

# 取締役会に関する実証分析 会社法改正(平成27年)・ コーポレートガバナンス・コードの影響

平成29年9月6日

法制審議会会社法制(企業統治等関係)部会 第5回会議

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

齋藤 卓爾 ([tsaito@kbs.keio.ac.jp](mailto:tsaito@kbs.keio.ac.jp))

※本資料は社外取締役を置かなければならないものとすべきかを検討するための参考として行った分析の結果を示している。



Keio Business School

慶應義塾大学大学院経営管理研究科

# 会社法改正 平成27年5月1日

## 社外取締役の機能の積極的な活用

### (1) 監査等委員会設置会社制度の創設

社外取締役の機能を活用しやすい機関設計として、監査等委員会設置会社制度を創設しています。この制度は、3人以上の取締役から成り、かつ、その過半数を社外取締役とする監査等委員会が監査を担うとともに、業務執行者を含む取締役の選任や報酬に関して株主総会における意見陳述権を有するというものです。

### (2) 社外取締役を置くことが相当でない理由の説明(コンプライ・オア・エクスプレイン)

社外取締役を置いていない上場会社等の取締役は、定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならないこととし、社外取締役の導入を促進することとしています。

### (3) 社外取締役の要件の厳格化

株式会社又は子会社の業務執行者等に加え、株式会社の業務執行者等の近親者や、親会社及び兄弟会社の業務執行者等も、その株式会社の社外取締役となることができないこととして、社外取締役による業務執行者に対する監督等の実効性を確保することとしています。

# コーポレートガバナンス・コード

## 【原則4－8. 独立社外取締役の有効な活用】

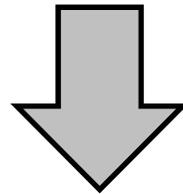
独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、そのための取組み方針を開示すべきである

## 【コンプライ・オア・エクスプレイン】

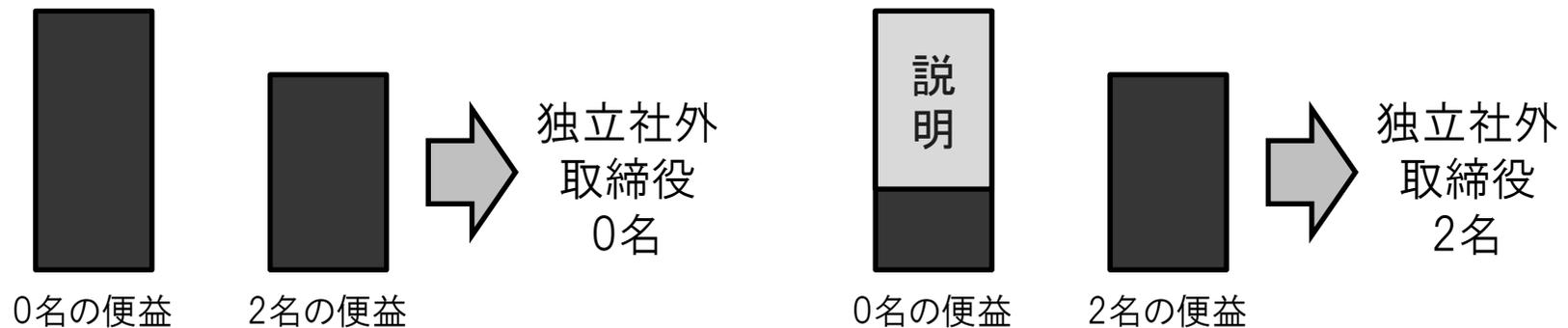
また、本コード(原案)は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)の手法を採用している。すなわち、本コード(原案)の各原則(基本原則・原則・補充原則)の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。

# コンプライ・オア・エクスプレイン

東証一部と二部に上場する企業は、独立社外取締役を2名以上選任するか、さもなければ選任しない理由を説明せねばならない



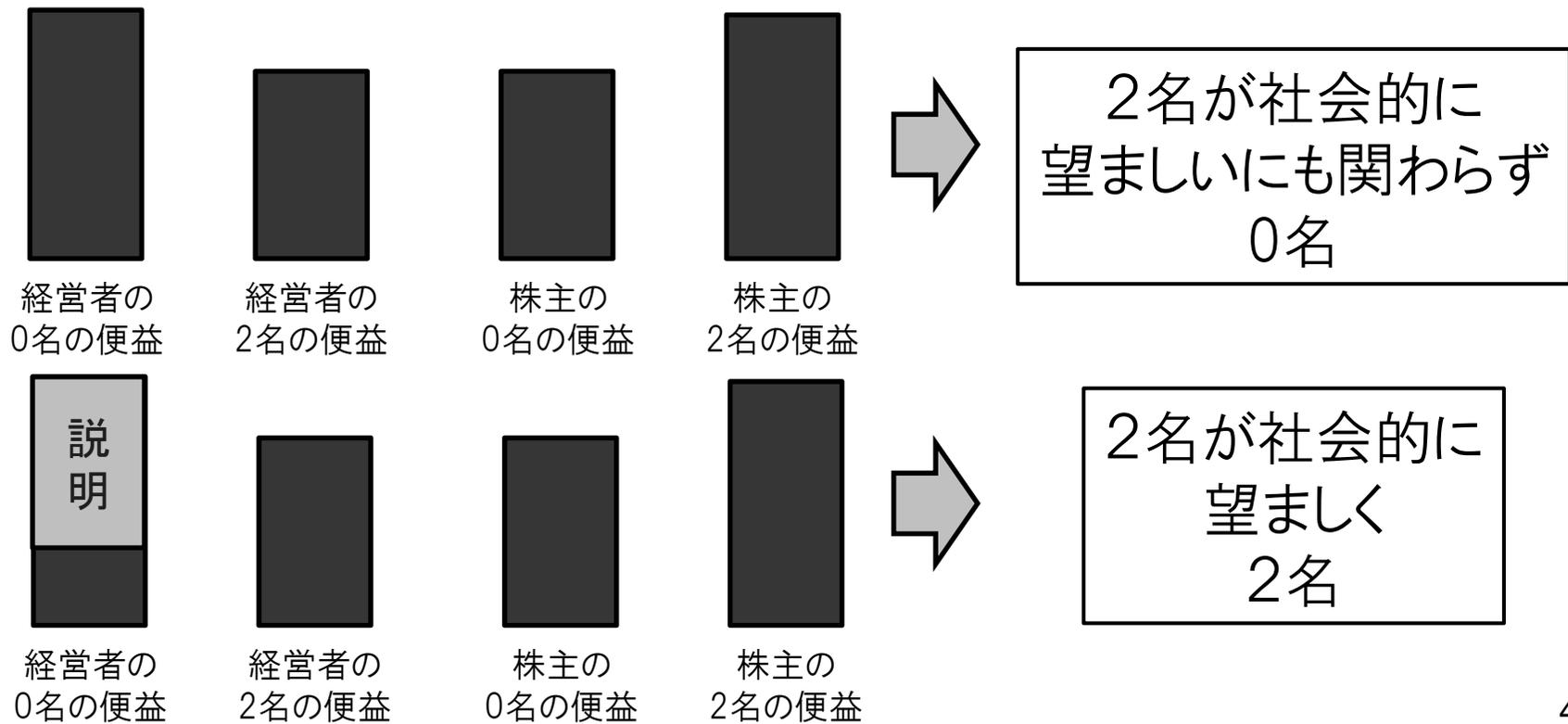
独立社外取締役が1名以下の企業に「説明」のコストを課すことにより、独立社外取締役の選任を進める



