

令和 2 年 6 月 4 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2016～2019

課題番号：16K03393

研究課題名(和文)取締役会改革についての実証的研究

研究課題名(英文)Empirical Studies on the effects of the Reform of the Board of Directors

研究代表者

田中 亘(Tanaka, Wataru)

東京大学・社会科学研究所・教授

研究者番号：00282533

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、近年の日本の上場会社における取締役会改革の効果を実証的に検証することを試みるものである。本研究では、とりわけ、株式持合いや株式政策保有先から社外取締役を受け入れることが相当数の上場会社で行われており、そのような社外取締役の受入れは、経営の規律を強化し企業価値を向上するという取締役会改革の目的とは裏腹に、受入企業の企業価値を引き下げる効果を持つことを明らかにした。また、一定の公開大会社に社外取締役選任を義務づけた令和2年会社法改正についても研究を行った。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、2014年会社法改正や2015年のコーポレートガバナンス・コード等による取締役会改革が、上場会社の企業行動や企業価値にどのような影響を及ぼすかを実証的に検証した。とりわけ、株式持合いや政策保有関係にある企業からの社外取締役の受け入れが、受入企業の企業価値に負の影響を及ぼすことを明らかにしたことは、単に社外取締役の数を増やすだけでは企業価値の向上にとって十分ではなく、どのような者を社外取締役とするかの選択が極めて重要であることを明らかにした点で、重要な学術的意義を有すると考える。

研究成果の概要(英文)：This research tries to verify empirically the effects of the recent reform of the board of directors in Japanese listed companies. In particular, it shows that companies that have cross-shareholding relationships with other firms often accept directors from those other firms as "independent" directors, presumably in order to strengthen those relationships, and such appointment tends to reduce firm values of those companies. This research also studies on the 2019 revision of Companies Act that, among others, required some large publicly-held companies to appoint at least one outside director.

研究分野：商法

キーワード：企業統治 コーポレートガバナンス 独立役員 社外取締役 株式政策保有 株式持合い 取締役会

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

平成 26 年会社法改正および平成 27 年の CG コード制定により、わが国の会社法制(ソフトローを含む)は、社外取締役を重要な構成員とする取締役会が経営陣を監視・監督する仕組み(いわゆるモニタリング・モデル)を原則として望ましい企業統治のモデルであるとみなして、上場会社にその採用を強く促す方向へと舵を切った。すなわち、平成 26 年会社法改正においては、有価証券報告書提出義務を負う公開大会社(おおむね、上場会社に相当)に対し、社外取締役を選任しない場合には「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明することを義務づけた。さらに、平成 27 年制定の CG コードは、上場会社は少なくとも 2 名以上の独立社外取締役を選任すべきであるとし、市場第一部・第二部上場会社がそうしない場合はその理由の説明を求めるとともに、上場会社が自主的に取締役の 3 分の 1 以上を独立社外取締役とすることとする場合はその取り組み方針を開示すべきものとして、より多くの独立社外取締役の選任を推奨している。このような制度改革は、上場会社の取締役会構成に顕著な影響を与えている。東京証券取引所市場第一部上場会社中、独立社外取締役を選任している会社の比率は、2015 年には 48.4% と、前年の比率からほぼ倍増した。

しかし、このような取締役会改革が、上場会社の企業統治についてはその企業業績に良い影響を及ぼすかは自明ではなく、実証的に検証することが望まれていた。

2. 研究の目的

本研究は、平成 26 年会社法改正、および平成 27 年制定のコーポレートガバナンス・コード(以下、CG コード)による取締役会改革が上場会社に及ぼした影響を実証的に分析する。とりわけ、平成 26 年会社法改正により、社外取締役を選任しない上場会社に対して「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明を義務づけたこと、および CG コードが、市場第一部・第二部上場会社に対し、独立社外取締役を 2 名以上選任するかさもなければ選任しない理由の説明を義務づけたことを契機として、上場会社において(独立)社外取締役の選任・増員の動きが顕著であるが、これが企業業績に対して正の影響を与えているか否かを、統計的手法を用いて検証することを主な目的としている。

3. 研究の方法

本研究においては、(1)伝統的な法律学の分析手法である、歴史研究や比較法による制度分析と、(2)計量経済学の手法を用いて、取締役会改革の効果を検証する実証研究を並行して進めた。

