

2003 年 12 月 1 日 / 12 月 15 日改訂

2003 年度「コーポレート・ガバナンスに関する調査」報告書

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)

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

若杉敬明(東京大学) クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)

奥村有敬(元日本興業銀行) 井上恵司(ミシガン大学) 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

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することを促すことである。したがって、良いコーポレート・ガバナンスは優れた企業業績を生み出す。われわれ JCGR は、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基準として、企業のコーポレート・ガバナンスの状態を JCGIndex として指標化する調査を昨年開始した。本年の調査から、昨年同様、JCGIndex が高い企業は ROA、ROE、株式投資収益率などの点で優れた成果を上げていることが明らかになった。われわれの JCGIndex 調査は、厳しいグローバル競争および急速な技術進歩という新しい企業環境に適したガバナンスとマネジメントのあり方があるということを示唆している。投資家も企業も本調査の結果をわれわれと共有していただけることを強く希望する。また、アンケート調査にご協力いただいた企業各社には心よりお礼を申し上げたい。

- (1) 東証一部上場企業(7 月 2 日時点の 1,523 社)に対して、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 201 社から回答を得た。それらの回答に基づき、「JCGR コーポレート・ガバナンス原則」を基準として、回答各社のコーポレート・ガバナンスの状態を指標化した。この指標を JCGIndex という。
- (2) 本年の調査は昨年に続き第 2 回である。昨年の回答企業は 159 社であり、そのうち 72 社から本年も回答があった。昨年、本年で合計 288 社が JCGIndex を取得したことになる。なお、本年 4 月施行の商法改正で委員会等設置会社が導入されたため、質問票に若干の変更を加えた。
- (3) 回答企業 201 社の JCGIndex の平均は、37.8(標準偏差 12.0)であった。昨年は 36.3(標準偏差 11.2)であった。1.5 ポイントの差があるが、質問項目の変更等を考慮すると、有意な差ではないと考えられる。このことは、回答企業のみならず日本企業全体が、依然として、われわれのガバナンス・モデルからかなり遠いことを示唆しているといえよう。
- (4) JCGIndex は下記の 4 つのカテゴリーで構成される。このカテゴリー別にみると、とくに取締役会の構成と機能に関して、社内システムの整備が遅れている。この傾向も昨年とまったく同様である。

JCGIndex を構成する 4 つのカテゴリ

	カテゴリー	記号
I	業績目標と経営者の責任体制	Cg1
II	取締役会の構成と機能	Cg2
III	最高経営者の経営執行体制	Cg3
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	Cg4

- (5) JCGIndex は広範(最大 73, 最小 12)に分布しており、ガバナンス体制の確立に関しては、企業間で大きな差がみられる。昨年も同様で最大 73, 最小 13 であった。
- (6) JCGIndex と企業の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 が平均より 1 標準偏差以上、上方に乖離している企業(30 社)を高 JCGIndex 企業と呼び、1 標準偏差以上、下方に乖離している企業(25 社)を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。その結果、資本効率性の指標である ROA, ROE の実績、および株主の投資実績である株式投資収益率のいずれにおいても、前者が勝ることが分かった。これは昨年の調査とまったく同じ結果である。われわれの調査は回答率こそ低い、信頼に足るものであることを示唆している。
- (7) 過去 3 年間における従業員数の変化を見ると、低 JCGIndex 企業では従業員数が減少しているのに対して、高 JCGIndex 企業では従業員数が増加している。これも昨年とまったく同じ結果であった。しばしば株主利益を高めるためには雇用を犠牲にせざるを得ないと言われるが、むしろ株主利益と従業員利益との間に共存関係があると強く言うことができる。
- (8) 本年は新たに、JCGIndex を構成する 4 つのカテゴリ別に、その得点と企業業績の関係を調べた。分析方法は、JCGIndex の場合と同様で、それぞれのカテゴリごとに高得点企業と低得点企業を抽出して比較した。その結果、「II 取締役会の構成と機能」を除く 3 つのカテゴリで、カテゴリ得点と企業業績との間に相関関係が認められた。しかし、取締役会の構成等のいわば形を表しているカテゴリ II では、カテゴリ得点と企業業績との間には明確な相関関係は見られない。コーポレート・ガバナンスで重要なのは形でなく実質であることを示唆しているのであろう。
- (9) コーポレート・ガバナンスの状態は、4 つのカテゴリが相まって決まるものである。高 JCGIndex 企業は、低 JCGIndex 企業と比べると、すべてのカテゴリでより高い得点を上げている。換言すれば、特定のカテゴリの得点が高ければ、JCGIndex が高いというような単純な関係はなく、総合的なものなのである。
- (10) カテゴリの中で企業業績ととくに相関関係が強いのは、株主やその他のステークホルダーとのコミュニケーションなど経営の透明性を表しているカテゴリ IV である。業績、透明性のいずれが因であり果であるかといえば、業績が良い企業は、ディスクロージャーにも積極的であるという解釈が成り立つであろう。

- (11) JCGR は、コーポレート・ガバナンスにおいて重要なことは、コーポレート・ガバナンスの「考え方」を確立した上でそれを確保する「形」を整えることであると考えている。カテゴリー別の分析は、まさにこのことを明確に示している。
- (12) 2回にわたる累計 288 社の調査は、JCGIndex と企業業績との間に明確な相関関係があることが分かった。もちろん、これは相関関係であり因果関係ではないことに注意が必要であるが、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。
- (13) わが国企業は、ガバナンスのあり方により注意を払い、現代のグローバルな環境が要求する合理的なガバナンス体制を早急に確立すべきである。その際、JCGIndex が大いに役立つものとする。
- (14) JCGIndex が上位の 10 社は次のとおりである。

	企業名	JCGIndex
1	オリックス株式会社	73
2	野村ホールディングス株式会社	72
3	コニカミノルタホールディングス株式会社	71
4	株式会社日立製作所	70
5	オムロン株式会社	68
6	帝人株式会社	67
7	HOYA株式会社	63
8	株式会社パルコ	61
9	ヤマハ発動機株式会社	60
10	スミダ コーポレーション株式会社	59

分析結果を見ると、JCGIndex は、個別企業のガバナンス体制の再構築に有効なばかりでなく、資産運用を始めとして、企業の評価に関わるあらゆる分野に有用であると考えられる。回答企業が、積極的に JCGIndex を公表し、活用されることを希望する。

I 本調査(JCGIndex 調査)について

1. 調査の概要

日本コーポレート・ガバナンス研究会(JCGR)は、2003年7月下旬から9月にかけて、東証一部上場企業(7月2日時点の1,523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、201社から回答を得た。回答企業の企業名は業種ごとにまとめ、別紙の「回答企業一覧」に記載した。なお、本年の調査は昨年につき2回目である。

昨年は159社から回答を得た。このうち本年も回答があったのは72社である。したがって、本年調査の新規回答企業は129社であった。JCGRとしては、この2回の調査で、288社から回答を得たことになる。

この間、商法が改正され本年4月から委員会等設置会社が導入された。これに合わせて回答票を若干改訂したが、2回の調査の結果は比較可能であることが確認されている。

2. 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・コミュニテイの対日理解を一層深めることにも貢献しうるのであろう。

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。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

今回算出したJCGIndexは以下のように求めた。「JCGRコーポレート・ガバナンス原則」をベースとして、

- ・ 株主の観点からのガバナンス
- ・ 明確な企業目標
- ・ 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
- ・ リスクマネジメントを始めとする最高経営責任者の経営執行体制
- ・ 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

等々を完備した理想的ガバナンス体制をモデルとして設定し、各社が上記項目をどの程度満たしているかで得点を与え、総合化したものがJCGIndexであり、すべてを満たした場合に100となる。

II 回答企業の特徴

1. JCGIndex の基本的な特徴

(1) 回答企業と全上場企業との比較

回答企業は 201 社であり東証一部上場企業の 13%強である。回答企業と全上場企業の財務状況を過去 3 年(2000～2002 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 3 年間のデータが揃わない企業は比較対象から除いた)。

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(カッコ内は昨年調査)。

平均	ROA	ROE	株式投資収益率
回答企業	5.57% (5.39%)	2.26% (2.19%)	-5.58% (6.89%)
上場企業	4.62% (4.58%)	-0.67% (-0.65%)	-7.48% (4.02%)

総資産(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
回答企業	181	771,653.73	8,655.00	19,383,583.33	2,117,984.53
上場企業	1,308	435,146.68	1,406.00	20,626,314.33	1,289,442.11

(百万円)

売上高(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
回答企業	181	678,157.69	12,287.33	14,861,670.00	1,806,464.18
上場企業	1,308	359,928.46	754.67	14,861,670.00	1,103,031.07

(百万円)

従業員数(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
回答企業	181	13,120.63	143.67	317,138.00	33,541.88
上場企業	1,305	7,368.84	30.33	317,138.00	20,881.90

(人)

ROA(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
回答企業	177	5.57	-2.23	19.91	3.87
上場企業	1,260	4.62	-29.22	43.06	4.25

(%)

ROE(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
回答企業	176	2.26	-145.29	25.31	13.61
上場企業	1,246	-0.67	-753.60	58.89	27.29

(%)

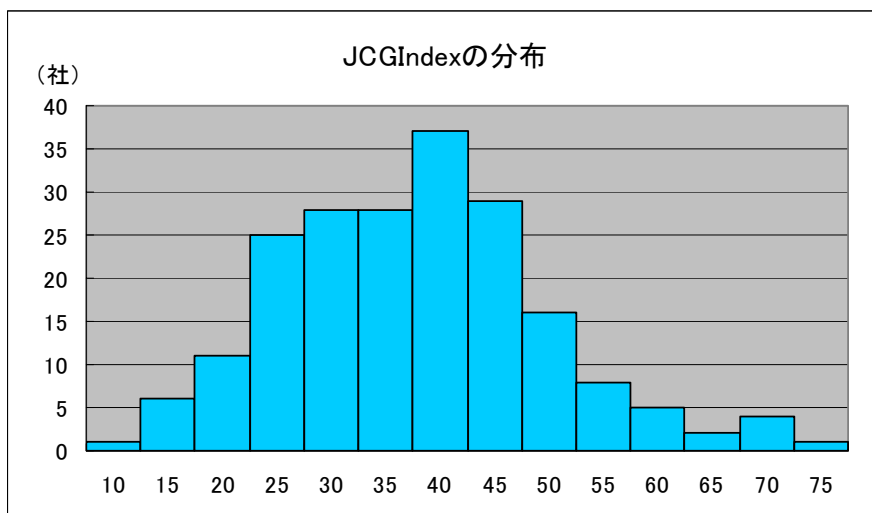
株式投資収益率	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
回答企業	166	-5.58	-45.60	27.80	12.32
上場企業	1,273	-7.48	-55.50	64.40	13.21

(%)