# 望ましい政策なのか？

- ・ 望ましい政策

- ・ 実質的には取締役選任の実権を経営者が握っている
- ・ 経営者と株主で社外取締役に対する選好が異なる
  - ・ 経営者：社外取締役による監視を受けたくない
  - ・ 株主：社外取締役による経営者の監視が必要

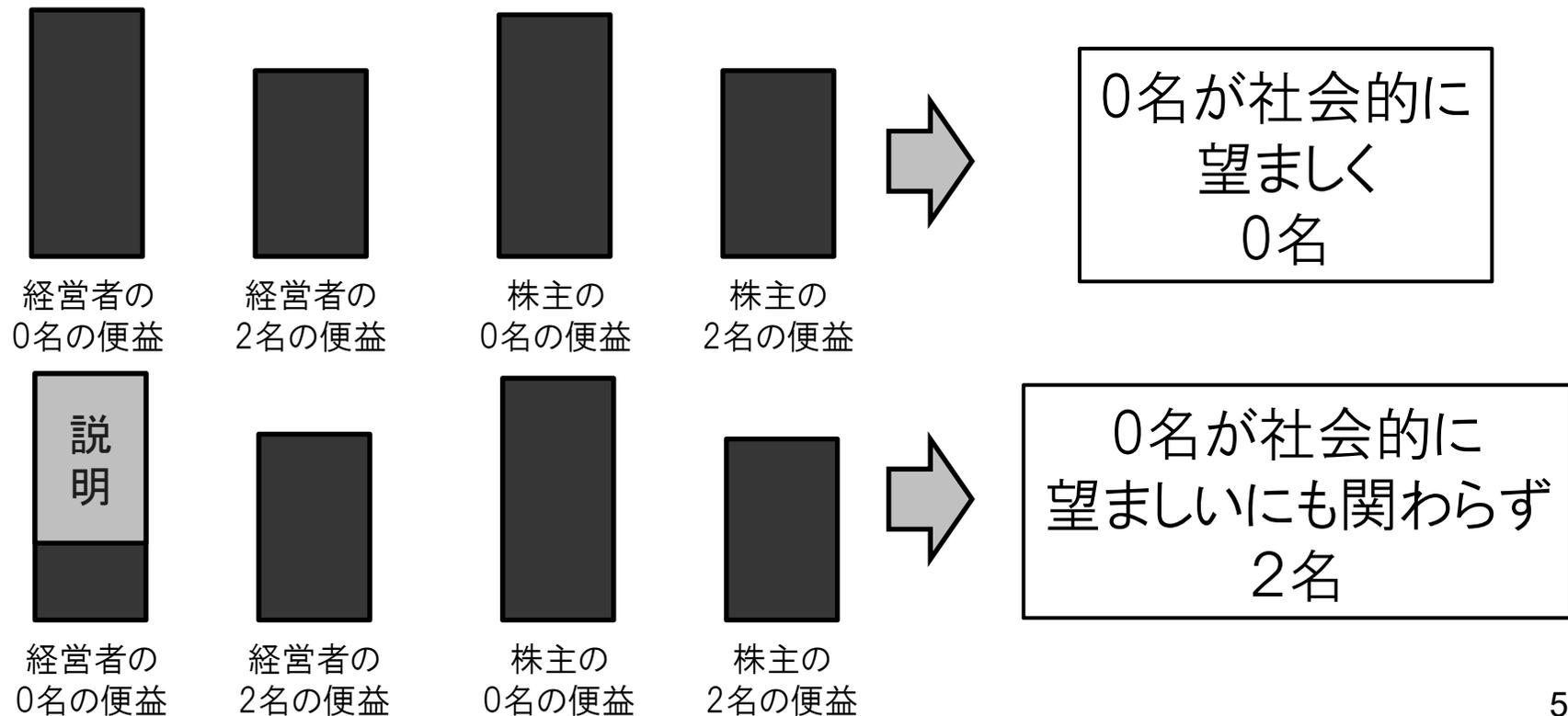


# 望ましくない政策の可能性は？

- ・ 望ましくない政策

- ・ 経営者にとっても株主にとっても、社外取締役が2名よりも0名の方が望ましい

- ・ 「説明」のコストは企業タイプに関わらず一様である



## 社外取締役が少ない方が望ましいケースはあるのか？

○社外取締役が少なすぎると・・・

→ 取締役会の「独立性」が低下し、経営者の監視・評価ができない

○社外取締役が多すぎると・・・

→ 取締役会の「独立性」は高まるが、「内部情報」が不足し効率性が低下する

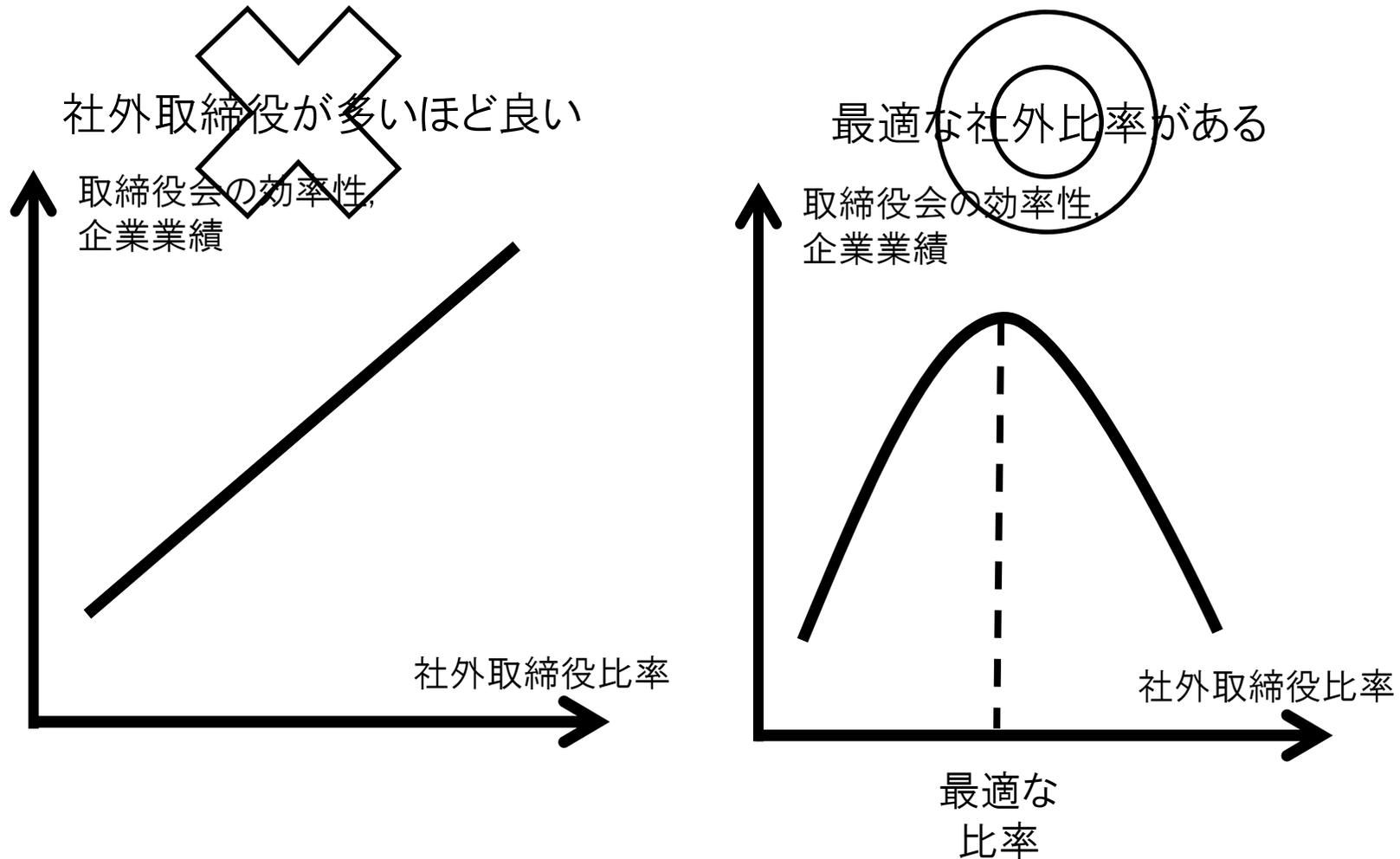
※取締役会の独立性と内部情報の量はトレードオフ関係にある

ソニー小林取締役会議長に聞く、1年早まった「平井CEO」、社外役員、変化求める。 2012/02/26 日本経済新聞 朝刊

ソニーは平井一夫副社長(51)が4月1日付で社長兼最高経営責任者(CEO)に昇格する。2005年から取締役会議長を務めてきた小林陽太郎・富士ゼロックス元会長(78)に聞いた。一オリンパスの経営問題などを受けて、日本企業のガバナンスが問われている。取締役会15人のうち、社外役員が13人を占めるソニーのガバナンスを社外取締役の1人としてどう見る？

「社内の取締役だけでは、上下関係からどうしても会長や社長に対する反対意見が少なくなり、大きな過ちを犯す懸念がある。ただ、社外取締役が多ければいいというわけでもない。ソニーの場合、取締役会で社内の経営情報が足りないと感じることがあった。ソニーは今後、社内の取締役をもっと増やした方がいいかもしれない」

# 社外取締役が少ないことが望ましいこともある



※以上の議論はAdams and Ferreira, 2007. A theory of friendly boards. Journal of Finance 62, 217-250. などに基づいている

# 用いるデータのタイムライン

会社法改正(2015年5月1日)  
コーポレートガバナンス・コード  
適用(2015年6月1日)



