

2009 年  
JCGR コーポレート・ガバナンス調査報告

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) 福井和夫(JCGR)

2009 年 12 月 1 日

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)  
<http://www.JCGR.org/>

本調査に関するお問い合わせ先: <mailto:webmaster@JCGR.org>

## I 調査および調査結果の詳細

### 1. JCGIndex 調査の概要

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)は、2009年8月から10月にかけて、東証一部上場企業(7月29日時点の1,697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、215社から回答を得た。回答会社の名前は「回答会社一覧」として公表する。ただし、データの都合上215社のうち214社を対象に以下の分析を行っている。

前回調査までの回答会社数は、159社、201社、341社、405社、312社、311社および252社であり、延べ1,981社、正味778社であった。今回の調査の回答会社は215社、うち新規回答会社が23社であったので、これまで累計2,004社、正味801社から回答を得たことになる。

### 2. JCGIndex 調査の目的

本調査の目的は、わ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(JCGIndex)化することにある。日本企業全体のJCGIndexの状況が明らかにされることにより、わが国の人々が日本企業の姿を新しい角度から見つめ直すことが可能になると考える。さらに、JCGIndexは、海外ビジネス・コミュニティの対日理解を一層深めることにも貢献しうるのである。

同時に、この質問票に対する回答の過程を通して、わが国の企業が、われわれのコーポレート・ガバナンス・モデルについて理解と認識を深めていただけたと考えている。さらに、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も、JCGIndexをお役立ていただけるものと確信している。

### 3. JCGIndex とは

コーポレート・ガバナンスの目的は、優れた経営者から良質の経営を引き出すことである。そのためには、経営者である執行役員による業務執行(マネジメント)と取締役会による経営監督(ガバナンス)とが明確に分離された体制のもとで、経営者に対して明確な企業業績目標を与えたとともに、経営者がそれを責任もって実現する仕組みを確保し機能させることが不可欠である。同時に、「見られることによる規律」が機能するように、経営の状況を株主始め企業のステークホルダーに常に明らかにしておく透明性の確保が重要である。この観点から、「JCGR コーポレート・ガバナンス原則」にもとづき、次の事項に関する質問群(約50問)を設けた。

- ・ 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等を柱とするリスクマネジメント
- ・ 株主に対するアカウンタビリティ
- ・ IR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

さらに、これらの事項を、

- 1) 業績目標と経営者の責任体制、
- 2) 取締役会の機能と構成、
- 3) 最高経営責任者の経営執行体制
- 4) 株主とのコミュニケーションと透明性、

という4つのカテゴリーにグルーピングして集計し、さらにこれらを集約してコーポレート・ガバナンスの状態を表す指標 JCGIndex を算出する。4つのカテゴリーすべてが万全であれば、JCGIndex は 100 であり、それに遠いほど 0 に近づくことになる。

## II 回答企業の特徴と JCGIndex の特性

### 1. 回答企業と全上場企業との比較

回答企業数 214 社は東証一部上場企業の 12.6% を占める。回答企業と全上場企業の財務状況を過去 5 年 (2004~2008 年) の連結データの平均に基づいて比較した (全上場企業、回答企業とも 5 年間のデータが揃わない場合は除外した)。

総資産、売上高、従業員数等の規模変数を見ると回答企業はサンプルとして大きい方に偏っている。他方、規模の影響が除去されている ROA、ROE、株式投資収益率については、回答企業の方が、平均が高く、かつ平均のまわりのばらつきが小さい。これらの差は統計的にも有意である

#### 5 年間の平均

総資産(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,432	438,408.10	2,537.20	29,432,348.40	1,426,930.00
全回答企業	190	938,544.96	4,543.00	13,620,542.20	1,893,000.00

(百万円)

売上高(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,432	410,390.61	344.20	22,071,067.20	1,328,490.00
全回答企業	190	1,028,800.00	7,950.80	20,443,714.80	2,387,930.00

(百万円)

ROA(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,391	6.158	-15.37	45.32	4.82
全回答企業	185	6.422	-2.97	37.52	4.62

(%)

ROE(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,388	5.048	-107.50	38.49	9.95
全回答企業	185	5.703	-41.59	35.61	8.13

(%)

従業員数(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,432	7,669.09	12.00	341,999.60	22,484.14
全回答企業	190	16,163.25	147.60	184,981.80	29,385.04

(人)

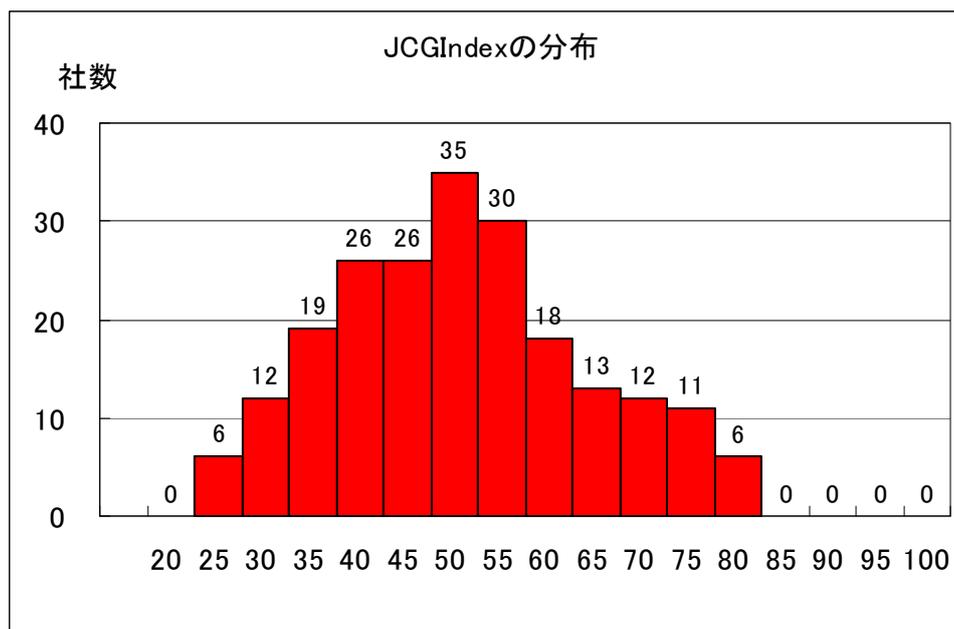
株式投資収益率	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,397	5.603	-34.80	72.30	11.65
全回答企業	184	7.072	-27.20	41.70	10.90

(%)

## 2. JCGIndex の分布

個別の会社の JCGIndex は、最大値が 82、最小値が 20 であり、会社間に大きな差が見られる。JCGR のモデルがいわば理想形であることを考えると、80 点以上の会社は事実上満点と見て良いであろう。他方、20 点台の会社もある。これら会社は、ガバナンスはおろか、マネジメントすら体をなしていないと言われても仕方ないかも知れない。

なお、平均値は 50.7（前回 51.9）、標準偏差は 13.3（前回 13.2）で、平均値を中心にほぼ山形の分布になっている。



注)横軸の目盛りは、その数字を中心とした±2.5の範囲を表す。たとえば20は17.5以上22.5未満の範囲。

## 3. 委員会設置会社と JCGIndex

2006年5月施行の会社法において、監査役会設置会社とならんで認められている委員会設置会社は、当初、2003年4月施行の改正商法により委員会等設置会社として導入された。その精神は、上に述べた「独立取締役による経営監督（ガバナンス）と経営者（執行役）による経営執行（マネジメント）の分離」という JCGR のガバナンス・システムに対する考え方と共通である。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は、このガバナンス・システムと透明性との下で、経営者の業績責任を明確にし、経営者から良質の経営を引き出すガバナンス体制が不可欠であるというのが JCGR の認識である。

このガバナンス体制の構築は、委員会設置会社においてより容易であるが、監査役会設置会社においても不可能ではない。そこで JCGIndex 調査では、委員会設置会社であるか監査役会設置会社であるかは問題とせず、上に述べたガバナンス体制が確保され機能していれば、JCGIndex に差が出ないように工夫されている、

回答があった 215 社のうち、委員会設置会社は 14 社であった。JCGIndex 上位 20 社のうち委員会設置会社は 12 社、上位 48 社の中では 14 社であった。委員会設置会社すべてが上位を占めてい

るわけではない。確かに、上位の 10 社のうち 7 社は委員会設置会社で占められているが、逆に委員会設置会社が必ずしも JCGIndex の上位になるわけではない。

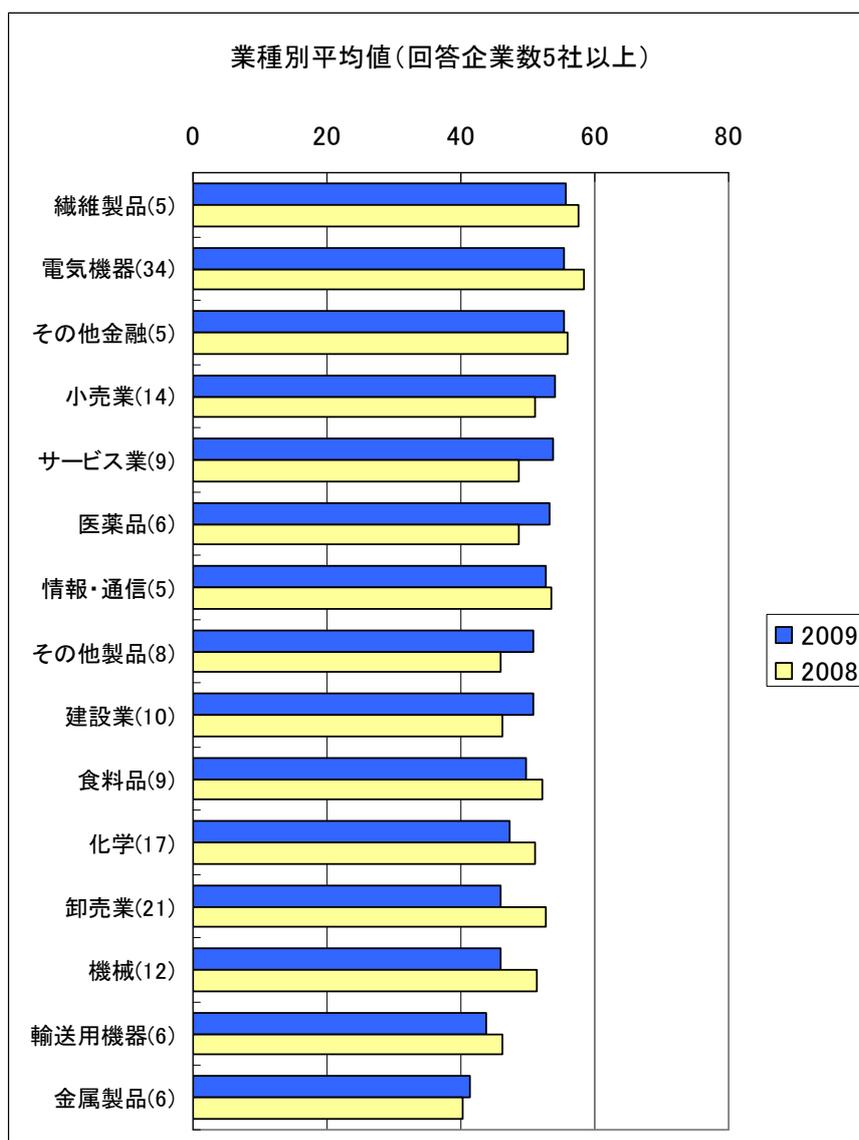
委員会設置会社か否かは、いわば形であり、形が整っていても経営責任体制の明確化を始め他のカテゴリーでも一定の条件を満たしていなければ、上位の JCGIndex を獲得できないということである。逆に言えば、必ずしも形が整っていなくてもその他が優れていれば、委員会設置会社と肩を並べることが可能である。

いずれにしても、JCGIndex 上位の会社といっても 100 点にはまだ距離があるので、理想という観点からすれば、委員会設置会社でもそうでない会社でも、コーポレート・ガバナンスに関してはまだまだ多くの課題をかかえていることになる。

#### 4. 業種別の JCGIndex

業種別の平均 JCGIndex は次の通りである。なお、参考までに昨年の数字も示した。ここでは、2008 年および 2009 年の両調査において回答企業が 5 社以上ある業種のみを示している。

昨年と比較したとき、JCGIndex が上昇している業種と、逆に低下している業種があるが、それは質問内容の変化と配点の変化およびサンプルの違いとによるもので、必ずしもコーポレート・ガバナンスの向上あるいは劣化を意味するものではない。



注) 業種名の括弧内は回答企業数

## 5. カテゴリー別得点

カテゴリー別の214社の平均の姿は以下の通りである。第3、第4のカテゴリーの充足率はかなり高い水準であるが、これに比べて第1および第2のカテゴリーは、きわめて低い水準であると言わざるをえない。全体として見ると取締役会の監督（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という現状が如実に現れている。

括弧のなかに昨年の調査の数字が示されている。前回の調査において第二カテゴリーの点数が、第一カテゴリーを上回るようになったが、今年もその傾向が見られる。ただし、配点が少し変更されたため、両カテゴリーとも充足率が低下している。

カテゴリー	ウェイト (A)	平均 (B)	充足率 (B)/(A)
I 企業目標と経営者の責任体制	29 (28)	10.5 (10.6)	36.3% (37.9%)
II 取締役会の構成と機能	25 (25)	9.9 (10.7)	39.7% (42.8%)
III 最高経営責任者の経営執行体制	26 (27)	16.7 (17.2)	64.2% (63.7%)
IV 株主等とのコミュニケーションと透明性	20 (20)	13.6 (13.4)	67.8% (67.0%)

