

2006年12月1日

「2006年 JCGR コーポレート・ガバナンス調査」報告

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)

コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会

<http://www.JCGR.org/>

若杉敬明(東京経済大学) クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)
永井秀哉(立命館アジア太平洋大学) 井上恵司(元花王厚生年金基金)
福井和夫(富士通総研)

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

【要約と提言】

調査の趣旨

コーポレート・ガバナンスの目的は、長期的な観点から健全な企業業績を確保するために、経営者が企業業績に責任を持つ経営体制を確立し機能させることである。そのための仕組みがガバナンス・システム（企業統治機構）である。したがって、良いコーポレート・ガバナンスは、経営者から高品質の経営を引き出し、優れた企業業績を生み出す。

株式会社においては、株主が、議決権などの株主権を行使して、ガバナンスに責任をもつというのが株式会社制度の精神である。厳しいグローバル競争と急速な技術進歩という21世紀の企業環境を受け、この十数年間、株主は株主総会における独立取締役の選任等を通して、取締役会の監督機能の強化を図るようになってきた。その結果、取締役会の監督(ガバナンス)と経営者の執行(マネジメント)の分離という経営体制を確立する動きが、世界的に広まりつつある。わが国においても、2003年4月から、従来からの監査役設置会社に加えて、委員会等設置会社という新しい企業統治機構が導入された。さらに、2005年5月、ガバナンス強化を主眼の一つとする会社法が新たに制定され施行された。

日本コーポレート・ガバナンス研究所（前身はコーポレート・ガバナンス・インデクス研究会）は2002年から、毎年、東京証券取引所株式市場第一部上場全企業を対象にガバナンス調査を行ってきた。これは、取締役会による監督と執行役による経営という「ガバナンスとマネジメントの分離」を望ましい姿として、個別企業のコーポレート・ガバナンスの状態をJCGIndexとして指標化するアンケート調査である。

本年も8月始めから10月にかけて第5回目の調査を実施した。これまで回答会社数は順調に伸びてきたが、今回は回答社数312社、回答率18.4%で前回の405社、24.6%を下回ることになった。しかし、新たに回答があった会社も70社あり、コーポレート・ガバナンスが確実に浸透していることが伺える。以下は、回答があった312社のうち、締め切りの10月20日までに回答があった302社について分析を行った。

その結果、これまでの4回の調査と同様、JCGIndexが高い企業は優れた企業業績（ROAおよびROE）を上げているという関係がほぼ成立していることが分かった。同様に、株式投資収益率とJCGIndexとの関係についても、最初の3回の調査においては、「JCGIndexが高い企業は株式投資

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

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

いずれにせよ過去の調査は、JCGIndex と企業業績との間には正の相関があることを示しており、「ガバナンスとマネジメントの分離」が現代の企業環境に適したガバナンスのあり方であることを示唆している。投資家も経営者も、本調査の結果をわれわれと共有し、ガバナンス改革に役立ててくださることを強く希望する。最後に遅ればせながら、アンケート調査にご協力いただいた上場各社に心よりお礼を申し上げたい。

なお、会社法の施行やTOBの日常化で、調査開始以降、企業を取り巻く環境が大きく変化している。そのため、今回の調査においても、質問項目や選択肢を変えたり、あるいは配点を変えたりした。連続性を重んじる観点からは好ましいことではないが、環境変化に適切に対応するほうがより重要であると考え、敢えて変更した。過去に回答した会社においては JCGIndex が——場合によっては10点近くも——上下することがあるがご理解いただきたい。

主要な七つの結果

1. 調査と回答状況 —高まるコーポレート・ガバナンスへの関心—

日本コーポレート・ガバナンス研究所は、2006年8月始めから10月20日にかけて、東証一部上場企業(7月13日時点の1,696社)を対象に、コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を行い312社から回答を得た。「JCGR コーポレート・ガバナンス原則」を基準として、回答票から各社のコーポレート・ガバナンスの状態を指数化した。この指数を JCGIndex という。

本年の調査は2002年(第1回)および2003年(第2回)、2004年(第3回)、2005年(第4回)に続き5回目である。2002年の回答企業は159社、2003年は201社、2004年は341社、さらに2005年は405社、そして今回2006年は312社であり、そのうち70社が新規回答企業であった。過去5回の調査で JCGIndex を取得した会社は正味660社に上る。なお、今回の分析対象は、回答会社312社のうち、10月20日の締め切り内に回答があった302社である。

2. 回答企業の特徴 —規模が大きく、かつ企業業績が優れている—

回答企業の特徴は、企業規模が大きいということである。過去5年間（2001-2005）の平均で見ると、資産、売上高、従業員数とも、回答企業の平均は全上場企業の平均よりはるかに大きい（2倍以上）。さらに、回答企業の業績は、全上場企業の業績より優れている。つまり、ROAは5.74%対5.45%、ROEは5.03%対3.26であり、回答企業の平均のほうが上場企業の平均より高い。ただし、株式投資収益率については12.72%対12.74%で、昨年同様むしろ回答企業のほうが低い。

3. JCGIndexの分布 —企業間の格差は依然として大きい、平均は上昇—

本年度の回答企業302社のJCGIndexの平均は47.3（標準偏差14.1）であった。昨年は48.0（標準偏差12.9）であったので、前回調査より平均が低下している。これは、質問項目や配点の変更によるもので、決してわが国企業のガバナンスが後退しているわけではないと信ずる。

TOBの是非が株主の利益という観点から実行されるようになり、わが国社会においてコーポレート・ガバナンスに対する関心や理解は確実に深まっていると言える。しかし、平均点は満点である100点の半分以下の47.3点で、日本企業全体としては、われわれのガバナンス・モデルからかなり遠いと言わざるをえない。

昨年までの4回の調査でも、コーポレート・ガバナンスは企業間で大きな格差があることが明らかにされていたが、本年の調査でも同じことが確かめられた。JCGIndexは、最高92から最低18までと広範囲に分布している。なお、昨年は最高86、最低12であった。標準偏差も14.1であり昨年の12.9より若干大きくなっている。

4. カテゴリー別得点 —アンバランスなガバナンス改革—

JCGIndexは、下の表にある4つのカテゴリーの得点（Cg1、Cg2、Cg3およびCg4）の合計である。第1および第2カテゴリーはガバナンスそのものを評価する項目であり、第3および第4カテゴリーはガバナンスを受けたマネジメントの体制の合理性を評価する項目である。

302社のカテゴリー別得点は表の通りある。第3、第4のカテゴリーの充足率は50%を超え相対的に高い水準にあるが、これに比して第1および第2のカテゴリーの充足率ははるかに低い。とくに取締役会の機能と構成に関する第2カテゴリーは多少の増加は見られるものの依然として低く、取締役会の監督（ガバナンス）と執行役員による経営（マネジメント）の分離が普及していない現状が明確に反映されている。

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

全体的には、コーポレート・ガバナンス改革を始めとする企業のリストラにより、マネジメン

ト・システムやディスクロージャーの改善は進んでいるが、ガバナンスの根幹である経営責任の明確化や取締役会改革は相対的に遅れているということである。なお、参考までに前回調査の充足率を括弧内に示した。

	カテゴリー	平均／配点	充足率（昨年）
I	業績目標と経営者の責任体制	10.2／28	36.4%（42.9%）
II	取締役会の構成と機能	8.7／25	34.8%（30.8%）
III	最高経営者の経営執行体制	15.1／27	55.9%（62.6%）
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	13.3／20	66.5%（57.0%）

5. 高 JCGIndex 企業・低 JCGIndex 企業の特徴

JCGIndex が高い企業の特徴を見るとともに、JCGIndex と企業業績等との間にいかなる関係があるかを見るために、JCGIndex が特に高い企業と、特に低い企業を選び出した。JCGIndex が 62 以上の（平均より 1 標準偏差以上、上方に乖離している）企業 51 社を高 JCGIndex 企業と呼び、JCGIndex が 33 以下の（平均より 1 標準偏差以上、下方に乖離している）企業 54 社を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。

(1) 高・低 JCGIndex 企業の特徴 ー外国人持株比率が高いー

高 JCGIndex 企業の外国人持株比率（30.3%）は、回答企業の平均（18.9%）より高く、逆に低 JCGIndex 企業（10.9%）は低い。以下に見るようにガバナンスが良い会社は概して業績が良い。ガバナンスが良いので外国人投資家が多いのか、それとも外国人投資家が多いからガバナンスが良いのか、因果関係は分からない。いずれにせよ。これは調査開始以降毎回観察できる現象である。

CEO の年齢に関しては、高 JCGIndex 企業の平均（60.3 歳）と低 JCGIndex 企業の平均（60.0 歳）との間に有意な差は見られない。なお、昨年の調査では 3 歳の差で高 JCGIndex 企業のほうが若かった。

(2) 高 JCGIndex 企業のほうが、企業規模が大きい

高 JCGIndex 企業は、総資産、売上高、従業員数のいずれをとっても、低 JCGIndex 企業の約 10 倍以上で、圧倒的に大規模である。

(3) コーポレート・ガバナンスは総合力ー高 JCGIndex 企業は全てのカテゴリー得点が高いー

JCGIndex は、どれかのカテゴリーが高得点をとれば、高い水準になるというものではない。高 JCGIndex 企業は、低 JCGIndex 企業と比べると、すべてのカテゴリーでより高い得点を上げている。つまり、カテゴリー I（16.5 対 5.4）、カテゴリー II（16.4 対 4.3）、カテゴリー III（19.9 対 10.0）およびカテゴリー IV（17.6 対 8.9）である。逆に言えば、すべてのカテゴリーで高い点をとらなければ高水準の JCGIndex を得ることができない。その意味でコーポレート・ガバナンスは企業の総合力を表すのであり、これが決め手というカテゴリーはない。

6. JCGIndex と企業業績－明確な相関関係－

コーポレート・ガバナンスの目的は、優れた企業業績をあげるために、経営者から良質な経営行動を引き出すことにある。コーポレート・ガバナンスと企業業績との間には、実際に相関関係があるのであろうか。今回の調査においても、過去4回と同様、両者には高JCGIndex－高業績という相関関係があることが明らかにされているが、株式投資収益率に関しては、昨年同様、関係が逆転している。

(1) 高JCGIndex 企業のほうが、企業業績が勝れている

過去5年間の平均で見ると、基本的な企業業績を表すROA（5.97%対5.63%）は高JCGIndex 企業の方が高い。しかし、ROE（4.79%対5.48%）や、企業業績の株主への分配を表す指標である株式投資収益率（10.42%対15.33%）は、低JCGIndex 企業の方がむしろ高い。最初の3回の調査においては、高JCGIndex 企業の方が高かったが、昨年からこのような現象が観察されるようになった。冒頭にも述べたが、高JCGIndex 企業の中に、過去、業績が悪かったためガバナンス改革を行い、高いJCGIndex を取ったという企業が少なからずあることが一つの原因ではないかと推測されるが、厳密な分析は今後の課題としたい。

(2) 従業員数の伸び率も高JCGIndex 企業のほうが高い

過去3年間（2003－2005）における従業員数の増加率を見ると、高JCGIndex のほうが低JCGIndex 企業より高い（4.57対2.85%）。しばしば、利益を上げるためには雇用を犠牲にせざるを得ないと言われるが、高JCGIndex 企業の業績が良いのは、従業員数の削減で費用を節約した結果ではないことを如実に示されている。

7. カテゴリー別の得点と企業業績－取締役会および透明性とJCGIndex との間に強い相関－

JCGIndex の構成要素であるカテゴリー別得点と企業業績との間にはいかなる関係があるのだろうか。JCGIndex の場合と同様で、それぞれのカテゴリーごとに高得点企業と低得点企業とを抽出して比較した。過去の調査においては、全般的に、カテゴリー別得点が高い企業群のほうが、低い企業群より企業業績が優れていたが、今回の調査では、カテゴリー別得点と企業業績との間に、明確な相関関係が見られなかった。カテゴリー別得点の総合であるJCGIndex においては、その水準と企業業績との間には一定の相関があることは上述のとおりである。したがって、コーポレート・ガバナンスの質は個々のカテゴリーの問題ではなく、それらの相互作用によって決まると言うことができよう。

JCGR の提言

－コーポレート・ガバナンス改革が企業および日本経済再生の決め手－

これまで5回の調査は、企業業績がコーポレート・ガバナンスと一定の相関関係にあることを示している。一回ごとの調査の回答率が必ずしも高くないが、総計 1,418 回答、正味 660 社のサンプルが、若干のアブノマリー（異常値）はあるものの、5 回の調査を通して、コーポレート・ガバナンス（JCGIndex）と企業業績との相関関係を示している。このことから、われわれは、コーポレート・ガバナンス改革こそが、「グローバル化と技術革新」という 21 世紀の企業環境において日本企業が勝ち組に入る必要条件であると断言し、投資家と企業経営者にコーポレート・ガバナンス改革の推進を提案したい。

とくに投資家つまり株主は重要である。経営者からすると、コーポレート・ガバナンス改革は経営者の業績責任を明確にすることであるから、自らコーポレート・ガバナンス改革を進めるインセンティブは乏しい。しかし、株主にとっては、コーポレート・ガバナンス改革は自らの投資パフォーマンス改善と密接に関係している。コーポレート・ガバナンス改革はまさに株主自身のためである。したがって、投資家こそとくに現代の資本市場の担い手である機関投資家が一より積極的にガバナンス改革に動かなければならない。

その意味で、議決権行使やガバナンス・ファンドなどの shareholder activism が活発化することが期待されている。われわれの JCGIndex はそのための重要な武器である。活用をお願いする次第である。そのために、第 2 回までは非公開を原則としてきたが、昨年からは回答企業に可能な限り JCGIndex の開示をお願いした。つまり、アンケートの際に「貴社の JCGIndex が上位 50% に入ったとき公表をご承認いただけますか」という質問をしたが、幸い多数の企業から「YES」の答えをいただいたので、第 3 回調査から、これまでの「全回答企業リスト」に加えて、上位 50% の企業名と JCGIndex とを公開することに踏み切った。ディスクロージャーをお認めくださった企業の勇気に敬意を表するとともに、寛大さに心よりお礼を申し上げる。これらの企業の意思に応じて、投資家も企業経営者も、JCGIndex を大いに活用されんことを切に望む。

