

社外取締役の導入と企業価値

目次

- I. はじめに
- II. コーポレートガバナンスの意義
- III. 社外取締役について
- IV. 社外取締役の株価パフォーマンス及び業績への影響
- V. まとめ

資産運用部 ESG グループ 主任調査役 西川 奉仕
羽瀬 森一

I. はじめに

会社法改正への対応や策定予定のコーポレートガバナンス・コードへの対応など、企業のコーポレートガバナンスの強化に関する議論が各所でなされている。コーポレートガバナンス(以下、単にガバナンスという場合この語を指す)の定義については諸説あるが、わが国においては一般的に「企業統治」と訳され、企業における意思・業務活動を律する仕組みであると解されることが多い。上場会社にガバナンスの強化が求められる理由は、企業価値向上を継続的に達成していくためである。

しかしながら、ガバナンス強化と一口に言ってもその対象・方法については様々なものがある。例えば業務プロセスについて不正防止のため相互牽制が可能な体制を構築することや、経営者と株主の利害をある程度一致させるための役員報酬制度改革もガバナンス強化である。昨今のわが国では取締役会改革として、特に社外取締役の導入と活用が推進されており、策定中のコーポレートガバナンス・コードでも原則に明記される予定である。そこで本稿においては、社外取締役の導入状況等を確認するとともに、社外取締役の導入が株価や業績に与える影響について考察したい。

II. コーポレートガバナンスの意義

本論の前にコーポレートガバナンスの意義について触れておきたい。

ガバナンスが弱いということは換言すれば統制の効かない企業であるということになる。統制が効かない企業においてはリスクがなかなか顕在化せず、大きな問題を引き起こす可能性がある。例えば、「経営計画が不透明」「業務プロセスが不明確」「責任の所在や決裁の仕組みが曖昧」「現場の権限が過剰に強く監督機能が形骸化している」といった要素はガバナンスを弱体化させ、その結果、取締役会による不適切な意思決定(説明のない過大な増資や

不当に廉価な第三者割当増資、必要以上に強力な買収防衛策の策定等)などに繋がりにかぬない。これらが大きな社会問題となって顕在化すると当該事象についての損失はもちろん、会社の信用問題になり将来にわたって経営に悪影響をもたらす虞がある。したがって、そのような事象については早い段階で芽を摘まなければならない、そのために必要なものが強固なガバナンスである。

ガバナンスを強化して企業価値を保全することは、「消費者」「取引先」「従業員」「債権者」「地域社会」などの各ステークホルダーを守ることに繋がる。仮に企業が倒産してしまえば、消費者は企業が提供するサービスを受けることができなくなり、取引先への支払い、従業員への給与、債権者への支払いはいうまでもなく、地域社会への還元にも影響が及ぶことになってしまう(図表1)。このように企業は株主のみならず各ステークホルダーに対しても責任を負っている。そして、その全員の利益を守るため、企業価値の継続的な向上を図る体制を構築することが、ガバナンス強化として要請されている。

図表1：企業の売上とステークホルダーへの配分

| | | |
|-----------|-----------|--------------|
| 売上高 | 1,000,000 | 消費者へのサービス提供 |
| 売上原価 | 500,000 | 取引先・従業員への支払い |
| 販売費・一般管理費 | 250,000 | 取引先・従業員への支払い |
| 営業利益 | 250,000 | |
| 支払利息 | 50,000 | 債権者への支払い |
| 税引前当期純利益 | 200,000 | |
| 税金 | 80,000 | 地域社会への還元 |
| 当期純利益 | 120,000 | 株主の取り分 |

出所：三菱UFJ信託銀行作成

また、リスク回避や不祥事の防止に注意を払うだけではなく、意思決定の透明性・公平性を担保することを通じて、中長期的な企業価値の向上を図っていく「攻めのガバナンス」にも注目が集まっている。

Ⅲ. 社外取締役について

1. 定義と導入経緯

社外取締役とは、当該会社の業務執行活動には従事せず、取締役会の監督機能強化のため、経営から独立した立場にある有識者や経営者もしくは経営経験を有する者などから選任される取締役のことである。会社法第二条十五項では、当該会社の業務執行をせず、過去において、その会社または子会社の業務を執行する取締役のほか、執行役または支配人、その他の

