

2015年3月11日 全9頁

## ESG ポートフォリオのリターン分析②

～企業統治関連のポートフォリオ～

環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

### [要約]

- 独立取締役を指標としてポートフォリオを作成し、そのリターンの分析を行ったところ、2010年初から2014年末までの5年間では、独立取締役が1人、2人、及び3人以上のポートフォリオのリターンは、いずれも配当込みTOPIXと同程度となった。
- 東京証券取引所の上場規程で独立役員に関する情報開示の充実などの改正が行われ、新聞や雑誌で独立取締役に関連する記事が増加した2012年以降の3年間では、配当込みTOPIXの年率リターンが27.2%であったのに対し、独立取締役が3人以上の企業のリターンは30.3%で市場全体を上回った。一方、独立取締役が1人または2人の企業のリターンはそれぞれ25.8%と25.2%となり、いずれも市場全体を下回っている。また、独立取締役比率50%以上の企業のリターンは34.8%と非常に高い。
- 独立取締役とROEの関係を調べると、2014年末時点での実績ROEは独立取締役が存在する企業が7.9%であるのに対し、存在しない企業は6.9%であった。また、予想ROEについても9.8%と9.0%で独立取締役が存在する企業の方が高い。さらに、独立取締役が多いほど実績と予想のROEが高いという傾向がある。
- 独立取締役が多い方が外国人持株比率が高いという関係があり、2014年では独立取締役が1人の企業の外国人持株比率が14.8%であるのに対し、3人では26.3%、5人以上だと35.3%であった。
- 独立取締役の選任が増えていくことが予想されるが、独立取締役の人数という形式的な面だけではなく、独立取締役として適切な人材を積極的に選任し、実際に企業の成長や企業価値の向上に資するような環境を整備することも求められよう。

## 1. はじめに

2014年6月に閣議決定された『[『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—](#)』で、「持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東京証券取引所が、新たに『コーポレートガバナンス・コード』を策定する。」ことが示された。これを受けて、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が開催され、2015年3月5日に「[コーポレートガバナンス・コード原案 ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～](#)」が公表された。本コード（原案）は、「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る。」としている。また、タイトルにもあるように、適切なコーポレートガバナンスが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とされており、コーポレートガバナンスに着目した株式投資が良好なパフォーマンスを生み出すことが期待される。

コーポレートガバナンスを改善する方策の1つが、社外取締役の選任であろう。なかでも、社内の事情等から離れた立場にある独立取締役の選任は、適切なコーポレートガバナンスの体制構築に大きな意味を持つと考えられる。そこで、企業統治関連のポートフォリオとして独立取締役の選任を指標としたポートフォリオを作成し、リターンの分析を行った。

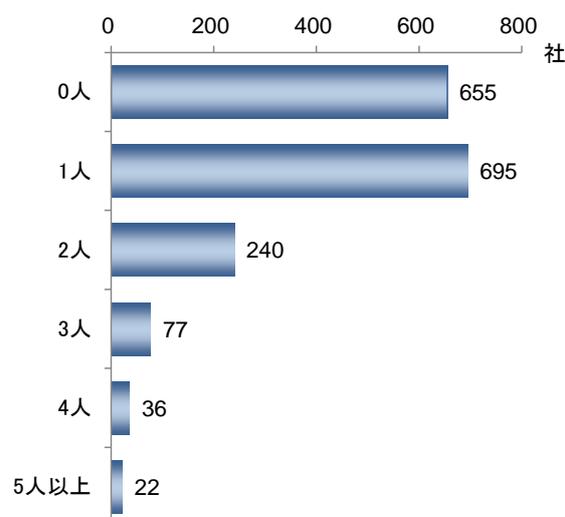
## 2. 独立取締役の状況

まず、日本企業の独立取締役の状況を概観すると、本稿での分析に必要なデータ<sup>1</sup>の取得が可能であった1,725社のうち、独立取締役が存在する企業は62.0%に相当する1,070社であった。また、分析対象企業全体での独立取締役比率は11.2%で、全取締役の1割程度が独立取締役であった。独立取締役数の分布を見ると、独立取締役が存在しない企業が全体の38.0%に相当する655社で、独立取締役が1人の企業が全体の40.3%に相当する695社となっている(図表1)。独立取締役が存在しない企業、存在しても1人である企業が多数を占めているようである。独立取締役が存在する企業のみについて見ると、独立取締役が1人の企業が65.0%、2人の企業が22.4%を占めており、独立取締役が3人以上の企業は1割程度しかない。日本企業は、独立取締役が存在しないか、存在しても1人か2人という企業がほとんどのようである。

