

日本企業のコーポレートガバナンス ～2007年JCGRアンケート調査より～

経営戦略研究所
藤島 裕三

【要約】

会社目標を達成するための財務指標としては、会計上の利益金額が多く用いられる。次いで重要視されているのはROEで、株主利益を最大化する観点からはより望ましい。

取締役は10名程度が平均的な人数。社外取締役がいる企業は約6割で、独立性を備えた人物1・2名を選任している例が多い。取締役会の議長はCEOが7割以上で務めている。

監査役会設置会社の約2割では、指名委員会に相当する機関を設置している。CEOが参加していたり、委員長を務めていたりするなど、独立性に問題があるケースも多い。

CEOに対して定量的な業績評価が行われていない企業が約半数ある。さらにCEOが自らの報酬を決定する例が約3割、自らの後継者を決定する例が約7割にまで達する。

買収防衛策としては、事前警告型ライツプランが主流になっている。株式持ち合いを挙げる例が少ないのは、経営の規律付けが損なわれるという批判を意識したもののだろう。

【はじめに】

JCGR(日本コーポレートガバナンス研究所、若杉敬明理事長)は、毎年、東証一部上場企業を対象として、コーポレートガバナンスに関するアンケート調査を行っている。2007年度も8月初めから10月下旬にかけて第6回調査を実施し、回答企業のガバナンスをJCGIndexとして数値化、これに基づいて各種の分析を試みている(<http://www.jcgr.org/jpn/survey/survey.html>)。

本稿は、DIR経営戦略研究所がJCGRの協力を得て、当社客員研究員である若杉理事長の指導の下、第6回調査のアンケート結果を集計・分析することにより、わが国企業におけるコーポレートガバナンス像を読み取ろうとするものである。また資本のグローバル化を踏まえて、外国人を始めとする投資家の観点から、わが国ガバナンスの現状評価および在るべき姿の提言を試みている。

なお当調査の回答企業(307社)は全東証上場企業と比較して、総資産と売上高および従業員数の平均規模が2倍以上である。したがって本稿は全上場企業ではなく、一定以上のビッグプレイヤーに関して、コーポレートガバナンス実態を記述していると理解するのが適切だろう。

JCGR調査の概要およびJCGIndexを用いた分析については、拙稿「ガバナンス改革と業績向上の相関性」(2008年2月29日付 経営戦略情報)を参照されたい。

(<http://www.dir.co.jp/consulting/report/strategy/08022913strategy.html>)

(1) 株式会社のガバナンス

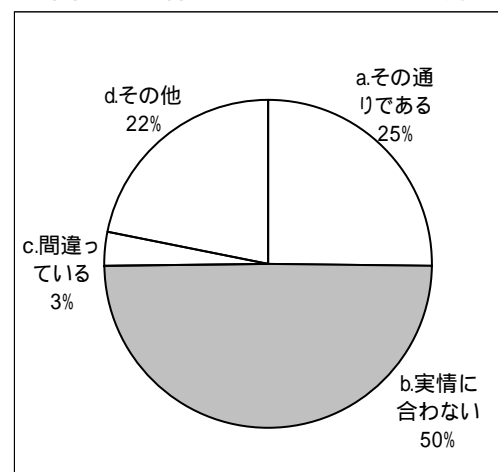
J C G R 調査は最高経営責任者(C E O)に直接、「株式会社のガバナンスは株主にある」という主張に対する考え方を答えるよう求めている(図表 1)。「その通りである」と答えた経営トップは 4 分の 1 で、「間違っている」としたトップはごく少数に止まっています。

ただし最も多いのは「理念としては正しいが、日本企業の実情には合わない」で、全体の半数に達している。株主ガバナンスの大原則を正面切って否定はできないものの、現実の経営においては他のステークホルダーを重視・尊重する、というスタンスが現れている。

また「その他」の内容としては、「株主も含めた多様なステークホルダーを広く意識するべき」というものが目立った。具体的には顧客や取引先、従業員、地域社会などを挙げる。したがって 4 分の 3 は実質、株主ガバナンスを軽視していると受け取られるかもしれない。

外国人でなくとも投資家の立場にすれば、「株主を尊重しない会社の株主にはなれない」のは当然である。資本の論理においてステークホルダー重視は、株主利益を獲得するための手段に過ぎない。少なくとも最終的には株主ガバナンスに服する姿勢を示すべきである。

図表 1 株主ガバナンスの考え方



(出所 : J C G R)

(2) ステークホルダーの観点

重要視するステークホルダーを順番に 3 つまで答えるよう、本調査はやはり C E O に求めている(図表 2)。最も支持を集めたのは「顧客」で、経営トップの 6 割近くが第 1 位と回答した。なお 4 割弱は第 2 位に挙げている一方、第 3 位としたトップは 1 割にも満たない。

