日本企業のコーポレートガバナンス

～第８回JCGIndex調査のデータ分析～

藤島　裕三

わが国企業のコーポレートガバナンスは過去数年間で着実に改善してきた。社外取締役を選任している企業数や、独立性を備えた社外取締役の割合などに、ガバナンスの改善度は現れている。ただし直近ではリーマンショックの影響などもあり、株主重視のガバナンスに対する懐疑的な見方も拡がっている。今後さらにガバナンス改革が進展するか後退するのか、わが国は岐路となるポイントを迎えているのかもしれない。

はじめに
１．第８回調査の概要
２．重要視する財務指標
３．経営者の業績評価
４．取締役会の構成
５．社外取締役の状況
６．指名委員会の設置
７．報酬委員会の設置
８．監査役会・監査委員会
９．株主ガバナンスの捉え方
まとめ

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実施している。2009年も８月から10月にかけて第８回調査を行い、回答企業のガバナンスをJCGIndexとして数値化した上で、これに基づいて各種の分析を試みている。

本稿は、DIR経営戦略研究所がJCGRの協力を得て、第８回調査のアンケート結果を集計・分析することによって、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。また単年度の数値だけでなく過去５期間（2005～2009年）のデータを時系列で分析することで、近年におけるトレンドを併せて追った。

１．第８回調査の概要

JCGR（日本コーポレートガバナンス研究所）は2009年８月から10月にかけて、東証一部上場企業（７月29日時点の1,697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実施した。コーポレートガバナンスの数値指標であるJCGIndexを作成するためで、全体の12.7％に相当する215社から回答を得た。

回答企業の平均規模（総資産、売上高、従業員数）は、全上場企業と比較して２倍以上となっている。したがって当調査および本稿の記述は、企業規模が一定以上かつガバナンスに関心の高い企業に限ったものだと捉えるべきだろう。なお回答があった215社のうち、委員会設置会社は14社（回答企業全体の6.5％）であった。

JCGRでは企業業績とガバナンスの相関関係を検証するため、JCGIndexが特に高い企業（平均より１標準偏差以上、上方に乖離している37社）を高JCGIndex企業と、特に低い企業（平均より１標準偏差以上、下方に乖離している37社）を低JCGIndex企業と定義して、各種の分析を実施した。主な結果は以下となっている。

○ROAとROEは高JCGIndex企業の方が高い
○株式投資収益率は高JCGIndex企業の方が高い
○従業員数伸び率は高JCGIndex企業の方が低い

これらを受けてJCGRは、「JCGIndexと企業業績との間には正の相関がある」と結論付けている。また「資本の利益と従業員の利益の調和を目指す」ことを重要なポイントに挙げている。詳しくはJCGRの報告書を参照されたい（http://www.JCGR.org/）。参考までに第８回調査の高JCGIndex企業ランキングを下記する（図表１）。

図表１：高JCGIndex企業ランキング

順位	JCGIndex	企　業　名
1	82	東芝
2	81	ソニー
		スミダコーポレーション
		イオン
		大和証券グループ本社
6	78	ニッセンHD
7	77	帝人
8	76	パルコ
9	75	オムロン
		りそなHD
11	74	昭栄
		エーザイ
13	73	アサヒビール
		コニカミノルタHD
		三菱商事
		野村HD
		ベネッセコーポレーション
18	72	旭硝子
		いちよし証券
20	71	リコー

（出所）JCGR資料よりDIR経営戦略研究所作成

2．重要視する財務指標

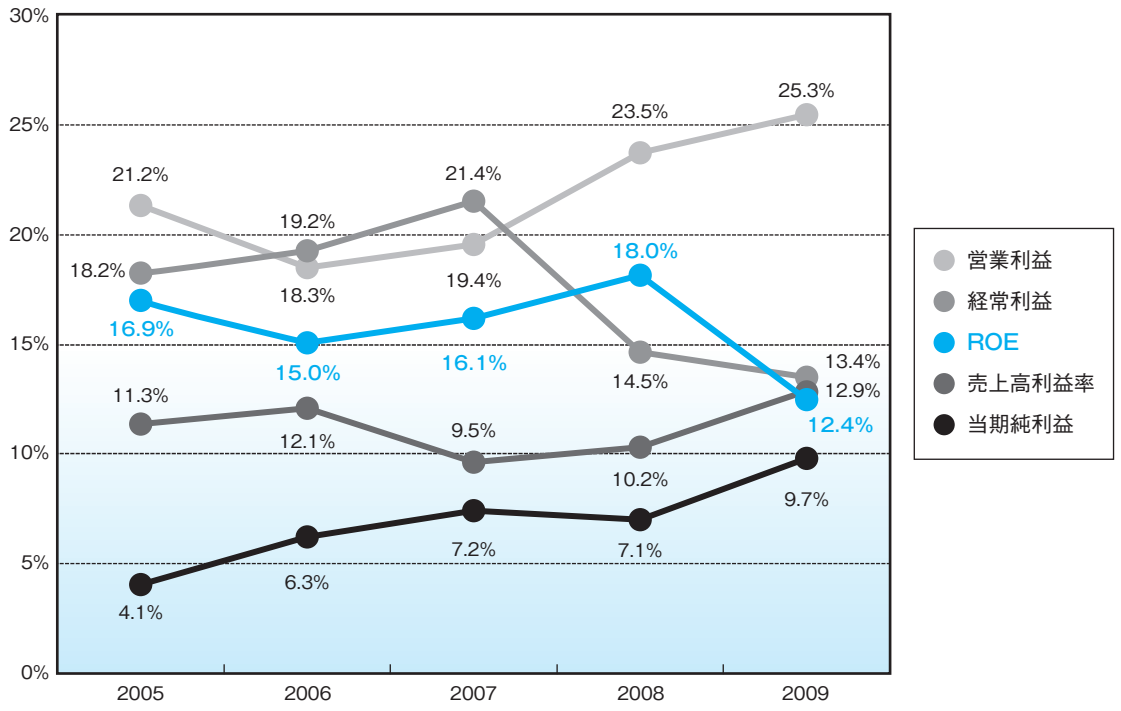
以下、JCGRの協力によりアンケート結果のデータを分析する。なお過去５期間で回答社数には変動があり、回答企業には入れ代わりが存する。しかし本稿においては、各期間の回答結果に一定の連続性があるものと仮定して議論を進める。

