

コーポレート・ガバナンスと企業業績

大 林 守^{*1}
若 杉 敬 明^{*2}

目次

1. コーポレート・ガバナンスとは
2. JCGIndex 調査の概要と結果
3. コーポレート・ガバナンス指標と企業業績
4. 回帰分析の推計結果
5. 結論と今後の課題

本研究ノートの目的は、コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係を探索的に計量経済分析することにある。コーポレート・ガバナンス指標として、日本コーポレート・ガバナンス研究所（JCGR）が2002年から継続的に発表してきたコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスの指標である JCGIndex を利用する¹⁾。JCGIndex は東証一部上場企業に対するコーポレート・ガバナンスのアンケート調査から算出されている。同種のコーポレート・ガバナンス指標の多くが公表データを利用した定量的な情報のみを利用しているのとは異なり、定性的な情報を含んでいる点がユニークである²⁾。

2002年から現在までに12回の JCGIndex 調査の時系列が蓄積されたことから、通常であれば各年のクロスセクションデータをプールしたクロスセクション・時系列分析を行うことが自然な分析方法である。しか

し、アンケート調査をベースにしているため、回答企業そして回答担当者も毎年変化し、質問自体にも若干の修正が行われているため、欠損値が多く、データベースの精査・整備には多大な時間と費用が必要となる。そこで、本研究ノートでは第1次接近として、2005年の JCGIndex を起点として、その後の企業業績パフォーマンスとの関係を分析することにした。

回帰分析の結果、非線形性と企業規模を考慮するならば、JCGIndex 自体あるいはその構成要素であるカテゴリ別得点が、多くのケースにおいて将来業績を上昇させるという結果を得た。つまり、優れたコーポレート・ガバナンスが企業の将来業績を促進する可能性を示すことができた。したがって、データベースを今後さらに精査・拡大した分析を始動する手がかりを入手することができたことになる。

本研究ノートは、第1節でコーポレート・ガバナンスのコンパクトな解説を行い、第2節で2005年調査を中心とした JCGIndex の説明を行う。第3節では、コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係を分析した先行業績のサーベイを行い、第4節で計量分析の結果を議論し、最後はまとめと将来課題とした。

1. コーポレート・ガバナンスとは

私たちは生活をし、生活を楽しむためにさまざまな財・サービスを必要とする。財・サービスの生産・流

* 1 専修大学商学部教授, forensicometrics@gmail.com

* 2 ミシガン大学ロス・ビジネススクール三井生命金融研究所共同理事

通を継続的に行うことを事業という。

事業を担う組織が企業である。事業を行うためにはさまざまな資産が必要であるから、それを購入するための資金がまず必要となる。それが資本である。それらの資産を人が提供する労働が活用し事業を行う。このように考えると事業は資本と労働との協力によってなされる。労働の提供者は人であるが、資本の提供者を出資者という。

資本主義経済の原則の一つは、企業を出資者の私有財産と考えることにある。私有財産制度とは、経済的に価値のある有形・無形の資産には必ず所有者がいて、所有者は所有に基づいてその資産－私有財産という－に対する支配権を有する。支配とは有り体に言えばそれを使用することであるが、そのとき、好ましい結果も好ましくない結果も生じうる。つまり、結果にはリスクがある。この好悪にかかわらず自分が支配した結果であるとして、甘んじて自ら結果を受け入れることを結果責任という。換言すればリスク負担である。

資本主義では、出資者が企業を支配し、その結果について責任を負う。つまりリスクを負担する。わが国では、会社法が、企業形態の一つとして会社を定めているが、事業によって会社の形態・制度のあり方が異なる方が望ましいので、会社法は会社を、合名会社・合資会社・合同会社および株式会社に分類している。

出資者が会社に出資するのは、自らの財産を増殖するためである。そこで、会社法は、会社が事業を行い、利益をあげてそれを出資者に分配することを会社の本質としている。このことを「会社の目的は営利である」という。このことは、会社の種類を問わず共通である。

