

5

10

テーマ 6 日本における証券市場の活性化について
～外国人取締役に着目した投資の視点から～

15

20

25

桃山学院大学 経済学部 野瀬ゼミ 畑田班

30

目次

5

10

15

1. はじめに.....	3
2. 先行研究.....	13
3. 研究方法.....	24
4. 結果.....	26
6. 参考文献.....	31

1. はじめに

(1) 研究の動機

5 本稿の目的は、日本の証券市場を活性化する切り口として新たな投資の着眼点を紹介することにある。具体的には、企業における外国人取締役の有無を投資判断の材料にできないか検討する。日本企業における外国人取締役の存在が企業にどのような影響を与え、そしてその影響がどのように企業価値向上につながっているのかどうかを明らかにしたい。

10

外国人取締役とは、どのような企業にいるのか、また外国人取締役がいる企業はどのように会社を動かし、経営しているのかなど様々な疑問が生まれる。普段自分たちが使っている商品やサービスの中にも外国人取締役がいる企業は様々ある。それらの企業が外国人取締役によってどのような企業価値と影響を
15 与えるのかをみていきたい。

(2) 外国取締役の現状

宅配ピザのチェーン店を展開しているのも外国人社長である。ヒガ・インダストリーの社長であるアーネスト・M・比嘉社長はアメリカハワイ生まれの日系三世である。1985年にアメリカのドミノピザを東京恵比寿に1号店をオープンさせたのを嚆矢に直営店を次々と展開していった。当時の周りの反応は、「どうせ無理だろう」という反応だったが、社長は「アメリカの消費文化を必ず日本も追いかける」と予測したものが当たり以後日本には宅配ピザブーム

が到来した。

しかし、成功するまでには様々な苦勞が伴った。外国人経営者ということもあり、言葉の壁が邪魔をしたのである。特に大変だったのが電話での対応である。人と人は向かい合えばフェイス・トゥ・フェイスでコミュニケーションをとれるのだが、電話は相手の顔が見えない、つまり言葉でしかコミュニケーションをとれないのである。また日系アメリカ人だった彼は言葉が話せないと少し頭が弱い人だと思われてしまうことも多々あったという。そのほかにも文化、習慣、ビジネスルール、法律など様々な壁が立ちはだかった。

社長はこのような壁をプラスに変え日本のカルチャーに適応し成功を収めていったのである。「アメリカで成功しているものは日本でも成功する」しかし、日本に適応したやり方でやらなければならないと社長は語った。また、高度経済成長以降日本人の生活の変化がみられ、よりコンビニエンスな生活を求めたことも成功の要因である。女性は晩婚化し料理を作らなくなり外食を含めホームパーティーも盛んになったことが宅配ピザブームを巻き起こしたきっかけでもあるといえるだろう。「Can do (為せば成る)」が社長の信条であり社長のモットーである。¹

外国人経営者を起用する特徴として、企業が経営不振に陥り、外国資本の支援を受けた際に経営トップを派遣することや、海外での M&A (合併・買収) を成功に導くための外国人経営者を起用することが特徴である。この例として自動車業界や武田製薬。日本板硝子、オリンパスなどが挙げられる。

¹ うちの社長は外国人 73～92 ページ

外国人経営者に期待することとして、海外企業を買収して業績内容を拡大するだけでなく、社内の意識を変えることが挙げられる。海外ビジネスに明るい外国人をトップに据えることで社内の危機感を喚起し、意識改革の必要性をアピールする。

- 5 日産はカルロス・ゴーン氏を起用し上場企業としてあぐらかいていた社内風土を根本的に変え、目標を設定し、それを達成するため取引先の見直しも大胆に実施するなど社内外で『ゴーンショック』を起こした。²

- 10 しかし、外国人経営者の今日はいまうまくいっていないのが現状である。業績に限り陰りが見えたソニーの改革を期待されたストリンガー氏は結局十分な成果を出せなかった。日本硝子も2人の外国人トップが短期間で相次ぎ辞任している。その理由として外国人にとって日本のカルチャーギャップは想像以上に大きく、日本の企業体質も問題になっている。チェンバース氏はスピード経営を目指したものの社内は“根回し社会”で判断が遅れるという結果になった。

15

- 現状ではうまくいっていないが、日本では国際化は進んでおり、外国人トップが誕生する武田製薬は主要役員9人のうち、5人が外国人であり、今後婿養子の役割を果たすのが外国人経営者である。しかし、外国人経営者を起用するにあたり、様々な問題も発生する。主に報酬の問題が大きく、上場企業の20
- 20 13年期の役員報酬は上位4位を、すべて外国人が占めており、社長よりも高報酬を受ける逆転現象は増えつつある。(データ図表1)は上記経営者を含む現在の主な外国人取締役を示したものである。

