

コーポレートガバナンスの進化： 新規株式公開企業の取締役会構成の 決定要因からの考察

森 祐 司

要 旨

本研究では、わが国新規株式公開（IPO）企業のコーポレートガバナンスを、取締役会構成の決定要因から、その進化とともに明らかにすることを目的とする。まずは2000年代全般での特徴を明確にし、その後、株式公開から時間経過によってどのようにコーポレートガバナンス構造が変容したかを考察する。

新規公開企業の取締役会の規模（人数）は、企業の事業の複雑性が強まったり（事業範囲仮説）、外部との情報の非対称性が大きくモニタリングの必要性が高まったりする（モニタリング仮説）と、増加する傾向があることが示された。取締役会構成において社外取締役の比率は、社長の交渉力が強まると事業範囲仮説が支持され、モニタリング仮説は一部では支持される結果は得られたが、支持しない結果もあり、上場企業全般と同様に別の要因が働いている可能性も示唆された。社長の交渉力は社外取締役の選任に影響する要因として、特にIPO企業ではその影響が強いと見られることも窺われた。IPOからの経過年数別の推定では、モニタリング仮説は取締役会規模については、経過年数によってもその要因の有効性は変化しないことなどが分かったが、仮説によっては、有効でなくなる要因や有効となる要因などもあり、IPO後の経過年数によって変化が出てきていることを窺うことができた。

キーワード：コーポレートガバナンス、新規株式公開企業、取締役会、社外取締役

目 次

- | | |
|------------|-------------------------------------|
| 1. はじめに | 3.2. 取締役会の規模と独立性、およびその変容
についての仮説 |
| 2. 先行研究 | |
| 3. 研究目的と仮説 | 4. 実証分析 |
| 3.1. 研究目的 | 4.1. データの記述統計量について |

4.2. IPO 企業のガバナンス構造の進化

4.3. 実証分析

4.4. IPO からの経過年数別の検証

5. 結論と今後の課題

1. はじめに

2000年代に入り、わが国の株式市場では多くの新規公開企業（以下、IPO 企業と呼ぶ）が上場した。その一方、2015年には会社制度として監査等委員会設置会社を選択可能になり、コーポレートガバナンス・コード（以下、CGC）も導入されるなど、上場企業のコーポレートガバナンス（以下、ガバナンスと略す）制度も変化してきた。

これまで、わが国のIPO企業についての先行研究では、IPO企業の特徴を把握するためにガバナンスをとり上げ、また株価や業績との関係を短期的に検証した例が多かった。また、ガバナンスについての先行研究の多くは、IPO企業を従来から上場する企業と区別しない研究が多く、殊更にIPO企業のみを取り上げる研究は少なかった。本稿では、ガバナンス研究の一環としてIPO企業をとりあげ、IPO後10年といった長期にわたる視野で取締役会人数と社外取締役比率の決定要因から、その特徴を明らかにする。その後、IPO企業のガバナンスがIPO後10年という期間の中でどのように変容していったのかについて検討する¹。

2. 先行研究

IPO企業を含む上場企業の取締役会人数や構成（構成は独立性、すなわち社外取締役比率で検討することが多い）の決定要因についての研究はこれまで多くの蓄積がある（Coles et al., 2008; Lehn et al., 2009; Linck et al., 2008; Chen, 2014; 宮島・小川; 2012）²。近年の研究では、Palaniappan（2017）やNeupane and Neupane（2017）はインド企業を対象に、Mustapha et al.（2020）はナイジェリアの企業を対象に分析するなど、国情や制度などを踏まえた検証例が多い。また、Chung et al.（2019）やLee（2020）は米国企業を対象に分析しているが、SOX法を契機とした米国企業の変化や様々な任務に就く独立取締役の便益についてなど、より詳細な分析を行うものが多くなっている。

一方、IPO企業研究の立場からは、IPO企業の特徴を解明するための一つの切り口としてガバナンスを取り上げたものが多い。とりわけ、IPO時とその後数年程度を対象期間として、大株主構成、取締役の属性や取締役会構成と、株価・業績との関係を分析するといった研究が多かった（Mikkelsen, et al.; 1997, 長瀬; 2003, Balatbat et al.; 2004, 阿萬・岡村; 2005, 岡村; 2007, 岡村; 2009, 月岡; 2012, 忽那;

1 本分析ではBoone et al.（2007）がIPO後10年経過した企業であっても「IPO企業」として分析していることを踏襲し、IPOからたとえ10年を経過した企業でも「IPO企業」と呼ぶことにする。

2 取締役会構成・規模と企業パフォーマンスとの関係についての先行研究も非常に多い。ここでは紙幅の都合上、その多くを紹介することは難しいため、最近の研究としてAlqatan et al.（2019）、Merendino and Melville（2019）があることを指摘しておく。

2014, 渡邊：2014, 赤石：2016, Ogura：2017 など)。

他方、ガバナンス研究では、Baker and Gompers (2003) や Gertner and Kaplan (1996) が IPO 企業を取り上げることの重要性を指摘しているにもかかわらず、これまでの研究では伝統的な上場大企業を分析対象として、ガバナンスがまだ確立していない IPO 企業に焦点をしばった研究は少ない (Hermalin and Weisbach; 2003, Filatochev and Allcock; 2013)。また、従来から上場する伝統的企業との相違も必ずしも明かにはしていない。Boone et al. (2007) は米国の IPO 企業の10年後の取締役会規模・構成の決定要因を分析した代表例である。そこでは、①取締役会の規模と独立性は IPO 企業の成長とともに成長し、多様化していること、②取締役会の規模は企業利益とモニタリングコストとの間のトレードオフを反映していること、③取締役会の独立性は経営者の影響力と負の相関があることを示している。わが国では、奥田・高原・鈴木 (2007) は、2004~05年に株式公開した企業154社を対象に分析し、事業が複雑であるほどガバナンス体制構築に積極的であること、経営者属性がガバナンス体制構築に影響することを示唆している (しかし、その検証期間は数年程度であった)。

さらに、Wright et al. (2013) およびそれに掲載された多くの論文では「コーポレートガバナンスのライフサイクル・アプローチ」を示した。企業は発展の各ステージ³で、それぞれ異なった経営戦略問題に直面し、ガバナンス機能

もそれによって変化していくというものである⁴。このアプローチは IPO 企業のガバナンスについて有益な検討材料を提供してくれてはいるものの、各ステージの境界の定義の問題や、変容を示す指標の問題、また近年のわが国のようにガバナンスに関する法制度・規制やそれに対応した企業のスタンスが変化し続けてきた中では、ライフサイクルのステージ変化によるものか、制度変更による変化なのかの見極めなど、分析上の課題も多い。

以上のことから、本稿の分析ではこのライフサイクル・アプローチをとらず、ガバナンスの取締役会構成の決定要因に注目し、その要因の変化を手掛かりに IPO 企業のガバナンスの変容について考察するという方法をとる。具体的には、2000年代の IPO 企業を対象に、先ずその特徴を明らかにした後、IPO 企業のガバナンスの「進化 (evolution)」(Boone et al.; 2007) を IPO から10年後という長期的視野から検証していく。

3. 研究目的と仮説

3.1. 研究目的

本稿の研究目的は、わが国 IPO 企業のガバナンスの特徴の把握とその「進化」について分析することである。その際、ガバナンス分析の視点として取締役会の構成と規模の決定要因から考察する。次に、IPO から時間を経過し「進化」する IPO 企業の変容を経過年数別の分析

3 創業から IPO までの未上場の段階、上場から成熟企業までの段階、成熟から衰退する企業の段階、上場廃止・企業解体も含む刷新の段階の各ステージがその内容である。

4 わが国では林 (2017) がこのアプローチについての紹介と具体的に実際に存在する企業をとりあげて事例研究を行っている。しかしながら、計量分析を行っているわけではない。海外ではこのアプローチに基づいて Li and Zhang (2018) は中国企業を、Bansal and Thenmozhi (2019) はインド企業を対象に分析している。

から検討する。尚、IPO 企業では創業者が経営者として在籍するケースが多いことが特徴となっているため⁵、本稿ではこのような IPO 企業の特徴も踏まえた分析も行う。

3.2. 取締役会の規模と独立性、およびその変容についての仮説

3.2.1. 事業範囲仮説

IPO 企業だけでなく企業全般における取締役会に期待されるガバナンス機能としてアドバイスとモニタリングがあげられる (Raheja, 2005; Adams and Ferreira, 2007; Harris and Raviv, 2008)。取締役会の規模と構成の決定要因についてのアドバイスに関する仮説が、「事業範囲仮説」である (Boone et al., 2007; Lehn, Patro, and Zhao, 2009; Coles, Daniel, and Naveen, 2008; 宮島・小川, 2012)。企業が事業範囲を広げる場合、新規プロジェクトを監督・指導するような新しい取締役が必要とされよう。企業規模が大きく、あるいは子会社の設立やグループ化など成長・拡大した企業では、より多くの取締役やそれらを監視する社外取締役が重要になると考えられる。IPO 企業においても、これらの推察は妥当すると考えられるため、以下の仮説を設定する。

