

外国人取締役が企業価値に 与える影響についての考察

早稲田大学商学部 広田真一ゼミ

菅井大、宋根在、多胡永遠子、橋本龍生、速見絵理

要旨

本稿の目的は、日本における、外国人取締役の企業価値への影響についての考察を行うことである。

第1の分析では、2006年から2008年までの東証一部上場企業を対象にアンバランスドパネルデータを用いた重回帰分析を行い、外国人取締役が在籍する企業のSimple Qは、日本人のみで取締役会が構成される企業と比べて高いことが示された。さらに、取締役会内の外国人取締役比率と企業価値の間には正の比例関係があることが明らかになった。

この結果より、外国人取締役の存在が企業の「何らかの側面」に影響を与え、企業価値を高めていると推測することができる。

そこで我々は、このいくつかの「何らかの側面」の中でもコーポレートガバナンスに注目し、第2の分析として、コーポレートガバナンス評価システムを用いた分析を行った。その結果、外国人取締役は取締役会の組織構造にプラスの影響を与えていることが示され、ある種の規律付け効果をもたらしている可能性が高いことが明らかとなった。

以上2点の分析を通し、本稿では今まで考察されてこなかった外国人取締役の存在と企業価値との関係に着目し、企業価値向上に一定の役割を果たしていることを示した。これは今後の企業のガバナンスを考える上で、またグローバル化が進む中で日本企業が継続的に成長するための戦略を立てる上で、重要なファクターの一つに成り得ると考えられる。

目次

1 . はじめに	.....	4
2 . 研究の背景	.....	7
3 . 諸分析	.....	12
3 - 1 重回帰分析	.....	12
3 - 2 ガバナンス分析	.....	19
4 . 終わりに	.....	27
参考文献	.....	29
付録	.....	31

1 . はじめに

本稿の目的は、外国人¹取締役の存在が企業にどのような影響を与え、そしてその影響が企業価値向上につながっているのかどうかを明らかにすることである。絶えず発生する企業の不祥事や世界的な景気後退を受け、企業には適切なコンプライアンスや、経営の透明性を高めることが要求されてきた。それと同義的にコーポレートガバナンス²の重要性がしきりに叫ばれてきた。本国でも経営陣の意思決定・行動の迅速化を向上するための取締役会規模縮小や、エージェンシー問題を解消するためのストックオプションの導入などが盛んに行われている。

経営に対する監視力強化のために、執行役員制度や社外取締役を導入する企業も増加した。もちろん社外取締役が企業価値に正の影響を与えるか否かについて多くの議論がある。しかし一般的に言えば、社外取締役は企業の経営者との利害関係というしがらみから一線を画し、株主利益の最大化という観点から株主のエージェントとして経営者を監督することが期待されている。『有識者に対する企業への規律付けに関するインタビュー』という報告書によると、2005年の会社法改訂で余剰金の配当決定権限を株主総会から取締役会へ委譲できるようになった際定款変更について、機関投資家の姿勢として、企業の社外取締役在籍の有無で賛成・反対意見が変化すると

¹ 外国人とは、外国籍を有する者を指す。

² コーポレートガバナンスの定義は以下の文献によるものである。
田中正継(1998)「コーポレートガバナンスとは、企業の利害関係者が、自己の利害に基づいて、自己の利益に合致する経営を行わせることを目的として、何らかの手段によって、経営者の意思決定に影響力を及ぼすことである。」『日本のコーポレートガバナンス - 構造分析の観点から - 』経済企画庁経済研究所

いう傾向が見られる。これは機関投資家が、社外取締役が企業の意思決定において一定の規律効果をもたらしていると認めていることの表れと言えるのではないか。

さて、社外取締役の独立性についてだが、社外取締役が企業の経営者との利害関係というしがらみから一線を画しているのは役員本人が会社の外から来ていることに起因している。なぜなら伝統的な日本的会社では取締役員は会社の底辺からのたたき上げがその主な構成員であり、取締役は実質的には社長の下に位置する役職だからである。外国人取締役は多くの場合社外から招聘される存在である。つまり会社内の利害とのしがらみが無いため社外取締役と同等の役割を果たす可能性があることが考えられる。したがって外国人取締役は企業の経営に対して一定に規律づけ効果をもたらすと言える和我々は考えた。

加えて我々は、外国人取締役の異分子としての側面にも注目した。文化的背景の異なる外国人取締役の登用により、企業は従来とは異なった視点を経営に取り入れることが可能となる。旧日本的経営の特徴である終身雇用制度、年功序列賃金制度、男性優位社会、株主重視の経営がなされないこと等々、根本的価値観が異なる外国人にとっては奇妙にさえ映りかねない制度が日本企業には多く存在しており、外国人が取締役会に就任すれば、このような制度に疑問を抱き、改善を試みることは容易に想像できる。

実際に外国人取締役を登用し、旧日本的経営を改善した企業も存在する。ハワード・ストリンガーを登用したソニーもその一つである。設立以来、ソニーはエレクトロニクス分野を中心として世界で活躍してきたが、近年エレクトロニクス事業の売上は減少傾向にあり、2005年には343億円の営業損失を記録するに至った。ハワード・ストリンガーは当の2005年6月、ソニーに会長兼最高経営責任者と

して就任した。彼の打ち出した改革は、不採算事業の撤退・縮小や従業員1万人解雇といった施策を通じて、エレクトロニクス事業の年間コストを大幅削減するという、大規模な構造改革であった。また翌年には元役員で構成される顧問制度を廃止することを発表した。従業員のリストラだけでなく、日系企業で肥大化しがちな名誉職を縮小することで更なるコスト削減への姿勢を明らかにしたのだ。

またカルロス・ゴーンが最高執行責任者として就任した日産自動車にも、革新的な変化が起こった。日産の今後に関する日経新聞のインタビュー³に答えた彼は、成果主義の導入・終身雇用制度の廃止への目論見だけでなく、文化の違いについても「フランス人は、抽象的なコンセプトから戦略を作り出すのが得意です。これに対し、日本人は決定したことを綿密に実行する力や品質管理では定評があります。双方の長所を結合させれば、非常に強力な組み合わせとなります。」と述べており、国家間の文化的背景の違いをむしろ会社の強みと捉えていることがわかる。

