

Waseda University
Institute of Finance



Working Paper Series

WIF-06-003 : September 2006

日本型取締役会の多元的進化：
その決定要因とパフォーマンス効果

宮島 英昭, 新田 敬祐

早稲田大学
ファイナンス総合研究所

<http://www.waseda.jp/wnfs/nif/index.html>

日本型取締役会の多角的進化： その決定要因とパフォーマンス効果*

宮島英昭 †

早稲田大学商学部教授/ファイナンス総合研究所副所長

新田敬祐 ‡

ニッセイ基礎研究所

2006年9月

要旨

日本企業の取締役会組織は、ソニーが執行役員制を導入した1997年以降、急速な進化を遂げた。高度経済成長期に普及した伝統的な日本型取締役会は、もはや少数派であり、すでに多くの企業において、執行役員制導入による権限の再配分や取締役会の規模縮小、社外取締役の機能強化が進展した。本稿では、第1に、独自調査で収集したデータベースを用いて、この1998-2004年における取締役会改革の実態を明らかにする。第2に、執行役員制導入などの新経営組織への移行、取締役人数の大幅削減、及び社外取締役の招聘に関する簡単な選択モデルを推計し、取締役会進化の決定要因を解明する。この分析により、近年の取締役会改革が、米国型経営組織への単純な収斂ではなく、伝統的な日本型取締役会を、激変する経営環境や内部組織に適応させるための進化であったことが示される。最後に、取締役会改革のパフォーマンス効果を標準的なモデルによりテストし、取締役会の規模縮小は意思決定の質の向上を通じて、また、独立性の高い社外取締役の招聘はアドバイザー機能を果たすことによって、パフォーマンス向上効果をもつ可能性を指摘する。

キーワード： 取締役会改革、執行役員制、委員会等設置会社、取締役会の規模縮小、戦略的
意思決定、社外取締役、モニター機能、アドバイザー機能

JEL classification: G30; G32; G38; K22

* 本稿は、財務省財務総合政策研究所のプロジェクト、実態経済の変化と法制度の対応に対する研究会のために作成された。本稿の分析には、私立大学学術研究高度化推進事業、オープンリサーチセンター整備事業、「コーポレートガバナンス評価手法の開発とそれに基づく実証分析」の成果が利用されている。また、谷川寧彦、広田真一、久保克行、青木英孝の諸氏から貴重なコメントを頂いた。データ作成にあたっては、大津友里恵、稲生英理子、富澤一樹諸氏の協力を得た。記して感謝申し上げます。

† E-mail miyajima@waseda.jp

‡ E-mail nitta@nli-research.co.jp

I. はじめに：課題

日本企業の取締役会は、①もっぱら内部昇進者から構成されていること、②経営の執行と監督が未分離なこと、③取締役会の規模が過大であることを共通の特徴としていた。しかし、企業金融の変化、1990年代の外国人株主の増加、金融危機以降の株式安定保有構造の解体と対応して、以上の特徴をもつ日本企業の取締役会は大きな変化を経験した。1997年にソニーが執行と監督の分離を明確化する執行役員制を導入して以来、同制度は急速に普及した。さらに2003年からは、商法改正により委員会等設置会社の選択制が導入され、日本企業は従来型の監査役設置会社と、米国企業の経営組織構造に近い委員会等設置会社を選択することが可能となった。本稿の課題は、この10年間に進展した取締役会の進化の過程を追跡し、その決定要因とパフォーマンスに対する影響を解明する点にある。日本企業の取締役会はいかに進化したのか、その選択はいかなる要因によって決定されたのか、現在の多様な取締役会構造の並存はいかに理解できるのか、米国型経営組織の採用、あるいは伝統的な日本型取締役会の維持という選択は企業パフォーマンスといかなる関係に立つのか、本稿は、こうした一連の問題に一次的な解答を与えることを目的とする。

具体的に解明するのは以下の点である。第1に、日本企業の伝統的な取締役会は、現在いかに変化したのかである。執行役員制の導入が開始され、委員会等設置会社の創設が議論された2000年代初めまでの局面では、やや規範的な視角から、日本型企业システムがアングロサクソンのそれへと収斂すべきである点が強調され、執行役員制の導入をはじめとする取締役会改革が大きく進展した。しかし、他方で、近年は、委員会等設置会社への移行企業が少ないことに注目して、日本企業の取締役会の変化は大きくないと主張する、既述と対照的な見方も強まっている。しかし、いずれのイメージも一面的であることがここでの強調点である。

現在、米国型経営組織に近似した構造をもつ委員会等設置会社に加えて、執行役員制を導入した企業の中にも、経営の執行と監督を明確に分離させ、独立性の高い社外取締役を導入した企業も着実に増加している。しかも、より注目すべきは、執行役員制が、委員会等設置会社の導入を可能とした商法改正以降も毎年増加し、いまや東証1部・2部上場企業では、1000社近く（50%弱）にまで達したことである。この導入企業は、既述の通り、①独立性の高い社外取締役を受け入れ、執行と監督の分離の程度が高い米国型の取締役会に近いものから、②組織的に取締役と執行役員の兼任を認め、社外取締役の受け入れをと

もなわないものまで多様である。後者は、取締役と執行役員を意図的に兼任させることによって、戦略的意思決定に現場の情報を利用する点、コーポレートガバナンスの核となる経営者の選任に外部者が加わることは周到に回避する点、また、昇進のゴールとして執行役員、あるいは取締役の地位が確保されている点で長期雇用の慣行とはインセンティブ両立的であり、これまでの日本型取締役会の進化ともみることができる。つまり、この10年を通じて、過大となった取締役会の規模縮小と、執行と監督の組織的分離を明確にする改革が進展するなかで、日本企業の経営組織は、米国型に近い組織と、日本型の修正（進化）と捉えられる組織に分化し、両者が並存するようになったとみることができる。

第2に、1998-2004年における、取締役会の進化の決定要因を解明する。まず、執行役員制などの選択に関する簡単なモデルを推計し、直面している外部環境の変化が大きいほど、海外売上高比率が高く事業のグローバル展開が進展しているほど、また内部ガバナンス面では、取締役会の肥大化傾向が強ければ強いほど、さらに事業ポートフォリオの多角化が進み、内部組織の分権化が進展している企業ほど、執行役員制などの選択確率が高いことを示す。逆に、株主によるモニタリングが弱く、事業の集中度が高い場合、伝統的な監査役組織を維持する傾向が強い。もっとも、1997年以降の改革では、企業経営者が他社の改革の動向を考慮して、自社の取締役会改革を決めた側面も無視しがたい。取締役会改革にはトレンド追従的な側面があったことも、ここでの強調点である。

さらにここでは、取締役会改革の実質的な内容をなす、①取締役会の規模縮小、②社外取締役の導入、③執行と監督の分離の程度が何によって決定されるかが分析されている。①と②に共通して、外部環境の変化と海外展開の程度、選択直前の業績悪化が重要な影響をもち、他方で③には内部組織の分権化の程度が、重要な決定要因であることを指摘する。

第3に、取締役会改革の効果を検討する。ここでは、以下の二つの問題を取り上げる。一つは、取締役会改革が進展した1998-2004年について、執行役員制導入などの新経営組織への移行、取締役会の規模縮小、及び社外取締役の比重増加が、企業パフォーマンスの上昇をもたらしたか否かを標準的なモデルを利用してテストする。結論は、執行役員制などの採用のみではパフォーマンス向上効果はないが、取締役会規模の縮小や社外取締役の招聘には、確実なパフォーマンス向上効果が確認できるという点にある。

二つ目の分析として、日本経済が回復局面に入り、委員会等設置会社の選択が可能となった現局面の取締役会の特性と、企業パフォーマンスの関係を解明する。ここでは、伝統的企業（監査役設置会社）、執行役員制採用企業、委員会等設置会社の形をとる企業の間で、

企業行動（財務選択・情報開示）、企業パフォーマンスに有意な差があるか否かを NEEDS-Cges（コーポレート・ガバナンス評価システム）¹を利用してテストする。近年、委員会等設置会社の合理性にしばしば疑義が提示されているが²、この点を再検討することを目指す。主要な結論は、委員会等設置会社と執行役員制採用企業の差異については、前者の方が平均的にやや高い資本効率を示すものの、株式市場評価に関しては有意な違いはないことが確認される。しかし、委員会等設置会社への移行、あるいは執行役員制の導入を実施した企業の資本効率、及び株式市場の評価は、いずれも伝統的企業に比べて有意に高い。他方、株主還元や情報開示などの企業行動についても、委員会等設置会社と執行役員制採用企業との間に有意な差はないが、取締役会改革を実施した企業は、伝統的企業に比べて、株主還元や情報開示の程度が有意に高いなど、株主にとってより望ましい企業行動をとる傾向があることが明らかとなった。

以下、本稿は次のように構成される。第2節は、1990年代初頭以降の取締役会に関する制度変化を簡単に概観した上で、現時点の多様化した取締役会の分布に関して可能な限り包括的ワンショットの鳥瞰を与える。第3・4節では、取締役会改革の選択問題を取り扱う。第3節では、執行役員制などの選択問題を検討し、続く第4節は、取締役会の規模縮小、社外取締役比率の増加、執行と監督の分離の決定問題を扱う。第5節は、取締役会改革のパフォーマンス効果の分析である。第6節は、企業統治構造の収斂、ないし多元化の問題に関して本稿の分析から得られた示唆を要約する。

II. 取締役会改革の進展

II-1. 環境変化と制度変化

日本企業の取締役会は、①少数の銀行・支配会社派遣役員を除くと取締役会のメンバーが内部昇進者から構成されていること、②経営の執行と監督が未分離なこと、③取締役会の規模が大きいことを共通の特徴としていた。こうした特徴は、それが形成された戦後か

¹ 筆者らはともに、日本経済新聞社と共同してこのシステム開発に参加した。当システムの概要については、日本経済新聞社の NEEDS サイト (<http://www.nikkei.co.jp/needs/cges/>) を参照のこと。

² 例えば、「進む統治改革、効果道半ば」（2005年8月16日、日本経済新聞朝刊）を参照。

ら高度成長期の経済環境と整合的で、また日本型企業システムの他の制度的特徴と補完的關係にあった。①のインサイダーボードという特徴は、長期雇用の慣行と補完的であり、また、メインバンクと株式相互持合いに支えられてきた。株式相互持合いが、外部からの影響を遮断し、内部昇進者による取締役会メンバーの選任を可能とする一方、その結果発生するモラルハザードは、負債による規律、あるいはメインバンクのモニタリングが代替していた (Aoki 1994, 青木 1995)。また、②の特徴は、日本企業の事業ポートフォリオが相対的に専門的であり、また内部組織の分権度が低いという特徴と対応していた。他方、③の特徴は、従業員集団に潤沢な昇進機会を提供するという点で長期雇用の論理的帰結である一方、外部環境の変化が相対的に小さいという 1980 年代にまでの経済環境に依存していた (宮島・青木 2002)。

しかし、1990 年代の後半に入ると、こうした特徴をもつ日本企業の取締役会は急速に進化することとなった。経済環境が大幅に変化し、それにもなって日本型の取締役会と補完的な関係にある経済制度も大きく変容したからである。

第 1 に、グローバル化、IT 化に代表されるように企業を取り巻く外部環境が急激に変化し、企業経営者に対して、スピーディな戦略的意思決定の要請が強まった。新規参入、大型投資、M&A、どれをとっても、それを迅速に決定できない限り、国際レベルで発生するビジネスチャンスをつかむことはできない。また、負のサプライショックに対する事業再組織化の重要性も上昇した。

第 2 に、外部ガバナンスが 1980 年代後半から徐々に変化した。資金調達面では、社債発行規制の緩和を背景にメインバンクが後退し、状態依存型ガバナンスのワークする領域が縮小した³。一方、1990 年代前半から外国人株主の保有比率が上昇し、90 年代半ば以降、とくに海外展開に成功した大企業では、その比重が無視できない水準に達した。さらに銀行危機の発生した 1997 年からは、株式相互持合いの解消が急速に進展し、この結果、企業経営に対する資本市場からのモニタリング圧力が上昇した⁴。経営の執行と監督の未分離な組織に対する批判が高まったのである。

第 3 に、1990 年代のサプライショックに対応して日本企業の内部組織も、急速に再編成された。もともと專業度の高かった日本企業の事業ポートフォリオは、1980 年代後半から

³ 資金調達面の変化については、宮島・蟻川 (1999)、Hoshi and Kashyap (1993)、Arikawa and Miyajima (2005)などを参照。また、状態依存型ガバナンスの進化と変容については、宮島 (1998)、宮島、近藤、山本 (2000)、広田・宮島 (2001)を参照。

⁴ Miyajima and Kuroki (2005)参照。

多角化が進み、その傾向は90年代半ばまで継続した。しかし、バブル経済の崩壊により、多部門に展開した事業・子会社のうちどこに資源を集中するかという事業ポートフォリオの選択と（いわゆる「選択と集中」の問題）、増加した事業部・子会社を適切に管理するための組織形成が重要な課題となった。この結果、日本企業はカンパニー制と呼ばれる分権度の高い内部組織を採用する一方、M&Aを通じた組織再編に積極的となった（宮島・稲垣2003）。こうした背景には、独占禁止法の改正、企業結合法制の整備などの法制度の変化も重要な意味をもった（97年持株会社解禁、99年株式交換・移転制度の導入）。持株会社は、主として、①事業部の独立性の強化の終着点、つまり、事業部が事業法人として独立し、持株会社はその統括のために設立されるケース⁵と、②これまでの合併に代わる統合形態として利用されるケースがあった。②は、1999年からの金融機関の再編、鉄鋼、製紙等の成熟産業の集約、さらに近年では、異業種間の範囲の経済の実現を目的とした統合で利用されている⁶。

こうした経営環境の変化を背景に、取締役会改革が進展することとなった。その嚆矢は、1997年6月のソニーの執行役員制の導入である。これは、1994年のカンパニー制導入に続くものであった。業務執行については、代表取締役に服する形で執行役員に担当させ、それを取締役会が監督するという仕組みにすることにより、意思決定・監督の機能と業務執行の機能を明確に分離する点にあった。とくに、独立性の高い社外取締役を含むことによって、取締役会の経営監督機能を高めるのが狙いであった。ソニーは同年6月の定時株主総会において、それまで38人いた取締役を10人に大幅削減し、うち3名の社外取締役を新たに選任した⁷。また、7名の代表取締役は執行役員も兼ね、さらに取締役以外の者から新たに9名が執行役員に任命され、結果として取締役10名、執行役員34名という体制になった。この体制の下で、7名の代表取締役が経営戦略の起案にあたり、それを取締役会が承認し、承認を得た経営計画は代表取締役の指揮のもとで執行役員によって実施に移される。取締役会は代表取締役から業務執行の報告を受け、監督するというように意思決定・監督と業務執行が分離されることとなった。

