

2023 年 第 21 回
JCGR コーポレートガバナンス調査
JCGIndex Survey Report

基本統計・分布検定

2024 年 1 月 15 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

2023 年 JCGR コーポレートガバナンス調査報告

－基本統計・分布検定－

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 (University of Michigan Mitsui Life
Financial Research Center)
(東京大学名誉教授)
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)
<https://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。2019 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「JCGIndex サーベイ」と称して、東京証券取引所株式市場第一部上場企業対象に実施してきた。なお、2022 年からは対象を新設の東証プライム市場に変更した。ここにプライム市場第 2 回目のサーベイ結果を報告する。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、2019 年以降の調査を Phase II 調査と呼ぶ。さらに今回の調査からは質問数を大幅に絞り込むことによって、一層モニタリング・ボードを志向することが明確な内容となっている。

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テュワードシップ・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。なお、安倍政権後も、ステュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの定期的な改訂という形で政府のコーポレートガバナンス改革は進められている。

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 サーベイ結果を見ると、以下に示されるように、いまだ改革は途上である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、慎重を期すがゆえに速度を落とすということは許されない。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

今回は 2023 年 9 月から 11 月にかけて、東証プライム上場の内国企業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、137 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。Phase II 調査における回答会社数は、165 社(2019)、175 社(2020)、120 社(2021)、135 社(2022)に今回の 137 社(2023)が加わった。

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利益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もなう。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、報酬および監査の機能を有する委員会を独立社外取締役で構成する。指名の機能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、指名の機能は重要な役割を担う。報酬の機能は、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、監査の機能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。このような取締役会はモニタリングボード(Monitoring Board)と呼ばれ、そのスタイルはモニタリング・モデルと呼ばれる。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－を追求する。

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、5 つのパートの質問から構成される。なお Part II・IIIにおいては調査票に加えて一部、役員構成などの定量データも加味して採点している。

Part I 会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ	10 問
Part II 取締役会と取締役	14 問
Part III 取締役会の監督－指名・報酬・監査－	11 問
Part IV 取締役会の運営	9 問
Part V 取締役会の実効性評価	7 問

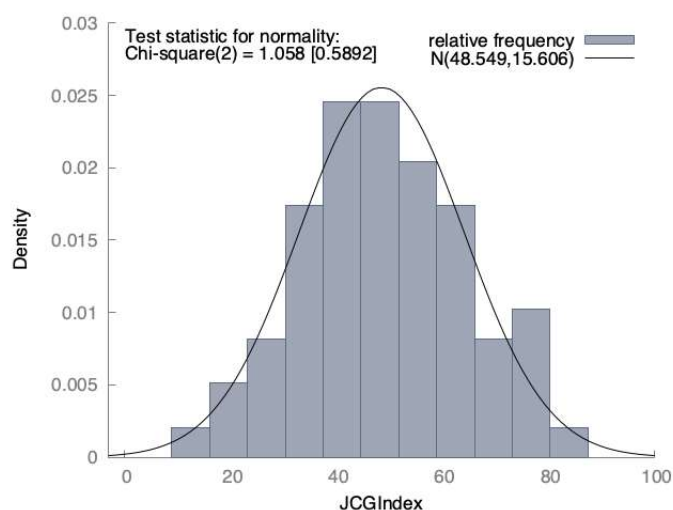
Part I から Part V までの合計 51 問の質問項目得点をパートごとにウエイトを付けて小計し、合計を JCGIndex とした。なお、今回の調査では、より現実に対応したアンケートとするため、質問項目全体を大幅に見直した。その結果、質問項目は、前回の 75 問から 51 問に集約した。このため、過去の調査との時系列比較はできなくなった。ただし、付表に掲載した高 JCGIndex 企業リストには複数回登場する企業が多数あり、JCGIndex の整合性は保存されていると解釈した。

4. JCGIndex の分布

回答企業 137 社の JCGIndex 分布は次図の通りで平均は 48.6、標準偏差 15.6 である。正規性の検定では χ^2 値が 1.058 で p 値が 0.5892 であり、0.05(5%) 以上なので、帰無仮説:「正規分布に一致する」を棄却できない。Q-Q プロット(補論参照)を補助的に利用し、JCGIndex は正規分布と想定できると判断した。

