

調査研究レジュメ

コーポレート・ガバナンス改革と郵便貯金 ——取締役会規模・構成を中心に——

内田交謹（北九州市立大学）

日本郵政公社は、2003年の公社化時点で、コーポレート・ガバナンスの強化を重要課題として取り上げ、既に民間企業の社外取締役に対応する社外理事を導入している。しかしながら、民営化が実施され、通常の株式会社形態に移行した際には、さらなるコーポレート・ガバナンスの強化が不可避の課題となるであろう。では、現状の日本郵政公社の理事会規模・構成は妥当なのであるだろうか？ また、民営化後は、さらに取締役会改革を行う必要があるのだろうか？ この問いに答えることが、本稿の課題である。

一般的な傾向として、日本企業の取締役会は、「小規模化、独立性確保（取締役数に占める社外取締役割合の増大）」の方向に向かっているように思われる。日本の先行研究のデータをみると、六大企業集団所属費金融機関92社を分析した斉藤（2002）のデータでは、1996年の平均取締役数は29.4人であった。一方で、2004年度の東証一部上場企業を分析した三輪（2006）のデータでは、平均取締役数は10.7人であった。サンプル企業の規模の差を考慮する必要はあるが、これらのデータは、日本企業の取締役会が小規模化の方向に向かっていることを伺わせる。また近年では、米国企業に比べれば取締役全体に占める割合が低いものの、社外取締役を導入する企業が増大している。なお、取締役会の「小規模化・独立性確保」という傾向は、Enronなどによる大型の企業不祥事が頻発した最近の米国の実務でも見られる。

一方近年では、取締役会規模・構成に関する学術的な研究が盛んになってきている。ここでは、最適な取締役会規模・構成は企業特性によって異なり、必ずしも全ての企業にとって小規模化、独立性確保化が望ましいわけではないことが指摘されている。

先行研究では、取締役会規模・構成に影響を与える主要な変数として、企業規模、成長機会、過去のパフォーマンス等が指摘されている。企業規模が大きくなるほどエージェンシー問題が複雑になるため、より多くの情報と専門的知見を持った取締役会とするために取締役会規模を大きくする必要がある。また複雑なエージェンシー問題に対処するために、独立的な取締役の割合を高めておくことが望ましくなる。成長機会が大きくなると、情報の非対称性が深刻になり、モニタリング・コストが大きくなることから、フリーライダー問題を軽減するために取締役会規模を小さくしておく必要がある。また同様の理由で、独立的な取締役の割合は小さくした方が望ましい。最後に、過去のパフォーマンスが高くなるほど、トップ経営者の交渉力が強くなるため、独立的な取締役の割合を低くすると考えられる。

本研究では、上記の3つの仮説をテストするために、日本のデータを用いて回帰分析を行った。結果は、取締役会規模と企業規模の間に有意な正の関係がみられた。この結果は、

日本においても米国同様に、企業規模が大きくなれば取締役会規模を大きくすることで、より多くの情報・専門的知見を持った取締役会を採用していることを示唆している。一方他の仮説については、執行役員制や委員会設置会社採用による影響をコントロールすると、統計的に有意な関係が検出されなかった。

本研究ではまた、回帰分析の推定結果を用いて、メガバンク・グループ及び日本郵政公社の取締役会（郵政公社は理事会）規模・構成について分析・評価した。

メガバンク・グループ（持株会社）の取締役会規模は、特にその企業規模を考慮すると過小な水準であるように思われる。その理由としては、持株会社形式を採っていること、社会的な注目度が高いために近年の実務界で支配的な「できるだけ小規模の取締役会を採用すべき」という考え方に沿った行動をとっているといった点が考えられる。

日本郵政公社の現在の理事会規模（17名）も、その事業規模を考慮すると、過小な水準であると思われる。この点についてはメガバンク同様に社会的注目度が高いために、できるだけ小規模の取締役会を採用すべき」という考え方に沿った行動をとっていると解釈できる。しかしながら、過小規模の取締役会では必要な情報・専門的知見が不足し、有効な監視機能を果たすことができない可能性があることに留意すべきであろう。

なお民営化後は、日本郵政公社も持株会社方式の企業グループに移行するため、持株会社本体の取締役数は減るものと予想される。メガバンク・グループの取締役会規模を基準に考えれば、12～13名が妥当な取締役規模であると推察される。

本稿ではまた、取締役に占める社外取締役の割合についても考察した。日本では、金融機関の社外取締役割合は低い傾向にあるが、メガバンク・グループ（持株会社）の社外取締役割合は20%～33.3%とかなり高くなっていて、この点については、社会的注目度の高さもあって、近年の実務界で支配的な「できるだけ独立性の高い取締役会にすべき」という考えに沿った行動をとっているものと解釈できる。

日本郵政公社も理事会に占める社外理事の割合が29.4%と、非常に高くなっている。メガバンク・グループと同様に、社会的注目度の高さが原因と解釈できるが、社外理事採用のコストを考慮すると、過大な水準になっている可能性があることに留意すべきである。民営化後は、これらの点をトータルに考えて取締役会構成を決定することが望まれる。

コーポレート・ガバナンス改革と郵便貯金*
——取締役会規模・構成を中心に——

内田交謹（北九州市立大学）

1. はじめに

1990年代後半に、多くの日本企業がさまざまなコーポレート・ガバナンス改革に取り組んだ。日本の株式市場の特徴的存在であった株式持ち合いが解消の方向に向かうとともに、1997年の商法改正以降、経営者や従業員に対するストック・オプション付与が一般化した。また、取締役会改革も行われた。1997年にソニーが、当時一橋大学教授だった中谷巖氏を社外取締役に採用して以来、日本でも社外取締役の採用が一般化した。さらに執行役員制の導入もあって、取締役会規模を大幅に減らす企業が増大した。

一方、本研究の分析対象である日本郵政公社についてみると、2003年の公社化時点で、コーポレート・ガバナンスの強化が重要課題として取り上げられ、既に民間企業の社外取締役に相当する社外理事が導入されている。しかしながら、民営化が実施され、通常の株式会社形態に移行した際には、さらなるコーポレート・ガバナンスの強化が不可避の課題となるであろう。では、民営化前の日本郵政公社の理事会規模・構成は妥当だったのだろうか？ また、民営化後は、どのような取締役会を採用すべきだろうか？ この問いに答えることが、本稿の課題である。

