

〔レフリー論文 原著〕

# 上場企業の機関設計における 独立社外取締役人数の変化率と企業価値向上との関係性

阿部 紳史

The relationship between the rate of change in the number of independent directors in the institutional design of listed companies and the increase in corporate value

ABE, Shinji

本研究の目的は、日本の上場企業における3つの機関設計である、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社および監査役会設置会社が2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入、2021年の会社法改正を受けて、独立社外取締役を増加させることで、企業価値を向上させているのかを明らかにすることである。本稿では独立社外取締役を増加させる制度改革は、日本の上場企業において経営と執行を分離し、独立社外取締役がモニタリング機能を発揮することを企図している。コーポレートガバナンス・コードを公表した2015年以降、東京証券取引所と金融庁は2018年、2021年に改訂し、モニタリング・モデルによるコーポレートガバナンスの強化を図っている。2022年に経済産業省が機関設計を「取締役会の監督特化を指向」「取締役会の意思決定機能を重視しつつ監督機能強化を指向」に分類し、取締役会の在り方を提示した。

本研究では、機関設計別にTobin's QとROAを被説明変数、独立社外取締役人数の変化率などを説明変数として、TOPIX500の企業451社（金融を除く）を対象に、機関設計別に企業価値評価と独立社外取締役人数の変化率について、重回帰分析を用いた実証を行った。その結果、特に監査等委員会設置会社に移行した翌年度（ $t + 1$ ）において、Tobin's Q、ROAとも正の有意な関係であるなどの経験的証拠を得ることができた。

キーワード：機関設計（Institutional Design）、コーポレートガバナンス（Corporate Governance）、モニタリング・モデル（Monitoring Model）、独立社外取締役（Independent Director）、企業価値（Corporate Valuation）

## 1. はじめに

### 1.1 本研究の背景

日本政府は2014年6月に日本再興戦略で「成長への道筋」として、コーポレートガバナンスの強化を成長戦略に明記した。同年8月に経済産業省（2014）は、「持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト（伊藤レポート）を公表し、日本にもコーポレートガバナンスの実効性の発揮をめざし、中長期的に資本コストを上回るROEの目安として最低限8%を掲げ、その達

成により企業価値を向上させ、海外からの投資を呼び込むことを狙った。

2015年3月には東京証券取引所（以下、東証）と金融庁が、東証に上場する企業に対して、コーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）原案を公表し、国内でコーポレートガバナンスの実質的な議論が始まった。上場企業における機関設計は、現在、日本独自の監査役会が監査（マネジメント・モデル）を担う監査役会設置会社と社外取締役を活用した取締役会による監督機能の強化（モニタリング・モデル）をめざし、2003年に導入した指名委員会等設置会社、2015

年に導入した監査等委員会設置会社がある。

## 1.2 問題意識と研究の意義

保坂・山口・栗原 (2022) は、経済産業省コーポレート・ガバナンス・システム研究会（以下、CGS 研究会）第 3 期で、3 つの機関設計について「海外から見ても分かりやすいシンプルな形式への移行を検討する」<sup>1)</sup> 必要性を指摘する。円谷 (2022) では社外取締役の選任と日本企業の業績や株価との相関について、2010 年代前半は正の相関が観察されたが、2010 年代後半では相関が無くなったと分析する。その要因を 2015 年前後までの一部企業の改革は自発的かつ積極的なため、社外取締役選任を含むガバナンス改革が企業パフォーマンスと正の相関を示した可能性を挙げ、2015 年前後を境に「仕方なく」形を整える企業が増えたため、相関が見られなくなったと解説する。

東京証券取引所 (2023) は、中長期的な企業価値向上に向けた取り組みの動機付けとして、2022 年 4 月の市場再編が上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的としていることを踏まえれば、全上場会社の約半数が PBR（株価純資産倍率）1 倍割れの状況を改善しない限り意味がないとの見解を示す。中長期的には、純資産の増大を目指すバランスシート経営や現預金を重視するキャッシュフロー経営に移行していく必要があるとし、資本コスト（WACC）を ROE が上回る企業価値向上策を求めている。

以上のように、CG コードの適用から 8 年が

経過し、監査等委員会設置会社への移行が増加するなか、機関設計の割合（表 1）に変化が生じており、本研究では社外取締役の増員と企業価値向上について、明らかにすることを目的とする。

## 2. 先行研究

### 2.1 モニタリング・モデル

Eisenberg (1975) は、取締役会が本来果たすべき機能を経営陣、CEO（最高経営責任者）の監督とすることを提唱し、この取締役会の在り方をモニタリング・モデルとした。神田 (2021) は、モニタリング・モデルについて取締役会は基本戦略の決定に限定し、業績や経営評価は社外取締役が行うことを重視する考え方で定義する。

Nguyen and Nielsen (2010) は、モニタリング・モデルに関わる実証研究は社外取締役の導入により企業価値、業績、経営者交代が増えるなど社外取締役の有効性を示すものが多いと指摘する。日本企業に関する研究でも、宮島・小川 (2012)、齋藤 (2011) は社外取締役を活用したモニタリング・モデルが企業価値向上に寄与すると報告している。

Adams and Ferreira (2007) は、取締役会の独立性と内部情報量にはトレードオフの関係があるとした。株主と経営者間の情報の非対称性について Hermalin and Weisbach (1998) は、CEO と取締役会の相互作用を分析した結果、CEO は企業業績が悪いと交代する傾向が高く、

表 1 東京証券取引所市場第 1 部・プライム市場の機関設計別比率（年）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
指名委員会等設置会社	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	2.9%	3.2%	3.9%	3.9%
監査等委員会設置会社	18.1%	21.9%	24.4%	26.8%	30.4%	34.2%	38.5%	39.6%
監査役会設置会社	78.8%	75.0%	72.7%	70.2%	66.7%	62.6%	57.6%	56.4%

出所：2016 年 - 2021 年は日本取締役協会 (2021)、2022 年 - 2023 年は東証コーポレートガバナンス情報サービス (2023 年 5 月 8 日閲覧) をもとに筆者作成。2023 年 5 月時点の導入数は指名委員会等設置会社 (73 社)、監査等委員会設置会社 (726 社)、監査役会設置会 (1,034 社)。