【付表】JCGIndex 上位 52 社

(JCGIndex50 点以上の上位会社については「上位会社リスト」を参照のこと)

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

注1) 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

【本文】

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・ガバナンス研究会(JCGR)は、2006年8月から10月にかけて、東証一部上場企業(7月13日時点の1,696社)を対象にコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査を行い、312社から回答を得た。回答会社の名前は回答会社一覧として公表する。ただし、312社のうち10社は締め切りを過ぎてからの回答であったため、以下の分析は302社を対象にしている。

前回調査までの回答会社数は、159社、201社、341社および405社であり、延べ1106社、正味590社であった。今回の調査の回答会社は312社、うち新規回答会社が70社であったので、これまで累計1418社、正味660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、企業の経営者に対して明確な企業業績目標を与えるとともに、経営者がそれを責任もって実現する体制を確保することであると考えている。そのためには、経営者である執行役員による経営執行(マネジメント)と取締役会による経営監督(ガバナンス)を明確に分離するとともに、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と考えている。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 JCG Index の特性

1. 回答企業と全上場企業との比較

回答企業数 312 社は東証一部上場企業の 18.4% を占める。回答企業と全上場企業の財務状況を過去 5 年 (2001~2005 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	1,400	406,791.39	1,425.80	23,147,631.40	1,293,543.53
全回答企業	262	874,122.81	3,988.00	13,999,948.20	1,809,477.11

(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	1,400	346,217.73	670.00	17,608,756.40	1,123,586.69
全回答企業	262	775,415.14	3,815.20	12,973,247.20	1,724,708.46

(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	1,348	5.448	-15.10	32.03	4.25
全回答企業	256	5.738	-1.19	31.89	3.77

(%)

ROE(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,337	3.258	-464.18	67.35	17.93
全回答企業	253	5.029	-34.59	38.20	6.71

(%)

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	1,399	6,990.88	16.60	316,957.80	20,791.99
全回答企業	262	15,155.61	86.40	316,957.80	32,243.04

(人)

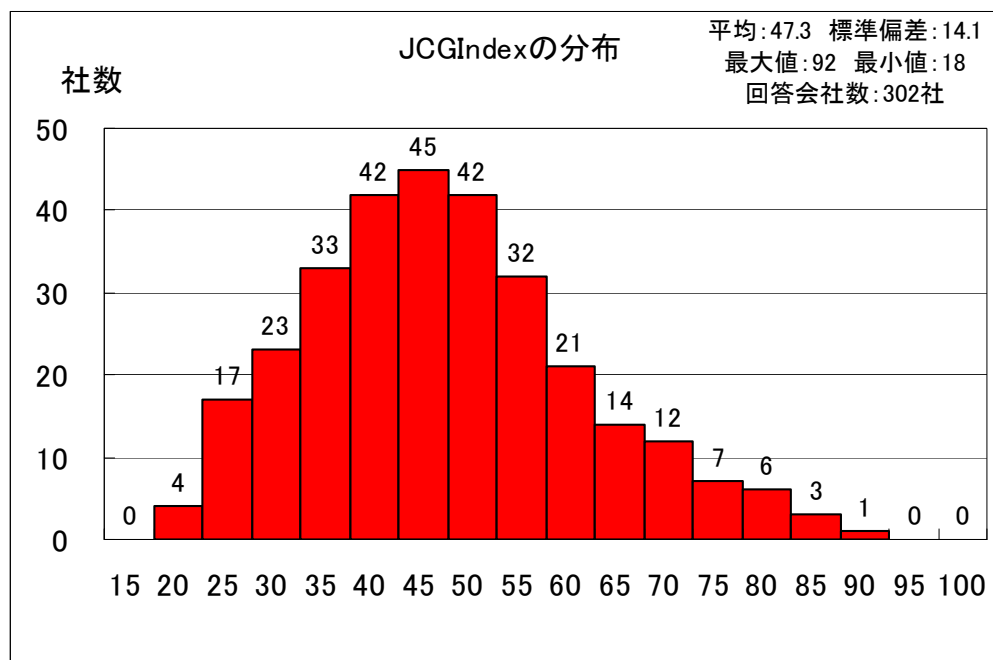
株式投資収益率	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1,273	12.735	0.00	54.30	9.24
全回答企業	246	12.720	0.00	45.50	9.35

(%)

2. JCGIndex の分布

個別の会社の JCGIndex は、最大値が 92、最小値が 18 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、10 点台、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 47.3（前回 48.0）、標準偏差は 14.1（前回 12.9）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15は12.5以上17.5未満の範囲。実際にはJCGIndexはすべて整数なので13から17までの範囲。

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並列して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 302 社のうち、委員会設置会社は 22 社であった。JCGIndex 上位 16 社のうち委員会設置会社は 11 社、上位 50 社の中では 19 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 8 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 の上位にくるわけではない。

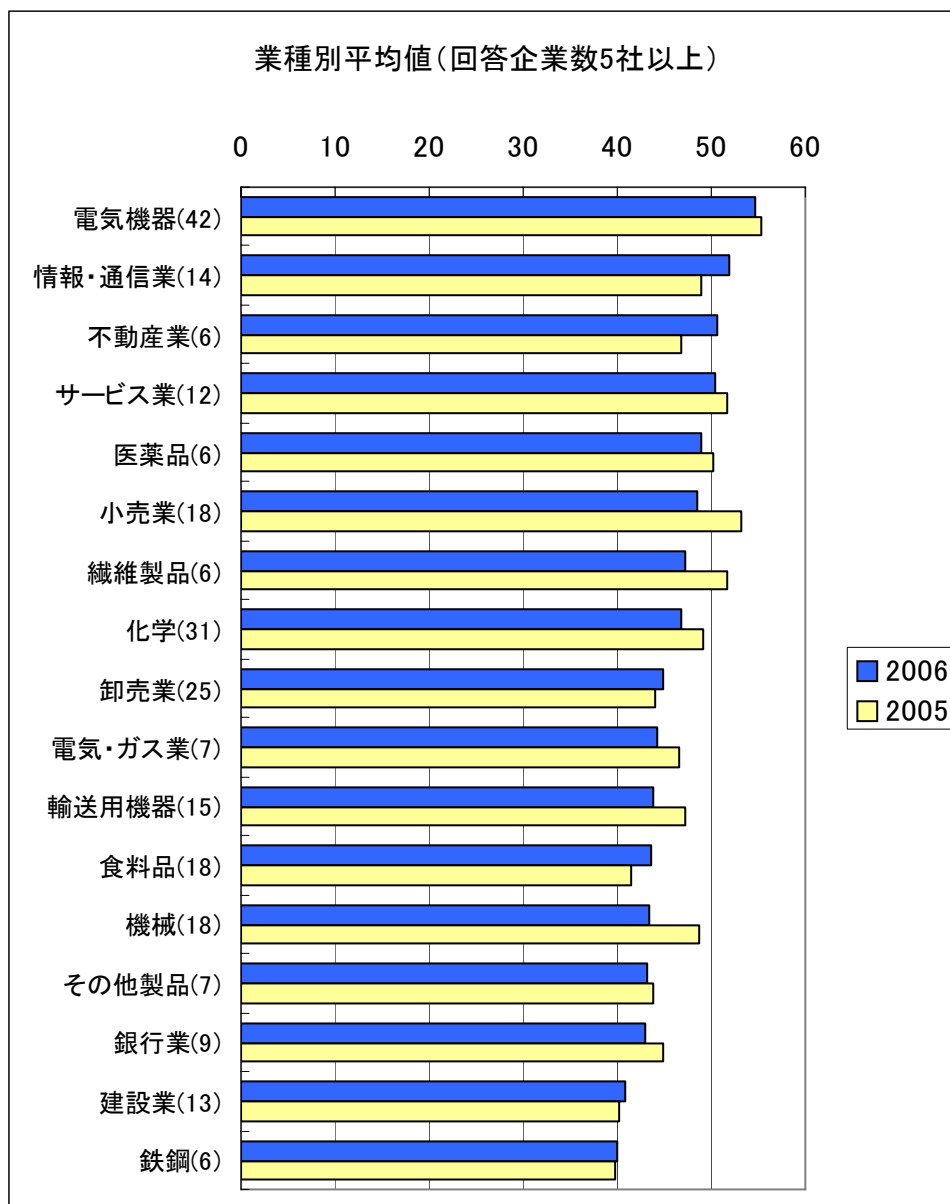
委員会設置会社か否かは、いわば形であり、形が整っていても経営責任体制の明確化を始め他のカテゴリーでも一定の条件を満たしていなければ、上位の JCGIndex を獲得できないということである。逆に言えば、必ずしも形が整っていなくてもその他が優れていれば、委員会設置会社と肩を並べることが可能である。

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、2005 年および 2006 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、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 302 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、かなり低い水準である。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如実に現れている。

参考までに括弧のなかに昨年の調査の数字が示されている。昨年調査までは、第 2 カテゴリーの得点が著しく低かったが、今回は第 1 カテゴリーが低下し、第 2 カテゴリーが上昇したのではほぼ同じような水準になった。監査役会設置会社においても、社外取締役を導入し、委員会設置会社の取締役会と同等の監督機能を確保する動きが見られるが、そのせいではないかと推測される。なお、透明性の向上に比して、経営執行体制（マネジメント・システム）の低下が目立つが、今回、内部統制システムに関する項目を追加し、かつ企業買収防衛策に関する質問を新設したためと推察する。経営者側とすれば、適切な仕組みの導入を行っていると考えているかも知れないが、JCGR の観点からすれば、内部統制が実効ある仕組みになっていない、あるいは株主の利益が十分に守られていない、ということである。

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	28 (28)	10.2 (12.0)	36.4% (42.9%)
II 取締役会の構成と機能	25 (25)	8.7 (7.7)	34.8% (30.8%)
III 最高経営責任者の経営執行体制	27 (27)	15.1 (16.9)	55.9% (62.6%)
IV 株主等とのコミュニケーションと透明性	20 (20)	13.3 (11.4)	47.3% (57.0%)

注) 括弧内は昨年調査

Ⅲ 財務データに基づく分析

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、ありう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補足資料として別添した。

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 47.3 からの 1 標準偏差(14.1)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 62 以上($47.3+14.1=61.4$)の企業群 51 社

低 JCGIndex 企業: JCGIndex が 33 以下($47.3-14.1=33.2$)の企業群 54 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し、その差の統計的検定結果は節末に付表の形で示した。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、各企業の企業数は上に定義された企業数とは一致しない。

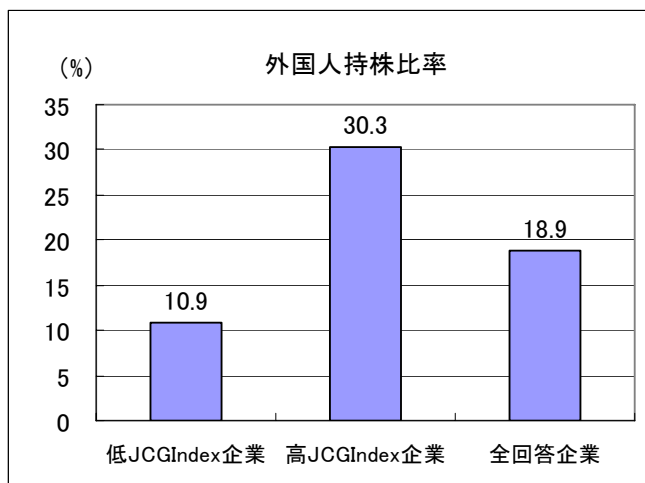
以下で、総資産利益率(または総資本利益率)ROA とは、利払い前・税引き前利益を総資産(期首・期末平均)で除した比率、また株主資本利益率(または自己資本利益率)ROE とは、税引後利益を株主資本(期首・期末平均)で除した比率である。本来は、レバレッジ効果により、ROE のほうが ROA より高くなるはずであるが、ここでは ROA が利益に税金部分を含んでいるのに対して、ROE は税金を控除してあるので、ROA が ROE より高いという現象が生じている。

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。

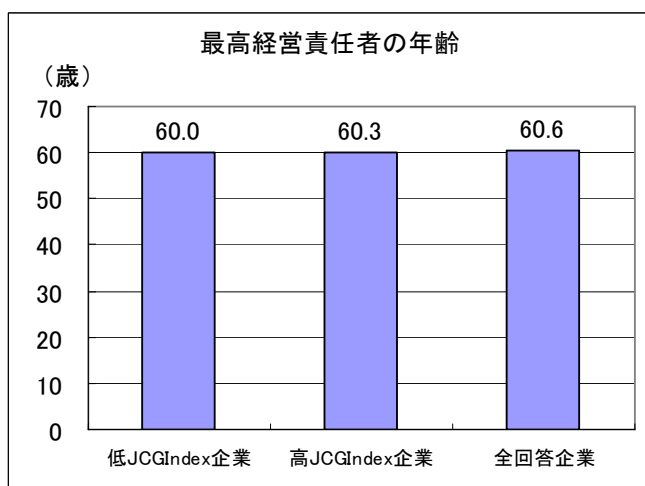
a. 外国人持株比率



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:	282 社
高 JCGIndex 企業:	48 社
低 JCGIndex 企業:	51 社

b. 最高経営責任者の年齢



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

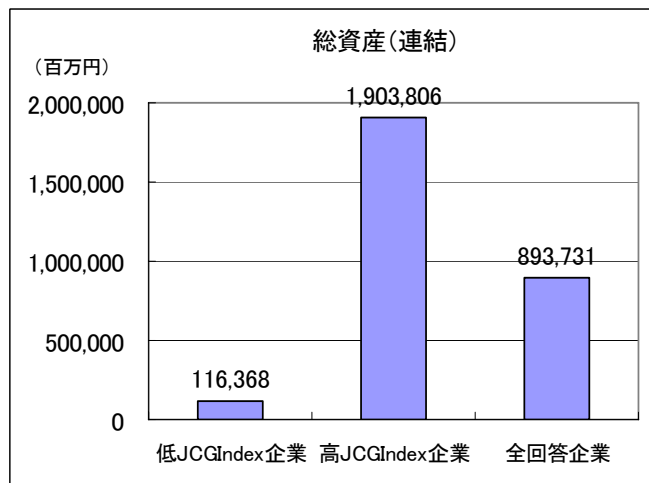
全回答企業:	279 社
高 JCGIndex 企業:	48 社
低 JCGIndex 企業:	46 社

