

ガバナンス改革と業績向上の相関性 ～ 2007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】

2007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するコーポレートガバナンス調査の報告を行った。

JCGRは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。

同報告によれば、JCG Indexが高い企業ほどROA・ROEがともに優れている。このことは企業業績に対するコーポレートガバナンス改革の有効性を示唆している。

株式投資収益率はITバブルの影響が残る期間のみ、逆相関となっている。また従業員数の伸びについては、コーポレートガバナンスが優れている企業の方が大幅である。

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。社外取締役の招聘など取締役会改革と企業業績の間には、一定の相関関係が存在すると推測される。

【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] JCG Index60以上の会社	・・・16
[参考.2] JCGRコーポレートガバナンス原則	・・・17
[参考.3] コーポレートガバナンスに関する調査	・・・19

（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、2007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17.8%に相当する307社（有効回答306社）から回答を得た。なお本調査は2002年以来6回目で、2007年9月における内部統制報告制度の施行や、昨今における役員報酬制度を見直す動きなどが、今回の質問項目には反映されている。

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）が自身で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	（11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	（5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、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、その多くは公表データ（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十分には認められなかった模様。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）と R O E（株主資本利益率または自己資本利益率）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。その意味では、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・2007 年 7 月改訂の「J C G R コーポレートガバナンス原則」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、49.4 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
- ・明確な企業業績目標
- ・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、1,700 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 の認知度がさらに向上すると同時に、より多くの企業がガバナンス意識を高めることで、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(2002~2006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	9,142 億円	8,504 億円	14,450 人
上場企業	4,171 億円	3,665 億円	7,218 人
	ROA	ROE	株式投資収益率
回答企業	6.12%	6.91%	12.85%
上場企業	6.07%	5.10%	13.32%

(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。

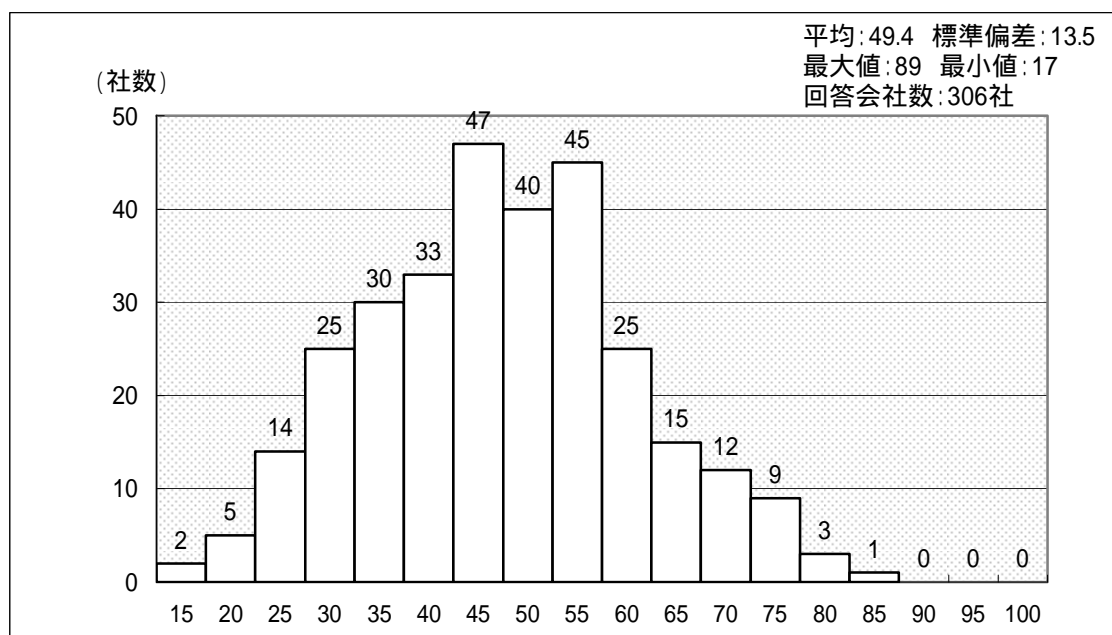
-)もともとの経営効率が優秀で、その結果、高成長を達成した大企業は、コーポレートガバナンスに対する意識も強くなる。
-)コーポレートガバナンスに対する意識が強い企業は、その結果、優秀な経営効率を獲得し、高成長を達成することができる。