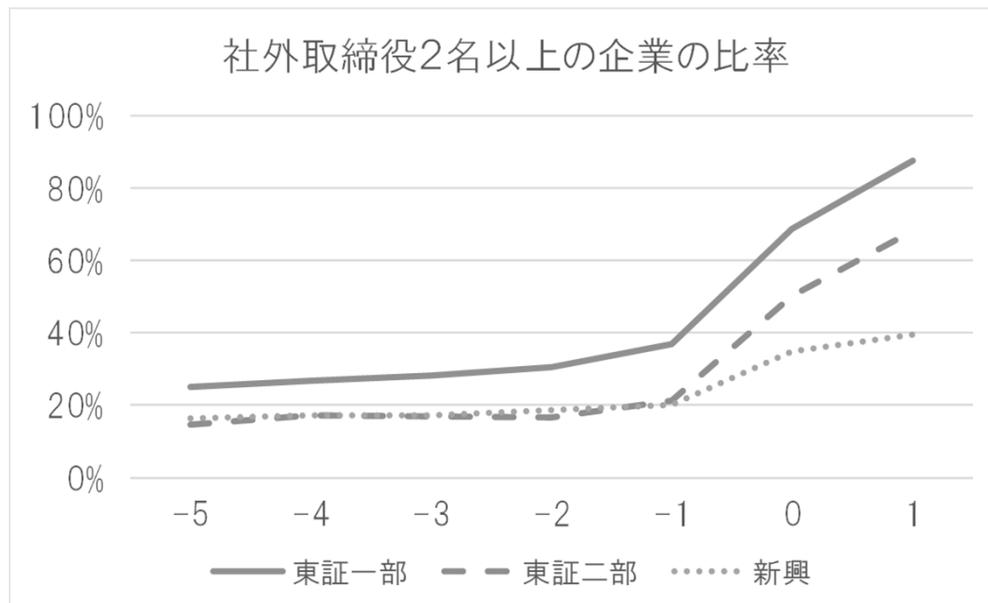
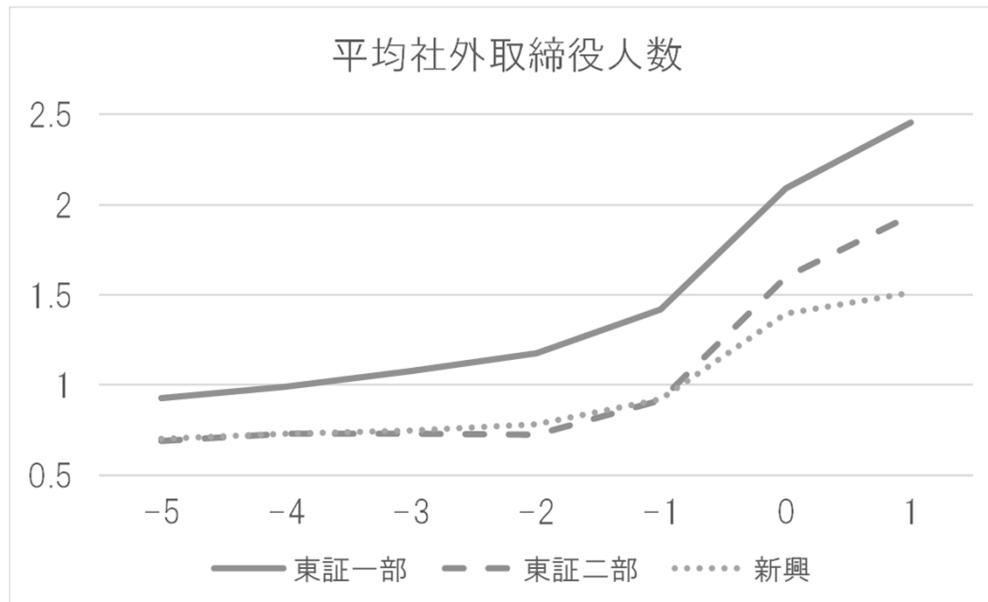
-3                      -2                      -1                      0                      1                      2

3月決算    '12/3                      '13/3                      '14/3                      '15/3                      '16/3                      '17/3

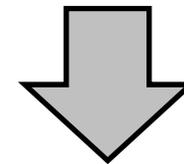
12月決算    '12/12                      '13/12                      '14/12                      '15/12                      '16/12

- ・ 会社法改正、コーポレートガバナンス・コード適用後、初めて株主総会を迎える期を「0期」とする
- ・ 「0期」の取締役構成:2015年6月総会で決まった取締役会構成
- ・ 「0期」の企業業績:2015年3月期の企業業績

# 「説明」のコストは大きかったのか？



- ・ -1期から0期にかけて社外取締役が急増
- ・ 東証一部・二部のみならず、新興市場の企業でも同様の傾向



「説明」のコストは十分に重かった

# 社外取締役数の変化の決定要因

従属変数 =	社外取締役人数の 変化(1期後)	社外取締役人数の 変化(1期後)	社外取締役人数の 変化(1期後)	社外取締役人数の 変化(1期後)
推定方法 =	OLS	OLS	OLS	OLS
サンプル =	全上場企業	東証1部	東証2部	新興市場
	(1)	(2)	(3)	(4)
会社法改正・CGコード適用	0.4705 (0.018) ***	0.4504 (0.024) ***	0.5481 (0.045) ***	0.4190 (0.034) ***
Log(売上高)	0.0055 (0.004)	-0.0167 (0.006) ***	0.0075 (0.012)	0.0092 (0.008)
有利子負債/総資産 リスク	-0.0002 (0.000)	0.0002 (0.000)	0.0016 (0.001) **	-0.0004 (0.000)
現預金/総資産	-0.0386 (0.004) ***	-0.0680 (0.008) ***	-0.0408 (0.011) ***	-0.0087 (0.007)
営業CF/総資産	0.0002 (0.000)	0.0002 (0.001)	0.0007 (0.001)	0.0001 (0.001)
トービンのq	-0.0017 (0.001) **	-0.0029 (0.001) **	0.0026 (0.002)	-0.0020 (0.001) **
外国人持株比率	0.0245 (0.010) **	0.0305 (0.016) *	0.0512 (0.035)	-0.0041 (0.015)
取締役会持株比率	0.0005 (0.001)	0.0010 (0.001)	-0.0022 (0.001) *	0.0006 (0.001)
関連会社1(15-33%)	-0.0002 (0.000)	0.0006 (0.001)	0.0010 (0.001)	-0.0002 (0.000)
関連会社2(33-50%)	-0.0243 (0.009) **	0.0045 (0.015)	-0.0682 (0.025) ***	-0.0255 (0.017)
子会社(50%-)	-0.0443 (0.016) ***	0.0014 (0.022)	-0.0543 (0.039)	-0.0762 (0.031) **
	-0.0928 (0.016) ***	-0.0699 (0.027) ***	-0.1178 (0.034) ***	-0.0979 (0.032) ***
R <sup>2</sup>	0.088	0.087	0.131	0.062
サンプルサイズ	17971	9016	2504	5313

※括弧内の数字は企業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差

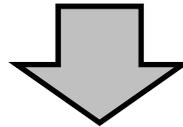
※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

※産業ダミーが含まれている

企業特性、株主構成などでは説明できない社外取締役の増加(約0.5人)が法改正・コードの適用によって起こった可能性

# 「コンプライ・オア・エクスプレイン」政策の影響

「コンプライ・オア・エクスプレイン」政策はどのような影響を与えたのか？



- ・社外取締役を多く選任している企業の特徴は変化したのか？
- ・実施に伴ってどのような企業が社外取締役を選任したのか？
- ・「コンプライ」に伴って社外取締役を増員した企業の業績はどのように変化したのか？

# 社外取締役人数の決定要因の分析

	東証1部	東証2部	新興
ROA (%)	6.27	4.00	4.67
ROE (%)	7.14	3.71	1.95
Tobin's q	1.31	1.09	1.66
売上高 (百万円)	392,411	26,497	15,811
有利子負債/総資産 (%)	16.37	19.87	18.16
リスク (%)	2.19	2.54	3.22
現預金/総資産 (%)	19.26	18.97	30.89
営業CF/総資産 (%)	6.08	4.38	4.43
外国人持株比率 (%)	16.20	3.78	4.61
役員持株比率 (%)	4.66	6.82	15.00
関連会社 1(15-33%)	0.19	0.25	0.25
関連会社 2(33-50%)	0.08	0.12	0.12
子会社 (50%-)	0.07	0.12	0.12

