

Title	オーナー企業と社外取締役：コーポレートガバナンス改革の影響
Sub Title	
Author	山本, 興陽(Yamamoto, Koyo) 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	2024
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2024年度経営学 第4274号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002024-4274

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

オーナー企業と社外取締役
ーコーポレートガバナンス改革の影響ー

主 査	齋藤 卓爾 教授
副 査	太田 康広 教授
副 査	村上 裕太郎 教授
副 査	

氏 名	山本 興陽
-----	-------

論文要旨

指導教員	齋藤 卓爾	氏名	山本 興陽
(論文題名)			
オーナー企業と社外取締役 ーコーポレートガバナンス改革の影響ー			
(内容の要旨)			
日本でコーポレートガバナンス改革が急速に進んでいる。2015年に、コーポレートガバナンス・コードが導入され、全上場企業に独立社外取締役を2名以上選任することが求められた。その結果、オーナー企業や非オーナー企業を問わず、広く社外取締役が普及することになった。 一般的に、オーナー企業の社外取締役には、経営陣や利益相反の監督、特に少数株主保護の役割が期待される。しかしながら、オーナー企業では所有と経営が一致している以上、オーナーによる社外取締役の任命権が強く、オーナーの意向が強く反映された人物が選出されることが多いと考える。社外取締役は、強い任命権を持つオーナーに意見を申せるのかという疑問もある。 上記等を踏まえて、筆者は「オーナー企業の社外取締役の役割は限定的ではないか」という問題意識を持っている。言い換えれば、コーポレートガバナンス・コードで期待されている社外取締役の役割と、オーナー企業の社外取締役が現実を果たしている役割はギャップがあると考えている。それゆえ、オーナー企業の社外取締役は、非オーナー企業とは異なる影響を企業パフォーマンス等にもたらしているのではないかと考え、オーナー企業への社外取締役導入効果を検証すべく本研究を行うことにした。 本研究の新規性や独創性は、日本のコーポレートガバナンス改革による社外取締役導入効果をオーナー企業に焦点をあて分析したことにあると考える。 筆者は、問題意識とオーナー企業の分類により、以下2つの仮説を構築した。 仮説の1つ目は、「コーポレートガバナンス改革前の2013年パフォーマンス上位のオーナー企業は、社外取締役導入が強化されることで、パフォーマンスが悪くなる」。仮説の2つ目は、「コーポレートガバナンス改革前の2013年パフォーマンス下位のオーナー企業は、社外取締役導入が強化されることでパフォーマンスが良くなる」。 本仮説を立証するために、分析を行ったところ、以下2点の結果を得ることが出来た。1つ目が、「オーナー企業について、2013年ROA下位企業は、社外取締役導入の強化で、ROAのプラス幅に抑制効果がある」。2つ目が、「非オーナー企業について、2013年トービンのq上位企業は、社外取締役導入を強化することで、トービンのqプラス幅に抑制効果がある」。このような分析結果を得ることが出来た。 オーナー企業について示した1つ目の結果からの示唆として、パフォーマンス(主にROA)の悪いオーナー企業は、社外取締役の導入や活用を慎重に考えるべきであると考え。コーポレートガバナンス・コードの遵守で、ほぼすべての上場企業が社外取締役2名以上の導入をしている。しかしながら、半ば強制的に社外取締役の導入を求められたオーナー企業群のROAに好影響をもたらしたとは言えない。パフォーマンス不振の改善策の一つとして、社外取締役導入を求めることは適切とは言えない。ガバナンス改革が声高に叫ばれ、社外取締役導入は好意的に受け止められることが多いが、企業の個別事情、特に業績不振企業においては、その導入強化が行われるべきであると考え。			

目次

1.研究の背景と問題意識.....	2
1-1 研究の背景.....	2
1-2 オーナー企業の社外取締役への問題意識.....	2
1-2 問題意識の実例①(オーナーは社外取締役導入に後ろ向き).....	3
1-3 問題意識の実例②(任命権限の強さ).....	4
2.先行研究レビューと本研究の目的.....	5
2-1 社外取締役導入の先行研究.....	5
2-2 オーナー企業の先行研究.....	5
2-3 オーナー企業への社外取締役導入.....	6
2-4 先行研究を踏まえた本研究の位置づけや目的.....	6
3.仮説.....	7
3-1 仮説提示上の企業8分類.....	7
3-2 企業8分類をした上での仮説提示.....	9
4.分析手法・概要.....	11
4-1 パフォーマンス測定項目.....	11
4-2 測定期間.....	11
4-3 分析の流れ.....	11
4-4 分析①のモデル式とその説明.....	12
4-5 分析②のモデル式とその説明.....	13
4-6 分析③のモデル式とその説明.....	13
4-7 分析④のモデル式とその説明.....	13
4-8 データソース.....	14
5.結果.....	15
5-1 分析①結果.....	15
5-2 分析②結果.....	17
5-3 分析③結果.....	20
5-4 分析④結果.....	23
6.考察.....	27
6-1 FとHの関係(ROA、ROA業種等調整).....	27
6-2 AとCの関係(トービンのq、トービンのq業種等調整).....	27
7.結論.....	28
7-1 仮説との結果比較.....	28
7-2 オーナー下位企業の社外取締役導入とROAの関係性.....	28
7-3 研究の限界.....	29
8.謝辞.....	30
参考文献.....	31
付属資料.....	33

1.研究の背景と問題意識

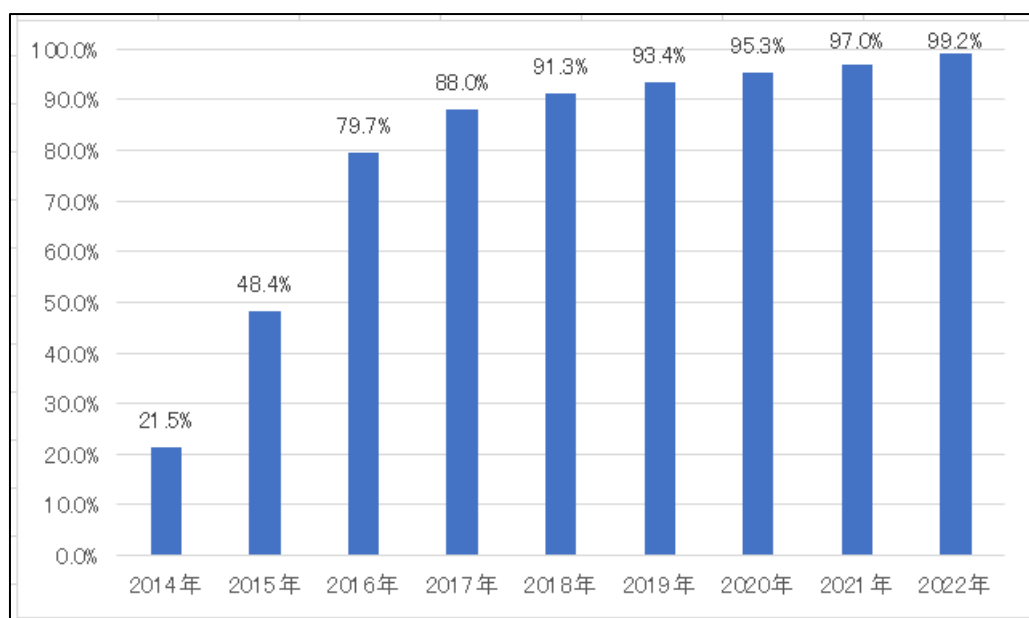
1-1 研究の背景

2012年、第二次安倍晋三内閣が発足し、経済政策・アベノミクスが進められた。3本目の矢として成長戦略が掲げられ、その一つとして、コーポレートガバナンス改革が強化された。具体的な施策は、スチュワードシップ・コード(2014)、コーポレートガバナンス・コード(2015)の導入であった。スチュワードシップ・コードは、機関投資家の行動指針を示し、コーポレートガバナンス・コードは、上場企業の統治指針を示したものである。この2つが導入され、上場企業の取締役会の独立性や監督機能、ひいては社外取締役の役割に注目が集まった。

コーポレートガバナンス・コードでは、「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」と明示された。

以下の図1が示すように、社外取締役2名以上選任する企業比率は年々上昇している。コーポレートガバナンス・コードが策定される前の2014年は、同比率はわずか21.5%だったが、2022年は同99.2%にまで上昇した。

図1 独立社外取締役を2名以上選任する上場企業の数



東京証券取引所「コーポレートガバナンス白書2023」より筆者作成
2014年～2021年までは東証一部、2022年はプライム市場を対象

1-2 オーナー企業の社外取締役への問題意識

社外取締役の役割は、コーポレートガバナンス・コード原則4-7で「(i)経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと (ii)経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと (iii)会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること (iv)

経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」と、具体的に記されている。

非オーナー企業(サラリーマン社長企業)では、経営陣が当該企業株式を保有していない、あるいは保有していたとしても、持株比率はわずかで所有と経営は一致していない。そのため、「(iii)会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること」等で果たす役割は大きい。

では、オーナー企業の場合はどうか。比率の濃淡はあれども、オーナー自身が株式を大量保有しており、株主目線も持っていることが、非オーナー企業と異なる点である。一般的に、オーナー企業の社外取締役には、株主構成の特質上、少数株主保護の役割が強く求められる。コーポレートガバナンス・コード原則4-7でいえば、「(iv)経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映」と記された箇所が特に期待されよう。

しかしながら、オーナー企業では所有と経営が一致している以上、オーナーによる社外取締役の任命権が強く、オーナーの意向が強く反映された人物が選出されることが多いと考える。社外取締役は、強い任命権を持つオーナーに意見を申せるのかという疑問もある。

筆者は、上記等を踏まえて「オーナー企業の社外取締役の役割は限定的ではないか」という問題意識を持っている。言い換えれば、コーポレートガバナンス・コードで期待されている社外取締役の役割と、オーナー企業の社外取締役が現実に果たしている役割はギャップがあると考えている。

それゆえ、オーナー企業の社外取締役は、非オーナー企業とは異なる影響を企業パフォーマンス等にもたらしているのではないかと考え、その導入効果を検証すべく本研究を行うこととした。

1-2 問題意識の実例①(オーナーは社外取締役導入に後ろ向き)

筆者が設定したオーナー企業の基準に基づいて、オーナー企業と非オーナー企業の社外取締役比率を比較すると、図2のように異なる傾向が見て取れる。

図2 オーナー企業と非オーナー企業の社外取締役導入比率比較

	オーナー企業	非オーナー企業
2013年 社外取比率	9.7%	12.1%
2024年 社外取比率	33.9%	38.1%

筆者分類のオーナー企業を基準に作成

目的変数をROA差分とした際に、用いた企業群を集計対象

コーポレートガバナンス改革が進む以前の2013年時点の社外取締役導入比率は、オーナー企業が9.7%であったのに対して、非オーナー企業は12.1%と、2.4ポイントの差があった。コーポレートガバナンス改革が進んだ2024年の同比率はオーナー企業が33.9%であったのに対して、非オーナー企業は38.1%と、4.2ポイントの差があった。両時点でオーナー企業のほうが、非オーナー企業に比べて、社外取締役の導入に後ろ向きであることがわかる。また、比率差についても、2.4ポイントから4.2ポイント拡大している。コーポレートガバナンス改革以後において、その傾向が顕著になっ

