

# コーポレート・ガバナンス・メカニズムと 企業パフォーマンスの関係に関するサーベイ\* —内部ガバナンス・メカニズムを中心に—

松 本 守†

1. はじめに
2. 株式所有構造
  2. 1 経営者による株式保有
  2. 2 大株主(ブロックホルダー)による株式保有
3. 取締役会
  3. 1 取締役会規模
  3. 2 社外取締役
  3. 3 社外取締役の兼任
  3. 4 取締役会のダイバーシティ
  3. 5 取締役会の開催頻度
4. 経営者報酬と経営者交代
  4. 1 経営者報酬
  4. 2 経営者交代
5. おわりに

## 1. はじめに

コーポレート・ガバナンス(Corporate Governance)とは、企業への資金供給者である投資家はその投資に対するリターンを確実に得ることができるようにすることであり(Shleifer and Vishny (1997), Denis and McConnell (2003)), これを実現する仕組みとなるのが各種のコーポレート・ガバナンス・メカニズムである<sup>1</sup>。逆に言えば、このことはコーポレート・ガバナンス・メカニズムが適切に機能しなければ、投資のリスクに見合ったリターンを投資家にもたらしることができないことを意味している。

---

\* 本研究は文部科学省科学研究費補助金(基盤研究(B), 課題番号23330107)・(基盤研究(C), 課題番号60435097)の助成を受けている。

† E-mail:m\_mamoru@kitakyu-u.ac.jp

1 Denis and McConnell (2003)はコーポレート・ガバナンス・メカニズムを、内部ガバナンス・メカニズム(internal governance mechanism)と外部ガバナンス・メカニズム(external governance mechanism)の2つに分類している。そこでは、前者に該当するものとして、株式所有構造、取締役会、経営者報酬、後者に該当するものとして、乗っ取り市場、法的制度を挙げている。

所有と経営が分離した企業では、株主（プリンシパル）に経営を委任された専門経営者（エージェント）が経営を行う。こうした株主と経営者といったエージェンシー関係においては、経営者と株主間における情報の非対称性によって、プリンシパルである株主がエージェントである経営者の行動を完全に監視することができないため、経営者が私的便益を迫及しようと機会主義的な行動を取る可能性が生じる。つまり、経営者と株主間のエージェンシー問題が顕在化し、エージェンシーコストが発生することで企業価値が低下することになる（Jensen and Meckling (1976)）。このように考えると、コーポレート・ガバナンス・メカニズムとは、エージェンシー問題から生じるエージェンシーコストを低減させる仕組みと言えよう。

これまでコーポレート・ガバナンスに関する膨大な理論・実証研究が行われてきている。ここでは、エージェンシー問題によって生じるエージェンシーコストを低減するような強固なコーポレート・ガバナンス（Stronger Corporate Governance）を有している企業のパフォーマンスが、相対的にそうではない企業と比較して優れていると主張されることが少なくない（Gompers et al. (2003), Cremers and Nair (2005), Black et al. (2006), Bauer et al. (2008), Morey et al. (2009), Ammann et al. (2011), Giroud and Mueller (2011) など）<sup>2</sup>。強固なコーポレート・ガバナンスを有している企業とは、エージェンシーコストを低減させる各種のコーポレート・ガバナンス・メカニズムを積極的に採用している企業であるとも言える。

また、Fama and Jensen (1983b) は、企業が存続（survival）していくにはエージェンシー問題をコントロールすることが重要であると述べている。つまり、エージェンシー問題から生じるエージェンシーコストをいかに低減させるかが企業の存続にとって重要であり、そうでなければ企業は倒産や他企業からの買収によって消滅することになる。実際、航空業界を対象とした Kole and Lehn (1999) や創業後間もない若い企業を対象とした Berry et al. (2006) らの研究によって、企業は環境に応じてコーポレート・ガバナンス・メカニズムを採用して自社を規律付けることなしには存続し続けることができないということが実証的に明らかにされている。

本稿では、企業パフォーマンス（Firm performance）<sup>3</sup>に影響を与える要因と考えられているコーポレート・ガバナンス・メカニズムのうち、株式所有構造や取締役会といった内部ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係を中心に、ファイナンスや経済学の分野における国内外の実証研究をサーベイし、わが国企業を対象とした研究がどこまで行われているのかを明らかにすることを目的としている。

近年では、コーポレート・ガバナンスに関する優れたサーベイ論文が多数存在しているが（Shleifer and Vishny (1997), John and Senbet (1998), Denis and McConnell (2003), Hermalin and Weisbach (2003), Fields and Keys (2003), Gillan (2006), Yermack (2006), Adams et al. (2010) など）、企業パフォーマンスとの関係を中心に包括的にサーベイしている点が本

2 一方、Core et al. (2006), Bhagat and Bolton (2008), Ertugrul and Hegde (2009) などでは、強固なコーポレート・ガバナンスを有している企業が必ずしも高いパフォーマンスを示しているわけではないことが指摘されている。

3 本稿で用いている企業パフォーマンス（Firm performance）とは、会計情報に基づく業績指標（ROA や ROE など）や短期的および長期的な株式市場による評価（株式収益率や Tobin's Q など）だけでなく、企業の状態（state）も含めた広範なパフォーマンス概念として用いている。

稿の特徴であり、多くのサーベイ論文と異なる点である<sup>4</sup>。

本稿の構成は以下の通りである。2節では豊富な研究の蓄積がある株式所有構造に関する実証研究をレビューする。3節では近年研究が盛んな取締役会に関する実証研究を整理する。4節では経営者への規律付けの仕組みである経営者報酬と経営者交代に関する実証研究をレビューする。最後に、5節では結論を述べる。

## 2. 株式所有構造

Jensen and Meckling (1976) に端を発する、株式所有構造 (ownership structure) と企業パフォーマンスの関係に関する研究は、国内外を問わず、膨大な数に及んでいる。本節では、経営者の株式保有と大株主の株式保有に関する主要な先行研究をレビューする。

### 2. 1 経営者による株式保有

Jensen and Meckling (1976) は、経営者の持株比率が低下するにつれて、所有と経営の分離から生じる経営者と株主間のエージェンシー問題が顕在化し、エージェンシーコストが発生することで企業価値が低下することを主張した<sup>5</sup>。この主張に基づけば、経営者と株主の利害が一致している (=経営者の持株比率が高い) 企業ほど企業パフォーマンスが高いことになる。一般に、経営者 (企業内部者) による株式保有 (insider holding) が増加するにつれて、経営者と株主の利害が一致することで株主の富を最大化するような経営が行われ、エージェンシーコストが低下し、結果として企業パフォーマンスが向上することをアライメント効果 (alignment effect) と呼ぶ。

一方、経営者による株式保有が多くなると、経営者が身の保身に走るあまり、企業外部からの規律付けから逃れようとすることで、エージェンシーコストが増加し、企業パフォーマンスが低下することをエントrenchメント効果 (entrenchment effect) と呼ぶ。

これらのことから、経営者のエントrenchメントによるコスト (エントrenchメント効果) と経営者・株主間の利害の一致によるベネフィット (アライメント効果) のトレードオフによって、企業パフォーマンスが決まることになる。

Morck et al. (1988) は、米国企業を対象に、経営者の持株比率と企業パフォーマンス (Tobin's Q) のクロスセクショナルな関係を分析し、経営者の持株比率が5%になるまでは両者には正の関係があり (アライメント効果)、経営者の持株比率が5%から25%までは両者には負の関係があり (エントrenchメント効果)、経営者の持株比率が25%以上を超えると両者には正の関

4 近年、コーポレート・ガバナンスに関する研究は急増しており、この分野に関連する実証研究だけでもあまりに多すぎるため、本稿だけでそれら全てをサーベイすることは非常に困難である。本稿では、コーポレート・ガバナンス研究のうち、企業パフォーマンスと直接的な関連のある主要な先行研究を取り上げているに過ぎないことを予め断っておく。

5 Jensen and Meckling (1976) は、経営者と株主間のエージェンシー問題だけでなく、株主と債権者間のエージェンシー問題も理論的に分析している。そこでは、経営者が株主の利害に沿った行動をとる場合、経営者が債権者から株主に富を移転させるために、 $NPV < 0$  であるような投資プロジェクトを実行する可能性があることを指摘している。このようなタイプのエージェンシー問題は、資産代替問題 (assets substitution problem) あるいは過大投資問題 (over-investment problem) と呼ばれる。

係がある（アライメント効果）ことを見出している。つまり、この結果は経営者の持株比率と企業パフォーマンスには非線形の関係があることを示唆している。

米国企業を対象にした McConnel and Servaes (1990) のクロスセクション分析によれば、経営者の持株比率がおよそ 40～50%に達するまでは、持株比率の上昇とともに企業パフォーマンス (Tobin's Q) も上昇していくが、それを超えると企業パフォーマンスが低下していくことを報告している。さらに、Hermalin and Weisbach (1991) も米国企業を対象に同様の分析を行い、極めて類似する結果を報告している。

Short and Keasey (1999) は、英国企業を対象に、上述の一連の研究と同様の分析を行っている。そこでは、経営者の持株比率と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係について、持株比率が 15.58%で企業パフォーマンスが最大となり、41.84%で最小となることが報告されている。

Kim et al. (2004) は、経営者の持株比率と企業パフォーマンス (EBIT/総資産など) の関係について、相対的に持株比率が低い範囲では両者に正の関係があり、持株比率が高い範囲では両者に負の関係が存在するかどうかを、株式公開したばかりの IPO 企業を対象に検証している<sup>6</sup>。そこでもまた、経営者の持株比率と企業パフォーマンスの関係には、アライメント効果とエントレンチメント効果が存在することを見出している。具体的には、Kim et al. (2004) は、経営者の持株比率が 31%になるまでは両者には正の関係があり、経営者の持株比率が 31%から 71%までは両者には負の関係があり、経営者の持株比率が 71%以上を超えると両者には正の関係があることを報告している。

一方で、Demsetz and Villalonga (2001) は、米国企業対象に、内生性の問題に配慮した上で、経営者の持株比率と上位 5 大株主の持株比率に着目して、株式保有と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROE) のクロスセクショナルな関係を分析している。そこでは、通常の OLS と 2SLS (二段階最小二乗法) による推計を試みており、両者に有意なシステムティックな関係はないことを指摘している。

日本企業を対象とした研究として宮島・齋藤・尾身 (2005) がある。宮島・齋藤・尾身 (2005) は、戦前期 (1928 年～1936 年) の日本企業を対象に、経営者の持株比率と企業パフォーマンス (ROA・ROE) の関係を分析し、両者の関係が非線形であることを見出している。具体的に

---

6 IPO (Initial Public Offering, 以下 IPO) は所有と経営が分離するイベントであり、IPO 前後でエージェンシー問題の程度が異なるという意味で、学術的にも興味深いイベントであることから、これまで多くの研究者の注目を集め、様々な角度から研究が行われてきた。例えば、IPO における定型化された事実 (Stylized Fact) の 1 つとして知られている、IPO 後の長期的な企業パフォーマンスの悪さ (Long-run Underperformance) に関する研究では、経営者の持株比率と IPO 後の業績パフォーマンス (operating performance) の間には有意に正の関係があることが報告されており、所有と経営の分離が進んだ結果、経営者のインセンティブが低下したことによって IPO 後の業績パフォーマンスが低迷していると解釈されている (Jain and Kini (1994), Kutsuna et al. (2002), Balatbat et al. (2004) など)。同様に、経営者の持株比率と (IPO からの) 上場期間に関するサバイバル分析 (イベント・ヒストリー分析) によっても、経営者の持株比率が上場期間に有意に正の影響を及ぼしていることが見出されており (Hensler et al. (1997), Jain and Kini (1999), Yan and Sheu (2006) など)、エージェンシー理論 (Jensen and Meckling (1976)) と整合的な結果が報告されている。一方で、IPO 後の企業パフォーマンスの悪さをマーケットタイミングの観点から説明している研究として Ritter (1991) がある。Ritter (1991) は、IPO 後の長期株価パフォーマンスが低迷するという傾向は、投資家が成長企業の利益獲得能力 (earnings potential) について楽観的になり、また、そうした企業もこのような過大評価を利用して IPO を行っているために生じていると結論付けている。

は、経営者の持株比率が19%に達するまでは、持株比率の上昇とともに企業パフォーマンスも上昇していくが、それを超えると企業パフォーマンスが低下していくことを報告している。

Chen et al. (2003)も日本企業を対象に、経営者の持株比率と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。そこでは、経営者の持株比率が低い範囲では、経営者の持株比率が増加するにつれて企業パフォーマンスは低下し、経営者の持株比率が高い範囲では、経営者の持株比率が増加するにつれて企業パフォーマンスは上昇することを見出している。この結果は多くの先行研究と異なり、経営者の持株比率と企業パフォーマンスの関係がU字型であることを示唆している。Chen et al. (2003) はまた、2SLSによる推定も行い、経営者の持株比率が増加するにつれて、企業パフォーマンスが単調増加することも報告している。

他方で、持株比率の低い(所有と経営の分離が生じている)専門経営者ではなく、創業社長(owner=manager)や創業者一族(founding family)による株式保有に着目した研究も行われている<sup>7</sup>。

Anderson and Reeb (2003) は、米国企業(S&P500)を対象に、創業者一族による株式保有と企業パフォーマンス(ROA・Tobin's Q)の関係を分析している<sup>8</sup>。そこでは、創業者一族の持株比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしているだけでなく、創業者一族の株式保有と企業パフォーマンスの関係にも非線形の関係があることが見出されている。そこではまた、ファミリー企業(Family Firms)は非ファミリー企業よりも企業パフォーマンスが有意に優れていること、創業社長が存在している企業ほど有意に企業パフォーマンスが高いことも報告している<sup>9</sup>。

Villalonga and Amit (2006) は、米国企業(Fortune 500)を対象に、創業者一族による株式保有と企業パフォーマンス(Tobin's Q)の関係を分析し、創業者一族株式保有ダミー(創業者一族の1人以上が取締役か執行役員である、あるいは、当該企業の株式の5%以上を保有していれば1、そうでなければとなるダミー変数)および創業者一族による持株比率のいずれも企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることを報告している。

Andres (2008) は、フランクフルト証券取引所に上場しているドイツ企業を対象に、創業者一族による株式保有と企業パフォーマンス(ROA・Tobin's Q)の関係を分析している。そこでは、創業者一族の持株比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしているだけでなく、

7 創業社長といった経営者の特性に着目した研究としては次のようなものもある。Adams et al. (2005) は、取締役会などのグループでの意思決定(group decision-making)に強い影響力を有しているCEO (powerful CEO)の存在が、企業パフォーマンス(Tobin's Q, ROA)に影響を及ぼしているかどうかを分析している。そこでは、グループでの意思決定に強い影響力を有しているCEOの存在を、①CEOが創業者であるかどうか、②社内取締役のみに占められている取締役会におけるCEOであるかどうか、③CEOが会長(chairman)と社長(president)の両方を兼務しているかどうかの3つの観点からとらえている。分析の結果、グループでの意思決定に強い影響力を有しているCEOが存在する企業ほど、企業パフォーマンスの変動性(variability)が激しくなるものの(仮説と整合的)、企業パフォーマンス自体に及ぼす影響は明確ではなく曖昧であり、エージェンシー理論とも整合的ではないことを報告している。

