



RIETI Discussion Paper Series 19-J-050

政策保有社外役員工作と企業価値

胥 鵬
法政大学

高橋 秀朋
法政大学

田中 亘
東京大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<https://www.rieti.go.jp/jp/>

政策保有社外役員工作と企業価値¹

胥 鵬（法政大学）、高橋 秀朋（法政大学）、田中 亘（東京大学）

要 旨

2015年に日本版コーポレートガバナンス・コードによって、上場企業は2人以上の社外取締役を置くか、置かなければその理由を説明するかが求められて以来、2人以上の社外取締役がいる企業の割合は、2018年にかけてほぼ100%に急増している。本論文は、株式持合や政策保有と関連して、社外監査役や社外取締役のうち政策保有先や取引先出身者が半数以上を占める政策保有社外役員工作がどのように行われるかを解明する。2018年9月時点で、政策保有社外役員工作企業の割合は20%、会社数は348社である。2011年ー2018年の東証一部上場企業役員データを用いて分析した結果、企業価値が低いほど、政策保有割合が高いほど、外国人機関投資家の圧力が弱いほど、社外役員のうち政策保有先等の出身者が半数以上占める傾向にある。このことから、政策保有社外役員工作は社外役員を義務づける法規制を骨抜きにして敵対的買収策としての持合や政策保有を補強するものだといえよう。また、これは、独立社外取締役を恐れているあまりに経済界が長年社外取締役を義務づける法改定に反対していた事実とも整合する。内生性を考慮しても、政策保有社外役員工作の企業価値を損ねる効果は統計的に有意であり、政策保有社外役員工作企業の株価が7%~13%低い。今まで日本企業の社外取締役の有無や人数の決定及び効果が分析されてきたが、社外監査役や社外取締役の普及・増加と共に社外役員と会社との関係、とりわけ、社外役員の独立性が問われることは必至である。われわれの分析は、日本のコーポレートガバナンスのありかたに新たな光を当てることになる。2018年6月改訂コーポレートガバナンス・コードは、より踏み込んで政策保有株の縮減に関する方針や考え方の開示、政策保有株の議決権行使基準の策定とその開示を求める。本論文の政策含意から、今後の改定は社外監査役や社外取締役の政策保有との関係などに関する広い開示を求めるべきである。

キーワード：社外取締役、社外監査役、企業統治、政策保有株式、企業価値、買収防衛策

JEL classification: G30, G34, K22

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、所属する組織及び（独）経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹本稿は、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）におけるプロジェクト「企業統治分析のフロンティア」の成果の一部である。本稿の分析に当たっては、宮島英昭教授（早稲田大学）、研究会や討論会の方々から多くの有益なコメントならびに経済産業研究所の研究サポートを頂いた。また、本研究は本研究に関し、胥、高橋、田中は、それぞれ科学研究費補助金 17H02471、17H02528、16K03393 の助成を受けた。ここに記して、感謝の意を表したい。

1 はじめに

本研究は、政策保有社外役員工作の企業価値に対する効果を分析する。ここで、政策保有社外役員工作とは、社外役員（社外監査役および社外取締役）²の半数以上を、株式の政策保有先または取引先出身の社外役員にすることによって、監査役の半数以上を社外監査役にする会社法の規制や複数の独立社外取締役の選任を求めるコーポレートガバナンス・コードの規制を骨抜きにすることを指す。このような政策保有社外役員工作の起源は、1960年代の資本自由化を契機とする上場会社の株式持合工作（伊藤（1993））にまで遡ることができる。1990年代まで、株式持合いによって、日本の上場会社の敵対的買収は不可能だった。その後、94年から04年にかけて銀行の保有株売却を中心とする持合が大幅に低下した（宮島・新田（2011）、Franks, Mayer and Miyajima, 2014）。他方、胥・田中（2009）の事例からわかるように、敵対的買収のターゲットとなった一部の企業では持合いがむしろ増えた。また、開示データから確認できる持合いは真の持合いの一部であることに留意してほしい。例えば、持合株式の発行会社に対する議決権は維持しつつ、持合株式の価格変動リスクを免れるための仕組みとして信託を利用する仕組みが考案されている³。

ライブドアによるニッポン放送買収の試みなどが起きた2000年代半ば以降以降、日本の上場会社で買収防衛策を導入する動きが進んだ。もっとも、防衛策が経営陣の保身目的で行使されることを懸念する裁判例および機関投資家株主に配慮して、日本の防衛策は、その導入および継続に株主総会の決議を必要とし、かつ、その発動は、独立社外役員（独立社外取

² 社外取締役および社外監査役とは、それぞれ、会社法の社外性の要件（会社法2条15号16号）を満たす取締役および監査役のことであり、両者を併せて社外役員という。独立社外取締役および独立社外監査役とは、社外取締役および社外監査役のうち、東京証券取引所が求める独立性の要件（東京証券取引所（2015a）;（2017）, III5.(3)の2; 東京証券取引所上場部編（2018）, p.611）を充足している者をいい、両者を併せて独立社外役員という。

³ 詳細は白井（2014）を参照せよ。この信託方式の持合は、普通の持合よりはるかに悪質であり、法規制をバイパスするだけでなく持合株式の価格変動リスクすら免れる。なお、開示規制がないため実態が明らかではない。

締役や独立社外監査役)らからなる特別委員会(第三者委員会、独立委員会ともいう)の同意(勧告)を得て行うものとしている場合が多い(田中(2012)第5章)。そうすると、上場会社ないしその(内部者を中心とする)取締役会は、買収防衛策を頑健なものとするために、株主総会の形骸化を図ると同時に、独立社外役員の役割を骨抜きにしようとする動機を持つことになる。

90年代後半の一連の企業不祥事に対応するために、2001年の商法改正で、商法特例法上の大会社は、3人以上の監査役のうち、半数以上は社外監査役としなければならないと義務付けられた。2005年に制定された会社法も、監査役会設置会社は、3人以上の監査役を置き、その半数以上を社外監査役としなければならないと規定する(会社法335条3項)。また、2002年に導入された指名委員会等設置会社や2014年会社法改正で新設された監査等委員会設置会社では、少なくとも2人以上の社外取締役を置く必要がある(会社法331条6項・400条1-3項)。しかし、経済界の強い反対により、上場会社の大半を占める監査役会設置会社に対する社外取締役の義務化の法改正は見送られてきた。もともと、東京証券取引所が2015年に制定したコーポレートガバナンス・コードが、上場会社(新興市場を除く)に対し、2人以上の独立社外取締役を置くか、もし置かない場合はその理由を説明すること(東京証券取引所(2015b)原則4-8)を求めて以降、(独立)社外取締役が急増している(東京証券取引所(2019)80-86頁; 田中(2017))⁴。

