

# コーポレートガバナンスに対する日本企業の 取り組み

～日本国内とグローバルの2つの視点から～

Research Report  
2017年8月

社会システム研究所  
主任研究員  
杉浦 康之

## 要 約

日興リサーチセンターでは、コーポレートガバナンスに関する情報提供の一環として、「コーポレートガバナンス（CG）評価サービス」を提供している。これは、日本のコーポレートガバナンス・コードの原則に則った基準（国内基準）と ICGN Global Governance Principles の原則に則った基準（グローバル基準）の2つの視点から、企業のコーポレートガバナンスの取り組み状況を評価するサービスである。本稿では、当サービスを利用した企業10社の結果を基に、取り組みが進んでいる評価項目および取り組みが進んでいない評価項目を確認した。

取り組みが進んでいるのは、国内基準に関する項目が多い。具体的には、取締役会に独立社外取締役が増え、指名諮問委員会や報酬諮問委員会を設置したことによって、経営者の意思決定や取締役の指名、報酬方針に対するモニタリングが強化されている。そして、取締役の指名プロセスに関する開示、企業のステークホルダーに関する取り組みの開示、株主に関連した取り組み（招集通知の英訳や早期発送、関連当事者間取引など）についての開示など、株主を含めたステークホルダーに向けた開示が多く確認された。

一方、取り組みが進んでいない項目には、グローバル基準が多い。経営の監督機能（取締役会議長の独立性や取締役会の実効性）が弱く、また経営者がリスクをとることに対するモニタリングが十分ではなく、リスクをとることを促す報酬方針についての情報開示も不足している。このことは、「経営の執行と監督の分離」という観点が欠けていることを示唆している。さらに、少数株主に対する企業の方針、特定保有株式に関する方針が曖昧であり、少数株主保護に対する配慮が十分であるとは言い難い。これらの点については、今後の取り組みが期待される。

## 目次

1. はじめに
2. コーポレートガバナンス評価の方法
3. 対象企業のコーポレートガバナンス評価の状況
4. 積極的に取り組んでいるガバナンスとは
5. 取り組みが遅れているガバナンスとは
6. おわりに

## 1. はじめに

わが国では、2014年に公表された『日本再興戦略』改訂の中で、日本企業の生産性向上による収益拡大に向けた、コーポレートガバナンスの強化が求められた。これを受けて、金融庁は2015年にコーポレートガバナンス・コードを策定した。

英国や米国においてコーポレートガバナンスは、機関投資家の株主価値への懸念を端緒としている。英国では、1998年に導入されたコンバインド・コードが金融危機を経て、2010年にコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップコードに改訂された。米国では、2002年のSOX法や2013年のドッド・フランク金融改革法など主に法規制により、コーポレートガバナンスの強化を進めてきた。

コードや法規制による要請に加えて、機関投資家は、議決権行使や企業との対話といったエンゲージメントを通じて、コーポレートガバナンスの強化を求めている。特に、欧米の機関投資家は、投資先である日本企業だけでなく、行政当局や証券取引所などに対しても、グローバルな視点から積極的にコーポレートガバナンスの強化を求めてきており、わが国のコーポレートガバナンス・コード導入によるガバナンス改革を歓迎している。

コーポレートガバナンスは、経営者が企業価値最大化からぶれないことを目指している。つまり、経営者が最適リスクをとるように、報酬（インセンティブ）を設計し、モニタリングを行うことである。このガバナンスの本質について内外に違いはないが、個々の項目をみると日本のコーポレートガバナンス・コードと海外投資家が求めるグローバルの基準では、求められる強化のポイントが異なっている。

日興リサーチセンターでは、こうした国内外のコーポレートガバナンスの違いについて、ワークショップという形で企業向けに情報提供を行っている。さらに国内と海外のそれぞれの基準、つまり日本の「コーポレートガバナンス・コード」に即した基準（国内基準）と、グローバルに即した基準（グローバル基準）を基にしたコーポレートガバナンスの評価システムを開発し、ワークショップを受けた企業から依頼があった場合、コーポレートガバナンスの取り組み状況进行评估している。