⁵ 旭化成、セイコー、帝人などがその典型である。例えば、旭化成では、中核事業の比重が低下し、事業分野間の異質性の増加に対してカンパニー制を導入したが、このカンパニーを分社化し、その上位に持株会社を設立した。

⁶ 最初のケースは、1999年夏に公表されたみずほホールディングスで、富士銀行、第一勧業銀行、日本興業銀行の三行が経営統合された（2000年設立）。製造業でも、日本鋼管と川崎製鉄の統合によるJFEホールディングスの設立（2002年）などで持株会社が利用された。

⁷ その他の業務担当取締役や使用人兼務取締役は取締役としての肩書きを外された。取締役の肩書きを外された者の内、退任した者を除いた18名は執行役員に選任された。

このソニーの執行役員制の導入後、形式上の執行役員制は急速に普及し、その内容は多様であるものの、1999年度からは毎年、上場企業（東証1部・2部ベース）のうち140-160社が同制度を導入した（表1）。とくに、委員会等設置会社への移行が可能となった2002年から、執行役員制の採用はむしろ加速した。この執行役員制採用企業に、委員会等設置会社への移行企業を加えると、新しい経営組織に移行した企業は、いまや東証1部・2部上場企業2007社のうち936社、46.6%に達する。

執行役員制の導入は、持株会社の設立とも並行していた。持株会社の設立の過程で、経営の執行と監督の分離が明確化できるこの制度が導入されたのである。悉皆調査ではないが、現時点で持株会社の設立が確認できる非金融事業法人59社のうち、30社が執行役員制に、また2社が委員会等設置会社に移行している。したがって、法制度との関係では、持株会社の解禁や、企業結合法制の整備は、取締役会の進化に間接的な影響を与えた。

表1 取締役会制度改革の実施状況

	年度	対象 企業 社	執行役員制		委員会等設置会社		取締役会制度改革		新制度	移行比率
			新規導入 社	累計 社	新規移行 社	累計 社	実施 社	累計 社	移行比率 %	移行比率 累計 %
東証 一部・ 二部	1997	1644	1	1	-	-	1	1	0.1	0.1
	1998	1684	14	15	-	-	14	15	0.8	0.9
	1999	1789	138	153	-	-	138	153	7.8	8.6
	2000	1877	160	318	-	-	160	318	9.3	16.9
	2001	1916	143	465	-	-	143	465	9.0	24.3
	2002	1935	162	618	-	-	162	618	11.0	31.9
	2003	1957	147	747	32	32	179	779	13.2	39.8
	2004	2007	146	893	11	43	157	936	12.5	46.6
東証 一部	1997	1179	1	1	-	-	1	1	0.1	0.1
	1998	1190	12	13	-	-	12	13	1.0	1.1
	1999	1250	117	131	-	-	117	131	9.5	10.5
	2000	1325	126	260	-	-	126	260	10.6	19.6
	2001	1353	111	373	-	-	111	373	10.2	27.6
	2002	1376	129	500	-	-	129	500	12.8	36.3
	2003	1407	116	605	27	27	143	632	15.6	44.9
	2004	1499	110	728	9	36	119	764	13.5	51.0
東証 二部	1997	465	0	0	-	-	0	0	0.0	-
	1998	494	2	2	-	-	2	2	0.4	0.4
	1999	539	21	22	-	-	21	22	3.9	4.1
	2000	552	34	58	-	-	34	58	6.4	10.5
	2001	563	32	92	-	-	32	92	6.4	16.3
	2002	559	33	118	-	-	33	118	7.0	21.1
	2003	550	31	142	5	5	36	147	8.2	26.7
	2004	508	36	165	2	7	38	172	10.0	33.9

(注1) 新制度移行比率は、期初に監査役設置会社であった企業のうち、当年に執行役員制、または委員会等設置会社に移行した割合。

(注2) 移行比率累計は、対象企業のうち取締役会制度改革実施済みの企業の割合。

2000年になると、こうした執行役員制の普及を前提とした法制度の見直しが開始された。2002年には、商法特例法改正によって、委員会等設置会社の選択が可能となり、取締役会制度改革に法的な意味が与えられた。同年の改正は取締役会を執行役の業務執行を監督する機関として特化させ、さらに、社外取締役が過半数を占める指名・報酬・監査の3委員会を法定機関とすることによって業務執行機関とその監督機関の分離を図ると同時に、執行役の業務執行に対する監督機能を強化し、他方では、新株発行や社債の発行なども含め、取締役会から執行役に対して業務決定権限の大幅な委譲を認めた⁸。業務執行に対する監督を構造的に強化しつつ、業務執行担当者に強力な権限を認めて経営の効率化を可能にする米国型コーポレートガバナンスの採用である。この商法上の組織である委員会等設置会社と任意組織である執行役員制との最大の差は、経営者の選任権が、社外取締役が過半数を占める指名委員会に帰属し、社外取締役が経営者交代のトリガーを引けることが明確化された点にある。

さらに、この法改正では、次の三点が重要である。第1に、この法改正には、以上のよう
に進展する取締役会改革を法的に追認し、それをさらに推進しようという狙いがあった。
①迅速果敢かつ機動的な業務執行の実現、②過大な取締役会の規模縮小による意思決定の
質の向上、③従来型の実務取締役会における自己監査の是正、これらを通じて企業の国際的競
争力を確保することが狙われた。その意味で、米国型経営組織に接近させることによって、
日本企業の革新をはかるというポリシープッシュの側面があった(Shishido 2005)。

しかし、第2に、この新制度は、上場企業すべてにその選択を求める強行法規ではなく、
各社の選択により従来型経営機構と選択的に採用できるものとされた。この制度は、強行
法規ではない点で、企業改革法(サーベンスオクスレー法、2002年)で、過半数以上の社
外取締役の就任を義務付けたアメリカ、あるいは、IMFの介入後に同様の措置をとった
韓国とは大きく異なった(宍戸 2006)。この選択制の背後には、経済界の強い要請があっ
たことはよく知られているが、それは、後にみるようにこの時点までの日本企業の実務取
締役会改革の実態を反映していた。

第3に、商法の改正は、その後の法整備と結びつくことによって、皮肉なことに、米国
型経営組織の選択を促進することではなく、日本型の実務取締役会の修正、ハイブリッド化を
促進した。2003年3月の証券取引法改正により有価証券報告書に「コーポレートガバナン
スの状況」の項目が新設され、上場企業は2004年3月期から、①会社機関の内容、②内部

⁸ 詳しくは、小林(2003)、須藤(2003)、宍戸・広田(2004)、宍戸(2006)参照。

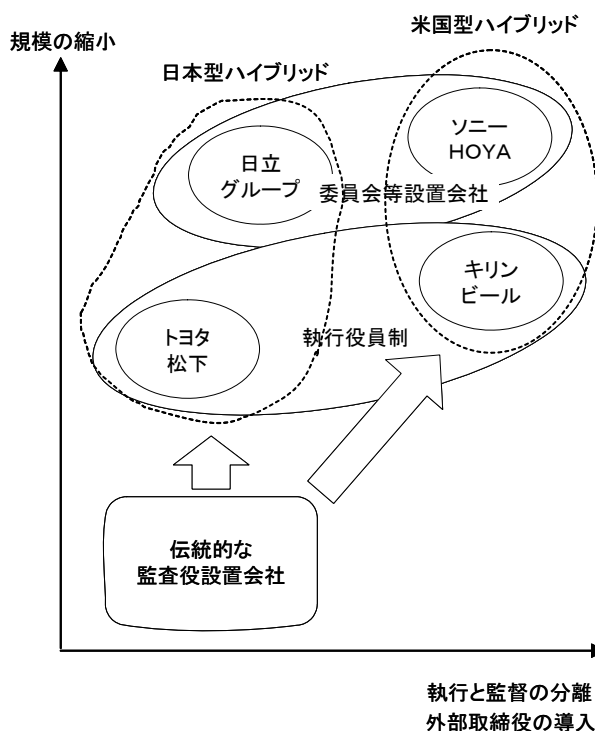
統制システムの整備状況、③リスク管理体制の整備状況、④役員・監査報酬の内容などを開示することとなった。この結果、企業は、執行と監督の分離、社外取締役の役割に関して明確な説明責任を負い、選択可能となった委員会等設置会社を基準としながら自社の取締役会の設計に真剣に取り組むこととなったのである。委員会等設置会社の選択が可能となった2003年以降には、キリン、旭化成、住友化学、三井化学、松下電器、京セラ、住友商事、住友不動産、ヤマト運輸、東京電力など、これまで取締役会改革に慎重であった各産業のトップ企業が相次いで執行役員制の導入による取締役会改革を試みた。

II-2. 日本企業の取締役会の現状

では、こうした進化の結果、日本型取締役会の特徴はどの程度変化したのか。2005年6月時点の現在の日本企業の取締役会の特徴に関するワンショットの像は、図1に要約されている。これまで見てきたように、従来、伝統的な監査役設置会社であった日本企業の多くは、①委員会等設置会社の特徴を色濃くもつ「米国型ハイブリッド」と、②執行役員制などを導入し従来の日本型経営システムを進化させた「日本型ハイブリッド」に分化した。他方で、③伝統的な経営スタイルにとどまる企業もあり、画一的であった日本企業の経営組織は、いまや大きく多様化したと言ってよい。以下で、この点をもう少し詳しく検討しよう。

表2には、2005年3月時点の非金融事業法人の、取締役会タイプの産業別分布が要約されている。新しい経営組織（執行役員制及び委員会等設置会社）への移行比率は、競争的な産業である医薬品、精密機器、空運で高く、鉄鋼、製紙、鋳業などの成熟産業や独占的な産業の電力・ガスで低い。委員会等設置会社は少数派であり、この傾向は執行役員制採用企業の分布とほぼ一致する。製造業で委

図1 取締役会改革の概念図



委員会等設置会社を採用している企業が目立つのは電気機器のみである。

時系列の推移の確認された非金融事業法人 43 社中⁹、もともと執行役員制をとっており、それが進化したケースが製造業では 19 社(ソニー、日立製作所、東芝など)、新規に採用したケースが 24 社、そのうち日立系企業が 12 社あるから、それ以外で、新規に採用したケースは 12 社にとどまる (HOYA、三菱電機、イオンなど)。また、この中には、産業再生機構の介入を契機に委員会等設置会社に移行した企業もある (カネボウ)。

表 2 執行役員制及び委員会等設置会社の採用比率

	対象企業		制度改革実施企業		比率		執行役員制採用企業		比率		委員会等設置会社移行企業		比率		伝統的監査役設置会社		比率	
	社	社	社	社	%	%	社	社	%	%	社	社	%	%	社	社	%	%
水産・農林	7	0	0	0	0.0	0.0	0	0	0.0	0.0	0	0	0.0	0.0	7	7	100.0	100.0
鉱業	8	2	2	2	25.0	25.0	2	2	25.0	25.0	0	0	0.0	0.0	6	6	75.0	75.0
建設	134	78	78	77	58.2	57.5	77	77	57.5	57.5	1	1	0.7	0.7	56	56	41.8	41.8
食料品	107	58	58	58	54.2	54.2	58	58	54.2	54.2	0	0	0.0	0.0	49	49	45.8	45.8
繊維	65	28	28	28	43.1	43.1	28	28	43.1	43.1	0	0	0.0	0.0	37	37	56.9	56.9
パルプ・紙	18	7	7	7	38.9	38.9	7	7	38.9	38.9	0	0	0.0	0.0	11	11	61.1	61.1
化学	146	64	64	61	43.8	41.8	61	61	41.8	41.8	3	3	2.1	2.1	82	82	56.2	56.2
医薬	39	28	28	26	71.8	66.7	26	26	66.7	66.7	2	2	5.1	5.1	11	11	28.2	28.2
石油・石炭製品	12	6	6	6	50.0	50.0	6	6	50.0	50.0	0	0	0.0	0.0	6	6	50.0	50.0
ゴム製品	17	10	10	10	58.8	58.8	10	10	58.8	58.8	0	0	0.0	0.0	7	7	41.2	41.2
ガラス・土石製品	38	18	18	18	47.4	47.4	18	18	47.4	47.4	0	0	0.0	0.0	20	20	52.6	52.6
鉄鋼	43	9	9	7	20.9	16.3	7	7	16.3	16.3	2	2	4.7	4.7	34	34	79.1	79.1
非鉄金属	30	16	16	15	53.3	50.0	15	15	50.0	50.0	1	1	3.3	3.3	14	14	46.7	46.7
金属製品	55	23	23	22	41.8	40.0	22	22	40.0	40.0	1	1	1.8	1.8	32	32	58.2	58.2
機械	164	68	68	64	41.5	39.0	64	64	39.0	39.0	4	4	2.4	2.4	96	96	58.5	58.5
電気機器	201	109	109	95	54.2	47.3	95	95	47.3	47.3	14	14	7.0	7.0	92	92	45.8	45.8
輸送用機器	80	41	41	39	51.3	48.8	39	39	48.8	48.8	2	2	2.5	2.5	39	39	48.8	48.8
精密機器	32	20	20	19	62.5	59.4	19	19	59.4	59.4	1	1	3.1	3.1	12	12	37.5	37.5
その他製造業	56	25	25	24	44.6	42.9	24	24	42.9	42.9	1	1	1.8	1.8	31	31	55.4	55.4
電力・ガス	23	5	5	5	21.7	21.7	5	5	21.7	21.7	0	0	0.0	0.0	18	18	78.3	78.3
陸運	42	15	15	13	35.7	31.0	13	13	31.0	31.0	2	2	4.8	4.8	27	27	64.3	64.3
海運	15	3	3	3	20.0	20.0	3	3	20.0	20.0	0	0	0.0	0.0	12	12	80.0	80.0
空運	5	3	3	3	60.0	60.0	3	3	60.0	60.0	0	0	0.0	0.0	2	2	40.0	40.0
倉庫・運輸関連	27	9	9	9	33.3	33.3	9	9	33.3	33.3	0	0	0.0	0.0	18	18	66.7	66.7
情報・通信	112	58	58	54	51.8	48.2	54	54	48.2	48.2	4	4	3.6	3.6	54	54	48.2	48.2
卸売	186	84	84	82	45.2	44.1	82	82	44.1	44.1	2	2	1.1	1.1	102	102	54.8	54.8
小売	180	72	72	69	40.0	38.3	69	69	38.3	38.3	3	3	1.7	1.7	108	108	60.0	60.0
不動産	55	20	20	20	36.4	36.4	20	20	36.4	36.4	0	0	0.0	0.0	35	35	63.6	63.6
サービス	110	57	57	57	51.8	51.8	57	57	51.8	51.8	0	0	0.0	0.0	53	53	48.2	48.2
合計	2007	936	936	893	46.6	44.5	893	893	44.5	44.5	43	43	2.1	2.1	1071	1071	53.4	53.4

