

2004年12月25日

## 2004年「コーポレート・ガバナンス調査」報告書

**【補論】**  
**業種調整後データによる分析**

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>

本論では財務データを何ら加工せずに、①高・低 JCGIndex 企業の間で財務業績に差があるか、および②JCGIndex を構成するカテゴリー別得点の高・低企業の間で財務業績に差が見られるか、を分析している。この補論においては、ありうる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等を基準化した後、本論と同様の分析を行う。

回答企業を JCGIndex およびカテゴリー別インデクスで分類して作った高・低企業群は本論と同じであるが、比較する財務データや株式投資収益率を、属する産業の平均と標準偏差で基準化して高・低企業群を比較する点異なる。こうすることにより、業種により平均や標準偏差の違いを排除することができる。

業種別調整を行った後でも、調整前と同様の傾向が見られる。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、かつ業績も良好である。このように、業種調整前後で結果に大きな違いがないので、業種調整後データによる分析は補論として添付するにとどめる。

**1. JCGIndex と企業財務等との関係****(1) 業種間差異の調整方法**

財務データは業種間での差が大きいので、これを調整して JCGIndex と財務データとの関係を見る必要があるという考え方がある。そこで財務データを次のように基準化し、JCGIndex と総資産、売上高、従業員数、ROA、ROE 等との関係を分析した。

$$\text{基準化後データ} = (\text{個別企業データ} - \text{業種内平均}) / \text{業種内標準偏差}$$

片側検討を行った結果、3年間の ROA 以外はすべて、高 JCGIndex 企業と低 JCGIndex 企業との間の財務データの差は有意であった。つまり、業種間の差異を調整した後も、企業業績に関して、高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業よりも優れているといえる。

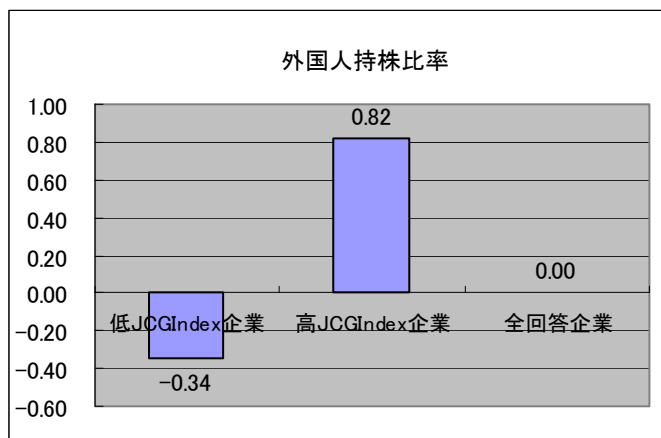
なお、すべての財務データにおいて、全回答企業の平均はプラスになっている。このことは、回答企業の多くにおいて、これらの財務データが業界平均を上回っていることを意味している。この事実は、回答企業の財務業績 (ROA、ROE など) および株式投資収益率等は、非回答企業より高

*All rights reserved copyright (c) Japan Corporate Governance Research Institute, Inc. 2004*

いという「本論」における指摘と整合的であると考えられる。

## (2) JCGIndex と企業特性

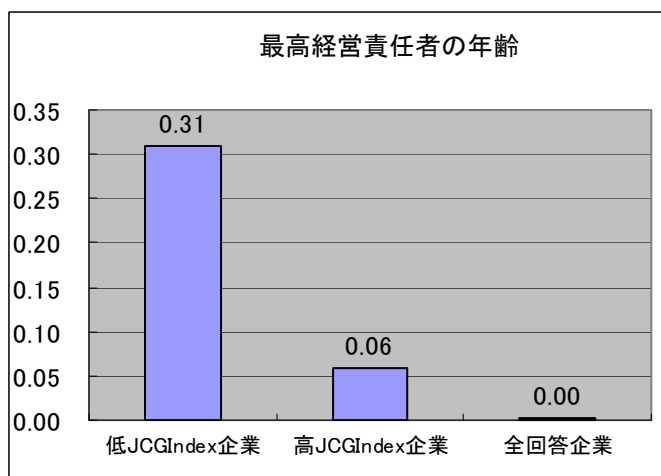
### a. 外国人持株比率



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: 303 社  
 高 JCGIndex 企業: 47 社  
 低 JCGIndex 企業: 47 社

### b. 最高経営責任者の年齢



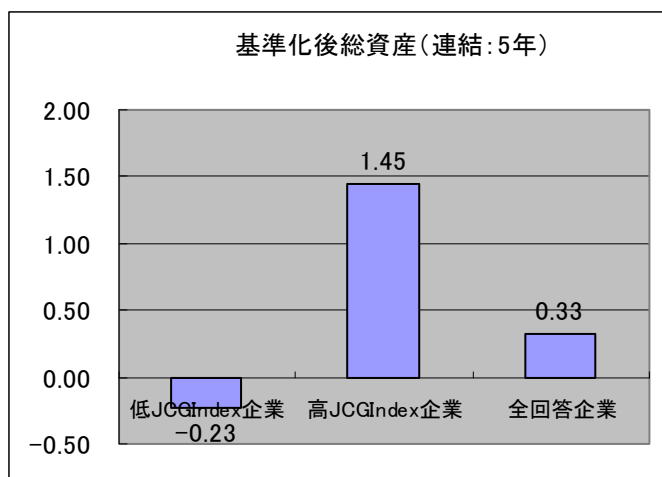
高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より高いが、その差は 10%水準でも有意でない。

全回答企業: 316 社  
 高 JCGIndex 企業: 49 社  
 低 JCGIndex 企業: 50 社

## (3) JCGIndex と企業規模

総資産、売上高および従業員数のどれを見ても全回答企業はプラスであり、回答企業は同じ業界の中で大きい方の企業であることが分かる。かつ、どの規模変数で見ても、高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より大きいことが明らかである。

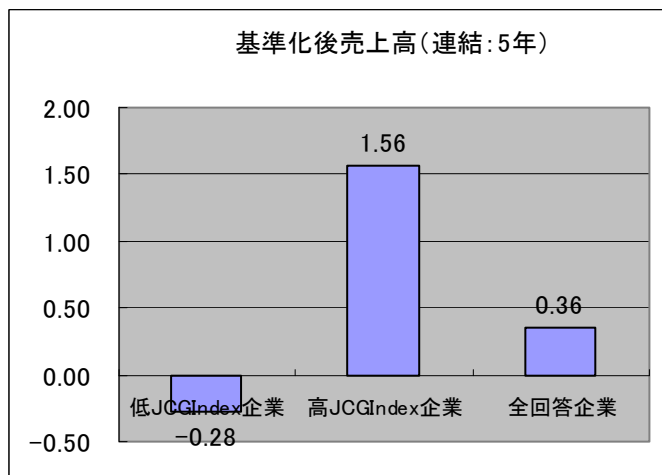
## a. 総資産（連結、5年）



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

全回答企業： 287 社  
 高 JCGIndex 企業： 45 社  
 低 JCGIndex 企業： 45 社

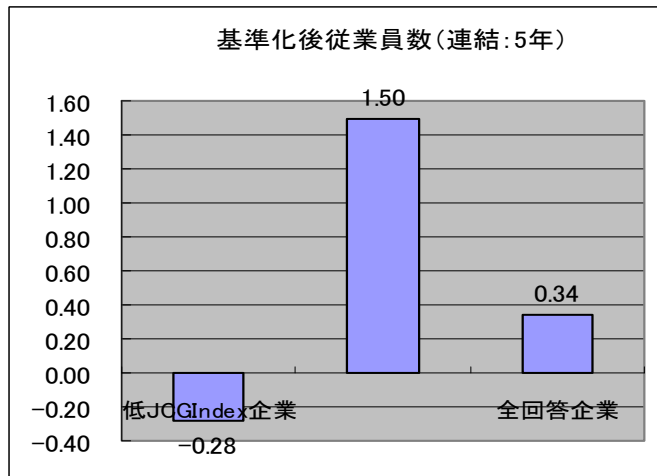
## b. 売上高（連結、5年）



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

全回答企業： 287 社  
 高 JCGIndex 企業： 45 社  
 低 JCGIndex 企業： 45 社

c. 従業員数 (連結、5年)

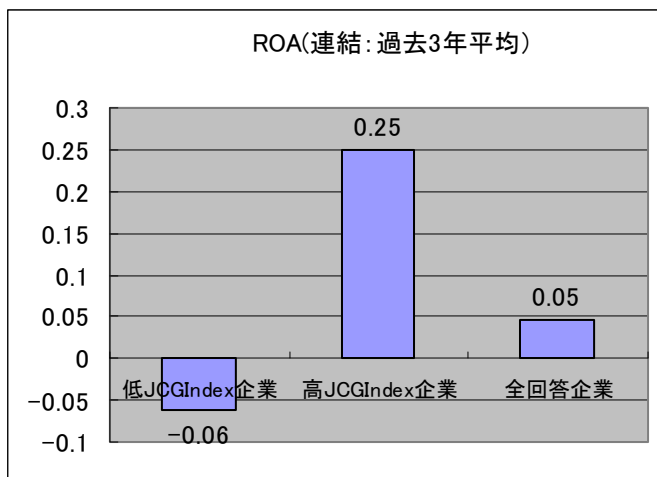


高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業: 275 社  
 高 JCGIndex 企業: 42 社  
 低 JCGIndex 企業: 45 社

(4) JCGIndex と企業業績

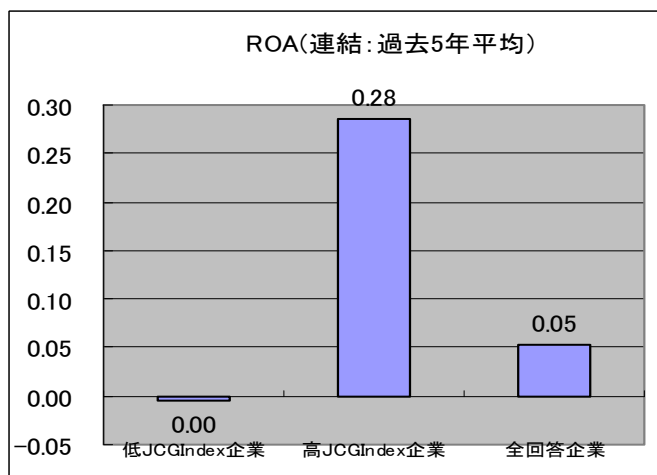
a. ROA (連結、3年・5年)



