

社外取締役の役割

——取締役会改革，女性社外取締役の現状分析——

江川 雅子

要 旨

2015年6月のコーポレートガバナンス・コード導入を契機に，日本企業で社外取締役が急増した。一部上場企業の98.8%が社外取締役を選任し，2名以上の独立社外取締役を選任する会社の比率が79.7%となり（2016年），女性の社外取締役も増えている。

本稿では，一部上場企業14社の役員もしくは取締役会担当者，国内外の機関投資家数名，人材紹介会社の担当者若干名を対象に行ったインタビュー調査に基づいて，社外取締役の役割，選任プロセスと選任要因，女性取締役導入の影響などについて分析した。

その結果，（1）社外取締役は監督と助言の両方の役割を果たしており，社外取締役の導入は，取締役会の議論の活性化，ガバナンスの向上に一定の効果をもたらした，（2）社外取締役の導入について会社・投資家ともプラスの評価をしているが，その役割，選任理由，社外取締役比率などについて，投資家はやや厳しい見方をしており，形式よりも実質に注目している，（3）女性の社外取締役は，ジェンダー以外の要素も含めた多様性の向上を通じて，ガバナンス改善に貢献している，などが明らかになった。

今回の調査では，社外取締役が取締役会の意思決定に影響を及ぼしていることも明らかになった。例えば，社外取締役の意見を反映して意思決定の内容が修正された，議論を深めるために運営方法が改善された，などの報告があった。限られたサンプルに基づく分析だが，社外取締役が日本企業のガバナンスに次第に実質的な役割を果たすようになってきていることが示された。

目 次

- | | |
|--------------|---------------------------|
| I. はじめに | 2. インタビュー調査結果の分析（1）：監督と助言 |
| II. 社外取締役の役割 | 3. インタビュー調査結果の分析（2）：社外取 |
| 1. 先行研究の検討 | |

社外取締役の役割

取締役はガバナンス向上に寄与しているか

Ⅲ. 社外取締役の選任プロセスと選任要因

1. 先行研究の検討
2. インタビュー調査結果の分析（1）：社外取締役の選任プロセス
3. インタビュー調査結果の分析（2）：社外取締役の選任要因

Ⅳ. 女性社外取締役のプロフィール、選任要因及び影響

1. 女性社外取締役のプロフィール

2. インタビュー調査結果の分析（1）：女性社外取締役導入の要因

3. インタビュー調査結果の分析（2）：女性社外取締役導入の影響

Ⅴ. 取締役会の員数及び社外取締役の比率

1. 先行研究の検討
2. インタビュー調査結果の分析：取締役会の員数と社外取締役比率

Ⅵ. まとめ：取締役会改革の現状と今後の課題

I. はじめに

2015年6月に導入されたコーポレートガバナンス・コードを契機に、日本企業で社外取締役が急増した。社外取締役を1名以上選任する上場会社（市場一部）の比率は74.3%（2014年）から98.8%（2016年）と2年間に20ポイント以上増加し、ほぼすべての大企業に社外取締役が導入された。より目覚ましい変化があったのは独立社外取締役で、独立社外取締役を選任する企業の比率は61.4%（2014年）から96.2%（2016年）に35ポイント近く増加した。更に、2名以上の独立社外取締役を選任する会社の比率は21.5%（2014年）から79.7%（2016年）と、2年間で3.7倍になった。2010年には、社外取締役を導入する会社の比率が48.5%、独立社外取締役を導入する会社の比率は31.5%と、両者の間に17.0ポイントの開きがあったが、2016年にはその差が僅か2.6ポイントに縮小し、社外取締役のほとんどが独立社外取締役となった（出所：東京証券取引所）。その中で、女性の社外取締役も急増しており、2016年には479名、2017年には552名と一部上場企業の全取

締役の10.1%を占めるようになった（出所：日本経済新聞2017年9月9日、プロネッド調べ）。

このように社外取締役の数が増加した結果、社外取締役がどのような役割を果たしているのか、どのようなプロセスで選任されているのか、社外取締役の増加はガバナンスの改善に寄与しているのか、に大きな関心が寄せられるようになった。

本稿では、主にインタビュー調査に基づいて、（1）社外取締役の役割、（2）社外取締役の選任プロセスと選任要因、（3）女性社外取締役のプロフィール、選任要因及び影響、（4）取締役会の員数と社外取締役の比率、について分析し、最後に（5）取締役会改革の現状と今後の課題、について考察する。インタビューの対象は、（a）東証一部上場企業14社の役員もしくは取締役会担当者、（b）国内外の機関投資家数名、（c）人材紹介会社の担当者若干名、である。それに加えて、筆者の3社における社外取締役としての参与観察に基づいて分析を行った¹⁾。以下にそれぞれの項目について、国内外の先行研究に基づく知見をまとめた上で、インタビュー結果を分析・考察する。

II. 社外取締役の役割

1. 先行研究の検討

取締役会については、海外（特に米国）企業を対象とした豊富な研究の蓄積があり、社外取締役の機能には主に「監督（モニタリング）」と「助言（アドバイス）」があるとされている（Adams and Ferreira (2007), Hilman and Dalziel (2003)）。

監督機能の理論的根拠であるエージェンシー理論によれば、取締役会の役割は、経営陣による私的便益の追求やモラルハザードを防ぎ、株主の利益を保護することである（Jensen and Meckling (1976)）。監督機能に関わる実証研究は、社外取締役の導入により企業価値、業績、経営者交代が増えるなど、社外取締役の有用性を示すものが多い（Nguyen and Nielsen (2010), Rosenstein and Wyatt (1990) など）。日本企業に関する研究でも、社外取締役は企業価値を高めると報告されている（宮島・小川 (2012), 斎藤 (2011)）。

一方、資源依存モデル（Pfeffer and Salancik (1978)）によれば、取締役会の役割として助言機能が重要である。これには、戦略や意思決定における助言、専門知識の提供、経営者の相談相手、対外的なイメージの向上、重要なステークホルダーとの連携、資本などの外部資源の獲得、広報・情報発信など、社外取締役が行っている幅広い活動が含まれる（Baysinger and Hosisson (1990), Lorsch and MacIver (1989) など）。取締役会の役割について論じた Zahra and Pearce (1989) や Johnson et al. (1996) は、Strategy, Service などの機能も提唱している

