

## 取締役会構成と監査役会構成の決定要因

齋藤 卓爾\*<sup>1</sup>

### 要 約

本研究は日本企業の取締役会構成ならびに監査役会構成の決定要因を分析した。監査役会はその重要性が指摘されながらもこれまで実証研究という形では研究されてこなかった。取締役会構成に関してはこれまでの研究を2つの点で拡張することを目指した。一つ目は監査役会が取締役会構成にどのような影響を与えているのか、二つ目は誰を社外取締役にするかにどのような要因が影響しているかである。このために2005年から2010年の東証1部上場企業をサンプルとした実証分析を行い、以下の結果を得た。先行研究において社外比率に大きな影響を与えるとされている情報獲得コストなどは取締役会構成に対しては有意な影響を与えている一方で監査役会構成に対しては有意な影響を与えていなかった。取締役会と監査役会の関係は直近の社外監査役が多い企業ほど、社外取締役を選任しているという傾向は見られなかったが、2001年時点の社外監査役が多かった企業ほど、社外取締役を選任している傾向が見られた。この結果は、社外取締役を導入しない理由として頻繁にあげられる「社外監査役が機能しているから」とは合致しないものと考えられる。海外売上高比率の高い企業が元官僚を社外取締役に迎えるなど、社外取締役はおおむね各企業の求める助言に応じて選任されていた。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、取締役会、監査役会

JEL Classification：G 34, G 38, K 22

## I. はじめに

従来、多くの日本企業の取締役会は内部者のみによって占められていた。齋藤（2011）は1997年時点において、日経500企業の75%において取締役会が社内取締役のみによって構成されていたことを報告している。しかしながら、企業業績の悪化、総会屋などとのスキャンダルの増加、商法・会社法の改正、機関投資家・海

外投資家の持分の増加などに伴い、取締役会の機能改善を求める声が高まり、多くの日本企業が社外取締役を導入するようになった。その結果、2014年には東証1部上場企業の約6割が社外取締役を少なくとも1名任命するようになった。

このような日本企業の取締役会構成の変化が

\* 1 慶應義塾大学大学院経営管理研究科准教授 (tsaito@kbs.keio.ac.jp)

どのような要因により引き起こされたのかという研究課題には、齋藤（2011）、内田（2012）、宮島・小川（2012）などが社外取締役比率の決定要因を分析することによりすでに取り組んでいる。本稿の目的はこれらの先行研究では扱われていないいくつかの課題に取り組む事により日本企業の取締役会ならびに監査役会への理解を深めることにある。

先行研究で扱われていない主要な研究課題の一つとして監査役会の役割があげられる。近年、多くの企業が社外取締役を導入する中でも、日本には監査役会制度が存在し、それが十分な機能を果たしているため、社外取締役は必要ないという議論がなされることは少なくない。実際、社外取締役を導入していない企業の多くはその理由として「社外監査役が十分に機能している」をあげている。例えば、2012年に全上場企業を対象に行われたコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査の結果を報告している宮島・齋藤・田中・胥・小川（2013a, 2013b）は社外取締役を持たない企業に対し、その理由を尋ねている。74.5%の企業はその問に対して、監査役会が十分にガバナンス機能を果たしているからと答えている。経団連は社外取締役の義務化に関して、「監査役会設置会社では社外監査役が既に求められており、社外取締役義務付けは機能が重複する」と主張している（日本経済新聞2012年1月16日）。また東証は2012年に上場企業に対して1名以上の独立役員を設置を求めたが、その定義は一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役としている。

このように監査役会は昨今のコーポレート・

ガバナンスの議論の中で必ず言及されるにも関わらず、その役割に関する実証研究はこれまで行われてこなかった。そこで本研究では監査役会の社外比率がどのような要因によって決定されているのかを分析した。またあわせて、監査役会構成が取締役会構成に影響を与えているのかも分析した。企業や経団連の主張、東証の独立役員制度は、社外監査役は社外取締役の機能を代替可能であるとしていると解釈することができる。よって、実際に多くの企業が社外取締役と社外監査役は代替的な存在と考えているかを検証した。

先行研究で扱われていないもう一つの研究課題として、社外取締役の選任があげられる。社外取締役に関する先行研究ではそのバックグラウンドに関わりなく社外取締役は一様なものとして扱われているが、実際には、社外取締役、社外監査役には事業会社の現役の経営者、学者、弁護士、銀行のOBOG、官僚のOBOGなど様々な職種の人物が就いている。産業や企業の特性、株主構成はどのような人物を社外取締役に任命するかに影響を与えているのだろうか。本稿では社外取締役導入企業において選任された社外取締役の属性の決定要因を分析することにより、どのような要因が社外取締役の選任に影響を与えているのかを分析した。またあわせて、社外監査役の属性が社外取締役の選定にも影響を与えているのかも検証した。

本稿の構成は以下の通りである。第Ⅱ節では取締役と監査役に与えられた機能を整理し、先行研究の概要を示す。第Ⅲ節では分析に用いたデータについて説明する。第Ⅳ節では実証分析の結果を紹介する。第Ⅴ節では結論を述べる。

## Ⅱ. 取締役と監査役の機能

### Ⅱ-1. 取締役会

監査役会が日本独自の制度であるのに対し

て、取締役会は世界中の株式会社に設置されている機関である。株式会社には様々な利点があ

る一方で、大規模化し所有と経営が分離すると株主と経営者の間の利害の不一致に伴うエージェンシー問題が起きることが知られている。このような場合、株主の利害に沿って経営者を行動させるためには経営者を規律付ける仕組み・機関、すなわちコーポレート・ガバナンスが必要となってくる。取締役会は株式会社のコーポレート・ガバナンスにおいて最も重要な機関とされており、取締役会には重要事項の決定、経営者の選定および解職などの権限が与えられているのが一般的である。日本においても、会社法362条第2項が取締役会の職務を以下の様に規定している。

- 一 取締役会設置会社の業務執行の決定（重要な事項の決定）
- 二 取締役の職務の執行の監督（経営の監視）
- 三 代表取締役の選定及び解職（経営者の評価・選任）

取締役会の機能についてはこれまでも米国を中心に研究がなされてきた<sup>1)</sup>。それらの多くの論文が注目しているのは社内取締役と社外取締役の役割の違いである。社内取締役とはその企業の経営者など業務の執行に関与している者のことであり、社外取締役とはその企業の業務の執行には関わっておらず、また経営者などからも独立な他の企業の経営者や有識者のことである。

Adams and Ferreira (2007), Harris and Raviv (2008), Raheja (2005) は取締役会において社内取締役と社外取締役をどのような配分にすれば株主価値を最大化できるのかを理論的に分析している。彼女たちは取締役の役割は経営者に対するアドバイスと経営者のモニタリングと考えている。アドバイスに関しては外部からのアドバイスのニーズが高い企業ほど、社外取締役を多く選任するはずであると考えている。モニタリングに関しては、その役割を果たすには「内部情報」と「独立性」の二つが必要である

と考えている。取締役は経営に関する一般的な知識に加えて、その企業の「内部情報」がなければ確かな意思決定をし、経営者を評価することはできず、また取締役の職務が経営の監視、経営者の評価・選任である以上、取締役には経営者から独立した立場で判断することが求められていると考えているのである。社内取締役は企業の経営に実際に関わっており、企業の「内部情報」を豊富に持っていると考えられる。しかしながら、経営者すなわち社長やCEOは社内取締役にっては上司にあたり「独立性」は低いと考えられる。これに対して社外取締役は他企業の経営者や弁護士、大学教員などであり社内取締役よりも経営者からは独立した存在であると考えられる。しかしながら、社外取締役はあくまでも「社外」の人間であり、企業の「内部情報」はほとんど保有していないと考えられる。このように取締役会には「内部情報」と「独立性」が必要であるが、両者を保有している取締役はいない。そのため、「内部情報」と「独立性」を兼ね備えた取締役会を形成するためには社内取締役と社外取締役の両者が必要となってくる。そして、モニタリングの必要性が高い企業、「内部情報」の重要性が低く、外部からモニタリングがしやすい企業ほど社外取締役を多く選任することが望ましいとしている。

