

研究指導 大橋 良生 准教授

企業業績に対する社外取締役の影響

柳内 望来

1. 本稿の目的

1.1 社外取締役の役割と制度的背景

社外取締役とは、「株式会社の取締役であつて、当該株式会社又はその会社はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人ではなく、かつ過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないもの」と定義されている(会社法2条15項)。

社外取締役に期待される役割は2つある。第一に業務執行の監督である。社外取締役は、会社から独立した客観的な立場から会社の経営状況を見て意見を述べるができるため、社内のしがらみなどの事情に囚われることなく、より真摯に株主の側に立った発言ができると期待される。第二に、社外の知見を活かした助言である。同じ会社の取締役だけでは同じ意見が多く、議論が活性化されるのは難しいと考えられるため、他業界の経験者や様々な業界で活躍していた取締役の意見を取り入れることで、取締役会の議論が活性化すると考えられる。これは、より多角的な視点からの経営判断につながり、ひいては企業価値の向上につながると考えられる。

近年、上場企業に就任する社外取締役の人数が増えている。この背景には、2018年6月に東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードの改訂があり、コーポレート・ガバナンスがより強化されたことがあげられる。コーポレートガバナンス・コードとは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な取り組みをまとめたものである。これらの取り組みが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家ひいては経済全体の発展に寄与することとなるものと考えられている。当該コードでは、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するよう役割・質務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な独立社外取締役を選任すべきである」と定めている(原則4-8)。

以上のように、2018年6月に改訂されたコーポレー

トガバナンス・コードは、社外取締役を複数名設置することで社外取締役の存在が十分に活かされる可能性があるとして、上場企業に独立社外取締役を少なくとも2名以上、取締役のうち少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任するよう定めている。

1.2 社外取締役の現状

図表1は、日本取締役会の上場企業のコーポレートガバナンス調査に基づく、2014年から2018年までの東京証券取引所第一部上場企業の取締役会に占める社外取締役の割合を示している。ここで注目すべきは、社外取締役の比率が33.3%以上を占める上場企業が全体のうち2014年では12.4%であったが、年々上昇し、2018年では41.8%となっていることである。また、社外取締役の比率が50%以上の企業も増えており、コーポレートガバナンス・コードで規定されている割合以上に社外取締役を選任している企業があることが分かる。

以上のことから、コーポレートガバナンス・コードの影響により、取締役に占める社外取締役の割合を増やす企業が増えていくが推察される。

1.3 問題の所在

前述のように、社外取締役を増やす企業が増えている。また、社外取締役に期待される役割は、業務執行の監督と社外の知見を活かした助言である。社外取締役を増やすメリットは、これらの期待される役割が社外取締役を増やすことにより活性化することである。一方、デメリットは、活性化される議論をまとめるだけの技量のある経営者の存在が必要不可欠になることである。

宮島・小川(2012)では、産業別に社外取締役比率をみると、産業間でのばらつきが大きいことが示されている。社外取締役と企業業績との関連性に関する先行研究は多かつたものの、産業別に焦点をあてた研究は多くなかつた。

そこで、本稿では、産業間で社外取締役比率のばらつきが大きいとの宮島・小川(2012)の指摘に着目し、化学、電気機器、サービスを取り上げ、社外取締役を増やすことで企業業績に良い影響をもたらすのかを収益性の観点から分析する。以上の分析を行い社外取締役比率を高くすることで期待される役割が実際に機能しているのかを検証する。

2. 先行研究

2.1 社外取締役の導入要因

宮島・小川(2012)では、取締役会の構成の決定要因と社外取締役の導入効果が検証されている。サンプルは、2005年から2010年の東京証券取引所一部上場企業1445社を対象とした。その結果、社外取締役導入を道入している企業は、非導入企業に比べて企業年齢が高く、組織構造がより複雑であることが明らかになった。

長瀬(2016)は、日本企業の取締役改革における社外取締役の導入要因と効果に関する分析をしている。サンプルは、2002年から2009年の上場企業を対象とした。その結果、導入要因について、事業特性に基づかず資本市場からの規律付けの圧力の高い企業ほど導入をすることが明らかになった。また、経営状態の悪化は長期的な取締役会改革に着手する契機となり社外取締役の導入が促進されるとしている。