社外監査役や社外取締役の選任を求める規制の目的は、敵対的買収などの、経営陣と一般株主との間の利益相反が強まる場面における独立社外役員の役割を強化することである。株式持合その他の政策保有は、敵対的買収を困難にし、経営に対する株式市場の規律を弱める(田中・胥(2009))。このような弊害が広く認識されるにつれ、コーポレートガバナンス・

⁴ さらに、2019年2月14日の法制審議会の答申で、公開大会社でありかつ有価証券報告書の提出義務を負う監査役会設置会社(おおむね、上場会社が含まれる)に最低1名の社外取締役の選任を義務づける提案がされた(法制審議会(2019)第2部第2の2; 神田(2019))。今後、この提案に沿って会社法の改正が行われる見通しである。

コードが、政策保有について縮減も含めた方針の開示が求められるなど⁵、政策保有に対する資本市場や規制の態度は厳格化する傾向にある。このような背景の下で、独立社外役員による監督機能が強化されると、上場会社は、持合いその他の株式の政策保有について説明や縮減を迫られる、すなわち、政策保有に穴を空けられる危惧が出てくる。そこで、従来、株式の政策保有を行ってきた上場会社は、政策保有先から社外役員を受け入れることにより、独立社外役員の役割を骨抜きにして政策保有を維持しようとする動機を持つと考えられる。

本研究は、独立社外役員の選任と政策保有の解消を求める流れが強まる中で、社外役員の半数以上を政策保有先または取引先出身者で固めること（政策保有社外役員工作）がどの程度行われているかおよびその決定要因を明らかにするとともに、政策保有社外役員工作が企業価値に与える影響を推定する。従来、日本の取締役会の構成に関する研究は、主に、社外取締役または独立社外取締役全体について、その導入や人数の決定要因、あるいは企業業績・企業価値に与える影響を分析してきた（齋藤（2011）；内田（2012）；宮島・小川（2012）；Saito（2015））。特定の属性を持った社外役員に焦点を当てた研究はまだ少ない⁶。本研究は、政策保有先または取引先出資の社外役員に焦点を合わせ、その決定要因および効果を検証

⁵ 東京証券取引所が2015年に制定したコーポレートガバナンス・コードは、上場会社に対し、政策保有に関する方針を開示するとともに、毎年の取締役会でその中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うことを求めた（東京証券取引所（2015b）原則1-4）。2018年6月改訂コーポレートガバナンス・コードは、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針」の開示を求めるとともに、毎年の取締役会で、「保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである」とし、政策保有株式については、合理性が認められない限りその縮減をより強く促す内容になっている（東京証券取引所（2018）原則1-4）。

⁶ その例として、専門資格（弁護士・会計士）を持つ社外役員についての Sako and Kubo（2019）参照。

する、初の試みである。

2 先行研究

米国の先行研究では、Hermalin and Wesbach (1998)が、取締役会の構成は CEO と取締役会のバーゲンニングによって内生的に決まる理論モデルを提示した。その後、外部者の情報獲得コストやビジネスの複雑さなどの会社属性に応じ、企業価値が最大化されるように取締役会の構成が決定されるとする研究が蓄積してきた (Coles, et al. (2008); Linck, et al. (2008). サーベイとして、Adams, et al. (2010))。もしも各会社が、自社の属性に応じて取締役会構成を最適に決定しているとすれば、特定の取締役会構成を採用した会社の企業価値が高いといった関係は見いだせないであろう。事実、Lehn, et al. (2009) および Wintoki, et al. (2012)は、取締役会構成の内生性を考慮した場合、取締役会構成と企業収益や企業価値との間に有意な相関は見られないと報告している。

以上の研究は、取締役の過半数が独立社外取締役で占められることが通常である、米国の上場会社のものである。日本の多くの上場会社の取締役会は、社外取締役が多少増えたとはいえ依然として内部取締役が大半を占めているため、実質的には、経営者が社外取締役を置くかどうか、置くとして誰を社外取締役にするかを決定している可能性が高い。そうすると、日本企業の取締役会構成は、株主よりはむしろ経営者にとって望ましい構成になっている場合が多いと考えられる (齋藤 (2011), p.194)。事実、先行研究は、日本の上場会社は、必ずしもその会社属性に応じた最適な取締役会構成を選択していないことを示唆しているし、取締役会の独立性と企業収益または企業価値との間に正の相関を見いだしている (齋藤 (2011) ; 内田 (2012) ; 宮島・小川(2012))。

本研究に関係する先行研究としては、関係取締役 (affiliated directors) の研究も挙げられる。取引先や大株主出身者といった、会社と一定の関係を有する者が取締役になることは、情報非対称を緩和する利点がある半面、関係取締役が出身母体の利益を会社の利益に優先

するといった利益相反の懸念がある。米国では、銀行出身の関係取締役が、会社の借入条件 (Sisli-Ciamarra (2012)) や経営者報酬の設計 (Kang and Kim (2017)) によい影響を及ぼすことを示唆する研究がある。他方、台湾の上場会社について、支配株主の関係者が社外取締役になることが、業績に負の影響を与えることが報告されている (Chou, et al. (2015))。

われわれの研究に最も関係する先行研究として、取締役の期差任期制度 (staggered boards) に関する一連の米国の研究がある。ニューヨーク証券取引所などの米国主要取引所で取締役の半数以上を社外取締役とすることが義務付けられている一方、定款や定款の附則による取締役の期差任期制度を採用する上場企業は過半数を占めている (Bebchuk and Coates 2002; Bebchuk and Cohen, 2003)。期差任期制度は、取締役の任期を 3 年としたうえで、毎年の株主総会では取締役の 3 分の 1 を改選する仕組みである。これにより、敵対的買収者が、一回の株主総会における委任状勧誘戦に勝利した場合にも、取締役会の過半数を掌握することができず、取締役会に買収防衛策 (いわゆるポイズン・ピル⁷) を消却させて買収を進めることもできなくなる (日本と異なり、米国では、定款変更を株主総会に提案できるのは取締役会だけであり、株主提案によって期差任期制度を廃止する定款変更をすることはできない。また、定款に別段の定めがなければ、株主総会の権限は役員選任にほぼ限られるため、株主提案によってポイズン・ピルを消却させることもできない)。

差任期取締役会は、米国で敵対的買収の攻防が活発化する 80 年代以前に導入されている場合が多く、長期にわたって新規採用も廃止もあまり見られない。重要なことは、期差任期取締役会は、ポイズン・ピルなど他の買収防衛策をはるかに上回る企業価値毀損効果がある

⁷ ポイズン・ピル (またはライツ・プラン) と呼ばれる米国の典型的な買収防衛策は、買収者が取締役会の承認なく対象会社の一定割合 (たとえば 15%) 以上の株式を取得すると発動し、買収者の保有株式を希釈化させて損害を与える仕組みである。米国デラウェア州の判例法理によれば、ポイズン・ピルは、取締役会の決議のみで導入できるが、買収者が委任状勧誘戦によって対象会社の取締役会の過半数を掌握してもなお消却されないようなポイズン・ピル (デッドハンド・ピルあるいはスローハンド・ピル) は、違法とされる (田中(2012)第 4 章)。