が、これらは広く「助言」に含まれると考えて差し支えないだろう。

監督と助言という二つの機能は補完的であるという見方がある一方、相反するという主張もある。例えば、Adams and Ferreira (2007) は、監督機能に重きを置き過ぎると、社外取締役が十分な情報を入手できなくなって監督機能も低下すると報告している。会社の戦略策定への取締役会の関与は重要だが、取締役会の監督機能を重視し、独立性を厳格に求めると戦略策定に貢献しにくくなる可能性があることも指摘されている（Pugliese et al. (2009)）。

取締役会の監督機能に関する議論では、社外取締役の独立性の要件が重視されるが、独立性の高い社外取締役がいつも効果的に監督機能を果たすとは限らない。例えば、CEO が社外取締役を選任する会社では、社外取締役の過度の介入を嫌う CEO が再任してくれないことを懸念して、社外取締役自身が厳格な監督を差し控えるという報告もある（Hermalin and Weisback (1998) など）。また、独立社外取締役の要件は満たすものの、実効的な監督を行わないであろう CEO の友人等を社外取締役に選任して、形式的な要件を整える会社が多いという研究もある（Bhagat and Black (2001) など）。

以上から、社外取締役の監督と助言の二つの機能はいずれも重要だが、それらを実質的に機能させるには両者のバランスも含めて様々な要素を考慮する必要があることがわかる。

2. インタビュー調査結果の分析（1）： 監督と助言

表1に、今回のインタビューの対象企業14社の取締役会の概要をまとめた。14社は業種・機関設計・企業系列などの多様性を考慮して、女

社外取締役の役割

図表1 インタビュー対象会社の社外取締役選任状況

業種	会社名	取締役数	社外取締役数	社外取締役比率	女性社外取締役数	女性取締役比率	社外取締役導入年(a)	女性取締役導入年(b)	b - a	制度設計
製造業	鹿島建設	14	3	21%	1	7.1%	2015	2015	0	A
	日本たばこ	7	2	29%	1	14.3%	2012	2012	0	A
	武田薬品工業	15	9	60%	1	6.7%	2011	2016	5	C
	アステラス製薬	6	4	67%	1	16.7%	2000	2006	6	A
	資生堂	7	4	57%	2	28.6%	2006	2011	5	A
	ブリヂストン	12	7	58%	2	16.7%	2010	2010	0	B
	旭硝子	7	3	43%	1	14.3%	2002	2014	12	A
	リコー	11	4	36%	1	9.1%	2005	2016	11	A
サービス	三井不動産	12	4	33%	1	8.3%	2005	2015	10	A
	三菱商事	11	5	45%	1	9.1%	2001	2013	12	A
	ローソン	8	5	63%	3	37.5%	2000	2002	2	A
	日本郵船	12	3	25%	1	8.3%	2008	2008	0	A
金融	三井住友フィナンシャルグループ	14	5	36%	1	7.1%	2006	2015	9	A (2017年6月にBに移行予定)
	東京海上ホールディングス	12	4	33%	1	8.3%	2002	2015	13	A
平均		10.57	4.43	43.3%	1.29	13.7%	2006	2012	6.07	

(注) 1) 2017年4月30日現在。なお、社外取締役導入年は独立性を意識して社外取締役を導入した年度を示す。

2) 制度設計は A：監査役会設置会社、B：指名委員会等設置会社、C：監査等委員会設置会社

性の社外取締役を1名以上選任している会社を選んだ。14社の取締役の数は6～15名（平均値10.6名，中央値11.5名，最頻値12名），社外取締役の数は2～9名（平均値4.4名，中央値4名，最頻値4名），社外取締役比率は21%～67%（平均値43%，中央値40%，最頻値は33%と36%）であった。14社の平均の社外取締役数4.4名，比率43%ともに，東証第一部上場企業の平均の値よりも高かった²⁾。これは，対象会社の選定にあたって，女性の社外取締役を選任していることを条件としたこと，指名委員会等設置会社の比率が移行予定も含めて14社中2社（14.2%）と平均よりも高くなったことも一因であろう。

インタビューでは，「社外取締役の役割として監督と助言のいずれが重要か」と尋ねたところ，機関投資家が監督を重視しているのに対し，会社は全体として監督ばかりでなく助言も

重視しており，両者の差が浮き彫りになった。

会社からは「監督機能がより重要」という回答がやや多かったものの，「監督機能がより重要」，「助言機能がより重要」，「両方とも重要」にほぼ三分され，会社が監督機能と並んで助言機能を重視していることが示された。「平時においては助言機能がより重要である」など，助言機能を重視する回答は少なくなく，明確に「監督よりも助言機能を重視している」と述べた会社もいくつかあった。

助言と監督を区別しにくいという指摘もあった。「具体的な内容に対して社外取締役に助言してもらうプロセス自体が監督となっているという意識がある」という説明であった。事後に結果を判断してもらうよりも，事前に意見をもらって一緒に決めるようにしているのだという。同様に，重要な意思決定には早期の段階から社外取締役を議論に巻き込み，その助言を生

かした内容を正式の取締役会にかけるといふ手順を踏んでいる会社はいくつかあった。これは助言機能と言いながら、意思決定に社外取締役を関与させることにより透明性を高めている点で、監督機能の強化と捉えることもできる。

一方、機関投資家に同じ質問をしたところ、投資家からは「監督機能がより重要」という回答が多かった。ただ、「経営者が生え抜きで一社の経験しかないケースが多い日本では、海外企業に比べて助言機能が重要である」、「監督と助言の理想的なバランスは会社により異なる」など助言機能に理解を示す意見もあった。

更に、会社側の回答と同様に、監督と助言を分けるのは困難だという見方もあった。社外取締役に求められる役割は、本質的な質問を投げかけて経営者の自省や再考を促すコーチング機能であり、社外取締役からの「こういう観点は考慮したのか」、「なぜこうしないのか」などの質問は経営者の説明責任を問うことになるので、結果的に監督につながるからである。

このように、会社側が監督機能と助言機能の両方を重視しているのに対して、投資家側は監督機能により重きを置いており、投資家と会社の間で温度差があることがわかった。これは両者の立場の違いによる面と、実際に社外取締役がどのような貢献をしているのかが投資家にわかりにくいという面があるだろう（海外と異なり、日本ではまだ機関投資家が社外取締役に直接話をする機会はほとんどない）。

先行研究から示されたように、監督機能と助言機能は相反する面もあるが、両機能をバランスよく組み合わせれば、補完関係が成立する。社外取締役が助言を通じて経営陣との信頼関係を築けば、相互の意思疎通が進み、社外取締役の会社に対する理解が深まって監督の実効性も

