



Title	商法改正は取締役会のモニタリング機能を高めるか：法律学、経済学の観点からの検証
Author(s)	今村、光雅；坂和、秀晃；渡辺、直樹
Citation	大阪大学経済学. 2007, 56(4), p. 65-76
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/18892
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

商法改正は取締役会のモニタリング機能を高めるか：

法律学、経済学の観点からの検証*

今 村 光 雅・坂 和 秀・晃・渡 辺 直 樹

要 旨

本稿では、平成14年の商法改正の目的を踏まえて、取締役会の規模の縮小と経営者との独立性の高い取締役の導入によって、コーポレート・ガバナンスが改善するかどうかを実証的に明らかにする。商法改正からの期間が短期間でありガバナンス構造の変化には時間がかかることから、同改正の目的の妥当性を直接に検証することは難しい。したがって商法改正以前のガバナンス構造を表す変数を推定することで、間接的に同改正の目的が妥当であるかを検証する。具体的には、1991年～1995年の東証1部上場522社のパネルデータを用いて、取締役会規模と独立的取締役シェアといったガバナンス構造を表す変数と企業業績を表すROAとの相関を検証する。推計結果によれば、Yermack (1996) に代表される米国の先行研究と同様に、board size effect (取締役会規模効果) が日本においても存在し取締役会の規模を縮小することで業績を改善することを示唆している。他方、商法改正以前には独立的取締役のシェアは業績に有意に影響を与えておらず、必ずしもモニタリング機能を果たしていないことが明らかになった。

JEL分類：G30; G32; K22

キーワード：コーポレート・ガバナンス、モニタリング、商法改正、取締役会の規模、独立性の高い取締役

1. はじめに

平成14年の商法改正では、企業のコーポレート・ガバナンスの観点からの取締役会改革が盛り込まれた。商法改正により、全取締役に経営の執行権が付与される従来型会社に加えて委員会設置会社が導入された。委員会設置会社では、経営の執行権は選任された取締役に委任され、その他の取締役と委員会設置会社が経営の執行権者を監督することになる。現状では、従来型会社と委員会設置会社の選択は各企業の判

断に任せられているので、今後制度間競争が起これ、適切な機関形態がより多く選択されると考えられる。しかし、末長・藤川 (2004a, b), 上村 (2001) でも言及しているように、どちらの機関形態に関しても経営者へのモニタリング機能を高めるためには、独立性の高い取締役を導入し、取締役会の人数をスリム化することが必要であると考えられる。本稿の目的は、このような取締役会改革の議論を踏まえて、独立性の高い取締役のモニタリング機能と取締役会のスリム化により企業業績が改善する効果があるかどうかを実証的に確認することである。

Lipton and Lorsch (1992), Jensen (1993) では、取締役会の規模が大きくなるほど企業業績が低くなることを指摘している。この board size effect 仮説を Yermack (1996) が検証し、米国

* 本稿の作成に当たり、高阪章教授（大阪大学大学院国際公共政策研究科）(、筒井義郎教授（大阪大学大学院社会経済研究所）にご教示頂いた。記して感謝の意を示したい。また、本稿中にありうる誤りは全て筆者達の責に帰するものである。

の大企業では board size effect 仮説が成立することを確認している。

日本企業に関して board size effect 仮説を検証した研究としては、中山（1999）、鈴木・胥鵬（2000）、斎藤（2002）が挙げられる。中山（1999）では、通信・家庭用電気機器産業をサンプルとするとき、取締役会の規模と技術的効率性に負の相関があることを示している。鈴木・胥鵬（2000）では、東証1部上場の非金融業企業をサンプルにして board size effect 仮説を確認している。斎藤（2002）では、Eisenberg et al. (1998)に基づいて、企業評価と取締役会の規模を内生変数とする同時方程式モデルを推定している。その結果、結束度の弱い企業集団に対して board size effect 仮説が成立することと、取締役会の規模は、金融機関株主の持株が増えるほど大きくなることを示した。

取締役会の経営者との独立性に関する理論研究としては、Ozerturk（2005）が挙げられる。Ozerturk（2005）は、取締役会の経営者との独立性が低い状況での理論モデルを構築し、取締役会の独立性が高くなるほど取締役会のモニタリング機能は高くなることを示した。

本稿では、東証1部上場の製造業522社のサンプルを用いて、Yermack（1996）の実証研究に基づいた方法で、board size effect 仮説が成立するかどうかを検証する。また、Ozerturk（2005）に基づき、独立性の高い取締役と想定される外部出身取締役、銀行出身役員ダミーが増えるほど、企業業績を改善する効果があるかどうかについても検証する。

本稿の構成は、以下のようになる。2章では取締役会改革を巡る法律的経緯、法改正の実情と、今後の取締役会改革の展望についてまとめる。3章ではデータと記述統計量について分析する。4章では Yermack（1996）のモデルに基づいた実証分析を行い、5章ではその実証結果の解釈を示す。最後に6章で結論を示す。

