

研究指導 大橋 良生 准教授

業績予想における独立社外取締役の影響

栗城 由衣菜

1. 本稿の目的

1.1 独立社外取締役の役割と現状

上場会社の取締役会は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促すための役割や責務を果たさなければならない。これらの役割や責務を適切に果たすためには、経営陣に対して独立した立場からの監督が必要となる。その監督の担い手として注目されるのが独立社外取締役である。

コーポレートガバナンス・コード(以下CGコード)は独立社外取締役に期待される役割として、助言機能、経営の監督機能、会社と経営陣等間に生じる利益相反の監督機能、取締役会へのステークホルダーの意見の反映の4つの役割をあげている。

これらの役割を果たすには一定水準の社外性と独立性を備えている必要がある。社外性と独立性の要件は、それぞれ会社法と東京証券取引所が定めている。CGコードはこれらの要件を満たした取締役に独立社外取締役とし、2名以上選任するよう求めている。

社外性の要件は、過去10年間当社や親会社・子会社の取締役等でないこと、当社の取締役等又は親会社等の配偶者又は二等親以内の親族でないこと等である。独立性の要件は、一般株主と利益相反のおそれがないことを前提とし、過去10年間当社や子会社の業務執行者でないこと、最近において主要な取引先の業務執行者でないこと等である。

図表1は、2014年と2016年の上場企業における独立社外取締役の人数別会社数の割合を示している。2014年は独立社外取締役を選任していない企業(53.3%)が最も多く、1名選任の企業(33.7%)と合わせると全体の87%を占め、複数名選任の企業は13%のみであった。2016年は選任していない企業(11.1%)と1名選任の企業(28.5%)よりも複数名選任の企業(60.4%)が上回っている。これは2015年導入のCGコードに対応し、独立社外取締役の複数化が進んでいると読み取れる。

1.2 業績予想情報の役割

会計情報の公表は、会社法と金融商品取引法、証券取引所によって規制されている。証券取引所は上場企業に対して取締役会で決算案の承認後、ただちに決算情報の開示を求めており、上場企業は決算後45日以内に決算短信を開示している。会社法に基づく決算公告、金融商品取引法に基づく有価証券報告書、及び決算短信に掲載されている会計情報は主に経営成績等の実績に関する情報であり、投資家にとって投資意思決定の重要な情報となる。また、企業は実績情報に加えて自社の将来業績の予想値も開示しており、主として決算短信で公表されている。投資家は投資意思決定の際、当該企業の将来業績を予想し投資するため、企業が開示する業績予想情報を参考にしていると考えられる。このように実績情報に加えて業績予想もまた、投資家の投資意思決定に重要な情報となっている。

1.3 問題の所在

業績予想は将来の見通しであり、必ずしもその業績が実現するとは断言できない。もし予想の誤差が大きいなら投資家は損害を被る可能性があるため、企業は精度の高い予想を開示することが必要である。したがって、業績予想の精度に影響を及ぼす要因を明らかにすることは意義があるといえる。

業績予想は決算短信で公表される。決算短信は、一般的に、取締役会での決議事項となっている(日本監査役協会2017)。独立社外取締役は取締役会の一員であり、決算短信で公表される業績予想を立てることに関わっており、業績予想の質に影響を及ぼすと想定される。換言すれば、独立社外取締役が助言機能・監督機能といった役割を果たしているのであれば、業績予想の質が高まると期待される。

ただし、独立社外取締役と業績予想の質との関係性は必ずしも明らかとなっていない。そこで本稿では、独立社外取締役の選任状況が業績予想に対してどのように影響しているのかを明らかにする。

2. 先行研究

2.1 証券投資における企業情報開示の効果

薄井(2013)は、決算短信が株式市場の株価形成に有効に機能したか否かを分析している。分析の結果、異常リターンの変動係数(AVAR)と異常売買高(AVOL)が、決算短信公表日の翌日をピークとし、発表当日から三日間、決算短信が株価形成に有効に機能していることを明らかにした。