前回調査では、高 JCGIndex 企業の経営者のほうが低 JCGIndex 企業より 3 歳ほど低いという結果であったが、今回調査では、そのような現象は消滅している。

(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。

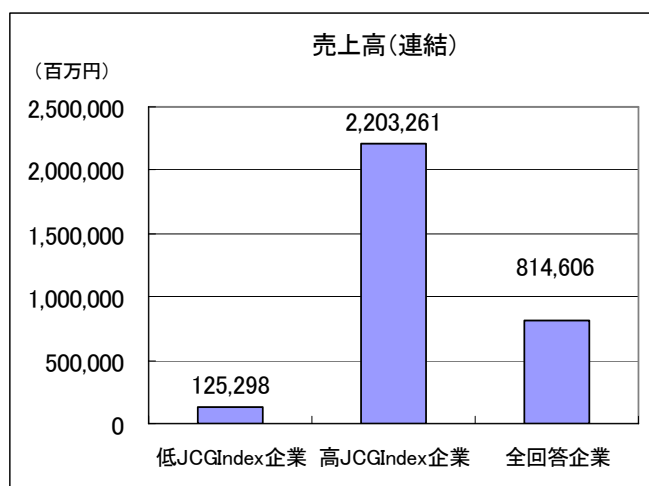
a. 総資産（連結、3 年）



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:	271 社
高 JCGIndex 企業:	44 社
低 JCGIndex 企業:	46 社

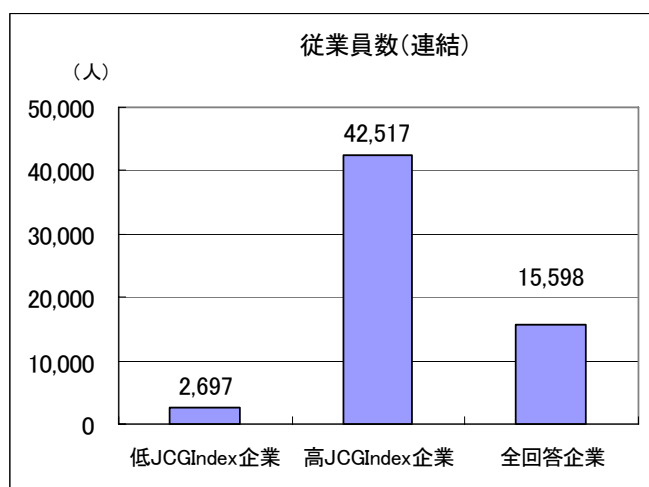
b. 売上高（連結、3 年）



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:	271 社
高 JCGIndex 企業:	44 社
低 JCGIndex 企業:	46 社

c. 従業員数（連結、3年）



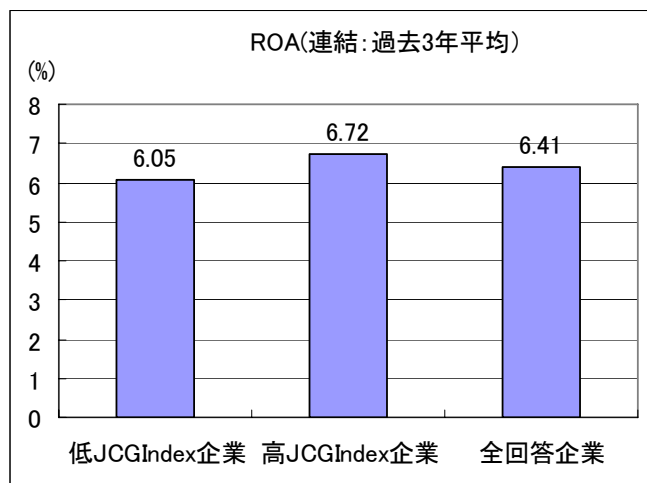
高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に大きい(有意水準1%)。過去5年間でも同様である。

全回答企業:	271 社
高 JCGIndex 企業:	44 社
低 JCGIndex 企業:	46 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。

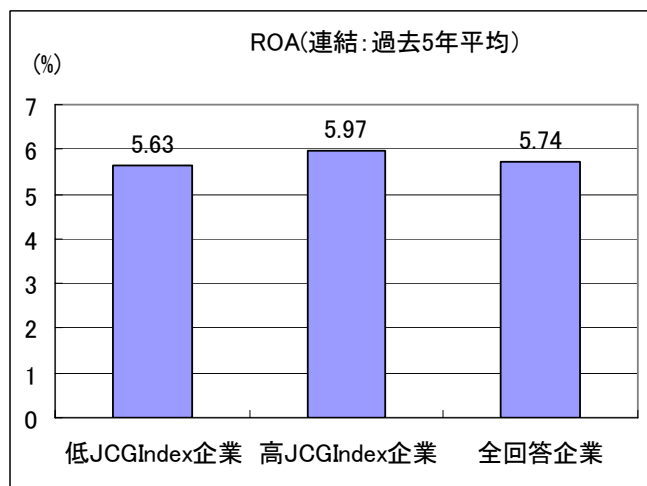
a. ROA (連結、3 年・5 年)



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:	266 社
高 JCGIndex 企業:	43 社
低 JCGIndex 企業:	45 社

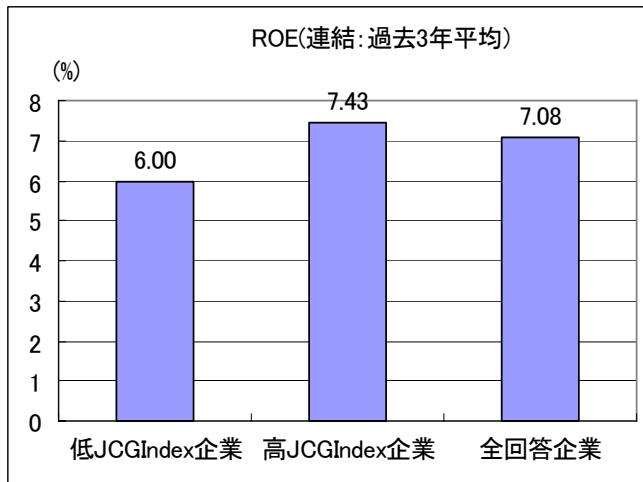


5 年

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:	256 社
高 JCGIndex 企業:	41 社
低 JCGIndex 企業:	43 社

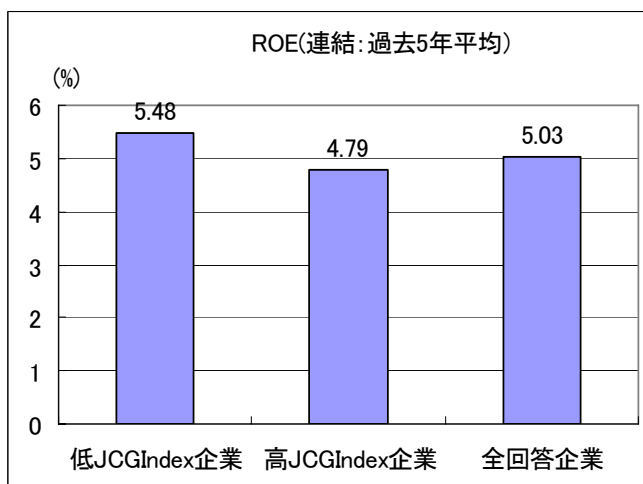
b. ROE (連結、3年・5年)



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:	264 社
高 JCGIndex 企業:	43 社
低 JCGIndex 企業:	45 社



5年

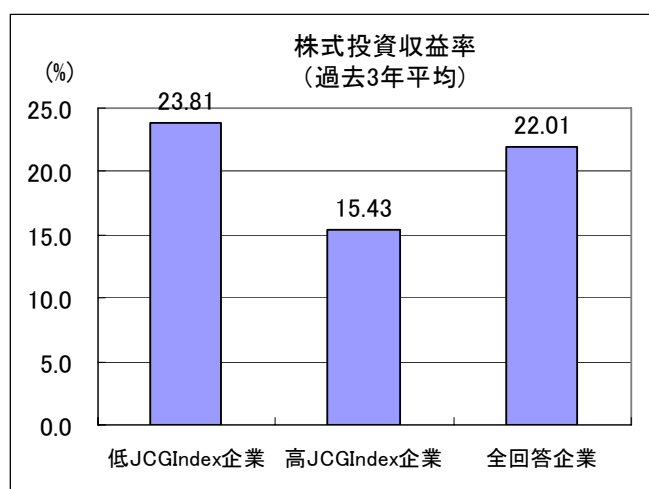
低 JCGIndex 企業の方が高 JCGIndex 企業より高く見えるが 10%水準でも有意ではない。

全回答企業:	253 社
高 JCGIndex 企業:	41 社
低 JCGIndex 企業:	43 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。

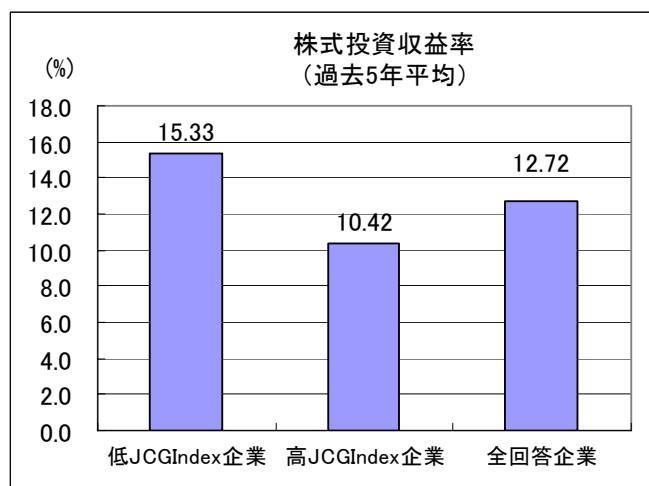
なお、ROA、ROEおよび株式投資収益率いずれについても、本来は、ある時点の JCGIndex とその後のこれら業績指標とを比較すべきである。これまでは、調査期間が短く、サンプルサイズの制約から、そのような分析ができなかったが、今後はそのような分析をむしろ JCGR の基本としていきたいと考えている。



3年

高 JCGIndex 企業のほうが低いとその差は 1%水準である有意である。

全回答企業:	270 社
高 JCGIndex 企業:	47 社
低 JCGIndex 企業:	46 社



5年

高 JCGIndex 企業のほうが低いとその差は 1%水準である有意である。

全回答企業:	246 社
高 JCGIndex 企業:	44 社
低 JCGIndex 企業:	40 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。

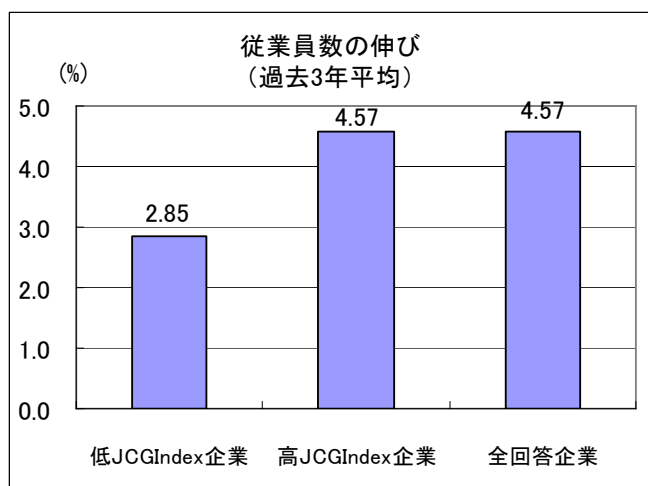
第1回から第3回の調査までの調査においては、高JCGIndex企業は、 β も高いがリターンも高かった。その意味では、高JCGIndex企業の株主は、 β リスクの差以上の高いリターンを享受していた。しかし、今回の調査では、高JCGIndex企業は β リスクが大きいのに、リターンは低い。これは、株主にとってきわめて劣悪な投資パフォーマンスであった。この現象は前回の調査から現れるようになった。現在考え得るその理由は、本節の始めに説明したとおりである。

	β (3年)	β (5年)
高 JCGIndex 企業	1.098	1.078
低 JCGIndex 企業	0.877	0.862
全回答企業	0.902	0.906

(6) JCGIndex と従業員数の伸び率（連結、3年）

この10年ほど、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、この調査に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5回の調査で一貫して観察されている。ただし、高・低 JCGIndex 企業間の従業員数伸び率の差は、必ずしも統計的には有意ではない。

しかし、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言うことが許されよう。



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:	270 社*
高 JCGIndex 企業:	44 社
低 JCGIndex 企業:	46 社

*異常値の1社を除外した

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	16.5 (23.5%)	16.4 (23.2%)	19.9 (28.3%)	17.6 (25.0%)	70.5 (100%)
低 JCGIndex 企業	5.4 (18.7%)	4.3 (15.1%)	10.0 (34.9%)	8.9 (31.3%)	28.6 (100%)