高まる。また、経営者の方も、社外取締役との間に信頼関係ができれば、耳の痛い忠告も進んで受け入れるようになるだろう。

3. インタビュー調査結果の分析（2）： 社外取締役はガバナンス向上に寄与しているか

「社外取締役の増加がガバナンスの向上に結び付いているか」という質問には、機関投資家も会社もおおむね前向きに評価する声が多かった。ただし、インタビューを行った筆者が3社の社外取締役を務めていることから、ネガティブな回答をしにくかったであろうことは分析に当たって考慮する必要がある。

海外の投資家はかねてより日本企業に社外取締役導入を求めてきたことから、コーポレートガバナンス・コードを契機に社外取締役が急増したことを評価している。投資先企業の取締役会について「社外取締役の存在が取締役会に緊張感を生んでいる」、「議論が深まった」、「異なる視点からの意見が加わり議論に幅が出た」などの指摘があった。外から見られているという意識が経営に規律を生むことから、社外取締役を増やすばかりでなく、更に情報開示に努めるべきだという意見もあった。企業経営に多様な視点をもたらす、グループシンクを防ぐ、という観点からも社外取締役を積極的に評価する声が多かった。

だが、企業の間で対応が大きく分かれており、社外取締役を生かしきれていない企業もあるとの指摘があった。コーポレートガバナンス・コードに形式的に対応した企業、社外取締役の役割を十分に理解せずに導入した企業も多く、それらに対して投資家は批判的だった。「『取締役になることがサラリーマンの目標』と

社外取締役の役割

いう旧来の意識から抜け出せていない会社もある」という声も聞かれた。東証第二部など規模の小さな会社にとっては、独立社外取締役2名というハードルは高かったのではないかと、という意見もあった。

投資家からは、社外取締役の役割について、企業の間で認識にばらつきがあるばかりでなく、社外取締役本人の意識にも差があるという指摘もあった。例えば、社外取締役本人が社長から就任を依頼されたことを重視していて、本来の監督機能を果たしているか懸念されるケースが散見されるという。

一方、実際に社外取締役を導入した企業側の評価は総じて高かった。長い間、日本企業の取締役会は、経営会議で決まった事項を正式に承認するための場となっていて、あまり実質的な議論が行われないとされてきた。だが、社外取締役が加わったことで、多様な意見が出されるようになって、議論が活性化したと回答した会社が多かった。「自分の担当以外の事業について発言するのはタブーとなっていたが、社外取締役が全社的視点から議論を喚起するようになって、社内取締役の発言内容も変わってきた」という回答もあった。また、「我が社の常識は社会の非常識」というコメントが複数の会社から寄せられ、社内の同質的なメンバーとは異なる視点からの意見や質問を高く評価する声は多かった。多様なバックグラウンドを持つ社外取締役の「予定調和でない突っ込み、外部の目線からの本質を突いた質問にはっと気づかされる」という回答もあった。

また、独立性の高い社外取締役による社長の牽制機能を重視する会社もいくつかあった。社長及びその社長経験者から「部下はCEOにたてつかないで、取締役会にはCEOの部下で

ない人を入れなくては機能しない」、「敢えて面識のない人を選んで、就任時に、社長が暴走したときに首を切ってほしいと伝えた」などの回答があった。

社外取締役の意見が取締役会の意思決定に具体的な影響を及ぼしていることも確認された。結論が修正されたり、了承が得られずに結論が次の取締役会に持ち越されたりというケースも出てきている。そのため、議案について早期の段階から取締役の意見を聞いて検討する会社もある。「社外取締役は真のグローバル企業を目指して、一緒になって考えてもらう『仲間』であり、議案は柔らかい段階から出して議論する」というコメントも聞かれた。取締役の意見を聞く方法としては、取締役会終了後に懇談会の形で意見を聞く（その意見を反映した議案を後日取締役会に提出する）、取締役会とは別の日にメンバーを招集して会議を開く、スタッフが各取締役と個別に面談する、などがあった。社外取締役の指摘を受けて、株式市場への情報発信や事業計画の策定方法などを見直したケースもあった。

取締役の活動は、取締役会への出席に限らず、指名・報酬などの委員会、中期計画・重要な戦略やトピックに関する議論、役員研修や社員向けの講演など多岐に渡り、会社により異なるが、全体として増えているようである。工場など本社以外の場所での取締役会開催、工場・研究所・営業所などの視察（海外も含む）、営業会議・経営幹部の懇親会への参加など、会社の事業や戦略への理解を深める機会を設ける会社も多い。

取締役会で骨太の本質的な議論ができるように、社外役員の意見を受けて議題の数を削減したり、資料の量や体裁を見直したりしたという

会社も多かった。

以上のように、社外取締役の導入は取締役会の実効性向上、ガバナンスの改善に一定の効果をあげていることが、投資家、会社双方から確認されたが、投資家の方が厳しい見方をしている。それを活かしている企業もあるものの、投資家から見ると会社、社外取締役の間のばらつきが大きいようである。

Ⅲ. 社外取締役の選任プロセスと選任要因

1. 先行研究の検討

社外取締役の選任は取締役会の実効性を左右する重要な意思決定であり、海外では経営学、経済学、法学、社会学、心理学など多様な専門分野で研究が蓄積されてきている³⁾。これらの研究は大きく二つに分けられる。一つは経済的合理性に基づく意思決定として分析するアプローチで、もう一つは選任プロセスの社会的側面に焦点を当てるアプローチである。

経済的合理性に基づくアプローチは、労働市場のような社外取締役の市場を想定し、需要側の会社のニーズと供給側の取締役候補者の属性を分析する。会社は、取締役会が監督と助言の機能を果たせるように、異なるスキルを持つ複数の個人を組み合わせ、会社に必要な資源を社外から調達する。それは大きく人的資本（経験、専門知識）と社会的資本（外部や他の組織とのつながり）に分けられる（Hillman and Dalziel (2003)）。

個人の属性・経験の中で、最も社外取締役に適任と考えられているのは他の会社のCEOである。Fich (2005)によれば、業績の良い会社

のCEOの社外取締役就任は株価を上昇させる。だが、他の社外取締役の場合と比べてほとんど差はないという報告もある。問題となるのは複数のCEOが相互の会社の社外取締役に就任するInterlockの状況で、独立性に懸念が生じるとされ、Hallock (1997)等の研究で、業績不振、経営者報酬の高騰と相関関係があると指摘されている。業界の知識・経験も重要で、特に創業間もない会社では業界経験の長い人材が選任される。全般に経営陣の業界経験と、社外取締役の経験とは逆相関の関係にある（Kor and Misangyi (2008)）。

