

独立役員選任の要因とその効果

卒論最終発表

齊藤 詩織

目次

1. 現状分析
2. 先行研究と仮説
3. 実証分析
4. 政策提言とまとめ

1. 現状分析

～日本の取締役会の特徴～

取締役会の役割

株主利益優先の経営となるよう監督すること

日本の取締役会の特徴

- ◎ 内部出身の役員が多い
- ◎ 取締役会の人数が多い
- ◎ 経営と監督の未分離

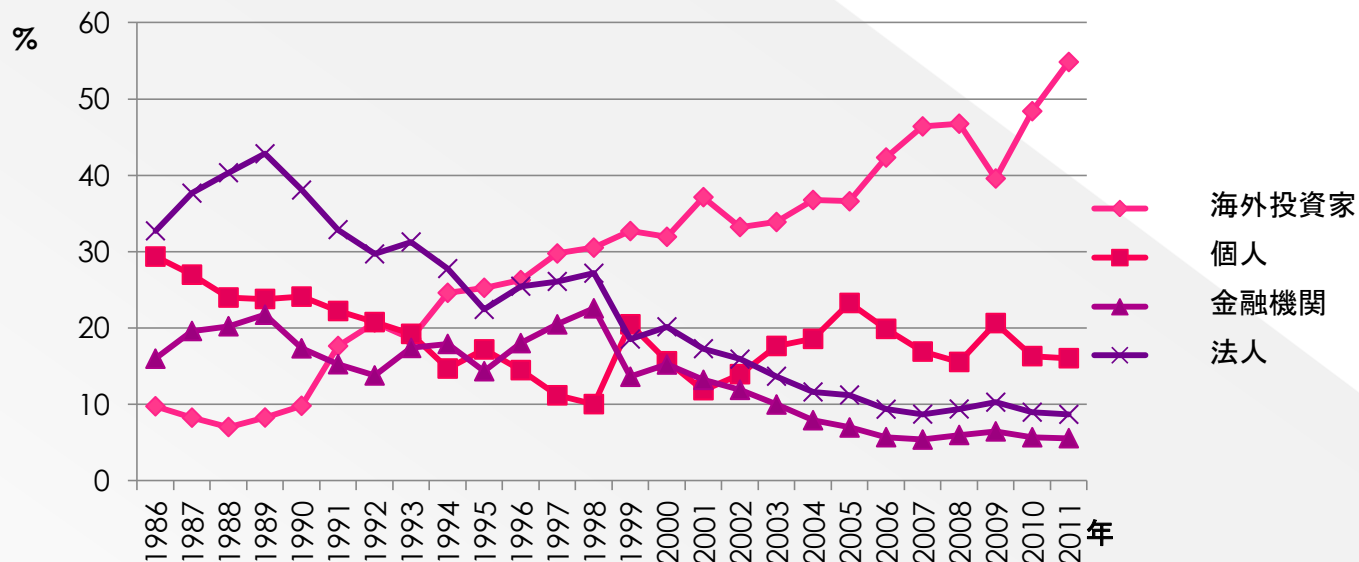


メインバンク
による監視

1. 現状分析

～コーポレートガバナンスの変化～

- ◎ メインバンク制崩壊
- ◎ 安定株主減少
- ◎ 外国人投資家増加



(東京証券取引所、投資部門別株式売買残高)

1. 現状分析

～取締役会の改革～

取締役会の改革

- ◎ 取締役会の組織形態の改善
(執行役員制、委員会設置制度など)
- ◎ 取締役員の外部性向上
(社外監査役義務化、独立役員制導入)