村宮(2005)は、業績予想の精度と資本コストとの関係性の分析をしている。分析の結果、業績予想の精度が低い企業ほど資本コストが高い傾向にあり、業績予想の精度は株式市場の価格形成に影響を与えていることを明らかにした。

以上のように、先行研究では決算短信の公表や業績予想の精度が株式市場の価格形成に影響を与えていることが示唆されている。

2.2 業績予想の質に影響を与える要因

円谷(2013)は、社外取締役及び独立社外取締役の選任が業績予想の楽観性に影響を与えるかどうかを分析している。分析の結果、社外取締役選任企業では営業利益と経常利益の予想値の楽観性が抑制されるが、独立社外取締役選任企業ではその関係性が確認されなかったことを報告している。

棚橋(2016)は、社外取締役の割合などの内部ガバナンスと、上位十大持株比率などの外部ガバナンスが業績予想の精度に与える影響を分析している。分析の結果、外部ガバナンスが精度の向上に結びついていること、取締役会の規模が大きいほど売上高の予想精度が高いこと、役員持株比率が高いほど売上高の予想精度が高まったことが示唆されたが、社外取締役の割合が影響を与えているとはいえないことを示唆する分析結果も示している。

以上の先行研究では、業績予想に対する社外取締役の選任と割合、及び独立社外取締役の選任による影響が検証されている。

これらの先行研究に対し、本稿では社外取締役の中でも独立性を備えた独立社外取締役に着目し、またその複数化により取締役会における影響力が企業ごとで差があると想定されるため、選任の有無ではなく取締役会に占める割合を用いた分析を行う。これらの点が先行

研究に対する本稿の新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

分析対象企業は、日本企業を代表する日経 500 構成銘柄で、3月決算の一般事業会社である。これらの条件は決算期や財務諸表の構成項目を統一させるためである。また、企業統治形態について日本企業の従来型である監査役会設置会社を対象とし、分析に必要なデータが入手できる企業を分析対象とした。

分析期間は 2015 年 3 月期から 2017 年 3 月期までである。業績予想データは野村証券のホームページと日本取引所グループのホームページの東証上場会社情報サービスを利用し、決算短信から収集した。取締役データは、日本取引所グループのホームページのコーポレート・ガバナンス情報サービスを利用し、コーポレート・ガバナンス報告書から収集した。この報告書は複数回提出されていることがあるが、その場合は決算短信が開示される直前に提出されたものを使用した。以上に基づき、分析に必要なデータを収集できた 790 観測値をサンプルとした。

3.2 分析方法

はじめに独立社外取締役人数÷取締役人数で独立社外取締役比率を計算し、この比率に基づき、サンプルを 5 つのグループに分割した。最も低いグループを G1、最も高いグループを G5 とした。各グループのサンプル数は 158 となった。また各グループの独立社外取締役比率の平均は、G1 は 0.83%、G2 は 9.64%、G3 は 14.55%、G4 は 21.03%、G5 は 31.82%となった。

次に、業績予想の項目は、売上高、営業利益、経常利益、及び当期純利益を用いる。売上高は企業の営業活動の成果、営業利益は企業の本来の事業による利益、経常利益は企業の経常的な収益力を示す利益、当期純利益は企業の分配可能な利益という特徴がある。このようにこれらの項目は企業の経営成績を把握するために重要であると考えられるため、分析に使用することとした。業績予想誤差の指標として、次の 2 つを使用する。

$$\text{① 予想誤差} = \left| \frac{\text{t期実績値} - \text{t期予想値}}{\text{t-1 期末総資産}} \right|$$

$$\text{②符号付予想誤差} = (\text{t期実績値} - \text{t期予想値}) \\ \div (\text{t-1 期末総資産})$$

予想誤差①は、業績予想の精度を測定するための指標である。この値が低いほど精度は高いといえる。符号付予想誤差②は、業績予想の方向性を測定するための指標である。この値が正の値なら悲観的な予想、負の値なら楽観的な予想といえる。なお、両者はt-1 期末総資産で割ることにより規模を調整した。

