

令和 4 年 6 月 15 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2021

課題番号：17K03868

研究課題名（和文）日本企業の取締役会の運営と社外取締役の役割

研究課題名（英文）The Board Meetings and the Role of Non-Executive Directors at Japanese Companies

研究代表者

江川 雅子（EGAWA, Masako）

一橋大学・大学院経営管理研究科・特任教授

研究者番号：60786573

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,400,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、社外取締役が企業価値を高めるプロセスを解明するため、取締役会の運営・社外取締役の活動と取締役会の実効性の関係に焦点を当てた。第一段階の取締役会運営状況調査では、東証一部上場企業13社の協力を得て平成29年度の取締役会のデータに基づく分析を行った。第二段階では、平成31年2月～令和元年11月に、上記のうち10社の社外取締役13名及び経営者7名へのインタビューを行った。更に、比較のために米国企業の社外取締役12名にもインタビューした。これらにより、社外取締役が取締役会を活性化させたことが明らかになり、社外取締役の貢献や取締役会の実効性を高めるための方策などについて知見を得ることができた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

コーポレートガバナンス・コード導入により、2名以上の独立社外取締役を選任する東証一部上場会社の比率は2014年の21.5%から、2015年に48.4%、2021年には97.0%に増え、1/3以上選任する会社の比率も72.8%となった。

そこで、社外取締役が取締役会の実効性向上に貢献しているかについて、取締役会運営状況調査、インタビュー調査によって分析した。社外取締役の増加により、取締役会の議論が活発になり、運営方法や議題も見直され、取締役会の実効性が向上したことが示された。また、日米社外取締役のインタビューを通じて、社外取締役の具体的な貢献や取締役会の実効性を高める方策も明らかになった。

研究成果の概要（英文）：This study focused on the relationship between (1) board meetings, outside director activities, and (2) board effectiveness in order to elucidate how outside directors increase corporate value. In the first phase focusing on the board meetings, I conducted an analysis based on the data from the board meeting in fiscal year 2009 provided by 13 companies listed on the first section of the Tokyo Stock Exchange. In the second phase, I interviewed 13 outside directors and 7 senior managers from 10 of the above companies from February through November 2019. For comparison, I also interviewed 12 outside directors of U.S. companies. Through these survey and interviews, it became clear that outside directors have revitalized the board meetings, and we were able to gain insight into the contributions of outside directors and measures to enhance the effectiveness of the board meetings.

研究分野：コーポレートガバナンス

キーワード：社外取締役 独立社外取締役 独立取締役 取締役会 実効性 コーポレートガバナンス 企業統治  
コーポレートガバナンス・コード

## 1. 研究開始当初の背景

2014年の会社法改正、2015年のコーポレートガバナンス・コード導入により、日本の上場企業の社外取締役が急増した。東証一部上場企業のうち社外取締役を選任する会社の比率は、2010年は48.5%と半数に満たなかったが、2014年に74.3%、2016年に98.8%となった。社外取締役の中で、親会社・グループ企業・メインバンクの関係者などのような利害関係のない、独立社外取締役を選任する東証一部上場企業は、2014年に31.5%だったが、2014年には61.4%、2016年には97.1%と急伸した。これは社外取締役の監督機能が重視され、コーポレートガバナンス・コードが2名以上の独立社外取締役の選任を求めるようになったからである。

そこで、本研究では、独立社外取締役の監督機能に焦点を当て、実際にどのような役割を果たしているかを探ることとした。本研究では「社外取締役」を主に「独立社外取締役」の意味で用いており、一部「独立取締役」と表記している箇所もある。

次に、独立取締役の役割や取締役会の運営に関する最近の研究・調査を概観する。取締役会の主な役割は「監督」と「助言」である(Adams and Ferreira, 2007)。だが、取締役会がどのようにこれらの役割を果たしているかは必ずしも明らかになっていない。コーポレートガバナンス・コードは2名以上の独立取締役を求めるが、これは独立取締役の増員が企業価値や業績を向上させるというエントレンチメント仮説に基づく<sup>1</sup>。Duchin et al.(2010)、Nguyen and Nielsen (2010)、Rosenstein and Wyatt (1990)などがこれを支持しており、日本企業を対象とした宮島・小川(2012)、齋藤(2011)、齋藤・宮島・小川(2017)などの実証研究もこの仮説を支持している。取締役会に関する実証研究は、社外取締役比率など外部から観察可能な情報に焦点を当てたものが多く、実際に独立取締役が果たしている役割、取締役会における議論の実態に関しては、情報も学術研究も乏しい。Mace (1971)やLorsch and MacIver (1989)は数少ない定性的研究であり、1980年代までの米国企業の独立取締役の実態を記述した。それ以降の研究では、Khurana and Pick (2005)、Lorsch (2017)、Pick (2007)、Westphal and Zajac (1995)などが、取締役とCEOの関係や取締役間のダイナミクスに焦点を当てている。