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、企業が成長するためには不可欠な要素だとするもので、いわばガバナンス整備を「必須条件」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 306 社の J C G Index は、最大 89、最小 17、平均 49.9 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。実際の抽出方法としては、J C G Index の平均値 49.4 から 1 標準偏差 (13.5) の乖離が基準となって、63 以上の 51 社が高 J C G Index 企業、35 以下の 47 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することにより、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 J C G Index 企業を構成するサンプルについては、J C G Index 60 以上の会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、電気機器とサービス業のスコアが高い。低 J C G Index 企業は開示されていないものの、業界別平均値が低い機械や建設業、輸送用機器などのウェイ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	10.3	36.9%	・
「取締役会の構成と機能」	25	9.0	35.9%	
「最高経営責任者の経営執行体制」	27	16.7	61.7%	・ ・
「株主等とのコミュニケーションと透明性」	20	13.5	67.3%	

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抽出した場合、最もROAが優れているのはカテゴリー「取締役会の構成と機能」の高スコア企業であった。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。

ただし本調査はあくまでも、現在のJCG Index と過去の業績を比較するものである点、留意しておく必要がある。すなわち、コーポレートガバナンスの「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 5 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、前々回調査より見られるようになった負の相関関係が、今回も引き続き見られる。この点について J C G R は、「業績が低迷し、株主にとってのパフォーマンスである株式投資収益率が低い会社が、業績を上げるためにガバナンス改革を行い、高い J C G Index を取得し、高 J C G Index 企業にはいつているため」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（2004～2006 年）ないし 5 年間（2002～2006 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収集したデータを使用している。

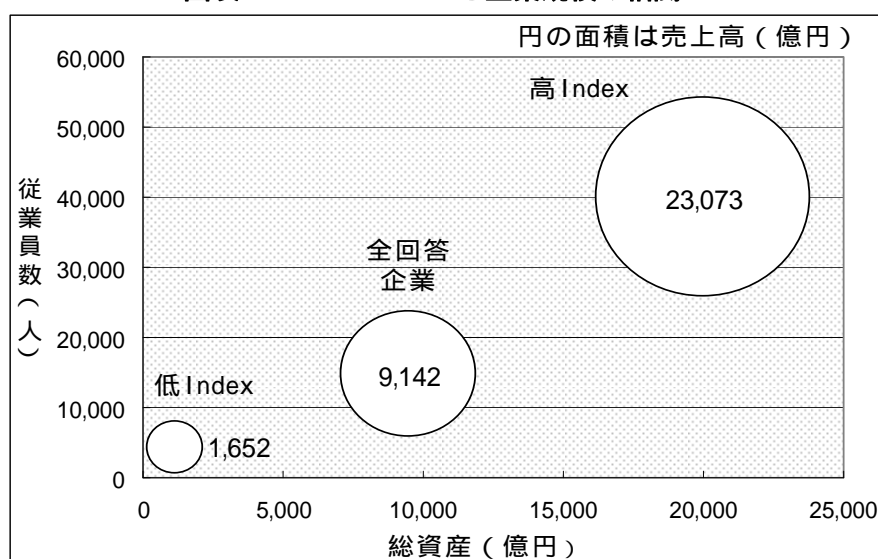
図表 6 J C G Index の分析対象

・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）

(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。

カテゴリー別では、総資産と売上高はカテゴリー「株主等とのコミュニケーションと透明性」、従業員数はカテゴリー「取締役会の構成と機能」の高スコア企業が、特に規模が大きい。大規模な企業ほど投資家対応や取締役会改革を徹底するインセンティブが大きく、また中堅以下にとってはコスト負担が重いのではないかと。カテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」は充足率の低さを考え併せると、規模の大小に抛らずメリットが乏しいのかもしれない。カテゴリー「最高経営責任者の経営執行体制」については、規模に関係なく整備を求められる事項が多いのだろう。

