

2016年5月20日 全16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（後編）

～業種によって異なるが、同一業種内でも独立取締役を選任している企業の収益性やリターンが高い傾向が見受けられる～

経済環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 前編では、企業を独立取締役選任の状況でグループ分けすると、独立取締役を積極的に選任している企業のROAやROE、そして株式リターンが高い傾向にあるとの結果を得た。この結果には、グループによって業種構成が異なることが影響している可能性がある。そこで、本稿では業種別に独立取締役選任の状況とROAやROE、リターンとの関係を分析したところ、次の結果を得た。
- 業種によって少し様相は異なるが、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傾向がうかがえた。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の水準が高い傾向が見受けられる。
- リターンについても、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傾向が見られた。さらに、業種による違いや保有期間による違いはあるが、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傾向が見受けられる。
- このように、同一業種に属する企業であっても独立取締役を選任している企業の方がROAやROE、そして株式リターンが高い傾向がうかがえる。独立取締役選任の状況と企業パフォーマンスとの間には、何らかの関係が存在している可能性が示唆されよう。
- もちろん、本稿の分析は因果関係を示すものではない。しかし、これらの結果は独立取締役を選任することがガバナンスの強化につながり、これが企業パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆しているのではないだろうか。また、投資プロセスに独立取締役の選任というESG要因を加味することが運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性も示唆していよう。

1. はじめに

前編¹では、ESG 要因として独立取締役に着目し、上場企業全体を対象として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。まず、独立取締役の人数を用いて企業をグループ分けし、各グループの平均的な ROA（総資産利益率）と ROE（自己資本利益率）を見たところ、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 の水準が高かった。また、独立取締役を 1 名のみ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 ROA と ROE の水準が高いという結果を得た。さらに、保有期間を変えて（5～1 年間の 5 期間）、各グループのリターンの水準を比較したところ、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リターンが高く、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リターンが高いという結果を得た。ROA と ROE の水準やリターンの動向は業種によって異なり、各グループの業種構成の違いが結果に影響していることが考えられる。そこで、本稿では業種別に分析し、独立取締役選任の状況と企業パフォーマンスとの関係を検討した。

2. 業種別の独立取締役選任の状況

日本企業の独立取締役の状況を見ると、本稿での分析に必要なデータ²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（図表 1）。業種別では、鉱業、電気・ガス業、空運業、銀行業、保険業は分析の対象としたすべての企業が独立取締役を選任している。一方、サービス業、ガラス・土石製品、石油・石炭製品は独立取締役を選任している企業の比率が 60%台であるなど、業種によって独立取締役の選任状況に差が見られる。

独立取締役を 1 名のみ選任している企業の比率は、全業種では 40.9%であった。業種別では、鉄鋼、金属製品、建設業の比率は 50%を超えており、半数強の企業が独立取締役を 1 名しか選任していないのに対し、鉱業、銀行業、保険業、石油・石炭製品は 20%を下回っている。複数の独立取締役を選任している企業の比率は、全業種では 37.6%であり、1 名のみを選任している比率と大きくは変わらない。業種別では、保険業、銀行業、鉱業はこの比率が 80%を超えているのに対し、金属製品等 8 つの業種が 20%台の水準となっているなど、業種によって水準に大きな差があるようである。さらに、独立取締役の平均的な人数は、全業種で 1.30 人であるのに対し、保険業、鉱業、銀行業、電気・ガス業は 2 人を超えているが、1 人強の業種も多い。

業種によって分析の対象とした社数が異なることなどを考慮することが必要であろうが、独立取締役の選任状況は業種によって異なっており、特に独立取締役を複数名選任している企業の状況は業種によって大きく異なっているようである。これらのことは、ESG 要因として独立取

¹ 伊藤正晴「[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）](#)」（2016 年 4 月 19 日付レポート）

² 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。

締役の人数に着目する場合には、投資対象に業種の偏りが発生する可能性を示唆しよう。

図表 1. 業種別の独立取締役の選任状況

業種	対象社数(社)	社数の比率(%)			平均独立取締役数(人)	業種	対象社数(社)	社数の比率(%)			平均独立取締役数(人)
		選任あり	1名選任	複数名選任				選任あり	1名選任	複数名選任	
水産・農林業	8	75.0	37.5	37.5	1.13	精密機器	46	76.1	34.8	41.3	1.37
鉱業	6	100.0	16.7	83.3	2.33	その他製品	99	73.7	47.5	26.3	1.08
建設業	158	81.0	51.3	29.7	1.15	電気・ガス業	21	100.0	33.3	66.7	2.19
食料品	113	82.3	43.4	38.9	1.35	陸運業	52	88.5	28.8	59.6	1.77
繊維製品	52	82.7	48.1	34.6	1.25	海運業	14	71.4	28.6	42.9	1.14
パルプ・紙	22	77.3	50.0	27.3	1.05	空運業	3	100.0	33.3	66.7	2.00
化学	194	88.1	47.4	40.7	1.40	倉庫・運輸関連業	36	83.3	44.4	38.9	1.28
医薬品	49	87.8	36.7	51.0	1.71	情報・通信業	279	74.9	39.1	35.8	1.19
石油・石炭製品	12	66.7	8.3	58.3	1.50	卸売業	304	72.4	43.4	28.9	1.08
ゴム製品	19	78.9	26.3	52.6	1.42	小売業	292	70.5	35.6	34.9	1.21
ガラス・土石製品	57	68.4	40.4	28.1	1.02	銀行業	77	100.0	15.6	84.4	2.27
鉄鋼	44	81.8	54.5	27.3	1.09	証券・商品先物取引業	34	82.4	20.6	61.8	1.97
非鉄金属	33	78.8	24.2	54.5	1.42	保険業	9	100.0	11.1	88.9	2.67
金属製品	82	75.6	52.4	23.2	1.05	その他金融業	25	92.0	44.0	48.0	1.72
機械	216	84.3	42.6	41.7	1.38	不動産業	86	74.4	36.0	38.4	1.30
電気機器	248	82.3	42.7	39.5	1.46	サービス業	289	69.2	40.8	28.4	1.12
輸送用機器	95	85.3	46.3	38.9	1.29	全業種	3,074	78.5	40.9	37.6	1.30