(2) JCGIndex の分布

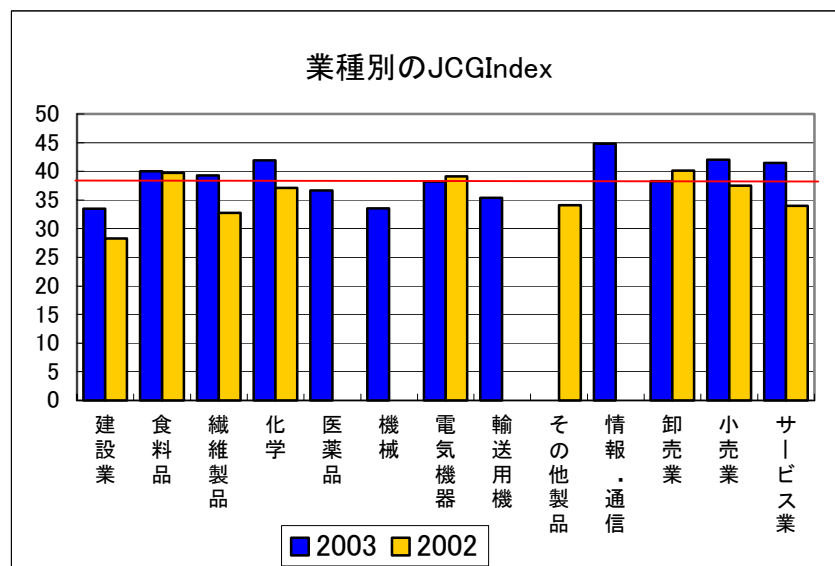
回答企業 201 社の JCGIndex は、最大 73, 最小 12, 平均 37.8 および標準偏差 12.0 で、平均のまわりにきれいな山形の分布を示している。昨年調査の 159 社も同様の分布を示しており、平均 36.3(最大 73,最小 13)であった。

昨年調査と本年調査の重複企業は 72 社であるが、全体としてガバナンスの状態に大きな変化は見られないといえる。



2. 業種別の JCGIndex

業種別の平均 JCGIndex は次の通りである。なお、回答が少なかった業種を除き、回答企業が 7 社以上ある業種のみを、昨年の調査結果とともに示す。



3. カテゴリー別得点

JCGIndex は、下表の 4 つのカテゴリーにおける得点の合計である。カテゴリーII (取締役会の独立性、構成等)の充足率が他と比較して小さく、取締役会と執行役の機能分離や社外取締役の活用等が依然として進んでいないことがわかる(カッコ内は昨年調査)。

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)	12.3 (10.9)	43.9% (38.9%)
II 取締役会の構成と機能	29 (29)	6.1 (7.3)	21.0% (25.2%)
III 最高経営責任者の経営執行体制	26 (25)	11.6 (10.3)	44.6% (41.2%)
IV 株主等とのコミュニケーションと透明性	17 (18)	7.7 (7.8)	45.3% (43.3%)

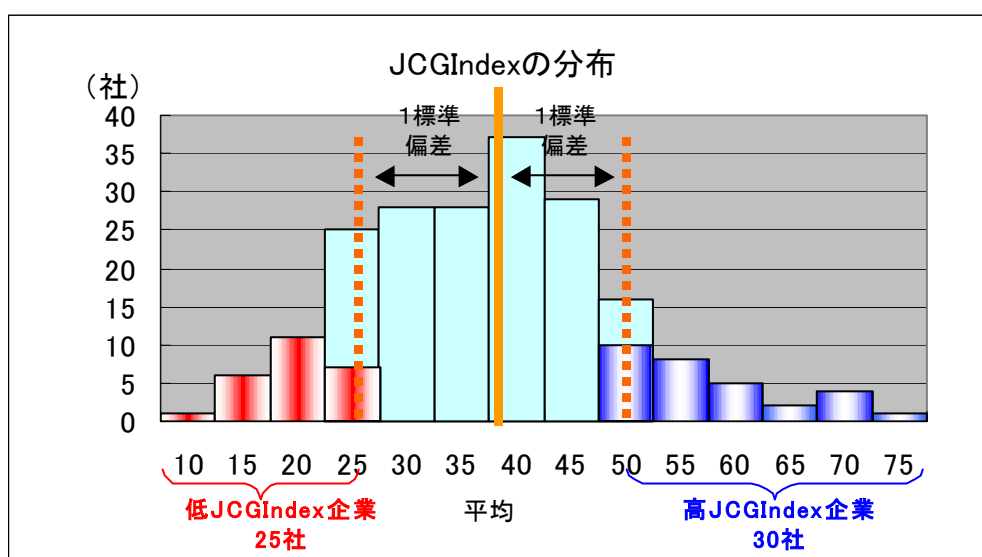
4. 高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業の定義

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 37.8 からの 1 標準偏差(12.0)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 50 以上($37.8+12.0=49.8$)の企業群 30 社

低 JCGIndex 企業: JCGIndex が 25 以下($37.8-12.0=25.8$)の企業群 25 社

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



Ⅲ 財務データに基づく分析

以下では、高・低 JCGIndex 企業の間に財務業績に差があるかを分析する。また、JCGIndex を構成するカテゴリー別得点の高・低企業についても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。基本的には、両者に大きな違いはなく、われわれの得た結果は安定しているということが確かめられたので、基準化データによる分析は補足資料として別添した。

1. JCGIndex と企業財務等との関係の分析

(要点) 資本収益性の指標である ROA, ROE の実績、および株主の投資実績である株式投資収益率のいずれにおいても、高 JCGIndex 企業が勝っている。これは昨年調査とまったく同じ結果である。われわれの調査は回答率こそ低い結果が安定しており、信頼に足るものであると推測することがゆるされるであろう。

(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節に付されている。

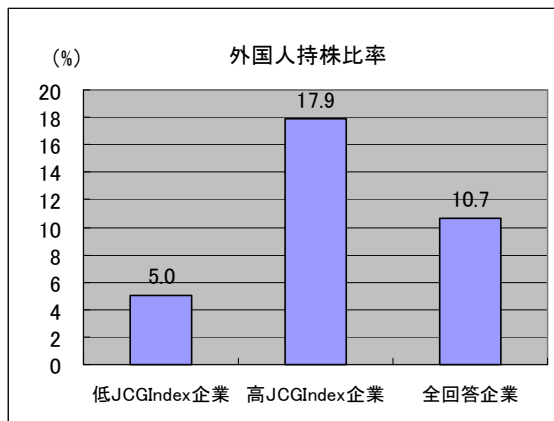
企業特性は、過去3年間(2000～2002年)ないし5年間(1998～2002年)の「連結」財務諸表に基づいている。この期間のデータが揃わない企業は、高 JCGIndex 企業、低 JCGIndex 企業、回答企業から除かれているので、以下、各企業の企業数は上に定義された企業数とは一致しない。

以下で、総資産利益率(または総資本利益率)ROA とは、支払金利と税引後利益の和を総資産(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。また、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 と回答企業の特徴

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。結果は昨年調査とほとんど同様である。

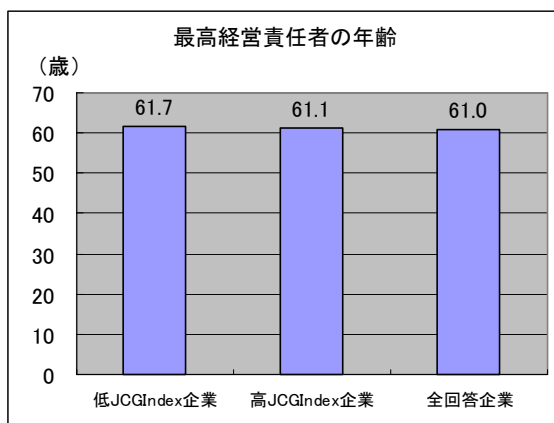
a. 外国人持株比率



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:	184 社
高 JCGIndex 企業:	30 社
低 JCGIndex 企業:	22 社

b. 最高経営責任者の年齢



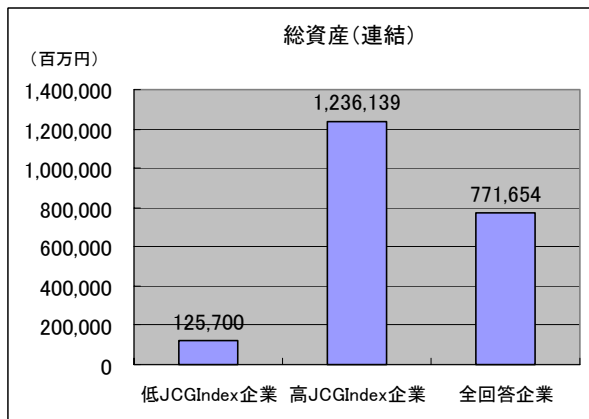
高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より若い、その差は統計的には有意でない(有意水準 10%)。

全回答企業:	188 社
高 JCGIndex 企業:	29 社
低 JCGIndex 企業:	23 社

(3) JCGIndex と企業規模

企業規模を過去 3 年間の総資産、売上高および従業員数の平均で比較した。

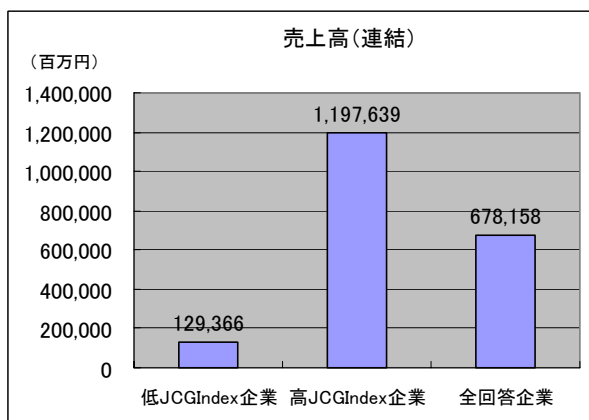
a. 総資産 (連結、3 年)



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

全回答企業:	181 社
高 JCGIndex 企業:	28 社
低 JCGIndex 企業:	22 社

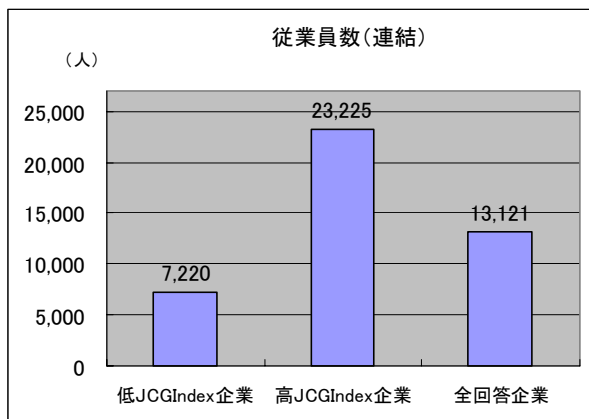
b. 売上高 (連結、3 年)



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

全回答企業:	181 社
高 JCGIndex 企業:	28 社
低 JCGIndex 企業:	22 社

c. 従業員数 (連結、3 年)



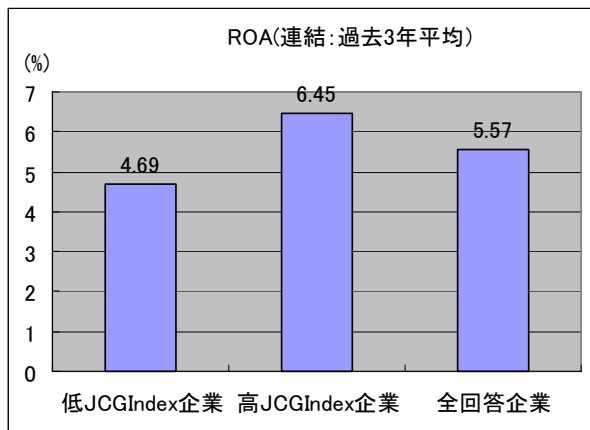
高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より多いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業:	181 社
高 JCGIndex 企業:	28 社
低 JCGIndex 企業:	22 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。