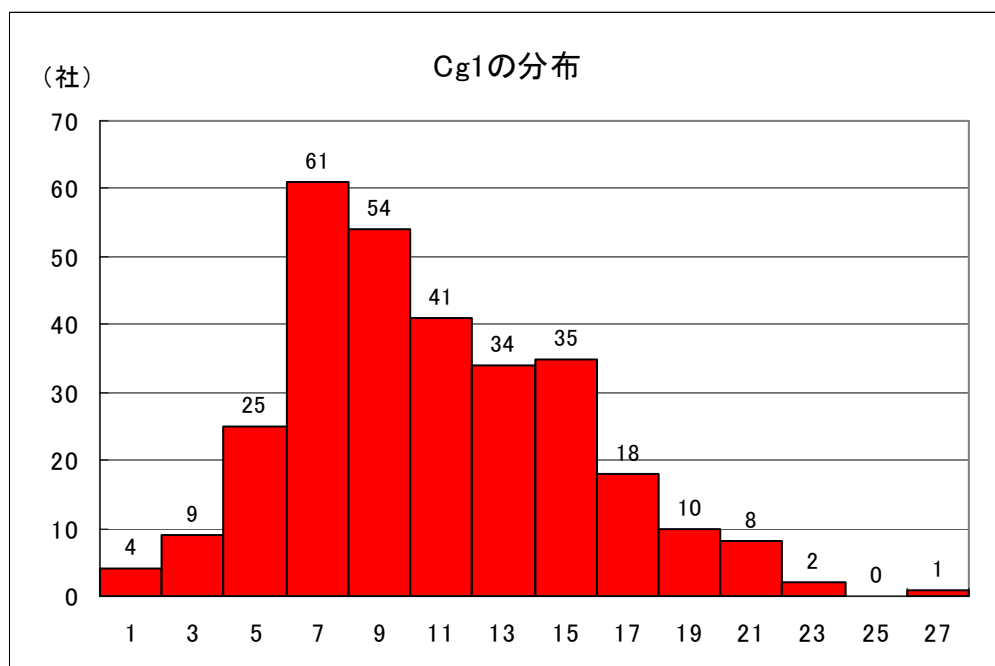
2. カテゴリー別高低企業と企業業績

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

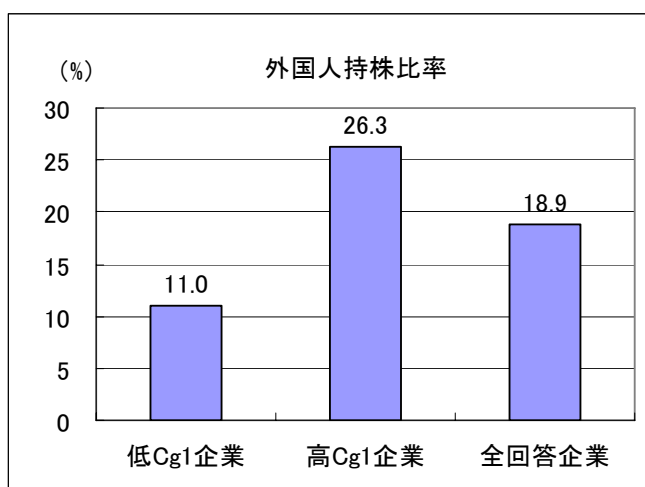
平均 10.2 標準偏差 4.5 最大:26 最小:0

高 Cg1 企業:Cg1 が 15 以上の 53 社

低 Cg1 企業:Cg1 が 5 以下の 38 社

(2) Cg1 と企業特性

a. 外国人持株比率



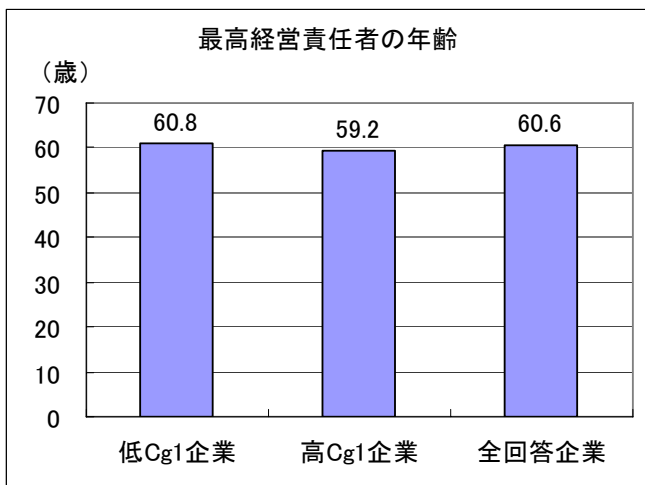
高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 282 社

高 Cg1 企業: 50 社

低 Cg1 企業: 34 社

b. 最高経営責任者の年齢

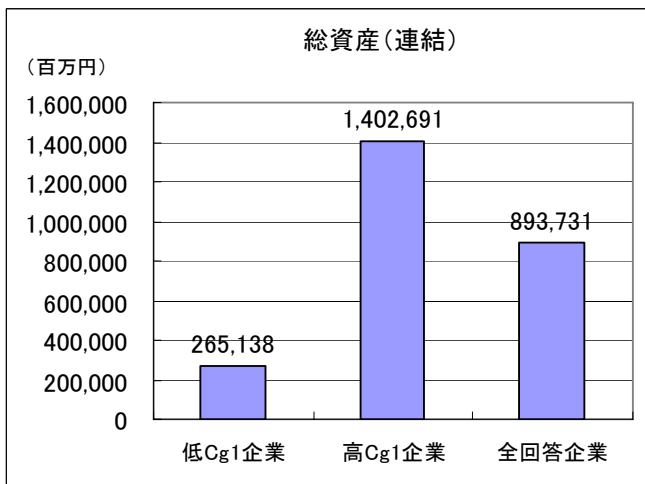


低Cg1企業の方が高Cg1企業より大きいですが、ここでもその差は有意ではない(有意水準10%)。

全回答企業: 279社
 高Cg1企業: 49社
 低Cg1企業: 35社

(3) Cg1と企業規模

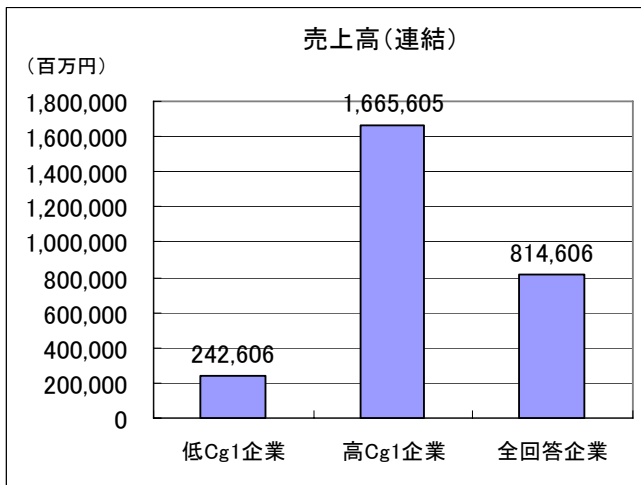
a. 総資産(連結、3年)



高Cg1企業の方が、低Cg1企業より有意に高い(有意水準1%)。

全回答企業: 271社
 高Cg1企業: 45社
 低Cg1企業: 32社

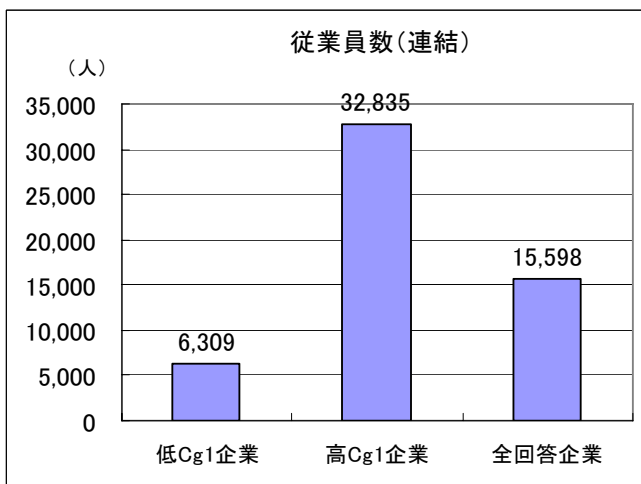
b. 売上高 (連結、3年)



高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 271 社
 高 Cg1 企業: 45 社
 低 Cg1 企業: 32 社

c. Cg1 と従業員数 (連結、3年)

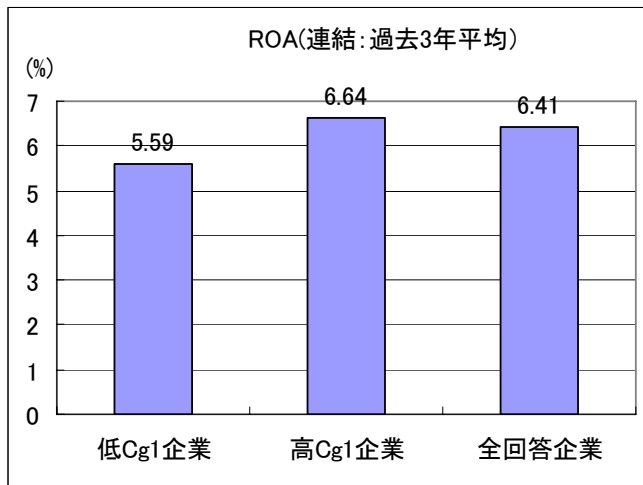


高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 271 社
 高 Cg1 企業: 45 社
 低 Cg1 企業: 32 社

(4) Cg1 と企業業績

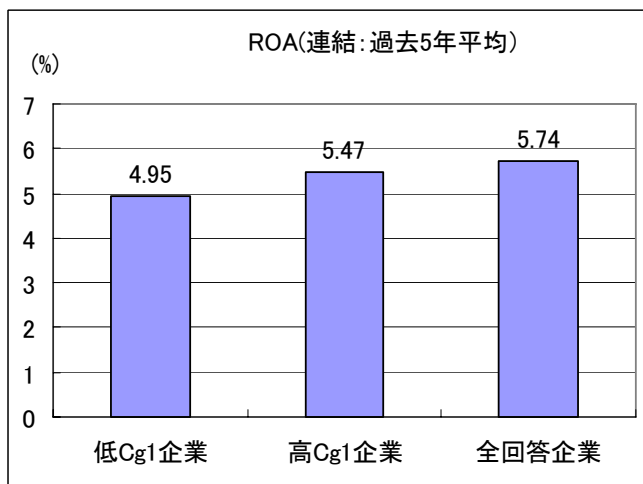
a. ROA (連結、3年・5年)



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: 266社
 高Cg1企業: 43社
 低Cg1企業: 31社

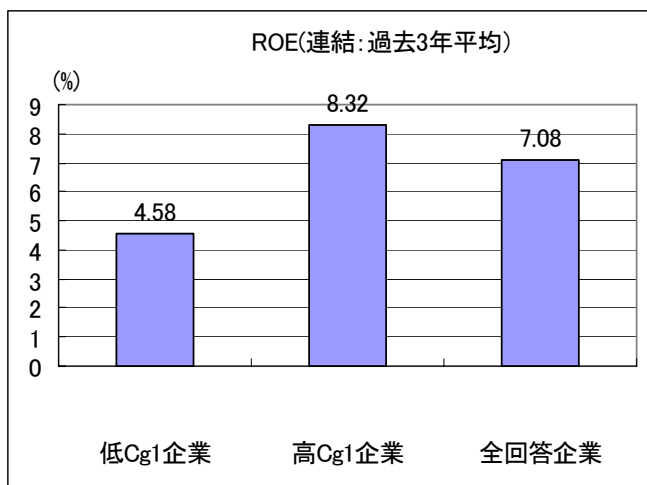


5年

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: 256社
 高Cg1企業: 43社
 低Cg1企業: 29社

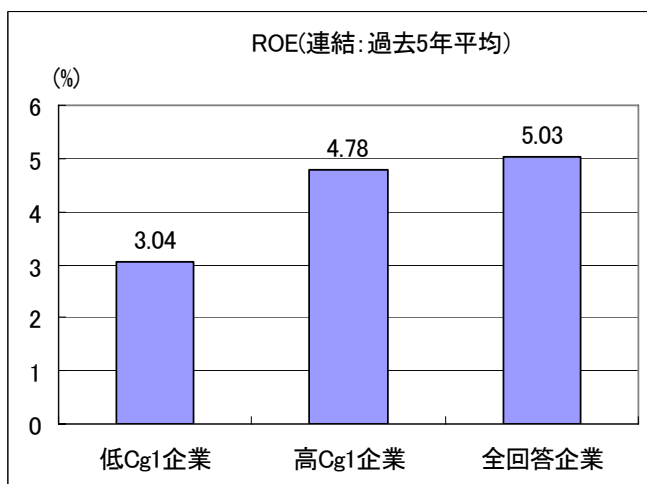
b. ROE (連結、3年・5年)



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: 264社
 高Cg1企業: 42社
 低Cg1企業: 31社