(注1) 2005年3月末の状況。

(注2) 制度改革が54%(平均+1/2σ)を太字、39%(平均-1/2σ)に下線を付した。

もっとも、この委員会等設置会社のうち、日立グループ 12 社の導入はやや動機が異なる。

⁹ 東証 1 部・2 部上場企業を対象とした日本取締役協会の調査によれば、委員会等設置会社に移行した企業は、2005 年 9 月現在で 58 社であり、うち金融部門が 11 社、以下注目する非金融部門が 47 社である。

その狙いは、傘下の連結子会社 970 社に対するグループ管理の強化であり、グループ会社の首脳を日立製作所の取締役役に起用する一方、日立製作所の取締役役にグループ会社の社外取締役を兼務させ、グループ全体として事業の撤退・売却などの意思決定を迅速化することが目指された。このような利用の仕方が可能となったのは、法律上の社外取締役の要件が緩やかなためであったが、委員会等設置会社は、法の意図とは異なって、日本式のグループ経営管理手法としても利用されたのである (Gilson and Milhaupt 2005)。

表 1 でみた取締役会制度の改革と平行して、取締役会の規模や社外取締役比率など、その構成も大きく変容した。これを要約した表 3 をみると、東証 1 部・2 部上場企業の取締役会の平均人数は、90 年代前半には 16 人程度の水準でゆるやかに減少していたが、1997 年度以降になると減少ピッチを早め、2004 年度には 10 人を割り込むまでになった。「大きな」取締役会はもはや日本企業の特徴ではない。この傾向は、集計対象を東証 1 部上場企業のみ限定しても、取締役人数が 10 名以下の企業の割合で見ても、全く同じである。

他方、東証 1 部・2 部上場企業の社外取締役比率は、1997 年度までは 12%程度でやや減少傾向であったが、それ以降は急速に上昇し、2004 年度には 17%に達している¹⁰。1997 年以降、執行役員制の導入や委員会等設置会社への移行と並行して、独立性の高い社外取締役の確実な増加が進展したといえる。例えば、日産自動車、新生銀行、あおぞら銀行など外資を導入した企業では、執行役員制の導入と並行して独立性の高い社外取締役が招聘された。また、2000 年に執行役員制を導入したアサヒビールでは、27 人の取締役を 10 人に削減するとともに、3 人の社外取締役を招聘した。

¹⁰ この傾向も、集計対象を東証 1 部上場企業のみ限定しても、社外取締役比率が 30%以上の企業の割合で見ても、全く同じである。

表3 取締役会構成の推移

	年度	対象 企業 社	取締役会人数			社外取締役比率		
			平均人数	10名以下 企業	10名以下 企業 比率	平均比率	30%以上 企業	30%以上 企業 比率
			人	社	%	%	社	%
東証一部・二部	1993	1498	16.64	278	18.6	12.71	206	13.8
	1994	1513	16.35	310	20.5	12.50	200	13.2
	1995	1541	16.13	326	21.2	12.32	193	12.5
	1996	1581	15.90	355	22.5	12.29	196	12.4
	1997	1619	15.80	367	22.7	12.02	195	12.0
	1998	1649	15.14	431	26.1	12.16	209	12.7
	1999	1732	13.50	640	37.0	12.71	236	13.6
	2000	1866	12.50	828	44.4	13.37	277	14.8
	2001	1896	11.80	941	49.6	14.03	299	15.8
	2002	1898	11.01	1059	55.8	14.89	333	17.5
	2003	1937	10.23	1213	62.6	16.53	387	20.0
	2004	1992	9.82	1323	66.4	17.31	433	21.7
東証一部	1993	1086	18.50	99	9.1	11.83	128	11.8
	1994	1086	18.18	121	11.1	11.57	125	11.5
	1995	1111	17.91	145	13.1	11.37	118	10.6
	1996	1140	17.65	154	13.5	11.44	122	10.7
	1997	1175	17.49	166	14.1	11.26	120	10.2
	1998	1188	16.75	203	17.1	11.47	130	10.9
	1999	1241	14.80	346	27.9	11.80	144	11.6
	2000	1321	13.69	466	35.3	12.43	168	12.7
	2001	1351	12.83	557	41.2	13.17	189	14.0
	2002	1365	11.85	666	48.8	14.00	206	15.1
	2003	1394	10.94	785	56.3	15.46	244	17.5
	2004	1492	10.37	917	61.5	16.27	293	19.6
東証二部	1993	412	11.74	179	43.4	15.01	78	18.9
	1994	427	11.69	189	44.3	14.88	75	17.6
	1995	430	11.53	181	42.1	14.76	75	17.4
	1996	441	11.37	201	45.6	14.47	74	16.8
	1997	444	11.36	201	45.3	14.03	75	16.9
	1998	461	10.99	228	49.5	13.94	79	17.1
	1999	491	10.21	294	59.9	15.00	92	18.7
	2000	545	9.62	362	66.4	15.63	109	20.0
	2001	545	9.26	384	70.5	16.15	110	20.2
	2002	533	8.85	393	73.7	17.18	127	23.8
	2003	543	8.40	428	78.8	19.30	143	26.3
	2004	500	8.16	406	81.2	20.42	140	28.0

(注)社外取締役は、取締役のうち、銀行と支配会社(15%以上保有株主企業)の出身者を除く、社外出身者。監査役は含めない。出身は、東洋経済新報社の役員データベースに記載されている入社前歴から識別。

(出所)東洋経済新報社の「役員データ」をニッセイ基礎研究所にて加工

以上のように、日本の取締役会の構成は、コーポレートガバナンスに関する議論が活発化し、ソニーが執行役員制を導入した1997年度以降、急速に、そして大きく変容した。これにともなって、取締役会が果たす機能や意思決定プロセスにも、大きな変化があったと考えられる。

なお、表3に要約した取締役会構成は、東洋経済新報社の役員データから作成したものである。特に、社外取締役は、当該企業の実取締役¹¹のうち、同データに搭載されている入社前歴により社外出身者か否かを識別し、その上で、利害関係が強いと考えられる銀行出身者と、当該企業の15%以上の株式を保有する大株主企業（支配会社と呼ぶ）の出身者を除いたものである。この社外取締役の入社前歴を個別にみると、取引先や旧財閥グループ企業の出身者が多く、その独立性が必ずしも高くないケースもある。その意味で、以下の分析で扱う社外取締役は、近年その必要性が叫ばれている内部者と利害関係を持たない「独立取締役」とは必ずしも一致しない¹²。表3で、90年代前半の社外取締役比率が高いのはこのためであろう。このように社外性の認識には不十分な面が残るものの、ガバナンスに対する理解が深まった1997年度以降に急増した社外取締役は、それ以前のものとは異なった機能をもっていた可能性が考えられる。

では、委員会等設置会社や執行役員制採用企業は、取締役会の規模や社外取締役比率などの組織面で、どのような特徴をもっていたのだろうか。この点を、2005年8月時点のNEEDS-Cges（コーポレート・ガバナンス評価システム）を加工して整理した表4から確認してみよう。既述の通り、委員会等設置会社への移行企業には日立系企業が多く含まれるが、日立グループの改革は一体的であるため、ここではそれらを除いた結果を報告する。

¹¹ 監査役に関しては、本稿の分析では一切扱っていない。

¹² 社外性の認識が不十分なのは、データ制約によるものである。しかし、この社外取締役に、銀行出身者と支配会社出身者を加えた「拡大した社外取締役」は、旧商法、及び会社法が定義する社外役員にかなり近い概念である。

表4 委員会等設置会社、執行役員制採用企業の組織的特徴 (NEEDS-Cges による分析)

	①		②		③		④	
	全サンプル 東証1・2部		委員会等設置会社 (除く日立G)		執行役員制 採用会社		制度改革実施 (除く日立G)	
サンプル数	2012		30		843		873	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
取締役会人数	4.59	0.72	4.73	0.45	4.77	0.51	4.77	0.50
常務相当以上人数	4.45	0.89	4.87	0.43	4.35	0.91	4.36	0.90
取締役会人数(規模調整)	2.96	1.40	2.67	0.99	2.48	1.23	2.49	1.22
常務相当以上人数(規模調整)	2.88	1.40	1.73	1.05	3.07	1.36	3.02	1.38
社外取締役比率	1.81	1.25	4.97	0.18	1.94	1.31	2.05	1.40
社外取締役比率(銀行)	1.09	0.51	1.83	1.26	1.12	0.58	1.15	0.63
社外取締役比率(支配会社)	1.28	0.91	1.37	1.13	1.27	0.91	1.27	0.92
社外取締役比率(社長級兼任)	1.27	0.86	2.27	1.57	1.31	0.94	1.34	0.98
社外取締役比率(その他)	1.78	1.44	4.60	1.22	1.95	1.55	2.04	1.61
社外取締役持株比率	1.59	1.41	3.40	1.99	1.70	1.52	1.76	1.57
役員持株比率	3.19	1.40	2.43	1.33	2.96	1.47	2.94	1.47
役員自社株保有金額	2.93	1.42	2.87	1.48	2.98	1.39	2.98	1.40
ストックオプション制度	3.64	0.94	4.57	0.90	3.73	0.97	3.76	0.98

	⑤		②-③		④-⑤	
	伝統的監査役会社		委員会(除く日立G) -執行役員制採用会社		制度改革実施(除く日立G) -伝統的監査役会社	
サンプル数	1122		-		-	
	平均	標準偏差	平均の差	P値	平均の差	P値
取締役会人数	4.45	0.82	-0.04	0.31	0.33	0.00 ***
常務相当以上人数	4.51	0.88	0.52	0.00 ***	-0.14	0.00 ***
取締役会人数(規模調整)	3.35	1.41	0.19	0.16	-0.86	0.00 ***
常務相当以上人数(規模調整)	2.78	1.40	-1.34	0.00 ***	0.24	0.00 ***
社外取締役比率	1.57	1.02	3.02	0.00 ***	0.48	0.00 ***
社外取締役比率(銀行)	1.04	0.36	0.71	0.00 ***	0.10	0.00 ***
社外取締役比率(支配会社)	1.24	0.81	0.10	0.31	0.03	0.23
社外取締役比率(社長級兼任)	1.19	0.70	0.96	0.00 ***	0.15	0.00 ***
社外取締役比率(その他)	1.56	1.23	2.65	0.00 ***	0.48	0.00 ***
社外取締役持株比率	1.41	1.21	1.70	0.00 ***	0.35	0.00 ***
役員持株比率	3.40	1.30	-0.53	0.02 **	-0.45	0.00 ***
役員自社株保有金額	2.89	1.45	-0.12	0.33	0.09	0.08 *
ストックオプション制度	3.55	0.89	0.83	0.00 ***	0.21	0.00 ***

(注1) 2005年8月の状況。

(注2) 項目説明は、付録を参照。

(出所) 日本経済新聞社の「NEEDS-Cges」をニッセイ基礎研究所にて加工

委員会等設置会社は、執行役員制採用企業に比べて、社外取締役比率¹³が高いものの、取締役人数には明確な差がみられない。委員会等設置会社で社外取締役比率が高いのは、制度面で明確な基準があるからであろう。他方、取締役会制度改革を実施した企業と伝統

¹³ NEEDS-Cges の社外取締役比率の基礎データは、出所が異なるため、既述の分析データの社外取締役比率とは異なる。ただ、NEEDS-Cges でも、本稿と同様に、社外者の前歴を個別に確認しており、本稿の社外取締役比率は、同データの「社外取締役比率(その他)」に近い概念である。

的な監査役設置会社を比較すると、改革を実施した企業の方が、取締役人数が有意に小さく、社外取締役比率も有意に高い。先に、1997年度以降、取締役会の規模が急速に縮小するとともに、社外取締役比率が上昇したことを確認したが、こうした取締役会構成の変容は、取締役会制度の改革にもなって進展したものと考えられる。

さらに、取締役のインセンティブ面で見ても、改革実施企業の方が役員による自社株保有金額が大きく、ストックオプションの採用比率が高い。ここで、ストックオプションの項目は、採用の有無しか補足していないため不十分であるが¹⁴、改革実施企業が、伝統的企業と比べて役員のインセンティブ付けに積極的なことがわかる。

それでは、①執行役員制や委員会等設置会社への移行、②取締役会の規模縮小、③社外取締役比率の上昇は、どのような関係をもって進展してきたのだろうか。この点を検討する前に、②取締役会の規模縮小と③社外取締役比率の上昇をどのように識別するかという問題がある。東証1部・2部上場企業の実証分析では、最小の3名から60名に迫るものまで、また、社外取締役比率も0%から50%を超えるものまで幅広く分布しているが、もともと小規模な取締役会は、さらに規模を縮小することが困難であるし、既に社外取締役比率が高い企業も、さらにその比率を高める必要性に乏しいと思われるからである。なお、以下では煩雑な言い回しを避けるため、執行役員制、または委員会等設置会社を採用した企業を、「制度改革」を実施した企業と呼ぶことにする。

取締役会の規模縮小は、そもそも大規模な取締役会をもつ企業に限定された課題である。従来から大規模取締役会は、意思決定を行う組織として非効率であると批判されてきた。組織規模が拡大するにつれ、コミュニケーションやコーディネーションがより困難になると考えられるからである。これに関する国内外の企業を対象とした多くの実証分析では、取締役会の人数と経営パフォーマンスの間に負の相関があることが確認されている（Yermack 1996、Eisenberg, Sundgren and Wells 1998、鈴木・胥 2000、宮島・新田・齊藤・尾身 2004）。そして、十分な実証的証拠をとまわらないものの、意思決定の効率性を損なわない取締役会の適正規模は、これまで10名以下であると主張されてきた（Jensen 1993など）。

しかし、取締役の人数が15名の企業と50名を超える企業が、その規模を10名以下に縮小する取り組みは、同規模の改革とは考えられない。短期間のうちに、50名超の取締役会