分析の手順は以下のとおりである。はじめにグループ別に予想誤差・符号付予想誤差の平均値と標準偏差を算定する。次に、G1 の平均値と比較して、統計的に有意な差があるか否かを確認するためにt検定を行う。

本稿では、独立社外取締役の助言機能・監督機能などの役割が適切に果されることで業績予想の精度は高まると想定し、独立社外取締役比率が高いほどその効果は高く、すなわち業績予想の精度は高くなると予想する。また円谷(2013)は社外取締役選任企業で一部の予想値の楽観性が抑制されることを示している。本稿ではこの知見に基づき、独立社外取締役比率が高いほど業績予想の楽観性が抑制されると予想する。

3.3 分析結果

図表 2 は、予想誤差①の分析結果を示している。G1 と G5 に注目すると、全ての業績予想項目の平均値はG1よりもG5の方が値は低く精度が高まっている。またt検定の結果、売上高予想誤差に関して、G1 と G5 の比較でのみ有意な差がみられた。同様に、経常利益と当期純利益ではG1 と G2 の比較で有意差がみられた。ただし、これらを除き、多くの予想誤差はG1 とそれ以外のグループとで統計的な差はみられなかった。したがって、全体的には独立社外取締役比率が予想誤差に対してプラスの影響を与えていえるとは言いきれず、彼らに期待された効果は確認されなかった。

図表 3 は、符号付予想誤差②の分析結果を示している。業績予想の方向性に注目すると、売上高に対しては楽観的な予想であったのに対し、その他の利益項目に対してはおおよそ悲観的な予想であったことがわかる。また、独立社外取締役の影響についてG1 と G5 を比べていくと、営業利益の予想では、独立社外取締役比率が楽観性を抑えており期待と整合的であったが、その他の項目では、独立社外取締役比率が高いことで楽観性

を抑制していることは確認できなかった。G1 との t 検定の結果、統計的な差は確認されず、独立社外取締役比率が高いほど楽観性を抑制しているとの予想を支持する分析結果は得られなかった。

以上ことから、独立社外取締役比率は一部の業績予想の精度に影響しているが、全体的には影響しているとはいえず、また予想の方向性に影響しているとはいえないことが示唆された。

4. 結論と課題

本稿の目的は、業績予想の質に対する独立社外取締役比率の影響を実証的に明らかにすることであった。分析の結果、一部の業績予想項目では、独立社外取締役比率が高いグループでは有意な差がみられ、精度が高まっていることが示唆された。しかし、全体的には有意な差がみられず、独立社外取締役比率は業績予想の精度や方向性といった質に影響しているとはいえないと結論付けられる。

以上の分析結果は、独立社外取締役比率が高いという理由で質が高い業績予想に結びついている訳ではないことを示唆しており、投資家に対して、業績予想の質の評価における示唆を含蓄している。

最後に今後の課題について提示する。第一に、独立社外取締役の業績予想以外に対する影響を検証することである。本稿は独立社外取締役が影響を及ぼす対象として業績予想を取り上げた。業績予想の他、実績や実務上の実効性等への効果や影響を検証することで、独立社外取締役の影響を示すことになると考えられる。

第二に、コーポレート・ガバナンスと業績予想の質との関係性の観点から、株主との建設的な対話を検証する必要がある。株主は株式会社の所有者であり、経営者は情報ニーズを含む株主の要求に応じていく義務がある。対話の中で株主が業績予想を重視していることが経営者に浸透された場合、より質の高い予想情報の提供に繋がると考えられる。対話の中でどのような項目が検討され、また、業績予想を含め、企業実務にどのように反映されているのかは調査していくべきであろう。

主要参考文献

[1] 薄井彰(2013)「決算短信の情報有用性は過去 25 年間で低下していたか」『早稲田商学』第 435 号 411-427 頁

[2] 棚橋則子(2016)「ガバナンス構造の違いが経営者予想の正確度に与える影響」『オイコノミカ』第 52 巻第 2 号 45-62 頁

[3] 円谷昭一(2013)「社外取締役の存在と業績予想バイアスの関係」『会計』第 184 巻第 4 号 521-532 頁

[4] 東京証券取引所(2015)「独立役員確保に係る実務上の留意事項(2015 年 6 月改訂版)」
<http://www.jpx.co.jp/>

[5] 東京証券取引所(2017)「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017」
<http://www.jpx.co.jp/>

