

取締役会の属性と企業価値の関係について

清水 一*

On the relationship between characteristics of the board of directors and firm value

Hajime Shimizu

要約

In this paper, I analyze that the relationship between characteristics of the board of directors and firm value. I find inverse association between board size and firm value, and also between age of directors and firm value. The results are robust to numerous controls, and this means companies with younger directors exhibit higher financial performance.

キーワード：社外取締役、委員会設置会社、取締役の年齢、企業価値

1. はじめに

本稿は、社外取締役の割合や、委員会制度への移行、取締役の年齢や在職年数といった取締役会の属性が企業価値に与える影響を実証研究することを目的としている。取締役会がコーポレートガバナンスの主要な要素であり、コーポレートガバナンスの目的が株主利益（企業価値）の向上であるとすれば、取締役会のいかなる属性が企業価値と関係を持っているかを考察することは、非常に重要である。実際、これまでもアメリカ企業を中心に、企業価値に影響を与えている取締役会の属性として、取締役会の規模（取締役の人数）や役員の持株比率、社外取締役の占める割合などが研究されてきた。日本でも、取締役会の規模や役員の持株比率が、企業価値や企業業績とどのような関係にあるかということが実証的に研究されてきた。本稿では、これまで日本企業を対象とした実証研究では

* 提出年月日2007年6月28日、高松大学経営学部経営学科講師

取り上げられることが少なかった、社外取締役比率や、委員会制度への移行、取締役の年齢、在職年数が企業価値に与える影響を分析する。本稿では、2003年4月時点での日経300に採用されている銘柄と、東証1部上場企業のうち委員会制度へ移行している企業（金融業を除く）を対象に分析を行っている。総サンプル数は286社と比較的少なく、比較的大規模な企業が多い。

本研究では次の3つの結果が得られた。第1は、取締役会の規模は企業評価と負の相関を持つこと、役員平均年齢は企業評価と負の相関を持つことである。第2に、社外取締役比率は企業価値と正の相関を持つが、会計利益（ROA）とは相関を持たないことが示された。また、社外取締役比率の増加と委員会設置会社への移行は逆の効果を持つことが示唆された。第3に、事業の集中度は企業評価と相関を持たないことである。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第2節で取締役会の属性に関する先行研究を展望する。第3節では、サンプル企業とデータについて説明を行う。第4節で回帰結果を示し、その考察を行う。最後に第5節でまとめを行う。

2. 取締役会の属性に関する先行研究

2.1 社外取締役

近年、日本にも社外取締役制度が導入された。社外取締役が経営者を監督し、株主利益（企業価値）を向上させるためには、経営者から独立した判断を行うことが必要である。取締役会における社外取締役の影響を強め、経営者を十分に監督するためには、取締役会における社外取締役の比率を高めることが必要と考えられるかもしれない。しかし、取締役会の社外取締役比率が高い（取締役会の独立性が高い）と企業価値が高まるとは限らないことが、Almazan / Suarez（2003）の理論研究によって示されている。このモデルは、企業価値の最大化を目指す株主にとって、独立性の弱い取締役会を意図的に作ったほうが望ましいことがありうることを示している。そのため、社外取締役の比率を高めると企業価値を高めることができるのかということは、実証的な問題となる。アメリカ企業に関しては、Byrd/Hickman（1992）や Yermack（1996）など多数あるが、はっきりした結論は出ていない。日本では社外取締役が導入されて間もないことから、実証研究は少ない。宮島／原村／稲垣（2003）は、外部取締役の採用はトービンの q 、ROAのいずれにも有意な関係が無いことを報告している。

2.2 委員会制度への移行

1 節で述べたように、商法改正により、2003年4月から日本企業は、従来から存在する取締役会と監査役による二元的な統治制度（監査役設置会社）か、米国型の社外取締役中心の委員会を設置した取締役会による統治（委員会設置会社）のいずれかを選択することとなった。