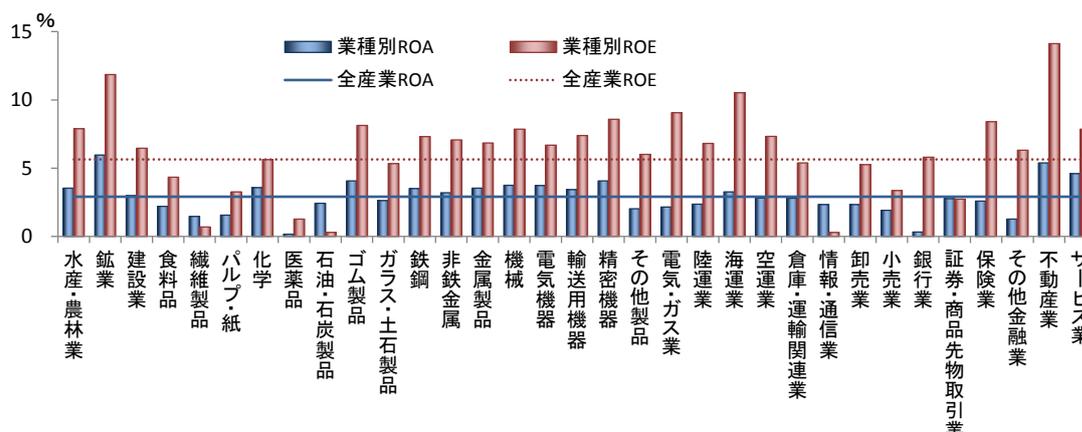
(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」より大和総研作成

3. 業種別のROA、ROE

業種によって独立取締役選任の状況が異なることから、独立取締役の選任状況を指標としてグループを作成すると、グループによって業種構成に違いが生じる。業種によってROAやROEの水準が異なる場合、これらグループの平均的なROAやROEの水準にも違いが生じよう。そこで、実際に業種によってROAやROEの水準が異なるのかを検討する。

全業種を対象とした2014年度のROAの平均値の水準は2.9%であるが、業種別では鉱業、不動産業、サービス業、精密機器、ゴム製品のROAが4%を超えている(図表2)。一方、小売業、パルプ・紙、繊維製品、その他金融業、銀行業、医薬品は2%を下回っており、業種によって水準に差がある。ROEは全産業の平均は5.6%であるが、不動産業、鉱業、海運業が10%超え、電気・ガス業、精密機器なども高い。一方、繊維製品、石油・石炭製品、情報・通信業は1%に満たない水準となっており、ROAと同様に業種によってROEの水準も大きく異なっているようである。

図表 2. 2014 年度の業種別の ROA 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

4. 業種別の独立取締役選任の状況と企業パフォーマンスの関係

前述のように、業種によって ROA や ROE の平均的な水準が異なっていることがわかった。独立取締役選任の状況を指標としてグループを作成すると、各グループでの業種構成の違いによって、グループ間の ROA や ROE の水準に違いが生じていることが示唆される。しかし、同じ業種に属する企業であっても ROA や ROE の水準に違いがあることから、独立取締役選任の状況でグループを作成すると、個別企業による ROA や ROE の水準の違いが影響してグループの ROA や ROE の水準に違いが生じた可能性もあろう。

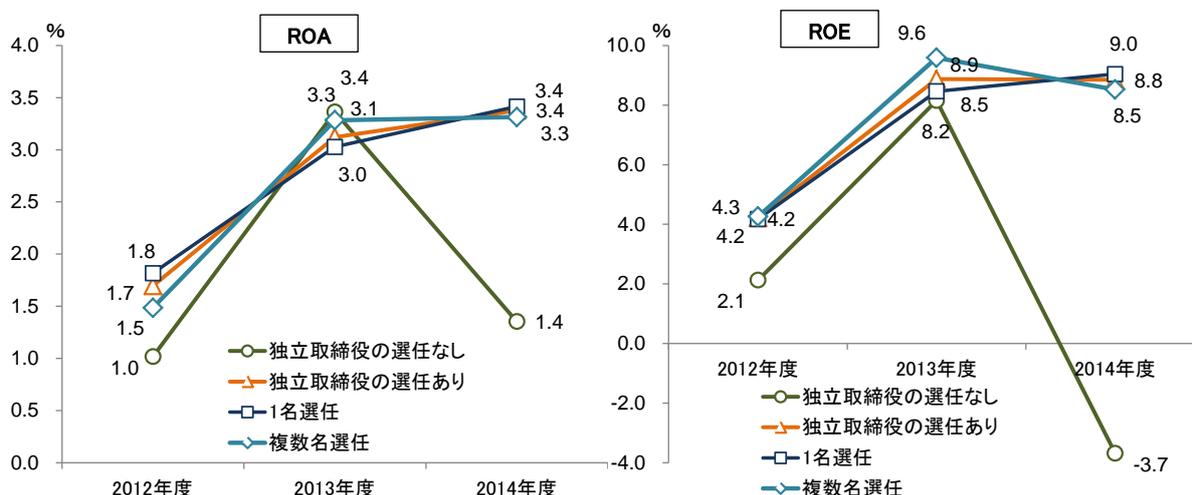
そこで、同一業種内の企業を対象とした場合でも、独立取締役選任の状況と企業パフォーマンスとの間に何らかの関係が見られるかを分析した。なお、分析の対象とした業種は、分析に必要なデータが取得できた企業が 100 社以上存在する 9 業種とした。これらの業種について、同一業種に属する企業を独立取締役の数でグループ分けした。ROA と ROE はグループに属する企業の平均的な水準を見るために、単純平均値を算出している。また、株式リターンについては構成する企業の平均的なリターン水準を見るために、投資開始時点で対象企業に等金額投資を行い、そのまま 2015 年末まで保有した時の年率リターンを算出している。保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。

(1) 建設業

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 を比較すると、2012 年度と 2014 年度は独立取締役を選任している企業の平均的な ROA の水準が高い。一方、2013 年度は選任していない企業の方が ROA の水準が高いが、その差はわずかである (図表 3)。独立取締役を 1 名選任している企業と複数名選任している企業では、ROA の水準に大きな違いはないようである。ROE については、いずれの年度でも独立取締役を選任していない企業よりも選任して

いる企業の方が平均的な ROE の水準が高い。また、2012 年度と 2013 年度は独立取締役を 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平均的な ROE の水準が高いが、2014 年度は 1 名選任している企業の方が ROE の水準が高い。

