

企業業績はガバナンスと関連するのか？

～ 2006年JCGR調査報告の概要と分析～

経営戦略研究所
藤島 裕三

【要約】

2006年12月1日、JCGR（日本コーポレートガバナンス研究所、若杉敬明理事長）は、東証一部上場会社を対象としたコーポレートガバナンス調査の報告を行った。

アンケート調査に基づきコーポレートガバナンスの状態を指標化したJCG Index を作成、企業業績や株式投資収益率などとの関連について分析している。

調査によれば、JCG Index が高い企業ほどROAが優れているものの、ROEと株式投資収益率については逆の結果も出ている。従業員数の伸びにも解釈の余地がある。

カテゴリー別に見ると、ガバナンスそのものに対する取り組みを表す「企業目標と経営者の責任体制」と「取締役会の構成と機能」のスコアが、相対的に低くなっている。

最もROAとの相関性が高いのは「取締役会の構成と機能」である。狭義のガバナンス改革と企業業績の間には、一定の相関関係が存在することが推測される。

【目次】

1. 本調査（JCG Index）について	・・・2
（1） 調査の概要	・・・2
（2） JCG Index とは	・・・3
2. 回答企業の特性	・・・4
（1） 全上場企業との比較	・・・4
（2） JCG Index の分布	・・・5
（3） カテゴリー別スコア	・・・6
3. JCG Index と企業財務の関係	・・・7
（1） 分析の方法	・・・7
（2） 企業規模その他の特性	・・・8
（3） 資本効率性・投資収益性と従業員数	・・・11
4. まとめ	・・・15
[参考.1] JCGRコーポレートガバナンス原則	・・・16
[参考.2] コーポレートガバナンスに関する調査（項目）	・・・18
[参考.3] JCG Index 上位52社	・・・21

（注）本稿はJCGRの了解を得て、DIRの解釈を加えた上で論評するものである。



1. 本調査（JCG Index）について

（1）調査の概要

JCGR（日本コーポレートガバナンス研究所、若杉敬明理事長）は、2006年8月始めから10月下旬にかけて、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実施した。コーポレートガバナンスの数値指標であるJCG Indexを作成するため、全体の18.4%に相当する312社から回答を得た。なお本調査は2002年以来5回目で、2006年5月の会社法施行や昨今におけるTOBの日常化が、本年の質問項目に反映されている。

質問票は全50問で構成されており、以下の7部に分けられている。うちとについては、最高経営責任者（CEO）が直接回答することを求めている。コーポレートガバナンスの実践においては、経営トップの率先した取り組みなくして、所期の効果（＝株主価値の最大化）を得ることは難しいことを考慮したためだと、JCGRは説明している。

図表1 コーポレートガバナンス調査の質問票構成

会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ	（10問）
：重視する財務指標、CEOの業績評価、後継CEOの決定、など	
コーポレートガバナンスへの取り組み	（4問）
：重視するステークホルダー、敵対的防衛策の有無、など	
取締役会とその構成	（10問）
：社外取締役の人数および選任基準、各種委員会の設置状況、など	
経営執行の体制	（12問）
：執行役員制度の導入、経営管理の手法、会計監査人の変更、など	
経営執行の評価と報酬制度	（4問）
：CEOの報酬決定プロセス、全社財務指標による部門管理、など	
連結子会社の管理	（2問）
：連結子会社の管理責任者、連結子会社に対する業績評価、など	
株主その他とのコミュニケーション	（8問）
：株主総会の運営状況、IRの目的およびCEOの関与状況、など	

（出所：JCGR）

JCGRは本調査の目的を、「我が国の個別企業におけるガバナンスの現状を正しく把握し、指標化すること」にあるとする。また、JCG Indexを活用することは、「各企業が自ら望ましいコーポレートガバナンスを実践する際」に役立つのみならず、「海外ビジネス・コミュニティの対日理解をいっそう深めること」にも貢献するとしている。これは委員会設置会社に移行するなど、ガバナンスの強化に取り組んでいる企業の多くが、「グローバルな資本市場への対応」を狙いに挙げている実態に、即しているといえよう。

(2) J C G Index とは

本調査を基に作成された J C G Index は、「日本はもとより世界でも初」(J C G R) となった、コーポレートガバナンスの本格的な数値指標である。

従来、様々なガバナンスの実証研究や指標化が行われてきたが、いずれも公表データ(R O E、取締役の人数など)によるものに止まっていた。したがって、取り組みの姿勢など定性的な面が重要であるガバナンスを測るには不十分であり、かつ企業業績との連動性も認められなかった。それに対して J C G Index は、定性的な内容を豊富に含むアンケート調査に拠ることで、ガバナンスのあらゆる要素を反映させることに成功している。

結論から先に言うと、J C G Index が高い企業はそうでない企業と比較して、R O A (総資産利益率) が過去 3 年および 5 年平均のそれぞれで勝っている。すなわち、コーポレートガバナンスに対する取り組みの優劣は、企業業績との間に一定の相関関係を持つことを示している。その意味で、これまでの諸研究とは一線を画した、エポック・メイキングな指標であると評価できよう。

J C G Index の算出方法は、2003 年 4 月発表の「 J C G R コーポレートガバナンス原則」(拙稿「 J C G R のコーポレートガバナンス原則」2004 年 2 月 3 日付 経営戦略研究所情報 参照) をベースに、理想的なガバナンス体制のモデルを設定、これと各社のアンケート結果を比較することによる。したがって、理想モデルの J C G Index は 100 点満点となる。ちなみに、本調査における全回答企業の平均は、47.3 点であった。

具体的な評価ポイントとして、J C G R では以下の諸点を挙げている。

図表 2 コーポレートガバナンス調査の評価ポイント

- ・ 株主の観点からのガバナンス
- ・ 明確な企業目標
- ・ 最高経営責任者の責任体制
- ・ 独立取締役を中心とする取締役会の存在と、その経営監督機能
- ・ 業績目標を実現するための、最高経営責任者の経営執行体制
- ・ コンプライアンス、内部統制および社会的責任などを柱とするリスクマネジメント
- ・ 株主に対するアカウンテビリティ
- ・ I R 活動を通じた、株主への適切な情報提供
- ・ ディスクロージャーによる、他のステークホルダーに対する透明性の確保

(出所 : J C G R)

なお、本調査および J C G Index の課題として挙げられるのは、サンプル数の少なさである。その分析結果は約 300 社のデータを反映するのみで、1,500 社以上の東証一部上場企業、4,000 社近い全上場企業のガバナンスを論じるには、不足感は否めない。これはアンケートが膨大(全 50 項目、A 4 版 20 ページ)で、回答企業にとって負担感が大きいためと思われる。本調査および J C G Index の認知度が向上すると同時に、より多くの企業がガバナンス意識を高め、その一環として本調査に協力するようになることが望まれよう。

2. 回答企業の特徴

(1) 全上場企業との比較

本調査においては冒頭で、過去5年間(2001~2005年)の平均値(連結ベース)を用いて、回答企業と全上場企業の財務指標などを比較している。回答企業の主な特徴は、規模の大きい会社が多い、資本効率性が優れている、の2点。これらについて、JCGRによる分析コメントは特にない。