一般的な傾向として、日本企業の取締役会は、「小規模化、独立性確保（取締役数に占める社外取締役割合の増大）」の方向に向かっているように思われる。実はこのような傾向は、Enronなどによる大型の企業不祥事が頻発した最近の米国の実務でも見られる。米国議会は2002年に、上場企業の取締役会内部の監視委員会（audit committees）について、過半数（majority）を独立的な役員（independent member）とすることを義務付ける Sarbanes-Oxley 法を可決した。2003年には、ニューヨーク証券取引所と NASDAQ がともに、上場企業の取締役会について過半数を独立的な役員とするよう自主ルールを改定した。さらに SEC（Securities and Exchange Commission）は投資信託の役員に関する制度を改定し、独立的な役員の最低割合を 50%から 70%に引き上げ、議長（chairman）を独立的な役員から選任するよう義務付けた。

一方近年では、取締役会規模・構成に関する学術的な研究が盛んになってきている。ここでは、最適な取締役会規模・構成は企業特性によって異なり、必ずしも全ての企業にとって小規模化、独立性確保化が望ましいわけではないことが指摘されている。

* 本研究にあたって、後藤尚久先生（北九州市立大学）より有益なコメントを頂きました。また、郵便貯金研究奨励金による研究助成を受けております。記して感謝いたします。なお言うまでもなく、本稿における誤りは全て筆者の責任です。

本稿では、取締役会規模・構成に関する学術的研究をフォローした上で、日本企業の実績・構成の一般的特徴を整理し、民営化前の日本郵政公社の理事会規模・構成について分析する。また、民営化し、持株会社化した日本郵政の実績・構成についても検討する。

本稿の構成は次の通りである。2 節で、取締役会構成に関する先行研究のレビューを行う。3 節では、2005 年 3 月期時点における日本企業の実績構成について概観する。4 節では、日本郵政公社の理事会規模・構成をメガバンク・グループ（持株会社）の実績・構成と比較しながら検討する。最後に 5 節では、本稿の要約が提示される。

2. 先行研究のレビュー

2.1. “one size fits all” approach の先行研究

近年の日本では、取締役会の「小規模化、独立性確保」という一方向のコーポレート・ガバナンス改革が進んでいるが、米国の初期の研究においても、企業特性に関わらず取締役会にはできるだけ小規模かつ独立的なものが望ましいという考え方が示されてきた（“one size fits all” approach）。

Lipton and Lorsch (1992) は、取締役会規模が 10 名を超えると、取締役が自分の意見を表明するのが難しくなると指摘した。また彼らは、当該企業と関係のある取締役一人につき、最低でも二人の独立的取締役 (independent director) が必要であると述べている。Jensen (1993) は、取締役会を小規模にしておくことによって、企業パフォーマンスを改善できること、社内取締役 (inside director) は実質的には不適格な CEO を批判的に評価できないことを指摘している。Jensen の指摘のうち後者は、社外取締役は株主と利害が一致している一方で、社内取締役は株主と利害が乖離しているという基本的な想定を意味している。

クロス・セクションでの実証分析では、取締役会規模と企業パフォーマンス (firm performance) の間に負の関係が見られることが多く、小規模な取締役会の方が有効であるという考え方が支持されている (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998)。これらの実証結果は、近年の日本企業の実績改革（小規模化）が望ましい動きであることを示唆している。一方で、社外取締役割合と企業パフォーマンスの関係については、一貫した結果が出ていない状況である (Yermack, 1996; Agrawal and Knoeber, 2001)。

2.2. 取締役会規模・構成に関する理論研究

先に、取締役会構成についての “one size fits all” approach 及びクロス・セクションでの実証分析を紹介したが、経済理論的には、取締役会規模・構成は内生変数として取り扱われ、企業特性や産業特性に応じて、取締役会構成が選択されると考えられている。

取締役会構成に関する代表的な理論研究として、Hermalin and Weisbach (1998) がある。この研究では、CEO と社外取締役が自らの報酬及び新しい取締役の選任（内部者 or 独立的な

取締役)について交渉すると仮定している。独立的な取締役ほど、CEOをモニターする意欲を強く持つ(このモニタリングによって、CEOを残すか罷免するかを決定する際に必要な情報がもたらされる)。これに対して、他に適切な代わりが存在しないようなCEOは、社外取締役に対する自らの交渉力を用いて、社内取締役や利害関係のある社外取締役(affiliated outsiders)を取締役に置くことが示される。この研究では、CEOの在任期間(tenure)や持株比率などが取締役会の独立性に負の影響を与えること、企業パフォーマンスが悪化した後に独立的取締役が派遣される確率が高まることが示されている。

一方、直近の理論研究では、企業価値を最大化する最適な取締役会構成が企業特性によってどのように異なってくるかが研究されている(Harris and Raviv, 2005; Raheja, 2005)。一般に、取締役会規模が大きくなるほど、取締役会が有する専門的な知見が増大するというベネフィットが得られる。一方で、取締役会規模が大きくなると個々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ため、取締役会のモニタリング機能は効果的でなくなる。最適な取締役会規模は、これらのトレード・オフで決定されると考えられる。

2.3. 取締役会規模、取締役会構成を内生化した実証研究

2.3.1. 企業規模、多角化水準と取締役会規模・構成

表1に示されているように、実証分析においても、近年、取締役会規模・構成を内生変数とした研究が増えている。

大企業や多角化企業は、事業範囲が広く、組織構造が複雑であることから、エージェンシー問題が複雑となる。このため、より広範な情報と専門的知識を持った取締役会が必要とされ、より大きな取締役会を必要とする。Boone et al. (2006)は、企業活動の範囲と複雑さを示す変数(企業規模、企業年齢、セグメント数)が取締役会規模、独立的取締役割合の両方と正の関係にあることを示した。

また、大企業はエージェンシー問題が複雑であるため、株主の利害とより一致した取締役会とするため、社外取締役を多くする必要がある。Cruthchley et al. (2004)とLehn et al. (2004)は、企業規模が大きくなるほどより多くの社外取締役を採用していることを示した。Anderson et al. (2000)とColes et al. (2005)は、多角化企業がより多くの独立的取締役を採用していることを示した。この結果はまた、新しい取締役が企業の新しい成長分野に適用できる特別な知識を有しているという見方とも整合的である(Agrawal and Knoeber, 2001)