使用人でない取締役と定義されている。

平成13年の商法改正によって、社外役員の責任限定契約と共に初めて社外取締役の規定が設けられた。当時は、自己株の取得・処分の解禁、ストックオプションや種類株の制限緩和等の様々な規制緩和が行われた時期であり、事業会社の経営上の幅広い裁量を認める一方で、取締役会による自主的なモニタリングを求めるため導入したものと考えられる。平成17年の会社法制定において、上述したように定義され、現在に至っている。

その後の会社法改正の議論において、独立社外取締役設置を求める気運が高まり、平成21年に、東京証券取引所は有価証券上場規程の一部を変更、上場会社に独立役員の確保を義務付ける独立役員制度を定めた。独立役員とは、「一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役」のことをいい、これによって独立社外取締役が定義され、社外取締役の独立性にさらに関心がもたれるようになった。

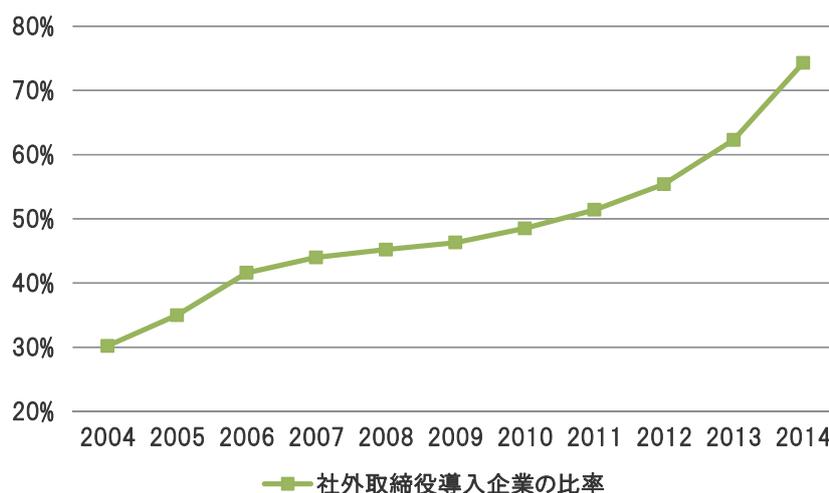
なお、平成27年施行予定の会社法改正においては、社外取締役の要件改訂が行われ、親会社や兄弟会社の出身者を社外取締役の対象外とする要件の厳格化も行われている。

2. 導入状況

(1) 導入状況の推移

東京証券取引所の公表データによると、東証一部上場企業1,814社において2014年7月までに社外取締役を導入した企業は1,347社と比率は74.3%であった(図表2)。一貫して上昇しているが、直近では前年比12.0%増と、ここ10年で一番の伸びを見せている。昨今のガバナンスに関する意識の高まりが表れていると考えられる。

図表2：社外取締役導入企業の比率(東証一部)

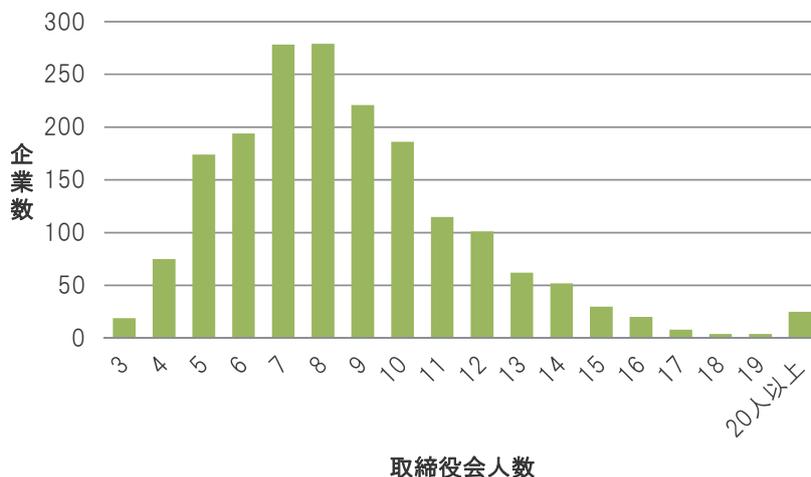


出所：東京証券取引所ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

わが国の上場企業における社外取締役の導入は増加傾向にあり、社外取締役の議論については、「導入する、しない」から導入効果をより高めるための「実効性」に移行する過程にあると思われる。

