

上場企業が選択する3つの機関設計における
企業価値評価(Tobin's Q, ROA)と
社外取締役人数の変化率について

2023年3月4日

本研究の目的は、日本の上場企業における3つの機関設計、指名委員会等設置会社と監査等委員会設置会社、監査役会設置会社が、コーポレートガバナンス・コードの導入を受け、社外取締役導入により経営と執行を分離して、社外取締役がモニタリング(監督)機能を発揮し企業価値を向上しているのかを明らかにすることである。

<日本の上場企業における3つの機関設計>

- ・監査役会設置会社
- ・指名委員会等設置会社(2003年導入)
- ・監査等委員会設置会社(2015年導入)

◆東京証券取引所第一部／プライムの機関設計別比率の推移

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年2月	16年比
指名委員会等設置会社	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	2.9%	3.2%	3.9%	3.9%	+0.8pt
監査等委員会設置会社	18.1%	21.9%	24.4%	26.8%	30.4%	34.2%	38.5%	39.2%	+21.1pt
監査役会設置会社	78.8%	75.0%	72.7%	70.2%	66.7%	62.6%	57.6%	56.9%	▲21.9pt

出所:2016年-2021年:日本取締役協会(2021), 2022年-2023年:東京証券取引所(2022a)コーポレートガバナンス情報サービス(2023年2月1日)筆者調べ

※2023年2月時点の各企業数 指名委員会等設置会社:71社,監査等委員会設置会社:719社,監査役会設置会社:1045社

◆モニタリング機能／コーポレートガバナンス・コード【原則4-8:独立社外取締役の有効な活用】の改訂推移

2021年6月改訂

【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

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、プライム市場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3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。また、上記にかかわらず、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、過半数の独立社外取締役を選任することが必要と考えるプライム市場上場会社（その他の市場の上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社）は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

補充原則4-8③

支配株主を有する上場会社は、取締役会において支配株主からの独立性を有する独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または支配株主と少数株主との利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行う、独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。

	必須条件	追加条件
2015年6月公表	2名以上	3分の1以上の選任が必要な場合、取り組みを開示
2018年6月改訂	2名以上	3分の1以上の選任が必要な場合、十分な人数を選任
2021年6月改訂	プライム市場 : 3分の1以上 スタンダード市場 : 2名以上 グロース市場 : 2名以上	【補充原則4-8③】 支配株主を有する上場会社はいずれかを選択 <1> プライム市場 : 過半数 スタンダード市場 : 3分の1以上 グロース市場 : 3分の1以上 <2> 支配株主と少数株主との利益相反を審議・検討する 独立社外取締役を含む独立性のある特別委員会の設置

◆先行研究

保坂泰貴・山口敦子・栗原涼介(2022)

- * 経済産業省コーポレートガバナンスシステム(CGS第3期)の意義は「攻めのガバナンス」「Comply or Explain」「取締役の監督の意味」などの考え方を示した点
- * TOPIX500企業の約4割でPBR1倍割れ
- * 「監督」とは『経営陣が策定し、取締役会が決定した経営の基本方針や戦略に照らして、指名・報酬の決定を通じた経営の是非の判断やパフォーマンス評価を行うこと』
- * 機関設計は「海外から見ても分かりやすいシンプルな形式への移行検討」および「社外取締役を過半数」として、世界標準を目指す

東京証券取引所(2023)

- * 中長期的な企業価値向上に向けた取り組みの動機付け
今回の市場再編が上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的としていることを踏まえれば、全上場会社の約半数がPBR1倍割れの状況にメスを入れない限り意味がない
⇒B/S経営(中長期で純資産を増大)及びキャッシュフロー経営(現預金を重視)へ移行していく必要
- * 経営者に、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握などを促す
- * 特に継続的にPBRが1倍を割れの会社に、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示(2023年春に開示要請の具体設計を検討)を求めていくべき
【PBR1倍割れ】 資本コスト(WACC) > 自己資本利益率(ROE) ※企業価値向上への資本コスト経営: ROE > WACC
- * 上場会社のガバナンス向上への取り組みが二極化
 - ・「Comply or Explain」の趣旨を改めて周知
 - ・指名委員会・報酬委員会を設置する上場会社が増加している中で、その役割・機能の明確か

◆先行研究

円谷昭一(2022)

- * 社外取締役の選任が日本企業の業績や株価といったパフォーマンスを押し上げたのか
- * 2010年代前半は「社外取締役の選任とパフォーマンスの間に正の相関」
- * 2010年代後半は「相関なし」
- * 2015年前後までの一部は改革が自発的・積極的で、ガバナンス改革が企業パフォーマンスと正の相関を示した可能性
- * 2015年前後を境に形式を整える企業が増加したため、「相関」が見られなくなったとも考えられる。

上村達男(2021)

- * 東証市場区分に対応してコーポレートガバナンスの水準に差を設けるのは慎重な評価が必要
- * 会社法上、機関構造の選択肢が肯定される中で、機関構造の優劣を証券取引所が判定し、それを上場審査の過程で事実上押しつけるのは問題である。
- * 「金融商品取引法の目的である市場機能の十全な発揮と公正な価格形成の確保」という証券取引所の至上命題に適う観点から、特定の機関構造が望ましいとは言えないだろう。上場区分を上場審査の対象とすることで「Comply or Explain」ルールのはずがコーポレートガバナンス・コードが事実上準強行法規的意味を持つなら本末転倒である。

先行研究から導き出されるキーワード

- ⇒ 監督(モニタリング), 機関設計, 社外取締役を過半数, 2015年前後を境に無相関, 市場区分, コーポレートガバナンス・コード
- ⇒ 企業価値向上と機関設計の最適解(エージェンシー問題の解消、モニタリングコスト)が実証で観測可能ではないか

◆経済産業省(2022)

コーポレートガバナンスシステム(CGS第3期)「今後の課題」

* 機関設計は「選択肢を海外から見ても分かりやすいシンプルな形式への移行を検討する」

・3つの機関設計が採用可能な仕組みは、世界でも日本独自の施策

* 取締役会は「社外取締役を過半数として、グローバルスタンダードを目指す」

・Gilson and Gordon(2019)の「Board2.0」はモニタリング・モデルの強化を掲げており、
グローバルスタンダードになるためにも、更なる深化が必要となる。

