RIETI Discussion Paper Series 22-J-036

トップマネジメントチーム改革とコーポレートガバナンス

久保 克行
早稲田大学

内ヶ﨑 茂
HRガバナンス・リーダーズ株式会社

村澤 竜一
HRガバナンス・リーダーズ株式会社

鈴木 啓介
HRガバナンス・リーダーズ株式会社

山内 浩嗣
三菱UFJトラスト投資工学研究所

瀬古 進
三菱UFJトラスト投資工学研究所

RIETI
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/

RIETI Discussion Paper Series 22-J-036

2022 年 10 月

トップマネジメントチーム改革とコーポレートガバナンス[1]

久保克行　早稲田大学商学学術院

内ヶ崎茂　ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社

村澤竜一　ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社

鈴木啓介　ＨＲガバナンス・リーダーズ株式会社

山内浩嗣　三菱ＵＦＪトラスト投資工学研究所

瀬古進　　三菱ＵＦＪトラスト投資工学研究所

要　　旨

この研究の目的は、日本のトップマネジメントチームの実態を明らかにすること、また、コーポレートガバナンスがトップマネジメントチーム改革に与える影響を分析することである。適切なトップマネジメントチームを構成することは、企業が高い業績を達成するために不可欠であると考えられる。また、執行と監督が分離するようになるにつれて取締役会とトップマネジメントチームがそれぞれどのような役割を果たすのかが重要になるであろう。このことを考えるために、コーポレートガバナンスとトップマネジメントチームの関係を分析する。CEO をはじめとするトップマネジメントチームのメンバーを選任するのは取締役会の重要な役割である。しかしながら、コーポレートガバナンスがトップマネジメントチームの構成に与える影響については、ほとんど研究がなされてきていない。本稿ではビューロー・ヴァン・ダイク社が提供する Osiris データベース、東洋経済新報社の「役員四季報」、各社の web サイト等から東京証券取引所に上場している約 2,100 社のトップマネジメントチームのデータを収集し分析した。トップマネジメントチーム改革としては CEO (Chief Executive Officer)や CFO (Chief Financial Officer)などのいわゆる CxO 制度の導入、トップマネジメントチームのダイバーシティーおよび執行と監督の分離に注目している。

キーワード：トップマネジメントチーム、取締役会、コーポレートガバナンス

JEL classification: G3; J2; J5; L2

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。また、本稿の原案に対して、宮島英昭教授ならびに経済産業研究所ディスカッション・ペーパー検討会の方々から多くの有益なコメントを頂いた。ここに記して、感謝の意を表したい。

トップマネジメントチーム改革とコーポレートガバナンス

1 はじめに

この研究の目的はコーポレートガバナンスの深度がトップマネジメントチームの改革に与える影響を分析することである。現代の大企業は複数の経営者によるトップマネジメントチームによって経営されている。これまでの先行研究では、CEO やトップマネジメントチームのあり方が企業の業績や行動に影響を与えることが示されている（Cannella, Jr et al., 2008; Dezsö and Ross, 2012；Finkelstein et al., 2009 ;Hambrick and Mason 1984)。また、経営者の個人的な資質が企業の経営スタイルと密接に関係することが示されている（Bertrand and Schoar, 2003; Bloom and Van Reenen, 2010)。これらのことから強靭なトップマネジメントチームを構成することは、企業が高い業績を達成するために不可欠であると考えられる。

伝統的に、日本の大企業のトップマネジメントチームにはいくつかの特徴があった。一つは経営の執行と監視の機能の役割分担ができておらず、取締役会およびその一部がトップマネジメントチームとして機能してきたということである。すなわち、社外取締役がほとんど存在せず、経営の執行と監督における人財の分離が行われていなかった。CxO 制度を導入している企業はほとんどなく、それぞれの役員がどのような役割を果たしているかはわかりづらかった[3]。さらに、トップマネジメントチームのほとんどが日本人の高齢男性であり、若手、女性、外国人は極端に少なかったことも、主な特徴であった。

このような状況に対して、次節で示すようにいくつかの企業でトップマネジメント改革が行われるようになっている。本研究では、どのような企業でこのようなトップマネジメント改革が行われるかをコーポレートガバナンスの観点から実証的に分析する。トップマネジメントチーム改革としては、まず CEO (Chief Executive Officer)、CFO (Chief Financial Officer)などのいわゆる CxO 制度を導入しているかに注目する。さらに、トップマネジメントチームのダイバーシティ、トップマネジメントチームと取締役会のメンバーの重複・分離に注目する。

取締役会の最も重要な役割の一つは CEO とトップマネジメントチームを選任することである。取締役会が CEO の選解任に与える影響についてはいくつかの研究がなされてきている。先行研究の多くは社外取締役がいる企業では、業績が悪化した企業において CEO を交代させる傾向にあることを示している (Coughlan and Schmidt, 1985; Warner et al., 1988; Weisbach, M. 1988 ;Barro

[3] トップマネジメントの典型的な肩書きは社長、副社長、専務、常務、取締役というものであった。これらの肩書きは序列を示している一方で、職務の内容は示していない。

and Barro, 1990; Kaplan and Minton, 2012; Jenter and Kanaan, 2015）。取締役会だけではなく、株主構造が CEO の交代に影響していることが過去の研究で示されている(Kang and Shivdasani, 1995; Denis et al., 1997; Miyajima et al., 2018)。 一方、取締役会がトップマネジメントチームの構成に与える影響に関する研究は多くはない(Matsa and Miller, 2011; Pisani et al., 2018)。CEO をはじめとするトップマネジメントチームのメンバーを選任するのは取締役会の重要な役割であることを考えると、このことは驚くべきことである。 Matsa and Miller (2011)は取締役会に女性が多い企業ではトップマネジメントチームにも女性が多いことを示している。Pisani et al., (2018）によると女性取締役がいる企業ではトップマネジメントチームに外国人がいる傾向にある。一方で、取締役会が CxO 制度導入に与える影響については分析が行われていない。これは、英米においては多くの企業で以前から CxO 制度が導入されているためであると考えられる。

いくつかの先行研究はコーポレートガバナンス以外の要因がトップマネジメントチームの構成に与える影響について分析している(Collis et al., 2007; Guadalupe et al., 2014; Greve et al., 2015)。Guadalupe et al., (2014)は 1987 年から 2006 年前のアメリカ企業のデータを用いて、多角化やＩＴ投資がトップマネジメントチームに与える影響を分析している。そこでは、トップマネジメントチームの規模が増加してきたこと、特にファンクショナル・マネージャーが増加してきたことが示されている。

取締役会に関する実証研究は膨大に存在する一方で（Adams and Ferreira, 2007; Adams et al. (2010); Guner et al., 2008; Hermalin and Weisbach, 2003; Hermalin and Weisbach, 2017; John and Senbet, 1998; Dahya et al., 2002, Dahya and McConnell, 2007, Black and Kim, 2012, Fauver et al., 2017; Duchin et al., 2010, Morikawa, 2020）トップマネジメントチームに関する実証研究はそれほど多いわけではない（Cannella, Jr et al., 2008; Dezsö and Ross, 2012；Finkelstein et al., 2009; Hambrick and Mason 1984)。トップマネジメントチームに関する実証研究が比較的少ない一つの理由は、トップマネジメントチームの情報を体系的に収集すること、特にパネルデータとしてデータを収集することが困難であるということである。これはトップマネジメントチームについては、データベースが存在しないためである。このため、トップマネジメントチームの構成に関する先行研究の多くも事実上、クロスセクションデータもしくは数年のデータで分析を行なっている（Greve et al., 2015; Pisani et al., 2018)）。本稿ではビューロー・ヴァン・ダイク社が提供する Osiris データベース、東洋経済新報社の「役員四季報」、各社の web サイトから東京証券取引所に上場している約 2,100 社の企業の 2019 年時点における 16,342 人の役員（取締役会およびトップマネジメントチームメンバー）のデータを収集し分析した。

この研究の第一の貢献は、コーポレートガバナンスの深度が CxO 制度導入に与える影響を分析していることである。本研究では、まず日本で CxO 制度が普及していないことが確認できている。約 2000 社の中で CEO 等の CxO が

一つでも存在している企業は 25%であった。いいかえると 75%の企業では CxO 制度が導入されていない。また、本稿ではコーポレートガバナンスが充実している企業ではトップマネジメント改革を行っている傾向にあることが示されている。例えば、外国人持株比率の高い企業、社外取締役が多い企業では、CxO 制度を導入している傾向にある。

本研究の二つ目の貢献はトップマネジメントチームのダイバーシティについても分析を行っていることである。取締役会のダイバーシティについては多くの先行研究が存在する。例えば、取締役会の女性比率と企業の業績・行動の関係については多くの実証研究が存在する(Adams and Ferreira, 2009; Campbell and Minguez-Vera, 2008; Conyon and He, 2017; Dezso and Ross, 2012; Green and Homroy, 2018; Gregory-Smith et al., 2014; Levi et al., 2014; Liu et al., 2014; Sila et al., 2016; Tanaka, 2019)。また、女性 CEO が企業の業績や行動に与える影響についてもいくつかの実証研究がある(Brinkhuis and Scholtens, 2018; Faccio et al., 2016; Hanousek et al., 2019; Khan and Vieito, 2013; Kirsch, 2018; Kolev, 2012; Lam et al., 2013, Kubo and Nguyen, 2021; Kaczmarek et al., 2012)。一方で、トップマネジメントチームにおけるダイバーシティの決定要因に関する論文は少ない(Matsa and Milller, 2011; Greve et al., 2015; Pisani et al., 2018)。取締役会がトップマネジメントチームの構成を決定するのであれば、取締役のダイバーシティはトップマネジメントチームのダイバーシティに影響すると考えられる。具体的には、取締役会に女性や外国人がいる場合には、トップマネジメントチームにも女性や外国人を導入する傾向にあると予想できる。本論文では、まずトップマネジメントチームにおける女性・外国人が非常に少ないことが示されている。さらに、取締役会、とくに社外取締役に女性・外国人が多い企業では、トップマネジメントチームにおいても女性・外国人が多いことが示されている。

本論文の第三の貢献は、日本のトップマネジメントチームの現状を明らかにしていることである。日本の取締役会の現状についてはある程度研究の蓄積がある一方で、日本のトップマネジメントチームに関する研究は少ない。比較のために同じ時期の英国の企業と比較している。そこで明らかになったのは、日本企業の CEO は英国と比較して高齢であり、女性が少なく、極端に外国人が少ないと言うことである。英国の FTSE の CEO のうち、英国国籍を持っているのは 68.2%であるのに対して東京証券取引所 TOPIX100 の経営者のうち、日本人は 91.8%である。