特に取締役会の独立性が高い場合に解任される傾向を示した。

CG コードは2018年と2021年に改訂され、2021年改訂では、東証プライム市場の企業に対して、原則4-8において、取締役会における独立社外取締役<sup>2)</sup>比率を「少なくとも3分の1以上選任すべき」としたほか、補充原則4-8<sup>③</sup>では支配株主を有する上場企業に対して「独立社外取締役を過半数選任」するなどの取り組みを求めるなど、最上位市場に対する社外取締役を活用したモニタリング・モデルの浸透を打ち出している。

しかし、上村(2021)は、会社法で機関構造の選択肢が肯定される中で、機関構造の優劣を証券取引所が市場区分に対応して、上場審査の過程で事実上押しつけるのは問題であるとする。その結果、「Comply or Explain」ルールのはずが、CGコードが事実上の準強行法規的意味を持つなら本末転倒であると指摘する。

Ferreira and Matos (2008) が27カ国で株式保有をする機関投資家を対象に実施した研究では、海外の機関投資家などの保有割合が高い企業は、企業価値が高く業績も良く設備投資額が少ない。このことから、機関投資家はモニタリングに寄与していることが検証されており、株主の代理人である取締役会構成員が、株主価値の毀損となる経営者の裁量的行動を防ぐために監視する役割を果たすモニタリング機能を果たしているともいえる。モニタリング・モデルの取締役会の在り方について塚本(2021)は、指名委員会や報酬委員会を中核とする監督機能や業務執行者からの独立性を確保した上で、取締役の選任や増員、取締役会の決議事項件数のスリム化が重要となると指摘する。

## 2.2 取締役会と社外取締役

Cadbury (1992) は、取締役会で独立社外取締役の能力を発揮するには少なくとも3人以上の選任が必要であるとし、齋藤・宮島・小川(2016)は、独立社外取締役について、経

営者交代の業績感応度を高めるには、2人以下は規律付け効果が低下すると指摘した。金融庁(2020)がまとめた各国のCGコードなどの規定における社外取締役の人数要件では、日本は2人以上とし最低人数になっており、英国、米国、フランス、イタリア(大規模会社のみ)、オーストラリア、シンガポール、スウェーデン、韓国(大規模会社への推奨)は過半数以上としている。International Corporate Governance Network (2020) は、日本に対して取締役会における社外取締役比率について、東証のプライム市場は過半数、その他市場でも3分の1以上が必要と提言する。Fauver, Hung, and Taboada (2017) は、1990年から2012年の間に行われた41カ国における法改正やCGコード導入による取締役会改革の効果を分析し、特に取締役の独立性を高める改革が平均的に企業価値を向上させていると報告した。Denis and Denis (1995) は、CEOの交代後に会社の業績が改善することを分析、社長の選解任を通じた取締役会による規律付けが機能していることを示唆する。

Borokhovich, Parrino, and Trapani (1996) は取締役会で社外取締役が過半数を占める場合、会社の業績悪化に際して社長を交代させる可能性が高いことを示した。

齋藤(2011)によると日経500の上場会社の取締役構成の決定権を経営者が保有している場合、改善が進まない可能性があり、解決策として社外取締役導入の義務付けが必要だと指摘している。宮島・小川(2012)は、2005年から2010年の東証1部上場企業を対象に、取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果を検証した。検証の結果、社外取締役の導入効果は企業特性によって異なること、情報獲得が容易かつ、資本市場の圧力の低い企業を中心に、社外取締役の選任は企業価値を引き上げる可能性が高いにも関わらず、経営者の私的利益のために選任が遅れる企業が存在することを示した。

森川(2019)は、社外取締役の増員が翌期と翌々期のROAや生産性に与える変化作用を分

析し、コーポレートガバナンス改革により上場企業は、急速に社外取締役の登用および増員を実施したが、積極的な投資やリスクを負った行動を促した証拠はなかったと指摘する。

Coles, Daniel, and Naveen (2014) は、社外取締役の監督機能に影響を与えている要因は独立性よりも就任のタイミングが重要であると指摘している。Balsmeier, Fleming, and Manso (2017) は、独立性の高い取締役会は研究者の数が多いため、技術に焦点を当てる傾向があり、リスクの高い研究は増えていないとした。Dahya, McConnell, and Travlos (2002) の研究では、CEO の離職率と企業業績との関係について、ロンドン証券取引所に上場する 460 社を対象に実証調査した結果、社外取締役を増員した企業で ROA が向上した。また、Dahya and McConnell (2007) は社外取締役と業績への効果と同市場 1,124 社で検証した結果、社外取締役 3 人以上を初選任した企業は導入後 3 事業年度で ROA が改善したとする。

### 2.3 企業価値評価

田村 (2015) は、欧米企業で ROE と ROIC は、DCF 評価上のフリーキャッシュフローと密接な関係があり経営指標とする企業が多いと分析する。加賀谷 (2015) は 1990 年から 2015 年の間、日本企業は PBR も ROA も低下しており、特に ROE は低水準にあるとの分析をまとめた。2012 年に売上高が 30 億ドル以上の 27 カ国 1,548 社を対象に、2006 年から 2012 年までのデータを集計し、日本企業の企業価値を比較した Arikawa, Inoue, and Saito (2018) の研究では、日本は ROA, ROE の中央値が最下位、Tobin's Q も 25 位であった。

### 2.4 コーポレートガバナンス・コード

Renders, Gaeremynck, and Sercu (2010) は、欧州 14 カ国を対象とした研究で、優れた企業統治を採用する企業は業績 (Tobin's Q, ROA) も優れている。自国の CG コードが優

れているほど同国の企業のコーポレートガバナンスは優れた傾向がある。27 カ国 539 社を対象に、少数株主保護について調査した La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (2002) は、少数株主保護が強い国ほどその国の企業の Tobin's Q は高いことをまとめた。大杉 (2022) は 2021 年の CG コード改訂について、2022 年 4 月の東証市場区分の再編と関連付け、特に原則 4-8 はプライム市場の企業に厳格なルールを求めていると指摘する。

