

2004 年 12 月 01 日

## 「2004 年 JCGR コーポレート・ガバナンス調査」報告

日本コーポレート・ガバナンス研究所(JCGR)

コーポレート・ガバナンス・インデクス研究会

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

若杉敬明(東京経済大学) クリスティーナ・アメイジャン(一橋大学)

永井秀哉(日本曹達株式会社) 井上恵司(元花王厚生年金基金) 福井和夫(富士通総研)

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

### 【要約と提言】

#### 調査の趣旨

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

厳しいグローバル競争と急速な技術進歩という 21 世紀の企業環境を受けて、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が、世界的に広まりつつある。わが国においても、2003 年 4 月から、従来からの監査役設置会社に加えて、委員会等設置会社という新しい企業統治機構が導入された。

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

本年も 7 月末から 10 月にかけて調査を実施した。今回は前回の 70% 増の回答数を得て、コーポレート・ガバナンスに対する企業の関心の高まりを知らされた。分析の結果、過去 2 年と同様、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。

この結果は、「ガバナンスとマネジメントの分離」が現代の企業環境に適したガバナンスのあり方あることを明確に示している。投資家も経営者も、本調査の結果をわれわれと共有し、ガバナンス改革に役立ててくださることを強く希望する。また、アンケート調査にご協力いただいた上場各社に心よりお礼を申し上げたい。

## 主要な7つの結果

### 1. 調査と回答状況 —高まるコーポレート・ガバナンスへの関心—

日本コーポレート・ガバナンス研究所は、2004年7月末から10月にかけて、東証一部上場企業(7月2日時点の1,560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341社から回答を得た。「JCGRコーポレート・ガバナンス原則」を基準として、回答票から各社のコーポレート・ガバナンスの状態を指数化した。この指標をJCGIndexという。

本年の調査は2002年(第1回)および2003年(第2回)に続き3回目である。2002年の回答企業は159社、2003年(昨年)の回答企業は201社であり、そのうち129社が新規回答企業であった。今年にはさらに189社から新たに回答があった。過去3回の調査でJCGIndexを取得した会社は正味477社に上る。

なお、新規回答企業には伝統的な大企業が多く、コーポレート・ガバナンスへの関心が、影響力の大きい指導的な大企業にまで広がっていることが分かる。

### 2. 回答企業の特徴 —規模が大きく、かつ企業業績が優れている—

回答企業の特徴は、企業規模が大きいということである。過去5年間(1999-2003)の平均で見ると、資産、売上高、従業員数とも、回答企業の平均は全上場企業の平均よりはるかに大きい(約2倍)。さらに、回答企業の業績は、全上場企業の業績より優れている。つまり、ROAは5.20%対4.95%、ROEは3.04%対0.795、株式投資収益率-0.46%対-1.23%とであり、回答企業の平均のほうが上場企業の平均より高い。

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

本年度の回答企業341社のJCGIndexの平均は45.0(標準偏差12.9)であった。昨年は37.8(標準偏差12.0)であったので、前回調査より平均が向上しているように見える。しかし、商法改正、社会的責任への関心の高まりなど、コーポレート・ガバナンスをめぐる状況が急速に変化していることを反映して、本年は約50問のうちの2割程度の質問に大きな変更が加えられているので、単純な比較はできない。

それにもかかわらず、最高値が大きく増加していることなどを考慮すると、わが国のコーポレート・ガバナンスは多少とも進化していると推測できる。ただし、平均点は45点で、満点の半分以上以下である。これから推し量ると、日本企業全体としては、われわれのガバナンス・モデルからかなり遠いと言わざるをえない。

全2回の調査でもコーポレート・ガバナンスは企業間で大きな格差が存在したが、本年の調査でも同じことが確かめられた。JCGIndexは最高83から最低11まで広範囲に分布している。なお、昨年は最高73、最低12であった。

### 4. カテゴリー別得点 —アンバランスなガバナンス改革—

JCGIndexは、下の表にある4つのカテゴリーの得点(Cg1、Cg2、Cg3、からCg4)の合計である。

341 社のカテゴリ別得点は表の通りある。

第 3、第 4 のカテゴリの充足率は 50% を超える高い水準であるが、これに対して第 1 および第 2 のカテゴリの充足率ははるかに低い。とくに取締役会の機能と構成に関する第 2 カテゴリは低く、取締役会の監督（ガバナンス）と執行役員による経営（マネジメント）の分離が普及していない現状が明確に現れている。

換言すれば、コーポレート・ガバナンス改革を始めとする企業のリストラにより、マネジメント・システムやディスクロージャーの改善は進んでいるが、ガバナンスの根幹である経営責任の明確化や取締役会改革はあまり進んでいないということである。なお、参考までに前回調査の数字を括弧で示したが、上述のように質問項目に変更があったので、カテゴリ別配点も変化している。

	カテゴリ	平均／配点	充足率（昨年）
I	業績目標と経営者の責任体制	11.9／28	42.5%（43.9%）
II	取締役会の構成と機能	6.7／25	26.8%（21.0%）
III	最高経営者の経営執行体制	16.0／27	59.3%（44.6%）
IV	株主とのコミュニケーションと透明性	10.4／20	52.0%（45.3%）

## 5. 高 JCGIndex 企業・低 JCGIndex 企業の特徴

JCGIndex が高い企業の特徴を見るとともに、JCGIndex と企業業績等との間にいかなる関係があるかを見るために、JCGIndex が特に高い企業と、特に低い企業を選び出した。JCGIndex が 58 以上の（平均より 1 標準偏差以上、上方に乖離している）企業 51 社を高 JCGIndex 企業と呼び、JCGIndex が 38 以下の（平均より 1 標準偏差以上、下方に乖離している）企業 55 社を低 JCGIndex 企業と呼ぶ。

### (1) 高・低 JCGIndex 企業の特徴 —外国人持ち株比率が高く、CEO が若い—

高 JCGIndex 企業の外国人持ち株比率（26.1%）は、上場会社の平均約（13.8%）より高く、逆に低 JCGIndex 企業（8.3%）は低い。また、CEO の年齢は、高 JCGIndex 企業の平均（60.9 歳）のほうが低 JCGIndex 企業の平均（63.9 歳）より 3 歳若い。

### (2) 高 JCGIndex 企業のほうが、企業規模が大きい

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

### (3) コーポレート・ガバナンスは総合力—高 JCGIndex 企業は全てのカテゴリ得点が高い

JCGIndex は、どれかのカテゴリが高得点をとれば、高い水準になるというものではない。高 JCGIndex 企業は、低 JCGIndex 企業と比べると、すべてのカテゴリでより高い得点を上げている。つまり、カテゴリ I（18.1 対 6.7）、カテゴリ II（12.4 対 4.0）、カテゴリ III（20.9 対 10.1）およびカテゴリ IV（15.2 対 6.0）である。逆に言えば、すべてのカテゴリで高い点をとらなければ高水準の JCGIndex を得ることができない。その意味でコーポレート・ガバナンスは企業の総合力を表すのであり、これが決め手というカテゴリはない。

## 6. JCGIndex と企業業績－明確な相関関係－

コーポレート・ガバナンスの目的は良い業績を確保することある。コーポレート・ガバナンスと企業業績との間には、実際に相関関係があるのであろうか。今回の JCGIndex 調査からも、過去 2 回と同様、両者には密接な相関関係があることが明らかにされた。

### (1) 高 JCGIndex 企業のほうが、企業業績が勝れている

過去 5 年間の平均で見ると、基本的な企業業績を表す ROA (6.30%対 4.66%)、ROE (4.12%対 -1.82%) いずれを見ても高 JCGIndex 企業の方が高い。また企業業績の株主への分配の指標である株式投資収益率 (1.93%対 -1.82%) も、高 JCGIndex 企業の方が高い。

### (2) 従業員数の伸び率も高 JCGIndex 企業のほうが高い

過去 3 年間 (2001-2003) における従業員数の増加率を見ると、高 JCGIndex のほうが低 JCGIndex 企業より高い (1.43 対 0.60%、ただし統計的には 10% の水準でも有意な差ではない)。しばしば、利益を上げるためには雇用を犠牲にせざるを得ないと言われるが、高 JCGIndex 企業の業績が良いのは、従業員数の削減で費用を節約した結果ではないことを示唆している。

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

JCGIndex の構成要素であるカテゴリー別得点と企業業績との間にはいかなる関係があるのであろうか。JCGIndex の場合と同様で、それぞれのカテゴリーごとに高得点企業と低得点企業とを抽出して比較した。全般的に、カテゴリー別得点が高い企業群のほうが、低い企業群より企業業績 (過去 5 年間の平均) が優れているが、統計的にとくに強い関係が見られるのは、カテゴリー II 「取締役会の構成と機能」とカテゴリー IV 「企業の透明性」とである。なお、昨年調査では、カテゴリー II と企業業績の間には明確な関係が見られなかった。この間、いかなる状況の変化があったのであろうか。説明は今後の課題としたい。

これまでの調査を通して、一貫して企業業績ととくに相関関係が強いのは、株主はじめステークホルダーとのコミュニケーションなど経営の透明性に関するカテゴリー IV である。業績と透明性のいずれが因であり果であるかについて確かなことは言えないが、一つの見方は、業績が良い企業はおのずとディスクロージャーにも積極的になれるということである。

**カテゴリー I** : 株式投資収益率においては高 JCGIndex 企業のほうが低 JCGIndex 企業より高い (1.03%対 -1.79%)。ROA (5.00%対 5.14%) および ROE (3.00%対 3.59%) については低 JCGIndex 企業の方が高いが、10%水準でもその差は統計的には有意でない。

**カテゴリー II** : すべての指標で高 JCGIndex 企業のほうが高く、かつ 5%水準で統計的にも有意である。つまり、ROA は 6.62%対 4.70%、ROE は 4.44%対 1.75%、そして株式投資収益率は 1.23%対 -3.07%である。

**カテゴリー III** : すべての指標で高 JCGIndex 企業のほうが勝れている。つまり、ROA は 5.86%対 4.92%、ROE は 2.92%対 1.45%、そして株式投資収益率は 0.95%対 -3.26%である。しかし、その差は株式投資収益率が有意 (5%水準) であるほかは、統計的に有意ではない (10%水準)。

カテゴリーⅣ：すべての指標で高 JCGIndex 企業が勝っている。ROA (5.20%対 4.02%) は 5% 水準で、ROE (4.13%対 0.56%) および株式投資収益率 (2.17%対 -2.51%) は 1%水準で統計的に有意である。

## JCGR の提言

### ーコーポレート・ガバナンス改革が企業および日本経済再生の決め手ー

過去 3 回の調査は、企業業績がコーポレート・ガバナンスと強い相関関係にあることを示している。一回ごとの調査の回答率が必ずしも高くはないが、総計 701 回答、正味 477 社のサンプルが、毎回全く同じように、コーポレート・ガバナンス (JCGIndex) と企業業績との関係を示している。このことから、われわれは、コーポレート・ガバナンス改革こそが、「グローバル化と技術革新」という 21 世紀の企業環境において日本企業が勝ち組に入る必要条件であると断言し、投資家と企業経営者にコーポレート・ガバナンス改革の推進を提案したい。

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

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

## 【付表】JCGIndex 上位 51 社

(上位 50%については「上位 50%企業一覧」参照のこと)

(株)東芝 [*]	83	(株)ニチレイ	64
帝人(株)	81	昭和シェル石油(株)	
ソニー(株) [*] (株)日興コーディアルグループ [*]	80	HOYA(株) [*] 丸紅(株)	
オムロン(株) 三洋電機(株)	79	ヤマハ(株) (株)商船三井	63
オリックス(株) [*] コニカミノルタホールディングス(株) [*] (株)大和証券グループ本社 [*]	76 75	横河電機(株) (株)バンダイ *****	62
松下電工(株)	74	総合警備保障(株)	61
スミダコーポレーション(株) [*] (株)メイテック	73	武田薬品工業(株) 東京エレクトロン(株)	60
エーザイ(株) [*] (株)日立製作所 [*] 三菱電機(株) [*]	72 71	住友商事(株) (株)リそなホールディングス [*]	
旭硝子(株) (株)ベネッセコーポレーション	70	(株)なとり ヤマハ発動機(株) (株)ニフコ	
野村ホールディングス(株) [*] (株)社野村総合研究所 日本電気(株)	69 68	日立ソフトウェアエンジニアリング(株) [*] (株)CSK	59
アサヒビール(株) 三井物産(株)	67	日立化成工業(株) [*] 新日本製鐵(株)	58
三共株(株) イオン(株) [*] (株)小松製作所 アンリツ(株)	66 65	東京ガス(株) ***** [*] ***** *****	

注) [\*]は委員会等設置会社。また、\*\*\*\*\*は公表を望まない会社

## 【本文】

## I 調査および調査結果の詳細

## 1. JCGIndex 調査の概要

日本コーポレート・ガバナンス研究会(JCGR)は、2004年7月下旬から10月にかけて、東証一部上場企業(7月2日時点の1,560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、341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、本年の調査は一昨年(第1回)、昨年(第2回)に続き第3回である。

一昨年および昨年は159社、201社から回答を得た。重複を除くと288社であった。これらの企業のうち本年も回答があった企業は152社、本年新たに回答があった企業は189社である。JCGRとしては、この3回の調査で、延べ701社、正味477社から回答を得たことになる。

この間、商法が改正され昨年4月から委員会等設置会社が導入された。3年目の今年はこれに合わせて質問項目を20%程度改訂した。その意味で、絶対点の単純な比較はできない。

## 2. JCGIndex 調査の目的

本調査の目的は、わが国の個別企業におけるガバナンスの現状を正しく把握し、指標(JCGIndex)化することにある。日本企業全体のJCGIndexの状況が明らかにされることにより、わが国の人々が日本企業の姿を新しい角度から見つめ直すことが可能になると考える。さらに、JCGIndexは、海外ビジネス・コミュニティの対日理解を一層深めることにも貢献しうるであろう。

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

コーポレート・ガバナンスの目的は、企業の経営者に対して明確な企業業績目標を与えるとともに、経営者がそれを責任もって実現する体制を確保することであると考えている。そのためには、経営者である執行役員による経営執行(マネジメント)と取締役会による経営監督(ガバナンス)を明確に分離するとともに、経営の状況を株主始め企業のステークホルダーに常に明らかにしておく透明性の確保が重要であると考えている。この観点から、「JCGRコーポレート・ガバナンス原則」にもとづき、次の事項に関する質問群(53問)を設けた。

- ・ 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  
 さらに、これらの事項を、

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

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

## II 回答企業の特徴と JCGIndex の特性

### 1. 回答企業と全上場企業との比較

回答企業数 341 社は東証一部上場企業の約 22% を占める。回答企業と全上場企業の財務状況を過去 5 年(1999～2003 年)の連結データの平均に基づいて比較した(全上場企業、回答企業とも 5 年間のデータが揃わない場合は除外した)。