という非常に頑健な実証分析結果が存在することである（Bebchuk and Cohen, 2003）。

取締役会という防衛策の下では、買収者が支配権を得るためには二回以上の委任状勧誘戦を経なければならない。これに対し、株式持合や政策保有は、保有企業どうして解消を判断しない限り、敵対的買収者は常に負け戦と決まっている。この点で、株式の持合や政策保有は、デラウェア州で違法とされるデットハンド・ピルやスローハンド・ピルと同様、究極の防衛策といえるものであり、2000年代以降に登場した事前警告買収防衛策などは、持合の影（シャドー）の下で意味を持つに過ぎない（胥、2009；胥・田中、2009）⁸。政策保有社外役員工作は、持合いや政策保有が独立社外役員による削減圧力に晒されることを防いで敵対的買収を不可能ならしめる効果がある。したがって、われわれは、政策保有社外役員工作は、取締役会の期差任期制度と同様、経営者等の保身につながって企業価値の向上を妨げると予想する。

3 サンプル・データおよび役員構成の記述統計

3.1 サンプル・データ

われわれは、東証一部上場企業の2011年-2018年の株式所有、主要取引先、役員、財務と株価データに基づいて、政策保有役員工作の決定要因及び企業価値への影響を分析する。役員データは、東洋経済役員四季報9月号に掲載される全上場企業役員である。東洋経済役員データでは、役員は、社内取締役、社内監査役、社外取締役と社外監査役に分類される。上場企業出身の社外取締役と社外監査役（上場他社現元社外役員）については、出身会社の情報も含まれる。日経FQの政策保有株式データを日経大株主と主要取引先のデータに加

⁸ 米国のポイズン・ピルと異なり、日本の事前警告型防衛策は、株主総会決議によってその導入・継続の判断が行われている。また、「株主の意思」を重視する日本の裁判例の傾向から、防衛策の発動も、株主総会の決議を得て行われなければ違法となる可能性がかなり高い。そのため、日本型の買収防衛策が実際に機能するかは、株式持合等の株式所有構造に大きく依存する。

えることにより、われわれは、株式保有関係先及び主要取引先出身の社外役員を特定した。

なお、政策保有社外役員工作の決定要因と企業価値に対する効果に関する分析で、日経 FQ の株式所有構造、財務データと株価データの欠損値のある会社*年は除かれている。

なお、上場会社は、2011 年以降、長期保有株式と短期保有株式の開示に代わって、政策保有株式（「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」）について、貸借対照表計上額上位 30 銘柄までは、銘柄、株式数、貸借対照表計上額および具体的な保有目的を、有価証券報告書により開示することが義務づけられている（ただし、貸借対照表計上額が資本金額の 1%超である政策保有株式は、銘柄数の上限なく開示が必要。企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式「記載上の注意」(56)a(e)ii、第三号様式「記載上の注意」(37)、谷口（2010）、p.24）。逆にいうと、上位 30 銘柄に含まれない政策保有株式は、原則として捕捉できないことに留意してほしい。

ある上場企業（A 社）が、政策保有株式として、別の上場企業（B 社）の株式を保有している場合、われわれは、両会社は互いに「政策保有先」関係にあるとみなす。そのため、A 社が B 社の現元役員を A 社の社外役員とする場合と、B 社が A 社の現元役員を B 社の社外役員とする場合のいずれも、政策保有先の現元役員を社外役員にしたと判断する。この場合において、B 社も A 社の株式を保有し、相互保有（株式持合い）の関係にあるかどうかは、問題にしない。一方の会社が、政策保有目的で他方の会社の株式を有しているという関係があるだけで、両社には、その関係を維持するために、相互に社外役員を迎え入れる動機が生じうると考えられるためである。

なお、開示規制その他の制度設計に際し、株式持合や政策保有をどのように定義するかは、難しい問題である。会社法 308 条は、議決権の公正さを確保するために、A 社が B 社の総株主の議決権の 4 分の 1 以上を有する場合、B 社は、保有する A 社株式について議決権を行使できないものとしている（相互保有株式の議決権禁止規制）。日本で現に行われている株式持合で、この規制が適用されるほど議決権割合が大きいが多いものはまれであろう。持

合関係にある会社の経営者が互いを支持するように議決権を行使し合う弊害を防ぐためには、規制が適用される議決権割合を現行(4分の1)よりも引き下げること考えられるが、そのような規制をすると、敵対的買収をされそうになっている会社がいち早く買収会社の株式を取得し議決権を停止させるといった、逆効果をもたらすおそれがある。政策保有についても、同様に定義の難しさがある。例えば、保有期間が短期か長期かにより区別するのは、長期保有は企業関係強化の目的で行われる可能性が高いという点で合理性を持つが、保有期間と保有目的は必ずしも一致しないこともあろう。現行の規制は、純投資目的か政策保有目的かの区別は、企業自身の「経営判断」(谷口(2010), p.24)に任せる仕組みになっている。これは、規制担当者が基準を定立する困難を回避するという点では合理性があるが、企業が保有株式を純投資目的と位置づけることにより開示規制を回避するという弊害をもたらさう(もともと、現行法のもとで、多くの企業が上位30銘柄の詳細を開示している現状からすると、むしろ企業は、敵対的買収の対象となることを回避すべく、政策保有という究極の防衛策を採用していることのシグナルとして、政策保有を積極的に開示している面もあるかもしれない)。

政策保有等についての開示制度をどのように設計すべきかについては、6で言及する。ここでは、現行の開示制度のもとでは、政策保有を完全に把握することはできないため、サンプル・データには漏れが生じている可能性があるという点を指摘しておきたい。

3. 2 取締役会と監査役の構成の推移

われわれは、まず近年の取締役会と監査役の構成の推移を概観することから分析をスタートする。表1に示したように、2011年から2018年にかけて、東証一部上場企業の社外取締役人数と上場他社現元役員社外取締役人数は、共に約3倍に増加したが、政策保有や取引先の現元役員である社外取締役は、50%増となったと見て取れる。とりわけ、2014年コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議が開催されてから、社外取締役

の人数が 2014 年から 4 年間で 2.3 倍に、政策保有や取引先の現元役員社外取締役は 30%増である。政策保有や取引先出身から社外取締役を受け入れる企業の割合は 18%弱から 23%弱へと上昇した。なお、会社法は、「社外性」の判定に際して、取引関係は問題にしないし、親子会社関係に至らない株式所有関係も問題にしない（会社法 2 条 15 号。田中（2017），pp.374-375）。したがって、政策保有や取引先の現元役員であっても、一般に、社外取締役になることができる。なお、これに対し、東京証券取引所が求める「独立性」の要件は、社外性の要件よりも厳格であり、とりわけ、上場会社を主要な取引先とする者またはその業務執行者、あるいは上場会社の主要な取引先またはその業務執行者は、独立性を否定される（東京証券取引所（2017），III5.(3)の 2；東京証券取引所上場部編（2018），p.611）。そのため、政策保有や取引先の現役員は、社外取締役にはなれても、コーポレートガバナンス・コードが求める独立社外取締役にはなれない場合がある。ただし、政策保有先が必ずしも主要な取引先であるとは限らないことに留意してほしい。

