

第4章 内部統治構造改革は企業パフォーマンスに影響を与えるのか？

4-1 はじめに

前章で概観した通り、近年のコーポレート・ガバナンス(企業統治)に対する意識の高まりを受けて、ここ数年、社外取締役、執行役員を導入による取締役会改革やストック・オプション制度の導入を積極的に進める企業が大きく増加している。また、IR活動やディスクロージャーの重要性が認識され、これらの内部統治構造改革を積極的に進める企業も増加している。これらの改革への取組みは、企業パフォーマンスや企業価値の向上に対しては、一体どの程度の実効性をもっているのだろうか。また、一連の取締役会改革や企業統治への取組みのうち、パフォーマンスに影響を与えている要因は何なのだろうか。言い換えれば、社外取締役や執行役員制度の導入、IR活動や情報公開は、それぞれパフォーマンスにどの程度の役割を果たしているのだろうか。

ところで、これまでの伝統的な分析は、株主(株式所有構造)や債権者(負債比率)等の外部統治構造の特性と企業パフォーマンスとの関係を分析してきた(図表 1-1)。例えば、**Shleifer. and Vishney (1986), McConnell and Servaes(1995)**は、機関投資家が株式を一定比率以上保有することは、機関投資家のモニタリング強化を通じて、経営者のモラルハザードを防ぐ役割があるとの仮説をテストして、成長性の低い企業において機関投資家等の株式保有比率の上昇が、企業パフォーマンスの改善につながっていることを示している。

他方、いま一つの焦点は、負債の規律効果であり、一定水準の負債が存在することで、正味現在価値(NPV)は負であるが経営者の私的便益は正である投資のプロジェクトを選択するという経営者のモラルハザードを防ぐことができる、という考え方(**Jensen (1986), Stulz (1990), Hart and Moore (1995)**)が提示され、実証分析が試みられてきた。例えば、**Lang, Ofek, and Berger (1996)**は、アメリカ企業を対象に、投資機会の乏しい企業のみで投資が負債に負に反応することを見出し、それを負債の規律効果の結果と解釈した。こうした分析は日本にも応用され、**広田・池尾 (1993)**などの成果を生み出した。

いま一つの実証的な分析は、内部統治構造における成果連動的な報酬システムの導入、取締役会の規模、社外取締役の導入などの取締役会改革に関する個別の施策の取組みが企業パフォーマンスに与える影響を分析したものである(図表 1-1)。例えば、**Mehran(1995)**は、株式価値と連動している経営者報酬の大きさや経営者の保有株式割合と企業パフォーマンスとがプラスの相関があることを示した。また、**Yermack(1996)**はトービンのQによ

って表される企業の市場価値は取締役会規模の減少関数になるとともに、その逓減度は取締役会の規模が大きくなるとともに減少するというを示した。ただし、これらの分析は必ずしも実証結果が安定せず、しかも、局所的な関係を解明するにとどまっており、取締役会や報酬制度などの内部コントロールシステムとパフォーマンスとの関係が包括的に明らかにされているわけではない。また、IR活動やディスクロージャーの果たす役割についても、日本企業に関する実証研究では取り上げられたものは少ない。

そこで、本章では、内部統治構造改革がパフォーマンスに影響を与える経路や内部統治構造改革の全体像に接近するために、前章で紹介した上場・店頭企業へのアンケート調査（以下「今回調査」と言う。2002年12月実施。）の結果より、内部統治構造改革への取組みを数値化した指標としてコーポレート・ガバナンス・スコア（**Corporate Governance Score** 以下、「CGS」と略記）を作成¹²し、企業の財務データと結合することによって、今回調査より把握できる企業の内部統治構造改革への取組みとパフォーマンスとの関係について、定量的な分析を試みた。

4-2 CGSの作成について

CGSとは、今回調査から得られた定性情報をもとに、各企業の内部統治構造改革への取組みの積極度を、最高100、最低0となるように指標化したものである。CGSの作成に当たっては、まず、今回調査の質問項目から、内部統治構造改革の取組みを客観的に示すことができる質問26問を選択し³、CGSを構成する変数として採用した。

¹ CGSの作成に当たっては、Bernard, Blacks et al(2002a, 2002b)による韓国におけるコーポレート・ガバナンスと企業価値等との関係を分析した手法と同様の手法を用いる。また、アンケート調査項目の作成に当たって、ギリシャにおけるコーポレート・ガバナンスと企業価値等との関係を分析した Tsipouri and Xanthakis(2002)を参考にした。

² 日本での先行研究事例としては、若杉ほか(2002)が東証1部上場企業159社のコーポレート・ガバナンスの指標化(CGI)による分析を行なっている。

³ コーポレート・ガバナンスと直接関係のない質問や主観的な判断を問う質問、また回答数が極端に少ない質問等を除外した。

図表 4-1 : CGS の構成

| 株主の権利 (10) : CGSsh | | | | | | サン プル 数 | 回答 = 1 の 数 | 回答 1 の割 合 |
|------------------------------|------------|---|----|----|--|---------------|------------------|-----------------|
| A 1 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 1 | 株主の権利に関する施策: 株主総会集中日を避けた総会の開催 | 750 | 222 | 29.6% |
| A 2 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 2 | 株主の権利に関する施策: 株主総会の土日開催 | 752 | 10 | 1.3% |
| A 3 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 3 | 株主の権利に関する施策: 株主総会通知書の早期発送 | 744 | 228 | 30.6% |
| A 4 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 5 | 株主の権利に関する施策: 株主総会での英語での同時通訳 | 753 | 7 | 0.9% |
| A 5 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 6 | 株主の権利に関する施策: 株主総会での質問数、時間、発言順の決定方法等のルールの設定 | 748 | 51 | 6.8% |
| A 6 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 7 | 株主の権利に関する施策: 株主総会を短時間に終了させることなく、活発な議論を促す | 745 | 389 | 52.2% |
| A 7 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 8 | 株主の権利に関する施策: 取締役の選任の際の累積投票の採用 | 741 | 40 | 5.4% |
| A 8 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 9 | 株主の権利に関する施策: 株主総会の招集通知の附属資料への丁寧な開示資料の添付 | 745 | 203 | 27.2% |
| A 9 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 10 | 株主の権利に関する施策: 電子メールによる株主総会の招集通知 | 749 | 8 | 1.1% |
| A 10 | 株主と の関係 | 3 | 17 | 11 | 株主の権利に関する施策: 電子メールによる株主の議決権行使 | 749 | 19 | 2.5% |
| 取締役会 (6) : CGSbr | | | | | | サン プル 数 | 回答 = 1 の 数 | 回答 1 の割 合 |
| B 1 | 経営 組織 | 4 | 2 | | 取締役会における取締役の平均出席率 [95%以上出席] | 742 | 545 | 73.5% |
| B 2 | 経営 組織 | 4 | 3 | | 定例の取締役会の年会開催数 [13回以上開催] | 751 | 154 | 20.5% |
| B 3 | 経営 組織 | 4 | 4 | 1 | 取締役会において社長 (CEO) と議長は別の人間か | 753 | 155 | 20.6% |
| B 4 | 経営 組織 | 4 | 4 | 2 | 取締役の業績を評価し、報酬を決定する明示的なシステムが存在するか | 740 | 90 | 12.2% |
| B 5 | 経営 組織 | 4 | 5 | | 社外取締役の導入状況。 | 745 | 269 | 36.1% |
| B 6 | 経営 組織 | 4 | 7 | | 執行役員制度の導入状況。 | 730 | 243 | 33.3% |
| ディスクロージャー & 透明性 (10) : CGSds | | | | | | サン プル 数 | 回答 = 1 の 数 | 回答 1 の割 合 |
| C 1 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 1 | IRに関する施策の実施: 事業報告書等の企業の主要な施設への常備 | 747 | 533 | 71.4% |
| C 2 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 2 | IRに関する施策の実施: アニュアルレポートのHP上の提供 | 748 | 365 | 48.8% |
| C 3 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 3 | IRに関する施策の実施: 国内でのアナリストとの定期ミーティングの実施 | 751 | 407 | 54.2% |
| C 4 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 4 | IRに関する施策の実施: 海外でのアナリストとの定期ミーティングの実施 | 751 | 91 | 12.1% |
| C 5 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 5 | IRに関する施策の実施: IR活動のコンサルティング | 751 | 196 | 26.1% |
| C 6 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 6 | IRに関する施策の実施: IR担当部署の設置、専門部隊の配置 | 754 | 334 | 44.3% |
| C 7 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 7 | IRに関する施策の実施: 株主懇談会の開催 | 746 | 52 | 7.0% |
| C 8 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 8 | IRに関する施策の実施: HP上での取締役の履歴の掲載 | 748 | 47 | 6.3% |
| C 9 | 株主と の関係 | 3 | 18 | 9 | IRに関する施策の実施: 英語版ディスクロージャー誌の作成 | 747 | 216 | 28.9% |
| C 10 | 株主と の関係 | 3 | 19 | | 取締役の報酬額の情報開示の状況。また、今後の検討状況。 | 721 | 272 | 37.7% |

(注) 2列目～5列目の表記については、アンケート調査の質問番号との対応を示す。

次に、これら **26** の変数を内部統治構造改革の取組みの特性ごとに、**A)** 株主総会による少数株主の権利保護に関するもの、**B)** 取締役会に関するもの、**C)** **IR** 活動などの情報公開に関するもの、の **3** つに分類して、サブ・インデックスとした（以下、サブ・インデックスは、それぞれ「**CGS_{sh}**」、「**CGS_{br}**」、「**CGS_{ds}**」と略記）。サブ・インデックスは、それぞれ、**10**、**6**、**10** の変数により構成されている（具体的な変数の内容は図表 **4-1** に整理している）。**CGS** を構成する各変数は全て、**0** または **1** の値をとるように設定しており、例えば、施策の実施状況を問う質問については、「実施する」と回答した企業は「**1**」とし、それ以外の企業は「**0**」をとるように設定している。

CGS の合計値の算出については、まず、サブ・インデックスごとに各変数の単純合計を求め、次に、欠損値を除いた変数の数で除し、最後に、その結果に **100/3** を掛けて算出している。したがって、各サブ・インデックスは **0** から **100/3** の間の値をとり、**3** つのサブ・インデックスの合計である全体の **CGS** は **0** から **100** の間の値をとることになる。

以下、各サブ・インデックスを構成する変数の特徴について説明する。

(1) CGS_{sh} : 株主の権利 (10 変数)

CGS_{sh} においては、株主の権利に関する施策の実施状況を変数として使用している。ここでの変数は、株主総会における株主権利に関する施策への取組みが中心となっている。

株主の権利に関する施策については、近年、株式持合いの解消などで安定株主が減少したことや外国人株主の増加を背景に、株主総会で過半数の定足数を確保する必要があるなどの理由により、取組みに積極的な企業が増加している。

(社)日本経済団体連合会（以下、「日本経団連」と言う）の資料（「わが国公開会社におけるコーポレート・ガバナンスに関する論点整理(中間報告)参考資料（2000年）」によると、日立製作所では、主に外国人株主の株主総会における議決権行使の促進に向けた取組みとして、株主総会の招集通知の発送を大幅に前倒して実施しているほか、東京海上では、外国人株主対策として株主総会の招集通知の早期発送に加えて、招集通知の全文英訳を作成している。また、日産自動車では株主総会開催日の大幅な前倒しや株主総会での **1** 人 **1** 回当たりの質問時間・質問数や発言順の決定方法などのルールを作る、あるいは質疑方法に工夫を凝らすなどの取組みが行なわれている等の事例が紹介されている。

CGS_{sh} の構成要素に関する今回調査の結果を見ると、株主の権利に関して実施している施策（質問 **3-17**）として、「株主総会を短時間に終了させることなく活発な議論を促している」は **50.5%** の企業が実施しているほか、「株主総会の集中日以外の開催」(**30.4%**)、

株主総会の招集通知の早期発送」(29.3%)、「株主総会の召集通知の附属資料への丁寧な開示資料の添付」(27.3%)については3割の企業が実施しており、実施を検討している企業とあわせると5割に達するなど、半数の企業が実施に前向きであることが分かる。他方、「株主総会の土日の開催」(1.3%)、「取締役選任の際の累積投票の実施」(5.1%)「株主総会の同時通訳の実施」、「株式総会における1人あたりの質問時間等のルールの設定」(6.9%)については、現在のところ実施及び実施を検討している企業は非常に少ない。また、商法改正により2002年4月から可能となった「電子メールによる株主総会の招集通知」(1.2%)及び「電子メールによる株主の議決権行使」(2.4%)については、実施している企業はわずかではあるが、各3割の企業が「実施を検討」しており、将来の導入に前向きであることがわかる。

CGS_{sh}においては、これらの質問項目の実施状況を変数として採用しており、CGS_{sh}のスコアの高い企業ほど、株主の権利保障に対する施策の導入に積極的な企業と定義することができる。

(2) CGS_{br}：取締役会（6変数）

CGS_{br}においては、取締役会の運営状況や施策の実施状況を変数として使用している。

取締役会に関する改革の事例としては、1997年に行なわれたソニーによる取締役会改革が先駆的である。同社は、多様な事業群がグローバルに展開する中で、企業統治の機能強化を図る観点から、本社の取締役会をグループとしての経営方針の決定と各事業体の経営の監督を担う中枢機構と位置付け、同時に従来の取締役のうち主に個々の事業執行の任にあたる役員を執行役員として任命して担当業務に専念させるとともに、グループ全体の経営に専心できる者のみを取締役として選任するいわゆる執行役員制度を導入した最初の企業である。これにあわせて社外取締役の役割を、「社内取締役にはない経験、知識、専門性を持った人材が取締役会に加わることで、議論・経営判断の質を高め、監査機能を充実させること」と定め、社外取締役の機能強化や増員を行なった。同社の改革はその後の企業改革のモデルとなり、多くの企業で執行役員制度の導入が進んでいる。

例えば、前述の日本経団連の資料によると、99年には三菱化学が意思決定や業務執行の迅速化、経営戦略の明確化を図る目的から執行役員制度の導入を行なったほか、同様に99年には日本精工が効率的でスピーディなグローバル経営を目指す観点から執行役員制度の導入や企業統治の強化の視点から社外取締役制度の導入を行なったなどの事例が紹介されている。

CGS_{br} の構成要素に関する今回調査の結果を見ると、取締役会に関する施策の実施状況としては、「社長（COE）と議長が別である」とする企業は 19.3%であり（質問 4-4-(1)）、「取締役の業績評価・報酬決定システムが存在する」とする企業は 12.3%となっている（質問 4-4-(2)）。また、取締役会における取締役の出席率は、「91%～100%」（74.7%）が最も多く、平均では 95.6%となっている（質問 4-6-③）。定例の取締役会の年間開催回数については、「10回～12回」が 66.4%と最も多く、平均では 12.3回となっている（質問 4-3）。CGS_{br} の作成に当たっては、平均出席率が 95%以上かどうか、平均開催回数が 13回以上であるかどうかを判断基準⁴にして変数に加えている。さらに、経営監督と業務執行の分離という観点から、執行役員制度の導入状況を、適切な業務監視という観点から、社外取締役の導入状況を変数として採用している。

したがって、CGS_{br} のスコアの高い企業ほど、経営と執行の分離等を目的とした取締役会改革や取締役会の機能強化に積極的な企業であると定義することができる。

(3) CGS_{ds} : 情報公開 (10 変数)

CGS_{ds} においては、主に、IR 活動などの情報公開に関する施策の実施状況を変数として使用している。

今回調査のうち、経営姿勢を株主に示す方策を問う質問の中で（質問 3-3）、8割以上の企業が「IR 活動の促進」（80.3%）をあげており、前回調査と比較すると 10ポイント以上増加するなど、企業における IR 活動に対する意識はこの3年間で大きく高まっていることがわかる。

ここで、IR 活動・ディスクロージャーに関する企業における取組みの事例を、同様に前述の日本経団連の資料からいくつか紹介する。

① 東京ガスでは、1997年より社内に IR グループを設置し、選任の担当者を置き、アナリスト、ファンドマネージャー向けの中間・期末決算説明会や、スモールミーティング、施設見学会などを適宜開催しているほか、経営トップが直接、株主の声を聞き、コミュニケーションを図れる場を設けるなど IR 活動に力を入れている。

② 小松製作所では、IR の一環として直接のコミュニケーションを通じて、株主に最新の情報を提供し、企業への理解をより深めてもらうために主要事業所所在地の周辺 4～5 府県の株主を対象に株主懇談会を開催している。

