

Title	上場子会社における議決権行使行動の決定要因
Sub Title	
Author	稲子, 武志(Inago, Takeshi) 齋藤, 卓爾(Saitō, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2018
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2018年度経営学 第3404号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002018-3404

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.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2018 年度）

論文題名

上場子会社における議決権行使行動の決定要因

主 査	齋藤卓爾准教授
副 査	磯辺剛彦教授
副 査	中村洋教授
副 査	

氏 名	稲子 武志
-----	-------

論文要旨

所属ゼミ	齋藤研究会	氏名	稲子 武志
(論文題名)			
上場子会社における議決権行使行動の決定要因			
(内容の要旨)			
<p>本研究は 2017 年東証一部上場企業役員をサンプルとして 2017 年株主総会役員選任議案における賛成率の決定要因について重回帰分析を用いて分析し、子会社の少数株主（親会社以外の株主）の議決権行使行動を明らかにした。</p> <p>社長選任の賛成率は、子会社という企業特性の差が海外法人等持株比率といった決定要因に対して有意に影響した一方で、独立社外役員選任の賛成率は、親会社影響力の強い子会社（親会社持分比率 50.1%以上）という企業特性の差が取締役会出席率・海外法人等持株比率といった決定要因に対して有意に影響した。</p> <p>この結果は「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした少数株主は議決権行使を通じて、親会社影響力の強い子会社に対しては独立性を持った判断や評価を担う社外役員の責務を問う動きを強めることで規律を高めていることを示唆している。</p> <p>キーワード：親子上場、株主総会、議決権行使、独立社外役員</p>			

目次

I.イントロダクション	2
II.親子上場・株主・社外役員・社長を取り巻く環境の変遷	4
II-1.親子上場	4
II-2.株主による規律	6
II-3.議決権行使に係る先行研究	7
II-4.社外役員（社外取締役）による規律	8
III.データ	9
IV.実証分析	9
IV-1.子会社の社外役員における議決権行使の決定要因	9
IV-2.社長における議決権行使の決定要因	12
IV-3.独立社外役員における議決権行使の決定要因	13
VI.まとめ	15
参考文献	17
図表	18

I. イントロダクション

ソフトバンクグループの通信子会社であるソフトバンクの上場により、親子上場が再び脚光を浴びている。かねてより日本特有の企業グループ形態とされてきた親子上場は、わが国の会社法学における重要な研究テーマとして多くの議論がなされてきた。これまでの親子上場議論の中心となってきた議論は、親会社と親会社以外の株主（以下少数株主とする）との間に生じる利益相反についてである。

親子上場における先行研究において、宮島・新田・宍戸（2011）は、成熟した上場子会社のパフォーマンス（※原則、上場後15年経過した企業）は非子会社（以下独立会社とする）と比較して有意に高く、少なくとも低くはないこと、親会社との間のシナジー・親会社によるモニタリングの効果が高パフォーマンスの源泉となっていること、親子上場を利用したファイナンシャル・トンネリング（親会社に対する第三者割当増資を利用した搾取的取引）等の利益相反が深刻な問題となっている可能性は低いことを実証している。¹この結果は、親子上場のコスト・ベネフィットは相殺され、むしろベネフィットが上回っていることを示唆しており、一般の上場企業に比して少数株主が搾取されていることを示す証拠は検出されなかったとしている。一方で、東京証券取引所の上場子会社に対する見解としては、「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方について」（東証、平成19年6月）において、子会社の上場には一定の意義があるとして一律的な禁止は適当ではないとした上で、「一体的な連結経営を行う上では必ずしも望ましいとは言えない」ため、「子会社上場の特性を十分考慮の上で方針を決定すること」、「株主利益への一層の配慮」、「市場関係者に対する積極的な説明責任の遂行」を求めており、親子上場に対して否定的な見解を持っている。加えて、平成26年会社法改正の議論の過程において、利益相反取引に関する事業報告および監査報告の内容の充実が図られた。具体的には、法務省令により、親会社等との利益相反取引に関し、子会社の利益を害さないかどうかについての取締役（会）の判断およびその理由等を事業報告の内容とし、これらについての意見を監査役（会）の監査報告の内容とすることになった。²また、1990年代末には、株式所有構造の変化・議決権行使基準の整備を背景として、機関投資家の反対行使比率が

¹ 宮島英昭・新田敬祐(2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起[下]-法と経済学の観点から-」『商事法務』第1900号35-46項

² 経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム研究会(2018)「グループガバナンスにおける「攻め」の論点について」(2018.10.10)22-48項

上昇し、「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした株主の影響力は高まった。さらに、2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレート・ガバナンス・コード導入は、機関投資家を中心とした株主の議決権行使行動に大きな影響を与えた。ここでは、企業成長の促進の目標として ROE が強調されたことで、株主の企業に対する業績評価指標も ROE に移行した。³ これら近年の企業統治制度改革の影響および「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした株主の影響力の高まりから、上場子会社はこれまで以上に少数株主に対する配慮が求められ、また、上場子会社の置かれている立場は厳しくなっている。そのような理由から、少数株主の行動を理解し、少数株主に対して十分に配慮して対応することことは上場子会社にとって重要な課題といえる。

本稿は、株主の意向が最もダイレクトに強く現れる株主総会の役員選任議案における少数株主の議決権行使行動について分析を行うことにより、少数株主の行動・心理を明らかにして、少数株主に配慮した上場子会社の規律について視座を得ることを目標とした。具体的な手続きとして、2017年を対象に東証一部上場企業役員についてパネルデータを作成し、子会社・独立会社といった企業特性によって社長および社外役員選任に対する少数株主の議決権行使行動は変わるのか、また、親会社持株比率によって議決権行使行動は変わるのかを明らかにするため、重回帰分析を用いた実証分析を行った。分析結果からは、独立社外役員の賛成率は、親会社影響力の強い子会社（親会社持分比率 50.1%以上）という企業特性の差が役員の働き（取締役会出席率）・株主属性（金融機関持株比率・海外法人等持株比率）といった決定要因に対して有意に影響していることが明らかになった。これは、親会社影響力が強い場合は、「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした少数株主は、親会社と子会社との間に利益相反が起きやすい環境が生じるとの懸念を持っており、取締役会において独立性を持った判断や評価を担う社外役員の責務を問う動きが強くなるためと考えられる。この結果は、「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした少数株主が親会社と子会社の少数株主との間に利益相反が起きる可能性があることと懸念を持っていることを示唆する実証結果となった。子会社の社外役員選任の賛成率の検証においても、独立性の高さが有意な影響を与えており、上記の検証とも整合した結果となった。

以下本稿は、次のように構成される。次節では親子上場・少数株主・社外役員

³ 宮島英昭（2016）「企業統治制度改革の20年」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 1-10 項

を取り巻く環境について整理する。第 3 節では本稿のデータを説明した上で様式化する。第 4 節は上場子会社における少数株主の議決権行使行動の決定要因についての分析結果を要約する。最終節は、結論と分析結果の含意を議論する。