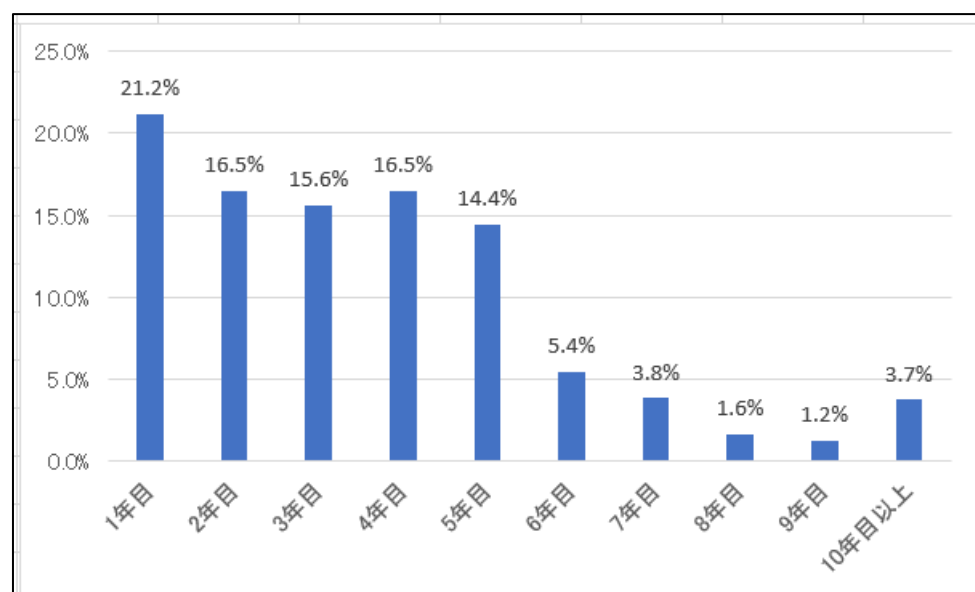
たと考える。1-2で、オーナー企業の社外取締役は、非オーナー企業とは異なる影響を企業パフォーマンス等にもたらしているのではないかと記したが、導入するか否かの段階でも、オーナー企業と非オーナー企業でスタンスが異なる。

このような数字から、オーナーの社外取締役導入に対する思考として、「経営の邪魔をされたくない」「自分自身の意思決定が最善であり、導入する必要がない」「私物化にメスを入れられたくない」「経営ポジションから追い出される可能性を排除したい」などがあると筆者は推察する。

1-3 問題意識の実例②(任命権限の強さ)

経済産業省(2020)によれば、在任期間が1年目～5年目が8割を超えている。一方、在任期間が10年を超えるケースが3.7%存在している。

図3 社外取締役の在任期間



経済産業省「社外取締役の現状について」(2020年5月13日)より筆者作成

例えば、ユニクロなどを展開するファーストリテイリングでは、2024年12月時点で、ゴールドマンサックスでM&Aアドバイザーを務めた服部暢達氏が19年、日本オラクルで社長を務めた新宅正明氏が15年間、それぞれ社外取締役を務めている(ファーストリテイリング,2024a)。2024年の株主総会での賛成率は、服部氏が62.2%、新宅氏が62.1%で低水準となっている(パフェット・コード,2024)。賛成率は、柳井正会長兼社長CEOが94.1%、他の社外取締役が全て95%超であるということからも、服部氏と新宅氏は在任期間の長さが問題視され、機関投資家などが再任を反対していると考えられる。服部氏と新宅氏の低水準の賛成率は、前年の株主総会でも同様の傾向であった。ファーストリテイリングの株主構成は、柳井正CEOをはじめ柳井一族だけで30%超を握っている(ファーストリテイリング,2024b)。総会結果と、株主構成を鑑みるに、服部氏と新宅氏の選任は、事実上、オーナーである柳井一族の意向によって行われていると考えられる。

本事例から、オーナー企業においては、多くの株主が特定の社外取締役の選任に反対しても、オーナー意向で選任が可能となるため、社外取締役の任命権限が強いことが示唆される。

2. 先行研究レビューと本研究の目的

2-1 社外取締役導入の先行研究

Rosenstein/Wyatt(1990)では、社外取締役の任命が株主価値に与える影響を分析し、取締役会の独立性が企業価値向上に寄与するかを検証している。一般的には、社外取締役は、経営者の監視者として機能し、企業の戦略的意思決定に外部の視点を提供する役割を持つと考えられている。しかし、CEOが取締役の任命に影響力を持つことが多く、独立性の効果には疑問が残ることも指摘されることがある。分析の結果、社外取締役の任命は、株主価値に対して統計的に有意なプラスの効果をもたらした。

一方、Bhagat/Black(2002)では、アメリカの大企業を対象に、独立取締役の割合が増加することが必ずしも企業業績の向上につながらないことを示した。分析の結果、独立取締役の割合が高い取締役会と企業業績の間に有意な正の相関関係は見られなかった。また、業績が低迷している企業ほど、取締役会の独立性を高める傾向があるが、これにより業績が改善するという結果も得られなかった。取締役会の独立性を高めることは、企業業績改善の契機とはならず、企業特性や固有の事情に合わせて設計されるべきで、一律に独立取締役の増加を推奨するのは非効率の可能性を示唆した。

また、宮島(2012)でも、社外取締役の選任や社外取締役比率の上昇は、平均的にはパフォーマンスの向上に寄与していないことを明らかにするとともに、社外取締役の導入効果が企業特性によって異なることを明らかにした。一律にすべての企業に社外取締役の選任を要求することは、ベネフィットばかりでなくコストを要することを意味する。それゆえ、制度設計としては、すべての企業に社外取締役導入の義務化よりも企業に選択の余地を残すことが望ましいと結論付けている。

上記3つの論文で見てきたように、社外取締役導入の企業価値や業績パフォーマンスへの寄与は、学術的見解が分かれる。

2-2 オーナー企業の先行研究

Anderson/Reeb(2003)では、S&P500企業を対象に、オーナー企業の長期的パフォーマンスに及ぼす利点・欠点を実証的に分析した。その結果、オーナー企業の業績が非オーナー企業より優れていることを示した。ただし、オーナー企業には、業績の非線形関係が存在し、株式のオーナー所有比率が増加すると業績が最初は向上するものの、一定水準を超えると減少することが示された。オーナー企業において、CEOの出身別でみると、創業者自身あるいはその子孫がCEOの場合、会計上の収益指標と正の相関がある。一方、市場パフォーマンスについては、創業者と外部出身者がCEOを務める場合のみ優れており、創業者の子孫がCEOを務めても正の影響がないことを示している。

後藤(2021)では、日本の上場企業を対象に、ファミリー企業と非ファミリー企業(一般企業)でパフォーマンスの優劣を比較した。コロナ禍以前の2019年とコロナ禍の2020年度共に、収益性を示すROAはファミリー企業が非ファミリー企業を上回った。また、財務の安全性を示す流動比率と自己資本比率についても、ファミリー企業のほうが安全性は高いという結果が得られた。

Anderson/Reeb(2003)と後藤(2021)からは、オーナー企業が非オーナー企業より、優れていることが示された。これらは、比較的オーナー企業を肯定するものである。

しかしながら、オーナー企業に負の側面が多数あることも事実である。

Villalonga/Amit(2006)によれば、創業者がCEOを務める場合は企業価値を向上させると明らかにした。また、外部出身者CEOと創業者会長のペアの場合も企業価値は高くなる。一方、創業者の子孫(第2世代)がCEOを務める場合、企業価値が低下するなど、世代間の影響が見られた。創業者の関与は企業価値を高める一方で、子孫世代の経営は企業価値を低下させるリスクがある。そのため、創業者以降のガバナンスは緻密な戦略が求められることが示唆される。

2-3 オーナー企業への社外取締役導入

2-1で社外取締役の導入効果、2-2でオーナー企業について先行研究のレビューを行ってきた。では、オーナー企業に社外取締役を導入するとどうなるのか。

Anderson/Reeb (2004)では、オーナー企業での取締役会の構成が、企業業績にどのように影響を与えるかを分析した。特に、社外取締役がオーナー家の影響をどのように緩和し、少数株主の利益を保護するかに焦点を当て、以下2点の内容を導き出した。1点目が、社外取締役と業績の関係である。オーナー家が関与する企業では、社外取締役の割合が高いほど業績が良い。逆に、社外取締役の比率が低い場合、オーナー企業の業績は低下する傾向が見られた。2点目が、オーナー家の社外取締役に対する考え方である。オーナーは社外取締役の存在を最小限に抑えようとすることが多いのに対し、外部の株主は社外取締役を代表に求めることがわかった。こうした結果は、株主間対立を緩和する上での社外取締役の重要性を強調し、少数株主の利益は、社外取締役を通じて実現されることを示唆している。経営者と株主の対立を超えて、株主間対立も含めた議論をすることで、米国企業のコーポレートガバナンスと権力のバランスにとってより豊かな環境が提供されると主張している。

2-4 先行研究を踏まえた本研究の位置づけや目的

2-3で示したAnderson/Reeb (2004)は、オーナー企業と社外取締役導入の関係性を示したものであるが研究対象は米国企業である。また、宮島(2012)は日本でコーポレートガバナンス改革が進む以前の分析をしており、コーポレートガバナンス改革後の検証はなされていない。

本研究では、日本のコーポレートガバナンス改革を受けた、社外取締役導入効果を分析し、オーナー企業と非オーナー企業で社外取締役導入効果の違い等を明らかにする。筆者が調べたところ、本研究に類似するものは非常に限られており、新規性や独創性があると考えている。また、これまでのガバナンス改革の検証を行うことで、日本のコーポレートガバナンスをより前進させることができると考えている。

3. 仮説

3-1 仮説提示上の企業8分類

以下3つの軸で、企業を分類する。

1つ目の軸が、オーナー企業か非オーナー企業かどうかである。オーナー企業の判定には、SPEEDAの「オーナー企業リスト」(2024年10月23日ダウンロード)をベースとして用いた。このリストでのオーナー企業の判定は、上場企業を対象に「代表者(社長)」「会長」の苗字(もしくは氏名)が、有価証券報告書中の大株主情報に含まれるケースを「オーナー企業」と機械的に判別をし、リストアップしている。筆者はオーナー企業リストを全企業と全株主で照合し、オーナー企業でないと個別判別した企業をスクリーニングした。例えば、会長の苗字が安田で、大株主に明治安田生命が名を連ねている場合などである。こうしたスクリーニング作業を経たものを、本研究では、オーナー企業と判定した。この基準に基づいて、オーナー企業に該当しない企業は、一律で非オーナー企業とした。