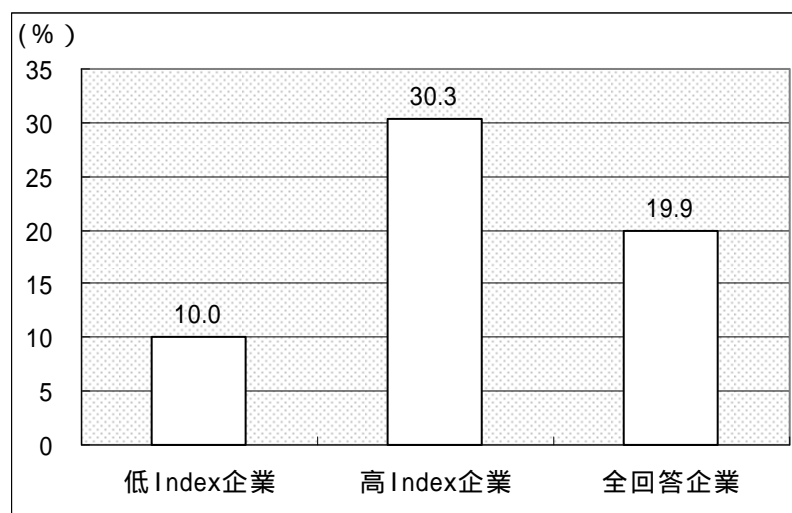
図表8 J C G Index と企業規模 (一覽)

	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
<総資産>		<総資産>	(億円)			
全回答企業	9,503	全回答企業	9,503	9,503	9,503	9,503
高 Index 企業	20,025	高スコア企業	12,003	21,367	19,482	23,042
低 Index 企業	1,127	低スコア企業	3,890	1,168	4,087	1,289
<売上高>		<売上高>	(億円)			
全回答企業	9,142	全回答企業	9,142	9,142	9,142	9,142
高 Index 企業	23,073	高スコア企業	12,610	23,295	21,193	26,257
低 Index 企業	1,652	低スコア企業	3,255	1,970	3,911	1,675
<従業員数>		<従業員数>	(人)			
全回答企業	14,751	全回答企業	14,751	14,751	14,751	14,751
高 Index 企業	39,942	高スコア企業	27,312	41,676	26,427	34,327
低 Index 企業	4,360	低スコア企業	6,986	3,178	7,745	4,541

(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 倍に達する。企業規模の分析を考え併せると、大企業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よう。

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 活動を通じた情報提供を重視している。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、監督機関の整備のみならず、説明責任の履行を併せて両輪にすべきと、示唆しているのではないかと。

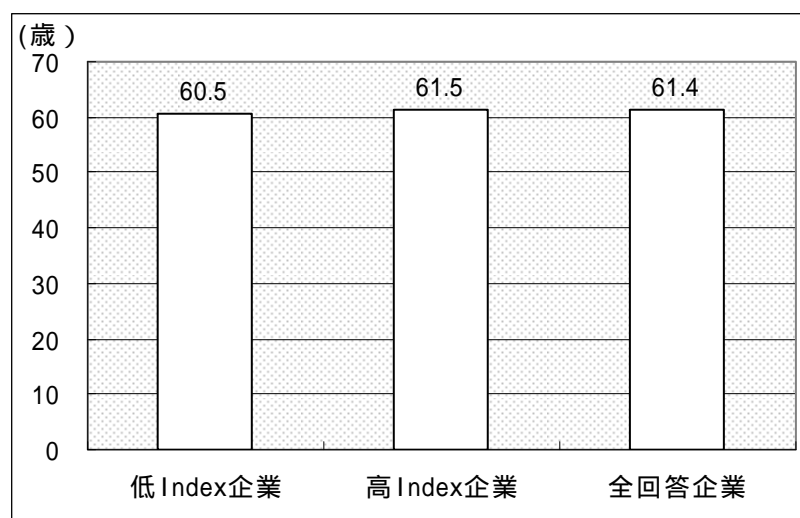
図表 10 JCG Index と外国人持株比率 (一覧)

(%)						
	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	19.9	全回答企業	19.9	19.9	19.9	19.9
高 Index 企業	30.3	高スコア企業	24.5	30.4	26.3	30.1
低 Index 企業	10.0	低スコア企業	12.9	10.7	13.7	9.7

(出 所 : J C G R)

最高経営責任者の年齢

図表 1 1 J C G Index と最高経営責任者の年齢の相関



(出所：J C G R)

CEOの年齢については、高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「取締役会の構成と機能」の低スコア企業が、比較的若いCEOを擁している。同カテゴリーのスコアと規模が大きく相関することから、中堅以下の規模で例えば、若い経営トップに全権を託している成長途上のベンチャー企業、あるいは再建途上の老舗企業などが想起される。いずれのケースにおいても、監督と執行を明確に分離することなく、一定の経営判断リスクは止むなしとして、現場主導で意思決定を行うのが通常だろう。

なおカテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」においては、高・低スコア企業ともにCEOの年齢が高く、両極端な分布となっている。同カテゴリーのスコアは企業規模の相関が小さいため、大企業が高・低の両方に含まれていると考えられる。そのうち何社かはコンセンサス重視の旧来的な日本型経営で、現在まで年功序列色の濃いトップ登用を継続しているのではないか。

図表 1 2 J C G Index とCEOの年齢 (一覧)

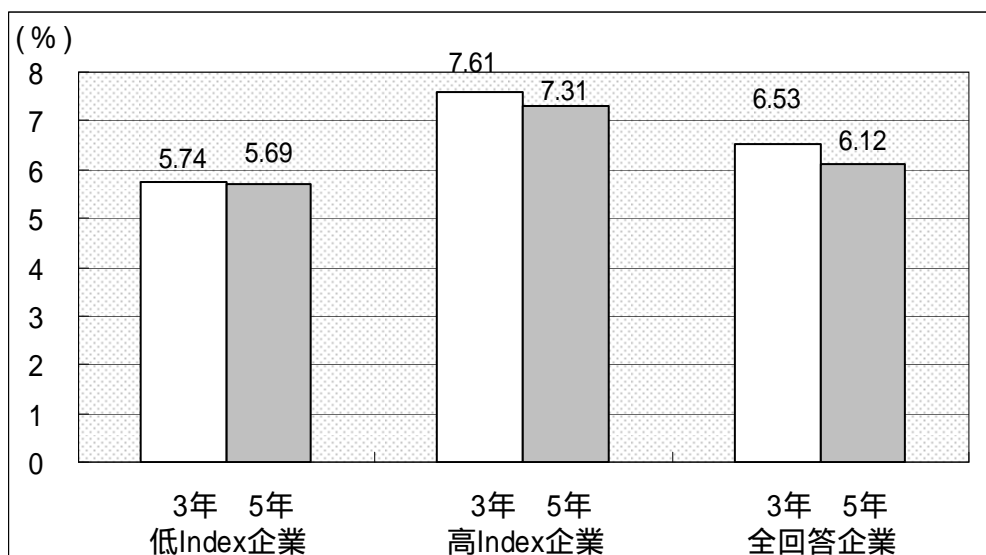
		(歳)				
	全カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー
全回答企業	61.4	全回答企業	61.4	61.4	61.4	61.4
高Index企業	61.5	高スコア企業	61.9	61.4	60.6	61.7
低Index企業	60.5	低スコア企業	62.0	59.7	60.7	61.3

(出所：J C G R)

(3) 資本効率性・投資収益性と従業員数

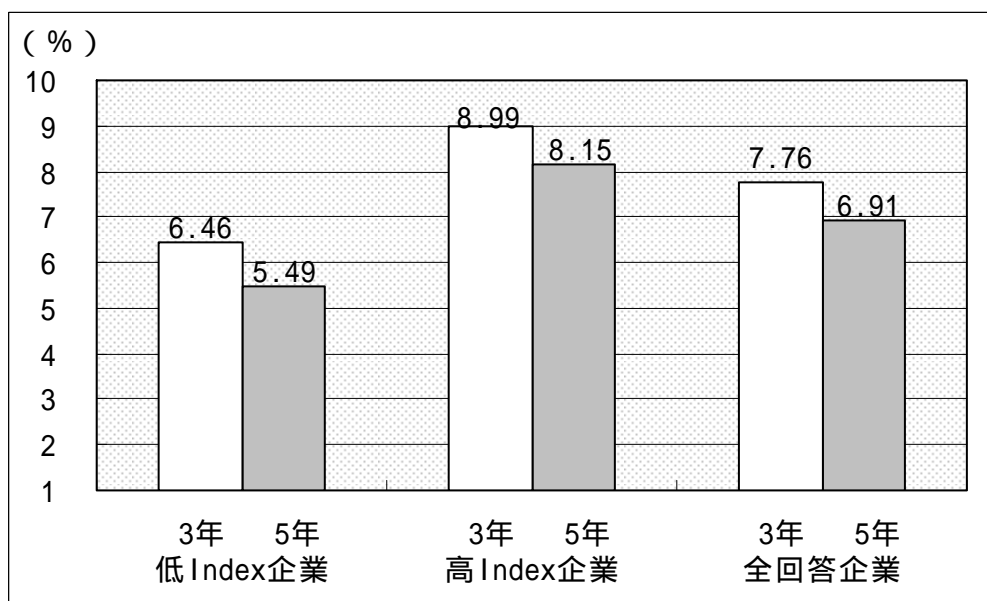
ROAとROE

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および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企業が両指標で低JCG Index企業を上回っている。このことは、企業業績に対するガバナンス改革の有効性を示唆しているといえよう。