本研究のもう一つの貢献は、日本のデータを用いていることである。トップマネジメントチームの構成を研究する際に日本のデータを用いることには大きな意味がある。アメリカでは多くの企業が昔から CxO 制度を導入しているため、トップマネジメントチーム改革を行っているかどうかを観察することが容易ではない。一方、日本では以前はほとんど全ての企業が CxO 制度を導入しておらず、最近になって導入する企業が増えてきている。このため、「どの企業が CxO 制度を導入しているか」についての分析を行うことが日本のデータを用いることで可能となる。トップマネジメントチームのあり方は国によって

さまざまである。日本以外でも、アメリカ企業をモデルとしてトップマネジメントチームを改革する国は今後多くあると考えられる。本研究はアメリカ型のトップマネジメントチームがどのように世界に普及するかを示しており、その結果は日本だけではなく、多くの国にとって参考になると考えられる。

本論文の構成は以下の通りである。次の第2節では例を用いて日本企業のトップマネジメントチーム改革について記述する。第3節では本研究で使用するデータを説明し、基礎統計量を示す。第4節で実証分析の結果を紹介し、第5節でまとめる。

2 日本のトップマネジメントチーム改革と取締役会改革

政府はコーポレートガバナンス改革を促進するための政策を行っている。その代表的な例が2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コードである。このコードでは上場企業は社外取締役を導入することが推奨されている[4]。これらの改革を受けて、多くの企業の取締役会では、取締役の人数が減少し、社外取締役が導入され、また、女性・外国人の割合が増加している[5]。

社外取締役を導入することで企業は執行と監督の分離を進めることになる。ここで執行と監督の分離とは、執行を担うメンバーと監督を担うメンバーの重複が少ない状況や、取締役会の構成メンバーにおいて執行役や執行役員を兼務している取締役が少数派である状況を指す。これは換言すると、取締役会と別にトップマネジメントチームを構成するということである。ここで問題となるのが、トップマネジメントチームの構成である。

---

[4] コーポレートガバナンス・コードはその後2018年および2021年に改訂された。2021年の改訂では、プライム市場上場会社は独立社外取締役を少なくとも3分の1、その他の市場の上場会社においては2名以上専任することが求められている。日本政府のコーポレートガバナンス政策については、Miyajima and Saito (2019)が詳細にまとめている。

[5] 2022年7月14日時点で、独立社外取締役を全取締役の3分の1以上選任するプライム市場上場企業は92.1%である。(「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2022年7月14日時点)」株式会社東京証券取引所（2022年8月3日))

図表１　パネル A 武田薬品工業のトップマネジメントチームと取締役会（1996）

BoD/ TMT	No.	ポジション	性別
BoD/ TMT	1	会長	男性
BoD/ TMT	2	社長	男性
BoD/ TMT	3	副社長	男性
BoD/ TMT	4	医薬研究総括，医薬知的財産他担当	男性
BoD/ TMT	5	医薬国際本部長	男性
BoD/ TMT	6	薬事管理・医薬情報担当	男性
BoD/ TMT	7	経理部長	男性
BoD/ TMT	8	アグロカンパニープレジデント	男性
BoD/ TMT	9	医薬開発本部長	男性
BoD/ TMT	10	フードビタミンカンパニープレジデント	男性
BoD/ TMT	11	薬業団体・広報・宣伝広告担当	男性
BoD/ TMT	12	総務人事部長，環境担当	男性
BoD/ TMT	13	医薬営業本部・特命事項	男性
BoD/ TMT	14	大阪本社担当，他特命事項	男性
BoD/ TMT	15	経営企画部長	男性
BoD/ TMT	16	医薬開拓研究本部長	男性
BoD/ TMT	17	医薬営業本部長	男性
BoD/ TMT	18	化学品カンパニープレジデント	男性
BoD/ TMT	19	法務部長	男性

図表 1　パネル B 武田薬品工業のトップマネジメントチームと取締役会（2013）

BoD/ TMT	No.	ポジション	性別
BoD	1	社外取締役	男性
BoD	2	社外取締役	男性
BoD/ TMT	3	代表取締役社長	男性
BoD/ TMT	4	常務取締役・社長特命事項	男性
BoD/ TMT	5	取締役/ チーフ・コマーシャル・オフィサー	男性
BoD/ TMT	6	取締役/ チーフメディカル&サイエンティフィック・オフィサー	男性
BoD/ TMT	7	取締役/ 医薬営業本部長	男性
BoD/ TMT	8	取締役/ 経営企画部長	男性
TMT	9	北アジアコマーシャル責任者	男性
TMT	10	医薬開発本部長	女性
TMT	11	ミレニアムファーマシューティカルズ社長など	女性
TMT	12	武田ファーマシューティカルズ・ヨーロッパ limited 社長など	男性
TMT	13	武田ファーマシューティカルズ・インターナショナル GmbH エマージングマーケットコマーシャルオペレーション責任者	男性
TMT	14	医薬営業本部・副本部長	男性
TMT	15	武田ファーマシューティカルズ USA　Inc. 社長	男性
TMT	16	グローバル HR オフィサー	男性
TMT	17	人事部長	男性
TMT	18	医薬研究本部長	男性

図表 1　パネル C 武田薬品工業のトップマネジメントチームと取締役会（2020）

BoD/ TMT	No.	ポジション	性別
BoD	1	社外取締役	男性
BoD	2	社外取締役	男性
BoD	3	社外取締役	男性
BoD	4	社外取締役	男性
BoD	5	社外取締役	男性
BoD	6	社外取締役	男性
BoD	7	社外取締役・取締役会議長	男性
BoD	8	社外取締役	男性
BoD	9	取締役・監査等委員	男性
BoD	10	社外取締役・監査等委員	男性
BoD	11	社外取締役・監査等委員	女性
BoD	12	社外取締役・監査等委員	男性
BoD/TMT	13	代表取締役社長・CEO	男性
BoD/TMT	14	取締役・ジャパンファーマビジネスユニット　プレジデント	男性
BoD/TMT	15	取締役・リサーチ＆デベロップメントプレジデント	男性
BoD/TMT	16	取締役・チーフフィナンシャルオフィサー	男性
TMT	17	グローバルビジネスデベロップメントオフィサー	男性
TMT	18	グローバルオンコロジービジネスユニットプレジデント	女性
TMT	19	コーポレートストラテジーオフィサー&チーフオブスタッフ	男性
TMT	20	グローバルクオリティオフィサー	男性
TMT	21	チーフグローバルコーポレートアフェアーズオフィサー	女性
TMT	22	プラズマデライブドセラピーズビジネスユニットプレジデント	女性
TMT	23	チーフエシックス&コンプライアンスオフィサー	女性
TMT	24	グロース＆エマージングマーケッツビジネスユニットプレジデント	男性

日本企業のトップマネジメント改革・取締役会改革を確認するために、図表１の武田薬品工業の取締役会およびトップマネジメントチームの構成の推移を確認しよう。なお、本項執筆時点において、武田薬品工業の機関設計は監査等委員会設置会社である。パネル A は 1996 年の取締役会の構成が示されている。このパネルからわかるように、取締役会構成の人数が 19 人と比較的大きいことが示されている。また、1996 年時点では経営の執行と監督が分離しておらず、すべての取締役が役職についていたことがわかる。CxO は導入されていない。

図表 1 のパネル B は 2013 年の取締役とトップマネジメントチームの構成を示したものである。パネル A とパネル B をみると、1996 年から 2013 年にかけて取締役会とトップマネジメントチームに大きな変化があったことがわかる。もっとも大きな変化は取締役会とトップマネジメントチームの分離が進んでいること、CxO 制度が導入されていること、そして多様性が進んでいることである。まず、取締役の数が 8 人と 1996 年と比較して大きく削減されており、社外取締役が導入されている。ただし、取締役 8 人中、社外取締役が 2 名であり、取締役の大部分がトップマネジメントチームを兼務していることから、執行と監督が完全に分離しているわけではないこともわかる。トップマネジメントチームに関しても、いくつかの特徴がある。また、Chief Commercial Officer や Chief Medical and Scientific Officer などの CxO が導入されていることが特徴である。

パネル C は 2020 年の取締役会とトップマネジメントチームの構成を示したものである。ここでも、2013 年から 2020 年にかけてトップマネジメント改革が進んでいることがわかる。社外取締役が 2013 年の 2 人から 11 人大幅に増加し、取締役の中でトップマネジメントチームを兼任する人は 2013 年の 6 名から 4 人と減少している。すなわち、執行と監督の分離が進んでいることがわかる。また、2013 年には CEO という役職は用いられていなかったが、2020 年時点では、CEO に加えて Chief Financial Officer, Chief Global Corporate Affairs Officer など CxO を観察することができる。

この図から、武田薬品工業において 1993 年から 2020 年にかけて取締役改革とトップマネジメント改革がすすんできたことがわかる。さらに、トップマネジメント改革とは具体的には執行と監督の分離、具体的には取締役会とトップマネジメントチームの分離、CxO 制度の導入、多様性の進展であることが示されている。また、日本企業では経営陣の多くがその職責を常務や専務といった役位のみで表現されており、管掌している組織機能やビジネス領域、担当地域が不明なケースが見られるが、武田薬品工業のトップマネジメントチームは、それらがすべて明確になっている点も特徴的であるといえよう。

3 サンプルとデータ

本研究ではトップマネジメントチームの決定要因について、コーポレートガバナンスに注目しながら分析を行う。対象は 2019 年の日本の上場企業、約

2100 社である。トップマネジメントチームの分析を行う際の問題点は、情報を収集することが容易ではないことである。企業はコーポレートガバナンス報告書や有価証券報告書を通じて、取締役に関しては詳細な情報を提供している。一方で、トップマネジメントチームについては、企業は網羅的に情報を公開することが求められていない。また、トップマネジメントチームについては電子的なデータベースも整備されていない。このことが、取締役会に関する研究と比較して、トップマネジメントチームに関する実証研究が少ないことの一つの理由であると考えられる （Carpenter et al., 2004; Cannella, Jr et al., 2008; Dezsö and Ross, 2012, Hambrick and Mason 1984）。なお、アメリカの先行研究ではインタビュー、アンケート調査, D&B's Reference Book of Corporate Managements, S&P's, Execucomp などが用いられている。

本研究は 2019 年のトップマネジメントチームを分析対象としている。本来、トップマネジメントチームの分析を行う際には、パネルデータを用いることが望ましいと考えられる。これは、トップマネジメントチームの変化を明示的に分析することができるためである。しかしながら、トップマネジメントチームのデータをまとまって収集することが困難であることから、本研究はクロスセクションのデータを用いる。ただし、ここで注意すべきなのは、第 2 節で例示したように、ほとんどの日本企業で最近までトップマネジメントチーム改革が行われていなかったということである。このことから、現在 CxO 制度が存在する日本企業のほとんどは、最近導入したということがわかる。

