

Title	取締役会の構成と企業不正との相関分析
Sub Title	
Author	石塚, れい(Ishizuka, Rei) 木村, 太一(Kimura, Taichi)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4215号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4215

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（ 2024 年度）

論文題名

「取締役会の構成と企業不正との相関分析」

主 査	木村 太一
副 査	齋藤 卓爾
副 査	武田 史子

氏 名	石塚 れい
-----	-------

論文要旨

指導教員	木村太一	氏名	石塚れい
(論文題名) 「取締役会の構成と企業不正との相関分析」			
(内容の要旨) 本研究は、取締役会の構成、特に社外取締役の属性が企業不正の発生リスクとどのような相関を持つかを明らかにすることを目的とする。日本企業における近年の不正事例に着目し、取締役会の役割に関する議論を深めるべく、東京証券取引所上場企業（非金融業）を対象に 2020 年から 2024 年のパネルデータを用いて分析を行った。固定効果ロジットモデルを採用し、社外取締役の属性別に不正発生リスクとの相関を検証した。 その結果、社長級の役職を兼任する社外取締役や証券業界出身の社外取締役を有する企業では、不正発生リスクが高い傾向が示された。一方、相互派遣の社外取締役が存在する企業では、不正発生リスクが低い傾向が観察された。これらの結果は、社外取締役の人数のみならず、その属性や役割の重要性を示唆している。 本研究は、社外取締役の属性に焦点を当てることで、企業ガバナンスに関する新たな視点を提供するものである。ただし、本研究は相関関係を示すにとどまり、因果関係の解明にはさらなる研究が必要である。			

目次

序章	4
－研究の動機	4
－本研究の目的と主要な結果.....	5
－本研究の貢献.....	6
第1章：理論的枠組みと仮説設定	7
－不正の定義	7
－取締役会と社外取締役の役割：理論的背景と先行研究.....	7
－仮説	8
第2章：研究方法	10
第3章：分析	12
終章：結論と今後の課題.....	15
謝辞	17
参考文献	18

序章

ー研究の動機

本研究は、近年上場企業における不祥事の多発が企業ガバナンスの機能不全を示していることに着想を得た。以下に特に注目を集めた企業の不正、不祥事をいくつか記載する。

小林製薬の紅麹サプリ健康被害問題において、会社側に被害の連絡が1月11日に入ったにもかかわらず、社長への報告が2月6日、社外取締役への伝達が3月20日と大幅に遅れ、公表されたのは3月22日であり、被害報告から43日後だった。取締役メンバーの過半数を社外取締役にしているにもかかわらず、情報共有の遅れや対応の不十分さが問題となった（読売新聞オンライン, 2024）。

また、東芝の不適切会計問題では、工事原価総額の過少見積りや映像事業の経費先送り、半導体在庫評価の先延ばし、パソコン部品取引の不正が明らかになった。これらの不正行為は上層部からの圧力によるもので、社長や会長の無理な改善要求が背景にあったとされている（東洋経済オンライン, 2015）。東芝は、『第三者委員会の調査報告書全文の公表及び当社の今後の対応並びに経営責任の明確化についてのお知らせ』において、再発防止策の一つとして、「社外取締役を増員することにより、コーポレートガバナンス体制の強化に努め、社外取締役の独立性を一層確保すると共に、社外取締役の各種の専門性にも配慮して構成員の見直しを行うことが必要と考える」（東芝, 2015, 292頁）と述べている。この事例から、東芝におけるガバナンスの脆弱さが、不正行為の発生を助長したと推察される。

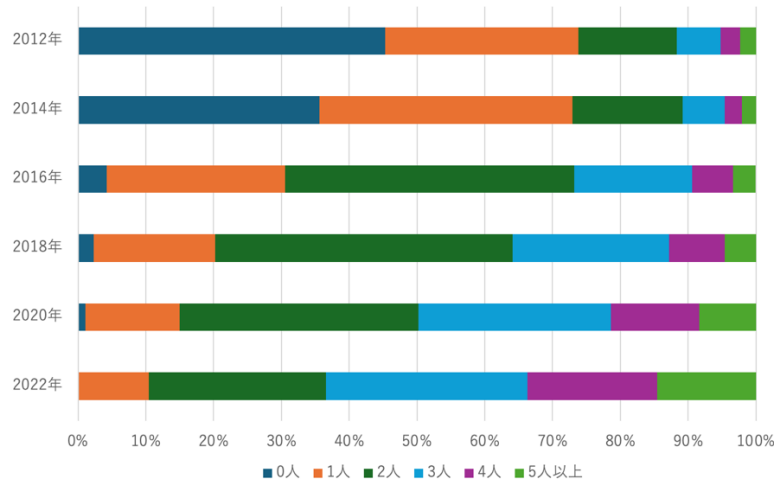
さらに、東レでは品質不正が再発した。過去の再発防止策が効果を発揮しなかったことが露呈し、ガバナンスの機能不全が再び問題視された（DIAMOND ONLINE, 2023）。

これらの事例は、近年上場企業における不祥事が発生していることを示すだけでなく、企業ガバナンスの機能不全が指摘されていることを明らかにしている。取締役会や監査役会の形骸化、内部での情報共有や報告の不適切さが不正の発生を助長している状況である。