注)括弧内は昨年調査

### Ⅲ 財務データに基づく分析

次にJCGIndexに関して高得点のグループと低得点のグループを作り、高・低JCGIndex企業の間企業業績に差があるか否かを分析する。さらに、JCGIndexを構成するカテゴリー別得点についても、高・低企業のグループを作り、財務業績を比較する。その際、財務データを原データのまま比較する方法と、ありべき業種間格差を解消するために、業種の平均と標準偏差とを用いて財務データを基準化する方法とを併せて採用した。分析結果は、これまでと同様、両者に大きな違いはなく、われわれの得た結果は、依然として安定していることが確かめられたので、今回の調査においても、基準化データによる分析は省略した。

#### 1. 高JCGIndex企業と低JCGIndex企業の定義

JCGIndexがいかなる企業特性と関係があるかを分析するために、JCGIndexの平均値50.7からの1標準偏差(13.3)乖離を基準として、高JCGIndex企業と低JCGIndex企業を抽出し、2つの企業を作成した。

高JCGIndex企業：JCGIndexが64以上( $50.7+13.3=64$ )の企業群37社

低JCGIndex企業：JCGIndexが37以下( $50.7-13.3=37.4$ )の企業群37社

なお、平均値からの1標準偏差乖離による、高低企業の分類方法は、カテゴリー別の分析でも用いられる。

#### 2. JCGIndexと企業財務等との関係の分析

##### (1) 分析の方法

上で作った高JCGIndex企業と低JCGIndex企業を用いて、JCGIndexの高低による企業の財務特性等の相違を分析する。本文中では主としてグラフでその違いを見ることにするが、その差の統計的検定結果もグラフを説明するコメントに挿入した。なお、そこには、高JCGIndex企業と全回答企業との差の検定の結果も示されている。同様の表は、高低企業群の差を分析しているすべてのセクションに付されている。

企業特性値の計算は、過去3年間(2006～2008年)ないし5年間(2004～2008年)の「連結」財務諸表に基づいている。この期間のデータが揃わない企業は、高JCGIndex企業、低JCGIndex企業、回答企業から除かれているので、以下、各グラフの説明における企業数は上に定義された企業数とは一致しない。

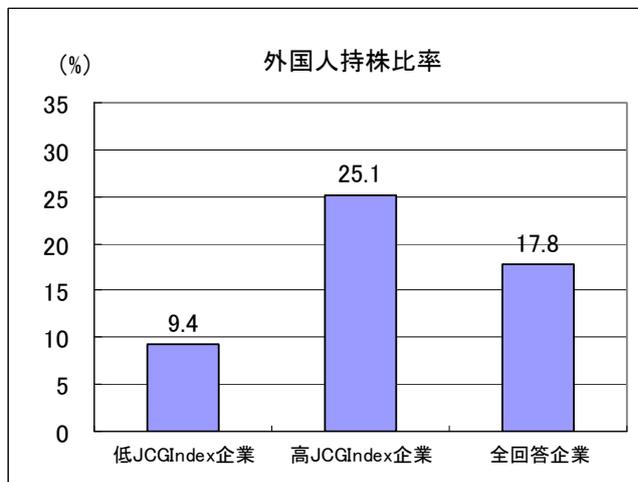
以下で、総資産利益率(または総資本利益率)ROAとは、利払い前・税引き前利益を総資産(期首・期末平均)で除した比率、また株主資本利益率(または自己資本利益率)ROEとは、税引後利益を株主資本(期首・期末平均)で除した比率である。本来は、レバレッジ効果により、ROEのほうがROAより高くなるはずであるが、ここではROAが利益に税金部分を含んでいるのに対して、ROEは税金を控除してあるので、ROAがROEより高いという現象が生じている。

株式投資収益率とは、年間の配当および株価変化額(キャピタルゲインまたはキャピタルロス)の合計を年初の株価で除した比率である。

(2) JCGIndex と回答企業の特性

いくつかの企業特性分析のうち、興味深いものを紹介する。

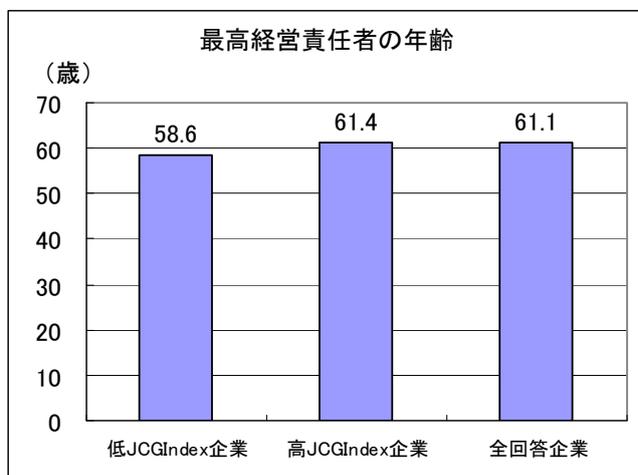
a. 外国人持株比率



昨年同様、高 JCGIndex 企業の方が、低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業:	198 社
高 JCGIndex 企業:	34 社
低 JCGIndex 企業:	30 社

b. 最高経営責任者の年齢



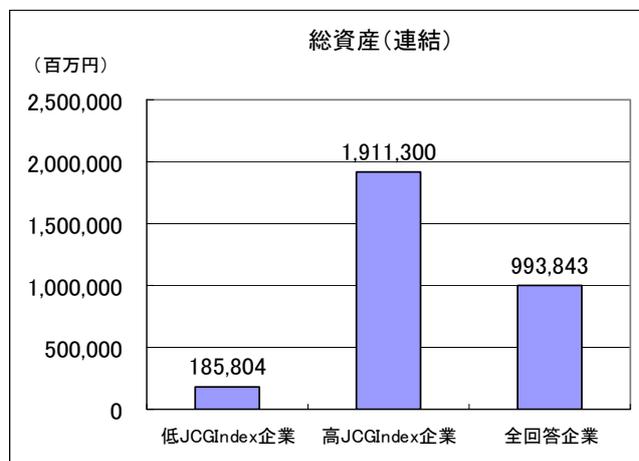
高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業:	197 社
高 JCGIndex 企業:	35 社
低 JCGIndex 企業:	34 社

## (3) JCGIndex と企業規模

企業規模を過去 3 年間の総資産、売上高および従業員数の平均で比較した。前回までと同様、高 JCGIndex 企業のほうが、圧倒的に企業規模が大きい。

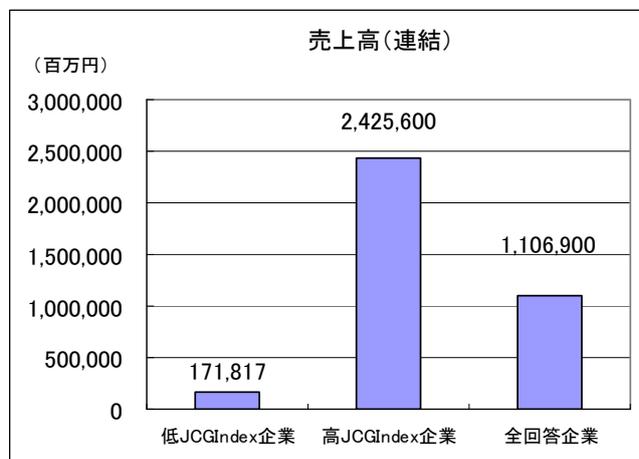
## a. 総資産（連結、3 年）



高 JCGIndex 企業の方が、低 JCGIndex 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。なお、過去 5 年間の平均でも同様である。

全回答企業:	196 社
高 JCGIndex 企業:	31 社
低 JCGIndex 企業:	35 社

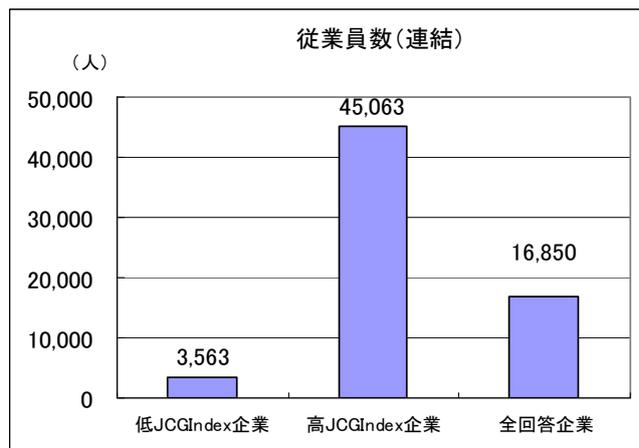
## b. 売上高（連結、3 年）



高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。過去 5 年間でも同様である。

全回答企業:	196 社
高 JCGIndex 企業:	31 社
低 JCGIndex 企業:	35 社

## c. 従業員数（連結、3年）



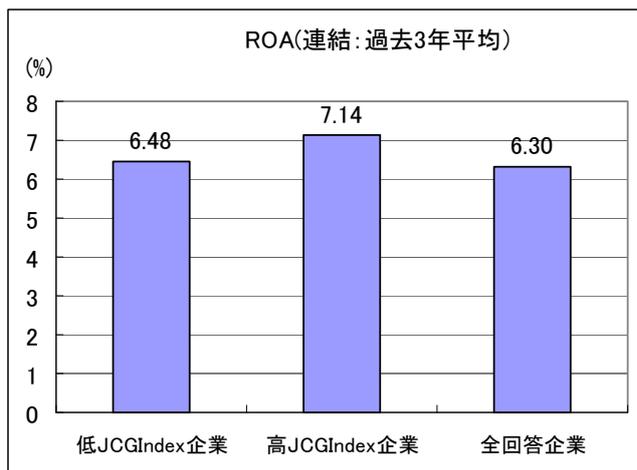
高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。過去 5 年間でも同様である。

全回答企業:	196 社
高 JCGIndex 企業:	31 社
低 JCGIndex 企業:	35 社

## (4) JCGIndex と資本収益性

株主の観点からのコーポレート・ガバナンスの本質は、資本の収益性を確保することである。総資産利益率 ROA および株主資本利益率 ROE を、高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業の間で比較した。過去 3 年間、5 年間いずれで見ても、高 JCGIndex 企業の資本収益性の方が低 JCGIndex 企業より高いが、その差が必ずしも統計的には有意ではない場合がある。

## a. ROA (連結、3 年・5 年)

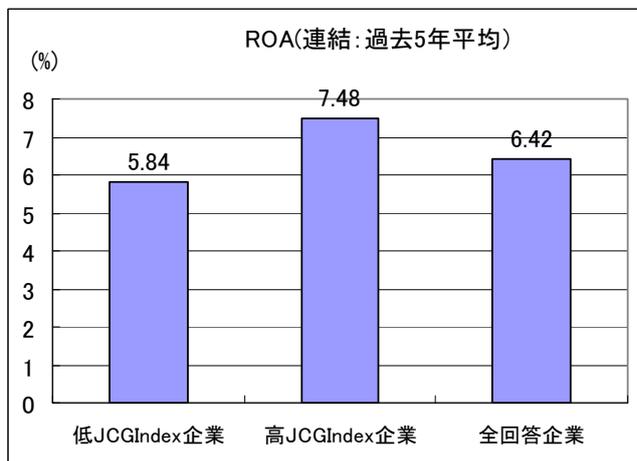


## 3 年

高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より高く見えるが 10%水準でも有意ではない

全回答企業:	194 社
高 JCGIndex 企業:	30 社
低 JCGIndex 企業:	35 社

## 5 年

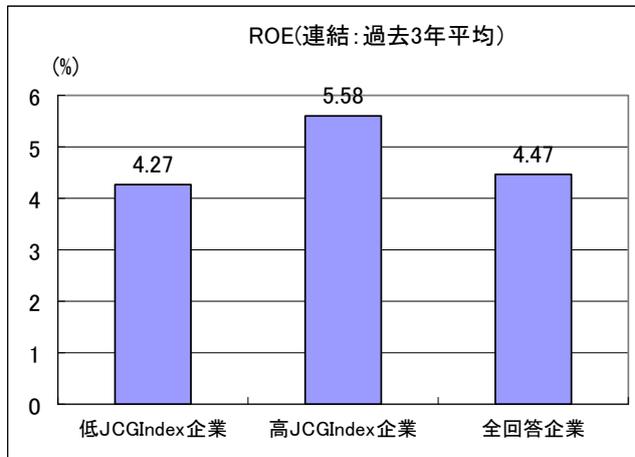


高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 10%)。

全回答企業:	185 社
高 JCGIndex 企業:	30 社
低 JCGIndex 企業:	32 社

b. ROE (連結、3年・5年)