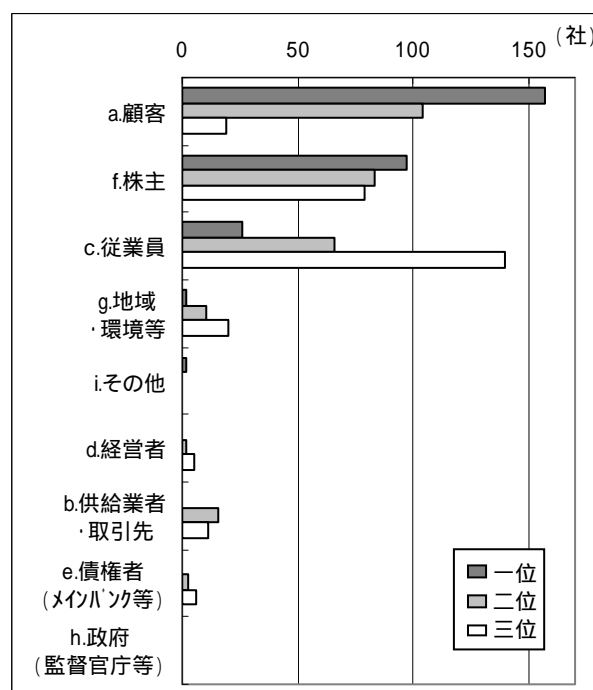
次に多くが重視しているのは「株主」で、3 割強が第 1 位に位置付けている。また、第 2・3 位とした回答もそれぞれ約 3 割ある。「従業員」を第 1 位とするのは少数派だが、第 2 位としては 2 割強が、第 3 位には約半数が挙げた。

以上の傾向から、次のランク付けが推測できる。

[約 3 割] 顧客 株主 従業員
 [約 3 割] 顧客 従業員 株主
 [約 3 割] 株主 顧客 従業員

大きくは顧客重視と株主重視、さらに顧客重視は株主優先と従業員優先に分かれる。投資家の意識に近いのは株主重視、次いで株主優先となる。従業員優先に関しては理解を得ることが難しく、相当の労力を説明に費やす必要がある。

図表 2 重要視するステークホルダー



(出所 : J C G R)

(3) 重要視する財務指標

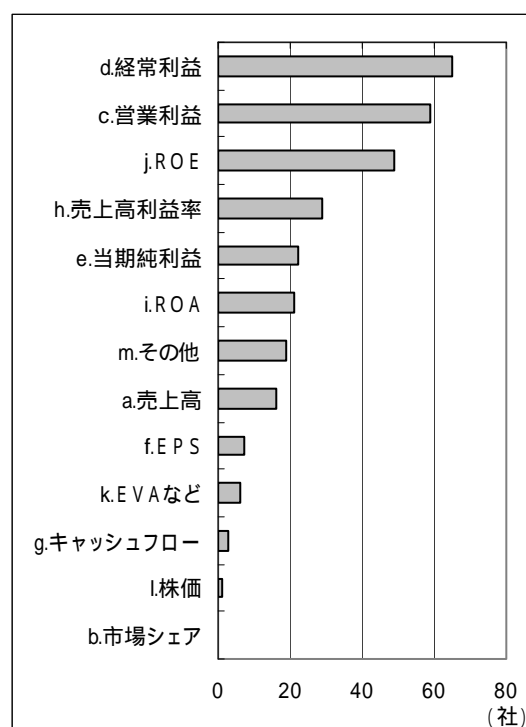
本調査は企業経営において、最も重視する財務指標を聞いている(図表3)。内外の投資家は資金を効率運用する観点から、株主資本の収益性を測るROE(株主資本利益率)を、特に重視するよう求めている。しかし、ROEを挙げた企業は全体の2割弱に止まった。

1・2位を占めたのは営業利益と経常利益で、合わせて全体の約4割に達する。共にフローの経営指標として浸透しているが、ストックが反映されず資本収益性を測れないため、株主に対する説得力に乏しい。その意味ではROA(総資本利益率)の方が優れている。

株主視点の指標としては、EVA(経済付加価値)など資本コストを用いた指標も挙げられる。データの算出および社内外への説明が難しく、メイン指標として使にくい面はあるが、投資家とは資本コストを基軸として議論できるよう、常に準備しておくべきである。

海外でビジネスを展開する際には専ら英語を用いるように、ファイナンス領域においては資本の論理を体現する財務指標が、グローバルな共通言語となる。投資家の関心は資本収益性を高める戦略にあり、企業そして経営トップは説明責任に応えなければならない。

図表3 重視している財務指標



(出所：JCGR)

