

日本企業における相談役・顧問制度とコーポレート・ガバナンス*

—「CSR 企業調査」のアンケートデータによる予備的分析—

松 本 守†

要旨

本稿では、2017年度の「CSR 企業調査」のアンケートデータを利用して、相談役・顧問制度とコーポレート・ガバナンスとの関係について、クロスセクション分析を行った。分析の結果、取締役数、社外取締役比率、上位10大株主持株比率が相談役・顧問制度の設置（人数）に有意な影響を及ぼしており、コーポレート・ガバナンス構造の弱い企業が相談役・顧問制度を設置している傾向があることが明らかとなった。また、相談役・顧問制度は、アドバイスの必要性が高い、事業内容が複雑な企業（Complex firms）や企業特長的な知識の重要性が高い企業（R&D-intensive firms）において設置されている傾向があることも明らかとなった。これらの結果は、相談役・顧問制度の設置理由として最も多く挙げられている、経営陣に対するアドバイスの必要性がその決定要因の1つであることを示唆していると同時に、コーポレート・ガバナンス構造が弱い企業ほど相談役・顧問制度を設置している傾向があるため、相談役・顧問制度の情報開示が妥当な要請であることも示唆している。

目次

1. はじめに
2. 分析方法
 2. 1. 実証モデル
 2. 2. データとサンプル
3. 実証結果
4. おわりに

1. はじめに

カルロス・ゴーン日産自動車元会長の逮捕というショッキングなニュースの中で、あらためて「経営者の賞味期限」が問われている¹。カルロス・ゴーン元会長がおよそ20年にわたる長期政権（在職期間）であったことを考えると、企業（経営陣）への影響力は極めて大きかったことが推測される。理想的な経営者の在職期間は存在するのであろうか。学術的には、Hermalin and Weisbach(1991)が経営者の在職期間と企業パフォーマンス（Tobin's Q）の関係を分析し、

* 本研究は、JSPS 科研費 15H03367、全国銀行学術研究振興財団、大阪銀行協会（大銀協フォーラム）の助成を受けたものである。

† E-mail:m_mamoru@kitakyu-u.ac.jp

¹ 日本経済新聞朝刊、2018年12月3日。

経営者の在職期間が15年以上になると企業パフォーマンスが有意に低下することを見出しており、経営者の長期政権がエントレンチメントコストを発生させ、企業パフォーマンスに負の影響を及ぼすことを指摘している。この研究は経営者の長期政権が企業経営にネガティブな効果をもたらすことを示唆している。

他方で、多くの日本企業においては、経営者（社長や会長など）を退任した後でさえも企業（経営陣）に対して依然として影響力を維持し続けることができる慣習的なポストがある。それは、近年、企業のディスクロージャーの観点から、その存在が次第に明るみに出ようになってきた相談役や顧問である。経済産業省が立ち上げたCGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）によってまとめられた『CGS研究会報告書～実効的なガバナンス体制の構築・運用の手引～』を踏まえて策定された『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）では、相談役・顧問制度のメリットとデメリットについて、社長・CEO経験者が「相談役・顧問として財界活動に取り組むことが会社の利益になっている場合や、顧客との関係維持を図る上で一定の役割果たしている場合、過去の経緯等を知る者として、一定の時間をかけて後任への引き継ぎを行っている場合など、会社の利益になっている場合もあると考えられる」一方で、「社長・CEOが会社に相談役・顧問として残る場合、会社の経営についての責任を有さない相談役・顧問による現役の経営陣への不当な影響力の行使が生じているのではなかという指摘や、誰が実質的に経営のトップを担っているかわからない事態が生じるという弊害の指摘もある」と述べられている（経済産業省（2018））。「CSR企業調査」のアンケートによると、大部分の企業が相談役・顧問制度の設置理由として、「現経営陣へのアドバイス」を挙げているが、実際に相談役・顧問制度はそのような理由で設置されているのだろうか。

そもそも、この相談役・顧問制度はわが国の会社法に規定がなく、慣習的に認められてきた日本企業固有の制度である。そのため、この制度に関する情報開示義務が存在せず、その実態は明らかにされてこなかった²。しかし、2018年1月から、強制的ではないものの、東京証券取引所が、全上場企業に提出を義務付けている「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の中で、相談役・顧問の氏名・業務内容・報酬の有無などについて、その詳細を記入するように企業に要請することになったのである。このように相談役・顧問制度が注目され、情報開示の対象となった契機は東芝の会計不祥事であり、この問題の背景には社長経験者である相談役の存在があったと指摘されている³。ただ、米国の議決権行使助言業最大手のISS(Institutional Shareholder Services)や外国人投資家からは「株主に説明責任のない地位の人が経営に影響を及ぼしている」として、相談役・顧問制度の廃止を求める声も出ている一方で⁴、相談役・顧問制度の維持を公表する企業も多く存在している⁵。

² 厳密には、「取締役相談役」や「取締役顧問」など、取締役を兼務している相談役や顧問については、その情報が開示されているが、取締役ではない相談役や顧問については開示されてこなかった。