2. 法律的経緯と法改正の実情

2章では、取締役会に対する監視（モニタリング）を行う株式会社のステークホルダーを巡る議論に着目して、平成14年の商法改正の経緯とその後の法改正の意義について概観する。1節では、平成14年商法改正以前のガバナンスについて、社外取締役、平取締役、監査役会が、経営の執行権を有する取締役会を如何に監視していたかを論じる。

2節では、平成14年の商法改正により委員会設置会社が導入された経緯を論じた上で、従来型の機関形態との並存が行われる現状とその理由について、新会社法の規定を踏まえて解説する。

3節では、1、2節の議論を踏まえた上で今後の取締役会改革の方向性と妥当性について論じる。具体的には、末長・藤川（2004a,b）、上村（2001）で指摘する独立性の高い取締役を導入すべきだという議論と、取締役会の人数をスリム化すべきだという議論の根拠を示す。

2-1. 平成14年商法改正以前の株式会社のガバナンスについて

(1) わが国の伝統的な形態の株式会社（委員会設置会社以外の株式会社。以下「従来型会社」と呼ぶ）においては、取締役会が、取締役の中から代表取締役を選任する形で経営者を任命する（会社法362条3項）。

江頭（2004）によれば、典型的な従来型会社では、代表取締役以外の取締役全員に代表取締役より範囲は狭いものの何らかの業務執行の権限が付与される。そして、彼らは常勤の形で会社に勤務する。従って、彼らも経営者であるとされる。すなわち、典型的な従来型会社では、取締役の全員が経営者で構成され、社外取締役は存在しない。

森本（2003a）では、平成14年改正の時点で変化の兆しあつたものの、従来型会社における

る平取締役の人数が過剰であるが故に、取締役会の合議体としての機能が低下していると指摘している。さらに、社外取締役の存在も例外的であって監督的機能が期待できない状態にあることも指摘している。

江頭（2006）、p347では、取締役会がセレモニー化しており、それは取締役会の人数の多さが原因であるとの指摘を行っている。

(2) 無論、経営者の監視は取締役会のみが行うわけではない。現に、昭和49年の商法改正では監査役に業務執行の監査権限が与えられている。しかし、監査役には経営者の選任・解任権限は付与されず、業務執行監査は「違法性監査」にとどまる上に、元取締役が監査役に就任する場合（いわゆる「横滑り監査役」）や今一歩のところで取締役に就任できなかった者が就任することも多く、経営者の監視体制として強力なものとは言えなかった。

また、このような従来型会社のガバナンスを受け入れられた背景には、社内事情に通じた者による業務執行及び監督が行われる「日本の経営」が順調に進んでいた時代であり、経営者の監督としては、一部の経営者の暴走の阻止及び違法行為の阻止であると認識されていたことがあると考えられる¹。

しかし、バブル経済の崩壊に伴い「日本の経営」を見直す気運が高まり、これが次節で述べる平成14年商法改正の契機となった。

2-2. 平成14年商法改正の経緯と、委員会設置会社と従来型の機関形態の併存

(1) 江頭（2004）では、平成14年商法改正の契機として、以下の二点を指摘している。

第一に、バブル経済が崩壊した1990年代以降の日本経済の低迷の中、昭和56年改正で導入された旧商法260条2項は、経営者の相互監視の強化を定めるものであった。しかし、経営者の

間には、その相互監視の強化により、迅速な会社の意思決定が妨げられているとの主張があった。

第二に、バブル経済の崩壊により、社内のリスク管理体制及び法令遵守（コンプライアンス）体制の不備を明らかにする「事件」が発生したことである。

平成14年商法改正では、上記二点に対応するシステムとして、委員会設置会社²を新設した。宮廻（2006）では、「事件」として、大和銀行株主代表訴訟事件判決（大阪地判平成12・9・20判時1721号3頁）を挙げている。また、同判決を受けて、商法特例法21条の7第1項2号において、委員会設置会社制度に対しても、法務省令所定の事項の決定が要求された³。かかる内部統制についての規制は、企業集団についての内部統制について（会社法で強化）とその他の若干の点を除けば、旧商法の内部統制と会社法のそれに大差は無く、今日の会社法・同施行規則に引き継がれている。

(2) 委員会設置会社の取締役会は、業務執行の監督機関である。すなわち、委員会設置会社は、社外取締役が過半数を占める三委員会が強権（指名委員会および報酬委員会の決定を取締役会が覆すことができない）を有し、業務執行は取締役が選任・解任する執行役に委任される、一種のモニタリング・モデルに基づく機関形態である²。

(3) もっとも、大企業である公開会社でも、委員会設置会社の形態をとるか、従来型の機関形態をとるかの選択は、各会社の自治に委ねられている。これは、経営者支配（巨大な権力を有する社長ないし会長を取締役会において如何にコントロールするか）に対処する特効薬的な方策（機関形態）はないので、複数の制度を選択可能とすることにより「制度間競争」を生じさせ、制度の緊張を通じて機関の運用が改善さ