(4) 取締役会の構成

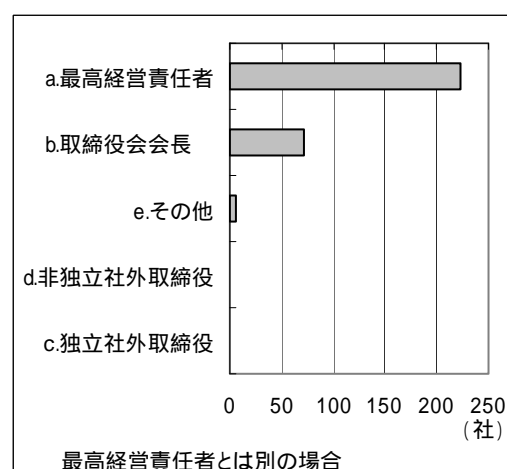
コーポレートガバナンスの要は取締役会である。企業経営が株主価値最大化に則して行われているかチェックできる、適切な構成と能力を備えていなければならない。その核となる概念こそが「監督と執行の分離」であり、その代表的な手法が社外取締役の活用といえる。

まず取締役会が有効に機能するためには、十分な議論を戦わせることができるよう、自ずと適切なサイズがあると考えられる。本調査が取締役の人数を聞いたところ、平均は10.5人だった。かつて20~30人が普通といわれた状況からは、大幅に改善されている。

取締役会の議長については、7割強の企業でCEOが務めている(図表4)。監督と執行の分離という観点からは、執行側のトップであるCEOが監督サイドの会議体を主宰することは好ましくない。社内取締役が多数を占めている場合は尚更である。

次いで議長職に多いのは取締役会会長。CEOが兼任していると問題だが、非執行の立場なら適任といえる。もっとも元社長のケースが多いため、執行に対する過度の干渉は懸念される。独立した社外取締役ならば透明性は高まるが、現実に務める例は非常に少ない。

図表4 取締役会の議長

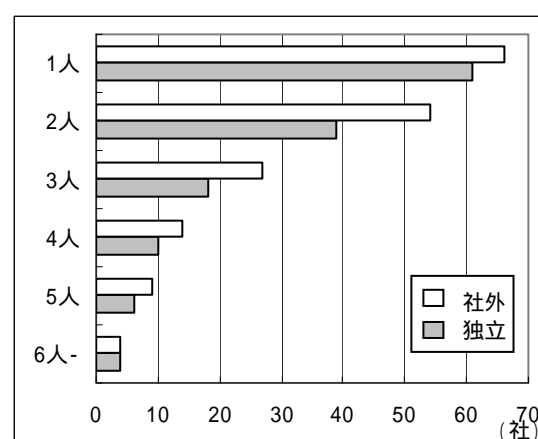


(出所：JCGR)

社外取締役を擁している企業は年々増加しており、本調査（2007年度）においては約6割に達した。特に近年、敵対的買収防衛策の導入と併せて、選任する例が目立っている。ただし、大部分は1・2名の起用に止まっており（図表5）、平均すると2.2人に過ぎない。さらに「独立性」の備わった人材に絞ると、同1.7人にまで減少する。

社外取締役の「独立性」とは、特定株主やステークホルダーの意向に左右されず、企業総体としての株主価値を重視した判断ができることを指す。したがって親会社などグループ出身者や、メインバンクなど取引先からの派遣役員については、投資家の視点からは独立性に欠けると批判されよう。

図表5 社外・独立取締役の人数



（出所：JCGR）

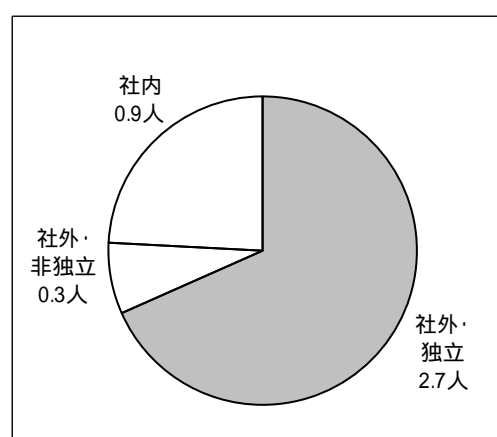
（5）監査委員会と監査役会

業務監査・会計監査に責任を持つガバナンス組織は、委員会設置会社は監査委員会、監査役会設置会社は監査役会と、それぞれ異なっている。ちなみにJCGR調査の回答企業（2007年度307社）のうち、委員会設置会社に移行している企業は21社だった。

組織の平均人数は監査委員会が3.9人、監査役会が4.2人となっている。構成としては監査委員会が3.0人、監査役会が2.6人の社外役員を含み（図表6・7）、いずれも法定の最低限（監査委員会：3名以上のうち過半数、監査役会：3名以上のうち半数以上）は余裕を持って満たしている。ただし共に非独立の社外役員が存在しており、独立性の観点からは割り引いて評価されよう。