勿論上述2社のみを根拠に、外国人取締役の在籍する会社全てに於いて異視点からの経営方針が取り入れられ、なおかつそれが企業に好影響を与えると断言することはできない。しかし彼らが従来の日本的経営の特徴であった終身雇用制度の廃止や名誉職の縮小、また成果主義を導入した結果、窮地に立たされた経営状況が改善されたことも事実である。また経営の改善点を、日本的経営の特徴ともいふべき部分に見出したことは、彼らの外国人という特性故であることは想像に難くない。

さらに、規律付け効果や異なった視点の介入に加えて、海外展開への優位性も挙げられる。グローバル化の進展に伴い海外への事業

³ 2000年10月1日 日本経済新聞朝刊

展開を図る企業が増加しているが、海外に支店や子会社を立ち上げるだけでなく、輸出入ラインの増強など、経営において海外展開を想定したときに、企業は現地の市場や文化など諸々のより詳細な情報を得ようとする。外国人が自身の出身国について精通しており、その情報が海外展開を主とした事業展開において、情報面での優位性を企業に与えるということは容易に想像できる。重ねて、先述のような異視点からの意見も、海外進出を含めた様々な事業展開を画する企業には不可欠であり、総じて外国人取締役は非常に重要な存在であるはずだ⁴。

そこで本研究では、これら外国人取締役が企業にもたらし得る好影響が総和として企業価値向上に繋がっているのではないかと仮説を立て、まず外国人取締役の有無で大別した上場企業のパフォーマンスを実証分析した。さらに外国人取締役の在籍が具体的には企業のどのような側面に影響を与えるのかについても追加分析を行った。

2 . 研究の背景

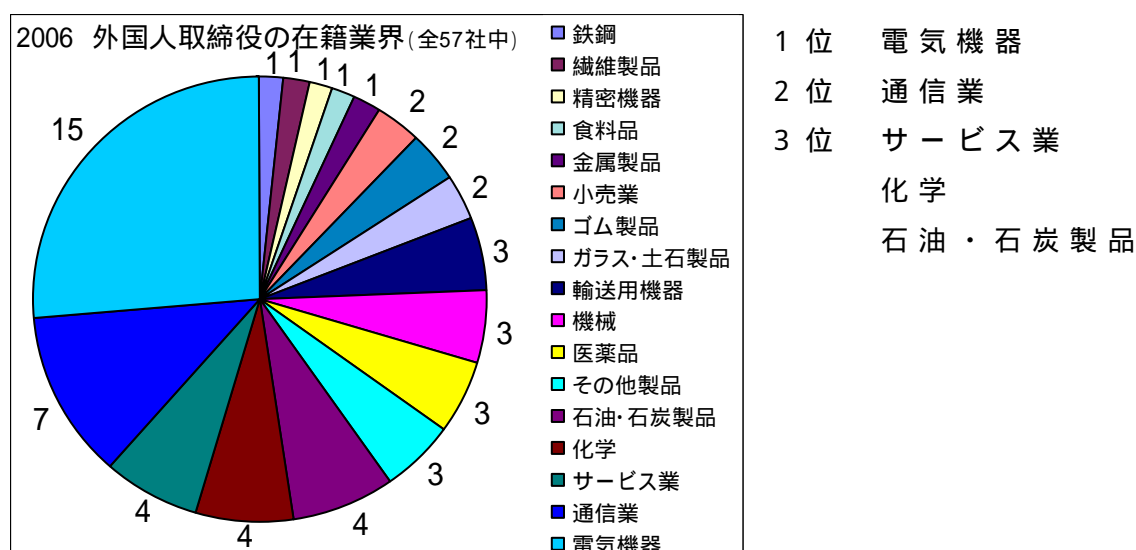
我が国に於いて、今まで外国人取締役の存在に注目した研究は無

⁴ 2007/11/29 日本経済新聞 15ページ「海外で成長するにはグローバルな人材育成が必要。十年後には取締役の半分を女性や外国人が占めるような姿が望ましい」伊藤忠商事社長小林栄三氏

2008/04/04 日経産業新聞 22 ページ「海外展開にあたり前田社長が右腕と頼むのが、〇六年十月にP & Gから招へいしたカーステン・フィッシャー氏(45)だ。前田社長がP & Gのトップに直談判し譲り受けてきた人材だ。フィッシャー氏は今年六月末の株主総会で取締役に選任される見通しで、海外事業の戦略策定と執行に責任を負う。」

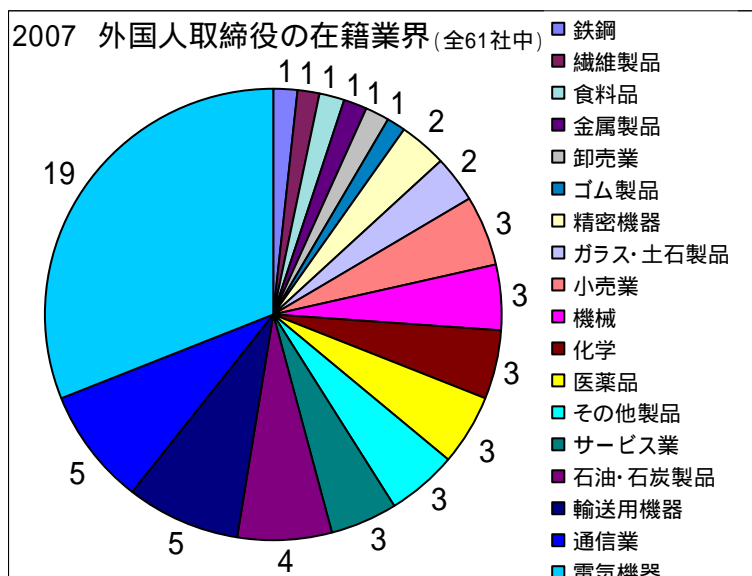
いに等しい。考えられる理由としては、「外国人」をどのように定義するかが難しいということ、そして何より外国人取締役が在籍する企業が非常に少ないということが挙げられる。何を以て外国人とするかは、名前や国籍で判断するのか、又はその人物が成長環境特有の理論や意見を持するか等、如何なる理由で外国人に注目するかによって大きく変化する。外国人が日産やソニーといった大企業のCEOとして数々の改革を行っている昨今においてすら、外国人取締役自体が殆ど見られないのは驚くべきことで、我々の調査では2006年から2008年にかけて外国人取締役の在籍する企業は全東証一部上場企業のうち一割にも満たなかった。そこで本稿では、サンプル企業の少なさを、カウンターサンプル⁵を用いることで補った。