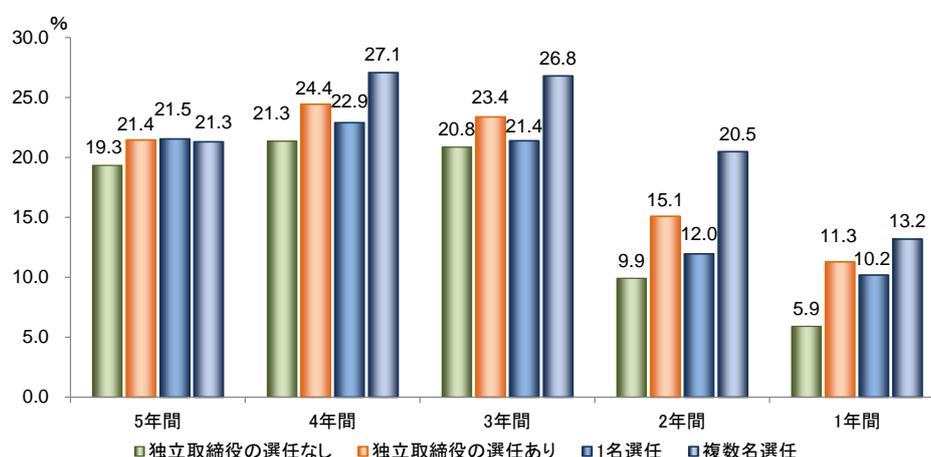
図表 3. 建設業の独立取締役の選任と ROA、ROE



(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

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、いずれの保有期間においても選任している企業のポートフォリオのリターンが高い（図表 4）。また、独立取締役の選任が 1 名と複数名の企業のポートフォリオでは、保有期間が 4 年間から 1 年間の期間で複数名選任している企業のポートフォリオのリターンが高く、5 年間では 1 名選任している企業のポートフォリオのリターンがわずかに高い結果となっている。独立取締役を積極的に選任している企業の方が平均的なリターンが高いといえそうである。

図表 4. 建設業の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン

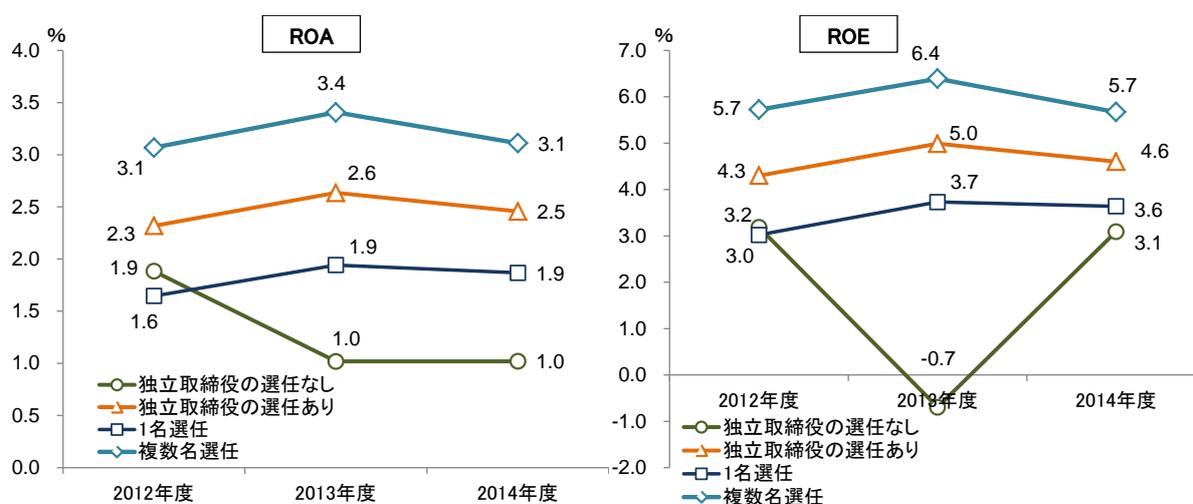


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

(2) 食料品

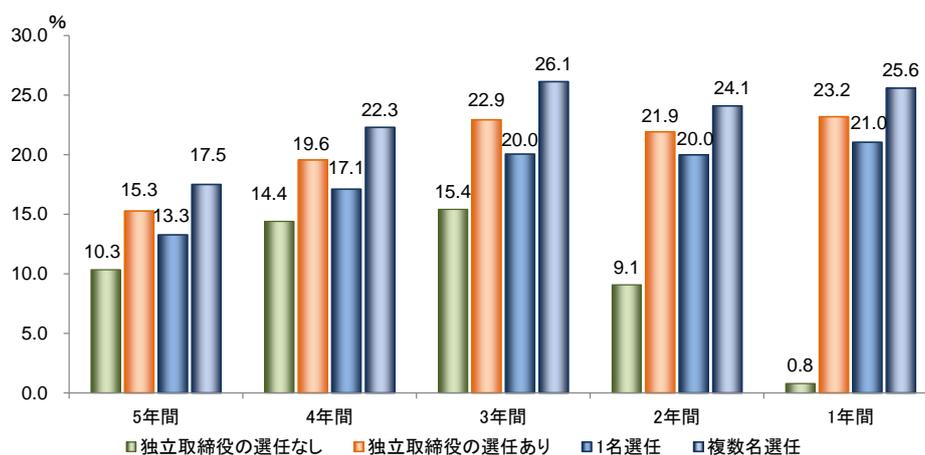
独立取締役を選任している企業と選任していない企業の ROA を比較すると、いずれの年度でも独立取締役を選任している企業の平均的な ROA の水準が高い (図表 5)。また、独立取締役を 1 名選任している企業と複数名選任している企業では、複数名選任している企業の ROA の水準が高い。独立取締役を積極的に選任しているほど、ROA の平均的な水準が高いようである。ROE についても、同様の傾向が見られる。