II. 親子上場・株主・社外役員・社長を取り巻く環境の変遷

II-1. 親子上場

現在の日本における親子上場の実態について、2006 年度末の全国証券取引所上場会社のうち、33%以上を保有する支配株主が存在する会社は 417 社あったものの、2017 年度末には 263 社まで減少している。図 1 は、支配会社・親会社有無の推移を示しており、2016 年度において東証上場会社のうち支配株主を有する会社は全上場会社の 17.9% (2014 年比▲0.5%)、そのうち 10.9%(2014 年比▲0.5%) については親会社を有する会社であり、近年親会社を持つ上場子会社の割合が下がっていることがわかる。⁴ 親子上場形成の変遷を概観すると、親子上場形成の経路は大きくは二つある。一つは事業部の分離独立である。戦後改革期の産業組織の再編を求めた過度経済力集中排除措置により、一部の事業譲渡や分離独立を強制された。また、並行して実施された企業再建整備措置は、経済力の集中排除が求められたため、戦時に拡大した事業の自発的な分離が進んだ。他方、1949 年には原始独占禁止法が改正されて、事業法人による株式保有が可能となったため、事業分離を行った会社が、新たに分離独立した会社の主要株主となった。1950 年代以降は、鉄鋼メーカー・旧財閥系の商社・総合電機メーカー・自動車メーカーといった日本の中心的な企業が、上流・下流に位置する事業部門、関連する成長部門に子会社を新設し、子会社が成長すると株式公開するケースも増加した。親子上場形成の経路の二つ目には、買収・資本参加がある。高度成長期の日本企業は景気循環の過程で一時的に財務危機に陥る企業も多かったが、これら企業に対して関連産業の上位企業が救済のために資本参加するケースも見られた。買収・資本参加による上場子会社化のケースは、親会社の保有比率は相対的に低く、その後、親会社との合併や他の子会社との統合など、上場子会社は組織再編の対象となることが多かった。1990 年代後半以降は、完全子会社化の進展と新たな上場子会社の設立という、相反するトレンドが進んだ。2000 年代に入ると、親会社が持株会社の形をとるケースが増加し、積極的な買収戦略と被買収企業の自立性の

⁴ 西山賢吾(2018)「11 年連続で減少した親子上場」「野村資本市場クォーターリー - 2018 Summer」

保証にコミットするために、支配権を獲得しながら上場を維持する戦略をとり、上場子会社というスキームは企業グループの組織設計の重要な選択肢となった。⁵

以上のように親子上場は高度成長期以降広範に行われてきた。これは親会社や投資家にとって何らかのベネフィットを持っていたためと考えられる。まず、親子上場のベネフィットとして考えられるのは親子間のシナジーがある。特に親子会社が製造工程における垂直関係にある場合は、効果的に発揮される。また、経営戦略やそれを実現するための各社の行動はグループ一体で決定ができるため、全体としての効率性が高まる可能性も高い。その他には、親子間取引による子会社の経営の安定・親会社のブランド効果により有意な経営活動ができるといった、通常長期間にわたって実績を積み上げる必要があるものが、親会社のブランドを共有することで自社の操業期間が長くなくても短期間で企業ブランドを構築することが可能になる。また、親会社持分比率によって少数株主が享受するベネフィットも異なる。親会社持分比率が高い場合、少数株主は親会社の影響を大きく受けることで得られるベネフィットを享受している。例えば、役員の派遣などにより親会社による影響力が強くなるため、過度な挑戦が減り安定した経営が期待される。そして、役員の多くがグループ出身を占めるということで、グループシナジーを高める取り組みも生まれやすくなることを受け、規模の経済や範囲の経済効果が働くなど業務の効率性の向上が期待される。次に親会社出資比率が低い場合であるが、少数株主は親会社からの自律性を高めることで得られるベネフィットを享受している。例えば、親会社による影響力が弱くなるため、思い切った挑戦や環境の変化の迅速な対応が可能となる。そして、外部市場によるモニタリングが高まることによる自律性向上、組織モラル向上が期待される。

一方、親子上場におけるコストとして、上記にも記載している親会社の子会社に対する支配権を行使して、子会社の少数株主から親会社へと利益を移転させることによって子会社の利益を吸い上げる親会社・子会社間の利益相反取引がある。二つ目は子会社の事業機会の奪取ないし機会損失が生じる可能性といった、親会社が企業グループ全体の利益を優先する点がある。例えば子会社に帰属すべきビジネスチャンスを親会社が取得する場合などである。以上のように、子会社の少数株主は親会社に搾取される危険があり、そのような搾取可能な構造を容認していること自体が、株式市場に対する投資家の信任を低下させる危険があるという

⁵ 宮島英昭・新田敬祐(2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起[上]
-法と経済学の観点から-」『商事法務』第1898号 38-45項

指摘も少なくない。⁶このような特性から、親会社影響力の強い子会社の「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした少数株主は親会社と子会社との間に利益相反が起きやすい環境が生じるとの懸念に対して、取締役会において独立性を持った判断や評価をする社外役員の責務を問う動きを強くして規律を高めるとの仮説が考えられる。また、親子上場はわが国の特有の組織形態であるとしてきたが、アメリカにおいても親子上場の事例は存在する。しかしながら、少数株主による訴訟リスクが日本と比較してはるかに高いといった法的制度要因や、租税法的要因など上場子会社を維持するコスト・ベネフィット構造が日米と異なること等の要因により、日本の親子上場のように長期に安定的な状態で維持されることはないと一般的に理解されている。

II-2. 株主による規律

次にわが国の株主による規律の変遷を概観する。1970年初頭から90年代半ばまで続いた企業・銀行間の持合いが急速に解消する一方、2000年代半ばには投資信託・年金基金を運用する機関投資家保有が増加した。年金資金の運用委託の本格化と並行して、受託者責任が強調されたことにより、モニターとしての役割を強めた。投資収益最大化を目的とする機関投資家の増加は、企業統治の観点から見ればメインバンクに変わる新たな経営の規律の中心となった。しかし、これまで国内機関投資家においては、親会社や関連会社である銀行・保険会社の利害に沿った投資スタイルをとることが指摘され、機関投資家の増加が単線的に企業統治の向上に繋がるかは明らかとなっていない。また、1999年以降大きく保有比率を下げた銀行・保険会社の投資行動は、これまでは経済的なパフォーマンス以外の要因に従って決定されると理解されてきた。銀行による顧客企業の株式所有は、債権確保に動機付けられ、流動性が低い・取引関係の維持に関心があるとされてきた。生命保険会社の株式投資は、保険契約の獲得・維持に主要な関心があったと考えられる。しかしながら、不良債権処理が不可欠となった銀行部門や、規制緩和により深刻な競争に直面した生命保険会社は2000年代に入ると、保有株式を大幅に圧縮した。その過程で、銀行・保険会社の銘柄選択は変化した可能性がある。宮島・保田(2015)は、急速に変化した株式所有構造が、監視として社長の努力水準の引き上げ、企業業績の向上に寄与しているかをテストした分析を行い、業績の高い企業を機関投資家が先行するという逆の因果関係を慎重に考慮しても、トービンのQで測った企業価値も財務的な企業業績(ROA)も、海外機関投資家、

⁶ 宮島英昭・新田敬祐(2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起[中]
-法と経済学の観点から-」『商事法務』第1899号4-9項

