

研究指導 大橋 良生 講師

社外取締役の複数選任による企業業績への影響

田村 はるか

1. 問題の所在

1.1 会社構造

株式会社は、いくつかの機関によって構成されている。会社の構造としてトップに代表取締役、2番目に取締役(会)、3番目に株主(総会)がくるようなピラミッド型になることが一般的である。

株主総会は会社の株を所有している投資家すべての人が参加できる会社の最高意思決定機関である。取締役会はその株主総会で選任された取締役によって構成される。主な役割としては、会社の業務執行の決定、取締役の職務執行の監督、代表取締役の選定および解職を行うことである(会社法362条2項)。代表取締役は、取締役会の中から選任¹され、実質的な会社の経営権をもち、業務執行を行う。

1.2 監査役(会)設置会社と委員会設置会社

株式会社では、会社の規模や事業内容などに合わせてさらに細かく機関設計が行われる。機関設計として監査役(会)設置会社と委員会設置会社がある。

監査役設置会社とは、監査役を選任している会社であり、会計監査のみでなく代表取締役の業務監督も行う。代表取締役の監督を行うモニタリングの中心を監査役としていることが特徴として挙げられる。

監査役設置会社と同じくモニタリングの中心を監査役としている機関設計が監査役会設置会社²である。監査役設置会社との違いは、メンバーの半数以上を社外監査役³で構成した監査役会を設置することである。

委員会設置会社とは、2002年に改正された商法によって新たに導入された機関設計の形態である。取締役会の中に3つの委員会⁴を設置し、さらに代表

取締役の代わりに執行役が選任される。各委員会の過半数は社外取締役でなければならない。

以上の機関設計から、企業は適切なものを選択することになる。東京証券取引所上場企業のうち約9割が監査役(会)設置会社であり、残り1割が委員会設置会社である。

1.3 社外取締役の役割

2002年の委員会設置会社の導入にあわせて、従来の取締役には当てはまらない社外取締役が監査役設置会社においても適用されるようになってきている。商法改正から10年が経過し、今日の日本企業において経営面における社外取締役の存在が注目されるようになった。

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ったことがないもの」と定義される(会社法2条15項)。

社内取締役に加えて取締役会に構成される社外取締役には、第三者の立場から企業の経営や代表取締役または執行役の業務執行を監視し、経営の非効率性を省くことや株主など企業外部の利害関係者の意見を企業経営に反映させることが求められている。社外取締役の設置により、経営の効率化が図られ、企業の業績の改善に結びつくことが期待されている。

図表1は、社外取締役を選任している企業の比率の推移を示している。年々増加傾向にあり、2014年6

¹ 社長だけでなく、常務や専務なども代表取締役となっている場合が多く、必ずしも1名とは限らない。本稿では、代表取締役社長として扱う。

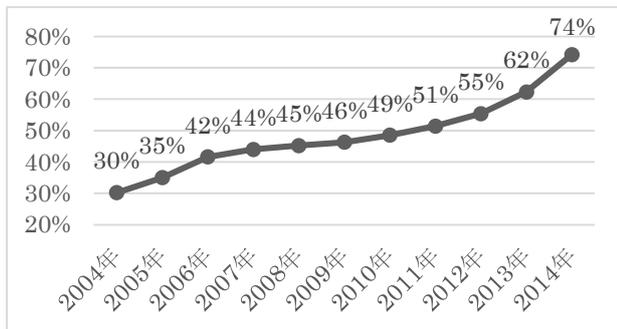
² 大企業は委員会または監査役会の設置が義務付けられている。

³ 社外監査役は「株式会社の監査役であって、過去に当該株式会社またはその子会社の取締役、会計参与もしくは執行役または支配人その他の使用人となったことがないもの」をいう(会社法2条16項)。

⁴ 設置されるのは指名委員会、監査委員会、報酬委員会の3つである。

月の時点で7割を超えている。

図表 1 社外取締役を選任している企業の比率推移 (東京証券取引所一部上場企業)



(出所)株式会社東京証券取引所

さらに、2014年6月には、コーポレートガバナンスの強化を目的とし会社法が改正された。改正会社法では社外取締役の設置義務化は先送りされたが、設置を促す内容となっている。また社外取締役を設置しない企業はその理由を株主総会で説明することが義務化された。

