

# 社外取締役と企業業績の関係性

## ーグループ企業と独立企業における差異の実証分析ー

2016年1月8日

奥宮 陸・末吉 紘治・田中 千紗乃・西野 修平・福田 智美

### 要旨

近年、社外取締役を導入する企業数は増加傾向にある。しかし、過去に行われてきた研究においては社外取締役の導入が企業業績に及ぼす効果については議論が分かれている。そこで本研究では、社外取締役を導入している企業を、持ち株比率 20%以上を保有する株主の有無によってグループ企業と独立企業とに区別し、それぞれの企業群における社外取締役比率(独立社外取締役/取締役)が企業業績に与える影響を、実際の企業データ(2010年度・2014年度)を用いて分析した。検証の結果、グループ企業より独立企業の方が社外取締役比率が高いことがわかった。さらに、独立企業のみ、企業業績が社外取締役の影響を受けることが確認された。したがって、社外取締役の選任状況や、社外取締役が業績に及ぼす影響は、グループ企業と独立企業の間で差があるといえる。このことから、社外取締役に関する研究においては、企業を一律に扱うのではなく、企業の特性を考慮したうえで分析を行う必要があることが示された。

## 1. はじめに

### 1-1 日本における社外取締役の歴史

日本の企業統治において社外取締役の選任は重要な改革課題の一つである。かつて、日本企業の取締役会は、①もっぱら内部昇進者から構成されていること、②経営の執行と監督が未分離なこと、③取締役会の規模が過大であることを共通の特徴としていた。こうした特徴は、それが形成された戦後から高度成長期の経済環境と整合的で、また日本型企业システムの他の制度的特徴と補完的關係にあった(宮島・新田, 2006)。しかし、企業金融の変化、1990年代の外国人株主の増加、金融危機以降の株式安定保有構造の解体など、取締役会は様々な状況に対応する必要が生じた。

経営環境が変化する中、取締役会の改革は始まった。1997年、ソニーは日本企業で最初に、執行役員を導入と並行して社外取締役を選任した。以来、社外取締役制の導入促進が大きな議論を呼んだ。その後、2001年・2002年の商法改正を経て、委員会設置会社への移行は低調にとどまったものの、取締役会の規模縮小と並行して社外取締役の登用は着実に増加した。また、2010年3月以降、東京証券取引所の上場規則により、上場会社には独立役員の名以上の選任が義務付けられている。独立役員とは、社外取締役または社外監査役のうち、一般株主と利益相反が生じる恐れのない者を指す。こうして、日本企業の取締役会は形成以降、現在に至るまで大きな変化を遂げてきた。

東京証券取引所(2015)によると、独立社外取締役を選任している上場会社(市場第一部)の割合は、2010年の31.5%から2015年には84.7%にまで上昇した。さらに、2015年6月1日よりコーポレートガバナンス・コード(企業統治原則)が改定され、上場企業に対して、社外取締役に独立性の高い人材を2名以上選任することを促し、設置しない会社には説明義務を課した。この事実上の義務化に対して、賛否両論の意見が見られるが、日本企業の社外取締役選任の割合がより高まっていくことが予想されるのは言うまでもない。

### 1-2 社外取締役における二つの役割

現在、日本の社外取締役比率(独立社外取締役/取締役)は9.6%である。これに対し、米国が70%、英国が50%、韓国が30%と、我が国の値が著しく低いことが分かる。これは、日本企業と海外企業とでは取締役に求める役割が根本的に違う点に起因する。

社外取締役の役割は、大きく分けて二つ存在する。それは、モニタリング機能とアドバイザー機能である。

モニタリング機能とは、経営の執行役が行う企業経営が正しく行われているかを監視する役割である。欧米企業や海外機関投資家が重視しているのは、この機能である。この点において、経営の執行役からの独立性を高める必要があるため、独立社外取締役比率が比較的高い。しかし、社外取締役は一人で複数の企業の取締役を兼任したり、その企業と利害関係のある者が選任されたりすることによって、その役割が十分に担えていないという問題もある。

アドバイザー機能とは、社外の第三者から社内にはない知識や経験を基に経営に対する助言をしてもらうことを目的とした役割である。欧米企業と異なり、日本企業は、この機能を求めている。これは、日本特有の監査役制度が関連する。日本企業の監査役は、取締役から独立した存在であり、取締役を監視する役割を担っている。そのため、日本企業は敢えて社外取締役にモニタリングの役割を求める必要がない。よって、日本企業では、社内で経験を積み、経営執行の担い手に相応しい社員の中から取締役が選任され、その中から社長が選任される。日本取締役協会が行った調査(2011)によると、社外取締役が会社に貢献している役割について、最も多かった企業側回答は「経営執行のアドバイス」である。このことから、日本企業の経営者はモニタリング機能に必要な独立性よりも、アドバイザー機能に必要な知識や経験など、社外取締役の能力面を重視しているといえる。