国内機関投資家の保有水準に対して正の関係にあり、退出と発言の圧力を介してガバナンス効果を果たしている可能性が高くなっていることを明らかにした。それに対して、銀行・生命保険会社が株式所有を通じて経営の規律付けを開始したという見方は支持されず、その機能は、依然として社長を株式市場の圧力からの遮断することにあつたとしている。⁷

II-3. 議決権行使に係る先行研究

日本の株主総会における議決権行使に係る先行研究は、外国人株主や機関投資家の議決権行使に注目した実態調査および分析が行われている。坂東(2012)は、議決権行使データより、経営トップに対する海外機関投資家の反対率は議決権行使助言会社の独立性基準等の影響を受けていることを明らかにした。⁸一方で、円谷(2014)は、必ずしも外国人株主が議決権行使を通して企業のコーポレート・ガバナンスの向上に強い影響を与えているわけではないことを主張している。⁹

また、日本企業に対する議決権行使は、国際的に見てどのような特徴を持つのだろうか。米国の議決権行使を分析した Cai, Garner, and Walkling (2009)は、議決権行使行動は、ISS の要求基準を満たしていない場合や取締役会といった役員会への出席率が低い場合に議決権を行使する傾向があること、また、経営者が成果を出していない場合でも、基本的には 90%以上の賛成票が投じられるという傾向があることを明らかにしている。¹⁰世界各国の議決権行使を分析した Iliev, Lins, Miller, and Roth (2015)は、議決権行使行動について、基本的には賛成票が投じられるという傾向があるが、経営者選任議案と M&A 案件議案に対しては議決権を積極的に行使する傾向があることを明らかにしている。これらは、賛成票が基本的に投じられるという傾向は、日本に限ったことではなく世界でも見られる現象であることが理解できる。その他には、役員選任議案にあたっては、賛成率が低い場合には翌年に退任する傾向があることも示している。また、企業の情報開示が

⁷ 宮島英昭・保田隆明(2015)「株主所有構造と企業統治 -機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか-」『財務省財務総合政策研究所「フィナンシャルレビュー」』平成 27 年第 1 号(通巻 121 号) 3 項-34 項

⁸ 坂東照雄(2012)「議決権行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権投資動向」『旬刊商事法務』、第 1986 巻、31-40 頁

⁹ 円谷昭一(2014)「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『プロネクサス総合研究所レポート』、第 8 号、5-16 頁

¹⁰ Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walkling, 2009, Electing Directors, *Journal of Finance*, Vol. 64, Issue 5, pp. 2389-2421.

少ない場合・少数株主保護対応が弱い場合には、一定程度の割合の株式を保有する株主は議決権を積極的に行使する傾向があることを明らかにしている。¹¹

その他、議決権行使にかかわる研究として、社長の交代の研究について触れておく。宮島(1998)は、1950年代から90年代の5つの不況期を取り上げて、社長の分析をしており、業績が悪化すると社長の交代は高くなること、メインバンクとの結びつきが強いほど、社長交代の業績への影響力が強くなることを指摘している。¹² 齋藤(2016)は、1990年から2013年について、東証一部上場企業からランダムに抽出した500社を対象として、社長交代の決定要因を分析し、社長交代が企業業績に感応する点では変化はないものの、社長交代が感応する企業業績指標がROAからROEならびに株価収益率に移りつつあることを明らかにした。また、メインバンクが強い影響力を及ぼしていると考えられ企業では社長交代のROAに対する影響力が高い一方で、海外機関投資家の持分比率が高い企業ではROEに対する影響力が高いこと、社外取締役が3人以上いる企業では社長交代の業績影響力が高いことを示した。¹³本稿の株主総会の議決権行使行動の分析においても、特に海外機関投資家による経営の規律付けに対する影響は強くなる可能性は高くなることが推測される。

II-4. 社外役員（社外取締役）による規律

次に検証対象となるわが国の社外役員（社外取締役）を取り巻く環境について概観する。2015年に導入されたコーポレート・ガバナンス・コードが上場会社に対して独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとして独立社外取締役の複数名選任にまで踏み込んだ影響により、独立取締役の選任企業数は大幅に増加した。さらに、コードでは「業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境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」「そのための取り組み方針を開示すべき」ものとされ、(原則4-8第2文)主に国際的に事業展開を行う大企

¹¹ Iliev, P., K. V. Lins, D. P. Miller, L. Roth, 2015, Shareholder Voting and Corporate Governance Around the World, Review of Financial Studies, forthcoming.

¹² 宮島英昭(1998)「戦後日本企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容:Logモデルによる社長交代分析からのアプローチ」『経済研究』97-112項

¹³ 齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮(2016)「企業統治制度の変容と社長の交代」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社305-334項

業等に対して、「自主的に」3分の1以上の独立社外取締役を選任することが暗黙的に理解されている。図2は株式会社東京証券取引所発行「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017」から抽出した社外取締役の人数別の会社数の推移を示している。社外取締役を選任している会社は、東証上場会社のうち95.8%で、2014年調査の64.4%から大幅に増加した。この背景は、上記にも記載した2015年6月にコードの適用により、監査役会設置会社においても、独立社外取締役を選任する動きが急速に高まっていること、2015年5月施行の改正会社法で新たに導入された監査等委員会設置会社（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を置くことが必要）への移行が進んだことによるものと考えられる。¹⁴これらの結果から、本稿の株主総会の議決権行使行動の分析においても、独立性の高い社外役員選任に対する賛成率は高くなる可能性が高いことが推測される。

以上親子上場・わが国の株主による規律・わが国の社外役員による規律の概観により、2014年度以降、増加する機関投資家等に対する企業側の対応の変化といった外部ガバナンスの進化、および社外取締役機能の強化といった内部ガバナンスの整備により日本企業のコーポレート・ガバナンスを巡る状況も大きく変化したことが明らかになった。次節以降では上場子会社に対する少数株主の議決権行使行動について、社外役員および社長・独立社外役員に分類して、子会社と独立会社との間に議決権行使行動の決定要因に違いがあるのか、親会社の出資比率による違いはあるのかを分析する。

Ⅲ. データ

本研究の分析に用いたデータは、『日経 NEEDS-Cges』（日経新聞社デジタルメディア局）、および『日経バリュースーチ』（日本経済新聞社）、各社『株主総会招集通知』、各社作成の『臨時報告書』、独立性有無は各社作成の『コーポレート・ガバナンス報告書』より取得した。サンプル企業は、2017年度において東証一部に上場している企業から銀行・金融産業に属する企業、上場間もないため数値入手できない企業を除いた企業1,620社である。分析対象は直近の2017年度定時株主総会の役員選任議案にエントリーされ、議決権行使結果を確認できた新任を除く社長1,549名ならびに独立社外役員1,848名、子会社社外役員280名である。本

¹⁴ 株式会社東京証券取引所(2017)「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017」8-86項