正規分布であるが、図から少し左(下方・低位)に偏っていることが見てとれる。また、高位に頻度の高低があることから、高位の企業間で別の分布が存在する可能性もある。

図表 JCGIndex の分布



(注) 左数値: χ^2 値、括弧内は p 値、右数値: N(平均、標準偏差)

5. パート別得点と充足率

次の図表「パート別の得点と充足率」は、JCGIndex の要素であるパートの構成を示したものである。各パートの配点と各企業のパート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。Part I、IVとVの充足率が低い。特に Part I「会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ」が最も低く、ガバナンスの基盤が確立していない状況を示している。それに比べて、Part II「取締役会と取締役

役」と PartⅢ「取締役の監督―指名・報酬・監査―」の充足率が高いのは形式要件の整備が進んでいることを示している。しかし、PartⅣ「取締役会の運営」の充足率や PartⅤ「取締役会の実効性評価」が低いことは、仏作って魂入れずの状況を示している。

図表 パート別の得点と充足率

パート	ウエート (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
I 会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ	18.8	7.37	39.2%
II 取締役会と取締役	24.8	13.36	53.9%
III 取締役会の監督 ― 指名・報酬・監査 ―	23.6	13.84	58.6%
IV 取締役会の運営	20.5	8.40	41.0%
V 取締役会の実効性評価	12.3	5.58	45.3%
JCGIndex	100	48.55	48.6%

なお、前回 2022 年調査はパート構成(前回はカテゴリー)が今回とは異なるが、参考までにデータを示すと次のとおりである。カテゴリー I はパート I に対応し、カテゴリー II はパート II・III に対応する。

参考図表「カテゴリー別の得点と充足率」(2022 年調査)

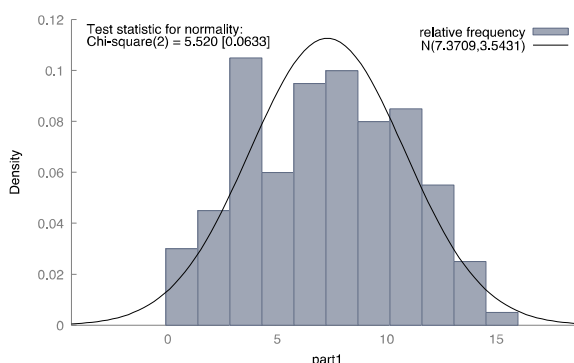
カテゴリー	ウエート (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
I 企業目標と経営者の責任体制	14.1	4.4	30.6%
II 取締役会の構成と機能	46.3	22.9	49.5%
III 最高経営責任者の経営執行体制	24.0	16.1	67.1%
IV 株主等とのコミュニケーションと透明性	15.6	10.0	64.1%
JCGIndex	100	53.3	53.3%

今回の JCGIndex は 48.55 で、前回の 53.3 より低い。それは今回のパートⅣ・Ⅴと前回のカテゴリⅢ・Ⅳとの差が非常に大きいためと思われる。ちなみに、前回のカテゴリⅢ・Ⅳはマネジメントについての質問項目であるのに対して、今回のパートⅣ・Ⅴはガバナンスについての質問項目である。前回の調査においては、マネジメント項目により JCGIndex が引き上げられていたことが明白である。今回からの JCGIndex はガバナンスを直裁に測定しているのである。

