

2016年4月19日 全11頁

日本企業の独立取締役の選任状況と 企業パフォーマンスとの関係（前編）

～独立取締役を複数選任している企業の収益性やリターンが高い～

経済環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- ESG 要因として独立取締役の選任状況数を取り上げ、企業の収益性の代表的な指標である ROA と ROE、そして株式リターンとの関係を分析したところ、次の結果を得た。
- ROA と ROE の平均的な水準は、独立取締役を選任していない企業よりも選任している企業の方が高い。また、独立取締役を1名のみ選任している企業と複数名選任している企業では、複数名選任している企業の ROA と ROE の水準が高い。
- リターンについては、やはり独立取締役を選任している企業で構成したポートフォリオのリターンが選任していない企業で構成したポートフォリオのリターンよりも高い。さらに、独立取締役を1名選任している企業よりも複数名選任している企業で構成したポートフォリオのリターンが高い。
- 業種構成の相違によるリターンへの影響を検討するために、各ポートフォリオのリターンを業種要因リターンと企業要因リターンに分解したところ、独立取締役を選任していない企業のポートフォリオは企業要因リターンがマイナスとなった。一方、独立取締役を選任している企業の企業要因リターンはプラスで、独立取締役を1名選任している企業よりも複数名選任している企業の方が企業要因リターンの水準が高い。
- 以上の結果は、独立取締役の選任状況と企業パフォーマンスの因果関係を示すものではないが、投資プロセスに独立取締役の選任という ESG 要因を加えることが運用パフォーマンスの向上に寄与することを示唆する可能性があるだろう。

1. はじめに

ESG 投資は、投資対象となる企業を評価する際に、財務情報だけでなく、企業価値に影響を与える可能性のある ESG 情報も考慮することで、投資パフォーマンスを向上させようとする投資であるとされている。これまで ESG 投資は欧米を中心に拡大してきたが、2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国連の責任投資原則（PRI）に署名したことなどで、国内

の機関投資家の間でも ESG 投資が注目されてきている。受託者責任を負う機関投資家による ESG 投資では、実際に ESG 要因を考慮することが投資リターンの向上に寄与するかを検討することを要しよう。そのためには、まず ESG 要因と株式リターンとの関係に関する分析の蓄積が求められよう。

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・コードの原案が公表された。そして、2015 年 6 月 1 日付で東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード ～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～」が公表されている。タイトルにもあるように、コーポレートガバナンス・コードは会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目的としていると考えられる。また、本コードでは、「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。適切なコーポレート・ガバナンスを確立することが、会社や投資家だけでなく、経済成長にも寄与しているのである。

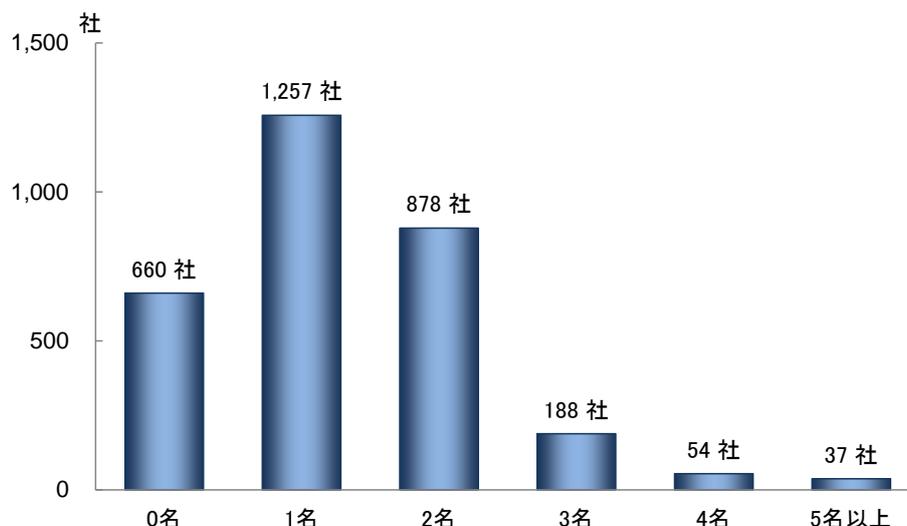
コーポレート・ガバナンスを改善する方策の 1 つとして、外形的にも分かりやすいのが、社外取締役の選任であろう。なかでも、社内の事情等から離れた立場にある独立取締役の選任は、適切なコーポレート・ガバナンスの体制構築に大きな意味を持つと考えられる。そこで、本稿では ESG 要因として独立取締役に着目し、独立取締役の選任と企業の財務パフォーマンスや株式リターンとの関係を分析した。