一方で近年、日本企業では取締役会に社外取締役を複数名選任する動きが急速に進んでいる。実際に東証上場企業において、2012年時点で社外取締役を0名とする企業は全体の約45.3%であったのに対し、2022年には0.1%にまで減少している。また同期間に2名以上の社外取締役を選任している企業は約26.2%から89.6%にまで増加している（東京証券取引所, 2023: 17）。これは、企業におけるガバナンス強化や社外取締役の重要性に対する認識の高まりを示していると考えられる。しかし、増加する社外取締役の存在にもかかわらず、不正や不祥事は依然として発生している。例えば、小林製薬の紅麹サプリメント健康被害の事例では、取締役会7名のうち4名が社外取締役であったにもかかわらず、情報共有の遅れや対応の不十分さが問題視された（小林製薬, 2024）。小林製薬の事例を見る限りでは、社外取締役の重要性に対する企業の意識の高まりが、必ずしも不正の防止に寄与しているとは言い難い。そもそも、取締役会のメンバー構成を見直すことが、不正の抑止に本当に役立つだろうか。

このような背景を踏まえ、企業ガバナンスの在り方や、社外取締役の効果に強い関心を持った。

図1 社外取締役の選任人数の状況（東証上場会社）



注：東京証券取引所 2023: 17 より引用

－本研究の目的と主要な結果

近年、企業不正に関してガバナンス不全を指摘する声が高まり、実際に企業も再発防止策の一環として、取締役会のメンバーや社外取締役の選定に関する項目を含めることが多い。令和元年改正会社法では、上場会社等に社外取締役を置くことが義務付けられ（経済産業省, 2020a）、これにより取締役会の独立性や監視機能を強化する動きが見られる。また、コーポレートガバナンス・コードの第4章では、「独立した客観的な立場から経営陣に対する実効性の高い監督を行う」ことが取締役会の重要な責務とされており（経済産業省, 2020b）、社外取締役にはその役割が特に求められている。

一方で、社外取締役の存在が企業にとってプラスに働くかマイナスに働くかについては、様々な議論がある。例えば、社外取締役が経営監視機能を強化し、不正行為の抑制やガバナンスの向上に寄与すると評価される一方で、独立性が十分でない場合や多忙さからその役割を果たしきれないケースも指摘されている（Linck et al., 2008; Romano, 2005; Beasley, 1996）。企業不正が発生するたびに社外取締役に注目が集まるが、どのような社外取締役が企業不正を抑制する効果を持つのか、または抑制できないのかを解明することが本研究の目的である。従って、取締役会全体というよりは、特に社外取締役に焦点を当て、その役割と影響について詳しく分析する。

以上の目的を達成するため、本研究では、東証に上場している企業（金融業を除く）を対象に5年間のデータを使用して、分析を実施する。大規模な不正行為に関する情報を取得するために、企業が発表する第三者委員会報告書を使用する。そのため、第三者委員会報告書を出しているか、出していないかでダミー変数を取り、第三者委員会報告書を出している場合に不正が発生したと判断する。

本研究の主要な結果と貢献は以下の通りである。第一に、社長級のポジションを兼任する社外取締役が存在する企業では、不正発生リスクが高い傾向が示唆された。第二に、証券業界出身の社外取締役がいる場合も、不正発生リスクとの正の相関が確認された。一方、第三に、相互派遣の社外取締役が存在する企業では、不正発生リスクが低下する傾向が見られた。

本研究の意義は、社外取締役の具体的なバックグラウンドに焦点を当て、不正発生リスクとの相関を定量的に検討した点にある。これまでの先行研究が主に社外取締役の人数や情報共有体制に着目していたのに対し、本研究は社外取締役の経歴や属性が企業の不正リスクに与える影響を示唆し、ガバナンス研究に新たな視点を提供した。これにより、企業ガバナンスの実効性向上に向けた基礎的な示唆を提示する。

－ 本研究の貢献

本研究の貢献は、従来あまり注目されてこなかった社外取締役のバックグラウンドに着目し、どのような属性を持つ社外取締役が企業不正の抑制に寄与するのか、あるいは寄与しないのかについて一部を明らかにした点にある。これまでの企業不正に関する研究では、ガバナンス全体や取締役会の構成、多様性といった観点からの分析が中心であった。たとえば、柴野（2020）は、日本の上場企業を対象に、社外取締役の比率や情報共有体制、外部監視の強化といったガバナンスの要素が企業の不正行為に与える影響を分析している。結果、ガバナンスの強化は、特に高位者による不正には抑止力が不十分であることが明らかになった。これは、ガバナンスの機能不全が企業不正の根本的な原因となりうることを指摘している。青木(2021) は、日本の上場企業を対象に、企業ガバナンスが不正行為に与える影響を定量的に分析した。特に、社外取締役の比率や情報共有体制の改善が不正行為に与える効果を検証し、社外取締役の比率が高い企業では、意図的な不祥事の発生率が低いこと、情報共有体制が充実している企業では、早期の不正発見が促進されることが示された。これにより、企業ガバナンスの強化、特に社外取締役の比率の増加や情報共有体制の改善が、不正行為の抑制に効果があることが明らかになった。また、コーポレートガバナンスが企業不祥事に与える影響に関する研究としては、Beasley (1996) が挙げられる。この研究では、ガバナンス要因が不祥事の種類によって異なる効果を持つことが明らかにされている。例えば、財務報告書に関連した不正行為が発生していない企業は、不正行為が発生している企業に比べて、取締役会に社外取締役を有意に高い割合で持つことが示されている。

他にも、取締役会の多様性に関する研究も実施されている。例えば、松本（2019）は、女性取締役の数が企業のパフォーマンスやガバナンスに与える影響を分析し、女性取締役の増加が企業の多様性を向上させ、不正行為の抑制に寄与することを示している。

