下、各カテゴリーの得点分を示す。

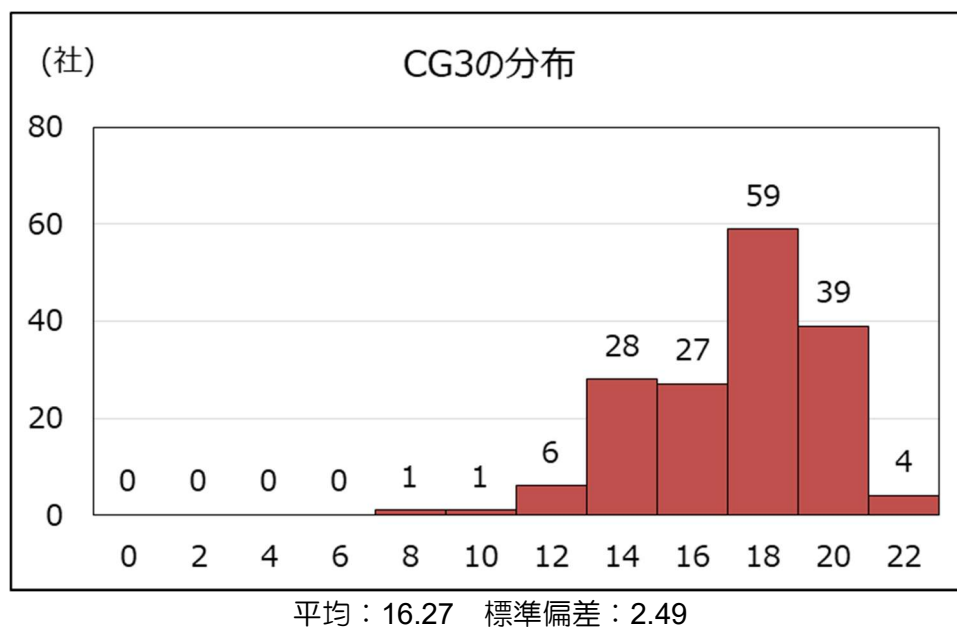
カテゴリー I 企業目標と経営者の責任体制



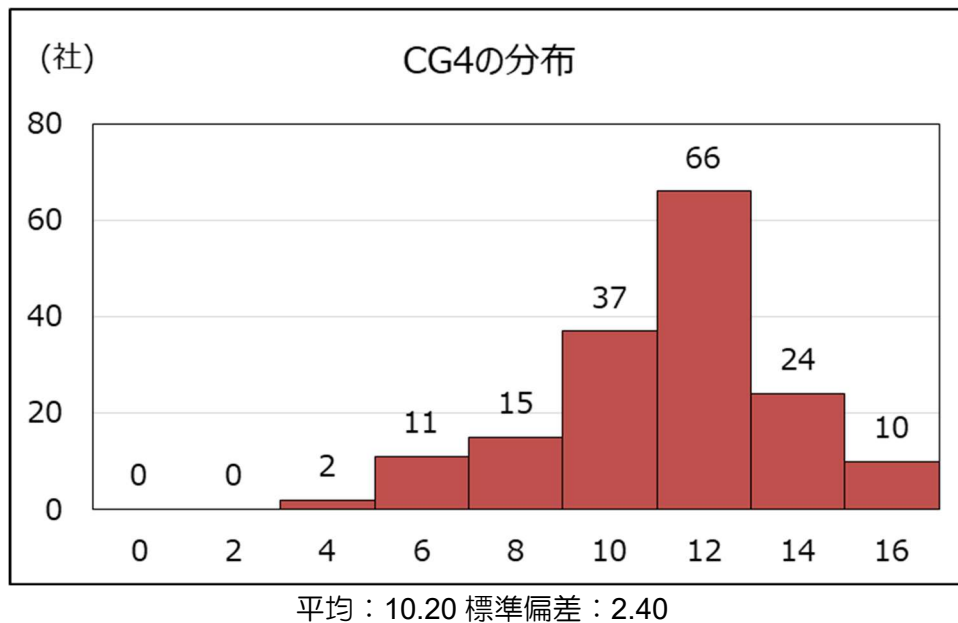
図表 カテゴリーⅡ 取締役会の構成と機能



図表 カテゴリーⅢ 最高経営責任者の経営執行体制



図表 カテゴリーⅣ 株主等とのコミュニケーションと透明性



7. JCGIndex およびカテゴリー別得点の基本統計量

カテゴリー別得点および JCGIndex の統計量はつぎの通りである。

図表 カテゴリー別得点及びJCGIndexの基本統計量

	平均	標準誤差	中央値	最頻値	最小	最大	標準偏差
JCGIndex	52.2	0.96	53.12	56.0	27.2	82.9	12.30
カテゴリーⅠ	4.8	0.19	4.00	3.0	0.0	12.0	2.39
カテゴリーⅡ	20.9	0.58	21.00	22.0	6.0	39.0	7.40
カテゴリーⅢ	16.3	0.19	17.00	18.0	7.0	21.0	2.49
カテゴリーⅣ	10.2	0.19	10.00	10.0	3.0	16.0	2.40

なお各カテゴリーの得点および JCGIndex の変動係数（＝標準偏差／平均）は次表の通りである。

図表 各カテゴリー得点と JCGIndex の変動係数

	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
変動係数	0.496	0.354	0.153	0.235	0.236

ガバナンスを表すカテゴリーⅠおよびⅡの変動係数が、相対的にマネジメントを表すカテゴリーⅢおよびⅣの変動係数より大きい。つまり、企業間のバラツキは、マネジメントよりガバナンスの方が大きいと言える。先読みをすれば、企業間のガバナンス向上の速度はマネジメントのそれより大きいということであろうか。