² 2014/02/10 日本経済新聞 夕刊 5 ページ

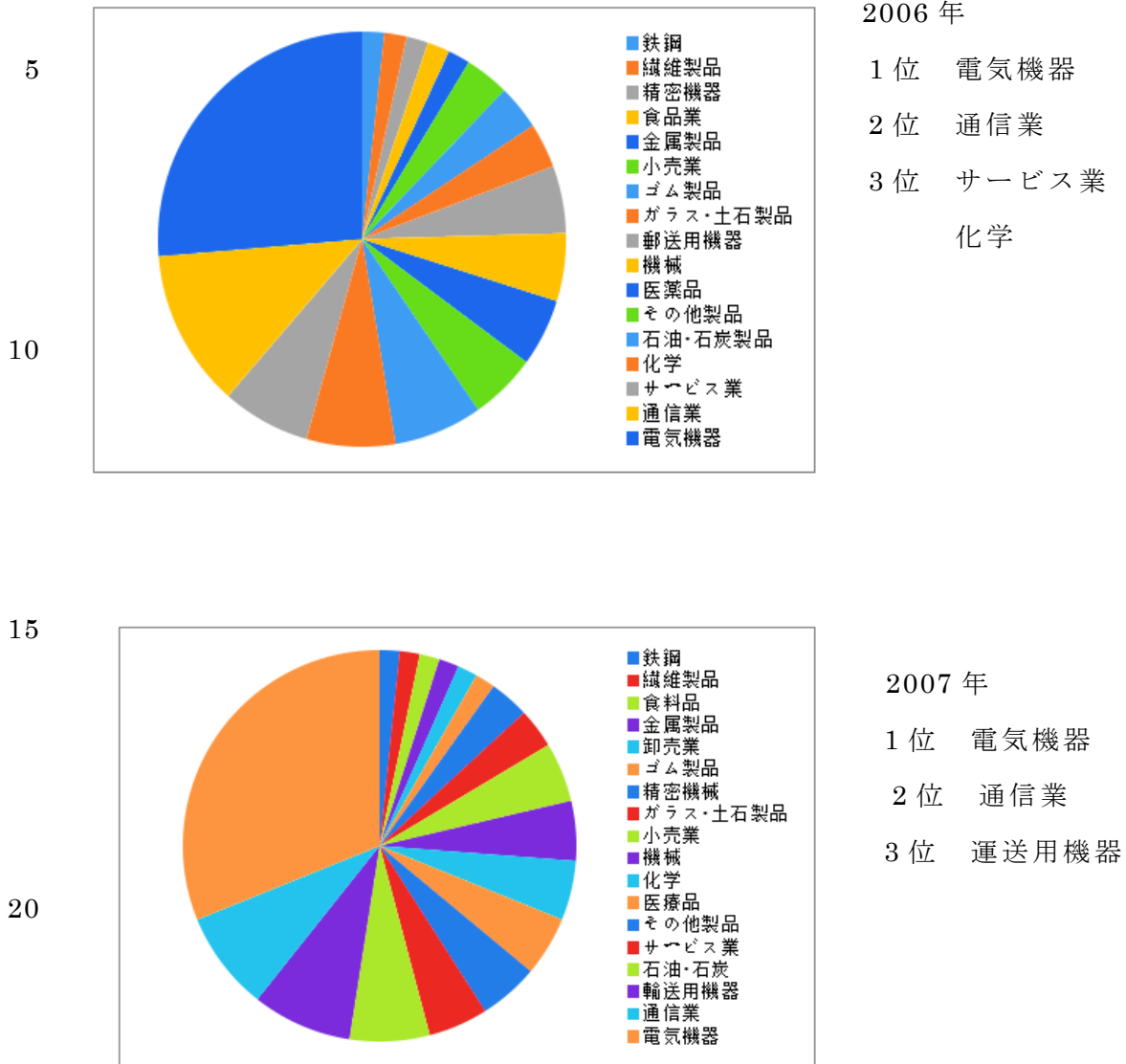
図表 1 現在の主な外国人取締役が在籍する企業

社名	名前	在任期間
武田薬品工業	マリストフ・ウェバー氏	14年6月就任予定
日産自動車	カルロス・ゴーン氏	00年4月～
マツダ	ヘンリー・ウォレス氏	96年6月～97年11月
	ジェームス・ミラー氏	97年11月～99年12月
	マーク・フィールズ氏	99年12月～02年6月
	ルイス・ブース氏	02年6月～03年8月
三菱自動車	ロルフ・エクロート氏	02年6月～04年4月
ソニー	ハワード・ストリンガー氏	05年6月～12年3月
日本板硝子	スチュアート・チェンバース氏	08年6月～09年9月
	クレイグ・ネイラー氏	10年6月～12年4月
オリンパス	マイケル・ウッドフォート氏	11年4月～10月
日本マクドナルド	サラ・カサノバ氏	13年8月～
タカタ	ステファン・ストッカー氏	
ネクソン	オーウェン・マホニー氏	
市光工業	オードバディ・アリ氏	