## 2. 研究の目的

近年、急増した独立社外取締役が、実際にどのような役割を果たしているか、期待されているような監督機能を果たしているか、どのように企業価値向上に貢献しているか、を明らかにするために、取締役会の運営の実態、及び社外取締役の具体的な貢献について調査する。合わせて、取締役会の実効性を向上させるためにどのような方策があるかについても究明する。

## 3. 研究の方法

(1) 取締役会の運営の実態、(2) 社外取締役の役割、(3) 取締役会の機能を高めるためにどのような運営に効果があるか、を明らかにするために、第一段階で取締役会運営状況調査、第二段階で社外取締役及び経営者へのインタビューを行った。

取締役会運営状況調査では、東証一部上場企業13社(鹿島、武田薬品工業、資生堂、JXTGホールディングス、ブリヂストン、AGC(旧旭硝子)、日立製作所、三菱重工業、三菱商事、東京海上ホールディングス、三井不動産、東日本旅客鉄道、ANAホールディングス)に依頼し、平成29年4月から平成30年3月までの取締役会についてのデータを集めた。データの内容は、取締役会の議題数、議題の種類、資料の頁数、所要時間、説明・審議における発言者と回数、議案の内容である。平成30年6月~9月にこれらのデータを集計・分析し、9月~12月に各社に全体の分析結果と比較した報告書を提出した。なお、アンケート調査の開始時(2017年4~8月)及び終了後(2018年9~12月)に13社の事務局へのインタビューも行った。

第二段階のインタビュー調査では、第一段階の協力企業のうち10社(鹿島、武田薬品工業、JXTGホールディングス、ブリヂストン、AGC(旧旭硝子)、三菱重工業、三菱商事、東京海上ホールディングス、三井不動産、ANAホールディングス)の協力を得て、平成31年2月~令和元

<sup>1</sup> 独立取締役の数や比率に関して異なる仮説もある。Boone et al.(2007)、Coles et al.(2008)は、会社が情報取得コスト、株式市場からの圧力、業績、及び経営陣の交渉力に基づいて、最適な数や比率を選ぶと論じた。一方、Bhagat and Black(2001)、Romano(2004)は、取締役会の独立性は会社の業績や企業価値に影響を与えないと主張した。

年 11 月にかけて、社外取締役 13 名及び経営者 7 名へのインタビューを行った（書面回答、事務局へのインタビューを行った企業もあった）。更に、令和元年夏に米国企業の社外取締役 12 名のインタビューも行った。7 月末にボストン・ニューヨークを訪問し、8 名に対面で、4 名は電話・スカイプを利用してインタビューした。

#### 4. 研究成果

##### (1) 取締役会の運営の実態

第一段階の取締役会運営状況調査の結果を表 1 にまとめた。取締役会での議論の状況は外部から観察できないため貴重なデータと言えよう。これらのデータの分析、事務局とのインタビューを通じて下記が明らかになった。

- 社外取締役の発言により取締役会での議論が活発となり、取締役会の実効性が向上した。
- その結果、議案が否決されたり、修正されたりするケースも増加している。
- 社外取締役の貢献・役割は多様で、トップの指名や報酬に関与するケースもある。
- ガバナンスの制度面ばかりでなく、取締役会の運用面も多様化している
- 平均すると委員会の設置会社の方が 1 回当たり所要時間、審議時間比率ともに大きい。だが、同じ制度設計の会社間でも相当の開きがあり、会社間の差異が大きい。

表 1: 取締役会の運営状況

	全・定例	全社（13社）	監査役会設置会社（9社）	委員会の設置会社（4社）
年間開催回数	全	13.6	14.3	10.8
年間議題数	全	92.2	103.1	68
1回当たり議題数	全	6.8	7.2	4.6
議題 決議/報告	全	46.6% / 53.4%	50.1% / 49.9%	38.7% / 61.3%
議題 法定/任意	全	47.3% / 52.7%	46.7% / 53.3%	48.8% / 51.2%
1回当たり所要時間 平均（分）	定例	126	119	144
1回当たり所要時間 最大/最小（分）	定例	206 / 78	154 / 78	206 / 80
審議時間比率 平均（%）	定例	41.4%	39.1%	47.8%
審議時間比率 最大/最小	定例	58.8% / 26.1%	52.2% / 26.1%	58.8% / 42.4%