また、Endrikat et al.（2021）に代表されるような、取締役会の特性が企業の CSR パフォーマンスに与える影響についても多くの研究が行われている。これらの先行研究では、取締役会の構成や多様性に注目して、ガバナンスと不正の関係を探求している。ただし、特に社外取締役に限定して不正との関わりを研究したものは少ない。本研究では、取締役会全体ではなく、社外取締役に限定した分析を行うことで、企業ガバナンスのさらなる改善に向けた具体的な示唆を提供したいと考えている。

第1章：理論的枠組みと仮説設定

－不正の定義

監査基準委員会報告第240号（日本公認会計士協会, 2022）では、不正を「不当又は違法な利益を得るために他者を欺く行為を伴う、経営者、取締役、監査役等、従業員又は第三者による意図的な行為」と定義している。この定義は、意図的かつ悪意を伴う行為に焦点を当てたものである。一方で、松本（2021）は、企業の不正や不祥事をより包括的に捉え、不祥事を「意図的不祥事」と「事故的不祥事」に分類している。前者は経営者や従業員が意図的に引き起こした不正行為や倫理的違反を指し、後者は悪意がないものの、機械の故障やシステムエラーなど偶発的な要因で発生する問題を含む。

本研究では、不正を意図的不祥事に限定せず、松本（2021）の分類における「事故的不祥事」も含む広義の概念として定義する。これは、企業における不正が必ずしも悪意ある行動だけでなく、システムの・構造的な欠陥から生じるケースも多いという現実を反映するためである。このような定義に基づき、不正の発生有無を第三者委員会報告書の公表状況を用いて判断する。

ただし、第三者委員会報告書が公表されるのは、発覚した不正行為に限られる。そのため、第三者委員会報告書の公表をもとに不正の発生件数を測定しようとすると、未発覚の不正が含まれないことで、不正の発生件数を過小評価してしまう可能性がある。一方で、未発覚の不正を直接測定することは現実的に困難であり、発覚した不正件数を発生件数の代理変数として用いることが研究上避けられない場合が多い。このような状況を踏まえると、現実的に利用可能な代理変数として第三者委員会報告書の公表有無を使用することには一定の合理性があると言える。

先行研究においても公的資料を基準に不正を評価する手法が一般的である。例えば、企業不祥事の発生と再発防止策としてのガバナンスの改革に関する研究においても、CR Labsの企業不祥事データを使用している（青木, 2021）。本研究では、先行研究の手法を参考にしつつ、第三者委員会報告書が不正の発生を評価する上で適切なデータであると考え、これを基準として採用した。

－取締役会と社外取締役の役割：理論的背景と先行研究

コーポレートガバナンス理論は、企業経営における透明性と説明責任を確保し、株主やその他のステークホルダーの利益を保護するための重要な枠組みである。この理論において、取締役会の独立性と多様性は、経営陣の行動を監視し、企業価値の持続的な向上を図る上で不可欠な要素とされている（Jensen & Meckling, 1976）。特に、社外取締役は、経営の監視機能を強化し、不正行為の抑制や企業経営の健全化を実現する役割を担う重要な存在として期待されている。過去の研究では、取締役会および社外取締役の役割が企業不正の抑制に与える影響について多くの知見が示されてきた。Beasley（1996）は、社外取締役の割合が高い企業ほど財務不正の発生頻度が低いことを明らかにしており、このことは社外取締役の独立性が不正抑制に寄与すること

を示唆している。一方で、Fama & Jensen (1983) は、形式的な独立性の確保だけでは十分ではなく、実際の監視能力が重要であると指摘している。

取締役会の多様性についても注目が集まっている。Milliken & Martins (1996) は、異なる背景や視点を持つ取締役が存在することが意思決定プロセスの質を向上させると述べており、多様性が新たな観点を提供し、企業のリスク管理能力を高めるとされている。しかし、多様性が必ずしもポジティブな効果をもたらすわけではない。黄 (2020) は、多様性が意思決定プロセスを複雑化させるリスクや、取締役会の効率性を低下させる可能性について指摘している。さらに、Adams & Ferreira (2009) の研究では、女性役員の比率が高い取締役会では利益操作の抑制効果が確認される一方で、取締役会の構成が過度に形式的になる場合には、かえって企業価値に負の影響を及ぼす可能性があることが示唆されている。

また、Cressey (1953) のトライアングル理論 (Fraud Triangle Theory) は、不正行為の発生には「動機」「機会」「正当化」の三要素が必要であるとし、取締役会が経営陣に与える「機会」を制限することが不正抑制において特に重要であると指摘している。この観点から、取締役会が持つ独立性、多様性、そして実効性は、企業ガバナンスの基盤を強化する要因となる。社外取締役の専門性とスキルの適合性も重要な要素である。長谷川 (2023) は、企業のビジネスモデルに適合したスキルセットを持つ取締役を選任することが取締役会の効果を最大化する鍵であると述べており、企業の状況や戦略に応じた慎重な構成設計が求められる。このため、取締役会においては、独立性や多様性に加えて、取締役の専門性がどのように機能するかがガバナンスの実効性を大きく左右すると考えられる。近年では、取締役会の独立性と多様性を向上させる取り組みが多く企業で進められている。その一環として、女性や国際的な経営経験を持つ社外取締役の選任が企業価値向上に寄与するとの研究が示されている (Adams & Ferreira, 2009)。

ー 仮説

以上の議論を踏まえ、本研究では、社外取締役の経歴や専門性が企業不正にどのような影響を与えるのかを明らかにすることを目的とする。具体的には、以下の4つの仮説を検証する。