図表 5. 食料品の独立取締役の選任と ROA、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

図表 6. 食料品の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

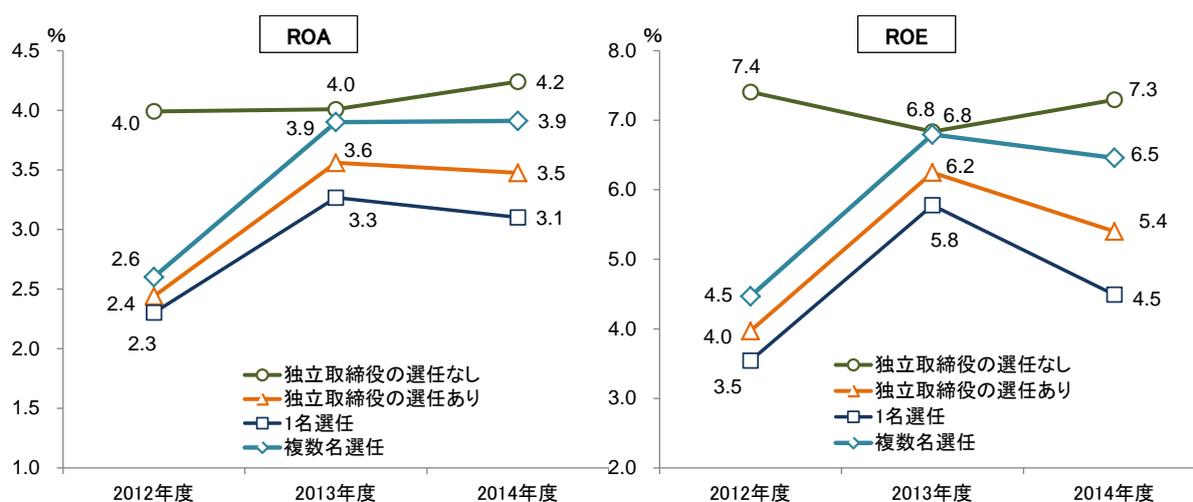
次に、独立取締役を選任している企業と選任していない企業で構成したポートフォリオのリターンを比較すると、いずれの保有期間においても選任している企業のポートフォリオのリターンが高い (図表 6)。特に、保有期間が 2 年間と 1 年間で、これら両者のリターンの差が大き

くなっている。独立取締役の選任が1名と複数名の企業のポートフォリオでは、すべての保有期間で複数名選任している企業のポートフォリオのリターンが高く、独立取締役を積極的に選任している企業の方が平均的なリターンが高いといえそうである。

(3) 化学

化学は、ROAやROEの平均的な水準が今回の分析対象業種の中では異なった様相を示しており、いずれの年度でも独立取締役を選任していない企業の平均的なROAの水準が最も高い(図表7)。これは独立取締役を選任している企業の中にROAが大幅なマイナスとなっている企業があり、平均的水準にも影響を及ぼしていることなどに起因しているようである。独立取締役を1名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の水準が高い、独立取締役を選任している企業の中では、独立取締役を積極的に選任しているほどROAの平均的な水準が高いことが示唆される。ROEについても、同様の傾向が見られる。

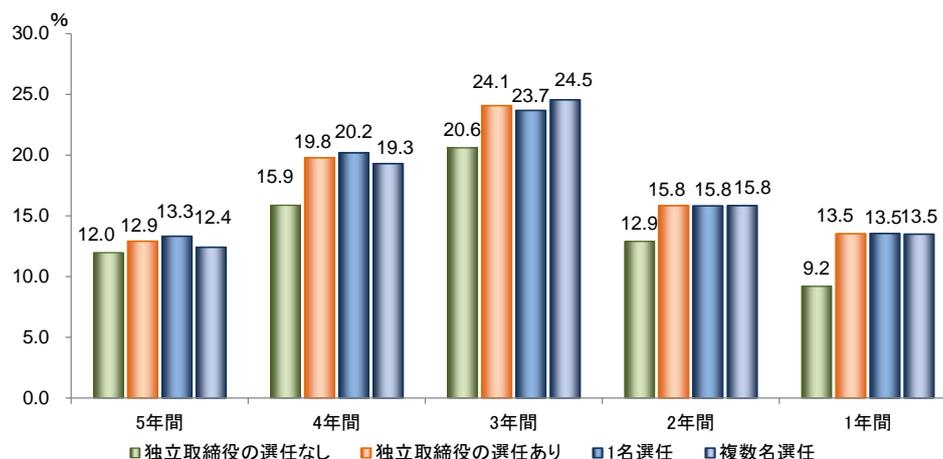
図表7. 化学の独立取締役の選任とROA、ROE



(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

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、いずれの保有期間においても選任している企業のポートフォリオのリターンが高い(図表8)。独立取締役の選任が1名と複数名の企業のポートフォリオでは、1名のみ選任している企業のポートフォリオが1期間を除き、同程度または高いリターンとなっている。

図表 8. 化学の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン

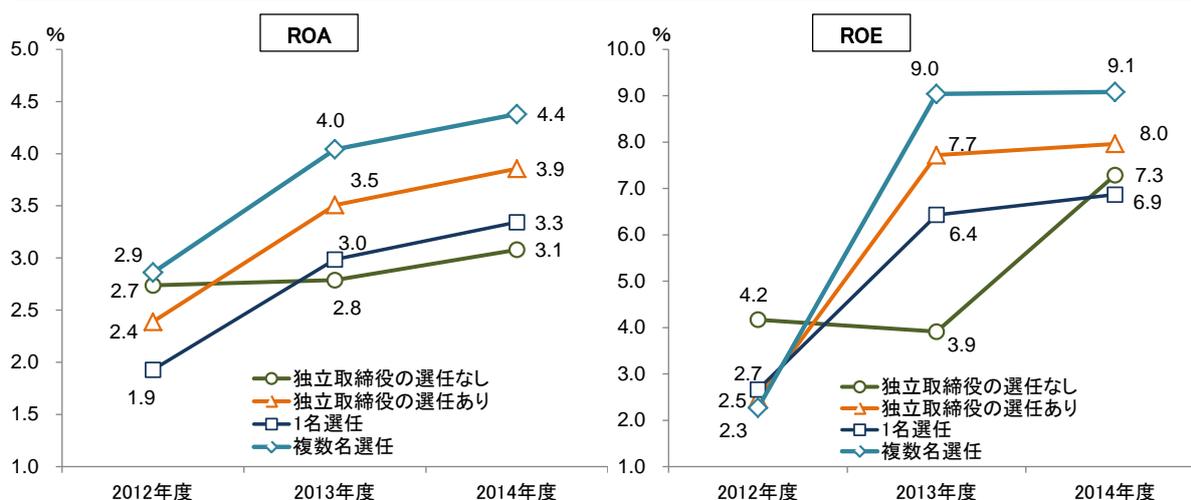


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

(4) 機械

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 を比較すると、2012 年度を除いて独立取締役を選任している企業の平均的な ROA の水準が高い (図表 9)。また、独立取締役を 1 名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 の水準がすべての年度で高い。ROE については、2012 年度は独立取締役を選任していない企業の平均的な水準が最も高いが、2013 年度と 2014 年度は独立取締役を積極的に選任している企業の方が ROE の平均的な水準が高いようである。