カテゴリー別に見ても一部の例外を除けば、高スコアは好パフォーマンスにほぼ直結している。特にカテゴリー「取締役会の構成と機能」においては、高スコア企業のROA（3年・5年とも）が際立って高水準である。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相関しているということになる。これはガバナンスの「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。

もっともカテゴリーの高スコア企業について、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、もともと好業績な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。不振企業がボード改革を経て業績回復したとすれば、3年間の方が5年間より向上しておかしくない。少なくとも最近5年間に限っては、劇的に業績が回復した企業が多く含まれている訳ではないだろう。ここ近年、委員会設置会社に移行する例はほとんど見られないが、監査役設置会社の枠内で監督と執行の分離を進めた優良企業は多いのではないが。

一方、カテゴリー「最高経営責任者の経営執行体制」の高スコア企業は、他のカテゴリーと比較して、過去3・5年間ともにROAがさほど高くない。これは同カテゴリーの内容（社内規定の整備、連結決算の導入など）が、東証一部上場レベルの企業にとって、ある程度は当然の義務となっているためではないか。高スコア企業と全回答企業でROAの差が小さいことが、基本的に業績の良い・悪いに関わりなく、多くの企業が充実を図っている証左だろう。低スコア企業における低ROAについては、最低限の管理体制にも手が回らない不振企業の存在が想起される。

なお、カテゴリーの低スコア企業に関して、過去3年間のROE平均が高いことが目に付く。同期間のROAには見られない傾向なので、一時的に巨額の特別利益が発生した企業が含まれるなど、ある種イレギュラーな値に過ぎない可能性が大きい。5年間の平均についてはさほどでもないため、最近3年間に生じた事象が原因と考えられる。またカテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」の高スコア企業について、過去5年間のROE平均がさほど高くないことも同様に、4・5年前に特別損失が発生したなどイレギュラーな要因を想定することができる。

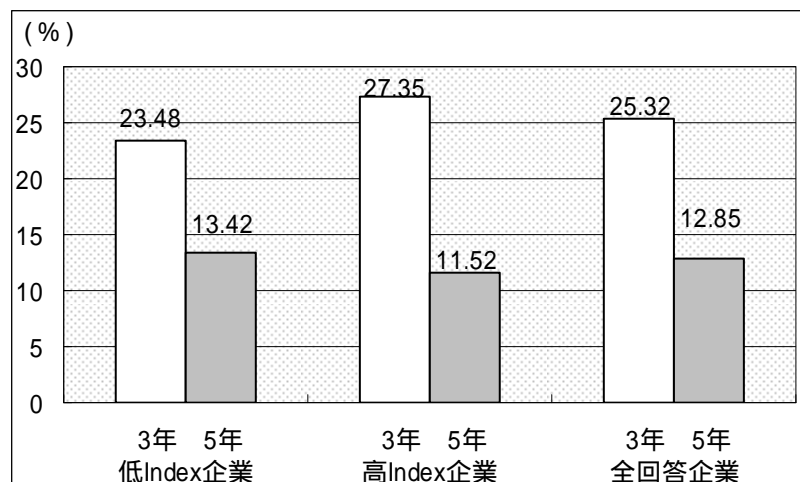
図表15 JCG IndexとROA・ROE（一覧）

	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	6.53	全回答企業	6.53	6.53	6.53	6.53
高Index企業	7.61	高スコア企業	7.33	7.90	6.86	7.23
低Index企業	5.74	低スコア企業	5.53	5.96	5.76	4.78
<ROA 5年>		<ROA 5年>				
全回答企業	6.12	全回答企業	6.12	6.12	6.12	6.12
高Index企業	7.31	高スコア企業	6.78	7.88	6.62	7.03
低Index企業	5.69	低スコア企業	5.09	5.97	5.49	4.61
<ROE 3年>		<ROE 3年>				
全回答企業	7.76	全回答企業	7.76	7.76	7.76	7.76
高Index企業	8.99	高スコア企業	8.74	8.25	9.55	9.27
低Index企業	6.46	低スコア企業	6.02	8.25	6.93	5.27
<ROE 5年>		<ROE 5年>				
全回答企業	6.91	全回答企業	6.91	6.91	6.91	6.91
高Index企業	8.15	高スコア企業	6.86	8.25	7.55	9.11
低Index企業	5.49	低スコア企業	5.32	6.51	6.05	4.40