・日本では、取締役会における社内取締役数をいかに絞るかが乗り越えないとならない重要な課題

・取締役会規模の適正化

* 社外取締役は「法務、コーポレートファイナンスの基礎知識と監督者としての役割・資質も必要」

・コーポレートガバナンス・コードの補充原則4-11①

「独立社外取締役には、他社での経営経験を有する者を含めるべき」と、

スキルマトリクスのバランス確保が課題

出所:経済産業省(2022) CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)研究会(第3期)「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」の改訂

◆経済産業省(2022)コーポレートガバナンスシステム(CGS第3期)

機関設計を「モニタリング機能」「マネジメント機能」に分類する方向性を提示

	【A】取締役会の監督特化を指向	【B】取締役会の意思決定機能を重視しつつ監督機能強化を志向
機関設計(典型的)	指名委員会等設置会社, 監査等委員会設置会社	監査役会設置会社
個別の業務執行決定	執行側に大幅に権限委譲	重要性の低いものは執行側に権限委譲
構成	社外者中心	社内の業務執行者中心 ※監督機能確保へ一定数の社外取締役を選任
指名委員会 報酬委員会	委員会の決定内容は 必ずしも取締役会を拘束する必要なし	委員会の決定内容は 取締役会において尊重される必要あり
開催頻度	個別の業務執行決定は最小限のため、 相対的に少ない	個別の業務執行決定は相当数行うため、 相対的に多い

出所) 経済産業省(2022) コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)13頁目 2.3.各社の経営・取締役会の在り方の整理

【A】取締役会の監督特化を指向 : モニタリング機能

1. 取締役会が、経営戦略・経営計画の合理性、業務執行の成果の妥当性を認めることで、経営の正当性・合理性を支えることを想定
2. 取締役会が指名・報酬の決定等を通じて監督を行い暴走を防ぐことを前提としつつ、平時における経営の自由度を高めリスクテイクをしやすい点で有益であることが、改めて意識される必要

【B】取締役会の意思決定機能を重視しつつ監督機能強化を志向 : マネジメント機能

1. 個別の業務執行決定に取締役会が関与するが、特に社外取締役の比率・数を高めていく場合には、意思決定におけるスピードを損なわない運営上の工夫が必要

塚本(2021)は「モニタリング・モデルを目指す会社は指名委員会等設置会社か、せめて監査等委員会設置会社に移行することが望ましい」と指摘する

◆監査役会設置会社【B】

* 課題点

1. 【経営と執行の分離】

指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社よりも取締役会からの重要な業務執行決定の委任範囲の制約が厳しい

◆第362条4項 取締役会の権限など

取締役会は(中略)重要な業務執行の決定を取締役に委任することができない

2. 業務執行の意思決定の迅速化へ、取締役会の開催頻度の増加や少人数の委員会へのタスクアウト、社外取締役への事前説明、取締役会を支える部署の充実などの運営整備が必要となる

◆監査等委員会設置会社【A】

* 課題点

【経営と執行の分離】

取締役の総数の過半数が社外取締役,定款の定めがある場合→業務執行の決定を取締役会から業務執行取締役に対して委任可能

◆第399条の13第5項

監査等委員会設置会社における取締役会の権限について、監査等委員会設置会社の取締役の過半数が社外取締役である場合には、当該監査等委員会設置会社の取締役会は、その決議によって、重要な業務執行の決定を取締役に委任することができる

◆第399条の13第6項

監査等委員会設置会社は、取締役会の決議によって重要な業務執行の決定の全部又は一部を取締役に委任することができる旨を定款で定めることができる

2022年5月時点	【B】監査役会設置会社	【A】監査等委員会設置会社	【A】指名委員会等設置会社
導入時期	1933年10月	2015年5月	2003年4月
構成:監督・監査	監督:取締役会 監査:監査役会	監督・監査:取締役会 ※監査等委員会を設置	監督・監査:取締役会 ※指名,報酬,監査の3委員会設置
構成:監査	監査役(会) :取締役会の議決権なし	監査等委員 :取締役会の議決権あり	監査委員会 :取締役会の議決権あり
構成:業務執行	取締役		執行役
特徴① 設計	監査役会は3人以上、 半数以上は社外監査役、常勤が必要	監査等委員会は3人以上、 過半数は社外取締役	3委員会は全て3人以上、 過半数は社外取締役(兼務可能)
特徴② 重要決定	取締役会決議	取締役に委任可能	執行役に委任可能
特徴③ 委員会	任意(指名・報酬)委員会の設置が可能		委員会は法定設置
必要な社外役員	社外取締役2人以上＋社外監査役2人以上	社外取締役2人以上	
主な機能	マネジメント機能,アドバイザー機能※1	モニタリング機能	
モデルの特徴	取締役会が経営陣に助言(主に監査役の活用)	取締役会が経営陣を監督(社外取締役の活用)	

※1 落合誠一(2009)

◆社外取締役の選任人数の状況

	0人	1人	2人	3人	4人	5人以上
指名委員会等設置会社	0%	0%	0%	15.8%	14.5%	69.7%
監査等委員会設置会社	0%	0%	24.1%	37.2%	23.1%	15.6%
監査役会設置会社	1.7%	20.4%	41.2%	24.8%	8.5%	3.3%

出所：東京証券取引所(2021)

◆取締役会の位置づけ(上：企業側の認識、下：社外取締役側の認識)

企業側の認識	マネジメント型	どちらと言えば マネジメント型	どちらかと言えば モニタリング型	モニタリング型
指名委員会等設置会社	0.0%	2.7%	21.6%	75.7%
監査等委員会設置会社	15.6%	40.7%	35.1%	8.7%
監査役会設置会社	15.0%	53.6%	27.3%	4.0%
社外取締役側の認識	マネジメント型	どちらと言えば マネジメント型	どちらかと言えば モニタリング型	モニタリング型
指名委員会等設置会社	6.0%	20.0%	34.0%	40.0%
監査等委員会設置会社	16.4%	39.4%	35.5%	8.7%
監査役会設置会社	19.2%	43.3%	31.1%	6.4%

