

平成 30 年 6 月 15 日現在

機関番号：34416

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2017

課題番号：26780192

研究課題名(和文) 役員が多様化による企業統治構造の変化と株式市場の評価

研究課題名(英文) The stock market reactions to announcements of new director appointments

研究代表者

田中 孝憲 (Tanaka, Takanori)

関西大学・商学部・准教授

研究者番号：50587285

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、女性や外国人の役員就任の発表に対して短期的に株価がどのように変化するかイベント・スタディ(event study)の手法を用いて実証分析することである。実証分析の結果、新しい女性社外取締役の就任が公表されることによって、短期的に株価が上昇することがわかった。これは、女性が社外取締役になることにより株主に便益をもたらす企業統治の構造へ変化すると株式市場が評価したことを示している。しかし、外国人役員に対してはこのような結果が得られなかった。さらに、女性社外取締役が多い企業はそうでない企業に比べて企業価値が高いこともわかった。

研究成果の概要(英文)：I examine whether the stock market reacts to the appointments of new female directors or foreign directors using standard event study methodology. The event study results show that the market on average reacts positively to firm's decisions to appoint a new female outside director to the board. The finding supports the notion that shareholders view the appointments of female outside directors as value-enhancing. In contrast, I find no such evidence for foreign directors. Furthermore, additional analyses show that firms with more female outside directors exhibit higher performance after fully addressing any endogeneity concerns.

研究分野：ファイナンス

キーワード：女性役員 外国人役員 コーポレートガバナンス 株式市場

1. 研究開始当初の背景

株主と経営者の利害が必ずしも一致しない株式会社においては、株主の意向に沿う形で経営者を規律づけさせる企業統治のシステムが重要である。特に、取締役会は経営の最も重要な意思決定機関であるため、企業統治に果たす役割が大きい。近年、性別の違い、あるいは国籍の違いにより取締役会メンバーの多様化が進むことによる取締役会の機能の仕方が注目されている。男性が大部分を占めている取締役に、これまでにない新たな経験やアイデアを持った女性や外国人が加わることによって、企業統治の仕組みに変化がもたらされることになる。結果として、株主の利益を守るための企業統治の変化は株式市場における投資家の行動に影響を及ぼすことになる。

海外の研究動向をみると、女性と外国人の役員就任の発表に対して株式市場の投資家がどのような反応するかについて研究が行われている。しかし、日本企業を対象に日本人女性役員と外国人役員に関する研究は極めて乏しく、日本人女性と外国人の役員就任のアナウンスに対する日本の株式市場の反応に関する研究はこれまでされていない。

2. 研究の目的

諸外国同様、日本企業の取締役会は日本人男性によって主に構成させている。しかし、近年日本人女性あるいは外国人を役員として迎える日本企業が増えている。このような役員が多様化による企業統治の変化が短期的に株価にどのような影響を及ぼすのか検証を行うのが本研究の目的である。研究項目は主に以下の2つである。

1) 日本人女性の役員就任の発表に対する株価の変化

2) 外国人の役員就任の発表に対する株価の変化

3. 研究の方法

株式市場における反応についての分析には、ファイナンスの分野でよく使われているイベント・スタディ(event study)の手法を用いる。具体的には、役員登用に関する情報が新聞等で最初に公になった時点(イベント)を特定し、その時点よりも前の期間、例えばイベント前の150日前から20日前の期間を用いて日次の株式投資収益率を推定する。もし役員登用に関する情報のアナウンスが無かった場合、イベント前後の期間の投資収益率とイベント以前の投資収益率は同じような値を取るはずである。もしイベント前後の収益率とイベント以前の期間の投資収益率が異なった場合は、そのかい離部分を役員登用に関する情報により生み出された収益率と考える。その収益率がプラスで統計的に有意ならば役員登用に対する情報のアナウンスは株式市場では肯定的に見られ、マイナスで統計的に有意ならば否定的に見られていると判断する。

分析を行うにあたってデータセットを作成する必要がある。まず東洋経済新報社の「役員四季報」や有価証券報告書を主に用い、上場企業において新規に役員になった日本人女性と外国人を調べた。次に、新聞記事等を利用して、役員就任の情報が初めて公表された日次を特定した。最後に、イベント以前の期間の株価の情報とイベント周辺の株価の情報を基にそれぞれ株式投資収益率を計算し、役員登用に関するアナウンス効果について統計ソフトを用いて実証分析を行った。

4. 研究成果

主な研究成果として以下のようにまとめることができる。

まず、日本人女性の役員就任の発表に対す

る株式市場の反応に関する研究においては、女性社外取締役に関しては新規に役員となることが公に公表された後、株価が上昇することがわかった。これは、女性社外取締役による企業統治構造の変化に対して株式市場は好意的に判断していることを示している。

しかし、女性社内取締役に関しては、分析に十分なサンプルを集めることができなかった。これは2つの理由が考えられる。1つ目は、社内取締役は社外取締役に比べて新たに就任する役員の数に男女問わず少ないことである。2つ目は、イベント・スタディを行うのに適さないサンプルが多いことである。例えば、女性役員就任と同時に男性役員が就任した場合、あるいは女性役員就任と同時に男性役員が役員を退職した場合は分析に必要なサンプルにはなりえない。なぜなら、この場合の株価の変化は男性役員の就任・退職の影響が反映されている可能性があるからである。そのため、このようなサンプルでは分析を行うことはできない。

次に、外国人の役員就任の発表に対する株式市場の反応に関する研究においては、女性社内取締役の時同様、分析に十分なサンプルを集めることができなかった。これは、女性役員に比べて外国人役員の数にまだまだ少ないことが原因であると考えられる。将来外国人役員がもっと増えた場合、この研究テーマを再度試みたいと考えている

一方、これまでに行った女性役員就任に対する株式市場の反応の分析を拡張し、日本企業の日本人女性役員に関する研究を行った。分析の結果、以下のようなことがわかった。

1) 第2次安倍政権が「女性の活躍」を政策目標の1つに掲げて以来、女性役員数は増えている。特に、女性の社外取締役の数が2015年度から急激に増加している。しかし、社内取締役としての女性はそれほど増えていない。

2) 女性社内取締役は、規模が小さく、比較的若く、経営者の持株比率が高い企業に就任する傾向がある。一方、女性社外取締役は、規模が大きく、外国人投資家の持株が高く、役員平均年齢が若く、事業活動による成長性が低い企業に就任する傾向がある。

3) 女性役員と企業業績との関係を分析した結果、女性社外取締役が多い企業は企業の価値が高い。しかし、女性社内取締役にはこの因果関係がみられない。

これらの分析結果の中で、3)の分析結果はイベント・スタディでの分析結果を補完するものであると考えられる。

5. 主な発表論文等
(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 1 件)
1. 田中孝憲 “Gender diversity on Japanese corporate boards” The Business Administration Society Working Paper Series No. 37, Kansai University. 2018年 査読無

[学会発表](計 4 件)
1. 田中孝憲 “Gender diversity on Japanese corporate boards” 関西大学商学会. 2016年

2. 田中孝憲 “Gender diversity on Japanese corporate boards” 日本経済学会. 2015年

3. 田中孝憲 “Gender diversity on Japanese corporate boards” 日本経営財務研究学会. 2015年

4. 田中孝憲 “Gender diversity on Japanese corporate boards” 日本ファイナンス学会. 2015年

[図書](計 0 件)

[産業財産権]

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：

種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況（計 0 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕
ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

田中 孝憲 (Tanaka Takanori)

関西大学商学部・准教授

研究者番号：50587285

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：

(4) 研究協力者

()