

付図表 2-1 企業の事業再構築の取組みと企業業績（業種・企業規模を考慮）

		ROA (標準化)		TFP (相対)		トービンのQ (相対)	
不採算・低収益事業の 縮小・整理	Yes	-0.20	-	2.77	---	2.94	+
	No	0.19	(-1.69)	3.03	(-3.23)	2.78	(1.82)
資産劣化した子会社・ 関連会社の整理	Yes	-0.14		2.75	---	3.10	+++
	No	0.09	(-0.98)	3.00	(-2.96)	2.71	(4.48)
グループ経営の導入・ 強化	Yes	-0.13		2.96		2.90	
	No	0.08	(-0.93)	2.87	(1.02)	2.83	(0.74)
M & A や持株会社化を 通じた事業再編	Yes	0.30		3.20	+++	3.04	+
	No	-0.05	(1.09)	2.86	(2.93)	2.83	(1.76)

(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ 6 月版）」より作成
2. 「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」において過去 5 年間に当該事業再構築の取組みを行ったと答えた企業（Yes）と行っていないと答えた企業（No）の平均値の比較（分析は個別企業が識別されない形で実施）
3. ROA（標準化）は各企業の ROA（日経 NEEDS による 02 年度決算連結ベースの値、%）から、当該企業の業種の平均値を引いたもの。TFP（相対） トービンの Q（相対）は、「コーポレート・ガバナンス評価システム」において、業種や企業規模を考慮した上で付けられた評点（東証 1 部上場企業を値の大きい企業から 5 分位により 5 点～1 点の点をつけたもの、TFP は過去 3 年の平均・単独ベース）。
4. カッコ内は t 値。+++、++、+（---、--、-）はそれぞれ、1%、5%、10%水準で、実施した企業の平均値が実施していない企業よりも有意に高い（低い）ことを示す。サンプル企業数は、ROA（標準化）は 990 社、TFP（相対）は 1127 社、トービンの Q（相対）は 1138 社。。

付図表 2-2 企業の事業再構築と企業業績に関する回帰分析結果（詳細）

1 収益率（ROA）

（標本数 = 990）

	係数	t 値 (p 値)
不採算事業等の縮小・整理	-0.480	-1.898 (0.058) -
資産劣化した子会社等の整理	-0.284	-1.099 (0.272)
グループ経営の導入・強化	-0.395	-1.565 (0.118)
M&A 等を通じた事業再編	0.454	1.313 (0.189)

2 収益率改善幅

（標本数 = 826）

	係数	t 値 (p 値)
不採算事業等の縮小・整理	0.546	2.009 (0.045) ++
資産劣化した子会社等の整理	1.231	4.517 (0.000) +++
グループ経営の導入・強化	-0.571	-2.141 (0.033) --
M&A 等を通じた事業再編	-0.255	-0.712 (0.476)

3 生産性（TFP）

（標本数 = 1127）

	係数	t 値 (p 値)
不採算事業等の縮小・整理	-0.219	-2.828 (0.005) ---
資産劣化した子会社等の整理	-0.164	-2.037 (0.042) --
グループ経営の導入・強化	-0.017	-0.215 (0.829)
M&A 等を通じた事業再編	0.427	4.019 (0.000) +++

4 市場評価（トービンのQ）

（標本数 = 1138）

	係数	t 値 (p 値)
不採算事業等の縮小・整理	-0.009	-0.103 (0.918)
資産劣化した子会社等の整理	0.324	3.668 (0.000) +++
グループ経営の導入・強化	-0.068	-0.775 (0.438)
M&A 等を通じた事業再編	0.215	1.839 (0.066) +

（備考）

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ 6 月版）」より作成
2. 企業業績に関する諸変数を被説明変数とし、表中の 4 類型の事業再構築への取組みの有無を説明変数として回帰分析を行った結果。説明変数にはこのほか企業規模（資本金 10 億円以下、10～50 億円、50～100 億円、100 億円以上の 4 区分）および業種（29 業種）に関するダミー変数を含む。推定法は最小自乗法。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で企業業績に有意に正（負）の影響を与えていることを示す。