出所：経済産業省(2020)

◆ガバナンス構造

* 内部ガバナンス

- ・取締役会: 独立性
CEOの取締役会議長非兼務
取締役の自社株保有
- ・株主構成: 株主保有比率
- ・インセンティブ: ストックオプション・報酬

* 外部ガバナンス

- ・法制度
- ・外部監査機関
- ・証券アナリスト
- ・メディア
- ・株式市場による統制
- ・格付け機関
- ・アクティビスト

◆社外取締役の役割

* モニタリング機能 <機関設計> 指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社

経営者の選任・解任, サクセッションプラン

- ① 中朝の経営計画・経営戦略において評価指標たる経営指標を予め定める
- ② 当該経営目標に基づき、業務執行者の業績を評価
- ③ 当該業績評価に基づき、業務執行者に対する人事権を行使する 出所: 塚本(2021)

社外取締役の監督機能に期待 出所: 松田(2021)

* マネジメント機能 <機関設計> 監査役会設置会社

取締役会の業務執行に関する最高意思決定機関としての側面 出所: 富山(2015)

社内取締役を中心に専ら業務執行の意思決定 出所: 松田(2021)

* アドバイザー機能 <機関設計> 全て

経営者が策定した経営計画の評価と承認, 事業ポートフォリオの選択, 財務戦略, 意思決定(M&A) 出所: 落合(2009)ほか

社外取締役の知見を基に指南を乞う 出所: 松田(2021)

エージェンシー理論や不完備契約理論に基づけば、
上場企業が選択する3つの機関設計間に、企業価値の向上に差は生じない。

しかし、コーポレートガバナンス・コードで、社外取締役の導入要件が提示されたことで、同人数変化率をもたらし、
また、組織設計において、経済産業省(2022)が位置付けする
「取締役会の監督(モニタリング)特化を指向」(指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社)、
「取締役会の意思決定機能(マネジメント)を重視しつつ監督機能(モニタリング)強化を志向」(監査役会設置会社)、
では企業価値の向上に変化を生じさせた可能性があるのではないか。

Fauver *et al.*(2017)は、1990年から2012年の間、41カ国における法改正や
コーポレートガバナンス・コード(CGコード)導入による取締役会改革の効果を分析。
法律の義務化よりもCGコードを採用した国の方が、企業価値を向上させているとの実証結果をまとめている。

日本の現状は、社外取締役について、会社法327条の2で設置の義務付けはあるが、
実質的には、各企業はCGコードの「Comply or Explain」ベースに重きを置いた、各企業の最適な取締役会構成が尊重される。
しかし、日本のコーポレートガバナンス・コードはComply率が非常に高く、
“各企業の最適な取締役会構成を尊重”した運営となっていない可能性が高い。

この問題について、企業価値の向上を測る指標として、
市場による企業価値評価の「トービンのQ」、
会計情報に基づく企業収益性の評価となる「ROA」を被説明変数、
社外取締役人数変化率を説明変数に用いて、実証分析していく。

	分析期間	分析対象	社外取締役の独立性	被説明変数	分析結果
齋藤卓爾(2011)	1997年 ～2008年	日経500	無	ΔROA	有意にプラス
清水一(2011)	2004年度 ～2008年度	市場1部 621社	無	Tobin's Q	有意にプラス
宮島英昭・小川亮 (2012)	2005年 ～2010年	市場1部	有	産業調整済みROA	有意の有無が混在
内田交謹(2012)	2002年 ～2011年	全上場企業	無	Tobin's Q	有意にプラス ※高株式持ち合い比率, 低外国人持株比率の場合のみ
武田克巳(2012)	2012年3月	市場1部 1264社 ^[注1]	無	Tobin's Q	有意にプラス ※ROA, 外国人持ち株比率
金榮愨・権赫旭 (2015)	2005年 ～2010年	16,640社	無	TFP(全要素生産性)	有意なし
齋藤卓爾(2017)	2012年度 ～2017年度	全上場企業	無	社外取締役人数変化	有意なし(市場1部, 新興市場) 有意にプラス(市場2部 ※Tobin's Q)
野間幹晴(2018)	2004年 ～2016年	全上場企業	無	社外取締役の 導入企業と未導入企業	有意にプラス ※Tobin's Q, 産業調整済みROA, 配当比率のみ
内田交謹(2019)	2014年度 ～2016年度	監査役会設置会社 監査等委員会設置会社	有	Tobin's Q, 株式変動 R&D, ROA変動	有意にプラス ※社外取締役2名未満のみ
森川正之(2019)	2009年度 ～2016年度	約30,000社	有	ROA, TFP(全要素生産性)	有意なし
Sako and Kubo (2019)	2004年 ～2015年	上場企業	無	ROA, Tobin's Q, 株式リターンのボラティリティ	有意の有無が混在
阿部紳史(2022)	2014年 ～2021年	TOPIX500	有	社外取締役人数変化	有意にプラス ※監査等委員会設置会社(t-1期からt0期)のトービンのQ: 5%

【注1】市場1部の監査役会設置会社(金融保険除く) ※筆者作成

◆研究方法

齋藤(2017)や内田(2019)、阿部(2022)を基本に、上場企業の3つの機関設計における企業価値について、実証分析で用いた、社外取締役人数変化率を説明変数に用いる。

阿部(2022)では機関設計別に操作変数を用いた、2段階最小二乗法(2SLS)で実証、監査等委員会設置会社でt+1期で有意である分析結果を示した。今回は、この社外取締役人数変化率を用いて、市場による企業価値評価の「トービンのQ」、会計情報に基づく収益性評価となる「ROA」を被説明変数にして、企業価値の関係について実証した。

大杉(2022)は、2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂は、2022年4月の東京証券取引所における市場区分の再編と関連付けており、特に原則4-8はプライム市場の上場企業に厳格なルールを求めている。

