

2007年12月1日/2008年1月6日改訂

「2007年JCGRコーポレート・ガバナンス調査」報告

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)

コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会

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

若杉敬明(東京経済大学) クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)
永井秀哉(立命館アジア太平洋大学) 井上恵司(元花王厚生年金基金)
福井和夫(富士通総研)

本調査に関するお問い合わせ先: <mailto:webmaster@JCGR.org>

【要約と提言】

調査の趣旨

コーポレート・ガバナンスの目的は、長期的な観点から健全な企業業績を確保するために、経営者が企業業績に責任を持つ経営体制を確立し機能させることである。そのための仕組みがガバナンス・システム(企業統治機構)である。したがって、良いコーポレート・ガバナンスは、経営者から高品質の経営を引き出し、優れた企業業績を生み出す。

株式会社においては、株主が、議決権などの株主権を行使して、ガバナンスに責任をもつというのが株式会社制度の精神である。厳しいグローバル競争と急速な技術進歩という21世紀の企業環境を受け、この十数年間、株主は株主総会における独立取締役の選任等を通して、取締役会の監督機能の強化を図るようになってきた。その結果、取締役会の監督(ガバナンス)と経営者の執行(マネジメント)の分離という経営体制を確立する動きが、世界的に広まりつつある。わが国においても、2003年4月から、従来からの監査役設置会社に加えて、委員会等設置会社という新しい企業統治機構が導入された。さらに、2005年5月、ガバナンス強化を主眼の一つとする会社法が新たに制定され施行され、ガバナンスとマネジメントの分離という精神の下、公開の大会社においては、委員会設置会社および監査役会設置会社の二つが、基本的なガバナンス・システムとして認められている。

日本コーポレート・ガバナンス研究所(前身はコーポレート・ガバナンス・インデクス研究会)は2002年から、毎年、東京証券取引所株式市場第一部上場全企業を対象にガバナンス調査を行ってきた。これは、取締役会による監督と執行役による経営という「ガバナンスとマネジメントの分離」を望ましい姿として、個別企業のコーポレート・ガバナンスの状態をJCGIndexとして指標化するアンケート調査である。

本年も8月始めから10月にかけて第6回目の調査を実施した。これまで回答会社数は順調に伸びてきたが、今回は回答社数307社、回答率17.8%で前回の312社、18.4%を下回ることになった。しかし、新たに回答があった会社も71社あり、コーポレート・ガバナンスが確実に浸透していることが伺える。以下は、回答があった307社のうち、11月10日までに回答があった306社について分析を行った。その結果、過去5回の調査と同様、

JCGIndex が高い企業は優れた企業業績（ROA および ROE）を示し、さらに株主に高い株式投資収益率で報いていることが分かった。

過去の調査は、JCGIndex と企業業績との間には正の相関があることを示しており、「ガバナンスとマネジメントの分離」が現代の企業環境に適したガバナンスのあり方であることを示唆している。投資家も経営者も、本調査の結果をわれわれと共有し、ガバナンス改革に役立ててくださることを強く希望する。最後に遅ればせながら、アンケート調査にご協力いただいた上場各社に心よりお礼を申し上げたい。

なお、会社法の施行やTOBの日常化で、調査開始以降、企業を取り巻く環境が大きく変化している。そのため、今回の調査においても、質問項目や選択肢を変えたり、あるいは配点を変えたりした。連続性を重んじる観点からは好ましいことではないが、環境変化に適切に対応するほうがより重要であると考え、敢えて変更した。過去に回答した会社においては JCGIndex が——場合によっては 10 点近くも——上下することがあるがご理解いただきたい。

主要な七つの結果

1. 調査と回答状況 —高まるコーポレート・ガバナンスへの関心—

日本コーポレート・ガバナンス研究所は、2007 年 8 月から 11 月にかけて、東証一部上場企業(7 月 26 日時点の 1,728 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 307 社から回答を得た。「JCGR コーポレート・ガバナンス原則」を基準として、回答票から各社のコーポレート・ガバナンスの状態を指数化した。この指数を JCGIndex という。