注： 指名委員会等設置会社及び監査等委員会設置会社をまとめて「委員会の設置会社」とした。

##### (2) 社外取締役の役割

取締役会運営状況調査により、社外取締役が取締役会の実効性を高めていること、社外取締役の貢献や活動内容は会社により異なることが示されたが、第二段階のインタビュー調査でも総合的な結果が得られた。更に、日本企業と米国企業の社外取締役をインタビューすることにより、日米の取締役会の運営や社外取締役の役割の違いなどが明らかになった。社外取締役がどのような貢献をしているかについて、日本企業の執行責任者、日本企業の社外取締役（独立取締役）、米国企業の社外取締役（独立取締役）からの回答は表 2 の通りだが、まとめると下記のようなことになる。

- 日本企業の社外取締役は取締役会の実効性を向上させており、経営陣もその監督機能を評価している。
- 日本企業の社外取締役は助言機能を重視し、一方、米国企業の社外取締役は監督機能を重視する傾向がある。

表 2： 社外取締役の貢献

日本企業の執行責任者	日本企業の独立取締役	米国企業の独立取締役
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 社外取締役に投資家に対する責任を指摘され、「承認できない」と言われてはっとした。</li> <li>● 買収案件などの意義、リスクなどについて社外取締役からの指摘を受けて再考、修正した。</li> <li>● 社外取締役から顧客本位の視点、透明性を強く言われて、会社の姿勢が変わった。</li> <li>● 業界の常識にとらわれない社外取締役からの質問、助言を受けて人事や組織を見直した。</li> <li>● 社内の縦割りが打破され、経営会議でも全社的な議論をするようになった。</li> <li>● 不祥事など個別の問題について厳しい指摘を受けて対応を見直した。</li> <li>● 中期計画の優先順位が明確になり、経営目標の精度が向上した</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 大規模な投資プロジェクトについて事後に定期的に見直すルールを提案し、投資判断の規律付けを行った</li> <li>● 大型投資案件について、執行部だけの判断ではなく、独立取締役も賛成していることを投資家との面談、株主総会でも発言した</li> <li>● 戦略面、リスク面などで問題があるM&amp;Aを断念させた</li> <li>● 前例や業界の慣習にとらわれない、合理的な意思決定を後押しした</li> <li>● 財務が健全なのに投資に憶病になっている会社にリスクテイクを促した</li> <li>● 意思決定の透明性が高まり、例えばCEOの後継者計画も取締役会で議論することが増えた</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 戦略や買収価格に問題があるM&amp;A案件を断念させた</li> <li>● 新興国に対する戦略、R&amp;D戦略などの変更</li> <li>● 新しい商品の提供、社内ベンチャーキャピタルの設立、重要な資源の調達に関する戦略の変更</li> <li>● デジタル・トランスフォーメーション戦略の質の向上と加速を促した</li> <li>● 支店開設、IT投資などの投資の優先順位の変更</li> <li>● CEOの解任と後任CEOの選任</li> <li>● Csuite役員の評価、内部監査について優先順位を決定・フォローアップ</li> <li>● 後継者計画における多様性の重要性を指摘</li> <li>● CEO、他の役員のコーチ、メンターの役割</li> </ul>

### (3) 取締役会の機能を高めるためにどのような運営に効果があるか

インタビュー調査で質問した、取締役会の実効性を高めるための方策についての回答を表3にまとめた。

日米の社外取締役がともに最も重要と回答したのが「取締役会の運営」である。多くの者が、開かれた健全な議論を行うために、議長と筆頭取締役の重要性を強調した。複数の回答者が会議室の広さやレイアウトなどの物理的環境の重要性を指摘した。多くの日本企業では席次が決まっているが、米国企業では決まっていないことが多い。

日本の社外取締役は「視察・プレゼンテーション・情報提供」や「タウンホールミーティングや現場社員との交流」も重要だと回答した。視察は事業内容を理解する上でも、現場社員と会話する、社風を知る、などの面でも貴重であるとの意見が多かった。

米国の社外取締役は「社長の姿勢・社長との関係」が重要だと答えた。ある回答者は、「社長が独立取締役を尊重すると取締役会は機能する。社長が防御的だったり、独立取締役が馬鹿げた質問をしたりすると、取締役会は機能不全に陥る」と述べた。「取締役会の構成」も多くの票を集めた。

同様に「取締役会資料（事前配布資料を含む）」も多くの者が重要だと指摘した。

表3： 取締役会の実効性を高めるための方策に関する回答

	日本企業 執行責任者	日本企業 独立取締役	米国企業 独立取締役	独立取締役 小計	総計
ミッション・ビジョンの共有		1	1	2	2
社長の姿勢・社長との関係			6	6	6
独立取締役のコミットメント			3	3	3
取締役会の構成	1	3	6	9	10
就任時の研修	1	1	2	3	4
社長・役員・将来のリーダー候補との対話	1	1	1	2	3
現場視察・プレゼンテーション・情報提供	4	10	3	13	17
タウンホールミーティングや現場社員との交流	3	7	1	8	11
議題	1	3	3	6	7
取締役会前の事前説明	1	3		3	4
取締役会資料(事前配布資料を含む)	3	1	6	7	10
取締役会の運営	2	12	7	19	21
委員会	0	0	1	1	1
取締役会評価	2	4	5	9	11
エグゼクティブ・セッション	3	1	2	3	6

以上のように、本研究を通じて、(1) 取締役会の運営の実態、(2) 社外取締役の役割、(3) 取締役会の機能を高めるためにどのような運営に効果があるか、について、他の研究方法では得られないような知見を得ることができた。

### 引用文献

斎藤卓爾 [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』東洋経済新報社 pp. 181-213.