対象企業) TOPIX500
 監査役会設置会社 327社
 監査等委員会設置会社 92社
 指名委員会等設置会社 32社
 ※銀行業、証券・商品先物取引業、保険業除く

データ期間) 2014年から2021年

データ取得) Bloomberg Professional Service

◆TOPIX500の機関設計別、社外取締役人数の変化率

機関設計	対象期間	平均値
監査役会設置会社 (327社)	社外取締役人数の変化率(2014~2015)	1.252
	社外取締役人数の変化率(2015~2016)	1.181
	社外取締役人数の変化率(2016~2017)	1.088
	社外取締役人数の変化率(2017~2018)	1.087
	社外取締役人数の変化率(2018~2019)	1.101
監査等委員会設置会社 (92社)	社外取締役人数の変化率(2019~2020)	1.148
	社外取締役人数の変化率(t-1期~t0期)	1.546
	社外取締役人数の変化率(t0期~t+1期)	1.089
	社外取締役人数の変化率(t+1期~t+2期)	1.137
指名委員会等設置会社 (32社)	社外取締役人数の変化率(2014~2015)	1.141
	社外取締役人数の変化率(2015~2016)	1.069
	社外取締役人数の変化率(2016~2017)	1.118
	社外取締役人数の変化率(2017~2018)	1.013
	社外取締役人数の変化率(2018~2019)	1.023
	社外取締役人数の変化率(2019~2020)	1.084

※銀行業、証券・商品先物取引業、保険業除く

仮説1) トービンのQと社外取締役人数の変化率の間には3つの機関設計による有意差は生じない

対象企業) TOPIX500

監査役会設置会社 327社

監査等委員会設置会社 92社

指名委員会等設置会社 32社

※銀行業、証券・商品先物取引業、保険業除く

データ期間) 2014年から2021年

検証方法)

- ・被説明変数はトービンのQ
- ・監査等委員会設置会社は移行期をt0期とした
- ・説明変数の社外取締役人数の変化率は前期と当期の社外取締役人数の変化率
- ・被説明変数、コントロール変数は社外取締役人数の変化率に対して、翌期の実証データを用いて検証する
- ・コントロール変数はLog売上高、WACC、負債/総資本比率、営業CF/総資産、外国人持株比率
- ・分析手法は重回帰分析と頑健性チェックを実施する

データ取得)

Bloomberg Professional Service

回帰式)

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{社外取締役人数の変化率}_{i,t} + \alpha_2 \text{WACC}_{i,t} + \alpha_3 \text{Log売上高}_{i,t} + \alpha_4 \text{負債/総資本比率}_{i,t} + \alpha_5 \text{営業CF/総資産}_{i,t} + \alpha_6 \text{外国人持株比率}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$i(\text{企業})=1,2,3,\dots,N, t(\text{年、年度})=1,2,3,\dots,T$

変数名	定義
Log売上高	売上高の対数変換
WACC	[負債コスト*(負債合計/総資本)]+[優先株資本コスト*(優先株/総資本)]+[普通株式資本コスト*(普通株式資本/総資本)]
負債/総資本比率	負債/総資本
営業CF/総資産	営業キャッシュフロー/総資産
トービンのQ	(株式時価総額+負債総額)/総資産
外国人持株比率	外国人投資家の株式保有数/株式発行数
社外取締役人数の変化率	翌期・社外取締役人数/前期・社外取締役人数

<監査等委員会等設置会社 実証データのタイムライン(例)>

	t-1期	t0期	t+1期	t+2期
12月決算	'14/12	'15/12	'16/12	'17/12
3月決算	'15/3	'16/3	'17/3	'18/3

Model	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
対象期間	FY2016	FY2016	FY2017	FY2017	FY2018	FY2018	FY2019	FY2019	FY2020	FY2020	FY2021	FY2021
被説明変数	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役人数変化率 (前々期～前期)	0.007 (0.240)	0.007 (0.280)	-0.147 (0.268)	-0.147 (0.161)	0.181 (0.415)	0.181 (0.234)	-0.347 (0.443)	-0.347 (0.424)	0.267 (0.368)	0.267 (0.382)	0.348 (0.252)	0.348 (0.153)
WACC	-0.022 (0.061)	-0.022 (0.089)	-0.053 (0.062)	-0.053 (0.078)	-0.164*** (0.053)	-0.164 (0.140)	0.071 (0.057)	0.071* (0.039)	-0.050 (0.046)	-0.050 (0.068)	0.004 (0.031)	0.004** (0.024)
Log売上高	-1.533*** (0.221)	-1.533** (0.774)	-1.148*** (0.211)	-1.148*** (0.211)	-1.792*** (0.226)	-1.792** (0.819)	-1.688*** (0.229)	-1.688*** (0.735)	-1.705*** (0.202)	-1.705*** (0.643)	-1.250*** (0.163)	-1.250*** (0.397)
負債/総資本比率	-0.015 (0.117)	-0.015 (0.076)	-0.046 (0.115)	-0.046 (0.052)	-0.176 (0.109)	-0.176 (0.109)	0.104 (0.115)	0.104 (0.089)	-0.008 (0.100)	-0.008 (0.058)	-0.018 (0.068)	-0.018 (0.055)
営業CF/総資産	1.731** (0.732)	1.731 (2.937)	1.033* (0.595)	1.033* (2.303)	1.456* (0.869)	1.456 (1.932)	1.969** (0.818)	1.969 (3.719)	0.773 (0.651)	0.773 (2.222)	0.830* (0.483)	0.830 (2.614)
外国人持株比率	0.021** (0.010)	0.021** (0.006)	0.025*** (0.009)	0.025*** (0.008)	0.039*** (0.010)	0.039*** (0.015)	0.035*** (0.010)	0.035** (0.014)	0.041*** (0.009)	0.041** (0.017)	0.042*** (0.007)	0.042*** (0.014)
定数項	5.187*** (0.997)	5.187*** (2.450)	5.365*** (0.866)	5.365** (2.534)	6.933*** (0.925)	6.933** (3.393)	4.828*** (1.041)	4.828** (2.031)	5.163*** (0.912)	5.163** (2.096)	4.284*** (0.659)	4.284*** (0.879)
N	286		315		317		318		316		297	
調整済みR ²	0.166		0.154		0.204		0.215		0.235		0.264	
F値	35.968		10.527***		14.525***		15.480***		17.091***		18.662	
Durbin-Watson ratio	1.928		1.988		1.971		1.994		1.885		1.829	
F検定	20.307***		20.226***		24.176***		20.187***		28.337***		38.663***	
Breusch-Pagan検定	19.085***		19.120***		22.595***		19.095***		26.157***		34.415***	
White検定	162.534***		119.961***		191.153***		96.837***		138.303***		164.791***	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model2,4,6,8,10,12はロバスト標準誤差

