

経済財政分析ディスカッション・ペーパー

アンケート調査からみた日本的経営の特徴

蟻川靖浩、菊田逸平、有馬基之、小田晋一郎、岸野 崇、茨木秀行

Economic Research Bureau

CABINET OFFICE

内閣府政策統括官室（経済財政分析担当）

本稿は、政策統括官（経済財政分析担当）のスタッフ及び外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂くことを意図している。ただし、本稿の内容や意見は、執筆者個人に属するものである。

アンケート調査からみた日本的経営の特徴

もくじ

[要旨]

1. はじめに
2. 調査の概要と主な調査結果
 - (1) アンケート調査の概要
 - (2) 主な調査結果
3. 日本企業の特徴と業績等との関係
 - (1) 主成分分析による日本企業の特徴の把握
 - (2) 企業経営の特徴と業績等との関係
 - (3) 推計結果が示唆するもの
4. まとめ

補論：国際比較による日本企業の特徴

1. 財務面からみた特徴
 - (1) 先行研究の概要
 - (2) 最近の財務データの動向
 - (3) 資本コストの推計
2. 雇用面からみた特徴
 - (1) 先行研究の概要
 - (2) ミクロデータによる日米の雇用調整速度の推計

アンケート調査からみた日本的経営の特徴

蟻川靖浩¹、菊田逸平²、有馬基之、小田晋一郎、岸野 崇、茨木秀行

【要 旨】

一般に「日本的経営」と呼ばれる日本企業の特徴を、最大公約数的に抽出すると、終身雇用と年功賃金制に代表される企業内部組織、企業内部から昇進した経営者と銀行を中心にした企業統治のしくみ、企業間の長期的な取引関係の構築といった3つの要素に整理することができる。本論文では、現時点における「平均的」な企業像はどのようなものか、それはいわゆる「日本的経営」と呼ばれるものとどの程度近似あるいは乖離しているのか、「日本的経営」にみられる企業経営の特徴は企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているか、といった諸点について、独自の企業アンケート調査を用いて分析した。具体的には、企業の財務・経営戦略、雇用のあり方等に関して企業の重視度を調査するとともに、その結果を用いて、主成分分析によって集約された日本企業の特徴を分析し、また、企業の財務データ等とマッチングさせることにより、企業経営の特徴と企業パフォーマンスの関係について分析した。

分析の結果からは、今回実施したアンケート調査でも、こうした日本的経営と言われる特徴が、ある程度多くの企業に共通にみられた。具体的には、アンケート調査の結果を用いて主成分分析を行うと、第1主成分としては、メインバンク重視、高い正社員比率、年功型賃金、株式持合い重視といった日本の経営の特徴を表す主成分が検出される。ただし、こうした日本の経営の特徴を表す主成分は全体の分散の2割5分程度しか説明力がないことからすると、企業の経営が以前にくらべて多様化している様子が伺える。アンケート調査から抽出した主成分得点と財務データをマッチングさせた分析によると、従業員重視といった日本の経営の特徴をもった企業の資本効率はずしも悪くないことが示される。他方、メインバンク重視といった特徴をもった企業では、リストラによって企業規模を縮小させる傾向がみられ、株式市場における評価も低い傾向がみられる。

¹ 早稲田大学大学院ファイナンス研究科助教授

² 菊田以下いずれも内閣府事務官。本論文についての問合せは内閣府政策統括官（経済財政分析担当）総括担当参事官室（03-3581-0767）まで。

1. はじめに

従業員の長期的な会社へのコミットメントや長期的な企業間の取引関係等を総称して、「日本的経営」と呼ぶことがあるが、1980年代には、そうした日本的経営は、日本経済の高成長とあいまって内外で高く評価された。しかしながら、企業活動のグローバル化の進展や国内の法制や企業会計制度の変更等により日本企業を取り巻く環境が変化しつつあることに加え、1990年代の低迷の中でリストラの必要性に迫られたこともあって、企業の行動や経営方針はこれまでと大きく変化していると言われている。加えて、新興株式市場が相次いで立ち上がる中、新たに上場した企業の中にはこれまでとは異なる特徴を持った企業も多くみられるようになっている。

このように、企業行動の変化や多様化が生じる中で、「日本的経営」についての評価も一様ではなくなっている。従来の日本的経営のガバナンスの弱さやそれに伴う非効率さが指摘される一方で、国際的に高い競争力を有する企業でも、従業員の長期的なコミットメントを重視している企業は多い。また、1990年代のバブル崩壊に伴うマクロ経済の低迷によって日本的経営に対する否定的な見方が増えたが、近年の景気回復の長期化に伴って、日本的経営をあらためて見直す向きも増えている。

こうしたことを踏まえ、本論文では、現時点における「平均的」な企業像はどのようなものか、それはいわゆる「日本的経営」と呼ばれるものとどの程度近似あるいは乖離しているのか、「日本的経営」にみられる企業経営の特徴は企業のパフォーマンスにどのような影響を与えているか、といった諸点について、独自の企業アンケート調査を用いて分析する。具体的には、企業の財務・経営戦略、雇用のあり方等に関して企業の重視度を調査するとともに、その結果を用いて、主成分分析によって集約された日本企業の特徴を分析し、また、企業の財務データ等とマッチングさせることにより、企業経営の特徴と企業パフォーマンスの関係について分析する。

2. 調査の概要と主な調査結果

(1) アンケート調査の概要

)日本的経営についての先行文献の整理

本調査の目的は、いわゆる「日本的経営」というものを評価軸とした時に、現代の日本企業がそれとどの程度近似あるいは乖離しているかをみることである。したがって、質問票の設計に当たっては、まず、一般に言われる「日本的経営」の特徴はどのようなものであるかを整理する必要がある。ここでは、便宜的に、様々な文献によって日本的経営の構成要素として挙げられているものについて、その最大公約数的なものを「日本的経営」として考え、大きく以下

の3つの要素に整理した。第一は、終身雇用と年功賃金制に代表される企業内部組織、第二は、企業内部から昇進した経営者と銀行を中心にした企業統治のしくみ（企業の効率的運営を担保する監視と規律付けのしくみ）、第三は、企業グループや系列といった企業間の長期的な取引関係の構築である³。

それぞれの要素について若干補足すると、第一の企業内部組織の特徴である終身雇用と年功制は、長期間の雇用を保障し、外部からの中途採用を制限するとともに、年齢、勤続年数、実績に基づいた昇進システムを通じて、内部の従業員に企業固有のノウハウや技術を蓄積するインセンティブを与え、組織内での協力を高める効果を持つと考えられる⁴。

第二の企業統治については、多くの文献が、日本の場合、企業の主たるステークホルダー（利害関係者）は従業員であると考えられていると指摘している⁵。このため、日本の企業では取締役が内部出身者によって占められ、社外取締役の割合が低いという慣行がみられる。また、日本では株式持合いの慣行もあり、メインバンクが主たる債権者であると同時に、株主でもあるという関係がみられたため、メインバンクも一定の監視機能を果たしてきたと考えられている⁶。

第三の企業間取引の特徴については、大企業がその子会社や関連会社の企業統治に果たす役割の大きさが指摘されるとともに、日本の完成品メーカーと部品メーカーの間の協調関係が日本企業の競争力を支える面もあるとの評価も多い⁷。他方で、いわゆる旧財閥系の金融機関を中心にした「系列」の存在やその評価については、そもそも実体がないのではないかといった否定的な見解も存在している⁸。

）調査項目の設定

以上のような「日本的経営」の内容についての整理を参考に、企業の財務・経営戦略、雇用のあり方等に関する具体的な質問項目を考えた。

まず、企業統治面での日本的企業の大きな特徴は、ステークホルダーとして従業員を重視すること、及びメインバンクの関与が大きいことである。このことは、企業の財務戦略にも影響する。従業員の雇用維持・拡大が重視されるこ

³ こうした整理の仕方は、伊藤秀史他（2002）を参考にした。

⁴ 従業員が企業内の等級・資格など格付けの階梯を年齢、勤続年数、査定などに基づいて上っていくという慣行は「ランク・ヒエラルキー」と呼ばれる。従業員は、こうしたランクを上っていくことにより利得を高めることになり、企業固有の技能や協力の重要性を身に付けるインセンティブを持つとされる。詳しくは、青木昌彦（2001）等を参照。

⁵ 例えば、伊丹敬之（2000）では、日本企業にみられる従業員主権の企業のあり方を、アメリカ的な「資本」主義との対比で「人本」主義という言葉で表現している。詳しくは、伊丹敬之（2000）を参照。

⁶ 青木昌彦・H・パトリック（1994）では、メインバンクは企業の財務状況が良好な場合には企業経営に口を出さない一方、財務状況が一定以下のレベルになった場合に企業の解散の決定も含めて企業経営に関与するような行動の特徴を持っているとして、これを状態依存型ガバナンスと呼んだ。詳しくは、青木昌彦・H・パトリック（1994）を参照。

⁷ 詳しくは藤本隆宏（2004）等を参照。

⁸ 三輪・ラムザイヤー（2001）では、一般によく言われるような特定の銀行と企業の結合関係によって表されるような「系列」については、結合の実体がほとんど存在しないこと等について実証的な検証を行っている。詳しくは、三輪芳郎・J.マーク・ラムザイヤー（2001）を参照。

とから、どちらかというとも資本効率よりも規模の拡大を指向する傾向があること、そのための資金調達手段としてはメインバンクからの借入れへの依存が大きいこと、株式持合い等を背景に株主還元は十分でなく、配当は額面で行われる傾向があることといった特徴があるといわれる。そこで、質問票では、以上のような企業統治面、財務戦略面の特徴を反映して、以下のような質問設定を行った。

重視するステークホルダー

株主、メインバンク、取引先企業、顧客、従業員のそれぞれについて、企業の重視度を5段階評価で記入。

重視する財務指標

売上高、営業利益、経常利益、ROA、ROE、EVA、キャッシュフロー、時価総額のそれぞれについて、企業の重視度を5段階評価で記入。

重視する資金調達手段

借入れ、社債発行、株式発行、CP発行のそれぞれについて、企業の重視度を5段階評価で記入。

株主還元策

安定配当（額面配当）、業績連動配当、自社株取得・消却、株主優待、再投資による企業価値向上のそれぞれについて、企業の重視度を5段階評価で記入。

次に、日本的企業の雇用面での特徴は、終身雇用と年功制に代表される長期雇用である。質問票では、以下に示すように、長期雇用の方針や賃金決定方法に関する直接的な質問に加え、中途採用の方針や寮や社宅といった福利厚生面についての方針も日本的経営と関連が深いと考え、質問項目を設けた。また、必ずしも日本的企業の特徴がどのように反映されるかは明確ではないものの、非正規雇用の増加が最近顕著であることを踏まえ、非正規雇用の方針についても質問項目を設けた。

常用雇用者に占める正社員の割合

20%刻みで示された正社員割合の数字を選択。

正規社員に関する雇用方針

長期雇用の維持に関する優先度を5つの選択肢から選択。

寮・社宅の保有状況

寮・社宅の維持・保有の現状と今後の方針を3つの選択肢から選択。

正社員の賃金決定方法

年齢や勤続年数の反映度合いについて5段階評価で記入。

中途採用の方針

積極性について5段階評価で記入。

非正規雇用の採用方針

積極性について5段階評価で記入。

最後に、企業間関係についての日本的企業の特徴として、長期にわたる協調的な企業間の取引がある。質問票では、長期的な企業間取引の慣行と株式持合いに関して、以下のような質問設定を行った。

長期的取引関係について

長期的取引関係の有無や今後の方針に関して5つの選択肢から選択。

株式持合い

株式持合いに関する現状と今後の方針について5つの選択肢から選択。

以上のような質問項目に加えて、企業属性を調整するため、会社の形態、従業員規模、過去における事業・組織再編の状況、自社の強み、海外売上高比率、研究開発費の動向、業界の競争状況等についても質問した。

) 調査対象・調査手法

今回の調査対象としたのは、1部上場企業、2部上場企業、新興市場上場企業の合計3791社である。調査は郵送留め置き式で行い、2006年3月に調査を実施した。なお、調査の実施に当たっては、三井情報開発(株)総合研究所に委託して行った。

(2) 主な調査結果

今回の調査は、上場企業 3791 社を対象に実施され、669 社から回答を得た(回収率 17.6%)。内訳は、東証・名証・大証 1 部上場企業等が約 5 割、2 部上場企業が約 2 割、東証マザーズ等の新興市場上場企業が約 3 割である。業種別にみると、製造業が約 4 割、卸・小売が 2 割、建設業、サービス業、情報通信業がそれぞれ 8% 前後となっている(表 1)。上場企業全体の業種別、上場市場別の割合をみると、回答企業の業種別、上場市場別の割合とほぼ等しくなっており、業種や上場市場について、比較的偏りのない形でアンケートを回収することができる。

表 1 調査対象企業の内訳

主な調査項目に関する回答の集計結果の特徴について整理すると、以下のとおりである(図 2)。

図 2 アンケート調査の結果

第一に、いわゆる日本的経営と呼ばれる特徴のうち、終身雇用制や従業員中心の企業統治については、いずれも多く企業が重視している様子が伺える一方で、株主を重視する企業も予想以上に多い。具体的には、重視するステークホルダーに関して、重視度が「強い」「やや強い」と答えた企業の割合をみると、従業員と答えた企業が 7 割近くにのぼっているほか、正規社員の雇用方針についても、長期安定雇用を今後も維持していくと答えた企業の割合は 9 割に達している。他方、重視するステークホルダーとして株主を挙げた企業も 8 割にのぼっており、多くの企業が株主の存在を相当程度意識している様子がみられる⁹。

第二に、日本的経営の特徴の一つとして挙げられるものの中でも、メインバンクとの関係、長期的な企業間の取引については、それらを重視している企業は半数を若干下回る程度となっている。具体的には、重視するステークホルダーとして、メインバンクを重視している企業の割合は 4 割程度であり、他のステークホルダーと比較すると重視度が低い。長期的な企業間取引については、「今後も維持する」、あるいは「それに影響しない範囲で新規の開拓を行う」と答えた企業の割合は 5 割弱であったが、そうした長期取引関係はないと答えた企業の割合も 3 割近くにのぼっている。他方、株式持合いについては、1 割強の企業が「今後強める」、6 割弱の企業が「現状を維持する」と答えており、かなりの企業が重視している。この点については、最近、企業買収が活発化している中で、企業が警戒感を強めていることも背景にある可能性が考えられる。

⁹ 過去のアンケート結果を見ても、企業のコーポレート・ガバナンスにおける株主の重要度や影響力が高まってきていることがわかる(付表 1)。

第三に、財務戦略については、売上高といった規模の追求を優先する傾向が強いが、ある程度効率性も重視している様子がみられる。具体的には、重視する経営指標に関して、重視度が「強い」「やや強い」と答えた企業の割合をみると、売上高や利益が8割から9割と高いものの、ROAやROEといった資本効率を表す指標についても、半分以上の企業が重視しているほか、キャッシュフローも7割弱の企業が重視する姿勢をみせている。

3．日本企業の特徴と業績等との関係

(1) 主成分分析による日本企業の特徴の把握

) 回答結果全体を用いた主成分分析

アンケート調査の回答結果を用い、現代における「平均的」な日本の経営の特徴をより総合的に把握するために、全ての回答結果を得点化した上で主成分分析を行った(以下の推計方法については付注1)。具体的には、重視度に従って5段階評価で記入された回答結果について、それを大きな質問分野ごとに標準偏差を用いて正規化することによりスコア化した。さらに、日経NEEDS-Cgesから安定株主比率や社外取締役比率といった変数を加えて合計35の変数からなるデータベースを作成した。その上で、これらの変数を用いて主成分分析を行った(図表3)。