合名・合資・合同の各会社は小規模な企業を想定しており、事業にともなうリスクを負担する出資者が自ら経営者として会社を運営することを前提としている。それに対して、株式会社は、大規模な事業を行うために、多数の出資者から資本を集めることを想定している。なお、株式会社の出資は、平等な権利を与えられた多数の株式との交換によってなされるので、株式会社の出資者は株主とよばれる。

多数の株主が存在する株式会社においては、株主が

自ら会社を運営することは効率も悪くまた事実上不可能であるので、株主は第三者を選んで会社の経営を委ねる制度が採られている。つまり、毎年定期的に株主総会を開催し、そこで取締役を選任し、取締役が構成する取締役会が選んだ経営者に企業経営を任せる仕組みになっている。このとき、取締役は株主であることを要しない。ただし妨げもしない。つまり、株主は自分の会社であるにもかかわらず、自分では経営できないのである。このことから、株主と取締役の利害の不一致により、株主の利益が害される経営が行われるおそれが潜在することになる。

そこで、会社法は株主の利益が追求される経営体制が機能するように、会社の仕組みつまり機関について複雑なルールを定めている。これをガバナンス規整という。

株主と経営者が分離されている株式会社において、株主の利益に忠実な経営がなされるように、株主がガバナンス規整を実効あるものにするをコーポレート・ガバナンスという。換言すれば、株主にとって望ましい経営を機能させることがコーポレート・ガバナンスであり、コーポレート・ガバナンスの目的である。

1980年代、先進資本主義国では経営者の拙劣な経営あるいは経営者の不正により、株主の利益が大きく損なわれた。株式会社は、あらゆるステークホルダーが恩恵を享受しており、経営の劣化は、株主だけでなく国民全体の利益を損なう。そこで1990年前後から世界的な規模でコーポレート・ガバナンス改革が始まり広まった。そこでの要点は、独立取締役から構成される取締役会による経営監督（ガバナンス）と執行役員による経営（マネジメント）という、「ガバナンスとマネジメントの分離」である。

ここで経営監督の基本的な機能は、指名、報酬、監査である。執行役員のトップであるCEO（最高経営責任者）は取締役会が選任する。そこで取締役会のメンバーである取締役は、客観的な観点からCEOを選任する必要がある。そのためには、取締役会の中心は真に独立な社外取締役であることが望ましい。そこで、株主総会に提出する取締役候補を、社外取締役が支配的な指名委員会で決定することが望ましいとされ

ている。これが指名の機能である。

優秀な CEO が選ばれても、営利を追求する CEO でなければ、株主は満足な恩恵に浴せない。そこで、CEO の報酬を株主の利益と直接・間接に連動させる業績連動報酬が重視される。インセンティブとして効果的な業績連動報酬を決定するのが報酬委員会である。

CEO が法律はじめ守るべきことを遵守しなければ、それがリスク・ファクターとして株主の脅威になる。コンプライアンスが励行され、株主利益追求の効率的な経営が追求されているかをチェックするのが、同じく社外取締役が中心の監査委員会である。

現代の厳しいグローバル競争の環境の下で経営者が利益を追求するのは困難なことである。したがって、経営者から独立な取締役会が行う指名・報酬・監査が導く方向付けにより、経営者をして自発的に公正正大な利益追求に邁進させる仕組みがコーポレート・ガバナンスである。

2. JCGIndex 調査の概要と結果

JCGIndex は、東証第一部上場企業の代表者にアンケート票を送付し、回答があった企業のコーポレート・ガバナンスを 100 点満点で数量化したものである。JCGR が理想とするガバナンスにもっとも近いとき 100 である。

JCGIndex survey は、上述の 21 世紀初めの世界のコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスをモデルに、次のような点を問題にしている。

- ① 「株主のガバナンス」が周知徹底されているか
- ② 明確な業績目標が経営者に課されているか
- ③ インセンティブ報酬制度はじめ、目標達成に向けた経営者のコミットメントが確保されているか
- ④ 取締役会の経営監督体制（ガバナンス・システム）が確立されているか 監督機能（指名・報酬・監査）は確保されているか
- ⑤ 経営者の執行体制は確立しているか
マネジメント・システム、内部統制システムは整備されているか
- ⑥ アカウンタビリティ・IR など、株主とのコ