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

#### 5 年間の平均

総資産(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1293	428651.71	1240.00	19945103.20	1279355.24
全回答企業	287	796811.62	7869.60	19332006.40	1925330.48

(百万円)

売上高(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1293	357394.84	767.40	14951866.20	1102080.81
全回答企業	287	722076.27	8038.60	14951866.20	1808635.81

(百万円)

ROA(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1173	4.946	-15.394	22.030	3.947
全回答企業	264	5.196	-1.608	19.722	3.840

(%)

ROE(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1159	0.791	-466.540	28.990	20.006
全回答企業	263	3.038	-27.988	18.044	6.028



(%)

従業員数(連結)	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1239	7354.53	32.00	316423.40	21075.17
全回答企業	275	13418.75	117.80	316423.40	32425.71

(人)

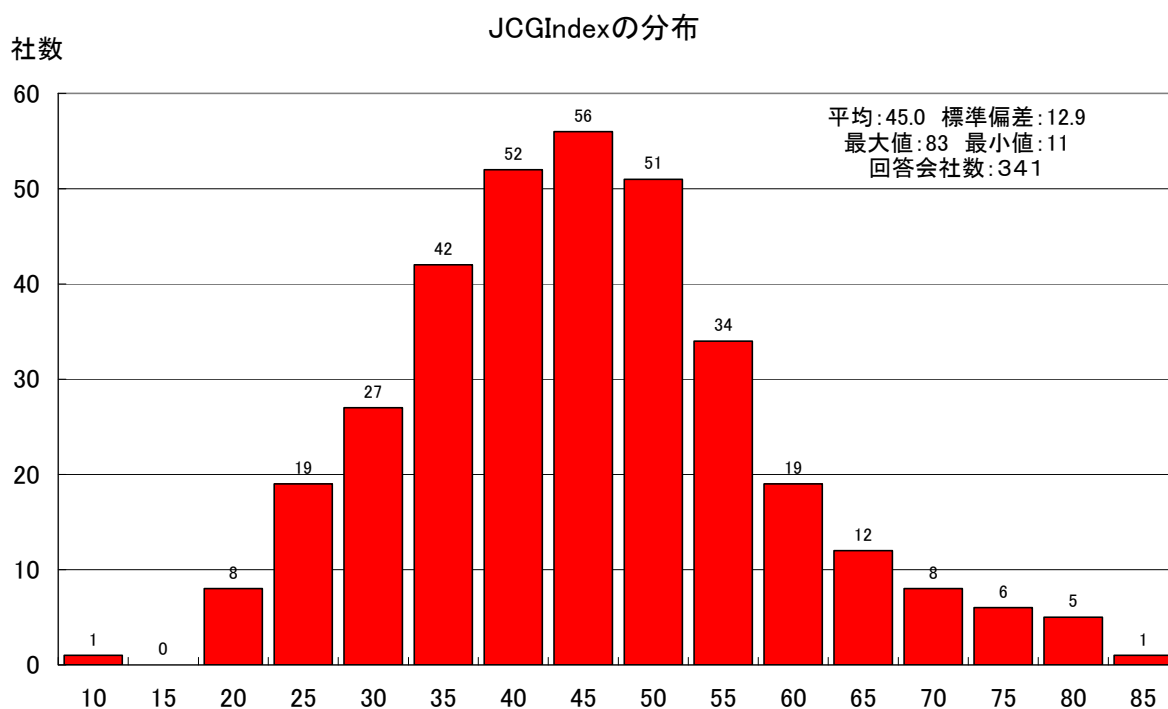
株式投資収益率	度数	平均値	最小値	最大値	標準偏差
上場企業	1228	-1.233	-46.50	66.30	9.576
全回答企業	284	-0.461	-28.30	38.20	8.410

(%)

## 2. JCGIndex の分布

個別の会社の JCGIndex は、最大値が 83，最小値が 11 で、広範に分布しており、会社間に大きな差が見られる。しかし、満点は 100 であるから、最大の会社といえども、JCGR が理想としているコーポレート・ガバナンスからはまだ距離があると言わざるをえない。

なお、平均値は 45.0（前回 37.6）、標準偏差は 12.9（前回 12.0）で、平均値を中心にほぼ山形の分布になっている。



注)横軸の目盛りは、その数字を中心とした±2.5の範囲を表す。たとえば10は7.5以上12.5未満の範囲。実際にはJCGIndexはすべて整数なので8から12までの範囲。

## 3. 委員会等設置会社と JCGIndex

昨年4月から施行された改正商法の委員会等設置会社の精神は、上に述べた「独立取締役による経営監督（ガバナンス）と経営者（執行役）による経営執行（マネジメント）の分離」というJCGRのガバナンス・システムに対する考え方と共通である。グローバル化と技術革新という21世紀の企業環境においては、このガバナンス・システムと透明性との下で、経営者の業績責任を明確にし、経営者から良質の経営を引き出すガバナンス体制が不可欠であるというのがJCGRの認識である。

このガバナンス体制の構築は、委員会等設置会社においてより容易に行うことができる、もちろん監査役設置会社においても可能である。そこでJCGIndex調査では、委員会等設置会社でも監査役設置会社でも、上に述べたガバナンス体制が確保され機能していれば、JCGIndexに差が出ないように工夫されている、

回答があった341社のうち、委員会等設置会社は22社であった。JCGIndex上位10社のうち委

員会等設置会社は6社、上位20社の中では11社、上位30社の中では13社であった。委員会等設置会社すべてが上位を占めているわけではない。

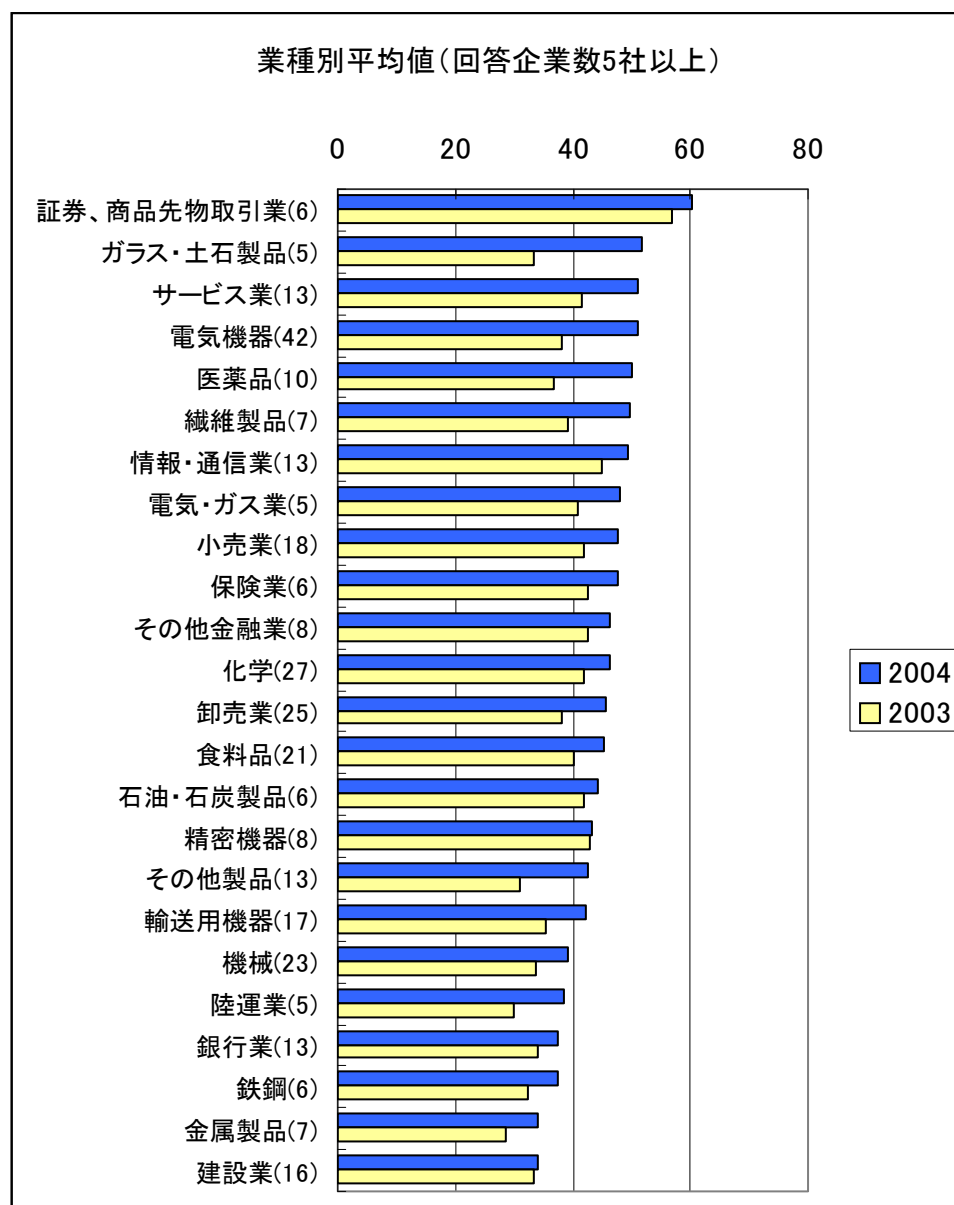
委員会等設置会社か否かは、いわば形であり、形が整っていても経営責任体制の明確化を始め他のカテゴリーでも一定の条件を満たしていなければ、上位のJCGIndexを獲得できないということである。逆に言えば、必ずしも形が整っていなくてもその他が優れていれば、委員会等設置会社と肩を並べることが可能である。

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

#### 4. 業種別の JCGIndex

業種別の平均 JCGIndex は次の通りである。なお、参考までに昨年の数字も示した。ここでは、2004 年調査において回答企業が 5 社以上ある業種のみを示している。

すべての業種で JCGIndex の平均が上昇しているが、これは質問の変更によるものと思われるが、業種により JCGIndex の上昇が異なるのは、回答企業の相違と業種におけるガバナンス改革のスピードの違いを反映しているものと思われる。



注) 業種名の括弧内は回答企業数

## 5. カテゴリー別得点

カテゴリー別の 341 社の平均の姿は以下の通りである。第 3、第 4 のカテゴリーの充足率はかなり高い水準であるが、これに比べて第 1 および第 2 のカテゴリーは、はるかに低い水準である。とくに取締役会の機能と構成に関する第 2 カテゴリーは低く、取締役会の監督（ガバナンス）と執行役員による経営（マネジメント）の分離が普及していない現状が如実に現れている。

参考までに括弧のなかに昨年第 2 回調査の数字を示した。ただし、単純に比較できないことに注意が必要である。上に述べたように、商法改正、社会的責任への関心の高まりなど、コーポレート・ガバナンスをめぐる状況が大きく変化しているため、本年は、取締役会に関する質問を中心に 53 問のうちの 2 割程度の質問に大きな変更を加えられているからである。経営者の業績責任に関する質問にも重要な修正がなされている。

それにもかかわらず、今回の調査により、コーポレート・ガバナンス改革を始めとする企業のリストラにより、マネジメント・システムやディスクロージャーの改善は進んでいるが、ガバナンスの根幹である経営責任の明確化や取締役会改革はあまり進んでいない現状が明らかにされている。

カテゴリー	ウェイト (A)	平均 (B)	充足率 (B) / (A)
I 企業目標と経営者の責任体制	28 (28)	11.9 (12.3)	42.5% (43.9%)
II 取締役会の構成と機能	25 (29)	6.7 (6.1)	26.8% (21.0%)
III 最高経営責任者の経営執行体制	27 (26)	16.0 (11.6)	59.3% (44.6%)
IV 株主等とのコミュニケーションと透明性	20 (17)	10.4 (7.7)	52.0% (45.3%)

注) 括弧内は昨年調査

### 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. 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 45.0 からの 1 標準偏差(12.9)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 58 以上( $45.0+12.9=57.9$ )の企業群 51 社

低 JCGIndex 企業: JCGIndex が 32 以下( $45.0-12.9=32.1$ )の企業群 55 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。

#### 2. JCGIndex と企業財務等との関係の分析

##### (1) 分析の方法

上で作った高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業を用いて、JCGIndex の高低による企業の財務特性等の相違を分析する。本文中では主としてグラフでその違いを見ることにし、その差の統計的検定結果は節末に付表の形で示した。なお、そこには、高 JCGIndex 企業と全回答企業との差の検定の結果も示されている。同様の表は、高低企業群の差を分析しているすべての節に付されている。

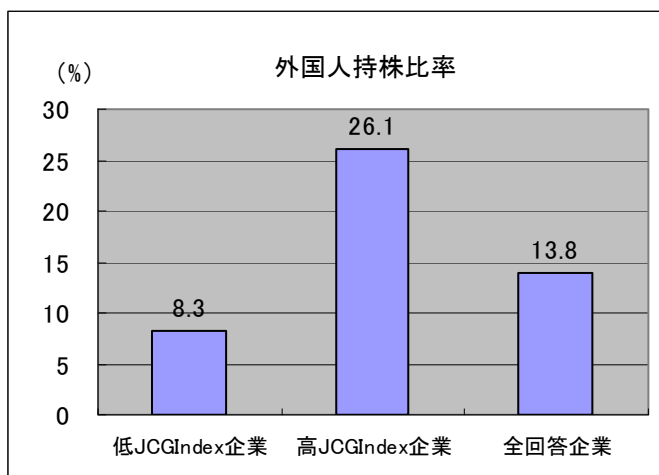
企業特性は、過去 3 年間(2001~2003 年)ないし 5 年間(1999~2003 年)の「連結」財務諸表に基づいている。この期間のデータが揃わない企業は、高 JCGIndex 企業、低 JCGIndex 企業、回答企業から除かれているので、以下、各企業の企業数は上に定義された企業数とは一致しない。

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。

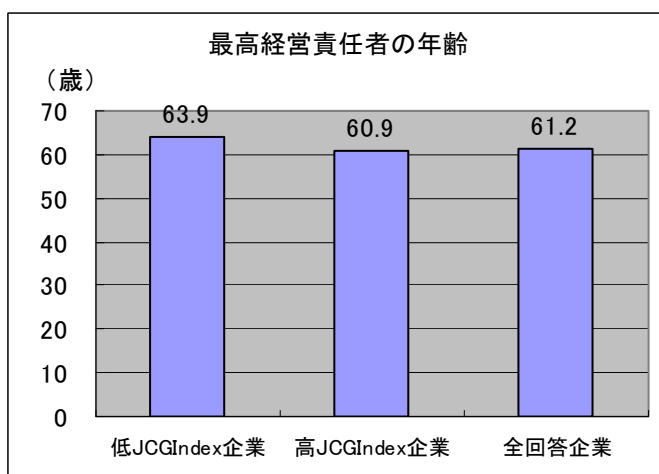
## a. 外国人持株比率



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: 306社  
 高JCGIndex企業: 47社  
 低JCGIndex企業: 47社