3年

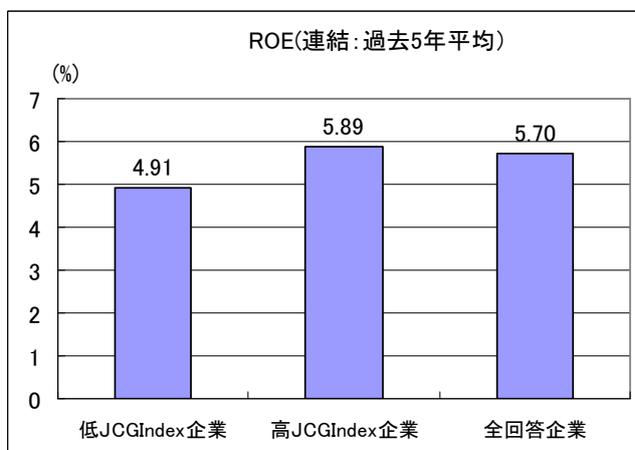


高JCGIndex企業の方が低JCGIndex企業より

高く見えるが10%水準でも有意ではない

全回答企業:	194社
高JCGIndex企業:	30社
低JCGIndex企業:	35社

5年



高JCGIndex企業の方が低JCGIndex企業より

高く見えるが10%水準でも有意ではない

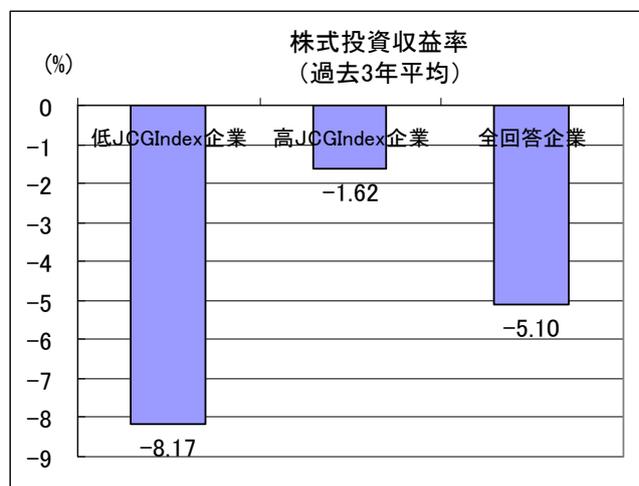
全回答企業:	185社
高JCGIndex企業:	30社
低JCGIndex企業:	32社

(5) JCGIndex と株式投資収益率 (3年・5年)

第3回までの調査においては、投資のβリスクを考慮しても、高 JCGIndex 企業の方が高い株式投資パフォーマンスを示してきたが、前回調査からはまったく逆の結果が出ている。これは、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 JCGIndex を取得し、高 JCGIndex 企業に入っているためと思われる。しかし、これは単に推測の域を出ていない。この現象の解明を当面の第一課題としたい。

なお、ROA、ROEおよび株式投資収益率いずれについても、本来は、ある時点の JCGIndex とその後のこれら業績指標とを比較すべきである。これまでは、調査期間が短く、サンプルサイズの制約から、そのような分析ができなかったが、今後はそのような分析をむしろ JCGR の基本としていきたいと考えている。

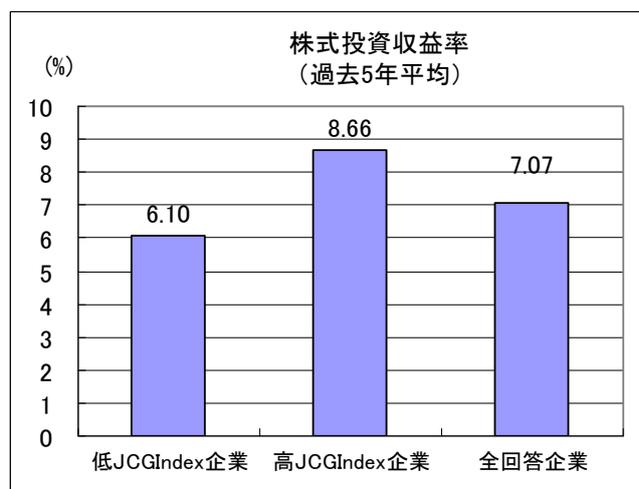
3年



高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業:	199 社
高 JCGIndex 企業:	36 社
低 JCGIndex 企業:	35 社

5年



高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より高く見えるが 10%水準でも有意ではない。

全回答企業:	184 社
高 JCGIndex 企業:	34 社
低 JCGIndex 企業:	33 社

### <市場リスク>

リスクがある世界では単にリターン(過去の平均収益率や将来の期待収益率)のみを見ても意味がなく、リスクの違いを考慮しなければならない。一般にハイリスク＝ハイリターン、ローリスク＝ローリターンという関係が成り立つからである。現代の資本市場における標準的な考え方は、個別銘柄にせよポートフォリオにせよ株式投資のリスクは、分散投資を前提としてベータ係数(β)で測定されるべきで、そのとき株式投資の期待収益率は次の関係で表されるとするものである。なお、β係数によって表されるリスクは、市場との連動を表すので市場リスクとも呼ばれる。

$$\text{期待収益率} = \text{金利} + \beta \times (\text{期待市場収益率} - \text{金利})$$

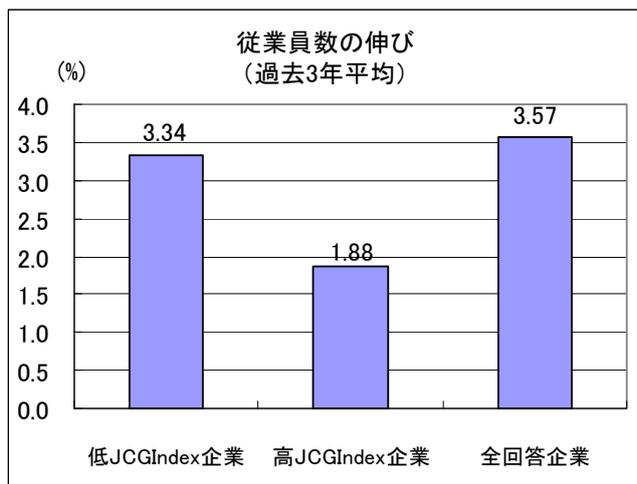
この関係式を資本資産評価モデル(CAPM; Capital Asset Pricing Model)という。ここで右辺の括弧の中は、上場されている株式全体の平均収益率が金利を超えている部分で、株式固有のリスクに対するリスクプレミアムを表すもので、実務的には市場の超過リターンと呼ばれる。これは歴史的に比較的安定していると考えられている。東京証券取引所株式第一部市場に関する超過リターンに関する予想は、ほぼ3%～5%の範囲にあるようである。市場収益率のベータ係数は、各上場銘柄のベータ係数の(時価総額)加重平均であり、1とされる。したがって、個別銘柄のベータ係数は1を中心に分布している。

CAPM はハイベータ・ハイリターン、ローベータ・ローリターンというリスとクリタンのトレードオフ関係を意味している。下の表に見るように、高 JCGIndex 企業のほうが、わずかであるがリスク(ベータ係数)が小さいので、リターン(株式投資収益率)は低くて当然である。しかし、その差は 0.1 より小さいので、高低 JCGIndex 企業におけるリターンの差は、かりに市場の超過リターンを 5%としても、0.5%程度でなければならない。実際の差を見ると、3 年データで 0.74%、5 年データで 4.84%であるので、CAPM による差より大きい。したがって、今回の調査で高 JCGIndex 企業の投資収益率が低い理由をリスクの差に求めることはできない。きちんとした説明をするためにはさらなる分析が必要である。

	β (3 年)	β (5 年)
高 JCGIndex 企業	0.954	0.970
低 JCGIndex 企業	0.812	0.846
全回答企業	0.904	0.910

## (6) JCGIndexと従業員数の伸び率（連結、3年）

バブルの崩壊以降、わが国企業の多くは人員整理により利益を捻出してきた。しかし、過去の調査を見る限りそれはあたらぬ。高 JCGIndex 企業は概して企業業績が良いが、従業員数を減らしているどころか、むしろ増やしているのである。この現象は、これまで7回の調査で一貫して観察されている。今回についてはやや様相が異なる。高 JCGIndex の会社のほうが、その差は統計的に有意ではないとはいえ、従業員数の伸び率が低い。しかし、われわれとしてはこれまでの調査結果を踏まえ、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たと考えたい。



低 JCGIndex 企業の方が高 JCGIndex 企業より高く見えるが 10%水準でも有意ではない。

全回答企業:	196 社
高 JCGIndex 企業:	31 社
低 JCGIndex 企業:	35 社

## IV カテゴリー別得点と企業業績

### 1. JCGIndex とカテゴリー別得点との関係

高・低 JCGIndex 企業グループのカテゴリー別の得点は次表のとおりである。カッコ内は、JCGIndex に対する比率(貢献比率)であり、どのカテゴリーで得点を上げているかを示す。この貢献比率は、高・低 JCGIndex 企業群ではっきりと異なる。高 JCGIndex 企業は、ガバナンスを直接表す第1および第2カテゴリーの貢献が、第3および第4カテゴリーとあまり代わらないのに対して、低 JCGIndex 企業では、第1・第2カテゴリーの貢献が、第3・第4カテゴリーに比して著しく低い。ガバナンスの違いが、如実に JCGIndex の相違となって表れることがよく分かる。

カテゴリー	I	II	III	IV	JCGIndex
高 JCGIndex 企業	15.6 (21.7%)	19.3 (26.8%)	19.7 (27.4%)	17.3 (24.1%)	71.9 (100%)
低 JCGIndex 企業	6.2 (19.5%)	5.1 (16.7%)	11.9 (37.0%)	8.9 (26.9%)	32.1 (100%)

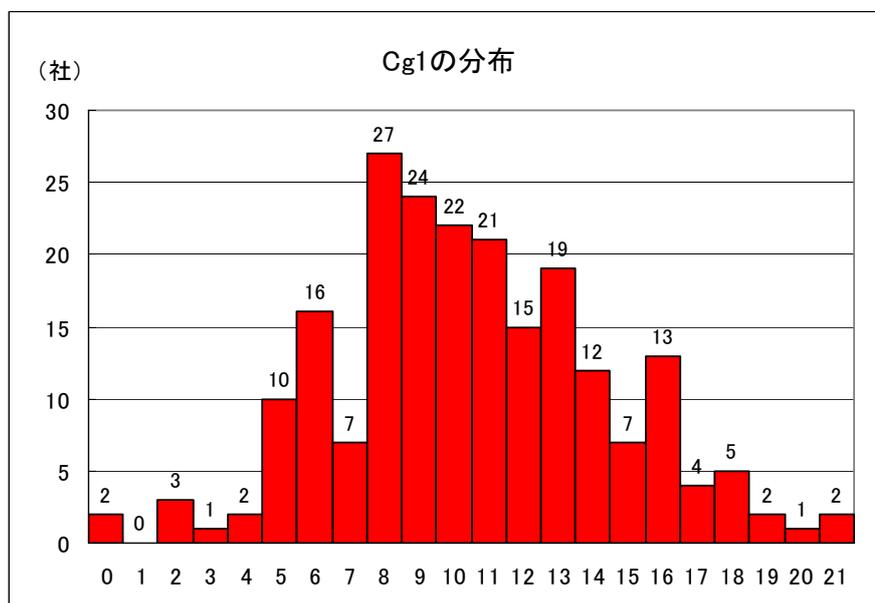
### 2. カテゴリー別高低企業と企業業績

以下では、カテゴリーごとの得点で高低の企業を作り、カテゴリーの得点と企業業績の関係を分析した。高低企業の定義は、JCGIndex の場合と同様で、カテゴリーの得点が、カテゴリー内の平均点から1標準偏差以上、上方に乖離している企業群を高企業、逆に1標準偏差以上、下方に乖離している企業群を低企業と分類した。

なお、カテゴリーI, II, III および IV の得点を、それぞれ Cg1, Cg2, Cg3, Cg4 と表している。

3. カテゴリーI (業績目標と経営者の責任体制)

(1) 高 Cg1 企業と低 Cg1 企業の定義



Cg1 の分布

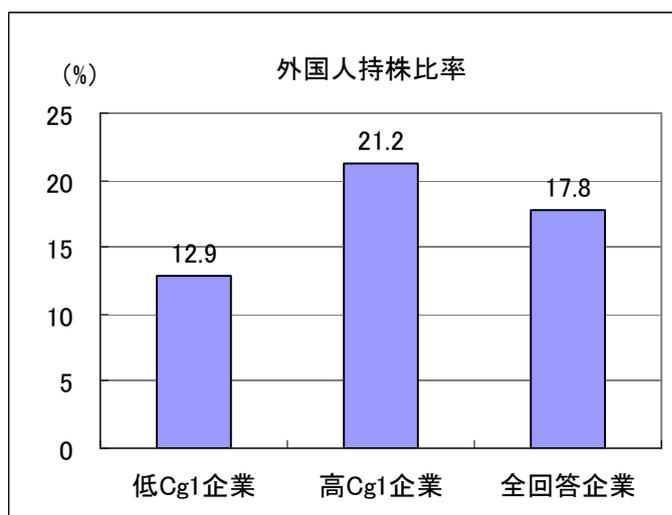
平均 10.5 標準偏差 3.9 最大:21 最小:0

高 Cg1 企業:Cg1 が 15 以上の 34 社

低 Cg1 企業:Cg1 が 6 以下の 34 社

(2) Cg1 と企業特性

a. 外国人持株比率



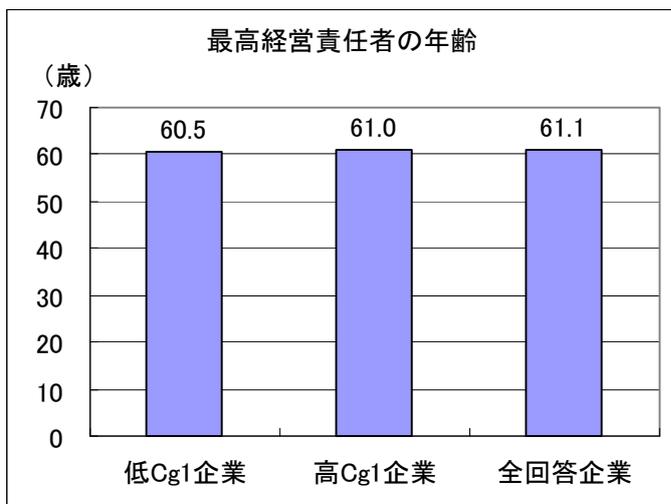
高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 198 社