ミュニケーションは適切か

- ⑦ 各ステークホルダーに対する社会的責任の遂行がディスクロージャーによる透明性等で担保されているか

これらを 51 の項目にし質問している。さらに、I 「企業目標と経営者の責任体制」、II 「取締役会の構成と機能」、III 「最高経営責任者の経営執行体制」および IV 「株主等とのコミュニケーションと透明性」という 4 つのカテゴリーに再構成し、それぞれの得点 (Cg1, Cg2, Cg3, から Cg4) を算出し、その合計点を JCGIndex とする。

本稿の分析対象である 2005 年調査である若杉、アメイジャン、永井、井上、福井 (2005) の主な結果は次の通りである。

- (1) 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 (2000-2004) 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)。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 5.52% 対 5.19%、ROE は 4.07% 対 2.36%、株式投資収益率 2.60% 対 2.59% 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。

- (2) 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。

- (3) カテゴリー別得点 — アンバランスなガバナンス改革 —

表-1 JCGIndex のカテゴリ別得点

カテゴリ		平均/配点	充足率 (前年)
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%)

資料：若杉，アメイジャン，永井，井上，福井（2005）

上述のようにJCGIndexは、表-1 JCGIndex のカテゴリ別得点にある4つのカテゴリの得点の合計である。395社のカテゴリ別得点は表の通りである。

第Ⅲ、第Ⅳのカテゴリの充足率は60%に近い高い水準であるが、これに対して第Ⅰおよび第Ⅱのカテゴリの充足率ははるかに低い。特に取締役会の機能と構成に関する第Ⅱカテゴリ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数字を括弧で示した。

(4) 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は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 - 外国人持ち株比率が高く、CEOが若い -

高JCGIndex企業の外国人持ち株比率（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企業はすべてのカテゴリ得点が高い -
JCGIndexは、どれかのカテゴリが高得点をとれば、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、すべてのカテゴリでより高い得点を上げている。つまり、第Ⅰカテゴリ（18.8対7.3）、第Ⅱカテゴリ（13.7対4.9）、第Ⅲカテゴリ（21.3対11.0）および第Ⅳカテゴリ（15.6対7.1）である。逆に言えば、すべてのカテゴリ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はない。

(5) 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確保することある。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（2.80%対8.68%）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であるということであろう。

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。

(6) 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言うことができよう。

ただし、これまでの調査を通して、一貫して企業業

績と特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第IVカテゴリーである。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。

3. コーポレート・ガバナンス指標と企業業績

わが国におけるコーポレート・ガバナンス指標としてJCGIndexが先駆的かつ継続的な例である³⁾。各年のJCGIndex報告書には、第2節で議論した2005年調査と同様な企業業績との関係が議論されている。しかし、それらの分析は基本的に記述統計的であり、企業業績との関係の分析も同時的あるいは過去の企業業績との関係を議論したものである。次に議論すべきことは、良いガバナンスが良い企業業績につながるという未来指向性である。

コーポレート・ガバナンス指標と将来の企業業績の関係を分析した代表的な貢献としてGompers, Ishii & Metrick (2003)がある。この論文は、Governance IndexをInvestor Responsibility Research Center (IRRC)のガバナンスに関する公表データを統合したデータベースを利用し、あるガバナンス対策が経営者の力を強化し株主の力を抑える場合に1点を加算するという単純なルールで24のガバナンス対策に関して集計した指標を定義している。そして、この指標をベースに最大十分位に含まれる得点の高い企業を独裁的企業、最小十分位に含まれる得点の低い企業を民主的企業としポートフォリオを組み、民主的企業の方が独裁的企業よりパフォーマンスが良かったことを示した。この論文以降、コーポレート・ガバナンスの新指標の開発や、そういった指標と企業業績との関係を議論する論文が続出した。

わが国に関する実証例としては、Bauer, Frijns, Otten & Tourani-Rad (2008)がGMI (Government Metrics International社)が発表するコーポレート・ガバナンスの6個の指標を集計した総合指数を用い、総合指数の高い日本企業は低い日本企業より業績が良いという結果を得ている。同時に、6個の個別指標で