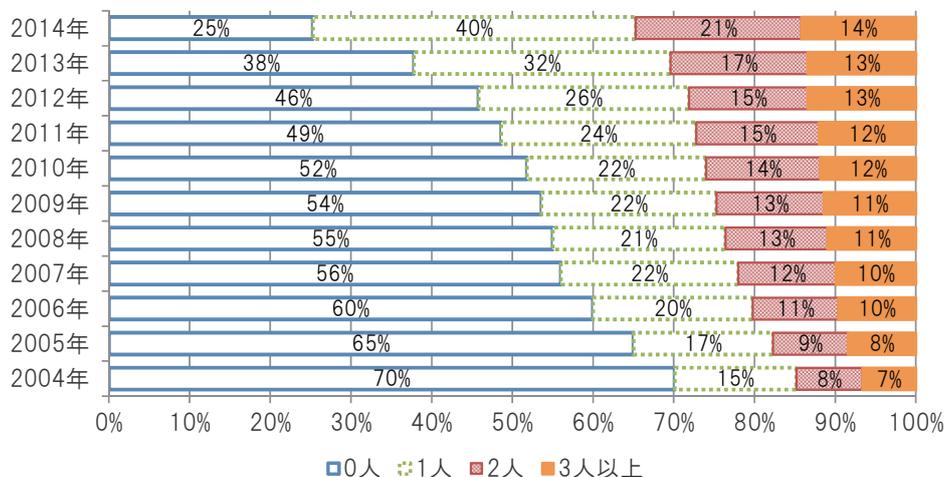
※「実効性」の議論の一つに「社外取締役の複数選任」がある。東証一部上場企業の取締役会の人数の平均値は8.5人(図表3のデータから算出)であるが、社外取締役の平均値は1.3人(東京証券取引所ホームページより算出)である。すなわち多くの企業で8人以上の取締役会に対して1人の社外取締役しか存在しないこととなる。このような状況下では少数派である社外取締役は、萎縮してしまい率直な意見を述べられなくなる懸念がある。社外取締役が意見を述べるにしても、複数名いた方がその存在が十分に活かされる可能性が大きく高まるものと思われる。しかしながら、現状は、社外取締役を複数選任している企業は東証一部上場企業の三分の一程度(図表4)でしかない。現在策定中のコーポレートガバナンス・コードにおいては、社外取締役の複数選任が記載され、会社の実施を促す予定である。

図表3：取締役会の人数分布(東証一部)



出所：東京証券取引所ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

図表4：社外取締役選任人数別の企業比率(東証一部)