次に、独立取締役が存在する企業を対象に、各企業の独立取締役比率の分布を見ると、独立取締役比率10%以上20%未満のゾーンに対象企業の約半数に相当する49.2%の企業が属している(図表2)。2番目に多いのが20%以上30%未満のゾーンで22.3%の企業が属し、3番目に多いのが0%超10%未満のゾーンで16.4%の企業が属している。独立取締役が存在する企業の独立取締役比率は20%前後の企業が多いようである。また、取締役の半数以上が独立取締役である企業は、2.6%であった。

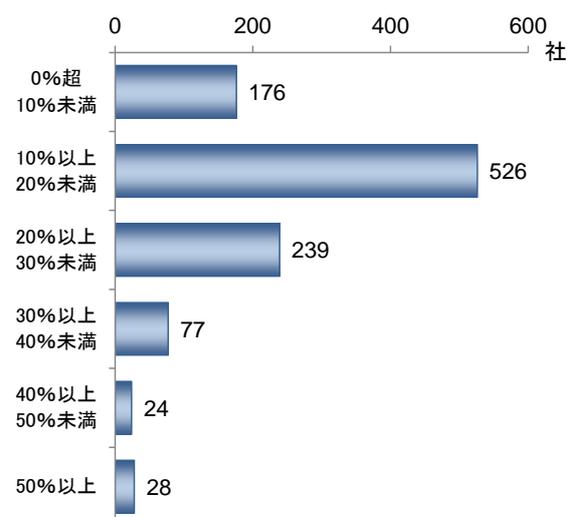
<sup>1</sup> 独立取締役に関するデータは、2015年2月3日にブルームバーグより取得。

図表 1. 独立取締役数と企業数



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

図表 2. 独立取締役比率と企業数



(出所) ブルームバーグより大和総研作成

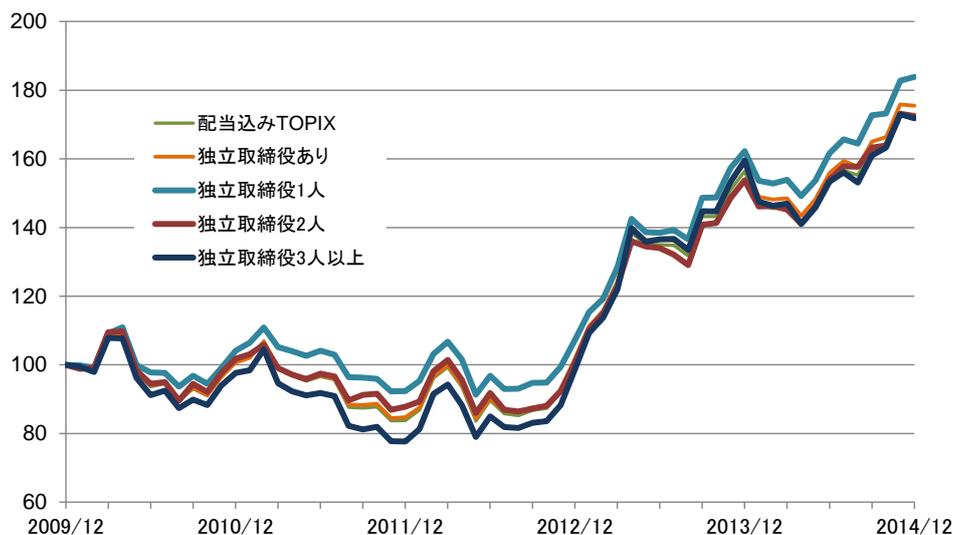
### 3. 独立取締役と株式リターン

独立取締役と株式リターンにどのような関係があるかを見るために、ポートフォリオを作成し、その株式リターンを観察した。具体的には、独立取締役が存在する企業、独立取締役が1人、独立取締役が2人、独立取締役が3人以上のそれぞれの企業を対象に、前月末の時価総額加重による月次リバランスのポートフォリオによるリターンの動向を検討した。