まず本調査は最高経営責任者（CEO）に対して、中長期的に最も重視している財務指標は何かを聞いている。内外の投資家は資金を効率運用する観点から、資金を効率運用する観点からROE（自己資本利益率）の重視を求めている。しかしROEが最重要の経営指標であると位置付けた回答は、全体の12.9％に過ぎない。

最も多かった回答は営業利益（全体の25.3％）で、経常利益（同13.4％）を併せると４割弱に達する。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ておら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。説明責任を履行する目的においては、ROA（総資本利益率）の方が望ましいといえよう。

過去５期間のデータを追うと、ROEを重視するCEOが今回、急激に減少したことが分かる（図表２）。代わって営業利益や当期純利益、売上高利益率といったフローの指標が伸びた。昨年秋のリーマンショック以降、株主重視のガバナンスに懐疑的な見方が拡がっていることが、ROE否定につながっているのかもしれない。なお経常利益が急減しているのは、国際財務会計基準（IFRS）を意識したものだろう。

図表２：ＣＥＯが重要視する経営指標



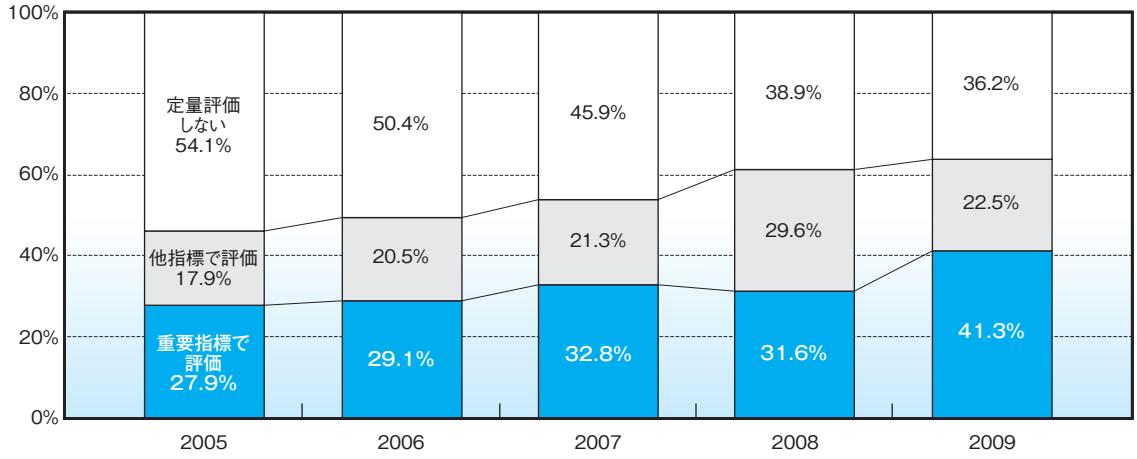
（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

３．経営者の業績評価

次にCEOが業績評価される際、何が基準になるかを問うたところ、前述した「重要視する財務指標」で評価されるCEOが41.3%と、今回調査で大きく増加している（図表３）。これには「重要視する財務指標」として前回までROEを挙げていた企業が、今回は営業利益や売上高利益率など他の指標に変えたことで、結果的に「重要視する財務指標」と「CEOを評価する指標」が一致した例が多く含まれると考えられる。

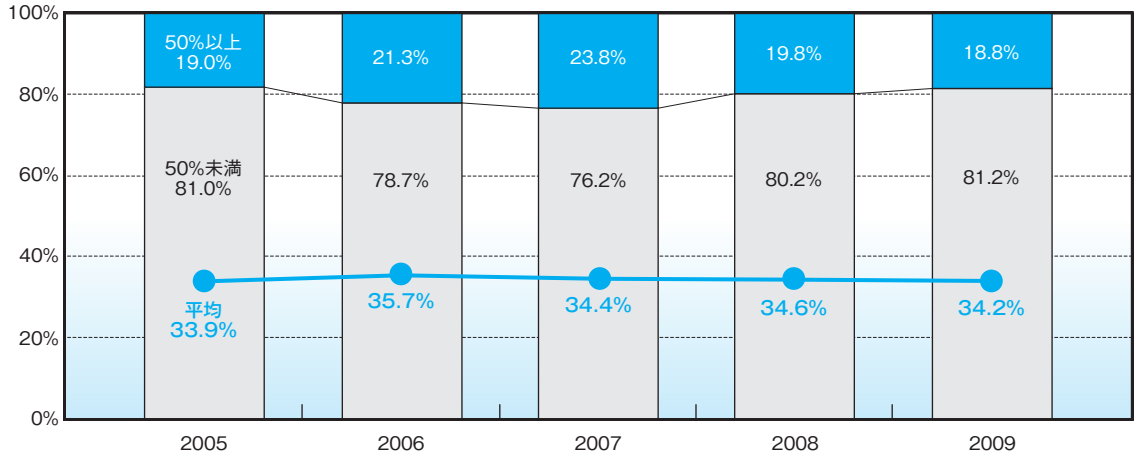
CEO報酬に占める業績連動部分の割合につき、50%以上とする企業は全体の18.8%に止まっている（図表４）。やや減少基調にあるのは、昨今の企業収益低迷を受けて、報酬体系を見直した企業があるためかもしれない。なお業績変動部分の割合を平均すると34.2%で、５期間で大きく変わっていない。一般的な水準として定着している模様。