2.3.2. 成長機会と取締役会規模・構成

理論モデルでは、モニタリング・コストが増大するほどフリー・ライダー問題を軽減するために取締役会規模を小さくすると予想される。一般に、成長機会の豊富な企業は、情報の非対称性が深刻で、モニタリング・コストが大きくなると考えられる。Mak and Roush (2000)は、ニュージーランドのIPOを対象として、成長機会と取締役会規模の間に負の関係があることを示した。Denis and Sarin (1999)とLehn et al. (2004)は、米国の成熟企業

(matured firms) について同様の実証結果を提示している。これらの結果は、先に示した「成長機会が大きく、モニタリング・コストの大きい企業ほど小規模な取締役会を採用する」という仮説を支持している。またこの結果は、成長性の高い企業ほど迅速な意思決定と資産配置を可能にする機動的な (nimble) 取締役会を必要とするという Lehn et al. (2004) が提示した仮説とも整合的である。

表1 米国の実証研究における主な取締役会規模・構成の決定要因

	エージェンシー問題 の複雑さ	モニタリング・コス トの大きさ	CEO の交渉力
代理変数	企業規模、企業年齢、 セグメント数、多角 化水準	成長性、R&D 支出、 noisy な経営環境	CEO の持株比率、 CEO 在任期間、過去 のパフォーマンス
取締役会規模への影 響	+	-	
独立的な取締役割合 への影響	+	-	-
逆の代理変数		規制	ベンチャー・キャピ タリストの存在 新規株式公開時の投 資銀行の名声
関連文献	Anderson et al. (2000) Crutchley et al. (2004) Lehn et al. (2004) Coles et al. (2005) Boone et al. (2006)	Bathala and Rao (1995) Kole and Lehn (1997) Denis and Sarin (1999) Mak and Roush (2000) Baker and Gompers (2001) Frye and Smith (2003) Gillan et al. (2004) Lehn et al. (2004), Coles et al. (2005)	Hermalin and Weisbach (1988) Boone et al. (2006)

一般に、取締役会の独立性（取締役数に占める独立的な取締役の割合）についても、企業の成長機会と負の関係があると考えられる。この考え方は、成長機会が豊富になるほど

情報の非対称性が大きくなり（モニタリング・コストが大きくなり）、社外取締役が実効的な監視機能を果たせなくなるので、社外取締役あるいは独立的取締役の割合が小さくなるというものである。また、成長機会の豊富な企業ほど、迅速な意思決定と資産配置を可能にする機動的な（nimble）取締役会を必要とするという観点からも、社外取締役あるいは独立的な取締役の割合を低めると考えられる（Lehn et al., 2004）。Bathala and Rao (1995)と Lehn et al. (2004)は、成長機会と社外取締役割合の間に負の関係があることを報告している。また Coles et al. (2005) は、内部取締役の割合が R&D 支出と正の相関にあると主張している。これらの結果は、上述の考え方と整合的である。

2.3.3. CEO の影響力

理論研究においては、取締役会構成が CEO と社外取締役の交渉によって決定されるという見方がある（Hermalin and Weisbach, 1998）。

Hermalin and Weisbach (1988) は、パフォーマンスの悪い企業が追加的に社外取締役を導入していることを示した。悪化したパフォーマンスが CEO の影響力を弱めると考えれば、この結果は、取締役会構成が CEO と社外取締役の交渉によって決定されるという見方を支持している。

Boone et al. (2006) は、1988 年から 1992 年の間に米国で新規株式上場・公開（IPO）を行った企業 1109 社を対象に、独立的な社外取締役の割合が CEO の影響力を示す変数（CEO の持株比率や在任期間）と負の関係にあり、CEO の影響力への制約を示す変数（社外取締役の持株比率、ベンチャー・キャピタリストの存在、IPO 時の投資銀行の名声）と正の関係にあることを示した。この結果は、取締役会構成が CEO と社外取締役の交渉によって決定されるという見方を支持している。

2.3.4. その他の要因

Kole and Lehn (1997) は、米国航空企業の取締役会規模が、1978 年の規制緩和後に減少していることを明らかにした。同様に、Frye and Smith (2003) は、規制産業の企業はそうでない企業に比べて、IPO 後に取締役会規模を増大させる傾向にあることを示した。これらの結果は、規制産業においてはモニタリング・コストが低いために、取締役会規模を大きくできる（広範な情報・専門的な知識という大規模な取締役会のメリットを享受できる）ことを示唆している。

Baker and Gompers (2001) は、IPO を行った米国企業を対象に、資産構成における有形固定資産の割合が高い企業ほど取締役会規模が大きいことを示している。この結果は、先に述べた成長機会と取締役会規模の間にみられる負の関係と同様に、モニタリング・コストの低い企業において、取締役会規模が大きくなることを示唆している。

最後に Gillan et al. (2004) は、noisy な経営環境においては、外部者にとってモニタリング・コストが大きくなるため、独立的な取締役会によるモニタリングが非効率になること

を指摘している。

2.4. 取締役会の進化 (evolution) を強調した研究

最近の実証研究の中には、コーポレート・ガバナンス構造が必ずしも安定的なものではなく、時とともに変化することを強調する研究がある。Denis and Sarin (1999) はランダム抽出した米国企業 583 社の 1983 年～1992 年のデータを用いて、サンプルのうち 4% の firm-years において、社外取締役比率の変化が 20% を超えたこと、13% の firm-years において、2 名を超える取締役数の変化があったことを指摘している。Denis and Sarin はまた、65% のサンプル企業が、株主構成もしくは取締役構成のどちらかにおいて、何かしらの大きな変化を経験していると述べている。

Lehn et al. (2004) は、1935 年から 2000 年まで継続している米国上場企業 81 社について分析し、取締役数メディアンが 1935 年には 11 人であったのが、1960 年に 15 人でピークとなり、2000 年には再び 11 人にまで減少したことを示している。

Boone et al. (2005) は、1988 年から 1992 年の間に IPO を行った米国企業 1,109 社を分析し、平均取締役数が IPO 年に 6.21 人だったのが IPO 後 10 年で 7.52 人にまで安定的に増えていること、取締役数の増加が主に社外取締役の増大によること、内部者の割合は安定的に低下し、IPO 後 10 年で 26% になったこと、IPO 当初の取締役メンバーのうち 90% が IPO 後 1 年目には当該企業に留まっていた一方で、4 年後にはその割合が 76% に、10 年後には 42% にまで低下していることを発見した。