一般に、ESG投資は中・長期的な運用において好パフォーマンスを示すといわれている。そこで、2010年初から2014年末までの5年間について、それぞれのポートフォリオのリターンを検証した。まず、この5年間の株式市場は2012年までは、ほぼ横ばいで推移し、その後は大きく上昇している(図表3)。市場が横ばいの期間では、独立取締役が1人の企業のリターン指数が最も上に位置し、逆に独立取締役3人以上の企業のリターン指数が最も下を推移している。独立取締役が多いほどリターン指数の水準が低いのである。市場の上昇期では、横ばい期とは逆に独立取締役が多いほどリターンが高いという傾向が見られる。これらのことから、5年間の年率リターンは、配当込みTOPIXが11.5%であったのに対し、独立取締役が存在する企業が11.9%と同程度の水準であった。また、独立取締役の人数別に作成したポートフォリオのリターンも独立取締役1人が12.9%、2人が11.5%、3人以上が11.4%であった。

このように、5年間のリターンについては大きな差はないが、リターン指数の推移を見ると、時点によっては各ポートフォリオのリターン指数の水準に差が生じており、どの期間のリターンを見るかで独立取締役とリターンの関係が異なる可能性があるだろう。また、分析では直近での独立取締役データを用いているため、過去に遡るほど各社の独立取締役の状況が直近とは異なってしまうことも考えられよう。

図表 3. 5年間の各ポートフォリオのリターン指数推移 (2009年12月末=100)



(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等より大和総研作成

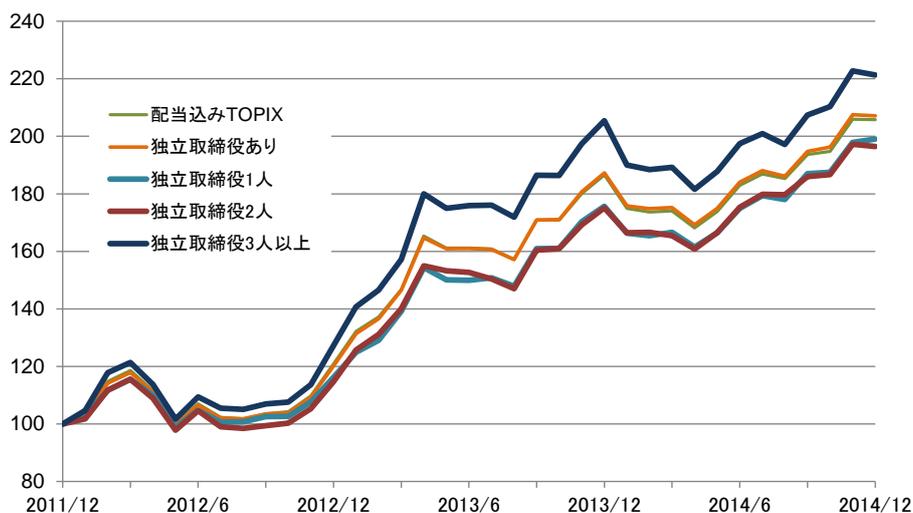
東京証券取引所の有価証券上場規程を調べると、2009年の改正で独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役）を1名以上確保することが遵守すべき事項として規定された。その後、2012年には独立役員に関する情報開示の拡充などに関する改正が行われた。また、新聞と雑誌を対象に独立取締役に関連する記事を検索したところ、2009年が2,181件、2010年が1,868件、2011年が1,819件、2012年が3,397件、2013年が2,946件、2014年が3,613件となっている<sup>2</sup>。これらのことから、2012年頃から独立取締役等に関して注目が高まったのではないかと考えられる。

そこで、2012年から2014年までの3年間のリターン指数の推移を見ると、2012年初めから独立取締役3人以上のポートフォリオのリターン指数が他を若干上回る水準を推移しているが、2012年終盤から水準の差が拡大している（図表4）。その後も、独立取締役3人以上のポートフォリオのリターン指数は配当込みTOPIXを上回る水準を推移しているのに対し、独立取締役が1人と2人のポートフォリオはいずれも配当込みTOPIXよりも低い水準を推移している。この3年間の年率リターンは配当込みTOPIXが27.2%であったのに対し、独立取締役が3人以上のポートフォリオは30.3%で、市場全体を超えている。一方、独立取締役が1人のポートフォリオのリターンは25.8%で、2人のポートフォリオも25.2%となっており、市場全体を下回っている。