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 1%)。

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

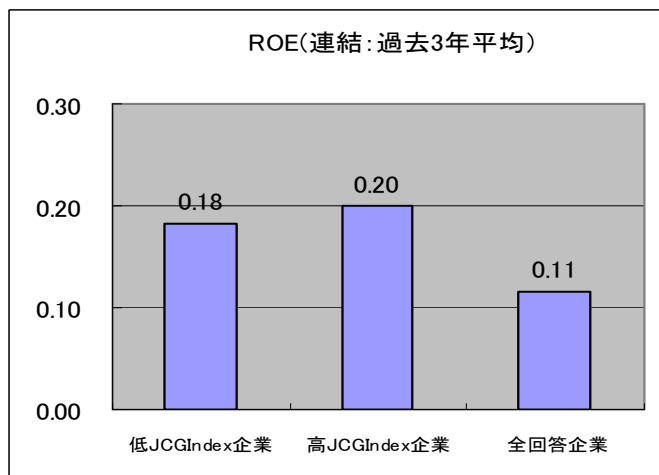


5年

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

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

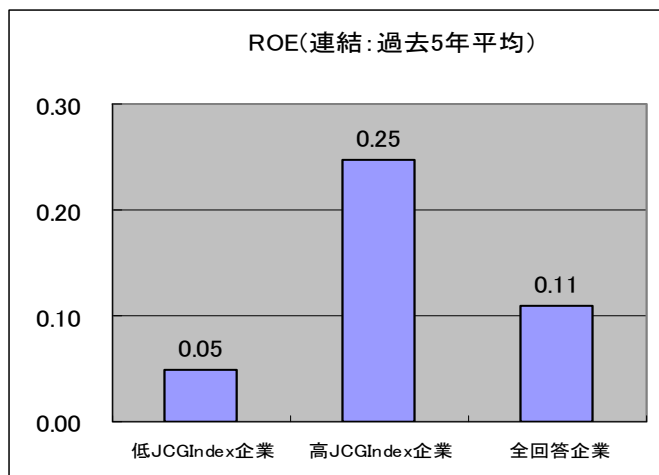
## b. ROE (連結、3年・5年)



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: 285 社  
高 JCGIndex 企業: 44 社  
低 JCGIndex 企業: 45 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

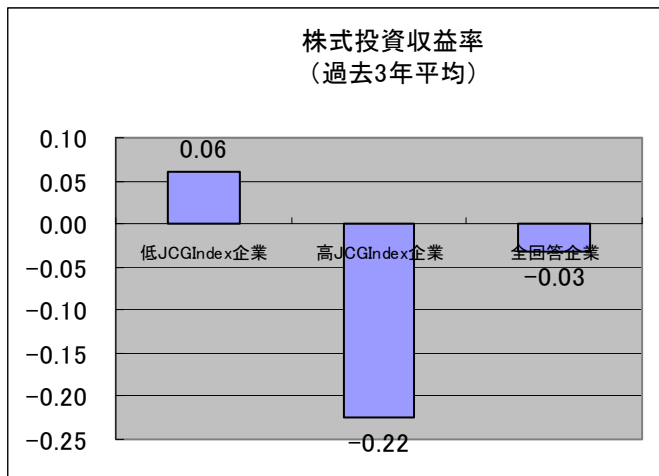
## (5) JCGIndex と株式投資収益率(3年、5年)

株主への最終的な分配である株式投資収益率は、1999年と2000年の両年がプラス、2001年から2003年までの3年間は大きくマイナスであった。このように株式のパフォーマンスはリスクが大きいため、株式の投資収益率についてはより長期間で見るのが一般的である。

この過去3年間の株式市場の低迷は比較的優良と言われる企業によってもたらされたものである。その結果、全回答企業はマイナスで業種平均を下回っており、かつ高 JCGIndex 企業もマイナスで業種平均を下回っている。そして、逆に低 JCGIndex 企業が業種平均より高く、高 JCGIndex 企業の業績を上回っている結果が出ている。他方、より安定的な結果が出るはずの5年間でみると、全回答企業も高 JCGIndex 企業もプラスで、業種平均を上回っている。それに対して低 JCGIndex 企業は業種平均を下回っていることが分かる。これらの差はいずれも統計的に有意である(10%水準)。

以上の結果は、カテゴリー得点においても同様である。

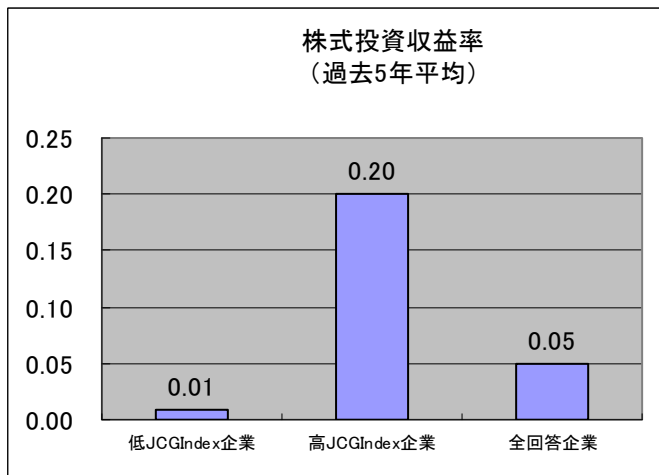
なお、業種別に基準化する過程でリスクはある程度調整されていると考え、ベータ係数の相違については考慮しない。



3年

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

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

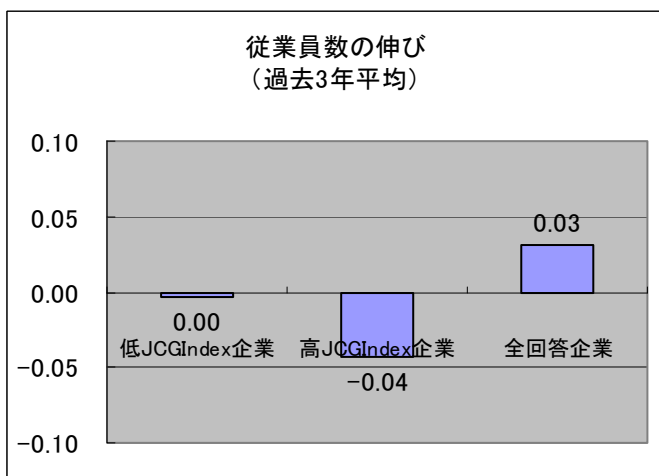


5年

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

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

(6) JCGIndex と従業員数の伸び率 (連結、3年)



高 JCGIndex 企業の方が低 JCGIndex 企業より大きいとその差は 10%水準でも有意でない。

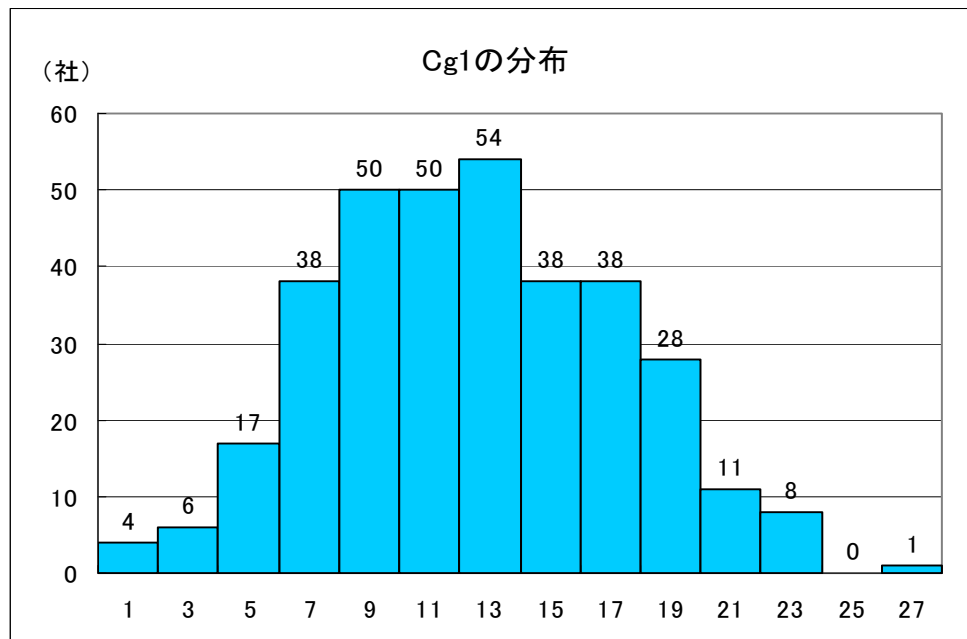
全回答企業: 296 社  
 高 JCGIndex 企業: 46 社  
 低 JCGIndex 企業: 47 社

## 2 カテゴリー別得点と企業業績等

前節では、原財務データにより、カテゴリー別得点と企業業績の関係を分析した。ここでは、業種別の特異性がありうることを想定して、3. と同様の方法で財務データを業種平均からの乖離で表現し、カテゴリー別得点と基準化後財務データとの関係を分析した。結論は、前節の原データによる分析と同じである。

### 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

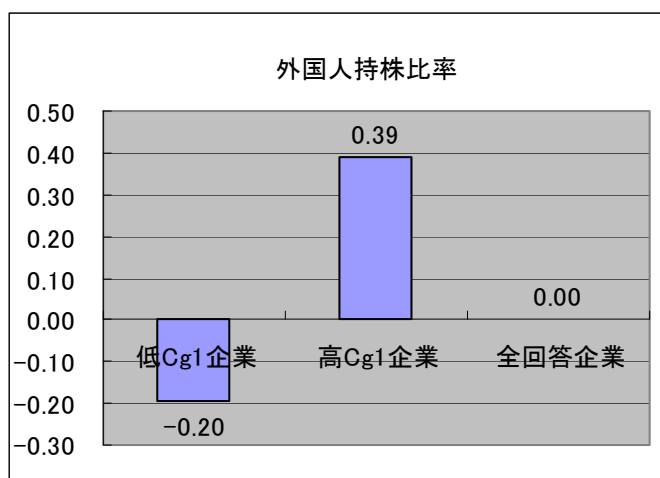
平均 11.86 標準偏差 4.80 最大：27 最小：1

高 Cg1 企業：Cg1 が 17 以上の 58 社

低 Cg1 企業：Cg1 が 7 以下の 65 社

(2) Cg1 と企業特性

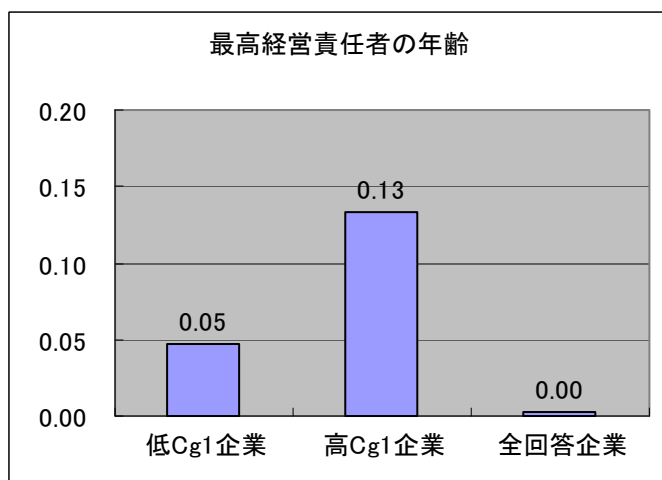
a. 外国人持ち株比率



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 :	303 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 企業より低い、その差は有意ではない (有意水準 10%)。

