

取締役会の委員会に関する経済的機能

岩 崎 拓 也

1. 本論文の目的と構成

近年、取締役会の下に委員会を設置する上場企業が増えている。2014年（平成26年）の会社法改正において、新たな機関設計として監査等委員会設置会社が採用されたが、2021年7月時点で上場企業の33.1%（1,237社÷3,735社）が監査等委員会設置会社を採用している（東京証券取引所、2021）。監査等委員会設置会社は、監査役会を置かず、取締役会の内部に監査等委員会を設置する形態であるため、監査役会を設置していた会社から監査等委員会設置会社に移行する企業は、法定の委員会を新たに設置しなければならない。

法定の委員会を設ける企業だけではなく、任意の委員会を設置する企業も増えている。2018年6月におけるコーポレートガバナンス・コードの改定を受け、上場企業は任意の指名委員会・報酬委員会の設置が求められた。2021年時点で上場企業の45.9%（1,716社÷3,735社）が法定あるいは任意の指名委員会を設け、50.5%（1,886社÷3,735社）が法定または任意の報酬委員会を設置している（東京証券取引所、2021）。このような委員会を設ける上場企業の増加により、委員会をどのような目的で設置したのか、また委員会の設置によりどのような効果が期待できるのかに大きな関心が集まっていると考えられる。

そこで本稿では、取締役会内部の委員会の経済的機能について、米国企業を対象とした実証研究を概観する。米国では、取締役会の下部組織として委員会を設置する実務が定着している。また、取締役会の委員会に関する経済的意義を実証的に調査する研究が実施されている。日本企業を対象とした委員会に関する実証研究が少ない現状において、米国の実証研究は、近年の日本企業における組織形態の変化を理解するうえで有意義な示唆をもたらすだろう。

これまで取締役会の経済的機能に関する研究を包括的にサーベイした研究はすでに存在し、独立性や財務の専門性など、委員会メンバーの個々の特性に関する研究成果も整理されている（Adams 2017; Adams et al. 2010）。しかし、委員会の設置に関する経済的意義を実証的に調査する文献は近年徐々に増加しており、これらの研究成果が十分に整理されているとは言い難い。そこで、近年の実証研究を中心に委員会に関する実証研究を概観する。

続く第2節では、米国の上場企業を対象とする取締役会に関する規制の概要を確認する。そ

の後、第3節において委員会の設計が企業業績や報酬契約に与える影響を実証的に調査した先行研究を取り上げる。最後に本稿の要約を行う。

2. 米国における取締役会の委員会に関する規制

歴史的に米国の上場企業において、取締役会の下位組織である委員会に関する規制はほとんどなかった (Reeb and Upadhyay, 2010)。たとえば、取締役会の諮問機関として委員会を設置することは、その設置や構成に関するガイドラインがほとんど存在しないため、各企業の裁量に委ねられている。1940年以降、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) や証券取引所は、経営者のモニタリングを実施する機関としての委員会の設置を上場企業に促すようになった¹⁾。具体的には、1940年にSECは社外取締役 (non-officer directors) で構成される監査委員会を設置するように勧告した。この勧告は多くの企業で実行されたが、勧告の順守は義務付けられたものではなかったという (Mace, 1979)。1970年代以降、SECは監査委員会の構成を開示するよう求める規則を続けて採択した。1987年には、トレッドウェイ委員会報告書 (Treadway Commission Report) の公表を受け、証券取引所は企業に対し独立取締役で構成される監査委員会の設置を提唱した。さらに1999年、SECはブルーリボン委員会 (Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees) の勧告²⁾ に従い、監査委員会に関する情報開示の規則を改訂し、上場企業に対し独立取締役で構成される委員会を設立するように事実上義務づけた。このように、取締役会の下部組織である委員会の設置に関する規制は、主に監査委員会に関するものであった。