高 Cg1 企業: 31 社

低 Cg1 企業: 31 社

b. 最高経営責任者の年齢

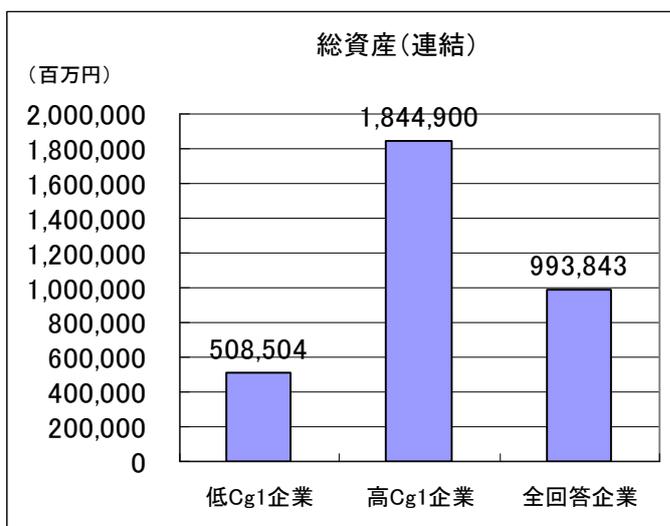


高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より年齢が上だが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 197 社  
 高 Cg1 企業: 30 社  
 低 Cg1 企業: 32 社

(3) Cg1 と企業規模

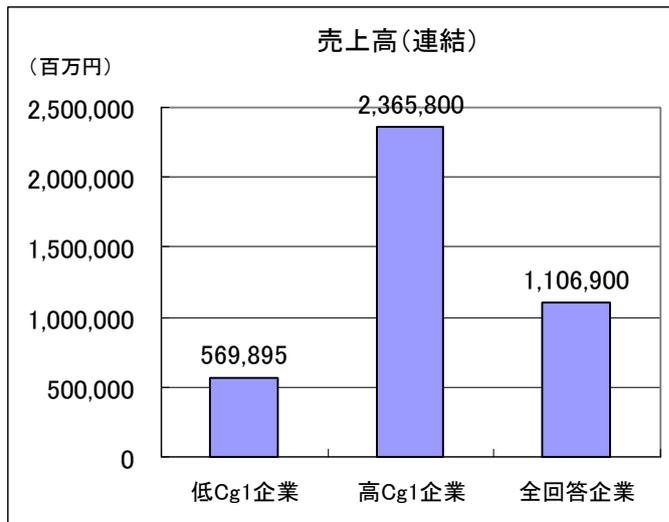
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg1 企業: 29 社  
 低 Cg1 企業: 33 社

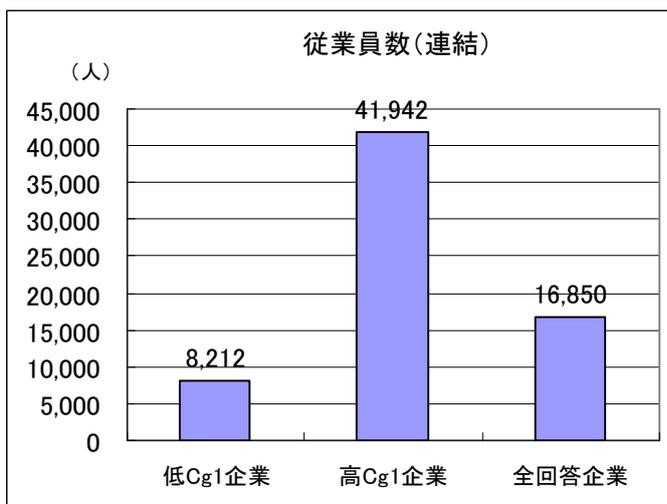
b. 売上高 (連結、3年)



高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に大きい(有意水準 5%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg1 企業: 29 社  
 低 Cg1 企業: 33 社

c. Cg1 と従業員数 (連結、3年)

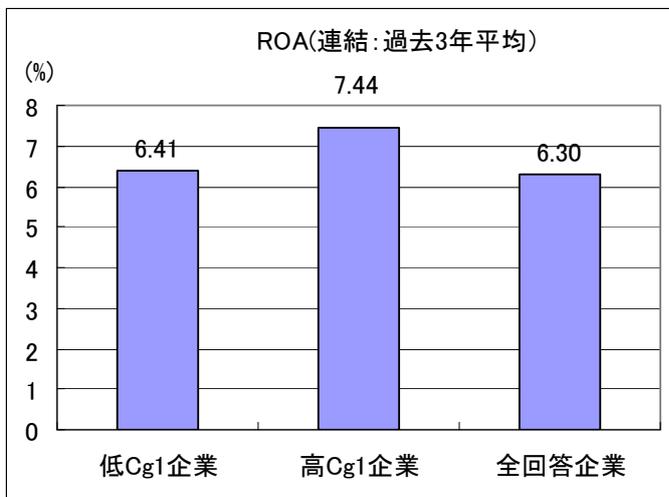


高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg1 企業: 29 社  
 低 Cg1 企業: 33 社

(4) Cg1 と企業業績

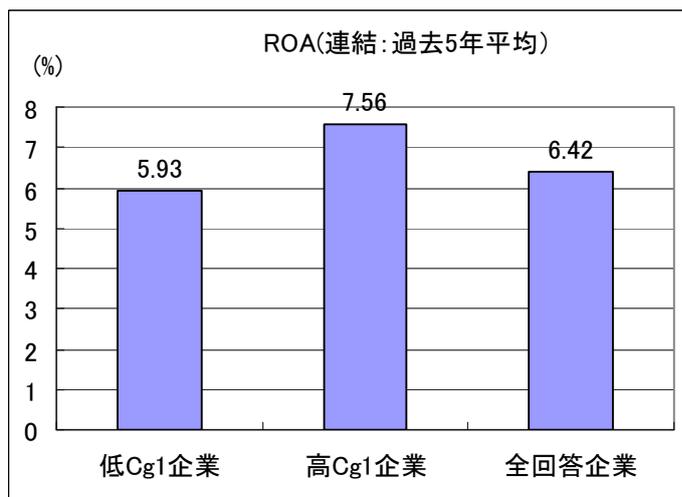
a. ROA (連結、3年・5年)



3年

低 Cg1 企業の方が高 Cg1 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg1 企業: 28 社  
 低 Cg1 企業: 33 社

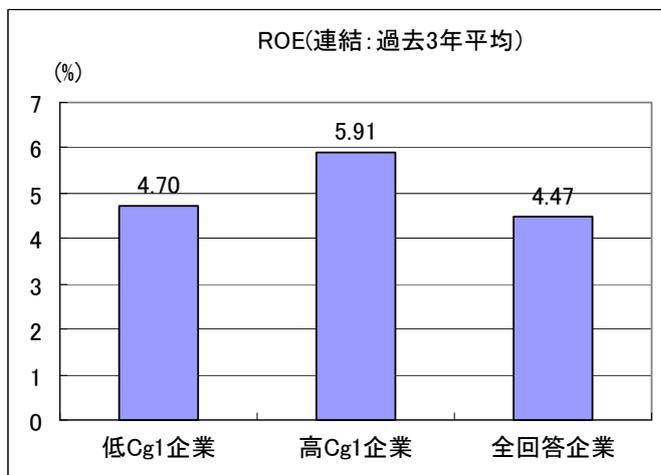


5年

高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 10%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg1 企業: 27 社  
 低 Cg1 企業: 30 社

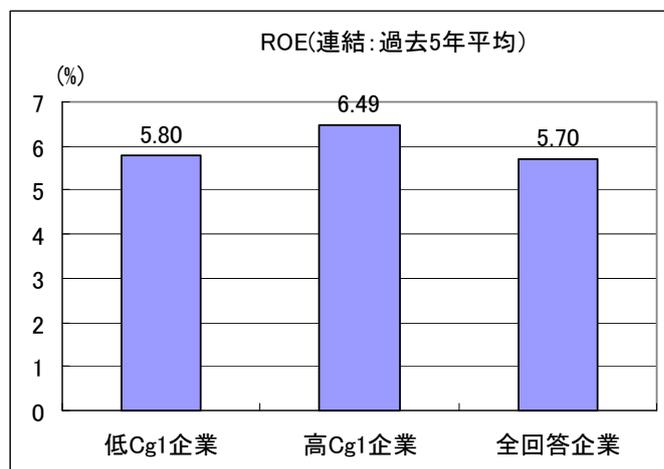
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg1 企業: 28 社  
 低 Cg1 企業: 33 社

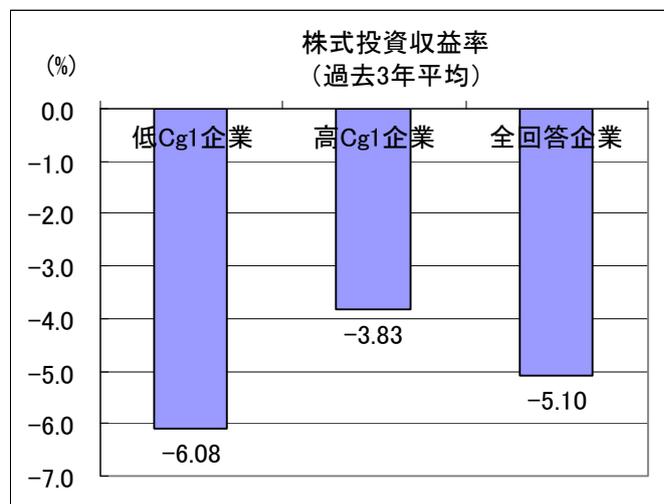


5年

高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg1 企業: 27 社  
 低 Cg1 企業: 30 社

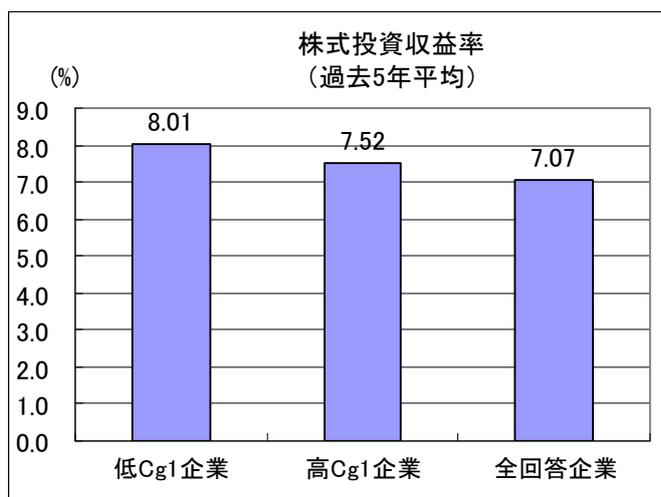
(5) 株式投資収益率 (3年・5年)



3年

高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 199 社  
 高 Cg1 企業: 31 社  
 低 Cg1 企業: 32 社



5年

低 Cg1 企業の方が高 Cg1 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 184 社

高 Cg1 企業: 29 社

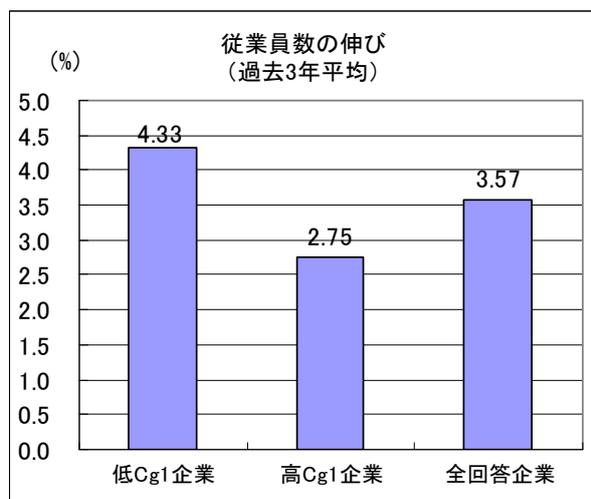
低 Cg1 企業: 30 社

<市場リスクの比較>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3年、5年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の差は、いずれも有意ではない(有意水準 10%)。この期間においては、まさにリスクのマイナスの面が現れ、リスクが大きい高 JCGIndex 企業の方が、それに見合ったリスクプレミアムは得られず、株式投資収益率は低い結果となった。

	$\beta$ (3年)	$\beta$ (5年)
高Cg1 企業	0.911	0.963
低Cg1 企業	0.783	0.810
全回答企業	0.904	0.910

(6) Cg1 と従業員数の伸び率 (連結、3年)



低 Cg1 企業の方が高 Cg3 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

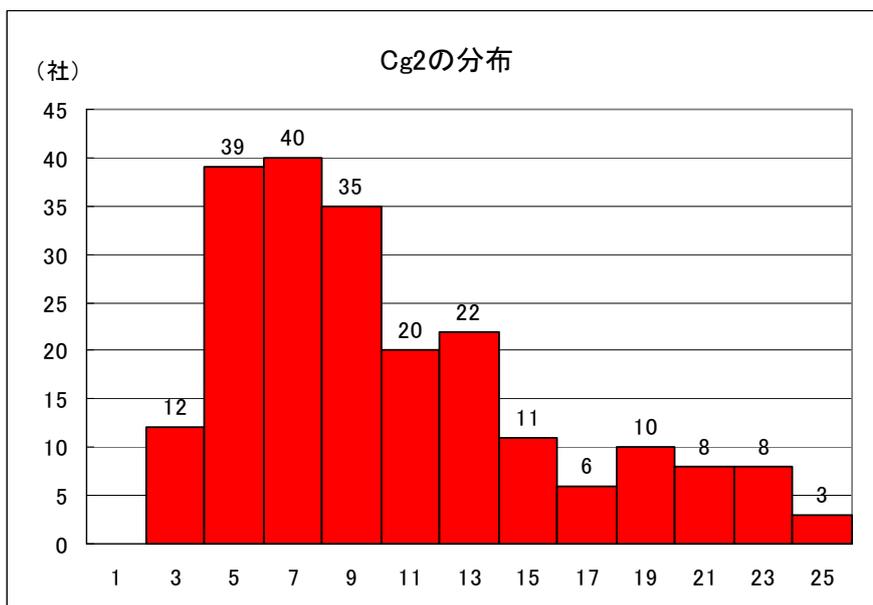
全回答企業: 196 社

高 Cg1 企業: 29 社

低 Cg1 企業: 33 社

4. カテゴリーII (取締役会の機能と構成)

