

# コーポレートガバナンス・コードによる日本企業の変化

## ～導入初期の状況と課題～

### － 目 次 －

序 章	： 本論文の問題意識	P 6
	(1) コーポレートガバナンス・コードの導入と特徴	
	(2) 問題意識と着目点	
	(3) 全体構成	
第1章	： コーポレートガバナンス・コードと社外取締役の属性	P 11
1.	はじめに	P 11
	(1) 足元の環境	
	(2) 問題意識	
2.	社外取締役の選任状況	P 13
	(1) 属性に関するこれまでの議論	
	(2) 社外取締役の出身属性	
	(3) 企業が社外取締役を選任する目的	
	(4) 企業が社外取締役に期待する資質	
	(5) 社外取締役自身の認識	
3.	先行研究	P 18
	(1) 社外取締役が企業業績等に及ぼす影響：米国	
	(2) 社外取締役が企業業績等に及ぼす影響：CG改革前の日本	
	(3) 社外取締役が企業業績等に及ぼす影響：CG改革後の日本	
	(4) 社外取締役の属性の影響	
4.	仮説	P 22
	(1) 社外取締役の属性選択に関する仮説	

(2) 社外取締役の属性と企業業績・投資行動に関する仮説		
5. 利用するデータと計量モデル	P	24
(1) 分析対象企業		
(2) 社外取締役の属性区分		
(3) 仮説検証の計量モデル		
(4) 分析対象企業の特徴		
(5) 分析対象企業の特徴を踏まえた計量モデル拡張		
6. 分析結果と考察	P	30
(1) 仮説1：企業の選任目的や期待資質による属性選択		
(2) 仮説2：企業特性による属性選択		
(3) 仮説3：属性選択の効果		
(4) 企業の選任目的や期待資質の属性選択効果への影響		
7. 補論	P	35
(1) 頑健性の確認		
(2) 企業出身者の業種別分析		
8. まとめ	P	37
(1) 研究の意義		
(2) 今後の課題		
図表(1-1~21)	P	40
<b>第2章：コーポレートガバナンス・コードと役員報酬の変化</b>	<b>P</b>	<b>57</b>
1. はじめに	P	57
(1) 役員報酬とコーポレートガバナンス・コード		
(2) 問題意識		
2. 先行研究	P	60
(1) 役員報酬の業績連動性		
(2) 役員報酬額とガバナンス等の企業属性の関係		

(3) インセンティブ制度とガバナンス等の企業属性の関係	
(4) ガバナンスによる報酬と将来業績の関係	
3. 役員報酬に関する理論と仮説	P 63
(1) 役員報酬に関する理論的説明	
(2) 仮説	
4. データ	P 66
(1) 分析対象	
(2) 報酬に関する開示データの取り扱い	
(3) 分析対象企業の役員報酬に関する特徴	
5. 計量モデル	P 69
(1) 社内取締役等報酬の決定要因	
(2) インセンティブ制度の導入要因	
(3) 社外役員報酬の決定要因	
(4) 翌期業績への影響	
6. 分析結果と考察	P 74
(1) 仮説1：役員報酬の業績連動性	
(2) 仮説2：役員報酬とガバナンスの関連性	
(3) 仮説3：社外役員報酬とガバナンスの関連性	
(4) 仮説4：翌期以降の業績への影響	
7. 補論	P 79
(1) 役員個人報酬に関する分析対象・計量モデル	
(2) 役員個人報酬に関する分析結果	
8. さいごに	P 80
(1) 研究の意義	
(2) 今後の課題	
図表(2-1~17)	P 82

<b>第3章 コーポレートガバナンス・コードと買収防衛策の廃止</b>	<b>P 95</b>
1. はじめに	P 95
(1) 日本での買収防衛策の状況	
(2) 問題意識	
2. 買収防衛策の意味合い	P 96
(1) 企業買収の意味合い	
(2) 買収防衛策の意味合い	
3. 先行研究	P 98
(1) 買収防衛策の導入（米国）	
(2) 買収防衛策の導入（日本）	
(3) 買収防衛策の廃止	
4. 仮説	P 102
5. 分析対象企業の特徴	P 104
(1) 分析対象企業の買収防衛策存置状況	
(2) 分析対象企業の買収防衛策廃止状況	
(3) 分析対象企業の買収防衛策廃止の理由	
6. 計量モデル	P 107
(1) 買収防衛策導存置企業の特徴	
(2) 買収防衛策廃止企業の特徴	
(3) 社外取締役の影響	
(4) 企業価値への影響	
7. 分析結果と考察	P 111
(1) 仮説1；買収防衛策の存置企業の特徴	
(2) 仮説2；買収防衛策の廃止企業の特徴	
(3) 仮説3；社外取締役の影響	
(4) 仮説4；企業価値への影響	
8. さいごに	P 116
(1) 分析の意義	

(2) 今後の課題

図表 (3-1 ~ 14)

P 118

#### 第4章 総括と提言

P 127

(1) 分析結果の総括

(2) 今後に向けた提言

参考文献

P 132

謝辞

P 140

## 序 章 : 本論文の問題意識

### (1) コーポレートガバナンス・コードの導入と特徴

2015年に日本でも導入されたコーポレートガバナンス・コードは、取引所規則を通じて上場企業にその適用が求められることにより、日本企業のガバナンスのあり方に大きな変化をもたらした。その変化は、コーポレートガバナンス・コード自体も継続的に改訂がなされる中で、現在進行形で継続している。

このコーポレートガバナンス・コードは、先行して同様のコードを導入した英国等の制度を参考に制定されたが、導入の目的はやや異なるものとなった。英国では、1980年代から1990年代初頭にかけて、相次いで上場企業の不祥事が発生<sup>1</sup>し、財務報告の信頼性が失われたことをきっかけに、1992年に設置されたキャドバリー委員会にて、企業の取締役等が遵守すべき行動規範が定められた。その後も、類似の委員会<sup>2</sup>にて定められた規範が、1998年に統合され、これが現在のコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの原型となった。その後、2008年の世界金融危機を経て、機関投資家のエンゲージメントの必要性が認識されたことを受け、2009年にウォーカー報告書が公表され、統合規範をコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードに再構成し、その後の改訂を経て現在に至っている。

これに対し、日本では、企業不祥事への対応ではなく、いわゆる「アベノミクス」として打ち出された一連の政府主導の成長戦略の一環として検討が進められた。2013年の「日本再興戦略—JAPAN is BACK」にて、独立取締役選任の推進や、機関投資家が企業と建設的に対話し適切に受託者責任を果たすための原則策定が打ち出され、スチュワードシップ・コードの制定に繋がった。更に、翌2014年の「日本再興戦略（改訂版）」にて、コーポレートガバナンス・コードの制定が打ち出された。このように、ガバナンス改革を成長への手段と位置付けたことは、日本独自の特徴といえる。諸外国では、一般的にガバナンスを強化することは、経営に対する監督強化という、リスク抑制の文脈で語られることが多く、いわば「守りのガバナンス」が目的であったのに対し、日本では「攻めのガバナンス」という表現が明確に打ち出され、ガバナンスの強化が適切なリスクテイクを促進し、持続的成長を実現することが期待されている。

一方で、英国の制度とは共通する点も多い。一つは、ルールベースではなくプリンシプルベースの基準とし、基本的には大原則を示した上で具体的な適用は各企業が実態に応じて

---

<sup>1</sup> 1986年のギネス事件、1987年のブルーアロー事件、1991年のBCCI事件や、マクスウェル事件、ポリーベックインターナショナル事件等が挙げられる。

<sup>2</sup> グリーンベリー委員会（1995年）では、経営陣の高額報酬に関する関心の高まりを背景に、報酬委員会の設立や報酬に関する情報開示に関する規範を提示した。またハンベル委員会（1998年）では、キャドバリー委員会の後継委員会として、取締役会、会計監査人、機関投資家などコーポレート・ガバナンス全般について幅広い原則を策定した。

対応する余地を残していること、更にコンプライ・オア・エクスプレイン原則を採用し、企業に対し一律の適用を義務付けず、十分な理由があればそれを説明した上で、あえて適用を行わないことも認める仕組みとなっている。もう一つは、コードの順守状況を開示させるとともに、機関投資家に対しチュワードシップ・コードを制定し、議決権行使の基準を明確にすることで、企業の変化を促しつつ、企業との建設的な対話を求める等、市場原理を活用し、企業と投資家の対話を通じて、より良いガバナンスに近づけていくことが期待される仕組みとなっている。

## (2) 問題意識と着目点

このような経緯で日本にも導入されたコーポレートガバナンス・コードについて、本論文全体を通じての問題意識は以下の三点である。

一点目は、コード導入によるガバナンス強化の取り組みが、持続的な企業の成長、企業価値の中長期的な向上に本当につながるのか、という点である。仮に日本企業のリスク回避志向が諸外国と比較して高いとしても、これがガバナンスの弱さからきているのか、明確な検証はなされていないように思われる。この点は、コード導入の目的でもあり、最も重要な論点であるが、現時点ではコード導入後年数が浅く、実際に検証することは時期尚早と考えられる。但し、短期的な業績や投資行動等への影響を通じて、その端緒となりうる変化が見られるかどうかを確認することは可能と思われる。

二点目は、コード導入によるガバナンス強化の取り組みが、形式的・一律的なものとなり、各企業の状況に応じた実効的なものになっていないのでは、という点である。コードがコンプライ・オア・エクスプレイン原則を採用した趣旨は、各企業の状況に応じて、無理にコンプライすることなく、実情を踏まえエクスプレインを行うことを求めるものであった。しかしながら、日本企業の実態を見ると、横並び意識や詳細説明を回避する意識が働くのか、形式的なコンプライが多いとされる。実際に、導入後2年が経過した同じ2017年時点で、遵守率90%以上の会社は、東証一部では89.3%、東証二部でも67.4%にのぼっており、「コンプライ」が目的化しているとの指摘がなされている(上田[2018])。

三点目は、コード導入によるガバナンス強化の取り組みは、コード制定前からガバナンスが相対的に機能していた企業とそうでない企業との格差を更に広げるのではないか、という点である。コードは、上場企業全てを対象としつつ、本則市場(市場第一部・市場第二部)に上場する企業には全原則の適用、その他の新興市場等に上場する企業には基本原則のみの適用を求めているが、本則市場上場企業の中にも様々な規模、特性を持つ企業が存在するため、全原則の適用はハードルが高い企業も存在する。こうした中で、コード導入前から経営者へのけん制機能が十分な企業は、コード導入を実質的な変化を求めるものと捉えるインセンティブ(経営者への圧力)が働き、積極的に実効的な体制整備に努めるのに対し、経営者へのけん制機能が不十分な企業は、コード導入を形式的に進めようとするインセン

ティブ(実質面には踏み込みたくない)が働き、二点目の形式的コンプライの問題もあり、消極的に表面的な体制だけを整えておく、このような動きが生じる結果として、両者の格差が更に拡大する可能性が高いのではないかと思われる。

本論文では、これらの問題意識に基づいて、コーポレートガバナンス・コードの導入初期の状況を分析し、その課題を明らかにしていく。

次に、分析に当たっての着目点を考える上で、コーポレートガバナンス・コードが、具体的にどのような道筋によって、企業の持続的な成長につながる、と考えているのかを確認する<sup>3</sup>。

コード策定の事務局の考え方によれば、ガバナンスが機能しない場合、経営の意思決定の合理性が確保されなくなり、経営陣が結果責任を懸念してリスク回避に偏るおそれもあるため、コードでは取締役会に対し、企業戦略等の大きな方向性の提示やリスクテイクを支える環境整備を求めており、このような役割・責務を適切に発揮するため、独立社外取締役の活用を検討すべき、としている(油布[2015])。

また、リスクテイクを支える環境整備の一環として、コードでは経営陣の報酬について、中長期的な会社の業績や潜在的风险を反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである、としている。

一方で、コーポレートガバナンス・コードの求める企業の持続的な成長は、資本コストの低下によるのではなく、将来の期待キャッシュフローの向上によってもたらされると位置づけた場合、バイアウトファンドによる買収<sup>4</sup>がガバナンスにより持続的な成長を実現する唯一の手段とする考え方もある(江頭[2016])。この立場に立てば、こうした成長に繋がる買収を阻害する可能性のある、買収防衛策のあり方を見直すことが重要になってくる。

本論文では、コーポレートガバナンス・コードの目的である企業の持続的な成長を実現するためのポイントとして、以上に述べた、社外取締役の活用、役員報酬制度の見直し、買収防衛策の見直し、の3点に着目して分析することとしたい。

### (3) 全体構成

以下、本論文の具体構成について述べる。本論文は序章に続く以下四章で構成される。

第一章では、社外取締役に着目し、その属性と業績や投資行動の変化について分析を行う。コーポレートガバナンス・コード原則4-7では、社外取締役について、2名以上の選任<sup>5</sup>

<sup>3</sup> 日本総合研究所がコード導入1年後に実施したアンケートによれば、企業がガバナンス強化が企業価値向上につながるという道筋に完全には納得できておらず、特に規模が小さい企業でその意識が強いとの結果も出ており(日本総合研究所[2017])、プリンシプルベースであるコードを適用するに当たっては、企業間の意識の差が、実際の対応の差にもつながっていると想像される。

<sup>4</sup> 支配株式の取得等の方法によって会社の経営権を掌握し、経営を改善した後に当該会社(支配株式)を売却することによって利益をあげることを目指すものと定義されており、経営者に対し短期的な株価上昇につながる経営改善を要求するアクティビスト・ファンドとは区別されている(江頭[2016])。

<sup>5</sup> 2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂により、2022年の東証市場区分改革により新たに設けられるプライ

が求められている。その目的は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点からの助言、経営陣の選解任等を通じた経営の監督への期待にある、とされている。これを見ると、成長に向けた助言が社外取締役の目的として第一に記載されており、コードが「攻めのガバナンス」を企図していることと整合しているが、実際に社外取締役がそのような機能を発揮しているのだろうか。社外取締役の選任そのものはやや一般的になっており、選任有無で比較した効果検証は困難だが、本論文では社外取締役の属性（就任前の経歴）に着目し、どのような属性を有する社外取締役が、短期的な業績の改善や、将来の成長につながりうる投資行動の活発化を促しているのか、あるいは属性によらずそのような効果はないのかを実証分析を通じて確認する。

第二章では、役員報酬に着目し、その体系変化の状況について分析を行う。コーポレートガバナンス・コード原則4-2では、経営陣の報酬は、中長期的な会社の業績や潜在的リスクを反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべき、とされている。また、同補充原則4-2①では、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべき、とされている。日本の役員報酬は、諸外国と比較してその水準は低く、また業績連動報酬の比率が低い点が特徴とされていたが、コード導入後、そのような状況には若干の変化が見られるようである。本論文では、現在開示されている情報の範囲内で、役員報酬を増加させた企業、賞与等のインセンティブ報酬の比率を高めた企業の特徴を分析するとともに、これらの報酬体系の見直しが翌期業績の改善につながっているのかを、実証分析を通じて確認する。

第三章では、買収防衛策に着目し、その存置と廃止の状況について分析を行う。コーポレートガバナンス・コード原則1-5では、買収防衛策は経営陣の保身目的であってはならず、株主への受託者責任の観点から、必要性・合理性を検討し、適切手続きを確保すべき、とされている。買収防衛策自体を廃止せよとまでは書かれていないが、十分な説明により株主の理解が得られることを求めるものになっている。これに対し、株主である機関投資家は買収防衛策に厳しい視線を注いでいる。ISS、グラスルイスといった議決権助言機関の厳しい見方がその背景にある。実際には、コード導入後、買収防衛策の廃止は増加しているが、一方で存置を続ける企業も多いようである。本論文では、どのような特徴を持つ企業が買収防衛策を存置し、また廃止したのか、また買収防衛策の廃止は企業価値の向上につながっているのか、実証分析を通じて確認する。

第四章では、第一章から第三章の分析結果を総括し、コーポレートガバナンス・コードを日本企業の持続的な成長につなげるための課題について確認する。

本論文は、コード導入初期の3年間の短期的な影響をベースに考察したものであり、今後の状況によっては、結論が変わってくる可能性は否定できない。一方で、形式的なコンプラ

---

△市場上場企業には、独立社外取締役を3分の1以上選任することが求められる。

イや企業間格差の拡大が更に進めば、中長期的な企業価値への影響が明らかになるまでの間に、一部の企業はもはや挽回困難な状況に陥り、ひいては日本企業全体の地盤沈下を招く危険もある。そのような事態に陥る前に、個々の企業が将来のあるべきガバナンスの姿を描くためにも、様々な実証分析の蓄積を通じ、政策効果が継続的に検証され、新たな政策立案、実施へとつなげていくことが望まれる。

## 第1章 コーポレートガバナンス・コードと社外取締役の属性

### 1. はじめに

#### (1) 足元の環境

近年、日本のコーポレートガバナンスに関する制度は、政府の成長戦略と結びついて、大きな変化を遂げた。特に、スチュワードシップ・コードの制定（2014年）、コーポレートガバナンス・コードの制定（2015年）、そして会社法改正（2015年）が、従前にはなかった大きな変化をもたらした<sup>6</sup>。

こうした動きの中で、上場企業の社外取締役は、2000年代半ばから徐々にその数を増加させていたが、2010年代に入り、急速に選任の動きが進んだ。更に、コーポレートガバナンス・コードで独立社外取締役の2名以上の選任が求められたことによって、上場企業が社外取締役を選任することは半ば当然となった<sup>7</sup>。2019年には、東証一部上場企業の過半数が、社外取締役の比率を3分の1以上に高めるまでに至っている<sup>8</sup>。そして、2021年3月に施行された会社法改正では、公開会社かつ大会社であって、有価証券報告書の提出義務を負う会社には、社外取締役の選任が義務付けられることとなり、長年続いてきた、社外取締役導入の是非をめぐる議論<sup>9</sup>には、一旦終止符が打たれることとなった。

一方で、社外取締役に求められる役割については、その選任が義務化された今日であってもなお、様々な議論がなされている。経営者から独立した立場から、株主の利益の代弁者として経営を監督する役割のほか、次期社長を選定する役割や企業不祥事を抑制する役割、更にコーポレートガバナンス・コードでは「攻めのガバナンス」として、適切な助言により企業のリスクテイクを促し、中長期的な企業価値を最大化する役割も期待されており、多種多様な場面での活躍が期待されている。

日本経済が低成長の時代に入り、日本企業のパフォーマンスも相対的に低迷する環境の下で、コーポレートガバナンス改革、中でも社外取締役が、あらゆる問題を解決し、足元の低迷を打破する特効薬のように位置づけられている面があると感じられる。一方で、一連の改革が、本邦の法制度、企業文化の中での位置づけが十分議論されないまま、海外投資家か

---

<sup>6</sup> 本論文で取り上げる社外取締役の増加のほか、監査等委員会設置会社の登場、取締役会評価の本格化、機関投資家による個別の議決権行使結果の開示等の動きが同時並行的に進んだ。

<sup>7</sup> 社外取締役比率の増加は、コーポレートガバナンス・コードの影響に加え、機関投資家がスチュワードシップ・コードを踏まえ、議決権行使助言会社（ISSやグラスルイスが代表的）の基準を参考にする等、社外取締役の人数に関する基準を引き上げていることも背景の一つと考えられる。

<sup>8</sup> 2019年には、東証一部に上場する2148社のうち、1098社（51.1%）は社外取締役比率が3分の1以上となっている（日本取引所グループ[2020]）。更に、2021年に行われたコーポレートガバナンス・コードの改正により、東証に新たに設けられるプライム市場に上場する会社は、社外取締役比率を3分の1以上とすることが求められるため、この比率は更に高まる見通しである。

<sup>9</sup> 2006年、2014年の会社法改正に際しても、社外取締役選任の義務化をめぐる議論が活発に行われたが、主に経済界の反対等により、結論はいずれも義務化見送りとなった。

ら見てわかりやすい形への変更が推し進められてきた面もあると考えられ、結果として、制度上社外取締役が期待される役割を、十分発揮できる状況となっていない点もある<sup>10</sup>。社外取締役の選任が義務付けられようとしている中で、改めてその役割、制度上の裏付け、実際の運用のあり方を考え、社外取締役を機能させ、その中で社会的な期待と現実のギャップを埋めていくことが、今後の日本企業にとっての重要なテーマとなるものとする。

## (2) 問題意識

経済産業省は2016年、企業の「稼ぐ力」を強化するために有意義と考えられるコーポレートガバナンスの構築・運用に関する取組について検討すべく、「コーポレート・ガバナンス・システム研究会（CGS研究会）」を立ち上げ、翌2017年に報告書（CGSガイドライン）を取りまとめた。その後、2018年に改訂が行われている（経済産業省[2018]）。

CGSガイドラインでは、企業の持続的な成長、中長期的な企業価値向上を図る上で、ESG（環境・社会・ガバナンス）を踏まえた企業経営の重要性が急速に高まっており、その中でも要になるのはガバナンスであるとした上で、その機能の中心の一つとなるべき社外取締役の活用について、「社外取締役活用の実務指針」の提案を行っている。具体的には、社外取締役の要否や求める社外取締役像の検討、具体的な人選から、就任後のサポート、社外取締役の評価や選解任の検討まで、9つのステップからなる指針を公表している<sup>11</sup>。社外取締役の人選に関しては、まず自社の取締役の在り方を検討し、次いで社外取締役に期待する役割・機能を明確にした上で、その役割・機能に合致する資質・背景を検討し、それらに有する社外取締役候補者を探す、というステップを推奨している。

重要なのは、人物が先行するのではなく、また数合わせに陥るのでもなく、企業の置かれた状況によって、適切な社外取締役は異なりうることを踏まえた人選が必要、という点であろう。従って、社外取締役を選任する際には、その属性（本論文では、社外取締役就任前の職歴をいう。以下同じ。）の選択が重要な要素となると考えられる。その意味で、上記報告書では、社外取締役のうち1名は、経営経験を有する社外取締役、即ち社長経験者を選任す

---

<sup>10</sup> 例えば、監査役会設置会社の社外取締役は、情報収集に関する権限は弱く、代表取締役等が3か月に1回以上行う職務執行状況の取締役会報告を受けるのみであり、監査役のように取締役その他の使用人に対し事業の報告を求め、また自ら会社の業務および財産の調査を行う権限（以下、調査権）は認められていない。これに対し、指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社における監査委員会（及び委員会に選定された個々委員たる社外取締役）には、調査権が認められている。こうした状況から、社外取締役の監督機能を最大限に発揮させるには、指名委員会等設置会社や監査等委員会設置会社への移行を検討すべきと意見が主張されている（森田[2014]）が、足元そのような動きが進んでいるとはいえない。

<sup>11</sup> 具体的に9つのステップとは、①自社の取締役会の在り方を検討する、②社外取締役に期待する役割・機能を明確にする、③役割・機能に合致する資質・背景を検討する、④求める資質・背景を有する社外取締役候補者を探す、⑤社外取締役候補者の適格性をチェックする、⑥社外取締役の就任条件（報酬等）について検討する、⑦就任した社外取締役が実効的に活動できるようサポートする、⑧社外取締役が、期待した役割を果たしているか、評価する、⑨評価結果を踏まえて、再任・解任等を検討する、としている。

ることを検討すべきとも記載されている。確かに企業経営への総合的なアドバイス機能を重視する場合、一般的に、社長の立場・責任を経験したことのある社外取締役の発言は、他の社外取締役にはない重みがあると推測される。一方で、当該企業がこうしたアドバイスを生かせる状況にあるかどうかによって、その効果は異なる可能性もある。

足元では、社外取締役の選任の義務化や拡大の検討が進められるのに伴い、人材不足の問題が深刻化する懸念も取り沙汰されている<sup>12</sup>。単なる数合わせに陥らないためにも、社外取締役の属性に関する議論を深めていく必要があると考える。

本論文では、社外取締役の属性として、就任前の経歴に着目し、企業の状況との関係も踏まえながら、企業価値等への効果が属性により異なるのか否かを確認するとともに、社長経験者を選任することの有効性についても、併せて確認していく。全体の構成としては、まず現在の社外取締役の属性毎の状況について、企業の選任目的や期待する資質の推定も含めて確認する。次に、社外取締役の属性と企業価値等の関係に関する先行研究を概観した上で、仮説を提示する。続いて、実証分析に用いる手法やデータを説明した上で、分析結果を示し、考察を行うこととする。

## 2. 社外取締役の選任状況

### (1) 属性に関するこれまでの議論

まず、近年社外取締役に関する様々な検討、報告がなされる中で、社外取締役の属性について、期待される役割との関連で、どのような議論がなされてきたかを確認する。

前述の通り、2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コードでは、社外取締役の役割として、第一に中長期的な観点での助言を挙げており、経営への助言を重視する考え方が伺えるが、属性については特段の言及はない。

これに先立つ2014年、経済産業省が「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告書として公表した、いわゆる伊藤レポートでは、社外取締役には、株主共同利益や受託者責任の観点のほか、産業の枠を超えた戦略面での貢献が期待されるとし、経営への助言の重要性を示した上で、ビジネスに携わっていた経営者や取引金融機関等の知見や経験に期待する、としている。一方で、同じ2014年、日本取締役協会が「社外取締役・取締役会に期待される役割について（提言）」を公表しており、社外取締役の主たる職務は経営者の監督・評価であるとした上で、少数の登用から始める場合は、企業経営の経験者とすべき、としている。このように、コード制定前の時点で、助言重視、監督重視それぞれの立場から、ともに企業経営の経験者の就任が望ましい、

---

<sup>12</sup> 2021年に予定されているコーポレートガバナンス・コードの改定により、約1000人の独立社外取締役が不足する見通しとの報道がなされた（日本経済新聞[2020]）

との主張がなされている。

コード制定後もこうした議論は続いており、助言を重視する立場からは、先に述べた 2017 年の「CGS ガイドライン」のほか、2020 年の「ステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議意見書」において、当該企業に限られない幅広い経営経験を備えた人材を取締役に迎え、そのスキルを取締役会の議論に反映させることは、取締役会機能の実効性向上に大きく貢献するため、社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含むよう求めるべき、と主張されている。監督を重視する立場からも、2019 年に日本弁護士連合会が公表した「社外取締役ガイドライン」において、社外取締役は、経営陣に対する実効性の高い監督を行うことや、ガバナンスや法令遵守等の経営全般のモニタリングを行いつつ、業務執行に関与しない範囲でアドバイスを行うことも期待されているとして、監督を重視する姿勢を示した上で、こうした資質を備える者として、①会社の経営者又は経営者OB、②弁護士、③公認会計士、④その他有識者、という優先順位を示している。また、2020 年に日本取締役協会が公表した「独立社外取締役の行動ガイドラインレポート 2～「稼ぐ力」の再興に向けて」では、株主分散型企業が不確実な環境下でクオリティ高くリスクテイクを行うには、モニタリングボードの導入が適切で、こうした監督が取締役会の主な役割であるならば、経営に携った人でその役割を正しく認識している人が独立社外取締役として適切である、と主張している。このように、助言重視、監督重視それぞれの立場から、社外取締役には企業経営の経験者が望ましいという主張が現在に至るまで続けられている。同時に、社外取締役の複数選任が一般化する中で、ダイバーシティの観点から、社外取締役を含む取締役の多様化を求める動きも生じている<sup>13</sup>。

## (2) 社外取締役の出身属性

続いて、日本企業において、社外取締役には実際にどのような属性の人物が選任されているかを確認したい。

上場企業が作成・開示を求められるコーポレートガバナンス報告書では、2010 年より社外取締役に関する事項として、個別にその属性や選任理由の記載が求められている。属性については、「他会社出身者」「学者」「弁護士」「会計士」「税理士」「その他」に区分されている<sup>14</sup>。これを踏まえ、コーポレートガバナンス報告書が現在の記載様式となった 2011 年から 2018 年（10 月）までの期間につき、全上場企業を対象に属性毎の選任状況の推移をまと

<sup>13</sup> 2020 年に経済産業省が公表した「社外取締役の在り方に関する実務指針（社外取締役ガイドライン）」では、監督と助言を二項対立の関係として捉えることは必ずしも適切ではなく、監督の役割を果たす一環として、局面によっては経営陣に対する助言という形をとることが効果的な場合もあり得るとし、また社外取締役を集合体（チーム）として捉え、様々な資質や背景を有する人材を組み合わせることで全体として必要な資質・背景を備えさせるべき、としており、社外取締役の複数選任が一般化し、取締役会の多様化が求められる状況を踏まえた見解が示されている（経済産業省 [2020]）。

<sup>14</sup> 属性区分の選択は各企業に委ねられているため、複数の経歴を有する社外取締役の分類等、必ずしも統一的な取り扱いになっていない点には留意が必要である。

めた【図表1-1】。なお、一年間に複数回にわたって同報告書が提出されている場合は、最終報告時点のものを採用した<sup>15</sup>。

これによれば、まず全企業で見ると、他会社出身者は、2011年では約8割を占めていたが、全体の人数増加に伴い、その割合は少しずつ減少し、2018年では6割強となっている。学者は、人数は増加しているが、比率は6%程度で横ばいとなっている。これに対し、弁護士、会計士・税理士は、人数、比率とも大きく上昇しており、特に2015年のコーポレートガバナンス・コードの制定前後から大きく増加している。

次に、指名委員会等設置会社を見ると、全企業と大きな差異はなく、他会社出身者の比率低下と弁護士、会計士・税理士の比率上昇が見られる。また、学者の比率が少しずつ高くなってきている。

続いて、監査等委員会設置会社を見ると、全企業とは異なり、弁護士、会計士・税理士がそれぞれ2割を占めており、高くなっている一方で、他会社出身者は5割、学者は3%にとどまっている。これは、監査等委員会の目的に適した人選が行われたとも考えられるが、社外監査役経験者がそのまま社外取締役に選任されたケースが多いことも意味するものと考えられる<sup>16</sup>。

以上は社外取締役の人数を集計したものだが、別途、企業単位で各属性出身者が1人でもいるかどうか、全企業で2011年と2018年を比較したところ、他会社出身者は2011年には86%の企業で選任されていたが、2018年には79%と若干の低下、これに対し弁護士は2011年の12%から2018年は33%に、会計士・税理士は2011年の7%から26%にそれぞれ大きく上昇しており、社外取締役の複数選任が一般化する中で、属性の多様化が進んでいる状況が伺える。

なお、米国の状況について付け加えると、2019年の新規独立社外取締役の82%は他会社出身者（うち30%はCEO経験者）となっており、学者は4%、会計士は3%、弁護士は1%といずれも少数にとどまっている（Spencer Stuart[2019]）。このような米国の状況が、わが国でも経営経験者を社外取締役に選任すべきとの議論に結び付いていると考えられる。

### （3）企業が社外取締役を選任する目的

次に、企業が個々の社外取締役の属性を選択する背景として、社外取締役の選任目的を確認するが、コーポレートガバナンス報告書の選任理由は自由記載となっており、内容もボリュームも区々であるため、企業の目的を明確に分類することはできない。そこで、選任理由欄に記載された文言を手掛かりに、テキストマイニング的な手法を用いて、企業がそれぞれの社外取締役を選任した目的の推定を試みる。

具体的には、選任の目的を、大きく助言目的、監督目的の2つに区分した上で、選任理由

<sup>15</sup> データは全て日経 NEEDS より取得した。

<sup>16</sup> 社外監査役の属性分布を見ると、2010年時点で弁護士が25%、会計士が17%を占めている（齋藤[2015]）。

欄に「助言」「提言」「意見」「アドバイス」の文言が使われている場合は助言目的、「監督」「監視」「チェック」「モニタリング」の文言が使われている場合は監督目的が推定されるものとする（両者が同時に使われるケースもあるが、その場合は両方の目的が推定されるものとする）。

2015年の東証一部上場企業について、上記手法を用いて分析した結果【図表1-2】（左側の「目的」欄参照）によれば、全社外取締役の半数弱はどちらにも当てはまらないが、残りの半数強の社外取締役について、助言目的か、監督目的か、またはその両方が目的かを推定することが出来る。

これによると、まず図表中の①全ての社外取締役では、助言目的が監督目的を若干上回る結果となった。属性別に見ると、他会社出身者は、助言目的が監督目的を上回っており、学者も同様の傾向があるが、両者の差は他会社出身者よりも小さくなっている。また他会社出身者、学者とも、助言・監督の両方の目的が期待されるケースが一定見られる点で共通している。これに対し、弁護士、会計士・税理士は、監督目的が助言目的を上回っており、特に会計士・税理士はその傾向が強くなっている。このような差異は、概ね各属性に一般的に期待される目的に沿うものになっていると考えられる。即ち、他会社出身者には、経営経験等に基づく助言が主に期待される<sup>17</sup>のに対し、弁護士・会計士には、独立な立場からの監督が主に期待されることを反映したものと考えられる。学者については両者の差は小さいが、本業に関連する分野の学者は専門性に基づく助言が期待されるのに対し、経済・経営学に関連する学者は独立な立場からの監督が期待されることを示した結果であるとも考えられる。

続いて、図表中の②～⑥にて、企業のガバナンス形態、社外取締役の権限の違いによる差異を確認する。これによれば、②～④の指名委員会等設置会社の各委員、⑤の監査等委員会設置会社の監査等委員である社外取締役は、いずれも監督目的が助言目的を上回っており、特に指名委員会等設置会社では顕著である。また、指名委員会の各種委員による差異はそれほどない。逆に⑥の監査役会設置会社の社外取締役は、助言目的が監督目的を上回っており、企業が選択したガバナンス形態と整合的な結果であると考えられる。こうした結果は、本論文で採用したテキストマイニング的な手法が、ある程度有効であることも示唆しているとも言えよう。

#### （４）企業が社外取締役に期待する資質

更に、企業が個々の社外取締役の属性を選択する背景として、企業が社外取締役に對し、どのような資質の発揮を期待しているのか、同様の手法を用いて推定を試みる。具体的には、期待する資質を、大きく専門性、総合的識見の2つに区分した上で、選任理由欄に「専門」

---

<sup>17</sup> もちろん、企業出身者の経歴によっては監督目的に適した場合もあり得ると考えられる。前述の通り、経営経験者に対しては助言・監督の両面から期待が集まっている。

「知見」<sup>18</sup>の文言が使われている場合は専門性、「見識」「識見」「人格」の文言が使われている場合は総合的識見の発揮が期待されるものと推定した（両者が同時に使われるケースもあるが、その場合は両方の資質期待が推定されるものとする）。

選任目的と同様に、2015年の東証一部上場企業について上記手法を用いて分析した結果【図表1-2】（右側の「資質」欄参照）を見ると、全社外取締役の4分の3について推定が可能となった。

①全社外取締役について見ると、全体としては、総合的識見を重視した選任が40%弱と多数を占め、専門性を重視した選任は25%にとどまっている。属性別に見ると、他会社出身者では、約3：1の比率で総合的識見が専門性を上回っているのに対し、弁護士、会計士・税理士では、逆に3：1の比率で専門性が総合的識見を上回っている。学者も専門性が総合的識見を上回るが、その差は相対的に小さくなっている。また、学者、弁護士、会計士・税理士においては、専門性と総合的識見の両方が期待されるケースも多くなっており、専門性をベースとした幅広く豊富な経験が、総合的な識見にもつながることが期待されたものと考えられる。このような差異については、概ね各属性に一般的に備わっていると想定される資質に沿うものになっていると考えられる。学者についても、前述の通り本業に関連する分野の学者と、経済・経営学に関連する学者の両方が含まれていることによるものと考えられる。

次に、図表中の②～⑥にて、企業のガバナンス形態、社外取締役の権限の違いによる差異を確認する。これによれば、⑤の監査等委員会設置会社の監査等委員である社外取締役は、専門性への期待が総合的識見を上回っており、選任が多い弁護士、会計士・税理士の中でも、全社外取締役と比較して、より専門性への期待が多くなっている。一方で、指名委員会等設置会社のうち、②報酬委員・④指名委員については、総合的識見への期待が専門性を大きく上回っている。一般的に、役員報酬や社長を含む役員人事に関しては、様々な要素に配慮できる、バランス感のある社外取締役が必要と考えられるため、この結果も想定通りのものと言える。

以上、企業側が社外取締役を選任する目的、また期待する資質は、社外取締役の属性によって異なること、それは各属性に一般的に期待される役割や、各企業のガバナンス形態の違いと概ね整合的であることが分かった。

#### （5）社外取締役自身の認識

最後に、これまで見てきたのは、企業側が社外取締役に期待する目的等であったが、社外取締役自身は、自らに期待される目的をどう考えているのだろうか。これについて、2019年に東証一部・二部上場企業に対して行われたアンケート（経済産業省[2020]）によれば、

---

<sup>18</sup> 「知見」とは、実際に見て知ることや、知った知識を指すとされており、具体的・専門的な内容が多く含まれると判断したため、専門性に分類した。

社外取締役、企業それぞれに対し、助言、監督どちらの目的を期待している（されている）かについて尋ねたところ、両者とも、全体で見れば概ね6：4で助言が監督を上回り、本論文の推定に近い結果となった。

もっとも、同一の企業について、社外取締役と企業双方の認識を比較すると、一定の差異も見られ、例えば企業が社外取締役に対し主に監督を期待しているケースで、社外取締役がそのことを認識しているのは半数にとどまっている。企業側の目的、役割期待が、必ずしも社外取締役に伝わっていないことも明らかとなっている<sup>19</sup>。社外取締役に十分な機能発揮を期待するには、こうしたギャップを埋めるためのコミュニケーションが重要になると考える。

### 3. 先行研究

#### (1) 社外取締役が企業業績等に及ぼす影響：米国

次に、先行研究について確認していく。

本論文では、社外取締役の属性に着目し、属性の違いが企業業績等への効果にどのような影響を及ぼすかを分析するが、その前提として、そもそも属性を問わず、一般に社外取締役の選任が企業業績等（企業価値への影響を含む、以下同じ）に及ぼす影響について確認することとしたい。

まず、米国での先行研究を確認する。米国では、1970年代以降独立性の高い社外取締役の選任が拡大し、現在では取締役の9割弱を占めるに至っている（藤田[2015]）。このような変化のプロセスにおいて、社外取締役と企業業績等との関係については、これまで多くの実証研究がなされてきたが、必ずしも定まった結論は出ておらず、明確な有効性が証明されたものは少ない<sup>20</sup>。その中で、社外取締役と企業業績等の関係については、大きく分けて3つの仮説が提示されている（宮島・小川[2012]、三隅・茶野・安田[2020]）。

第一の仮説は「window-dressing view 仮説」と呼ばれるもので、経営者が社外取締役の選任に関与する以上、社外取締役に効果的なモニタリング機能の発揮は期待できず、その人数や比率は企業価値等には影響を与えない、と主張するものである（Bhagat and Black[2001]、Romano[2004]）。実際に、不祥事防止という観点で、エンロンやオリンパス、東芝など、社

---

<sup>19</sup> こうした結果も踏まえれば、コーポレートガバナンス報告書の選任理由については、記載項目を明確化する等、より詳細な開示を行うことで、投資家への情報充実だけでなく、企業と社外取締役の認識相違を解消するにも役立つのではないかと考えられる。

<sup>20</sup> 米国では、独立社外取締役と企業業績には有意な関係はないが、業績の悪い会社のCEO解任には効果があるという研究がある。これは、米国では訴訟、あるいは敵対的買収の形で独立社外取締役へのチェックが働きやすいこと、また実績のある独立社外取締役候補が豊富であることが要因としてあげられ（藤田[2015]）、日本で同様の効果を期待することは難しいとも考えられる。

外取締役が実質的に機能しなかった事例も相次いで見られている。

第二の仮説は「エンtrenチメント仮説」と呼ばれるもので、社外取締役の増加は、経営者と株主のエージェンシー問題の顕在化を抑制し、経営者が裁量的な行動を取ることを防止する機能を果たし、結果として企業価値の向上につながる、と主張するものである(Lipton and Lorsch[1992])。一般に、取締役会に外部の目が入ることで、経営者はより丁寧で明確な説明が求められるようになる面は一定あるものと考えられる。

第三の仮説は「最適化仮説」と呼ばれるもので、社外取締役が企業業績等に及ぼす影響は企業の特徴(事業の複雑性、情報コストの高さ、エージェンシー問題の深刻度等)によってプラスマイナスの両面あり、企業はこうした点を考慮して合理的に社外取締役の人数等を選択している、と主張するものである(Adams and Ferreira[2007]、Raheja[2005])。これによれば、社外取締役を選任しない方が合理的な企業も存在すると考えられ、社外取締役選任を全ての企業一律に義務化することは、こうした企業に対してはマイナスの影響を及ぼすことになる。

なお、独立社外取締役の比率が80%を超えてきたこともあり、最近では企業業績等に対する有効性の議論は活発ではない状況となっている(藤田[2015])。

## (2) 社外取締役が企業業績等に及ぼす影響：CG改革前の日本

こうした米国での議論を背景に、日本での先行研究を確認していく。

まず、2015年のコーポレートガバナンス・コード制定前の期間を対象とする先行研究を見ると、特に初期の段階では、社外取締役の導入は企業業績等にプラスの影響を及ぼす、とする結果が多く見られる。

例えば、1998～2004年の東証一部・二部(非金融)を分析した研究(宮島・新田[2006])では、社外取締役の比率は、1年後のROAを有意に改善させる、と報告している。また、1997～2008年の日経500企業を分析した研究(齋藤[2011])では、社外取締役の導入は、情報獲得コストが高く、またはプライベートベネフィットが小さい企業ほど多くなる点では理論上の最適状態とは異なるものの、1期後から3期後のROAを有意に改善させる、と報告している。

一方で、期間の後期になると、全体では有意な影響はないが、企業の状況によっては、企業業績等にプラスの影響がある、との報告が見られるようになった。

例えば、2003・2006・2009年の全上場企業を分析した研究(内田[2012])では、社外取締役の比率は、組織の複雑さが大きいほど、または経営者の能力や交渉力が小さいほど高くなる一方で、情報獲得コストが大きいほど高くなる等、理論上の最適状態とは異なる点を明らかにした上で、1期後のトービンQには有意な影響はないとしている。同時に、外国人比率が低い、または持合い比率が高いといった、いわゆる「日本型ガバナンス構造」の企業には、トービンQがプラス有意となる、と報告している。また、2010年の東証一部企業(非

金融)を分析した研究(武田・西谷[2014])でも、独立社外取締役の比率は、「日本型ガバナンス構造」の企業においては、1期後のトービンQを有意に改善させる、と報告している。更に、2005~2010年の東証一部企業(非金融)を分析した研究(宮島・小川[2012])では、社外取締役の導入は、事業の複雑性が高いほど、モニタリングの必要性が高いほど、または経営者の交渉力が小さいほど多くなる一方で、情報獲得コストが高いほど多くなるという特性があるほか、選任した期のROAへの有意な影響もなかった、と報告している。

これらの結果を総合すると、日本では、1990年代後半から2000年代前半にかけて、社外取締役の比率が非常に低い時期においては、社外取締役は企業業績等には全体的にプラスの影響があったが、2000年代後半以降、社外取締役の選任が進むにつれ、一定の条件を満たす企業に限ってプラスの影響がみられるようになった。これは、米国でも議論された通り、社外取締役が企業業績等に及ぼす影響はプラスマイナスの両面あり、企業の特性によって異なることを示唆していると考えられる。また、企業業績等へのプラス効果が比較的早い段階から薄れたことについては、日本で社外取締役を先行して導入した企業は、社外取締役の情報獲得コストが相対的に高く、社外取締役の助言の有効性が相対的に低いと思われる企業であったことが影響しているとみられる。

### (3) 社外取締役が企業業績等に及ぼす影響：CG改革後の日本

次に、2015年のコーポレートガバナンス・コードの制定前後、すなわち社外取締役の選任が上場企業に強く求められるようになった時期の先行研究を見ると、全体としては、企業業績等への有意な影響はなかった、とするものが多い。

例えば、2014~2015年の企業活動調査対象企業(非上場含む)を分析対象とした研究(森川[2019])では、社外取締役の増員は、1期後および2期後の設備投資・研究開発・ROA・TFPいずれに対しても有意な影響がなかった、と報告している。また、2015~2016年全上場企業(非金融)のうち、2014年時点で社外取締役未導入の企業を対象とした研究(河内山・石田・甚内[2019])では、社外取締役比率は、事業の複雑性、経営者の交渉力等との関係で有意ではなく、合理的に決定されていないとした上で、1期後、2期後のROA、トービンQいずれも有意な影響がなかった、と報告している。更に、2013年東証一部・二部企業を分析対象とした研究(三隅・茶野・安田[2020])では、独立社外取締役比率は、2013時点で社外取締役が2人未満の企業に対し、3期後のトービンQに有意な影響はなく、また監査役設置会社のまま外部から独立社外取締役を選任した場合は、むしろマイナスで有意となる、と報告している。一方で、2013年東証一部企業を分析対象に、2018年の業績等との比較を行った研究(宮島・齋藤[2019])では、2013時点2人未満企業における社外取締役の増加人数は、全体としては、ROA・ROE・トービンQの変化にいずれも有意な影響はないが、外国人持株比率が低く資本市場の規律付けが弱い企業や、経営者持株比率が高い企業ほど、いくつかの業績が有意にプラス改善している、と報告している。

これらの結果を総合すると、コーポレートガバナンス・コードによる半ば強制に近い形での社外取締役導入は、必ずしもマイナスの影響を及ぼしておらず、一部の企業ではプラスの効果も確認できている。従って、従前の社外取締役の選任状況が最適な状態ではなかった、つまり社外取締役の選任が過少であったことを示すと同時に、window-dressing 仮説、エントレンチメント仮説の何れも、必ずしも当てはまらないことを示唆する結果と考えられる。つまり、社外取締役が企業業績等に及ぼす影響は、企業特性によって異なること、即ち最適な社外取締役比率（ゼロも含む）は、企業特性によって異なるという点では、最適化仮説を支持するものといえる<sup>21</sup>。

#### （４）社外取締役の属性の影響

こうした状況を踏まえ、本論文での分析対象となる、社外取締役の属性に関する先行研究を確認する。

米国では様々な先行研究がなされており(江川[2018])、例えば、他の会社のCEOを社外取締役に選任した場合の影響について、株価を上昇させるとの報告(Fich[2005])がある一方で、他の属性の社外取締役との差は殆どなく、会社の業績や意思決定に与える影響は中立であるとの報告(Fahlenbrach et al.[2010])や、複数社のCEOが相互に社外取締役に就任した場合、それらの企業は業績不振や報酬高騰等のマイナスの影響がある、との報告がある(Hallock[1997])。また、銀行出身者が社外取締役を務める場合、監督機能が強化され、相対的に負債比率が低く抑えられるとの報告(Kor and Misangyi[2008])や、弁護士や政治家は政府の規制を受ける業界の会社が社外取締役として選任する傾向があり、これが企業価値を向上させる(Agrawal and Knoeber[2001]、Hillman[2005])との報告もある。

日本でも、数は少ないが、社外取締役の属性に関するいくつかの先行研究がある。まず、社外取締役の属性の決定要因に関して、2005～2010年の東証一部企業を対象に企業特性との関係を分析した研究(齋藤[2015])では、事業会社出身者には特に有意な傾向はなく、銀行出身者と有利子負債比率の関係も有意ではなかったが、官僚出身者は、海外売上高比率が高いほど、または現金比率が低いほど選任されており、経営の監視よりもアドバイス機能が期待されていること示すものとしている。同様に学者も、時価簿価比率が高いほど、外国人持株比率が高いほど、現金比率が低いほど選任されており、アドバイス機能が重視されている可能性と同時に、高い独立性への期待と、厳しいモニタリングを回避する目的の可能性も指摘している。また、弁護士は、株価ボラティリティが高くビジネスリスクが高い企業ほど選任される傾向があるが、規制産業(電力ガス・運輸)との相関はないのに対し、会計士は、監督官庁が価格決定に影響する規制産業(同上)からの選任が有意に少なくなっている、と報告している。全体としては、社外取締役の選任は、概ねその能力や特性に応じて行われて

---

<sup>21</sup> もっとも、コーポレートガバナンス・コード導入されるまでの間、日本企業は合理的に社外取締役比率を選択しているわけではなかったともいえる

いる、と結論づけている。

次に企業業績等への影響について、2010年の東証一部上場企業の社外取締役の属性と、2011年の企業価値の関係を分析した研究（武田・西谷[2014]）がある。これによれば、他企業出身者のみトービンQに有意にプラスとの結果になっており、その理由として、経営の実務経験に裏打ちされた、経営全体を俯瞰した助言機能による影響が大きく、専門分野に特化した助言は、相対的に有効ではない可能性がある、としている。また、2004年～2015年の全上場企業をサンプルに、弁護士・会計士といった専門家取締役の影響を分析した報告（Sako and Kubo[2019]）がある。これによれば、専門家の取締役就任（社内・社外の両方を含む）はROAやトービンQを有意に高める効果があり、背景として専門家の有する専門性に加え、倫理観、また人的ネットワークが助言機能の有効性を高めている、としている。もっとも、対象を社外取締役に限定した場合には、有意性は明確ではなくなるとも報告している<sup>22</sup>。更に、2015年～2016年の全上場企業を対象にした報告（河内山・石田・甚内[2019]）では、コーポレートガバナンス・コードの影響で、新たに社外取締役を導入した企業は、探索コストの観点から、他企業出身者より法律・会計専門家を採用する傾向にあり、事業運営上のアドバイスを期待するよりも、投資家への説明責任のために選任している可能性がある（window-dressing）こと、その影響もあって、ROAやトービンQには有意な影響がなかった、としている。

総じてみれば、日本での社外取締役の属性に関する研究は、その数も少なく、明確な結論は出ていない状況といえる。また、社長経験者選任の効果についての実証分析も行われていない。

本論文では、社外取締役と企業業績等の関係について、プラスマイナスの両面が存在するのと同様に、社外取締役の属性によっても、業績への影響はプラスマイナスの両面がありうることを改めて確認する。その上で、社長経験者等、社外取締役の属性を更に細分化した分析を行うとともに、先に述べた企業の選任目的や期待する資質との関係、また設備投資等の投資行動への影響についても分析を行う。こうした観点からの分析は、従来の先行研究にはなかったものであり、本論文の貢献であると考えられる。

#### 4. 仮説

##### （1）社外取締役の属性選択に関する仮説

次に、実証分析で確認したい仮説を提示する。

まず、社外取締役の属性を企業がどのように選択しているのか、について確認する。

---

<sup>22</sup> 社外取締役に關しては、ROA について操作変数法を用いた場合は有意にプラスの効果があるが、ROA について回帰分析によった場合、およびトービンQ については有意な効果はなかったとしている。

先に見た通り、コーポレートガバナンス報告書の「選任目的」から推定される、企業側の社外取締役の選任目的、期待する資質と、社外取締役の属性には一定の関係がありそうである。つまり、企業は社外取締役をどのような目的で選任するか、その目的のためにはどのような資質が期待されるかを検討した上で、社外取締役の属性を選択している、と考えることができる。本論文では、この関係が計量的な分析によっても証明されるかどうかを確認していく。

**仮説1：企業は、社外取締役に期待する目的や資質に応じて、社外取締役の属性を選択している。**

次に、分析対象企業の企業特性によって、選択される社外取締役の属性が異なるかどうかを確認する。これに関しては既に述べた通り先行研究が存在し、企業特性によって選択される社外取締役の属性は異なりうる（齋藤[2015]）ほか、コーポレートガバナンス・コードの適用期限の直前に社外取締役を選任した企業は、探索コストの観点から、弁護士や会計士を選任する傾向にあることが報告されている（河内山・石田・甚内[2019]）。

本論文では、社外取締役の属性を更に細分化した上で、企業特性によってどのような特徴の違いがみられるかを確認していく。更に、その中で社長経験者を社外取締役に選任する企業の特徴に注目する。一般的には、社長経験者の招聘は相対的に高コストと考えられ、より規模が大きい企業や、事業が複雑で社長経験者の経験が活かされる場面が多い企業が多いのではないかと考えられるが、こうした点についても確認する。

**仮説2：企業は、その特性に応じて、社外取締役の属性を選択している。**

**仮説2-1：相対的に複雑で規模の大きい企業は、社長経験者を社外取締役に選択する傾向がある。**

## （2）社外取締役の属性と企業業績・投資行動に関する仮説

次に、社外取締役の属性と、企業業績等の関係について確認する。

繰り返しになるが、先行研究に基づけば、社外取締役が企業業績に与える影響はプラスマイナスの両面があると考えられるが、社外取締役を属性ごとに見ても、企業特性等に応じて、プラスマイナスの両面があるものと考えられる。即ち、一定の状況にある企業にとっては、ある属性はプラスに働くが、別の属性はマイナスに働くという関係が成り立つと考えられる。同様に、「攻めのガバナンス」で強調される、企業の投資行動に対する影響についても、プラスマイナスの両面あることが考えられる。投資判断への関わり方は、社外取締役の属性によって大きく異なることが想定されるためである。

また、その中でも特に最高責任者として経営を行った社長経験者については、CGSガイドラインでも記載されていた通り、一般的には社外取締役に期待される役割に最も適した属性と考えることも可能であり、相対的に他の属性よりもプラスの効果が大きいことが期待される。

**仮説3：社外取締役の属性によって、企業業績や投資行動に及ぼす影響は異なる。**

**仮説3-1：社長経験者の社外取締役は、他の属性と比較して、相対的にプラスの効果を及ぼす。**

更に、企業が社外取締役を選任した目的、期待する資質によって、社外取締役の実際の行動は変化するものと考えられる。これが、属性と企業業績、投資行動の関係に一定の変化を及ぼすと考えられる。本論文では、こうした点が計量分析によっても証明されるかどうかを確認していく。

**仮説4：社外取締役の属性と、企業業績・投資行動との関係は、企業の選任目的や、期待する資質によって異なる。**

## 5. 利用するデータと計量モデル

### (1) 分析対象企業

今回の分析は、社外取締役の属性と、企業特性や企業業績との関係を確認するものであるが、これらの分析においては、内生性の問題に対処する必要がある。即ち、社外取締役の選任が業績等に影響する可能性がある一方で、業績等が社外取締役の選任に影響する可能性もあるからである。

そこで、本論文の実証分析では、コーポレートガバナンス・コードの適用が開始され、上場企業が実質的に社外取締役の選任を求められた<sup>23</sup>2015年の、いわゆる「自然な実験」(Gippel et al.[2015]、森川[2019])の状況を利用して、この年に新規に社外取締役を選任した企業に絞って分析することで、内生性の問題に対処することとしたい。具体的には、2015年3月決算、東証一部上場企業(銀行・保険・証券除く)のうち、3年後も決算期変

---

<sup>23</sup> コーポレートガバナンス・コードの各項目は強制ではなく、コンプライ・オア・エクスプレインが求められるが、横並び意識の強い日本企業はエクスプレインを回避する傾向があったためか、結果的に多くの社外取締役未選任の企業が、新たに社外取締役の選任を行った(なお、コードでは独立社外取締役の2名以上の選任が求められているが、1名のみ選任にとどまった企業が多かった)。

更なく継続上場している 1345 社のうち、2015 年 6 月総会で新規に社外取締役を選任した 300 社を分析対象とする。分析対象企業の特徴は後に述べる。

## (2) 社外取締役の属性区分

社外取締役の属性は、コーポレートガバナンス報告書の区分をそのまま用いるのではなく、有価証券報告書等の履歴を個々に確認することにより、更に詳細に区分したものをを用いる。具体的には、まず他会社出身者を、その最高役位により、①社長、②役員（社長以外）、③従業員（社長・役員以外）に区分する。また、④公務員、⑤コンサルタント<sup>24</sup>は単独で区分する。⑥学者、⑦弁護士は、原則としてコーポレートガバナンス報告書の区分をそのまま用いる<sup>25</sup>が、会計士、税理士は⑧会計士として同じ分類に区分する。

以上 8 種類の属性の区分に当たり、1 人の社外取締役が複数の属性を経験している場合には、経験年数等に応じ、最も代表的と思われる経歴を採用し、1 人 1 属性となるようにした。社長・役員・従業員からは、弁護士・会計士・コンサルタントや、本業以外の子会社の社長・役員を除く<sup>26</sup>こととした。

今回分析対象とする 300 社には、2015 年に 446 名の社外取締役が選任されている【図表 1-3】。属性毎の内訳をみれば、役員が最も多く 95 名を占める (21.4%) が、社長、従業員も含めた企業出身者合計では半分に満たず (43.3%)、社長は 14.0%にとどまっている。一方で、弁護士 (19.0%)、会計士 (18.5%) の比率が高い。これらの結果は、2 章で述べた全上場企業の属性別比率とは明らかに異なる結果となっており、先行研究でも見られる通り、コーポレートガバナンス・コードの適用開始に伴い、従前社外監査役であった弁護士、会計士が横滑りで社外取締役となったケースが多いことを意味している。