図表3 主成分分析の結果

主成分分析の結果をみると、説明力の高い上位7つの主成分では、その多くが、いわゆる日本的経営に関わるような項目と関連が深いことが観察される。特に、第1主成分については、ステークホルダーとしてメインバンクが重視され、財務面では、資金調達に借入れ中心で、配当は安定配当(額面配当)重視、雇用面では、正社員比率が高く、賃金は年功型、中途採用には消極的で、企業間関係については株式持合いを重視するという特徴がみられており、いわゆる日本的経営と呼ばれる要素のかなりの部分を集約したような成分となっている。また、第2主成分以下の主成分についても、経営戦略としてROAなど資本効率よりも売上高を重視するといった特徴(第2, 3主成分)や、ステークホルダーとして従業員を重視する(第6主成分)といった日本の経営の特徴がそれぞれみられる。他方、第5主成分については、株式による資金調達に積極的、第7主成分については企業価値向上の重視といった特徴がみられ、一般にいわれる日本的経営とはやや異なるものとなっている。

以上のような主成分分析の結果からは、一般に言われるような日本の経営の特徴が、現在の企業にも根強く残っていることが示唆される。ただし、日本の経営の特徴が表れているとみられる上位4主成分の合計でも、全体の分散の2

割5分程度しか説明できていないことから、日本的経営の特徴の中でも根強く残っているものがある一方で、現在の日本企業の姿が「日本的経営」という言葉では括れない多様なものであることも指摘できる。

）分野別の回答結果を用いた主成分分析

より詳細に、日本的経営のどのような特徴が現在でも多くの企業に共有されているか、あるいは、多様化したかを見るために、同様の主成分分析を企業統治、財務戦略、雇用の3分野ごとに行った。その結果からは、日本的経営の特徴の一部は引き続き根強くみられるものの、それと相反した特徴もそれなりに広くみられる。分野ごとの主成分分析の結果によると、それぞれの分野で説明力の最も高い第1主成分については、従業員重視、売上高など規模の拡大重視、正社員比率が高いといった日本的経営の特徴がでているが、その説明力は1割強から2割強程度にとどまっている。他方、第2主成分については、株主重視、株式調達重視、正社員比率が低いといったような第1主成分とは相反する内容の主成分がみられ、企業行動が多様化していることが示されている。

）主成分得点と企業属性の関係

全体の回答結果を用いた上位7つの主成分について、各企業の主成分得点を計算した上で、業種等の企業属性や他の質問項目への当該企業の回答状況との相関をみた（表4）。

表4 主成分得点と企業属性

まず、業種や上場市場などの企業属性との相関をみると、日本的経営の特徴が最も明確にみられる第1主成分は1部上場企業の得点が高く、業種別では製造業や建設業、電気・ガス業等の得点が高いという特徴がみられる。また、第3主成分についても、1部上場企業の主成分得点が高い。対して、第2主成分と、第4主成分については、新興市場上場企業の得点が高く、日本的経営の特徴は上場する市場を問わず広い範囲に見られる傾向がある。

次に、他の質問項目への回答状況との相関をみると、組織再編等の状況に関しては、人件費削減や拠点の縮小等のリストラを行っている企業では、メインバンクを重視し正社員比率も高いという特徴をもつ第1主成分の得点が高いという特徴がみられる。自社の強みに関する回答状況に関しては、日本的経営の特徴が強い第1主成分、第2主成分の得点が高い企業で、「経営力」を強みとして挙げている企業が少ないという特徴がみられるほか、従業員をステークホルダーとして重視する第6主成分の得点の高い企業では、自社の強みとして技術力に加えて営業力を挙げている企業が多い。

(2) 企業経営の特徴と業績等との関係

主成分分析から求められた各企業の主成分得点を用いて、企業統治・経営戦略等の違いがどのように企業の収益性や株価形成等と相関しているかを分析した。具体的には、被説明変数として、ROA、トービンのq、総資産成長率、PBR（株価純資産倍率）を用い、それぞれについて、説明変数として企業規模や上場年数、財務状況等を入れて調整した上で、全体の主成分得点及び分野別の主成分得点との相関をみた（表5）。

表5 主成分得点と企業業績の関係

）ROA

推計結果によると、全体の主成分の中では、従業員をステークホルダーとして重視する主成分（全体の第6主成分、企業統治の第1主成分）とROAに統計的に有意に正の相関がみられる。同じく、株式による資金調達や、業績連動型の配当を重視する主成分（財務戦略の第2主成分）とも正の相関がみられる。一方、メインバンク重視・正社員比率が高いといった特徴を表している主成分（全体の第1主成分）はROAと負の相関がみられる。

）トービンのq

トービンのqは、メインバンク重視、借入による資金調達の重視を特徴とする主成分（全体の第1, 2, 6主成分、財務戦略の第3主成分）については、統計的に有意に負の相関がみられる。他方、株主重視という主成分（企業統治の第2主成分）や株式調達を重視する主成分（財務戦略の第2主成分）は、トービンのqと正の相関がみられる。ここで、トービンのqは、株式市場での企業価値の評価や企業の成長性を表していると考えられることから、さらに、この点を詳しくみるために、以下において、総資産成長率及びPBRとの相関をみた。

）総資産成長率

総資産成長率との相関についても、トービンのqとほぼ同様の傾向がみられ、メインバンク重視・正社員比率が高い主成分（全体の第1主成分）と統計的に有意に負の相関がみられる。他方、株主との関係や株式による調達を重視する主成分（全体の第5主成分、財務戦略の第2主成分）とは正の相関がみられる。

）PBR

PBRとの相関についても、メインバンク重視・正社員比率が高い主成分（全体の第1主成分）、メインバンク重視の主成分（全体の第2主成分）、借入れ重視の主成分（全体の第6主成分、財務戦略の第3主成分）と統計的に有意に負

の相関がみられる。他方、株主重視、株式による調達を重視する主成分（企業統治の第2主成分、財務戦略の第2主成分）とPBRは正の相関がみられる。

以上の推計結果をまとめると、次のようになる。

第一に、メインバンクを重視し正社員比率の高い特徴を示す第1主成分は、ROA、トービンのq、総資産成長率、PBRともに負の相関がみられる。したがって、こうした特徴をもった企業は、成長性が低く既に成熟した企業であるとともに、資本効率も低く、株式市場においても評価が低い傾向があると考えられる。

第二に、従業員重視といった特徴を表す主成分はROAと有意に正の相関がみられる。したがって、少なくとも一般に言われるように、従業員重視といった日本的経営の特徴をもった企業の資本効率が低いというわけではないことが伺われる。

第三に、株主を重視する主成分や株式による調達を重視する主成分は、総じて、トービンのq、総資産成長率、PBRと正の相関がみられる。したがって、株主を重視する企業や、株式による調達を重視する企業では、成長性が高く、株式市場での評価も高い可能性（あるいはその逆の因果関係）が考えられる。

（3）推計結果が示唆するもの

以上のような分析結果については、先行研究や理論と照らして、どのような解釈ができるであろうか。

まず、メインバンクを重視し正社員比率が高いといった日本的経営の特徴を表す第1主成分が、トービンのq、総資産成長率、PBRともに負の相関をもっていることについて考える。既にみたように、第1主成分の得点が高い企業の属性をみると、リストラを行っている企業に多くみられることから、そうした企業は、過剰債務や雇用の過剰を抱えてリストラを行わざるを得ない状況に直面しており、株式市場では低く評価されていた可能性が考えられる。また、先行研究では、1990年代初めには、メインバンク依存度が高い企業ほど規模を拡大させる傾向がみられたとするものもあることから、メインバンクの不良債権処理に伴って、そうした企業では規模縮小に転じている可能性がある¹⁰。

次に、従業員重視といった特徴を表す主成分の得点が高い企業の資本効率が高いということについては、どのように考えればよいであろうか。従業員重視の特徴がみられる第6主成分の得点の高い企業の属性をみると、自社の強みとして技術力や営業力を挙げている企業が多い。また、人件費削減等のリストラ措置も行っていない企業が多い。こうしたことからすると、従業員を重視する企業では、営業面・技術面の優位を生かして高い収益性を実現しているという

¹⁰米澤・土村（2003）では、1990年代のデータの分析により、銀行依存度の高い企業ほど規模拡大のインセンティブが大きかったため、それが結果として過剰投資・過剰債務につながった可能性があることが示されている。

可能性が考えられる。ただし逆の因果性として、財務状況が良い企業の場合には、株主やメインバンク等の意向を気にすることなく従業員の利益を優先できるという可能性も考えられる。

最後に、株主重視、株式による調達重視といった特徴を持つ企業とトービンの q 、総資産成長率、PBRとの間に正の相関がみられることに関しては、成長性の高い企業は、株式による資本調達を積極的に行っており、ステークホルダーとしても株主を重視する傾向があることを示していると考えられる。

4. まとめ

一般に「日本的経営」と呼ばれる日本企業の特徴を、最大公約数的に抽出すると、終身雇用と年功賃金制に代表される企業内部組織、企業内部から昇進した経営者と銀行を中心にした企業統治のしくみ、企業間の長期的な取引関係の構築といった3つの要素に整理することができる。今回実施したアンケート調査でも、企業統治、財務戦略、雇用方針、企業間関係等において、こうした日本的経営と言われる特徴が、ある程度多くの企業に共通にみられる。具体的には、アンケート調査の結果を用いて、主成分分析によって多くの日本企業に共通にみられる特徴を抽出すると、第1主成分としては、メインバンク重視、高い正社員比率、年功型賃金採用、株式持合い重視といった日本的経営の特徴を表す主成分が検出される。ただし、こうした日本的経営の特徴を表す主成分は全体の分散の2割5分程度しか説明力がないことからすると、企業の経営が従来にくらべて多様化している様子が伺える。

日本的経営の特徴となっている各要素については、企業によって差が大きいものと小さいものがある、例えば、長期的雇用を重視する姿勢や従業員を重要なステークホルダーとして位置づける傾向はかなり多くの企業で見られるものの、メインバンクとの関係や長期的な企業間取引については、重視する企業は半数を若干下回っている。また、財務戦略についても、企業規模を重視する姿勢は根強いものの、ROAといった資本の効率性やキャッシュフローを重視する企業も多い。

企業経営の特徴と企業のパフォーマンスとの相関については、企業アンケート調査と財務データをマッチングさせた分析によると、従業員重視といった日本的経営の特徴をもった企業とROAといった資本効率の間には正の相関がみられ、企業の資本効率の高さと従業員重視の姿勢が両立している可能性が示されている。業績がよければ従業員に配慮する余裕もできるという逆の因果性が働いている可能性も考えられるが、それによって無駄が生じればROAも結局低下してしまうので、やはり、それなりに従業員重視の企業ではうまく経営が行われていると考えられる。今回の調査が実施された時点は、景気回復が4年以上に及んでいる時期でもあり、この意味では、企業業績の回復とともに、日本的経営に対する自信を取り戻しつつある企業が増えているものと考えられる。

他方、メインバンク重視といった特徴をもった企業では、リストラによって企業規模を縮小させる傾向がみられ、そうした企業では業績も低迷している。また、株主重視の姿勢が多くの企業で見られるようになっており、そうした企業では株式市場での評価も高くなっている。

以上を踏まえると、日本的経営の大きな特色である従業員重視という特徴は企業パフォーマンス上も大きな鍵となっていると考えられる。ただし、その際、それが非効率性につながらないように株主による監視機能が十分に働くような環境を構築することが重要である。そうした意味では、平均的にみれば、多くの日本企業は、人材重視という特徴を残しつつも、同時に株主への配慮も強めるという方向へと向かっているものと考えられる。

補論：国際比較による日本企業の特徴

本論では、アンケート調査によって現代における日本企業の特徴を分析した。ここでは、補論として、企業レベルの財務データを用い、国際比較によって日本企業の特徴とその変化をみた。分析結果を要約すると、財務面では、他の国と比較して日本企業の資本効率性の低さが特徴としてみられるが、その背景として株主の圧力が弱さが資本コストの低さに表れているのではないかということについて検証した。他方、雇用面では、日本企業の雇用調整速度はアメリカ等のアングロ・サクソン系の国と比べて遅いことが指摘されているが、最近では、日本でも雇用の調整速度が上昇していること、とりわけ過剰債務を抱えた企業においてそうした傾向が強くみられることを検証した。

1．財務面からみた特徴

(1) 先行研究の概要

先行研究によると、財務面における日本企業の特徴として、ROA等の資本効率性が低いことや、その背景として、日本の資本コストが低いことが挙げられている。企業レベルの財務データを用いてROAの国際比較を行った分析では、日本の場合、他の国と比べて、ROAの企業間のばらつきが小さく、かつ個別企業のROAの変動自体も小さいという特徴が示されている¹¹。こうしたことから、日本では、個々の企業が大胆なリスク・テイク行動や他企業と差別化された行動を示すことが比較的少ないことが低収益性に結びついており、その背景には、株主のガバナンス機能が十分に働いていない可能性が指摘されている。

このように、日本企業の低収益性の背景には、株主によるガバナンスが十分に働いていなかった可能性を指摘する研究が多いが、そうした投資家による圧力が小さいということと関連して、資本コストの低さが結果的に企業の収益性の低さに結びついているとする考え方もある¹²。資本コストとは、負債コストと株式資本コストの加重平均として求められるが、これは、企業が資本市場から負債や株主資本を調達する際に、資本提供者に対してもたらさなければならない必要収益率を表す。一方、企業は長期的みれば、資本コストを上回るリターンを投資家にもたらす投資を行うと考えられる。したがって、投資家の求めるリターンが低い場合には、企業も低収益のプロジェクトまで投資を行うことになり、結果として企業の収益性も低下する。こうした株主の意向は、株主の投票権行使の程度、企業買収の脅威の程度などによって経営陣に対する伝達の度合いが異なるが、日本の場合、株式の持合いやメインバンクが資本面でも企業に資金を提供していたこと等を背景に、一般株主の影響力が弱く、結果として

¹¹ 詳しくは、亀田・高川(2003)を参照。

¹² 井出(2005)では、メインバンク制や株式の安定保有、株式の相互保有構造などにより、日本では資本コストが引き下げられ、それが結果的に低いROAとして現われていると指摘している。

資本コストが低く抑制されていたことが指摘されている。

(2) 最近の財務データの動向

財務面における日本企業の特徴をみるために、日米欧における上場企業約4千社の財務データを比較した。ROE及びROAの水準をみると、アメリカとEU諸国の場合は、2004年度で、ROAが7%台、ROEが22%台に達しているのに対し、日本の場合は、ROAが5%台、ROEが16%台と相対的に低い水準にとどまっている。他方、レバレッジ(総資産/株主資本)についてみると、アメリカやEUでは、多少の振れはあるものの、おおよそ3倍程度で期間中安定的に推移しているが、日本については、2000年度の3.5倍程度の水準から低下傾向で推移し、2004年度については、アメリカ・EUとほぼ同じ3倍程度まで低下してきた(補論図1(4))。なお、ここで、定義上、ROA(利益/総資産)にレバレッジ(総資産/株主資本)を乗じたものがROE(利益/株主資本)になるという関係があることを考慮すると、日米欧の3地域とも同じレバレッジとなっていることから、ROAの水準の格差がそのままROEの水準の格差になっている。

補論図1 日米欧の収益性とレバレッジ

(3) 資本コストの推計

ここでは、資本コスト及びそれを用いた経済付加価値について、一般に用いられているスターン・スチュワート社の提唱する方法をやや簡便化した方式に基づき、1999年から2004年までの日米の企業財務データを用いて推計し、国際比較を行なった。日本については、先ほどと同様、金融・保険業を除く上場企業800社あまりのデータを用い、アメリカについては1300社あまりの財務データを用いて計算した(計算方法は付注2、推計結果は補論図2)。また、試算の前提としてはやや強い仮定であるが、既存の研究等を参考にして、株式リスクプレミアムは日米とも4%¹³、実効税率については日米とも約40%¹⁴と置いた。

