

2015年8月11日

No.2015-021

## コーポレートガバナンス強化における ROE 採用・ 社外取締役選任は、企業のパフォーマンス向上に有効か？

調査部 主任研究員 佐藤 浩介

### 《要 点》

- ◆ 本年6月から、東京証券取引所第一部と二部に上場する約2,400社に対して「コーポレートガバナンス・コード」が適用された。今回のコード制定に対応した企業の取り組みとして、(1)収益性を示す指標として「自己資本利益率（ROE：株主が出資する株主資本に対する利益の比率）の採用」、(2)経営の透明性を示す指標として「社外取締役の選任・増員」の2点に注目が集まっている。これらの導入により機関投資家をはじめとする株主による経営の規律づけが可能となり、企業の収益力向上が期待できるとの見方がある。
- ◆ もっとも、こうした ROE 採用や社外取締役選任は、これまでも一部の企業で取り組まれてきたものの、今回のコード適用を進めるにあたって、企業のパフォーマンスとの関係について議論がされてこなかった。そこで本稿では、東証一部上場企業のデータを基にして、それらの関係について実証的に分析する。
- ◆ 具体的には、ROE・社外取締役について、代表的な企業パフォーマンス項目である「売上」「投資（設備投資と証券投資の合計）」「株主配当」との関係进行分析する。結果は以下の通り。
  - (1) ROE と売上の間には一定の関係は見られるが、それは高 ROE 企業が、翌年度の売上高増加率の最も高い層と、最も低い層の両極に分かれて存在するという傾向である。このことは、高 ROE 企業に売上げを伸ばす企業が多い、ということにつながらず、平均レベルより低い企業も相当程度存在することを示唆する。
  - (2) ROE と投資および株主配当の間にも一定の関係は見られるが、それは低 ROE 企業が投資水準・配当性向の低い層から高い層に幅広く分散するのに対して、高 ROE 企業がそれぞれの低位の層に収束するという傾向である。つまり、高 ROE 企業は投資・株主配当が概して抑制的となっていることがわかる。
  - (3) 社外取締役と売上および投資の間には関係は見られない。
  - (4) 社外取締役と株主配当の間には一定の関係があり、社外取締役の割合が高い企業に高い株主配当性向の企業が多いという傾向である。上記(3)と合せて考えれば、社外取締役は株主還元において特徴があると言える。

- ◆最近のコーポレートガバナンスの議論では、「攻めの経営」という視点から ROE 採用や社外取締役選任が取り上げられることが多いが、これらの水準と売上などの実際の企業パフォーマンスとの直接の関係は、以上で見てきたように総じて限定的である。そもそもコーポレートガバナンスの狙いとして、収益力向上に加えて、執行部に対する適切な監督が重要であり、今後は「コーポレートガバナンス・コード」の本来の趣旨に沿った取り組みが求められる。例えば、(1) 取締役会で適切に議論が行われているか等を各取締役が評価する仕組みとしての「取締役会の実効性評価」の導入、(2) 社外取締役が関与する意思決定等の体制整備が、相当の内部コストを伴っているにもかかわらず、形式的な取り組みに留まっていないかについて考慮されること等が望まれる。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・佐藤浩介宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0910

Mail: sato.kosuke@jri.co.jp

## 1. はじめに

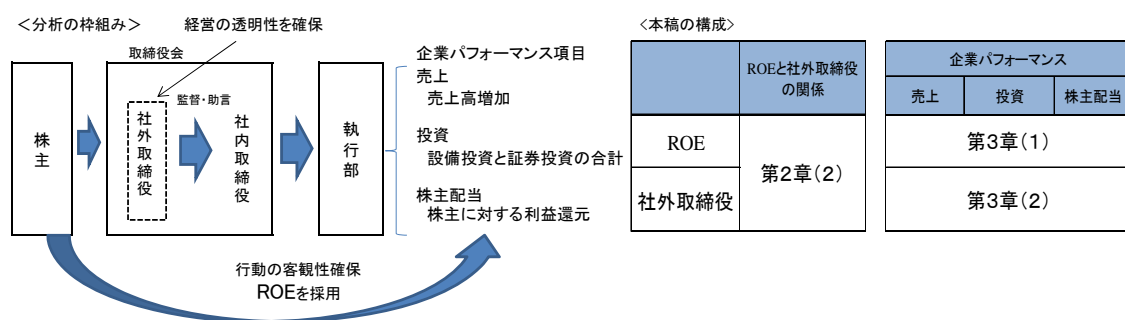
本年6月から、東京証券取引所第一部と二部に上場する約2,400社に対して、企業のとるべき行動規範となる「コーポレートガバナンス・コード」が新たに適用された。昨年の会社法改正<sup>1</sup>と機関投資家向けの倫理規定<sup>2</sup>の制定に加えて、今回のコード適用によって体制が整ったことから、本年は「コーポレートガバナンス改革元年」とも言われている。一方で、政府では、一連の動きを『攻め』のガバナンスを称して、企業の「稼ぐ力」の向上を起点にして、富を広く国民全体に行き渡らせることを成長戦略の目玉の一つに掲げている。