次に、企業側から見た社外取締役に期待する目的をみると、助言、監督がほぼ同数となっている属性が多い中で、社長・公務員は助言目的の比率が高く、会計士は監督目的の比率が高い。また、企業側から見た社外取締役に期待する資質をみると、社長・役員・公務員は総合的識見の比率が高くなっており、弁護士・会計士は専門性の比率が高くなっている。

これらを総合すると、総合的識見に基づく助言が期待されるグループ（社長、公務員、コンサルタント）と、専門性に基づく監督が期待されるグループ（会計士、弁護士）、両方のパターンが存在するグループ（役員、従業員、学者）に区分される。このうち最後のグルー

---

<sup>24</sup> コンサルタントは、独立系だけでなく企業に所属するコンサルタントも含む。但し、コンサルタントのうち社長・役員経験者は、経営・マネジメント経験を重視し、社長または役員に区分する。

<sup>25</sup> 複数の属性を経験している場合は、コーポレートガバナンス報告書の区分によらず、最も代表的と思われる経歴を採用している（例えば、検察庁や国税庁の出身者が、退任後弁護士や会計士となった場合は、公務員として分類している）。

<sup>26</sup> 子会社の社長は、実質的にはグループの一部門の責任者という位置づけになることが多いと考えられる。但し持株会社の子会社等、本業を行う会社の社長を務めた場合は、その限りではないものと考え、親会社の社長と同列に扱うこととする。

プは、個々の経歴等によって、両方のパターンが存在し得るため、このような結果になったと考えられる。

このほか、自社監査役経験の有無を確認すると、従業員、弁護士、会計士は半数近くが自社監査役経験者となっている。監査等委員である社外取締役についても、概ね同様の傾向が見られる。更に、年齢の分布をみると、企業出身者は70代以上が多数、弁護士・会計士は50代以下が多数となっている。また、製造業・非製造業で区分したところ、製造業では、役員・弁護士の比率が相対的に高いのに対し、非製造業では、社長・公務員・従業員の比率が相対的に高くなっている。特に、公務員は、非製造業には運輸・通信・金融・電力ガス等の規制産業が含まれていることが関係していると考えられる。

### (3) 仮説検証の計量モデル

続いて、仮説を検証するための計量モデルを示す。

まず、仮説1の検証については、個々の社外取締役について、コーポレートガバナンス報告書の社外取締役選任目的の文言から、企業の選任の目的、期待する資質を推定する。その上で、説明変数を選任目的や期待する資質、従属変数を社外取締役の属性フラグ、コントロール変数を委員会設置会社の委員フラグとして、社外取締役の属性毎にロジット分析を行う。

$$\text{社外取締役属性フラグ} = \alpha + \beta_1 \text{選任目的フラグ (助言、監督)} + \beta_2 \text{資質フラグ (専門、識見)} + \beta_3 \text{委員フラグ (指名委員会各種委員、監査等委員)} + \varepsilon$$

次に仮説2の検証については、先行研究(齋藤[2015]、宮島・小川[2012])を踏まえ、個々の企業単位に、従属変数を各属性の社外取締役の有無及び人数とし、説明変数を社外取締役の決定要因とされる諸項目として、社外取締役の属性毎に回帰分析を行う。人数を分析する場合、同じ属性の社外取締役が2人目、3人目と増加するにつれて、増加による影響は小さくなっていくと考えられるため、人数を対数化した上で分析する。また、先行研究に従い、従属変数を社外取締役の有無とする場合はロジット分析、人数とする場合はトービット分析を用いる。

説明変数は、先行研究(齋藤[2015]、宮島・小川[2012])を踏まえ、社外取締役の決定要因とされる四つの企業特性毎に、代表的な変数(数値は全て2015年3月期決算時点)を設定する。具体的には、一点目、事業の複雑さを示す変数として、総資産(対数)、有利子負債比率、海外売上高比率の三種類を採用する。二点目、内部情報のコストを示す変数として、時価簿価比率、研究開発集約度の二種類を採用する。三点目、モニタリングの必要性を示す変数として、現預金比率、フリーキャッシュフロー比率の二種類を採用する。最後の四点目、株主構成(経営者パワー)を示す変数として、外国人持株比率、役員持株比率の二種類を採

用する。

$$\text{社外取締役属性（有無または対数化した人数）} = \alpha + \beta_1 \text{事業複雑性変数} \\ + \beta_2 \text{内部情報コスト変数} + \beta_3 \text{モニタリング必要性変数} + \beta_4 \text{株主構成変数} + \varepsilon$$

次に、仮説3の検証については、先行研究（宮島・齋藤[2019]）を踏まえ、個々の企業単位に、従属変数を企業業績等の変化を示す諸変数、説明変数を各属性の社外取締役の人数（対数化）として、企業業績等の変数毎に回帰分析を行う。

ここで、従属変数となる、社外取締役選任の効果を見るための変数は、具体的には先行研究でよく用いられる①ROA、②ROE、③トービンQといった企業業績・企業価値に関する変数に加え、攻めのガバナンスに関連する④売上高設備投資比率⑤研究開発集約度⑥無形固定資産比率といった、企業の投資行動に関する変数についても分析を行い、より幅広い視点から社外取締役選任の効果を分析することとする。

なお、社外取締役選任の効果が出るには一定の時間を要すると考えられるため、従属変数については、社外取締役就任前の2015年3月期決算と、就任して3年が経過した2018年3月期決算の各変数の変化（差分）を分析対象とする<sup>27</sup>。

説明変数は、先行研究（武田・西谷[2014]）を踏まえ、個々の属性毎の人数を対数化し、また属性毎に別々に回帰分析を行うのではなく一つのモデルに各属性の人数を含めた上で回帰分析を実施する。コントロール変数は、先行研究（宮島・齋藤[2019]、武田・西谷[2014]）を参考に、総資産、負債比率、取締役人数、企業年齢、外国人持株比率、PBR1倍以上ダミー、現預金比率、業種ダミー（分析対象企業数を考慮して、東証17業種を使用）とする。更に、ガバナンス形態の差異を考慮し、監査等委員会設置会社フラグをコントロール変数に加えるほか、各従属変数の2015年3月期の数値についても、平均回帰性を考慮し、コントロール変数に加えることとする。

$$\text{企業業績・投資行動等（2018-2015 差分）} = \alpha + \beta_1 \text{各属性毎の社外取締役人数（対数化）} \\ + \beta_2 \text{コントロール変数（業種ダミー、監査等委員会フラグ、従属変数の直近値含む）} \\ + \varepsilon$$

続いて、仮説4の検証については、対象となる社外取締役ごとに、既に述べた手法（コーポレートガバナンス報告書の選任理由の文言より推定）により、①助言目的、②監督目的、③専門性期待、④総合的識見期待、に区分し、①～④それぞれの目的・資質別の属性毎社外取締役人数（対数化）を説明変数とするほかは、仮説3と同様のモデルで回帰分析を行うこととする。なお、①②、③④はそれぞれ両方とも該当する可能性があるが、企業側の意思を表

---

<sup>27</sup> なお、分析対象の企業の社外取締役446名のうち、389名（87.2%）は3年以上在任している。念のため、3年以上在任者に絞った分析も実施したが、概ね同様の結果となっている。

すものとして、そのまま両方に含める形で分析を行うものとする。

最後に、今回の実証分析に用いる項目を定義する【図表 1-4】。データは全て日経 NEEDS より取得している。外れ値については、先行研究（齋藤[2015]）を参考に、各変数について上下 1% を超える外れ値については、上下 1% の値に置き換える処理を行っている。企業特性や企業業績を示す項目についての記述統計量（「①新規選任」欄を参照）【図表 1-5】、更に分析対象企業における各項目の相関係数も示しておく【図表 1-6】。

#### （4）分析対象企業の特徴

ここで、今回の分析対象企業 300 社について、他の東証一部上場企業と比較した際、どのような特徴があるのかを確認する。仮に顕著な差異があれば、分析結果を東証一部上場企業全体に類推適用する際には留意が必要となる。

先に述べた、2015 年 3 月決算、東証一部上場企業（銀行・保険・証券除く）のうち、3 年後も決算期変更なく継続上場している 1345 社について、2015 年の社外取締役選任状況に基づき、①新規に社外取締役を選任（今回の分析対象）、②従前より継続して社外取締役を複数選任、③従前より社外取締役を単数選任しており、新規に複数選任に移行、④従前より継続して社外取締役を単数選任、⑤社外取締役不在、の 5 種類に区分して、企業特性や業績等を比較する。

具体的には、企業特性、業績を説明変数とし、上記 5 種類の区分（該当すればフラグ「1」）、該当しなければ「0」）を従属変数とするロジット分析を実施する。この分析は、本論文の分析対象企業だけでなく、2015 年 3 月時点で既に社外取締役を選任していた企業等も含んでいるため、改めて各項目の中央値・平均値（いずれも 2015 年 3 月期）【図表 1-5（前出）】や、相関係数を示しておく【図表 1-7】が、特に相関が高い項目は見られない。

社外取締役の選任状況（5 種類に区分） =  $\alpha + \beta$  企業特性 +  $\varepsilon$  または

社外取締役の選任状況（5 種類に区分） =  $\alpha + \beta$  企業業績（2015 年 3 月期） +  $\varepsilon$

ロジット分析の結果を見ると【図表 1-8】、①社外取締役を新規選任した企業（分析対象企業）は、総資産が小さく、PBR・外国人持株比率が低いという明確な特徴がある<sup>28</sup>。これは、②既に社外取締役を複数選任していた企業とは、有意性、係数の絶対値いずれも対照的な結果となっている。また業績面では、ROA は有意ではないが高いのに対し、トービソンQは低く、無形固定資産比率も低くなっている。

つまり、分析対象となった 300 社は、小規模で株式市場からの評価も高くない企業が多いため、従前は積極的に社外取締役を選任するインセンティブに乏しく、結果的に社外取締

<sup>28</sup> 平均・中央値で見れば、役員持株比率が高いことも特徴の一つである。これは、社外取締役の選任を行わなかった企業で更に顕著であり、一部のオーナー系企業が社外取締役の選任に最後まで消極的であったことを伺わせる。

役の選任が遅れた企業が多かったと考えられる。一方で、外国人持株比率が低いことは、経営者に対する株主からのけん制が働きにくいことを示しており、社外取締役が選任されれば、一定程度これを補うことが期待できる。また、PBRが低いことについて、先行研究では、PBR即ち時価簿価比率の高い企業は、成長可能性が高いものの、外部者からの観察が困難なため企業特殊な知識の重要性が高く、社外取締役が適切なアドバイスを行うための情報獲得コストが高いとされており（宮島・小川[2012]等）、今回の分析対象企業は、逆に情報獲得コストが低いため、社外取締役のアドバイスが相対的に有効と考えられる。これらのことから、今回の分析対象企業が社外取締役を選任した場合、その効果の発現が期待できると考えられる。

なお、③既に選任+2015 から複数選任した企業、④既に選任+単数継続した企業、の特徴を見ると、いずれも総資産が有意に小さくなっており、コーポレートガバナンス・コード適用以前の社外取締役の選任状況には、企業の資産規模が大きく関係していることが分かる。また、2015年時点で社外取締役不在の企業<sup>29</sup>は、26社と少ないものの、有意で役員持株比率がプラスとなっており、オーナー企業等で、あえて社外取締役を選任しなかったケースも存在している可能性がある<sup>30</sup>。

別途、今回の分析対象企業の業種分布の比較も実施【図表1-9】したところ、製造業では、機械・電気機器・輸送用機器、非製造業では、建設・卸売・小売が多くなっており、比較的大規模な企業の多い鉱業、空運は含まれない、という結果となった。また、今回の分析対象企業のガバナンス体制を見ると、2015年6月総会を終えた時点で、指名委員会等設置会社は1社もないが、監査等委員会設置会社は300社中55社存在していた。

#### （5）分析対象企業の特徴を踏まえた計量モデル拡張

先に見た通り、今回の分析対象企業は、東証一部上場企業全体と比較して、総資産が小さく、PBRが低く、外国人持株比率が低いことが、統計的にも有意に示されていることが判明した。従って、分析結果を単純に東証一部上場企業に当てはめることは難しい面もある。

そこで、本論文のポイントとなる仮説3の検証においては、前述の分析に加え、総資産・PBR・外国人持株比率の3項目について、東証一部上場企業全体の中央値（2015年3月期）を境に対象企業を2つに区分した上で、それぞれ仮説3の検証と同様の回帰分析を行うこととした。この結果を併せて確認することで、分析対象企業の特徴を一定コントロールした形で考察を行うことが可能となる、と考える。

実際に、総資産・PBR・外国人持株比率の3項目について、東証一部上場企業の中央値と比較して、大小・高低により2つに区分し、企業数や属性の分布を確認した【図表1-1

---

<sup>29</sup> これらの企業は、コーポレートガバナンス・コードの適用において、エクस्पラインを選択している。

<sup>30</sup> 最適化仮説に基づけば、このことは一部の企業にとっては必ずしも否定されるものではなく、むしろ合理的な選択である可能性もある。

0】。これによると、企業数の分布は、3項目とも概ね上：下で1：2程度の比率となっており、極端に上位グループの数が少ないという状況ではない。属性の分布を見ると、役員・学者は、いずれも上位グループの比率が高い。また、社長・公務員は、総資産・PBRで、弁護士は、総資産・外国人持株比率で上位グループの比率が高い。これに対し、会計士・コンサルタントは、いずれも下位グループの比率が高い。

## 6. 分析結果と考察

### (1) 仮説1：企業の選任目的や期待資質による属性選択

それでは、実証分析の結果を示していく。

最初に、社外取締役の属性選択に関する仮説について確認する。仮説1に関する分析結果【図表1-11】を見ると、企業が社外取締役を選任する目的や、期待する資質によって、選択する属性に違いがあることが有意に示された。

まず、選任する目的について見ると、助言目的の場合、社長が高いプラス有意、コンサルタントもプラス有意（係数は社長より高い）であるのに対し、会計士はマイナス有意となっている。一方で、監督目的の場合、特に有意性を示す属性はなかったが、同じ企業出身でも社長は符号がマイナスなのに対し、役員・従業員は符号がプラスとなっているほか、弁護士は符号がマイナスなのに対し、会計士は符号がプラスとなっている。社長については、これまで述べた通り、助言目的、監督目的それぞれを重視する立場のいずれもから機能発揮が期待される属性であったが、実際に企業が社外取締役に選任する目的としては、経営経験に基づく助言目的が多いことが確認できた。

次に、期待する資質について見ると、専門性への期待は、弁護士・会計士が高いプラス有意であるのに対し、社長を含む企業出身者はマイナス有意となっている。特に、弁護士と社長を比較すると、係数の大きさ、有意性の観点で対照的な結果となっている。一方で、総合的識見への期待は、唯一社長のみ有意にプラスとなっており、係数も大きいほか、公務員も有意性は確認できなかったが、係数は大きめのプラスとなっている。

このような分析結果から、企業は、社外取締役に期待する目的や資質に応じて、社外取締役の属性を選択していると考えられる。同時に、その属性の選択は、一般的に各属性が有すると考えられる特性とも合致している。

従って、仮説1は正しいといえる。

### (2) 仮説2：企業特性による属性選択

続いて、仮説2を検証するため、社外取締役の属性と企業特性との関係についての分析結

果を確認する【図表1-12】。各属性の有無を用いたロジット分析と、各属性の人数（対数化）を用いたトービット分析の2種類を行ったが、概ね同じような結果となっている。以下、属性毎に特徴を見ていく。

社長は、全体的には有意性に乏しい中で、トービット分析においては総資産がプラス有意となり、その係数も比較的大きい。これは、就任後の報酬も含めた招聘に要するコストが他の属性より相対的に高いため、規模の大きい企業に選任されやすい傾向があると考えることが出来る。また、研究開発集約度や役員持株比率がプラスとなっており、その係数は他の属性と比較して大きくなっているが、有意性は確認できなかった。全体的に有意性が乏しいことは、企業がその特性を考慮することなく、とりあえず社長を選任しておけばよい、という意識が働いた可能性もあると考えられる。

役員は、海外売上高比率、フリーキャッシュフロー比率がプラス有意となった。これは、複雑性やモニタリングの観点で社外取締役の必要性が高い企業ほど、役員を多く選任していることを意味しており、選任の効果が発揮されることが期待される。

従業員は、現預金比率や負債比率がプラス有意、研究開発集約度がマイナス有意となった。これは、複雑性や情報コストの面で、社外取締役の有効性が高い企業や、モニタリングの重要性が高い企業ほど、従業員を多く選任していることを意味する。こうした特徴から、助言の有効性には期待できるが、企業経営者との関係を考えれば、独立性の高い監督機能を発揮することは難しい場合も想定される（逆にいえば、厳しい監督を避けるため、あえて従業員を選択している場合もあると考えられる）。

公務員は、海外売上高比率がプラス有意、研究開発集約度、役員持株比率がマイナス有意となった。これは、複雑性や情報コストの面で助言の有効性が高く、モニタリングの必要性が相対的に低い企業ほど、公務員を多く選任していることを意味しており、監督機能よりも、助言機能の側面で効果を発揮することが期待されているといえる。

学者は、負債比率がマイナス有意となったほか、特段の有意な結果は見られなかった。これは、そもそも学者は、各企業のドメインを専門領域とする場合と、経済・経営を専門領域とする場合では、自ずと期待される目的・資質は異なることによると思われる。

弁護士は、海外売上高比率、現預金比率がマイナス有意となった。これは、複雑性やモニタリングの必要性の観点で、社外取締役の必要性が必ずしも高くない企業ほど、弁護士を多く選任していることを意味する。本来、社外取締役を選任する必要性に乏しい企業が、コーポレートガバナンス・コードの適用を受けて、自社監査役であった弁護士を社外取締役に選任したケースが多いと考えられる。

会計士は、総資産、フリーキャッシュフロー比率がマイナス有意となった。これは、複雑性やモニタリングの必要性の観点で、社外取締役の必要性が必ずしも高くない企業ほど、会計士を多く選任していることを意味する。弁護士同様、社外取締役を選任する必要性に乏しい企業、特に規模の小さい企業が、自社監査役であった会計士を社外取締役に選任したケースが多いと考えられる。

コンサルタントは、総資産がマイナス有意、外国人持株比率がプラス有意となった。弁護士・会計士同様、相対的には社外取締役の必要性が乏しい企業で選任されるケースが多いといえる。

次に、属性を横断的に見た場合、統計上の有意性には欠ける面もあるが、外国人持株比率が高いほど、コンサルタントや弁護士、公務員が選任されやすく、社長は選任されにくい傾向がみられ、社外取締役の選択に独立性が重視された可能性を示している。これに対し、役員持株比率が高いほど、社長や弁護士、コンサルタントが選任されやすく、公務員や学者は選任されにくい傾向にあり、社外取締役の選択に企業トップとの個人的関係が重視された可能性を示している。この結果は、企業のガバナンスの状況が、一定程度社外取締役の属性選択にも影響を及ぼしている可能性を示すものといえる。

以上の結果を踏まえれば、企業の特性によって選択される社外取締役の属性は異なり、役員・従業員・公務員については、その助言の必要性の高い企業ほど多く選任する等、一定合理的な選択がなされていると考えられる。一方で、必ずしも合理的な選択とはいえない場合もあり、弁護士・会計士・コンサルタントについては、そもそも社外取締役の必要性が低い企業が選任する傾向が確認された。このような結果は、先行研究でも見られた通り、今回の分析対象企業は、コーポレートガバナンス・コードの適用により、半ば強制的に社外取締役の選任を要請されたため、相対的に探索コストの安い弁護士・会計士を選任（社外監査役からの横滑りを含む）したことによる部分も大きいと思われる、その意味では合理的な選択と評価することも可能であろう。

また、企業のガバナンスの状況の違いは、必ずしも明確ではないものの、一定程度属性選択の方向性に影響を及ぼしているといえる。

一方で、社長については、相対的に大規模で複雑性の高い企業が選任している傾向はあるものの、明確な有意性を確認することはできなかった（規模について、トービット分析では大規模企業ほど選任していることが有意に示されたが、ロジット分析では有意性はなかった）。

従って、仮説2は正しいといえるが、仮説2-1は必ずしも正しいとはいえない。

### （3）仮説3：属性選択の効果

続いて、社外取締役の属性が、企業業績や投資行動に及ぼす影響に関する仮説の分析結果を確認するが、これに先立ち、分析対象企業300社の業績等の改善状況を、他の東証一部企業と比較しておく。具体的には、従属変数となる各変数について、2015年と2018年の3年間の差分を取った値の平均値・中央値を比較する【図表1-5（前出、表の下側）】。

これによると、分析対象企業は、中央値で見ると、全社計と比較して、ROA・ROE・トービンQのいずれも下回っている。元々複数の社外取締役を選任していた企業に劣位するだけでなく、社外取締役不在の企業にも劣位する結果となっている。なお、投資行動につ

いては差はない。一方で、平均値で見ると、全社計と比較して、ROAは若干下回るものの、ROE・トービンQ・売上高設備投資率は上回っている。全体的には、元々複数の社外取締役を選任していた企業に次ぐパフォーマンスを発揮しており、社外取締役不在の企業を大きく上回っている。この結果は、分析対象企業の業績や投資行動の変化には大きな格差があり、社外取締役の選任が好結果をもたらした企業もあれば、そうでならなかった企業もあったことを意味していると考えられる<sup>31</sup>。

このような状況を踏まえつつ、仮説3を検証するため、社外取締役属性が企業業績や投資行動に及ぼす影響を確認していく【図表1-13・14】。以下、属性毎に特徴を見ていく。

まず、社長は、業績面ではROAがマイナス有意という意外な結果となった。内訳を見ると、総資産が大きい企業ではROAがプラス有意で係数も+2%であるのに対し、総資産が小さい企業ではROAがマイナス有意で係数も▲4%となり、対照的な結果が示された。また、PBR、外国人持株比率の低い企業でも、ROAがマイナス有意となっているほか、低PBR企業では、ROEとの関係について、有意に係数が▲6%と大きなマイナス効果が示された。社長出身の社外取締役を個別に見ていくと、就任先企業と比較して相対的に規模の大きい企業出身者が多いため、小規模で株式市場の評価も低い企業には、過去の経験に基づく識見が十分生かされない可能性があると考えられる。一方で投資行動面では、売上高設備投資率について、総資産が大きい企業でマイナス有意、総資産が小さい企業でプラス有意となり、いずれの係数も大きく、業績とは逆の結果となったほか、無形固定資産比率も総資産の小さい企業でプラス有意となった。

役員は、有意性を示す項目が少なかった。最も多くの企業で選任されているため、様々な特性を持つ企業によってプラスマイナスが相殺された可能性がある。PBRが低い企業ではトービンQや無形固定資産比率がプラス有意となり、社長とは異なり株式市場の評価が低い企業でも一定の機能発揮を果たしているといえる。

従業員も、有意性を示す項目は少ないが、投資行動面で、PBRが低い企業で無形固定資産がプラス有意、外国人持株比率が低い企業で研究開発集約度がプラス有意となっており、株式市場の評価が低い企業での積極的な投資行動に一定貢献している。

公務員は、業績面ではROAがマイナス有意で係数も▲3%と大きく<sup>32</sup>、特に総資産が小さい企業、PBRが低い企業、外国人持株比率が低い企業でROAがマイナス有意となったほか、係数の絶対値も大きく、社長と同じような結果となった。公務員の多くは中央官庁の出身であり、社長と同様、大きな組織での職務経験を通じた識見に基づく助言が、小規模の企業では生きない可能性を示唆している。一方で投資行動面では、無形固定資産比率、研究

<sup>31</sup> 別途、分析対象企業フラグを説明変数、業績等を従属変数とする回帰分析も行ったが、有意性なしの結果（プラスはないが、マイナスもない）となった。

<sup>32</sup> 別途、公務員と規制産業の関連性を見るため、分析対象企業を製造業・非製造業に分けて同様の分析を行ったところ、製造業ではROAがマイナス有意となったが、非製造業では有意性はなかった。規制産業は、電力ガス・運輸・金融等、非製造業が中心であり、製造業では少ないが、これにより公務員の特徴が生かされなかった可能性を示唆する結果となった。

開発集約度がともにプラス有意となり、特に総資産やPBR、外国人持株比率の高い企業でその傾向が明確に表れている。相対的に大規模で株式市場の評価も高い企業では、中長期的、大局的観点からの助言が実際の投資に結び付いている可能性がある。

学者は、業績面では企業価値を反映するトービンQが全属性で唯一のプラス有意となり、係数も0.23ポイントと大きい。内訳を見ると、総資産が小さい企業でトービンQがプラス有意で係数が0.41ポイントとなっており、社長・公務員とは逆に相対的に小規模な企業の方でプラス効果が大きいという結果となった。投資行動面では、外国人持株比率が高い企業において、研究開発集約度、無形固定資産比率がプラス有意となっている。

弁護士は、全体的に有意性を示す項目は少ないが、業績面では、ROAについて総資産が大きい企業ではプラス有意、総資産が小さい企業ではマイナス有意となり、社長・公務員と同じような結果となった。一方で、投資行動面では、総資産の小さい企業やPBRの低い企業で各種比率を有意に向上させており、相対的に成長機会が高くないと思われる企業において、積極的な投資の促進に貢献していると考えられる。

会計士は、業績面では有意性を示す項目は少なかったのに対し、投資行動面では、研究開発集約度、無形固定資産比率がプラス有意となった。内訳を見ると、総資産の小さい企業やPBRの低い企業が投資行動を積極化させており、弁護士と同様の傾向が確認できる。

コンサルタントは、全体的に有意性を示す項目は少なかったが、業績面では総資産の大きい企業やPBRの高い企業でのマイナス有意が見られ、社長・公務員とは異なる結果となった。投資行動面では特段の有意性は認められなかった。

以上の結果を総合すると、業績への影響は、全体で見れば社長・公務員でマイナス、学者はプラスとなったが、規模の違いによる差異が明確となった。小規模で株式市場の評価が低い企業では、社長・公務員・弁護士はマイナス効果となったのに対し、学者はプラス効果となった。一方で大規模会社では、社長・役員・弁護士はプラス効果をもたらした。

投資行動への影響は、公務員・弁護士・会計士のプラス効果が目立った。公務員は大規模で株式市場の評価の高い企業で投資を促進したのに対し、弁護士・会計士は小規模で株式市場の評価の低い企業で投資を促進した。社長・役員・従業員の企業出身者は、総じて投資行動への影響について、有意性が乏しい結果となった。

これらの分析により、社外取締役の属性は、企業規模等の企業特性と結びついて、企業業績や投資行動に影響を及ぼしていることが分かった。今回の分析対象企業においては、実質的に選任が半ば強制されたタイミングでもあり、かつ属性の選択は必ずしも合理的に行われたとは言えない面があったため、最適化仮説の下では、マイナスの影響が大勢を占めることも考えられたが、実際には、全体としてプラスマイナス両面の効果を確認することができた。

その中で、社長を経験した社外取締役は、足元の議論でも積極的な選任が求められており、他の属性と比較して相対的にプラス効果が大きいことが期待されたが、実際には企業特性によって、その効果は異なり、必ずしも常にプラスの効果をもたらすとはいえず、かえって

マイナスとなる場合もあることが判明した。

従って、仮説3は正しいといえるが、仮説3-1は正しいとはいえない。

#### (4) 仮説4：企業の選任目的や期待資質の属性選択効果への影響

最後に仮説4を検証するため、社外取締役の属性と企業業績・投資行動との関係について、企業の選任目的や、期待する資質毎に区分した分析を行った【図表1-15】。なお、分析対象企業における、属性毎の選任目的や期待資質の分布は、先に示した通りである【図表1-3】。

業績面では、企業出身者は総じて助言目的の場合はプラス効果、監督目的の場合はマイナス効果が認められた。また専門性に期待した場合もマイナス効果が多いが、社長は有意性こそないものの、符号はプラスで係数も大きい点は注目すべきであろう<sup>33</sup>。公務員は、選任目的については何れも大きなマイナス効果となり、差異は認められなかったが、期待する資質については、総合的識見に期待した場合のマイナス効果が大きくなっている。

弁護士は、監督目的の場合、トービンQがマイナスとなったのに対し、会計士は助言目的の場合、ROAがマイナスとなった。コンサルタントは、監督目的の場合はROEが▲6%となる等明確なマイナス効果となったが、一方で専門性に期待した場合はROAが+4%となったほかROE・トービンQでも有意なプラス効果が認められた。

投資行動面では、やや有意性に乏しい結果となったが、仮説3の検証で確認した投資促進効果の大きい属性である、公務員・弁護士・会計士を比較すると、公務員については、専門性期待の方が総じてプラス効果が大きいのに対し、弁護士は明確な特徴は見られず、また会計士については、助言目的、総合的識見期待の方が総じてプラス効果が大きいという結果となった。

これらの結果を踏まえれば、企業の選任目的や期待する資質の推定方法自体の不完全性もあり、明確な結果が出ているとは必ずしも言えないが、仮説3で見た属性と企業業績、投資行動の関係について、企業の選任目的や期待する資質が一定の影響を及ぼしていることが分かった。特に投資行動面において、公務員に専門性を期待する、あるいは会計士に助言や総合的識見を期待するという、一般的に想定されるケースと逆の場合に、プラス効果が大きくなることは一定の示唆を与えるものと考えられる。

従って、仮説4は正しいといえる。

## 7. 補論

---

<sup>33</sup> 但し、社長のうち、期待される資質に専門性が推定されるのは、62名中8名と少ないことには留意が必要である。

## (1) 頑健性の確認

既に述べた通り、本論文では内生性の問題に対処するため、対象を2015年3月決算の東証一部上場企業（銀行・証券・保険除き、決算期変更なく3年継続上場のみ）1345社のうち、2015年に新規に社外取締役を選任した企業300社に絞った上で分析を行った。

分析対象企業の特徴である、総資産が小さく、PBRが低く、外国人持株比率が低いことを踏まえ、これらの項目について、東証一部上場企業全体の中央値対象企業を2つに区分した結果を併せて確認することで、分析対象企業の特徴を一定コントロールした分析と考察を行うことが出来たが、更に別の方法で検証し、頑健性を確認することが望ましい。

そこで、今回の分析の中でも、意外な結果となった社長経験者と企業業績の関係について、結論の頑健性を二つの方法で確認する。

一つの方法は、単純に1345社に分析対象を拡張した上で、仮説3の検証と同様の分析を行う。この方法では内生性の問題は解消されないことに加え、就任以来の年数に違いがあるという問題があるが、社長人数（対数化）とROA・ROE（2015年3月期時点）の間の相関係数は0.1未満と低く【図表1-16】、業績が良いから社長を選任するという関係は確認できないため、一定の参考にはなると考える。

この結果を見ると【図表1-17】、社長経験者はROAだけでなくROEについても、総資産が全企業の中央値より小さい企業ではマイナス有意となり、分析対象を300社に絞った場合と同様の結果が得られた。総資産が大きい企業でのプラス効果は確認できなかったが、資産規模の違いが社長経験者の社外取締役就任効果に影響することが確認できた。

もう一つの方法は、分析対象企業300社のうち、社長を1名以上選任した53社について、傾向スコアマッチングの手法を用い、分析対象限定前の1345社の中から特徴が類似する企業をピックアップした上で、ROA・ROEに差異があるかどうかを確認した<sup>34</sup>。具体的には、ロジスティクス回帰により、「2015年に社外取締役を初めて選任し、かつ社長経験者を1名以上選任した企業」への当てはまりやすさをスコア化した上で、分析対象企業（トリートメント企業）53社と最もスコアの近い比較対象企業（コントロール企業）53社（但し、社長を社外取締役に選任している企業、社外取締役不在の企業を除く）を選定した。次にこれらの企業群につき、両者の平均・中央値を比較し、顕著な差異は生じていないことを確認した【図表1-18】。その上で、企業業績等に差異があるかどうか、平均・中央値の同等性の検定により確認した。

この結果を見ると【図表1-19】、ROAの平均値について、トリートメント企業は有意にマイナスとなっており、先に見た分析と同様の結果が得られた。

---

<sup>34</sup> 傾向スコアマッチングの手法を用いて、分析対象を2015年新規社外取締役導入企業に限定せず、全企業に拡大することも考えられるが、業績への影響等を適切に分析するためには就任後の経過年数を揃える必要があり、分析対象期間が古くなればなるほど比較対象となる「社長以外の社外取締役を選任している企業」の数が少なく、適切な比較が行えないと判断したため、ここでは分析対象企業は2015年新規社外取締役導入企業に限定した上で、比較対象企業を拡大して検証することが頑健性の確認には有意義であると考え、分析を行った。

以上のように、社長経験者の社外取締役への選任は、企業業績に必ずしも好影響を与えるものではなく、特に小規模企業においてはマイナス効果となることの頑健性が確認された。

## (2) 企業出身者の業種別分析

次に、企業出身の社外取締役（社長・役員・従業員合計 192 名）について、出身企業を、製造業・非製造業（但し金融業・IT コンサル業除く）・金融業・IT コンサル業の 4 種類に区分<sup>35</sup>し、出身業種別に、企業業績や投資行動への影響を分析した。手法は、社外取締役の属性の企業業績等への影響についての分析（仮説 3）と同様とし、説明変数を企業出身者の業種別人数（対数化）とするほか、分析対象企業を、全企業（300 社）のほか、製造業（163 社）、非製造業（137 社）に区分して分析した。出身業種の分布【図表 1-20】を見ると、製造業出身者は製造業企業、非製造業出身者は非製造業企業への就任が多いが、それ以外の企業への就任との差はあまり大きくなく、関連性が低い企業への就任も一定数存在する。

仮説は、社外取締役の出身業種と関連性が強いほど助言が有効に働くと考え、製造業出身者は製造業企業にプラス、非製造業出身者は非製造業企業にプラスに働くものと推測する。

分析結果【図表 1-21】を見ると、製造業出身者は、製造業の ROA・ROE・トービン Q に有意にマイナスだが、非製造業の ROA・設備投資・研究開発に有意にプラスとなっている。非製造業出身者は、非製造業のトービン Q に有意にマイナスだが、製造業の ROA・トービン Q は有意でないがプラスとなっている。また、金融業出身者は、全企業の ROA に有意にプラス、非製造業の研究開発に有意にプラスとなっているほか、トービン Q も有意ではないが全体的にプラス傾向、一方で製造業の設備投資は有意にマイナスとなっている。IT コンサル業出身者は、全企業および非製造業の研究開発に有意にプラスとなっているほか、設備投資も有意ではないが全体的にプラス傾向となっている。

このように、仮説とは逆の結果となり、異なる業種の知見の方が、企業業績・投資行動いずれもプラスに働くことを示唆するものとなった。金融業出身者が、ROA やトービン Q にプラス効果をもたらすことも、このような見方を補強するものといえる。また、IT コンサル業出身者は、非製造業中心に研究開発を増加させており、一般に期待される通りの結果が示されている。

## 8. まとめ

### (1) 研究の意義

---

<sup>35</sup> 非製造業には、金融業・IT コンサルタント業を除くほか、複数企業を経験している場合は、代表的と考えられる企業の属する業種とした。

今回の研究全体を通じて、社外取締役を機能させるには、企業の特성에応じて、それに相応しい属性を持つ社外取締役を選任することが重要であることを確認できた。先行研究では、社外取締役の企業業績等への効果について、わが国企業では、企業特性によってプラスマイナスの両面があるという意味において、最適化仮説の成立可能性を示すものであったが、本研究を通じて、社外取締役の属性毎に見ても、企業業績や投資行動との関係について、最適化仮説が成り立ちうることを示すものと考えられる。

一方で、今回の分析対象企業も含め、わが国の企業は、必ずしもその特性に応じて社外取締役の属性を選択できていない可能性もある。企業の特性は、企業の成長ステージに応じて変化するが、それに伴って社外取締役に求められる役割も、必要な属性も変化していくと考えられる。その意味で、本研究は、適切な時期に社外取締役を入れ替えていく必要性を示唆していると考えられる。

また、経営経験を有する社長経験者の選任についても、企業特性、特に企業規模との関係で、その効果が異なることが判明した。余りにも企業規模が異なる場合は、具体的な助言が難しい場合があり得ると考えられる。一方で、補論で確認した通り、異業種の知見は逆に有効であることも判明した。各企業は、改めてその企業特性を踏まえ、候補者の経歴・経験等を吟味し、企業経営上具体的に有用な助言が得られるかどうかを十分に検討する必要があると考えられる。

## (2) 今後の課題

今回の分析にはいくつか課題もある。

一点目は、分析対象企業を限定している点である。内生性の問題に対処する手段として、2015年に新規に社外取締役を導入した企業に限定した分析を行ったためであり、本研究ではこれを補完するため、対象企業を特徴づける項目を抽出し、上場企業の中央値で区切って追加的な分析を行うこと等に対応したが、他にも考慮すべき特徴があり、それが結果に影響を及ぼしている可能性は残る。

二点目は、分析期間が3年と短い点である。社外取締役の助言機能は、投資行動面では比較的早期に反映される可能性があるが、業績面に表れるには、業種によっても異なるが、時間がかかると想定される。社外取締役の監督機能となると、更に影響は長期的に表れる可能性がある。また、抜本的な改革が必要な場合は、短期的な業績にこだわらず、中長期的な視点で将来への布石を着実に打っていくことが重要な場合もある。今回、社長経験者が小規模企業の社外取締役に就任した場合、業績にマイナス効果があることが明らかとなったが、その反面設備投資や無形固定資産投資にはプラスの効果を示しており、より長期の分析を行った場合には、全く逆の評価となる可能性は残されている。一方で、社外取締役の在任期

間は平均的にそう長くない<sup>36</sup>ことから、分析期間を長期間とした場合、具体的な効果を測定することは難しくなる面もある。他にも、今回の分析期間である 2015 年～2018 年は、全体的には好況期に該当しており、企業の優勝劣敗が明らかとなりにくい時期でもあった。例えば、足元のコロナ禍のような不況期をどう乗り切るかを確認する必要はあろう。

三点目は、複数の社外取締役の選任が一般化している点である。今回は、あくまでも各属性単独での効果を分析したが、複数の属性が組み合わせられることで、 $1 + 1 = 2$  以上の効果になる場合もあれば、かえって 2 以下の効果になる場合もあると考えられる。今回の分析対象に関しては、300 社中 125 社が複数選任を行っているが、3 名以上の選任を行ったのは 19 社にとどまっており、複数の属性を組み合わせた場合の効果を確認するにはサンプル数が少ないと考えられる。米国の先行研究では、社外取締役の多様性がもたらす影響についての報告もなされており、性別・年齢・専門性等で測った多様性が高いほど、株価ボラティリティを引き下げるという報告 (Bernile et al.[2018]) もあれば、逆にスキルの多様性が高いほどトービン Q を低下させるとの報告 (Adams et al.[2018]) もあり、その評価は定まっていない。日本では、依然多数を占める社内取締役の同質性が高いことから、社外取締役の多様性がもたらす影響は大きいと考えられ、属性の組み合わせ効果は今後の研究課題といえる。

今後、社外取締役をめぐる議論は新たな段階に入るが、日本でもようやくデータの蓄積が進んできており、欧米とは異なる、日本企業の特성에応じた社外取締役の役割、それに相応しい属性を持つ人材の選任が適材適所で進むことに期待したい。

---

<sup>36</sup> 2003 年～2014 年のわが国全上場企業の社外取締役の在任期間は、平均して 3.8 年であり、2003 年～2008 年の米国での同様の調査では 8.25 年であったことと比較して、短いことが報告されている (円谷[2017])

【図表1-1】社外取締役の属性毎の選任状況の推移<2011~2018年全上場企業>

	(1) 全企業				(2) 指名委員会等設置会社				(3) 監査等委員会設置会社			
	他会社 出身	弁護士	会計士 税理士	学者	他会社 出身	弁護士	会計士 税理士	学者	他会社 出身	弁護士	会計士 税理士	学者
2011	2427 (79.9%)	201 (6.6%)	119 (3.9%)	187 (6.2%)	197 (71.4%)	21 (7.6%)	26 (9.4%)	21 (7.6%)				
2012	2620 (78.9%)	248 (7.5%)	129 (3.9%)	215 (6.5%)	206 (70.8%)	27 (9.3%)	26 (8.9%)	19 (6.5%)				
2013	2711 (77.1%)	296 (8.4%)	139 (4.0%)	243 (6.9%)	189 (67.0%)	30 (10.6%)	26 (9.2%)	23 (8.2%)				
2014	3044 (74.0%)	414 (10.1%)	194 (4.7%)	291 (7.1%)	195 (67.0%)	31 (10.7%)	24 (8.2%)	25 (8.6%)				
2015	4198 (67.2%)	815 (13.0%)	496 (7.9%)	448 (7.2%)	236 (64.8%)	45 (12.4%)	32 (8.8%)	28 (7.7%)	409 (54.8%)	131 (17.5%)	141 (18.9%)	34 (4.6%)
2016	4998 (63.4%)	1137 (14.4%)	856 (10.9%)	516 (6.5%)	271 (67.4%)	47 (11.7%)	34 (8.5%)	26 (6.5%)	1116 (52.2%)	420 (19.7%)	440 (20.6%)	79 (3.7%)
2017	5317 (62.9%)	1234 (14.6%)	968 (11.5%)	516 (6.1%)	264 (64.5%)	51 (12.5%)	41 (10.0%)	30 (7.3%)	1352 (52.1%)	514 (19.8%)	533 (20.6%)	86 (3.3%)
2018	5588 (62.2%)	1321 (14.7%)	1085 (12.1%)	541 (6.0%)	251 (62.3%)	50 (12.4%)	43 (10.7%)	35 (8.7%)	1501 (51.6%)	583 (20.0%)	605 (20.8%)	96 (3.3%)

【図表1-2】社外取締役の属性毎の選任目的、期待資質の分布<2015年東証一部上場企業>

属性	人数	(1) 全社外取締役								(2) 指名委員会等・報酬委員								
		目的				資質				目的				資質				
		助言のみ	監督のみ	助言+監督	両方なし	専門のみ	識見のみ	専門+識見	両方なし	助言のみ	監督のみ	助言+監督	両方なし	専門のみ	識見のみ	専門+識見	両方なし	
他会社 出身	2,827	667 (23.6%)	547 (19.3%)	383 (13.5%)	1,230 (43.5%)	451 (16.0%)	1,305 (46.2%)	228 (8.1%)	843 (29.8%)	112	15 (13.4%)	32 (28.6%)	15 (13.4%)	50 (44.6%)	12 (10.7%)	49 (43.8%)	15 (13.4%)	36 (32.1%)
学者	373	85 (22.8%)	77 (20.6%)	50 (13.4%)	161 (43.2%)	143 (38.3%)	99 (26.5%)	77 (20.6%)	54 (14.5%)	11	0 (0.0%)	3 (27.3%)	1 (9.1%)	7 (63.6%)	3 (27.3%)	4 (36.4%)	3 (27.3%)	1 (9.1%)
弁護士	595	120 (20.2%)	140 (23.5%)	63 (10.6%)	272 (45.7%)	252 (42.4%)	108 (18.2%)	130 (21.8%)	105 (17.6%)	16	1 (6.3%)	5 (31.3%)	3 (18.8%)	7 (43.8%)	6 (37.5%)	2 (12.5%)	4 (25.0%)	4 (25.0%)
会計士 税理士	341	52 (15.2%)	87 (25.5%)	28 (8.2%)	174 (51.0%)	170 (49.9%)	61 (17.9%)	68 (19.9%)	42 (12.3%)	9	0 (0.0%)	7 (77.8%)	1 (11.1%)	1 (11.1%)	2 (22.2%)	2 (22.2%)	2 (22.2%)	3 (33.3%)
その他	233	46 (19.7%)	46 (19.7%)	39 (16.7%)	102 (43.8%)	60 (25.8%)	94 (40.3%)	25 (10.7%)	54 (23.2%)	5	1 (20.0%)	2 (40.0%)	0 (0.0%)	2 (40.0%)	1 (20.0%)	1 (20.0%)	3 (60.0%)	0 (0.0%)
合計	4,369	970 (22.2%)	897 (20.5%)	563 (12.9%)	1,939 (44.4%)	1,076 (24.6%)	1,667 (38.2%)	528 (12.1%)	1,098 (25.1%)	153	17 (11.1%)	49 (32.0%)	20 (13.1%)	67 (43.8%)	24 (15.7%)	58 (37.9%)	27 (17.6%)	44 (28.8%)

属性	人数	(3) 指名委員会等・監査委員								(4) 指名委員会等・指名委員								
		目的				資質				目的				資質				
		助言のみ	監督のみ	助言+監督	両方なし	専門のみ	識見のみ	専門+識見	両方なし	助言のみ	監督のみ	助言+監督	両方なし	専門のみ	識見のみ	専門+識見	両方なし	
他会社 出身	101	16 (15.8%)	36 (35.6%)	10 (9.9%)	39 (38.6%)	13 (12.9%)	34 (33.7%)	20 (19.8%)	34 (33.7%)	121	15 (12.4%)	39 (32.2%)	13 (10.7%)	54 (44.6%)	14 (11.6%)	48 (39.7%)	19 (15.7%)	40 (33.1%)
学者	11	0 (0.0%)	4 (36.4%)	1 (9.1%)	6 (54.5%)	3 (27.3%)	3 (27.3%)	4 (36.4%)	1 (9.1%)	13	1 (7.7%)	5 (38.5%)	2 (15.4%)	5 (38.5%)	5 (38.5%)	4 (30.8%)	3 (23.1%)	1 (7.7%)
弁護士	27	1 (3.7%)	9 (33.3%)	4 (14.8%)	13 (48.1%)	10 (37.0%)	6 (22.2%)	7 (25.9%)	4 (14.8%)	19	1 (5.3%)	5 (26.3%)	3 (15.8%)	10 (52.6%)	5 (26.3%)	4 (21.1%)	6 (31.6%)	4 (21.1%)
会計士 税理士	24	0 (0.0%)	11 (45.8%)	2 (8.3%)	11 (45.8%)	8 (33.3%)	5 (20.8%)	6 (25.0%)	5 (20.8%)	6	0 (0.0%)	3 (50.0%)	1 (16.7%)	2 (33.3%)	1 (16.7%)	1 (16.7%)	1 (16.7%)	3 (50.0%)
その他	11	2 (18.2%)	2 (18.2%)	0 (0.0%)	7 (63.6%)	4 (36.4%)	4 (36.4%)	2 (18.2%)	1 (9.1%)	8	1 (12.5%)	3 (37.5%)	0 (0.0%)	4 (50.0%)	2 (25.0%)	2 (25.0%)	2 (25.0%)	2 (25.0%)
合計	174	19 (10.9%)	62 (35.6%)	17 (9.8%)	76 (43.7%)	38 (21.8%)	52 (29.9%)	39 (22.4%)	45 (25.9%)	167	18 (10.8%)	55 (32.9%)	19 (11.4%)	75 (44.9%)	27 (16.2%)	59 (35.3%)	31 (18.6%)	50 (29.9%)

属性	人数	(5) 監査等委員会・監査等委員								(6) 監査役会								
		目的				資質				目的				資質				
		助言のみ	監督のみ	助言+監督	両方なし	専門のみ	識見のみ	専門+識見	両方なし	助言のみ	監督のみ	助言+監督	両方なし	専門のみ	識見のみ	専門+識見	両方なし	
他会社 出身	244	38 (15.6%)	47 (19.3%)	33 (13.5%)	126 (51.6%)	58 (23.8%)	96 (39.3%)	24 (9.8%)	66 (27.0%)	2,409	610 (25.3%)	442 (18.3%)	333 (13.8%)	1,024 (42.5%)	370 (15.4%)	1,143 (47.4%)	169 (7.0%)	727 (30.2%)
学者	21	5 (23.8%)	2 (9.5%)	2 (9.5%)	12 (57.1%)	9 (42.9%)	6 (28.6%)	2 (9.5%)	4 (19.0%)	344	83 (24.1%)	72 (20.9%)	47 (13.7%)	142 (41.3%)	136 (39.5%)	89 (25.9%)	69 (20.1%)	50 (14.5%)
弁護士	109	15 (13.8%)	23 (21.1%)	13 (11.9%)	58 (53.2%)	60 (55.0%)	19 (17.4%)	21 (19.3%)	9 (8.3%)	454	105 (23.1%)	107 (23.6%)	45 (9.9%)	197 (43.4%)	182 (40.1%)	83 (18.3%)	97 (21.4%)	92 (20.3%)
会計士 税理士	112	15 (13.4%)	26 (23.2%)	8 (7.1%)	63 (56.3%)	66 (58.9%)	15 (13.4%)	22 (19.6%)	9 (8.0%)	206	37 (18.0%)	50 (24.3%)	19 (9.2%)	100 (48.5%)	97 (47.1%)	41 (19.9%)	40 (19.4%)	28 (13.6%)
その他	19	3 (15.8%)	4 (21.1%)	4 (21.1%)	8 (42.1%)	3 (15.8%)	7 (36.8%)	4 (21.1%)	5 (26.3%)	184	35 (19.0%)	34 (18.5%)	33 (17.9%)	82 (44.6%)	43 (23.4%)	79 (42.9%)	17 (9.2%)	45 (24.5%)
合計	505	76 (15.0%)	102 (20.2%)	60 (11.9%)	267 (52.9%)	196 (38.8%)	143 (28.3%)	73 (14.5%)	93 (18.4%)	3,597	870 (24.2%)	705 (19.6%)	477 (13.3%)	1,545 (43.0%)	828 (23.0%)	1,435 (39.9%)	392 (10.9%)	942 (26.2%)

【図表1-3】分析対象企業の社外取締役属性分布<2015年6月時点>

	(a) 全体		(b) 選任目的				(c) 期待資質			
	人数	比率 (対総数)	助言		監督		専門		識見	
			人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)
社長	62	(14.0%)	32	(51.6%)	18	(29.0%)	8	(12.9%)	44	(71.0%)
役員	95	(21.4%)	28	(29.5%)	31	(32.6%)	22	(23.2%)	51	(53.7%)
従業員	35	(7.9%)	11	(31.4%)	13	(37.1%)	11	(31.4%)	15	(42.9%)
公務員	34	(7.7%)	13	(38.2%)	8	(23.5%)	10	(29.4%)	22	(64.7%)
学者	32	(7.2%)	10	(31.3%)	9	(28.1%)	17	(53.1%)	15	(46.9%)
弁護士	84	(19.0%)	31	(36.9%)	29	(34.5%)	55	(65.5%)	35	(41.7%)
会計士	82	(18.5%)	21	(25.6%)	33	(40.2%)	52	(63.4%)	31	(37.8%)
コンサル	19	(4.3%)	10	(52.6%)	5	(26.3%)	3	(15.8%)	10	(52.6%)
合計	443		156	(35.2%)	146	(33.0%)	178	(40.2%)	223	(50.3%)

	(a) 全体		(d) 自社監査役経験				(e) 監査委員(就任時)			
	人数	比率 (対総数)	なし		あり		非該当		該当	
			人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)
社長	62	(14.0%)	41	(66.1%)	21	(33.9%)	52	(83.9%)	10	(16.1%)
役員	95	(21.4%)	63	(66.3%)	32	(33.7%)	73	(76.8%)	22	(23.2%)
従業員	35	(7.9%)	19	(54.3%)	16	(45.7%)	20	(57.1%)	15	(42.9%)
公務員	34	(7.7%)	27	(79.4%)	7	(20.6%)	23	(67.6%)	11	(32.4%)
学者	32	(7.2%)	27	(84.4%)	5	(15.6%)	24	(75.0%)	8	(25.0%)
弁護士	84	(19.0%)	44	(52.4%)	40	(47.6%)	59	(70.2%)	25	(29.8%)
会計士	82	(18.5%)	37	(45.1%)	45	(54.9%)	50	(61.0%)	32	(39.0%)
コンサル	19	(4.3%)	15	(78.9%)	4	(21.1%)	14	(73.7%)	5	(26.3%)
合計	443		273	(61.6%)	170	(38.4%)	315	(71.1%)	128	(28.9%)

	(a) 全体		(f) 年齢				(g) 就任先企業の業種			
	人数	比率 (対総数)	50代以下		70代以上		製造業		非製造業	
			人数	比率 (対a)	人数	比率 (対a)	人数	比率 (対総数)	人数	比率 (対総数)
社長	62	(14.0%)	6	(9.7%)	32	(51.6%)	25	(10.8%)	33	(27.7%)
役員	95	(21.4%)	9	(9.5%)	30	(31.6%)	56	(24.2%)	29	(24.4%)
従業員	35	(7.9%)	5	(14.3%)	9	(25.7%)	11	(4.8%)	9	(7.6%)
公務員	34	(7.7%)	1	(2.9%)	10	(29.4%)	14	(6.1%)	10	(8.4%)
学者	32	(7.2%)	10	(31.3%)	11	(34.4%)	21	(9.1%)	11	(9.2%)
弁護士	84	(19.0%)	43	(51.2%)	12	(14.3%)	50	(21.6%)	12	(10.1%)
会計士	82	(18.5%)	36	(43.9%)	14	(17.1%)	42	(18.2%)	14	(11.8%)
コンサル	19	(4.3%)	14	(73.7%)	1	(5.3%)	12	(5.2%)	1	(0.8%)
合計	443		124	(28.0%)	119	(26.9%)	231		119	

【図表1-4】計量分析に用いる項目の定義等

分類	変数	定義	意味
企業特性	ast	総資産	対数化
	det	有利子負債比率	(借入金+社債・CP) / 総資産
	over	海外売上高比率	10%未満は開示不要のため一律10%
	pbr	時価簿価比率	株式時価総額 / 株主資本 (債務超過は0)
	pb	PBR1倍フラグ	PBR1以上の場合「1」
	rd	研究開発集約度	研究開発費 / 総資産
	cash	現金等比率	(現預金+有価証券) / 総資産
	fcf	FCF比率	(当期純利益+減価償却費-設備投資) / 総資産
	fore	外国人持株比率	
	yaku	役員持株比率	
	num	取締役人数	
	age	企業年齢	実質設立年を元に計算
	caud	監査等委員会設置会社フラグ	監査等委員会設置会社の場合「1」
	csim	指名委員会等設置会社フラグ	指名委員会等設置会社の場合「1」
企業業績	roa	ROA	(経常利益+支払利息) / 総資産
	roe	ROE	当期純利益 / 株主資本
	tob	トービンQ	(株式時価総額+負債総額) / 総資産
	cap	売上高設備投資率	設備投資額 / 総資産
	rd	研究開発集約度	研究開発費 / 総資産
	int	無形固定資産比率	無形固定資産 / 総資産
	属性	top	社長
dir		役員	社長除く
emp		従業員	社長・役員除く
bur		公務員	
pro		学者	
law		弁護士	
ac		会計士・税理士	
cst		コンサル	
cma		企業(製造業)	社長・役員・従業員の別を問わない
cse		企業(非製造業)	同上
cfi		企業(金融業)	同上
cit		企業(ITコンサル業)	同上

※企業特性、企業業績について、上下1%未満の数値は上下1%値に置き換え

※企業業績について、語尾に「\_3」を付した場合は、当該指標の2015-2018年の差分

※属性について、語頭に「n」を付した場合は、各属性の人数を対数化

【図表1-5】企業特性・業績に関する項目の平均値・中央値・標準偏差（分析対象企業等）

※2015年3月決算東証一部上場企業（銀行・保険・証券除き、2018年3月まで決算期変更なく継続上場）を全体とし、社外取締役の選任状況により①～⑤に区分（分析対象企業は①）