2. 日本企業の独立取締役の状況

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¹の取得が可能であった 3,074 社のうち、独立取締役を選任している企業は 78.5%に相当する 2,414 社であった。独立取締役数による企業の分布を見ると、独立取締役を選任していない企業は全体の 21.5%に相当する 660 社となっている（図表 1）。独立取締役の人数で見ると、独立取締役の選任が 1 名の企業は 1,257 社で全体の 40.9%を占めている。独立取締役が 2 名の企業は 878 社で全体の 28.6%を占めている。そして、独立取締役が 3 名以上の企業は 279 社で、企業全体の 1 割弱しかない。日本企業は、独立取締役を選任していないか、選任していても 1 名か 2 名という企業がほとんどで、中でも独立取締役が 1 名のみ企業が多いようである。また、企業全体での平均的な独立取締役数は 1.3 人で、取締役に占める比率は 16.1%となっている。

¹ 独立取締役に関するデータは、2016 年 1 月 13 日に東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」より取得。

図表 1. 独立取締役数による企業の分布

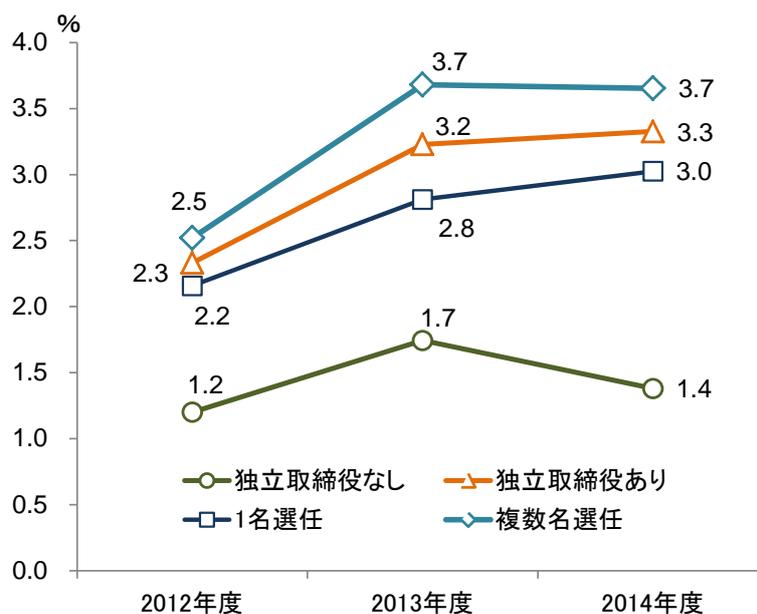


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」より大和総研作成

3. 独立取締役と ROA、ROE

独立取締役の数で企業をグループに分け、それぞれのグループについて、収益性の代表的な指標である ROA (総資産利益率) と ROE (自己資本利益率) を算出した。各グループの ROA と ROE は、グループに属する企業の平均的な水準を見るために、分析に必要なデータがすべてそろった企業を対象に単純平均値を算出している。