本年の調査は 2002 年(第 1 回)および 2003 年(第 2 回)、2004 年(第 3 回)、2005 年(第 4 回)および 2006 年(第 5 回)に続き 6 回目である。回答企業は 2002 年 159 社、2003 年 201 社、2004 年 341 社、2005 年 405 社、そして 2006 年 312 社であった。今回 2007 年は 307 社であり、そのうち 71 社が新規回答企業であった。過去 6 回の調査で JCGIndex を取得した会社は正味 731 社に上り、東証第一部上場企業の約 4 割に当たる。なお、今回の分析対象は、回答会社 307 社のうち、11 月 10 日までに回答があった 306 社である。

2. 回答企業の特徴 —規模が大きく、かつ企業業績が優れている—

回答企業の特徴は、企業規模が大きいということである。過去 5 年間(2002-2006)の平均で見ると、資産、売上高、従業員数とも、回答企業の平均は全上場企業の平均よりはるかに大きい(2 倍以上)。さらに、回答企業の業績は、全上場企業の業績より優れている。つまり、ROA は 6.12%対 6.07%、ROE は 6.91%対 5.10 であり、回答企業の平均のほうが上場企業の平均より高い。ただし、株式投資収益率については 12.85%対 13.32%で、昨年同様むしろ回答企業のほうが低い。

3. JCGIndex の分布 —企業間の格差は依然として大きい、平均は上昇—

本年度の回答企業 306 社の JCGIndex の平均は 49.4 (標準偏差 13.5) であった。昨年は 47.3 (標準偏差 14.1) であったので、平均は前回調査を上回っている。

TOB の是非が株主の利益という観点から実行されるようになり、わが国社会においてコーポレート・ガバナンスに対する関心や理解は急速に高まっている。しかし、平均点は満点である 100 点の半分以下の 49.4 点で、日本企業全体としては、依然としてわれわれのガバナンス・モデルからかなり遠いと言わざるをえない。

前回までの調査でも、コーポレート・ガバナンスは企業間で大きな格差があることが明らかであったが、本年の調査でも同じことが確かめられた。JCGIndex は、最高 89 から最低 17 までと広範囲に分布している。なお、昨年は最高 92、最低 18 であった。標準偏差は 13.5 であったが、昨年の 14.1 より若干小さくなっている。

4. カテゴリー別得点 —アンバランスなガバナンス改革—

JCGIndex は、下の表にある 4 つのカテゴリーの得点 (Cg1、Cg2、Cg3 および Cg4) の合計である。第 1 および第 2 カテゴリーはガバナンスそのものを評価する項目であり、第 3 および第 4 カテゴリーはガバナンスを受けたマネジメントの体制を評価する項目である。

306 社のカテゴリー別得点は表の通りある。いずれのカテゴリーにおいても点数が上昇しており、JCGIndex の平均値を押し上げている。しかし、これまでと同様、第 3、第 4 のカテゴリーの充足率は 50% を超え相対的に高い水準にあるが、これに比して第 1 および第 2 のカテゴリーの充足率ははるかに低い。とくに取締役会の機能と構成に関する第 2 カテゴリーは多少の増加は見られるものの依然として低く、取締役会の監督 (ガバナンス) と執行役員による経営 (マネジメント) の分離が普及していない現状が明確に反映されている。

全体的には、「失われた 10 年」後の経営改革により、マネジメント・システムやディスクロージャーの改善は進んでいるが、ガバナンスの根幹である取締役会の本質的改革や経営責任の明確化は相対的に遅れていると言わざるをえない。なお、参考までに前回調査の充足率を括弧内に示した。

	カテゴリー	平均/配点	充足率 (昨年)
I	業績目標と経営者の責任体制	10.3/28	36.9% (36.4%)
II	取締役会の構成と機能	9.0/25	35.9% (34.8%)
III	最高経営者の経営執行体制	16.7/27	61.7% (55.9%)
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	13.5/20	67.3% (66.5%)