社外取締役急増の理由は、二つ上げられる。一つは、2014 年会社法改正で監査等委員会設置会社の新設され、上場会社は、監査役会設置会社から監査等委員会設置会社に移行することにより、社外監査役を置く必要がなくなり、社外取締役を選任しやすくなったことである。もう一つは、2014 年会社法改正およびコーポレートガバナンス・コードにより、監査役会設置会社であっても社外取締役を置かなければ、その理由を説明しなければならなくなったためである（田中（2017））。表 1 の右側に示した監査役構成からわかるように、2011 年—2018 年の間、全上場企業の監査役人数は 400 人以上減り、社外監査役人数も 200 人強減った。上場他社現元役員社外監査役、政策保有や取引先の現元役員社外監査役はそれぞれ 20%弱、35%減った。監査役会設置会社から監査等委員会設置会社への移行に伴って、社外監査役は社外取締役へと横滑りしたと考えられる。社外取締役人数の増加が社外監査役の減少を大きく上回るのは、監査役会設置会社も、社外取締役を置くようになったからである。政策保有や取引先出身から社外監査役を受け入れる監査役設置会社の割合は 33%弱

から 23.5%へ減少した。

社外取締役の増加と共に、取締役に占める社外取締役の割合が 1 割強から 3 割弱へ上昇、平均人数も一人未満から二人超へ増えたと表 2 の上段から見て取れる。最低一人の社外取締役を置く会社の割合は、2011 年の 5 割未満から、2012 年に過半数となった。2018 年 9 月期時点で、社外取締役の割合は 3 割弱、1 社あたりの平均社外取締役人数は 3 人弱となった。社外取締役における上場他社現元役員社外取締役の割合は、2011 年から 2018 年まで、45%から 32%へ減少した。表 2 の下段に示すとおり、社外監査役の割合や上場他社現元役員社外監査役の割合はそれぞれ 65%、15%前後で推移してきている。社外監査役割合の中央値、社外監査役人数の中央値は一貫して 66.7%、2 人で推移している。バラエティーの乏しい監査役会構成は、監査役会設置会社には監査役を 3 人以上おくことが必要であり、うち半数以上が社外監査役でなくてはならないため、半数以上の監査役設置会社は監査役を 3 人としてうち 2 人の社外監査役を置く、つまり、会社法規制さえクリアすればよいとする結果である。この結果は、2010 年以前の監査役会の構成を分析した Saito(2015)とも整合的である。

社外役員構成については、表 3 の上段に示すとおり、社外取締役に占める政策保有や取引先（「政策保有等」）の現元役員社外取締役の割合は、27%から 10%へ大きく減少した。うち、取引先の現元役員社外取締役の割合は、10%程度から 2%~3%となった。コーポレートガバナンス・コード導入に伴って、社外取締役を導入する企業の増加と上場企業現元役員以外の社外取締役が大きく増加したため、政策保有や取引先の現元役員社外取締役の割合は低下した。ただし、東証一部上場企業中、政策保有や取引先の現元役員社外取締役が社外取締役の半数以上を占める企業の数（表 3 上段の「(社外取締役を置く) 企業数」に「政策保有等半数以上割合」を乗じた数）は、200 社強で安定的に推移している。次に、社外監査役の構成については、表 3 の下段に示すとおり、社外監査役に占める政策保有や取引先の現元役員社外監査役の割合は、17%弱から 12%弱へ減少した。取引先の現元役員社外監査役の

割合も 5%程度から 3%強となった。社外取締役と同様に、政策保有先が必ずしも主要な取引先とは限らないことに留意してほしい。政策保有等社外監査役が半数以上の割合は約 20%から 15%弱へと、5%ポイント減少した。

齋藤（2011）、Saito(2015)、齋藤・宮島・小川（2016）は、2014 年までは社外取締役が緩やかに増加してきたことを示唆する。われわれは、そのような取締役の中に、政策保有や取引先の出身者が少なからずいることを明らかにした。2015 年策定のコーポレートガバナンス・コードが複数の独立社外取締役を置くことを求めるようになって以降は、それまで穏やかに増加していた社外取締役が急速に増加した。その一方で、われわれの研究は、直近（2018 年）においても、社外取締役または社外監査役の半数以上を政策保有や取引先出身者としている企業が、それぞれ、東証一部上場企業の 12.1%または 14.7%に上ることを明らかにした。次節では、政策保有社外役員工作の決定要因について詳しく見ていく。

4 政策保有社外役員工作の決定要因

4. 1 変数の説明

本研究では、社外取締役の半数以上を政策保有や取引先の現元役員とすること、または社外監査役の半数以上を政策保有や取引先の現元役員とすることを、政策保有社外役員工作と呼ぶ。表 4 は、政策保有社外役員工作をとる会社（政策保有社外役員工作会社）数の第一部上場企業数に対する割合の推移を示す。政策保有社外役員工作会社の割合は、2011 年から 2014 年にかけてほとんど変化しなかった。2015 年コーポレートガバナンス・コード導入以降 2018 年にかけて 28%から 20%に減少した。なお、政策保有社外役員工作会社の数は、2011 年から 2015 年にかけて 393 社から 433 社に増えたが、それをピークとして、2018 年には 348 社に減った。コーポレートガバナンス・コード導入によって、政策保有社外役員工作企業数も割合もある程度減少したと見て取れる。

1 で述べたとおり、社外役員の半数以上を政策保有や取引先出身者とするにより、独

立社外役員が株式持合や政策保有の削減を求め、政策保有に風穴を空けることを防ぐことができる。その点で、政策保有社外役員工作は、買収防衛策としての株式持合や政策保有を補強する意味を持っている。そもそも株式持合は、1960年代の資本自由化を契機に、外国資本による敵対的買収への対策として行われたものである（伊藤（1993）; Franks, et al. (2014), pp.2613-15）。同じ目的で、企業が政策保有社外役員工作を行うと想定することは不自然ではない。このことから、敵対的買収の標的にされる蓋然性が高いほど、政策保有社外役員工作をする蓋然性が高くなると予想される。

敵対的買収の標的にされやすい企業は、企業価値の低い企業である。ここで、企業価値の代理変数として、 q （（株式時価総額+負債簿価）/資産合計）を用いる。また、フリー・キャッシュ・フローが多ければ多いほど、敵対的買収のターゲットになりやすい。ここで、フリー・キャッシュ・フローの代理変数として、（営業利益－利子支払）/総資産を用いる。齋藤（2010）、Saito(2015)は q が社外取締役や社外監査役の導入を促すという分析結果を報告している。胥(2006)は、 q が低い、とりわけ、 q が1を下回る企業がアクティヴィズムのターゲットにされやすいと報告している。