今回のコード制定に対応した企業の取り組みとして、(1)収益性を示す指標として「自己資本利益率 (ROE: 株主が出資する株主資本に対する利益の比率)<sup>3</sup>の採用」、(2)経営の透明性を示す指標として「社外取締役の選任・増員」の2点に注目が集まっている。これらの導入により機関投資家をはじめとする株主による経営の規律づけが可能となり、今後は企業の収益力向上が期待できるとの見方がある。

もっとも、こうしたROE採用や社外取締役選任は、これまでも一部の企業で取り組まれてきたが、今回の改革を進めるにあたっては、企業のパフォーマンスとの関係について議論がされてこなかった。

そこで本稿では、東証一部上場の金融業を除く企業1,748社の財務・非財務データ<sup>4</sup>を基にして、ROE・社外取締役と企業パフォーマンスの関係について実証的に分析する。まず第2章では、注目されているROEの高低と社外取締役数の関係について調べる。続く第3章では、ROE・社外取締役と、企業パフォーマンスの関係を調べる。なお、企業パフォーマンスの指標としては、代表的な「売上」「投資 (設備投資と証券投資の合計)」「株主配当」の3項目を採用した。以上の分析の枠組み・本稿の構成を図示すると、図表1の通りになる。

(図表1) 分析の枠組みと本稿の構成



(資料) 日本総合研究所作成

<sup>1</sup>「監査等委員会」制度が導入され、取締役会に取締役3人以上、かつ、過半数は社外取締役から構成される「監査等委員会」を設置し、取締役が業務執行を監査・監督することを可能にするもの。また、この制度導入により監査に携わる社外の人間が株主総会の場で、人事・報酬について意見を述べることもできるようになる。

<sup>2</sup>「責任ある機関投資家の諸原則」《日本版スチュワードシップ・コード》

<sup>3</sup>自己資本利益率 (ROE) は、株主が拠出した資金が、どの程度効率的に運用されて収益を上げたかを示す指標である。

<sup>4</sup>株式会社ユーザーベース社が提供するデータベース「SPEEDA」を採用した。

## 2. ROE と社外取締役

### (1) 概要

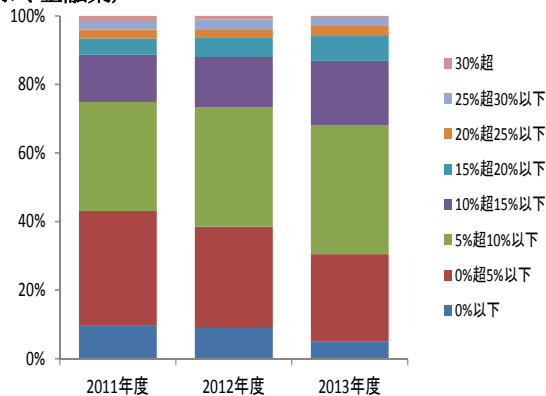
本章では ROE と社外取締役の現状について考察する。

まず、ROE であるが、金融業を除く東証一部上場で 2011 年度～2013 年度の 3 年分の ROE データが完備する 1,705 社について見ると、その 6 割以上の企業が、ROE 0～5%と 5～10%の下位 2 つの層に属している (図 2)。最近 ROE が 5%以下の企業を議決権行使の対象 (たとえば、取締役選任決議案に反対する) とする基準とすることが話題になっているが、2013 年度のデータをみる限り、当該上場企業の約 30%が基準とされる ROE 5%に満たない状況にある。