	【平均値】						【中央値】					
	①新規選任	②既複数	③既選任 今回複数	④既選任 単数継続	⑤なし	⑥全体	①新規選任	②既複数	③既選任 今回複数	④既選任 単数継続	⑤なし	⑥全体
	300	454	271	294	26	1345	300	454	271	294	26	1345
ast	10.9	12.4	11.6	11.2	10.7	11.6	10.9	12.3	11.5	11.1	10.6	11.4
det	17.0%	19.3%	17.6%	15.7%	16.3%	17.6%	13.4%	15.8%	14.2%	10.3%	13.5%	13.9%
over	22.6%	27.1%	24.8%	24.1%	23.5%	24.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
pbr	1.28	1.82	1.52	1.56	2.21	1.59	0.98	1.44	1.18	1.11	0.84	1.18
rd	1.4%	2.2%	1.5%	1.7%	2.4%	1.8%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%
cash	19.0%	16.7%	17.7%	18.6%	22.4%	17.9%	15.4%	14.1%	14.8%	16.2%	18.1%	15.0%
fcf	2.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.4%	2.7%	2.5%	2.7%	2.8%	2.8%	2.4%	2.7%
fore	10.7%	20.2%	17.1%	13.5%	9.8%	15.8%	7.9%	19.1%	14.7%	10.1%	7.9%	12.8%
yaku	5.5%	2.5%	4.0%	4.9%	11.1%	4.2%	1.7%	0.2%	0.5%	0.8%	6.2%	0.5%
num	8.8	9.9	9.5	8.0	6.4	9.1	8.0	9.0	9.0	8.0	6.0	9.0
age	60.5	61.1	58.4	62.0	54.4	60.5	65.0	65.0	62.0	66.0	57.0	65.0
roa	6.3%	6.5%	6.9%	6.5%	6.7%	6.5%	5.8%	5.5%	5.9%	5.5%	5.0%	5.6%
roe	7.2%	8.5%	8.5%	8.1%	8.0%	8.1%	7.5%	8.3%	8.4%	7.2%	7.5%	7.9%
tob	1.06	1.29	1.21	1.18	1.32	1.20	0.96	1.12	1.04	0.99	0.91	1.02
cap	4.3%	5.7%	5.1%	4.4%	6.4%	5.0%	3.0%	3.8%	3.8%	3.2%	1.9%	3.4%
int	1.6%	4.2%	3.1%	2.4%	3.6%	3.0%	0.7%	1.6%	1.2%	1.0%	0.5%	1.1%
roa_3	0.05%	0.12%	0.05%	0.06%	-0.20%	0.07%	0.15%	0.35%	0.23%	0.41%	0.44%	0.31%
roe_3	1.20%	1.53%	0.31%	0.48%	0.39%	0.96%	0.78%	1.11%	0.49%	0.81%	-0.25%	0.80%
tob_3	0.16	0.13	0.10	0.18	0.26	0.14	0.03	0.04	0.05	0.02	0.04	0.04
cap_3	0.16%	0.23%	-0.28%	0.02%	-2.04%	0.02%	0.00%	0.10%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
rd_3	0.00%	-0.02%	0.00%	0.01%	-0.02%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
int_3	0.11%	0.57%	0.29%	0.07%	-0.38%	0.28%	-0.02%	0.01%	-0.02%	-0.03%	-0.01%	-0.01%

	【標準偏差】					
	①新規選任	②既複数	③既選任 今回複数	④既選任 単数継続	⑤なし	⑥全体
	300	454	271	294	26	1345
ast	1.2	1.9	1.4	1.3	1.6	1.6
det	16.0%	17.3%	16.2%	16.8%	14.1%	16.7%
over	20.5%	23.7%	21.4%	21.5%	22.6%	22.1%
pbr	0.99	1.60	0.98	1.96	4.08	1.58
rd	2.3%	3.5%	2.4%	2.7%	3.9%	2.9%
cash	12.4%	12.5%	12.4%	13.3%	19.7%	12.9%
fcf	4.6%	4.3%	3.9%	4.1%	7.0%	4.3%
fore	9.4%	13.8%	12.5%	11.8%	8.2%	12.7%
yaku	9.2%	7.1%	9.2%	11.1%	15.6%	9.3%
num	2.8	3.3	3.2	2.6	2.3	3.1
age	23.2	27.6	26.6	23.2	32.7	25.7
roa	3.9%	4.0%	4.3%	4.5%	5.0%	4.2%
roe	8.9%	8.2%	7.7%	7.4%	11.3%	8.2%
tob	0.42	0.62	0.54	0.72	0.93	0.61
cap	4.5%	6.1%	5.2%	5.0%	8.5%	5.4%
int	3.4%	6.5%	4.9%	4.6%	7.4%	5.3%
roa_3	3.07%	3.20%	2.83%	3.35%	3.41%	3.14%
roe_3	9.43%	9.71%	8.86%	7.99%	12.54%	9.21%
tob_3	0.49	0.54	0.43	0.62	0.88	0.54
cap_3	4.09%	4.23%	3.98%	4.18%	4.85%	4.17%
rd_3	0.57%	0.86%	0.63%	0.59%	1.10%	0.71%
int_3	1.49%	3.89%	3.28%	2.49%	2.25%	3.05%

【図表 1 - 6】計量分析に用いる項目の相関係数（分析対象企業）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
AST (1)		0.20	0.16	-0.05	0.04	-0.31	-0.11	0.52	-0.35	0.37	0.21	-0.17	-0.19	0.04	-0.01	0.08
DET (2)	0.20		-0.00	0.16	0.00	-0.43	-0.34	-0.11	0.06	0.06	-0.06	0.00	-0.34	0.10	-0.03	0.05
OVER (3)	0.16	-0.00		-0.14	-0.09	-0.03	0.04	0.16	-0.14	-0.10	0.16	-0.09	-0.04	-0.05	-0.02	-0.03
PBR (4)	-0.05	0.16	-0.14		0.58	0.13	0.12	0.09	0.27	0.00	-0.33	0.10	0.42	-0.07	0.10	0.15
PB (5)	0.04	0.00	-0.09	0.58		0.17	0.21	0.19	0.17	0.11	-0.25	0.08	0.48	-0.08	0.19	0.05
CASH (6)	-0.31	-0.43	-0.03	0.13	0.17		0.31	0.14	0.33	-0.16	-0.29	0.11	0.39	-0.13	0.01	0.00
FCF (7)	-0.11	-0.34	0.04	0.12	0.21	0.31		0.19	0.03	-0.01	-0.02	0.07	0.62	-0.12	0.64	-0.42
FORE (8)	0.52	-0.11	0.16	0.09	0.19	0.14	0.19		-0.09	0.18	-0.05	-0.01	0.27	-0.08	0.16	-0.04
YAKU (9)	-0.35	0.06	-0.14	0.27	0.17	0.33	0.03	-0.09		-0.04	-0.51	0.18	0.36	-0.11	0.10	-0.03
NUM (10)	0.37	0.06	-0.10	0.00	0.11	-0.16	-0.01	0.18	-0.04		0.01	0.23	0.01	0.06	0.03	0.08
AGE (11)	0.21	-0.06	0.16	-0.33	-0.25	-0.29	-0.02	-0.05	-0.51	0.01		-0.17	-0.30	0.03	0.01	-0.15
CAUD (12)	-0.17	0.00	-0.09	0.10	0.08	0.11	0.07	-0.01	0.18	0.23	-0.17		0.10	-0.00	0.01	0.03
ROA (13)	-0.19	-0.34	-0.04	0.42	0.48	0.39	0.62	0.27	0.36	0.01	-0.30	0.10		-0.30	0.50	-0.19
ROA_3 (14)	0.04	0.10	-0.05	-0.07	-0.08	-0.13	-0.12	-0.08	-0.11	0.06	0.03	-0.00	-0.30		-0.08	0.41
ROE (15)	-0.01	-0.03	-0.02	0.10	0.19	0.01	0.64	0.16	0.10	0.03	0.01	0.01	0.50	-0.08		-0.72
ROE_3 (16)	0.08	0.05	-0.03	0.15	0.05	0.00	-0.42	-0.04	-0.03	0.08	-0.15	0.03	-0.19	0.41	-0.72	
TOB (17)	-0.21	-0.04	-0.18	0.80	0.60	0.24	0.30	0.10	0.36	0.00	-0.35	0.06	0.62	-0.10	0.28	-0.02
TOB_3 (18)	-0.31	-0.17	-0.10	0.11	0.17	0.26	0.14	-0.05	0.19	-0.13	-0.24	0.06	0.30	0.37	0.02	0.18
CAP (19)	0.13	0.25	0.06	-0.02	0.05	-0.21	-0.50	0.04	0.01	0.07	0.06	-0.03	-0.11	-0.01	-0.10	0.04
CAP_3 (20)	0.07	0.09	0.02	0.13	0.06	-0.01	0.33	0.04	-0.08	-0.01	0.05	-0.07	0.08	-0.07	0.08	-0.08
RD (21)	-0.02	-0.16	0.32	-0.09	0.00	0.19	0.01	0.11	-0.13	-0.10	0.10	-0.05	-0.02	-0.12	-0.12	0.02
RD_3 (22)	0.03	-0.02	-0.14	0.01	-0.02	-0.07	0.02	0.00	0.06	0.01	-0.02	0.04	0.02	0.04	0.08	-0.07
INT (23)	0.02	0.17	-0.06	0.37	0.18	-0.02	-0.04	0.07	0.16	0.04	-0.20	0.06	0.10	0.06	0.11	-0.01
INT_3 (24)	0.12	-0.06	0.02	-0.10	0.04	-0.04	0.02	-0.04	-0.10	0.09	0.10	-0.01	-0.05	-0.11	-0.04	-0.02
NTOP (25)	0.11	0.13	-0.06	0.11	0.06	-0.03	0.02	-0.00	0.06	0.10	0.02	-0.03	0.01	-0.07	0.05	-0.09
NDIR (26)	0.00	-0.03	0.11	-0.04	0.08	0.02	0.11	0.04	-0.04	0.05	-0.02	0.08	0.06	0.05	0.11	-0.07
NEMP (27)	-0.08	0.05	-0.00	0.10	0.09	0.16	-0.06	-0.01	0.09	0.09	-0.10	0.20	-0.03	0.08	-0.08	0.06
NBUR (28)	0.08	0.09	0.02	0.04	0.01	-0.04	-0.06	0.03	-0.07	0.09	0.06	0.11	-0.01	-0.16	-0.08	0.04
NPRO (29)	0.04	-0.06	-0.01	-0.06	0.03	-0.07	-0.04	0.01	-0.08	0.15	0.01	0.05	0.01	0.03	0.00	0.04
NLAW (30)	0.06	-0.07	-0.08	0.02	-0.02	-0.05	0.07	0.09	-0.01	0.03	0.02	0.18	0.03	0.05	0.02	0.06
NAC (31)	-0.12	0.01	-0.07	-0.07	-0.06	-0.01	-0.11	-0.10	0.05	0.04	-0.07	0.29	-0.07	-0.01	-0.06	0.05
NCSZ (32)	0.07	0.03	0.10	-0.03	0.00	-0.03	0.05	0.04	-0.08	0.07	0.10	0.08	-0.07	-0.05	0.03	-0.08

(次頁へ続く)

		(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
AST	(1)	-0.21	-0.31	0.13	0.07	-0.02	0.03	0.02	0.12	0.11	0.00	-0.08	0.08	0.04	0.06	-0.12	0.07
DET	(2)	-0.04	-0.17	0.25	0.09	-0.16	-0.02	0.17	-0.06	0.13	-0.03	0.05	0.09	-0.06	-0.07	0.01	0.03
OVER	(3)	-0.18	-0.10	0.06	0.02	0.32	-0.14	-0.06	0.02	-0.06	0.11	-0.00	0.02	-0.01	-0.08	-0.07	0.10
PBR	(4)	0.80	0.11	-0.02	0.13	-0.09	0.01	0.37	-0.10	0.11	-0.04	0.10	0.04	-0.06	0.02	-0.07	-0.03
PB	(5)	0.60	0.17	0.05	0.06	0.00	-0.02	0.18	0.04	0.06	0.08	0.09	0.01	0.03	-0.02	-0.06	0.00
CASH	(6)	0.24	0.26	-0.21	-0.01	0.19	-0.07	-0.02	-0.04	-0.03	0.02	0.16	-0.04	-0.07	-0.05	-0.01	-0.03
FCF	(7)	0.30	0.14	-0.50	0.33	0.01	0.02	-0.04	0.02	0.02	0.11	-0.06	-0.06	-0.04	0.07	-0.11	0.05
FORE	(8)	0.10	-0.05	0.04	0.04	0.11	0.00	0.07	-0.04	-0.00	0.04	-0.01	0.03	0.01	0.09	-0.10	0.04
YAKU	(9)	0.36	0.19	0.01	-0.08	-0.13	0.06	0.16	-0.10	0.06	-0.04	0.09	-0.07	-0.08	-0.01	0.05	-0.08
NUM	(10)	0.00	-0.13	0.07	-0.01	-0.10	0.01	0.04	0.09	0.10	0.05	0.09	0.09	0.15	0.03	0.04	0.07
AGE	(11)	-0.35	-0.24	0.06	0.05	0.10	-0.02	-0.20	0.10	0.02	-0.02	-0.10	0.06	0.01	0.02	-0.07	0.10
CAUD	(12)	0.06	0.06	-0.03	-0.07	-0.05	0.04	0.06	-0.01	-0.03	0.08	0.20	0.11	0.05	0.18	0.29	0.08
ROA	(13)	0.62	0.30	-0.11	0.08	-0.02	0.02	0.10	-0.05	0.01	0.06	-0.03	-0.01	0.01	0.03	-0.07	-0.07
ROA_3	(14)	-0.10	0.37	-0.01	-0.07	-0.12	0.04	0.06	-0.11	-0.07	0.05	0.08	-0.16	0.03	0.05	-0.01	-0.05
ROE	(15)	0.28	0.02	-0.10	0.08	-0.12	0.08	0.11	-0.04	0.05	0.11	-0.08	-0.08	0.00	0.02	-0.06	0.03
ROE_3	(16)	-0.02	0.18	0.04	-0.08	0.02	-0.07	-0.01	-0.02	-0.09	-0.07	0.06	0.04	0.04	0.06	0.05	-0.08
TOB	(17)		0.26	-0.08	0.07	-0.05	0.01	0.26	-0.09	0.04	0.01	0.07	-0.02	-0.04	0.02	-0.07	-0.08
TOB_3	(18)	0.26		0.01	-0.05	0.02	-0.13	0.17	-0.14	-0.03	0.02	0.05	-0.10	0.08	-0.03	0.03	-0.06
CAP	(19)	-0.08	0.01		-0.36	0.13	0.01	0.03	0.02	0.03	-0.07	0.00	0.03	0.07	-0.06	0.08	0.01
CAP_3	(20)	0.07	-0.05	-0.36		-0.08	0.00	-0.05	0.04	0.09	0.06	-0.07	0.10	-0.06	-0.06	-0.09	0.13
RD	(21)	-0.05	0.02	0.13	-0.08		-0.18	-0.06	0.05	0.00	0.02	-0.07	-0.11	-0.01	0.02	-0.01	0.11
RD_3	(22)	0.01	-0.13	0.01	0.00	-0.18		-0.02	-0.02	-0.02	0.00	0.02	0.04	-0.01	0.03	0.05	-0.06
INT	(23)	0.26	0.17	0.03	-0.05	-0.06	-0.02		-0.41	0.05	-0.04	0.25	-0.02	-0.04	-0.08	-0.05	-0.06
INT_3	(24)	-0.09	-0.14	0.02	0.04	0.05	-0.02	-0.41		-0.03	0.02	-0.12	0.13	0.07	0.06	0.08	-0.01
NTOP	(25)	0.04	-0.03	0.03	0.09	0.00	-0.02	0.05	-0.03		-0.06	-0.08	-0.03	-0.15	-0.26	-0.23	0.48
NDIR	(26)	0.01	0.02	-0.07	0.06	0.02	0.00	-0.04	0.02	-0.06		-0.07	-0.11	-0.14	-0.21	-0.19	0.40
NEMP	(27)	0.07	0.05	0.00	-0.07	-0.07	0.02	0.25	-0.12	-0.08	-0.07		-0.05	-0.08	-0.14	-0.03	-0.01
NBUR	(28)	-0.02	-0.10	0.03	0.10	-0.11	0.04	-0.02	0.13	-0.03	-0.11	-0.05		-0.01	-0.14	-0.05	-0.02
NPRO	(29)	-0.04	0.08	0.07	-0.06	-0.01	-0.01	-0.04	0.07	-0.15	-0.14	-0.08	-0.01		-0.06	-0.08	-0.18
NLAW	(30)	0.02	-0.03	-0.06	-0.06	0.02	0.03	-0.08	0.06	-0.26	-0.21	-0.14	-0.14	-0.06		-0.12	-0.25
NAC	(31)	-0.07	0.03	0.08	-0.09	-0.01	0.05	-0.05	0.08	-0.23	-0.19	-0.03	-0.05	-0.08	-0.12		-0.13
NCSZ	(32)	-0.08	-0.06	0.01	0.13	0.11	-0.06	-0.06	-0.01	0.48	0.40	-0.01	-0.02	-0.18	-0.25	-0.13	

【図表 1 - 7】計量分析に用いる項目の相関係数（東証一部上場企業）

※銀行・証券・保険除く、2015年3月期決算、2018年3月期まで上場継続、決算期変更なし

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
FLG1 (1)		-0.38	-0.27	-0.28	-0.08	-0.22	-0.02	-0.06	-0.10	-0.06	0.04	-0.05	-0.22	0.08	-0.03	-0.06	-0.12	-0.07	-0.14	-0.21	-0.07
FLG2 (2)	-0.38		-0.36	-0.38	-0.10	0.34	0.07	0.07	0.10	0.10	-0.07	0.02	0.25	-0.13	-0.01	0.04	0.11	0.09	0.17	0.31	0.06
FLG3 (3)	-0.27	-0.36		-0.27	-0.07	-0.00	-0.00	-0.00	-0.02	-0.05	-0.01	0.01	0.05	-0.01	0.04	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
FLG4 (4)	-0.28	-0.38	-0.27		-0.07	-0.14	-0.06	-0.02	-0.01	-0.02	0.03	0.02	-0.09	0.04	0.00	-0.00	-0.02	-0.05	-0.06	-0.13	-0.00
FLG5 (5)	-0.08	-0.10	-0.07	-0.07		-0.08	-0.01	-0.01	0.06	0.03	0.05	-0.01	-0.07	0.10	0.01	-0.00	0.03	0.04	0.02	-0.08	0.02
AST (6)	-0.22	0.34	-0.00	-0.14	-0.08		0.29	0.24	-0.04	0.08	-0.35	-0.15	0.61	-0.37	-0.24	-0.03	-0.12	0.20	0.09	0.93	-0.01
DET (7)	-0.02	0.07	-0.00	-0.06	-0.01	0.29		-0.03	-0.01	-0.16	-0.47	-0.34	-0.07	-0.06	-0.37	-0.05	-0.14	0.31	0.04	0.22	-0.13
OVER (8)	-0.06	0.07	-0.00	-0.02	-0.01	0.24	-0.03		-0.01	0.37	0.02	0.10	0.34	-0.16	0.05	0.03	-0.02	0.01	0.05	0.24	0.03
PBR (9)	-0.10	0.10	-0.02	-0.01	0.06	-0.04	-0.01	-0.01		0.10	0.29	0.28	0.19	0.23	0.49	0.32	0.85	0.02	0.31	-0.05	0.42
RD (10)	-0.06	0.10	-0.05	-0.02	0.03	0.08	-0.16	0.37	0.10		0.18	0.13	0.21	-0.04	0.06	-0.02	0.14	0.01	0.14	0.01	0.14
CASH (11)	0.04	-0.07	-0.01	0.03	0.05	-0.35	-0.47	0.02	0.29	0.18		0.37	0.06	0.36	0.50	0.14	0.39	-0.18	0.04	-0.37	0.40
FCF (12)	-0.05	0.02	0.01	0.02	-0.01	-0.15	-0.34	0.10	0.28	0.13	0.37		0.11	0.12	0.59	0.62	0.38	-0.46	0.07	-0.12	0.42
FORE (13)	-0.22	0.25	0.05	-0.09	-0.07	0.61	-0.07	0.34	0.19	0.21	0.06	0.11		-0.19	0.20	0.13	0.21	0.12	0.17	0.58	0.27
YAKU (14)	0.08	-0.13	-0.01	0.04	0.10	-0.37	-0.06	-0.16	0.23	-0.04	0.36	0.12	-0.19		0.34	0.14	0.28	-0.02	0.12	-0.35	0.21
ROA (15)	-0.03	-0.01	0.04	0.00	0.01	-0.24	-0.37	0.05	0.49	0.06	0.50	0.59	0.20	0.34		0.52	0.66	-0.06	0.12	-0.19	0.65
ROE (16)	-0.06	0.04	0.02	-0.00	-0.00	-0.03	-0.05	0.03	0.32	-0.02	0.14	0.62	0.13	0.14	0.52		0.34	-0.01	0.09	0.00	0.42
TOB (17)	-0.12	0.11	0.01	-0.02	0.03	-0.12	-0.14	-0.02	0.85	0.14	0.39	0.38	0.21	0.28	0.66	0.34		0.01	0.29	-0.11	0.52
CAP (18)	-0.07	0.09	0.01	-0.05	0.04	0.20	0.31	0.01	0.02	0.01	-0.18	-0.46	0.12	-0.02	-0.06	-0.01	0.01		0.02	0.03	0.24
INT (19)	-0.14	0.17	0.01	-0.06	0.02	0.09	0.04	0.05	0.31	0.14	0.04	0.07	0.17	0.12	0.12	0.09	0.29	0.02		0.10	0.09
SALE (20)	-0.21	0.31	0.01	-0.13	-0.08	0.93	0.22	0.24	-0.05	0.01	-0.37	-0.12	0.58	-0.35	-0.19	0.00	-0.11	0.03	0.10		-0.17
MAR (21)	-0.07	0.06	0.01	-0.00	0.02	-0.01	-0.13	0.03	0.42	0.14	0.40	0.42	0.27	0.21	0.65	0.42	0.52	0.24	0.09	-0.17	

【図表 1 - 8】分析対象企業の特徴（企業特性・業績を説明変数とするロジット分析）

	①新規選任 (分析対象)		②既複数選任		③既選任+新規複数 選任		④既単数選任		⑤なし	
	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value
C	2.80	3.47 ***	-6.60	-9.30 ***	0.15	0.23	1.52	2.12 **	-2.25	-1.10
AST	-0.32	-4.25 ***	0.48	7.82 ***	-0.15	-2.41 **	-0.22	-3.47 ***	-0.15	-0.75
DET	0.49	0.93	-0.02	-0.04	0.34	0.67	-0.70	-1.27	-0.32	-0.23
OVER	0.39	1.04	-0.54	-1.74 *	-0.04	-0.10	0.31	0.91	0.76	0.73
PBR	-0.28	-3.04 ***	0.16	2.71 ***	-0.08	-1.86 *	-0.00	-0.07	0.08	1.17
RD	-3.56	-1.19	5.84	2.55 **	-5.61	-1.74 *	-1.34	-0.51	5.20	1.14
CASH	0.85	1.20	0.10	0.14	-0.44	-0.59	-0.79	-1.13	0.33	0.19
FCF	-2.62	-1.48	2.44	1.25	1.05	0.61	-0.02	-0.01	-4.75	-0.91
FORE	-2.10	-2.24 **	-0.02	-0.03	2.61	3.37 ***	-0.32	-0.40	-3.64	-1.82 *
YAKU	0.14	0.16	-1.58	-1.32	-0.25	-0.28	-0.01	-0.01	2.35	2.37 **
R-squared	0.08		0.11		0.01		0.02		0.07	
Total Obs	1,345		1,345		1,345		1,345		1,345	
Obs dep=1	300		454		271		294		26	

	①新規選任 (分析対象)		②既複数選任		③既選任+新規複数 選任		④既単数選任		⑤なし	
	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value
C	1.00	12.16 ***	-0.87	-9.18 ***	0.13	1.66 *	0.64	7.41 ***	0.10	2.98 ***
ROA	0.70	1.65	-1.24	-2.54 **	0.92	2.12 **	-0.27	-0.62	-0.11	-0.79
ROE	-0.10	-0.60	0.04	0.22	-0.03	-0.22	0.09	0.63	0.01	0.08
TOB	-0.09	-4.01 ***	0.11	3.61 ***	-0.02	-1.03	-0.01	-0.18	0.01	0.68
CAP	-0.31	-1.56	0.43	1.82 *	0.18	0.86	-0.40	-1.87 *	0.09	0.81
RD	-0.39	-1.21	1.03	2.53 **	-0.61	-1.83 *	-0.15	-0.41	0.12	0.73
INT	-0.63	-3.59 ***	0.80	3.23 ***	0.10	0.49	-0.32	-1.58	0.04	0.35
SALE	-0.06	-8.97 ***	0.09	11.91 ***	0.00	0.65	-0.03	-4.90 ***	-0.01	-2.56 **
MAR	-0.39	-1.64	0.55	2.03 **	-0.20	-0.87	0.04	0.16	-0.01	-0.08
R-squared	0.08		0.14		0.01		0.02		0.01	
Total Obs	1,345		1,345		1,345		1,345		1,345	
Obs dep=1	300		454		271		294		26	

\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またz値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表1-9】分析対象企業の特徴（業種分布）＜2015年3月時点＞

分類	業種	全企業	分析対象	比率	分類	業種	全企業	分析対象	比率
製造業	食料品	53	10	18.9%	非製造業	水産・農林業	4	1	25.0%
	繊維製品	29	5	17.2%		鉱業	5	0	0.0%
	パルプ・紙	11	1	9.1%		建設業	88	24	27.3%
	化学	106	18	17.0%		電気・ガス業	19	1	5.3%
	医薬品	33	4	12.1%		陸運業	39	4	10.3%
	石油・石炭製品	6	1	16.7%		海運業	7	1	14.3%
	ゴム製品	7	3	42.9%		空運業	3	0	0.0%
	ガラス・土石製品	26	8	30.8%		倉庫・運輸関係業	20	6	30.0%
	鉄鋼	31	11	35.5%		情報・通信業	99	15	15.2%
	非鉄金属	23	3	13.0%		卸売業	136	31	22.8%
	金属製品	30	11	36.7%		小売業	72	22	30.6%
	機械	106	29	27.4%		証券・商品先物取引業	3	1	33.3%
	電気機器	128	22	17.2%		その他金融業	25	4	16.0%
	輸送用機器	59	20	33.9%		不動産業	34	10	29.4%
	精密機器	25	7	28.0%		サービス業	82	17	20.7%
	その他製品	36	10	27.8%					
小計		709	163	23.0%	小計		636	137	21.5%
					合計		1345	300	22.3%

【図表1-10】分析対象企業の社外取締役分布＜2015年6月時点、財務数値等は3月時点＞  
（総資産・PBR・外国人持株比率の東証一部中央値により区分）

	全体		総資産				PBR				外国人持株比率			
			東証一部中央値 ：893億円（対数11.4）				東証一部中央値：1.18倍				東証一部中央値：12.8%			
			中央値以上		中央値未満		中央値以上		中央値未満		中央値以上		中央値未満	
TOP	62	14.0%	23	15.4%	39	13.3%	28	16.1%	34	12.6%	17	11.1%	45	15.5%
DIR	95	21.4%	35	23.5%	60	20.4%	37	21.3%	58	21.6%	34	22.2%	61	21.0%
EMP	35	7.9%	12	8.1%	23	7.8%	20	11.5%	15	5.6%	13	8.5%	22	7.6%
BUR	34	7.7%	14	9.4%	20	6.8%	17	9.8%	17	6.3%	10	6.5%	24	8.3%
PRO	32	7.2%	14	9.4%	18	6.1%	13	7.5%	19	7.1%	13	8.5%	19	6.6%
LAW	84	19.0%	30	20.1%	54	18.4%	30	17.2%	54	20.1%	36	23.5%	48	16.6%
AC	82	18.5%	18	12.1%	64	21.8%	23	13.2%	59	21.9%	23	15.0%	59	20.3%
CST	19	4.3%	3	2.0%	16	5.4%	6	3.4%	13	4.8%	7	4.6%	12	4.1%
合計人数	443		149		294		174		269		153		290	
企業数	300		101		199		114		186		98		202	

【図表1-11】企業の選任目的や期待資質による属性選択（分析対象企業）

	①社長		②役員		③従業員		④公務員		⑤学者		⑥弁護士		⑦会計士		⑧コンサル	
	Coef.	z-value														
C（定数項）	-1.94	-6.93***	-0.74	-3.09***	-2.34	-6.22***	-2.74	-6.09***	-2.61	-6.44***	-2.03	-6.73***	-1.94	-6.22***	-2.90	-6.34***
助言目的	0.83	2.90***	-0.36	-1.43	-0.04	-0.09	0.25	0.64	-0.22	-0.56	0.07	0.26	-0.58	-1.95*	0.89	1.74*
監督目的	-0.25	-0.77	0.11	0.45	0.26	0.71	-0.51	-1.18	-0.31	-0.78	-0.08	-0.30	0.37	1.43	-0.35	-0.61
専門性期待	-1.50	-3.91***	-0.99	-3.48***	-0.67	-1.67*	-0.33	-0.81	0.65	1.55	1.30	4.51***	1.05	3.98***	-1.43	-2.23**
識見期待	0.61	2.02**	-0.12	-0.48	-0.43	-1.11	0.56	1.40	0.02	0.04	-0.07	-0.24	-0.26	-0.96	-0.30	-0.63
監査等委員	-0.52	-1.36	-0.33	-1.17	0.71	1.88*	0.33	0.83	-0.36	-0.77	-0.14	-0.46	0.30	1.11	0.17	0.30
R-squared	0.12		0.04		0.03		0.03		0.02		0.06		0.07		0.06	
Total Obs	446		446		446		446		446		446		446		446	
Obs dep=1	62		95		35		34		32		84		82		19	

※\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またz値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表1-12】企業特性による属性選択（分析対象企業）

	社長				役員				従業員				公務員			
	有無		人数 (対数)		有無		人数 (対数)		有無		人数 (対数)		有無		人数 (対数)	
	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit
	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value
C	-5.87	-2.40 **	-3.78	-2.93 ***	-0.91	-0.50	-0.39	-0.42	-1.19	-0.43	-0.78	-0.49	-2.32	-0.93	-1.78	-1.15
AST	0.36	1.60	0.23	1.97 **	-0.04	-0.21	-0.02	-0.24	-0.23	-0.90	-0.16	-1.12	-0.02	-0.11	0.01	0.07
DET	1.48	1.25	1.01	1.45	0.28	0.27	0.15	0.28	1.94	1.46	1.46	1.78 *	1.52	1.17	0.78	0.97
OVER	-1.13	-1.27	-0.74	-1.42	1.27	2.07 **	0.62	2.01 **	1.42	1.36	0.90	1.44	1.88	2.03 **	1.15	1.99 **
PBR	0.18	1.29	0.11	1.33	-0.13	-1.00	-0.07	-0.94	0.07	0.32	0.07	0.57	0.09	0.64	0.05	0.54
RD	11.14	1.40	6.65	1.55	-2.14	-0.36	-1.45	-0.49	-24.56	-1.70 *	-14.61	-2.01 **	-46.71	-2.76 ***	-29.38	-3.16 ***
CASH	-0.31	-0.18	-0.07	-0.07	0.72	0.53	0.22	0.32	5.74	2.89 ***	3.79	3.59 ***	1.99	0.93	0.96	0.73
FCF	5.93	1.38	3.60	1.44	6.16	1.89 *	3.18	1.96 **	-6.19	-1.58	-4.25	-1.76 *	-6.23	-1.31	-3.80	-1.31
FORE	-3.15	-1.13	-1.93	-1.30	-0.14	-0.07	0.06	0.06	0.99	0.37	0.60	0.39	0.80	0.35	0.40	0.26
YAKU	2.60	1.44	1.32	1.45	-0.60	-0.36	-0.36	-0.44	-2.23	-0.97	-1.58	-1.13	-7.03	-2.02 **	-4.06	-2.00 **
R-squared	0.05		0.13		0.03		0.21		0.08		0.08		0.08		0.08	
Total obs	300		300		300		300		300		300		300		300	
対象	53		53		87		87		31		31		31		31	

	学者				弁護士				会計士				コンサル			
	有無		人数 (対数)		有無		人数 (対数)		有無		人数 (対数)		有無		人数 (対数)	
	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit	Logit	Tobit
	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value	Coef.	z-value
C	-1.38	-0.70	-0.90	-0.68	-1.51	-0.97	-0.79	-1.02	2.66	1.81 *	1.46	1.83 *	2.01	0.65	1.46	0.81
AST	0.05	0.25	0.01	0.08	0.11	0.75	0.06	0.82	-0.29	-2.20 **	-0.16	-2.16 **	-0.52	-1.89 *	-0.38	-2.34 **
DET	-2.24	-1.54	-1.52	-1.66 *	-1.53	-1.37	-0.70	-1.37	0.04	0.04	0.00	0.00	-0.39	-0.19	-0.13	-0.10
OVER	-0.03	-0.03	0.10	0.14	-1.49	-1.99 **	-0.74	-2.05 **	-0.49	-0.68	-0.28	-0.77	0.18	0.12	0.15	0.17
PBR	-0.22	-0.94	-0.12	-0.89	0.02	0.11	0.01	0.15	-0.20	-1.17	-0.10	-1.17	-0.05	-0.23	-0.05	-0.31
RD	-4.19	-0.54	-2.72	-0.53	7.40	1.24	3.74	1.32	-0.11	-0.02	-0.34	-0.11	8.58	0.97	5.83	1.07
CASH	-2.41	-1.22	-1.54	-1.22	-2.85	-2.05 **	-1.43	-2.21 **	-0.89	-0.67	-0.40	-0.56	0.95	0.49	0.40	0.32
FCF	-4.65	-0.97	-2.62	-0.94	4.33	1.19	2.25	1.37	-5.52	-1.67 *	-2.71	-1.70 *	-5.80	-1.19	-4.34	-1.30
FORE	0.20	0.09	0.19	0.13	1.53	0.85	0.72	0.84	0.15	0.08	0.21	0.23	4.93	2.12 **	3.45	2.15 **
YAKU	-3.71	-0.99	-2.13	-1.09	1.27	0.71	0.66	0.78	0.93	0.60	0.34	0.41	1.88	0.83	1.25	0.84
R-squared	0.04		0.07		0.04		0.19		0.04		0.19		0.07		0.04	
Total obs	300		300		300		300		300		300		300		300	
対象	30		30		83		83		78		78		18		18	

※\*\*\*, \*\* \*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。また z 値は white の不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表1-13】属性選択の企業業績・投資行動への効果（分析対象企業）

《分析結果まとめ》

		ROA									売上高設備投資率						
		全体	総資産		PBR	PBR	外国株		全体	総資産		PBR	PBR	外国株			
			大	小	高	低	高	低		大	小	高	低	高	低		
社長	-		++	---		---		---	社長		---	+					
役員			+						役員			+			+		
従業員									従業員								
公務員	---			---	---	---	---	---	公務員				+				
学者									学者								
弁護士			+++	---	---			---	弁護士		-	+					
会計士				---				-	会計士			+++					
コンサル					---			-	コンサル								

		ROE									研究開発集約度						
		全体	総資産		PBR	PBR	外国株		全体	総資産		PBR	PBR	外国株			
			大	小	高	低	高	低		大	小	高	低	高	低		
社長								-	社長		++						
役員									役員								
従業員									従業員						++		
公務員				---				-	公務員	+	++			+	+		
学者									学者						++		
弁護士									弁護士					++	+		
会計士									会計士	++	++			++	+		
コンサル				-					コンサル								

		トーピンQ									無形固定資産比率						
		全体	総資産		PBR	PBR	外国株		全体	総資産		PBR	PBR	外国株			
			大	小	高	低	高	低		大	小	高	低	高	低		
社長									社長			+					
役員								+	役員			++		++			
従業員									従業員					+++			
公務員			---		---	---	---	---	公務員	++	+		++		++		
学者	+			++				+	学者						++		
弁護士									弁護士	+		++		+++			
会計士									会計士	+		++		+++			
コンサル			---		---				コンサル						+		

※「+++」「---」はプラス・マイナスに1%有意、「++」「--」はプラス・マイナスに5%有意、「+」「-」はプラス・マイナスに10%有意

【図表 1 - 1 4】属性選択の企業業績・投資行動への効果 (分析対象企業) 《分析結果詳細》

ROA\_3

	全企業		総資産 大		総資産 小		PBR 高		PBR 低		外国人持株 高		外国人持株 低	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.04	1.56	-0.07	-1.13	0.02	0.40	0.05	1.53	0.04	1.54	-0.03	-0.60	0.02	0.71
NTOP	-0.02	-1.67 *	0.02	2.60 **	-0.04	-3.08 ***	-0.01	-0.95	-0.03	-2.03 **	0.00	0.07	-0.02	-2.10 **
NDIR	-0.00	-0.07	0.01	1.73 *	-0.00	-0.53	-0.02	-1.45	0.01	1.41	0.01	1.14	-0.01	-1.38
NEMP	-0.00	-0.39	0.01	1.16	-0.00	-0.40	-0.01	-0.83	-0.00	-0.22	0.01	0.70	-0.02	-2.13 **
NBUR	-0.03	-3.04 ***	-0.00	-0.18	-0.04	-3.39 ***	-0.03	-2.74 ***	-0.02	-2.93 ***	-0.01	-0.90	-0.03	-2.77 ***
NPRO	-0.01	-0.67	0.00	0.42	-0.00	-0.24	-0.00	-0.23	-0.02	-1.48	0.02	1.06	-0.02	-1.23
NLAW	-0.01	-0.95	0.03	2.77 ***	-0.02	-2.53 **	-0.03	-2.03 **	0.00	0.15	0.02	1.63	-0.02	-2.22 **
NAC	-0.01	-1.58	0.01	0.85	-0.02	-2.22 **	-0.02	-1.47	-0.01	-1.30	0.00	0.35	-0.02	-1.83 *
NCST	-0.02	-1.07	-0.01	-1.16	-0.02	-1.29	-0.06	-2.67 ***	0.02	1.27	0.01	0.24	-0.03	-1.96 *
AST	-0.00	-0.96	0.00	0.14	0.00	0.48	-0.00	-1.27	-0.00	-1.33	0.00	0.19	0.00	0.07
DET	0.01	0.38	0.06	3.47 ***	-0.01	-0.55	-0.03	-1.31	0.02	1.31	0.07	2.72 ***	-0.01	-0.63
NUM	0.00	1.61	0.00	0.93	0.00	1.36	0.00	1.58	0.00	1.60	-0.00	-0.34	0.00	2.35 **
AGE	-0.00	-1.34	-0.00	-0.24	-0.00	-1.33	0.00	0.80	-0.00	-0.38	-0.00	-1.73 *	-0.00	-0.27
FORE	0.02	0.86	0.03	1.01	0.01	0.54	0.02	0.79	0.01	0.37	0.03	0.87	-0.07	-0.93
PB	0.00	1.06	-0.01	-1.76 *	0.01	1.51	0.01	2.41 **	0.01	0.69	-0.01	-1.08	0.01	1.95 *
CASH	-0.01	-0.45	0.04	1.94 *	-0.04	-2.19 **	0.02	0.80	-0.02	-1.10	0.02	0.77	-0.01	-0.64
CAUD	0.01	1.22	-0.01	-1.54	0.02	2.23 **	0.00	0.47	0.00	0.61	-0.01	-0.94	0.01	1.62
ROA	-0.29	-3.91 ***	-0.10	-0.79	-0.22	-2.49 **	-0.45	-4.30 ***	-0.23	-2.59 **	-0.02	-0.14	-0.29	-2.95 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.12		0.47		0.09		0.20		0.19		0.06		0.13	
N	300		101		199		114		186		98		202	

ROE\_3

	全企業		総資産 大		総資産 小		PBR 高		PBR 低		外国人持株 高		外国人持株 低	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value								
C	0.07	1.16	0.08	0.63	0.06	0.69	0.01	0.16	0.11	2.03 **	0.17	2.05 **	-0.02	-0.28
NTOP	-0.02	-0.83	0.02	0.59	-0.05	-1.52	-0.01	-0.36	-0.06	-1.69 *	0.00	0.14	-0.03	-1.08
NDIR	-0.00	-0.12	0.02	1.25	-0.01	-0.84	-0.02	-0.66	0.01	0.64	-0.00	-0.21	-0.02	-1.08
NEMP	-0.01	-0.57	-0.01	-0.46	-0.01	-0.48	-0.03	-0.98	0.00	0.18	0.03	1.18	-0.03	-1.64
NBUR	-0.02	-0.98	0.04	1.13	-0.05	-2.32 **	-0.00	-0.03	-0.03	-1.91 *	-0.01	-0.41	-0.02	-1.15
NPRO	0.00	0.20	-0.00	-0.06	0.02	0.72	0.03	0.74	-0.01	-0.72	-0.00	-0.14	0.01	0.26
NLAW	0.01	0.66	0.03	1.19	-0.00	-0.05	0.01	0.27	0.00	0.25	0.01	0.46	0.00	0.16
NAC	-0.00	-0.02	0.01	0.28	-0.01	-0.57	0.02	0.49	-0.02	-1.19	0.00	0.09	-0.01	-0.36
NCST	-0.03	-1.44	-0.05	-1.19	-0.04	-1.69 *	-0.05	-1.45	-0.02	-1.21	-0.02	-0.88	-0.05	-1.57
AST	0.00	0.43	-0.00	-0.47	0.00	0.51	0.01	0.89	-0.01	-1.10	-0.01	-1.47	0.01	1.47
DET	0.01	0.18	0.05	1.32	-0.02	-0.36	-0.01	-0.15	0.02	0.41	-0.03	-0.45	-0.01	-0.21
NUM	0.00	1.80 *	0.00	1.58	0.00	1.47	0.00	1.85 *	0.00	1.52	0.00	1.25	0.00	1.78 *
AGE	-0.00	-3.01 ***	-0.00	-2.73 ***	-0.00	-2.57 **	-0.00	-0.74	-0.00	-3.22 ***	-0.00	-1.49	-0.00	-2.70 ***
FORE	-0.01	-0.20	0.05	0.94	-0.04	-0.55	-0.10	-1.57	0.07	1.46	0.08	1.00	-0.14	-0.86
PB	0.03	4.18 ***	0.02	2.29 **	0.04	3.73 ***	0.02	3.59 ***	0.04	2.40 **	0.01	0.70	0.05	4.69 ***
CASH	-0.01	-0.31	0.07	1.05	-0.05	-1.02	0.05	0.86	-0.06	-1.66 *	-0.01	-0.25	-0.02	-0.50
CAUD	-0.00	-0.33	0.01	0.32	-0.00	-0.22	-0.02	-0.94	0.00	0.34	-0.01	-0.66	-0.00	-0.24
ROE	-0.82	-15.64 ***	-0.91	-15.87 ***	-0.78	-11.06 ***	-0.84	-12.76 ***	-0.83	-16.39 ***	-0.73	-5.25 ***	-0.82	-14.37 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes									
Adj R-squared	0.57		0.65		0.50		0.66		0.52		0.21		0.62	
N	300		101		199		114		186		98		202	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。また t 値は white の不均一分散頑強標準誤差に基づく。

TOB\_3

	全企業		総資産 大		総資産 小		PBR 高		PBR 低		外国人持株 高		外国人持株 低	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	1.14	2.89 ***	-0.03	-0.07	1.89	2.39 **	1.07	1.18	1.24	5.56 ***	1.31	1.77 *	1.05	1.92 *
NTOP	0.02	0.17	0.01	0.09	0.05	0.41	-0.05	-0.25	0.05	0.86	0.09	0.61	-0.01	-0.09
NDIR	0.05	0.49	0.06	0.88	0.07	0.47	-0.21	-0.89	0.11	1.89 *	-0.04	-0.33	0.01	0.06
NEMP	0.01	0.07	-0.07	-0.66	-0.00	-0.02	-0.03	-0.11	-0.08	-1.12	0.19	0.57	-0.17	-1.21
NBUR	-0.13	-1.55	-0.24	-2.65 ***	-0.09	-0.66	-0.47	-2.03 **	-0.11	-2.02 **	-0.38	-2.44 **	-0.02	-0.15
NPRO	0.23	1.71 *	0.12	1.13	0.41	2.08 **	0.03	0.10	0.12	1.31	0.38	1.73 *	0.08	0.52
NLAW	-0.03	-0.22	0.10	0.98	-0.10	-0.57	-0.43	-1.40	0.08	1.08	-0.02	-0.13	-0.10	-0.59
NAC	0.06	0.57	0.13	1.09	0.07	0.44	0.14	0.54	0.02	0.33	0.18	1.04	-0.01	-0.08
NCST	-0.21	-0.92	-0.56	-3.56 ***	-0.20	-0.71	-0.99	-2.13 **	0.17	1.06	0.05	0.14	-0.40	-1.59
AST	-0.09	-2.70 ***	-0.04	-1.32	-0.12	-1.57	-0.02	-0.32	-0.10	-5.00 ***	-0.13	-2.85 ***	-0.07	-1.38
DET	-0.28	-1.54	0.18	0.91	-0.62	-2.34 **	-0.65	-1.37	0.10	0.88	0.13	0.33	-0.34	-1.48
NUM	-0.01	-1.16	0.00	0.53	-0.03	-1.45	-0.04	-1.44	0.01	0.96	0.00	0.13	-0.02	-1.41
AGE	-0.00	-1.64	-0.00	-0.18	-0.00	-1.54	-0.00	-0.15	-0.00	-2.73 ***	-0.00	-0.69	-0.00	-0.82
FORE	0.31	0.90	0.06	0.23	0.53	1.00	-0.22	-0.39	0.68	2.71 ***	0.90	2.34 **	-0.97	-0.80
PB	0.02	0.31	-0.14	-2.42 **	0.08	0.84	-0.06	-0.87	0.03	0.32	-0.10	-1.16	0.09	0.76
CASH	0.35	1.03	0.51	2.20 **	0.17	0.35	0.64	1.04	-0.04	-0.25	0.28	0.71	0.38	0.80
CAUD	-0.02	-0.19	0.11	1.47	-0.06	-0.48	-0.04	-0.19	0.00	0.07	-0.09	-0.58	-0.00	-0.02
TOB	0.14	0.79	0.35	3.82 ***	0.03	0.16	0.21	0.96	-0.24	-1.37	0.17	1.00	0.11	0.43
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.14		0.24		0.10		0.10		0.20		0.07		0.12	
N	300		101		199		114		186		98		202	

CAP\_3

	全企業		総資産 大		総資産 小		PBR 高		PBR 低		外国人持株 高		外国人持株 低	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.027	-0.80	0.006	0.08	-0.052	-1.23	0.033	0.66	-0.029	-0.73	-0.052	-1.61	-0.01	-0.29
NTOP	0.006	0.45	-0.042	-2.32 **	0.028	1.89 *	0.018	0.93	0.002	0.14	-0.014	-1.48	0.02	1.06
NDIR	0.007	0.76	-0.002	-0.16	0.022	1.93 *	0.016	0.94	0.000	0.06	-0.012	-1.42	0.02	1.75 *
NEMP	-0.009	-0.95	-0.026	-1.66	0.009	0.79	-0.003	-0.21	-0.013	-1.35	-0.013	-1.12	-0.00	-0.25
NBUR	0.015	1.23	0.002	0.13	0.022	1.54	0.035	1.68 *	-0.000	-0.01	0.001	0.07	0.02	1.45
NPRO	-0.003	-0.31	-0.015	-0.88	0.006	0.65	0.006	0.39	0.004	0.30	0.009	0.83	0.00	0.30
NLAW	-0.006	-0.72	-0.028	-1.74 *	0.013	1.66 *	0.003	0.24	-0.007	-0.75	-0.009	-0.96	-0.00	-0.06
NAC	0.002	0.23	-0.014	-0.91	0.026	3.01 ***	0.001	0.10	0.008	0.86	0.001	0.07	0.02	1.37
NCST	-0.002	-0.24	0.005	0.24	0.016	1.53	-0.011	-0.74	0.009	0.84	0.017	1.33	-0.01	-0.55
AST	0.003	1.29	0.002	0.34	0.006	1.36	-0.002	-0.66	0.005	1.35	0.000	0.09	0.00	0.82
DET	0.044	1.84 *	0.053	1.40	0.018	0.72	0.033	1.00	0.009	0.47	0.097	2.91 ***	0.04	1.29
NUM	-0.001	-0.67	0.001	1.47	-0.003	-2.76 ***	0.001	0.96	-0.002	-1.83 *	0.001	1.37	-0.00	-1.22
AGE	0.000	0.62	0.000	1.16	-0.000	-0.38	0.000	0.73	-0.000	-0.31	0.000	1.84 *	0.00	0.24
FORE	0.010	0.35	0.006	0.14	-0.000	-0.01	0.007	0.18	0.016	0.49	0.066	1.74 *	0.06	0.66
PB	0.009	1.96 *	0.005	0.58	0.008	1.21	0.005	1.27	0.018	1.67 *	0.010	1.98 *	0.01	1.46
CASH	0.005	0.20	0.058	1.58	-0.027	-0.99	0.031	0.98	-0.061	-2.37 **	0.045	1.74 *	-0.02	-0.51
CAUD	-0.007	-1.09	-0.005	-0.45	-0.013	-1.88 *	-0.014	-1.48	-0.006	-0.93	-0.008	-0.98	-0.01	-1.80 *
CAP	-0.390	-4.17 ***	-0.177	-1.51	-0.578	-5.87 ***	-0.257	-2.03 **	-0.567	-8.75 ***	-0.377	-5.27 ***	-0.47	-3.41 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.17		0.19		0.26		0.19		0.35		0.28		0.13	
N	300		101		199		114		186		98		202	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

## RD\_3

	全企業		総資産 大		総資産 小		PBR 高		PBR 低		外国人持株 高		外国人持株 低	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.004	-0.64	-0.011	-0.85	0.011	1.62	0.003	0.68	-0.012	-1.06	-0.053	-2.07 **	0.01	1.98 **
NTOP	0.002	1.47	0.004	2.33 **	0.001	0.40	0.002	1.24	0.001	0.63	-0.003	-0.57	0.00	1.46
NDIR	0.002	1.49	0.002	1.12	0.001	0.80	0.000	0.19	0.002	1.47	0.008	1.24	0.00	1.14
NEMP	0.002	1.32	-0.000	-0.01	0.003	1.26	0.003	1.21	0.002	0.93	0.006	0.92	0.00	2.07 **
NBUR	0.002	1.66 *	0.006	2.10 **	0.000	0.14	-0.001	-0.73	0.004	1.96 *	0.020	1.67 *	0.00	0.39
NPRO	0.001	0.88	0.002	0.87	0.000	0.24	-0.001	-0.45	0.002	1.24	0.024	2.28 **	-0.00	-0.29
NLAW	0.003	1.44	0.005	1.55	0.001	0.50	-0.002	-0.98	0.006	2.14 **	0.012	1.74 *	0.00	0.77
NAC	0.003	2.14 **	0.005	2.31 **	0.002	1.14	0.001	0.37	0.004	2.04 **	0.014	1.78 *	0.00	1.07
NCST	0.005	1.62	0.009	1.62	0.003	1.34	0.005	1.35	0.006	1.63	-0.008	-1.08	-0.00	-0.14
AST	0.001	1.00	0.001	0.85	-0.001	-1.16	-0.000	-0.05	0.001	1.47	0.003	1.50	-0.00	-1.25
DET	-0.003	-1.45	0.004	1.06	-0.005	-2.41 **	-0.007	-2.44 **	-0.004	-1.26	0.023	1.18	-0.00	-2.09 **
NUM	-0.000	-1.13	-0.000	-1.09	0.000	0.04	-0.000	-0.12	-0.000	-1.64	0.001	1.00	-0.00	-0.40
AGE	-0.000	-1.92 *	-0.000	-3.18 ***	-0.000	-1.23	-0.000	-0.91	-0.000	-0.93	-0.000	-0.59	-0.00	-1.64
FORE	-0.003	-0.58	0.003	0.34	-0.004	-0.64	-0.001	-0.33	-0.009	-1.12	-0.026	-1.24	0.00	0.40
PB	0.000	0.21	-0.002	-1.26	-0.000	-0.26	0.000	0.15	0.001	0.27	0.002	0.44	0.00	0.16
CASH	-0.001	-0.28	-0.003	-0.40	-0.004	-0.83	-0.006	-1.18	0.000	0.03	0.013	0.86	-0.01	-2.22 **
CAUD	-0.001	-0.75	-0.001	-0.46	-0.001	-0.46	0.001	0.94	-0.002	-0.91	-0.004	-0.62	-0.00	-1.33
RD	-0.090	-1.50	0.038	0.54	-0.146	-3.17 ***	-0.153	-2.72 ***	-0.069	-0.94	-0.290	-6.98 ***	-0.08	-1.29
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.05		-0.01		0.19		0.20		-0.00		0.32		0.06	
N	300		101		199		114		186		98		202	

## INT\_3

	全企業		総資産 大		総資産 小		PBR 高		PBR 低		外国人持株 高		外国人持株 低	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.037	-2.54 **	-0.019	-0.42	-0.022	-1.19	-0.064	-2.68 ***	-0.010	-1.12	-0.047	-1.68 *	-0.02	-1.25
NTOP	0.004	1.10	0.007	1.15	0.007	1.71 *	0.007	0.98	0.003	1.08	-0.002	-0.24	0.00	0.83
NDIR	0.004	1.29	0.007	0.97	0.007	2.20 **	0.007	0.97	0.007	2.47 **	0.009	1.42	0.00	1.17
NEMP	0.004	1.30	0.003	0.34	0.004	1.35	0.003	0.48	0.007	3.12 ***	0.005	0.72	0.00	0.65
NBUR	0.011	2.10 **	0.026	1.84 *	0.004	1.31	0.025	2.38 **	0.003	1.52	0.018	2.00 **	0.01	1.48
NPRO	0.007	1.19	0.017	1.44	0.003	0.90	0.017	1.63	0.003	0.71	0.021	2.61 **	-0.00	-0.31
NLAW	0.007	1.72 *	0.011	1.48	0.010	2.58 **	0.006	0.63	0.011	3.53 ***	0.010	1.44	0.01	1.62
NAC	0.009	1.94 *	0.011	1.51	0.010	2.35 **	0.015	1.59	0.009	3.08 ***	0.011	1.56	0.01	1.67 *
NCST	0.000	0.10	0.007	0.40	0.000	0.12	0.010	0.95	-0.003	-0.76	-0.016	-1.30	0.00	0.66
AST	0.003	2.21 **	0.000	0.06	0.002	0.94	0.004	2.03 **	0.001	0.60	0.004	1.81 *	0.00	0.95
DET	-0.002	-0.36	0.010	0.91	-0.002	-0.27	0.010	0.79	-0.004	-1.02	0.014	0.98	-0.00	-0.73
NUM	0.000	0.58	0.001	0.91	0.000	0.10	0.001	0.78	0.000	0.02	0.000	0.66	-0.00	-0.60
AGE	-0.000	-0.88	-0.000	-1.95 *	-0.000	-0.32	-0.000	-0.27	-0.000	-0.25	-0.000	-0.55	-0.00	-0.76
FORE	-0.024	-1.85 *	-0.013	-0.63	-0.022	-1.52	-0.043	-2.21 **	-0.011	-1.06	-0.025	-0.99	-0.01	-0.16
PB	0.004	2.36 **	0.006	1.43	0.003	1.70 *	0.001	0.63	0.001	0.41	-0.294	-4.91 ***	0.00	1.25
CASH	0.004	0.54	-0.007	-0.43	0.007	0.79	0.016	1.08	-0.003	-0.41	-0.000	-0.00	0.00	0.20
CAUD	-0.004	-1.39	-0.001	-0.08	-0.007	-2.46 **	-0.001	-0.10	-0.007	-2.93 ***	0.002	0.09	-0.01	-1.96 *
INT	-0.180	-3.47 ***	-0.086	-1.79 *	-0.245	-4.72 ***	-0.183	-3.75 ***	-0.225	-3.43 ***	0.010	0.42	-0.10	-1.90 *
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.18		-0.03		0.34		0.17		0.12		0.02		0.07	
N	300		101		199		114		186		98		202	

※\*\*\*, \*\*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表1-15】属性選択の企業業績・投資行動への効果（目的・資質の影響）