(樋口, 2013)。また、改定されたコーポレートガバナンス・コードで経営に精通している人材を求めている点も、日本企業はアドバイザー機能を求めているためだと考えられる。

### 1-3 本研究の目的と意義

社外取締役がアドバイザーとして企業業績あるいは企業価値に及ぼす影響に関する研究はいくつか存在するが、はっきりとした結果は得ることが出来ていない。そして、その多くが単純に社外取締役比率に着目している。一方で、企業特性や利害関係の有無によって社外取締役の効果が変わってくるという意見も存在している。つまり、単純に社外取締役比率で業績に対する影響を測るのではなく、個々の社外取締役の独立性が高く、企業に対しての影響力も高いかどうか、すなわち社外取締役の質を考慮する必要があると言える。日本の企業では取締役という役職は昇進のゴールであり、ある程度内部から昇進者を出すことで社員のモチベーションを引き上げるというインセンティブがある。これに反し、海外の企業は取締役会が企業の経営の執行とは分離していることが多く、社外取締役を増やすことにインセンティブがある。このように、日本企業と海外の企業の社外取締役の意味合いには差が存在している。

そこで、本研究では、社外取締役が果たす役割の効果を独立性とその影響力の高さという点で測る。その理由としては、上述したように日本企業が社外取締役を導入するのは、内部者だけでは得る事が出来ない情報や経験などを第三者的な視点から助言を得るためであるので、内部昇進者と同等な立場で企業に影響を与えているかが重要であるからである。その方法として、グループ企業と独立企業で分けて考えることで上記の条件を踏まえて検証することができるのではないかと考える。ここで言うグループ企業とは、持ち株比率が20%以上の株主を持つ企業であり、独立企業とは、持ち株比率が20%以上の株主を持たない企業であると定義する。このような分析を行う理由としては、グループ企業では親会社から出向している取締役が存在し、彼らが多大な影響を及ぼし、社外取締役が十分な影響力を持たず、逆に、親会社では独立性の高い社外取締役が招聘され、十分な影響力を持っているのではないかと考えられるからである。

そこで、本研究ではグループ企業と独立企業に分けて、それぞれの社外取締役比率と企業業績との関係に関して分析検証していくとする。

## 2. 先行研究

社外取締役比率と企業価値・企業業績との関係に関する研究はいくつか行われているが、いずれも明確な結論を得るまでには至っていない。清水 (2011)の研究では、社外取締役比率が上昇することで企業価値(トービンの  $q$ )が高くなると結論付けているが、委員会設置会社への移行は企業価値を低下させるというパラドックスを提唱している。また、三輪 (2010)の研究では、2004年の社外取締役比率が、2004年から2008年の企業業績(資産の時価・簿価比率やROA)の平均値に及ぼす影響を分析した結果、社外取締役比率と企業業績の間に有意な結果は得られなかった。このように、社外取締役の比率に着目し、それと企業価値・企業業績との関係をテーマとする研究はいずれも、はっきりとした結論を得ることができていない。

一方、単に社外取締役比率を研究に採り入れるだけでは、企業業績や企業価値とは有意な結果は得られないとする研究も存在する。宮島・小川 (2012)は、社外取締役の選任は企業特性(事業の複雑さ、モニタリングの複雑性、情報獲得の困難さなど)によって規定され、社外取締役の選任や比率の増加が企業価値を引き上げることはないと論じている。また、三輪 (2006)は、利害関係の有無によって会社を分類し、それぞれの社外取締役比率と企業価値の関係について分析している。その結果、企業と利害関係がない社外取締役比

率を高める一方、執行業務を兼務する取締役比率を低くすれば、企業価値が高まる可能性があることが立証された。このように、社外取締役の効果は、企業の特性や社外取締役とその会社との利害関係によって左右される可能性がある。

海外でも社外取締役と企業業績に関する研究は行われているが、単純な社外取締役の比率に着目していて、企業特性や利害関係に着目した文献は少ない。アメリカでは、Rosenstein&Wyatt (1990)が、社外取締役の導入と株価は正の相関があることを証明している一方、Hermalin&Weisbach (1991)、Mehran (1995)、Yermack (1996)、Klein (1998)、Dalton&Daily&Ellstrand&Johnson (1998)による研究では、社外取締役と企業業績との間に相関は見られなかった。また、Agrawal&Knoeber (1996)の研究では、社外取締役比率と企業業績に負の相関があると証明している。アジアでは、韓国の Jongmoo&Sae&Sean (2007)が同様の研究を行っており、社外取締役比率が企業価値(トービンのq)に正の影響を与えているという仮説が支持されている。しかし、いずれの研究も社外取締役比率に企業特性や利害関係の影響を考慮に入れていない。