続いて、社外取締役であるが、個社別の社外取締役数データの入手可能な 2015 年 3 月時点の 1,737 社の内訳を見ると、社外取締役無が全体の 26%、1 名が 40%、2 名以上が 34%となっている (図 3)。今回適用されたコーポレートガバナンス・コードでは「2名以上の (独立) 取締役選任が望ましい」と謳われているが、この時点で約 1/3 の企業が充足するにとどまっている。

(図表 2) 東証第一部上場企業の ROE 分布

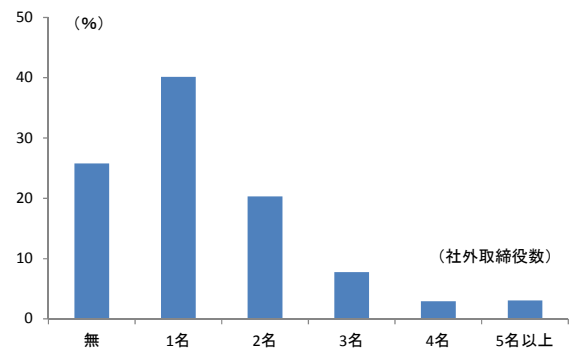
(除く金融業)



(資料) 各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

(図表 3) 東証第一部上場企業の社外取締役人数

(除く金融業)

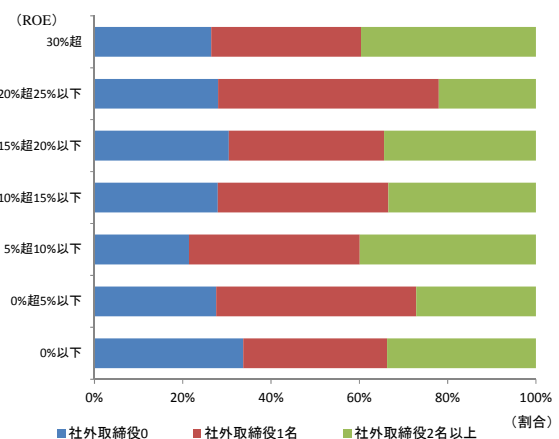


(資料) 各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

### (2) ROE と社外取締役数の関係

次に、ROE と社外取締役数の関係について考える。社外取締役数は、上述のコードでは、2名以上が望ましいことから、無、1名、2名以上の 3 つの層に分ける。ROE は 2013 年度の数値を使用し、全体の約 9 割が含まれる 0%から 30%の間を 5%刻みの層に分ける。その結果を見ると、ROE と社外取締役数の間に特段の関係は見られない。これまでコーポレートガバナンスの議論では、ROE の高低と社外取締役数がセットで論じ

(図表 4) ROE と社外取締役の関係



(資料) 各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

られることが多いが、ROEが高ければ社外取締役数も多いという傾向は見られない（図表4）。

### 3. ROEと社外取締役と企業パフォーマンスの関係

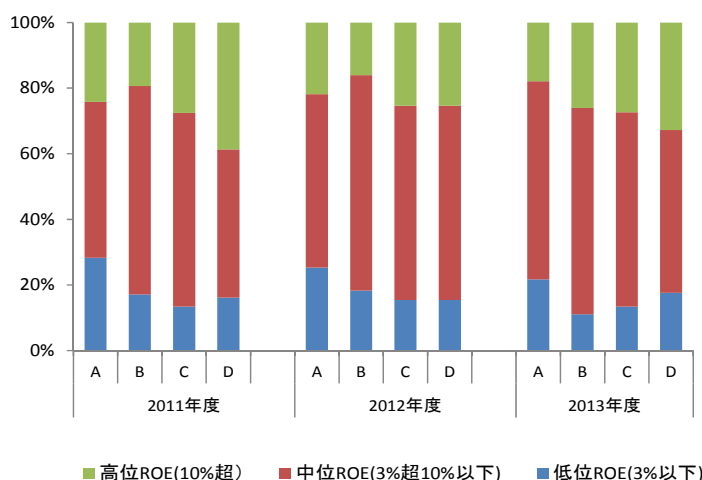
それでは、ROEと社外取締役は、企業パフォーマンスとどのような関係だろうか。ここでは、企業パフォーマンスを表す指標として、「売上」、「投資」、「株主配当」の3項目を採用して、ROE・社外取締役との関係を分析する。