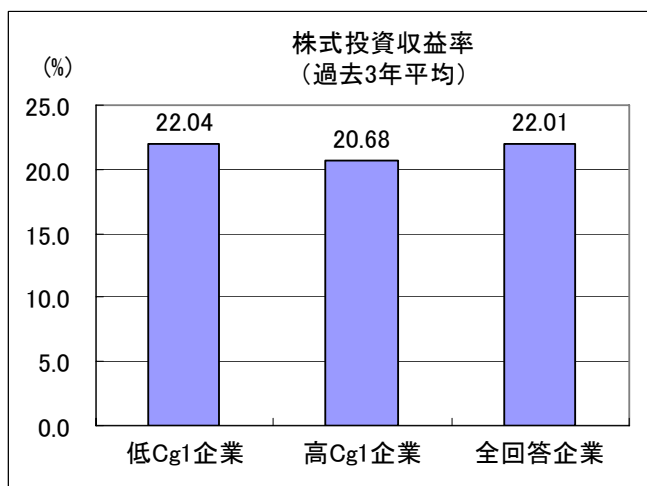


5年

高Cg1企業の方が低Cg1企業より有意に高い(有意水準5%)。

全回答企業: 253社
 高Cg1企業: 42社
 低Cg1企業: 29社

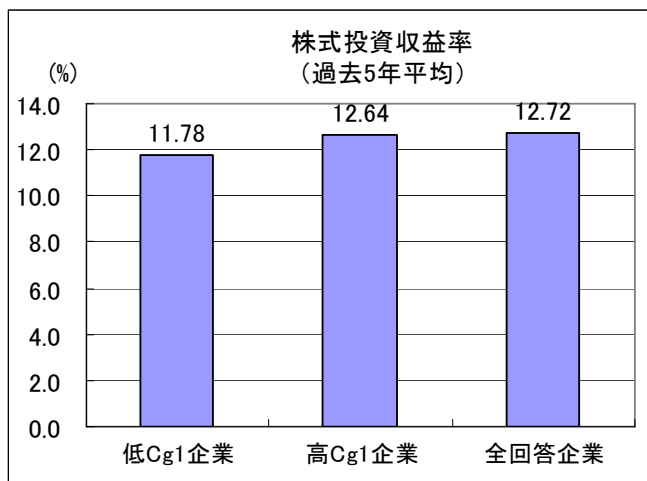
(5) 株式投資収益率 (3年・5年)



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: 270社
 高Cg1企業: 49社
 低Cg1企業: 30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%)。

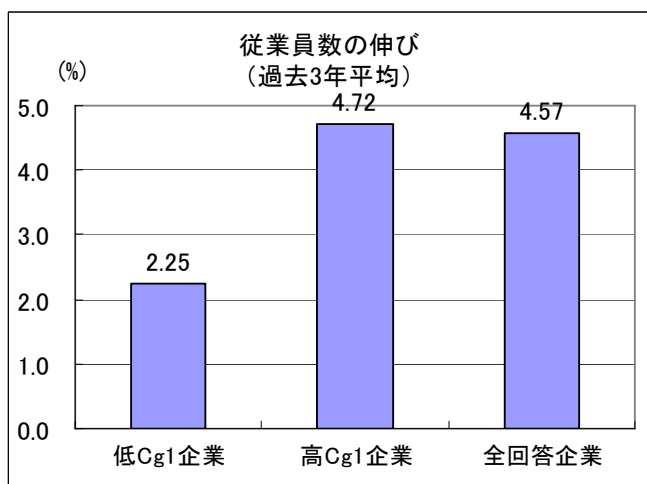
全回答企業: 246社
高Cg1企業: 44社
低Cg1企業: 26社

<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βの差は、いずれも1%の水準で統計的に有意である。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。

	β (3年)	β (5年)
高Cg1企業	1.134	1.114
低Cg1企業	0.744	0.799
全回答企業	0.902	0.906

(6) Cg1と従業員数の伸び(連結、3年)



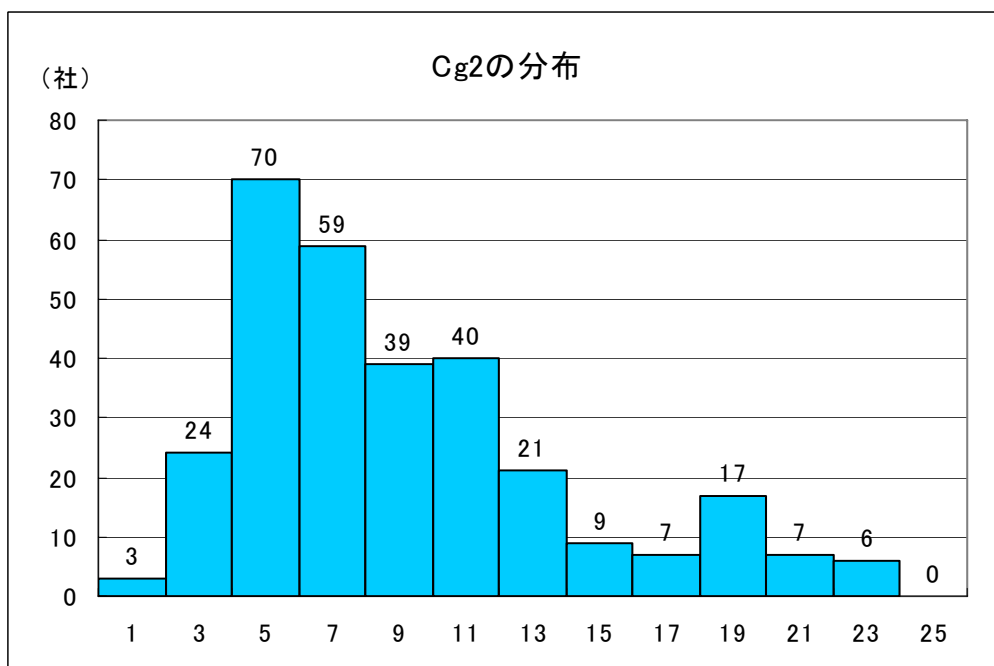
高Cg1企業の方が低Cg1企業より有意に高い(有意水準10%)。

全回答企業: 270社*
高Cg1企業: 45社
低Cg1企業: 32社

*異常値の1社を除外した。

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

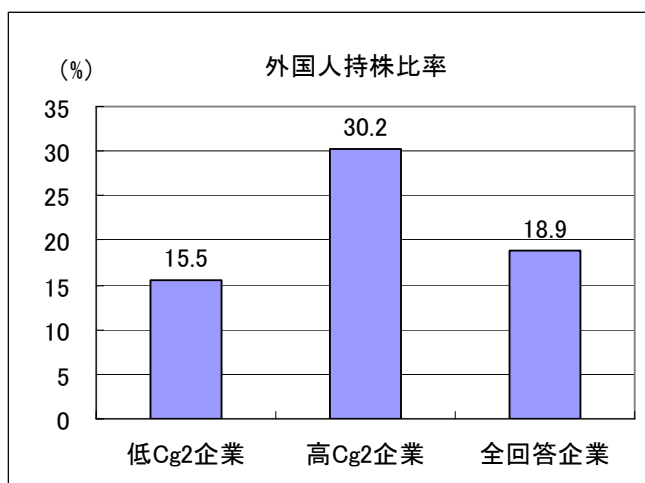
平均 8.7 標準偏差 5.0 最大:23 最小:1

高 Cg2 企業:Cg2 が 14 以上の 46 社

低 Cg2 企業:Cg2 が 3 以下の 27 社

(2) Cg2 と企業特性

a. 外国人持株比率



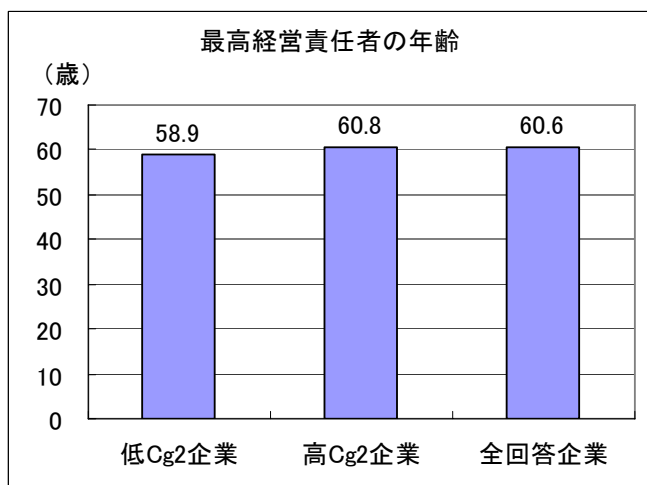
高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 282 社

高 Cg2 企業: 45 社

低 Cg2 企業: 26 社

b. 最高経営責任者の年齢

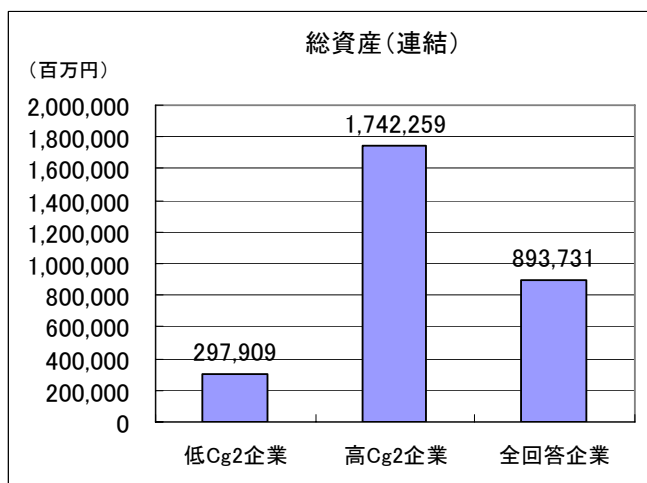


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 279 社
 高 Cg2 企業: 45 社
 低 Cg2 企業: 23 社

(3) Cg2 と企業規模

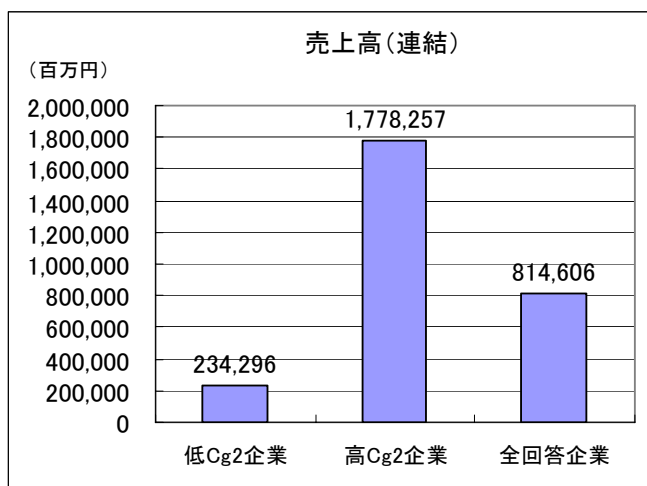
a. 総資産 (連結、3 年)



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: 271 社
 高 Cg2 企業: 40 社
 低 Cg2 企業: 25 社

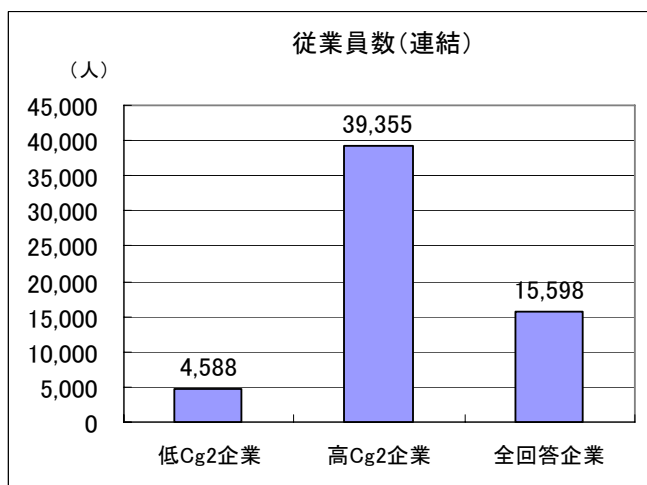
b. 売上高 (連結、3 年)



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: 271 社
 高 Cg2 企業: 40 社
 低 Cg2 企業: 25 社

c. 従業員数 (連結、3年)

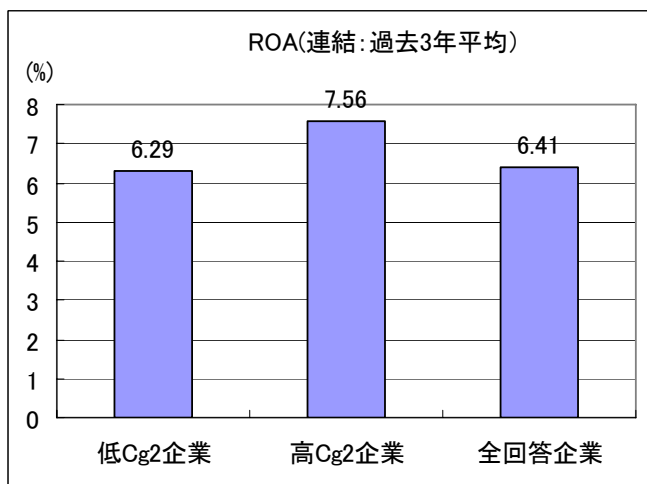


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 271 社
 高 Cg2 企業: 40 社
 低 Cg2 企業: 25 社

(4) Cg2 と資本収益性

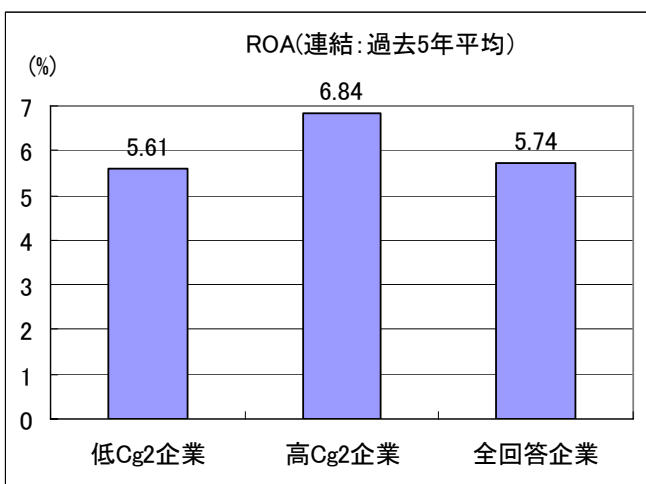
a. ROA (連結、3年・5年)