図表3 コーポレートガバナンス調査回答企業の特徴

	総資産	売上高	従業員数
回答企業	8,741 億円	7,754 億円	15,155 人
上場企業	4,068 億円	3,462 億円	6,990 人
	ROA	ROE	株式投資収益率
回答企業	5.74%	5.03%	12.72%
上場企業	5.45%	3.26%	12.74%

(出所：JCGR)

回答企業と全上場企業に相違が生じた背景としては、二通りの解釈が考えられる。

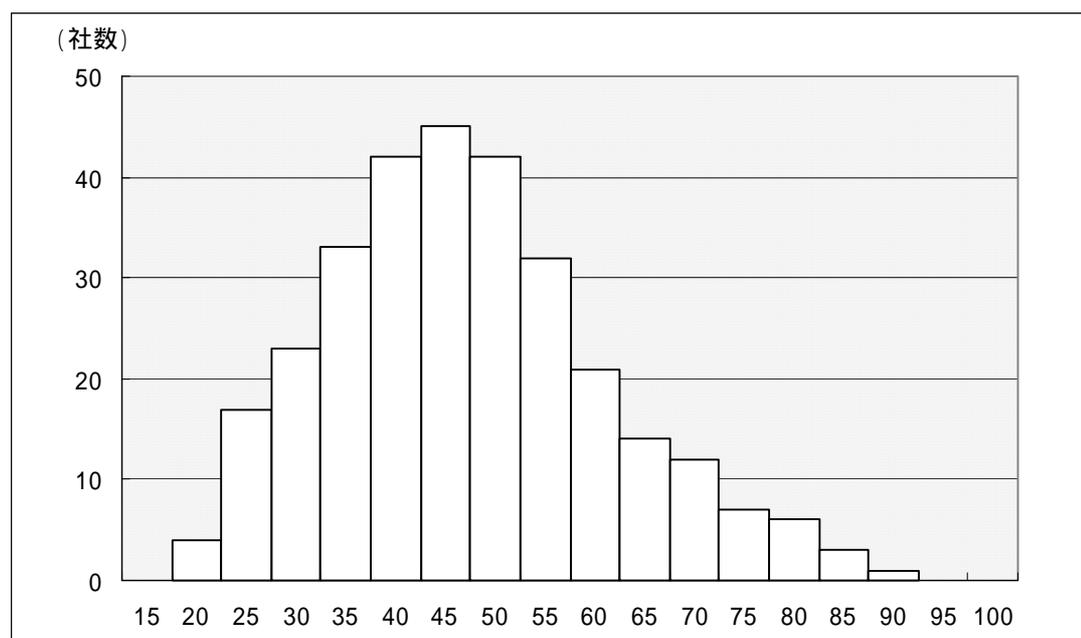
-)もともとの経営効率が優秀で、その結果、高成長を達成した大企業は、コーポレートガバナンスに対する意識も強くなる。
-)コーポレートガバナンスに対する意識が強い企業は、その結果、優秀な経営効率を獲得し、高成長を達成することができる。

上記)は、ガバナンス強化という本業外の取り組みに積極的になるには、ある程度の規模と余裕が必要だとするもので、ガバナンスは「努力目標」に過ぎなくなる。一方で)は、ガバナンスの効果を株主利益の最大化と捉え、企業が成長するには不可欠な要素とするもので、いわばガバナンスを「経営指針」として重要視することとなる。コーポレートガバナンスのあり方として後者が望ましいことは、論を待たないところであろう。

(2) J C G Index の分布

回答企業 314 社の J C G Index は、最大 92、最小 18、平均 47.3 となっている。膨大なアンケート項目に答える手間を考えると、コーポレートガバナンスに積極的な企業からの回答が集中し、点数が高い方に偏るのではないかとも思われるが、結果としては平均値を中心に、ほぼ山形の分布を形成している。したがってサンプル数はやや少ないものの、J C G Index の分布を見ることによって、全上場企業の大まかな傾向を推定することができるといえよう。

図表 4 J C G Index の分布



(出 所 : J C G R)

本調査の「財務データに基づく分析」においては、高得点と低得点それぞれの企業群を抽出して、特徴点を比較している。抽出方法としては、J C G Index の平均値 47.3 から 1 標準偏差 (14.1) の乖離を基準に、61.4 以上の 51 社が高 J C G Index 企業、33.2 以下の 54 社が低 J C G Index 企業と定義された。その上で高・低それぞれのデータを合成して、擬似的な 2 つの企業を作成することで、分析のベースとしている。

高 index 企業を構成する会社については、J C G Index 上位 52 社が公表されているので、具体的にイメージしやすい(巻末参照)。また業界別平均値によると、電気機器と情報・通信業のスコアが高く、ハイテク系が多くを占めていることを表している。低 Index 企業は開示されていないものの、業界別平均値が低い鉄鋼業や建設業などのウェートが高いことが想像できる。

(3) カテゴリー別スコア

JCG Index は、4つのカテゴリーにおけるスコアの合計である。それぞれのウェイトと平均点および充足率、アンケート項目との対照は以下の通りである。特徴としては、カテゴリー「企業目的と経営者の責任体制」とカテゴリー「取締役会の構成と機能」の充足率が低いことが目立つ。このことから、株主重視の姿勢や監督と執行の分離など、ガバナンスの根幹を支える取り組みについて、少なくともJCGRが理想とするモデルから、実態はなお遠いことが分かる。

図表5 JCG Index のカテゴリー別回答状況

カテゴリー	ウェイト	平均	充足率	アンケート
「企業目的と経営者の責任体制」	28	10.2	36.4%	・
「取締役会の構成と機能」	25	8.7	34.8%	
「最高経営責任者の経営執行体制」	27	15.1	55.9%	・ ・
「株主等とのコミュニケーションと透明性」	20	13.3	47.3%	

注) アンケート項目の内容については、図表1を参照のこと

(出所 : J C G R)

詳細については後述するが、カテゴリーごとに高スコア企業と低スコア企業を比較した場合、最も明確にROAとの相関性が認められたのは、カテゴリー「取締役会の構成と機能」であった。この結果のみに注目すれば、「形」としての狭義のガバナンスを整備することは、企業業績を向上させることにつながるといえるかもしれない。JCGR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」としており、本調査はそのような見方を企業業績の観点から後押しするような内容を提供している。

ただし本調査は、現在のJCG Index と過去の業績を比較するものである点、留意する必要がある。すなわち、ガバナンスの「形」を改善したことによって業績が好転したのではなく、もともと業績のよかった企業が事後的にガバナンスの「形」を整備したに過ぎないとも考えられる。その意味では、本調査が実施しているようなバックテストではなく、過去のJCG Index を活用した「その後」の分析が待たれよう。

3 . J C G Index と企業財務の関係

(1) 分析の方法

本調査においては「財務データに基づく分析」として、高・低 J C G Index 企業およびカテゴリー別の高・低スコア企業の間で、企業規模や財務指標などを比較することにより、コーポレートガバナンスの取り組みと経営実績との相関関係の検証が試みられた。その結果は、過去に実施された 4 回の調査と同様、J C G Index が高い企業は優れた企業業績を上げているという関係がほぼ成立した。