6. パート別得点の分布図

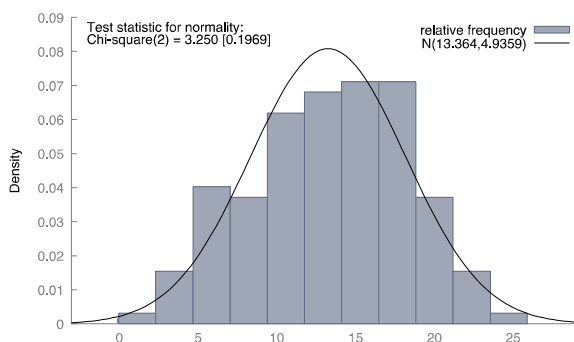
以下は Part I ～ V の得点分布を表している。JCGIndex はこれら 5 つの得点の合計である。分布の正規性に関しては、Part I と II は帰無仮説:「正規分布と一致している」を棄却できない。QQ プロット(補論参照)を補助的に利用して、正規分布であると判断した。Part III、IVとVは帰無仮説を棄却し、対立仮説「正規分布と一致しているとは言えない」を受容する結果となり、非正規分布であると判断した。

図表 Part I 会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ



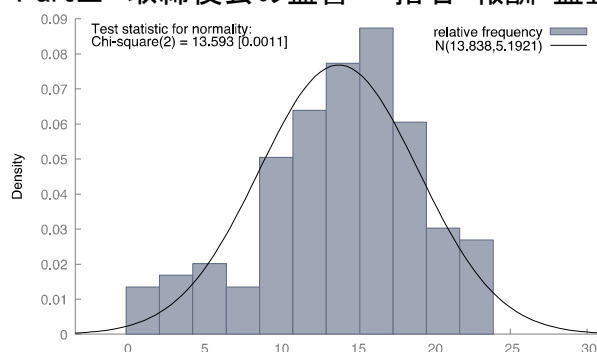
(注)左数値: χ^2 値、括弧内はp値、右数値: N(平均、標準偏差)

図表 Part II 取締役会と取締役



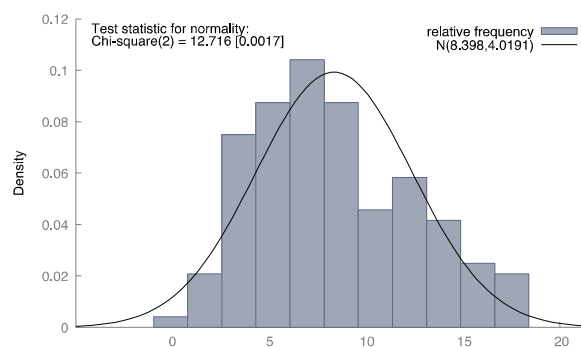
(注)左数値: χ^2 値、括弧内はp値、右数値: N(平均、標準偏差)

図表 PartⅢ 取締役会の監督 —指名・報酬・監査—



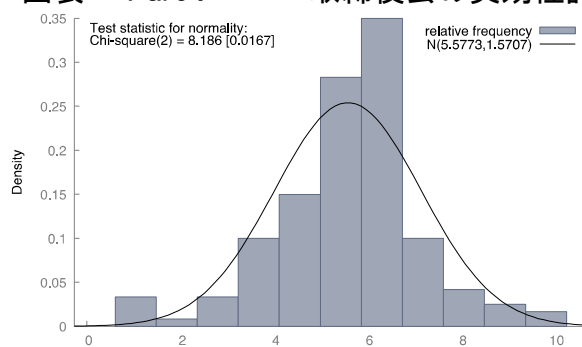
(注)左数値: χ^2 値、括弧内はp値、右数値: N(平均、標準偏差)

図表 PartⅣ 取締役会の運営



(注)左数値: χ^2 値、括弧内はp値、右数値: N(平均、標準偏差)

図表 Part V 取締役会の実効性評



(注)左数値: χ^2 値、括弧内はp値、右数値: N(平均、標準偏差)

7. JCGIndex およびパート別得点の基本統計量

パート別得点および JCGIndex の統計量はつぎの通りである。

図表 パート別得点及び JCGIndex の基本統計量

	Part I	Part II	Part III	Part IV	Part V	JCGIndex
平均	7.37	13.36	13.84	8.40	5.58	48.55
中央値	7.31	13.78	14.41	7.52	5.64	47.18
最頻値	6.26	11.27	14.41	7.52	6.05	46.14
標準偏差	3.54	4.94	5.19	4.02	1.57	15.61
尖度	-0.83	-0.59	-0.05	-0.63	1.22	-0.46
歪度	0.11	-0.18	-0.61	0.43	-0.41	0.06
範囲	14.61	23.59	21.71	17.54	8.77	71.40
標本数	137	137	137	137	137	137