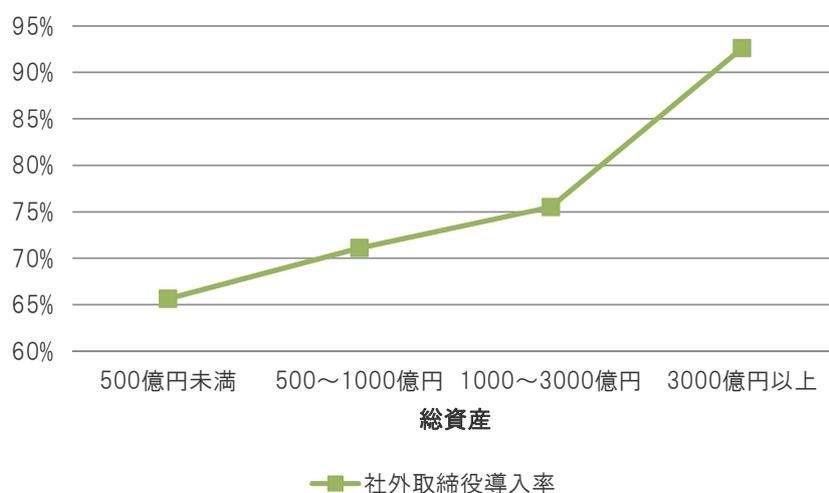
出所：日本取締役協会より三菱UFJ信託銀行作成

(2) 企業規模別の導入状況

社外取締役導入企業についてさらに別の角度からみてみよう。以下は東証一部上場企業を対象に、企業規模別に平成26年末の社外取締役の導入率を算出したものである。

企業規模について見ると、総資産3,000億円以上の企業は9割以上が導入しているのに対し、1,000億円以下の企業群は社外取締役導入企業比率の74.3%(図表2参照)を下回っている(図表5)。このことから、資産規模の大きい大型企業は導入率が高いという関係が導ける。

図表5：企業規模と社外取締役導入率(東証一部)



出所：東京証券取引所ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

3. 期待される役割

社外取締役に期待される役割は大きく二つあると考えられている。第一に業務執行の監督、そして第二に社外の知見を活かした助言である。

業務執行の監督項目については、取締役会決議事項の企業価値への影響、経営計画や事業の進退出、役員選任やその報酬等にわたる。これらの判断にあたり、社外取締役は当該企業出身でないため、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ている。内部者ばかりの取締役会であると、場合によっては株主よりも社内を向いた意思決定になってしまうことも考えられる。極端な話ではあるが、例えば「不適切行為を黙殺する」「不採算事業の整理ができない」「社内事情で物事が決まる」といった不合理な行動を行ってしまう可能性もある。そこで、社外取締役が、経営陣・支配株主から独立した立場で少数株主をはじめ各ステークホルダーに代わって、取締役会において真にとるべき行動について議論することができるようになると期待されている。

社外の知見を活かした助言については、社内では蓄積しえない社外の知識を取締役に取り入れることがその目的である。例えば弁護士・会計士など、法務・財務の専門家もそうであるし、他社で経営に携わった経験がある人物、他業界の一線で活躍していた人物なども独自の知見を持ち得るであろう。もちろん、業務執行を行うのは社内者であるし、社外者は当該業界に明るくないかもしれないが、同じ社内の人間だけでの話し合いでは意見もほとんど同じ方向を向きがちになると思われる。そこに他業界の経験者や様々な業界を横断的にみる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と考えられる。

IV. 社外取締役の株価パフォーマンス及び業績への影響

それでは、実際に社外取締役がいることによって、株価・業績にどのような影響があるのだろうか。

これまでの章でガバナンス強化の必要性、そしてそれに対する社外取締役の役割について言及してきた。また、わが国においてもその導入が活発になっていることにも触れた。

しかしながら、未だ社外取締役に関する議論においてよくいわれることが「その意義は分かるが、効果の程度が不明である」というものだ。そこで、実際に企業が社外取締役を導入することによってどの程度株価パフォーマンス及び業績に影響を与えるかを分析する。

1. 株価パフォーマンス

(1) 回帰分析による検証(詳細は巻末 Appendix を参照)

社外取締役導入と株価パフォーマンスとの関係性を確認するため、東証一部上場企業を対象に2011年7月から2014年6月までの3年間の月次リターンを用いて回帰分析を行った。

なお、大型企業は中小型企业に比べて社外取締役の導入比率が高いため、企業規模別の視点を入れた方が、社外取締役導入と株価パフォーマンスの関係を見極めやすいと考え、総資産3,000億円以上を大型企業、それ以外を中小型企业として分析を実施した。

分析の結果、当該期間における社外取締役の導入は株価パフォーマンスと正の相関が有意にあることが確認できたが、大型企業においては、確認できなかった(図表6)。

図表6：分析結果

| | 推計値(年率・%) | t 値 |
|-------------------|-----------|-------|
| OutsiderPremium | 2.71 | 2.36 |
| L_OutsiderPremium | ▲2.30 | ▲1.56 |

出所：三菱UFJ信託銀行作成

(解説)