コーポレート・ガバナンス構造が時とともに変化あるいは進化するという実証結果は、取締役構成が内生的に決定されていることを示唆している。この結果は、先に示した取締役会構成を内生化した実証研究と併せて、取締役会関連の変数（取締役数、社外取締役割合）を所与と仮定して、これらと企業パフォーマンスの関係に因果関係を導こうとする研究 (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998) に警鐘を鳴らしている。実際、Lehn et al. (2004) は、取締役会関連の変数を内生化した場合には、取締役会規模、社外取締役割合と企業パフォーマンスの間に頑健な関係がないことを示している。以上より、近年の日米実務において一般的な“one size fits all” の考え方は、必ずしも全ての企業に妥当するわけではないと言えるであろう。

2.5. 日本の実証研究

日本においても、取締役会規模・構成に関する実証研究がいくつか行われている。斎藤 (2002) は、六大企業集団に所属する非金融機関 92 社の 1984 年～1996 年のデータを用いて、取締役会規模と企業価値の関係を分析している。その際、二段階最小二乗法を用いることで、取締役会規模を内生化した上で取締役会規模が企業価値 (Tobin's Q) に与える影響を分析している。

結果は、ポスト・バブル期 (1990 年～1996 年) の銀行系企業グループ (芙蓉、三和、第

一勸銀)において、取締役会規模が企業価値に有意に負の影響を与えるというものであった¹。この結果は、米国企業を対象とした Lehn et al. (2004)の結果と異なり、近年の日米実務で支配的な”one size fits all” の考え方を支持している。なお、取締役会規模に有意な影響を与える変数としては、従業員数や金融機関持ち株比率を指摘している。このうち、従業員数を企業規模の代理変数として捉えれば、企業規模が大きくなるほど取締役会規模を大きくするという米国でも見られる関係が日本でも支持されることになる²。

三輪 (2006) は、東京証券取引所上場 1,394 社の 2004 年度のデータを用いて、取締役会規模・構成と企業価値 (Tobin's Q) の関係を分析している。社外取締役割合や独立的な社外取締役の割合が企業価値と有意に正の関係にあること、取締役人数と企業価値が負の関係にあることを指摘している。三輪 (2006) は、直近のデータからなるラージ・サンプルを用いた分析であり、近年の日本企業の実績について考察する上で重要な示唆をもたらしているが、取締役会規模、構成の内生性を考慮した分析ではない点には留意すべきであろう。

最後に青木 (2002) は、1997 年～1999 年度のデータを用いて、執行役員制度導入の決定要因を分析している。この研究は取締役会規模・構成についてのダイレクトな分析ではないが、執行役員制度の導入が、通常取締役会規模の縮小を伴っていることを考慮すると、この論文も取締役会規模・構成について重要な示唆を与えてくれる。

分析結果は、企業パフォーマンス (資本効率性や成長性) が低くなるほど執行役員制度の導入確率が上昇するというものであった。また、取締役数の多い企業ほど執行役員制度を導入しているという結果も得られている。以上の結果は、パフォーマンスの低下した企業が経営効率を改善するために、取締役会の縮小を伴う執行役員制度を導入していることを示唆しており、直接的ではないが、より小規模な取締役会が効果的なモニタリング機能を果たすという考え方と整合的である。

3. 日米企業の取締役会規模・構成

3.1. 米国企業の取締役会規模、社外取締役割合

表 2 は、最近の米国の実証研究で用いられたサンプル企業の取締役会規模・構成を示している。これを見ると、平均的な取締役数は 7.52 人～11.16 人となっている。最も多いのは Lehn et al. (2004) が提示した 11.16 人であるが、これは、1935 年から 2000 年まで継続している 79 社のみを対象にしており、サンプルの多くが大企業であるためと考えられる³。言い

¹ 財閥系企業グループ (三井、三菱、住友) についても同様の分析が提示されているが、ここでは、取締役会規模が企業価値に有意な影響を与えるという結果が得られていない。

² 従業員数が取締役会規模に正の影響を与える点については、財閥系企業でも支持されている。

³ Lehn et al. (2004) の 2000 年サンプルの平均時価総額 (market value of equity) は約 321 億ドルである (メディアンは約 69 億ドル)。これに対して、例えば 1983 年から 1992 年に上

換えれば、有力な大企業が取締役数を多くすることは合理的な行動であり (Boone et al., 2006)、必ずしも取締役会は小さい方がよいという訳ではないことを示唆している。一方、取締役数平均が最も小さくなっているのは Boone et al. (2006) の 7.52 人である (IPO 後 10 年時点)。これは、IPO 後の若い企業をサンプルにしていることを反映していると考えられる。

表 2 米国企業の取締役会規模・構成

	Denis and Sarin (1999)	Lehn et al. (2004)	Gillan et al. (2004)	Boone et al. (2006)
サンプル	1983～1992 年に上場していた 583 社	1935 年から 2000 年まで継続している上場企業 (下記は 79 社の 2000 年のデータ)	S&P Supercomposite 1,500 社及びそれ以外の大企業。合計 2327 社の 1997 年～2000 年のデータ	1988 年から 1992 年の間に新規株式上場・公開 (IPO) を行った 1,109 社 (下記は、サンプル企業の IPO 後 10 年時点のデータ)
取締役数	9.35 人	11.16 人	9.44 人	7.52 人
社内取締役割合 (社内取締役 / 取締役数)	39%	16.2%	N.A.	N.A.
社外取締役割合 (社外取締役 / 取締役数)	N.A.	N.A.	N.A.	74%
独立的な取締役割合 (独立的な取締役 / 取締役数)	40%	N.A.	59%	69%

(注) 社内取締役、社外取締役、独立的な取締役の定義は厳密には論文によって異なるが、一般には次のように定義されている。

社内取締役：当該企業で従業員経験のある取締役。

社外取締役：当該企業で従業員経験のない取締役。

独立的取締役：当該企業で従業員経験がなく、また当該企業と利害関係のない取締役。

場していた 583 社を対象にしている Denis and Sarin (1999) の場合、サンプルの平均時価総額は約 4 億ドルである (メディアンは 5,800 万ドル)。

次に社外取締役割合をみると、平均で 61%~83.8%となっており、3つの文献でいずれも 50%を超えている⁴。社外取締役割合が一番高いのは Lehn et al. (2004) のサンプルであるが、やはりこれも、サンプルの多くが大企業でかつ年齢の高い企業であるためと考えられる。年齢の高い大企業は、事業範囲が広く、組織構造が複雑なため、より多くの情報・専門的知見を持った取締役会が必要となり、社外取締役割合が高くなるものと考えられる。