は財務情報の適確な広報，株主権利の確立，報酬制度の確立が株価に好影響を与えるが，取締役会の信頼性，企業支配の市場，企業行動の効果は限定的であるという結果を得ている。

Johnson, Moorman & Sorescu (2009) は, Gompers, Ishii & Metrick (2003) の結果を否定しており，産業分類における企業集中に配慮するとコーポレート・ガバナンスは企業業績に対して中立的であると結論している。Bhagata & Bolton (2008) は, Gompers, Ishii & Metrick (2003) を更新し，取締役の株式所有や CEO/議長分離などは有意に業績と相関しているが，ガバナンス指標は有意でないとし，さらに Daines, Gow, & Larcker (2009) にいたっては，海外で市販されているほとんどのコーポレート・ガバナンス指標と企業業績との関係は見いだせないと結論づけている。

このように結論は千差万別であり，指標の適切性の問題，関係性の頑健性の問題などさまざまなレベルで議論されている。計量問題に関しては，Borsch-Supan & Koke (2002) が指摘するようにコーポレート・ガバナンスの計量経済分析において，内生性，サンプリングバイアス，欠落変数，計測誤差などの問題に配慮する必要性が指摘されている。

JCGIndex に関しても，こういった多面的な問題の多くが該当するであろうことは容易に想像できる。し

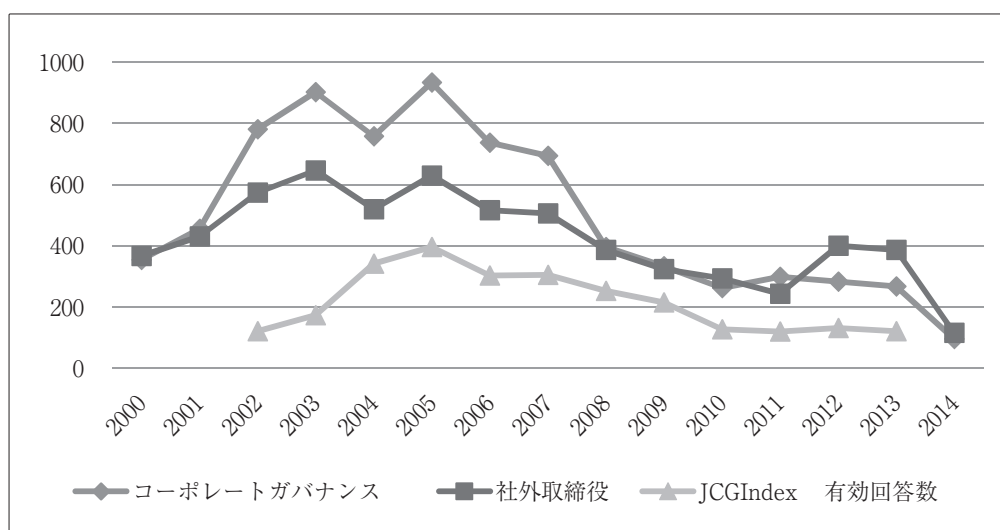
かし，JCGIndex は企業に対するアンケート調査であることから，公表データから算出された指標とは異なる定性的情報が含まれており，この JCGIndex と将来の企業業績との関係を分析することには意義がある可能性がある。それを探るための第 1 次接近としての回帰分析を次節で行う。

4. 回帰分析の推計結果

将来の企業業績の代理変数として，先行研究で多く利用されている総資本利益率 (ROA)，株主資本利益率 (ROE) そして株式投資収益率 (日本証券経済研究所) の 3 指標を採用した。JCGIndex は企業のガバナンスの状態を 4 つのカテゴリに集計し，さらに 100 点満点でそれらを集計したものであるから，将来の企業業績に正の効果があることを期待するのが自然である⁴⁾。

コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係の議論は，本来フォワードルッキングであり，JCGIndex が将来の企業業績とどのような関係を持っているかを知ることが重要である。そこで以下では，2005 年を起点とした分析を行う。その理由は，図-1 にあるように，2005 年は，JCGIndex 調査の有効回答社数 395 社と過去最大であったと同時に，日経各紙におけるコーポレート・ガバナンス記事数が過去最大であり，社外

図-1 日経各紙の記事数と JCGIndex 有効回答社数



資料：日経 NEEDS および各年 JCGIndex 調査

取締役やコーポレート・ガバナンスに対する社会的関心が高かった年であった。したがって、多くの企業がコーポレート・ガバナンス政策の導入や強化を図ったと考えることができる。

将来時点としては、データ入手が比較的容易であった2012年時点を終点とする5年間(2008-2012)におけるROA、ROEそして株式投資収益率の単純平均を起点である2005年からみた将来の企業業績変数とみなし、中長期的な影響を分析した。その際にJCGIndexを説明変数とするのは当然として、別途JCGIndexを構成する4つのカテゴリ得点も利用した。本来、コントロール変数群を慎重に選択して、回帰分析の説明変数に加えることが重要であるが、今回は第1次接近であることから規模ダミー(7分割)と産業ダミー(17業種)のみを採用した。しかし、産業ダミーはほとんど有意でなかったため最終的には利用しなかった。

表-2のJCGIndexの将来企業業績に対する回帰分析結果によると、単純にJCGIndexと規模ダミーを説明変数とした回帰結果はおもわしくなく、当てはまりも悪い。次に、JCGIndexの自乗項を含め、非線形性に考慮した推計式においては、期待した符号条件を満たし、かつ統計的に有意な係数を発見することができた⁵⁾。非線形性を検出した先行業績は見当たらず、JCGIndexを利用した場合に推計された特徴的な結果

であり、優れたコーポレート・ガバナンスが将来の企業業績に与える効果は逡減することを示している。企業業績をROAやROEで評価すると、両者とも比の形となっているため、コーポレート・ガバナンスが分母・分子共に同方向の影響を持つと効果がキャンセルアウトしてしまう可能性も指摘できる。

JCGIndexを構成する4つのカテゴリ得点はそれぞれ、第Iカテゴリは「企業目標と経営者の責任体制」、第IIカテゴリは「取締役会の構成と機能」、第IIIカテゴリは「最高経営責任者の経営執行体制」、第IVカテゴリ「株主等とのコミュニケーションと透明性」である。そこでこれら4つのカテゴリ得点を独立変数として説明変数に導入した。その結果が表-3 JCGIndexのカテゴリ群の将来企業業績に対する回帰分析結果である。

ROAとROEに関しては第IVカテゴリの「株主等とのコミュニケーションと透明性」の係数が有意である。第2節で議論したJCGIndexと過去の企業業績との関連でも強い相関が確認されているカテゴリである。直接的に比較はできないが、指標を利用した日本に関する分析例であるBauer, Frijns, Otten, Tourani-Rad(2008)において、個別指標では「財務情報の適確な広報」が有意となっており、JCGIndexの場合に第IVカテゴリの「株主等とのコミュニケーションと透明性」の係数が有意であることと同様な結果と

表-2 JCGIndexの将来企業業績に対する回帰分析結果

被説明変数	ROA	ROA	ROE	ROE	株式投資収益率	株式投資収益率
説明変数						
JCGIndex	-0.0086	3.6902	-0.0090	0.4566	-0.0570	0.3721
	-0.52	1.89	-0.23	2.10	-1.34	1.60
JCGIndexの自乗		-0.0593		-0.0045		-0.0041
		-1.73		-2.17		-1.88
自由度修正済決定係数	-0.0024	0.0573	0.0351	0.0529	0.0405	0.0538
標準誤差	3.4075	0.0424	0.0160	0.0303	0.0215	0.0312
赤池情報量	5.2976	5.2633	6.9767	6.9658	7.1073	7.1011