Boone, Field, Karpoff, and, Raheja (2007), Coles, Daniel, and Naveen (2008), Linck, Netter, and Yang (2008) は米国企業を対象に、取締役会構成の決定要因を分析している。彼女たちの得た結果は、Adams and Ferreira (2007), Harris and Raviv (2008), Raheja (2005) 達の理論に合致するものであり、米国企業は一般的に各社が自社にとって最適な取締役会構成を選択していることを示していた。例えば、R&D集約度の高い企業は事業の専門性が高く、外部の者が経営を監視するのは難しいと考えられ、

1) Adams, Hermalin and Weisbach (2010) と Hermalin and Weisbach (2003) は経済学・ファイナンス分野における取締役会研究の素晴らしいサーベイ論文である。

取締役会に占める社外取締役の比率は低くなると考えられるが、米国では実際にR&D集約度が高い企業は低い社外取締役比率を選択していたのである。また、フリーキャッシュフローの多い企業では経営者を監視する必要性が高いため、社外取締役が多いのが望ましいと考えられるが、そのような企業は、高い社外取締役比率も選択していた。

日本企業の取締役会構成に関しては齋藤(2011)、宮島・小川(2013)、内田(2012)がその社外取締役比率の決定要因を分析している。齋藤(2011)は1996年から2007年の間に一度でも日経500に含まれたことのある企業から銀行・金融産業に属する企業、他の企業の子会社、関連会社を除いた511社をサンプル企業とし、分析の期間は1997年から2008年とし、取締役会構成の決定要因を分析している。分析の結果は、理論の想定、米国における先行研究の結果とは異なり、日本企業の取締役会は取締役会の役割を効率的に果たすための構成とはなっていないことを示唆するものであった。例えば、フリーキャッシュフローは経営者の監視の必要性を示しており、フリーキャッシュフローが多い企業ほど取締役会には「独立性」が求められると考えられるが、分析の結果はフリーキャッシュフローが多い企業ほど、取締役に占める社外取締役の比率が低く、取締役会の「独立性」が低い傾向があることを示していた。また、R&D投資は「内部情報」の重要性を示す指標と考えられ、R&D投資が多い企業ほど事業の専門性が高く、「内部情報」の重要性が高まり、社外取締役比率は低下するのが望ましいと考えられるが、分析結果はR&D投資の多い企業ほど、社外取締役比率が高くなる傾向があることを示していた。これらの結果から、齋藤(2011)は日本では社外取締役による監視の重要性が高いと考えられる企業ほど社外取締役が少ない、もしくは導入されていない傾向があることを指摘し、日本企業の取締役会構成は株主ではなく、経営者の意向が強く反映されている可能性があるとしている。宮島・小川(2012)、

内田(2012)も外部からのモニタリングのしやすさを示す指標を中心に、理論の想定、米国の実証結果とは異なる結果が得られることを報告している。またいずれの研究も外国人株主の持株比率が高い企業ほど、社外取締役の比率が高いことを報告している。

## II-2. 監査役会

監査役役割は取締役の職務の執行を監査することとされている。監査は、業務監査と会計監査から構成されている。業務監査は、一般に適法性監査と呼ばれ、取締役の職務執行が法令・定款を遵守しているかを監査することを指している。会計監査は計算書類などを、株主総会の前に監査することを指している。監査役会は会計監査と業務監査の結果を監査報告書としてまとめ株主に報告することとなっている。

監査役は取締役と同様に株主総会で選任されるが、監査役には取締役にはない多くの特権、権限が与えられている。まず取締役の任期が2年以内とされているのに対して、監査役の任期はその独立性を保つために4年と長くなっている。権限に関してはまず監査役は、必要に応じて取締役および使用人に対して会社の事業報告を求め、また会社の業務・財産の状況を調査する権限を有している(会社法381条1項2項3項)。すなわち監査役は非常に強い会社の調査権を持っているのである。また監査役は、取締役会で違法または著しく不当な決議がなされることを防止するために、取締役会のすべての場合に出席し、必要な場合には意見を述べる義務を負っており、取締役ではないが、取締役会に出席することもできる(会社法383条1項)。そして監査役が必要と判断すれば、取締役会の招集を求めることもできる(会社法383条2項3項)。そして、監査役が取締役の行為を法令・定款違反であり、会社に損害が生じさせるおそれがあると判断した場合には、取締役に対してその行為の差止めを請求することができる(会社法385条1項)。このように非常に強力な監査役の権限は全て監査役会の権限ではなく、

個人個人の監査役に与えられた権限である。すなわち、仮に他の全ての監査役が権限の行使に反対したとしても、1名の監査役が権限の発動が必要と考えれば、その権限を使用することが可能なのである。

日本企業のコーポレート・ガバナンス改革はこれまで取締役会ではなく、監査役会の独立性を強化することに重点が置かれてきた。1993年の商法改正では、各企業は社外監査役を少なくとも一人設置することが義務化された。ただしこの改正時点の社外監査役の要件は、「就任の前5年間会社又はその子会社の取締役又は支配人その他の使用人でなかったもの」（旧商法特例法18条）とされた。その結果、多くの企業がその趣旨とは異なり、退職後5年以上たった退職者を社外監査役として、義務化に形のみ適応しようとした。これを受けて、2001年の商法改正では2006年3月期までに監査役の半

数以上を社外監査役にすることが義務化され、同時に社外監査役の要件も「過去に当該株式会社又はその子会社の取締役、会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員）もしくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないもの。」（会社法2条16号）と強化された。

このように法律上は監査役の役割は適法性監査であり、妥当性監査にはその権限は及ばないと考えられ、妥当性監査は取締役会の役割であるとされていると考えることができるが、運用上は両者の境界線を見いだすことは難しく、監査役が妥当性に関しても発言を行っている企業は多く見られると思われる。

以上のように強い権限が与えられ、義務化などの政策によりその独立性が高められてきたにも関わらず、監査役会に関する実証研究はこれまでほとんどされてこなかった。

### Ⅲ. データ

本研究の分析に用いたサンプル企業は1998年度において東証1部に上場していた企業から銀行・金融産業に属する企業、他の企業の子会社、関連会社を除いた707社である。分析の期間は2005年から2010年までである。このようなサンプルとした理由は他社が圧倒的大株主である株式会社と株式の分散した株式会社では根本的にコーポレート・ガバナンスの構造が異なると考えられるからである。また、日本の法律上の社外取締役の定義は広く、親会社の経営者・従業員も子会社の社外取締役に就任することができるため、このようなサンプルを用いることにより親会社出身の社外取締役などを除いたより独立的な社外取締役に注目することが可能となると考えられる。またサンプル期間をより近年としたことにより、ある程度社外取締役が普及した状況に注目することができ、社外取締役

の供給不足により、社外取締役が任命できないという事態を避けることができると考えられる。本研究で用いた社外取締役、社外監査役の定義は基本的に会社法上の定義に準じたものである。