本研究ではビューロー・ヴァン・ダイク社が提供する Osiris データベース、東洋経済新報社の「役員四季報」、各社の web サイトなどの複数のデータソースからトップマネジメントチームの情報を収集した。最終的に約 2,100 社の 16,342 人の役員（取締役会およびトップマネジメントチームメンバー）が分析対象である。

図表２　基礎統計量

	n	平均	中央値	標準偏差	25percentile	75percentile
NumTMT1	1,987	7.5	4.0	8.1	2.0	9.0
NumTMT2	1,987	10.4	8.0	7.9	5.0	12.5
TMTBoD 重複率 1	1,987	31.9%	25.0%	26.8%	9.1%	55.6%
TMTBoD 重複率 2	1,987	43.9%	35.3%	36.6%	12.5%	75.0%
TMTBoD 重複率 3	1,987	22.4%	17.2%	20.8%	7.1%	33.3%
CEOflag	1,987	0.11	0.00	0.31	0.00	0.00
CxOflag	1,987	0.20	0.00	0.40	0.00	0.00
CxOflag2	1,987	0.09	0.00	0.28	0.00	0.00
CxOflag3	1,987	0.25	0.00	0.43	0.00	0.00
対数売上高	1,987	11.4	11.3	1.6	10.2	12.4
R&D intensity	1,285	2.5%	1.3%	3.7%	0.37%	3.3%
pct foreign	1,984	19.5%	0.00%	26.1%	0.00%	35.3%
HHI	1,952	84.9	96.0	19.5	72.0	100.0
業歴	1,986	57.7	62.0	28.1	36.0	75.0
founderCEO	1,806	0.12	0.00	0.32	0.00	0.00
NEDdivBoD	1,987	36.4%	33.3%	18.4%	25.0%	42.9%
BoD 人数	1,987	8.1	8.0	3.4	6.0	10.0
BoD 女性比率	1,987	5.3%	0.00%	9.1%	0.00%	10.0%
BoD 外国籍比率	1,987	0.56%	0.00%	3.2%	0.00%	0.00%
BoD 平均年齢	1,984	61.3	62.2	5.2	59.1	64.5
NED 女性比率	1,962	9.6%	0.00%	20.2%	0.00%	0.00%
NED 外国籍比率	1,974	0.38%	0.00%	3.7%	0.00%	0.00%
INST	1,982	49.1%	50.5%	15.8%	39.7%	60.0%
FRGN	1,982	16.1%	13.6%	12.7%	5.9%	23.2%
DOMI	1,980	12.0%	0.00%	18.0%	0.00%	22.6%
CROSS	1,980	8.0%	4.2%	9.7%	0.00%	12.9%
CEOIR	1,980	4.7%	0.30%	10.1%	0.05%	3.0%
Cflag1	1,987	0.02	0.00	0.14	0.00	0.00
Cflag2	1,987	0.25	0.00	0.43	0.00	0.00
ROA	1,987	7.1%	6.3%	6.2%	3.8%	9.5%
deltaROA1Y	1,963	-0.28%	-0.10%	3.4%	-1.0%	0.75%
deltaROA3Y	1,864	-0.09%	0.03%	5.0%	-1.5%	1.6%

図表２が基礎統計量を示している[6]。なお、変数の定義は付表にまとめてある。本研究では、まず Osiris データベースから、2019 年時点で在籍している役員の役職を確認し、必要に応じて他のデータを参照した。まず注目したのは CEO が存在するかどうかである。第２節でも確認したように、日本の大企業では伝統的に社長や会長といった役職が使用されてきており、CEO という役職は用いられてこなかった。このため、CEO がいない企業が多くある。また、伝統的な日本企業では社長と会長がどちらもいることがしばしばあった。この場合、会長も日々の経営的意思決定に関与することもあった。このため、社長と会長のどちらが最終的な意思決定権限をもっているのかが外部からわかりづらいことも多い。このため、いくつかの企業が CEO を導入することで、だれが最終的な意思決定権限を持っているかを明らかにするようになった。このことを確認する変数が図表２の CEOflag である。この変数は CEO という役職が存在することが確認できる場合には１、そうでない場合には０をとるダミー変数である。われわれは CEOflag と同様に CxOflag を作成した。この変数は CFO などの CxO が存在すれば１をとるダミー変数である。図表２における重要な結果の一つは、CEO および CxO を導入する企業が非常に少ないということである。トップマネジメントチームにおける各執行役員の役割と責任の明確化にあたっては、機能ごとの最高責任者である CxO を設置することは有効であると考えられる。しかし、CEO が存在する企業は全体の僅か 11%、CxO が存在する企業(CxOflag が１の企業)は全体の 20%である。日本企業の多くには社長と会長がいるが、CEO という役職がない残りの 89%の企業では、社長と会長のどちらが最終的な意思決定権限をもっているのかがわからないということになる。一般に、伝統的な専務・常務といった役職と比較し、CFO 等の CxO の方が、だれが何に対する権限と責任を持っているかがわかりやすい。この意味で、CxO 制度を導入することは一般に望ましいと言える。

次にトップマネジメントチームの人数を確認した。ここで問題となるのはトップマネジメントチームについては会社法上の役職ではないため、誰がトップマネジメントチームに所属するかを特定することは難しい、ということである。先行研究でも、トップマネジメントチームの定義は様々である。Ferrier (2001)は Chairman, vice Chairman, CEO, president, CFO and COO をトップマネジメントと定義している。また、Bertrand and Schoar は Execucomp から、報酬の高い５人の役員をトップマネジメントチームとしている。Kor (2003)は S-1statements and prospectus を用いてトップマネジメントチームの情報を収集しているが、そこでは CEO、COO、Business unit heads and vice presidents がトップマネジメントチームとして定義されている。本研究では、

[6] Osiris データベースなどから抽出したデータは約 2,100 社であるが、これらのデータに対し４節の実証分析を行うために、財務データを紐付けることができたのは 2,000 社弱となる。

役職に Executive の単語が含まれているかどうかを確認し、その中から Non-Executive を除いたものを Executive とした。

トップマネジメントチームの定義が研究によって異なることを考えて、本研究ではトップマネジメントチームについて２種類の定義を用いることにする。一つ目の定義（TMT1)は、ここに示した Executive , CxO および President である。もう一つの定義(TMT2)は、TMT 1 に加えて常勤の取締役を加えたものである。TMT1 の人数の平均値が 7.5 人、中央値が 4 人、TMT2 の人数の平均値が 10.4 人、中央値が 8 人であった。アメリカのトップマネジメントチームに関する実証研究をサーベイした Carpenter et al. (2004)によると、トップマネジメントチームの人数は最も小さい 3.4 人(Amason and Sapienza, 1997)から 13.2 人(Tihanyi et al., 2000)であった。以降の分析では、単にトップマネジメントチーム（TMT）と記述した場合は TMT1 を指すものとする。

日本企業のトップマネジメント改革の一つは執行を行うトップマネジメントチームと監督を行う取締役会の役割分担を明確にするということであった。このことは二つのことを意味している。一つは、取締役会に社外取締役を導入し、その割合を増加させると言うことである。もう一つは取締役会に所属しないトップマネジメントを導入することである。過去に、社外取締役については分析がある程度ある。しかしながら執行と監督の分離を考えるには取締役会に所属していないトップマネジメントについての情報も不可欠であるが、この点も含めて執行と監督の分離がどのくらい進んでいるのかについてまとまった情報は非常に少ない。このことをまとめたのが図表 2 の TMT と BoD の重複率(TB 重複率)である。執行と監督の分離について、ここでは 3 つの変数を作成した。それぞれの計算式は以下の通りである。

TB 重複率 1=TMT と BoD 兼務者人数/BoD 人数
TB 重複率 2=TMT と BoD 兼務者人数/TMT 人数
TB 重複率 3=TMT と BoD 兼務者人数/(TMT+BoD)人数

ここで、TMT はトップマネジメントチーム、BoD は取締役会である。TB 重複率 3 の平均値は 22.4%、中央値は 17.2%である。トップマネジメントチームおよび取締役会のなかで双方を兼務する人はそれほど多くないことが示されている。言い換えると、執行と監督の分離はある程度行われているといえる。

CxO 制度を導入している企業としていない企業の基礎統計量を比較したのが図表 3 である。この図表は、CxO 制度を導入している企業が、導入していない企業と比較してどのような特徴を持っているかを示している。図表 3 のパネル A、B、C はそれぞれサンプルを CEO の有無、CxOflag1（CEO 以外の CxO がいれば１）、CxOflag3 (CEO もしくは CxO がいれば１）の有無でサンプルを分割したものである。この図表は、CxO 制度を導入している企業としていない企業の属性の違いを確認している。どのパネルも同様の傾向を示しているが、ここではパネル C を確認しよう。この図表から CxO 制度を導入している企業としていない企業に多くの違いがあることがわかる。まず、導入している企業

は売上高が大きく、R&D 売上高比率（R&D intensity)が高く、海外売上高比率(pct foreign)が高い。ただし、多角化度を示すハーフィンダール指数は有意ではない。また、CxO 制度を導入している企業は創業者によって経営されている傾向にあり、取締役に女性や外国人が多いことが示されている。

図表 3　CxO 制度がある企業とない企業：パネル A CEO による分割

	CEO なし			CEO あり				
	n	mean	median	n	mean	median	ttest	ranksum
対数売上高	1,767	11.3	11.2	220	11.4	11.5		
R&D intensity	1,162	2.4%	1.3%	123	3.0%	1.6%		
pct foreign	1,764	19.5%	0.0%	220	19.4%	0.0%		
HHI	1,734	84.8	95.6	218	85.9	98.2		
業歴	1,766	58.4	63.0	220	51.7	53.5	***	**
NEDdivBoD	1,767	36.3%	33.3%	220	37.7%	33.3%		
founderCEO	1,607	0.10	0.00	199	0.25	0.00	***	***
BoD 人数	1,767	8.0	8.0	220	8.5	8.0	*	.
BoD 女性比率	1,767	5.4%	0.0%	220	5.2%	0.0%		
BoD 外国籍比率	1,767	0.5%	0.0%	220	0.7%	0.0%		
BoD 平均年齢	1,764	61.4	62.1	220	60.9	62.5		
NED 女性比率	1,743	9.7%	0.0%	219	9.0%	0.0%	**	
NED 外国籍比率	1,754	0.4%	0.0%	219	0.4%	0.0%	**	
INST	1,764	49.4%	50.6%	218	46.6%	49.2%	*	*
FRGN	1,764	15.9%	13.4%	218	18.1%	16.7%	*	**
DOMI	1,760	12.1%	0.0%	220	10.7%	0.0%		
CROSS	1,760	8.1%	4.5%	220	7.2%	2.3%		*
CEOIR	1,760	4.3%	0.3%	220	7.5%	0.8%	***	**
Cflag1	1,767	0.02	0.00	220	0.04	0.00		
Cflag2	1,767	0.24	0.00	220	0.26	0.00		
ROA	1,767	7.0%	6.2%	220	8.1%	6.9%	*	**
deltaROA1Y	1,744	-0.3%	-0.1%	219	-0.3%	-0.1%		
deltaROA3Y	1,662	-0.1%	0.1%	202	-0.2%	-0.2%		