集計データを見ると、より多くの示唆が得られる。我々が外国人取締役の在籍する企業に偏った傾向は見られないか観察したところ、外国人取締役が在籍する企業数は、電気機器業界において他業界よりも多く見られた。以下のグラフ⁶を参照されたい。

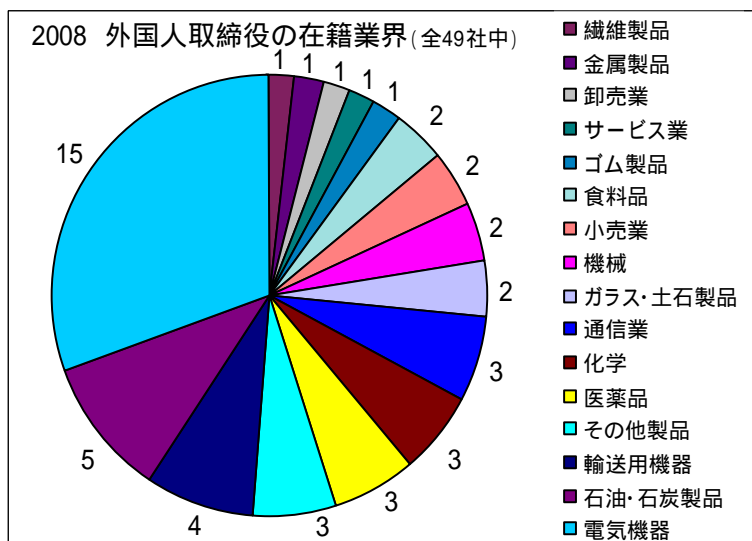


⁵ カウンターサンプルに関しては後述する。

⁶ グラフ作成の基となったデータは31、32ページに添付する。



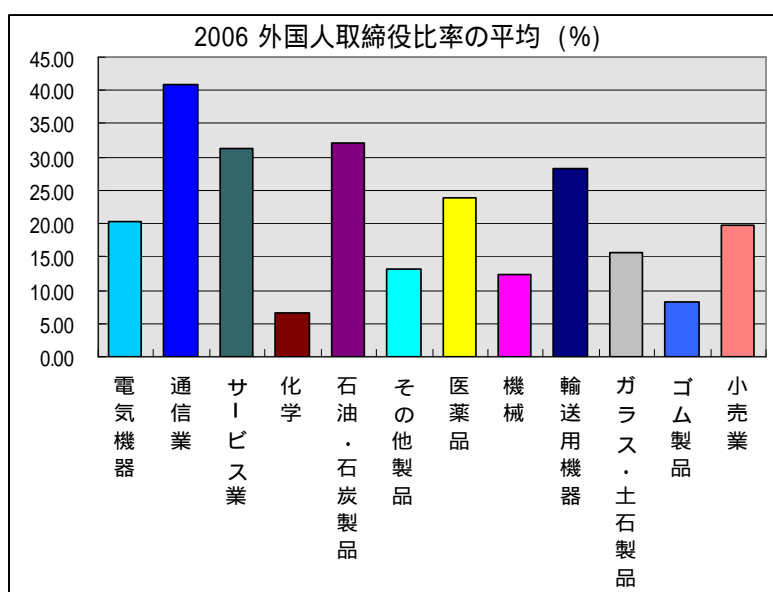
- 1位 電気機器
- 2位 通信業
- 3位 輸送用機器



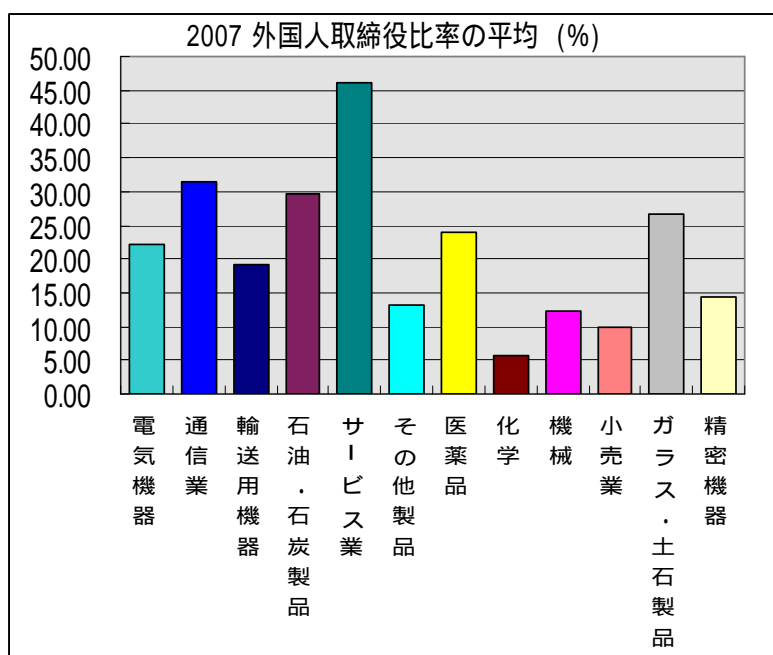
- 1位 電気機器
- 2位 石油・石炭製品
- 3位 輸送用機器

これらは、外国人取締役の在籍する全企業を業界別に分類し、グラフ化したものである。円グラフの傍の数字は、当該業界における外国人取締役の在籍する企業数を表している。グラフを見てわかる通り、2006年から2008年までのどの年に関しても、外国人取締役の在籍する企業は電気機器業界が群を抜いて多い。理由を推察するに、電気機器業界は他業界より輸出入が多く、海外市場に関する情報がより求められるため経営戦略の一過程として外国人取締役が招聘されやすいのではないかと考えられる。

上述のように、外国人取締役の在籍する企業数は業界によって偏りが見られたが、ではどの業界により多く外国人取締役が在籍するかについてはどうだろうか。以下のグラフ⁷を参照されたい。