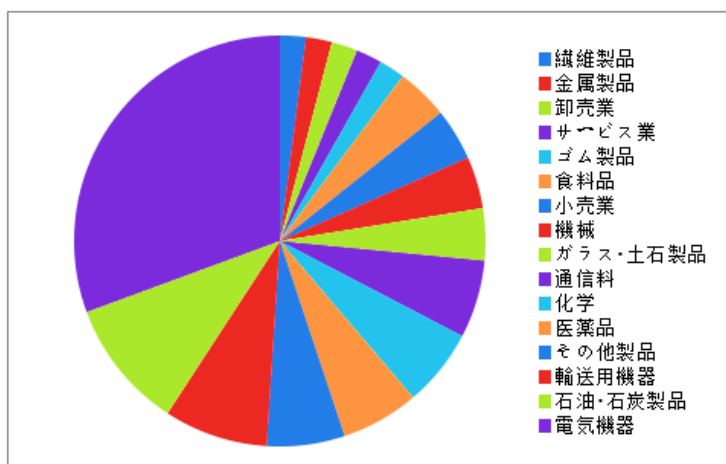
出所：2014/09/19 日本経済新聞

以下のグラフは 2006 年～2008 年、現在の外国人取締役の在籍業界である。

図表 2 現在の外国人取締役の在籍業界



5
10

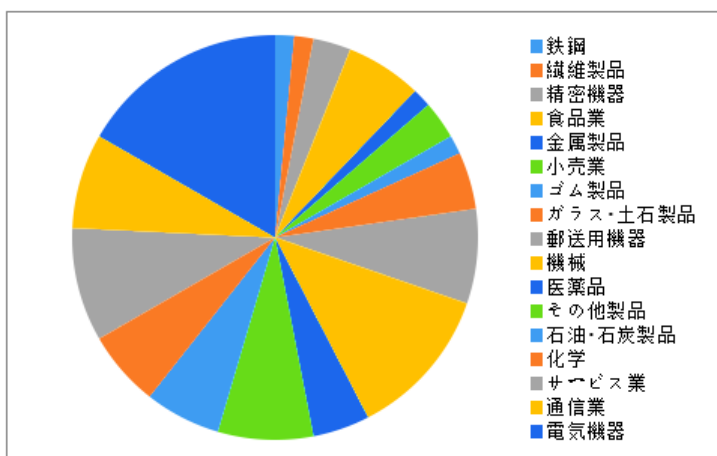


2008年

- 1位 電気機器
- 2位 石油・石炭製品
- 3位 輸送用機器

以上出所：外国人社長が企業に与える影響について

15
20



2014年

- 1位 電気機器
- 2位 通信業
- 3位 サービス業

出所：筆者作成

これらの推移を見てみると、外国人取締役がいる企業が最も多いのは、8年
25 間電気機器業界であるといえる。電気機器業界は他企業より輸出入が多く、海外市場に関する情報がより求められるため経営戦略の一過程として外国人取締役が召集されやすいのではないかと考えられる。

図表3 業界ごとにみた外国人社長の会社数と割合

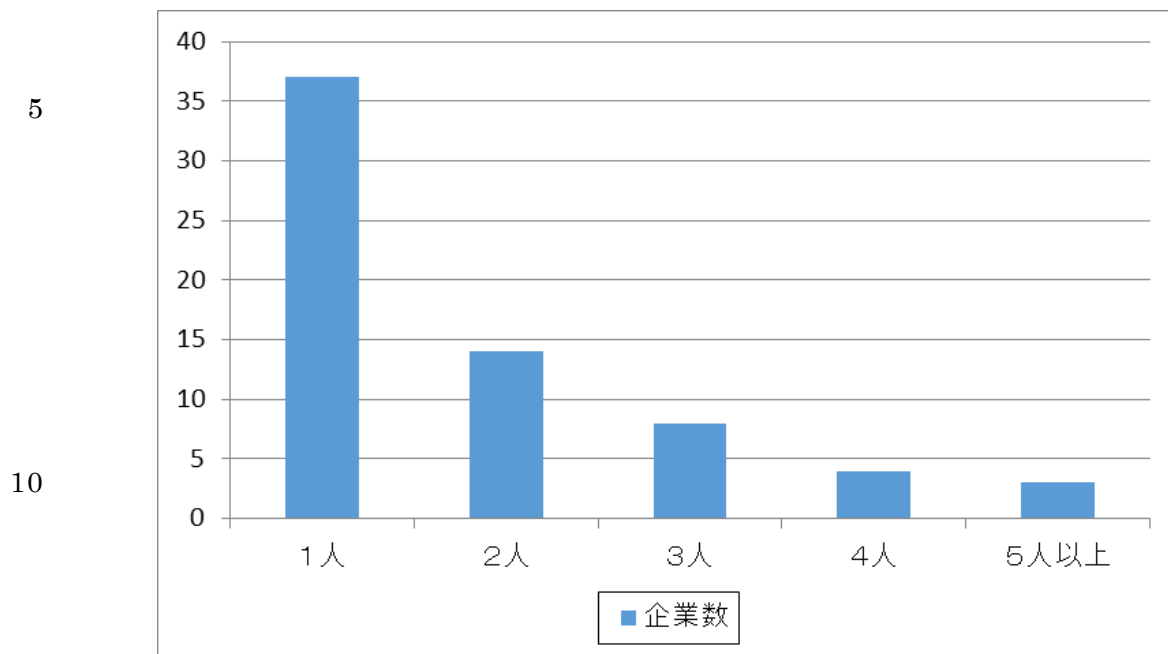
業界	会社数	割合
電気機器	11	16.67%
機械	8	12.12%
サービス業	6	9.09%
郵送用機器	5	7.58%
その他製品	5	7.85%
通信業	5	7.58%
食料品	4	6.06%
石油・石炭製品	4	6.06%
科学	4	6.06%
ガラス・土石製品	3	4.55%
医薬品	3	4.55%
精密機器	2	3.03%
小売業	2	3.03%
鉄鋼	1	1.52%
繊維製品	1	1.52%
金属製品	1	1.52%
ゴム製品	1	1.52%
計	66	