2つ目の軸が、2013年のパフォーマンスが上位25%企業か下位25%企業かの分類である。すでに問題意識等で、「オーナーが強い権限を持つため、そもそも社外取締役の役割は限定的ではないか」「強い任命権を持つオーナーに、社外取締役は物申すことが出来るか」などを挙げた。しかしながら、これらはオーナー企業全体に対する漠然とした問題意識で、より精緻にオーナー企業を分類する必要があると考える。そこで、本研究では、オーナー企業が持つ「二面性」に着目し、具体的な指標に落とし込みたいと考えた。2-2で見たように、オーナー企業と言ってもメリットとデメリット、ポジティブ面とネガティブ面が存在する。1つ目が、オーナーが性善説の場合である。オーナーは常に最適な決断を行い、スピード感に溢れ、長期目線で少数株主の視点も兼ね備えているといった前提に立つ。この場合、パフォーマンスも優れ、上位に集まると仮定した。2つ目が、オーナーが性悪説の場合である。オーナーは経営を私物化し、パフォーマンスが悪くとも、経営ポジションに居座り、少数株主に損をさせているといった前提に立つ。この場合、パフォーマンスも悪く、下位に集まると仮定した。本研究では、便宜上、上位25%群(性善説企業)と下位25%群(性悪説企業)で区切り、中位50%企業群と比較することで、どのようなパフォーマンス変化があるかを確認できると考えた。なお、上位25%と下位25%の判定は、コーポレートガバナンス改革が行われる以前の2013年のパフォーマンスを用いる。コーポレートガバナンス改革による社外取締役導入を経て、どのようなパフォーマンスの変化があるのかを確認するためである。

3つ目の軸が、2013年時点で、社外取締役が0~1人の企業と、社外取締役が2人以上の企業での分類である。コーポレートガバナンス・コードでは、全上場企業で最低2名の独立社外取締役を選任することが求められた。この基準を、コーポレートガバナンス改革が進む以前の2013年時点で満たしていた企業と、満たしていない企業の差を確認するために、人数区分を設ける。2013年時点で社外取締役が2人以上いた企業は、追加の社外取締役導入の必要性は低かった。対して、2013年時点で社外取締役が0~1人の企業は、コーポレートガバナンス・コードの遵守で、半ば強制的に社外取締役の導入を求められた企業と解釈している。

3つの軸を用いると、以下のA~Hの8パターンに分類することが出来る。

図4 企業8分類基準(筆者基準)

A 非オーナー企業 上位25% 社外取締役0～1人	C 非オーナー企業 上位25% 社外取締役2人超	E オーナー企業 上位25% 社外取締役0～1人	G オーナー企業 上位25% 社外取締役2人超
中位50%			
B 非オーナー企業 下位25% 社外取締役0～1人	D 非オーナー企業 下位25% 社外取締役2人超	F オーナー企業 下位25% 社外取締役0～1人	H オーナー企業 下位25% 社外取締役2人超

筆者作成

A～Hの具体的な基準は、以下になる。

- A: 非オーナー、社外取締役0～1人、パフォーマンス上位25%
- B: 非オーナー、社外取締役0～1人、パフォーマンス下位25%
- C: 非オーナー、社外取締役2人以上、パフォーマンス上位25%
- D: 非オーナー、社外取締役2人以上、パフォーマンス下位25%
- E: オーナー、社外取締役0～1人、パフォーマンス上位25%
- F: オーナー、社外取締役0～1人、パフォーマンス下位25%
- G: オーナー、社外取締役2人以上、パフォーマンス上位25%
- H: オーナー、社外取締役2人以上、パフォーマンス下位25%

図4の左側A～Dが非オーナー企業、右側のE～Hがオーナー企業のグループとなる。また、中位50%より上のA・C・E・Gがパフォーマンス上位25%、中位50%より下のB・D・F・Hがパフォーマンス下位25%のグループとなる。隣り合う2つのブロックのうち、左側のA・B・E・Fが2013年時点での社外取締役が0～1人、右側のC・D・G・Hが2013年時点での社外取締役が2人以上のグループとなる。A～Hのパターン分けに加えて、具体的な企業名を示したものが図5になる。

図5 8分類と主な具体的企業

A 日揮 雪印メグミルク オリエンタルランド	C JT 花王 JAL	E ニトリ HIS キーエンス	G ファストリ ブリヂストン マツキヨ&ココカラ
中位50%			
B 住友商事 レオパレス21 九州電力	D 明治 三井化学 パナソニック	F 奥村組 カシオ計算機 湖池屋	H SBI セイコー 富士急行

筆者作成。目的変数をROA差分とした際に、用いた企業群を集計対象

3-2 企業8分類をした上での仮説提示

オーナー企業が持つ二面性も加味して、以下2つの仮説を立てた。

仮説①(性善説の立場):EとGのパフォーマンスを比較すると、Eのほうが悪い

EとGグループの定義を改めて示す。

E:オーナー、社外取締役0~1人、パフォーマンス上位25%

G:オーナー、社外取締役2人以上、パフォーマンス上位25%

EとGに共通しているのは、オーナー企業で、パフォーマンス上位25%企業という点である。言い換えれば、性善説の前提で、良いパフォーマンスを残していたオーナー企業である。しかし、社外取締役導入のスタンスが、EとGで異なる。Eは、社外取締役の導入が遅れていた企業グループで、コーポレートガバナンス・コードの遵守のため、半ば強制的に社外取締役の導入を2013年以降で求められた。すでに、Eでは、性善説に基づき、良い経営を行うことが出来ていたが、社外取締役の導入を求められたことで、これまでの経営とは異なるものを求められた。言い換えれば、好調な経営に社外取締役という不要な存在が入り、むしろオーナー経営を邪魔するという趣旨である。それゆえ、Eのパフォーマンスは、Gよりも悪化するという仮説を立てた。

仮説②(性悪説の立場):FとHのパフォーマンスを比較すると、Fのほうが良い

FとHグループの定義を改めて示す。

F:オーナー、社外取締役0~1人、パフォーマンス下位25%

H:オーナー、社外取締役2人以上、パフォーマンス下位25%

FとHに共通しているのは、オーナー企業で、パフォーマンス下位25%企業という点である。言い換えれば、性悪説の前提で、悪いパフォーマンスの企業である。しかし、社外取締役導入のスタンスが、FとHで異なる。Fは、社外取締役の導入が遅れていた企業グループで、コーポレートガバナンス・コードの遵守のために、半ば強制的に社外取締役の導入を2013年以降で求められた。Fグループでは、パフォーマンスの悪い経営を行っていたが、社外取締役の導入を求められ、その社外取締役が、効果は限定的と言いつつも、Fグループのオーナーや取締役会の監督機能を強化したことで、パフォーマンス向上につながったのではないかと考えた。それゆえ、Fのパフォーマンスは、Hよりも優れているという仮説を立てた。

4.分析手法・概要

4-1 パフォーマンス測定項目

本研究で主に測定する指標は、ROA、ROE、トービンのqである。

ROAは、収益性がどのように変化しているかを確認するためである。また、2-2でも触れたが後藤(2021)によれば、ファミリー企業と非ファミリー企業のROAには差がある。こうしたことから、オーナー企業の研究をする上で、ROAを確認する必要性は高いと判断した。

同様に、ROEも収益性の変化を確認するために測定する。

トービンのqは、株式市場での評価を確認するためである。Villalonga/Amit(2006)が明らかにしたように、特に創業者CEOはトービンのqを高めており、非オーナー企業との差を確認したいと考えた。

この3つの指標で、収益性と株式市場評価の両面からオーナー企業を捉えることを意識した。

Bhagata/Bolton(2008)では、コーポレートガバナンスと企業パフォーマンスの関係を分析したが、目的変数としてROAとトービンのqを用いている。分析の結果、ガバナンスが良い場合、ROAを向上させる一方、トービンのqには影響を及ぼさないことを示した。

また、ROA、ROE、トービンのqに関連して、ROA(業種等調整)、ROE(業種等調整)、トービンのq(業種等調整)の3項目についても分析を行った。これは、慶應義塾大学のデータベース上にある日経NEDDSに収録されており、業種と規模を考慮した平均的な値に対する超過分を示したものである。2013年のパフォーマンスに基づいて企業を分類した際に、業種の偏りが出てしまう可能性があり、業種等調整の項目も確認することで、業種影響を確認・調整する意図がある。

よって、本研究では、ROA、ROE、トービンのq、ROA(業種等調整)、ROE(業種等調整)、トービンのq(業種等調整)の計6項目について測定を行う。

4-2 測定期間

目的変数は、日経NEDDSより取得し、2013年3月(以下、2013年と表記)を基準に、2016年3月(以下、2016年と表記)、2018年3月(以下、2018年と表記)、2024年3月(以下、2024年と表記)のデータを用いてパフォーマンスの差分を分析した。コーポレートガバナンス改革が進む前の2013年を基準として、2016年、2018年、そして最新年度の2024年を測定することで、社外取締役導入の影響を時系列で確認した。また、コーポレートガバナンス改革が急速に進んだ2014年～2015年を跨ぐことで、内生性への指摘を軽減する意図もある。

4-3 分析の流れ

本研究では、大きく分けて4段階の分析を行う。

1段階目が、オーナー企業(E・F・G・H)と非オーナー企業(A・B・C・D)の比較である。オーナー企業と非オーナー企業の全体で俯瞰した際に、パフォーマンス指標にどんな違いがあるかを確認するためである。

2段階目が、上位25%(ACEG)と下位25%(BDFH)と中位50%の比較である。中位50%と比較した際に、上位25%と下位25%で平均回帰の動きはあるか、上位25%と下位25%でどんな違いがあるかなどを確認するためである。

3段階目が、オーナー上位(EG)と非オーナー上位(AC)とオーナー下位(FH)と非オーナー下位(BD)と中位50%の比較である。社外取締役導入というガバナンス変化を考慮しない場合どのような変化があったのかを確認するためである。

4段階目が、A～Hの8パターン分類した上での分析である。中位50%と比較した際の各8グループの傾向を確認することを目的としている。その上で、中位50%と比較した際のA～Hの係数を個別に比較することで、仮説の立証を行う。係数比較は、線形仮説検定で制約付きモデルと完全モデルの比較を行う。

なお、4つの分析全てで、欠損値処理と、目的変数の上下1%を外れ値として、分析対象から除外する処理をしている。

4-4 分析①のモデル式とその説明

1段階目の分析①は、オーナー企業と非オーナー企業の傾向の差をみるために行うもので、以下のモデル式を作成した。

$$\begin{aligned}\Delta \text{パフォーマンス} = & \beta 0 + \beta 1 \cdot \text{オーナー企業ダミー} + \beta 2 \cdot \Delta \text{社外取締役比率} \\ & + \beta 3 \cdot \text{オーナー企業ダミー} \times \Delta \text{社外取締役比率(交差項)} \\ & + \beta 4 \cdot \text{上場からの年数(2013年時点)} + \beta 5 \cdot \Delta \text{負債比率} \\ & + \beta 6 \cdot 2013\text{年log売上高} + \beta 7 \cdot 2013\text{年パフォーマンス} + \beta 8 \cdot \text{商業ダミー} \\ & + \beta 9 \cdot \text{建設ダミー} + \beta 10 \cdot \text{製造業ダミー} + \beta 11 \cdot \text{運輸ダミー} \\ & + \beta 12 \cdot \text{その他業種ダミー}\end{aligned}$$

以下、式の説明を行う。まず、左辺の目的変数の Δ パフォーマンスは、ROAとトービンのqは、該当年から2013年の同数値の差分を取った。右辺の説明変数については、3-1で示したようにオーナー企業か否かを示したオーナー企業ダミー、2024年の社外取締役比率から該当年の同比率を引いた Δ 社外取締役比率、そしてオーナー企業ダミーと Δ 社外取締役比率の交差項を入れた。交差項を入れることで、オーナー企業において、社外取締役比率の増減がパフォーマンスにどのような変化をもたらすのかを確認するためである。