まず、社長級の役職を兼任する社外取締役は、企業の意思決定に大きな影響を及ぼす立場にあると考えられる。一方で、こうした役職を兼任する場合、その膨大な責任と多忙さから取締役会における監視機能が低下し、不正行為の発見や抑制が遅れる可能性が高まるおそれがある。特に、社長級役職の性質上、兼任先企業の利益を優先する行動が取られやすくなることで、利益相反のリスクが高まり、不正行為の発生を防ぎにくくなる状況が生じることが推測される。

この考えは、金融庁のコーポレートガバナンス・コードにおいて指摘されている「兼任の過多が取締役の独立性を損なうリスクがある」という点とも一致する (金融庁, 2021)。また、森田・黒木 (2023) によれば、兼任取締役が存在する企業ではリスク管理における独立性が弱まる傾向が示されており、このような状況が監視機能の低下や意思決定の偏りに結びつく可能性がある。これらの背景を踏まえ、社長級兼任の社外取締役が不正発生率にどのような影響を与えるのかを検証することは、企業ガバナンスの改善に向けた具体的な示唆を提供する上で重要である。よって、以下の仮説を設定する。

H1: 社長級兼任の社外取締役がいる企業は不正の発生確率が高い傾向がある。

次に、社外取締役の出身企業について検討する。銀行出身の社外取締役は、銀行業務で培われた高度なリスク管理能力や財務に関する専門知識を有しており、これらのスキルが企業全般におけるリスク管理体制の強化や不正行為の抑制に寄与する可能性がある。特に、財務リスクの識別や評価の専門性は、不正や不祥事の機会を減少させるうえで重要な役割を果たすと考えられる。このような背景から、銀行出身の社外取締役の存在が、取締役会の多様性を補完しつつ、企業のガバナンス強化に貢献すると考えられる。

また、証券業界出身の社外取締役は、証券業務を通じて培われた市場分析能力や財務報告に関する専門知識を持つとされている。このような知識やスキルは、企業の財務報告の透明性や正確性を向上させる可能性があり、内部および外部のステークホルダーとの信頼関係の強化に寄与することが期待されている（金融庁, 2021）。たとえば、証券業界の専門家が企業の財務諸表を監視することにより、財務報告の正確性が担保される可能性が示唆されている（日本総合研究所, 2019）。このように、証券業界出身の社外取締役が企業のガバナンス向上やリスク管理に寄与する可能性があることを踏まえ、彼らが企業の不正行為の発生を抑制する役割を果たすか否かについて検討することは重要な研究課題である。これらのことから、以下の H2 と H3 を検証する。

H2: 銀行出身の社外取締役がいる企業は不正の発生確率が低い傾向がある。

H3: 証券出身の社外取締役がいる企業は不正の発生確率が低い傾向がある。

独立社外取締役の存在は、取締役会の客観性を担保し、経営陣の行動を監視する役割を果たす点で極めて重要とされている。特に、エージェンシー理論では、独立社外取締役が経営陣と株主間の利益相反を解消する鍵となるとされており、企業ガバナンスの中核的な要素と位置付けられている（Fama & Jensen, 1983）。さらに、コーポレートガバナンス・コード（2021）では、独立社外取締役が企業価値向上とガバナンスの強化に寄与することが明記されている。

一方で、相互派遣の社外取締役は、独立性に疑問を持たれる場合が多い。相互派遣とは、取締役が派遣元企業と受け入れ先企業の上に強い利害関係を持つケースを指し、このような関係がある場合、取締役としての客観性や独立性が損なわれる可能性が指摘されている（経済産業省, 2020）。このような背景から、相互派遣の社外取締役は、取締役会における本来の監視機能を十分に発揮できないと考えられる。

また、過去の企業不正事例において、相互派遣に関連する社外取締役が十分な監視機能を果たせなかったケースが散見される。このような事例を踏まえると、相互派遣の社外取締役がいる場合、不正行為の発見や抑止が遅れる可能性が高まると推測される。さらに、相互派遣の社外取締役は、派遣元企業の利益を優先する可能性があり、取締役会の独立性を損なう要因となる可能性がある。このような観点から、相互派遣の社外取締役が不正発生率にどのような影響を与えるの

かを明らかにすることは、企業ガバナンス研究において重要な課題であると考えた。以上のことから、H4 が導かれる。

H4: 社外取締役に相互派遣の人がいると不正の発生確率が高い傾向がある。

第2章：研究方法

本章では、本研究で用いたデータおよび分析手法について説明する。本研究では、東京証券取引所のプライム市場、スタンダード市場、グロース市場に上場している企業（金融業を除く）を対象に、2020 年から 2024 年までの 5 年間のパネルデータを使用した。本研究では、不正の発生の有無を従属変数として、ロジットモデルによる分析を実施した。不正の発生は、企業が第三者委員会報告書を公表したかどうかで判断し、発生した場合を「1」、発生しなかった場合を「0」として定義した。説明変数としては、年（2020 年～2024 年）、期末従業員数、連結子会社数、ROE、トービンの q 、相談役・顧問の有無、女性の役員比率、社長持株比率、社外取締役比率持株比率、役員持株比率、社外取締役人数およびその細分化（銀行、支配会社、関係会社、主要取引銀行、相互派遣、社長級兼任、証券、保険）を選定した（詳しい定義は表 2 を参照）。本研究で用いたデータは日経 NEESD から取得した。不正発生の判断基準である第三者委員会報告書の発表有無については、第三者委員会ドットコム (<http://www.daisanshaiinkai.com/>) を参照し、同サイトに記載された情報を基に判断した。なお、第三者委員会ドットコムは、東京証券取引所が運営する適時開示情報閲覧サービス（TD Net）を利用して、2015 年 1 月以降に第三者委員会報告書を開示した企業のデータを掲載している。