## b. 最高経営責任者の年齢



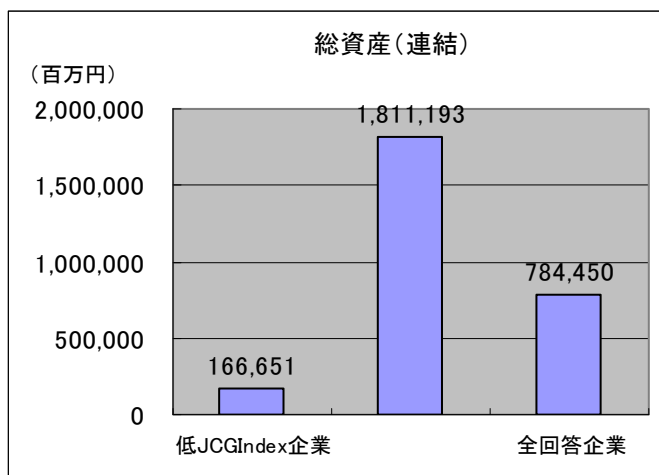
高JCGIndex企業の方が低JCGIndex企業より有意に低い(有意水準1%)。

全回答企業: 319社  
 高JCGIndex企業: 49社  
 低JCGIndex企業: 51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。

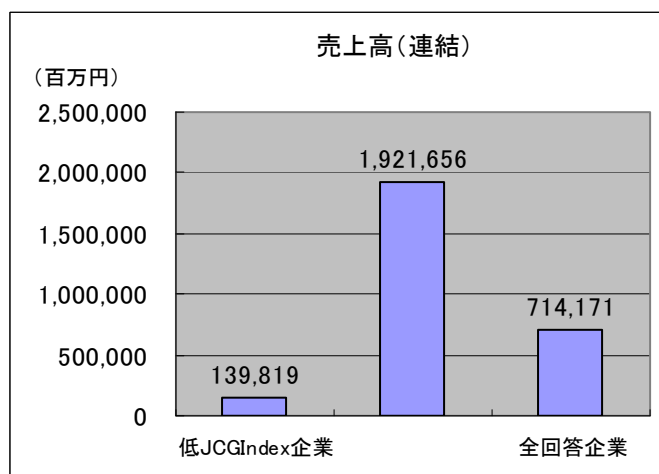
## a. 総資産 (連結、3 年)



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

全回答企業: 296社  
 高JCGIndex企業: 47社  
 低JCGIndex企業: 46社

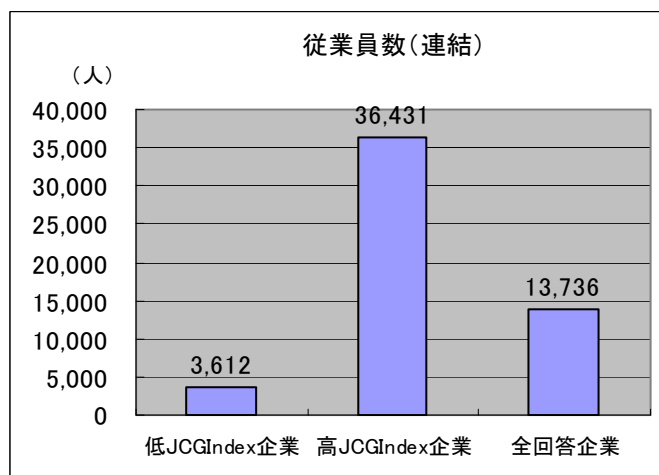
## b. 売上高 (連結、3 年)



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

全回答企業: 296社  
 高JCGIndex企業: 47社  
 低JCGIndex企業: 46社

## c. 従業員数 (連結、3 年)



高JCGIndex企業の方が低JCGIndex企業より多いが、その差は有意ではない(有意水準10%)。過去5年間も同様である。

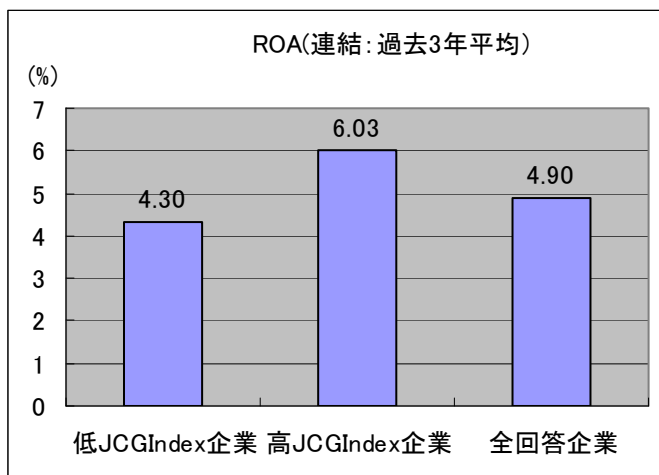
全回答企業: 296社  
 高JCGIndex企業: 46社  
 低JCGIndex企業: 47社



## (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。

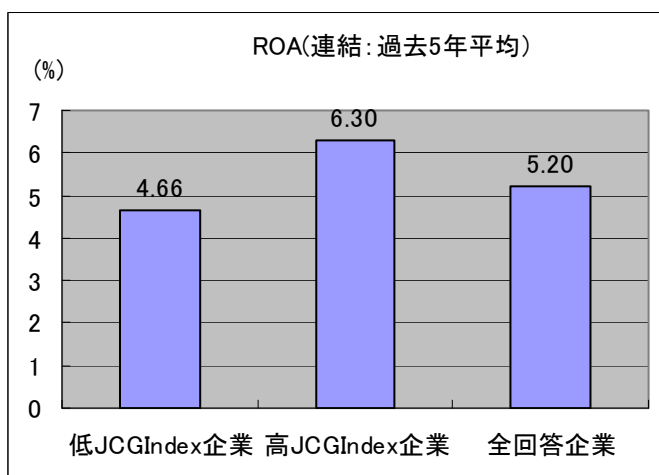
## a. ROA (連結、3 年・5 年)



3 年

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

全回答企業: 287 社  
 高 JCGIndex 企業: 46 社  
 低 JCGIndex 企業: 44 社

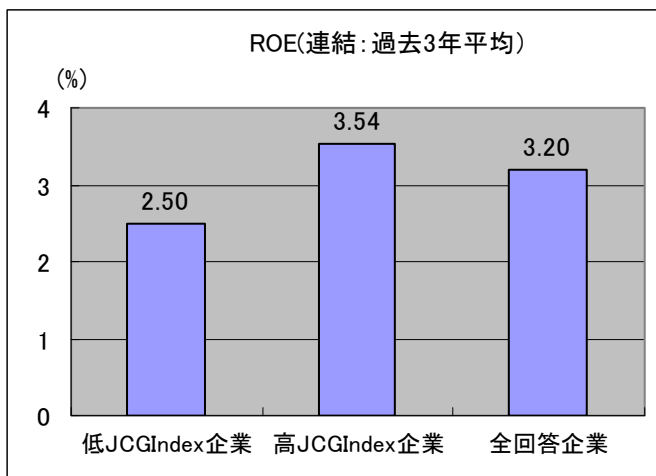


5 年

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

全回答企業: 264 社  
 高 JCGIndex 企業: 40 社  
 低 JCGIndex 企業: 42 社

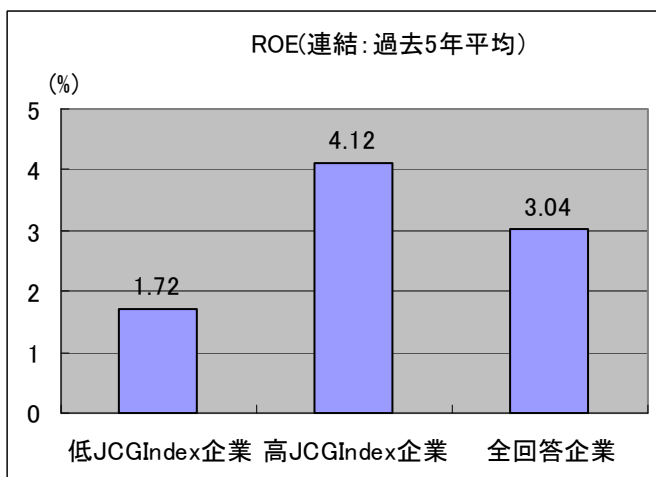
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

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

全回答企業: 285社  
 高JCGIndex企業: 45社  
 低JCGIndex企業: 44社



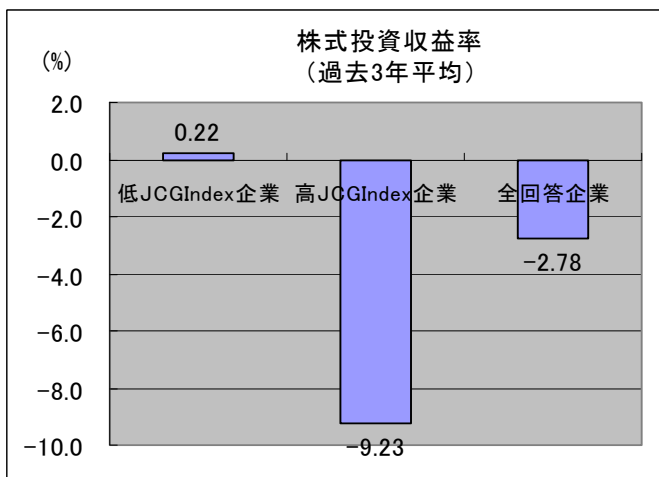
5年

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

全回答企業: 263社  
 高JCGIndex企業: 42社  
 低JCGIndex企業: 40社

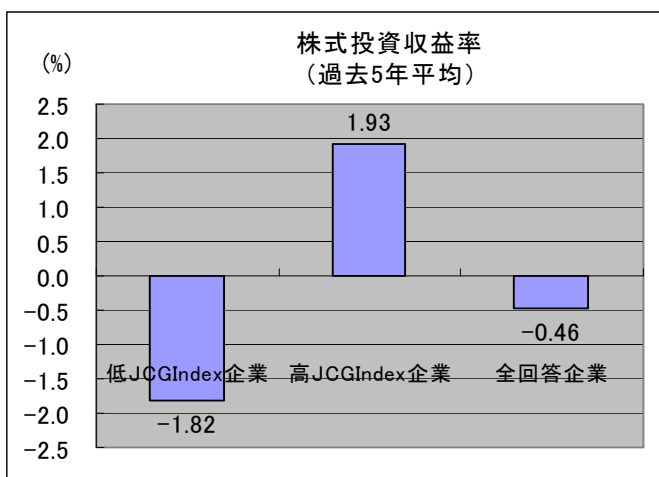
## (5) JCGIndex と株式投資収益率 (3年・5年)

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年間でみると高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に低く(有意水準 5%)、過去5年間でみると高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 1%)。



3年

全回答企業: 297 社  
高 JCGIndex 企業: 45 社  
低 JCGIndex 企業: 51 社



5年

全回答企業: 284 社  
高 JCGIndex 企業: 43 社  
低 JCGIndex 企業: 49 社

高 JCGIndex 上位企業の半数以上において、過去3年間の平均株式投資収益率が二桁のマイナスである。これは、高 JCGIndex 企業の半数以上において、2003年の株式投資収益率が軒並み二桁のマイナスを示しているという短期的な現象に起因するものである。株式投資収益率についてなるべく長期で見るのが望ましいという経験則はここでも正しい。

## &lt;リスクの調整&gt;

リスクがある世界では単にリターン(過去の平均収益率や将来の期待収益率)のみを見ても意味がなく、リスクの違いを考慮しなければならない。一般にハイリスク=ハイリターン、ローリスク=ローリターンという関係が成り立つからである。現代の資本市場における標準的な考え方は、個別銘柄にせよポートフォリオ

にせよ株式投資のリスクは、分散投資を前提としてベータ係数( $\beta$ )で測定されるべきで、そのとき株式投資の期待収益率は次の関係で表されるとするものである。

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

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

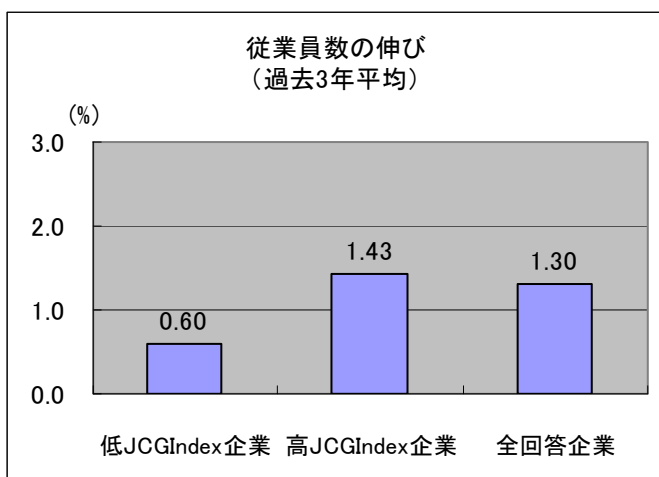
この理論を前提として、現代の資本市場においては、市場の超過リターンを 4%とすると、他と比べてときベータ係数が 0.1 大きい銘柄やポートフォリオは、リターンが 0.4%高くて当然であり、それはリスクの違いに見合ったリターンの差であると考えられる。

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3 年、5 年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の差は、いずれも 1%の水準で統計的に有意である。

	$\beta$ 3 年	$\beta$ 5 年
高 JCGIndex 企業	1.097	0.951
低 JCGIndex 企業	0.835	0.667
全回答企業	0.887	0.766

したがって、上に見た高・低 JCGIndex 企業の過去の平均収益率の差のうち一部はリスクの違いによるものと考えなければならない。ベータ係数の差、約 0.3 に 3%~5%を乗ずると 0.9%~1.5%になる。期間が長いという意味でより信頼性が高い過去5年の数字で見ると、高・低 JCGIndex 企業の収益率の差は、3.75%であるから、リスクの相違を考慮しても、高 JCGIndex 企業の株式投資収益率は低 JCGIndex 企業のそれより高いといえることができる。

#### (6) JCGIndex と従業員数の伸び率 (連結、3 年)



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

全回答企業: 295 社\*

高 JCGIndex 企業: 47 社

低 JCGIndex 企業: 46 社

\*395%という高い伸びを示した企業は異常値として除外した。

## IV カテゴリー別得点と企業業績

### 1. JCGIndex とカテゴリー別得点との関係

高・低 JCGIndex 企業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	18.1 (27.2%)	12.4 (18.6%)	20.9 (31.3%)	15.2 (22.9%)	66.6 (100%)
低 JCGIndex 企業	6.7 (25.1%)	4.0 (14.9%)	10.1 (37.7%)	6.0 (22.3%)	26.7 (100%)