仮説 1 事業の規模や複雑性の増大は取締役会規模の拡大や社外取締役を必要とする

この検証のための代理変数として、企業規模を示す時価総額 (対数値)、企業年齢を示す上場後経過年数、組織の複雑性を示す連結子会社数を使用する (各変数の詳細は図表 1 を参照)。

3.2.2. モニタリング仮説

取締役会による社長へのモニタリング機能が効果的なのは、社長に私的便益がもたらされやすいときである (Raheja, 2005; Harris and Raviv, 2008)。たとえば、社長が裁量的に利用できるようなキャッシュフローが大きい場合には社外取締役によるモニタリングの効果 (モニタリングの便益) はより高まろう (Boone et al., 2007; 宮島・小川, 2012)。他方、企業特殊的な知識の存在や成長性が高い場合など、外部者との情報の非対称性が大きい場合は、モニタリングの効果があがらない (モニタリング・コストが高い) ことが予想される (Boone et al., 2007; 宮島・小川, 2012)。IPO 企業においても、これらの推察は妥当すると考えられる。このため、仮説は以下ようになる。

仮説 2 取締役会はその企業のモニタリングの必要性に応じて、取締役会の規模や構成が決定される

この仮説を検証するためモニタリングの便益面の代理変数としてフリーキャッシュフロー (フリーCF) 比率を採用し、モニタリング・コストの代理変数として時価簿価比率、売上高研究開発費比率 (以下、研究開発費比率)、株式リターンの標準偏差 (36か月のデータから算出、以下標準偏差と略す) を採用する。

3.2.3. 交渉仮説

社外取締役の決定要因として、社長と社外取締役 (あるいはそれを任命する社外の大株主) との間の交渉がポイントになるという考え方もある (Hermalin and Weisbach, 1998)。社長の取締役会や大株主との交渉力はその経営能力が

⁵ Filatochev and Allcock (2013) は、創業者が社長であるとき、あるいは創業者が取締役会メンバーにいるときの業績との関係などがガバナンスの評価でのポイントだと指摘している。

図表1 基礎統計表

	符号		平均値	標準偏差	最小	最大	Obs.
	人数	構成					
[1] 上場後経過年数	+	+	5.292	3.911	0.000	15.162	8,838
[2] 連結子会社数	+	+	4.716	10.717	0.000	357.000	8,838
[3] 時価総額	+	+	8.833	1.468	3.580	15.495	8,836
[4] フリーCF比率	+	+	-0.004	0.209	-2.720	8.361	8,824
[5] 時価簿価比	-	-	0.492	0.754	-1.256	5.757	8,822
[6] 研究開発費比率	-	-	12.668	221.489	0.000	12,250.000	8,838
[7] 標準偏差	-	-	16.049	11.646	0.000	154.035	5,668
[8] 社長持株比率		-	17.013	18.671	0.000	95.482	8,616
[9] 社長在籍年数		-	11.068	9.286	0.003	58.786	8,825
[10] 創業者社長ダミー		-	0.263	0.440	0	1	8,838
[11] 社長筆頭株主ダミー		-	0.401	0.490	0	1	8,838
[12] 相対ROA			1.382	11.567	-250.926	225.158	8,818
[13] 金融機関持株比率			7.280	8.032	0.000	54.120	8,828
[14] 外国人投資家持株比率			6.597	10.969	0.000	99.990	8,828
取締役会人数 (人)			6.336	2.187	2	20	8,838
社外取締役比率 (%)			20.124	17.717	0	83.33	8,838

(注) 1) 「符号・人数/構成」は取締役会人数/社外取締役比率についての推定で想定される符号条件を示す。「上場後経過年数」はIPO後の経過年数を示す。「連結子会社数」は対象銘柄の連結子会社数を示す。「フリーCF比率」(フリーキャッシュフロー比率)は「営業CF+投資CF(フリーキャッシュフロー)÷総資産額」を示す。「時価総額」は当該企業の株式時価総額(対数値)を示す。「時価簿価比」は $\{(\text{負債額}+\text{株式時価総額})/\text{総資産}\}$ の対数値を示す。「研究開発費比率」は研究開発費÷売上高を示す。「標準偏差」は当該企業の日次リターンの標準偏差(36か月)を示す。「社長持株比率」は社長の株式保有比率(%)を示す。「社長在籍年数」は当該企業における社長の在籍年数を示す。「創業者社長ダミー」は当該企業の創業者が社長に在籍しているときに1、そうでないときに0をとるダミー変数を示す。「社長筆頭株主ダミー」は当該企業の社長が筆頭株主のときに1、そうでないときに0をとるダミー変数を示す。「相対ROA」は当該企業のROAの当該企業が属する業種平均値に対する比率を示す。「金融機関持株比率」は金融機関の株式所有比率(%)を示す。「外国人投資家持株比率」は外国人投資家の持株比率(%)を示す。

2) 表中のサンプル数は2005年から2019年に上場した企業数×年度で採取したデータから算出している。

(出所) 筆者作成

高いほど強くなると考えられるため(Boone et al., 2007; 宮島・小川, 2012), 交渉仮説と呼んでいる。企業の業績が低ければ、社長の交渉力は低下し、社外取締役を増やすように促される。経営者の能力が高く、在籍年数が長ければ、社長の交渉力は強く、社外取締役は少なくなる。IPO企業では社長持株比率が高く、大株主や筆頭株主のケースも多いと見られ、その影響力は株主がより広く分散化した伝統的な上場企業よりも大きいことも推察されよう。このため交渉仮説は以下ようになる。

仮説3 社長の交渉力強い場合には、取締役

会の構成は内部者中心となる

この仮説を検証するための代理変数として、社長の在籍年数、社長持株比率、創業者社長ダミーを採用する。尚、社長持株比率については代替的に社長筆頭株主ダミー(社長が筆頭株主のときに1をとるダミー変数)も利用する。また、IPO企業において創業者が社長として在籍するケースに配慮した推定も本稿では考えることとした。創業者社長と後継社長はその経営スタイルなどが異なる一方、株主以外も取引先や従業員などステークホルダーに対する関係や影響力も異なることが想定され(McConaughy

and Phillips, 1999), それは創業者社長の経営基盤強化と株主との交渉にも影響することが考えられるからである。

る。

4. 実証分析

3.2.4. IPO 企業のガバナンス決定要因の進化についての仮説

以上の3つの仮説をIPO企業の取締役会人数と社外取締役比率の決定要因として考えるが、IPO企業は上場後に成長しながら規模・組織が変貌し、経営陣やガバナンス体制が変容していくと考えると、それら決定要因も変化していくことが想定される。IPO企業は上場後でもしばらくの間は外部の投資家等との間で情報の非対称性が大きいことが考えられるが、上場後には要請される情報開示・IR活動等によって、外部者との情報の非対称性も小さくなっていくことが考えられる。他方、前節で示した交渉仮説は上場後の経過年数が長くなったとしても、社長が引き続き在籍し、その在籍年数が長くなるのであれば交渉力は強くなる一方、持株比率などに変化がなければ交渉力は変化しない、あるいは逆に強くなることも考えられる。このため、以下の仮説が考えられる。

仮説4 IPO企業はその進化の中で、ガバナンスの決定要因としてモニタリング要因は弱くなる一方、交渉要因は変化しない（あるいは強くなる場合がある）

この仮説の検証は、前節までの仮説を検証するモデルでIPOからの経過年数別に推定し、その決定要因の変化を比較することで検討す

4.1. データの記述統計量について

本分析でのサンプル企業は2005年から2019年にかけてジャスダック、マザーズ、ヘラクレス（ナスダックジャパン含む）、および地方証券取引所（本則およびベンチャー市場）で新規株式公開を実施したIPO企業で、いわゆる独立系企業のみとする⁶。すなわち、上場企業の子会社や吸収合併して（再）上場した企業、再編統合等による持株会社の上場、金融業などは除外している。対象とするIPO企業の財務・役員・株式所有構造データをQuick ASTRA・有価証券報告書・『会社四季報』（東洋経済新報社）から、収集できなかった情報については各社のディスクロージャー資料から収集した。その結果、対象企業数は1124社となった⁷。