研究で用いた社外役員の定義は基本的に会社法上の定義に準じたものとした。

IV.実証分析

IV-1. 子会社の社外役員における議決権行使の決定要因

本節では、少数株主の株主総会の役員選任における議決権行使行動に着目し、議決権行使行動がどのような要因に決定されているのかを計量的に分析する。はじめに、2017年東証一部に上場している子会社の社外役員について、独立社外役員と非独立社外役員選任議案における賛成率の決定要因に違いが見られるのかを検証する。この分析により、企業統治制度改革との整合を検証する。分析においては線型重回帰分析を用いたモデルを推計する。従属変数は上場子会社における2017年株主総会の社外役員選任議案における賛成率を用いる。賛成率の算出は、「臨時報告書」の賛成率算出方法に準じている。なお、賛成率は、支配会社である親会社影響力を取り除いた（修正）賛成率をコラム1とした。親会社影響力を考慮しない賛成率をコラム2に設定した。なお、親会社影響力の考慮について、具体的な手続きとしては、親会社は子会社の役員選任についてグループ人事施策の一環として事前にコントロールしているため、子会社の株主総会における役員選任議案にあたっては賛成しているとみなし、その分の議決権数・賛成数を除いた。この手続きの結果を（修正）賛成率としている。この手続きにより、親会社を除いたの株主行動の分析が可能となる。説明変数は役員特性を示す指標として、性別（女性）ダミー、Log(就任年数)、取締役会出席率を用いる。就任年数は先行研究に則り対数変換したデータを用いた。社外役員の働きを示す取締役会出席率は、各社作成「株主総会招集通知」の社外役員に関する事項内に記載された取締役会回数、出席回数より算出した。また、役員特性をコントロールする指標に独立性が確認できる社外役員について、独立役員ダミーを加えた。企業業績による影響を示す指標は、株主の直接の利益を示すROE(2016年度)である。株主属性の影響を示す指標は、株主別の持株比率（金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率）を用いる。なお、親会社影響力を取り除いたコラム1の分析の際は、親会社持株率に値する議決数を控除したことにより、データベース上の持株比率データを用いた場合、金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率に割増増幅効果が働くため、割増増幅効果に対する補正を行った指標を用いた。そして、項目ごとに独立役員ダミーを組み合わせる交差項を作成した。この手続きにより非独立役員と独立役員の賛成率の決定要因の差を明らかにする。

これら説明変数について補足すると、企業統治制度改革以降、女性登用を拡大する方針が多く示されていることから、女性登用により支持率は高まると考えられる。また、社外役員の独立性・客観性の観点から任期は短いほうが賛成率は高まること、そして社外役員の形式から実効への変革が推進されていることより、企業業績指標の株主の利益である ROE が高いこと、取締役会出席率が高いことが賛成率向上につながると考えられる。近年の企業統治制度改革において機関投資家・外国法人といった株主の発言力はより強まっており、企業統治制度改革の推進により役員に対する要求水準の高まりも懸念されることから、機関投資家・外国法人保有率の高さは賛成率に影響すると考えられる。独立社外役員について補足すると、本稿における独立社外役員の定義は、各社作成の「コーポレート・ガバナンス報告書」の社外取締役に関する事項の会社との関係の記載において、「a 上場会社又はその子会社の業務執行者 b 上場会社の親会社の業務執行者又は非業務執行取締役 c 上場会社の兄弟会社の業務執行者 d 上場会社を主要な取引先とする者又はその業務執行者 e 上場会社の主要な取引先又はその業務執行者 f 上場会社から役員報酬以外に多額の金銭その他の財産を得ているコンサルタント、会計専門家、法律専門家 g 上場会社の主要株主（当該主要株主が法人である場合には、当該法人の業務執行者） h 上場会社の取引先（d、e および f のいずれにも該当しないもの）の業務執行者（本人のみ） i 社外役員の相互就任の関係にある先の業務執行者（本人のみ） j 上場会社が寄付を行っている先の業務執行者（本人のみ）」に該当のない社外役員を独立役員とした。コーポレート・ガバナンス・コードは、その原則 4-9 において、独立取締役のその独立性の意義について、「取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。」としている。独立取締役の独立性の判断基準は、取引所が定めている基準に最低限従うことは当然であるが、それに形式的に合致しているのではならず、企業自らが独自性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示するとしており、実質的な独立性の有無を恣意的に判定することがないように、その判定基準を策定・開示させることによりその判断の透明性・適切性を確保させようとしている。したがって、企業により独立性判断基準は様々であることから、上記に該当のないものが独立性を有すると定義することが、客観的に独立性を示すことになると判断した。

表 1 は基礎統計を示しており、子会社の独立社外役員と非独立社外役員の属す

る企業の平均値、標準偏差、中央値が示されている。次に計量分析を行い様々な要因をコントロールした上でどのような要因が子会社の社外役員選任の賛成率に影響を与えているのかを分析する。表2は、子会社の社外役員選任の賛成率の決定要因についての分析結果を示している。親会社影響力を取り除いた賛成率であるコラム1の結果について、役員特性による影響をみてみると、独立役員ダミー・性別(女性)ダミー・取締役会出席率は符号プラスに有意である。この結果は、社外役員の独立性や女性役員の登用、社外役員の働きを評価する動きがあることを示している。株主属性の違いにおける影響をみてみると、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率が符号マイナスに有意に影響している。この結果は、この結果は、金融商品取引業者・外国法人等は、子会社の社外役員選任に対して議決権を行使する動きを強めていることを示している。表3は、子会社の社外役員の賛成率の決定要因についての非独立役員との差を示す交差項を追加した結果を示している。親会社影響力を取り除いた賛成率であるコラム1の結果について、役員特性による影響をみると、Log(就任年数)×独立役員ダミーは符号プラスに有意であった。また、株主属性の違いにおける影響をみてみると、外国法人等持株比率×独立役員ダミーは符号プラスに有意に影響している。この結果は、独立性・客観性の高さを評価する動きを強めていることを示している。特に、外国法人等は、独立性・客観性の高さについて評価する動きを強めていることを示している。企業業績による影響は、ROE×独立役員ダミーは符号プラスに有意であった。この結果は、成果を評価する動きがあることを示している。

IV-2. 社長における議決権行使率の決定要因

次に、本稿の主題の一つである2017年東証一部に上場している子会社と独立会社の社長選任の賛成率の決定要因に違いが見られるのか、また親会社持株比率による違いはあるのかを検証する。分析においてはIV-1の分析と同様に線型重回帰分析を用いたモデルを推計する。従属変数は2017年株主総会役員選任議案の社長賛成率を用いる。賛成率の算出は、臨時報告書の賛成率算出方法に準じている。なお、賛成率はIV-1の分析と同様に親会社影響力を取り除いた(修正)賛成率をコラム1、親会社影響力を考慮しない賛成率をコラム2に設定した。説明変数は役員特性を示す指標として、Log(就任年数)を用いる。歴史的にみると、1960年代まで社長の在任期間は比較的長期で、必ずしも社長交代は在任期間と強い相関を持っていなかった(宮島1996、伊丹1995、宮島1998)。しかし、1970年代に入って社長(社長)の在任期間の短期化、社長地位のポスト化(伊丹1995)が進展