なお米国の研究では、取締役を次の 3 つに分類することが一般的である。すなわち、社内取締役 (inside director)、利害関係のある社外取締役 (affiliated outside directors)、独立的な社外取締役 (independent outside director) である。取締役会の独立性を分析する際には、取締役全体に占める社外取締役の割合ではなく、独立的な社外取締役の割合に焦点を当てることが多い。表 2 をみると、独立的な取締役の割合は 40%~69%となっている⁵。Denis and Sarin (1999) のデータでは、サンプル企業の 40%において、取締役に占める独立的な取締役の割合が 50%を超えており、米国企業が独立的な取締役を積極的に導入していることが伺われる。

なお、独立的な取締役の割合が最も高かったのは、IPO 後の企業を分析した Boone et al. (2006) のサンプルであった (69%)。この結果は、企業年齢と独立的な取締役の割合に正の相関があることを指摘した Lehn et al. (2004) とは非整合的である。この点は、IPO 直後の企業が企業価値を最大化するガバナンス構造を採るインセンティブを強く持っていることを反映しているのかもしれない⁶。

3.2. 日本企業の取締役会規模、社外取締役割合

3.2.1. 日本企業の経営・監督機構

ここでは、先行研究のデータを用いて、日本企業の平均的な取締役会規模・構成についてレビューする。その際、従来の (1990 年代半ばまでの) 日本企業の経営・監督構造が米国企業のそれと大きく異なっていたこと、近年、米国型の経営・監督構造に移行した日本企業が多く存在する点に留意する必要がある、

一般に、米国企業の組織構造では、CEO を始めとする執行役員が監督者である取締役会と組織上明確に分離されている。これに対して、従来の日本企業の場合、株主から選任された取締役の一部が経営執行を行うという形態になっており、経営の執行を担う者と経営戦略の立案・監督を行う者が、組織上明確に分離されていなかった。

これに対して、1997 年 6 月にソニーが執行役員制度を導入し、経営の執行者と経営戦略

⁴ Gillan et al. (2004) は、独立的な取締役 (independent outsider) の割合のみ提示しており、社外取締役の割合を提示していない。

⁵ Lehn et al. (2004) は、独立的な取締役の割合を提示していない。

⁶ Boone et al. (2006) のサンプル企業は、IPO 年においても社外取締役割合が 62%、独立的な取締役の割合が 56%となっており、Denis and Sarin (1999) のサンプル平均よりも高くなっている。これらの数値は、IPO 後 10 年で、それぞれ 74%、69%にまで増大している。

の立案・監督者を組織上明確に分けて以来、多くの企業が執行役員制度を採用するようになった。執行役員制度を導入する際は、取締役数が大幅に減少することが一般的である。

さらに2003年4月施行の商法で、委員会等設置会社という会社形態が商法上認められるようになり、この年に38社が採用した。委員会等設置会社は、米国企業の経営・監督構造と同様の形態となっており、①経営戦略の立案・監督を行う取締役会と業務執行を行う執行役を組織上分離⁷、②取締役会の中に指名委員会、監査委員会、報酬委員会の3つの委員会を置き、それぞれ過半数を社外取締役とする、という特徴がある。

3.2.2. 日本企業の取締役会規模・構成

日本企業を対象とした先行研究における取締役会規模・構成については、表3にまとめられている。

表3 日本企業の取締役会規模・構成の概観

	斉藤 (2002)	三輪 (2006)			
		全サンプル	委員会設置会社	執行役員制採用会社	委員会設置会社、執行役員制採用会社を除く会社
分析年	1984年～1996年 (下のデータは1996年)	2004年			
サンプル属性	六大企業集団所属の非金融機関	Nikkei NEEDS Cges (コーポレート・ガバナンス評価システム) に掲載されている東証一部上場企業。			
サンプル数	92	1,389	35	535	819
取締役数	29.4人	10.6人	9.1人	8.8人	11.8人
社外取締役割合	N.A.	5.8%	42.0%	6.9%	3.6%

先に述べたように、斎藤 (2002) は、六大企業集団に所属する非金融機関 92 社の取締役

⁷ ただし、取締役は原則として執行役を兼任することができる (商法 402 条 6 項)

会規模について分析している。そこでの最新データである 1996 年についてみると、平均役員数は 29.4 人と米国企業に比べてかなり多くなっている。この点については、日本企業が取締役会改革を行う前のデータであること、サンプルの多くが大企業であることを反映していると考えられる。なお齋藤（2002）は、1984 年以降各年の平均取締役数も報告しているが、ピークは 1991 年の 30.25 人であった。

一方、三輪（2006）は、取締役会改革後のラージ・サンプル（2004 年度）を用いている。全サンプル（1389 件）の平均取締役数は 10.7 人で、中小企業を含んでいることによる面もあるが、近年の日本企業が取締役会規模を大幅に縮小していることを伺わせる。

三輪（2006）はまた、委員会設置会社 35 件、執行役員制採用会社 535 件の平均取締役数を報告しており、それぞれ 10.6 人、9.1 人としている。これらの数値は、委員会設置会社と執行役員制のいずれも採用していない会社の平均取締役数 11.8 人よりも低くなっている。委員会設置会社の平均取締役数が執行役員制採用会社のそれよりも大きいのは、大企業が多く含まれていることによるものと考えられる。

三輪（2006）は、取締役に占める社外取締役の割合も報告している。全サンプルでは、平均 5.8% となっており、各委員会の過半数を社外取締役とする委員会設置会社ですら、平均 42% と、米国企業に比べて、かなり低い数字となっている。このデータは、日本企業においては、社外取締役が実効的な監視機能を持つという認識がまだ十分広がっていないことを示唆しているのかもしれない。

三輪（2006）はまた、取締役に占める執行業務を兼務している取締役の割合が平均 80% であると報告している。執行役員制採用会社、委員会設置会社では 40% 程度とかなり低くなっているが、平均的な日本企業においては、経営の執行業務と経営戦略の立案・監督業務の分離がそれほど進んでいないことが伺われる。

3.2.3. 日本企業の取締役会規模・構成の決定要因

2 節では、主に米国の先行研究をレビューすることで、取締役会規模・構成がどのような要因によって決定されるかを考察した。ここでは、それらの要因が最近の日本企業の取締役会規模・構成を説明できるかについて、回帰分析を用いて検証する。必要なデータは、Nikkei NEEDS Cges（コーポレート・ガバナンス評価システム）東証一部上場版 2005 年版から入手した。使用したデータベースには 1595 社の 2004 年のデータが収録されているが、必要なデータが入手できない場合には分析から削除した。