これらの結果は、独立取締役に積極的に選任することが市場から評価されるが、独立取締役が少ない場合は、市場からポジティブな評価を得るには至っていないことを示唆しているのではないかと考えられる。

<sup>2</sup> 新聞と雑誌を対象に、2015年2月24日に日経テレコン21で検索した結果。キーワードは「独立取締役」または「独立社外取締役」または「社外取締役」としている。

図表4. 3年間の各ポートフォリオのリターン指数推移 (2011年12月末=100)

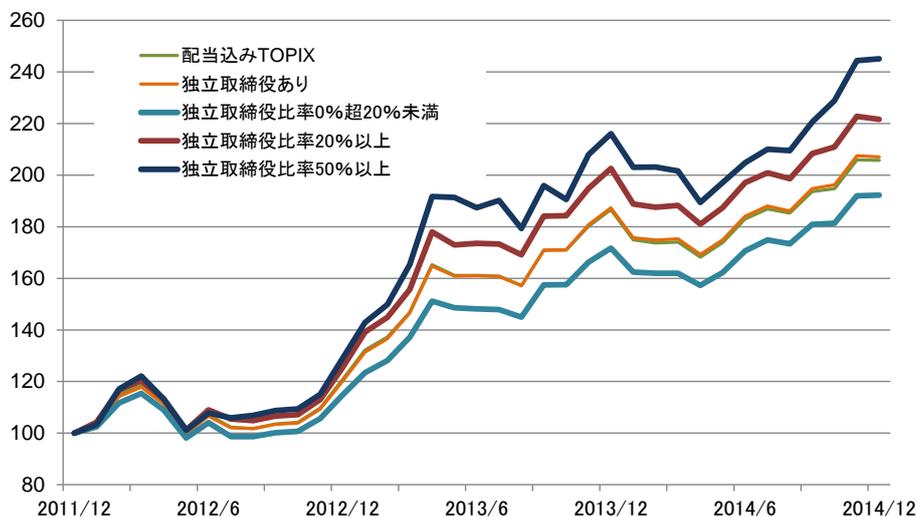


(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等より大和総研作成

次に、独立取締役の人数が同じであっても、取締役全体の人数が異なることで市場からの評価に違いがある可能性があることから、独立取締役比率でもポートフォリオを作成し、リターンを分析してみた。具体的には、分析対象企業の独立取締役比率の単純平均が 17.9%であることなどから、独立取締役比率が 0%超 20%未満、20%以上のそれぞれの企業グループと、取締役の半数以上を独立取締役が占める独立取締役比率 50%以上の企業グループを対象に、前月末の時価総額加重による月次リバランスのポートフォリオによるリターンの動向を検討した。

独立取締役の人数による分析と同様に、直近 3 年間のリターン指数の推移を見ると、独立取締役比率 20%以上のリターン指数は配当込み TOPIX を上回る水準を推移しているのに対し、独立取締役比率 0%超 20%未満は配当込み TOPIX を下回っている (図表 5)。また、独立取締役比率 50%以上のリターン指数が最も高い水準を推移している。

図表5. 3年間の各ポートフォリオのリターン指数推移 (2011年12月末=100)



(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等より大和総研作成

この3年間の年率リターンを算出すると、配当込み TOPIX が 27.2%であったのに対し、独立取締役比率 20%以上のポートフォリオは 30.4%で、市場全体を超えている。さらに、独立取締役比率 50%以上のポートフォリオは、社数が 28 社と少ないため業種の偏りや個別企業の要因の影響に注意が必要であろうが、34.8%のリターンを獲得している。一方、独立取締役比率 0%超 20%未満のポートフォリオは 24.3%となっており、市場全体を下回っている。独立取締役数による分析と同様に、これらの結果は独立取締役比率で見た場合でも独立取締役を積極的に選任することが市場から評価されるが、独立取締役比率が 20%に満たない場合は、市場からポジティブな評価を得るには至っていないことを示唆しているのではないかと考えられる。