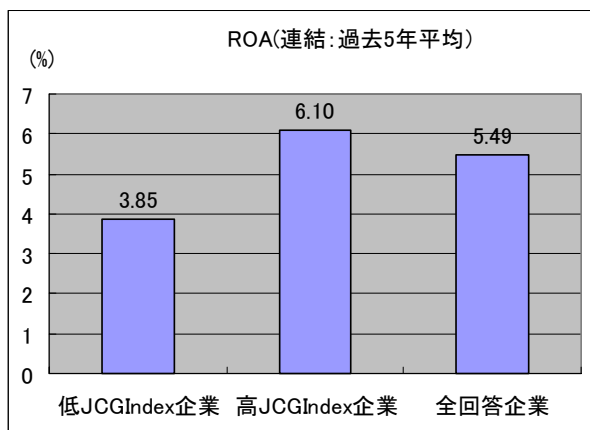
a. ROA (連結、3 年・5 年)



連結・3 年

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

全回答企業:	177 社
高 JCGIndex 企業:	25 社
低 JCGIndex 企業:	22 社



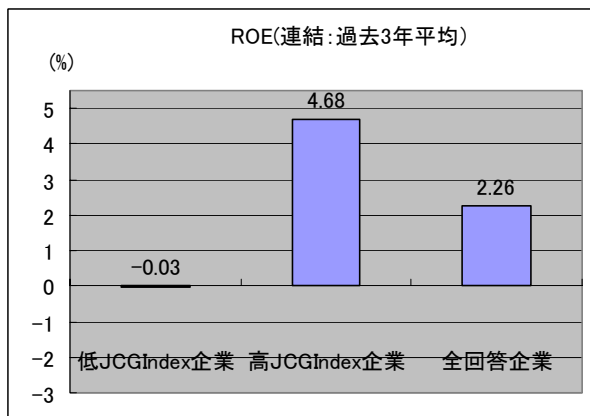
連結・5 年

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

全回答企業:	158 社
高 JCGIndex 企業:	25 社
低 JCGIndex 企業:	18 社

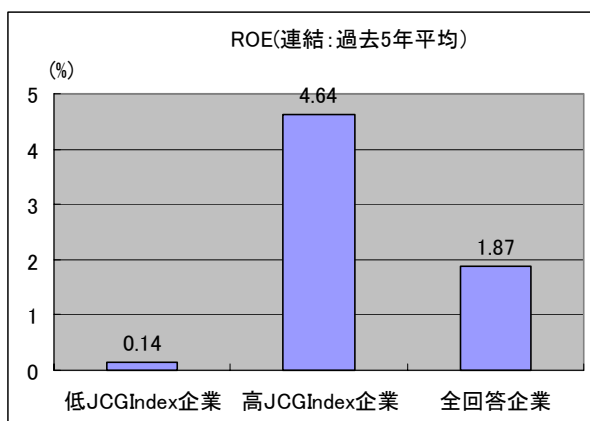
b. ROE (連結、3年・5年)

3年、5年とも、高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 5%)。



連結・3年

全回答企業:	176 社
高 JCGIndex 企業:	25 社
低 JCGIndex 企業:	22 社



連結・5年

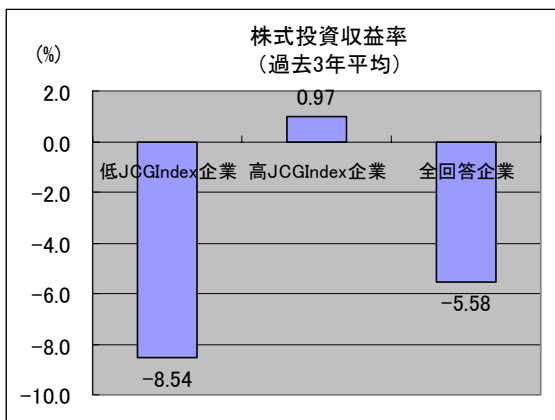
全回答企業:	158 社
高 JCGIndex 企業:	25 社
低 JCGIndex 企業:	18 社

(5) JCGIndex と株式投資収益率 (3年・5年)

最終的に株主は何を得たのであろうか。株式投資収益率の平均年間収益率は、過去 3 年間でみても 5 年間でみても、高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

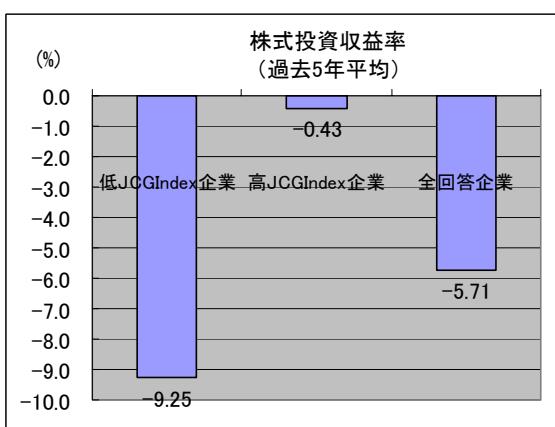
高 JCGIndex 企業、低 JCGIndex 企業のベータ係数の平均は、以下のようになっている。両企業のベータ係数に有意な差は見られない。明らかに、高 JCGIndex 企業の株式の方が、投資収益率は優れているといえる。

	ベータ (3年)	ベータ (5年)
高 JCGIndex 企業	0.885	0.911
低 JCGIndex 企業	0.749	0.791
全回答企業	0.839	0.803



3年

全回答企業:	166社
高JCGIndex企業:	26社
低JCGIndex企業:	23社

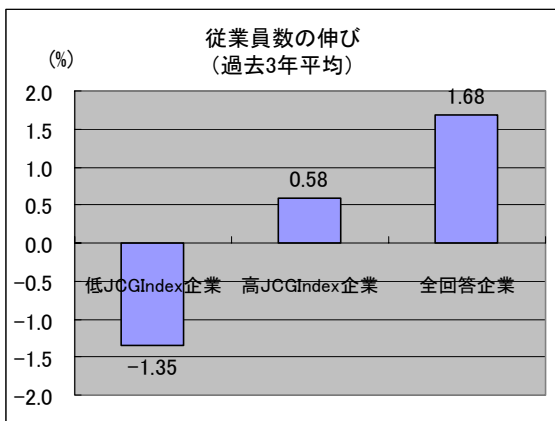


5年

全回答企業:	161社
高JCGIndex企業:	24社
低JCGIndex企業:	23社

(6) JCGIndex と従業員数の伸び率 (連結、3年)

(要点) 現在のような状況では、企業は利益をあげるためには、雇用を犠牲にしなければならないとしばしば言われる。高い収益性を示す高JCGIndex企業は、過去3年間、むしろ従業員数を増加させている。昨年も同様の結果が得られた。雇用を犠牲にして利益を出しているわけではないと言えよう。



高JCGIndex企業の方が低JCGIndex企業より大きい、その差は統計的に有意ではない(有意水準10%)。

全回答企業:	181社
高JCGIndex企業:	28社
低JCGIndex企業:	22社

(付表 1) 高・低企業間の差等の統計的検定

項目	高低 JCGIndex 企業の差の検定	高 JCGIndex 企業と 全回答企業との差の検定
外国人持株比率	1%	1%
最高経営責任者年齢	×	×
総資産 (3 年)	1%	×
売上高 (3 年)	1%	10%
従業員数 (3 年)	×	10%
ROA (3 年)	10%	×
ROA (5 年)	5%	×
ROE (3 年)	5%	×
ROE (5 年)	5%	×
株式投資収益率 (3 年)	1%	1%
株式投資収益率 (5 年)	1%	1%
従業員数の伸び (3 年)	×	×

(数字はその水準で有意であることを、×は 10%水準で有意でないことを表す)

2. カテゴリー別得点と企業業績等との関係

(要点) 本年は新たに、JCGIndex を構成する 4 つのカテゴリー(I 業績目標と経営者の責任体制、II 取締役会の構成と機能、III 最高経営者の経営執行体制、IV 株主とのコミュニケーションと透明性)別に、その得点と企業業績の関係を調べた。分析方法は、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を抽出して比較した。その結果、「II 取締役会の構成と機能」を除く 3 つのカテゴリーで、カテゴリー得点と企業業績との間に相関関係が認められた。しかし、取締役会の構成等のいわば形を表しているカテゴリーII では、カテゴリー得点と企業業績との間には明確な相関関係は見られない。コーポレート・ガバナンスで重要なのは形でなく実質であることを示唆しているのであろう。

コーポレート・ガバナンスの状態は、4 つのカテゴリーが相まって決まるものである。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。換言すれば、特定のカテゴリーの得点が高ければ、JCGIndex が高いというような単純な関係はなく、総合的なものなのである。

カテゴリーの中で企業業績ととくに相関関係が強いのは、株主やその他のステークホルダーとのコミュニケーションなど経営の透明性を表しているカテゴリーIV である。業績、透明性のいずれが因であり果であるかといえば、業績が良い企業は、ディスクロージャーにも積極的であるという解釈が成り立つであろう。

(1) JCGIndex とカテゴリー別得点との関係

高・低 JCGIndex 企業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、両企業で大きな差はなく、高 JCGIndex 企業で、取締役会の構成等がやや高い程度である。このことは、特定のカテゴリーが高いと JCGIndex が高くなり、特定のカテゴリーが低いと JCGIndex が低いというような相関関係はなく、高 JCGIndex 企業はすべてのカテゴリーで高い得点を上げていることを意味している。

カテゴリー	I	II	III	IV	JCGIndex
高 JCGIndex 企業	18.6 (31.8%)	12.5 (21.9%)	15.9 (28.9%)	10.8 (18.9%)	57.8 (100%)
低 JCGIndex 企業	7.4 (37.8%)	3.1 (15.8%)	5.5 (28.1%)	3.6 (18.4%)	19.6 (100%)

(2) カテゴリー別高低企業と企業業績

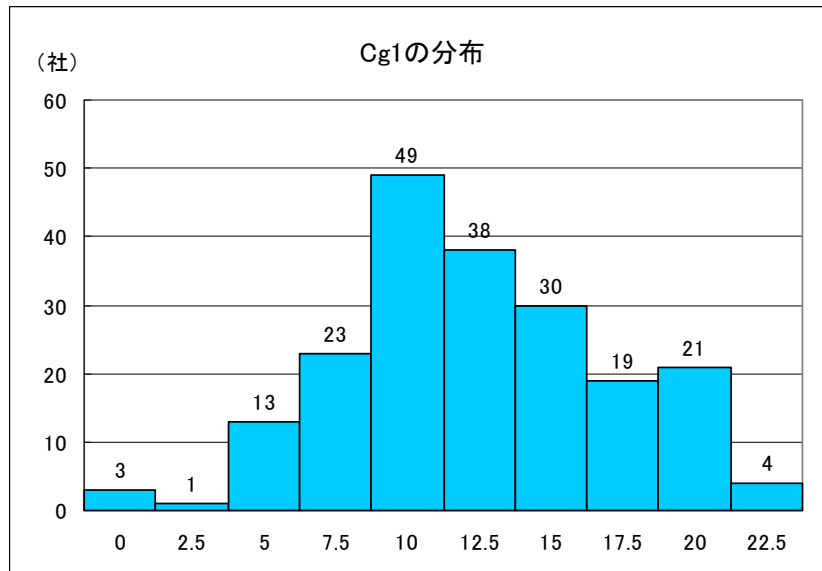
以下では、カテゴリーごとの得点で高低の企業を作り、カテゴリーの得点と企業業績の関係を分析した。高低企業の定義は、JCGIndex の場合と同様で、カテゴリーの得点が、カテゴリー内の平均点から1標準偏差以上、上方に乖離している企業群を高企業、逆に1標準偏差以上、下方に乖離している企業群を低企業と分類した。

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。

All rights reserved copyright (c) Japan Corporate Governance Research Institute, Inc. 2003