- ・ OutsiderPremium は東証一部上場企業の社外取締役導入に係る推計値であり、t 値が 2.36 であることから当該期間における社外取締役導入と株価パフォーマンスに正の相関が有意にあることを表している。
- ・ L_OutsiderPremium は東証一部上場企業の内、大型企業において更に導入効果が上乗せされるかを推計したものであるが、t 値が▲1.56 であることから強くは言えないものの、社外取締役導入の効果を打ち消す結果が表れており、大型企業においては効果がみられないことを示している。

(2) 追加検証

前項の結果を受け、大型企業について更に分析を行う。

東証一部上場企業時価総額上位500社を対象に社外取締役数と年間の株価パフォーマンスの関係性を分析した。結果(図表7、8、9)からは、大型企業について社外取締役数と株価パフォーマンスとの間に社外取締役数増に応じて株価パフォーマンスが向上するような関係はみられなかった。

2. 業績

(1) 社外取締役数と ROE による分析

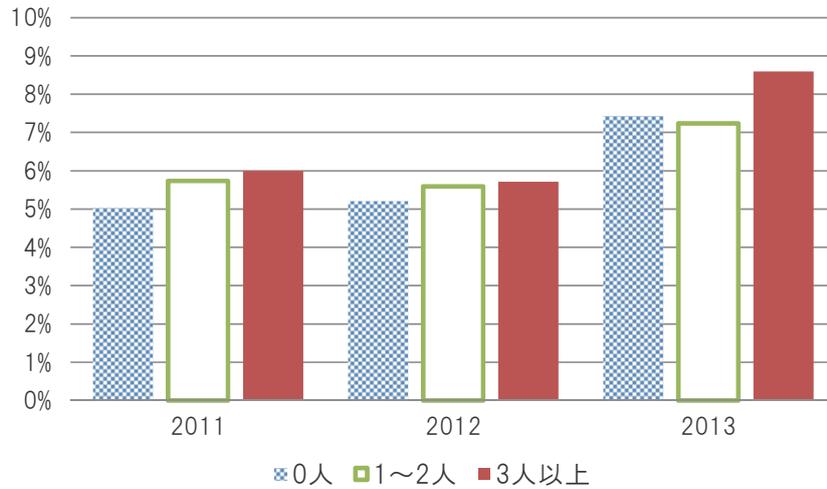
この項では、社外取締役の人数と業績の関係を明らかにするため、東証一部上場企業を対象に過去3年分の事業年度毎の ROE を用いて、東証一部全体及び企業規模別(総資産 3,000 億円以上を大型企業、それ以外を中小型企業)に分析する。

なお、分析の際は、社外取締役と取締役全体の数は期中の株主総会後の人数を用いた。社外取締役の人数に応じて3グループに分け、各年度のグループごとの平均 ROE を算出したものが以下の表である。なお、分析に際して当該期間中に上場した銘柄、債務超過がある銘柄は除外している。

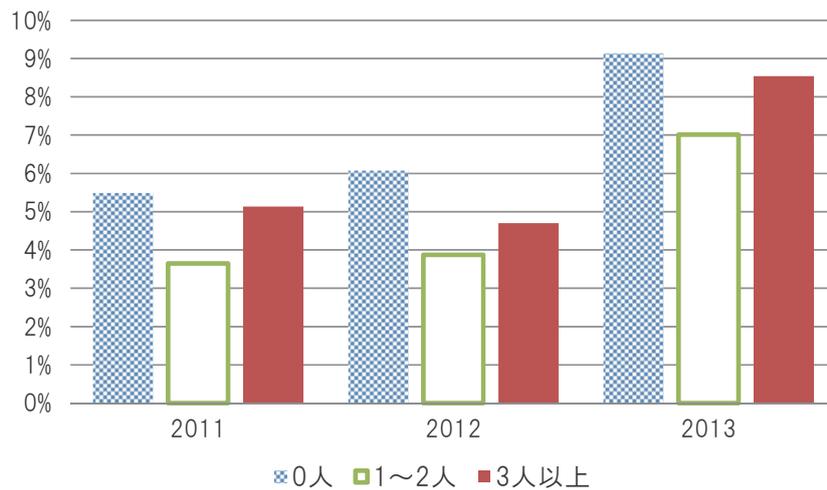
図表 10 をみると、東証一部全体においては社外取締役3人以上のグループ、つまり社外取締役数の多い企業は僅差ではあるがどの期間でも平均 ROE が高いことが窺える。