出所：著者作成

図表3は業界ごとにみた外国人社長の会社数と割合を示す。電気機器業界の
 5 会社数が圧倒的に多く、代表例に日産製作所、ソニー、京セラなどが挙げられ
 る。その他の業界にはさほど差はないが、日産自動車など、1つの企業に多く
 の外国人取締役が在籍している傾向が見られる。例えば先ほど例を挙げた日産
 自動車で言うと、有名な社長がカルロス・ゴーン氏である。ゴーン氏は『ゴー

ンショック』を起し外国人取締役企業業界に大きな影響を与えた。

図表4 外国人取締役数の分布図



出所：著者作成

1) 外国人社長のメリット

15 グローバル化が進んでいる現在で外国人社長を起用することは日本社員の社内風土を根本的に変え、海外の異文化を理解し社内の国際化を進めることができる。³

20 また、海外ビジネスの幅が広がることによって営業地域が拡大し、新興国の市場を築くことができるだけでなく、海外の異なるカルチャーを理解することができるのである。外国人特有のユーモアにより、社内前全体が明るくなるともいえるだろう。

³ 2014/10/02 日本経済新聞 夕刊 5 ページ

2) デメリット

言葉の壁や外国人経営者の経験の乏しさ、ビジネスマナー、文化の違いなどが挙げられる。現状では業績に陰りが見え、優秀な人材は年功序列では獲得することができないなどの問題もおきている。また、日本人がグローバル化に適
5 応できずについていけなくなる例も挙がっている。言葉の壁は外国人取締役が
いることで改善されると思われがちだが、実際は日本人が追い付かず外国人経営者が日本語を習得し、実践していつているのが現状だといえる。

そして、必ずしも外国人取締役を起用することによって企業価値が上がり株
10 価が上がるわけではない。例えばソニーの改革を期待されたストンガー氏は、日本でのカルチャーギャップが想像以上に大きく、結局十分な成果を出せなかった。また、日本板硝子の CEO であるチェンバース氏は、スピード経営を目指したものの社内は『根回し社会』で判断が遅れた。

日本硝子に関しては、2人の外国人トップが短期間で相次ぎ退任した。

15

このように外国人取締役の起用は日本企業とのギャップがあり、うまくいかない場合がある。日本企業は経営者を社内で育成することに全面依存する傾向があり、外国人を採用するにしてもノウハウがないため、候補者の選定が未熟という問題がある。

20

そして、外国人経営者を起用するには報酬問題が出てくる。上場企業の2013年3月期の役員報酬は首位のカルロス・ゴーン氏をはじめ上位4位は全て外国人となっており、外国人取締役が社長より高額報酬を受ける逆転現象は増

加している。

2. 先行研究

5

本章では、外国人取締役に関する先行研究を4文献サーベイする。

1) 文献 A

外国人取締役はどのような企業にいるのか

経済研究所 森川 正之

10

研究目的

女性・外国人取締役の有無を規定する各企業を分析し、どういう企業で活躍しているのかをできるだけ包括的に理解すること。

15

データ

分析に使われたデータは、企業と経済政策に関するアンケート調査のデータである。このデータの、社長の出身（従業員、創業者、創業者の親族、その他）、取締役（社外取締役を含む）の人数、その男女別の数字および日本人・外国人別の数字、上場、非上場の別、オーナー経営・非オーナー経営の別、労働組合の有無を使用した。