したがって、本研究において、社外取締役が企業にもたらす影響を明らかにするにあたり、持ち株比率 20%以上の株主が存在するグループ企業と、持ち株比率 20%以上の株主が存在しない独立企業の二つに分類して分析する、さらに、企業特性の違いを考慮したうえで意義は大きいといえる。本研究のように、グループ企業と独立企業における比較という視点で、社外取締役の機能を検討しようとした研究は、先行研究を調べた限りにおいては世界的に見ても皆無であって、本研究が初めての試みである。このような視点を研究に取り入れることによって、社外取締役の役割と機能への理解がこれまで以上に深まると考えられる。

### 3. 仮説の導出

日本企業が社外取締役に求める役割はアドバイザー機能であるということは前述したとおりである。しかし、それは社外取締役に求める役割をアドバイザー機能とモニタリング機能との二つに限定した上で、欧米企業に比べて前者の機能がより求められていると述べたに過ぎず、そもそも内部昇進のインセンティブとしての役割といった、その他の役割が日本企業においては求められている可能性もある。例えば村田製作所では、社外取締役として子会社の役員を任されることがその後の本社での昇進につながったため、子会社の経営が一種の研修の場であったと考えられる(猪木・西島, 2007)。そこで本研究ではまず、日本企業が社外取締役に求める最も大きな役割がアドバイザー機能であるということを確認させたい。仮に最も求められる役割がアドバイザー機能であるとすれば、その機能をより発揮しやすい環境は社外取締役の権限がより大きい企業であると考えられる。また、村田製作所の例のように、グループ企業には社外取締役の導入にあたって、その企業の業績向上を目的とする意識がない可能性がある。以上のことから、グループ企業よりも独立企業のほうが社外取締役導入に積極的であると考えられる。よって、最初の仮説として以下を提示する。

仮説 1：社外取締役の比率は独立企業のほうがグループ企業よりも高い。

前項の先行研究でも、社外取締役の経営に対する影響については意見が分かれることを紹介した。これは研究対象とした年次や対象企業、経営環境、研究者の分析手法において

差異が生まれているからであると推察される。そこで本研究は、現代の日本における社外取締役のアドバイザーとしての効用を測るものであり、社外取締役がアドバイザーとしての機能を果たしているという前提に立っているということを確認した上で議論を進めることとする。前述したように社外取締役の役割を考えたとき、社外取締役比率によって将来の企業業績が影響を受けていると考えられる。また社外取締役の平均的な任期は4年であることから、社外取締役の変化がもたらす影響が4年間で表れてくると想定した。

この検証においては、社外取締役の企業業績に与える影響に焦点を当てているため、グループ企業と独立企業で分けずに考える。

#### 仮説2：社外取締役比率は将来の企業業績に影響を与える。

社外取締役の有効性に対して、「経営者は、法規制に抵触しない範囲内で自らに友好的な社外取締役を選任することができる」（宮島・小川，2012）という懐疑的な意見がある。つまり、日本企業が社外取締役に求めるアドバイザーとしての役割を果たさない危険性である。また、前節まで述べたように、社外取締役の機能は企業の特長や利害関係の有無によって発揮されるかどうかが大きく変わることである。日本において社外取締役がアドバイザーとしてのパフォーマンスを十分に発揮できるかどうかについての意見が分かれるのは、その権限の大きさによるところが大きいため、権限の大きさに差異があると思われる企業グループの比較研究をすることが求められる。そこで本研究では、権限の大きさに影響を与えるグループ企業の有無に着目し、グループ企業と独立企業という企業特性に焦点を当てる。

高度経済成長期の日本は、系列と呼ばれる垂直統合型の企業集団によって大きな成長を遂げた。系列は長年の不況を通じて分解されたと考えられているが、現在でもいわゆる大企業が複数の子会社を持ち、グループ化するという構造は変わらない。むしろ、欧州型の資本関係に基づいた垂直統合は今でも健在である。そして、このビジネスシステムには強者の力を濫用したケースがあると指摘する声もある（加護野，2009）。本研究ではこれらの点から、いわゆるグループ企業は親会社からの出向者によって経営を制限され、社外取締役の発言力が弱く、その影響力も小さいと考えられる。ほかの条件をそろえた場合、企業の経営効率性に対する監視能力が高い独立企業のほうがグループ企業よりも資産収益率（以下、ROA）は高くなると考えられる。