A 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

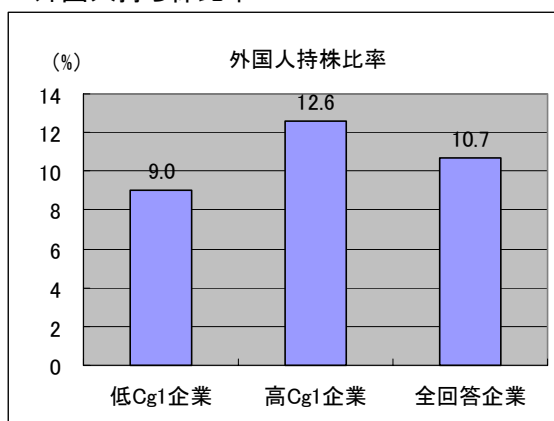
平均 12.3 標準偏差 4.7 最大:23 最小:0

高 Cg1 企業:Cg1 が 17 以上の 42 社

低 Cg1 企業:Cg1 が 7.6 以下の 23 社

(2) Cg1 と企業特性

a. 外国人持ち株比率



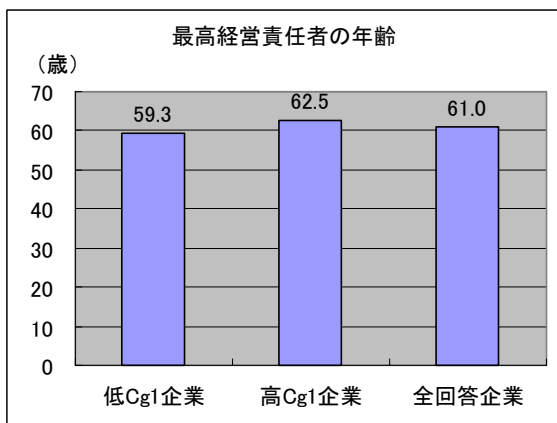
高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 10%)。

全回答企業: 184 社

高 Cg1 企業: 42 社

低 Cg1 企業: 23 社

b. 最高経営責任者の年齢



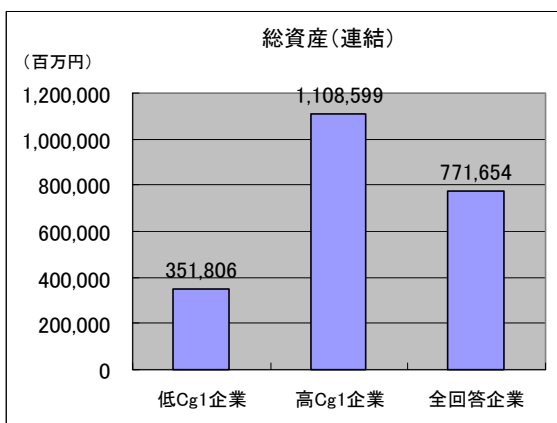
高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 188 社
 高 Cg1 企業: 42 社
 低 Cg1 企業: 23 社

(3) Cg1 と企業規模

総資産、売上高および従業員数の 3 年間の平均で企業規模をとらえ、カテゴリーI の得点 Cg1 との関係进行分析した。

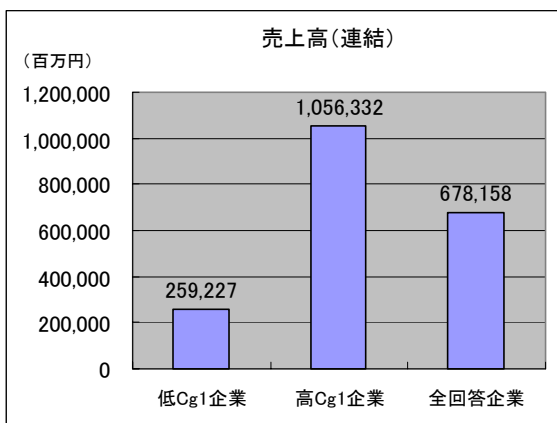
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 181 社
 高 Cg1 企業: 38 社
 低 Cg1 企業: 23 社

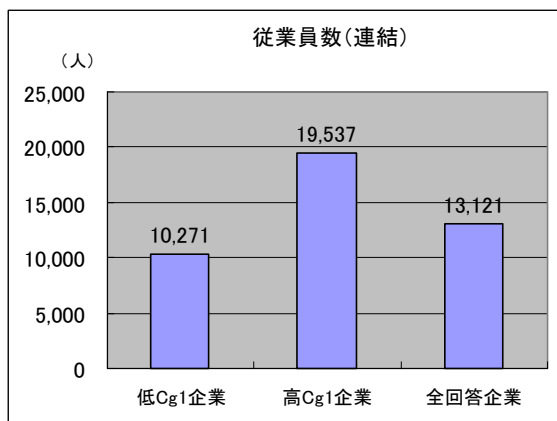
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 181 社
 高 Cg1 企業: 38 社
 低 Cg1 企業: 23 社

c. Cg1 と従業員数 (連結、3年)



従業員数は、高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より多いがそれらの差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 181 社

高 Cg1 企業: 38 社

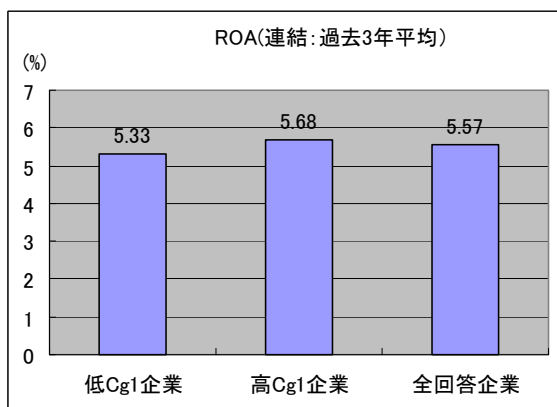
低 Cg1 企業: 23 社

(4) Cg1 と企業業績

総資本および株主資本の収益性である ROA および ROE の過去 3 年間および 5 年間の平均をとり、カテゴリ-I と資本収益性との関係を調べた。

a. ROA (連結、3年・5年)

3年、5年とも、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%)。

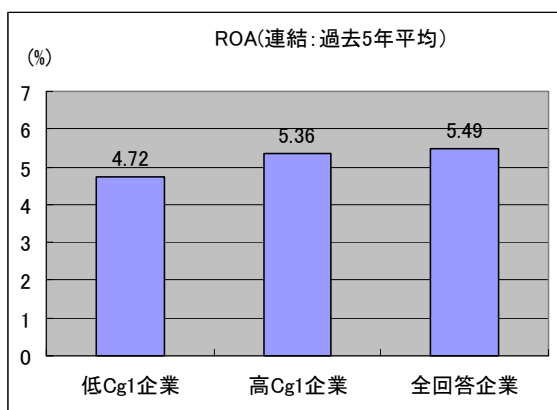


連結・3年

全回答企業: 177 社

高 Cg1 企業: 36 社

低 Cg1 企業: 23 社



連結・5年

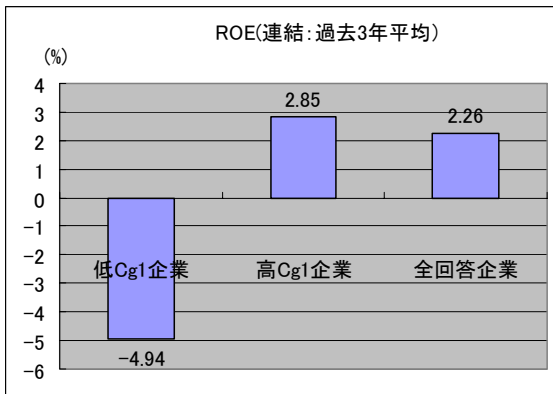
全回答企業: 158 社

高 Cg1 企業: 36 社

低 Cg1 企業: 21 社

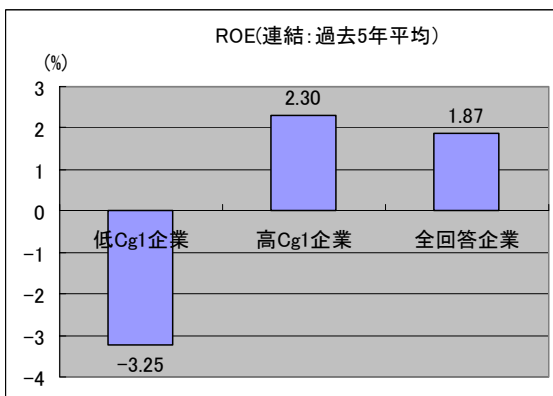
b. ROE (連結、3年・5年)

ROEは、3年、5年とも、高Cg1企業の方が、低Cg1企業より有意に高い(有意水準10%)。



連結・3年

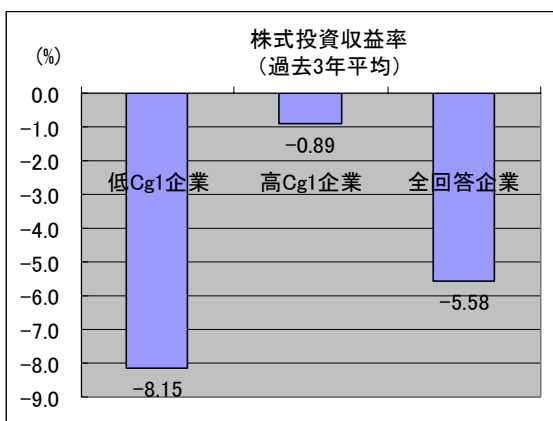
全回答企業: 176社
 高Cg1企業: 36社
 低Cg1企業: 23社



連結・5年

全回答企業: 158社
 高Cg1企業: 36社
 低Cg1企業: 21社

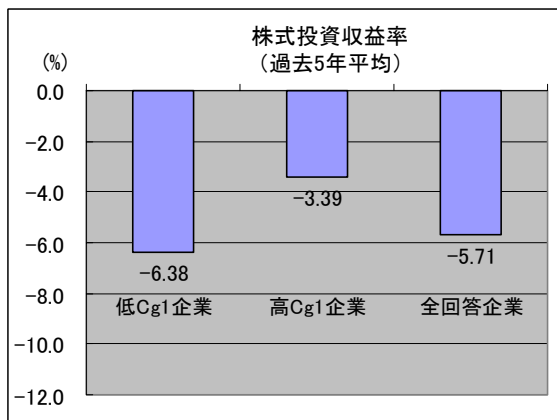
(5) 株式投資収益率 (3年・5年)



3年

高Cg1企業の方が、低Cg1企業より有意に高い(有意水準1%)。

全回答企業: 166社
 高Cg1企業: 37社
 低Cg1企業: 22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%)。

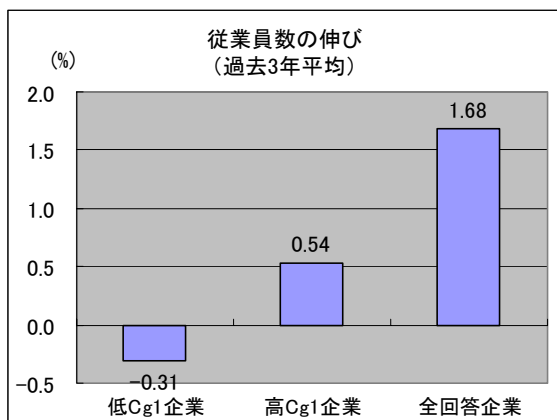
全回答企業: 161 社
 高 Cg1 企業: 35 社
 低 Cg1 企業: 22 社

ベータ係数の平均は次表のとおりで、高低企業の差は3年、5年とも有意ではない。ただし、3年ベータに関しては、高低企業とも全回答企業より5%の水準で有意に低い。

	ベータ (3年)	ベータ (5年)
高 Cg1 企業	0.744	0.760
低 Cg1 企業	0.757	0.768
全回答企業	0.839	0.803

(6) Cg1 と従業員数の伸び (連結、3年)