図表 2. 独立取締役の選任と ROA



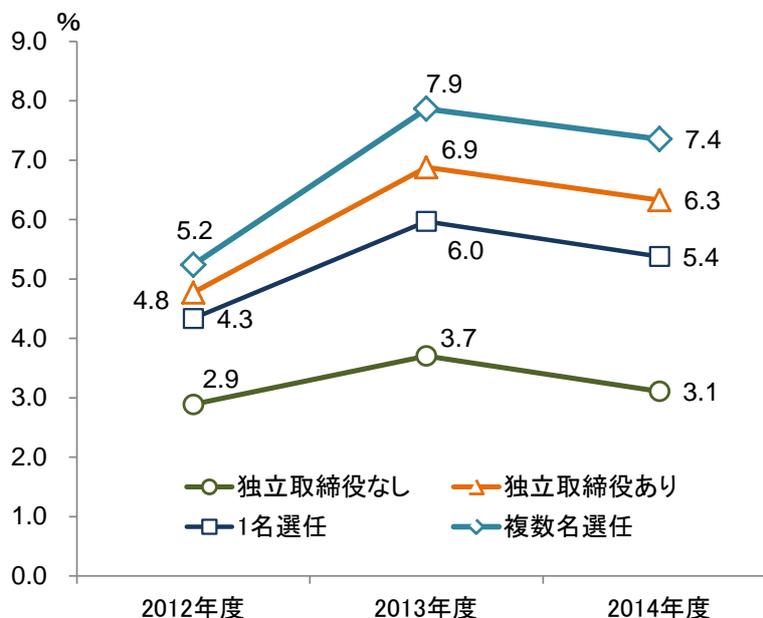
(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」、東洋経済新報社等より大和総研作成

まず、独立取締役を選任している企業と選任していない企業のグループのROAを比較する(図表2)。独立取締役を選任していない企業(図中の「独立取締役なし」)のROAの平均的な水準は、2012年度が1.2%、2013年度が1.7%、2014年度が1.4%であった。これに対し、独立取締役を選任している企業(図中の「独立取締役あり」)のROAは、それぞれ2.3%、3.2%、3.3%となっており、いずれの年度でも独立取締役を選任していない企業のROAを上回っている。

独立取締役の人数とROAとの関係を見るために、独立取締役を1名のみ選任している企業(図中の「1名選任」)と複数名の独立取締役を選任している企業(図中の「複数名選任」)でROAを算出した。独立取締役が1名の企業のROAは、2012年度が2.2%、2013年度が2.8%、2014年度が3.0%であるのに対し、複数名選任している企業のROAはそれぞれ2.5%、3.7%、3.7%となった。いずれの年度でも複数名選任している企業のROAの水準が高いという結果を得た。

次に、ROEについても同様に各グループの平均的な水準を算出したところ、独立取締役を選任していない企業のROEは2012年度が2.9%、2013年度が3.7%、2014年度が3.1%であった(図表3)。一方、独立取締役を選任している企業は、それぞれの年度のROEが4.8%、6.9%、6.3%となり、いずれの年度でも独立取締役を選任している企業のROEが高い。また、独立取締役を1名のみ選任している企業のそれぞれの年度のROEは、4.3%、6.0%、5.4%であるのに対し、複数名の独立取締役を選任している企業のROEは5.2%、7.9%、7.4%となっており、すべての年度で1名のみを選任している企業よりも高い。

図表3. 独立取締役の選任とROE



(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」、東洋経済新報社等より大和総研作成

以上のように、ROAやROEの平均的な水準は独立取締役を選任していない企業よりも選任している企業の方が高く、また複数の独立取締役を選任している企業の方が1名のみ企業よりも

高いことが年度を通じて観察された。もちろん、これらの結果は独立取締役の選任と ROA や ROE との因果関係を示すものではなく、独立取締役を選任することが ROA や ROE に影響するかを判断することはできない。しかし、独立取締役の選任につながるような企業の経営判断や行動が ROA や ROE の水準と関係していることを示唆する可能性があるのではないだろうか。また、収益性が高いことは企業の成長に寄与すると考えられることから、独立取締役の選任という情報が何らかの要因の代理変数として企業価値の向上と関係していることがうかがえるのではないか。

4. 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、独立取締役の選任を指標として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、独立取締役を選任していない企業、選任している企業、独立取締役を 1 名のみ選任している企業、複数名を選任している企業のそれぞれを対象としてポートフォリオを作成し、そのリターンの動向を検討している。

ポートフォリオのリターンは、構成する企業の平均的なリターン水準を見るために、投資開始時点で対象企業に等金額投資を行い、そのまま 2015 年末まで保有した時の年率リターンを算出している。また、保有期間によるリターン動向の違いを見るために、2011 年初からの 5 年間、2012 年初からの 4 年間、2013 年初からの 3 年間、2014 年初からの 2 年間、2015 年初からの 1 年間の 5 つの保有期間を設定している。