1.4 本稿の目的

社外取締役を選任しても効果が十分に発揮されていない企業も多いとの指摘もある。その理由として社外取締役が取締役会で意見しにくい状況にあるということが挙げられる。この問題のひとつの対応策として話が進められているのが金融庁と東京証券取引所による新たな企業統治指針である。この指針は東証一部・二部上場企業を対象に社外取締役を複数選任させる内容であり、複数設置していない企業は株主総会でその理由を説明することが求められる。

先行研究では、社外取締役による企業業績への影響について社外取締役比率を用いた分析はされているが、複数選任されているかそうでないかの直接的な分析はなされていない。社外取締役の設置は政府主導で促されており、特に上場会社は社外取締役の選任、また複数の選任に関して説明義務が課されるようになる。そこで、社外取締役の効果を明らかにすることが必要となってくると考えられる。

本稿では、社外取締役の人数に焦点をあて、社外

取締役を複数選任することで企業業績にどのような影響を及ぼすのかを検証する。

2. 先行研究

図表 2 は、先行研究の分析結果をまとめたものである。

図表 2 先行研究の分析結果まとめ

先行研究	清水(2007)	宮島・新田(2007)	入江・野間(2008)	三輪(2010)	
項目	社外取締役比率	社外取締役比率	独立社外取締役	社外取締役比率	社外取締役比率の増加
企業価値	○正の相関	-	○正の相関	-	-
企業業績	×相関をもたない	-	×相関をもたない	-	-
将来の企業業績	-	○正の相関	-	△弱い正の相関	-
企業業績の増加	-	-	-	-	×相関をもたない

先行研究による社外取締役比率と企業業績での分析結果は混在している。また、社外取締役比率に関しては分析が行われているが、社外取締役の人数に関しては直接的には取り上げられていない。

これらのことから本研究では、社外取締役の人数に注目し、社外取締役が企業に複数選任されていることによる企業業績に与える影響について分析を行う。この点が先行研究に対する本研究の新規性である。

3. 分析の枠組み

3.1 サンプル

本研究の分析対象となる企業は、監査役設置会社または監査役会設置会社において社外取締役を2人以上選任している企業である。金融庁の電子情報開示システム「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。具体的には東京証券取引所一部上場企業のうち、下記の要件をみたす企業を抽出した。①3月決算、②金融業ではない、③監査役設置会社または監査役会設置会社の機関設計の企業、④社外取締役が2人以上選任されている企業である。この結果、サンプル企業は、168社が抽出された。

次にサンプル企業における複数選任の影響を検証するために、コントロール企業として、1名選任企業を抽出した。なお、コントロール企業は、サンプル企業と同業種で社外取締役比率が最も近い企業とし、168社を抽出した。

3.2 分析方法

本研究では企業の収益性をみる指標として、自己資本純利益率(ROE)と総資産利益率(ROA)を用いて分析を行う。

自己資本純利益率は、株主から投資された資本がどれだけ効率的に運用されているかをみることができる。投資家にとって企業の収益性をみるための最も重要な指標であるといえる。

総資産利益率は、企業全体の資産を利用してどれだけ利益を上げることができたかをみるものであり、企業経営者にとって重要な指標となる。

分析の手順として、ROE、ROAをサンプル企業とコントロール企業それぞれで各年度のROEとROAの平均値を算出し、その平均値に統計的に有意な差がみられるのかt検定を用いて検証した。

3.3 仮説

本研究の仮説は、サンプル企業とコントロール企業の比較に対し、「サンプル企業のほうがコントロール企業よりも業績にプラスの影響をもたらす」である。

その理由は、経営の無駄を外部の視点から指摘され、業績の改善が期待される社外取締役選任企業において、複数選任することで社外取締役が取締役会で意見しやすくなると奥村(2014)は指摘している。すなわち、同じ社外取締役比率であったとしても、複数選任により社外取締役の意見がより反映されるようになり、社外取締役に期待されている効果は高く発現すると考えられる。

4. 分析結果と含意

図表3は、分析結果である。

図表3 サンプル企業とコントロール企業の分析結果

		2013年	2014年	AVE
ROE	①サンプル企業 N=168	5.96%	8.34%	7.15%
	②コントロール企業 N=168	14.74%	7.36%	11.05%
	差	-8.73%	0.98%	-3.90%
	(①-②)	(-0.857)	(-0.780)	(-0.693)
ROA	①サンプル企業 N=168	2.50%	3.37%	2.94%
	②コントロール企業 N=168	2.23%	3.15%	2.69%
	差	0.27%	0.23%	0.25%
	(①-②)	(0.640)	(0.787)	(0.809)