Model	13	14	15	16	17	18	19	20
対象期間	t0期	t0期	t+1期	t+1期	t+2期	t+2期	t+3期	t+3期
被説明変数	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役人数変化率 (前々期～前期)	-0.165 (0.361)	-0.165 (0.280)	0.602*** (0.226)	0.602* (0.315)	-1.239 (0.752)	-1.239 (0.855)	-0.323 (0.347)	-0.323 (0.457)
WACC	-0.137 (0.102)	-0.137 (0.095)	-0.022 (0.069)	-0.022 (0.090)	-0.067 (0.066)	-0.067 (0.122)	-0.057 (0.065)	-0.057 (0.071)
Log売上高	-1.465*** (0.403)	-1.465** (0.625)	-0.956*** (0.302)	-0.956*** (0.362)	-1.558*** (0.387)	-1.558** (0.599)	-1.679*** (0.366)	-1.679*** (0.596)
負債/総資本比率	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.005)	0.001 (0.003)	0.001 (0.004)	0.001 (0.002)	0.001 (0.006)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
営業CF/総資産	24.562*** (5.020)	24.562*** (8.326)	21.845*** (2.982)	21.845*** (6.536)	37.907*** (4.103)	37.907*** (10.753)	20.617*** (4.065)	20.617*** (6.988)
外国人持株比率	0.019 (0.019)	0.019 (0.020)	0.016 (0.011)	0.016 (0.012)	0.019 (0.015)	0.019 (0.016)	0.032** (0.014)	0.032** (0.015)
定数項	4.518*** (1.498)	4.518** (1.763)	1.323 (0.994)	1.323 (0.987)	4.368*** (1.683)	4.368** (2.081)	4.590*** (1.354)	4.590*** (1.493)
N	75		84		89		81	
調整済みR ²	0.495		0.559		0.609		0.458	
F値	13.091***		18.552***		23.808***		12.245***	
Durbin-Watson ratio	1.917		2.116		2.040		2.022	
F検定	9.295***		45.848***		19.204***		30.330***	
Breusch-Pagan検定	8.471***		30.124***		16.093***		22.741***	
White検定	38.436*		63.908***		38.155*		63.724***	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model14,16,18,20はロバスト標準誤差

仮説1 指名委員会等設置会社 被説明: Tobin's Q



Model	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
対象期間	FY2016	FY2016	FY2017	FY2017	FY2018	FY2018	FY2019	FY2019	FY2020	FY2020	FY2021	FY2021
被説明変数	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q	Tobin's Q
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役人数変化率 (前々期～前期)	-0.006 (1.225)	-0.006 (5.712)	-0.185 (1.059)	-0.185 (1.212)	0.801 (0.852)	0.801 (1.683)	0.835 (2.516)	0.835 (1.594)	0.093 (3.829)	0.093 (3.627)	-1.583 (1.536)	-1.583 (2.475)
WACC	0.418 (0.316)	0.418 (0.449)	0.032 (0.106)	0.032 (0.121)	0.101 (0.122)	0.101 (0.133)	0.106 (0.176)	0.106 (0.138)	0.060 (0.140)	0.060 (0.124)	-0.165 (0.162)	-0.165 (0.256)
Log売上高	-2.217* (1.075)	-2.217 (1.963)	-1.476** (0.565)	-1.476 (1.058)	-1.460** (0.588)	-1.460 (1.129)	-1.158 (0.774)	-1.158 (0.749)	-1.881** (0.744)	-1.881* (0.917)	-2.647** (1.155)	-2.647 (2.165)
負債/総資本比率	0.576 (0.341)	0.576 (1.275)	0.145* (0.076)	0.145* (0.152)	0.148 (0.087)	0.148 (0.149)	0.210* (0.105)	0.210* (0.243)	0.201* (0.099)	0.201 (0.266)	0.209 (0.134)	0.209 (0.185)
営業CF/総資産	-3.788 (12.121)	-3.788 (16.821)	-0.198 (7.633)	-0.198 (11.722)	3.787 (9.032)	3.787 (13.076)	26.942** (10.239)	26.942** (17.159)	16.719* (8.989)	16.719* (8.683)	20.800 (14.357)	20.800 (17.818)
外国人持株比率	0.059* (0.029)	0.059 (0.049)	0.047** (0.017)	0.047 (0.038)	0.060*** (0.018)	0.060 (0.051)	0.024 (0.021)	0.024 (0.029)	0.050*** (0.018)	0.050 (0.034)	0.079** (0.032)	0.079 (0.057)
定数項	1.849 (5.414)	1.849 (6.247)	3.933 (2.292)	3.933 (3.372)	1.647 (2.680)	1.647 (2.271)	0.335 (3.962)	0.335 (2.869)	3.591 (4.834)	3.591 (4.451)	8.211* (4.397)	8.211 (7.197)
N	21		24		25		27		27		25	
調整済みR ²	0.381		0.511		0.535		0.544		0.590		0.506	
F値	3.054**		5.013***		5.603***		6.164***		7.231***		5.091***	
Durbin-Watson ratio	1.235		1.334		1.273		1.209		1.332		1.965	
F検定	17.137***		9.242***		13.397***		17.523***		7.339**		17.107***	
Breusch-Pagan検定	9.959***		7.100***		9.202***		11.126***		6.166**		10.663***	
White検定	21.000		24.000		25.000		27.000		27.000		25.000	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model22,24,26,28,30,32はロバスト標準誤差