表1は取締役会と監査役会の規模、ならびに社外出身者に関するデータを示している。取締役の人数は1990年代後半から急激に減っていることが知られているが、本サンプル期間でもわずかではあるが年々取締役数は減少しており、平均で見ると2005年から2010年の間も約1名取締役が減少している。各年のサンプル企業に占める社外取締役を少なくとも1名選任している企業の比率は2005年の35%から2010年の50%へと年々上昇している。なお、東京証券取引所が報告している東証1部上場企業に占める社外取締役を選任している企業の比率は

取締役会構成と監査役会構成の決定要因

表1 取締役会と監査役会の構成

年度	取締役数		社外取締役の有無 (ダミー変数)		社外取締役数		社外取締役比率 (%)		監査役数		社外監査役数		社外監査役比率 (%)	
	平均	中央値	平均	中央値	平均	中央値	平均	中央値	平均	中央値	平均	中央値	平均	中央値
全年	10.05	9	0.43	0	0.82	0	8.39	0	4.07	4	2.47	2	61.06	60
2005	10.55	10	0.35	0	0.64	0	6.40	0	3.97	4	2.31	2	58.02	50
2006	10.31	10	0.38	0	0.71	0	7.14	0	4.08	4	2.46	2	60.79	60
2007	10.09	9	0.41	0	0.79	0	8.05	0	4.11	4	2.50	2	61.25	60
2008	10.01	9	0.46	0	0.90	0	9.04	0	4.10	4	2.52	2	61.84	60
2009	9.69	9	0.48	0	0.93	0	9.66	0	4.09	4	2.51	2	62.00	60
2010	9.59	9	0.50	0	0.97	0	10.28	0	4.09	4	2.54	2	62.47	60

表2 社外取締役と社外監査役の人数

年度	社外取締役 任命企業の 比率	社外取締役の人数 (社外取締役任命企業 における比率)				社外監査役 任命企業の 比率	社外監査役の人数			
		1人	2人	3人	4人以上		1人以下	2人	3人	4人以上
全年	43%	48%	30%	12%	10%	100%	2%	55%	38%	5%
2005	35%	51%	30%	10%	9%	100%	7%	59%	30%	4%
2006	38%	51%	28%	11%	10%	100%	0%	58%	37%	5%
2007	41%	49%	30%	11%	10%	100%	0%	55%	39%	5%
2008	46%	45%	32%	13%	10%	100%	0%	54%	40%	6%
2009	48%	46%	31%	13%	10%	100%	0%	54%	40%	6%
2010	50%	46%	30%	14%	10%	100%	0%	52%	42%	6%

表3 社外取締役と社外監査役の属性

年度	社外取締役のバックグラウンド (社外取締役に占める比率)									社外監査役のバックグラウンド (社外監査役に占める比率)							
	事業会社	銀行	金融	法曹	学会	会計士	コンサル	官僚	その他	事業会社	銀行	金融	法曹	学会	会計士	官僚	その他
全年	49%	10%	9%	9%	7%	3%	3%	8%	2%	20%	23%	8%	24%	3%	15%	5%	2%
2005	54%	11%	9%	5%	6%	2%	3%	8%	1%	22%	25%	9%	22%	3%	13%	5%	1%
2006	53%	10%	9%	7%	7%	3%	3%	7%	1%	22%	23%	8%	23%	3%	14%	6%	1%
2007	49%	11%	8%	9%	7%	3%	3%	8%	2%	21%	23%	8%	23%	3%	15%	5%	2%
2008	47%	10%	8%	10%	7%	3%	4%	8%	3%	20%	23%	8%	24%	3%	16%	5%	2%
2009	47%	10%	9%	10%	7%	3%	3%	8%	3%	19%	23%	8%	25%	2%	16%	5%	2%
2010	46%	10%	8%	11%	8%	2%	3%	8%	2%	19%	23%	8%	25%	3%	17%	5%	2%

2005年が35%であり、2010年が48.5%であり、本サンプルにおける数値とほぼ一致している。監査役会に関しては2005年から2010年にかけて、平均監査役数は0.2人ほど増え、平均社外監査役数も0.2人ほど増えている。これは2006年3月期以降、半数以上の監査役を社外とすることが義務化されたことにより、義務基準を満たしていなかった企業がそれを満たすために社外取締役を監査役に加えたことを示していると考えられる。

表2は社外取締役と社外監査役の選任人数の分布を示している。社外取締役を1名のみ選任している企業はいずれの年も約半数近くにのぼるが、その比率は2005年の51%から2010年には46%と約5%低下している。これに対して

3人の社外取締役を任命している企業は10%から14%に増加しており、単に社外取締役を導入する企業が増えただけではなく、複数の社外取締役を選任する企業が増えたことがうかがえる。社外監査役の選任人数も2005年以降、増加していることが読み取れる。2005年には3人以上の社外監査役を選任していた企業は34%であったが、2010年には48%に増加している。

表3は社外取締役と社外監査役のバックグラウンドを示している。社外取締役と社外監査役のバックグラウンドには大きな違いが見られる。社外取締役で最も多いのは事業会社の在籍者や出身者であるのに対して、社外監査役で最も多いのは弁護士を中心とした法曹関係者となって

いる。また会計士も社外取締役に占める割合は約3%であるのに対して、社外監査役に占める比率は約15%と高くなっており、銀行の在籍者、出身者も社外取締役に占める比率が約10%であるのに対して、社外監査役に占める割

合は約23%と高くなっている。このような違いは社外監査役役割が適法性の監査、会計監査であることに起因すると考えられ、法律、会計に詳しい人物が選任されているからと考えられる。

## IV. 実証分析

### IV-1. 取締役会構成と監査役会構成の決定要因

本節ではまず取締役会構成と監査役会構成の決定要因に違いが見られるのかを検証していく。もし両者の役割が実質的には似たものであるのならば、両者の決定要因は同様なものになると考えられる。しかし、両者の役割が異なるのであれば、決定要因も異なってくると考えることができる。例えば、監査役役割が適法性の判断に実際に限定されているのならば、経営への外部からの助言を求めている企業は社外取締役を多く任命する一方で、社外監査役を多く任命することはないと考えられる。

以上のために、取締役会構成、監査役会構成がどのような要因に決定されているのかを計量的に分析していく。取締役会構成を扱う場合の従属変数は社外取締役の有無、社外取締役の人数、社外取締役比率とし、監査役会構成を扱う場合の従属変数は社外監査役人数、社外監査役比率とする。有無の分析においてはProbitモデルが、人数と比率の分析においてはTobitモデルが用いられている。

説明変数は先行研究に基づいている。外部からの経営上のアドバイスの必要性を示す指標として本研究では海外売上高比率<sup>2)</sup>、有利子負債比率を用いる。海外売上高比率が高い企業はより広い地域でビジネスを行っていると考えられるため、より外部からの経営上の助言を必要と

していると考えられる。有利子負債比率が高い企業は、金融に関する外部からの助言を必要としていると考えられる。有利子負債比率は銀行借入、社債など有利子負債総額を総資産で割ることにより求めた。株主価値最大化のための取締役会という観点からすると、これらの変数は社外取締役の有無、人数、比率にプラスの影響を及ぼすと考えることができる。社外監査役については、もし社外取締役と同様に経営へのアドバイスが求められているのならば、社外監査役の数、比率にプラスの影響を及ぼしていると考えられる。