また、持合や政策保有を多く行っている会社ほど、これを維持するため政策保有社外役員工作をする蓋然性が高くなると予想される。近年、金融機関持ち株の売却による政策保有株の縮減が進む一方、事業会社の政策保有比率は15年間でほぼ横ばいである。ここで、政策保有株の割合の代理変数として、事業法人持株比率（事業法人持株数/(発行済株式数・自己株式数)）を用いる。胥(2010)は、事業法人持株比率が高ければ高いほど買収防衛策を導入する傾向にあると示した。買収防衛策の導入の前に究極の防衛策として事業法人間の株式持合工作の事例として、胥・田中(2009)が挙げられる。

近年、政策保有先出身の社外取締役は独立性が無いとして、反対や懸念を表明する海外機関投資家が多い。また、政策保有株の縮減を求める海外機関投資家もみられる。ここで、海外機関投資家持株比率として、外国人投資家持株数/(発行済株式数・自己株式数)を用いる。

Aggarwal et al. (2011)は、米国以外については、海外機関投資家の増加が、業績の低迷した企業の経営者の交代を促しているかについて分析している。他方、日本企業が過半を占めるアジア地域では、Becht et al. (2015) は、株主アクティビズムの経営者の選任に影響を与えた事例は稀なことを報告している。齋藤 (2010) および齋藤・宮島・小川 (2016) は海外投資家持株比率等が社外取締役の導入や経営者交代の ROE に対する感応度を高めると報告している。最近、海外機関投資家は、独立性が無い政策保有先出身の社外取締役の選任議案に反対する傾向にある。つまり、社外取締役の比率や数だけでなく、政策保有社外役員工作にも海外株主の関心は高い⁹。このことから、海外機関投資家比率が高まるほど、政策保有社外役員工作を行う蓋然性が低くなると予想される。

上場会社と貸出系金融機関との関係が強まるほど、上場会社は、それらの金融機関出身者を社外役員として受け入れるという形で、政策保有社外役員工作の蓋然性が高まることも予想される。特に、経営の苦しい一部の地銀は、借りてもらうために政策保有に協力せざるを得ないことが多いと考えられる¹⁰。われわれは、貸出系金融機関との関係の強さの代理変数として、負債比率を用いる。

最後に、企業規模の代理変数として、われわれは株式時価総額自然対数をコントロール変数として用いる。企業規模、とりわけ、時価総額が小さいと買収の標的になりやすいことから、政策保有社外役員工作をする蓋然性が高くなると予想される。

4. 2 基本統計量

表 5 は、被説明変数と説明変数の基本統計量を示す。2011 年から 2018 年にかけて、東証一部上場企業の q が低く、過半数は q が 1 より小さい。資本市場が機能していれば、 q が

⁹ 日本経済新聞、変わる総会 (1) 報酬・保有株、詳細開示へ、指針改訂 1 年、月末にかけ本格化、「外部の目」導入圧力、2019/06/11；変わる総会 (2) 政策保有株——機関投資家の目厳しく、2019/06/12

¹⁰ 日本経済新聞、「自社の価値<保有株の価値、「割安」銘柄、東証 1 部で 37 社、子会社上場や持ち合いで」、2018/12/05

1を下回る企業は、格好の敵対的買収のターゲットになるはずである。胥(2006)は、2000年初期の株主アクティビズムを招いた主な原因が株価低迷だと指摘した。アクティビストが敗退した結果、株価低迷が続いてきている。現に、スティーラー・パートナーズが一連のバトルで敗退して(胥・田中、2009)から今まで、敵対的TOBが成立したのはわずか数件に過ぎない(M&A Online、2019)。換言すれば、日本は資本市場が機能しているというには程遠い。外国投資家持株比率16%に対して、事業法人持株比率は25%であり、依然として高い。

4. 3 決定要因

われわれは、東証一部上場企業が、政策保有社外役員工作を行う蓋然性をProbit分析により推定する。コーポレートガバナンス・コード導入後、政策保有自体に対する反対とともに、政策保有先出身者を社外役員とすることについても反対する機関投資家(特に外国機関投資家)の圧力が強まった結果、東証一部上場企業による政策保有社外役員工作の決定要因には変化が生じた可能性がある。そこで、われわれは、2015年以降と2014年以前を別々に推定する。

表6に示した推定結果からわかるように、すべての推定において、政策保有と政策保有社外役員工作が補強しあう予想と整合的に、事業法人持株比率の効果が1%の有意水準で有意に正である。また、すべての推定モデルにおいて、外国人投資家持株比率は、有意に政策保有社外役員工作の確率を下げるのがわかった。qの係数は、2014年以前の推定では有意でないが、2015年以降は、予想通りに1%の有意水準で有意に負である。このことは、2015年以降、政策保有社外役員工作に反対する外国機関投資家の圧力を背景に、特に株価が上昇した(それにより、敵対的買収の脅威が低下した)会社が、政策保有社外役員工作をとりやめた可能性を示唆する。時価総額は、2015年以降1%の有意水準で有意ではなくなった。時価総額が小さいと買収の脅威が高まると考えられるが、われわれの推定結果は、政

策保有社外役員工作が必ずしも時価総額の小さい企業に限られないことを示唆する。予想と整合的に、負債比率が高い企業ほど政策保有社外役員工作の確率が高い。また、2015年以降フリー・キャッシュ・フローの係数は有意に正であり、予想と整合的である。ただし、2014年以前の推定係数は1%の有意水準で有意ではない。これは、収益改善と共に、フリー・キャッシュ・フローが多い企業ほど敵対的買収を強く意識し、政策保有社外役員工作をする動機を強く持つようになったことに起因すると考えられる。

以上のように、敵対的買収防衛策としての株式持合や政策保有を補強するために政策保有社外役員工作が行われるという仮説と整合的に、企業価値が低いほど、政策保有割合が高いほど、外国人機関投資家の圧力が弱いほど、政策保有社外役員工作が行われる傾向にある。このような目的で行われる政策保有社外役員工作は、経営陣に対する規律を弱め、企業価値を低下させる傾向を持つと予想される。そこで、次節では、政策保有社外役員工作の企業価値に対する効果を分析する。

5 政策保有社外役員工作と企業価値

同一会社において同時期に政策保有社外役員工作をした場合としない場合の両結果を観察することはできないことから、政策保有社外役員工作の効果を簡単に推定することはできない。そこで、処置効果モデル (treatment effect model) を用いて政策保有社外役員工作の平均処置効果(ATET)を測定する。まず、政策保有社外役員工作 (処置) を行うか行わない (対照) かの決定要因を推定し、逆確率(inverse probability)を計算する。政策保有社外役員工作の有無の推定式は、表6のprobit分析と同じである。政策保有社外役員工作の有 (無) の逆確率による重み付きで、翌期企業価値を事業法人持株比率、翌期産業企業価値中央値、翌期企業収益へ回帰させる。回帰結果に基づいて、潜在的な結果の平均値を計算し、政策保有社外役員工作有と政策保有社外役員工作無の