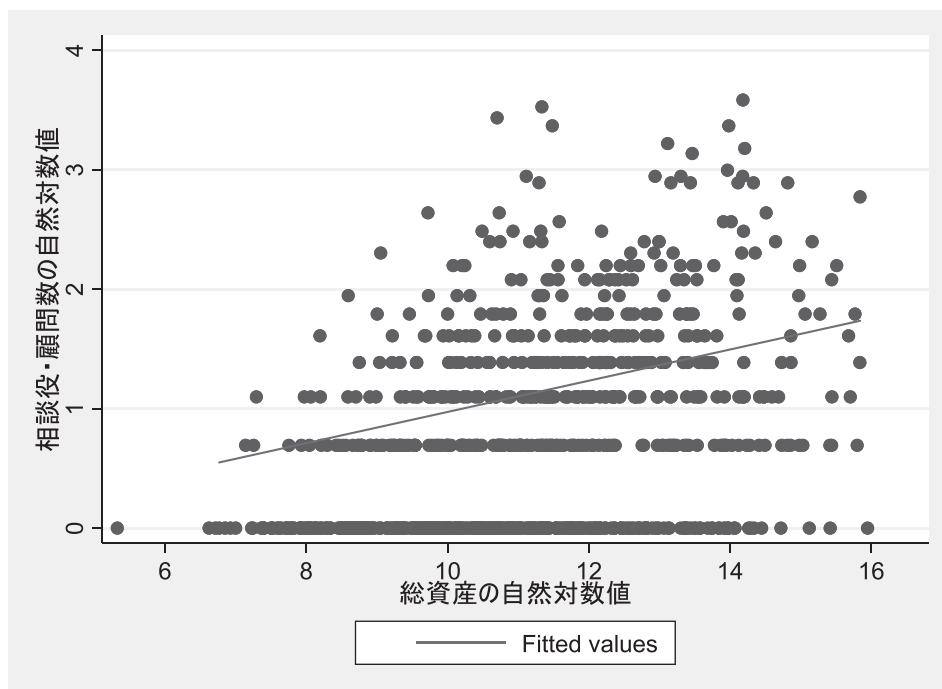
³ 日本経済新聞朝刊、2018年6月20日。

⁴ 日本経済新聞朝刊、2018年4月21日。

⁵ 日本経済新聞（2018年4月21日、2018年10月25日）によれば、このような相談役・顧問制度に対するネガティブな見方が広まるのを受けて、パナソニック・富士通・日本たばこ産業（JT）・カゴメ・三菱UFJフィナンシャル・グループなどが相談役・顧問制度を廃止した一方で、野村ホールディングスや日本航空はその詳細情報を開示し、既存の制度を維持することを選択した。その他、相談役・顧問制度を設置している東邦ガスの富成義郎社長は、相談役・顧問制度について「経済団体などを担い、経営へ助言提言をもらっている。全く問題ない」と答えている（日本経済新聞朝刊、2018年6月26日）。

図1は相談役・顧問数（自然対数値）と総資産（自然対数値）の散布図であり、両者の関係を表す回帰直線も加えられている。図1をみると、企業規模を表す総資産が大きくなるにつれて相談役・顧問数も多くなる傾向があることが分かる。加えて、同一の企業規模でも、相談役・顧問数にはバラツキが見られるため、企業間でその設置動機が異なっている可能性がある。

図1 相談役・顧問数と総資産の関係



(注) 相談役・顧問数については、東洋経済新報社『CSR企業総覧(ESG編)2018年版』から入手している。なお、相談役・顧問制度を設置している565社を対象としている。これらの企業のうち、70社の相談役・顧問数が0人であった。

本稿の目的は、「CSR企業調査」のアンケートデータを利用して、日本企業の相談役・顧問制度設置の決定要因を実証的に分析することである。具体的には、コーポレート・ガバナンス構造やアドバイスの必要性の高さなどの企業特性が相談役・顧問制度の設置（相談役・顧問数）にどのような影響を及ぼしているのかを分析する。このような本稿の分析は、(1) 相談役・顧問制度は本当にアドバイスの必要性から設置されているのだろうか、(2) 相談役・顧問制度はコーポレート・ガバナンス構造とどのような関係にあるのだろうか、(3) 相談役・顧問制度は経営者の影響力とどのような関係にあるのだろうか、という3つのリサーチクエスチョンに対する回答を得ようとするものである。

ただし、本稿の分析はあくまでも予備的な分析にすぎない。それは、任意のアンケートに回

答した企業のみを対象とする単年度のアンケートデータを利用した分析にすぎないため、サンプル・セクション・バイアスが生じる可能性があることや内生性の問題に十分配慮していないことなど、複数の問題を内包していることに起因するが、次のような意義を有していると考えられる。

第1に、本稿の分析がこれまで明らかにされてこなかった日本企業の相談役・顧問制度の実態を探る足がかりとなる点である。近年のコーポレート・ガバナンス研究においては、企業価値を最大化するような最適な取締役会構成（取締役会規模や取締役会の独立性など）を探ろうとする研究が行われている。Coles et al.(2008)は、事業内容の複雑な企業（Complex Firms）と企業特長的な知識の重要性が高い企業であるR&D集約型企業（R&D-intensive firms）という異なる企業特性に着目し、企業特性に応じて最適な取締役会構成も異なることを明らかにしている。さらに、IPO後間もない若い企業を対象としたBoone et al.(2007)、英国企業を対象としたGuest(2008)、米国企業を対象としたLinck et al.(2008)などの一連の研究で、企業特性と取締役会構成の関係についての理解が進んでいる。この他、外国籍の取締役である外国人取締役（Foreign Nationals）の決定要因を分析したEstélyi and Nisar(2016)や大学教員取締役（Academic Directors）の決定要因を分析したFrancis et al.(2015)など、取締役会のダイバーシティの決定要因も分析されている。日本企業の取締役会構成の決定要因を分析した研究として宮島・小川(2012)や齋藤(2015)がある。例えば、齋藤(2015)は日本企業の取締役会構成と監査役会構成の決定要因を分析し、社外取締役を導入していない企業がその理由として挙げる「社外監査役が機能しているから」というのは実際のデータと整合しない点を指摘している。このように取締役会構成に関する研究は進展しているものの、日本企業の相談役・顧問制度については、これまで情報開示義務が存在していなかったため、その実態が明らかにされていない。筆者が知る限り、相談役・顧問制度設置の決定要因を分析した研究はまだないように思われる。