図表 9. 機械の独立取締役の選任と ROA、ROE

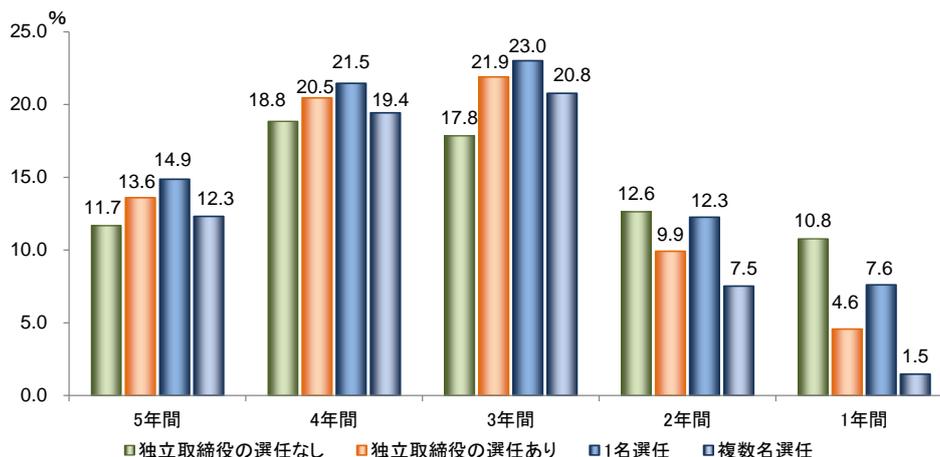


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」、東洋経済新報社等より大和総研作成

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、保有期間が 5 年間から 3 年間までは選任している企業のポートフォリオ

のリターンが高いが、直近時点のリターンの影響が大きい2年間や1年間では、独立取締役を選任していない企業のポートフォリオのリターンの方が高い(図表10)。独立取締役の選任が1名と複数名の企業のポートフォリオでは、いずれの期間でも独立取締役を1名選任している企業のリターンの方が高い。機械は、長期的には独立取締役を選任している企業のリターンが高いが、これは独立取締役を1名のみ選任している企業のリターンが寄与しているようである。

図表10. 機械の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン

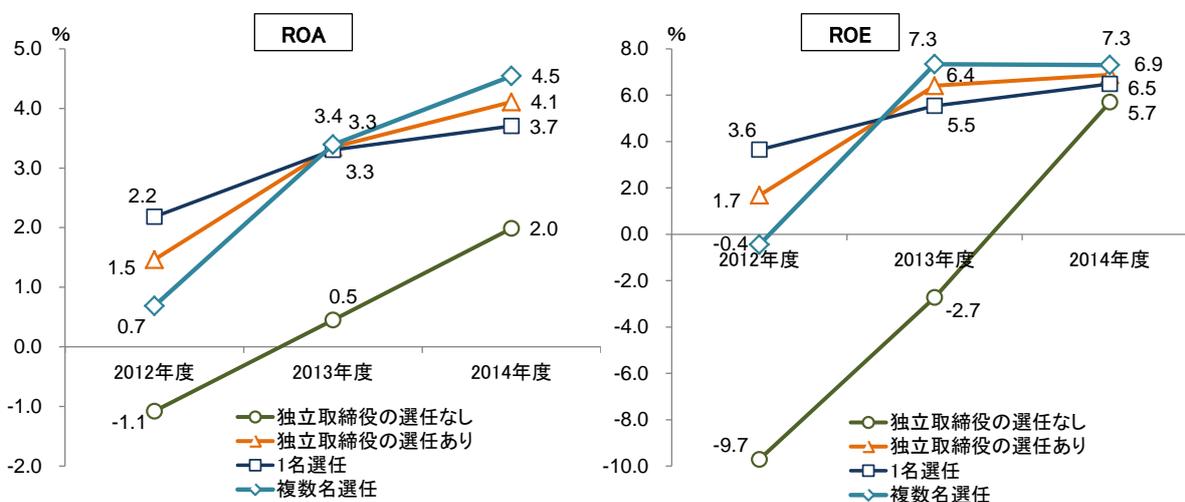


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

(5) 電気機器

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を比較すると、すべての年度で独立取締役を選任している企業の平均的なROAの水準が高い(図表11)。

図表11. 電気機器の独立取締役の選任とROA、ROE

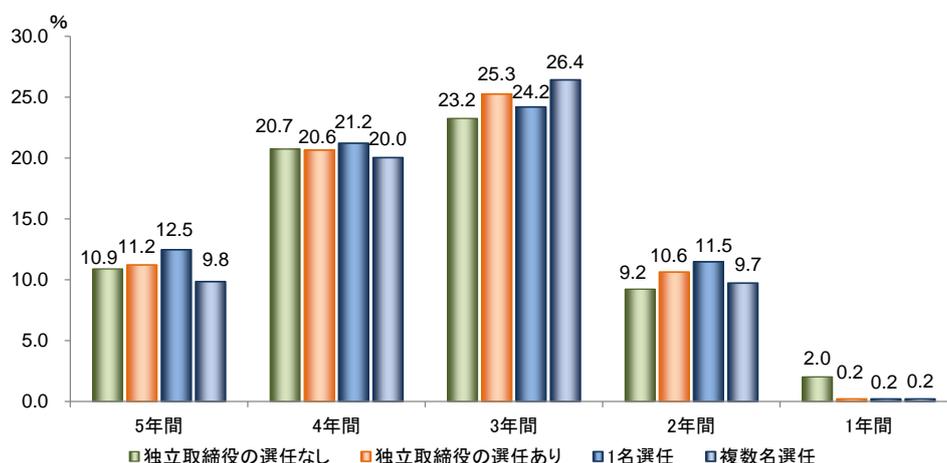


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」、東洋経済新報社等より大和総研作成

また、独立取締役を1名選任している企業と複数名選任している企業のROAは、2012年度は1名選任している企業が高いが2013年度は両者が同程度の水準で、2014年度は複数名選任している企業の方が高い水準にあり、年度によって様相が異なっている。ROEについても同様に、独立取締役を選任していない企業よりも、独立取締役を選任している企業のROEの水準が高い。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、2012年度を除いて複数名選任している企業のROEが高い。

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、保有期間によって様相が異なり、保有期間の違いを通じた一貫した傾向は見られない(図表12)。また、独立取締役の選任が1名と複数名の企業のポートフォリオでは、ほとんどの保有期間で1名のみ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傾向が見受けられる。