弁護士や政治家は、政府による規制を受ける業界の会社が社外取締役として選任する傾向があり（Agrawal and Knoeber (2001)）、それが企業価値を向上させているという実証研究もある（Hillman (2005)）。

社外取締役の社会的地位や評判も重視される。特に社歴の短い会社は、知名度や評判の高い社外取締役を選任する傾向があり、それによって株式公開が成功する確率が高まるという研究もある（Certo (2003)など）。

以上は供給側（取締役候補者）の条件だが、需要側（会社）の条件も重要である。業績が悪化した会社は社外取締役の比率を高めるとされている（Hermalin and Weisbach (1988)など）。また、国際化が進んだ会社の取締役会は、規模が大きく、社外取締役比率も高まる傾向がある（Sanders and Carpenter (1998)）。

これらは、経済合理性に基づいたアプローチであるが、社外取締役の選任プロセスの社会的側面に焦点を当てるアプローチでは、限定合理性に着目する。Bazerman and Schoorman (1983)は、社外取締役候補の探索は、CEOなどの知り合いに偏る傾向があり、選任プロセスも社会

社外取締役の役割

的關係や政治的要因の影響を受けると指摘する。Khurana and Pick (2005) も、社外取締役に選任されるのは取締役会の規範に沿う人材であると述べ、取締役会を単なる個人の集合ではなく、「複雑な社会システム」として捉え、取締役相互の人間関係も含めて分析しなくてはならないとする。中でも CEO との人間関係は重要である。監督よりも CEO に対する助言活動に重きを置き、CEO や他の取締役（指名委員会のメンバー）に迎合的な姿勢を示した者は、社外取締役に選任される確率が高まると報告されている（Westphal and Stern (2007)）。

2. インタビュー調査結果の分析（1）： 社外取締役の選任プロセス

前述のように、選任プロセスに関する研究には経済合理性、社会的関係の二つのアプローチがあるが、実際の選任プロセスには両方の要素が混淆している。今回の14社及び人材紹介会社に対するインタビューから、日本企業の社外取締役の選任プロセスにも、同様に両方の要素が混じっていることが明らかになった。

取締役は正式には株主総会で選任されるが、候補者の人選は、おおむね①候補者の探索、②候補者の絞り込み、③候補者への打診と内諾の確認、④指名委員会・取締役会における決定、というステップを踏んで進められる。株主総会の1年以上（時には数年以上）前から人選を始めることは珍しくない。

最初は、CEO と担当部門（人事部、企画部、総務部、社長室、秘書室、取締役会室など）が、社外取締役に望まれる属性、経験、スキルなどに沿って候補者をリストアップすることが多い（取締役の選任基準を正式に定めて公開している会社もある）。候補者の探索には、マス

コミやインターネットの公開情報、他の社内役員や社外取締役による推薦、人材紹介会社からの情報なども幅広く利用する会社がほとんどで、多い場合は数十人の候補者リストを作成する。だが、探索に関与する役員・スタッフの範囲、リストアップする候補者数は、会社によって異なり、CEO 一人、あるいはごく少数が関与して、数名の候補者を選ぶというケースもある。

一方、CEO や社内スタッフが候補者を挙げるのではなく、退任する前任の社外取締役による推薦・助言に基づいて、人選を行う会社もあった。

海外の企業の研究では、一社で社外取締役を務めている者は、実績・経験を評価されて他の会社からも就任を依頼されることが多いことが明らかになっている。今回、インタビューした日本企業の大部分も実績のある者に依頼したいという姿勢だったが、逆に他の会社で役員を務めていない人物を選任したいという意向を明確に持っている会社もあった。

第二の絞り込みの段階では、候補者リストの中から最適な人材を絞り込んで優先順位を定める。絞り込みのプロセスには、客観的な基準に基づく合理的判断と、候補者との人的関係に基づく社会的・政治的判断が混在しており、海外の会社と同様に、トップや他の経営陣と直接面識のある候補者が選ばれる場合が多かった（ただし、監督機能を発揮してもらうために、意識的に CEO と面識のない者を選んでいる会社もあった）。

候補者の絞り込みが終わると、候補者本人への打診と内諾の確認のプロセスに入る。この場合、優先順位に基づいて第一順位の候補者に就任を依頼し、内諾を得られなかった場合に次の

候補に打診することが一般的である。しかし、複数の候補者に同時に打診するケースもある。また、打診・依頼の方法（直接・間接の別など）も、候補者との関係や社会的地位などによって異なる。

最近では、任意・法定の指名（諮問）委員会を設置して、社外取締役についてもそこで決定している会社が増えたが、実質的な意思決定はCEOが行っている企業がほとんどだった。

3. インタビュー調査結果の分析（2）： 社外取締役の選任要因

インタビュー対象の14社の社外取締役導入のタイミングは、2000年から2015年までの期間にほぼ均等に分布しており、14社の平均は2006年である（表1参照）。選任の理由として、大部分の企業が取締役会の監督機能の強化を挙げたが、早期（2000年）に導入したアステラス製薬、ローソンはそれぞれ合併、株式上場が契機となっている。

会社へのインタビュー調査では、Ⅲ.1の先行研究で述べた海外企業と同様に、会社が必要とするスキルや経験に基づいて多様な人材を選んでいるという回答が多かった。他社のCEO経験者や社会的地位の高い者が多数選任されているのも海外と共通である。インタビューの回答では、経営の経験・知識を重視する企業が最も多かったが、大所高所からの意見や幅広い見識（学識経験者、官僚・外交官経験者など）、多様な視点（女性・外国人など）、専門知識や技術的な知見（弁護士、会計士、当該分野の研究者など）を重視する会社もある。それらの異なる専門性・スキル・属性を備えた人物を組み合わせ、必要な人的資本と社会的資本を調達しているのである（例えば、三菱商事は社外取締役

に求める専門性・バックグラウンドを「企業経営」「世界情勢」「社会・経済」に分けてそれぞれ1～2名、計5名を選任している）。

しかし、投資家からは、選任理由が会社の中長期の戦略と合致していないという批判もある。例えば、海外の売り上げが3～4割ある会社は少なくとも1名外国人を入れるべきではないか、という意見もあった。海外の会社は会社の課題や社外取締役に求められるスキルや経験を明示した上で、各取締役の選任理由を説明しているが、日本企業にはそのように丁寧な説明をしている会社はほとんどない。「まず人物ありきで、立派な方、造詣の深い方を選んでいるように見える」という指摘もあった。