上記の試算の前提に基づいた推計結果によると、1999年から2004年までの期間において、アメリカ企業の資本コストは一貫して日本企業のそれを上回っていることが示された。具体的には、アメリカ企業の資本コストは6~8%程度の範囲で推移しているのに対し、日本企業の資本コストは3~4%程度で推移している。この内訳としては、アメリカの負債金利の水準が日本のそれを上回

¹³ 株式リスクプレミアムは、1952年から2002年までの株式総実現収益率の幾何平均と長期国債利回りの幾何平均の差が、日本では約5%、アメリカで約4%であること、既存の研究で日本の株式リスクプレミアムを4%と置くことが多いことを考慮し、日米とも一律で4%とした。詳しくは井出(2005)を参照。

¹⁴ 実効税率は、日本は2003年度までは40.87%、2004年度は39.54%としている。アメリカはカリフォルニア州を例とし、40.75%としている。詳しくは財務省HPを参照。

っていることに加え、株式コストについても、アメリカの方がかなり高い水準となっている。また、推計された資本コストに基づいて、それを税引き後営業利益から差し引いた経済付加価値を計算すると、先ほどもみたように、日本では2002年以降プラスに転じている一方、アメリカについても、循環的な景気変動もあって2002年まではマイナスとなったが、2003年以降はプラスに転じていることから、現状では、日米ともに企業は資本コストに見合った収益率を実現しているとみられる。

なお、資本コストの計測には、各国の税制、会計処理の違い等も影響するため、以上の推計結果はある程度の幅をもってみる必要があるが、先行研究においても、1980年代、あるいは1990年代半ばまでの状況をもても、日本の資本コストはアメリカのそれよりも低い傾向が示されていることから、今回の推計結果はこれまでのトレンドと整合的なものと考えられる¹⁵。

補論図2 日米の資本コストの比較

2. 雇用面からみた特徴

(1) 先行研究の概要

国際的にみた日本企業の特徴の一つとして、経済的なショック等があった場合に雇用の調整速度が遅いということが指摘されることが多い。この背景として、いくつかの仮説があるが、その一つは、日本企業が企業内訓練等を通じて人的資本投資を多く行なっているため、こうした訓練費用が埋没費用（回収不可能な費用）となり、マクロの経済ショックに対して企業は容易に労働者を解雇せず賃金による調整を行う傾向があるという説である¹⁶。また、雇用制度とメインバンク制といった金融制度の補完性を強調する見方もある。この考え方によると、一般に企業の業績が好調な時には主たる債権者である銀行による経営の監視は弱いですが、業績が悪化した場合には銀行は経営救済に乗り出し、結果的に企業の解散・清算が避けられことになるため、企業は長期的な視野に立って人的投資を行なうことができるとするものである¹⁷。

実際に、マクロのデータを用いて雇用調整速度について国際比較した既存の実証分析によると、日本の雇用調整速度は、1960年代、70年代に比べて近年速くなっているものの、アメリカと比べた場合には、いずれの期間でもかなり遅いとの結果となっている¹⁸。ただし、イギリス、フランス、ドイツといった欧州

¹⁵ 深尾・森田（1996）、松井（1998）を参照。

¹⁶ ただし、産業レベルのミクロの経済ショックに対しては、企業内訓練が大きいほど転職の「壁」が生じて、かえって失業率が高まる可能性があることが指摘されている。その場合、技能をもった大企業の人材を中小企業が吸収することで経済全体の雇用が安定化する傾向がある。詳しくは、大瀧（1994）を参照。

¹⁷ 富山（2001）では、企業財務データを用いた分析により、メインバンク系列の企業では雇用の調整速度が遅いとの実証結果を得ている。

¹⁸ 樋口美雄（2001）「雇用と失業の経済学」日本経済新聞社の第2章を参照。

諸国と比べた場合には、日本の雇用調整速度はそれほど変わらないとしており、国際的にはアメリカの雇用調整速度の速さが目立っている。

(2) ミクロデータによる日米の雇用調整速度の推計

以下では、企業レベルのデータを用いて、日本、アメリカにおける企業の雇用調整速度を推計した。雇用調整のモデルとしては、多くの先行研究で用いられているように、部分調整モデルを想定した。このモデルでは、雇用調整にかかるコストは調整規模に関して逓増する傾向があることを前提にしており、そのため、実際の雇用が望ましい雇用水準を上回っている場合でも、企業は一度に大規模な調整をせず、徐々に調整していくことを想定している。

2000年以降のデータを用いて推計した結果によると、製造業については、日本企業の雇用調整速度は、アメリカの企業の調整速度よりも遅い傾向がみられる一方、非製造業については、アメリカ企業とそれほど大きな差はみられなかった(補論表3)。ただし、日本企業について、1990年以降のデータまで遡って推計を行うと、製造業の雇用調整速度は、1990年代前半と比べると、1990年代後半及び2000年から2004年までの期間については、かなり上昇してきている一方、非製造業の雇用調整速度はそれほど大きく変化していないという特徴がみられる。こうした製造業における日本企業の雇用調整速度の上昇の背景を調べるために、企業の負債比率を推計に加えて分析すると、負債比率の高い企業ほど雇用の調整速度が高まる傾向がみられる(補論表4)。このことから、日本では、1990年代後半以降、債務が過剰となった企業では雇用調整を迅速に行っていることが示唆される。

補論表3 日米企業の雇用調整速度

補論表4 日本企業の雇用調整速度の変化

付注 1 推計の方法

1. 日本的経営についての主成分分析

(1) 概要

アンケートの回答項目のうち、問 2. ~ 問 14. についての回答と、日経 NEEDS-Cges のデータ（安定保有比率、社外取締役比率）を使って主成分を抽出した。

(2) 算出方法

・算出方法

アンケートの結果と日経 NEEDS-Cges を利用し 35 の変数からなるデータベースを作成し、全ての変数を標準化した後、主成分を抽出した。また、これらの変数を分野別に分けて、企業統治（安定保有比率、社外取締役比率、問 2. 問 13, 問 14.）財務戦略（問 3. 問 4. 問 5.）雇用（問 6. 問 7. 問 8. 問 9. 問 10. 問 11. 問 12.）について、それぞれ分野別にも主成分を抽出した。

さらに、個別企業毎の回答結果と、抽出された主成分の係数を使い、個別企業毎に主成分の得点を算出した。

・対象企業

内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート（2006）」をもとに、当該質問項目に欠損のない上場企業約 600 社。

・データの扱い

表の値は “ + ” になれば積極的、“ - ” になれば消極的となるように、正負を調整している。

2. 日本的経営と企業属性の関係

(1) 概要

既出の企業の各主成分得点（企業行動の全体を対象とした主成分、企業行動の個別分野を対象とした主成分）と、アンケートの回答結果（問 1. 問 15. ~ 問 21.）を使い、当該主成分の性質について分析した。

(2) 推計方法

・推計式

$$\text{企業の主成分得点} = \text{定数項} + (n \cdot \text{問 } n) + 1 \cdot \text{二部上場ダミー} + 2 \cdot \text{新興市場上場ダミー} + (n \cdot \text{業種ダミー}_n)$$

使用した問：問 1. 問 15. 問 16. 問 17. 問 18. 問 19. 問 20. 問 21. の各選択肢

企業の主成分：全体についての第 1 ~ 7 主成分

業種ダミー：卸売・小売業を標準に置き、残り 14 業種。

・対象企業

内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート（2006）」をもとに、データに欠損のない上場企業、約 500 社。

・データの扱い

問 17. については、アンケートの集計データ上で選択肢 2. と、3. を入れ替え、

1. 「成長性の高い分野へ進出し、事業の多角化を推し進めた」、2. 「どちらでもない」、3. 「成長性の高い分野へ事業の選択と集中を進めた」という形になるようデータを整理した。同じく、問 20. についても、2. と 3. を入れ替え、1. 「増える」、2. 「変わらない」、3. 「減る」という形になるよう整理した。

加えて、表 4. については、問 20. 「今後 5 年間で、研究開発にかかる費用は増える見込みですか、減る見込みですか。」と問 21. 「貴社が属する業界の事業環境について、過去 5 年間で競争の状況はどのように変化しましたか。」について、問 20. については“増える”場合に“+”になるように、問 21. については“激化した”場合に“+”になるように正負を調整した。

(3) 上記推計式および対象企業をもとに、OLS にて推計した。

3. 日本的経営と企業業績の関係

(1) 概要

既出の企業の各主成分得点(企業行動の全体を対象とした主成分、企業行動の個別分野を対象とした主成分)と各企業パフォーマンス(ROA、トービンのq、総資産成長率、PBR)との関係を以下の推計方法により算出したもの。

(2) 推計方法

・推計式

$$\begin{aligned} \text{企業のパフォーマンス} = & \text{定数項} + 1 \cdot \text{従業員数} + 2 \cdot \text{資産負債比率} + 3 \cdot \text{売上高成長率} \\ & + 4 \cdot \text{上場年数} + 5 \cdot \text{二部上場ダミー} + 6 \cdot \text{新興市場上場ダミー} \\ & + (n \cdot \text{業種ダミー} - n) \\ & + (n \cdot \text{主成分得点} n) \end{aligned}$$

企業のパフォーマンス：ROA(営業利益/総資産(期首期末平均))、トービンのq((負債+株式時価総額)/総資産)、総資産成長率、PBR(株式時価総額/資本)

業種ダミー：卸売・小売業を標準に置き、残り 13 業種。(金融・保険業を除く)

企業行動の全体・個別分野の主成分：既出 1. のとおり。

・対象企業

内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート(2006)」をもとに、金融・保険業を除いて、財務データの把握が可能な上場企業 490 社。財務データは、日経 NEEDS より 2006 年 1 月までの直近 5 決算期平均を使用。

・上記推計式および対象企業をもとに、OLS にて推計した。

付注2 資本コストの推計について

1. 概要

ここでは、資本コスト及びこれを用いた経済付加価値（Economic Value Added、EVA®）について、スターン・スチュワート社の提唱する方式を簡便化した一般的な方法に基づき、1999年度から2004年度までの日米上場企業の企業財務データを用いて推計し、国際比較を行っている。

資本コストについては、資本資産価格モデル（Capital Asset Pricing Model、CAPM）に基づき推計した株主資本コストと、税引後金利として推計した税引後負債コストを、市場価値に基づく株主資本と負債の割合で合計した、加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital、WACC）として推計している。また、経済付加価値（EVA®）については、アメリカのコンサルティング会社であるスターン・スチュワート社の算出方法によると、投下資本に関しては固定資産や棚卸資産、有利子負債、リース債務、株主資本（普通株、優先株）、少数株主持分、繰延税金資産等について、税引後営業利益に関しては、キャッシュフローの実態を反映させるために、減価償却費や引当金繰入額、リース料、研究開発費、法人税等について、様々な調整を行っているが、ここでは財務データ取得の制約から、以下のような簡易的な方法で推計している。なお、EVA®はスターン・スチュワート社の登録商標であるが、ここでは一般的な経済付加価値の算出について扱っており、広義の経済的利益を意味する場合についてもEVAという表記を用いている。

2. データ

Bureau van Dijk社「Osiris」、Bloombergにより作成。

3. 推計方法

(1) 加重平均資本コスト（WACC）

加重平均資本コスト（WACC）

$$= (\text{株主資本コスト} \times \text{時価総額} + \text{税引後負債コスト} \times \text{有利子負債}) / (\text{時価総額} + \text{有利子負債})$$

株主資本コスト

$$= \text{リスクフリーレート} + \beta \times (\text{市場期待収益率} - \text{リスクフリーレート})$$

リスクフリーレート：長期国債利回り（期中平均）

市場期待収益率 - リスクフリーレート（株式リスクプレミアム）：

井出（2005,p198）を参考に、日米とも4%と想定

値：インデックスとして日本は日経225、アメリカはダウ・ジョーンズを使用

税引後負債コスト = 支払利息 / 有利子負債 × (1 - 実効税率)

有利子負債 = 社債 + 長期借入金 + 短期借入金

実効税率：日本は2003年度までは40.87%、2004年度は39.54%

アメリカは各年とも40.75%

(2) 経済付加価値 (EVA)

経済付加価値 (EVA) = NOPAT - 資本費用

= NOPAT - 投下資本 × WACC

税引後営業利益 (Net Operating Profits after Tax、NOPAT)

= (営業利益 + 受取利息・配当金) × (1 - 実効税率)

事業利益 (営業利益 + 受取利息・配当金): マイナスの場合は無税と仮定

投下資本 = 短期借入金 + 固定負債 + 資本

(3) EVA スプレッド (%) = EVA / 投下資本、投下資本利益率 (%) = NOPAT / 投下資本

(4) 対象企業は、金融・保険業を除いて、1999 年度以降の連結決算データがデータベースより取得でき、必要項目に欠損値のない上場企業としている。

日本 : 814 社、アメリカ : 1,307 社

参考文献

- 青木昌彦 (2001) 「比較制度分析に向けて」 N T T 出版
- 青木昌彦・H. パトリック (1994) 「日本のメインバンク・システム」 東洋経済新報社
- 伊丹敬之 (2000) 「日本型コーポレートガバナンス - 従業員主権企業の論理と改革」 日本経済新聞社
- 井出正介 (2005) 「不均衡発展の 60 年」 東洋経済新報社
- 伊藤秀史他 (2002) 「日本企業変革期の選択」 RIETI 経済分析シリーズ 1、東洋経済新報社
- 経済企画庁調査局 (1998) 「日本的経営システムの再考 平成 10 年企業行動に関するアンケート調査報告書」
- 大瀧雅之 (1994) 「景気循環の理論」 東京大学出版会
- 亀田制作・高川泉 (2003) 「R O A の国際比較分析 わが国企業の資本収益率に関する考察」 Working Paper 03-11 日本銀行調査統計局
- キャシー松井 (1998) 「E V A からみた日本の株価」 証券アナリスト・ジャーナル 3 月号
- 財務省財務総合研究所 (2003) 「進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生」
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム (2001) 「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」
- 富山雅代 (2001) 「メインバンク制と企業の雇用調整」 日本労働研究雑誌 488
- 樋口美雄 (2001) 「雇用と失業の経済学」 日本経済新聞社
- 深尾光洋・森田泰子 (1996) 「企業ガバナンス構造の国際比較」 日本経済新聞社
- 藤本隆宏 (2004) 「日本のもの造り哲学」 日本経済新聞社
- 三輪芳郎・J. マーク・ラムザイヤー (2001) 「日本経済論の誤解 『系列』 の呪縛からの開放」 東洋経済新報社
- 米澤康博・土村宣明 (2003) 「コーポレート・ガバナンスと過剰投資、過剰負債」 p365 - 385、日本の金融問題、日本評論社

表1 調査対象企業の内訳

調査回答企業
業種

項目	回答企業	
	件数	%
水産・農林業	3	0.4%
建設業	58	8.7%
製造業	268	40.1%
食料品	26	3.9%
化学	28	4.2%
機械	37	5.5%
電気機器	62	9.3%
輸送用機器	22	3.3%
その他の製造業	93	13.9%
電気・ガス業	7	1.0%
運輸業	28	4.2%
情報通信業	51	7.6%
卸売・小売業	134	20.0%
金融・保険業	43	6.4%
不動産業	11	1.6%
サービス業	55	8.2%
その他	11	1.6%
計	669	100.0%

上場市場

項目	回答企業	
	件数	%
1部(東証1部、名証1部、大証1部、福証)	325	48.6%
東証1部	313	46.8%
名証1部	2	0.3%
大証1部	4	0.6%
福証	6	0.9%
2部(東証2部、名証2部、大証2部)	121	18.1%
東証2部	79	11.8%
名証2部	12	1.8%
大証2部	30	4.5%
新興市場(上記以外)	212	31.7%
東証マザーズ	29	4.3%
名証セントレックス	4	0.6%
福証Qボード	1	0.1%
ジャスダック	157	23.5%
ヘラクレス	21	3.1%
その他	11	1.6%
計	669	100.0%