8 Anderson and Reeb (2003)によれば、米国のS&P500(1992~1999年)に含まれている企業のうち、およそ35%はファミリー企業(family firms)であり、創業者一族が平均で発行済株式のおよそ18%を所有している。なお、Anderson and Reeb (2003)では、創業者一族が当該企業の株式を保有している場合か創業者一族が当該企業の取締役メンバーとなっている場合のいずれかに該当する企業をファミリー企業と定義している。

9 Adams et al. (2009)も同様の分析を行い、類似した結果を報告している。

(有意水準は低い)が 創業者一族の株式保有と企業パフォーマンスの関係にも非線形の関係があるとする Anderson and Reeb (2003) と整合的な結果を報告している。そこではまた、ファミリー企業 (Family Firms) は非ファミリー企業よりも企業パフォーマンスが有意に優れていること、創業社長が存在している企業ほど有意に企業パフォーマンスが高いことも見出ししており、これらの点も Anderson and Reeb (2003) と整合的な結果である。

齋藤 (2006) は、日本企業を対象に、創業者一族の持株比率が 5% 以上で、なおかつ社長もしくは会長が創業者一族出身者である企業をファミリー企業と定義し、ファミリー企業の株式保有と企業パフォーマンス (ROA) の関係を分析している。ここでは、創業者一族の持株比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしているだけでなく、創業者一族の株式保有と企業パフォーマンスの関係に非線形の関係があることを見出ししており、Anderson and Reeb (2003) と整合的な結果を報告している<sup>10</sup>。

このように、多くの研究で経営者や創業者一族の株式保有が企業パフォーマンスに影響を及ぼすことが観察されているが、それらの株式保有は企業パフォーマンスに対してポジティブな効果 (アライメント効果) をもたらすだけでなく、ネガティブな効果 (エントレンチメント効果) も生み出すことが示唆されていた。ただし、推計方法によっては少なからず例外もあり (Demsetz and Villalonga (2001) や Chen et al. (2003) など)、内生性の問題への対応が課題となるであろう<sup>11</sup>。

## 2. 2 大株主 (ブロックホルダー) による株式保有

すでに述べたように、所有と経営が分離した企業では、経営者と株主間にエージェンシー問題が生じる可能性がある。エージェンシー理論が教えてくれるように、このようなエージェンシー問題を軽減する有効な手段の一つが経営者に対するモニタリングである。しかしながら、モニタリングにはコストがかかる。現代大企業のように、株式所有構造が広範に分散している場合、持株比率が低い個々の株主が個人でコスト全額を負担して経営者をモニタリングしたとしても、そのモニタリングから生じるベネフィットについては、株主全員が得る一方で、その株主にとっては低い持株比率分だけ得るにすぎないため、他の株主がモニタリングしてくれるのを期待するようになる。不幸にも、全ての個々の株主が同じように考えることで、結果的に経営者に対するモニタリングは行われなくなる。つまり、深刻なフリーライダー問題が生じる (Hart (1995))。

10 齋藤 (2006) によると、1990 年度の上場企業 1823 社におけるファミリー企業の概要は次の通りである。1823 社のうち 738 社 (40%) において創業者一族に関連した株主が株主上位 20 位以内に含まれている。また、545 社 (30%) においては創業者一族の持株比率が 5% を超えており、194 社 (10%) では持株比率が 20% を上回っている。創業者一族が最大株主となっている企業は 455 社 (25%) もある。758 社 (41%) では創業者一族の出身者が取締役として在籍している。創業者一族に関連した株主が株主上位 20 位以内に含まれている、もしくは創業者一族出身者が取締役を務めている企業は 820 社 (45%) である。創業者一族出身者が経営陣 (社長もしくは会長) に含まれている企業は 657 社 (36%) である。

11 他方で、経営者の株式保有と利益調整行動 (earnings management) の関係をエージェンシー理論のフレームワークで分析している研究もある。Warfield et al. (1995) は、経営者の持株比率と裁量的会計発生高 (discretionary accounting accruals) の絶対値には有意に負の関係があり、経営者の持株比率が低いほど機会主義的な利益調整が行われていることを見出ししている。

このようなフリーライダー問題を解決することができるかと期待されているのが、モニタリングにかかるコストを回収するのに十分な株式を保有している、大株主（ブロックホルダー）の存在である。つまり、当該企業における株式を一定程度保有している大株主はフリーライダー問題を緩和する主体であり、経営者を実効的にモニタリングするインセンティブを持つ（Shleifer and Vishny（1986））。したがって、大株主の持株比率が大きいほど企業パフォーマンスにポジティブな影響を及ぼすことが予想される。

Claessens et al.（2002）は、東アジアの8ヶ国<sup>12</sup>の企業を対象に、大株主（筆頭株主）の株式保有と企業パフォーマンス（時価簿価比率）の関係を分析し、大株主の持株比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることを見出しており、大株主によるモニタリング効果を支持している。

Lins（2003）は、世界18ヶ国（新興市場）<sup>13</sup>の企業を対象に、外部大株主（ブロックホルダー）の株式保有と企業パフォーマンス（Tobin's Q）の関係を分析し、両者に有意に正の関係があることを報告している。

Howton（2006）は、1997年度にIPOを行った米国企業290社を対象に、IPO時における情報（目論見書）を用いて、IPO企業のガバナンス特性がIPO後の3つの状態（生存・買収・倒産）に及ぼす影響を分析している。Howton（2006）の分析では、ベンチャーキャピタルによるバックアップ、創業社長の存在、ブロックホルダーの存在などがIPO後の状態に影響を及ぼしており、特にブロックホルダーの存在がIPO企業のサバイバーシップ（Survivorship）に有意に正の影響を及ぼしていることを指摘している。

西崎・倉澤（2003）は、バブル期前後（1980年～1999年）の日本企業を対象に、大株主（金融機関持株比率＋非金融法人持株比率＋海外部門持株比率）の株式保有が企業パフォーマンス（Tobin's Q）に影響を及ぼしているかどうかを分析している。そこでは、大株主持株比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることから、大株主によるモニタリングを通じて企業パフォーマンスを高めていると指摘されている。そこではまた、1980年代（バブル期）には両者に有意な関係が見られないが、1990年代（バブル崩壊後）には両者に有意に正の関係が見られることから、大株主のモニタリングの重要性が1990年代に重要性を増してきていると解釈している。

宮島・齋藤・尾身（2005）は、戦前期（1928年～1936年）の日本企業を対象に、大株主（筆頭株主）の持株比率と企業パフォーマンス（ROA・ROE）の関係を分析し、大株主の持株比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることを見出している。

福田・粕谷・中島（2006）は、先行研究の大部分が上場企業を対象にしており、非上場企業の株式所有構造が上場企業のそれとは著しく異なることなどから、日本における非上場企業（資本金1億円以上）を対象に、株式所有構造（大株主）と企業パフォーマンス（Tobin's Q<sup>14</sup>・営

12 8ヶ国には香港・インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・台湾・タイが含まれている。

13 18ヶ国にはアルゼンチン・ブラジル・チリ・チェコ・香港・インドネシア・イスラエル・マレーシア・ペルー・フィリピン・ポルトガル・シンガポール・南アフリカ・韓国・スリランカ・台湾・タイ・トルコが含まれている。

14 福田・粕谷・中島（2006）は、将来利益の割引現在価値を資本ストックの再取得価格で除すことで非上場企業のTobin's Qを算出している。詳細は福田・粕谷・中島（2006）の26頁～28頁を参照されたい。

業利潤率)の関係を分析している。具体的には、とりわけ非上場企業(第三セクターも含む)が特定の個人や法人(親会社)からコントロールされている傾向が強いという事実から、企業業績が好調な時にはガバナンスのポジティブな面が顕在化しやすい一方で、企業業績が悪化した時にはガバナンスのネガティブな面が顕在化しやすいと考え、サンプル企業を①業績の良い企業、②業績が普通の企業、③業績の悪い企業の3つに分類して、事業会社(親会社)・個人・銀行(メインバンク)・外資系事業会社・従業員・政府および公団による株式保有に着目した分析を行っている。分析の結果、①のサブサンプルでは、事業会社の筆頭株主持株比率および個人筆頭株主持株比率が企業パフォーマンスに対して有意に正の影響を及ぼしている一方で、③のサブサンプルでは、事業会社の筆頭株主持株比率および個人筆頭株主持株比率が企業パフォーマンスに対して有意に負の影響を及ぼしていることが見出されている。そこではまた、③のサブサンプルにおいて、政府および公団による株式保有(出資)が多いほどレバレッジ(負債・総資産比率)が有意に高いことが示されている。政府や地方公共団体が出資する企業では、その企業の負債が事実上の政府保証債のようにみなされるために(福田・粕谷・中島(2006)),業績の悪化している企業に民間の銀行が安易な救済融資をしているかもしれない。

一方、日本においては、銀行が企業のメインバンクとなり、コーポレート・ガバナンスにおける重要な役割を担ってきたという見方がある(Hoshi and Kashyap (2001)),メインバンクのモニタリング効果に関する研究が行われてきた。その代表的な研究としてHiraki et al. (2003)を挙げることができる。

Hiraki et al. (2003)は、日本企業を対象に、①銀行が当該企業と株式を相互に持ち合っているケース(crossownership)と②銀行が当該企業の株式を一方的に保有しているケース(one-way ownership)に着目して、大株主である銀行(メインバンク)および事業会社(nonfinancial corporation)が企業パフォーマンス(Tobin's Q)に影響を及ぼしているかどうかを分析している。そこでは、①のケースにおいては、銀行持株比率および事業会社持株比率のいずれも企業パフォーマンスとは有意に負の関係がある一方で、②のケースにおいては、銀行持株比率および事業会社持株比率のいずれも企業パフォーマンスとは有意に正の関係があることを見出している。Hiraki et al. (2003)はこの結果を、①のケースでは株式を相互に持ち合うことで銀行・事業会社・当該企業の経営者のエンブレチメントを助長させるためであり(敵対的買収による脅威や委任状合戦の欠如)、②のケースではそうした問題が生じず、実効的にモニタリングが行われているためであると解釈している。さらに、銀行持株比率をメインバンク持株比率と非メインバンク持株比率に分類し直した推計結果によると、②のケースにおいて、非メインバンク持株比率が企業パフォーマンスと強い相関がある一方で(1%水準で有意)、メインバンク持株比率は企業パフォーマンスとの相関が弱いことが示されており、②のケースにおける銀行持株比率と企業パフォーマンスの正の関係が必ずしもメインバンクによってもたらされているわけではないことが示されている<sup>15</sup>。

これまで見てきたように、これら世界各国での実証研究の結果は、大株主のモニタリング効

15 Gedajlovic et al. (2003)もまた、日本企業を対象に、金融機関持株比率が企業パフォーマンス(ROA)に有意に正の影響を及ぼしていることを報告している。



果 (Shleifer and Vishny (1986)) が企業パフォーマンスにポジティブな影響を及ぼしていることを示唆していると言えよう。

### 3. 取締役会<sup>16</sup>

取締役会は公開会社において法制度上設置が義務付けられている機関であり、モニタリングを通じて経営者と株主間におけるエージェンシー問題を低減させる役割が期待されている機関でもある (Fama and Jensen (1983a), Weisbach (1988), Hermalin and Weisbach (1991))。近年のコーポレート・ガバナンスに関する研究の多くは、取締役会の役割に焦点を当てており (Adams et al. (2010)), 急速に研究の蓄積が進んでいるトピックと言える。本節では、取締役会規模 (boardsize), 社外取締役 (outsidedirector), 社外取締役の兼任 (multipledirectorship), 取締役会のダイバーシティ (board diversity), 取締役会の開催頻度 (board meeting frequency) に関する実証研究を概観する。

#### 3.1 取締役会規模

一般に、取締役会規模が大きくなるとそれぞれの取締役の影響力が弱まり、フリーライダー問題が生じることで、取締役会は実効的に経営者をモニタリングできない可能性がある (Jensen (1993), Hermalin and Weisbach (2003))。したがって、取締役会をより小規模なものにすることによって、コミュニケーションが円滑になり、効率的な意思決定が行われ、企業パフォーマンスが改善される (Jensen (1993))。このように、より小規模な取締役会を有している企業ほど企業パフォーマンスが高いという仮説は、一般に Board-size effect と呼ばれている。Board-size effect については、米国を中心に多くの研究者がその真偽を検証してきたが、その結果は対立している。

Yermack (1996) は、米国の大企業 (Forbes 500) を対象にして、取締役会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA・ROS) の関係を分析している。そこでは、通常の OLS と固定効果モデル (fixed effect model) による推定を試みており、取締役会規模が企業パフォーマンスに有意に負の影響を及ぼしていることを報告している。そこではまた、取締役の人数が 4~8 人の範囲では Tobin's Q (平均値) は 1.5~2 の範囲にある一方で、取締役の人数が 20 人以上になると Tobin's Q (平均値) は 1 をわずかに上回っているにすぎないことも指摘されている<sup>17</sup>。

Eisenberg et al. (1998) は、大企業を対象としていた Yermack (1996) の結果を受け、小規模な企業 (small firms) においても Board-size effect が存在するかどうかを、フィンランドの小規模企業を対象に検証している。そこでは、企業パフォーマンス (ROA) と取締役会規模を内生変数とする同時方程式モデルを推定し、取締役会規模が企業パフォーマンスに有意に負

16 Hermalin and Weisbach (2003) によれば、コーポレート・ガバナンス・メカニズムとしての取締役会に関する研究は、①取締役会構成や取締役会規模といった取締役会の特性はいかんして企業の収益性 (profitability) に影響を及ぼしているか、②取締役会の特性はいかんして取締役会における観察可能な活動に影響を及ぼしているか、③どんな要因が取締役会構成・規模に影響を及ぼし、それらは時間とともに進化しているかの3つに分類できるとされている。

17 Lipton and Lorsch (1992) は取締役の人数が 10 人を超えると、取締役が自分の意見を述べるのが難しくなると指摘している。

の影響を及ぼしていることを見出しており、Yermak (1996) と整合的な結果を報告している。

Bennedsen et al. (2008) は、Yermak (1996) や Eisenberg et al. (1998) 等の結果を踏まえて、デンマークの中小企業 (small and medium-sized firms) を対象に、取締役会規模と企業パフォーマンス (ROA) の関係を分析している。具体的には、内生性の問題に十分配慮し、通常の OLS と操作変数を用いた 2SLS による推定を試みている。特に興味深いのは、取締役会規模に影響を及ぼしうる操作変数として、経営者 (CEO) の子供の数と創業者の子供の数を用いていることである。分析の結果、通常の OLS による推定では、両者に有意な負の関係が見られるものの (1%水準で有意)、内生性を考慮した 2SLS による推定では、両者に負の関係は見られるものの有意ではないことが示されている。さらに、Bennedsen et al. (2008) が Eisenberg et al. (1998) の推定と同一の変数を用いた推定を行ったところ、推定方法にかかわらず取締役会規模の係数は負であり、有意にゼロと異なっていることが示されている (1%水準で有意)。