※データソース 日経CGES 日経NEEDS

## 変数の一般的解釈

- ・リスク(月次リターンの標準偏差)  
大きいほど情報の非対称性が大きく、社外取締役が活躍しにくい
- ・現預金/総資産  
大きいほど無駄遣いの余地があり、独立した視点から監視が重要
- ・営業CF/総資産  
大きいほど無駄遣いの余地があり、独立した視点から監視が重要
- ・トービンのq((株式時価総額+負債)÷総資産)  
大きいほど成長機会が大きく、社外取締役が活躍しにくい

従属変数 =	社外取締役人数		社外取締役人数	
推定方法 =	Tobit		Tobit	
サンプル =	全上場企業		東証1部	
	(1)		(2)	
Log(売上高)	0.1847 (0.026) ***		0.2411 (0.040) ***	
Log(売上高)*CE政策	0.0042 (0.022)		-0.0573 (0.032) *	
有利子負債/総資産	0.0022 (0.002)		0.0048 (0.003)	
有利子負債*CE政策	-0.0040 (0.002) **		-0.0057 (0.003) **	
リスク	0.0465 (0.027) *		-0.1417 (0.048) ***	
リスク*CE政策	-0.0360 (0.028)		0.1142 (0.048) **	
現預金/総資産	-0.0004 (0.002)		-0.0010 (0.004)	
現預金*CE政策	0.0024 (0.002)		-0.0044 (0.004)	
営業CF/総資産	-0.0054 (0.003) *		-0.0055 (0.005)	
営業CF*CE政策	0.0031 (0.004)		0.0004 (0.006)	
トービンのq	0.2955 (0.046) ***		0.3571 (0.083) ***	
トービンのq*CE政策	-0.2501 (0.043) ***		-0.3197 (0.081) ***	
外国人持株比率	0.0257 (0.003) ***		0.0219 (0.004) ***	
外国人持株比率*CE政策	-0.0128 (0.003) ***		-0.0112 (0.004) ***	
役員持株比率	-0.0142 (0.003) ***		-0.0228 (0.005) ***	
役員持株比率*CE政策	0.0031 (0.003)		0.0167 (0.005) ***	
関連会社1(15-33%)	0.0026 (0.070)		0.0160 (0.101)	
関連会社1*CE政策	-0.0979 (0.065)		0.0546 (0.092)	
関連会社2(33-50%)	0.3270 (0.099) ***		0.1429 (0.140)	
関連会社2*CE政策	-0.4006 (0.094) ***		-0.1556 (0.132)	
子会社(50%-)	0.5672 (0.096) ***		0.4465 (0.150) ***	
子会社*CE政策	-0.6910 (0.088) ***		-0.5647 (0.131) ***	
Comply or Explain政策	2.1004 (0.277) ***		2.5071 (0.415) ***	
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.098		0.106	
サンプルサイズ	22099		11135	

※括弧内の数字は企業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差  
 ※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す  
 ※産業ダミーが含まれている

分析期間: -5 to 1  
 「CE政策」は0と1に実施  
 → どういった企業で社外の人数が多いのか？  
 → その傾向が「政策」で変化したのかを示している

外国人持株比率が高い企業ほど、社外が多い傾向がある。その傾向は、政策実施以降弱まった。

従属変数 =	社外取締役人数	社外取締役人数
推定方法 =	Tobit	Tobit
サンプル =	東証2部	新興市場
	(3)	(4)
Log(売上高)	0.0560 (0.081)	0.1002 (0.060) *
Log(売上高)*CE政策	0.0369 (0.072)	0.0244 (0.059)
有利子負債/総資産	0.0723 (0.004)	0.0023 (0.003)
有利子負債*CE政策	0.0059 (0.004)	-0.0047 (0.003)
リスク	0.0478 (0.057)	0.1528 (0.046) ***
リスク*CE政策	-0.0032 (0.061)	-0.0839 (0.050) *
現預金/総資産	-0.0061 (0.006)	0.0027 (0.004)
現預金*CE政策	0.0025 (0.005)	-0.0021 (0.004)
営業CF/総資産	-0.0045 (0.006)	0.0023 (0.005)
営業CF*CE政策	0.0041 (0.008)	0.0040 (0.006)
トービンのq	0.3305 (0.142) **	0.2090 (0.062) ***
トービンのq*CE政策	-0.3061 (0.148) **	-0.1874 (0.065) ***
外国人持株比率	0.0211 (0.007) ***	0.0250 (0.007) ***
外国人持株比率*CE政策	-0.0130 (0.008) *	-0.0105 (0.007)
役員持株比率	-0.0065 (0.008)	-0.0076 (0.004) **
役員持株比率*CE政策	0.0046 (0.008)	-0.0025 (0.004)
関連会社1(15-33%)	0.3157 (0.168) *	0.1621 (0.131)
関連会社1*CE政策	-0.1695 (0.164)	-0.1626 (0.134)
関連会社2(33-50%)	0.5264 (0.234) **	0.5647 (0.174) ***
関連会社2*CE政策	-0.3569 (0.222)	-0.7326 (0.175) ***
子会社(50%-)	0.5900 (0.184) ***	0.8507 (0.182) ***
子会社*CE政策	-0.5121 (0.189) ***	-0.9047 (0.184) ***
Comply or Explain政策	1.4756 (0.798) *	1.9565 (0.654) ***
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.111	0.073
サンプルサイズ	3161	6508

※括弧内の数字は企業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差  
 ※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す  
 ※産業ダミーが含まれている