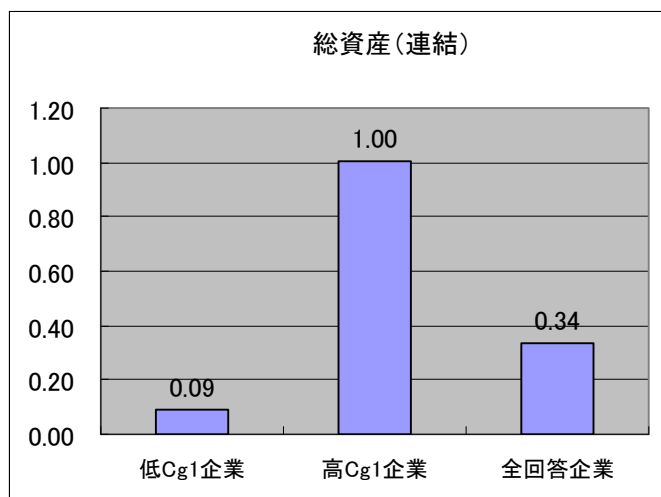
全回答企業 :	316 社
高 Cg1 企業 :	57 社
低 Cg1 企業 :	59 社



## (3) Cg1 と企業規模

全回答企業の規模を見ると、高 Cg1 企業は業種内でも平均以上の企業であるが、低 Cg1 企業はほとんどの変数で平均以下である。

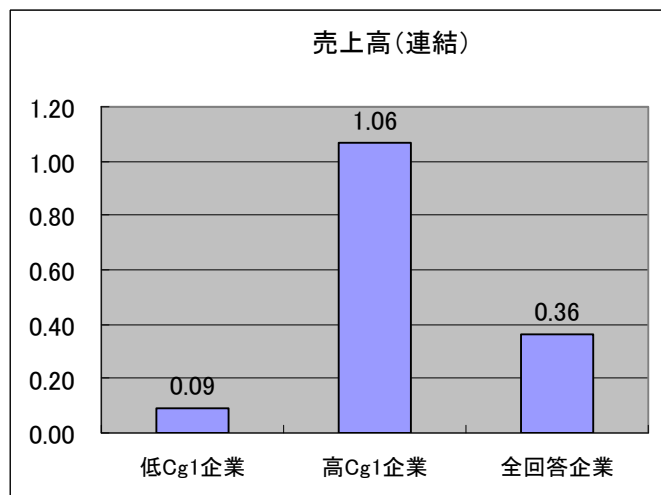
## a. 総資産（連結、3年）



高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

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

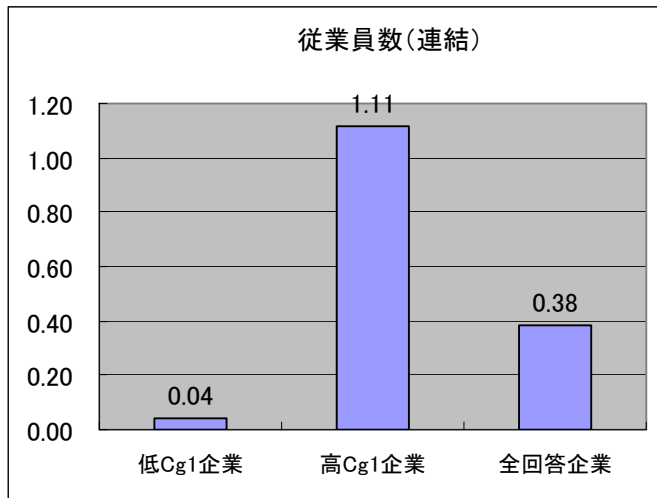
## b. 売上高（連結、3年）



高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に大きい(有意水準 1%)。

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

c. 従業員数 (連結、3年)



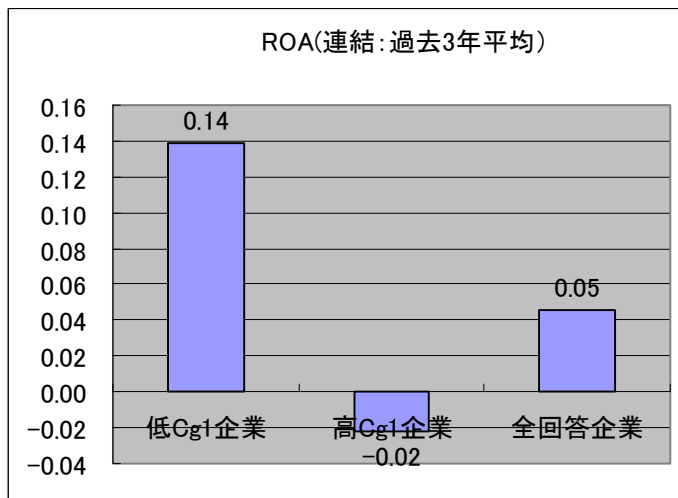
高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

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

(4) Cg1 と資本収益性

高 Cg1 企業は、ROA、ROE いずれで見ても、また 3 年平均、5 年平均いずれで見ても、高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より低い、多くの場合、その差は統計的には有意ではない。

a. ROA (連結、3年・5年)

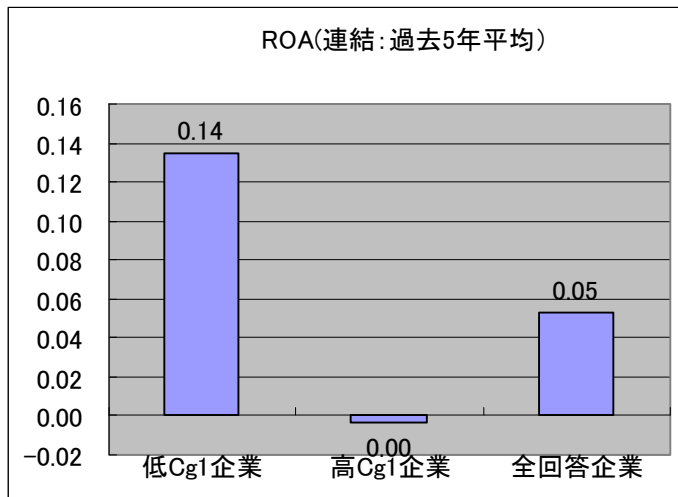


連結・3年

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

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

社



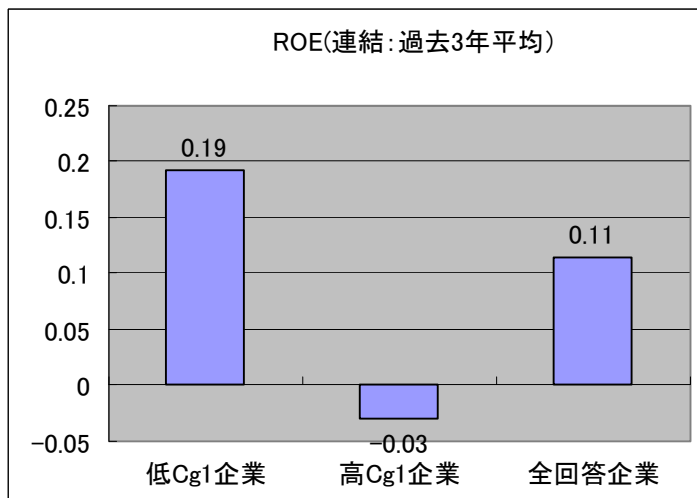
5年

高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より有意に低い(有意水準 5%)。

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

社

b. ROE (連結、3年・5年)

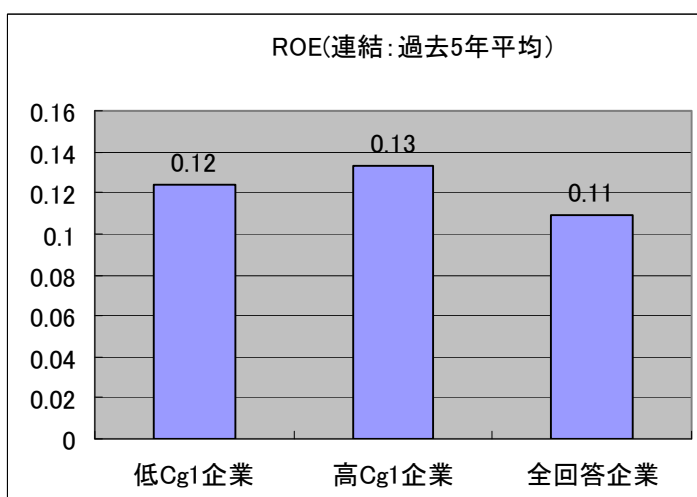


3年

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

全回答企業 :	285
高 Cg1 企業 :	52
低 Cg1 企業 :	

52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 :	263 社
高 Cg1 企業 :	49 社
低 Cg1 企業 :	48 社

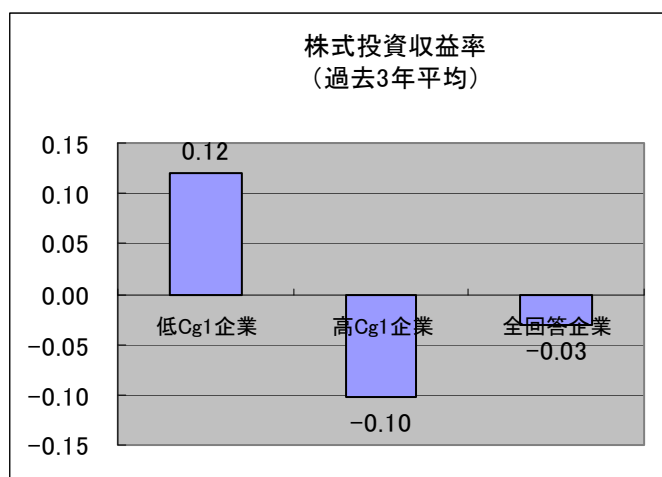
## (5) 株式投資収益率(3年・5年)

株主への最終的な分配である株式投資収益率は、1999年と2000年の両年がプラス、2001年から2003年までの3年間は大きくマイナスであった。このように株式のパフォーマンスはリスクが大きいため、株式の投資収益率についてはより長期間で見るのが一般的である。

この過去3年間の株式市場の低迷は比較的優良と言われる企業によってもたらされたものである。その結果、全回答企業はマイナスで業種平均を下回っており、かつ高Cg1企業もマイナスで業種平均を下回っている。そして、逆に低Cg1企業が業種平均より高く、高Cg1企業の業績を上回っている結果が出ている。他方、より安定的な結果が出るはずの5年間でみると、全回答企業も高Cg1企業もプラスで、業種平均を上回っている。それに対して低Cg1企業は業種平均を下回っていることが分かる。ただし、これらの差は大きくなり、いずれも統計的に有意ではない(10%水準)。