***、**、*、.はそれぞれ 0.1%、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。ttest は 2 標本 t 検定(ウェルチの検定)、ranksum はウィルコクソンの順位和検定である。

図表３　パネル B CxOflag1 による分割

	CxO なし (flag1)			CxO あり (flag1)				
	n	mean	median	n	mean	median	ttest	ranksum
対数売上高	1,582	11.2	11.1	405	12.0	11.9	***	***
R&D intensity	1,006	2.1%	1.1%	279	3.9%	2.4%	***	***
pct foreign	1,579	16.9%	0.0%	405	29.7%	23.7%	***	***
HHI	1,552	85.3	96.4	400	83.5	94.6		
業歴	1,582	57.6	62.0	404	57.8	63.0		
NEDdivBoD	1,582	36.7%	33.3%	405	35.6%	33.3%		
founderCEO	1,445	0.11	0.00	361	0.15	0.00	*	*
BoD 人数	1,582	7.8	7.0	405	9.4	9.0	***	***
BoD 女性比率	1,582	5.2%	0.0%	405	5.9%	0.0%		**
BoD 外国籍比率	1,582	0.4%	0.0%	405	1.4%	0.0%	***	***
BoD 平均年齢	1,579	61.3	62.1	405	61.5	62.6		
NED 女性比率	1559	9.2%	0.0%	403	11.1%	0.0%	**	***
NED 外国籍比率	1569	0.3%	0.0%	404	0.8%	0.0%	**	**
INST	1,578	49.4%	50.7%	404	47.9%	50.0%	*	.
FRGN	1,578	14.5%	12.3%	404	22.3%	20.6%	***	***
DOMI	1,575	12.5%	0.0%	405	10.0%	0.0%	**	**
CROSS	1,575	8.3%	4.8%	405	6.8%	2.6%	**	**
CEOIR	1,575	4.6%	0.3%	405	4.9%	0.2%		**
Cflag1	1,582	0.01	0.00	405	0.06	0.00	***	***
Cflag2	1,582	0.25	0.00	405	0.23	0.00		
ROA	1,582	7.0%	6.1%	405	7.6%	6.8%		**
deltaROA1Y	1,563	-0.2%	-0.1%	400	-0.4%	-0.1%		
deltaROA3Y	1,482	0.1%	0.1%	382	-0.7%	-0.1%	*	

***、**、*、.はそれぞれ 0.1%、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。ttest は 2 標本 t 検定(ウェルチの検定)、ranksum はウィルコクソンの順位和検定である。

図表 3　パネル C CxOflag3 による分割

	CxO なし (flag3)			CxO あり (flag3)				
	n	mean	median	n	mean	median	ttest	ranksum
対数売上高	1,496	11.2	11.1	491	11.9	11.7	***	***
R&D intensity	960	2.1%	1.1%	325	3.6%	2.1%	***	***
pct foreign	1,493	17.0%	0.0%	491	27.0%	18.3%	***	***
HHI	1,467	85.2	96.3	485	84.0	95.5		
業歴	1,496	58.0	63.0	490	56.6	61.5		
NEDdivBoD	1,496	36.5%	33.3%	491	36.3%	33.3%		
founderCEO	1,370	0.10	0.00	436	0.17	0.00	***	***
BoD 人数	1,496	7.8	7.0	491	9.1	9.0	***	***
BoD 女性比率	1,496	5.2%	0.0%	491	5.7%	0.0%		**
BoD 外国籍比率	1,496	0.4%	0.0%	491	1.2%	0.0%	***	***
BoD 平均年齢	1,493	61.3	62.0	491	61.4	62.5		
NED 女性比率	1473	9.4%	0.0%	489	10.3%	0.0%		**
NED 外国籍比率	1483	0.3%	0.0%	490	0.7%	0.0%	.	*
INST	1,493	49.5%	50.7%	489	47.9%	50.1%	.	.
FRGN	1,493	14.4%	12.1%	489	21.2%	19.1%	***	***
DOMI	1,489	12.5%	0.0%	491	10.4%	0.0%	*	**
CROSS	1,489	8.4%	5.0%	491	6.7%	2.5%	***	***
CEOIR	1,489	4.5%	0.3%	491	5.2%	0.3%	**	.
Cflag1	1,496	0.01	0.00	491	0.05	0.00	***	***
Cflag2	1,496	0.25	0.00	491	0.22	0.00		
ROA	1,496	6.9%	6.1%	491	7.7%	6.7%		**
deltaROA1Y	1,477	-0.3%	-0.1%	486	-0.4%	-0.1%		
deltaROA3Y	1,406	0.0%	0.1%	458	-0.5%	-0.1%		

***、**、*、.はそれぞれ 0.1%、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。ttest は 2 標本 t 検定(ウェルチの検定)、ranksum はウィルコクソンの順位和検定である。

図表４　取締役会および TMT のプロフィール

パネル A　TMT のプロフィール

国	規模	業種	平均人数	女性比率	平均年齢	自国籍比率
日本	TOPIX100	全業種	23.4	3.7%	61.2	91.8%
	JPX400	全業種	15.4	2.1%	61.0	95.4%
	東証１部	全業種	7.5	2.3%	60.6	98.4%
英国	FTSE100	全業種	7.9	20.4%	53.2	64.4%
	FTSE350	全業種	6.2	16.8%	52.9	72.4%
	全上場企業	全業種	4.0	14.0%	52.7	74.5%

図表４　パネル B　CxO のプロフィール

国	規模	業種	平均人数	女性比率	平均年齢	自国籍比率
日本	TOPIX100	全業種	3.3	2.7%	59.2	91.9%
	JPX400	全業種	1.5	1.1%	58.7	96.3%
	東証１部	全業種	0.5	2.0%	58.0	98.0%
英国	FTSE100	全業種	4.8	23.0%	53.3	68.2%
	FTSE350	全業種	3.3	18.1%	52.7	75.1%
	全上場企業	全業種	2.2	13.8%	52.2	76.2%

図表４　パネル C　CEO プロフィール

国	規模	業種	女性比率	平均年齢	自国籍比率
日本	TOPIX100	全業種	3.6%	63.8	98.8%
	JPX400	全業種	1.4%	62.8	98.3%
	東証１部	全業種	1.2%	61.5	99.0%
英国	FTSE100	全業種	7.7%	54.4	57.4%
	FTSE350	全業種	6.3%	54.3	68.3%
	全上場企業	全業種	4.9%	54.0	74.0%

図表４　パネル D　取締役会のプロフィール

国	規模	業種	平均人数	女性比率	平均年齢	自国籍比率
日本	TOPIX100	全業種	11.3	6.6%	64.4	97.4%
	JPX400	全業種	10.5	6.0%	62.9	98.7%
	全社（参考）	全業種	8.1	5.3%	61.3	99.4%
英国	FTSE100	全業種	11.9	30.4%	58.9	66.2%
	FTSE350	全業種	9.8	26.5%	58.8	75.3%
	全社（参考）	全業種	6.8	16.4%	58.1	78.1%

図表４　パネル E さまざまな CxO

国	規模	CFO	CLCO	COO	CHRO	CRDO	CMO	CSO	CIO	CHSO
日本	TOPIX100	43.68%	19.54%	36.78%	14.94%	29.89%	16.09%	14.94%	22.99%	11.49%
	JPX400	23.04%	9.21%	23.85%	7.59%	13.82%	7.59%	6.78%	8.94%	4.07%
	東証１部	9.76%	2.52%	13.49%	2.21%	5.18%	2.16%	2.47%	2.01%	0.96%
英国	FTSE100	79.79%	67.02%	43.62%	45.74%	21.28%	19.15%	17.02%	15.96%	4.26%
	FTSE350	67.40%	38.24%	29.47%	26.65%	10.34%	10.66%	9.72%	8.46%	1.57%
	全上場企業	54.13%	15.76%	20.71%	8.10%	11.58%	5.76%	6.52%	2.77%	0.76%

図表５　BoD と TMT の分離
パネル A BoD と TMT の重複[7]

国	規模	業種	BoD 人数	TMT 人数	重複する人数	重複人数/BoD
日本	TOPIX100	全業種	1,151	2,341	686	59.60%
	JPX400	全業種	4,149	6,211	2,112	50.90%
	東証１部	全業種	16,884	16,342	6,514	38.58%
英国	FTSE100	全業種	1,116	735	245	21.95%
	FTSE350	全業種	3,129	1,719	654	20.90%
	全上場企業	全業種	12,439	5,835	3,037	24.42%

図表５　パネル B BoD と CxO の重複

国	規模	CFO	COO	CLCO	CHRO	CRDO	CIO	CMO	CSO	CHSO
日本	TOPIX100	47.69%	34.91%	33.33%	31.82%	40.91%	15.09%	16.67%	16.00%	16.67%
	JPX400	57.26%	45.00%	31.03%	28.21%	45.57%	15.58%	23.64%	29.17%	16.67%
	東証１部	65.81%	53.65%	36.84%	34.55%	49.65%	16.47%	34.21%	34.62%	12.50%
英国	FTSE100	80.23%	24.00%	5.06%	0.00%	4.55%	13.33%	0.00%	4.55%	0.00%
	FTSE350	81.67%	20.93%	7.14%	0.00%	8.33%	10.71%	5.26%	7.89%	0.00%
	全上場企業	74.84%	32.80%	8.16%	2.34%	25.41%	14.29%	7.20%	10.74%	0.00%

[7] パネル A の BoD と TMT の重複の定義は TB 重複率１に相当する。パネル A では、各規模の単位で BoD 人数、TMT 人数および重複する人数を集計後に重複率を計算しており、図表２と集計方法が異なることに注意。

図表４、５は TOPIX100、JPX400、東証一部全体においてトップマネジメント、トップマネジメントチームおよび取締役会のプロファイルについて、ダイバーシティの観点からまとめたものである。これまで取締役会および CEO および社長のダイバーシティについては、いくつかの研究がなされてきているがトップマネジメントチームについてはほとんど分析がなされてきていない。この表では比較のために英国のトップマネジメントについての同様の数値を示している。この英国の値は日本のデータと同様に Osiris データベースの 2019 年のデータから計算したものである[8]。