20

そして、この企業経営と経済政策に関するアンケート調査のデータと、同じ年の企業活動基本調査を企業レベルでマッチさせ、外資比率、親会社の有無、

産業（1ケタ分類）、企業規模（常時従業員数）、企業年齢、対外直接投資（海外子会社の有無）、輸出、利益率（ROA）、生産性（TFP）を企業特性のデータとして使用する。

- 利益率（ROA）は経常利益額を総資産額で除した数字である。生産性（TFP）
- 5 は、付加価値額をアウトプット、労働投入量（マンアワー）、資産ストックをインプットするインデックス・ナンバー方式によるノンパラメトリックな計測を採用する。

分析方法

- 10 分析方法は、外国人取締役の有無、外国人社長かどうかを非説明変数とする probit 推計、外国人取締役比率を被説明変数とする tobit 推計である。tobit モデルを用いるのは、後述の通り外国人取締役は「ゼロ」の企業が大多数を占めるため、censoring によるバイアスを避けるためである。
- 15 説明変数は、企業規模、企業年齢、外資比率、親会社の有無、産業、上場の有無、取締役の総数、対外直接投資（海外子会社ダミー）、輸出（ダミー）を使用する。

結果

- 20 サンプル企業における外国人取締役の数の分布したものが、98.7%とほとんどの企業で外国人取締役がゼロである。一部の大企業における外国人 CEO の就任はメディアで報じられるが、一般の日本企業で外国人取締役は稀な存在である。

企業特性毎に外国人取締役の有無、外国人取締役比率の違いを t 検定した結果図表 2 である。これを見ると、外資系企業、大企業、非オーナー経営企業で外国人取締役がいる確率、外国人取締役比率が有意に高い。また、企業活動の

5 グローバル化の指標である海外子会社を所有している企業、輸出を行っている企業は有意に外国人取締役がいる確率が高い（ただし、外国人取締役比率には有意差がない）

外国人取締役の有無、外国人取締役比率を被説明変数として probit、tobit

10 推計を行った結果がある。いずれの推計においても外資比率の係数は高い有意水準の正值であり、外資系企業は非外資系企業に比べて外国人取締役がいる確率が高い。

外資系企業を別とすると上場大企業ほど外国人取締役を登用しているという

15 わけではない。海外子会社所有ダミー、輸出ダミーを追加した推計結果がある。海外子会社所有ダミーはいずれの推計でも 5%水準で有意な正值であり、輸出ダミーは、10%水準だが外国人取締役の存在と正の関係がある。国籍という意味での取締役の多様性向上には、対内直接投資の拡大や企業活動のグローバル化が影響を持つと示している。

20

文献 B 異文化接触と国際経営（中村 2011）

研究目的

現地文化への不適合により所期の目的を達成できず、帰国を余儀なくされることにならないためにも、現地国で異文化を楽しみ、異文化の中の経営でシナジー効果が得られるまでに練達の士になるにはどのような対策を講じればよいのか。

5

仮説

国内経営の中で成功をおさめた経営者、管理者、技術者等が国際経営の場で活躍し成功するとは限らない。また、国内で有効と思われていた経営管理の方式も、国が違えばその背景にある異文化との結びつきを無視しては有効に機能し得ない。

10

データを集める手法

ホフステッドが、世界の50ヵ国と3地域に所在するIBMの社員7万人余を対象として、文化的な価値観に関する一次および二次の調査を行い、また、23ヵ国の国籍からなる大学生を対象として中国的価値観の抽出に成功した別の調査も行っている。

15

結果

日本人はアナログ知覚で欧米人はデジタル知覚である。アナログ知覚は現実を概念化・理論化しないで理解し、デジタル知覚は現実を概念化・理論化する。アナログ文化・デジタル文化の一方に属する個人や組織が互いに、子会社の経営に従事する、M&Aと一緒に仕事するような場合、異文化マネジメントの知識や訓練なしには必然的に衝突・摩擦が多発し、良好な経営成果は望めない。

20

貢献

- 海外勤務によるカルチャー・ショックを最小限に押さえる最善の方法は周
5 5 かな準備であり、具体的には文化の一般的概念を理解すること、現地の言語・非
言語による意思伝達のパターンに早く精通すること、異文化を理解する以前に
自己の文化を認識すること、赴任前にその特定国の文化的情報を収集し研究す
ることの、4つである。

課題

- 10 10 カルチャー・ショックを受ける理由と解決方法は分かったが、この結果をど
のようにして会社経営に活かすかが書かれていないので、これを調べていき
たい。