以上の結果は、他のカテゴリー得点においても同様である。

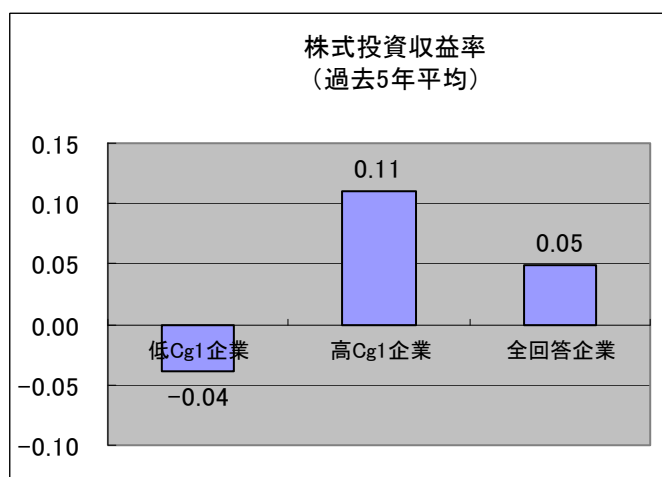
なお、業種別に基準化する過程でリスクはある程度調整されていると考え、ベータ係数の相違については考慮しない。



3年

高Cg1企業の方が低Cg1企業より低いですが、その差は有意ではない(有意水準10%)。

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



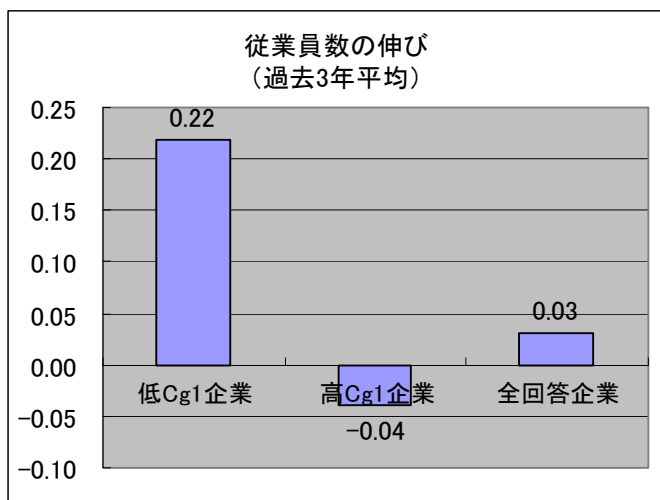
5年

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

全回答企業： 284社  
高Cg1企業： 55社

低 Cg1 企業 : 54 社

(6) 従業員数の伸び率（連結、3年）

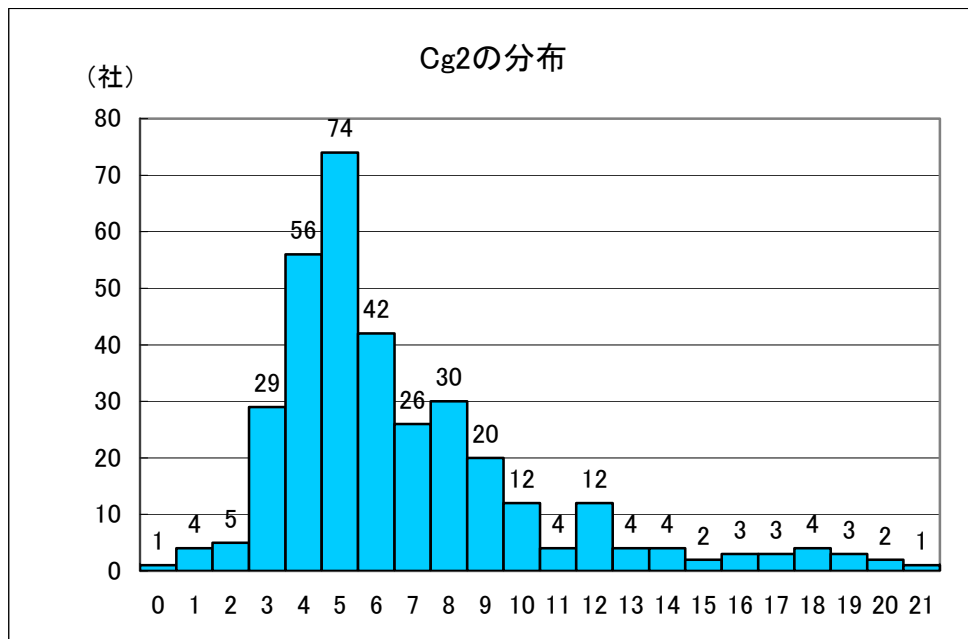


高 Cg1 企業の方が低 Cg1 企業より低い  
が、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

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

4. カテゴリーII (取締役会の機能と構成)

(1) 高 Cg2 企業と低 Cg2 企業の定義



Cg2 の分布

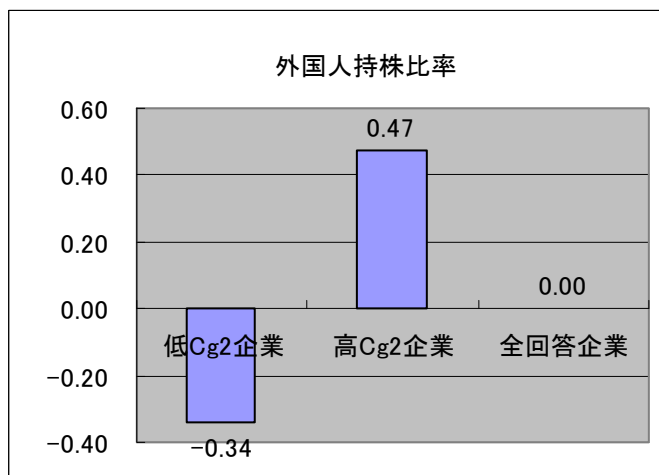
平均 6.7 標準偏差 3.7 最大 : 21 最小 : 0

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

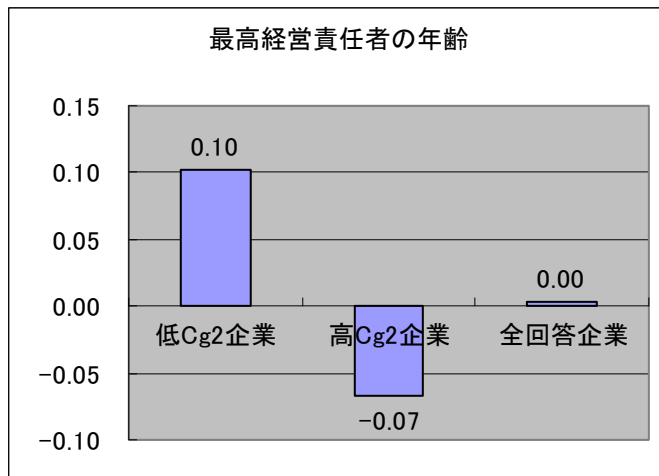


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業 : 303 社  
 高 Cg2 企業 : 37 社  
 低 Cg2 企業 : 31 社



b. 最高経営責任者の年齢

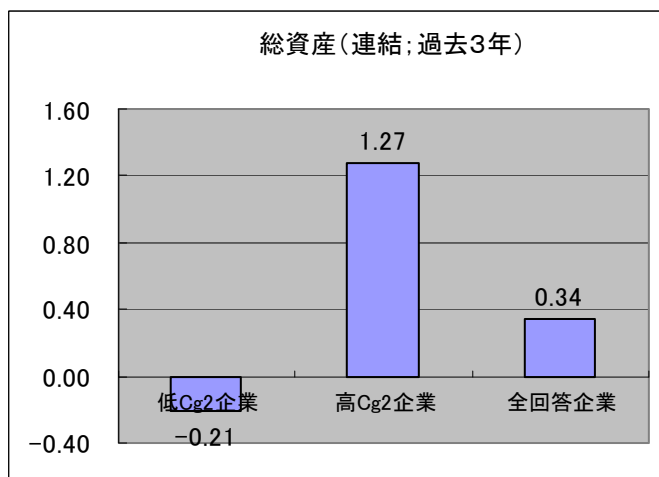


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より高いが、その差は有意ではない (有意水準 10%)。

全回答企業 : 316 社  
 高 Cg2 企業 : 39 社  
 低 Cg2 企業 : 36 社

(3) Cg2 と企業規模

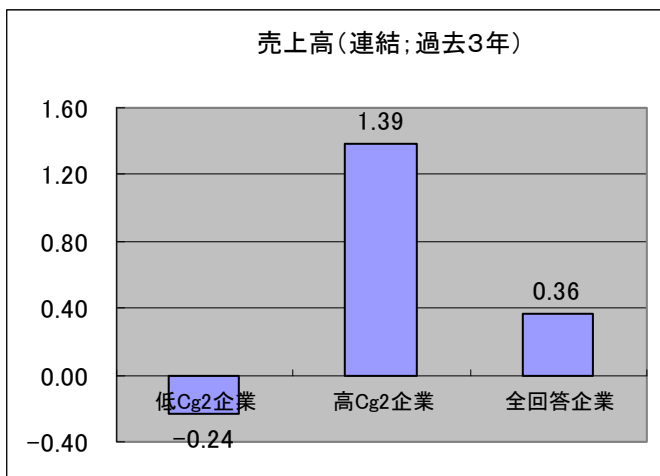
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に大きい (有意水準 1%)。

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

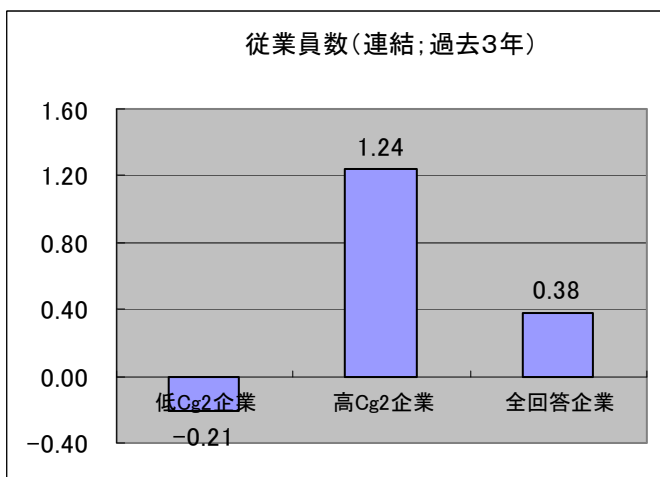
b. 売上高 (連結、3年)



高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

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)