東証一部企業では以下の特性を持つ企業で社外が多かった

規模:大 リスク:小  
 q:高 外国人持株:多  
 役員持株:少

○「政策」により以上のほぼ全ての傾向が弱まっている

→「政策」はこれまで社外取締役が少なかった企業群に選任を促したと思われる

→一部の特性をもつ企業にとって「説明コスト」が著しく低かったとは考えにくい

# 「政策」前後の社外取締役数変化の決定要因

従属変数 =	社外取締役人数の 変化 (-2 to 0)					
推定方法 =	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
サンプル =	東証1部	東証1部	東証2部	東証2部	新興市場	新興市場
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Log(売上高)	-0.0255 (0.015) *	0.0478 (0.016) ***	-0.0158 (0.073)	-0.0035 (0.060)	0.0607 (0.029) **	0.0616 (0.034) *
有利子負債/総資産	-0.0002 (0.002)	0.0009 (0.002)	0.0005 (0.003)	-0.0004 (0.002)	-0.0028 (0.002)	-0.0013 (0.002)
リスク	-0.0863 (0.037) **	-0.0869 (0.032) ***	0.0031 (0.063)	0.0070 (0.058)	0.0013 (0.025)	0.0018 (0.024)
現預金/総資産	0.0001 (0.002)	-0.0007 (0.002)	-0.0021 (0.007)	-0.0050 (0.005)	-0.0003 (0.002)	0.0009 (0.002)
営業CF/総資産	-0.0001 (0.005)	0.0001 (0.005)	0.0044 (0.005)	0.0039 (0.007)	-0.0013 (0.004)	0.0001 (0.004)
トービンのq	-0.0387 (0.041)	0.0193 (0.030)	-0.1121 (0.190)	-0.0407 (0.151)	-0.0659 (0.031) **	-0.0506 (0.029) *
外国人持株比率	-0.0066 (0.002) ***	-0.0022 (0.002)	-0.0065 (0.006)	0.0001 (0.005)	-0.0039 (0.005)	0.0016 (0.005)
役員持株比率	0.0103 (0.002) ***	0.0073 (0.002) ***	0.0039 (0.004)	0.0016 (0.005)	0.0004 (0.002)	-0.0027 (0.002)
関連会社1(15-33%)	-0.0030 (0.046)	-0.0185 (0.058)	0.0794 (0.129)	0.1424 (0.104)	-0.0846 (0.070)	-0.0496 (0.059)
関連会社2(33-50%)	-0.0086 (0.130)	-0.0281 (0.103)	-0.2494 (0.182)	-0.0983 (0.145)	-0.1551 (0.196)	-0.1056 (0.175)
子会社(50%-)	-0.2072 (0.102) **	-0.0998 (0.089)	-0.2701 (0.118) **	-0.1836 (0.106) *	-0.3697 (0.159) **	-0.2426 (0.130) *
社外取締役2名以上		-0.9757 (0.063) ***		-1.1819 (0.097) ***		-1.0454 (0.083) ***
R <sup>2</sup>	0.054	0.240	0.089	0.277	0.043	0.192
サンプルサイズ	1574	1574	492	492	922	922

※括弧内の数字は産業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差

※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

※産業ダミーが含まれている

## 「政策」の実施により、

- ・これまで社外取締役の選任が少なかった、規模の小さい企業、外国人持株比率の低い企業、役員持株比率の高い企業で社外取締役の選任が進んだ
- ・社外取締役が1名以下であった企業で選任が進んだ

# 「政策」実施後も2名以上選任しない企業の特性

従属変数=	社外取締役 2名以上	社外取締役 2名以上	社外取締役 2名以上
推定方法 =	Probit	Probit	Probit
年度=	東証1部 (1)	東証2部 (2)	新興市場 (3)
Log(売上高)	0.033 *** (0.007)	0.067 *** (0.026)	-0.001 (0.024)
有利子負債比率	-0.001 (0.001)	0.002 (0.001)	0.024 (0.002)
リスク	-0.006 (0.015)	-0.003 (0.022)	-0.010 (0.015)
現預金 / 総資産	0.000 (0.001)	0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)
営業CF / 総資産	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.003)	0.005 (0.003)
トービンのq	0.008 (0.015)	0.034 (0.034)	0.056 *** (0.021)
外国人持株比率	0.002 * (0.001)	-0.002 (0.005)	0.008 *** (0.002)
役員持株比率	-0.003 ** (0.001)	0.002 (0.003)	0.000 (0.001)
関連会社1(15-33%)	-0.024 (0.022)	-0.060 (0.051)	-0.045 (0.039)
関連会社2(33-50%)	-0.006 (0.032)	0.051 (0.078)	-0.082 (0.057)
子会社(50%-)	-0.009 (0.046)	0.034 (0.087)	0.042 (0.086)
Pseudo R-squared	0.082	0.053	0.074
サンプルサイズ	1405	397	608

※上段は限界効果、括弧内の数字は産業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差

※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

※産業ダミーが含まれている

・ 分析時点: '16/3

○東証1部・新興市場

・規模が小さい

・外国人持株比率が低い

・役員持株比率が高い

○東証2部

・規模が小さい

○新興市場

・外国人持株比率が低い

・トービンのqが高い

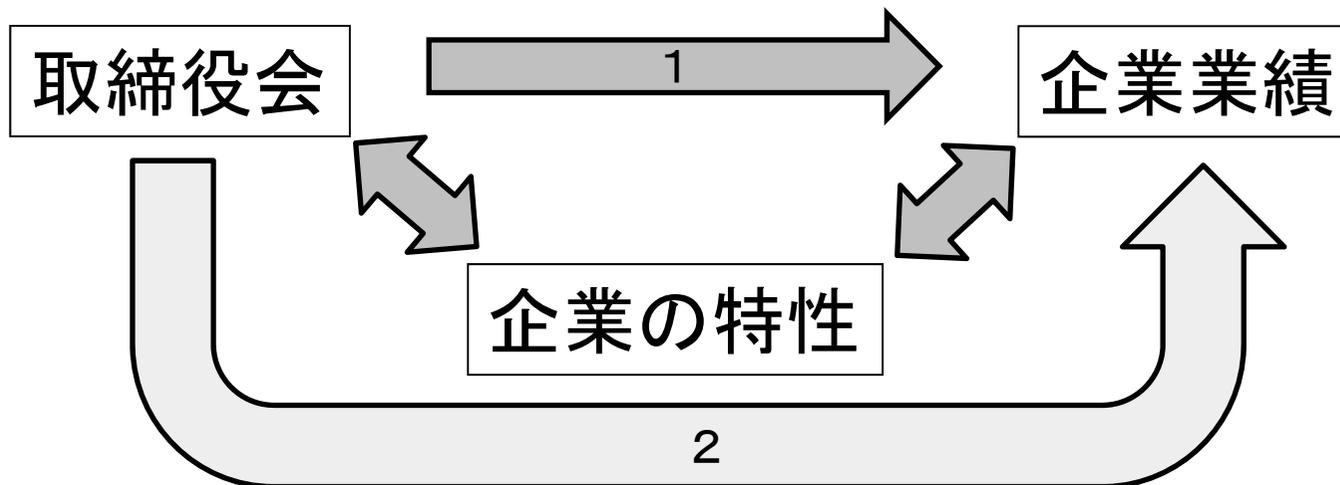
# 社外取締役増員が企業業績に与えた影響は？

- ・ 取締役会などコーポレート・ガバナンスが企業業績に与える因果効果(下図の1)をとらえるのは難しい

○一般的な回帰分析(Y:業績 X: 取締役会)

