

Title	監査役会と取締役会が企業業績・行動に与える影響に関する実証研究
Sub Title	The effect of board composition on corporate performance and behavior : an empirical study
Author	齋藤, 卓爾(Saito, Takuji)
Publisher	
Publication year	2018
Jtitle	科学研究費補助金研究成果報告書 (2017. )
JaLC DOI	
Abstract	<p>かつて日本企業のコーポレートガバナンスはメインバンクを中心としているといわれていた。しかしながら, 1990年代後半以降株主構成では持ち合いの解消が進み, 外国人機関投資家の株式保有が増加した。取締役会は内部者のみで構成されていたが, 多くの企業が社外取締役を任命するようになった。本研究の課題はこのような変化がどのように起こり, どのような影響を与えたのかを明らかにすることである。分析の結果, 多くの点で日本企業コーポレートガバナンスがメインバンクを中心としたものから, 株主を中心としたものへと変化していることが実証的に明らかとなった。</p> <p>It has long been argued that corporate governance practices commonly found in Japan differ markedly from those in the U.S. In the U.S., in the arena of corporate control, institutional investors and independent boards of directors are arguably important governance mechanisms. In contrast, corporate governance arrangement in Japan is conventionally considered as bank centered. However, following the process of financial deregulation and the collapse of the Japanese bubble economy in the early 1990s, the bank-centered corporate governance system has been gradually transformed into the market-oriented system as commonly found in the U.S. I examine the determinants and consequences of these changes.</p>
Notes	研究種目 : 若手研究(B) 研究期間 : 2013 ~ 2017 課題番号 : 25780207 研究分野 : 企業金融論
Genre	Research Paper
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_25780207seika">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_25780207seika</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 30 年 5 月 30 日現在

機関番号：32612

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2017

課題番号：25780207

研究課題名(和文) 監査役会と取締役会が企業業績・行動に与える影響に関する実証研究

研究課題名(英文) The effect of board composition on corporate performance and behavior: An empirical study

研究代表者

齋藤 卓爾 (SAITO, Takuji)

慶應義塾大学・経営管理研究科(日吉)・准教授

研究者番号：60454469

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,200,000円

研究成果の概要(和文)：かつて日本企業のコーポレートガバナンスはメインバンクを中心としているといわれていた。しかしながら、1990年代後半以降株主構成では持ち合いの解消が進み、外国人機関投資家の株式保有が増加した。取締役会は内部者のみで構成されていたが、多くの企業が社外取締役を任命するようになった。本研究の課題はこのような変化がどのように起こり、どのような影響を与えたのかを明らかにすることである。分析の結果、多くの点で日本企業コーポレートガバナンスがメインバンクを中心としたものから、株主を中心としたものへと変化していることが実証的に明らかとなった。

研究成果の概要(英文)：It has long been argued that corporate governance practices commonly found in Japan differ markedly from those in the U.S. In the U.S., in the arena of corporate control, institutional investors and independent boards of directors are arguably important governance mechanisms. In contrast, corporate governance arrangement in Japan is conventionally considered as bank centered. However, following the process of financial deregulation and the collapse of the Japanese bubble economy in the early 1990s, the bank-centered corporate governance system has been gradually transformed into the market-oriented system as commonly found in the U.S. I examine the determinants and consequences of these changes.

研究分野：企業金融論

キーワード：企業金融論 企業統治 取締役会 監査役会

## 1. 研究開始当初の背景

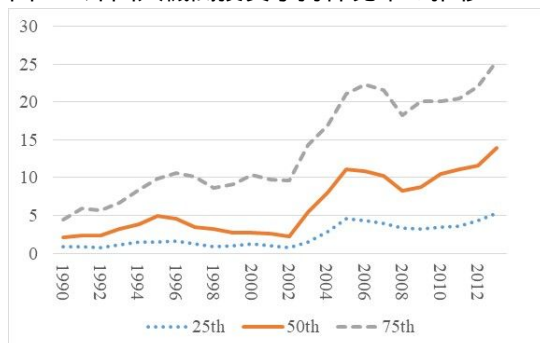
かつて日本企業のコーポレート・ガバナンスは主たる取引銀行であるメインバンクが中心的な役割を担っているとされてきた。そして、持合に代表されるインサイダーが株式の多くを保有し、取締役会も内部取締役のみで構成されている企業が多かった。