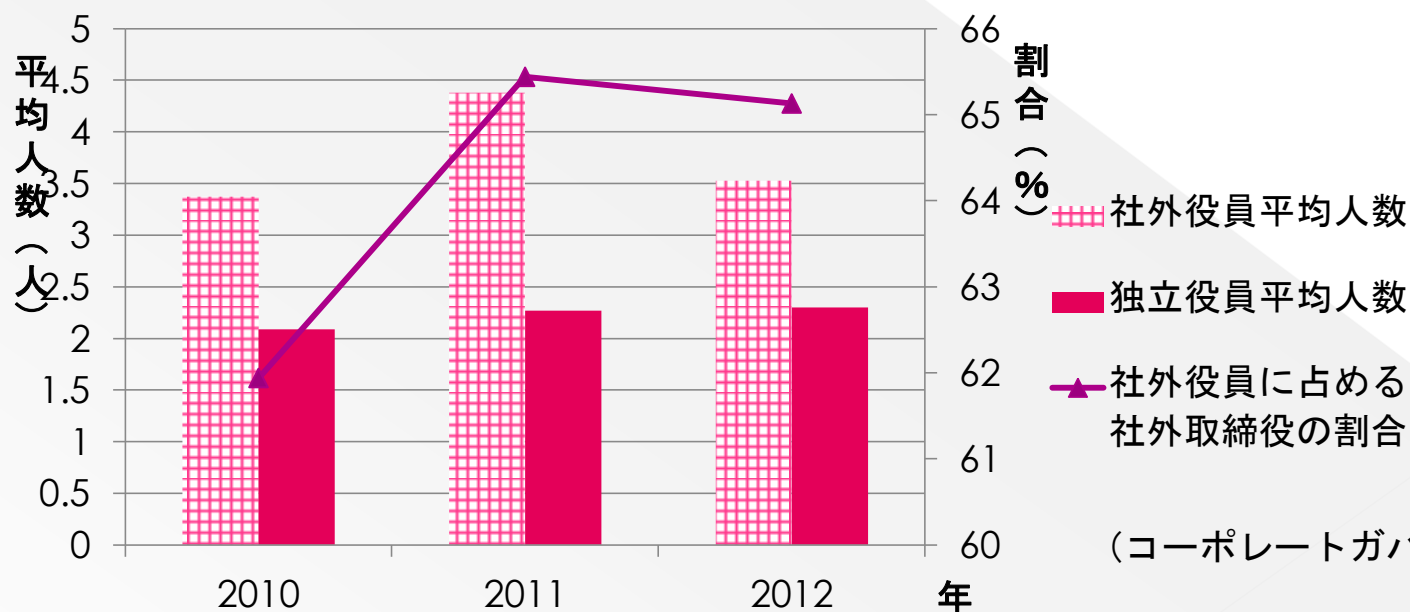
1. 現状分析

～独立役員とは～

独立役員とは

一般株主と利益相反が生じるおそれのない
社外取締役、社外監査役のこと

選任状況



(コーポレートガバナンス白書2011)

2. 先行研究と仮説

～先行研究①～

1. 取締役会構成は企業の特성에依じて選択

①企業の複雑性 Klein(1998)

事業が複雑であるほど、外部からのモニタリングが必要

②情報獲得の困難性 Fama&Jensen(1983)

内部情報が多い企業は外部モニタリングが困難

③モニタリングの必要性 Jensen(1993)

エージェンシーコストが高いほど、モニタリングが有効

④経営者の交渉力 Hermalin&Weisbach(1998)

経営者能力が高い場合、モニタリングは必要ない

2. 先行研究と仮説

～先行研究②～

2. 取締役会において

外部性が高いほど企業価値が高い

- ◎ 独立性の高い社外取締役と企業業績（企業価値の代理変数であるトービンのQ）の間に正の相関関係がある。入江・野間（2008）
- ◎ 日本型ガバナンス構造の企業は取締役会独立性を高めるほど企業価値が増大するにもかかわらず、社外取締役の割合が低くなっている。内田（2012）

2. 先行研究と仮説

～仮説～

仮説1

日本企業はその特性に応じて、
独立役員の人数を合理的に選択している。

仮説2

日本企業において、取締役会に占める、
独立役員の高割合企業の企業価値は高い。

3. 実証分析

～分析対象～

分析期間：2010～2012年

分析対象：東証1部企業

独立役員の定義：

* 独立役員人数

= (独立役員に指定されている社外取締役
+ 独立役員に指定されている社外監査役)

* 独立役員比率 =
$$\frac{\text{独立役員人数}}{\text{(取締役人数 + 監査役人数)}}$$

3. 実証分析

～仮説1のモデル～

被説明変数：独立役員人数・独立役員比率

説明変数：

事業の複雑性	+	資産合計（対数）
		企業年齢
		セグメント数
情報獲得の困難性	-	時価簿価比率（%）
		標準偏差（%）
モニタリングの必要性	+	買収防衛策ダミー
		ハーフィンダール指数
経営者の交渉力	-	産業調整ROA（%）
		経営者在職年数
その他ガバナンス変数	+	大株主持株比率（%）
		外国人持ち株比率（%）