以下の項目はコントロール変数としてモデル式に入れた。

上場からの年数は、各企業が上場してから、2013年までに何年が経過していたかを示している。上場してから年数が浅い企業のほうが、成長ステージにあり、パフォーマンスの成長もしやすいという前提を踏まえ、それをコントロールするためである。 Δ 負債比率は、該当年から2013年の負債比率を引いたものである。これは、各企業の財務施策の変化を捉え、コントロールするためである。2013年log売上高は、2013年の売上高の対数を取ったもので、企業規模をコントロールするためである。2013年パフォーマンスは、目的変数に用いた指標の2013年時点の数値で、初期状態をコントロールするためである。商業ダミー、建設ダミー、製造業ダミー、運輸ダミー、その他業種(不動産、金融、電気ガス、水産農林、鉱業)ダミーは、業種コントロールするため、比較基準をサービス業にしている。なお、分類には東証10大分類を用いている。

4-5 分析②のモデル式とその説明

2段階目の分析②は、上位25%(ACEG)と下位25%(BDFH)と中位50%の比較であり、以下の分析式を作成した。

$$\begin{aligned}\Delta \text{パフォーマンス} = & \beta 0 + \beta 1 \cdot \text{ACEGダミー} + \beta 2 \cdot \text{BDFHダミー} + \beta 3 \cdot \text{上場からの年数(2013年時点)} \\ & + \beta 4 \cdot \Delta \text{負債比率} + \beta 5 \cdot \text{2013年log売上高} + \beta 6 \cdot \text{2013年パフォーマンス} \\ & + \beta 7 \cdot \text{商業ダミー} + \beta 8 \cdot \text{建設ダミー} + \beta 9 \cdot \text{製造業ダミー} + \beta 10 \cdot \text{運輸ダミー} \\ & + \beta 11 \cdot \text{その他業種ダミー}\end{aligned}$$

ACEGダミー、BDFHダミーは、中位50%ダミーとの比較である。コントロール変数は4-4で示した理由と同一である。

4-6 分析③のモデル式とその説明

3段階目の分析③は、オーナー上位(EG)と非オーナー上位(AC)とオーナー下位(FH)と非オーナー下位(BD)と中位50%の比較であり、以下の分析式を作成した。

$$\begin{aligned}\Delta \text{パフォーマンス} = & \beta 0 + \beta 1 \cdot \text{ACダミー} + \beta 2 \cdot \text{BDダミー} + \beta 3 \cdot \text{EGダミー} + \beta 4 \cdot \text{FHダミー} \\ & + \beta 5 \cdot \text{上場からの年数(2013年時点)} + \beta 6 \cdot \Delta \text{負債比率} + \beta 7 \cdot \text{2013年log売上高} \\ & + \beta 8 \cdot \text{2013年パフォーマンス} + \beta 9 \cdot \text{商業ダミー} + \beta 10 \cdot \text{建設ダミー} \\ & + \beta 11 \cdot \text{製造業ダミー} + \beta 12 \cdot \text{運輸ダミー} + \beta 13 \cdot \text{その他業種ダミー}\end{aligned}$$

ACダミー、BDダミー、EGダミー、FHダミーは、中位50%ダミーとの比較である。コントロール変数は4-4で示した理由と同一である。

4-7 分析④のモデル式とその説明

4段階目の分析④は、A～Hグループと中位50%グループとの傾向の差を確認するために行うもので、以下のモデル式を作成した。

$$\begin{aligned}\Delta \text{パフォーマンス} = & \beta 0 + \beta 1 \cdot \text{Aダミー} + \beta 2 \cdot \text{Bダミー} + \beta 3 \cdot \text{Cダミー} + \beta 4 \cdot \text{Dダミー} \\ & + \beta 5 \cdot \text{Eダミー} + \beta 6 \cdot \text{Fダミー} + \beta 7 \cdot \text{Gダミー} + \beta 8 \cdot \text{Hダミー} \\ & + \beta 9 \cdot \text{上場からの年数(2013年時点)} + \beta 10 \cdot \Delta \text{負債比率} \\ & + \beta 11 \cdot \text{2013年log売上高} + \beta 12 \cdot \text{2013年パフォーマンス} \\ & + \beta 13 \cdot \text{商業ダミー} + \beta 14 \cdot \text{建設ダミー} + \beta 15 \cdot \text{製造業ダミー} \\ & + \beta 16 \cdot \text{運輸ダミー} + \beta 17 \cdot \text{その他業種ダミー}\end{aligned}$$

A～Hダミーは、中位50%ダミーとの比較である。コントロール変数は4-4で示した理由と同一である。

4-8 データソース

分析①～④で用いるデータソースは以下より使用している。

図6 引用データの出典元と使用指標

出典	指標
SPEEDA	「オーナー企業リスト」、上場年数
日経NEEDS Oges	社外取締役比率、目的変数(ROA、ROE、トービンの q 、ROA業種等調整、ROE業種等調整、トービンの q 業種等調整)、売上高、負債比率、
東証	業種10分類

5.結果

5-1 分析①結果

表1 目的変数ROA・ROA業種等調整分析①結果

	ROA			ROA業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.76 (0.68)	1.42* (0.69)	0.32 (0.85)	-6.48 (0.69)	-8.08 (0.71)	-15.63*** (0.88)
オーナー企業ダミー	0.30 (0.26)	0.45・ (0.26)	0.24 (0.41)	0.27 (0.25)	0.43 (0.25)	0.14 (0.42)
△社外取締役比率	-0.01 (0.01)	0.01 (0.01)	0.02** (0.01)	-0.01 (0.01)	0.01 (0.01)	0.03 (0.42)
交差項	-0.01 (0.02)	-0.02 (0.01)	0.00 (0.01)	-0.01 (0.01)	-0.02 (0.01)	0.00 (0.01)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.225	0.275	0.3589	0.195	0.256	0.332
サンプルサイズ	2679	2679	2684	2679	2679	2684
残差の標準誤差	4.8	5	5.957	4.7	4.9	6.012
F統計量	64.7	84.7	125.2	54.2	76.8	111.7

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表2 目的変数ROE・ROE業種等調整分析①結果

	ROE			ROE業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	-1.87 (1.60)	-1.94 (1.50)	-6.94*** (1.83)	-15.07*** (1.62)	-14.43*** (1.48)	-26.17*** (1.82)
オーナー企業ダミー	0.82 (0.61)	1.04• (0.56)	1.96* (0.89)	0.70 (0.61)	0.91• (0.54)	2.24• (0.88)
△社外取締役比率	-0.09*** (0.03)	0.01 (0.02)	0.07*** (0.02)	-0.09*** (0.03)	0.01 (0.02)	0.07*** (0.02)
交差項	0.04 (0.04)	-0.01 (0.02)	-0.03 (0.03)	0.05 (0.04)	-0.01 (0.02)	-0.05 (0.03)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.436	0.413	0.4207	0.394	0.409	0.405
サンプルサイズ	2679	2680	2684	2679	2679	2684
残差の標準誤差	11	11	12.89	11	10	13
F統計量	173	157	162.5	145	155	152

(***は0.1%、**は1%、*は5%、•は10%水準で有意を示す)

表3 目的変数トービンのq・トービンのq業種等調整分析①結果

	トービンのq			トービンのq業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.46*** (0.07)	0.58*** (0.08)	0.92*** (0.13)	-0.18*** (0.03)	-0.44*** (0.04)	-0.7*** (0.04)
オーナー企業ダミー	0.02 (0.02)	0.02 (0.03)	-0.14* (0.06)	-0.01 (0.01)	-0.02 (0.01)	-0.04* (0.02)
△社外取締役比率	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00* (0.00)
交差項	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	-0.00* (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	-0.04 (0.00)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.138	0.185	0.05756	0.0243	0.0643	0.154
サンプルサイズ	2643	2635	2649	2679	2679	2680
残差の標準誤差	0.43	0.52	0.0147	0.24	0.28	0.31
F統計量	35.2	49.8	13.48	5.57	15.3	40.7

(***は0.1%、**は1%、*は5%、•は10%水準で有意を示す)

分析①の結果概要について触れる。分析①では、オーナー企業ダミーと△社外取締役比率の交差項より、オーナー企業と非オーナー企業を比較した際に、社外取締役導入によるパフォーマンスの影響を確認するものであった。表1～表3より、交差項で、有意水準を示したのは、2024年のトービンのqのみであり、オーナー企業と非オーナー企業における、社外取締役導入によるパフォーマンスへの影響は、特段の傾向は見られないと考える。

5-2 分析②結果

表4 目的変数ROA・ROA業種等調整分析②結果

	ROA			ROA業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.52 (0.65)	1.47* (0.67)	0.45 (0.81)	-6.78*** (0.66)	-7.88*** (0.69)	-15.49*** (0.86)
ACEGダミー	-0.69* (0.29)	-0.87** (0.31)	-0.33 (0.38)	-0.57* (0.27)	-0.97*** (0.28)	-0.13 (0.36)
BDFHダミー	0.67** (0.26)	0.73** (0.27)	0.48 (0.33)	0.87** (0.27)	0.9** (0.28)	0.58 (0.36)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.227	0.278	0.356	0.198	0.261	0.329
サンプルサイズ	2680	2680	2685	2680	2680	2685
残差の標準誤差	4.7	4.9	6	4.7	4.8	6
F統計量	71.5	93.8	135	60.1	85.9	120
ACEGvsBDFH 係数比較のp値	0.00***	0.00***	0.12	0.00***	0.00***	0.19

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表5 目的変数ROE・ROE業種等調整分析②結果

	ROE			ROE業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	-1.00 (1.50)	-0.74 (1.44)	-5.11** (1.73)	-13.77*** (1.51)	-13.15*** (1.41)	-23.01*** (1.72)
ACEGダミー	1.32* (0.63)	0.08 (0.61)	-1.38* (0.72)	-0.29 (0.62)	-0.63 (0.58)	-2.05** (0.71)
BDFHダミー	-1.16* (0.59)	0.02 (0.58)	1.09 (0.69)	-1.55* (0.64)	0.03 (0.6)	-0.41 (0.73)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.434	0.412	0.417	0.391	0.409	0.402
サンプルサイズ	2680	2681	2685	2680	2680	2685
残差の標準誤差	11	11	13	11	10	13
F統計量	187	171	175	156	168	164
ACEGvsBDFH 係数比較のp値	0.00**	0.94	0.01*	0.16	0.44	0.11

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表6 目的変数トービンのq・トービンのq業種等調整分析②結果

	トービンのq			トービンのq業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.55*** (0.07)	0.67*** (0.08)	0.93*** (0.13)	-0.22*** (0.03)	-0.48*** (0.04)	-0.76*** (0.04)
ACEGダミー	0.16*** (0.03)	0.10*** (0.03)	0.24*** (0.05)	0.04* (0.02)	0.04* (0.02)	0.03 (0.02)
BDFHダミー	-0.03 (0.02)	-0.04 (0.03)	-0.03 (0.04)	0.01 (0.01)	0.00 (0.02)	0.00 (0.02)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.152	0.188	0.0635	0.0257	0.0654	0.149
サンプルサイズ	2644	2636	2650	2680	2680	2681
残差の標準誤差	0.43	0.51	0.81	0.24	0.28	0.31
F統計量	43.2	55.5	16.3	6.42	17	42.6
ACEGvsBDFH 係数比較のp値	0.00***	0.00***	0.00***	0.20	0.10	0.48