ただし株式投資収益率については、前回調査より見られるようになった負の相関関係が、今回は一段と顕著になっている。この点について J C G R 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 J C G Index を得た会社」が急増したのではないかとコメントしている。もっとも後述するように、D I R ではその他の要因も推測している。

分析結果として公表されたのは、以下の 9 項目である。財務データ（平均値）については、過去 3 年間（2003～2005 年）ないし 5 年間（2001～2005 年）の連結財務諸表に基づいており、この期間のデータが揃わない企業はサンプルから除外されている。また「外国人持株比率」と「最高経営責任者の年齢」については、アンケートの冒頭で聴取したデータを使用している。

図表 6 J C G Index の分析対象

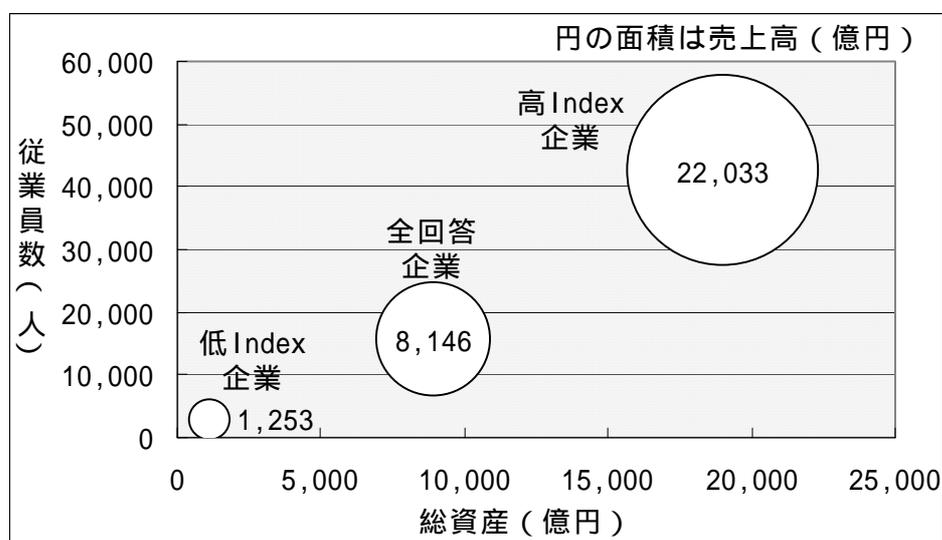
・総資産（連結、3 年）	
・売上高（連結、3 年）	
・従業員数（連結、3 年）	
・外国人持株比率	
・最高経営責任者の年齢	
・ R O A （連結、3・5 年）	$(\text{営業利益} + \text{金融収益}) \div \text{期中平均総資産}$
・ R O E （連結、3・5 年）	$\text{当期利益} \div \text{期中平均株主資本}$
・株式投資収益率（連結、3・5 年）	
・従業員数の伸び率（連結、3 年）	

（出所：J C G R）

なお、報告書本冊では財務データを原データのまま使用しているが、別添の補足資料においては業種別基準化データに基づいた分析を行なっている。財務データは業種間での差が大きいので、これを調整した上で J C G Index との関係を見る必要がある、との考え方によるもの。ただし結果については、基本的に両者に大きな違いはないし、また各々の結果に対する理解を容易にすることを狙って、本稿においては原データによる分析を引用して考察を進める。

(2) 企業規模その他の特性
企業規模 (総資産、売上高、従業員数)

図表 7 J C G Index と企業規模の相関



(出所 : J C G R)

総資産、売上高、従業員数によって企業規模を見ると、高 J C G Index 企業は圧倒的に大規模である。全回答企業に対していずれの項目も倍以上の水準となっており、大企業中心にコーポレートガバナンスの取り組みが進んでいることが窺われる。反面で低 J C G Index 企業は、いずれの項目でも平均の 1~2 割と小規模ぶりが目立つ。中堅以下の企業にはガバナンス取り組みは重荷なのか、ガバナンスがしっかりしていないと規模拡大が難しいのか、論は分かれるところだろう。

カテゴリー別に見ると、カテゴリー「株主等とのコミュニケーションと透明性」の高スコア企業が、いずれの項目についても特に大きい。また生産性を測るため、データを加工して総資産回転率と一人当たり売上高を算出すると、いずれも全回答企業の平均値を上回っている。大規模な優良企業においては、I R 活動がもはや必須の取り組みとして認知されていることが伺われる。

一方、カテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」については、他のカテゴリーと比較すると、いずれの項目も小さくなっている。推測に過ぎないが、経営トップに権限と責任を集中させる場合、あまり大規模に過ぎると抵抗や弊害が多く、難しくなる側面があるのかもしれない。

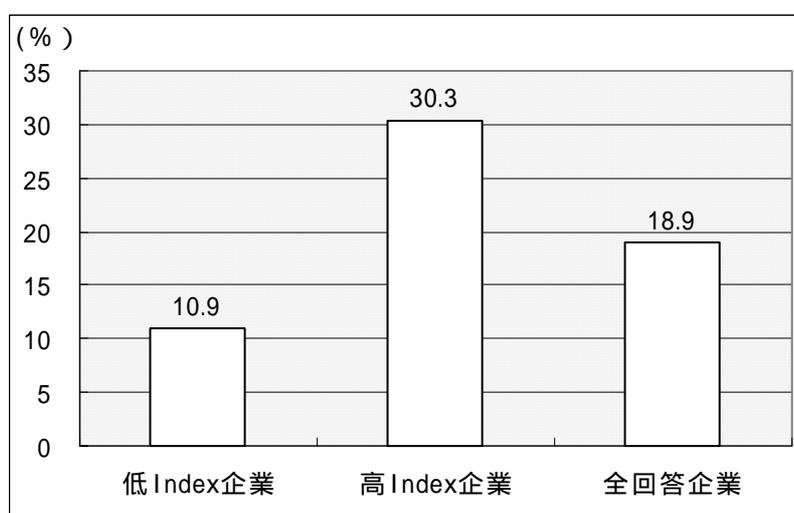
図表 8 J C G Index と企業規模 (一覧)

	全カテゴリー		高カテゴリー	中カテゴリー	低カテゴリー	全カテゴリー
<総資産>		<総資産>	(億円)			
全回答企業	8,937	全回答企業	8,937	8,937	8,937	8,937
高 Index 企業	19,038	高スコア企業	14,026	17,422	16,581	21,599
低 Index 企業	1,163	低スコア企業	2,651	2,979	1,266	992
<売上高>		<売上高>	(億円)			
全回答企業	8,146	全回答企業	8,146	8,146	8,146	8,146
高 Index 企業	22,032	高スコア企業	16,656	17,782	21,165	23,625
低 Index 企業	1,252	低スコア企業	2,426	2,342	1,249	1,110
<従業員数>		<従業員数>	(人)			
全回答企業	15,598	全回答企業	15,598	15,598	15,598	15,598
高 Index 企業	42,517	高スコア企業	32,835	39,355	30,031	42,857
低 Index 企業	2,697	低スコア企業	6,309	4,588	3,755	2,040

(出所 : J C G R)

外国人持株比率

図表 9 JCG Index と外国人持株比率の相関



(出 所 : J C G R)