新設された委員会設置会社は、取締役会の中にそれぞれ3名以上の取締役によって構成される指名委員会、監査委員会、および報酬委員会の3委員会を設置して、いずれも社外取締役にその過半数を占めさせる一方、会社の業務執行を担当する役員として執行役を選任し、会社の業務に関する多くの事項の決定権限を、取締役会から執行役に委任できるという制度である。この制度は、「執行と監督の分離」を徹底することで、取締役会が経営者（執行役）を株主の意向に沿った経営をするよう十分監督し、株主の利益を最大化することが期待されている。

制度の導入から間もないこともあり、委員会制度へ移行した企業も少ないことから日本企業に関する実証研究は少ない。ミルハウプト（2005）では、2003年度に委員会設置会社に移行した企業の、移行発表に対する株式市場の反応をイベントスタディにより測定している。平均収益率はマイナスであるが有意ではないと報告している。

2.3 取締役会の規模

取締役会が経営者を監督し、適切な意思決定を行うためには十分な議論を尽くすことが重要である。しかし、取締役の人数が多いと機動的な取締役会の開催が困難であるばかりか、取締役会において実質的な議論をすることさえ困難となり、企業経営が非効率になることがJensen（1993）によって指摘されている。この指摘は、取締役会の規模を縮小することにより企業価値あるいは企業業績が向上することを意味し、board size effect 仮説と呼ばれる。この仮説は実証研究で支持されている。アメリカ企業についてはYermack（1996）が、日本企業については鈴木／胥（2000）が、企業価値や業績と取締役会の規模の間に有意な負の相関があることを報告している。

2.4 取締役による株式保有

取締役（経営者）による株式の保有が企業価値や企業業績に与える影響は、2つの相反する効果があると指摘されている。ひとつは、経営者の株式保有は外部株主と利害の一致

(アライメント)をもたらす効果があること、つまり、企業価値の向上をもたらす効果で、これはJensen/Meckling (1976)によって指摘された。もうひとつは、経営者による株式保有が、経営者にとって外部からの規律付けに対する防御（エントレンチメント）となるという効果である。このエントレンチメント効果は、自社株を多く持つ経営者ほど、経営者としての地位が安定し、企業価値の最大化よりも、自己の利益を追求する可能性が高まり、結果として企業価値が下がることを示唆する。

アメリカ企業についてはMorck et al. (1988)、McConnell/ Servaes (1990)が、日本企業については手嶋 (2000) が実証研究を行っており、経営者の持株比率がある水準まではアライメント効果が、ある水準を越えるとエントレンチメント効果が強くなることが示されている。このように、経営者の持株比率と企業価値の間には非単調な関係があることが知られている。

2.5 取締役の年齢と在職年数

経営者は、企業価値向上のために適切な意思決定を行うことが求められているが、このような要請にこたえるには、一定の経験が必要であると考えられる。経営者の年齢は、蓄積された経験の代理変数と考えることができ、企業価値向上に正の効果をもたらす可能性がある。その一方で、経営者はさまざまな情報を収集・分析し、迅速な判断を行うことが求められている。しかし、加齢による気力や体力の衰え、変化を受け入れそれに対応する意欲や能力が減退し、迅速・適切な判断が困難になるかもしれない。そのような面が強く出れば、年齢の高さは企業価値に負の効果を与えると考えられる。このように経営者の加齢は企業価値に正負両方の効果を持ちうる。

本稿では、加齢は負の効果が大きいと考える。その理由は、技術進歩が速まりや経済のグローバル化により、過去の経験や知識が昔ほど重要でなくなってきたことである。1999年に発表された科学技術庁の調査¹によれば、1960年代には、新しい技術が登場したあと22年間もその技術を利用して利益を得ることができた。しかし、利益を得られる期間は時代を経るに従って短くなり、1990年代には3年程度になっている。つまり、過去の経験で技術を判断しようとしても、現場を離れて10年20年と経っていると、現在使用されている技術は何世代も進んでいて判断できないということになる。

また、年齢と同じように在職年数も長くなるほど経験が増えるという正の効果を持つ反

¹ 科学技術庁科学技術政策研究所 (1999)

面、過去の成功体験への執着や守りに入ってしまうことで必要な改革がなされなくなると
いうような負の効果を持ちうる。年齢と在職年数のいずれの影響が大きいのかを分析する
ため、役員の平均在職年数も分析に加える。