3. 実証分析

～仮説1分析結果～

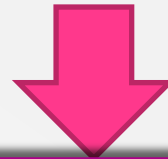
被説明変数		式(1)		式(2)		式(3)		式(4)		
説明変数		独立役員人数		独立役員比率		独立役員人数		独立役員比率		
	説明変数	経済理論による予測	係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値
	切片		-6.1491***	0	-6.9048**	0.0163	-7.5569***	0	-17.8954***	0
事業の複雑性	資産合計(対数)	+	0.3500***	0	1.1883***	0	0.3838***	0	1.4523***	0
	企業年齢	+	-0.0108***	0	-0.1042***	0	-0.0088***	0	-0.0891***	0
	セグメント数	+	0.0515***	0	0.2005***	0.0002	0.0535***	0	0.2155***	0
情報獲得の困難性	時価簿価比率(%)	-	0.0025	0.3599	0.0236	0.3334	0.0026	0.3529	0.0244	0.3269
	標準偏差(%)	-	-0.003	0.4545	0.1262***	0.0003	-0.0047	0.2448	0.1125***	0.0016
モニタリングの必要性	買収防衛策ダミー	+	0.2439***	0	1.3359***	0.0009	0.4209***	0	2.7182***	0
	ハーフィンダール指数	+	0.9592***	0	8.9429***	0	0.8360***	0.0008	7.9818***	0.0002
経営者の交渉力	産業調整ROA(%)	-	0.0173***	0	0.1169***	0	0.0137***	0	0.0887***	0
	経営者在職年数	-	-0.0031**	0.0263	-0.0358***	0.0037	0.001	0.4726	-0.0036	0.7699
その他	大株主持株比率(%)	+	-0.0214***	0	-0.1672***	0				
	外国人持株比率(%)	+					-0.0009	0.3252	-0.00753	0.332
自由度調整済み R2			0.2609		0.112		0.2373		0.0812	

3. 実証分析

～仮説1まとめ～

独立役員を選任要因

- ◎ 事業の複雑性、モニタリングの必要性
⇒合理的に選択されている
- ◎ 情報獲得の困難性、日本的ガバナンス
⇒過小に選択されている



完全に企業特性に合わせて合理的に
選択されていない可能性がある

3. 実証分析

～仮説2モデル～

- ◎ 非説明変数：トービンのQ
- ◎ 説明変数：

事業の複雑性	資産合計（対数）
	企業年齢
	セグメント数
情報獲得の困難性	時価簿価比率（％）
	標準偏差（％）
モニタリングの必要性	買収防衛策ダミー
	ハーフィンダール指数
経営者の交渉力	産業調整ROA（％）
	経営者在職年数
その他ガバナンス変数	大株主持株比率（％）
	外国人持ち株比率（％）
役員独立性	独立役員人数
	独立役員比率（％）

3. 実証分析

～仮説2分析結果～

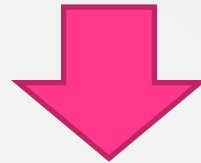
		式(5)		式(6)		式(7)		式(8)	
被説明変数		トービンのQ		トービンのQ		トービンのQ		トービンのQ	
説明変数		係数	P値	係数	P値	係数	P値	係数	P値
	切片	0.0974	0.3361	-0.051	0.602	0.1622	0.1025	0.029	0.7583
事業の複雑性	資産合計(対数)	0.0235***	0	0.0292***	0	0.0225***	0	0.0276***	0
	企業年齢	-0.0007***	0.002	-0.0007***	0.0039	-0.0009***	0.0001	-0.0009***	0.0004
	セグメント数	-0.0067***	0.0003	-0.0059***	0.0012	-0.0067***	0.0003	-0.0060***	0.001
情報獲得の困難性	時価簿価比率(%)	0.0068***	0	0.0067***	0	0.0068***	0	0.0068***	0
	標準偏差(%)	0.0125***	0	0.0120***	0	0.0126***	0	0.0121***	0
モニタリングの必要性	買収防衛策ダミー	-0.0017	0.8999	0.0006	0.9653	-0.0114	0.3976	-0.0092	0.4917
	ハーフィンダール指数	-0.1876***	0.0099	-0.1908***	0.0087	-0.1773**	0.0148	-0.1809**	0.0128
経営者の交渉力	産業調整ROA(%)	0.0192***	0	0.0193***	0	0.0195***	0	0.01960***	0
	経営者在職年数	0.0008*	0.0659	0.0008*	0.0551	0.000522	0.2055	0.0006	0.1755
その他ガバナンス変数	大株主持株比率(%)	0.0013***	0.0018	0.0013***	0.0023				
	外国人持株比率(%)					-0.00015	0.5498	-0.0002	0.553
独立役員	独立役員人数	0.0279***	0			0.0248***	0		
	独立役員比率(%)			0.0033***	0			0.0030***	0
自由度調整済み R2		0.1778		0.1786		0.1781		0.179	

3. 実証分析

～仮説2まとめ～

- ◎ 独立役員を選任効果

企業の特性や他のガバナンスが優れているのかということも考慮しても、
独立性の高い企業の企業価値が高い



独立役員の数や割合を増やすこと
によって、企業価値が上昇する

4. まとめと政策提言

独立役員を選任が
エージェント問題を
解決し
企業価値向上させる



市場に任せただけ
では適切な人数を選任
できない可能性



独立役員を増員させる法整備が必要