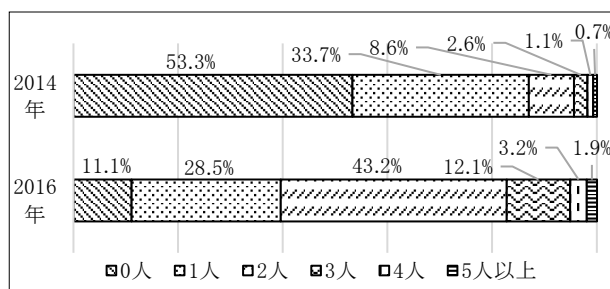
[6] 日本監査役協会(2017)「役員等の構成変化などに関する第 17 回インターネット・アンケート集計結果(監査

役(会)設置会社版)」
<http://www.kansa.or.jp/>

[7] 日本取引所グループ(2015)「コーポレートガバナンス・コード原案」
<http://www.jpx.co.jp/>

[8] 村宮克彦(2005)「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第 9 号 83-97 頁

図表 1 独立社外取締役の人数別会社数の割合(上場企業)



(出所)東京証券取引所(2017)より作成

図表 2 予想誤差分析の結果

各々 (N=158)	売上高		営業利益		経常利益		当期純利益	
	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)
G1 (0.83%)	5.11% (5.36%)	—	1.34% (2.29%)	—	1.53% (2.50%)	—	1.80% (4.90%)	—
G2 (9.64%)	4.96% (11.29%)	-0.15% (0.149)	1.42% (5.65%)	0.07% (0.154)	1.02% (1.02%)	-0.51% (2.356)*	0.87% (1.17%)	-0.92% (2.306)*
G3 (14.55%)	4.61% (5.41%)	-0.49% (0.814)	1.75% (4.39%)	0.41% (1.039)	1.62% (2.13%)	0.10% (0.364)	1.88% (3.73%)	0.09% (0.180)
G4 (21.03%)	5.48% (8.35%)	0.37% (0.474)	1.64% (2.41%)	0.30% (1.124)	1.85% (2.80%)	0.32% (1.071)	1.70% (2.42%)	-0.09% (0.218)
G5 (31.82%)	3.28% (3.36%)	-1.82% (3.622)**	1.14% (1.18%)	-0.21% (1.013)	1.29% (1.33%)	-0.24% (1.048)	1.42% (2.26%)	-0.37% (0.872)

括弧内は独立社外取締役比率の平均、*は 5%水準で、**は 1%水準で有意であることを示している。

図表 3 符号付予想誤差分析の結果

各々 (N=158)	売上高		営業利益		経常利益		当期純利益	
	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)	平均値 (SD)	G1との平均の差 (t値)
G1 (0.83%)	-0.52% (7.40%)	—	0.06% (2.66%)	—	0.27% (2.92%)	—	0.24% (5.22%)	—
G2 (9.64%)	-1.62% (12.23%)	1.10% (0.965)	0.52% (5.81%)	0.46% (0.914)	0.14% (1.44%)	0.13% (0.496)	0.09% (1.46%)	0.14% (0.332)
G3 (14.55%)	-1.80% (6.88%)	1.28% (1.590)	0.54% (4.70%)	0.49% (1.130)	0.36% (2.66%)	0.09% (0.299)	-0.44% (4.16%)	0.68% (1.284)
G4 (21.03%)	-1.08% (9.94%)	0.56% (0.569)	0.38% (2.89%)	0.32% (1.021)	0.51% (3.32%)	0.24% (0.697)	-0.07% (2.96%)	0.31% (0.650)
G5 (31.82%)	-0.76% (4.64%)	0.24% (0.340)	0.15% (1.63%)	0.09% (0.362)	0.20% (1.85%)	0.06% (0.227)	-0.14% (2.67%)	0.38% (0.817)

括弧内は独立社外取締役比率の平均を示している。