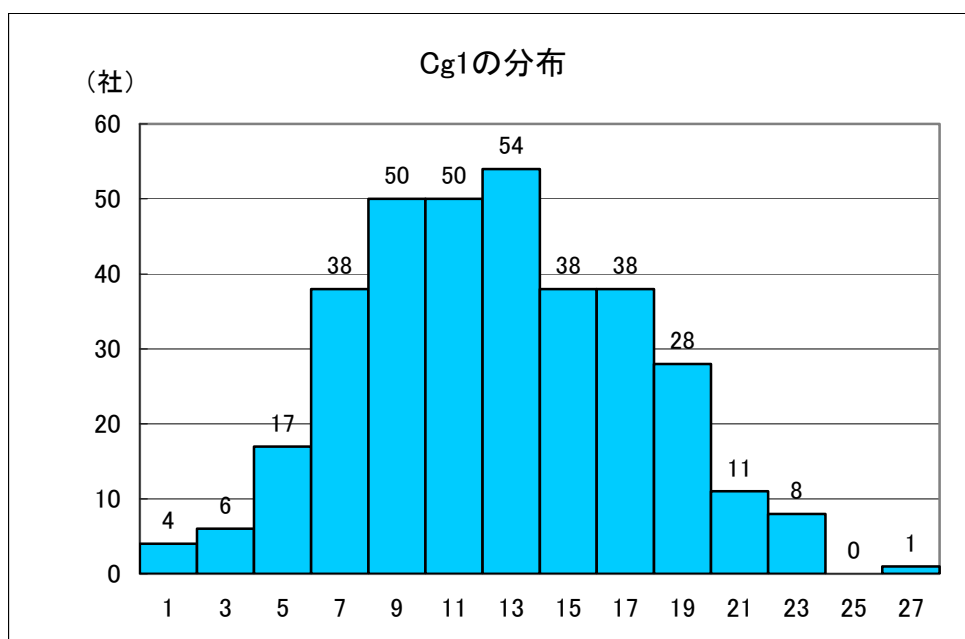
### 2. カテゴリー別高低企業と企業業績

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

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

3. カテゴリーI (業績目標と経営者の責任体制)

(1) 高 Cg1 企業と低 Cg1 企業の定義



Cg1 の分布

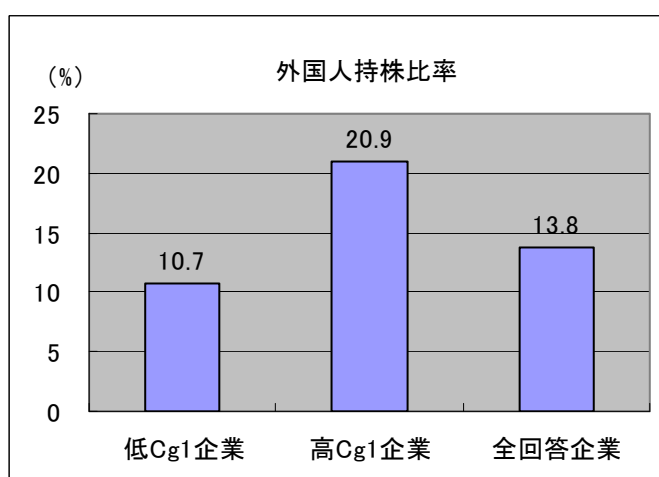
平均 11.9 標準偏差 4.8 最大:26 最小:0

高 Cg1 企業:Cg1 が 18 以上の 58 社

低 Cg1 企業:Cg1 が 7 以下の 65 社

(2) Cg1 と企業特性

a. 外国人持ち株比率



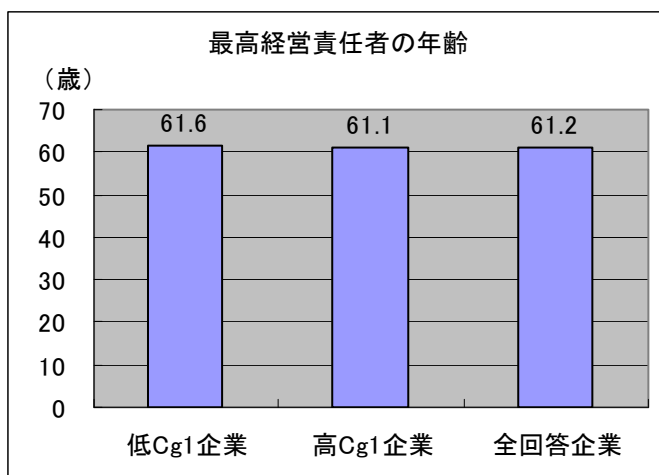
高 Cg1 企業の方が、低 Cg1 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 306 社

高 Cg1 企業: 56 社

低 Cg1 企業: 56 社

## b. 最高経営責任者の年齢



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

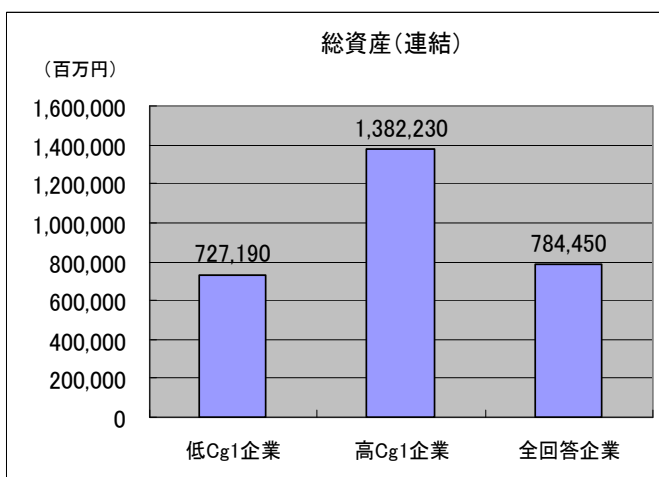
全回答企業: 319社

高Cg1企業: 57社

低Cg1企業: 59社

## (3) Cg1と企業規模

## a. 総資産(連結、3年)



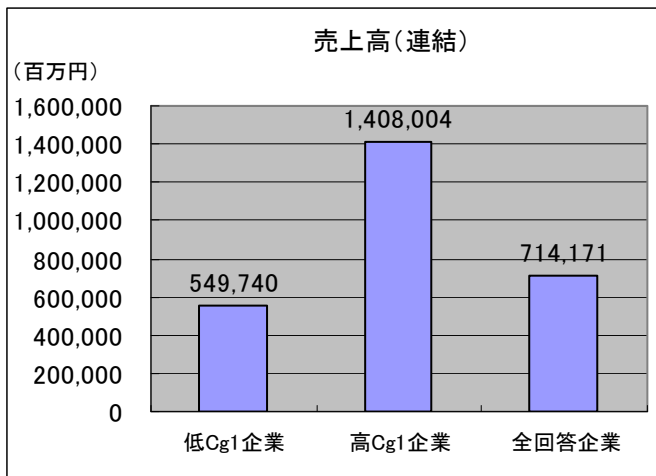
高Cg1企業の方が低Cg1企業より有意に大きい(有意水準10%)。

全回答企業: 296社

高Cg1企業: 53社

低Cg1企業: 55社

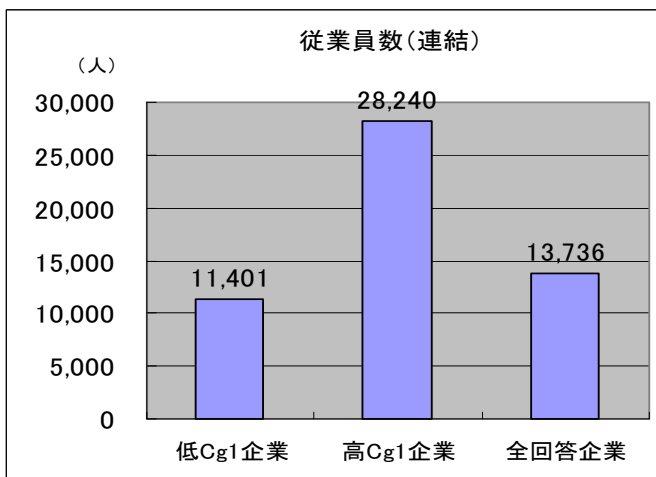
b. 売上高 (連結、3年)



高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に大きい(有意水準 5%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg1 企業: 53 社  
 低 Cg1 企業: 55 社

c. Cg1 と従業員数 (連結、3年)



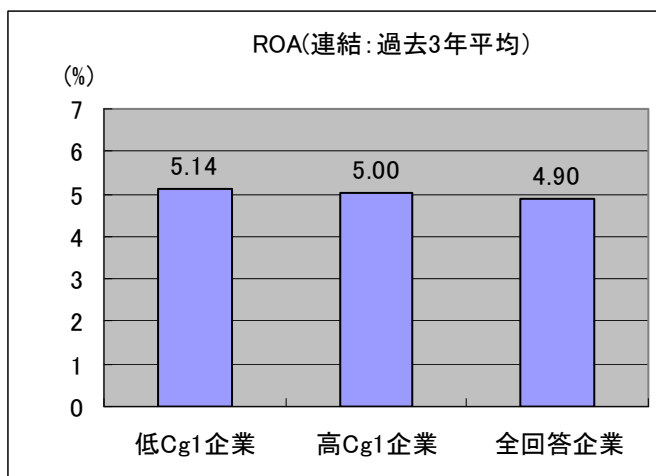
高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より多いが、その差は有意ではない(有意水準 5%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg1 企業: 53 社  
 低 Cg1 企業: 55 社



## (4) Cg1 と企業業績

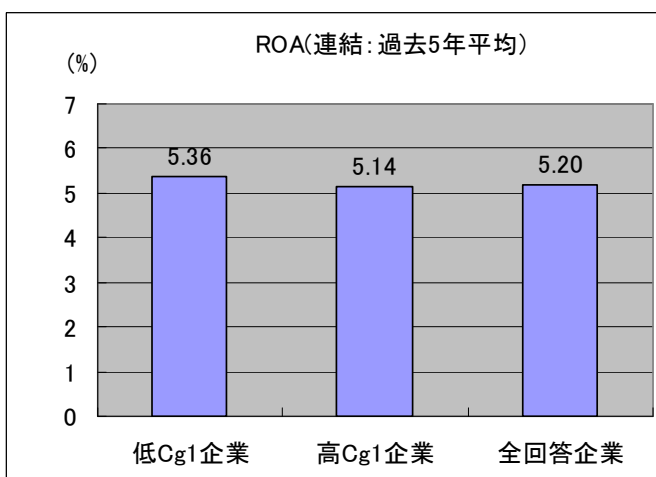
## a. ROA (連結、3年・5年)



3年

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

全回答企業: 287 社  
 高 Cg1 企業: 52 社  
 低 Cg1 企業: 53 社

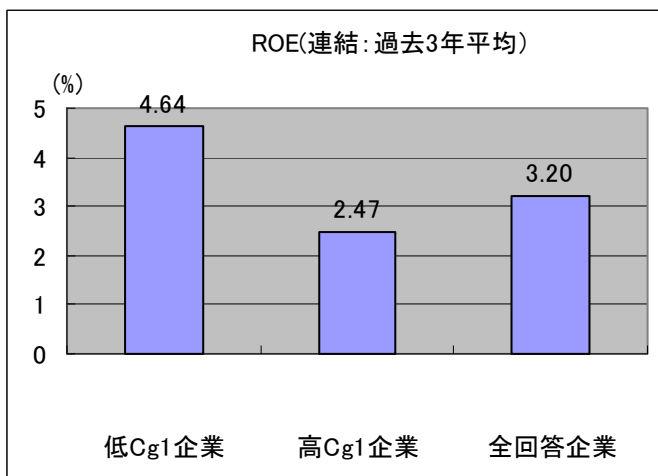


5年

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

全回答企業: 264 社  
 高 Cg1 企業: 49 社  
 低 Cg1 企業: 48 社

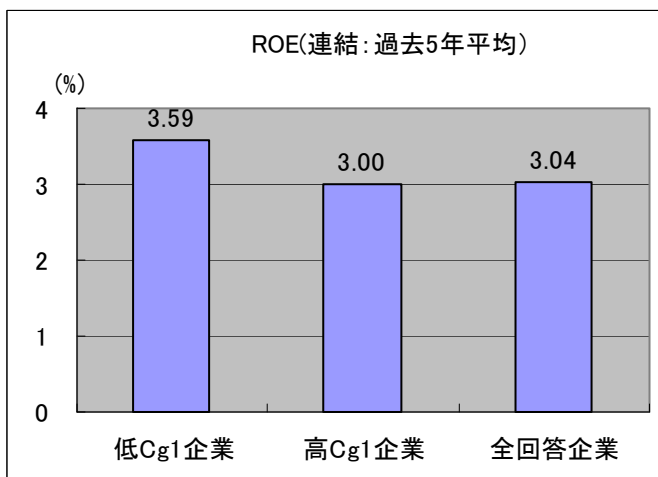
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

低Cg1企業の方が高Cg1企業より有意に高い(有意水準10%)。

全回答企業: 285社  
 高Cg1企業: 52社  
 低Cg1企業: 52社

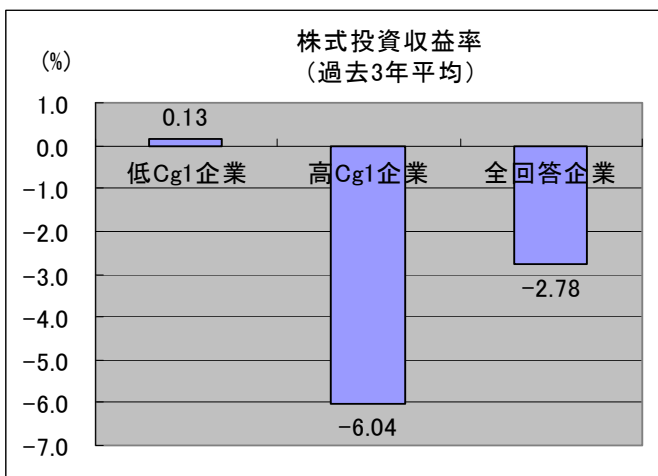


5年

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

全回答企業: 263社  
 高Cg1企業: 49社  
 低Cg1企業: 48社

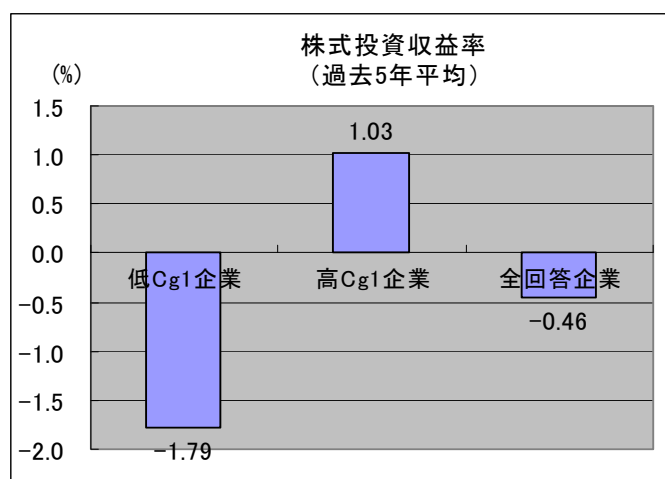
(5) 株式投資収益率 (3年・5年)