(1) 高 Cg2 企業と低 Cg2 企業の定義



Cg2 の分布

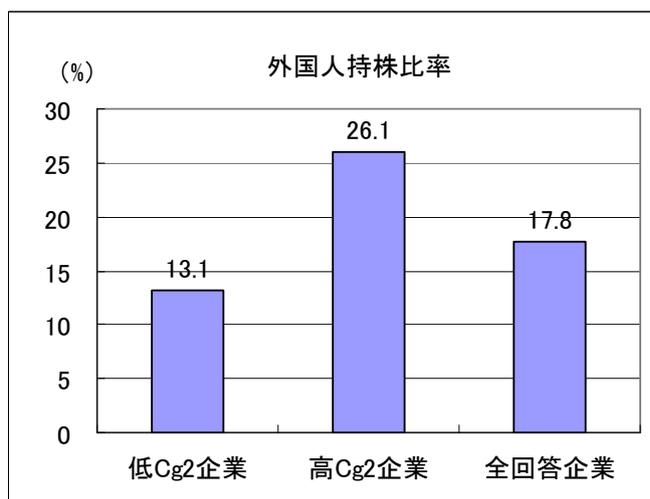
平均 9.9 標準偏差 5.5 最大:24 最小:2

高 Cg2 企業:Cg2 が 16 以上の 35 社

低 Cg2 企業:Cg2 が 4 以下の 28 社

(2) Cg2 と企業特性

a. 外国人持株比率



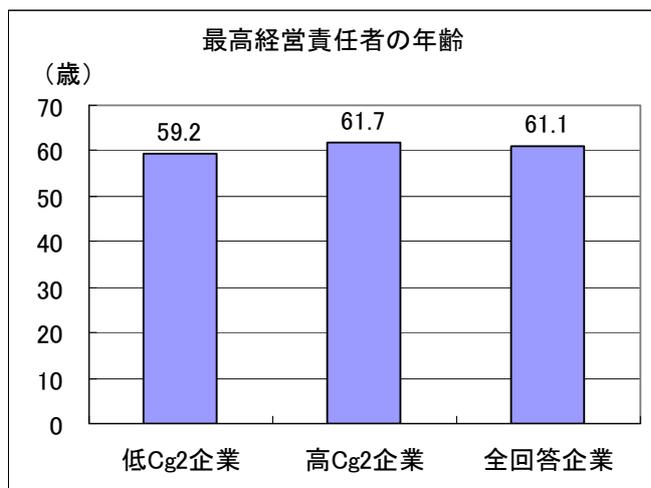
高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 198 社

高 Cg2 企業: 33 社

低 Cg2 企業: 24 社

b. 最高経営責任者の年齢

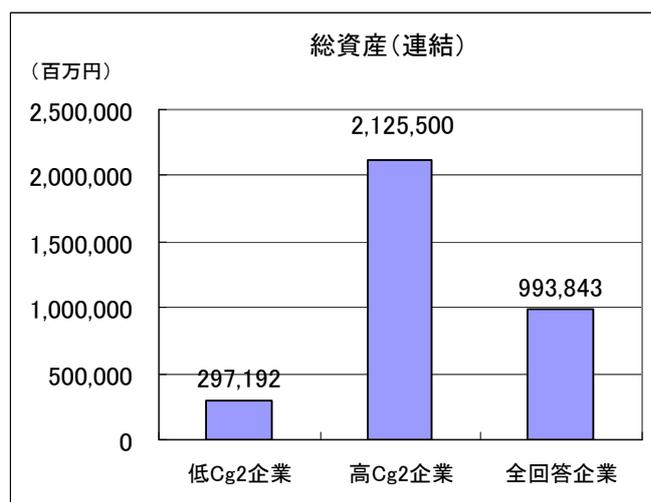


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 197 社  
 高 Cg2 企業: 33 社  
 低 Cg2 企業: 24 社

(3) Cg2 と企業規模

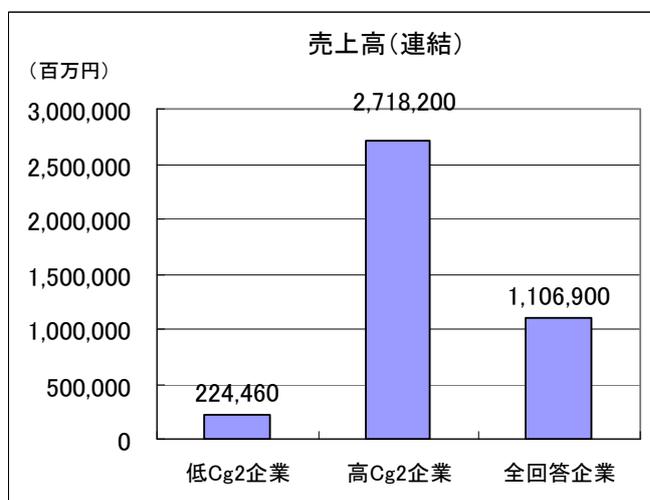
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg2 企業: 29 社  
 低 Cg2 企業: 26 社

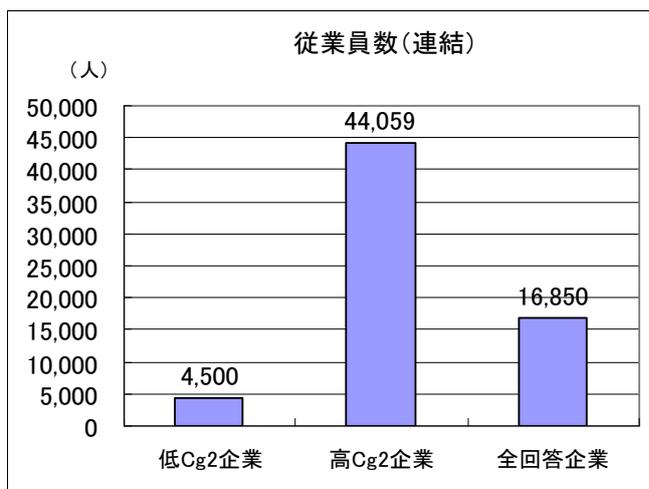
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg2 企業: 29 社  
 低 Cg2 企業: 26 社

c. 従業員数 (連結、3 年)

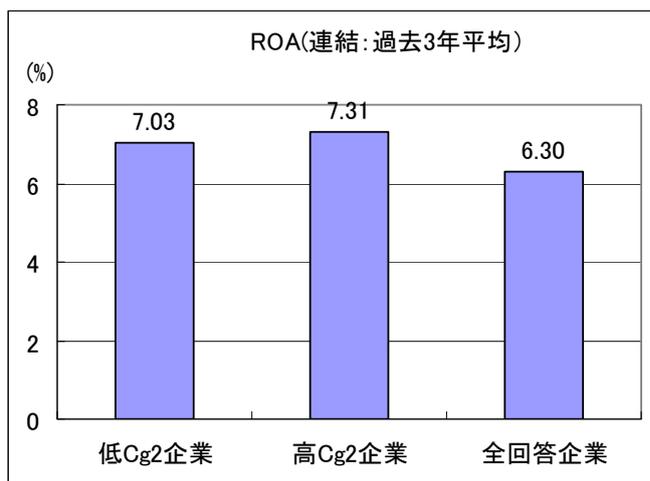


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg2 企業: 29 社  
 低 Cg2 企業: 26 社

(4) Cg2 と資本収益性

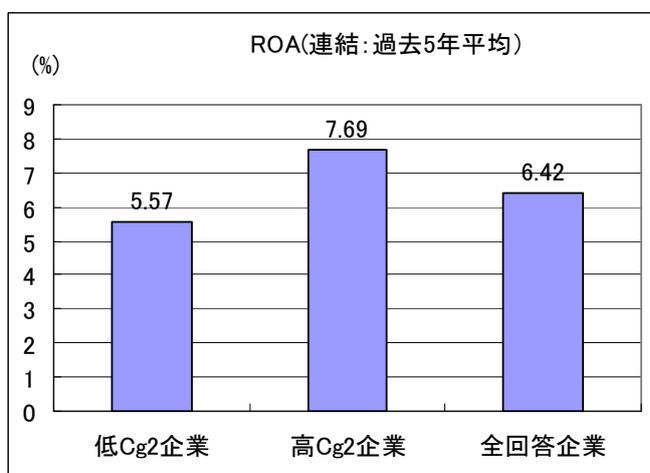
a. ROA (連結、3 年・5 年)



3 年

高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg2 企業: 29 社  
 低 Cg2 企業: 26 社

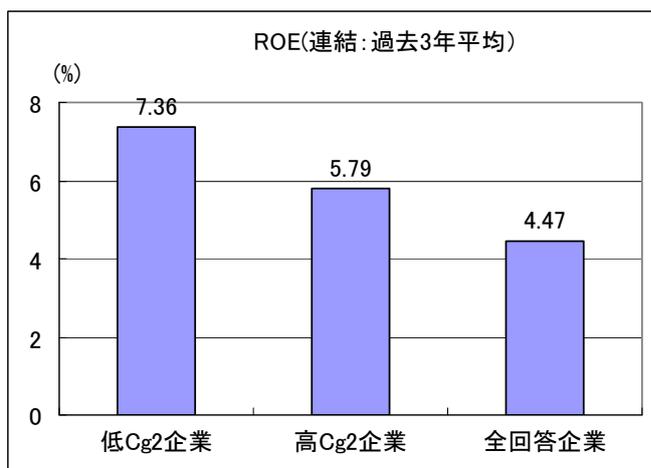


5 年

高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg2 企業: 29 社  
 低 Cg2 企業: 23 社

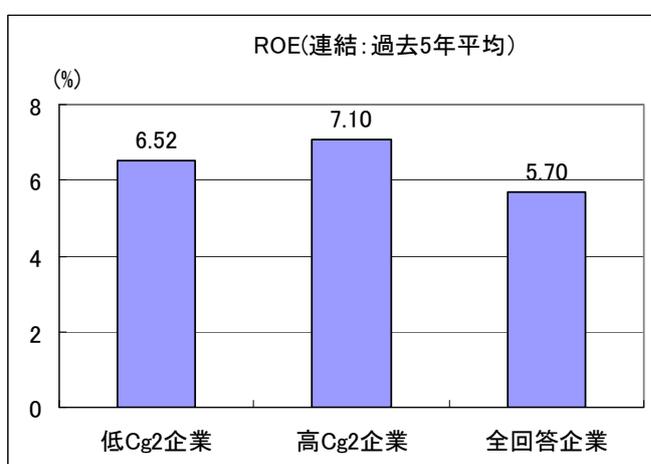
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

低Cg2企業の方が高Cg2企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準10%)。

全回答企業: 194社  
 高Cg2企業: 29社  
 低Cg2企業: 26社

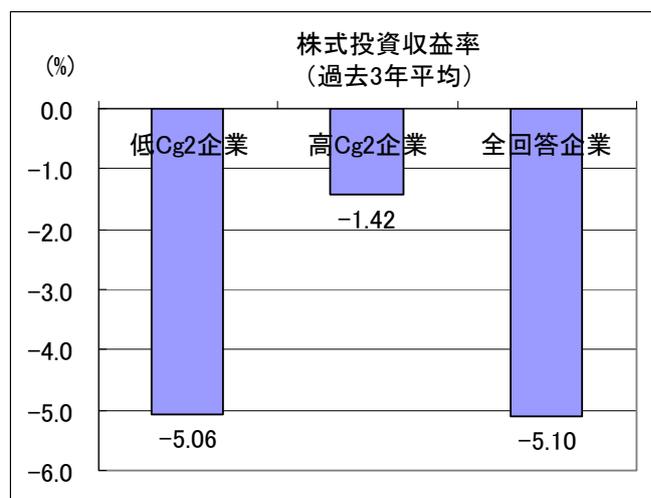


5年

高Cg2企業の方が低Cg2企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準10%)。

全回答企業: 185社  
 高Cg2企業: 29社  
 低Cg2企業: 23社

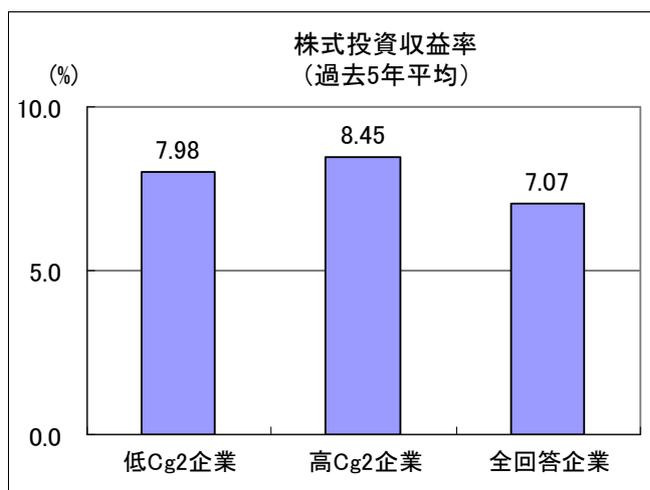
(5) Cg2 と株式投資収益率(3年・5年)