¹ 江頭（2004）、江頭（2006）p.46も同旨である。

² 江頭p.349、括弧内は同p.496も同旨である。

れることを、法が期待していることによるとされる（江頭（2006），p.495）。

(4) 平成14年改正による委員会設置会社制度の導入時には、制度を採用する会社が殆ど無いのではないかとの懸念もあったが、相当数の有名会社がその制度を採用した。

その理由として、経営者は迅速な会社の意思決定および業務執行と監督の明確な分離を挙げる。また、上記有名会社にはニューヨーク証券取引所に株式を上場している会社が多く、外国人殊に米国人株主に理解しやすい制度として採用したとの見方もある（江頭（2004））。

このように、従来型会社と委員会設置会社との間で「制度間競争」を促し双方の制度の運用の改善を図った立法の目論見は、一応成功したと評価されている（江頭（2004））。

なお、委員会設置会社は、平成14年改正では大会社・みなし大会社のみが採用できる制度であったが、平成17年改正ではベンチャー企業等に委員会設置会社の利用ニーズがあるとの理由から、規模の制約が撤廃された（江頭（2006），p.495注(2)）。

従って、平成17年改正以前は大会社の間でのみ行われていた従来型会社と委員会設置会社の「制度間競争」が、今後は会社の規模に関わらず行われることとなり、一層活発な競争が見られるものと考えられる。

2－3. 今後の取締役会改革の方向性と妥当性

(1) では、従来型会社と委員会設置会社の両制度が併存し、「制度間競争」が進む中、取締役会改革は今後いかなる方向に向かうべきか。この点、上村（2001）が解説する「改訂コーポレート・ガバナンス原則」（以下、「改訂原則」）において、「経営監督機関としての取締役会改革」が明確に目標とされていることが注目に値する。なぜなら、従来型会社における取締役会は経営監督・業務執行という2つの役割を担うところ、あくまで経営監督を第一の役割と

することにより、業務執行の問題は経営執行者と取締役の兼任問題であるとし、ガバナンスマネジメントを峻別してガバナンスの問題を論じることが可能となるからである。

そして、取締役会を経営監督機関として位置づけた場合には、高度の戦略決定機能はCEOこそが有していなければならず、取締役会はそうしたCEOの高度な戦略について、理解・評価・承認することを職責とするのであり、かかる監督的事項のみが取締役会の決議事項となる以上、取締役の人数を絞り込むことが可能であるとする改訂原則の主張は自然なものである³。

(2) この点に関連して、平成14年改正で設けられた重要財産委員会制度を会社法制定時に手直しした制度である、「特別取締役」について取り上げたい。

特別取締役の制度とは、取締役設置会社が、①取締役の数が6人以上、および、②1人以上の社外取締役（2条15号）の存在という要件のいずれにも該当する場合に、取締役会は、a)重要な財産の処分・譲受け、および、b)多額の借財についての決議（法362条4項1号）については、あらかじめ選定した三人以上の取締役のうち、議決に加わることができるものの過半数が出席し（取締役会で要件を加重することは可能）、その過半数（取締役会で要件を加重することは可能）をもって行うことができる旨を定めることができるとするものである（法373条1項）。

すなわち、①②の要件を満たす会社は、a), b) の事項の決定権限を特別取締役に委任することが認められる。

特別取締役の制度は、取締役会の決議事項のうち日常業務的色彩の濃いa), b) の事項の決定を一部の取締役に委ね、取締役会はより基本的な事項の審議に専念することを可能とする

³ この点、森本（2003a）は「取締役の人数が多すぎる」と端的に指摘している。

ためのものである。①の要件は、機動的かつ頻繁に取締役会を招集することが出来る少人数の取締役会にはその制度が必要なく、②の要件は、当該権限委任をしても取締役会の監督機能が働き得ることを保障する必要があるとの理由で設けられている⁴。

かかる制度は、日常業務的色彩の濃い業務に関する決定について取締役会の負担を軽減するものであり、取締役会は「より基本的な事項」である、経営監督により力を注ぐことが可能となるものと考えられる。

(3) ここで、②の要件の社外取締役の資格は、(I) 現在、その会社または子会社(法2条3号、会社則3条1項・3項)の業務執行取締役・執行役・使用人でなく、かつ、(II) 過去に、その会社または子会社の業務執行取締役・執行役・使用人となったことがないことである(法2条15号)。

従って、末長・藤川(2004a)のp.37で指摘されていた、旧法下での社外取締役の定義の不十分性(執行役兼任が排除されていなかったこと)は解消されており、会社法制定により、社外取締役の独立性が高められたと言えよう。

とはいえる、親会社関係者・重要な取引先の関係者等であっても、社外取締役の要件を満たす点については、これらの者が執行役に支配されていなくても、執行役と利害を共通にする点が多いとして批判が強い(江頭(2006), p.496)。