しかし、図表 11 を見ると、まず大型企業においては社外取締役数と ROE に正の関係はみられない。むしろ、この期間に限って言えば、最も社外取締役数の少ないグループの平均 ROE が最も高いという結果になっている。次に、図表 12 をみると、中小型企業においては、社外取締役数の多い(ないしは、存在する)グループの ROE が高い傾向にあることがみて取れる。

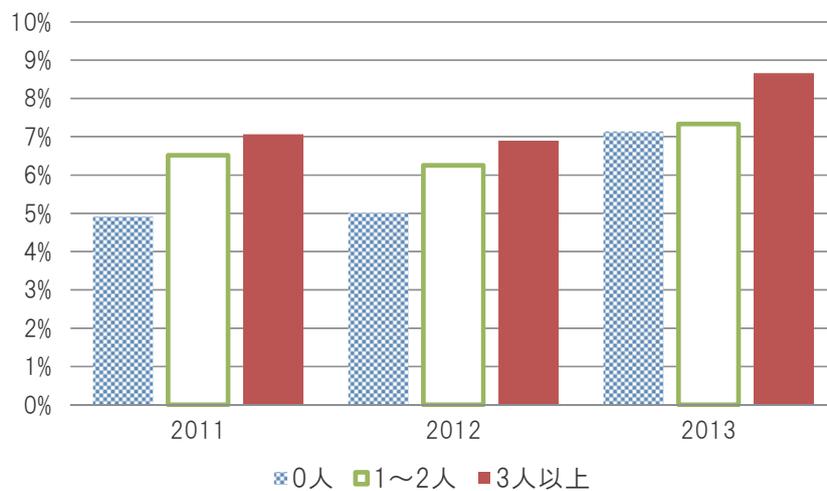
図表 10：社外取締役数と ROE(東証一部)



図表 11：社外取締役数と ROE(東証一部、大型企業)



図表 12：社外取締役数と ROE(東証一部、中小型企業)



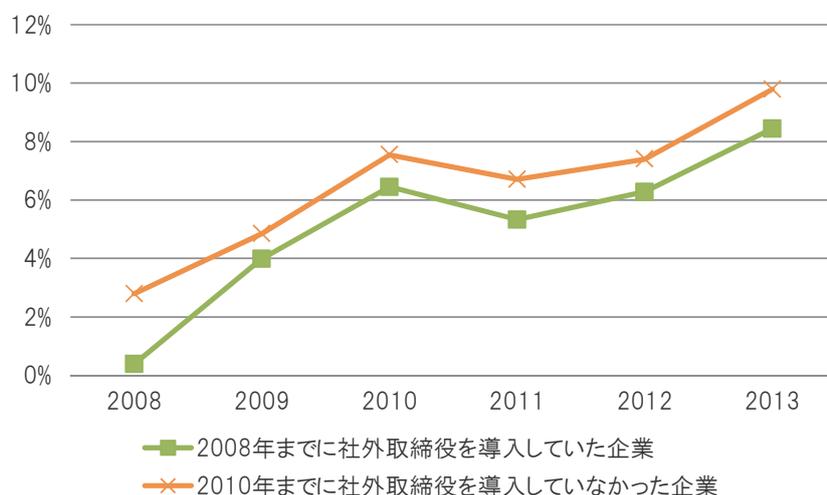
出所：三菱UFJ信託銀行作成

(2) 追加検証

前項において、社外取締役導入比率の高い大型企業について、社外取締役数と ROE に関する関係はみられなかったため、更に分析を行う。

前項では、年度単位の断面で社外取締役の人数と ROE の関係を観察した。しかしながら、社外取締役の存在がすぐに業績に効果を発揮するとは限らず、むしろ一般的な感覚では中長期的な効果と考えられるため、ある程度の期間をとって時系列の変化を追ってみた。以下のグラフは東証一部時価総額上位 500 社を対象に、2008 年までに社外取締役が存在した企業、2010 年時点においても社外取締役を導入していなかった企業の 2 群に分け、平均 ROE の推移を追ったものである。