第2に、本稿の分析が、東京証券取引所が「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」に相談役や顧問についての記載を要請したことの妥当性を検証している点である。東京証券取引所は東芝問題を契機にこうした要請に至った経緯があるものの、これまで明らかにされているのは直近の現状にすぎず、コーポレート・ガバナンスとの関連性については明らかにされていない。本稿の分析はなぜ相談役・顧問制度に関する情報を開示しなければならないのかということに対する1つの根拠を提示していることにもなる。本稿の分析はまた、今後の政策的議論の基礎資料の1つになりえるだろう。

本稿の構成は以下の通りである。2節では分析方法について説明する。3節では実証結果を報告し、解釈を行う。4節では結論を述べ、残された課題を検討する。

2. 分析方法

2. 1. 実証モデル

本稿の目的は日本企業の相談役・顧問制度設置の決定要因を明らかにすることである。具体的には、先行研究を参考にして、コーポレート・ガバナンス構造やアドバイスの必要性が相談役・顧問制度設置の有無および相談役・顧問数にどのような影響を及ぼしているのかを分析す

る。実証モデルは以下の (1) 式と (2) 式である。なお、内生性の問題を考慮して、説明変数については 1 期ラグを取っている。

$$\begin{aligned} Pr(\text{Advisor dummy}) = & \alpha + \beta_1 \text{LnAssets} + \beta_2 \text{Lever} + \beta_3 \text{LnFirmage} + \beta_4 \text{R\&D} \\ & + \beta_5 \text{Intangible_Assets} + \beta_6 \text{LnBoardsize} + \alpha_7 \text{Outsidedir} + \alpha_8 \text{Fimaledir} \\ & + \alpha_9 \text{Top10own} + \alpha_{10} \text{Foreignown} + \alpha_{11} \text{LnManagerage} \\ & + \alpha_{12} \text{LnManagertenure} + \alpha_{13} \text{Managerown} + \alpha_{14} \text{Industry dummy} \quad (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{LnAdvisor} = & \alpha + \beta_1 \text{LnAssets} + \beta_2 \text{Lever} + \beta_3 \text{LnFirmage} + \beta_4 \text{R\&D} + \beta_5 \text{Intangible_Assets} \\ & + \beta_6 \text{LnBoardsize} + \alpha_7 \text{Outsidedir} + \alpha_8 \text{Fimaledir} + \alpha_9 \text{Top10own} \\ & + \alpha_{10} \text{Foreignown} + \alpha_{11} \text{LnManagerage} + \alpha_{12} \text{LnManagertenure} \\ & + \alpha_{13} \text{Managerown} + \alpha_{14} \text{Industry dummy} \quad (2) \end{aligned}$$

(1) 式の被説明変数は、相談役制度あるいは顧問制度を設置していれば 1 (相談役制度と顧問制度の両方を設置している場合も含む)、そうでなければ 0 となるダミー変数 (Advisor dummy) である。(1) 式については、本稿では相談役・顧問制度設置の有無を表すダミー変数を被説明変数としたロジットモデルによる分析を行う。(2) 式の被説明変数は、相談役・顧問数の自然対数値 (LnAdvisor) である。ただし、被説明変数である相談役・顧問数がゼロとなる企業が存在するため、被説明変数はセンサーされたデータであると言える。このため、(2) 式については、本稿では相談役・顧問数の自然対数値を被説明変数としたトービットモデルによる分析を行う。

本稿では、先行研究に倣った 3 つの企業特性とコーポレート・ガバナンス構造の観点から、日本企業の相談役・顧問制度設置の決定要因を分析する。まず、本稿の分析で着目する 3 つの企業特性とは、(1) 経営上のアドバイスの必要性が高い事業内容の複雑さ、(2) 経営上のアドバイスの必要性が高い企業特殊的な知識の重要性の高さ、(3) 企業 (経営陣) に対する経営者の影響力、である。(1) に該当する変数は、総資産の自然対数値 (LnAssets)、負債比率 (Lever)、営業年数 (LnFirmage) である。さらに、本稿では先行研究 (Boone et al.(2007), Coles et al.(2008), Linck et al.(2008), Guest(2008), 宮島・小川 (2012)) に倣って、総資産の自然対数値 (LnAssets)、負債比率 (Lever)、主たる事業の売上高に占める割合 (多角化の程度を表す変数) の 3 つの変数を主成分分析によって単一の合成変数を作成して分析を行う⁶。これらの変数の値が大きいほど、事業内容が複雑になることを表している。Coles et al.(2008) は事業内容が複雑な企業ほど、経営上のアドバイスが必要であるため、取締役数が多くなることを指摘している。

(2) に該当する変数は、研究開発費比率 (R&D) と無形固定資産比率 (Intangible Assets) である。Coles et al.(2008) は研究開発集約型企業 (R&D-intensive firms) であるほど、企業特

⁶ 先行研究では、多角化の程度を表す変数としてセグメント数が用いられるのが一般的であるが、本稿では同一のものが入手できなかったため、主たる事業の売上高に占める割合で代替した。この変数については、入手可能な企業数がやや少なかったため、単独では利用しなかった。

殊的な知識を有する社内取締役の重要性が高いと指摘している。相談役・顧問が経営者や会長を経験した企業内部に精通した人材であるとする、研究開発集約型企業では相談役・顧問制度の設置が積極的に行われている可能性がある。

(3)に該当する変数は、経営者持株比率 (Managerown) と経営者在職年数 (LnManagertenture) である。Boone et al.(2007) や Linck et al.(2008) は経営者の影響力が強い企業ほど取締役会の独立性が低いことを明らかにしている。本稿ではまた、経営者の属性として経営者年齢 (LnManagerage) を説明変数に加えている。先行研究では、経営者が退職 (年齢) に近づいてくると、その後継候補者として社内取締役を取締役に加える傾向があることを指摘している (Linck et al.(2008) など)。経営者が高齢であれば、退任後に相談役・顧問として残ることで後継者へアドバイスすることができるであろう。逆に、経営者が若ければ、アドバイスを求めるために相談役・顧問制度を必要とするかもしれない。