Mak and Kusnadi (2005) は、シンガポールとマレーシアの上場企業を対象に、取締役会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA・ROS・総資産回転率) の関係を分析し、取締役会規模が企業パフォーマンスに有意に負の影響を及ぼしていることを見出している。そこではまた、シンガポールとマレーシア両国において、取締役の人数が5人の場合に Tobin's Q が最大となり、取締役の人数が5人を超えると Tobin's Q は低下していくことを指摘している。Mak and Kusnadi (2005) は Board-size effect が異なるガバナンス・システムの下でも成り立つと主張している。ただし、Mak and Kusnadi (2005) では内生性の問題に配慮していないことには留意が必要であろう。また、Hossain et al. (2001) は、ニュージーランド証券取引所に上場している企業を対象に、取締役会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析し、両者に有意に負の関係があることを報告している。

Andres et al. (2005) は、OECD に加盟している 10ヶ国を対象に、取締役会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q・時価簿価比率・ROA) の関係を分析している。そこでは、通常の OLS と 3SLS (三段階最小二乗法) による推計を行い、取締役会規模が企業パフォーマンスに有意に負の影響を及ぼしていることを報告している<sup>18</sup>。

日本企業を対象にして Board-size effect が成立するかどうかを検証した先駆的な研究として鈴木・胥 (2000) がある。鈴木・胥 (2000) は、1997年度における東京証券取引所上場企業を対象に、取締役会規模 (常務取締役以上・取締役以上) と企業パフォーマンス (株式収益率・ROA) の関係を分析し、取締役会規模が企業パフォーマンスに有意に負の影響を及ぼしていることを見出している。そこではまた、平均的な取締役会に新規に1名の任命が行われると、市場超過収益率が 0.8%程度低下することを指摘している。

斎藤 (2002) は、日本のグループ企業の結束度に着目して、取締役会規模・常務会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。具体的には、固定効果モデルによる 2SLS を用いて、企業グループについては財閥系企業グループと銀行系企業グループに区分し、時期についてはバブル期とポスト・バブル期に区分した推定を試みている。分析の結果、ポスト・

18 10ヶ国にはベルギー・カナダ・フランス・ドイツ・オランダ・イタリア・スペイン・スイス・英国・米国が含まれている。

バブル期における銀行系企業グループ（結束度の弱い企業グループ）において、取締役会規模および常務会規模が企業パフォーマンスに有意に負の関係があることを見出している。

Matsumoto and Uchida (2010) は、日本の IPO 企業を対象に、取締役会規模が企業パフォーマンス (ROA) に影響を及ぼしているかどうかを分析し、小規模な取締役会を有している IPO 企業ほど有意に IPO 後の企業パフォーマンスが高いということを見出している。

これまで見てきたように、推定方法によって例外はあるものの、概して、企業規模やガバナンス・システムには関係なく、Board-size effect が成立していると主張する多くの研究がある。しかしながら、一方で、最適な取締役会規模は企業特性や産業特性によって異なる (Coles et al. (2008)), すなわち、Board-size effect が必ずしも成立しないと主張している研究も近年見られるようになってきた。より小規模で、より独立性の高い取締役会が望ましいとする one-size-fits-all の経済制度に対して否定的な見方をしている研究として Coles et al. (2008) を挙げるができる<sup>19</sup>。

Coles et al. (2008) は、組織の複雑な企業 (complex firms : 事業のセグメント数・負債比率・IPO 後の年数) に着目して、取締役会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を、通常の OLS と 3SLS を用いて分析している。組織の複雑な企業では、事業戦略について経営者にアドバイスができる専門的知識を有する取締役が必要であるため、取締役会規模 (社外取締役数) が大きくなると予想される。分析の結果、取締役会規模が大きく、組織の複雑な企業であるほど、有意に企業パフォーマンスが高いことを見出している。この結果は、企業特性や産業特性に応じて最適な取締役会規模が異なることを示唆している。

Reeb and Upadhyay (2010) は、米国企業 (S&P 500・S&P Midcaps・S&P Smallcaps) を対象に、Coles et al. (2008) に倣って組織の複雑な企業に着目して、取締役会規模と各種委員会 (指名委員会・報酬委員会・監査委員会など) のインタラクティブな効果が企業パフォーマンス (Tobin's Q) に及ぼす影響を分析している。そこでは、組織の複雑な企業を対象とした場合、委員会の数と取締役会規模の交差項の係数が有意に正であることを見出している。この結果は、コミュニケーション問題やコーディネーション問題が深刻だと考えられる、組織の複雑な企業においては、取締役会規模が大きくなることに起因する負の効果を委員会の数を増やすことによって軽減できることを示唆している。

Andres and Vallelado (2008) は、OECD 加盟国である 6ヶ国 (米国・英国・カナダ・スペイン・フランス・イタリア) における商業銀行 (Commercial Bank) を対象に、取締役会規模と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA・株式リターン) の関係を分析している。

そこでは、内生性の問題を考慮して two-step GMM (Generalized Method of Moments) 推定を行い、取締役の人数がおよそ 19 人になるまでは両者に有意な正の関係があり、それ以降は取締役の人数が増加するにつれて両者に有意な負の関係があることを見出している。つまり、取締役会規模と企業パフォーマンスは逆 U 字関係にあることが示されている。

Larmou and Vafeas (2010) は、業績パフォーマンスが低迷している米国企業を対象に、取締役会規模と企業パフォーマンス (時価簿価比率・株式収益率) の関係を分析している。具体

19 社外取締役 (独立社外取締役) に関する詳細な議論は次項で行う。

的には、固定効果モデルによる推定を行い、取締役会規模が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることを報告している。そこではまた、イベントスタディも行われており、取締役数の増加のアナウンスメント時における *abnormal return* (AR) が有意に正であることが報告されており、回帰分析の結果と整合的な結果が得られている。

内田 (2009) は、日本企業を対象に、2002 年度末から 2004 年度末にかけて取締役会規模を縮小させた企業に着目して、取締役会の規模縮小がその後の企業パフォーマンスが (Tobin's Q・ROA) を改善させているかどうかを分析している。そこでは、会計上のパフォーマンス (ROA) と株式市場ベースのパフォーマンス (Tobin's Q) とともに有意な改善は見られず、むしろ企業パフォーマンスが悪化していることが報告されている。

家森・富村・播磨谷 (2008) は、株式会社組織ではない、協同組織金融機関である信用金庫を対象に、Board-size effect が成立するかどうかを検証している。そこでは、理事会の規模と企業パフォーマンス (ROE) の関係を分析しているが、何ら統計的に有意な関係は見られていない<sup>20</sup>。

このように、Board-size effect が全ての企業に妥当するかどうかについては、結果が対立しており、今後さらなる理論・実証研究が望まれる。

### 3. 2 社外取締役<sup>21</sup>

一般に、内部昇進者である社内取締役 (inside director) が自分のキャリアに影響を及ぼす経営者 (CEO) を実効的にモニタリングすることは困難であろう (Weisbach (1988))<sup>22</sup>。したがって、取締役会は経営者が株主の利害と一致した行動をとっているかどうかをモニタリングすることが期待されているにもかかわらず、社内取締役が大半を占めている取締役会 (insider dominated board) ではそうした機能を果たすことはできないことになる。そこで、株主の利害に沿って、経営者を実効的にモニタリングする役割が期待されているのが社外取締役である (Fama and Jensen (1983a))<sup>23</sup>。

近年、社外取締役に関する先行研究では、社外取締役に利害関係のある社外取締役 (affiliated director) あるいは gray director) と利害関係のない社外取締役、すなわち、独立社外取締役 (independent outside director) に分類し、とりわけ独立社外取締役に経営者に対するモニタリングの役割が期待されている<sup>24</sup>。そこでは、独立社外取締役が多い取締役会であるほど、取締役会の独立性が高いとして (取締役会に占める社外取締役比率が高い)、そのような取締役会は

20 Yamori (1998) は、多くの信用金庫には大蔵省や日本銀行からの天下り役員がいることを指摘し、天下り役員が存在する信用金庫では従業員がより多くなること、天下り役員が規律付け機能を果たしていないことを指摘している。

21 現行の会社法では社外取締役に次のように定義している。「株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役 (中略) 若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若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をいう」(会社法 2 条 15 号)。

22 Weisbach (1988) は、社外取締役が大半を占めている取締役会ほど、企業パフォーマンスが低下した後に CEO を更迭する確率が高いということを見出している。

23 Fama and Jensen (1983a) の議論は、社外取締役が自分の評判を重視して行動するというを前提にしており、社外取締役に對する報酬が低くてもシグナルとなりうると述べている。

24 日本企業を対象とした宮島・小川 (2012) では、会社法定義の社外取締役から、銀行出身者と 15%以上の株式を保有する法人出身者を除いた取締役を独立社外取締役として定義している。

経営者を実効的にモニタリングできると主張されている。

また、社外取締役は、モニタリング機能に加えて、社内取締役とは異なるバックグラウンドを有していることで、社内取締役が持ちえない知識を持っている可能性があるため、アドバイス機能も期待されている。こうしたモニタリング機能やアドバイス機能が企業パフォーマンスの向上に貢献すると考えられる<sup>25</sup>。しかしながら、先に見た取締役会規模に関する議論と同様に、企業特性や産業特性に応じて、企業が最適な社外取締役比率を選択している、すなわち、取締役会構成は内生的に決定されているという見方がある (Hermalin and Weisbach (2003), Linck et al. (2008), Adams et al. (2010))、取締役会の独立性が高いほど企業パフォーマンスが高くなるという関係は必ずしも存在しないと主張する研究もあり、その結果は対立している。

Hossain et al. (2001) は、ニュージーランド証券取引所に上場している企業を対象に、1993年におけるニュージーランドの会社法 (Companies Act) の改正に着目して、独立社外取締役割合と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。そこでは、独立社外取締役割合が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしているものの、会社法の改正が両者の感応度に何ら影響を及ぼしていないことを指摘している。

Howton (2006) は、米国における IPO 企業を対象に、ガバナンス特性が IPO 後のサバイバビリティに及ぼす影響を分析し (サバイバル分析)、取締役会に占める独立社外取締役の割合は IPO 企業のサバイバビリティに影響を及ぼしていないものの、利害関係のある社外取締役の割合が IPO 企業のサバイバビリティに負の影響を及ぼしていることを見出している。この結果は、独立性の低い社外取締役の割合が多い企業ほど他企業からの敵対的な買収にあたり、あるいは、倒産したりする可能性が高いことを示唆している。

Andres and Vallelado (2008) は、OECD 加盟国である 6 ヶ国 (米国・英国・カナダ・スペイン・フランス・イタリア) における商業銀行 (Commercial Bank) を対象に、社外取締役割合と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA・株式リターン) の関係を分析している。そこでは、内生性の問題を考慮して two-step GMM (Generalized Method of Moments) 推定を行い、社外取締役割合と企業パフォーマンスには逆 U 字型の関係があることを報告している。

Mura (2007) は、1991 年から 2001 年までの英国企業を対象に、社外取締役割合 (Non-Executive Director) と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。具体的には、両者の関係を分析するにあたって、内生性の問題に対処するため、Arellano and Bond 法や Arellano and Bover 法による推計を試みている。そこでは、社外取締役割合が大きいほど企業パフォーマンスが有意に高いことが示されており、英国におけるコーポレート・ガバナンス改革 (社外取締役制度の義務化) を支持する見方を提示している。

Choi et al. (2007) は、韓国企業を対象に、取締役会の独立性と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。そこでは、通常の OLS と 2SLS による推定を試みており、独立社外取締役割合が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしているが、利害関係のある社外

25 取締役会の独立性がもたらすモニタリング効果については、企業パフォーマンスだけでなく、企業の利益調整行動 (earnings management) にも影響を及ぼしていることが報告されており、社外取締役 (独立社外取締役) 割合と裁量的会計発生高 (discretionary accounting accruals) には有意に負の関係があることが見出されている (Klein (2002), Xie et al. (2003), Park and Shin (2004), Peasnel et al. (2005) など)。

取締役は企業パフォーマンスに有意な影響を及ぼしていないことを報告している。そこではまた、独立社外取締役割合と企業パフォーマンスに逆 U 字型の関係は観察されておらず、Andres and Vallelado (2008) の結果とは整合的ではないことが示されている。

Huang et al. (2008) は、台湾企業を対象に、社外取締役任命のアナウンスメント効果を分析し (イベントスタディ)、アナウンスメント日前後の cumulative abnormal return (CAR) が有意に正であることを報告している。Huang et al. (2008) の分析結果は、株式市場が社外取締役の任命に対してポジティブに反応しており、社外取締役のモニタリング能力や専門知識が企業価値を増加させることを示唆している。

内田 (2009) は、日本企業を対象に、2003 年度および 2004 年度に社外取締役を増大させたケースと社外取締役を新規に導入したケースに着目して、社外取締役の増大がその後の企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA) を改善させているかどうかを分析している。ここでは、いずれのケースにおいても会計上のパフォーマンス (ROA) には有意な改善が見られないものの、株式市場ベースのパフォーマンス (Tobin's Q) には有意な改善が見られることを報告している。

齋藤 (2011) は、日本企業を対象に、社外取締役の初めての導入が企業パフォーマンス (ROA) に及ぼす影響を分析している。ここでは、社外取締役を導入してから 3 年間を対象期間として、社外取締役導入ダミーの係数が (有意水準は 10 % と低い) 全ての期間において有意に正であることを報告している。齋藤 (2011) は、社外取締役が経営者を監視するために必要な情報を集めやすい企業、経営者の資源浪費の可能性が高い企業ほど社外取締役の人数が少ない (社外取締役の導入が進んでおらず、社外取締役の人数が最適な数を下回っている) ことを前提とすると、日本企業による社外取締役の導入が必ずしも株主にとって望ましい形で進んでいるわけではないが、導入した企業では社外取締役が過少な状態から最適な状態に近づいたため、企業パフォーマンスが改善したと主張している。

これまで見てきたように、近年においても社外取締役のポジティブな効果を主張する研究が多く見られるものの<sup>26</sup>、社外取締役について、これらとは異なる見方を提示している研究も数多く存在している。

Agrawal and Knoeber (1996) は、米国企業 (Forbes 800) を対象に、社外取締役割合と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。ここでは、通常の OLS と 2SLS による推定を試みており、両者には一貫して有意に負の関係があることを報告している。Agrawal and Knoeber (1996) は、この結果はパズル (puzzle) であると述べ、政治家 (politicians)・環境活動家 (environmental activists)・消費者代表 (consumer representatives) といった人材が政治的理由で社外取締役として取締役に迎えられている可能性があり、こうした社外取締役の存在が企業パフォーマンスに影響を及ぼしているかもしれないと解釈している<sup>27</sup>。

26 この他にも、取締役会構成と株主代表訴訟 (shareholder litigation) が提起される確率を分析している Helland and Sykuta (2005) がある。Helland and Sykuta (2005) は、社内取締役割合および利害関係のある社外取締役割合が高い企業ほど株主代表訴訟のターゲットとなる確率が有意に高いことを見出しており、独立社外取締役割合が高い、すなわち、独立性の高い取締役会が経営者を実効的にモニタリングしていると主張している。

27 Goldman et al. (2008) は、政治家出身 (共和党・民主党) の取締役が存在する取締役会 (Politically Connected Boards) が企業パフォーマンスに及ぼす影響を分析している。ここでは、米国における 2000 年の大統領選に着目したイベントスタディを行っており、共和党が勝利した後の cumulative average abnormal return (CAR) についてみると、共和党と関連がある取締役が存在する企業の cumulative average abnormal return (CAR) が民主党と関連がある取締役が存在する企業の cumulative average abnormal return (CAR) よりも有意に大きいことが報告されている。

