

企業業績に対する社外取締役の複数化の効果 —収益性、安全性、及び成長性を手掛かりに—

小野崎 亜衣

1. 本稿の目的

1.1 社外取締役の役割と制度的背景

上場企業の取締役会は、株主に対する受諾的責任や説明責任を踏まえ、経営者に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割を適切に果たすべきであり、その役割を担っているのが社外取締役である。

社外取締役とは、「株式会社の取締役であって、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でなく、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つたことがないもの」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大きく2つある。1つ目は、経営者の監督機能である。社外取締役は当該企業の出身ではないため、社内のしがらみ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ている。2つ目は、社外の知見を活かした助言機能である。社内の者同士での話し合いでは、意見も同じ方向を向きがちになると考えられる。そこに、他業界の経験者や財務の専門家の意見を取り入れることで、取締役会の議論が活性化し、より多角的な視点からの経営判断を行えるようになり、ひいては企業価値の向上につながるかと期待されている。

社外取締役の複数化の背景には、2015年6月に東京証券取引所が上場企業の経営の規範となるコーポレートガバナンス・コードの導入がある。コーポレートガバナンス・コードとは、効果的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これら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も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、社外取締役の選任を2人以上と定め、株主の平等性の確保や株主以外のステークホルダーとの協働、適切な情報開示と透明性の確保が期待されるとしている。

1.2 社外取締役の選任の現状

図表1は、日本取締役協会の上場企業のコーポレートガバナンス調査に基づく、2010年から2016年までの東証一部上場企業の社外取締役人数別企業比率を示している。ここで注目すべきは、前年と比較して変化が見られた2015年と2016年の期間である。

2015年は、社外取締役を1名選任している企業(35.2%)よりも2名選任している企業(38.2%)が上回り、社外取締役の選任を2名以上求めるとしたコーポレートガバナンス・コードの規定に則って、上場企業が対応したことが読み取れる。

2016年は、社外取締役を2名選任している企業(49.8%)が最も多く、1名選任している企業(13.4%)よりも3名以上選任している企業(35.7%)が20%以上も上回っている。このことは、当該コードが上場企業に浸透し始め、経営陣が社外取締役を複数化し、その機能に期待していると考えられる。以上のことから、社外取締役の複数化は今後も取り組まれ、企業に定着していくと推察される。

1.3 本稿の目的

前述のように、社外取締役に期待される役割は大きく2つあり、経営者の監督機能と社外の知見を活かした助言機能である。社外取締役の複数化のメリットは、これらの導入メリットをより享受しやすくなることである。一方、デメリットは、複数の社外取締役の意見がまとまらず、取締役会決議に多くの時間やコストがかかってしまうことや、

報酬面での企業側の負担が大きいことである。そこで、本稿では、社外取締役の複数化による効果を実証的に検証する。

さらに、経営者の監督機能と社外の知見を活かした助言機能が、企業業績に良い影響をもたらすのかを収益性、安全性、及び成長性の 3 つの側面から明らかにする。

2. 先行研究

宮島・小川(2012)では、取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果を検証している。その結果、決定要因に関して、組織構造が複雑であるほど社外取締役を導入し、社外取締役比率も高くなる傾向にある一方で、導入効果に関して、社外取締役の導入が、平均的には企業価値の向上に寄与していないと報告している。

樋口(2013)では、社外取締役の独立性と機能が十分に確保されているかどうかを検証している。その結果、社外取締役の独立性に関して、経営者側の認識が低いことや、社外取締役の機能の発揮を妨げる課題として、社外取締役の経営経験の不足、社外取締役に対する情報提供の不足などを指摘している。

宮島・新田(2007)と三輪(2010)は、社外取締役の導入と企業業績の関係を、社外取締役比率とROAを用いて分析している。その結果、宮島・新田(2007)では、社外取締役比率の係数が有意な正であったことから、社外取締役の導入は、企業業績に向上をもたらす可能性があるとして指摘している。一方、三輪(2010)では、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。

これらの先行研究は、社外取締役導入企業の短期間の業績変化を分析した研究であるが、その導入が企業業績の向上に寄与するか否かを判断するうえで、より長期にわたる業績の変化を観察することが重要であると指摘している。また、社外取締役が1人から複数化した場合の業績に与える影響については効果が明らかになっていないと言える。

本稿では、社外取締役の複数化が企業業績に与える効果を、長期にわたる業績の変化も考慮して分析を行う。また、利益を獲得する力を測る収益性分析だけではなく、企業が倒産しないかを測る安全性分析と、企業の今後の成長性を測る成長性分析を行うことで、これらの尺度が、企業業績の向上に寄与しているか否かを明らかにする。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