本稿では、経営者として取締役会（取締役全体）を考える。日本企業の取締役は内部昇
進によるものが多く、それぞれの取締役は担当部門の責任者としての側面が強かった。そ
のため、取締役は経営者の監督を行うというよりは、全体として経営者の集団であるとみ
なせるためである。

3 実証研究のデザイン

3.1 サンプル

2003年4月時点での日経300に採用されている銘柄と、東証1部上場企業のうち委員会
制度へ移行している企業（金融業、変則決算企業を除く）を対象に分析を行っている。総
サンプル数は286社である。財務データは連結決算を用い、連結決算の無いもののみ単独
決算を用いている。

役員に関するデータは役員四季報2004年度版（調査時点は2003年7月）を用いた。財務
データは企業財務カルテCD-ROM 2005年版から取得した。事業セグメント情報は、会
社四季報2003年第3集から取得した。

3.2 企業評価の尺度

本稿では、企業価値を測る尺度としてトービンの q 、および、企業業績を測る指標とし
てROAを用いる。ROAは事業利益（営業利益+受取利息・配当金）を総資産（簿価）で割っ
たものである。トービンの q は企業の市場価値を有形資産の置き換え価値で割ったものと
して定義される。そのため、トービンの q の上昇は、企業が投入した物的資産の価値と比
べて企業の価値が上昇していることを示す。

本研究では、トービンの q を示す変数として、Perfect/Wiles（1994）におけるsimple q
を用いる。このsimple q は企業の市場価値を株式の時価総額と有利子負債の簿価の合計と
し、これを総資産の簿価で割ることで得られる²。

² simple q の有効性については、手嶋（2000）p.46参照

3.3 取締役会の属性

取締役会の属性としては、2節で議論した、取締役の年齢と在職年数として役員の平均年齢と平均在職年数³、取締役総数に占める社外取締役の割合（社外取締役比率）、統治制度の選択（委員会設置会社か監査役設置会社の選択）、取締役会の規模、役員持株比率およびその2乗を取り上げる。統治制度の選択については、委員間設置会社にダミー変数を与えることでコントロールを行い、取締役会の規模に関しては、先行研究に従い取締役人数の自然対数を利用する。

3.4 その他のコントロール変数

本研究では、取締役会の属性がトービンの q に与える影響を考察するために、他のトービンの q に影響を与える要因をコントロールする。コントロール変数には先行研究（主としてYermack（1996））に準じて以下のものを入れる。

（1）企業の規模

企業の規模は規模の生産活動の効率性や参入障壁の高さに関連するため、企業価値に影響を与えうる。企業規模を総資本（年度末株式時価総額＋有利子負債）で定義し、実際の回帰にはその自然対数を用いる。しかし、総資本は、simple q と相関が高いと考えられる。そこで、simple q に関する分析では企業規模を表すと考えられる代替的な変数である総資産（簿価）の対数、従業員数の対数、売上高の対数を使用して、結果の頑健性を検証する。

（2）事業の集中度

本稿で分析の対象となっている企業は、大半が複数の事業部門を抱える多角化企業である。多角化のメリットは、事業間のシナジー効果、経営資源の効率的配分、負債調達によるレバレッジ効果の最大化などがあげられる。一方、デメリットとしては、負債調達余力の拡大やフリーキャッシュフローの増加により非効率な投資を誘発しやすいこと、経営者の専門性の低下による不十分な管理などがあげられる。Comment/Jarrell（1995）では、1978年から1989年の間には、アメリカ企業は多角化の度合いが大きいほど株価パフォーマンスが悪かったことを、Lang/Stlutz（1994）では、1980年代のアメリカ企業の多角化とトービンの Q の間には負の相関があったことを報告している。日本企業に関しては、平元

³ ここでの役員とは、取締役と監査役をあわせたものである。取締役は役員全体に占める割合が高いため、便宜上、取締役の平均年齢の代理変数として役員の平均年齢を用いた。