高 JCG Index 企業の外国人持株比率は、低 JCG Index 企業の 3 倍近くに達する。企業規模の分析を考え合わせると、グローバルなビッグプレイヤーが海外機関投資家の注視に晒されるようになったため、世界標準のコーポレートガバナンスを身に着けるに至った様子が想起される。もちろん、優れたガバナンスが海外の投資資金を引き寄せる流れも、高 JCG Index 企業の外国人持株比率を押し上げているだろう。

カテゴリー別の分析では、「取締役会の構成と機能」と「株主等とのコミュニケーションと透明性」の高スコア企業で、特に外国人持株比率が高い。すなわち海外機関投資家は、取締役会による経営監視と共に、IR 活動による情報共有を重視している。このことは、グローバルに評価されるコーポレートガバナンスを構築するためには、監督機関の強化のみならず、IR 活動の充実を合わせて両輪にすべきと、示唆しているのだろう。

図表 10 JCG Index と外国人持株比率 (一覽)

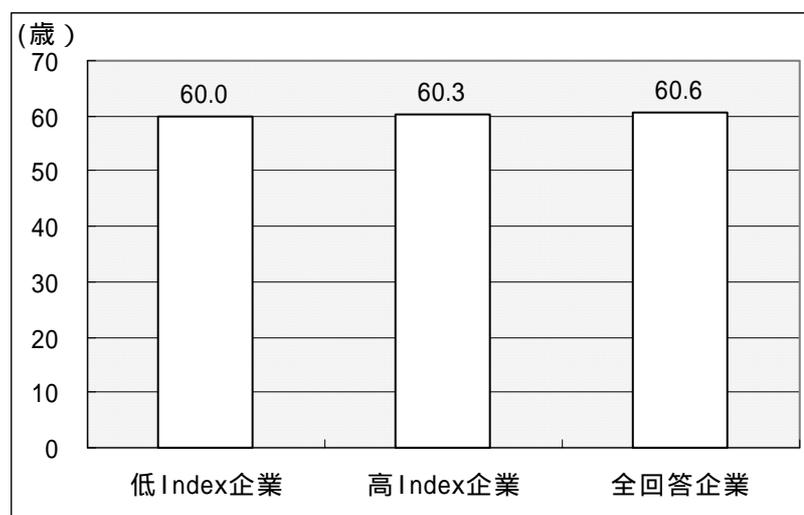
(%)

	全カテゴリー		カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー
全回答企業	18.9	全回答企業	18.9	18.9	18.9	18.9
高 Index 企業	30.3	高スコア企業	26.3	30.2	27.4	28.1
低 Index 企業	10.9	低スコア企業	11.0	15.5	12.5	10.5

(出 所 : J C G R)

最高経営責任者の年齢

図表 1 1 JCG Index と最高経営責任者の年齢の相関



(出所：JCGR)

CEOの年齢については、低JCG Index 企業が若干高いくらいで、目立って有意な特徴は見出せない。これはそもそも回答企業において、CEOの年齢自体に大きな差がないためではないか。

一方、カテゴリー別に見ると、カテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」の高スコア企業が比較的低い。極端なイメージではあるが、若い経営トップに権限と責任を集中させて、全社一丸となって経営目標に邁進する中堅企業が想起される。なおカテゴリー「株主等とのコミュニケーションと透明性」の高スコア企業は、CEOの年齢が高くなっている。大規模な優良企業の経営トップには、それなりの「重み」が求められているということかもしれない。

図表 1 2 JCG Index とCEOの年齢(一覧)

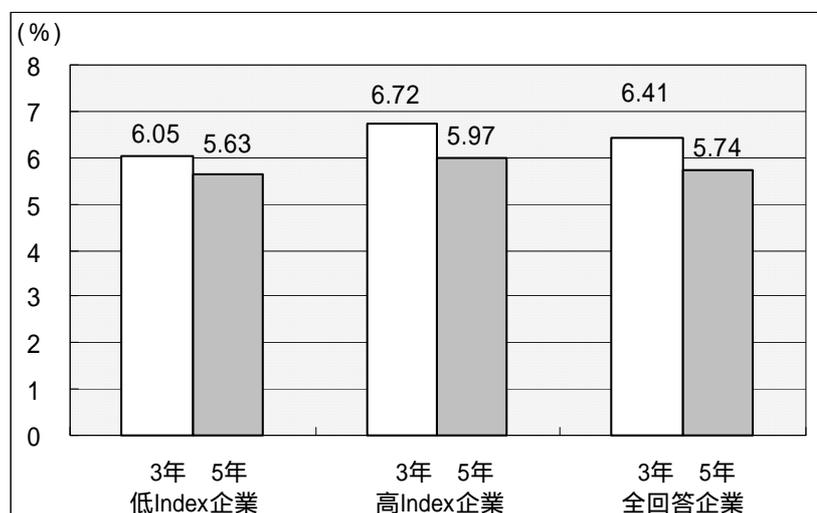
		(歳)				
	全カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	
全回答企業	60.6	全回答企業	60.6	60.6	60.6	60.6
高Index企業	60.3	高スコア企業	59.2	60.8	60.4	61.3
低Index企業	60.0	低スコア企業	60.8	58.9	59.3	58.7

(出所：JCGR)

(3) 資本効率性・投資収益性と従業員数

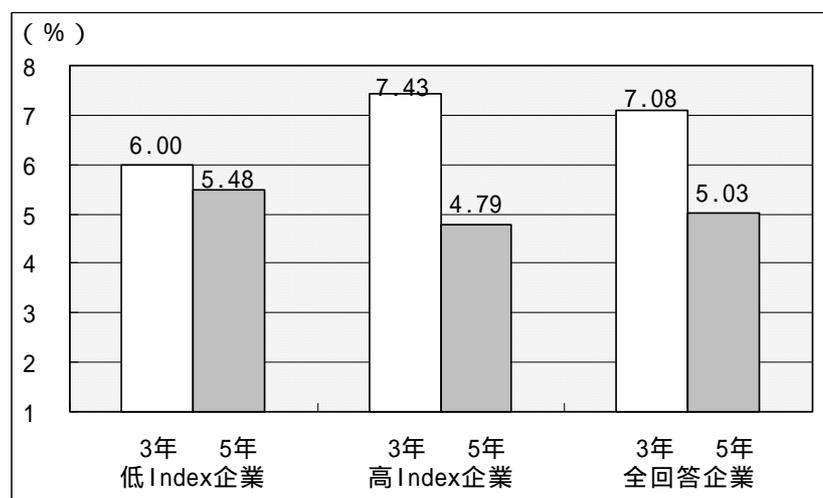
ROAとROE

図表 1 3 J C G Index と R O A の相関



(出 所 : J C G R)

図表 1 4 J C G Index と R O E の相関



(出 所 : J C G R)

コーポレートガバナンスの本質は株主利益の最大化であり、そのために高い資本効率を確保することである。したがって、使用総資本および株主資本の効率性を測るROAとROEは、ガバナンスの強化によって高められなければならない。本調査において、過去3年間と5年間のいずれで見ても、高JCG Index企業のROAが低JCG Index企業を上回っていることは、企業業績に対するガバナンスの有効性を示唆しているといえよう。