図表３：ＣＥＯを業績評価する基準



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表４：ＣＥＯ報酬の業績連動部分



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

4. 取締役会の構成

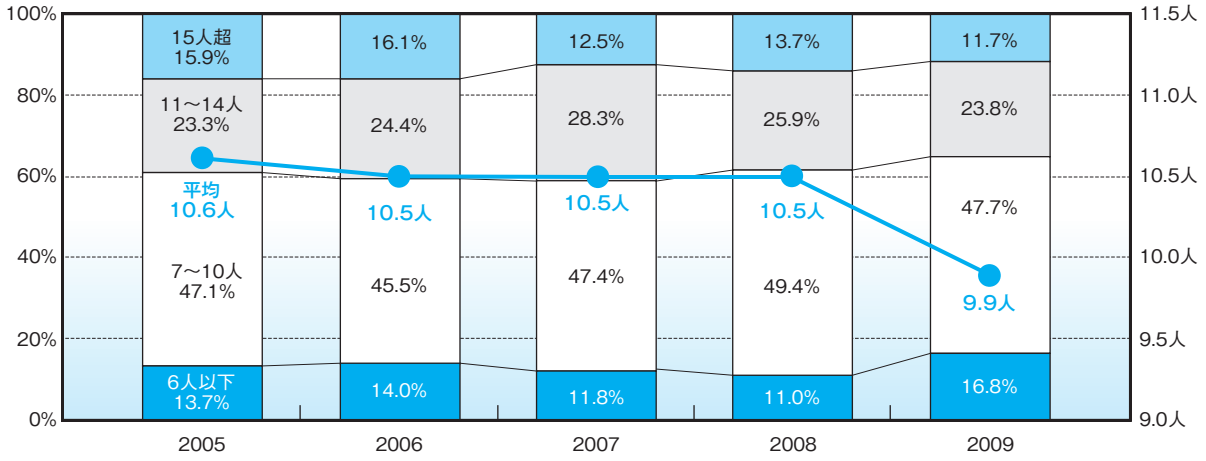
コーポレートガバナンスの要として取締役会が有効に機能するには、十分な議論を戦わせることができるよう、自ずと適切なサイズがあると考えられる。本調査が取締役会を構成するメンバーの数を聞いたところ、最も多かった回答は９人（全体の14.0％）であった。次いで10人（12.6％）、７人（11.2％）、８人（9.8％）と続く。

一方で20人を超えていると回答した企業は、全体の2.3％に過ぎなかった。わが国企業の取締役会はかつて、20～30人が普通とされた状況が長らく続いたが、近年においては大幅に改善されている。なお最多は28人だった（最少は４人）。

取締役の平均人数は、前回調査まで約10.5人で安定していたが、今回は9.9人と目立って減少した（図表５）。内訳を見ると「６人以下」が急増している。前回までは「７～10人」が順調に増えており、今回からの新しい傾向といえる。業績悪化局面を意思決定のスリム化で乗り切ろうとする動きが反映されたのかもしれない。

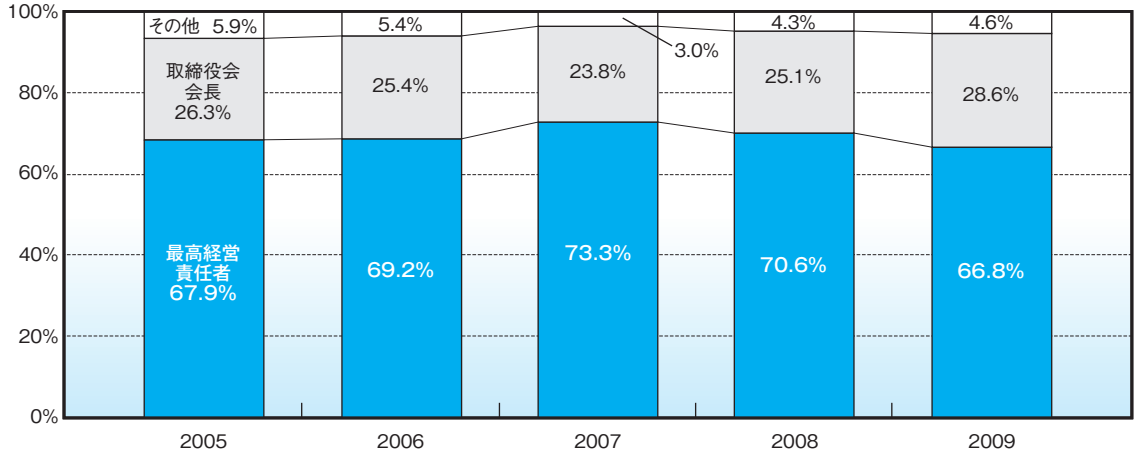
取締役会の議長については、66.8％の企業でCEOが務めている。監督と執行の分離という観点からは、執行側のトップであるCEOが監督側の会議体まで主宰することは本来、好ましくない。もっとも前回・今回と続けて「議長兼CEO」は減少している（図表６）。次いで多いのは取締役会会長（CEO兼任者を除く）の28.6％で、近年コンスタントに割合が増加して