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

分析②の結果概要について触れる。分析②は、上位25%(ACEG)と下位25%(BDFH)を、中位50%と比較することで、平均回帰の動きをはじめとして、どのような傾向があるかを確認するものであった。

表4より、ROAについて述べる。2016年と2018年で、ACEGとBDFH共に、有意であり係数を加味すると平均回帰の傾向が確認された。この傾向は、ROA業種等調整の2016年と2018年でも同様に有意が確認された。一方、2024年では確認されなかった。2013年時点で分類をしているため、長期間経過したことで、平均回帰の傾向が薄まったとみられる。

表5より、ROEについて述べる。2016年のACEGとBDFHが有意であったが、係数がそれぞれ1.32、-1.16で、平均回帰とは逆の傾向がみられた。2016年のROE業種等調整においても、BDFHにおいて、-1.55となっており、平均回帰とは逆という同様の傾向がみられた。一方、2024年については、ACEGで有意が確認され、係数は-1.38であり、平均回帰の傾向が確認された。ROE業種等調整でも2024年のACEGは有意となり、係数も-2.05と同様の傾向が確認された。

表6より、トービンのqについて述べる。ACEGについては、2016年と2018年と2024年の全てにおいて有意が確認され、係数はそれぞれ0.16、0.10、0.24となっている。トービンのq業種等調整においても、2016年と2018年において有意が確認され、係数はそれぞれ0.04、0.03となっている。こうした結果から、トービンのqにおいては、ACEGつまり上位25%群においては、平均回帰するのではなく、その後もトービンのqの高パフォーマンスが維持されている傾向が確認され则认为る。

5-3 分析③結果

表7 目的変数ROA・ROA業種等調整分析③結果

	ROA			ROA業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.48 (0.65)	1.46* (0.68)	0.43 (0.83)	-6.75*** (0.68)	-7.93*** (0.70)	-15.38*** (0.87)
ACダミー	-0.58・ (0.34)	-0.76* (0.36)	0.12 (0.44)	-0.49 (0.31)	-0.94** (0.32)	0.13 (0.41)
BDダミー	0.57・ (0.30)	0.67* (0.31)	0.22 (0.38)	0.82* (0.32)	0.70* (0.34)	0.37 (0.42)
EGダミー	-0.82* (0.36)	-1.00** (0.37)	-0.86・ (0.46)	-0.69* (0.35)	-1.01** (0.37)	-0.50 (0.46)
FHダミー	0.86* (0.35)	0.84* (0.36)	0.95* (0.44)	0.93** (0.33)	1.12** (0.35)	0.81・ (0.44)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.227	0.278	0.358	0.198	0.261	0.33
サンプルサイズ	2678	2678	2683	2678	2678	2683
残差の標準誤差	4.7	4.9	6	4.7	4.8	6
F統計量	60.5	79.4	115	50.9	72.8	102
ACvsEG係数比較p値	0.52	0.54	0.04*	0.59	0.86	0.19
BDvsFH係数比較p値	0.45	0.66	0.13	0.76	0.28	0.36

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表8 目的変数ROE・ROE業種等調整分析③結果

	ROE			ROE業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	-1.80 (1.52)	-0.96 (1.46)	-5.77** (1.76)	-14.69*** (1.55)	-13.44*** (1.45)	-23.32*** (1.76)
ACダミー	0.40 (0.75)	-0.68 (0.72)	-1.04 (0.86)	-1.07 (0.72)	-1.12・ (0.68)	-1.72* (0.82)
BDダミー	-1.87** (0.70)	0.21 (0.68)	-0.46 (0.82)	-2.31** (0.76)	0.11 (0.72)	-1.50・ (0.87)
EGダミー	2.56** (0.80)	0.98 (0.77)	-1.45 (0.91)	0.95 (0.82)	0.08 (0.77)	-2.40* (0.93)
FHダミー	-0.27 (0.79)	-0.33 (0.77)	3.23*** (0.91)	-0.73 (0.79)	-0.05 (0.74)	0.81 (0.90)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.435	0.413	0.42	0.393	0.409	0.404
サンプルサイズ	2678	2679	2683	2678	2678	2683
残差の標準誤差	11	11	13	11	10	13
F統計量	159	145	150	133	143	140
ACvsEG係数比較p値	0.02・	0.05・	0.69	0.03*	0.16	0.51
BDvsFH係数比較p値	0.08・	0.53	0.00***	0.07・	0.85	0.02*

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表9 目的変数トービンのq・トービンのq業種等調整分析③結果

	トービンのq			トービンのq業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.56*** (0.07)	0.67*** (0.08)	0.98*** (0.13)	-0.21*** (0.03)	-0.47*** (0.04)	-0.74*** (0.04)
ACダミー	0.18*** (0.03)	0.09** (0.03)	0.32*** (0.06)	0.06*** (0.02)	0.04* (0.02)	0.06* (0.02)
BDダミー	-0.03 (0.03)	-0.03 (0.03)	-0.05* (0.05)	0.01 (0.02)	0.01 (0.02)	0.02 (0.02)
EGダミー	0.13*** (0.03)	0.11 (0.04)	0.13 (0.06)	0.01 (0.02)	0.04* (0.02)	-0.01 (0.02)
FHダミー	-0.03 (0.03)	-0.04 (0.03)	-0.01 (0.06)	0.00 (0.02)	-0.02 (0.02)	-0.02 (0.02)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.153	0.188	0.0666	0.0283	0.066	0.152
サンプルサイズ	2642	2634	2648	2678	2678	2679
残差の標準誤差	0.43	0.51	0.81	0.24	0.28	0.31
F統計量	36.8	47	14.5	6	14.6	37
ACvsEG係数比較p値	0.09*	0.72	0***	0.01***	0.75	0***
BDvsFH係数比較p値	0.83	0.78	0.58	0.75	0.17	0.08*

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

分析③は、オーナー企業上位(EG)と非オーナー企業上位(AC)、並びにオーナー企業下位(FH)と非オーナー企業下位(BD)の係数を比較した際に、傾向の違いがあるかを確認するためのものであり、分析④で社外取締役によるパフォーマンス変化を確認する際の足掛かりとなる分析である。

表7より、ROAについて述べる。2024年のACとEGの係数比較をした際、有意水準が確認されたが、ROA業種等調整の数字は、有意は確認されなかった。また、2016年と2018年においては、全て有意水準が確認されなかった。こうした結果から、分析③においてROAに関連して特段の傾向は確認できないと考える。

表8より、ROEについて述べる。2016年のACとEGの係数比較をした際、有意水準が確認され、係数はそれぞれ0.40、2.56であり、オーナー企業が優れている傾向が確認された。また、同年BDとFHの比較においても、有意水準が確認され、係数はそれぞれ-1.87、-0.27であり、こちらもオーナー企業が優れている傾向が確認された。その他、ROA2018年のACとEG比較、ROA2024年のBDとFH比較でも有意が確認されたが、こちらもオーナー企業に分類されているEGとFHの係数が相対的に優れていた。ROE業種等調整においても、2016年のACとEG比較、BDとFH比較、2024年のBDとFH比較で、有意となっており、いずれもオーナー企業に分類されているEGとFHがACとBDより優れていた。こうした結果より、ROEおよびROE業種等調整の上位25%グループと下位25%においては、オーナー企業のほうが、非オーナー企業よりもすぐれている傾向がみられると言える。

表9より、トービンのqについて述べる。ACとEGの比較においては、トービンのqとトービンのq業種等調整において、2016年と2024年で、有意が確認されると共に、いずれもACがEGより優れている結果が確認された。また、ACの傾向として、平均回帰が確認されず、むしろ係数が常にプラスという特徴がある。BDとFHの比較においては、トービンのq業種等調整の2024年において有意が確認されたが、こちらは、係数比較においてBDがFHよりも優れている結果となった。こうした結果より、トービンのq、特に上位25%群においては、非オーナー企業のほうが、オーナー企業より優れている傾向が確認されたと考えている。また、ACの傾向として、トービンのqおよびトービンのq業種等調整共に平均回帰が確認されず、むしろ係数が常にプラスという特徴がある。

5-4 分析④結果

表10 目的変数ROA・ROA業種等調整分析④結果

	ROA			ROA業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.59 (0.66)	1.61* (0.69)	0.40 (0.84)	-6.82*** (0.68)	-7.99*** (0.71)	-15.33*** (0.88)
Aダミー	-0.69* (0.38)	-0.74* (0.40)	-0.08 (0.48)	-0.38 (0.35)	-0.84* (0.37)	-0.11 (0.46)
Bダミー	0.52 (0.33)	0.47 (0.35)	0.22 (0.42)	0.93** (0.36)	0.74* (0.37)	0.41 (0.46)
Cダミー	-0.32 (0.54)	-0.77 (0.57)	0.69 (0.61)	-0.73 (0.48)	-1.14* (0.49)	0.67 (0.62)
Dダミー	0.71 (0.48)	1.15* (0.50)	0.25 (0.61)	0.51 (0.54)	0.62 (0.57)	0.24 (0.71)
Eダミー	-1.04** (0.38)	-1.05** (0.39)	-0.60 (0.48)	-0.78* (0.37)	-0.99* (0.39)	-0.38 (0.49)
Fダミー	0.67* (0.36)	0.57 (0.38)	0.69 (0.46)	0.86* (0.35)	0.88* (0.36)	0.76* (0.46)
Gダミー	0.19 (0.66)	-0.73 (0.68)	-2.02* (0.82)	-0.27 (0.69)	-1.09 (0.70)	-1.13 (0.88)
Hダミー	2.14* (0.87)	2.75** (0.91)	2.90** (1.09)	1.44* (0.72)	2.65*** (0.76)	1.05 (0.95)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.229	0.28	0.3598	0.199	0.263	0.331
サンプルサイズ	2674	2674	2679	2674	2674	2679
残差の標準誤差	4.7	4.9	5.959	4.7	4.8	6
F統計量	46.7	61.2	88.56	39	56	77.8
AvsC係数比較p値	0.52	0.95	0.34	0.51	0.58	0.26
BvsD係数比較p値	0.71	0.22	0.96	0.47	0.83	0.82
EvsG係数比較p値	0.07*	0.64	0.08*	0.47	0.90	0.41
FvsH係数比較p値	0.10	0.02*	0.05*	0.43	0.02*	0.77