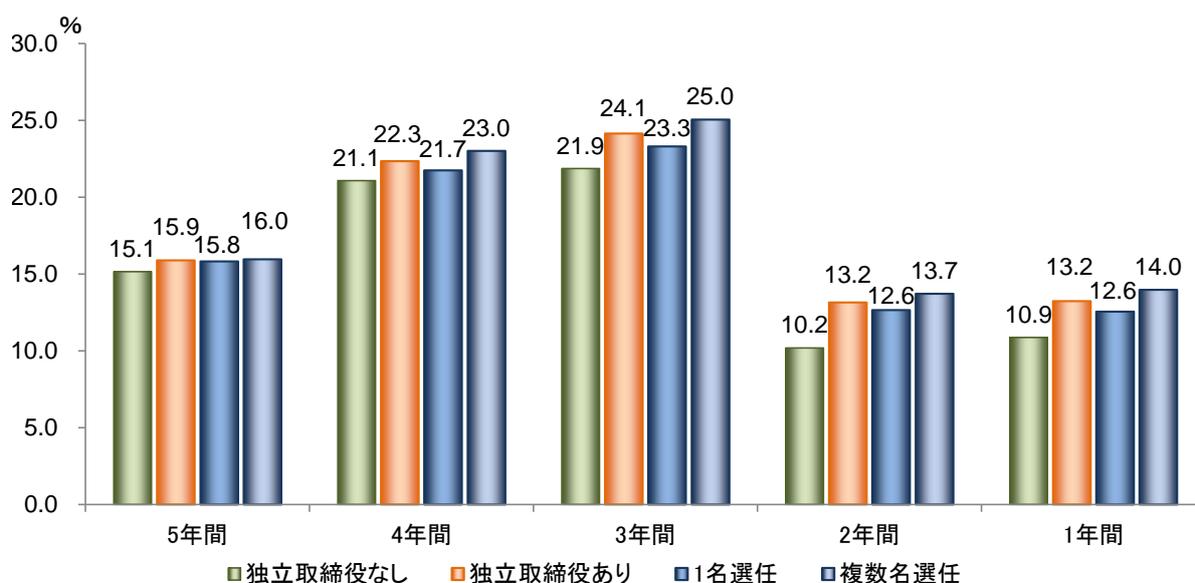
まず、独立取締役を選任していない企業と選任している企業のポートフォリオのリターンを見ると、保有期間を 5 年間としたリターンはそれぞれ 15.1% と 15.9% であり、独立取締役を選任している企業で構成したポートフォリオのリターンがわずかではあるが高かった（図表 4）。また、独立取締役を選任していない企業と選任している企業のそれぞれのポートフォリオの 4 年間のリターンは 21.1% と 22.3%、3 年間は 21.9% と 24.1%、2 年間は 10.2% と 13.2%、1 年間は 10.9% と 13.2% となり、すべての保有期間において独立取締役を選任している企業で構成したポートフォリオのリターンの方が高い。

次に、独立取締役を 1 名のみ選任している企業で構成したポートフォリオと複数名の独立取締役を選任している企業で構成したポートフォリオとの比較であるが、1 名のみを選任している企業のポートフォリオの 5 年間のリターンが 15.8% であったのに対し、複数名を選任している企業のポートフォリオのリターンは 16.0% となった。また、4 年間のそれぞれのリターンは 21.7% と 23.0%、3 年間は 23.3% と 25.0%、2 年間は 12.6% と 13.7%、1 年間は 12.6% と 14.0% となっており、いずれの保有期間でも 1 名のみを選任している企業よりも複数名を選任している企業によるポートフォリオのリターンが高い。

このように、独立取締役の数を指標としてポートフォリオを構成すると、いずれの保有期間においても独立取締役を選任していない企業よりも選任している企業の方がリターンが高く、1 名のみを選任している企業よりも複数名選任している企業の方がリターンが高いという結果に

なった。独立取締役を積極的に選任している企業の方がリターンが高いのである。もちろん、この分析は因果関係を示すものではないが、独立取締役の選任という情報が企業価値などに影響する要因として、またはそれら要因の代理変数として機能していることを示唆している可能性がある。