社外取締役に何を期待しているかが不明瞭だという意見もあった。複数の社外取締役の選任理由が同一、あるいは、社外監査役と社外取締役の選任理由が一言一句同じだった会社もあるという。

多様性の面でも課題がある。社長経験者などが社外取締役に選任されることが多いが、海外に比べて、国籍、年齢、教育、経験などが似通っている。実際、投資家から「社外取締役を増やすといっても、同じようなバックグラウンドの者ばかりでは意味がない」という意見があった。「経営者以外の人材を増やすべきだ」、「運用経験者など投資家の視点を反映できる者も選任すべきである」というコメントもあった。

メインバンク出身の社外取締役に対する評価は、機関投資家の間でも分かれている。社外取締役は個人の資質や経験に基づいて選任されるべきであり、「メインバンクの指定席のようになっているのは違和感がある」として、独立性に対して厳しい見方をする投資家もいる。一

図表2 東証一部上場企業の社外取締役の属性

	合計		男性		女性	
	人数	比率	人数	比率	人数	比率
他の会社の出身者	2,320	65.1%	2,202	67.4%	118	39.6%
弁護士	483	13.6%	404	12.4%	79	26.5%
学者	334	9.4%	275	8.4%	59	19.8%
公認会計士	204	5.7%	196	6.0%	8	2.7%
その他	192	5.4%	159	4.9%	33	11.1%
税理士	31	0.9%	30	0.9%	1	0.3%
計	3,564	100.0%	3,266	100.0%	298	100.0%

〔出所〕 東京証券取引所（2015年7月）

方、個別に社外取締役本人と面談して個人として評価した上で、メインバンク出身者だからという理由だけで必ずしも否定的に促えないとする投資家もいた。

IV. 女性社外取締役のプロフィール、選任要因及び影響

1. 女性社外取締役のプロフィール

表2はコーポレートガバナンス報告書に記載された情報に基づいて、東証一部上場企業の社外取締役のプロフィールを男女別に分析した結果である⁴⁾。男女を比較すると、「他の会社の出身者」が男性では2/3を占めるのに対し、女性は4割未満である。男性は大企業の社長経験者が多いが、女性は起業・自営あるいは外資系企業出身者が多い。一方、女性は弁護士・学者の比率が高い。「その他」は男性4.9%に対して、女性11.1%となっているが、これにはニュースキャスター、編集者、作家、宇宙飛行士、オリンピックメダリストなど様々な職種が含まれ、著名な者も多い。

次に、インタビュー調査の対象企業の社外取締役のプロフィールを分析する。14社の社外取締役（計59名）の内訳は男性41名、女性18名で

ある。サンプルは少ないが、有価証券報告書などに基づいてそれぞれのプロフィールを分析すると、男女間でいくつか興味深い差異が見られた。

生年でみた年齢は、男性が55歳～80歳、女性は51歳～68歳、平均年齢（生年）は男性が69歳（1948年）、女性60歳（1957年）となり、女性の方が9歳若い。

有価証券報告書の「略歴」欄によると、勤務した会社・組織の数（転職の回数プラス1とした）にも差が見られた。平均値は男性2.0、女性3.2、中央値は男性1、女性3だった。男性の大部分は一つの組織に数十年勤務しており、転職を経験していない者は男性は21名（51%）、女性は2名（11%）である。それに対して女性は数年ごとに異なる組織や職業を経験している者が多かった。平均値（男性2.0、女性3.2）に男女で大きな差が見られないのは、官僚など30年以上務めた組織を退職した後、企業の顧問、弁護士、大学教員などに転じた者が相当数いることによる。転職が多い場合に職歴のすべてを有価証券報告書に掲載しない者もいることを考慮すると、男女の差は実際には更に大きいと推測される。

外資系企業での勤務経験があるのは、女性は12名（67%）に対して、男性は2名（5%、た

だし外国人2名を除く)だった。

インタビュー記事などの公開情報によると、女性の13名(72%)が修士以上(うち8名(44%)は博士)の学位を取得している。男性は学位に関する情報が得られない者もいるが、大学教員を全員博士号取得者と見做し、海外のビジネススクールなどで修士号を取得した者の数を加えても8名(20%未満)で、女性とは大きな差がある。

海外でも女性の取締役の方が年齢が若く、学歴が高い傾向がある(Hillman et al. (2002), Peterson and Philpot (2007))。日本企業においても、女性の社外取締役の導入は、ジェンダーばかりでなく、年齢、勤務経験、学歴などの面でも多様性を高めていることになる。

2. インタビュー調査結果の分析(1): 女性社外取締役導入の要因

インタビュー対象の14社で女性の社外取締役が導入された年は2002年から2016年までばらつきがあるが(14社の平均は2012年)、2014年以降に導入した会社が半数を占めていることから、女性の活躍を推進する政策やコーポレートガバナンス・コード導入の影響が大きかったと考えられる。社外取締役が導入されてから女性社外取締役が導入されるまでの期間も、0~13年と幅が見られ、開きが10年以上の会社が5社あった反面、同時だった会社も4社あった。

会社へのインタビューで「なぜ女性の社外取締役を選任したか」という質問に対する回答として最も多かったのは、「女性の活躍を応援する姿勢を示して女性社員を励ます」だった。実際、化粧品、流通、医薬品など女性社員が多い業界では、他の業界に先駆けて女性役員の導入が進んでいる。そのために「社会で活躍してい

る女性」、「仕事と子育てを両立している女性」を選任して社員のロールモデルとしたいという会社が多く、就任後、女性社員向けの講演を依頼したり、働き方改革に関する助言を求めたりしている例も多い。一方、女性社員のロールモデルは大企業の中で活躍してきた女性が望ましく、既に社内でメンター制度などを導入しているので、女性役員はロールモデルとしては考えていない、という会社も少数あった。

それにほぼ並んで多かったのが、「意見・視点の多様性」である。メディアなどで「女性の視点」として消費者目線の商品開発などの例が取り上げられることがあるが、それとは異なり、経営について異なる視点を求める、意思決定の質を高めるという姿勢である(商品開発などは社員や外部コンサルタントの起用で対応できているという会社が多かった)。「多様な意見に基づく意思決定は質が高まる」、「家庭の意思決定は7割ぐらい女性がしているという調査結果もあるのに、今の役員構成はあまりにもいびつである」という回答もあった。