- 15 15 文献 C 外国人取締役が企業価値に与える影響についての考察（広田ゼミ
2012）

研究目的

外国人取締役の企業への影響と企業価値への影響を明らかにする

- 20 20 仮説

会社外から来る外国人取締役は、直接の利害やしがらみがないために社外取
締役同等の役割を果たす可能性がある。

外国人取締役の登用は、悪い風習やしがらみの改善への期待がなされる。1
つの例として、ソニーのハワード・ストリンガーが会長兼最高経営責任者として
2005年6月に就任した際、彼はコスト削減や構造、雇用制度の廃止とい
った改革を打ち立て、日系企業でよく問題視される名誉職の肥大化の縮小へと
5 乗り出し、上記の古いしがらみについては、旧日本的経営の特徴である終身雇
用制度、年功序列賃金制度、男性優位社会、株主重視の経営がなされないこと
等があり、根本的価値観の違う外国人からすれば奇妙な制度に映り、それが日
本の企業には数多く存在している。そのため、外国人取締役として就任した彼
らが制度の改善へと試みようとすることに期待ができる。日本人にとってタブ
10 ーな負の部分にメスを入れてくれるという期待がある。

また、規律付け効果や異なった視点の介入海外展開への優位性も上げられる。
グローバル化が進む中で海外事業へ似の展開を図る企業が増加している。海外
に視点や子会社を立ち上げる際には、企業は展開先の市場の文化や情報が必要
15 になる。そこで現地出身の外国人は現地の情報を理解している。海外展開の際
にはその情報が情報戦で優位に立つことが考察される。

上記の二社の例を根拠に、すべての外国人取締役の在籍する会社すべてに於
いて異視点からの経営方針が取り入れられ、企業へ好影響をもたらすとは断言
20 することはできない。しかし、彼らが終身雇用制度の廃止や名誉職の縮小、ま
た成果制度の導入が、窮地に立たされていた日本企業の経営状況の改善につな
がったのも事実である。また経営の改善点を日本経営の特徴ともいうべき部分
に見出したのは、彼らの外国人という特性ゆえであるということは容易に想像

ができる。

データ

SimpleQ アンバランスドパネルデータ・カウンターサンプル・外国人取締

5 役が在籍する企業分布データ

SimpleQ = (時価総額 + 総負債) / 総資産

手法

重回帰分析、コーポレートガバナンス評価システム

10

結果

外国人が在籍する企業の SimpleQ の方が、日本人のみで構成される取締役会を有する企業よりも高い。2006 年から 2008 年までの東証一部上場企業を対象に、SimpleQ を被説明変数とし、アンバランスドパネルデータを用いた重回帰

15 分解を行った結果、外国人が在籍する企業の SimpleQ の方が、日本人のみで構成される取締役会を有する企業よりも高いという結果が出た。これにより、外国人取締役による取締役会が切り続けられたことが実証される。

貢献

- 20 外国人取締役の登用が取締役会に対してプラスの影響がある。
- 日本でも外国人取締役は企業価値、コーポレートガバナンスに好影響を与える。

課題

外国人取締役が海外進出を含む企業の事業機会可能性を広げ、企業価値向上につなげるのは容易に想像できることだが、即自的に表れるものではないため、今後は企業価値への影響を長期的に観察する必要がある。

5

文献 D SRI の動向と女性取締役を有する企業のリターン分析（伊藤 2012）

研究目的

財務的な情報だけでなく ESG（環境、社会、コーポレート・ガバナンス）要因も考慮する投資である SRI(社会的責任投資)が世界に拡大しているが、日本の規模は非常に小さい。ESG と企業パフォーマンスの関係を明らかにするの分かりやすい ESG 要因として女性取締役を有する企業への投資は株式市場を大きく上回るリターンが得られたことから女性取締役を主に研究していく

15 仮説

世界で拡大している SRI（社会的責任投資）は、欧米圏と比べると日本の規模はごくごく小さなものである。しかし日本でも、近年「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」や「21世紀禁輸行動原則」などといった動きが出てきた。