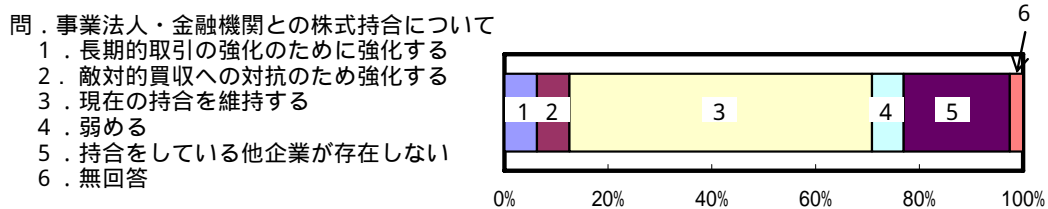
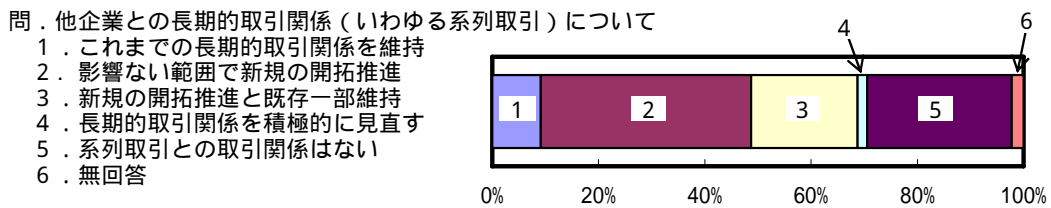
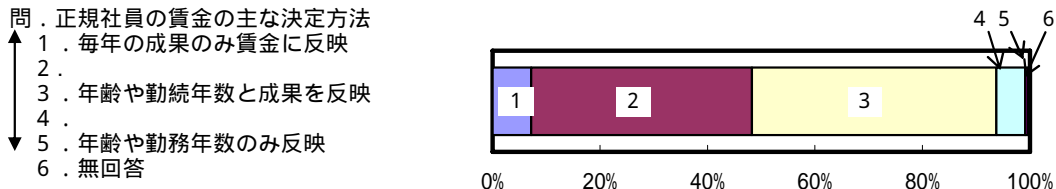
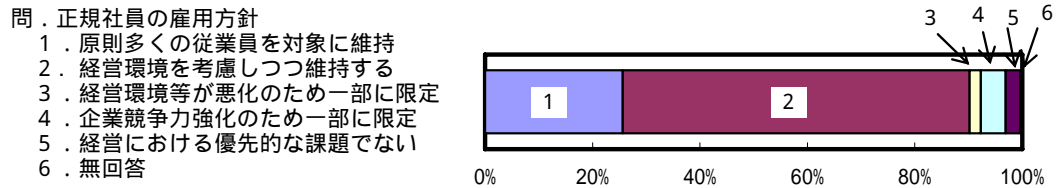
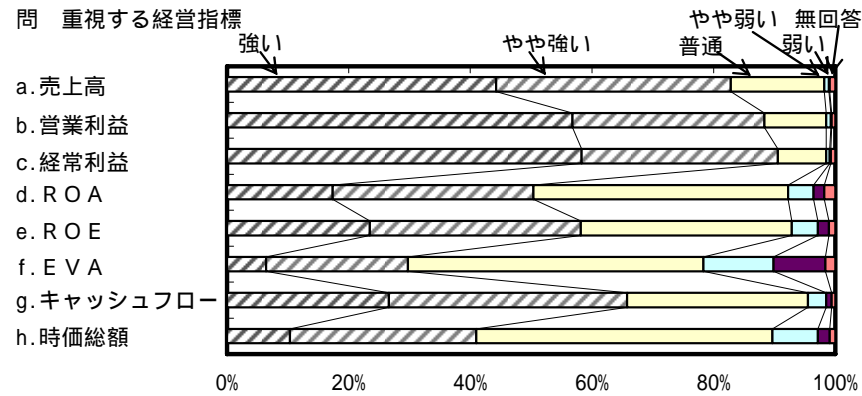
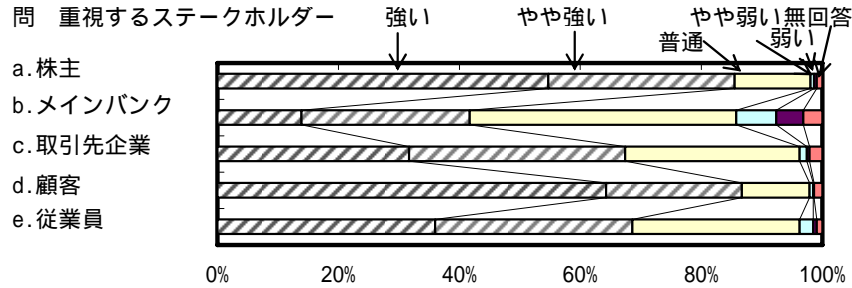
上場企業全体
業種

項目	全体	
	件数	%
水産・農林業	11	0.3%
鉱業	8	0.2%
建設業	221	5.8%
製造業	1680	44.3%
食料品	155	4.1%
化学	217	5.7%
機械	247	6.5%
電気機器	308	8.1%
輸送用機器	107	2.8%
その他の製造業	638	16.8%
電気・ガス業	25	0.7%
運輸業	138	3.6%
情報通信業	318	8.4%
卸売・小売業	751	19.8%
金融・保険業	200	5.3%
不動産業	113	3.0%
サービス業	334	8.8%
計	3791	100.0%

上場市場

項目	全体	
	件数	%
1部(東証1部、名証1部、大証1部、福証)	1758	46.4%
東証1部	1667	44.0%
名証1部	8	0.2%
大証1部	37	1.0%
札証	13	0.3%
福証	33	0.9%
2部(東証2部、名証2部、大証2部)	800	21.1%
東証2部	505	13.3%
名証2部	75	2.0%
大証2部	220	5.8%
新興市場(上記以外)	1233	32.5%
東証マザーズ	147	3.9%
名証セントレックス	17	0.4%
アンビシャス	1	0.0%
福証Qボード	4	0.1%
ジャスダック	946	25.0%
ヘラクレス	118	3.1%
計	3791	100.0%

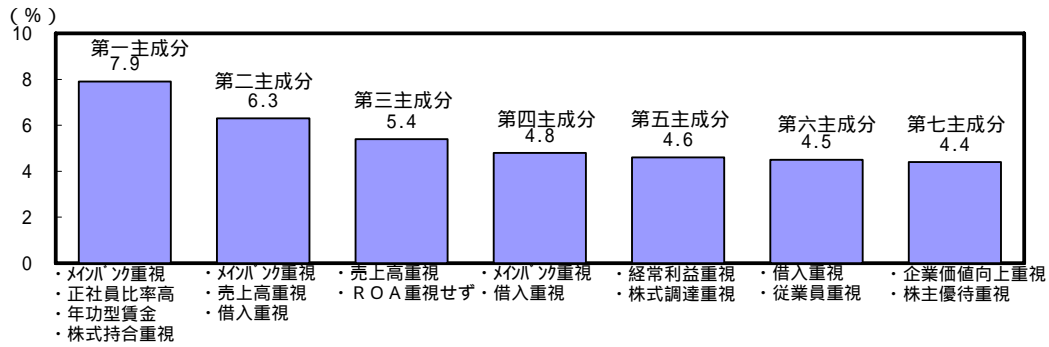
図2 企業アンケート調査の結果



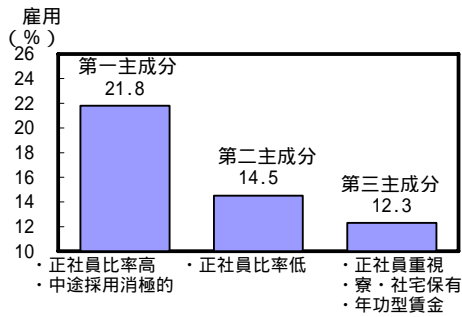
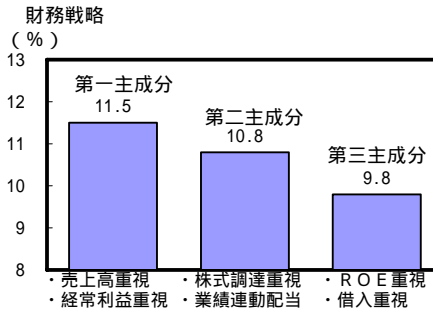
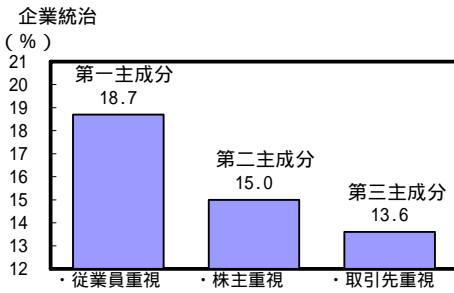
(備考) 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006)により作成。

図表3(1) 上位主成分の内訳

(1) 全項目



(2) 各項目ごとの分析



(備考) 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006)、日経NEEDS Cgesにより作成。

図表3(2) 主成分分析の結果

企業行動(企業統治・財務戦略、雇用)全体を対象とした主成分分析

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
安定保有比率	0.082	0.276	-0.159	0.013	0.189	0.005	0.019	-0.096	-0.189	0.388	0.144	-0.189	-0.155	-0.349	0.080	0.132
社外取締役比率	-0.066	-0.135	-0.019	0.053	-0.041	-0.123	0.125	-0.128	0.171	0.495	0.325	0.003	-0.131	-0.116	0.056	-0.111
SH:株主	-0.069	-0.077	-0.184	0.002	0.112	-0.246	-0.015	-0.737	0.027	0.172	-0.088	0.185	0.063	-0.078	-0.019	-0.167
SH:メインバンク	0.332	0.347	-0.368	0.369	-0.156	-0.158	-0.159	-0.089	0.248	-0.240	-0.114	-0.006	0.196	0.055	0.002	0.070
SH:取引先	-0.011	-0.019	0.081	-0.012	0.301	-0.366	0.090	0.573	-0.078	-0.095	0.338	-0.321	-0.140	0.103	-0.127	-0.015
SH:顧客	-0.069	0.041	0.343	-0.396	-0.066	0.361	-0.014	0.211	0.231	0.052	-0.090	0.021	-0.318	-0.328	0.169	0.101
SH:従業員	-0.243	-0.341	0.204	-0.062	-0.159	0.443	0.119	0.026	-0.432	0.164	-0.043	0.133	0.135	0.195	-0.009	-0.002
指標:売上高	-0.022	0.388	0.489	-0.103	0.102	-0.225	-0.128	-0.105	-0.090	-0.032	0.090	-0.018	0.129	-0.135	0.322	-0.155
指標:営業利益	0.052	0.242	0.329	0.021	-0.166	-0.062	0.129	0.156	0.050	0.462	0.096	0.176	0.441	0.082	-0.099	-0.011
指標:経常利益	-0.039	0.289	0.128	-0.146	0.342	0.273	-0.297	-0.207	0.087	-0.026	0.005	0.023	-0.204	0.200	-0.459	0.083
指標:ROA	0.144	-0.356	-0.565	-0.232	-0.007	0.180	-0.014	0.106	0.234	0.076	0.040	-0.181	0.101	-0.038	-0.017	-0.037
指標:ROE	0.100	-0.491	-0.479	-0.140	0.155	0.259	0.018	-0.031	0.016	-0.085	0.237	-0.057	0.098	-0.101	0.165	0.034
指標:EVA	-0.101	-0.077	-0.278	0.093	0.155	-0.263	0.018	0.256	0.077	0.225	-0.412	0.300	-0.299	0.227	0.160	0.144
指標:CF	0.058	0.057	-0.032	0.400	-0.404	0.008	0.215	0.173	-0.271	-0.085	-0.417	-0.164	-0.139	-0.142	-0.112	-0.195
指標:時価総額	-0.189	-0.114	0.299	0.065	-0.129	-0.134	0.044	-0.324	-0.036	-0.479	0.356	-0.045	-0.141	-0.034	-0.011	0.184
調達:借入	0.280	0.478	-0.142	0.411	-0.156	0.455	0.015	0.034	0.003	-0.032	0.251	0.051	-0.092	-0.011	0.161	-0.047
調達:社債	0.200	-0.314	0.238	-0.278	-0.154	-0.124	-0.237	-0.128	0.149	0.084	-0.296	-0.422	-0.008	-0.052	-0.337	-0.185
調達:株式	-0.581	0.003	-0.119	-0.044	0.498	-0.110	0.125	0.113	-0.201	-0.014	-0.093	0.088	0.266	-0.131	-0.023	-0.030
調達:CP	0.205	-0.325	0.106	-0.206	-0.310	-0.338	0.057	-0.067	0.115	-0.026	0.098	0.255	-0.232	0.251	0.169	0.300
還元:安定配当	0.547	0.161	-0.050	-0.098	0.235	0.125	0.014	-0.179	-0.342	0.106	-0.082	-0.276	0.033	0.127	0.029	0.363
還元:業績連動	-0.434	-0.051	-0.054	0.187	0.039	0.182	-0.441	0.143	0.218	-0.035	0.139	0.309	-0.185	-0.093	-0.138	-0.275
還元:自社株売買	0.252	-0.173	0.147	0.067	-0.116	-0.262	-0.540	0.196	0.090	0.089	-0.070	-0.061	0.219	-0.177	0.228	0.052
還元:株主優待	-0.153	0.413	-0.160	-0.404	-0.126	-0.054	0.450	-0.079	0.097	-0.039	0.022	-0.076	-0.104	0.343	0.089	-0.326
還元:企業価値向上	-0.179	-0.426	0.158	0.303	-0.047	-0.029	0.411	-0.043	-0.052	-0.110	-0.019	0.110	0.081	-0.265	-0.186	0.219
正社員比率	0.327	-0.399	0.216	0.341	0.295	0.014	-0.084	-0.047	-0.040	0.113	0.085	0.035	-0.116	0.248	0.103	-0.110
正社員:採用方針	0.194	-0.197	0.145	-0.155	0.125	0.161	-0.066	-0.117	-0.279	-0.152	-0.271	0.041	-0.161	-0.031	0.350	-0.291
寮社宅保有状況	0.191	0.020	-0.059	-0.332	-0.006	-0.041	-0.164	0.175	-0.171	-0.149	0.100	0.194	0.260	0.220	-0.054	-0.105
正社員:賃金決定方法	0.343	0.086	-0.042	-0.148	0.256	-0.052	-0.085	0.066	-0.202	-0.171	-0.073	0.401	0.053	-0.225	-0.197	0.054
中途社員:採用方針	-0.574	-0.086	-0.093	0.050	-0.143	-0.019	-0.256	-0.076	-0.157	-0.043	0.098	-0.202	0.092	0.098	0.159	-0.090
中途社員:採用目的	-0.442	-0.087	-0.215	0.094	-0.168	-0.092	-0.314	-0.023	-0.352	0.032	0.080	-0.169	-0.021	0.128	0.051	0.039
非正規社員:採用方針	0.316	-0.189	0.200	0.441	0.384	-0.010	0.019	-0.021	-0.021	0.076	0.051	-0.075	-0.134	0.195	-0.005	-0.237
非正規社員:採用目的	-0.207	0.135	-0.094	-0.004	-0.313	-0.052	-0.299	-0.032	-0.323	0.277	0.050	0.049	-0.241	0.075	-0.198	0.180
早期退職制度	0.418	-0.265	0.063	0.004	-0.238	0.087	0.120	0.010	-0.006	0.076	0.212	0.072	0.076	-0.006	-0.226	-0.201
系列取引	0.212	0.060	-0.265	-0.145	-0.045	-0.411	0.113	0.030	-0.299	-0.033	0.130	0.098	-0.251	-0.270	-0.143	-0.236
株式持合	0.448	-0.013	-0.110	-0.149	-0.218	0.019	-0.176	0.075	-0.312	-0.023	0.187	0.203	-0.036	-0.053	0.003	-0.106