社外取締役、社外監査役が経営者を監視するために必要な「内部情報」を得るコストの代理変数は研究開発集約度と時価簿価比率とリスクである。研究開発集約度が高い企業ではビジネスの専門性が高く、より企業特殊な情報が重要と考えられる。研究開発集約度は研究開発費を総売上高で割ることにより求めた。時価簿価比率とリスクはファイナンスの文献で頻繁に用いられる経営者と外部者間の情報の非対称性の指標である。時価簿価比率が高く成長余力の大きい企業は不確実性が高く、外部から経営者を効果的に監視することは困難であると考えられる。時価簿価比率は株式時価総額と総負債額の合計値を総資産の簿価で割ることにより求めた。リスクが高い企業も同様な考えから社外取

2) 海外売上高比率が10%未満の企業は比率を公表する必要がないため、未公表の企業の海外売上高比率は10%とした。

取締役会構成と監査役会構成の決定要因

締役が有効な働きをすることは難しいと考えられる。リスクは36ヶ月間の月次株式収益率とTOPIX収益率の差分の標準偏差とした。これらの変数は、株主価値最大化のための取締役会、監査役会という観点からすると、社外取締役比率や社外監査役比率にマイナスの影響を及ぼすと考えることができる。

モニタリングの必要性を示す指標としては総資産に占める現金と有価証券の比率を用いた。より多くのキャッシュが積み上がっている企業ほど経営者の自由裁量で使える資金が多く、エージェンシー問題は深刻であると考えられる。ゆえに、現金比率が高い企業ほど経営に対する監視の必要性が高く、多くの社外取締役、社外監査役が選任されていると考えることができる。

そのほかに企業特性のコントロール変数として売上高、創業からの企業年齢、産業調整済みROAも説明変数に加えている。産業調整済みROAはROAから各企業の属する産業の企業群のROAの中央値を引いたものである。

株主構成を示す指標としては創業者一族の持株比率、外国人持株比率、5%以上の事業会社株主の有無を示すダミー変数を用いた。日本企業には関連会社でなくとも事業上のつながりがある企業がある程度の株式を保有し、社外取締

役などを派遣しているケースが多く見られるため、このようなダミー変数も説明変数に加えた。

表4は基礎統計を示しており、全企業、社外取締役がいる企業、社外取締役がいない企業の各変数の平均値、標準偏差、中央値ならびに、社外取締役のいる企業といない企業間で各変数に有意な差があるかをテストした結果が示されている。社外取締役のいる企業の平均売上高が9,370億円であるのに対して、いない企業の平均売上高は4,070億円と両者の間には大きな差が見られた。またこの差は統計的にも有意なものであった。この結果は規模の大きい企業が社外取締役を導入していることを示唆していると考えられる。そのほかの指標に関しても社外取締役のいる企業といない企業の間には統計的に有意な差が見られるものが少なくない。社外監査役の人数は社外取締役のいる企業の平均値が2.49人であるのに対して、社外取締役のいない企業の平均値は2.36人であり、この差は統計的にも有意なものであった。しかしながら、両者の間には産業の分布、年代の分布など様々な要因に差があるため、以下では計量分析を行い様々な要因をコントロールした上で、どのような要因が取締役会構成、監査役会構成に影響を与えているのかを分析していく。

表4 基礎統計

	全企業			社外取締役がいる企業			社外取締役がいない企業			社外取締役の有無間の差のテストの結果	
	平均	標準偏差	中央値	平均	標準偏差	中央値	平均	標準偏差	中央値	t-test	Wilcoxon rank-sum test
サンプル数	4200			1795			2405				
総資産(10億円)	631	1880	143	937	2130	224	407	1640	109	***	***
売上高(10億円)	503	1350	134	720	149	205	341	1210	106	***	***
海外売上高比率	0.24	0.20	0.10	0.25	0.21	0.12	0.22	0.18	0.10	***	***
負債比率	0.22	0.17	0.20	0.23	0.18	0.21	0.21	0.16	0.19	***	***
研究開発集約度	0.019	0.025	0.009	0.019	0.026	0.009	0.018	0.024	0.009		
時価簿価比率	1.13	0.38	1.04	1.17	0.39	1.08	1.10	0.37	1.01	***	***
リスク	0.082	0.032	0.074	0.080	0.031	0.073	0.083	0.033	0.075	***	**
現金比率	0.13	0.10	0.10	0.13	0.09	0.10	0.13	0.10	0.11		*
ROA	0.055	0.048	0.049	0.057	0.050	0.051	0.054	0.047	0.048	**	***
産業調整済みROA	0.002	0.041	0.000	0.005	0.041	0.002	0.001	0.041	-0.001	***	***
企業年齢	85.29	39.77	80	85.97	36.16	83	84.25	40.44	78		***
社外監査役の人数	2.41	0.66	2	2.49	0.66	2	2.36	0.65	2	***	***
2001年の社外監査役の人数	1.72	0.85	2	1.83	0.78	2	1.64	0.89	2	***	***
創業者一族持株比率	3.93	9.25	0.00	2.78	7.74	0.00	4.78	10.16	0.00	***	***
創業者経営(ダミー)	0.04	0.21	0	0.03	0.16	0	0.06	0.23	0	***	***
創業者の子孫による経営(ダミー)	0.25	0.43	0	0.20	0.40	0	0.29	0.45	0	***	***
外国人持株比率(%)	15.12	11.90	12.45	17.70	12.39	16.07	13.24	11.16	9.89	***	***
5%以上の株主(ダミー)	0.15	0.36	0	0.18	0.38	0	0.13	0.34	0	***	***



表5は分析結果を示している。コラム1からコラム3までは取締役会の、コラム4とコラム5は監査役会の構成の決定要因に関する結果を示している。コラム6とコラム7は取締役会と監査役会を合算した場合の結果を示している。

取締役会構成の決定要因に関する結果はおおむね社外取締役が経営の監視をしやすと考えられる企業ほど社外取締役を任命していないという先行研究の結果と合致するものであった。時価簿価比率の符号はプラスに有意となっており、株主価値最大化に沿った理論の想定とは反対の結果となっている。また有意ではないが研究開発集約度の効果もプラスとなっている。外国人持株比率はプラスに有意な効果となっており、外国人株主の影響が強い企業ほど、社外取

締役を多く選定していることを示している。

監査役会構成に対しては企業年齢が強い影響を与えており、若い企業ほど社外監査役の数、比率は低い傾向にあった。また、創業者一族の持株比率は社外取締役に対してはネガティブな効果を与えていたが、社外監査役に対してはポジティブな効果を与えていた。この結果は、ファミリー企業は社外取締役の導入を避けている一方で、社外監査役は積極的に任命していることを意味しており、創業者一族が強い影響力をもっているファミリー企業では社外取締役と社外監査役の役割は異なると認識されていることを示していると考えられる。これに対して、経営上のアドバイスの必要性、情報獲得コスト、モニタリングの必要性の代理変数は監査役