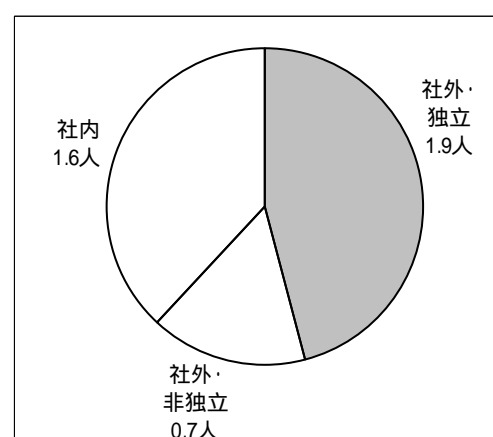
なお、わが国特有の監査役制度については、外国人投資家はネガティブな見方をすることが多い。監査役は取締役会において決議に加われないこと、監査役より取締役の方が上位という風潮が根強いことなどから、ガバナンスの機能不全が疑われるためである。

図表6 監査委員会の構成



（出所：JCGR）

図表7 監査役会の構成



（出所：JCGR）

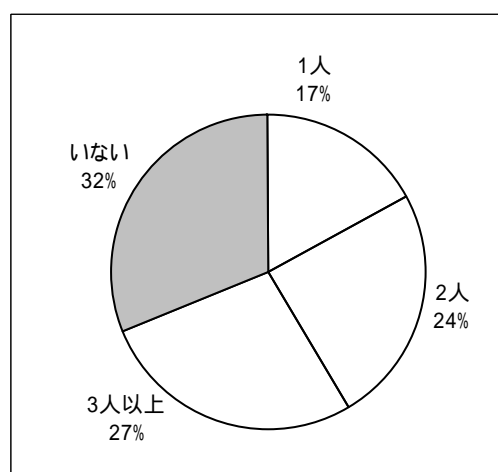
(6) 指名・報酬委員会

委員会設置会社は会社法上、指名・報酬委員会の設置が義務付けられるが、監査役会設置会社が任意で設置することも当然、ガバナンス強化の取り組みとして望ましい。監査役会設置会社の回答企業中、指名委員会は約 2 割、報酬委員会は約 3 割が設置済みだった。それぞれの平均人数（委員会設置会社を含む）は、指名委員会が 4.7 人、報酬委員会が 4.6 人で同程度となっている。

メンバーの内訳として、独立した社外取締役を含まない例が、指名・報酬委員会ともに 3 割強まで達する(図表 8・9)。これには、委員会設置会社の社外取締役に独立性が伴っていないケース、監査役会設置会社の社外取締役に独立性が伴っていないケース、監査役会設置会社に社外取締役のメンバーがそもそもいないケース、の三通りが考えられるが、主には が多いと推測される。

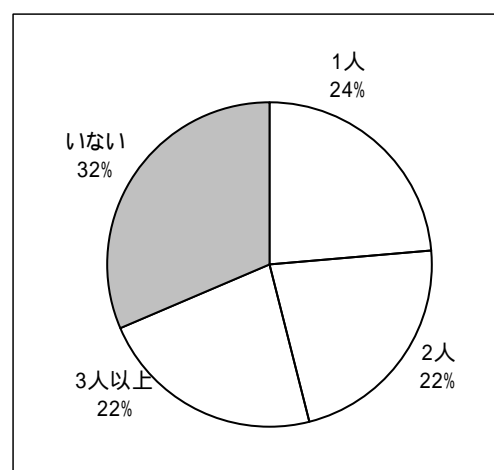
なお の場合においては、社外監査役や外部有識者など、取締役以外の外部者を選任している例が多い。もっとも社外を含む監査役は、業務・会計監査のみ株主に責任を負う建て付けなので、指名・報酬に関与するには相応しくないとする向きがある。また社外有識者については、そもそも株主に責任を負う立場ではないため、資本市場の信認を得ることはさらに難しいかもしれない。

図表 8 指名委員会の独立取締役



(出所 : J C G R)

図表 9 報酬委員会の独立取締役



(出所 : J C G R)

指名委員会に関連して、CEOがメンバーに含まれるかとの設問において、回答企業の 8 割近くが一員として参画していると認めている。人事の最高責任者である経営トップが議論に加わるべき、とする見解については、少なからず理解を得られるのではないかと。もっとも、トップ人事の独立性を厳しく求める視点によれば、CEOは人事案を上程するだけで決定に加わるべきではないとする。

さらに、委員長をCEOが務める企業も 4 割以上にまで達している。この場合は議論をリードすることになるため、自らの人事案を強引に通そうとする、恣意的な運営が懸念される。理想的には社外取締役が議事を取り仕切るべきだが、少なくとも非執行の会長などが任を果たすべきだろう。

指名委員会は、経営トップの出入進退を決するという役割から、コーポレートガバナンスの意識が最も先鋭的に現れる部分だといえる。これを主宰する立場までトップ自身が握っているのでは、自己保身・権力温存の意図を疑われても、資本市場に対する弁明は難しいかもしれない。