Bhagat and Black (1999, 2001) および Bhagat and Bolton (2010) は、米国企業を対象に、取締役会の独立性と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA・ROS・株式収益率) の関係を分析している。これら一連の研究では、内生性の問題を考慮して、通常の OLS・2SLS・3SLS による推定を試みており、1998 年～2001 年度までは両者に有意に負の関係が見られるが、SOX 法 (Sarbanes-Oxley Act) 成立以降、両者には有意に正の関係が見られることを報告している。

Coles et al. (2008) は、組織の複雑な企業と事業内容が複雑な企業 (R&D 集約型企業) に着目して、社外取締役数と企業パフォーマンスの関係を、通常の OLS と 3SLS を用いて分析している。事業内容が複雑な企業では、情報の非対称性が深刻であるため、社外取締役ではなく、企業特長的知識 (Firm-specific knowledge) を持つ社内取締役が必要になる。分析の結果、社外取締役数が多く、組織の複雑な企業であるほど、企業パフォーマンスが有意に高いこと、社内取締役の割合が大きく、事業内容が複雑な企業であるほど企業パフォーマンスが有意に高いことを見出している。この結果は、組織の複雑な企業では社外取締役が企業パフォーマンスにポジティブな効果を有している一方で、事業内容が複雑な企業では社外取締役が企業パフォーマンスにネガティブな効果を有していることを示唆している。この結果はまた、取締役会構成が内生的に決定されているとする見方を支持しており、one-size-fits-all の経済制度が妥当しないことを示唆している。

Miwa and Ramseyer (2005) は、バブル期前後の日本企業を対象に、社外取締役のタイプと企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROI・総資産営業利益率・ROE・資産成長率) の関係を分析している。そこでは、通常の OLS と 2SLS による推定を試みており、1985 年度および 1990 年度における銀行出身取締役数・割合と官僚出身取締役数・割合いずれも、1986 年度～1990 年度と 1990 年度～1994 年度における企業パフォーマンスに有意な影響を及ぼしていないことを報告している。

内田 (2012) は、2002 年から 2011 年までの日本の全上場企業を対象に、日本型ガバナンスと社外取締役が代替的な手段となっているか (代替仮説)、単に日本型ガバナンスの特性を持つ企業が社外取締役の導入に消極的になっているか (消極仮説)、いずれのストーリーが妥当するかどうかを検証するために、社外取締役割合と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。そこでは、固定効果モデルによる推定を行い、社外取締役割合と企業パフォーマンスには有意な関係はないこと、株式持ち合い比率と社外取締役割合の交差項の係数が有意に正であること、日本型ガバナンスを表す変数と社外取締役割合の交差項が有意に正であることを見出している。内田 (2012) は、これらの結果を、独立的な取締役会と日本的なガバナンス構造が代替的ではなく、むしろ補完的な関係にあり、取締役会の独立性が最適な水準よりも低くなっている可能性があるとして解釈している (消極仮説)。この結果はまた齋藤 (2011) の見方を支持している。

宮島・小川 (2012) は、2005 年から 2010 年までの東証 1 部上場企業を対象に、社外取締役の存在 (社外取締役導入ダミー・社外取締役人数・社外取締役割合) と企業パフォーマンス (ROA) の関係を分析している。具体的には、固定効果モデルとヘックマンの 2 段階推定法 (Heckman's Two-step Estimation) を用いた推計を試みており、推計方法に関係なく、社外取締役の存在は企業パフォーマンスに有意な影響を及ぼしていないことを見出している。この結果から、宮島・

小川（2012）は、社外取締役が全ての企業にポジティブなパフォーマンス効果をもたらす one-size-fits-all の経済制度でないという見方を支持している<sup>28</sup>。

以上見てきたように、社外取締役のパフォーマンス効果は未だ一定のコンセンサスは得られておらず、さらなる研究の進展が望まれよう。

### 3. 3 社外取締役の兼任

社外取締役に就任する人物については、当該企業に付加価値を加えることができる能力がある著名な人物が就任することが多いと言われている（Adams et al. (2010)）。これは日本企業においても例外ではなく、著名な人物が企業の社外取締役となっており、さらにはその社外取締役（あるいは経営者）が他企業の社外取締役も兼任しているケースが少なくない<sup>29</sup>。その際、複数の企業の社外取締役を兼任している社外取締役（経営者）に対して、そうした取締役は多忙なために（複数の企業の取締役会に出席しなければならないために）、複数の企業の経営者を実効的にモニタリングすることができないという批判がなされることがある（Ferris et al. (2003)）。

社外取締役にとっては、複数の企業の社外取締役を兼任することで名声（prestige）が得られるだけでなく、そこから報酬も得られることになるため、株主の利害を犠牲にしても複数の企業の社外取締役を兼任するインセンティブを持つ。これは、多忙な取締役（busy director と呼ばれている）が実効的に経営者をモニタリングすることができないため、そのことが経営者と株主間のエージェントコストを増大させることを示唆しており、結果的に企業パフォーマンスが低下することが予想される（Ferris et al. (2003)）。一般にこのような仮説は Busyness 仮説と呼ばれている。

一方、複数の企業の社外取締役を兼任していることから生じるベネフィットに着目した見方もある。Fama and Jensen (1983a) は、複数の企業の社外取締役に任命されていること（multiple board appointment）が取締役の質についてのシグナルとなりうるかと述べている。そうした取締役は複数の企業の社外取締役として多くの経験を積んでいるため（例えば、良好な企業パフォーマンスをあげている兼任先の内部情報を有している（Haniffa and Hudaib (2006)）、（有効なアドバイス機能を有している）質の高い人材とみなされ、高い評判（reputation）が形成されることになる（Jiraporn et al. (2008)）<sup>30</sup>。このような取締役は経営者を実効的にモニタリングす

28 宮島・小川（2012）によれば、近年の取締役会規模・構成の現状は次の通りである。取締役会規模（取締役人数）については、平均値で2005年度には9.78人（中央値は9人）であったが2010年度には8.90人（中央値は8人）まで低下している。社外取締役導入企業割合については、平均値で2005年度には40%（中央値は0%）であったが2010年度には52%（中央値は1%）まで上昇している。社外取締役割合については、平均値で2005年度には8.25%（中央値は0%）であったが2010年度には11.15%（中央値は6.67%）まで上昇している。独立社外取締役導入企業割合については、平均値で2005年度には40%（中央値は0%）であったが2010年度には47%（中央値は0%）まで上昇している。独立社外取締役割合については、平均値で2005年度には8.02%（中央値は0%）であったが2010年度には9.62%（中央値は0%）まで上昇している。

29 日本経済新聞（2012年9月23日夕刊）によると、東京証券取引所の上場企業で2社以上の取締役や監査役を兼任している社外役員は800人に上り、東京証券取引所の上場企業の役員の12%に相当する（このうち2社の役員を兼任している役員が約8割に達する）。例えば、役員四季報2011年版（2010年7月31日時点）によると、NTTドコモの元執行役員である夏野剛氏は、6社（SBIホールディングス・グリー・セガサミーホールディングス・トランスコスモス・ドワンゴ・びあ）の取締役を兼任している。

30 実際、Gilson (1990) によると、財務的危機に陥った企業（financially distressed firms）の取締役会から去る社外取締役は、当該企業から去った3年後には、自身が以前に兼任していた社外取締役の数を三分の一以下にまで減らしている。



るインセンティブを持つため、エージェンシーコストを低下させ、企業パフォーマンスに正の影響を及ぼすことが予測される (Sarkar and Sarkar (2009))。このように、異なる2つの仮説が存在しているが、その実証結果もまた対立している。

Ferris et al. (2003) は、米国企業を対象に、クロスセクション分析とイベントスタディを用いて、Busyness 仮説を検証している。ここでは、複数の企業の社外取締役を兼任していること (Multiple Directorship) を表す代理変数として5つの指標を用いている。具体的には、①当該企業における取締役の社外取締役兼任数の平均値、②当該企業における取締役の社外取締役兼任数の最大値、③当該企業の取締役会において3社以上の社外取締役を兼任している取締役の割合、④当該企業の社外取締役が兼任している社外取締役数の平均値、⑤当該企業における全役員の社外取締役兼任数の最大値 (一般的には CEO の社外取締役兼任数) である<sup>31</sup>。ここでは、上記5つの指標と企業パフォーマンス (時価簿価比率) には有意な関係はないことが報告されている。

また、イベントスタディ (291 アナウンスメント) によれば、他企業の社外取締役を兼任している取締役が存在する企業が同種の社外取締役 (Multiple Director) を追加したケースと他企業の社外取締役を兼任している取締役が存在しない企業が初めてその取締役 (Multiple Director) を迎え入れたケースのいずれにおいても、アナウンスメント日における abnormal return (AR) は正であり、後者のケースにおいては有意にゼロと異なっている。この結果は、株式市場の参加者は他企業の社外取締役を兼任している取締役を社外取締役として任命することが企業価値に悪影響を及ぼすとは考えていないことを示唆している。これらのことから、Busyness 仮説は支持されない。

Perry and Peyer (2005) は、1994年度～1996年度までの米国企業 (349 アナウンスメント) を対象に、エージェンシー問題の程度に着目して、社外取締役の兼任と企業パフォーマンスの関係を分析している。具体的には、イベントスタディによって、社外取締役の任命に対する株式市場の反応を分析している。ここでは、社外取締役を送り出している企業 (Sender Firms) も、社外取締役を受け入れている企業 (Receiver Firms) もいずれの企業においても、アナウンスメント前後における cumulative average abnormal return (CAR) の平均値が有意にゼロと異なっていないことを報告していると同時に、社外取締役を送り出している企業における株主は、平均的には他企業の社外取締役を兼任することに何ら影響を受けていないことを指摘している。この結果は Ferris et al. (2003) と整合的である。

Perry and Peyer (2005) はまた、潜在的なエージェンシー問題の程度を表す代理変数として、他企業の社外取締役を兼任している取締役の持株比率 (Nominee Ownership) と独立社外取締役割合を用いて、エージェンシー問題の程度に応じて、社外取締役の兼任が企業パフォーマンス (CAR) に異なる影響を及ぼしているかどうかを分析している。ここでは、新規に社外取締役として任命される前に既に2社以上の社外取締役を兼任している取締役が存在する企業 (Sender Firms) ほど有意に cumulative average abnormal return (CAR) が高いことを見

31 Ferris et al. (2003) によれば、①では平均値が 1.6 社、②では平均値が 3.12 社、③では平均値が 14.97 %、④では平均値が 1.89 社、⑤では平均値が 1.91 社であった。

出している。つまり、他企業の社外取締役を兼任することが企業パフォーマンスにポジティブな効果を持つことが示唆されている。

そこではまた、社外取締役の兼任状況とエージェンシー問題の程度の交差項の係数が有意に負であることが示されており、社外取締役を兼任することのポジティブな効果はエージェンシー問題が深刻であるほど弱くなることが示唆されている。また、エージェンシー問題が深刻な企業ほど企業パフォーマンスが悪いことも示されており、これらの結果から、Perry and Peyer (2005) は適切なインセンティブが与えられていない取締役が (Sender Firms の) 株主を犠牲にして、より多くの企業の社外取締役を兼任することによってパーク (Perquisites) を追及していると解釈している。しかしながら、これらの結果は、他企業の社外取締役を兼任すること自体はポジティブな効果を有しており、(Sender Firms の) 株主は、取締役が社外取締役を兼任することで自社の価値を向上させる知識を得たり、ビジネス上の関係を構築するために、そこからベネフィットを得ることができることも示唆している。

Fich (2005) は、1997年度～1999年度の米国企業 (Fortune 1000) を対象に、他企業の社外取締役を兼任している経営者 (CEO) に着目して、社外取締役の兼任と企業パフォーマンスの関係を分析している<sup>32</sup>。具体的には、イベントスタディによって、社外取締役の任命に対する株式市場の反応、すなわち、当該企業の経営者が他企業の社外取締役を兼任するケースにおける株式市場の反応を分析している。そこでは、企業パフォーマンス (ROA) が良好である企業の経営者ほど他企業の社外取締役として任命される確率が有意に高いこと、成長機会 (時価簿価比率) が高い企業ほど社外取締役として他企業の経営者を任命する確率が有意に高いこと、社外取締役に任命されたのが他企業の経営者である場合のみ cumulative average abnormal return (CAR) が有意に正であることを報告している。

これらの結果から、Fich (2005) は、自社の成長機会をうまく引き出したいと考えている企業が、企業パフォーマンスの良好な他企業 (well-performing firms) の経営者から専門的なアドバイスを受けようとしており、また、将来的に良好な企業パフォーマンスが持続する確率が低い企業の経営者は他企業の社外取締役を引き受ける可能性が低いいため、経営者が他企業の社外取締役を引き受けることは、その企業 (Home Firms) の将来性が高いということをマーケットにシグナルとして伝えていると解釈している。Fich (2005) の解釈は Fama (1980) や Fama and Jensen (1983a) の見方を支持している。このような解釈はまた、社外取締役の兼任数の決定要因を分析している Ferris and Jagannathan (2001) でも述べられている。

Pietra and Grambovas (2008) は、1993年度～2000年度までのイタリア企業を対象に、社外取締役の兼任と企業パフォーマンス (株式収益率) の関係を分析している。そこでは、社外取締役の兼任 (取締役会に占める他企業の社外取締役を兼任している取締役の割合) が企業パフォーマンスには有意な影響を及ぼしていないものの、社外取締役の兼任と企業パフォーマンスの交差項の係数が業績パフォーマンス (総資産営業利益率) に対して有意に正であることを見出している。この結果は、社外取締役の兼任が持つポジティブな効果が自社 (Home Firms) の業績パフォーマンスが良好であるほど強くなることを示唆しており、Fama and Jensen (1983a)

---

32 Fich (2005) によれば、取締役会に占める他企業の経営者である社外取締役割合は平均値で 34% であった。

の見方を支持していると同時に、Fich (2005) と類似している。

Miwa and Ramseyer (2002) は、1903 年度～1911 年度までの日本の紡績企業を対象に、取締役の兼任と企業パフォーマンスの関係を分析している。具体的には、パネルデータでの通常の OLS と 2SLS による推定を試みており、他企業の実業取締役の兼任数が多い取締役が存在する企業ほど有意に企業パフォーマンスが高いことを見出している<sup>33</sup>。

他方で、当該企業 (Home firms) の社内取締役が他企業の実業取締役を兼任しているケースを分析しているのが Masulis and Mobbs (2011) である。Masulis and Mobbs (2011) は、1997 年度～2006 年度の米国企業 (約 1500 社、148,795 director-years) を対象に、他企業の実業取締役を兼任している社内取締役 (以下、CID : Certified Inside Director) と他企業の実業取締役を兼任していない社内取締役 (以下、Non-CID) に着目して<sup>34</sup>、CID の割合と企業パフォーマンス (総資産営業キャッシュフロー比率・時価簿価比率など) の関係を分析している。具体的には、内生性の問題のためにヘックマンの 2 段階推定法と固定効果モデルを用いた推計を試みている。また、イベントスタディも行っており、これらの分析によって、社内取締役における他企業の実業取締役の兼任の有無が企業パフォーマンスに影響を及ぼしているかどうかを検証している。

ここでは、CID の割合が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしている一方で、Non-CID の割合は企業パフォーマンスに何ら影響を及ぼしていないことを見出している。