回帰分析の従属変数は、取締役数の自然対数（LnBOARD）、取締役に占める社外取締役割合（OUTBOARD）、取締役に占めるその他社外取締役割合（INTBOARD）とする。その他社外取締役とは、社外取締役のうち過去に銀行、支配会社、関係会社、主要取引銀行の職務暦が確認されていない者を指し、Nikkei NEEDS Cges が独自にデータを収集・公表しているものである。米国の先行研究では、取締役総数に占める独立的取締役の割合を分析対象とすることが多いが、これに相当する日本のデータは入手不可能であるため、ここでは、

独立的な取締役の代理変数として、その他社外取締役を用いて分析する。

LnBOARD の回帰分析においては、LnASSET（総資産の自然対数）、MtBr（(総資産－自己資本簿価＋株式時価総額)／総資産）を独立変数として用いる。LnASSET は企業規模の代理変数であり、規模が大きくなるほど複雑なエージェンシー問題が生じるため、より多くの情報・専門的知見を持った取締役会とするために取締役会規模を大きくするという仮説を検定するために用いる。MtBr は成長性の代理変数であり、成長性が高い企業ほどモニタリング・コストが大きくなり、フリー・ライダー問題が生じやすくなるため取締役会を小規模にするという仮説、成長性の高い企業ほど迅速な意思決定と資産配置を可能にする機動的な（nimble）取締役会を必要とするという仮説（Lehn et al., 2004）を検証するために用いる。

OUTBOARD、INTBOARD の回帰分析においては、LnASSET、MtBr、過去3年間の平均ROA（AvROA）を独立変数として用いる。企業規模（LnASSET）が大きくなるほど、エージェンシー問題が複雑になるため、株主との利害がより一致した取締役会とするために社外取締役の割合を高くする必要がある。MtBr については、成長性の高い企業ほどモニタリング・コストが大きくなり、社外取締役の監視機能が実効的でなくなるという仮説を検証するために用いる。最後に、AvROA は過去のパフォーマンスの代理変数であり、AvROA が高いほど経営者の交渉力が強くなると想定する。この変数は、経営者の交渉力が弱い場合には社外取締役の割合が多くなるという仮説をテストするために用いられ、OUTBOARD、INTBOARD と負の関係にあると予想される。

最後に、全ての回帰分析について、執行役員制採用ダミー（執行役員制を採用している企業に1、そうでない企業にゼロとするダミー変数）、委員会設置会社ダミー（委員会設置会社と確認できる企業に1、そうでない企業にゼロとするダミー変数）、業種ダミーを独立変数に加える。執行役員制採用ダミー、委員会設置会社ダミーともに、LnBOARD とは負の関係、OUTBOARD、INTBOARD とは正の関係にあると予想される。なお、OUTBOARD、INTBOARD がゼロとなったサンプルがそれぞれ1,064件（全サンプルの69.5%）、1,172件（全サンプルの76.6%）あった。このため、OUTBOARD、INTBOARD の分析においては、Tobit model を用いた推計を行った。これらの数値はまた、日本において、社外取締役・独立的取締役の導入がまだ一般的でないことを示唆している。

回帰分析の結果は表4に示されている。取締役規模（LnBOARD）の回帰式（推定式(1)）において、企業規模の代理変数である LnASSET が正の係数を有しており、1%水準で統計的に有意である。したがって、企業規模が大きくなるほど複雑なエージェンシー問題に対処するために、取締役数を多くし、より多くの情報・専門的知見を持った取締役会とするという仮説が日本でも支持されることになる。

また、成長性の代理変数である MtBr の係数が予想通り負になり、1%水準で有意である。したがって、成長性が高くモニタリング・コストが高い企業がフリー・ライダー問題を避けるために取締役会規模を小さくするという仮説が支持される。執行役員制採用ダミー、

委員会設置会社ダミーの係数は予想通り負であり、1%水準で統計的に有意であった。

表4 回帰分析の結果

	(1)	(2)	(3)
推計方法	OLS	Tobit	Tobit
従属変数	LnBOARD	OUTBOARD	INTBOARD
定数項	0.620*** (6.49)	-0.231*** (-3.11)	-0.416*** (-4.92)
LnASSET	0.161*** (21.02)	0.008 (1.35)	0.015** (2.31)
MtBr	-0.020*** (-3.55)	0.046*** (3.37)	0.060*** (4.05)
AvROA		-0.485*** (-2.90)	-0.408** (-2.20)
執行役員制採用ダミー	-0.330*** (-18.08)	0.091*** (5.77)	0.115*** (6.37)
委員会設置会社ダミー	-0.351*** (-8.11)	0.544*** (14.03)	0.453*** (10.78)
業種ダミー	あり	あり	あり
Adj. R ²	0.391		
Pseudo R ²		0.260	0.235
サンプル数	1581	1530	1530

(注) () 内はt値。

*** : 1%水準で有意 ** : 5%水準で有意 * : 10%水準で有意

社外取締役割合 (OUTBOARD) (推定式(2)) の結果をみると、LnASSET の係数が正であるが、統計的に有意にゼロと異ならなかった。次に MtBR の係数は 5%水準で有意に正となっており、予想と逆の結果が得られた。成長機会が豊富でモニタリング・コストの高い企業は、社外取締役が実効的な監視機能を果たせないで、社外取締役割合を低くするという仮説は、本研究のデータでは支持されない⁸。最後に、AvROA の係数は予想通り負となっ

⁸ MtBr は Tobin's Q とほぼ同様の指標であるため、OUTBOARD と INTBOARD が MtBr と正の相関を持つという事実は、社外取締役が企業パフォーマンスを改善する効果を持つことを示唆しているのかもしれない (三輪(2006))。社外取締役割合の決定要因を内生化した上で、社外取締役割合が企業パフォーマンスに正の効果を与えているかどうかを検証する

しており、1%水準で統計的に有意である。

独立的取締役割合（INTBOARD）についての回帰式（推定式(3)）についての結果をみると、LnAsset の係数が正であり、5%水準で有意になっている。したがって、企業規模が大きくなるほど、エージェンシー問題が複雑になるため、株主との利害がより一致した取締役会とするために社外取締役の割合を高くするという仮説が、頑健性を欠くものの支持される⁹。また、AvROA の係数も負で、5%水準で有意となっており、過去のパフォーマンスが悪い企業において、経営者の交渉力が弱くなり、社外取締役を多くせざるを得ないという仮説が支持される。