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表11 目的変数ROE・ROE業種等調整分析④結果

	ROE			ROE業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	-1.42 (1.55)	-1.05 (1.49)	-5.19** (1.78)	-14.47*** (1.58)	-13.25*** (1.47)	-23.22*** (1.79)
Aダミー	-0.14 (0.84)	-0.48 (0.81)	-2.01* (0.96)	-1.47・ (0.81)	-1.50・ (0.77)	-2.14* (0.93)
Bダミー	-2.11** (0.79)	0.35 (0.77)	-1.03 (0.91)	-2.40** (0.85)	0.09 (0.80)	-1.53 (0.96)
Cダミー	1.87 (1.24)	-1.20 (1.2)	1.46 (1.42)	-1.00 (1.15)	-0.26 (1.06)	-0.71 (1.29)
Dダミー	-1.36 (1.18)	-0.14 (1.14)	1.00 (1.37)	-2.04 (1.25)	0.20 (1.18)	-1.47 (1.42)
Eダミー	2.16* (0.84)	0.61 (0.82)	-1.10 (0.97)	0.81 (0.88)	-0.22 (0.82)	-2.21* (1.00)
Fダミー	-0.27 (0.83)	-0.20 (0.80)	2.89** (0.95)	-0.77 (0.82)	-0.03 (0.77)	0.81 (0.94)
Gダミー	4.62** (1.53)	2.76・ (1.48)	-3.04・ (1.76)	1.57 (1.60)	1.39 (1.50)	-3.22・ (1.83)
Hダミー	-0.74 (1.96)	-1.18 (1.91)	5.24* (2.30)	-0.52 (1.85)	-0.21 (1.73)	0.67 (2.14)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.436	0.414	0.422	0.393	0.41	0.404
サンプルサイズ	2674	2675	2679	2674	2674	2679
残差の標準誤差	11	11	12.89	11	10	13
F統計量	122	111	115.1	102	109	107
AvsC係数比較p値	0.14	0.59	0.03*	0.28	0.29	0.32
BvsD係数比較p値	0.56	0.70	0.18	0.79	0.93	0.97
EvsG係数比較p値	0.12	0.16	0.29	0.65	0.31	0.60
FvsH係数比較p値	0.82	0.62	0.33	0.89	0.92	0.95

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

表12 目的変数トービンのq・トービンのq業種等調整分析④結果

	トービンのq			トービンのq業種等調整		
	2016	2018	2024	2016	2018	2024
切片	0.58*** (0.07)	0.70*** (0.08)	1.02*** (0.13)	-0.20*** (0.03)	-0.47*** (0.04)	-0.73*** (0.04)
Aダミー	0.16*** (0.03)	0.02 (0.04)	0.22*** (0.06)	0.04* (0.02)	0.01 (0.02)	0.03 (0.03)
Bダミー	-0.03 (0.03)	-0.03 (0.04)	-0.04 (0.06)	0.01 (0.02)	0.03 (0.02)	0.03 (0.02)
Cダミー	0.24*** (0.04)	0.23*** (0.05)	0.50*** (0.08)	0.10*** (0.03)	0.02*** (0.03)	0.11*** (0.03)
Dダミー	-0.05 (0.06)	-0.08 (0.07)	-0.12 (0.11)	-0.02 (0.03)	-0.05 (0.03)	-0.02 (0.04)
Eダミー	0.10** (0.03)	0.10* (0.04)	0.12* (0.07)	0.00 (0.02)	0.04* (0.02)	-0.03 (0.03)
Fダミー	-0.03 (0.03)	-0.06 (0.04)	-0.02 (0.06)	0.00 (0.02)	0.04 (0.02)	-0.03 (0.02)
Gダミー	0.21*** (0.05)	0.14* (0.06)	0.16 (0.10)	0.05 (0.03)	0.04 (0.04)	0.06 (0.04)
Hダミー	0.04 (0.09)	0.03 (0.11)	0.03 (0.17)	0.05 (0.05)	0.10* (0.06)	0.03 (0.06)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
決定係数	0.155	0.193	0.07011	0.03	0.07	0.156
サンプルサイズ	2638	2630	2644	2674	2674	2675
残差の標準誤差	0.43	0.51	0.81	0.24	0.28	0.31
F統計量	28.6	36.9	11.73	5.13	12.4	29.1
AvsC 係数比較p値	0.11	0.00***	0.00**	0.04*	0.00**	0.02*
BvsD 係数比較p値	0.71	0.54	0.51	0.24	0.03	0.18
EvsG 係数比較p値	0.07*	0.62	0.77	0.15	0.93	0.05*
FvsH 係数比較p値	0.41	0.45	0.75	0.30	0.02*	0.35

(***は0.1%、**は1%、*は5%、・は10%水準で有意を示す)

分析④は、分析①～③も踏まえ、本研究で立てた仮説を立証するための分析である。

表10より、ROAについて述べる。EとGの比較においては、2016年と2024年で有意が確認されたが、Eの係数はそれぞれ-1.04、-0.60、Gの係数はそれぞれ0.19、-2.02となっており、一貫した結果は得られなかった。一方、FとHにおいては、2018年と2024年で有意が確認され、Fの係数はそれぞれ0.57、0.69、Hの係数はそれぞれ2.75、2.90となっており、Hが優れていることが確認された。ROA業種等調整では、FとHの比較において、2018年で有意が確認された。Fの係数は0.88、Hの係数は2.65となっており、ROAと同様にHが優れていることが確認された。

表11より、ROEについて述べる。2024年のAとCの比較のみ、有意水準が確認された。この数値も、業種等調整では、有意が確認されないことから、ROEにおいて特段の傾向はみられないと考える。

表12より、トービンについて述べる。トービンのq2016年のEとG比較、トービンのq業種等調整2018年のFとHの比較で有意が見られたのみで、オーナー企業同士を比較した場合、特段の傾向はみ

られなかったと考える。一方、非オーナー企業同士の比較はどうか。トービンのqをAとCで比較すると、2018年と2024年において有意が確認されたが、Aの係数はそれぞれ0.02、0.22、Cの係数はそれぞれ0.23、0.50となっており、Cのほうが優れているという結果となった。トービンのq業種等調整でAとCを比較しても、2016年、2018年、2024年全てで有意を示し、係数も全てCがAを上回る傾向となっている。非オーナー企業の上位では、社外取締役導入による一定の傾向がみられたと考えている。

6. 考察

本項では、考察を行う。主に5-4で示したように、一定の傾向が表れた目的変数ROAのFとHの比較、目的変数トービンのqのAとCの比較について詳細を考察する。

6-1 FとHの関係(ROA、ROA業種等調整)

5-4で確認したように、ROAについてFとHの比較を整理すると、2024年と2018年で有意が確認されており、また、係数についても、HがFを上回る傾向が続いている。2016年に有意は確認されなかったものの、p値は0.10と、10%有意水準に近い値が確認されている。言い換えれば、2013年時点で社外取締役導入が遅れていたFのほうが、Hよりも Δ ROAのプラス幅が小さかった。ここからの示唆としては、オーナー企業の下位企業で社外取締役を導入すると、ROAのプラス幅に抑制効果(平均回帰に抑制効果)があるということである。

なぜ、ROAのプラス幅抑制効果が生まれるのか。以下2つの筆者の考えを挙げる。

1つ目が、オーナーの裁量権の視点である。Fグループでは、オーナーの性悪説に立ち、好ましくない経営が行われていた。そこに、社外取締役の導入が強化されたことで、オーナーは社外取締役の対応や意見の反映を行うようになった。こうした一連の業務や反映でオーナーの裁量権が小さくなるばかりか、むしろ社外取締役がオーナーの日々の経営の足かせになっていた可能性が考えられる。

2点目が、悪いオーナーが選ぶ社外取締役は、優秀でなかったという可能性である。Fのオーナーは経営センスに優れておらず、社外取締役の選任においても、企業価値向上に寄与しない社外取締役を選任していた可能性がある。優秀でない社外取締役が、悪いオーナー企業の取締役に加わることで、ROAの上昇幅に影響が出た可能性がある。

しかしながら、ROA業種等調整におけるFとHの比較において、有意が確認されたのは2018年のみで、2024年と2016年には確認されなかった。A~Hの分類は、2013年時点に基づいている。そのため、分析式で業種コントロールをしているものの、初期状態での業種の偏りにより、ROAのFとHの比較で有意が確認されていた可能性もある。

6-2 AとCの関係(トービンのq、トービンのq業種等調整)

5-4で確認したように、非オーナー企業同士の比較であるAとCの比較において、トービンのqについて2024年と2018年で有意が確認されている。この点について以下、述べる。

係数については、2024年も2018年共にCがAを上回る傾向が続いており、2016年は、p値が0.11で有意水準ではなかったものの、係数については同様の傾向であった。

トービンのq業種等調整については、2024年、2018年、2016年の全てにおいて有意を示しており、係数の関係もCがAを上回る傾向であった。

業種を考慮したとしても、結果が一致していることから、「AがCよりもトービンのq(トービンのq業種等調整)のプラス幅が小さかった」と言えよう。

なお、Cの係数について見てみると、2024年、2018年、2016年の全てで、A~Hの中で最も大きい係数(中位50%ダミーとの比較)であった。こうしたことから、Aに社外取締役を導入した負の影響と並行して、Cの特殊性も考えられる。Cは、2013年時点で社外取締役を2人以上導入していた非オーナー企業で、早期からガバナンス改革が進んでいた企業群である。こうした姿勢や経営方針が、トービンのq言い換えれば、株式市場で評価されていると考えられる。

7.結論

7-1 仮説との結果比較

3仮説で示した仮説は以下の2つであった。

仮説①(性善説の立場):EとGのパフォーマンスを比較すると、Eのほうが悪い

仮説②(性悪説の立場):FとHのパフォーマンスを比較すると、Fのほうが良い

5結果と6考察で明らかにしたように、筆者が立てた仮説①②は支持されず、主に以下の2点の内容が確認された。

●オーナー企業について(ROA)

FとHのパフォーマンスを比較すると、Fのほうが悪い

●非オーナー企業について(トービンのqおよびトービンのq業種等調整)

AとCのパフォーマンスを比較すると、Cのほうが良い

7-2 オーナー下位企業の社外取締役導入とROAの関係性

FとHのパフォーマンスを比較すると、Fのほうが悪いというものであった。ここから得られる示唆は、オーナーのパフォーマンス下位企業に社外取締役導入でROAのプラス幅減少に繋がるというものである。ROAの悪いオーナー企業は、社外取締役の導入や活用を慎重に考えるべきであろう。

また、コーポレートガバナンス改革の負の側面も見えたと感じている。宮島(2012)が指摘していたように、すべての企業に一律で社外取締役の選任を課す義務化はベネフィットばかりではなく、コストも伴う。図1「独立社外取締役を2名以上選任する上場企業の数」より、現状、ほぼすべての上場企業が社外取締役2名以上の導入について遵守している。もちろん、「Comply or Explain(遵守せよ、さもなくば、説明せよ)」との方針に則り、社外取締役を2名導入しないことも可能であるが、同調圧力が強い日本社会において、その選択肢は事実上なく、2名以上選任が現実的な解であろう。この解を求められ、半強制的に社外取締役導入が求められる中で、FのパフォーマンスがHよりも悪いという結果とどう向き合うべきであろうか。Fは、半強制的に社外取締役の導入が求められたが、企業体としてのパフォーマンスが良くなったとは言えない。筆者の分析結果と考察から、パフォーマンス不振のオーナー企業の改善策の一つとして、社外取締役導入を求めることは最適解ではなく、パフォーマンス改善の結果は見られないと考える。企業の個別事情などに応じて、社外取締役の導入や増員は行われるべきであると考え。本分析は、Bhagat/Black(2002)が、業績が低迷している企業が、社外取締役を導入したとしても、これにより業績が改善するという結果も得られなかったとする内容と一致する。