5. 高 JCGIndex 企業・低 JCGIndex 企業の特徴

JCGIndex が高い企業の特徴を見るとともに、JCGIndex と企業業績等との間にいかなる関

係があるかを見るために、JCGIndex が特に高い企業と、特に低い企業を選び出した。JCGIndex が 63 以上の（平均より 1 標準偏差以上、上方に乖離している）企業 51 社を高 JCGIndex 企業と呼び、JCGIndex が 35 以下の（平均より 1 標準偏差以上、下方に乖離している）企業 47 社を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。JCGR の観点からすれば、高 JCGIndex 企業がガバナンスの良い会社である。

(1) 高・低 JCGIndex 企業の特徴 —外国人持株比率が高い—

高 JCGIndex 企業の外国人持株比率（30.3%）は、回答企業の平均（19.9%）より高く、逆に低 JCGIndex 企業（10.0%）は低い。以下に見るようにガバナンスが良い会社は概して業績が良い。ガバナンスが良いので外国人投資家が多いのか、それとも外国人投資家が多いからガバナンスが良いのか、因果関係は分からない。いずれにせよ。これは調査開始以降毎回観察できる現象である。

CEO の年齢に関しては、高 JCGIndex 企業の平均（61.5 歳）と低 JCGIndex 企業の平均（60.5 歳）との間に有意な差は見られない。

(2) 高 JCGIndex 企業のほうが、企業規模が大きい

高 JCGIndex 企業は、総資産、売上高、従業員数のいずれをとっても、低 JCGIndex 企業の約 10 倍以上で、圧倒的に大規模である。

(3) コーポレート・ガバナンスは総合力—高 JCGIndex 企業はカテゴリー得点すべてが高い—

JCGIndex は、いずれか一つのカテゴリーで高得点をとれば、高い水準になるというものではない。高 JCGIndex 企業は、低 JCGIndex 企業と比べると、すべてのカテゴリーでより高い得点を上げている。つまり、カテゴリー I（15.8 対 5.5）、カテゴリー II（16.9 対 4.3）、カテゴリー III（20.7 対 11.2）およびカテゴリー IV（16.9 対 8.3）である。逆に言えば、すべてのカテゴリーで高い点をとらなければ高水準の JCGIndex を得ることができない。その意味でコーポレート・ガバナンスは企業の総合力を表すのであり、これが決め手というカテゴリーはない。

6. JCGIndex と企業業績—明確な相関関係—

コーポレート・ガバナンスの目的は、優れた企業業績をあげるために、経営者から良質な経営行動を引き出すことにある。コーポレート・ガバナンスと企業業績との間には、実際に相関関係があるのであろうか。今回の調査においても、過去 5 回と同様、高 JCGIndex は高業績という相関関係があることが明らかにされている。

(1) 高 JCGIndex 企業のほうが、企業業績が勝れている

過去 5 年間の平均で見ると、基本的な企業業績を表す ROA（7.31%対 5.69%）や ROE（8.15%対 5.49%）は高 JCGIndex 企業の方が高い。しかし、企業業績の株主への分配を表す指標である株式投資収益率においては若干の異常が見られる。つまり、過去 3 年間の平均（27.35%対 23.48

%)で見ると、高 JCGIndex 企業のほうが株式投資収益率が高いが、過去 5 年間 (11.52% 対 13.42%) で見るとむしろ逆である。しかし、このことは、高 JCGIndex 企業のほうが、ガバナンスが優れているがゆえに、過去 3 年間の景気上昇のおりに急速な業績改善が生じたとも推察できる。

(2) 従業員数の伸び率も高 JCGIndex 企業のほうが高い

過去 3 年間 (2004-2006) における従業員数の増加率を見ると、高 JCGIndex 企業のほうが低 JCGIndex 企業より高い (6.81 対 5.13%)。しばしば、利益を上げるためには雇用を犠牲にせざるを得ないと言われるが、高 JCGIndex 企業の業績が良いのは、従業員数の削減で費用を節約した結果ではないことが如実に示されている。