2.2 社外取締役の影響

宮島・新田(2007)は、社外取締役比率が高い企業は、1年後に企業業績が改善する可能性が高いか否かを検証している。企業業績の変化分として前期からのROAを用いて、社外取締役比率との関係性を分析した。サンプルは、金融を除く東京証券取引所一部・二部上場企業であり、分析期間は1998年から2004年度である。その結果、社外取締役比率の係数が有意な正であったことから、社外取締役は企業業績の向上をもたらす可能性があるとして指摘している。また、社外取締役は、アドバイザーの機能による意思決定の質の向上を通じて、企業価値の向上に寄与している結果となった。しかし、社外取締役が企業業績の向上に寄与するか否かは、より長期的な企業業績の変化の観察することが重要と指摘している。

三輪(2010)は、日本企業を分析対象として、社外取締役の導入が企業業績の向上に寄与するか否かを明らかにしている。サンプルは、2004年から2008年の東京証券取引所一部上場企業である。企業業績の指標として、社外取締役比率、総資産利益率ROAを用いて分析した。その結果、社外取締役比率とROAの間に、有意な関係は見られないことを指摘している。また、社外取締役比率が高いほど、将来の業績が高まる可能性は低く、社外取締役が長期的な企業業績の向上に貢献していない可能性が高い結果になった。

宮島・小川(2012)は、上記の社外取締役の導入要因に加え、導入効果に関して、社外取締役の導入が、平均的には企業パフォーマンスに有意な影響をもたないことが分かった。

長瀬(2016)では、上記の社外取締役の導入要因

に加え、社外取締役の導入効果について、社外取締役の導入が売上高を増加させることを示唆する結果が報告されている。企業業績の悪化を契機として長期的視野に立った取締役会改革が進展し社外取締役などの内部者以外の役員を導入は企業業績を改善すると指摘している。

2.3 本稿の特徴

これらの先行研究は、コーポレートガバナンス・コード適用前の社外取締役と企業業績との関連性を明らかにしている一方、コーポレートガバナンス・コード適用後の社外取締役と企業業績との関連性は明らかになっていないといえる。本研究では、コーポレートガバナンス・コード適用後の5年間を対象に社外取締役が企業業績に与える効果を検証する。

また、先行研究では、社外取締役の就任状況が産業間でばらつきが大きいことが示されていたことから(宮島・小川2012)、本稿では、業種を特定した分析を行う。これにより、社外取締役に期待される効果が業種の影響を受けるか否かの検証を行う。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプル

本稿の分析対象は、日経500種平均株価(2019年11月27日時点)を構成する企業(3月決算)とする。各企業の社外取締役の人数及びその取締役に占める割合を把握するため、EDINET又は各企業のホームページに提出・掲載されている有価証券報告書を収集した。なお、EDINETに蓄積されている有価証券報告書は5年分であるため、2015年から2019年を分析期間とした。なお、有価証券報告書や分析に必要なデータを入手できなかった企業や金融業に属する企業はサンプルから除いた。その結果、分析対象企業は全業種で349社となった。統計的分析を行う関係上、30社程度必要となるため、業種ごとの分析は、化学(27社)、電気機器(42社)、サービス(35社)を対象とした。

3.2 社外取締役の就任状況

調査の手順は、以下の通りである。はじめに、企業ごとに各年の有価証券報告書から取締役人数と社外取締役の人数を収集した。次に、取締役の人数は各社で異なるため、社外取締役の影響を測定するために社外取締役比率を計算した。社外取締役比率は、社外取締役人数÷取締役人数で求めた。

図表2は、社外取締役の就任状況の調査結果である。全業種・全期間の対象となったサンプルは1745社で、その社外取締役比率の平均値は、28.9%であり、およそ3分の1が社外取締役である状況にあることが分かった。年別にみていると、2015年から

2019年にかけて、24.1%から32.8%と上昇しており2016年と2018年の値が前年と比べて著しく上昇していることが分かる。これは、コーポレートガバナンス・コード改訂の影響であると推察できる。

次に産業別にみると、化学、電気機器、サービスでも2015年から2019年にかけて、上昇していることが分かる。ただし、全期間を対象とした場合、化学と電気機器では、社外取締役比率が5%の違いがあり、宮島・小川(2012)で報告されていたように、産業別によって、社外取締役の就任状況が異なることが分かる。2017年から2018年にかけての社外取締役比率の上昇は、どの産業でも見られることが確認できる。

以上のことから、コーポレートガバナンス・コードの影響により、今後も社外取締役比率を高める企業は増えると考えられる。

3.3 社外取締役の企業業績への影響

本稿では、社外取締役の企業業績への影響を、収益性の観点から分析する。収益性分析とは、企業がどれほどの利益を獲得しているのかを分析するものであり、ROEは、株主が提供する自己資本を利用して、株主に対してどの程度の利益を上げているのかを示す指標である。ROEが高いほどそれだけの収益力があると捉えることができる。社外取締役の比率が高まると、ROEが高くなると予想される。本研究では、収益性を測るROEを使って分析する。