(2002) が1995年度の決算情報を用いて、東証に上場する企業のうち1554社をサンプルとして、多角化と企業価値の関係を分析し、多角化企業は専業企業に比べ企業価値が低く評価されていることを報告している。また、中野／久保／吉村（2002）においても、1999年3月期から2002年3月期の財務データを用い、13310社をサンプルとして多角化と市場での評価を分析し、多角化はディスカウントの評価を受けていることを報告している。このように近年の実証研究は、多角化が企業価値に負の効果をもたらしていることを示唆するものが多い。

本稿でも、多角化の効果をコントロールするために、事業セグメント数、および、事業セグメントの売上シェアから計算したハーフィンダール指数をコントロール変数として利用する。

（３）研究開発

企業の研究開発行動は、企業の成長を促し、有形資産の置き換え価値には含まれない企業価値を生み、トービンの q を高めうる。これをコントロールするため研究開発費を売上高で割ったものを用いる。

（４）負債比率

負債は企業価値に相反する2つの効果を与えうる。一つは、負債の増加による節税効果であり、負債比率の増加は企業価値に性の効果を与えうる。もう一つはペッキングオーダー仮説で、情報の非対称性が存在する場合、負債による資金調達より内部資金調達のほうが望ましいというものである。この仮説によれば、負債比率は企業価値と負の関係を持つ可能性がある。負債比率は、有利子負債を総資産（簿価）で割り算出している。

表１ 記述統計量

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
資産合計	1366012	504779	21216	22040228	2438061
時価総額	717305	296831	8579	14006790	1389646
有利子負債	464687	105170	0	8761805	1002166.013
事業利益	76094	29053	-74259	1842814	179410
総資本	1181992	454711	8579	21568275	2155601
simple q	0.944	0.810	0.223	4.771	0.542

ROA	0.057	0.049	-0.061	0.243	0.041
負債比率	0.253	0.236	0	0.779	0.193
従業員数	22893	10013	564	306876	39962
ハーフィンダール指数	0.53	0.498	0.118	1	0.236
セグメント数	3.09	3	1	7	1.406
取締役人数	14.07	12	4	49	7.275
社外取締役人数	0.997	0	0	8	1.36
社外取締役比率	0.098	0	0	0.667	0.143
役員持株比率 (%)	1.450	0.1	0	47.5	5.06
売上高	1226153	483542	16830	17294760	2211113
研究開発費／売上	0.026	0.013	0	0.307	0.035

4. 実証分析の結果

4.1 取締役会の属性とトービンの q の関係

表2 回帰結果 (simple q およびハーフィンダール指数)

	総資本 (対数)	P値	総資産 (対数)	P値	従業員数 (対数)	P値	売上 (対数)	P値
(定数)	4.470	0.000	5.420	0.000	5.528	0.000	5.500	0.000
取締役会規模 (対数)	-0.203	0.001	-0.115	0.095	-0.123	0.073	-0.093	0.166
社外取締役比率	0.909	0.001	1.140	0.000	1.147	0.000	1.167	0.000
委員会ダミー	-0.231	0.075	-0.379	0.006	-0.394	0.004	-0.402	0.003
役員持株比率	0.025	0.089	0.027	0.085	0.027	0.093	0.027	0.088
役員持株比率2乗	-0.001	0.184	-0.001	0.190	-0.001	0.207	-0.001	0.194
役員平均年齢	-0.083	0.000	-0.079	0.000	-0.080	0.000	-0.076	0.000
役員平均在職年数	0.012	0.307	0.010	0.419	0.011	0.407	0.010	0.457
ハーフィンダール指数	-0.115	0.303	-0.167	0.163	-0.137	0.259	-0.173	0.149
負債比率	-0.403	0.012	-0.139	0.414	-0.126	0.443	-0.092	0.582
研究開発費／売上	2.638	0.001	3.524	0.000	3.425	0.000	3.605	0.000
企業規模	0.151	0.000	0.034	0.213	0.044	0.102	0.011	0.672
修正済み決定係数	0.381		0.29		0.293		0.286	

表2はsimple q を被説明変数とし、集中度の指標としてハーフィンダール指数を用いた回帰結果である。概ね有意な係数は、取締役会規模、社外取締役比率、委員会ダミー、役員持株比率、役員平均年齢、研究開発費／売上の6つである。