斎藤卓爾・宮島英昭・小川亮 [2017] 「企業統治制度の変容と経営者の交代」 宮島英昭（編著）『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社 pp. 304-335.

商事法務 [2016] 『改正会社法下における取締役会の運営実態——平成 26 年改正を受けて（別冊商事法務 No. 415）』

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」 『商事法務』第 1973 号、pp. 81-95.

Adams, R., and D. Ferreira [2007] "A Theory of Friendly Boards," *Journal of Finance*, 62: 217-250.

Bhagat, S. and B. Black [2001] "The Non-correlation Between Board Independence and Long-term Firm Performance," *Journal of Corporation Law*, 23, 231.

Boone, A., L. Field, J. Karpoff, and C. Raheja [2007] "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 85(1): 66-101.

Coles, J.L, N.D. Daniel, and L. Naveen [2008] "Boards: Does One Size Fit All?" *Journal of Financial Economics*, 87(2): 329-356.

Duchin, R., J. Matsusaka, and O. Ozbas [2010] "When Are Outside Directors Effective?" *Journal of Financial Economics*, 96:195-214.

Khurana, R. and K. Pick [2005] "The Social Nature of Boards," *Brooklyn Law Review*, Vol. 70. No. 4 (summer 2005)

Lorsch, J. [2017] "Understanding Boards of Directors: A Systems Perspective," *Annals of Corporate Governance*, 2(1): 1-49.

Lorsch, J. and E. MacIver [1989], *Pawns and Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, HBS Press.

Mace, M. [1971] *Directors: Myth and Reality*, Division of Research, HBS Press.

Nguyen, B., and K. Nielsen [2010] "The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths," *Journal of Financial Economics*, 98(3):550-567.

Pick, K. [2007] *Around the Boardroom Table: Interactional Aspects of Governance*, Dissertation submitted to Graduate School of Arts and Sciences, Harvard University.

Romano, R. [2004] "The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance," *The Yale Law Journal*, 114, 1521.

Rosenstein, W., and J. Wyatt [1990] "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 26(2): 175-191.

Westphal, J. and E. Zajac [1995] "Who Shall Govern - CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection," *Administrative Science Quarterly*, 40(1): 60-83

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 江川雅子	4. 巻 第58巻第12号
2. 論文標題 日本企業の独立取締役の役割	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 71-81
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 江川雅子	4. 巻 1
2. 論文標題 社外取締役制度の課題（上）	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 日本経済新聞	6. 最初と最後の頁 11
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 江川雅子	4. 巻 48
2. 論文標題 企業経営の根幹を祖支えるコーポレートガバナンス	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 JP総研Research	6. 最初と最後の頁 34-41
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 江川雅子	4. 巻 2196
2. 論文標題 コーポレートガバナンス・コード導入後の取締役会の実態	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 旬刊 商事法務	6. 最初と最後の頁 29-39
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 江川雅子	4. 巻 Vol. 73, No. 8
2. 論文標題 独立社外取締役3分の1以上の意義とその役割 (特集 市場区分の見直しの衝撃)	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 1046-1054
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 江川雅子	4. 巻 20
2. 論文標題 独立取締役の役割と取締役会の実効性向上: 日米社外取締役へのインタビュー調査からの示唆	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Disclosure & IR	6. 最初と最後の頁 54-65
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

[学会発表] 計3件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 2件)

1. 発表者名 Masako Egawa
2. 発表標題 The Role of the Independent Directors of Japanese Companies: In Comparison with the Independent Directors of U.S. Companies
3. 学会等名 International Corporate Governance Society (国際学会)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 江川雅子
2. 発表標題 Strengthened Monitoring and Diversity: Change in Board Meetings of Japanese Companies after Introduction of the Corporate Governance Code in 2015
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第27回大会 Nippon Finance Association
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 江川雅子
2. 発表標題 Strengthened Monitoring and Diversity: Change in Board Meetings of Japanese Companies after Introduction of the Corporate Governance Code in 2015
3. 学会等名 5th Annual International Corporate Governance Society (国際学会)
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 江川 雅子	4. 発行年 2018年
2. 出版社 日本経済新聞出版社	5. 総ページ数 336
3. 書名 現代コーポレートガバナンス： 戦略・制度・市場	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------