8. 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、カテゴリーⅠ・Ⅱ間およびカテゴリーⅡ・Ⅲ間を除くと 0.5 より小さいが、いずれのカテゴリーも 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表していると推察できる。ガバナンスに関するカテゴリーを 2 つ設定し、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 つ設定し、合計 4 つの要因でコーポレートガバナンスを評価することはそれなりの意味があると言えよう。

PhaseⅠにおいても、カテゴリーⅠおよびカテゴリーⅡの得点が低く、カテゴリーⅢおよびカテゴリーⅣの得点が相対的に高いという傾向が見られた。各カテゴリーの得点の推移については、前回の第 16 回調査報告を参照されたい。

図表 JCGIndex とカテゴリー得点との相関行列

	CatⅠ	CatⅡ	CatⅢ	CatⅣ	JCGIndex
CatⅠ	1.0000				
CatⅡ	0.6302	1.0000			
CatⅢ	0.4676	0.6182	1.0000		
CatⅣ	0.4706	0.4947	0.4355	1.0000	
JCGIndex	0.7600	0.9459	0.7503	0.6723	1.0000

注) Cat はカテゴリーの略

4 カテゴリーの中でもっとも相関係数が大きいのはカテゴリーⅡである。4 カテゴリーの得点と JCGIndex との関係は単純な加法の定義式であるので、理由の一つとして考えられるのは、カテゴリーⅡのウエートが、他のカテゴリーより大きいことである。しかし、上述のようにカテゴリー間の相関は低いので、カテゴリーごとに独自の要因を評価していると考えることができる。

9. 高 JCGIndex 会社と低 JCGIndex 会社

回答企業の JCGIndex の平均 52.21 から 1 標準偏差 12.30 だけ上に乖離した値は 64.51、逆に 1 標準偏差下に乖離した値は 39.91 である。そこで JCGIndex が 64.6 以上を高 JCGIndex 企業と定義し、逆に 39.91 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、高 JCGIndex 企業は 24 社（全体の 14.5%）、低 JCGIndex 企業は 30 社（全体の 18.2%）であった。この数字で見る限り、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。なお、ここでは参考までに中間の 111 社の数値も示されている。

高・低 JCGIndex 企業のカテゴリー得点および JCGIndex の違いを見るために、比率＝高 JCGIndex 企業の得点／低 JCGIndex 企業の得点、つまり倍率を表の最下段に示した。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。

このことは、5 節で指摘した「企業間格差はマネジメントよりガバナンスで大きい」という命題と整合的である。

図表 高・低 JCGIndex 企業のカテゴリー得点と JCGIndex

	カテゴリー				JCGIndex
	I	II	III	IV	
高 JCGIndex 企業 24 社	8.61	32.35	18.64	12.89	72.50
中 JCGIndex 企業 111 社	4.57	20.94	16.68	10.27	52.46
低 JCGIndex 企業 30 社	2.72	11.66	12.84	7.81	35.03
高・低企業の格差	3.17	2.77	1.45	1.65	2.07

カテゴリー別得点を見ると、JCGR がガバナンスの指標であるとしているカテゴリー I および II に関しては高低それぞれ企業において 2 倍以上の開きがある。しかし、マネジメントの指標としているカテゴリー III および IV においては 2 倍より小さい。各企業のガバナンスを特徴付けているのはカテゴリー I および II であることを示唆しており、JCGR のガバナンスモデルが JCGR のガバナンス原則と整合的であることを示しているということが許されるであろう。

9. むすびに

本報告においては、Phase II 第 1 回（通算第 17 回）のコーポレートガバナンス調査として実施したアンケート調査の JCGIndex に関する部分（報酬調査を除く）の回答結果を、基本統計量を中心に整理したものである。調査結果の全体に関する集計結果および分析結果等は今後順次公表される。

JCGR は各企業の JCGIndex が社会で共有されることを理想としているが、企業にもそれぞれ事情があると思われるので、承諾を受けた企業についてのみ公表している。巻末の付表では高 JCGIndex 企業の JCGIndex を示した。なお、本調査に対する全回答企業および JCGIndex 上位 50%の企業については、回答会社リストおよび上位会社リストを参照されたい。

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いる。

【付表】

2019 年コーポレートガバナンス調査
— 高 JCGIndex 企業 (24 社) —

順位	JCGIndex	企業名
1	82.9	ソニー株式会社
2	81.9	株式会社日立製作所
3	80.7	エーザイ株式会社
4	78.3	コニカミノルタ株式会社
5	77.7	ヤマトホールディングス株式会社
6	76.9	株式会社荏原製作所
7	75.2	日本板硝子株式会社
8	75.1	いちよし証券株式会社
9	73.7	テルモ株式会社
10	72.6	オムロン株式会社
10	72.6	横河電機株式会社
12	72.0	株式会社神戸製鋼所
12	72.0	株式会社りそなホールディングス
14	71.5	J. フロントリテイリング株式会社
15	70.9	日本精工株式会社
16	69.4	株式会社JVCケンウッド
17	68.7	株式会社サンゲツ
18	68.4	* (1 社)
19	68.2	株式会社セブン&アイ・ホールディングス
20	67.4	ペプチドリーム株式会社
21	67.1	参天製薬株式会社
22	66.5	昭和電線ホールディングス株式会社
23	65.4	株式会社ローソン
24	64.8	* (1 社)

*は会社名の開示を辞退した会社を表す