(7) C E O の業績評価と経営責任

コーポレートガバナンスの議論において、経営トップに対する監査監督が強調されるのは、その見返りに相応の執行権限を与える枠組みが期待されるからである。現代の高度にグローバル化した経済環境で、企業が持続的な成長を達成するには、リターンを積極的に追求するための経営姿勢と共に、リスクを低減するための適切なチェック体制が求められる。厳格なガバナンスを伴った強力なマネジメントが備わってこそ、苛烈な競争に勝ち抜くことができるだろう。

本稿(3)では、企業経営において最も重要視される財務指標を紹介した。その財務指標を用いてCEOの業績評価は実施されているか、JCGRが続けて質問したところ、同じ指標で評価されているCEOは3分の1に過ぎなかった(図表10)。

そもそもCEOの業績評価において、具体的な基準や目標値を用いていない企業が、半数近くに達する。多くは取締役会が定性的に判断するのだろうが、社外取締役が1・2名に止まっているなど、独立性が不十分な実態を考え併せると、評価内容(進退・報酬など)に説得力を持たせることは難しい。

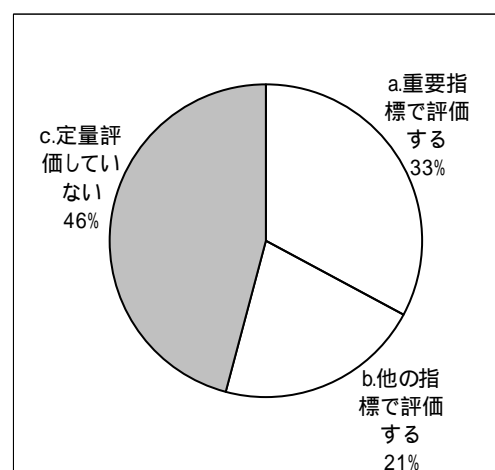
残り約2割の企業は、前述の指標と別の基準を用いるとしており、具体的には多くが経常利益や当期純利益など、会計上の利益金額を挙げている。ROEやROA、EVAなどを重要視するとしつつ、実際には内部的な運用が伴っていなかったり、指標を社内と社外で使い分けたりするケースが推察される。

またJCGRは上記の指標も含めて、会社の中長期的な目標が達成できなかった場合、CEOがどのような行動をとるか聞いている(図表11)。ほとんどは達成できなかった理由を公表して説明するとしており、明確な形で責任を負うとした回答は少数に止まる。

もちろん「目標未達の時には即、責任をとって辞任する」ことまで求めるのは、極端に過ぎるかもしれない。わが国企業の大部分は生え抜きの経営トップを擁しており、経営者市場が発達した米国など同一のスタンスをとることには、前提からして無理があろう。

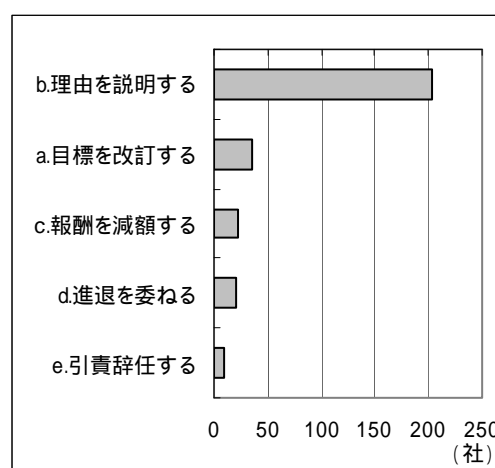
それでも公明正大な出処進退を徹底するなら、CEOは自らの地位を取締役に委ねることが望ましい。この場合の取締役会は当然、独立性した社外取締役を多く含むべきである。去就を賭けることに抵抗感があるとしても、少なくとも役員報酬は連動していなければ、トップとしての姿勢を疑われるのではないか。

図表10 CEO評価の指標



(出所：JCGR)

図表11 CEOの経営責任



(出所：JCGR)

(8) C E O報酬の決定プロセス

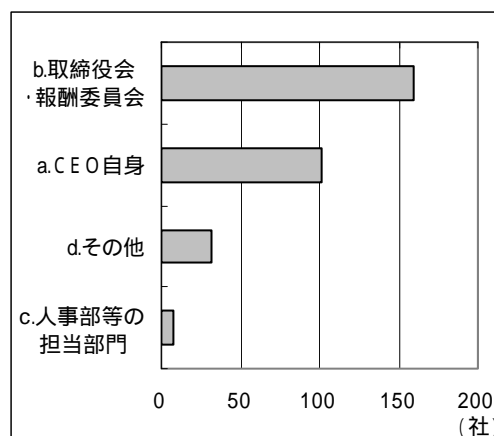
インセンティブシステムとしての報酬制度は、C E Oから優れたマネジメントを引き出すという、重要な役割を担っている。そのため設計に際しては、高度な透明性と公正性が求められる。特に実質的な決定権者については、厳しく問われなければならない。