3年

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

全回答企業: 266 社
 高 Cg2 企業: 38 社
 低 Cg2 企業: 25 社



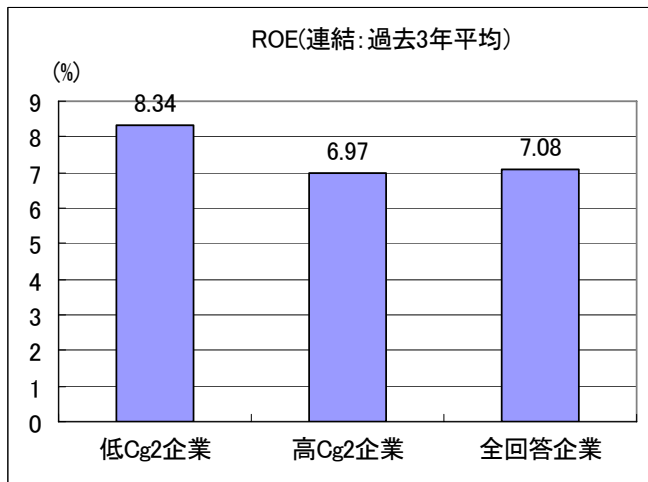
5年

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: 256 社
 高 Cg2 企業: 37 社
 低 Cg2 企業: 23 社

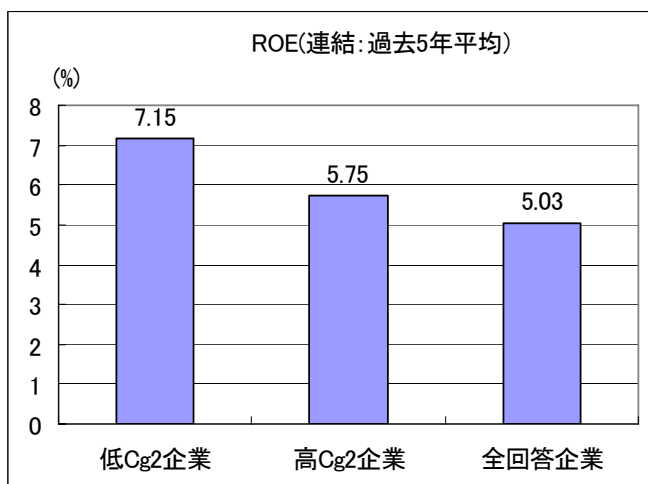
b. ROE (連結、3年・5年)

3年



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

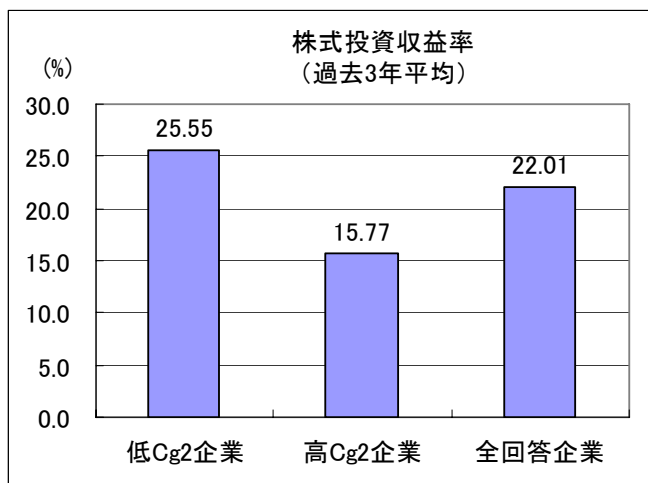
全回答企業: 264 社
 高 Cg2 企業: 38 社
 低 Cg2 企業: 25 社



低 Cg2 企業の方が高 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: 253 社
 高 Cg2 企業: 36 社
 低 Cg2 企業: 23 社

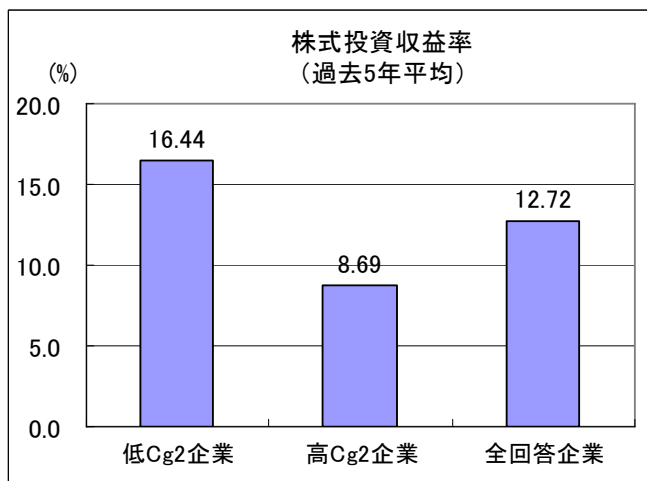
(5) Cg2 と株式投資収益率(3年・5年)



3年

低 Cg2 企業の方が高 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 270 社
 高 Cg2 企業: 42 社
 低 Cg2 企業: 24 社



5年

低 Cg2 企業の方が高 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

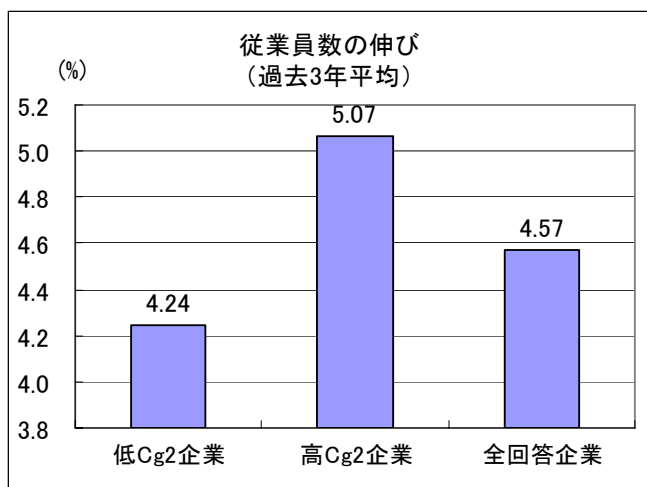
全回答企業: 246 社
 高 Cg2 企業: 39 社
 低 Cg2 企業: 21 社

<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 β は、それぞれ5%、1%の水準で有意である。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、リスクは事実上変わらないのに、高 JCGIndex 企業の株式投資収益率の方が低い結果となった。

	β (3年)	β (5年)
高Cg2企業	1.113	1.079
低Cg2企業	0.863	0.799
全回答企業	0.902	0.906

(6) Cg2 と従業員数の伸び (連結、3年)



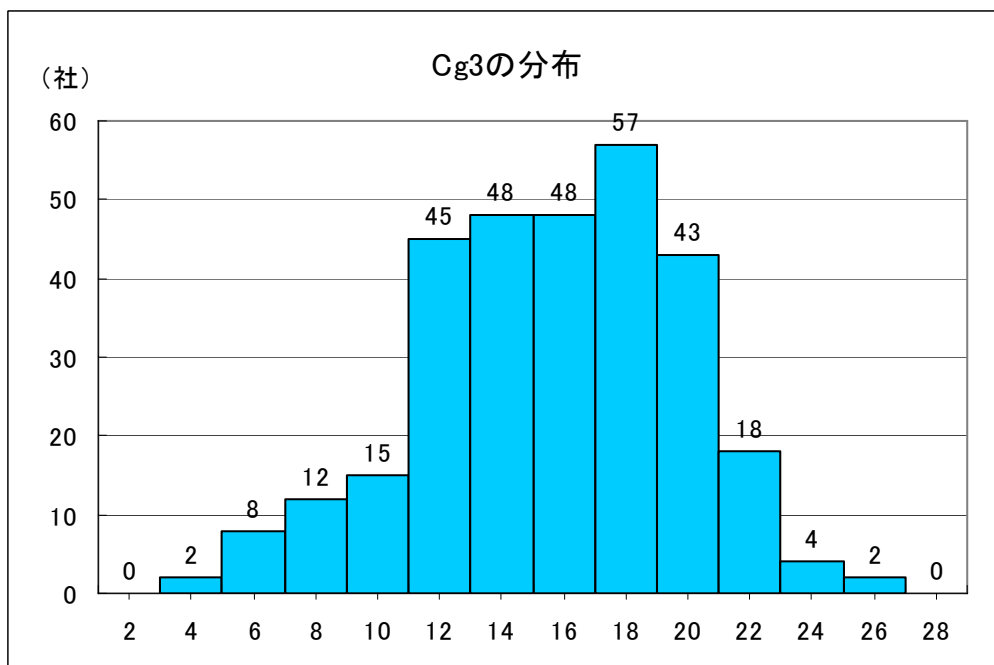
高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より大きい、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 270 社*
 高 Cg2 企業: 40 社
 低 Cg2 企業: 25 社

*異常値の 1 社を除外した。

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

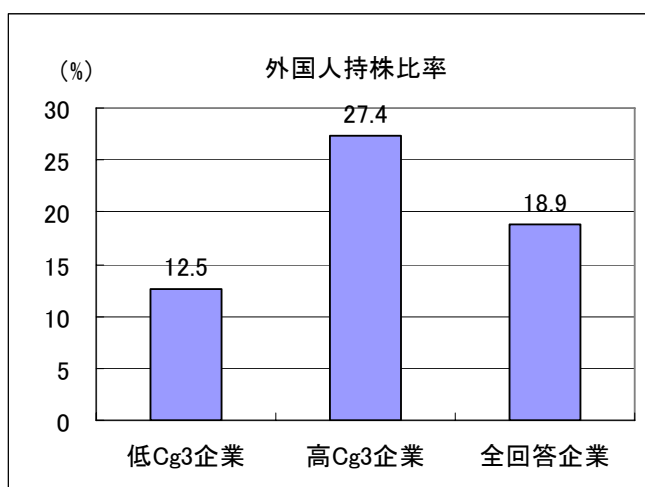
平均 15.1 標準偏差 4.1 最大:26 最小:4

高 Cg3 企業:Cg3 が 20 以上の 44 社

低 Cg3 企業:Cg3 が 11 以下の 49 社

(2) Cg3 と企業特性

a. 外国人持株比率



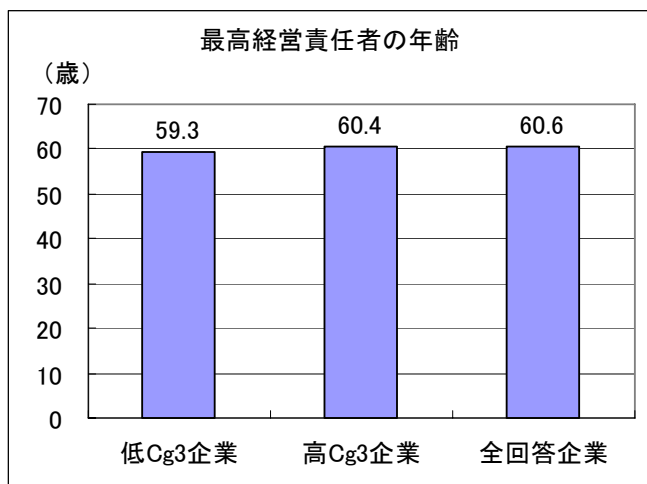
高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 282 社

高 Cg3 企業: 43 社

低 Cg3 企業: 47 社

b. 最高経営責任者の年齢

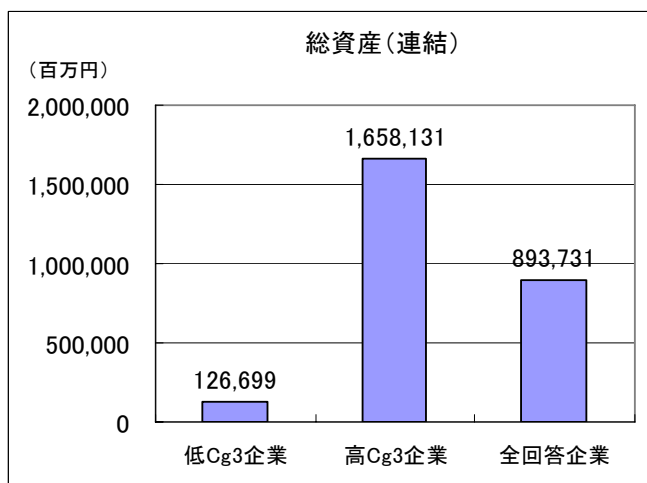


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 279 社
 高 Cg3 企業: 41 社
 低 Cg3 企業: 41 社

(3) Cg3 と企業規模

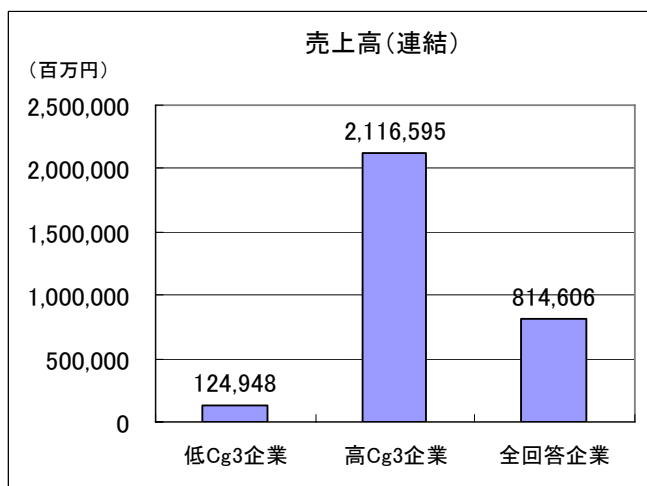
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 271 社
 高 Cg3 企業: 40 社
 低 Cg3 企業: 41 社