7. カテゴリー別の得点と企業業績－取締役会および透明性と JCGIndex との間に強い相関

JCGIndex の構成要素であるカテゴリー別得点と企業業績との間にはいかなる関係があるのであろうか。JCGIndex の場合と同様で、それぞれのカテゴリーごとに高得点企業と低得点企業とを抽出して比較した。過去の調査においては、全般的に、カテゴリー別得点が高い企業群のほうが、低い企業群より企業業績が優れていたが、今回の調査では、カテゴリー別得点と企業業績との間に、明確な相関関係が見られなかった。カテゴリー別得点の総合である JCGIndex においては、その水準と企業業績との間には一定の相関があることは上述のとおりである。したがって、コーポレート・ガバナンスの質は個々のカテゴリーの問題ではなく、それらの相互作用によって決まると言うことができよう。

JCGR の提言

－コーポレート・ガバナンス改革が企業および日本経済再生の決め手－

これまで6回の調査は、企業業績がコーポレート・ガバナンスと一定の相関関係にあることを示している。一回ごとの調査の回答率が必ずしも高くないが、総計1,725回答、正味687社のサンプルが、若干の例外はあるものの、6回の調査を通して、コーポレート・ガバナンス（JCGIndex）と企業業績との相関関係を示している。このことから、われわれは、コーポレート・ガバナンス改革こそが、「グローバル化と技術革新」という21世紀の企業環境において日本企業が勝ち組に入る必要条件であると断言し、投資家と企業経営者にコーポレート・ガバナンス改革の推進を提案したい。

とくに投資家つまり株主は重要である。経営者からすると、コーポレート・ガバナンス改革は経営者の業績責任を明確にすることであるから、自らコーポレート・ガバナンス改革を進めるインセンティブは乏しい。しかし、株主にとっては、コーポレート・ガバナンス改革は自らの投資パフォーマンス改善と密接に関係している。コーポレート・ガバナンス改革はまさに株主自身のためである。したがって、投資家こそとくに現代の資本市場の担い手である機関投資家がより積極的にガバナンス改革に動かなければならない。

その意味で、議決権行使やガバナンス・ファンドなどのshareholder activismが活発化することが期待されている。われわれのJCGIndexはそのための重要な武器である。活用をお願いする次第である。そのために、第2回までは非公開を原則としてきたが、第3回からは回答企業に可能な限りJCGIndexの開示をお願いした。つまり、アンケートの際に「貴社のJCGIndexが上位50%に入ったとき公表をご承認いただけますか」という質問をしたが、幸い多数の企業から「YES」の答えをいただいたので、第3回調査から、これまでの「全回答企業リスト」に加えて、上位50%の企業名とJCGIndexとを公開することに踏み切った。ディスクロージャーをお認めくださった企業の勇気に敬意を表するとともに、寛大さに心よりお礼を申し上げる。これらの企業の意思に応じて、投資家も企業経営者も、JCGIndexを大いに活用されることを切に望む。

2007年 JCGIndex が 50 点以上の会社(151社)