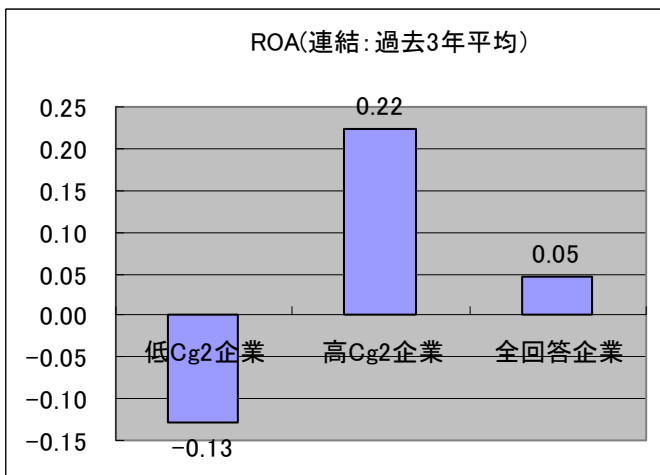


高 Cg2 企業の方が低 Cg2 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

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

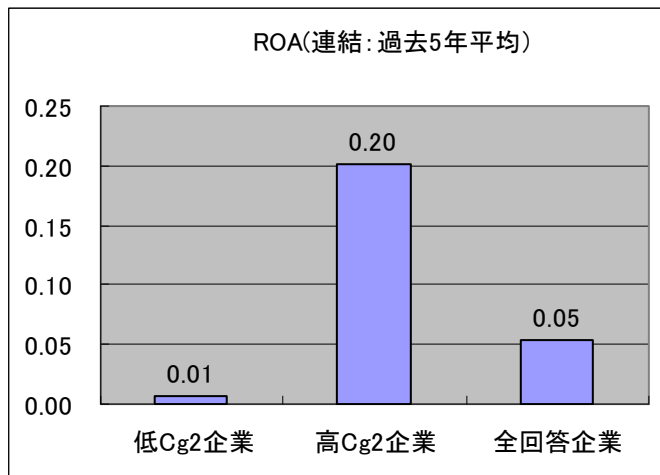
a. ROA (連結、3年・5年)



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

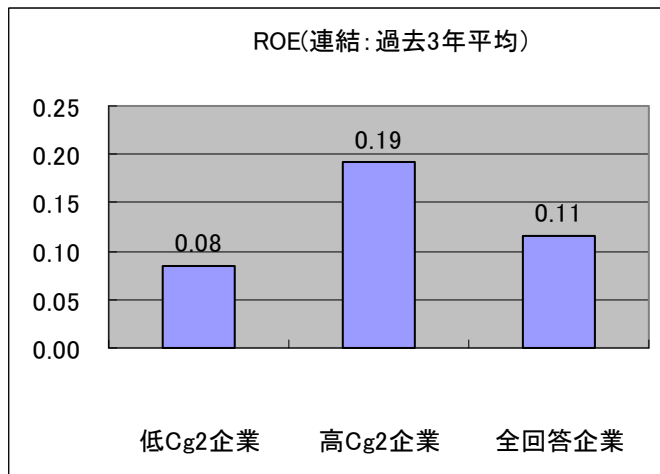


5年

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

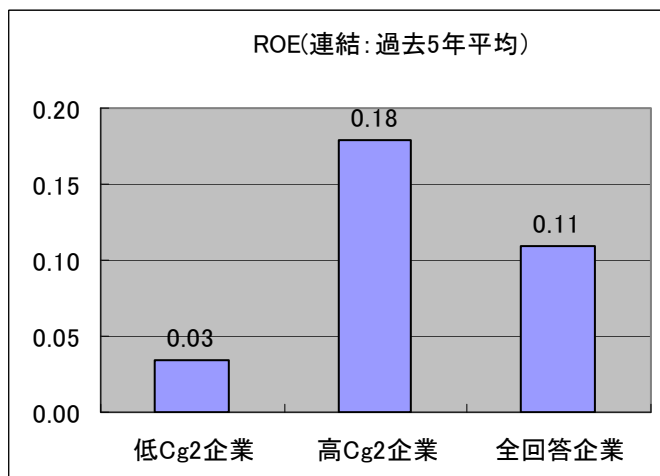
b. ROE (連結、3年・5年)



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 企業の方が低 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

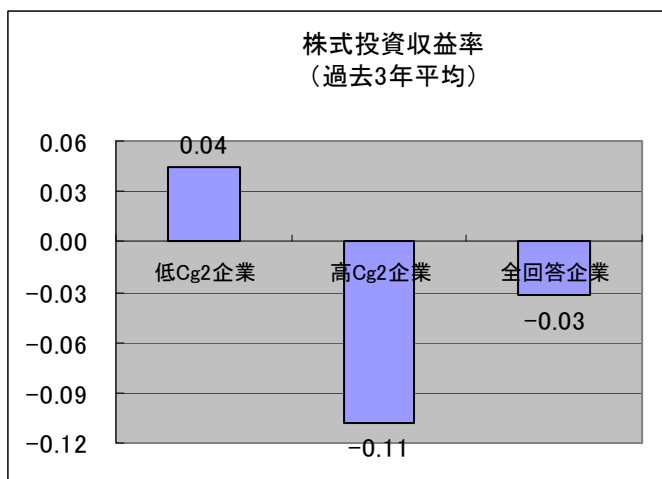
(5) Cg2 と株式投資収益率(3年・5年)

株主への最終的な分配である株式投資収益率は、1999年と2000年の両年がプラス、2001年から2003年までの3年間は大きくマイナスであった。このように株式のパフォーマンスはリスクが大きいので、株式の投資収益率についてはより長期間で見るのが一般的である。

この過去3年間の株式市場の低迷は比較的優良と言われる企業によってもたらされたものである。その結果、全回答企業はマイナスで業種平均を下回っており、かつ高Cg2企業もマイナスで業種平均を下回っている。そして、逆に低Cg2企業が業種平均より高く、高Cg2企業の業績を上回っている結果が出ている。他方、より安定的な結果が出るはずの5年間でみると、全回答企業も高Cg2企業もプラスで、業種平均を上回っている。それに対して低Cg2企業は業種平均を下回っていることが分かる。これらの差はいずれも統計的に有意である（有意水準5%）。

以上の結果は、他のカテゴリー得点においても同様である。

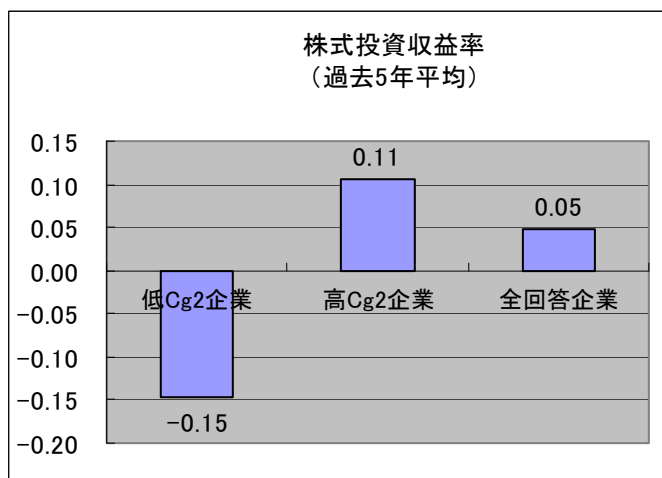
なお、業種別に基準化する過程でリスクはある程度調整されていると考え、ベータ係数の相違については考慮しない。



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

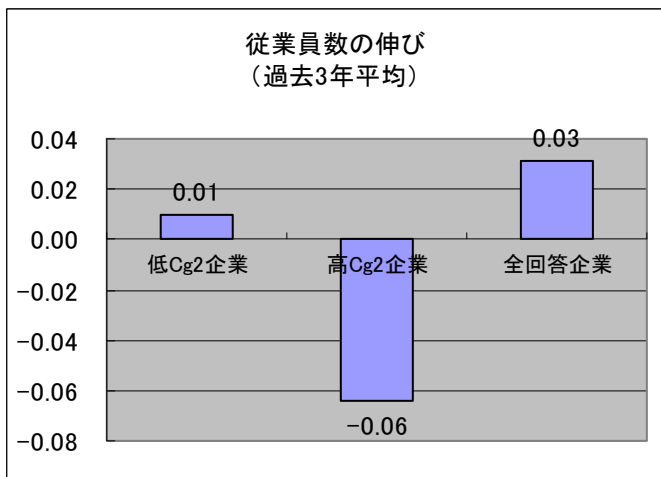


5年

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

(6) Cg2 と従業員数の伸び (連結、3年)