図表 4. 各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン



(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

比較対象としたポートフォリオのリターンの差を見ると、保有期間を5年や4年とした場合よりも、3年以下の場合の方がリターンの差が大きいためであり、独立取締役の選任という情報が2013年以降でリターンとの関係が強まったことが示唆される。

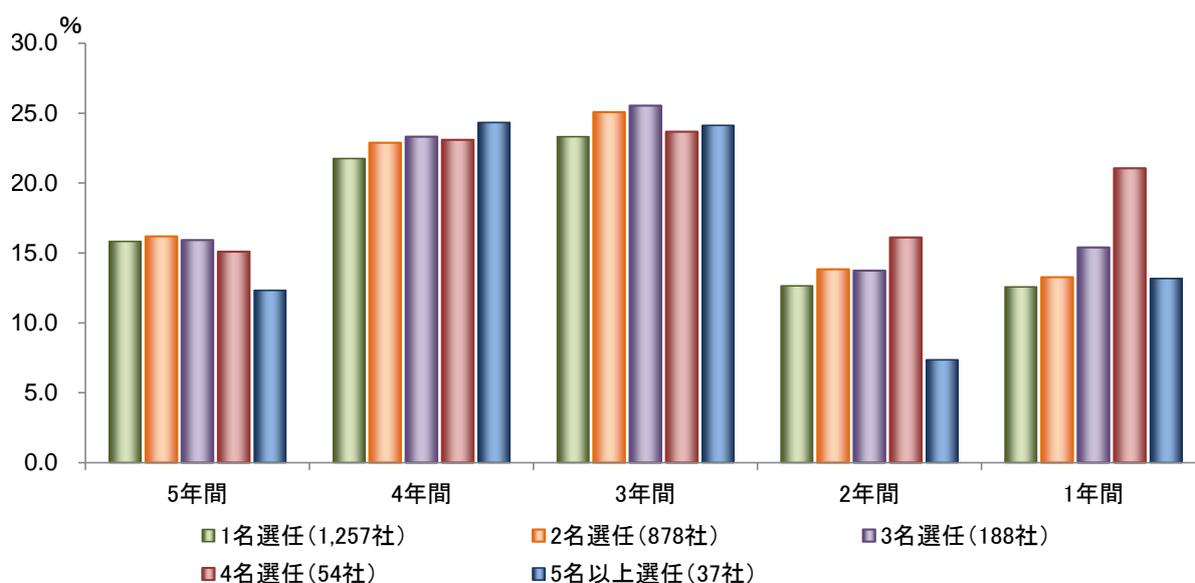
東京証券取引所の有価証券上場規程では、2009年の改正で独立役員（一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役）を1名以上確保することが遵守すべき事項として規定された。その後、2012年には独立役員に関する情報開示の拡充などに関する改正が行われている。また、2014年8月7日から「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が開催され、2015年3月5日に「コーポレートガバナンス・コード原案」が公表されている。ここ数年、コーポレート・ガバナンスに関する議論の高まりとともに、独立役員に対する注目度も高まっているのではないだろうか。これが、今回の分析では保有期間が短い方がリターンの差が大きくなっている要因のひとつとなっている可能性がある。

次に、独立取締役の選任とリターンとの関係を詳細に検討するために、独立取締役の人数ごとにポートフォリオを作成し、そのリターンを算出した（図表5）。まず、独立取締役が1名と2名のポートフォリオのリターンを比較すると、すべての保有期間で2名の企業で構成したポートフォリオのリターンが高い。また、保有期間が4年間では独立取締役の人数が多いほどリターンが高いという傾向が見受けられる。2年間と1年間では独立取締役が5名以上のポートフォ

リオを除いて、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が、独立取締役が5名以上のポートフォリオの構成社数は37社しかないため、個別企業による要因や業種の偏りによる影響が大きいことが考えられよう。