ただしROEを過去5年間で見ると、むしろ低JCG Index企業が高く、逆相関を示す結果となっている。もっとも過去3年間は順相関であるため、実質的には4・5年前(01・02年)のみ高JCG Index企業はROEが低いということになる。この時期、いわゆる「ITバブル」が崩壊しており、多額の特別損失を計上したのではないかと考えられる。高JCG Index企業にハイテク系が多いことを考え合わせると、このような解釈は一定の説得力を持っているように思える。

カテゴリー別に見ると、必ずしも高スコアが好パフォーマンスにつながっていない。特にカテゴリー「最高経営責任者の経営執行体制」に至っては、スコアとROAの間に逆相関ないしは無相関すら見て取れる。考えられる解釈として、内部統制システムの整備に代表される組織管理体制の改善活動は、必ずしも株主重視の経営に結びついていないことが挙げられよう。

例えば、内部管理の目的が不祥事の予防に止まり、事業活動の効率性を高めるまでにいたっていないケース、また厳格な管理体制を徹底して敷くあまり、高コストなど事業活動における非効率につながっているケースなどが想定できる。そのためカテゴリーのスコアは、ガバナンス全般の良し悪しとは必ずしも連動しないのかもしれない。

一方、過去3年間で5年間を通じて、明確にROAと相関しているのは、「取締役会の構成と機能」のみである。換言すれば、様々なガバナンスの取り組みの中でも、特にボード改革の進展度合いが資本効率性に影響しているということになる。とりわけ最近3年間の高スコア企業については、全カテゴリーを通じて最も優れたROAを計上している。

これは前述したように、ガバナンスの「形」を整備することが企業業績の向上につながったのかもしれないし、もともと業績のよかった企業が事後的にガバナンスの「形」を整備したに過ぎないのかもしれない。過去3年間で5年間でROAの水準がさほど変わらない点に着目すると、好業績企業が後追いでガバナンス改革をした可能性が高いとも思われる。委員会設置会社に移行する例は少なくとも、監査役設置会社の枠内で監督と執行の分離を進める優良企業が多かったのではないかと。

なお、カテゴリー「取締役会の構成と機能」とカテゴリー「最高経営責任者の経営執行体制」について、低スコア企業のROEが過去3年間で5年間でいずれも目立って高い。これは推測に過ぎないが、経営意思決定および内部業務管理のいずれも未整備な上、バランスシートが過小資本に陥っている企業が含まれているのではないかと。発展途上のベンチャーで慢性的に資本不足のケース、業績不振の成熟企業が資本を食い潰しているケースなどが想定されよう。

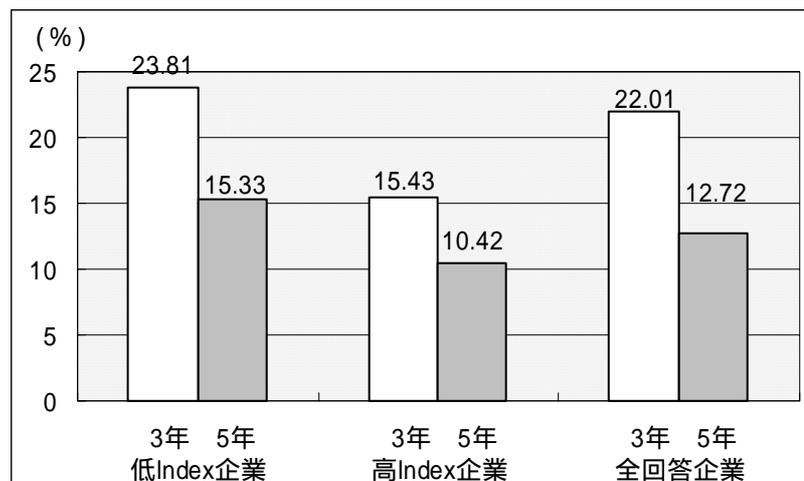
図表15 JCG IndexとROA・ROE(一覽)

	全カテゴリー		高カテゴリー	高カテゴリー	高カテゴリー	高カテゴリー
<ROA 3年>		<ROA 3年>	(%)			
全回答企業	6.41	全回答企業	6.41	6.41	6.41	6.41
高Index企業	6.72	高スコア企業	6.64	7.56	6.36	6.45
低Index企業	6.05	低スコア企業	5.59	6.29	6.41	5.44
<ROA 5年>		<ROA 5年>				
全回答企業	5.74	全回答企業	5.74	5.74	5.74	5.74
高Index企業	5.97	高スコア企業	5.47	6.84	5.45	5.67
低Index企業	5.63	低スコア企業	4.95	5.61	5.83	5.11
<ROE 3年>		<ROE 3年>				
全回答企業	7.08	全回答企業	7.08	7.08	7.08	7.08
高Index企業	7.43	高スコア企業	8.32	6.97	8.21	8.45
低Index企業	6.00	低スコア企業	4.58	8.34	7.00	3.63
<ROE 5年>		<ROE 5年>				
全回答企業	5.03	全回答企業	5.03	5.03	5.03	5.03
高Index企業	4.79	高スコア企業	4.78	5.75	4.11	4.92
低Index企業	5.48	低スコア企業	3.04	7.15	6.24	2.89

(出所：JCGR)

株式投資収益率

図表 1 6 J C G Index と株式投資収益率の相関



(出 所 : J C G R)

コーポレートガバナンスを論じる際には、株主価値を創出できたか (= 投資収益を提供できたか) の検証が、最終的には避けられない。本調査では、J C G Index と株式投資収益率の相関性を過去 3 年間で 5 年間で分析しているが、いずれについても高 J C G Index 企業が、低 J C G Index 企業および全回答企業を大きくアンダーパフォームしている。特に過去 3 年間については、R O E が高いにも関わらず、投資収益率に反映されていないことになる。

原因として考えられるのは 3 点。 I T バブル崩壊による 0 1 ・ 0 2 年の高 J C G Index 企業の R O E 悪化が、0 3 年以降の株価に対しても影響を及ぼした。 0 4 ・ 0 5 年の景気回復局面において、R O A が見劣りする低 J C G Index 企業に回復期待が集まることで株価が上昇した。 高 J C G Index 企業は 0 1 年以前より株式が高く評価されており、その後における上昇余地にはそもそも限界があった。以上が複合的に作用した結果ではないかと推測される。

J C G Index 分析に見られる逆相関の傾向は、ほとんどのカテゴリーにおいても同様だが、唯一、カテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」に関しては、過去 3 年間は低スコア企業、過去 5 年間は高スコア企業が、若干のオーバーパフォームとなっている。これは I T バブル崩壊直後の 0 1 ・ 0 2 年に、高スコア企業の株価が堅調だったことを意味する。同カテゴリーの企業規模が他と比べて小さいことを考え合わせると、設備集約的なハイテク系の大企業が少なく、I T バブルの影響をあまり受けていないのかもしれない。