### 2.5 日本における上場企業 3 つの機関設計

日本における機関設計は、1950 年 (昭和 25 年) 改正商法で、取締役会は業務執行を決定する機関と位置づけたが、取締役の職務執行の監督は明文化されていない。監督権限が明記されたのは 1981 年 (昭和 56 年) 商法改正第 260 条 1 項だった。2003 年に導入した指名委員会等設置会社は、業務執行に関する決定権限を取締役会から執行役に委任 (会社法第 416 条 4 項) することで、経営と執行の分離によりモニタリング・モデルが確立する (田中, 2020)。しかし、東証全上場の導入企業数が 87 社 (2023 年 5 月 3 日時点) に留まる理由は、後継者指名を社外取締役が過半数の指名委員会に託すこと、役員報酬も社外取締役が過半数の報酬委員会に委ねることへの抵抗感などが考えられる。

監査役会設置会社は、社外監査役が過半数を占める監査役会が監査業務を担う。機関設計上、社外監査役、社外取締役とも 2 名以上が必要だが、指名と報酬の両委員会の設置は任意であり、監査役会は取締役会での議決権はないが、取締役の職務執行を監査する機関であることから、取締役に対する事業報告請求や会社業務・財産状況調査などの権限を有する。

監査等委員会設置会社は、社外取締役 2 名以上が必要で、監査等委員会の過半数は社外取締役 (会社法第 331 条第 6 項) を求める。監査等委員会設置会社は、監査役に代わり過半数の社外取締役を含む取締役 3 名以上で構成する監

査等委員会が、取締役の職務執行の組織的監査を担う。しかし、指名委員会等設置会社では設置義務（会社法第2条12）があった指名委員会と報酬委員会を任意としたことで、指名委員会等設置会社よりもモニタリング・モデルの実効性がやや劣る懸念がある。酒井（2016）は監査等委員会設置会社を「簡易型モニタリング・モデル」と称している。大杉（2020）は、監査等委員会設置会社の中には監査役会設置会社に近い考え方と距離を置いた制度運用の指向が混在していると分析している。

監査等委員会設置会社でも取締役会の過半数が社外取締役である場合（会社法399条の13第5項）、または、定款で定めた場合（会社法399条の13第6項）には、業務に関する決定権限や業務執行を取締役会から取締役に移譲することで、執行と監督の分離が明確となり、取締役会は監督機能に注力することができる制度である。しかし、会社法399条の13第5項の適用には、指名委員会等設置会社以上に経営と執行の分離が進むモデルとなるため、TOPIX500の企業で監査等委員会設置会社を導入する134社（金融業など除く。2023年4月8日現在）のうち、同5項を採用した企業は2社（15%）に留まり、93.3%の企業（125社）は同第6項を採用した。同6項が求める、定款へ定めるには、株主総会での特別決議が必要となる。原則は議決権を行使できる株主の過半数が出席し、その出席した株主の議決権の3分の2以上の賛成で決議が可能となる。しかし、定めた定款の多くは「取締役会の決議によって重要な業務執行の決定の全部または一部を取締役に委任することができる」との記述に留まる事例が多く、経営と執行の分離が観察可能か、更なる実証研究が必要である。

### 3. 研究方法

#### 3.1 仮説

経済産業省（2022）が位置付けする「取締役会の監督（モニタリング）特化を指向」（指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社）、

「取締役会の意思決定機能（マネジメント）を重視しつつ監督機能（モニタリング）強化を指向」（監査役会設置会社）では企業価値の向上に変化を生じさせた可能性がある。Fauver et al. (2017) は、1990年から2012年の間、41カ国における法改正やCGコード導入による取締役会改革の効果を分析し、法律の義務化よりもCGコードを採用した国の方が、企業価値を向上させているとの実証結果をまとめている。

日本の社外取締役の現状について、会社法327条の2で設置の義務付けはあるが、実質的には、各企業はCGコードの「Comply or Explain」をベースに各企業の最適な取締役会構成が尊重される。しかし、日本のCGコードはComply率が非常に高く「各企業の最適な取締役会構成を尊重」した運営となっていない可能性が高い。本研究では、この問題について企業価値の向上を測る指標として、市場による企業価値評価のTobin's Q、会計情報に基づく企業収益性の評価となるROAを被説明変数に、独立社外取締役人数の変化率を説明変数に用いる。実証分析では齋藤（2017）や内田（2019）、阿部（2023）のモデルを基本に、企業価値と独立社外取締役の関連性を分析した先行研究（表2）を参考に、Tobin's Q、ROAを被説明変数として、CGコードの導入および改訂期の前期と当期の独立社外取締役人数の変化率に対して、翌期の実証データを用いて検証する。

本研究では、CGコードの「原則4-8」で独立社外取締役2名以上の導入推奨を規定していることから、機関設計別に独立社外取締役の増員（変化率）により、モニタリング機能が強化されて、企業価値が向上したかについて検証する。阿部（2023）では機関設計別に2SLSで実証、監査等委員会設置会社でt+1期で正に有意との分析結果を示した。以上をベースに下記の仮説を設定した。