⁴ 今回調査の全企業の平均値を基準とした。

③ 三菱商事では、**2000**年に経営企画部内に**IR**担当部局を設置し、アナリスト・機関投資家等対象とした国内における決算説明会や海外機関投資家を対象とした欧州・米国等における会社説明会を開催し、それぞれに経営トップが率先して出席して経営内容等の開示に努めている。

④ 東レでは、半期毎に**100**人を越えるアナリストを対象に実施している決算説明会に加えて、証券会社、投資顧問会社、機関投資家との経営方針・業績見通しなどに関する**IR**ミーティング、工場見学会、特定テーマの説明会などを実施しており、海外では**74**年以来、欧米の主要金融都市で投資家向けのインフォメーションミーティング、有力投資先などへの個別訪問を実施して、社長自ら説明を行っている。また、**IR**活動の経営における重要性から**IR**統括役員を発令するとともに、**99**年**3**月に社長直轄の広報室に**IR**専任組織として**IR**課を発足し、社長(**CEO**)が率先しての**IR**活動を行っている。

以上の事例からも既に多くの企業では、**IR**活動を経営の重点施策として取り組んでいることがわかる。

ここで、**CGS_{ds}**の構成要素に関する今回調査の結果を見ると、**IR**等に関する施策の実施(質問**3-18**)を問う質問について、「営業報告書等を資料冊子として企業の主要な施設に常備している」(**70.1%**)、「国内でアナリストと定期的なミーティングを行なっている」(**52.8%**)、「アニュアルレポートのホームページ上での情報提供」(**47.0%**)、「社内への**IR**担当部署の設置、専門部隊の配置」(**43.5%**)の項目については、多くの企業が実施している。しかし、「英語のディスクロージャー誌の作成」(**28.3%**)や「**IR**活動のコンサルティング」(**26.2%**)の項目の実施している企業は多くなく、「ホームページ上での取締役会のメンバーの履歴の掲載」(**6.2%**)、「各地での株主懇談会の開催」(**6.9%**)、「海外でアナリストと定期的なミーティングを行なっている」(**11.5%**)の項目を実施している企業は少ない。ところで、「社内での**IR**担当部署の設置、専門部隊の配置」、「アニュアルレポートのホームページ上での情報提供」の項目については、**3**年前の前回調査との比較が可能であるが、それぞれ**29%**ポイント、**18%**ポイントと大きく増加しており、企業の**IR**活動に対する取組みの積極化がこの点からも確認できる。

なお、**CGS_{ds}**では、これらの項目以外に、取締役の報酬開示⁵の実施状況や、国際会計基

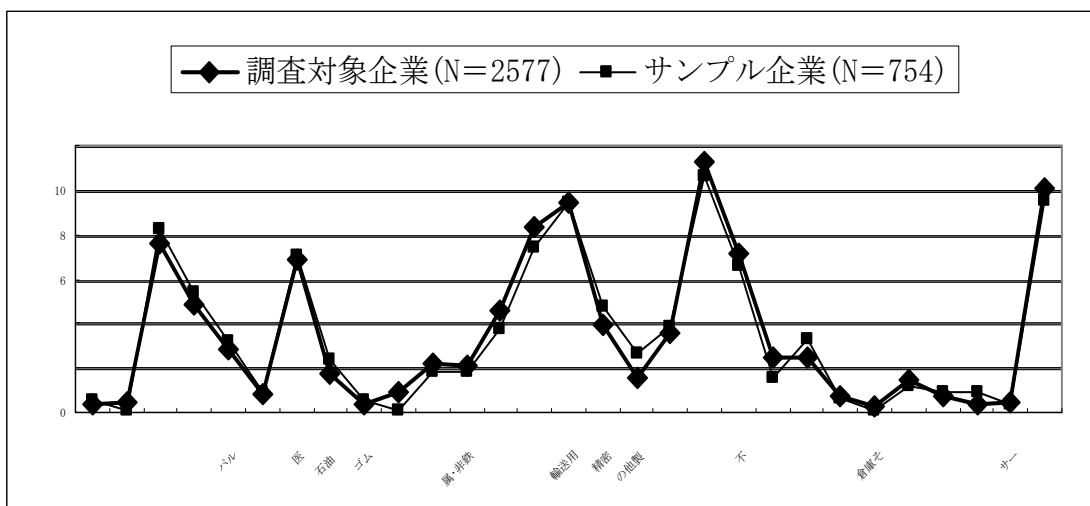
⁵ **CGS**の作成に当たっては、取締役の報酬開示について、「総額開示」「最高額の開示」「個別金額の開示」のいずれかを実施している企業を1、それ以外の企業を0としている。

準の採用⁶の有無についても、変数として採用している。したがって、CGS_{ds}のスコアの高い企業ほど、IR活動などの情報公開への取組みが積極的である企業であると定義することができる。

4-3 CGSの分布及びサンプル企業の属性

ここでの分析は、今回調査の回答企業（876社）のうち、CGSの作成と財務データとの結合が可能な企業755社⁷をサンプル企業として行なう。今回調査の対象企業2577社⁹とサンプル企業との業種分布を比較した図表4-2によれば、サンプル企業の業種による偏りは見られない。また、企業パフォーマンスの計測に使用した財務データは2001年度（2002年3月末）のデータを利用している。一方、アンケートの調査時点は2002年12月であることから、CGSには2002年6月の株主総会前後の各社の状況が反映されていると考えられる。このため、本分析においては、CGSと企業パフォーマンスとの間の同時性の問題があり、両者の因果関係までは示せていないことから、分析結果の解釈には注意を要する。

図表4-2：業種別のサンプル分布¹⁰



⁶ CGSの作成に当たっては、「国際会計基準（IAS）」、「米国会計基準（GAAP）」のいずれか採用している企業を1、それ以外の企業を0としている。

⁷ アンケート調査の回答企業（876社）から、無記名の企業（20社）及び店頭登録企業や上場年数が新しいなどの理由で財務データが入手不能である企業（98社）をサンプルから除き、さらにアンケート調査の質問への回答箇所が少ないためCGSの作成が不可能な企業（3社）をサンプルから除いている。

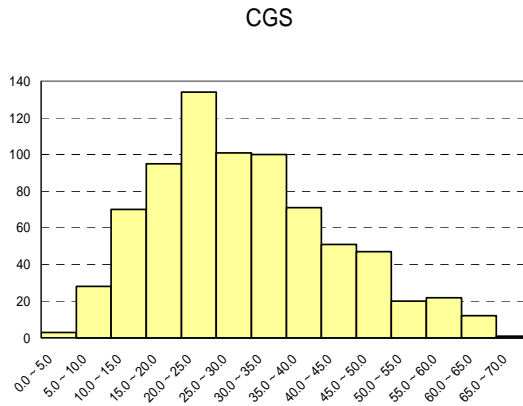
⁸ サンプル企業755社は、商法特例法上の大会社（資本金5億円以上又は負債金額が200億円以上）746社、中会社（資本金1億円以上5億円未満かつ負債金額が200億円未満）9社により構成されている。

⁹ 日経会社情報2002年秋号記載企業

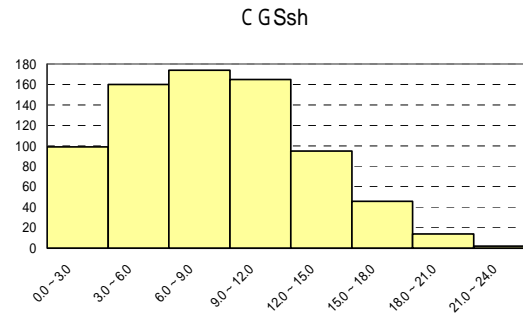
¹⁰ 業種を記載していない企業が1社含まれているため、サンプル企業は754社となっている。

図表 4-3 : CGS の分布

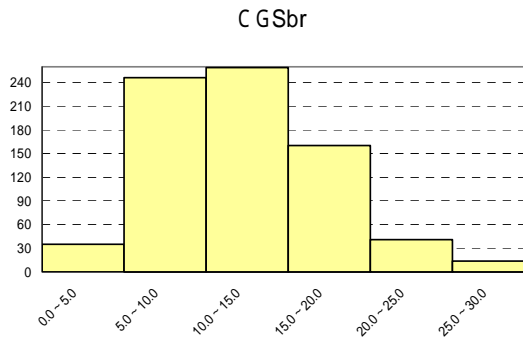
| 階級 | 度数 | 相対度数 |
|-------------|------|-------|
| 0.0 ~ 5.0 | 3 | 0.4 |
| 5.0 ~ 10.0 | 47 | 6.2 |
| 10.0 ~ 15.0 | 78 | 10.3 |
| 15.0 ~ 20.0 | 106 | 14.0 |
| 20.0 ~ 25.0 | 130 | 17.2 |
| 25.0 ~ 30.0 | 102 | 13.5 |
| 30.0 ~ 35.0 | 96 | 12.7 |
| 35.0 ~ 40.0 | 42 | 5.6 |
| 40.0 ~ 45.0 | 68 | 9.0 |
| 45.0 ~ 50.0 | 31 | 4.1 |
| 50.0 ~ 55.0 | 29 | 3.8 |
| 55.0 ~ 60.0 | 11 | 1.5 |
| 60.0 ~ 65.0 | 11 | 1.5 |
| 65.0 ~ 70.0 | 1 | 0.1 |
| 全体 | 755 | 100.0 |
| 平均 | 27.4 | |
| 標準偏差(n-1) | 12.9 | |
| 最大値 | 68.9 | |
| 最小値 | 0 | |



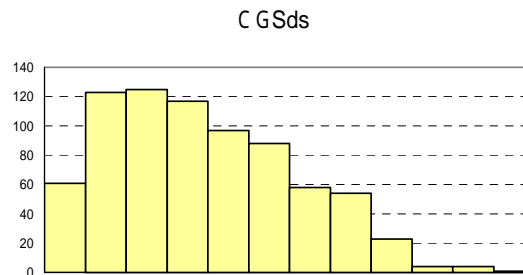
| 下限値 | 度数 | 相対度数 |
|-------------|------|-------|
| 0.0 ~ 3.0 | 198 | 26.2 |
| 3.0 ~ 6.0 | 198 | 26.2 |
| 6.0 ~ 9.0 | 182 | 24.1 |
| 9.0 ~ 12.0 | 110 | 14.6 |
| 12.0 ~ 15.0 | 50 | 6.6 |
| 15.0 ~ 18.0 | 14 | 1.9 |
| 18.0 ~ 21.0 | 3 | 0.4 |
| 全体 | 755 | 100.0 |
| 平均 | 5.2 | |
| 標準偏差(n-1) | 4.4 | |
| 最大値 | 20.0 | |
| 最小値 | 0 | |



| 階級 | 度数 | 相対度数 |
|-------------|------|-------|
| 0.0 ~ 5.0 | 35 | 4.6 |
| 5.0 ~ 10.0 | 246 | 32.6 |
| 10.0 ~ 15.0 | 259 | 34.3 |
| 15.0 ~ 20.0 | 160 | 21.2 |
| 20.0 ~ 25.0 | 41 | 5.4 |
| 25.0 ~ 30.0 | 14 | 1.9 |
| 全体 | 755 | 100.0 |
| 平均 | 10.9 | |
| 標準偏差(n-1) | 5.8 | |
| 最大値 | 27.8 | |
| 最小値 | 0 | |



| 階級 | 度数 | 相対度数 |
|-------------|-----|-------|
| 0.0 ~ 3.0 | 61 | 8.1 |
| 3.0 ~ 6.0 | 123 | 16.3 |
| 6.0 ~ 9.0 | 125 | 16.6 |
| 9.0 ~ 12.0 | 117 | 15.5 |
| 12.0 ~ 15.0 | 97 | 12.8 |
| 15.0 ~ 18.0 | 88 | 11.7 |
| 18.0 ~ 21.0 | 58 | 7.7 |
| 21.0 ~ 24.0 | 54 | 7.2 |
| 24.0 ~ 27.0 | 23 | 3.0 |
| 27.0 ~ 30.0 | 4 | 0.5 |
| 30.0 ~ 33.0 | 4 | 0.5 |
| 33.0 ~ 36.0 | 1 | 0.1 |
| 全体 | 755 | 100.0 |



図表 4-4 : CGS の属性 (N=755)

(基本統計量)

| | 平均 | 標準偏差 | 最小 | 最大 | 中央値 | 1Q | 3Q |
|-------|------|------|----|------|------|------|------|
| CGS | 27.4 | 12.9 | 0 | 68.9 | 25.6 | 17.8 | 35.6 |
| CGSsh | 5.2 | 4.4 | 0 | 20.0 | 3.3 | 0.0 | 6.7 |
| CGSbr | 10.9 | 5.8 | 0 | 27.8 | 11.1 | 5.6 | 16.7 |
| CGSds | 11.3 | 7.5 | 0 | 33.3 | 10.0 | 6.7 | 16.7 |

(相関係数)

| | CGS | CGSsh | CGSbr | CGSds |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| CGS | 1 | | | |
| CGSsh | 0.661 | 1 | | |
| CGSbr | 0.656 | 0.182 | 1 | |
| CGSds | 0.832 | 0.409 | 0.256 | 1 |

図表 4-3 には、CGS 及びサブ・インデックスである CGS_{sh}、CGS_{br}、CGS_{ds} の分布状況（度数分布図）を示している。これを見ると全体の CGS では正規分布に近い山形の形状となっているが、それ以外の 3 つのサブ・インデックス（CGS_{sh}、CGS_{br}、CGS_{ds}）はややいびつな形状となっており、また、企業間のばらつきが大きいことが見てとれる。

また、図表 4-4 の CGS に関する基本統計量を見ると、サンプル企業 755 社全体の CGS の平均値は 27.4、最高値は 68.9、最低値は 0、標準偏差は 12.9 となっており、特に CGS_{ds} の標準偏差は大きいものとなっている。このように、内部統治構造改革への取組みには企業間で大きな差があることがわかる。

次に、同表の相関係数を見ると、CGS_{sh} と CGS_{ds} との相関係数は 0.409 であるが、CGS_{br} と CGS_{ds} は 0.256、CGS_{sh} と CGS_{br} は 0.182 と小さく、CGS のサブ・インデックスの相互の関係はそれほど大きくはなく、各取組みが独立に行なわれている可能性を示している。ただし、その中で、CGS_{sh} と CGS_{ds} の相関が比較的大きいのは、株主の権利保護(CGS_{sh}) が、広い意味での株主への情報公開活動と同義であるためと考えられる。

4-4 CGS とパフォーマンスとの関係

4-4-1 パフォーマンス比較

本節では CGS とパフォーマンスとの関係についての 1 次的な接近を試みる。具体的には、サンプル企業 755 社を、CGS 値により 5 分位で分割し、各グループ¹¹のパフォーマンスに有意な差があるかどうかを見ることとする。

¹¹各グループは 151 社ごとで構成されている。

分析の手順として、まず、CGS 値の高いグループから低いグループの順番に(1)から(5)までの5つのグループにサンプル企業を分類し、各グループごとのパフォーマンス指標の平均値を算出して比較を行い、次に、CGS 最高位の(1)グループと CGS 最低位の(5)グループとのパフォーマンス指標の平均値の差の検定を行った。ここでパフォーマンス指標としては、トービンの Q (以下、「Q」と略記)¹²、ROA、株式リターン、売上成長率、従業員成長率を採用している。また、企業の所属する産業の特性を除去するため、Q (または ROA) から、東証産業コード別の業種の中央値である企業の Q (または ROA) を減算した「標準化 Q」(または「標準化 ROA」)を指標として追加した。

図表 4-5：平均の差の検定

| タイプ | High | | Low | | | 平均の差の検定： (1)-(5) |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | |
| 1 Q | 2.067 | 1.398 | 1.341 | 1.037 | 1.029 | 1.038 |
| 社数 | 144 | 144 | 143 | 144 | 149 | *** |
| 2 標準化 Q | 0.923 | 0.379 | 0.323 | 0.040 | 0.020 | 0.903 |
| 社数 | 144 | 144 | 143 | 144 | 149 | *** |
| 3 ROA | 5.005 | 4.175 | 3.383 | 3.154 | 2.746 | 2.260 |
| 社数 | 142 | 139 | 133 | 125 | 121 | *** |
| 4 標準化 ROA | 1.393 | 0.991 | 0.185 | -0.052 | -0.427 | 1.820 |
| 社数 | 142 | 139 | 133 | 125 | 121 | *** |
| 5 株式リターン | -6.844 | -6.252 | -3.951 | 1.167 | -7.897 | 1.054 |
| 社数 | 149 | 150 | 147 | 147 | 150 | *** |
| 6 売上成長率 | 5.334 | 2.635 | 0.650 | 8.245 | -1.115 | 6.448 |
| 社数 | 141 | 137 | 130 | 124 | 120 | *** |
| 7 従業員成長率 | 5.783 | 1.272 | 1.790 | 1.143 | -3.059 | 8.841 |
| 社数 | 137 | 144 | 143 | 144 | 142 | *** |