図表５：取締役会の人数



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表６：取締役会の議長



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

いる。なお「その他」は社外取締役などである。

上述の「議長兼CEO」は近年の米国で、経営者による不祥事の温床として批判が強い。わが国企業は未だ社外取締役の選任が問われる段階のこともあり、取締役会議長の在り方には未だ矛先が向いていないが、将来的には批判に晒される可能性もあろう。

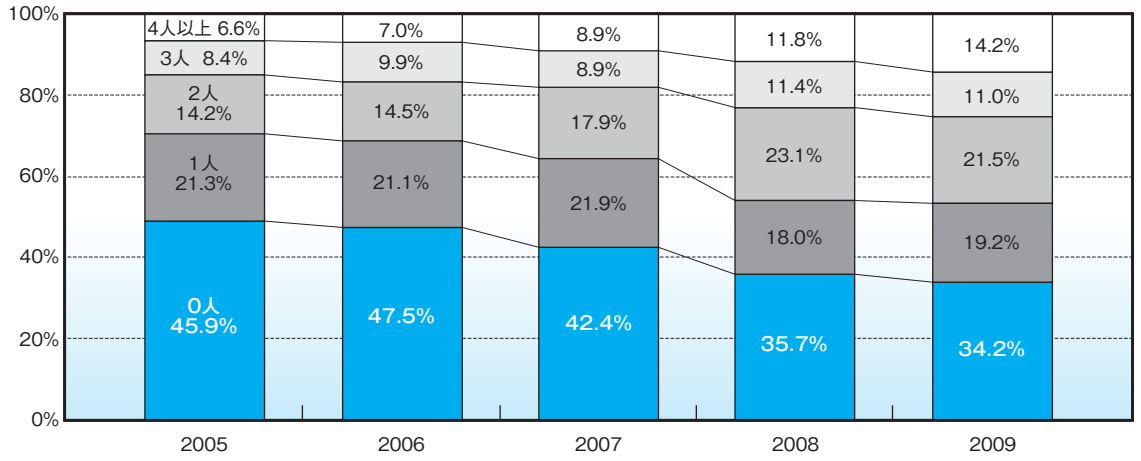
５．社外取締役の状況

回答企業のうち社外取締役を選任している例は65.8%で、５期間を通じて順調に増加している（図表７）。特に今回調査では「４人以上」が増えている。もっとも選任企業における社外取締役の平均人数は2.3人で、近年のレンジ（2.2～2.4人）に収まっている。ゼロから新たに１・２名を選任する企業が毎年ある以上、想定できる事象ではある。

ちなみに東証が上場企業に提出を求めている「コーポレートガバナンスに関する報告書」によると、2009年12月25日現在、社外取締役を選任している企業は1,074社で、同市場全体（2,319社）の46.3%となっている。本調査によるデータの方が大きい割合であるのは、先述した通り、対象を東証一部上場企業に限っていること、中でもガバナンスに関心の高い企業の回答が多いこと、が反映されていると考えられる。

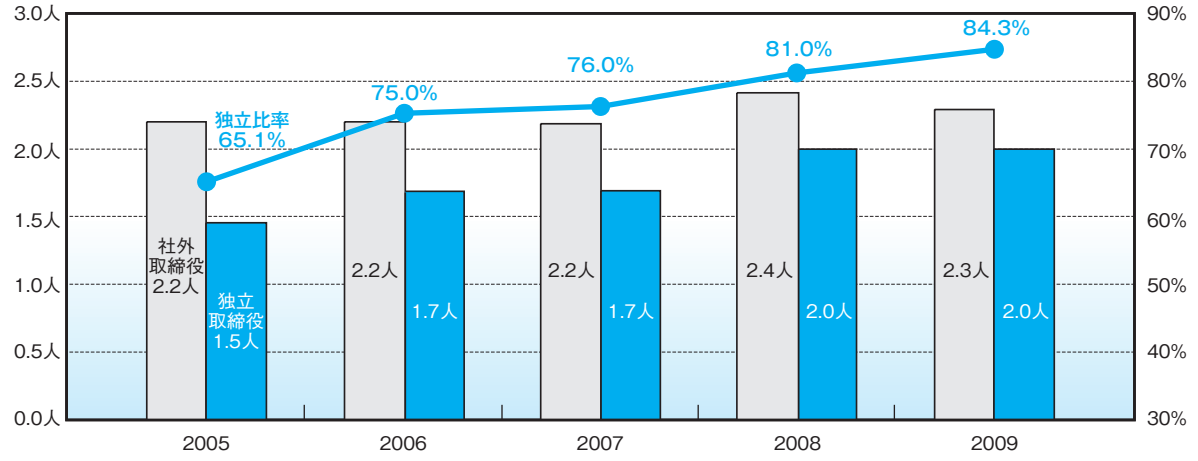
社外取締役の選任企業において、独立性を伴った社外取締役の平均人数は着実に増加しており、今回調査では2.0人である（図表８）。社外取締役全体に

図表７：社外取締役の人数



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表８：社外取締役の独立性



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

占める独立した社外取締役の割合は84.3％で、2005年から20ポイント近く高まった。内外の投資家が社外取締役の独立性に対して近年、要求水準を上げてきたことが影響していよう。

なおJCGRは独立性の定義を、「株主以外のステークホルダーからは中立で、純粋に当該会社の株主の立場から判断や行動ができること」とする。具体的には、以下の５点を全て満たしている社外取締役のみを、独立性が伴っていると認める。