このように、独立取締役の人数とリターンとの関係を見ると、独立取締役に対する注目度が高まったと考えられる2014年以降については、独立取締役の人数が多いほどリターンが高いという傾向がうかがえる。しかし、いずれの保有期間でも独立取締役の選任が1名よりも2名のリターンが高いことは共通しているが、それ以上の人数になると各保有期間で共通して人数が多いほどリターンが高いという関係が成立しているとは言い難い結果となった。これは、単に独立取締役の人数という外形的な面だけでなく、実際に独立取締役がその機能を十分に発揮し、企業価値の創出に寄与しているかが問われている可能性を示唆するのではないかと。そして、独立取締役が1名のリターンは、1名では独立取締役に期待する役割が十分に発揮できないかもしれないという評価を反映している可能性があるだろう。

図表5. 独立取締役数別ポートフォリオの保有期間別年率リターン



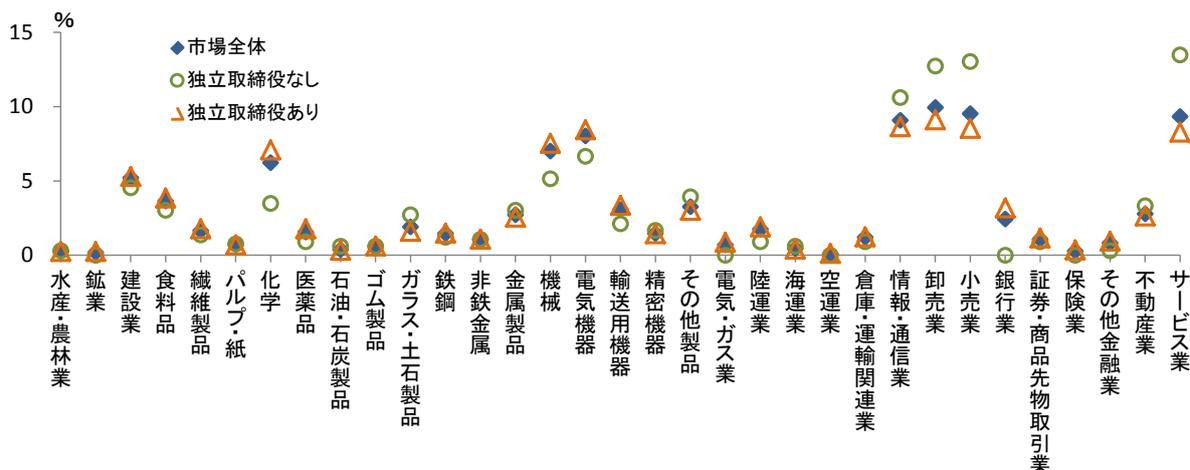
(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

5. ポートフォリオの業種別構成の違いとリターンへの影響

独立取締役の選任状況が業種によって異なる可能性があり、これが分析で作成したポートフォリオのROAやROE、そしてリターンに影響している可能性がある。そこで、各ポートフォリオの業種別構成比の違いを検討する。まず、独立取締役を選任している企業のポートフォリオの業種別構成比は、市場全体と大きな差が無いようである(図表6)。これは、市場全体は独立取締役のデータが取得できなかった企業も含めて3,149社であるのに対し、データで独立取締役を選任していることが確認できた企業は2,414社となっており、このポートフォリオの企業数が多いことで業種別構成比が市場全体と同様になったと考えられる。

独立取締役を選任していない企業のポートフォリオと選任している企業のポートフォリオの業種別構成比を比較すると、化学、機械、電気機器、銀行業の各業種の構成比は独立取締役を選任している企業によるポートフォリオの方が高い。逆に、情報・通信業、卸売業、小売業、サービス業は独立取締役を選任していない企業のポートフォリオの方の業種別構成比が高い。他の業種は、両者でほとんど違いは無いようである。