#### 仮説3：4年間の企業業績の変化は社外取締役比率の変化に起因するものであり、その影響力はグループ企業よりも独立企業のほうが大きい。

## 4. 調査方法

### 4-1. 調査対象

本研究の分析では東証一部上場企業を分析対象とし、『有価証券報告書』に記載されたデータを用いた。また、『有価証券報告書』からデータを得る際は、株式会社プロネクサスが提供しているデータベースサービス「eol」と「EDINET」を使用した。使用したデータは、2010年度と2014年度の売上、純利益、ROE、ROA、総資産、取締役員情報、社外取締役員情報である。欠損値のあるデータはサンプルから除外し、最終的に166社を今回の分析対象とした。データ収集を行った結果、グループ企業・独立企業ともにそれぞれ83社となった。これらは、各業界の企業数を合わせ、売り上げなどの会社規模をできる限

り近くなるようにサンプルをとっている。今回収集した2つのサンプルについて、グループ企業か独立企業かという違い以外に、主たる企業の特徴について違いがないことを確認するため、売上、総資産、業界といった指標について、平均値の差のt検定を行った。その結果が表1である。表1のp値より、売上、総資産において平均値の差は統計的に有意でなかったことから、本研究における独立変数以外の要因が財務指標に影響を与えている可能性が低いことを確認した。また、業界については、同じ数でそろえているため、差異は全くない。

表 1

	t値	df値	p値
売上	0.403	172.72	0.688
総資産	0.556	135.99	0.579

また、財務データは連結決算を用い、連結決算の無いもののみ単独決算を用いた。先述の通り、2010年度と2014年度の財務諸表を分析に用いる理由は、一般的な社外取締役の任期が4年間であるということから、この4年間で、社外取締役の効果が表れるのに十分な期間であると想定したためである。

## 4-2. 分析手法

### (i) 重回帰モデル

グループ企業と独立企業それぞれにおいて、社外取締役比率の変化が企業業績に与える影響に関して、重回帰分析を用いて検証した。企業業績を被説明変数とし、社外取締役比率の変化を説明変数とした回帰モデルを考える。本研究では阿部・小黒(2003)の研究を参考にして、清水(2011)や宮島・新田(2006)などで用いられている株式投資収益率(トービンのq)ではなくROA(事業利益(営業利益+受取利息・配当金)を総資産(簿価)で割ったもの)、ROE、売上、純利益、総資産を、企業業績を測定する物差しとして採用した。売上、純利益、総資産においては、2014年度と2010年度の差をとり、ROE、ROAにおいては2010年度から2014年度の成長率をとり、それらを被説明変数として用いて、グループ企業と独立企業とを比較した。

株式投資収益率(トービンのq)とは、株式市場で評価された企業価値を資本の再取得価格で割ったものである。ここでいう企業価値とは、株式市場が評価する企業の株価総額と、債務の総額との和である。これは、企業収益の将来予想に関する市場の評価を反映していると解釈することができる。

一方で、会計利益を用いる場合は、企業の過去の業績を計ることになる。将来の企業業績予測が会計利益に反映される度合いは低いと予測されるため、取締役交代と ROA、ROE、売上の、純利益、総資産との因果性は株式投資収益率よりも明確であると考えられる。以上の理由により、本研究では会計利益を企業実績の指標として使用した。

さらに、グループ企業と独立企業に有意差の有無に関しては t 検定を用いて検証した。

## (ii) その他のコントロール変数

本研究では社外取締役比率の変化が企業業績に与える影響を考察するために、企業業績に影響を与える他の要因をコントロールする必要がある。コントロール変数には①企業規模としての売り上げ、②総役員数、③総資産、④業界ダミーをそれぞれ加えることとする。

## 5. 分析結果

仮説 1：社外取締役の比率は独立企業のほうがグループ企業よりも高い。

2014 年度と 2010 年度の社外取締役の比率を 2 グループ間で比較した。2 集団の比較には t 検定を用いた。そして結果を以下の表 2 に表した。

	G平均	D平均	t値	df値	p値
2010年度	0.193	0.141	-1.866	152.79	0.064
2014年度	16.243	22.133	2.625	139.82	0.01

(G 平均はグループ企業の社外取締役比率、D 平均は独立企業の社外取締役比率を指す。)

表 2 の p 値から、2010 年度は 5 % 水準で有意な結果は得られなかったが、2014 年度は上記の通り 1 % 水準で有意であり、独立企業の方がグループ企業よりも社外取締役の比率が高いということを立証できた。そのため、仮説 1 は部分的に支持された。

仮説 2：社外取締役比率は将来の企業業績に影響を与える。

ここでいう企業業績とは、(a)ROE、(b)ROA、(c)売上、(d)純利益のことである。年の違いによる景気変動の影響をなくすため、全ての数値はデータベース「eol」内の有価証券報告書から取得し、2014 年度のものを使用した。