#### 4. 独立取締役と ROE

独立取締役の状況によってリターンに差が生じた要因を検討するために、企業の収益性を示す指標である ROE を調べてみた。各企業の 2014 年末時点での実績 ROE と予想 ROE を算出し、各グループで ROE を単純平均したところ、分析対象企業全体の実績 ROE は 7.5%、予想 ROE は 9.5%であった<sup>3</sup> (図表 6)。独立取締役が存在する企業の実績 ROE は 7.9%、存在しない企業の実績 ROE は 6.9%で、独立取締役の存在する企業の実績 ROE が高い。また、予想 ROE についても同様に、それぞれの予想 ROE は 9.8%と 9.0%で、独立取締役の存在する企業の方が予想 ROE の平均的な水準が高い。

図表 6. 独立取締役数と ROE

	社数 (社)	実績ROE (%)	予想ROE (%)
分析対象企業全体	1,725	7.5	9.5
独立取締役あり	1,070	7.9	9.8
独立取締役なし	655	6.9	9.0
独立取締役3人以上	135	8.5	10.9
独立取締役2人	240	8.0	9.8
独立取締役1人	695	7.8	9.6
独立取締役5人以上	22	9.8	11.5

(出所) ブルームバーグ、東洋経済新報社等より大和総研作成

次に、独立取締役の人数と ROE の関係であるが、実績 ROE は独立取締役 1 人が 7.8%、2 人が 8.0%、3 人以上が 8.5%となり、独立取締役が多いほど実績 ROE の平均的な水準が高いという結果になった。また、独立取締役 5 人以上についても実績 ROE の平均値を算出したところ 9.8%となり、やはり独立取締役が多いほど実績 ROE が高いという結果になっている。予想 ROE につ

<sup>3</sup>日本企業は 3 月決算が多いが、この場合、実績は 2014 年 3 月期、予想は 2015 年 3 月期となっている。

いても同様に、独立取締役1人、2人、3人以上でそれぞれ9.6%、9.8%、10.9%となり、独立取締役5人以上は11.5%と高い。

独立取締役比率についてもROEを算出したところ、独立取締役比率0%超10%未満の企業は、実績ROEが6.9%、予想ROEが9.0%で、ともに独立取締役が存在しない企業と同程度であった(図表7)。これらの企業はすべて独立取締役が1人となっているが、独立取締役が1人の企業の中でもROEの低い企業が多く属するため、独立取締役1人の企業全体よりもROEの水準が低いという結果になっている。

独立取締役比率が10%を超えると独立取締役が存在しない企業よりも実績ROEと予想ROEの平均的な水準が高く、独立取締役比率が高いほど実績ROEと予想ROEが高いという傾向がみられた。特に、独立取締役比率が30%を超えると実績ROEは9%前後の水準であり、予想ROEは独立取締役比率30%以上50%未満で11.6%、独立取締役比率50%以上では13.3%と非常に高い水準になっている。

図表7. 独立取締役比率とROE

独立取締役比率	社数 (社)	実績ROE (%)	予想ROE (%)
50%以上	28	9.1	13.3
30%以上50%未満	101	8.8	11.6
20%以上30%未満	239	7.6	9.6
10%以上20%未満	526	8.2	9.7
0%超10%未満	176	6.9	9.0

(出所) ブルームバーグ、東洋経済新報社等より大和総研作成

これらのことから、独立取締役の人数が多いほど、また、独立取締役比率が高まるほど企業経営に好影響を与えている可能性が指摘できよう。ただ、独立取締役が存在しても、その比率が10%に満たない企業の収益性は、独立取締役が存在しない企業とほとんど差がなく、独立取締役の選任による効果が発揮できていない企業が存在しているのかもしれない。このようなROEの差がリターンの差につながっている可能性があるのではないだろうか。

## 5. 独立取締役と外国人持株比率

独立取締役数と2009年からの6年間の外国人持株比率の関係について調べると、6年間を通じて独立取締役数が多いほど外国人持株比率が高いことがわかった(図表8)。まず、独立取締役が存在している企業の平均的な外国人持株比率は2009年の13.8%から連続して上昇し、直近の2014年には18.3%となっている。一方、独立取締役が存在しない企業は、2009年の外国人持株比率が7.8%であり、その後連続して上昇はしているが2014年でも11.1%にとどまって