Coles et al. (2008) が述べているように、事業内容が複雑な企業 (R&D 集約型企業) では、情報の非対称性が深刻であるため、実業取締役ではなく、企業特長的知識 (Firm-specific knowledge) を持つ社内取締役が必要になる。ここではまた、CID の割合と R&D 集約型企業ダミーの交差項の係数が有意に正であることが示されており、情報の非対称性が高い R&D 集約型企業であるほど CID が持つパフォーマンス効果はより大きいことが示唆されている。この結果は Coles et al. (2008) と整合的である。

また、イベントスタディでは、①社内取締役が (CID) が初めて当該企業 (Home Firms) の取締役任命されたケースと②当該企業の社内取締役が他企業の実業取締役として任命されたケースのアナウンスメントにおける株式市場の評価を分析している。分析の結果、①のケースでは有意ではないが cumulative average abnormal return (CAR) は負であり、この結果は株主が企業内部での任命 (internal appointments) には無関心であることを示唆している。一方、②のケースでは CAR は正であり、有意にゼロと異なっている。この結果は株主が他企業の実業取締役となることを好意的に評価していることを示唆している。

これらの結果は、社内取締役の全てが同質的ではないことを示唆していると同時に、他企業の実業取締役を兼任していることが社内取締役間における潜在的な能力の差を認識する外部メカニズムとしてみなすことができるという見方を支持している (Masulis and Mobbs (2011))。

33 Miwa and Ramseyer (2002) によれば、松本寿太郎は 28 社、渋沢栄一は 31 社の取締役を兼任していた。

34 CID は他企業の実業取締役であり、利害関係のある実業取締役の場合はカウントされていない。また、Masulis and Mobbs (2011) によれば、社内取締役が存在する企業の割合は 2001 年度には 52 % であったが 2006 年度には 38 % まで有意に低下している。また、Non-CID が存在する企業の割合は 2001 年度には 49 % であったが 2006 年度には 35 % まで有意に低下している。また、CID が存在する企業の割合は 2001 年度には 7 % で 2006 年度には 6 % であった。

つまり、Fama and Jensen (1983a) の見方を支持していると言えよう<sup>35</sup>。

一方、これらの研究とは異なり、Busyness 仮説を支持している研究もある。Fich and Shivdasani (2006) は、1989 年度～1995 年度までの米国企業 (Forbes 500) を対象に、社外取締役の兼任と企業パフォーマンス (時価簿価比率・ROA・ROS・総資産回転率) の関係を分析している。具体的には、分析方法は Ferris et al. (2003) と類似しているが、パネルデータを用いた固定効果モデルによる推計を試みている点が Ferris et al. (2003) と異なる。そこでは、社外取締役の兼任の程度を表す変数 (Busy Board であるかどうかを表す変数) が株式市場ベースのパフォーマンス指標と会計情報ベースのパフォーマンス指標のいずれにも有意に負の影響を及ぼしていることが報告されている。この結果は Busyness 仮説を支持している。

Fich and Shivdasani (2006) はまた、3 社以上の社外取締役を兼任している取締役 (Busy Outside Director) の割合と Busy Outside Director が取締役会の過半数であるかどうかを表すダミー変数の交差項が有意に負であることを見出している。この結果は、Busy Outside Director が有するネガティブなパフォーマンス効果が、取締役会が Busy Outside Director で過半数を占められているほど強くなることを示唆している。このことはまた、取締役会における Busy Outside Director の割合を減らすことで企業パフォーマンスの改善につながる可能性があることを示唆している<sup>36</sup>。

Jiraporn et al. (2008) は、1998 年度～2002 年度までの米国企業を対象に、企業の多角化に着目して、社外取締役の兼任と企業パフォーマンスの関係を分析している<sup>37</sup>。そこでは、固定効果モデルとヘックマンの二段階推定法を用いた推計を試みており、他企業の社外取締役を兼任している取締役が多い企業 (Busy director が多い企業) ほど企業パフォーマンスが有意に悪いことが報告されている。この結果は Busyness 仮説を支持している。そこではまた、社外取締役の兼任と企業の多角化の相互作用についても分析しており、社外取締役の兼任と多角化ダミーの交差項の係数が有意に負であることが示されている。この結果は、他企業の社外取締役を兼任している取締役が持つ企業パフォーマンスに対する負の効果が多角化企業ほど大きくなることを示唆している<sup>38</sup>。

Haniffa and Hudaib (2006) は、クアラルンプール証券取引所に上場しているマレーシア企業を対象に、社外取締役の兼任と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA) のクロスセクショナルな関係を分析している。そこでは、社外取締役の兼任 (当該企業の取締役人数に占める他企業の社外取締役を 1 社以上兼任している取締役の割合) と企業パフォーマンスには、会計情報

35 この他にも、Sarkar and Sarkar (2009) がインド企業を対象に類似する結果を報告している。

36 Fich and Shivdasani (2006) によれば、社外取締役 1 人当たりの他企業の社外取締役兼任数は平均値で 3.11 社であった。また、社内取締役割合の平均値は 29.67 %、利害関係のある社外取締役割合の平均値は 15.02 %、社外取締役割合の平均値は 55.33 %、取締役が他企業の CEO である割合の平均値は 14.96 %であった。3 社以上の社外取締役を兼任している取締役割合 (Busy Director の割合) の平均値は 52.26 %、Busy Director が過半数を占めている企業の割合の平均値は 21.42 %であった。年次取締役会開催数の平均値は 7.56 回であった。CEO の在職年数 (tenure) の平均値は 8.68 年、CEO の年齢の平均値は 58.06 歳であった。

37 ここでは、企業パフォーマンスの代理変数として、Berger and Ofek (1995) の Excess Value が用いられている。

38 Jiraporn et al. (2009a) では社外取締役の兼任と取締役会への出席率の関係を分析しており、他企業の社外取締役の兼任数が多いほど取締役会の出席率が悪いことを見出している。Jiraporn et al. (2009b) では社外取締役の兼任と取締役会委員会数 (Number of Board Committee) の関係を分析し、両者に U 字型の関係があることを見出している。

ベースの ROA では有意ではないが、株式市場ベースの Tobin's Q では有意に負の関係があることが見出されている。この結果は、他企業の社外取締役を兼任している取締役が多いほど企業パフォーマンスが悪いことを示唆しており、Busyness 仮説を支持している。

以上見てきたように、様々な角度から社外取締役の兼任と企業パフォーマンスの関係について分析されているが、Busyness 仮説を肯定している研究も少なからず存在しており、社外取締役を兼任すること (Busy Director) の効果についてはさらなる研究が必要であろう。

### 3.4 取締役会のダイバーシティ

ダイバーシティ (diversity) とは、多様なプロフィールを持つ人材が融合することによる効果を意味しており (佐々木 (2005b)), 男性や女性といったジェンダー (gender), アジア人や欧米人といった民族性 (ethnicity), 学歴や大学での専攻分野といった経歴 (functional backgrounds), 年齢 (age) など広範な個人の特性を含む概念である (Williams and O' Reilly (1998))。

すでに述べたように、取締役会の独立性は、経営者に株主の利害に応じた行動を取らせるうえで重要である。ここで、多様なジェンダー、民族性、文化を持つ人材は、伝統的なバックグラウンドを持つ人材とは異なる考えを持つため、取締役会の独立性を向上させる (Carter et al. (2003))。したがって、多様なプロフィールを持つ人材が取締役会に入ることによって取締役会の独立性が増し、経営者をモニタリングすることでエージェンシーコストを低下させ、企業パフォーマンスに正の影響を及ぼすことが予想される<sup>39</sup>。

Carter et al. (2003) は、米国企業 (Fortune 1000) を対象に、女性取締役比率 (取締役数に占める女性取締役の割合) およびマイノリティ比率 (取締役数に占めるアフリカ系アメリカ人・アジア人・ラテンアメリカ人の割合) と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。そこでは、内生性の問題への対応として、2SLS による推定を行い、女性取締役比率およびマイノリティ比率いずれも企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることが報告されている。さらに、Carter et al. (2008) は、米国企業 (Fortune 500) を対象に、上述の分析に加えて、各種委員会 (監査・報酬・指名) における女性取締役比率およびマイノリティ比率が企業パフォーマンスに及ぼす影響も分析している。そこでは、3SLS による推定においても Carter et al. (2003) と整合的な結果が得られていると同時に、監査委員会における女性取締役比率と監査・報酬・指名委員会におけるマイノリティ比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることが指摘されている。同様に、オーストラリア企業を対象にした Nguyen and Faff (2007) でもまた、女性取締役比率および女性取締役ダミーいずれも企業パフォーマンス (Tobin's Q) に有意に正の影響を及ぼしていることが報告されている。

Campbell and Minguez (2010) は、スペインの上場企業を対象に、女性取締役と企業パフォーマンスの関係を、イベントスタディとパフォーマンススタディによって分析している。そこで

---

39 組織のダイバーシティとそのパフォーマンスの関係については、とりわけ経営学の分野で長らく分析されてきたが (Williams and O'Reilly (1998)), 近年ではファイナンスや経済学の分野でも分析されるようになってきた。一般に、ダイバーシティがもたらす効果として、創造性やイノベーションの向上、問題解決能力の向上、市場についての理解の向上などが指摘されている (Carter et al. (2003))。

は、イベント日（女性取締役任命のアナウンスメント日）付近の cumulative average abnormal return (CAR) は有意に正であり、女性取締役が付加価値をもたらしていること、さらには、女性取締役比率および女性取締役ダミーいずれも企業パフォーマンス (Tobin's Q) に有意に正の影響を及ぼしており、イベントスタディの結果とも整合的であることを指摘している。

Kang et al. (2010) は、シンガポールの上場企業を対象に、女性取締役就任のアナウンスメントに対する株式市場の反応を分析している（イベントスタディ）。ここでは、アナウンス日とその翌日における abnormal return (AR) が正であり、有意にゼロと異なっていることが報告されている。

日本企業を対象とした研究としては、佐々木 (2005a) と辻本 (2012) がある。佐々木 (2005a) は女性活用（女性従業員比率・女性管理職比率）と企業パフォーマンス（株主資本経常利益率）の関係を分析し、女性従業員比率および女性管理職比率が高いほど有意に企業パフォーマンスが高いことを報告している。また、辻本 (2012) は、2007 年度における女性役員登用企業のパフォーマンスと女性役員未登用企業のパフォーマンスを比較することで (Univariate Analysis)、女性役員が存在する企業のパフォーマンス (Tobin's Q・ROA・株式収益率) がそうではない企業と比較して優れているかどうかを検証している。ここでは、Tobin's Q に限っては、女性役員登用企業が女性役員未登用企業よりも有意に大きいことが指摘されている。ただし、日本企業を対象としたこれらの研究は、先行研究とは異なり、内生性の問題に対して何ら配慮していないなどの問題点を抱えていることには留意が必要である。

これまで見てきた研究は、取締役会における女性取締役のダイバーシティ効果に対してポジティブな見方をしているが、近年の研究では異なる主張も見受けられる。

Farrell and Hersch (2005) は、米国企業を対象に、女性取締役と企業パフォーマンスの関係をイベントスタディによって分析している<sup>40</sup>。具体的には、取締役会に女性を迎え入れたケースと男性取締役のみによって占められている取締役会に女性を迎え入れたケースを分析している。Farrell and Hersch (2005) は、イベント日付近の cumulative average abnormal return (CAR) は正でもなければ有意にゼロとも異なっておらず、取締役会における女性取締役を増やすことと企業パフォーマンスが良くなることを関連付けることはできないと結論付けている<sup>41</sup>。

Adams and Ferreira (2009) は、米国企業 (S&P 500・S&P Midcaps・S&P Smallcaps) を対象に、女性取締役比率と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA) の関係を分析している<sup>42</sup>。

40 Farrell and Hersch (2005) によれば、1990 年度から 1999 年度までの米国企業 (302 社) における女性取締役の状況は次の通りである。女性取締役割合は 1990 年度の 5.60% から 1999 年度には 12.26% まで上昇している。女性取締役がない企業の割合は 1990 年度には 47.02% あったが 1999 年度には 12.60% まで低下している。女性取締役が 1 人いる企業の割合は 1999 年度には 36.42% で 1999 年度には 45.80% であった。女性取締役が 2 人いる企業の割合は 1990 年度には 13.58% であったが 1999 年度には 33.58% まで増加している。

41 Farrell and Hersch (2005) はまた Board selection の決定要因も分析している。ここでは、①女性取締役比率が低いほど（女性取締役が取締役会から去ると）、女性が取締役として迎えられる確率が有意に高くなること、②取締役会の 20% が女性であると、新たに女性が取締役として迎えられる確率がゼロに近いこと、③イベントスタディの結果からも、マーケットが女性取締役をポジティブに評価していないことから、Board selection はジェンダー (gender) に中立的ではなく、多くの女性取締役が存在しているのは外部からのプレッシャーによるものであって、体裁を気にしているにすぎないと結論付けている (Tokenism)。

42 Adams and Ferreira (2009) によれば、1996 年度から 2003 年度までの米国企業 (1939 社 : 8253 firm-years) において、女性取締役割合の平均値が 8.5%、最小値が 0%、最大値が 50% である。

具体的には、通常の OLS および固定効果モデルによる結果では両者に有意に正の関係があるものの（10%水準で有意）、内生性を考慮した固定効果をもつ 2SLS および Arellano and Bond 法による推計結果では両者に有意に負の関係がある（5～10%水準で有意）ことを見出している。これらの結果から、Adams and Ferreira（2009）は女性取締役比率と企業パフォーマンスの関係は complex であり、先行研究で示唆されている正の関係が両者にあるとは言えないと結論付けている<sup>43</sup>。

ところで、一般に、金融・資本市場が部分的にしか統合されていない小規模な国や新興市場（例えば、ノルウェーやスウェーデン）では、経営者を適切にモニタリングできる人材（社外取締役など）が不足している。つまり、こうした環境では、経営者と株主間における情報の非対称性の程度が大きく、ガバナンス・システムが未熟であると言える。そこで、アングロ・アメリカ型のガバナンス・システムを導入することで企業パフォーマンスが高まるかどうかを分析したのが Oxelheim and Randoy（2007）である。Oxelheim and Randoy（2007）は、ノルウェーあるいはスウェーデンに本社がある上場企業を対象に、アングロ・アメリカ出身の社外取締役比率と Tobin's Q の関係を 2SLS を用いて分析している。そこでは、アングロ・アメリカ出身の社外取締役比率が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていることを見出しており、経営者のエンタレチメントの防止に貢献していると結論付けられている。

Kim and Lim（2007）はダイバーシティの変数として、社外取締役の専門分野（academic major：経済学・経営学・法学など）、社外取締役の経歴（前職：政府機関・金融機関・会計士・大学教員・弁護士など）、社外取締役の年齢を取り上げ、これらと企業パフォーマンス（Tobin's Q）の関係を分析している。具体的には、韓国証券取引所と KOSDAQ に上場している韓国企業を対象に、社外取締役の専門分野の多様性と年齢構成の多様性が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしていること、社外取締役の中でも政府機関が企業パフォーマンスに有意に正の影響を及ぼしているものの、会計士が企業パフォーマンスに有意に負の影響を及ぼしていることを見出している。