C E O報酬の算定方法および金額に対して、誰またはどの組織が最も影響を持っているかは、半数強が「取締役会またはその報酬委員会」とした(図表12)。少なくとも組織の建て付けとしては、トップ報酬に客観性を持たせる意識が浸透してきている。

もっとも形だけでは不十分であり、独立した判断が可能な構成および運営が必要となる。ポイントとして、社外取締役など社外メンバーが過半数を占めるか、C E O自身を除いて討議しているかなど挙げられるが、実践している企業は少ないのではないかと推察される。

次いで約3割を占めているのが、C E O自身となっている。自分の報酬を自分で決めることで「お手盛り」のリスクが大きく、インセンティブシステムとして適切とはいえない。厳しく自律しているトップもいるだろうが、仕組みとして備えることが望ましい。

図表12 CEO報酬の決定権者



(出所: JCGR)

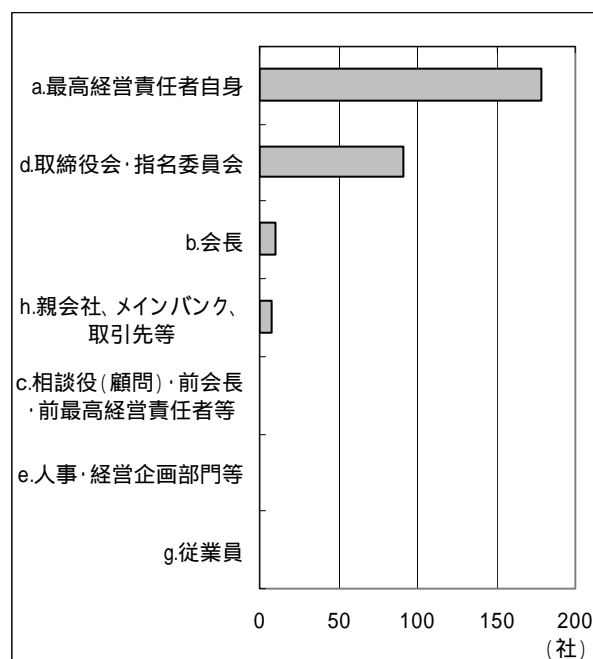
(9) C E O後継者の育成・決定

次期C E Oの育成計画(サクセッションプラン)を定めている企業は、回答企業の8割近くに達する。ただし、その内容を取締役に報告しているのは、そのうち1割強に過ぎない。現C E Oの恣意的な運用を避けるため、監督機能が積極的に関与すべきである。

C E O後継者を事実上、どの役職もしくは組織が決定するかは、現C E O自身が約7割と圧倒的に多く、取締役会・指名委員会は3割弱に過ぎない(図表13)。院政リスクが容易に想起されよう。トップ人事こそガバナンスが律すべきだが、未だ実態は追いついていない。

なお、わが国企業の多くは、トップの選任から報奨、進退まで至るプロセスにおいて、「内部」「自律型」のガバナンスが機能すると主張する。しかし外部からはブラックボックスに過ぎない。資本市場の信任を得る仕組みとはいかなるものが再考を重ねる必要がある。

図表13 後継CEOの決定権者



(出所: JCGR)

(1 0) 株主に関かれた株主総会

いかに優秀な経営者あるいは経営戦略であっても、外部の眼による緊張感が欠けると独善に陥り、業績悪化や不祥事につながるリスクが高まる。株主によるコーポレートガバナンスの観点から自らを規律付けるため、上場企業は積極的に株主と接するべきである。

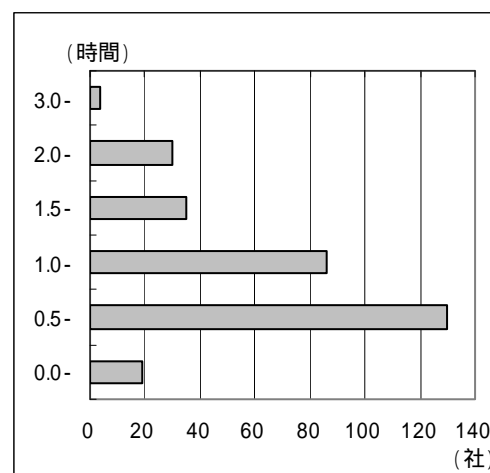
上場企業にとって株主総会は、コーポレートガバナンスの主体である株主と直接、対話を持つことができる、重要かつ貴重な機会である。特に近年、外国人投資家による株主提案や委任状争奪戦が増加しており、各企業においては真摯に取り組む姿勢が望まれる。

わが国は3月決算の企業が多いため、株主総会の開催時期は6月下旬にピークを迎える。そのため企業には、ひとりでも多くの参加を得るための工夫が求められる。しかし、いわゆる「集中日」を避けていると回答した企業は、未だ全体の半数強に止まっている。