2003年以降、SOX法 (Sarbanes-Oxley Act) の要請を受け、ニューヨーク証券取引所は、上場企業に対し、報酬委員会 (compensation committee) を設置すること、また、指名委員会 (nominating committee) あるいはコーポレート・ガバナンス委員会 (corporate governance committee) を設置することを義務付けた (河村, 2002)。したがって、2003年以降、米国の上場企業は、取締役会の下部組織として3つの委員会の設置が義務付けられたことになる。また、これらの委員会はすべて独立性の高い取締役で構成することが求められている。

1) 川口 (2004) は米国の監査委員会に関する法規制の歴史的展開を詳述している。

2) ブルーリボン委員会は、ニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange: NYSE) と全米証券業協会 (National Association of Securities Dealers: NASD) が発足させた委員会である (石田, 2006, 126頁)。この委員会が作成した報告書では、NYSEやNASD等に対し、監査委員会委員について採用されるべき独立性の定義や独立取締役のみで構成される監査委員会の設置など10項目からなる勧告がなされた (井上, 1999; 橋本, 1999)。

3. 委員会の特徴に関する決定要因と効果

3.1 委員会の数

取締役間の活動を効果的に調整(coordination)しなければ、取締役会全体が有効に機能せず、結果として、企業価値が低下する恐れがある（Lipton and Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Yermack 1996）。このような取締役会の機能不全を緩和するために、Reeb and Upadhyay (2010)は、取締役会による各種委員会への権限委譲が果たす役割を調査している。具体的には、取締役会の人数（規模）や社外取締役の割合が大きくなることによって生じるコーディネーション問題やフリーライド問題を緩和するために、どのような委員会構造が生じるかに焦点を当てている。

彼らは委員会を設けることで個々の取締役の役割と責任が明確となり、フリーライド問題が軽減する可能性が高いことを予測している。一方で、取締役を責任の異なる委員会に分離すると、取締役間で情報の非対称性が生じ、取締役全体で情報を共有するコストが高まる可能性も指摘している。これらの予測をもとに、取締役の人数が多い企業ほど、また、社外取締役の構成割合が大きい企業ほど、委員会の数が多いかどうかを検証している。

Reeb and Upadhyay (2010) は、2000年から2003年の期間でS&P1500社に登録された企業を調査対象とした。取締役会と委員会の特徴に関しては、Institutional Shareholders Servicesのデータと委任状から独自に収集したデータを用いて測定している。調査の結果、取締役会の規模と社外取締役の構成割合は、委員会の数との間に統計的に有意な正の相関関係を有することを示した。委員会をモニタリング機能とアドバイス機能の2つに分類した場合にも、同様の結果が得られている³⁾。これらは、取締役の人数が多い、あるいは、社外取締役が在籍している企業ほど、委員会を設置する傾向が高いことを示している。

さらに、Reeb and Upadhyay (2010) は、委員会の設置がフリーライド問題等を緩和するのであれば、取締役の規模が大きい企業において、委員会を設置するほど、企業業績が高いと

3) Reed and Upadhyay (2010) は、委任状に記載された委員会に関する機能に基づいて、各委員会をモニタリング委員会とアドバイス委員会の2つに分類している。具体的には、監査委員会、指名委員会、報酬委員会、コーポレート・ガバナンス委員会および執行委員会（executive committee）をモニタリング委員会と分類している。また、上記5つの委員会以外は、アドバイザリー委員会に分類している。アドバイザリー委員会には、財務（finance）、投資（investment）、公共問題（public issues）、多様性（diversity）、M&A（mergers and acquisition）、倫理（ethics）、環境（environment）、技術諮問（technology advisory）または従業員開発（employee development）委員会などが含まれる。なお、いずれの委員会がモニタリング機能とアドバイス機能を担うかは議論の余地がある。たとえばKlein（1998）は、執行委員会をモニタリングが期待される委員会あるいは経営者に対するアドバイスが期待される委員会いずれにも分類していない。この理由として、執行委員会は州法の下で取締役会全体に対して特に留保されている権限を除き、取締役会の会合と会合の間で取締役会のすべての権限を行使する権限を有しているためと指摘している。