(注 1) 社外取締役比率 = 社外取締役の数 / 総取締役員数

(注 2) ROE = 純利益 / 自己資本

(注 3) ROA = 事業利益 / 総資産 (簿価)

立てた仮説を基にそれぞれ数式に表すと以下ようになる。

$$(a)ROE = a1 * \text{社外取締役比率} + a2 * \text{総資産} + a3 * \text{総役員数} + a4 * \text{業界ダミー1} + a5 * \text{業界ダミー2} + a6 * \text{業界ダミー3} + a7 * \text{業界ダミー4} + a8 * \text{業界ダミー5} + a9 * \text{業界ダミー6} + a10 * \text{業界ダミー7} + a11$$

$$(b)ROA = b1 * \text{社外取締役比率} + b2 * \text{総資産} + b3 * \text{総役員数} + b4 * \text{業界ダミー1} + b5 * \text{業界ダミー2} + b6 * \text{業界ダミー3} + b7 * \text{業界ダミー4} + b8 * \text{業界ダミー5} + b9 * \text{業界ダミー6} + b10 * \text{業界ダミー7} + b11$$

$$(c)\text{売上} = c1 * \text{社外取締役比率} + c2 * \text{総資産} + c3 * \text{総役員数} + c4 * \text{業界ダミー1} + c5 * \text{業界ダミー2} + c6 * \text{業界ダミー3} + c7 * \text{業界ダミー4} + c8 * \text{業界ダミー5} + c9 * \text{業界ダミー6} + c10 * \text{業界ダミー7} + c11$$

$$(d)\text{純利益} = d1 * \text{社外取締役比率} + d2 * \text{総資産} + d3 * \text{総役員数} + d4 * \text{業界ダミー1} + d5 * \text{業界ダミー2} + d6 * \text{業界ダミー3} + d7 * \text{業界ダミー4} + d8 * \text{業界ダミー5} + d9 * \text{業界ダミー6} + d10 * \text{業界ダミー7} + d11$$

以上の数式を用いて重回帰分析を行い、得られた結果を表3にあらわした。

表3

	(a)ROE		(b)ROA		(c)売上		(d)利益	
	係数推定値	p値	係数推定値	p値	係数推定値	p値	係数推定値	p値
定数項	1.19e -16	1	1.58e -16	1	6.70e -17	1	4.34e -17	1
社外取締役比率	0.113	0.157	-0.004	0.95362	-0.023	0.585	-0.028	0.314
総資産	0.069	0.391	-0.042	0.58927	0.838 <2e -16 ***		0.94 <2e -16 ***	
総役員数	0.053	0.52	0.205	0.00976 **	0.074	0.0862	-0.046	0.116
業界ダミー1	-0.019	0.863	0.27	0.01108 *	-0.052	0.3652	-0.017	0.672
業界ダミー2	-0.117	0.482	-0.124	0.43683	-0.05	0.5617	-0.073	0.213
業界ダミー3	-0.246	0.043 *	-0.0313	0.78725	-0.102	0.1075	0.015	0.725
業界ダミー4	-0.085	0.488	0.025	0.83124	-0.098	0.1275	-0.014	0.743
業界ダミー5	-0.003	0.98	3.65e -04	0.99745	-0.132	0.0342 *	-0.046	0.277
業界ダミー6	-0.129	0.317	1.40e -05	0.99991	-0.023	0.7288	-0.042	0.361
業界ダミー7	0.009	0.923	-0.057	0.52481	-0.027	0.5839	-0.016	0.627

(注) \*\*\*は1%、\*\*は5%、\*は10%水準で統計的に有意であることを示す。

以上より、ほぼすべての説明変数に関して有意な結果が得られなかったため、社外取締役は企業の業績に影響を与えないという結果が得られた。

次に、グループ企業と独立企業を分けて単回帰分析を行うことで、グループ企業と独立企業とでそもそも社外取締役の影響力が違うかもしれないという疑問を明らかにしようと考えた。その結果が以下の表4である。



表 4

説明変数	係数推定値	標準誤差	t値	p値
グループ企業				
定数項	0.0517	0.021	2.507	0.0139 *
2014年度のROA	-0.054	0.083	-0.648	0.519
独立企業				
定数項	0.034	0.005	7.125	4.56e-10 ***
2014年度のROA	0.001	0.0002	2.929	0.00445 **

(注) \*\*\*は1%、\*\*は5%、\*は10%水準で統計的に有意であることを示す。

表3より p 値が5%水準で有意であることから、独立企業においてのみ4年前の社外取締役比率が ROA に影響を与えることが判明した。一方、グループ企業では有意な結果が得られなかったため、2010年度の社外取締役比率が2014年度のROAに特に影響を与えないことがわかった。以上より、グループ企業と独立企業をまとめた状態では社外取締役比率と企業の業績は関係がないと見ることができるが、両者を分離して分析した場合、その差異を見出すことができた。