また開催時間についても、株主との意思疎通を尽くすため、相応の余裕を持たせる必要がある。JCGRの調査によると、30分以上～1時間未満の企業が最も多く、全体の40%超を占めている(図表14)。これに30分未満の事例を含めれば、約半数の株主総会は数十分単位に止まることになる。

確かに30～40分程度の時間でも、議案の説明と採決だけならば十分だろう。しかし質疑応答に十分な時間を割いたり、中長期的な戦略を説明したりするには心もとない。株主懇親会といった別枠のイベントなども含めて、上場企業には積極的な工夫が要されよう。

図表14 株主総会の開催時間



(出所：JCGR)

(1 1) CEO主導型のIR活動

投資家の理解を得るためには法定開示だけでなく、自主的な開示活動であるIRの積極的な実施が求められる。IRは資本市場との対話を担う重要な機能であるため、責任部署が明確なことが必要とされる。本調査によると、ほとんど全ての回答企業が担当組織を有している。

なおIR担当組織の具体的な部署名や組織上の建て付けについては、本調査では明らかになっていない。独立した「IR部」や「IR室」などの他、経営企画部や広報部といった部署が担当していることが多い模様。スタッフの人数は数名程度が一般的だろう。

IRで扱う情報は、企業の将来に関わる重要なものが多いため、経営トップであるCEOが直接、投資家やアナリストに相對すべきである。国内で定期的に投資家などと接しているCEOは全体の9割近くで、トップ主導のIRは着実に根付いていると見られる。

ただし一方、海外ロードショーにCEO自らが出向している例は、いまだ4割弱に過ぎない。回答企業の外国人株主比率などにもよるが、大企業が多いことを考え併せるともの足りない。グローバルベースのIRについては、取り組みに格差が存するといえよう。

(1 2) 事前警告型ライツプラン

本来、上場企業が敵対的な買収行為から身を守る最善の施策は、優れた戦略の実行による時価総額の極大化に他ならない。被買収リスクが無視できないほど不当に安い株価の背景には、非合理あるいは非効率なマネジメントの実態があることが多いのではないかと。

ただし、一部の濫用的な買収者から株主共同の利益を守るなど、限定された目的に合う範囲ならば、いわゆる「敵対的買収防衛策」の検討が肯定される場合はあるだろう。本調査の回答企業においては、約3割が何らかの防衛策を導入していると表明している。

具体的なスキームとしては、大部分が事前警告型ライツプランで、防衛策を導入した企業の約7割に達する。信託型ライツプランはごく少数。「その他」としては時価総額の向上やIRの充実が多い。防衛策として株式持ち合いを挙げた企業は少ないが、実態としては増加していると思われる。

近年、事前警告型ライツプランの導入企業は急速に増加しており、資本市場からの批判に晒されている。特に外国人投資家は、ガバナンスが不十分なのに防衛策には熱心な様に違和感を持っており、最近の「日本売り」につながった恐れがある。

もっとも防衛策それ自体は必ずしも、株主重視と相反するものとは限らない。安定株主工作と抱き合わせで株主総会の承認を得る手続や、経営改善を求める投資家の正当な声を封じる運用こそ、厳しく問題視される。資本市場の信認を得ることの意味を、上場企業は再考する必要があるだろう。

【おわりに】

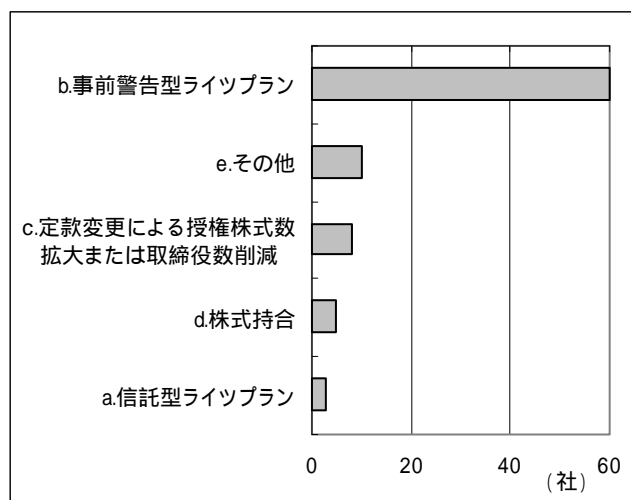
外国人投資家の多くは、企業業績とコーポレートガバナンスを関連付けて捉えている。少なくとも将来の利益成長を担保するのは、優れたガバナンス・システムの他にない。したがって、ガバナンス水準が低いわが国の資本市場は、容易に売られやすい脆弱な状況にある。

JCGRの調査・分析によると、わが国においてもガバナンスが優れた企業群は、劣っている企業群と比較してROA・ROEが高い。この結果を以ってJCGRは、「(優れた)ガバナンス体制をとる企業ほど、株主に報いていると結論づけることができる」と主張する。