3年

低Cg1企業の方が高Cg1企業より有意に高い(有意水準5%)。

全回答企業: 297社  
 高Cg1企業: 56社  
 低Cg1企業: 57社



5年

高Cg1企業の方が低Cg1企業より有意に高い (有意水準 10%)。

全回答企業: 284社

高Cg1企業: 55社

低Cg1企業: 54社

高JCGIndex 上位企業の半数以上において、過去3年間の平均株式投資収益率が二桁のマイナスである。これは、高JCGIndex 企業の半数以上において、2003年の株式投資収益率が軒並み二桁のマイナスを示しているという短期的な現象に起因するものである。株式投資収益率についてなるべく長期で見ることが望ましいという経験則はここでも正しい。

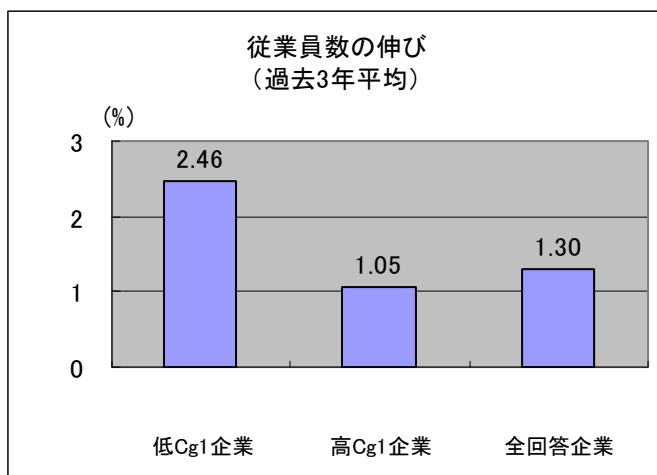
#### <リスクの調整>

高・低JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3年、5年の期間ごとに次のようであり、高低JCGIndex 企業の $\beta$ の差は、いずれも1%の水準で統計的に有意である。

	$\beta$ 3年	$\beta$ 5年
高Cg1企業	1.102	0.939
低Cg1企業	0.821	0.658
全回答企業	0.887	0.766

したがって、上に見た高・低JCGIndex 企業の過去の平均収益率の差のうち一部はリスクの違いによるものと考えなければならない。ベータ係数の差、約0.3に3%~5%を乗ずると0.9%~1.5%になる。期間が長いという意味でより信頼性が高い過去5年の数字で見ると、高・低JCGIndex 企業の収益率の差は、2.82%であるから、リスクの相違を考慮しても、高JCGIndex 企業の株式投資収益率は低JCGIndex 企業のそれより高いといえることができる。(リスクの調整の考え方についてはP.20参照のこと)

## (6) Cg1 と従業員数の伸び (連結、3年)



低 Cg1 企業の方が高 Cg3 企業より大きいですが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 295 社\*

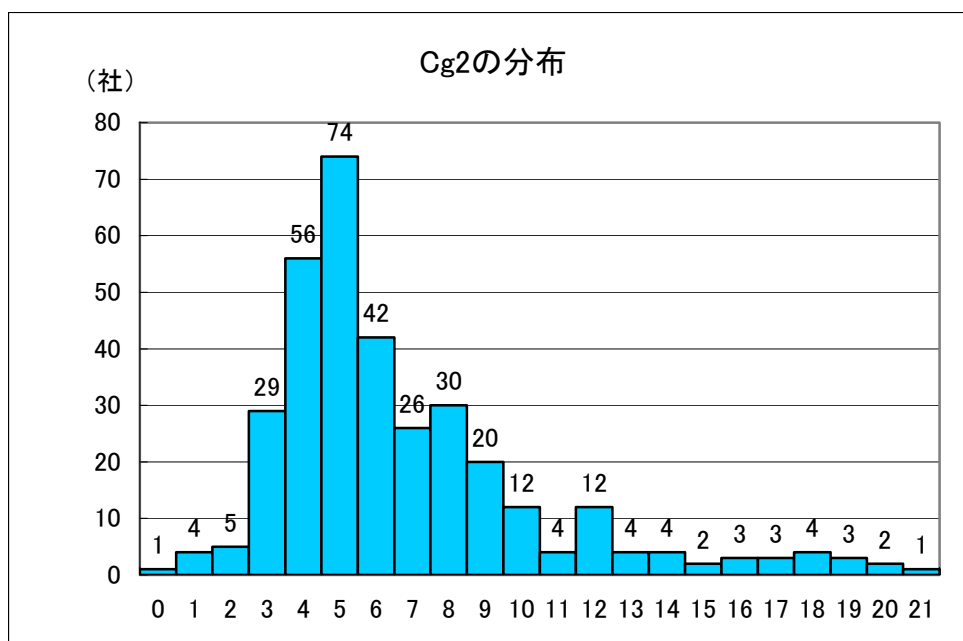
高 Cg1 企業: 53 社

低 Cg1 企業: 54 社\*

\*異常値の1社を除外した

4. カテゴリーII (取締役会の機能と構成)

(1) 高 Cg2 企業と低 Cg2 企業の定義



Cg2 の分布

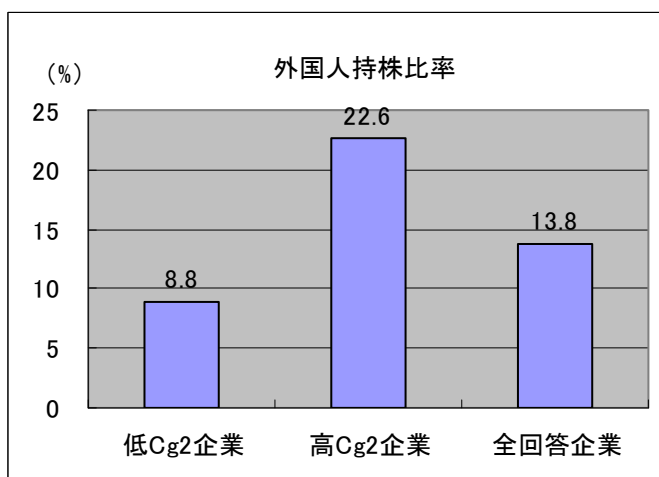
平均 6.7 標準偏差 3.7 最大:21 最小:0

高 Cg2 企業:Cg2 が11以上の 42 社

低 Cg2 企業:Cg2 が 3 以下の 39 社

(2) Cg2 と企業特性

a. 外国人持ち株比率



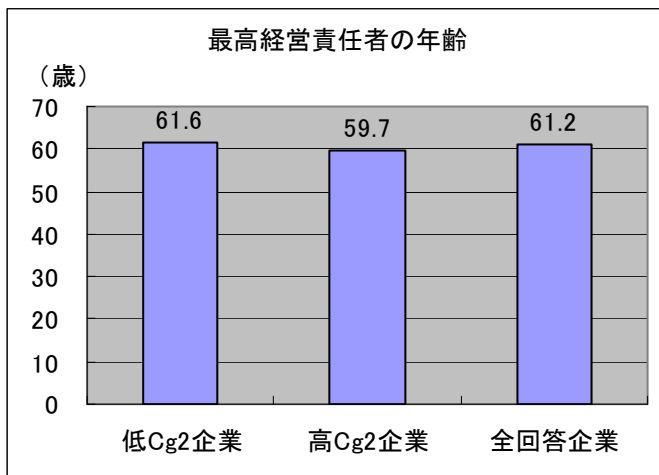
高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 306 社

高 Cg2 企業: 37 社

低 Cg2 企業: 33 社

b. 最高経営責任者の年齢

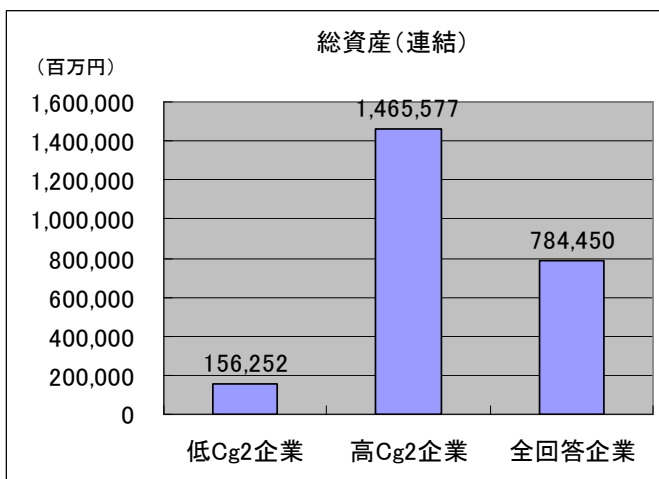


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より低いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 319 社  
 高 Cg2 企業: 39 社  
 低 Cg2 企業: 37 社

(3) Cg2 と企業規模

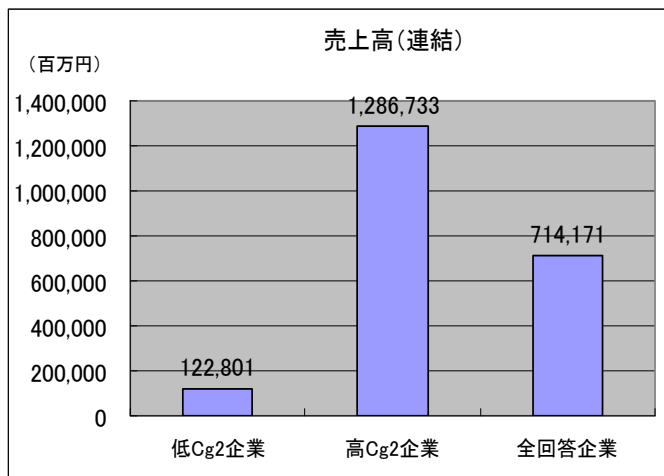
a. 総資産 (連結、3 年)



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: 296 社  
 高 Cg2 企業: 36 社  
 低 Cg2 企業: 37 社

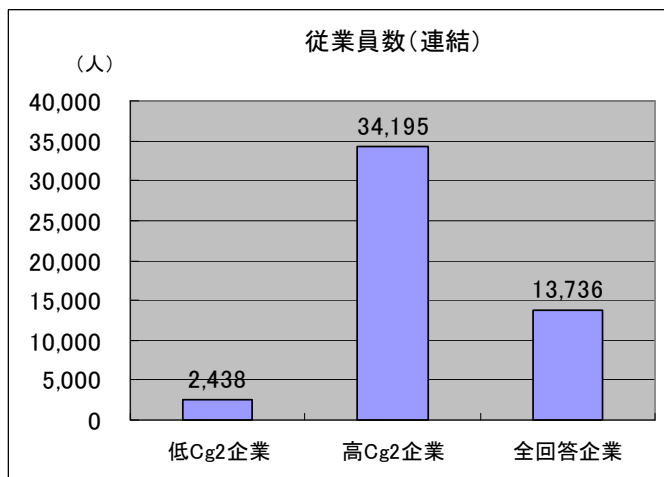
b. 売上高 (連結、3年)



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: 296 社  
 高 Cg2 企業: 36 社  
 低 Cg2 企業: 37 社

c. 従業員数 (連結、3年)

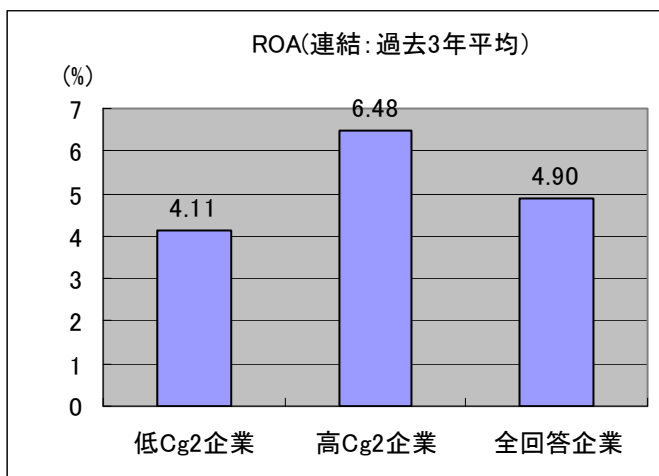


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より多いが、それらの差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg2 企業: 36 社  
 低 Cg2 企業: 37 社

## (4) Cg2 と資本収益性

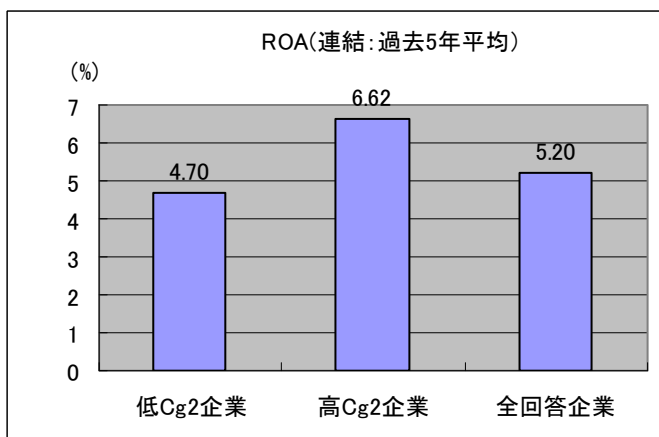
## a. ROA (連結、3年・5年)



3年

高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 287 社  
 高 Cg2 企業: 35 社  
 低 Cg2 企業: 36 社

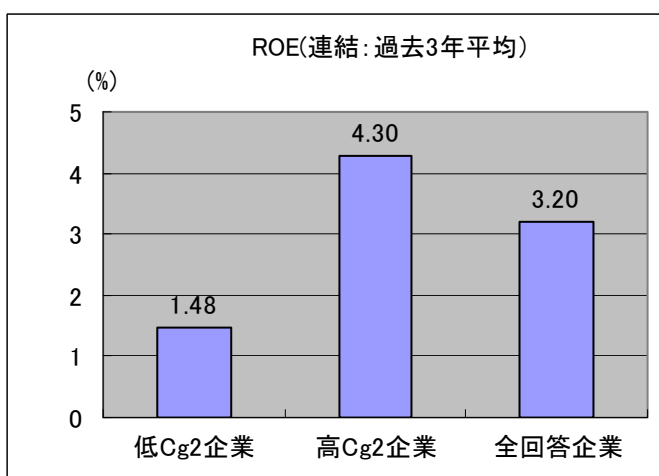


5年

高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 264 社  
 高 Cg2 企業: 34 社  
 低 Cg2 企業: 30 社