次に、本稿ではコーポレート・ガバナンス構造として、取締役数 (LnBdsizе), 社外取締役比率 (Outsidedir), 女性取締役比率 (Femaledir), 上位 10 大株主持株比率 (Top10own), 外国人株主持株比率 (Foreignown) を取り上げる。Jensen(1993) は、取締役会をより小規模なものにすることによって、フリーライダー問題が低減され、取締役間のコミュニケーションが円滑になり、効率的な意思決定が行われ、企業パフォーマンスが改善されうるとを主張している。この Board-size effect 仮説は Yermack(1996) によって検証され、支持されている。したがって、取締役会規模の増加はコーポレート・ガバナンス・メカニズムとして十分に機能しない可能性がある。一般に、独立性が高い取締役会は経営者を実効的にモニタリングできると考えられている。この議論に従えば、社外取締役比率が高い取締役会はコーポレート・ガバナンス・メカニズムとして十分に機能するであろう。近年、ダイバーシティの観点から、多くの研究で女性取締役がガバナンス・メカニズムとして機能していることが報告されている (Adams and Ferreira (2009), 松本 (2019a) など)⁷。そのため、本稿では説明変数としてモデルに加えている。

株主構成に関する変数については、大株主による株式保有が多いほど (持株比率が大きいほど)、経営者をモニタリングするインセンティブが強くなると考えられる (Shleifer and Vishny (1986))。とりわけ外国人投資家は純粋に投資からのリターンを追求し、投資先企業の経営に参与しようとする傾向があると言われている (Matsumoto and Uchida(2010))。本稿では、特定の大株主による株式保有の集中度を表す変数として上位十大株主持株比率と外国人株主持株比率を用いている。

なお、本稿の分析では業種による違いをコントロールするために、東洋経済会社コードに基づく業種ダミー (Industry dummy) も加えている。

⁷ 松本 (2019a) は、日本の銀行業を対象にして、取締役の属性 (女性取締役、大学教員取締役、官公庁出身取締役、会計士・税理士出身取締役) と経営者業績予想の精度の関係を分析している。そこでは、女性取締役と大学教員取締役の存在が経営者業績予想の精度を有意に高めていることを見出し、女性取締役と大学教員取締役が銀行業のコーポレート・ガバナンスにおいて一定の役割を演じていることを指摘している。また、松本 (2019b) は、日本企業の取締役会における女性取締役の登用と企業パフォーマンスの関係を分析し、業種や内生性などをコントロールしていない場合、女性取締役比率と企業パフォーマンス (ROA・Tobin's Q) 間には有意に正の関係が見られるものの、その関係は業種や内生性をコントロールすると消滅することを明らかにしている。

2. 2. データとサンプル

取締役ではない相談役・顧問に関する情報については、その詳細な情報を開示する規定が存在していなかったため、それらに関するデータの蓄積はない。実際、東京証券取引所がその情報開示を全上場企業に義務付けたのは2018年1月からである。

そこで、本稿では、東洋経済新報社『CSR企業総覧(ESG編)2018年版』に収録されている日本企業(上場企業)を分析対象とする。これは、東洋経済新報社が2017年6月~10月にかけて全上場企業・主要未上場企業に実施した「CSR(企業の社会的責任)調査」から得られたデータがベースになっている⁸。具体的には、東洋経済新報社が全上場企業・主要未上場企業(3685社)に対して調査票を配布し、その回答をまとめたCSRデータが収録されている(回答企業は1227社)。そこでは、相談役・顧問制度について、当該企業における相談役・顧問制度設置の有無やその人数だけでなく、これら制度の設置理由・メリットも記載されている。

ただし、回答の形式が必ずしも一定しておらず、掲載されている企業によって記載内容が異なるケースもあり、基本的には記載内容に応じてデータを収集したが、以下のようにしてデータを判別した。例えば、「相談役・顧問制度」の欄に「有」と記載され、「両者の違い」の欄に「相談役制度のみ」あるいは「顧問制度のみ」という記載があれば、それぞれ相談役制度のみを設置している企業と顧問制度のみを設置している企業と判断した⁹。また、「相談役・顧問制度」の欄に「有」と記載され、相談役の人数を開示し、顧問の人数を「-」としているケースは相談役制度のみを設置している企業、顧問の人数を開示し、相談役の人数を「-」としているケースは顧問制度のみを設置している企業と判断した。そして、「相談役・顧問制度」の欄に「有」とだけ記載されている場合は両方の制度を設置していると判断した¹⁰。

こうして収集した回答企業について補足すると、(1)相談役制度のみ設置している企業、(2)顧問制度のみ設置している企業、(3)相談役・顧問制度の両方を設置している企業、(4)相談役・顧問制度のいずれも設置していない企業、の4つのケースの判別が可能である¹¹。ただし、制度を設置していると回答していても、その人数について回答していない企業が存在するために、実際に相談役や顧問が就任していて未回答であるケースと相談役や顧問に誰も就任していません未回答であるケースを判別することができない¹²。

⁸ 相談役・顧問制度に関するデータの収集にあたって、片岡萌さんと竹本絢菜さんからの協力を得た。記して感謝する。

⁹ 同様に、「相談役・顧問制度」の欄に「相談役有」や「顧問有」と記載がある場合も、それぞれ相談役制度のみを設置している企業と顧問制度のみを設置している企業と判断した。

¹⁰ このようにアンケートに回答した企業によって記載内容にバラツキがあるため、正確な判別が難しいという判断から、本稿では(1)相談役制度のみを設置している企業、(2)顧問制度のみを設置している企業、(3)相談役制度および顧問制度の両方を設置している企業を、「相談役・顧問制度を設置している企業」と一括りにして分析を行った。相談役数や顧問数についても同様に「相談役・顧問数」として扱っている。