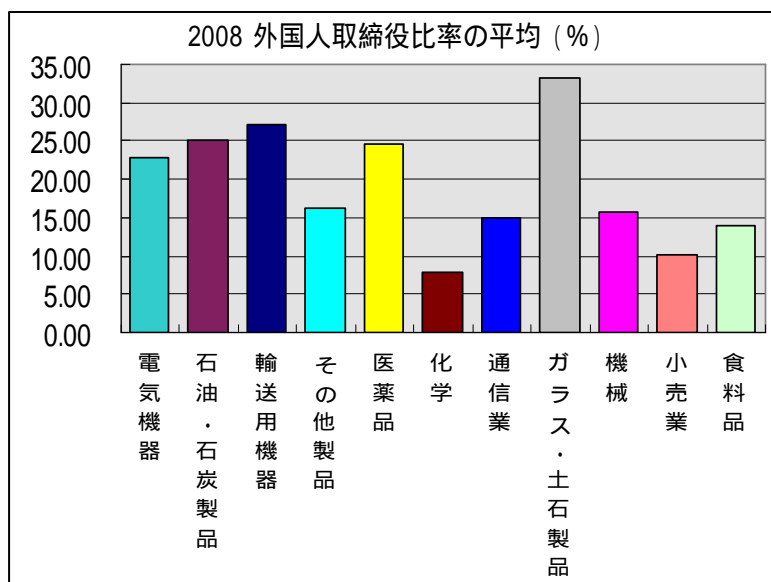


- 1 位 通信業
- 2 位 石油・石炭製品
- 3 位 サービス業



- 1 位 サービス業
- 2 位 通信業
- 3 位 石油・石炭商品

⁷ グラフ作成の基となったデータは 31、32 ページに添付する。



- 1 位 ガラス・土石製品
- 2 位 輸送用機器
- 3 位 石油・石炭商品

これらは、外国人取締役が在籍する企業の外国人取締役比率を業界ごとに平均したもので、見ての通りその平均が高い業界は、年度によりバラつきがある。但し、先述の円グラフと併せて考えると、石油・石炭製品業界には外国人取締役の在籍する企業が継続的に多く、かつその比率も高い。

当業界は、原材料としての石油・石炭が恒常的に必要で、生産コストに直結するそれら資源の輸入先は主に海外であるため、電気機器業界以上に他国の情報をより詳細に知ることが要求される。「より詳細に」という意味が、採用する外国人取締役の人数として現れ、そして外国人取締役比率が常に高いという結果をもたらしたのではないだろうか。

先行研究に関しては、Oxelheim、Randoy(2002)⁸ がスウェーデン・

⁸ Lars Oxelheim, Trond Randoy(2002) " In Norway or Sweden the study indicates a significantly higher value for firms that have outsider Anglo-American board member : The impact of foreign board membership on firm value " *Journal of Banking & Finance*

ノルウェー市場への上場企業を対象に分析し、外国人⁹取締役は企業価値に好影響を与えたとの研究結果を残している。彼らによれば、外国人取締役の存在は企業のコーポレートガバナンスの機能を高め、さらには海外証券市場からの資金調達の効率を高める点で重要なプラスの影響を与えているという。

我々は、前者に関しては同様に考えた一方、後者は自国市場のマーケット規模が十分に大きく、海外市場からの資金調達の必要性が低いわが国では必ずしも当てはまらないと考えた。そのため外国人取締役が企業へ与える影響は先行研究で定義されたものとは異なると考え、論理展開及び分析は一部を踏襲するにとどめた。その点からも、また日本における先行研究が存在しないに等しい点からも、本研究は非常にオリジナリティの高いものであると考えている。

3 . 諸分析

3 - 1 分析 1 重回帰分析

(1) 仮説 1

取締役に外国人が在籍する企業の企業価値は、取締役会が日本人のみで構成されている企業に比べて、高い水準である。

外国人取締役が在籍する企業と、取締役会が日本人のみで構成されている企業の価値を比較するために、重回帰分析を用いた。

⁹ 当研究における外国人とは、アングロサクソン系アメリカ人を指す。

(2) サンプルについて

サンプルの収集は以下のようにして行った。東証一部上場企業を対象に有価証券報告書に基づき、2006年から2008年までの各年において外国人取締役が在籍している企業をピックアップする。同規模、同業種他社と比較するため、サンプル企業と同時期における同業種の総資産ランキングから、上下1社ずつをカウンターサンプルとして採用した。サンプル企業が最上位、または最下位であったときは、前者は下位1社を、後者は上位1社を採用した。また、カウンターサンプルがサンプル企業であった場合は、上下2社のうちサンプル企業でない方の1社のみをカウンターサンプルとした。なお、総資産ランキング上下5位以内にカウンターサンプルとして適切な企業がなかった場合はサンプルから除外した。^{10 11}

(3) 分析について

分析に用いた重回帰式は次のようである。

$$\begin{aligned} SimpleQ = & a0 + a1FBMD + a2BS + a3OBMR + a4BMS \\ & + a5FS + a6DR + a7Size + a8D2007 + a9D2008 \end{aligned}$$

a0：定数項

FBMD：外国人取締役在籍ダミー（有 = 1）

BS：取締役会規模（人数）

OBMR：社外取締役比率（%）

BMS：役員持株比率（%）

FS：外国人持株比率（%）

¹⁰ この「適切な企業」とは東証一部上場企業である。

¹¹ 有価証券報告書に記載されている名前で外国人か否かを確認した。判断できない場合は日経テレコンで再確認、または電話調査を行った。

DR：負債比率（％）

Size：時価総額常用対数

D2007：2007年度ダミー

D2008：2008年度ダミー

（４）被説明変数と説明変数について

・被説明変数

$$\text{Simple Q} = \frac{\text{時価総額} + \text{総負債}}{\text{総資産}}$$

企業の価値を表す指標として広く用いられる Tobin's Q の代用である。Tobin's Q は分母となる「資産の再取得価格」を正確に算出することが困難であるため、ここでは帳簿価格の総資産を分母として計算した Simple Q を用いた。

・説明変数

FBMD：外国人取締役在籍ダミー（有 = 1）

外国人取締役の在籍を表わすダミー変数である。在籍している企業は 1、取締役会が日本人のみで構成されている企業は 0 にした。我々の仮説で予測する係数の符号は（+）である。

BS：取締役会規模（人数）

OBMR：社外取締役比率（％）

BMS：役員持株比率（％）

FS：外国人持株比率（％）

DR：負債比率（％）

Size：時価総額常用対数

D2007：2007年度ダミー

D2008 : 2008 年度ダミー

上記の __ ~ __ の変数はコントロール変数である。企業価値に影響を与える様々な要因をコントロールするために回帰式に追加した。データは有価証券報告書、EOL Esper、EDINET、NIKKEI NEEDS FINANCIAL QUEST、NIKKEI NEEDS CGES、NIKKEI NEEDS FAME、Yahoo Finance で入手した。時価総額常用対数は、決算日の株価を元に計算した時価総額を常用対数化したものである。決算日と年度の扱いに関しては、2005年8月から2006年7月までの決算は2006年度、2006年8月から2007年7月までは2007年度、それ以降は2008年度とした。¹²