説明された分散の合計

成分	抽出後の負荷量平方和		
	合計	分散の%	累積%
1	2.77	7.90	7.90
2	2.21	6.32	14.22
3	1.88	5.38	19.61
4	1.70	4.84	24.45
5	1.63	4.65	29.10
6	1.57	4.48	33.57
7	1.53	4.36	37.93
8	1.44	4.12	42.05
9	1.38	3.93	45.98
10	1.26	3.59	49.57
11	1.23	3.52	53.09
12	1.16	3.31	56.41
13	1.12	3.21	59.61
14	1.08	3.09	62.71
15	1.04	2.98	65.68
16	1.01	2.88	68.56

企業統治・企業間関係についての主成分分析

	1	2	3	4	5
安定保有比率	-0.181	0.010	0.351	-0.342	0.473
社外取締役比率	0.030	0.181	0.507	-0.038	0.277
SH:株主	-0.298	0.717	0.369	0.022	-0.054
SH:メインバンク	-0.751	0.027	-0.541	0.071	0.126
SH:取引先	-0.016	-0.758	0.438	0.445	-0.062
SH:顧客	0.507	-0.235	-0.205	-0.504	0.492
SH:従業員	0.696	0.265	0.042	-0.091	-0.463
系列取引	-0.439	-0.217	0.417	-0.403	-0.253
株式持合	-0.241	-0.242	-0.071	-0.613	-0.482

説明された分散の合計

成分	抽出後の負荷量平方和		
	合計	分散の%	累積%
1	1.68	18.65	18.65
2	1.35	15.04	33.69
3	1.22	13.60	47.28
4	1.12	12.47	59.75
5	1.07	11.94	71.69

財務戦略についての主成分分析

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
指標:売上高	0.569	-0.112	-0.323	-0.280	-0.004	0.013	0.063	0.203	0.136
指標:営業利益	0.343	-0.113	-0.226	0.117	0.074	-0.342	-0.043	0.624	-0.221
指標:経常利益	0.348	-0.009	0.149	-0.461	-0.117	0.208	0.041	-0.425	-0.207
指標:ROA	-0.633	-0.111	0.364	-0.150	0.057	-0.023	-0.137	0.203	-0.180
指標:ROE	-0.615	0.032	0.406	-0.126	0.049	0.252	0.090	0.261	0.092
指標:EVA	-0.163	0.219	0.190	0.090	-0.069	-0.617	-0.049	-0.369	0.267
指標:CF	0.028	-0.108	-0.065	0.692	-0.091	-0.149	0.077	-0.362	-0.212
指標:時価総額	0.014	0.224	-0.403	0.075	0.106	0.637	-0.066	-0.138	0.301
調達:借入	0.359	-0.387	0.504	0.406	-0.367	0.254	-0.129	0.115	0.071
調達:社債	-0.310	-0.279	-0.430	-0.267	0.098	-0.016	0.042	-0.202	-0.616
調達:株式	0.129	0.752	0.123	-0.217	0.122	-0.201	0.427	0.066	0.120
調達:CP	-0.350	-0.201	-0.415	0.015	0.238	-0.059	-0.452	-0.037	0.384
還元:安定配当	0.044	-0.641	0.240	-0.180	0.135	0.018	0.469	-0.095	0.190
還元:業績連動	-0.003	0.512	0.035	-0.136	-0.599	0.091	-0.397	0.052	-0.195
還元:自社株売買	-0.201	-0.286	-0.380	-0.185	-0.476	-0.260	0.044	0.030	0.258
還元:株主優待	0.339	0.070	0.289	-0.005	0.689	-0.073	-0.444	-0.083	-0.080
還元:企業価値向上	-0.244	0.308	-0.279	0.498	0.138	0.192	0.378	0.111	-0.130

説明された分散の合計

成分	抽出後の負荷量平方和		
	合計	分散の%	累積%
1	1.95	11.47	11.47
2	1.84	10.80	22.27
3	1.67	9.81	32.08
4	1.45	8.55	40.63
5	1.36	8.01	48.65
6	1.26	7.42	56.06
7	1.17	6.89	62.95
8	1.10	6.46	69.41
9	1.07	6.28	75.69

雇用についての主成分分析

	1	2	3
正社員比率	0.557	-0.587	0.179
正社員・採用方針	0.292	-0.108	0.615
寮社宅保有状況	0.069	0.335	0.614
正社員・賃金決定方法	0.302	0.485	0.364
中途社員・採用方針	-0.632	-0.385	0.203
中途社員・採用目的	-0.605	-0.395	0.269
非正規社員・採用方針	0.574	-0.541	0.031
非正規社員・採用目的	-0.453	-0.049	0.226
早期退職制度	0.409	-0.014	-0.139

説明された分散の合計

成分	抽出後の負荷量平方和		
	合計	分散の%	累積%
1	1.96	21.78	21.78
2	1.30	14.47	36.25
3	1.10	12.27	48.52

- (備考) 1. 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006) 日経 NEEDS Cges により作成。
 2. 各成分について、「強い」「積極的」をプラスとしている。
 3. 各主成分行列について、(1)は絶対値が0.3以上について、(2)~(4)は絶対値が0.4以上について網掛けをしている。

表4(1) 各主成分と企業属性

	第1主成分 ・M/P重視 ・正社員比率高 ・年功型賃金 ・株式持合重視	第2主成分 ・M/P重視 ・売上高重視 ・借入重視	第3主成分 ・売上高重視 ・ROA重視せず	第4主成分 ・M/P重視 ・借入重視	第5主成分 ・経常利益重視 ・株式調達重視	第6主成分 ・借入重視 ・従業員重視	第7主成分 ・企業価値向上重視 ・株主優待重視
組織再編							
不採算事業売却・撤退	- **	+	- **	+	- ***	+	-
拠点縮小・閉鎖	+	-	-	-	- *	-	- *
人件費削減	+ ***	+ *	-	+ *	-	+	+ *
自社の強み							
技術開発力	- ***	-	+ *	-	+	+ **	-
製品サービスの技術力	-	-	+	+	-	+ **	+ *
営業力	+	-	+ **	+	-	+ ***	-
財務力	-	- **	+ *	- **	+ **	+	+
経営力	- **	- **	-	-	+	-	-
その他	+	-	+	-	+	+ ***	-
研究開発	- *	- **	-	+	-	+	-
競争状況	-	+	+	-	- ***	+	-
企業規模（従業員数）	+	- ***	+	-	- ***	-	+ **
市場ダミー							
二部上場ダミー	+	+ ***	- ***	+	+	-	-
新興市場上場ダミー	- ***	+ **	- *	+ ***	+	-	- **
業種ダミー							
水産・農林業	+	+	-	-	+	-	-
建設業	+ ***	- **	+ ***	+ ***	+	- **	- ***
食料品	+ ***	-	+ **	-	-	-	+
化学	+ ***	- ***	+	+	+	- ***	-
機械	+ ***	- **	+ **	-	+	-	-
電気機器	+ **	- ***	+ **	+ ***	+	- **	-
輸送用機器	+	-	+	+	+ *	+	-
その他の製造業	+ ***	- ***	+ **	+ **	+	-	- *
電気・ガス業	+ ***	- ***	+	-	-	-	- *
運輸業	+ ***	-	+	+	+	- **	- **
情報通信業	-	- ***	+ ***	+ ***	+ ***	- **	-
金融・保険業	+	- ***	-	- ***	+	- **	- ***
不動産業	-	- ***	-	+ **	+ *	+ ***	-
サービス業	- **	- ***	+	+ *	+	-	-

(備考) 1. 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006)、日経NEEDS Cgesにより作成。

2. 対象企業は、データの把握が可能な上場企業537社。

3. ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

表4(2) 主成分分析と企業属性

説明変数	第1主成分		第2主成分		第3主成分		第4主成分		第5主成分		第6主成分		第7主成分	
	標準化係数	t	標準化係数	t	標準化係数	t	標準化係数	t	標準化係数	t	標準化係数	t	標準化係数	t
(定数)														
特殊会社	-0.017 (-0.399)		-0.033 (-0.765)	**	-0.119 (-2.475)	**	0.017 (0.378)		-0.067 (-1.498)		-0.025 (-0.525)		0.093 (1.950)	*
社内分社組織	-0.032 (-0.811)		-0.042 (-1.033)		-0.061 (-1.322)		-0.017 (-0.384)		-0.016 (-0.379)		0.044 (0.968)		-0.052 (-1.136)	
事業部制組織	0.001 (0.030)		0.034 (0.652)		0.008 (0.132)		0.002 (0.032)		-0.058 (-1.076)		0.108 (1.861)	*	-0.092 (-1.599)	
機能別組織	-0.039 (-0.805)		0.003 (0.057)		0.039 (0.707)		-0.048 (-0.911)		-0.045 (-0.867)		0.045 (0.811)		-0.018 (-0.332)	
その他の組織	0.049 (1.176)		-0.031 (-0.722)		-0.026 (-0.554)		-0.015 (-0.328)		-0.006 (-0.146)		0.060 (1.261)		0.054 (1.146)	
事業戦略(買収・合併)	-0.007 (-0.190)		-0.061 (-1.519)		0.066 (1.485)		-0.057 (-1.338)		-0.147 (-3.523)	***	-0.034 (-0.760)		-0.012 (-0.269)	
事業戦略(海外拠点進出拡充)	0.038 (0.894)		-0.124 (-2.867)	***	0.019 (0.392)		-0.013 (-0.281)		0.054 (1.189)		-0.060 (-1.236)		-0.035 (-0.722)	
事業戦略(国内拠点進出拡充)	-0.118 (-3.072)	***	-0.012 (-0.296)		0.040 (0.915)		-0.082 (-1.945)	*	-0.008 (-0.203)		-0.029 (-0.663)		0.030 (0.695)	
事業戦略(グローバル)	0.029 (0.711)		-0.061 (-1.484)		0.020 (0.424)		0.000 (0.008)		-0.039 (-0.902)		-0.004 (-0.015)		-0.028 (-0.611)	
組織再編(不採算事業売却・撤退)	-0.094 (-2.353)	**	0.014 (0.333)		-0.100 (-2.177)	**	0.025 (0.573)		-0.116 (-2.693)	***	0.028 (0.597)		-0.007 (-0.163)	
組織再編(拠点縮小・閉鎖)	0.068 (1.737)	*	-0.010 (-0.244)		-0.003 (-0.072)		-0.016 (-0.382)		-0.076 (-1.824)	**	-0.041 (-0.902)		-0.087 (-1.959)	*
組織再編(人件費削減)	0.120 (3.097)	***	0.068 (1.718)	*	-0.002 (-0.042)		0.075 (1.774)	*	-0.025 (-0.603)		0.035 (0.775)		0.085 (1.931)	*
事業の多角化	0.047 (1.268)		0.007 (0.182)		-0.004 (-0.089)		0.022 (0.548)		-0.076 (-1.892)	*	0.091 (2.112)	**	0.001 (0.021)	
技術開発力	-0.163 (-3.096)	***	-0.055 (-1.016)		0.108 (1.778)	*	-0.033 (-0.573)		0.010 (0.184)		0.121 (1.998)	**	-0.047 (-0.789)	
製品サービス技術力	-0.065 (-1.071)		-0.058 (-1.101)		0.033 (0.549)		0.029 (0.511)		-0.011 (-0.194)		0.143 (2.409)	**	0.097 (1.648)	*
営業力	0.040 (0.832)		-0.047 (-0.947)		0.119 (2.156)	**	0.002 (0.035)		-0.022 (-0.426)		0.122 (2.217)	**	-0.001 (-0.011)	
財務力	-0.033 (-0.696)		-0.109 (-2.246)	**	0.101 (1.859)	*	-0.124 (-2.412)	**	0.122 (2.416)	**	0.076 (1.405)		0.023 (0.422)	
経営力	-0.108 (-2.404)	**	-0.097 (-2.126)	**	-0.021 (-0.551)		-0.015 (-0.316)		0.000 (0.001)		-0.026 (-0.506)		-0.008 (-0.164)	
その他	0.009 (0.225)		-0.044 (-1.092)		0.001 (0.022)		-0.012 (-0.278)		0.010 (0.223)		0.153 (3.337)	***	-0.016 (-0.354)	
海外売上高比率	-0.103 (-2.378)	**	-0.050 (-1.134)		-0.013 (-0.261)		0.079 (1.650)	*	0.016 (0.338)		-0.007 (-0.141)		-0.082 (-1.653)	*
研究開発	-0.072 (-1.774)	*	-0.097 (-2.308)	**	-0.046 (-0.985)		0.009 (0.195)		-0.020 (-0.468)		0.006 (0.119)		-0.047 (-1.001)	*
競争状況	-0.003 (-0.082)		0.067 (1.719)	*	0.068 (1.532)		-0.042 (-0.939)		-0.115 (-2.516)	***	0.034 (0.782)		-0.065 (-1.493)	*
従業員数	0.009 (0.222)		-0.155 (-3.646)	***	0.047 (0.984)		-0.003 (-0.067)		-0.181 (-4.081)	***	0.007 (0.145)		0.121 (2.561)	**
一部上場	0.002 (0.053)		0.180 (4.142)	***	-0.129 (-2.642)	***	0.042 (0.898)		0.060 (1.316)		-0.054 (-1.097)		-0.042 (-0.875)	
新興市場上場	-0.230 (-5.003)	***	0.110 (2.327)	**	-0.100 (-1.889)	*	0.178 (3.541)	***	0.034 (0.684)		-0.067 (-1.273)		-0.112 (-2.130)	**
水産・農林業	0.023 (0.625)		0.003 (0.084)		-0.025 (-0.594)		-0.032 (-0.795)		0.008 (0.202)		-0.013 (-0.318)		-0.027 (-0.634)	
建設業	0.163 (3.707)	***	-0.114 (-2.524)	**	0.167 (3.304)	***	0.159 (3.321)	***	0.064 (1.351)		-0.106 (-2.098)	**	-0.200 (-4.006)	***
食料品	0.119 (2.940)	***	-0.047 (-1.148)		0.093 (2.004)	**	-0.064 (-1.450)		-0.008 (-0.187)		-0.052 (-1.129)		0.074 (1.606)	
化学	0.121 (2.895)	***	-0.144 (-3.362)	***	0.009 (0.189)		0.053 (1.175)		0.056 (1.243)		-0.154 (-3.214)	***	-0.038 (-0.791)	
機械	0.139 (3.014)	***	-0.114 (-2.410)	**	0.121 (2.288)	**	-0.001 (-0.016)		0.064 (1.296)		-0.080 (-1.511)		-0.025 (-0.479)	
電気機器	0.100 (2.059)	**	-0.163 (-3.275)	***	0.121 (2.162)	**	0.199 (3.750)	***	0.047 (0.994)		-0.134 (-2.396)	**	-0.090 (-1.624)	*
輸送用機器	0.054 (1.298)		-0.007 (-0.165)		0.016 (0.329)		0.032 (0.693)		0.081 (1.815)	*	0.018 (0.380)		-0.002 (-0.032)	
その他の製造業	0.204 (4.094)	***	-0.169 (-3.311)	***	0.131 (2.291)	**	0.125 (2.308)	**	0.032 (0.593)		-0.011 (-0.184)		-0.105 (-1.852)	*
電気・ガス業	0.100 (2.657)	**	-0.166 (-3.295)	***	0.052 (1.195)		-0.045 (-1.092)		-0.022 (-0.536)		-0.049 (-1.121)		-0.084 (-1.863)	*
運輸業	0.185 (4.671)	***	-0.066 (-1.626)		0.043 (0.940)		0.055 (1.268)		0.043 (1.013)		-0.115 (-2.537)	**	-0.113 (-2.507)	**
情報通信業	-0.069 (-1.534)		-0.176 (-3.842)	***	0.149 (2.906)	***	0.144 (2.959)	***	0.154 (3.216)	***	-0.106 (-2.068)	**	-0.069 (-1.340)	*
金融・保険業	0.045 (1.033)		-0.280 (-6.285)	***	-0.080 (-1.592)		-0.133 (-2.795)	***	0.089 (1.912)	*	-0.113 (-2.251)	**	-0.170 (-3.430)	***
不動産業	-0.028 (-0.723)		-0.177 (-4.504)	***	-0.014 (-0.319)		0.095 (2.284)	**	0.077 (1.878)	*	0.118 (2.687)	**	-0.062 (-1.418)	*
サービス業	-0.106 (-2.498)	**	-0.115 (-2.661)	**	0.078 (1.605)		0.084 (1.809)	*	0.048 (1.055)		-0.033 (-0.668)		-0.032 (-0.662)	
調整済み R2 集	0.294		0.259		0.068		0.158		0.189		0.065		0.084	