本稿では、本評価システムを利用した企業10社の評価データを用いて、コーポレートガバナンスの取り組みが積極的に行われている項目および取り組みが進んでいない項目について確認する。

## 2. コーポレートガバナンス評価の方法

日興リサーチセンターでは、上場企業を対象に、コーポレートガバナンスに関する情報提供「コーポレートガバナンス・ワークショップ」（以下、CGワークショップ）と、企業のコーポレートガバナンスの取り組み状況を評価する「コーポレートガバナンス評価サービス」（以下、CG評価サービス）を2015年から提供している。CGワークショップでは、日本コーポレートガバナンス・コード（JCGC）および海外投資家が求めるコーポレートガバナンスに関する情報を提供し、CG評価サービスでは、JCGCの観点とグローバルの機関投資家が求めるガバナンスの両者の観点から、日本企業の取り組み状況について開示情報を基に評価する。

以下では、CG評価サービスにおける評価方法について簡潔に説明する。

まず CG 評価は、JCGC に掲げられている原則（補助原則を含む）を「国内基準」、機関投資家が求めるガバナンス原則である ICGN Global Governance Principles を「グローバル基準」として、それぞれ参照している。評価に用いる各原則は、図表 1 に挙げる 9 つのテーマに分類する。

図表 1 コーポレートガバナンス評価における 9 つのテーマとその定義

テーマ	定義
責務	取締役会が果たす責務とそれに関連した方針の開示等
リーダーシップと独立性	取締役会による経営者に対するモニタリング機能の充実や効果等
構成と指名	取締役会の構成と取締役の指名の方針等
企業文化	取締役をはじめ従業員の倫理観やコンプライアンスに関する取り組み等
リスクの監視	取締役会でのリスクに対する取り組み等
報酬	経営者、取締役、従業員等の報酬制度や報酬決定のプロセス等
報告と監査	財務報告や内部統制報告、CSR報告書などの開示資料に関する公表と監査に関する方針等
株主総会	総会決議事項など株主総会に関連した方針等
株主の権利	少数株主の保護など株主の権利に関連した方針等

（日興リサーチセンター作成）

各原則を基に、それぞれ 3 段階または 2 段階の評価基準（レベル）を設ける。例えば、JCGC の原則 4-8 の「独立社外取締役の有効な活用」では、「（前略）独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきである。また、業種、規模、事業特性、機関設計、会社を取り巻く環境等を総合的に勘案して 3 分の 1 以上の独立社外取締役を選任すること（後略）」とある。この内容から、本原則は、「構成と指名」のテーマに分類し、評価基準を以下のように設定する。

レベル 1：独立社外取締役が 2 名未満

レベル 2：独立社外取締役が 2 名であり 3 分の 1 未満

レベル 3：レベル 2 以上

上記の評価基準に則って、企業の独立社外取締役や取締役の人数を基に評価する。

一方、グローバル基準では、ICGN グローバル・ガバナンス原則 3.1 において、取締役会構成の水準について、「取締役会の過半数を非業務執行取締役とし、その過半数を独立取締役にすべき」としている。本原則も「指名と構成」のテーマに分類し、グローバル基準の評価基準を以下のように設定する。

レベル 1：非業務執行取締役が過半数に満たない

レベル 2：非業務執行取締役が過半数であるが、そのうち独立取締役が過半数に満たない

レベル 3：非業務執行取締役が過半数であり、そのうち独立取締役が過半数を満たしている

こうして、上記 9 つのテーマに関する国内基準とグローバル基準から成る評価項目を設定し、企業の

開示情報を基に評価を行う。

CG 評価サービスでは、9 つのテーマの国内・グローバル基準のそれぞれについて、取り組みの進んでいる評価項目と取り組みが十分でない評価項目を整理し報告している。

### 3. 対象企業のコーポレートガバナンス評価の状況

ここでは、評価を行った企業 10 社の特徴と、コーポレートガバナンス評価結果の全体での特徴について言及する。図表 2 は 2015 年から 2017 年 3 月までに CG 評価サービスを利用した企業 10 社の概要である。すべて時価総額 1,000 億円以上の企業であり、このうち 2 社は 1 兆円を超える。すなわち、いずれも市場平均規模を上回っている企業である。会社形態別にみると、監査役設置会社が 6 社、監査等委員会設置会社が 2 社、指名委員会等設置会社が 2 社である。なお、2 社は評価当時、買収防衛策を導入している。