過去3年間の従業員数の伸びは、高 Cg1 企業の方が高いが有意な差ではない(有意水準 10%)。また、全回答企業の方が高 Cg1 企業より高い。これは、全回答企業のなかに、異常に従業員数の伸びが大きい企業があるからであると推定される。



全回答企業: 181 社
 高 Cg1 企業: 38 社
 低 Cg1 企業: 23 社

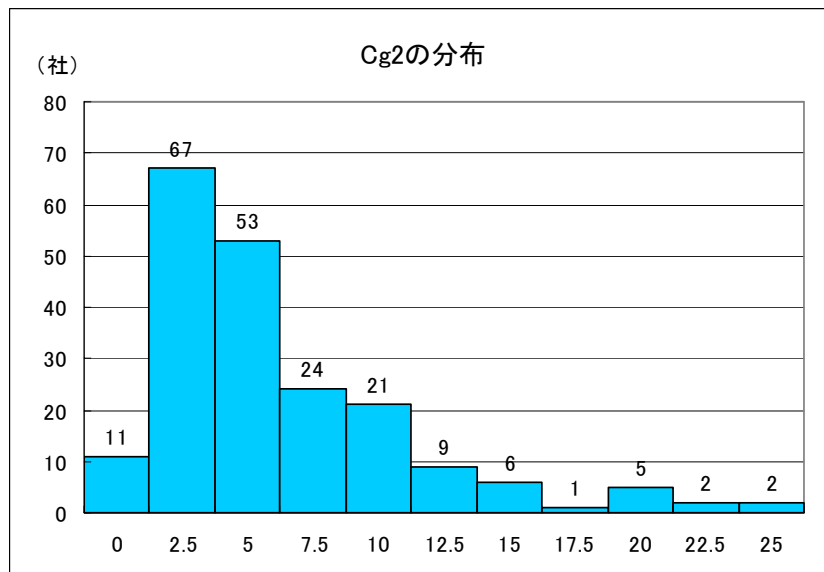
(付表 2-1) 高・低 Cg1 企業間の差等の統計的検定

項目	高低 Cg1 企業の差の検定	高 Cg1 企業と 全回答企業との差の検定
外国人持株比率	10%	×
最高経営責任者年齢	5%	10%
総資産 (3 年)	5%	×
売上高 (3 年)	5%	×
従業員数 (3 年)	×	×
ROA (3 年)	×	×
ROA (5 年)	×	×
ROE (3 年)	10%	×
ROE (5 年)	10%	×
株式投資収益率 (3 年)	1%	5%
株式投資収益率 (5 年)	×	×
従業員数の伸び (3 年)	×	×

(数字はその水準で有意であることを、×は 10%水準で有意でないことを表す)

B 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

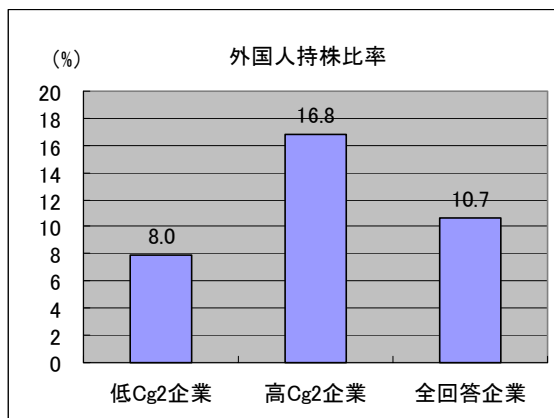
平均 6.1 標準偏差 4.9 最大:25 最小:0

高 Cg2 企業:Cg2 が 11 以上の 30 社

低 Cg2 企業:Cg2 が 1.2 以下の 11 社

(2) Cg2 と企業特性

a. 外国人持ち株比率



高 Cg2 企業の方が、低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

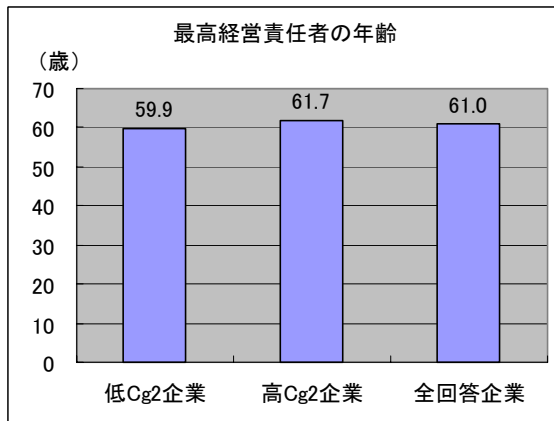
全回答企業: 184 社

高 Cg2 企業: 30 社

低 Cg2 企業: 11 社

b. 最高経営責任者の年齢

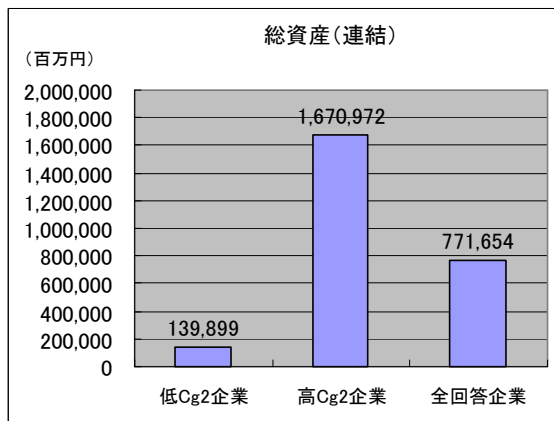
最高経営責任者の年齢は高 Cg2 企業の方が高いが、差は有意ではない(有意水準 10%)。



全回答企業: 188 社
 高 Cg2 企業: 29 社
 低 Cg2 企業: 10 社

(3) Cg2 と企業規模

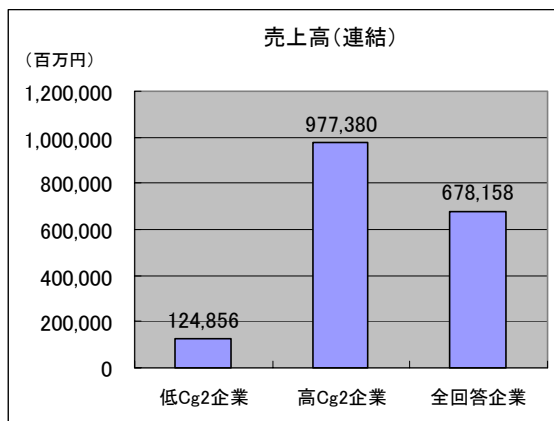
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg2 企業の方が、低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 181 社
 高 Cg2 企業: 26 社
 低 Cg2 企業: 10 社

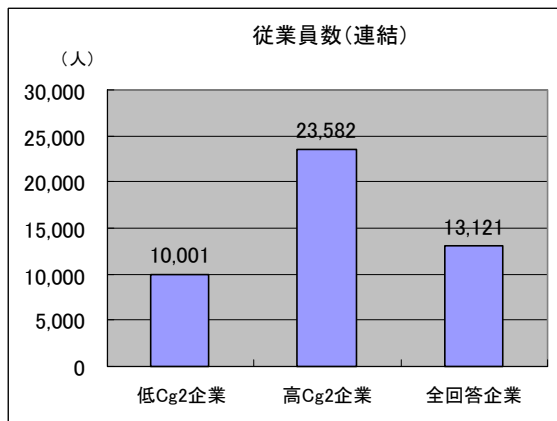
b. 売上高 (連結、3 年)



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

全回答企業: 181 社
 高 Cg2 企業: 26 社
 低 Cg2 企業: 10 社

c. 従業員数 (連結、3年)



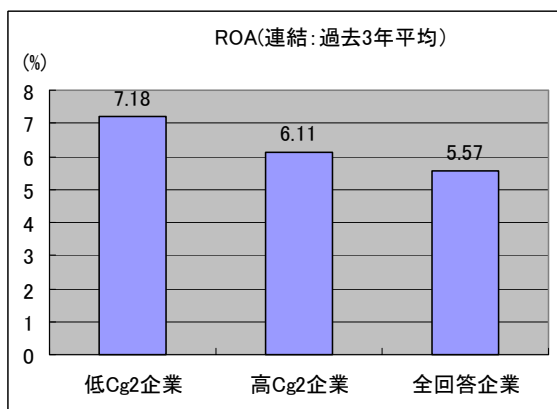
高 Cg2 企業の方が、低 Cg2 企業より多いが、それらの差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 181 社
 高 Cg2 企業: 26 社
 低 Cg2 企業: 10 社

(4) Cg2 と資本収益性

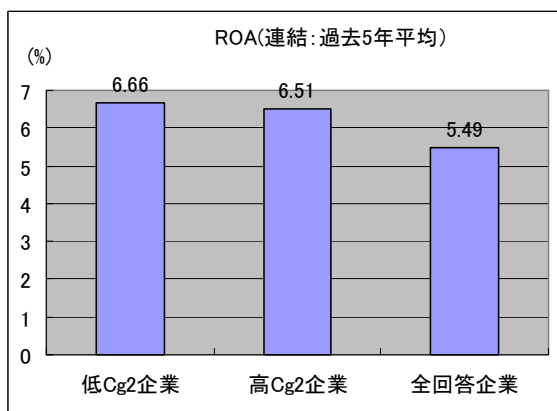
a. ROA (連結、3年・5年)

ROA は、3年、5年とも、低 Cg2 企業の方が高 Cg2 企業より高いが、その差は統計的には有意ではない(有意水準 10%)。つまり、ROA は Cg2 と関係ないといえる。



連結・3年

全回答企業: 177 社
 高 Cg2 企業: 25 社
 低 Cg2 企業: 10 社

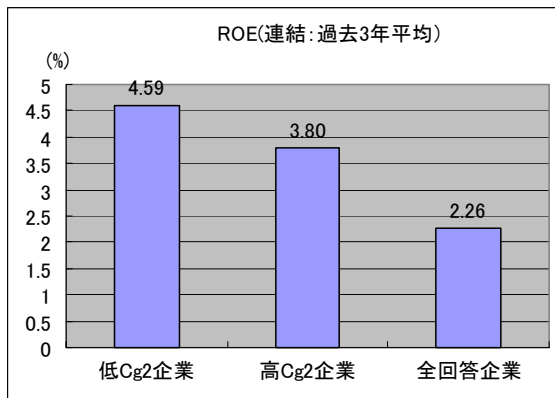


連結・5年

全回答企業: 158 社
 高 Cg2 企業: 25 社
 低 Cg2 企業: 8 社

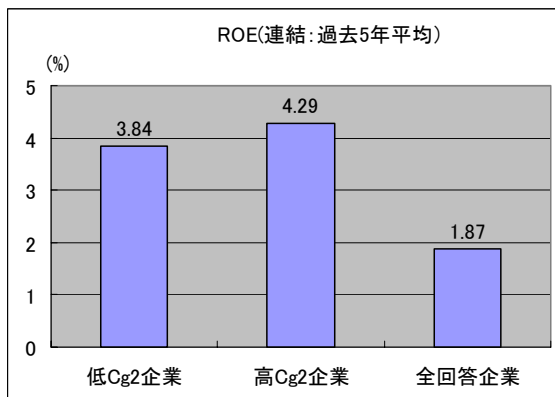
b. ROE (連結、3年・5年)