(注)

サンプル企業(755社)をCGSの値で5分位を行い、CGSの高い順に(1)~(5)のグループに分類し、各分位に属する企業(各151社)のパフォーマンス指標の平均を算出した。なお、各分位のCGSの範囲は、(1)67.4~40.2、(2)40.0~30.5、(3)30.5~24.3、(4)24.1~17.5、(5)17.5~0となっている。

平均の差の検定の欄の上段は、(1)-(5)の差を示し、下段の***は1%水準で有意であることを示している。

財務データは原則2001年度決算期の連結ベースのデータである。

Q:株式価格(時価)×発行株式数+負債額(簿価)/資産額(簿価)

標準化Q:各社のQの値から、東証産業コード別の業種の中央値である企業のQの値を減算したものであり、産業による利益率の違いを標準化したものである。

ROA:営業利益/資産額×100(単位%)

標準化ROA:各社のROAの値から、東証産業コード別の業種の中央値である企業のROAの値を減算したものであり、産業による利益率の違いを標準化したものである。(単位%)

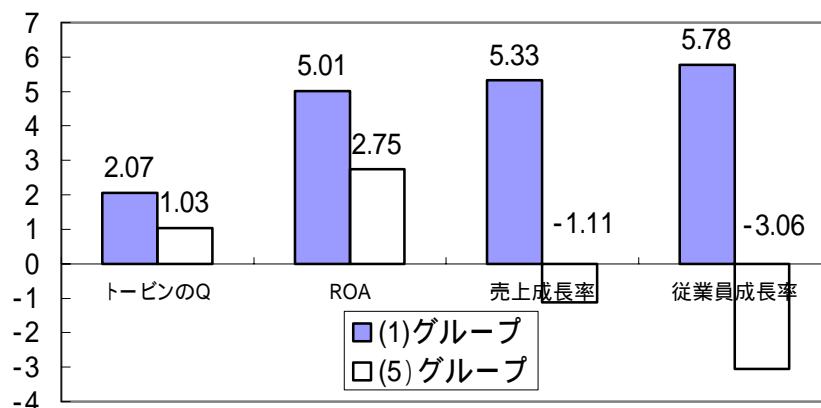
株式リターン:2000年~2001年度決算期における株式投資収益率(単位%)

売上成長率:1996年度から2000年度までの5年間売上高の平均成長率。なお、決算データが5年間分存在しない企業については、存在する期間の平均成長率を用いた。(単位%)

従業員成長率:1999年度末~2001年度末の2年間の従業員数の成長率。(年換算、単位%)

¹² トービンのQは、株式価格(時価)×発行株式数と負債額(簿価)の合計(分子)を、総資産額(簿価。ただし、土地などの有形固定資産については時価により換算。)で除いたものを使用しており、(財務データはいずれも2001年度決算期)、作成に当たっては、早稲田大学ファイナンス研究所のデータベースを利用した。トービンのQの具体的な作成方法にあたっては、宮島・蟻川・斎藤(2002)を参照されたい。

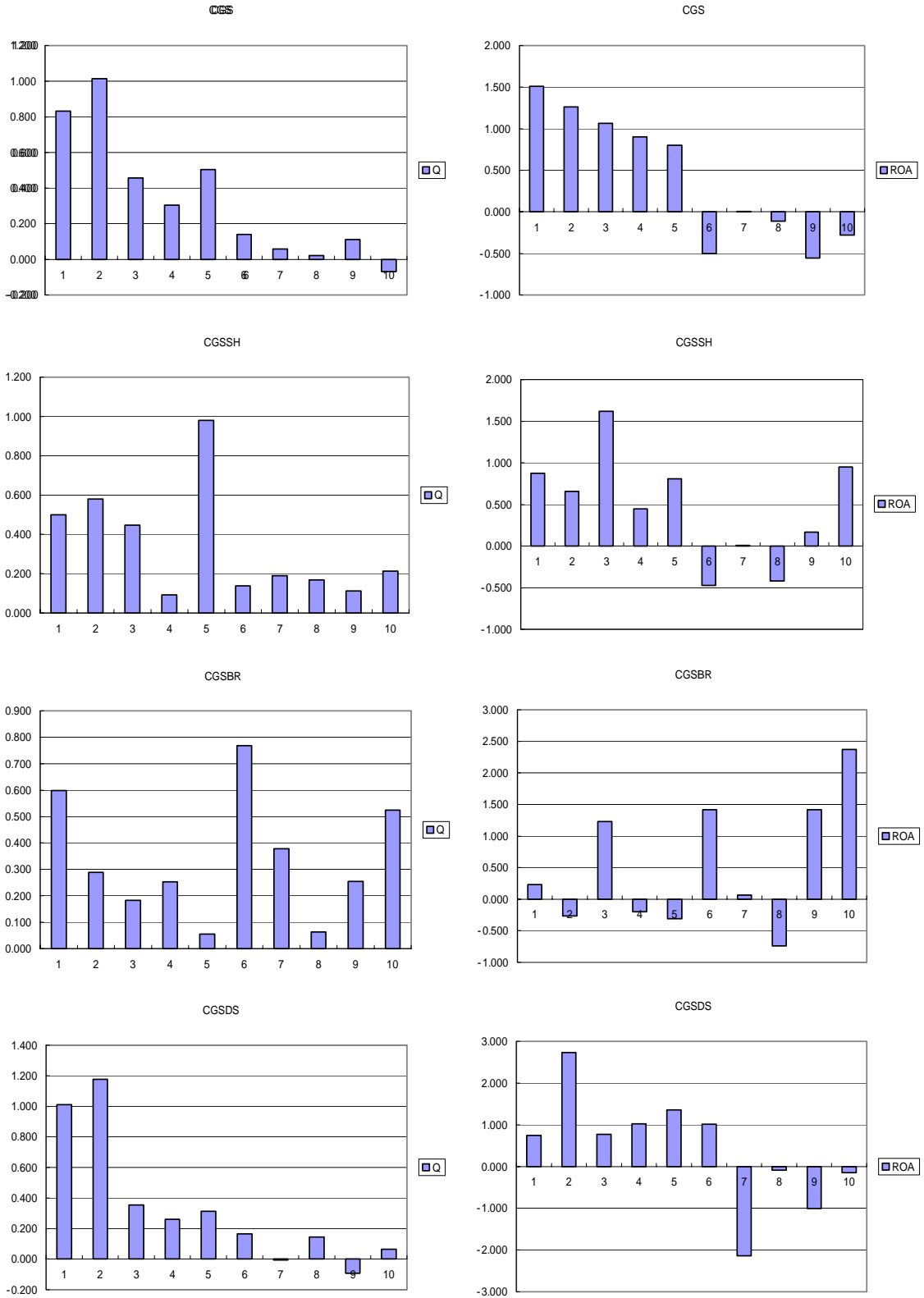
図表 4-6 : パフォーマンス比較



(注)トービンのQは、株価(時価) × 発行株式数 + 負債(簿価) / 総資産額(原則簿価、土地等は時価)である(2001年度決算)、ROA: 営業利益/総資産額(2001年度決算、連結ベース、単位%)、売上成長率は、1996~2001年度の平均売上成長率(連結ベース、単位%)、従業員成長率は、1999~2001年度の従業員成長率(連結ベース、年換算、単位%)。

図表 4-5 の各グループのパフォーマンス指標の平均値を見ると、多少のばらつきが見られるものの、CGS が高いグループほど、Q、標準化Q、ROA、標準化ROA、売上成長率、従業員成長率のパフォーマンスがいずれも高いことがわかる。次に、CGS が最高位の(1)グループと最低位(5)グループ企業とのパフォーマンス指標の平均値の差の検定の結果を見ると、株式リターンを除いていずれの指標においても、統計的に有意な差があることが確認できた(図表 4-5 及び 4-6)。したがって、CGS が最も高い企業群は、最も低い企業群に比べて、パフォーマンス指標が有意に高いと言える。

図表 4-7 : CGS の 10 分位によるパフォーマンス比較



(注) 横軸の数値：スコアが最も高いグループが 1、最も低いグループが 10

図表 4-7 は、サンプル企業 755 社を **CGS**、**CGS_{sh}**、**CGS_{br}**、**CGS_{ds}** のスコアの高い順に 10 分位によるグループ分けを行い、各グループの標準化 **Q** 及び標準化 **ROA** の平均値を比較したものである。(スコアが最も高いグループが 1、最も低いグループが 10 である)。これを見ると次の点が確認できる。

- (1) **CGS** の場合：スコアの高いグループであるほど、標準化 **Q**、標準化 **ROA** の数値がより大きいという分布になっており、**CGS** と標準化 **Q** 及び標準化 **ROA** との間に線形の関係が見られる。
- (2) **CGS_{sh}** の場合：各グループの標準化 **Q**、標準化 **ROA** の分布はランダムであるが、**CGS_{sh}** と標準化 **Q** 及び標準化 **ROA** との間には線形の関係が一部に見られる。
- (3) **CGS_{br}** の場合：各グループの標準化 **Q**、標準化 **ROA** の分布はランダムである。
- (4) **CGS_{ds}** の場合：(1) の **CGS** と同様、スコアの高いグループであるほど、標準化 **Q**、標準化 **ROA** の数値がより大きいという分布になっており、**CGS_{ds}** と標準化 **Q**、標準化 **ROA** との間には線形の関係が確認できる。

以上の点をまとめると、**CGS_{sh}** とパフォーマンスとの関係は弱く、また、**CGS_{br}** とパフォーマンスとの関係はほぼ無差別であるものの、**CGS_{br}** とパフォーマンスとの間に線形の関係が認められる。この結果、全体の **CGS** では、パフォーマンスとの間に線形の関係が見られる。

4-4-2 **CGS** とパフォーマンスとの相関

企業のパフォーマンスは、**CGS** だけでなく、企業の規模、負債比率、売上成長率など、様々な要因によって影響を受ける。そこで、本節では、これらの要因をコントロールした上で、**CGS** がパフォーマンスに有意な影響を与えるかどうかについてテストする。

ここで使用する推計式は以下のとおりである。

$$P_i = F(\text{CGS}(\text{CGS}_{sh}, \text{CGS}_{br}, \text{CGS}_{ds}), \text{SIZE}, \text{DAR}, \text{LIST}, \text{GSALE}) \cdots (4-1)$$

被説明変数の **P_i** はパフォーマンスであり、パフォーマンス指標としては、将来の成長価値を織り込んだ指標としての **Q**、及び、会計上の実体的な指標を示す **ROA** を使用する。なお、推計に当たっては、産業による特性を除去した標準化 **Q**、標準化 **ROA** を被説明変数とした。説明変数の **SIZE** は企業規模（資産額の自然対数値）、**LIST** は上場年数、**GSALE**

は売上成長率をそれぞれ表している。

図表 4-8 : パフォーマンスとの比較

(変数定義)

| 変数名 | | 定義 | 出所 |
|-----------|--------|---|----------------------|
| トービンのQ | Q | 株式価格(時価) × 発行株式数 + 負債額(簿価) / 資産額(簿価)(2001年度決算期) | 早稲田大学ファイナンス研究所データベース |
| 標準化されたQ | 標準化Q | 各社のQの値から、東証産業コード別の業種の中央値である企業のQの値を減算し、産業による利益率の違いを標準化したものである。(2001年度決算期) | 早稲田大学ファイナンス研究所データベース |
| ROA | ROA | 営業利益 / 資産額 × 100(2001年度決算期、連結ベース) | 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」 |
| 標準化されたROA | 標準化ROA | 2001年決算期における各社のROAの値から、東証産業コード別の業種の中央値である企業のROAの値を減算し、産業による利益率の違いを標準化したものである。(2001年度決算期、連結ベース) | 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」 |
| 企業規模 | SIZE | 総資産の自然対数値(2001年度決算期、連結ベース) | 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」 |
| 負債/資産比率 | DAR | 負債額 / 資産額(2001年度決算期、連結ベース) | 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」 |
| 上場年数 | LIST | アンケート調査(質問1 - 2)の結果を利用した。1940年以前「1」、1940年代「2」、1950年代「3」、1960年代「4」、1970年代「5」、1980年代「6」、1990年代「7」である。 | 財務総研調査(2002年12月) |
| 売上成長率 | GSALE | 1996年度から2000年度までの5年間売上高の平均成長率を用いた。なお、決算データが5年間分存在しない企業については、存在する期間の平均成長率を用いた。 | 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」 |

(基本統計量: N=616)

| | 平均 | 標準偏差 | 最小 | 最大 | 中央値 | 1Q | 3Q |
|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Q | 1.403 | 1.532 | 0.326 | 20.606 | 0.999 | 0.846 | 1.273 |
| 標準化Q | 0.362 | 1.474 | -4.411 | 19.417 | 0.001 | -0.135 | 0.223 |
| ROA | 3.598 | 4.615 | -18.125 | 42.603 | 2.913 | 1.398 | 5.359 |
| 標準化ROA | 0.353 | 4.315 | -20.357 | 38.877 | -0.018 | -1.634 | 1.772 |
| SIZE | 18.349 | 1.483 | 14.969 | 23.713 | 18.095 | 17.257 | 19.276 |
| DAR | 0.588 | 0.215 | 0.052 | 1.342 | 0.592 | 0.439 | 0.755 |
| LIST | 4.401 | 1.914 | 1.000 | 7.000 | 4.000 | 3.000 | 6.000 |
| GSALE | 0.032 | 0.357 | -0.225 | 8.456 | -0.005 | -0.033 | 0.036 |
| CGS | 28.129 | 13.034 | 3.333 | 68.889 | 26.667 | 18.889 | 36.667 |
| CGSsh | 5.175 | 4.372 | 0.000 | 20.000 | 3.333 | 0.000 | 6.667 |
| CGSbr | 11.237 | 5.858 | 0.000 | 27.778 | 11.111 | 5.556 | 16.667 |
| CGSds | 11.717 | 7.456 | 0.000 | 30.000 | 10.000 | 6.667 | 16.667 |

(相関係数: N=616)

| | Q | 標準化Q | ROA | 標準化ROA | SIZE | DAR | LIST | GSALE | CGS | CGSsh | CGSbr | CGSds |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Q | 1 | | | | | | | | | | | |
| 標準化Q | 0.972 | 1 | | | | | | | | | | |
| ROA | 0.278 | 0.257 | 1 | | | | | | | | | |
| 標準化ROA | 0.254 | 0.253 | 0.943 | 1 | | | | | | | | |
| SIZE | 0.052 | 0.024 | 0.002 | 0.015 | 1 | | | | | | | |
| DAR | -0.270 | -0.265 | -0.320 | -0.283 | 0.200 | 1 | | | | | | |
| LIST | 0.181 | 0.160 | 0.233 | 0.214 | -0.419 | -0.267 | 1 | | | | | |
| GSALE | 0.084 | 0.073 | 0.152 | 0.130 | 0.020 | 0.033 | 0.033 | 1 | | | | |
| CGS | 0.258 | 0.226 | 0.174 | 0.161 | 0.530 | -0.079 | -0.079 | 0.028 | 1 | | | |
| CGSsh | 0.147 | 0.113 | 0.132 | 0.116 | 0.313 | -0.043 | 0.009 | 0.000 | 0.675 | 1 | | |
| CGSbr | 0.084 | 0.069 | -0.009 | -0.014 | 0.257 | 0.036 | -0.117 | 0.046 | 0.666 | 0.212 | 1 | |
| CGSds | 0.300 | 0.275 | 0.233 | 0.225 | 0.541 | -0.141 | -0.052 | 0.013 | 0.829 | 0.427 | 0.254 | 1 |

(推計結果)

