

2003年12月1日 / 12月15日改訂

## 2003年度「コーポレート・ガバナンスに関する調査」報告書

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)<http://www.jcgr.org/>

若杉敬明(東京大学) クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)

奥村有敬(元日本興業銀行) 井上恵司(ミシガン大学) 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

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することを促すことである。したがって、良いコーポレート・ガバナンスは優れた企業業績を生み出す。われわれJCGRは、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基準として、企業のコーポレート・ガバナンスの状態をJCGR Indexとして指標化する調査を昨年開始した。本年の調査から、昨年同様、JCGR Indexが高い企業はROA、ROE、株式投資収益率などの点で優れた成果を上げていることが明らかになった。われわれのJCGR Index調査は、厳しいグローバル競争および急速な技術進歩という新しい企業環境に適したガバナンスとマネジメントのあり方があるということを強く示唆している。投資家も企業も本調査の結果をわれわれと共有していただけることを強く希望する。また、アンケート調査にご協力いただいた企業各社には心よりお礼を申し上げたい。

- (1) 東証一部上場企業(7月2日時点の1,523社)に対して、コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を行い201社から回答を得た。それらの回答に基づき、「JCGRコーポレート・ガバナンス原則」を基準として、回答各社のコーポレート・ガバナンスの状態を指標化した。この指標をJCGR Indexという。
- (2) 本年の調査は昨年に続き第2回である。昨年の回答企業は159社であり、そのうち72社から本年も回答があった。昨年、本年で合計288社がJCGR Indexを取得したことになる。なお、本年4月施行の商法改正で委員会等設置会社が導入されたため、質問票に若干の変更を加えた。
- (3) 回答企業201社のJCGR Indexの平均は、37.8(標準偏差12.0)であった。昨年は36.3(標準偏差11.2)であった。1.5ポイントの差があるが、質問項目の変更等を考慮すると、有意な差ではないと考えられる。このことは、回答企業のみならず日本企業全体が、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ことを示唆しているといえよう。
- (4) JCGR Indexは下記の4つのカテゴリで構成される。このカテゴリ別にみると、とくに取締役会の構成と機能に関して、社内システムの整備が遅れている。この傾向も昨年とまったく同様である。

## JCGIndex を構成する 4 つのカテゴリー

	カテゴリー	記号
I	業績目標と経営者の責任体制	Cg1
II	取締役会の構成と機能	Cg2
III	最高経営者の経営執行体制	Cg3
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	Cg4

- (5) JCGIndex は広範(最大 73, 最小 12)に分布しており、ガバナンス体制の確立に関しては、企業間で大きな差がみられる。昨年も同様で最大 73, 最小 13 であった。
- (6) JCGIndex と企業の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 が平均より 1 標準偏差以上、上方に乖離している企業(30 社)を高 JCGIndex 企業と呼び、1 標準偏差以上、下方に乖離している企業(25 社)を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。その結果、資本効率性の指標である ROA, ROE の実績、および株主の投資実績である株式投資収益率のいずれにおいても、前者が勝ることが分かった。これは昨年の調査とまったく同じ結果である。われわれの調査は回答率こそ低い、信頼に足るものであることを示唆している。
- (7) 過去 3 年間における従業員数の変化を見ると、低 JCGIndex 企業では従業員数が減少しているのに対して、高 JCGIndex 企業では従業員数が増加している。これも昨年とまったく同じ結果であった。しばしば株主利益を高めるためには雇用を犠牲にせざるを得ないと言われるが、むしろ株主利益と従業員利益との間に共存関係があると強く言うことができる。
- (8) 本年は新たに、JCGIndex を構成する 4 つのカテゴリー別に、その得点と企業業績の関係を調べた。分析方法は、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を抽出して比較した。その結果、「II 取締役会の構成と機能」を除く 3 つのカテゴリーで、カテゴリー得点と企業業績との間に相関関係が認められた。しかし、取締役会の構成等のいわば形を表しているカテゴリー II では、カテゴリー得点と企業業績との間には明確な相関関係は見られない。コーポレート・ガバナンスで重要なのは形でなく実質であることを示唆しているのであろう。
- (9) コーポレート・ガバナンスの状態は、4 つのカテゴリーが相まって決まるものである。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。換言すれば、特定のカテゴリーの得点が高ければ、JCGIndex が高いというような単純な関係はなく、総合的なものなのである。
- (10) カテゴリーの中で企業業績ととくに相関関係が強いのは、株主やその他のステークホルダーとのコミュニケーションなど経営の透明性を表しているカテゴリー IV である。業績、透明性のいずれが因であり果であるかといえば、業績が良い企業は、ディスクロージャーにも積極的であるという解釈が成り立つであろう。

- (11) JCGR は、コーポレート・ガバナンスにおいて重要なことは、コーポレート・ガバナンスの「考え方」を確立した上でそれを確保する「形」を整えることであると考えている。カテゴリー別の分析は、まさにこのことを明確に示している。
- (12) 2回にわたる累計 288 社の調査から、JCGIndex と企業業績との間に明確な相関関係があることが分かった。もちろん、これは相関関係であり因果関係ではないことに注意が必要であるが、これらの分析結果から、われわれのモデルに近い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。
- (13) わが国企業は、ガバナンスのあり方により注意を払い、現代のグローバルな環境が要求する合理的なガバナンス体制を早急に確立すべきである。その際、JCGIndex が大いに役立つものとする。
- (14) JCGIndex が上位の 10 社は次のとおりである。

	企業名	JCGIndex
1	オリックス株式会社	73
2	野村ホールディングス株式会社	72
3	コニカミノルタホールディングス株式会社	71
4	株式会社日立製作所	70
5	オムロン株式会社	68
6	帝人株式会社	67
7	HOYA株式会社	63
8	株式会社パルコ	61
9	ヤマハ発動機株式会社	60
10	スミダ コーポレーション株式会社	59

分析結果を見ると、JCGIndex は、個別企業のガバナンス体制の再構築に有効なばかりでなく、資産運用を始めとして、企業の評価に関わるあらゆる分野に有用であると考えられる。回答企業が、積極的に JCGIndex を公表し、活用されることを希望する。