(備考) 1. 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006)、日経NEEDS Cgesにより作成。
2. **、***、*は各々、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

表5(1) 日本の経営と企業業績の関係

	ROA	トーピンのq	総資産成長率	PBR
全体の主成分				
メインバンク重視、正社員比率高、年功型賃金、株式持合重視	- ***	- ***	- ***	- ***
メインバンク重視、売上高重視、借入重視	-	- **	+	- **
売上高重視、ROA重視せず	+	+	+	+
メインバンク重視、借入重視	-	-	+	-
経常利益重視、株式調達重視	+	+	+ ***	-
借入重視、従業員重視	+ *	- **	-	- **
企業価値向上重視、株主優待重視	-	+	+	+
企業統治の主成分				
従業員重視	+ ***	+	+	+
株主重視	+	+ ***	+ **	+ **
取引先重視	+	+ ***	+	+
財務戦略の主成分				
売上高重視、経常利益重視	-	- *	+ *	-
株式調達重視、業績連動配当	+ **	+ ***	+ ***	+ ***
ROE重視、借入重視	-	- **	-	- ***
雇用の主成分				
正社員比率高、中途採用消極的	- *	- ***	+	- ***
正社員比率低	+	-	-	-
正社員重視、寮・社宅保有、年功型賃金	+	+	-	-

- (備考) 1. 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006)、日経NEEDSにより作成。
 2. 対象企業は、金融・保険業を除いて、データの把握が可能な上場企業490社としている。
 財務データは、06年1月までの直近5決算期平均を使用。
 3. ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。
 4. ROA = 営業利益 / 総資産 (期首期末平均) トーピンのq = (負債 + 株式時価総額) / 総資産
 PBR = 株式時価総額 / 資本
 5. 推計には、従業員増減率、資産負債比率、売上高成長率、上場年数、上場市場ダミー (東証二部、新興市場)、業種ダミー (13業種) を含めている。

表5 (2) 主成分分析と企業業績の関係

被説明変数 = ROA

説明変数	全体			企業統治			財務戦略			雇用		
	標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t	
(定数)	0.0816	(9.227)	***	0.0853	(10.199)	*	0.0896	(10.747)	***	0.0893	(10.652)	***
従業員数	0.0564	(2.177)	**	0.0627	(2.425)	*	0.0614	(2.355)	**	0.0585	(2.231)	**
資産負債比率	-0.0460	(-4.021)	***	-0.0488	(-4.513)	***	-0.0550	(-5.075)	***	-0.0562	(-5.339)	***
売上高成長率	0.1452	(5.531)	***	0.1493	(5.720)	***	0.1524	(5.783)	***	0.1568	(6.002)	***
上場年数	-0.0002	(-1.494)		-0.0003	(-2.169)	***	-0.0002	(-1.921)	*	-0.0003	(-2.136)	**
二部上場ダミー	-0.0127	(-2.232)	**	-0.0112	(-2.067)	***	-0.0137	(-2.463)	**	-0.0145	(-2.707)	***
新興市場上場ダミー	-0.0151	(-2.853)	***	-0.0122	(-2.485)	***	-0.0149	(-2.926)	***	-0.0150	(-3.023)	***
水産・農林業	0.0436	(1.426)		0.0445	(1.454)	**	0.0389	(1.264)		0.0361	(1.172)	
建設業	-0.0093	(-1.146)		-0.0139	(-1.803)	***	-0.0136	(-1.730)	*	-0.0120	(-1.480)	
食料品	0.0108	(1.061)		0.0065	(0.651)	***	0.0079	(0.782)		0.0093	(0.904)	
化学	0.0014	(0.130)		-0.0033	(-0.310)	***	-0.0045	(-0.422)		-0.0017	(-0.156)	
機械	-0.0090	(-1.008)		-0.0121	(-1.397)	***	-0.0120	(-1.359)		-0.0092	(-1.031)	
電気機器	0.0011	(0.137)		-0.0024	(-0.318)	***	-0.0032	(-0.420)		-0.0002	(-0.021)	
輸送用機器	-0.0058	(-0.523)		-0.0064	(-0.583)	***	-0.0080	(-0.728)		-0.0051	(-0.460)	
その他の製造業	0.0010	(0.145)		-0.0029	(-0.423)	***	-0.0020	(-0.285)		-0.0004	(-0.057)	
電気・ガス業	-0.0190	(-0.926)		-0.0324	(-1.646)	***	-0.0238	(-1.149)		-0.0246	(-1.232)	
運輸業	0.0079	(0.745)		0.0028	(0.270)	***	0.0016	(0.151)		0.0010	(0.094)	
情報通信業	0.0273	(3.147)	***	0.0263	(3.164)	**	0.0262	(3.111)	***	0.0295	(3.356)	***
不動産業	-0.0063	(-0.371)		-0.0058	(-0.345)	***	-0.0037	(-0.218)		-0.0026	(-0.153)	
サービス業	0.0015	(0.188)		0.0007	(0.084)	***	0.0010	(0.129)		0.0030	(0.363)	
全体の第1主成分	-0.0081	(-3.238)	***									
全体の第2主成分	-0.0004	(-0.176)										
全体の第3主成分	0.0012	(0.558)										
全体の第4主成分	-0.0032	(-1.443)										
全体の第5主成分	0.0023	(1.066)										
全体の第6主成分	0.0033	(1.650)	*									
全体の第7主成分	-0.0001	(-0.056)										
分野別の第1主成分				0.0069	(3.287)	***	-0.0002	(-0.103)		-0.0039	(-1.783)	*
分野別の第2主成分				0.0020	(0.991)		0.0044	(1.975)	**	0.0017	(0.789)	
分野別の第3主成分				0.0013	(0.659)		-0.0002	(-0.087)		0.0012	(0.599)	
調整済み R2 兼	0.3678			0.3669			0.3567			0.3569		

被説明変数 = トーピンのq

説明変数	全体			企業統治			財務戦略			雇用		
	標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t	
(定数)	1.1670	(9.716)	***	1.2895	(11.069)	***	1.2992	(11.363)	***	1.3461	(11.547)	***
従業員数	-0.4582	(-1.303)		-0.3733	(-1.036)		-0.3752	(-1.050)		-0.4845	(-1.329)	
資産負債比率	0.0985	(0.633)		-0.1057	(-0.701)		-0.0888	(-0.598)		-0.1872	(-1.279)	
売上高成長率	1.0580	(2.967)	***	1.2681	(3.488)	***	1.2142	(3.362)	***	1.3562	(3.733)	***
上場年数	0.0034	(2.051)	**	0.0022	(1.352)		0.0023	(1.353)		0.0021	(1.269)	
二部上場ダミー	-0.0629	(-0.813)		-0.1167	(-1.552)		-0.0651	(-0.857)		-0.1266	(-1.695)	*
新興市場上場ダミー	-0.2396	(-3.333)	***	-0.2311	(-3.366)	***	-0.2267	(-3.258)	***	-0.2758	(-3.998)	***
水産・農林業	0.2925	(0.704)		0.3401	(0.798)		0.2372	(0.562)		0.2239	(0.523)	
建設業	-0.0513	(-0.463)		-0.0904	(-0.842)		-0.1004	(-0.929)		-0.0806	(-0.714)	
食料品	0.0674	(0.487)		0.0205	(0.146)		0.0600	(0.431)		0.0633	(0.444)	
化学	-0.0813	(-0.552)		-0.0647	(-0.440)		-0.1132	(-0.772)		-0.0350	(-0.233)	
機械	0.3114	(2.562)	**	0.3184	(2.640)	***	0.2869	(2.380)	**	0.3606	(2.898)	***
電気機器	0.2570	(2.338)	**	0.3047	(2.930)	***	0.2434	(2.315)	**	0.3000	(2.723)	***
輸送用機器	0.0135	(0.090)		0.0425	(0.279)		-0.0005	(-0.003)		0.0473	(0.306)	
その他の製造業	0.0899	(0.923)		0.0405	(0.427)		0.0302	(0.315)		0.0667	(0.678)	
電気・ガス業	-0.1198	(-0.429)		-0.1955	(-0.713)		-0.2050	(-0.722)		-0.1279	(-0.460)	
運輸業	0.1089	(0.754)		-0.0045	(-0.031)		0.0305	(0.213)		0.0624	(0.431)	
情報通信業	0.2955	(2.512)	**	0.3533	(3.049)	***	0.3103	(2.689)	***	0.3430	(2.810)	***
不動産業	-0.0642	(-0.277)		-0.0371	(-0.158)		-0.0172	(-0.074)		-0.0172	(-0.072)	
サービス業	0.4094	(3.730)	***	0.4350	(3.900)	***	0.4228	(3.814)	***	0.4344	(3.802)	***
全体の第1主成分	-0.1863	(-5.491)	***									
全体の第2主成分	-0.0765	(-2.555)	**									
全体の第3主成分	0.0027	(0.097)										
全体の第4主成分	-0.0273	(-0.913)										
全体の第5主成分	0.0323	(1.108)										
全体の第6主成分	-0.0666	(-2.422)	**									
全体の第7主成分	0.0270	(0.949)										
分野別の第1主成分				0.0402	(1.372)		-0.0557	(-1.897)	*	-0.0970	(-3.224)	***
分野別の第2主成分				0.0848	(3.049)	***	0.1206	(3.952)	***	-0.0315	(-1.047)	
分野別の第3主成分				0.0771	(2.789)	***	-0.0615	(-2.122)	**	0.0073	(0.255)	
調整済み R2 兼	0.1977			0.1550			0.1687			0.1448		

被説明変数 = 総資産成長率

説明変数	全体			企業統治			財務戦略			雇用		
	標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t	
(定数)	-0.0079	(-0.485)		0.0030	(0.194)		-0.0039	(-0.256)		0.0076	(0.494)	
従業員数	0.4733	(9.982)	***	0.4820	(10.078)	***	0.4814	(10.139)	***	0.4814	(9.948)	***
資産負債比率	-0.0262	(-1.250)		-0.0452	(-2.259)	**	-0.0374	(-1.895)	*	-0.0522	(-2.686)	***
売上高成長率	0.5361	(11.150)	***	0.5522	(11.446)	***	0.5405	(11.263)	***	0.5641	(11.699)	***
上場年数	0.0006	(2.644)	***	0.0004	(1.737)	*	0.0005	(2.097)	**	0.0003	(1.585)	
一部上場タミー	0.0018	(0.171)		0.0059	(0.587)		0.0044	(0.436)		0.0054	(0.541)	
新興市場上場タミー	0.0115	(1.182)		0.0192	(2.109)	**	0.0142	(1.532)		0.0190	(2.078)	**
水産・農林業	0.0113	(0.202)		0.0053	(0.094)		0.0056	(0.101)		0.0001	(0.001)	
建設業	0.0011	(0.071)		0.0000	(0.003)		0.0042	(0.293)		-0.0009	(-0.059)	
食料品	0.0059	(0.315)		-0.0003	(-0.017)		0.0052	(0.280)		-0.0008	(-0.042)	
化学	-0.0071	(-0.355)		-0.0068	(-0.346)		-0.0040	(-0.206)		-0.0077	(-0.385)	
機械	-0.0021	(-0.127)		-0.0002	(-0.010)		0.0024	(0.151)		0.0005	(0.028)	
電気機器	-0.0074	(-0.499)		-0.0065	(-0.469)		-0.0041	(-0.294)		-0.0065	(-0.446)	
輸送用機器	-0.0206	(-1.021)		-0.0116	(-0.573)		-0.0176	(-0.880)		-0.0141	(-0.688)	
その他の製造業	-0.0036	(-0.271)		-0.0069	(-0.546)		-0.0004	(-0.032)		-0.0080	(-0.612)	
電気・ガス業	0.1847	(4.905)	***	0.1586	(4.357)	***	0.1863	(4.940)	***	0.1573	(4.265)	***
運輸業	0.0185	(0.948)		0.0061	(0.322)		0.0191	(1.005)		0.0095	(0.495)	
情報通信業	0.0390	(2.456)	**	0.0481	(3.128)	***	0.0468	(3.053)	***	0.0472	(2.915)	***
不動産業	0.0501	(1.605)		0.0508	(1.635)		0.0590	(1.908)	*	0.0564	(1.789)	*
サービス業	0.0174	(1.179)		0.0183	(1.237)		0.0203	(1.381)		0.0189	(1.248)	
全体の第1主成分	-0.0137	(-2.992)	***									
全体の第2主成分	0.0016	(0.401)										
全体の第3主成分	0.0030	(0.781)										
全体の第4主成分	0.0018	(0.438)										
全体の第5主成分	0.0137	(3.496)	***									
全体の第6主成分	-0.0027	(-0.716)										
全体の第7主成分	0.0035	(0.908)										
分野別の第1主成分				0.0004	(0.112)		0.0066	(1.690)	*	0.0009	(0.227)	
分野別の第2主成分				0.0086	(2.329)	**	0.0132	(3.266)	***	-0.0007	(-0.182)	
分野別の第3主成分				0.0036	(0.986)		-0.0011	(-0.297)		-0.0021	(-0.543)	
調整済み R2 乗	0.7224			0.7167			0.7206			0.7132		