図表12. 電気機器の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン

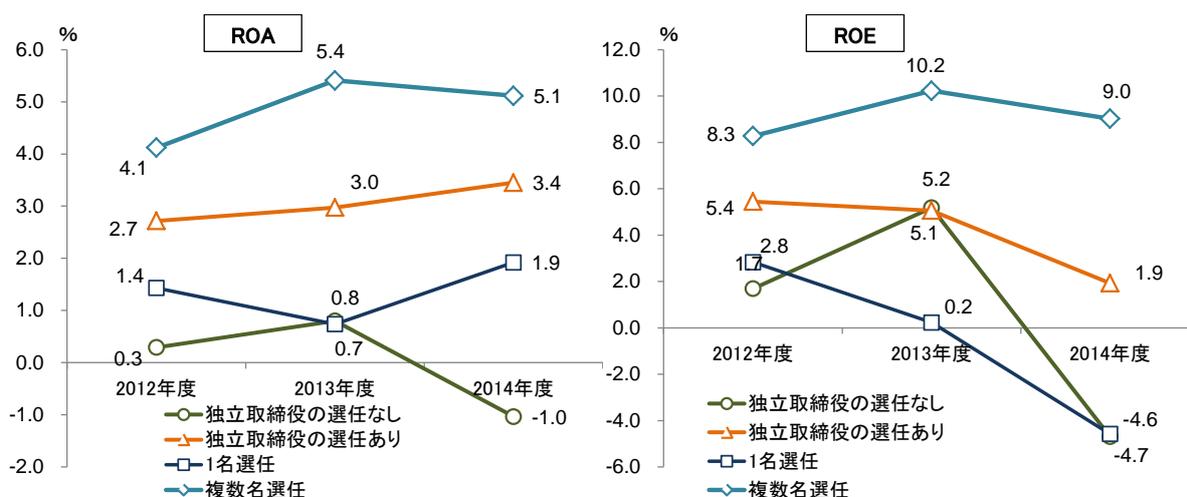


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

(6) 情報・通信業

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を比較すると、すべての年度で独立取締役を選任している企業の平均的なROAの水準が高い(図表13)。また、独立取締役を1名選任している企業と複数名選任している企業のROAも同様に、すべての年度で複数名選任している企業の方が高い。ROEについては、2012年度と2014年度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ROEの水準が高いが、2013年度はわずかではあるが選任していない企業の方が高い。独立取締役の選任が1名の企業と複数名の企業では、すべての年度で複数名選任している企業のROEが高く、その差も大きいようである。

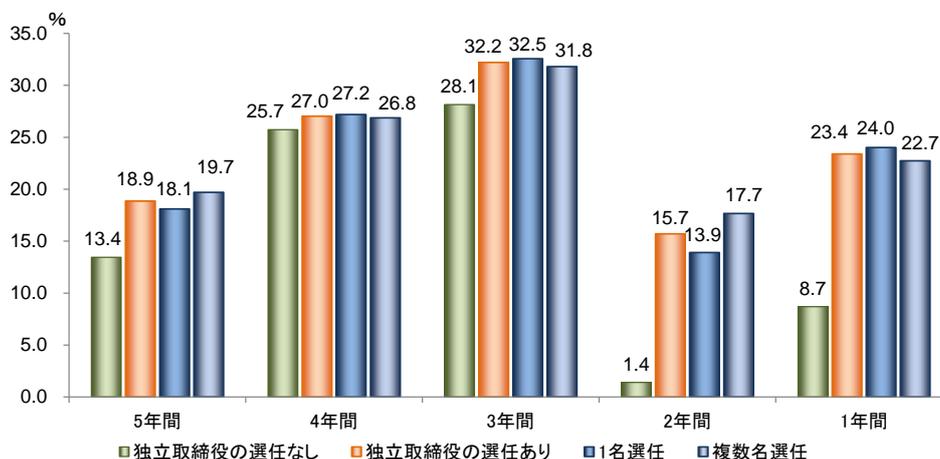
図表 13. 情報・通信業の独立取締役の選任と ROA、ROE



(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

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、すべての保有期間で独立取締役を選任している企業のポートフォリオのリターンが高い(図表 14)。しかし、独立取締役の選任が1名と複数名の企業のポートフォリオでは、保有期間を通じた一貫した傾向はないようである。

図表 14. 情報・通信業の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン



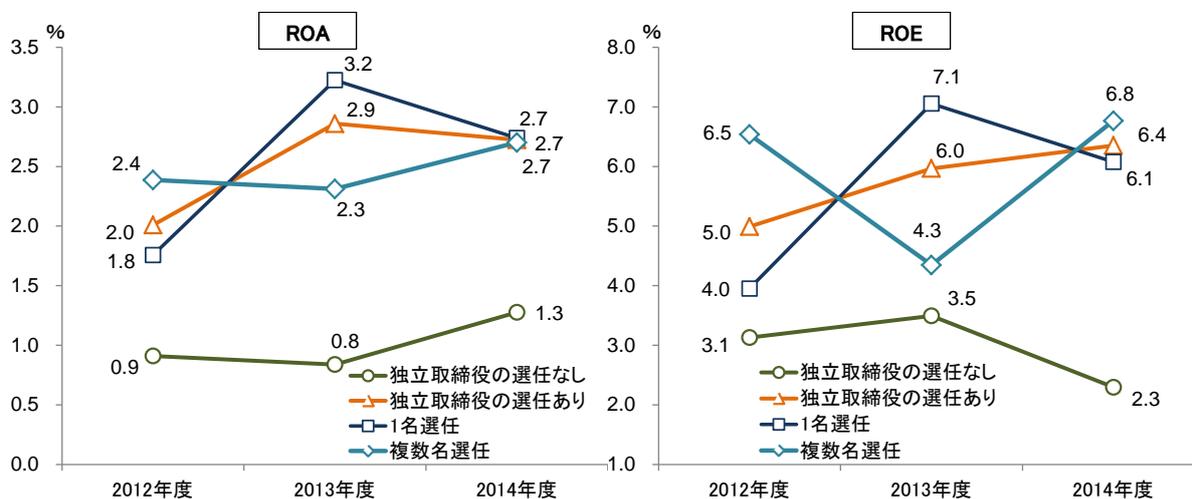
(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

(7) 卸売業

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 を比較すると、すべての年度で独立取締役を選任している企業の平均的な ROA の水準が高い(図表 15)。しかし、独立取締役を1名選任している企業と複数名選任している企業の ROA では、年度によって状況が異なっている。ROE についても同様で、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 ROE が高い。独立取締役の選任が 1 名の企業と複数名の企業では、2013 年度を除いて複数名選任している企業の ROE が高い。