この表から読み取れる最も重要な特徴の一つは日本の取締役会だけではなく、トップマネジメントチームについてもダイバーシティが進んでいないということである。すなわち、トップマネジメントチームの多くが男性であるということである。例えば図表４のパネル C から TOPIX100 の CEO および社長をみると、女性比率は 3.6%、自国籍比率が 98.8%となっている[9]。英国の FT100 では女性比率が 7.7%、英国籍比率がわずか 57.4%となっている。また平均年齢をみると TOPIX100 で 63.8 歳に対して FT100 では 54.4 歳となっており日本の経営者が高齢であることが示されている。また、東証一部で全体でみると CEO もしくは社長の女性比率が 1.2%と非常に低いことがわかる。日本の企業に女性 CEO が少ないという結果は、日本企業の女性 CEO について分析した Kubo and Nguyen(2021)とも整合的である。図表からは、CEO と社長だけではなく、CxO 全体、もしくはトップマネジメントチーム全体もしくは取締役会をみても、英国と比較して女性が少なく、自国籍比率が低く、高齢であるという傾向をみることができる。なお、ダイバーシティが進んでいないというのは、パネル A (TMT)、B(CxO)、D (取締役会)の全てで共通である。

なお、年齢について考える際には気をつけるべき点がある。いうまでもなく、トップマネジメントは若ければそれだけで良いということではない。年齢が高い優秀な経営者は多い。若年であっても優秀ではない経営者もいるであろう。しかしながら年齢を確認することは重要であると考えられる。一つの理由は経営者の労働市場を活性化するためには、ある程度、若年の経営者・元経営者がいる必要があるということである。日本では諸外国と比較して経営者の労働市場が発達していないと考えられている。これにはさまざまな理由がある

---

[8] ここでの英国の比較については久保ほか（2019a, 2019b)をもとにしている。ただし、日本のデータについては再計算をおこなっている。久保ほか（2019a, 2019b)では、平均値を計算する際に人単位で集計を行なっていたのに対して、ここでは企業単位で集計をおこなっている。たとえば、ここでは、それぞれの企業について TMT 女性比率を計算し、全ての企業についてその値を平均している。これは、統計分析を企業単位で行うため、その分析にあわせたものである。

[9] 前述の通り、日本の大企業で CEO がいない企業が多い。そのような企業では CEO ではなく、社長の属性を確認している。

が、一つの理由は日本の経営者が高齢であることであろう。経営者が経営者としての経験を積むことで経営者としての能力を高め、かつ優秀な経営者が他の企業に招聘されるような仕組みを作るためには、ある程度若年のうちに経営者としての経験を積む必要がある。

トップマネジメント改革を考える際に重要なのは、そもそも代表的な CxO がどのくらい存在するのかということである。このことは、日本企業がトップマネジメント改革を行っているのであれば、CxO 制度を導入している企業は多くなるであろう。ここでは、代表的な CxO として CFO、COO、CLCO、CHRO、 CRDO、 CMO、 CIO、 CHSO を取り上げる[10]。この表は、日本において CxO 制度がどの程度普及しているかを示している。ここでも日本の結果を英国の結果と比較している。

図表 4 パネル E から TOPIX100 において CFO が最も多く、次いで COO、となっていることがわかる。ただし、これらの役職を採用している企業は多いわけではない。TOPIX100 企業で CFO を採用している企業は 43.68%となっており、大企業でも CxO を採用していない企業が多くあることが示されている。この数値は FTSE100 の 79.8%と比較しても小さい。また、規模が小さくなるにつれて、これらの数値は小さくなる。東証 1 部全体でみると、CFO を採用している企業はわずか 9.76%であった。これらの結果は、日本企業の大多数はトップマネジメント改革を行っていないということを示している。

図表 5 はトップマネジメントチームと取締役会の重複を示したものである。トップマネジメント改革が進んでいる企業では、トップマネジメントチームと取締役会の重複は小さくなっていると考えられる。パネル A は取締役会とトップマネジメントチームの重複、パネル B はそれぞれの CxO と取締役会の重複に注目している。ここでの重要な結果は、英国と比較して取締役会とトップマネジメントチームの重複が大きいことである。TOPIX100 では重複率が 59.6%であるのに対して英国 FTSE100 では 21.95%である。パネル B を見ると、英国では多くの企業で CFO が取締役会に参加している一方で、それ以外の CxO は参加しない傾向にあることがわかる。日本では CFO の参加率は英国よりも低いが CFO 以外の CxO については取締役会に参加する傾向が英国よりも高くなっている。このことは日本においては、英国と比較すると相対的に執行と監督の分離が進んでいないという考え方と整合的である。もっとも、日本企業の機関設計は、重要な業務執行決定の委任範囲の制約が厳しい監査役会設置会社が大半を占めるのが現状ではあるものの、執行と監督を分離し取締役会の監督

[10] CFO は Chief Financial Officer, CLCO は Chief Legal and Compliance Officer, COO は Chief Operating Officer, CHRO は Chief Human Resource Officer, CRDO は Chief Research and Development Officer, CMO は Chief Marketing Officer, CIO は Chief Information Officer, CHSO は Chief Health and Safety Officer を示している。分類に際しては類似の名前を統合している。

機能を強化させることを志向するガバナンス体制への移行の流れは強くなっている[11]。

4. 実証分析

本研究ではコーポレートガバナンスがトップマネジメントチーム改革にあたえる影響を実証的に分析する。このことを分析するための被説明変数は大きく３つにわけられる。一つはトップマネジメントにおける女性比率、外国人比率である。二つ目はさまざまな CxO がいるかどうかを示すダミー変数である。三つ目はトップマネジメントと取締役会の重複である。トップマネジメント改革が進んでいる企業では、トップマネジメントチームにおける女性比率および外国人比率が高く、CxO が導入されており、またトップマネジメントチームと取締役会の重複が小さいと考えられる。なお、執行と監督の分離を考える際に、先行研究は社外取締役比率を用いている。トップマネジメントチームと取締役の重複にも注目することで執行と監督の分離について別の側面から分析することが期待される[12]。

主な説明変数は取締役会構成と所有構造である。取締役会構成としては社外取締役比率、取締役会における女性比率、外国人比率、社外取締役における女性比率、外国人比率に注目する。社外取締役が企業の業績や行動にあたえる影響については多くの研究が行われてきた(Adams and Ferreira, 2007; Adams et al. (2010); Guner et al., 2008; Hermalin and Weisbach, 2003; Hermalin and Weisbach, 2017; John and Senbet, 1998; Dahya et al., 2002； Dahya and McConnell, 2007； Black and Kim, 2012； Fauver et al., 2017; Duchin et al.；2010； Morikawa, 2020)。しかしながら、社外取締役がトップマネジメント改革に与える影響、特に CxO 制度導入に与える影響については、分析がほとんどなされていない。社外取締役は企業価値が増大するような施策を導入するため、社外取締役比率が高い企業ではトップマネジメント改革が進むと予想できる。すなわち社外取締役が CxO ダミーやトップマネジメントチームの女性比率・外国人比率にプラスに有意な影響を与えると予想できる。また、社外取締

---

[11] 2022 年 7 月 14 日時点で、指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社を選択する企業は全上場会社の 39.2%を占めている。特に、監査等委員会設置会社は前年比で 155 社、3.8%増加と移行の流れが強い。(「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2022 年 7 月 14 日時点)」株式会社東京証券取引所（2022 年 8 月 3 日))

[12] たとえば、CxO が取締役会に参加しているかどうか、という点は執行と監督の分離を考える際に重要な論点であると考えられる。このような点は、従来の社外取締役比率では分析することができない。その意味で、本研究が用いる重複率に意味があると考えられる本研究で用いている重複率がどのような意味を持つのかは今後の実証的な課題である。

役比率が高い企業では、執行と監督の分離が進んでいる、すなわち取締役会とトップマネジメントチームでの人財の重複が小さいと予想できる。

説明変数としては、社外取締役に加えて取締役の多様性に注目する[13]。取締役会における女性比率および外国人比率が高い企業ではトップマネジメントチームにおける女性比率および外国人比率が高くなると予想できる。取締役会のダイバーシティに関する説明変数として取締役会における女性比率・外国人比率に加えて社外取締役に占める女性比率および社外取締役に占める女性比率および外国人比率を用いる。トップマネジメントチームに女性や外国人が少ない一つの理由は、企業が女性や外国人を採用するための人的なネットワークを保有していないことである。企業が女性を取締役として採用するためには、有能な女性と接触があることが必要である(Adams and Ferreira, 2009)。企業は女性や外国人の社外取締役を通じて、社外のタレントに接触することができると考えられる。これらのことから、取締役会、社外取締役における女性比率、外国人比率がトップマネジメント改革に対する係数はプラスで有意、トップマネジメントチームと取締役の重複に与える影響はマイナスで有意となると予想できる。

近年、日本企業の所有構造には大きな変化があった。伝統的には、多くの日本企業の経営者は株式持ち合いによって、株式市場の圧力からまもられていた。企業の株式の一定の割合が銀行、企業グループの他の企業等によって所有されていた。これらの株式保有の目的は、リターンを最大化することではなく、取引関係を強化するためであった(Miyajima and Kuroki, 2007, Miyajima and Nitta, 2011)。近年、所有構造には大きな変化がおきている。一つの大きな変化は外国人持株比率の増加である。先行研究でも外国人投資家は企業の業績や行動に影響を与えていることが示されている(Ahmadjian and Robbins, 2005; Fukao et al. 2005; Kimura and Kiyota, 2007)。 Ahmadjian and Robbins (2005) によると、外国人持株比率が高い企業では、雇用を削減する傾向が強い。いいかえると、国内の投資家は雇用を削減することを避ける傾向にあると言える。外国人持株比率が大きくなった一つの要因は投資ファンドの活動が活発になったことである（Buchanan et al., 2012; Hamao and Matos, 2018; Kubo, 2014)。過去の研究では投資ファンドは投資から正のリターンを得ていることが示され

---

[13] 今までに CEO やトップマネジメントチーム、取締役会の多様性が企業の業績や行動に与える影響について多くの実証研究が行われてきた（Brinkhuis and Scholtens, 2018; Faccio et al., 2016; Hanousek et al., 2019; Khan and Vieito, 2013; Kirsch, 2018; Kolev, 2012; Kubo and Nguyen, 2021; Lam et al., 2013; Adams and Ferreira, 2009; Campbell and Mínguez-Vera, 2008; Conyon and He, 2017; Dezso and Ross, 2012; Green and Homroy, 2018; Gregory-Smith et al., 2014; Levi et al., 2014; Liu et al., 2014; Sila et al., 2016; Tanaka, 2019; Oxelheim and Randøy 2003; Masulis et al., 2012; Miletkov et al., 2016; Estelyi and Nisar, 2016)。