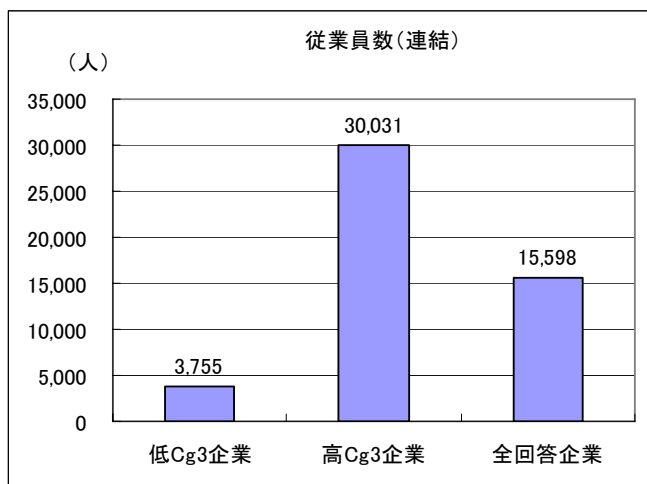
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 271 社
 高 Cg3 企業: 40 社
 低 Cg3 企業: 41 社

c. 従業員数 (連結、3年)

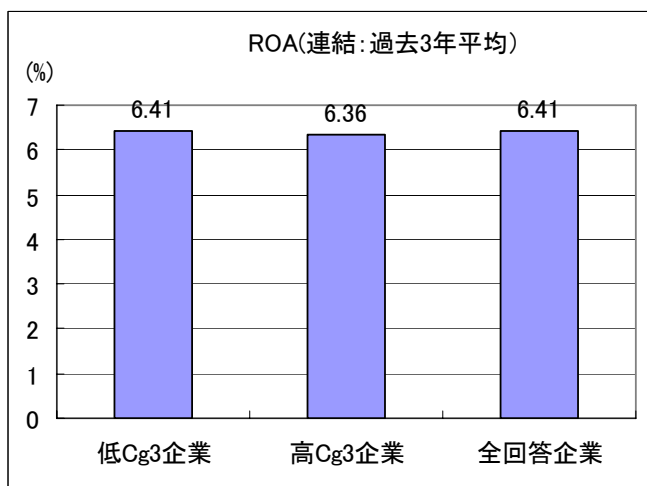


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に多い (有意水準 1%)。

全全回答企業: 271 社
 高 Cg3 企業: 40 社
 低 Cg3 企業: 41 社

(4) Cg3 と資本収益性

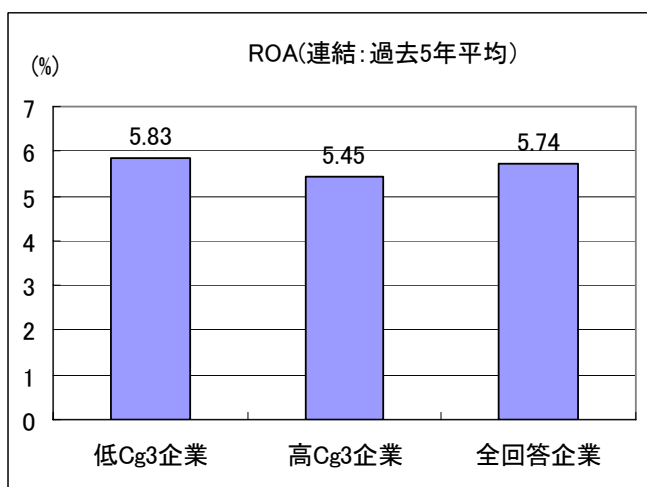
a. ROA (連結、3年・5年)



3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: 266 社
 高 Cg3 企業: 39 社
 低 Cg3 企業: 41 社

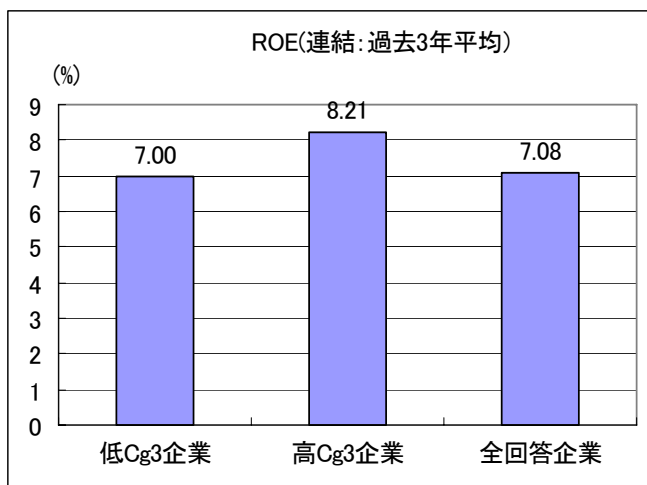


5年

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: 256 社
 高 Cg3 企業: 38 社
 低 Cg3 企業: 39 社

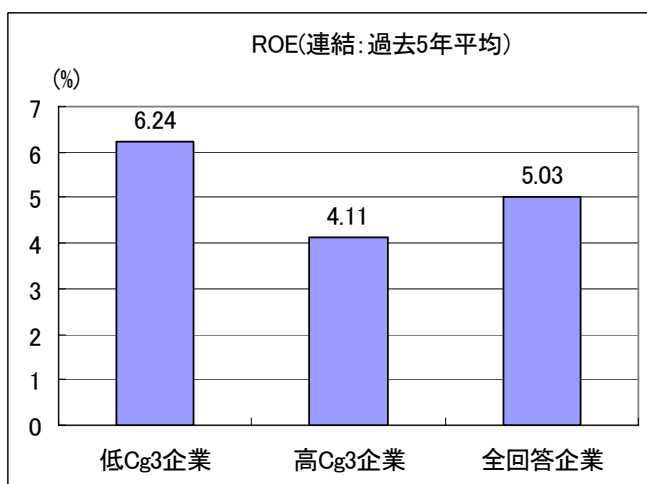
b. ROE (連結、3年・5年)



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: 264社
 高Cg3企業: 39社
 低Cg3企業: 41社

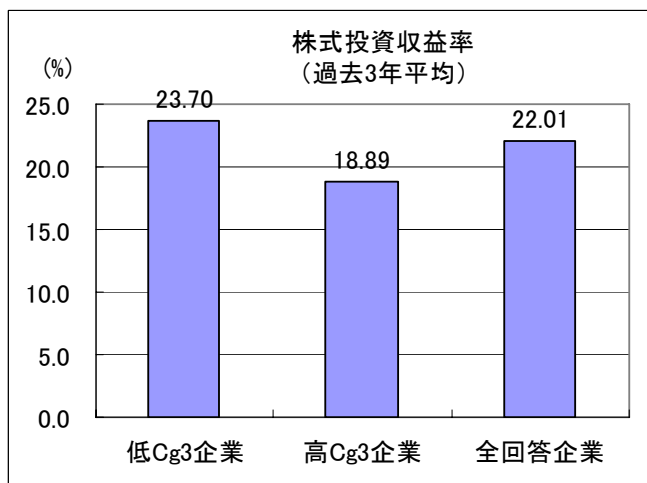


5年

高Cg3企業の方が低Cg3企業より有意に小さい(有意水準10%)

全回答企業: 253社
 高Cg3企業: 38社
 低Cg3企業: 39社

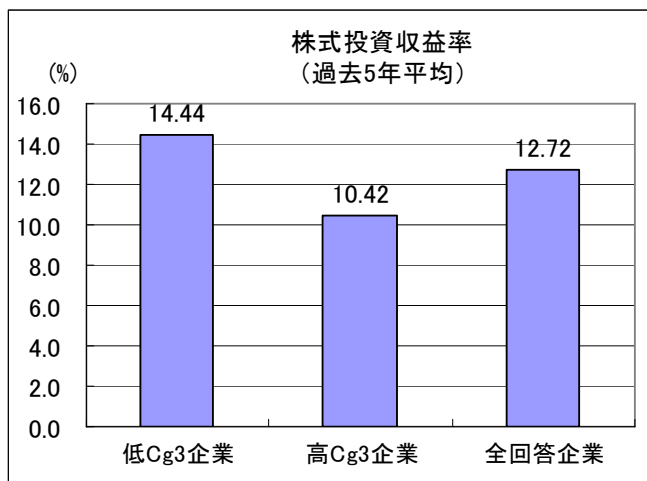
(5) Cg3と株式投資収益率(3年・5年)



3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: 270社
 高Cg3企業: 42社
 低Cg3企業: 44社



5年

高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に小さい(有意水準 5%)

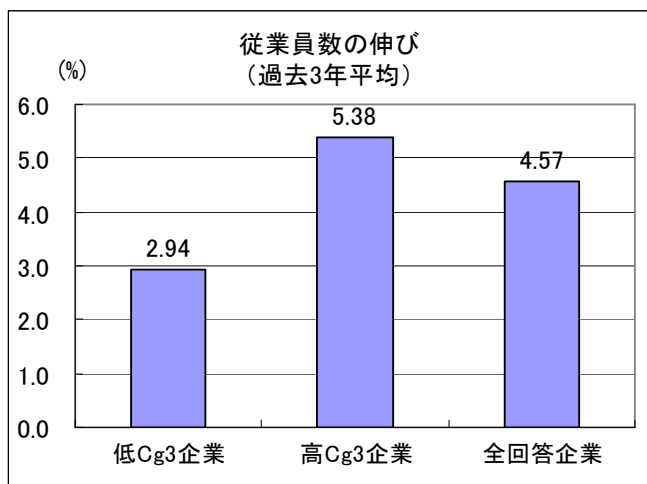
全回答企業: 246 社
 高 Cg3 企業: 40 社
 低 Cg3 企業: 38 社

<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 β の差は、5年の場合 5%の水準で有意である。

	β (3年)	β (5年)
高Cg3企業	1.045	1.078
低Cg3企業	0.891	0.875
全回答企業	0.902	0.906

(6) Cg3と従業員数の伸び(連結、3年)



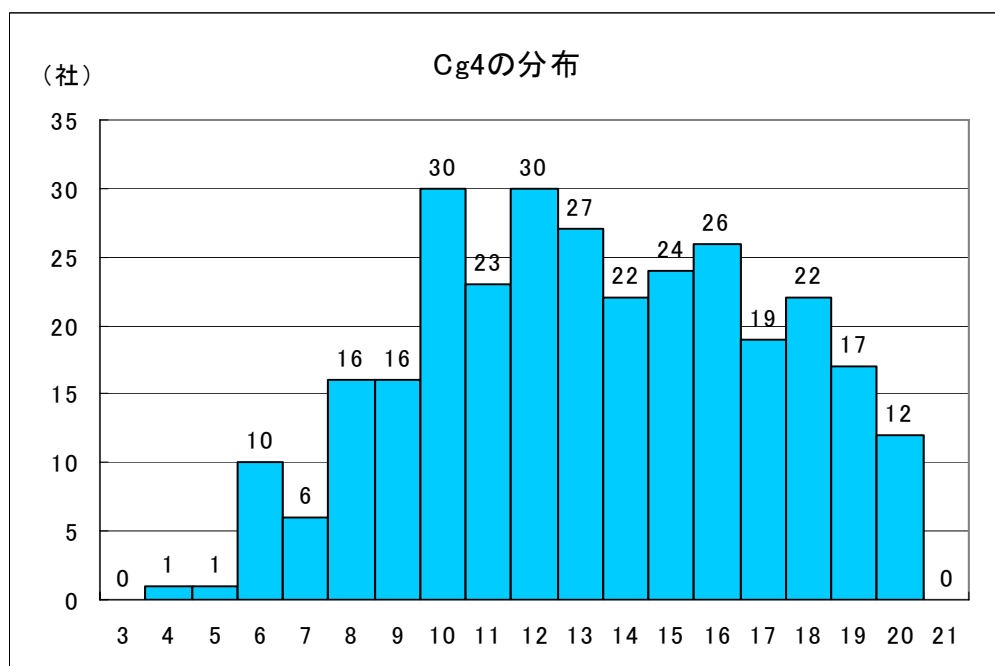
高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 10%)

全回答企業: 270 社*
 高 Cg3 企業: 40 社
 低 Cg3 企業: 41 社

*異常値の1社を除外した

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

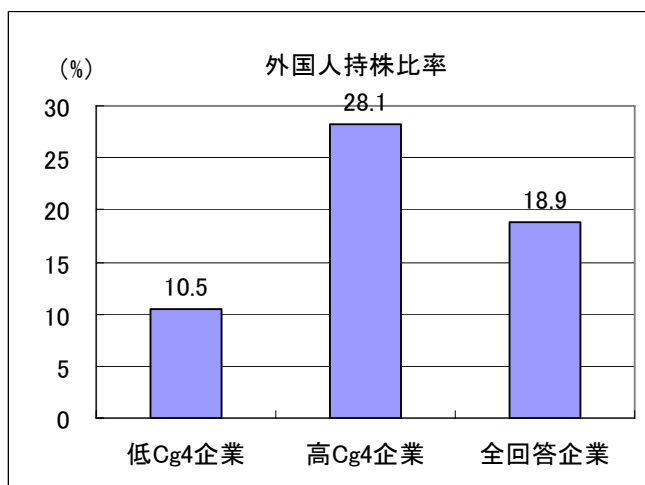
平均 13.3 標準偏差 3.8 最大:20 最小:4

高 Cg4 企業:Cg4 が 18 以上の 51 社

低 Cg4 企業:Cg4 が 9 以下の 50 社

(2) Cg4 と企業特性

a. 外国人持株比率



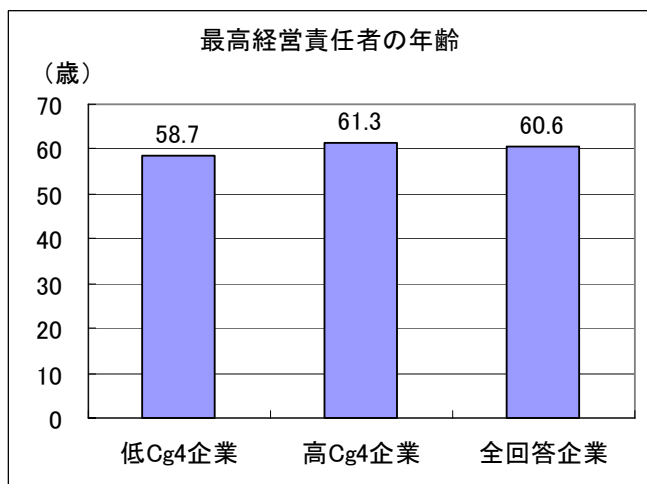
高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 282 社