仮説3：4年間の業績の変化は2010年の社外取締役比率の変化に起因するものであり、その影響力はグループ企業よりも独立企業のほうが大きい。

これを数式で示すと以下の通りであり、グループ企業と独立企業それぞれに対して、以下の数式に基づいて重回帰分析を行った。ただし、ROAをコントロールするためにコントロール変数として売り上げ、総資産、総役員数を考慮している。

$$\begin{aligned} \text{ROA の変化} = & a1 * \text{社外取締役比率} + a2 * \text{売り上げ} + a3 * \text{総資産} + a4 * \text{総役員数} + a5 \\ & * \text{業界ダミー1} + a6 * \text{業界ダミー2} + a7 * \text{業界ダミー3} + a8 * \text{業界ダミー4} \\ & + a9 * \text{業界ダミー5} + a10 * \text{業界ダミー6} + a11 * \text{業界ダミー7} + a12 \end{aligned}$$

ここで、グループ企業における社外取締役比率にかかる係数推定値を a1, 独立企業におけるものを b1 とおくと、 $a1 < b1$  になるというのが本研究における仮説である。

※業績ダミーは1から順番に、サービス業、製造業、卸売業、建設業、倉庫・運輸業、情報通信業、小売り業である。

表 5

説明変数	係数推定値	標準誤差	t値	p値
<b>グループ企業</b>				
定数項	-0.003	0.072	-0.043	0.966
売上	8.68e -08	6.28e -08	1.383	0.17
社外取締役役員比率	0.008	0.0849	0.097	0.923
業界ダミー1	0.164	0.076	2.155	0.034
業界ダミー2	-0.0227	0.059	-0.383	0.702
業界ダミー3	-0.061	0.079	-0.779	0.438
業界ダミー4	-0.034	0.067	-0.515	0.608
業界ダミー5	-0.027	0.092	-0.3	0.765
業界ダミー6	-0.025	0.065	-0.385	0.701
業界ダミー7	-0.096	0.07	-1.372	0.174
総資産	-1.84e -07	9.37e -08	-1.967	0.053
総取締役役員数	0.008	0.004	1.874	0.065
R <sup>2</sup>	0.54			
<b>独立企業</b>				
定数項	0.043	0.022	1.934	0.057
売上	-6.71e -09	2.50e -08	-0.269	0.789
社外取締役役員比率	0.032	0.025	1.294	0.2
業界ダミー1	-0.004	0.027	-0.141	0.888
業界ダミー2	-0.005	0.019	-0.245	0.807
業界ダミー3	-0.015	0.025	-0.585	0.56
業界ダミー4	-0.008	0.022	-0.372	0.711
業界ダミー5	-0.0159	0.03	-0.493	0.624
業界ダミー6	0.008	0.0238	0.336	0.738
業界ダミー7	-0.0345	0.0227	-1.516	0.134
総資産	-7.91e -09	3.38e -08	-0.234	0.816
総取締役役員数	3.59e -04	0.00164	0.219	0.827
R <sup>2</sup>	0.507			

表5より、グループ企業においても、独立企業においても、p値が10%水準で有意な数値にならなかったため、仮説は支持されなかった。また、a1, b1の値を見ても極小な値であり、有意であったとしても比較することは難しい。したがって、4年間のROAの変化は社外取締役比率の変化に起因するものではなく、グループ企業、独立企業間の差異も見当たらない。

## 6. 考察

本研究では、親会社がいるかどうかという企業特性に着目し、持ち株比率が20%以上の株主が存在する企業をグループ企業、20%以上の株主が存在しない企業を独立企業と定義づけし、それぞれの企業業績と社外取締役比率との関係について調べた。分析の結果、2014年度の社外取締役比率は、グループ企業と比べて、独立企業のほうが高いことが確認された(仮説1)。また、独立企業において、2014年度の企業業績は4年前の社外取締役比率に影響されることがわかった(仮説2)。一方、2010年度においては両者間で社外取締役比率の差は確認されず(仮説1)、2014年度のグループ企業の業績は4年前の社外取締役比率の影響を受けることは確認されなかった(仮説2)。また、4年間のROAの変化は社外取締役比率の変化に起因するものではなく、グループ企業、独立企業間の差異も確認されなかった(仮説3)。