## b. ROE (連結、3年・5年)

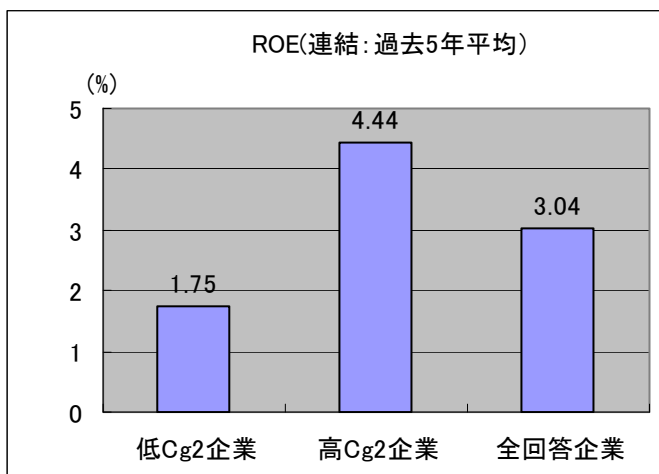


3年

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: 285 社  
 高 Cg2 企業: 35 社  
 低 Cg2 企業: 35 社



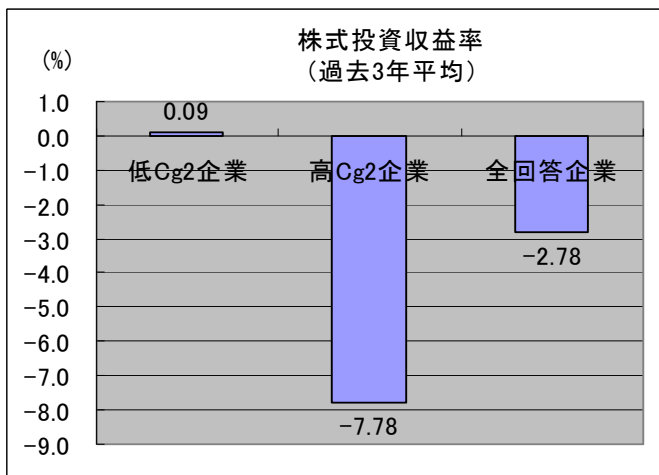


5年

高 Cg2 企業のほうが低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 263 社  
 高 Cg2 企業: 34 社  
 低 Cg2 企業: 30 社

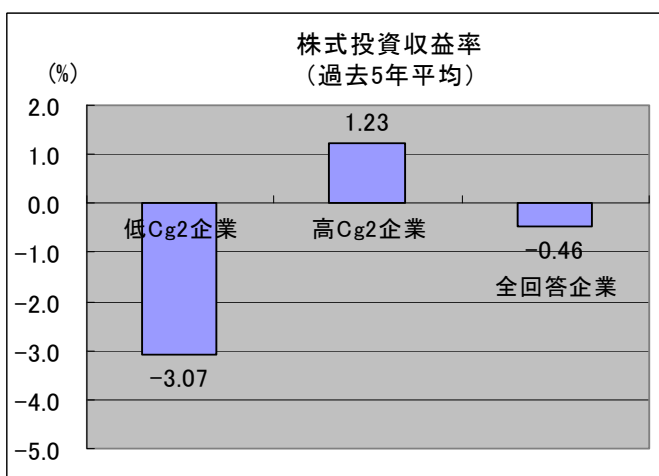
(5) Cg2 と株式投資収益率(3年・5年)



3年

低 Cg2 企業の方が高 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 297 社  
 高 Cg2 企業: 33 社  
 低 Cg2 企業: 34 社



5年

高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 284 社  
 高 Cg2 企業: 32 社  
 低 Cg2 企業: 32 社

高 JCGIndex 上位企業の半数以上において、過去 3 年間の平均株式投資収益率が二桁のマイナスである。これは、高 JCGIndex 企業の半数以上において、2003 年の株式投資収益率が軒並み二桁のマイナスを示しているという短期的な現象に起因するものである。株式投資収益率についてなるべく長期で見るのが望ましいという経験則はここでも正しい。

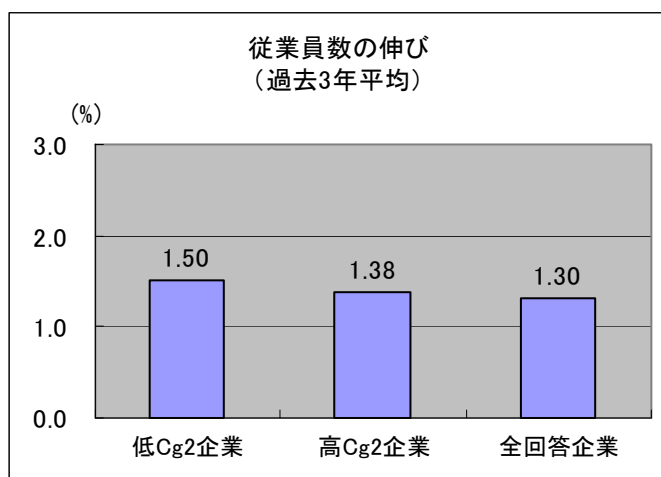
### <リスクの調整>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3 年、5 年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の差は、いずれも 1% の水準で統計的に有意である。

	$\beta$ 3 年	$\beta$ 5 年
高 Cg2 企業	1.109	0.991
低 Cg2 企業	0.706	0.608
全回答企業	0.887	0.766

したがって、上に見た高・低 JCGIndex 企業の過去の平均収益率の差のうち一部はリスクの違いによるものと考えなければならない。ベータ係数の差約 0.4 に 3%～5% を乗ずると 1.2%～2.0% になる。期間が長いという意味でより信頼性が高い過去 5 年の数字で見ると、高・低 JCGIndex 企業の収益率の差は、4.30% であるから、リスクの相違を考慮しても、高 JCGIndex 企業の株式投資収益率は低 JCGIndex 企業のそれより高いといえることができる。(リスクの調整の考え方については P.20 参照のこと)

### (6) Cg2 と従業員数の伸び (連結、3 年)



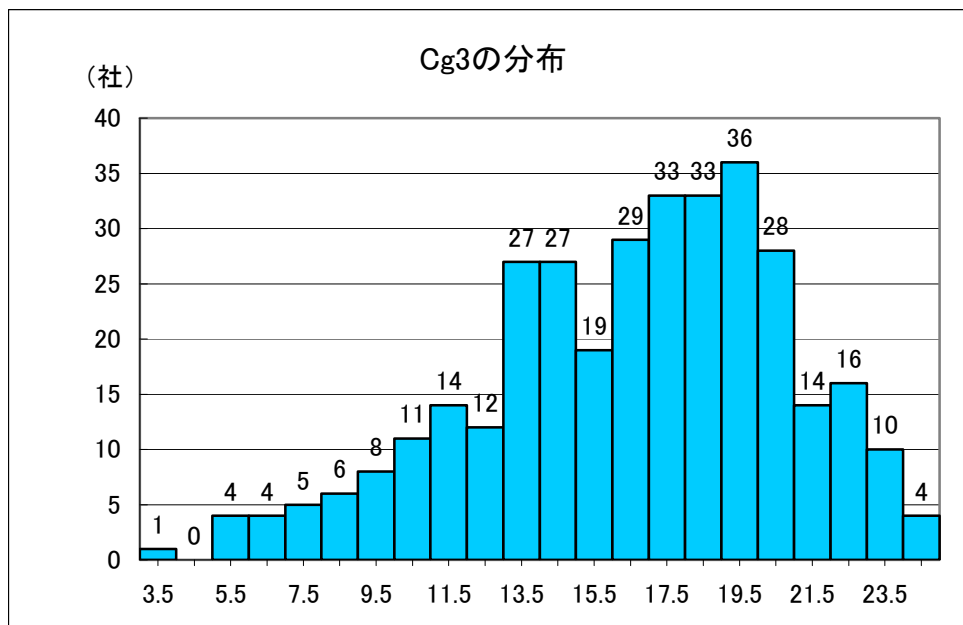
低 Cg2 企業の方が高 Cg2 企業より大きいですが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業: 296 社\*  
高 Cg2 企業: 36 社  
低 Cg2 企業: 37 社

\*異常値の 1 社を除外した。

5. カテゴリーIII (最高経営責任者の経営執行体制)

(1) 高 Cg3 企業と低 Cg3 企業の定義



Cg3 の分布

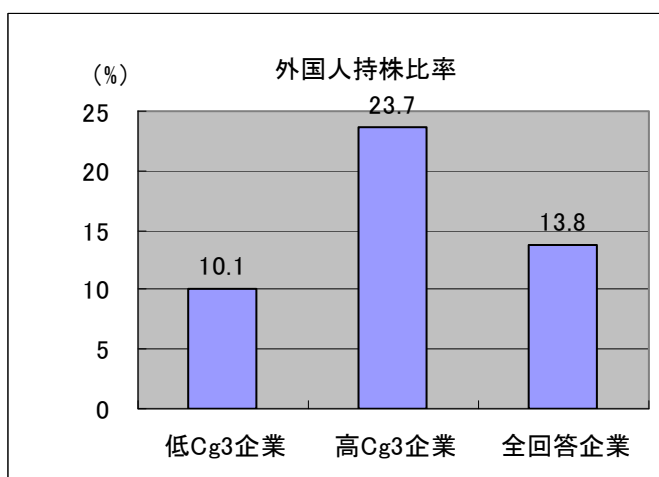
平均 16.0 標準偏差 4.2 最大:25 最小:3

高 Cg3 企業:Cg3 が 21 以上の 44 社

低 Cg3 企業:Cg3 が 11 以下の 53 社

(2) Cg3 と企業特性

a. 外国人持ち株比率



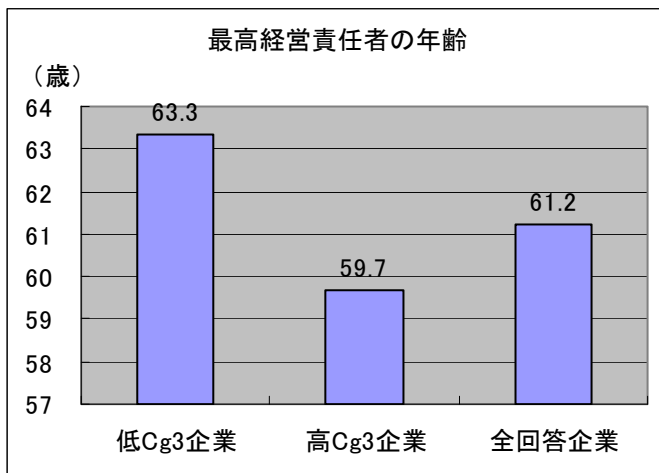
高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 306 社

高 Cg3 企業: 39 社

低 Cg3 企業: 45 社

b. 最高経営責任者の年齢

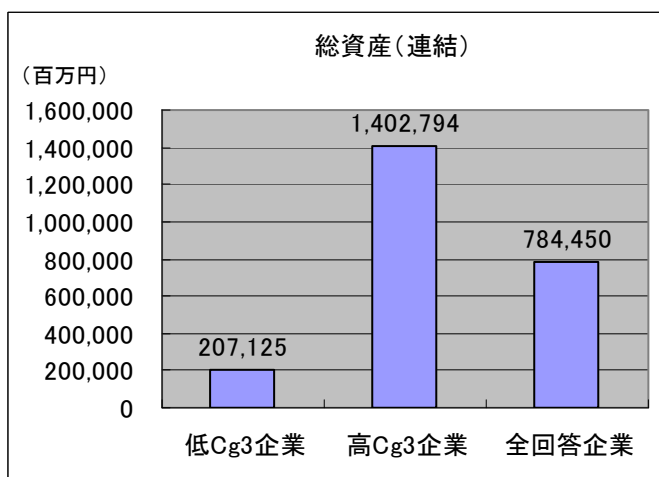


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に低い(有意水準 1%)。

全回答企業: 319 社  
 高 Cg3 企業: 42 社  
 低 Cg3 企業: 51 社

(3) Cg3 と企業規模

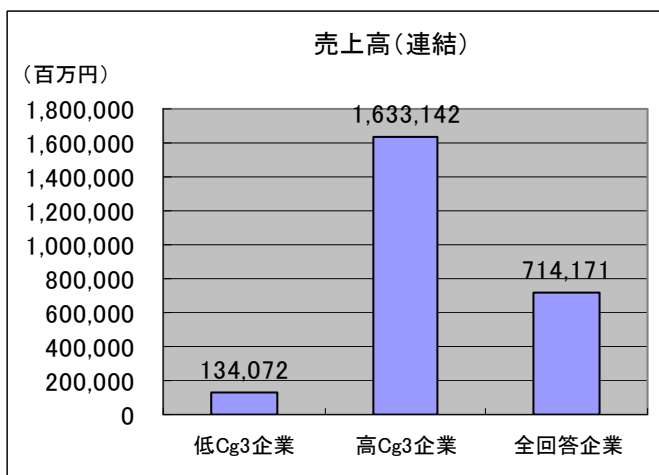
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg3 企業: 41 社  
 低 Cg3 企業: 47 社

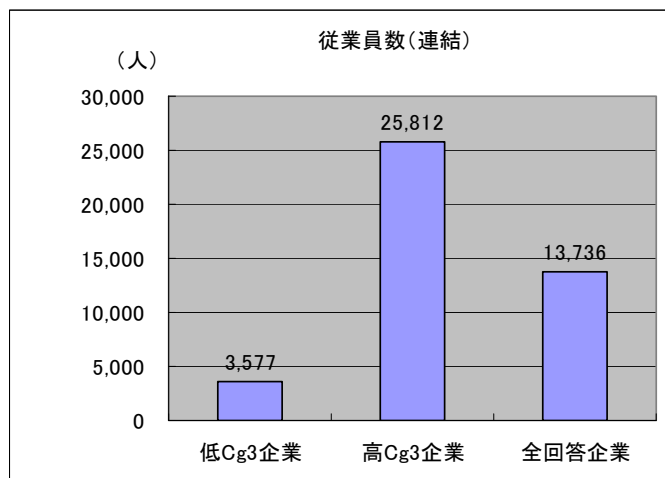
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg3 企業: 41 社  
 低 Cg3 企業: 47 社

c. 従業員数 (連結、3 年)