20

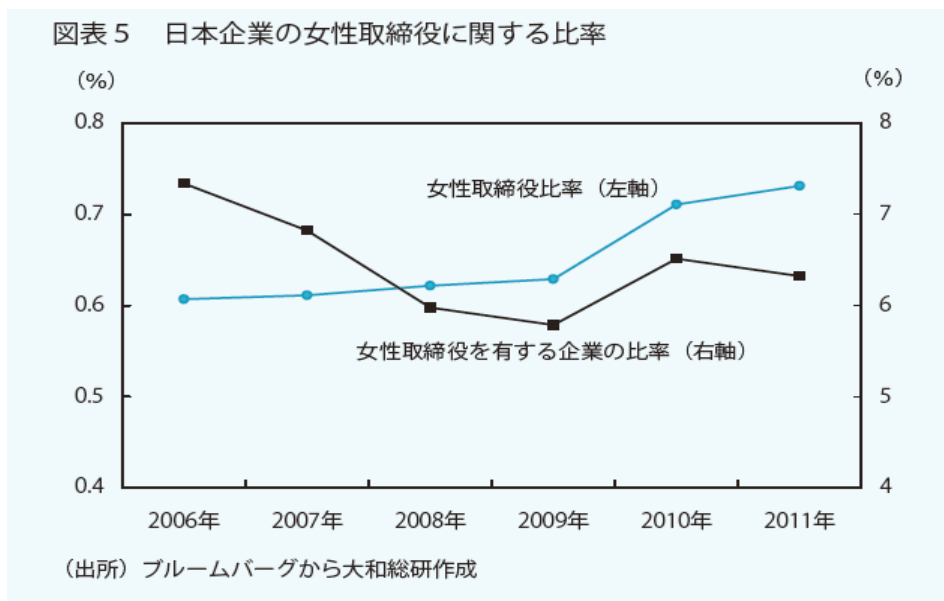
SRI とは企業を評価する際に財務的な評価に加えて、企業の環境問題への対応や社会的な取り組みなどの評価を加味した投資とされている。1990年代に入って、SRI は拡大期を迎え、地球環境問題の解決に向けた投資が増加し、

企業の社会的責任の概念の普及に伴い、CRS を基準委企業を評価する動きが高まった。

データ

- 5 図表 5 は 2008 年からは 6%から 6%半ばへと比率が上昇しているが、2008 年以降は対象企業数に大きな変化がないことから女性取締役を有する企業が増えていることを示唆している。

10



15

手法

- 20 女性取締役ポートフォリオを作成し、TOPX と長期株式リターンを比較する。

結果

日本の女性取締役比率は非常に少なく、今後さらに女性取締役を増やしていく必要がある。

25

次に、外国人取締役の存在と企業価値に正の相関があるとする研究がみられる。しかし、先行研究 A・B に見られるように、多くは定性的な分析にとどまっており、外国人取締役を株式パフォーマンスや財務パフォーマンスと比較した研究は少ない。

5

3. 研究方法

1) 仮説

- 5 外国人取締役が在籍する企業の企業価値は、取締役会が日本人のみで構成されている企業と比較して、高い水準であると仮説する。

外国人取締役を有する企業と、日本人のみの取締役が在籍する企業の価値を比較するために、t 検定と外国人取締役が在籍する企業で株式ポートフォリオを構成し、その株価の推移を示したものをを用いた（このポートフォリオを外国人取締役ポートフォリオと呼ぶことにする）。

2) サンプルについて

本研究で分析に用いたサンプルは以下の要件に該当する企業から構成されている。東証一部上場企業を対象に、2014 年において外国人取締役が在籍する企業をピックアップする。同規模、同業種他社と比較するため、サンプル企業と同時期における同業種の総資産を基準としたランキングから、上下 1 社ずつをカウンターサンプルとして採用した。サンプル企業がランキングにおいて最上位、または最下位であった場合、前者は下位 1 社を、後者は上位 1 社を採用した。また、カウンターサンプルに採用した企業がサンプル企業であった場合は、上下 2 社のうちサンプル企業ではない方の 1 社のみをカウンターサンプルとして用いた。

3) 分析について

5 1. t 検定

外国人取締役を有するサンプル企業と取締役会が日本人のみで構成された企業・それぞれの平均値について t 検定を行う。それぞれについて t 値、p 値を求める。それらの分析した数値を基に、仮説の検証をする。

10 検証指標

検証する指標は以下のとおりである。

2. 相対株価の比較

外国人取締役ポートフォリオは東証一部上場企業のうち、外国人取締役を有する企業である。等金額ポートフォリオを作成し、2011年4月9日時点の検証
15 を100とした相対株価を計算した。分析は2014年11月8日まで行った。また、同じ手法でカウンターサンプルの企業を対象とした株式ポートフォリオも作成し、それぞれの株価推移を比較する。

4. 結果

1) t 検定における分析結果

- 5 図表 1 は外国人取締役有り企業と外国人取締役無し企業に区分したそれぞれの指標の平均値の差を検定した結果である。

	外国人取締役有平均	外国人取締役無平均	差	t 値	p 値
配当利回り実績値	1.38	1.72	-0.34	-2.32	0.02
PBR	3.32	1.27	2.05	2.53	0.01
PER	25.56	32.24	-6.68	-0.89	0.37
ROA	7.66	5.88	1.78	1.81	0.07
ROE	6.92	8.55	-1.63	-0.58	0.56
負債比率	132.88	137.63	-4.74	-0.17	0.86
時価総額	892,651	529,630	363,021	1.72	0.09