ROA\_3

	全企業		助言目的		監督目的		専門期待		見識期待	
	Coef.	t-Value								
C	0.04	1.56	0.05	1.93 *	0.03	1.13	0.03	1.19	0.04	1.69 *
NTOP	-0.02	-1.67 *	0.00	0.22	-0.00	-0.75	0.01	0.31	-0.01	-0.59
NDIR	-0.00	-0.07	0.01	1.25	0.01	1.05	-0.01	-0.80	0.00	0.28
NEMP	-0.00	-0.39	0.02	1.82 *	0.01	0.92	-0.02	-2.31 **	0.00	0.23
NBUR	-0.03	-3.04 ***	-0.03	-2.18 **	-0.01	-2.11 **	-0.01	-1.16	-0.02	-3.12 ***
NPRO	-0.01	-0.67	0.01	0.83	0.01	0.82	-0.02	-1.95 *	-0.01	-0.53
NLAW	-0.01	-0.95	-0.01	-0.89	-0.00	-0.04	-0.00	-0.29	0.01	0.97
NAC	-0.01	-1.58	-0.02	-1.69 *	-0.00	-0.22	-0.00	-0.17	-0.01	-1.11
NCST	-0.02	-1.07	-0.01	-0.39	-0.04	-3.00 ***	0.04	2.05 **	-0.03	-1.64
AST	-0.00	-0.96	-0.00	-1.37	-0.00	-0.70	-0.00	-0.82	-0.00	-1.22
DET	0.01	0.38	0.00	0.21	0.00	0.14	0.00	0.22	0.00	0.29
NUM	0.00	1.61	0.00	0.64	0.00	1.09	0.00	1.21	0.00	1.23
AGE	-0.00	-1.34	-0.00	-1.25	-0.00	-1.43	-0.00	-1.20	-0.00	-1.36
FORE	0.02	0.86	0.02	1.13	0.01	0.70	0.02	0.79	0.02	0.96
PB	0.00	1.06	0.01	1.19	0.01	1.15	0.01	1.14	0.01	1.38
CASH	-0.01	-0.45	-0.02	-0.93	-0.01	-0.32	-0.01	-0.69	-0.01	-0.41
CAUD	0.01	1.22	0.00	0.63	0.00	0.66	0.00	0.83	0.00	0.38
ROA	-0.29	-3.91 ***	-0.28	-3.88 ***	-0.29	-3.94 ***	-0.28	-4.00 ***	-0.30	-4.20 ***
INDU-dummy	Yes									
Adj R-squared	0.12		0.12		0.09		0.10		0.12	
N	300		300		300		300		300	

ROE\_3

	全企業		助言目的		監督目的		専門期待		見識期待	
	Coef.	t-Value								
C	0.07	1.16	0.09	1.52	0.07	1.12	0.07	1.12	0.06	1.15
NTOP	-0.02	-0.83	-0.01	-0.59	-0.01	-0.77	0.02	0.53	-0.04	-1.38
NDIR	-0.00	-0.12	0.02	1.50	0.01	0.79	-0.03	-2.00 **	-0.00	-0.11
NEMP	-0.01	-0.57	0.02	1.55	-0.02	-0.80	-0.02	-1.79 *	-0.01	-0.57
NBUR	-0.02	-0.98	-0.04	-1.83 *	-0.03	-2.35 **	-0.01	-0.73	-0.03	-2.19 **
NPRO	0.00	0.20	-0.01	-0.51	0.01	0.33	-0.02	-1.09	-0.01	-0.30
NLAW	0.01	0.66	0.00	0.07	0.00	0.35	0.01	0.91	0.02	1.13
NAC	-0.00	-0.02	-0.02	-1.02	-0.00	-0.16	0.00	0.30	-0.01	-1.19
NCST	-0.03	-1.44	-0.05	-1.60	-0.06	-2.74 ***	0.03	3.09 ***	-0.06	-2.25 **
AST	0.00	0.43	0.00	0.29	0.00	0.54	0.00	0.42	0.00	0.72
DET	0.01	0.18	-0.00	-0.07	-0.01	-0.15	0.00	0.06	0.01	0.17
NUM	0.00	1.80 *	0.00	1.44	0.00	1.66 *	0.00	1.74 *	0.00	1.75 *
AGE	-0.00	-3.01 ***	-0.00	-2.91 ***	-0.00	-2.95 ***	-0.00	-3.05 ***	-0.00	-3.11 ***
FORE	-0.01	-0.20	0.00	0.02	-0.02	-0.29	-0.00	-0.16	-0.02	-0.37
PB	0.03	4.18 ***	0.03	4.24 ***	0.03	4.17 ***	0.04	4.21 ***	0.03	4.38 ***
CASH	-0.01	-0.31	-0.03	-0.87	-0.02	-0.54	-0.02	-0.66	-0.01	-0.40
CAUD	-0.00	-0.33	-0.00	-0.33	-0.00	-0.06	-0.00	-0.08	-0.00	-0.58
ROE	-0.82	-15.64 ***	-0.82	-14.72 ***	-0.82	-14.94 ***	-0.81	-14.31 ***	-0.81	-14.63 ***
INDU-dummy	Yes									
Adj R-squared	0.57		0.57		0.57		0.57		0.58	
N	300		300		300		300		300	

TOB\_3

	全企業		助言目的		監督目的		専門期待		見識期待	
	Coef.	t-Value								
C	1.14	2.89 ***	1.20	3.03 ***	1.05	2.90 ***	1.07	2.72 ***	1.15	3.02 ***
NTOP	0.02	0.17	-0.04	-0.49	-0.27	-2.09 **	0.63	1.28	-0.05	-0.86
NDIR	0.05	0.49	-0.03	-0.32	0.19	1.32	-0.09	-0.54	-0.09	-1.45
NEMP	0.01	0.07	-0.02	-0.25	-0.23	-2.64 ***	0.02	0.19	-0.03	-0.27
NBUR	-0.13	-1.55	-0.11	-1.20	-0.16	-1.23	-0.09	-0.87	-0.18	-2.26 **
NPRO	0.23	1.71 *	0.19	1.05	-0.08	-0.67	-0.04	-0.56	0.13	0.68
NLAW	-0.03	-0.22	-0.10	-0.76	-0.17	-2.36 **	0.00	0.02	-0.10	-0.83
NAC	0.06	0.57	0.04	0.28	0.09	0.76	0.14	1.34	0.00	0.05
NCST	-0.21	-2.92	0.06	0.31	-0.97	-2.37 **	0.52	1.90 *	-0.34	-1.01
AST	-0.09	-2.70 ***	-0.09	-2.72 ***	-0.08	-2.43 **	-0.08	-2.66 ***	-0.09	-2.74 ***
DET	-0.28	-1.54	-0.30	-1.72 *	-0.35	-1.92 *	-0.28	-1.59	-0.30	-1.66 *
NUM	-0.01	-1.16	-0.01	-0.96	-0.01	-0.87	-0.01	-0.65	-0.01	-0.69
AGE	-0.00	-1.64	-0.00	-1.43	-0.00	-1.47	-0.00	-1.85 *	-0.00	-1.63
FORE	0.31	0.90	0.22	0.63	0.23	0.67	0.22	0.60	0.32	0.94
PB	0.02	0.31	0.04	0.47	0.03	0.42	0.04	0.50	0.04	0.50
CASH	0.35	1.03	0.32	0.94	0.33	1.02	0.31	0.97	0.35	1.05
CAUD	-0.02	-0.19	-0.02	-0.21	0.02	0.35	-0.04	-0.51	0.00	0.02
TOB	0.14	0.79	0.12	0.71	0.14	0.91	0.12	0.72	0.13	0.79
INDU-dummy	Yes									
Adj R-squared	0.14		0.12		0.17		0.15		0.13	
N	300		300		300		300		300	

CAP\_3

	全企業		助言目的		監督目的		専門期待		見識期待	
	Coef.	t-Value								
C	-0.027	-0.80	-0.030	-0.88	-0.026	-0.79	-0.032	-0.94	-0.027	-0.78
NTOP	0.006	0.45	0.013	0.79	0.001	0.17	-0.015	-1.44	0.014	1.04
NDIR	0.007	0.76	0.006	0.36	0.005	0.45	-0.011	-1.55	-0.005	-0.64
NEMP	-0.009	-0.95	-0.011	-1.02	-0.007	-0.57	-0.011	-0.71	-0.005	-0.73
NBUR	0.015	1.23	-0.004	-0.32	-0.018	-1.26	0.053	2.05 **	0.002	0.20
NPRO	-0.003	-0.31	0.015	1.62	0.005	0.49	-0.011	-0.92	-0.004	-0.33
NLAW	-0.006	-0.72	-0.006	-0.80	-0.010	-1.72 *	-0.007	-1.08	-0.003	-0.49
NAC	0.002	0.23	0.025	2.38 **	0.002	0.23	0.001	0.16	0.002	0.20
NCST	-0.002	-0.24	-0.002	-0.19	-0.017	-1.19	-0.001	-0.09	-0.003	-0.30
AST	0.003	1.29	0.003	1.19	0.003	1.24	0.004	1.50	0.003	1.12
DET	0.044	1.84 *	0.048	1.98 **	0.046	1.87 *	0.051	2.06 **	0.044	1.78 *
NUM	-0.001	-0.67	-0.000	-0.53	-0.001	-0.69	-0.001	-0.81	-0.000	-0.51
AGE	0.000	0.62	0.000	0.54	0.000	0.80	0.000	0.79	0.000	0.79
FORE	0.010	0.35	0.012	0.45	0.011	0.38	0.007	0.26	0.011	0.35
PB	0.009	1.96 *	0.010	2.01 **	0.010	2.04 **	0.012	2.23 **	0.010	2.07 **
CASH	0.005	0.20	0.008	0.32	0.005	0.20	0.002	0.08	0.004	0.17
CAUD	-0.007	-1.09	-0.009	-1.95 *	-0.007	-1.46	-0.007	-1.49	-0.007	-1.49
CAP	-0.390	-4.17 ***	-0.397	-4.33 ***	-0.394	-4.18 ***	-0.395	-4.20 ***	-0.396	-4.17 ***
INDU-dummy	Yes									
Adj R-squared	0.17		0.17		0.15		0.18		0.16	
N	300		300		300		300		300	

RD\_3

	全企業		助言目的		監督目的		専門期待		見識期待	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.004	-0.64	-0.005	-0.72	-0.001	-0.28	-0.004	-0.61	-0.003	-0.40
NTOP	0.002	1.47	-0.001	-0.73	-0.000	-0.17	-0.001	-0.60	0.000	0.66
NDIR	0.002	1.49	-0.002	-1.35	-0.001	-0.55	0.002	1.55	-0.000	-0.20
NEMP	0.002	1.32	-0.005	-1.90 *	-0.003	-1.06	0.001	0.75	-0.001	-0.37
NBUR	0.002	1.66 *	0.003	1.47	-0.000	-0.39	0.002	0.93	0.001	0.99
NPRO	0.001	0.88	-0.000	-0.05	0.000	0.25	-0.001	-0.87	-0.000	-0.13
NLAW	0.003	1.44	-0.001	-0.60	-0.000	-0.47	-0.000	-0.05	-0.001	-1.33
NAC	0.003	2.14 **	0.005	2.64 ***	0.002	1.33	0.001	1.47	-0.000	-0.24
NCST	0.005	1.62	-0.000	-0.31	0.010	1.08	0.003	2.12 **	0.002	0.39
AST	0.001	1.00	0.001	1.05	0.000	0.79	0.001	1.04	0.000	0.87
DET	-0.003	-1.45	-0.002	-1.10	-0.002	-1.01	-0.003	-1.43	-0.003	-1.32
NUM	-0.000	-1.13	-0.000	-0.49	-0.000	-0.79	-0.000	-0.53	-0.000	-0.68
AGE	-0.000	-1.92 *	-0.000	-2.31 **	-0.000	-1.92 *	-0.000	-1.85 *	-0.000	-2.15 **
FORE	-0.003	-0.58	-0.002	-0.45	-0.001	-0.19	-0.003	-0.58	-0.001	-0.28

【図表1-16】計量分析に用いる項目の相関係数（東証一部上場企業※）

※銀行・証券・保険除く、2015年3月期決算、2018年3月期まで上場継続、決算期変更なし

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
NTOP (1)		-0.08	-0.11	0.05	-0.03	-0.17	-0.15	-0.01	-0.05	-0.01	0.00	0.01	0.32	0.05	0.22	0.05	0.21	0.13	-0.04	0.19	-0.06
NDIR (2)	-0.08		-0.04	-0.12	-0.14	-0.18	-0.16	-0.07	0.07	-0.03	0.02	0.01	-0.00	-0.02	0.05	-0.06	0.02	0.06	0.01	0.13	0.04
NEMP (3)	-0.11	-0.04		-0.07	-0.07	-0.09	0.02	-0.03	-0.02	0.03	-0.01	0.01	-0.12	0.01	-0.03	-0.09	-0.12	0.02	0.03	0.01	0.09
NBUR (4)	0.05	-0.12	-0.07		0.04	-0.05	-0.04	-0.03	-0.06	-0.00	-0.00	0.06	0.27	0.14	0.16	0.09	0.17	0.06	-0.10	0.18	0.05
NPRO (5)	-0.03	-0.14	-0.07	0.04		-0.02	-0.06	-0.02	-0.03	0.04	0.00	0.03	0.22	0.01	0.14	0.03	0.20	0.06	-0.09	0.10	-0.01
NLAW (6)	-0.17	-0.18	-0.09	-0.05	-0.02		0.05	-0.05	0.02	0.01	-0.01	0.03	0.04	-0.00	0.05	-0.01	0.07	0.00	-0.03	0.09	0.14
NAC (7)	-0.15	-0.16	0.02	-0.04	-0.06	0.05		-0.04	-0.02	-0.02	-0.01	0.02	-0.10	-0.03	0.00	-0.08	-0.06	-0.05	0.04	0.12	0.28
NCST (8)	-0.01	-0.07	-0.03	-0.03	-0.02	-0.05	-0.04		0.04	-0.06	0.03	-0.04	-0.03	-0.01	-0.01	-0.09	0.04	0.02	0.06	0.00	0.04
ROA (9)	-0.05	0.07	-0.02	-0.06	-0.03	0.02	-0.02	0.04		-0.32	0.52	-0.17	-0.24	-0.37	-0.14	-0.28	0.20	0.40	0.50	-0.02	0.03
ROA_3 (10)	-0.01	-0.03	0.03	-0.00	0.04	0.01	-0.02	-0.06	-0.32		-0.16	0.51	0.07	0.07	0.07	0.07	-0.05	-0.06	-0.16	0.04	-0.03
ROE (11)	0.00	0.02	-0.01	-0.00	0.00	-0.01	-0.01	0.03	0.52	-0.16		-0.58	-0.03	-0.05	-0.05	-0.12	0.13	0.26	0.14	0.04	-0.02
ROE_3 (12)	0.01	0.01	0.01	0.06	0.03	0.03	0.02	-0.04	-0.17	0.51	-0.58		0.11	0.07	0.11	-0.01	0.02	0.02	-0.08	0.08	0.01
AST (13)	0.32	-0.00	-0.12	0.27	0.22	0.04	-0.10	-0.03	-0.24	0.07	-0.03	0.11		0.29	0.50	0.25	0.61	0.10	-0.35	0.20	-0.11
DET (14)	0.05	-0.02	0.01	0.14	0.01	-0.00	-0.03	-0.01	-0.37	0.07	-0.05	0.07	0.29		0.16	0.07	-0.07	-0.01	-0.47	0.03	-0.02
NUM (15)	0.22	0.05	-0.03	0.16	0.14	0.05	0.00	-0.01	-0.14	0.07	-0.05	0.11	0.50	0.16		0.11	0.22	0.07	-0.22	0.04	0.10
AGE (16)	0.05	-0.06	-0.09	0.09	0.03	-0.01	-0.08	-0.09	-0.28	0.07	-0.12	-0.01	0.25	0.07	0.11		0.27	-0.12	-0.33	0.01	-0.09
FORE (17)	0.21	0.02	-0.12	0.17	0.20	0.07	-0.06	0.04	0.20	-0.05	0.13	0.02	0.61	-0.07	0.22	0.07		0.25	0.06	0.13	-0.05
PB (18)	0.13	0.06	0.02	0.06	0.06	0.00	-0.05	0.02	0.40	-0.06	0.26	0.02	0.10	-0.01	0.07	-0.12	0.25		0.14	0.06	-0.02
CASH (19)	-0.04	0.01	0.03	-0.10	-0.09	-0.03	0.04	0.06	0.50	-0.16	0.14	-0.08	-0.35	-0.47	-0.22	-0.33	0.06	0.14		-0.05	0.08
CSIM (20)	0.19	0.13	0.01	0.18	0.10	0.09	0.12	0.00	-0.02	0.04	0.04	0.08	0.20	0.03	0.04	0.01	0.13	0.06	-0.05		-0.04
CAUD (21)	-0.06	0.04	0.09	0.05	-0.01	0.14	0.28	0.04	0.03	-0.03	-0.02	0.01	-0.11	-0.02	0.10	-0.09	-0.05	-0.02	0.08	-0.04	

【図表1-17】属性選択の企業業績・投資行動への効果（東証一部上場企業※）

※銀行・証券・保険除く、2015年3月期決算、2018年3月期まで上場継続、決算期変更なし

	ROA			ROE								
	全企業		総資産大		総資産小		全企業		総資産大		総資産小	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.03	2.11 **	0.01	0.54	0.02	0.69	0.03	1.00	-0.09	-1.70 *	0.09	1.41
NTOP	-0.01	-2.04 **	-0.00	-0.94	-0.01	-2.02 **	-0.01	-2.05 **	-0.01	-0.90	-0.02	-2.01 **
NDIR	-0.00	-1.18	-0.00	-0.97	-0.00	-0.71	-0.01	-0.94	-0.00	-0.48	-0.01	-0.97
NEMP	0.00	0.14	0.00	0.33	-0.00	-0.03	-0.01	-0.77	0.01	0.66	-0.02	-1.75 *
NBUR	-0.01	-1.72 *	-0.00	-0.79	-0.01	-1.89 *	-0.00	-0.21	0.00	0.02	-0.02	-1.76 *
NPRO	0.00	0.10	-0.00	-0.72	0.01	1.39	-0.01	-0.77	-0.01	-0.99	-0.00	-0.09
NLAW	-0.00	-0.76	0.00	1.29	-0.01	-2.00 **	-0.00	-0.46	0.01	1.40	-0.02	-1.68 *
NAC	-0.01	-1.99 **	0.00	0.30	-0.01	-2.51 **	-0.00	-0.19	0.02	1.29	-0.02	-1.52
NCST	-0.01	-1.83 *	-0.02	-2.34 **	-0.01	-1.08	-0.02	-1.12	-0.04	-1.71 *	-0.01	-0.69
AST	-0.00	-0.40	0.00	0.07	0.00	0.38	0.00	0.74	0.01	2.02 **	0.00	0.16
DET	-0.01	-1.50	-0.00	-0.01	-0.02	-1.83 *	0.02	1.05	0.06	2.29 **	-0.03	-0.98
NUM	0.00	0.95	0.00	0.34	0.00	1.42	0.00	1.95 *	0.00	1.10	0.00	2.24 **
AGE	-0.00	-0.70	0.00	0.69	-0.00	-2.03 **	-0.00	-2.10 **	-0.00	-0.70	-0.00	-2.58 **
FORE	0.02	1.55	0.03	2.42 **	-0.00	-0.07	0.04	1.80 *	0.05	1.60	0.05	1.23
PB	0.01	2.84 ***	0.01	2.27 **	0.00	1.59	0.03	5.40 ***	0.03	3.23 ***	0.03	5.38 ***
CASH	-0.01	-0.89	0.00	0.23	-0.02	-1.60	-0.01	-0.38	-0.02	-0.46	-0.03	-0.93
CSIM	0.01	2.93 ***	0.01	1.19	0.03	4.14 ***	0.06	3.08 ***	0.05	2.08 **	0.06	3.00 ***
CAUD	0.00	0.29	-0.02	-2.38 **	0.01	2.35 **	0.00	0.25	-0.00	-0.27	0.01	0.79
従属変数 (2015年3月)	-0.30	-8.50 ***	-0.36	-7.10 ***	-0.28	-5.83 ***	-0.71	-11.27 ***	-0.64	-5.15 ***	-0.77	-15.64 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.14		0.17		0.14		0.39		0.32		0.49	
N	1345		688		657		1345		688		657	

※\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表1-18】傾向スコアマッチング分析に用いた企業の平均値・中央値比較

		ast	det	over	pbr	rd	cash	fcf	fore
トリートメント	平均	11.1	20.5%	20.8%	1.39	1.6%	18.1%	2.6%	10.1%
	中央	10.9	16.8%	10.0%	1.01	0.5%	16.2%	2.5%	7.5%
コントロール	平均	11.2	21.1%	18.0%	1.27	2.1%	16.7%	2.6%	9.8%
	中央	11.0	10.5%	10.0%	1.18	0.7%	15.0%	2.4%	8.2%

		yaku	num	age	roa	roe	tob	cap	int
トリートメント	平均	7.2%	9.1	62.0	6.6%	9.0%	1.10	4.2%	2.1%
	中央	1.3%	8.0	66.0	5.8%	8.3%	0.98	2.6%	0.7%
コントロール	平均	3.4%	8.5	59.9	5.5%	8.0%	1.09	6.1%	3.4%
	中央	0.9%	8.0	66.0	4.5%	7.5%	1.01	4.0%	1.1%

【図表1-19】傾向スコアマッチング分析における同等性検定の結果

		treat.	cont.	value	method
ROA	mean	-0.43%	0.69%	-1.70 *	t-test
	median	0.27%	0.43%	1.54	Wilcoxon/Mann-Whitney
	std.dev	3.71%	3.06%	1.46	F-test
ROE	mean	-1.32%	0.16%	-0.83	t-test
	median	-0.42%	1.07%	0.81	Wilcoxon/Mann-Whitney
	std.	10.35%	7.86%	1.73 *	F-test
TOB	mean	0.15	0.23	-0.64	t-test
	median	0.05	0.04	0.66	Wilcoxon/Mann-Whitney
	std.	0.59	0.59	1.01	F-test
CAP	mean	0.67%	0.20%	0.51	t-test
	median	-0.01%	0.26%	0.09	Wilcoxon/Mann-Whitney
	std.dev	4.52%	5.09%	1.27	F-test
RD	mean	-0.04%	-0.12%	0.55	t-test
	median	0.00%	0.00%	0.31	Wilcoxon/Mann-Whitney
	std.	0.65%	0.81%	1.57	F-test
INT	mean	0.00%	0.27%	-0.53	t-test
	median	0.00%	-0.05%	0.39	Wilcoxon/Mann-Whitney
	std.	1.40%	4.00%	8.23 ***	F-test

※\*\*\*,\*\*,\*,はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。

【図表1-20】2015年新規社外取締役（企業出身者）出身業種分布

		合計	社長	役員	従業員	製造業	非製造業
CMA	製造業	77	32	40	5	46	31
CSE	非製造業	47	19	23	5	22	25
CFI	金融業	55	8	26	21	20	35
CIT	ITコンサル業	13	3	6	4	4	9

【図表1-21】属性選択の企業業績・投資行動への効果（企業出身者業種別）

ROA_3				ROE_3									
	全企業		製造業		非製造業			全企業		製造業		非製造業	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value		Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.04	1.50	0.03	0.60	0.05	1.44	C	0.07	1.21	-0.04	-0.44	0.01	0.06
NCMA	-0.00	-0.74	-0.02	-1.99 **	0.01	1.91 *	NCMA	-0.02	-1.34	-0.03	-2.03 **	0.01	0.57
NCSE	-0.00	-0.34	0.00	0.22	-0.01	-1.20	NCSE	-0.03	-1.75 *	-0.04	-1.30	-0.03	-1.51
NCFI	0.01	1.99 **	0.01	1.48	0.01	1.23	NCFI	0.00	0.39	0.03	1.24	-0.02	-0.96
NCIT	0.01	0.50	0.00	0.19	0.00	0.26	NCIT	0.01	0.28	0.02	0.54	-0.01	-0.37
AST	-0.00	-0.97	-0.00	-0.31	-0.00	-1.09	AST	0.00	0.51	0.01	0.87	-0.00	-0.05
DET	0.00	0.05	0.03	0.99	-0.02	-1.28	DET	-0.00	-0.00	0.00	0.08	0.01	0.16
NUM	0.00	0.96	0.00	1.03	0.00	0.10	NUM	0.00	1.75 *	0.00	1.33	0.00	0.99
AGE	-0.00	-1.21	-0.00	-0.13	-0.00	-1.96 *	AGE	-0.00	-2.94 ***	-0.00	-1.46	-0.00	-2.22 **
FORE	0.02	0.90	0.03	0.83	0.04	1.10	FORE	-0.01	-0.24	-0.02	-0.26	0.05	0.74
PB	0.00	0.84	0.00	0.21	0.01	1.91 *	PB	0.03	3.85 ***	0.03	1.89 *	0.04	4.71 ***
CASH	-0.01	-0.68	-0.02	-0.90	0.01	0.22	CASH	-0.02	-0.60	-0.04	-0.75	-0.01	-0.12
CAUD	0.00	0.14	0.00	0.71	-0.00	-0.40	CAUD	-0.00	-0.53	-0.01	-0.42	-0.00	-0.14
ROA	-0.29	-3.99 ***	-0.24	-2.22 **	-0.38	-4.37 ***	ROE	-0.81	-14.67 ***	-0.75	-8.80 ***	-0.85	-12.56 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		INDU-dummy	Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.10		0.06		0.09		Adj R-squared	0.58		0.35		0.09	
N	300		163		137		N	300		163		137	

TOB_3				CAP_3									
	全企業		製造業		非製造業			全企業		製造業		非製造業	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value		Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	1.26	3.23 ***	1.14	2.83 ***	0.72	0.91	C	-0.04	-1.08	0.03	1.03	-0.13	-2.63 ***
NCMA	-0.02	-0.26	-0.16	-1.85 *	0.16	0.93	NCMA	0.02	1.76 *	-0.00	-0.14	0.04	2.86 ***
NCSE	-0.06	-0.53	0.10	0.68	-0.25	-1.83 *	NCSE	0.00	0.31	-0.00	-0.41	0.01	0.59
NCFI	0.13	1.12	0.05	0.33	0.18	1.06	NCFI	-0.01	-1.62	-0.02	-2.31 **	-0.01	-1.13
NCIT	-0.01	-0.03	0.03	0.13	-0.14	-0.33	NCIT	0.01	0.85	0.01	0.54	0.01	0.72
AST	-0.09	-2.90 ***	-0.13	-4.28 ***	-0.00	-0.05	AST	0.00	1.49	0.00	0.33	0.01	1.50
DET	-0.34	-1.95 *	0.07	0.38	-0.85	-2.79 ***	DET	0.05	1.99 **	0.00	0.08	0.07	2.22 **
NUM	-0.01	-0.89	0.01	0.46	-0.03	-1.75 *	NUM	-0.00	-0.58	-0.00	-1.79 *	-0.00	-0.22
AGE	-0.00	-1.51	-0.00	-0.63	-0.00	-1.11	AGE	0.00	0.55	0.00	0.58	0.00	0.57
FORE	0.25	0.71	0.47	1.20	-0.04	-0.06	FORE	0.01	0.17	0.02	0.73	0.03	0.57
PB	0.03	0.35	-0.04	-0.27	0.12	1.31	PB	0.01	2.12 **	0.00	0.54	0.02	2.29 **
CASH	0.29	0.80	-0.11	-0.46	0.87	1.41	CASH	0.00	0.06	-0.05	-1.64	0.02	0.58
CAUD	-0.03	-0.37	0.08	0.94	-0.14	-1.25	CAUD	-0.01	-1.42	-0.00	-0.58	-0.01	-1.22
TOB	0.12	0.70	0.27	0.96	0.00	0.02	ROA	-0.39	-4.18 ***	-0.51	-5.82 ***	-0.36	-2.87 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		INDU-dummy	Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.13		0.17		0.09		Adj R-squared	0.18		0.23		0.09	
N	300		163		137		N	300		163		137	

RD_3				INT_3									
	全企業		製造業		非製造業			全企業		製造業		非製造業	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value		Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.00	-0.53	-0.00	-0.38	0.00	1.34	C	-0.04	-2.42 **	-0.03	-1.81 *	-0.04	-1.74 *
NCMA	-0.00	-0.56	-0.00	-1.06	0.00	1.96 *	NCMA	-0.00	-1.14	-0.00	-0.98	-0.00	-0.99
NCSE	-0.00	-0.63	-0.00	-0.55	-0.00	-1.57	NCSE	-0.00	-0.29	-0.00	-0.52	-0.00	-0.72
NCFI	0.00	0.03	0.00	0.25	0.00	1.91 *	NCFI	-0.00	-0.91	-0.00	-0.91	0.00	0.35
NCIT	0.01	1.76 *	0.01	0.93	0.00	2.22 **	NCIT	0.00	1.08	-0.00	-0.57	0.01	0.94
AST	0.00	1.07	0.00	1.36	-0.00	-1.14	AST	0.00	2.25 **	0.00	2.49 **	0.00	1.41
DET	-0.00	-1.28	-0.00	-0.61	-0.00	-0.72	DET	-0.00	-0.16	-0.00	-0.50	-0.00	-0.18
NUM	-0.00	-0.63	-0.00	-0.82	-0.00	-0.63	NUM	0.00	1.26	0.00	0.94	0.00	1.21
AGE	-0.00	-2.18 **	-0.00	-2.18 **	-0.00	-0.56	AGE	-0.00	-0.66	-0.00	-0.95	-0.00	-0.11
FORE	-0.00	-0.30	-0.01	-0.87	0.00	1.38	FORE	-0.02	-1.85 *	-0.04	-2.30 **	-0.03	-1.15
PB	-0.00	-0.17	0.00	0.46	-0.00	-0.31	PB	0.00	2.24 **	0.01	2.69 ***	0.00	0.03
CASH	-0.00	-0.49	0.00	0.03	-0.00	-2.12 **	CASH	0.00	0.28	-0.00	-0.52	0.01	0.79
CAUD	0.00	1.15	0.00	1.25	0.00	0.66	CAUD	0.00	0.70	0.00	0.25	0.00	0.67
ROE	-0.08	-1.24	-0.06	-0.93	-0.31	-4.63 ***	TOB	-0.19	-3.81 ***	0.05	0.32	-0.23	-5.31 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		INDU-dummy	Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.05		0.00		0.09		Adj R-squared	0.16		-0.02		0.09	
N	300		163		137		N	300		163		137	

※\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

## 第2章 コーポレートガバナンス・コードと役員報酬の変化

### 1. はじめに

#### (1) 役員報酬とコーポレートガバナンス・コード

株式会社において、株主総会により選任され、経営を委託された取締役等の役員をいかに動機付けるかは、コーポレートガバナンスを考える上で非常に重要な項目である。そして、役員への報酬は、役員の動機付けに重要な影響を与える要素の一つである。

2008年の世界金融危機では、欧米金融機関が役員に対し多額のインセンティブ報酬を提供し、これがハイリスク・ハイリターンな投資行動への傾斜をもたらしたと批判された。一方で、日本では役員へのインセンティブ報酬は相対的に少ないが、そのことが日本企業のリスク回避的な行動につながっているとの批判がなされた。各企業がどのように役員報酬を設計すべきかという点は、それぞれの業態や企業文化、また環境の変化によっても異なりうる難しい問題である。

そのような中、わが国で2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コードでは、一連のガバナンス改革と連動して、役員報酬についても、従来の日本企業に変革を求める内容となっている。更にその後、業績連動報酬の導入を促す税制改正や、役員報酬に関する開示規制の見直しも行われ、変革の動きを後押しするものとなっている。

具体的にコーポレートガバナンス・コードでは、役員報酬について、以下のような規定が設けられている。

#### (原則4-2)

経営陣の報酬については、中長期的な会社の業績や潜在的风险を反映させ、健全な企業家精神の発揮に資するようなインセンティブ付けを行うべきである。

#### (補充原則4-2①)

経営陣の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するよう、中長期的な業績と連動する報酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合を適切に設定すべきである。

#### (補充原則4-10)

上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置することなどにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである。

ここで役員報酬に求められているのは、大きくは役員に対する健全なインセンティブと

しての機能を発揮すること、決定プロセスに独立社外取締役が適切に関与すること、の二点だが、これはいずれも日本企業にとって欧米企業と比較した場合の課題といえよう。

一点目のインセンティブ機能は、報酬体系に関わる問題だが、米国では 1980 年代以降、役員報酬、中でも CEO の報酬は急速に増加し、その大部分はストックオプション等、株主利益に長期的に連動することで、役員に長期インセンティブを与える報酬であった（千原[2020]）。米国の役員報酬が高騰した要因については、様々な分析がなされているが、経営者が脆弱なコーポレートガバナンスを利用して過剰な報酬を得ているという見方もある一方で、近年、経済のグローバル化、デジタル化の進展に伴い、企業固有の能力よりも汎用的な能力に優れる有能な経営者を迎える重要性が高まり、市場競争が激化した結果、役員報酬の上昇につながったとの見方も有力に主張されている（中村[2013]）。いずれにしても、高騰するインセンティブ報酬が、果たして役員に対し適切な動機付けとなっているかは議論があるところであろう。

これに対し、日本では、米国や英国と比較すると、一般的に役員報酬額が小さい上に、固定報酬の割合が高く賞与等の変動報酬の割合は低いと考えられ、大企業 CEO についての 2012 年時点の調査結果でもそのことが明らかとなっている（経済産業省[2014]）【図表 2-1】。第二次大戦後の日本では、役員は内部昇格が大半を占めており<sup>37</sup>、有能な経営者を外部から迎えるという意味での競争が働くことは、近年に至るまで少なかった<sup>38</sup>。従って、役員報酬の水準や体系は、従業員からの連続性を前提に設計されており、固定報酬が中心であるほか、金額も従業員とのバランスに配慮し、一定の上乗せ額にとどめる場合が多くなったと考えられる。更に、役員退任後も相談役、あるいは顧問等の呼称で会社に残り、一定の報酬を得続けるケースも多い<sup>39</sup>。こうした状況は、役員が単年度で過剰な報酬を得る動機も、市場競争による報酬上昇の動機も失わせ、結果として現在の状況につながっていると考えられる。

二点目の報酬決定のプロセスに関わる問題について、欧米では、役員報酬は取締役会で決定されるが、近年では「say on pay」と呼ばれる、役員報酬に関し株主総会での勧告的決議の機会を設けることを義務付ける制度が導入される等、役員報酬の高額化を背景に、プロセスの改善が進められている。

これに対し日本では、役員報酬は定款に定めがなければ株主総会で決定されることとなっている<sup>40</sup>（会社法 361 条 1 項）が、実務上は報酬額の上限を定め、具体的配分や内容（賞与水準や業績連動の割合等）は取締役会に一任することが可能であり、更に特定の取締役に一任することも可能とされている。実際には、報酬上限額を維持する限り新たに株主総会に

---

<sup>37</sup> 日本でも第二次大戦前は、大株主が役員を送りこむケースが多く、また役員報酬に占める賞与の比率も高かった（岡崎・奥野[1993]）とされており、現在の日本企業の特徴は、第二次大戦後に形成されたものといえる。

<sup>38</sup> 近年では、日本でもプロ経営者を招聘する企業も増加しているが、一般的になったとはいえないと思われる。

<sup>39</sup> 2018 年よりコーポレートガバナンス報告書にて、相談役・顧問に関する記載を行うことが可能となり、2018 年 6 月までに 1117 社が開示し、うち 601 社に相談役・顧問が存在していることが明らかとなった。

<sup>40</sup> 指名委員会等設置会社を除く。

付議する必要はなく、取締役会から再一任を受けた社長が、自らも含めた個々の役員報酬額を決定することが多いようである<sup>41</sup>42。

## (2) 問題意識

こうした状況について、日本企業全体で見れば、コーポレートガバナンス・コードの制定を機に、一定の変化が見られている。

まず、報酬体系について、大企業 CEO の報酬を 2012 年と 2017 年で比較すると、この 5 年間でインセンティブ比率の上昇を伴いつつ、報酬総額が上昇していることが分かる【図表 2-1】。もっとも、米国や英国は日本以上に報酬総額が増加しており、彼我の差はむしろ拡大している。また、2010 年 3 月期有価証券報告書から、個人で 1 億円以上の報酬を受け取る役員の名前や金額の開示が義務付けられているが、この開示対象となる人数も年々増加しており、特にコーポレートガバナンス・コードの導入を控えた 2014 年以降、増加のペースが加速している【図表 2-2】。

報酬決定プロセスについても、コーポレートガバナンス・コードの導入と同年に監査等委員会設置会社の制度が創設され、2015 年には 100 社を超える程度であったが、2018 年には 500 社を超える企業が同制度に移行している。監査等委員会設置会社においては、役員報酬の決定は監査役会設置会社と同様、株主総会で決議された報酬総額の範囲内で、取締役会に一任することが可能だが、監査等委員に対し、取締役報酬に関する株主総会での意見陳述権を与えており（会社法 342 条の 2 第 4 項）、当該意見の決定は監査等委員会の職務の一つとされている（会社法 390 条の 2）。指名等委員会設置会社における報酬委員会と比較すると、監査等委員会の役員報酬に対する権限は弱いが、一定のけん制機能の発揮が期待される。

更に、監査役会設置会社や監査等委員会設置会社において、コーポレートガバナンス・コードにも記載された通り、任意で社外取締役を中心とする委員会を設置し、役員報酬の審議を行う会社が増加している。東証によれば、2015 年時点では、法定・任意の両方を含む報酬委員会を設置した会社は東証一部上場の 13%にとどまったが、2018 年時点では 37%、そして 2020 年には 60%を超える水準にまで達している（東京証券取引所[2020]）。こうした任意委員会の設置により、役員報酬の決定プロセスは、少なくとも形式上、社外取締役のチェックが働く形に変化している。

一方で、コーポレートガバナンス・コードへの対応が、ともすれば形式的なものにとどまるケースが多い点には留意が必要である。役員報酬の体系についても、形式面ではインセン

---

<sup>41</sup> 2021 年会社法改正で役員報酬の決定プロセスの開示が求められたことを受け、ウイリス・タワーズワトソン社が行った調査によれば、JPX400 企業のうち時価総額上位 100 社の 5 割超（55%）の会社で、取締役の個別報酬の決定を会長・社長に一任していることが明らかとなった（ウイリス・タワーズワトソン[2021]）。

<sup>42</sup> なお、指名委員会等設置会社では、個々の役員報酬額や内容については報酬委員会で決定することとされており、取締役等に決定を一任することは禁じられている（会社法 409 条）。

タイプを高めた形で報酬を増加させたとしても、具体的な業績指標と報酬額の関係等、詳細の開示は義務付けられていないため、実際にどの程度報酬が増減しうるのかは必ずしも明らかではなく、結果として、多少の業績悪化では、年功要素等によって、かえって役員報酬が増加する体系となっていることも考えられる。また、決定プロセスに任意委員会を関与させるといっても、十分な情報が与えられなければ、社外取締役が報酬の適切性を判断することは難しい。特に任意の報酬委員会は、2019年の調査では、回答した446社の半数以上は、年間開催回数が1～2回にとどまっており（デロイトトーマツグループ[2019]）、会社側の原案を追認するのみとなっている可能性も考えられる。

本論文では、こうした点も踏まえ、コーポレートガバナンス・コードの制定前後で見られた、役員報酬に関する日本企業の変化は、実際に業績と報酬の相関を高め、インセンティブとしての機能を高めるものであったか、また個別企業のコーポレートガバナンス体制の違い、特に社外取締役や監査等委員会設置会社が、役員報酬の変化にどのように影響したか、そして役員報酬の変化は、翌期の業績にどのような影響を及ぼすものであったか、という点を実証分析により確認していく。コーポレートガバナンス・コード制定前後で、役員報酬の変化について分析した先行研究や監査等委員会設置会社と役員報酬の関係を分析した先行研究は少ない。また、近年大きく増加した社外取締役の報酬についても分析を行うことで、本論文の新たな貢献としたい。

## 2. 先行研究

### (1) 役員報酬の業績連動性

こうした問題意識も踏まえて、最初に先行研究を概観する。なお、米国でも多くの先行研究が蓄積されているが、既に述べた通り、日本とは報酬体系も決定プロセスも大きく異なっているため、ここでは日本企業に関する先行研究について述べる。

役員報酬の業績連動性に関する先行研究を見ていくと、まず企業全体の報酬総額を分析対象とした場合、報酬総額や賞与と会計利益（営業利益、純利益等）や時価総額との関係は、全体としてプラスの有意な相関があるとの報告が多い（大森・星野[2004]、乙政[2004・2010]）。但し、報酬と純利益や時価総額との関係を年度ごとに見れば、符号は不安定で決定係数も低く、安定的な関係を見出せない、とする報告もある（中井[2019]）。

次に役員個人報酬を分析対象とした場合、高額納税者データやコンサルタントより入手したデータを元に分析し、報酬増減額とROAや営業利益の増減率の間に正の相関を見出した報告がある（Kato and Kubo[2006]、Mitsudome et al.[2008]）ほか、2009年度より1億円以上の報酬を受領した役員について、新たに有価証券報告書における個別開示が義務付けられたことを受け、2011～12年度の2年連続1億円以上報酬を受けた役員について、報

報酬と正の有意な相関がみられるのは営業利益のみであり、売上高、総資産、従業員1人当たり給与とは有意な相関がなかった、との報告がある（長島・豊田[2015]）。

総じて、役員報酬と会計利益の間には一定の相関関係はあるが、安定的な関係にあるとは言い難い状況であったといえる。これは、日本企業の役員報酬の固定報酬比率は高く、業績に連動する報酬の割合は低かったことを鑑みれば、想定通りの結果ともいえる。

## （2）役員報酬額とガバナンス等の企業属性の関係

次に、ガバナンスを中心とする各企業の属性が、役員報酬額に及ぼす影響に関する先行研究を確認する。

まず、企業全体の報酬総額を分析対象としたものでは、1982～1998年度の製造業118社を対象に役員報酬・賞与の額との関係を分析し、1991年までのバブル前期間では、金融機関持株比率が報酬・賞与とも正の有意な相関、1992年以降のバブル後期間では、役員持株比率が報酬に対し負の有意な相関ありとの報告（大森・星野[2004]）、1991～1995年度の上場製造業を対象に、社内取締役平均報酬との関係を分析し、役員持株比率や10%以上大株主ダミーと正の有意な相関ありとの報告（Sakawa and Watanabel [2006]）、2004～2006年度の東証一部企業を対象に、社内取締役平均報酬・賞与との関係を分析し、機関投資家持株比率やストックオプション導入ダミーは報酬・賞与とも正の有意な相関、役員持株比率は報酬には正の有意な相関だが、賞与には負の有意な相関、委員会設置会社ダミーは報酬・賞与とも負の有意な相関、社外取締役比率は有意な影響はなしとの報告（山本・佐々木[2010]）、2006年東証一部企業を対象に、報酬総額との関係を分析し、社外取締役比率・委員会設置会社ダミーは負の有意な相関、外国人持株比率・社長級役員持株比率・取締役平均年齢は正の有意な相関ありとの報告（三輪[2011]）等がある。更に、直近ではコーポレートガバナンス・コード制定前後の社内取締役1人当たり報酬に対する社外取締役の影響について、2015年時点で社外取締役が1名以下の企業（コンプライシなかった企業）は、コード制定後の報酬水準に有意な影響を与えていないことから、社外取締役は役員報酬水準に影響しないと結論づけている（Bui[2020]）<sup>43</sup>。

なおこれらの報告の中では、報酬額とROA、総資産との正の相関も同時に確認されており、業績や規模との連動性も一定保たれていることを示唆する。

次に、役員個人報酬を分析対象としたものでは、2010～2015年度東証一部企業のうち報酬個別開示を行った役員（1企業に複数開示対象がいる場合は最も高額な役員）を対象に、総報酬額・インセンティブ額（賞与+ストックオプション）との関係を分析し、外国人持株比率・社外取締役比率はインセンティブと正の有意な相関、委員会設置会社ダミーは報酬・

<sup>43</sup> コンプライせず、社外取締役が1名以下しかいない企業について、社内取締役1人当たり報酬の水準がマイナスに有意となれば、社外取締役の選任が役員報酬を増加させることが確認できるが、実証分析の結果有意性は認められなかった（Bui[2020]）。

インセンティブとも負の有意な相関、金融機関持株比率・法人持株比率は報酬と負の有意な相関、ROA とは相関なしとの報告（野地[2016]）、2012 年度東証一部上場企業を対象に、個別報酬開示役員の有無との関係を分析し、外国人持株比率・役員持株比率とは正の有意な相関ありとの報告（三輪[2016]）がある。

総じてみると、外国人持株比率・役員持株比率は報酬に正の影響がある傾向、委員会設置会社（指名等委員会）ダミーは報酬に負の影響がある。社外取締役に関しては、正負両方の報告があり、定まった関係性は見出せない<sup>44</sup>。

### （3）インセンティブ制度とガバナンス等の企業属性の関係

先行研究の中には、賞与やストックオプションなどのインセンティブ制度に着目した分析もいくつか行われている。

いずれも企業全体の報酬を分析対象としたものだが、1991～1995 年度東証一部製造業を対象に、役員賞与比率との関係を分析し、業績（ROA・株式収益率・売上高成長率）とは正の有意な相関、時価簿価比率・ROA 標準偏差・役員持株比率とは負の相関ありとの報告（坂和・渡辺[2009]）、2003～2007 年度東証・JASDAQ 上場企業を対象に、ストックオプションの導入有無との関係を分析し、総資産が大きく、株価変動率・シンプルQ・外国人持株比率が高く、負債比率が低い企業、キャッシュフローに制約がある企業ほど導入しているとの報告（安田・金・長谷川[2011]）、2016～2017 年度上場企業（ストックオプション導入企業除く）を対象に、株式交付信託、譲渡制限付株式の導入有無との関係を分析し、総資産が大きく、株価変動率が高く、負債比率が低い企業ほど導入しているとの報告（小西・齋藤[2020]）がある。

総じてみると、総資産や株価の変動性が大きく、経営者と株主の情報の非対称性が大きいと想定される企業ほど、また負債比率が低く債権者との利害対立が問題になりにくい企業ほど、インセンティブ制度を積極的に活用する傾向がうかがえる。社外取締役比率は、有意な影響は与えていないと考えられる。

### （4）ガバナンスによる報酬と将来業績の関係

また、業績等の影響をコントロールした上でのガバナンスによる報酬変化が、実際に将来の企業業績にプラスの効果を及ぼしているかを検証するため、第一段階で役員報酬とガバナンス変数の関係を分析し、第二段階でガバナンスによって説明される役員報酬（PEC: Predicted Executive Compensation）と事後のパフォーマンスの関係を分析する手法が提示され（Core et al.1999）、日本でもこの手法を踏まえた研究がいくつかなされている。

---

<sup>44</sup> 本論文同様、ガバナンスコード制定前後の時期に焦点を当てた研究が存在することには留意が必要である。

具体的には、1991～1995 年度の上場製造業を対象に分析し、PEC は翌期 ROA に有意ではないがマイナスの影響 (Sakawa and Watanabel [2006])、2004～2006 年度の東証一部企業を対象に分析し、PEC は翌期 ROA に有意にプラスの影響 (山本・佐々木[2010])、2010～2015 年度東証一部企業のうち報酬個別開示を行った役員個人を分析主体とし、PEC は翌期 ROA・ROE に有意にプラスの影響 (野地[2016]) といった報告がなされている。

これまでのところ、ガバナンスによる報酬の変化は、翌期の業績にプラスの影響をもたらすという報告が多いようである。

### 3. 役員報酬に関する理論と仮説

#### (1) 役員報酬に関する理論的説明

米国では、先に述べたように日本とは役員報酬の体系、プロセスとも大きく異なるが、近年の役員報酬の急激な増加に関して、様々な先行研究がなされ、大きく3つの観点からの説明がなされている (中村[2013]、Frydman and Jenter [2010])。

一つ目は、古典的エージェンシー問題の考え方に立つものである。役員と株主は、エージェントとプリンシパルの関係に立っており、プリンシパルがエージェントの行動を完全に監視できないという問題を緩和する手段として役員報酬を位置付ける<sup>45</sup>、伝統的な考え方である。但し、この説だけでは、1980 年代以降の米国の急激な役員報酬の増加を説明することが難しいとされている。

二つ目は、レント獲得説と呼ばれるもので、経営者が、企業の脆弱なコーポレートガバナンスを利用し、自らの高額報酬につなげたほか、ストックオプション等の評価が難しい報酬を経営者が好んで増加させた、とする考え方である。

三つ目は、市場競争説と呼ばれるもので、企業規模の拡大や経営環境の複雑化で有能な経営者に対する需要が増加し、経営者の流動性も高まる中で、より高額な報酬を提示して経営者を獲得しようとする競争が生じ、全体的な報酬増加がもたらされた、とする考え方である。

日本では、コーポレートガバナンス・コード制定前の状況においては、役員報酬におけるインセンティブ割合は小さく、エージェンシー問題の緩和を企図した報酬設計にはなっておらず、同時に報酬総額が小さく、いわゆるレントも小さい<sup>46</sup>。また、経営者はほとんどが内部昇格であり、経営者市場も未発達で競争も少ない。つまり、これら3つの説明はこれまではすべて当てはまらない状況であったといえる。

一方で、コーポレートガバナンス・コードの制定は、日本企業の役員報酬を、少なくとも

---

<sup>45</sup> 他にも、経営者の持株比率を高めること等が考えられる。

<sup>46</sup> 但し、退任後に相談役、顧問として処遇されることに関しては、一定のレントが存在する可能性はあると考えられる。

形の上では欧米企業に近づける効果をもたらしており、これら3つの説明が今後は日本企業にも当てはまりやすくなる可能性がある。即ち、業績連動性の上昇を伴う報酬増加は、役員と株主の間のエージェンシー問題を一定程度緩和する可能性がある。一方で、業績連動性の上昇を伴わない報酬増加は、業績によらず報酬が確保される点で、役員のレント獲得につながっている可能性がある。また、経営者を外部から迎える事例も増加しており、役員獲得をめぐる市場競争が生じやすくなっている可能性があるほか、社外取締役についても、人材獲得競争の中で報酬が増加していく可能性もある。更に、委員会の増加等により、報酬決定プロセスに客観性が求められるようになると、同業他社の報酬体系や水準を参考にする会社が増加すると考えられ、役員の流動性拡大と相まって、報酬水準に市場原理がより反映されやすくなることが考えられる。

## (2) 仮説

こうした役員報酬に関する理論も踏まえつつ、本論文で検証したい仮説を提示する。

既に見た通り、コーポレートガバナンス・コード制定後、CEOの報酬額は増加しており、内訳をみると賞与等のインセンティブ比率も高まっている。CEO以外の社内取締役等についても同様の動きがあるものと考えられる。

一方で、実際に社内取締役の報酬が、どの程度業績に関連して増減しているかは、開示が不十分な中では確認が困難である。エージェンシー問題を緩和するためには、形式的なインセンティブ制度の採用にとどまらず、実際に業績との連動性を高めることで、社内取締役に業績アップへの動機付けを図ることが重要と考えられる。逆に、全体として報酬が増加する中で、業績連動性がかえって低下している場合は、結果として、一連のガバナンス改革に乗じたレント獲得に繋がっている可能性もある。

本分析では、ごく短期間での状況を確認できるとどまり、報酬体系に関する過去からの連続性もあるため、有意性が表れない可能性もあるが、方向性としてどちらの方向に動いているのかを確認することは有意義であると考えられる。

### **仮説1：コーポレートガバナンス・コードの制定前後で比較すると、社内取締役報酬額の業績連動性は高まっている**

次に、コーポレートガバナンス・コードは、プリンシプルベースでの規定となっているほか、コンプライ・オア・エクスプレイン原則が採用されているため、各社が自社の特性に応じてコードを解釈し、適用する必要があるが、会社によって、その解釈や適用は大きく異なり、表面的、形式的な対応にとどまる会社と、実質的に踏み込んだ対応を行う企業との間で大きな差異が生じている。特に役員報酬に関しては、従前は企業トップの専権事項であった場合も多く、出来れば形式的な対応で済ませたいと考える経営者も多いと想像される。

こうした中では、各社のガバナンス状況の違いが、社内取締役の報酬体系変化に差異をもたらしている可能性がある。経営者に対するけん制が相対的に働きやすいガバナンス体制となっている企業では、過剰な報酬を抑制するか、またはインセンティブを適切に活用しながら報酬を増加させて、企業の成長に向けた行動を促すとともに、有能な経営者を市場競争の下で獲得することも容易となる、と考えられる。逆に、経営者に対するけん制が相対的に働きにくいガバナンス体制となっている企業では、固定報酬を中心とした報酬増加が、単なる役員のレント獲得につながる可能性もあると考えられる。

### **仮説2：経営者に対するけん制が働きやすいガバナンス体制となっている企業では、社内取締役の報酬額をインセンティブ報酬比率の上昇を伴って増加させるか、または報酬額を抑制する**

続いて、こうした役員報酬の変化について、これまでは主に社内取締役を念頭に議論してきたが、コーポレートガバナンス・コードの制定を機に、急速に選任が進んだ社外取締役を含む社外役員<sup>47</sup>についても、検討する必要がある。

社外役員への報酬は、選任増加に伴い、企業としての総支給額が増加するのは当然として、社外取締役の候補者不足等を背景とした人材獲得競争により、1人当たり報酬も増加していると考えられる。一方で、これは社内取締役と異なり、インセンティブ報酬の増加を伴うものにはなっていない。社外役員に対してインセンティブ報酬を付与することは、米国企業の事例も踏まえて、企業価値向上への動機付けとして有用との考え方も現れてきている（佐々木[2017]）が、経営に対するけん制機能に悪影響を及ぼすという意見も根強く指摘されており、機関投資家の株主総会における議決権行使基準でも、社外役員のインセンティブ導入には反対が多く、増加には至っていない。

その場合、社外役員の報酬増加が、市場競争によるものか、（企業トップとの親密さを背景とした）レントによるものかを判別することは難しいが、仮説2と同様、各企業のガバナンスの状況が社外役員の報酬体系変化にも影響を及ぼしている可能性がある。その場合、経営者へのけん制が相対的に働きやすいガバナンス体制となっている企業ほど、社外役員報酬を増加させる傾向が確認できれば、これはレントの要素よりも、市場競争の要素が大きいことを示す一つの手がかりになると考えられる。

### **仮説3：コーポレートガバナンス・コード制定後の社外役員の報酬は、経営者に対するけん制が働きやすいガバナンス体制となっている企業を中心に増加している**

最後に、こうした役員報酬体系の変化が、各社の業績向上につながるものかどうかを確認

---

<sup>47</sup> 後述の通り、社外取締役に限定した報酬額は開示されていないため、社外監査役を含む社外役員について分析を行うこととする。

することが重要である。

コーポレートガバナンス・コードでも明確に記載されている通り、役員報酬は、中長期的な企業業績向上へのインセンティブとして機能することが期待されており、その効果の発現には一定の時間を要すると考えられ、短期業績の向上に直ちに結びつくことが期待されているわけではない。更に、過度に短期業績へのインセンティブを高めることは、過剰なリスクに繋がり、中長期的な企業価値を損なうリスクをかえって高める可能性もある。

一方で、先行研究では、ガバナンスによる報酬額の変化が翌期の業績に結び付くか否かを検証したものもある。欧米と異なり、報酬額もインセンティブ比率が低い日本企業の場合、まずはそれらの過少な部分を適切な水準まで引き上げることで、業績への適切なインセンティブにつなげ、株主と経営者のエージェンシー問題を軽減することが期待される場所である。その意味では、報酬体系の変化が、短期業績にどう影響しているか、その程度も含めて確認することには一定の意味があると考えられる。

具体的には、報酬体系の変化として、インセンティブ制度の導入状況が短期業績に与える影響を分析するとともに、先行研究に倣ってガバナンスによる報酬額の変化が短期業績に与える影響を分析する。

#### **仮説4：コーポレートガバナンス・コードによってもたらされた、役員報酬体系の変化や、ガバナンスによる報酬額の変化は、翌期の業績改善にもつながっている**

## 4. データ

### (1) 分析対象

役員報酬の分析は、開示制度に基づいて行われることが通常であるが、日本での役員報酬の開示が初めて義務付けられたのは、2003年、有価証券報告書に「コーポレート・ガバナンスの状況」項目が新設され、役員報酬の内容についての記載が求められたことによる。もっとも、この時点では、詳細に関する定めはなく、各社によって記載内容は様々であった(金融庁[2017])。

その後、2008年の世界金融危機等を背景とする、上場企業のコーポレートガバナンスに対する内外投資家の関心の高まりを受け、2010年より有価証券報告書における開示内容が拡充され、企業単位で役員区分(社内・社外)ごとの報酬総額、報酬種類(基本報酬・賞与・ストックオプション)ごとの総額、対象となる役員員数の開示が求められるようになった。加えて、役員個人報酬の開示については、産業界からの慎重な意見もあったが、2010年より、連結報酬総額1億円以上の役員について、個人報酬総額や種類別の額の開示が求められるようになった。

従って、今日の開示ルールによれば、役員報酬に関しては、企業単位・個人単位のいずれも分析することが可能となっており、先行研究でも両方の事例がある。但し、個人単位の開示は、当年度の受け取り報酬額が1億円を超える役員に限られるため、複数年にわたり継続して開示している対象者について分析を行うと、いわゆる生存バイアスが生じる可能性が高いこと、また分析に当たっては、個人または役位を固定して変化を分析する必要があるが、役位変更等の影響をコントロールすると、サンプル数が限定される等の問題がある。