なお各パートの得点および JCGIndex の変動係数(=標準偏差/平均)は次表の通りである。

図表 各パート得点と JCGIndex の変動係数

	Part I	Part II	Part III	Part IV	Part V	JCGIndex
変動係数	0.48	0.37	0.38	0.48	0.28	0.32

なお、Part I と II の分布は正規分布、Part III、IV と V は非正規分布と判断した。通常、正規分布と比較した場合、尖度がプラスの場合 (Part V) は、正規分布より尖っており、裾野が重い分布となっている。尖度がマイナスの場合 (Part I、II、III、IV) は、正規分布より扁平で裾野が軽い分布である。また、歪度がプラスの場合 (Part I、IV)、右裾が長い/右に歪んでいる/左に偏っている。歪度がマイナスの場合 (Part II、III、V) は、左裾が長い/左に歪んでいる/右に偏っている。

Part I ~ IV に関しては単峰性に疑問が残る結果となった。図から、頻度の高い峰が 2 つ存在する。そして、平均の異なる正規分布を重ねると尖度はマイナスとなることから、平均値が異なる分布が重なっている可能性がある。さらに歪度を考え合わせると、平均だけではなく分散が異なる分布が重なっている可能性も存在する。

平均、分散が異なる分布が重なっているかどうかを分析するには、さらに情報が必要であり、次回以降の設問に工夫を加えることを検討する必要がある。

8. パート別得点と JCGIndex の相関

パート間の相関係数とパートと JCGIndex との間の相関係数は次の図表のとおりである。パート間の相関係数は、Part I・V間および Part V・Ⅲ間は 0.5 より小さいが、いずれのパートも JCGIndex とはより高い相関係数を示している。つまり各パート間の重複は相対的に小さいが、各パートの JCGIndex との相関係数は大きく、各パートは独自の要因を表していると推察できる。

図表 JCGIndex とパート得点との相関行列

相関係数	Part I	Part II	Part III	Part IV	Part V	JCGIndex
Part I	1.0000					
Part II	0.5881	1.0000				
Part III	0.5129	0.6156	1.0000			
Part IV	0.5351	0.6544	0.5165	1.0000		
Part V	0.4576	0.5160	0.4623	0.5293	1.0000	
JCGIndex	0.7675	0.8750	0.8234	0.8111	0.6578	1.0000

JCGIndex との相関係数がもっとも大きいのは Part II である。パートの得点と 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、Part II のウエートが、他のパートより大きいことである。しかし、上述のようにパート間の相関は低いので、パートごとに独自の要因を評価していると考えられることはできる。

9. 高 JCGIndex 会社と低 JCGIndex 会社

回答企業の JCGIndex の平均 48.55 から 1 標準偏差 15.61 だけ上に乖離した値は 64.16、逆に 1 標準偏差下に乖離した値は 32.94 である。そこで JCGIndex が 64.16 以上を高 JCGIndex 企業と定義し、逆に 32.94 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、高・低 JCGIndex はそれぞれ約 16% である。しかし、実際には、高 JCGIndex 企業は 24 社 (全体の 17.52%)、低 JCGIndex 企業は 22 社 (全体の 16.06%) であった。グラフからも直観的に明らかであるが、JCGIndex の分布は正規分布より右の方に歪んでいる。つまり、「右裾が長い」、「左に偏った」分布となっている。

高・低 JCGIndex 企業のパート別得点および JCGIndex は図表「高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業」の通りである。高・低 JCGIndex 企業のパート得点および JCGIndex の違いを見るために、格差比率 = 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、1.85~3.50 倍の開きがある。Part III「取締役会の監督 - 指名・報酬・監査 -」が 3.50、Part I「会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ」が 3.00 と格差が大きい。