対象とした企業データは全 7569 件であり、そのうち第三者委員会報告書が発表された不正事例は 110 件であった。なお、変数に欠損の見られた 8 件のデータをリストワイズ法で取り除いた上で分析を実施している。したがって、分析に用いたデータは 7561 件である。

分析に先立ち、いくつかのデータ前処理を行った。まず、説明変数間の多重共線性を確認した。具体的には、分散拡大係数（Variance Inflation Factor, VIF）を用いて評価した結果、すべての変数で VIF 値が 10 を下回っており、多重共線性の問題は認められなかった（表 1 参照）。次に、従属変数である不正の発生がレアイベント（発生頻度が低い事象）であることを考慮し、不正の発生に重みを付与する形で分析を進めた。

本研究では、ロジットモデルを用いて分析を行った。具体的には、ランダム効果と固定効果の両モデルを試験的に実施し、ハウスマン検定によってモデルの選定を行った。その結果、固定効果モデルが有意であることが確認されたため、以降の分析では固定効果のロジットモデルを採用した。このようにして得られたデータと手法に基づき、不正発生の要因を明らかにするための分析を行った。

本研究で採用したロジットモデルの式は以下の通りである：

$$\text{logit}(P(\text{fusei}=1)) = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{employ} + \beta_2 \cdot \text{kogaisha} + \beta_3 \cdot \text{ROE} + \beta_4 \cdot \text{tobin_Q} + \beta_5 \cdot \text{sodan} + \beta_6 \cdot \text{female} + \beta_7 \cdot \text{shagai_mochi} + \beta_8$$

$$\cdot \text{num_shagai} + \beta_9 \cdot \text{bank_shagai} + \beta_{10} \cdot \text{shihai_shagai} + \beta_{11} \cdot \text{mainbank_shagai} + \beta_{12} \cdot \text{sogo_shagai} + \beta_{13} \cdot \text{ken} \\ \text{nin_shagai} + \beta_{14} \cdot \text{shoken_shagai} + \beta_{15} \cdot \text{hoken_shagai} + \beta_{16} \cdot \text{firm}$$

表1 Variance Inflation Factor (VIF) による多重共線性の評価

変数	VIF 値
code	1.203878
employ	1.988976
kogaisha	1.978790
fusei	1.003788
ROE	1.007898
tobin_Q	1.102950
sodan	1.005120
female	1.128426
shagai_mochi	1.038933
num_shagai	1.375910
bank_shagai	1.629933
shihai_shagai	4.229875
mainbank_shagai	1.572898
sogo_shagai	1.086411
kennin_shagai	1.190837
shoken_shagai	1.031393
hoken_shagai	1.054540

表2 変数の定義

変数	定義
employ	期末従業員数
kogaisha	企業の連結財務諸表の対象となる子会社の数
ROE	最終損益/自己資本・前期×100:連結優先
tobin_Q	(株式時価総額+負債合計)/総資産
sodan	相談役・顧問などの有無、相談役や顧問などが存在すれば1

female	女性の役員比率
shagai_mochi	社外取締役比率持株比率 社外取締役の株式保有比率
num_shagai	社外取締役の人数
bank_shagai	社外取締役のうち過去に銀行の職務歴がある人数
shihai_shagai	社外取締役のうち過去に支配会社(15%以上の大株主)の職務歴がある人数
mainbank_shagai	社外取締役のうち過去に主要取引銀行の職務歴がある人数
sogo_shagai	社外取締役のうち相互派遣している社外取締役の人数
kennin_shagai	社外取締役のうち他社で社長級を兼任している人数
shoken_shagai	社外取締役のうち過去に証券の職務歴がある人数
hoken_shagai	社外取締役のうち過去に保険の職務歴がある人数
firm	企業固定効果

第3章：分析

本章では、ロジスティックモデルによる分析結果を提示した上で、各仮説の検証を行う。結果は表3の通りである。

表3 分析結果

説明変数	推定値	標準誤差	z 値	p 値	有意性
intercept	-14.39	12230.0	-0.001	0.999	
employ	31.31	4.81	6.51	<0.001	***
kogaisha	-7.29	2.57	-2.84	0.0046	**
ROE	1.50	0.40	3.73	<0.001	***
tobin_Q	4.01	0.98	4.09	<0.001	***
sodan	1.16	0.92	1.26	0.206	
female	1.20	0.22	5.49	<0.001	***
shagai_mochi	8.13	3.73	2.18	0.029	*
num_shagai	-0.98	0.34	-2.85	0.0043	**
sogo_shagai	-0.79	0.23	-3.49	<0.001	***
kennin_shagai	0.67	0.20	3.36	<0.001	***

shoken_shagai	0.38	0.18	2.26	0.039	*
bank_shagai	0.00057	0.27	0.002	0.998	
Controls (fixed effects)	Yes	-	-	-	
サンプルサイズ	7561				
擬似決定係数	0.8701				
対数尤度	-1354.869				

注釈: 有意性の基準: * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

分析の結果、社外取締役が社長級の役職を兼任していることを示す変数である *kennin_shagai* は、0.1%水準で有意に正の結果を示した。これは、社長級の役職を兼任する社外取締役が存在する企業において、不正発生確率が有意に高い傾向があることを示唆している。

