

令和 5 年 4 月 19 日現在

機関番号：32660

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2020～2022

課題番号：20K22100

研究課題名（和文）平成26年コーポレート・ガバナンス・コードが企業の社外取締役選任に与えた影響

研究課題名（英文）The Effect of the 2015 Revision to the Corporate Governance Code on Japanese Listed Firms

研究代表者

柳田 具孝（Yanagida, Tomotaka）

東京理科大学・経営学部経営学科・講師

研究者番号：40876249

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,100,000円

研究成果の概要（和文）：2015年に改正されたコーポレートガバナンス・コードは、日本の東証一部および第二部に上場している企業が2人以上の独立社外取締役を選任することを推奨している。日本の上場企業は、遵守するか、遵守しない理由を説明しなければならない。この研究では、コーポレートガバナンス・コードが日本の上場企業にどのような影響を与えるかを調査している。2014年から2015年にかけての4,200の会社年度の観察結果のサンプルに差分の差アプローチを使用すると、コーポレートガバナンスコードによって社外取締役の割合が約8.8%増加することが判明した。しかし社外取締役数の増加は業績に影響を与えない。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は日本におけるCGコードの改訂を踏まえ、社外取締役の取締役会比率の変化とその経済的影響について報告している。社外取締役の企業業績に与える影響について混在した結果が先行研究によって報告されている中、社外取締役数の増加が業績向上に影響を与えないという新鮮な証拠を提供している。

研究成果の概要（英文）：The Corporate Governance Code, revised in 2015, recommends that the firms listed within the first and second sections of Japan's Tokyo Stock Exchange select two or more independent outside directors (Corporate Governance Code 4-8). Japanese listed firms must either comply with or explain the reason for non compliance. This study investigates how the Corporate Governance Code affects Japanese listed firms. Using a difference in differences approach for our sample of 4,200 firm year observations from 2014 to 2015, we find that the Corporate Governance Code increases the proportion of outside directors by approximately 8.8%. This finding implies that such companies might have found it difficult to explain non compliance with this rule to their shareholders. Moreover, we find no evidence that increases in the ratio of outside directors are related to a firm's future performance.

研究分野：会計

キーワード：社外取締役 コーポレート・ガバナンス・コード 取締役構成 女性取締役 ファミリー企業 ソフト

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、研究者個人に帰属します。

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 CG コードは本則市場に上場する株式会社に独立社外取締役を 2 人以上選任することを原則とした。そのため本則市場に上場する企業は独立社外取締役を 2 人以上選任するか、選任しない場合にはその旨を開示しなければならない。このような行為規範に従わない場合に、その旨と理由を開示させるという仕組みは最適のガバナンス構造についての会社独自の判断の余地を許容する代表的な規制手法の一つとなっている。しかし平成 26 年 CG コードという政策が与えた影響については明らかになっていない。

社外取締役の選任と企業業績に関して window-dressing 仮説、entrenchment 仮説、optimization 仮説がある。window-dressing 仮説は社外取締役の選任は見せかけに過ぎず企業業績に影響を与えないとする。entrenchment 仮説は社外取締役による監視が効率的に働き企業業績を高めるとする。optimization 仮説は経営者が取締役の強みと弱みを駆け引きする結果、企業業績を高めないとする。本研究は平成 26 年 CG コードが社外取締役比率に与えた影響を明らかにし、3 つの仮説をめぐる議論にも有益な資料を提供する。

2. 研究の目的

令和 2 年現在、金融庁は上場企業の社外取締役比率を 3 分の 1 以上に増員するよう求めている。しかし江頭[2014]は社外取締役の数が增多することで会社の業績が向上する・違法行為が減少する証拠がない点、中小規模の上場企業では社外取締役を置いても機能しそうな点を理由に社外取締役の強制設置には反対しており、見解の一致が見られない。そのような中、本研究はソフトローである平成 26 年 CG コードの政策効果を差分の差分法により検証し、社外取締役をめぐる企業の意思決定に関する新たな知見を提供する。特に平成 26 年 CG コードは会社の機関構造によって自動的に適用を受けるかどうか決まる。そのため検証にあたって自己選択バイアス問題を回避できる利点がある。