¹⁴ 理想的には、ストックオプションの付与比率、権利行使期間、行使割合等が考慮されるべきであるが、この点の検討は今後の課題である。

を1/5以下の規模にまで縮小するのは極めて困難であろうし、意思決定プロセス自体を破壊しかねない過剰なものであるとさえ思われる。そこで、本稿では、日本企業が伝統的な経営組織を維持していた1996年度を取締役会の人数と比較して、30%以上の人数削減を果たした場合、規模縮小を達成したと認識することにした。また、小規模取締役会には規模縮小が不要であるから、分析対象を96年度時点での取締役人数が、15名以上の企業に限定した。96年度を取締役会がちょうど15名の場合、その後、人数を10名以下に削減すれば30%減を達成したことになる。

他方、社外取締役比率については、日本企業の取締役会は、伝統的に内部昇進者を中心とするインサイダーボードを特徴としていたことから、2004年度時点でも17.3%（東証1部・2部ベース）と低水準にとどまっている。既述の通り、97年度以降、その比率に急速な上昇がみられたものの、制度改革開始前の96年度からの増分は5.0%程度に過ぎない。日本企業に典型的なインサイダーボードをモニターするには、社外取締役比率が高い方が効果的であることは改めて指摘するまでもないが、本稿の分析データでみるかぎり、2004年度までに96年度比でこれを10%以上増加させた企業は、分析対象の1581社中326社しかない¹⁵。そこで、本稿では、改革の認識基準を10%超の値にすることを断念し、その比率を96年度比で10%以上増加させた時点で社外取締役にに関する改革を達成したと認識することにした。

さらに、改革の規模は、従来、社外取締役に全く存在しないか、少数であった企業ほど大きいと考えられるので、分析対象を96年度の社外取締役比率が30%以下の企業に限定した。この制約条件には、企業の支配構造の歴史的経緯から社外取締役にがもともと多い企業や、創業からの期間が短いため、準創業メンバーと社外取締役との区別が困難である企業を除外するという目的もある。以上から、例えば、96年度を取締役人数が15名で社外取締役にが全くいなかった企業が、その後、人数を10名に削減し、そのうちの1名が銀行や支配会社以外の社外から招聘されたときに、社外取締役にに関する改革が達成されたと認識することになる。

取締役会の規模縮小と社外取締役比率の上昇をこのように認識し、これらが制度改革とどのような関係に立って進展してきたのかを概観してみよう。表5には、これまでの議論に従い、集計対象を取締役会改革の必要性が高いと考えられる、96年度を取締役会の人数

¹⁵ 比率で見れば全体の2割となるが、1996年度の分析対象1581社の中には、2004年度までに上場廃止となったものが含まれるので、この比率は参考情報にとどめる。

が15名以上、かつ社外取締役比率が30%以下の企業に限定して、3つの改革の重複状況を時系列に示した。

表5によれば、第1に、執行役員制や委員会等設置会社の採用といった制度改革は、取締役会規模の縮小をともなって進展してきた。2004年度までに、分析対象の中で制度改革を実施した企業363社のうち、335社(92.3%)が取締役会規模を1996年度比で30%以上縮小している。しかし、その推移をみると、両者は同時に起こったのではなく、取締役会の規模縮小を先行させる企業と制度改革を先行させる企業が混在していたことがわかる。

表5 取締役会改革の構造と進展

	年度	対象企業 社	①	②	③	①&②	②&③	③&①	①&②&③	改革せず 社
			制度改革 実施	取締役会 規模縮小	社外取締 役比率増	制度改革 &規模縮 小	規模縮小 &社外取 締役	制度改革 &社外取 締役	制度改革 &規模縮 小&社外 取締役	
東証 一部・ 二部	1997	701	1	4	9	1	1	1	1	689
	1998	694	12	28	22	6	4	1	1	642
	1999	689	84	125	40	73	15	7	7	528
	2000	678	153	197	68	130	44	36	33	437
	2001	668	212	255	80	185	58	49	47	366
	2002	648	260	307	97	232	78	75	72	297
	2003	630	324	364	123	298	105	99	96	225
	2004	621	363	395	138	335	126	115	113	188
東証 一部	1997	639	1	4	7	1	1	1	1	629
	1998	635	11	24	20	6	4	1	1	590
	1999	634	80	113	33	70	14	6	6	492
	2000	630	145	183	60	123	42	34	31	410
	2001	622	202	240	73	176	54	46	44	339
	2002	605	249	288	92	223	75	72	70	276
	2003	589	311	339	114	285	97	93	90	210
	2004	581	350	370	128	322	117	109	107	174
東証 二部	1997	62	0	0	2	0	0	0	0	60
	1998	59	1	4	2	0	0	0	0	52
	1999	55	4	12	7	3	1	1	1	36
	2000	48	8	14	8	7	2	2	2	27
	2001	46	10	15	7	9	4	3	3	27
	2002	43	11	19	5	9	3	3	2	21
	2003	41	13	25	9	13	8	6	6	15
	2004	40	13	25	10	13	9	6	6	14

(注1) 対象企業は、1996年度の実績が15名以上、かつ、社外取締役(除く銀行・支配会社出身)比率が30%以下の企業。

(注2) 制度改革実施は、執行役員制、または委員会等設置会社への移行を表す。

(注3) 取締役会規模縮小は、取締役会の人数が1996年度と比較して、30%以上縮小した場合にカウント。

(注4) 社外取締役比率増は、取締役会に占める社外取締役(除く、銀行・支配会社出身)の比率が、1996年度と比較して10%以上増加した場合にカウント。

第2に、社外取締役比率の上昇も、制度改革の一環として実現した可能性が高い。2004年度でみると、社外取締役比率を1996年度比で10%以上増加させた企業138社のうち、115社(83.3%)が制度改革を実施済みである。しかし他方で、制度改革を実施した企業が、典型的に社外取締役比率を高めたわけではない。2004年度までに制度改革を実施した企業のうち、社外取締役比率を高めたのは3割強にとどまる。

このように、日本企業の取締役会改革では、多くの場合、取締役会の権限の再配分(制度改革)と人数の削減が行われるが、社外取締役比率を高めるか否かは、企業毎に判断が分かれた。執行役員制導入企業の中でも、戦略的意思決定には、現場の知識が不可欠である点を重視し、社外取締役の導入に慎重な企業も多いからであろう。

そして、第3に、制度改革を実施せずに、取締役会の規模縮小と社外取締役の比重増の両方を達成した企業はほとんど存在しない。2004年度までに、規模縮小と社外取締役比率の増大を行った企業は、分析対象中126社であるが、このうち113社が制度改革も実施済みである。社外取締役比率が高く、スリムな取締役会は、米国型企业統治の典型であるが、分析期間でこのような組織形態に近づいたのは、分析対象の621社のうち、113社(18.2%)にとどまるのである。

第4に、いまや、伝統的な経営組織を維持している日本企業は、少数派となっている点が注目されるべきである。2004年度までに、目だった取締役会改革を行っていない企業は、分析対象の621社のうち188社(30.3%)に縮小している。このことは、1997年度以降、特に1999年度以降の数年間で、日本企業にみられた経営組織改革が、いかに広範なものであったかを示している。

ところで、十分な統計資料は提供できないものの、取締役会の制度改革、とりわけ、執行役員制の内容を詳しくみれば、それは同一の経営スタイルの選択を意味しないことがわかる。例えば、経営の執行と監督の分離の程度に関して、企業によってアプローチに大きな差があることが観察できる。注目すべきは、執行と監督の分離が、かえって生産現場と乖離した戦略的意思決定をもたらすとして、あえて経営執行陣と取締役の分離を意識的に回避する形で、執行役員制を導入した企業が増加したことである。執行と監督の分離の程度を定量化することは容易ではないが、後で詳しくみるように、ここでは、委員会等設置会社の選択が可能となる直前の、2002年度末の執行役員制採用企業568社の取締役による業務執行の兼任状況をチェックした。この時点での兼任比率は平均82.0%と高いが、標準

偏差は 17.9%であり、分離を相対的に進めている企業も多い反面、意識的に兼任を維持する企業が多いことが伺える。

これに関して、独自の方向を明確に示しているのが、委員会等設置会社への移行が可能となった 2003 年 4 月、執行役員制を導入したトヨタ自動車工業である。井上 (2003, 2004) によれば、その狙いはグローバルグループ経営への対応、つまり、取締役会組織の平準化と、「時代が求めているスピーディな経営」にあった。そのため従来の取締役会の規模を縮小する一方、業務執行にあたる常務役員を新たに新設して、執行と監督の組織的分離を明確にした。

しかし、他方で、経営判断には現場の知恵が必要であるとして、第 1 に、社外取締役の招聘を回避した。その背後には、「戦略決定や監督」と「業務執行」を制度的に分けることは、「従業員重視、現場重視型の経営」というトヨタの経営方針に合致せず、かえって非効率で、競争力を損ねるという判断があった。そして、第 2 に、組織的には、取締役のうち専務は業務執行も兼務し、経営戦略と業務執行の間をコーディネートすることとされた。要するに、執行と監督を融合させながら、社外取締役の選任を意識的に回避したのである。

他方、社外取締役の導入を回避することから生ずる自己監査の問題に関しては、監査役会を徹底的に独立にすることで対処した。監査役会を 2 名増員して 7 名とし、しかも、過半数の 4 名を社外者にした。また、業務執行組織のなかにダブルチェック (相互監視) 機構を組み込み、内部統制を強化した。さらに、社外取締役を回避することから発生するアドバイザー機能の不足に関しては、別にアドバイザー取締役会を設置した (井上 2003, 2004)。執行役員制を導入しながら、執行と監督を意識的に完全に分離しないという改革は、同様に、2003 年 3 月に委員会等設置会社への選択に代えて執行役員制を導入した松下電器産業についてもいえる¹⁶。

以上のように、この 10 年間で、大きな取締役会、執行と監督の未分離、インサイダーボードという日本企業の取締役会の特徴は大きく変化した。しかし、その変化は、執行と監督の分離の程度や、社外取締役の招聘において多様であった。その多様化に関する直感的な概念は、図 1 に要約できる。日本企業は、①執行と監督の明確な分離と社外取締役による経営者の選任という意味で米国型経営組織に近似した構造に移行した企業と、②戦略的意思決定と業務執行を意識的にオーバーラップさせ、社外取締役の招聘を回避する点で日

¹⁶ 松下はトヨタと共同して現場と乖離しない日本型モデルの共同研究を行っており、この執行役員制の導入はその成果であった (2003 年 4 月 23 日、日本経済新聞朝刊)。

本型取締役会の進化と理解できる企業に分化した。委員会等設置会社が①に、執行役員制採用企業が②にほぼ対応するが、厳密に一致するわけではない。例えば、委員会等設置会社には、日立グループが属するし、執行役員制を導入する企業の中にも、取締役と執行役員の兼任を避け、独立性の高い社外取締役を招聘する企業もある。

他方、執行役員制採用企業の多数派は、執行と監督の組織的分離、取締役会のスリム化などの点で、これまでの伝統的日本企業と異なるが、社外取締役の導入、とくに独立性の高い社外取締役の導入が限定的な点で、また、執行と監督の完全な分離を回避する点で委員会等設置会とは決定的に異なる。この意味で、執行役員制導入企業の多数は、米国型への移行の過渡とみるよりも、外部環境の変化（市場化とガバナンス体制の平準化）に対する日本企業の適応の側面が強く、日本型取締役会の進化と捉えることができよう。

Ⅲ. 取締役会制度改革の決定要因

Ⅲ－１. データと推計モデル

では、こうした多面的な構造にいかに関化したのか。この点に接近するために、以下では、ロジット分析と呼ばれる質的変量モデル（２値選択モデル）を利用して、制度改革の決定要因を検討しよう。これまでの概観で明らかなように、改革の狙いとしては、過大となった取締役会の規模縮小、海外機関投資家の増加など株式市場の圧力の上昇、グループ経営の整備、グローバル経営への対応などが、主張された。また、改革は、業績の低迷、事業再組織の必要性によっても促される可能性が高い。他方、企業（経営者）の取締役会の選択は同業他社の動向にも影響をうける。そこで、以下では、取締役会の制度改革の選択を、①前期の企業業績、②外部環境の変化、③期初の取締役会規模、④外部ガバナンスを表す株式所有構造（海外機関投資家の保有比率、持合比率、支配会社ダミーなど）、⑤分権化・グループ経営の程度（セグメント数、連結子会社数など）、⑥海外展開の程度（海外売上高比率）、⑦他社への追随を示す同業他社の制度改革の進展度、に回帰する簡単なモデルを推計した。

$$CHOICE(t) = F(X1(t-1), X2(t-1), \dots, Xk(t-1), YearDummy) \quad (1)$$

(1) 式において、左辺の被説明変数 *CHOICE* は、執行役員制、あるいは委員会等設置会社への移行といった取締役会制度改革の実施を示す¹⁷。執行役員制導入の有無及び時期の特定は、各企業の有価証券報告書、決算短信、ホームページ及び日本経済新聞の記事を利用した。この我々の独自調査により、東証1部・2部上場企業のほぼすべてがカバーされた¹⁸。また、財務諸表から取得されるデータや取締役会構成を示すデータは、ニッセイ基礎研究所と早稲田大学が共同研究の中で構築したコーポレートガバナンス・データベースを利用した。なお、委員会等設置会社への移行データは日本監査役協会の調査によるものを利用している。

他方、右辺の説明変数には、年度ダミーに加えて、以下に示す各変数を導入した。

外部環境の変化 しばしば1990年代に入ると、日本企業を取り巻く外部環境が大きく変化し、それが取締役会改革の決定要因の一つとみられている。こうした見方がどの程度妥当なのかを検討する。外部環境の変動の代理変数としては、幾つかの候補があるが、ここでは株価の変動性 *STDDEV* (株価リターンの36ヶ月標準偏差)、と売上高の変動率 *SLSVOL* (売上高成長率の5期標準偏差) を採用した。

取締役会の規模 既述の通り、取締役会改革の狙いとしては、適切なサイズを超えた取締役会規模を縮小させ、会議体としての機能を向上させること、つまり、意思決定の迅速化、あるいは、議論の質の向上が主張されてきた。この要因がどの程度重要かをテストするために、期初取締役人数が20名以上の企業に1を与えるダミー変数 *BTO20*、および取締役人数の対数値 *LBT* を導入した¹⁹。