(5) 変数の基本統計量

変数の記述統計量は表 3 - 1 のようである。

	平均	標準偏差	最大値	最小値
Simple Q	1.6990	1.0854	0.6053	11.8101
FBMD	0.3860	0.4874	0.0000	1.0000
BS	10.2829	4.2423	3.0000	26.0000
OBMR(%)	12.7684	17.8778	0.0000	77.7778
BMS(%)	2.9809	7.2257	0.0000	50.5322
FS(%)	23.2921	17.0026	0.3994	80.6938
DR(%)	115.1131	149.5144	0.8900	1789.8300
Size	11.2095	0.7264	9.8912	13.4355

< 表 3 - 1 記述統計量 >

(6) 分析結果

¹² 年度を分ける際には、前年の4月から翌年の3月までを1年度にするのが一般的であろうが、公表されている有価証券報告書で直近のものを使用したため、ずれが生じた。

表 3 - 2 は重回帰分析の結果である。

決定係数 : 0.2876

	係数		
a0	-3.5632	[-4.6318]	***
FBMD	0.1882	[1.9568]	*
BS	-0.0267	[-2.4043]	**
OBMR	0.0009	[0.3332]	
BMS	0.0133	[2.1597]	**
FS	0.0142	[4.4546]	***
DR	-0.0002	[-0.8007]	
Size	0.4816	[6.6210]	***
D2007	-0.2466	[-2.3926]	**
D2008	-0.6588	[-6.0544]	***

< 表 3 - 2 分析結果 >

[] 内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを表す。

分析結果から、a1 にあたる FBMD の係数は + 0.1882 であり、10%水準で統計的に有意であることが分かった。つまり外国人が在籍する企業の Simple Q の方が、日本人のみで構成されている取締役会を有する企業のそれより 0.1882 高いことが分かった。

この結果から、我々の仮説 1 は統計的に証明され、取締役会に外国人が在籍する企業の企業価値が、取締役会が日本人のみで構成されている企業に比べて高い水準であることがわかった。

(7) 追加分析

取締役会に外国人が在籍する企業の企業価値がより高いことが示されたので、それでは外国人取締役の人数が多いほど、つまりは取締役会における外国人取締役の比率が高いほど企業価値に与える影

響は大きいのではないかと我々は考察し、更なる分析を行った。分析方法は同じく重回帰分析であるが、説明変数を外国人在籍ダミーから取締役における外国人比率（％）に変更した。

重回帰式は次のようである。

$$\text{Simple}Q = a_0 + a_1\text{FBMR} + a_2\text{BS} + a_3\text{OBMR} + a_4\text{BMS} \\ + a_5\text{FS} + a_6\text{DR} + a_7\text{Size} + a_8\text{D2007} + a_9\text{D2008}$$

説明変数：取締役会における外国人比率（％）(FBMR)

尚、被説明変数とコントロール変数は上記の分析のものである。

分析１の結果から、我々が予測するFBMRの係数の符号は（＋）である。

表３－３は記述統計量をまとめたものである。

	平均	標準偏差	最大値	最小値
FBMR(%)	8.5544	14.7705	0.0000	80.0000

< 表 3 - 3 記述統計量 >

変数間の相関係数は次の表のようである。

	Simple Q	FBMR	BS	OBMR	BMS	FS	DR	Size
Simple Q	1							
FBMR	0.2750	1						
BS	0.0146	-0.1968	1					
OBMR	0.1396	0.3256	-0.0716	1				
BMS	0.0002	-0.0287	-0.1719	-0.0417	1			
FS	0.3803	0.5333	0.0800	0.3390	-0.1862	1		
DR	-0.1162	0.0239	0.0006	0.0748	-0.0309	-0.1316	1	
Size	0.4029	0.0046	0.3651	0.1595	-0.2035	0.4457	-0.1019	1

< 表 3 - 4 変数間の相関 >

表 3 - 4 から重回帰分析において多重共線性は発見されなかった。

取締役会における外国人取締役比率と外国人持株比率の相関が高い背景には、資本参入後に企業に影響力を行行使するために役員を派遣するケースが多いことが推測される。また、時価総額常用対数と外国人持株比率の相関が高いが、海外機関投資家が大型株中心のポートフォリオを作成する傾向が強いことが原因と考えられる。

表 3 - 5 は上記の重回帰分析の結果である。

決定係数 : 0.30492

	係数	
a0	-4.1151	[-5.2914] ***
FBMR(%)	0.0144	[3.8783] ***
BS	-0.0193	[-1.7294] *
OBMR(%)	-0.0002	[-0.0624]
BMS(%)	0.0131	[2.1513] **
FS(%)	0.0086	[2.4017] **
DR(%)	-0.0004	[-1.2252]
Size	0.5330	[7.2546] ***
D2007	-0.2405	[-2.3625] **
D2008	-0.6412	[-5.9627] ***

< 表 3 - 5 分析結果 >

[] 内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを表す。

分析結果から、a1 にあたる FBMR の係数は + 0.0144 であり、1 % 水準で統計的に有意であることが観察された。外国人取締役在籍企業の FBMR 平均は 22.16%であるため、日本人のみで取締役会が構成されている企業に比べ、平均的に Simple Q が 0.3191 高いことに

なる。¹³

この結果から、取締役会における外国人の比率が高い程、企業価値が上がるということが統計的に証明されたと言える。

3 - 2 分析 2 - ガバナンス分析

(1) 仮説

外国人取締役は、コーポレートガバナンスに好影響を与える。

分析 1 で示された外国人取締役が在籍する企業の Simple Q が高い理由は、企業体質の改善による影響が強いからであると、我々は考える。従って、企業価値向上に繋がるであろうコーポレートガバナンスの変質を観察する。