〈図表 1〉

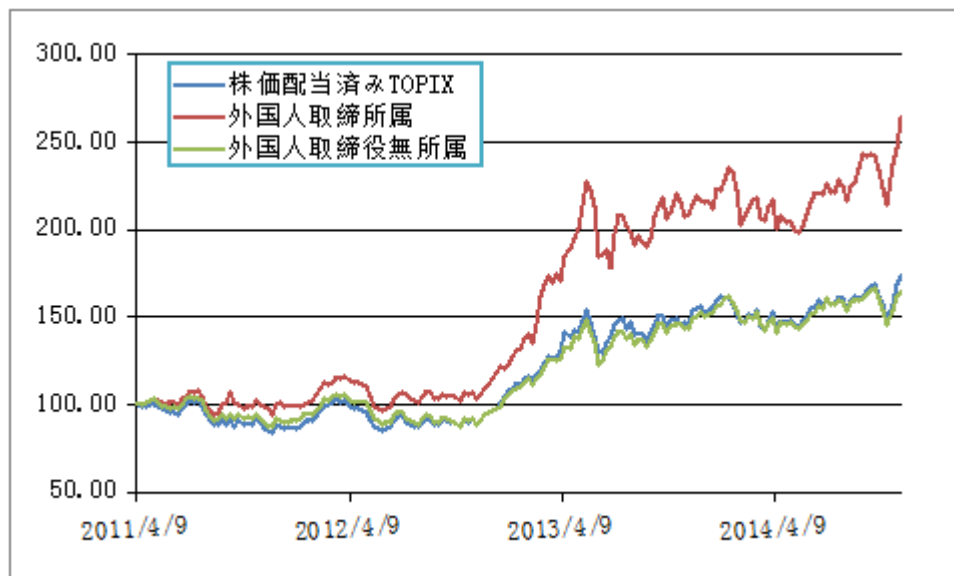
- 10 今回の分析で、PER、ROE、負債比率は外国人取締役を起用する企業と起用していない企業との差は、統計学上あまり大差は見られなかった。配当利回り実績値に関しては良い結果は得られなかったが、PBR、ROA、時価総額は外国人取締役を起用する企業の方が起用していない企業より平均値が高い結果となった。

これにより、外国人取締役を起用する企業は相対的に企業業績が良く、株式パフォーマンスも良好であるといえる。

2) 外国人取締役ポートフォリオにおける分析結果

5

図表 2 は外国人取締役が所属する企業と無所属の企業のポートフォリオについて 2011 年 4 月 9 日 = 100 とした相対株価の指標を示す。



10

〈図表 2 株価指数の動向〉

(出所) Astra Manager 東京証券取引所等から作成

2011 年 4 月 9 日時点での累計株価の指数は 100 として図示している。

株価指数の動向を見ると、外国人取締役所属のグラフは配当込み TOPIX 及び外国人取締役無しポートフォリオを一貫して上回って推移している。一方、

15

外国人取締役無しは配当込み TOPIX の動きとほぼ同じである。

この結果から、外国人取締役が在籍する企業は株式パフォーマンスが良好で特に近年株価指数が増加傾向であるといえる。

まとめ

5 本文献では、外国人取締役が在籍する企業の企業価値は在籍しない企業に比べて相対的に高いという仮説のもと研究を行ってきた。

外国人取締役が在籍する企業のPBA.POA.時価総額の平均は在籍していない企業よりも高い数値が得られ、外国人取締役が在籍する企業の株価推移でも外国人取締役がいない企業を上回っている。

10

外国人取締役が在籍する企業はとても少ないが、東証一部で約5.69%程度在籍しており、今後外国人取締役が企業に増やすためにはどうすればよいのかを考えていきたい。

15

外国人取締役がいる企業では社内風土が明るくなり、外国人取締役だからこそその企業がグローバル社会へと進出していくことができると感じており、他国との協定や、営業地域拡大といったことができ、今の日本にとってはなくてはならない存在だと言えるだろう。

20

今後さらに日本のグローバル化が進展していくことが望ましく、カルチャーギャップを解消し、外国人取締役が日本で事業を展開しやすい環境を自然と作り上げ、海外との協定もうまくこなしていけば外国人取締役が在籍する企業が増え、より良い日本を築いてゆくことができるだろう。

同時に本研究の結果は、外国人取締役の有無が新たな投資の着眼点となりうる可能性を示す。日本企業において外国人取締役の存在が企業価値と関連することを示したことは、外国人取締役の有無が投資判断の材料になり、最終的に

5 日本の証券市場の活性化に寄与していくと考えられないか。

6. 参考文献

・大宮 知信『うちの社長は外国人 ―成功起業家 10 人のサムライ精神』 祥
伝社書籍

・広田ゼミ（2012）『外国人取締役が企業価値に与える影響についての考察』

5 早稲田大学 商学部

・伊藤 正晴（2012）『Sri の動向と女性取締役を有する企業のリターン分析』

・中村 久人（2001）『異文化接触と国際経営』経営論集 54 号

・森川 正之（2014）『外国人取締役はどのような企業にいるのか』経済研究
所