分権化・グループ経営の程度 1990年代にはカンパニー制の導入、さらに持株会社化など企業の内部組織の分権化が進展した。また、連結会計が決算報告の主体となった現在ではグループ経営の重要性が増している (伊藤 1999)。執行役員制、あるいは、委員会等設置会社への選択は、こうしたグループ経営の強化の一手段としても利用され始めた。こう

¹⁷ 被説明変数として執行役員制の導入、委員会等設置会社を区分した多項 Logit の推計は、現時点では委員会等設置会社を選択した企業が限定的なため断念した。したがって、執行役員制の導入、委員会等設置会社への移行は区別して扱っていない。

¹⁸ 1999年までを対象とした青木 (2002) では、東洋経済新報社「役員四季報」の役員一覧からデータを作成しているが、2001年度版以降の「役員四季報」では執行役員に関する情報を掲載しておらず、調査範囲が不十分であるため、ここでは、独自調査を行ってデータベースを作成した。

¹⁹ 青木 (2003) においても、分析対象の前半では取締役会の肥大化が改革の圧力となったことが確認されている。

した要因が、取締役会改革にどの程度の影響を与えるかを検討するために、分権化の程度を示す変数として連結ベースのセグメント数 *TSEGC*、グループ経営の進展度を示す変数として連結子会社数 *SUB* を導入した。

海外展開の程度 取締役会改革の無視しがたい要因としては、企業の海外展開にともなう経営組織の国際的標準化への要請がある。そこで、企業の海外売上高比率 *ABSLSR* を導入した。この海外売上高比率は、輸出と海外現地法人の合計であり、この比率が高いほど取締役会改革が行われる可能性が高まると予想される。

事業再組織化の必要度 取締役会改革は、業績悪化、さらには財務危機の深刻化などを契機として取り込まれる場合がある。しかし、その反面、執行役員制などの制度改革は、業績の良い企業がその水準を維持するために選択する可能性も高い。企業業績を示す変数として産業調整した総資産営業利益率 *MROA* を採用し、さらにその二乗項 *MROASQ* も導入して、いずれが支配的な現象か分析を試みる。また、財務的危機に陥った企業で取締役会改革の選択確率が高まるか否かを確認するため、2期連続営業赤字ダミー *FD* も説明変数に加える。

外部ガバナンス 1990年代に入ると、日本企業の株式保有構造が大きく変化した。従来の安定保有構造が大きく後退する反面で、海外機関投資家などの保有比率が上昇したが、これらの新しいタイプの株主は、株式売却 (exit) と発言 (voice) などを通じて、経営の規律付けに重要な役割を果たしたと言われている。宮島・原村・稲垣 (2003) では、外国人持株比率の上昇がガバナンス改革を促すことが確認された。そこで、以下では、海外機関投資家持株比率 *FOR*²⁰ を導入し、そうした見方がどの程度妥当するかをテストする。逆に、改革を抑制する要因として、株式相互持合比率 *CROSS*、15%以上保有の法人大株主の存在の有無を表す支配会社ダミー *PARENT* を説明変数に加えた。これらの比率が高いほど、取締役会改革の選択確率が低下すると期待される。

他社への追随 ある企業の取締役会改革の決定は、同業他社の動向によっても影響を受けると考えられる。ライバル企業の改革への追随というこの要因をとらえるために、対象企業の属する産業部門の期初の制度改革実施比率 *TRA_R* を導入した。

なお、分析対象企業は金融を除く東京証券取引所1部・2部上場企業であり、分析期間は1998～2004年度である。また、以下の推計では、被説明変数を *t* 期としたとき、それを

²⁰ 海外機関投資家持株比率は、外国人保有分から、株主名簿で把握可能な外国企業保有分を控除して作成した。

前年度の $t-1$ 期の各変数で回帰している。改革は基本的に不可逆的な変化であるため、一度、改革を実施した企業は次期以降の推計からは除外される。

III-2. 推計結果

制度改革の選択要因に関する推計結果は、表6に要約されている。1998-2004年の観察値10031件のうち、制度改革が確認されたケースは866件であり、その選択確率は8.6%である。なお、以下の表6から表8のモデル1には、取締役会改革を選択する確率に対して、各説明変数をもつ経済効果をはかるため、限界効果に各変数の2標準偏差を乗じた値を影響の「規模」として掲げた。

表6 取締役会制度改革の選択

説明変数	略称	モデル1			モデル2		モデル3	
		係数	t値	規模	係数	t値	係数	t値
定数項	C	-3.335	-12.70 ***		-4.509	-13.52 ***	-3.147	-12.58 ***
産業調整ROA	MROA	-0.023	-2.41 **	-1.39%	-0.021	-2.15 **	-0.024	-2.50 **
MROAの二乗項	MROASQ	-0.000	-0.70	-0.23%	-0.000	-0.40	-0.000	-0.71
2期連続営業赤字ダミー	FD	-0.300	-1.52	-0.72%	-0.208	-1.05	-0.307	-1.55
株価変動性	STDDEV	0.003	1.74 *	1.48%	0.005	2.54 **	0.004	1.95 *
海外売上高比率	ABSLSR	0.003	1.77 *	0.87%	0.003	1.60	0.002	0.97
事業セグメント数	TSEGC	0.043	3.15 ***	1.53%	0.036	2.62 ***		
連結子会社数	SUB						0.003	4.25 ***
海外投資家持株比率	FOR	0.014	2.84 ***	1.46%	0.013	2.58 ***	0.012	2.30 **
持合比率	CROSS	-0.005	-1.37	-1.13%	-0.007	-1.65 *	-0.005	-1.33
取締役20人以上ダミー	BTO20	0.511	5.23 ***	3.60%			0.420	4.04 ***
取締役人数対数値	LBT				0.521	5.69 ***		
支配会社ダミー	PARENT	-0.225	-2.82 ***	-1.78%	-0.239	-2.98 ***	-0.223	-2.79 ***
産業別制度改革比率	TRA_R	2.607	4.82 ***	5.61%	2.519	4.66 ***	2.557	4.74 ***
サンプル数			10031			10031		10031
正のサンプル数(比率)			866(8.63%)			866(8.63%)		866(8.63%)
R2			0.032			0.033		0.034

(注1) 年度ダミーの係数の報告は省略。

(注2) 規模は、「限界効果×説明変数の2標準偏差」で定義する、当該変数が変化したときの影響規模を表す。

第1に、制度改革の選択は、株価の変動性に対して正に感応した(モデル1)。この株価の変動が制度改革の実施確率に与える影響は1.5%と試算され、これは、推計期間中における制度改革の選択確率(8.6%)の約2割弱にあたる。

第2に、海外売上高比率の係数は有意に正であり、企業の海外展開も、制度改革の促進要因であったことが確認できる。この結果は、取締役会改革が、グローバル展開にともなう組織の国際的平準化と、意思決定の迅速化にあったという見方と整合的である。しかし、

当該変数が平均から2標準偏差上昇したときの影響の規模は0.9%で、その経済効果は必ずしも大きくない。

第3に、期初に取締役人数20以上の大きなボードをもっていた場合に1を与えるダミー変数 *BTO20* の符号は有意に正であり(モデル1)、その選択確率に対する規模は3.6%である。この結果は、期初の企業の取締役会規模を表す *LBT* に変えても支持され(モデル2)、その規模も3.6%と同程度である。以上の結果は、改革のモチーフが取締役会メンバーを少数に限定し、意思決定の効率性を引き上げる点にあったという見方と整合的である。

第4に、企業のセグメント数 *TSEGC* の符号は1%水準で有意に正である(モデル1)。セグメント数が多ければ、取締役会は、各事業部の代表者の利害対立の場となり、インフルエンスコストが上昇する可能性が高まるが(Sharstein and Stein 2000、Rajan, Servaes and Zingales 2000)、この結果は、制度改革がこうしたコストの引き下げのために実施された可能性を示唆する。また、同様の結果は、連結子会社数を示す *SUB* についても確認できる(モデル3)。持株会社がグループ経営の効率化のために執行役員制を導入する例は前節で紹介したが、そのような利用方法が持株会社に限らず、子会社を多数抱える企業にも広がっていることが確認された。

以上のように、制度改革は、外部環境の変化、取締役会の肥大化、内部組織の複雑化と有意な関係をもっており、改革のモチーフの一つはこうした問題の解決にあったとみることができる。

他方、制度改革は、相対的業績 *MROA* に負に感応していた。その規模は、モデル1の推計では1.4%である。*MROA* がエージェンシー問題の結果を表しているとするれば、企業は、その問題の解決のために制度改革を試みたともみることができる。ただし、2期連続赤字ダミー *FD* の係数は、負の符号を示すものの、有意でない。業績が悪化し企業が取締役会改革に取り組むケースがしばしば指摘されるが、財務危機に陥った企業がシステムティックに改革を行ったという関係は確認できない。

また、取締役会改革の選択は、外部ガバナンスにも影響を受けている。制度改革の選択確率は、海外機関投資家の持株比率 *FOR* に正に感応した。バブル崩壊後に増加した発言する株主の存在が、取締役会改革への圧力となったと解釈できる²¹。逆に、制度改革の選択確率は、支配会社ダミー *PARENT* に有意に負に、また持合比率 *CROSS* には、十分に有意ではないが、負に感応している。期初の時点で、多くの株式を保有する支配会社が存在するか、

²¹ 宮島・原村・稲垣(2003)と同じ結果である。

株式持合いの程度が高ければ、改革の選択確率は低くなる。この意味で、伝統的な日本型経営システムの特性は、制度改革にとって重要な制約要因であった。

最後に、企業の制度改革は、先行実施された同業他社の改革動向 *TRA_R* に有意に正に感応しており、その規模も大きい。モデル1によれば、期初の同業他社の取締役会改革の実施比率が、平均(6.8%)より2標準偏差(15.6%)高い場合、他の変数を一定とすると、改革実施確率は5.6%上昇するが、これは制度改革の選択確率(8.6%)の約6割にあたる。このように推計結果は、外部環境、外部ガバナンス、組織構造の要因に加えて、同業他社の制度改革の動きが、改革の選択に大きな影響を与えたことを示しており、日本企業の取締役会の進化には、トレンド追隨的な要素も無視できない。

IV. 規模縮小・社外取締役の機能強化・執行と監督の分離

これまで主として、執行役員制や委員会等設置会社の選択の制度改革の有無を分析してきた。しかし、2節でも触れた通り、取締役会改革の実態は画一的ではなかった。そこで、以下では、改革の中心をなる以下の三つの側面、すなわち、1) 取締役会規模の縮小、2) 社外取締役の機能強化、3) 執行と監督の分離の程度に関してさらに立ち入ったテストを試みる。

IV-1. 規模縮小の決定要因

既述の通り、取締役会改革の中心の一つは、その規模の急激な縮小であった。前掲表3が示すように、1990年代半ば以降、取締役の人数は急速に減少した。東証1部ベースで見れば、平均の取締役数は、1993年の18.5人から2004年には10.4人に低下し、10人以下の「スリムな」取締役会もつ企業は、93年の99社(9.1%)から2004年には、917社(61.5%)に増加し、もはや、大きなボードは日本企業の特徴ではない。しかも、この取締役会の規模縮小は、必ずしも執行役員制の導入時期と一致するわけではない。では、規模縮小の決定要因は何か、前節でみた取締役会組織の選択と同じなのか、それとも独自の要因があるのか。

以下では、この「スリムな」ボードの選択要因を捉えるために、改革が本格化する前の

1996年度の取締役会規模が15名以上の企業に分析対象を絞り、96年度と比較して30%以上の人員削減を達成した企業に1を与えるダミー変数を被説明変数として、(1)式とほぼ同様のモデルを利用してロジット分析を行った。なお、同業他社の改革の進展度を表す変数として、期初の産業別の10名未満取締役会比率 *BTU_R* を利用した。いったん取締役会規模を縮小すれば、従来の経営組織が抱えてきた非効率性は解消したと考え、この推計でも、規模縮小を達成した企業は次期以降の推計から除外した。96年時点ですでに取締役が15名以下の企業が除外されたため、サンプルは、制度改革の分析より大幅に小さくなり(モデル1では、企業数が最大759社、観察値合計は3648)、分析対象が、期初の取締役会規模が相対的に大きい企業、ほぼ東証1部の上位企業に限定されることに注意されたい。このスリムなボードの選択確率は、14.2%である。表7は推計結果を整理したものである。

表7 取締役会規模縮小の決定要因

説明変数	略称	モデル1			モデル2		モデル3	
		係数	t値	規模	係数	t値	係数	t値
定数項	C	-2.382	-7.86 ***		-2.108	-7.22 ***	-2.217	-7.55 ***
産業調整ROA	MROA	-0.097	-5.08 ***	-6.91%	-0.101	-5.29 ***	-0.097	-5.07 ***
MROAの二乗項	MROASQ	0.003	3.47 ***	3.59%	0.003	3.54 ***	0.003	3.56 ***
2期連続営業赤字ダミー	FD	0.655	2.31 **	2.20%	0.674	2.37 **	0.665	2.35 **
株価変動性	STDDEV	0.014	4.19 ***	4.61%			0.014	4.38 ***
高株価変動ダミー	HVOL				0.306	2.97 ***		
海外売上高比率	ABSLSR	0.010	3.57 ***	4.22%	0.010	3.63 ***	0.008	2.83 ***
事業セグメント数	TSEGC	0.041	2.12 **	2.52%	0.041	2.11 **		
連結子会社数	SUB						0.002	2.48 **
海外投資家持株比率	FOR	-0.006	-0.74	-1.00%	-0.005	-0.61	-0.007	-0.94
持合比率	CROSS	-0.013	-2.46 **	-3.31%	-0.013	-2.54 **	-0.013	-2.49 **
取締役20人以上ダミー	BTO20	0.209	1.91 *	2.32%	0.202	1.85 *	0.159	1.41
支配会社ダミー	PARENT	-0.193	-1.70 *	-2.07%	-0.179	-1.58	-0.215	-1.92 *
産業別スリム比率	BTU_R	0.671	1.46	2.35%	0.772	1.69 *	0.733	1.59
サンプル数		3648			3648		3648	
正のサンプル数(比率)		518(14.20%)			518(14.20%)		518(14.20%)	
R2		0.072			0.070		0.073	

(注1) 年度ダミーの係数の報告は省略。

(注2) 規模は、「限界効果×説明変数の2標準偏差」で定義する、当該変数が変化したときの影響規模を表す。

第1に注目されるのは、スリムなボードの選択は、企業パフォーマンスの劣化を契機として起こったことである。*MROA*の符号は負で²²、また財務危機を示す*FD*の符号は正であった。財務危機に陥るか、もしくは、相対的に業績を悪化させた企業が、取締役会規模の大幅な縮小に取り組んでいることが確認できる。取締役20人以上ダミー*BTO20*の係数も有意