3年

高Cg2企業の方が低Cg2企業より高いが、それらの差は有意ではない(有意水準10%)。

全回答企業: 199社  
 高Cg2企業: 34社  
 低Cg2企業: 24社



5年

高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より高いが、それらの差は有意ではない(有意水準 10%)。

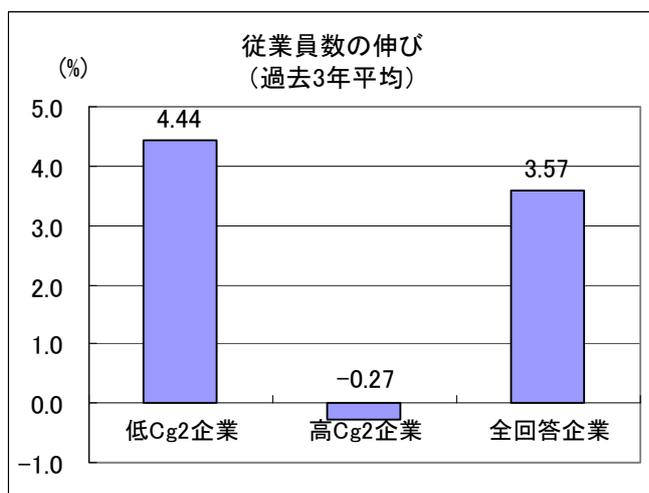
全回答企業: 184 社  
 高 Cg2 企業: 33 社  
 低 Cg2 企業: 24 社

<市場リスクの比較>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3年、5年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  は、いずれも 5% の水準で有意である。Cg2 に関しては、高 JCGIndex 企業のほうが 20% 程度ベータが大きい。その分、株式投資収益率も高いがその差は有意ではない。高 JCGIndex 企業のパフォーマンスは、相対的に見て十分であったとは言えない。

	$\beta$ (3年)	$\beta$ (5年)
高Cg2 企業	0.980	0.993
低Cg2 企業	0.665	0.732
全回答企業	0.904	0.910

(6) Cg2 と従業員数の伸び率 (連結、3年)

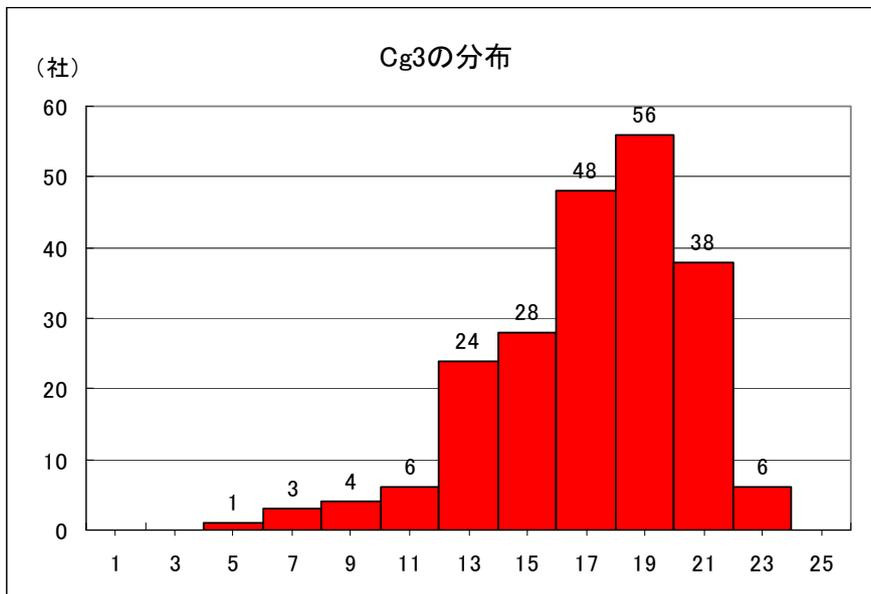


低 Cg2 企業の方が高 Cg2 企業より有意に高い (有意水準 10%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg2 企業: 29 社  
 低 Cg2 企業: 26 社

5. カテゴリーIII (最高経営責任者の経営執行体制)

(1) 高 Cg3 企業と低 Cg3 企業の定義



Cg3 の分布

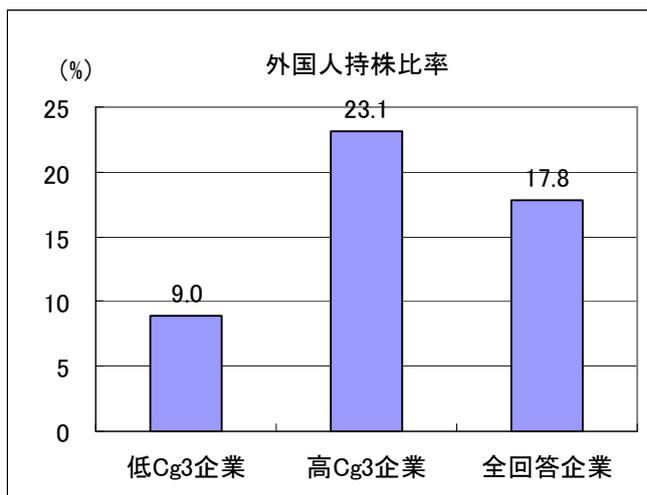
平均 16.7 標準偏差 3.4 最大:23 最小:4

高 Cg3 企業:Cg3 が 21 以上の 20 社

低 Cg3 企業:Cg3 が 13 以下の 38 社

(2) Cg3 と企業特性

a. 外国人持株比率



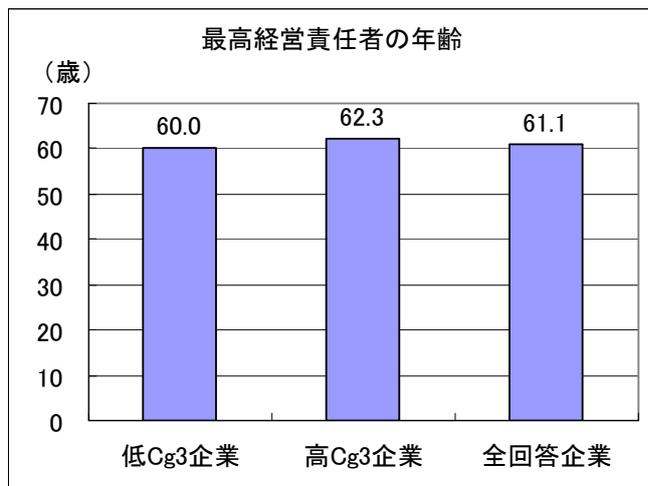
高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 198 社

高 Cg3 企業: 19 社

低 Cg3 企業: 34 社

b. 最高経営責任者の年齢

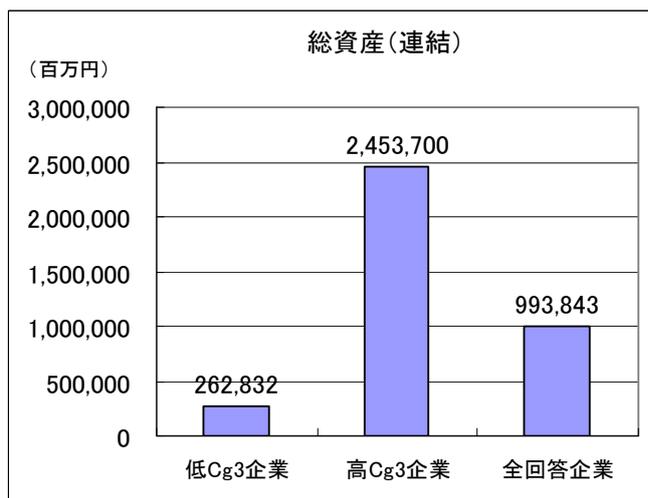


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 10%)。

全回答企業: 197 社  
 高 Cg3 企業: 19 社  
 低 Cg3 企業: 33 社

(3) Cg3 と企業規模

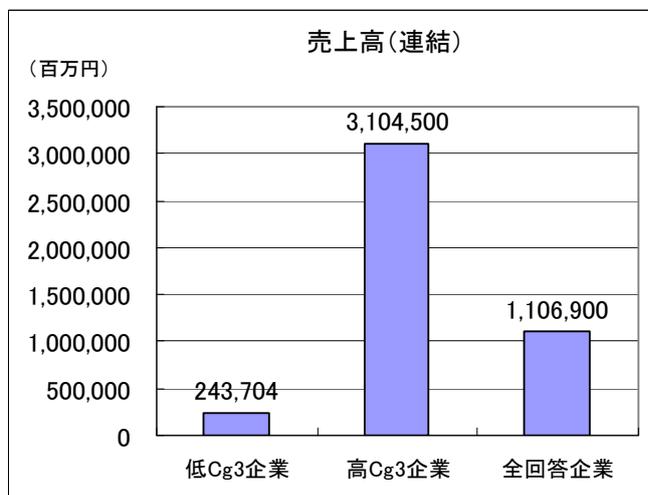
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 5%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg3 企業: 18 社  
 低 Cg3 企業: 35 社

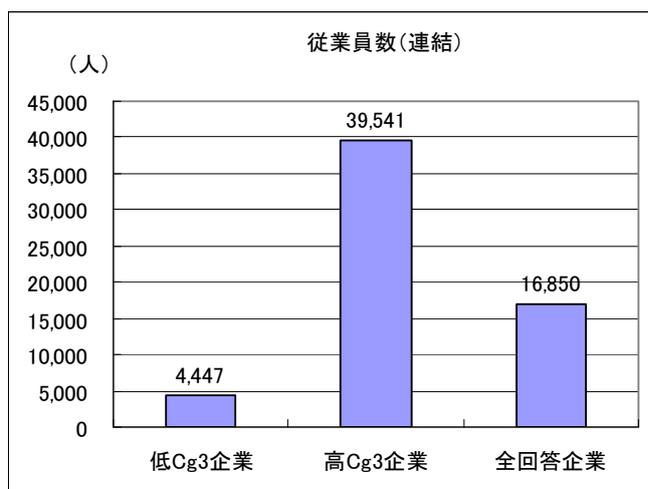
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 5%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg3 企業: 18 社  
 低 Cg3 企業: 35 社

c. 従業員数 (連結、3 年)

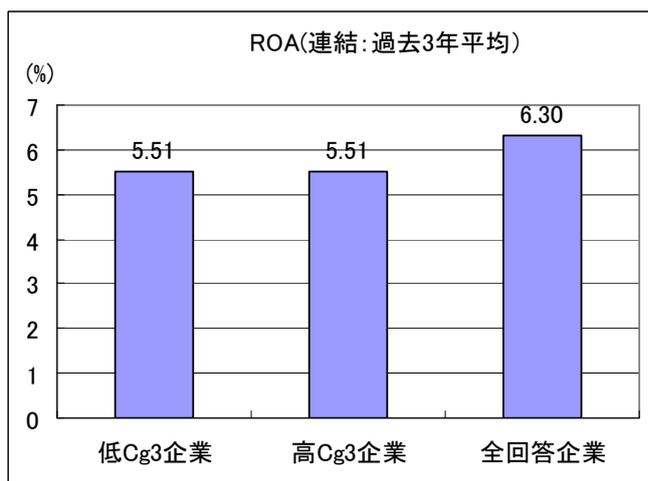


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に多い (有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg3 企業: 18 社  
 低 Cg3 企業: 35 社

(4) Cg3 と資本収益性

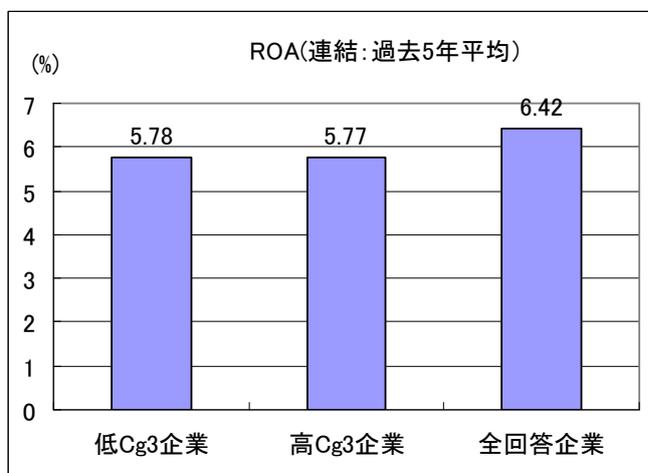
a. ROA (連結、3 年・5 年)



3年

高 Cg3 企業と低 Cg3 企業では違いが見られない。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg3 企業: 18 社  
 低 Cg3 企業: 34 社

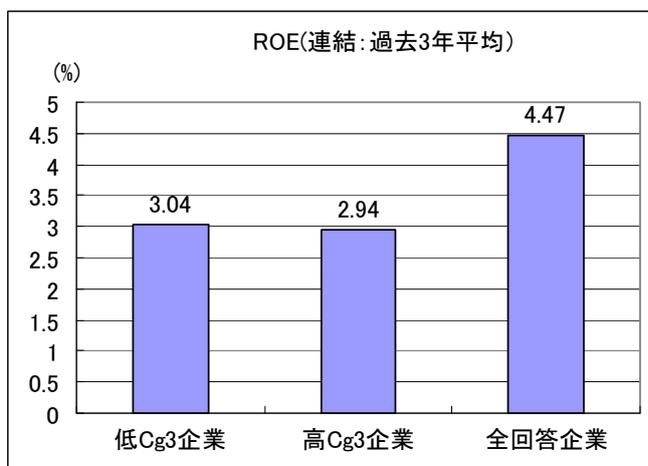


5 年

低 Cg3 企業の方が高 Cg3 企業よりわずかに高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg3 企業: 17 社  
 低 Cg3 企業: 33 社