ている（Buchanan et al., 2012; Hamao and Matos, 2018; Inoue and Kato, 2007 Uchida and Xu, 2008)。外国人投資家は、伝統的な持ち合い株主と比較してリターンを重視すると考えられるため、外国人持株比率の高い企業ではトップマネジメント改革を行うと予想できる。これらの他にＲ&Ｄ比率、外国売上高比率、多角化を示すハーフィンダール指数(HHI)等の変数をコントロール変数として含める[14]。

[14] Guadalupe et al.,2014 は多角化が executive team structure に与える影響について実証的に分析している。

図表 6　取締役会改革とトップマネジメントチーム：OLS による分析

	TMT 人数			TB 重複率 1			TB 重複率 2			TB 重複率 3			TMT 女性比率			TMT 外国籍比率		
	coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value	
定数	-28.08	< 2e-16	***	-0.13	0.09	.	0.80	0.00	***	0.17	0.01	*	0.04	0.13		-0.10	0.00	***
対数売上高	2.44	< 2e-16	***	0.03	0.00	***	-0.04	0.00	***	-0.01	0.37		0.00	0.04	*	0.01	0.00	***
R&D intensity	19.18	0.00	***	0.59	0.00	**	0.23	0.41		0.26	0.12		0.04	0.53		0.12	0.06	.
pct foreign	3.57	0.00	***	0.11	0.00	***	0.01	0.86		0.03	0.17		-0.01	0.34		0.07	0.00	***
HHI	0.00	0.79		0.00	0.30		0.00	0.46		0.00	0.25		0.00	0.61		0.00	0.54	
業歴	0.04	0.00	***	0.00	0.00	**	0.00	0.09	.	0.00	0.22		0.00	0.85		0.00	0.13	
NEDdivBoD	0.11	0.94		-0.33	0.00	***	-0.37	0.00	***	-0.23	0.00	***	0.04	0.03	*	0.03	0.10	.
founderCEO	1.62	0.11		0.06	0.08	.	0.03	0.60		0.04	0.17		0.00	0.73		0.00	0.78	
人数 BoD	0.47	0.00	***	0.02	0.00	***	0.04	< 2e-16	***	0.02	< 2e-16	***	0.00	0.72		0.00	0.90	
NED 女性比率	1.71	0.08	.	0.03	0.31		-0.01	0.86		0.02	0.59		0.03	0.01	*	0.01	0.47	
NED 外国籍比率	3.42	0.47		-0.18	0.25		-0.14	0.55		-0.17	0.21		-0.01	0.84		0.21	0.00	***
Cflag1	-2.10	0.25		-0.04	0.48		-0.04	0.64		-0.04	0.46		0.09	0.00	***	0.06	0.00	**
Cflag2	-0.64	0.21		-0.09	0.00	***	-0.08	0.00	**	-0.07	0.00	***	0.00	0.65		0.00	0.53	
INST	-1.50	0.48		-0.05	0.48		-0.12	0.23		-0.07	0.25		0.02	0.51		-0.01	0.72	
FRGN	4.44	0.05	*	0.22	0.00	**	0.04	0.70		0.07	0.31		0.02	0.46		0.03	0.17	
DOMI	1.11	0.48		0.05	0.35		-0.01	0.92		0.05	0.30		0.01	0.48		0.01	0.73	
CROSS	-1.22	0.64		0.00	1.00		0.01	0.96		0.03	0.72		-0.05	0.10	.	-0.06	0.04	*
CEOIR	3.44	0.38		0.25	0.07	.	0.16	0.42		0.22	0.05	*	0.05	0.33		0.03	0.54	

***、**、*、.はそれぞれ 0.1%、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

図表 7　取締役会改革とトップマネジメントチーム：Logit 回帰による分析

	CxO			CxO2			CxO3			CEO			COO			CFO		
	coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value	
定数	-5.43	0.00	***	-9.54	0.00	***	-5.12	0.00	***	-4.89	0.00	***	-5.99	0.00	***	-8.34	0.00	***
対数売上高	0.15	0.04	*	0.44	0.00	***	0.17	0.02	*	0.09	0.36		0.13	0.13		0.38	0.00	***
R&D intensity	7.95	0.00	***	10.35	0.00	***	6.71	0.00	***	2.23	0.37		6.10	0.00	**	5.99	0.01	**
pct foreign	1.14	0.00	***	1.71	0.00	***	0.91	0.00	**	0.32	0.43		0.95	0.01	**	1.71	0.00	***
HHI	0.00	0.86		0.00	0.62		0.00	0.57		0.01	0.25		0.00	0.41		0.00	0.81	
業歴	0.00	0.40		0.00	0.85		0.00	0.42		-0.01	0.14		0.00	0.74		-0.01	0.08	.
NEDdivBoD	1.09	0.09	.	1.23	0.19		1.02	0.08	.	0.69	0.39		0.70	0.34		2.71	0.00	***
founderCEO	1.02	0.01	**	1.39	0.01	**	1.19	0.00	***	0.70	0.11		1.24	0.00	**	0.99	0.05	*
BoD 人数	0.08	0.01	**	0.03	0.44		0.07	0.01	*	0.07	0.09	.	0.08	0.01	*	0.09	0.02	*
NED 女性比率	0.69	0.07	.	1.25	0.02	*	0.59	0.10	.	0.38	0.43		0.85	0.04	*	1.00	0.06	.
NED 外国籍比率	-2.15	0.27		0.11	0.96		-2.76	0.15		-63.23	0.98		-0.38	0.84		-0.13	0.95	
Cflag1	1.35	0.03	*	0.18	0.80		1.19	0.05	*	0.72	0.32		0.26	0.70		0.81	0.20	
Cflag2	-0.18	0.38		0.26	0.37		-0.19	0.34		-0.07	0.78		-0.09	0.69		0.00	0.99	
INST	0.33	0.70		-0.01	0.99		0.14	0.86		0.03	0.97		1.17	0.23		-0.87	0.45	
FRGN	2.26	0.01	**	0.93	0.41		1.89	0.02	*	0.65	0.56		1.21	0.22		1.43	0.18	
DOMI	0.00	1.00		-1.14	0.20		-0.20	0.73		-0.04	0.96		-0.62	0.38		-0.78	0.36	
CROSS	0.22	0.84		-4.41	0.02	*	0.28	0.78		2.33	0.08	.	0.79	0.50		-4.88	0.01	*
CEOIR	1.66	0.28		0.18	0.93		1.79	0.21		3.15	0.06	.	1.86	0.26		0.63	0.75	

***、**、*、.はそれぞれ 0.1%、1%、5%、10%水準で有意であることを示している。

図表 7　取締役会改革とトップマネジメントチーム：Logit 回帰による分析（続き）

	CRDO			CHRO			CMO			CSO			CIO			CHRO		
	coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value		coef	p-value	
定数	-9.14	0.00	***	-13.78	0.00	***	-13.67	0.00	***	-14.65	0.00	***	-17.95	0.00	***	-25.44	0.00	***
対数売上高	0.41	0.00	***	0.60	0.00	***	0.59	0.00	***	0.46	0.01	**	0.90	0.00	***	0.78	0.00	**
R&D intensity	10.92	0.00	***	8.58	0.01	**	11.25	0.00	***	12.54	0.00	***	16.86	0.00	***	18.99	0.00	***
pct foreign	1.62	0.00	***	1.29	0.12		-0.07	0.93		1.18	0.09	.	1.44	0.13		-0.45	0.71	
HHI	0.00	0.56		0.00	0.68		0.02	0.14		0.05	0.00	**	0.00	0.84		0.00	0.94	
業歴	0.01	0.29		0.00	0.97		0.01	0.25		0.01	0.17		0.02	0.12		0.01	0.48	
NEDdivBoD	0.89	0.43		2.61	0.11		1.25	0.43		0.35	0.82		1.52	0.51		5.56	0.00	**
founderCEO	0.99	0.15		-0.56	0.64		0.54	0.64		2.66	0.00	**	2.31	0.17		2.87	0.11	
BoD 人数	0.04	0.35		0.04	0.63		0.06	0.37		-0.01	0.93		0.05	0.56		0.25	0.01	**
NED 女性比率	0.44	0.52		-1.30	0.37		1.11	0.23		0.96	0.30		1.55	0.23		1.05	0.55	
NED 外国籍比率	-1.22	0.63		5.23	0.04	*	2.81	0.26		-0.54	0.87		-3.28	0.40		4.74	0.15	
Cflag1	0.23	0.78		0.72	0.50		-15.24	0.99		0.85	0.48		-0.75	0.67		-18.19	0.99	
Cflag2	-0.24	0.52		0.82	0.11		0.08	0.87		0.34	0.48		-0.10	0.89		-0.52	0.53	
INST	-0.87	0.53		0.90	0.70		-2.92	0.15		-1.73	0.39		-2.77	0.29		3.62	0.38	
FRGN	0.99	0.46		1.99	0.37		1.02	0.59		0.53	0.79		1.76	0.49		10.28	0.01	*
DOMI	0.84	0.38		-1.63	0.38		1.73	0.21		-1.16	0.49		-0.22	0.91		-1.14	0.62	
CROSS	-3.06	0.15		-2.66	0.44		-1.38	0.66		2.17	0.39		1.68	0.63		3.14	0.48	
CEOIR	1.57	0.55		8.58	0.02	*	2.51	0.47		-3.45	0.32		-4.49	0.61		1.86	0.83	

図表 6 および 7 が分析の結果を示している。これらの図表においてもっとも重要な結果は、取締役会のあり方がトップマネジメントチームのあり方に影響を与えているということである。社外取締役比率(NEDdivBoD)が高い企業ではトップマネジメントチームにおける女性比率が高く、トップマネジメントチームと取締役会の分離が進んでいる。さらに、社外取締役が多い企業では CFO が存在している傾向にある。特に重要なのは、社外取締役において女性比率が高い企業ではトップマネジメントチームに女性がいる傾向にあり、また、社外取締役において外国人比率が高い企業ではトップマネジメントチームに外国人がいる傾向にあるということである。定義上、社外取締役とトップマネジメントチームは重複していない。このことから、取締役会のあり方がトップマネジメント改革に影響を与えていることがわかる。また、図表 6 および 7 では所有構造がトップマネジメント改革に与える影響についても分析をおこなっている。そこで、外国人持株比率が高い企業では CxO 制度が導入される傾向にあることが示されている。

また、一般に、売上高が大きく、R&D 売上高比率（R&D intensity)が高く、海外売上高比率(pct foreign)が高い企業ほど、CxO 制度を導入していることが示されている。一方、多角化度を示すハーフィンダール指数(HHI)の係数は有意ではなかった。さらに、創業者が経営している企業（founderCEO)では CxO を導入する傾向にあることも示されている。