本分析で用いたデータの各変数の定義と基礎統計表を図表1で示す。取締役会人数の平均値は6.3人強で、上場企業全体からみればやや少ない。また、社外取締役比率は20%程度である。ただし、東京証券取引所は2009年末に取締役会・監査役会での社外役員の導入を半ば義務付け⁸、2015年にはCGCを示した。これら制度改革は社外取締役比率に影響があると考えられるため、データが2009年度までに該当する場合に1、それ以外は0とする期間ダミー（2005-

6 船岡・森（2018）はIPO時における地域銀行の役割について、地方証券取引所を含めて上場市場から分析している。

7 この企業数はこの期間にIPOした分析対象とすべき企業の総数を示す。図表1で示すサンプル数は年・企業でカウントしており、この企業数とは異なる。また、以下で示す図表のモデルによりサンプル数が異なるが、モデルで使用した変数に共通するデータをカウントしたためである。

8 東京証券取引所は2009年12月22日、有価証券上場規程、有価証券上場規程施行規則及び上場管理等に関するガイドライン等の一部改正を発表し、2009年12月30日に施行した。その結果、独立役員の選任義務化およびその開示等が上場会社に求められることになった。

09年ダミーと呼ぶ)、以下同様に2010-14年ダミー、2015-19年ダミーを作成して使用することとした⁹。

4.2. IPO 企業のガバナンス構造の進化

図表2は分析対象企業をIPOした年度から経過年数別の企業数を示したものである。2005年から19年までに1061社の株式公開があったこと、2011年から19年までのうち493社は7年目まで存続していることが分かる。それ以外の会社は合併・統合、上場廃止となったのである¹⁰。

次に、図表3のパネルAはIPO企業の株式所有構造の変遷について示している。社長持比率は、新規公開した年では25.8%であった。その後、減少傾向を示し、IPO後10年超となると平均して10%程度になっている。上位10位の大株主所有比率をみると、IPO直後は67.5%であったが、その後57%程度まで減少するものの、その後横ばいで推移している。筆頭株主の所有比率については、IPO直後の34.6%から10年超の25.5%まで減少する。2020年時の東証上場会社の筆頭株主所有比率を見ると、54.8%の会社で筆頭株主の所有比率は20%未満となっており（東京証証券取引所、2021）、IPO企業の筆頭株主の所有比率は上場企業全般に比べて比較的高いことが分かる。社長が筆頭株主だった場合にはさらにこの傾向は強くなることも分かってらう。

図表2 IPO 後経過年数別サンプルの分布

年度	IPO 後からの経過年数					
	1年	5年	7年	10年	13年	15年
2005	21					
2006	125					
2007	131					
2008	165					
2009	88	29				
2010	32	120				
2011	18	114	25			
2012	16	122	92			
2013	32	71	96			
2014	50	24	124	16		
2015	47	17	70	93		
2016	82	14	24	97		
2017	85	32	16	122	12	
2018	86	51	14	70	92	
2019	83	46	32	24	93	12
総計	1061	640	493	422	197	12

(注) 単位は社。表中「1年」はIPO後1年以上2年未満経過した企業を示す。以下同。

(出所) 筆者作成

金融機関の所有比率はIPO直後では5.5%でその後上昇している。一般的にIPO企業は新興の成長性の高い企業が多く、金融機関は取引関係の強化のためにIPO企業の株式取得を積極化しているのかもしれない¹¹。外国人投資家の株式所有比率もIPO時以降高くなっている。外国人投資家は、成長性の高さなどから、有望なIPO企業に投資することが多く、株式所有比率も高くなっていくことが考えられる。

パネルBはIPO企業の社長の特徴について示している。IPO時の社長の平均年齢は51.6歳で、在籍年数は10年強である¹²。IPOから年数

9 台湾企業を分析したChen (2014)は、台湾でのガバナンス改革がもたらす影響についての分析を行う際に、同様に期間ダミーを設定して、社外取締役や取締役員人数の分析を行っている。尚、多重共線性などからすべての期間ダミーを入れているわけではないことは注記しておく。

10 Boone et al. (2007)では米国のIPO企業について、1988年から1992の5年間で1019社がIPOを行ったが422社しか存続していないことを示している。

11 森・船岡 (2019)では九州所在のIPO企業のメインバンクについて検討している。やはり金融機関株主がその比率を増加させる傾向は窺われたという。

12 Boone et al. (2007)は米国のIPO時のCEOの年齢は48歳だと報告している。国や時代も異なるため直接的な比較には注意を要するが、わが国のIPO企業の社長の年齢と3歳程度しか差がなかったのは興味深い。

図表3 大株主等の所有比率，社長の特性，取締役会の構成の変化

	IPO 後からの経過年数			
	1年未満	4年	7年	10年以上
Panel A. IPO 企業の株主比率				
社長持株率 (%)	25.8	16.9	13.1	10.0
大株主所有比率 (%)	67.5	57.3	56.3	56.3
筆頭株主の株式所有比率 (%)	34.6	28.8	27.1	25.5
同 (社長が筆頭株主のとき%)	38.8	32.7	30.5	27.7
金融機関持株比率 (%)	5.5	7.2	6.9	8.5
外国人投資家持株比率 (%)	5.2	6.1	6.3	8.6
Panel B. IPO 企業の社長の特性				
社長の年齢 (歳)	51.6	54.2	55.8	57.5
社長在籍年数 (年)	10.4	10.7	11.4	12.0
社長が創業者である比率 (%)	35	26	22	17
社長が交代した比率 (%)		24	27	27
Panel C. IPO 企業の取締役会の構成				
取締役人数 (人)	6.07	5.97	6.04	7.07
社外取締役人数 (人)	1.08	1.13	1.12	1.96
社外取締役比率 (%)	17.4	18.3	18.1	28.5

(注) 表項目の「4年」はIPO後4年以上5年未満経過した企業を、「7年」はIPO後7年以上8年未満経過した企業を示す。「大株主所有比率」は株式所有比率上位10位までの株主の合計の所有比率を示す。「社長が交代した比率」はそれぞれ1年から4年まで、5年から7年まで、8年から10年以上までの累積比率である。

(出所) 筆者作成

が経過すると平均年齢も在籍年数も大きくなるが、10年経過したからといって、そのまま平均年齢や在籍年数が10年長くなったわけではない。つまり、社長がIPO後に若い世代に交代した企業が多いことを示唆するが、実際にその交代した比率を見ると3-5年程度の期間で4分の1程度の社長が交代していたことが窺える。独立系のIPO企業だからとは言っても、必ずしも非常な長期にわたって在籍していたのではなかったのである。ただし、社長が創業者である場合は、長く続ける場合も多い。IPO時に35%の企業で創業者が社長であったが、その後その比率は低下するものの、IPO後10年超過した後でも17%程度は創業者が社長として在籍していたのである¹³。

パネルCは取締役会の規模・構成について示している。取締役会人数はIPO時に6.07人であったが、その後ほぼ変化なく6人前後で推移し、10年超で7人程度になっている。Boone et al. (2007) が示す米国のIPO企業の場合も6.21人 (IPO時) から7.52人 (10年超)¹⁴と日本企業の場合とほぼ同じであった。社外取締役人数の推移について見ると、IPO時からIPO経過7年程度までは1人前後でほとんど変わらず、10年超で2人程度にまで増加している。取締役会の増員も10年超で顕著になってくることから、その増員は主に社外取締役の増加によるものと解釈される。ただし先述のように分析期間中の制度変更のために、制度によって半強制的に社外取締役の増員・採用された可能性が

13 この期間中に一旦社長を退いた後、再度社長として復帰する例もいくつか見られた。

14 Boone et al. (2007) が示した数値は、Mikkelsen I et al. (1997) が示した数値とほぼ同じであり、IPOから10年経過すると7人程度の規模に取締役会はなっていると指摘している。

図表4 相関係数表

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]
[1] 上場後経過年数	1													
[2] 連結子会社数	0.086	1												
[3] 時価総額	0.216	0.40	1											
[4] フリーCF比率	0.029	0.00	0.06	1										
[5] 時価簿価比	0.079	-0.05	0.42	-0.05	1									
[6] 研究開発費比率	-0.03	-0.02	0.01	-0.15	0.071	1								
[7] 標準偏差	-0.11	-0.07	-0.10	-0.03	0.30	0.028	1							
[8] 社長持株比率	-0.19	-0.11	-0.14	0.029	0.042	-0.03	0.033	1						
[9] 社長在籍年数	0.047	-0.08	-0.05	0.021	0.017	-0.02	-0.06	0.40	1					
[10] 創業者社長ダミー	-0.10	-0.07	-0.07	-0.01	0.11	-0.01	0.085	0.381	0.473	1				
[11] 社長筆頭株主ダミー	-0.13	-0.09	-0.10	0.00	0.08	-0.03	0.05	0.76	0.40	0.36	1			
[12] 相対ROA	-0.01	0.01	0.09	0.04	0.03	0.00	-0.03	-0.02	0.00	0.00	-0.02	1		
[13] 金融機関持株比率	0.055	0.32	0.55	0.05	0.04	-0.03	-0.18	-0.20	-0.07	-0.12	-0.13	0.066	1	
[14] 外国人投資家持株比率	0.088	0.30	0.53	0.02	0.22	0.00	-0.03	-0.15	-0.10	-0.04	-0.10	0.048	0.32	1