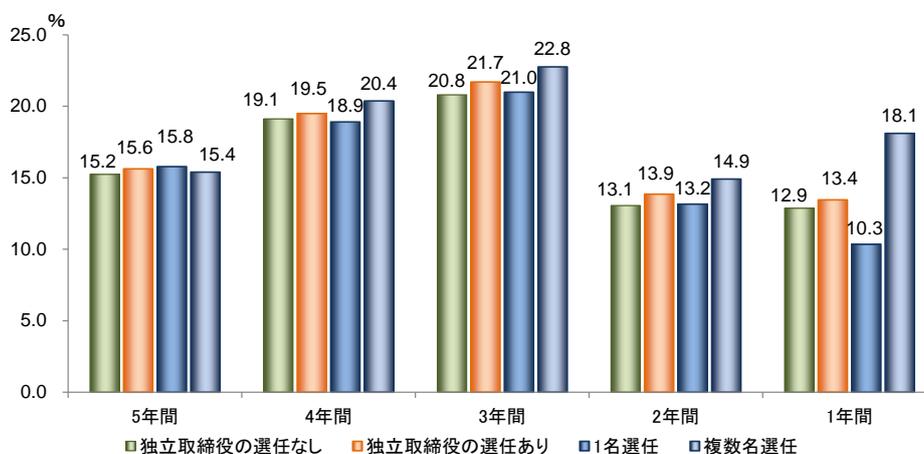
図表 15. 卸売業の独立取締役の選任と ROA、ROE



(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

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、すべての保有期間で独立取締役を選任している企業のポートフォリオのリターンが高いが、その差はあまり大きくない (図表 16)。また、独立取締役の選任が 1 名と複数名の企業のポートフォリオでは、保有期間が 5 年間を除いて複数名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。また、保有期間が 5 年間では 1 名のみを選任している企業のポートフォリオのリターンが高いが、その差はわずかとなっている。

図表 16. 卸売業の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン

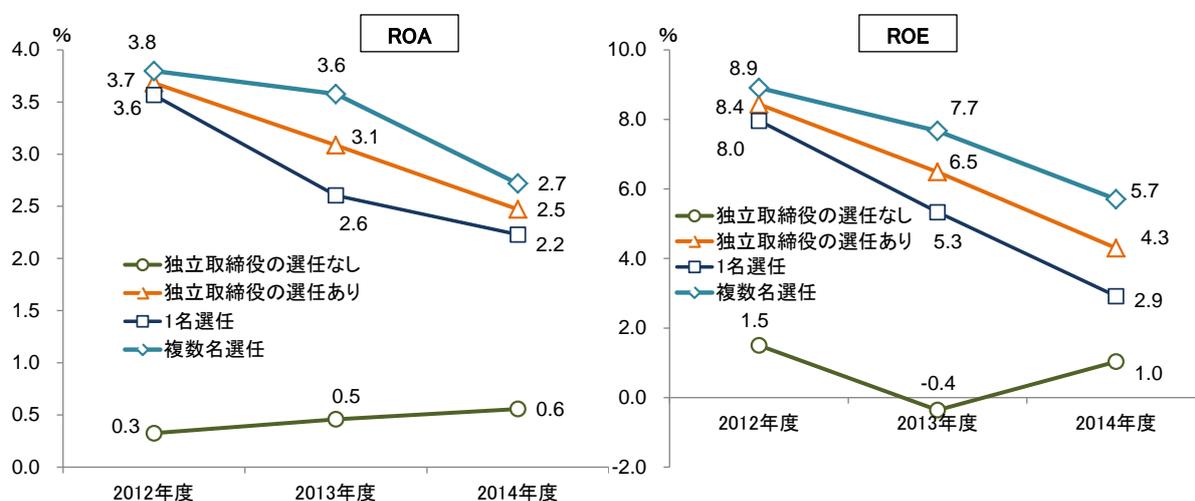


(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

(8) 小売業

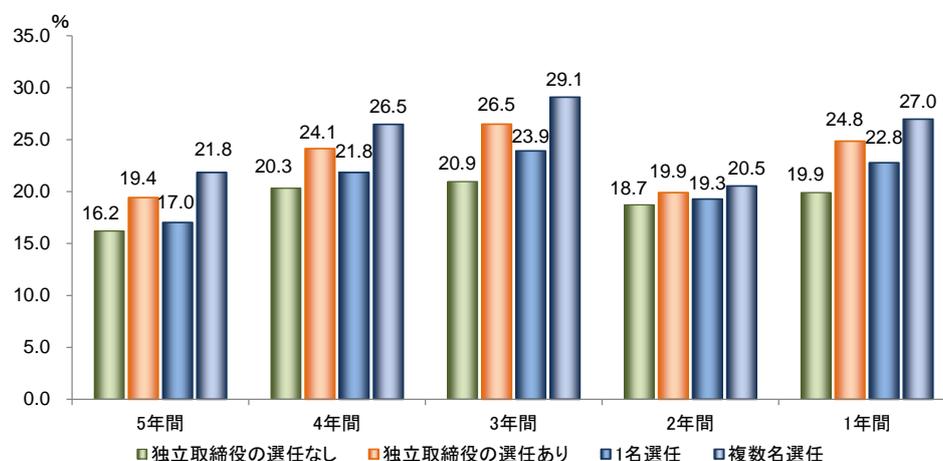
独立取締役を選任している企業と選任していない企業のグループの ROA を比較すると、すべての年度で独立取締役を選任している企業の平均的な ROA の水準が高い (図表 17)。また、独立取締役を 1 名選任している企業と複数名選任している企業の ROA では、すべての年度で複数名選任している企業の ROA の水準が高いが、2012 年度はその差がわずかとなっている。ROE についても同様に、すべての年度で独立取締役を選任していない企業よりも選任している企業の ROE が高く、独立取締役の選任が 1 名の企業と複数名の企業では、複数名選任している企業の ROE が高い。