- ・ 欠落変数バイアス: 観察できない企業特性(例: 企業戦略)が取締役会と業績に影響を与える

→ 見せかけの相関(下図の2)と因果効果を区別できない

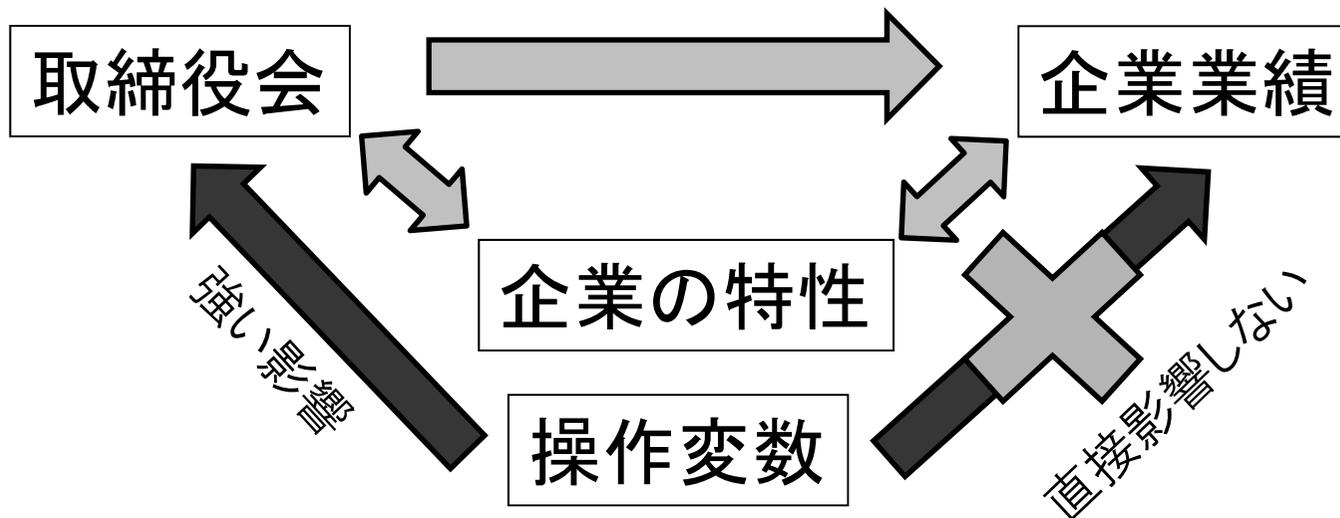


# 操作変数法

- 「操作変数」を用いて、因果関係を推定する方法.

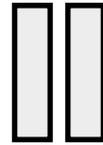
## ○適切な操作変数の条件

1. 業績に直接影響を与えず、取締役会を通してのみ影響を与える
2. 操作変数と業績の両方に影響を与える要因が存在しない
3. 操作変数は取締役会に強い影響を与える
4. 逆の動きをする企業がない



# コーポレートガバナンス・コード と 操作変数

「コード実施前に社外取締役を  
2名以上選任していたか」



社外取締役数の変化が業績に与える因果効果  
を推定するための(適度に)適切な操作変数

## ○適切な操作変数の条件

1. 「Comply」が直接、企業業績に影響を与えるとは考えにくい
2. ???
3. 「Comply」していない企業は社外取締役を増員している
4. CGCに伴って、「Comply」→「Non-comply」に移行した企業がいるとは思えない

# ガバナンスに関する制度変更を利用した研究

- ・ イギリスのキャドバリー報告書(社外取締役3人以上推奨)に伴う社外取締役増員の効果

Dahya and McConnell (2007JFQA): 社外取締役を増員した企業でROAが向上

Dahya et al. (2002JF): 増員した企業で経営者交代の業績感応度が向上

- ・ 韓国の社外取締役比率50%(大企業)25%(中小)の義務化

Choi et al. (2007JFQA): 社外取締役を増員した企業でトービンのqが向上

Black and Kim (2012JFE): 上記と同様な結果を様々な手法で確認

- ・ アメリカのSOX法に伴う、独立取締役半数以上の義務化

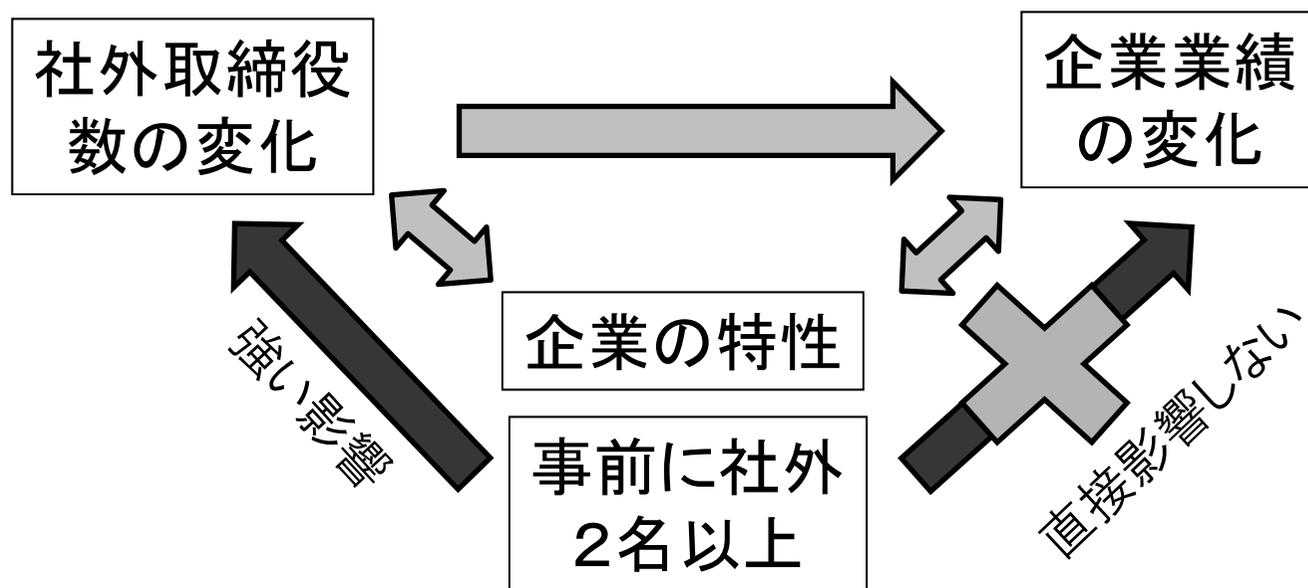
Duchin et al. (2010JFE): 独立取締役の増員が業績に与える影響は企業特性(情報獲得コスト)に依存する。高コストではROA, トービンのq, 株式リターンが低下。