表5 取締役会構成の決定要因

従属変数=	社外取締役の有無	社外取締役人数	社外取締役比率(%)	社外監査役人数	社外監査役比率(%)	社外監査役+社外取締役人数	社外監査役+社外取締役比率(%)
	Probit (1)	Tobit (2)	Tobit (3)	Tobit (4)	Tobit (5)	OLS (6)	OLS (7)
Log(売上高)	0.168 *** (0.044)	0.032 *** (0.009)	0.454 *** (0.096)	0.252 *** (0.039)	-0.017 *** (0.006)	0.287 *** (0.044)	-0.008 *** (0.003)
海外売上高比率	0.062 (0.269)	-0.008 (0.053)	-0.234 (0.531)	-0.289 (0.261)	0.003 (0.043)	-0.268 (0.245)	-0.006 (0.021)
負債比率	0.148 (0.352)	0.019 (0.070)	-0.019 (0.685)	0.191 (0.328)	0.087 * (0.051)	0.108 (0.365)	0.030 (0.027)
研究開発集約度	1.481 (2.060)	0.728 (0.466)	6.943 (4.525)	0.613 (2.197)	-0.182 (0.359)	2.706 (1.952)	0.200 (0.174)
時価簿価比率	0.350 *** (0.134)	0.081 *** (0.030)	0.795 *** (0.259)	0.133 (0.122)	-0.004 (0.020)	0.336 *** (0.133)	0.015 (0.012)
リスク	-1.790 (1.234)	-0.099 (0.259)	-1.151 (2.410)	0.433 (1.332)	0.232 (0.198)	-0.006 (1.096)	0.104 (0.089)
現金比率	0.290 (0.591)	0.045 (0.120)	0.193 (1.101)	0.395 (0.538)	0.112 (0.090)	0.014 (0.485)	0.043 (0.042)
産業調整済みROA	-1.072 (1.107)	-0.270 (0.220)	-3.922 * (2.140)	-0.726 (1.026)	-0.163 (0.168)	-1.809 ** (0.869)	-0.095 (0.075)
Log(企業年齢)	0.033 (0.142)	0.002 (0.028)	-0.011 (0.276)	-0.355 *** (0.132)	-0.069 *** (0.022)	-0.112 (0.126)	-0.003 (0.010)
創業者一族持株比率	-0.010 * (0.006)	-0.001 (0.001)	-0.015 (0.012)	0.004 (0.005)	0.002 ** (0.001)	0.000 (0.004)	0.000 (0.000)
外国人持株比率	0.006 (0.005)	0.002 ** (0.001)	0.021 ** (0.010)	0.000 (0.005)	0.001 * (0.001)	0.011 ** (0.005)	0.002 *** (0.000)
5%以上株主ダミー	0.329 *** (0.130)	0.062 *** (0.024)	0.650 *** (0.239)	0.038 (0.116)	0.020 (0.019)	0.278 ** (0.126)	0.009 (0.009)
建設業	-0.026 (0.188)	-0.016 (0.037)	-0.175 (0.358)	0.297 * (0.155)	0.044 (0.027)	0.028 (0.141)	0.005 (0.011)
電力・ガス業	0.058 (0.327)	-0.012 (0.055)	0.017 (0.560)	0.480 * (0.260)	0.006 (0.038)	0.400 (0.345)	-0.010 (0.019)
情報通信産業	1.082 *** (0.414)	0.172 *** (0.062)	1.442 ** (0.590)	-0.271 (0.230)	0.008 (0.037)	0.737 ** (0.350)	0.060 (0.041)
運輸産業	0.408 * (0.213)	0.069 * (0.036)	1.025 *** (0.388)	0.598 *** (0.178)	0.094 *** (0.028)	0.960 *** (0.267)	0.014 (0.015)
小売・卸売り業	-0.003 (0.148)	0.023 (0.032)	0.012 (0.294)	0.139 (0.144)	0.058 ** (0.024)	0.096 (0.135)	0.032 *** (0.012)
その他サービス業	0.891 *** (0.277)	0.193 *** (0.048)	2.109 *** (0.499)	0.682 *** (0.210)	0.125 *** (0.037)	1.560 *** (0.408)	0.074 *** (0.026)
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Pseudo R-squared	0.087	0.188	0.069	0.057	0.205	0.238	0.102
サンプル数	4200	4200	4200	4174	4174	4174	4174

※括弧内の数字は企業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差

※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

会構成にはほとんど影響を与えておらず、理論的には社外監査役が有効と考えられる特性を持つ企業が実際には多くの社外監査役を任命しているわけではないことを示している。この結果は現実には社外監査役に経営への助言や経営の監視の働きが期待されていないことを意味しているとも解釈可能だが、このような結果となった大きな原因は規制にあると考えられる。現在は半数以上の社外監査役を任命することが義務化されているため、仮にある企業がより少ない社外監査役が最適であると考えても社外監査役を2名以下にすることはできない。ゆえに、社外監査役が同じ2名の企業であっても最適と考えて2名にしている企業と、本来は1名が最適と考えるが規制を満たすために2名としている企業があると考えられ、両者を実証分析では区別することができない。そのため監査役会の決定要因から監査役に期待されている役割を分析するには義務化以前のデータを分析することも必要と考えられる。

なお社外監査役と社外取締役の合計人数、ならびに社外監査役と社外取締役の合計人数を取締役と監査役の合計人数で割った比率を従属変数とした分析結果はおおむね取締役会の分析結果と同様であった。ただし売上高の効果は人数に対しては有意にプラスの影響を持っていたのに対して、比率に対しては有意にマイナスな効果となっていた。これはおそらく規模が小さい企業では取締役会規模が小さくなり、その結果半数を社外とすることが義務化された監査役会の影響が強くなるのが原因と考えられる。

#### IV-2. 社外監査役が取締役会に与える影響

次に社外監査役が社外取締役の代替的存在なのか、社外監査役の活用に積極的な企業は社外取締役を導入していないのか、を検証するために、社外取締役の有無、人数、比率に社外監査役の人数がどのような影響を与えているのかを検証した。もし社外監査役が社外取締役の果たすべき任務を果たすことができるのであれば、より多くの社外監査役を選任している企業は

ど、より少ない社外取締役しか任命していないと考えることができる。

表6のコラム1からコラム3は取締役会構成の説明変数として、社外監査役の人数を加えた結果を示している。いずれの分析においても社外取締役の人数の効果は有意なものではなかった。このことは社外監査役を多く任命している企業が社外取締役の導入に積極的な訳ではないことを示している。次に、社外監査役半数の義務化が決定される以前の2001年時点の社外監査役数を説明変数として用いた分析を行った。2006年3月期以降、監査役の半数以上を社外監査役とすることが義務化された結果、全ての企業が2名以上の社外監査役を選定するようになり、社外監査役が必要と考え自主的に導入している企業とそうでない企業を社外監査役の人数は示さなくなったと考えられる。このことは表5に示された分析結果も示していると考えられる。これに対して義務化が決定される以前の2001年時点の社外監査役数は、社外監査役の必要性を感じ自主的に選任している企業とそうでない企業を示していると考えられる。コラム4からコラム6は2001年時点の社外監査役数を説明変数に加えた場合の結果を示している。2001年時点の社外監査役数の効果はいずれにおいても有意にプラスであった。この結果は監査役会の強化が必要と考え、早い段階から社外監査役を増やしてきた企業ほど、その後より多くの社外取締役を任命していることを示している。この結果は、社外取締役を導入していない企業の多くがあげる「社外監査役が十分に機能している」という理由と一致しているとは言いがたいものである。なぜなら結果はもともと社外監査役の選定に積極的でなく、義務化に従って非自発的に社外監査役を増やした企業ほど社外取締役の導入に消極的であることも示しているからである。