図表 2 CG 評価サービスを利用した企業の概要

会社	会社形態	買収防衛	業種
A	監査役	なし	電気機器
B	監査役	なし	電気機器
C	監査役	なし	電気・ガス業
D	監査役	なし	石油・石炭製品
E	監査役	なし	ゴム製品
F	監査役	なし	輸送用機器
G	指名等	あり	機械
H	監査委員	あり	精密機器
I	指名等	なし	機械
J	監査委員	なし	電気・ガス業

(日興リサーチセンター作成)

次に評価企業のコーポレートガバナンスの状況について確認する。取り組み状況を把握する便宜上、国内基準、グローバル基準の評価項目の配点を、レベル 1 を 0 点、レベル 2 を 0.5 点、レベル 3 を 1 点（2 段階の場合、レベル 1 とレベル 3 を採用）とし、その総得点を評価項目数で割ることによって、企業の「スコア」とする（満点が 1）。

図表 3 は、10 社のスコアの記述統計量、図表 4 は 10 社のスコアの分布である。国内基準の平均スコアは 0.52 であり、これは 10 社の平均がレベル 2（0.5 点）の水準を超えていることを意味する。図表 4 からも分かるように、1 社を除いて、スコアは 0.4 を上回り、分散している<sup>1</sup>。だが、グローバル基準になると、平均スコアは 0.24、最大でも 0.38 と国内基準に比べ低く、レベル 2 の水準を下回っている。また、10 社中 8 社が 0.2 超 0.3 以下に集中していることも特徴的である。

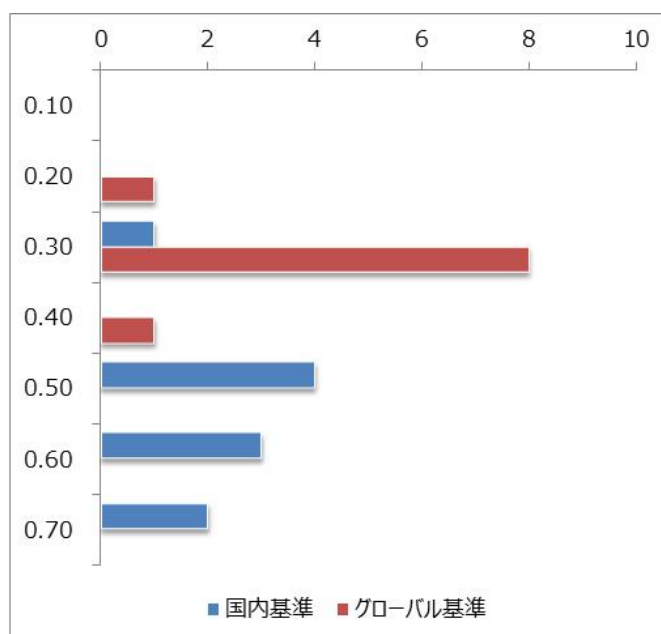
<sup>1</sup> 図表 4 の「0.5」は「0.4 超 0.5 以下」を意味する。

図表3 スコアの記述統計量

国内	平均	標準偏差	最小	最大値
国内基準	0.52	0.18	0.30	0.63
グローバル基準	0.24	0.12	0.11	0.38

(日興リサーチセンター作成)

図表4 スコアの分布



(日興リサーチセンター作成)

この結果からも分かるように、国内基準の平均スコアは、グローバル基準よりも高く、国内基準の標準偏差がグローバル基準に比べて大きいことから、各企業とも国内基準を満たすことで、ガバナンスを強化しているが、その取り組み状況にはばらつきがあることが分かる。他方、グローバル基準はスコアの平均、標準偏差が小さいことから、企業間での取り組みに差がなく、グローバル基準ではおしなべてガバナンス強化が評価されていないことが分かる。