ROEは、期間のとり方で、高JCGIndex企業と低JCGIndex企業で、大小が逆転している。いずれもその差は統計的には有意ではない(有意水準10%)。ROEはCg2と無関係であると推論できる。



連結・3年

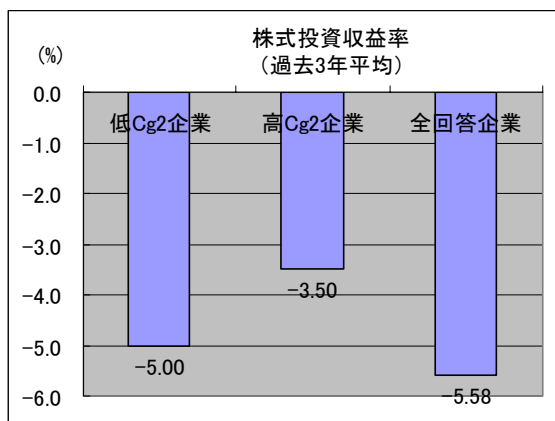
全回答企業: 176社
 高Cg2企業: 25社
 低Cg2企業: 10社



連結・5年

全回答企業: 158社
 高Cg2企業: 25社
 低Cg2企業: 8社

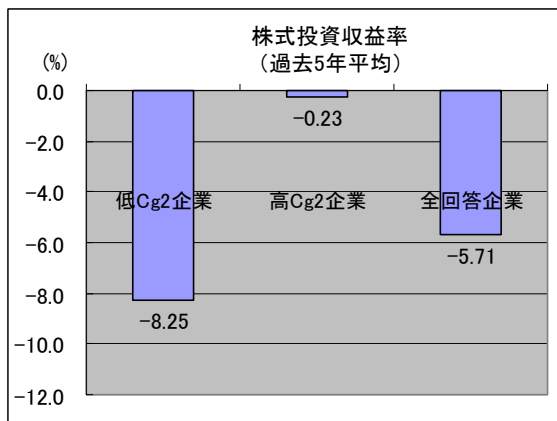
(5) Cg2と株式投資収益率(3年・5年)



3年

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

全回答企業: 166社
 高Cg2企業: 26社
 低Cg2企業: 6社



5年

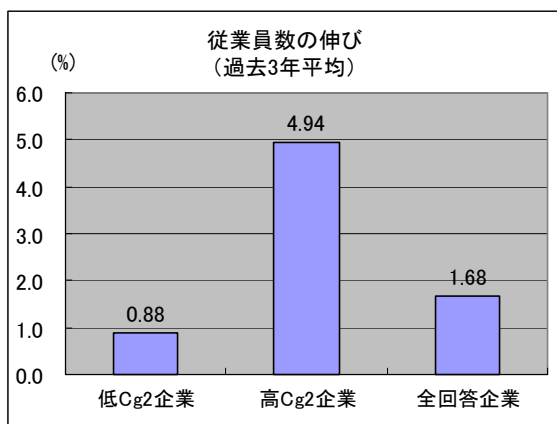
高 Cg2 企業の方が、低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 10%)。

全回答企業: 161 社
高 Cg2 企業: 23 社
低 Cg2 企業: 6 社

各企業群のベータ係数の平均は次のとおりで、各企業群の間で有意な差はない(10%水準)。

	ベータ (3年)	ベータ (5年)
高 Cg2 企業	0.742	0.790
低 Cg2 企業	1.075	0.878
全回答企業	0.839	0.803

(6) Cg2 と従業員数の伸び (連結、3年)



従業員数の伸びは、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: 181 社
高 Cg2 企業: 26 社
低 Cg2 企業: 10 社

<Cg2 と企業業績>

高 JCGIndex と低 JCGIndex 企業との間に有意な業績の差は見られない。その理由として3つの可能性が考えられる。第一は、回答企業全体として、カテゴリーII の得点が低すぎるということである。つまり、高 JCGIndex 企業とはいえ、ごく一部の例外を除いて、取締役会が経営監督機関として実効性のある要件を十分に満たしていないため、業績に差が出ないという可能性である。第二は、取締役会の構成というようなガバナンス・システムの形は、それ自体では、企業の業績に影響を与えないということである。これが正しいとすれば、経営責任の自覚や透明性の確保という考え方があってはじめて、形がものを言うことになる。第三は、過去数年間業績が悪かった企業が、それを改善するために委員会等設置会社に移行したため、カテゴリーIII で高い得点を上げたという可能性である。

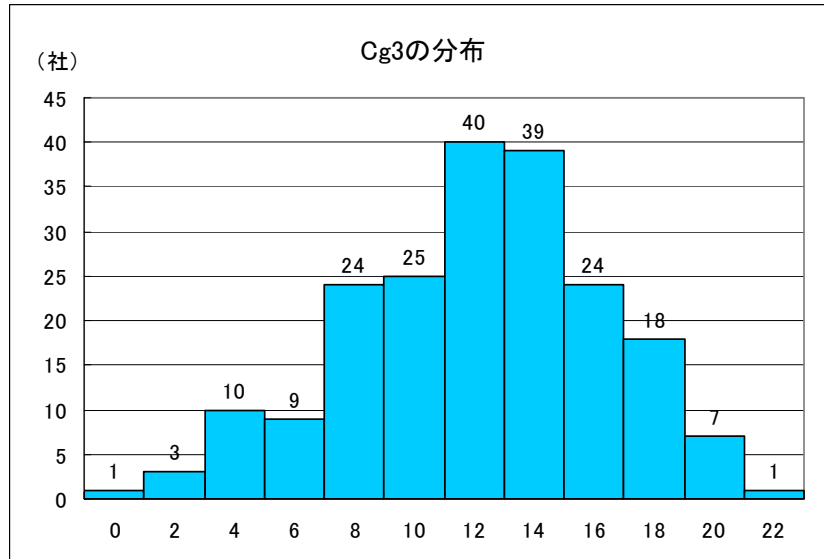
(付表 2-2) 高・低 Cg2 企業間の差等の統計的検定

項目	高低 Cg2 企業の差の検定	高 Cg2 企業と 全回答企業との差の検定
外国人持株比率	5%	1%
最高経営責任者年齢	×	×
総資産 (3 年)	5%	×
売上高 (3 年)	10%	×
従業員数 (3 年)	×	10%
ROA (3 年)	×	×
ROA (5 年)	×	×
ROE (3 年)	×	×
ROE (5 年)	×	×
株式投資収益率 (3 年)	×	×
株式投資収益率 (5 年)	10%	1%
従業員数の伸び (3 年)	×	10%

(数字はその水準で有意であることを、×は 10%水準で有意でないことを表す)

C 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

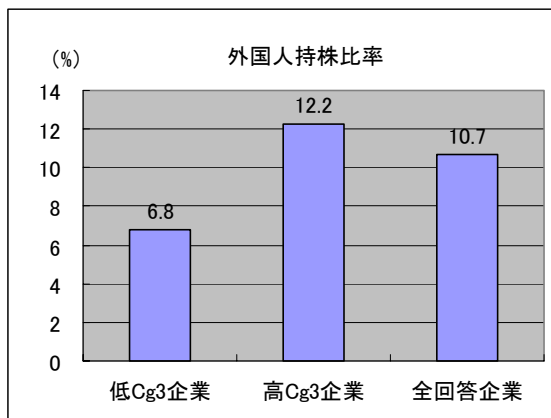
平均 11.6 標準偏差 4.4 最大:21 最小:0

高 Cg3 企業:Cg3 が 16 以上の 38 社

低 Cg3 企業:Cg3 が 7.3 以下の 32 社

(2) Cg3 と企業特性

a. 外国人持ち株比率



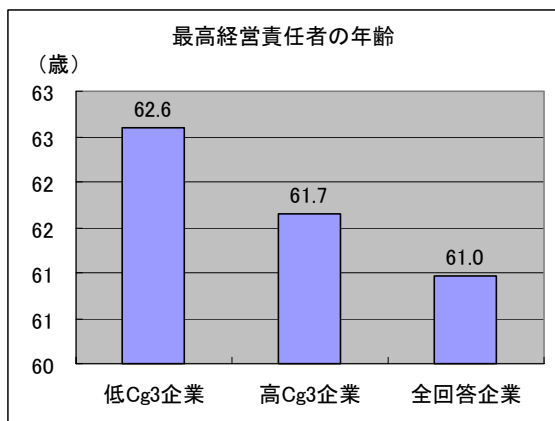
高 Cg3 企業の方が、低 Cg3 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 184 社

高 Cg3 企業: 37 社

低 Cg3 企業: 31 社

b. 最高経営責任者の年齢

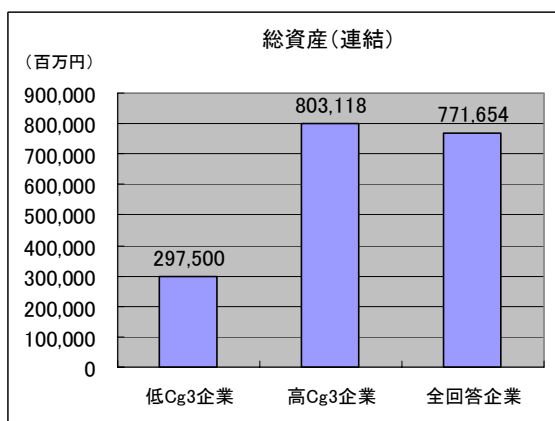


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より若い、その差は統計的に有意でない(有意水準 10%)。

全回答企業:	188 社
高 Cg3 企業:	38 社
低 Cg3 企業:	32 社

(3) Cg3 と企業規模

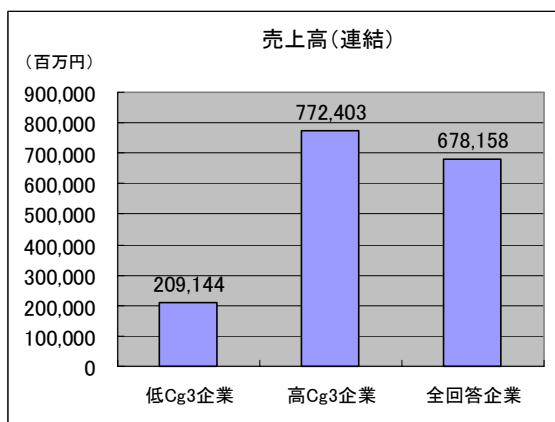
a. 総資産 (連結、3 年)



総資産は高 Cg3 企業の方が有意に高い(有意水準 5%)。しかし、高 Cg3 企業と全回答企業の差は有意ではなく、高 Cg3 企業の資産規模が特に大きいとは言えない。つまり、資産規模は高 Cg3 を特徴づけるものではない。

全回答企業:	181 社
高 Cg3 企業:	40 社
低 Cg3 企業:	30 社

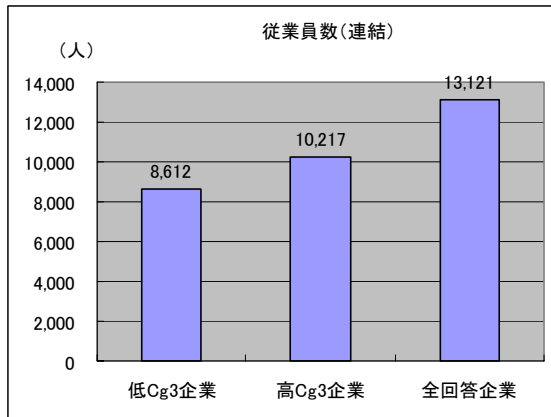
b. 売上高 (連結、3 年)