予想し、自身の予想と整合的な結果を示している。彼らの調査結果は、取締役の人数が多い取締役に委員会を設けることは取締役会の機能を高めることを示唆している。ただし、相対的に人数が少ない取締役会や、企業内部の取締役が多くを占める取締役会において、委員会の設置は相対的に有効ではないことも指摘している。

3.2 取締役会から委員会への権限移譲

Adams et al. (2021) は、取締役に委員会を設けた場合に、取締役会におけるコミュニケーションと意思決定に与える影響に注目した。具体的には、取締役会（グループ）から比較的同質な委員会（サブグループ）に公式権限（formal authority）を配分することで取締役会全体にどのような影響を与えるかを調査している。

取締役会のメンバーを委員会に割り当てることにより、取締役会におけるコンセンサスを容易に達成し、集団思考を克服できる可能性がある。一方で、委員会が取締役会全体のコミュニケーションを阻害する可能性もある（Li et al., 2001）。委員会のメリットは、個人だけでは得られないような情報をグループ内で共有できる点にあるが、委員会のメンバー間で利害対立が存在する場合、情報共有が制限される可能性がある。したがって、取締役会の意思決定が改善されるかどうかは理論的には不確かであり、実証研究によって明らかにする必要がある。

Adams et al. (2021) は、1996年から2010年の期間で、分析に利用可能なデータが収集可能な31,821企業・年度を分析対象とした。取締役会と委員会に関するデータは、2つのデータベース（BoardExとInstitutional Shareholder Services Governance）だけではなく、各企業の委任状（proxy statement）からも収集している。

Adams et al. (2021) は、企業外部者だけで構成される委員会、すなわち、公式権限を持つ社外取締役のみで構成される委員会に焦点を当てた。これら委員会における活動が、取締役会全体のなかで相対的に活発的であるとき、取締役会全体の情報共有や意思決定に与える影響を調査したのである。注目すべきは、取締役会と委員会の特徴を定量化するさい、自然言語処理技術（natural language processing technique）を応用していることである。この技術を用いて、委任状（proxy statement）における単語間の主要な文法的関係を利用して、各年度の取締役会および委員会の会議開催回数に関する情報を抽出している。また、テキストベースのトピックモデルの1つである潜在的ディリクレ配分法（Latent Dirichlet Allocation: LDA）を用いて、委任状で一般的に出現するトピックを特定し、取締役会と委員会における公式な権限に基づく活動の程度を推定している⁴⁾。委任状に記載された記述情報から、従来測定が困難であった取締役会や委員会に関する特徴を識別している点で興味深い。

そして、社外取締役のみで構成される委員会の活動が、取締役会全体のなかで相対的に活発

4) トピックモデルに関する詳細は佐藤（2015）を参照。

であるとき、取締役会全体の情報共有や意思決定に与える影響を次のように分析している。第1に、社外取締役のみで構成される委員会の会議が取締役会全体の会議に占める割合（meeting-based outsider-only fraction: meeting-based OOF）が相対的に高い場合に、社内取締役と社外取締役の自社株取引に対する市場反応を比較検証した。調査の結果、meeting-based OOFが高いほど、社内取締役による株式購入が公表された付近における株価反応は有意に大きいことを示した。一方、meeting-based OOFと社外取締役による株式購入の公表時における株価反応は統計的に有意な関係がないことがわかった。社外取締役は社内取締役と比較し、meeting-based OOFが高い場合に自社株購入時における株価反応が小さいのである。これらの結果は、社外取締役のみで構成される委員会が相対的に多く開催されるほど、社内取締役から社外取締役に向けた企業内部情報の移転が停滞していることを示唆している。