ただし、6-2でも述べたが、ROA業種等調整の数値の場合は、有意の年度が減ることから、2013年初期状態の影響による可能性にも留意したい。

7-3 研究の限界

本研究の限界は、以下の3点が挙げられる。

1点目が、自身が定義したオーナー企業の分類である。3仮説で説明したように、本研究でオーナー企業を定義する際、SPEEDAの「オーナー企業リスト」をベースとして用いた。前述のように、このリストでのオーナー企業の判定は、上場企業を対象に「代表者(社長)」「会長」の苗字(もしくは氏名)が、有価証券報告書中の大株主情報に含まれるケースを「オーナー企業」と機械的に判別をし、リストアップしている。そのため、オーナー家の株式を資産管理会社で一括保有している企業は、オーナー企業に分類されないという欠点がある。例えば、外食企業のワタミは、渡邊家のオーナー企業であるが、2024年3月期の有価証券報告書の大株主には、渡邊を含んだ株主はいない。その代わり、筆頭株主は渡邊家の資産管理会社であるアレーターとなっている。ワタミの事例に限らず、オーナー企業は資産管理会社で株式を管理するケースがあるため、非オーナー企業に分類されているオーナー企業が多数存在する。

2点目が、2013年、2016年、2018年、2024年の全てでオーナーの権限の強さを一定と仮定している点である。オーナー企業か非オーナー企業かの判定は、最新の2024年時点を基準としている。そのため、2013年時点では、非オーナー企業だった場合でも2024年時点でオーナー企業だった場合は、オーナー企業との扱いを受ける。また、2013年時点と2024年時点で共にオーナー企業だったとしても、この間に、オーナーの権限の強さ、例えば役員持株比率などは変化している可能性がある。オーナー権限の変化も考慮することで、より精緻な分析となった可能性がある。本研究では、自身が立てた仮説に近づくためA～Hのグループ間比較に主眼を置いたため、権限の変化には注目していない。

3点目が、サンプルサイズの問題である。A～Hにグループ分けすると、オーナー企業で2013年時点到社外取締役が2人以上いた企業であるG・Hのサンプルサイズが小さくなってしまふ。本研究内でも言及したように、オーナー企業は社外取締役の導入に後ろ向きの傾向があるためである。

8.謝辞

本研究にあたりさまざまな方に、ご指導ご鞭撻を頂きました。

主査の齋藤卓爾教授には、自身のコーポレートガバナンスやオーナー企業に対する問題意識を丁寧に取り取って頂き、修士論文の形にすることが出来ました。また、ゼミでの日々のディスカッションを通じて、コーポレートガバナンスに対する理解を深めることができました。素晴らしい教授の下で学ぶことが出来て幸せでした。

副査の太田康広教授と村上裕太郎教授からも、的確なアドバイスを頂きました。会計学者の二人から頂く異なる角度のアドバイスにより、本研究をより良いものにすることが出来ました。

また、同期M46の皆様には、研究を進める上で、大変助けて頂きました。

齋藤卓爾ゼミの同期である、田口卓さん、松本優子さん、虞夏さんの3名には、ゼミに加えてサブゼミなども通じて、サポートいただきました。機関投資家、M&A、アクティビストなど、皆さんの修士論文の議論を一緒にする過程で、自分自身の学びも深めることが出来ました。

ゼミは異なるものの、同期のイヨンジュンさん、石塚れいさん、岡本龍郎さん、佐藤幹朗さん、澁谷要人さん、田中純也さん、中野公美子さんには、分析手法や原稿チェックで相談に乗って頂き、本研究を完成させることが出来ました。

最後になりましたが、父と母の両親にも感謝したいと思います。KBS在籍の2年間、無収入の私に、さまざまなサポートをして頂きました。

みなさん、ありがとうございました。

参考文献

Anderson, Ronald C. & Reeb, David M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, Vol.58, No.3, 1301-1328.

Anderson, Ronald C. & Reeb, David M. (2004). Board Composition: Balancing Family Influence in S &P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, Vol.49, No.2, 209-237.

Bhagat, Sanjai & Black, Bernard (2002). The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *The Journal of Corporation Law*, 232-273.

Bhagat, Sanjai & Bolton, Brian (2008). Corporate Governance and Firm Performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.

Rosenstein, Stuart & Wyatt, Jeffrey G. (1990). Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, 175-191.

Villalonga, Belen & Amit, Raphael (2006). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 385-417.

経済産業省.(2020).『社外取締役の現状について』.pp9

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/cgs_kenkyukai/pdf/2_017_04_00.pdf

後藤俊夫.(2021).ファミリービジネス白書2022年版.白桃書房.pp37-43

週刊ダイヤモンド5月14日号.(2016).『カリスマ退場』.ダイヤモンド社.

Jオイルミルズ.(2024).『役員紹介』.(2024年12月30日アクセス)

<https://www.j-oil.com/corporate/officer.html>

東京証券取引所.(2015).コーポレートガバナンス・コード.東京証券取引所

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/code.pdf>

東京証券取引所.(2023).コーポレートガバナンス白書2023.pp35

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/cg27su0000004bk2.pdf>

日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会.(2014).『日本版ステュワードシップ・コード』.金融庁

<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

バフェット・コード.(2024).『ファーストリテイリング【9983】の役員・ガバナンス』.(2024年12月30日アクセス)

<https://www.buffett-code.com/company/9983/governance>

ファーストリテイリング.(2024).『役員情報』.(2024年12月30日アクセス)

<https://www.fastretailing.com/jp/about/company/profile.html>

ファーストリテイリング.(2024).『有価証券報告書』.pp58

<https://www.fastretailing.com/jp/ir/library/pdf/yuho202408.pdf>

宮島英昭.(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.独立行政法人経済産業研究所

付属資料

表13 記述統計量(目的変数ROA)

2024年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.234	7.440	0.497	-38.153	25.851
2013年売上高(log変換)	4.532	0.764	4.489	1.833	7.344
2013年パフォーマンス	5.572	6.809	4.539	-43.478	54.564
△社外取締役比率	25.248	17.785	27.389	-58.929	80.000
オーナー企業ダミー	0.417	0.493	0	0	1
Aダミー	0.083	0.276	0	0	1
Bダミー	0.109	0.311	0	0	1
Cダミー	0.035	0.184	0	0	1
Dダミー	0.041	0.199	0	0	1
Eダミー	0.108	0.310	0	0	1
Fダミー	0.088	0.284	0	0	1
Gダミー	0.023	0.151	0	0	1
Hダミー	0.012	0.108	0	0	1
ACダミー	0.119	0.323	0	0	1
BDダミー	0.150	0.357	0	0	1
EGダミー	0.131	0.338	0	0	1
FHダミー	0.100	0.300	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2018年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.677	5.789	0.814	-28.388	24.227
2013年売上高(log変換)	4.538	0.764	4.496	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	5.516	6.830	4.512	-73.550	65.880
△社外取締役比率	12.053	16.933	14.300	-71.429	80.000
オーナー企業ダミー	0.414	0.493	0	0	1
Aダミー	0.084	0.277	0	0	1
Bダミー	0.109	0.312	0	0	1
Cダミー	0.036	0.185	0	0	1
Dダミー	0.042	0.201	0	0	1
Eダミー	0.107	0.310	0	0	1
Fダミー	0.087	0.282	0	0	1
Gダミー	0.023	0.150	0	0	1
Hダミー	0.011	0.106	0	0	1
ACダミー	0.119	0.324	0	0	1
BDダミー	0.151	0.359	0	0	1
EGダミー	0.131	0.337	0	0	1
FHダミー	0.099	0.298	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2016年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.497	5.384	0.488	-30.238	23.244
2013年売上高(log変換)	4.542	0.763	4.496	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	5.600	7.059	4.550	-61.824	67.069
△社外取締役比率	9.726	12.266	10.000	-44.444	66.667
オーナー企業ダミー	0.418	0.493	0	0	1
Aダミー	0.084	0.277	0	0	1
Bダミー	0.108	0.310	0	0	1
Cダミー	0.035	0.184	0	0	1
Dダミー	0.043	0.202	0	0	1
Eダミー	0.109	0.311	0	0	1
Fダミー	0.088	0.283	0	0	1
Gダミー	0.023	0.149	0	0	1
Hダミー	0.012	0.108	0	0	1
ACダミー	0.118	0.323	0	0	1
BDダミー	0.150	0.358	0	0	1
EGダミー	0.132	0.338	0	0	1
FHダミー	0.100	0.299	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

表14 記述統計量(目的変数ROA業種等調整)

2024年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-1.940	7.352	-1.452	-38.879	22.550
2013年売上高(log変換)	4.534	0.767	4.493	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	-1.158	6.595	-1.353	-54.441	46.572
△社外取締役比率	25.264	17.772	27.403	-58.929	80.000
オーナー企業ダミー	0.416	0.493	0	0	1
Aダミー	0.093	0.290	0	0	1
Bダミー	0.097	0.296	0	0	1
Cダミー	0.043	0.204	0	0	1
Dダミー	0.031	0.173	0	0	1
Eダミー	0.094	0.292	0	0	1
Fダミー	0.106	0.308	0	0	1
Gダミー	0.020	0.139	0	0	1
Hダミー	0.017	0.127	0	0	1
ACダミー	0.136	0.343	0	0	1
BDダミー	0.128	0.334	0	0	1
EGダミー	0.114	0.318	0	0	1
FHダミー	0.122	0.328	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2018年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-0.452	5.620	-0.218	-28.856	23.499
2013年売上高(log変換)	4.538	0.764	4.496	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	-1.200	6.793	-1.354	-84.709	54.544
△社外取締役比率	12.042	16.938	14.300	-71.429	80.000
オーナー企業ダミー	0.413	0.493	0	0	1
Aダミー	0.093	0.291	0	0	1
Bダミー	0.097	0.296	0	0	1
Cダミー	0.044	0.206	0	0	1
Dダミー	0.032	0.175	0	0	1
Eダミー	0.093	0.290	0	0	1
Fダミー	0.105	0.307	0	0	1
Gダミー	0.020	0.140	0	0	1
Hダミー	0.017	0.128	0	0	1
ACダミー	0.138	0.344	0	0	1
BDダミー	0.128	0.334	0	0	1
EGダミー	0.113	0.316	0	0	1
FHダミー	0.122	0.327	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2016年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
Psabun	-0.514	5.197	-0.340	-29.644	21.581
loguriage	4.542	0.762	4.496	1.708	7.344
13P	-1.111	6.866	-1.346	-74.484	54.968
shagaisabun	9.714	12.284	10.000	-44.444	66.667
Odm	0.417	0.493	0	0	1
Adm	0.092	0.289	0	0	1
Bdm	0.094	0.291	0	0	1
Cdm	0.044	0.205	0	0	1
Ddm	0.033	0.178	0	0	1
Edm	0.095	0.293	0	0	1
Fdm	0.107	0.309	0	0	1
Gdm	0.019	0.138	0	0	1
Hdm	0.017	0.130	0	0	1
ACdm	0.136	0.342	0	0	1
BDdm	0.126	0.332	0	0	1
EGdm	0.114	0.318	0	0	1
FHdm	0.124	0.329	0	0	1
ACEGdm	0.250	0.433	0	0	1
BDFHdm	0.250	0.433	0	0	1

表15 記述統計量(目的変数ROE)