仮説2) ROAと社外取締役人数の変化率の間には3つの機関設計による有意差は生じない

対象企業) TOPIX500

監査役会設置会社 327社

監査等委員会設置会社 92社

指名委員会等設置会社 32社

※銀行業、証券・商品先物取引業、保険業除く

データ期間) 2014年から2021年

検証方法)

- ・被説明変数はROA
- ・監査等委員会設置会社への移行期をt0期とする
- ・監査等委員会設置会社は移行期をt0期とした
- ・説明変数の社外取締役人数の変化率は前期と当期の社外取締役人数の変化率
- ・コントロール変数はLog売上高、WACC、負債/総資本比率、営業CF/総資産、外国人持株比率
- ・分析手法は重回帰分析と頑健性チェックを実施する

データ取得) Bloomberg Professional Service

回帰式)

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{社外取締役人数の変化率}_{i,t} + \alpha_2 WACC_{i,t} + \alpha_3 \text{Log売上高}_{i,t} + \alpha_4 \text{負債/総資本比率}_{i,t} + \alpha_5 \text{営業CF/総資産}_{i,t} + \alpha_6 \text{外国人持株比率}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$i(\text{企業})=1,2,3,\dots,N, t(\text{年、年度})=1,2,3,\dots,T$

変数名	定義
Log売上高	売上高の対数変換
WACC	[負債コスト*(負債合計/総資本)]+[優先株資本コスト*(優先株/総資本)]+[普通株式資本コスト*(普通株式資本/総資本)]
負債/総資本比率	負債/総資本
営業CF/総資産	営業キャッシュフロー/総資産
ROA	当期純利益/総資産
外国人持株比率	外国人投資家の株式保有数/株式発行数
社外取締役人数の変化率	翌期・社外取締役人数/前期・社外取締役人数

<監査等委員会等設置会社 実証データのタイムライン(例)>

	t-1期	t0期	t+1期	t+2期
12月決算	'14/12	'15/12	'16/12	'17/12
3月決算	'15/3	'16/3	'17/3	'18/3

(注)ROAの定義

野間(2018) 当期純利益÷総資産

森川(2019) 営業利益÷総資産

本研究ではBloomberg Professional Serviceと定義が同一の野間(2018)を採用した

Model	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
対象期間	FY2016	FY2016	FY2017	FY2017	FY2018	FY2018	FY2019	FY2019	FY2020	FY2020	FY2021	FY2021
被説明変数	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役人数変化率 (前々期～前期)	-0.334 (0.441)	-0.334 (0.328)	0.691 (0.536)	0.691 (0.608)	0.679 (0.782)	0.679 (0.743)	1.296 (0.809)	1.296 (0.840)	2.386*** (0.722)	2.386 (1.473)	0.750 (0.766)	0.750 (0.602)
WACC	0.572*** (0.112)	0.572*** (0.125)	0.302** (0.124)	0.302** (0.119)	0.155 (0.100)	0.155* (0.089)	0.520*** (0.104)	0.520*** (0.138)	0.199** (0.091)	0.199** (0.096)	0.227** (0.093)	0.227*** (0.087)
Log売上高	-2.207*** (0.407)	-2.207*** (0.663)	-2.144*** (0.420)	-2.144*** (0.679)	-2.222*** (0.427)	-2.222*** (0.685)	-1.986*** (0.418)	-1.986*** (0.493)	-2.346*** (0.396)	-2.346*** (0.546)	-0.874* (0.498)	-0.874 (0.622)
負債/総資本比率	-0.197 (0.215)	-0.197 (0.259)	0.422* (0.230)	0.422* (0.240)	-0.655*** (0.205)	-0.655*** (0.232)	-0.219 (0.209)	-0.219 (0.174)	0.514*** (0.196)	0.514** (0.223)	-0.482** (0.207)	-0.482* (0.261)
営業CF/総資産	4.239*** (1.346)	4.239 (8.452)	4.163*** (1.188)	4.163 (9.517)	6.194*** (1.638)	6.194 (8.802)	5.195*** (1.494)	5.195 (10.316)	2.332* (1.275)	2.332 (7.029)	5.810*** (1.470)	5.810 (16.290)
外国人持株比率	0.077*** (0.018)	0.077*** (0.016)	0.067*** (0.018)	0.067*** (0.022)	0.087*** (0.018)	0.087*** (0.019)	0.095*** (0.019)	0.095*** (0.022)	0.100*** (0.017)	0.100*** (0.021)	0.088*** (0.022)	0.088*** (0.030)
定数項	4.776*** (1.833)	4.776** (2.363)	8.236*** (1.728)	8.236*** (1.862)	8.175*** (1.745)	8.175*** (2.403)	3.492* (1.901)	3.492 (2.155)	5.339*** (1.788)	5.339** (2.684)	3.216 (2.006)	3.216 (2.399)
N	286		315		317		318		316		297	
調整済みR ²	0.371		0.258		0.278		0.347		0.352		0.217	
F値	28.958		19.212		21.304		29.13		29.502		14.705	
Durbin-Watson ratio	1.989		2.013		2.076		1.941		1.775		1.885	
F検定	17.320***		13.743***		18.884***		17.674***		18.292***		10.859***	
Breusch-Pagan検定	16.439***		13.249***		17.929***		16.844***		17.395***		10.545***	
White検定	118.442***		134.614***		161.275***		59.855***		121.861***		104.108***	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model2,4,6,8,10,12はロバスト標準誤差

