

2005 年 12 月 1 日

「2005 年 JCGR コーポレート・ガバナンス調査」報告

【要約と提言】

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(日本曹達株式会社) 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>

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。

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て、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。

日本コーポレート・ガバナンス研究所のコーポレート・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いる。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 月から 10 月にかけて調査を実施した。今回は前回の 16%増の回答数を得て、コーポレート・ガバナンスに対する企業の関心の高まりを知らされた。分析の結果、過去 2 年と同様、JCGIndex が高い企業は ROA および ROE において優れた成果を上げていることが明らかになった。しかし、株式投資収益率については、過去 3 回の結果と異なり、低 JCGIndex 企業の方が高いという結果になった。しかし、これは一部の企業における短期的な株価下落によるものと推定される。

これらの結果は、「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明確に示している。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。また、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。

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、2005年8月から10月にかけて、東証一部上場企業(7月22日時点の1,649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395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。この指標を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)に続き4回目である。2002年の回答企業は159社、2003年の回答企業は201社、2004年(昨年)の回答企業は341社であり、そのうち189社が新規回答企業であった。今年はさらに112社から新たに回答があった。過去4回の調査でJCGIndexを取得した会社は正味589社に上る。

なお、新規回答企業には伝統的な大企業が多く、コーポレート・ガバナンスへの関心が、影響力の大きい指導的な大企業にまで広がっていることが分かる。

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—

過去5年間(2000-2004)の連結財務諸表により回答企業の財務的な特徴を見た。まず、回答企業は、企業規模が大きい。過去5年間の平均で見ると、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(約2倍)。次に、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、過去5年間の平均のROAは5.52%対5.19%、同様にROEは4.07%対2.36%であり、回答企業のほうが上場企業より高い。ただし、株式投資収益率については2.60%対2.59%でほとんど差がなく、回答企業の方が高かった過去3回とは様相を異にしている。

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395社のJCGIndexの平均は48.0(標準偏差12.9)であった。昨年は45.0(標準偏差12.9)であったので、前回調査より平均が向上している。

わが国のコーポレート・ガバナンスは多少とも進化していると推測できる。ただし、平均点は48点で、満点の半分以下である。これから推し量ると、日本企業全体としては、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3回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存在したが、本年の調査でも同じことが確かめられた。JCGIndexは最高86から最低17まで広範囲に分布している。なお、昨年は最高83、最低11であった。

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、からCg4)の合計である。395社のカテゴリー別得点は表の通りある。

第3、第4のカテゴリーの充足率は60%に近い高い水準であるが、これに対して第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現れている。

換言すれば、コーポレート・ガバナンス改革を始めとする企業のリストラにより、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経営責任の明確化や取締役会改革はあまり進んでいないということである。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	12.0／28	42.9%（42.5%）
II	取締役会の構成と機能	7.7／25	30.8%（26.8%）
III	最高経営者の経営執行体制	16.9／27	62.6%（59.3%）
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	11.4／20	57.0%（52.0%）

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 61 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 62 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 63 社を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。

(1) 高・低 JCGIndex 企業の特徴 —外国人持株比率が高く、CEO が若い—

高 JCGIndex 企業の外国人持株比率（27.5%）は、回答企業の平均約（16.3%）より高く、逆に低 JCGIndex 企業（8.2%）は低い。また、CEO の年齢は、高 JCGIndex 企業の平均（61.0 歳）のほうが低 JCGIndex 企業の平均（63.9 歳）より 3 歳若い。

(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 企業は全てのカテゴリー得点が高い—

JCGIndex は、どれかのカテゴリーが高得点をとれば、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（18.8 対 7.3）、カテゴリー II（13.7 対 4.9）、カテゴリー III（21.3 対 11.0）およびカテゴリー IV（15.6 対 7.1）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、良い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だろうか。今回の JCGIndex 調査からも、過去 3 回と同様、両者には密接な相関関係があることが明らかにされた。

(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 (6.25%対 4.85%)、ROE (4.09%対 3.78%) いずれを見ても高 JCGIndex 企業の方が高い。しかし、企業業績の株主への分配の指標である株式投資収益率 (3.26%対 1.63%) は、低 JCGIndex 企業の方が高い。過去、3 回の調査においては、高 JCGIndex 企業の方が高かったが、今回初めてこのような現象が観察された。これは、高 JCGIndex 企業の半数近くにおいて、2004 年の株式投資収益率が軒並みマイナスであった結果、過去 3 年間の平均株式投資収益率がマイナスであったという短期的な原因によるものである。本来、株式投資のパフォーマンスは長期的に見るべきものであるが、逆転現象は初めてであるので、これについては別の機会にきちんと分析したい。

(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 (2002-2004) における従業員数の増加率を見ると、高 JCGIndex のほうが低 JCGIndex 企業より高い (3.31 対 -0.58%)。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を示唆している。

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だろうか。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相関があることから、コーポレート・ガバナンスは個々のカテゴリーの問題ではなく、それらを総合したところにあるとすることができよう。

ただし、これまでの調査を通して、一貫して企業業績ととくに相関関係が強いのは、株主はじめ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に関するカテゴリー IV である。業績と透明性のいずれが因であり果であるかについて確かなことは言えないが、一つの見方は、業績が良い企業はおのずとディスクロージャーにも積極的になれるということである。

JCGR の提言

ーコーポレート・ガバナンス改革が企業および日本経済再生の決め手ー

過去 4 回の調査は、企業業績がコーポレート・ガバナンスと強い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 1,096 回答、正味 589 社のサンプルが、毎回全く同じように、コーポレート・ガバナンス (JCGIndex) と企業業績との関係を示している。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、「グローバルゼーションと技術革新」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一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、今回の調査においては、回答企業に 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、昨年から、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 を大いに活用されんことを切に望む。

【付表】 JCGIndex 上位 50 社

(上位 50%については「上位 50%企業一覧」参照のこと)

株式会社東芝(*) 野村ホールディングス株式会社(*)	86	参天製薬株式会社 株式会社スカイパーフェクト・コミュニケーションズ	68
ソニー株式会社(*) 株式会社大和証券グループ本社(*)	83	TDK 株式会社 丸紅株式会社	
エーザイ株式会社(*) オリックス株式会社(*)	81	住友商事株式会社 株式会社日本航空	
オムロン株式会社 株式会社新生銀行(*)	80	アサヒビール株式会社 昭和シェル石油株式会社 ダイワ精工株式会社	67
帝人株式会社 イオン株式会社(*) 株式会社日興コーディアルグループ(*)	78	株式会社野村総合研究所 日立建機株式会社(*) *****	66
三菱電機株式会社(*)	77	三井住友海上火災保険株式会社	
株式会社メイテック	76	株式会社日立情報システムズ(*)	
コニカミノルタホールディングス株式会社(*) スミダコーポレーション株式会社(*) 三井物産株式会社 株式会社ミレアホールディングス	74	***** 宇部興産株式会社 NTN株式会社	64
旭硝子株式会社 株式会社日立製作所(*)	73	株式会社フジシールインターナショナル(*)	
株式会社良品計画 株式会社パルコ(*) 株式会社ベネッセコーポレーション *****	71	株式会社ニチレイ 横河電機株式会社	63
アンリツ株式会社	70	ヤマトホールディングス株式会社 東京テアトル株式会社	
株式会社小松製作所 ヤマハ発動機株式会社 *****	69	*****	

注) (*)は委員会等設置会社。*****は公表を望まない会社