仮説1において、グループ企業と独立企業との社外取締役の位置づけの違いに着目し、分析した。その結果、2014年度では両者の中で社外取締役の比率において、グループ企業と比べて、独立企業のほうが大きいという結果が得られ、仮説1は支持された。しかし、2010年度では各企業グループ間に有意な差が見受けられなかったことから、独立企業において、社外取締役を導入、拡大する動きがあったことがわかる。これは、独立企業においては、実際に樋口(2013)の述べるように、日本企業の経営者はモニタリング機能に必要な独立性よりも、アドバイザー機能に必要な知識や経験など、社外取締役の能力面を期待して、社外取締役の導入、拡大を進めている可能性がある。もしくは、社外取締役の実務能力よりも、市場へのアピールを優先させている可能性も捨てきれない。後者の場合、グループ企業で社外取締役比率が伸びていない理由を説明することもできる。市場に対して自社の経営の健全性をアピールする必要性が独立企業に比べると弱いと言えるからである。

また、回帰分析より、仮説2の独立企業においてのみ、ROAは4年前の社外取締役比率と関連があるという結果から、グループ企業ではやはり社外取締役の影響が少ないと推察できる。一方、独立企業では社外取締役が一定の効果を示し、業績が向上したと考えられる。しかし、グループ企業と独立企業とでROAの有意な差が見受けられなかったため、グループ企業では親会社が代わりにガバナンスを行っているということが推測される。また、売り上げの成長率ではグループ企業のほうが高いという結果が出ているため、グループ企業は親会社の1部門として、経営効率性などよりも売り上げなどの絶対的な目標を優先しているという可能性がある。

以上により、社外取締役の効果は企業の特性に依存して決まる(宮島・小川, 2012)という研究に対して、本研究ではグループ企業と独立企業に分類することで、株式の持ち手の違いによる分析をすることができた。その結果から、グループ企業では社外取締役の機能は限定されると考えられ、そもそも社外取締役の拡充そのものが今後も進むかは疑問である。また、社外取締役の数、機能が十分に利用されていなかったとしても、現時点においては親会社からの出向者によってその機能を代替している可能性がある。しかし、独立企業においては社外取締役の比率を高めることと、ROA、総資本利益率が直接結びついており、また独立企業は社外取締役の拡充にも積極的であることが分かった。

## 7. 本研究の限界と将来研究の展望

従来の社外取締役と企業業績に関する研究は、企業を画一的に扱っているものが多く、持ち株比率という企業の特徴に着目して企業を分類して分析を行う研究はなされていなかった。そこで本研究では、持ち株比率 20%以上の株主の有無によりグループ企業と独立企業に区別したうえで分析を行ったことで、社外取締役の選任状況や、社外取締役が業績に及ぼす影響は、グループ企業であるか独立企業であるかという企業特性によって異なることがわかった。このような新たな切り口を導入することで、本研究は当該分野において一定の前進を加えることができたといえよう。

一方で、本研究はいくつかの研究上の限界を有している。一つは、調査対象の質と量である。本研究ではグループ企業・独立企業ともにそれぞれ 83 社の計 166 社を対象としたが、社外取締役が業績に与える影響をより精緻に明らかにするためには、サンプル数を増やすことが望ましいだろう。また、本研究は、分析データを 2010 年度と 2014 年度の東証一部上場企業に限定している。したがって、日本企業で社外取締役が企業業績の向上に資するの否か、最終的な結論を下すためには、分析年度や対象企業を変更してさらなる分析を行う必要がある。特に、2015 年度の社外取締役設置の実質義務化の前と後での社外取締役人数や社外取締役が与える影響の変化は、着目すべき点ではないだろうか。

二つ目に、コントロール変数に関して、完全ではなかった可能性がある。本研究では、コントロール変数として、売り上げ、総役員数、総資産、業界ダミー変数を用いたが、資本金、従業員数、平均年齢などもコントロール変数として回帰式に加えれば、より正確な分析ができる可能性がある。

別の限界点として、企業の分類方法が挙げられる。本研究においては、筆頭株主の持ち株比率という観点のみで企業を分類し、分析を行った。しかしながら、持ち株比率だけでなく株主の種類によっても社外取締役が企業に与える影響が異なる可能性があるだろう。例えば、外国人株主は、社外取締役の設置などのガバナンスを重視する傾向があり、社外取締役比率に大きな影響を受けている可能性がある。株主の外国人比率や金融機関の割合などで企業特性を分類し、分析することができれば、株主にもたらす社外取締役の影響がより詳細に明らかになるであろう。また、影響を及ぼすことができないタイプの株主を明らかにし、また彼らを研究することで社外取締役の別の大きな役割を再発見できる可能性もある。

さらに本研究において、仮説 3 は支持されなかったものの、仮説 1 および仮説 2 の一部が支持されたことから、今後 4 年の間に独立企業の業績は、グループ企業に比べて社外取締役の比率およびその影響力の大きさによって、より伸びていくのではないかと推察される。このことから今後またグループ企業と独立企業の比較による分析を行うことは大きな意味があると考えられる。