図表 13：社外取締役の導入時期グループ別 ROE の平均値



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 13 においても、2010 年時点では社外取締役を導入していなかった企業が、2008 年までに社外取締役が存在した企業を常に上回っており、やはり大型企業においては、関係がみられない結果となっている。

3. 社外取締役導入効果に関する先行研究

社外取締役導入の研究に関して代表的な論文の一つである、宮島・小川(2012)を紹介したい。

論文では「パフォーマンス」として産業調整済み ROA を用いて社外取締役導入効果の分析を行っており、「社外取締役のパフォーマンス効果については、社外取締役の選任や社外取締役比率の上昇は、平均的にはパフォーマンスの向上に寄与していない。(中略)しかし、情報獲得コストの高低を考慮して推計を試みると、情報獲得コストの低い企業群において、社外取締役の新規選任、及び高い社外取締役比率のパフォーマンスに対する正の効果が明確に確認できるのに対して、情報獲得コストの高い企業群では、社外取締役の新規選任、及び高い社外取締役比率がかえってパフォーマンスに負の効果を持つ。」と述べられている。

ここでいう情報獲得コストとは、平易に解釈すると企業の事業内容に対する分り易さのことであり、例えばバイオベンチャー、IT 企業等または大型企業は情報獲得が難しく、情報獲得コストが高いと考えられる。

論文の趣旨は、社外取締役の導入効果は、企業特性によって異なるということである。情報獲得コストが低い企業群、つまり事業内容が分り易い、例えば、小売業や食料品などの業種または中小型企业では、社外取締役導入による効果がある。一方、情報獲得コストが高い企業群、つまり外部からは理解しづらい特殊な資産や技術を有する企業等または事業ポートフォリオが複雑で多岐にわたる大型企業では、効果がみられないとのことである。

これについては、社外取締役は、事業内容が複雑で分かりにくい情報獲得コストの高い企業群より、事業内容が分り易い情報獲得コストの低い企業群の方が、前述した期待される役割(監督及び助言)を発揮して企業価値向上に貢献しやすいのではないかと推測する。

V. まとめ

これまでの分析から、市場全体でみると、社外取締役の導入は株価パフォーマンスもしくは業績にプラスに寄与するといつてよいと思われる。

しかし、企業規模別にみると、大型企業については中小型企业と異なる結果がみられ、社外取締役の有無と株価パフォーマンスや業績との関係が、中小型企业ほどの関係性を持っていない可能性があることが窺えた。その理由としては、前述の論文内容を踏まえると、企業特性による情報獲得コストの高低に起因すると考えられる。従って、社外取締役の導入効果は、企業特性によって異なるといつてよいと思われる。

そもそも、社外取締役を含む企業のガバナンス体制は業種や企業のステージ、機関設計などによってその在り方が千差万別である。企業の数だけその在り方があり、その良し悪しは

一つの基準では図れない。ガバナンス強化のため社外取締役を導入したとしても、分析結果によると、企業特性によっては、株価が必ずしも上がるわけではなく、また、業績が上向くわけでもないことを示唆している。外形的な基準によってガバナンス体制を決定することはまさに“仏作って魂入れず”となってしまう、形式的に良さそうな体制を作ることによって実効性のあるガバナンス体制の構築を遅らせる懸念さえある。重要なのは、それぞれの企業特性を踏まえて自社にはどのようなガバナンス体制が望ましいかを考え、実効性の確保に取り組むことではないかと思われる。

(平成 27 年 1 月 19 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・金融庁・東京証券取引所〔2014年12月〕「コーポレートガバナンス・コード原案」
- ・東京証券取引所〔2009年12月〕「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」
- ・宮島英明・小川亮〔2012年7月〕「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？」
- ・神田秀樹・小野傑・石田晋也 編〔2011年7月〕「コーポレート・ガバナンスの展望」中央経済社
- ・証券アナリストジャーナル〔2012年5月〕「特集 コーポレートガバナンス」
- ・関孝哉〔2008年11月〕「コーポレート・ガバナンスとアカウンタビリティ論」
- ・永井和之 編〔2007年5月〕「よくわかる会社法」
- ・日本弁護士協会〔2013年2月〕「社外取締役ガイドライン」