4. 日本郵政公社の理事構成とメガバンク・グループの取締役会構成

本節では、これまでの議論を用いて、民営化前の日本郵政公社、民営化後の日本郵政の理事会規模・構成について分析・評価する。その際、郵便貯金と業態の近いメガバンク・グループ（持株会社）の取締役会規模・構成との比較を通じて、分析・評価を行う。

4.1. メガバンク・グループ（持株会社）の取締役会規模・構成

表5は、日本を代表する金融グループの持株会社3社の取締役会構成を要約したものである。これら3社は、監査役設置会社形態を採っており、委員会設置会社ではないが、いずれも執行役員制度を導入（あるいは、実質的に導入）しており¹⁰、経営戦略の立案・監督機能と業務執行機能の分離を図っている。

取締役会人数は、みずほフィナンシャル・グループ（以下、みずほFG）、三井住友フィナンシャル・グループ（以下、三井住友FG）がともに9名となっており、執行役員制採用会社平均とほぼ同様の値になっている。先行研究では企業規模が大きくなるほど取締役会規模も大きくなることが報告されているので、メガバンク・グループの総資産規模を考慮すると、執行役員制採用会社平均と同様の取締役会規模というのはかなり小規模と評価できる。実際、先の回帰分析の結果を用いて、3社の期待取締役会規模を推定すると、14～15人となった。

みずほFGと三井住友FGの取締役会規模が小さくなっている理由は、両者が持株会社形式を採っている点に求められるかもしれない。持株会社自身は特に金融業務を行っている

ことは、今後の重要な課題である。

⁹ 厳密には、執行役員制、委員会設置会社導入の意思決定と取締役数の決定が同時に行われている可能性があり、その点を考慮した推定モデルを構築する必要がある。この点は今後の課題としたい。

¹⁰ 三井住友フィナンシャル・グループの「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」には、「執行役員制を導入している」と明記されていないが、取締役会の下に、グループ全体の業務執行及び経営管理に関する最高意思決定機関として「グループ経営会議」を設置しており、事実上、執行役員制度と同様の組織構造になっていると判断できる。

わけではなく、実際の金融業務は傘下の子会社が行っている。いわば金融業務を行っていた企業が事業部分を分社化して持株会社になった状況であり、子会社の方にも取締役が存在する。このように考えれば、持株会社本体の取締役数が持株会社でない企業の取締役数に比べて小さくなるのは当然かもしれない。

表5 メガバンク・グループ（持株会社）の取締役会構成

	三菱 UFJ フィナンシャル・グループ	みずほフィナンシャル・グループ	三井住友フィナンシャル・グループ
組織形態	監査役設置会社	監査役設置会社	監査役設置会社
執行役員制度採用か否か	採用	採用	採用（グループ経営会議の設置）
取締役会議長	会長（社長を兼任している場合を除く）	社長	会長（社長を兼任している場合を除く）
取締役会の人数	15名	9名	9名
社外取締役の人数	3名	3名	3名
社外取締役／取締役	20%	33.3%	33.3%
独立的社外取締役の人数	1名	0名	3名
独立的社外取締役／取締役	6.7%	0.0%	33.3%
連結総資産	187,046,793（百万円）	149,612,794（百万円）	107,010,575（百万円）

出所：各社「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」平成18年3月期より作成。

連結経常収益以外は、平成18年3月末時点のデータ。

連結経常収益は平成17年4月～平成18年3月のデータ

（注）データは、平成18年3月末時点。

また、もう一つの解釈として、メガバンク・グループが社会的注目度の高い存在であるために、「小規模・独立性確保」という近年の実務界で支配的な考え方に沿った行動をとることで、社会的批判を避けたいという動機があるのかもしれない。

なお、三菱UFJFGについては取締役数が15名と、みずほFG、三井住友FGよりも多くなっており、表4の結果から推計した取締役数とほぼ一致している。この点は、三菱UFJFGが合理的な取締役会規模を採用していると解釈できる。

次に、社外取締役数をみると、3社とも3名となっている。社外取締役割合をみると、みずほFG、三井住友FGが33.3%であるのに対し、三菱UFJは全体の取締役数が多いことか

ら、20%となっている。

3社の社外取締役割合は執行役員制導入会社平均6.9%を大幅に上回っている。表4の(2)式の結果を用いて3社の社外取締役割合の推計値を計算すると負の値になった(社外取締役数ゼロを選択すると推計された)。よって、3社の規模が大きく、成長性が低い(モニタリング・コストが小さい)ことを考慮しても、メガバンク・グループ(持株会社)の社外取締役割合はかなり高いと評価できる¹¹。

取締役会規模が小規模であることと考え合わせると、この結果は、メガバンク・グループは社会的注目度が高いために、「取締役会の小規模化・独立性確保」という近年の実務界で支配的な考え方にできるだけ沿った行動をとっていると解釈できるだろう。

4.2. 日本郵政公社の理事会規模・構成

民営化前の日本郵政公社の組織体系は、総裁1名、副総裁2名の他に、理事14名、監事3名という構成になっていた(2006年3月31日現在)。これらの理事のうち5名が非常勤であった。以下では、総裁・副総裁と理事を合わせた合計17名(以下、理事会とする)が公開会社の取締役会に相当するという前提に立ち、理事会規模・構成について分析する。

まず、17名という人数については、三井住友FG、みずほFGの9名に比べて大幅に多くなっている。しかしながら、表4の(1)式の結果を用いて、日本郵政公社の期待取締役数を推定したところ、31.4人となった¹²。したがって、日本企業全体の傾向をベースにすれば、日本郵政公社には30人以上の取締役がいてもおかしくないことになる。言い換えれば、民営化前の日本郵政公社は、日本企業全体の傾向からすれば、かなり小規模の理事会を採用していたことになる。

民営化後の日本郵政は、取締役をさらに減らし、2007年11月5日現在で、取締役数は10名となっている。近年の実務界で支配的な「取締役会規模は小さければ小さいほどよい」という考え方に沿った行動と解釈できるが、小規模の取締役会は十分な情報・専門的知見を持たない可能性がある点に留意すべきであろう。

次に、民営化前の日本郵政公社の理事会構成について分析する。理事会に入っている全17名のうち、非常勤が5名いたので、民間企業でいう社外取締役の割合は29.4%と計算できる。この割合は、メガバンク・グループ(持株会社)とほぼ同程度である。

これに対して、表4の推定結果(2)式を用いて日本郵政公社の期待社外取締役割合を推計すると、やはり負の値となった。したがって、日本郵政公社もメガバンク・グループ(持株会社)と同様に、日本企業全体の傾向からみれば、社外理事割合をかなり高くしていたと評価できる。