社外取締役のみで構成される委員会の活動が増すほど、取締役会全体の情報共有を損ねるのであれば、取締役会の意思決定にも悪影響を及ぼすかもしれない。そこで、社外取締役のみで構成される委員会の活動が①買収発表に対する市場の反応と②企業価値に与える影響に注目した。調査の結果、meeting-based OOFが高いほど、買収発表時における株価反応は統計的に有意に小さく、企業価値の代理変数であるトービンの q も有意に小さいことがわかった。これらの結果は、社外取締役のみで構成される委員会の活発な活動は、取締役会における効果的な意思決定につながらないことを示唆している。

以上の結果は、社外取締役のみで構成される委員会に公的な権限を移譲することは、企業価値の最大化に結び付かない可能性を示唆している。Aghion and Tirole（1997）が指摘するように、社内取締役は公的な権限が低下すると、実質的な権限を高めるために戦略的に情報を差し控える可能性がある。規制によって公式の権限移譲に制約が課されると、取締役会はメンバー間での情報共有を改善するための措置を選択できなくなるかもしれない。Adams et al.（2021）の調査結果は、コーポレート・ガバナンスに関する規制改革において、取締役会における権限移譲が取締役会の意思決定に与える影響を踏まえた議論の必要性を示している。

3.3 報酬委員会と監査委員会の兼任

ある委員会の決定が他の委員会に影響を与える場合、両者を兼任する委員会メンバーは、ある委員会が他の委員会に課す決定に対してより関心を抱く可能性がある。このような視点からCarter et al.（2022）は、報酬委員会と監査委員会の両方に所属する取締役が、経営者報酬契約における利益ベースの業績指標の使用に与える影響を検証している。

報酬委員会は、経営者の報酬パッケージの設計を担い、経営者と株主の利害を一致させる手段として業績連動型報酬を利用する。業績連動型報酬は、報酬と業績の感応度（pay-performance sensitivity）を高め、経営者に業績を高めるインセンティブを与える一方で、業績を操作する動機も与え、結果として不正会計を引き起こす可能性もある。また、監査委員会

は企業の財務報告プロセスの監督を担う。効果的なモニタリングを実施するために必要な作業量は、利益操作リスクが高まるほど大きくなるだろう。

もし報酬委員会が経営者報酬に業績連動型報酬を組み込むことで、報酬と業績の感応度が上昇し、利益操作のリスクが高まるのであれば、監査委員会が実施する財務報告プロセスのモニタリングにも影響を与えるだろう。報酬委員会の決定が監査委員会に追加的なモニタリングを課すのであれば、両者を兼任する委員会メンバーは、報酬契約に利益連動型報酬を組み入れることをためらうかもしれない。

一方、報酬委員会と監査委員会の兼任が、報酬契約における会計数値の設定を促進する可能性もある。Faleye et al. (2011) は、取締役会の3つの委員会（監査委員会、報酬委員会および指名委員会）のうち少なくとも2つの委員会が独立性の高い取締役が過半数を構成している場合、裁量的発生高が低いことを発見している。この結果は、委員会の兼任が取締役間の知識の共有を促進し、モニタリングが強化される結果、財務報告の質が高まることを示唆している。また、財務報告の質が高ければ高いほど、経営者報酬契約において利益ベースの指標が採用されるという結果もある (Carter et al. 2009; Evans and Sridhar 1996)。したがって、報酬委員会と監査委員会の兼任は、報酬契約における業績尺度として会計数値の比重を高めるかもしれない。上記のような2つの予測を設定し、Carter et al. (2022) は、報酬委員会と監査委員会を兼任する取締役がいる場合に、報酬契約における業績評価指標として利益が選択されるかを調査している⁵⁾。