Nはサンプル数を示している。

()の値はt値を示している。

はじめにROEの分析において、2013年度ではコントロール企業のほうが、2014年度ではサンプル企業のほうが、両年の平均は、コントロール企業のほうが高い結果であった。ただし、サンプル企業とコントロール企業の平均値の差は統計的に有意ではなかった。そのため、サンプル企業のほうが業績にプラスの影響をもたらすとはいえないという結果となった。

次にROAの分析において、2013年度、2014年度、及び両年の平均のそれぞれでサンプル企業のほうが高い数値であった。しかし、t検定の結果は、平均値の差に有意性を示しておらず、必ずしもサンプル企業のほうが業績にプラスの影響をもたらすとはいえないという結果となった。

ROEとROAで一部異なる結果が示されたが、どちらの指標も統計的に有意な差はみられなかった。このことは、社外取締役を複数選任することが1名選任する場合と比べて業績向上効果をもたらしてはいないことを示唆している。

すなわち、本研究の分析では、「社外取締役複数選任企業のほうが1名選任企業よりも業績にプラスの影響をもたらす」という仮説を支持する証拠を得ることはできなかった。

5. まとめと今後の課題

5.1 まとめ

社外取締役は、第三者の立場から会社トップの企業経営を監視し、経営の非効率性を省くことや株主

など企業外部の利害関係者の意見を企業経営に反映させることが求められている。コーポレートガバナンスの強化を目指した会社法の改正などにより日本企業において改めて社外取締役の重要性が高まってきている。

本研究では、収益性の指標である ROE と ROA を用いて、社外取締役の複数選任が企業業績にプラスの影響をもたらすのかについて分析を行った。分析結果から社外取締役を複数選任することは 1 名のみの選任と比べ、企業業績にプラスの影響をもたらすとはいえないことが示された。

この結果により、社外取締役の複数選任することで、社外取締役の機能が発揮されないという問題の解決に寄与するとは限らないことが示唆された。そのため、会社内での社外取締役の定義の厳格化など、社外取締役を日本企業の取締役会で機能させるための対応策を引き続き議論していくことが必要となる。

5.2 今後の課題

最後に社外取締役に関する問題解決のための課題を提示する。

第一に、取締役会での議題の内容を検討する必要がある。社外取締役の制度はもともと欧米企業が導入していたものである。奥村(2014)によると、日本企業の取締役会では、ガバナンスよりも細かな業務執行に関しての議題が多いため社外取締役が議論に入れず意見することができない状態となっていると指摘されている。社外取締役を十分に機能させるためには、海外の制度をそのまま取り入れただけの現在の状況から取締役会ごと変化をしていかなければならない。

第二に、社外取締役の独立性を検討する必要がある。先行研究でも社外取締役の独立性による業績や価値への影響に関しては分析されている。入江・野間(2008)では独立社外取締役は企業価値への影響を及ぼすことが明らかになっている。その他の先行研究や文献でも社外取締役の独立性を重視すべきだという指摘が多くみられた。現在、独立性の規定に関しては、会社法での定義はなく、東京証券取引所

の規定でも「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役」とされており、独立性の厳格な定義はなされていない。社外取締役の選任を進めていくうえで、企業や代表取締役からどの程度の独立性をもっていることが社外取締役の有効性を高めるために効果的であるのかを議論や検証を行う必要がある。

主要参考文献等

- [1] 入江和彦・野間幹晴(2008)「社外役員の独立性と企業価値・業績」『経営財務研究』第 28 巻第 1 号 pp.38-55
- [2] 奥村研(2014)「導入加速する社外取締役はガバナンスに有効なのか」『週刊東洋経済』2014/6/14 号
- [3] 清水一(2007)「取締役会の属性と企業価値の関係について」『高松大紀要』第 48 巻 pp.39-52
- [4] 高岡義幸(2013)「日本におけるコーポレート・ガバナンスの論理と方策に見られる不適合」『広島経済大学経済研究論集』第 36 巻第 1 号 pp.17-29
- [5] 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』第 50 巻第 2 号 pp.63-82
- [6] 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」『企業統治の多様化と展望』pp.28-77
- [7] 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』第 25 号 pp.15-27
- [8] 東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp/>
- [9] 日本取締役協会 <http://www.jacd.jp/>