こうした点を踏まえ、本論文では企業単位の分析を中心にを行い、個人単位の分析は補完的な位置づけとして、補論にて分析を行うこととしたい。

次に、本論文では役員報酬に関するデータ、ガバナンス・財務に関するデータは、全て日経 NEEDS より取得しており、企業単位の分析対象期間は、日経 NEEDS のデータ上、「社内取締役」「社外役員」を区分した形での報酬総額データが取得可能な2013年を起点とし、2016年までの4年間を分析対象期間とする<sup>48</sup>。そして、前半の2013年から2014年をコード制定前、後半の2015年から2016年をコード制定後として分析を行う。

また、具体的な分析対象企業は、対象期間の中間地点である2015年3月末時点で東証一部に上場している会社（銀行・証券・保険除き）で、対象期間内に決算期変更を行っていない会社のうち、報酬等のデータを2013～2016年の間連続して取得出来る955社とする。

## （2）報酬に関する開示データの取り扱い

ここで、役員報酬に関する分析を進めるに当たり、開示の制約<sup>49</sup>から、分析の際留意すべき点を挙げ、分析における取り扱いを定める。

- ① 役員の区分は、有価証券報告書の記載様式では「社内取締役」「社内監査役」「執行役」「社外役員」に分けることが求められているが、社外役員を社外取締役・社外監査役に区分することは求められていない。本論文では、「社内取締役」と「執行役」を合算（以下「社内取締役等」とする）するとともに、「社外役員」（社外取締役、社外監査役の両方を含む）を分析における役員区分として用いることとする。
- ② 報酬総額には「退任慰労金」が含まれているが、これは会社によって、退任による支給時に一度に計上する場合と、在任中の各年に当年度の増加額を計上する場合に分かれており、年度による変化や他社との比較を行うことが難しい。本論文では、報酬総額として、有価証券報告書に記載された報酬総額より退任慰労金を控除した数値を使用することとする。また報酬の種類として、有価証券報告書の記載様式では「退任慰労金」のほか、「基本報酬」「ストックオプション」「賞与」に分けることが求められて

<sup>48</sup> 本論文執筆時点で入手可能な報酬データは2017年度まで存在したが、一期後の業績への影響を分析する必要性、またコード制定前後で期間を一致させるため、2013～2016年の4年間を分析対象とした。

<sup>49</sup> 2019年の有価証券報告書に関する制度改正により、従来の賞与、ストックオプションに代わり、業績連動報酬の金額や指標を開示することが求められたほか、金銭以外の報酬について開示が求められるようになる等、開示内容が一段と充実することとなった。

いるが、これらの定義も明確ではなく、近年増加している株式報酬や業績連動報酬も区分されていない。従って、いわゆるインセンティブ報酬の割合を正確に計算することは難しい。本論文では、概算値ではあるが、「ストックオプション」「賞与」に区分された金額の合計（以下「賞与 SO」とする）を、報酬総額で除したものを、「インセンティブ報酬比率」とする。

- ③ 役員 1 人当たり報酬を計算する際、役員報酬の欄に記載される役員の員数は、期中に役員が入れ替わった場合は 2 人カウントとなるため、役員交代が多かった年度等は員数が大きくなり、その結果単価は小さくなるという問題がある。本論文では、役員一人あたり報酬を計算する際は、役員報酬の欄に記載の員数を用いず、当該年度の株主総会終了時点での役員人数を元に計算することとする。
- ④ 有価証券報告書に記載される数値は、あくまで当期の会計上の費用として計上される金額であるため、例えば過年度に支給された株式報酬の値上がり益等は含まれない等、役員が受ける経済的利益とは一致しない。従って、業績や時価との連動性は、実態と比較して過少に計算される点には注意する必要がある。

以上の取り扱い、本論文において特に断りのない限り同様とする。

### （3）分析対象企業の役員報酬に関する特徴

次に、先ほどの留意点を踏まえて、分析対象となる企業の役員報酬の特徴を見ていく。

まず、分析対象期間の 2013～2016 年度に、翌 2017 年度を加えた 5 年間の報酬総額の推移を確認する【図表 2－3】。

社内取締役等の報酬総額は、企業での総額、1 人当たり報酬とも上昇傾向にある。特に最終年度の 2017 年度の伸びが高くなっている。5 年間の変化率で見ると、1 人当たり報酬の方が高く、先に見た CEO だけでなく、社内取締役等全体で見ても、個々の報酬は増加していることが分かる。賞与 SO については、報酬総額を上回る比率で増加しており、報酬増加の大半は賞与 SO の増加で説明が可能である。結果としてインセンティブ報酬比率は、中央値ベースで 7%から 15%にほぼ倍増している。

社外役員の報酬は、コーポレートガバナンス・コードにより社外取締役の 2 名以上選任が求められ、人数が大幅に増加していることを背景に、企業での総額は大きく上昇している。同時に 1 人当たり報酬も着実に増加しており、社内取締役と 5 年間の変化率を比較すると、より全体の傾向を示す中央値ベースでは、社内取締役の 12.2%増加を上回る、18.3%の増加となっている。

参考までに従業員の報酬についても記載しているが、企業での総額、1 人当たり報酬とも 5%程度の増加にとどまり、役員よりも相対的に低い変化率にとどまっている。従業員の報酬は、生活給の側面が強く、役員よりも業績連動性が低いのは一般的と考えられるが、デフレ脱却に向けた「官製賃上げ」の動きがある中でも、従業員の報酬の上昇は抑制されており、

従業員と役員の格差<sup>50</sup>は拡大傾向にある。

次に、同一企業において、社内取締役等の報酬が、会計上の利益（営業利益・経常利益・当期純利益）とどの程度相関があるのかを確認する。具体的には、2015年度はCGコード導入直後の端境期に当たるため、前半を2013～2015年度、後半を2015～2017年度に区分（2015年度は重複）した上で、各企業ごとに相関係数を算出し、その平均値や中央値を比較する【図表2-4】。

結果は、企業での報酬総額について、報酬年度と同年度（T期）の営業利益、経常利益、当期純利益との相関の差異は、いずれも中央値で見てわずかにプラスとなっている。前年度（T-1期）の会計上の利益との相関の差異は、中央値・平均値いずれもマイナスとなっている。こうした結果は、当年度業績が賞与等を通じて一定役員報酬に反映されるようになったこと、一方でコード制定後に大幅に会計上の利益との連動性が高まったわけではないことを示すものといえる。1人当たり報酬で見た場合も、報酬年度と同年度（T期）の経常利益、当期純利益との相関の差異は、いずれも中央値で見てわずかにプラスとなっており、企業総額とほぼ同様の結果となっている。

最後に、1人当たり報酬およびインセンティブ報酬比率の2014年度・2017年度の分布状況を確認する【図表2-5】。1人当たり報酬は、2014年度・2017年度とも、2000万～3000万円台が最も多くなっているが、2017年度の方が全体的に増加していることが分かる。一方、インセンティブ報酬比率は、若干の増加は見られる一方で、2014年度・2017年度とも、0.5%未満に多くの企業が集まっており、その大層は0%となっている。これは、先ほども述べた通り、有価証券報告書で記載が求められるのが「賞与」「ストックオプション」のみであり、業績連動報酬は必ずしもこれらに含まれてはいないことによると考えられ、分析に際して留意が必要である。

## 5. 計量モデル

### （1）社内取締役等報酬の決定要因

続いて、仮説を検証するための実証分析のモデルを示す。

まず、仮説1・2の検証に際し、社内取締役等報酬の決定要因を分析する。具体的には、被説明変数を社内取締役等報酬額（報酬全体、賞与SOそれぞれについて、企業での総額・1人当たり報酬額の両方を分析する）、説明変数を業績関連変数やガバナンス関連変数とする回帰分析モデルを構築し、①CGコードの前後の期間を含む2013～2016年度の4年間のパネル分析を行うのに加え、②CGコード前の2013～2014年度の2年間のパネル分析、③

---

<sup>50</sup> 経営トップの報酬と従業員平均の報酬の格差（比率）は、ペイレシオと呼ばれ、米国では2018年から開示が求められるようになった。

CGコード後の2015～2016年度の2年間のパネル分析を行い、②③の変化を確認することとする。

ここで、業績関連の説明変数については、先行研究を踏まえ、以下の4項目とする。仮説1を検証するためには、ROAや売上高成長率と役員報酬の連動性がコード導入前後でどう変化したのかを確認する必要がある。数値は全て報酬年度の前年度を用い、それぞれ期待される効果は以下の通りである。

- ・総資産：企業規模が大きくなるほど、役員報酬額は増加すると考えられ、先行研究の結果も同様となっている（Sakawa and Watanabel[2006]）。
- ・負債比率：比率が高まり債権者の力が相対的に強くなると、インセンティブ報酬の必要性は低下すると考えられる。その結果、報酬額も抑制される可能性がある。先行研究では、インセンティブ報酬制度の導入が抑制されるとの結果が報告されている（安田・金・長谷川[2011]、小西・齋藤[2020]）が、報酬額については報告がない。
- ・ROA：業績に応じて報酬額が設定されているかどうかを示す指標となり、一般的にはROAが高いほど報酬額も増加すると考えられる。先行研究でも、概ね同様の結果となっている（Sakawa and Watanabel[2006]、三輪[2011]）。
- ・売上高成長率：ROAと同様に、業績に応じて報酬額が設定されているかどうかを示す指標となり、一般的には売上高成長率が高いほど報酬額も増加すると考えられる。先行研究でも、同様の結果を示す報告がある（Sakawa and Watanabel[2006]）。

次に、ガバナンス関連の説明変数については、先行研究も踏まえて、以下の7項目とする。仮説2は、経営者へのけん制の働きやすさの高低と、報酬変化の関係が見いだせるかがポイントとなる。数値は、持株比率関係は報酬年度の前年度末時点、取締役体制関係は報酬年度の株主総会終了時点を用い、それぞれ期待される効果は以下の通りである。

- ・外国人持株比率：欧米の役員報酬体系に近づけるべく、業績連動比率を高め、報酬額を増加させる方向への働きかけが期待される。日本での先行研究でも、比率が高い会社ほど役員報酬は増加するとの結果が示されている（三輪[2011・2016]、野地[2016]）。
- ・金融機関持株比率：かつては安定株主として経営に口出ししない傾向が強かったと考えられるが、最近はスチュワードシップが意識されるようになり、生保や信託の行動が変化している可能性もある。先行研究では、モニタリングが強化され業績連動報酬を増加される必要性が低いことから、比率の高い会社ほど役員報酬は減少するとの結果が示されている（野地[2016]）。
- ・役員持株比率：比率が高いほど株主との利益相反は少なくなるため、インセンティブの必要性は低下すると考えられる一方、経営者に対するけん制機能が低下するため、レント獲得が容易となり、報酬総額は増加するとも考えられ、先行研究ではこれらを支持する結果が示されている（Sakawa and Watanabel[2006]、山本・佐々木[2010]）。
- ・取締役人数（社内・社外合計）：ガバナンスの効率性を示す指標であり、人数が増加すると企業総額はこれに伴って上昇するが、1人当たりの報酬額は横ばいまたは減少す

ることが多いと考えられる。一種のコントロール変数としての役割も期待される。

- ・社外取締役比率：社外取締役には、役員報酬に対するけん制機能を発揮し、中長期インセンティブを適切に高めるとともに、レントとしての役員報酬には厳しい姿勢で臨むことも期待される。先行研究では、報酬総額を有意に引き下げるとの報告がある（三輪[2010]）一方で、有意性はないとの報告もある（Sakawa and Watanabel[2006]、山本・佐々木[2010]、野地[2016]）。
- ・指名委員会設置会社フラグ：法定の指名委員会等を設置した会社は「1」、それ以外の会社は「0」を取るダミー変数とする。指名委員会等設置会社では、モニタリング型の取締役体制の構築が求められ、取締役の人数が抑えられるのに加え、役員報酬も報酬委員会で決定する等、経営者へのけん制が強く働くため、企業総額、一人当たり報酬額とも抑制されると考えられる。先行研究でも同様の結果となっている（山本・佐々木[2010]、三輪[2011]、野地[2016]）。
- ・監査委員会設置会社フラグ：法定の監査等委員会を設置した会社は「1」、それ以外の会社は「0」を取るダミー変数とする。監査委員会の役員報酬に対する権限は相対的に弱い、けん制機能が一定強化されていることから、インセンティブは増加、報酬総額は抑制されると考えられる。なお先行研究で分析された事例は確認できなかった。

なお、分析に用いるガバナンス変数の多くは、時系列での変化が小さく、効果が生じる時期の特定が難しいため、固定効果モデルではガバナンス変数の効果が過少に推計される可能性がある。特に、本研究では全体で4年、コード制定前後で2年とデータ期間も限られることから、先行研究（山本・佐々木[2010]）も踏まえ、年度ダミー、業種ダミーを用いたOLS分析により推計を行うこととする。

$$\text{社内取締役等報酬} = \alpha + \beta 1 \text{ (ガバナンス変数)} + \beta 2 \text{ (業績等コントロール変数)} \\ + \beta 3 \text{ (年度ダミー)} + \beta 4 \text{ (業種ダミー)} + \varepsilon$$

## (2) インセンティブ制度の導入要因

次に、業績連動報酬、ストックオプションといったインセンティブ制度の導入、あるいはインセンティブ報酬比率の水準に関する決定要因を分析する。

具体的には、被説明変数をインセンティブ制度導入の有無、またはインセンティブ報酬比率とし、説明変数をガバナンス関連変数や業績関連変数とするモデルを構築し、(1) 役員報酬と同様、2013~2016年度の4年間の分析に加え、コード制定前後の2年間の分析結果を比較する。なおインセンティブ制度導入の有無に関してはロジット分析、インセンティブ報酬比率に関してはトービット分析を用いる。

また、説明変数は、基本的には役員報酬の分析と同じだが、業績関連変数にROAの5年標準偏差を追加している。先行研究では、会社業績の変動性が高いほど、エージェンシーコ

ストを抑制するため、株式報酬を導入する可能性が高まる一方で、賞与比率は抑制されるとの報告がある。

$$\text{インセンティブ有無・比率} = \alpha + \beta 1 (\text{ガバナンス変数}) + \beta 2 (\text{業績等コントロール変数}) + \beta 3 (\text{年度ダミー}) + \beta 4 (\text{業種ダミー}) + \varepsilon$$

### (3) 社外役員報酬の決定要因

次に、社外役員報酬の決定要因を分析する。基本的には社内取締役等報酬の決定要因と同様のモデルを用い、両者を比較する。なお、社外役員に賞与やストックオプションを支給する事例は少ないため、本論文では分析の対象外とする。

$$\text{社外役員報酬} = \alpha + \beta 1 (\text{ガバナンス変数}) + \beta 2 (\text{業績等コントロール変数}) + \beta 3 (\text{年度ダミー}) + \beta 4 (\text{業種ダミー}) + \varepsilon$$

### (4) 翌期業績への影響

最後に、報酬体系の変化が、翌期業績にどのような影響を及ぼしているかを分析する。本論文では、2つのモデルを用いて、異なる視点から検証することとしたい。

一点目は、ガバナンスコードによる報酬体系の変化を示す代表的な指標である、インセンティブ制度の導入等が、翌期業績に影響を及ぼすかどうかを確認する。

具体的には、被説明変数は報酬年度翌期のROA(水準そのものではなく前期比の増減幅)とし<sup>51</sup>、説明変数は、社内取締役等に関するインセンティブ制度に関する指標として、①業績連動報酬採用フラグ②ストックオプション採用フラグ③インセンティブ報酬比率に加え、④1人当たり報酬も加えパネル分析を行う。コントロール変数には、報酬年度翌期の総資産、負債比率、売上高成長率、ROAの5年標準偏差のほか、平均回帰性を考慮し、報酬年度のROAを用いる。なお、前述の5(1)モデルと同様に、固定効果モデルは用いず、年度ダミー、業種ダミーを加えたOLS分析により推計を行う。

$$\text{ROA(翌期差分)} = \alpha + \beta 1 (\text{インセンティブ制度関係変数}) + \beta 2 (\text{コントロール変数}) + \beta 3 (\text{年度ダミー}) + \beta 4 (\text{業種ダミー}) + \varepsilon$$

二点目は、先行研究で用いられた、ガバナンスにより説明される社内取締役等への報酬

---

<sup>51</sup> ROAの水準そのものは、過年度の水準にも影響を受けるため、これを通じてインセンティブ報酬比率にも影響を与えている可能性があるため、報酬年度のROAをコントロール変数としつつ、翌期のROAとの増減幅を被説明変数に用いることとした。

(PEC) が、翌期業績にどのような影響を及ぼしているかを分析する手法を用いる。具体的には、被説明変数を1期後のROAとし、説明変数をPECおよびコントロール変数とする回帰分析モデルを構築する。

ここでPECは、ガバナンス関連の各変数に、前述の5(1)のモデルのうち、社内取締役等の1人当たり報酬の回帰分析(第一段階の回帰)により得られた係数を掛けて算出される。先行研究(山本・佐々木[2010])では、PECを外部ガバナンス、内部ガバナンスに区分しており、本論文もこれに倣って、外部ガバナンスを持株比率に関する項目(外国人持株比率、金融機関持株比率、役員持株比率)、内部ガバナンスを取締役等の体制に関する項目(社外取締役比率、取締役人数、指名・監査委員会設置会社有無)に区分する。これによって、どのような要因による役員報酬の増加が、翌期業績に影響を及ぼしているかを確認する。

コントロール変数には、先行研究に従い、第一段階の回帰で用いた変数は用いず、直近5年間のROA標準偏差を用いる。なお、前述の5(1)モデルと同様に、固定効果モデルは用いず、年度ダミー、業種ダミーを加えたOLS分析により推計を行う。

$$\text{翌期業績 (翌期 ROA)} = \alpha + \beta 1 (\text{外部 PEC}) + \beta 2 (\text{内部 PEC}) + \beta 3 (\text{コントロール変数}) + \beta 3 (\text{年度ダミー}) + \beta 4 (\text{業種ダミー}) + \varepsilon$$

以上、仮説を検証するための3つのモデルを示したが、モデルに用いる各変数の定義を整理【図表2-6】した上で、基礎統計量【図表2-7】、相関分析【図表2-8】、また対象企業の業種分布【図表2-9】を示しておく。

業種分布については、社内取締役等の報酬に係る状況も示している。これによると、1人当たり報酬は、元々製造業の方が非製造業より高く、分析対象期間でその格差は拡大する傾向にある。これに対しインセンティブ報酬比率は、元々製造業の方が高かったが、分析対象期間では製造業・非製造業ともに同程度上昇しており、その格差は概ね変化はないが、業種によって、食品・不動産等は大幅に増加したのに対し、エネルギー・小売等は横ばいが減少となっており、格差が大きくなっている。インセンティブ報酬比率が低い、エネルギー、自動車、小売等の業種は、業績連動報酬を採用している比率が高くなっており、定義上インセンティブ報酬に含めていない制度(賞与・ストックオプション以外)が存在する可能性と考えられる。

なお、データは全て日経NEEDSより取得しており、各変数について上下1%を超える外れ値については、上下1%の値に置き換える処理を行っている<sup>52</sup>。

---

<sup>52</sup> 相関係数の絶対値が0.8を超える項目は、多重共線性の問題を避けるため同一の回帰式内に含めないこととしている。

## 6. 分析結果と考察

### (1) 仮説1：役員報酬の業績連動性

それでは、構築したモデルに基づいた分析結果を確認しながら、仮説を検証する。

まず、仮説1の業績連動性を確認する。先に示した通り、相関係数の分析【図表2-4】では、役員報酬と会計上の利益（営業利益、経常利益、当期純利益）との相関は、コード制定前後で比較してわずかに上昇していることが確認されている。

ここでは、社内取締役等の報酬が、分析対象企業のROAや売上高成長率に関連して決定されているかどうかを検証する。

社内取締役等の報酬の決定要因の分析結果【図表2-10】を見ると、報酬全体については、売上高成長率は有意性はないものの、係数はマイナスとなっているのに対し、ROAは企業での総額、1人当たり報酬ともに、有意にプラスの相関があることが示されており、ROAの高い企業ほど、また同一企業でもROAが高い年度ほど、役員報酬が高いという意味で、業績に連動性を有していることが分かった。一方で、コード制定前後で比較すると、ROAに対する有意性は変わらないものの、係数は若干低下しており、少なくともコード制定によって、ROAとの関連度合が上昇した、ということは確認できなかった。

賞与SOについては、全期間で見ると報酬全体とほぼ同様の結果となっており、ROAと有意にプラスの相関があることが示されたが、コード制定前後で比較すると、報酬全体と異なり、企業での総額、1人当たり報酬ともにコード制定後の方が大きくなっている。コード制定後、賞与SOの比率が高まったことが、全体としての業績連動性向上に結び付いたと考えられる。

なお、その他の業績関連変数の影響を確認すると、総資産については、報酬全体、賞与SOとも、1%有意水準でプラスとなっており、先行研究同様の結果が確認できる。一方で、負債比率については、報酬全体、賞与SOとも有意水準は様々だがマイナスとなっており、こちらも先行研究同様の結果となっている。

以上、賞与SOについては業績連動性が向上したものの、報酬全体については横ばいにとどまったため、仮説1は正しいことを確認することは出来なかった。ガバナンスコードによる報酬体系の変化が、実際にエージェンシー問題を軽減する効果をもたらすか、レント獲得につながるかを検証するには、もう少し長期の分析が必要と考えられる。

### (2) 仮説2：役員報酬とガバナンスの関連性

続いて、仮説2のガバナンスの状況の違いが役員報酬の変化に及ぼす影響について、社内取締役等の報酬の決定要因の分析結果【図表2-10】に加え、インセンティブ制度の導入要因の分析結果【図表2-11】も併せて確認しながら、検証していくこととする。

まず、株主構成を通じたガバナンスの状況が与える影響について見ていく。

外国人持株比率は、報酬全体に対しては、企業での総額、1人当たり報酬ともに1%有意水準でプラスとなっている。コード制定前後での変化も殆ど見られず、安定した関係となっている。賞与SOに対しても、同様に企業での総額、1人当たり報酬ともに1%有意水準でプラスとなっており、コード制定後は若干係数は低下しているものの、大きな変化はない。これらの結果として、インセンティブ報酬比率も1%有意水準でプラスとなっている。更に、業績連動報酬やストックオプション制度の導入について、コード制定前は有意性がないが、制定後は有意に導入を促進する効果も確認できる。これらの結果から、外国人持株比率の増加は、先行研究や事前の想定通り、単なるレントとしての報酬増加ではなく、エージェンシー問題を軽減するためのインセンティブ比率の上昇を伴った報酬体系への変化を促進している可能性が高い、と考えられる。

金融機関持株比率は、報酬全体に対して、企業での総額は5%有意水準でプラスとなっているが、1人当たり報酬は有意性はないものの、マイナスとなっている。賞与SOに対しても同様の傾向にあり、1人当たり報酬は10%有意水準でマイナスとなっている。コード制定後は、これらの影響がいずれも若干弱まっている。インセンティブ比率について有意な変化はないが、業績連動報酬制度の導入に対しては、分析期間全体で1%有意であり、コード制定後、更に有意性を高めている。これらの結果から、金融機関持株比率の増加は、報酬総額を増加させるものの、社内取締役等の増加を通じて1人当たり報酬を減少させるため、必ずしも役員インセンティブの実質的な向上にはつながっていない可能性がある。

役員持株比率は、報酬全体に対しては、企業での総額、1人当たり報酬とも1%有意水準でプラスとなっており、コード制定後、係数も有意性も上昇している。これに対し、賞与SOに対しては、企業での総額は1%有意水準でマイナス、1人当たり報酬も有意性はないがマイナスであり、コード制定後も同様の傾向が続いている。結果として、インセンティブ報酬比率は1%有意水準でマイナスであり、その他のインセンティブ制度の導入に対しても有意性はない。これらの結果から、役員持株比率の増加は、先行研究や事前の想定通り、報酬総額にはプラス、インセンティブ比率にはマイナスに働いており、今回のコーポレートガバナンス・コードの趣旨には必ずしも当てはまらない形で、レントとしての報酬増加を促進している可能性がある。

次に、社外取締役比率は、報酬全体に対しては、企業での総額は1%有意水準でマイナスなのに対し、1人当たり報酬は1%有意水準でプラスとなっており、コード制定後、その傾向は更に強まっている。賞与SOに対しては、1人当たり報酬のみ1%有意水準でプラスとなり、コード制定後、大きく係数を上昇させている。結果として、インセンティブ報酬比率は増加している。これらの結果から、社外取締役比率の増加は、事前の想定通り、エージェンシー問題を軽減するインセンティブ報酬比率の上昇を促進するだけでなく、同時に取締役の人数減少による経営体制の効率化により、企業での総額の軽減をも促進していると考えられる。この結果は、同じくコード制定前後の報酬に関する先行研究(Bui[2020])とは

異なるように見えるが、先行研究は TOPIX500 企業をベースに社外取締役 1 名以下企業が有意に報酬を減少させたかを検証したものであり<sup>53</sup>、本論文とは分析対象も視点も異なる（先行研究は、社外取締役比率に着目したものではない）ことを踏まえると、整合性に問題はないと考える。

指名委員会等設置会社フラグは、報酬全体に対しては、企業での総額は 1% 有意水準でプラスなのに対し、1 人当たり報酬は 1% 有意水準でマイナスとなっており、コード制定後、ややその傾向が強まっている。賞与 SO に対しても、同じように企業での総額は 1% 有意水準でプラスだが、1 人当たり報酬は有意ではないがマイナスとなっている。インセンティブ報酬比率は 1% 有意水準でプラスとなっている。これらの結果から、指名委員会等設置会社は、事前の想定や先行研究と同様、1 人当たり報酬は減少しているが、一方で報酬総額が増加している。事業拡大に伴い執行役人数を増やす等の影響が出ている可能性があるが、インセンティブの向上につながっているかは疑問もある。

監査等委員会設置会社フラグは、コード制定と同時期に開始された制度であるが、報酬全体に対しては、企業での総額で 5% 有意水準でマイナス、1 人当たり報酬でも 10% 有意水準でマイナスとなっている。賞与 SO に有意な変化はなく、結果としてインセンティブ報酬比率は 10% 有意水準で上昇している。これらの結果から、監査等委員会設置会社は、事前の想定通り、報酬総額を一定抑制する一方で、インセンティブ報酬比率は上昇させている。

総じてみると、経営者へのけん制が相対的に働きやすいガバナンスの状況となっている会社のうち、外国人持株比率の高い会社、社外取締役比率の高い会社は、インセンティブ報酬比率を高めつつ、1 人当たり報酬を高めており、コーポレートガバナンス・コード制定の趣旨であるインセンティブ機能を高める形で報酬体系を変化させている。また、指名委員会等、および監査等委員会設置会社は、インセンティブ報酬比率を高める一方で、1 人当たり報酬は低下している。これは、従前の過剰なレントの削減によりもたらされたものか、成長に向けた積極的な行動の抑制や人材の流出を通じた縮小均衡につながりうるものなのかは、現段階で判断することは難しく、より中長期的に状況を確認する必要がある。

以上から、仮説 2 は正しいことが確認された。

### （3）仮説 3：社外役員報酬とガバナンスの関連性

続いて、ガバナンスの状況の違いが社外役員報酬に及ぼす影響について、社外役員の報酬の決定要因の分析結果【図表 2-12】を確認する。

外国人持株比率は、企業での総額、1 人当たり報酬とも 1% 有意水準でプラスであり、コード制定前後で変化はない。金融機関持株比率、社外取締役比率は、いずれも企業での総額、1 人当たり報酬とも有意にプラスとなっているが、コード制定前後の 1 人当たり報酬を比

---

<sup>53</sup> 結果は有意性は示されなかったが、符号はマイナスとなった。

較すると、金融機関持株比率は係数が低下しているのに対し、社外取締役比率は係数が上昇している。また、委員会設置会社は、社内取締役等と異なり、企業での総額には有意にマイナスだが1人当たり報酬は有意にプラスとなっている。一方で、役員持株比率は、有意性はないが企業での総額、1人当たり報酬ともマイナスとなり、社内取締役等と異なる結果となっている。

報酬総額は、社外役員人数増加の影響を強く受けることを踏まえると、市場競争の中で人材獲得に対するスタンスは、1人当たり報酬に表れると考えられるが、これを増加させるのは、外国人持株比率、社外取締役比率、委員会設置会社等、経営者へのけん制が相対的に働きやすいガバナンスの状況となっている会社であることが確認できる。

なお、業績連動性を見ると、ROAは1%有意水準でプラス、特にコード制定後は係数、有意性とも大きく上昇しており、業績好調の会社ほど積極的に報酬を増やし、社外役員の人材獲得競争に対応しようとしている。

以上から、経営者へのけん制が働きやすい企業ほど報酬はプラスとなっており、仮説3は正しいことが確認された。社外取締役の報酬について、単なるレントではなく市場競争を反映した報酬増の可能性が示されたといえる。

#### (4) 仮説4：翌期業績への影響

最後に、報酬体系の変化が翌期業績にどう影響するかを確認する。

まず、社内取締役等のインセンティブ制度の状況と、翌期ROA増加幅の関係についての分析結果【図表2-13】を確認する。

業績連動報酬制度は、コード制定前は有意性がなかったのに対し、コード制定後は10%有意水準だが、プラスの相関が確認され、係数も大きくなった。業績連動報酬を導入する企業が分析対象企業に占める割合は、2014年度では25%程度(236社)であったが、2016年度には38%(363社)まで増加している。業績連動報酬の内容は不明確ではあるが、コード制定後に導入が加速しており、これが翌期業績にも一定程度プラスの影響を与えている。

これに対し、ストックオプション制度は、コード制定前は10%有意水準でプラスの相関があったが、コード制定後には有意性が失われた。この間、ストックオプション制度を導入する企業が分析対象企業に占める割合は、2014年度の28%(268社)から、2016年度は27%(258社)とほぼ横ばいとなっている。ストックオプション制度は、株価が権利行使価格を下回る水準で推移する場合、インセンティブとしての機能が失われることが問題とされていたが、コード制定後、日本の株価水準が踊り場を迎えたことで、この問題が顕在した可能性もあるのではないかと思われる。

インセンティブ報酬比率は、全期間、およびコード導入の前後の期間を通じて、有意性は確認できなかった。本指標は賞与とストックオプションの実績値を基に計算しているが、本来は平均的な業績時における業績連動報酬の割合を用いるべきと考えられるところ、開示

上の問題から代替としてこのような計算を行っているため、そのことが有意性が明確に確認できなかった理由に挙げられるかもしれない。今後、報酬方針の開示の中で、業績連動報酬の割合に関する開示が進むことに期待したい。尤も、コード導入後の期間を見ると、有意性はないものの符号はプラスに転じており、インセンティブの割合を高めることが翌期以降の業績につながるケースも増えていると考えられる。

なお、1人当たり報酬の水準は、中長期的には役員の変える可能性があるが、翌期 ROA との関係では、コード導入前後とも、特段有意な影響は及ぼさないようである。

次に、ガバナンスにより説明される1人当たり社内取締役等報酬の変化と、翌期 ROA の関係についての分析結果【図表2-14】を確認する。

全企業で見ると、PEC はコード制定前後を通じて、翌期 ROA に有意にプラスの影響を及ぼしているが、コード制定後は若干係数が低下している。次に、外部ガバナンス PEC・内部ガバナンス PEC に区分した分析結果を見ると、外部ガバナンス PEC はコード制定前後を通じて、有意なプラスの影響を維持しており、係数も高いのに対し、内部ガバナンス PEC はコード制定前にあった有意性が失われ、係数もほぼゼロとなっている。先行研究(山本・佐々木[2010])では、外部ガバナンスほどではないが内部ガバナンスも翌期 ROA との間で有意なプラス相関があったことを踏まえれば、コード制定後に状況が変化したと考えることが出来る。

仮説2・3の中で既に確認した通り、外部ガバナンス PEC 関連の項目についてコード制定前後で比較すると、外国人持株比率が高いほど、業績連動報酬の導入が進んだり、役員持株比率が高いほど1人当たり報酬が増加する等の変化が確認されたが、これらの変化があっても引き続き業績との有意なプラスの相関は保たれている。これに対し、内部ガバナンス PEC 関連の項目についてコード制定前後で比較すると、委員会設置会社ほどストックオプション制度の導入が進んだり、社外取締役比率が高いほど1人当たり報酬やインセンティブ報酬比率が増加する等の変化が確認されたが、これらの変化がかえってコード制定前の翌期業績とのプラスの相関を失わせたと考えられる。

なお、参考までに業種別に見ると、製造業・非製造業ともにほぼ全企業と同様の結果となったが、内部ガバナンス PEC について、製造業ではコード制定前から有意性がなかったのに対し、非製造業ではコード制定前にはプラスの有意性があったが、制定後には失われている。

これらの結果を総合すると、業績連動報酬制度の導入や、ガバナンスによる報酬の増加、中でも外部ガバナンスによる報酬の増加は、コード制定後の環境変化の中で、全体としては翌期業績にプラスの影響を及ぼしていることが確認できる。短期業績への影響は、本来ガバナンスコードが期待する効果とはやや異なるものの、報酬体系の変化が業績の上昇に結び付いていることは日本企業にとって重要な変化といえる。一方で、ストックオプション制度の導入や、内部ガバナンスによる報酬変化については、コード制定前にあった翌期業績との有意な関係が失われたことも確認されており、一律的なインセンティブ制度の導入や報酬

増加は、必ずしも適切とはいえない（場合によっては、やや行き過ぎていた可能性もある）と考えられる。

よって、仮説4は全体としては正しいことが確認された。

## 7. 補論

### （1）役員個人報酬に関する分析対象・計量モデル

補論では、連続して1億円以上の報酬を得ている役員個人、即ち経営トップ個人の報酬決定要因について分析を行い、企業単位での分析結果との整合性を確認する。

まず、分析対象については、企業単位での分析対象企業955社の中で、2013～2017年度の5年間、連続して1億円以上の報酬を得て、個別報酬額が開示されている役員を対象とする。

但し、特定企業の影響が強くなるように、先行研究を踏まえて、対象役員は一企業につき一名とし、同一企業で複数の対象者がいる場合は、より高い役位の役員に限定する。また、5年間に役位変更があった場合は、当該役位変更が報酬額の変化に影響を及ぼすため、対象から除外した（但し、会長・社長の役位変更は、特にオーナー系企業では報酬額の増減なく行われている場合も多いため、除外しない）。

この結果、分析対象は62名（62社）となる。分析対象者は、全員会長または社長（またはその兼務）となった。また、分析対象者の自社株所有比率（5年間の平均）を見ると、1%以上は22名、3%以上は8名であり、必ずしも企業オーナーが大層を占めているわけではない。

分析モデルは、企業単位と同様だが、役員全体の持株比率に代わり、分析対象となる役員個人の持株比率を説明変数に採用している。

なお、役員個人報酬分析の対象となる62名の報酬額の推移を確認する【図表2-15】。報酬総額、賞与SOとも、企業単位で見た場合と同様、5年間で大きく上昇しており、報酬総額の増加の大半は賞与SOの増加によるものとなっている。また、賞与SOの比率が中央値ベースで40%と、企業単位と比較してかなり高くなっていることが特徴といえる。

参考までに、基礎統計量、業種分布、相関係数も示しておく【図表2-16】。

### （2）役員個人報酬に関する分析結果

分析結果【図表2-17】を見ると、外国人持株比率が報酬総額に1%有意水準でプラスとなっており、企業単位の分析と同様に経営トップの報酬も増加させるという結果を示しているが、コード制定後は若干係数を低下させている。金融機関持株比率は報酬総額に1%有意水準でマイナスとなっており、経営トップの報酬に対しては、強いけん制効果を発揮す

ることが読み取れる。一方で、社外取締役比率や委員会設置会社フラグは有意な相関はなく、経営トップに対する直接的なけん制効果は発揮されていないが、コード制定後は、マイナスの係数を若干上昇させており、けん制機能が徐々に高まっている可能性がある。また、取締役人数は1%有意水準でプラスとなっており、取締役体制の効率化が進んでいない企業では、経営トップの報酬が過剰となっている可能性がある。

一方で、賞与SOについては、有意性は認められなかった。経営トップは従前より、役員全体と比較して高いインセンティブ報酬比率となっており、持株比率も高いことから、これを更に引き上げる動機に乏しかった面もあるが、インセンティブ報酬比率を高めつつ報酬総額を引き上げようとするコード制定の趣旨とは一致しないと考えられる。

但し、ROAとの連動性は、報酬総額については有意性はないもののマイナスであったが、賞与SOについてはコード制定後大幅に高まっており、実際の業績を反映した実質的な内容に変化していると考えられる。

総じて見れば、経営トップの報酬は、インセンティブ比率の更なる増加等、コード制定の趣旨を踏まえた変化が見られるとは言えない状況にあるが、有意性はないものの変化の兆しも見えてきており、今後状況が変化していく可能性があるだろう。

## 8. さいごに

### (1) 研究の意義

本論文では、コーポレートガバナンス・コード制定前後での、役員報酬の変化について、業績連動性やガバナンス体制との関連で分析を行った。

その結果、全体としては、業績連動性が具体的に高まっていることは確認できなかったものの、インセンティブ報酬比率の上昇を伴った報酬増加の流れが続いており、コードの趣旨に沿った変化が確認できた。また、社外取締役の報酬も増加しているが、これらの変化は、いずれも外国人持株比率や社外取締役比率の高い、経営者へのけん制機能が相対的に働きやすい会社を中心になっていることも確認できた。その意味では、足元の報酬体系の変化は、単なる過剰なレント獲得ではなく、エージェンシー問題の軽減や市場競争への対応によるもので、プラス評価につながりうると考えることもできよう。

また、業績連動報酬制度の導入や、外部ガバナンスによる1人当たり報酬の増加は、翌期業績にも有意にプラスの影響を与えているが、ストックオプション制度の導入や内部ガバナンスによる1人当たり報酬の増加は、コード制定後に翌期業績への有意な関係が失われたことも確認できた。報酬体系の変化の影響は、中長期的に見ていく必要があるものの、欧米企業との対比で、一律に報酬増加、インセンティブ比率増加を進めていくことは、必ずしも適切とはいえないと思われる。

今後は、各企業が自らの業務、業態の特性や企業文化、また成長段階を踏まえ、最適な報酬体系を検討し、対外・対内に適切に説明していくことが益々重要になると思われる。開示の拡大も踏まえた今後の状況の変化に注目していきたい。

## (2) 今後の課題

本論文の分析には、いくつかの課題もある。

まず、本論文の分析対象期間はコーポレートガバナンス・コードが制定された2015年前後の4年間を対象としているが、コード制定により生じる変化はより時間をかけて起こると考えられ、もう少し長い期間での分析が必要と思われる。更に、短期業績への影響については、先に述べた通り、中長期的な企業価値向上には必ずしも結び付かない可能性があるため、その意味でも長期の分析が必要となる。更に、分析対象期間は全て景気拡大期であったが、景気後退期に報酬を減少させることが出来るかどうかも重要な点であり、こうした観点からも、分析対象期間を拡大する必要があると考えられる。

また、役員報酬を分析する上では、開示が限られるという制約があるが、2019年の制度改正により、企業単位での開示が拡大され、業績連動報酬の内容や比率、内訳としての株式報酬等が確認できるようになった。今後は、こうしたデータを活用することで、より実態に即した分析が可能となるため、データの蓄積が待たれるところである。一方で、個人単位での分析は、依然開示が1億円以上受領者にとどまっており、欧米と比較すると開示範囲は狭く、引き続き意味のある分析は難しい状況となっているが、経営トップの報酬増加に伴い、分析可能対象が拡大することは有意義と考えられる。

日本企業は、引き続き競争環境の大きな変化の中で、様々な構造改革を迫られている。役員報酬もその一つであり、今後も各企業がその特性を踏まえ、ガバナンス体制を進化させる中で、エージェンシー問題を軽減し、有能な人材の確保につながる役員報酬体系への見直しを不断に進める必要があるだろう。

【図表2-1】売上高1兆円以上企業のCEO報酬比較（日・米・英）

	基本報酬		基本報酬		業績連動賞与		長期インセンティブ (株式報酬等)		
	金額 (億円)	比率 (%)	金額 (億円)	比率 (%)	金額 (億円)	比率 (%)	金額 (億円)	比率 (%)	
2012	米国	9.1	100%	1.0	11%	1.9	21%	6.1	67%
	英国	4.3	100%	1.2	28%	1.1	25%	2.1	48%
	日本	1.1	100%	0.8	69%	0.3	25%	0.1	13%
2017	米国	14.0	100%	1.4	10%	2.7	19%	9.9	71%
	英国	6.0	100%	1.5	24%	1.8	30%	2.7	45%
	日本	1.5	100%	0.7	49%	0.5	31%	0.3	21%

【図表2-2】個別役員報酬1億円以上人数・社数推移（暦年ベース）

暦年	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
人数	342	378	384	405	474	544	566	645
社数	189	214	218	234	256	296	311	341

【図表2-3】役員等報酬額の推移（2013～2017年度）

			2013	2014	2015	2016	2017	2013-17 変化率
社内 取締役等	報酬	平均	252.5	263.1	269.6	269.4	285.1	12.9%
	総額	中央	197.0	204.0	203.0	206.0	212.0	7.6%
	報酬	平均	32.7	34.2	35.7	36.2	38.6	18.2%
	一人当り	中央	27.9	28.7	29.7	30.1	31.3	12.2%
	賞与SO	平均	45.5	54.2	60.2	61.7	78.7	73.2%
	総額	中央	12.0	16.0	19.0	20.0	26.0	116.7%
	賞与SO	平均	5.6	6.6	7.5	7.8	10.0	77.3%
	一人当り	中央	1.9	2.4	3.1	3.3	4.2	122.4%
インセンティブ 報酬比率	平均	13.1%	14.3%	15.1%	15.8%	18.1%	4.9%	
	中央	7.4%	10.1%	11.3%	12.1%	15.3%	7.9%	
社外役員	報酬	平均	26.9	28.6	31.7	34.9	37.3	38.6%
	総額	中央	20.0	22.0	25.0	27.0	30.0	50.0%
	報酬	平均	6.6	6.8	6.9	7.4	7.7	16.7%
	一人当り	中央	5.8	6.0	6.0	6.5	6.8	18.3%
従業員	報酬	平均	14,101	15,069	14,883	14,622	14,869	5.4%
	総額	中央	4,097	4,193	4,215	4,264	4,320	5.4%
	報酬	平均	6.5	6.7	6.8	6.8	6.8	5.2%
	一人当り	中央	6.2	6.4	6.5	6.5	6.6	5.4%

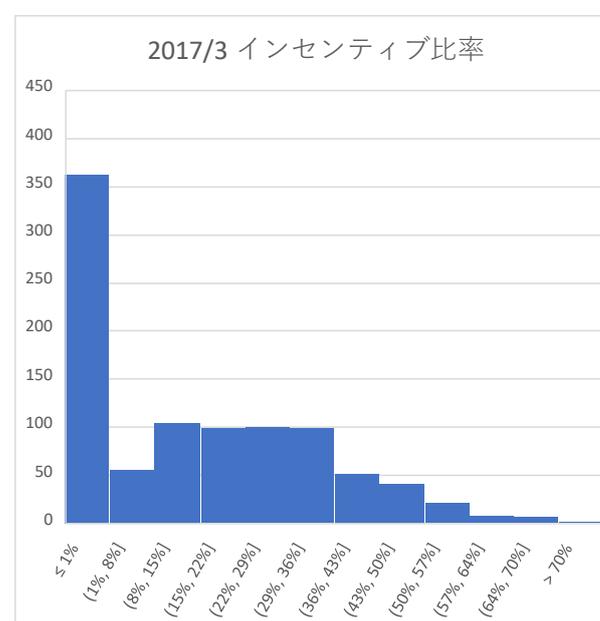
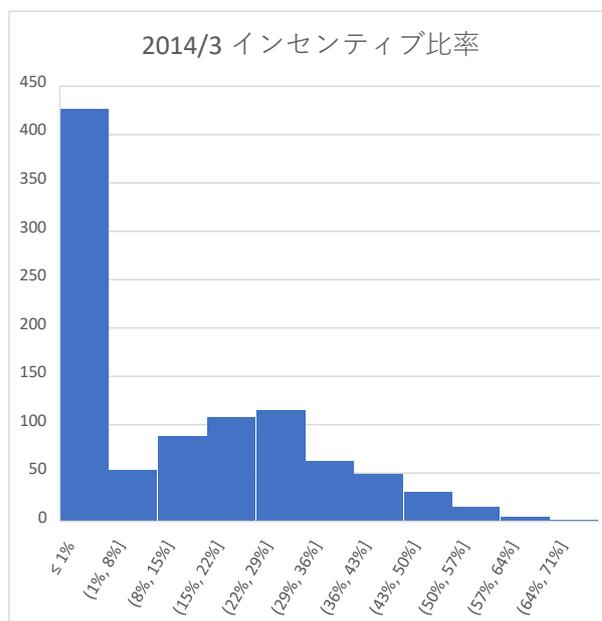
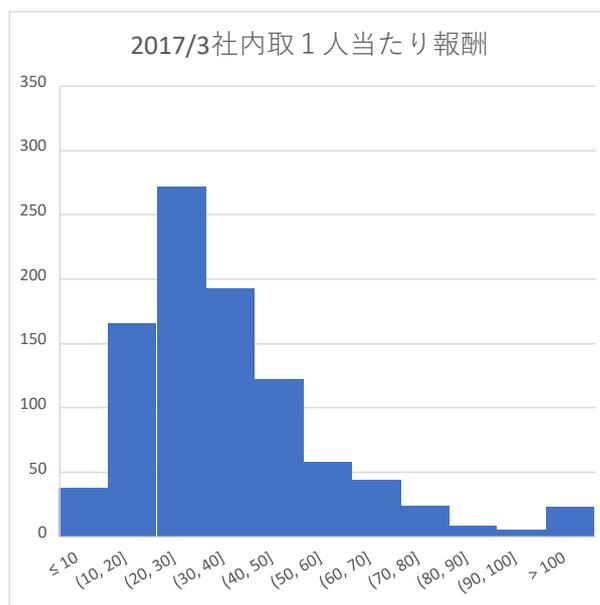
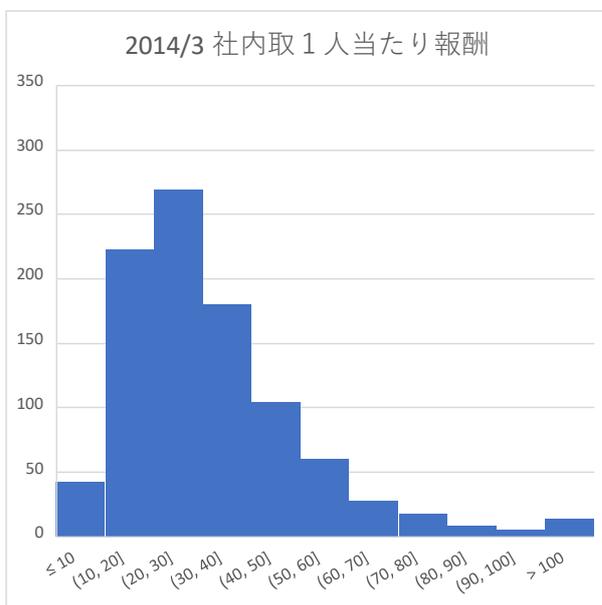
※報酬額の単位は百万円

【図表 2 - 4】 社内取・執行役報酬額と利益額の相関

		報酬総額			一人当り報酬額		
		2013-15	2015-17	差異	2013-15	2015-17	差異
営業利益 (T)	平均	0.22	0.20	-0.02	0.20	0.19	-0.02
	中央	0.50	0.45	0.00	0.40	0.40	-0.01
	第一四分位	0.89	0.91	0.59	0.90	0.90	0.65
	第三四分位	-0.57	-0.53	-0.67	-0.47	-0.54	-0.70
営業利益 (T-1)	平均	0.20	0.17	-0.04	0.21	0.13	-0.07
	中央	0.43	0.40	-0.02	0.42	0.28	-0.03
	第一四分位	0.91	0.86	0.67	0.89	0.86	0.61
	第三四分位	-0.60	-0.56	-0.82	-0.50	-0.61	-0.83
経常利益 (T)	平均	0.21	0.21	-0.01	0.19	0.22	0.03
	中央	0.48	0.47	0.01	0.41	0.43	0.00
	第一四分位	0.90	0.90	0.62	0.91	0.91	0.75
	第三四分位	-0.58	-0.53	-0.68	-0.54	-0.48	-0.63
経常利益 (T-1)	平均	0.21	0.16	-0.05	0.22	0.13	-0.09
	中央	0.48	0.37	-0.04	0.45	0.29	-0.02
	第一四分位	0.92	0.86	0.62	0.91	0.88	0.54
	第三四分位	-0.59	-0.58	-0.80	-0.48	-0.61	-0.84
純利益 (T)	平均	0.24	0.21	-0.03	0.19	0.20	0.01
	中央	0.52	0.48	0.01	0.39	0.45	0.02
	第一四分位	0.92	0.91	0.67	0.89	0.90	0.68
	第三四分位	-0.48	-0.56	-0.68	-0.52	-0.55	-0.66
純利益 (T-1)	平均	0.17	0.15	-0.02	0.20	0.13	-0.07
	中央	0.32	0.33	-0.01	0.39	0.28	-0.01
	第一四分位	0.90	0.85	0.68	0.89	0.86	0.54
	第三四分位	-0.58	-0.61	-0.68	-0.49	-0.61	-0.73

※「差異」欄には各社の差異を計算し、その平均値・中央値等を計算したもの  
(2013-15年と2015-17年の差分ではない)

【図表 2 - 5】 社内取締役等の 1 人当たり報酬・インセンティブ報酬比率の分布



※縦軸：社数、横軸：報酬額（百万円）、比率（%）

【図表 2 - 6】 各変数の定義

分類	変数	定義	対象年度	意味
ガバナンス	FORE	外国人持株比率	T (期首)	
	FIN	金融機関持株比率	T (期首)	
	YAKU	役員持株比率	T (期首)	
	IYAKU	個別役員持株比率	T (期首)	
	NUM	取締役人数	T (総会后)	
	OD	社外取締役比率	T (総会后)	
	NOMC	指名委員会等設置会社 F	T (総会后)	該当すれば「1」
	AUDC	監査等委員会設置会社 F	T (総会后)	該当すれば「1」
コントロール	AST	総資産	T-1	対数化
	DET	負債比率	T-1	総負債 ÷ 総資産
	ROA	ROA	T-1	経常利益 ÷ 総資産
	SALE_DR	売上高成長率	T-1	
	ROA_DEV	ROA標準偏差	T-1	直近5年間ROAの標準偏差
	GRF	業績連動報酬 F	T (総会后)	制度あれば「1」
	SOF	ストックオプション F	T (総会后)	制度あれば「1」
報酬	DPAY_N	社内取・執行役一人当り報酬	T	
	DPAY	社内取・執行役報酬総額	T	対数化
	DINC_N	社内取・執行役一人当り賞与・SO	T	
	DINC	社内取・執行役賞与・SO総額	T	対数化
	DINC_R	社内取・執行役賞与・SO比率	T	
	ODPAY_N	社外役員一人当り報酬	T	
	ODPAY	社外役員報酬総額	T	対数化
	IDPAY	個別役員 (1億円以上) 報酬額	T	対数化
	IDINC	個別役員 (1億円以上) 賞与・SO	T	対数化

※報酬額は単位百万円

【図表 2 - 7】 基礎統計量

	平均	中央	標準偏差		平均	中央	標準偏差
FORE	15.7%	12.8%	12.8%	DPAY_N	34.7	29.0	25.2
FIN	23.5%	23.0%	11.9%	DPAY	5.3	5.3	0.7
YAKU	3.5%	0.5%	7.6%	DINC_N	6.9	2.6	14.6
NUM	9.1	9.0	3.1	DINC	2.3	2.9	2.1
OD	21.2%	20.0%	13.5%	DINC_R	14.6%	10.5%	16.3%
NOMC	0.0	0.0	0.2	ODPAY_N	6.9	6.0	4.0
AUDC	0.1	0.0	0.2	ODPAY	3.1	3.2	0.8
AST	11.7	11.5	1.6				
DET	49.0%	48.4%	19.0%				
ROA	5.9%	5.1%	5.0%				
SALE_DR	6.6%	4.2%	19.9%				
ROA_DEV	1.6%	1.2%	1.6%				
GRF	0.3	0.0	0.5				
SOF	0.3	0.0	0.4				

※報酬額の単位は百万円

【図表 2 - 8】 相関分析

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
FORE	(1)		0.36	-0.17	0.23	0.21	0.13	-0.02	0.62	-0.12	0.21	0.06
FIN	(2)	0.36		-0.39	0.26	-0.03	0.01	-0.06	0.50	0.13	-0.13	-0.01
YAKU	(3)	-0.17	-0.39		-0.15	-0.03	-0.04	0.02	-0.35	-0.12	0.28	0.06
NUM	(4)	0.23	0.26	-0.15		-0.13	0.04	0.12	0.49	0.16	-0.07	0.00
OD	(5)	0.21	-0.03	-0.03	-0.13		0.34	0.19	0.07	-0.04	0.10	0.04
NOMC	(6)	0.13	0.01	-0.04	0.04	0.34		-0.04	0.17	0.05	0.01	0.06
AUDC	(7)	-0.02	-0.06	0.02	0.12	0.19	-0.04		-0.08	-0.04	0.02	-0.00
AST	(8)	0.62	0.50	-0.35	0.49	0.07	0.17	-0.08		0.29	-0.17	0.07
DET	(9)	-0.12	0.13	-0.12	0.16	-0.04	0.05	-0.04	0.29		-0.38	0.04
ROA	(10)	0.21	-0.13	0.28	-0.07	0.10	0.01	0.02	-0.17	-0.38		0.18
SALE_DR	(11)	0.06	-0.01	0.06	0.00	0.04	0.06	-0.00	0.07	0.04	0.18	
ROA_DEV	(12)	0.00	-0.15	0.20	-0.16	0.07	-0.01	-0.00	-0.17	-0.05	0.21	0.12
GRF	(13)	0.13	0.11	-0.04	0.06	0.04	0.02	0.04	0.12	0.01	0.05	-0.00
SOF	(14)	-0.04	-0.01	-0.00	-0.02	0.02	0.01	0.04	-0.06	0.01	0.01	0.00
DPAY_N	(15)	0.54	0.22	-0.10	0.07	0.21	0.02	-0.06	0.49	-0.04	0.13	0.06
DPAY	(16)	0.55	0.37	-0.17	0.56	-0.03	0.22	-0.06	0.70	0.08	0.08	0.06
DINC_N	(17)	0.41	0.14	-0.09	0.07	0.15	0.08	-0.00	0.32	-0.10	0.15	0.06
DINC	(18)	0.38	0.17	-0.13	0.19	0.10	0.16	0.00	0.34	-0.11	0.15	0.06
DINC_R	(19)	0.34	0.13	-0.11	0.09	0.12	0.12	0.02	0.26	-0.14	0.18	0.07
ODPAY_N	(20)	0.49	0.35	-0.23	0.30	0.14	0.20	-0.02	0.64	0.10	-0.01	0.04
ODPAY	(21)	0.51	0.36	-0.23	0.35	0.37	0.15	-0.08	0.63	0.11	0.02	0.04
		(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	
FORE	(1)	0.00	0.13	-0.04	0.54	0.55	0.41	0.38	0.34	0.49	0.51	
FIN	(2)	-0.15	0.11	-0.01	0.22	0.37	0.14	0.17	0.13	0.35	0.36	
YAKU	(3)	0.20	-0.04	-0.00	-0.10	-0.17	-0.09	-0.13	-0.11	-0.23	-0.23	
NUM	(4)	-0.16	0.06	-0.02	0.07	0.56	0.07	0.19	0.09	0.30	0.35	
OD	(5)	0.07	0.04	0.02	0.21	-0.03	0.15	0.10	0.12	0.14	0.37	
NOMC	(6)	-0.01	0.02	0.01	0.02	0.22	0.08	0.16	0.12	0.20	0.15	
AUDC	(7)	-0.00	0.04	0.04	-0.06	-0.06	-0.00	0.00	0.02	-0.02	-0.08	
AST	(8)	-0.17	0.12	-0.06	0.49	0.70	0.32	0.34	0.26	0.64	0.63	
DET	(9)	-0.05	0.01	0.01	-0.04	0.08	-0.10	-0.11	-0.14	0.10	0.11	
ROA	(10)	0.21	0.05	0.01	0.13	0.08	0.15	0.15	0.18	-0.01	0.02	
SALE_DR	(11)	0.12	-0.00	0.00	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.04	0.04	
ROA_DEV	(12)		-0.03	0.01	0.04	-0.11	0.05	-0.03	-0.00	-0.06	-0.05	
GRF	(13)	-0.03		-0.01	0.08	0.09	0.05	0.02	0.02	0.10	0.10	
SOF	(14)	0.01	-0.01		-0.06	-0.05	-0.03	0.00	0.00	-0.01	-0.01	
DPAY_N	(15)	0.04	0.08	-0.06		0.68	0.81	0.45	0.44	0.49	0.45	
DPAY	(16)	-0.11	0.09	-0.05	0.68		0.47	0.52	0.40	0.58	0.56	
DINC_N	(17)	0.05	0.05	-0.03	0.81	0.47		0.60	0.70	0.34	0.29	
DINC	(18)	-0.03	0.02	0.00	0.45	0.52	0.60		0.89	0.32	0.32	
DINC_R	(19)	-0.00	0.02	0.00	0.44	0.40	0.70	0.89		0.25	0.24	
ODPAY_N	(20)	-0.06	0.10	-0.01	0.49	0.58	0.34	0.32	0.25		0.84	
ODPAY	(21)	-0.05	0.10	-0.01	0.45	0.56	0.29	0.32	0.24	0.84		