Carter et al. (2022) は、2006年から2016年の期間で分析に利用可能な変数が計算可能な7,855企業・年度(1,104社)を調査対象とした。報酬契約に関するデータはISS Incentive Labのデータベースから取得している。彼女らはまず、報酬委員会と監査委員会の兼任に関する決定要因を調査した。調査の結果、報酬委員会と監査委員会を兼任する取締役が取締役会を占める割合は、主に取締役会や委員会の特徴で説明できることを示した。具体的には、①取締役会の人数が少ない、②報酬委員会的人数が多い、③監査委員会的人数が多い、④委員会の数が多い、⑤独立性の高い取締役が取締役会に占める割合が低い、⑥監査委員会に在籍しない財務の専門性の高い取締役がいない、といった特徴を有する場合に、報酬委員会と監査委員会を兼任する取締役が取締役会を占める割合が大きかった。

続いて、報酬委員会と監査委員会の兼任状況と、報酬契約における利益ベースの業績尺度との関係を調査した。分析の結果、報酬委員会と監査委員会を兼任する取締役が多いほど、利益指標に基づく目標ボーナス額は少なく、ボーナス額の決定において利益ベースの業績尺度の比

5) Cater et al. (2022) 以外にも、報酬委員会と監査委員会を兼任する取締役が報酬契約に与える影響を実証的に調査した研究はいくつか存在する (Chang et al. 2012; Pathan et al. 2019)。これらの研究では委員会の兼任状況と業績連動報酬の水準を調査しているが、Carter et al. (2022) のように報酬契約における業績指標の選択を分析していない。

重は低いことがわかった。さらに、報酬委員会と監査委員会の兼任は、報酬契約において利益以外の指標をより重視し、利益指標を使用する場合においても、より操作の影響を受けにくい指標を使用することを示した。これらの発見事項は、監査委員会のメンバーが報酬委員会を兼任するとき、利益操作インセンティブの懸念から生じる追加的なモニタリングに対して敏感であることを示唆している。

4. 要約

本稿では、米国企業を対象に取締役会における委員会の経済的機能に関する実証研究をサーベイした。先行研究では、取締役会内部に委員会を設置する実務が普及している米国の制度的環境を利用して、①委員会の数、②取締役会から委員会への権限移譲、および③報酬委員会と監査委員会の兼任状況に関する経済的要因とその影響が明らかにされている。これらの研究では、委員会を設けることで取締役会全体の意思決定に期待される正の効果と負の効果を検討し、興味深い調査結果が蓄積されている。調査結果を要約すれば以下ようになる。

第1に、委員会の設置は、取締役会全体のコーディネーション問題等を緩和し、企業業績を高める可能性がある。ただし、この効果は取締役会全体の人数が少ないなど、取締役会におけるコーディネーション問題等が深刻でない場合にはみられない。第2に、委員会への権限移譲、とりわけ社内取締役の権限が社外取締役のみで構成される委員会に移譲される場合、取締役会全体の情報共有や意思決定が損なわれる可能性がある。第3に、監査委員会のメンバーが報酬委員会を兼任するとき、報酬委員会における決定が監査委員会における追加的なモニタリングコストに与える影響を意識し、経営者報酬の設計に影響を与える可能性がある。

これらの調査結果は、米国企業を対象とした実証研究から得られたものであり、日本企業にも同様の議論が可能かどうかは慎重な検討が必要である。近年、日本の上場企業は、会社法やコーポレートガバナンス・コードの改正を受けて委員会を設置する企業が増加傾向にあるが、このような委員会の設置が取締役会全体の情報共有や意思決定に影響するかは今後の研究課題である。

謝辞

本研究は、「JSPS科研費19K02004」と「2019年度関西大学若手研究者育成経費」の助成を受けたものである。

（参考文献）

Adams, R. B. 2017. Boards, and the directors who sit on them. In M. Weisbach and B. Hermalin, eds. *Handbook of the Economics of Corporate Governance*. North-Holland, 291-382.