Model	13	14	15	16	17	18	19	20
対象期間	t0期	t0期	t+1期	t+1期	t+2期	t+2期	t+3期	t+3期
被説明変数	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役人数変化率 (前々期～前期)	0.347 (1.086)	0.347 (0.730)	0.668* (0.485)	0.668* (0.514)	-1.314 (1.229)	-1.314 (1.949)	-0.927 (0.645)	-0.927** (0.425)
WACC	0.080 (0.306)	0.080 (0.275)	0.282* (0.148)	0.282* (0.194)	0.076 (0.107)	0.076 (0.137)	0.267** (0.120)	0.267 (0.192)
Log売上高	-2.327* (1.214)	-2.327* (1.322)	-1.231* (0.647)	-1.231* (0.647)	-2.283*** (0.633)	-2.283** (0.890)	-2.291*** (0.681)	-2.291*** (0.856)
負債/総資本比率	0.001 (0.011)	0.001 (0.011)	-0.025*** (0.007)	-0.025*** (0.009)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.004 (0.002)	-0.004 (0.014)
営業CF/総資産	73.312*** (15.118)	73.312*** (16.873)	64.547*** (6.387)	64.547*** (8.938)	64.232*** (6.704)	64.232*** (10.967)	63.904*** (7.550)	63.904*** (13.056)
外国人持株比率	0.001 (0.056)	0.001 (0.050)	0.054** (0.025)	0.054*** (0.020)	0.030 (0.025)	0.030 (0.023)	0.042 (0.026)	0.042 (0.026)
定数項	4.360 (4.511)	4.360 (5.372)	2.433 (2.128)	2.433 (2.238)	5.889*** (2.667)	5.889*** (3.755)	4.503* (2.514)	4.503 (2.814)
N	75		84		89		81	
調整済みR ²	0.359		0.701		0.641		0.680	
F値	7.910***		33.372***		27.192***		29.362***	
Durbin-Watson ratio	1.968		2.058		1.819		1.710	
F検定	0.031		2.416		1.939		14.719***	
Breusch-Pagan検定	0.032		2.404		1.941		12.721***	
White検定	17.907		25.526		36.240		52.114***	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model14,16,18,20はロバスト標準誤差

Model	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
対象期間	FY2016	FY2016	FY2017	FY2017	FY2018	FY2018	FY2019	FY2019	FY2020	FY2020	FY2021	FY2021
被説明変数	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA	ROA
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役人数変化率 (前々期～前期)	1.217 (3.474)	1.217 (5.988)	2.831 (3.866)	2.831 (4.303)	-1.903 (1.971)	-1.903 (6.954)	1.984 (4.000)	1.984 (4.673)	2.905 (8.720)	2.905 (8.568)	-2.529 (2.407)	-2.529 (2.216)
WACC	1.214 (0.897)	1.214 (0.667)	0.040 (0.388)	0.040 (0.278)	0.235 (0.283)	0.235 (0.310)	0.973*** (0.280)	0.973** (0.403)	0.784** (0.319)	0.784* (0.377)	0.051 (0.254)	0.051 (0.387)
Log売上高	-3.418 (3.048)	-3.418 (2.939)	-3.387 (2.064)	-3.387 (2.499)	-0.946 (1.361)	-0.946 (2.169)	0.525 (1.230)	0.525 (1.033)	-2.198 (1.693)	-2.198 (2.047)	-3.363* (1.810)	-3.363 (2.432)
負債/総資本比率	0.601 (0.966)	0.601 (0.539)	0.401 (0.279)	0.401 (0.300)	0.131 (0.201)	0.131 (0.147)	0.167 (0.167)	0.167 (0.124)	0.292 (0.225)	0.292 (0.491)	0.510** (0.211)	0.510** (0.638)
営業CF/総資産	-20.800 (34.363)	-20.800 (50.746)	64.269 (27.863)	64.269 (47.664)	65.114*** (20.909)	65.114** (26.240)	77.222*** (16.274)	77.222** (27.721)	57.241** (20.468)	57.241*** (18.166)	85.584*** (22.492)	85.584*** (32.244)
外国人持株比率	0.140 (0.083)	0.140 (0.075)	0.061 (0.061)	0.061 (0.083)	0.058 (0.043)	0.058 (0.094)	0.009 (0.034)	0.009 (0.034)	0.079* (0.040)	0.079 (0.051)	0.114** (0.050)	0.114 (0.070)
定数項	0.678 (15.348)	0.678 (14.066)	2.005 (8.367)	2.005 (8.453)	0.924 (6.203)	0.924 (8.889)	-11.483* (6.298)	-11.483* (6.409)	-6.324 (11.008)	-6.324 (12.515)	2.905 (6.889)	2.905 (8.395)
N	21		24		25		27		27		25	
調整済みR ²	0.272		0.555		0.629		0.759		0.684		0.711	
F値	2.247*		5.775		7.786***		14.638***		10.396***		10.821***	
Durbin-Watson ratio	2.770		1.950		1.468		1.890		1.851		1.634	
F検定	1.888		0.576		2.300		0.640		0.051		5.505**	
Breusch-Pagan検定	1.898		0.612		2.273		0.673		0.055		4.828**	
White検定	21.000		24.000		25.000		27.000		27.000		25.000	

(注1) *p<.1 **p<.05 ***p<.01 (注2)カッコ内は標準誤差 (注3)Model22,24,26,28,30,32はロバスト標準誤差

◆本研究の成果

- * 仮説1では、監査等委員会設置会社のt+1期のみ、社外取締役変化率と正に有意な結果となった。
これにより仮説は棄却された。モニタリング・モデルに移行することで社外取締役の増員を促した結果と考察する。
監査役会設置会社では、全ての期間で外国人持株比率と正に有意な結果が得られており、社外取締役の導入に対する期待から、トービンのQとの相関にプラスの影響を及ぼしたと考察する。
- * 仮説2では、監査等委員会設置会社のt+1期のみ、社外取締役変化率と正に有意な結果となった。
これにより仮説は棄却された。また、外国人持株比率で正に1%、WACCで正に10%など、同機関設計への移行は、内部(取締役会の実効性)や外部(外国人持株比率)へのシグナリング効果発揮したことが考えられる。
- * 仮説2では、監査役会設置会社では、全ての期間で外国人持株比率と正に有意、WACCはFY2018を除き、正に有意の結果が得られており、社外取締役の導入に対する期待から、ROAとの相関にプラスの影響を及ぼしたと考察する。
- * 指名委員会等設置会社もWACCがFY2019から2021で、有意に正の関係となった。
CGコード2018の改訂以降、社外取締役施策による変化の可能性もある。
- * モニタリング・モデルを志向する企業が、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行することで、経営と執行の分離が実現し、モニタリングの実効性が一時的ながらも機能している可能性を提示するものである。
- * 監査等委員会設置会社を対象とした実証の先行研究は少なく、本研究は上場企業の機関設計で最も導入率が高い同機関設計における社外取締役と企業価値向上の関係性を提示したことは意義がある研究と考察する。