【図表 2 - 9】分析対象企業の業種別分布

	対象企業		業績連動報酬 採用社数		ストックオプション 採用社数	
	社数	比率	2016	業種内比	2016	業種内比
食品	36	3.8%	13	36.1%	13	<b>36.1%</b>
エネルギー資源	10	1.0%	4	<b>40.0%</b>	3	<b>30.0%</b>
建設・資材	83	8.7%	35	<b>42.2%</b>	22	26.5%
素材・化学	109	11.4%	41	37.6%	30	<b>27.5%</b>
医薬品	29	3.0%	12	<b>41.4%</b>	3	10.3%
自動車・輸送機	46	4.8%	24	<b>52.2%</b>	12	26.1%
鉄鋼・非鉄	39	4.1%	12	30.8%	9	23.1%
機械	68	7.1%	26	<b>38.2%</b>	16	23.5%
電機・精密	116	12.1%	40	34.5%	31	26.7%
情報通信・サービス	150	15.7%	45	30.0%	51	<b>34.0%</b>
電気・ガス	16	1.7%	11	<b>68.8%</b>	6	<b>37.5%</b>
運輸・物流	59	6.2%	27	<b>45.8%</b>	17	<b>28.8%</b>
商社・卸売	97	10.2%	32	33.0%	28	<b>28.9%</b>
小売	50	5.2%	22	<b>44.0%</b>	5	10.0%
その他金融	24	2.5%	12	<b>50.0%</b>	8	<b>33.3%</b>
不動産	23	2.4%	6	26.1%	4	17.4%
製造業	505	52.9%	193	<b>38.2%</b>	127	25.1%
非製造業	450	47.1%	170	37.8%	131	<b>29.1%</b>
合計	955	100.0%	363	38.0%	258	27.0%

	社内取締役等 一人当たり報酬（平均）			インセンティブ 報酬比率（平均）		
	2013	2016	増加率	2013	2016	増加幅
食品	29.0	33.2	<b>14.5%</b>	10.8%	<b>16.4%</b>	<b>5.6%</b>
エネルギー資源	<b>34.1</b>	32.3	-5.3%	12.1%	11.7%	-0.4%
建設・資材	29.8	34.9	<b>17.1%</b>	12.1%	15.1%	<b>3.0%</b>
素材・化学	32.3	34.7	7.4%	12.8%	<b>16.4%</b>	<b>3.6%</b>
医薬品	<b>46.1</b>	<b>58.0</b>	<b>25.8%</b>	<b>20.4%</b>	<b>22.5%</b>	2.1%
自動車・輸送機	<b>42.3</b>	<b>48.5</b>	<b>14.7%</b>	<b>17.0%</b>	<b>18.5%</b>	1.5%
鉄鋼・非鉄	30.2	33.4	10.6%	8.4%	11.9%	<b>3.5%</b>
機械	<b>36.6</b>	<b>41.2</b>	<b>12.6%</b>	<b>16.6%</b>	<b>20.3%</b>	<b>3.7%</b>
電機・精密	<b>36.2</b>	<b>42.0</b>	<b>16.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>17.4%</b>	1.4%
情報通信・サービス	31.5	33.0	4.8%	12.4%	13.8%	1.4%
電気・ガス	32.2	34.3	6.5%	5.9%	6.8%	0.9%
運輸・物流	28.6	31.7	<b>10.8%</b>	6.7%	9.9%	<b>3.2%</b>
商社・卸売	29.3	31.1	6.1%	<b>15.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>3.0%</b>
小売	26.8	28.1	4.9%	9.9%	10.6%	0.7%
その他金融	32.4	33.2	2.5%	<b>15.2%</b>	<b>18.8%</b>	<b>3.6%</b>
不動産	<b>34.8</b>	<b>41.7</b>	<b>19.8%</b>	12.9%	<b>19.9%</b>	<b>7.0%</b>
製造業	<b>34.9</b>	<b>39.6</b>	<b>13.5%</b>	<b>14.1%</b>	<b>16.8%</b>	2.7%
非製造業	30.1	32.5	8.0%	12.1%	14.6%	2.5%
合計	32.7	36.2	10.7%	13.1%	15.8%	2.7%

※太字は分析対象全体の平均以上、報酬額の単位は百万円

【図表2-10】社内取締役・執行役報酬の決定要因

	1人当たり報酬						報酬総額					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-67.42	-11.57 ***	-57.28	-8.56 ***	-80.94	-8.73 ***	1.61	12.69 ***	1.59	8.77 ***	1.64	9.44 ***
FORE	46.21	7.40 ***	47.21	5.53 ***	44.83	4.95 ***	0.73	7.20 ***	0.70	5.05 ***	0.76	5.16 ***
FIN	-5.32	-1.40	-5.47	-1.13	-5.17	-0.87	0.25	3.15 ***	0.27	2.44 **	0.22	1.97 **
YAKU	16.34	3.79 ***	11.77	2.08 **	20.45	3.18 ***	0.54	4.42 ***	0.50	2.79 ***	0.60	3.62 ***
NUM	-1.42	-10.07 ***	-1.50	-8.77 ***	-1.22	-5.16 ***	0.07	23.78 ***	0.07	17.58 ***	0.07	15.07 ***
OD	26.42	7.64 ***	22.40	5.75 ***	35.29	5.42 ***	-0.65	-9.03 ***	-0.61	-6.59 ***	-0.73	-6.28 ***
NOMC	-23.58	-9.04 ***	-21.15	-6.34 ***	-26.98	-6.44 ***	0.74	12.01 ***	0.74	7.95 ***	0.75	9.00 ***
AUDC	-2.84	-1.87 *			-3.37	-2.14 **	-0.10	-2.95 ***			-0.10	-2.61 ***
AST	8.14	15.37 ***	7.45	11.99 ***	8.80	10.70 ***	0.23	25.33 ***	0.23	18.89 ***	0.23	17.39 ***
DET	-4.26	-2.00 **	-3.37	-1.21	-5.35	-1.60	-0.09	-1.91 *	-0.11	-1.58	-0.07	-1.08
ROA	48.16	4.04 ***	49.97	4.61 ***	45.89	2.32 **	2.00	7.61 ***	2.11	6.46 ***	1.95	4.86 ***
SALE_DR	-1.90	-0.86	-2.36	-1.00	-0.21	-0.05	-0.06	-1.21	-0.08	-1.22	-0.03	-0.40
Y2014	-0.65	-0.80	-0.53	-0.65			-0.01	-0.28	-0.00	-0.23		
Y2015	-1.16	-1.30					0.00	0.03				
Y2016	-0.93	-0.98			-0.10	-0.10	0.01	0.61			0.02	0.80
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.42		0.44		0.41		0.65		0.64		0.66	
N(Cross-Section)	955		955		955		955		955		955	
	1人当たりインセンティブ						インセンティブ総額					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-30.34	-7.87 ***	-19.90	-4.91 ***	-41.60	-6.29 ***	-3.13	-7.20 ***	-2.14	-3.41 ***	-4.05	-6.67 ***
FORE	21.97	5.88 ***	24.60	4.83 ***	19.52	3.57 ***	1.86	4.92 ***	2.20	4.02 ***	1.55	2.95 ***
FIN	-3.83	-1.71 *	-4.24	-1.65 *	-3.31	-0.87	0.08	0.26	0.15	0.33	0.03	0.06
YAKU	-2.98	-1.27	-5.13	-1.94 *	-1.33	-0.35	-1.19	-2.92 ***	-1.38	-2.41 **	-0.99	-1.69 *
NUM	-0.32	-3.76 ***	-0.38	-4.42 ***	-0.13	-0.84	0.05	3.74 ***	0.05	3.10 ***	0.05	2.41 **
OD	7.73	3.75 ***	5.24	2.54 **	14.28	3.33 ***	0.15	0.59	0.13	0.38	0.33	0.79
NOMC	-2.30	-1.25	-1.66	-0.74	-4.26	-1.38	1.37	6.76 ***	1.33	4.45 ***	1.29	4.58 ***
AUDC	0.60	0.56			0.27	0.26	0.10	0.75			0.13	0.93
AST	2.65	7.80 ***	1.92	5.08 ***	3.26	6.04 ***	0.38	11.41 ***	0.31	6.55 ***	0.43	9.32 ***
DET	-5.48	-4.18 ***	-4.69	-2.95 ***	-6.42	-2.91 ***	-1.57	-7.99 ***	-1.74	-6.32 ***	-1.36	-4.82 ***
ROA	31.48	5.06 ***	24.76	3.85 ***	35.73	3.56 ***	5.24	6.23 ***	4.61	3.62 ***	5.71	4.94 ***
SALE_DR	-0.06	-0.04	1.66	1.00	-0.93	-0.31	0.09	0.61	0.42	1.87 *	-0.26	-1.15
Y2014	-0.05	-0.09	-0.08	-0.17			-0.01	-0.07	-0.03	-0.35		
Y2015	-0.11	-0.19					0.02	0.17				
Y2016	-0.11	-0.19			-0.29	-0.42	0.02	0.16			-0.01	-0.14
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.22		0.24		0.21		0.23		0.22		0.24	
N(Cross-Section)	955		955		955		955		955		955	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表2-11】インセンティブ制度決定要因

	業績連動報酬導入						ストックオプション導入					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-2.25	-3.91 ***	-2.77	-3.17 ***	-1.72	-2.24 **	0.79	1.45	0.44	0.57	1.20	1.58
FORE	1.11	2.54 **	0.75	1.15	1.37	2.36 **	0.61	1.40	-0.15	-0.23	1.28	2.16 **
FIN	1.20	2.94 ***	1.04	1.74 *	1.39	2.49 **	0.62	1.55	0.89	1.58	0.36	0.63
YAKU	0.17	0.31	0.64	0.83	-0.29	-0.38	-0.56	-0.97	-0.57	-0.71	-0.53	-0.62
NUM	-0.01	-0.63	-0.01	-0.47	-0.01	-0.32	-0.01	-0.52	-0.02	-0.89	0.00	0.03
OD	-0.25	-0.71	-0.34	-0.75	-0.13	-0.23	-0.05	-0.15	0.23	0.54	-0.37	-0.68
NOMC	0.14	0.54	0.03	0.08	0.21	0.58	0.50	1.88 *	0.29	0.73	0.73	1.97 **
AUDC	0.24	1.42			0.22	1.28	0.38	2.26 **			0.39	2.17 **
AST	0.05	1.20	0.10	1.55	0.01	0.15	-0.16	-3.84 ***	-0.11	-1.85 *	-0.20	-3.46 ***
DET	-0.20	-0.76	-0.28	-0.75	-0.15	-0.42	0.29	1.14	-0.03	-0.08	0.58	1.60
ROA	2.74	3.01 ***	3.10	2.04 **	2.50	2.26 **	-0.18	-0.19	-0.11	-0.08	-0.32	-0.26
SALE_DR	-0.12	-0.58	-0.02	-0.08	-0.25	-0.79	0.15	0.72	0.10	0.33	0.24	0.81
ROA_DEV	-2.55	-0.81	-4.44	-1.03	-0.86	-0.19	0.12	0.05	1.47	0.43	-1.60	-0.45
Y2014	-0.02	-0.15	-0.02	-0.20			0.07	0.62	0.08	0.72		
Y2015	0.15	1.31					0.07	0.66				
Y2016	0.58	5.07 ***			0.42	4.09 ***	-0.04	-0.32			-0.10	-0.89
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.05		0.04		0.04		0.03		0.02		0.03	
N(Cross-Section)	955		955		955		955		955		955	

	インセンティブ報酬比率					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.45	-7.25 ***	-0.33	-3.55 ***	-0.56	-6.72 ***
FORE	0.18	3.73 ***	0.22	3.20 ***	0.14	2.10 **
FIN	0.02	0.52	0.03	0.53	0.01	0.24
YAKU	-0.20	-3.18 ***	-0.20	-2.12 **	-0.21	-2.41 **
NUM	-0.00	-0.07	0.00	0.18	0.00	0.02
OD	0.08	2.27 **	0.08	1.75 *	0.09	1.71 *
NOMC	0.08	3.72 ***	0.07	2.12 **	0.08	2.62 ***
AUDC	0.03	1.72 *			0.03	1.86 *
AST	0.04	9.54 ***	0.03	5.36 ***	0.04	7.88 ***
DET	-0.21	-7.94 ***	-0.24	-6.34 ***	-0.18	-4.82 ***
ROA	0.78	6.71 ***	0.70	3.88 ***	0.85	5.46 ***
SALE_DR	0.01	0.72	0.05	1.95 *	-0.03	-1.12
ROA_DEV	0.15	0.50	0.06	0.14	0.22	0.53
Y2014	0.00	0.05	-0.00	-0.24		
Y2015	0.00	0.25				
Y2016	0.00	0.34			-0.00	-0.03
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.15		0.14		0.15	
N(Cross-Section)	955		955		955	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表 2 - 1 2】社外役員報酬の決定要因

	1人当たり報酬						報酬総額					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-10.81	-12.76 ***	-9.80	-8.04 ***	-11.96	-10.10 ***	-0.54	-4.25 ***	-0.53	-2.82 ***	-0.51	-2.94 ***
FORE	3.19	5.10 ***	3.42	3.68 ***	2.95	3.50 ***	0.61	6.46 ***	0.65	4.36 ***	0.58	4.83 ***
FIN	1.24	2.32 **	1.77	2.32 **	0.69	0.92	0.39	4.10 ***	0.45	3.14 ***	0.32	2.63 ***
YAKU	-0.20	-0.30	-0.66	-0.71	0.36	0.38	-0.08	-0.59	-0.17	-0.84	0.02	0.12
NUM	-0.01	-0.62	-0.01	-0.25	-0.01	-0.39	0.04	11.06 ***	0.03	5.97 ***	0.05	9.79 ***
OD	0.86	1.90 *	0.77	1.29	1.19	1.71 *	2.16	27.11 ***	2.25	20.68 ***	2.05	17.60 ***
NOMC	2.40	4.17 ***	2.13	2.50 **	2.53	3.33 ***	-0.38	-7.53 ***	-0.41	-5.54 ***	-0.34	-4.92 ***
AUDC	0.41	1.98 **			0.42	1.91 *	-0.47	-13.03 ***			-0.48	-12.65 ***
AST	1.45	24.41 ***	1.36	15.99 ***	1.52	18.39 ***	0.22	24.92 ***	0.23	15.99 ***	0.22	19.31 ***
DET	-0.05	-0.15	-0.13	-0.28	0.05	0.12	0.07	1.25	0.05	0.50	0.10	1.42
ROA	4.60	4.33 ***	3.65	2.27 **	5.40	3.84 ***	0.98	4.86 ***	0.86	2.66 ***	1.09	4.37 ***
SALE_DR	-0.26	-0.80	-0.04	-0.09	-0.37	-0.83	-0.05	-1.19	-0.05	-0.88	-0.05	-0.88
Y2014	-0.04	-0.27	-0.05	-0.34			-0.00	-0.04	-0.00	-0.10		
Y2015	-0.16	-1.20					0.02	0.70				
Y2016	0.21	1.45			0.37	2.77 ***	0.08	3.34 ***			0.07	3.21 ***
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.46		0.41		0.50		0.57		0.54		0.58	
N(Cross-Section)	955		955		955		955		955		955	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。また t 値は white の不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表2-13】社内取締役等へのインセンティブ制度と翌期業績（ROA差分）

	業績連動報酬採用						ストックオプション制度採用					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.013	1.90 *	-0.002	-0.24	0.027	2.72 ***	0.012	1.72 *	-0.003	-0.39	0.026	2.59 ***
<b>GRF</b>	<b>0.002</b>	<b>1.82 *</b>	<b>0.001</b>	<b>0.97</b>	<b>0.002</b>	<b>1.70 *</b>						
<b>SOF</b>							<b>0.002</b>	<b>2.06 **</b>	<b>0.002</b>	<b>1.77 *</b>	<b>0.002</b>	<b>1.19</b>
AST	0.000	1.34	0.001	1.17	0.000	0.85	0.000	1.60	0.001	1.34	0.000	1.04
DET	-0.015	-4.12 ***	-0.015	-2.86 ***	-0.014	-2.75 ***	-0.015	-4.19 ***	-0.016	-2.90 ***	-0.014	-2.82 ***
SALE	0.036	6.58 ***	0.034	4.34 ***	0.040	5.31 ***	0.036	6.55 ***	0.034	4.31 ***	0.039	5.31 ***
ROA_DEV	-0.124	-1.54	-0.134	-1.68 *	-0.128	-0.89	-0.125	-1.56	-0.136	-1.70 *	-0.128	-0.89
ROA	-0.145	-5.33 ***	-0.111	-3.31 ***	-0.170	-4.25 ***	-0.145	-5.30 ***	-0.110	-3.27 ***	-0.169	-4.24 ***
Y2014	0.001	0.89	0.001	0.86			0.001	0.87	0.001	0.83		
Y2015	0.001	0.46					0.001	0.48				
Y2016	0.001	1.16			0.001	0.47	0.002	1.33			0.001	0.64
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.11		0.10		0.13		0.11		0.10		0.13	
N(Cross-section)	955		955		955		955		955		955	

	インセンティブ報酬比率						一人当たり報酬					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.013	1.88 *	-0.003	-0.33	0.028	2.81 ***	0.012	1.59	-0.003	-0.30	0.027	2.52 **
<b>DINC_R</b>	<b>0.001</b>	<b>0.24</b>	<b>-0.003</b>	<b>-0.79</b>	<b>0.004</b>	<b>1.07</b>						
<b>DPAY_N</b>							<b>-0.000</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.000</b>	<b>-0.20</b>	<b>0.000</b>	<b>0.07</b>
AST	0.000	1.38	0.001	1.45	0.000	0.61	0.000	0.93	0.001	0.75	0.000	0.64
DET	-0.015	-4.26 ***	-0.016	-3.06 ***	-0.013	-2.75 ***	-0.015	-4.23 ***	-0.016	-2.88 ***	-0.014	-2.92 ***
SALE	0.036	6.57 ***	0.034	4.30 ***	0.040	5.30 ***	0.036	6.58 ***	0.034	4.32 ***	0.040	5.30 ***
ROA_DEV	-0.125	-1.56	-0.135	-1.69 *	-0.130	-0.91	-0.124	-1.60	-0.134	-1.73 *	-0.129	-0.93
ROA	-0.145	-5.17 ***	-0.109	-3.13 ***	-0.171	-4.18 ***	-0.144	-5.10 ***	-0.109	-3.02 ***	-0.169	-4.12 ***
Y2014	0.001	0.89	0.001	0.89			0.001	0.92	0.001	0.92		
Y2015	0.001	0.50					0.001	0.53				
Y2016	0.002	1.33			0.001	0.61	0.002	1.38			0.001	0.62
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.11		0.10		0.13		0.11		0.10		0.13	
N(Cross-section)	955		955		955		955		955		955	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表 2 - 1 4】 社内取締役等のガバナンス要因報酬 (PEC) と翌期業績 (ROA)

	全企業											
	(2013-2016)				(2013-2014)				(2015-2016)			
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.036	4.51 ***	0.021	2.42 **	0.019	1.61	0.004	0.34	0.053	5.57 ***	0.037	3.46 ***
PEC	<b>0.0011</b>	<b>9.12 ***</b>			<b>0.0013</b>	<b>7.62 ***</b>			<b>0.0009</b>	<b>5.46 ***</b>		
PEC_OUT			<b>0.0021</b>	<b>11.41 ***</b>			<b>0.0022</b>	<b>8.60 ***</b>			<b>0.0019</b>	<b>7.63 ***</b>
PEC_IN			<b>0.0002</b>	<b>1.61</b>			<b>0.0003</b>	<b>2.42 **</b>			<b>0.0000</b>	<b>0.05</b>
ROA_DEV	0.208	1.27	0.255	1.56	0.458	3.20 ***	0.505	3.49 ***	-0.106	-0.36	-0.059	-0.20
Y2014	-0.000	-0.12	-0.001	-0.38	0.000	0.02	-0.000	-0.20	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***
Y2015	-0.002	-0.95	-0.002	-1.09	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***
Y2016	-0.000	-0.06	-0.000	-0.06	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***	0.002	0.91	0.002	1.02
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.10		0.12		0.14		0.15		0.08		0.11	
N(Cross-Section)	955		955		955		955		955		955	

	製造業											
	(2013-2016)				(2013-2014)				(2015-2016)			
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.028	2.53 **	0.012	0.98	-0.003	-0.18	-0.019	-1.00	0.059	7.73 ***	0.040	4.63 ***
PEC	<b>0.0006</b>	<b>5.99 ***</b>			<b>0.0007</b>	<b>4.89 ***</b>			<b>0.0005</b>	<b>3.62 ***</b>		
PEC_OUT			<b>0.0021</b>	<b>12.55 ***</b>			<b>0.0023</b>	<b>9.20 ***</b>			<b>0.0020</b>	<b>8.78 ***</b>
PEC_IN			<b>0.0000</b>	<b>0.52</b>			<b>0.0002</b>	<b>1.24</b>			<b>-0.0001</b>	<b>-0.51</b>
ROA_DEV	0.140	0.90	0.194	1.29	0.401	2.24 **	0.467	2.64 ***	-0.196	-0.81	-0.155	-0.67
Y2014	-0.002	-0.72	-0.003	-1.31	-0.001	-0.51	-0.003	-1.08	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***
Y2015	-0.004	-1.36	-0.006	-2.14 **	0.000	0.00 ***	0.00	0.00 ***	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***
Y2016	0.000	0.06	-0.002	-0.55	0.000	0.00 ***	0.00	0.00 ***	0.004	1.45	0.004	1.60
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.04		0.10		0.08		0.14		0.04		0.10	
N(Cross-Section)	501		501		501		501		501		501	

	非製造業											
	(2013-2016)				(2013-2014)				(2015-2016)			
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.033	5.57 ***	0.018	2.67 ***	0.034	5.25 ***	0.020	2.59 ***	0.036	4.04 ***	0.020	1.83 *
PEC	<b>0.0008</b>	<b>4.10 ***</b>			<b>0.0010</b>	<b>3.60 ***</b>			<b>0.0006</b>	<b>2.29 **</b>		
PEC_OUT			<b>0.0020</b>	<b>5.91 ***</b>			<b>0.0022</b>	<b>4.54 ***</b>			<b>0.0018</b>	<b>3.80 ***</b>
PEC_IN			<b>0.0002</b>	<b>1.26</b>			<b>0.0005</b>	<b>1.74 *</b>			<b>0.0001</b>	<b>0.23</b>
ROA_DEV	0.248	1.05	0.254	1.07	0.501	2.54 **	0.502	2.54 **	-0.066	-0.15	-0.055	-0.12
Y2014	0.003	0.72	0.002	0.53	0.003	0.78	0.002	0.60	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***
Y2015	0.002	0.54	0.001	0.26	0.00	0.00 ***	0.00	0.00 ***	0.000	0.00 ***	0.000	0.00 ***
Y2016	0.002	0.64	0.001	0.29	0.00	0.00 ***	0.00	0.00 ***	0.001	0.18	0.000	0.09
INDU-dummy	Yes		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	
Adj R-squared	0.13		0.15		0.16		0.18		0.11		0.12	
N(Cross-Section)	454		454		454		454		454		454	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。また t 値は white の不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表2-15】役員個人報酬の推移

		2013	2014	2015	2016	2017	2013-17 変化率
報酬	平均	203.3	216.7	227.1	228.2	243.6	19.8%
総額	中央	156.0	168.0	159.5	168.0	177.5	13.8%
賞与SO	平均	62.8	72.5	83.4	81.4	103.6	65.1%
総額	中央	47.0	50.0	50.0	53.5	60.5	28.7%
賞与SO	平均	30.1%	32.8%	33.7%	33.9%	37.4%	7.3%
比率	中央	30.7%	33.8%	34.9%	35.3%	40.3%	9.6%

※報酬額の単位は百万円

【図表2-16】役員個人報酬分析に関する基礎統計量・相関表

	平均	中央	標準偏差	東証17業種		個人分析 (62社)	
						社数	比率
FORE	31.4%	30.4%	13.9%				
FIN	28.3%	30.3%	11.0%	1 食品	0	0.0%	
IYAKU	2.1%	0.1%	4.8%	2 エネルギー資源	0	0.0%	
NUM	11.0	11.0	4.1	3 建設・資材	4	6.5%	
OD	24.2%	22.2%	16.4%	4 素材・化学	5	8.1%	
NOMC	0.1	0.0	0.3	5 医薬品	4	6.5%	
AUDC	0.0	0.0	0.2	6 自動車・輸送機	5	8.1%	
AST	13.6	13.4	1.7	7 鉄鋼・非鉄	1	1.6%	
DET	47.7%	46.7%	18.7%	8 機械	8	12.9%	
ROA	6.9%	6.3%	4.9%	9 電機・精密	11	17.7%	
SALE_DR	10.1%	5.9%	25.5%	10 情報通信・サービス	11	17.7%	
ROA_DEV	1.7%	1.2%	1.9%	11 電気・ガス	0	0.0%	
GRF	0.4	0.0	0.5	12 運輸・物流	1	1.6%	
SOF	0.2	0.0	0.4	13 商社・卸売	5	8.1%	
IDPAY	5.2	5.1	0.5	14 小売	4	6.5%	
IDINC	3.5	3.9	1.7	16 その他金融	1	1.6%	
				17 不動産	2	3.2%	
				合計	62		

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
FORE (1)		0.12	-0.25	-0.03	0.35	0.21	-0.12	0.49	-0.05	0.09	0.05	-0.02	-0.01	-0.04	0.14
FIN (2)			-0.56	0.36	-0.02	0.14	-0.09	0.31	0.03	0.05	-0.03	-0.22	0.11	-0.12	0.18
YAKU (3)				-0.21	-0.10	-0.16	0.05	-0.35	0.04	0.07	0.04	0.12	-0.08	0.06	-0.15
NUM (4)					-0.23	0.08	0.14	0.34	0.15	-0.11	-0.02	-0.23	0.20	-0.08	0.00
OD (5)						0.59	0.04	0.18	0.08	-0.16	0.04	0.14	0.09	-0.04	0.07
NOMC (6)							-0.07	0.35	0.32	-0.20	0.14	-0.07	0.25	0.04	0.12
AUDC (7)								-0.08	0.17	-0.00	0.22	-0.11	-0.08	0.05	-0.00
AST (8)									0.35	-0.20	0.12	-0.32	0.19	-0.01	0.19
DET (9)										-0.37	0.13	-0.11	0.16	-0.02	0.16
ROA (10)											0.16	-0.07	-0.09	-0.05	0.07
SALE_DR (11)												-0.03	-0.02	0.14	0.04
ROA_DEV (12)													-0.15	-0.04	-0.03
GRF (13)														-0.09	-0.16
SOF (14)															0.05
IDPAY (15)															

※報酬額の単位は百万円

【図表 2 - 1 7】 個人役員報酬の決定要因分析

	報酬額						賞与SO額					
	(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)		(2013-2016)		(2013-2014)		(2015-2016)	
	Coef.	t-Value										
C	4.06	12.06 ***	4.10	7.90 ***	3.93	7.78 ***	0.33	0.30	2.82	1.42	-0.81	-0.60
FORE	2.26	7.10 ***	2.46	4.76 ***	2.27	5.40 ***	0.81	0.58	1.28	0.54	0.62	0.33
FIN	-2.00	-5.42 ***	-1.55	-3.30 ***	-2.47	-4.06 ***	1.67	1.31	2.15	1.34	0.77	0.41
IYAKU	-0.79	-1.07	0.24	0.23	-1.59	-1.58	2.20	0.78	3.72	1.08	-0.70	-0.18
NUM	0.03	2.98 ***	0.02	2.34 **	0.03	1.76 *	0.02	0.62	0.04	0.90	0.04	0.85
OD	-0.33	-1.26	-0.31	-0.84	-0.43	-0.89	1.26	1.01	-0.06	-0.04	2.81	1.39
NOMC	0.00	0.02	0.12	0.76	-0.12	-0.59	-0.07	-0.17	0.17	0.30	-0.30	-0.47
AUDC	-0.19	-1.41			-0.25	-1.42	0.16	0.32			0.20	0.31
AST	0.02	0.72	-0.02	-0.34	0.05	1.30	0.29	3.10 ***	0.11	0.58	0.35	3.14 ***
DET	-0.28	-1.14	-0.28	-0.88	-0.28	-0.65	-3.59	-4.43 ***	-4.16	-3.52 ***	-3.36	-3.06 ***
ROA	-0.55	-1.03	-0.65	-0.48	-1.05	-1.42	5.95	2.89 ***	2.25	0.36	6.61	2.70 ***
SALE_DR	-0.08	-0.73	-0.21	-1.03	-0.02	-0.16	-0.07	-0.22	1.27	1.78 *	-0.50	-1.56
Y2014	-0.02	-0.25	-0.00	-0.05			0.09	0.34	0.04	0.16		
Y2015	-0.02	-0.21					0.01	0.05				
Y2016	0.10	1.19			0.13	1.53	-0.06	-0.23			-0.09	-0.34
INDU-dummy	Yes											
Adj R-squared	0.38		0.37		0.34		0.32		0.22		0.38	
N(Cross-Section)	62		62		62		62		62		62	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ 1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。また t 値は white の不均一分散頑強標準誤差に基づく。

### 第3章 コーポレートガバナンス・コードと買収防衛策の廃止

#### 1. はじめに

##### (1) 日本での買収防衛策の状況

昨今、企業買収が活発化する中で、上場会社にとって、現経営陣の同意を得ずに企図される敵対的買収にどう対応するかは、コーポレートガバナンスの一つの大きなテーマといえる。この敵対的買収を防ぐ手段として企業側で用いられるのが、いわゆる買収防衛策である。買収防衛策には様々な種類があるが、既存株主に時価以下で新株を購入できる権利を与え、敵対的買収者が一定の議決権割合を取得した時点で権利を発動し、敵対的買収者の議決権比率や株式価値を低下させる、いわゆるライツプラン<sup>54</sup>が最も多く用いられ、一般的なものとなっている。

ライツプランは、米国では1980年代に発案され、その後多くの判例によってその有効性が確立された<sup>55</sup>（敵[2013]）こともあり、急速に各企業が導入することとなった<sup>56</sup>。

日本でも、バブル崩壊以降、メインバンクの力が後退し、持ち合い株式の解消と外国人株主の比率増加が進む中で、敵対的買収の脅威を感じる企業が次第に増加していった。そして、2005年の会社法改正をめぐる議論の中で、合併の対価として親会社株式の利用を認める、いわゆる三角合併の解禁が検討されたことを契機に外資による買収の脅威が盛んに喧伝されたこと、更にライブドアがニッポン放送の敵対的買収を試み、マスコミも大きく取り上げたことで、買収防衛策に対する企業の関心が一気に高まり、導入する企業が増加した。

こうした状況の下、経済産業省・法務省は2005年5月に「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表し、買収防衛策が従うべき3つの原則として、①企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則、③必要性・相当性確保の原則、を打ち出し、買収防衛策を導入しようとする企業に対し、法的観点から一定の指針を示した（経済産業省・法務省[2005]）<sup>57</sup>。これを受けて、買収防衛策を導入する企業は更に拡大し、2008年までの間に、500社を超える上場企業が導入するに至った。

その後、金融商品取引法の改正により、公開買付のルール整備が進んだことや、リーマンショックにより投資ファンドの活動が低下し、敵対的買収が（一時的に）減少したこと等を理由に、買収防衛策の導入企業は横ばいから緩やかに減少に転じた。

<sup>54</sup> ポイズンピルとも呼ばれ、米国ではこちらの方が一般的な呼称である。

<sup>55</sup> 1985年のユノカル事件、モラン事件等が代表例とされる。

<sup>56</sup> 以下、本論文では特段の断りがなければ、ライツプランを買収防衛策として取り扱う。

<sup>57</sup> 指針には法的拘束力はないものとされたが、後の判例でも引用される等、事実上のルールとして機能している。

そして、2015年に、政府の成長戦略の一環として、金融庁・東証が「コーポレートガバナンス・コード」を制定し、買収防衛策の導入は経営者の保身目的であってはならず、株主に対する受託者責任の観点から、必要性・合理性の検討、適正な手続き、株主への十分な説明を求めて以降、買収防衛策を廃止する企業は一段と増加した【図表3-1】。

なお、その間米国では、1990年代初頭は6割を超える企業が買収防衛策を導入していたが、コーポレートガバナンス強化の観点から、2000年代中頃以降、買収防衛策を廃止する企業が急速に増加し、2015年時点で買収防衛策を導入している企業は1割に満たない状況となっている（Cremers et al.[2019]）。

## （2）問題意識

これまで、買収防衛策の導入については、米国・日本とも様々な研究が行われてきたが、買収防衛策の廃止についての研究は少ない。そこで本論文では、買収防衛策の廃止に焦点を当てた分析を行う。具体的には、コーポレートガバナンス・コード制定後の3年間に着目し、この間に買収防衛策を廃止した企業について、2015年に買収防衛策を存置していた企業と対比させながら、ガバナンス構造や財務面、また社外取締役の属性等の特徴を分析する。更に、企業価値への影響についても確認する。

全体の構成は、まずコーポレートガバナンスにおける買収防衛策の意味合いについて、主に買収防衛策の導入に関するこれまでの先行研究を概観しながら、どのような議論がなされたかを確認する。次に、買収防衛策の廃止企業の特徴について、先行研究も踏まえた仮説を提示する。続いて、実証分析に用いる手法やデータを説明した上で、分析結果を示し、考察を行うこととする。

## 2. 買収防衛策の意味合い

### （1）企業買収の意味合い

買収防衛策の持つ意味合いを考える上では、その前提として第三者による企業買収そのものが有する経済的な意味合い、効果について確認しておく必要がある。

買収の効果については、理論的にはプラスマイナスの両面が存在する（宮島[2007]）。プラス面としては、シナジー効果やコア事業の強化を通じた資源配分効率の向上、経営の規律付け強化等につながるケースが考えられる。後者については実際に買収が起これなくても、その可能性があることにより、現経営者の経営改善を促すことも含まれる。

一方でマイナス面としては、買い手企業株主から売り手企業株主への富の移転、あるいは従業員や取引先からの富の移転をもたらすケースが考えられる。特に後者については「信頼

の破壊効果」と呼ばれ、企業が従業員や取引先との間で長期的関係を維持・形成するために慣行的に便益を提供していた場合、第三者による買収によってこれらの便益を停止することで短期的には収益改善が図られるが、中長期的に企業の競争力を損なう場合があると主張されている (Shleifer and Summers [1988])。

## (2) 買収防衛策の意味合い

こうした企業買収の効果との対比で、買収防衛策の持つ意味合いについて検討する。先行研究では様々な議論が行われているが、本論文では買収防衛策の意味合いについて、大きく三つの仮説に分類する (重本[2013])。

一つ目は、「経営者保身仮説」と呼ばれる仮説である。経営者が敵対的買収によって自らの地位が脅かされることを防ぐため、防衛策を導入するという考え方であり、買収のプラス効果である経営の規律付け機能とは逆の関係になる。この仮説によれば、例えば業績が悪い企業、株価が低迷している企業は、経営者が保身目的で買収防衛策を導入する可能性が高まると考えられる。また、社外取締役の比率が低い、機関投資家の持株比率が低い、役員の持株比率が低く株主との利益相反が起りやすい等、ガバナンス面で経営へのけん制が働きにくい企業は、同様に買収防衛策を導入する可能性が高まると考えられる。

このような目的での買収防衛策の導入により、敵対的買収が阻害され、あるいはその可能性が低下することで、経営者への規律が一層働きにくくなり、経営の効率化が遅れれば、導入時の株価にもマイナスに働くだけでなく、中長期的な企業価値にもマイナスの影響があると考えられる。逆に、このような目的で導入された買収防衛策が廃止された場合は、廃止時の株価にも中長期的な企業価値にもプラスの影響があると想定される。

二つ目は、「信頼破壊抑制仮説」と呼ばれる仮説である。買収のマイナス効果として、従業員や取引先との長期的関係に基づく便益を停止することにより短期的な収益を狙う、いわゆる信頼の破壊効果があることは既に述べた通りだが、こうした買収の可能性を防衛策の導入により低下させることで、経営者、従業員、取引先がいずれも長期的な視点を持ち続けることが出来るようになり、企業固有のニーズへの投資、即ち関係特殊投資が促進される、という効果を得るために、経営者が防衛策を導入するという考え方である。この仮説によれば、知的資本や人的資本の重要性が高い企業、例えば研究開発や無形資産の占める割合が高い企業や、労働装備率の高い企業、従業員の平均勤続年数が長い企業ほど、買収防衛策が導入される可能性が高まると考えられる。

このような目的での買収防衛策導入により、特に知的資本や人的資本の重要性が高い企業において、関係特殊投資が促進されると想定されれば、導入時の株価にはプラスの影響が想定され、これが実現すれば中長期的な企業価値にもプラスに働くと考えられる。逆に、このような目的で導入された買収防衛策が廃止された場合は、廃止時の株価や中長期的な企業価値にはマイナスの影響があると想定される。

三つ目は、「株主利益最大化仮説」と呼ばれる仮説である。経営者は、実際に買収が仕掛けられた場合に備え、予め防衛策を導入しておくことで、買収者に対する交渉力を高め、結果として買収価格を吊り上げることで、株主の利益最大化につなげる目的で防衛策を導入するという考え方である<sup>58</sup>。この仮説によれば、買収のターゲットになりやすい企業として、例えば現預金比率が高い、負債比率が小さい、PBRが低い等の特徴を有する企業ほど、買収防衛策を導入する可能性が高まると考えられる<sup>59</sup>。

こうした形での買収価格の吊り上げ効果が、買収自体の可能性を損なわない範囲で十分に期待できるのであれば、導入時の株価にはプラスの影響があると考えられる<sup>60</sup>。逆に、こうした目的で導入された買収防衛策が廃止された場合は、株価にはマイナスの影響があると想定される。

以上、買収防衛策の意味合いに関する3つの仮説を確認したが、実際の企業の行動は固定的なものではなく、市場や企業の置かれている状況、ガバナンス構造の変化に伴って変わらう。従って、買収防衛策の意味合いについても、時点によって変化する可能性もある点には留意が必要と考える。

### 3. 先行研究

#### (1) 買収防衛策の導入（米国）

では、こうした買収防衛策に関する3つの仮説について、どの仮説が実際の状況に近いと言えるのか、買収防衛策の導入、廃止に関するこれまでの先行研究の結果を確認する。

まず、買収防衛策導入企業に関する分析については、米国、日本それぞれ様々な先行研究が行われており、大きくは導入企業の特徴を分析したもの、株価への影響を分析したもの、に分けられる。

買収防衛策導入企業の特徴について、米国の先行研究を確認すると、役員持株比率が低い企業は防衛策を導入しやすい、という結果が示されている (Malatesta and Walking [1988]、Mallette and Fowler [1992]、Davis and Grave [1997]、Danielson and Karpoff [1998])。役員持株比率と買収防衛策の関係は、二つの異なる解釈が可能であり、役員持株比率が低いほど株主と経営者の利害が一致せず、経営者自身の利害を優先した防衛策の導入につながりやすい、との考え方と、逆に役員持株比率が高いほど経営者の自由度が高く、思い通りの経営を行えるという既得権益を守るための防衛策の導入につながりやすい、との考え方がある

<sup>58</sup> このような目的での買収防衛策の導入は、M&Aのマイナス効果としての、買い手企業株主から売り手企業株主への富の移転を促進するものとも位置付けられ、M&Aを阻害するものになる可能性もある点には留意が必要である。

<sup>59</sup> なお、これらの特徴は、同時に経営効率の改善余地を示すものでもあり、経営者保身目的で導入する企業の特徴にも重なりうるため、市場への分かりやすい説明等が求められる。

<sup>60</sup> このような目的での買収防衛策導入による中長期的な企業価値への影響は余りないと思われる。

(福田[2012]、重本[2013])。米国での先行研究は、前者の考え方が当てはまることを示している。

また、機関投資家の持株比率が高い企業は防衛策を導入しやすい、という結果も示されている (Mallette and Fowler[1992]、Davis and Grave[1997]、Danielson and Karpoff[1998])。機関投資家と買収防衛策の関係についても、役員持株比率と同様に二つの異なる解釈が可能であり、機関投資家持株比率が高いほど、株式の流動性が高く買収がより容易となるため、防衛策の導入につながりやすい、との考え方と、逆に機関投資家持株比率が低いほど、防衛策の導入に否定的な株主が減少するので、防衛策の導入につながりやすい、との考え方がある (福田[2012])。米国での先行研究では、前者の考え方が当てはまることを示しているが、先行研究はいずれも 1990 年代以前の分析であり、最近の機関投資家の動向を必ずしも表すものではない点、留意が必要である。実際に、大手議決権行使助言会社である ISS、グラスルイスの 2 社は、いずれも買収防衛策には否定的な考え方を明確にしている<sup>61</sup>。

その他、ガバナンスとの関連では、社外取締役比率が高いほど防衛策を導入 (Danielson and Karpoff [1998])、CEO と取締役会議長等が分離した企業ほど防衛策を導入 (Heron and Lie [2006])、業績との関連では、ROA が低いほど防衛策を導入 (Malatesta and Walking [1988])、株価との関連では、PER が低いほど防衛策を導入 (Strong and Mayer [1990])、財務との関連では、総資産が大きいほど防衛策を導入 (Comment and Schwert[1995]) 等の先行研究があるが、必ずしも多くの研究で同様の結果が示されているわけではない。

次に買収防衛策導入が株価に及ぼす影響に関する先行研究を確認すると、米国では、1980 年代から 90 年代にかけては、防衛策導入はマイナスの影響があるとする研究 (Malatesta and Walking[1988]、Ryngaert[1988]) が見られる。また、社外取締役比率が過半数以上の場合には防衛策の導入は株価にプラス、そうでない場合は株価にマイナスとの研究もある (Brickley et al.[1994]) ほか、役員持株比率が低いほど、防衛策導入時のマイナスの影響が大きいとの研究もある (Ryngaert[1988])。一方で、2000 年代に行われた分析では、防衛策の導入は、買収価格の引き上げ効果への期待を通じて、株価にプラスに働くことを示すものが多い (Hitzelberger[2017]、Ferraz et al.[2019])。

## (2) 買収防衛策の導入 (日本)

次に、日本における買収防衛策導入企業の特徴に関する先行研究を確認する。

---

<sup>61</sup> ISS の 2021 年日本向け議決権行使助言基準によれば、買収防衛策には原則として反対、例外的に、2 名以上かつ 1/3 以上の独立社外取締役が存在し、有効期間が 3 年以内等の条件を満たすほか、「買収されやすい状況の改善を目的とする具体的な株主価値向上施策に加え、買収防衛策導入により与えられる一時的な保護が、どのようにしてその施策の実行に役立つのかを招集通知で説明しており、その内容が妥当であると結論付けられる」場合にのみ賛成することとしている (ISS[2021])。

またグラスルイスの 2021 年日本向け議決権助言方針によれば、買収防衛策には原則として反対、例外的に、取締役の過半数が独立取締役である等の条件を満たす場合にのみ賛成することとしている (GLASS LEWIS[2021])。

まず株主構成に関する項目については、役員持株比率の低い企業ほど防衛策を導入している（千島・中嶋・佐々木[2006]、滝澤・鶴・細野[2007]、Arikawa and Mitsusada[2008]、福田[2012]、重本[2013]）、また機関投資家持株比率の高い企業ほど防衛策を導入している（川本[2007]、滝澤・鶴・細野[2007]、大越[2012]）、といった結果が複数の研究で確認できる。これらは米国と共通する特徴であるが、日本特有の視点としては、外国人持株比率の影響が考えられる。理論的には、前述の機関投資家持株比率と同様、二つの考え方があるが、先行研究を確認すると、比率が高いほど防衛策を導入（重本[2013]）との結果もあれば、逆に低いほど防衛策を導入（福田[2012]）、中央値より高く 33%より低いほど導入（Arikawa and Mitsusada[2008]）との結果もあり、結論は分かれている。また、持合株式比率との関係については、比率が高いほど導入（滝澤・鶴・細野[2007]、大越[2012]）との結果となっているが、買収防衛策の一つとして相互に株式持合を強化する動きも当時見られたことから、内生性の問題を考慮する必要があると思われる。

他にガバナンスに関連した項目については、社齢が古いほど防衛策を導入（滝澤・鶴・細野[2007]、重本[2013]）、役員平均在任年数が長いほど防衛策を導入（重本[2013]）等の研究があり、経営者の保身目的での導入を示唆する結果となっている。但し、社外取締役比率との関係では、有意性は確認されていない（滝澤・鶴・細野[2007]、重本[2013]）。

業績・株価に関連する項目については、総じて有意性が示されたケースは少ないが、トビンQが低いほど防衛策を導入（広瀬[2008]）との結果がある。

信頼破壊抑制仮説に関連する項目については、従業員平均勤続年数が長いほど防衛策を導入（重本[2013]）があるが、研究開発集約度、労働装備率、労働分配率等の項目との関連性は、いずれも有意性のない結果となっている（千島・中嶋・佐々木[2006]、川本[2007]、野田[2010]）。

買収ターゲットに関連する項目については、流動性比率が高いほど防衛策を導入（滝澤・鶴・細野[2007]）、負債比率が低いほど防衛策を導入（千島・中嶋・佐々木[2006]）といった研究がある反面、いずれも有意性なしとの研究（重本[2013]）もある。また資産規模との関連について、大きいほど防衛策を導入（重本[2013]）との研究があれば、小さいほど防衛策を導入（広瀬[2008]）との研究もあり、結論は分かれている。

以上、買収防衛策導入企業の特徴に関する先行研究を紹介したが、次に、買収防衛策導入が株価に及ぼす影響について確認する。日本でも様々な研究がなされ、対象期間によっても異なるが、プラスの影響が確認できるという研究はなく、マイナスの影響があるとする研究（千島・中嶋・佐々木[2006]、広瀬・藤田・柳川[2007]、Arikawa and Mitsusada [2008]、竹村・白須・川北[2010]）が多いほか、有意な影響はないという研究もある（岡田・窪井[2007]、大越[2012]）。また、経営者の在任年数が長いほどマイナス（Arikawa and Mitsusada [2008]）、外国人持株比率が高いほどマイナス（Yeh [2014]）、更に流動性比率が低く、持合株式比率が高いといった、買収ターゲットになりにくい企業ほどマイナス（竹村・白須・川北[2010]）との研究もある。

こうした先行研究の成果を踏まえ、買収防衛策導入の意味合いについて考えると、米国では、初期に導入した企業を中心に、役員持株比率が低いケースが多く、株価もマイナス反応となっており、当初段階では一つ目の経営者保身仮説が該当していたと考えられる。但しその後、様々な事例の蓄積、企業の行動の変化もあって、株価はプラス反応を示す研究が増え、三つ目の株主利益最大化仮説に市場の受け止め方がシフトしている可能性がある。

これに対し日本では、2005年～2008年の買収防衛策導入集中期の研究を見ると、役員持株比率が低いほか、持合株式比率が高い、社齢が古い等、ガバナンス面で経営者のけん制機能が低い企業ほど導入するという結果が示されている。一方で、従業員平均勤続年数が長い企業ほど導入するという結果もあるが、株価もマイナス反応が多いことから、相対的には、他の仮説よりも、経営者保身仮説が成り立っていた可能性が高いと考えられ、現在も同様の状況が続いていると考えられる<sup>62</sup>。

### (3) 買収防衛策の廃止

次に、買収防衛策廃止企業に関する先行研究を確認するが、こちらは日米とも事例が非常に少ない。

米国では、買収防衛策を廃止した企業の特徴についての分析がある (Schepker and Oh[2013])。これによれば、ガバナンス体制が相対的に堅固な企業ほど防衛策を廃止していること、防衛策廃止企業の特徴は、防衛策導入の特徴の裏返しではないことが示されている。具体的には、現任の CEO が任命した取締役の数が少ない、圧力に強い機関投資家の持株比率が多い、社外取締役の持株比率が多いといった、ガバナンス体制上、経営者のけん制が働きやすい企業ほど、防衛策を廃止しやすいとの結果が示された。一方で、CEO が取締役会議長と兼職している方が、防衛策を廃止しやすいこと、更に社外取締役比率は防衛策の廃止に有意な影響を及ぼしていないとの結果も示された。また、役員持株比率との関係では、低いまたは高い場合は廃止の可能性が有意に高まり、その中間では有意に低くなる、という曲線的な関係が成り立つことが示された。これは、役員が極端に小さい持株比率しか有していない場合は、そもそも防衛策の廃止等の意思決定に影響力を及ぼすことが出来ないが、持株比率が高まるにつれ、意思決定への影響力が強まり、同時に保身目的で防衛策を導入・維持するインセンティブが強まること、但し持株比率が更に高まると、買収の脅威自体が低下するため、防衛策のインセンティブは逆に低下する、と解釈されている。

これらの結果から、米国では、経営者保身目的により防衛策を導入した企業が、その後のガバナンス体制の改善を踏まえて、防衛策を廃止している可能性が示唆される。

---

<sup>62</sup> 日本では 2009 年以降、新規に買収防衛策を導入する企業は減少し、サンプル数が限られることもあって、米国のように直近の導入事例に基づく研究は見られないが、米国と異なり敵対的買収の事例も少ないことから、株主利益最大化仮説が成り立つ可能性は現時点でも考えにくいと思われる。

一方で日本では、買収防衛策を廃止した企業の特徴に関する先行研究はないが、株価への影響に関してイベントスタディを行った研究はいくつかある。具体的には、2006～2013年の防衛策廃止企業 60 社について、廃止の発表は株価に有意にプラスとなるほか、社長持株比率が高い企業ほど株価に有意にプラスとの研究（岡本[2014]）、2010～2016年の防衛策廃止企業 50 社について、廃止の発表は株価に有意にプラスとの研究（浦川等[2017]）に加え、2006～2019年の廃止企業 100 社について、廃止の発表は株価に有意にプラス、更に PER が大きいほど、負債比率が高いほど、総資産が小さいほど、製造業ほど、廃止時の株価上昇が有意に高くなる、との研究がある（尾崎[2019]）。この論文では、買収可能性の上昇期待が高い企業ほど株価が上昇しやすい、とする仮説を立て検証しているが、総資産はこの仮説に該当する一方で、PER や負債比率は仮説には該当しない、という結果となっている<sup>63</sup>。

いずれにしても、日本では買収防衛策の廃止は株価にプラスとなっており、経営者保身目的によって導入されていたことによるマイナスが払拭された可能性を示唆する結果となっている。一方で、どのような企業が買収防衛策廃止を行っているかを直接分析した事例はない。

以上の先行研究を踏まえ、本論文では、まずコーポレートガバナンス・コードが導入された 2015 年時点で、買収防衛策を存置している企業の特徴について確認する。これまで、導入時点での特徴を分析した研究はいくつか存在するが、その後の環境変化で、防衛策の意味合いが変化している可能性もある。続いて、コーポレートガバナンス・コードが適用された 2015 年以降の 3 年間に、買収防衛策を廃止した企業の特徴について確認する。その際、社外取締役の比率や、属性との関連、更に企業価値への影響についても確認する。

これらは、いずれも先行研究にはない視点からの分析であり、本論文の貢献と考える。

#### 4. 仮説

次に、本論文において検証したい仮説を提示する。

まず、コーポレートガバナンス・コードが適用された 2015 年 6 月時点で、買収防衛策を存置している企業の特徴を確認し、先行研究の対象となっている 2005～2008 年に買収防衛策を導入した企業の特徴と比較して、変化があるかどうかを確認する。

前に買収防衛策の導入状況の推移を示した【図表 3 - 1】が、2015 年時点では、2008 年のピーク時（全上場企業で 573 社）よりも既に 2 割程度導入企業は減少している。また、リーマンショック等を経る中で、同じ会社でも、防衛策の意味合いが変化している可能性もあ

---

<sup>63</sup> この結果は、導入時に PBR が高く持株比率の高い企業ほど、中長期の株価にマイナスとの先行研究（竹村・白須・川北[2010]）と同様、相対的に導入の必要性に乏しい企業の廃止が評価された結果であるとの解釈も可能であろう。

る。但し、多くの先行研究で示された、経営者保身目的での導入を示唆する特徴が多いという点では、2015年時点でも基本的には変化はなく、むしろその後ガバナンスが改善した企業はいち早く防衛策を廃止していると考えられ、残った存置企業を見ると、更にそうした色彩が強まっている可能性もあると考えられる。

**仮説1：2015年6月時点で買収防衛策を存置している企業の特徴を見ると、先行研究同様、経営者保身目的を示唆するものが多い**

続いて、買収防衛策を廃止した企業の特徴について検討する。

米国での先行研究を見ると、必ずしも導入と廃止は裏表の関係にはないことが示されているが、日本では経営者保身目的での導入が多いとすれば、経営者へのけん制が効きやすいガバナンス体制となっている企業ほど防衛策を廃止する、という特徴が確認できる可能性がある。特に、コーポレートガバナンス・コードが制定されて以降、防衛策の廃止は増加しているが、この背景として、外国人投資家を含む機関投資家の買収防衛策に対する議決権行使基準を一段と厳格化させたこと（スチュワードシップ・コードにより、機関投資家の議決権行使状況の個別開示等が求められるようになった）が、防衛策の廃止を促進した可能性が考えられる。

**仮説2：2015～2017年で買収防衛策を廃止した企業は、外国人持株比率が高い企業等、経営者へのけん制が効きやすいガバナンス体制となっている企業が多い**

更に、社外取締役と買収防衛策の関連について検討する。

これまでの先行研究では、社外取締役が買収防衛策に有意に影響しているとの結果は得られていない。特に日本の場合、経済産業省・法務省の指針（経済産業省・法務省[2005]）により、買収防衛策を適切に運用するためには、社外取締役等の独立社外者の関与が望ましいとされたことから、買収防衛策を導入するために社外取締役を採用・増員する等の状況も生じており、内生性の問題も生じている（滝澤・鶴・細野[2007]）と考えられる。一方で、近年日本企業における社外取締役比率は、急速に高まりつつあるものの、米国のように取締役会の多数を占めるのが一般的な状況と比較すると、依然として少数にとどまっている。企業の運用によっても異なるが、社外取締役比率は、一定以上に高まらないとその影響力を發揮することができない場合もあり、このことが先行研究の結果に反映していると考えられる。逆にいえば、社外取締役が一定以上の比率に達した場合は、経営者の保身目的での買収防衛策の導入を抑制し、廃止を促す可能性もあると考えられる。

**仮説3：社外取締役が一定以上の比率に達すると、買収防衛策は導入されにくく、また廃止されやすくなる**

最後に、買収防衛策の廃止が企業価値に与える影響について検討する。先に述べた通り、経営者の保身目的で導入された買収防衛策の廃止は、廃止時の株価にプラス効果をもたらすほか、中長期的な企業価値にもプラスに働くと考えられる。一方で、信頼破壊抑制の目的で導入された買収防衛策の廃止は、廃止時の株価にマイナス効果をもたらすほか、中長期的な企業価値にもマイナスに働くと考えられる。日本では、経営者保身目的の導入が多いとすれば、廃止した場合は株価や企業価値にプラスの影響が期待されることになる<sup>64</sup>。