#### IV-3. 社外取締役選任の決定要因

次に社外取締役の選任の決定要因について分析を行った。これまでの日本の取締役会研究で

表6 監査役会構成と取締役会・監査役会構成の決定要因

従属変数＝ 計量モデル＝	社外取締役 の有無	社外取締役 人数	社外取締役 比率(%)	社外取締役 の有無	社外取締役 人数	社外取締役 比率(%)
	Probit (1)	Tobit (2)	Tobit (3)	Probit (4)	Tobit (5)	Tobit (6)
Log(売上高)	0.146 *** (0.045)	0.308 *** (0.081)	0.020 ** (0.008)	0.163 *** (0.045)	0.440 *** (0.096)	0.031 *** (0.009)
海外売上高比率	0.075 (0.272)	-0.016 (0.456)	0.013 (0.050)	0.065 (0.269)	-0.223 (0.526)	-0.007 (0.053)
負債比率	0.190 (0.354)	0.219 (0.640)	0.042 (0.067)	0.098 (0.353)	-0.146 (0.682)	0.007 (0.070)
研究開発集約度	1.383 (2.098)	4.242 (3.710)	0.537 (0.426)	0.965 (2.090)	6.023 (4.555)	0.640 (0.470)
時価簿価比率	0.328 *** (0.136)	0.627 *** (0.240)	0.064 ** (0.029)	0.343 ** (0.136)	0.768 *** (0.261)	0.079 *** (0.030)
リスク	-2.106 (1.273)	-2.485 (2.178)	-0.252 (0.239)	-1.611 (1.241)	-0.618 (2.389)	-0.049 (0.256)
現金比率	0.238 (0.588)	0.038 (1.011)	0.022 (0.113)	0.324 (0.592)	0.212 (1.098)	0.047 (0.120)
産業調整済みROA	-0.927 (1.114)	-2.498 (1.826)	-0.171 (0.205)	-1.309 (1.121)	-4.348 ** (2.152)	-0.311 (0.221)
Log(企業年齢)	0.037 (0.142)	0.086 (0.250)	0.010 (0.027)	0.048 (0.143)	0.027 (0.277)	0.005 (0.028)
創業者一族持株比率	-0.010 * (0.006)	-0.016 (0.011)	-0.001 (0.001)	-0.012 ** (0.006)	-0.019 * (0.012)	-0.001 (0.001)
外国人持株比率	0.006 (0.005)	0.019 ** (0.009)	0.002 ** (0.001)	0.006 (0.005)	0.020 ** (0.010)	0.002 ** (0.001)
5%以上株主ダミー	0.341 *** (0.129)	0.668 *** (0.223)	0.065 *** (0.023)	0.305 *** (0.131)	0.592 *** (0.238)	0.056 ** (0.024)
社外監査役人数	0.015 (0.063)	0.097 (0.111)	0.009 (0.012)			
2001年の社外監査役 人数				0.141 *** (0.053)	0.299 *** (0.104)	0.028 ** (0.011)
産業ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Pseudo R-squared	0.137	0.064	0.175	0.093	0.072	0.199
サンプル数	4174	4174	4174	4174	4174	4174

※括弧内の数字は企業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差  
 ※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

は社外取締役は全て同一として扱われ、そのバックグラウンドは考慮されてこなかったが、実際の社外取締役の選定においてバックグラウンドが考慮されていないとは考えにくい。これまでの日本企業の取締役会構成に関する先行研究に沿って考えると、企業は各社が必要としている経営に対する助言をできる人物を選択していると考えられる。例えば、海外事業を拡張している企業は海外事業に関する経営上の助言を得るために、海外事情に詳しい者を社外取締役に任命すると考えられる。米国における先行研究においても特定のビジネス特性を持つ企業が特定の社外取締役を選定している、社外取締役の属性が企業行動に影響を与えていることが報

告されている。Kroszner and Strahan (2001) は規模が大きく、ビジネスリスクの低い企業ほど銀行家を社外取締役としていることを示している。Guner, Malmendier and Tate (2008) は商業銀行家を社外取締役とした企業では、外部からの資金調達が増加し、投資量がキャッシュフローに依存しなくなっていること、投資銀行家を社外取締役とした企業では大規模な社債発行が行われる一方で、株主価値を毀損するM&Aが行われていることを報告している。Agrawal and Knoeber (2001) は政治的な経験のある社外取締役が政府への売上の大きい企業、海外への輸出が多い企業に多いこと、法律家である社外取締役が規制産業に多いことを報

告している。

日本企業においてどのような要因が誰を社外取締役とするかに影響を与えているのかを分析するために、以下では社外取締役の属性を従属変数とした分析を行っていく。具体的には、事業会社の経営者や退職者を社外取締役として採用している場合に1をとるダミー変数、以下同様に、銀行家、銀行以外の金融関係者、弁護士などの法律家、大学教授などの学会関係者、公認会計士や税理士、コンサルタント、元官僚、それぞれを社外取締役として採用している場合に1をとるダミー変数を従属変数として用いる。本分析を行うにあたっての問題は日本においてはそもそも社外取締役を導入していない企業が多くあることである。そのため、社外取締役導入企業のみサンプルを絞って分析を行うと強いサンプルセクションバイアスがかかると考えられる。そこで本分析ではHeckman Probitモデルを用いることによりセクションバイアスを修正した分析を行う。具体的には第一段階として表5のコラム1と同様に社外取締役の有無を説明し、第二段階として社外取締役の属性を説明する分析を行った。第二段階の説明変数にはここまでの分析と同様の企業特性を示す説明変数に加えて、社外監査役の属性を加えた。表7は第2段階の分析結果を示している。

コラム1は事業会社の経営者、出身者を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。企業特性に関する説明変数では時価簿価比率が高い企業ほど事業会社の者を社外取締役としている確率が有意に高かったが、そのほかの変数の効果はいずれも有意ではなかった。このような結果となった理由の一つとして事業会社からの社外取締役には経営の監視、助言よりも取引関係に基づいたものや15%以下ではあるが、ある程度の株式をもった企業からの派遣のケースが多いからではないかと考えられる。

コラム2は現役もしくは退職した銀行家を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数

を従属変数とした分析結果を示している。銀行への依存度が高い企業ほど、銀行家を社外取締役としていると考えられるが、有利子負債比率の効果はプラスではあったものの有意ではなかった。またそのほかの企業特性を表す変数の効果もいずれも有意なものではなかった。産業の影響を見ると情報通信業、その他サービス業の効果はマイナスに有意であり、IT企業など銀行融資への依存が低いと考えられる企業ほどあまり銀行からの社外取締役を任命していないことを示していた。

コラム3は銀行以外の金融業に携わる者を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。創業者一族の持株比率がプラスに有意な効果を持っており、ファミリー企業ほど金融業に携わる者を社外取締役としている確率が高いことを示していた。ファミリー企業は創業者一族の資産管理へのアドバイスなどもあり金融業に携わる者を社外取締役としているのかもしれない。

コラム4は弁護士、元裁判官などの法律家を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。結果は株価のボラティリティが高く、ビジネスリスクが高いと考えられる企業ほど、法律家を社外取締役としている確率が有意に高いことを示していた。経営への助言に基づいて社外取締役を選択していると考えれば、ビジネスリスクが高い企業ほど訴訟リスクも高いと考えることができ、その対策として法律家を社外取締役としていると考えられる。米国における先行研究では規制産業において弁護士である社外取締役が多いことが報告されているが、規制が強いと考えられる電力・ガス業、運輸産業で弁護士である社外取締役が多いという傾向はみられなかった。

コラム5は大学教授などの学会関係者を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。結果は時価簿価比率の効果はプラスに、現金比率の効果はマイナスにそれぞれ統計的に有意であっ