仮説1 Tobin's Qと独立社外取締役人数の変化率の間には機関設計によってモ

表 2 主な先行研究のまとめ

先行研究	分析期間	分析対象	被説明変数	分析結果
齋藤 (2011)	1997 年～ 2008 年	日経 500	$\Delta$ ROA	有意にプラス
清水 (2011)	2004 年度～ 2008 年度	市場 1 部 621 社	Tobin's Q	有意にプラス
宮島・小川 (2012) <sup>注1)</sup>	2005 年～ 2010 年	市場 1 部	産業調整済み ROA	有意の有無が混在
内田 (2012)	2002 年～ 2011 年	全市場	Tobin's Q	有意にプラス ※株式持比率, 外国人持株比率
武田 (2012)	2012 年 3 月	市場 1 部 1,264 社	Tobin's Q	有意にプラス ※ ROA, 外国人持株比率
齋藤 (2017)	2012 年度～ 2017 年度	全上場	社外取締役人数の 変化率	有意なし (1 部, 新興市場)
野間 (2018)	2004 年～ 2016 年	全上場	社外取締役の導入 と未導入企業	有意にプラス ※ Tobin's Q, 産業調整済み ROA 等
内田 (2019) <sup>注1)</sup>	2014 年度～ 2016 年度	全市場 <sup>注2)</sup>	Tobin's Q, ROA 変 動, 株式変動ほか	有意にプラス ※社外取締役 2 名未満のみ
森川 (2019) <sup>注1)</sup>	2009 年度～ 2016 年度	約 3 万社	ROA, TFP	有意なし
Sako・Kubo (2019)	2004 年～ 2015 年	上場	ROA, Tobin's Q	有意の有無が混在
阿部 (2023) <sup>注1)</sup>	2014 年～ 2021 年	TOPIX 500 <sup>注2)</sup>	社外取締役人数の 変化率	有意にプラス※ Tobin's Q (監査等委員会設置会社 [t-1-t0 期])

注 1) 宮島・小川 (2012), 内田 (2019), 森川 (2019), 阿部 (2023) は独立社外取締役, その他は社外取締役の変数を使用。注 2) 分析対象は監査役会設置会社, 監査等委員会設置会社。

ニタリング・モデルの実効性により  
有意差が生じる

仮説 2 ROA と独立社外取締役人数の変化  
率の間には機関設計によってモニタ  
リング・モデルの実効性により有意  
差が生じる

### 3.2 分析対象

対象範囲は東証市場第 1 部 (現・プライム市  
場) の時価総額で約 9 割を占める TOPIX500 を  
対象として, 3 つの機関設計別に分類した。分  
析データは Bloomberg Professional Service か

ら 2014 年から 2021 年までの財務データを取得  
した (2022 年 9 月 30 日時点)。ROA の算出で  
は野間 (2018) が「当期純利益 / 総資産」, 森  
川 (2019) は「営業利益 / 総資産」としている  
が, 本研究では Bloomberg Professional Service  
と算出が同一の野間 (2018) を採用している。  
サンプル数は監査役会設置会社が 327 社, 監査  
等委員会設置会社は 92 社, 指名委員会等設置  
会社は 32 社の計 451 社である。なお本研究では,  
先行研究の齋藤 (2017), 野間 (2018) を参考に,  
東証 33 業種の銀行業, 証券・商品先物取引業,  
保険業, その他金融業を対象から除外した。

### 3.3 分析方法

Tobin's Q と ROA を被説明変数に、対数変換して正規分布に近づけるための Log 売上高、企業の資本コストを表す WACC、財務の安定性を測る負債／総資本比率、本業の収益性を評価する営業 CF／総資産比率、モニタリングの代理変数として外国人持株比率、モニタリング・モデルの代理変数の独立社外取締役人数の変化率を説明変数に用いる。しかし、監査等委員会設置会社は監査役会設置会社からの移行が多いため、移行した期を t0 期として分析する。変数の定義を表 3 にまとめた。

また、CG コードが改訂をする中で、東証スタンダード市場を中心に、社外取締役の導入に対する要請レベルが上がっていることから、独立社外取締役人数は前期と当期の変化率を変数として採用した。独立社外取締役人数の変化率（平均値）は高い順に、監査等委員会設置会社の t-1 期から t0 期が 1.546、監査役会設置会社の FY2014 から FY2015 の 1.252、同 FY2019 から FY2020 の 1.148、指名委員会等設置会社の FY2014 から FY2015 の 1.141 と続く。仮説検証は、多重共線性の問題を回避するため、OLS によって説明変数、コントロール変数の VIF を計測、全変数が 10 以下を条

件とした。誤差項の不均一分散の検討として Breusch-Pagan 検定、White 検定、F 検定を用いた。また、系列相関の検定として自己相関の Durbin-Watson ratio を用いる。頑健な標準誤差によるパラメータ推定値も用いて、分散不均一性を検証した。表 3 の変数を用いて下記の回帰式に機関設計別に仮説 1 は Tobin's Q、仮説 2 は ROA を被説明変数に実証分析（仮説 1 は表 4、仮説 2 は表 5）を行った。

仮説 1 の回帰式

$$Tobin's Q_{i,t} = a_0 + a_1 \text{独立社外取締役人数の変化率}_{i,t} + a_2 WACC_{i,t} + a_3 \text{Log 売上高}_{i,t} + a_4 \text{負債／総資本比率}_{i,t} + a_5 \text{営業 CF／総資産比率}_{i,t} + a_6 \text{外国人持株比率}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$i$  (企業) = 1, 2, 3, ..., N,  $t$  (年度, 期) = 1, 2, 3, ..., N

仮説 2 の回帰式

$$ROA_{i,t} = a_0 + a_1 \text{独立社外取締役人数の変化率}_{i,t} + a_2 WACC_{i,t} + a_3 \text{Log 売上高}_{i,t} + a_4 \text{負債／総資本比率}_{i,t} + a_5 \text{営業 CF／総資産比率}_{i,t} + a_6 \text{外国人持株比率}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$i$  (企業) = 1, 2, 3, ..., N,  $t$  (年度, 期) = 1, 2, 3, ..., N

表 3 実証分析で用いる変数と定義

変数名	定義
Tobin's Q	(株式時価総額 + 負債総額) / 総資産
ROA	当期純利益 / 総資産
Log 売上高	売上高の対数変換
WACC	[負債コスト × (負債合計 / 総資本)] + [優先株資本コスト × (優先株)] + [普通株式資本コスト × (普通株式資本 / 総資本)]
負債 / 総資本比率	負債 / 総資本
営業 CF / 総資産比率	営業キャッシュフロー / 総資産
外国人持株比率	外国人投資家の株式保有数 / 株式発行数
独立社外取締役人数の変化率	翌期・独立社外取締役人数 / 前期・独立社外取締役人数

出所：Bloomberg Professional Service をもとに筆者作成。

表 4 Tobin's Q を被説明変数にした仮説 1 の実証分析結果 (監査役会設置会社)