先行研究では、既に述べた通り、イベントスタディの手法で分析した研究が既に複数存在しており（岡本[2014]、浦川等[2017]、尾崎[2019]）、いずれも株価にプラスの影響が確認されているが、本論文ではより長期の企業価値への影響を分析する観点から、防衛策廃止時の株価への影響に代えて、トービンQへの影響について確認することとしたい。

#### 仮説4：買収防衛策の廃止によって、当該企業の企業価値は高まる

### 5. 分析対象企業の特徴

#### (1) 分析対象企業の買収防衛策存置状況

次に、実証分析の対象とする企業とその特徴を示す。

買収防衛策の見直しの動きは、2015年のコーポレートガバナンス・コード制定により本格化したと考えられる。そこで本論文では、2015年3月決算、東証一部上場企業（銀行・証券・保険除き）のうち、2018年3月まで決算期変更がなく、上場を継続した1345社を分析対象とする。

そして、本論文では買収防衛策の廃止に焦点を当てるが、日本では、買収防衛策の有効期限を3年とする企業が多く、期限切れを迎えた時点で改めて改廃を判断するというケースが多い<sup>65</sup>。そこで、分析対象企業のうち、2015年株主総会終了時点で買収防衛策を存置していた企業について、その後の3年間、具体的には2015年株主総会後の2015年7月～2018年6月までの間に、買収防衛策を廃止したかどうかを確認することとする。

ここで、分析対象1345社の2015年株主総会の終了した6月末時点での買収防衛策存置状況を確認する。この中には、議決権の過半数を占める支配株主が存在する企業（141社）も存在するが、これらの企業はそもそも買収防衛策を存置する必要性は低いと考えられ、こ

---

<sup>64</sup> 株主利益最大化の目的で導入された買収防衛策の廃止は、廃止時の株価にマイナス効果をもたらすと考えられるが、日本ではそのような目的での導入は考えにくい。

<sup>65</sup> 期限切れとなる年度の株主総会前に改廃の判断がなされ、継続する場合は株主総会に付議、廃止する場合はその旨プレスリリースされることが多い。

うした支配株主のいる企業を除く 1204 社について、状況を確認する。

まず、買収防衛策を存置しているのは 304 社となり、約 4 分の 1 を占めている。これを業種別にみると【図表 3-2】、製造業は 220 社、導入率も 30%を超えているのに対し、非製造業は 84 社、導入率は約 15%と、製造業の半分以下の比率にとどまっている。また、東証 17 業種別の状況を見ると、食品、素材・化学、鉄鋼・非鉄、機械、運輸・物流といった業種の導入率が高めとなっている。過去、敵対的買収のターゲットになった企業の属する業種ほど導入率が高い傾向が感じられる。

次に、防衛策存置企業の特徴を明らかにするために、対象企業を財務・ガバナンス面での指標を用いて区分し、これによりどのような特徴が見られるのか確認する。具体的には、今後の成長度や市場からの評価を示す PBR（1 倍）、取締役会のガバナンス機能を示す社外取締役比率（1/4）、株主のガバナンス機能を示す役員持株比率（1%）、外国人持株比率（15%）、また企業規模を示す総資産（1000 億）の 5 つの指標により、それぞれ対象企業を 2 つのグループに区分し、導入状況に違いがあるかを確認する<sup>66</sup>【図表 3-3】。これによると、役員持株比率は 1%以上企業より、1%未満企業の導入が多いほか、総資産が 1000 億以上の企業の導入が多い傾向にあることが分かるが、その他については大きな差異は見られない。

最後に、社外取締役の比率や属性別の防衛策の存置状況を確認する【図表 3-4】。ここで社外取締役の属性の定義は、第 1 章と同様とする。これによると、社外取締役比率は、防衛策を存置している企業、していない企業の間で大きな差異はないが、社長、公務員、学者出身の社外取締役は、買収防衛策あり企業に多く分布する傾向がある。一方で、弁護士出身の社外取締役は、買収防衛策の有無による分布の違いは殆どない。

## （2）分析対象企業の買収防衛策廃止状況

続いて、2015 年 6 月末時点で買収防衛策を導入していた 304 社を対象に、2015 年 7 月～2018 年 6 月までの 3 年間での買収防衛策廃止状況を確認する。確認対象の 304 社中 2 社は、期間内に支配株主が登場したことに伴い買収防衛策を廃止しているため、今回の分析の対象外とし、残り 302 社について分析を行う。

まず、防衛策を廃止したのは 66 社となり、2015 年 6 月時点での導入企業の約 2 割を占めるという結果となった。業種別に見ると【図表 3-2】、導入とは異なり、製造業、非製造業の間で大きな差異はない。17 業種別では、電機・精密、運輸・物流における廃止率が高い。

また、財務・ガバナンス指標による違い（PBR（1 倍）、社外取締役比率（1/4）、役員持株比率（1%）、外国人持株比率（15%）、総資産（1000 億）について、それぞれカッコ内の閾値によって企業を 2 つに区分）を確認すると【図表 3-3】、PBR 1 倍以上、社外取締役

<sup>66</sup> 各指標の閾値は、2 つのグループの社数の偏りが大きくなりすぎない範囲で設定した。

1/4以上、役員持株比率1%未満、外国人持株比率15%以上、総資産1000億以上の企業の廃止率が、それぞれもう一方を明確に上回っている。これは、ガバナンス体制が相対的に整備された、規模の大きい企業ほど、防衛策を廃止している傾向があるともいえる。

次に社外取締役について見ると【図表3-4】、社外取締役比率は、防衛策廃止企業の方が若干高めとなっているほか、属性別に見ると、学者やコンサルタント出身の社外取締役の廃止率が高く、会計士出身の社外取締役の廃止率が低い、という特徴が確認できる。

ここで、第1章で分析した、2015年時点での社外取締役の選任状況と、買収防衛策の導入・廃止状況の関係を確認する。具体的には、第1章でも行ったように、分析対象企業1345社について、2015年の社外取締役選任状況に基づき、①新規に社外取締役を選任、②従前より継続して社外取締役を複数選任、③従前より社外取締役を単数選任、新規に複数選任に移行、④従前より継続して社外取締役を単数選任、⑤社外取締役不在、の5種類に区分した上で、買収防衛策の導入・廃止状況について確認した【図表3-5】。2015年6月時点での防衛策導入状況を見ると、2015年に新規に社外取締役を選任した企業では、防衛策の導入率は低く、2015年時点で既に複数社外取締役を選任していた企業では、防衛策の導入率は最も高くなっている<sup>67</sup>。次に、2015年7月～2018年6月の廃止率を見ると、新規社外取締役選任企業は低く、既に複数社外取締役を選任した企業は高くなっているため、2018年6月時点での防衛策導入状況を見ると、社外取締役の選任状況による格差は縮小している<sup>68</sup>。従って、少なくとも社外取締役の有無や、複数選任の有無によって、買収防衛策の導入・廃止への影響があるとはいえない結果となった。

### (3) 分析対象企業の買収防衛策廃止の理由

最後に視点を変えて、今回分析対象となる2015年7月～2018年6月に買収防衛策を廃止した66社について、その廃止理由を確認した。具体的には、買収防衛策廃止のプレスリリースにおいて、廃止理由として挙げられた事由をキーワードとしてピックアップし、類似のものは合算した上で集計した（複数の事由を挙げた場合は、それぞれ集計した）。プレスリリースの内容は類似しているものも多く、廃止理由についても、総論的な「経営環境の変化」等の理由が示されている場合が多いが、より具体的な廃止理由として、①TOBルールに関する金融商品取引法改正等を念頭においた「法制度の浸透」、②スチュワードシップ・コードの導入で、買収防衛策についても企業価値向上の観点からの対話や議決権行使が求められるようになったことを受けた「投資家の動向」、③本来的な買収防衛のあり方ともいえる、「自社努力による企業価値向上を優先」、の3種類の理由に着目した。

この結果を見ると【図表3-6】、「法制度の浸透」を理由とする企業が最も多く、「投資

<sup>67</sup> 経済産業省・法務省の指針において、防衛策の運用に当たっては、社外取締役を含む「独立社外者」の存在が重視されたことを反映した結果と考えられる。

<sup>68</sup> 導入率は、2015年と比較して全体的に低下している。

家の動向」を理由とする企業がこれに続き、「自社努力による企業価値向上を優先」は少数にとどまっている<sup>69</sup>。年度別に見ると、年を追うごとに「投資家の動向」を理由とする防衛策廃止の比率が増加する傾向にある。

## 6. 計量モデル

### (1) 買収防衛策存置企業の特徴

次に、仮説を検証するための計量モデルを示す。

まず、仮説1：買収防衛策存置企業の特徴の検証に当たっては、分析対象全企業から、支配株主あり企業を除く1204社を対象とし、買収防衛策存置フラグを被説明変数とするロジット分析を行う。

説明変数は、先行研究を踏まえ、まず経営者保身目的の存在が示唆される項目として、以下の6項目を設定する。

- ①社齢：社齢が古い企業は、企業体質が硬直的となり、経営者も変化を嫌い組織防衛目的での行動をとりやすくなる（重本[2013]）可能性があるほか、含み資産を多く有しており、買収のターゲットになりやすい面もある。従って、分析によればプラス符号の効果が想定される<sup>70</sup>。
- ②社外取締役比率：社外取締役の比率が高い企業は、経営者の保身目的行動に対する取締役会のけん制機能が一定程度働くと考えられる。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。但し、社外取締役比率が一定水準に達するまでは、実効的なけん制機能の発揮は難しいとも考えられる。また、日本では2005年の経済産業省・法務省指針により、買収防衛策を導入するために社外取締役を増員した企業もあると思われ、先行研究では、有意性を示したものはない（滝澤・鶴・細野[2007]、重本[2013]）。
- ③取締役会議長と社長分離フラグ：経営者である社長の権限が分散するガバナンス体制を取る企業は、経営者の保身目的による防衛策に対するけん制が一定程度働くと考えられる。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。なお、米国では先行研究により効果が示された事例がある（Heron and Lie [2006]）が、日本での先行研究はない<sup>71</sup>。
- ④役員持株比率：役員持株比率の高い企業は、経営者の自由度が大きく、いかなる買収からも会社を守るという自己保身の姿勢を強め、防衛策存置にプラスとの見方と、株主と

<sup>69</sup> 非製造業では3割の企業がこの理由によっているが、製造業でこの理由を選択した企業は2割にも満たない。

<sup>70</sup> なお、買収防衛策導入が集中した2005～2008年以降に東証一部に上場した新興企業は防衛策導入が少ないと思われ、その影響には一定留意が必要と考えられる。

<sup>71</sup> 日本では、社長を退いた会長が議長を務めつつ実質的に経営を支配しているケースも多いと思われるため、解釈には注意が必要と考えられる。

経営層の利益相反が相対的に小さく、防衛策存置にマイナスとの見方の両面あるが、過去の先行研究では後者の説を支持するものが日米とも多数となっている (Malatesta and Walking[1988]、千島・中嶋・佐々木[2006]等)<sup>72</sup>。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。但し、役員の権限との関係では、持株比率が中程度の方が防衛策を存置するという曲線的な関係になっている、との先行研究もある (Schepker and Oh[2013])。

- ⑤外国人持株比率：外国人持株比率の高い企業は、株式の流動性が高く、敵対的買収者にとって買収しやすいため、防衛策存置にプラスとの見方と、経営者へのモニタリングが厳格、規律付け効果が強く働き、防衛策にマイナスとの見方の両面あり、日本での先行研究でも結論は分かれる (重本[2013]、福田[2012]等) が、ISS・グラスルイス等の助言機関は、独立取締役の少ない日本の買収防衛策に対する見方は厳しいことから、防衛策存置にマイナスと考える。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。
- ⑥ROA：ROAの高い企業は、経営者交代による改善効果を狙った買収のターゲットになりやすく、防衛策の必要性は低いと考えられる。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。

次に、日本では過去実証されていないが、信頼破壊抑制仮説が成り立つ可能性も確認するため、説明変数として、以下の2項目を設定する。

- ①従業員平均勤続年数：これが長いほど多くの人が安定的にその企業に勤務し、企業特殊的技能を蓄積しているため、人的資産の価値が高く、経営者はこれを守るため、防衛策を導入するインセンティブが働くと考えられる。従って、分析によればプラス符号の効果が想定される。
- ②研究開発集約度：研究開発の重要性が高い企業は、長期にわたり形成される知的資産・ノウハウの維持が重要となり、経営者はこれを守るため、防衛策を導入するインセンティブが働くと考えられる。従って、分析によればプラス符号の効果が想定される。

最後にコントロール変数として、買収のターゲットになりやすい企業の特徴に関連するものとして、以下の5項目を設定する。

- ①総資産：規模が小さいほど、買収に必要な金額が小さくなり、実現可能性が高まるため買収者にとってターゲットになりやすい面があるが、規模が大きいほど、買収防衛策の導入に伴うコスト (規模に関わらず固定的と考えられる) を賄いやすいという見方もあり、過去の実証分析でも両面の結果が示されている。日本の株価は、米国等との比較で相対的に低迷を続ける中、日本企業は大企業であっても外国企業と比較すると時価総額は小さいため、買収ターゲットになる可能性は依然あること、また長期間防衛策を維持することのコスト面での影響は無視できないものとする。従って、分析によればプラス符号の効果が想定される。

---

<sup>72</sup> 先行研究では、役員持株比率が低いほど株主と経営者の利益相反が大きいため、買収防衛策が導入されやすい、という結果となっている。

- ② P B R：高いほど市場での評価が高く、実現可能性や買収後の株価上昇余地が限定的であるため、買収ターゲットになりにくいと考えられる。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。
- ③ 負債比率：高くなれば債権者からのモニタリングが効果的になり、買収によって規律付けを行う余地が乏しいと考えられるほか、レバレッジを高めることでの企業価値向上の余地も限定的で、買収ターゲットとしての魅力に乏しいと考えられる。従って、分析によればマイナス符号の効果が想定される。
- ④ 現預金比率：投資機会を上回る多額の現金の存在は、経営者による非効率な投資につながりやすいほか、買収者にとって魅力的で買収ターゲットとされやすいと考えられる。更に、経営者の保身目的での導入につながる可能性もある。従って、分析によればプラス符号の効果が想定される。
- ⑤ フリーキャッシュフロー比率：現預金比率はストックベースでの過剰流動性の度合いを示すものであるのに対し、こちらはフローベースでの現金生成能力を示すものであるが、高いほど買収者には魅力的という点に変わりはないと考えられる。従って、分析によればプラス符号の効果が想定される。

以上をまとめると、以下の式で表すことができる。なお、説明変数は、全て 2015 年 3 月期の数値を用いる。また、分散不均一の問題に対処するため、ホワイト修正を実施することとする。

$$\text{買収防衛策存置フラグ} = \alpha + \beta 1 \text{ 経営者保身関連変数} + \beta 2 \text{ 信頼破壊抑制関連変数} \\ + \beta 3 \text{ コントロール変数} + \varepsilon$$

なお、全体分析とは別に、業種（製造業／非製造業）に区分した分析を行うほか、非線形的な関係や、閾値を超えた場合の関係を見るために、先に述べた財務・ガバナンスに関する 5 つの指標（P B R（1 倍以上／未満）、社外取締役比率（1/4 以上／未満）、役員持株比率（1%以上／未満）、外国人持株比率（15%以上／未満）、総資産（1000 億円以上／未満））それぞれについて、対象企業を閾値により 2 つに区分した分析を併せて行うこととする。

## （2）買収防衛策廃止企業の特徴

次に、仮説 2：買収防衛策廃止企業の特徴の検証に当たっては、2015 年 6 月に防衛策を存置していた企業 304 社のうち、2018 年までの間に支配株主が誕生し防衛策を廃止した 2 社を除く 302 社を分析対象とし、買収防衛策廃止フラグを被説明変数とするロジット分析を行う。

説明変数は、仮説 1 と同様の項目を設定する。仮に、防衛策を導入した理由の裏返しだが、防衛策廃止の理由になるとすれば、期待される符号は全て逆になると考えられる。また、買

取防衛策に対する厳しい姿勢を踏まえれば、外国人株主比率は、強いプラス符号の効果があると考えられる。なお、説明変数には、各社それぞれの廃止年度の直前決算期の数値を用いることも考えられるが、コーポレートガバナンス・コードの適用前の状況に統一した上で分析を行いたいこと、また日本企業の多くは買収防衛策の期間を3年としており、廃止時期もこのサイクルに沿って行われることが多いことも踏まえ、今回は一律2015年3月期の数値を用いて分析を行う。

$$\text{買収防衛策廃止フラグ} = \alpha + \beta 1 \text{ 経営者保身関連変数} + \beta 2 \text{ 信頼破壊抑制関連変数} \\ + \beta 3 \text{ コントロール変数} + \varepsilon$$

### (3) 社外取締役の影響

続いて、仮説3：社外取締役の影響の検証について、まず社外取締役比率の影響については、仮説1・仮説2の検証の中で確認が可能となるが、本論文ではこれに加え、社外取締役の属性毎の影響の検証も行う。具体的には、仮説2と同様に、期間内に買収防衛策を廃止した302社を分析対象とし、買収防衛策廃止フラグを被説明変数とするロジット分析を行う。

説明変数は、各属性毎の社外取締役の人数とする。但し、人数増加による影響は逓減すると考えられ、人数を対数化した上で分析を行うこととする。各属性の定義や分類方法は、第1章で述べた通りである。コントロール変数としては、仮説2のモデルにより、買収防衛策の廃止との相関が相対的に高い項目を設定する。具体的には、仮説2の検証結果も踏まえ、外国人持株比率、会長・議長兼任フラグ、従業員平均勤続年数、フリーキャッシュフロー比率の4項目を設定する。

$$\text{買収防衛策廃止フラグ} = \alpha + \beta 1 \text{ 社外取締役属性毎の人数 (対数)} \\ + \beta 2 \text{ コントロール変数} + \varepsilon$$

### (4) 企業価値への影響

最後に、仮説4：企業価値への影響について、買収防衛策の廃止とトービンQの関係について回帰分析を行うことで確認する。

具体的には、被説明変数は、トービンQの2015-2018年の3年変化とし<sup>73</sup>、説明変数は、買収防衛策廃止フラグのほか、買収防衛策廃止の理由ごとに影響を分析するため、廃止理由フラグとする分析も行う。

コントロール変数は、業績面での変化としてROE3年変化、売上高3年変化を用いるほ

---

<sup>73</sup> 2015年3月時点でトービンQの水準が高い企業ほど、その後の3年間で買収防衛策を廃止しているかどうか、回帰分析で確認したが、有意な結果は得られなかった。

か、株価ファクターとして2015年3月時点の総資産、PBR、更に需給の影響を考慮し、外国人持株比率を用いることとする。

$$\begin{aligned} \text{トービンQ 3年変化} = & \alpha + \beta 1 \text{ 買収防衛策廃止フラグまたは廃止理由フラグ} \\ & + \beta 2 \text{ コントロール変数} + \varepsilon \end{aligned}$$

ここで、今回の実証分析に用いる項目を定義する【図表3-7】とともに、記述統計量【図表3-8】を示す。更に、分析対象企業における各項目の相関係数も示しておく【図表3-9】<sup>74</sup>。データは全て日経 NEEDS より取得しており、買収防衛策の導入状況は、コーポレートガバナンス報告書によって判別している。また外れ値の取り扱いについて、前章の分析と同様に、各変数について上下1%を超える外れ値については、上下1%の値に置き換える処理を行っている。

## 7. 分析結果と考察

### (1) 仮説1：買収防衛策の存置企業の特徴

それでは、以下計量モデルによる分析の結果を示す。最初に、仮説1の2015年6月時点で買収防衛策を存置している企業の特徴について、分析結果の確認を行う【図表3-10】。

まず、経営者保身仮説に関連する6項目につき、全企業を対象とした分析における正負の符号を確認すると、ROAを除いて全て想定通りの結果となり、仮説成立を示唆するものとなった。特に、社齢は1%水準で強いプラスの有意性が確認された。新たに上場した企業の影響は一定あると思われるが、先行研究と同様、社齢が古い企業ほど組織防衛的な行動が見られることを示す結果といえる。また、役員持株比率、外国人持株比率について、有意性を示すには至らなかったものの、全企業で見れば、これらの値が小さいほど防衛策を存置している傾向がうかがえる。社外取締役比率については、改めて仮説3の検証の際に述べることにしたい。

ここで、対象企業を役員持株比率1%前後で区分して分析を行った場合、1%未満企業では、役員持株比率が高いほど5%有意で防衛策を存置しているのに対し、1%以上企業では、有意性はないが符号はマイナスとなり、役員持株比率が低いほど防衛策を存置している、という結果が示された。こうした曲線的な関係性は、役員持株比率が高い場合には、株主と経営者の利益相反が少なく防衛策の必要性が小さくなる、一方で役員持株比率がゼロに近い場合は、経営者が防衛策の更新に権限を及ぼすことが出来ないため、経営者保身を目的とし

<sup>74</sup> 相関係数の絶対値が0.8を超える項目は、多重共線性の問題を避けるため同一の回帰式内に含まないこととする。

た防衛策の存置が困難となる、といった米国での先行研究の結果 (Schepker and Oh[ 2013]) と一致する結果となった。

また、同様に対象企業を外国人持株比率 15%前後で区分して分析を行った場合、15%以上企業では、外国人持株比率が低いほど1%有意で防衛策を存置しているのに対し、15%未満企業では、有意性はないが符号はプラスとなり、外国人持株比率が高いほど防衛策を存置している結果が示された。この点についても、理論的には外国人持株比率には防衛策に対し両面の効果が考えられ、先行研究でも様々な結果が示されていた(福田[2012]、重本[2013]、広瀬[2008])が、今回の結果は、外国人持株比率が一定比率以上になると、ガバナンスへの影響力が強まり防衛策の抑制効果があるが、そうでない場合は、外国人株主の存在が株式の流動性につながり、むしろ防衛策を存置しやすくなるという、曲線的な関係が成り立つことを示唆するものと考えられる。

次に、信頼破壊抑制仮説に関する2項目について、全企業を対象とした分析における正負の符号を確認すると、いずれも想定通りの結果となり、仮説成立を示唆するものとなった。特に、研究開発集約度が高いほど5%有意で防衛策を存置しており、導入時の先行研究(千島・中嶋・佐々木[2006]、野田[2010])とは異なる結果となっている。先行研究の対象外となる2009年以降に知的資本の重要性の高い企業が防衛策を導入した可能性、あるいは防衛策の存在によって、長期的視点に立った企業特殊投資が増加した可能性を示す、興味深い結果となった。

最後にコントロール変数について、全企業を対象とした分析における正負の符号を確認すると、総資産、負債比率、フリーキャッシュフロー比率は想定通りとなったが、PBRと現預金比率は想定とは異なる結果となった。特に現預金比率は、10%有意で現預金比率が低いほど防衛策を導入・存置するという結果となっている。これは先行研究(滝澤・鶴・細野[2007])とは異なる結果となっているが、リーマンショック後、各企業が手元資金の拡大に努める一方で、防衛策を導入した企業が、株主の視線を意識し、積極的に現預金の削減に努めた可能性も考えられる。PBRは、先行研究(滝澤・鶴・細野[2007])と同様に有意性はなく、買収ターゲットとされやすい企業が必ずしも防衛策を導入・存置しているわけではないことを示すと考えられる。

ここで、対象企業を総資産1000億前後で区分して行った分析結果を確認すると、総資産1000億以上企業では、規模が小さいほど5%有意で防衛策を導入・存置しているが、総資産1000億未満企業では、規模が大きいほど1%有意で防衛策を導入・存置している、という結果が示された。この点についても、先行研究では、両面の理論と結果があった(重本[2013]、広瀬[2008])が、今回の分析は、中程度の規模の企業ほど、買収される可能性も一定ありながら、導入コストの負担も可能な規模であるため、防衛策の導入・存置が進むことを示す結果といえる。

また、対象企業をPBR1倍前後で区分して行った分析結果を確認すると、PBR1倍未満の企業では、研究開発集約度が高いほど防衛策を導入・存置している、という結果が示さ

れた。市場の評価が低いため買収の脅威にさらされているが、長期的視点で研究開発投資を行っている企業が、信頼破壊を防ぐ観点で防衛策を導入・存置している可能性がある。

もう一つ、対象企業を製造業、非製造業で区分して行った分析の結果を確認すると、製造業では社齢が古いほど、外国人持株比率が小さいほど防衛策を有意に導入・存置するという結果が示され、経営者保身目的による防衛策の導入・存置を示唆する内容になっている。これに対し非製造業では、研究開発集約度が高いほど、PBRが高いほど、現預金比率が低いほど有意に防衛策を導入・存置しており、経営者保身目的というより、優良な企業が信頼破壊を防ぐ目的で導入している可能性がうかがえる。

以上総じてみると、全体では経営者保身目的で防衛策を導入した企業が、その特徴を大きく変化させることがないまま、防衛策もそのまま存置し続けていることが明らかとなった。但し、非製造業を中心に、研究開発の維持向上等、信頼破壊防止の効果も一部有する形に変化している可能性があることも示された。また、役員持株比率・外国人持株比率・総資産については、防衛策の導入・存置との関係が必ずしも直線的な関係ではなく、曲線的な関係であることも判明した。

よって、仮説1は正しいことが示された。

## (2) 仮説2：買収防衛策の廃止企業の特徴

続いて、仮説2の2015年7月～2018年6月に買収防衛策を廃止した企業の特徴を確認する【図表3-11】。

まず経営者保身仮説に関連する6項目につき、全社を対象とした分析における正負の符号を確認すると、全て仮説1とは逆の結果、つまりROAを除くと、経営者保身の要素が低い企業ほど防衛策を廃止している、という結果となった。全体的に有意性は低い項目が多い中で、外国人持株比率が高いほど1%有意で防衛策を廃止しており、関連性の強さが確かめられた。米国でも、圧力に強い機関投資家比率が高いほど廃止しているとの結果(Schepker and Oh [2013])となっており、これと同様の結果といえる。なお、対象企業を外国人持株比率15%前後で区切って行った分析結果を確認すると、15%以上の場合は引き続き1%有意で外国人持株比率が高いほど防衛策を廃止しているが、15%未満の場合は有意性が失われ、一定以上の比率を確保していないと、外国人株主が買収防衛策の廃止の意思決定に影響力を及ぼすことは難しいことを示している。

また、社外取締役比率、役員持株比率について、それぞれ15%、1%で区分して分析したところ、それ自体については導入時と異なり、区分して見ても有意性はなかったが、社外取締役比率が15%未満と相対的に低い企業では、役員持株比率が高いほど防衛策を有意に廃止しやすくなるのに対し、役員比率が1%未満と相対的に低い企業では、社外取締役比率が高いほど防衛策を有意に廃止しやすくなるという結果となり、相互で補完的に作用している可能性を示すものとなった。

次に、信頼破壊抑制仮説に関する2項目について、全社を対象とした分析における正負の符号を確認すると、いずれも仮説1と同様の結果、つまり信頼破壊抑制の必要性が高い企業ほど廃止している、という結果になった。中でも、従業員平均年数については10%有意で長いほど廃止するという結果になっており、人的資本保護の必要性が薄れたから廃止の意思決定がなされているわけでは必ずしもないことを示唆している。

最後にコントロール変数について、全社を対象とした分析における正負の符号を確認すると、総資産、負債比率、現預金比率は仮説通り、買収ターゲットになりにくいほど廃止するという結果になったが、PBR・フリーキャッシュフロー比率は逆の結果となった。仮説1の結果と比較すると、総資産、負債比率、PBRは逆の結果だが、現預金比率、フリーキャッシュフロー比率は同じ結果となった。この結果は、導入と同様、廃止についても、相対的に買収ターゲットになりにくい企業から廃止しているわけではないことを示唆するものと考えられる。なお、PBR1倍前後で区分すると、1倍以上企業では外国人持株比率が高いほど廃止しているが、1倍未満企業では役員持株比率が高いほど、社長と議長の分離が進むほど廃止しており、防衛策廃止に寄与したガバナンス要因が異なることがわかる。

これらを業種別にみると、製造業では外国人持株比率や役員持株比率が高いほど廃止する等、株主構成が廃止に影響しているのに対し、非製造業では、ROAが高いほど、また社長・議長の分離が進むほど廃止しており、株主構成は有意な影響を与えていない。非製造業では、優良企業が企業価値向上による買収可能性の低下や、投資家への配慮のため、廃止を進めた可能性も考えられる。

以上、総じてみると、外国人持株比率が一定以上に達した場合、その比率が高い企業ほど、防衛策を廃止する傾向が確認できる。加えて、非製造業は業績良化も防衛策廃止の一因と考えられる。また、導入企業の特徴との関連性については、経営者保身に関連する項目について、有意であった項目は少ないものの、正負の符号が導入企業の特徴とは逆となる項目が多く、経営者をけん制するガバナンスが相対的に機能しやすい企業が防衛策を廃止していることを示唆していると考えられる。

従って、仮説2は正しいことが示された。

### (3) 仮説3：社外取締役の影響

続いて、仮説3の買収防衛策の存置・廃止に関する社外取締役の影響について確認する。

既に見た通り、社外取締役の導入有無や、複数選任の有無は、買収防衛策の存置・廃止に影響を及ぼしているとは必ずしも言えない状況にあったが、ここでは社外取締役比率の影響を計量モデルにより確認していく。

まず、買収防衛策の存置と社外取締役比率の関係については【図表3-10】、全企業で見れば有意性はないものの、社外取締役比率25%前後で区分した分析によれば、25%以上の場合にはマイナスで5%有意となっており、一定比率以上の社外取締役の存在は防衛策存置

を抑制する効果があるが、それに満たない場合は防衛策に影響を及ぼさないことが示された。2005～2008年の買収防衛策導入ブーム時と比較して、社外取締役の比率は年々上昇しており、2015年6月時点で既に防衛策を廃止した企業の中には、社外取締役比率の上昇による経営へのけん制機能が強化されたことが一因となった場合もあるのではないかと思われる。

次に買収防衛策廃止と社外取締役比率の関係については【図表3-11】、全企業で見ても、また社外取締役比率25%前後で区分して見ても、いずれも有意性は確認できなかったが、符号はプラスとなっている。また、役員持株比率が1%未満の企業では10%有意水準で防衛策廃止にプラスとなっているが、1%以上の企業では有意性はないがマイナスとなっており、オーナー系の企業等では社外取締役の効果が発揮されない可能性を示唆している。

更に、買収防衛策廃止と社外取締役の属性の関係について確認する【図表3-12】。全企業で見ると、学者、コンサル出身社外取締役はいずれも5%有意水準で防衛策廃止にプラス寄与している。一方で、弁護士、会計士出身社外取締役は、有意性はないが、符号はマイナスとなっている。学者、コンサル出身者は、企業出身者と比較して相対的に独立性が高く、株主の立場に立って、経営者保身目的による買収防衛策の廃止を推進した可能性がある。一方で、弁護士は、仮説設定時にも述べた通り、そもそも買収防衛策を存置させるために選任された可能性もあることから、こうした結果に繋がっていると考えられる。また、会計士は、専門性が期待されて招聘される場合が多く、ガバナンス全般に関する提言は相対的に期待されていない可能性もあり、防衛策に対する影響力は相対的に低いことが要因と考えられ、更に弁護士同様、相対的な招聘コストの低さから、防衛策を存置させるために選任された可能性もあろう。

以上総じてみると、社外取締役は一定比率を超えると買収防衛策の導入・存置に影響を及ぼしており、仮説3は正しいことが示された。

#### (4) 仮説4：企業価値への影響

最後に、仮説4の買収防衛策の廃止と企業価値の関係について確認する。

まず、防衛策廃止がトービンQの2014-2017年度の3年変化に与える影響について見ると【図表3-13】、防衛策廃止フラグは1%有意水準でプラスとなっており、防衛策の廃止が企業価値に好影響を与えていることが分かる。

ここで、2015年3月時点で研究開発集約度の高い企業が買収防衛策を存置している傾向が確認されたことを踏まえ、買収防衛策廃止企業の中でも、研究開発集約度の水準によって、企業価値への影響が異なるかどうかを確認した。具体的には、研究開発集約度の2014-2017年度の3年変化について、第一四分位に相当する0.155%を境に前後で区分して、上記と同様の分析を行った。その結果、防衛策廃止とトービンQとの関係は、増加幅が低い場合は5%有意水準でプラスであったのに対し、増加幅が高い場合は有意性がないという結果とな

った。更に、研究開発集約度の 2017 年度水準について、第一四分位に相当する 2.9%を境に前後で区分して同様の分析を行ったところ、防衛策廃止とトービンQとの関係は、2.9%以下の場合は 5%有意水準でプラスであったのに対し、2.9%超の場合は有意性がないという結果になった。

先に見た通り、買収防衛策を廃止した企業の特徴としては、有意性はないものの研究開発集約度が高い方が廃止しやすいという結果となっていたが、企業価値への影響を見ると、研究開発集約度の増加幅や水準が全体のうち上位4分の1に入るような企業については、必ずしも防衛策の廃止が市場では評価されていないことが伺える結果となった。

最後に、買収防衛策廃止理由との関係を見ると【図表3-14】、全企業では、法制度浸透を理由に挙げた企業のみ有意にプラスとなっている。但し、PBR1倍未満の企業ではこの効果は失われている（有意性はないが、符号はマイナス）。一方で、投資家動向を理由に挙げた企業は、PBR1倍未満の場合は1%有意水準でプラスとなっており、投資家に向き合う姿勢を見せることが市場の評価につながった面もあると思われる。自社努力による企業価値向上を理由に挙げた場合、全体的に有意な影響は確認できなかったが、社外取締役比率が25%以上の企業ではプラス符号、社外取締役比率が25%未満の企業では逆にマイナス符号となっており、会社のガバナンス体制に対する投資家の信頼感の違いがこうした結果に繋がっている可能性がある。

従って、仮説4は正しいことが確認された。

## 8. さいごに

### (1) 分析の意義

本論文では、コーポレートガバナンス・コードの適用開始による変化の一つとして、買収防衛策の廃止を取り上げ、企業の特徴や社外取締役との関係について、先行研究と比較しつつ様々な分析を行った。

2015年6月時点で買収防衛策を存置していた企業の特徴については、先行研究で見られる2005~2008年時点の特徴と概ね重なり、経営者保身目的で存置している可能性を伺わせる結果となった。但し、研究開発集約度が高く現預金比率が低い企業が存置している等の変化もあり、買収防衛策導入によって、企業行動に変容をもたらした可能性も考えられるものとなった。

次に、買収防衛策を廃止した企業の特徴として、外国人持株比率の高さ、特に15%以上を超える企業においてその影響が表れやすくなること、また有意性はないものの、経営者保身につながる特徴が少ない企業が廃止する傾向にあることが分かった。更に、社外取締役は、従来の先行研究では買収防衛策との間に有意な影響は認められなかったが、一定比率以上

の社外取締役の存在が買収防衛策の存置に有意に影響することを確認した。

更に、買収防衛策廃止が企業価値に及ぼす影響について、基本的にはプラスの効果があるものの、研究開発集約度の増加幅や水準が高い企業はその限りではないことも確認した。買収防衛策の廃止が一律に企業価値を高めるのではなく、各企業の戦略、状況によって異なることが示されたといえる。こうした点は、本論文の貢献と考える。

## (2) 今後の課題

一方で、本論文の分析にはいくつか限界もある。買収防衛策廃止の動きは、2015年以前にも見られたほか、2018年以降も継続しており【図表3-1】、より対象年限を広げて分析する必要があると考えられる。また、今回の分析では、コーポレートガバナンス・コード導入前の状況を起点とし、買収防衛策の更新が3年サイクルであることから、説明変数を2015年3月決算時点での数値に固定したが、先行研究同様に買収防衛策の廃止直前の数値を用いた上で、トービンQへの影響も含め、より長期的な変化を分析していくことも有意義ではないかと考えられる。

買収防衛策は、投資家の厳しい視線を背景に減少が続いていたが、足元コロナ禍による株価低迷や、未曾有の金融緩和がファンドの活性化をもたらし、敵対的買収が増加する等の環境変化が起こっており、再び買収防衛策を導入する企業が増加する一方、廃止する企業は減少する等の新しい動きもみられている。また、2020年には、買収提案がなされてから防衛策を取締役会決議で導入するという、いわゆる有事導入により買収防衛に成功した事例もあり、事前に買収防衛策を導入し存置することの意味が別の角度から問われる事態も生じている。その意味で、買収防衛策の動向が再び注目される状況となっているが、これまでの研究の蓄積も踏まえ、真に企業価値の向上につながる形で適切に活用されるとともに、投資家との対話を通じた丁寧な説明が望まれる。

【図表3-1】日本での買収防衛策の新規導入・廃止企業数推移

	2010年 7月末	2011年 7月末	2012年 7月末	2013年 7月末	2014年 7月末	2015年 7月末	2016年 7月末	2017年 7月末	2018年 7月末	2019年 7月末	2020年 7月末
新規導入	4	6	6	9	5	8	6	3	5	2	7
廃止	29	27	13	11	23	23	32	48	28	60	50
存置	542	521	514	512	494	479	453	408	385	327	284

出典：茂木・谷野[2020]

【図表3-2】2015年6月～2018年6月の買収防衛策導入・廃止状況（業種別）

	総数	2015支配 対象	2015有	2018有	追加	存置	廃止	2015率	2018率	廃止率	
全体	1345	141	1204	304	238	2	236	68	25.2%	19.8%	22.4%
製造業	709	57	652	220	171	0	171	49	33.7%	26.2%	22.3%
非製造業	636	84	552	84	67	2	65	19	15.2%	12.1%	22.6%
食品	57	1	56	25	18	0	18	7	44.6%	32.1%	28.0%
エネルギー資源	11	0	11	3	3	0	3	0	27.3%	27.3%	0.0%
建設・資材	144	12	132	30	24	0	24	6	22.7%	18.2%	20.0%
素材・化学	146	7	139	50	37	0	37	13	36.0%	26.6%	26.0%
医薬品	33	5	28	7	6	0	6	1	25.0%	21.4%	14.3%
自動車・輸送機	66	7	59	8	8	0	8	0	13.6%	13.6%	0.0%
鉄鋼・非鉄	54	7	47	19	15	0	15	4	40.4%	31.9%	21.1%
機械	106	5	101	38	32	0	32	6	37.6%	31.7%	15.8%
電機・精密	153	18	135	40	28	0	28	12	29.6%	20.7%	30.0%
情報通信・サービス	217	39	178	29	23	0	23	6	16.3%	12.9%	20.7%
電気・ガス	19	1	18	1	0	0	0	1	5.6%	0.0%	100.0%
運輸・物流	69	6	63	22	15	0	15	7	34.9%	23.8%	31.8%
商社・卸売	137	12	125	13	13	1	12	1	10.4%	10.4%	7.7%
小売	71	6	65	14	11	1	10	4	21.5%	16.9%	28.6%
その他金融	28	7	21	0	0	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
不動産	34	8	26	5	5	0	5	0	19.2%	19.2%	0.0%

【図表3-3】2015年6月買収防衛策導入・2015年7月～2018年6月買収防衛策廃止状況（財務・ガバナンス指標別）

分析対象	2015/6 支配株主あり	2015/6 支配株主なし	2015/6 防衛策あり	比率	2018/6 支配株主なし	2015-2017 防衛策廃止 (※)	比率	
全体	1345	141	1204	304	25.2%	302	66	21.9%
製造業	709	57	652	220	33.7%	218	47	21.6%
非製造業	636	84	552	84	15.2%	84	19	22.6%
PBR1倍以上	838	97	741	185	25.0%	184	49	26.6%
PBR1倍未満	507	44	463	119	25.7%	118	17	14.4%
社外取1/4以上	510	55	455	107	23.5%	106	27	25.5%
社外取1/4未満	835	86	749	197	26.3%	196	39	19.9%
役員持株1%以上	553	49	504	100	19.8%	100	12	12.0%
役員持株1%未満	792	92	700	204	29.1%	202	54	26.7%
外国人持株15%以上	590	38	552	151	27.4%	149	49	32.9%
外国人持株15%未満	755	103	652	153	23.5%	153	17	11.1%
総資産1000億以上	643	55	588	173	29.4%	171	50	29.2%
総資産1000億未満	702	86	616	131	21.3%	131	16	12.2%

【図表3-4】2015年6月の買収防衛策有無・2015年7月～2018年6月の買収防衛策廃止状況（社外取締役属性別）

□2015買収防衛策有無

□2015-2018買収防衛策存廃

	買収防衛あり			買収防衛なし		買収防衛廃止			買収防衛存置	
	人数	比率	導入率	人数	比率	人数	比率	廃止率	人数	比率
社長	144	24.3%	27.0%	390	22.0%	41	26.8%	28.7%	102	23.6%
役員	137	23.1%	22.8%	465	26.3%	29	19.0%	21.5%	106	24.5%
従業員	34	5.7%	21.4%	125	7.1%	6	3.9%	17.6%	28	6.5%
公務員	51	8.6%	27.1%	137	7.7%	14	9.2%	27.5%	37	8.5%
学者	72	12.2%	30.0%	168	9.5%	29	19.0%	40.3%	43	9.9%
弁護士	84	14.2%	24.9%	253	14.3%	19	12.4%	23.2%	63	14.5%
会計士	45	7.6%	23.0%	151	8.5%	5	3.3%	11.1%	40	9.2%
コンサル	15	2.5%	20.0%	60	3.4%	6	3.9%	42.9%	8	1.8%
その他	10	1.7%	33.3%	20	1.1%	4	2.6%	40.0%	6	1.4%
合計	592			1769		153			433	
	平均		平均		平均		平均		平均	
社外取比率	21.2%		22.4%		23.6%		20.5%			
社外取人数	1.95		1.97		2.32		1.83			

【図表3-5】2015年6月の買収防衛策有無・2015年7月～2018年6月の買収防衛策廃止状況（社外取締役状況別）

	全企業数	2015		2015 防衛策有	2015 導入率	2015-18 追加	2015-18 存置	2015-18 廃止	2018 防衛策有	2018 導入率	2015-18 廃止率
		支配あり	支配なし								
全体	1345	141	1204	304	25.2%	2	236	68	238	19.8%	22.4%
①新規社外取導入	300	28	272	55	20.2%	1	46	9	47	17.3%	16.4%
②既に複数社外取	454	53	401	112	27.9%	1	77	35	78	19.5%	31.3%
③単数から複数に移行	271	27	244	62	25.4%	0	50	12	50	20.5%	19.4%
④単数社外取のまま	294	29	265	71	26.8%	0	60	11	60	22.6%	15.5%
⑤社外取なし	26	4	22	4	18.2%	0	3	1	3	13.6%	25.0%

【図表3-6】2015年7月～2018年6月の買収防衛策廃止理由

廃止年度	廃止社数	廃止理由（重複可）					
		法制度浸透		投資家動向		企業価値向上努力	
		社数	比率	社数	比率	社数	比率
2015	15	8	53.3%	4	26.7%	4	26.7%
2016	30	17	56.7%	14	46.7%	7	23.3%
2017	21	10	47.6%	14	66.7%	4	19.0%
合計	66	35	53.0%	32	48.5%	15	22.7%
合計	66	35	53.0%	32	48.5%	15	22.7%
製造業	46	24	52.2%	21	45.7%	9	19.6%
非製造業	20	11	55.0%	11	55.0%	6	30.0%
PBR1倍以上	48	27	56.3%	27	56.3%	12	25.0%
PBR1倍未満	18	8	44.4%	5	27.8%	3	16.7%
社外取比率25%以上	28	16	57.1%	12	42.9%	7	25.0%
社外取比率25%未満	38	19	50.0%	20	52.6%	8	21.1%

【図表3-7】各変数の定義

分類	変数	定義	意味
経営者	age	企業年齢	実質設立年を元に計算
保身	od	社外取締役比率	
	cha	社長・取締役会議長分離フラグ	分離されている場合「1」
	yaku	役員持株比率	
	fore	外国人持株比率	
	roa	R O A	(経常利益+支払利息) / 総資産
信頼破壊	emp_y	従業員平均勤続年数	
抑制	rd	研究開発集約度	研究開発費 / 総資産
コント	ast	総資産	対数化
ロール	pbr	時価簿価比率	株式時価総額 / 株主資本 (債務超過は0)
	det	有利子負債比率	(借入金+社債・CP) / 総資産
	cash	現金等比率	(現預金+有価証券) / 総資産
	fcf	F C F 比率	(当期純利益+減価償却費-設備投資) / 総資産
社外	top	社長	
取締役	dir	役員	社長除く
属性	emp	従業員	社長・役員除く
	bur	公務員	
	pro	学者	
	law	弁護士	
	ac	会計士・税理士	
	cst	コンサル	
防衛策	bb_2015	2015年買収防衛策存置フラグ	存置時に「1」
	bb_hai	2015-17買収防衛策廃止フラグ	廃止時に「1」
企業 価値	tob	トービンQ	(株式時価総額+負債総額) / 総資産
	roe	R O E	当期純利益 / 株主資本
	sale	売上高	対数化
	bh_law	廃止理由：法制度	
	bh_inv	廃止理由：投資家動向	
	bh_val	廃止理由：企業価値向上	

※上下1%未満の数値は上下1%値に置き換え

※語尾に「\_3」を付した場合は、当該指標の2015-2018年の差分

※属性について、語頭に「n」を付した場合は、各属性の人数を対数化

【図表3-8】財務・ガバナンス関係変数の基礎統計量

		①分析対象企業 (2015支配株主なし、1204社)			②買収防衛策あり企業 (2015/6時点、304社)			③買収防衛策廃止企業（新規支配除） (2015/7~2018/6、66社)		
		平均	中央	標準偏差	平均	中央	標準偏差	平均	中央	標準偏差
経営者 保身	age	61.5	66.0	25.5	71.9	68.0	21.1	74.0	72.0	22.2
	od	22.1%	20.0%	11.5%	21.2%	20.0%	10.1%	23.6%	22.2%	10.1%
	cha	0.26	0.00	0.44	0.29	0.00	0.45	0.42	0.00	0.49
	yaku	3.7%	0.6%	7.7%	1.8%	0.5%	3.8%	1.2%	0.2%	2.8%
	fore	16.4%	13.5%	12.9%	16.4%	14.8%	10.6%	22.9%	24.0%	10.6%
	roa	6.4%	5.5%	4.1%	5.8%	5.2%	3.3%	6.3%	6.1%	3.3%
信頼破壊 抑制	emp_y	14.6	15.5	4.7	16.1	16.6	3.8	17.1	17.9	3.6
	rd	1.8%	0.6%	2.9%	2.1%	1.2%	2.8%	2.6%	1.5%	3.3%
コント ロール	ast	11.7	11.5	1.6	11.9	11.8	1.3	12.5	12.6	1.3
	pbr	1.57	1.18	1.48	1.42	1.16	0.90	1.66	1.39	0.98
	det	17.8%	14.5%	16.4%	18.3%	15.8%	15.2%	20.1%	19.2%	16.5%
	cash	17.7%	15.0%	12.5%	15.1%	13.8%	9.7%	14.3%	13.1%	9.7%
	fcf	2.6%	2.6%	4.2%	2.5%	2.5%	3.4%	3.2%	2.7%	2.4%
企業 価値	tob_3	0.13	0.03	0.51	0.09	0.03	0.31	0.20	0.07	0.40
	roe_3	0.9%	0.7%	9.1%	0.5%	0.6%	7.0%	1.7%	1.6%	4.1%
	sale_3	11.2%	8.2%	21.6%	8.6%	7.3%	15.5%	11.9%	9.1%	17.2%

【図表3-9】相関分析（2015年支配株主なし分析対象1204社）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
AGE (1)		-0.12	0.14	-0.41	0.06	-0.27	0.52	0.10	0.24	-0.22	0.08	-0.31	-0.09	0.24
OD (2)	-0.12		0.10	-0.01	0.18	0.07	-0.07	0.12	0.05	0.17	-0.03	0.08	0.08	-0.05
CHA (3)	0.14	0.10		-0.16	0.23	-0.04	0.18	0.07	0.38	0.03	0.11	-0.12	-0.02	0.03
YAKU (4)	-0.41	-0.01	-0.16		-0.17	0.35	-0.49	-0.06	-0.36	0.19	-0.09	0.36	0.13	-0.14
FORE (5)	0.06	0.18	0.23	-0.17		0.23	0.08	0.22	0.64	0.25	-0.07	0.08	0.13	0.00
ROA (6)	-0.27	0.07	-0.04	0.35	0.23		-0.34	0.07	-0.20	0.51	-0.37	0.50	0.59	-0.09
EMP_Y (7)	0.52	-0.07	0.18	-0.49	0.08	-0.34		0.13	0.36	-0.28	0.06	-0.32	-0.08	0.18
RD (8)	0.10	0.12	0.07	-0.06	0.22	0.07	0.13		0.10	0.05	-0.17	0.19	0.16	0.07
AST (9)	0.24	0.05	0.38	-0.36	0.64	-0.20	0.36	0.10		0.01	0.31	-0.34	-0.14	0.09
PBR (10)	-0.22	0.17	0.03	0.19	0.25	0.51	-0.28	0.05	0.01		-0.02	0.28	0.29	-0.06
DET (11)	0.08	-0.03	0.11	-0.09	-0.07	-0.37	0.06	-0.17	0.31	-0.02		-0.49	-0.36	0.02
CASH (12)	-0.31	0.08	-0.12	0.36	0.08	0.50	-0.32	0.19	-0.34	0.28	-0.49		0.37	-0.13
FCF (13)	-0.09	0.08	-0.02	0.13	0.13	0.59	-0.08	0.16	-0.14	0.29	-0.36	0.37		-0.02
BB_2015 (14)	0.24	-0.05	0.03	-0.14	0.00	-0.09	0.18	0.07	0.09	-0.06	0.02	-0.13	-0.02	

相関分析（2015 年買収防衛策あり、2018 まで支配株主なし 302 社）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
AGE (1)		-0.11	0.11	-0.30	0.06	-0.19	0.30	-0.01	0.22	-0.09	0.19	-0.21	-0.08	0.08
OD (2)	-0.11		0.04	0.01	0.20	0.21	-0.03	0.20	0.07	0.30	-0.05	0.04	0.12	0.35
CHA (3)	0.11	0.04		-0.08	0.20	0.09	0.09	0.03	0.28	0.19	0.12	-0.08	0.04	0.11
YAKU (4)	-0.30	0.01	-0.08		-0.19	0.08	-0.38	-0.05	-0.31	0.05	-0.14	0.28	-0.01	0.03
FORE (5)	0.06	0.20	0.20	-0.19		0.29	0.15	0.17	0.63	0.27	-0.05	0.06	0.19	0.14
ROA (6)	-0.19	0.21	0.09	0.08	0.29		-0.18	0.15	-0.12	0.38	-0.39	0.41	0.66	0.01
EMP_Y (7)	0.30	-0.03	0.09	-0.38	0.15	-0.18		0.03	0.37	-0.07	0.13	-0.16	0.00	0.10
RD (8)	-0.01	0.20	0.03	-0.05	0.17	0.15	0.03		-0.06	0.17	-0.21	0.23	0.25	-0.07
AST (9)	0.22	0.07	0.28	-0.31	0.63	-0.12	0.37	-0.06		0.22	0.40	-0.34	-0.08	0.35
PBR (10)	-0.09	0.30	0.19	0.05	0.27	0.38	-0.07	0.17	0.22		0.12	0.09	0.28	0.30
DET (11)	0.19	-0.05	0.12	-0.14	-0.05	-0.39	0.13	-0.21	0.40	0.12		-0.58	-0.35	0.11
CASH (12)	-0.21	0.04	-0.08	0.28	0.06	0.41	-0.16	0.23	-0.34	0.09	-0.58		0.38	-0.09
FCF (13)	-0.08	0.12	0.04	-0.01	0.19	0.66	0.00	0.25	-0.08	0.28	-0.35	0.38		0.02
NTOP (14)	0.08	0.35	0.11	0.03	0.14	0.01	0.10	-0.07	0.35	0.30	0.11	-0.09	0.02	
NDIR (15)	-0.05	0.35	0.00	-0.06	0.02	0.08	-0.03	0.04	0.03	0.10	0.06	-0.07	0.03	-0.07
NEMP (16)	-0.10	0.04	-0.01	0.05	-0.18	-0.03	-0.05	0.00	-0.20	-0.00	0.01	0.08	0.02	-0.12
NBUR (17)	0.10	0.16	0.17	-0.02	0.12	-0.07	0.04	0.13	0.19	0.13	0.08	-0.11	-0.05	0.06
NPRO (18)	-0.01	0.14	-0.03	-0.07	0.26	0.06	0.05	0.13	0.17	0.09	-0.04	0.01	0.03	-0.06
NLAW (19)	-0.02	0.06	0.02	-0.05	0.14	0.06	0.03	0.16	0.03	0.04	-0.05	0.07	0.10	-0.21
NAC (20)	-0.04	0.07	-0.09	0.03	-0.10	-0.02	-0.05	0.03	-0.12	0.01	-0.06	0.11	-0.06	-0.18
NCST (21)	-0.12	0.12	0.06	0.22	0.07	0.03	-0.03	-0.02	-0.03	0.06	-0.09	0.13	-0.04	0.03
TOB_3 (22)	-0.06	-0.07	-0.04	0.12	0.05	-0.06	-0.08	0.06	-0.14	-0.14	-0.18	0.08	-0.12	-0.08
ROE_3 (23)	0.03	0.02	0.03	-0.10	0.03	-0.40	0.14	0.05	0.12	-0.19	0.12	-0.17	-0.40	0.01
SALE_3 (24)	-0.17	0.00	0.03	0.31	0.03	0.08	-0.17	0.07	-0.13	0.15	-0.07	0.10	0.05	-0.01
BB_HAI (25)	0.05	0.13	0.16	-0.08	0.33	0.09	0.15	0.09	0.26	0.14	0.07	-0.05	0.11	0.10
BH_LAW (26)	-0.00	0.09	0.07	-0.05	0.16	0.12	0.12	0.02	0.13	0.17	0.07	-0.04	0.10	0.05
BH_INV (27)	0.02	0.05	0.14	-0.11	0.27	0.10	0.11	0.08	0.25	0.14	0.08	-0.07	0.11	0.12
BH_VAL (28)	0.11	0.08	0.13	-0.02	0.17	-0.03	0.12	0.02	0.16	0.10	0.13	-0.05	0.00	0.12