¹¹ 三菱UFJFGはさらに、取締役会の他にアドバイザリー・ボードという組織を設置し、社外から選んだ4名を経営者に対するモニターとして採用している。

¹² 日本郵政公社のMtBRは入手不可能であるので、三菱UFJ、みずほ、三井住友3社の平均MtBR(1.017)を用いて推定を行った。また、執行役員制を導入しているという前提の下で推定を行った。

なお、民営化後の日本郵政では、取締役 10 人中社外取締役が 8 名であり、社外取締役割合が 80%とさらに高くなっている（2007 年 11 月 5 日現在）。日本郵政が社外取締役割合を高め設定しているのは、社会的注目度の高さもあり、「できるだけ社外取締役を多くして、取締役会の独立性を高めるべきである」という近年の実務界で支配的な考え方に沿った行動と解釈できる。ただし、社外理事・取締役には、情報の非対称性に伴いモニタリング・コストが高くかかることを考慮すると、合理的な水準以上に社外理事・取締役を多くするのは、かえって組織の価値を落とす可能性があることに留意すべきであろう。

5. おわりに

本稿では、取締役会規模・構成の決定要因についての先行研究をレビューした上で、民営化前の日本郵政公社、民営化後の日本郵政の取締役会規模・構成をメガバンク・グループ（持株会社）のそれと比較しながら分析した。

企業規模が大きくなれば、エージェンシー問題が複雑になるため、より多くの情報・専門的知見を持った取締役会とするために、取締役会規模を大きくすることが合理的である。また、成長性の高い企業はモニタリング・コストが大きいため、フリー・ライダー問題を避けるために取締役会規模を小さくすべきである。

メガバンク・グループ（持株会社）の取締役会規模は、特にその企業規模を考慮するとかなり小規模と評価できる。その理由としては、持株会社形式を採っていること、社会的な注目度が高いため近年の実務界で支配的な「できるだけ小規模の取締役会を採用すべき」という考え方に沿った行動をとっているといた点が考えられる。

民営化前の日本郵政公社の理事会規模（17 名）も、その事業規模を考慮すると、かなり小規模と評価できる。この点についてはメガバンク同様に社会的注目度が高いため、「できるだけ小規模の取締役会を採用すべき」という考え方に沿った行動をとっていると解釈できる。民営化後の日本郵政はこの考え方をさらに推し進め、取締役数を 10 名とした。しかしながら、取締役会規模が小さすぎると、必要な情報・専門的知見が不足し、有効な監視機能を果たすことができない可能性があることに留意すべきであろう。

本稿ではまた、取締役に占める社外取締役の割合についても考察した。メガバンク・グループ（持株会社）の社外取締役割合は 20%～33.3%と日本企業全体の傾向からみれば、かなり高くなっていた。この点については、社会的注目度の高さもあって、近年の実務界で支配的な「できるだけ独立性の高い取締役会にすべき」という考えに沿った行動をとっているものと解釈できる。

民営化前の日本郵政公社も理事会に占める社外理事の割合が 29.4%と、非常に高くなっていた。民営化後はさらに、社外取締役割合が 80%とかなり高くなっている。メガバンク・グループと同様に、独立性の確保という実務界で支配的な考え方に沿った行動と解釈できるが、社外取締役のコストを考慮すると、組織の価値を落とす可能性があることにも留意

すべきであろう。

参考文献

英文文献

Agrawal, A. and C. Knoeber, 2001. Do some outside directors play a political role? *Journal of Law and Economics* 44, 179-198.

Anderson, R., T. Bates, J. Bizjak, and M. Lemmon, 2000. Corporate governance and firm diversification, *Financial Management* 21, 5-22.

Baker, M. and P. Gompers, 2001. The determinants of board structure at the initial public offering, Working Paper, Harvard University and NBER.

Bathala, C. and R. Rao, 1995. The determinants of board composition: an agency theory perspective, *Managerial and Decision Economics* 16, 59-69.

Boone, A., L. Field, J. Karpoff, and C. Raheja, 2006. The determinants of corporate board size and independence: an empirical analysis, AFA 2005 Philadelphia Meetings (available at SSRN).

Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen, 2005. Boards: does one size fit all? Arizona State University Working Paper.

Cruthchley, C., J. Garner, and B. Marshall, 2004. Does one-size fit all? A comparison of boards between newly public and mature firms, Working Paper, Drexel University.

Denis, D. and A. Sarin, 1999. Ownership and board structure in publicly traded corporations, *Journal of Financial Economics* 52, 187-223.

Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells, 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economics* 48, 35-54.

Fama, E. and M. Jensen, 1983. Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.

Gillan, S., J. Hartzell, and L. Starks, 2004. Explaining corporate governance: Boards, bylaws, and charter provisions, University of Texas Working Paper.

Harris M. and A. Raviv, 2005. A theory of board control and size, Working Paper, University of Chicago.

Hermalin, B. and M. Weisbach, 1988. The determinants of board composition, *Rand Journal of Economics* 19, 589-606.

Hermalin, B. and M. Weisbach, 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96-118.

Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system, *Journal of Finance* 48, 831-880.

Kole, S. and K. Lehn, 1997. Deregulation and adoption of governance structure: the case of the U.S. airline industry, *Journal of Financial Economics* 52, 79-117.

Lehn, K., S. Patro, and M. Zhao, 2004. Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000, University of Pittsburgh Working Paper.

Lipton, M. and J. Lorsch, 1992. A modest proposal for improved corporate governance, *Business Lawyer* 48, 59-77.

Mak, Y. and M. Roush, 2000. Factors affecting the characteristics of boards of directors: an empirical study of New Zealand initial public offering firms, *Journal of Business Research* 47, 147-159.

McConnell, J. and H. Servaes, 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-613.

Mitchell, M. and J. Mulherin, 1996. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, *Journal of Financial Economics* 41, 193-229.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-316.

Raheja, C., 2005. Determinants of board size and composition: a theory of corporate

boards, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 283-306.

Yermack, D., 1996. Higher valuations of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-212.

日本語文献

青木英孝（2002）「取締役会の改革とコーポレート・ガバナンス——執行役員制度導入の要因分析——」『日本経営学会誌』No.8、2002年、3-14ページ。

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ページ。

三輪晋也（2006）「日本企業の取締役会と企業価値」『日本経営学会誌』No.16、56-67ページ。