5. まとめ

本研究では、コーポレートガバナンスがトップマネジメントチームの構成に与える影響を実証的に分析した。本研究の結果をまとめると以下のようになる。本研究はまず、日本企業のトップマネジメントチームの構成について初めて実証的に分析している。ここで明らかにされたのは、日本企業でトップマネジメントチーム改革はある程度進んでいるものの、改革を行っていない企業も多いということである。CEO が誰かを明示している企業がわずか 11%しかなく、CxO 制度を導入している企業も少ないことが示されている。本研究ではまた、コーポレートガバナンスとトップマネジメントチーム改革の関係について実証的に分析している。

本研究にはいくつかの限界がある。一つは、トップマネジメントチームに関する情報を収集し、整理することが困難であるため、パネルデータではなく、クロスセクションデータを用いていることである。このため、パネルデータ分析の手法を用いることができない。ただし、トップマネジメントチームの分析は先行研究の多くも限られたデータセットを用いていることに注意をする必要がある(Kaczmarek and Ruigrok, 2013)。これは、トップマネジメントチームについてまとまった情報を入手することが困難であるためである。もう一つの限界は、我々の研究では取締役会改革を外生変数として取り扱っていることである。先行研究では、どのような企業が女性取締役を導入する傾向にあるかということが分析されている。この点を考慮した分析は今後の課題である。

さらに、本研究では、トップマネジメント改革を行うことが望ましいことであると暗黙に想定している。多くの状況でトップマネジメント改革が行うことが望ましいとは考えられる一方で、あるべきトップマネジメントチームは企業によって異なるとも考えられる。今回の分析においては先行研究にならい、多角化、海外売上高比率等を説明変数に含めてはいるものの、どのようなトップマネジメントチームのあり方が望ましいかというのは実証的に分析される必要があるであろう。特に、トップマネジメントチーム改革が企業の業績にプラスの影響を与えるかどうかというのは実証的な課題である。

以上が実証的な分析における結果と限界であるが、本分析結果は、今後日本企業がコーポレートガバナンス改革を進める上で、幾つかの示唆を含んでいる。以下、その見解を述べる。

第一に、トップマネジメントチーム改革の必要性である。CEO が誰かを明示している企業や CxO 制度を導入している企業は極めて限定的であった。つまり、多くの企業で経営執行における役割と責任が明確ではないのが現状である。大きな環境変化に直面する中で、迅速かつ適切に意思決定するためには、役割と責任が明確なトップマネジメントでチーム構成されていることが必要である。また、外国人持株比率が高い企業では CxO 制度が導入される傾向にあり、特に外国人投資家は、経営における意思決定の役割と責任の明確化を求めていることも示唆している。投資家にとって、最高意思決定者が誰でどのような考えを持っているかは、その企業を評価し投資判断をする上で不可欠な情報である。これらの点から見て、多くの日本企業においてトップマネジメント改革を行うことが必要であると考えられる。

第二に、取締役会のあり方を各社が考えることの必要性である。取締役会のあり方がトップマネジメントチームのあり方にも影響していた。これは、執行と監督は相互に影響を与え合うものであり、自社のトップマネジメントチームのあり方を考え執行機能を強化するためには、同時に取締役会のあり方を各社が考える必要があることを示唆している。監督が機能するためには、執行も適切なトップマネジメントチームで構成される必要があるともいえよう。取締役会はトップマネジメントチームの構成メンバーを選任する重要な役割があることを再認識し、経営における意思決定者の役割と責任を明確化するとともに、トップマネジメントチームの構成を最適化すべく適切なメンバーの選任を通じて、執行機能を強化させることが必要である。

第三に、執行側のダイバーシティが十分に進んでいないことの認識である。外国人持株比率が高い企業では CxO 制度が導入される傾向にある一方で、トップマネジメントチームにおける女性比率や外国人比率に与える影響は有意ではない結果であった。これは、トップマネジメントチーム改革の中でも、ダイバーシティまでは必ずしも進んでいないことを示唆している。先行研究では、欧州企業において、トップマネジメントチームなどのシニアマネジメント層における女性比率と ROA に正の相関があることを指摘している(Christiansen et al., 2016)。また、日本企業のグローバル経営が進む中では、前述した武田薬品工業の事例のように、海外の市場や文化に造詣の深い多国籍メンバーをトップ

マネジメントチームに加えることで、海外拠点のビジネスをより的確にマネジメントできる可能性が高まることが期待できる。トップマネジメントチームのダイバーシティを確保することは、イノベーションを創出し、人的資本の拡大を通じて価値創造に結びつけられることが期待される。トップマネジメントチームの構成の決定要因を分析し、その結果を取締役会およびトップマネジメントチームの改革に繋げていくことは、企業価値の向上の観点から有効な施策であると考えられる。

第四に、人的資本経営の推進への期待である。2022 年に経済産業省が公表した「人的資本経営の実現に向けた検討会 報告書」（人材版伊藤レポート 2.0）を代表として、日本の企業経営においては人財に関する注目度が高まっており、人的資本に関する課題や議論が認識されつつある。こうした中、従業員のみならず、トップマネジメントチームを構成するシニアマネジメント層も企業経営における重要な「人財」として位置付けられると考えられる。その多様性の確保や、執行への権限移譲による役割と責任の明確化を進め、トップマネジメントのチームとしての人財価値を高めていくことが、企業全体の人的資本経営の強化にも貢献するものと考えられる。

本研究では、取締役会改革とトップマネジメントチーム改革の一定の関係性を示すことができた。執行と監督は相互に影響を与え合うものであるともいえる。2022 年 7 月に再改訂された「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」でも、ガバナンス・システムの改善を通じて企業価値を高めるためには、取締役会を核とする監督機能の強化だけではなく、執行側と監督側の双方の機能強化を相乗的に推し進めていく意識が必要であるとされている。しかし、執行と監督のそれぞれの機能が双方で強化されることで、企業価値の向上に結びつくという直接的な因果関係までは明らかにできていない。全体最適の視点からは、執行と監督の双方を結びつけるコーポレートセクレタリーが果たす役割も重要な影響を与えているかもしれない。この点については、この先の日本企業のコーポレートガバナンス改革における重要な鍵を握ると考えられ、今後の研究を通じて明らかにしていきたい。コーポレートガバナンス改革への真摯な取組みが、企業価値の向上に具体的に貢献し得ると示すことは、コーポレートガバナンスのあり方やその改革の効果を模索する企業にとっての道標になると考えられる。

References

Adams, Renée B., and Daniel Ferreira. "A Theory of Friendly Boards." The Journal of Finance 62, no. 1 (February 2007): 217–50. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x.

Adams, R.B., Ferreira, D., (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. Journal of Financial Economics, 94, 291–309.

Adams, Renée B., Benjamin E. Hermalin, and Michael S. Weisbach. "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey." Journal of Economic Literature 48, no. 1 (2010): 58–107.

Ahmadjian, Christina L., and Gregory E. Robbins. 2005 "A clash of capitalisms: Foreign shareholders and corporate restructuring in 1990s Japan" American Sociological Review, 70 (3): 451–471.

Barro, J., and R. Barro. 1990. "Pay, Performance, and Turnover of Bank CEOs." Journal of Labor Economics 8, no. 4: 448-81.

Bertrand, M., Schoar, A., 2003. Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies, The Quarterly Journal of Economics 118(4), 1169–1208.

Black, B., and W. Kim [2012], "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data," Journal of Financial Economics 104(1), 203–226.

Bloom, N., Van Reenen, J., 2010. Why Do Management Practices Differ across Firms and Countries? Journal of Economic Perspectives 24(1), 203–224.

Brinkhuis, E., Scholtens, B., 2018. Investor response to appointment of female CEOs and CFOs. The Leadership Quarterly 29(3), 423-441. https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.08.002

Buchanan, John, Dominic H. Chai, Simon Deakin. 2012 Hedge Fund Activism in Japan The Limits of Shareholder Primacy Cambridge University Press, Cambridge, UK

Campbell, K., Mínguez-Vera, A., 2008. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. Journal of Business Ethics 83(3), 435-451. https://doi.org/10.1007/s10551-007-9630-y

Cannella, Jr. AA, Park JH, Lee HU (2008) Top management team functional diversity ad firm performance: Examining the roles of team member colocation and environmental uncertainty, Academy of Management Journal 51(4) 768 - 784

Collis, David, David Young, and Michael Goold. "The Size, Structure, and Performance of Corporate Headquarters." Strategic Management Journal 28, no. 4 (April 2007): 383–405. https://doi.org/10.1002/smj.595.

Conyon, M.J., He, L., 2017. Firm performance and boardroom gender diversity: a quantile regression approach. Journal of Business Research 79(C), 198-211. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.006

Coughlan, A., Schmidt, R., 1985. Executive compensation, management turnover, and firm performance: an empirical investigation. J. Account. Econ. 7, 43–66.

Christiansen, Lone, Huidan Lin, Joana Pereira, Petia B. Topalova, Rima Turk-Ariss (2016) Gender Diversity in Senior Positions and Firm Performance: Evidence from Europe, IMF Working Paper No. 16/50

Dahya, Jay, John J. McConnell, and Nickolaos G. Travlos. "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover." The Journal of Finance 57, no. 1 (February 2002): 461–83. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00428.

Dahya, J., and J. J. McConnell [2007], "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation," Journal of Financial and Quantitative Analysis 42(3), 535–564.

Denis, D., Denis, D., Sarin, A., 1997. Ownership structure and top executive turnover. J. Financ. Econ. 45, 193–221.

Dezso, C.L., Ross, D.G., 2012. Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. Strategic Management Journal 33(9), 1072-1089. https://doi.org/10.1002/smj.1955

Duchin, R., J. G. Matsusaka, and O. Ozbas [2010], "When Are Outside Directors Effective?" Journal
of Financial Economics 96(2), 195–214.

Estelyi, K. S., & Nisar, T. M. (2016). Why do firms get foreign nationals on their boards? Journal of Corporate Finance, 39, 174-192.

Faccio, M., Marchica, M.-T., Mura, R., 2016. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. Journal of Corporate Finance 39, 193-209. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.008

Fauver, L., M. Hung, X. Li, and A. G. Taboada [2017], "Board Reforms and Firm Value: Worldwide Evidence," Journal of Financial Economics 125(1), 120–142.

Finkelstein, S., Hambrick, D.C., Cannella, A.A., 2009. Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards. New York: Oxford University Press. https://doi.org/10.5860/choice.46-5122

Fukao, Kyoji, Keiko Ito, and Hyeog Ug Kwon. 2005 "Do Out-in M&As Bring Higher TFP to Japan? An Empirical Analysis Based on Micro-data on Japanese Manufacturing Firms," Journal of the Japanese and International Economies, 19(2): 272–301

Ferrier, W. J., & Lyon, D. in press. Competitive repertoire simplicity and firm performance: The moderating role of TMT heterogeneity. Managerial and Decision Economics.