（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。本調査においては、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。これによると 3 年間では高 J C G Index 企業が低 J C G Index 企業をオーバーパフォームしているが、5 年間については逆にアンダーパフォームとなっている。同期間の R O E は高いのだが、投資収益率に反映されていない。

原因としては、2001 年に I T バブル崩壊で高 J C G Index 企業の業績が悪化、業績が回復した 2002・3 年の株価にも影響が残ったことが推測される。高 J C G Index 企業にはハイテク系のグローバル企業が多く含まれており、過大な期待によって株価が膨れ上がっていたため、適正な水準まで調整するのに時間がかかったのだろう。その間、オールドエコノミーのローカルな中堅企業の株価が、相対的に堅調 (値動きが少ない) だったことがイメージできる。

過去 3 年間については順相関、5 年間では逆相関という傾向は、ほとんどのカテゴリーにおいても同様となっている。唯一、カテゴリー「企業目標と経営者の責任体制」の過去 5 年間は、低スコア企業もパフォーマンスが振るわない。同スコアの高低と企業規模の相関が小さいことを考え併せると、低スコア企業にも I T バブルの影響を受けた大企業が存するのかもしれない。

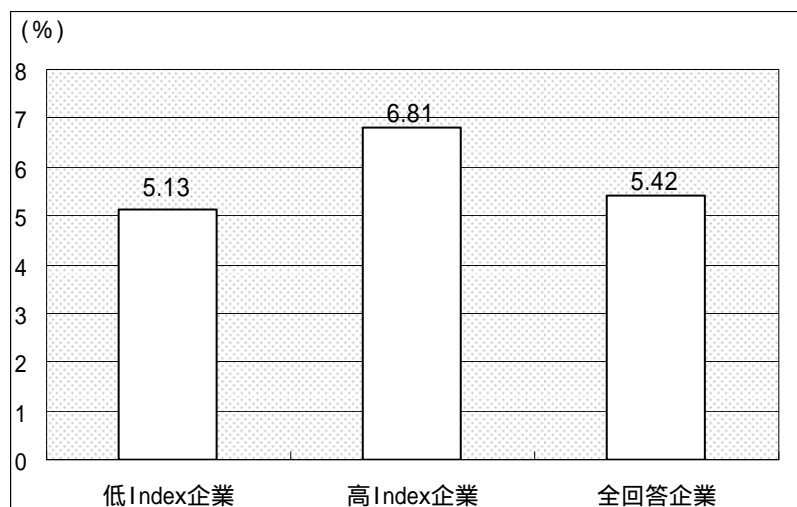
図表 1 7 J C G Index と株式投資収益率 (一 覧)

	インデックス		カテゴリー	カテゴリー	カテゴリー	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	25.32	全回答企業	25.32	25.32	25.32	25.32
高Index企業	27.35	高スコア企業	27.24	26.99	27.90	26.55
低Index企業	23.48	低スコア企業	22.86	22.17	23.76	23.09
<株式投資収益率 5 年>		<株式投資収益率 5 年>		(%)		
全回答企業	12.85	全回答企業	12.85	12.85	12.85	12.85
高Index企業	11.52	高スコア企業	11.15	11.09	10.89	12.38
低Index企業	13.42	低スコア企業	11.77	12.89	14.70	13.35

(出 所 : J C G R)

従業員数の伸び率

図表 1 8 J C G Index と従業員数伸び率の相関



(出 所 : J C G R)

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 J C G 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 J C G Index 企業が低 J C G Index 企業を上回った。これを受けて J C G R 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。

カテゴリー別で相関関係が強かったのは、カテゴリー「最高経営者の経営執行体制」である。内部業務管理を徹底することは、雇用安定に直結するといえるのかもしれない。ただし同カテゴリーの高スコア企業は、他のカテゴリーよりも R O A（過去 3 年間）が低く、従業員の増加が非効率につながっている可能性が考えられる。一方で株式投資収益率（過去 3 年間）は相対的に高いため、売上利益（金額）の増加が株価上昇を牽引しているのかもしれない。