(1)制度分析については、特に委員会設置会社を導入する平成 14 年商法改正から、一定の会社(主に上場会社)に社外取締役を置くことを義務づける令和元年会社法改正に至る、企業統治改革のための会社法改正の歴史を検証し、それが、企業の自主性を相当程度尊重しつつも、企業統治のあり方を、内部出身者を取締役とし経営陣と取締役会が一体化している従来の日本型の企業統治モデルから、独立社外取締役を重要な構成員とする取締役会(いわゆるモニタリング・ボード)がトップ経営者を監視・監督するという、米国を起源とする企業統治のモデルへの移行を目指すものと性格づけられることを明らかにした。

その上で、(2)の実証的研究として、そのような企業統治改革、より具体的には取締役会改革が、上場会社の企業業績や企業価値に及ぼした影響について検証しようとした。ただ、これについては、社外取締役を増員した企業が、その後、企業価値を向上するといった一般的な傾向は必ずしも確認できない(統計上有意な関係が見いだせない)ことが分かってきた(このことは、宮島英昭=齋藤卓爾「アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか」(RIETI Discussion Paper Series 19-P-026、2019年10月で報告されている)。

そこで、研究計画期間の途中から、社外取締役の選任・増員と企業業績・企業価値との関係を一般的に検証する代わりに、何らかの属性のある者を社外取締役に選任することの影響を検証することに、研究の力点を移すことにした。具体的には、経済学者である法政大学の冨田・高橋秀明両教授との協力し、社外取締役の選任と株式の政策保有という、企業統治の2つの重要問題を結びつける研究を行った。すなわち、CGコードは、上場会社は2名以上の独立社外取締役を選任すべきであるとの勧告を行っており、大半の上場会社はそれに従ったが、その中には、株式の政策保有関係にある会社の出身者を独立役員として受け入れている会社がある。このような役員の受け入れは、独立社外取締役に本来期待される経営陣に対する監督機能よりはむしろ、強力な買収防衛策の機能を持つ株式政策保有関係(いわゆる持合い)を強化する意味

があり、企業統治改革の重要な目的である経営陣の規律づけの強化とは逆行する可能性がある。本研究では、社外役員の半数以上を政策保有先等から受け入れる行動を「政策保有社外役員工作」と定義した上で、そのような行動をとった上場会社の属性を検証するとともに、その行動が、当該会社の企業価値（トービンのQで計測）に与える影響を、平均処置効果（ATET）モデルにより計測した。結果は、当該行動は、トービンのQに有意な負の影響を与えるというものであり、政策保有社外役員工作が経営の規律を損ない、企業価値に悪影響を与えるという仮説を裏づけるものとなった。

4．研究成果

制度分析については、平成14年商法改正から令和2年会社法改正に至る企業統治に関する法制度改革の流れを検証し、単行本の一章または法律雑誌の論文として、複数の研究業績を刊行することができた。

また、実証研究については、3．で述べたように、政策保有社外役員工作が経営の規律を損ない、企業価値に悪影響を及ぼすという実証結果を得ることができた。これは、単に社外取締役を増やすだけで企業価値を向上するわけではなく、選任する社外取締役の属性が重要であることを示すものである。またそれとともに、株式持合いや政策保有が、少なくとも日本の現状においては、取引関係の強化による企業価値向上のメリットよりは、むしろ経営の規律を弱めるデメリットの方が大きいことを示唆するものである。いずれの知見も、望ましい企業統治のあり方を考える上で重要な貢献であると考えられる。同研究は、経済産業研究所（RIETI）のディスカッション・ペーパーとして公表されており、今後、英文の論文とした上で公刊を目指す方針である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 田中亘	4. 巻 684
2. 論文標題 会社法制の見直しに関する中間試案の解説	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 月刊監査役	6. 最初と最後の頁 52-61
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 田中亘	4. 巻 671
2. 論文標題 企業統治に関する課題と規律の在り方について：会社法研究会報告書をもとに	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 月刊監査役	6. 最初と最後の頁 4-29
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計2件

1. 著者名 田中亘	4. 発行年 2018年
2. 出版社 東京大学出版会	5. 総ページ数 807+xxxvi
3. 書名 会社法（第2版）	

1. 著者名 宮島英昭（編著）、蟻川靖浩、小川亮、保田隆明、大湾秀雄、加藤隆夫、小佐野広、斎藤隆志、河西卓弥、胥鵬、久保克行、齋藤卓爾、田中亘	4. 発行年 2017年
2. 出版社 東洋経済新報社	5. 総ページ数 438（369-396）
3. 書名 企業統治と成長戦略	

〔産業財産権〕

〔その他〕

(ディスカッション・ペーパー)

青嶋 = 高橋秀朋 = 田中亘. 政策保有社外役員工作と企業価値 (RIETI Discussion Paper Series 19-J-050)、2019年9月、
<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/19j050.pdf>

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----