3. 研究の方法

分析対象は平成 22 年～平成 27 年の本則市場に上場する企業の財務情報、株価、コーポレート・ガバナンスの個別企業データである。金融業は他業種との財務情報の比較可能性が低いため除く。財務情報、株価に関するデータは日本経済新聞社 NEEDS-FinancialQUEST、コーポレート・ガバナンスに関するデータは日本経済新聞社 NEEDS-Cges と同友館『ファミリービジネス白書 2015 年版』から入手する。財務情報のデータは連結財務諸表のデータを取得できる場合にはそちらを優先して使用する。

平成 26 年 CG コードにより本則市場に上場する企業は独立社外取締役を 2 人以上選任するか、選任しない場合にはその旨を開示する義務を負う。そこで CG コード適用が社外取締役比率に与えた影響を検証するため、適用直前の平成 25 年 3 月期に社外取締役が 2 名未満の企業を CG コードへの対応に迫られる処置群とし、適用直後の平成 26 年 3 月期以降に時間ダミー変数を付し差分の差分法により分析する。平成 26 年 CG コードが企業の社外取締役比率に影響を与えたのか、与えたとすればどの程度の大きさか明らかにする。

他の説明変数の候補は次の通りである。ファミリー企業ダミー変数は創業者や創業者一族は強い権力を保持していると考えられるため、その影響をコントロールする。ファミリー企業の特定について有価証券報告書を参照すると役員間における 2 親等以内の関係が注記されるにとどまり、大株主状況は上位 10 位までしか開示されないといった資料収集上の困難が立ち上がる。このように役員や株主の親族関係に関する情報は極めて乏しいことから、親族関係を特定した貴重な情報を有する『ファミリービジネス白書 2015 年版』を用いた本研究は有意義である。売上高は企業規模をコントロールする。産業調整済み総資本利益率は産業間格差を考慮した企業業績をコントロールする。フリーキャッシュフローは経営者の自由裁量で使える資金が多いか否かをコントロールする。フリーキャッシュフローが多く経営者の個人的利得が大きい場合は社外取締役による監視により経営の自由度を失うことを嫌い、社外取締役の任命に消極的になることが考えられる。研究開発集約度はビジネスの専門性の影響をコントロールする。専門性が高いと外部の社外取締役にとって参入障壁となる可能性がある。トービンの Q は時価簿価比率の代理変数である。時価簿価比率が高く成長余力の大きい企業は不確実性が高いため、その影響をコントロールする。外国人株式保有比率は、効率的な経営を求めると考えられる外国人株主の影響をコントロールする。負債比率は金融に関する外部からの助言を必要としている度合いをコントロールする。

4. 研究成果

コーポレート ガバナンス コードによって社外取締役の割合が約 8.8% 増加することが判明した。しかし社外取締役数の増加は業績に影響を与えない。また上場企業においていわゆる芸能人

が社外取締役に就任するというユニークな事象を発見し、そのインパクトについても検討した。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 1件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Yanagida Tomotaka	4. 巻 18
2. 論文標題 Effect of the 2015 Code Revision to the Corporate Governance Code on Japanese Listed Firms	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance	6. 最初と最後の頁 41-61
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.21315/aamjaf2022.18.2.3	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計3件（うち招待講演 0件／うち国際学会 2件）

1. 発表者名 柳田具孝
2. 発表標題 平成26年コーポレート・ガバナンス・コードが上場企業の社外取締役比率に与えた影響とその経済的帰結
3. 学会等名 日本会計研究学会 第80回大会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Tomotaka Yanagida
2. 発表標題 The Effect of the 2015 Revision to the Corporate Governance Code on Japanese Listed Firms
3. 学会等名 11th International Conference of The Japanese Accounting Review（国際学会）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 Tomotaka Yanagida
2. 発表標題 Appointment of a Celebrity as an Outside Director
3. 学会等名 2022 Asian Law and Society Association Annual Meeting（国際学会）
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

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
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------