した後、社長の在任期間は1990年以降にはやや長期化する兆しを見せており、¹⁵ 説明変数への採用により現状どのような意向を株主は示しているのかが明らかになる。その他IV-1.の分析と同様の項目である役員特性を示す指標として性別(女性)ダミーを用いる。女性登用を拡大する方針は社長にも当てはまるのかを明らかにする。さらに、親会社またはグループ企業出身の社長に1を付与するグループ会社出身ダミーを追加し、グループ企業出身という属性が与える影響を明らかにする。企業業績による影響を示す指標には、IV-1.の分析と同様に株主の利益を示すROE(2016年度)、株主属性による影響を示す指標には株主別の持株比率(金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率)を用いる。なお、親会社影響力を取り除いたコラム1の分析の際は、IV-1.の分析と同様に、金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率は割増増幅効果に対する補正を行った指標を用いた。また、企業特性による影響を示す指標として、支配株主(3分の1超の大株主かつ上場している)が確認できる上場会社について、親会社持分33%以上50%以下、親会社持分比率50.1%以上の二つの子会社ダミーを加える。また、項目ごとに二つの子会社ダミーを組み合わせる交差項を作成した。この手続きにより二つの子会社特性と独立会社の賛成率の決定要因の違いを明らかにする。

表4は基礎統計を示しており、独立会社・子会社の平均値、標準偏差、中央値が示されている。次に計量分析を行い様々な要因をコントロールした上でどのような要因が社長選任の賛成率に影響を与えているのかを分析する。表5は社長の選任の賛成率の決定要因についての分析結果を示している。親会社影響力を取り除いた賛成率であるコラム1の結果について、企業特性による影響をみると、子会社ダミーがともに符号マイナスに有意に影響している。これは、子会社の社長選任に対して議決権を積極的に行使していることを示している。社長特性においては、就任年数が符号マイナスに有意に影響している。この結果は、長期政権の社長に対して妥当性を追及する動きが強まったことを示唆しているのかもしれない。企業業績を示すROE(2016年度)は、符号がプラスに有意に影響している。この結果は、成果を評価する動きがあることを示している。株主属性においては、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率は符号マイナスに有意に影響している。金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率は社長選任に対して議

¹⁵ 伊丹敬之(1995)「戦後日本のトップマネジメント」森川英正・米倉誠一郎編『日本経営史5 高度成長期を超えて』岩波書店 95-136項

決権を積極的に行使していることを示唆している。表 6 は、社長選任の賛成率の決定要因についての子会社と独立会社との差を示す交差項を追加した結果を示している。親会社影響力を取り除いた賛成率であるコラム 1 の結果をみると、株主属性について、金融商品取引業者持株比率×子会社（親会社持分 50.1%以上）ダミーは符号マイナスに有意に影響している。この結果は、金融商品取引業者は親会社の影響を強く受ける子会社社長選任に対して議決権を積極的に行使する動きを強めていることを示している。

外国法人等持株比率×子会社（親会社持分 33%以上 50%以下）ダミー・外国法人等持株比率×子会社（親会社持分 50.1%以上）ダミーは符号マイナスに有意に影響している。外国法人は子会社社長選任に対して議決権を積極的に行使する動きを強めていることを示している。これらの結果から、金融商品取引業者と外国法人等では、親会社影響力の弱い子会社の社長に対して規律のあり方が異なることが明らかになった。

IV-3. 独立社外役員における議決権行の決定要因

最後に、2017 年東証一部に上場している子会社と独立会社の独立社外役員について、独立社外役員選任の賛成率の決定要因に違いが見られるのかを検証する。IV-1.の分析と同様に従属変数は 2017 年株主総会役員選任議案の賛成率を用いる。分析はIV-1.の分析と同様に、線型重回帰分析モデルを用いた。賛成率も同様に、支配会社である親会社影響力を考慮した（修正）賛成率をコラム 1、親会社影響力を考慮しない賛成率をコラム 2 に設定した。説明変数はIV-1.の分析と同様に、役員特性を示す指標として、性別（女性）ダミー、Log(就任年数)、取締役会出席率を用いる。また、企業の業績による影響を示す指標として、株主の利益である ROE（2016 年度）、株主属性による影響を示す指標には株主別持株比率（金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率）を同様に用いた。なお、親会社影響力を取り除いたコラム 1 の分析の際は、IV-1.の分析と同様に金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率については割増増幅効果に対する補正を行った指標を用いた。また、IV-2.の分析と同様に、親会社持分 33%以上 50%以下、親会社持分比率 50.1%以上の二つの子会社ダミーを加え、項目ごとに子会社ダミーを組み合わせる交差項を作成した。

表 7 は基礎統計を示しており、独立会社・子会社の平均値、標準偏差、中央値が示されている。次に計量分析を行い様々な要因をコントロールした上でどのような要因が独立社外役員の賛成率に影響を与えているのかを分析する。表 8 は独立社外役員の賛成率の決定要因についての分析結果を示している。親会社影響力

を取り除いた賛成率であるコラム1の結果をみると、役員特性である性別（女性）ダミー・取締役会出席率およびROE（2016年度）は、符号がプラスに有意に影響している。また、Log(就任年数)は符号マイナスに有意に影響している。この結果は、社外役員の任期の短さによる独立性・客観性を確保の動きがあること、また、働き・成果を評価する動きがあることを示している。なお、株主属性による影響については、金融商品取引業者持株比率は符号マイナスに有意に影響している。金融商品取引業者は独立社外役員選任に対して議決権を積極的に行使していることを示している。表9は、独立社外役員選任の賛成率の決定要因についての独立会社との差を示す交差項を追加した結果を示している。親会社影響力を取り除いた賛成率であるコラム1の結果について、役員特性による影響をみると、取締役会出席率×子会社（親会社持分比率50.1%以上）ダミーは符号プラスに有意である。株主属性においては、金融機関持株比率×子会社（親会社持分33%以上50%以下）ダミー・金融機関持株比率×子会社（親会社持分50.1%以上）ダミーは符号プラスに有意である。この結果は、子会社に対して社外役員の独立性・客観性の確保を強める体制を評価する動きを強めていることを示している。一方で、外国法人等持株比率×子会社（親会社持分50.1%以上）ダミーは符号マイナスに有意に影響している。この結果は、外国法人は親会社影響力の強い子会社の独立社外役員選任に対して議決権を行使する動きを強めていることを示している。これらの結果から、金融機関と外国法人等では、親会社影響力が強い子会社の独立社外役員選任に対して規律のあり方が異なることが明らかになった。

VI. まとめ

本稿は、株主の意向が最もダイレクトに強く現れる株主総会の役員選任議案における少数株主の議決権行使行動について分析を行うことにより、少数株主の議決権行使行動を明らかにして、少数株主に配慮した上場子会社の規律について視座を得ることを目指した。そのために2017年東証一部上場企業（銀行・金融は除く）をサンプルとした実証分析を行った。分析により、社長選任および独立社外役員選任において、独立会社と子会社および親会社持分比率の違いにより少数株主の議決権行使行動の決定要因に与える影響力に有意な差があること、また、子会社の社外役員選任において、独立社外役員と非独立社外役員とで決定要因に与える影響力に有意な差があることが明らかになった。