¹¹ 上場企業の内訳(初期サンプル)は次の通りである。(1)相談役制度のみ採用していると回答しているのは46社(2)顧問制度のみ採用していると回答しているのは100社、(3)相談役・顧問制度の両方を採用していると回答しているのは507社、(4)相談役・顧問制度のいずれも採用していないと回答しているのは320社、であった。

¹² 制度を設置していると回答していても、その人数が「0人」と回答している企業を除いて、その人数を回答していない企業については、分析に応じて、分析対象から除外している。

本稿では、上記のアンケートにおいて、相談役・顧問制度についてその有無などに回答した 973 社を初期サンプルとした。これらのうち、銀行業と分析で必要となる変数が入手できなかった企業を除外すると、最終的に 907 社がサンプルとして残った。

本稿で利用するデータについて、各企業の財務データは日経 NEEDS Financial Quest から入手し、各企業の取締役会構成に関するデータは東洋経済新報社「役員データ」から入手し、多角化の程度を表す各企業の主たる事業の売上高に占める割合は eol から入手している。表 1 には変数の定義、表 2 には記述統計を示している¹³。

表 1 変数の定義

変数名	定義
Advisor Dummy	相談役制度あるいは顧問制度が採用されている場合は1、そうでなければ0となるダミー変数
LnAdvisor	相談役・顧問数(1+相談役・顧問数)の自然対数値
LnBoardsize	取締役人数の自然対数値
Outsidedir	社外取締役比率: 社外取締役人数/取締役人数
Femaledir	女性取締役比率: 女性取締役人数/取締役人数
LnManagereage	経営者年齢の自然対数値
LnManagertenure	経営者在職年数の自然対数値
Managerown	経営者持株比率: 経営者保有株式数/発行済株式数
Top10own	上位十大株主持株比率: 上位十大株主保有株式数/発行済株式数
Foreignown	外国人株主持株比率: 外国人保有株式数/発行済株式数
LnAssets	総資産の自然対数値
Lever	負債比率: 負債総額/総資産
R&D	研究開発費比率: 研究開発費/総資産
Intangible Assets	無形資産比率: 無形資産/総資産
LnFirmage	営業年数の自然対数値
Powerful Manager Dummy	経営者の取締役会への影響力を表すダミー変数
Advice Dummy	事業の複雑さを表すダミー変数

表 2 記述統計

変数名	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	サンプルサイズ
Advisor Dummy	67.585	1	46.831	0	1	907
Advisor(人)	2.266	1	3.982	0	35	857
Boardsize(人)	9.169	9	3.128	3	25	907
Outsidedir(%)	26.426	25	12.586	0	85.714	907
Femaledir(%)	3.926	0	6.845	0	42.857	907
Managereage(歳)	61.047	62	7.512	31	89	907
Managertenure(年)	6.219	4	7.515	0	56	907
Managerown(%)	2.846	0.092	7.782	0	57.277	907
Top10own(%)	46.193	42.872	16.270	12.986	96.956	907
Foreignown(%)	15.599	12.920	14.210	0	86.993	907
Assets(百万円)	409075.2	73067	1083358	205	16100209	907
Lever(%)	46.661	47.230	20.298	0.521	103.503	907
R&D(%)	0.832	0	2.031	0	29.051	907
Intangible Assets(%)	1.438	0.629	2.764	0	44.281	907
Firmage(年)	59.726	65.052	26.270	0.082	134.989	907

¹³ 経営者の在職年数 (Managertenure) の最小値が 0 年となっているが、これは年単位で計算しており、1 年に満たない場合は 0 年とカウントしているためである。

表3は各変数間の相関係数を示している。表3の上段はスピアマンの順位相関係数であり、下段はピアソンの積率相関係数である。相対的に相関が高い組み合わせは、総資産(11)と外国人株主持株比率(10)、総資産(11)と取締役数(3)、経営者在職年数(7)と経営者持株比率(8)である。例えば、総資産(11)と外国人株主持株比率(10)の相関については、ピアソンの積率相関係数が0.6499、スピアマンの順位相関係数が0.746であった。このように強い相関関係がある変数は同時にモデルに入れない方が好ましいため、本稿ではモデルからいずれかの変数を外したり、先行研究に倣って、主成分分析を用いて単一の変数を作成することで対処する。