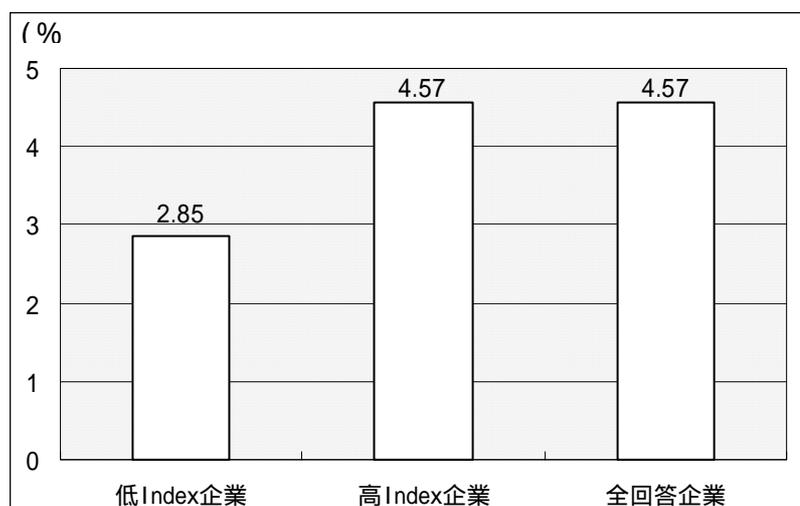
図表 1 7 J C G Index と株式投資収益率 (一 覧)

インデックス		カテゴリー			
<株式投資収益率 3 年>		<株式投資収益率 3 年>		(%)	
全回答企業	22.01	全回答企業	22.01	22.01	22.01
高Index企業	15.43	高スコア企業	20.68	15.77	18.89
低Index企業	23.81	低スコア企業	22.04	25.55	23.70
<株式投資収益率 5 年>		<株式投資収益率 5 年>		(%)	
全回答企業	12.72	全回答企業	12.72	12.72	12.72
高Index企業	10.42	高スコア企業	12.64	8.69	10.42
低Index企業	15.33	低スコア企業	11.78	16.44	14.44

(出 所 : J C G R)

従業員数の伸び率

図表 18 JCG Index と従業員数伸び率の相関



(出所：JCGR)

株主重視のコーポレートガバナンスに対しては、株主利益を高めるためには雇用を犠牲にせざるを得なくなるという批判が、しばしば散見される。このような向きに応えるため、本調査ではJCG Indexを従業員の伸び率（過去3年間の平均）と比較している。その結果、高JCG Index企業が低JCG Index企業を上回った。これを受けてJCGRは、「ガバナンスが良い会社は、業容を拡大しつつ高い企業業績を実現してきている」と結論づけている。もっとも、高JCG Index企業の伸び率は全回答企業と変わらないため、「ガバナンスが悪い会社は、十分に業容を拡大できていない」程度に止めるのが適切かもしれない。

カテゴリー別で相関関係が強かったのは、カテゴリー「取締役会の構成と機能」と「最高経営者の経営執行体制」である。経営意思決定から内部業務管理まで、一貫した社内システムを構築することが、雇用安定につながる取り組みだといえるかもしれない。特にカテゴリーの高スコア企業はROAも優れており、少なくともこの結果からは、「形」としての狭義のガバナンスと従業員も含めた企業全体の価値に、一定の連動性を見て取ることができる。

なおカテゴリー「株主等とのコミュニケーションと透明性」については、むしろ逆相関となっている。これまでの分析によると、カテゴリーの高スコア企業は、CEOの年齢が高く、目立って企業規模が大きく、業績も優良な部類である。これらの特徴からは、IRに長けたブルーチップ（超優良銘柄）が想像される。その多くは成熟段階を迎えているため、さらに企業規模を拡大することが難しく、むしろ「選択と集中」を通じて、従業員数は頭打ちになっているのではないかと。

図表 19 JCG Index と従業員数伸び率（一覧）

(%)

	全カテゴリー		カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー
全回答企業	4.57	全回答企業	4.57	4.57	4.57	4.57
高Index企業	4.57	高スコア企業	4.72	5.07	5.38	3.58
低Index企業	2.85	低スコア企業	2.25	4.24	2.94	5.24

(出所：JCGR)

4. まとめ

以上の分析・考察を通じて、JCG Indexが高い、すなわちコーポレートガバナンスが優秀な企業は、ROAの表わす使用総資本の効率性が優れており、従業員数も増加しているということができる。これはあくまで「相関関係」であり、ガバナンス改革に取り組めば効果が約束されるといった「因果関係」までは意味していない。しかし、ガバナンスとパフォーマンスの間に明確な連動性を見出したことには、非常に大きな意義があるだろう。

一方、ROEと株式投資収益率については、JCG Indexとの相関を見出すことができず、むしろ逆相関の関係となっている。このことは、ガバナンス改革が進んでいる企業には、規模や業種による偏りが存在するためだと考えられる。業種の偏りはITバブルなど短期的な景気動向を反映するし、規模の偏りは将来の成長性に対する資本市場の評価を左右する。こういったかく乱要因に論理的な解釈を加えることも、本調査の課題として挙げられるかもしれない。

さらに興味深いのは、カテゴリー別の分析結果である。JCG Indexすなわちガバナンス全体を構成する個々の要素が、資本効率性、株式投資収益率および従業員数の伸び率にどう影響し、それによりどのような示唆が得られるか、推測できる範囲で以下にまとめる。

カテゴリー 「業績目標と経営者の責任体制」

過去3年間のROAとROEは相関するが、過去5年間は高スコア企業が全企業平均よりも劣る。このことは、カテゴリーの高スコア企業において、最近2・3年で業績が大幅改善したことを表わしている。業績不振の企業がドラスティックに経営を立て直すには、トップの若返りと共に権限と責任を集中させ、強力なリーダーシップを発揮することが有効だと、示しているのかもしれない。

カテゴリー 「取締役会の構成と機能」

過去3年間および5年間のROAは高度に相関しており、「形」としての狭義のガバナンスを整備している企業に、高効率・好業績が備わっていることが分かる。一方でROEと株式投資収益率は、いずれの期間も全くの逆相関である。ハイテク系など短期的な景気動向に左右されやすい、したがってスピーディーな意思決定が必要な企業ほど、取締役会改革が進展していると考えられよう。

カテゴリー 「最高経営責任者の経営執行体制」

過去3年間・5年間ともに、ROAはほぼ無相関となっている。内部業務管理を徹底している企業の中には、収益追求の姿勢が伴っていないものが含まれているのかもしれない。反面、従業員数については大幅に増加している。このことは、従業員を含めた企業全体の価値を尊重している、CSR的なガバナンス観を持った企業が、内部管理体制の整備で先行していることを表しているのか。

カテゴリー 「株主等とのコミュニケーションと透明性」

過去3年間のROAは相関している程度が小さいが、同時期のROEは格段に相関度が高まっている。IR活動を積極的に展開すると同時に、自社株償却など株主還元を積極的に進めているのではないかと。一方で、株式投資収益率は明らかな逆相関となっている。将来の成長性を高めることが難しい成熟企業が、積極的なIRと株主還元で投資家にアピールしようとしている様が想起できる。

- 以上

[参考 . 1] J C G R コーポレートガバナンス原則

2003 年 4 月

< 前 文 >

企業には従業員、資本提供者、顧客、供給業者等々のステークホルダーが自らの目的を達するために関わっている。同時に、企業はどのステークホルダーが欠けても持続しえない。その意味では、企業はすべてのステークホルダーのために存在しており、すべてのステークホルダーが共存共栄するための公器である。