以上の実証結果から、次の点を指摘できる。取締役会における女性取締役の存在と企業パフォーマンスの関係については、その推定方法によって結果が大きく異なっており、一定のコンセンサスは得られていない。また、ダイバーシティとして女性取締役に焦点を当てている先行研究が多いものの、社外取締役の国籍・専門分野・経歴・年齢といった特性にも分析の応用範囲が広がってきている<sup>44</sup>。最後に、日本企業を対象とした研究は十分に行われていないため、研究の蓄積が必要となろう。

43 Adams and Ferreira（2009）はまた、次のような興味深い発見をしている。具体的には、①女性取締役は男性取締役よりも会議（Board Meeting）の出席率が有意に高いこと（先行研究と整合的）、②女性取締役比率が高いほど、男性取締役の会議出席率が高くなること（女性取締役がいると会議全体の出席率が改善される）、③女性取締役比率が高い企業ほど、経営者交代と株式リターンの感応度が有意に高いこと（しかもこの結果は取締役会の独立性が経営者の交代確率を上昇させることを示した Weisbach（1988）よりも strong かつ robust である）、④女性取締役比率が高い企業ほど、役員報酬に占める株式ベースの報酬割合が有意に高いことを見出している。こうした結果から、Adams and Ferreira（2009）は女性取締役を Tougher monitor と称している。この Adams and Ferreira（2009）の女性取締役に對する見方はまた、Farrell and Hersch（2005）とは対立しているとも言えよう。

44 Gul et al.（2011）は、米国企業を対象に、取締役会のダイバーシティ（女性取締役数・女性取締役割合）と株価の informativeness（idiosyncratic volatility）の関係を分析し、女性取締役数や女性取締役割合が大きい企業ほど株価の informativeness が改善していると指摘している。

### 3. 5 取締役会の開催頻度

従来、取締役会の活動 (board activity) の1つである、取締役会の開催頻度と企業パフォーマンスの関係については、2つの見方があるものの、両者の関係は明らかにされていなかった (Vafeas (1999))。2つの見方のうちの1つは、取締役会の開催が株主にとって有益であるという見方である。Lipton and Lorsch (1992) は、取締役が直面する最大の問題は取締役自身が責務を果たす時間が不足していることであると述べている。この主張に基づけば、取締役会の開催頻度が高まると、取締役 (特に社外取締役) が経営戦略の協議・策定を行い、経営者をモニタリングする時間が多くなるため、エージェンシーコストが低下し、企業パフォーマンスが向上すると予想される。

もう1つの見方は、取締役会の開催が株主にとっては必ずしも有益ではないというものである。そもそも、非常勤である社外取締役が経営者をはじめとする経営陣と一緒に費やす時間は限られており、その時間内に経営上有益なアイデアなどについて意見交換する時間がほとんどないためである (Vafeas (1999))。さらには、時間が限られているにもかかわらず、定型業務 (routine task) によって、社外取締役が経営者をモニタリングする時間を取られてしまうという問題もある。この主張に基づけば、取締役会の開催がコーポレート・ガバナンスを改善するプロアクティブなものではなく、何らかの問題 (業績の低迷など) が生じた後にその問題を解決するための手段 (fire-fighting device) でしかないため、取締役会は企業パフォーマンスの低迷に応じて開催される可能性が高い (Vafeas (1999))。この対立する2つの仮説を初めて直接的に検証したのが Vafeas (1999) である。

Vafeas (1999) は、米国企業を対象に、取締役会の開催頻度 (取締役会の年次開催回数) と企業パフォーマンス (時価簿価比率・株式収益率・ROA) の関係を分析している。そこでは、クロスセクションデータでの通常の OLS と 2SLS による推定を試みており、取締役会の開催頻度と企業パフォーマンスには有意に負の関係があることを見出している。この結果は、取締役会の開催頻度が高い企業が株式市場では低く評価されていることを示唆している。したがって、取締役会の開催頻度が企業パフォーマンスを高めているという仮説は支持されない。

そこではまた、直近の企業パフォーマンス (株式収益率・ROA) が取締役会の開催頻度に有意に負の影響を及ぼしていることを見出しており、企業パフォーマンスが低迷し、危機的状況に陥った直後に取締役会の開催頻度が高まるという明確な関係があることが示されている。Vafeas (1999) は取締役会の開催頻度と企業パフォーマンスの負の関係を、取締役会が企業パフォーマンスの低迷に応じて開催されているためであると解釈している (上述の負の関係は回帰モデルに株式収益率を加えると有意ではなくなる)。こうした傾向は近年の研究においても確認されている (Evans et al. (2002), Andres and Vallelado (2008), Reeb and Upadhyay (2010), Bric and Chidambaram (2010) など)。

また、Vafeas (1999) は、取締役会の開催頻度の増加がその後の企業パフォーマンス (ROA) にもたらす影響も分析している。具体的には、サンプル企業における取締役会の平均年次開催回数を上回っている年度の企業を抽出し、取締役会の開催頻度が高まった後 (イベント後) に企業パフォーマンスが改善しているかどうかを分析している。そこでは、取締役会の開催頻度の増加がその後の企業パフォーマンスの低下を食い止めており、企業パフォーマンスの改善効



果があることを見出している。この結果は、企業パフォーマンスに対して、取締役会のモニタリングがポジティブな影響を及ぼしていることを示唆している<sup>45</sup>。

同様に、取締役会の開催頻度に着目し、取締役会のモニタリング効果について Vafeas (1999) の分析を拡張させた研究として、Bric and Chidambaran (2010) を挙げることができる。Bric and Chidambaran (2010) は、米国企業を対象に、取締役会のモニタリング活動を示す代理変数として、取締役会の開催頻度とモニタリング回数（独立社外取締役数×取締役会の年次開催回数）の2つに着目し、取締役会によるモニタリング活動と企業パフォーマンス（Tobin's Q・株式収益率）の関係を分析している。具体的には、1999年から2005年までのパネルデータを用いて、固定効果を持つ2SLS（2SLS fixed effects）による推定を試みている。そこでは、取締役会の開催頻度とモニタリング回数いずれも、直近の企業パフォーマンス（株式収益率）の低迷と有意に負の関係があることを見出しており、企業パフォーマンスが低迷した直後に取締役の開催頻度が増加することを報告している Vafeas (1999) と整合的な結果を提示している。つまり、この結果は企業パフォーマンスが低迷して危機的状況にある時に取締役会のモニタリング活動も増加することを示唆している。

注目すべきは、取締役会のモニタリング活動が企業パフォーマンスに及ぼす影響についてである。Bric and Chidambaran (2010) は、取締役会の開催頻度とモニタリング回数のいずれも Tobin's Q に有意に正の影響を及ぼしていることを見出しており、この結果は取締役会のモニタリング活動が活発であるほど Tobin's Q が高くなることを示唆している<sup>46</sup>。しかしながら、取締役会の開催頻度とモニタリング回数のいずれも ROA には何ら有意な影響を及ぼしていない。この結果について、Bric and Chidambaran (2010) は、取締役会のモニタリング活動が現在の業績パフォーマンス（operating performance）を改善させることではなくて、主に企業の投資機会を選別することに貢献しているためであると解釈している。同様に、Andres and Vallelado (2008) も、取締役会の開催頻度が企業パフォーマンス（Tobin's Q）に有意ではないものの正の影響を及ぼしていることから、銀行の取締役会はリアクティブ（reactive）ではなくプロアクティブ（proactive）な役割を演じていると指摘しており、取締役会の開催頻度の増加は企業パフォーマンスの低迷への対応ではなくて、企業価値を高める戦略的意思決定が行われているかどうかを精査することへの対応であると主張している<sup>47</sup>。

これまで見てきたように、推定方法によって結果がやや異なるものの、概ね取締役会の開催回数の増加は企業パフォーマンスに対してポジティブな効果があると言えよう。筆者が知る限り、日本企業を対象とした研究はほぼないため、今後の研究が期待されるテーマの一つと考えられる。

45 Vafeas (1999) によれば、1990年度から1994年度までの米国企業（307社：1382 firm-years）における取締役会の年次開催回数の平均値が7.45回（中央値は7回）である。1991年度に限っては、年次開催回数が6回の企業が最も多く（57社：18.5%）、14回以上の企業は全体の1.6%に過ぎない。また、年次開催回数が4回以下の企業が13%（40社）である。

46 Bric and Chidambaran (2010) によれば、1999年度から2005年度までの米国企業（5228 firm-years）における取締役会の年次開催回数の平均値が7.26回（中央値は7回）である。また、最小値が1回、最大値が49回である。

47 Andres and Vallelado (2008) によれば、1996年度から2005年度までの各国の銀行における取締役会の年次開催回数の平均値は次の通りである。イタリアが最も多く16.10回、続いてカナダが12.34回、英国が10.48回、スペインが9.89回、米国が8.18回、フランスが最も少なく7.35回である。

#### 4. 経営者報酬と経営者交代

本節では、経営者を規律付ける仕組みである経営者報酬 (management compensation) と経営者交代 (management turnover) に関する実証研究についてレビューする。

##### 4. 1 経営者報酬

経営者の株式保有とインセンティブが平均的に低すぎると考える限り (Morck et al. (1988))<sup>48</sup>, 経営者に株主の利害に沿った行動を取らせることは困難であろう。しかし, エージェンシー理論に従えば, 経営者と株主間にエージェンシー問題が生じているのであれば, 経営者の報酬を企業の業績や株価と連動させる報酬契約を結ぶことで, 経営者に株主の利害と一致した行動を取らせるインセンティブを与えることができる (Jensen and Meckling (1976))。つまり, このような報酬契約がエージェンシーコストを削減し, 結果として企業パフォーマンスの向上をもたらすと考えられる。

経営者報酬と企業パフォーマンスの関係を分析している研究は, 米国企業を中心に多くの蓄積があるが, その大部分が経営者報酬と企業パフォーマンスの感応度 (Pay-Performance Sensitivity) に焦点を当てており (加藤 (2006)), 経営者報酬 (例えば, ストック・オプション等) が (その後の) 企業パフォーマンスに影響を及ぼしているかどうかを分析している研究は多くない (Mehran (1995), 花崎・松下 (2010) など)。

Mehran (1995) は, 米国企業を対象に, 株式ベースの経営者報酬 (equity-based CEO compensation)<sup>49</sup> と企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA) の関係を分析し, 報酬総額に占める株主価値と連動している経営者報酬の割合が大きい企業ほど有意に企業パフォーマンスが高いことを見出している。

また, Frye (2004) は, 米国企業を対象に, 従業員に対する株式ベースの報酬 (equity-based compensation for employees) に着目し, 報酬総額に占める従業員に対する株式ベースの報酬の割合が大きい企業ほど企業パフォーマンス (Tobin's Q・ROA) が有意に高いことを見出している<sup>50</sup>。しかしながら, 1999年にサンプルを限定すると, 会計上のパフォーマンス (ROA) に限っては, 両者には有意ではないものの負の関係が見られる。Frye (2004) は, この結果を, 1990年代を通じてオプションベースの報酬がかなり多く用いられるようになったこと, また, 従業員が権利行使した際における利益の希薄化が生じていること (the earnings dilution effect) に起因すると解釈している。

日本企業を対象とした Kato et al. (2005) もまた, イベントスタディとパフォーマンススタディを用いて, ストック・オプションの付与と企業パフォーマンス (株式収益率・ROA) の関

48 このような見方とは対照的に, 企業と経営者は最適な報酬契約を結んでおり, 平均的には, 株主の富を最大化するように経営者の株式所有が決まっているとする見方もある (Core et al. (2003))。

49 株式ベースの経営者報酬には, ストック・オプション, ファントム・ストック (phantom stock), リストリクテッド・ストック (restricted stock), パフォーマンス・シェア (performance share) が含まれている。

50 Kato et al. (2005) は, 従業員に付与されたストックオプションの割合とアナウンスメント時における cumulative average abnormal return (CAR) には有意に負の関係があることを報告しており, 従業員の行動は直接的に株価に影響を及ぼす可能性が低いこと, 企業のヒエラルキーの下部に位置する従業員にとっては, ストック・オプションの付与が意味のあるインセンティブとはなりにくいと解釈している。

係を分析している。イベントスタディによれば、イベント日を含む前後5日間の cumulative average abnormal return (CAR) は、ストック・オプション付与の方法にかかわらず、有意に正である。また、取締役が付与されたストック・オプションの割合（発行済株式数に占める取締役が付与されたストック・オプションの割合）と cumulative average abnormal return (CAR) には有意に正の関係があることを報告しており、ストック・オプションが経営者と株主間の利害を一致させるのにより強いインセンティブを与えているという見方を支持している。

一方、パフォーマンススタディによれば、ストック・オプションを付与した年度とその次年度の ROA がコントロール企業よりも有意に高いこと、ストック・オプションを付与した前年度をベンチマークとしてコントロール企業と比較した場合、ストック・オプションを付与した年度とその次年度における ROA の差は有意に正であることを報告している。この結果はストック・オプション付与後に企業パフォーマンスが改善していることを示唆している。

小西・齋木（2004）も株式ベース型報酬<sup>51</sup>と企業パフォーマンス（Tobin's Q・ROA）の関係を分析し、株式ベース型報酬比率と企業パフォーマンス（Tobin's Q）には有意に正の関係があることを報告している。

しかしながら、これらの研究とは異なる結果も提示されている。Uchida and Matsumoto（2006）は、日本企業を対象に、ストック・オプション付与前後の企業パフォーマンス（総資産営業利益率・売上高営業利益率）を分析し、ストック・オプション付与後に企業パフォーマンスが向上しているという事実は見られないことを報告している。とりわけストック・オプションを利用している企業が IPO を経験したばかりの相対的に若い企業が多いという事実から（1997年から2000年までにストック・オプションを利用した企業の三分の一が1995年以降にIPOを行った企業であった）、IPO企業と非IPO企業の比較も行ったものの、結果は大きく変わっていない。これらの結果は Kato et al.（2005）や小西・齋木（2004）と異なる結果である。

さらに、花崎・松下（2010）は経営者報酬制度が企業パフォーマンス（ROA・ROE）に影響を及ぼしているかどうかを分析している。そこでは、ストック・オプション導入ダミー、ブラック・ショールズ・モデル（Black-Scholes Model）によって算出したストック・オプションの価値評価額、業績連動型報酬制度採用ダミーいずれも企業パフォーマンスに明確な影響を及ぼしておらず、経営者報酬制度が企業パフォーマンスの向上にほとんど寄与していないことが報告されている。

以上のように、日本企業を対象とした先行研究の結果は対立しており、さらなる検証が必要となろう。

## 4. 2 経営者交代

企業パフォーマンスが低迷を続けているような、業績不振に陥っている企業において、当該企業の経営者が強制的に交代させられる（forced turnover）という現象は、コーポレート・ガバナンス・メカニズムが働いている一つの証左と言えるであろう（青木・新田（2004））。

この現象は日本企業においても確認されている。Kaplan and Minton（1994）は、退任した

---

51 株式ベース型報酬とは取締役及び従業員の保有株式に配当を掛けた値に、ブラック・ショールズ・モデルで求めたストック・オプションの価値を足し合わせた値である。

社長が会長に就任しなかったケースに着目し (non-standard turnover), Kang and Shivdasani (1995) は、退任した社長が当該企業の取締役に残留しなかったケースに着目し (non-routine turnover), いずれも経営者交代が生じる確率が企業パフォーマンスの低下時に有意に高まるという結果を報告している。1971年から1994年までの長期間に渡って米国企業の経営者交代について分析した Huson et al. (2001) でもまた、全ての期間 (1971～1976年, 1977～1982年, 1989～1994年, 1971～1994年) において、企業パフォーマンス (ROA・株式収益率) と強制的な経営者交代に有意に負の関係があることを指摘している<sup>52</sup>。