この結果は、理論的背景とも整合している。エージェンシー理論 (Jensen & Meckling, 1976) によれば、取締役の独立性や監視機能が弱まると、経営陣の不正行為や利益相反が生じやすくなるとされる。社長級の役職を兼任する社外取締役は、その責務の重さや多忙さから企業全体の監視に十分な時間や労力を割けない可能性がある。また、社長級の地位に伴う強い影響力が、経営陣との馴れ合いや独立性の欠如を招き、監視機能を低下させる一因となると考えられる。

さらに、金融庁 (2021) のコーポレートガバナンス・コードにおいても、取締役が多くの役職を兼任することで独立性や監視機能が低下するリスクについて言及されており、取締役の役割の実効性確保が求められている。森田・黒木 (2023) も同様に、兼任取締役が存在する場合、リスク管理における独立性が弱まる傾向を示しており、今回の結果はこれらの先行研究とも一致する。

これらの結果は、社長級の兼任が企業のガバナンス体制に潜在的な脆弱性を生じさせ、不正の発見や抑止が遅れる可能性を示唆している。特に、複数の企業で要職を兼務する取締役が、特定企業の利益よりも自身の職務や立場を優先してしまうことで、監視機能が形骸化するリスクがあると考えられる。

したがって、本研究における仮説 H1 は支持される。この結果は、企業ガバナンスの観点から、社外取締役の独立性や兼任状況を適切に管理する必要性を示唆しており、取締役会の構成や監視体制の見直しに向けた具体的な示唆を提供するものである。

次に、銀行出身の社外取締役を示す変数 *bank_shagai* は、5%水準で統計的に有意な結果が確認されず、銀行出身者が必ずしも不正発生を抑止していない可能性が示唆された。日本企業においては、株式持合いや取引関係を背景に銀行と企業の関係が密接になる傾向が指摘されている

(Hoshi et al., 1991)。こうした構造上の結びつきのため、銀行出身者が過去の関係性から独立性を確保しにくい場合が考えられ、その結果として、取締役会において独立した監視機能を十分に発揮できない状況が生じている可能性も否定できない。

一方、仮説 H3 に関しては、証券出身の社外取締役を示す変数 *shoken_shagai* が 5%水準で有意に正となり、証券出身者を擁する企業では不正発生確率がむしろ高まる傾向が示された。これは、証券業界出身者の市場分析能力や財務報告に関する専門知識が、企業の監視機能の強化には必ずしもつながらないことを意味している。

これらの結果からは、銀行・証券を問わず金融業界で培われた高度な知識や能力そのものが、企業のコーポレートガバナンスを改善し、不正を抑止するために十分活用されていない可能性がうかがえる。企業が社外取締役に専門的なアドバイスや監視機能を期待するのであれば、具体的な体制整備やコミュニケーションの場の設計が不可欠である。たとえば、業界特有のリスクや経営課題を共有する機会を設ける、取締役会の議題設定を工夫する、あるいは社内情報を的確に提供するなどの取り組みがなければ、外部出身者が有する専門性を十分に発揮しにくい。実際、コーポレートガバナンス全般を包括的に論じた Shleifer & Vishny (1997) においても、外部からの知識やモニタリングが企業の内部状況やインセンティブ構造と十分に結びつかない場合、その効果が限定的になる懸念が指摘されている。こうした点を踏まえると、銀行出身・証券出身を問わず社外取締役に迎えるにあたり、企業の実情に応じたガバナンス体制や情報共有メカニズムを適切に整えることが、不正抑止や企業価値向上に寄与するために不可欠と考えられる。

以上の結果から、銀行および証券出身の社外取締役が必ずしも企業の不正発生リスクの低減に寄与しているとは言えないことが明らかとなった。業界ごとに求められる専門性が異なることや、特定業界出身者の独立性が確保しにくい構造的要因が影響している可能性が考えられる。今後の研究では、社外取締役の出身業界に加え、企業の業種特性や組織文化といった要素を考慮した分析を行うことで、より包括的な知見が得られることが期待される。

また、社外取締役の相互派遣を示す *sogo_shagai* の係数は 0.1%水準で統計的に有意な負の結果を示した。これは、相互派遣の社外取締役が存在する企業において、不正発生確率がむしろ低下する傾向が見られたことを意味し、当初の仮説 H4 は支持されなかった。

このような結果は、一般的なエージェンシー理論やガバナンス研究で想定されていた「利害関係がある社外取締役は独立性を損ない、リスクを増大させる」といった見方とは逆の結果を示唆している。考えられる理由としては、相互派遣社外取締役が自社グループ間の評判維持や長期的な関係強化を重視するため、不正行為の抑止に積極的になった可能性や、本研究のサンプル特性や業界構造が、相互派遣を行う企業ほどガバナンス体制が整備されていることを反映している可能性がある。また、既存の規制・コードが想定以上に機能し、相互派遣社外取締役を含めた取締役会全体でのモニタリングが強化されていることも考えられる。

最後に、本研究の主要な仮説とは直接的には関連しないものの、有意な結果が得られた変数についての解釈を行う。

employ の推定値について、企業規模が大きくなると内部統制が強化され、不正の発生が抑制されると考え、負の符号を示すと予測していた。しかし、実際には正の符号を示し、1%水準で有意であった。この結果については、企業規模が拡大することで管理が複雑化し、ガバナンスの実効性が低下する可能性があるとして解釈される。特に、大規模な組織では情報共有や監視体制の効率が低下し、不正リスクが増大することが考えられる (Karpoff et al. 2008)。