現在、14社の社内取締役には女性がいないので⁵⁾、役員の男女構成の偏りを考慮して社外取締役に女性を登用しているという面もある。4社が社外取締役導入時に女性の社外取締役を登用しているのは、その証左であろう。「長期的には役員レベルで社員構成を反映したジェンダーバランスを実現したい」と回答した会社もあった。

興味深いのは、早期に女性の社外取締役を導入した会社で、「社長が候補者を知っていたから」という回答が複数あったことである。社外取締役の選任が経済合理性ばかりでなく、社会的関係の中で行われるという研究を裏付けるものであろう。実際、女性の社外取締役を登用し

社外取締役の役割

たいが、良い候補者がいないので実現していないという会社もあるようだ。今回のインタビューでも、多くの会社から「女性の候補者が少なく苦労した」、「もっと増やしたいが候補者がいない」などの声が聞かれた。

以上の分析をまとめると、女性の社外取締役導入には、女性社員の活躍支援、多様性の推進が重要な要因となっている。しかし、社長が候補となりうる女性と面識がないことが、導入の制約要因となっている可能性がある。

3. インタビュー調査結果の分析（2）： 女性社外取締役導入の影響

会社から見た女性取締役の導入による効果・影響は、「議論が活性化した」、「これまで取締役会で議論されなかった視点からの発言にハッとさせられることが多い」など前向きな評価が多かった。ただ、インタビューを行ったのが女性（筆者）なので、あまりネガティブな話をしにくかったのかもしれない。

最大の貢献は視点の多様性である。男性同士だと馴れ合い、グループシンクに陥りがちなところを、きちんと議論するようになったという。「男性は世間ずれしている人が多いが、女性は本質的なことをズバリと言う」、「女性は、男性なら『わかるでしょ』と説明せずに通り過ぎるところを突いて、シンプルでクリアカットな質問をする」などの指摘があった。

社内の女性社員への影響に関しては、「会社が女性の意見を取り入れようとしている姿勢が伝わった」、「女性スタッフに良い影響があった」、「女性活躍推進に関する社内の議論に大きなインパクトがあった」、などの声が聞かれた。

人材紹介会社のヒアリングからも、女性の社外取締役を評価する会社が多いことが確認され

た。評価された理由としては、バランス感覚に優れている、議論に新しい切り口を提供してくれる、女性社員に配慮してくれるので良い影響があった、などが多かった⁶⁾。

投資家からも、取締役会の多様性の観点から女性の社外取締役導入を前向きに評価する声が多かった。「取締役会の女性比率はヨーロッパでは30%近く、米国では25%前後に対し、日本は3-4%にとどまっており、海外との比較ではまだ少ない」という指摘もあった。海外の投資家の中には、グローバルな議決権行使基準として、取締役会の女性比率3割を掲げている会社もあるそうだ。一方、「女性の数だけを増やせばよいという話ではなく、個人の資質や経験が重要である」、「新しい視点を持ち込めるかどうかのポイントではないか」という冷静な意見もあった。

V. 取締役会の員数及び社外取締役の比率

1. 先行研究の検討

これまで主に米国企業を対象に取締役会の構造（規模、社外取締役比率など）と業績の関係、社外取締役比率の決定要因に関する研究が行われてきた。それらの理論及び実証研究によれば、全企業に共通の望ましい社外取締役比率はなく、各企業は、情報獲得コスト、資本市場からの圧力、業績、経営者の交渉力などの特性に合わせて、最適な社外取締役の比率を選択している (Boone et al. (2007), Coles et al. (2008) など)。

Lipton & Lorsch (1992), Yermack (1996), Eisenberg et al. (1998) を始めとする多くの

研究は、人数の多い取締役会は監督機能を発揮しにくく、実効性が低下することを示している。これは、取締役の人数が多くなると実質的な議論がしにくく、相互の意思疎通が難しくなる、意思決定に時間がかかる、フリーライダー問題が生じる、などの理由による。

しかし、会社の規模が拡大して事業内容が複雑になったり、危機に直面するなど外部環境への対応が重要になったりすると、取締役の数は増える傾向がある (Klein (1998), Linck et al. (2008))。これは、複雑な組織や外部資源への依存度が高い会社にとっては、相対的に助言機能が重要となり、員数が多い方が助言機能を果たしやすいからと考えられる (Boone et al. (2005), Coles et al. (2008))。

同様に、社外取締役の比率も、各企業に適切な水準は異なるとされている。監督機能や助言機能の必要性は社外取締役比率を高めるが、企業特殊的知識の重要性が高い企業は監督・助言が困難で、社外取締役比率は低くなる可能性が高い。

2. インタビュー調査結果の分析：取締役会の員数と社外取締役比率

1990年代後半まで、日本企業の取締役会は員数が多く、社外取締役を導入する会社も多くなかった⁷⁾。取締役会は、経営会議などで決まったことを正式に承認する場という位置づけで、実質的な議論や意思決定の場として機能していないことが多かった。1997年のソニーの取締役会改革以降、多くの会社が執行役員制度を導入して執行と監督を峻別するようになり、員数が減少、社外取締役も少しずつ増えた。

機関投資家は、日本企業の取締役会の員数に関して、適切な規模は会社によるとしている

が、実質的な議論ができる人数に限定するのが望ましいという強い要望を持っている。その観点から、7名から10名程度が望ましいという意見が複数の投資家から表明された。中には、15名以下に抑えてほしいと会社の方針として依頼しているケースもあった。

社外取締役の比率に関しての意見は、半分がそれ以上を強く要請する意見と、必ずしも特定の比率にこだわらない (適切な比率は会社による) とする意見とに二分された。半数以上を求める投資家は、アメリカ、イギリスを始めとする主要国では過半数を義務付けていること、取締役会の独立性の見地からも過半数が重要と考えられること、を理由に挙げた。また、「現在は、1/3以上であれば良いとするが、長期的には過半数を目指すべき」という投資家もいた。

一方、自国の企業が半数以上の社外取締役を導入している英米の大手機関投資家の中にも、日本企業には同じ水準を求めないケースもある。投資家は、本質的には数の問題ではなく、CEOを牽制できるかがポイントだと考えているからである。また、「社外取締役は2名までは確実に増やす意義があるが、それ以上は候補者や会社の個別の状況によるので、同じようなバックグラウンドの社外取締役を増やしても意味がない」という意見もあった。