Model	1		2		3		4		5		6	
	監査役会設置会社											
対象期間	FY2016		FY2017		FY2018		FY2019		FY2020		FY2021	
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役変化率	0.007	-0.147	0.181	-0.347	0.267	0.348						
(前々期～前期)	(0.280)	(0.161)	(0.234)	(0.424)	(0.382)	(0.153)						
WACC	-0.022	-0.053	-0.164	0.071*	-0.050	0.004**						
	(0.089)	(0.078)	(0.140)	(0.039)	(0.068)	(0.024)						
Log 売上高	-1.533**	-1.148***	-1.792**	-1.688***	-1.705***	-1.250***						
	(0.774)	(0.211)	(0.819)	(0.735)	(0.643)	(0.397)						
負債総資本比率	-0.015	-0.046	-0.176	0.104	-0.008	-0.018						
	(0.076)	(0.052)	(0.109)	(0.089)	(0.058)	(0.055)						
営業 CF/総資産	1.731	1.033*	1.456	1.969	0.773	0.830						
	(2.937)	(2.303)	(1.932)	(3.719)	(2.222)	(2.614)						
外国人持株比率	0.021**	0.025***	0.039***	0.035**	0.041**	0.042***						
	(0.006)	(0.008)	(0.015)	(0.014)	(0.017)	(0.014)						
定数項	5.187***	5.365**	6.933**	4.828**	5.163**	4.284***						
	(2.450)	(2.534)	(3.393)	(2.031)	(2.096)	(0.879)						
N	286	315	317	318	316	297						
調整済み R <sup>2</sup>	0.166	0.154	0.204	0.215	0.235	0.264						
F 値	35.968	10.527***	14.525***	15.480***	17.091***	18.662						
Durbin-Watson ratio	1.928	1.988	1.971	1.994	1.885	1.829						
F 検定	20.307***	20.226***	24.176***	20.187***	28.337***	38.663***						
Breusch-Pagan 検定	19.085***	19.120***	22.595***	19.095***	26.157***	34.415***						
White 検定	162.534***	119.961***	191.153***	96.837***	138.303***	164.791***						

(注 1) \*p&lt;1 \*\*p&lt;0.05 \*\*\*p&lt;0.01 (注 2) カッコ内は標準誤差 (注 3) Model は全てロバスト標準誤差。



表4 Tobin's Q を被説明変数にした仮説1の実証分析結果 (監査等委員会設置会社) (つづき)

Model	7	8	9	10
機関設計	監査等委員会設置会社			
対象期間	t0 期	t+1 期	t+2 期	t+3 期
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役変化率 (前々期～前期)	-0.165 (0.280)	0.602* (0.315)	-1.239 (0.855)	-0.323 (0.457)
WACC	-0.137 (0.095)	-0.022 (0.090)	-0.067 (0.122)	-0.057 (0.071)
Log 売上高	-1.465** (0.625)	-0.956*** (0.362)	-1.558** (0.599)	-1.679*** (0.596)
負債/総資本比率	-0.004 (0.005)	0.001 (0.004)	0.001 (0.006)	0.001 (0.001)
営業 CF/総資産	24.562*** (8.326)	21.845*** (6.536)	37.907*** (10.753)	20.617*** (6.988)
外国人持株比率	0.019 (0.020)	0.016 (0.012)	0.019 (0.016)	0.032** (0.015)
定数項	4.518** (1.763)	1.323 (0.987)	4.368** (2.081)	4.590*** (1.493)
N	75	84	89	81
調整済み R2	0.495	0.559	0.609	0.458
F 値	13.091***	18.552***	23.808***	12.245***
Durbin-Watson ratio	1.917	2.116	2.040	2.022
F 検定	9.295***	45.848***	19.204***	30.330***
Breusch-Pagan 検定	8.471***	30.124***	16.093***	22.741***
White 検定	38.436*	63.908***	38.155*	63.724***

(注1) \*p<1 \*\*p<05 \*\*\*p<01 (注2) カッコ内は標準誤差 (注3) Model は全てロバスト標準誤差。

表 4 Tobin's Q を被説明変数にした仮説 1 の実証分析結果 (指名委員会等設置会社) (つづき)

Model	11	12	13	14	15	16
機関設計						
指名委員会等設置会社						
対象期間	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役変化率 (前々期～前期)	-0.006 (5.712)	-0.185 (1.212)	0.801 (1.683)	0.835 (1.594)	0.093 (3.627)	-1.583 (2.475)
WACC	0.418 (0.449)	0.032 (0.121)	0.101 (0.133)	0.106 (0.138)	0.060 (0.124)	-0.165 (0.256)
Log 売上高	-2.217 (1.963)	-1.476 (1.058)	-1.460 (1.129)	-1.158 (0.749)	-1.881* (0.917)	-2.647 (2.165)
負債/総資本比率	0.576 (1.275)	0.145* (0.152)	0.148 (0.149)	0.210* (0.243)	0.201 (0.266)	0.209 (0.185)
営業 CF/総資産	-3.788 (16.821)	-0.198 (11.722)	3.787 (13.076)	26.942** (17.159)	16.719* (8.683)	20.800 (17.818)
外国人持株比率	0.059 (0.049)	0.047 (0.038)	0.060 (0.051)	0.024 (0.029)	0.050 (0.034)	0.079 (0.057)
定数項	1.849 (6.247)	3.933 (3.372)	1.647 (2.271)	0.335 (2.869)	3.591 (4.451)	8.211 (7.197)
N	21	24	25	27	27	25
調整済み R2	0.381	0.511	0.535	0.544	0.590	0.506
F 値	3.054**	5.013***	5.603***	6.164***	7.231***	5.091***
Durbin-Watson ratio	1.235	1.334	1.273	1.209	1.332	1.965
F 検定	17.137***	9.242***	13.397***	17.523***	7.339**	17.107***
Breusch-Pagan 検定	9.959***	7.100***	9.202***	11.126***	6.166**	10.663***
White 検定	21.000	24.000	25.000	27.000	27.000	25.000

(注 1) \*p&lt;1 \*\*p&lt;05 \*\*\*p&lt;01 (注 2) カッコ内は標準誤差 (注 3) Model は全てロバスト標準誤差。