	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)
AGE (1)	-0.05	-0.10	0.10	-0.01	-0.02	-0.04	-0.12	-0.06	0.03	-0.17	0.05	-0.00	0.02	0.11
OD (2)	0.35	0.04	0.16	0.14	0.06	0.07	0.12	-0.07	0.02	0.00	0.13	0.09	0.05	0.08
CHA (3)	0.00	-0.01	0.17	-0.03	0.02	-0.09	0.06	-0.04	0.03	0.03	0.16	0.07	0.14	0.13
YAKU (4)	-0.06	0.05	-0.02	-0.07	-0.05	0.03	0.22	0.12	-0.10	0.31	-0.08	-0.05	-0.11	-0.02
FORE (5)	0.02	-0.18	0.12	0.26	0.14	-0.10	0.07	0.05	0.03	0.03	0.33	0.16	0.27	0.17
ROA (6)	0.08	-0.03	-0.07	0.06	0.06	-0.02	0.03	-0.06	-0.40	0.08	0.09	0.12	0.10	-0.03
EMP_Y (7)	-0.03	-0.05	0.04	0.05	0.03	-0.05	-0.03	-0.08	0.14	-0.17	0.15	0.12	0.11	0.12
RD (8)	0.04	0.00	0.13	0.13	0.16	0.03	-0.02	0.06	0.05	0.07	0.09	0.02	0.08	0.02
AST (9)	0.03	-0.20	0.19	0.17	0.03	-0.12	-0.03	-0.14	0.12	-0.13	0.26	0.13	0.25	0.16
PBR (10)	0.10	-0.00	0.13	0.09	0.04	0.01	0.06	-0.14	-0.19	0.15	0.14	0.17	0.14	0.10
DET (11)	0.06	0.01	0.08	-0.04	-0.05	-0.06	-0.09	-0.18	0.12	-0.07	0.07	0.07	0.08	0.13
CASH (12)	-0.07	0.08	-0.11	0.01	0.07	0.11	0.13	0.08	-0.17	0.10	-0.05	-0.04	-0.07	-0.05
FCF (13)	0.03	0.02	-0.05	0.03	0.10	-0.06	-0.04	-0.12	-0.40	0.05	0.11	0.10	0.11	0.00
NTOP (14)	-0.07	-0.12	0.06	-0.06	-0.21	-0.18	0.03	-0.08	0.01	-0.01	0.10	0.05	0.12	0.12
NDIR (15)		-0.06	-0.10	-0.15	-0.18	-0.12	-0.03	-0.07	0.03	-0.06	-0.03	-0.03	-0.02	-0.01
NEMP (16)	-0.06		-0.12	-0.11	-0.16	-0.01	-0.02	0.01	-0.03	0.05	-0.04	-0.01	-0.09	-0.00
NBUR (17)	-0.10	-0.12		-0.04	-0.05	-0.01	-0.09	-0.06	-0.07	-0.00	0.06	-0.02	0.07	0.10
NPRO (18)	-0.15	-0.11	-0.04		-0.01	-0.08	-0.04	0.03	0.09	0.09	0.21	0.20	0.15	-0.05
NLAW (19)	-0.18	-0.16	-0.05	-0.01		-0.04	-0.02	0.04	0.02	0.08	0.02	-0.03	0.03	-0.10
NAC (20)	-0.12	-0.01	-0.01	-0.08	-0.04		0.04	-0.04	0.01	-0.01	-0.10	-0.06	-0.11	0.03
NCST (21)	-0.03	-0.02	-0.09	-0.04	-0.02	0.04		0.08	-0.01	0.00	0.11	0.02	0.03	0.24
TOB_3 (22)	-0.07	0.01	-0.06	0.03	0.04	-0.04	0.08		0.31	0.29	0.19	0.17	0.06	0.04
ROE_3 (23)	0.03	-0.03	-0.07	0.09	0.02	0.01	-0.01	0.31		0.19	0.11	0.08	0.04	0.02
SALE_3 (24)	-0.06	0.05	-0.00	0.09	0.08	-0.01	0.00	0.29	0.19		0.11	0.08	0.07	-0.08
BB_HAI (25)	-0.03	-0.04	0.06	0.21	0.02	-0.10	0.11	0.19	0.11	0.11		0.68	0.65	0.43
BH_LAW (26)	-0.03	-0.01	-0.02	0.20	-0.03	-0.06	0.02	0.17	0.08	0.08	0.68		0.38	0.30
BH_INV (27)	-0.02	-0.09	0.07	0.15	0.03	-0.11	0.03	0.06	0.04	0.07	0.65	0.38		0.17
BH_VAL (28)	-0.01	-0.00	0.10	-0.05	-0.10	0.03	0.24	0.04	0.02	-0.08	0.43	0.30	0.17	

【図表3-10】2015年6月買収防衛策存置企業の特徴

	全体		社外取比率 1/4以上		社外取比率 1/4未満		役員持株比率 1%以上		役員持株比率 1%未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-2.98	-3.56 ***	-3.57	-2.56 **	-2.42	-2.22 **	-4.52	-2.87 ***	-3.80	-3.08 ***
AGE	0.02	4.92 ***	0.02	3.19 ***	0.02	3.45 ***	0.03	4.02 ***	0.01	3.59 ***
OD	-0.59	-0.97	-2.79	-2.11 **	0.89	0.51	1.06	0.99	-1.04	-1.37
CHA	-0.09	-0.52	-0.24	-0.77	-0.02	-0.07	0.06	0.21	-0.23	-1.07
YAKU	-2.50	-1.51	-0.38	-0.19	-4.51	-1.79 *	-2.67	-1.36	97.71	2.49 **
FORE	-1.33	-1.59	-2.97	-2.24 **	-0.24	-0.22	-2.12	-1.44	-0.44	-0.43
ROA	0.16	0.06	5.75	1.31	-4.55	-1.16	-1.03	-0.24	1.96	0.51
EMP_Y	0.03	1.32	0.05	1.39	0.01	0.51	-0.02	-0.47	0.04	1.55
RD	5.14	2.09 **	8.77	2.20 **	2.54	0.77	8.38	1.97 **	3.86	1.31
AST	0.09	1.25	0.19	1.75 *	0.04	0.41	0.21	1.59	0.11	1.22
PBR	0.03	0.44	0.09	0.92	0.02	0.18	-0.00	-0.04	0.08	0.94
DET	-0.69	-1.29	-1.64	-1.62	-0.29	-0.44	-2.66	-2.31 **	0.06	0.09
CASH	-1.53	-1.87 *	-2.79	-2.04 **	-0.71	-0.67	-1.17	-0.93	-2.36	-2.01 **
FCF	0.98	0.48	-2.45	-0.74	3.07	1.09	1.62	0.50	-0.06	-0.02
Adj R-squared	0.07		0.11		0.06		0.12		0.05	
N	1204		455		749		504		700	

	外国人持株比率 15%以上		外国人持株比率 15%未満		総資産 1000億以上		総資産 1000億未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-0.15	-0.13	-5.19	-3.89 ***	0.38	0.27	-8.89	-4.23 ***
AGE	0.02	3.31 ***	0.02	4.26 ***	0.02	4.08 ***	0.02	3.43 ***
OD	-0.10	-0.11	-0.22	-0.24	-0.68	-0.81	0.06	0.06
CHA	-0.16	-0.66	0.15	0.62	-0.22	-0.96	0.36	1.39
YAKU	-2.93	-1.14	-1.62	-0.78	-1.55	-0.43	-2.85	-1.43
FORE	-3.91	-2.96 ***	0.89	0.31	-0.48	-0.45	-2.13	-1.36
ROA	-1.00	-0.26	-3.25	-0.72	-6.56	-1.58	3.46	0.86
EMP_Y	0.06	2.07 **	-0.01	-0.49	0.08	2.79 ***	-0.04	-1.24
RD	1.77	0.58	13.21	2.89 ***	1.26	0.38	12.90	3.14 ***
AST	-0.11	-1.21	0.28	2.40 **	-0.23	-2.14 **	0.67	3.61 ***
PBR	0.03	0.47	0.17	1.45	0.16	1.66 *	0.00	0.01
DET	-0.23	-0.28	-1.38	-1.85 *	-0.35	-0.49	-1.64	-1.84 *
CASH	-1.80	-1.50	-1.24	-1.05	-2.15	-1.67 *	-0.76	-0.67
FCF	2.42	0.69	0.91	0.34	2.67	0.75	-1.38	-0.50
Adj R-squared	0.09		0.09		0.08		0.10	
N	552		652		588		616	

	PBR 1倍以上		PBR 1倍未満		製造業		非製造業	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-2.37	-2.31 **	-4.30	-2.65 ***	-3.30	-2.96 ***	-3.18	-2.40 **
AGE	0.02	3.87 ***	0.02	3.31 ***	0.01	2.44 **	0.03	4.67 ***
OD	-0.55	-0.73	-0.81	-0.77	-0.88	-1.16	0.74	0.66
CHA	-0.10	-0.44	-0.11	-0.38	0.04	0.17	-0.31	-0.95
YAKU	-2.22	-1.17	-3.76	-1.15	-3.39	-1.57	-1.35	-0.52
FORE	-1.48	-1.50	-1.02	-0.64	-2.40	-2.22 **	-1.21	-0.80
ROA	-2.48	-0.70	3.44	0.57	-1.23	-0.35	0.09	0.02
EMP_Y	0.04	1.66 *	0.00	0.11	0.02	0.82	-0.01	-0.18
RD	2.69	0.93	13.50	2.47 **	-2.74	-0.94	18.97	2.76 ***
AST	0.04	0.49	0.24	1.76 *	0.19	2.12 **	0.07	0.63
PBR	0.02	0.39	-0.58	-0.85	0.01	0.11	0.16	2.28 **
DET	-0.90	-1.29	-0.79	-0.90	-0.51	-0.65	-1.24	-1.58
CASH	-1.43	-1.46	-1.81	-1.18	-0.01	-0.01	-3.96	-2.59 ***
FCF	2.91	1.07	0.13	0.04	3.31	1.23	-3.11	-0.94
Adj R-squared	0.08		0.06		0.04		0.10	
N	741		463		652		552	

※\*\*\*, \*\* \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表3-11】2015年7月～2018年6月買収防衛策廃止企業の特徴（ガバナンス・財務）

	全体		社外取比率 1/4以上		社外取比率 1/4未満		役員持株比率 1%以上		役員持株比率 1%未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-4.69	-2.08 **	-0.48	-0.11	-5.15	-1.73 *	-8.33	-1.30	-2.82	-1.03
AGE	-0.00	-0.09	0.01	0.63	-0.01	-1.44	-0.01	-0.24	-0.00	-0.11
OD	1.46	0.93	0.49	0.15	2.88	0.64	-3.92	-0.94	3.55	1.84 *
CHA	0.47	1.42	1.00	1.50	0.54	1.30	0.02	0.03	0.67	1.69 *
YAKU	2.75	0.48	-41.95	-1.64	16.77	2.18 **	7.21	1.07	-16.77	-0.24
FORE	6.98	3.26 ***	9.90	2.08 **	8.53	2.85 ***	9.29	2.25 **	6.84	2.62 ***
ROA	-1.24	-0.16	13.87	1.29	-31.90	-2.45 **	15.66	0.67	-4.44	-0.45
EMP_Y	0.09	1.77 *	0.07	0.63	0.15	1.98 **	0.04	0.43	0.12	1.82 *
RD	3.04	0.50	6.91	0.97	-2.43	-0.24	17.23	1.50	-7.22	-0.72
AST	-0.01	-0.07	-0.49	-1.00	0.09	0.36	0.34	0.60	-0.17	-0.75
DET	1.37	1.05	2.92	1.01	-0.57	-0.29	5.62	1.90 *	-0.03	-0.02
PBR	-0.01	-0.02	-0.30	-0.94	0.51	1.33	-1.06	-1.02	0.16	0.57
CASH	-1.42	-0.68	-1.01	-0.31	-2.43	-0.71	2.33	0.57	-3.77	-1.37
FCF	8.83	1.58	14.02	1.35	12.76	1.58	-0.94	-0.06	12.71	1.66 *
Adj R-squared	0.14		0.25		0.20		0.20		0.15	
N	302		106		196		100		202	

	外国人持株比率 15%以上		外国人持株比率 15%未満		総資産 1000億以上		総資産 1000億未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-1.60	-0.55	-9.17	-1.50	-4.43	-1.44	-5.69	-0.63
AGE	0.00	0.19	-0.02	-1.35	0.01	0.90	-0.05	-1.55
OD	2.26	1.15	-0.40	-0.13	0.82	0.40	0.86	0.23
CHA	0.44	1.07	1.28	1.96 **	0.51	1.34	0.24	0.32
YAKU	-7.85	-0.82	8.04	1.13	5.39	0.69	-1.15	-0.12
FORE	7.87	2.28 **	5.14	0.52	7.64	2.57 **	5.11	1.31
ROA	-0.56	-0.06	1.42	0.10	-2.44	-0.21	4.19	0.27
EMP_Y	0.02	0.32	0.18	1.89 *	0.07	0.87	0.22	2.12 **
RD	9.18	1.22	-6.04	-0.41	8.26	0.98	-6.76	-0.48
AST	-0.14	-0.59	0.31	0.59	-0.06	-0.22	0.25	0.31
DET	0.16	0.10	3.04	1.19	2.01	1.25	0.69	0.19
PBR	-0.37	-1.22	0.03	0.08	-0.02	-0.05	-0.37	-0.79
CASH	-4.65	-1.95 *	4.39	0.88	-2.81	-1.15	-0.75	-0.16
FCF	16.22	1.93 *	-4.97	-0.52	9.38	1.24	9.83	0.72
Adj R-squared	0.11		0.19		0.12		0.16	
N	149		153		171		131	

	PBR 1倍以上		PBR 1倍未満		製造業		非製造業	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-4.60	-1.64	-5.13	-1.09	-6.86	-2.45 **	-7.44	-1.33
AGE	-0.01	-0.85	0.01	0.93	0.01	0.90	-0.03	-1.27
OD	1.11	0.58	2.72	0.76	1.36	0.71	1.30	0.49
CHA	0.24	0.56	1.59	2.55 **	0.27	0.70	1.96	2.44 **
YAKU	-4.95	-0.51	20.44	2.02 **	15.34	2.21 **	-9.52	-0.72
FORE	8.57	3.16 ***	2.68	0.57	11.21	3.76 ***	1.63	0.36
ROA	3.69	0.37	-33.93	-1.64	-12.18	-1.17	44.46	3.20 ***
EMP_Y	0.03	0.37	0.33	2.50 **	0.23	2.45 **	0.09	0.75
RD	6.72	1.03	-18.47	-1.19	8.43	1.03	9.79	1.01
AST	0.09	0.38	-0.32	-0.68	-0.06	-0.25	0.28	0.51
DET	1.48	0.94	-0.39	-0.12	-1.31	-0.72	3.71	1.32
PBR	-0.09	-0.28	-0.02	-0.01	-0.42	-1.14	-0.27	-0.61
CASH	-1.45	-0.62	0.01	0.00	-2.21	-0.92	-7.94	-1.38
FCF	5.34	0.61	16.64	1.80 *	14.79	1.85 *	11.64	1.15
Adj R-squared	0.19		0.21		0.21		0.34	
N	184		118		218		84	

※\*\*\*, \*\* \*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表3-12】2015年7月～2018年6月買収防衛策廃止企業の特徴（社外取締役属性）

	全体		社外取比率 1/4以上		社外取比率 1/4未満		役員持株比率 1/4以上		役員持株比率 1/4未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-4.69	-4.97 ***	-6.11	-4.02 ***	-4.87	-3.79 ***	-3.41	-2.63 ***	-4.56	-3.61 ***
NTOP	0.25	0.65	0.41	0.65	0.48	0.70	-1.35	-1.09	0.63	1.39
NDIR	0.04	0.09	0.38	0.54	-0.09	-0.12	-0.34	-0.33	0.06	0.13
NEMP	0.29	0.36	1.43	1.38	-0.58	-0.36	(廃止企業ゼロ)		1.12	1.20
NBUR	0.29	0.51	0.97	0.99	-0.07	-0.08	0.20	0.22	0.24	0.35
NPRO	1.23	2.48 **	1.51	1.72 *	1.47	2.03 **	1.13	1.02	1.60	2.55 **
NLAW	-0.04	-0.07	1.02	1.20	-0.27	-0.30	-0.84	-0.66	0.20	0.29
NAC	-1.06	-1.22	-4.35	-2.15 **	0.10	0.09	(廃止企業ゼロ)		-0.65	-0.55
NCST	1.83	2.28 **	1.93	1.68 *	3.42	1.74 *	0.32	0.17	3.80	2.27 **
CHA	0.58	1.80 *	0.67	0.93	0.70	1.71 *	0.10	0.16	0.75	1.95 *
FORE	5.71	3.44 ***	6.33	2.09 **	5.30	2.37 **	9.45	2.63 ***	3.63	1.75 *
EMP_Y	0.10	1.89 *	0.11	1.52	0.12	1.58	0.01	0.08	0.09	1.37
FCF	6.00	1.53	17.25	2.56 **	-4.25	-0.79	3.12	0.55	6.93	1.30
Adj R-squared	0.17		0.26		0.17		0.15		0.18	
N	302		106		196		100		202	

	外国人持株比率 15%以上		外国人持株比率 15%未満		総資産 1000億以上		総資産 1000億未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-3.88	-3.20 ***	-6.25	-3.62 ***	-3.99	-2.86 ***	-6.90	-4.07 ***
NTOP	0.15	0.34	0.47	0.73	0.29	0.67	0.31	0.32
NDIR	-0.35	-0.63	0.67	1.12	-0.28	-0.51	0.68	0.89
NEMP	0.92	0.82	-0.27	-0.19	0.77	0.79	-0.36	-0.23
NBUR	-0.41	-0.60	1.81	2.23 **	0.35	0.55	-0.35	-0.24
NPRO	1.17	2.09 **	1.53	1.39	0.83	1.38	2.55	2.71 ***
NLAW	-0.11	-0.18	0.49	0.47	0.07	0.11	0.34	0.32
NAC	-0.76	-0.75	-1.11	-0.60	-0.23	-0.21	(廃止企業ゼロ)	
NCST	1.07	1.03	2.53	1.71 *	1.93	1.60	1.84	1.35
CHA	0.49	1.16	0.83	1.52	0.59	1.55	0.28	0.36
FORE	6.19	2.02 **	5.80	0.77	5.70	2.48 **	4.06	1.05
EMP_Y	0.05	0.88	0.16	1.59	0.07	0.99	0.20	2.07 **
FCF	9.20	1.74 *	-2.86	-0.43	2.47	0.48	13.21	1.82 *
Adj R-squared	0.11		0.18		0.12		0.20	
N	149		153		171		131	

	PBR 1倍以上		PBR 1未満		製造業		非製造業	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	-3.97	-3.53 ***	-7.93	-4.07 ***	-6.76	-4.88 ***	-3.39	-2.71 ***
NTOP	0.01	0.01	0.60	0.72	0.37	0.72	-0.42	-0.54
NDIR	-0.16	-0.30	1.04	1.28	-0.07	-0.12	0.09	0.11
NEMP	0.62	0.58	-1.68	-1.12	0.52	0.57	-0.69	-0.38
NBUR	0.24	0.34	0.99	1.05	-0.05	-0.09	0.81	0.68
NPRO	1.26	2.13 **	1.15	1.12	1.45	2.39 **	1.17	0.87
NLAW	-0.05	-0.08	-0.30	-0.28	-0.32	-0.45	0.43	0.50
NAC	-0.69	-0.70	(廃止企業ゼロ)		-1.19	-1.16	-0.86	-0.56
NCST	2.26	2.09 **	2.52	1.54	2.17	1.76 *	0.72	0.50
CHA	0.37	0.89	1.38	2.58 ***	0.18	0.46	1.71	2.51 **
FORE	8.53	3.96 ***	-3.09	-1.00	6.70	3.18 ***	3.34	1.02
EMP_Y	0.03	0.56	0.31	2.97 ***	0.21	2.65 ***	0.05	0.68
FCF	3.91	0.74	9.87	1.30	5.73	1.12	15.32	2.05 **
Adj R-squared	0.21		0.35		0.22		0.21	
N	184		118		218		84	

※\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表3-13】買収防衛策廃止と企業価値

	全体		2014-17 R&D集約度増加幅 0.155%以下		2014-17 R&D集約度増加幅 0.155%超		2017R&D集約度 2.9%以下		2017R&D集約度 2.9%超	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.73	4.09 ***	0.62	3.27 ***	1.94	4.71 ***	0.80	3.93 ***	0.70	1.72 *
BB_HAI	0.13	2.76 ***	0.12	2.40 **	0.11	1.24	0.11	2.11 **	0.13	1.41
ROE_3	1.21	4.22 ***	1.08	3.19 ***	1.14	2.65 ***	1.03	3.30 ***	1.33	2.22 **
SALE_3	0.42	2.57 **	0.33	1.66 *	0.60	2.24 **	0.28	1.50	0.73	3.31 ***
AST	-0.06	-4.07 ***	-0.05	-3.13 ***	-0.10	-2.47 **	-0.07	-3.67 ***	-0.06	-1.57
PBR	-0.04	-1.48	-0.04	-1.14	-0.03	-0.59	-0.04	-1.11	-0.02	-0.51
FORE	0.50	2.33 **	0.34	1.43	0.72	1.70 *	0.41	1.58	0.70	1.40
Indu dummy	yes		yes		yes	**	yes		yes	***
Adj R-squared	0.22		0.18		0.37		0.16		0.39	
N	302		226		76		226		76	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

【図表3-14】買収防衛策廃止と企業価値（防衛策廃止理由別）

	全体		PBR1倍以上		PBR1倍未満		社外取比率1/4以上		社外取比率1/4未満	
	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value	Coef.	t-Value
C	0.71	3.94 ***	0.67	2.64 ***	0.92	4.27 ***	0.39	1.35	0.92	4.45 ***
BH_LAW	0.14	1.74 *	0.18	1.78 *	-0.01	-0.10	0.07	0.59	0.18	1.88 *
BH_INV	0.01	0.19	-0.03	-0.31	0.13	2.74 ***	-0.04	-0.35	0.04	0.61
BH_VAL	0.05	0.64	0.05	0.60	0.03	0.84	0.19	1.37	-0.09	-1.55
ROE_3	1.20	4.22 ***	1.74	3.19 ***	0.77	4.45 ***	1.14	3.61 ***	1.18	3.15 ***
SALE_3	0.44	2.72 ***	0.37	1.61	0.56	3.41 ***	0.98	5.27 ***	0.17	0.87
AST	-0.06	-3.91 ***	-0.06	-2.79 ***	-0.07	-3.69 ***	-0.04	-1.65	-0.08	-4.13 ***
PBR	-0.05	-1.65 *	-0.04	-1.05	-0.21	-2.32 **	-0.06	-1.50	-0.01	-0.22
FORE	0.56	2.54 **	0.47	1.71 *	0.76	2.57 **	0.53	1.40	0.57	2.21 **
Indu dummy	yes		yes		yes		yes		yes	
Adj R-squared	0.21		0.19		0.36		0.34		0.16	
N	302		218		84		184		118	

※\*\*\*,\*\*,\*はそれぞれ1%、5%、10%水準で統計的に有意であることを示す。またt値はwhiteの不均一分散頑強標準誤差に基づく。

## 第4章 総括と提言

### (1) 分析結果の総括

第1章から第3章では、序章において2015年に制定されたコーポレートガバナンス・コードの目的である企業の持続的な成長を実現するためのポイントとして挙げた、社外取締役の活用、役員報酬制度の見直し、買収防衛策の見直し、の3点について、それぞれコード制定による変化の状況、変化した企業の特徴等について分析を行い、その結果について考察した。

まず第1章では、社外取締役の活用について分析を行った。全体的な変化としては、コード導入後、従来社外取締役を選任していなかった企業での選任が進み、既に選任していた企業でも増員の動きが進んだこと、また、属性の多様化も進んだことが確認された。その中で、個々の企業を見れば、短期的な業績や投資行動への影響は、社外取締役の属性により異なるほか、同じ属性でも企業規模等の特性によって異なることが確認された。例えば、社長経験のある社外取締役は、就任先企業の規模が大きい場合は業績にプラスだが、規模が小さければ業績にマイナスの影響を与えていることが確認された。中長期的な持続的成長に向けては、社外取締役を単に選任すれば足りるのではなく、企業の状況に応じた属性選択と、選択理由も含めた開示の充実が必要だと考えられる。

続いて第2章では、役員報酬の変化について分析を行った。全体的な変化としては、コード導入後、社内取締役等の報酬は、インセンティブ比率の上昇を伴いながら報酬単価も上昇していること、また社外役員の報酬も上昇していることが確認された。その中で、個々の企業を見れば、外国人持株比率や社外取締役比率が高く、経営者へのけん制が働きやすい企業ほど、インセンティブ比率を高めつつ報酬単価を上昇させていること、一方で翌期業績との関係では、業績連動報酬制度や外部ガバナンスによる報酬増はプラスの有意な相関が確認できるが、ストックオプション制度や内部ガバナンスによる報酬増は、コード制定後はプラスの有意性がなくなったことが確認された。中長期的な持続的成長に向けては、ガバナンスによる対応の格差を是正すること、一方で一律に欧米企業のような報酬額の増加やインセンティブ制度の拡大を図るのではなく、業種特性等に応じた適切な報酬体系の設定と、体系設定の理由や内容も含めた開示の充実が必要だと考えられる。

更に第3章では、買収防衛策の廃止について分析を行った。全体的な変化としては、コード導入後、買収防衛策を廃止する企業が増加していることが確認された。その中で、個々の企業を見れば、外国人持株比率や社外取締役比率が高く、経営者へのけん制が働きやすい企業ほど、防衛策を存置している企業は少なく、廃止した企業は多いこと、一方で防衛策の廃止はトービンQにも有意にプラスの影響をもたらすが、研究開発集約度が高い企業にはその有意性が失われることが確認された。中長期的な持続的成長に向けては、ガバナンスによ

る対応の格差を是正すること、また一律に買収防衛策を廃止すればよいのではなく、長期視点に立った研究開発投資を促進する効果も踏まえ、各企業が主体的に判断するとともに、投資家に対し判断の根拠等に関する開示の充実が必要だと考えられる。

以上の分析結果を踏まえて、序章で示した三つの問題意識に照らして総括すると、一点目の持続的成長に向けての変化は、様々な面でコードの趣旨に沿う形で進んでいることが確認された。具体的には、社外取締役選任の増加や属性の多様化、役員報酬のインセンティブ比率上昇を伴う増加、買収防衛策の廃止の増加が挙げられる。この中には、短期業績にもプラスの影響を及ぼす要素も確認されたが、マイナスの影響を及ぼす要素もあることが確認された。二点目の形式的・一律的な対応の問題は、全ての分析で実際に顕在化しており、企業特性に応じた対応を行うことの重要性が確認された。具体的には、社外取締役においては、新規選任による業績等への影響が属性と企業特性との関係によって異なること（社長出身者は小規模会社では短期業績にマイナスの影響がある等）、役員報酬においては、報酬体系の変化がもたらす翌期業績への影響が報酬増の要因やインセンティブ制度の違いによって異なること、買収防衛策においては、廃止によるトービンQへの影響が当該企業の研究開発の状況によって異なることが確認された。三点目の企業間格差の問題は、ガバナンスによる格差が大きく、経営者へのけん制の働きにくい企業ほど、役員報酬のインセンティブ比率上昇等の体系変化や買収防衛策の廃止等、コードの趣旨に沿った変化が生じにくいことが確認された。

繰り返しになるが、コーポレートガバナンス・コードが企図した「攻めのガバナンス」、企業の中長期的な持続的成長を実現できるかどうかは、より長期の分析が必要であり、現段階で結論を出すことは出来ないが、コード導入初期に生じた課題を踏まえ、各企業が自らコードの文言を実質的に解釈し、個々の企業の特性を踏まえたガバナンスの体制を構築していくことが、中長期的な成長につなげるためにも必要と考えられる。

## （２）今後に向けた提言

先に見たとおり、コーポレートガバナンス・コードの制定は日本企業に大きな変化をもたらしたが、形式的・一律的な対応は問題もあり、各企業がその特性を踏まえた実質的な対応を図ることが課題であることが改めて明らかとなった。

このような問題意識は、金融庁・東証により設置され、継続的にコーポレートガバナンス・コードの議論を行っている「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」でも繰り返し表明されている。順に示すと、2016年2月に公表した「意見書（２）」では、早くも「形式的な対応ではなく、実効的なコーポレートガバナンスを実現」することが課題だとした上で、現時点で重要と考えられる視点として、個々

論点についての取組事例を紹介している<sup>75</sup>。

次に2016年11月に公表した「意見書(3)」でも、「形式から実質へと深化させることが重要な課題」とし、そのために機関投資家と企業が「深度ある対話」を行っていくことが必要であるとして、主に機関投資家(運用機関・アセットオーナー)に求められる取組を提言している。ここで、対話の重要性が提示され、対話に必要な環境整備が進められることとなった。

そして2018年3月に公表した「コーポレートガバナンス・コード改訂と投資家と企業の対話ガイドライン策定について」では、より実質的なものへと深化させるため、コード改訂とともに「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定が提言された。このガイドラインは、ガバナンスをめぐる課題や対処する際の優先順位は企業の置かれた状況により差異があるため、対話に当たっては形式的な対応は適切でなく、個々の企業の事情を踏まえた実効的な対話が重要であるとして、対話の内容に踏み込んで指針を示したものである。

本論文の分析は、コード導入初期、2016~17年までの期間を対象に行ったものであり、各企業とも、まずは形式的にコンプライを高めようとする動きが進んだ時期と考えられる。従って、これらフォローアップ会議の意見やコード改訂等を各企業が消化し、進化させていくことで、今後状況が変化していく可能性はある。

なお、2021年に行われたコードの見直しによって、今後の運用に大きな影響を及ぼす改正がなされた。一つは、東証の市場再編によって新たに設けられる<sup>76</sup>プライム市場に上場する企業に対する規定が追加されることで、企業の規模や特性によって、実質的に3つの基準が存在することとなった。今後、各市場区分における企業の入れ替えも段階的に進む中で、規模から見ても無理に背伸びをするような状況は少しずつ改善されていく可能性があると思われる。一方で、いくつかの面で形式基準も強化された点は、本論文の問題意識を踏まえると、必ずしも良い結果になるとは限らないと思われる。具体的には、プライム市場に上場する企業に対し、3分の1以上の社外取締役の選任や、各委員会の過半数は社外取締役とすることが求められることになったが、こうした数値基準の強化は、人数合わせを誘発し、形式的な対応に終わる危険性もあると考える。また、独立社外取締役については他社での経営経験者の選任を求めているが、本論文で見た通り、全ての企業に適しているかどうかは疑問も残るところである。

最後に、本論文で明らかとなった課題を踏まえ、コーポレートガバナンス・コードがより実効的なものとなるために望ましい改善の方向性について、二点述べたい。

一点目は、企業と機関投資家の実質的な対話の重視である。毎年、生命保険協会が企業と投資家にアンケート調査を実施しているが、これによると、企業と投資家の認識ギャップが浮き彫りになる。直近版を見ても、社外取締役の役割について、企業は助言重視、投資家は

---

<sup>75</sup> こうした好取組事例の紹介は、選択肢を示す意味では有用だが、表面的に取り入れることでかえって形式的対応を誘発する可能性もあり、コードの趣旨に照らせば必ずしも有用とはならない場合もあると考える。

<sup>76</sup> 2022年4月に適用開始の予定である。

監督重視の傾向が見られる。また、ガバナンスを対話の重要なテーマとするかどうかについても、企業と投資家の間で格差が大きくなっている。一方で、対話の課題として、企業、投資家とも、お互いに対話相手の短期視点を問題としており、上手くかみ合っていない状況がうかがえる。なお「対話ガイドライン」については、企業、投資家とも、現状では活用は不十分だが、今後活用していきたい、としている（生命保険協会[2020]）。

フォローアップ会議の提言にもあった通り、企業に対し形式的対応から実質的対応への変化を促す手段として、機関投資家との対話は重要であると考えられる。その際、「対話ガイドライン」を活用し、表面的なガバナンス体制ではなく、各企業の状況を踏まえた考え方にフォーカスした議論を行うことは重要である。一方で、機関投資家の多くは、投資先企業のガバナンス改善に必要以上のコストをかけることは、リターンをかえって低下させる可能性もあり、受託者責任の観点から難しい面もある<sup>77</sup>。議決権行使の場面で、個々企業の実情を十分に考慮せず、機械的に数値基準に当てはめて判断する機関投資家も多いようだが、株主総会が短期間に集中するという日本固有の課題が制約となっている側面もある。こうした状況の中で、最近では機関投資家が協働してエンゲージメントを行う事例が見られるようになってきている。こうした取り組みは、個社毎に活動するよりも、企業への影響力も大きく、コスト面での負担も小さいと考えられ、対話を活発化するために重要な手段と考えられる。また、議決権行使についても、株主総会の分散開催、招集通知の早期発送等の改善が進められているが、より進んだ改革としては、決算日と総会基準日を一致させる日本の慣行を見直していくことが求められよう<sup>78</sup>。

続いて二点目は、開示の重視である。

開示の充実は、企業と機関投資家が実質的な対話を進める上での前提といえる。生命保険協会のアンケート調査によれば、開示の十分性についても、投資家は企業が捉える以上に、対話の前提となる開示が不十分であるとしている<sup>79</sup>。更に、開示の充実は、機関投資家のみならず、ステークホルダー全体による市場規律を通じたガバナンス向上にもつながるものである。また、中長期的な企業価値向上への道筋について、今後学界などで様々な分析を進めるべきとの議論もある<sup>80</sup>が、これに向けては、欧米と比較して開示が十分でない領域があ

---

<sup>77</sup> 最近では、ESG投資と受託者責任の関係が議論になっている。受託者がリターンだけでなくESG要素も求めているという立場によれば、リターンを多少犠牲にしてもESG要素を考慮した投資を行うことも許容されると考えることも出来るが、定まった見解とはいえない（湯山[2020]）。

<sup>78</sup> わが国では、定時株主総会の議決権およびそこで決議される剰余金の配当の受領権の基準日を決算期と一致させているという慣行があり、基準日の効力は3ヶ月を超えられないため、決算や株主総会の実務を考慮すると、3月決算企業の株主総会はどうしても6月下旬に集中してしまう（田中[2018]）。これに関し、2020年に新型コロナウイルスの影響で一部企業が議決権や剰余金配当受領権の基準日を再設定している事例も見られるが、現時点で一般的には広がっていないと考えられる。

<sup>79</sup> 開示に課題を感じている割合は、企業31%に対し、投資家では49%となっている（生命保険協会[2021]）。

<sup>80</sup> フォローアップ会議が2019年4月に公表した「意見書（4）」では、「中長期的な企業価値に関し、その具体的な意義・内容について、企業、投資家、さらには学界等を含む有識者の間で、より踏み込んだ検討が必要であるとの指摘もあったことに留意する」とされ、ガバナンスコードの目的である中長期的な企業価値について、ESGとの関連も含め、どう定義し、どう測定するのか、という課題意識が示されている。

と思われる。本論文での研究に当たっても、様々な意味で開示情報の限界があり、分析モデルの構築に制約があったのも事実である。その意味で、社外取締役では取締役スキルマップ、役員報酬では業績連動報酬の詳細開示が開始される等、開示を通じて前向きな変化を促す動きがみられる点は、望ましい動きといえる。

日本では、コーポレートガバナンス・コードの導入に当たり、英国にならってコンプライ・オア・エクスプレインの考え方が取り入れられたが、横並び意識の強い日本では、あたかも形式的にコンプライすればエクスプレイン不要、との誤解を与える結果につながった面は否定できないと思われる。導入初期においては、形式的であるにせよ、急激な変化をもたらした点で、コンプライ・オア・エクスプレインの考え方には一定の効果があったとも考えられるが、次の段階では、コンプライの有無を問わず、まず各企業の考え方を説明する、その上での選択は各社に委ねる、いわば「エクスプレイン・アンド・セレクト」とも呼べる考え方に進化させていくことが適切ではないか、と思われる。

今後も、日本企業を取り巻く環境は変化の速度を速めることが想定される。実質的なガバナンス体制の向上も、もはや待ったなしの課題であり、企業、機関投資家はじめ、関係者が一段とスピードアップして取り組みを進めることが必要であろう。

以 上

## 【参考文献】

- 阿萬弘行[2001]「コーポレートガバナンスにおける経営者報酬の有効性－株価パフォーマンスと役員賞与について－」『経済論叢』第168巻第2号,20-32ページ。
- 蟻川靖浩・黒木文明[2003]「経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響」『早稲田大学ファイナンス総合研究所ワーキングペーパーシリーズ』WIF-03-001。
- 井坂直人[2020]「取締役会のあり方と企業価値への影響」日本ファイナンス学会第27回研究観望会。
- 泉敦子・権赫旭[2019]「社長・取締役会の特性と企業パフォーマンス：日本上場企業データによる実証」『SSPJ Discussion Paper Series』DP18-007。
- 今仁裕輔[2020]「取締役会改革とガバナンス」『日本企業のコーポレート・ガバナンス』中央経済社,18-34ページ。
- ウイリス・タワーズワトソン[2021]「『改正会社法を踏まえた役員報酬等の開示状況』調査結果」
- 上田亮子[2018]「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」『月刊資本市場』No.395,24-34ページ。
- 内田交謹[2012]「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』第50巻第5号,8-18ページ。
- 浦川弘亨・林祖耿・劉河魯川・吳中洲[2017]「企業の買収防衛策廃止要因の分析と市場の評価」上智大学論文。
- 江頭憲治郎[2016]「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」『早稲田法学』第92巻第1号,95-117ページ。
- 江川雅子[2017]「社外取締役の役割－取締役会改革、女性社外取締役の現状分析－」『証券経済研究』第100号,37-54ページ。
- 江川雅子[2018]『現代コーポレートガバナンス』日本経済新聞出版社。
- 大越教雄[2012]「買収防衛策導入企業のガバナンスと株式市場の評価」『日本管理会計学会誌』第20巻第1号,23-35ページ。
- 大森香織・星野靖雄[2004]「役員報酬、賞与と企業の市場価値変化との関係について」『経営行動科学』第17巻第2号,85-95ページ。
- 岡崎哲二・奥野正寛編[1993]『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
- 岡田克彦・窪井悟[2007]「日本企業の敵対的買収防衛策導入と企業価値」日本ファイナンス学会報告論文。
- 岡本伊万里[2014]「買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響」青山学院大学大学院論文。
- 尾崎友紀[2019]「買収防衛策の廃止が株価に与える影響－市場の評価に影響する企業の条件－」慶應義塾大学大学院論文。
- 乙政正太[2004]「経営者報酬と会計利益の連動性に関するトレンド分析」『阪南論集社会科学編』第40巻第2号,1-16ページ。
- 乙政正太[2010]「経営者報酬と利益の構成要素の実証的關係」『証券アナリストジャーナル』第48巻第6号,24-33ページ。
- 川北英隆・宮野玲[2007]「村上ファンドの投資行動と役割－標的となった企業の特徴に関して－」『ニッセ

- イ基礎研究所所報』第45号,1-21ページ。
- 川本真哉[2007]「日本企業における敵対的買収防衛策の導入要因」『証券経済研究』第59号,123-143ページ。
- 金融庁[2017]「金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループ 第1回事務局説明資料」。
- 金融庁・東京証券取引所[2016]「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(2)」。
- 金融庁・東京証券取引所[2016]「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(3)」。
- 金融庁・東京証券取引所[2018]「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」。
- 金融庁・東京証券取引所[2019]「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(4)」。
- 金融庁・東京証券取引所[2020]「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保 スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(5)」。
- 久保克行・内ヶ崎茂・吉田宏克・高木悠・岩田航[2020]「報酬ガバナンス・コーポレートガバナンスと経営者報酬－経営者報酬サーベイ結果から－」『旬刊商事法務』No.2238,50-58ページ。
- 久保克行[2010]『コーポレート・ガバナンス 経営者の交代と報酬はどうあるべきか』日本経済新聞社。
- 権赫旭・金榮其[2015]「日本における取締役会の改革の経済分析」『RIETI ディスカッションペーパーシリーズ』15-J-060。
- 経済産業省[2014]「「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)」。
- 経済産業省[2017]「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」。
- 経済産業省[2018]「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)改訂版」。
- 経済産業省[2020]「社外取締役の現状について(アンケート調査結果の概要)」第17回CGS研究会(第2期)。
- 経済産業省[2020]「社外取締役の在り方に関する実務指針(社外取締役ガイドライン)」。
- 経済産業省・法務省[2005]「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」。
- 河内山拓篤・石田房平・甚内俊人[2019]「コーポレートガバナンス改革に伴う社外取締役の登用と帰結」日本経営財務研究学会第43回全国大会。
- 巖逸文[2013]「買収防衛策規制とコーポレートガバナンス法制－英米法規制に対する比較による示唆－」『北大法政治ジャーナル』No.20,95-119ページ。
- 後藤元[2016]「社外取締役・独立取締役はどのような役割を期待されているのか?近時の企業統治改革の効果の検証に向けて」『コーポレート・ガバナンス改革の提言』商事法務,215-238ページ。

- 小西大・齋藤涼椰[2020]「業績連動報酬とガバナンス」『日本企業のコーポレート・ガバナンス』中央経済社,35-51 ページ。
- 齋藤卓爾[2011]「日本企業による社外取締役導入の決定要因とその効果」『日本の企業統治』東洋経済新報社,181-214 ページ。
- 齋藤卓爾[2015]「取締役会構成と監査役会構成の決定要因」『フィナンシャルレビュー』第 121 号,37-52 ページ。
- 齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮[2017]「企業統治制度の変容と経営者の交代」『企業統治と経営戦略』東洋経済新報社,305-334 ページ。
- 坂和秀晃・渡辺直樹[2009]「経営者報酬と取締役会の経営監視機能の検証」『金融経済研究』第 29 号,66-83 ページ。
- 坂和秀晃・渡辺直樹[2010]「経営者報酬と企業パフォーマンスに関するサーベイ」『証券アナリストジャーナル』第 48 巻第 6 号,5-14 ページ。
- 佐々木隆文[2017]「社外取締役のインセンティブ」『証券アナリストジャーナル』第 55 巻第 9 号,47-50 ページ。
- 櫻田譲・塚辺博崇・柳田具孝[2018]「コーポレート・ガバナンスと超高額役員給与支給の関係」『北海道大学大学院経済学研究院 Discussion Paper』,Series B No.2018-164。
- 重本洋一[2013]「買収防衛策導入の短期株価異常リターンに対する影響」「買収防衛策導入の経営者の意図」『経営者の会計操作の動機と株式市場の反応』日本評論社,127-185 ページ。
- 清水一[2011]「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値：パネルデータによる分析」『大阪経大論集』第 61 巻第 5 号,31-47 ページ。
- 胥鵬[2007]「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」『日本のM & A』東洋経済新報社,197-221 ページ。
- 杉浦康之[2020]「「横滑り」社外取締役の特徴と考察」『証券アナリストジャーナル』第 58 巻第 3 号,71-82 ページ。
- 生命保険協会[2021]「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について」。
- 武井一浩[2015]「非業務執行役員の役割と会社法」『企業統治の法と経済』有斐閣,301-330 ページ。
- 武田克巳・西谷公孝[2014]「独立社外取締役やその属性別選任と株主価値」『証券アナリストジャーナル』第 52 巻第 5 号,84-94 ページ。
- 高田晴仁[2016]「取締役会の監督機能～社外取締役」『会社法の実務とコーポレートガバナンス・コードの考え方』LABO,72-97 ページ。
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫[2007]「買収防衛策導入の動機－経営保身仮説の検証」『RIETI Discussion Paper Series』07-J-033。
- 竹村泰・白須洋子・川北英隆[2010]「買収防衛策の株価への影響について」『FSA リサーチ・レビュー』第 6 号,158-173 ページ。
- 田中一弘[2014]『「良心」から企業統治を考える 日本的経営の倫理』東洋経済新報社。

- 田中亘[2018]『会社法 第2版』東京大学出版会。
- 千島昭宏[2006]「株式市場における買収防衛策導入の影響」『横浜国際社会科学研究所』第11巻第2号,229-242 ページ。
- 千島昭宏・中嶋幹・佐々木隆文[2006]「買収防衛策導入のインセンティブ」『日興フィナンシャル・インテリジェンス 年金レビュー』2006年10月号。
- 千原正敬[2020]「上場企業の役員報酬をめぐる近年の動向—企業業績との連動性の強化—」『国立国会図書館レファレンス』No.836,29-56 ページ。
- 円谷昭一編著[2017]『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」大量データから見る真実』同文館出版。
- デロイトトーマツグループ[2019]「役員報酬サーベイ (2019年版)」。
- 東京証券取引所[2020]「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」。
- 長島弘・豊田雄彦[2015]「上場会社における役員報酬等の決定要素に関する統計的分析」『立正大学法制研究所研究年報』第20巻,47-56 ページ。
- 中井誠[2019]「我が国コーポレートガバナンスの問題点と役員報酬の実証分析」滋賀大学大学院経済学研究科博士論文。
- 中村友哉[2013]「経営者報酬の高額化に関する研究動向」『FSA リサーチレビュー』第7号,Article4。
- 新倉博明・瀬古美喜[2017]「取締役会における女性役員と企業パフォーマンスの関係」『三田学会雑誌』第110巻第1号,1-20 ページ。
- 日本経済新聞[2020]「社外取締役、900社で計1000人不足 統治指針改定で」2020年12月16日記事。
- 日本総合研究所編[2017]『葛藤するコーポレートガバナンス改革』金融財政事情研究会。
- 日本取締役協会[2014]「社外取締役・取締役会に期待される役割について (提言)」。
- 日本取締役協会[2020]「独立社外取締役の行動ガイドラインレポート2～「稼ぐ力」の再興に向けて」。
- 日本弁護士連合会[2019]「社外取締役ガイドライン」。
- 日本取引所グループ[2020]「独立役員等の確保状況 (調査結果)」。
- 野田健太郎[2010]「研究開発投資と人的資本投資が買収防衛策導入に及ぼす影響」『早稲田大学商学研究科紀要』第70巻,137-150 ページ。
- 野地もも[2016]「コーポレート・ガバナンスの手段としての経営者報酬分析—日本の高額報酬支給企業における現状と課題—」『証券経済学会年報』第50号別冊2-11,1-17 ページ。
- 広瀬純夫[2008]「日本における敵対的買収導入の特徴・防衛策導入の初期の状況」『日本労働研究雑誌』第570巻,4-13 ページ。
- 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之[2007]「買収防衛策導入の業績情報効果」『COE ソフトロー・ディスクッション・ペーパー・シリーズ』COESOFTLAW-2007-9。
- 広田真一[2012]『株主権を超えて—ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社。
- 福田順[2012]「日本企業の株主構成と買収防衛策」『コーポレートガバナンスの進化と日本経済』京都大学学術出版会,157-180 ページ。

- 藤田勉[2015]『日本企業のためのコーポレートガバナンス講座』東洋経済新報社。
- 星野優太[1999]「日本における企業業績と経営者報酬」『会計』第156巻第3号,363-377ページ。
- 本合暁詩[2010]「コーポレート・ガバナンスに外国人株主が与える影響—経営者報酬・ストックオプション導入の実証研究を通じて—」『経営行動科学』第23巻第2号,93-106ページ。
- 水野満[2017]「役員報酬と報酬委員会のガバナンス」『大和大学研究紀要』第3巻政治経済学部編,3-10ページ。
- 三隅隆司・茶野努・安田行宏[2020]『日本企業のコーポレートガバナンス』中央経済社。
- 宮島英昭[2007]「日本のM&Aの経済分析：その国際的特徴と経済的役割」『RIETI Discussion Paper Series』07-J-026。
- 宮島英昭・小川亮[2012]「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？：取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」『RIETI ディスカッションペーパーシリーズ』12-P-013。
- 宮島英昭・齋藤卓爾[2019]「アベノミクス下の企業改革：二つのコードは何をもたらしたのか」『RIETI ディスカッションペーパーシリーズ』19-P-026。
- 宮島英昭・新田敬祐[2006]「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」『早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパー』WIF-06-003。
- 宮島英昭・保田隆明・小川亮[2017]「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」『企業統治と経営戦略』東洋経済新報社,97-132ページ。
- 宮本光晴[2014]『日本の企業統治と雇用制度のゆくえ ハイブリッド組織の可能性』ナカニシヤ出版。
- 三輪晋也[2010]「日本企業の社外取締役と企業業績の関係に関する実証分析」『日本経営学会誌』第25巻,15-27ページ。
- 三輪晋也[2011]「日本企業における社外取締役と役員報酬の関係」『國士館大學政経論叢』第23巻第3号,83-102ページ。
- 三輪晋也[2016]「取締役会や株式所有の構造が役員報酬に及ぼす影響に関する実証分析」『國士館大學政経論叢』第28巻第2号,1-22ページ。
- 茂木美樹・谷野耕司[2020]「敵対的買収防衛策の導入状況ともの言う株主の動向—二〇二〇年六月総会を踏まえて—」『旬刊商事法務』No.2246,14-26ページ。
- 森川正之[2019]「社外取締役と投資行動・経営成果」『RIETI ディスカッションペーパーシリーズ』19-J-030。
- 森田章[2014]『日本の資本主義と会社法』中央経済社。
- 安田行宏・金鉉玉・長谷川信久[2011]「ストックオプション導入の決定要因」『現代ファイナンス』第30巻,27-59ページ。
- 山本諭・佐々木隆文[2010]「コーポレートガバナンスと経営者報酬」『証券アナリストジャーナル』第48巻第6号,34-43ページ。
- 油布志行[2015]「コーポレートガバナンス・コードの策定について」『月間資本市場』No.355,4-8ページ。
- 湯山智教編[2020]『ESG投資とパフォーマンス』金融財政事情。
- Adams,R. and D.Ferreira [2007] "A Theory of Friendly Boards," *Journal of Finance*, 62(1), pp.217-250.

- Adams,R., A.Akyol and P.Verwijmeren [2018]"Director Skill Sets," *Journal of Financial Economics*, 130(3), pp.641-662.
- Agrawal,A. and C.Knoeber [2001]"Do Some Outside Directors Play a Political Role?," *Journal of Law and Economics* ,44(1), pp.179-198.
- Arikawa,Y. and Y.Mitsusada [2008] "The adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan," *RIETI Discussion paper Series 08-E006*.
- Balsmeier,B., L.Fleming and G.Manso [2017] "Independent boards and innovation," *Journal of Financial Economics*, 123(3), pp.536-557.
- Bernile,G., V.Bhagwat and S.Yonker [2018] "Board diversity, firm risk, and corporate policies," *Journal of Financial Economics*, 127(3), pp.588-612.
- Bhagat,S. and B.Black [2001] "The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance," *Journal of Corporation Law*, 27(2), pp.231-274.
- Borokhovich,K., R.Parrino and T.Trapani [1996] "Outside Directors and CEO Selection" , *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,31(3), pp.337-355.
- Bothmer,L.E. [2018] "The effect of Poison Pills on Shareholder Value," *Erasmus School of Economics BSc Economics & Business Specialization Financial Economics*.
- Brickley,J.A., J.Coles and R.Terry [1994] "Outside directors and the adoption of poison pills," *Journal of Financial Economics*, 35(3), pp.371-390.
- Bui,T. [2020] "Executive Compensation and Independent Directors in Japan," *Annals of Business Administrative Science*,19(1), pp.13-28.
- Comment,R. and G.W.Schwert [1995]"Poison or Placebo?: Evidence on the deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics* ,39(1), pp.3-43.
- Core,J., R.Holthman and D.Lacker [1999] "Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance," *Journal of Financial Economics* ,51(3), pp.371-406.
- Cotter,J., A.Shivdasani and M.Zenner [1997] "Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?," *Journal of Financial Economics* ,43(2), pp.195-218.
- Cremers,M., S.Guernsey, L.Litov and S.Sepe [2019] "Shadow Pills and Long-Term Firm Value," *ECGI Finance Working Paper* ,No.595.
- Danielson,M. and J.Karpoff [1998] "On the Uses of Corporate Governance Provisions," *Journal of Corporate Governance* ,4(4), pp.347-371.
- Davis,G. and H.Grave [1997] "Corporate Elite Networks and Governance Changes in the 1980s," *The American Journal of Sociology* ,103(1), pp.1-37.
- Davis,G. and S.Stout [1992] "Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets,1980-1990," *Administrative Science Quarterly* , 37(4), pp.605-633.
- Drobtz,W., F.Meyerinck, D.Oesch and M.Schmid [2018] "Industry expert directors," *Journal of Banking*

- and *Finance*, 92, pp.195-215.
- Duchin, R., J. Matsusaka and O. Ozbas [2010] "When Are Outside Directors Effective?," *Journal of Financial Economics*, 96(2), pp.195-214.
- Ellis, J., C.E. Fee and S. Thomas [2018] "Playing Favorites? Industry Expert Directors in Diversified Firms," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(4), pp.1679-1714.
- Fahlenbrach, R., A. Low and R. Stulz [2010] "Why do firms appoint CEOs as outside directors?," *Journal of Financial Economics*, 97(1), pp.12-32.
- Ferraz, D.P., I.T. Lopes and S. Hitzelberger [2019] "The use of poison pills by US firms over the period 1997-2015: what has been their impact on shareholder value?," *International Journal of Business Excellence*, 18(1), pp.98-119.
- Fich, E. [2005] "Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms," *Journal of Business*, 78(5), pp.1943-1972.
- Frydman, C. and D. Jenter [2010] "CEO Compensation," *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 77*.
- Gippel, J., T. Smith and Y. Zhu [2015] "Endogeneity in Accounting and Finance Research: Natural Experiments as a State-of-the-Art Solution," *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 51(2), pp.143-168.
- GLASS LEWIS [2021] "2021 Guidelines JAPAN – An Overview of the GLASS LEWIS Approach to Proxy Advice".
- Hallock, K. [1997] "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(3), pp.331-344.
- Harvey, K. and E. Shrieves [2001] "Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices," *Journal of Financial Research*, 24(4), pp.495-512.
- Heron, R. and E. Lie [2006] "On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Target," *Journal of Business*, 79(4), pp.1783-1807.
- Hillman, A. [2005] "Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line?," *Journal of Management*, 31(3), pp.464-481.
- Hitzelberger, S. [2017] "What effect do poison pills have on shareholder value?," *A project carried out on the Master in Finance Program under the supervision of Professor Duarte Pitta Ferraz, DBA*.
- ISS [2021] "Proxy Voting Guidelines -Benchmark Policy Recommendations- 2021 JAPAN".
- Kaplan, S. [1994] "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, 102(3), pp.510-546.
- Kato, T. and K. Kubo [2006] "CEO compensation and firm performance in Japan: Evidence from new panel data on individual CEO pay," *Journal of the Japanese and International Economies*, 20, pp.1-19.
- Kor, Y. and V. Misangyi [2008] "Outside directors' industry-specific experience and firms' liability of newness," *Strategic Management Journal*, 29(12), pp.1345-1355.

- Lipton, M. and J.W.Lorsch [1992] "A modest proposal for improved corporate governance," *The Business Lawyer*, 48(1), pp.59-77.
- Malatesta,P.and R.Walking [1988] "Poison Pill Securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure," *Journal of Financial Economics* ,20 ,pp.347-376.
- Mallette,P. and K.Fowler [1992] "Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pill," *The Academy of Management Journal* ,35(5),pp.1010-1035.
- Mitsudome,T., J.Weintrop and L.S.Hwang [2008] "The relation between changes in CEO compensation and firm performance: A Japanese/American comparison," *Journal of the Japanese and International Economies*, 22, pp.605-619.
- Nguyen,B. and K.Nielsen [2010] "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths," *Journal of Financial Economics* ,98(3), pp.550-567.
- Raheja,CG. [2005] "Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,40(2), pp.283-306.
- Romano,R. [2004] "The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance," *ECGI Working Paper* N52.
- Ryngaert,M. [1988] "The Effects of Poison Pill Securities on Shareholders Wealth," *Journal of Financial Economics* ,20, pp.377-417.
- Sakawa,H. and N.Watanabel [2006] "The Relationship between Managerial Compensation and Business Performance in Japan: New Evidence using Micro data," *Discussion papers in economics and business*, 06-29.
- Sako,M. and Kubo,K. [2019] "Professionals on corporate boards: How do they affect the bottom line?," *RIETI Discussion Paper Series*, 19-E-010.
- Schepker,D. and W.Oh [2013] "Complementary or Substitutive Effects? Corporate Governance Mechanisms and Poison Pill Repeal," *Journal of Management* ,39(7), pp.1729-1759.
- Shleifer,A. and L.Summers [1988] "Breach of trust in Hostile Takeovers," *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No2342.
- Spencer Stuart [2019] "2019 U.S.Board Index".
- Strong,J. and J.Meyer [1990] "An Analysis of shareholder Rights Plans," *Management and Decision Economics* ,11(2), pp.73-86.
- Sundaramurthy,C., J. Mahoney and J. Mahoney [1997] "Board Structure, Antitakeover Provisions, and Stockholder Wealth," *Strategic Management Journal* ,18(3), pp.231-245.
- Yeh,T. [2014] "The effects of anti-takeover measures on Japanese corporations," *Review of Quantitative Finance and Accounting*,42(4), pp.757-780.

## 謝 辞

本学位論文は、筆者が京都大学大学院経済学研究科博士後期課程に在籍中の研究成果をまとめたものである。本学位論文の内容は筆者が所属する組織を代表するものではなく、全て筆者個人の見解に基づくものであり、本学位論文における誤りの全ては、筆者の責に帰するものである。

京都大学経営管理大学院・大学院経済学研究科の砂川伸幸教授には、本学位論文の作成を本格化した時期より、論文指導委員会の主査として、幅広い視点から熱心なご指導を賜り、研究成果を論文の形でまとめることが出来た。改めて、深く感謝の意を表したい。

京都大学経営管理大学院・大学院経済学研究科の澤邊紀生教授には、論文指導委員会の副査を務めていただき、貴重なお時間を割いてご指導を賜った。改めて、深く感謝の意を表したい。

京都大学経営管理大学院の川北英隆特任教授には、筆者の研究着手段階で主査としてご指導を賜ったほか、折にふれて貴重なご指導を賜った。改めて、深く感謝の意を表したい。

京都大学経営管理大学院の加藤政仁講師には、内容や実証分析の手法に関する貴重なご指導を賜った。改めて、深く感謝の意を表したい。

最後に、勤務先には、実務を通じて、コーポレートガバナンスに関連する幅広い経験を積む機会を与えていただいたことに感謝する。