①過去５年間、当該会社およびその子会社の取締役（社外を除く）または従業員でなく、かつ現在もそうでないこと

②過去５年間、親会社または大株主（総議決権株の3分の1以上保有）の取締役（社外を除く）または従業員でなく、かつ現在もそうでないこと

③過去５年間、主要取引先（金融機関を含む）の取締役（社外を除く）または従業員でなく、かつ現在もそうでないこと

④当該企業から取締役報酬以外の報酬を受けていないこと

⑤親族が当該会社の取締役（社外を除く）でないこと

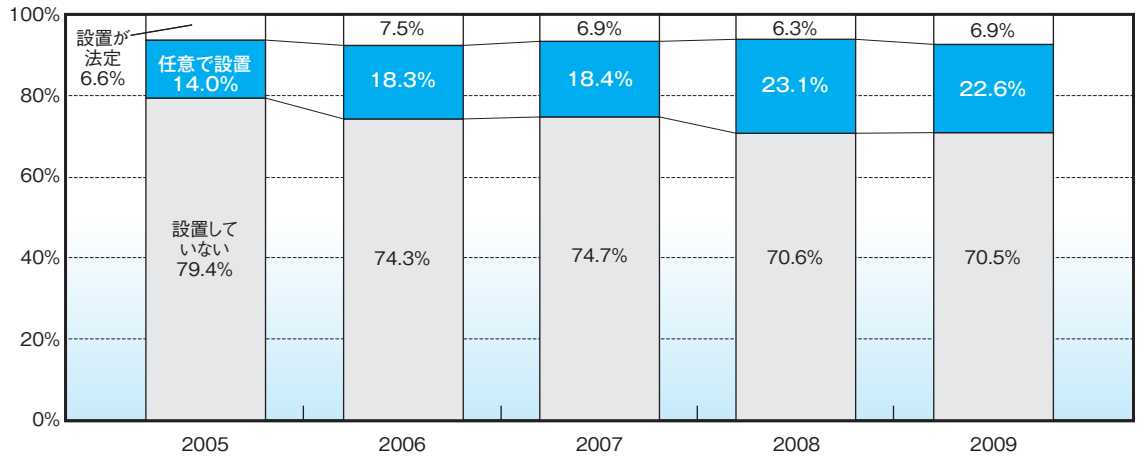
６．指名委員会の設置

委員会設置会社は会社法によって指名委員会の設置が義務付けられているが、監査役設置会社が任意で設置することも当然、ガバナンスを強化する取り組みとして望ましい。監査役設置会社による回答のうち、指名委員会を任意で設置している例は24.3％あった（委員会設置会社を含めた全体では22.6％）。過去５期間で見ると、年によってばらつきはあるものの、トレンドとしては着実に「任意で設置」が増えている（図表９）。

指名委員会の平均人数は4.9人（今回調査）で、最近５期間で大きくは変わらない（図表10）。また同委員会はCEOの人選に関与するため高い独立性が求められるが、独立した社外取締役の割合は約37.8％に止まった。もっとも2005年と比較すれば10ポイント近く上昇しており、トップ人事の透明性は高まっていると評価できる。

ただし任意で指名委員会を設置している監査役設置会社に限って、指名委員に占める独立した社外取締役の割合を抽出すると、28.9％（平均5.0人中の1.4人）に低下する。背景として、同委員会を設置している監査役設置会社の中に、社外取締役が１名もしくはゼロの企業が含まれることが推測される。このようなケースでは、社外監査役や外部有識者を同委員会に加えることで、独立性を確保

図表９：指名委員会の設置状況



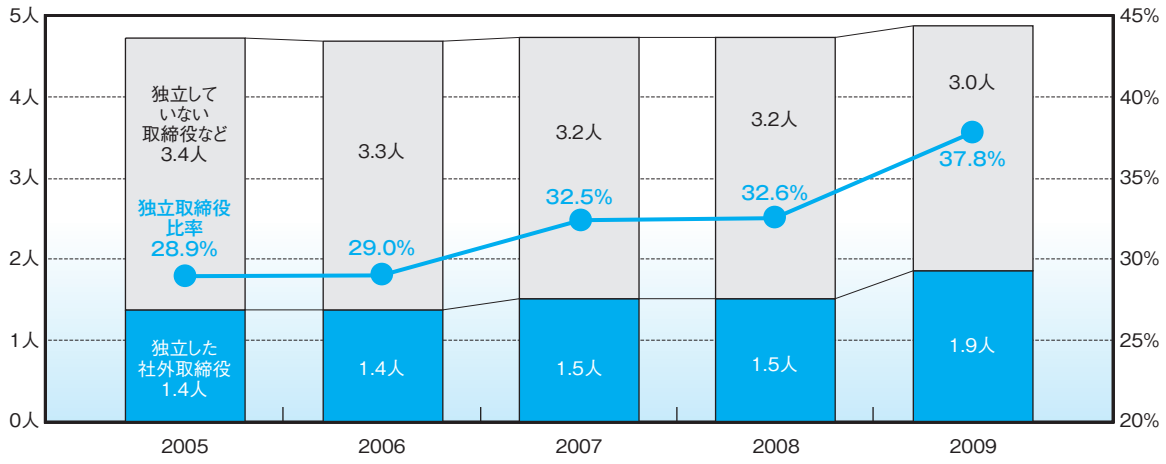
（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

している例もあるだろう。

議長として指名委員会を束ねる役割は、29.7%の設置事例でCEOが務めている。上述のように同委員会はCEOの人選に関わるため、当の本人が議長の座にあることは望ましいとはいえない。もっとも同様の事例は徐々に減少してきている（図表11）。その代わりとして社外取締役（独立していない者も含む）、「その他」としてCEOを兼任していない取締役会会長などが、議長に選任されている例が増加している。