複数のステークホルダーが関わる組織であるから、それぞれのステークホルダーが自らの利益を主張し合うと調整が困難になる。そこで資本主義経済における株式会社制度においては、ステークホルダー間の利害の調整は市場原理に委ねることを前提に、株主がガバナンスを有し企業の業績に責任を負うことになっている。資本主義経済では、対等な多数の人々の自由な行動から発生する需要と供給とにより取引条件が決まる市場原理が民主的で公平・公正な取引ルールである。

< 本 文 >

【企業の業績目標と経営者の責任体制】

- 1 . 現代株式会社のガバナンスは、株主の実質的所有とリスク負担に基づき株主に帰属する。これを株主のガバナンスと呼ぶ。
- 2 . 企業が目的を達成するためには、卓越したリーダーシップをもつ CEO が、明確な企業業績目標を掲げ、かつそれを責任もって実現しようとする経営体制を確立することが望ましい。

【取締役会の構成と経営監督機能】

- 3 . 現代の流動的な企業環境のもとでは、迅速かつ弾力的な企業経営を行うために、CEO は絶大な権限を持つ必要がある。それと同時に、CEO が企業目的の遂行に向けて適切な経営を行うよう、CEO を方向付けることが必要である。これをCEO の経営に対する監督という。
- 4 . 経営に対する監督を有効に機能させるためには、監督と経営を明確に分離することが必要である。そのためには、取締役会は経営監督に専念し、CEO は経営執行に専念するという、監督（ガバナンス）と経営（マネジメント）の分離が望ましい。その観点からは、取締役会は、株主以外のすべてのステークホルダーから中立であるという独立性を確保することが必須の要件であり、取締役としては独立取締役が望ましい。
- 5 . 監督の本質はCEO から良質の経営行動を引き出すことである。そのためには、まず、優秀な取締役会とCEO とを確保することであるから、明確な選任・解任基準をもつ、いわゆる指名委員会の機能を確立することが不可欠である。次に、優秀なCEO が、公明正大かつ効率的に経営を行うよう動機付けることが必要であるから、内部統制システムの有効性をチェックする、いわゆる監査委員会の機能を確保すること、かつインセンティブ・システムの有効性をチェックする、いわゆる報酬委員会の機能を確保することが不可欠である。

【最高経営責任者CEOの経営執行体制】

- 6 . 健全な業績目標の実現を目指す経営がCEOの個人的な資質のみに依存しないようにするために、持続可能な経営システムを確立することが不可欠である。CEOは、合理的なマネジメント・システムとそれをチェックする内部統制システムとを構築し、自ら直轄すべきである。
- 7 . CEOは会社全体の業績目標を事業部門・子会社に分解し、それらの業績目標によって事業部門長等を監督するべきである。つまり業績目標によって業績評価を行い、かつその業績評価に基づいた報奨制度を実施すべきである。

【アカウントビリティと透明性の確保】

- 8 . CEOは、IR、株主総会等を通じて株主と密接なコミュニケーションを図ることによりアカウントビリティを果たし、株主の信頼を確保すべきである。
- 9 . CEOは、株主以外のステークホルダーと公平・公正な取引を行うために、法律を遵守するとともに、資本主義経済の前提である市場原理を遵守しなければならない。かつ、それらの遵守状況を示すために全ステークホルダーに適切な情報提供をすべきである。すべてのステークホルダーに対する広範な情報活動がディスクロージャである。アカウントビリティおよびディスクロージャによる企業の透明性の確保はCEOの重大な責務である。

(出 所 : J C G R)

[参考. 2] コーポレートガバナンスに関する調査 (項目)

2006 年 8 月 1 日

Part 会社の目標と最高経営責任者のリーダーシップ

- [1] 貴社は、会社目的を達成するための財務指標として、次の項目の重要性をどのように評価していますか。該当する数字を で囲んでください。
- [2] 前問 [1] の財務指標のなかで、中長期的目標としてもっとも重視している指標を一つだけ選んで記号でお答えください。
その指標について具体的な数値を定め、社外に公表していますか。
- [3] 貴社においては、最高経営責任者の業績評価を、具体的な数値基準によって行っていますか。
- [4] 貴社においては、最高経営責任者の報酬は、前問 [3] の業績評価に基づいて決められていますか。
最高経営責任者の報酬のうち、業績連動部分は全報酬のおよそ何%ですか
最高経営責任者に対する報酬決定方法は明文化されていますか。
- [5] 会社全体の中長期的な目標を達成できないことが明らかになったとき、あなたは最高経営責任者としてどのような行動をとりますか。次の中から、最も近いものを一つだけお選びください。(その原因が必ずしも外部的な要因だけではない場合を想定してお答えください)。
- [6] 最高経営責任者であるあなたは、後継者を育成する計画を自ら定めていますか。
その計画を取締役に随時報告していますか。
- [7] 貴社においては、最高経営責任者の後継者を事実上決定するのは、次の役職・組織のうちでどれですか。一つだけ選んで記号を で囲んでください。
- [8] 貴社においては、取締役会が、最高経営責任者の意に反して、最高経営責任者を解任することが実際に (法律上でなく) 可能だと思いますか。
- [9] 貴社は、最高経営責任者に、一定数以上の自社株保有を義務付けていますか。
- [10] 「株式会社のガバナンスは株主にある」という主張がありますが、これに対する最高経営責任者としてのお考えは、次のどれにもっとも近いですか。
貴社は、ウェブ上の経営理念や社長のご挨拶のページで、「わが社の目的は株主利益または株主価値 (の最大化) を追求することである」と明言していますか。

Part コーポレートガバナンスへの取組み

- [11] 貴社においては、次のステークホルダーの観点はどの程度重視されていますか。該当する数字を で囲んでください。
貴社においてもっとも重視されているステークホルダーを、重要な順に三つまで、記号でお答えください
担当の役職あるいは組織はどれですか。一つだけお選び下さい。
- [12] 貴社は、コーポレートガバナンス実践のための規程 (たとえばコーポレートガバナンス原則) を明文化していますか。
それをインターネット等で開示していますか。
- [13] 貴社においては、コーポレートガバナンスの実践状況を常時監視していますか。
担当の役職あるいは組織はどれですか。一つだけお選び下さい。
- [14] 貴社は敵対的買収防衛策を講じていますか
どのような防衛策ですか。
実施した防衛策について定期的に株主の承認を得る旨を定めていますか。

Part 取締役会とその構成

- [15] 貴社の取締役は何人ですか。
そのうち社外取締役は何人ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。