表7 社外取締役の決定要因

従属変数＝ 計量モデル＝	事業会社社外 取締役の有無	銀行社外取締 役の有無	金融社外取締 役の有無	法曹社外取締 役の有無	学会社外取締 役の有無	会計士社外取 締役の有無	コンサル社外取 締役の有無	官僚社外取締 役の有無
	Heckman probit	Heckman probit	Heckman probit	Heckman probit	Heckman probit	Heckman probit	Heckman probit	Heckman probit
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Log(売上高)	0.123 ** (0.059)	-0.068 (0.370)	0.003 (0.108)	0.003 (0.092)	0.112 (0.120)	-0.099 (0.194)	-0.060 (0.136)	0.125 (0.104)
海外売上高比率	-0.218 (0.530)	-0.568 (2.205)	0.097 (0.410)	-0.181 (0.433)	0.217 (0.422)	-0.359 (0.776)	-0.805 (0.606)	1.227 *** (0.440)
負債比率	-0.118 (0.807)	0.184 (2.038)	0.337 (0.657)	-0.661 (0.579)	-0.460 (0.697)	-0.708 (0.787)	0.074 (0.925)	-0.260 (0.713)
研究開発集約度	1.105 (2.834)	-2.829 (6.174)	-0.956 (3.426)	6.468 (3.946)	5.153 (3.332)	-5.743 (7.475)	5.508 (4.497)	7.528 * (3.997)
時価簿価比率	0.386 ** (0.213)	-0.523 (0.627)	0.200 (0.356)	-0.322 (0.214)	0.564 * (0.300)	-0.014 (0.282)	-0.066 (0.249)	-0.258 (0.367)
リスク	-1.322 (2.239)	-0.431 (13.867)	3.014 (2.117)	5.490 *** (2.113)	-4.191 (2.838)	0.849 (2.959)	-0.524 (3.376)	-0.479 (2.689)
現金比率	0.373 (0.668)	-0.215 (0.725)	-0.187 (0.924)	-0.779 (1.044)	-2.900 *** (1.073)	1.322 (1.407)	-0.190 (1.049)	-2.909 ** (1.167)
産業調整済みROA	-0.871 (1.041)	-0.130 (5.727)	-3.220 (2.367)	2.196 (1.774)	-2.458 (2.481)	-4.541 (2.843)	3.011 (2.701)	3.208 (2.082)
Log(企業年齢)	0.142 (0.168)	0.069 (0.501)	0.034 (0.237)	-0.174 (0.276)	-0.299 (0.289)	0.278 (0.296)	-0.228 (0.312)	-0.138 (0.327)
創業者一族持株比率	-0.016 (0.010)	0.007 (0.024)	0.017 ** (0.008)	0.014 (0.012)	0.016 (0.015)	0.027 (0.023)	0.011 (0.012)	-0.012 (0.014)
外国人持株比率	0.006 (0.007)	0.004 (0.046)	-0.006 (0.008)	-0.003 (0.008)	0.018 * (0.010)	0.019 * (0.010)	0.018 (0.012)	-0.002 (0.008)
5%以上株主ダミー	0.619 (0.506)	-0.483 (0.549)	-0.783 ** (0.329)	-0.303 (0.228)	0.159 (0.331)	-0.239 (0.522)	-0.716 *** (0.272)	-0.493 * (0.296)
事業会社社外監査役ダ ミー	0.222 (0.278)	-0.062 (0.303)	-0.040 (0.162)	-0.346 * (0.192)	-0.162 (0.217)	-0.367 (0.412)	0.000 (0.215)	-0.471 ** (0.199)
銀行社外監査役ダミー	-0.052 (0.177)	0.077 (0.452)	-0.029 (0.159)	-0.101 (0.166)	-0.304 (0.205)	-0.177 (0.256)	0.047 (0.193)	0.099 (0.198)
金融社外監査役ダミー	0.195 (0.200)	0.062 (0.426)	0.194 (0.208)	-0.075 (0.198)	-0.173 (0.224)	-0.804 (0.629)	-0.293 (0.266)	-0.126 (0.209)
法曹社外監査役ダミー	0.041 (0.086)	0.000 (0.101)	0.119 (0.140)	-0.592 *** (0.184)	0.016 (0.195)	-0.066 (0.222)	0.145 (0.203)	0.252 (0.197)
学会社外監査役ダミー	0.029 (0.251)	0.017 (0.189)	-0.402 (0.339)	0.006 (0.294)	0.482 * (0.261)	-0.938 (0.669)	0.500 * (0.293)	-0.502 (0.394)
会計士社外監査役ダ ミー	0.112 (0.092)	-0.013 (0.152)	0.023 (0.180)	0.210 (0.177)	-0.016 (0.191)	-0.232 (0.378)	-0.066 (0.210)	-0.328 (0.226)
官僚社外監査役ダミー	0.026 (0.117)	-0.073 (0.295)	-0.242 (0.195)	0.142 (0.208)	0.077 (0.286)	-0.043 (0.277)	0.030 (0.241)	-0.011 (0.238)
建設業	-0.004 (0.263)	-0.049 (0.221)	-0.049 (0.221)	0.059 (0.349)	-5.580 *** (0.388)	0.728 * (0.424)	-0.151 (0.364)	0.332 (0.438)
電力・ガス業	0.271 (0.397)	-0.126 (0.523)	-0.126 (0.523)	0.299 (0.445)	-0.681 (0.617)	-4.335 *** (1.125)	-4.038 *** (0.645)	0.315 (0.523)
情報通信産業	0.813 (0.533)	-1.302 ** (0.590)	-1.302 (0.590)	-7.807 *** (0.614)	0.748 (0.896)	0.246 (1.326)	-6.291 (41.603)	-0.371 (0.777)
運輸産業	0.489 ** (0.217)	-0.574 (0.597)	-0.574 (0.597)	0.151 (0.356)	-0.017 (0.405)	-4.753 *** (1.373)	-0.389 (0.582)	0.297 (0.380)
小売・卸売り業	0.089 (0.193)	0.021 (0.184)	0.021 (0.184)	-0.169 (0.310)	0.085 (0.299)	-0.779 (0.599)	-0.189 (0.353)	0.630 ** (0.302)
その他サービス業	0.900 *** (0.325)	-0.864 ** (0.412)	-0.864 (0.412)	0.196 (0.392)	-5.567 *** (0.587)	0.110 (0.858)	-0.885 (0.627)	-0.016 (0.485)
年度ダミー	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Log-pseudolikelihood	-3598.887	-3243.261	-3145.742	-3240.635	-3089.323	-2775.653	-2862.200	-3095.830
サンプル数	4174	4174	4174	4174	4174	4174	4174	4174

※括弧内の数字は企業内の誤差項の相関を考慮した頑健な標準誤差

※\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ、10%、5%、1%有意水準を示す

た。この結果、特に現金比率に関する結果は、経営への助言に基づいて社外取締役が選択されているという考えに沿って解釈するのが難しく、経営への監視という観点から解釈されるべきかもしれない。すなわち現金が豊富にあり経営の監視が重要と考えられる企業ほど学会関係者を社外取締役に任命していないということである。この結果には二通りの解釈があると考え

られる。取締役会が株主価値最大化という観点から形成されていると考えると、この結果は、学会関係者はモニタリングには不向きとされていると考えることができる。しかし、取締役会の構成には経営者の意向が強く反映されていると考えると、学会関係者は独立性が高く厳しいモニタリングを行うため、余剰現金が多い企業が学会関係者を社外取締役に選ぶのを避けてい

ると考えることも出来る。ただどちらにしろ、学会関係者は経営者のモニタリングよりも、アドバイスの役割を果たすことが日本では強く期待されていることをこの結果は示しているのかもしれない。また、外国人持株比率が高い企業ほど、学会関係者を社外取締役に任命する確率が高かった。外国人株主は独立性を強く求めるため、外国人持株比率の高い企業は明白に独立性の高い学会関係者を社外取締役としていると考えられる。

コラム6は会計士、税理士を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。企業特性を示す変数の効果はいずれも有意なものではなかった。その一方で電力・ガス業、運輸業の効果はいずれもマイナスに有意であり、これらの産業に属している企業は会計士を社外取締役に任命している確率が低かった。電力・ガス業、ならびに鉄道業などの運輸業はいずれも価格決定に監督官庁が大きな影響を与える産業であり、この結果は規制産業に属する企業はあまり会計士や税理士を社外取締役に任命していないことを示している。