しかしながら、1990年代後半以降の銀行の経営状況の悪化、金融ビッグバン、時価会計の導入などを契機として、日本企業のコーポレート・ガバナンスは大きく変化し始めた。株主構成では、株式持合の解消が進み、外国人機関投資家の持株比率が大幅に上昇した。東証1部上場企業の平均で見ると1996年が7%であったのに対して、2009年には17%であった。取締役会は、外国人機関投資家の増加を追う形で、取締役会規模の縮小、社外取締役の任命が進んでいった。日経500企業の平均で見ると1997年には取締役数が21人、社外取締役が一人でもいる企業の比率は24%であったが、2008年は取締役数が11人、一人でも社外取締役がいる企業の比率は53%であった。その後も2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入などに伴い、2016年にはほぼすべての東証1部上場企業が社外取締役を任命するようになった。

ただし、このような変化はすべての企業で均一に起こったわけではない。一部の企業では外国人機関投資家の持株比率が大幅に上昇し、多くの社外取締役が任命されるようになった一方で、外国人機関投資家の持株比率の上昇は少なく、社外取締役も1名しか任命していない企業もある。

図1は東証1部上場企業の外国人機関投資家の持株比率の25パーセンタイル値、中央値、75パーセンタイル値を示している。図が示すように2000年以降、外国人機関投資家の持株比率が増加しただけでなく、分散が大きくなっている。

図1：外国人機関投資家持株比率の推移



## 2. 研究の目的

本研究の目的は上記の日本企業のコーポレート・ガバナンス・メカニズムの変化がどのような企業で起こったのか、変化によりコ

ーポレート・ガバナンスの効率性が向上したのかを明らかにすることであった。このようなことを明らかにすることには大きく2つの貢献があると考えられる。

一つ目は政策に対する評価、ならびに今後の政策の参考となることである。2000年以降のコーポレート・ガバナンスの変化には監査役会を廃して委員会等設置会社を認めた2003年の商法改正、2014年に発行されたスチュワードシップ、2015年に発行されたコーポレートガバナンス・コードなどの制度変更が大きな影響を与えている。

二つ目は長期的なコーポレート・ガバナンスの変化がどのように起こり、どのような影響を与えたのかを明らかにした先行研究が世界的に見ても少ないことである。特に、日本特有とされたコーポレート・ガバナンス・システムが、米国などで見られる株主を中心としたコーポレート・ガバナンス・システムへと変化していく状況は極めて興味深い変化であると考えられる。

## 3. 研究の方法

本研究では実証研究により目的を達成することを目指した。具体的には、1990年以降の日本の上場企業の株主、取締役会、監査役会、経営者に関するデータを収集した。株主構成に関しては、10大株主名簿などからメインバンクの持株比率、外国人機関投資家の持株比率、親会社の持株比率、創業者一族の持株比率を収集した。取締役会と監査役会に関しては、取締役人数、社外取締役人数、監査役人数、社外監査役人数を収集した。社外取締役と社外監査役に関してはそのバックグラウンドについても有価証券報告書などに基づいて調査した。経営者に関しては、社長と会長の年齢、任期、経営者交代の状況などについて調べた。

以上のようなコーポレート・ガバナンスに関する指標がどのように決定されているのか、どのような影響を企業業績や企業行動に影響を与えているのかを計量的に分析した。

## 4. 研究成果

取締役会ならびに監査役会構成の決定要因に関する実証研究の成果は主に2つの論文、「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, 121号)と”Determinants of Director Board and Auditor Board Composition: Evidence from Japan,” (Public Policy Review, Vol. 11(3))にまとめた。監査役会はその重要性が指摘されながらもこれまで実証研究という形では研究されてこなかった。取締役会構成に関してはこれまでの研究を2つの点で拡張することを目指した。一つ目は監査役会が取締役会構

成にどのような影響を与えているのか、二つ目は誰を社外取締役にするかにどのような要因が影響しているかである。このために2005年から2010年の東証1部上場企業をサンプルとした実証分析を行い、以下の結果を得た。先行研究において社外比率に大きな影響を与えるとされている情報獲得コストなどは取締役会構成に対しては有意な影響を与えている一方で監査役会構成に対しては有意な影響を与えていなかった。取締役会と監査役会の関係は直近の社外監査役が多い企業ほど、社外取締役を選任しているという傾向は見られなかったが、2001年時点の社外監査役が多かった企業ほど、社外取締役を選任している傾向が見られた。この結果は、社外取締役を導入しない理由として頻繁にあげられる「社外監査役が機能しているから」とは合致しないものと考えられる。海外売上高比率の高い企業が元官僚を社外取締役に迎えるなど、社外取締役はおおむね各企業の求める助言に応じて選任されていた。