(注) 「上場後経過年数」はIPO後の経過年数を示す。「連結子会社数」は対象銘柄の連結子会社数を示す。「フリーCF比率」(フリーキャッシュフロー比率)は「営業CF+投資CF(フリーキャッシュフロー)÷総資産額」を示す。「時価総額」は当該企業の株式時価総額(対数値)を示す。「時価簿価比」は「(負債額+株式時価総額)÷総資産」の対数値を示す。「研究開発費比率」は研究開発費÷売上高を示す。「標準偏差」は当該企業の日次リターンの標準偏差(36か月)を示す。「社長持株比率」は社長の株式保有比率(%)を示す。「社長在籍年数」は当該企業における社長の在籍年数を示す。「創業者社長ダミー」は当該企業の創業者が社長に在籍しているときに1、そうでないときに0をとるダミー変数を示す。「社長筆頭株主ダミー」は当該企業の社長が筆頭株主のときに1、そうでないときに0をとるダミー変数を示す。「相対ROA」は当該企業のROAの当該企業が属する業種平均値に対する比率を示す。「金融機関持株比率」は金融機関の株式所有比率(%)を示す。「外国人投資家持株比率」は外国人投資家の持株比率(%)を示す。

(出所) 筆者作成

高い¹⁵。この点は重要な研究課題ではあるが、本分析ではChen(2014)と同様に期間ダミー変数でコントロールすることとし、IPO企業ガバナンスの進化に焦点を合わせて分析していく。

4.3. 実証分析

まずは2000年代におけるIPO企業全般の特徴を分析する。その際、コントロール変数として、相対ROA(ROAの業種平均との相対値)、期間ダミー、外国人投資家持株比率、産業ダミーを採用し、企業・年ダミーによる固定効果モデルで推定する。外国人投資家は投資先

企業の社外取締役比率を増加させる可能性が高いことが指摘されている(宮島・小川; 2012)。産業ダミーは、企業の競争環境に起因する内生性をコントロールするためである。同一産業内の企業はほぼ同一の市場状況に直面し、同一の生産関数を持つと考えられるからである(Boone et al., 2007)¹⁶。採用する変数の相関係数表は図表4のようになる。本分析における各変数間の相関はあまり高くないが、Chen(2014)と同様に仮説ごとの説明変数について主成分分析を行い、合成した変数を用いた推定も行う(補論参照)。合成した変数は事

15 東証以外の上場先でも同様にガバナンス体制を整えるIPO企業は少なからず見受けられた。また、今仁(2020)は取締役会改革(コーポレートガバナンス・コード; CGCの導入)などの制度変化が上場企業の社外取締役の増員や企業価値増加に影響したのかについて検証している。杉浦(2020)は2015,16年度の上場企業中2889社を対象にCGCの導入に伴い、社外監査役から社外取締役に「横滑り」させた会社の特徴を分析し、経営者のエンブレチメントの影響を受けていることを指摘している。

16 本分析では産業分類はFama and French(1997)およびBoone et al.(2007)を参考に、各銘柄を東証17業種分類で17業種に分類して、各業種で産業ダミーを作成して利用している。

業範囲仮説は SCOPE で取締役会人数，社外取締役比率には正を想定する。モニタリング仮説ではモニタリング・コストについての3つの変数から合成し (MONCOST)，取締役会人数，社外取締役比率に対して負を想定する。交渉仮説は社長持株比率，社長在籍年数，創業者社長ダミーから合成し (NEGOT)，取締役会人数，社外取締役比率には負の関係を想定している。

4.3.1. 事業範囲仮説

まずは2000年代におけるわが国 IPO 企業のガバナンスの特徴を明らかにするため，被説明変数を取締役会人数，社外取締役比率とする企業・年ダミーによる固定効果モデルで推定する（以下同様に固定効果モデルでの推定である）。図表5の取締役会人数についての推定結果で

は，時価総額，上場後経過年数はいずれも正で有意であった。また SCOPE も正で有意であった。これらの結果は事業範囲仮説を支持する。一方，社外取締役比率については，上場後経過年数は正で有意であったものの，時価総額，連結子会社数は有意ではなかった。しかし，SCOPE は正で有意となり，社外取締役比率についても事業範囲仮説を支持する結果となった。これは上場企業全般を対象とした宮島・小川（2012）も同様の結果を示している。

コントロール変数について見ると，社外取締役比率は概ね正で有意であり，社外取締役比率の増加は取締役会規模を増加させるように作用している。2010-14年ダミーは取締役会人数については負で有意であり，東証の社外役員規制導入後は，取締役会人数は減少傾向を示したと

図表5 事業範囲仮説

被説明変数	取締役会人数 (対数値)				社外取締役比率			
	モデル (1)		モデル (2)		モデル (3)		モデル (4)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
SCOPE			0.067	(6.650)***			1.970	(4.310)***
時価総額	0.054	(8.810)***			-0.192	(-0.590)		
上場後経過年数	0.004	(2.030)**			1.428	(13.620)***		
連結子会社数	0.001	(1.430)			0.028	(0.570)		
社外取締役比率 (1期前)	0.002	(5.220)***	0.002	(5.400)***				
取締役人数 (1期前)					4.004	(3.800)***	4.672	(4.380)***
相対 ROA (1期前)	0.000	(-0.050)	0.000	(0.450)	0.005	(0.510)	-0.001	(-0.120)
2010-14年ダミー	-0.060	(-5.610)***	-0.067	(-5.850)***	-2.139	(-3.480)***	2.450	(3.900)***
2015-19年ダミー	0.012	(0.780)	0.009	(0.510)	3.965	(4.600)***	13.475	(14.190)***
外国人持株比率	0.000	(-0.560)	0.000	(-0.090)	0.044	(0.810)	0.029	(0.530)
定数項	1.335	(18.130)***	1.836	(34.130)***	6.103	(1.710)*	14.729	(5.660)***
年ダミー	YES		YES		YES		YES	
産業ダミー	YES		YES		YES		YES	
個別ダミー	YES		YES		YES		YES	
Adj R-sqd	0.162		0.153		0.316		0.297	
Obs.	7590		7590		7590		7590	

(注) 各変数の定義は図表1の注を参照。「SCOPE」は事業範囲仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数。「2005-09年ダミー」はデータが2009年までに該当する場合に1，それ以外は0とする期間ダミー。「2010-14年ダミー」は2010年から2014年の期間の場合に1，それ以外は0とするダミー変数，「2015-19年ダミー」は2015年度以降（2019年度まで）の期間の場合に1，そうでない場合は0とする期間ダミー。標準誤差は White の不均一分散修正済みのものである。***は1%水準，**は5%水準，*は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 筆者作成

見られる。社外取締役比率については、2010-14年ダミーは正負両方で有意で留意すべきであるが、2015-19年ダミーは正で有意であり、やはりCGC導入後は、IPO企業も社外取締役比率を増加させる傾向を示したと見られる。以上の結果から、事業範囲仮説については、取締役人数、社外取締役比率のいずれの側面でも概ね支持されると考えられる。

4.3.2. モニタリング仮説

図表6のPanel Aで取締役会人数についてのモデル推定の結果を見ると、標準偏差はいずれも負で有意で仮説を支持する一方、時価簿価比はモデルによって正負の符号は逆を示す結果となった。MONCOSTはモデル(4)は負で有意となった。この結果は事業範囲仮説で利用した変数も組み入れて推定したモデルではモニタリング仮説を支持することを意味する。

図表6のPanel Bは、被説明変数を社外取締役比率とするモデル推定の結果である。推定結果は、フリーCF比率は負で有意となり、モニタリング仮説とは逆の結果を示す一方、標準偏差は負で有意で仮説を支持する。フリーCF比率が仮説とは逆の結果となったのは、経営者をモニタリングする社外取締役を経営者以外の株主が主導して決める場合には、モニタリングによる便益が大きいが、わが国IPO企業の場合、社外取締役の指名やその増員でも大きな影響力を持つのは社長であるため、社外取締役を任命はするものの、フリーCF比率が多い企業では(すなわち、社長に私的便益が多くもたらされるような場合には)、逆に社長は社外取締役を増やそうとしなかったのかもしれない(特に社長の株式保有比率が高い場合はその傾向が強いことも考えられる)。杉浦(2020)は社外取締