表3 相関係数表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) Advisor Dummy	1	0.7499	0.276	-0.0325	-0.023	0.1869	-0.1939	-0.304	-0.2402	0.2111	0.3301	0.0827	0.1767	-0.0607	0.3141
(2) LnAdvisor	0.6794	1	0.3113	-0.0461	-0.0346	0.1977	-0.146	-0.3141	-0.2481	0.2498	0.4012	0.1347	0.1871	-0.0193	0.3229
(3) LnBoardsize	0.283	0.313	1	-0.1882	0.0466	0.2035	-0.1943	-0.3839	-0.212	0.3568	0.5377	0.119	0.0399	0.0546	0.2584
(4) OutsideDir	-0.0543	-0.0523	-0.1316	1	0.1687	-0.044	-0.0061	-0.1099	-0.1152	0.2445	0.1352	-0.0667	-0.0835	0.0281	-0.0015
(5) FemaleDir	-0.062	-0.0682	-0.0312	0.1778	1	-0.064	-0.0372	-0.0806	-0.0279	0.1336	0.1382	-0.0146	-0.1165	0.0941	-0.0794
(6) LnManagement	0.1978	0.1989	0.2301	-0.0052	-0.1121	1	0.1654	-0.0842	-0.2193	0.1029	0.2183	0.1144	0.1482	-0.0494	0.2416
(7) LnManagement	-0.1904	-0.1302	-0.183	-0.0211	-0.0193	0.1449	1	0.5826	0.043	-0.1615	-0.2566	-0.0704	-0.0505	0.1115	-0.1226
(8) Managerown	-0.2765	-0.2017	-0.2593	-0.0537	0.0814	-0.2384	0.3589	1	0.2452	-0.4982	-0.661	-0.101	-0.0444	0.0252	-0.3224
(9) Top10own	-0.2394	-0.2438	-0.2403	-0.0531	0.0136	-0.2429	0.0476	0.3487	1	-0.3719	-0.4022	-0.0469	-0.1378	0.0613	-0.3895
(10) Foreignown	0.154	0.1956	0.3043	0.2654	0.0792	0.1068	-0.1506	-0.2338	-0.2961	1	0.746	-0.0888	0.0462	0.0878	0.2393
(11) LnAssets	0.3296	0.3986	0.5504	0.4486	0.0437	0.2667	-0.2605	-0.3662	-0.383	0.6499	1	0.1935	0.0278	0.0507	0.3946
(12) Lever	0.084	0.1415	0.1201	-0.0599	-0.0481	0.1135	-0.0581	0.0255	-0.0194	-0.0751	0.2184	1	-0.0632	0.0049	0.1257
(13) R&D	0.1103	0.1372	0.0108	0.0286	-0.0593	0.1198	-0.0024	-0.0823	-0.0986	0.0781	0.0556	-0.1245	1	-0.0517	0.2867
(14) Intangible Assets	-0.0697	-0.0433	-0.044	0.1304	0.0809	-0.0449	0.0548	0.0096	0.07	0.1046	-0.0019	0.0095	-0.0147	1	-0.0582
(15) LnFirmage	0.2654	0.2568	0.2324	-0.0342	-0.077	0.2567	-0.0563	-0.3243	-0.2892	0.1165	0.2909	0.0944	0.1294	-0.1365	1

(注) 上段はスピアマンの順位相関係数(Spearman rank order correlation)、下段はピアソンの積率相関係数である。

3. 実証結果

表4には、相談役・顧問制度設置の有無を表すダミー変数を被説明変数としたロジットモデルによる分析結果がレポートされている。表5には、相談役・顧問数の自然対数値を被説明変数としたトビットモデルによる分析結果がレポートされている。表4と表5におけるいずれのモデルにおいても説明変数は同じである¹⁴。ここでは、(1) 相談役・顧問制度は本当にアドバイスの必要性から設置されているのだろうか、(2) 相談役・顧問制度はコーポレート・ガバナンス構造とどのような関係にあるのだろうか、(3) 相談役・顧問制度は経営者の影響力とどのような関係にあるのだろうか、という3つの観点から実証結果をみてみよう。

まず、相談役・顧問制度がアドバイスの必要性から設置されているかどうかを検証しよう。具体的には、事業内容が複雑な企業と企業特種的な知識の重要性が高い企業において、相談役・顧問制度が設置されているかどうかを検証する。事業内容の複雑さを表す変数は総資産(LnAssets)、負債比率(Lever)、営業年数(LnFirmage)である。表4において、これらの変数についてみると、総資産と営業年数の係数が正であり、有意にゼロと異なっている。また表5においても、総資産と営業年数の係数が有意に正である(いずれも全てのモデルで1%水準で有意)。ここではまた、先行研究(Boone et al.(2007), Coles et al.(2008), Linck et al.(2008), Guest(2008), 宮島・小川(2012))に倣って、アドバイスの必要性が高い、事業内容の複雑な企業を表すダミー変数も説明変数に加えている。すなわち、総資産、負債比率、主たる事業の売上高に占める割合の3つの変数を主成分分析によって作成した合成変数の中央値を基準としたダミー変数である(Advice Dummy)。この変数についてみると、表5において、その係数は有意に正である(表4では有意ではない)。これらの結果は、事業内容の複雑な企業ほど相談役・顧問制度が設置されていることを示唆している。

企業特種的な知識の重要性の高さを表す変数は研究開発費比率(R&D)と無形資産比率(Intangible Assets)である。表4と表5において、研究開発費比率については、その係数は正であり、ほぼ全てのモデルで有意にゼロと異なっている(表5では全てのモデルにおいて5%水準で有意)。同様に、無形資産比率については、その係数は正であるものの、有意にゼロと異なっていない。以上の結果から、アドバイスの必要性が高いと考えられる、事業内容が複雑な企業や企業特種的な知識の重要性が高い企業において、相談役・顧問制度が設置されていると考えられる。

次に、相談役・顧問制度とコーポレート・ガバナンス構造の関係についてみてみよう。コーポレート・ガバナンス構造を表す変数は、取締役数(LnBoardsize)、社外取締役比率(Outsidedir)、女性取締役比率(FemaleDir)、上位10大株主持株比率(Top10own)、外国人株主持株比率(Foreignown)である。表4と表5についてみると、概ね類似した結果であり、相談役・顧問制度に安定して有意な影響を及ぼしているのは、取締役数、社外取締役比率、上位10大株主持株比率である。取締役数の係数は有意に正であり、取締役会規模が大きくなるほど相談役・顧問制度が設置されている傾向があることが分かる。社外取締役比率の係数は負であり、表4では有意性が低いものの(モデル(1)・(3)・(5)では10%水準で有意)、表5ではモデル(1)・

¹⁴ ここではVIF(Variance Inflation Factor)を計算した。各変数のVIFは1.14から3.27の範囲内にあった。

(3)・(5)において5%水準で有意である。この結果は、取締役会の独立性が高い企業ほど相談役・顧問制度が設置されにくいことを示唆している。10大株主持株比率の係数は、表4と表5における全てのモデルで負であり、有意にゼロと異なっている。この結果は、外部の大株主による株式保有が多い企業ほど、実効的なモニタリングが行われ、相談役・顧問制度が設置されにくい傾向があることを示唆している。これらの結果は概してコーポレート・ガバナンス構造が強固な企業ほど相談役・顧問制度が設置されていないことを示唆している。ただし、コーポレート・ガバナンス構造が弱いことに起因して相談役・顧問制度が設置されているのか、あるいは、相談役・顧問制度が設置されていることに起因して、コーポレート・ガバナンス構造が弱くなっているのか、その因果関係は明確ではない。