図表 17. 小売業の独立取締役の選任と ROA、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

図表 18. 小売業の各ポートフォリオの保有期間別の年率リターン



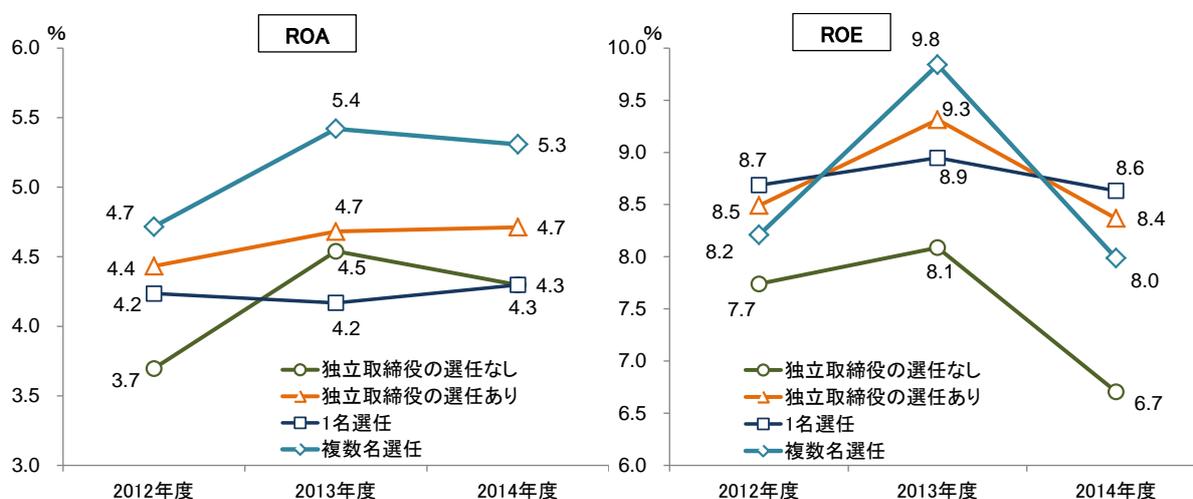
(出所) 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス情報サービス」等より大和総研作成

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、いずれの保有期間においても選任している企業のポートフォリオのリターンが高い（図表 18）。独立取締役の選任が 1 名と複数名の企業のポートフォリオでも、すべての保有期間で複数名選任している企業のポートフォリオのリターンが高く、独立取締役を積極的に選任している企業の方が平均的なリターンが高いといえそうである。

（9）サービス業

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 を比較すると、すべての年度で独立取締役を選任している企業の平均的な ROA の水準が高いが、2013 年度はその差がわずかとなっている（図表 19）。また、独立取締役を 1 名選任している企業と複数名選任している企業の ROA では、すべての年度で複数名選任している企業の ROA の水準が高い。ROE についても同様に、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 ROE が高い。しかし、独立取締役の選任が 1 名の企業と複数名の企業では、2013 年度を除いて 1 名のみ選任している企業の ROE が高い。

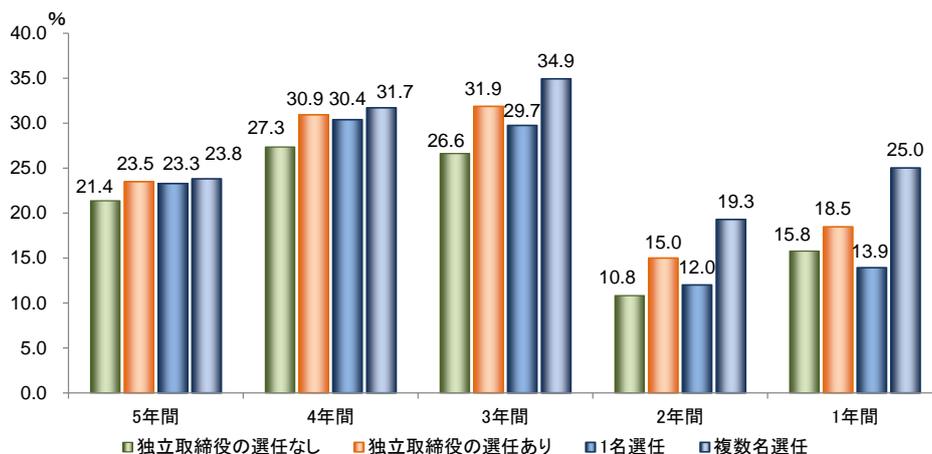
図表 19. サービス業の独立取締役の選任と ROA、ROE



（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

次に、独立取締役を選任している企業と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を比較すると、いずれの保有期間においても選任している企業のポートフォリオのリターンが高い（図表 20）。独立取締役の選任が 1 名と複数名の企業のポートフォリオでも、すべての保有期間で複数名選任している企業のポートフォリオのリターンが高く、独立取締役を積極的に選任している企業の方が平均的なリターンが高いといえそうである。ただし、保有期間が 5 年間では、独立取締役を選任している企業で構成した各ポートフォリオのリターンの差はわずかとなっている。

図表 20. サービス業の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

5. 終わりに

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～」が公表された。その中で、「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。」と述べられている。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・ガバナンスの強化に関する方策の1つとして、外形的にも分かりやすいのが、社内の事情等から離れた立場にある独立取締役の選任と考えられ、独立取締役の選任が企業パフォーマンスの向上につながることを期待される。

本稿で示したように、独立取締役選任の状況は業種によって異なっている。また、業種によって収益性を示す指標であるROAやROEの水準も異なっている。そこで、業種別に、独立取締役選任状況と企業パフォーマンスの関係を見た。できるだけ個別企業による影響を軽減するために、対象となる社数が100社を超えた9業種について分析したところ、ROAとROEについては、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平均的な水準が高い傾向がうかがえた。また、独立取締役の人数では、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ROAやROEの水準が高い業種もある。ROAとROEは3つの年度で算出したが、年度によって様相が異なっている業種や、ROAとROEで状況が異なっている業種もあるが、全体的には独立取締役を選任している企業の方がROAやROEの平均的な水準が高い傾向が見受けられる結果となっているようである。

次に、独立取締役の選任と5年間から1年間までの5つの期間における株式リターンとの関係を見たところ、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平均的なリターンは、選任している企業の方が高い傾向がうかがえた。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の比較では、リターンの計測期間や業種によって状況が異なっ

いるが、複数名選任している企業のリターンが高い傾向が見受けられた。

以上のように、業種別に独立取締役選任の状況と企業パフォーマンスとの関係を分析すると、同一業種に属する企業であっても独立取締役を選任している企業の方が ROA や ROE、そして株式リターンが高い傾向がうかがえる。独立取締役選任の状況で企業をグループ分けするとグループによって業種構成が違っても影響していようが、独立取締役選任の状況と企業パフォーマンスとの間には、何らかの関係が存在している可能性を示唆しよう。もちろん、本稿の分析は因果関係を示すものではない。しかし、これらの結果は独立取締役を選任することがガバナンスの強化につながり、これが企業パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆しているのではないだろうか。また、投資プロセスに独立取締役の選任という ESG 要因を加味することが運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性も示唆していよう。今後、さらなる分析の蓄積により、ESG 要因が運用パフォーマンスの向上に寄与し、これが経済全体の成長につながることを期待される。