コーポレート・ガバナンスの変化が与えた影響に関しては、経営者交代に与えた影響を中心に主に "Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan," (Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 47) にまとめた。本論文では1990年から2013年について、東証1部上場企業からランダムに抽出した500社を対象として経営者交代の決定要因を分析した。

経営者交代に注目した理由は経営者交代の業績への感応度がコーポレート・ガバナンスの効率性を判断する重要な指標であるからである。つまりコーポレート・ガバナンスが機能していれば、経営者の意思決定の結果として業績悪化が悪化すれば、経営者が責任を問われ交代させられると考えられるからである。

分析の結果、経営者交代が企業業績に感応する点では変化はなかった。この結果は1990年以降、日本企業のコーポレート・ガバナンス・メカニズムは変化したが、それにともないコーポレート・ガバナンスに空白が生じた訳でないことを意味している。

しかしながら、経営者交代が感応する企業業績指標が変化していた。1997年までは経営者交代は利払い前の指標であり、債権者である銀行の利害も反映したROA(総資産利益率)が悪化した際に交代する確率が最も高まっていたが、1998年以降は利払い後の指標であり、株主の利害を反映したROE(株主資本利益率)が悪化した際にも、ROAと同等に経営者交代の確率が増加していた。また、1997年以前は株価収益率が悪化しても経営者交代の確率は有意に増加しなかったが、1998年以降は有意に増加するようになっていた。

また、1998年以降でもメインバンクが強い影響力を及ぼしていると考えられる企業では経営者交代のROAに対する感応度が高い

一方で、海外機関投資家の持株比率が高い企業ではROEに対する感応度が高かった。特に単一の海外機関投資家が3%以上保有している企業でこの傾向が強かった。これらの結果は、90年代後半からのメインバンクの活動領域の縮小、海外機関投資家の増加と整合的である。

2000年代中盤以降に増加した社外取締役が経営者交代に与える影響はその人数により異なっていた。社外取締役の人数が1人か2人の企業では経営者交代の業績感応度が低い一方で、3人以上いる企業では経営者交代の業績感応度は高い傾向が見られた。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 5 件)

Hideaki Miyajima, Ryo Ogawa, Takuji Saito Changes in corporate governance and top executive turnover: The evidence from Japan, " Journal of the Japanese and International Economies, 査読あり、Vol. 47, March 2018, 17-31.

<https://doi.org/10.1016/j.jjie.2017.12.006>

Takuji Saito, "Determinants of Director Board and Auditor Board Composition: Evidence from Japan," Public Policy Review, 査読なし、Vol. 11(3), July 2015, 395-410.

齋藤卓爾「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, 査読なし、121号, 2015年3月, 37-52.

宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか - 「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く〔下〕」旬刊商事法務, 査読なし、2008号, 2013年9月, 12-21頁.

宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか - 「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く〔上〕」旬刊商事法務, 査読なし、2008号, 2013年9月, 4-14頁.

[学会発表](計 0 件)

[図書](計 4 件)

Takuji Saito, "Market Reaction to Cross-Border Acquisitions by Japanese Firms," Y. Honjo (Ed.), Competition, Innovation, and Growth in Japan, Springer, Singapore, May 2017, 201-224.

蟻川靖浩・井上光太郎・齋藤卓爾・長尾耀平「日本企業の低パフォーマンスの要因：国際比較による検証」宮島英昭編 RIETI 政策シリーズ『企業統治制度改革と日本企業の成長』, 東洋経済新報社, 2017年3月, 397-427頁.

齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮「企業統治制度の変容と経営者の交代」宮島英昭編 RIETI 政策シリーズ『企業統治制度改革と日本企業の成長』, 東洋経済新報社, 2017年3月, 305-334頁.

穴戸善一・柳川範之・齋藤卓爾・太宰北斗「日本企業のコーポレート・ガバナンスのあり方：ファミリー企業からの示唆」穴戸善一・後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言』, 商事法務, 2016年12月, 155-178頁.

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

齋藤 卓爾 (SAITO, Takuji)  
慶應義塾大学・大学院経営管理研究科・准教授  
研究者番号：60454469

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：

### (3) 連携研究者

( )

研究者番号：

### (4) 研究協力者

( )