次章では、10社について、国内基準、グローバル基準の評価項目の中で、積極的に取り組んでいる項目と取り組みが進んでいない項目を具体的に確認していく。

#### 4. 積極的に取り組んでいるガバナンスとは

まずは、評価企業10社について、コーポレートガバナンスの取り組みが進んでいる点について言及する。

#### (1) 取締役の指名と指名理由、状況とその手続きが把握できる

取締役などが、自身の責務を果たすことが十分可能であるのかは、重要な点である。JCGC 補充原則 1-1-1 では、取締役については、他社との兼任状況について報告することを求めている。この点について、評価企業は、株主総会招集通知などで、社外役員などの兼任状況が把握できるように開示されている。

また、取締役の指名については、取締役の指名プロセスを開示し（補充原則 4-11-1）、指名（諮問）委員会が役割を果たすこと（補充原則 4-10-1）を求められている。評価企業は、指名委員会の設置や指名プロセスについて、コーポレートガバナンスに関する報告書等で開示している。

グローバル基準では、取締役の選任理由や株式保有数、取締役会の出席状況の開示を求めている。評価企業の多くが招集通知の中で開示している。

#### (2) 「経営の執行と監督の分離」に向けた動き

JCGC 原則 4-6 「経営の執行と監督の分離」では、社外取締役を設けることで、「分離」を図ることを求めている。すべての評価企業が独立社外取締役を選任し、このうち多くの企業は社外取締役の最低基準である 2 名を達成するなど、「経営の執行と監督の分離」を進めつつある。JCGC 補充原則 4-11-1 の「取締役会の多様性」については、取締役会の多様性の方針を掲げている。

#### (3) 行動規範の策定やコンプライアンス、ESG の取り組みを CSR 報告書等で開示している

企業が関連するステークホルダーと協働することは、JCGC におけるコーポレートガバナンスの定義にも掲げられている。このことからステークホルダーへの配慮を重視していることが窺える。実際、評価企業のほとんどは、行動規範などの行動準則を策定（原則 2-2 など）している。ステークホルダーへの配慮に関する開示、いわゆる CSR 報告書（サステナビリティ報告書）、あるいは統合報告書などを開示している。

#### (4) 株主の権利に関連した情報開示が行われている

株主の権利に対する取り組みは、株主の平等性の観点から重要である。そのうちの一つである議決権行使については、その電子行使や招集通知の英訳（補充原則 1-2-4）などの取り組みが、いずれの企業でも確認された。また、少数株主への配慮の一つである、関連当事者間の取引（原則 1-7）についても、すべての評価企業がその手続きを開示している。

### 5. 取り組みが遅れているガバナンスとは

次に、コーポレートガバナンスの取り組みが遅れている点について言及する。

### (1) 取締役会の責務について説明が不足している

コーポレートガバナンス・コードは、いわゆる“comply or explain”であることから、原則を遵守する場合は説明する必要がない。だが、実際には、各原則に対する方針や具体的な取り組み、その結果について公表することで、ガバナンスの取り組みに対する説明責任を果たす必要がある。そういった点からみれば、特に取締役会に関する役割や責務、構成等に対する説明不足が感じられる。

例えば、JCGC 補充原則 1-1-1「議決権行使結果に関する取締役会によるレビュー」については、ほとんどの企業が遵守しているが、「相当な反対があった」場合の基準を明確に定めてはいない。

グローバル基準では、取締役会の責務の一つとして、すべての取締役（「取締役」の場合、内部と社外すべてが含まれる）について兼務状況を開示するだけでなく、取締役（社外を含む）が兼務可能な社数を開示すべきとしている。これは、取締役が多く企業の役員（社外監査役、団体代表も含む）を務めると、どんなに優秀な取締役でもモニタリングに時間をかけることが難しくなるため、モニタリングの限界があると考えられているためである。だが、評価企業では、取締役が兼任可能な社数についての開示はほとんど確認されなかった。

### (2) 取締役会議長と最高経営責任者（CEO）の役割を明確に分離していない

グローバル基準の「経営の執行と監督の分離」は、JCGC での「経営の執行と監督の分離」とは異なり、取締役会議長と CEO の役割を明確に分離することを指す。具体的には、独立社外取締役が取締役会議長（取締役会長）を務めることになるが、このことを満たしている評価企業は多くない。