分析方法は、以下の通りである。はじめに、社外取締役比率に基づき、サンプルを3つのグループに分割した。最も低いグループをG1、中間のグループをG2、最も高いグループをG3とした。次に、各社のROEを計算し、グループごとに2015年から2019年の全期間と各年度の平均値を算出した。そして、G1とG2、G1とG3の平均値を比べて、社外取締役比率が高いほど収益性が向上するのかをt検定を用いて検証した。

図表3は、全期間を対象とした全業種、化学、電気機器、サービスの収益性の分析結果である。はじめに、全業種の結果をみていくと、社外取締役比率の平均値は、G1で15.6%、G2で26.7%、G3で44.0%であった。次に、ROEを確認するとG1が一番高く、G3が一番低い値であった。これは、社外取締役比率が高いグループでROEが他と比べて好ましくない値となっていることを意味している。続いて、G1とのROEの平均値の差が0と有意に異なるのかを分析した結果をみると、平均値にはG2、G3ともにG1よりもROEは低い値となっているものの、統計的には有意ではなかった。このことは、G1との間に平均的にはROEに差はなく、収益性に対して社外取締役がプラスの影響を及ぼしていることは確認できなかった。

また、化学、電気機器、サービスの分析結果に目を移すと、全業種の分析結果と同様に一部を除き、

G1のROEが最も高く、G3のROEが最も低いことが確認された。統計的な有意性は確認されず、G1とG2・G3のROEは、統計的に差がないことが示唆された。このことは、業種を特定した場合でも、収益性に対して、社外取締役がプラスの影響を及ぼしているとはいえないことを意味している。

また、紙面の関係上、表は掲載していないが、各年度の分析結果は、全期間を対象とした分析結果と一部を除き、同様であった。有意な差が確認できたのは、2016年の全業種のG1とG3の間に統計的に有意な差が確認できたのみであり、概ね、図表3の結果が保持された。

以上の分析結果から、全体として、社外取締役が収益性に対してプラスの効果を与えているとは言えない結果であった。

4. 結論と課題

4.1 結論

先行研究では、社外取締役の影響が検討され、企業業績や企業価値に対し、プラスの影響を与えているか否かは、分析結果が混在していた。これらの先行研究が、コーポレートガバナンス・コード適用前のいわば自主的な社外取締役の導入の影響の検証であったに対し、本稿では、当該コード適用後のいわば強制的な社外取締役導入の影響の検証を行った。本稿の発見事項は次の三点である。第一に、取締役会に占める社外取締役の割合は、2015年から上昇し、2019年には32.8%となっていた。これは、コーポレートガバナンスの2016年・2018年改訂の影響であると推察される。第二に、ROEを指標として、収益性分析を行ったところ、社外取締役が収益性に対し、プラスの影響を与えていることを示唆する分析結果は、確認されなかった。第三に、社外取締役が収益性に対しプラスの影響を与えていないことは、化学、電気機器、サービスと業種を特定した検証でも同様であった。

以上のことから、社外取締役の効果に関して、社外取締役を増やす場合は、その企業で何が課題とされていて、どんな役割を社外取締役に期待して任せるかを明確にした上で社外取締役を選任し、社外取締役を取締役の人数に対して何人増やすかを検討していくことが必要であるといえよう。

4.2 今後の課題

最後に、今後の課題について提示する。第一に、社外取締役の資質を考慮した分析である。本稿ではコーポレートガバナンス・コードの規定に従い、2名以上かつ3分の1以上という人数に着目した分析を行った。ただし、社外取締役に期待されている役割をみれば、人数を充足すればよいという訳ではないことは

自明である。社外取締役の人数だけではなく、独立性の経歴、専門性などの資質を考慮した分析が業績への影響を検証する際に必要となる。

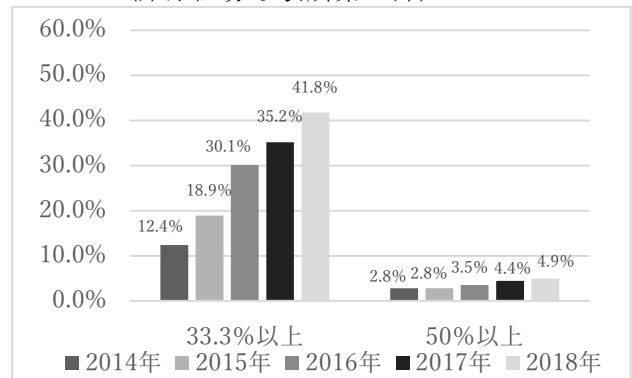
第二に就任状況にあわせた長期的な分析である。社外取締役に期待される役割として、業務執行の監督と社外の知見を活かした助言があげられる。どちらの役割も就任直後に十分な機能をするとはいえない。就任後、一定期間を経た後に機能することが予想されるため、就任時期や期間を考慮した分析が必要であろう。