最後に、相談役・顧問制度は経営者の影響力とどのような関係にあるのかをみてみよう。経営陣に対する影響力が強い経営者の存在は相談役・顧問制度に何らかの影響を及ぼしているのだろうか。経営者の影響力を表す変数は、経営者在職年数(LnManagertenure)と経営者持株比率(Managerown)である。表4についてみると、経営者在職年数の係数は有意に負であるが(モデル(2)・(3)では1%水準で有意)、経営者持株比率の係数は負であるものの有意ではない。ここではまた、経営者の影響力を表すダミー変数も説明変数に加えている。すなわち、経営者在職年数と経営者持株比率の2つの変数を主成分分析によって作成した合成変数の中央値を基準としたダミー変数である(Powerful Manager Dummy)。この変数の係数についても有意に負である(1%水準で有意)。表5についてみると、経営者在職年数と経営者持株比率の係数はいずれも負であるが、有意性は低い(モデル(3)のみ10%水準で有意)。経営者の影響力を表すダミー変数についても同様である(モデル(5)のみ5%水準で有意)。これらの結果は、表5の分析結果の有意性が低いものの、概ね経営者の影響力が強い企業ほど相談役・顧問制度が設置されていないことを示唆している。しかし、経営者の影響力によって相談役・顧問制度が設置されているわけではないと結論付けるのは早計であろう。例えば、相談役・顧問制度がすでに設置されていれば、経営者は任期を終えて退任した後に次のポストに就任できるために、経営者としてのポジションに固執しないかもしれない(在職年数が短くなる)。あるいは、相談役・顧問制度が設置されていない場合、経営者は退任しても次のポストに就任できないために、経営者としてのポジションに固執するかもしれない(在職年数が長くなる)。この点についてはさらなる分析が必要であろう。

表 4 実証結果（相談役・顧問制度設置の決定要因）

被説明変数	Advisor Dummy	Advisor Dummy	Advisor Dummy	Advisor Dummy	Advisor Dummy	Advisor Dummy
モデル	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(5)
推定方法	Logit	Logit	Logit	Logit	Logit	Logit
LnAssets	0.234 (3.13)	***		0.234 (3.10)	***	
Lever	0.447 (0.96)		*	0.340 (0.73)		
LnFirmage	0.270 (1.96)	*	**	0.344 (2.45)	**	0.364 (2.66) ***
Advice Dummy				0.164 (0.87)		0.149 (0.79)
R&D	8.574 (1.89)	*		7.509 (1.72)	*	7.518 (1.70)
Intangible Assets	-0.182 (-0.07)			1.325 (0.51)		1.595 (0.61)
LnBoardsize	0.731 (2.29)	**	***	1.119 (3.81)	***	1.162 (3.95) ***
Outside dir	-1.250 (-1.74)	*		-1.325 (-1.79)	*	-1.249 (-1.58)
Female dir	0.161 (0.13)			-0.540 (-0.41)		-0.495 (-0.38)
Top10own	-1.177 (-2.04)	**	**	-1.443 (-2.52)	**	-1.810 (-3.14) ***
Foreignown	-0.943 (-1.15)			0.298 (0.42)		0.276 (0.39)
LnManagerage	1.134 (1.54)		*	1.304 (1.69)	*	1.177 (1.57)
LnManagerte nure	-0.270 (-2.56)	**	***	-0.349 (-3.22)	***	
Managertown	-2.059 (-1.37)			-1.851 (-1.20)		
Powerful Manager Dummy						
Constant	-7.855 (-2.61)	***	**	-6.624 (-2.07)	**	-8.807 (-4.67) ***
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of observations	907	907	875	907	875	875
Pseudo R-squared	0.1882	0.1796	0.1853	0.1896	0.1872	0.1872

(注) ***:1%水準で有意, **:5%水準で有意, *:10%水準で有意。()はz値をレポートしている。
 なお, z値はrobust standard errorを用いて計算されている。

表 5 実証結果（相談役・顧問数の決定要因）

被説明変数 モデル	LnAdvisor (1)		LnAdvisor (2)		LnAdvisor (3)		LnAdvisor (4)		LnAdvisor (5)	
	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit
LnAssets	0.219 (5.69)	***					0.224 (5.84)	***		
Lever	0.3021 (1.22)	***	0.680 (2.80)	***			0.271 (1.08)			
LnFirmage	0.201 (2.67)	***	0.234 (2.99)	***	0.224 (2.82)	***	0.211 (2.74)	***	0.235 (2.90)	***
Advice Dummy					0.235 (2.48)	**			0.237 (2.50)	**
R&D	5.705 (2.51)	**	5.391 (2.26)	**	5.008 (2.14)	**	5.739 (2.53)	**	5.115 (2.20)	**
Intangible Assets	1.063 (0.57)		0.980 (0.52)		1.403 (0.76)		1.152 (0.62)		1.473 (0.79)	
LnBoardsize	0.393 (2.38)	**	0.752 (4.93)	***	0.731 (4.64)	***	0.406 (2.48)	**	0.754 (4.85)	***
Outsidedir	-0.758 (-1.98)	**	-0.575 (-1.51)	**	-0.841 (-2.13)	**	-0.734 (-1.91)	*	-0.813 (-2.04)	**
Femaledir	-0.400 (-0.55)		-0.245 (-0.34)		-0.781 (-1.05)		-0.410 (-0.57)		-0.780 (-1.05)	
Top10own	-0.662 (-2.16)	**	-0.856 (-2.76)	***	-0.931 (-2.94)	***	-0.716 (-2.34)	**	-1.023 (-3.21)	***
Foreignown	-0.933 (-2.13)	**	0.509 (1.36)		0.254 (0.69)		-0.958 (-2.17)	**	0.272 (0.74)	
LnManagereage	0.640 (1.47)	*	0.899 (2.03)	**	0.774 (1.70)	**	0.620 (1.51)	*	0.731 (1.70)	*
LnManagertenure	-0.045 (-0.79)		-0.086 (-1.50)		-0.101 (-1.76)					
Managerown	-0.683 (-0.71)		-1.146 (-1.19)		-0.859 (-0.85)					
Powerful Manager Dummy										
Constant	-5.947 (-3.31)	***	-5.575 (-3.04)	***	-4.559 (-2.40)	**	-0.083 (-0.93)		-4.522 (-2.49)	**
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of observations	857	857	857	857	825	857	825	825	825	825
Pseudo R-squared	0.1145	0.1010	0.1036	0.114	0.1036	0.114	0.1026	0.1026	0.1026	0.1026