Linck et al. (2008RFS): SOX法に伴い、独立取締役の需要が増加し、リスク、ワークロードも増加。その結果、なり手の変化、D&O保険のプレミアム、報酬等が増加が起こり、小規模企業にとってコスト増が起こった。

- ・ ノルウェーの女性取締役比率40%以上の義務化

Ahern and Dittmar (2012QJE): 女性が増えた企業で業績が低下した。女性役員への需要が急増した結果、若く、経験不足の役員が増加した。

## 操作変数法を用いて社外取締役が業績に与えた因果効果を推定



コード実施前から実施後への社外取締役数の変化が企業業績の変化に与えた効果を、実施前に社外取締役が2名以上いたかを操作変数として、推定してみる

- ・注意1: 業績は2017年3月期、取締役は2016年3月期までしかデータがなく、効果の分析をするには不十分(時期尚早)であり、暫定的な結果とお考えください
- ・注意2: 法改正やコードの効果を確認するには今後さらなる多くの研究が必要です
- ・注意3: 推定できるのはコードに伴い社外取締役を増加させた企業群における効果であり、外的妥当性は不明です
- ・注意4: コードそのものが外生ではなく、内生である可能性があります

# 社外取締役人数の変化の効果

業績変化＝	-1 to 1	-1 to 2	0 to 1	0 to 2
全上場企業				
ROA	-0.256 (0.261)	-0.181 (0.193)	0.073 (0.143)	0.129 (0.220)
ROE	0.789 (1.004)	-0.259 (0.397)	0.526 (0.820)	0.019 (0.552)
トービンのq	-0.059 *** (0.020)	-0.012 (0.017)	-0.039 (0.036)	-0.019 (0.023)
東証一部				
ROA	-0.164 (0.293)	0.097 (0.183)	0.121 (0.215)	0.437 ** (0.191)
ROE	0.405 (0.815)	0.372 (0.414)	0.132 (1.028)	0.981 * (0.566)
トービンのq	-0.015 (0.027)	0.009 (0.018)	-0.017 (0.020)	0.004 (0.014)
東証二部				
ROA	-0.703 * (0.404)	-0.339 (0.676)	-0.230 (0.361)	-0.677 (0.711)
ROE	2.835 (2.408)	-2.048 (1.579)	2.660 (2.633)	-1.281 (1.840)
トービンのq	-0.152 *** (0.054)	-0.077 * (0.042)	-0.070 * (0.040)	-0.136 * (0.077)
新興市場				
ROA	-0.195 (0.590)	-1.042 (0.846)	0.243 (0.500)	-0.568 (0.737)
ROE	0.787 (2.530)	-1.696 (2.618)	1.368 (3.680)	-4.441 ** (2.213)
トービンのq	-0.062 (0.038)	0.012 (0.039)	-0.045 (0.176)	0.028 (0.119)

※括弧内の数字は産業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差

※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

## ○東証一部

・ほぼ全て有意ではない

## ○東証二部

・トービンのq(株式市場の評価)に対して一貫してマイナスに有意

## ○新興市場

・ほぼ全て有意ではない

# 業績に与えた影響の解釈

## ○東証一部, 新興市場

- ・一貫した効果は見られなかった
  - 分析上の限界
  - 実質的な変化を伴っていない可能性
  - 2タイプの企業が入り混じっている可能性

## ○東証二部

- ・社外取締役を増員した企業の株式市場での企業評価が低下している可能性がある

→ 小規模な上場企業では社外取締役の選任コスト(永続的・確実・規模への依存低い)がベネフィット(不確実・規模に依存)を上回っているのかもしれない(※東証二部の規模の小さい企業は現在もComplyしていない確率が高い)

※-1期に社外取0名の東証2部企業の株式時価総額:42億円 最終損益:3.5億(中央値)

※0期に社外取が1名以下の東証2部企業の株式時価総額:54億円 最終損益:4億(中央値)

※東証2部企業PER:13.46倍

## 分析結果のまとめ

- ・ 「コンプライ・オア・エクスプレイン」政策はこれまで社外取締役人数の少なかった企業群に選任を促した
- ・ 一部の企業群にとって「説明」のコストが著しく低い傾向は見られなかった
- ・ 規模の小さいファミリー企業で社外取締役が少ない傾向は弱まったが、なくなってはいない
- ・ 小規模な上場企業にとっては社外取締役選任のコストがベネフィットを上回っている可能性がある

# 引用文献

- Adams, R., Ferreira, D., 2007. A theory of friendly boards. *Journal of Finance* 62, 217-250.
- Ahern, K., Dittmar, A., 2012. The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics* 127, 137-197.
- Black, B., Kim, W., 2012. The effect of board structure on firm value: A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics* 104, 203-226.
- Choi, J., Park, S., Yoo, S., 2007. The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 941-962.
- Dahya, J., McConnell, J., Travlos, N., 2002. The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover, *Journal of Finance* 57, 461-483.
- Dahya, J., McConnell, J., 2007. Board composition, corporate performance, and the Cadbury Committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 535-564.
- Duchin, R., Matsusaka, J., Ozbas, O., 2010. When are outside directors effective?. *Journal of Financial Economics* 96, 195-214.
- Linck, J., Netter, J., Yang, T., 2009. The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors. *Review of Financial Studies* 22, 3287-3328.