図表 高・低 JCGIndex 企業のパート得点と JCGIndex

	Part1	Part2	Part3	Part4	Part5	JCGIndex
高 JCGIndex 企業 24 社	11.68	19.71	19.86	14.11	6.87	72.23
中 JCGIndex 企業 96 社	7.07	13.18	14.22	7.76	5.68	47.92
低 JCGIndex 企業 17 社	3.90	7.22	5.67	4.81	3.72	25.33
高低企業格差比率	3.00	2.73	3.50	2.93	1.85	2.85

9. むすびに

本報告は、Phase II 第 5 回(通算第 21 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 に関する回答結果に関して基本統計量と分布統計を中心に整理したものである。

付表:高 JCGIndex 企業リスト

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。

2023年コーポレートガバナンス調査
—高 JCGIndex企業(24社)—

順位	JCGIndex	社名	Phase II(過去4回) 高 JCGIndex企業回数
1	83.9	ソニーグループ	4
2	81.8	LIXIL	
3	79.1	日本板硝子	4
4	78.3	荏原製作所	4
5	78.1	コニカミノルタ	3
6	76.0	横河電機	3
7	75.2	HOYA	
8	74.5	双日	1
9	74.1	味の素	
10	73.7	エーザイ	3
10	73.7	セブン&アイホールディングス	4
12	73.5	オムロン	4
13	71.6	紀文食品	
14	70.8	いちよし証券	4
15	69.7	T&D ホールディングス	
16	69.1	日本ペイントホールディングス	
17	68.5	りそなホールディングス	4
18	68.3	JVC ケンウッド	3
19	67.2	明治ホールディングス	1
20	66.8	戸田建設	
21	66.0	スミダコーポレーション	1
22	64.7	いちご	1
22	64.7	インフロニア・ホールディングス	
24	64.3	アドバンテスト	

(注)会社名を開示することを辞退した会社は高 JCGIndex 企業にはない。

参考のため、Phase II 調査(過去 4 回)において高 JCGIndex 企業となった回数を掲載した。今回、設問を大きく見直したが、高 JCGIndex 企業には複数回リストアップされてきた企業が多数含まれていることから、JCGIndex の整合性は保存されていると解釈できる。

補論: 分布の正規性の統計的検定に関する注意:

ここで行っている正規性の検定は、帰無仮説「データの分布が正規分布に一致している」を棄却できるかどうかである。p値が 0.05 (5%) 以下である場合に帰無仮説を棄却する。帰無仮説を棄却した結果は「データの分布が正規分布と一致しているとは言えない」である。そして、帰無仮説を棄却できない場合 (p値が 0.05 以上) は「データの分布が仮定した正規分布と一致しているかどうかは何とも言えない」が正しく、積極的に正規分布と一致しているとは言えない。

分布図に掲載されているテストは、Dornik Hansen 検定の p 値であるが、その他の検定の p 値も提示しておく。テストの結果、Part I と II、そして JCGIndex は、帰無仮説を棄却できない。しかし、Part III、IV、V は帰無仮説を棄却できるので、「データの分布が正規分布と一致しているとは言えない」ので非正規性が有意に存在する。

図表 代替的な正規性検定の p 値

正規性検定 p 値	Dornik-Hansen	Shapiro-Wilk W	Jarque-Bera
Part I	0.0633	0.0315	0.1153
Part II	0.1969	0.2554	0.2461
Part III	0.0011	0.0005	0.0153
Part IV	0.0017	0.0021	0.0391
Part V	0.0167	0.0016	0.0040
JCGIndex	0.5892	0.6184	0.4831

シャドウをかけた p 値は、帰無仮説を棄却、対立仮説を受容、つまり正規分布に一致するとは言えないという対立仮説(非正規分布)が結論である。

Q-Q プロット

グラフによりデータが正規分布しているかを視認で判断するため Q-Q プロットを利用する場合がある。Q-Q プロットの縦軸は「データの値」を、横軸は正規分布の理論値を示す。図において、プロットが一直線に並ぶ場合、データは正規分布していると考えることができる。データポイントが直線から離れているのは外れ値の存在を示している。