被説明変数 = PBR

説明変数	全体			企業統治			財務戦略			雇用		
	標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t		標準化係数	t	
(定数)	0.2119	(0.754)		0.5263	(1.921)	*	0.4304	(1.623)		0.5145	(1.897)	*
従業員数	-1.3181	(-1.601)		-1.1420	(-1.347)		-1.1623	(-1.402)		-1.3551	(-1.598)	
資産負債比率	2.5665	(7.052)	***	2.0530	(5.793)	***	2.2952	(6.663)	***	2.0290	(5.957)	***
売上高成長率	2.7231	(3.262)	***	3.2475	(3.797)	***	2.9567	(3.529)	***	3.3039	(3.909)	***
上場年数	0.0070	(1.794)	*	0.0049	(1.274)		0.0054	(1.408)		0.0053	(1.364)	
一部上場タミー	-0.2391	(-1.321)		-0.3709	(-2.096)	**	-0.2351	(-1.334)		-0.4017	(-2.312)	**
新興市場上場タミー	-0.6661	(-3.959)	***	-0.6742	(-4.175)	***	-0.6410	(-3.973)	***	-0.7489	(-4.666)	***
水産・農林業	0.3647	(0.375)		0.3576	(0.357)		0.3025	(0.309)		0.2501	(0.251)	
建設業	-0.0688	(-0.265)		-0.1691	(-0.669)		-0.1999	(-0.797)		-0.0731	(-0.279)	
食料品	0.1575	(0.486)		0.0935	(0.284)		0.1527	(0.473)		0.2005	(0.605)	
化学	0.1017	(0.295)		0.1352	(0.391)		0.0019	(0.006)		0.2416	(0.691)	
機械	1.2376	(4.350)	***	1.2261	(4.322)	***	1.1301	(4.042)	***	1.3635	(4.711)	***
電気機器	0.7435	(2.890)	***	0.8393	(3.432)	***	0.6854	(2.810)	***	0.8985	(3.505)	***
輸送用機器	0.1928	(0.551)		0.2429	(0.676)		0.1042	(0.298)		0.2711	(0.754)	
その他の製造業	0.3973	(1.742)	*	0.2459	(1.102)		0.2446	(1.099)		0.3652	(1.596)	
電気・ガス業	-0.7143	(-1.092)		-0.8547	(-1.324)		-0.8707	(-1.322)		-0.6420	(-0.994)	
運輸業	0.6921	(2.048)	**	0.4573	(1.359)		0.5108	(1.541)		0.6312	(1.872)	*
情報通信業	0.8087	(2.937)	***	0.9297	(3.412)	***	0.7828	(2.925)	***	0.9462	(3.332)	***
不動産業	0.8274	(1.526)		0.8964	(1.630)		0.8691	(1.610)		0.9333	(1.690)	*
サービス業	0.9954	(3.875)	***	1.0554	(4.023)	***	1.0109	(3.932)	***	1.0617	(3.995)	***
全体の第1主成分	-0.3982	(-5.017)	***									
全体の第2主成分	-0.1399	(-1.996)	**									
全体の第3主成分	0.0072	(0.109)										
全体の第4主成分	-0.0462	(-0.660)										
全体の第5主成分	-0.0224	(-0.329)										
全体の第6主成分	-0.1650	(-2.565)	**									
全体の第7主成分	0.0509	(0.763)										
分野別の第1主成分				0.0497	(0.720)		-0.1102	(-1.620)		-0.2346	(-3.351)	***
分野別の第2主成分				0.1614	(2.469)	**	0.2920	(4.124)	***	-0.0192	(-0.275)	
分野別の第3主成分				0.0430	(0.661)		-0.1759	(-2.617)	***	-0.0321	(-0.484)	
調整済み R2 乗	0.2487			0.2008			0.2354			0.2089		

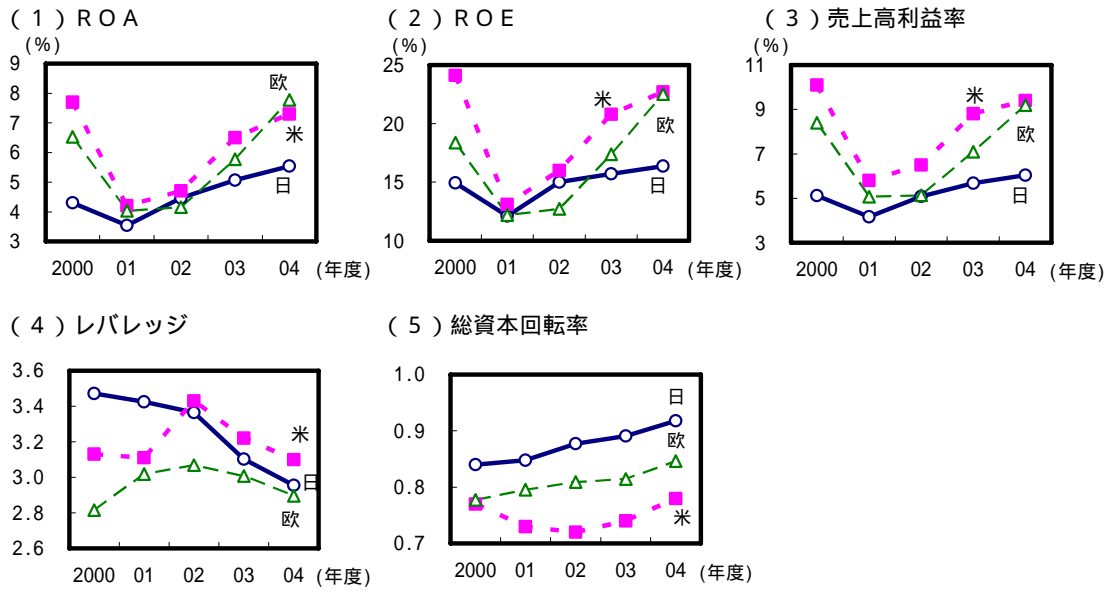
(備考) 1. 内閣府「企業統治・財務・雇用に関するアンケート」(2006)、日経NEEDSにより作成。

2. ***, **, *は各々、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

付表1 過去の類似のアンケートとの比較

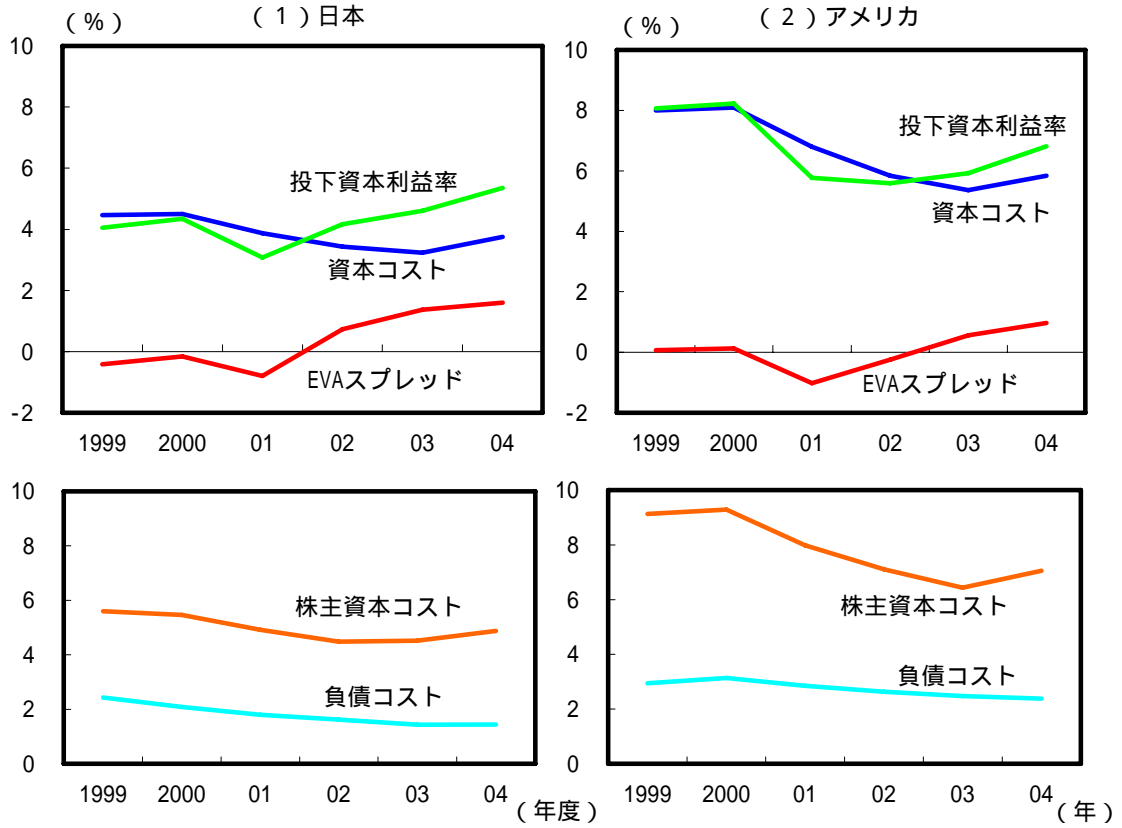
調査主体	経済企画庁	財務総合研究所	日本コーポレートガバナンス・フォーラム	内閣府																																																																																																												
調査名称	企業行動に関するアンケート調査	わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査	コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査	企業統治・財務・雇用にに関するアンケート																																																																																																												
調査時期	1998年1月	1999年11月	2002年12月	2000年10月～2001年1月																																																																																																												
サンプル	金融保険業を除く一部二部上場企業(2117社)	上場・店頭企業(2486社)	上場・店頭企業(2577社)	一部二部新興市場上場企業(3791社)																																																																																																												
回収率	1334社(回収率63.0%)	1219社(49.0%)	876社(34.0%)	541社(21.8%)																																																																																																												
設問内容	コーポレートガバナンスに関与する各主体の経営への影響力について、現在どのような状態にありますか。また、今後5年間で、どのように変化するとお考えですか。	現在(今後)、重要な利害関係者としてどの主体を考えているか。	「主要なステークホルダー(利害関係者)の重要性の順位に関して、社内コンセンサスは確立していますか、の間に「1. はい」と答えた53.6%の企業に対し、「はい」とお答えになった方は、重要度が一番高いステークホルダーを下記の項目からお選びください。」と問うた。	「貴社は以下のステークホルダーを経営上どの程度重視していますか、それぞれの重要度について1つお選びください。」																																																																																																												
選択肢	「1. 内部昇進による経営陣」「2. メインバンク」「3. 株式持合い相手」「4. 監督官庁」「5. 一般株主」「6. 国内機関投資家」「7. 海外機関投資家」「8. 株式投資、企業買収を検討する潜在的株主」 について、それぞれ「a. 影響力は強い」「b. どちらかといえば影響力は強い」「c. どちらかといえば影響力は弱い」「d. 影響力は弱い」を選択。	「1. 一般顧客」「2. 従業員」「3. 個人投資家」「4. 国内機関投資家」「5. 海外機関投資家」「3.～5.をまとめて「6. 株主」」「7. 従業員」「8. 取引先銀行」「9. 取引先企業」「10. 系列企業集団」 の内、重視するものを2つまで選択。	「1. 株主」「2. 従業員」「3. 顧客」「4. 経営陣」「5. 銀行」「6. その他」 の内、最も重視するものを選択。	「1. 株主」「2. メインバンク」「3. 取引先企業」「4. 顧客」「5. 従業員」 のについて、それぞれ「a. 強い」「b. やや強い」「c. 普通」「d. やや弱い」「e. 弱い」を選択。																																																																																																												
回答結果	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>現在</th> <th>今後</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1. 内部昇進による経営陣</td> <td>82.6%</td> <td>74.8%</td> </tr> <tr> <td>2. メインバンク</td> <td>34.2%</td> <td>38.3%</td> </tr> <tr> <td>3. 株式持合い相手</td> <td>25.3%</td> <td>26.2%</td> </tr> <tr> <td>4. 監督官庁</td> <td>29.1%</td> <td>17.4%</td> </tr> <tr> <td>5. 一般株主</td> <td>12.1%</td> <td>60.4%</td> </tr> <tr> <td>6. 国内機関投資家</td> <td>14.3%</td> <td>58.1%</td> </tr> <tr> <td>7. 海外機関投資家</td> <td>9.8%</td> <td>52.2%</td> </tr> <tr> <td>8. 株式投資、企業買収を検討する潜在的株主</td> <td>7.9%</td> <td>46.4%</td> </tr> <tr> <td>全て「a. 影響力は強い」もしくは「b. どちらかといえば影響力は強い」を選んだ割合の合計。</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		現在	今後	1. 内部昇進による経営陣	82.6%	74.8%	2. メインバンク	34.2%	38.3%	3. 株式持合い相手	25.3%	26.2%	4. 監督官庁	29.1%	17.4%	5. 一般株主	12.1%	60.4%	6. 国内機関投資家	14.3%	58.1%	7. 海外機関投資家	9.8%	52.2%	8. 株式投資、企業買収を検討する潜在的株主	7.9%	46.4%	全て「a. 影響力は強い」もしくは「b. どちらかといえば影響力は強い」を選んだ割合の合計。			<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>現在</th> <th>今後</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1. 一般顧客</td> <td>37.9%</td> <td>35.0%</td> </tr> <tr> <td>2. 従業員</td> <td>27.3%</td> <td>33.9%</td> </tr> <tr> <td>3. 個人投資家</td> <td>10.9%</td> <td>10.9%</td> </tr> <tr> <td>4. 国内機関投資家</td> <td>13.7%</td> <td>69.2%</td> </tr> <tr> <td>5. 海外機関投資家</td> <td>3.8%</td> <td>14.2%</td> </tr> <tr> <td>7. 取引先銀行</td> <td>27.9%</td> <td>6.6%</td> </tr> <tr> <td>8. 取引先企業</td> <td>49.4%</td> <td>24.5%</td> </tr> <tr> <td>9. 系列企業集団</td> <td>12.2%</td> <td>1.7%</td> </tr> <tr> <td>10. その他</td> <td>3.1%</td> <td>1.7%</td> </tr> <tr> <td>分からない</td> <td>1.8%</td> <td>4.4%</td> </tr> </tbody> </table>		現在	今後	1. 一般顧客	37.9%	35.0%	2. 従業員	27.3%	33.9%	3. 個人投資家	10.9%	10.9%	4. 国内機関投資家	13.7%	69.2%	5. 海外機関投資家	3.8%	14.2%	7. 取引先銀行	27.9%	6.6%	8. 取引先企業	49.4%	24.5%	9. 系列企業集団	12.2%	1.7%	10. その他	3.1%	1.7%	分からない	1.8%	4.4%	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>現在</th> <th>今後</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1. 株主</td> <td>50.0%</td> <td>47.6%</td> </tr> <tr> <td>2. 従業員</td> <td>28.5%</td> <td>24.6%</td> </tr> <tr> <td>3. 顧客</td> <td>18.6%</td> <td>36.2%</td> </tr> <tr> <td>4. 経営陣</td> <td>14.2%</td> <td>20.9%</td> </tr> <tr> <td>5. 銀行</td> <td>2.1%</td> <td>5.5%</td> </tr> <tr> <td>6. その他</td> <td>16.6%</td> <td>6.9%</td> </tr> <tr> <td>無回答</td> <td>44.1%</td> <td>30.2%</td> </tr> </tbody> </table>		現在	今後	1. 株主	50.0%	47.6%	2. 従業員	28.5%	24.6%	3. 顧客	18.6%	36.2%	4. 経営陣	14.2%	20.9%	5. 銀行	2.1%	5.5%	6. その他	16.6%	6.9%	無回答	44.1%	30.2%	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>現在</th> <th>今後</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1. 株主</td> <td>45.9%</td> <td>85.5%</td> </tr> <tr> <td>2. メインバンク</td> <td>4.1%</td> <td>41.7%</td> </tr> <tr> <td>3. 取引先企業</td> <td>42.1%</td> <td>67.0%</td> </tr> <tr> <td>4. 顧客</td> <td>2.4%</td> <td>86.7%</td> </tr> <tr> <td>5. 従業員</td> <td>1.4%</td> <td>68.6%</td> </tr> <tr> <td>全て「a. 強い」もしくは「b. やや強い」を選んだ割合の合計。</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		現在	今後	1. 株主	45.9%	85.5%	2. メインバンク	4.1%	41.7%	3. 取引先企業	42.1%	67.0%	4. 顧客	2.4%	86.7%	5. 従業員	1.4%	68.6%	全て「a. 強い」もしくは「b. やや強い」を選んだ割合の合計。		
	現在	今後																																																																																																														
1. 内部昇進による経営陣	82.6%	74.8%																																																																																																														
2. メインバンク	34.2%	38.3%																																																																																																														
3. 株式持合い相手	25.3%	26.2%																																																																																																														
4. 監督官庁	29.1%	17.4%																																																																																																														
5. 一般株主	12.1%	60.4%																																																																																																														
6. 国内機関投資家	14.3%	58.1%																																																																																																														
7. 海外機関投資家	9.8%	52.2%																																																																																																														
8. 株式投資、企業買収を検討する潜在的株主	7.9%	46.4%																																																																																																														
全て「a. 影響力は強い」もしくは「b. どちらかといえば影響力は強い」を選んだ割合の合計。																																																																																																																
	現在	今後																																																																																																														
1. 一般顧客	37.9%	35.0%																																																																																																														
2. 従業員	27.3%	33.9%																																																																																																														
3. 個人投資家	10.9%	10.9%																																																																																																														
4. 国内機関投資家	13.7%	69.2%																																																																																																														
5. 海外機関投資家	3.8%	14.2%																																																																																																														
7. 取引先銀行	27.9%	6.6%																																																																																																														
8. 取引先企業	49.4%	24.5%																																																																																																														
9. 系列企業集団	12.2%	1.7%																																																																																																														
10. その他	3.1%	1.7%																																																																																																														
分からない	1.8%	4.4%																																																																																																														
	現在	今後																																																																																																														
1. 株主	50.0%	47.6%																																																																																																														
2. 従業員	28.5%	24.6%																																																																																																														
3. 顧客	18.6%	36.2%																																																																																																														
4. 経営陣	14.2%	20.9%																																																																																																														
5. 銀行	2.1%	5.5%																																																																																																														
6. その他	16.6%	6.9%																																																																																																														
無回答	44.1%	30.2%																																																																																																														
	現在	今後																																																																																																														
1. 株主	45.9%	85.5%																																																																																																														
2. メインバンク	4.1%	41.7%																																																																																																														
3. 取引先企業	42.1%	67.0%																																																																																																														
4. 顧客	2.4%	86.7%																																																																																																														
5. 従業員	1.4%	68.6%																																																																																																														
全て「a. 強い」もしくは「b. やや強い」を選んだ割合の合計。																																																																																																																