表5 ROA を被説明変数にした仮説2の実証分析結果 (監査役会設置会社)

Model	17	18	19	20	21	22
機関設計	監査役会設置会社					
機関設計	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役変化率 (前々期～前期)	-0.334 (0.328)	0.691 (0.608)	0.679 (0.743)	1.296 (0.840)	2.386 (1.473)	0.750 (0.602)
WACC	0.572*** (0.125)	0.302** (0.119)	0.155* (0.089)	0.520*** (0.138)	0.199** (0.096)	0.227*** (0.087)
Log 売上高	-2.207*** (0.663)	-2.144*** (0.679)	-2.222*** (0.685)	-1.986*** (0.493)	-2.346*** (0.546)	-0.874 (0.622)
負債総資本比率	-0.197 (0.259)	0.422* (0.240)	-0.655*** (0.232)	-0.219 (0.174)	0.514** (0.223)	-0.482* (0.261)
営業CF総資産	4.239 (8.452)	4.163 (9.517)	6.194 (8.802)	5.195 (10.316)	2.332 (7.029)	5.810 (16.290)
外国人持株比率	0.077*** (0.016)	0.067*** (0.022)	0.087*** (0.019)	0.095*** (0.022)	0.100*** (0.021)	0.088*** (0.030)
定数項	4.776** (2.363)	8.236*** (1.862)	8.175*** (2.403)	3.492 (2.155)	5.339** (2.684)	3.216 (2.399)
N	286	315	317	318	316	297
調整済み R <sup>2</sup>	0.371	0.258	0.278	0.347	0.352	0.217
F 値	28.958	19.212	21.304	29.13	29.502	14.705
Durbin-Watson ratio	1.989	2.013	2.076	1.941	1.775	1.885
F 検定	17.320***	13.743***	18.884***	17.674***	18.292***	10.859***
Breusch-Pagan 検定	16.439***	13.249***	17.929***	16.844***	17.395***	10.545***
White 検定	118.442***	134.614***	161.275***	59.855***	121.861***	104.108***

(注1) \*p<1 \*\*p<05 \*\*\*p<01 (注2) カッコ内は標準誤差 (注3) Modelは全てロバスト標準誤差。

表 5 ROA を被説明変数にした仮説 2 の実証分析結果 (監査等委員会設置会社) (つづき)

Model	23	24	25	26
機関設計 監査等委員会設置会社				
機関設計	t0 期	t+1 期	t+2 期	t+3 期
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役変化率 (前々期～前期)	0.347 (0.730)	0.668* (0.514)	-1.314 (1.949)	-0.927** (0.425)
WACC	0.080 (0.275)	0.282* (0.194)	0.076 (0.137)	0.267 (0.192)
Log 売上高	-2.327* (1.322)	-1.231* (0.647)	-2.283** (0.890)	-2.291*** (0.856)
負債/総資本比率	0.001 (0.011)	-0.025*** (0.009)	-0.001 (0.005)	-0.004 (0.014)
営業 CF/総資産	73.312*** (16.873)	64.547*** (8.938)	64.232*** (10.967)	63.904*** (13.056)
外国人持株比率	0.001 (0.050)	0.054*** (0.020)	0.030 (0.023)	0.042 (0.026)
定数項	4.360 (5.372)	2.433 (2.238)	5.889*** (3.755)	4.503 (2.814)
N	75	84	89	81
調整済み R <sup>2</sup>	0.359	0.701	0.641	0.680
F 値	7.910***	33.372***	27.192***	29.362***
Durbin-Watson ratio	1.968	2.058	1.819	1.710
F 検定	0.031	2.416	1.939	14.719***
Breusch-Pagan 検定	0.032	2.404	1.941	12.721***
White 検定	17.907	25.526	36.240	52.114***

(注 1) \*p<1 \*\*p<0.05 \*\*\*p<0.01 (注 2) カッコ内は標準誤差 (注 3) Model は全てロバスト標準誤差。

表5 ROAを被説明変数にした仮説2の実証分析結果(指名委員会等設置会社)(つづき)

Model	27	28	29	30	31	32
機関設計	指名委員会等設置会社					
機関設計	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS
社外取締役変化率 (前々期～前期)	1.217 (5.988)	2.831 (4.303)	-1.903 (6.954)	1.984 (4.673)	2.905 (8.568)	-2.529 (2.216)
WACC	1.214 (0.667)	0.040 (0.278)	0.235 (0.310)	0.973** (0.403)	0.784* (0.377)	0.051 (0.387)
Log売上高	-3.418 (2.939)	-3.387 (2.499)	-0.946 (2.169)	0.525 (1.033)	-2.198 (2.047)	-3.363 (2.432)
負債総資本比率	0.601 (0.539)	0.401 (0.300)	0.131 (0.147)	0.167 (0.124)	0.292 (0.491)	0.510** (0.638)
営業CF/総資産	-20.800 (50.746)	64.269 (47.664)	65.114** (26.240)	77.222** (27.721)	57.241*** (18.166)	85.584*** (32.244)
外国人持株比率	0.140 (0.075)	0.061 (0.083)	0.058 (0.094)	0.009 (0.034)	0.079 (0.051)	0.114 (0.070)
定数項	0.678 (14.066)	2.005 (8.453)	0.924 (8.889)	-11.483* (6.409)	-6.324 (12.515)	2.905 (8.395)
N	21	24	25	27	27	25
調整済みR <sup>2</sup>	0.272	0.555	0.629	0.759	0.684	0.711
F値	2.247*	5.775	7.786***	14.638***	10.396***	10.821***
Durbin-Watson ratio	2.770	1.950	1.468	1.890	1.851	1.634
F検定	1.888	0.576	2.300	0.640	0.051	5.505**
Breusch-Pagan検定	1.898	0.612	2.273	0.673	0.055	4.828**
White検定	21.000	24.000	25.000	27.000	27.000	25.000