付図表 3-1 ガバナンス指標について

早稲田大学ファイナンス研究所他「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ 2003 年 6 月版）」では、下表の各内訳項目について、数値の大きいものほど、または制度が存在する場合に高得点となるように、5～1 点の点数を付けている（\*印が付された項目については、逆に値が小さいほど高得点。各内訳項目の点数のつけ方の詳細は同評価システムの説明書を参照）これを、下表中のウェイト（同評価システムによるデフォルト値）により加重平均した。

	内訳項目名	ウェイト	%表示
株主・資本構成	機関投資家持株比率	4	21.05%
	外国人持株比率	2	10.53%
	小株主持株比率*	1	5.26%
	上位 10 位株主集中度*	2	10.53%
	オーナー企業度（役員の株式保有の度合い）*	2	10.53%
	支配会社（15%超保有法人）持株比率*	2	10.53%
	持合比率*	2	10.53%
	安定保有比率*	4	21.05%
	（ウェイト合計）	19	100.00%
取締役会（組織）	取締役会規模*	1	6.67%
	常務以上規模*	1	6.67%
	取締役会規模 / 総資産簿価*	2	13.33%
	常務以上規模 / 総資産簿価*	2	13.33%
	社外取締役比率	4	26.67%
	非執行社外取締役比率	2	13.33%
	執行役員制の採用	1	6.67%
	取締役と執行役員の兼任	2	13.33%
	（ウェイト合計）	15	100.00%
取締役会（行動）	企業業績と経営トップ交代の関連性	3	20.08%
	役員持株比率	1	7.69%
	役員自社株保有金額	2	15.38%
	ストック・オプション制度	1	7.69%
	取締役平均在職年数*	2	15.38%
	常務以上平均在職年数*	2	15.38%
	異常賞与*	2	15.38%
	（ウェイト合計）	13	100.00%
情報開示	利益予想実績乖離（3年平均）*	3	33.33%
	監査意見回数（3年）*	2	22.22%
	会計方針の変更回数（3年）*	2	22.22%
	決算期末から決算発表までの日数*	1	11.11%
	株主総会集中度（同日に開催した会社数）*	1	11.11%
	（ウェイト合計）	9	100.00%

付図表 3-2 ガバナンス上位企業と下位企業の業績比較（業種・企業規模を考慮）

		ROA (標準化)		TFP (相対)		トービンのQ (相対)	
ガバナンス総合点	上位	2.15	+++	3.47	+++	3.30	+++
	下位	-1.56	(12.26)	2.46	(8.90)	2.55	(6.23)
株主・資本構成	上位	1.27	+++	3.28	+++	3.14	+++
	下位	-0.74	(6.67)	2.73	(4.88)	2.75	(3.33)
取締役会（組織）	上位	-0.15	-	2.87		3.02	
	下位	0.43	(-1.83)	2.98	(-0.98)	2.90	(1.02)
取締役会（行動）	上位	2.83	+++	3.68	+++	3.43	+++
	下位	-2.33	(17.43)	2.31	(13.20)	2.47	(8.38)
情報開示	上位	0.68	+++	2.97	+++	3.02	+
	下位	-1.30	(5.81)	2.62	(2.90)	2.79	(1.86)

（備考）

1. 日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ6月版）」より作成
2. 「コーポレート・ガバナンス評価システム」によるガバナンスの評点が上位 25%に位置する企業と下位 25%の企業との平均値の比較（各評点の算出方法については付図表 3-1 を参照）。ガバナンス総合点は、株主・資本構成、取締役会（組織）、取締役会（行動）、情報開示の合計点。
3. ROA（標準化）は各企業の ROA（日経 NEEDS による 02 年度決算連結ベースの値、%）から、当該企業の業種の平均値を引いたもの。TFP（相対）、トービンの Q（相対）は、「コーポレート・ガバナンス評価システム」において、業種や企業規模を考慮した上で付けられた評点（東証 1 部上場企業を値の大きい企業から 5 分位により 5 点～1 点の点をつけたもの、TFP は過去 3 年の平均・単独ベース）。
4. カッコ内は t 値。+++、++、+（---、--、-）はそれぞれ、1%、5%、10%水準で、上位企業の平均値が下位企業の平均よりも有意に高い（低い）ことを示す。
5. サンプル企業数は、株主・資本構成、取締役会（組織）、取締役会（行動）は 1138 社、ガバナンス総合点、情報開示は 1091 社（ROA や TFP のデータが欠損している企業を含む数。平均値の計算や平均差の検定の際にはこれらデータの欠損している企業は除いている）。