なおカテゴリー「取締役会の構成と機能」については、むしろ逆相関となっている。もっとも高スコア企業の伸び率は、他カテゴリーと比較しても決して低くない。これまでの分析によると、カテゴリーの高スコア企業は、従業員数が多い一方で R O A に優れているため、大規模かつ効率経営のブルーチップ（超優良銘柄）が想像される。その多くは成熟段階にあるだろうことを考え併せれば、高スコア企業の伸び率は十分な水準ともいえよう。むしろ低スコア企業の伸び率こそ理解しにくい。恐らくは一部企業にイレギュラーな要素があるのではないか。

図表 1 9 J C G 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	5.42	全回答企業	5.42	5.42	5.42	5.42
高Index企業	6.81	高スコア企業	5.31	5.94	7.21	5.49
低Index企業	5.13	低スコア企業	3.78	6.24	4.85	3.93

(出 所 : J C G R)

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、使用総資本・株主資本の効率性が優れており、株式投資収益率が高く、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み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。

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」

企業規模との相関が比較的小さく、株式投資収益率にITバブルの影響が見られない。したがって当カテゴリーは、規模や業種に関係なくスコアが付く。経営トップの責任を厳しく問うような体制作りは、有力企業だからといって整備されているとは限らない。むしろ伝統的な組織の論理が根付いており、責任追及が曖昧なケースが多いのではないかと推定される。もっとも、ROAについては過去3・5年間とも一定の相関が認められることから、株主価値の創造には貢献していると推定される。

カテゴリー 「取締役会の構成と機能」

他と比較してROAが高度に相関している。すなわち、ガバナンスの「形」を整備しているほど高効率である。ただし過去3・5年間でROAの水準が変わらないため、もともと好業績な企業が取締役会改革を推進したと見られる。高スコア企業は規模も大きいと、特に従業員数が目立って多く、労働集約的な事業構造が想起される。委員会設置会社にハイテク系が多いことを鑑みると、オールエコノミーやサービス業の監査役会設置会社が、キャッチアップしてきたのかもしれない。

カテゴリー 「最高経営責任者の経営執行体制」

過去3・5年間ともにROAの相関度が低く、また企業規模との相関も比較的小さい。本調査の対象企業にとって、社内規定や連結会計などは規模の大小に関わりなく当然の責務であり、整備されているからといって業績がよい訳でもないのだろう。なお、株式投資収益率はITバブルの影響が色濃く、従業員数伸び率は最も相関度が高い。これらから当カテゴリーの高スコア企業には、東証上場などを機に管理体制を充実させた、成長段階の企業が多く含まれているのではないかと推定される。

カテゴリー 「株主等とのコミュニケーションと透明性」

高スコア企業は資産および売上の規模が目立って大きい反面、従業員数についてはさほどでもないため、設備集約的な事業構造が読み取れる。したがって情報開示・IRや株主還元に関しては、ハイテク系を中心とした大規模なメーカーが、目立って積極的に取り組んでいると考えられる。このことはROEの相関度が最も高いことに符合する。またROAについても比較的高く相関していることから、透明性の伴った経営姿勢が好パフォーマンスをもたらしていることが窺われる。

- 以上

【参考. 1】JCG Index60 以上の会社

2007年12月1日

順位	企業名	JCGIndex	順位	企業名	JCGIndex
1	東芝(*)	89	27	HOYA(*)	68
2	大和証券グループ本社(*)	84	28	資生堂	67
3	オリックス(*)	83	28	宇部興産	67
4	帝人	80	28	テルモ	67
4	イオン(*)	80	28	東京ガス	67
6	ソニー(*)	78	28	ヤマハ発動機	67
6	ニッセンホールディングス	78	33	昭和電工	65
6	コニカミノルタホールディングス(*)	78	33	日本電産	65
9	スミダコーポレーション(*)	76	33	花王	65
9	りそなホールディングス(*)	76	33	TDK	65
9	ベネッセコーポレーション	76	37	日本精工	64
12	三菱電機(*)	75	37	住友商事	64
12	野村ホールディングス(*)	75	37	三井金属鉱業	64
14	旭硝子	74	40	コスモ石油	63
14	アンリツ	74	40	バンダイナムコホールディングス	63
14	昭栄(*)	74	40	横河電機	63
17	日立製作所(*)	73	43	ヤマハ発動機	62
17	三菱商事	73	43	神戸製鋼所	62
19	ミレアホールディングス	72	43	JBCCホールディングス	62
20	野村総合研究所	71	43	良品計画	62
20	パルコ(*)	71	47	伊藤忠テクノソリューションズ	61
20	双日	71	47	中部電力	61
23	フジシールインターナショナル(*)	70	47	日本航空	61
24	三井物産	69	50	東日本旅客鉄道	60
24	日立情報システム(*)	69	50	高千穂交易	60
24	メイテック	69	50	武田薬品	60
			50	東京テアトル	60