役の採用について、経営者のコントロールが強い経営者(エントレンチメント)ほど、外部からのモニタリングの弱い「横滑り」社外取締役を選任することを見出している。IPO企業についての検証は今後の課題ではあるが、本推定からも同様の傾向があったことも窺える。MONCOSTはいずれも符号は負で、モデル(4)では有意であった。成長可能性が高いほど外部者による情報獲得コストは高く、社外取締役比率は低くなるとの想定だったが、それを支持する結果となった。宮島・小川(2012)は上場企業全体を対象に分析し、この仮説を支持しない結果を示していた。宮島・小川(2012)や齋藤(2011)、内田(2012)の分析では、情報獲得が困難な企業ほど社外取締役比率が高いとの結果を得ており、「取締役会構成の選択に何らかのバイアスがかかった」(宮島・小川, 2012)と解釈している。本稿のIPO企業の分析結果では、モニタリング・コストを支持する結果にはなっているが、個々の代理変数では有意となる変数も少なく、この点ではあまり強く支持されるとは言い難い。このため、この点のさらなる検討は今後の課題としたい。

4.3.3. 交渉仮説

交渉仮説に関しての推定結果を図表7で見ると、モデル(1)から(3)では、社長持株比率、社長筆頭株主ダミーはいずれも負で有意で、モデル(4)でもNEGOTは負で有意であった。すなわち、社長の交渉力が高まると、社外取締役比率を低下させるという交渉仮説を支持する。

その他、SCOPEは正で有意、MONCOSTは負で有意となり、事業範囲仮説、モニタリング仮説をそれぞれ支持する結果となっている

図表6 モニタリング仮説

Panel A 取締役会人数についての推定

被説明変数	取締役会人数 (対数値)							
	モデル (1)		モデル (2)		モデル (3)		モデル (4)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
MONCOST			-0.006	(-1.170)			-0.015	(-2.850)***
時価簿価比	0.037	(3.460)***			-0.061	(-3.860)***		
研究開発費比率	0.000	(-1.400)			0.000	(-1.190)		
標準偏差	-0.002	(-4.250)***			-0.002	(-3.750)***		
フリーCF 比率	-0.004	(-0.290)	-0.006	(-0.420)	-0.006	(-0.460)	-0.004	(-0.330)
SCOPE							0.074	(5.770)***
時価総額					0.088	(7.330)***		
上場後経過年数					0.002	(0.760)		
連結子会社数					0.000	(0.010)		
社外取締役比率 (1期前)	0.002	(5.810)***	0.002	(6.120)***	0.002	(5.020)***	0.002	(5.000)***
相対 ROA (1期前)	0.000	(0.520)	0.000	(0.530)	0.000	(0.230)	0.000	(0.770)
2010-14年ダミー	-0.021	(-1.470)***	-0.018	(-1.220)	-0.039	(-2.720)**	-0.048	(-3.090)***
2015-19年ダミー	0.104	(5.770)***	0.120	(6.900)***	0.035	(1.910)**	0.030	(1.350)***
外国人持株比率	0.001	(0.620)	0.001	(1.030)	-0.002	(-1.950)*	-0.001	(-0.960)
定数項	1.335	(18.130)***	1.717	(26.030)***	1.092	(9.960)***	1.785	(28.060)***
年ダミー	YES		YES		YES		YES	
産業ダミー	YES		YES		YES		YES	
個別ダミー	YES		YES		YES		YES	
Adj R-sqd	0.173		0.166		0.202		0.187	
Obs.	5638		5638		5638		5638	

Panel B 社外取締役比率についての推定

被説明変数	社外取締役比率							
	モデル (1)		モデル (2)		モデル (3)		モデル (4)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
MONCOST			-0.413	(-1.190)			-0.807	(-2.170)*
時価簿価比	0.430	(0.600)			0.126	(0.130)		
研究開発費比率	0.000	(-0.620)			0.000	(-1.200)		
標準偏差	-0.055	(-1.740)*			-0.009	(-0.300)***		
フリーCF 比率	-1.822	(-1.840)*	-1.880	(-1.880)*	-1.738	(-1.750)*	-1.827	(-1.780)*
SCOPE							3.083	(5.230)***
時価総額					-0.735	(-1.090)		
上場後経過年数					1.647	(12.000)***		
連結子会社数					0.078	(1.160)		
取締役人数 (1期前)	5.803	(4.610)***	5.946	(4.690)***	4.137	(3.300)***	4.653	(3.630)***
相対 ROA (1期前)	-0.002	(-0.080)	-0.002	(-0.080)	0.003	(0.130)	0.003	(0.110)
2010-14年ダミー	3.680	(4.380)***	3.765	(4.480)***	-1.607	(-1.880)*	2.427	(2.720)**
2015-19年ダミー	15.923	(15.800)***	16.265	(16.140)***	3.676	(3.520)***	12.413	(10.190)***
外国人持株比率	0.059	(1.020)	0.067	(1.140)	0.023	(0.380)	-0.006	(-0.110)
定数項	2.701	(0.690)	1.432	(0.370)	12.068	(1.910)*	6.457	(1.630)
年ダミー	YES		YES		YES		YES	
産業ダミー	YES		YES		YES		YES	
個別ダミー	YES		YES		YES		YES	
Adj R-sqd	0.294		0.2931		0.324		0.303	
Obs.	5638		5638		5638		5638	

(注) 各変数の定義は図表1の注を参照。SCOPEは事業範囲仮説、MONCOSTはモニタリング仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数を示す。標準誤差はWhiteの不均一分散修正済みのものである。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 筆者作成

図表7 交渉仮説

被説明変数	社外取締役比率							
	モデル (1)		モデル (2)		モデル (3)		モデル (4)	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
NEGOT							-1.201	(-2.740)***
社長在籍年数	0.006	(0.120)	0.008	(0.160)	-0.053	(-1.000)		
社長持株比率	-0.125	(-4.270)***			-0.092	(-2.630)***		
社長筆頭株主ダミー			-2.728	(-3.160)***				
創業者社長ダミー	-0.606	(-0.330)	-1.290	(-0.710)	1.186	(0.540)		
SCOPE							3.012	(5.180)***
時価総額					-0.851	(-1.270)		
上場後経過年数					1.567	(11.070)***		
連結子会社数					0.084	(1.240)		
MONCOST							-0.826	(-2.240)**
時価簿価比					0.259	(0.260)		
研究開発費比率					0.000	(-1.140)		
標準偏差					-0.011	(-0.370)		
フリーCF 比率					-1.723	(-1.730)*	-1.848	(-1.780)*
取締役人数 (1期前)	5.252	(5.020)***	5.360	(5.130)***	4.224	(3.400)***	4.731	(3.710)***
相対ROA (1期前)	-0.001	(-0.100)	-0.001	(-0.070)	0.002	(0.080)	0.001	(0.020)
2010-14年ダミー	2.648	(4.710)***	2.947	(5.130)***	-1.561	(-1.840)*	2.283	(2.590)**
2015-19年ダミー	14.640	(18.060)***	15.272	(19.170)***	3.757	(3.610)***	12.097	(10.110)***
外国人持株比率	0.060	(1.140)	0.068	(1.300)	0.018	(0.300)	-0.012	(-0.210)
定数項	16.592	(6.780)***	-0.279	(-0.110)***	15.118	(2.350)**	6.337	(1.610)
年ダミー	YES		YES		YES		YES	
産業ダミー	YES		YES		YES		YES	
個別ダミー	YES		YES		YES		YES	
Adj R-sqd	0.299		0.2964		0.328		0.307	
Obs.	7553		7590		5633		5638	

(注) 各変数の定義は図表1の注を参照。SCOPEは事業範囲仮説、MONCOSTはモニタリング仮説、NEGOTは交渉仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数を示す。標準誤差はWhiteの不均一分散修正済みのものである。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 筆者作成

(ただし、フリーCF比率は負で有意で、仮説とは逆の結果となっていることは留意すべきである)。これは上場企業全体を対象とした分析の宮島・小川(2012)も同様の結果を示し、総合的な結果となっている。

以上の3つの仮説についての検証結果をまとめると、事業範囲仮説については、取締役会人数については概ね仮説通りの結果が示され、IPO企業においても事業範囲が広がり複雑化すると取締役会人数は増加し、社外取締役比率も増加する傾向があった。モニタリング仮説については、モニタリング・コストの面では概ね仮説通りの結果が示された。交渉仮説については、概ね仮説通りの結果となり、やはり社長の