#### (1) ROEと企業パフォーマンスの関係

##### ①ROEと売上の関係

ここでは、ROEとその翌年度の売上高増減の関係を見る。ROEが高位の企業（ROE10%超）、中位の企業（同3%超10%以下）、低位の企業（同3%以下）の3層に分ける。翌年度の売上高増減率は、25%ずつの4層（低い方からA、B、C、D）に分ける。その結果、高ROE企業が、最も売上増減率が高い層（D）と、最も低い層（A）の両極に多く存在する傾向が見られる（図表5）。このことは、高ROE企業に売上げを伸ばす企業が多いということにつながらず、平均レベルより低い企業も相応程度存在することを示唆する。

(図表5) ROEと翌年度売上高増加率の関係



#### ROEと翌年度の売上との間に関係はあるか？

⇒次のような関係が見られる。高ROE企業は、最も増減率が高い層（D）と、最も売上増減率が低い層（A）の両極に多く存在するという傾向。高ROE企業は業績が伸びる企業が多いとは必ずしも言えず、平均レベルより低い企業も相応程度存在することを示唆。

(資料) 各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

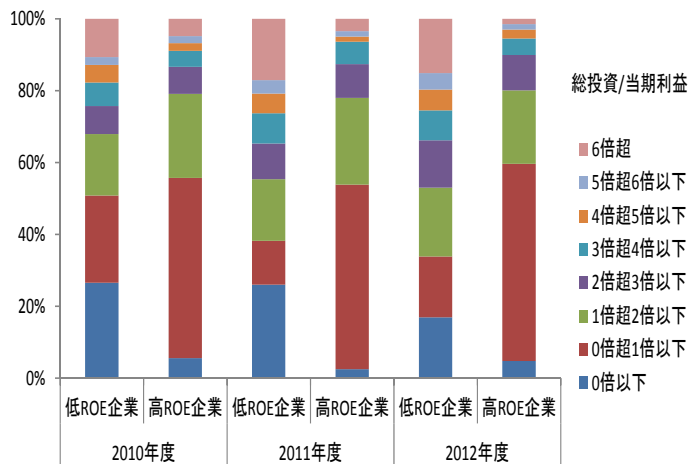
各年度の売上高増減率各層の範囲は下記の通り。2011年度売上高増減率は、A：-2.0%以下、B：-2.0%超2.5%以下、C：2.5%超8.0%以下、D：8.0%超。2012年度は、A：-2.0%以下、B：-2.0%超2.4%以下、C：2.4%超7.8%以下、D：7.8%超。2013年度は、A：3.2%以下、B：3.2%超8.4%以下、C：8.4%超14.3%以下、D：8.0%超

##### ②ROEと投資の関係

次に、2010年度から2012年度のROE最上位25%の企業群と最下位25%の企業群と、

翌年度の投資の関係をみる。なお、投資額（設備投資額と、投資有価証券の前年度比増減額を合計した「総投資」額）は企業規模によって異なることから、それを当期利益で除した数値を用いる。その結果を見ると、両者の間に大きな関係は見られないものの、低 ROE 企業は各層に分散しているが、高 ROE 企業は投資額が 0 倍超 1 倍以下と 1 倍超 2 倍以下の 2 つの層に集中する傾向が見られる（図表 6）。つまり、高 ROE 企業は、投資が概して抑制的になることがわかる。

（図表 6） ROE と翌年度投資の関係



**ROE と翌年度投資の間に関係あるか？**

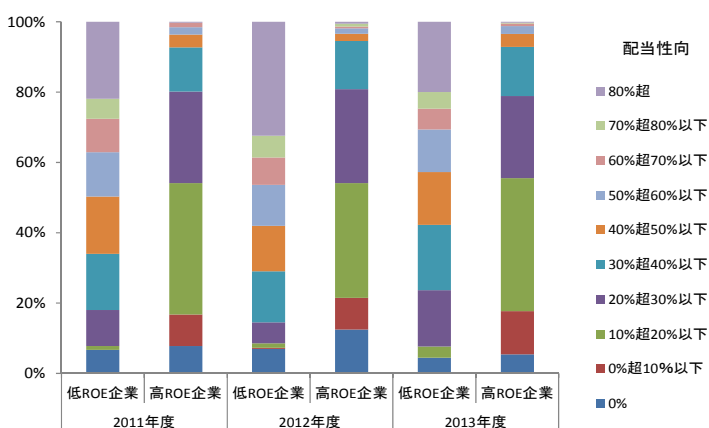
⇒次のような関係が見られる。低 ROE 企業は、各層に分散。高 ROE 企業は、0 倍超 1 倍以下と 1 倍超 2 倍以下の 2 つのレンジに集中する傾向。