²² スリムなボードの選択は、*MROA*の2次項とも有意に正に相関しているが、パフォーマンスと改革の選択の関係が反転する閾値を、モデル1から計算すると17.9%であり、これを上回る企業はほとんど存在しないことから、この結果は統計的な関係を示していないと判断される。

に正であることから、これらの結果は、パフォーマンス低迷の一因が意思決定の非効率性にあり、その改善のために、企業が大規模取締役会のスリム化に取り組んだことを示唆している。

第2に、海外売上高比率 *ABSLSR* は1%水準で有意に正であり、その選択確率に対する影響の規模は4.2%と試算される。株価の変動 *STDDEV* の符号も有意に正であり、その規模は4.6%である。また、大きな外部環境の変化に直面した（株価の変動が、サンプルのメディアンを越える）企業に1を与えるダミー変数 *HVOL* も有意に正であり、その選択確率に対する影響も3.6%と大きい(モデル2)。サンプルと被説明変数が異なるので厳密には比較できないが、有意水準や選択確率に対する影響規模からみて、この環境要因の変数が「スリムなボード」の選択に対する効果は、制度改革に比べて明らかに強い。以上の結果は、スリムなボードが、海外売上高比率が高いか、外部環境の変動の大きい企業において、意思決定の質の向上をモチーフとして選択されたという見方と整合的である。

第3に、スリムなボードの選択は、事業セグメント数 *TSEGC* とともに正の相関があった。その選択確率に対する影響の規模は2.5%である。また、連結子会社数 *SUB* の符号も有意に正であり、その規模もほぼ同程度の2.6%である（モデル3）。スリムなボードの選択は、事業ポートフォリオが複雑化するか、事業部門の分権化が進展し、取締役会が各事業部門や子会社の利害調整の場となりやすい企業で採用される傾向が強かったと評価できる。

第4に、制度改革とは異なって、スリムなボードの選択確率は、海外機関投資家の保有比率 *FOR* とは有意な関係がなく、企業が自発的に選択した傾向が伺われる。しかしその反面、スリムなボードの選択は、持合比率 *CROSS* とは有意な負の相関があり、外部市場の規律が弱ければ、スリムなボードの採用が抑制されるという関係が確認できる。

また、最後に、スリムなボードの選択は、期初の同業他社の選択と有意な関係がない。制度改革とは異なり、スリムなボードの選択は、他の企業に追随して行われたわけではない。

以上、要するに、執行役員制の導入を中心とする制度改革は、「ムード」、「流行」の側面も強かったが、スリムなボードの選択は、外部環境の変化に直面するか、内部組織の高い調整コストに直面した企業が自発的に採用した側面が強いとみることができよう。

IV-2. 社外取締役の機能強化の決定要因

取締役会改革のいまひとつの中心的内容は、企業の内部者の利益から独立した社外取締役の招聘であった。既述の通り、1990年代半ば以降、取締役人数の急速な減少と並行して、銀行や支配会社以外から招聘された社外取締役の比重が上昇している。こうした変化は、取締役会における社外取締役の役割が拡大したことを示すと考えられるが、その選択は、何が決定するのだろうか。

ところで、一般に、社外取締役招聘の合理性は、①経営の意思決定におけるモニタリング機能の向上か、②企業の内部昇進者には取得困難な情報の提供、すなわち、アドバイザー機能の二つに求められている (Adams 2001, 小佐野 2005, Harris and Raviv 2004)。もっとも、このいずれの側面も、直接観察することは難しい。このうち、①ではエージェンシー問題の緩和が焦点となるが、ここでは、これに関して以下の2つの変数を考える。一つは、すでに導入されている変数であるが、相対的な企業パフォーマンス、産業平均で標準化された総資産営業利益率 *MROA* である。産業に共通するファクターを取り除いた上で、なおパフォーマンスが低い企業は、より深刻なエージェンシー問題に直面していると見てよからう。もしこの推論が正しければ、社外取締役比率の増加は *MROA* に負に感応することが予想される。いま一つは、Jensen (1986) の意味でのフリーキャッシュフロー問題であり、売上高流動性比率 *FCF*²³ を利用する。過大なフリーキャッシュフローにともなう潜在的なエージェンシー問題を緩和するために、社外取締役の比重を高める選択を企業が行う可能性が考えられる。

他方、②のアドバイザー機能に関しては、ア) 内部者では生産できない外部情報の必要性の程度、あるいは、逆に、イ) 戦略的意思決定における内部情報の重要性の程度が補足される必要がある (Harris and Raviv 2004)。このうち、イ) の変数の開発は今後の課題とし、ア) に対応するものとして、海外売上高比率や、株価の変動性を代理変数として取り上げる。企業が、大きな外部環境の変動に直面しているか、海外展開を進めていればいるほど、内部者とは異質な第三者からのアドバイスを必要とするという推論の妥当性をテストする。

推計の被説明変数は、96年度の社外取締役比率から、それが10%以上増加した場合に1を与えるダミー変数である。被説明変数には、(1)式に、売上高流動性比率 *FCF* を加え、

²³ 売上高流動性比率としては、売上高流動性比率1 (= 現預金/売上高) と売上高流動性比率2 (= (現預金+有価証券+投資有価証券)/売上高) の二つの変数を作成したが、いずれの推計結果も同様であるため、以下では後者のみを用いた結果を報告する。

また、他社の改革に対する追随効果を示す変数として、期初の当該企業の属する産業における社外取締役比率が30%以上に達した企業のシェア *IDOR_R* を採用した。なお、2節でも述べたとおり、ここでの社外取締役は、銀行や支配会社からの派遣役員は除かれているものの、企業の内部者とのその他の利害関係は十分に考慮できていない点に注意を要する。期間中、独立性の高い社外取締役の比重拡大を選択した平均確率は、5.6%である。推計結果は表8に要約されている。

表8 社外取締役の機能強化の決定要因

説明変数	略称	モデル1			モデル2		モデル3	
		係数	t値	規模	係数	t値	係数	t値
定数項	C	-3.529	-13.50 ***		-3.459	-12.95 ***	-3.273	-12.85 ***
産業調整ROA	MROA	-0.044	-2.87 ***	-1.60%	-0.042	-2.75 ***	-0.053	-3.25 ***
MROAの二乗項	MROASQ	0.002	1.48	0.63%	0.002	1.61	0.002	1.31
2期連続営業赤字ダミー	FD	-0.183	-0.78	-0.42%	-0.165	-0.70	-0.067	-0.28
株価変動性	STDDEV	0.011	4.01 ***	1.96%	0.011	3.87 ***		
売上高変動性	SLSVOL						0.010	2.20 **
海外売上高比率	ABSLSR	0.005	2.10 **	1.11%	0.005	2.05 **	0.006	2.21 **
事業セグメント数	TSEGC	-0.012	-0.63	-0.34%	-0.014	-0.76	0.007	0.36
海外投資家持株比率	FOR	0.010	1.27	0.78%	0.012	1.56	0.010	1.26
持合比率	CROSS	-0.005	-1.09	-0.63%	-0.005	-0.91	-0.005	-0.90
取締役20人以上ダミー	BTO20	-0.222	-1.44	-0.89%	-0.241	-1.55	-0.250	-1.50
支配会社ダミー	PARENT	0.208	1.93 *	1.06%	0.205	1.90 *	0.189	1.61
売上高流動性比率	FCF				-0.281	-1.27		
産業別高社外比率	IDOR_R	1.457	2.09 **	1.13%	1.459	2.09 **	1.278	1.74 *
サンプル数		7644			7644		6192	
正のサンプル数(比率)		430(5.63%)			430(5.63%)		374(6.04%)	
R2		0.012			0.012		0.060	

(注1) 年度ダミーの係数の報告は省略。

(注2) 規模は、「限界効果×説明変数の2標準偏差」で定義する、当該変数が変化したときの影響規模を表す。

表8に示されているように、第1に、エージェンシー問題が社外取締役の強化を促進するという仮説は、産業調整ROAをエージェンシー問題の代理変数とする限りでは支持される。その規模は、1.6%であり、社外取締役の強化確率5.6%の3割にあたる。他方、いまひとつのエージェンシー問題の代理変数である売上高流動性比率の符号は、有意でないものの負であり(モデル2)、期待される符号条件に反する。潜在的なフリーキャッシュフロー問題の直面しているほど、企業の内部者が外部者を招聘するという見方は支持されない。

第2に、社外取締役の強化は、制度改革、スリムなボードの選択の推計とは異なって、セグメント数、連結子会社数など内部組織の複雑性を示す変数とは有意な相関を示さなかった。社外取締役の採用は、事業ポートフォリオや企業組織構造の分権度とは相対的

に独立に決定された。

第3に、社外取締役の機能強化は、外部ガバナンスの構造から大きな影響をうけていない。社外取締役の強化は、海外機関投資家 *FOR* の符号は正であるものの、十分に有意ではなく、また、持合比率の符号は負であるが、同じく有意ではない。また、社外取締役の強化は、他の企業の選択によっても影響を受けたが、制度改革に比べれば、その規模は1.1%と小さい。

むしろ、ここで補足した社外取締役の招聘は、外部環境の変化に関連する変数や、海外売上高比率に有意に正に感応している。例えば、株価変動 *STDDEV* が2標準偏差上昇すれば、社外取締役の機能強化確率は2.0%上昇し、これは全体の確率(5.6%)の35%に相当する。この結果は、株価の変動に変えて売上高変動 *SLSVOL* を利用しても変わらない(モデル3)。

以上の結果は、「独立性の高い」社外取締役の招聘は、フリーキャッシュフローの削減や、海外投資家へのシグナルの提示というよりも、国際展開した企業や大きな外部環境の変化に直面した企業が、アドバイザー機能を強化するために選択したという見方と整合的である。

IV-3. 内部組織の分権度と執行と監督の分離

第2節でも触れたとおり、取締役会改革の目的である経営の執行と監督の分離は、取締役会が全社的な戦略的意思決定と業務執行の監督という二重の機能をもつために、一種のトレードオフに直面している。取締役を業務執行から明確に分離すれば、業務執行に関する情報が取締役に伝達されない可能性が高まる。しかし、それを回避するために業務執行役員と取締役との兼任を認めれば、自己監査の問題が解消しないばかりでなく、取締役会が、業務執行兼任役員の代表する事業部、あるいはグループ企業の利害対立の場となる可能性がある(Sharfstein and Stein 2000, Rajan, Servaes and Zingales 2000)。もし執行と監督の分離がこうしたトレードオフに直面しているとすれば、内部組織が分権化している企業ほど、執行と監督の明確な分離が合理的であり、逆に、事業部門間の異質性が低ければ、執行役員を取締役に加える合理性が高まる。

以上の見方の可否を確認するために、取締役と執行役員の兼任比率と企業分権度の関係をテストする。この兼任比率は、取締役が業務執行の責任者を兼ねているかどうかを一件

一件判断する必要があり、そのため2002年度末、つまり委員会等設置会社への移行が可能となる直前の一時点しかデータを作成していない。このデータを用いて、持株会社の導入の有無、グループ化の程度で図った分権度の関係をテストした。

結果は、表9に要約されている。既述の通り兼任比率は高く平均80%を超えるが、産業別には、情報・通信、サービス、電気機器で兼任比率が相対的に低く、鉄鋼、金属製品、建設などで高い。パネル2では、この時点では6社しか導入していないが、持株会社移行企業とそれ以外の企業の兼任比率を比較している。持株会社移行企業の兼任比率はその他の企業に比べて有意に低い。また、連単倍率1.5以上の企業と、1.1以下の企業では、兼任比率に有意な差があった。立ち入った検討は今後の課題であるが、日本企業は、分権度が高ければ兼任比率を引き下げ、分権度の低い企業は兼任を維持するという意味で合理的な選択を試みていると評価してよからう。

表9 取締役と執行役の兼任とその決定要因

パネル1				パネル2			
業種	対象企業 社	兼任比率		持株会社	対象企業 社	兼任比率	
		平均 %	標準偏差 %			平均 %	標準偏差 %
情報・通信	4	57.5	31.04				
サービス	52	73.8	17.79	①採用	6	66.5	23.9
倉庫・運輸関連	8	76.4	19.20	②非採用	562	82.2	17.8
不動産	9	77.7	19.23	①-②	-15.68	0.05 *	
電気機器	65	79.2	17.63				
小売	42	79.8	18.73				
全産業	568	82.0	17.90				
輸送用機器	25	84.0	18.68				
電力・ガス	2	85.0	4.54				
陸運	6	85.2	11.58				
繊維	15	85.8	13.48				
ガラス・土石製品	14	85.9	21.33				
化学	42	86.2	14.89				
精密機器	15	86.4	12.67				
建設	51	89.7	12.96				
金属製品	13	89.9	13.08				
鉄鋼	5	91.8	8.55				
パルプ・紙	2	100.0	0.00				
全産業	568	82.0	17.90				
				連単倍率	対象企業 社	兼任比率 平均 標準偏差 % %	
				①1.1以下	188	84.4	16.3
				②1.1~1.5	245	81.2	18.6
				③1.5以上	135	80.2	18.6
				①-③	4.19	0.02 **	

(注) パネル2の差の検定は、順番に、兼任比率平均の差、差の検定のP値を示す。

V. 取締役会改革の効果

V-1. 取締役会改革、及び取締役会規模の縮小と企業パフォーマンス

では、以上の要因で進展した取締役会改革は企業パフォーマンスに対してポジティブな効果をもつのか²⁴。この解明を目的とした日本企業に関する実証研究は数少ないが（宮島・原村・稲垣 2003、上野・吉村 2004）、それらの実証研究も、制度改革、及び社外取締役のパフォーマンスに対する効果に関しては否定的である。例えば、宮島・原村・稲垣（2003）は、委員会等設置会社の選択が可能となる以前に行われた、企業の実績改革とパフォーマンスとの関係を分析して、情報開示とパフォーマンスの間には正の相関はあるが、執行役員制の導入や、社外取締役の導入とパフォーマンスの間には有意な関係が見出せなかったことを報告している。ただ、同推計は、アンケート調査に依存しているため、サンプル数が限定されていた。