交渉力が強くなるほど社外取締役比率が減少する傾向が分かった。ただし、IPO企業においては創業者社長が多いが、創業者社長ダミーについては有意ではなく、社長の持株比率や筆頭株主であるときに効果があることが窺われた。尚、補論2では頑健性チェックのため、取締役人数と社外取締役比率について、全期間を対象にダイナミックGMMで推定した分析した結果を示している。本編で示した結果を一部で補強する内容となっている。

4.4. IPOからの経過年数別の検証

前節での分析結果を踏まえ、IPO企業のガバナンスの「進化」について、IPOからの経過年

数ごとに分析する。

図表8、9は事業範囲仮説・モニタリング仮説、図表10は交渉仮説についての結果である。図表8の取締役会人数については事業範囲仮説を示す代理変数のうち、いずれのモデルでも時価総額のみ正で有意であった。またSCOPEは上場後5年および10年経過企業では正で有意で、取締役人数に関する推定で事業範囲仮説はある程度上場から時間が経過し成熟企業に近づいた場合に効果があることが分かる。

次に、モニタリング仮説についての推定結果を見ると、時価簿価比および標準偏差、MONCOSTは3、5、10年のいずれのモデルでも負で有意であった（研究開発費比率も3年のモデル以外で負で有意）。この結果は概ねコスト面でのモニタリング仮説を支持する。これは前節で示した推定結果とほぼ整合的な結果となり、モニタリングのための情報獲得が困難、すなわち上場後経過年数が経っても外部との情報の非対称性が大きく、取締役会人数に負の効果が引き続いているという特徴は、IPO企業では上場から経過年数が経ってもその傾向に変化がなかったことが示唆される。

他方、図表9の社外取締役比率に関しての事業範囲仮説については、上場後5年経過企業で、時価総額とSCOPEで、上場後10年経過企業で時価総額が有意となった以外はいずれも有意でなく、事業範囲仮説は社外取締役比率についてはあまり支持されない。モニタリング仮説については、研究開発費比率は5年経過企業と10年経過企業で負で有意であった。3年経過企業では標準偏差のみ正で有意であった。MONCOSTは3年および5年経過企業で正で有意であり、10年経過企業では有意ではないものの符号は正であった。これはモニタリング仮

説とは逆の結果であり、全体での推定結果とも異なる。

交渉仮説（図表10）については、社長在籍年数は上場後3、10年経過企業で負で有意で、交渉仮説を支持する。社長持株比率は3、5年経過企業で負で有意で、創業者社長ダミーは5年経過企業でのみ正で有意であり、交渉仮説とは逆の結果を示す。NEGOTは3年経過企業でのみ負で有意であった。すなわち、上場から3年程度でまだ経営者の交渉力が非常に強い段階のIPO企業では社外取締役を積極的に増加させる誘因をもち、時間が経過して5年を経過していくとその交渉力が薄れていくのかもしれない。10年経過企業では社長在籍年数が負で有意で交渉仮説を支持するものの、それ以外の変数は有意ではなく、交渉要因はほとんど効果がないように見られる。

以上、IPO企業のガバナンスの進化についてIPO後の経過年数別推定から考察してきた。事業範囲仮説を見ると、取締役会人数には企業規模はIPO後の経過年数に関係なく影響していることが窺われた。しかし、社外取締役比率については仮説を強く支持する結果は得られなかった。モニタリング仮説についても取締役会人数にはIPO後の経過年数に関係なく、モニタリング・コストが高まると、人数が少なくなるという仮説を支持する結果が示された。しかし、社外取締役比率についてはIPO後3、5年経過した企業では仮説とは逆の符号が示され、社外取締役の選任には別の要因が働いていることも窺われた。交渉仮説については、社長の在籍年数が長くなるほど、また社長保有株式が多くなるほど、社外取締役比率が低くなるという傾向は（全体の推定結果と同様に）得られたが、合成変数（NEGOT）では3年経過企業

図表8 IPO 経過年数別推定 (1) モニタリング仮説/事業範囲仮説 取締役会人数についての推定

被説明変数	取締役会人数 (対数値)											
	IPO 後3年			IPO 後5年			IPO 後10年			係数	t 値	t 値
SCOPE	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
時価総額	0.109	(10.910)***	0.070	(1.620)	0.097	(8.310)***	0.145	(9.140)***	0.108	(7.510)***	0.1182	(6.870)***
上場後経過年数	-0.010	(-0.290)			-0.012	(-0.280)			-0.068	(-1.410)		
連結子会社数	-0.001	(-0.520)			0.003	(1.870)*			0.001	(0.730)		
MONCOST												
時価簿価比	-0.110	(-5.500)***	-0.053	(-4.540)***	-0.076	(-2.600)**	-0.056	(-5.330)***	-0.089	(-3.020)***	-0.068	(-5.360)***
研究開発費比率	0.000	(-0.630)			0.000	(-3.430)***			0.000	(-2.900)***		
標準偏差	-0.003	(-2.820)***			-0.003	(-3.610)***			-0.004	(-3.040)***		
フリーCF 比率	0.041	(1.150)	0.041	(1.030)	-0.089	(-1.640)	-0.032	(-0.670)	0.097	(1.200)	0.135	(1.740)*
社外取締役比率 (1期前)	0.001	(1.160)	0.001	(1.170)	0.002	(2.190)**	0.002	(2.290)**	-0.001	(-0.730)	-0.001	(-0.630)
相対ROA (1期前)	0.001	(1.050)	0.001	(1.090)	-0.002	(-2.050)**	-0.002	(-1.850)*	-0.005	(-2.600)**	-0.004	(-2.620)***
2010-14年ダミー	0.043	(0.520)	0.033	(0.380)	-0.062	(-0.870)	-0.037	(-0.510)				
2015-19年ダミー	0.025	(0.330)	0.009	(0.120)	0.062	(0.670)	0.094	(0.980)	0.103	(0.920)	0.083	(0.790)
外国人持株比率	-0.002	(-1.540)	0.001	(0.840)	-0.004	(-3.200)***	-0.003	(-2.730)***	-0.001	(-0.650)	0.001	(0.780)
定数項	0.956	(6.310)***	1.812	(30.670)***	1.105	(4.340)***	1.800	(26.490)***	1.688	(3.270)***	1.800	(20.140)***
年ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj R-sqd	0.260		0.186		0.268		0.261		0.277		0.236	
Obs.	863		863		636		636		420		420	

(注) 各変数の定義は図表1の注を参照。SCOPE は事業範囲仮説、MONCOST はモニタリング仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数を示す。標準誤差はWhiteの不均一分散修正済みのものである。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。
(出所) 筆者作成

図表9 IPO 経過年数別推定 (2) モニタリング仮説／事業範囲仮説 社外取締役比率についての推定

被説明変数	社外取締役比率											
	IPO 後3年			IPO 後5年			IPO 後10年					
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
SCOPE												
時価総額	-0.652	(-1.230)	-0.720	(-1.610)	-1.163	(-1.650)*	-2.078	(-2.830)***	0.715	(0.860)***	-0.152	(-0.190)
上場後経過年数	0.356	(0.200)			1.591	(0.700)			-2.785	(-1.040)		
連結子会社数	-0.020	(-0.830)			-0.113	(-1.210)			-0.085	(-1.250)		
MONCOST			1.844	(3.450)***			1.707	(2.060)**			1.262	(1.550)
時価簿価比	1.437	(1.320)			3.593	(2.040)**			1.470	(0.900)		
研究開発費比率	0.001	(0.090)			-0.012	(-5.580)***			0.000	(-0.050)*		
標準偏差	0.156	(2.920)***			0.081	(1.340)			0.032	(0.430)		
フリーCF比率	-1.477	(-0.720)			-4.532	(-1.600)			-4.999	(-0.990)		
取締役会人数 (1期前)	2.875	(1.710)	2.390	(1.500)	3.344	(1.600)	3.378	(1.610)	-5.902	(-2.110)**	-5.046	(-1.890)*
相対ROA (1期前)	0.019	(0.690)	0.021	(0.770)	-0.030	(-0.450)	-0.028	(-0.430)	0.105	(0.760)	0.087	(0.830)
2010-14年ダミー	7.783	(1.650)*	7.718	(1.650)*	-1.507	(-0.350)	-0.095	(-0.020)	7.348	(1.250)	6.946	(1.230)
2015-19年ダミー	14.934	(3.990)***	15.168	(4.140)***	10.191	(1.550)	11.360	(1.850)**	0.155	(1.890)*	0.191	(2.340)**
外国人持株比率	0.319	(4.300)***	0.306	(4.310)***	0.379	(5.070)***	0.385	(5.220)***	48.842	(1.660)*	26.216	(3.730)***
定数項	1.865	(0.240)	0.879	(0.230)	6.404	(0.450)	5.368	(0.990)				
年ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj R-sqd	0.326		0.324		0.281		0.264		0.132		0.125	
Obs.	863		863		636		636		420		420	