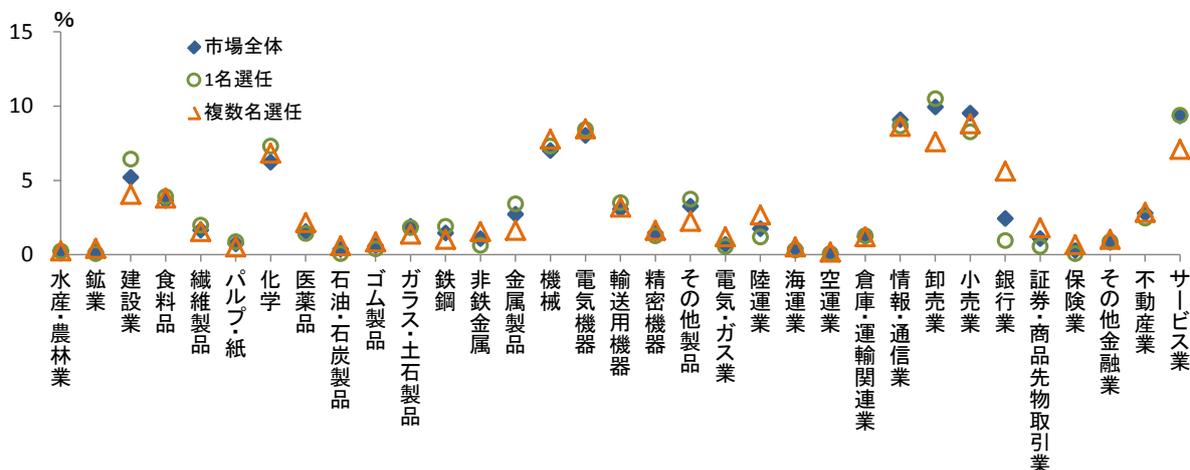
図表 6. 独立取締役数別ポートフォリオの業種構成 (1)



(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

次に、独立取締役を1名のみ選任している企業と複数名を選任している企業のポートフォリオでは、建設業、卸売業、サービス業などの業種の構成比は1名選任している企業の方が高い(図表7)。そして、複数名選任している企業のポートフォリオの方が業種別構成比が高いのは銀行業で、残りの業種については、両者に大きな違いは無いようである。

図表 7. 独立取締役数別ポートフォリオの業種構成 (2)



(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

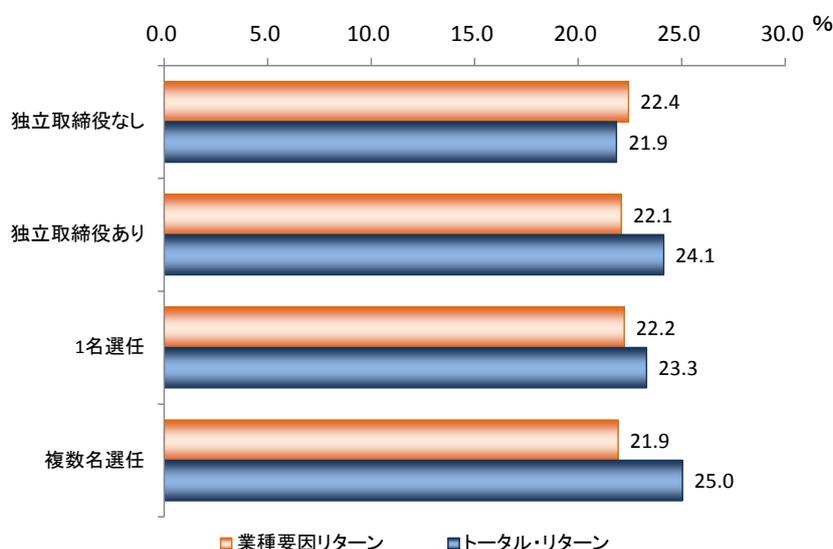
このように、ポートフォリオによって業種別構成比に少し違いが見られる。そこで、この業種構成の差異がポートフォリオのリターンにどの程度影響しているかを検討する。

個別企業のリターンは、「所属業種のリターン」と「所属業種のリターンに対する超過リターン」に分解できる。これら「所属業種のリターン」を業種に起因するリターン、「所属業種のリターンに対す超過リターン」を個別企業の要因に起因するリターンと考えることができよう。同様に、ポートフォリオの場合も、ポートフォリオの業種別構成比を用いることで、ポートフォリオのリターン（「トータル・リターン」とする）を業種に起因するリターン（「業種要因リターン」とする）と個別企業の要因に起因するリターン（「企業要因リターン」とする）に分解できよう。そこで、東証業種別株価指数の伸び率を「所属業種のリターン」として、各ポートフォリオの業種要因リターンを算出した。なお、リターンは3年間保有した場合の年率リターンを算出している。