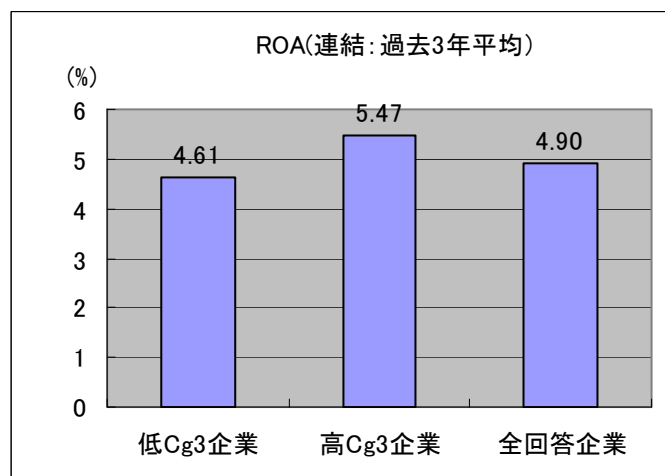


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に多い (有意水準 1%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg3 企業: 41 社  
 低 Cg3 企業: 47 社

(4) Cg3 と資本収益性

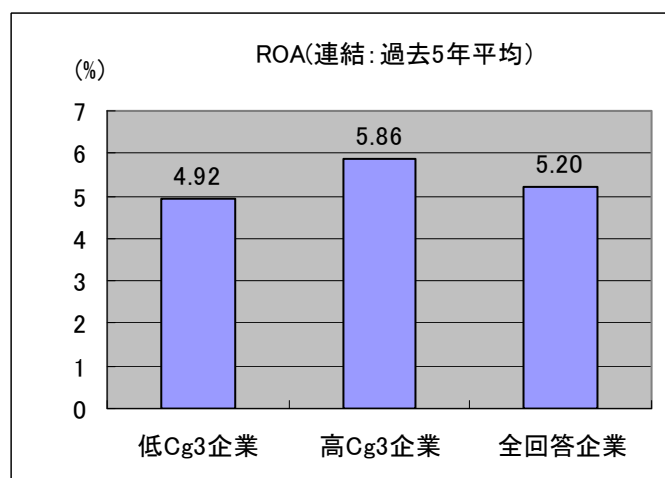
a. ROA (連結、3 年・5 年)



3年

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

全回答企業: 287 社  
 高 Cg3 企業: 38 社  
 低 Cg3 企業: 45 社

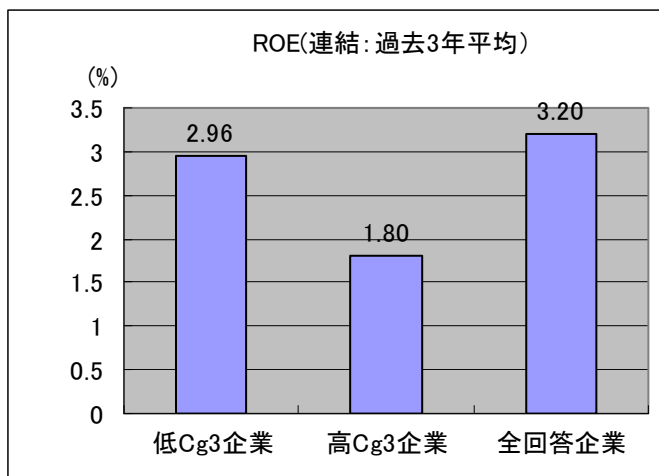


5年

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

全回答企業: 264 社  
 高 Cg3 企業: 37 社  
 低 Cg3 企業: 39 社

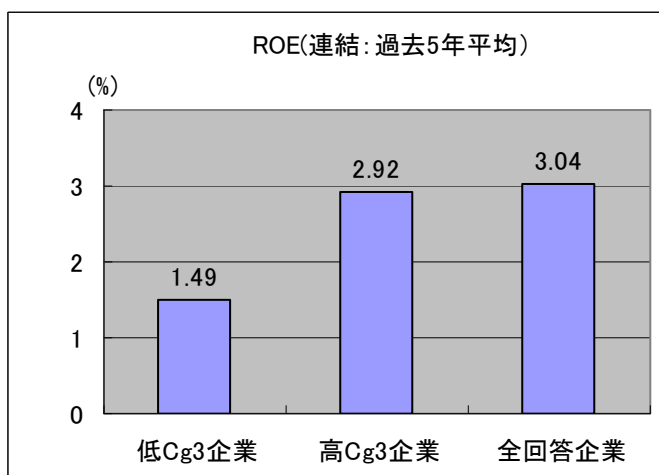
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

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

全回答企業: 285 社  
 高 Cg3 企業: 38 社  
 低 Cg3 企業: 44 社

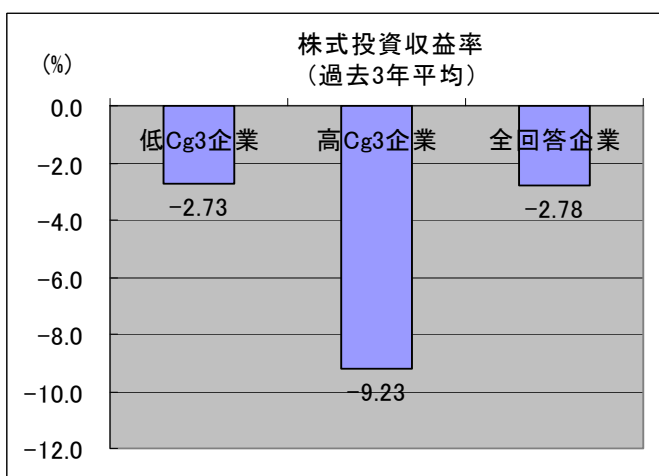


連5年

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

全回答企業: 263 社  
 高 Cg3 企業: 37 社  
 低 Cg3 企業: 39 社

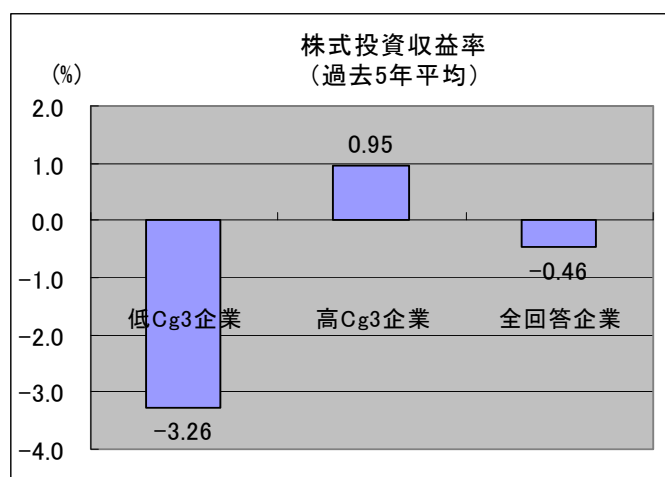
(5) Cg3 と株式投資収益率 (3年・5年)



3年

低 Cg3 企業の方が高 Cg3 企業より有意に高い(有意水準 5%)

全回答企業: 297 社  
 高 Cg3 企業: 39 社  
 低 Cg3 企業: 44 社



5年

高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に高い (有意水準 5%)

全回答企業: 284 社

高 Cg3 企業: 38 社

低 Cg3 企業: 42 社

高 JCGIndex 上位企業の半数以上において、過去 3 年間の平均株式投資収益率が二桁のマイナスである。これは、高 JCGIndex 企業の半数以上において、2003 年の株式投資収益率が軒並み二桁のマイナスを示しているという短期的な現象に起因するものである。株式投資収益率についてなるべく長期で見ることが望ましいという経験則はここでも正しい。

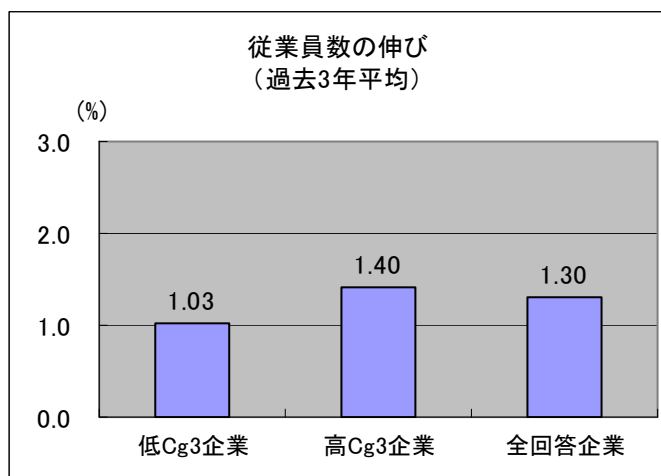
#### <リスクの調整>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3 年、5 年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の差は、いずれも 1% の水準で統計的に有意である。

	$\beta$ 3 年	$\beta$ 5 年
高Cg3 企業	1.135	0.957
低Cg3 企業	0.913	0.776
全回答企業	0.887	0.766

したがって、上に見た高・低 JCGIndex 企業の過去の平均収益率の差のうち一部はリスクの違いによるものと考えなければならない。ベータ係数の差、約 0.2 に 3%~5% を乗ずると 0.6%~1.0% になる。期間が長いという意味でより信頼性が高い過去 5 年の数字で見ると、高・低 JCGIndex 企業の収益率の差は、4.21% であるから、リスクの相違を考慮しても、高 JCGIndex 企業の株式投資収益率は低 JCGIndex 企業のそれより高いといえることができる。(リスクの調整の考え方については P.20 参照のこと)

(6) Cg3 と従業員数の伸び (連結、3年)



高Cg3企業の方が大きい但其の差は統計的には有意でない(有意水準10%)。

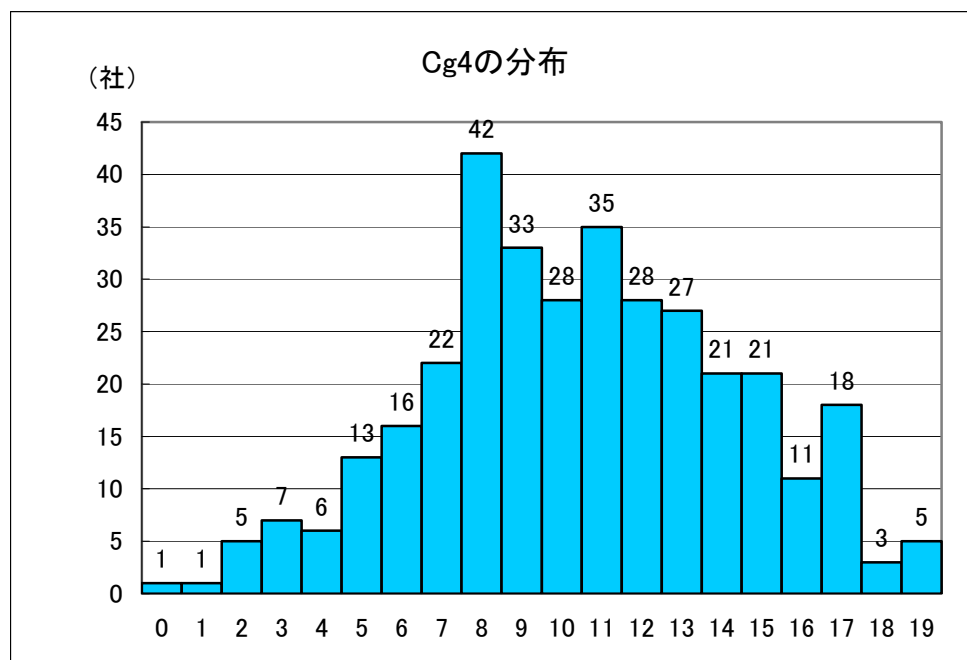
全回答企業: 295社\*  
 高Cg3企業: 41社  
 低Cg3企業: 47社

\*異常値の1社を除く



6. カテゴリーIV (株主とのコミュニケーションと透明性)

(1) 高 Cg4 企業と低 Cg4 企業の定義



Cg4 の分布

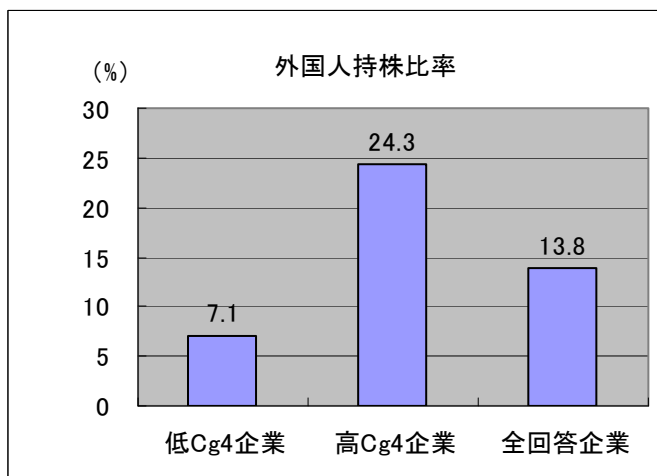
平均 10.4 標準偏差 3.8 最大:19 最小:0

高 Cg4 企業:Cg4 が 15 以上の 56 社

低 Cg4 企業:Cg4 が 6 以下の 49 社

(2) Cg4 と企業特性

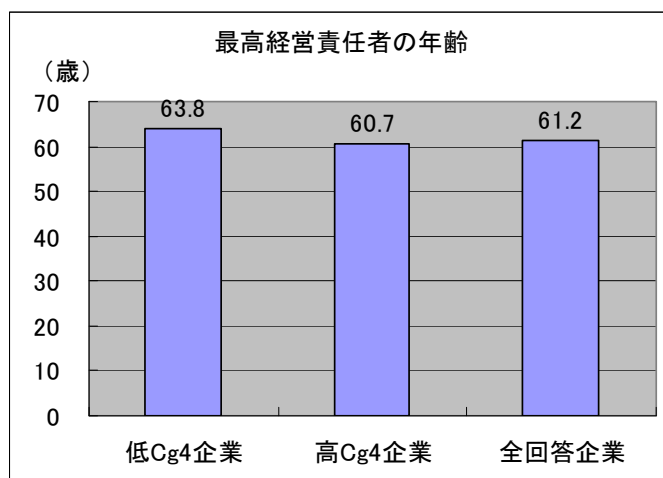
a. 外国人持ち株比率



高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 306 社  
 高 Cg4 企業: 53 社  
 低 Cg4 企業: 44 社