(注) 各変数の定義は図表1の注を参照。SCOPEは事業範囲仮説、MONCOSTはモニタリング仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数を示す。標準誤差はWhiteの不均一分散修正済みのものである。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 筆者作成

図表10 IPO 経過年数別推定 (3) 交渉仮説

被説明変数	社外取締役比率											
	IPO 後3年			IPO 後5年			IPO 後10年					
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
NEGOT												
社長在籍年数	-0.204	(-3.710)***	-1.184	(-3.060)***	-0.127	(-1.620)	-0.511	(-1.030)	-0.197	(-2.140)**	-0.226	(-0.290)
社長持株比率	-0.061	(-2.040)***			-0.106	(-2.530)**			0.099	(1.570)		
創業者社長ダミー	2.095	(1.590)			4.294	(2.310)**			2.162	(0.860)		
SCOPE												
時価総額	-0.652	(-1.230)	-0.726	(-1.620)	-1.163	(-1.650)*	-2.133	(-2.910)***	0.715	(0.860)	-0.102	(-0.130)
上場後経過年数	0.356	(0.200)			1.591	(0.700)			-2.785	(-1.040)		
連結子会社数	-0.020	(-0.830)			-0.113	(-1.210)			-0.085	(-1.250)		
MONCOST			1.797	(3.480)***			1.891	(2.910)**			1.102	(1.420)
時価簿価比	1.437	(1.320)			3.593	(2.040)**			1.470	(0.900)		
研究開発費比率	0.001	(0.090)			-0.012	(-5.580)***			0.000	(-0.050)		
標準偏差	0.156	(2.920)***			0.081	(1.340)			0.032	(0.430)		
フリーCF比率	-1.477	(-0.720)	-1.510	(-0.730)	-4.532	(-1.600)	-0.802	(-0.200)	-4.999	(-0.990)	-4.424	(-0.900)
取締役人数 (1期前)	2.875	(1.710)*	2.433	(1.520)	3.344	(1.600)	3.564	(1.690)*	-5.902	(-2.110)**	-5.043	(-1.880)*
相対ROA (1期前)	0.019	(0.690)	0.021	(0.760)	-0.030	(-0.450)	-0.027	(-0.410)	0.105	(0.760)	0.125	(0.870)
2010-14年ダミー	7.783	(1.650)*	7.624	(1.630)	-1.507	(-0.350)	-0.432	(-0.110)				
2015-19年ダミー	14.934	(3.990)***	15.073	(4.110)***	10.191	(1.550)	11.096	(1.790)*	7.348	(1.250)	6.583	(1.140)
外国人持株比率	0.319	(4.300)***	0.305	(4.290)***	0.379	(5.070)***	0.385	(5.230)***	0.155	(1.890)*	0.189	(2.300)**
定数項	1.865	(0.240)	0.888	(0.230)	6.404	(0.450)	5.261	(0.970)	48.842	(1.660)*	26.380	(3.740)***
年ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Adj R-sqd	0.326	0.324	0.324	0.281	0.266	0.266	0.266	0.132	0.132	0.125	0.125	0.125
Obs.	863	863	863	636	636	636	636	420	420	420	420	420

(注) 各変数の定義は図表10の注を参照。SCOPEは事業範囲仮説、MONCOSTはモニタリング仮説、NEGOTは交渉仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数を示す。標準誤差はWhiteの不均一分散修正済みのものである。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。

(出所) 筆者作成

のみ有意で仮説を支持する結果が得られた。以上の結果から、交渉要因が弱くなる一方、事業範囲要因は規模については経過年数に関係なく効く一方で、モニタリング要因は規模と構成で異なる結果が得られるなど錯綜した結果となった。しかしながら、IPO企業におけるガバナンスの決定要因については、その内容が進化に伴い変容していくことは確認できた。

5. 結論と今後の課題

本稿における分析結果からIPO企業の取締役会人数については事業範囲仮説、モニタリング仮説は概ね支持されることが分かった。取締役会の構成については、事業範囲仮説が支持され、モニタリング仮説は一部では支持されるものの、逆の結果も見られ、別の要因も働いている可能性も示唆された。交渉仮説については、概ね支持される結果が得られ、社長の交渉力は社外取締役の選任に影響する要因として、特にIPO企業ではその影響が強いと見られることも分かった。さらに、IPO経過年数別の推定結果では、概ね全体的な傾向とは矛盾しない結果が得られたが、IPOからの経過年数によって、その効果も変化し、IPO企業のガバナンスに影響する要因も変化（あるいは進化）していくことも窺われた。

ただし、本分析では多くの検討課題も挙げられる。まず外部ガバナンスについては、宮島・小川（2012）のように外国人投資家株主比率によってサンプルを分割しての比較することなども考えられる。金融機関株主比率については、IPO企業も上場前からメインバンク¹⁷は存在す

ると見られるため（森・船岡，2019）、その点に注目した検討もIPO企業のガバナンス構造を明らかにする上で有益であろう。また、本分析では上場企業が親会社の子会社のIPO企業は対象外としたが、子会社の上場が多いのも日本のIPO企業の特徴でもあり、それら上場子会社のガバナンスについての分析は別途検討すべきであろう。

IPO企業の社長（経営者）については、社長交代に関する分析も当然ながら必要である。社長交代の側面からIPO企業のコーポレートガバナンスを検討することも今後の課題である。また、Wright et al. (2013) 等に代表される「コーポレートガバナンスのライフサイクル・アプローチ」による分析は課題もあるために今回は採用しなかった。しかし、IPO企業は成熟企業とは異なる資金調達構造や資金ニーズなどがあるといった参考にすべき主張もあるため、これら分析枠組みからの研究も今後検討すべき課題である。

補論1 主成分分析

IPO企業の取締役の決定要因についての3つの仮説を提示し、それぞれを示す代理変数から、より頑健性を求めるために、主成分分析を行い、合成した変数を算出して推定で利用した。すなわち、事業範囲仮説を示す「時価総額」、「上場後経過年数」、「連結子会社数」からSCOPEを、「時価簿価比」、「研究開発費比率」、「標準偏差」からMONCOSTを、「社長持株比率」、「社長在籍年数」、「創業者ダミー」からNEGOTを算出して用いた。主成分分析の結果は補図-1のようになる。

17 それが大メガバンクである場合はその系列のベンチャーキャピタルとしてIPOプロセスに参画している可能性もあるため、上場後でもメインバンク関係がそこから深くなる可能性もある。

補図1 主成分分析

Panel A : 事業範囲 (SCOPE)				
Eigenvalue			obs	8,836
Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp 1	1.444	0.506	0.481	0.4813
Comp 2	0.938	0.320	0.313	0.7941
Comp 3	0.618		0.206	1
Principal component (eigenvectors)				
Variable	Comp 1	Comp 2	Comp 3	Unexplained
時価総額	0.6537	-0.3016	0.694	0
上場後経過年数	0.354	0.9325	0.0717	0
連結子会社数	0.6688	-0.1988	-0.7164	0
Panel B : モニタリング (MONCOST)				
Eigenvalue			obs	5,668
Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp 1	1.319	0.332	0.4398	0.4398
Comp 2	0.988	0.295	0.3292	0.7690
Comp 3	0.693		0.2310	1.0000
Principal component (eigenvectors)				
Variable	Comp 1	Comp 2	Comp 3	Unexplained
時価簿価比	0.6979	-0.0811	-0.7116	0
研究開発費比率	0.2142	0.9717	0.0994	0
標準偏差	0.6834	-0.2218	0.6955	0
Panel C : 交渉仮説 (NEGOT)				
Eigenvalue			obs	8,609
Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Comp 1	1.73789	1.05215	0.5793	0.5793
Comp 2	0.685741	0.109375	0.2286	0.8079
Comp 3	0.576367		0.1921	1
Principal component (eigenvectors)				
Variable	Comp 1	Comp 2	Comp 3	Unexplained
社長在籍年数	0.5776	-0.5748	0.5796	0
社長持株比率	0.552	0.7981	0.2414	0
創業者社長ダミー	0.6014	-0.1805	-0.7783	0

(出所) 筆者作成

補論2 ダイナミック GMM による推定

全期間対象の取締役会人数と社外取締役比率の推定に関し、Chen (2014) と同様にアレラーノ・ボンド型のダイナミック GMM で推定した。その結果は補図2で示される。取締役会人

数、社外取締役比率のいずれにおいても SCOPE は正で有意であった。取締役会人数については MONCOST は負で有意であり、本編の結果と整合的であった。取締役会人数、社外取締役比率のいずれの推定でもフリーCF 比率