分析対象となる企業は、2012年から2013年の間で社外取締役が1人から複数化した企業(3月期決算)とする。本稿では、「EDINET」に提出されている有価証券報告書をもとにサンプルを抽出した。また、長期にわたる企業業績の変化を見るため、複数化後3年を分析期間とした¹。同期間中に新規に上場した企業や上場廃止となった企業を除外した結果、分析対象企業は56社となった。

3.2 分析方法

社外取締役の複数化による企業業績の効果を、収益性、安全性、及び成長性の3つの側面から検証する。分析に用いるデータは『会社四季報』(東洋経済新報社)より入手した。

収益性の指標には、総資産利益率(Return on Assets:以下ROA)と自己資本当期純利益率(Return on Equity:以下ROE)を用いる。ROAは企業の総合的な収益性を測る指標であり、ROEは株主に対してどの程度利益を還元したかを測る指標である。安全性分析の指標には、自己資本比率を用いる。これは、企業経営を自己資本でどれだけ賄っているかを表す指標である。成長性分析の指標には、売上高成長率を用いる。これは、前期の売上高と当期の売上高を比較し、売上高が前期に比べてどれほど増減しているかを表す指標である。いずれの指標も、高い値ほど、収益性、安全性、

¹財務諸表の変化を分析する場合、3年間での変化に着目するのは、企業経営の体制が変化する場合、その効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるのは3年程度を経過した後である、とされている(岡部2007)。

及び成長性が高いことを意味する。

社外取締役に期待されている監督機能と助言機能が、効果的に発揮されているのであれば、1人であった2012年の値に比べ、2人以上になった2013～15年の値は、より高くなるはずである。本稿では、3つの側面から、社外取締役の複数化の効果を検証する。

分析手順は次の通りである。はじめに収益性、安全性、及び成長性に関する指標を年度ごとに計算し、また、複数化後3年間の平均値を算出した。次に複数化後の値(2013～15年)から複数化前の値(2012年)を差し引き、複数化の効果を測定する尺度を計算した。そして、サンプル56社のこれらの平均値が、統計的にゼロと異なるか、t検定を用いて検証した。

3.3 分析結果

図表2は収益性、安全性、及び成長性の分析結果である。ROA(ROE)は、2012年から1.85%、1.33%、1.44%、2.08%、(4.50%、4.22%、4.93%、6.88%)と推移している。複数化前と比べたところ、ROAは、-0.52%、-0.41%、0.23%であり、ROEは、-0.28%、0.44%、2.38%であった。複数化後3年平均のROA(ROE)は、1.62%(5.34%)で、2012年と比べ、-0.23%(0.85%)であった。これらの2012年との差が、統計的に有意であるかについて、t値を計算したところ、ROAとROEともに有意であることは確認されなかった。このことは、複数化後の値が、2012年と平均的には同じであり、複数化の効果を示すものではなかった。

自己資本比率は、2012年から49.45%、50.66%、51.07%、51.86%と推移している。複数化前と比べたところ、1.21%、1.62%、2.41%であり、複数化後3年平均は、51.20%で、2012年と比べ、1.75%であった。収益性と同様に、t値を計算したところ、2015年と複数化後3年平均において、有意な差が確認された。

売上高成長率は、2012年から0.43%、3.94%、11.20%、5.37%と推移している。複数化前と比べたところ、3.51%、10.77%、4.95%であり、複数化後3年平均は、6.84%で、2012年と比べ、6.41%であった。成長性も同様にt値を計算したところ、2014年と複数化後3年平均において、有意な差が確認された。

このことは、社外取締役の複数化は、安全性や成長性にプラスの効果をもたらしている可能性があることを示唆している。

4. 結論と課題

本稿の目的は、収益性、安全性、及び成長性の3つの側面から、社外取締役の複数化が、企業業績に与える効果を明らかにすることであった。分析結果は、収益性の面で、統計的に有意な効果を示していなかったが、安全性と成長性の面で、統計的にプラスの効果を示していた。

これらの分析結果は、コーポレートガバナンス・コードで規定された社外取締役の複数化の効果を裏付けるものであると言え、今後、株主はその選任にあたり、社外取締役の質に加えて、何人導入するのかを検討し、決定していく必要があることを示唆している。