[リターンの分解]

ポートフォリオのトータル・リターン＝業種要因リターン＋企業要因リターン

図表 8. 各ポートフォリオの3年間保有での年率リターン



(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

まず、各ポートフォリオの業種要因リターンは、いずれも22%前後の水準で大きな違いは無いといえよう(図表8)。したがって、各ポートフォリオの業種構成の違いがリターンに与える影響はそれほど大きくないと考えられる。また、ポートフォリオの業種要因リターンとトータル・リターンを比較すると、独立取締役を選任していない企業のトータル・リターンは業種要因リターンを下回っており、企業要因リターンがマイナスとなっている。一方、独立取締役を

選任している企業、独立取締役を 1 名選任している企業、複数名選任している企業のポートフォリオのリターンは、いずれも企業要因リターンがプラスとなっている。特に、独立取締役を複数名選任している企業は、他のポートフォリオと比べて企業要因リターンが大きく、独立取締役を積極的に選任している企業に投資することと、ポートフォリオの良好なリターンとに何らかの関係がある可能性を示唆するのではないかと。

6. 終わりに

ESG 要因として独立取締役の人数を用いて企業をグループ分けし、2012 年度、13 年度、14 年度における各グループの平均的な ROA と ROE の水準を算出したところ、すべての年度で独立取締役を選任していない企業よりも選任している企業の ROA と ROE の水準が高い。また、独立取締役を 1 名のみ選任している企業と複数名選任している企業では、すべての年度で複数名選任している企業の ROA と ROE の水準が高い。

次いで、平均的なリターンを見るために、これら企業グループごとに等金額加重によるポートフォリオを作成し、5 年間から 1 年間まで保有期間を変えてリターンの水準を比較したところ、すべての保有期間で独立取締役を選任している企業で構成したポートフォリオのリターンが選任していない企業で構成したポートフォリオのリターンよりも高い。さらに、独立取締役を 1 名選任している企業よりも複数名選任している企業で構成したポートフォリオのリターンが高いことがすべての保有期間で観察された。

また、独立取締役の人数とリターンとの関係では、単に独立取締役の人数という外形的な面だけでなく、実際に独立取締役がその機能を十分に発揮し、企業価値の創出に寄与しているかが問われていることや、独立取締役が 1 名のみでは期待される役割を果たすには十分ではないと評価されていることなどの可能性を示唆する結果が得られた。

これらの結果は、独立取締役と ROA、ROE、そしてリターンとの因果関係を見たものではないが、独立取締役の選任という情報が企業価値の向上につながる企業経営を行っていることなどに関係していることや、その経営に関連する情報の代理指標として機能していることを示唆する可能性がある。

株式市場の動向は業種によって異なる局面があることから、今回作成したポートフォリオのリターンには業種構成の差異が影響している可能性がある。そこで、各ポートフォリオのリターンを業種要因リターンと企業要因リターンに分解したところ、独立取締役を選任していない企業のポートフォリオは企業要因リターンがマイナスとなった。一方、独立取締役を選任している企業の企業要因リターンはプラスで、独立取締役を 1 名選任している企業よりも複数名選任している企業の方が企業要因リターンの水準が高いという結果を得た。これらの結果は、各ポートフォリオの業種構成がリターンに与える影響を除いても、積極的に独立取締役を選任している企業の方が平均的に高いリターンを実現する可能性を示唆していよう。

以上のことは、投資プロセスに独立取締役の選任という ESG 要因を加えることが運用パフォーマンスの向上に寄与することを示唆する可能性がある。今後、ESG 要因と企業パフォーマンスに関する分析の蓄積が進み、ESG 投資が資産運用のパフォーマンスの向上につながることを期待される。

本稿の分析は上場企業全体を対象としたが、業種によって独立取締役の選任の状況や、独立取締役の選任と ROA、ROE、リターンとの関係に違いがある可能性がある。後編では、業種別に独立取締役の選任状況と企業パフォーマンスとの関係を分析した結果を紹介する。