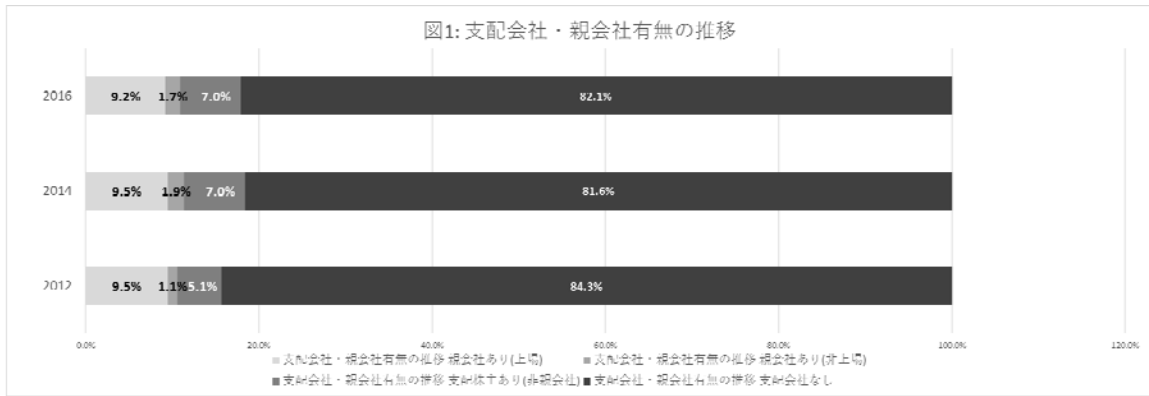
株主総会役員選任議案における社長の賛成率の分析では、株主属性による影響

をみると、外国法人等は議決権を積極的に行使し規律を高める動きを強めることが明らかになり、近年機関投資家の反対行使比率が上昇し、「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした株主の影響力は高まったという俗説と整合する。金融商品取引業者についても、議決権を積極的に行使し規律を高める動きを強めることが今回の分析により明らかになった。また、企業特性による影響として、子会社社長選任に対して議決権を積極的に行使し、規律を高める動きが強いことが明らかになった。この結果は、独立会社と比較して、子会社の社長にはよりプレッシャーを与えることで、経営を規律付けるガバナンスが有効であるとの意向が海外法人は強いことを示唆する。

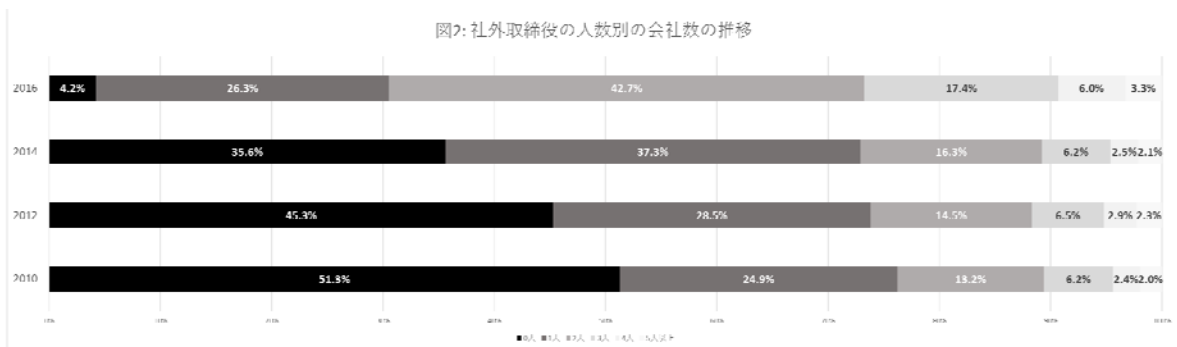
子会社の社外役員賛成率の分析では、独立性・取締役会出席率の高さおよび就任年数の短さが賛成率の高さにつながるということが明らかになった。また、別途、独立社外役員選任に絞った分析では、女性登用・就任年数の短さ・取締役会出席率の高さ・産業調整済 ROE（3年平均）の高さが賛成率に有意に影響することが明らかになった。この結果は、社長選任の賛成率に与える決定要因と同様に、企業統治制度改革内容と整合し、改革が一定の成果をだしていることを示唆している。企業特性による影響をみてみると、親会社影響力を強く受ける子会社（親会社持分 50.1%以上）では、社外役員選任の賛成率の決定要因に対する影響力の差において、取締役会出席率・金融機関持分比率はプラスに、外国法人持株比率はマイナスに有意に影響した。この結果は、親会社影響力が強い子会社の「モノ言う株主」とされる海外法人を中心とした少数株主は、親会社と子会社との間に利益相反が起きやすい環境が生じるとの懸念に対して、取締役会において独立性を持った判断や評価をする社外役員に責務を問う動きを強くして規律を高めるとの仮説を概ね支持する結果となった。また、金融機関と外国法人では、親会社影響力が強い子会社の独立社外役員選任に対して規律のあり方が異なるということも明らかになった。なお、企業統治制度改革前後の議決権行使行動の決定要因の違いがあるのか、また、発見した傾向は社外役員に特有なものであるのか、社内取締役含む全役員に言えるのかについては今後の研究の課題としていきたい。

参考文献

- [1]宮島英昭・新田敬祐(2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起[下]
-法と経済学の観点から-」『商事法務』第1900号 35-46項
- [2]経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム研究会(2018)
「グループガバナンスにおける「攻め」の論点について」(2018.10.10)22-48項
- [3]宮島英昭(2016)「企業統治制度改革の20年」宮島英昭編
『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 1-10項
- [4]西山賢吾(2018)「11年連続で減少した親子上場」「野村資本市場クォーターリー2018
Summer」
- [5]宮島英昭・新田敬祐(2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起[上]
-法と経済学の観点から-」『商事法務』第1898号 38-45項
- [6]宮島英昭・新田敬祐(2010)「親子上場をめぐる議論に対する問題提起[中]
-法と経済学の観点から-」『商事法務』第1899号 4-9項
- [7]宮島英昭・保田隆明(2015)「株主所有構造と企業統治 -機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか-」『財務省財務総合政策研究所「フィナンシャルレビュー」』平成27年第1号(通巻121号) 3項-34項
- [8]坂東照雄(2012)「議決権行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権投資
動向」『旬刊商事法務』、第1986巻、31-40頁
- [9]円谷昭一(2014)「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」『プロネクサス総合
研究所レポート』、第8号、5-16頁
- [10] Cai, J., J. L. Garner, and R. A. Walking, 2009, Electing Directors, *Journal of Finance*,
Vol. 64, Issue 5, pp. 2389-2421.
- [11] Iliev, P., K. V. Lins, D. P. Miller, L. Roth, 2015, Shareholder Voting and Corporate
Governance Around the World, *Review of Financial Studies*, forthcoming.
- [12]宮島英昭(1998)「戦後日本企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容:Log
モデルによる社長交代分析からのアプローチ」『経済研究』97-112項
- [13]齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮(2016)「企業統治制度の変容と社長の交代」宮島英昭
編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 305-334
項
- [14]株式会社東京証券取引所(2017)「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017」
8-86項
- [15]伊丹敬之(1995)「戦後日本のトップマネジメント」森川英正・米倉誠一郎編『日本
経営史5 高度成長期を超えて』岩波書店 95-136項



出典:株式会社東京証券取引所 「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017」



出典:株式会社東京証券取引所 「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017」

表1 基礎統計 (2017年度 親会社出資1/3以上子会社 社外役員)