◆今後の課題

- * 監査等委員会設置会社は、モニタリング・モデルとマネジメント・モデルが混在していることも確認され、更なる理論的検討と実証分析による追加的検証の余地があるなど、本研究の限界と将来に向けた課題も明らかになった。
- * 研究の軸が社外取締役の量(人数)から質(スキルマトリクス)へと移行することが考えられるほか、企業価値を高めるためのシグナリング効果として、女性取締役・管理職の情報開示を含む人的資本の開示が及ぼす影響を研究していく。
- * 金融庁(2022)は11月に「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案について、2023年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用する予定と公表した。有価証券報告書は東京証券取引所の全市場に上場する3799社(2022年12月31日時点) 1 に適用され、2023年3月期が決算期となる企業は2297社(同)となる。これにより女性管理職比率や男性の育児休業比率の開示が始まるため、この開示情報がトービンのQやPBR(株価純資産倍率)などの企業価値評価やROAなどの収益性情報に変化を与える可能性がある。
- * 市場区分によるコーポレートガバナンス・コードの適用(Soft Law)も重要だが、会社法(Hard Law)に基づく機関設計を基本とした理論研究を進めていく。だが、引き続き、経済産業省や金融庁、東京証券取引所の施策を注目していきたい。
- * 社外取締役人数の変化率ではなく、社外取締役比率(3分の1以上、過半数)による実証で3つの機関設計を観察したい。
- * 重回帰分析に頑健性チェックをする実証方法から、因果推論(傾向スコアマッチング)を採用した検証も検討していく。

- Fauver,L.,M.Hung,X.Li and A.Taboada(2017)
Board reforms and firm value:Worldwide evidence,*Journal of Financial Economics*125,pp.120-142
- Gilson,R.J. and Gordon,J.N.(2019)
Board3.0:An Introduction,74,*The Business Lawyer* 351
- SAKO Mari and KUBO Katsuyuki(2019)
Professionals on Corporate Boards:How do they affect the bottom line?, *RIETI Discussion Paper Series 19-E-010*,pp.1-48.
- 阿部紳史(2022)
監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社における社外取締役人数の変化率と企業価値向上 日本財務管理学会第55回秋期全国大会報告
- 上村達男(2021)
会社法は誰のためにあるのか:人間復興の会社法理,岩波書店,pp.80-81.
- 内田交謹(2012)
社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス(特集 コーポレートガバナンス) 証券アナリストジャーナル, 50(5),pp.8-18.
- 内田交謹(2019)
「取締役会における委員会設置の経済分析」 細江守紀編著『企業統治と会社法の経済学』勁草書房
- 大杉謙一(2022)
上場企業の機関設計と取締役改革 法学教室No.504, pp.25-29.
- 落合誠一(2009)
独立取締役の在り方,第17回産研アカデミック・フォーラム「公開会社のコーポレート・ガバナンスの新たな展開」,pp.82.
- 金榮慤・権赫旭(2015)
日本における取締役会の改革の効果分析 『RIETI Policy Discussion Paper Series』15-J-060,経済産業研究所,pp.1-16.
- 齋藤卓爾(2011)
「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島英昭編著 『日本の企業統治:その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社.
- 齋藤卓爾(2017)
「取締役会に関する実証分析 会社法改正(平成27年)・コーポレートガバナンス・コードの影響」『法制審議会会社法制部会第5回会議(2017年9月6日)』, 法務省,pp.1-25.
- 清水一(2011)
社外取締役の導入,委員会制度への移行と企業価値—パネルデータによる分析 大阪経大論集 61(5),pp. 31-47.
- 武田克巳(2012)
独立社外取締役割合と属性に関する研究 神戸大学大学院経営学研究科学位論文,pp.1-50.
- 塚本英巨(2021)
「モニタリング・モデル」の意味から考える機関設計の選択,旬刊商事法務No.2267(2021.7.5), pp.12-16.

富山和彦(2015)

金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第4回)」

円谷昭一(2022)

新時代の企業情報開示(2)社外取締役と業績の関係 日本経済新聞2022年8月25日朝刊27面

保坂泰貴・山口敦子・栗原涼介(2022)

「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」の改訂の解説 商事法務No.2302(2022.08.05),p.28-39.

野間幹晴(2018)

社外取締役の導入が企業価値に与える影響 Hitotsubashi ICS-FS Working Paper Series,pp.1-14.

松田千恵子(2021)

新時代の企業統治(5)3つの機関設計が併存する日本(やさしい経済学) 日本経済新聞2021年8月23日朝刊14面

宮島英昭・小川亮(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」,
『RIETI Policy Discussion Paper Series』12-P-13,経済産業研究所,pp.1-46.

森川正之(2019)

「社外取締役と投資行動」『RIETI Policy Discussion Paper Series』19-J-030,経済産業研究所,pp.1-46.

金融庁(2022)

「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案について(2022年11月7日)

経済産業省(2022)

CGS研究会(コーポレート・ガバナンス・システム研究会) CGS研究会(第3期)

コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン),CGS研究会(第3期)における「今後の検討課題」,第4回資料3 事務局資料

経済産業省(2020)

社外取締役の在り方に関する実務指針(社外取締役ガイドライン)参考資料2 社外取締役に関するアンケート調査結果

東京証券取引所(2021)

東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2021

東京証券取引所(2022a)

コーポレートガバナンス情報サービス(2023年2月11日閲覧)

東京証券取引所(2022b)

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 2022年7月14日時点(2023年2月11日閲覧)

東京証券取引所(2023)

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理(2023年1月30日閲覧)

日本取締役協会(2021)

上場企業のコーポレート・ガバナンス調査(2021年8月1日)