パネル1

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | | (5) | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | 0.132 | 0.144 | -1.200 | -1.362 | -1.471 * | -1.725 | 0.990 | 1.056 | 0.980 | 1.037 |
| SIZE | 0.001 | 0.024 | 0.108 ** | 2.393 | 0.118 *** | 2.731 | -0.046 | -0.903 | -0.050 | -0.952 |
| DAR | -1.504 *** | -5.459 | -1.715 *** | -6.224 | -1.743 *** | -6.345 | -1.316 *** | -4.736 | -1.320 *** | -4.745 |
| LIST | 0.090 *** | 2.726 | 0.105 *** | 3.121 | 0.114 *** | 3.413 | 0.078 ** | 2.375 | 0.080 ** | 2.399 |
| GSALE | 0.292 * | 1.869 | 0.310 * | 1.953 | 0.296 * | 1.865 | 0.305 ** | 1.969 | 0.299 * | 1.931 |
| CGS | 0.024 *** | 4.668 | | | | | | | | |
| CGSsh | | | 0.022 | 1.623 | | | | | -0.001 | -0.100 |
| CGSbr | | | | | 0.016 | 1.554 | | | 0.007 | 0.746 |
| CGSds | | | | | | | 0.055 *** | 5.855 | 0.054 *** | 5.489 |
| R-squared | 0.124 | | 0.096 | | 0.096 | | 0.141 | | 0.139 | |
| 観測数 | 616 | | 616 | | 616 | | 616 | | 616 | |

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ LIST: 上場年数 CGSsh: 株主権利
 SIZE: 企業規模 GSALE: 売上成長率 CGSbr: 取締役会
 DAR: 負債/資産比率 CGS: CGS合計値 CGSds: 情報公開

パネル2

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | | (5) | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化ROA | | 標準化ROA | | 標準化ROA | | 標準化ROA | | 標準化ROA | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | -2.611 | -1.012 | -4.376 ** | -1.779 | -5.598 | -2.351 | 0.019 | 0.007 | 0.189 | 0.071 |
| SIZE | 0.148 | 1.040 | 0.293 ** | 2.329 | 0.387 *** | 3.187 | -0.015 | -0.103 | -0.004 | -0.029 |
| DAR | -4.653 *** | -5.975 | -4.948 *** | -6.417 | -5.040 *** | -6.535 | -4.165 *** | -5.316 | -4.155 *** | -5.303 |
| LIST | 0.413 *** | 4.431 | 0.431 *** | 4.613 | 0.456 *** | 4.942 | 0.371 *** | 3.996 | 0.360 *** | 3.838 |
| GSALE | 1.584 *** | 3.508 | 1.621 *** | 3.577 | 1.627 *** | 3.580 | 1.602 *** | 3.582 | 1.634 *** | 3.651 |
| CGS | 0.041 *** | 2.735 | | | | | | | | |
| CGSsh | | | 0.064 | 1.649 | | | | | 0.022 | 0.561 |
| CGSbr | | | | | -0.019 | -0.680 | | | -0.040 | -1.426 |
| CGSds | | | | | | | 0.118 *** | 4.466 | 0.119 *** | 4.301 |
| R-squared | 0.134 | | 0.128 | | 0.125 | | 0.151 | | 0.151 | |
| 観測数 | 638 | | 638 | | 638 | | 638 | | 638 | |

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化ROA: 標準化されたROA LIST: 上場年数 CGSsh: 株主権利
 SIZE: 企業規模 GSALE: 売上成長率 CGSbr: 取締役会
 DAR: 負債/資産比率 CGS: CGS合計値 CGSds: 情報公開

推計結果は図表 4-8 に要約されている。これを見ると、次の点が確認できる。

(1) 包括的な指標である **CGS** を説明変数とした推計 (パネル 1、2 コラム(1)) を見ると、上場年数、売上成長率、の符号は有意に正、負債／資産比率の係数の符号は有意に負である。上場年数が短く、売上成長率が高く、負債／資産比率が低い企業ほど、パフォーマンスが高い。この点を確認した上で、我々の関心の焦点である **CGS** の係数を見ると、標準化 **Q**、標準化 **ROA** のいずれの場合で見ても、1%水準で有意に正である。この **CGS** の 1 標準偏差の上昇は、**Q** を **0.318** ($=0.024 \times 13.034$)、**ROA** を **0.528** ($=0.041 \times 13.034$) をそれぞれ上昇させることになる。

次に、**CGS** のうち、いずれの要素が、パフォーマンスに有意に影響を与えているかをテストするため、**CGS** の変数に代えて、サブ・インデックスである **CGS_{sh}**、**CGS_{br}**、**CGS_{ds}** を別々の変数として推計を試みた。

(2) **CGS_{sh}** を説明変数とした結果 (パネル 1、2 コラム(2)) を見ると、被説明変数が **Q**、**ROA** のいずれの場合においても、**CGS_{sh}** の符号は正であるが、10%の有意水準はわずかに満していない。

(3) **CGS_{br}** を説明変数とした結果 (パネル 1、2 コラム(3)) を見ると、被説明変数が **Q** の場合は **CGS_{br}** の符号は正であるが、十分に有意とは言えず、また、被説明変数が **ROA** の場合は有意ではないものの符号は負となっている。

(4) **CGS_{ds}** を説明変数とした結果 (パネル 1、パネル 2 コラム(4)) を見ると、被説明変数が **Q**、**ROA** のいずれの場合においても、**CGS_{ds}** の符号は有意に正であり、**CGS_{ds}** の値が高いほど、パフォーマンスが高いことが確認できる¹³。この **CGS_{ds}** の 1 標準偏差の上昇は **Q** を **0.409** ($=0.055 \times 7.456$)、**ROA** を **0.809** ($=0.118 \times 7.456$) を上昇させることとなり、強い影響力を持っていることがわかる。

以上を要約すると、企業の内部統治構造改革への取組みは、パフォーマンスと有意に正の関係が見られるが、取組みを個別に見ると、株主権利に関する施策への取組み (**CGS_{sh}**) や取締役会の機能強化への取組み (**CGS_{br}**) については、パフォーマンスとの間には統計的に十分である有意な関係が認められない。つまり、株主権利の保護や取締役会改革は、パフォーマンスに対する負の影響は認められないものの、そうした施策への取組み自体にはパフォーマンスを高める効果はないことが示された。しかしながら、内部統治構造改革

¹³ CGS に代えて、CGS_{sh}、CGS_{br}、CGS_{ds} の変数を同時に入れて推計を行ったところ、CGS_{ds} の変数の係数の符号は正となり、Q、ROA とは有意に正の関係があることが確認できる (コラム (5))。

のうち、**IR** 活動などの情報公開への取組み (**CGS_{ds}**) については、パフォーマンスとの間に有意な強い正の関係があることが確認できた。

それでは、なぜ、**IR** 活動などの情報公開への取組み (**CGS_{ds}**) は、企業パフォーマンスを向上させるのであろうか。本推計からは明確には識別はできないが、次の2つの経路が考えられる。

第1の明示的な経路は、**IR** 活動や情報公開を積極的に行い、企業の透明性を高めることが、株主と経営者の情報の非対称性 (エイジェンシー・コスト) を軽減するととなり、資金調達コストの低下を可能として、直接的にパフォーマンスを向上させるという可能性である。

第2の経路は、情報公開そのものが経営の規律となる可能性である。**IR** 活動や情報公開に積極的な企業は、経営者が自発的に説明責任を果たし、経営の透明性を高める企業であることを市場にコミットしている企業であると考えられ、いったん、その水準を引き上げれば、業績の如何に関わらずその情報の公開水準を引き下げることができないという意味で、企業の内部者のコミットメントを意味する。もやは、内部者に不都合な情報を裁量的に秘匿することはしないというこの内部者のコミットメントが経営の規律となり、パフォーマンスを向上させるという経路である。

なお、情報公開がエイジェンシー・コストを軽減させ、企業パフォーマンスを改善するという前者の可能性については、次節で実証分析を行っている。

4-5 サンプルの分割

内部統治構造のパフォーマンスに対する効果は、企業の技術特性や直面する外部環境に応じて異なる可能性がある (図表 1-1)。ここで注目するのは、①技術特性に規定された株主と経営者の間のエイジェンシー・コストと②製品市場の競争環境である。本節では、サンプル分割を通じてこの点を検討する。

4-5-1 エイジェンシー・コスト : H R&D 企業 vs L R&D 企業

一般に、企業の研究開発投資 (**R&D** 投資) は、長期的な経営資源や人的資源の蓄積により構成されるものであり、実物投資に比べて、外部の投資家から投資の必要性や将来的な収益やリスクの判断が困難である。したがって、**R&D** 投資の決定に際しては、経営者に実物投資に比べてより大きな裁量の余地を与えるため、高い **R&D** 比率を持つ企業 (以下「**H R&D** 企業」と略記) は、低い **R&D** 比率を持つ企業 (以下、「**L R&D** 企業」と略記)

と比べて株主と経営者の間のエイジェンシー・コストが相対的に大きく、株主の立場からは内部統治構造改革による規律をより強く求められる企業ということになる。ここでは、**R&D** 比率をエイジェンシー・コストの代理変数と捉えることにより、次の仮説が得ることができる。

H1) 内部統治構造改革は情報の非対称性を軽減し、エイジェンシー・コストを減少させる方向に働く。したがって、**R&D** 比率の高い企業であればあるほど、内部統治構造改革のパフォーマンスに対する正の効果は大きい。

ここでは、サンプル企業の **R&D** 比率の中央値を基準として、**H R&D** 企業¹⁴と **L R&D** 企業¹⁵にサンプルを分割した。次に、**R&D** 比率が高い企業であるかどうかにより、内部統治構造改革のパフォーマンスへの影響に差があるか否かのテストするために、推計式(4-1)と同様の推計を行った。

図表 4-9 のパネル 1、2 の推計結果を見ると、(A)**H R&D** 企業、(B)**L R&D** 企業ともに、**CGS**、**CGS_{ds}** の変数がパフォーマンスとの間に有意に正の関係があることが認められ、その係数は **HR&D** 企業のほうが高い。

この点をさらに明確にするために、**H R&D** ダミーと **CGS** の交差項を説明変数に追加して推計を行なった。その結果は、同表のパネル 3 に要約されている。

CGS_{ds} と、**HR&D** ダミーの交差項は 10%水準で有意であり、**H R&D** 企業では、**CGS** のパフォーマンスに対する効果が、**L R&D** 企業の 2 倍程度大きいことを示している(コラム(1))。**CGS** を構成する 3 つの要素で見ると、いずれも符号は正であるが、**CGS_{ds}** (情報公開)のみ、5%水準で有意である(コラム 4)。その影響を確認すると、**CGS_{ds}** の係数(傾き)は 0.033、**CGS_{ds}** と **H R&D** ダミーの交差項の係数(傾き)が 0.040 であるから、**HR&D** 企業の **CGS_{ds}** は 0.073 (0.040+0.033) の係数(傾き)を持つ。これは、**CGS_{ds}** の 1 標準偏差の上昇は **Q** を 0.542 (=7.456×0.073) 上昇させることになる。また、標準化された **Q** の第 1 分位と第 3 分位との差が 0.358 であることを考えると、**CGS_{ds}** の影響が非常に大きいことがわかる。

¹⁴ 「HR&D 企業」とは、2001 年度決算の R&D 比率がサンプルの中央値 (0.80949) より大きい企業と定義した。

¹⁵ 「LR&D 企業」とは、低い R&D 2001 年度決算の R&D 比率がサンプルの中央値 (0.80949) 未満の企業と定義した。

図表 4-9 : H R&D 企業 vs H R&D 企業

パネル1:HR&D

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | 0.688 | 0.405 | -1.098 | -0.654 | -1.406 | -0.907 | 1.703 | 0.990 |
| SIZE | -0.019 | -0.203 | 0.119 | 1.404 | 0.127 * | 1.670 | -0.083 | -0.889 |
| DAR | -1.960 *** | -3.794 | -2.105 *** | -4.033 | -2.144 *** | -4.115 | -1.707 *** | -3.288 |
| LIST | 0.084 | 1.280 | 0.098 | 1.448 | 0.105 | 1.588 | 0.084 | 1.283 |
| GSALE | 3.150 *** | 3.206 | 3.528 *** | 3.570 | 3.483 *** | 3.527 | 2.871 *** | 2.935 |
| CGS | 0.028 *** | 3.004 | 0.017 | 0.672 | 0.020 | 1.201 | 0.068 *** | 3.936 |
| R-squared | 0.156 | | 0.131 | | 0.134 | | 0.174 | |
| 観測数 | 295 | | 295 | | 295 | | 295 | |

パネル2:LR&D

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|------------|--------|-----------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | 0.136 | 0.146 | -0.627 | -0.701 | -0.771 | -0.866 | 0.735 | 0.766 |
| SIZE | -0.016 | -0.315 | 0.044 | 0.945 | 0.054 | 1.151 | -0.046 | -0.877 |
| DAR | -0.668 ** | -2.223 | -0.784 ** | -2.609 | -0.809 *** | -2.689 | -0.573 * | -1.906 |
| LIST | 0.075 ** | 2.210 | 0.088 ** | 2.602 | 0.095 *** | 2.825 | 0.061 * | 1.770 |
| GSALE | 0.140 | 1.261 | 0.147 | 1.315 | 0.140 | 1.248 | 0.153 | 1.394 |
| CGS | 0.016 *** | 2.938 | 0.020 | 1.423 | 0.005 | 0.438 | 0.035 *** | 3.749 |
| R-squared | 0.082 | | 0.061 | | 0.055 | | 0.098 | |
| 観測数 | 295 | | 295 | | 295 | | 295 | |

パネル3:HR&D VS LR&D(交差項)

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|----------------------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | 0.226 | 0.227 | -1.373 | -1.422 | -1.609 * | -1.747 | 1.139 | 1.126 |
| SIZE | 0.000 | -0.006 | 0.106 ** | 2.184 | 0.121 *** | 2.637 | -0.053 | -0.987 |
| DAR | -1.406 *** | -4.609 | -1.569 *** | -5.097 | -1.606 *** | -5.234 | -1.207 *** | -3.949 |
| LIST | 0.103 *** | 2.838 | 0.117 *** | 3.189 | 0.125 *** | 3.446 | 0.093 ** | 2.578 |
| GSALE | 0.288 * | 1.807 | 0.311 * | 1.916 | 0.306 * | 1.886 | 0.287 * | 1.820 |
| CGS | 0.014 * | 1.901 | 0.014 | 0.688 | 0.002 | 0.150 | 0.033 *** | 2.606 |
| CGS × H R&D dummy | 0.016 * | 1.774 | 0.012 | 0.430 | 0.020 | 1.010 | 0.040 ** | 2.510 |
| H R&D dummy | -0.292 | -1.032 | 0.155 | 0.825 | -0.022 | -0.086 | -0.316 | -1.437 |
| R-squared | 0.124 | | 0.094 | | 0.095 | | 0.145 | |
| 観測数 | 590 | | 590 | | 590 | | 590 | |

CGS : CGSを、コラム(2)ではCGSshに、コラム(3)ではCGSbr、コラム(4)ではCGSdsに、それぞれ入れ替えて推計を行なっている。

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ

LIST: 上場年数

CGSsh: 株主権利

SIZE: 企業規模

GSALE: 売上成長率

CGSbr: 取締役会

DAR: 負債/資産比率

CGS: CGS合計値

CGSds: 情報公開

H Trade dummy 経済産業省作成「産業連関表」から算出した1998年から2000年の3年平均の輸出入比率(輸出高+輸入高/生産高)が、第3四分位となる業種より大きい業種に属する企業に「貿易産業」として「1」、それ以外の企業に「0」を与えるダミー変数。

L Trade dummy 経済産業省作成「産業連関表」から算出した1998年から2000年の3年平均の輸出入比率(輸出高+輸入高/生産高)が、第1四分位となる業種より小さい業種に属する企業に「貿易産業」として「1」、それ以外の企業に「0」を与えるダミー変数。

以上の推計結果は、高い **R&D** 比率の企業ほど、**IR** 活動などの情報公開への取組みが、パフォーマンスを向上させる方向に働くという仮説 **H1** と整合的である。¹⁶

4-5-2 競争環境：貿易財産業 v s 非貿易財産業

企業の内部統治構造改革がパフォーマンスに対する影響は、企業の技術特性ばかりでなく、製品市場の環境に大きく影響される面が多いと考えられる。例えば、グローバルに展開している産業に属している企業と国内市場で完結している産業に属している企業とでは、内部統治構造改革に対する取組みのパフォーマンスに対する効果は異なる可能性がある。ここでは、サンプル企業を貿易財産業であるか否かで分割し、内部統治構造改革とパフォーマンスの関係がどのように変化するかについてテストする。想定される仮説は以下である。

H2-1) 国際市場などからの競争圧力の強い貿易財産業は、内部統治構造改革に関する取組みを行なわなくても、製品市場での競争による規律が働き、パフォーマンスを向上させることから、貿易財産業においては **CGS** に示される内部統治構造改革の程度は直接にパフォーマンスに影響しない。つまり、国際競争による規律と内部統治構造改革とはパフォーマンスに関して代替的に働く。