	東証一部 子会社 (親会社出資1/3以上)			東証一部 子会社 (親会社出資1/3以上) 非独立役員		
	平均	標準偏差	中央値	平均	標準偏差	中央値
サンプル数	-	158	-	-	122	-
女性	-	33	-	-	4	-
2017年度社長賛成率	97.05%	3.00%	98.10%	92.97%	5.87%	94.00%
就任年数	3.54	3.54	2.00	3.75	4.63	2.00
取締役会出席率	96.49%	5.90%	100.00%	95.61%	6.67%	100.00%
2016年度ROE	7.71%	6.64%	7.41%	7.83%	5.04%	7.67%
金融機関持株比率(%)	12.00	5.76	10.56	12.81	5.93	12.12
金融商品取引業者持株比率(%)	1.24	1.05	0.90	1.23	0.79	1.10
海外法人等持株比率(%)	11.45	8.14	10.77	12.19	7.66	10.93

【表2】
【子会社】社外役員賛成率の決定要因

	従属変数=		社外役員 賛成率 2017年度	
	計量モデル=	(修正)		社外役員 賛成率 2017年度
		線型 (強制投入法)	線型 (強制投入法)	線型 (強制投入法)
	(1)	(2)	(1)	(2)
独立役員ダミー	0.09321	***	0.03943	***
	(0.01486)		(0.00593)	
子会社(50.1%以上)ダミー	-0.02311		0.00217	
	(0.01511)		(0.00659)	
性別(女性)ダミー	0.03564	*	0.01653	**
	(0.02070)		(0.00820)	
Log(就任年数)	-0.03196		-0.00965	
	(0.01981)		(0.00790)	
取締役会出席率	0.20833	*	0.07366	*
	(0.10991)		(0.04388)	
ROE	-0.03011		-0.03141	
	(0.12165)		(0.04855)	
金融機関持株比率	0.00097		0.00026	
	(0.00077)		(0.00053)	
金融商品取引業者持株比率	-0.01047	***	-0.00723	**
	(0.00402)		(0.00300)	
海外法人等持株比率	-0.00254	***	-0.00117	***
	(0.00052)		(0.00040)	
R ²	0.301		0.307	
産業ダミー	YES		YES	
サンプル数	280		280	

※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

※「(修正)社外役員賛成率 2017年度」では割合増幅効果を補正した指標（金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率）を使用する

【表3】

【子会社】社外役員賛成率の決定要因(独立社外役員と非独立社外役員の比較)

	(修正)	
	社外役員 賛成率 2017年度	
	線型 (強制投入法)	線型 (強制投入法)
従属変数=	(1)	(2)
計量モデル=		
独立役員ダミー	-0.30101 (0.21136)	0.00903 (0.08495)
子会社(50.1%以上)ダミー	-0.02058 (0.01497)	0.00212 (0.00653)
性別(女性)ダミー	0.03491 (0.02026)	0.01548 (0.00799)
Log(就任年数)	-0.08213 *** (0.02792)	-0.02961 *** (0.01111)
Log(就任年数)×独立役員ダミー	0.07643 ** (0.03784)	0.03178 ** (0.01510)
取締役会出席率	0.07377 (0.15173)	0.08256 (0.06093)
取締役会出席率×独立役員ダミー	0.22717 (0.21040)	-0.04549 (0.08409)
ROE	-0.61916 *** (0.21066)	-0.22627 *** (0.08334)
ROE×独立役員ダミー	0.86110 *** (0.24809)	0.29528 *** (0.09878)
金融機関持株比率	-0.00004 (0.00144)	-0.00035 (0.00077)
金融機関持株比率×独立役員ダミー	0.00133 (0.00154)	0.00066 (0.00104)
金融商品取引業者持株比率	-0.01186 (0.00764)	-0.00924 (0.00571)
金融商品取引業者持株比率×独立役員ダミー	0.00375 (0.00904)	0.00476 (0.00678)
海外法人等持株比率	-0.00346 (0.00074)	-0.00235 *** (0.00057)
海外法人等持株比率×独立役員ダミー	0.00172 * (0.00098)	0.00204 *** (0.00075)
R ²	0.361	0.369
産業ダミー	YES	YES
サンプル数	280	280

※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

※「(修正) 社外役員賛成率 2017年度」では割合増幅効果を補正した指標(金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率)を使用する

表4 基礎統計 (2017年度 社長)

	東証一部 全企業 (子会社を除く)			東証一部 子会社 (親会社出資1/3以上)		
	平均	標準偏差	中央値	平均	標準偏差	中央値
サンプル数	-	1,413	-	-	136	-
女性	-	15	-	-	0	-
グループ会社からの出向	-	-	-	-	87	-
2017年度社長賛成率	93.55%	6.28%	95.71%	94.12%	4.91%	95.53%
就任年数	14.31	10.40	12.00	7.89	6.04	7.00
2016年度ROE	7.93%	9.65%	7.85%	7.90%	6.50%	7.82%
金融機関持株比率(%)	23.84	11.30	22.67	11.96	5.66	11.89
金融商品取引業者持株比率(%)	1.76	1.37	1.31	1.29	1.02	0.92
海外法人等持株比率(%)	17.05	13.36	14.52	11.98	9.16	10.61

**【表5】
社長賛成率の決定要因**

従属変数= 計量モデル=	(修正) 社長 賛成率 2017年度		社長 賛成率 2017年度
	線型 (強制投入法)		線型 (強制投入法)
	(1)		(2)
子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.04275	***	-0.00012
	(0.01215)		(0.01097)
子会社(50.1%以上)ダミー	-0.06670	***	0.00287
	(0.01091)		(0.00998)
グループ会社出身ダミー	0.01117		-0.00145
	(0.01209)		(0.01084)
性別(女性)ダミー	-0.00810		0.01650
	(0.01696)		(0.01523)
Log(就任年数)	-0.01424	***	-0.01234
	(0.00513)		(0.00461)
ROE	0.14328	***	0.13596
	(0.01943)		(0.01745)
金融機関持株比率	0.00004		-0.00002
	(0.00018)		(0.00016)
金融商品取引業者持株比率	-0.0039	***	-0.00328
	(0.00123)		(0.00117)
海外法人等持株持株比率	-0.0005	***	-0.00034
	(0.00014)		(0.00013)
R ²	0.115		0.078
産業ダミー	YES		YES
サンプル数	1,549		1,549

※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

※「(修正) 社長賛成率 2017年度」では割合増幅効果を補正した指標（金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率）を使用する

【表6】
社長賛成率の決定要因(独立会社と子会社の比較)