差を政策保有社外役員工作（トリートメント）の効果とする。ここで、回帰分析を用いて株式持合、産業企業価値、産業収益などの効果を調整する(regression adjusted)。同様の手法で、政策保有社外役員工作の企業収益に対する効果も推定する。企業収益を事業法人持株比率、産業企業収益中央値へ回帰させる。政策保有社外役員工作有無の推定式は同じである。

表 7 の結果から、どの期間においても、政策保有社外役員工作は企業価値を有意に下げることがわかる。コーポレートガバナンスの質が低い企業ほどネガティブショックによる株価下落がより大きいため、2011-2014 年の効果は大きい。負債比率と企業価値の中央値で評価すると、ほかの条件が同じであれば、政策保有社外役員工作会社の株価は独立社外役員が社外役員の過半数を占める会社より 13%も低い。他方、2015 年以降、政策保有社外役員工作の株価に対する平均効果は-6.6%になる。面白いことに、政策保有社外役員工作の企業収益に対する有意な効果は見られなかった。すなわち、政策保有社外役員工作会社は、それをしない企業と比べ、企業収益が決して劣ることはないものの、コーポレートガバナンスの質が低いゆえに、株式市場の評価が低い（株式市場が、将来収益について悲観的な予測をしている、または、ガバナンスの質の低さをリスク要因として認識し、割引率を高くしている）と理解できる。

頑健性チェックとして、株式保有関係を有しない取引先出身役員を政策保有社外役員から除いたうえで、政策保有社外役員工作の企業価値に対する効果を推定した結果を表 8 に示している。表 7 と比べて、結果がほとんど変化しないことから、われわれの分析は非常に頑健だといえよう。われわれの結論は、Bebchuk and Cohen(2003)の期差任期取締役会の頑健な企業価値毀損効果とも整合的である。

6 政策含意

2018 年 6 月の改訂コーポレートガバナンス・コードは、上場会社に対し、政策保有株式の「縮減」を含めた方針・考え方の開示を求め、また、政策保有株式の議決権行使の「具体

的な基準」の策定・開示を求めるなど、改訂前よりも踏み込んだ形で、政策保有に関する実務の改善を求めた（{東京証券取引所, 2018 #2040}原則 1-4・補充原則 1-4①②）。われわれの研究結果は、2018年改訂を支持する根拠を提供するとともに、機関投資家が、政策保有株の縮減を求める株主提案を提出したり、政策保有先や主要取引先社外取締役の選任議案に反対したりすること¹¹の裏付けにもなる。Miyajima and Jidinger (2019)によると、近年政策保有株の縮減が進んでいる一方、政策保有金額や銘柄数を大幅に増やした事例も散見される¹²。

今後考えられる政策上の対応としては、保有目的を問わずに、保有銘柄・保有期間・持合の有無について開示義務を拡大すること¹³など、株式保有自体の開示規制を強化すると同時に、社外役員またはその候補者が取引先や政策保有先の現元役員であることの開示も義務づけるべきである。現行法では、公開会社が社外役員の選任議案を株主総会に提案する場合に、社外役員候補者が、当該公開会社の「特定関係事業者」の業務執行者または役員であるか、過去5年以内にそうであったときは、その旨を株主総会参考書類で開示することが義務づけられている（会社法施行規則74条4項6号ハ・76条4項6号ハ）。ただ、「特定関係事業者」となるためには、当該公開会社と親子会社関係もしくは関連会社の関係にあるか、または「主要な取引先」である必要がある（会社法施行規則2条3項19号）。そのため、関連会社となるに至らない株式の保有関係は、開示の必要がない。また、「主要な取引先」の具体的な判断基準は、法令にも取引所規則にも定められておらず、各社に委ねられている

¹¹ 「検証株主総会2019（上）社外役員に厳しい判断——三菱系、中核企業から派遣、投資家「独立性ない」」2019/07/09 日本経済新聞 朝刊 17 ページ

¹² 「今どき持ち合い、住友不動産の我が道」、日本経済新聞、2019/7/24

¹³ 3.1 で指摘したとおり、現行の法規制は、政策保有銘柄については上位30銘柄について開示義務を課すにとどまり、それを超える銘柄は、貸借対照表計上額が資本金の1%を超えない限り開示義務がないため、企業が数多くの企業との持合を開示なく行うことを許す仕組みになっている。また、企業が純投資目的と判断した場合は、銘柄等の詳細について開示がなされない。ただし、銘柄数については、開示府令の改正により、2019年3月期から、上位60銘柄まで開示義務が拡大されている。

14. その結果、社外役員候補者が取引先や政策保有先の現元役員であるため、機関投資家の多くが独立性を疑う場合にも、会社は、当該候補者を特定関係事業者の現元役員とはみなさず、取引関係や政策保有関係について開示せずに、選任議案を株主総会に提出する例がまま見られる¹⁵。取引先や株式保有関係先の現元役員である候補者については、広くその関係を株主総会参考書類で記載させるように、開示規制を強化するべきである。開示を通じて、社外役員工作を株主総会または株式市場の目にさらすことにより、上場会社がメリットの乏しい株式保有を解消するようなプレッシャーを与えることが望ましい。

¹⁴ 法務省の会社法立案担当者は、会社法施行規則 2 条 3 項 19 号の「主要な取引先」について、「当該株式会社における事業等の意思決定に対して、親子会社・関連会社と同程度の影響を与えうる取引関係がある取引先がこれに当たる。具体的には、当該取引先との取引による売上高等が当該株式会社の売上高の相当部分を占めていること、当該株式会社の事業活動に欠くことのできないような商品・役務の提供を行っていること等が考えられる。」という一般的な解釈指針を述べるにとどまる（相澤(2006), p.50[相澤哲＝郡谷大輔]）。東証は、「主要な取引先」に該当するかどうかは、会社法施行規則 2 条 3 項 19 号の「主要な取引先」に準じて各社が判断するものとしている（東京証券取引所上場部(2018), 第 3 編第 1 章 3.(2), p.611）。

¹⁵ 注 11 の記事で報じられている事例を参照。

参考文献

Adams, Renee B., Benjamin E. Hermalin, and Michael S. Weisbach, 2010, The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey, *Journal of Economic Literature* 48(1), 58-107.

Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., and Matos, P., 2011. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics* 100, 154-182.

Bebchuk, Lucian A., John C. Coates, and Guhan Subramanian.(2002). “The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy.”*Stanford Law Review*, 54(5): 887–950.