コラム7はコンサルタントを社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。コンサルタントには経営への助言が最も期待されていると考えられる、企業特性を示すいずれの変数も有意な効果を持たなかった。

コラム8は元官僚を社外取締役としている場合に1をとるダミー変数を従属変数とした分析結果を示している。海外売上高比率の効果はプラスに有意であり、海外進出を進めている企業ほど官僚を社外取締役としている傾向があるこ

とを示している。この結果はAgrawal and Knoeber (2001)の海外への輸出が多い企業には政治経験のある社外取締役が多いという結果と合致しており、海外進出を進めている企業は元官僚のコネクションやアドバイスを求めて彼らを社外取締役としていると考えられる。また研究開発集約度の効果がプラスに、現金比率の効果はマイナスにそれぞれ統計的に有意であった。この結果は、特に現金比率については、経営への助言という観点から解釈するのが難しい結果であり、学会関係者の場合と同様に、この結果は現金が豊富にあり経営の監視が重要と考えられる企業ほど官僚を社外取締役に任命していないことを示していると考えられる。

次に、社外監査役の属性が社外取締役の属性に与える影響を見ていく。社外監査役と社外取締役の役割に重複する部分が多いのであれば、社外取締役には社外監査役とは異なる属性を持つ者を選定すると考えられる。例えば、銀行家の社外監査役を選任している企業は、社外取締役に銀行家以外の人物を社外取締役に選任しようとすると考えられる。しかしながら、表7の下部が示す結果からはそのような傾向はあまり見て取ることはできなかった。唯一、法律家に関しては、社外監査役に法律家を選任している企業では社外取締役に法律家を選任する確率が有意に低いという結果が得られたが、それ以外ではそのような傾向は見られなかった。むしろ、学会関係者に関しては社外監査役として学会関係者を選任している企業では社外取締役に学会関係者を選任する確率が高かった。これらの結果は、基本的に社外取締役の選任は社外監査役の選任とは独立になされていることを示しているのかもしれない。

## V. まとめ

本研究は取締役会構成と監査役会構成に違いはあるのか、どのような要因が社外取締役の選

択に影響を与えているのかを実証的に検証することにより、日本企業の取締役会の理解を深めることを目指した。

そのために2005年から2010年の東証1部上場企業（金融業、子会社、関連会社は除く）をサンプルとした実証分析を行った。分析結果は以下のようなものであった。企業特性を説明変数とした分析では、規模が大きく、外国人株主の持株比率が高く、時価簿価比率の高い企業ほど社外取締役を導入している確率が高く、また社外取締役の人数、取締役会に占める比率も高かった。これらの結果は外部からの経営監視が行いやすい企業ほど社外取締役に消極的であるという先行研究とほぼ同様な結果である。これに対して、企業特性は社外監査役の数、監査役に占める比率には影響を与えていなかった。ただし、この理由は監査役の半数以上を社外とすることが義務づけられているため、企業特性に関わらず全ての企業が2人以上の社外監査役を任命しているからとも考えられる。ファミリー企業では社外取締役の導入確率が低い一方で、社外監査役が監査役に占める比率は高い傾向が見られた。この結果は、ファミリー企業では社外取締役と社外監査役の果たす役割は異なることを示していると考えられる。

監査役会構成が取締役会構成に与える影響に関しては、直近の社外監査役が多い企業ほど、社外取締役を選任しているという傾向は見られなかった。しかし、監査役会構成の決定要因の分析が示したように2006年3月期以降は監査役の半数以上を社外監査役とすることが義務化されているため全ての企業が2名以上の社外監査役を選任しており、2005年以降の社外監査役数は社外監査役への企業の選好を示しているとは考えにくい。そこで義務化が決定される前

である2001年時点の社外監査役数を説明変数とした分析も行った。分析結果は2001年時点の社外監査役数が多かった企業ほど2005年以降、社外取締役を積極的に選任していることを示していた。すなわち、2001年時点で社外監査役の選任に積極的であった企業は社外取締役も積極的に選任している傾向がみられるのである。この結果は社外取締役を導入しない企業が理由として頻繁に用いる「社外監査役が機能しているから」とは合致しないと考えられる。なぜなら分析結果はそもそも社外監査役に積極的でなかった企業は社外取締役の導入にも積極的でないことを示しているからである。

次に誰を社外取締役とするのかにどのような要因が影響を与えるのかを分析した。分析の結果は銀行からの融資への依存度が低いと考えられる情報通信産業に属している企業ほど銀行家を社外取締役に選任している確率が低い、事業のリスクが高く、訴訟リスクが高いと考えられる企業ほど弁護士を社外取締役に選任している確率が高い、海外売上高比率が高い企業ほど、官僚出身者を社外取締役に選任している確率が高いなど、おおむね各社外取締役の能力や特性に応じた経営上のアドバイスを得るために社外取締役は選択されていることを結果は示していた。しかしながらその一方で、大学教員や研究者、官僚は余剰現金が多く外部からの経営の監視の必要性が高いと考えられる企業で社外取締役に選任される確率が低かった。この結果は日本では特に大学教員や官僚には経営の監視よりも経営への助言が主な役割として期待されていることを示しているのかもしれない。また監査役の選任は社外取締役の選任にはあまり強い影響を与えていなかった。

## 参 考 文 献

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』第50巻第50号 8-18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」宮島英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社 181-213頁。
- 宮島英昭・小川亮 (2012)「日本企業の取締役構成の変化をいかに理解するか：社外取締役の導入の決定要因」『商事法務』第1973号 81-95頁。
- 宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮 (2013a)「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか－「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く〔上〕」旬刊商事法務, 2008号, 2013年9月, 4-14頁。
- 宮島英昭・齋藤卓爾・胥鵬・田中亘・小川亮 (2013b)「日本型コーポレート・ガバナンスはどこへ向かうのか－「日本企業のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート」調査から読み解く〔下〕」旬刊商事法務, 2009号, 2013年9月, 12-21頁。
- Adams, R., Hermalin, B., and Weisbach, M. (2010), "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance : A Conceptual Framework and Survey," *Journal of Economic Literature* 48, 58-107.
- Adams, R., and Ferreira, D. (2007), "A Theory of Friendly Boards," *Journal of Finance* 62, 217-250.
- Agrawal, A., and Knoeber, C. (2001), "Do Some Outside Directors Play a Political Role?," *Journal of Law and Economics* 44, 179-198.
- Boone, A., Field, L., Karpoff, J., and Raheja, G. (2007), "The Determinants of Corporate Board Size and Composition : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 85, 66-101.
- Coles, J., Daniel, N., and Naveen, L. (2008), "Boards : Does One Size Fit All?," *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.
- Guner, B., and Malmendier, U. (2008), "Financial Expertise of Directors," *Journal of Financial Economics* 88, 323-354.
- Harris, M., and Raviv, A. (2008), "A Theory of Board Control and Size," *Review of Financial Studies* 21, 1797-1832.
- Hermalin, B., and Weisbach, M. (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution : A Survey of the Economic Literature," *Economic Policy Review (Federal Reserve Board of New York)*, 7-26.
- Kroszner R., and Strahan, P. (2001), "Bankers on Boards : Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability," *Journal of Financial Economics* 62, 415-452.
- Link, J., Netter, J., and Yang, T. (2008), "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics* 87, 308-328.
- Raheja, C. (2005), Determinants of Board Size and Composition : A Theory of Corporate Boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306.