この点、森本(2003b)は、取引所等の自主規制においてより厳格な独立要件を課すことを検討課題としている。具体的には、東京証券取引所等がアクション・プログラムによってかかる要件を課すことが考えられる。

なお、末長・藤川(2004b)のp.112で引用される厚生年金基金連合会の「株主議決権行使

基準」は、取締役会の構成の項目において、「当該企業と一切利害関係を有しない独立した社外取締役が少なくとも1/3以上含まれていることを要する」とする。かかる基準について、機関投資家が株式を長期保有する方針の下、コーポレート・ガバナンスに介入してよりよい経営を求める姿勢を取ることや、社会的責任(CSR)の高まりを背景事情として指摘する。

(4) しかし、社外取締役が普及してくるにつれて、社外取締役はどの程度でその義務を果たしたと言えるのかについての基準の画定も問題になると思われる。当該会社の置かれた状況によって異なる面があるとはいえ、年間で何時間を社外取締役の職務に割くべきかという一定の公的基準が設けられることが望ましい。

(5) 以上より、今後の取締役会改革の方向性は、業務執行と経営監督が混同された従来型会社の取締役会も含め、取締役会の経営監督機能を重視したものである必要がある。そして、その方向性の下では取締役会の構成員たる取締役の人数は基本的に絞り込まれることが妥当である。

また、経営監視機能を重視することから、取締役は経営者とは独立していることが望ましい。この点から社外取締役の重要性が強調されるが、社外取締役が真に独立しているか、また、独立しているとして、社外取締役が義務を果たすとは、どの程度をもってそう認めるのかという問題は、明確に解決されていない。

3. データと記述統計量

1991~1995年度の東証一部上場企業の製造業522社、2610個のサンプルで構成されるパネル

⁴ 江頭(2006) p.382注(17)では、ワンマン社長とその側近の暴走の危険を防止するためとの理由を挙げている。また、上記三段落は江頭(2006) p.380~381に基づく。

⁵ (1)当該年度の決算月が12ヶ月ない企業、(2)役員四季報[1991~1995]に記載されていない企業、(3)財務データの欠損値のある企業については対象から外している。このため、522社のデータを5年分利用することになる。

表1：変数の定義と記述統計量

変 数	平 均	中 央 値	標準偏差
ROA	0.013	0.014	0.001
取締役会の規模	19.825	18.000	0.128
ROA の標準偏差	0.013	0.008	0.015
売上高(100億円単位)	18.260	7.116	39.391
外部出身役員比率	0.214	0.176	0.172
銀行出身役員ダミー	0.388	0.000	0.487
役員持株比率	0.021	0.004	0.041
銀行持株比率	0.411	0.413	0.131
企業持株比率	0.262	0.225	0.149

(注) :外部出身役員は、『役員四季報』の定義に従い、入社後4年以内に取締役に就任した役員を指す。

データを用いて分析する⁵。財務諸表と株式所有構造のデータは、日経NEEDSの本決算データである。取締役会の構成についてのデータは、東洋経済の「役員四季報」(1991-1995)である。

役員四季報は「外部出身取締役」を入社後4年以内に取締役に就任した役員と定義しているので、本稿でもそれに倣って分析する。それぞれの変数の記述統計量は、表1のようにまとめられる。

取締役会の規模は、平均19人余りである。三輪(1998)では、1979-1994年までの上場企業の取締役の人数は、監査役を除くと15人程度であると報告していて、その関係と整合的である。企業業績の変数であるROAの平均、中央値は、それぞれ1.3%，1.4%と低い水準で推移している。サンプル企業が東証1部上場企業であるため、売上高の平均は、1800億円程度と大きい。

取締役会の構成の変数としては、外部出身役員比率と銀行出身役員ダミーの2変数を採用している。外部出身役員比率の平均は21.4%である。Yermack(1996)の対象とする米国企業の平均は54%程度であることを考えると、日本企

業では外部出身役員は少ないと考えられる。

また、銀行出身役員ダミーの平均は38.8%と高い水準であり、メインバンクが役員派遣によるモニタリングを行っている可能性を示唆している。

株式保有構造の変数としては、役員の持株比率と銀行の持株比率と企業持株比率の3変数を用いている。役員の持株比率の平均は2.1%，中央値は0.4%となり、Yermack(1996)の分析する米国企業の平均は9.1%であることを考えると、役員の持株数は少ない。サンプル期間の1991年-1995年は、持ち合いやメインバンク制が続いている時代であり、銀行の持株比率は平均41.1%，企業の持株比率は平均26.2%と高い水準である。