## 8. 実社会に対するインプリケーション

本研究での発見より、社外取締役の導入拡大に関して、以下のような提言につなげることができる。独立企業においては、社外取締役を導入拡大することを促進すべきであるが、企業全てに社外取締役を義務化することに効果があるとは言えないという提言である。

仮説 1 より、2014 年度においては、独立企業のほうがグループ企業よりも社外取締役比率が高いという結果を得ることができた。これは、2010 年度から 2014 年度にかけて独立企業のほうが社外取締役比率が急激に上昇していることを示している。これより、2015 年 6 月に上場企業に対して社外取締役を 2 名以上設置することを義務化するというルールによって、独立企業よりグループ企業のほうが社外取締役の拡大が急速に進んでいくと言える。

また仮説 2 より独立企業においては、社外取締役の比率は企業業績に影響を与えるという結果を得ることができた。これは社外取締役のアドバイザー機能が独立企業において、より発揮されていることを示している。これより独立企業は社外取締役の導入により積極的になるべきであると考えられる。

仮説 1 と 2 より上場企業全てに対して義務化を課すことに効果があるとは言えない。本研究の結果によると、独立企業には社外取締役を導入拡大することが企業業績に影響を及ぼすと言える。しかし、グループ企業の社外取締役比率が増えても、企業業績に効果があるとは言えない。つまり、制度設計においてすべての上場企業に一律で 2 名以上の社外取締役設置を義務付けるのではなく、企業特性において義務化の免除や比率、人数に差をつけるなどの工夫が必要である。本研究において、グループ企業と独立企業においてその影響に差があったため、株主の持ち株比率で分類することもその一例である。

これからの研究においては、単純な社外取締役比率に着目するのではなく、様々な企業の特徴によって企業を分類し、分析する必要があると言える。このように、社外取締役比率の影響を、企業特性によって分類し、研究することで社外取締役の今まで解明されてこなかった効果が発見されうると考えられる。

## 【引用文献】

- Dalton D.・ C. Daily・ A. Ellstrand・ J. Johnson “Meta-Analytic reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance” *Strategic Management Journal*, 19, 1998, p.269-290
- Hillman A.J.・ Dalziel T. “Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives” *Academy of Management Review*, 28(3), 2003, p.383-396
- Jongmoo Jay Choi・ Sae Woon Park・ Sean Sehyun Yoo “The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol.42 No.4, 2007, p.943・ 949
- Jung-Ho Lai・ Li-Yu Chen・ I-Ju Chen “The value of outside director experience to firm strategies: Evidence from joint ventures” *Journal of Management & Organization* Volume 20 Issue 03, 2014
- Klein A. “Firm Performance and Board Committee Structure” *Journal of Law and Economics*, 41,1998, p.275-303
- Mehran H. “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance” *Journal of Financial Economics*, 38, 1995, p.163-184
- Rosenstein S.・ J. Wyatt “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth” *Journal of Financial Economics*, 26, 1990, p.175-191
- Weisbach M. “Outside Directors and CEO Turnover” *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, p.431-461
- Yermack D. “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, 40, 1996, p.185-211
- 青木昌彦 『経済システムの進化と多元性：比較経済制度分析序説』 東洋経済新報社，1995
- 阿部修人・小黒曜子 「社長交代と外部出身取締役-Semi parametric 推定による分析-」，2003, p.2-3
- 猪木武徳・西島公 「電子部品工業における子会社・分社化および海外展開：1980年代までの村田製作所の場合」，2007
- 加護野忠男 「日本のビジネス・システム」，2009
- 経済産業省産業組織課 「我が国のコーポレート・ガバナンスの在り方を検討するための基礎資料」，2008
- 清水一 「社外取締役の導入，委員会制度への移行と企業価値--パネルデータによる分析」大阪経大論集，2011
- 東京証券取引所 「東証上場会社における社外取締役の選任状況」，2015
- 日本取締役協会 「社外取締役の導入実態調査」，2011
- 樋口晴彦 「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―」，2013
- 平田光弘 「日本における取締役会改革」経営論集 第58号，2003
- 宮島英昭・青木英孝 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性 ―経営者専任の分析―」，伊藤秀史編 『日本企業変革期の選択』 東洋経済新報社，2002
- 宮島英昭・青木英孝・新田敬祐 「経営交代の効果とガバナンスの影響：経営者のトレンドメント・コストからの接近」，2002
- 宮島英昭・新田敬祐 「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」，2006
- 宮島英昭・小川亮 「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」，RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-013, 2012
- 三輪晋也 「日本企業の取締役会と企業価値」日本経営学会誌 第16号，p.56-67, 2006

三輪晋也 「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, p.15-27, 2010