(2) ガバナンス分析

分析 1 ではアンバランスパネルデータを用いた重回帰分析を行い、外国人取締役の有無が有意に企業価値向上に影響を及ぼすことを示した。本分析では外国人取締役の就任の後、企業価値向上達成に至る前段階、即ち企業価値向上達成への途中段階における企業の具体的な変質に焦点を当てる。なぜなら、外国人取締役の存在自体が企業価値を高めているというよりは、外国人取締役が企業の「何らかのファクター」にプラスに作用し、それが企業価値に正の影響を与えると考えるほうが自然だからである。「はじめに」でも述べた

¹³ 平均は、FBMR を全企業合計し、FBMR が 0 でない企業数 176 で割ったものである。

ように、我々はその「何らかのファクター」を 規律付け効果
異なった視点の導入 海外展開への優位性 であると考え。その
中から、特に 規律付け効果が直結して表れると思われるコーポレ
ートガバナンスに着目し分析を行った。つまり、外国人取締役就任
がコーポレートガバナンスに何らかの形で好影響を与えた結果、企
業価値の向上がなされるのである。

(3) コーポレートガバナンス評価システム (Cges) について

いったい本当に外国人取締役の就任がガバナンスに影響を与えた
のであろうか。そもそもガバナンスの優劣というものの自体の数値化
は非常に難しいものである。何を以て優劣とするかという議論は
もとより、何かしらの明確な指標抜きに「優れたガバナンス」に評
価(スコア)を与えるという行為自体が恣意的にならざるを得ない。
そこで今回我々は客観的指標に基づいたガバナンスの評価、そして
その分析を行うためにコーポレートガバナンス評価システム¹⁴(以
下 Cges)を利用した。Cgesでは企業ガバナンスに影響を与えそう
な、もしくは企業ガバナンスの影響を受けると考えられるいくつか
のファクターに客観的に得点を与え、それらのファクターの各得点
を加重平均したのち総合ポイント化できる。そのため恣意性を最小
限に抑えられる。また結果が数値で算出されるため回帰分析を行う
際の被説明変数として非常に汎用性が高い等の利点もある。

Cges が提供する 8 つの側面のうち以下の 3 つを我々の調査に利
用した。利用した 3 つの側面は以下に示すとおりである。

1. 取締役会 (組織)

¹⁴ コーポレートガバナンス評価システム (Corporate Governance evaluation system) は日本経済新聞デジタルメディア社が提供する、企業統治を定量的に評価するためのシステムの名称である。

2 . 取締役会（行動）

3 . 情報開示

経営の執行に対する監督機能を充実させる仕組みは、リスクを下げ、経営効率を高めると考えられる。取締役会の監督機能を担保するための有力な方法は、執行機能と監督機能を組織的に、あるいは人的に分離することである。¹⁵外国人取締役がこれらの仕組みに影響しているのかをみるために取締役会（組織）の側面を分析する。

ガバナンスの目的は、取締役会に株主価値を高める努力をさせることである。そのためには、経営組織の硬直化を防ぐことや、株主と取締役会の利害を一致させる施策を採用すること等が考えられる。¹⁶そのような施策への外国人取締役の影響を見るために取締役会（行動）を分析する。

開示情報に何らかの異常が確認できる場合、開示姿勢や企業内部の監督機能等に何らかの問題が潜んでいる可能性が考えられる。¹⁷その可能性と外国人取締役の関係性を調べるために情報開示の項目にも注目する。

（４）分析について

Cges を用いて算出した総合ポイントを被説明変数に、外国人取締役比率を説明変数にして重回帰分析を行った。回帰式は次のようである。但し上記３つの側面をそれぞれ被説明変数としているため、被説明変数と回帰式は３つずつ存在する。各々の区別に関しては、 $n = 1, 2, 3$ で上記３側面を表す。

¹⁵ 日経 NEEDS Cges ユーザーズ・ガイドより

¹⁶ 日経 NEEDS Cges ユーザーズ・ガイドより

¹⁷ 日経 NEEDS Cges ユーザーズ・ガイドより

$$CGP_n = a_0 + a_1FRMR + a_2FS + a_3DR + a_4Size$$

CGP_n : Cges によって算出されたポイント

a₀ : 定数項

FBMR : 取締役会における外国人比率 (%)

FS : 外国人持株比率 (%)

DR : 負債比率 (%)

SIZE : 時価総額常用対数

(5) 被説明変数と説明変数について

・ 被説明変数

CGP は Cges を用いて算出した各側面のポイントである。ひとつの側面は複数の関係ファクターの加重平均得点である。簡便的にいえば、情報開示の側面を見る場合、直近気の予想実績乖離、ウェブサイトの充実度、役員報酬総額の開示、など企業の経営関連情報の開示度を表すであろう関係ファクターを各々数値化し加重平均して Cges の得点が算出される。

ここでの取締役会 (組織) は関係ファクターに取締役会人数、社外取締役比率、社外取締役比率 (相互派遣)、執行役員制の採用、相談役顧問などの有無、委員会設置フラグ等、取締役会の構成・形態に関係する要素を含んでいる。

取締役会 (行動) には社長持株比率、社外取締役持株比率、役員持株比率、ストックオプション有無等、経営陣と株主の利害を一致させるための制度や方法などが考慮されている。そして情報開示は直近期の株主総会集中度、会社予想発表の有無、役員報酬総額の開

示、ウェブサイトの充実度などを内部情報のディスクロージャーに
 関係するファクターを要素としている。

・説明変数

***FBMR* : 取締役会における外国人比率 (%)**

外国人の人数を取締役会の規模で割ったものである。単純に有無
 を表すダミーに取って代わって、取締役に占める程度も考慮したも
 のである。

FM : 外国人持株比率

DR : 負債比率

Size : 時価総額常用対数

コントロール変数としては上記の三つを使用する。

(6) 分析結果

以下は分析の結果である。

取締役会 (組織)

決定係数 : 0.0937

	係数		
a0	8.3811	[2.0786]	**
FBMR (%)	0.0575	[3.0655]	***
FS (%)	0.0164	[0.8794]	
DR (%)	0.0002	[0.0904]	
SIZE	-0.3015	[-0.8164]	

< 表 3 - 6 分析の結果 >

[] 内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であるこ

とを表す。

取締役会（行動）

決定係数：0.0546

	係数	
a0	1.4814	[0.4214]
FBMR (%)	0.0012	[0.0713]
FS (%)	0.0098	[0.6019]
DR (%)	-0.0044	[-2.8379] ***
SIZE	0.3767	[1.1648]