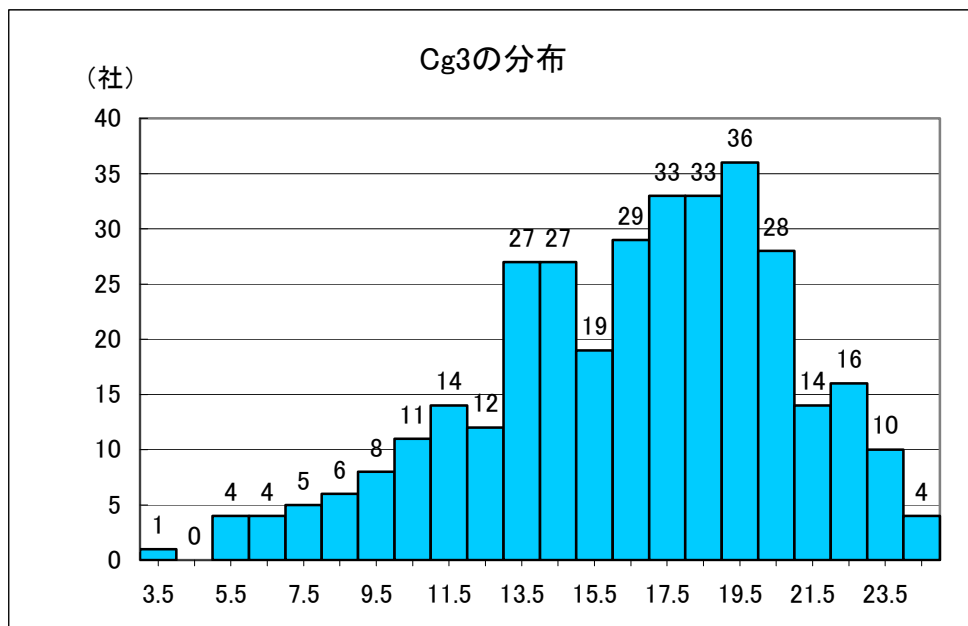


低 Cg2 企業の方が、高 Cg2 企業より高いがその差は有意ではない(有意水準 10%)。

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

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



注) このグラフにおいては、横軸目盛の 3.5、5.5 等は Cg3 が 3、5 等であることを表す

Cg3 の分布

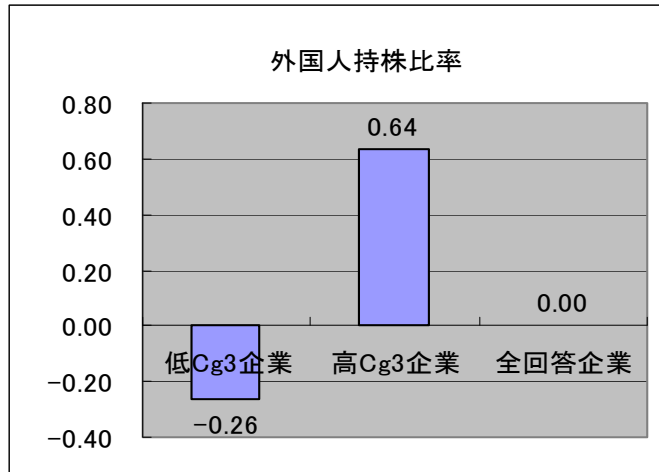
平均 16.0 標準偏差 4.2 最大：25 最小：3

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



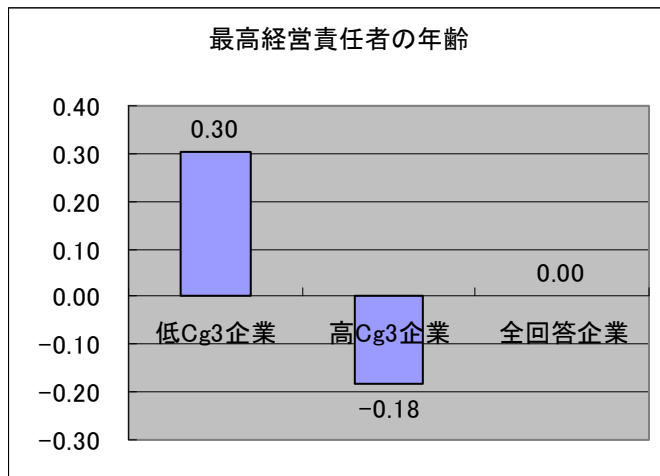
高 Cg3 企業の方が、低 Cg3 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業 : 303 社

高 Cg3 企業 : 39 社

低 Cg3 企業 : 45 社

b. 最高経営責任者の年齢

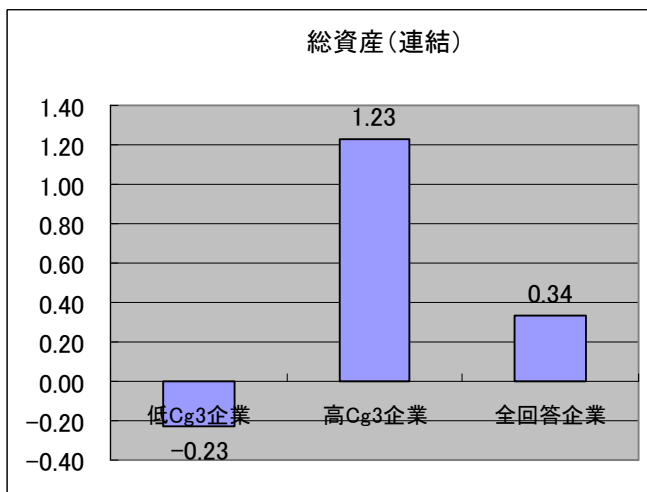


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に低い(有意水準 1%)。

全回答企業 : 316 社  
 高 Cg3 企業 : 42 社  
 低 Cg3 企業 : 50 社

(3) Cg3 と企業規模

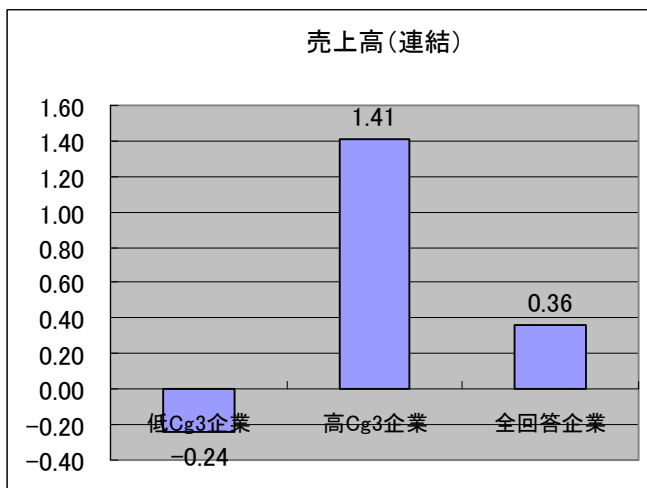
a. 総資産 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

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

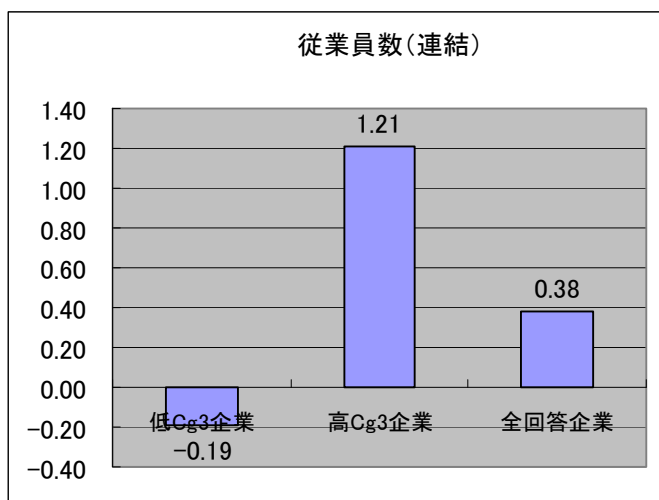
b. 売上高 (連結、3 年)



高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に高い (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)

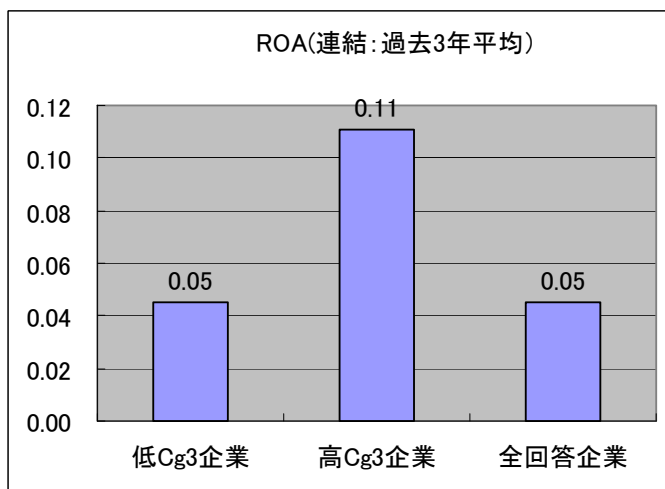


高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に多い (有意水準 1%)。

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

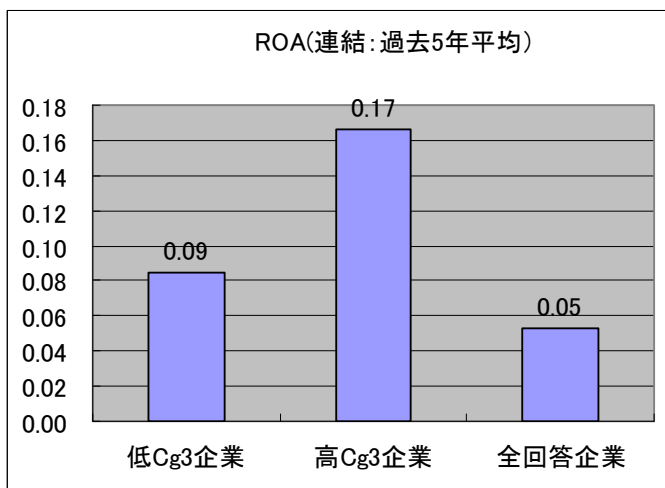
a. ROA (連結、3 年・5 年)



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

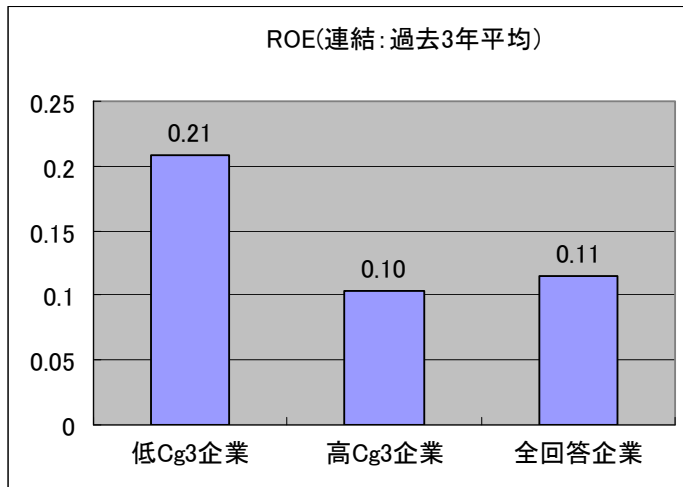
高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より高いが、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

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)

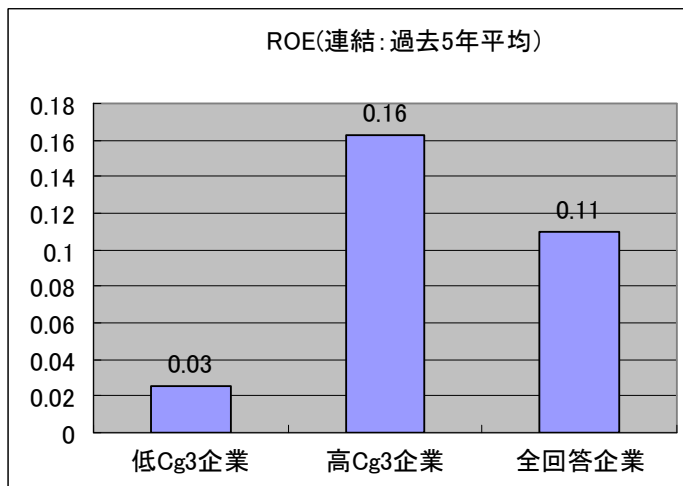


低 Cg3 企業 : 44 社

連結・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 : 285 社  
高 Cg3 企業 : 38 社



低 Cg3 企業 : 39 社

連結・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 : 263 社  
高 Cg3 企業 : 37 社

(5) Cg3 と株式投資収益率 (3年・5年)