付図表 3-3 コーポレート・ガバナンスと企業業績に関する回帰分析結果（詳細）

1 収益率（ROA）

	係数	t 値 (p 値)	標本数
ガバナンス総合点	1.376	14.408 (0.000) +++	956
株主・資本構成	0.605	3.855 (0.000) +++	956
取締役会（組織）	0.183	1.240 (0.215)	
取締役会（行動）	3.558	16.386 (0.000) +++	
情報開示	1.433	6.359 (0.000) +++	

2 収益率改善幅

	係数	t 値 (p 値)	標本数
ガバナンス総合点	-0.033	-0.286 (0.775)	816
株主・資本構成	-0.867	-4.328 (0.000) ---	816
取締役会（組織）	-0.047	-0.254 (0.800)	
取締役会（行動）	0.748	2.673 (0.008) +++	
情報開示	0.542	1.883 (0.060) +	

3 生産性（TFP）

	係数	t 値 (p 値)	標本数
ガバナンス総合点	0.387	12.446 (0.000) +++	1083
株主・資本構成	0.332	6.257 (0.000) +++	1083
取締役会（組織）	0.056	1.095 (0.274)	
取締役会（行動）	0.892	12.237 (0.000) +++	
情報開示	0.205	2.719 (0.007) +++	

4 市場評価（トービンのQ）

	係数	t 値 (p 値)	標本数
ガバナンス総合点	0.283	8.099 (0.000) +++	1091
株主・資本構成	0.095	1.540 (0.124)	1091
取締役会（組織）	0.158	2.690 (0.007) +++	
取締役会（行動）	0.725	8.576 (0.000) +++	
情報開示	0.156	1.782 (0.075) +	

（備考）

1. 日経 NEEDS、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム（プロトタイプ6月版）」より作成
2. 企業業績に関する諸変数を被説明変数とし、「コーポレート・ガバナンス評価システム」によるガバナンスの評点を説明変数として回帰分析を行った結果（ガバナンス評点の算出方法は図表 3-1 を参照。ガバナンス総合点は株主・資本構成、取締役会（組織）、取締役会（行動）、情報開示の合計点）説明変数にはこのほか企業規模（資本金 10 億円以下、10～50 億円、50～100 億円、100 億円以上の 4 区分）および業種（29 業種）に関するダミー変数を含む。推定法は最小自乗法。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で企業業績に有意に正（負）の影響を与えていることを示す。

付図表 4-1 ガバナンスと過去 5 年間の事業再構築の取組みに関する回帰分析結果

(1) ガバナンス総合

1 不採算・低収益事業の縮小・整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.138	-4.058 (0.000) ---
ガバナンス総合点	0.007	0.185 (0.853)

2 資産劣化した子会社・関連会社の整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.243	-6.724 (0.000) ---
ガバナンス総合点	0.132	3.156 (0.002) +++

3 グループ経営の導入・強化

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.079	-2.217 (0.027) --
ガバナンス総合点	0.141	3.374 (0.001) +++

4 M&A や持株会社化を通じた事業再編

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.067	-1.593 (0.111)
ガバナンス総合点	0.214	4.299 (0.000) +++

(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ 6 月版)」より作成
2. 事業再構築の取組みの実施の有無に関するプロビット・モデルによる回帰分析結果。説明変数には、表中の変数のほか、企業規模(資本金 10 億円以下、10~50 億円、50~100 億円、100 億円以上の 4 区分)および業種(29 業種)に関するダミー変数を含む。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で事業再構築の取組みに有意に正(負)の影響を与えていることを示す。

## (2) ガバナンス要素別

### 1 不採算・低収益事業の縮小・整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.094	-2.441 (0.015) --
株主・資本構成	0.061	0.932 (0.352)
取締役会(組織)	0.098	1.593 (0.111)
取締役会(行動)	-0.153	-1.489 (0.137)
情報開示	-0.141	-1.499 (0.134)

### 2 資産劣化した子会社・関連会社の整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.203	-5.045 (0.000) ---
株主・資本構成	0.177	2.609 (0.009) +++
取締役会(組織)	0.218	3.449 (0.001) +++
取締役会(行動)	-0.019	-0.178 (0.859)
情報開示	0.003	0.035 (0.972)