こうした経営者交代が能力の低い経営者や努力水準の低い経営者の更迭であるならば、経営者交代が生じた後には企業パフォーマンスが改善するという現象が観察されるはずである。

Denis and Denis (1995) は、米国企業を対象に、①全経営陣 (all management team) の交代・②経営者 (top executive) の交代・③経営者を除く経営陣 (top management team) の交代に着目し、イベントスタディとパフォーマンススタディを用いて、経営者交代と企業パフォーマンス (株式収益率・総資産営業利益率) の関係を分析している。短期的な株価効果を分析する、イベントスタディによれば、①と②のケースにおいて、強制的な交代がアナウンスされた日における abnormal returns (AR) は有意に正である一方で、通常の退職 (normal retirements) がアナウンスされた日における abnormal returns (AR) は正ではあるものの有意ではない (いずれのケースにおいても両者には有意な差がある)。特に注目すべきは、経営者の交代を含まない③のケースであり、通常の退職だけでなく強制的な交代の場合にも abnormal returns (AR) は有意ではない (平均値および中央値は負であり、両者に有意な差もない)。これらの結果から、Denis and Denis (1995) は、経営者を含まない経営陣の交代よりも経営者の交代の方がより重要なイベントであると指摘している。言い換えれば、株式市場は経営者自体を強制的に交代させることを評価していると言えよう。

一方、パフォーマンススタディによれば、①と②のケースにおいて、とりわけ強制的な交代が生じているグループで有意な企業パフォーマンス (総資産営業利益率) 改善効果が生じている (強制的交代グループとに通常の退職グループには有意な差がある)。さらに、経営者の交代を含まない③のケースでは、通常の退職だけでなく強制的な交代の場合にも、有意に企業パフォーマンスが改善しているという結果は得られていない。この結果はイベントスタディの結果と整合的であり、Denis and Denis (1995) は経営者自体を強制的に交代させることがより重要なイベントであると結論付けている。

また、Hotchkiss (1995) は、chapter 11を申請した米国企業を対象に、経営者交代と企業パフォーマンス (オペレーティングマージンなど) の関係を分析している。具体的には、倒産 (bankruptcy) 前後で経営者交代が生じているかどうかに着目して、倒産前後における経営者交代の有無が倒産後の企業パフォーマンスに影響を及ぼしているかどうかを分析している。ここでは、倒産前の経営者が倒産後も引き続き経営者として居座っている企業ほどその後の企業パフォーマンスが有意に悪いことを見出している。

52 Huson et al. (2001) はまた、強制的な経営者交代と企業パフォーマンスとの感応度が1983年から1988年までの期間よりも1977年から1982年までの期間の方がより強いことを見出しており、乗っ取り市場 (takeover market) が活発であった1980年代においては両者の感応度が弱くなっていることを指摘している。

中国企業を対象にした Kato and Long (2006) でもまた、経営者交代と企業パフォーマンス (株式収益率・ROA) の関係を分析し、支配株主 (controlling shareholder) が過半数の株式を所有している企業と個人 (private individual) などが過半数の株式を所有している企業における経営者交代が強い企業パフォーマンス改善効果を示していることを報告している。

日本企業を対象とした研究としては、青木・新田 (2004) がある。青木・新田 (2004) は、日本企業を対象に、エンタレンチメントコスト<sup>53</sup>の温床となる経営者の在任期間 (tenure) に着目して、経営者の在任期間別に、経営者交代と企業パフォーマンス (ROA・株式収益率) の関係を分析している。そこでは、経営者の在任期間が長くなるほど、企業パフォーマンスが低下する傾向にあること (在任期間増加に伴うエンタレンチメントコストの増加)、企業パフォーマンスが低迷しているにもかかわらず、長期政権を維持している企業で経営者の交代が生じると、その後の企業パフォーマンスは急速に改善することを見出している<sup>54</sup>。

このように、経営者交代 (特に強制的な経営者交代) というイベントについては、そのイベント後の企業パフォーマンスが改善するということが国内外で報告されており、経営者交代に企業パフォーマンスの改善効果があるという一定のコンセンサスが得られていると言えよう。

## 5. おわりに

本稿では、内部ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係に関する国内外の実証

---

53 青木・新田 (2004) は、エンタレンチメントコストを、経営トップに対して企業の内外からの牽制・規律が効かない状態自体、あるいは経営トップが自らの得意分野への投資を行うことによって新規の経営トップに交代させる費用を増加させ、自らの地位の安泰化を図るような行動 (Shleifer and Vishny (1989)) の結果として発生する、経営トップの努力水準の低下や、経営トップの私利便益に対する支出増加といった負の組織成果を含めたものとして定義している。Hermalin and Weisbach (1991) も経営者の長期政権がエンタレンチメントコストを発生させ、企業パフォーマンスに負の影響を及ぼすとの仮説から、経営者の在任期間と企業パフォーマンス (Tobin's Q) の関係を分析している。そこでは、経営者の在任期間が 15 年以上になると企業パフォーマンスが有意に低下することが報告されており、経営者が長期間に渡ってトップの座に居座ることはエンタレンチメントコストを発生させ、企業パフォーマンスを低下させると指摘している。

54 青木・新田 (2004) は経営者の在任期間とエンタレンチメントコストの関係に関する仮説を次のように述べている。「経営トップはその地位に就任した後、トップとしての経験を積むことによって、その職務に必要とされる技能が開発されていく。こうした経験による能力向上は、就任直後で伸び率が最も高いが、時間の経過とともに次第に低下していくものと想定される。なぜならば、就任直後は、その地位に就いて始めて要求される技能を数多く習得しなければならず、また、その地位に就かなければ経験し得ないような学習機会に恵まれると考えられるからである。当然追加的な経験によってその後も経営能力は高まるが、初期ほどの経験値を稼ぐことはできなくなるであろう。したがって、経営トップ能力 ( $a(t)$ ) は、①学習効果によって増加すること ( $\partial a(t)/\partial t > 0$ )、しかし、②その増分は低減的である ( $\partial^2 a(t)/\partial t^2 > 0$ ) と考えられる。一方、本稿の焦点である経営トップのエンタレンチメントコストは、能力とは対照的に、就任直後にはほとんど発生しないが、在任期間が長期化するにつれて増加するものと考えられる。新任の経営トップは、就任からしばらくの間、高い努力水準を保つインセンティブを持つであろう。良好なパフォーマンスを達成して周囲を納得させることは、経営トップとしての地位を正当化するために必要と思われるからである。つまり、就任直後は権力基盤が堅固でないため、周囲からの牽制もある程度効きやすく、さらに周囲の認知を得るために努力水準を高めると考えられるので、エンタレンチメントコストはほとんど存在しないとみてよいであろう。ところが、一定水準のパフォーマンスを維持しつつ、つまり極端な業績悪化などを経験せずに一定期間が経過すると、経営トップは、さらに権力基盤を固めるべく保身のための活動を拡大したり、バーンアウトなどで努力水準を低下させたり、あるいはこれまでの成功体験に固執し意思決定が硬直化するなどの弊害が大きくなるかもしれない。これは経営トップ個人の特性に基づく要因であるが、さらに重要な点は、任期の長期化にともなう経営トップへの過度の権力集中が、周囲からの牽制機能を低下させる結果、トップの暴走を阻止できなくなる可能性が高まることである。したがって、経営トップのエンタレンチメントコスト ( $c(t)$ ) は、③就任直後は無視できる水準にとどまるが、④時間の経過とともに拡大する ( $\partial c(t)/\partial t > 0$ ) と考えられる」(114～115頁)。

研究を包括的にサーベイした。具体的には、内部ガバナンス・メカニズムとして、株式所有構造、取締役会、経営者報酬、経営者交代を取り上げ、それらが企業パフォーマンスに及ぼす影響をレビューした。その結果、以下の点が明らかになった。

第一に、株式所有構造、取締役会規模、取締役会構成（社外取締役）に関する研究については、日本企業を対象とした研究の蓄積が進んでいる一方、とりわけ社外取締役の兼任、取締役会のダイバーシティ、取締役会の開催頻度に関する研究については、筆者の知る限り十分に行われていないことが明らかとなった。これらについては欧米に大きな遅れを取っているため、研究の蓄積が急務である。

第二に、本稿で取り上げたトピックにおいては、内部ガバナンス・メカニズムが持つパフォーマンス効果について、実証結果が対立している研究が多く、一定のコンセンサスが得られているものが少ないことが明らかとなった。このことは、企業パフォーマンスを向上させる最適なコーポレート・ガバナンス・メカニズムが企業特性や産業特性によって異なることを示唆しているのかもしれない。さらなる検証が必要と言えよう。

第三に、近年においては、コーポレート・ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスの関係性を分析する上で、内生性の問題への対応は不可欠である（Flannery and Hankins (2013)）。本稿で取り上げたほとんどのトピックで指摘されていたように、推定方法によって結果が大きく異なることもあるため、より説得力のある頑健な結果を得るためにも、洗練された分析が必要となろう。

第四に、コーポレート・ガバナンス研究の中心は、いわゆる上場企業（株式会社）を対象にしているが、規制業種に属する公益企業を対象とした研究（Ferris and Jagannathan (2001), Nogata et al. (2011)）、第三セクターなども含む非上場企業を対象とした研究（福田・粕谷・中島 (2006)）、株式会社とは異なる協同組織を対象とした研究（家森・富村・播磨谷 (2008)）、非営利組織（NonProfit Organizations）を対象とした研究（O'Regan and Oster (2005), Aggarwal et al. (2012)）など、多くの先行研究とは異なる業種・企業（組織）へと、コーポレート・ガバナンス研究から得られた知見の応用が進んでいる<sup>55</sup>。こうした企業特性および産業特性の異なる組織において、コーポレート・ガバナンス研究から得られた知見がどこまで妥当するかは実証上の課題であろう。

最後に、本稿では、コーポレート・ガバナンス・メカニズムが企業パフォーマンスに及ぼす影響に焦点を当て、内部ガバナンス・メカニズムと企業パフォーマンスに関する実証研究を中心にレビューした。しかしながら、本稿では、各コーポレート・ガバナンス・メカニズムが相互に依存・代替しているにもかかわらず（Berry et al. (2006) など）、コーポレート・ガバナンス・メカニズム間の関係はどのようなものか（例えば、取締役会規模・構成が経営者交代や経営者報酬に及ぼす影響、取締役会規模・構成の決定要因など）、すなわち、コーポレート・ガバナンス・メカニズム間の相互作用（interaction）については明示的に取り上げてこなかった。この点は今後の課題としたい。

55 松本・後藤（2010）は、観光・レジャー分野における株式会社法人の第三セクターを対象に、取締役会構成と企業パフォーマンスのクロスセクショナルな関係を分析している。そこでは、民間出資割合が低く、民間出身役員割合が高い企業ほど、企業パフォーマンスが有意に悪いことを報告しており、（当該企業に出資をほとんどしていない）民間主導の取締役会においてリスクの高いプロジェクトが選択されているというモラルハザード問題が生じている可能性を指摘している。

## 参考文献

### 英文文献

- Adams, R., H. Almeida and D. Ferreira(2005), "Powerful CEO and Their Impact on Corporate Performance," *Review of Financial Studies*, Vol.18, pp.1403-1432.
- Adams, R., H. Almeida and D. Ferreira(2009), "Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance," *Journal of Empirical Finance*, Vol.16, pp.136-150.
- Adams, R. and D. Ferreira(2009), "Women in the boardroom and their impact on governance and performance," *Journal of Financial Economics*, Vol.94, pp.291-309.
- Adams, R., B. Hermalin and M. Weisbach(2010), "The Role of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey" *Journal of Economic Literature*, Vol.48, pp.58-107.
- Aggarwal, R. K., M. E. Evans, and D. Nanda(2012), "Nonprofit Boards: Size, Performance and Managerial Incentives," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.53, pp.466-487.
- Agrawal, A. and C.R.Knoeber(1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.31, pp.377-398.
- Amman, M., D. Oesch, and M.M.Schmid(2011), "Corporate Governance and Firm Value: International Evidence," *Journal of Empirical Finance*, Vol.18, pp. 36-55.
- Andres, C.(2008), "Large shareholders and firm performance-An empirical examination of founding-family ownership," *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp. 431-445.
- Andres, P., V.Azofra, and F.Lopez(2005), "Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness," *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, pp. 197-210.
- Andres, P. and E.Vallelado(2008), "Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors," *Journal of Banking & Finance*, Vol.32, pp. 2570-2580.
- Balatbat, M.C.A, S.L. Taylor and T. S. Walter(2004), "Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings," *Accounting and Finance*, Vol.44, pp.299-328.
- Bauer, R., B. Frinjs, R. Otten, A. Tourani-Rad(2008), "The impact of corporate governance on corporate performance: evidence from Japan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 18, pp.236-251.
- Berry, T.K., L. P. Fields and M. S. Wilkins(2006), "The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms," *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp. 449-466.
- Berger, P.G. and E.Ofek(1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics*, Vol.37, 39-65.
- Bhagat, S. and B. Black(1999), "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance," *Business Lawyer*, Vol.54, pp.921-963.
- Bhagat, S. and B. Black(2001), "The Non-correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance," *Journal of Corporation Law*, Vol.27, pp.231-274.
- Bhagat, S. and B. Bolton(2008), "Corporate governance and firm performance," *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp. 257-273.
- Bhagat, S. and B. Bolton(2010), "Director Ownership, Governance and Performance," SSRN working paper series, <http://ssrn.com/abstract=1571323>.
- Black, B. H. Jang and W. Kim(2006), "Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol.22, pp.366-413.