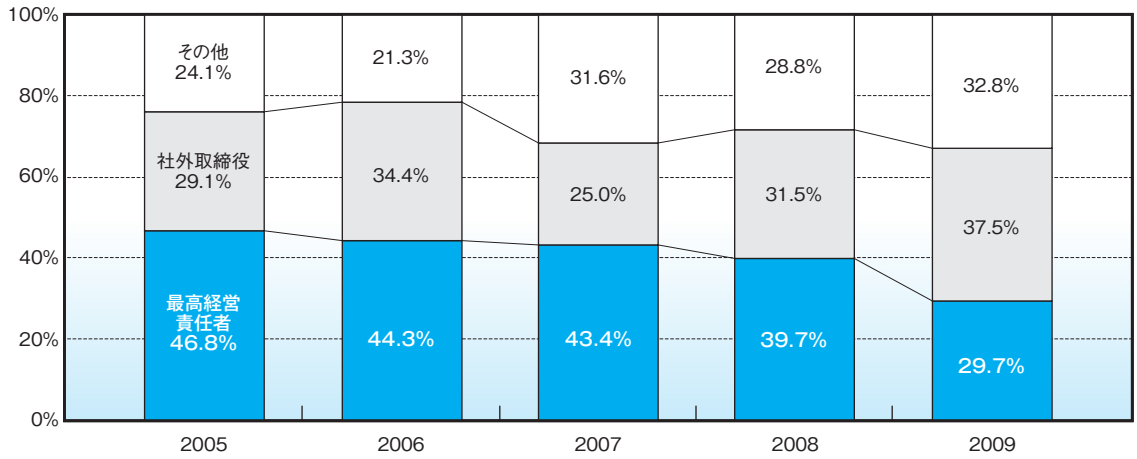
議長の座に就くかは別として、そもそもCEOが指名委員会に関与するのかについては、同委員会を設置する企業のうち71.4%がCEOの参画を認めている（今回調査）。同委員会はCEOのみならず取締役全員の選任を扱うため、役員人事の最高責任者であるCEOが議論に加わるべき、とする考え方については、一概に否定されるべきではないかもしれない。もっとも、トップ人事に透明性を厳しく求める立場としては、CEOは人事案を上程するだけで決定に関わるべきでないと主張することが考えられる。

図表10：指名委員会の独立性



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表11：指名委員会の議長



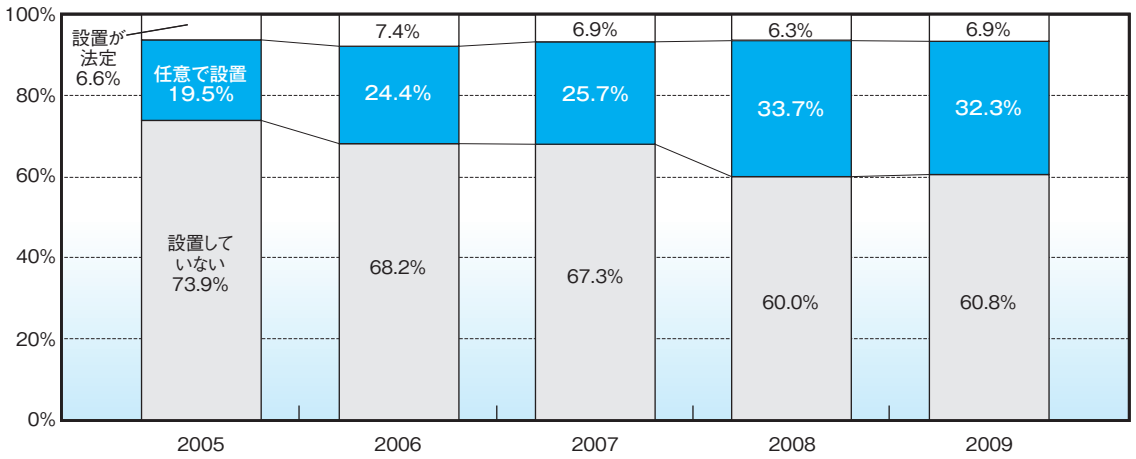
（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

7. 報酬委員会の設置

指名委員会と同じく委員会設置会社で義務付けられている報酬委員会についても、監査役設置会社が任意で設置することは望ましい。監査役会設置会社による回答例のうち、設置事例は34.7%（委員会設置会社を含めた全体では32.3%）で、指名委員会よりも多くなっている。CEOの人事を論じる委員会の設置に抵抗があっても、報酬に限った検討機関ならば比較的設置に踏み切りやすいのだろう。なお指名委員会と同様に過去５期間では、トレンドとして着実に「任意で設置」が増加している（図表12）。

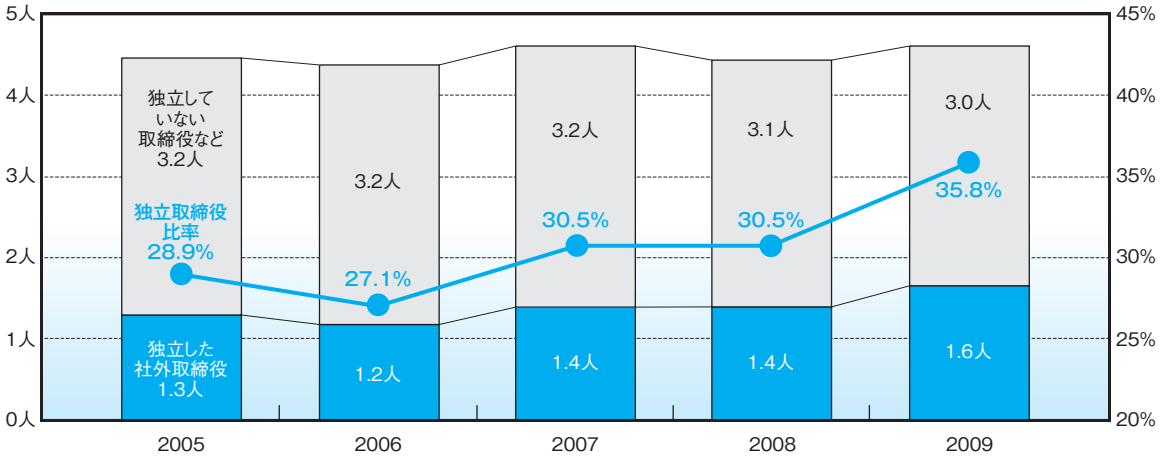
報酬委員会を構成する平均人数は4.6人で、指名委員会と同様、最近5期間で大きくは変わらない（図表13）。また独立した社外取締役が占める割合についても、指名委員会と大差なく35.8%で、やはり2005年と比べれば大幅に高まっている。