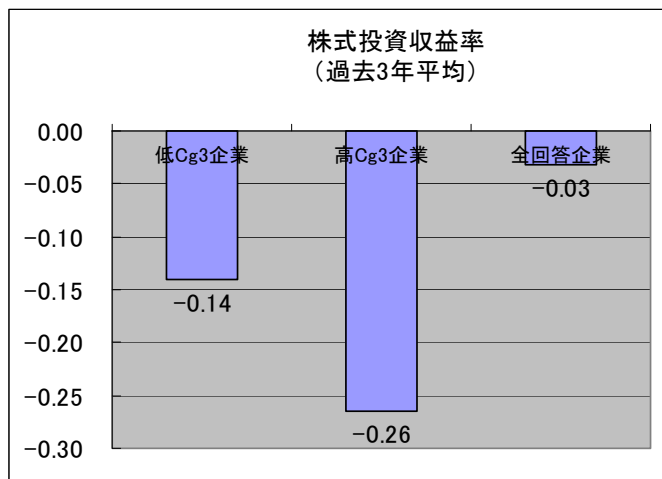
株主への最終的な分配である株式投資収益率は、1999年と2000年の両年がプラス、2001年から2003年までの3年間は大きくマイナスであった。このように株式のパフォーマンスはリスクが大きいため、株式の投資収益率についてはより長期間で見るのが一般的である。

この過去3年間の株式市場の低迷は比較的優良と言われる企業によってもたらされたものである。その結果、全回答企業はマイナスで業種平均を下回っており、かつ高Cg3企業もマイナスで業種平均を下回っている。そして、逆に低Cg3企業が業種平均より高く、高

Cg3 企業の業績を上回っている結果が出ている。他方、より安定的な結果が出るはずの 5 年間でみると、全回答企業も高 Cg3 企業もプラスで、業種平均を上回っている。それに対して低 Cg3 企業は業種平均を下回っていることが分かる。ただし、これらの差は小さくなく、いずれも統計的に有意ではない (10%水準)。

以上の結果は、他のカテゴリー得点においても同様である。

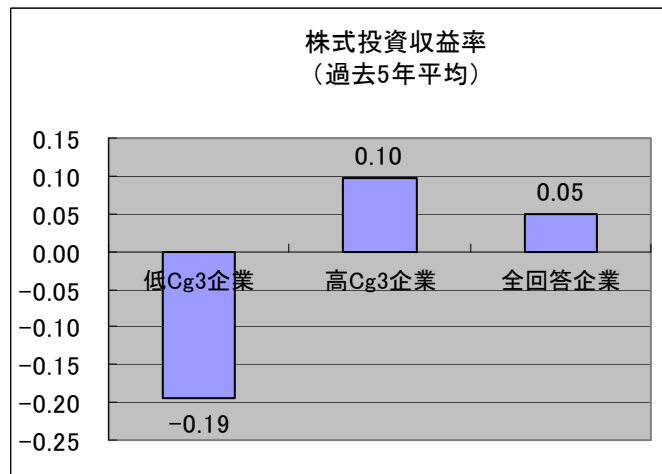
なお、業種別に基準化する過程でリスクはある程度調整されていると考え、ベータ係数の相違については考慮しない。



3年

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

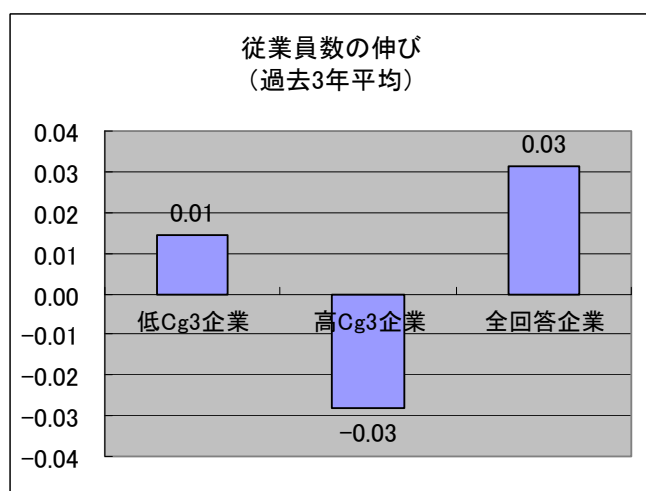
全回答企業： 297 社  
高 Cg3 企業： 39 社  
低 Cg3 企業： 44 社



5年

高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より有意に高い (有意水準 10%)

全回答企業： 284 社  
高 Cg3 企業： 38 社  
低 Cg3 企業： 42 社



(6) Cg3 と従業員数の伸び (連結、3年)

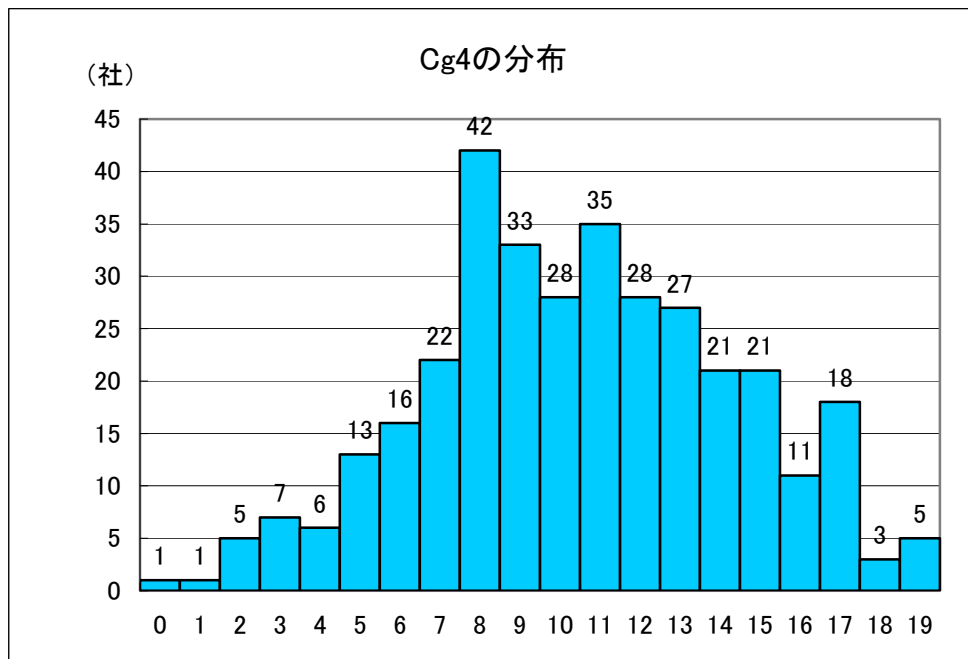
高 Cg3 企業の方が低 Cg3 企業より大きいですが、その差は有意でない(有意水準 10%)。

全回答企業 :	296 社*
高 Cg3 企業 :	46 社
低 Cg3 企業 :	47 社

6. カテゴリーⅣ (株主とのコミュニケーションと透明性)

カテゴリーⅣで興味深いことは、ほとんどすべての変数で、高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高いことである。

(1) 高 Cg4 企業と低 Cg4 企業の定義



Cg4 の分布

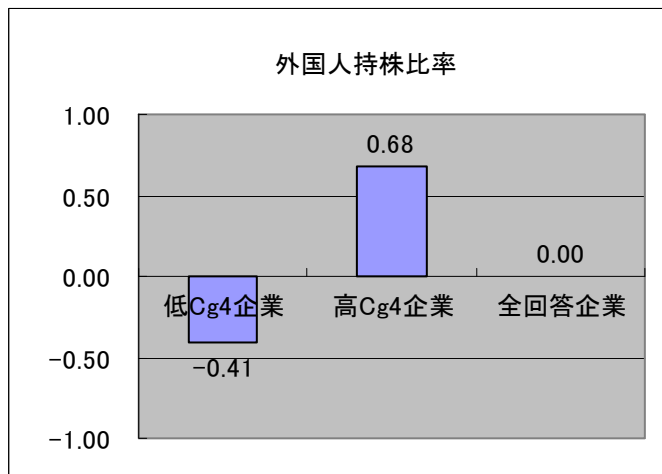
平均 10.4 標準偏差 3.8 最大 : 19 最小 : 0

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



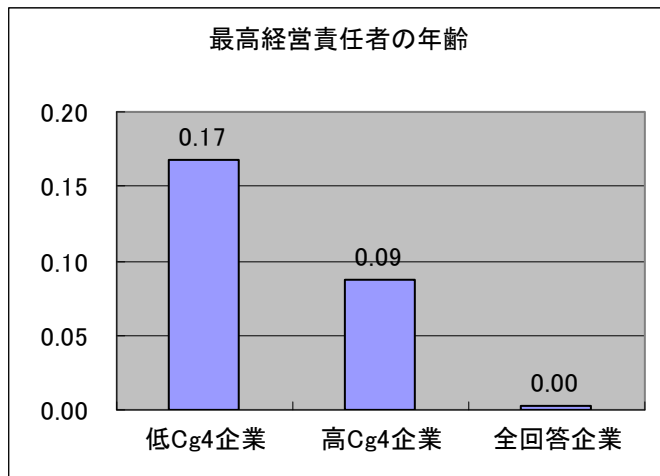
高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い(有意水準 1%)。

全回答企業 : 303 社

高 Cg4 企業 : 53 社

低 Cg4 企業 : 43 社

b. 最高経営責任者の年齢

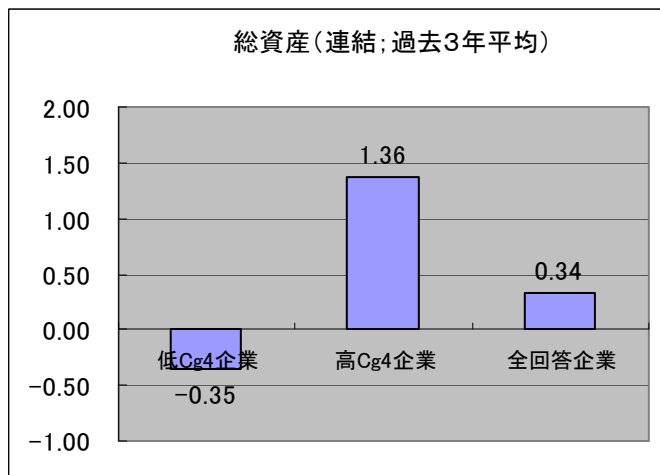


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より低い、その差は有意ではない(有意水準 10%)。

全回答企業： 316 社  
 高 Cg4 企業： 53 社  
 低 Cg4 企業： 45 社

(3) Cg4 と企業規模

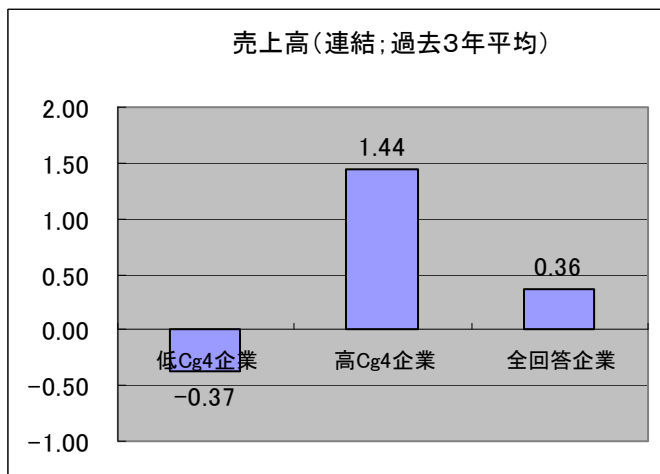
a. 総資産 (連結、3 年)