4. 実証モデル

2章では法律学の観点からの考察を行い、現状の取締役会改革の方向性と妥当性について論じた。結果として、独立性の高い取締役を導入すべきであり、取締役会をスリム化すべきであるという改革の方向性が明らかになった。本章ではYermack(1996)のモデルに基づいた実証モデルを使って、この取締役会改革の妥当性を検証する。1節では取締役会の規模(board size)と企業業績の関係を検証し、取締役会の規模が企業業績と負の相関を持つことを示す。2節では企業業績の指標であるROAが、取締役会の規模と負の相関を持つboard size effectと、独立性の高い外部出身取締役の人数が増えるほどROAが増加するかどうかを確認するための推定式を導出する。3節では推定式の予想される符号条件を導出する。

4-1. 取締役会の規模と企業業績の関係

2章では、法律学の見地から森本(2003a)が「取締役の人数が多すぎる」と端的に指摘している。Yermack(1996)は、「取締役の人数

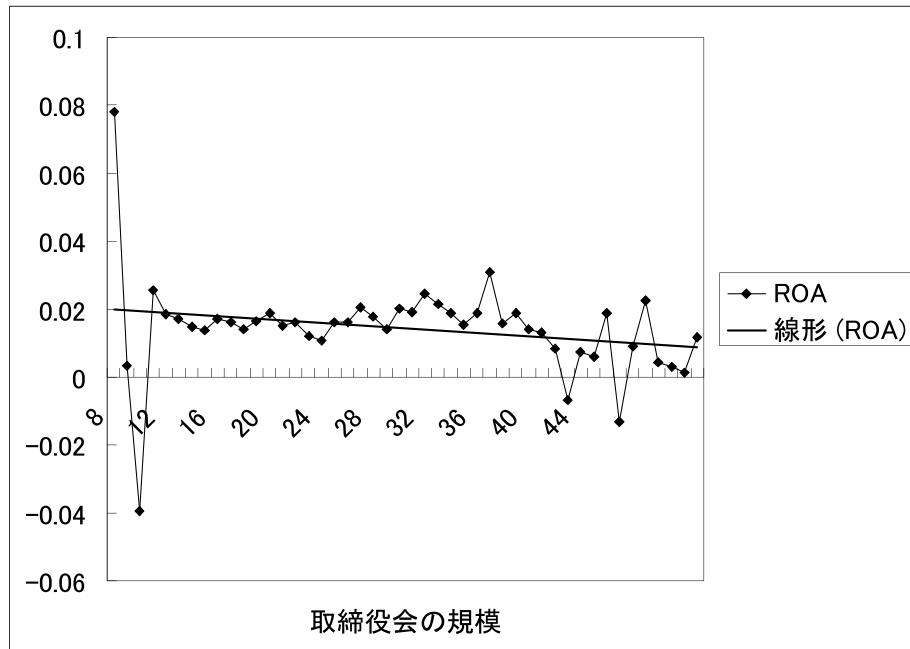


図1：取締役会の規模と企業業績（ROA）の関係

が多いと企業業績が下がる」という board size effect 仮説を検証し、米国企業に関して森本（2003）と同様の結論を得ている。

以下では、1991年から1995年の日本の製造業522社に関して、取締役会の規模（board size）が企業業績の減少関数になっていることを示す。取締役会の規模が同じサンプルの平均 ROA を導出したものが図1である。図1より、取締役会の規模が大きい企業ほど企業業績（ROA）が低いという関係が分かる。

Eisenberg et al. (1998) に倣って、産業間での企業業績の違いをコントロールするために、それぞれの ROA を産業間の平均 ROA で引いて二分の一乗したものを用いたのが、図2である⁶。図2より、取締役会の規模が大きい企業ほど企業業績（ROA）が低いという関係は、産業間の企業業績の違いに依らないことが分かる。

4-2. 実証モデルの推定式の導出

Yermack (1996) の実証研究では board size effect を確認するために、企業業績を示す変数である ROA を被説明変数として、取締役会の規模を説明変数とする回帰分析を行っている。2章の法律学の議論では平成14年の商法改正以前の期間において、監査役会の機能は「違法性監査」にとどまり、経営者に対する監督権の行使は形式的であることを指摘している。したがって、取締役会の規模の変数には監査役を含めない。

本稿では Yermack (1996) と同様に、ROA を被説明変数として取締役会の規模を説明変数とするパネル分析を行う。独立性の高いことが想定される外部出身取締役と銀行出身取締役のモニタリングの効果を考慮して、外部出身取締役比率と銀行出身役員ダミーを説明変数に入れられる。また、株主によるモニタリングの効果を考慮して、役員と銀行と企業の持ち株比率を説明変数として用いる。企業業績のコントロール変数としては過去5年間の ROA の標準偏差、企