高 Cg4 企業: 50 社

低 Cg4 企業: 47 社

b. 最高経営責任者の年齢

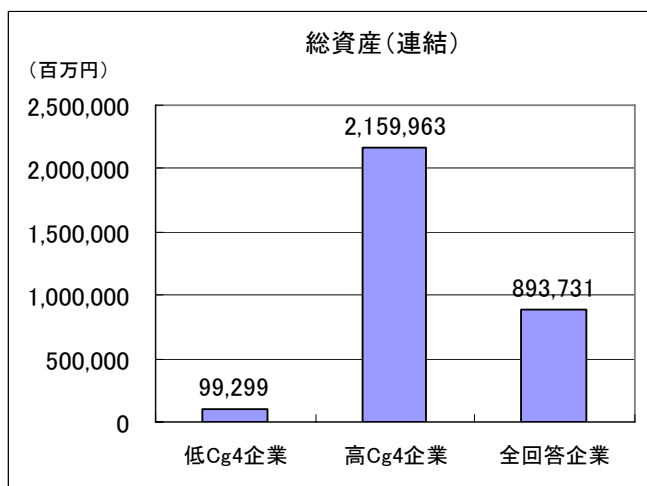


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に大きい(有意水準 5%)。

全回答企業: 279 社
 高 Cg4 企業: 48 社
 低 Cg4 企業: 43 社

(3) Cg4 と企業規模

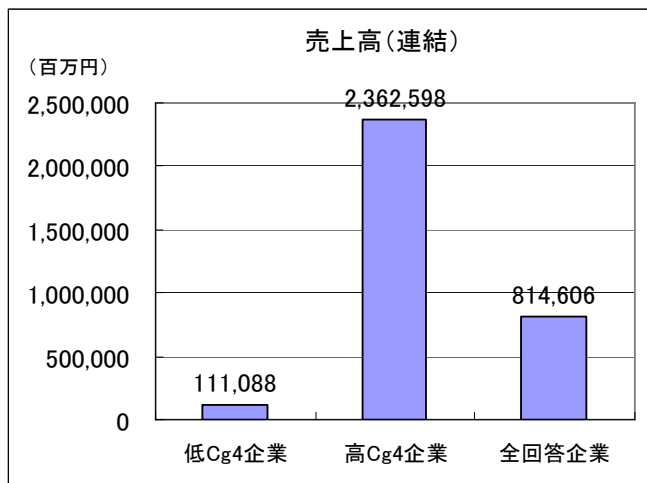
a. 総資産 (連結、3 年)



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: 271 社
 高 Cg4 企業: 44 社
 低 Cg4 企業: 44 社

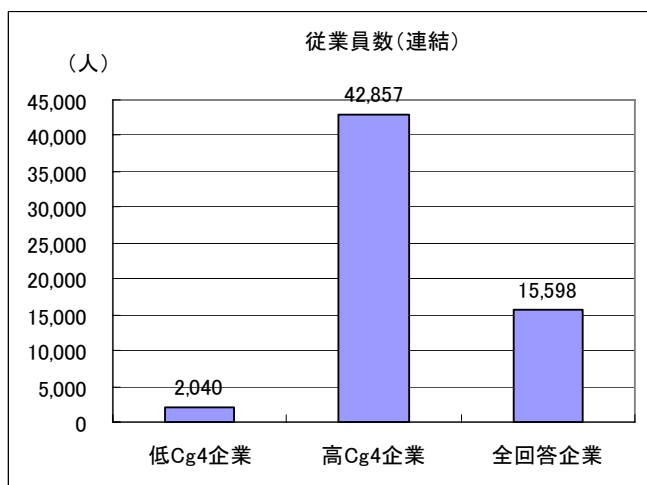
b. 売上高 (連結、3 年)



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: 271 社
 高 Cg4 企業: 44 社
 低 Cg4 企業: 44 社

c. 従業員数 (連結、3年)

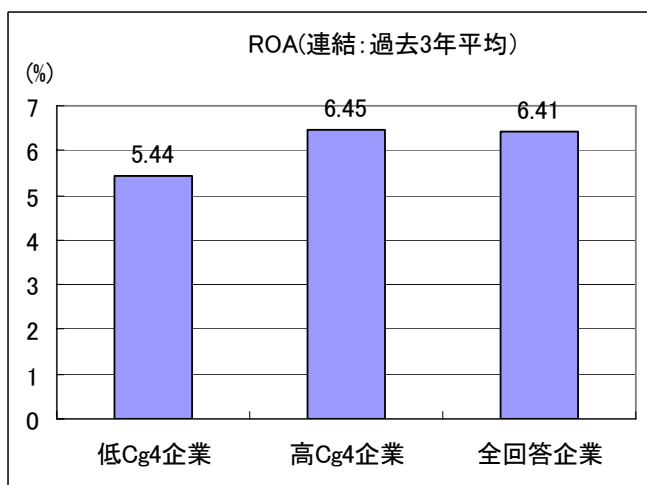


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

全回答企業: 271 社
 高 Cg4 企業: 44 社
 低 Cg4 企業: 44 社

(4) Cg4 と資本収益性

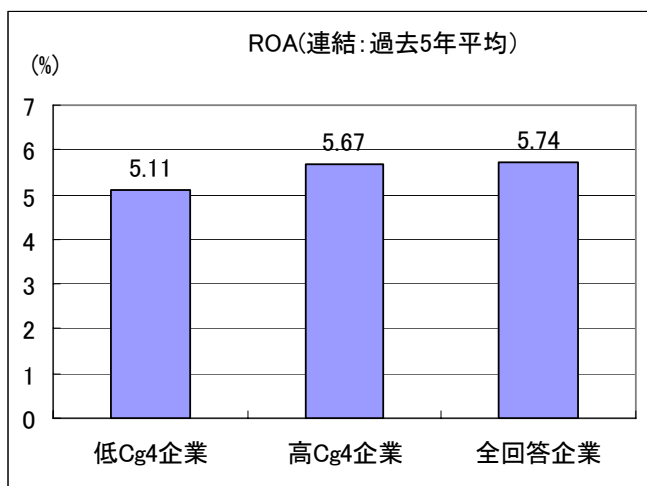
a. ROA (連結、3年・5年)



3年

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

全回答企業: 266 社
 高 Cg4 企業: 43 社
 低 Cg4 企業: 46 社

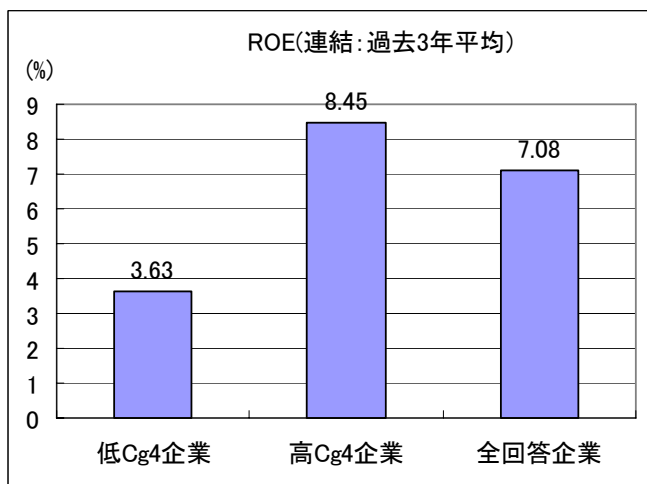


5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 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: 256 社
 高 Cg4 企業: 39 社
 低 Cg4 企業: 41 社

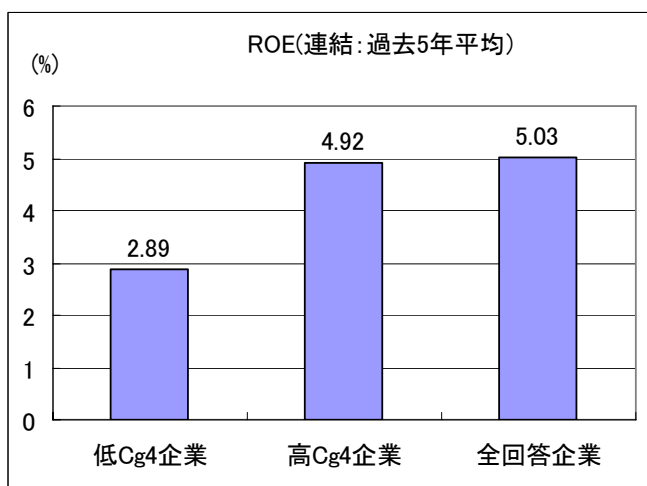
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 264 社
 高 Cg4 企業: 43 社
 低 Cg4 企業: 43 社

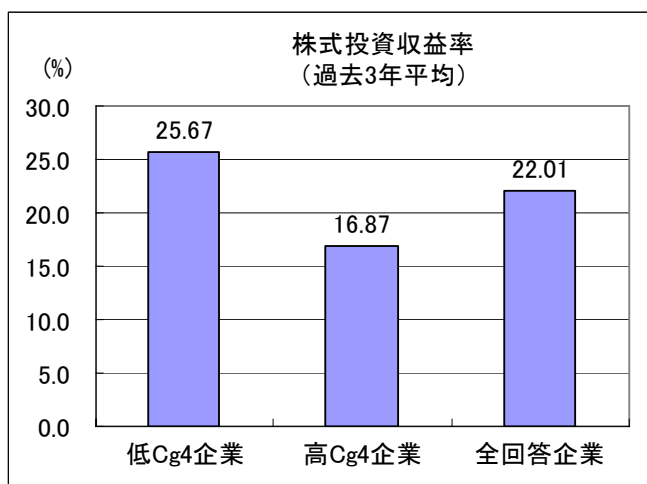


5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 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: 253 社
 高 Cg4 企業: 39 社
 低 Cg4 企業: 40 社

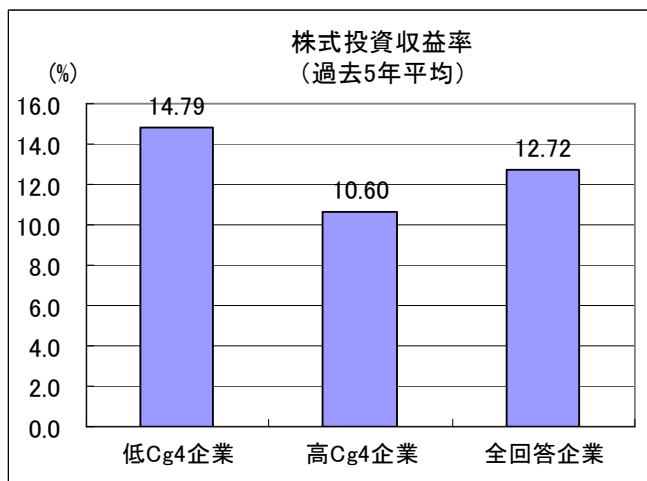
(5) Cg4 と株式投資収益率



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に低い(有意水準 1%)。

全回答企業: 270 社
 高 Cg4 企業: 46 社
 低 Cg4 企業: 44 社



5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に低い(有意水準 1%)。

全回答企業: 246 社

高 Cg4 企業: 43 社

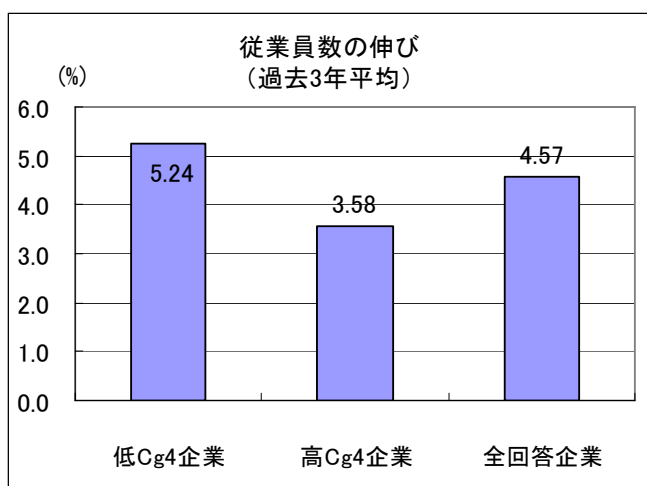
低 Cg4 企業: 39 社

<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 β の値の差は、1%水準で統計的に有意である。

	β (3年)	β (5年)
高Cg4 企業	1.059	1.059
低Cg4 企業	0.770	0.788
全回答企業	0.902	0.906

(6) Cg4 と従業員数の伸び



低 Cg4 企業の方が高 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: 270 社

高 Cg4 企業: 44 社

低 Cg4 企業: 44 社

むすびに

5回にわたる累計 1418 社、正味 660 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、最初の3回の調査と比較すると、昨年および今年の調査では、ガバナンスによる業績の差は、統計的には明瞭でなくなっている。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晚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、302 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 社近くある東証一部上場企業の約 20%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 5 回の調査が一貫して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(2006年11月18日現在の1,747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: 2001年～2005年

3. 株式投資収益率

出所: 日本証券経済研究所 2005年株式投資収益率

対象: 東証一部上場企業(2006年11月18日現在の1,747社)

項目: 月間市場収益率および個別銘柄月間収益率

期間: 2001年1月～2005年12月

4. ベータ係数

東洋経済新報社「株価 CD-ROM2005」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: 2006年11月18日現在の1,747社

調査票送付企業は7月13日に抽出した1,696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