第三に、収益性以外の分析をする必要がある。本研究では、ROEだけで検証を行ったが、収益性に加えて、安全性や成長性への効果を検証する必要がある。

主要参考文献

- [1] 改正コーポレートガバナンス・コードの公表
日本取引所-JPX <https://www.jpx.co.jp/>
- [2] 加護野忠男・吉村典久(2012)『1からの経営学』
中央経済社
- [3] 櫻井久勝(2017)『財務諸表分析』中央経済社・
中央経済グループ
- [4] 上場企業のコーポレート・ガバナンス調査
日本取締役調査 <https://www.jacd.jp/>
- [5] 谷武幸・桜井久勝(2009)『1からの会計』中央
経済社
- [6] 長瀬毅(2016)「日本企業の取締役改革における
社外取締役」および執行役員の導入要因と効果
に関する実証分析」,
『創立五十周年記念論文集1』,pp.323-360
- [7] 三菱UFJ信託銀行「社外取締役の導入と企業
価値」 <https://www.tr.mufg.jp/>
- [8] 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
役会の導入効果」,経済産業研究所,
RIETI Policy discussion paper series. 12 pp.-
013
- [9] 宮島英昭・新田敬祐(2007)「日本型取締役会
の多元的進化:その決定要因とパフォーマンス
効果」神田秀樹・財務省財務総合政策研究所
編
『企業統治の多様化と展望』,
金融財政事情研究,pp.28-77
- [10] 三輪晋也(2010)「日本企業の社外取締役と企
業業績の関係に関する実証分析」
『日本経営学会誌』,(25), pp .15-27
- [11] D.ロウントリー加納悟(2001)
『新・涙なしの統計学』新世社

図表1 取締役会に占める社外取締役の比率
(東京証券取引所第一部)



(出所)「日本取締役協会」より筆者作成

図表2 社外取締役の就任状況の結果

	全期間 (2015-19)	2015	2016	2017	2018	2019
全業種	N=1745 28.9%	N=349 24.1%	N=349 27.4%	N=349 28.9%	N=349 30.9%	N=349 32.8%
化学	N=135 28.5%	N=27 25.4%	N=27 27.3%	N=27 28.2%	N=27 30.0%	N=27 32.0%
電気機器	N=210 34.0%	N=42 28.3%	N=42 32.5%	N=42 34.8%	N=42 36.5%	N=42 37.7%
サービス	N=175 31.3%	N=35 26.4%	N=35 30.2%	N=35 31.1%	N=35 34.0%	N=35 34.6%

図表3 分析結果(全期間)

		社外取締役比率	ROE	G1と の差	t値
全業種 (N=1745)	G1 (N=583)	15.6% (0.04%)	9.86% (16.77%)	-	-
	G2 (N=582)	26.7% (0.03%)	9.08% (10.13%)	-0.78%	0.96
	G3 (N=583)	44.0% (0.12%)	6.21% (67.99%)	-2.88%	1.01
化学 (N=135)	G1 (N=45)	16.4% (0.04%)	10.10% (11.10%)	-	-
	G2 (N=45)	28.3% (0.04%)	8.99% (9.04%)	-1.15%	0.54
	G3 (N=45)	40.9% (0.07%)	7.06% (29.20%)	-3.07%	0.66
電気機器 (N=210)	G1 (N=70)	19.1% (0.05%)	11.08% (18.37%)	-	-
	G2 (N=70)	32.0% (0.04%)	12.52% (14.05%)	+1.44%	0.52
	G3 (N=70)	50.7% (0.11%)	-18.49% (190.49%)	-29.56%	1.29
サービス (N=175)	G1 (N=58)	17.5% (0.05%)	15.56% (40.97%)	-	-
	G2 (N=59)	30.6% (0.03%)	14.71% (11.73%)	-0.84%	0.47
	G3 (N=58)	45.9% (0.12%)	14.61% (19.78%)	-0.95%	1.40

(注) 社外取締役比率とROEの欄は、上段が平均値、下段(括弧内)が標準偏差を示している。