従属変数=	(修正)	社長
	社長	賛成率
	2017年度	2017年度
計量モデル=	線型	線型
	(強制投入法)	(強制投入法)
	(1)	(2)
子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.03056 (0.04333)	-0.02325 (0.03667)
子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	0.03758 (0.03824)	0.04245 (0.03368)
グループ会社出身ダミー	0.00684 (0.01289)	-0.00443 (0.01173)
性別(女性)ダミー	-0.00933 (0.01682)	0.01632 (0.01522)
Log(就任年数)	-0.01356 ** (0.00528)	-0.01379 *** (0.00477)
Log(就任年数)×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.00476 (0.02591)	0.02053 (0.02339)
Log(就任年数)×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.02707 (0.02562)	0.00274 (0.02341)
ROE	0.13570 *** (0.01972)	0.13686 *** (0.01784)
ROE×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.15443 (0.11897)	0.01310 (0.10815)
ROE×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	0.12123 (0.14931)	0.01107 (0.13509)
金融機関持株比率	0.00001 (0.00018)	-0.00003 (0.00017)
金融機関持株比率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.00132 (0.0096)	0.00114 (0.00135)
金融機関持株比率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.00132 (0.00101)	-0.00257 (0.00191)
金融商品取引業者持株比率	-0.00315 ** (0.00133)	-0.00351 *** (0.00120)
金融商品取引業者持株比率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.00528 (0.00509)	0.00561 (0.00789)
金融商品取引業者持株比率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.00813 ** (0.00399)	-0.00131 (0.00725)
海外法人等持株比率	-0.00028 * (0.00014)	-0.00028 ** (0.00013)
海外法人等持株比率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.00184 *** (0.00052)	-0.00104 (0.00077)
海外法人等持株比率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.00186 *** (0.00063)	-0.00149 (0.00125)
R ²	0.135	0.085
産業ダミー	YES	YES
サンプル数	1,549	1,549

※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

※「(修正) 社長賛成率 2017年度」では割合増幅効果を補正した指標(金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率)を使用する

表7 基礎統計 (2017年度 独立社外役員)

	東証一部 全企業 (子会社を除く)			東証一部 子会社 (親会社出資1/3以上)		
	平均	標準偏差	中央値	平均	標準偏差	中央値
サンプル数	-	1,690	-	-	158	-
女性	-	233	-	-	33	-
2017年度社長賛成率	95.63%	5.17%	97.36%	97.05%	3.00%	98.10%
就任年数	4.86	4.51	3.00	3.54	3.54	2.00
取締役会出席率	96.88%	6.56%	100.00%	96.49%	5.90%	100.00%
2016年度ROE	7.85%	11.21%	7.91%	7.71%	6.64%	7.41%
金融機関持株比率(%)	24.27	11.79	22.82	11.94	5.77	10.56
金融商品取引業者持株比率(%)	1.81	1.40	1.38	1.25	1.05	0.90
海外法人等持株比率(%)	20.32	14.52	18.46	11.56	8.13	10.77

**【表8】
【独立社外役員】賛成率の決定要因**

従属変数=	(修正) 社外役員 賛成率 2017年度	
	社外役員 賛成率 2017年度	
	線型 (強制投入法) (1)	線型 (強制投入法) (2)
子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.01627 (0.02233)	-0.01053 (0.02071)
子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.02036 (0.02187)	-0.00474 (0.02029)
性別(女性)ダミー	0.01227 *** (0.00356)	0.01088 *** (0.00330)
Log(就任年数)	-0.02087 *** (0.00345)	-0.01998 *** (0.00319)
取締役会出席率	0.17385 *** (0.01885)	0.15386 *** (0.01746)
ROE	0.02776 ** (0.01160)	0.02588 ** (0.01076)
金融機関持株比率	0.00001 (0.00013)	-0.00006 (0.00012)
金融商品取引業者持株比率	-0.00160 * (0.00086)	-0.00102 (0.00086)
海外法人等持株比率	-0.00013 (0.00009)	-0.00005 (0.00009)
R ²	0.103	0.109
産業ダミー	YES	YES
サンプル数	1,848	1,848

※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

※「(修正) 社外役員賛成率 2017年度」では割合増幅効果を補正した指標(金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率)を使用する

【表9】
【独立社外役員】賛成率の決定要因(独立会社と子会社の比較)

従属変数=	(修正)	
	社外役員 賛成率 2017年度	社外役員 賛成率 2017年度
	線型 (強制投入法)	線型 (強制投入法)
計量モデル=	(1)	(2)
子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.07930 (0.11495)	0.04270 (0.10690)
子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.24692 *** (0.09287)	0.08716 (0.08519)
性別(女性)ダミー	0.01245 *** (0.00356)	0.01072 *** (0.00331)
Log(就任年数)	-0.02070 *** (0.00357)	-0.02102 *** (0.00333)
Log(就任年数)×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.02640 (0.02163)	0.01089 (0.02010)
Log(就任年数)×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	0.00815 (0.01525)	0.01246 (0.01427)
取締役会出席率	0.16082 *** (0.01948)	0.16081 *** (0.01816)
取締役会出席率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.05249 (0.11498)	-0.07220 (0.10706)
取締役会出席率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	0.22805 ** (0.09190)	-0.10035 (0.08505)
ROE	0.02630 *** (0.01176)	0.02632 ** (0.01096)
ROE×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.05070 (0.09410)	0.00030 (0.08644)
ROE×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	0.01982 (0.09054)	0.01529 (0.08412)
金融機関持株比率	-0.00007 (0.00013)	-0.00007 (0.00012)
金融機関持株比率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.00152 * (0.00085)	0.00108 (0.00114)
金融機関持株比率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	0.00177 *** (0.00066)	-0.00132 (0.00120)
金融商品取引業者持株比率	-0.00087 ** (0.00095)	-0.00090 (0.00088)
金融商品取引業者持株比率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	-0.00852 (0.00402)	-0.00216 (0.00581)
金融商品取引業者持株比率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.00378 (0.00262)	-0.00062 (0.00537)
海外法人等持株比率	-0.00007 (0.00009)	-0.00007 (0.00009)
海外法人等持株比率×子会社(親会社持分33%以上50%以下)ダミー	0.00010 (0.00050)	-0.00005 (0.00084)
海外法人等持株比率×子会社(親会社持分50.1%以上)ダミー	-0.00139 *** (0.00040)	0.00129 * (0.00078)
R ²	0.117	0.112
産業ダミー	YES	YES
サンプル数	1,848	1,848

※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

※「(修正) 社外役員賛成率 2017年度」では割合増幅効果を補正した指標(金融機関持株比率、金融商品取引業者持株比率、外国法人等持株比率)を使用する

謝辞

論文の作成にあたり、私の指導員である齋藤卓爾准教授には、ゼミナール開講当初から完成に至る時点まで、研究者としての論拠に基づいた考え方など多岐にわたり貴重なアドバイスをいただきました。多大なる感謝と御礼をここで申し上げたい。

副査を快く引き受けてくださった磯辺剛彦教授、中村洋教授にはご多忙にも関わらず様々な論点から助言をいただき、論文作成を進めるうえで視野を広げることができました。多大なご支援をいただいたことに御礼申し上げます。

また、私の論文作成に際して有用なアドバイスの数々をいただいたゼミメンバーである岩崎亮さん、岡野洋平さん、周薇さんに深く御礼を申し上げます。

最後に、経営管理研究科修士課程で過ごした2年間、私が勉学に集中できる環境を整え、生活において多大な協力を支援、理解をしてくれた私の家族、そして私を本大学院に派遣し、様々な面でサポートしてくださったイオン株式会社のご関係者の皆様に、心から感謝の意を表したい。

2019年2月

稲子 武志