H2-2) 国際市場などから競争圧力の強い貿易財産業であれば、高い **CGS** に示される内部統治構造改革の積極的な取組みが市場に対するシグナルとなる程度が大きく、株価の上昇や格付けの引き上げを通じて資本調達コストを引き下げることが可能となる。つまり、国際競争による規律と内部統治構造改革とはパフォーマンスに関して補完的に働く。

そこで、以上の対立仮説のどちらが当てはまるのかについてのテストを行う。

まず、サンプル企業を、産業連関表（経済産業省）の輸出入比率を基準に、「貿易財産業」¹⁷と「非貿易財産業」と定義した上で、各サンプルごとに、推計式(4-1)と同様の推計を行

¹⁶ ただし、上記①②のサンプル分割の推計において、ROA とパフォーマンスとの間には有意な関係が認められなかった。

¹⁷ 「貿易財産業」の定義については、経済産業省作成「産業連関表」から、1998年から2000年の3年平

なった。図表 4-10 のパネル 1、2 の推計結果を見ると、貿易財産業に属する企業では、CGS 及び CGS_{ds} の説明変数とパフォーマンスとの間に有意に正の関係が見られるのに対して、非貿易財産業に属する企業においては、CGS 及び CGS_{ds} とパフォーマンスとの間には有意な関係は認められない。この結果は、仮説 H2-2 と整合的である。

同様の結果は、CGS と貿易財産業ダミーの交差項を追加した推計の結果を要約した同表のパネル 3 から確認できる。CGS と貿易財産業ダミーとの交差項では十分に有意ではないものの係数の符号が正、非貿易財産業ダミーとの交差項の係数では係数の符号が負である。また、CGS_{ds} と非貿易財産業ダミーの交差項の係数は有意に負の関係が見られる。

したがって、IR 活動などの情報公開等による内部統治構造改革による規律と、市場の競争圧力による規律が補完的に働くとする仮説 H2-2 が支持された。

均の輸出入比率（輸出高＋輸入高／生産高）が第3四分位となる業種より大きい業種に属する企業を「貿易財産業」、第1四分位となる業種より小さい業種に属する企業を「非貿易財産業」と定義する。この定義によると、鉱業、海運、空運、精密機器、繊維、非鉄金属、電機危機、輸送用機器、ゴム製品の9業種に属する169社が「貿易財産業」に、建設、不動産、電力・ガス、小売、通信の5業種に属する141社が「非貿易財産業」にそれぞれ分類される。

図表 4-10 : 貿易財産業 vs 非貿易財産業

パネル1: 貿易財産業

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | -2.475 | -1.214 | -4.091 ** | -2.106 | -4.135 ** | -2.271 | -2.261 | -1.081 |
| SIZE | 0.177 | 1.568 | 0.300 *** | 3.047 | 0.287 *** | 3.146 | 0.169 | 1.466 |
| DAR | -2.489 *** | -4.050 | -2.653 *** | -4.296 | -2.637 *** | -4.292 | -2.353 *** | -3.755 |
| LIST | 0.131 * | 1.675 | 0.137 * | 1.730 | 0.141 * | 1.796 | 0.131 * | 1.677 |
| GSALE | 0.338 | 0.232 | 0.565 | 0.384 | 0.710 | 0.486 | 0.148 | 0.101 |
| CGS | 0.023 * | 2.032 | 0.016 | 0.526 | 0.029 | 1.350 | 0.043 * | 2.03 |
| R-squared | 0.210 | | 0.189 | | 0.198 | | 0.210 | |
| 観測数 | 152 | | 152 | | 152 | | 152 | |

パネル2: 非貿易財産業

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | 0.181 | 0.139 | -0.544 | -0.441 | -0.102 | -0.088 | 0.204 | 0.162 |
| SIZE | 0.010 | 0.142 | 0.059 | 0.966 | 0.027 | 0.463 | 0.009 | 0.140 |
| DAR | -1.162 *** | -2.894 | -1.260 *** | -3.144 | -1.249 *** | -3.164 | -1.117 *** | -2.729 |
| LIST | 0.079 | 1.507 | 0.097 * | 1.860 | 0.089 * | 1.770 | 0.077 | 1.475 |
| GSALE | 0.046 | 0.461 | 0.041 | 0.409 | 0.038 | 0.380 | 0.051 | 0.507 |
| CGS | 0.006 | 0.774 | -0.010 | -0.523 | 0.013 | 0.865 | 0.013 | 0.94 |
| R-squared | 0.082 | | 0.079 | | 0.083 | | 0.084 | |
| 観測数 | 121 | | 121 | | 121 | | 121 | |

パネル3: 貿易産業 VS 非貿易産業(交差項)

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | |
|---------------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | | 標準化Q | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| C | -0.376 | -0.391 | -1.751 * | -1.907 | -1.832 ** | -2.047 | 0.591 | 0.605 |
| SIZE | 0.019 | 0.378 | 0.126 *** | 2.733 | 0.131 *** | 2.970 | -0.034 | -0.649 |
| DAR | -1.402 *** | -4.996 | -1.604 *** | -5.690 | -1.614 *** | -5.732 | -1.247 *** | -4.423 |
| LIST | 0.116 *** | 3.334 | 0.133 *** | 3.765 | 0.138 *** | 3.961 | 0.100 *** | 2.877 |
| GSALE | 0.291 * | 1.860 | 0.308 * | 1.935 | 0.325 ** | 2.044 | 0.283 * | 1.819 |
| CGS | 0.024 *** | 3.711 | 0.028 | 1.513 | 0.009 | 0.719 | 0.055 *** | 4.904 |
| CGS × H Trade | 0.011 | 1.126 | 0.014 | 0.444 | 0.031 | 1.332 | 0.016 | 0.940 |
| CGS × L Trade | -0.018 | -1.517 | -0.045 | -1.363 | -0.006 | -0.237 | -0.036 * | -1.742 |
| H Trade dummy | -0.105 | -0.337 | 0.148 | 0.706 | -0.132 | -0.444 | 0.025 | 0.102 |
| L Trade dummy | 0.326 | 0.914 | 0.037 | 0.157 | -0.138 | -0.415 | 0.298 | 1.074 |
| R-squared | 0.132 | | 0.100 | | 0.102 | | 0.094 | |
| 観測数 | 616 | | 616 | | 616 | | 616 | |

CGS : CGSを、コラム(2)ではCGSshに、コラム(3)ではCGSbr、コラム(4)ではCGSdsに、それぞれ入れ替えて推計を行なっている。

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ

LIST: 上場年数

CGSsh: 株主権利

SIZE: 企業規模

GSALE: 売上成長率

CGSbr: 取締役会

DAR: 負債/資産比率

CGS: CGS合計値

CGSds: 情報公開

H Trade dummy 経済産業省作成「産業連関表」から算出した1998年から2000年の3年平均の輸出入比率(輸出高+輸入高/生産高)が、第3四分位となる業種より大きい業種に属する企業に「貿易産業」として「1」、それ以外の企業に「0」を与えるダミー変数。

L Trade dummy 経済産業省作成「産業連関表」から算出した1998年から2000年の3年平均の輸出入比率(輸出高+輸入高/生産高)が、第1四分位となる業種より小さい業種に属する企業に「貿易産業」として「1」、それ以外の企業に「0」を与えるダミー変数。

4-6 最近の内部統治構造改革の変化

前節までは、内部統治構造改革に関する取組みを全て合計し、同一のウエイト付けを行なった包括的な **CGS** という包括的な指標を用いて、パフォーマンスとの関係を分析してきた。そのため、今回調査でも変化が大きく、最近の取締役会改革で注目されている執行役員制度や社外取締役の導入の影響については、完全に補足しきれていない。本節では、執行役員制度と社外取締役の導入の効果について、今回調査より **CGS** 同様、指標化が可能な監査役制度や社外取締役制度の機能強化の効果と併せて、分析を行なう。

4-6-1 監査役制度の機能強化

まず、我が国固有の制度といわれている監査役制度に焦点を当て、監査役制度の機能強化とパフォーマンスとの関係について考察する。

現行の我が国の監査役制度は、取締役の職務執行を別の機関がモニタリングするという点で合理的な制度であり、法的にも単独で調査権、取締役の行為の差止請求権を有するなど、諸外国と比較して、極めて強い権限を持つ独立した経営のモニタリング機関であると言われている。他方で、内部出身者による監査役の監査機能には限界がある、あるいは、日本の監査役制度自体が国際的に認知されていない等の問題が指摘されている。

しかしながら、前章でも述べたように、今回調査の結果（質問 **4-12**）を見る限りでは、我が国の監査役（会）による監査は、経営（者）に対するチェック機能を「果たしている」と回答する企業が **39.6%**、「どちらかというとは果たしている」と回答する企業は **38.6%**に達しており、多くの企業が監査役制度の実効性にはそれなりの評価をしていることが分かる。また、**2003**年4月以降、委員会等設置会社への移行が可能となったが、今回調査（**2002**年**12**月調査）の結果では、委員会等設置会社を選択する企業はわずかに **1.2%**にすぎず、従来の監査役制度¹⁸を選択する企業が **67.8%**と多い（図表 **3-27** 参照）。

このように我が国の制度として定着している監査役制度の機能強化という観点から、今回調査の質問項目のうち、監査役制度の機能強化に関する6つの質問項目を抽出し、監査役制度の機能強化の度合いを表す指標（**AUD**）を作成した（具体的な変数は図表 **4-11** のとおりである。）¹⁹

¹⁸平成13年の商法改正により、平成17年5月以降は監査役の半数以上は社外監査役であることが義務付けられている。）

¹⁹ **AUD** を構成する各変数は、**D1** は **0** と **1** の間の連続数、**D2**～**D6** は **0** または **1** の値をとるように設定しており、**AUD** は、各変数の値を合計して欠損値を除いた変数の数で除して算出している。したがって、**AUD** は **0** から **1** の間の値をとることになる。

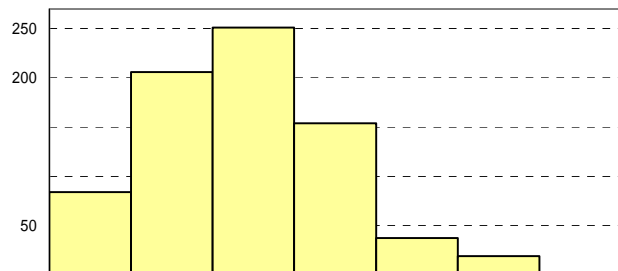
図表 4-11 : AUD の構成

| D 監査役制度(6):AUD | | | | | サン プル 数 | 回答 = 1の 数 | 回答1 の割 合% |
|----------------|----------|---|----|---|---------------|-----------------|-----------------|
| D 1 | 経営 組織 | 4 | 11 | | 736 | N/A | 51.5 |
| D 2 | 経営 組織 | 4 | 13 | 1 | 732 | 480 | 65.6 |
| D 3 | 経営 組織 | 4 | 13 | 2 | 727 | 28 | 3.9 |
| D 4 | 経営 組織 | 4 | 13 | 3 | 734 | 235 | 32.0 |
| D 5 | 経営 組織 | 4 | 13 | 4 | 733 | 475 | 64.8 |
| D 6 | 経営 組織 | 4 | 13 | 5 | 723 | 29 | 4.0 |

(注) 2列目～5列目の表記については、アンケート調査の質問番号との対応を示す。

図表 4-12 : AUD の分布

| 階級 | 度数 | 相対度数 |
|-----------|------|-------|
| 0～0.15 | 84 | 11.2 |
| 0.15～0.3 | 206 | 27.4 |
| 0.3～0.45 | 251 | 33.4 |
| 0.45～0.6 | 154 | 20.5 |
| 0.6～0.75 | 37 | 4.9 |
| 0.75～0.9 | 19 | 2.5 |
| 0.9～ | 1 | 0.1 |
| 全体 | 755 | 100.0 |
| 平均 | 0.37 | |
| 標準偏差(n-1) | 0.17 | |
| 最大値 | 0.94 | |
| 最小値 | 0 | |



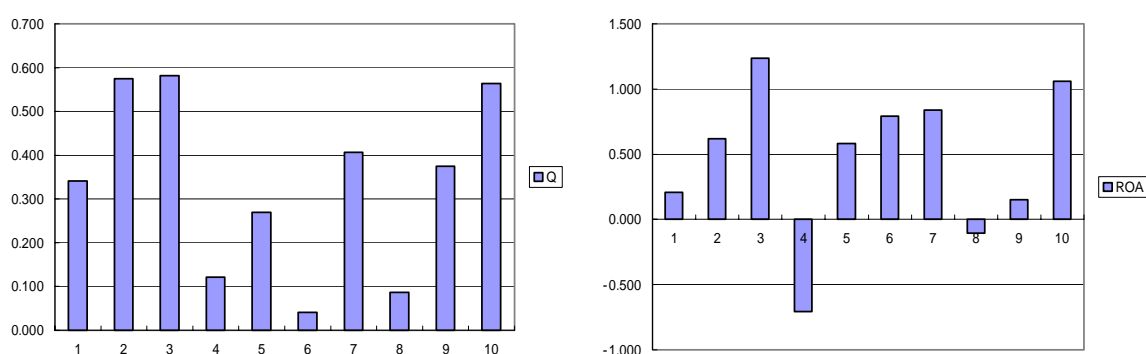
AUD を構成する変数に関する今回調査の結果（質問 4-13）を見ると、監査役（会）に関して実施している事項としては、「常務会・経営会議への監査役のほとんど出席」（64.9%）、「監査役（会）による業務監査を全般的に実施」（63.4%）の項目は多くの企業が実施している。他方、「業務監査の結果、経営政策の変更が行なわれたことがあるかどうか」については、「よくある」（3.4%）とする企業は少なく、「少しある」（29.5%）とする企業もそれほど多くはない。また、「監査役の実績評価・報酬システムが明示的に存在」（4.1%）している企業は少なく、「経営調査のための監査役直属スタッフ²⁰」を「配置していない」（61.3%）企業が非常に多い。このように、監査役制度の活用については、監査役をサポートする体

²⁰ AUD の作成に当っては、経営調査のための監査役直属スタッフが1名以上存在する企業を1、それ以外の企業を0としている。

制は十分とは言えず、企業が期待している機能と実態とが乖離している可能性がある。

AUD の変数には、これらの項目以外に、社外監査役の総監査役数における割合²¹を変数として使用している。したがって、AUD の値が高い企業は、監査役制度の機能強化に積極的な企業であると定義することができる (AUD の分布については、図表 4-12 を参照)。

図表：4-13：AUD の 10 分位によるパフォーマンス比較



(注) 横軸の数値：スコアが最も高いグループが 1、最も低いグループが 10

図表 4-14：監査役制度の機能強化

| コラム | (1) | | (2) | | |
|-----------|------------|--------|-----------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 被説明変数 | 標準化 | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | | 係数 | t値 |
| C | -1.581 * | -1.846 | C | -5.421 ** | -2.272 |
| SIZE | 0.131 *** | 2.976 | SIZE | 0.361 *** | 2.944 |
| DAR | -1.751 *** | -6.396 | DAR | -5.020 *** | -6.528 |
| LIST | 0.116 *** | 3.488 | LIST | 0.457 *** | 4.957 |
| GSALE | 0.303 * | 1.907 | GSALE | 1.608 *** | 3.534 |
| AUD | 0.111 | 0.314 | AUD | 0.152 | 0.153 |
| R-squared | 0.094 | | R-squared | 0.124 | |
| 観測数 | 617 | | 観測数 | 639 | |

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ DAR: 負債/資産比率 AUD: 監査役機能強化
 標準化ROA: 標準化されたROA LIST: 上場年数
 SIZE: 企業規模 GSALE: 売上成長率

²¹ 社外監査役数/総監査役数

図表 4-13 は、サンプル企業 755 社をスコアの高い順に 10 分位によるグループ分けを行い、グループごとの標準化された **Q** 及び **ROA** の平均値を比較したものである。(スコアが最も高いグループが 1、最も低いグループが 10 である)。これを見ても、各グループの **Q**、**ROA** の分布はランダムであることがわかる。

次に、監査役制度の機能強化への積極度とのパフォーマンスとの関係を見るために、推計式 (4-1) の説明変数 **CGS** を **AUD** に代えた推計を行なった。