このうち、企業規模の指標によらず有意性が高い（１％水準）係数は、社外取締役比率と役員平均年齢である。社外取締役比率は企業価値と正の相関があり、役員年齢は企業価値と負の相関があることが示唆される。

委員会ダミーの係数は負である。これは、委員会設置会社への移行が企業価値に負の効果を与えていることを示唆する。今回のサンプルに含まれる委員会設置会社は28社と少なく、そのうち日立関連会社が15社である。日立関連会社の社外取締役は圧倒的に親会社の日立製作所出身者が多い。これは、日立関連会社の場合は、委員会設置会社への移行は、外部の取締役の監督によって経営の透明性を高めることでガバナンスを向上させ、もって企業価値を向上させることが目的ではなく、親会社の子会社支配の手段になっていると考えることができる⁴。もちろん、親会社も子会社の企業価値をまったく無視しているわけではないだろうが、子会社の企業価値が多少損なわれたとしても、親会社の利益に沿うような経営を子会社にさせる誘因は存在しうる。今回の結果は、このような仮説を示唆するものと考えられる。

取締役会規模は、企業規模の指標によって有意性にかかなりの違いがあるが、企業価値と負の相関があり、先行研究と整合的な結果である。

役員持株比率の有意性は低いものの、企業規模と正の相関を持ち先行研究と整合的である。また、役員持株比率の2乗は有意でない。今回のサンプルでは役員持株比率を高めると企業価値が高まるというアライメントの効果があることが示唆される。一方、手嶋（2000）の主張する「役員持株比率のみを説明変数に加えるより、その2乗も説明変数として有用である」という関係は観察されなかった。

事業集中度の指標としてのハーフィンダール指数の係数は、0からの有意な乖離が見られない。また、係数も負であるので、多角化が小さいほど企業価値が高まることになり、先行研究の結果とも整合的でない。

⁴ ミルハウプト（2005）も、日本企業が委員会設置会社に移行する理由として「企業グループの組織および監督を向上するため」という仮説を提示している。

表3 回帰結果 (simple qおよびセグメント数)

	総資本 (対数) P値		総資産 (対数) P値		従業員数 (対数) P値		売上 (対数) P値	
(定数)	4.357	0.000	5.254	0.000	5.383	0.000	5.327	0.000
取締役会規模 (対数)	-0.208	0.001	-0.115	0.096	-0.127	0.065	-0.093	0.166
社外取締役比率	0.909	0.001	1.150	0.000	1.152	0.000	1.177	0.000
委員会ダミー	-0.215	0.100	-0.377	0.007	-0.390	0.004	-0.401	0.004
役員持株比率	0.024	0.111	0.026	0.104	0.025	0.108	0.026	0.106
役員持株比率2乗	-0.001	0.209	-0.001	0.214	-0.001	0.227	-0.001	0.217
役員平均年齢	-0.083	0.000	-0.078	0.000	-0.079	0.000	-0.075	0.000
役員平均在職年数	0.014	0.241	0.011	0.379	0.011	0.370	0.010	0.425
セグメント数	-0.004	0.819	0.016	0.440	0.014	0.501	0.020	0.340
負債比率	-0.380	0.019	-0.132	0.440	-0.129	0.440	-0.091	0.592
研究開発費／売上	2.562	0.001	3.523	0.000	3.414	0.000	3.607	0.000
企業規模	0.154	0.000	0.032	0.257	0.047	0.087	0.008	0.764
修正済み決定係数	0.378		0.286		0.29		0.283	

表3はsimple qを被説明変数とし、集中度の指標としてセグメント数を用いた回帰結果である。概ね有意な係数は、取締役会規模、社外取締役比率、委員会ダミー、役員平均年齢、研究開発費／売上の5つである。この5つの指標の傾向は、ハーフィンダール指数を用いた分析結果(表2)をほぼ同様である。

事業集中度の指標としてのセグメント数の係数は、0からの有意な乖離が見られない。また、係数も一定ではなく、先行研究が指摘したような、多角化は企業価値を破壊しているという結果は得られない。

4.2 取締役会の属性とROAの関係

表4 回帰結果 (ROAを被説明変数とした場合)