## b. 最高経営責任者の年齢

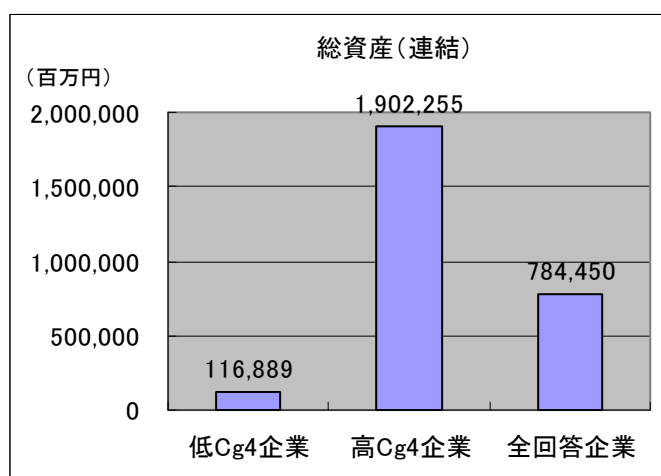


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に低い(有意水準 1%)。

全回答企業:	319 社
高 Cg4 企業:	53 社
低 Cg4 企業:	46 社

## (3) Cg4 と企業規模

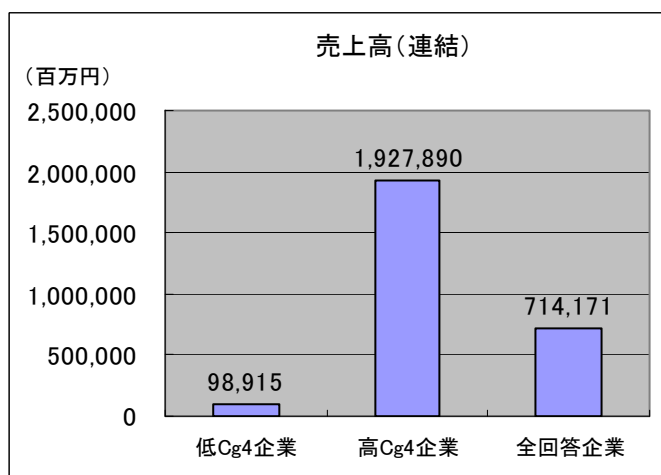
## a. 総資産 (連結、3 年)



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

全回答企業:	296 社
高 Cg4 企業:	45 社
低 Cg4 企業:	42 社

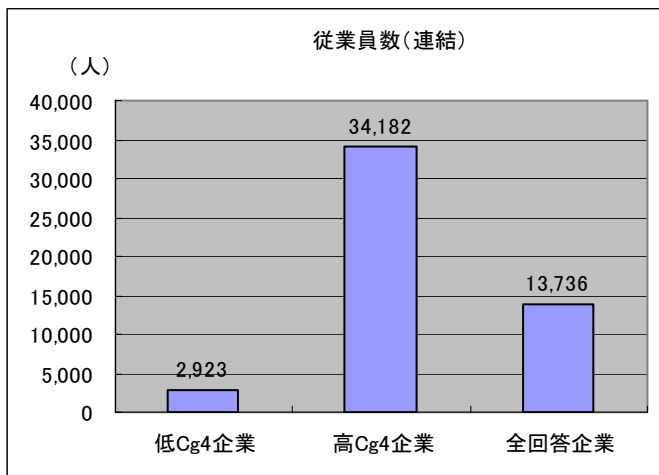
## b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

全回答企業:	296 社
高 Cg4 企業:	45 社
低 Cg4 企業:	42 社

c. 従業員数 (連結、3 年)

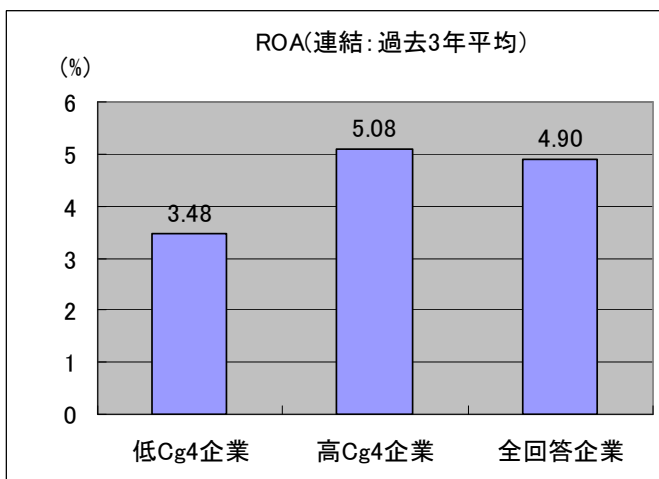


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

全回答企業: 296 社  
 高 Cg4 企業: 45 社  
 低 Cg4 企業: 42 社

(4) Cg4 と資本収益性

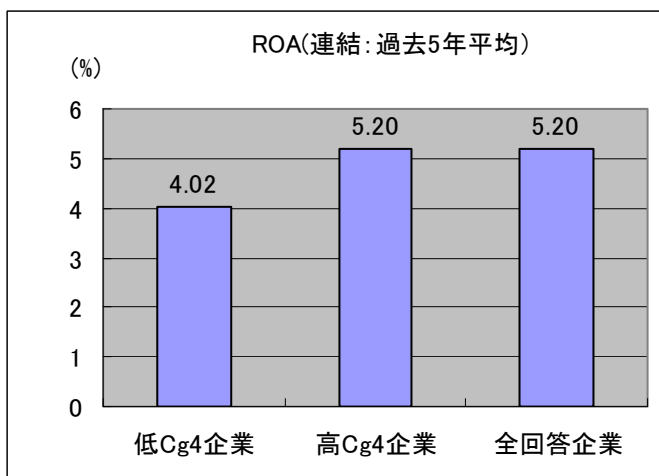
a. ROA (連結、3 年・5 年)



3 年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 287 社  
 高 Cg4 企業: 42 社  
 低 Cg4 企業: 42 社

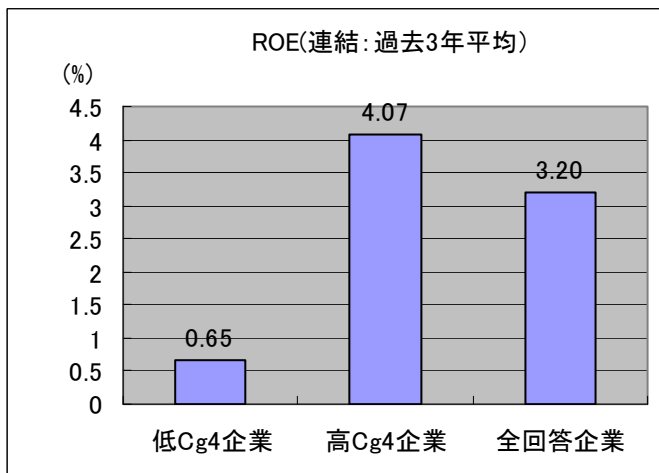


5 年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 264 社  
 高 Cg4 企業: 42 社  
 低 Cg4 企業: 41 社

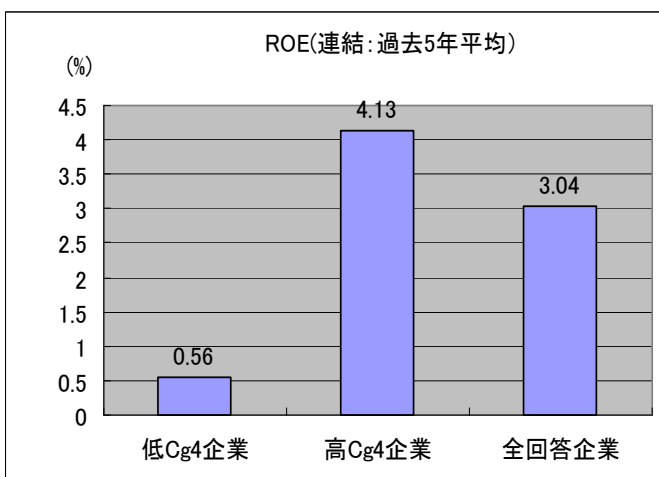
b. ROE (連結、3年・5年)



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 5%)。

全回答企業: 285 社  
 高 Cg4 企業: 42 社  
 低 Cg4 企業: 41 社

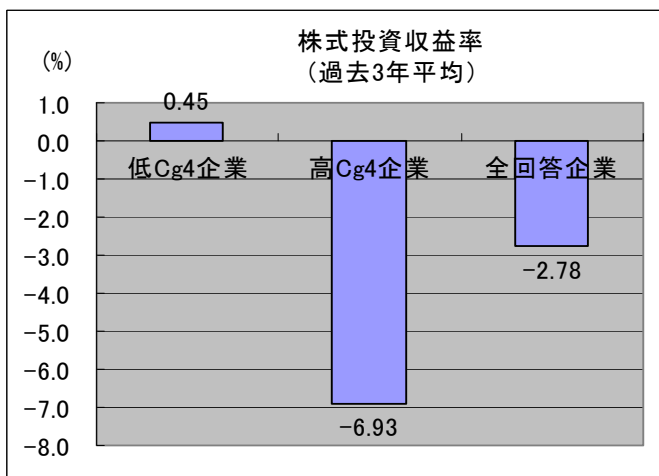


5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 263 社  
 高 Cg4 企業: 40 社  
 低 Cg4 企業: 34 社

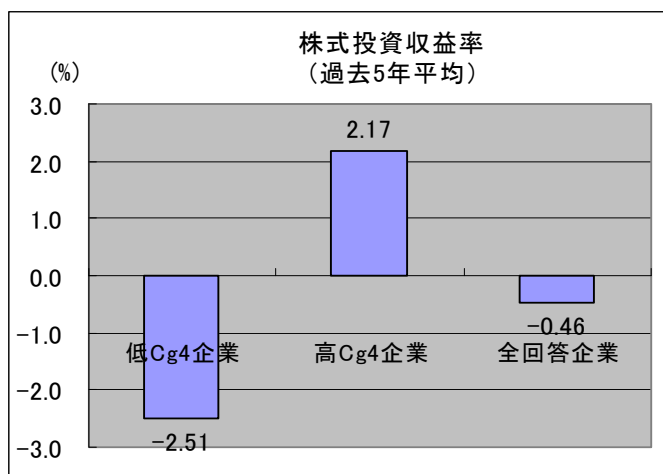
(5) Cg4 と株式投資収益率



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 297 社  
 高 Cg4 企業: 46 社  
 低 Cg4 企業: 48 社



5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 284 社

高 Cg4 企業: 44 社

低 Cg4 企業: 47 社

高 JCGIndex 上位企業の半数以上において、過去 3 年間の平均株式投資収益率が二桁のマイナスである。これは、高 JCGIndex 企業の半数以上において、2003 年の株式投資収益率が軒並み二桁のマイナスを示しているという短期的な現象に起因するものである。株式投資収益率についてなるべく長期で見るのが望ましいという経験則はここでも正しい。

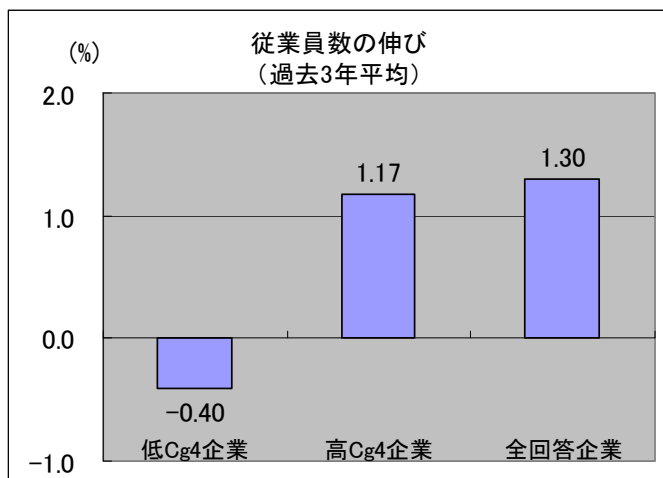
#### <リスクの調整>

高・低 JCGIndex 企業および全回答企業のベータ係数は、3 年、5 年の期間ごとに次のようであり、高低 JCGIndex 企業の  $\beta$  の差は、いずれも 1% の水準で統計的に有意である。

	$\beta$ 3 年	$\beta$ 5 年
高Cg4 企業	1.142	1.068
低Cg4 企業	0.790	0.643
全回答企業	0.887	0.766

したがって、上に見た高・低 JCGIndex 企業の過去の平均収益率の差のうち一部はリスクの違いによるものと考えなければならない。ベータ係数の差、約 0.4 に 3%~5% を乗ずると 1.2%~2.0% になる。期間が長いという意味でより信頼性が高い過去 5 年の数字で見ると、高・低 JCGIndex 企業の収益率の差は、4.68% であるから、リスクの相違を考慮しても、高 JCGIndex 企業の株式投資収益率は低 JCGIndex 企業のそれより高いといえる。(リスクの調整の考え方については P.20 参照のこと)

## (6) Cg4 と従業員数の伸び



高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 1%)。

全回答企業: 295 社\*  
高 Cg4 企業: 45 社  
低 Cg4 企業: 42 社

\*異常値の1社は除外した

## むすびに

3回にわたる477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。すなわち JCGIndex で見てもカテゴリー別インデクスで見ても、得点が高い企業の方が低い企業より、規模が大きく業績も良好である。これらの分析結果から、われわれのモデルに近いガバナンス体制をとる企業ほど、株主に報いていると結論づけることができる。

しかし、昨年と比較すると、ガバナンスによる業績の差は、統計的には明瞭でなくなっている。とくに5年でなく3年の平均に関してその傾向が強い。ひとつ考えられる仮説は、この数年業績が悪化した企業がとうとうガバナンス改革や経営改革に乗り出したということである。その結果、もともとガバナンスが良く業績がすぐれている企業と、ガバナンスは良いが業績が悪い企業とが混在することになり、業績の上で明確な差が見られなくなったのである。この推量正しいか否かは、この調査を続けていくことにより早晚明らかになるであろう。

しかし、これらの結果を見るにあたって次のような注意が必要である。第一に、これらの数字はあくまでも過去の数字であり、必ずしも将来の関係を示すものではない。第二に、341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約22%に過ぎないと言われれば反論の余地がない。回答企業に関して確定的なことは言えても、全上場企業についてはあくまでも推定に過ぎない。しかし、繰り返しになるが、過去3回の調査が一貫して同じ結果を導いていることは、サンプルサイズの小ささを補って余りあるものと考えている。第三に、JCGIndex と財務特性等との関係の存在を指摘したが、それらは相関関係であり、必ずしも因果関係を意味するわけではないことである。

## データ分析に使用したデータの説明

### 1. 業種分類

東京証券取引所の業種分類による

### 2. 財務データ

出所: NEEDS (日本経済新聞社の総合経済データバンク)

対象: 東証一部上場企業(2004年10月30日現在の1,596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: 1999年～2003年

### 3. 株式投資収益率

出所: 日本証券経済研究所 2003年株式投資収益率

対象: 東証一部上場企業(2004年10月30日現在の1,596社)

項目: 月間市場収益率および個別銘柄月間収益率

期間: 1999年1月～2003年12月

### 4. ベータ係数

東洋経済新報社「株価 CD-ROM2004」より富士通総研にて算出

### 5. 回答企業の特性の計算

東証一部上場企業と回答企業の財務状況を過去3年もしくは5年の連結データの平均に基づいて、

平均値／最小値／最大値／標準偏差を比較。

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

注1) 東証一部上場企業:2004年10月30日現在の1,596社

調査票送付企業は7月2日に抽出した1,560社であるが、上場数の増減があったため、企業数が変化している。

注2) 連結決算は SEC 基準を優先