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： 296 社  
 高 Cg4 企業： 45 社  
 低 Cg4 企業： 42 社

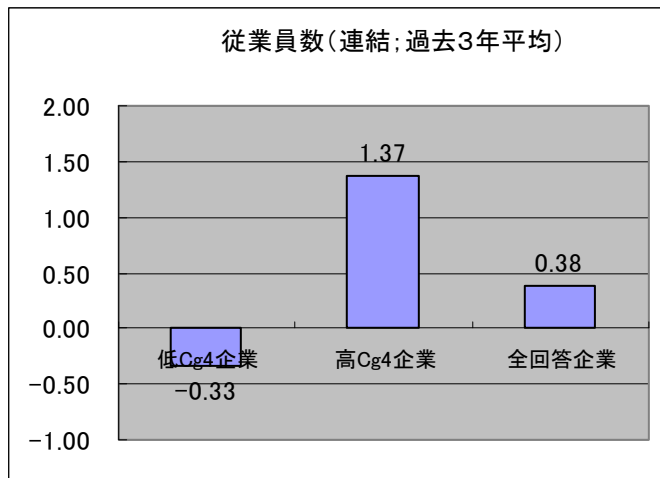
b. 売上高 (連結、3 年)



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)

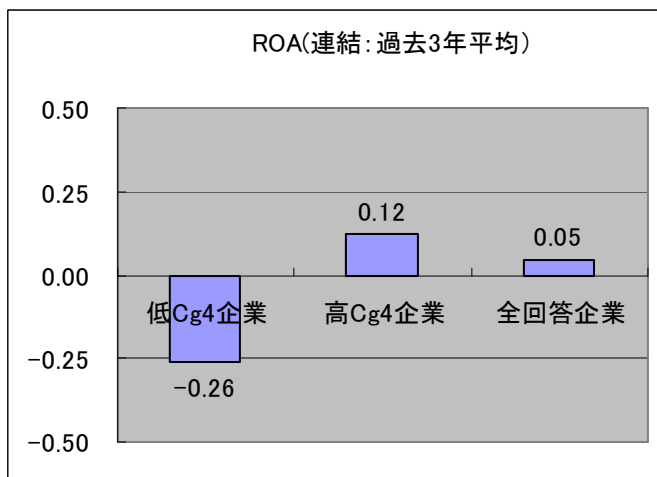


高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に多い(有意水準 1%)。

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

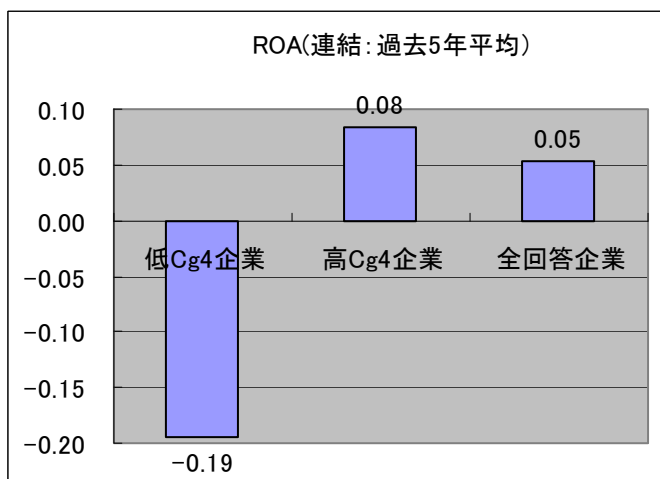
a. ROA (連結、3 年・5 年)



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

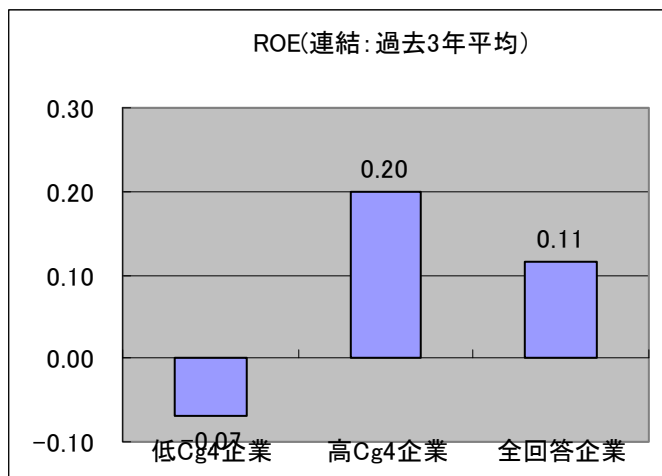


5 年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い (有意水準 10%)。

全回答企業： 264 社  
 高 Cg4 企業： 40 社  
 低 Cg4 企業： 34 社

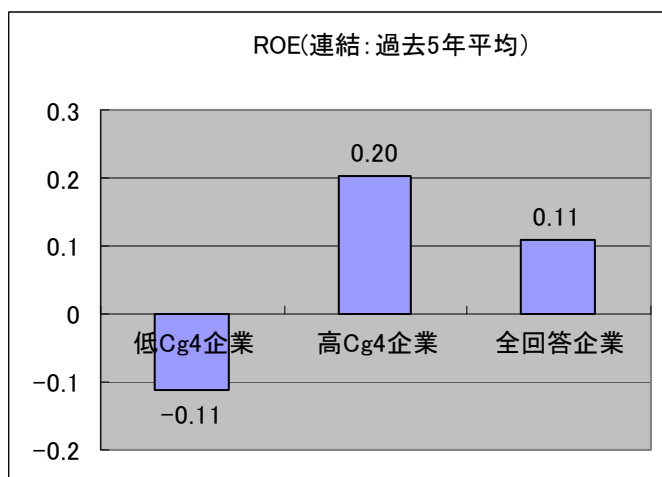
b. ROE (連結、3年・5年)



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 5%)

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

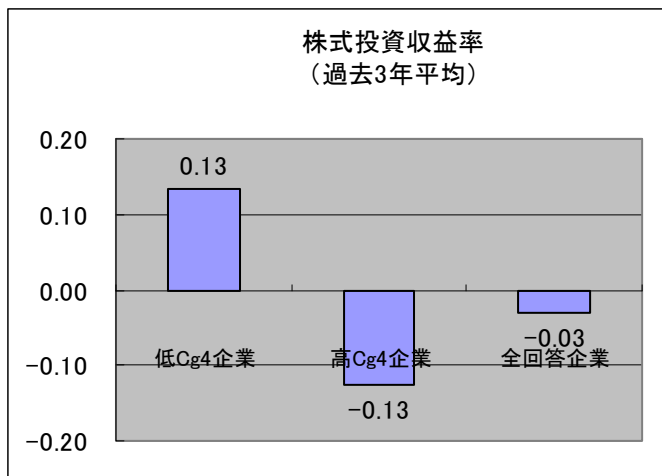
株主への最終的な分配である株式投資収益率は、1999年と2000年の両年がプラス、2001年から2003年までの3年間は大きくマイナスであった。このように株式のパフォーマンスはリスクが大きいため、株式の投資収益率についてはより長期間で見るのが一般的である。

この過去3年間の株式市場の低迷は比較的優良と言われる企業によってもたらされたものである。その結果、全回答企業はマイナスで業種平均を下回っており、かつ高Cg3企業もマイナスで業種平均を下回っている。そして、逆に低Cg3企業が業種平均より高く、高Cg3企業の業績を上回っている結果が出ている。他方、より安定的な結果が出るはずの5年間でみると、全回答企業も高Cg3企業もプラスで、業種平均を上回っている。それに対して低Cg3企業は業種平均を下回っていることが分かる。ただし、これらの差は小さくなく、いずれも統計的に有意ではない(10%水準)。

以上の結果は、他のカテゴリー得点においても同様である。



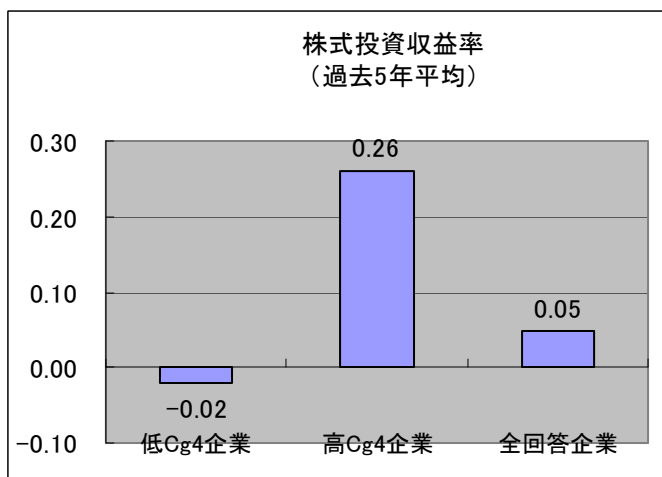
なお、業種別に基準化する過程でリスクはある程度調整されていると考え、ベータ係数の相違については考慮しない。



3年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に低い (有意水準 10%)

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

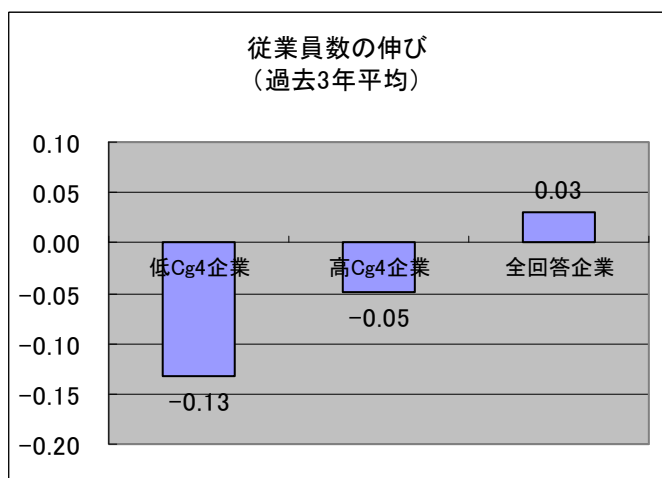


5年

高 Cg4 企業の方が低 Cg4 企業より有意に高い (有意水準 10%)

全回答企業 : 284 社  
高 Cg4 企業 : 44 社  
低 Cg4 企業 : 47 社

(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 10%)。

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

## むすびに

業種別調整を行った後でも、調整前と同様の傾向が見られる。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。しかし、昨年と比較すると、そ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。

## 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