- Adams, R. B., Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. 2010. The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework & survey. *Journal of Economic Literature*, 48, 58-107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>.
- Adams, R. B., Ragunathan, V., Tumarkin, R. 2021. Death by committee? An analysis of corporate boards (sub-) committees. *Journal of Financial Economics* 141 (3), 1119-1146. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.032>.
- Aghion, P., and Tirole, J. 1997. Formal and real authority in organizations. *Journal of Political Economy*, 105 (1), 1-29. <https://www.jstor.org/stable/2138869>.
- Blei, D. M., Ng, A. Y., and Jordan, M. I. 2003. Latent Dirichlet Allocation. *Journal of Machine Learning Research*, 3, 993-1022. <https://dl.acm.org/doi/10.5555/944919.944937>.
- Carter, M. E., Lynch, L. J. and Martin, M. A. 2022. Board committee overlap and the use of earnings in CEO compensation contracts. *Management Science*. Ahead of Print. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4187>
- Carter, M. E., L. J. Lynch, and S. L. C. Zechman. 2009. Changes in bonus contracts in the post-Sarbanes-Oxley era. *Review of Accounting Studies* 14 (4): 480-506. <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9062-z>.
- Chang, J. C., H. L. Sun, and M. M. Luo. 2012. The impact of independent and overlapping board structures on CEO compensation, pay-performance sensitivity and earnings management. *Quarterly Journal of Finance and Accounting* 50 (2): 54-84.
- Evans, J. H., and S. S. Sridhar. 1996. Multiple control systems, accrual accounting, and earnings management. *Journal of Accounting Research* 34 (1):45-65. <https://doi.org/10.2307/2491331>.
- Faleye, O., Hoitash, R., and Hoitash, U. 2011. The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*. 101 (1), 160-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.02.010>.
- Jensen, M.C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48 (3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Klein, A., 1998. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*. 41 (1), 275-304.
- Li, H., Rosen, S., Suen, W., 2001. Conflicts and common interests in committees. *American Economic Review*, 91 (5), 1478-1497. <https://doi.org/10.1257/aer.91.5.1478>.
- Lipton, M., and Lorsch, J. W. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 48 (1), 59-77. <http://www.jstor.org/stable/40687360>.
- Mace, M., 1979, Directors: Myth and reality - Ten years later. *Rutgers Law Review*, 32, 293-311.
- Pathan, S., P. H. Wong, and K. Benson. 2019. How do 'busy' and 'overlap' directors relate to CEO pay structure and incentives? *Accounting & Finance*, 59 (2), 1341-1382. <https://doi.org/10.1111/acfi.12272>.
- Pinto, A., and Branson, D. 2004, *Understanding Corporate Law*, Lexis Nexis. (米田保晴 監訳 (2010) 『アメリカ会社法』, レクシスネクシスジャパン)
- Reeb, D., and Upadhyay, A., 2010. Subordinate board structures. *Journal of Corporate Finance* 16(4), 469-486. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.04.005>.
- 石田眞得編著 (2006) 『サーベンス・オクスレー法概説—エンロン事件から日本は何を学ぶのか』, 商事法務。
- 井上輝一 (1999) 「米国諮問委員会の監査委員会に関する報告と勧告—SEC等の諮問委員会 (ブルーリボン委員会) 報告書—」, 商事法務, 第1525号, 61-66頁。
- 川口幸美 (2004) 『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』 弘文堂。
- 河村賢治 (2002) 「米国における企業統治改革の最新動向」, 商事法務, 第1636号, 50-75頁。
- 佐藤一誠 (2015) 『トピックモデルによる統計的潜在意味解析』 コロナ社。
- 東京証券取引所 (2021) 「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」。

- 橋本基美（1999）「米国企業のディスクロージャーに対する監査機能の強化—ブルーリボン委員会の勧告」, 資本市場クォーターリー, 第2巻第4号, 175-186頁。
- 森本滋（2017）『企業統治と取締役会』商事法務。