いる。独立取締役が存在している企業の方が外国人持株比率が高く、また外国人持株比率の上昇幅も大きかったようである。

次に、独立取締役数別に平均的な外国人持株比率を算出すると、独立取締役数が多いほど外国人持株比率が高いという傾向が 2009 年以降続いており、2009 年と 2014 年の外国人持株比率を比べると独立取締役数が多いほど外国人持株比率の上昇幅が大きいという傾向がみられる。また、独立取締役が 1 人の企業と 2 人の企業の間での外国人持株比率の差が大きく、複数の独立取締役を選任しているということが外国人投資家の投資動向に影響していることや、逆に外国人投資家の動向が複数の独立取締役を選任することに影響している可能性がある。

図表 8. 独立取締役数と外国人持株比率

		社数 (社)	2009年 (%)	2010年 (%)	2011年 (%)	2012年 (%)	2013年 (%)	2014年 (%)	変化幅 (%ポイント)
分析対象企業全体		1,725	11.5	11.7	12.1	12.2	14.2	15.5	4.0
独立取締役あり		1,070	13.8	14.0	14.3	14.4	16.8	18.3	4.5
独立取締役なし		655	7.8	7.9	8.4	8.5	10.1	11.1	3.3
独立 取 締 役 数	5人以上	22	28.5	29.7	29.4	29.7	33.2	35.3	6.8
	4人	36	25.9	26.3	26.2	25.2	27.5	28.7	2.8
	3人	77	20.8	21.0	21.7	21.4	25.3	26.3	5.5
	2人	240	17.8	18.0	18.4	18.2	20.9	22.6	4.9
	1人	695	10.5	10.7	11.0	11.3	13.3	14.8	4.2

(注) 変化幅は、2014 年と 2009 年の外国人持株比率の差  
(出所) ブルームバーグ、東洋経済新報社等より大和総研作成

## 6. 終わりに

独立取締役の人数に基づいてポートフォリオを作成し、リターンの分析を行うと、東京証券取引所の上場規程で独立役員に関する情報開示の充実などの改正が行われ、新聞や雑誌で独立取締役に関連する記事が増加した 2012 年以降の 3 年間では、独立取締役が 3 人以上の企業のリターンは市場全体を上回った。一方、独立取締役が 1 人または 2 人の企業のリターンは、いずれも市場全体を下回っている。

独立取締役比率で同様の分析を行うと、独立取締役比率 0%超 20%未満の企業のリターンは市場全体を下回り、独立取締役比率 20%以上の企業のリターンは市場全体を上回っている。独立取締役比率 50%以上の企業のリターンはさらに高く、市場全体を大きく上回った。また、ROE についてもこれら企業グループ間で差があることがわかった。

これらの分析は、独立取締役とリターンや ROE との因果関係を示すものではないが、独立取締役を積極的に選任することが企業の成長や市場から高い評価を得ることにつながる可能性を示すのではないかと。一方、独立取締役を選任していても人数が少ない場合は、市場からポジティブな評価を得るには至っていないことを示唆しよう。

次に、独立取締役と外国人持株比率との関係を調べると、独立取締役の選任に積極的な企業ほど外国人持株比率が高いことがわかった。もちろん、独立取締役と外国人持株比率との因果関係を示したわけではないが、グローバルな基準で投資を行っていると考えられる外国人投資家の投資判断に、独立取締役の選任が適切なガバナンス体制の構築に貢献し、企業の収益性や成長性などに寄与することが考慮されている可能性があるのではないかと考えられる。

2014年2月の東京証券取引所有価証券上場規程の改正で、上場会社は取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めることとなった。また、2015年6月より適用が予定されているコーポレートガバナンス・コードの原案では、独立社外取締役の役割や責務などを示すとともに、独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとしており、今後、独立取締役の選任が増えていくことが予想される。

独立取締役は、株主の視点で経営課題に対して適切な判断を行う役割を担っており、当然のことながらその役割を十分に果たせる人材を独立取締役に選任する必要がある。独立取締役の人数という形式的な面だけではなく、独立取締役として適切な人材を積極的に選任し、実際に企業の成長や企業価値の向上に資するような環境を整備することも求められよう。