2024年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.309	16.910	1.297	-107.930	66.718
2013年売上高(log変換)	4.530	0.768	4.492	1.778	7.344
2013年パフォーマンス	6.281	13.547	5.314	-101.911	110.843
△社外取締役比率	25.249	17.789	27.378	-58.929	80.000
オーナー企業ダミー	0.418	0.493	0	0	1
Aダミー	0.088	0.284	0	0	1
Bダミー	0.109	0.312	0	0	1
Cダミー	0.035	0.184	0	0	1
Dダミー	0.038	0.191	0	0	1
Eダミー	0.105	0.306	0	0	1
Fダミー	0.091	0.287	0	0	1
Gダミー	0.022	0.147	0	0	1
Hダミー	0.012	0.109	0	0	1
ACダミー	0.123	0.329	0	0	1
BDダミー	0.147	0.354	0	0	1
EGダミー	0.127	0.333	0	0	1
FHダミー	0.103	0.304	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2018年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	1.560	14.003	1.742	-82.080	65.327
2013年売上高(log変換)	4.531	0.771	4.492	1.505	7.344
2013年パフォーマンス	6.349	12.672	5.318	-73.611	120.225
△社外取締役比率	12.041	16.993	14.300	-71.429	75.000
オーナー企業ダミー	0.419	0.494	0	0	1
Aダミー	0.088	0.283	0	0	1
Bダミー	0.108	0.311	0	0	1
Cダミー	0.035	0.185	0	0	1
Dダミー	0.039	0.193	0	0	1
Eダミー	0.105	0.306	0	0	1
Fダミー	0.091	0.287	0	0	1
Gダミー	0.022	0.147	0	0	1
Hダミー	0.013	0.111	0	0	1
ACダミー	0.123	0.329	0	0	1
BDダミー	0.147	0.354	0	0	1
EGダミー	0.127	0.333	0	0	1
FHダミー	0.103	0.304	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2016年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.701	14.869	1.074	-86.975	69.012
2013年売上高(log変換)	4.535	0.768	4.488	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	6.410	13.365	5.331	-101.911	128.866
△社外取締役比率	9.842	12.188	10.000	-44.444	66.667
オーナー企業ダミー	0.425	0.494	0	0	1
Aダミー	0.087	0.281	0	0	1
Bダミー	0.106	0.308	0	0	1
Cダミー	0.035	0.185	0	0	1
Dダミー	0.039	0.194	0	0	1
Eダミー	0.105	0.307	0	0	1
Fダミー	0.092	0.289	0	0	1
Gダミー	0.023	0.149	0	0	1
Hダミー	0.013	0.113	0	0	1
ACダミー	0.122	0.327	0	0	1
BDダミー	0.145	0.352	0	0	1
EGダミー	0.128	0.334	0	0	1
FHダミー	0.105	0.307	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

表16 記述統計量(目的変数ROE業種等調整)

2024年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-2.815	16.346	-1.573	-107.856	60.406
2013年売上高(log変換)	4.532	0.768	4.494	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	-1.196	12.761	-1.346	-100.370	99.091
△社外取締役比率	25.281	17.751	27.389	-58.929	80.000
オーナー企業ダミー	0.418	0.493	0	0	1
Aダミー	0.095	0.294	0	0	1
Bダミー	0.099	0.298	0	0	1
Cダミー	0.043	0.202	0	0	1
Dダミー	0.035	0.184	0	0	1
Eダミー	0.093	0.290	0	0	1
Fダミー	0.102	0.303	0	0	1
Gダミー	0.019	0.138	0	0	1
Hダミー	0.014	0.117	0	0	1
ACダミー	0.138	0.345	0	0	1
BDダミー	0.134	0.341	0	0	1
EGダミー	0.112	0.315	0	0	1
FHダミー	0.116	0.320	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2018年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-0.766	13.482	-0.732	-75.641	66.089
2013年売上高(log変換)	4.532	0.771	4.493	1.505	7.344
2013年パフォーマンス	-1.173	12.348	-1.328	-89.323	112.790
△社外取締役比率	12.086	17.038	14.300	-71.429	80.000
オーナー企業ダミー	0.419	0.493	0	0	1
Aダミー	0.096	0.295	0	0	1
Bダミー	0.098	0.298	0	0	1
Cダミー	0.042	0.201	0	0	1
Dダミー	0.035	0.183	0	0	1
Eダミー	0.092	0.289	0	0	1
Fダミー	0.103	0.303	0	0	1
Gダミー	0.019	0.138	0	0	1
Hダミー	0.015	0.120	0	0	1
ACダミー	0.138	0.345	0	0	1
BDダミー	0.133	0.339	0	0	1
EGダミー	0.112	0.315	0	0	1
FHダミー	0.117	0.322	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2016年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-1.172	14.243	-0.404	-87.236	67.580
2013年売上高(log変換)	4.537	0.769	4.492	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	-1.126	12.653	-1.319	-112.249	112.200
△社外取締役比率	9.846	12.191	10.000	-44.444	66.667
オーナー企業ダミー	0.425	0.494	0	0	1
Aダミー	0.095	0.293	0	0	1
Bダミー	0.095	0.294	0	0	1
Cダミー	0.041	0.199	0	0	1
Dダミー	0.036	0.186	0	0	1
Eダミー	0.094	0.291	0	0	1
Fダミー	0.104	0.305	0	0	1
Gダミー	0.020	0.140	0	0	1
Hダミー	0.015	0.121	0	0	1
ACダミー	0.136	0.343	0	0	1
BDダミー	0.132	0.338	0	0	1
EGダミー	0.114	0.317	0	0	1
FHダミー	0.118	0.323	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

表17 記述統計量(目的変数トービンのq)

2024年	mean	sd	median	min	max
△パフォーマンス	0.217	0.835	0.044	-5.035	23.937
2013年売上高(log変換)	4.540	0.758	4.497	1.505	7.344
2013年パフォーマンス	0.979	0.403	0.913	0.294	8.029
△社外取締役比率	25.089	17.831	27.300	-58.929	80.000
オーナー企業ダミー	0.415	0.493	0	0	1
Aダミー	0.086	0.281	0	0	1
Bダミー	0.114	0.318	0	0	1
Cダミー	0.049	0.216	0	0	1
Dダミー	0.020	0.142	0	0	1
Eダミー	0.089	0.284	0	0	1
Fダミー	0.107	0.310	0	0	1
Gダミー	0.026	0.160	0	0	1
Hダミー	0.009	0.092	0	0	1
ACダミー	0.135	0.342	0	0	1
BDダミー	0.134	0.341	0	0	1
EGダミー	0.115	0.319	0	0	1
FHダミー	0.116	0.320	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2018年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.320	0.570	0.137	-0.595	3.910
2013年売上高(log変換)	4.537	0.758	4.496	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	0.981	0.426	0.913	0.294	8.029
△社外取締役比率	11.970	17.042	14.300	-71.429	80.000
オーナー企業ダミー	0.414	0.493	0	0	1
Aダミー	0.086	0.280	0	0	1
Bダミー	0.114	0.317	0	0	1
Cダミー	0.051	0.220	0	0	1
Dダミー	0.021	0.142	0	0	1
Eダミー	0.086	0.281	0	0	1
Fダミー	0.107	0.309	0	0	1
Gダミー	0.027	0.161	0	0	1
Hダミー	0.009	0.092	0	0	1
ACダミー	0.137	0.344	0	0	1
BDダミー	0.134	0.341	0	0	1
EGダミー	0.113	0.316	0	0	1
FHダミー	0.116	0.320	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2016年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	0.255	0.465	0.108	-0.512	3.275
2013年売上高(log変換)	4.540	0.761	4.496	1.708	7.344
2013年パフォーマンス	0.981	0.426	0.913	0.294	7.914
△社外取締役比率	9.708	12.271	10.000	-44.444	66.667
オーナー企業ダミー	0.419	0.493	0	0	1
Aダミー	0.086	0.281	0	0	1
Bダミー	0.112	0.316	0	0	1
Cダミー	0.049	0.217	0	0	1
Dダミー	0.021	0.142	0	0	1
Eダミー	0.088	0.283	0	0	1
Fダミー	0.108	0.311	0	0	1
Gダミー	0.026	0.160	0	0	1
Hダミー	0.009	0.093	0	0	1
ACダミー	0.136	0.342	0	0	1
BDダミー	0.133	0.340	0	0	1
EGダミー	0.114	0.318	0	0	1
FHダミー	0.117	0.322	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

表18 記述統計量(目的変数トービンのq業種等調整)

2024年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-0.175	0.336	-0.189	-1.302	0.948
2013年売上高(log変換)	4.528	0.771	4.484	1.505	7.344
2013年パフォーマンス	-0.027	0.310	-0.034	-1.101	2.085
△社外取締役比率	25.132	17.841	27.305	-58.929	80.000
オーナー企業ダミー	0.416	0.493	0	0	1
Aダミー	0.091	0.288	0	0	1
Bダミー	0.103	0.304	0	0	1
Cダミー	0.044	0.205	0	0	1
Dダミー	0.029	0.168	0	0	1
Eダミー	0.092	0.289	0	0	1
Fダミー	0.107	0.310	0	0	1
Gダミー	0.023	0.149	0	0	1
Hダミー	0.010	0.101	0	0	1
ACダミー	0.135	0.342	0	0	1
BDダミー	0.132	0.339	0	0	1
EGダミー	0.115	0.319	0	0	1
FHダミー	0.118	0.322	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2018年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-0.074	0.292	-0.101	-0.845	0.923
2013年売上高(log変換)	4.536	0.767	4.495	1.505	7.344
2013年パフォーマンス	-0.026	0.315	-0.034	-1.101	2.085
△社外取締役比率	12.019	16.979	14.300	-71.429	80.000
オーナー企業ダミー	0.417	0.493	0	0	1
Aダミー	0.088	0.284	0	0	1
Bダミー	0.104	0.305	0	0	1
Cダミー	0.046	0.209	0	0	1
Dダミー	0.029	0.169	0	0	1
Eダミー	0.093	0.291	0	0	1
Fダミー	0.107	0.309	0	0	1
Gダミー	0.022	0.148	0	0	1
Hダミー	0.010	0.101	0	0	1
ACダミー	0.134	0.341	0	0	1
BDダミー	0.133	0.340	0	0	1
EGダミー	0.116	0.320	0	0	1
FHダミー	0.117	0.321	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1

2016年	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
△パフォーマンス	-0.033	0.246	-0.063	-0.672	1.003
2013年売上高(log変換)	4.538	0.768	4.493	1.505	7.344
2013年パフォーマンス	-0.025	0.319	-0.033	-1.101	2.085
△社外取締役比率	9.705	12.257	10.000	-44.444	66.667
オーナー企業ダミー	0.420	0.494	0	0	1
Aダミー	0.089	0.284	0	0	1
Bダミー	0.101	0.302	0	0	1
Cダミー	0.046	0.210	0	0	1
Dダミー	0.030	0.170	0	0	1
Eダミー	0.092	0.290	0	0	1
Fダミー	0.109	0.311	0	0	1
Gダミー	0.023	0.149	0	0	1
Hダミー	0.010	0.100	0	0	1
ACダミー	0.135	0.342	0	0	1
BDダミー	0.131	0.338	0	0	1
EGダミー	0.115	0.319	0	0	1
FHダミー	0.119	0.324	0	0	1
ACEGダミー	0.250	0.433	0	0	1
BDFHダミー	0.250	0.433	0	0	1