Bebchuk, Lucian A., and Alma Cohen. 2005. “The Costs of Entrenched Boards.” *Journal of Financial Economics*, 78(2): 409–33.

Becht, M., Franks, J., Grant, J., and Wagner., H., 2015. The returns to hedge fund activism: An international study. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper, No. 402

Chou, Hsin- I., Hamill, Philip A., and Yeh, Yin-Hua, 2018. Are All Regulatory Compliant Independent Director Appointments the Same? An Analysis of Taiwanese Board Appointments. *Journal of Corporate Finance*, 50, 371-387.

Coles, Jeffrey L., Naveen D. Daniel, and Lalitha Naveen, 2008, Boards: Does One Size Fit All?, *Journal of Financial Economics* 87(2), 329-356.

Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. (1998). “Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO.” *American Economic Review*, 88(1): 96–118.

Franks, Julian, Colin Mayer, and Hideaki Miyajima, 2014, The Ownership of Japanese Corporations in the 20th Century, *The Review of Financial Studies* 27(9), 2580-2625.

Kang, Min Jung, and Andy Kim, 2017, Bankers on the Board and Ceo Incentives, *European Financial Management* 23(2), 292-324.

Lehn, Kenneth M., Sukesh Patro, and Mengxin Zhao, 2009, Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000, *Financial Management* 38(4), 747-780.

Linck, James S., Jeffrey M. Netter, and Tina Yang, 2008, The Determinants of Board Structure, *Journal of Financial Economics* 87(2), 308-328.

Miyajima,H. and Jidinger, J., 2019, Does Regulation Matter? Effects of the Corporate Governance Reform on the Relational Shareholdings in Japan, Discussion Papers 19xxx, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI),

Saito, Takuji (2015), Determinants of Director Board and Auditor Board Composition: Evidence from Japan, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, Public Policy Review,

Vol.11, No.3, 395-410

Sako, Mari, and Katsuyuki Kubo, 2019, "Professionals on Corporate Boards: How Do They Affect the Bottom Line?," Discussion Papers 19010, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI),

Sisli-Ciamarra, Elif, 2012, Monitoring by Affiliated Bankers on Board of Directors: Evidence from Corporate Financing Outcomes, *Financial Management* 41(3), 665-702.

Wintoki, M. Babajide, James S. Linck, and Jeffrey M. Netter, 2012, Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 105(3), 581-606.

伊藤邦雄, 1993, 「株式持ち合い—その螺旋型ロジック・シフト」, in 伊丹敬之=加護野忠男=伊藤元重編『日本の企業システム1 企業とは何か』(有斐閣)151-189頁.

内田交謙, 2012. 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』50巻5号、8-18.

神田秀樹, 2019, 「「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する要綱案」の解説(5)」, 旬刊商事法務 = Commercial law review 2195, 4-12.

齋藤卓爾 (2011)、「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」、宮島英昭編著 RIETI『日本の企業統治—その再設定と競争力の回復に向けて』、東洋経済新報社

齋藤卓爾・宮島英昭・小川亮 (2016)、「企業統治制度の変容と経営者の交代」、RIETI ディスカッション・ペーパー、16-J-039

白井正和(2014)「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」トラスト 60 研究叢書『商事法・法人法の観点から見た信託』、93-122 頁

胥鵬(2006)、「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」、RIETI ディスカッションペーパー、06-J-008

胥鵬・田中亘(2009)「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い—事例研究」商事法務 1885、4-18 頁。

胥鵬(2009)「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い」旬刊商事法務 1874、45-55 頁

谷口, 義幸, 2010, 上場会社のコーポレートガバナンスに関する開示の充実等のための内閣府令等の改正, 旬刊商事法務 1898, 21-27.

田中亘, 2012. 『企業買収と防衛策』(商事法務).

田中亘, 2017, 「企業統治改革の現状と展望——取締役会制度を中心に」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』(東洋経済新報社)369-396 頁.

東京証券取引所 (2015a)、「独立役員確保に係る実務上の留意事項」、2015年6月改定版、<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/ind-executive/>、最後閲覧日 2019年7月9日
東京証券取引所, 2015b, 「コーポレートガバナンス・コード——会社の持続的な成長

と中長期的な企業価値の向上のために～」(2015年6月1日),
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>

東京証券取引所, 2017, 「上場管理等に関するガイドライン」, http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070043001.html

東京証券取引所, 2018, 「コーポレートガバナンス・コード(2018年6月版)」,
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20180601.html>

東京証券取引所, 2019. 『東証上場会社コーポレートガバナンス白書2019』(東京証券取引所上場部).

東京証券取引所上場部編, 2018. 『東京証券取引所適時開示ガイドブック(2018年8月版)』(東京証券取引所).

法制審議会, 2019, 「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する要綱」(2019年2月14日), <http://www.moj.go.jp/content/001284359.pdf>

M&A Online、「【敵対的TOB】デサント対伊藤忠だけではない、過去にこんな例も」、2019-02-09、https://maonline.jp/articles/descente_itochu_hostile_tob201902、最後閲覧日2019年7月9日

宮島英昭・小川亮(2012)、「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」、RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013

宮島英昭・新田敬佑(2011)、「株式所有構造の多様化とその帰結」、宮島英昭編著 RIETI 『日本の企業統治—その再設定と競争力の回復に向けて』、東洋経済新報社

表 1 取締役と監査役の内訳の推移

年	取締役人数							政策保有や取引先出身から社外取締役を受け入れる企業の割合
		(内) 社外取締役		(内) 他社現元役員			企業数	
				政策保有や取引先	政策保有	取引先		
2011	12148	1301	577	328	321	99	1366	17.86%
2012	12187	1440	643	347	334	97	1392	18.46%
2013	12274	1615	706	361	348	100	1424	19.03%
2014	13089	1987	826	393	378	102	1513	19.63%
2015	14102	2950	1095	459	440	120	1572	22.52%
2016	15318	3904	1315	481	456	123	1638	22.83%
2017	15831	4289	1458	502	477	124	1693	22.62%
2018	15984	4558	1574	514	486	128	1723	22.93%
計	110933	22044	8194	3385	3240	893	12321	20.90%

年	監査役人数							政策保有や取引先出身から社外監査役を受け入れる企業の割合
		(内) 社外監査役		(内) 他社現元役員			企業数	
				政策保有や取引先	政策保有	取引先		
2011	5262	3372	857	576	560	182	1339	32.86%
2012	5323	3427	845	558	545	171	1365	31.14%
2013	5422	3508	867	572	559	174	1396	30.87%
2014	5729	3704	881	566	550	167	1482	28.61%
2015	5547	3593	836	523	506	156	1454	26.82%
2016	4956	3206	730	422	405	123	1294	25.19%
2017	4880	3167	713	394	376	119	1279	24.00%
2018	4839	3149	700	374	356	112	1271	23.52%
計	41958	27126	6429	3985	3857	1204	10880	27.96%