- Brick, I. E. and N.K. Chidambaram(2010), "Board meetings, committee structure, and firm value," *Journal of Corporate Finance*, Vol.,pp.533-553.
- Campbell,K.andA.Minguez(2010), "Femaleboardappointmentsandfirmvaluation:shortandlong-term effects," *Journal of Management & Governance*, Vol.14, pp.37-59.
- Carter, D.A., B. J. Simkins and W. G. Simpson(2003), "Corporate governance, board diversity, and firm value," *Financial Review*, Vol.38,pp.33-53.
- Carter, D.A., F. D'Souza, B.J. Simkins and W. G. Simpson(2008), "The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance," Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=1106698>.
- Chen,C.R.,W.Guo, and V.Mande(2003), "Managerial Ownership and firm valuation: Evidence from Japanese Firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.11, pp.267-283.
- Claessens,S.,S.Djankov,J.P.H.Fan, and L.H.P.Lang(2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, Vol.57, pp. 2741-2771.
- Coles, J.L., N. D. Daniel and L. Naveen(2008), "Boards: Does one size fit all?" *Journal of Financial Economics*, Vol.87, 329-356.
- Core, J., W. Guay and D. Larcker(2003), "Executive equity compensation and incentives: a survey," *Economic Policy Review*, Vol.9, pp.27- 50.
- Core, J., W. Guay and T. Rusticus(2006), "Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations," *Journal of Finance*, Vol. 61, pp.655-687.
- Demsetz, H. and B. Villalonga(2001), "Ownership structure and corporate performance," *Journal of Corporate Finance*, Vol.7, pp. 209-233.
- Denis,D. and D.Denis(1995), "Performance changes following top management dismissals," *Journal of Finance*, Vol.50,pp.1029-1057.
- Denis, D. and J. J. McConnell(2003), "International corporate governance," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38,pp.1-36.
- Eisenberg, T., S.Sundgren, and M.Wells(1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.48, pp.35-54.
- Ertugrul, M. and S. Hegde(2009), "Corporate Governance Ratings and Firm Performance," *Financial Management*, Vol.38, pp.139-160.
- Evans, J., R. Evans and S. Loh(2002), "Corporate governance and declining firm performance," *International Journal of Business Studies*, Vol.10, pp. 1-18.
- Fama, E.(1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol.88, pp.288-307.
- Fama, E. and M. Jensen(1983a), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325.
- Fama, E. and M. Jensen(1983b), "Agency Problem and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.327-349.
- Farrell, K.A. and P. L. Hersch, "Additions to corporate boards: the effect of gender," *Journal of Corporate Finance*, Vol.11,pp.85-106.
- Ferris, S.,M.Jagannathan, and A.C.Pritchard(2003), "Too Busy to Mind The Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments," *Journal of Finance*, Vol.58, pp. 1087-1111.
- Ferris,S. and M.Jagannathan(2001), "The Incidence and Determinants of Multiple Corporate Directorships," *Applied Economics Letters*, Vol.8, pp. 31-35.
- Fich, E.M.(2005), "Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director



- Appointments by Fortune 1000 Firms” *Journal of Business*, Vol.78, 1943-1971.
- Fich, E.M. and A. Shivdasani(2006), “Are Busy Boards Effective Monitors?” *The Journal of Finance*, Vol.61, No.2, pp. 689-724.
- Fields, M.A. and P. Y. Keys(2003), “The Emergence of Corporate Governance from Wall St. to Main St.: Outside Directors, Board Diversity, Earnings Management, and Managerial Incentives to Bear Risk,” *The Financial Review*, Vol.38,pp.1-24.
- Flannery,M.J. and K.W.Hankins(2013), “Estimating Dynamic Panel Models in Corporate Finance,” *Journal of Corporate Finance*,Vol.19,pp.1-19.
- Frye, M.B.(2004), “Equity-based Compensation for Employees: Firm Performance and Determinants,” *The Journal of Financial Research*,Vol.27,pp.31-54.
- Gedajlovic, E., D. M. Shapiro and B. Buduru(2003), “Financial Ownership, Diversification and Firm Profitability in Japan,” *Journal of Management & Governance*,Vol.7,pp.315-335.
- Gillan,S.(2006), “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp. 381-402.
- Giroud,X. and H.M.Mueller(2011), “Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices,” *Journal of Finance*, Vol.66, pp.563-600.
- Gugler, K., D. C. Mueller and B. B. Yurtoglu(2008), “Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, pp. 688-705.
- Goldman,E., J.Rocholl, and J.So(2009), “Do Politically Connected Boards Affect Firm Value?” *Review of Financial Studies*,Vol.22,pp.2331-2360.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick(2003), “Corporate Governance and equity prices,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp.107-155.
- Gul,F.A.,B.Srindhi, and A.C.Ng(2011), “Does Board Gender Diversity improve The Informativeness of Stock Prices?,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.51, pp.314-338.
- Hart,O.(1995), “Corporate Governance: Some Theory and Implications,” *Economic Journal*, Vol. 105, pp.678-689.
- Helland,E. and M.Sykuta(2005), “Who's Monitoring the Monitor? Do Outside Directors Protect Shareholders' Interests?,” *The Financial Review*, Vol.40, pp. 155-172.
- Hermalin, B. and M. Weisbach(1988), “The Determinants of Board Composition,” *The RAND Journal of Economics*, Vol.19, pp. 589-606.
- Hermalin, B. and M. Weisbach(1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance,” *Financial Management*, Vol.20, pp. 101-112.
- Hermalin, B. and M. Weisbach(2003), “Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature,” *Economic Policy Review*, Vol.9,pp.7-26.
- Hiraki, T., H. Inoue, A. Ito, F. Kuroki and H. Masuda(2003), “Corporate governance and firm value in Japan: Evidence from 1985 to 1998,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 11,pp.239-265.
- Hoshi,T.andA.Kashyap(2001),*Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to Future*, Cambridge, MIT Press.
- Hossain, M., A. K. Prevost and R. P. Rao(2001), “Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 9,pp.119-145.
- Hotchkiss,E.S.(1995), “Postbankruptcy Performance and Management Turnover,” *Journal of Finance*, Vol.50,No.1, pp.3-21.

- Howton, S.(2006), "Effect of Governance Characteristics on the State of the Firm after an Initial Public Offering," *The Financial Review*, Vol.41, pp.419-433.
- Huang,H., P.Hsu,H.A.Khan, and Y.Yu(2008) "Does the Appointment of an Outside Director Increase Firm Value? Evidence from Taiwan," *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol.44, pp.66-80.
- Jain, B.A. and O.Kini(1994), "The post-issue operating performance of IPO firms," *Journal of Finance*, Vol.49, pp.1699-1726.
- Jain, B.and O.Kini(1999), "The Life Cycle of Initial Public Offering Firms," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.26, pp.1281-1307.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.
- Jensen, M.(1993), "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control system," *Journal of Finance*, Vol.48, pp.831-880.
- Jiraporn,P., Y.S.Kim and W.N.Davidson III (2008), "Multiple directorships and corporate diversification," *Journal of Empirical Finance*, Vol.15, pp.418-435.
- Jiraporn,P., W.N.Davidson III, P. DaDalt and Y.Ning(2009a), "Too busy to show up? An Analysis of Director's Absences," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.49, pp.1159-1171.
- Jiraporn,P., M.Singh and C.I.Lee(2009b), "Ineffective Corporate Governance: Director Busyness and Committee memberships," *Journal of Banking & Finance*, Vol.33, pp.819-828.
- Joh, S.W.(2003), "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol.68, pp.287-322.
- John, K. and L.W.Senbet(1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness," *Journal of Banking & Finance*, Vol.22, pp.371-403.
- Kang,E., D.K.Ding, and C.Charoenwong(2010), "Investor Reaction to Women Directors," *Journal of Business Research*, Vol.63, pp.888-894.
- Kang, J. K. and A. Shivdasani(1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol.38, pp.29-58.
- Kato,H., M.Lemmon, M.Luo and J. Schallheim(2005), "An Empirical Examination of the Costs and Benefits of Executive Stock options: Evidence from Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol.78, pp.435-461.
- Kato,H. and C.Long(2006), "Executive Turnover and Firm Performance in China," *The American Economic Review*, Vol.96, pp.363-367.
- Kim, K.A., P. Kitsabunnarat and J.R. Nofsinger (2004), "Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms," *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, pp.355-381.
- Klein, A.(2002), "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.33, pp.375-400.
- Kole, S.R. and K. M. Lehn(1999), "Deregulation and the adaptation of governance structure: the case of the U.S. airline industry," *Journal of Financial Economics*, Vol.52, pp.79-117.
- Kutsuna, K., H.Okamura and M.Cowling(2002), "Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.10, pp.163-181.
- Larmou, S. and N. Vafeas(2010), "The relation between board size and firm performance in firms with a history of poor operating performance," *Journal of Management & Governance*, Vol.14, pp.61-85.

- Lemmon, M. L. and K. V. Lins(2003), "Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis," *Journal of Finance*, Vol.58, pp.1445-1468.
- Lins,K.V.(2003), "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, pp.159-184.
- Linck,J. S., J. M. Netter, and T. Yang(2008), "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.87, pp.308-328.
- Lipton, M and J. Lorsch(1992), "A modest proposal for improved corporate governance," *Business Lawyer*, Vol.48, pp.59-77.
- Mak, Y. and Y. Kusnadi(2005), "Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13,pp.301-318.
- Masulis,R.W. and S.Mobbs(2011), "Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market," *Journal of Finance*, Vol.66, pp.823-872.
- Matsumto, M. and K. Uchida(2010), "Internal corporate governance mechanisms and foreign investors: Evidence from Japanese IPOs," Available at SSRN <http://ssrn.com/abstract=1663653>.
- McConnell, J. and H. Servaes(1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp.595-612.
- Mehran,H.(1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp.163-184.
- Miwa, Y. and J. M. Ramseyer(2002), "The Value of Prominent Directors: Corporate Governance and Bank Access in Transitional Japan," *The Journal of Legal Studies*, June,Vol.31, pp.273-301.
- Miwa, Y. and J. M. Ramseyer(2005), "Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan," *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol.14, pp.299-337
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20,pp.293-315.
- Morey, M., A. Gottesman, E. Baker and B. Godridge(2009), "Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set," *Journal of Banking and Finance*, Vol.33, pp.254-262.
- Mura,R.(2007), "Firm Performance: Do Non-Executive Directors have Minds of their own? Evidence from UK Panel data," *Financial Management*, Vol. 37, pp.81-112.
- Netter, J., A. Poulsen and M. Stegemoller(2009), "The rise of corporate governance in corporate control research," *Journal of Corporate Finance*, Vol.15, pp.1-9.
- Nogata,D.,K.Uchida, and N.Goto(2011), "Is Corporate Governance important for Regulated Firm's Shareholders? Evidence from Japanese Mergers and Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, Vol.63, pp. 46-68.
- Oxelheim,L. and T.Randoy(2003), "The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value," *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, pp.2369-2392.
- Park, Y. W., and H. Y. Shin(2004), "Board composition and earnings management in Canada," *Journal of corporate Finance*, Vol.10, pp.431-457.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young(2005), "Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.32, No.(7) & (8), pp.1311-1346.
- Perry, T. and U. Peyer(2005), "Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective," *Journal of Finance*, Vol.60, pp.2083-2123.
- Pietra, R., C. A. Grambovas, I. Raonic and A. Riccaboni(2008), "The effects of board size and 'busy'

- directors on the market value of Italian companies,” *Journal of Management & Governance*, Vol.12, pp.73-91.
- Reeb, D. and A. Upadhyay (2010), “Subordinate Board Structure,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.16, pp.469-486.
- Ritter, J.R. (1991), “The long-run performance of initial public offerings,” *Journal of Finance*, Vol.46, pp.3-27.
- Sarkar, J. and S. Sarkar (2009), “Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 17, pp.271-293.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1986), “Large shareholders and corporate control,” *Journal of Political Economy*, Vol.95, pp.461-488.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1989), “Management Entrenchment The Case of Manager-Specific Investments,” *Journal of Financial Economics*, Vol.25, pp.123-139.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, Vol.52, No. 2, pp.737-84.
- Short, H. and K. Keasey (1999), “Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from UK,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.5, pp.79-101.
- Uchida, K. and M. Matsumoto (2006), “Ownership Structure and Operating Performance Changes Surrounding Stock Option Adoptions: Evidence from Japan” *Corporate Ownership & Control*, Vol.4, pp.10-23.
- Villalonga, B. and R. Amit (2006), “How do family ownership, control, and management affect firm value?” *Journal of Financial Economics*, Vol.80, pp.385-417.
- Vafeas, N. (1999), “Board meeting frequency and firm performance” *Journal of Financial Economics*, Vol.53, pp.113-142.
- Warfield, T.D., J.J. Wild and K.L. Wild (1995), “Managerial Ownership, Accounting Choices, and the Informativeness of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, No. 1, pp. 61-91.
- Weisbach, M. (1988), “Outside Directors and CEO Turnover,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.431-460.
- Williams, K. and C. O'Reilly (1998), “Demography and Diversity in Organizations: A Review of 40 Years of Research,” *Research in Organizational Behaviour*, Vol.20, pp.77-140.
- Xie, B., W.N. Davidson and P.J. DaDalt (2003), “Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.9, pp.295-316.
- Yan, C. and H. Sheu (2006), “Managerial Ownership Structure and IPO Survivability,” *Journal of Management and Governance*, Vol.10, pp.59-75.
- Yamori, N. (1998), “Bureaucrat-manager and Corporate Governance: Expense-Preference Behaviors in Japanese Financial Institutions” *Economics Letters*, Vol.61, pp.385-389.
- Yermack, D. (1996), “Higher valuations of companies with a small board of directors,” *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.185-212.
- Yermack, D. (2006), “Board Members and Company Value,” *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol.20, pp.33-47.

## 日本語文献

- 青木英孝・新田敬祐 (2004), 「経営トップ交代の効果とガバナンスの影響—在任期間とエンブレチメント」, 『ニッセイ基礎研究所報』, Vol.33, pp.99-132.
- 内田交謹 (2009), 「取締役会構成変化決定要因と企業パフォーマンスへの影響」, 『商事法務』, No.1874, pp.15-22.
- 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』, 2012年5月号, pp.8-18.
- 加藤隆夫 (2006), 「役員報酬とコーポレート・ガバナンス—東アジアのケース—」, 『労働調査』, 2006年8月号, pp.1-2.
- 小西大・齋木利保 (2004), 「株式ベース型報酬と企業業績」, 『一橋論叢』, 第132巻, 第5号, pp.607-623.
- 齋藤卓爾 (2006), 「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」, 『季刊 企業と法創造』, 早稲田大学 21世紀 COE <企業法制と法創造>総合研究所, 第三巻, 第一号, pp.171-185.
- 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, pp.181-213.
- 齋藤達弘 (2002), 「取締役会の規模と企業評価」, 『日本経済研究』, No.45, pp.86-111.
- 佐々木隆文 (2005a), 「人材重視型 CSR と企業価値 (4) —従業員多様性 (Diversity) —」, 『年金レビュー』, 2005年5月号, 日興フィナンシャル・インテリジェンス.
- 佐々木隆文 (2005b), 「人材重視型 CSR と企業価値 (5) —コーポレート・ガバナンスと女性活用—」, 『年金レビュー』, 2005年11月号, 日興フィナンシャル・インテリジェンス.
- 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』, 2000年9月号, pp.47-65.
- 辻本臣哉 (2012), 「女性マネジメントと企業行動」, 日本経営財務研究学会第36回全国大会報告論文.
- 西崎健司・倉澤資成 (2003), 「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」, 『金融研究』, 日本銀行金融研究所, pp.161-200.
- 花崎正晴・松下佳菜子 (2010), 「ストックオプションと企業パフォーマンス—オプション価値評価額に基づく実証分析—」, 『経済経営研究』, Vol.30, No.4, pp.1-114.
- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智 (2006), 「非上場企業におけるコーポレート・ガバナンス」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.06-J-05.
- 松本守・後藤孝夫 (2010), 「観光産業における第三セクターのガバナンスに関する経済分析—株式会社法人のパフォーマンスの決定要因—」, 『運輸と経済』, 2010年9月号, pp.60-70.
- 宮島英昭・小川亮 (2012), 「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか? : 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」, RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013.
- 宮島英昭・齋藤直・尾身祐介 (2005), 「20世紀日本企業の所有構造とパフォーマンス—戦前期を中心に—」, 『季刊 企業と法創造』, 早稲田大学 21世紀 COE <企業法制と法創造>総合研究所, 第一巻, 第四号, pp.125-140.
- 家森信善・富村圭・播磨谷浩三 (2008), 「共同組織金融機関のガバナンス改革—信用金庫の理事会規模と経営パフォーマンス—」, RIETI Discussion Paper Series 08-J-044.