ただしガバナンスが優れた企業群といっても、グローバルな水準で「株主価値最大化」と「監督と執行の分離」を兼ね備えた企業は、ほんの一握りに過ぎない。足下の「日本売り」を止めるためにも、わが国ガバナンスひいては将来の期待収益を底上げすることが急がれよう。

- 以上

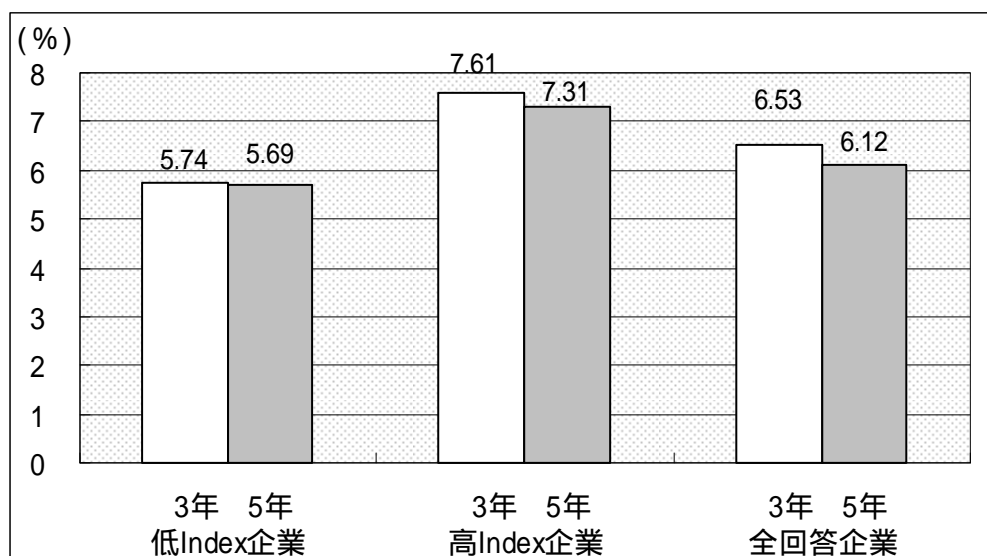
図表 1 5 買収防衛策の具体的内容



(出所: JCGR)

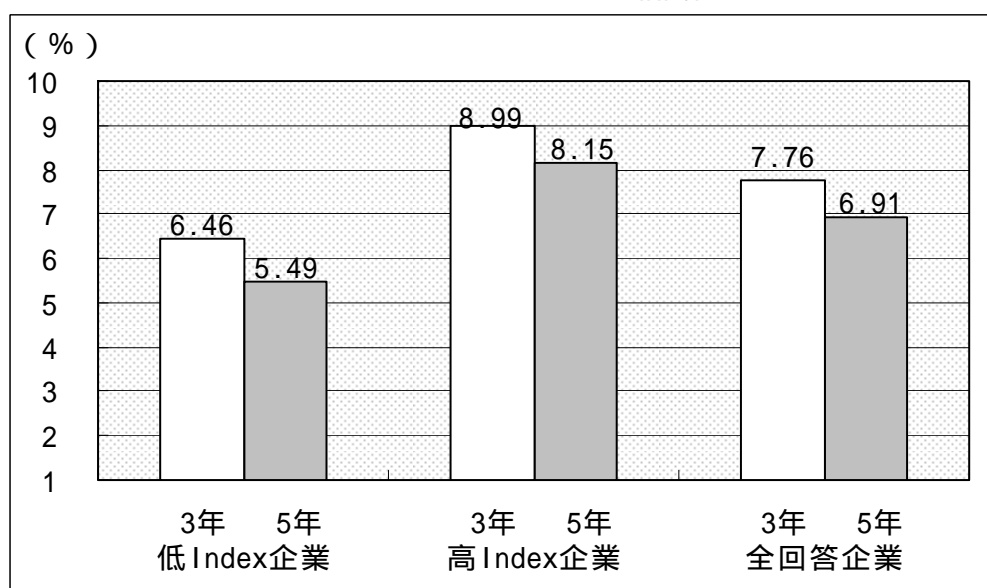
[参考] コーポレートガバナンスと企業業績

J C G Index と R O A の相関性



(出 所 : J C G R)

J C G Index と R O E の相関性



(出 所 : J C G R)

J C G Index とは

- ・ 定性的な内容を含むアンケート調査に拠る、コーポレートガバナンスの本格的な数値指標。
- ・ 2003年4月発表・2007年7月改訂の「J C G Rコーポレートガバナンス原則」をベースに、理想的なガバナンス体制のモデルを設定、これと各社のアンケート結果を比較する。
- ・ 理想モデルのJ C G Index は 100 点満点。第 6 回調査における全回答企業の平均は 49.4 点。