注1) 公表を承認した会社のみ

注2) 公表を承認しない会社のJCGIndex(社数):76(1)70(2)68(1)64(1)63(4)62(2)61(1)

注3) (*)は委員会設置会社

(出所: J C G R)

[参考. 2] J C G R コーポレートガバナンス原則

2007 年 7 月 1 日改訂

< 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存続しえない。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。

企業は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、ビジネスリスクを負担するという形で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. 厳しい競争環境のもとで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、かつそれを責任を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。
- 6 . 本来はマネジメントの責任であっても、株主価値に重要な影響を与える事項については、取締役会がその基本方針の決定あるいは確認に関わることが望ましい。

【最高経営責任者CEOの経営執行体制】

- 7 . 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。
- 8 . 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等を活用すべきである。

【アカウントビリティと透明性の確保】

- 9 . 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。
- 10 . 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. 3] コーポレートガバナンスに関する調査 (項目)

2007 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。

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。
- [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、コーポレートガバナンス・ガイドライン等) を明文化していますか。
貴社においては、コーポレートガバナンスが株主の観点からであることを明確に定めていますか。
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 (あるいは敵対的買収防衛をも考慮に入れた企業価値向上策のようなもの) を導入していますか。
どのような防衛策ですか。
防衛策の導入にあたり株主総会の承認を得ましたか。
導入した防衛策について定期的に株主総会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。

- 〔 1 6 〕 貴社は、社内取締役の選任基準を明文化していますか
- 〔 1 7 〕 貴社は、社外取締役の選任基準を明文化していますか。
- 〔 1 8 〕 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。
- 〔 1 9 〕 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。
そのうち独立な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。
- 〔 2 0 〕 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。
そのうち何人が社外取締役ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。
- 〔 2 1 〕 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。
そのうち何人が社外取締役ですか。
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を選任に何らかの形で関わっていますか。
- 〔 2 2 〕 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。
そのうち何人が社外取締役ですか。
そのうち独立な社外取締役は何人ですか。
- 〔 2 3 〕 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。
- 〔 2 4 〕 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

- 〔 2 5 〕 貴社は、執行役または執行役員を導入していますか。
- 〔 2 6 〕 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。
- 〔 2 7 〕 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。
- 〔 2 8 〕 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。
- 〔 2 9 〕 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 0 〕 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 1 〕 貴社においては、職務規準（ job description ）のような形ですべての職務および職掌（各従業員の職務の範囲）の内容と遂行方法が文書により具体的かつ詳細に規定されていますか。
- 〔 3 2 〕 職務等が規程通り遂行されるように、自己チェック、相互チェックあるいは上司のチェック等の方法に定めた体系を、内部統制システムとよぶことにします。貴社にはこれらのチェックの方法が具体的に定められ明文化されていますか。
- 〔 3 3 〕 内部統制システムが機能しているか否かを監視し、必要に応じて是正行動をとらせる組織を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。
最高経営責任者は取締役会に対する内部監査報告書を作成していますか。
貴社においては、内部監査に関する報告を株主に対する事業報告に掲載していますか。
- 〔 3 4 〕 貴社にはコンプライアンス（法令、社会的規範、社内規則等を遵守すること）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。

Part 経営執行の評価と報酬制度

- 〔 3 6 〕 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。もっと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他社の動向等を参考にしましたか。
- 〔 3 7 〕 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 8 〕 貴社は、ストック・オプション制度を導入していますか。
- 〔 3 9 〕 貴社の役員に対する退職慰労金制度はどのようなものですか。
- 〔 4 0 〕 貴社は質問〔 2 〕の財務指標をブレイクダウンして、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。
部門の目標値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、いわゆる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）