最後に今後の課題について提示する。第一に、複数化以外の要因で、企業業績が変化した場合を考慮する必要がある。そのため、コントロール企業として、2012年度から社外取締役を継続して1名導入している企業を、サンプル企業と同数抽出し、分析を行うことで複数化による効果をより明確にできると考えられる。

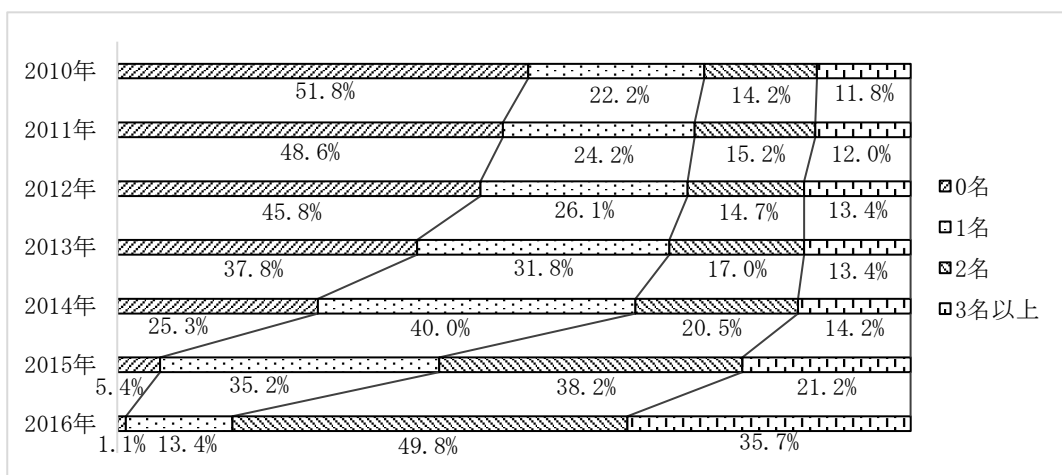
第二に、社外取締役の特性を考慮して研究を行う必要がある。この点については、先行研究でも課題として指摘されており、特に社外取締役の独立性を考慮して分析を行う必要があるという指摘が多く見られた。株主総会は社外取締役や社外監査役を導入するうえで、社外取締役としての適任性に留意しているため、本稿で取り上げた社外取締役の人数に加えて、社外取締役の独立性や経歴、専門性などの特性にも注目した研究を行う必要があると考える。

第三に、コーポレートガバナンス・コード導入後の検証を行う必要がある。本稿では、社外取締役を自発的に導入した企業を分析対象としているが、当該コードにより、強制的に複数の社外取締役を導入した企業を対象とした場合に、本稿から得られた結果と異なるのかを研究することが今後の課題である。

引用文献

- [1] 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」『独立行政法人経済産業研究所』, RIETI ポリシーディスカッションペーパーシリーズ.
- [2] 樋口晴彦(2013)「日本における社外取締役の現状と課題:その独立性と機能の確保を中心に」『千葉商大紀要』,50(2),63-82.
- [3] 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,28-77.
- [4] 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) ,15-27.
- [5] 日本取引所グループ「コーポレートガバナンス・コード原案」<http://www.jpx.co.jp/>
- [6] 日本取締役協会「上場企業のコーポレートガバナンス調査」<http://www.jacd.jp/>
- [7] 三菱 UFJ 信託銀行「社外取締役の導入と企業価値」<http://www.tr.mufg.jp/>

図表 1 社外取締役選任人数別 企業比率(東証一部)



(出所)「日本取締役協会」に基づき筆者作成

図表 2 分析結果

指標	収益性						安全性			成長性		
	ROA (N=53)			ROE (N=52)			自己資本比率 (N=54)			売上高成長率 (N=53)		
	平均値 (%)	差 (%)	t 値	平均値 (%)	差 (%)	t 値	平均値 (%)	差 (%)	t 値	平均値 (%)	差 (%)	t 値
2012年	1.85	—	—	4.50	—	—	49.45	—	—	0.43	—	—
2013年	1.33	-0.52	-0.438	4.22	-0.28	-0.152	50.66	+1.21	1.742	3.94	+3.51	1.626
2014年	1.44	-0.41	-0.197	4.93	+0.44	0.194	51.07	+1.62	1.926	11.20	+10.77	3.721*
2015年	2.08	+0.23	0.189	6.88	+2.38	1.351	51.86	+2.41	2.055*	5.37	+4.95	1.314
3年平均	1.62	-0.23	-0.222	5.34	+0.85	0.515	51.20	+1.75	2.271*	6.84	+6.41	2.680*

*は5%水準で有意であることを示している。