回帰係数の下はt値

*定数項と規模ダミーは省略

表-3 JCGIndex のカテゴリー群の将来企業業績に対する回帰分析結果

被説明変数	ROA	ROA	ROE	ROE	株式投資収益率	株式投資収益率
説明変数						
第Ⅰカテゴリー得点	-0.0632	0.1080	-0.0169	0.2220	-0.2053	0.1548
	1.16	0.52	-0.13	0.45	-1.50	0.29
第Ⅱカテゴリー得点	0.1081	0.2666	0.0577	0.7527	-0.2109	-0.1518
	1.47	1.14	0.33	1.35	-1.14	-0.25
第Ⅲカテゴリー得点	-0.0120	-0.1388	0.1203	0.4053	0.3627	0.9799
	-0.18	-0.44	0.77	0.54	2.20	1.19
第Ⅳカテゴリー得点	-0.0935	0.9095	-0.2289	1.8622	-0.2023	0.4599
	-1.35	3.31	-1.39	2.85	-1.16	0.65
第Ⅰカテゴリー得点の自乗		-0.0055		-0.0061		-0.0129
		-0.70		-0.32		-0.63
第Ⅱカテゴリー得点の自乗		-0.0053		-0.0269		0.0020
		-0.51		-1.08		0.08
第Ⅲカテゴリー得点の自乗		0.0030		-0.0126		-0.0215
		0.29		-0.51		-0.81
第Ⅳカテゴリー得点の自乗		-0.0451		-0.0937		-0.0294
		-3.78		-3.30		-0.95
自由度修正済決定係数	0.0900	0.1471	0.0429	0.0983	0.0667	0.0765
標準誤差	0.0608	0.1053	0.0122	0.0541	0.0367	0.0313
赤池情報量	5.2590	5.2252	6.9919	6.9633	7.1030	7.1234

回帰係数の下はt値

*定数項と規模ダミーは省略

なっている。

株式投資収益率に関しては、非線形性は認められず、第Ⅲカテゴリー「最高経営責任者の経営執行体制」において符号条件を満たし有意な関係を確認することができる。やはり直接的な比較はできないが、Bauer, Frijns, Otten, Tourani-Rad (2008) では、「取締役会の信頼性」や「企業行動」といったJCGIndexの第Ⅲカテゴリーに関連する指標の効果が限定的という結果とは異なるものとなっている。

JCGIndex 報告においては、JCGIndex の高い企業群と低い企業群に分けて議論が行われている。そこで

JCGIndex が 61 点以上の企業を高 JCGIndex 企業（43 社、35 点以下の企業を低 JCGIndex 企業（42 社）として回帰分析を行った。表-4 は JCGIndex の高低別の回帰分析結果である。

ROA と ROE に関する回帰分析では、1 次項に関してみると、高 JCGIndex 企業の係数は低 JCGIndex 企業より小さく効果の逓減を示しており、全サンプルでの回帰分析結果と整合的である。しかし、株式投資収益率では、高低による逓減ではなく逓増となり、有意な係数を得ている。t 値で評価すると、高低 JCGIndex の分析結果の方が全サンプルより有意であり、高

表-4 JCGIndexの高低別の回帰分析結果

被説明変数	ROA 低	ROA 高	ROE 低	ROE 高	株式投資収益率 低	株式投資収益率 高
説明変数 JCGIndex	3.6902	1.6211	10.1200	4.5117	7.9989	10.7058
	1.89	1.22	2.09	1.11	2.63	2.87
JCGIndexの自乗	-0.0593	-0.0117	-0.1674	-0.0313	-0.1324	-0.0762
	-1.73	-1.27	-1.97	-1.11	-2.48	-2.95
自由度修正済決定係数	0.1281	0.0269	0.1049	-0.0451	0.1049	0.1385
標準誤差	3.8870	3.0812	9.6076	9.4351	9.6076	8.6940
赤池情報量	5.6847	5.2364	7.4945	7.4945	6.5729	7.2919

回帰係数の下はt値

*定数項と規模ダミーは省略。

JCGIndexであればあるほど、株式投資収益率を押し上げる効果を持つ傾向がある。一方で、株式投資収益率をフルサンプルで分析した結果では係数の有意性は低いので、関数型の特定化が適切ではない可能性を示唆している。