図表12：報酬委員会の設置状況



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表13：報酬委員会の独立性



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

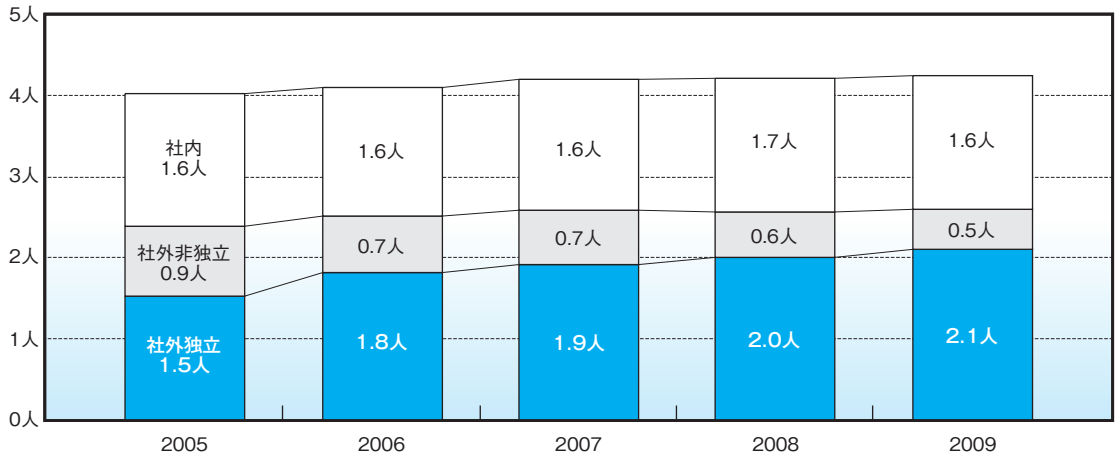
8. 監査役会・監査委員会

監査役設置会社における監査役会は4.2人で、過去５期間で大きく変わっていない（図表14）。うち社外監査役は2.6人、独立性の伴った社外監査役は2.1人となっている。独立した社外監査役の割合は、2005年の38.3%から今回調査は50.4%と、過半数を占めるまでに拡大している（社外監査役そのものは会社法が半数以上を義務付け）。

委員会設置会社における監査委員会は3.9人で、やはり過去５期間では大きく変わらない(図表15)。うち社外監査委員は2.9人で、ほとんどは全てが独立性を伴っている。独立した社外監査委員の割合は、2005年の57.6%から今回調査は72.7%と、３分の２を超えるまでに拡大している（社外監査委員そのものは会社法が過半数を義務付け）。

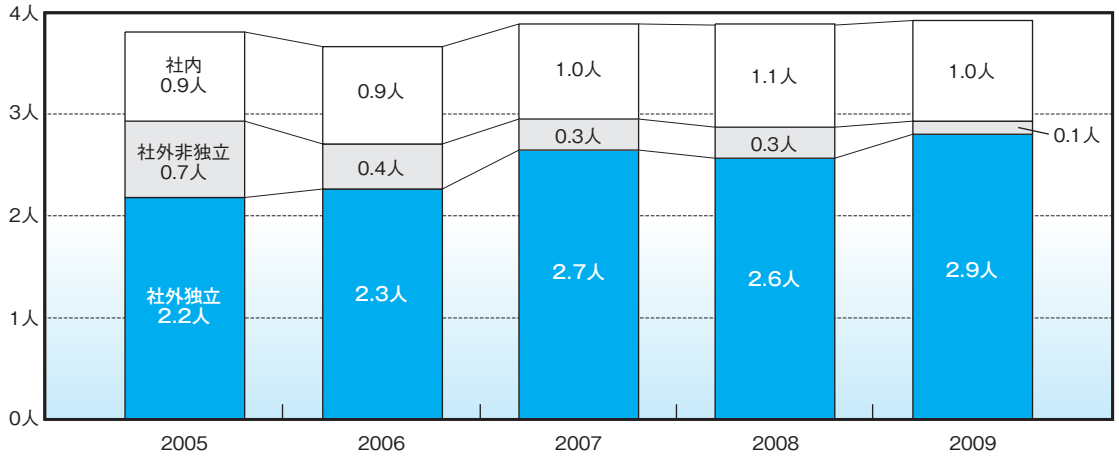
監査役会、監査委員会ともに、社外役員の独立性が高まっている。いずれも任意ではなく法定の