補図2 ダイナミック GMM による推定

被説明変数	取締役会人数		社外取締役比率	
	係数	z 値	係数	z 値
社外取締役比率 (1 期前)	0.696	(28.890)***	0.710	(15.910)***
取締役会人数 (1 期前)	-9.560	(-9.170)***	-9.612	(-5.790)***
SCOPE	1.188	(2.510)***	1.135	(1.980)**
MONCOST	-0.753	(-2.750)***	-0.434	(-1.380)
フリーCF 比率	-3.096	(-4.060)***	-2.682	(-1.930)*
NEGOT			-0.503	(-1.320)
相対 ROA (1 期前)	-0.063	(-3.410)***	-0.001	(-1.670)*
2010-14年ダミー	0.947	(1.350)	0.637	(0.850)
2015-19年ダミー	4.528	(5.070)***	4.784	(4.450)***
外国人持株比率	-0.051	(-1.190)	-0.027	(-0.470)
定数項	24.729	(6.560)***	22.124	(4.740)***
産業ダミー	YES		YES	
Obs.	5638		5633	
Sargan test	156.523	(0.167)	99.441	(0.412)

(注) 各変数の定義は図表1の注を参照。SCOPEは事業範囲仮説、MONCOSTはモニタリング仮説、NEGOTは交渉仮説についての主成分分析から算出された主成分得点を示す変数を示す。z値はWhiteの不均一分散修正済みのものである。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。Sargan testの括弧の数値はp値を示す。

(出所) 筆者作成

は負で有意であり、仮説とは逆の結果を示した。NEGOTはいずれの推定でも有意ではなかった。このように、全体的には一部で有意でない説明変数もあったものの、事業範囲仮説は概ね支持され、モニタリング仮説も取締役人数では概ね支持される結果が示された。

【謝辞】

本研究は石井記念証券研究振興財団、および日本証券奨学財団より助成を受けたものです。ここに記して感謝申し上げます。

参 考 文 献

赤石篤紀 (2016) 「新規株式公開企業の株式所有構造と業績パフォーマンスの関係」『開発論集』, 北海学園大学, 第97号, 91-101頁。

今仁裕輔 (2020) 「取締役会改革とガバナンス」三隅隆司・茶野努・安田行宏編『日本企業のコーポレートガバナンス』中央経済社, 18-34頁。

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」『証券アナリストジャーナル』, 50 (5), 8-18頁。

岡村秀夫 (2007) 「企業の株式所有構造」橋木俊昭編『日本経済の実証分析』東洋経済新報社

岡村秀夫 (2009) 「新規公開企業の業績パフォーマンスと株式所有構造」『商学論究』関西学院大学, 57.1, 19-32頁。

奥田真也・高原利栄子・鈴木健嗣 (2007) 「IPO企業におけるコーポレート・ガバナンス構造の決定要因」『年報経営分析研究』日本経営分析学会, 23, 43-50頁。

忽那憲治 (2014) 「IPO後の高成長企業と低成長企業」『一橋ビジネスレビュー』一橋大学イノベーション研究センター, 62 (2), 6-21頁。

忽那憲治・岡村秀夫 (1999) 「新規店頭公開企業の業績パフォーマンスと株式保有構造」『証券アナリ

- ストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 37.11, 60-80頁。
- 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」宮島英昭ほか編『日本の企業統治』東洋経済新報社, 181-213頁。
- 杉浦康之 (2020) 「「横滑り」社外取締役の特徴と考察」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 58 (3), 71-82頁。
- 月岡靖智 (2012) 「新規公開企業における所有構造と経営業績」『経営研究』大阪市大経営学会, 63.2, 141-153頁。
- 長瀬毅 (2003) 「新規上場企業のガバナンス構造について」花崎正晴・寺西重郎編『コーポレートガバナンスの経済分析』, 東京大学出版会。
- 東京証券取引所 (2021) 『コーポレート・ガバナンス白書2021』, 東京証券取引所。
- 林侑輝 (2017) 「企業成長プロセスにおけるガバナンス・メカニズムの戦略的役割に関する事例研究」『経営研究』大阪市立大学経営学会 第68巻第3号, 107-123頁。
- 船岡健太・森祐司 (2018) 「新規株式公開における地域銀行の役割」『証券経済研究』日本証券経済研究所, (102), 21-41頁。
- 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?」『ディスカッションペーパー』, 独立行政法人経済産業研究所。
- 森祐司・船岡健太 (2019) 「九州における新規株式公開企業の取引銀行数の決定要因」『九州経済学会年報』九州経済学会, 第57集, 145-153頁。
- 渡邊佑規 (2014) 「高成長企業における経営者持ち株比率と企業価値：創業経営者に着目した実証分析」『一橋ビジネスレビュー』一橋大学イノベーション研究センター, 62 (2), 44-59頁。
- Adams, R. B., and Ferreira, D. (2007) "A theory of friendly boards," *The Journal of Finance*, 62 (1), 217-250.
- Alqatan, D., Chbib, I., and Hussainey, K. (2019). "How does board structure impact on firm performance in the UK?." *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 15 (2): 18-27.
- Baker, M. and Gompers, P. A. (2003), "The determinants of board structure at the initial public offering," *The Journal of Law and Economics* 46.2 569-598.
- Balatbat, M. C., Taylor, S. L. and Walter T. S. (2004), "Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings." *Accounting & Finance* 44.3: 299-328.
- Bansal, S., and Thenmozhi, M. (2020). "Does concentrated founder ownership affect board independence? Role of corporate life cycle and ownership identity." *Pacific-Basin Finance Journal*, 62, 101377.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., and Raheja, C. G. (2007), "The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 85 (1), 66-101.
- Chen, M. Y. (2014). "Determinants of corporate board structure in Taiwan." *International Review of Economics & Finance*, 32, 62-78.
- Chung, C. Y., Liu, C., and Paul, D. L. (2019). "Do Firms Seek A Target Board Structure? Evidence From The Post - Sox Period." *Journal of Financial Research*, 42 (2), 361-381.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., and Naveen, L. (2008), "Boards: Does one size fit all?" *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 329-356.
- Fama, E. F., and French, K. R. (1997), "Industry costs of equity" *Journal of Financial Economics*, 43 (2), 153-193.
- Filatotchev, I. and Allcock, D. (2013), "Corporate governance in IPOs." Wright et al. eds. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Oxford University Press, 421-448.
- Gertner, R. and Kaplan, S. (1996), "The value-maximizing board." Working paper, University of

- Chicago.
- Harris, M., and Raviv, A. (2008). "A theory of board control and size." *The Review of Financial Studies*, 21 (4), 1797-1832.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (2003). "Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature." *Economic Policy Review* 9 (1), 7-26.
- Lee, W. M. (2020). "The determinants and effects of board committees." *Journal of Corporate Finance*, 65, 101747; 1-25.
- Lehn, K. M., Patro, S., and Zhao, M. (2009). "Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000." *Financial Management*, 38 (4), 747-780.
- Li, Y., and Zhang, X. T. (2018). "How does firm life cycle affect board structure? Evidence from China's listed privately owned enterprises." *Management and Organization Review*, 14 (2), 305-341.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). "The determinants of board structure." *Journal of Financial Economics*, 87 (2), 308-328.
- McConaughy, D. L., and Phillips, G. M. (1999). "Founders versus descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding-family-controlled firms." *Family Business Review*, 12 (2), 123-131.
- Merendino, A., and Melville, R. (2019). "The board of directors and firm performance: empirical evidence from listed companies." *Corporate Governance: The international journal of business in society*. 19 (3); 508-551.
- Mikkelsen, W. H., Partch, M. M., and Shah, K. (1997). "Ownership and operating performance of companies that go public." *Journal of Financial Economics* 44.3: 281-307.
- Mustapha, Y. I., Nafiu, A. I., Abdul, F. A., and Omolekan, O. J. (2020). "Determinants of Board Size and Its Composition: Evidence from Nigerian Manufacturing Sector." *Kelaniya Journal of Management*, 9 (1): 67-86.
- Neupane, S., and Neupane, B. (2017). "Board structure and institutional ownership at the time of IPO." *Managerial Finance*. 43.9: 950-965.
- Ogura, Y. (2017). "The certification role of pre-IPO banking relationships: Evidence from IPO underpricing in Japan." *The Japanese Economic Review*, 68 (2), 257-278.
- Palaniappan, G. (2017). "Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry: An empirical study." *European Journal of Management and Business Economics*. 26 (1), 67-85.
- Raheja, C. G. (2005). "Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (2), 283-306.
- Toms, S. (2013). "The life cycle of corporate governance," Wright et al. eds. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. 349-364.
- Wright, M., Siegel, D. S., Keasey, K., and Filatotchev, I. (eds.) (2013), *The Oxford handbook of corporate governance*. Oxford University Press.

(下関市立大学教授)