(注) **、*、1%水準で有意、**、5%水準で有意、*、10%水準で有意。()はt値をレポートしている。
なお、t値はrobust standard errorを用いて計算されている。

4. おわりに

本稿では、2017年度の「CSR企業調査」のアンケートデータを利用して、コーポレート・ガバナンス構造やアドバイスの必要性の高さなどの企業特性が相談役・顧問制度の設置（相談役・顧問数）にどのような影響を及ぼしているのかを実証的に分析した。

実証分析の結果、次の点が明らかとなった。第1は、相談役・顧問制度がアドバイスの必要性が高い、事業内容が複雑な企業（Complex firms）や企業特長な知識の重要性が高い企業（R&D-intensive firms）に設置されている傾向がある点である。第2は、両者の因果関係は明確ではないものの、コーポレート・ガバナンス構造が弱い企業ほど、相談役・顧問制度が設置されている傾向がある点である。

本稿の実証結果は、相談役・顧問制度がアドバイスの必要性に応じて設置されている傾向があることを示唆しており、この意味では「CSR企業調査」のアンケートの結果と整合的であると言えよう。本稿の実証結果はまた、コーポレート・ガバナンス構造が弱い企業ほど相談役・顧問制度を設置している傾向があることも示唆しており、東京証券取引所が全上場企業に提出を義務付けている「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の中で、相談役・顧問の氏名・業務内容・報酬の有無などについて、その詳細を記入するように企業に要請したのは妥当な要請であると考えられる。

本稿の分析は予備的な分析であるため、残された課題は多い。まず第1に、本稿の分析は単年度の任意のアンケート結果をベースにしているため、サンプル・セレクション・バイアスが生じる可能性がある。また、本稿の分析が内生性を適切にコントロールしていないことも問題である。第2に、本稿の分析は相談役と顧問を同一視したものであり、それぞれの役割を明示的に区分してはいない。その区分は企業によって異なるように思われるが、相談役と顧問における報酬の有無（金額も含む）や三点セット（個室・秘書・社用車）も考慮したより精緻な分析を行う必要がある。また、実際には、相談役制度のみ設置されているケース、顧問制度のみ設置されているケース、相談役制度と顧問制度の両方が設置されているケースなど、複数のケースが存在している。こうした点も踏まえた精緻な分析を行う必要もあろう。

例えば、相談役・顧問制度と経営者交代の関係など、相談役・顧問制度に着目した研究は興味深い結果を生み出す可能性がある。相談役・顧問制度は日本企業固有の制度であるため、日本企業のコーポレート・ガバナンス研究における今後の重要課題の1つと言えるだろう。

【参考文献】

- Adams, R. and D. Ferreira (2009) “Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance,” *Journal of Financial Economics* 94, pp.291-309.
- Boone, A., L. Field, J. Karpoff, and C. Raheja(2007), “The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.85, pp.66-101.
- Coles, J.L., N.D.Daniel and L.Naveen(2008), “Boards: Does one size fit all?,” *Journal of Financial Economics*, Vol.87, pp.329-356.
- Estélyi, K. S. and T. M. Nisar (2016), “Diverse boards: Why do firms get foreign nationals on their boards?,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.39,pp.174-192.
- Francis, B., I. Hasan, and Q. Wu(2015), “Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance,” *Financial Management*, Vol.44, pp.547-581.
- Guest, P.(2008), “The determinants of board size and composition: Evidence from the UK,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.14,pp. 51-72.
- Hermalin, B. and M. Weisbach(1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, Vol.20, pp. 101-112.
- Linck, J., J. Netter, and T.Yang(2008), “The determinants of board structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.87, pp.308-328.
- Matsumto, M. and K. Uchida(2010), “Internal corporate governance mechanisms and foreign investors: Evidence from Japanese IPOs,” Available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=1663653>.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny(1986), “Large shareholders and corporate control,” *Journal of Political Economy*, Vol.95, pp.461-488.
- Yermack, D.(1996), “Higher valuations of companies with a small board of directors,” *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.185-212.
- 経済産業省 (2018), 「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), 平成 30 年 9 月 28 日.
- 齋藤卓爾 (2015), 「取締役会構成と監査役会構成の決定要因」, 財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』, 第 121 号, pp.37-52.
- 松本守 (2019a), 「わが国銀行業のコーポレート・ガバナンスが経営者業績予想の精度に及ぼす影響に関する実証分析—女性取締役・大学教員取締役・官公庁出身取締役はどのような役割を演じているのか—」, 『大銀協フォーラム研究助成論文集』, 近刊.
- 松本守 (2019b), 「日本企業の取締役会における女性取締役の登用は本当に企業パフォーマンスを引き上げるのか?」, 『商経論集』, 近刊.
- 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.