図表 4-14 の推計結果を見ると、被説明変数を標準化した **Q** とした場合、標準化した **ROA** とした場合のいずれにおいても、**AUD** の係数の符号は正であるものの十分に有意ではなく、監査役制度の機能強化とパフォーマンスとの間には有意な正の関係は認められない。以上の結果は、監査役制度自体、業務監査や会計監査という企業経営のチェックの役割が大きいことから、監査役制度の機能強化を図ったとしても、直接、パフォーマンスの向上にはつながらないことを示唆している。

4-6-2 執行役員制度の導入

ここでは、執行役員制度の導入のパフォーマンスへの効果について考察する。

なお、ここで扱う執行役員制度とは、2003 年 4 月より選択が可能な委員会等設置会社委員等における執行役ではなく、ソニーなどの企業で導入されてきた法定外のいわゆる執行役員制度のことである。執行役員制度は、経営監督と業務執行の分離を図る、あるいは、取締役数を減少させて取締役会の規模の適正化を図るなどを目的として導入されているケースが多い。

前章での記述のとおり、今回調査の結果では執行役員制度を導入する企業の比率は 33.0% に達し、ここ最近での制度の導入が著しいが、ここでは執行役員制度の導入の効果とパフォーマンスとの関係を見るため、推計式(4-1)式のうち、説明変数 **CGS** を **EO** (執行役員導入ダミー) に代えた推計を行なった。**EO** とは、執行役員制度を採用している企業に 1、それ以外の企業に 0 を付与するダミー変数である。

図表 4-15 の推計結果を見ると、執行役員制度の導入は、被説明変数を **Q** とした場合は、**EO** の符号は正であるが有意ではなく、また、被説明変数を **ROA** とした場合は、符号条件すら満たしていない。つまり執行役員制度の導入自体はパフォーマンスの改善とは独立の関係にあることがわかる。

延岡・田中 (2002) によると、執行役員制度の導入は、制度の導入に伴う取締役会の人

数削減効果による議論の活性化の効果は認められるものの、制度の導入自体においては戦略的意思決定能力の向上に貢献していないという実証分析を報告している。この点について、延岡・田中（2002）では、執行役員制度は単に役員のリストラのため、または「改革を行なっています」というメッセージを発信するために行なっているケース、さらには、先行的に実施している企業に刺激されて、執行役員制度の形だけを安易に模倣した企業も少ないないようであるとしている。また、宮島・稲垣（2003）は、現状では執行役員制度は形式的な導入にとどまり、株主と経営者との間のエイジェンシー問題の解決には寄与していない可能性が高く、導入の効果は限定的であるとの実証分析を報告し、「監督と執行」の分離、迅速な意思決定を可能とするよう、執行役員制度の設計・運営を見直すべきであると結論づけている。本節における分析は、これらの先行研究の分析成果と整合的である。

図表 4-15：執行役員制度の導入

| コラム | (1) | | (2) | | |
|-----------|------------|--------|-----------|------------|--------|
| | 標準化Q | | 被説明変数 | 標準化 | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | | 係数 | t値 |
| C | -1.592 * | -1.793 | C | -5.784 ** | -2.355 |
| SIZE | 0.132 *** | 2.955 | SIZE | 0.395 *** | 3.196 |
| DAR | -1.719 *** | -6.166 | DAR | -5.255 *** | -6.768 |
| LIST | 0.115 *** | 3.405 | LIST | 0.469 *** | 5.036 |
| GSALE | 0.305 * | 1.919 | GSALE | 1.584 *** | 3.508 |
| EO | 0.111 | 0.900 | EO | -0.194 | -0.566 |
| R-squared | 0.092 | | R-squared | 0.132 | |
| 観測数 | 596 | | 観測数 | 618 | |

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ DAR: 負債/資産比率

標準化ROA: 標準化されたROA LIST: 上場年数

SIZE: 企業規模 GSALE: 売上成長率

EO: 執行役員制度を導入している場合に「1」、それ以外の場合に「0」を与えるダミー変数。

4-6-3 社外取締役制度の導入及び機能強化

本節では、社外取締役の導入の効果と、企業による社外取締役の機能強化の積極度とパフォーマンスとの関係について考察する。

社外取締役制度は、代表取締役への牽制を強化し、取締役会の緊張感を高める効果があるほか、社内出身者ではないゆえの高い見識や市場の声に敏感な感覚を意思決定や経営判断に反映させることができるなどのメリットが考えられる。他方、社外取締役制度は、会社の業務についての専門的知識や経験に乏しいことから、業務意思決定や監督の機能を十

分に果たせないのではないか、日本には社外取締役として相応しい人材がそもそも乏しい等の理由から社外取締役制度の導入に消極的な企業も多いと言われている。

前述のとおり、今回調査の結果では、社外取締役制度の導入は **35.8%**となっているが、制度の導入の動機としては **84.5%**の企業が「社外の斬新な意見等を取り入れることができ、取締役会が活性化する」をあげており、企業は社外取締役には主として経営へのアドバイスの役割を期待していることがわかる。したがって、社外取締役制度を導入した上で、さらに積極的な体制整備や制度の活用を図っている企業も相当程度存在しているはずである。それでは、社外取締役制度を導入した上でさらに積極的に制度の活用を行っている企業とパフォーマンスとの関係はどうなっているのだろうか。

そこで、**CGS** の作成と同様に、今回調査の結果から、社外取締役の機能強化に関する **11** の質問項目を抽出し、社外取締役の積極的な活用度を表すインデックス (**OUT**) を作成した (具体的な変数は、図表 **4-16** のとおりである) ²²。

OUT を構成する変数に関する今回調査の結果を見ると、社外取締役に関して実施している事項 (質問 **4-6**) としては、「社外取締役への機密情報の提供」 (**75.5%**)、「取締役会の協議事項の **1** 週間以上前の通知」 (**59.3%**) については実施が多いものの、「社外取締役だけで行なう会議が存在」 (**1.3%**)、「社外取締役の業績評価システムが存在」 (**2.6%**)、「社外取締役のコンタクトパーソンの任命」 (**6.3%**)、「社外取締役制度の運用規約の作成」 (**7.0%**) については実施する企業は非常に少なく、全体として社外取締役制度を活用する体制が十分に整っていないことが分かる。また、「取締役会で社外取締役が反対した案件の存在」 (**16.6%**)、「取締役会での社外取締役による経営議題の提案」 (**16.6%**) は少ないことなどから、社外取締役が制度導入に際して期待されているほどの役割は十分果たしていないことが示唆される。**OUT** の変数にはこれらの項目以外にも社外取締役の社外性²³や取締役会における社外取締役の平均出席率²⁴を含めており、**OUT** のスコアの高い企業ほど、社外取締役制度の機能強化に積極的に取り組んでいる企業であると定義することができる (**OUT** の分布については、図表 **4-17** 参照)。

²² **OUT** を構成する各変数は、**E1** は 0 と 1 の間の連続数、**E2** ~ **E11** は 0 または 1 の値をとるように設定しており、**OUT** は各変数の値を合計して欠損値を除いた変数の数で除して算出している。したがって、**OUT** は 0 から 1 の間の値をとることになる。

²³ **OUT** の作成に当っては、銀行、親会社、グループ企業以外の母体を出身とする社外取締役が 1 名でも存在する企業を 1、それ以外の企業を 0 としている。

²⁴ **OUT** の作成に当っては、平均出席率 75%以上の企業を 1、それ以外の企業を 0 としている。

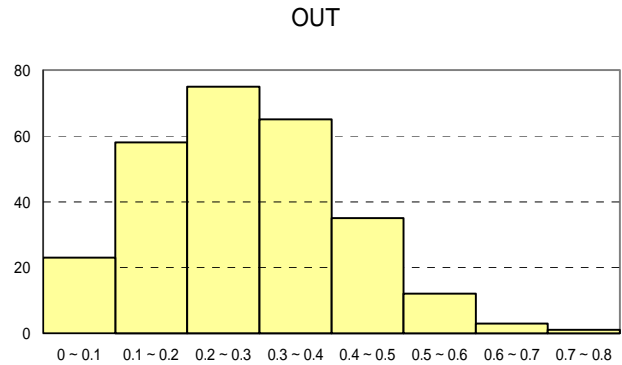
図表 4-16 : OUT の構成

| 社外取締役(11):OUT | | | | | サン プル 数 | 回答 = 1の 数 | 回答1 の割 合% | |
|---------------|----------|---|---|------|---|-----------------|-----------------|------|
| E1 | 経営 組織 | 4 | 6 | 1 | 社外取締役について、「既に導入している」社外取締役は、具体的に何人か。【社外取締役 / 取締役の割合】 | 265 | N/A | 16.6 |
| E2 | 経営 組織 | 4 | 6 | 2 | 社外取締役の社外性。【出身母体が、銀行、親会社、グループ会社以外の社外取締役がいる企業】 | 227 | 137 | 60.4 |
| E3 | 経営 組織 | 4 | 6 | 3 | 取締役会における社外取締役の平均出席率【75%以上出席】 | 255 | 164 | 64.3 |
| E4 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(1) | 社外取締役:社外取締役の業績評価システムがある | 265 | 7 | 2.6 |
| E5 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(2) | 社外取締役:取締役会で社外取締役が反対した案件がある | 262 | 43 | 16.4 |
| E6 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(3) | 社外取締役:取締役会で社外取締役が経営議題を提案したことがある | 262 | 42 | 16.0 |
| E7 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(4) | 社外取締役:取締役会協議事項の社外取締役への1週間以上前の通知 | 262 | 154 | 58.8 |
| E8 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(5) | 社外取締役:社外取締役への機密情報の提供 | 259 | 199 | 76.8 |
| E9 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(6) | 社外取締役:社外取締役制度の運営規約の作成 | 262 | 18 | 6.9 |
| E10 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(7) | 社外取締役:社外取締役をサポートするコンタクトパーソンの任命 | 262 | 17 | 6.5 |
| E11 | 経営 組織 | 4 | 6 | 4(8) | 社外取締役:社外取締役のみで行う会議の存在 | 262 | 3 | 1.1 |

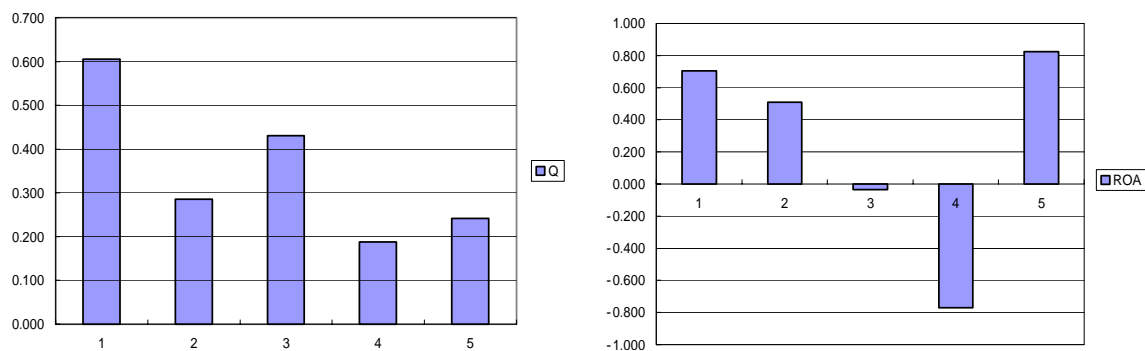
(注) 2列目～5列目の表記については、アンケート調査の質問番号との対応を示す。

図表 4-17 : OUT の分布

| 度数分布表 | | | OUT | |
|-----------|------|-------|-----|--|
| 階級 | 度数 | 相対度数 | | |
| 0～0.1 | 23 | 8.5 | | |
| 0.1～0.2 | 58 | 21.3 | | |
| 0.2～0.3 | 75 | 27.6 | | |
| 0.3～0.4 | 65 | 23.9 | | |
| 0.4～0.5 | 35 | 12.9 | | |
| 0.5～0.6 | 12 | 4.4 | | |
| 0.6～0.7 | 3 | 1.1 | | |
| 0.7～0.8 | 1 | 0.4 | | |
| 全体 | 272 | 100.0 | | |
| 平均 | 0.29 | | | |
| 標準偏差(n-1) | 0.14 | | | |
| 最大値 | 0.76 | | | |
| 最小値 | 0 | | | |



図表 4-18 : OUT の 5 分位によるパフォーマンス比較



(注) 横軸の数値：スコアが最も高いグループが 1、最も低いグループが 5

図表 4-18 は、サンプル企業 272 社を OUT のスコアの高い順に 5 分位によるグループ分けを行い、グループごとの標準化された Q 及び ROA の平均値を比較したものである。(スコアが最も高いグループが 1、最も低いグループが 5 である)。これを見ると、Q、ROA のいずれの場合においても、OUT の数値とパフォーマンスとの間には、ゆるやかな線形の関係があることが見てとれる。

図表 4-19 : 社外取締役制度の導入

| コラム | (1) | | (2) | | |
|-----------|------------|--------|-----------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 被説明変数 | 標準化 | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | | 係数 | t値 |
| C | -1.526 * | -1.797 | C | -5.936 ** | -2.521 |
| SIZE | 0.130 *** | 3.090 | SIZE | 0.404 *** | 3.442 |
| DAR | -1.713 *** | -6.245 | DAR | -5.240 *** | -6.847 |
| LIST | 0.112 *** | 3.401 | LIST | 0.474 *** | 5.199 |
| GSALE | 0.315 ** | 1.997 | GSALE | 1.614 *** | 3.597 |
| OD | -0.009 | -0.073 | OD | -0.364 | -1.107 |
| R-squared | 0.091 | | R-squared | 0.137 | |
| 観測数 | 609 | | 観測数 | 631 | |

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ

DAR: 負債/資産比率

標準化ROA: 標準化されたROA

LIST: 上場年数

SIZE: 企業規模

GSALE: 売上成長率

OD: 社外取締役制度を導入している場合に「1」、それ以外の場合に「0」を与えるダミー変数。

図表 4-20：社外取締役制度の機能強化

| コラム | (1) | | (2) | | |
|-----------|------------|--------|-----------|------------|--------|
| 被説明変数 | 標準化Q | | 被説明変数 | 標準化 | |
| 説明変数 | 係数 | t値 | | 係数 | t値 |
| C | -2.644 ** | -2.191 | C | -6.217 ** | -2.175 |
| SIZE | 0.187 *** | 3.095 | SIZE | 0.467 *** | 3.238 |
| DAR | -2.114 *** | -4.804 | DAR | -6.538 *** | -6.073 |
| LIST | 0.114 ** | 2.264 | LIST | 0.332 *** | 2.776 |
| GSALE | 0.125 | 0.821 | GSALE | 0.422 | 1.125 |
| OUT | 1.071 | 1.648 | OUT | 0.764 | 0.486 |
| R-squared | 0.133 | | R-squared | 0.174 | |
| 観測数 | 226 | | 観測数 | 231 | |

***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

標準化Q: 標準化されたQ

DAR: 負債/資産比率

OUT: 社外取締役機能強化

標準化ROA: 標準化されたROA

LIST: 上場年数

SIZE: 企業規模

GSALE: 売上成長率

OD: 社外取締役制度を導入している場合に「1」、それ以外の場合に「0」を与えるダミー変数。

次に、①社外取締役制度の導入自体とパフォーマンスとの関係について、さらに、②社外取締役制度の導入企業（272社）における、社外取締役制度の機能強化とパフォーマンスとの関係についてのテストを行う。

推計には(4-1)式の説明変数 CGS を①社外取締役の導入ダミー（OD²⁵）、次に、②社外取締役の活用の積極度の指標（OUT）に代えて推計を行なった。推計結果の要約は以下のとおりである。

(1) 図表 4-19 によると、Q、ROA を被説明変数としたいずれの場合においても、社外取締役の導入自体とパフォーマンスとの間には有意な関係は認められなかった。

(2) 図表 4-20 によると、Q、ROA を被説明変数としたいずれの場合においても、社外取締役の機能強化とパフォーマンスとの間には有意な関係は認められない。ただし、Q を説明変数とした場合の OUT の係数の t 値は 1.648 であることから、社外取締役の機能強化と Q の間には、有意水準は高くないものの、正の関係が存在することが示唆される。

以上の結果は、社外取締役制度については、制度の導入自体は直接的にはパフォーマンスの向上にはつながらないものの、制度を導入した上で、機能強化を積極的に行なっている場合には、パフォーマンスに対して正の影響を与えている可能性があることが示唆されよう。²⁶