表2 社外役員と他社現元役員社外役員の推移

年	社外取締役	割合		人数		会社数
		平均	中央値	平均	中央値	
2011	社外	10.71%	0.00%	0.95	0	1366
	他社現元役員社外	4.76%	0.00%	0.42	0	
2012	社外	11.76%	8.33%	1.03	1	1392
	他社現元役員社外	5.26%	0.00%	0.46	0	
2013	社外	13.18%	11.11%	1.13	1	1424
	他社現元役員社外	5.74%	0.00%	0.50	0	
2014	社外	15.28%	12.50%	1.31	1	1513
	他社現元役員社外	6.30%	0.00%	0.55	0	
2015	社外	21.61%	20.00%	1.88	2	1572
	他社現元役員社外	7.99%	0.00%	0.70	0	
2016	社外	26.62%	25.00%	2.38	2	1638
	他社現元役員社外	8.87%	7.69%	0.80	1	
2017	社外	28.27%	25.00%	2.53	2	1693
	他社現元役員社外	9.46%	9.09%	0.86	1	
2018	社外	29.69%	28.57%	2.65	2	1723
	他社現元役員社外	10.11%	9.09%	0.91	1	
計 社外		20.25%	20.00%	1.79	2	12321
上場現元役員社外		7.47%	0.00%	0.67	0	
年 社外監査役						
2011	社外監査役	64.89%	66.67%	2.52	2	1339
	他社現元役員社外監査	16.20%	0.00%	0.64	0	
2012	社外監査役	65.13%	66.67%	2.51	2	1365
	他社現元役員社外監査	15.78%	0.00%	0.62	0	
2013	社外監査役	65.42%	66.67%	2.51	2	1396
	他社現元役員社外監査	15.91%	0.00%	0.62	0	
2014	社外監査役	65.45%	66.67%	2.50	2	1482
	他社現元役員社外監査	15.30%	0.00%	0.59	0	
2015	社外監査役	65.62%	66.67%	2.47	2	1454
	他社現元役員社外監査	15.07%	0.00%	0.57	0	
2016	社外監査役	65.52%	66.67%	2.48	2	1294
	他社現元役員社外監査	14.73%	0.00%	0.56	0	
2017	社外監査役	65.81%	66.67%	2.48	2	1279
	他社現元役員社外監査	14.65%	0.00%	0.56	0	
2018	社外監査役	65.98%	66.67%	2.48	2	1271
	他社現元役員社外監査	14.59%	0.00%	0.55	0	
計 社外監査役		65.47%	66.67%	2.49	2	10880
他社現元役員社外監査		15.29%	0.00%	0.59	0	

表3 社外取締役と社外監査役の構成の推移

社外取締役構成					
年	他社現元役員	政策保有等	(内) 取引先	政策保有等半数以上割合	企業数
2011	45.02%	27.25%	9.13%	30.50%	682
2012	44.15%	25.87%	8.35%	28.78%	754
2013	42.17%	22.85%	7.20%	25.83%	871
2014	39.02%	19.20%	5.61%	22.15%	1115
2015	34.36%	14.54%	4.05%	18.16%	1492
2016	31.89%	11.35%	2.91%	14.00%	1621
2017	32.36%	10.71%	2.64%	13.18%	1684
2018	32.61%	10.46%	2.51%	12.10%	1719
計	36.00%	15.65%	4.48%	18.36%	9938

社外監査役構成					
年	他社現元役員	政策保有等	(内) 取引先	政策保有等半数以上割合	企業数
2011	24.71%	16.60%	5.17%	20.09%	1339
2012	23.87%	15.83%	4.84%	19.78%	1365
2013	23.65%	15.67%	4.73%	19.48%	1396
2014	22.83%	14.69%	4.28%	18.15%	1482
2015	22.26%	13.93%	4.13%	17.40%	1454
2016	22.08%	12.86%	3.74%	16.23%	1294
2017	21.75%	12.07%	3.61%	15.17%	1279
2018	21.53%	11.59%	3.47%	14.71%	1271
計	22.85%	14.20%	4.26%	17.68%	10880

表4 政策保有社外役員工作会社の割合の推移

年	割合
2011	28.77%
2012	29.38%
2013	29.00%
2014	28.42%
2015	27.54%
2016	22.83%
2017	21.44%
2018	20.20%
計	25.67%

表5 基本統計量

変数	平均	中央値	p25	p75	標準偏差	社年
政策保有や取引先社外役員が社外の半数以上	0.2568	0	0	1	0.4369	12319
フリーキャッシュフロー	0.0568	0.0477	0.0261	0.0787	0.0541	12291
時価簿価比率 (Q)	1.1290	0.9506	0.8148	1.1686	0.7987	12319
時価総額自然対数	10.8443	10.6085	9.6583	11.8564	1.5785	12319
外国人投資家持ち株比率	0.1625	0.1339	0.0534	0.2407	0.1330	12319
事業法人持株比率	0.2501	0.2198	0.1114	0.3583	0.1707	12319
負債比率	0.4747	0.4713	0.3238	0.6213	0.1944	12319

表6 政策保有社外役員工作の決定要因

	2015年以降	2014年以前	全期間
フリーキャッシュフロー	1.082 (2.08)**	0.579 (1.06)	1.023 (2.77)***
q	-0.196 (4.58)***	-0.077 (1.49)	-0.167 (5.13)***
ln(時価総額)	0.026 (1.45)	0.068 (3.51)***	0.042 (3.19)***
外国機関投資家持株比率	-1.687 (6.98)***	-1.199 (4.45)***	-1.37 (7.71)***
事業法人持株比率	1.325 (11.12)***	2.844 (21.91)***	2.023 (23.36)***
負債比率	0.515 (4.38)***	0.673 (5.63)***	0.609 (7.37)***
	産業ダミー	産業ダミー	産業ダミー
	時間ダミー	時間ダミー	時間ダミー
サンプル数	6,556	7,234	12,251

表7 政策保有社外役員工作の企業価値や収益性に対する平均処置効果

q			
	2015年以降	2014年以前	全期間
ATET	-0.030	-0.048	-0.043
z-値	(3.25)***	(3.16)***	(5.54)***
N	4,867	5,663	10,530
EBITDA/売上高			
	2015年以降	2014年以前	全期間
ATET	0.069	0.167	0.121
z-値	(0.30)	(0.63)	(0.70)
N	4,867	5,663	10,530

表8 株式所有関係を有しない取引先出身社外役員を除く政策保有社外役員工作の企業
 価値や収益性に対する平均処置効果

q			
	2015年以降	2014年以前	全期間
ATET	-0.026	-0.052	-0.043
z-値	(2.87)**	(3.03)**	(5.19)**
N	4,867	5,663	10,530
EBITDA/売上高			
	2015年以降	2014年以前	全期間
ATET	0.079	0.291	0.203
z-値	(0.34)	(1.01)	(1.13)
N	4,867	5,663	10,530