補論図1 日米欧の収益性とレバレッジ(全産業)



- (備考) 1. 日経NEEDS Financial Quest及びBureau van Dijk社"Osiris"より作成。
 2. 対象企業は、金融・保険を除いて、上記データベースより2000~2004年の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損の無い以下の企業としている。
 日本：東証上場の1382社
 米国：上場企業で総資産2億ドル以上の資産を有する1522社
 欧州：旧E U 15カ国の上場980社

補論図2 資本コストの日米比較



(備考) Bureau van Dijk社 "Osiris"、Bloombergにより作成。

補論表 3 日米企業の雇用調整速度

	製造業		非製造業	
	日本	米国	日本	米国
lnL(-1)	0.6678 (13.24 ^{***})	0.5371 (13.56 ^{***})	0.5883 (13.37 ^{***})	0.6179 (11.12 ^{***})
lnY	0.2763 (11.11 ^{***})	0.2532 (12.98 ^{***})	0.2492 (9.42 ^{***})	0.1539 (6.33 ^{***})
雇用調整速度	0.3321	0.4628	0.4116	0.3820

- (備考) 1. 部分調整モデルをもとに、企業の財務データを取り入れ、以下の式を用いて推計。
2. 推計式 (推計期間: 2000~2004年)

$$\ln L(t) = \alpha + \beta_1 \cdot \ln L(t-1) + \beta_2 \cdot \ln Y(t) + u(t)$$
 L(t) : 当期の雇用者数
 L(t-1) : 前期の雇用者数
 Y : 売上高・営業収益
 ()内はz値、*、**、***は、各々10%、5%、1%水準で有意であることを示す。
3. 雇用調整速度

$$1 - \beta_1$$
4. データ
 ・日本: 日経NEEDSから、東証一部上場1,126社 (製造業: 705社、非製造業: 421社) のデータを抽出 (単独決算)。
 ・米国: オシリスから、1,439社 (製造業635社、非製造業804社) のデータを抽出 (連結決算)。
5. なお、推計にあたっては、被説明変数の1期ラグが説明変数に含まれることから生じるバイアスを除去して一致数量を得るためにArellano and Bond[1991]のGMM推定法を使用した。

補論表4 日本企業の雇用調整速度の変化

製造業

		1990-94年	1995-99年	2000-04年	1990-94年	1995-99年	2000-04年
lnL(t-1)	1	0.8406 (17.12) ***	0.7162 (25.55) ***	0.6678 (13.24) ***	0.9522 (12.66) ***	0.8719 (20.28) ***	0.4329 (5.88) ***
lnY(t)	2	0.1148 (8.55) ***	0.1481 (12.86) ***	0.2763 (11.11) ***	0.0016 (0.07)	0.0566 (3.41) ***	0.2980 (8.21) ***
CG(t)*lnL(t-1)	3				-0.6945 (-7.72) ***	-0.5570 (-8.82) ***	-0.9490 (-5.67) ***
CG(t)*lnY(t)	4				0.4510 (7.79) ***	0.3543 (8.63) ***	0.5933 (5.59) ***
雇用調整速度	1- 1 - 3	0.1593	0.2837	0.3321	0.0477 0.6945	0.1280 0.5570	0.5670 0.9490

非製造業

		1990-94年	1995-99年	2000-04年	1990-94年	1995-99年	2000-04年
lnL(t-1)	1	0.5653 (13.64) ***	0.6460 (20.48) ***	0.5883 (13.37) ***	0.6946 (11.76) ***	0.7797 (16.63) ***	0.6177 (10.82) ***
lnY(t)	2	0.1798 (8.32) ***	0.2125 (10.73) ***	0.2492 (9.42) ***	0.1013 (3.33) ***	0.1256 (4.59) ***	0.1959 (6.06) ***
CG(t)*lnL(t-1)	3				-0.4021 (-6.31) ***	-0.4786 (-7.03) ***	-0.6547 (-7.25) ***
CG(t)*lnY(t)	4				0.2518 (6.30) ***	0.2968 (6.97) ***	0.3964 (7.34) ***
雇用調整速度	1- 1 - 3	0.4346	0.3539	0.4116	0.3053 0.4021	0.2202 0.4786	0.3822 0.6547

(備考) 1. 部分調整モデルをもとに、企業の財務データを取り入れ、以下の式を用いて推計。

2. 推計式

$$\ln L(t) = \alpha + 1 \cdot \ln L(t-1) + 2 \cdot \ln Y(t) + 3 \cdot CG(t) \cdot \ln L(t-1) + 4 \cdot CG(t) \cdot \ln Y(t) + u(t)$$

L(t) : 当期の雇用者数

L(t-1) : 前期の雇用者数

Y(t) : 売上高・営業収益

CG(t) : 財務データ(負債比率:有利子負債/総資産)

: 雇用者数、売上高・営業収益で推計。

: 雇用者数、売上高・営業収益、負債比率で推計。

()はz値、*、**、***は、各々10%、5%、1%水準で有意であることを示す。

3. データ

日経NEEDSから、東証一部上場1,126社(製造業:705社、非製造業:421社)のデータを抽出(単独決算)。

4. なお、推計にあたっては、被説明変数の1期ラグが説明変数に含まれることから生じるバイアスを除去して一致数量を得るためにArellano and Bond[1991]のGMM推定法を使用した。

回答は特に断り書きがない限り貴社単体ベースでお答え下さい。
但し、貴社が持株会社の場合は傘下の事業会社を含めた形でお答え下さい。

1. はじめに貴社の基本的な情報についてお伺いします。

【問1】 貴社の常用雇用者 数(直近の決算時点)を企業単体ベースでご記入ください。
なお、貴社が持株会社の場合は、傘下企業を含めてご記入ください。

名

常用雇用者とは、期間を定めずに若しくは1か月を超える期間を定めて雇用している人、
又は決算月の前月及び前々月にそれぞれ18日以上雇用している人をいいます。

2. 貴社の企業統治についての考え方を伺います。

【問2】 貴社は以下のステークホルダーを経営上どの程度重視していますか。それぞれの重視度について1つお選びください。(はそれぞれ1つ)

	重視度				
a.株主	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
b.取引先	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
c.取引先企業	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
d.顧客	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
e.従業員	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い

3. 貴社の財務戦略に関して伺います。

【問3】 貴社は以下の経営指標を経営上どの程度重視していますか。それぞれの重視度について1つお選びください。(はそれぞれ1つ)

	重視度				
a.売上高	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
b.営業利益	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
c.経常利益(注)	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
d.ROA	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
e.ROE	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
f.EVA	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
g.キャッシュフロー	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
h.時価総額	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い

(注) 経常利益については、米国基準会計を採用している場合は、税引前利益についてお答え下さい。

【問4】 貴社は以下の資金調達手段をどの程度重視していますか。それぞれの重視度について1つお選びください。(はそれぞれ1つ)

	重視度				
a.金融機関からの借入れ	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
b.社債発行	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
c.株式発行	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
d.CP 発行	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い

【問5】 貴社は以下の株主還元策をどの程度重視していますか。それぞれの重視度について1つお選びください。(はそれぞれ1つ)

	重視度				
a.安定した配当実施を優先(いわゆる額面配当)	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
b.業績に応じた配当実施を優先(配当性向を維持)	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
c.自社株式の取得・消却	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
d.株主優待	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い
e.再投資等による企業価値の向上	1 強い	2 やや強い	3 普通	4 やや弱い	5 弱い

4. 貴社の雇用賃金体系に関してお伺いします。

【問6】 貴社の常用雇用者のうち、正規社員の占める割合(直近の決算時点)についてお答えください。(は1つ)

1 0%以上20%未満	4 60%以上80%未満
2 20%以上40%未満	5 80%以上
3 40%以上60%未満	

【問7】 貴社の正規社員に関する雇用の方針について、最もあてはまるものをお選びください。(は1つ)

1 長期安定雇用は、経営環境等にかかわらず原則として今後も多くの従業員を対象にして維持していく
2 長期安定雇用は、経営環境等を考慮しつつ、今後もできるだけ多くの従業員を対象にして維持していく
3 長期安定雇用は維持するが、経営環境等が悪化したため、やむを得ず対象者を一部に限定する
4 長期安定雇用は維持するが、経営環境等にかかわらず、企業競争力の強化のため、対象者を一部に限定する
5 長期安定雇用の維持は、経営における優先的な課題ではない

【問8】 貴社の、寮や社宅の保有状況についてお知らせください。(は1つ)

1 現在保有していない、または保有しているが縮小の方向にある
2 現在保有しており、今後も現状を維持する予定
3 現在保有しており、今後さらに拡大の予定

【問9】 貴社における正規社員の賃金の主な決定方法について、最も近いものをお選びください。(は1つ)

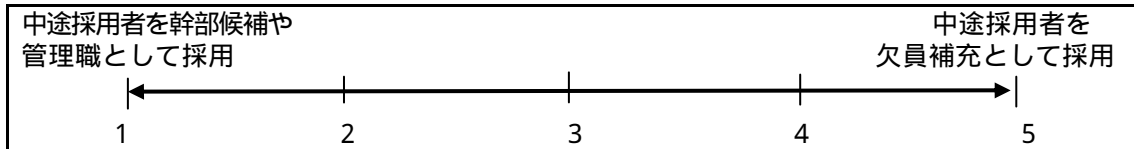
1 毎年の成果のみ賃金に反映	2	3 年齢や勤続年数と成果のそれぞれを賃金に反映	4	5 年齢や勤務年数のみ賃金に反映
----------------	---	-------------------------	---	------------------

【問10】 貴社の中途採用者の採用方針及び採用目的について、最も近いものをお選びください。(はそれぞれ1つ)

(1) 採用方針

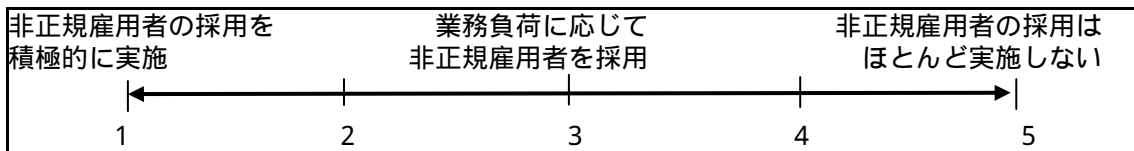
1 中途採用を積極的に実施	2	3	4	5 中途採用はほとんど実施しない
---------------	---	---	---	------------------

(2) 採用目的

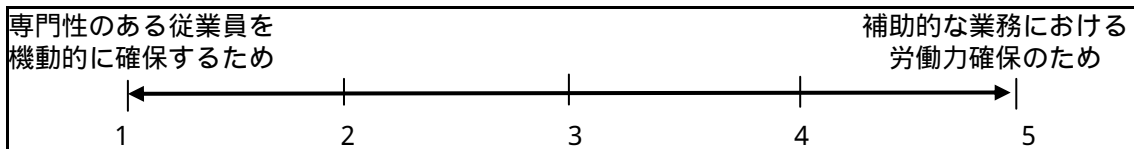


【問11】 貴社の非正規雇用者(パート・アルバイト・派遣及び請負)の採用方針及び採用目的について、最も近いものをお選びください。(はそれぞれ1つ)

(1) 採用方針



(2) 採用目的



【問12】 貴社では、早期退職制度を導入していますか。(は1つ)

- 1 恒常的に実施している(早期退職制度は恒常的に存在)
- 2 過去5年程度の間、臨時的に実施をした(早期退職制度は臨時的に存在)
- 3 早期退職制度は導入していない

5 . 他社との関係構築に関するお伺いします。

【問13】 他企業との間に築いている長期的取引関係(いわゆる系列取引)について、どのようにしている方針ですか。(は1つ)

- 1 これまでの長期的取引関係を維持する
- 2 長期的取引関係のある既存の企業取引に影響しない範囲で、新規取引の開拓を進める
- 3 新規取引の開拓を推し進めるが、既存の長期的取引関係も一部は維持する
- 4 既存の長期的取引関係について積極的に見直す
- 5 いわゆる系列取引といわれる取引関係はない

【問14】 貴社では今後、中長期的に事業法人・金融機関との株式持合はどのようにしていく方針ですか。(は1つ)

- 1 長期的取引の強化のため強化する
- 2 敵対的買収への対抗のため強化する
- 3 現在の持合を維持する
- 4 弱める
- 5 もともと持合をしているような他企業が存在しない

6 . 貴社の事業の方向性等に関するお伺いします。

【問15】 貴社の組織形態として、あてはまるものを2つまでお選びください。(は2つまで)

- 1 持株会社
- 2 社内分社組織(カンパニー制)
- 3 事業部制組織
- 4 職能別組織
- 5 その他()

【問16】 下記に示す事業戦略や組織再編について、過去5年以内に実施したものを全てお選びください。(はそれぞれいくつでも)

(1)事業戦略(はいくつでも)	(2)組織再編(はいくつでも)
1 事業の買収や合併	1 不採算事業の売却・撤退
2 海外事業拠点の新設・拡充	2 拠点の縮小・閉鎖
3 国内事業拠点の新設・拡充	3 人件費の削減
4 分社化	

【問17】 過去5年について、業務分野の選定にあたってはどのような方針を取ってきましたか。最もあてはまるものをお選びください。(は1つ)

1 成長性の高い分野へ進出し、事業の多角化を推し進めた
2 成長性の高い分野へ事業の選択と集中を進めた
3 どちらでもない

【問18】 貴社の強みについて、最もあてはまるものを2つまでお選びください。(は2つまで)

1 独自の製品やサービスの開発(開発技術力)	4 健全な財務内容(財務力)
2 工場、機械などの生産能力や製品・サービスの品質(製品・サービスの技術力)	5 適切な経営方針(経営力)
3 優秀な販売員、販売網(営業力)	6 その他()

【問19】 直近決算年度における連結ベースでの海外売上高比率をお答えください。(は1つ)

1 0%以上20%未満	4 60%以上80%未満
2 20%以上40%未満	5 80%以上
3 40%以上60%未満	

【問20】 今後5年間で、研究開発にかかる費用は増える見込みですか、減る見込みですか。(は1つ)

1 増える
2 減る
3 変わらない

【問21】 貴社が属する業界の事業環境について、過去5年間で競争の状況はどのように変化しましたか。最もあてはまるものをお選び下さい。(は1つ)

1 激化した	} 問22へ
2 やや激化した	
3 競争の程度は変化していない	
4 やや緩和された	
5 緩和された	

▶【付問21-1】 競争が激化した理由としてはどのような事が考えられますか。あてはまるものを2つまでお選びください。(は2つまで)

1 国内の競合他社が多い	4 技術の革新と陳腐化が激しい
2 海外の競合他社が多い	5 その他()
3 規制が緩和された	