⁶ 日本標準産業分類の中分類に従って、522企業を分割した。

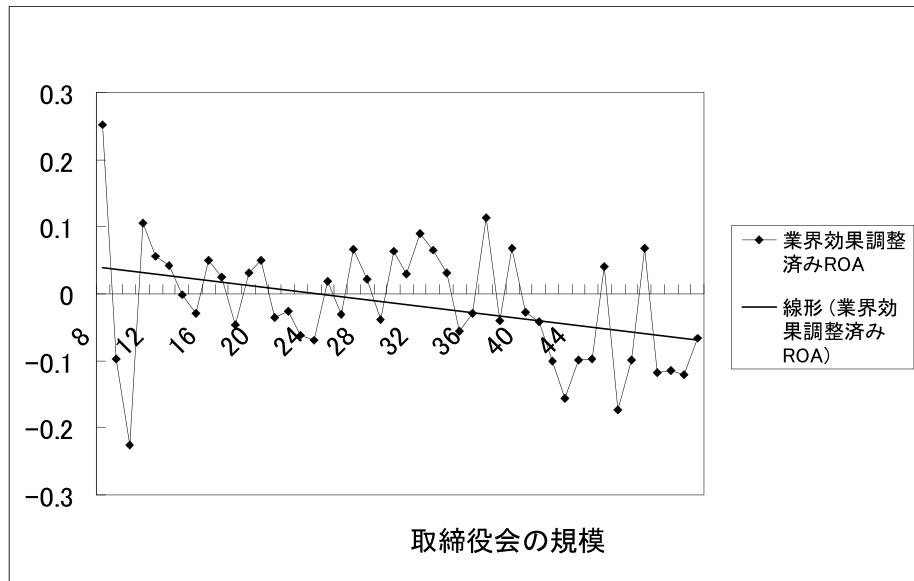


図2：産業間の効果を考慮した取締役会の規模と企業業績（ROA）の関係

業規模のコントロール変数としては売上高を用いる。

推定式は以下の(1)式のようになる。

$$ROA_{i,t} = \beta_1 size_{i,t} + \beta_2 control_{i,t} + \beta_3 board_{i,t} + \beta_4 ownership_{i,t} + c_i + d_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

size = (log (取締役会の規模))
control = (ROA の標準偏差, 売上高)
board = (外部出身役員比率, 銀行出身
役員ダミー)
Ownership = (役員持株比率, 銀行持株比
率, 企業持株比率)

4-3. 予想される符号条件について

推定式(1)の符号条件については以下の表3のようにまとめられる。まず、取締役会の規模の変数については *board size effect* を仮定すると、符号条件は負になる。

企業業績のコントロール変数として過去5年間のROAの標準偏差を用い、企業規模のコントロール変数として売上高の2変数を用いている。ROAの標準偏差の符号条件は負になる。ROAの標準偏差は企業の経営環境の不確実性

表2：推定式(1)の説明変数の符号条件

変 数	予想される符号
Log (取締役会の規模)	+
ROA の標準偏差	-
売上高 (100億円単位)	+
外部出身役員比率	?
銀行出身役員ダミー	?
役員持株比率	+
銀行持株比率	+
企業持株比率	-

を表す変数なので、不確実性が大きくなるほど業績が下がることが予想されるためである。売上高の多い企業ほど業績が高いという関係が予想されるので、売上高の符号条件は正になる。

取締役の構成を表す変数として、外部出身役員比率と銀行出身役員ダミーの2変数を用いている。外部出身役員は取締役会との独立性が高く経営者のモニタリングを行っていると考えた場合、符号条件は正になる。しかし、上村(2001)に所収される「資料 改訂コーポレート・ガバナンス原則」の改訂原則4によれ

ば、社外取締役の独立性の要件として、経営陣から独立して判断を下せることまで要求している。したがって、必ずしも外部出身役員は独立性の高い取締役ではない。また、Core et al. (1999) ではCEO報酬の決定に関して、外部出身役員のモニタリングによる規律付けが働かない結果として発生する過剰報酬によって将来の企業業績が悪化することを示している⁷。Core et al.(1999) の指摘する過剰報酬の効果を考えると、符号条件は負になる。相反する効果が考えられるので、符号条件を予想することはできない。

Hoshi et al.(1990) では、銀行出身役員はメインバンクである銀行が企業の経営者へのモニタリングを働くために派遣していると指摘している。しかし、Kaplan and Minton (1994) では、銀行の役員派遣が行われている企業の方が、企業業績が低いという結果を示している。Morck and Nakamura (1999) では、業績が悪い銀行出身役員が派遣されている企業は、その後も企業業績が改善しなかったことを示している。したがって、銀行出身役員のモニタリングに関しては相反する効果があるので符号条件は定まらない。

株式所有構造の変数としては、役員株主比率と銀行持株比率と企業持株比率の3変数を用いる。役員株主は、自社株の保有量が増えるほど、企業業績を上げ自社株の配当とキャピタルゲインの増加をやすやすインセンティブを持つことになる。したがって、役員持株比率の符号条件は正になると期待される。

Litchenberg and Pushner (1994) は、銀行株主の持株が多いほど企業の生産性が上がるという実証結果を報告している。銀行株主は、経営者へのモニタリングを十分に行っているならば、