執行役員制の導入、社外取締役のパフォーマンスに対する効果に関する実証研究の結果が、以上のように概ね否定的であるのに対して、取締役会の規模のパフォーマンスに対する効果については肯定的なものが多い。Yermack（1996）は、米国の非金融事業法人に関して取締役会規模と、パフォーマンス（トービンのQ）の間に負の相関を見出して、スリムな取締役会がパフォーマンスの向上に繋がることを指摘し、その理由をモニタリング能力の上昇に求めた。また、Eisenberg, Sundgren and Wells（1998）は、所有と経営の相対的に未分離なフィンランドの小企業について、経営組織の規模とパフォーマンスの負の相関を確認し、それがモニタリング能力のみでなく、戦略的意思決定能力に基づく可能性を提示した。日本企業に関しても、同様の実証結果が、鈴木・胥（2000）、宮島・新田・齊藤・尾身（2004）によって得られている²⁵。

²⁴ 米国企業を対象とする、社外取締役と企業パフォーマンスに関する実証研究は、ポジティブな効果を強調するものと、明確な効果が確認できないとするものに分かれる（Bhagat and Black 1999）。他方、韓国に関しては、社外取締役比率とパフォーマンスの間に明確な正の相関があることが報告されている（Black, Hang and Kim 2002）。

²⁵ 執行役員制は、業績の悪化した企業が、経営改革の一環として導入するケースもある。この場合、分析対象がパフォーマンスの悪化した企業に限定されているだけに、取締役会改革の効果がより明示的に抽出できる可能性が高い。この点を解明することは、今後の課題であるが、銀行危機が発生した1997-99年に2期連続赤字の企業を取り上げ、執行役員制の導入が、意思決定の質の向上やエージェンシー問題の解決を通じて、企業の業績回復に寄与したか否かをテストした結果、明確な回答が得られなかった。

以下では、既述の宮島他（2004）を拡張し、企業パフォーマンスを取締役会の特性に回帰する(2)式のような標準的なモデルを推計した。推計期間は、取締役会改革への取り組みが本格化した1998年から2004年までであり、サンプルは前節までと同じく、東証第1部・2部上場の非金融事業法人である。

$$\Delta PERF(t) = F (REF(t-1), PERF(t-1), SIZE(t-1), YearDummy) \quad (2)$$

ここで、被説明変数の $\Delta PERF$ は企業パフォーマンスの変化分であり、前期からのROAの増分を利用した。他方、 REF は、取締役会改革のタイプを示す変数であり、新組織移行ダミー（執行役員制、または委員会等設置会社への移行に1を与えるダミー変数） $TRANS$ 、取締役会規模（取締役人数の対数値） LBT 、社外取締役比率（取締役会に占める、銀行・支配会社派遣を除く社外者の割合） $IDOR$ を導入した。さらに、コントロール変数として、前期のROA、総資産額の対数値で測った企業規模、年度ダミーをモデルに加えた。推計方法としては標準的なパネル回帰を用いたが、ハウスマン検定の結果、全てのモデルで変量効果モデルが棄却されたので、以下では固定効果モデルの結果のみを報告する。

推計結果は、表10の通りである。第1に、新組織移行ダミー $TRANS$ の係数は符号こそ正であるものの、十分に有意ではない(モデル1)。さらに、取締役会規模 LBT 、社外取締役比率 $IDOR$ を同時に推計式に加えると、新組織移行ダミーの符号は、有意でないものの、負に反転する(モデル4)。制度改革は、企業パフォーマンスに対して正の効果があるとは評価できない。

第2に、ROAの増分で測った企業パフォーマンスは、取締役会の規模 LBT に有意に負に感応し(モデル2)、この結果は、社外取締役比率などを追加した推計でも同じである(モデル4)。その影響の規模を見ると、この変数の2標準偏差の増加がROAを0.3%引き下げると試算されるものであり、これはROAの平均4%の7.5%に相当する。大規模取締役会の非効率性を示すこの結果は、 LBT を取締役会規模20名以上(10名未満)に1を与えるダミーに代えても結果は同様であり²⁶、安定している。1997年以降の取締役会改革は、スリムな取締役会を実現したとき、パフォーマンスに寄与すると理解することができよう。

²⁶ 取締役人数20名以上ダミー $BTO20$ の係数は-0.25、10名未満ダミー $BTU10$ の係数は0.18、であり、ともに10%水準で有意である。

表 10 制度改革・規模縮小・社外取締役と企業パフォーマンス

説明変数	略称	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
新制度移行ダミー	TRANS	0.067	0.71					-0.120	-1.05
取締役人数対数値	LBT			-0.260	-2.14 **			-0.324	-2.20 **
社外取締役比率	IDOR					0.010	3.09 ***	0.010	3.05 ***
前期のROA	ROA	-0.670	-68.58 ***	-0.673	-67.92 ***	-0.672	-67.93 ***	-0.673	-67.91 ***
総資産対数値	SIZE	-2.073	-12.83 ***	-1.966	-11.78 ***	-2.066	-12.59 ***	-1.987	-11.83 ***
サンプル数		12530		12327		12327		12327	
修正R2		0.318		0.320		0.320		0.320	
ハウスマン検定		2658.2	0.000 (9)	2598.9	0.000 (9)	2610.8	0.000 (9)	2614.8	0.000 (11)
モデル選択			固定効果		固定効果		固定効果		固定効果

(注1) 年度ダミーの係数の報告は省略。

(注2) ハウスマン検定は、順番にカイニ乗統計量、P値、(自由度)を示す。

(注3) 新組織移行は、執行役員制、または委員会等設置会社に移行済みの企業に1を与えるダミー変数。

第3に、ROAで測った企業パフォーマンスと、社外取締役比率 *IDOR*の間には、有意な正の相関があった。その影響規模は、取締役会規模のものとほぼ同水準である。この結果は、社外取締役比率を変えて、社外取締役比率50%以上、30%以上、あるいは20%以上に1を与えるダミー変数に代えても、有意性に低下がみられるものの、ほぼ同じである²⁷。これまで社外取締役と企業パフォーマンスの間には、明確な関係が確認されていなかったが、2004年度までの状況を考慮した、本稿の大量データによる分析では、有意な関係が確認できた。既述の通り、近年、社外取締役比率は徐々に増加しているが、前節の推計結果に従えば、社外取締役は、主としてアドバイザー機能による意思決定の質の向上を通じて、企業パフォーマンスの向上に寄与しているとみることができる。

要約すれば、改革のパフォーマンス効果は、取締役会の規模縮小と社外取締役の機能強化によってもたらされ、執行役員制や委員会等設置会社への移行という制度選択は固有の効果を持たないことがわかる。以上の結果は、取締役会の規模縮小や社外取締役の派遣を欠く経営組織改革が、パフォーマンスの改善に寄与しないということを示唆しており、延岡・田中(2002)、宮島・原村・稲垣(2003)のこれまでの主張とも整合的である。

²⁷ 社外取締役比率が50%以上に1を与えたダミー変数の係数は0.29、30%以上の場合は0.19、20%以上の場合は0.19である。ただし、30%以上ダミーのケースの有意水準は、10%にわずかに満たない。

V-2. 取締役会タイプと企業パフォーマンス・企業行動

以上、1998年以降の取締役会改革の進展と企業パフォーマンスの関係を分析した。最後に、委員会等設置会社への移行が可能となった2003年以降に絞って、多元化した企業の実績取締役会の構造と企業行動との間にいかなる関係があるかについて、再び、NEEDS-Cgesを用いて簡単に検討しよう。以下、三つのタイプの取締役会の中に、資本効率や株式市場評価などの企業パフォーマンス、及び株主還元や情報開示などの企業行動に関して、有意な差があるかを簡単にテストした結果を報告する。

表11には、NEEDS-Cgesを利用し、委員会等設置会社、執行役員制採用企業と伝統的な監査役設置会社（以下、伝統的企業）という日本企業の三つのタイプの企業パフォーマンス（資本効率、株式市場の評価）、企業行動（株主還元や情報開示など）を比較したものである。

パフォーマンス指標は、現数値、産業平均で標準化されたROAなど10種類の指標を総合して作成された。紙幅の関係から各項目の総合的な評点と、中心となる指標の紹介にとどめるが、次の特徴を見出すことができる。

第1に、委員会等設置会社と執行役員制採用企業のパフォーマンスの差異は、前者がROAなどの資本効率が有意に高い反面、株式市場評価では有意な違いが確認できない。

他方、第2に、制度改革実施企業の資本効率、及び株式市場の総合的な評価は、その主要な構成項目であるROAやROE、トービンのQやPBRで見ても、伝統的監査役設置会社に比べて有意に高い。

第3に、表掲しないが、社外取締役比率は資本効率とは有意な関係はない。しかし、株式市場の評価とは有意な関係があり、社外取締役比率が高い企業ほど、標準化されたQやPBRが高い傾向を確認できる。

以上の結果は、前項の1998-2004年の推計結果とほぼ整合的に、取締役会改革が高い企業パフォーマンスと結びついていることを示唆している。少なくとも、現在の市場化した環境の下で、取締役会改革への取り組みや社外取締役の招聘が高い市場評価と結びついていることはほぼ疑いがない²⁸。

²⁸ ただし、これは、取締役会の選択の効果を直接的に示すものでないことに注意を要する。たとえば、市場評価の高い企業が、取締役会改革に積極的な傾向があり、かつ当期の市場評価が前期の市場評価との間に密接な関係があれば、取締役会改革が高い市場評価をもたらすの

表 11 組織選択とパフォーマンスの関係 (NEEDS-Cges による分析)

	①		②		③		④	
	全サンプル 東証1・2部		委員会等設置会社 (除く日立G)		執行役員制 採用会社		制度改革実施 (除く日立G)	
サンプル数	2012		30		843		873	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
総合点	5.44	1.45	6.68	1.49	5.81	1.45	5.84	1.46
資本効率	5.46	2.86	5.13	2.66	5.60	2.76	5.58	2.76
ROA	2.86	1.43	2.40	1.40	2.97	1.37	2.95	1.37
ROE	2.90	1.43	2.60	1.35	3.01	1.42	2.99	1.42
株式市場評価	5.48	2.88	5.70	2.88	5.74	2.77	5.74	2.77
トービンのQ	2.84	1.45	2.93	1.51	3.01	1.40	3.00	1.41
PBR	2.88	1.44	3.20	1.47	3.00	1.43	3.01	1.43
取締役会(行動)	5.40	2.86	5.90	2.32	5.55	2.85	5.56	2.83
経営者交代の柔軟性	2.77	1.43	3.03	1.33	2.86	1.44	2.87	1.43
株主還元	5.37	2.90	6.10	3.07	5.54	2.94	5.56	2.94
売上高流動性比率2	2.44	0.79	2.60	0.67	2.45	0.77	2.46	0.77
株主還元比率2	2.91	1.43	3.10	1.60	2.95	1.42	2.96	1.42
情報開示	5.45	2.87	6.53	3.16	5.81	2.93	5.83	2.94
決算発表タイミング	2.24	0.90	2.50	1.17	2.27	0.89	2.28	0.90
ウェブサイトの充実度	2.74	1.41	3.60	1.33	3.11	1.43	3.12	1.42

	⑤		②-③		④-⑤	
	伝統的監査役会社		委員会(除く日立G) -執行役員制採用会社		制度改革実施(除く日立G) -伝統的監査役会社	
サンプル数	1122		-		-	
	平均	標準偏差	平均の差	P値	平均の差	P値
総合点	5.12	1.37	0.87	0.00 ***	0.73	0.00 ***
資本効率	5.36	2.95	-0.47	0.17	0.23	0.04 **
ROA	2.78	1.48	-0.57	0.01 **	0.17	0.00 ***
ROE	2.83	1.44	-0.41	0.05 *	0.17	0.00 ***
株式市場評価	5.29	2.94	-0.04	0.47	0.45	0.00 ***
トービンのQ	2.71	1.47	-0.07	0.40	0.29	0.00 ***
PBR	2.79	1.45	0.20	0.24	0.22	0.00 ***
取締役会(行動)	5.30	2.88	0.35	0.21	0.26	0.02 **
経営者交代の柔軟性	2.70	1.44	0.17	0.25	0.17	0.00 ***
株主還元	5.18	2.86	0.56	0.16	0.38	0.00 ***
売上高流動性比率2	2.41	0.80	0.15	0.12	0.05	0.09 *
株主還元比率2	2.85	1.43	0.15	0.31	0.11	0.05 **
情報開示	5.12	2.77	0.72	0.11	0.72	0.00 ***
決算発表タイミング	2.19	0.87	0.23	0.14	0.09	0.01 **
ウェブサイトの充実度	2.43	1.32	0.49	0.02 **	0.70	0.00 ***

(注1) 2005年8月の状況。

(注2) ROA、ROE、トービンのQ、PBR、売上高流動性比率2は、業種・規模調整済み指数を利用。

(出所) 日本経済新聞社の「NEEDS-Cges」をニッセイ基礎研究所にて加工

次に、選択された取締役会と、企業行動との関係を見よう。コーポレートガバナンスの

とは逆の因果関係も成立するからである。

核心は、業績悪化時に企業の経営者交代がシステマティックに起こることである。この点の立ち入った検討は今後の課題であるが、NEEDS-Cges は「経営者の交代の柔軟性」²⁹、つまり企業パフォーマンスが低迷しているにもかかわらず、経営トップが交代しない程度を評点化している。この結果をみると、「交代の柔軟性」に関して委員会等設置会社と執行役員制採用企業との有意な差はない。しかし、両者を合計した制度改革実施企業における経営者の交代の柔軟性は、伝統的企業に比べて有意に高い評点が与えられている。

同様の傾向は、株主還元についてもほぼ妥当する。NEEDS-Cges における株主還元は、流動性保有、配当など利用して、企業が的確な株主還元を行っているかどうかを評点化している。この株主還元に関しても、委員会等設置会社は、執行役員制採用企業に比べてやや評点は高いものの、統計的に有意な差はないが、両者を合計した制度改革実施企業の株主還元の評点は、伝統的企業に比べて有意に高い。

最後に、情報開示に関しては、委員会等設置会社が、執行役員制導入に企業に比べて積極的姿勢を示している。委員会等設置会社は、執行役員制採用企業に比べて、役員報酬総額の開示、株主総会集中開催日の回避、インターネットによる情報開示などに関してより積極的である。他方、執行役員制採用企業は、伝統的な企業に比べれば明らかに情報開示に積極的である。また、社外取締役比率と、情報開示との間にも正の相関があった。社外取締役比率の高低と情報開示度は見事に対応している。両社の因果関係の検討は今後の課題であるが、社外取締役の機能拡大が情報開示のレベル向上をとめない、それが高い市場評価につながっているとみることができよう。