(注1) \*p<1 \*\*p<05 \*\*\*p<01 (注2) カッコ内は標準誤差 (注3) Modelは全てロバスト標準誤差。

## 4. 結果

### 4.1 仮説検証の結果

Tobin's Q を被説明変数とする仮説 1 では、監査等委員会設置会社の t+1 期 (Model 8) で、独立社外取締役人数の変化率 (t-1 期から t0 期) が正に 10% の有意水準となったほか、営業 CF/ 総資産比率は正に 1% 有意など相関性を示した。この結果、監査等委員会設置会社のみが独立社外取締役人数の変化率と正に有意な結果となり仮説は支持された。これはモニタリング・モデルへの移行が独立社外取締役の増員を促した結果といえる。監査役会設置会社は Model 1 から 6 で外国人持株比率が正に 1% から 5% の有意水準であり、独立社外取締役の導入に対する期待から Tobin's Q との相関にプラスに影響した。指名委員会等設置会社は Model 12 で負債 / 総資本比率が正に 10% の有意水準であった。

ROA を被説明変数とした仮説 2 では、仮説 1 と同様に監査等委員会設置会社の t+1 期 (Model 24) のみ、独立社外取締役人数の変化率と正に有意な結果となり仮説は支持された。Model 24 は独立社外取締役人数の変化率と WACC は正に 10%、営業 CF/ 総資産比率と外国人持株比率は正に 1% の有意水準となり、独立社外取締役人数の増員が収益性を高めたこととなる。Model 23 から 26 は営業 CF/ 総資産比率が正に 10% の有意であった。

監査役会設置会社は Model 17 から 22 で WACC は正に 5% から 10% の有意、外国人持株比率は正に 1% の有意であり、独立社外取締役の導入に対する期待から、ROA との相関にプラスの影響を及ぼす。指名委員会等設置会社は、Model 29 から 32 で営業 CF/ 総資産比率、Model 30 から 31 で WACC は正に 5% から 10% の有意水準であった。

### 4.2 考察

監査等委員会設置会社は、Tobin's Q、ROA

とも独立社外取締役人数の変化率 (t-1 期から t0 期) と有意に正な関係であることが明らかになり、企業価値を向上させたといえる。

モニタリング・モデルを指向する企業が、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で経営と執行の分離が実現し、モニタリングの実効性が一時的ながらも機能している可能性を提示するものである。監査役会設置会社は Tobin's Q、ROA とともに外国人持株比率と正の関係にはあるが、独立社外取締役人数の増員との関係性は確認できなかった。指名委員会等設置会社は既に独立社外取締役人数が一定割合に達していることが影響してか、Tobin's Q、ROA とともに相関性は観察できなかった。機関設計別の実証研究は少なく、独立社外取締役と企業価値向上の関係性を提示したことは意義がある研究と考察する。監査役会設置会社から監査等委員会設置会社への移行は監査等委員の設置など取締役会の在り方に変化が生じたこと、経営と執行の分離の有意さが示されたが、取締役会構成と企業価値の関係性は多くの要因で構成している。情報の非対称性や経営者の私的便益などの代理変数を用いて実証分析による因果関係の証明を追究する必要があると考察する。

## 5. 結論と今後の課題

本研究では、市場による企業価値評価の Tobin's Q、会計情報に基づく企業収益性の評価となる ROA を被説明変数に用いて、TOPIX 500 の対象企業 451 社 (金融などを除く) を機関設計別に、独立社外取締役人数の変化率などを説明変数として重回帰分析を用いた実証を行った。その結果、監査等委員会設置会社に移行した翌年度 (t+1 期) において、Tobin's Q、ROA とともに正の有意な結果が示されるなどの経験的証拠を得ることができた。株主と経営者間の情報の非対称性を是正するために、独立社外取締役の増員が果たした役割が示された結果といえる。

しかし、監査等委員会設置会社は、会社法399条の13第5項と同第6項の選択、また第6項の定款内容によっては、モニタリング・モデルとマネジメント・モデルの混在が確認された。同第5項では、取締役会に占める社外取締役割合が過半数となるため、観察は容易であるが、9割以上の企業が選択している同第6項では、定款での定めにより、業務執行の全部を取締役に委任することができるため、どのようなモニタリングがなされているのか、観察が難しく、情報の非対称性の解消が期待できない恐れもある。以上のような企業に裁量権がある論点について更なる理論的検討と実証分析による追加的検証の余地があるなど、本研究の限界と将来に向けた課題も明らかになった。

金融庁（2023）は企業内容等の開示に関する内閣府令で、2023年3月31日以後の事業年度の有価証券報告書等から女性管理職比率や男性育児休暇比率の開示適用を公表した。同開示は東証に上場する3,799社（2022年12月31日時点）に適用され、2023年3月期が決算期となる企業は2,297社（同）である。将来的には人的資本がTobin's QやROAに変化を与える可能性があり、今後は独立社外取締役の増員について3つの機関設計を観察するほか、因果推論を採用した実証も検討していく必要があるだろう。

## 注

- 1) 経済産業省 CGS 研究会（第3期）取りまとめ「今後の検討課題」にて指摘している。
- 2) 会社法の「社外取締役」と東証の「独立社外取締役」では要件基準が異なるため、東証および本研究の実証分析に関連する記述では「独立社外取締役」とする。

## 参考文献

Adams, R. B. and Ferreira, D. (2007) "A theory of friendly boards," *The journal of finance*, Vol.62, pp.217-250.

Arikawa, Y., Inoue, K., and Saito, T. (2018) "Corporate Governance, Employment, and Financial Performance of Japanese firms: A

cross-country analysis," *RIETI Discussion Paper Series*, 18-E-084, pp.1-34.

Balsmeier, B., Fleming, L., and Manso, G. (2017) "Independent Boards and Innovation," *Journal of Financial Economics*, Vol.123, No.3, pp.536-557.

Borokhovich, K. A., Parrino, R., and Trapani, T. (1996) "Outside Directors and CEO Selection," *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol.31, No.3, pp.337-355.

Cadbury, A. (1992) "Report of the committee on the financial aspects of corporate governance," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, No.3, pp. 535-564.

Coles, J., Daniel, N., and Naveen, L. (2014) "Co-opted Boards," *Review of Financial Studies*, Vol.27, pp.1751-1796.