	事業数 P値		ハーフィン ダール指数 P値	
(定数)	0.212	0.000	0.212	0.000
取締役会規模 (対数)	-0.019	0.000	-0.019	0.000
社外取締役比率	0.026	0.204	0.027	0.193
委員会ダミー	-0.011	0.251	-0.013	0.189
役員持株比率	0.000	0.996	0.000	0.954

役員持株比率 2 乗	0.000	0.708	0.000	0.681
役員平均年齢	-0.005	0.000	-0.005	0.000
役員平均在職年数	0.002	0.042	0.002	0.060
集中度の指標	-0.002	0.221	0.000	0.989
負債比率	-0.088	0.000	-0.091	0.000
研究開発費／売上	0.028	0.645	0.036	0.543
総資本（対数）	0.015	0.000	0.014	0.000
修正済み決定係数	0.378		0.374	

表 4 は ROA を被説明変数とし、集中度の指標としてハーフィンゲール指数を用いた回帰結果である。概ね有意な係数は、取締役会規模、役員平均年齢、役員平均在職年数、負債比率、企業規模（総資本）の 5 つである。

このうち、事業集中度の指標によらず有意性が高い（1 % 水準）係数は、取締役会規模と役員平均年齢である。取締役会規模は企業利益と負の相関があり、役員年齢は企業利益と負の相関があることが示唆される。これは、前節の結果と同様である。前節の結果と異なり、役員平均在職年数は ROA と有意に正の相関がある。ただし、役員平均年齢の係数のほうが大きく、単純に在職年数が長い、高齢の役員が良いというわけではないと考えられる。

前節の結果と異なり、社外取締役比率や役員持株比率、委員会ダミーは有意でない。また、前節同様、多角化は企業の業績に影響を与えていない。

4.3 回帰結果のまとめ

simple q および ROA を被説明変数とした場合について、取締役会の属性を中心とした企業の特徴が企業評価に与える影響を分析してきた。simple q を被説明変数とした場合、有意な係数は、取締役会規模、社外取締役比率、委員会ダミー、役員平均年齢、研究開発費／売上である。社外取締役比率は企業価値と正の相関を持つ一方、委員会設置会社への移行は企業価値に負の影響を与えており、これはある種のパラドックスであると思われる。委員会設置会社は社外取締役の役割が大きい取締役会を持つ制度であるからである。

ROA を被説明変数とした場合、有意な係数は、取締役会規模、役員平均年齢、役員平均在職年数、負債比率、企業規模（総資本）のである。simple q のケースと異なり、社外取締役比率や委員会制度への移行は ROA と企業業績と相関を持たない。

2 つの結果（表 2、3、4）を総合的に判断すると、企業評価と相関が強い属性は取締

役会の規模、および、役員平均年齢であることが示唆される。取締役会規模が企業評価と負の相関を持つことは、先行研究の結果と整合的である。一方、役員の平均年齢が企業評価と負の相関を持つことは、新たな発見であると思われる。この発見は、取締役の若返りが必要であることを示唆する。とくに、日本の経営者（取締役）は欧米や、アジア各国の経営者と比べても高齢であり⁵、迅速な経営判断がなされていないという通説を裏付けるものと考えられる。

また、多角化は企業価値を損なっているという先行研究に反し、本稿の結果では、多角化は企業価値、企業業績に影響を与えていない。これは、2つの理由が考えられる。一つ目はデータ上の理由で、今回使用したセグメント情報は会社四季報のものであり、企業が有価証券報告書に掲載したデータを元に作成されたものである。そのため、セグメントの分け方が必ずしも分析目的に合致しておらず、同じ事業内容でも会社によってセグメントの分け方が異なっている。セグメントを何らかの基準で再集計し、より実態に即したセグメント情報を利用しなければ、多角化の効果を測定したことになるのかもしれない⁶。もう一つの理由は、今回、取締役会の規模を説明変数に加えているが、より多角化を行っている企業では、取締役会の規模も大きく、この2つの変数の相関が大きい可能性がある。今回のサンプルでは、取締役会の規模の影響が強く出たのかもしれない。これらの点についてはより詳細な検証を行う必要がある。