Green, C.P., Homroy, S., 2018. Female directors, board committees and firm performance. European Economic Review 102, 19-38. https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2017.12.003

Gregory-Smith, I., Main, B.G., O'Reilly, C.A., 2014. Appointments, pay and performance in UK boardrooms by gender. The Economic Journal 124(574), 109-128. https://doi.org/10.1111/ecoj.12102

Peder Greve, Torsten Biemann, Winfried Ruigrok, 2015, Foreign executive appointments: A multilevel examination, Journal of World Business, 50, 4, 674-686

Guadalupe, Maria, Hongyi Li, and Julie Wulf. "Who Lives in the C-Suite? Organizational Structure and the Division of Labor in Top Management."

Management Science 60, no. 4 (April 2014): 824–44. https://doi.org/10.1287/mnsc.2013.1795.

Guner, B., Malmendier, U., Tate, G., 2008.Financial expertise of directors Journal of Financial Economics 88, 323–354

Hamao, Y., Matos, P. 2018. "US-style investor activism in Japan: The first ten years?" Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 48(C), pp. 29–54.

Hambrick, D. C, & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers, Academy of Management Review, 9,2,193-206

Hanousek, J., Shamshur, A., Tresl, J., 2019. Firm efficiency, foreign ownership and CEO gender in corrupt environments. Journal of Corporate Finance 59, 344-360. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.06.008

Hermalin, Benjamin E, and Michael S Weisbach. "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature," 2003, 20.

Hermalin, Benjamin E., and Michael S. Weisbach. "Assessing Managerial Ability: Implications for Corporate Governance" In The Handbook of the Economics of Corporate Governance, 1:93–176. Elsevier, 2017. https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.001.

D. Jenter and F. Kanaan, CEO turnover and relative performance evaluation The Journal of Finance, 70 (2015), pp. 2155-2184, 10.1111/jofi.12282

John, K., and L. W. Senbet [1998], "Corporate Governance and Board Effectiveness," Journal of Banking & Finance 22(4), 371–403.

Kaczmarek, Szymon, Satomi Kimino, and Annie Pye. "Antecedents of Board Composition: The Role of Nomination Committees: ANTECEDENTS OF BOARD COMPOSITION." Corporate Governance: An International Review 20, no. 5 (September 2012): 474–89. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00913.x.

Kang, J., Shivdasani, A., 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. J. Financ. Econ. 38, 29–58.

Kaplan, S., Minton, B., 2012. How has CEO turnover changed? Int. Rev. Financ. 12,57–87.

Kaczmarek, Szymon, and Winfried Ruigrok. "In at the Deep End of Firm Internationalization: Nationality Diversity on Top Management Teams Matters." Management International Review 53, no. 4 (August 2013): 513–34. https://doi.org/10.1007/s11575-012-0159-7.

Khan, W. A., Vieito, J. P., 2013. CEO gender and firm performance. Journal of Economics and Business 67, 55-66. https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003

Kimura, Fukunari and Kozo Kiyota 2007 "Foreign-owned versus domestically-owned Firms: economic performance in Japan, " Review of Development Economics, 11(1): 31–48

Kirsch, A. 2018. The gender composition of corporate boards: a review and research agenda. The Leadership Quarterly 29(2). https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.06.001

Kor, Y. T. 2003. Experience-based top management team competence and sustained growth. Organization Science, 14: 707–719.

Kolev, G.I., 2012. Underperformance by female CEOs: a more powerful test. Economics Letters 117(2), 436-440. https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.06.028

Kubo, K. 2014 "Japan: Limits to investment fund activity." In: H. Gospel, A. Pendleton, and S. Vitols (eds), Financialization, New Investment Funds, and Labor: An International Comparison. Oxford: Oxford University Press. pp. 290–312.

Kubo, Katsuyuki, and Thanh Thi Phuong Nguyen. "Female CEOs on Japanese Corporate Boards and Firm Performance." Journal of the Japanese and International Economies 62 (December 2021): 101163. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2021.101163.

Lam, K.C., McGuinness, P.B., Vieito, J. P., 2013. CEO gender, executive compensation and firm performance in Chinese - listed enterprises. Pacific-Basin Finance Journal 21(1), 1136-59. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2012.08.006

Levi, M., Li, K., Zhang, F., 2014. Director gender and mergers and acquisition. Journal of Corporate Finance 28(C), 185-200. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.005

Liu, Y., Zuobao, W., Feixue, X., 2014. Do women directors improve firm performance in China? Journal of Corporate Finance 28, 169-184. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016

Masulis, Ronald W., Wang, C., Xie, F., 2012. Globalizing the boardroom—The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. Journal of Accounting and Economics, Elsevier, vol. 53(3), 527-554.

Matsa, David A, and Amalia R Miller. "Chipping Away at the Glass Ceiling: Gender Spillovers in Corporate Leadership." American Economic Review 101, no. 3 (May 1, 2011): 635–39. https://doi.org/10.1257/aer.101.3.635.

Miletkov, M., Poulsen, A., Wintoki, M.B., 2016. A multinational study of foreign directors on non-U.S. corporate boards. Journal of International Business Studies 48, 267–292

Miyajima, Hideaki and Fumiaki Kuroki 2007 "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications," in Aoki, Masahiko, Gregory Jackson and Hideaki Miyajima eds., Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity, Oxford University Press, Oxford

Miyajima, Hideaki and Keisuke Nitta 2011 "Kabusiki syoyukozono tayokato sono kiketsu (Diversification of Ownership Structure and its Effect on Performance)," in Miyajima, H., ed. Nihon no kigyo tochi (Corporate Governance in Japan) (in Japanese), Toyokeizai Shimposha, Tokyo

Miyajima, Hideaki, Ryo Ogawa, and Takuji Saito. "Changes in Corporate Governance and Top Executive Turnover: The Evidence from Japan." Journal of the Japanese and International Economies 47 (March 2018): 17–31. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2017.12.006.

Morikawa, M. (2020) Effects of outside directors on firms' investments and performance: Evidence from a quasi-natural experiment in Japan. Journal of The Japanese and International Economies 56, 101074.

Oxelheim L., and Randøy, T., (2013). Globalization of monitoring practices: the American influence on dismissal performance sensitivity of European CEOs. Journal of Economics and Business 70, 3-15.

Pisani, Niccolò, Alan Muller, and Paula Bogăţan. “Top Management Team Internationalization and Firm-Level Internationalization: The Moderating Effects of Home-Region Institutional Diversity and Firm Global Focus.” Journal of International Management 24, no. 3 (September 2018): 239–56. https://doi.org/10.1016/j.intman.2018.01.002.

Sila, V., Gonzalez, A., Hagendorff, J., 2016. Women on board: does boardroom gender diversity really affect firm risk? Journal of Corporate Finance 36, 26-53. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003

Tanaka, T., 2019. Gender diversity on Japanese corporate boards. Journal of the Japanese and International Economies 51, 19-31. https://doi.org/10.1016/j.jjie.2018.08.003

Warner, J., Watts, R., Wruck, K., 1988. Stock prices and top management changes. J. Financ. Econ. 20, 461–492.

Weisbach, M., 1988. Outside directors and CEO turnover. J. Financ. Econ. 20, 431–460.

久保克行　内ヶ﨑茂　鈴木啓介　山内浩嗣　瀬古進　(2019a) 英国企業の取締役会およびトップマネジメントチームにおける多様性戦略〔上〕
旬刊 商事法務　No.2209 (9 月 15 日号) 45-53

久保克行　内ヶ﨑茂　鈴木啓介　山内浩嗣　瀬古進　(2019b) 英国企業の取締役会およびトップマネジメントチームにおける多様性戦略〔下〕－日本企業のコーポレートガバナンス改革への示唆－
旬刊 商事法務　No.2211 (10 月 5･15 日合併号)92-101

付表　変数一覧

変数名	定義	ソース
NumTMT1	Top Management Team の人数。TMT=Executive(NED 除く)+CxO+Predident。以下の計算で TMT の人数はこちらを用いる	Osiris
NumTMT2	TMT1 に常勤取締役を追加したもの	Osiris
TB 重複率 1	TB1=TMT と BoD 兼務者人数/BoD 人数。個別企業ごとに計算	Osiris
TB 重複率 2	TB2=TMT と BoD 兼務者人数/TMT 人数。個別企業ごとに計算	Osiris
TB 重複率 3	TB3=TMT と BoD 兼務者人数/(TMT+BoD)人数。個別企業ごとに計算	Osiris
TMT 女性比率	TMT の女性比率	Osiris
TMT 外国籍比率	TMT の外国籍比率	Osiris
CxO flag	主要 9CxO が存在する場合は 1、そうでない場合は 0。CEO は除く	Osiris
CxO flag2	主要 9CxO が 2 つ以上存在する場合は 1、そうでない場合は 0。CEO は除く	Osiris
CxO flag3	CEO または主要 9CxO が存在する場合は 1、そうでない場合は 0	Osiris
CEO flag	CEO が存在する場合は 1、そうでない場合は 0	Osiris
対数売上高	対数売上高	Nikkei
R&D intensity	R&D intensity=研究開発費 / 売上高	Nikkei
pct foreign	海外売上高比率	Nikkei
HHI	HHI=プロダクト別売上高割合の 2 乗和	Factset
業歴	企業年齢	Nikkei
NEDdivBoD	社外取人数 / 取締役人数	BoD は Osiris、NED は役員四季報
founderCEO	創業者企業の場合 1、そうでない場合 0	有価証券報告書
BoD 人数	BoD の人数	Osiris
BoD 女性比率	BoD 女性比率	Osiris
BoD 外国籍比率	BoD 外国籍比率	Osiris
BoD 平均年齢	BoD 平均年齢	Osiris
NED 女性比率	NED 女性比率	Osiris+役員四季報
NED 外国籍比率	NED 外国籍比率	Osiris+役員四季報
INST	国内企業持株比率	Nikkei
FRGN	外国企業持株比率	Nikkei
DOMI	支配会社持株比率(支配会社(15%超保有法人)の株式保有比率合計)	Nikkei CGES
CROSS	持合比率(相互株式保有が可能な公開会社による株式保有比率合計)	Nikkei CGES
CEOIR	社長持株比率	Nikkei CGES
Cflag1	指名委員会等設置会社フラグ	Nikkei
Cflag2	監査等委員会設置会社フラグ	Nikkei
ROA	ROA	Nikkei
deltaROA1Y	ROA の 1 年変化幅	Nikkei
deltaROA3Y	ROA の 3 年変化幅	Nikkei