### (3) 機能的な取締役会であること（あるいはそのための工夫）を説明していない

取締役会を評価する際の一つの視点として、取締役会が機能するための工夫や構成を見るということがあろう。取締役会の実効性を高めるための工夫については、JCGC（原則 4-3）でも掲げられているが、これについて具体的にどのような取り組みを行っているかを明確に開示している企業は少ない。

また、取締役会の機能として重要な機能の一つであるモニタリング機能についても、十分であるといえる。例えば JCGC にある「筆頭独立社外取締役の選任」（補充原則 4-8-2）は、多くの企業がこの原則を遵守している（あるいはエクスプレインしていない）にもかかわらず、実際には任命を行っていない。「独立役員のみで構成される定期的な会合」（補充原則 4-8-1）についても、その具体的な取り組みについて記載している企業は少ない。なお、これらの基準はグローバル基準でも求められている。

さらに、モニタリングが機能する上での十分条件の一つに、独立取締役の「独立性」も重要な視点である。評価企業の多くは、東証が掲げる独立役員の基準によっている。だが、グローバル基準では、例えば「一方の取締役が他方の（社外）取締役として相互に就任する」ケースや適切な在任期間を独立性基準に盛り込むことが求められているが、こうした付加的な独立性要件を基準化している企業は少ない。

#### (4) 委員会への権限移譲が十分に進んでいない

評価企業の多く(監査役設置会社、監査等委員会設置会社)は指名諮問委員会や報酬諮問委員会(JCGCの補充原則4-10-1に該当)を設けていた。グローバル基準では、委員会設置型の取締役会が前提であり、このとき報酬、指名(ガバナンス)、監査について、取締役会から権限が委譲された委員会の設置が義務づけられている。

指名委員会の役割について、グローバル基準では、取締役の指名等の推奨に限らず、取締役会評価の実施やレビューなどから取締役構成について監視するなど、取締役の指名に関する様々な役割を果たすことが求められている。評価企業の指名諮問委員会には、そうした権限はほとんどなく、限定的であり、指名委員会等設置会社の企業における指名委員会についても同様である。

さらに、グローバル基準では、報酬や指名に関する委員会は非業務執行取締役で構成され、そのうち過半数が独立取締役とすることを最低要件としている。これは、社外取締役によるモニタリングを強化するために必要とされる。日本企業の多くは、執行取締役が過半を占めていることから、実務上、代表執行者(すなわち社長や会長)が取締役の人事評価を行っていると考えられる。そのためか、諮問委員会も、代表取締役(または執行)社長と複数の社外取締役で構成されており、取締役の構成や指名・評価について、執行者の意思が反映される。

#### (5) 取締役会の多様性の状況を把握できない

評価企業の多くは、取締役会の多様性について方針を掲げている。グローバル基準では、多様性の方針を示す上で、多様性の目標や目的、その達成の程度を示すことを求めているが、そうした開示は見られなかった。なお、この多様性には、経験や専門性だけでなく、人種やジェンダーなども含まれている。

#### (6) リスクマネジメントに関するモニタリングが脆弱である

JCGCには「リスクの監視」、すなわちリスクマネジメントに関する原則はなく、グローバル基準のみの評価項目である。リスクマネジメントについて、グローバル基準では、取締役会の重要な責務の一つと位置付けており、社外取締役が経営者によるリスクテイクについて言及できるような文化(リスク・カルチャー)を求めている。だが、評価企業のほとんどは、この観点が欠けている。

#### (7) 報酬方針と報酬委員会の取り組みを十分に説明していない

JCGC原則4-2では、経営者報酬について中長期的な会社の業績や潜在的なリスクを反映させることを求めている。評価企業では、報酬方針の中でリスクについてほとんど言及していない。さらに、グローバル基準になると、経営陣が不正などに関わった際の支払い留保に関する方針(クローバック条項など)を求めているが、そうした方針の開示はない。

報酬委員会では、報酬方針について、業務執行取締役だけでなく、非業務執行取締役(社外取締役、執行に携わらない内部取締役)についても検討する必要がある。実際には、取締役すべてを一括りにし



て示したため、非業務執行取締役の報酬方針を示していないケースがあり、また、非業務執行取締役の報酬方針が書かれていたとしても、どのような視点をもって、報酬方針を定めているのかが不透明である。