< 表 3 - 7 分析の結果 >

[]内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを表す。

情報開示

決定係数：0.2637

	係数	
a0	-14.4207	[-4.5318] ***
FBMR (%)	-0.0078	[-0.5257]
FS (%)	-0.0060	[-0.4038]
DR (%)	-0.0027	[-1.9093] *
SIZE	1.8896	[6.4551] ***

< 表 3 - 8 分析の結果 >

[]内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを表す。

取締役会（組織）への影響は 1%水準で正の影響があることが確認された。(表 3 - 8)これは「新任取締役の素顔に関する調査¹⁸⁾」

¹⁸⁾ 日本能率協会による新任取締役への意識調査をまとめた報告書(2003)。報告書内で、外国人経営者は改革・革新力項目で 58.6%を

の結果にも合致するものである。

具体的にどのファクターに影響があったのか各ファクターに対する追加調査を行った。説明変数に「外国人取締役比率」、コントロール変数には「外国人持株比率」、「時価総額常用対数」を使用し、被説明変数が「社外取締役比率」、「監査役比率」の場合は重回帰分析、被説明変数が1または0をとる変数つまり「相談役、顧問」、「執行役員制度」もしくは「委員会設置会社」である場合にはプロビット分析を行った。

被説明変数	係数	決定係数
社外取締役比率	0.3103 [2.6757]***	0.1498
監査役比率	0.1306 [1.0731]	0.0240

< 表 3 - 9 重回帰分析の結果 >

[]内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを表す。

被説明変数	係数	決定係数
相談役、顧問	-0.0451 [-2.0773]**	0.0214
執行役員制度	-0.0061 [-0.8018]	0.0082
委員会等設置会社	0.0005 [0.0546]	0.0470

< 表 3 - 10 プロビット分析の結果 >

[]内は t-value。***、**、*はそれぞれ 1%、5%、10%で有意であることを表す。

上記の表は分析の結果である。外国人取締役は社外取締役比率に 1%水準で有意に正の影響を与え、相談役、顧問の有無に 5%水準で有意に負の影響を与えることがわかった。(表 3 - 11、3 - 12)

獲得し日本人経営者(9.0%)を引き離した。

社外取締役の就任は近年取締役会の独立性を維持・向上するためにとられる手段として決して珍しいものではない。企業の経営パフォーマンスの悪化期間が連続した後の経営陣の交代確率は、社外取締役規模が大きいほど高いという事例も示されている。¹⁹つまり社外取締役の存在は経営陣に対してある種の規律付け効果を発揮していると言える。もし外国人取締役が社外取締役の招聘に影響があるとなれば、それは間接的に企業の規律付けメカニズムに寄与しているということにもなるだろう。尚、外国人取締役と社外取締役との間には強い相関関係は見られなかったため社外取締役に外国人が含まれているといった可能性はないと言えるだろう。

外国人取締役が相談役・顧問の有無に、有意に負の影響を与えているというのは非常に興味深い。相談役・顧問とは企業経営の第一線から引退した後も発言権を付与しておくという非常に日本的な経営の象徴であるようなシステムである。これに対し外国人取締役は負の影響を与える。これは日本的企業経営・文化をよりグローバルスタンダードへ昇華²⁰する兆しを示しているのではないだろうか。

取締役会（行動）については外国人取締役による統計的に有意な影響は見られなかった。したがって外国人取締役は、経営陣の株主利益最大化に対するインセンティブを高めるための制度作りなどには寄与していないことがわかった。（表3 - 9）

情報開示についても外国人取締役による統計的に有意な影響は見られなかった。これは外国人取締役が企業の情報に対する開示姿勢

¹⁹ Kaplan (1994)

²⁰ これは必ずしも日本的経営が劣っていることを意味するものではない。『コーポレートファイナンス下』によると日本・ドイツ的経営はすでに確立された産業にある会社を長期的に成長させる点において優れていると述べている。

の改善には特に寄与していないことを意味している。(表3 - 10)

4 . 終わりに

本稿では、外国人取締役が在籍する企業は、日本人のみで取締役が構成される企業に比べて企業価値が高いという仮説を立て、分析を行った。

まず初めに、2006年から2008年までの東証一部上場企業を対象に、Simple Qを被説明変数とし、アンバランスパネルデータを用いた重回帰分析を行った。この分析結果からは、外国人取締役が在籍する企業のSimple Qは、日本人のみで取締役会が構成される企業に比べて有意に高いことが示された。

次に、Simple Qの上昇要因は外国人取締役が企業のガバナンスに好影響を与えたことにあると推測し、Cgesを用いた重回帰分析及びプロビット分析を行った。この分析からは、外国人取締役の登用が取締役会(組織)に対して有意にプラスの影響を及ぼしていることが確認され、外国人取締役により取締役会が規律付けられたことが実証された。

Oxelheim、Randoy(2002)による先行研究と比較すると、外国人取締役は日本においても企業価値に好影響を与えており、さらにはスウェーデン・ノルウェー市場と同じく、外国人取締役の存在は企業のコーポレートガバナンス、特にトップマネジメントの在り方に関してプラスの影響を及ぼすことがわかった。

以上のことから本稿は、日本において未だ実証されていない外国

人取締役の企業への影響を初めて示したものといえる。

また、本稿において実証分析という形で検証してはいないが、外国人取締役が海外進出を含む企業の事業機会可能性を広げ、企業価値向上に繋がることも想像に難くない。これらの効果は即時的に現れるものではないが、今後長期的に観察する中で企業価値への影響が見られる可能性は大きく、追加研究に値する興味深いテーマであると考えられる。

参考文献

- ・ 田中正継 (1998) 『日本のコーポレートガバナンス - 構造分析の観点から - 』 経済企画庁経済研究所
- ・ 森本三男 (2000) 『経営学』 日本放送出版協会
- ・ 1990/07/05 日経産業新聞
- ・ 阿部修人・小黒曜子 (2003) 『社長交代と外部出身取締役』
- ・ Zahra(1996) “ Outsiders, who are not usually as intimately involved in the strategy formulation process as insiders, may rely heavily on financial controls ” *Governance, Ownership, and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities* The Academy of Management Journal
- ・ 馬場大治 (2000a) 『コーポレートガバナンスとイノベーション アメリカ型コーポレートガバナンスに対する批判的な諸議論を中心に 』 甲南経営研究
- ・ Lars Oxelheim, Trond Randoy(2002) “ In Norway or Sweden the study indicates a significantly higher value for firms that have outsider Anglo-American board member : The impact of foreign board membership on firm value ” *Journal of Banking & Finance*
- ・ Kaplan (1994) “ Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan ”