VI. 結びに代えて

1997年からの取締役会の進化は、日本企業の経営組織の多元化の過程でもあった。開始から10年を経ることによって、①取締役会の規模が大きく、②経営の執行と監督が未分離で、かつ、③もっぱら内部昇進者から構成されたという日本企業の取締役会の特徴は大きく変貌した。もっとも、日本企業の経営組織の進化は、単純な米国型への収斂ではなかつ

²⁹ NEEDS-Cges の体系では、代表者就任が更新月末日から1年以内なら5、代表者就任が更新月末日から1年前超4年前以内: トービンのQ(調整) ≥ 0 なら3、トービンのQ(調整) < 0 なら2、代表者就任日が更新月末日の4年前以前: ROA 3年平均(調整) ≥ 0 なら4、ROA 3年平均(調整) < 0 なら1の評点が与えられている。

た。1990年代末からの商法改正によって、会社法制は著しく米国型に接近したが(形式的収斂)、その組織構造はむしろ多元化し、米国型に近い組織と日本型の修正と捉えられる組織に分化し、両者が並存することとなった³⁰。

この取締役会改革の急速な進展は、伝統的な日本企業の内部ガバナンスをこれまで支えていた外部環境や、取締役会の特性と補完的な関係にあった外部ガバナンス、さらに企業の内部組織構造の変化によってもたらされた。国際化の進展、海外展開にともなう経営組織の国際的平準化への要請、事業環境の急変といった外部環境の変化が、日本企業に環境適応を迫る一方、サプライショックによる事業ポートフォリオの組み換えと、それともなう企業組織の変化(合併やグループ化など)が、分権化した組織に適合した取締役会への進化を促した。さらに、外部ガバナンスとの関係では、メインバンク関係の後退、株式相互持合いの衰退、機関投資家の増加などの変化も、それほど強くはないが取締役会改革を促進した。しかし、制度改革は、以上の実態的要因だけでなく、他社への追随の側面も強かった。制度改革を実施した企業が増加するにつれて、未実施企業もその実態的な必要性の如何にかかわらず、改革を選択する傾向が強まった。

これに対して、取締役会規模の縮小は、外部環境の変動や、内部組織構造の分権度により強く規定されていた。この改革は、より変動の拡大した外部環境に対応するため、意思決定機能の強化を目的として自律的に実施されたと考えられる。社外取締役の機能強化も外部環境の変動との関係が強いが、その導入のモチーフは、エージェンシー問題の解決よりも、アドバイザー機能を期待したものと推定される。

他方、本稿の分析から、取締役会制度改革は有意な効果を持たないのに対して、取締役会の規模縮小や社外取締役の招聘はパフォーマンスを高める効果をもつことが示された。これと整合的に、取締役会改革、とくに取締役会の規模縮小や社外取締役の招聘が、1998年以降の局面では、高い株式市場評価、高い資本効率、また、積極的な情報開示や適切な株主還元政策と結びついていることが示された。このことは、伝統的な経営組織はもはや長期的には維持不可能であり、その方向は多様であるにせよ、取締役会改革がさらに進展していく可能性を示唆している。

³⁰ そもそもこの二つが、異なった二つのシステムなのか、それとも伝統的な日本型取締役会の進化の二つのタイプなのか、また、この二つの並存は一方に収斂するプロセスにおける過渡的な並存なのか、それとも持続的な並存なのかは、今後の重要な検討課題である。

<付録>

付表1 表4 項目説明

項目名	定義	単位	評価方法
取締役会 人数	取締役の人数	人	10名以下ならランク5、10名超15名以下ならランク4、15名超20名以下ならランク3、20名超25名以下ならランク2、25名超ならラ
常務相当 以上人数	取締役で常務相当 以上的人数	人	5名以下ならランク5、5名超7名以下ならランク4、7名超10名以下ならランク3、10名超14名以下ならランク2、14名超ならランク
取締役会 人数(規模 調整)	取締役会人数/LN (総資産)		当該指標の大きさにより、東証1部上場企業を均等な企業数を持つ5つのグループに分類し、その他の対象企業については、東証1部を分割した域値に従い該当するグループに分類する。その上で、各グループに属する企業に対し、指標の小さいグループから順にランク1、ランク2…ランク5とする。
常務相当 以上人数 (規模調整)	常務相当以上人数 /LN(総資産)		当該指標の大きさにより、東証1部上場企業を均等な企業数を持つ5つのグループに分類し、その他の対象企業については、東証1部を分割した域値に従い該当するグループに分類する。その上で、各グループに属する企業に対し、指標の小さいグループから順にランク1、ランク2…ランク5とする。
社外取締 役比率	社外取締役人数/ 取締役会人数*100	%	当該指標が、0%ならランク1、0%超10%以下ならランク2、10%超20%以下ならランク3、20%超30%以下ならランク4、30%超ならランク5。
社外取締 役比率(銀行)	銀行出身の社外取 締役人数/取締役 会人数*100	%	当該指標が、0%ならランク1、0%超5%以下ならランク2、5%超10%以下ならランク3、10%超15%以下ならランク4、15%超ならランク5。
社外取締 役比率(支 配会社)	支配会社出身の社 外取締役人数/取 締会人数*100	%	当該指標が、0%ならランク1、0%超5%以下ならランク2、5%超10%以下ならランク3、10%超15%以下ならランク4、15%超ならランク5。
社外取締 役比率(社 長級兼任)	他社(上場企業)で 社長級の役職を持 つ社外取締役人数 /取締役会人数 ×100。	%	当該指標が、0%ならランク1、0%超5%以下ならランク2、5%超10%以下ならランク3、10%超15%以下ならランク4、15%超ならランク5。
社外取締 役比率(そ の他)	上記3つ、及び関係 会社派遣や相互派 遣に属さない社外 取締役人数/取締 役会人数×100。	%	当該指標が、0%ならランク1、0%超5%以下ならランク2、5%超10%以下ならランク3、10%超15%以下ならランク4、15%超ならランク5。
社外取締 役持株比 率	社外取締役の株式 保有比率。2005年 7月分から収録	%	当該指標の大きさにより、東証1部上場企業を均等な企業数を持つ5つのグループに分類し、その他の対象企業については、東証1部を分割した域値に従い該当するグループに分類する。その上で、各グループに属する企業に対し、指標の小さいグループから順にランク1、ランク2…ランク5とする。
役員持株 比率	役員株式保有比 率	%	当該指標の大きさにより、東証1部上場企業を均等な企業数を持つ5つのグループに分類し、その他の対象企業については、東証1部を分割した域値に従い該当するグループに分類する。その上で、各グループに属する企業に対し、指標の小さいグループから順にランク1、ランク2…ランク5とする。
役員自社 株保有金 額	役員保有自社株の 直近実績決算期末 の時価総額/(取締 役会人数+監査役 人数)	万円	当該指標の大きさにより、東証1部上場企業を均等な企業数を持つ5つのグループに分類し、その他の対象企業については、東証1部を分割した域値に従い該当するグループに分類する。その上で、各グループに属する企業に対し、指標の小さいグループから順にランク1、ランク2…ランク5とする。
ストックオ プション制 度	ストックオプション 制度の導入が確認 できれば1		採用ならランク5、非採用ならランク3。

(出所) 日本経済新聞社の「NEEDS-Cges」から一部抜粋

付表2 記述統計量

期間	変数名	略称	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
1998 	新制度移行ダミー	TRANS	13165	0.25	0.43	0.00	1.00
	規模縮小ダミー	KIBO	13165	0.14	0.35	0.00	1.00
2004	社外取締役増員ダミー	GAIBU	13165	0.12	0.32	0.00	1.00
1997 2003	産業調整ROA	MROA	12799	0.44	4.60	-64.41	54.74
	2期連続営業赤字ダミー	FD	12802	0.05	0.22	0.00	1.00
	株価変動性	STDDEV	12682	42.53	18.77	5.00	184.00
	売上高変動性	SLSVOL	8893	10.29	11.01	0.44	344.56
	海外売上高比率	ABSLSR	12802	12.39	19.33	0.00	100.00
	事業セグメント数	TSEGC	12802	4.26	2.79	1.00	18.00
	連結子会社数	SUB	12802	21.01	57.95	0.00	1,142.00
	海外投資家持株比率	FOR	12802	6.00	7.78	0.00	87.69
	持合比率	CROSS	12802	12.48	11.00	0.00	70.35
	取締役人数対数値	LBT	12597	2.44	0.46	1.10	4.06
	取締役20人以上ダミー	BTO20	12597	0.13	0.33	0.00	1.00
	社外取締役比率	IDOR	12597	13.76	17.59	0.00	100.00
	支配会社ダミー	PARENT	12802	0.40	0.49	0.00	1.00
	売上高流動性比率	FCF	12802	0.26	0.29	0.00	6.95

<参考文献>

- Adams, R. (2001), The Dual Role of Corporate Boards as Advisors and Monitors of Management: Theory and Evidence mimeo.
- Aoki, M. (1994) "Monitoring Characteristic of the Main Bank System: An Analytical and Development View," in Aoki, M. and H. Patrick (eds) (1994) *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.
- Arikawa, Y. and H. Miyajima (2005) "Relational Banking in post Bubble Japan: Co-existence of soft and hard budget constraint", in Masahiko Aoki et al. eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity* Oxford University Press, forthcoming.
- Bhagat, S. and B. Black, (1999) "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance," Hopt, Klaus J. (eds.), *Comparative Corporate Governance: The State of The Art and Emerging Research*, Oxford University Press.
- Black, B., H. Jang and W. Kim, (2002) Does Corporate Governance affect firm value?: Evidence from Korea.
- Eisenberg, T., S. Sundgren and M. T. Wells (1998) "Large Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," *Journal of Financial Economics* 48 ,pp-35-54.
- Gilson, R.J. and C.J. Milhaupt (2005) "Choice as Regulatory Reform : The Case of Japanese Corporate Governance," *European Corporate Governance Institute Law Working Paper* No.282.
- Harris, M. and A. Raviv (2004) "A Theory of Board Control and Size," *CRSP Working paper* No. 559.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein (1993), "The Choice between Public and Private Debt: an Analysis of Post Deregulation Corporate Financing in Japan" , NBER Working paper, 4421.
- Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover", *American Economic Review* 76 pp.323-329.
- Jensen, M. C. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control System," *Journal of Finance* 48, pp.831-880.

- Miyajima, H and F. Kuroki (2005) “Causes and effects of ending cross shareholding; Why, How, and its Implications” in Masahiko Aoki et al. eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity* Oxford University Press, forthcoming.
- Rajan, R., H. Servaes, and L. Zingales (2000), “The Cost of Diversity : Diversification Discount and Inefficient Investment,” *Journal of finance*, 55 :pp.35-80.
- Scharfstein, D. and J. C. Stein (2000), “The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent –Seeking and Inefficient Investment,” *journal of finance* ,55:pp-2537-2564.
- Shishido, Z. (2005), *The Turnaround of 1997: Changes in Japanese Corporate Law and Governance* in Masahiko Aoki et al. eds., *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity* Oxford University Press, forthcoming.
- Yermack, D (1996) “Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors,” *Journal of Financial Economics* 40, pp.185-211.
- 青木英孝 (2002) 「取締役会の改革とコーポレートガバナンス: 執行役員制の導入要因分析」『日本経営学会誌』 No. 8.
- 青木英孝 (2003) 「日本企業の取締役会改革 – 執行役員制の導入要因と効果の分析 –」早稲田大学ファイナンス総合研究所 Working Paper Series WIF-03-007.
- 青木昌彦 (1995) 『経済システムの進化と多元性: 比較経済制度分析序説』東洋経済新報社.
- 井上輝一 (2003) 「常務役員と経営機構改革」『月刊/取締役の法務』2003年5月25日.
- 井上輝一 (2004) 「トヨタ自動車のコーポレートガバナンスに関する一考察」『フィナンシャル・レビュー』 No. 68.
- 伊藤邦雄 (1999) 『グループ連結経営』日本経済新聞社.
- 上野恭裕・吉村典久 (2004) 「コーポレートガバナンス: 社外取締役の有効性」加護野忠夫・坂下昭宣・井上達彦編著『日本企業の戦略インフラの変貌』白桃書房.
- 小佐野広 (2005) 『コーポレートガバナンスと人的資本』日本経済新聞社.
- 小林秀之 (2003) 『委員会等設置会社 VS. 監査役強化会社 – 14年商法改正後のコーポレートガバナンスのあり方 –』中央経済社.
- 宍戸善一 (2006) 『動機付けの仕組としての企業: インセンティブ・システムの法制度論』、有斐閣.

- 宋戸善一・広田真一 (2004) 『委員会等設置会社ガイドブック』 東洋経済.
- 須藤岳史 (2003) 「ソニーにおける委員会等設置会社への移行とガバナンスの改革」『商事法務』 No. 1674.
- 鈴木誠・胥鵬 (2000) 「取締役人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル (日本証券アナリスト協会)』 第38巻 第9号 pp. 47-65.
- 延岡健太郎・田中一弘 (2002) 「トップマネジメントの戦略的意思決定能力」伊藤秀史編『日本企業変革期の選択』 東洋経済新報社.
- 広田真一・宮島英昭 (2001) 「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか? : 1990年代と石油ショック後との比較」『現代ファイナンス』 NO. 10、 pp35-61.
- 宮島英昭 (1998) 戦後日本大企業における状態依存的ガバナンスの進化と変容: ロジックモデルによる経営者交代分析からのアプローチ『経済研究』(一橋大学) 49-2、1998年4月、pp. 97-112.
- 宮島英昭・青木英孝 (2002) 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性 —経営者専任の分析—」伊藤秀史編『日本企業変革期の選択』 東洋経済.
- 宮島英昭・蟻川靖浩 (1999) 「金融自由化と企業の負債選択: バブル期における顧客プールの劣化」『ファイナンシャル・レビュー』(大蔵省財政金融研究所)、Vol. 49、pp. 133-166.
- 宮島英昭・稲垣健一 (2003) 『日本企業の多様化と企業統治』 財務省財務総合政策研究所.
- 宮島英昭・近藤康之・山本克也 (2000) 「日本企業における企業統治・社外取締役派遣・企業パフォーマンス: 日本企業システムの形成と変容」『日本経済研究』 43.
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一 (2003) 「進展するコーポレートガバナンス改革をいかに理解するか: CGS (コーポレートガバナンス・スコア) による分析」『ファイナンシャル・レビュー』 No. 68.
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率: 企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」『ニッセイ基礎研究所所報』、Vol. 33 pp. 52-98.