会社側の意見は、員数に関しては多様で、削減したいと考えている会社もあれば、増やす可能性を模索している会社もあった。14社の社外取締役の比率は21~67%で、過半数の会社も5社ある。ただ、コーポレートガバナンス・コードに対応するために社外取締役を増やしたばかりの会社が多く、当面は現在の比率を引き上げる予定はないという回答が多かった。

投資家側は、取締役会の実効性の向上のため

社外取締役の役割

に、員数の削減、社外取締役比率の引き上げを望ましいと考える傾向があったのに対し、会社側は最近実行した改革の効果を見極めたいというケースが多く、温度差があった。投資家は形式よりも実質を重視しているが、会社はコーポレートガバナンス・コードの影響もあって、外形基準にとらわれてしまう傾向がある。

VI. まとめ：取締役会改革の現状と今後の課題

戦後の日本企業では内部昇進の取締役が取締役会の大部分を占め、社外取締役の導入を通じて株主などの意見を経営に反映させることに対して慎重な見方も多かった（江川（2008）、広田（2012）、田中（2014）など）。しかし、コーポレートガバナンス・コードなどをきっかけに社外取締役の導入が進展し、その役割も徐々に拡大している。

今回、限られたサンプル数ではあるものの、会社及び機関投資家に対するインタビュー調査を通じて、（1）社外取締役は監督と助言の両方の役割を果たしており、社外取締役の導入は取締役会の議論の活性化・ガバナンスの向上に一定の効果をもたらした、（2）社外取締役の導入について会社・投資家ともにおおむねプラスの評価をしているが、その役割、選任理由、社外取締役の比率などについて、投資家は会社よりもやや厳しい見方をしており、形式よりも実質に注目している、（3）女性の社外取締役は、ジェンダー以外の要素も含めた多様性の向上を通じて、ガバナンス改善に貢献している、が明らかになった。

取締役会に社外取締役という外の目が加わったことで、議論に緊張感が生まれ、社内取締役

の意識も大きく変わった。その結果、取締役会の意思決定の内容が修正されるなど、社外取締役が一定のインパクトをもたらしていること、取締役会の運営が変化していること（議題の絞り込み、わかりやすい資料の作成、早期の段階から社外取締役を議論に巻き込む、など）も確認された。

一方、いくつかの面で会社と投資家の間で温度差があることも示された。第一は選任要因で、会社側は社内に欠けている資源を補うために幅広い人材を求めようとしているものの、投資家は、社外取締役に求めるものが明確でないケースも多く、多様性の面でも課題があると考えている。後者に関しては、同じようなバックグラウンドの者を増やしても仕方がない、女性や外国人が少ない、などの意見があった。

第二は取締役会の員数と社外取締役比率である。投資家側は、議論の活性化のために人数を絞る必要性を強調する傾向が強かったが、会社側には相対的にそれに対する問題意識が薄いケースも見られた。社外取締役比率も同様で、一部の投資家は過半数を最終的な目標と考える傾向があったが、会社側は、引き上げたばかりの社外取締役比率を更に引き上げることは当面考えていないケースが多かった。

第三は監督と助言のバランスである。会社側は投資家に比較して、相対的に助言を重視する傾向があった。だが、これは両社の立場の違いによる差異かもしれない。

いずれも取締役の監督機能やガバナンスの実効性に関わる問題であり、今後検討すべき課題と言えよう。他にも浮き彫りにされた課題はいくつかある。

第一は社外取締役の任期である。現在多くの会社が定款上の任期（1年あるいは2年）とは

別に4年、6年など重任の限度を定めている。これは社外取締役と言えども、あまり長く務めると独立性が危うくなるからである。今回の投資家のインタビューでは、業界の特性や事業戦略を深く理解するのに2、3年かかるとすると、任期が短すぎる場合、実効性のある監督・助言ができないのではないかと、経営陣とやっとな信頼関係ができたところで交代になってしまうのではないかと、という声があった。適切な期間は会社が置かれている状況や他の取締役の任期にもよるので（多数の取締役が同時に交代するのは避けた方がよい）、一般論は避けなければならないものの、10年以上は問題である、4年は短すぎる、という意見が複数の投資家から寄せられた。

第二は、社外取締役の会社の事業内容・戦略に対する理解である。多くの企業が、社外の者に事業内容・戦略や会社の実情を理解してもらうことの難しさを指摘した。社外取締役は独立性の条件を満たすために業界と関係のない者に委嘱することが多く、その業界や会社についてゼロから学ばなくてはならない。そのために社外取締役には責任に見合った時間的コミットメントと自覚が求められる。一方、社内用語を使わない資料の作成など、予備知識を持たない社外の者に適切に情報を伝える体制、ノウハウという面で、会社側の取り組みも重要であろう。

第三は、社外取締役の選任プロセスと社外取締役本人の役割に対する認識である。旧知の社長から依頼されたなどの選任の経緯に拘わらず、本人が独立社外取締役としての役割を自覚して務めるケースがある一方、社長との関係、メインバンクとしての立場などが本人の意識に影響を及ぼし、社外取締役の役割に対する認識が曖昧なケースもあることを複数の投資家が指

摘した。

最後に、コーポレートガバナンスは形を整えるだけでは不十分だということを強調したい。エンロンも東芝も外形的には優れたガバナンス体制を整備していたが、会計不正を防ぐことができなかった。形ばかりでなく、それに実質が伴うか否かは社長の意識次第であり、社外取締役が機能するかもそれによるところが大きい。

大企業の社長経験者から「社外取締役の役割に懐疑的だったが、実際に自分で社外取締役をやってみると、外の者でも有益な意見を言えることが分かった」という話を聞いた。社外取締役に対する抵抗感が強かった日本企業の経営者が、その役割を十分に理解し、経営に活かしていくには時間がかかるかもしれないが、今回の研究で、社外取締役が一定の役割を果たし、その役割も徐々に実質的になってきていることが示された。今後更に社外取締役の実効性を高め、経営の改善につなげていくことが求められている。

注

- 1) 2017年2月から3月にかけて、旭硝子、アステラス製薬、鹿島建設、資生堂、武田薬品、東京海上ホールディングス、ブリヂストン、日本たばこ、日本郵船、三井住友フィナンシャルグループ、三井不動産、三菱商事、リコー、ローソンの計14社にインタビュー調査を行った。インタビューの対象は、相談役1名、会長・社長3名、副社長2名、取締役1名、専務・常務執行役員3名、執行役員2名、その他（取締役会室長等）2名であり、14名のうち、7名が取締役経験者（うち4名が社長経験者）、7名が取締役会担当の執行役員・管理職である。社外取締役の選任プロセス・要因に関しては同時期に社外取締役候補者を会社に紹介する人材紹介会社、エゴン・ゼンダー、ラッセル・レイノルズ2社の担当者にヒアリングを行った。一方、投資家側については、同年8月から9月にかけて、JPモルガン・アセット・マネジメント、野村アセットマネジメント、フィデリティ投信、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の担当者にインタビュー調査を行なった。三菱UFJモルガン・スタンレー証券は機関投資家ではないが、国内外の多くの当該機関投資家と接していることから、担当者本人の意見に加えて、投資家の動向についても広く情報を集めた。このた