#### (8) 株主の権利について説明不足

JCGC 原則 1 では、少数株主や外国人への配慮を求めている、実際に、この点をコンプライしている企業は多い。しかし、どのように少数株主の保護に取り組むのか、具体的にどのような指針があるのかについては開示していない。

少数株主など株主の権利を侵害する問題の一つに、関連当事者間取引や利益相反がある。評価企業は、JCGC 原則の要求から、取り組みを開示しており、そのほとんどは監査役や内部監査室などによる確認を経て、取締役会で決議することとしている。グローバル基準では、取引にかかわる取締役が、取締役会の決議に影響を及ぼさないようにすることを求めている。つまり、利益相反等の問題について、取締役（経営者など）個人による脅威が意思決定において影響を及ぼさないようにすることを求めているが評価企業には、こうした方針が見られなかった。

また、株主の権利の一つである株主による決議可能な項目について、グローバル基準では、株主決議の範囲を開示することを求めている。評価企業の定款などを見ると、「会社法または定款に定めた範囲」と記載するのみであり、具体的に株主に与えられている議決権の範囲は示されていない。

#### (9) 特定保有株式について「売却、処分」の方針が見当たらない

JCGC 原則 1-4 では、「政策保有に関する方針」を示し、「毎年、取締役会で主要な政策保有株についてそのリスクとリターンなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行う」ことを求めている。株式保有の合理性を鑑みるためには、単にその株式の（リスク・リターンの）状況を見るだけでなく、方針そのものを見直す機会も必要である。つまり、保有方針の合理性を示すためには、売却方針も含めて定めておく必要があるが、評価企業では、保有についてのみの記載であり、売却については触れていない。

## 6. おわりに

本稿では、コーポレートガバナンス評価対象企業 10 社に関するデータを基に、日本企業のコーポレートガバナンスの取り組みについて確認した。評価企業は、日本のコーポレートガバナンス・コードを軸にガバナンスの強化を進めているが、グローバル基準からみるとその強化は十分ではないことが確認された。今後はコーポレートガバナンス・コードだけではなく、グローバル基準も視野に入れた上で、コーポレートガバナンスの強化の方針を考慮する必要がある。

コーポレートガバナンスの取り組み状況としては、積極的に進めていた点として、取締役の指名プロセスや理由といったコーポレートガバナンスに関する情報や、株主も含めたステークホルダーに関連した情報開示が挙げられる。また、独立社外取締役が増え、指名諮問委員会や報酬諮問委員会を設置した

ことから、経営者の意思決定や取締役の指名、報酬方針に関するモニタリングの強化が確認された。いずれも国内基準に関する項目、つまりコーポレートガバナンス・コードの原則に関する取り組みが多く確認された。

一方で、コーポレートガバナンスの取り組みが進んでいない点は大きく二つに分類される。まず、コーポレートガバナンスの本来の目的でもある、経営の監督機能（取締役会議長と CEO の分離や取締役会の実効性など）がグローバル基準からすると十分ではない。加えて、経営者がリスクをとる際のモニタリングやそれに基づく報酬方針について、取り組みや開示の面で不足している。このことは、コーポレートガバナンスを有効に機能させる手段でもある「経営の執行と監督の分離」という観点が欠けていることを示唆している。今後、執行側である経営者や業務執行取締役（内部取締役）のインセンティブ方針と、経営陣を監督するモニタリングとしてのリーダーシップの2つのバランスを考慮していくことが必要と考える。

二つ目に、株主の権利や特定保有株主に関する方針が曖昧であり、少数株主保護に対する配慮が十分ではないことが挙げられる。機関投資家などアウトサイダーに対して、少数株主保護をどのように考慮しているのかを検討し、その上で方針や取り組みについて考える必要がある。

本稿における 10 社の結果は、日本企業全体の状況を把握するには十分なサンプル数ではない。しかし、少ないながらもコーポレートガバナンスの事例を一つ一つ確認することによって、企業が今後、どのガバナンス上の弱点を改善（あるいは開示）すべきなのかを明示していると考えられる。これまでに挙げた取り組みを改善していくことにより、日本企業のコーポレートガバナンスがより強化されることが期待されよう。