<Appendix>

社外取締役の導入効果が正のリスクプレミアムを持つかについては、ファーマ=フレッチの3ファクターモデルをベースに以下のように検証した。

1. 3ファクターモデルによる銘柄ごとのファクターエクスポージャーの推計

$$R_{i,t} - r_{f,t} = \alpha + \beta_{M,i}(r_{M,t} - r_{f,t}) + \beta_{SMB,i} * SMB_t + \beta_{HML,i} * HML_t + \varepsilon_{i,t}$$

$R_{i,t}$: 銘柄 i の t 期におけるリターン

$r_{f,t}$: t 期におけるリスクフリーレート

α : 定数項

$r_{M,t}$: t 期におけるマーケットリターン

SMB_t : t 期における小型株のリターン - 大型株のリターン

HML_t : t 期におけるバリュー株のリターン - グロース株のリターン

$\varepsilon_{i,t}$: 残差項

$\beta_{x,i}$: 銘柄 i のリスクファクター x に対するエクスポージャー

2. 1で得られたファクターエクスポージャーを用いて各ファクターの月次リスクプレミアムを推計

$$R_{i,t} - r_{f,t} = A + \hat{\beta}_{M,i} * MarketPremium + \hat{\beta}_{SMB,i} * SmallPremium + \hat{\beta}_{HML,i} * ValuePremium + \hat{\beta}_{OUT,i} * OutsiderPremium + \hat{\beta}_{L_OUT,i} * L_OutsiderPremium + E_{i,t}$$

A : 定数項

$\hat{\beta}_{x,i}$: 銘柄 i の各リスクファクターに対するエクスポージャーの推定値
($\hat{\beta}_{OUT,i}$ は社外取締役導入にかかるファクターエクスポージャーであり、銘柄 i が社外取締役を導入していれば 1 を、そうでなければ 0 をとる。 $\hat{\beta}_{L_OUT,i}$ は大企業における社外取締役導入にかかるファクターエクスポージャーであり、銘柄 i が総資産 3,000 億円以上でありかつ社外取締役を導入していれば 1 を、そうでなければ 0 をとる。)

$E_{i,t}$: 残差項

なお、リスクフリーレートは無担保コールO/Nの月中平均を、1におけるマーケットリターンは配当込TOPIX、小型株効果の代理変数はRussell/Nomura SmallとRussell/Nomura Largeの差、バリュー効果の代理変数はRussell/Nomura ValueとRussell/Nomura Growthの差を用いている。

上記の手法で各ファクタープレミアムを推計した結果は以下のとおり。

| | 推計値(年率・%) | t 値 |
|-------------------|-----------|-------|
| 定数項 | 8.88 | 6.87 |
| MarketPremium | 9.96 | 9.17 |
| SmallPremium | 1.97 | 3.97 |
| ValuePremium | ▲0.42 | ▲0.86 |
| OutsiderPremium | 2.71 | 2.36 |
| L_OutsiderPremium | ▲2.30 | ▲1.56 |

出所：三菱UFJ信託銀行作成

推計結果について、いわゆる3ファクターモデルによる部分については割愛し、社外取締役導入ファクターである部分について説明する。

まず社外取締役の導入有無にかかるリスクプレミアム(OutsiderPremium)は有意に正の値を示している。従って当該期間において社外取締役の導入と株価パフォーマンスに正の相関があると考えられる。

次に大型企業における社外取締役導入有無にかかるリスクプレミアム(L_OutsiderPremium)であるが、有意と強くは言えない¹までも負の値を示している。これは大型企業において更に導入効果が上乗せされるかを推計したものであるが、社外取締役導入の効果を打ち消す結果が表れており、大型企業においては効果がみられないことを示している。

¹ なお、p値は0.12であるので、全くもって棄却され得るものではないと考える。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部

東京都千代田区丸の内 1 丁目 4 番 5 号 Tel. 03-3212-1211 (代表)