順位	JCGIndex	企業名	順位	JCGIndex	企業名
			37	65	日本電産株式会社
1	89	株式会社東芝	37	65	花王株式会社
2	84	株式会社大和証券グループ本社	37	65	TDK株式会社
3	83	オリックス株式会社	37	65	*(1社)
4	80	帝人株式会社	42	64	三井金属鉱業株式会社
4	80	イオン株式会社	42	64	日本精工株式会社
6	78	コニカミノルタホールディングス株式会社	42	64	住友商事株式会社
6	78	ソニー株式会社	42	64	*(1社)
6	78	株式会社ニッセンホールディングス	46	63	コスモ石油株式会社
9	76	スミダコーポレーション株式会社	46	63	横河電機株式会社
9	76	株式会社りそなホールディングス	46	63	株式会社バンダイナムコホールディングス
9	76	株式会社ベネッセコーポレーション	46	63	****(4社)
9	76	オムロン株式会社	53	62	株式会社神戸製鋼所
13	75	三菱電機株式会社	53	62	株式会社良品計画
13	75	野村ホールディングス株式会社	53	62	ヤマハ株式会社
15	74	昭栄株式会社	53	62	JBCCホールディングス株式会社
15	74	旭硝子株式会社	53	62	** (2社)
15	74	アンリツ株式会社	59	61	伊藤忠テクノソリューションズ株式会社
18	73	株式会社日立製作所	59	61	株式会社日本航空
18	73	三菱商事株式会社	59	61	中部電力株式会社
20	72	株式会社ミレアホールディングス	59	61	*(1社)
21	71	双日株式会社	63	60	高千穂交易株式会社
21	71	株式会社野村総合研究所	63	60	武田薬品工業株式会社
21	71	株式会社パルコ	63	60	東日本旅客鉄道株式会社
24	70	株式会社リコー	63	60	東京テアトル株式会社
24	70	株式会社フジシールインターナショナル	67	59	積水ハウス株式会社
24	70	*(1社)	67	59	旭化成株式会社
27	69	三井物産株式会社	67	59	昭和シェル石油株式会社
27	69	株式会社日立情報システムズ	67	59	太陽誘電株式会社
27	69	株式会社メイテック	67	59	株式会社トーヨー
30	68	株式会社資生堂	67	59	株式会社CSKホールディングス
30	68	HOYA株式会社	67	59	*(1社)
30	68	*(1社)	74	58	東亜合成株式会社
33	67	宇部興産株式会社	74	58	株式会社三井住友フィナンシャルグループ
33	67	テルモ株式会社	74	58	三井住友海上火災保険株式会社
33	67	ヤマハ発動機株式会社	74	58	川崎汽船株式会社
33	67	東京ガス株式会社	74	58	** (2社)
37	65	昭和電工株式会社	80	57	日本毛織株式会社

80	57	協和発酵工業株式会社	120	53	丸紅株式会社
80	57	株式会社日立国際電気	120	53	株式会社ゼクス
80	57	株式会社タムラ製作所	120	53	関西電力株式会社
80	57	コクヨ株式会社	120	53	** (2 社)
80	57	豊田通商株式会社	131	52	株式会社アコーディア・ゴルフ
80	57	住商情報システム株式会社	131	52	出光興産株式会社
80	57	*** (3 社)	131	52	大日本印刷株式会社
90	56	前田建設工業株式会社	131	52	株式会社日興コーディアルグループ
90	56	株式会社クラレ	131	52	*** (3 社)
90	56	DOWAホールディングス株式会社	138	51	日本ガイシ株式会社
90	56	スタンレー電気株式会社	138	51	NECトーキン株式会社
90	56	住友信託銀行株式会社	138	51	アルパイン株式会社
90	56	アコム株式会社	138	51	日産自動車株式会社
90	56	日立キャピタル株式会社	138	51	スズデン株式会社
90	56	東京電力株式会社	138	51	*** (3 社)
90	56	** (2 社)	146	50	東鉄工業株式会社
100	55.125	NECリース株式会社	146	50	ローム株式会社
101	55	大成建設株式会社	146	50	極東貿易株式会社
101	55	グンゼ株式会社	146	50	株式会社NTTデータ
101	55	生化学工業株式会社	146	50	** (2 社)
101	55	ジェイエフイーホールディングス株式会社	*()内は公表を希望しない会社数		
101	55	株式会社椿本チエイン			
101	55	株式会社キッツ			
101	55	三菱地所株式会社			
101	55	**** (4 社)			
112	54	NECフィールディング株式会社			
112	54	株式会社ニチレイ			
112	54	NTN株式会社			
112	54	東芝テック株式会社			
112	54	株式会社山武			
112	54	阪和興業株式会社			
112	54	日商エレクトロニクス株式会社			
112	54	*(1 社)			
120	53	株式会社大林組			
120	53	東京応化工業株式会社			
120	53	株式会社栗本鐵工所			
120	53	船井電機株式会社			
120	53	株式会社アドバンテスト			
120	53	株式会社ニフコ			