（資料）各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

**③ ROE と株主配当の関係**

最後に、2011 年度から 2013 年度の高 ROE 企業と低 ROE 企業と、同年度の株主配当の関係をみる。その結果、両者の間に大きな関係は見られないものの、低 ROE 企業は各層に分散しているが、高 ROE 企業は各年度とも、配当性向 30%以下の層に、約 80%が集中する傾向が見られる（図表 7）。つまり、高 ROE 企業は、投資との関係と同様、株主配当が概して抑制的になることがわかる。

（図表 7） ROE と配当性向の関係



**ROE と株主配当の間に関係はあるか？**

⇒次のような関係が見られる。低 ROE 企業は、各層に分散。高 ROE 企業は、配当性向 0% ~ 30%以下に 80%が集中するという傾向。

（資料）各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

なお、低 ROE 企業において配当性向 80%超の層が比較的多い理由は、わが国では、業績に関係なく株式の額面に対して一定割合で配当を継続する「安定配当」を実施している企業が多いことが影響していると考えられる。

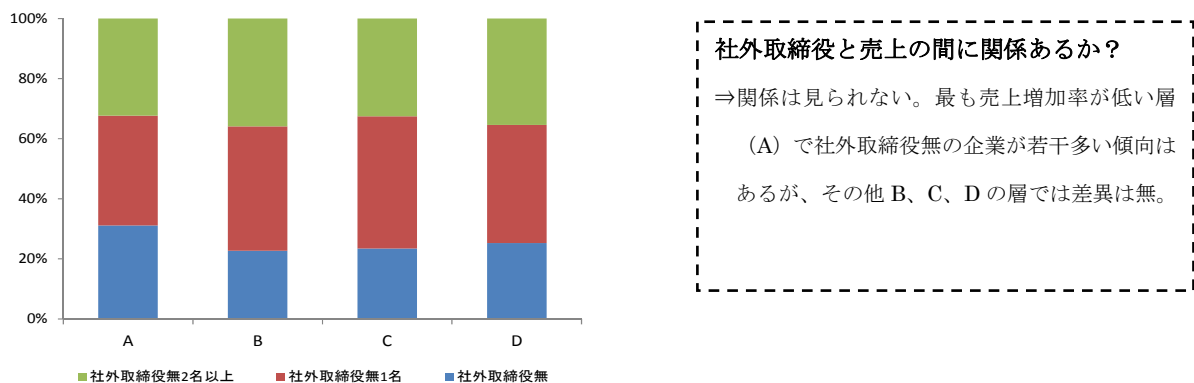
## (2) 社外取締役と企業パフォーマンスの関係

次に、社外取締役数と企業パフォーマンスの関係を分析する。社外取締役数は 2015 年 3 月時点を対象に、無、1 名、2 名以上の 3 層に分ける。なお、3 層の割合は、無が全体の 26%、1 名が 40%、2 名以上が 34%である (図表 3 参照)。

### ①社外取締役と売上高の関係

まず社外取締役と売上高の関係についてみる。売上高データは 2013 年度の前年度比増減率を 25%ずつの 4 層 (低い方から A、B、C、D) に分けて考える。その結果、売上高増減率が最も低い層 (A) で社外取締役無の企業がやや多い傾向はあるものの、その他の層 B、C、D では相当の関係はみられない。よって、社外取締役選任・増員と売上との間に関係は見られない (図表 8)。

(図表 8) 社外取締役と売上高増加率の関係

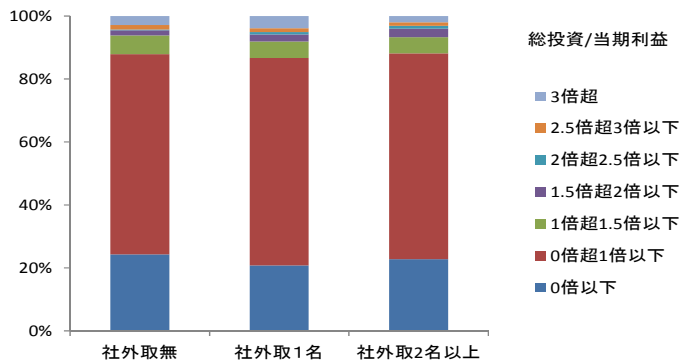


(資料) 各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成 (売上高増減率各層の範囲は図 5 と同じ)