銀行持株比率の符号条件は正になると期待される。

また、Litchenberg and Pushner (1994) は、企業株主が多い場合、経営者へのモニタリングが働く企業の生産性を下げる効果があることを示している。彼らは、企業株主が多くて持ち合いで関係にある企業では、経営環境と企業業績が悪化した場合、市場からの売り圧力が弱まり、結果として経営者へのモニタリングによる規律付けが働くなくなると解釈している。すなわち、企業株主比率の符号条件は負になると期待される。

5. 実証結果とその解釈

(1)式について、説明変数選択の異なる(i), (ii)の2式を推定する。推定式(i)では、株式所有構造の変数として役員持株比率と銀行持株比率の2変数を説明変数として推定を行う。推定式(ii)では、株式所有構造の変数に企業の持株比率の変数を加えて推定する。推定結果は表3に示す。

まず、推定式(i), (ii)では、取締役の規模の変数が有意水準5%で負になる。したがって、board size effect が存在することが分かる。ROAの標準偏差は、推定式(i), (ii)の両方とも有意水準1%で負になる。売上高に関しては有意な結果は得られない。取締役会の構成の変数について、外部出身役員比率は有意水準10%で負になる。また、銀行出身役員ダミーは有意水準でないものの負になる。これらの結果から、外部出身役員と銀行出身役員の経営者に対するモニタリングは不十分であると解釈できる。

株式所有構造の変数については、推定式(i), (ii)で、役員持株比率と銀行持株比率の両方とも有意水準1%で正になり符号条件と整合的である。推定式(i), (ii)では、役員株主の比率が1%増えると、ROAがそれぞれ

⁷ Sakawa and Watanabe (2006) は、1991~1995年の日本の製造業企業の経営者報酬を分析し、他社と兼任の外部出身取締役のモニタリングによる規律付けが働くことを示している。

表3：(1)式の推定結果

変数	(i)	(ii)
定数項	0.036*** [0.000]	0.031*** [0.000]
Log(取締役会の規模)	-0.007*** [0.004]	-0.007*** [0.003]
ROA の標準偏差	-0.637*** [0.000]	-0.635*** [0.000]
売上高	0.000 [0.885]	0.000 [0.880]
外部出身役員比率	-0.001 [0.833]	-0.001 [0.837]
銀行出身役員ダメー	-0.001 [0.479]	-0.001 [0.475]
役員持株比率	0.060*** [0.000]	0.064*** [0.000]
銀行持株比率	0.025*** [0.000]	0.028*** [0.000]
企業持株比率		0.003 [0.601]
Adjusted R-squared	0.142	0.139
Hausman Test	17.779 [0.086]	17.745 [0.123]
モデル選択	Random Effect	Random Effect

(注) : 推定値の下の行の数値は, p 値を表す。また, 推定値の左上の*, **, ***は, それぞれ有意水準10%, 5%, 1%を表す。

0.060%, 0.064% 上がることを表していて, 役員株主が企業業績を上げるインセンティブが付与されていると解釈できる。また, 推定式 (i), (ii) では, 銀行株主の持ち株比率が1% 増えると, ROA がそれぞれ0.025%, 0.028% 上がることから, 銀行株主はモニタリングを十分に行っていたと分かる。また, 推定式 (ii) で用いた企業株主比率については, 有意な結果は得られなかった。

以上の結果より, 日本の製造業にも board size effect が存在することが明らかになった。また, 取締役会との独立性の高いと考えられる外部出身役員と銀行出身役員のモニタリングによる規律付けが, 働いていないことが分かった。

のことから, 取締役会改革を行い, 経営者の独立性が高くモニタリングを十分に行う取締役を導入することが, 必要であると解釈できる。他方, 役員株主には企業業績を上げるインセンティブが適切に付与されており, 銀行株主はモニタリングを十分に行っていることが示された。

6. 結論

本稿では, 商法改正により導入された従来型会社と委員会設置会社の並存ルールの下での取締役会改革の方向性と妥当性について論じた。まず, 法律学の議論から今後の取締役会改革の方向性としては, 取締役会の規模のスリム化と経営者との独立性の高い取締役の導入が必要であることが分かった。次に, 1991~1995年の522社のパネルデータを用いた分析で, 取締役会改革の妥当性を検証した。結果として, 取締役会の規模を減らすことで企業業績を引き上げる効果があることが明らかになった。すなわち, 日本の製造業にも board size effect が存在することが判明した。しかし, 経営者との独立性の高いと想定される社外出身取締役のモニタリングが不十分であることが分かった。また, 先行研究と同様に銀行派遣の役員のモニタリングは不十分であるものの, 株主としては, 銀行はモニタリング機能を果たしていることが判明した。また, 役員株主が増えるほど企業業績が上がることも明らかになった。

本稿の結果から, 取締役会の規模のスリム化は必要であるが, より独立性の高い社外取締役を導入することが必要であるというインプリケーションが得られる。法律的に, 社外取締役の要件を厳しくして, 独立性を担保することも必要であると考えられる。また, 森本 (2003b) が検証課題と指摘するように, 東証が独立性の高い取締役を導入するように上場企業に対して, アクション・プログラム等を用いた自主