次に、*kogaisha* の推定値について、子会社数が多いほど管理負荷が増し、不正が起きやすくなると考え、正の符号を示すと予測していた。しかし、実際には負の符号を示し、1%水準で有意であった。この結果については、子会社数が増えることで親会社からの統制が強化され、不正が抑制される可能性があると解釈される。たとえば、連結子会社が増加することで、親会社が内部監査やリスク管理の体制を強化する必要性が生じるため、ガバナンスが結果的に改善される可能性があると推測される。

ROE について、収益性の高い企業は堅調な業績により内部統制が強化され、不正のリスクが低下すると考え、負の符号を示すと予測していた。

しかし、実際には正の符号を示し、1%水準で有意であった。この結果については、収益性の高い企業が高い業績目標や株主への期待に応えるため、不正行為に走るインセンティブを持つ可能性があると解釈される。このようなプレッシャーは、経営者が短期的な利益を優先し、ガバナンスを損なう行動を取る要因となることがある (Fama & Jensen, 1983)。

tobin_Q の推定係数について、市場評価の高い企業は短期的な収益追求からの自由度が高く、ガバナンスが相対的に安定していると考えられるため、負の符号を示すと予測していた。しかし、実際には正の符号を示し、1%水準で有意であった。この結果については、市場からの高い評価や期待を維持するために、企業が無理な業績目標を設定し、その達成のために不正行為が行われる可能性が考えられる。このような状況では、株主や市場の期待に応えるプレッシャーが、経営者に短期的な利益追求を促し、不正行為を誘発する要因となる可能性がある (Karpoff et al., 2008)。

最後に、*female* の推定係数も正の符号でかつ有意であった。女性役員の登用やダイバーシティの推進は不正行為を抑制すると予測される研究もある (Adams & Ferreira, 2009) が、本研究では逆の符号となった。これは、女性役員の比率が高い企業が必ずしも実質的なガバナンス強化に結びついていない可能性を示唆している。たとえば、形式的に女性役員を増やしているのみで、実質的な経営・監査機能には影響を与えていない場合、不正行為を阻止する力が十分には働かない可能性がある。

終章：結論と今後の課題

本論文の目的は、日本企業における社外取締役のバックグラウンドに焦点を当て、不正発生リスクとの相関を解明することであった。東京証券取引所のプライム、スタンダード、グロース市場に上場している非金融企業を対象に、2020年から2024年の5年間のパネルデータを用い、固定効果ロジットモデルを採用して分析を行った。その結果、以下の点が示唆された。

第一に、社長級のポジションを兼任する社外取締役が存在する企業では、不正発生リスクが統計的に有意に高い傾向が確認された。第二に、証券業界出身の社外取締役がいる企業でも、不正発生リスクが有意に高いことが示された。第三に、相互派遣の社外取締役が存在する企業では、不正発生リスクが低下する傾向が見られた。一方、仮説で設定した銀行出身の社外取締役については、不正発生リスクとの相関は統計的に有意ではなかった。また、仮説にはなかったものの、

女性取締役の存在や社外取締役の株式保有が不正発生リスクと有意な相関を示しており、これらの要因にも着目する必要がある。

これらの結果は、社外取締役の数だけではなく、その属性や役割が企業不正の発生リスクに与える影響を示唆している。しかし、本研究はあくまで観察データに基づくものであり、因果関係を証明するものではない点には注意が必要である。特に、社外取締役の属性が不正発生に与える影響が直接的なものか否かを明確にするには、さらなる因果推論を用いた分析が求められる。

本研究の貢献として、先行研究が主に社外取締役の数と不正抑止の相関に着目していたのに対し、本論文は社外取締役のバックグラウンドに焦点を当て、社長級兼任や証券業界出身といった特定の属性が不正発生リスクと相関する可能性を示した。また、相互派遣の社外取締役の存在が不正発生リスクの低下と相関している点は、企業間のネットワークや監視の実効性に関する新たな視点を提供するものである。

しかし、本研究にはいくつかの限界が存在する。第一に、観察データを用いているため、因果関係ではなく相関関係の示唆に留まる点が挙げられる。第二に、対象企業が東京証券取引所に上場している企業に限定されており、非上場企業や海外企業への適用可能性には限界がある。第三に、本研究では、不正の発生有無を第三者委員会報告書の発表有無を基準に評価したが、第三者委員会報告書は発覚した不正のみを対象としており、発覚していない不正事例は評価に含まれていない。この点は、不正の全体像を把握する上での制約となる。また、第三者委員会報告書が作成される背景には、不正の発覚という事象が含まれているため、社外取締役が一定の監視機能を果たしている結果と解釈される可能性がある。しかし、本研究では、利用可能なデータが公的資料に限定されている現状を踏まえ、第三者委員会報告書を基準として採用することが実務上最適な選択であると判断した。この点は、本研究の結果を解釈する際に留意すべき点である。加えて、不正発生がレアイベントであることから、データの偏りを完全に排除することは困難であった。

本研究は、不正抑止という観点から企業ガバナンスの改善に向けた具体的な示唆を提供するものである。特に、社外取締役の人数だけではなく、その属性や背景、そして構成を適切に見直すことの重要性を提言した点は、ガバナンス改革の議論に新たな視点をもたらすものである。本研究の知見が、今後の企業の実務や政策立案において有益な示唆となることを期待する。