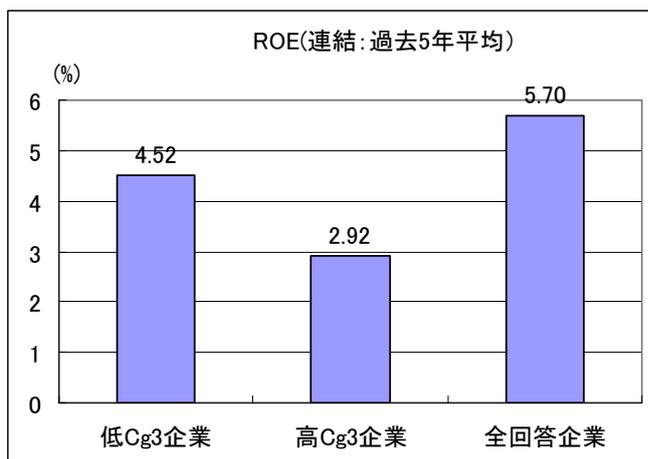
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

低 Cg3 企業の方が高 Cg3 企業よりわずかに高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg3 企業: 18 社  
 低 Cg3 企業: 34 社

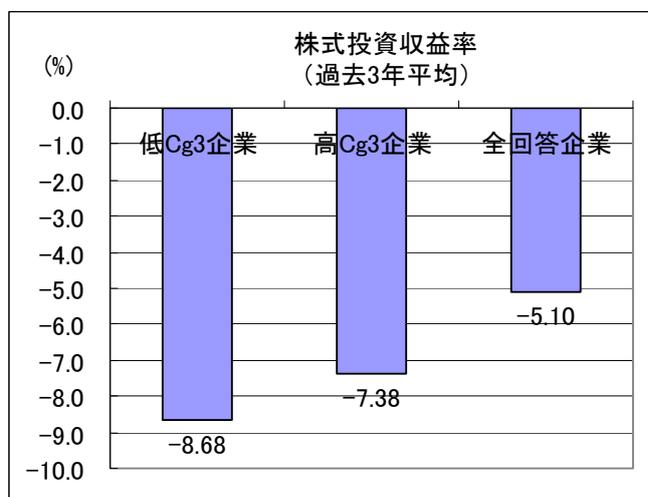


5年

高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg3 企業: 17 社  
 低 Cg3 企業: 33 社

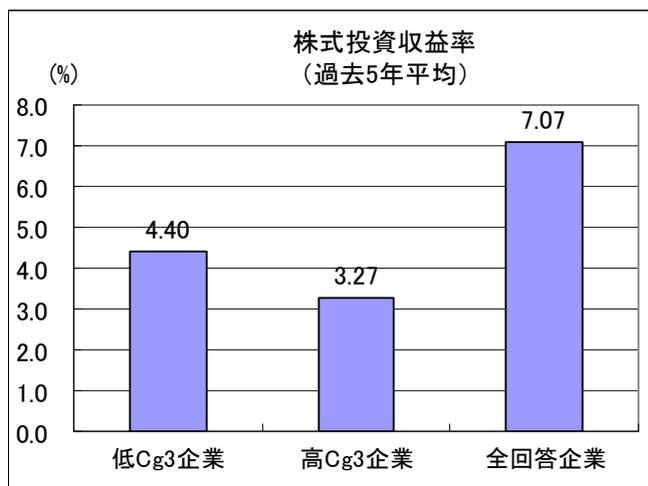
(5) Cg3 と株式投資収益率 (3年・5年)



3年

高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 199 社  
 高 Cg3 企業: 19 社  
 低 Cg3 企業: 36 社



5年

低 Cg3 企業の方が高 Cg3 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 184 社

高 Cg3 企業: 17 社

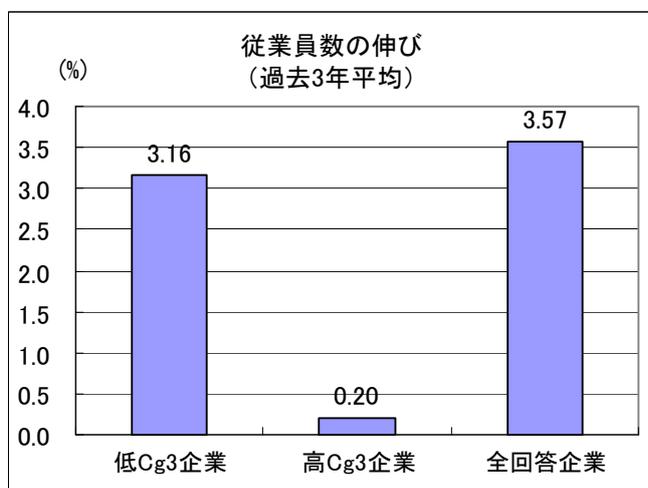
低 Cg3 企業: 33 社

### <市場リスクの比較>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3年、5年の期間ごとに次のようであり、株式投資収益率に関しては、高 JCGIndex 企業は、低 JCGIndex 企業より、わずかであるがハイリスク・ハイリターンであるように見える。しかし、高・低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の差は有意ではない(有意水準 10%)。また上に見るように、株式投資収益率においても高低 JCGIndex 企業間の差は有意ではない。

	$\beta$ (3年)	$\beta$ (5年)
高Cg3企業	0.967	0.982
低Cg3企業	0.744	0.792
全回答企業	0.904	0.910

### (6) Cg3 と従業員数の伸び率 (連結、3年)



低 Cg3 企業の方が高 Cg3 企業より有意に高い (有意水準 10%)。

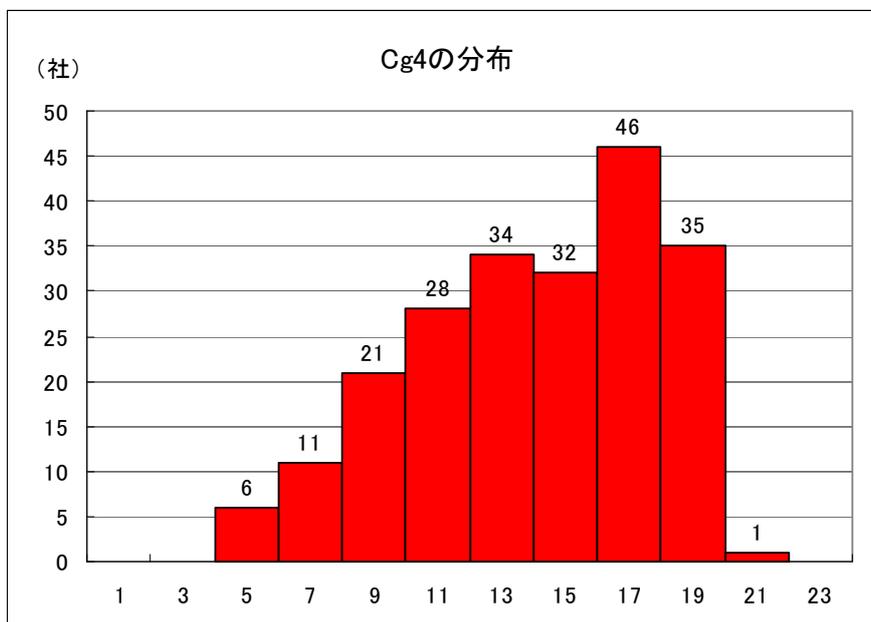
全回答企業: 196 社

高 Cg3 企業: 18 社

低 Cg3 企業: 35 社

6. カテゴリーIV (株主とのコミュニケーションと透明性)

(1) 高 Cg4 企業と低 Cg4 企業の定義



Cg4 の分布

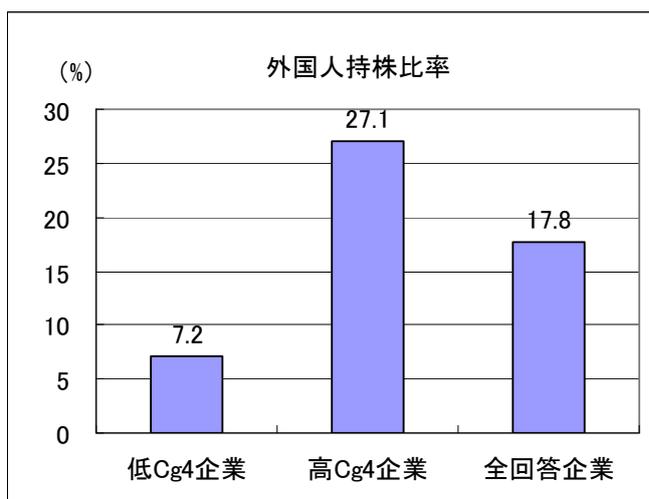
平均 13.6 標準偏差 3.8 最大:20 最小:4

高 Cg4 企業:Cg4 が 18 以上の 36 社

低 Cg4 企業:Cg4 が 9 以下の 38 社

(2) Cg4 と企業特性

a. 外国人持株比率



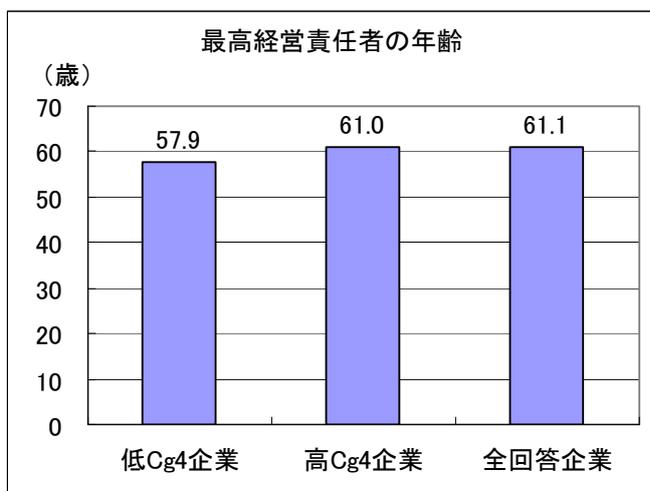
高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 198 社

高 Cg4 企業: 34 社

低 Cg4 企業: 33 社

b. 最高経営責任者の年齢

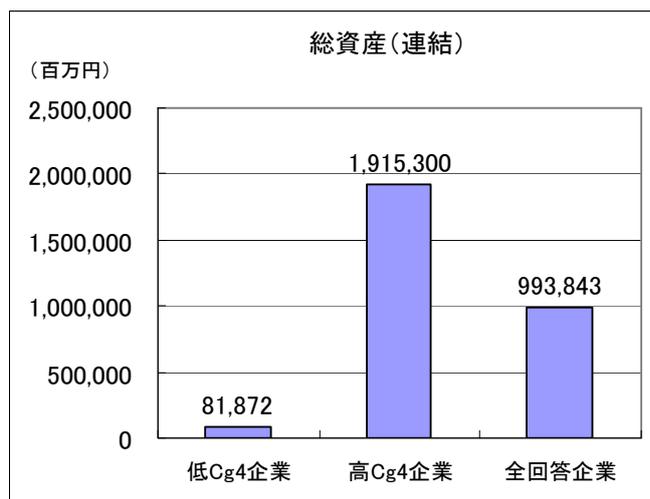


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に年齢が高い (有意水準 5%)。

全回答企業: 197 社  
 高 Cg4 企業: 35 社  
 低 Cg4 企業: 36 社

(3) Cg4 と企業規模

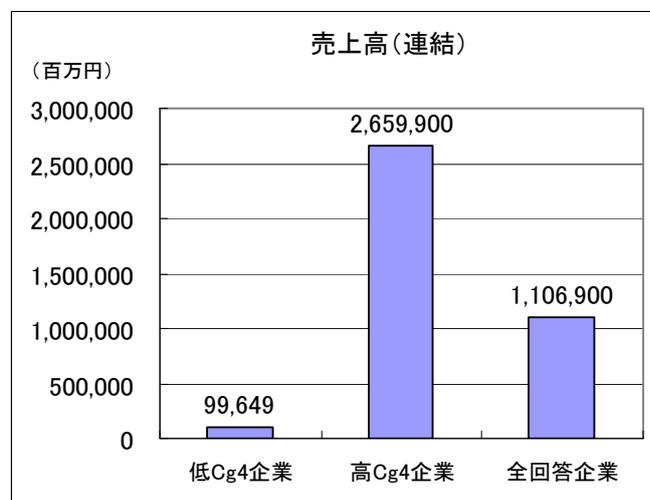
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg4 企業の方が、低 Cg4 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg4 企業: 32 社  
 低 Cg4 企業: 38 社

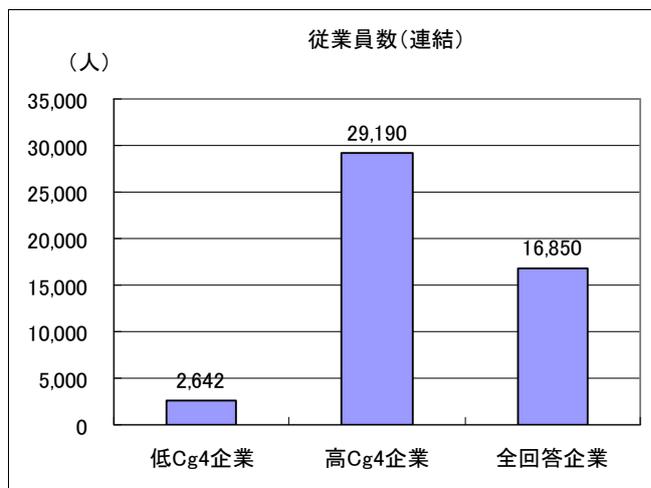
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg4 企業: 32 社  
 低 Cg4 企業: 38 社

c. 従業員数 (連結、3年)