²⁵ OD は社外取締役制度を採用している企業に 1、それ以外に 0 を付与するダミー変数である。

²⁶ 同様に、ストック・オプション制度の導入とパフォーマンスとの間には有意に正の関係があることが

4-7 小活

(1) 内部統治構造改革への積極的な取組みを示す **CGS** の最も高いグループに属している企業 (**151** 社) は、最も低いグループに属している企業 (**151** 社) に比べて、**Q**、**ROA**、売上成長率、従業員数増加率で示したパフォーマンス指標が有意に高いことが明らかになった。また、**CGS** 以外の要因をコントロールしたコンディショナルな推計でも、**CGS** と **Q**、**ROA** で測った企業パフォーマンスとの間に、有意な正の関係が存在することが認められた。つまり、内部統治構造改革は企業パフォーマンスを向上させる重要なファクターであるということが確認できた。他方、**CGS** を構成する3つのサブ・インデックスのうち、**CGS_{sh}** (株主権利)、**CGS_{br}** (取締役会) については企業パフォーマンスとの間には有意な正の関係が認められなかった。これらの施策への取組みについては、それ自体にはパフォーマンスへの負の影響は持たないものの、パフォーマンスを直接的に高めるという効果は明確には確認できなかった。

(2) 他方、**CGS_{ds}** (情報公開) と企業パフォーマンスとの間には有意な正の関係が認められた。つまり、**IR** 活動などの情報公開を積極的に行なうことは、パフォーマンスを向上させることを示している。この要因としては、2つの可能性が考えられる。1つは、**IR** 活動などの情報公開を積極的に行なうことが、株主と経営者との間に存在する情報の非対称性 (エイジェンシー・コスト) を軽減させ、資金調達コストの低下を通じて、直接的にパフォーマンスを高めるという可能性である。もう1つは、**IR** 活動などの情報公開に積極的な企業では、経営者自らが情報公開に対して自発的な説明責任を果たし、経営の透明性を高める企業であるということを市場にコミットしている。そして、いったんその水準を引き上げた企業は、もはや、経営者が不都合な情報であっても秘匿することはしないというコミットにもなり、経営への規律付けとなってパフォーマンスを高めるという可能性である。

(3) サンプル分割の結果、高い **R&D** 比率を持つ企業群、すなわち相対的にエイジェンシー・コストが大きく、株主の立場からは経営への規律が強く求められると考えられる企業群では、情報公開活動 (**CGS_{ds}**) とパフォーマンスとの正の関係がより強いことが確認できた。つまり、エイジェンシー・コストの大きい企業ほど、**IR** 活動などの情報公開活動のパフォーマンス改善への効果は大きい。また、製品市場による競争圧力の強い貿易財産

確認できたが、高株価企業であるために同制度の導入が容易である等の同時性の問題が大きい可能性があることから本文では言及しない。

業においては、非貿易財産業に比べて、情報公開活動（CGSds）とパフォーマンスとの関係がより強いことが分かった。このことは、情報公開活動等の内部統治構造改革と製品市場における競争による規律が補完的に働くことを示している。

(4) 監査役制度の機能強化（AUD）や社外取締役制度の導入自体（OD）とパフォーマンスとの間にも有意な正の関係が認められなかった。この背景には、内部統治構造改革には、パフォーマンスの向上というアクセル的な役割だけでなく、経営のチェックや不祥事件の防止等のブレーキ的な役割も期待されていることがあろう。監査役や社外取締役には、経営の妥当性のチェック等のブレーキの役割が期待されており、監査役制度の機能強化とパフォーマンスとの間に正の関係が認められない点はある程度予想の範囲内である。他方、社外取締役には、有識者としての経営へのアドバイス等の経営そのものへの関与も期待されている。社外取締役の機能強化（OUT）とパフォーマンスとの関係を見ると、明確ではないもののパフォーマンスとの正の関係が認められた。このことは、社外取締役を単に導入するのみでは、パフォーマンスを高める効果はないが、社外取締役の独立性を高める、情報提供を行なうなどの機能強化を図れば、パフォーマンスを高める可能性があることを示唆している。

(5) 企業統治のあり方は、企業のおかれた市場環境や業種や業態により様々ではあるが、IR活動などの情報公開（CGSds）とパフォーマンスとの間の正の関係は、いずれの推計結果においても強く確認された。つまり、情報公開の積極化が、企業の透明性を高め、エイジェンシー・コストを減少させることにより、パフォーマンスの向上に貢献することは明らかである。したがって、企業は、必ずしもその効果が明らかではない取締役会改革等の組織改革をやみくもに導入するよりは、まずはパフォーマンスへの効果が高いIR活動などの情報公開に積極的に取り組むべきである。特に、製品市場の競争圧力による規律が十分に働かない企業群においては、より積極的にIR活動などの情報公開を行った上で、資本市場からの規律に委ねることが重要である。

【補論1】CGS等の各変数とトービンのQとの関係

図表4-21に、CGS、AUD、OUTの各変数とトービンのQと推計を行なった関係を示した。推計は、4-1式の説明変数CGSを、CGS、AUD、OUTの各変数に代えて計算したものである。なお、変数名は、図表4-1、4-11、4-16の変数名と対応している。

推計結果を見ると、全43の変数のうち、Qと有意（10%有意水準）に正の関係がある変数は11あるが、特に、CGSds（情報公開活動）を構成する10の変数（C1～C10）のうち、8変数が有意（10%有意水準。うち7変数は1%有意水準でも有意）に正の関係が確認され、この点からもCGSds（情報公開活動）とパフォーマンスとの関係が強いことを示している。

図表4-21：CGS、AUD、OUTの各変数とトービンのQとの関係

被説明変数：標準化されたQ

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|-------|-----------|--------|------|
| CGSsh | | | |
| A1 | 0.146 | 1.088 | 612 |
| A2 | 0.486 | 0.879 | 613 |
| A3 | 0.216 | 1.624 | 607 |
| A4 | -0.344 | -0.527 | 614 |
| A5 | -0.194 | -0.816 | 610 |
| A6 | 0.190 | 1.538 | 607 |
| A7 | -0.114 | -0.397 | 604 |
| A8 | 0.169 | 1.253 | 608 |
| A9 | 0.117 | 0.211 | 612 |
| A10 | 1.011 *** | 2.867 | 612 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|-------|--------|--------|------|
| CGSbr | | | |
| B1 | 0.019 | 0.146 | 607 |
| B2 | 0.231 | 1.628 | 616 |
| B3 | -0.085 | -0.590 | 619 |
| B4 | 0.203 | 1.188 | 607 |
| B5 | 0.073 | 0.608 | 611 |
| B6 | 0.104 | 0.820 | 596 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|-------|-----------|--------|------|
| CGSds | | | |
| C1 | -0.062 | -0.465 | 614 |
| C2 | 0.351 *** | 2.705 | 617 |
| C3 | 0.437 *** | 3.111 | 616 |
| C4 | 1.254 *** | 6.862 | 616 |
| C5 | 0.233 * | 1.684 | 616 |
| C6 | 0.566 *** | 4.354 | 619 |
| C7 | 0.753 *** | 3.246 | 614 |
| C8 | 0.771 *** | 3.347 | 615 |
| C9 | 0.503 *** | 3.476 | 612 |
| C10 | 0.073 | 0.592 | 592 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|-----|-----------|--------|------|
| AUD | | | |
| D1 | 1.101 *** | 3.615 | 611 |
| D2 | -0.088 | -0.728 | 604 |
| D3 | -0.061 | -0.217 | 598 |
| D4 | 0.095 | 0.696 | 607 |
| D5 | -0.113 | -0.926 | 608 |
| D6 | 0.023 | 0.078 | 600 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|-----|-----------|--------|------|
| OUT | | | |
| E1 | 1.485 | 1.593 | 222 |
| E2 | -0.188 | -1.084 | 189 |
| E3 | 0.348 * | 1.787 | 215 |
| E4 | 0.054 | 0.109 | 220 |
| E5 | 0.153 | 0.698 | 219 |
| E6 | -0.168 | -0.724 | 220 |
| E7 | -0.355 ** | -2.178 | 220 |
| E8 | 0.264 | 1.362 | 217 |
| E9 | -0.421 | -1.237 | 220 |
| E10 | 0.274 | 0.876 | 220 |
| E11 | 0.792 | 1.141 | 220 |

(注)

CGS、AUD、OUTの各変数を説明変数に加えて、トービンのQとの関係を推計した。その他の説明変数として、SIZE、DAR、LIST、GSALEを使用した（各変数の定義は図表4-8(1)と同じ）。CGS、AUD、OUTの各変数名は、図表4-1、4-11、4-16と対応している。なお、***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。

【補論 2】 韓国との比較

本章の分析に当っては、韓国における企業の企業統治とパフォーマンスの関係を分析した **Bernard et al (2002a)** の研究論文を参考にしている。ここでは本論文の概要を簡単に紹介することにする。

(1) 韓国の上場企業 **540** 社をサンプルとしてアンケート調査²⁷を行い、質問項目 (**39** 問) から、**A** 株主の権利 (**5** 問)、**B** 取締役会 (**6** 問)、**C** 社外取締役 (**13** 問)、**D** 監査委員会 (**11** 問)、**E** 投資家へのディスクロージャー (**3** 問)、**P** オーナーシップパリティ (**1** 問) の 7 つのサブ・インデックスを作成している。また、各カテゴリーのスコアをウェイト付けし、最低 0、最高 **100** となるような指標 **CG** を作成している。(例： $CG1 = A + (B + C) / 2 + D + E + P$) (図表 **4-22**)

(2) **CG1** とトービンの **Q** との間に有意な正の関係が認められた。また、全てのサブ・インデックス (**A~P**) との間にも有意な正の関係が認められた。(図表 **4-23**、**4-24**)

(3) ただし、韓国の企業統治に関する法制度は、以下の点で日本とは異なる。

①資産規模 2 兆ウォン以上の上場企業では、最低 3 名及び取締役の過半数の社外取締役の設置、及び、監査委員会 (**2/3** 以上は社外取締役)、指名委員会の設置が義務づけられている。

②資産規模が 2 兆ウォンより小さい企業では、取締役の **1/4** 以上の社外取締役の設置が義務付けられている。

③銀行は資産規模 2 兆ウォン以上の企業として取扱われる。また、一定規模以上の財閥系企業(**Chaebol**)は、一定の利害関係人への取引に際して取締役の承認を要するなどの企業統治の体系が法的に異なっている。

(4) このため、分析においては資産規模を操作変数として **CG1** と **Q** の間の相関や頑強性のテスト等を行い、**CG1** と **Q** との間には正の関係が認められる (**CG1** 単位の増加は、企業の **Q** (簿価) を **15%** 増加させる、あるいは株価 (簿価) を **40%** 増加させる) との結論を導いている。

(5) 本分析との比較において、興味深い点は以下のとおりである。

①日韓両国とも、企業統治改革 (日本：**CGS**、韓国：**CG1**) とトービンの **Q** とは有意に正の関係を持つ。また、両国とも情報公開活動 (日本：**CGSds**、韓国：**E**) との関係

²⁷韓国証券取引所が 2001 年上期 (3~7 月) に実施したもの。対象企業 699 社のうち 540 社から回答を得ている。

が強いという共通点を持つ。

②ただし、日本においては株主権利の施策の積極度（CGSsh）、取締役会改革の積極度（CGSbr）、社外取締役の機能強化（OUT）と Q との間では有意な正の関係が認められないが、韓国では、いずれ（A、B、C）も Q との間に有意な正の関係が認められる。

③アンケート調査の結果を見ると、韓国では社外取締役制度が法定化されていることもあり、社外取締役の機能強化に関する施策への取組みは日本より進展している。他方、IR 活動や株主権利の施策の取組みは日本の方が進展している（電子メールによる投票を除く）ことが分かる。

(6) 韓国では、97、98 年の金融危機以降、社外取締役の義務付け、監査委員会、指名委員会の導入等の措置が、政府主導の下で強力に行なわれている。

韓国において、企業統治への取組みとパフォーマンスの間に、日本より強い正の関係が認められた背景には、金融危機以前の韓国では、日本（や他の先進国の）と比較して企業構造が多様化しておらず、財閥系系業(Chaebol)を中心として企業構造の同質化が進んでいたものと考えられる。

したがって、今回のように、企業統治改革が一斉に導入された場合、その効果が大きく現れるという結果となったと考えられる。

図表 4-22 : 韓国 (CG) との比較

日本

KOREA

| CGSsh: 株主の権利(10) | | | | サン プル 数 | 回 答 = 1 | 平均 | A 株主の権利 (5) | | | | サン プル 数 | 回 答 = 1 | 平均 |
|------------------|---|----|----|--|---------------|-----|-------------|----|---|-----|---------------|---------------|----|
| A1 | 3 | 17 | 1 | 株主の権利に関する施策:株主総会集中日を避けた総会の開催 | 750 | 222 | 29.6 | A1 | 取締役選任における累積投票を採用していること | 540 | 34 | 6.3 | |
| A2 | 3 | 17 | 2 | 株主の権利に関する施策:株主総会の土日開催 | 752 | 10 | 1.3 | A2 | メールによる投票を許可していること | 540 | 71 | 13.1 | |
| A3 | 3 | 17 | 3 | 株主の権利に関する施策:株主総会通知書の早期発送 | 744 | 228 | 30.6 | A3 | 株主総会への参加を奨励するための日時、場所を設定していること | 508 | 89 | 17.5 | |
| A4 | 3 | 17 | 5 | 株主の権利に関する施策:株主総会での英語での同時通訳 | 753 | 7 | 0.9 | A4 | 株式総会前の取締役候補のディスクロージャーを していること | 540 | 96 | 17.8 | |
| A5 | 3 | 17 | 6 | 株主の権利に関する施策:株主総会での質問数、時間、発言順の決定方法等のルールの策 | 748 | 51 | 6.8 | A5 | 利害関係人 (related party) との取引に際しての 取締役会の承認が必要とされていること | 540 | 181 | 33.5 | |
| A6 | 3 | 17 | 7 | 株主の権利に関する施策:株主総会を短時間に終了させることなく、活発な議論を促す | 745 | 389 | 52.2 | | | | | | |
| A7 | 3 | 17 | 8 | 株主の権利に関する施策:取締役の選任の際の累積投票の採用 | 741 | 40 | 5.4 | | | | | | |
| A8 | 3 | 17 | 9 | 株主の権利に関する施策:株主総会の招集通知の附属資料への丁寧な開示資料の添付 | 745 | 203 | 27.2 | | | | | | |
| A9 | 3 | 17 | 10 | 株主の権利に関する施策:電子メールによる株主総会の招集通知 | 749 | 8 | 1.1 | | | | | | |
| A10 | 3 | 17 | 11 | 株主の権利に関する施策:電子メールによる株主の議決権行使 | 749 | 19 | 2.5 | | | | | | |

| CGSbr: 取締役会 (6) | | | | サン プル 数 | 回 答 = 1 | 平均 | B 取締役会 (6) | | | | サン プル 数 | 回 答 = 1 | 平均 |
|-----------------|---|---|---|----------------------------------|---------------|-----|------------|----|-----------------------------------|-----|---------------|---------------|----|
| B1 | 4 | 2 | | 取締役会における取締役の平均出席率 [95%以上出席] | 742 | 545 | 73.5 | B1 | 取締役の平均出席率が75%以上であること | 482 | 266 | 55.2 | |
| B2 | 4 | 3 | | 定例の取締役会の年会開催数 [13回以上開催] | 751 | 154 | 20.5 | B2 | 取締役会の協議事項における取締役の見解が議事録に記録されていること | 540 | 223 | 41.3 | |
| B3 | 4 | 4 | 1 | 取締役会において社長 (CEO) と議長は別の人間か | 753 | 155 | 20.6 | B3 | CEOとボードの議長が別の人間であること | 540 | 27 | 5.0 | |
| B4 | 4 | 4 | 2 | 取締役の業績を評価し、報酬を決定する明示的なシステムが存在するか | 740 | 90 | 12.2 | B4 | 取締役の評価システムがあること | 540 | 36 | 6.7 | |
| B5 | 4 | 5 | | 社外取締役の導入状況 | 745 | 269 | 36.1 | B5 | 取締役会を統治する定款が存在していること | 540 | 381 | 70.6 | |
| B6 | 4 | 7 | | 執行役員制度の導入状況 | 730 | 243 | 33.3 | B6 | 定例の取締役会が1年に4回以上開催されていること | 356 | 260 | 73.0 | |