5 まとめ

本研究では、役員の年齢や社外取締役比率、委員会設置会社への移行といった取締役会の属性が企業価値に与える影響を分析し、3つの結果を得た。第1は、取締役会の規模は企業評価と負の相関を持つこと、役員平均年齢は企業評価と負の相関を持つことである。後者の結果は、昨今、マスコミ等で社長や取締役の若返りを求める論調が散見されるが、このような主張に一定の根拠を与えたと考えられる。

第2に、社外取締役比率は企業価値と正の相関を持つが、業績（ROA）とは相関を持

⁵ 溝上（2005）240頁によると、2003年時点での、日本の社長の平均年齢は約58歳、北米は49.1歳、欧州は50歳、アジア太平洋地域（日本を除く）は47.4歳である。

⁶ ただし、先行研究でも有価証券報告書の事業セグメント数を単純にカウントして、多角化の指標とした場合でも、多角化ディスカウントが検出されており、この理由は当たらない可能性が高い。

たないことが示された。また、社外取締役比率の増加と委員会設置会社への移行は逆の効果を持つことが示唆された。この結果は逆説的である。この点についてもより詳しい分析が必要になると思われる。

第3に、事業の集中度は企業評価と相関を持たないことが示唆された。先行研究では多角化ディスカウントが検出されることが多く、本稿の結果は先行研究と整合的でない。前節で議論したように、データ上の問題か、想定するモデルに起因するのか、これらの点についても今後研究を深めたい。

本研究では、以上のような結果が得られたが、最大の問題点は、サンプル数が比較的に少ないこと、および、単年度の検証であることであると考えられる。サンプル数を増やすこと、検証期間を延長することは今後の課題としたい。

参考文献

- Almazan, A. and J. Suarez (2003) "Entrenchment and severance pay in optimal governance structures," *Journal of Finance* 58, pp.519-547
- Byrd, J. and K. Hickman (1992) "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids," *Journal of Financial Economics* 32, pp.195-221
- Chung, K. H. and S. W. Pruitt (1994) "A simple approximation of Tobin's q ," *Financial Management* 23, pp.70-74
- Comment, R. and G. A. Jarrell (1995) "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics* 37, pp.67-87
- Jensen, M. C. (1993) "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *Journal of Finance* 48, pp.831-880
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360
- Lang, L. and R. Stult (1994) "Tobin's q , corporate diversification and firm performance". *Journal of Political Economy* 102, pp.1248-1280
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) " Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27, pp.595-612
- Miwa, Y. and J. M. Ramseyer (2005) " Who appoints them, what do they do? Evidence on outside directors from Japan," *Journal of Economics and Management Strategy* 14, pp.299-337
- Morck R., A. Shleifer, and R.W. Vishny (1988) "Management ownership and market valuation," *Journal of Financial Economics* 20, pp.293-315
- Perfect, S.B. and K.W. Wiles (1994) "Alternative construction of Tobin's q : An empirical comparison," *Journal of Empirical Economics* 1, pp.313-341
- Yermack, D. (1996) "Higher market valuation of companies with a small board of directors," *Journal of Financial Economics* 40, 185-211
- 斎藤達弘 (2002) 「取締役会の規模と企業価値」、『日本経済研究』No.45, pp.86-111
- 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』9月号 pp.47-65
- 手嶋宣之 (2000) 「経営者の株式保有と企業価値」、『現代ファイナンス』No.7、pp.41-55
- 中野誠、久保直也、吉村行充 (2002) 「多角化企業の財務構造とバリュエーション」、『証券アナリストジャーナル』12月号 pp.76-91

平元達也 (2002)「事業の多角化と企業価値」、『現代ファイナンス』No.12、pp.31-55
ミルハウプト・カーティス (2005)、「制度改革としての「選択」」、神田秀樹編『コーポレートガバナンスにおける商法の役割』第3章、中央経済社
溝上憲文 (2005)『超・学歴社会』講談社
宮島英昭、原村健二、稲垣健一 (2003)、「進展するコーポレートガバナンスをいかに理解するか：CGS (コーポレート・ガバナンス・スコア) による分析」『フィナンシャル・レビュー』第68号、pp.156-193.