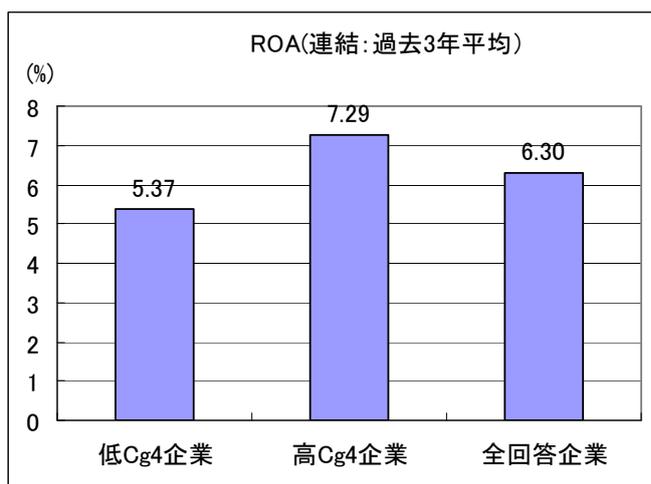


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

全回答企業: 196 社  
 高 Cg4 企業: 32 社  
 低 Cg4 企業: 38 社

(4) Cg4 と資本収益性

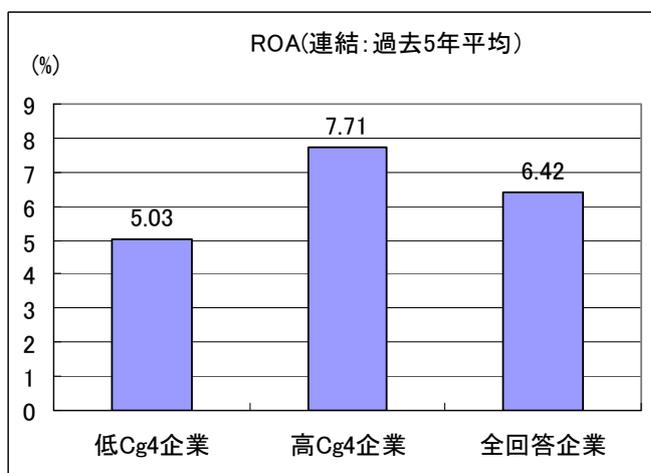
a. ROA (連結、3年・5年)



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg4 企業: 32 社  
 低 Cg4 企業: 38 社

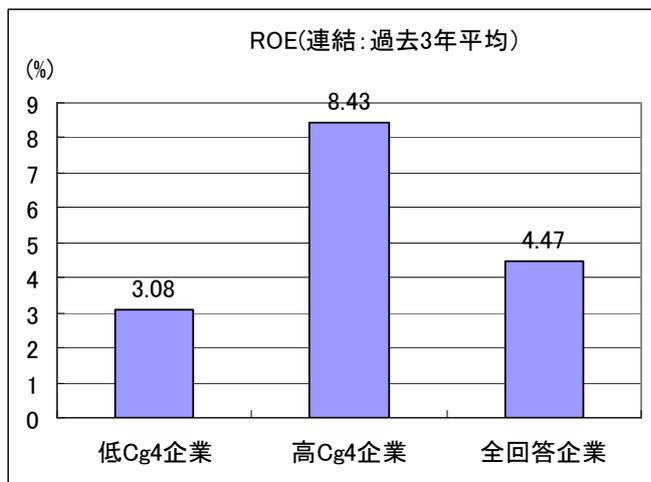


5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg4 企業: 30 社  
 低 Cg4 企業: 36 社

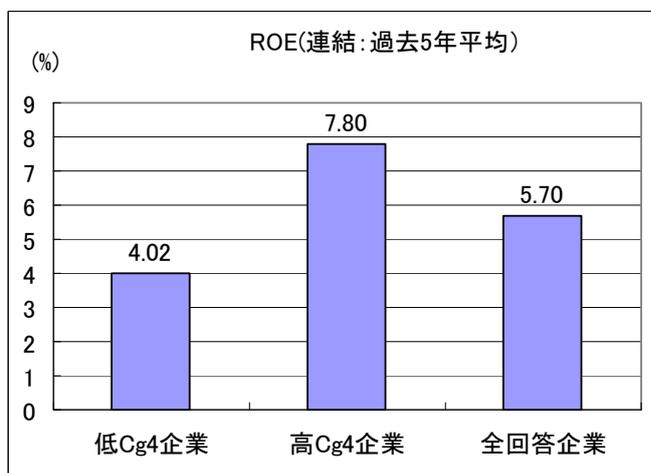
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 194 社  
 高 Cg4 企業: 32 社  
 低 Cg4 企業: 38 社

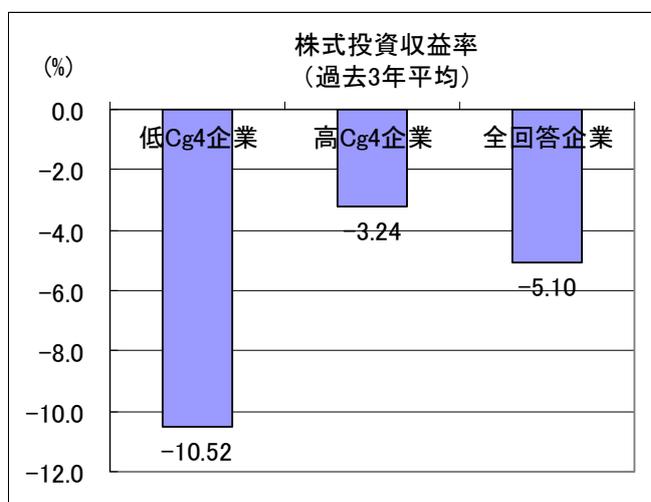


5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 185 社  
 高 Cg4 企業: 30 社  
 低 Cg4 企業: 36 社

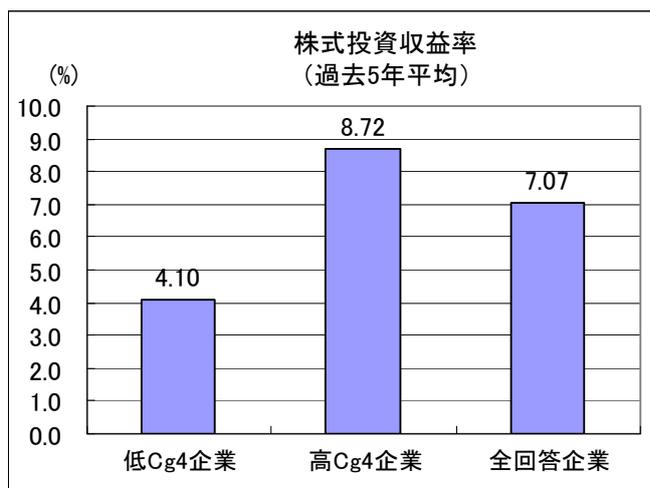
(5) Cg4 と株式投資収益率



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 199 社  
 高 Cg4 企業: 35 社  
 低 Cg4 企業: 36 社



5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業有意に高い (有意水準 5%)。

全回答企業: 184 社

高 Cg4 企業: 34 社

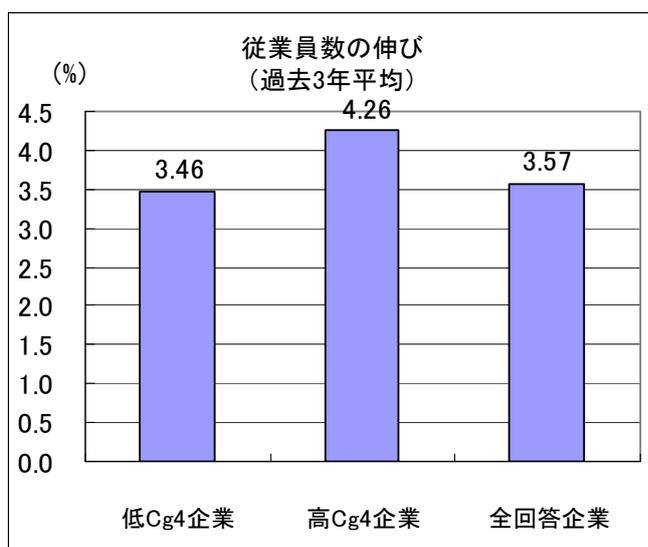
低 Cg4 企業: 33 社

<市場リスクの比較>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3年、5年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の値の差は、1%水準で統計的に有意である。高 JCGIndex 企業のほうがベータ係数が大きくハイリスクであるが、上で見ると株式投資収益率の差は有意ではない。高 JCGIndex 企業のパフォーマンスは低 JCGIndex 企業より優れているとは言えない。

	$\beta$ (3年)	$\beta$ (5年)
高Cg4企業	1.033	1.048
低Cg4企業	0.849	0.863
全回答企業	0.904	0.910

(6) Cg4 と従業員数の伸び率 (連結、3年)



高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より低い、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 196 社

高 Cg4 企業: 32 社

低 Cg4 企業: 38 社

## むすびに

8回にわたる累計2,004社、正味801社の調査から、JCGIndexと企業業績との間に一定の相関関係があることが分かった。すなわちJCGIndexで見てもカテゴリ別インデクスで見ても、得点が高い企業の方が低い企業より、平均的に見て、規模が大きく業績も良好である。これらの分析結果から、われわれのモデルに近いガバナンス体制をとる企業ほど、株主に報いていると結論づけることができる。

しかし、毎年一貫して高JCGIndex企業のほうが優れた結果を示しているとはかぎらない。指標によってまた年によって時に逆転も生じたりしている。

既に述べたように、ひとつ考えられる仮説は、この数年業績が悪化した企業がとうとうガバナンス改革や経営改革に乗り出したということである。その結果、もともとガバナンスが良く業績がすぐれている企業と、ガバナンスは良いが業績が悪い企業とが混在することになり、業績の上で明確な差が見られなくなったのである。この推量が正しいか否かは、この調査を続けていくことにより早晩明らかになるであろう。

しかし、これらの結果を見るにあたって次のような注意が必要である。第一に、これらの数字はあくまでも過去の数字であり、必ずしも将来の関係を示すものではない。第二に、今回調査の214社というサンプルサイズは、それ自体必ずしも小さいものではないが、1,700社以上ある東証一部上場企業の約13%弱に過ぎない。その程度であると言われれば反論の余地がない。回答企業に関して確定的なことは言えても、全上場企業についてはあくまでも推定に過ぎない。しかし、繰り返しになるが、過去8回の調査が一貫してほぼ同じ傾向を示唆しているということは、サンプルサイズの小ささを補って余りあるものと考えている。第三に、JCGIndexと財務特性等との関係の存在を指摘したが、それらは相関関係であり、必ずしも因果関係を意味するわけではないことである。

JCGRは、ボランティアのNPO団体として、コーポレート・ガバナンスに深い理解をもつ篤志家のサポートにより、ここまで何とか調査を続けてきた。今後とも調査を続け、データの蓄積により、さらに説得力のある提案をし続けていく所存である。

## データ分析に使用したデータの説明

### 1. 業種分類

東京証券取引所の業種分類による

### 2. 財務データ

出所: NEEDS (日本経済新聞社の総合経済データバンク)

対象: 東証一部上場企業(2009年11月22日現在の1,728社)

項目: 総資産、売上高、従業員数、ROA、ROEの単独・連結決算値

期間: 2004年～2008年

### 3. 株式投資収益率

出所: 日本証券経済研究所 2008年株式投資収益率

対象: 東証一部上場企業(2009年11月22日現在の1,728社)

項目: 月間市場収益率および個別銘柄月間収益率

期間: 2004年1月～2008年12月

### 4. ベータ係数

東洋経済新報社「株価 CD-ROM2007」より富士通総研にて算出

### 5. 回答企業の特性の計算

東証一部上場企業と回答企業の財務状況を過去3年もしくは5年の連結データの平均に基づいて、  
平均値／最小値／最大値／標準偏差を比較。

	項目	連結	期間	データ	算式
1	総資産	○	3年 平均	NEEDS 総資本(FB144)	総資本＝負債合計＋資本合計
2	売上高	○	3年 平均	NEEDS 売上高(FC001)	企業の主たる営業活動としての販売活動から生じる収益
3	ROA	○	3年 平均	NEEDS ROA: (FP01034)	使用総資本事業利益率＝(営業利益＋受取利息・割引料・有価証券利息＋受取配当金)／負債・少数株主持分・資本合計 2期平均×100
4	ROE	○	3年 平均	NEEDS ROE(FP01147)	株主資本収益率＝当期利益／資本合計 2期平均×100
5	従業員数	○	3年 平均	NEEDS 従業員(FE056)	期末現在の従業員数
6	株式投資 収益率	—	3年 平均	日本証券経済研究所 株式投資収益率	① 月毎の株式投資収益率を算出 ② 対象期間(1年、5年、10年)の平均を算出

注1) 東証一部上場企業:2009年11月22日現在の1,728社

調査票送付企業は7月29日に抽出した1,697社であるが、上場数の増減があったため、企業数が変化している。

注2) 連結決算は SEC 基準を優先