| CGSdsC ディスクロージャー & 透明性(10) | | | | サン プル 数 | 回 答 = 1 | 平均 | E 投資家へのディスクロージャー (3) | | | | サン プル 数 | 回 答 = 1 | 平均 |
|----------------------------|---|----|---|------------------------------------|---------------|-----|----------------------|----|---------------------------------|-----|---------------|---------------|----|
| C1 | 3 | 18 | 1 | IRに関する施策の実施:事業報告書等の企業の主要な施設への常備 | 747 | 533 | 71.4 | E1 | 2000年にIR活動が行われたこと | 540 | 21 | 3.9 | |
| C2 | 3 | 18 | 2 | IRに関する施策の実施:アニュアルレポートのHP上の提供 | 748 | 365 | 48.8 | E2 | 企業のウェブサイト上で取締役会メンバーの履歴が見つけられること | 540 | 47 | 8.7 | |
| C3 | 3 | 18 | 3 | IRに関する施策の実施:国内でのアナリストとの定期ミーティングの実施 | 751 | 407 | 54.2 | E3 | 英語のディスクロージャーがあること | 498 | 24 | 4.8 | |
| C4 | 3 | 18 | 4 | IRに関する施策の実施:海外でのアナリストとの定期ミーティングの実施 | 751 | 91 | 12.1 | | | | | | |
| C5 | 3 | 18 | 5 | IRに関する施策の実施:IR活動のコンサルティング | 751 | 196 | 26.1 | | | | | | |
| C6 | 3 | 18 | 6 | IRに関する施策の実施:IR担当部署の設置、専門部隊の配置 | 754 | 334 | 44.3 | | | | | | |
| C7 | 3 | 18 | 7 | IRに関する施策の実施:株主懇談会の開催 | 746 | 52 | 7.0 | | | | | | |
| C8 | 3 | 18 | 8 | IRに関する施策の実施:HP上での取締役の履歴の掲載 | 748 | 47 | 6.3 | | | | | | |
| C9 | 3 | 18 | 9 | IRに関する施策の実施:英語版ディスクロージャー誌の作成 | 747 | 216 | 28.9 | | | | | | |
| C10 | 3 | 19 | | 取締役の報酬額の情報開示の状況。また、今後の検討状況。 | 721 | 272 | 37.7 | | | | | | |

| AUD: 監査役(6) | | | | サンプル数 | 回答数 = 1 | 平均 | D 監査委員会 & 内部監査役(11) | | | | サンプル数 | 回答数 = 1 | 平均 |
|-------------|---|----|--|-------|---------|------|---------------------|---------------------------------------|-----|-----|-------|---------|----|
| D1 | 4 | 11 | 監査役数、社外及び社内監査役数は何人か。【社外監査役の割合】 | 736 | N/A | 51.5 | D1 | 監査委員会があること | 518 | 95 | 18.3 | | |
| D2 | 4 | 13 | 1 監査役(会): 監査役(会)による業務監査の実施 | 732 | 480 | 65.6 | D2 | 監査委員会における社外取締役の割合。2 / 3以上の場合は1、それ以外は0 | 95 | 56 | 58.9 | | |
| D3 | 4 | 13 | 2 監査役(会): 業務監査の結果、経営政策の変更が行われたことがある | 727 | 28 | 3.9 | D3 | 監査委員会(監査役)を統治する定款が存在していること | 489 | 321 | 65.6 | | |
| D4 | 4 | 13 | 3 監査役(会): 経営調査のための監査役直属スタッフの配置【1名以上配置】 | 734 | 235 | 32.0 | D4 | 監査委員会において会計の専門家がいないこと | 95 | 71 | 74.7 | | |
| D5 | 4 | 13 | 4 監査役(会): 常務会、経営会議への監査役の出席 | 733 | 475 | 64.8 | D5 | 年次株主総会において監査委員会(または監査役)が外部監査を推薦していること | 495 | 369 | 74.5 | | |
| D6 | 4 | 13 | 5 監査役(会): 監査役の業績評価システム | 723 | 29 | 4.0 | D6 | 監査委員会(または監査役)が内部の筆頭監査の任命を承認すること | 404 | 192 | 47.5 | | |
| | | | | | | | D7 | 各監査委員会の会合(または監査役会)の議事録があること | 267 | 164 | 61.4 | | |
| | | | | | | | D8 | 年次株主総会における監査委員会(または監査役)の活動報告があること | 473 | 422 | 89.2 | | |
| | | | | | | | D9 | 監査委員会のメンバーの平均出席率が75%以上であること | 72 | 68 | 94.4 | | |
| | | | | | | | D10 | 監査委員会は財務報告のレビューを行なうために内部監査役と協議する | 492 | 332 | 67.5 | | |
| | | | | | | | D11 | 監査委員会は年2回以上協議する | 74 | ? | ? | | |

| OUT:(11) | | | | サンプル数 | 回答数 = 1 | 平均 | C 社外取締役(13) | | | | サンプル数 | 回答数 = 1 | 平均 |
|----------|---|---|---|-------|---------|------|-------------|---------------------------------------|-----|-----|-------|---------|----|
| E1 | 4 | 6 | 1 社外取締役について、「既に導入している」社外取締役は、具体的に何人か。【社外取締役 / 取締役の割合】 | 265 | N/A | 16.6 | C1 | 社外取締役が50%以上いること | 527 | 86 | 16.3 | | |
| E2 | 4 | 6 | 2 社外取締役の社外性。【出身母体が、銀行、親会社、グループ会社以外の社外取締役がいる】 | 227 | 137 | 60.4 | C2 | 社外取締役が過半数(50%より大)いること | 527 | 33 | 6.3 | | |
| E3 | 4 | 6 | 3 取締役会における社外取締役の平均出席率【75%以上出席】 | 255 | 164 | 64.3 | C3 | 外国人の社外取締役がいる企業 | 540 | 37 | 6.9 | | |
| E4 | 4 | 6 | 4(1) 社外取締役: 社外取締役の業績評価システムがある | 265 | 7 | 2.6 | C4 | 社外取締役の指名委員会があること | 540 | 75 | 13.9 | | |
| E5 | 4 | 6 | 4(2) 社外取締役: 取締役会で社外取締役が反対した案件がある | 262 | 43 | 16.4 | C5 | 社外取締役が退職慰労金を受け取らないこと | 320 | 281 | 87.8 | | |
| E6 | 4 | 6 | 4(3) 社外取締役: 取締役会で社外取締役が経営議題を提案したことがある | 262 | 42 | 16.0 | C6 | 社外取締役が企業の経費で外部の専門家からアドバイスを受けることができること | 320 | 77 | 24.1 | | |
| E7 | 4 | 6 | 4(4) 社外取締役: 取締役会協議事項の社外取締役への1週間以上前の通知 | 262 | 154 | 58.8 | C7 | 社外取締役の評価システムがあること、または創設を計画していること | 509 | 155 | 30.5 | | |
| E8 | 4 | 6 | 4(5) 社外取締役: 社外取締役への機密情報の提供 | 259 | 199 | 76.8 | C8 | 株主総会において社外取締役の報酬が個別に決定されること | 482 | 48 | 10.0 | | |
| E9 | 4 | 6 | 4(6) 社外取締役: 社外取締役制度の運営規約の作成 | 262 | 18 | 6.9 | C9 | 社外取締役の平均出席率が75%以上であること | 465 | 197 | 42.4 | | |
| E10 | 4 | 6 | 4(7) 社外取締役: 社外取締役をサポートするコンタクトパーソンへの任命 | 262 | 17 | 6.5 | C10 | 社外取締役の運営の規約があること | 540 | 43 | 8.0 | | |
| E11 | 4 | 6 | 4(8) 社外取締役: 社外取締役のみで行う会議の存在 | 262 | 3 | 1.1 | C11 | 社外取締役をサポートするコンタクトパーソンを任命していること | 540 | 274 | 50.7 | | |
| | | | | | | | C12 | 社外取締役による独占的に構成される会議があること | 540 | 24 | 4.4 | | |
| | | | | | | | C13 | 企業から社外取締役に無記名株式を購入するための資金の貸与をしないこと | 540 | 532 | 98.5 | | |

| P 所有の一致(1) | | | | サンプル数 | 回答数 = 1 | 平均 |
|------------|---|-----|-----|-------|---------|----|
| Parity | 所有の一致: 総投票権と最大株主による直接所有との間の相違の欠如: $Parity(=1) - \text{所有の不一致} = \text{会社経営の関連株主(affiliated shareholder)による所有} - \text{最大株主による所有}$ | 531 | N/A | 1 | | |

(出典) Bernardis, Black et al.(2002) Table5, PanelA

(注)変数名の は日韓で比較可能な項目を示す。

図表 4-23 : パフォーマンスとの関係

(基本統計量)

| | サンプル | Mean | StdDev | Minimum | Maximum |
|-----------------|------|---------|---------|---------|----------|
| 株主権利 : A | 540 | 3.50 | 3.69 | 0.00 | 16.00 |
| 取締役会 : B | 540 | 7.79 | 4.35 | 0.00 | 20.00 |
| 社外取締役 : C | 540 | 4.35 | 3.27 | 0.00 | 16.40 |
| 監査委員会 : D | 540 | 11.01 | 5.24 | 0.00 | 20.00 |
| 投資家へのディスクロ : E | 540 | 1.17 | 3.14 | 0.00 | 20.00 |
| オーナーシップパリティ : P | 531 | 16.62 | 2.82 | 6.40 | 20.00 |
| CG1 | 531 | 38.35 | 11.39 | 12.93 | 85.85 |
| トービンのQ | 539 | 0.85 | 0.29 | 0.32 | 3.04 |
| 負債額 (簿価) | 539 | 1479.63 | 6724.70 | 1.23 | 77265.05 |
| 資産額 (簿価) | 539 | 1923.39 | 7617.29 | 10.26 | 81521.57 |
| 負債 / 自己資本 | 538 | 8.12 | 23.65 | 0.05 | 348.48 |
| 上場年数 | 540 | 15.84 | 9.49 | 0.00 | 45.00 |
| 成長率 | 517 | 0.14 | 0.31 | -0.29 | 5.85 |

(出典) Bernardi, Black et al.(2002) Table3, A and B

(注) CG1=A + (B + C) / 2 + D + E + P

(推定結果)

| コラム | (1) | | (2) | | (3) | | (4) | | (5) | | (6) | | (7) | |
|------------------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|-------------|------|
| 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 | | トービンのQ | | トービンのQ | | トービンのQ | |
| | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 | 係数 | t値 |
| 定数項 | 0.7569 *** | 8.25 | 0.8137 *** | 9.46 | 0.8332 *** | 9.45 | 0.8592 *** | 9.47 | 0.8303 *** | 9.09 | 0.8723 *** | 9.97 | 0.5537 *** | 5.52 |
| SIZE | -0.0127 * | 1.72 | 0.0048 | 0.64 | 0.0068 | 0.86 | 0.0019 | 0.20 | 0.0052 | 0.64 | 0.0012 | 0.18 | 0.0129 * | 1.71 |
| DAR | 0.0008 * | 1.82 | 0.0007 * | 1.67 | 0.0009 ** | 2.06 | 0.0009 ** | 2.27 | 0.0009 ** | 2.34 | 0.0011 *** | 2.69 | 0.0009 *** | 2.61 |
| LIST | -0.0530 *** | 4.19 | -0.0528 *** | 4.09 | -0.0613 *** | 4.84 | -0.0562 *** | 4.41 | -0.0604 *** | 4.80 | -0.0543 *** | 4.29 | -0.0605 *** | 4.57 |
| GSALE | 0.0186 | 0.71 | 0.0288 | 1.11 | 0.0288 | 1.17 | 0.0287 | 1.13 | 0.0281 | 1.10 | 0.0351 | 1.43 | 0.0169 | 0.69 |
| Sole Ownership | -0.0002 | 0.31 | 0.0000 | 0.05 | -0.0002 | 0.28 | -0.0002 | 0.34 | -0.0002 | 0.32 | -0.0002 | 0.35 | -0.0013 ** | 2.07 |
| CG-1 | 0.0059 *** | 5.85 | | | | | | | | | | | | |
| CG-A | | | 0.0081 *** | 3.38 | | | | | | | | | | |
| CG-B | | | | | 0.0056 ** | 2.50 | | | | | | | | |
| CG-C | | | | | | | 0.0082 ** | 2.29 | | | | | | |
| CG-D | | | | | | | | | 0.0043 ** | 2.01 | | | | |
| CG-E | | | | | | | | | | | 0.0114 *** | 3.35 | | |
| CG-P | | | | | | | | | | | | | 0.0193 *** | 5.51 |
| Industry Dummies | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | | Yes | |
| R-squared | 0.1700 | | 0.1209 | | 0.1141 | | 0.1135 | | 0.1119 | | 0.1279 | | 0.1656 | |
| 観測数 | 493 | | 493 | | 493 | | 493 | | 493 | | 493 | | 493 | |

出典 Bernardi, Black et al.(2002) Table4

財務データは 2000年12月29日現在の数字、ただし、株価については 2001年6月29日現在の数字

***1%水準で **10%水準で *10%水準で有意であることを示す。

トービンのQ: $\text{株式時価総額} \times \text{発行済み株式数} + \text{負債総額} / \text{資産総額}$

DAR: $\text{負債総額} / \text{資産総額}$

SIZE: $\text{資産総額} / \text{資産総額の対数値}$ を使用した

LIST: 上場年数

GSALE: 売上成長率 1996年度から2000年度までの5年間の売上高の平均成長率を用いた。なお、決算データが5年間で存在しない企業については、存在する期間の平均成長率を用いた。

Sole Ownership: 最大株主の株式保有比率

図表 4-24 : A、B、C、D、E、P の各変数とトーピンの Q との関係

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|---------|------------|------|------|
| 株主権利: A | | | |
| A1 | 0.0111 | 0.34 | 493 |
| A2 | 0.0181 | 0.75 | 493 |
| A3 | 0.0329 | 1.29 | 470 |
| A4 | 0.0728 *** | 3.64 | 493 |
| A5 | 0.0292 | 1.57 | 493 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|---------|----------|------|------|
| 取締役会: B | | | |
| B1 | 0.0142 | 0.73 | 449 |
| B2 | 0.0341 * | 1.89 | 493 |
| B3 | 0.0134 | 0.28 | 493 |
| B4 | 0.0267 | 0.98 | 493 |
| B5 | 0.0197 | 0.95 | 493 |
| B6 | 0.0307 | 1.15 | 324 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|----------|------------|------|------|
| 社外取締役: C | | | |
| C1 | 0.1654 *** | 5.08 | 485 |
| C2 | 0.0758 ** | 1.96 | 485 |
| C3 | 0.0474 | 1.19 | 493 |
| C4 | 0.0296 | 0.97 | 493 |
| C5 | 0.0365 | 1.14 | 297 |
| C6 | 0.0087 | 0.29 | 297 |
| C7 | 0.0331 * | 1.74 | 469 |
| C8 | -0.0589 * | 1.87 | 444 |
| C9 | -0.0058 | 0.29 | 429 |
| C10 | 0.0137 | 0.49 | 493 |
| C11 | 0.0172 | 0.92 | 493 |
| C12 | 0.0672 | 1.53 | 493 |
| C13 | -0.0975 | 0.75 | 493 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|----------|------------|------|------|
| 監査委員会: D | | | |
| D1 | 0.0819 *** | 2.65 | 493 |
| D2 | 0.0047 | 0.10 | 88 |
| D3 | 0.0565 | 2.74 | 450 |
| D4 | 0.0356 | 0.71 | 87 |
| D5 | 0.0032 | 0.16 | 455 |
| D6 | 0.0212 | 0.98 | 377 |
| D7 | 0.0220 | 0.79 | 249 |
| D8 | 0.0081 | 0.26 | 438 |
| D9 | 0.0716 | 1.12 | 70 |
| D10 | 0.0360 ** | 2.01 | 454 |
| D11 | 0.0849 | 1.08 | 74 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|---------------|------------|------|------|
| 投資家へのディスクロ: E | | | |
| E1 | 0.1239 ** | 2.54 | 493 |
| E2 | 0.0935 *** | 2.82 | 493 |
| E3 | 0.0450 | 1.38 | 458 |

| 変数名 | 係数 | t値 | サンプル |
|----------------|------------|------|------|
| オーナーシップパリティ: P | | | |
| P | 0.0193 *** | 5.51 | 493 |

(出典) Bernards, Black et al.(2002)

Table5, PanelA

(注) A、B、C、D、E、Pの各変数を説明変数に加えて、トーピンのQとの関係を推計した。その他の説明変数として、SIZE、DAR、LIST、GSALE、Sole Ownershipを使用した(各変数の定義は図表4-22と同じ)。A、B、C、D、E、Pの各変数名は、図表4-21と対応している。なお、***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で有意であることを示す。