

2006年12月1日

「2006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た。

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月始めから10月にかけて第5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312社、回答率18.4%で前回の405社、24.6%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70社あり、コーポレートガバナンスの浸透が伺える。以下では、回答があった312社のうち、締め切りの10月20日までに回答があった302社について分析を行った。その結果、これまでの4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)を上げているという関係がほぼ成立していることが分かった。他方、株式投資収益率とJCGIndexとの関係については、最初の3回の調査においては、「JCGIndexが高い企業の

ほうが株式投資収益率が高い」という明確に正の相関関係があった。しかし、昨年の調査では、一部ではあるが、そこに負の相関関係という逆転現象が見られるようになった。今年は、その負の相関関係が一段と顕著になっている。

これまでの分析は、過去の業績と現在の JCGIndex との関係を見るものであった。実態を見てみると、JCGIndex が高い会社の中には、過去の業績が悪いがゆえに最近ガバナンス改革を行い、高い JCGIndex を得た会社が少なからずある。そのような会社においては過去の業績と JCGIndex との間には負の相関関係があるはずである。昨年の調査以降、そのような会社が急増したのではないかと推察している。冒頭に述べたように、コーポレートガバナンス改革は「将来の業績」を良くするために行うものである。したがって、改革が行われた会社においては、改革後の JCGIndex とその後の業績とを比較すべきである。現在、コーポレートガバナンス改革が進められているわが国の現状を考慮するなら、むしろそのような分析の方が重要である。しかし、調査の回数が浅くサンプルサイズが不十分で、これまではそのような分析を行うことができなかった。最初の調査から満4年を経たので、これからの分析の重点はそちらに移していきたいと考えている。

いずれにせよ過去の調査は、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 が一場合によっては10点近くも一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、2006年8月始めから10月20日にかけて、東証一部上場企業(7月13日時点の1,696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312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)に続き5回目である。2002年の回答企業は159社、2003年は201社、2004年は341社、さらに2005年は405社、そして今回2006年は312社であり、そのうち70社が新規回答企業であった。過去5回の調査で JCGIndex を取得した会社は正味660社に上る。なお、今回の分析対象は、回答会社312社のうち、10月20日の締め切り内に回答があった302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（2001-2005）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5.74%対5.45%、ROEは5.03%対3.26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12.72%対12.74%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302社のJCGIndexの平均は47.3（標準偏差14.1）であった。昨年は48.0（標準偏差12.9）であったので、前回調査より平均が低下している。これは、質問項目や配点の変更によるもので、決してわが国企業のガバナンスが後退しているわけではないと信ずる。

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確実に深まっていると言える。しかし、平均点は満点である100点の半分以下の47.3点で、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。

昨年までの4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あることが明らかにされていたが、本年の調査でも同じことが確かめられた。JCGIndexは、最高92から最低18までと広範囲に分布している。なお、昨年は最高86、最低12であった。標準偏差も14.1であり昨年の12.9より若干大きくなっている。

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の合理性を評価する項目である。

302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。

各カテゴリーとも、昨年と比べてかなりの増減を示している。正確な理由を示すためには詳細な分析が必要であるが、一つには次のような要因が大きいと推定できる。第1カテゴリーは充足率が昨年より減少しているが、配点をガバナンスの善し悪しの差が大きく出るように変更したためと考えられる。第2カテゴリーは逆に上昇しているが、監査役会設置会社においても、指名、報酬の機能を明確にさせたり、社外役員を入れたりの日本的な形で監督機能が強化されたためと思われる。マネジメントに関する第3カテゴリーも大きく低下しているが、これは内部統制および買収防衛について質問を追加したためであると推察している。最後の第4カテゴリーは大きく増加しているが、経営陣が会社の透明性に対する社会的要請を積極的に受け止めているからであろう。

全体的には、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相対的に遅れているということである。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	10.2／28	36.4%（42.9%）
II	取締役会の構成と機能	8.7／25	34.8%（30.8%）
III	最高経営者の経営執行体制	15.1／27	55.9%（62.6%）
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	13.3／20	66.5%（57.0%）

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 62 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 33 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 54 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い—

高 JCGIndex 企業の外国人持株比率（30.3%）は、回答企業の平均（18.9%）より高く、逆に低 JCGIndex 企業（10.9%）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（60.3 歳）と低 JCGIndex 企業の平均（60.0 歳）との間に有意な差は見られない。なお、昨年の調査では 3 歳の差で高 JCGIndex 企業のほうが若かった。

(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カー高 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（16.5 対 5.4）、カテゴリー II（16.4 対 4.3）、カテゴリー III（19.9 対 10.0）およびカテゴリー IV（17.6 対 8.9）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4回と同様、両者には高JCGIndex－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が、株式投資収益率に関しては、昨年同様、関係が逆転している。

(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（5.97%対5.63%）は高JCGIndex企業の方が高い。しかし、ROE（4.79%対5.48%）や、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（10.42%対15.33%）は、低JCGIndex企業の方がむしろ高い。最初の3回の調査においては、高JCGIndex企業の方が高かったが、昨年からこのような現象が観察されるようになった。冒頭にも述べたが、高JCGIndex企業の中に、過去、業績が悪かったためガバナンス改革を行い、高いJCGIndexを取ったという企業が少なからずあることが一つの原因ではないかと推測されるが、厳密な分析は今後の課題としたい。

(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（2003－2005）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（4.57対2.85%）。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5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1,418回答、正味660社のサンプルが、若干のアブノマリー（異常値）はあるものの、5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、昨年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えて、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。

【付表】 JCGIndex 上位 50 社（暫定）
 （上位 50%については「上位 50%企業一覧」参照のこと）

野村ホールディングス(*)	92	東芝(*)	86
日興コーディアルグループ(*)	84	大和証券グループ本社(*)	83
スミダコーポレーション(*)	81	オムロン	80
エーザイ(*)	79	新生銀行(*)	79
帝人	78	ソニー(*)	78
メイテック	77	ミレアホールディングス	76
旭硝子	75	三菱電機(*)	74
アンリツ	74	コニカミノルタホールディングス(*)	73
イオン(*)	73	りそなホールディングス(*)	73
日立製作所(*)	72	日立情報システムズ(*)	71
ベネッセコーポレーション	71	*****	71
三井物産	70	宇部興産	70
東京ガス	70	伊勢丹	69
アサヒビール	69	アイシン精機	68
テルモ	68	オリックス(*)	67
丸紅	67	*****	67
花王	66	双日	66
ヤマトホールディングス	66	パルコ(*)	66
日本航空	65	*****	65
東京テアトル	64	昭和電工	64
野村総合研究所	64	ヤマハ発動機	64
TDK	63	リコー	62
東京エレクトロン	62	昭和シェル石油	62
横河電機	62	日立マクセル(*)	62
富士火災海上保険(*)	62	トランスコスモス	62

注 1) *****は公開を希望しない会社

2) (*)は委員会設置会社