Dahya, J., McConnell, J. J., and Travlos, N. G. (2002) "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover," *The Journal of Finance Company Law* (9th ed, Sweet & Maxwell), pp.1-48.

Dahya, J. and McConnell, J. J. (2007) "Board Composition Corporate Performance and the Cadbury Committee Recommendation," *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol.42, No.3, pp.535-564.

Denis, D. and Denis, D. (1995) "Performance Changes Following Top-Management Dismissals," *Journal of Finance*, Vol.50, No.4, pp.1029-1055.

Eisenberg, M. (1975) "Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation," *California Law Review*, Vol.463, No.2, pp.375-439.

Fauver, L., Hung, M. X. Li, and Taboada, A. (2017) "Board reforms and firm value: Worldwide evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.125, pp.120-142.

Ferreira, M. and Matos, P. (2008) "The Colors of Investors' Money: The Role of institutional investors around the world," *Journal of Financial Economics*, Vol.88, pp.499-533.

Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1998) "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO," *The American Economic Review*, Vol.88, No.1, pp.96-118.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, W. R. (2002) "Investor protection and corporate valuation," *Journal of Finance*, Vol.57,

- pp.1147-1170.
- Nguyen, B. and Nielsen, K. (2010) "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death," *Journal of Financial Economics*, Vol.98, No.3, pp.550-567.
- Renders, A., Gaeremynck, A., and Sercu, P. (2010) "Corporate-Governance Ratings and Company Performance," *Corporate Governance International Review*, Vol.18, No.2, pp.87-106.
- Sako, M. and Kubo, K. (2019) "Professionals on Corporate Boards: How do they affect the bottom line?," *RIETI Discussion Paper Series*, 19-E-010, pp.1-48.
- 阿部紳史 (2023) 「監査役会設置会社及び監査等委員会設置会社における社外取締役人数の変化率と企業価値向上」『年報財務管理研究』第 34 号, 日本財務管理学会, pp.67-76.
- 上村達男 (2021) 『会社法は誰のためにあるのか：人間復興の会社法理』岩波書店.
- 内田交謹 (2012) 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス (特集 コーポレートガバナンス)」『証券アナリストジャーナル』第 50 巻第 5 号, pp.8-18.
- 内田交謹 (2019) 取締役会における委員会設置の経済分析 細江守紀編著『企業統治と会社法の経済学』勁草書房.
- 大杉謙一 (2020) 「上場会社はどのように機関設計を選択しているのか」『旬刊商事法務』No.2229, pp.15-26.
- 大杉謙一 (2022) 「上場企業の機関設計と取締役改革」『法学教室』第 504 号, pp.25-29.
- 加賀谷哲之 (2015) 「コーポレートガバナンス改革を企業価値創造に結び付ける取り組み」『月刊資本市場』第 360 号, pp.16-21.
- 神田秀樹 (2021) 『会社法 [第 23 版]』弘文堂.
- 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 Policy Discussion Paper Series』16-J-39 (2016), pp.1-39.
- 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『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社.
- 齋藤卓爾 (2017) 「取締役会に関する実証分析 会社法改正 (平成 27 年)・コーポレートガバナンス・コードの影響」法制審議会会社法制部会第 5 回会議 (2017 年 9 月 6 日), pp.1-25.
- 酒井太郎 (2016) 「日本会社法における簡易型ボード・モニタリング・モデルの新設—監査等委員会設置会社制度」第 4 回飛鷹法学国際学術研究会, pp.1-14.
- 清水 一 (2011) 「社外取締役の導入, 委員会制度への移行と企業価値—パネルデータによる分析」『大阪経大論集』第 61 巻第 5 号, pp.31-47.
- 武田克巳 (2012) 「独立社外取締役割合と属性に関する研究」神戸大学大学院経営学研究科学位論文, pp.1-50.
- 田中 亘 (2020) 「株主第一主義の意義と合理性」『証券アナリストジャーナル』第 58 巻第 11 号, pp.7-17.
- 田村俊夫 (2015) 『「稼ぐ力」をどう測定するのか—コーポレートガバナンスと経営指標—』『月刊資本市場リサーチ 2015 年夏季』第 36 号, pp.62-108.
- 塚本英巨 (2021) 「『モニタリング・モデル』の意味から考える機関設計の選択」『旬刊商事法務』No.2267, pp.12-16.
- 野間幹晴 (2018) 「社外取締役の導入が企業価値に与える影響」『Hitotsubashi ICS-FS Working Paper Series』pp.1-14.
- 保坂泰貴・山口敦子・栗原涼介 (2022) 「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)」の改訂の解説』『旬刊商事法務』No.2302, pp.28-39.
- 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?」『RIETI Policy Discussion Paper Series』12-P-13, pp.1-46.
- 森川正之 (2019) 「社外取締役と投資行動」『RIETI Discussion Paper Series』19-j-030, pp.1-24.

## 資料

- International Corporate Governance Network (2020) 「第 21 回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議のフォローアップに関する有識者会議への ICGN 意見書」2020 年 11 月 18 日公表.
- 金融庁 (2020) 「取締役会の機能発揮と多様性の確保」2020 年 11 月 18 日公表.
- 金融庁 (2023) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」2023 年 1 月 31 日公表.
- 経済産業省 (2014) 「「持続的成長への競争力とインセンティブ ~企業と投資家の望ましい関係構築~」プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書」2014 年 8 月 6 日公表.
- 経済産業省 (2022) 「CGS 研究会第 3 期コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針, 第 3 期における『今後の検討課題』」第 4 回資料 3 事務局資料, 2022 年 4 月 6 日公表.



上場企業の機関設計における独立社外取締役人数の変化率と企業価値向上との関係性

円谷昭一（2022）「新時代の企業情報開示（2）社外取締役と業績の関係」日本経済新聞 2022年8月25日朝刊 27面.  
東京証券取引所（2023）「市場区分の見直しに関する

フォローアップ会議の論点整理」2023年1月30日公表.  
日本取締役協会（2021）「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」2021年8月1日公表.