- 〔16〕 貴社は、社内取締役の選任基準を明文化していますか
- 〔17〕 貴社は、社外取締役の選任基準を明文化していますか。
- 〔18〕 貴社がすでに社外取締役を採用している場合、社外取締役に期待するもっとも重要な役割・機能は、次のどれにもっとも近いですか。一つだけお選びください。
- 〔19〕 貴社は委員会設置会社ですか、それとも監査役会設置会社ですか。
(委員会設置会社である)
監査委員は総数で何人ですか。
そのうち社外取締役は何人ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。
監査委員の職務権限は文書で規定されていますか。
監査委員の指示で動く独立なスタッフが存在しますか。
監査委員は、監査業務の一環として、最高経営責任者と定期的に会合を持っていますか。
(監査役会設置会社である)
貴社の監査役は何人ですか。
そのうち社外監査役は何人ですか。
常勤の社外監査役は何人ですか。
監査役は職務権限は文書で規定されていますか。
監査役は指示で動く独立なスタッフが存在しますか。
監査役は常務会・経営委員会等にも出席していますか。
監査役は監査業務の一環として最高経営責任者と(定期的に)会合を持っていますか。
- 〔20〕 貴社の取締役会には、報酬委員会またはそれに相当する機関がありますか。
メンバーは何人ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。
- 〔21〕 貴社の取締役会には、指名委員会またはそれに相当する機関がありますか。
メンバーは何人ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。
最高経営責任者もメンバーですか。
委員長は誰ですか。
執行役または執行役員も指名の対象ですか。
- 〔22〕 貴社の取締役会には、ガバナンス委員会に相当する機関がありますか。
メンバーは何人ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。
- 〔23〕 貴社においては、議長として取締役会を主宰しているのは誰ですか。
- 〔24〕 貴社においては、取締役会の開催前に、付議される議案および関連資料が、社外取締役を含む全取締役に配布されますか。

Part 経営執行の体制

- 〔25〕 貴社は、執行役または執行役員の制度を導入していますか。
- 〔26〕 貴社には、中長期経営計画、予算、業績評価、人事・報酬等々の経営管理システム(マネジメント・システム)を全社的観点から統括する部門がありますか。
責任者は誰ですか。
- 〔27〕 貴社においては、各部門(事業部、カンパニー、子会社等)の業績目標を具体的に定め、目標管理を行っていますか。
- 〔28〕 貴社は、投資決定や業績評価に資本コストを用いていますか。記号を で囲んで下さい。
- 〔29〕 貴社には、企業全体の観点からのリスク管理(ERMなど)のあり方を決め、統括する部署あるいは委員会がありますか。
- 〔30〕 貴社においては、全社員の行動規範となる企業倫理が明文化されていますか。
それをホームページ等で開示していますか。
企業倫理の実践を推進し監視する部署がありますか。

- 〔 3 1 〕 貴社においては、貴社の社会的責任のあり方が明文化されていますか。
それをインターネット等で開示していますか。
- 〔 3 2 〕 貴社においては、すべての従業員について職掌および職務の内容と遂行方法が具体的かつ詳細に明文化されていますか。
- 〔 3 3 〕 職務等が規定通り遂行されるように監視し、必要に応じて是正行動をとらせる組織をここでは、内部監査部門とよびます。貴社には内部監査部門がありますか。
内部監査部門の最終的な責任者は誰ですか。
内部監査に関する報告を作成していますか。
- 〔 3 4 〕 貴社にはコンプライアンス（法令遵守等）を推進し監視する部署がありますか。
- 〔 3 5 〕 貴社には内部通報制度がありますか。
外部者（弁護士など）が通報先になっていますか。
- 〔 3 6 〕 貴社は、外部会計監査の公正性を期すために、会計監査法人の貴社担当者または会計監査法人自体を定期的に代える制度を実施していますか。

Part 経営執行の評価と報酬制度

- 〔 3 7 〕 貴社においては、最高経営責任者の報酬決定方法あるいは報酬額は誰によって、あるいはどこで決められますか。最も影響力が大きいものの記号を一つだけ で囲んでください。
貴社は最高経営責任者の報酬を決定するにあたって社外の報酬コンサルタントのアドバイスを受けていますか（受けましたか）。
- 〔 3 8 〕 貴社は、最高経営責任者の個別報酬に関する開示状況は次のどれにもっとも近いですか。
- 〔 3 9 〕 貴社は、ストック・オプション制度を導入していますか。
- 〔 4 0 〕 貴社は質問〔 2 〕の財務指標をブレークダウンして、事業部門の目標値を定めていますか。
この目標を基準に事業部門の業績を評価していますか。
事業部門長の報酬はこの目標を基準にした業績評価にリンクしていますか。
部門目標が達成されなかったとき事業部門長は解任されますか。

Part 連結子会社の管理

- 〔 4 1 〕 貴社においては、連結子会社に対する管理責任者は、どの役職または組織ですか。
- 〔 4 2 〕 連結子会社の業績目標として、財務指標の具体的な数値が用いられていますか。
子会社の最高経営責任者に対して目標に基づいた業績評価を行っていますか。
子会社の最高経営責任者に対して上の業績評価に基づいた報奨を行っていますか。

Part 株主その他とのコミュニケーション

- 〔 4 3 〕 貴社の株主総会の日程と議案はインターネットを通して事前に入手可能ですか。
- 〔 4 4 〕 貴社の株主総会は、集中日およびその前後の日を避けて開催されていますか。
過去3年間の株主総会の平均開催時間はどのくらいですか。
- 〔 4 5 〕 貴社においては、インターネットで議決権行使できますか。
- 〔 4 6 〕 貴社にはIR担当組織がありますか。
- 〔 4 7 〕 貴社のIRの目的は、あえて一つに絞るとすれば次のどれですか。一つだけ記号を で囲んでください。
- 〔 4 8 〕 貴社の最高経営責任者は、国内で定期的に株主・アナリスト等に会っていますか。
- 〔 4 9 〕 貴社の最高経営責任者は、海外で定期的に株主・アナリスト等に会っていますか。
- 〔 5 0 〕 貴社は、財務諸表および株主・アナリスト等とのIRミーティングの資料をインターネットで公開していますか。

（出所：JCGR）

[参考. 3] J C G Index 上位 52 社

2006 年 12 月 1 日

順位	企業名	JCGIndex	順位	企業名	JCGIndex
1	野村ホールディングス(*)	92	27	アサヒビール	69
2	東芝(*)	86	27	伊勢丹	69
3	日興コーディアルグループ(*)	84	29	テルモ	68
4	大和証券グループ本社(*)	83	29	アイシン精機	68
5	スミダコーポレーション(*)	81	31	丸紅	67
6	オムロン	80	31	*****	67
7	エーザイ(*)	79	31	オリックス(*)	67
7	新生銀行(*)	79	34	双日	66
9	帝人	78	34	花王	66
9	ソニー(*)	78	34	フジシール(*)	66
11	メイテック	77	34	パルコ(*)	66
12	ミレアホールディングス	76	34	ヤマトホールディングス	66
13	旭硝子	75	39	日本航空	65
14	三菱電機(*)	74	39	*****	65
14	アンリツ	74	41	昭和電工	64
16	コニカミノルタホールディングス(*)	73	41	野村総合研究所	64
16	イオン(*)	73	41	ヤマハ発動機	64
18	りそなホールディングス(*)	72	41	東京テアトル	64
18	日立製作所(*)	72	45	TDK	63
20	日立情報システムズ(*)	71	46	リコー	62
20	ベネッセコーポレーション	71	46	東京エレクトロン	62
20	*****	71	46	昭和シェル石油	62
23	宇部興産	70	46	横河電機株式会社	62
23	参天製薬	70	46	日立マクセル(*)	62
23	三井物産	70	46	富士火災海上保険(*)	62
23	東京ガス	70	46	トランスコスモス	62

注1) 全体の平均より1標準偏差以上、上方に乖離した52社

注2) (*)は委員会設置会社

注3) *****は公開を承認しない会社

(出 所 : J C G R)