売上高も、高 Cg3 企業の方が有意に高い(有意水準 5%)が、全回答企業との差も有意ではない。売上高の規模も、高 Cg3 企業の要件ではない。

全回答企業:	181 社
高 Cg3 企業:	40 社
低 Cg3 企業:	30 社

c. 従業員数 (連結、3年)



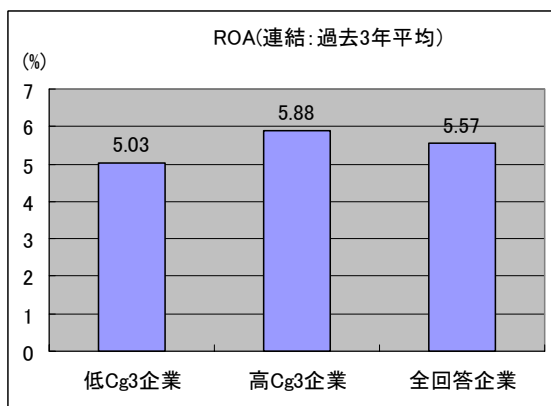
従業員数も、高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より多いが、全回答企業と比べると少ない。しかし、これらの差は統計的に有意ではない(有意水準 10%)。従業員数が大きいことも、高 Cg3 企業の要件ではない。

全回答企業: 181 社
 高 Cg3 企業: 40 社
 低 Cg3 企業: 30 社

(4) Cg3 と資本収益性

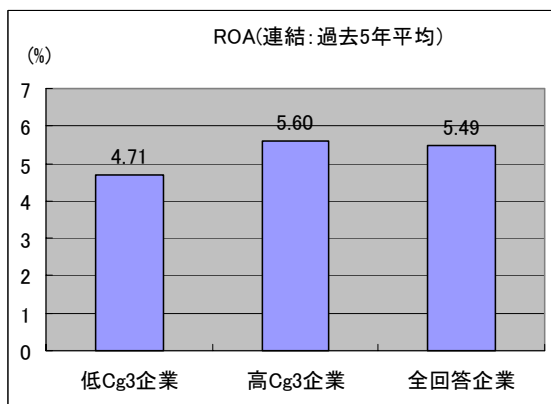
a. ROA (連結、3年・5年)

3年、5年とも、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%)。



連結・3年

全回答企業: 177 社
 高 Cg3 企業: 36 社
 低 Cg3 企業: 30 社

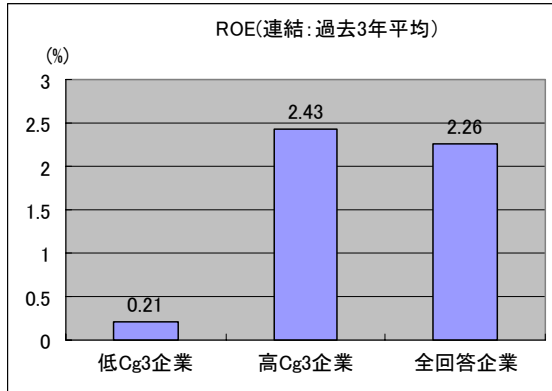


連結・5年

全回答企業: 158 社
 高 Cg3 企業: 35 社
 低 Cg3 企業: 27 社

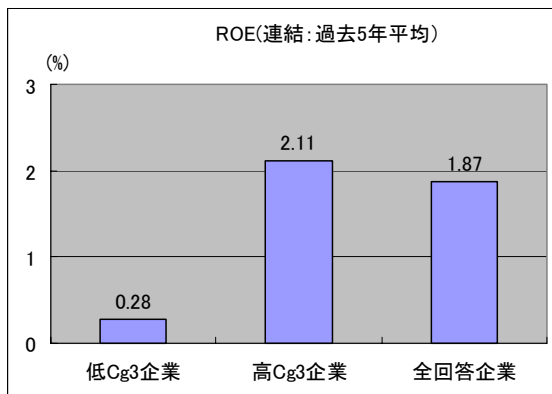
b. ROE (連結、3年・5年)

3年、5年とも、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%)。



連結・3年

全回答企業: 176 社
 高 Cg3 企業: 36 社
 低 Cg3 企業: 30 社

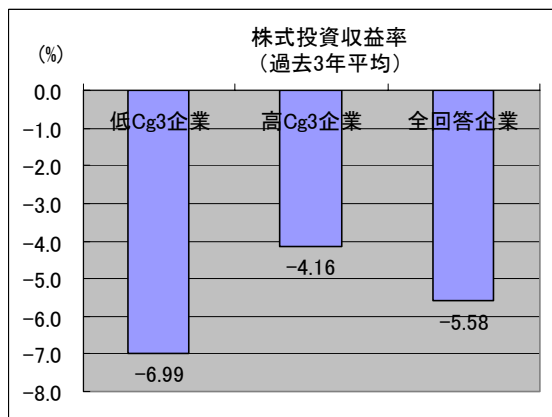


連結・5年

全回答企業: 158 社
 高 Cg3 企業: 35 社
 低 Cg3 企業: 27 社

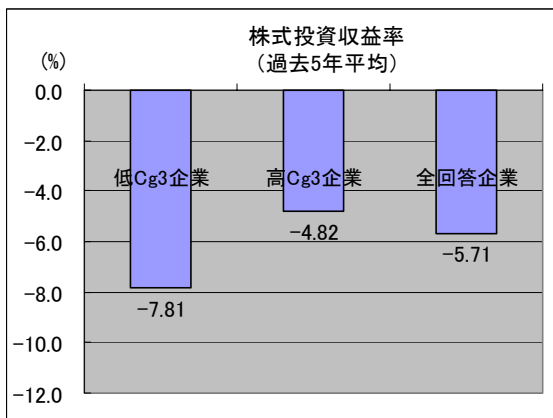
(5) Cg3 と株式投資収益率 (3年・5年)

3年、5年とも、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%)



3年

全回答企業: 166 社
 高 Cg3 企業: 34 社
 低 Cg3 企業: 28 社



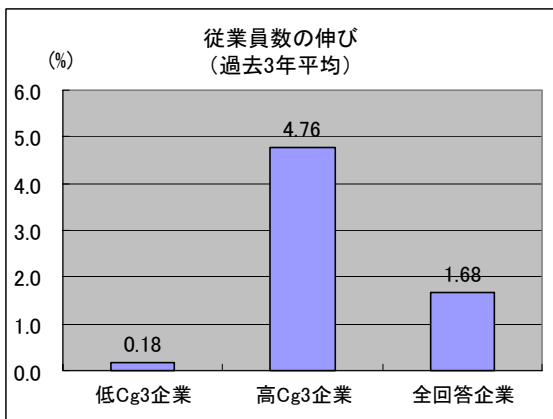
5年

全回答企業: 161社
高Cg3企業: 33社
低Cg3企業: 28社

ここでも各企業群のベータ係数の平均に差は認められない(有意水準 10%)。

	ベータ (3年)	ベータ (5年)
高Cg3企業	0.891	0.867
低Cg3企業	0.849	0.838
全回答企業	0.839	0.803

(6) Cg3と従業員数の伸び(連結、3年)



高Cg3企業の方が、低Cg3企業より有意に高い(有意水準 10%)。

全回答企業: 181社
高Cg3企業: 40社
低Cg3企業: 30社

<Cg3と企業業績>

高Cg3企業は、低Cg3企業よりは業績が良好であるが、企業規模の変数と同様、全回答企業の平均との差は有意ではない。最高経営者の経営執行システムと企業業績との関係は、相対的に小さいようである。

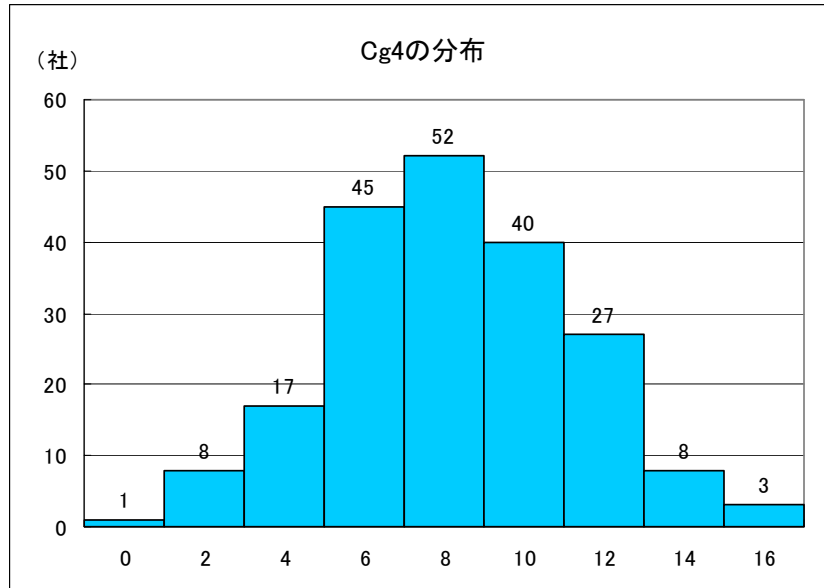
(付表 2-3) 高・低 Cg3 企業間の差等の統計的検定

項目	高低 Cg3 企業の差の検定	高 Cg3 企業と 全回答企業との差の検定
外国人持株比率	1%	×
最高経営責任者年齢	×	×
総資産 (3 年)	5%	×
売上高 (3 年)	5%	×
従業員数 (3 年)	×	×
ROA (3 年)	×	×
ROA (5 年)	×	×
ROE (3 年)	×	×
ROE (5 年)	×	×
株式投資収益率 (3 年)	×	×
株式投資収益率 (5 年)	×	×
従業員数の伸び (3 年)	10%	10%

(数字はその水準で有意であることを、×は 10%水準で有意でないことを表す)

D 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

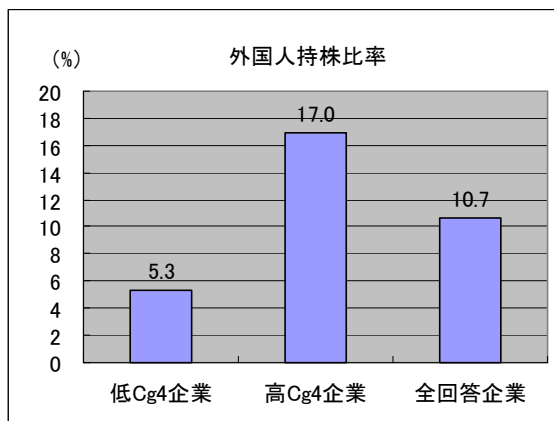
平均 7.7 標準偏差 3.2 最大:15 最小:0

高 Cg4 企業:Cg4 が 10.9 以上の 37 社

低 Cg4 企業:Cg4 が 4.5 以下の 23 社

(2) Cg4 と企業特性

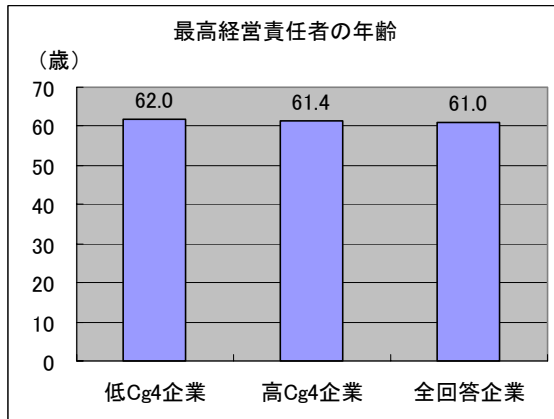
a. 外国人持ち株比率



外国人持ち株比率は高 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:	184 社
高 Cg4 企業:	36 社
低 Cg4 企業:	23 社

b. 最高経営責任者の年齢

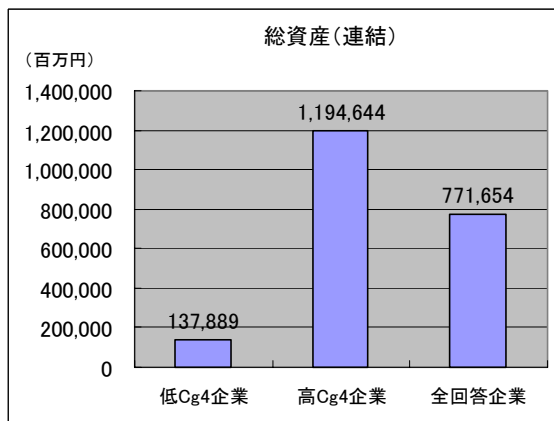


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より若い、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業:	188 社
高 Cg4 企業:	37 社
低 Cg4 企業:	22 社