図表14：監査役会の独立性



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表15：監査委員会の独立性



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

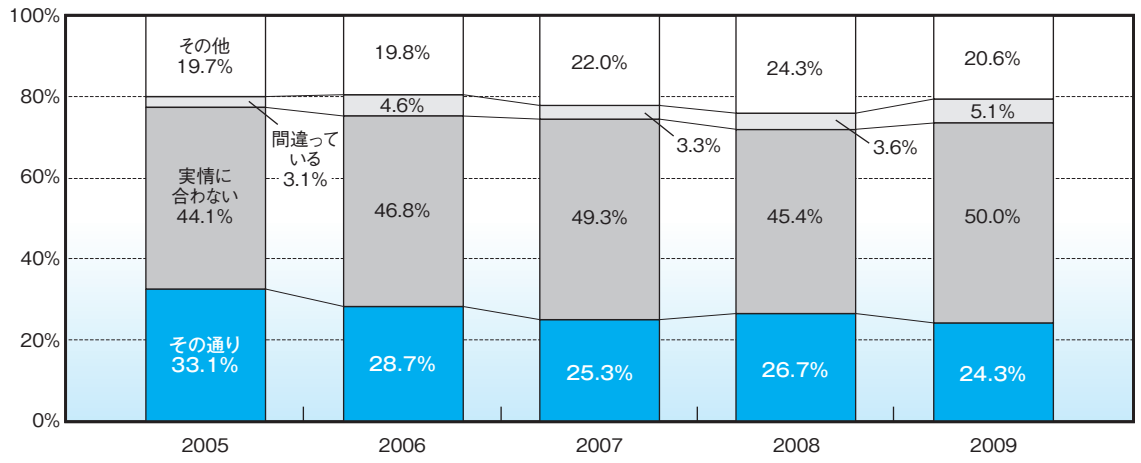
機関なので、投資家がより厳しく独立性を求めていることが背景にあろう。一方で監査の質を維持するため、社内役員も引き続き登用されると考えられる。

9．株主ガバナンスの捉え方

本調査はCEO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た。最も多かったのは「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50.0％に達している。「その通りである」と答えたCEOは24.3％に止まっており、５期間では減少トレンドにある（図表16）。なお「その他」には「株主も含めた多様なステークホルダーを広く意識すべき」などがある。

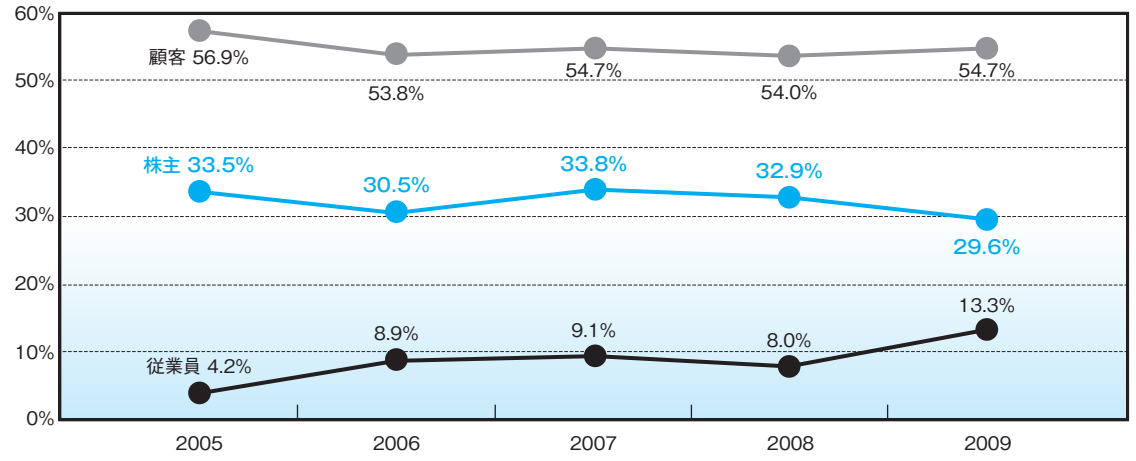
CEOが最も重要視するステークホルダーは何かとの質問で、最も支持を集めたのは顧客で54.7％だった。この水準は5期間で大きく変わらない（図表17）。今回調査の特徴として、株主を挙げる回答が3.3ポイント減少、代わって従業員が5.3ポイ

図表16：株主ガバナンスの捉え方



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

図表17：重要視するステークホルダー



（出所）JCGRデータよりDIR経営戦略研究所作成

ント増加した。昨秋以降の、株主ガバナンスに対する懐疑的な見方の影響だろう。

まとめ

JCGRによる第８回アンケート調査の内容を、過去５期間の時系列比較と併せて分析した結果、社外取締役の人数および独立性、任意による指名・報酬委員会など、わが国企業のコーポレートガバナンスは着実に高まっていることが分かった。内外の投資家がガバナンスの改善を強く求めたのに対して、わが国企業の多くが近年までは業績回復期にあったため、聴く耳を持つ余裕を持っていたこともあるだろう。

ただし改善したといっても、依然として温存されている問題点も少なくない。取締役会の議長職は多くの企業でCEOが占めているし、社外取締役の設置人数は大部分で１・２名に止まっている。また指名・報酬委員会の任意設置も未だ少数派に過ぎない。わが国ガバナンスがグローバルな信任を得るには不十分だと言わざるを得ない。

さらに足下ではリーマンショック以来、株主ガバナンスに対する批判的な論調が、わが国においては支配的となっている。そのため第８回調査では、経営におけるROEの位置付けが低下した、株主よりも従業員を重視するCEOが増加したなど、少なくとも投資家の視点からは後退と評価されるだろう事象も明らかになっている。

今回調査で示された後退の事象は、一層のガバナンス改善が停滞する兆しとも捉えられよう。投資家の期待に応えられるのか、透明・公正な経営を確立できるのか、わが国企業そして資本市場は岐路となるポイントを迎えているのかもしれない。

■ 執筆者

藤島　裕三（ふじしま　ゆうぞう）
経営戦略研究所　経営戦略研究部　主任研究員
専門：コーポレートガバナンス、IR