社外取締役の役割

- め、インタビューした機関投資家数は数を特定せずに「複数」と表記した。これらのインタビューから得られた知見に加えて、筆者が現在務めている、旭硝子、東京海上ホールディング、三井不動産の3社の社外取締役としての参与観察の知見も用いた。
- 2) 「コーポレートガバナンス白書2017年版」(東証)によれば、東証一部上場では独立社外取締役を2名選任する会社が最も多く54.4%を占める。独立社外取締役の比率が3分の1未満の会社は77.3%である。なお、2016年時点では、独立社外取締役を選任する会社と社外取締役を選任する会社の比率に2.6ポイントしか差がないため、本論文では両者を厳格に区別せずに使用した。
 - 3) 取締役の選任に関わる海外の先行研究は、対象を社外取締役に限定すると明示していないものが多いが、研究の関心が主に社外取締役に集中していることや、研究の蓄積が最も多い米国では社外取締役の比率が8~9割を占め、それ以外の国も過半数であることから、主に社外取締役に対象としているとみて差し支えない。
 - 4) 入手したデータの関係で、2015年7月時点のコーポレートガバナンス報告書に基づく分析となっている。
 - 5) 過去に女性が社内取締役を務めていた会社はある。また、現在女性が社内監査役を務めている会社もある。
 - 6) 評価が低い例もあり、その要因は女性社外取締役本人によるものと、選任方法や取締役会の運営など会社側の事情によるものがあるとのことだった。
 - 7) 東証の「コーポレートガバナンスに関するアンケート調査」(1998年)では、社外取締役に「既に選任している」が35.6%、「選任を検討している」が4.0%で、人数は「1人」43.6%、「2人」26.6%で、7割以上が2名以下である。この場合の社外取締役は「現行商法における社外監査役の定義に準拠したものを想定」しており、メインバンクや取引先などの関係者も含まれる。

参考文献

- 江川雅子 (2008) 『株主を重視しない経営』日本経済新聞出版社
- 江川雅子 (2010) 「戦後日本の経営者による株主の権利の侵害」『組織科学』43(3): 86-102.
- 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』, pp.181-213, 東洋経済新報社
- 田中一弘 (2014) 『「良心」から企業統治を考える』東洋経済新報社
- 広田真一 (2012) 『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社
- 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.
- Agrawal, A. and C. Knoeber (2001), Do Some Outside Directors Play a Political Role? *Journal of Law and Economics*, 44: 179-198.
- Baysinger, B., and R. Hoskisson (1990), The Composition of Boards of Directors and Strategic Control, *Academy of Management Review*, 15: 72-87.
- Bazerman, M. and F. Schoorman (1983), A Limited Rationality Model of Interlocking Directorates, *Academy of Management Review*, 8: 206-217.
- Bhagat, S. and B. Black (2001), The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance, *Journal of Corporation Law*, 27: 231-274.
- Boone, A., L. Field, J. Kapoff, and C. Raheja (2007), The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 85(1): 66-101.
- Certo, T. (2003), Influencing Initial Public Offering Investors with Prestige: Signaling with Board Structures, *Academy of Management Review*, 28(3): 432-446.
- Coles, J., N. Daniel, and L. Naveen (2008), Boards: Does One Size Fit All?, *Journal of Financial Economics*, 87(2): 329-356.
- 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.
- Fich, E. (2005), Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointment by Fortune 1000 Firms, *Journal of Business*, 78: 1943-1970.

- Hallock, K. (1997), Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (3): 331-343.
- 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.
- Hillman, A. (2005), Politicians on Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line?, *Journal of Management*, 31: 464-481.
- Hillman, A., A. Cannella, and I. Harris (2002), Women and Racial Minorities in the Boardroom: How Do Directors Differ?, *Journal of Management*, 28(6): 747-763.
- Hillman, A., and T. Dalziel (2003), Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives, *Academy of Management Review*, Vol.28, No. 3, pp.383-396.
- Jensen, M., and W. Meckling (1976), Theory of the Firm' Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Johnson, J., C. Daily, and A. Ellstrand (1996), Boards of Directors: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*, 22: 409-438.
- Khurana, R. and K. Pick (2004), The Social Nature of Boards, *Brooklyn Law Review*, 70: 1259-1285.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41, 137-165.
- Kor, Y., and V. Misangyi (2008), Outside Directors' Industry-Specific Experience and Firms' Liability of Newness, *Strategic Management Journal*, 29: 1345-1355.
- Linck, J., J. Netter, and T. Yang (2008), The Determinants of Board Structure, *Journal of Financial Economics*, 87(2): 308-328.
- Lipton, M., and J. Lorsch (1992), A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*, 48(1): 59-77
- Lorsch, J. and MacIver, E. (1989), *Pawns and Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press.
- Nguyen, B., and K. Nielsen (2010), The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death, *Journal of Financial Economics*, 98(3): 550-567.
- Peterson, C., and J. Philpot (2007), Women's Roles on U.S. Fortune 500 Boards: Director Expertise and Committee Memberships *Journal of Business Ethics*, 72(2): 177-196.
- Pfeffer, J., and G. Salancik (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row.
- Pugliese, A., P. Bezemer, A. Zattoni, M. Fuse, A. Bosch, and H. Volberda (2009), Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda, *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 292-306.
- Rosenstein, S., and J. Wyatt (1990), Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 26(2): 175-191.
- Sanders, W., and M. Carpenter (1998), Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure, *Academy of Management Journal*, 41: 158-178.
- Westphal, J. and I. Stern (2007), Flattery Will Get You Everywhere (Especially If You Are a Male Caucasian): How Ingratiation, Boardroom Behavior, and Demographic Minority Status

社外取締役の役割

- Affect Additional Board Appointments at U.S. Companies, *Academy of Management Journal*, 50: 267-288.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40: 185-211.
- Zahra, S., and J. Pearce (1989), Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model, *Journal of Management*, 15: 291-334.
- (一橋大学大学院商学研究科教授)