(3) Cg4 と企業規模

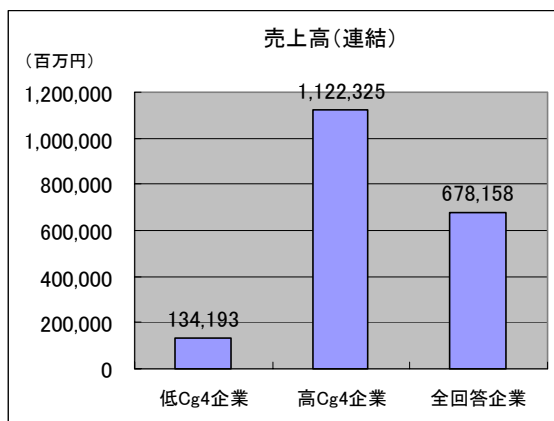
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg4 企業の方が、低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業:	181 社
高 Cg4 企業:	31 社
低 Cg4 企業:	26 社

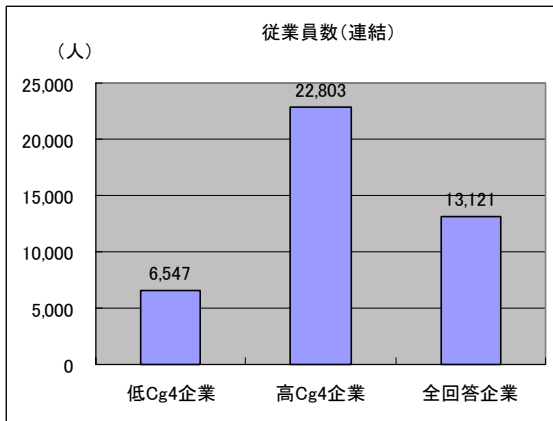
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg4 企業の方が、低 Cg4 企業および全回答企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業:	181 社
高 Cg4 企業:	31 社
低 Cg4 企業:	26 社

c. 従業員数 (連結、3年)



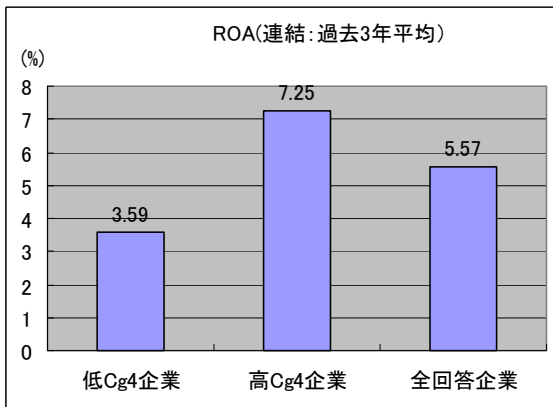
高 Cg4 企業の方が、低 Cg4 企業より有意に多い(有意水準 10%)。

全回答企業: 181 社
 高 Cg4 企業: 31 社
 低 Cg4 企業: 26 社

(4) Cg4 と資本収益性

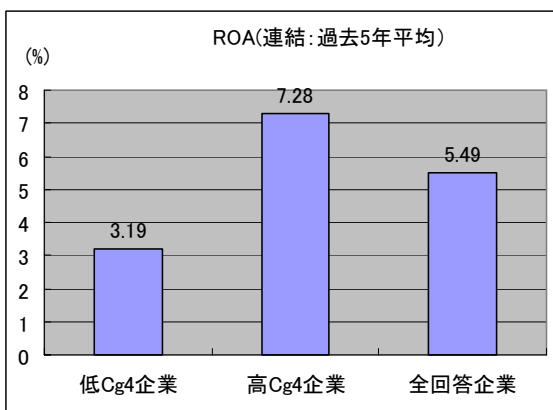
a. ROA (連結、3年・5年)

3年、5年とも、高 Cg4 企業の方が、低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。



連結・3年

全回答企業: 177 社
 高 Cg4 企業: 29 社
 低 Cg4 企業: 26 社

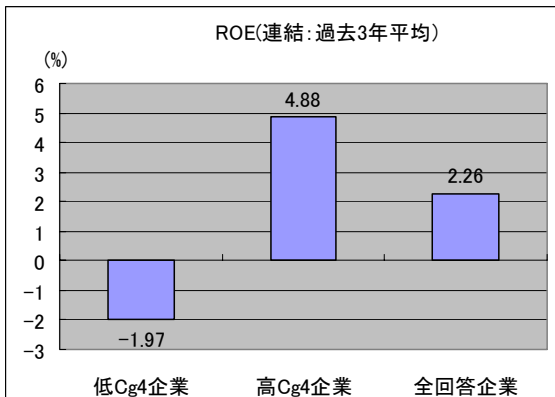


連結・5年

回答企業: 158 社
 高 Cg4 企業: 28 社
 低 Cg4 企業: 22 社

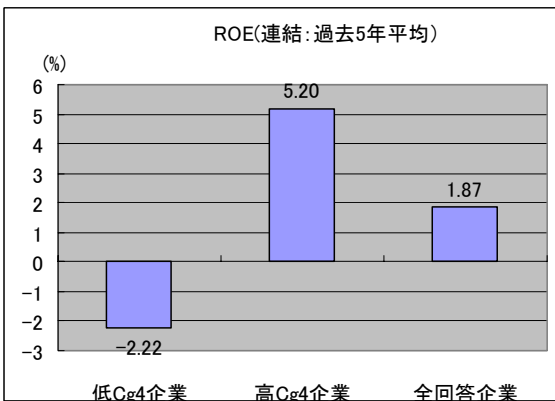
b. ROE (連結、3年・5年)

3年、5年とも、高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。



連結・3年

全回答企業: 176社
 高 Cg4 企業: 29社
 低 Cg4 企業: 25社

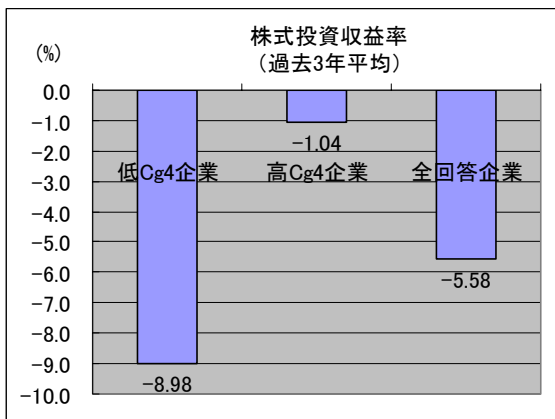


連結・5年

全回答企業: 158社
 高 Cg4 企業: 28社
 低 Cg4 企業: 22社

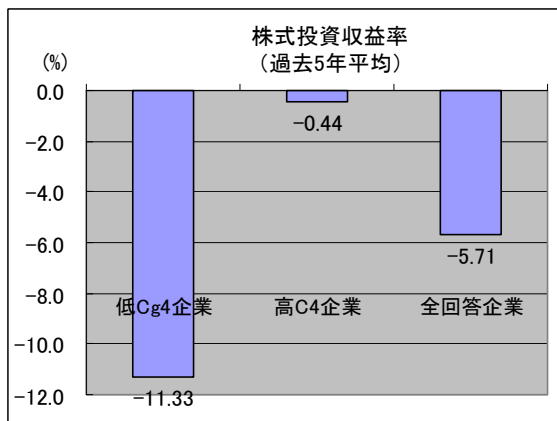
(5) Cg4 と株式投資収益率

3年、5年とも、高 Cg4 企業の方が、低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。



3年

全回答企業: 166社
 高 Cg4 企業: 28社
 低 Cg4 企業: 25社



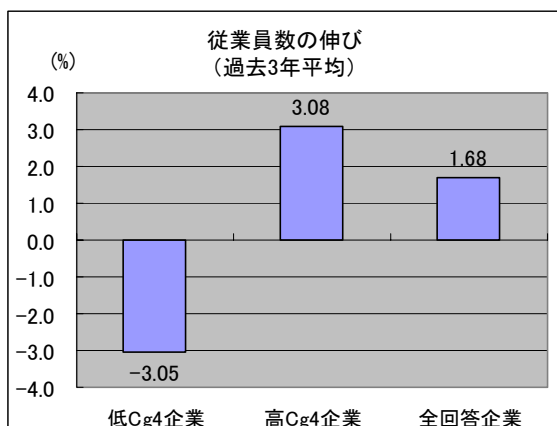
5年

全回答企業: 161社
 高Cg4企業: 27社
 低Cg4企業: 25社

各企業群のベータ係数の平均は次のとおりで、平均の間の差は有意ではない(有意水準 10%)。

	ベータ (3年)	ベータ (5年)
高Cg4企業	0.892	0.812
低Cg4企業	1.019	0.823
全回答企業	0.839	0.803

(6) Cg4 と従業員数の伸び



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: 181社
 高Cg4企業: 31社
 低Cg4企業: 26社

<Cg4 と企業業績>

企業の透明性を意味するCg4は、ROA、ROEおよび株式投資収益率などの企業業績と明確な関係を有している。責任ある企業経営(カテゴリーI)と並んで、透明性の確保という企業運営の精神が企業業績にとって重要であることを示唆するとともに、他方で業績の良い企業はディスクロージャー等を積極的に行っているということを意味しているのであろう。

(付表 2-4) 高・低 Cg4 企業間の差等の統計的検定

項目	高低 Cg4 企業の差の検定	高 Cg4 企業と 全回答企業との差の検定
外国人持株比率	1%	5%
最高経営責任者年齢	×	×
総資産 (3 年)	1%	×
売上高 (3 年)	1%	×
従業員数 (3 年)	10%	10%
ROA (3 年)	1%	5%
ROA (5 年)	1%	5%
ROE (3 年)	1%	×
ROE (5 年)	1%	10%
株式投資収益率 (3 年)	1%	5%
株式投資収益率 (5 年)	1%	1%
従業員数の伸び (3 年)	1%	×

(数字はその水準で有意であることを、×は 10%水準で有意でないことを表す)

むすびに

2 回にわたる累計 288 社の調査から、JCGIndex と企業業績との間に明確な相関関係があることが分かった。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、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、201 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、1,500 社以上ある東証一部上場企業の一部に過ぎず、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。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ということである。

(付記)本報告書で使用したデータ

業種分類

東京証券取引所の業種分類による

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 (2003 年 11 月 11 日現在の 1,538 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: 1998 年～2002 年

株式投資収益率

出所: 日本証券経済研究所 2002 年株式投資収益率
対象: 東証一部上場企業 (2003 年 11 月 11 日現在の 1,538 社)
項目: 月間市場収益率および個別銘柄月間収益率
期間: 1998 年 1 月～2002 年 12 月

ベータ係数

東洋経済新報社「株価 CD-ROM2003」より富士通総研にて算出