- ・ 青野、鹿志村、寺迫、増田、村山（2007）「個人投資家と株式市場の効率性」
- ・ リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン、藤井 眞理子訳 『コーポレート ファイナンス(第8版) 下』日経 BP 社
- ・ 日本能率協会（2006）「第6回新任取締役の素顔に関する調査」
<http://www.jma.or.jp/release/42.html>
- ・ 内閣府経済社会システム政策統括官付「補章 有識者に対する企業への規律付けに関するインタビュー～企業アンケート調査、内外調査に関するコメントを含む～」

外国人取締役が在籍する企業の分布データ（2006 - 2008）

2006	企業数	比率平均	比率Max	比率Min	比率偏差	人数平均	人数Max	人数Min	人数偏差
電気機器	15	20.35	70.00	10.00	14.87	2.07	7	1	1.71
通信業	7	41.01	75.00	11.11	25.11	2.71	5	1	1.50
サービス業	4	31.25	50.00	8.33	21.92	2.00	3	1	1.15
化学	4	6.47	9.09	5.00	1.82	1.00	1	1	0
石油・石炭製品	4	32.20	50.00	18.18	13.40	2.50	3	2	0.58
その他製品	3	13.22	22.22	8.33	7.81	1.33	2	1	0.58
医薬品	3	23.93	38.46	11.11	13.76	2.67	5	1	2.08
機械	3	12.30	15.79	10.00	3.07	1.67	3	1	1.15
輸送用機器	3	28.15	44.44	6.67	19.42	2.67	4	1	1.53
ガラス・土石製品	2	15.56	20.00	11.11	6.29	1.00	1	1	0
ゴム製品	2	8.33	10.00	6.67	2.36	1.00	1	1	0
小売業	2	19.79	33.33	6.25	19.15	1.50	2	1	0.71
金属製品	1	11.11	11.11	11.11		1.00	1	1	
食料品	1	7.69	7.69	7.69		2.00	2	2	
精密機器	1	22.22	22.22	22.22		2.00	2	2	
繊維製品	1	10.00	10.00	10.00		1.00	1	1	
鉄鋼	1	36.36	36.36	36.36		4.00	4	4	

2007	企業数	比率平均	比率Max	比率Min	比率偏差	人数平均	人数Max	人数Min	人数偏差
電気機器	19	22.18	75.00	6.67	17.58	1.84	6	1	1.34
通信業	5	31.43	57.14	11.11	17.07	1.60	3	1	0.89
輸送用機器	5	19.20	44.44	3.85	18.45	2.00	4	1	1.41
石油・石炭製品	4	29.70	40.00	18.18	9.27	2.50	4	1	1.29
サービス業	3	46.11	80.00	8.33	35.99	1.33	2	1	0.58
その他製品	3	13.22	22.22	8.33	7.81	3.33	4	3	0.58
医薬品	3	23.93	38.46	11.11	13.76	4.00	6	2	2.00
化学	3	5.60	6.25	5.00	0.63	2.33	5	1	2.31
機械	3	12.30	15.79	10.00	3.07	1.00	1	1	0
小売業	3	9.88	14.29	6.25	4.07	1.33	2	1	0.58
ガラス・土石製品	2	26.67	33.33	20.00	9.43	2.00	3	1	1.41
精密機器	2	14.44	22.22	6.67	11.00	3.00	4	2	1.41
ゴム製品	1	10.00	10.00	10.00		1.00	1	1	
卸売業	1	25.00	25.00	25.00		1.00	1	1	
金属製品	1	11.11	11.11	11.11		1.00	1	1	
食料品	1	15.38	15.38	15.38		1.00	1	1	
繊維製品	1	10.00	10.00	10.00		1.00	1	1	
鉄鋼	1	54.55	54.55	54.55		2.00	2	2	

2008	企業数	比率平均	比率Max	比率Min	比率偏差	人数平均	人数Max	人数Min	人数偏差
電気機器	15	22.91	66.67	11.11	15.69	1.93	6	1	1.44
石油・石炭製品	5	25.09	40.00	18.18	9.04	2.00	3	1	0.71
輸送用機器	4	27.18	44.44	14.29	14.29	2.25	4	1	1.50
その他製品	3	16.19	20.00	14.29	3.30	1.67	2	1	0.58
医薬品	3	24.72	42.86	9.09	17.02	3.00	6	1	2.65
化学	3	7.92	12.50	5.00	4.02	1.00	1	1	0
通信業	3	15.05	22.22	22.22	8.11	1.33	2	1	0.58
ガラス・土石製品	2	33.33	41.67	25.00	11.79	3.00	5	1	2.83
機械	2	15.83	16.67	15.00	1.18	2.00	3	1	1.41
小売業	2	10.10	12.50	7.69	3.40	1.00	1	1	0
食料品	2	13.94	15.38	12.50	2.04	2.50	4	1	2.12
ゴム製品	1	14.29	14.29	14.29		1.00	1	1	
サービス業	1	66.67	66.67	66.67		4.00	4	1	
卸売業	1	20.00	20.00	20.00		1.00	1	1	
金属製品	1	10.00	10.00	10.00		1.00	1	1	
繊維製品	1	9.09	9.09	9.09		1.00	1	1	

参照データの語句解説

- 企業数 : 各業界において外国人取締役が在籍する企業の数
- 比率平均 : 各業界において外国人取締役が在籍する全企業における外国人取締役比率の平均
- 比率Max : 上記外国人取締役比率の最大値
- 比率Min : 上記外国人取締役比率の最小値
- 比率偏差 : 上記外国人取締役比率の標準偏差(なお当該業界にて外国人取締役の在籍する企業が1社の場合、標準偏差は算出していない)
- 人数平均 : 各業界において外国人取締役が在籍する全企業における外国人取締役人数の平均
- 人数Max : 上記外国人取締役人数の最大値
- 人数Min : 上記外国人取締役人数の最小値
- 人数偏差 : 上記外国人取締役人数の標準偏差(なお当該業界にて外国人取締役の在籍する企業が1社の場合、標準偏差は算出していない)
- なお、それぞれ平均値・最大値・最小値においてもっとも大きい値には網掛けをしてある。