### 3 グループ経営の導入・強化

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.041	-1.016 (0.310)
株主・資本構成	0.254	3.723 (0.000) +++
取締役会(組織)	0.176	2.776 (0.006) +++
取締役会(行動)	-0.117	-1.103 (0.270)
情報開示	0.145	1.479 (0.139)

### 4 M&A や持株会社化を通じた事業再編

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.069	-1.449 (0.147)
株主・資本構成	0.225	2.767 (0.006) +++
取締役会(組織)	0.224	3.032 (0.002) +++
取締役会(行動)	0.290	2.280 (0.023) ++
情報開示	0.047	0.400 (0.690)

(備考)

1. 内閣府「平成14年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ6月版)」より作成
2. 事業再構築の取組みの実施の有無に関するプロビット・モデルによる回帰分析結果。説明変数には、表中の変数のほか、企業規模(資本金10億円以下、10~50億円、50~100億円、100億円以上の4区分)および業種(29業種)に関するダミー変数を含む。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で事業再構築の取組みに有意に正(負)の影響を与えていることを示す。

付図表 4-2 ガバナンスと今後 5 年間の事業再構築の取組みに関する回帰分析結果

(1) ガバナンス総合

1 不採算・低収益事業の縮小・整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.202	-5.820 (0.000) ---
ガバナンス総合点	-0.002	-0.040 (0.968)

2 資産劣化した子会社・関連会社の整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.224	-6.204 (0.000) ---
ガバナンス総合点	0.038	0.906 (0.365)

3 グループ経営の導入・強化

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	-0.091	-2.613 (0.009) ---
ガバナンス総合点	0.134	3.263 (0.001) +++

4 M&A や持株会社化を通じた事業再編

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去 3 年の収益状況	0.002	0.041 (0.967)
ガバナンス総合点	0.146	3.366 (0.001) +++

(備考)

1. 内閣府「平成 14 年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ 6 月版)」より作成
2. 事業再構築の実施の検討の有無に関するプロビット・モデルによる回帰分析結果。説明変数には、表中の変数のほか、企業規模(資本金 10 億円以下、10~50 億円、50~100 億円、100 億円以上の 4 区分)および業種(29 業種)に関するダミー変数を含む。
3. +++、++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%、5%、10%水準で事業再構築の取組みに有意に正(負)の影響を与えていることを示す。



## (2) ガバナンス要素別

### 1 不採算・低収益事業の縮小・整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.166	-4.225 (0.000) ---
株主・資本構成	0.065	0.988 (0.323)
取締役会(組織)	0.069	1.105 (0.269)
取締役会(行動)	-0.137	-1.320 (0.187)
情報開示	-0.160	-1.693 (0.090) -

### 2 資産劣化した子会社・関連会社の整理

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.211	-5.197 (0.000) ---
株主・資本構成	0.134	1.976 (0.048) ++
取締役会(組織)	0.026	0.415 (0.678)
取締役会(行動)	-0.080	-0.749 (0.454)
情報開示	0.000	0.004 (0.997)

### 3 グループ経営の導入・強化

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	-0.076	-1.931 (0.054) -
株主・資本構成	0.158	2.368 (0.018) ++
取締役会(組織)	0.166	2.633 (0.009) +++
取締役会(行動)	0.091	0.874 (0.382)
情報開示	0.052	0.550 (0.582)

### 4 M&A や持株会社化を通じた事業再編

(標本数 = 1091)

	係数	z 値 (p 値)
過去3年の収益状況	0.007	0.167 (0.868)
株主・資本構成	0.278	3.942 (0.000) +++
取締役会(組織)	0.102	1.577 (0.115)
取締役会(行動)	0.029	0.261 (0.794)
情報開示	0.104	1.027 (0.304)

(備考)

1. 内閣府「平成14年企業行動に関するアンケート調査」、早稲田大学ファイナンス研究所・ニッセイ基礎研究所・日本経済新聞社「コーポレート・ガバナンス評価システム(プロトタイプ6月版)」より作成
2. 事業再構築の実施の検討の有無に関するプロビット・モデルによる回帰分析結果。説明変数には、表中の変数のほか、企業規模(資本金10億円以下、10~50億円、50~100億円、100億円以上の4区分)および業種(29業種)に関するダミー変数を含む。
3. +++, ++, + (---, --, -) はそれぞれ、1%, 5%, 10%水準で事業再構築の取組みに有意に正(負)の影響を与えていることを示す。