規制を行うことも有用であると考えられる。

今後の課題としては、平成14年以後の従来型会社と委員会設置会社の並存ルールの下で、導入制度の違いにより社外取締役の果たす役割が異なるかどうかを検証することが挙げられる。

(広島大学大学院法務研究科修了生)
(大阪大学大学院経済学研究科博士後期課程)
(大阪大学大学院国際公共政策研究科博士後期課程)

参考文献

1. 上村達夫 (2001) 「改訂コーポレート・ガバナンス原則の特徴」『商事法務』, No. 1612.
2. 江頭憲治郎 (2004) 「日本の公開会社における取締役の義務」『商事法務』, No. 1693.
3. 江頭憲治郎 (2006) 「株式会社法」有斐閣.
4. 神田秀樹 (2006) 「会社法(第8版)」弘文堂.
5. 斎藤達弘 (2002) 「取締役会の規模と企業評価—グループ企業のガバナンス」『日本経済研究』, No. 45, 86–111頁.
6. 末長敏和・藤川信夫 (2004a) 「コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題—経営機構改革の具体例の検討、内部統制システム等に関する考察を中心として—」『経済経営研究』, No. 24(5).
7. 末長敏和・藤川信夫 (2004b) 「コーポレート・ガバナンスの世界的動向—欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに「会社法制の現代化に関する要綱草案」の動向」『経済経営研究』, No. 25(3).
8. 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』, Vol. 38, No. 9, 47–65頁.
9. 中山徳良 (1999) 「日本企業の生産性と役員数」『日本経済研究』, No. 38, 48–61頁.
10. 宮廻美明 (2006) 「内部統制をめぐる最近の動きと企業の課題」『商事法務』, No. 1766.
11. 三輪芳郎 (1998) 「取締役会と取締役」『会社法の経済学』東京大学出版会.
12. 森本滋 (2003a) 「委員会等設置会社制度の理念と機能(上)－監査委員会と監査役の制度の比較を中心に－」『商事法務』, No. 1666.
13. 森本滋 (2003b) 「委員会等設置会社制度の理念と機能(中)－監査委員会と監査役の制度の比較を中心に－」『商事法務』, No. 1667.
14. Core, J. E. and R. W. Holthausen and D. F. Larcker (1999) "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics* 51, 371–406.
15. Eisenberg, T. and S. Sudgren and M. T. Wells (1998) "Larger board size and decreasing firm value in small firms," *Journal of Financial Economics* 48, 35–54.
16. Hoshi, T. and A. Kashyap and D. Scharfstein (1990) "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan," *Journal of Financial Economics* 27, 67–88.
17. Jensen, M. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance* 48, 831–880.
18. Kaplan, S. N. and B. A. Minton (1994) "Appointments of Outsiders to Japanese Board Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics* 36, 225–258.
19. Lipton, M and J. W. Lorsch (1992) "A modest proposal for improved corporate governance," *Business Lawyer* 48, 59–77.
20. Litchenberg, F. R. and G. M. Pushner (1994) "Ownership structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy* 6, 239–261.
21. Morck, S and M. Nakamura (1999) "Banks and Corporate Control in Japan," *Journal of Finance*

- 54, 319–339.
22. Ozerturk, S. (2005) “Board independence and CEO pay,” *Economic Letters* 88, 260–265.
23. Sakawa, H. and N. Watanabel (2006) “The relationship between Managerial compensation and Business Performance in Japan: New evidence using Micro Data”, Discussion Papers in Economics and Business 06–29, Osaka University.
24. Yermack, D. (1996) “Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors,” *Journal of Financial Economics* 40, 185–211.

Does the amendment of Japanese Commercial Law increase the board’s monitoring intensity ?: A legal and economic approach

Mitsumasa Imamura, Hideaki Sakawa, and Naoki Watanabel

The purpose of this paper is to analyze the impact of the amendment of the Japanese Commercial Law in 2002, which aims at corporate governance reforms. We empirically examine whether corporate governance of Japanese firms improves with the smaller board size and the larger share of independent directors. It is difficult to directly examine whether the corporate governance is improved by the amendment because there is not enough time to realize stronger governance system after it. In this paper, we check the relevance of the amendment by estimating the effect of governance structure before it. Using a 1991–1995 panel data of 522 firms listed at the 1st section of the Tokyo Stock Exchange, we examine the relationship between governance structure and profitability. Then, we find that the board size effect exists in Japan as in the US, as shown in the previous studies such as Yermack (1996), and also that there is no significant relationship between the share of independent directors and profitability. This means that the monitoring of independent directors is inadequate in Japan.

JEL Classifications: G30; G32; K22

Key Words: Board Size, Corporate Governance, Independent Directors, Japanese Commercial Law’s amendment, Monitoring