5. 結論と今後の課題

本研究ノートの成果として、非線形性と企業規模を考慮するならば、優れたコーポレート・ガバナンスが企業の将来業績を促進する可能性を示すことができた。JCGIndexと企業業績に関するデータベースを今後さらに精査・拡大することが有意義である手掛かりを手に入れることができた。

もちろん、ここでの分析はファイナンス理論的にも計量経済学的にも素朴なものであり、より高度な分析が必要であることは当然である。データベースの整備が進めば様々な将来展開を考えることができる。

例えば、被説明変数である企業業績の代理変数としてトービンのqや付加価値など多くの候補がありうるし、説明変数として適切なコントロール変数を考慮する必要もある。因果関係の同時性を考慮するならば、操作変数法による推計も考える必要がある。例えばグレンジャー因果関係テストを利用して、優れたコーポレート・ガバナンスが将来企業業績に好影響を与えて

いるのか、あるいは企業業績が良いからコーポレート・ガバナンスに注力できるのかといった検定も考えることができる。こういった将来課題を生成する手掛かりを得た成果は大きい。

注

- 1) 日本コーポレート・ガバナンス研究所 (JCGR) は、特定非営利法人コーポレート・ガバナンス・ネットワークの付置研究機関である。
- 2) JCGIndexの開発は若杉敬明が開始し、大林守は2013年調査から参加した。すべての調査報告書、回答企業名そしてアンケート調査項目などの情報はJCGRのホームページからダウンロード可能である。<http://www.cg-net.jp/jcgr/survey.html> (2014年5月1日アクセス)
- 3) 橋本基美(2002)はJCGIndexと共にゴールドマン・サックス証券日本支店が発表したGSCG指標を紹介している。海外の例として米国に関してはインスティテューショナル・シェアホルダー・サービズISS社、グローバルにはスタンダード・プア社S & P社、ヨーロッパに関してデミノール・レーティング社の例を紹介している。その他、市販のものに、上場企業の企業統治度を定量的に評価するコーポレート・ガバナンス評価システム (NEEDS-Cges: Corporate governance evaluation system) が存在する。<http://www.nikkei.co.jp/needs/cges/> (2014年5月1日アクセス)
- 4) ただし、効率的市場仮説の議論との関係は議論が残る。も

し、市場が効率的であるならば、コーポレート・ガバナンスの状態は株価に反映されており、JCGIndexという新情報が長期的に効果を持つことと抵触するという見方もできる。しかし、ここではその方向の議論は行わず、探索的計量分析を行った。

- 5) t値の目安は、両側5パーセントで2.0、両側10パーセントで1.7である。正確には自由度250で、両側5パーセントで1.651、両側10パーセントで1.969である。

参考文献

- Bauer Rob, Bart Frijns, Rogér Otten, Alireza, Tourani-Rad (2008), The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan
Pacific-Basin Finance Journal 16, pp. 236-251
- Bhagata Sanjai, Brian Bolton (2008), Corporate governance and firm performance, Journal of Corporate Finance, Volume 14, Issue 3, pp. 257-273
- Boërsch-Supan Axel and Jens Ko Èke (2002), An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies, German Economic Review 3 (3), pp. 295-326
- Daines Robert, Ian Gow, David Larcker (2009), Rating the

- Ratings: How Good are Commercial Governance Ratings?
Stanford University School of Law, Law & Economics Research Paper Series Paper No. 360
- Gompers Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick (2003), Corporate Governance and Equity Prices, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155
- Johnson Shane A, Theodore C. Moorman and Sorin Sorescu (2009), A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices, The Review of Financial Studies, Vol. 22, No. 11, pp. 4753-4786

邦文参考文献

- 日本証券経済研究所編 (2012), 株式投資収益率 2012 年, 公益財団法人日本証券経済研究所。
- 橋本基美 (2002) 「コーポレート・ガバナンス・レーティング」資本市場クォーターリー, pp.1-9。
- 若杉敬明, クリスティーナ・アメイジャン, 永井秀哉, 井上恵司, 福井和夫 (2005), 2005 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)。