謝辞

本論文の完成にあたり、多くのご指導と助言を賜りましたことに、心より感謝申し上げます。まず、本研究を通じて終始ご指導いただきました木村太一先生には、研究の方向性を示していただくとともに、多くの有益なご意見を賜り、深く感謝申し上げます。また、副査としてご指導くださった武田史子先生および齋藤卓爾先生には、研究内容のさらなる深化に向けた貴重なご意見と励ましをいただきましたこと、心より御礼申し上げます。

参考文献

- 青木, 英孝. (2021). コーポレート・ガバナンスが企業不祥事に与える影響. *組織科学*, 55(2), 58-69.
- 株式会社 東芝. (2015). 第三者委員会の調査報告書全文の公表及び当社の今後の対応並びに経営責任の明確化についてのお知らせ. 東芝.
https://www.global.toshiba/content/dam/toshiba/migration/corp/irAssets/about/ir/jp/news/20150721_1.pdf
- 金融庁. (2021). コーポレートガバナンス・コード. Retrieved from
<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20210618/03.pdf>
- 金融庁. (2021). コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について. Retrieved from <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210406/02.pdf>
- 経済産業省. (2020). コーポレートガバナンス・コードに関する指針.
- 経済産業省. (2020). コーポレート・ガバナンス・システムに関する研究会 報告書. Retrieved from https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/20200731_01.pdf
- 黄, J. (2020). 取締役会の多様性が企業行動に与える影響. 中国上場企業における分析.
- 小林製薬. (2024). 事実検証委員会の調査報告を踏まえた取締役会の総括について. Retrieved from https://www.kobayashi.co.jp/newsrelease/files/pdf/20240723_01.pdf
- 柴野, 良美. (2020). 経営者不正にコーポレートガバナンスは機能するのか: 組織ヒエラルキーに基づく不正会計主体とガバナンス主体の関係性を考慮した実証分析. *経営研究*, 53(4), 51-63.
- ダイヤモンド編集部. (2023). 東レでまたもや品質不正発覚! 生かされない再発防止策と不祥事連発を招く「背信」の正体. *ダイヤモンド・オンライン*. <https://diamond.jp/articles/-/319213>
- 東京証券取引所 (2023) 『コーポレート・ガバナンス白書 2023 (データ編)』東京証券取引所
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/cg27su0000007u5u.pdf#>
- 東芝「不適切会計」とは何だったのか: 1500 億円以上の利益をカサ上げた背景とは. (2015 年 8 月 26 日). 東洋経済オンライン. <https://toyokeizai.net/articles/-/78801?page=3>

富田, 頌子. (2015). 東芝「不適切会計」とは、何だったのか: 1500 億円以上の利益をカサ上げた背景とは. *東洋経済オンライン*. <https://toyokeizai.net/articles/-/78801?page=3>

日本企業の取締役兼任ネットワークにおけるリスク指標の同類性. Retrieved from https://rikkyo.repo.nii.ac.jp/record/2000298/files/AA12512231_14_04.pdf

日本経済新聞. (2022). お飾り社外取締役、もう許されず: 不正の監督責任厳しく. *日本経済新聞*. <https://diamond.jp/articles/-/319218>

日本企業の取締役兼任ネットワークにおけるリスク指標の同類性. Retrieved from https://rikkyo.repo.nii.ac.jp/record/2000298/files/AA12512231_14_04.pdf

日本総合研究所. (2019). 取締役会における多様性とスキル確保の重要性. Retrieved from https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/pdf/company/publicity/2019/1009_kuroda0.pdf

日本弁護士連合会. (2023). 社外取締役ガイドライン. Retrieved from https://www.nichibenren.or.jp/library/ja/publication/booklet/data/sogai_guideline.pdf

日本弁護士連合会. (2023). 社外取締役ガイドライン. [オンライン] 日本弁護士連合会ウェブサイト. Retrieved from <https://www.nichibenren.or.jp>

松本, 守. (2019). 日本企業の取締役会における女性取締役のつようは本当に企業パフォーマンスを引き上げるのか? *北九州市立大学 商経論集*, 3月号.

村上, 力. (2023). 「東レの“お飾り社外取”が会社をダメにした」ガバナンス専門家が断罪、「伊藤レポート」の伊藤邦雄氏に喝! . *ダイヤモンド・オンライン*.

森田啓介・黒木裕鷹 (2023) 「日本企業の取締役兼任ネットワークにおけるリスク指標の同類性の検証」人工知能学会 第二種研究会資料, FIN-031, 156-163. https://doi.org/10.11517/jsaisigtwo.2023.FIN-031_156

読売新聞. (2024, 4月21日). 小林製薬「紅麹」問題、社外取締役への報告は社長報告から43日後…コーポレートガバナンスに課題. <https://www.yomiuri.co.jp/national/20240421-OYT1T50081/>

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>

- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Cressey, D. R. (1953). *Other People's Money: A Study in the Social Psychology of Embezzlement*. Glencoe: Free Press.
- Endrikat, J., de Villiers, C., Guenther, T. W., & Guenther, E. M. (2021). Board Characteristics and Corporate Social Responsibility: A Meta-Analytic Investigation. *Business & Society*, 60(8), 2099-2135.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
<https://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
- Karpoff, J. M., Lee, D. S., & Martin, G. S. (2008). "The cost to firms of cooking the books." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(3), 581-611.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The Determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328.
- Milliken, F. J., & Martins, L. L. (1996). Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups. *Academy of Management Review*.
- Romano, R. (2005). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance. *Yale Law Journal*, 114(7), 1521-1611.