### ②社外取締役と投資

次に、社外取締役と投資の関係をみる。投資額は、本章 (1) ②の「ROE と投資の関係」の分析時と同様、2013 年度のデータを用いて総投資を算出し、それを当期利益で除した数値を用いる。その結果、社外取締役数が無、1 名、2 名以上のいずれのケースにおいても、投資額 0 倍超 1 倍以下の低位の層が 65%前後、1 倍超 1.5 倍以下の層と 1.5 倍超 2 倍以下の層は合計が約 10%とおおよそ同じであり、社外取締役と投資の間に関係は見られない (図表 9)。

(図表 9) 社外取締役と投資の関係



(資料) 各種有価証券報告書を基に日本総合研究所作成

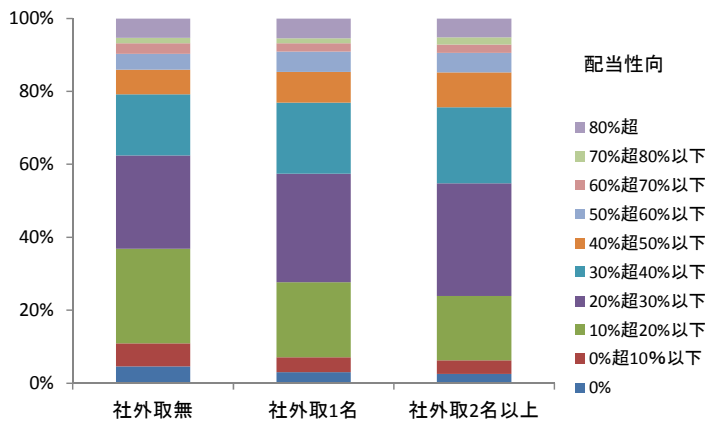
**社外取締役と投資の間には関係はあるか？**

⇒関係は見られない。社外取締役数が無、1名、2名以上のどれも、投資額0倍超1倍以下の層が65%前後を占める。

**③社外取締役と株主配当**

最後に、社外取締役と株主配当の関係をみる。社外取締役無の企業は、配当性向 20%以下の層が全体の約 40%を占めるが、2名以上の企業は全体の 20%強にとどまる。その一方で、社外取締役が2名以上企業は、配当性向 20%超をはじめとする各層が多い。したがって、社外取締役数が2名以上の企業は配当性向が高いという関係が見られる(図表 10)。上述の売上・投資との関係を合せて考えれば、社外取締役は株主還元の特徴があると言える。

(図表 10) 社外取締役と株主配当の関係



(資料) 各有価証券報告書から日本総合研究所作成

**社外取締役と株主配当の間には関係あるか？**

⇒次のような関係がある。社外取締役数が2名以上企業の配当性向が高い。社外取締役が2名以上の企業の方が、配当性向が20%以下の層が薄く、反対に20%超各層が厚い。

**4. まとめ**

以上の結果をまとめると、以下の通りである。

まず、ROEの高低と社外取締役数の間には、特段の関係は見られなかった。

続いて、ROE・社外取締役と企業パフォーマンスの関係では、ROEについては、売上・投資・株主配当のいずれの間においても一定の関係は見られた。ただし、売上との間では、



高 ROE 企業が、翌年度の売上高増加率の最も高い層と、最も低い層の両極に多く存在する傾向であり、高 ROE 企業に売上げを伸ばす企業が多いということにつながらず、平均レベルより低い企業も相当程度存在することを示唆する。また、投資、株主配当との間では、低 ROE 企業が投資水準・配当性向の低い層から高い層に幅広く分散するのに対して、高 ROE 企業は投資水準・配当性向がそれぞれ低位の層に収束する傾向である。つまり、高 ROE 企業は投資・株主配当が概して抑制的である。

次に、社外取締役と企業パフォーマンスの関係は、売上および、投資との間には関係が見られない。ただし、株主配当の間には、社外取締役の割合が高い企業は高い配当性向があるという関係が見られる（図表 11）。したがって、社外取締役は株主還元の特徴があると言える。

（図表 11）分析結果のまとめ

		企業パフォーマンス		
		売上	投資戦略	株主配当
ROE	ROEと社外取締役 の相互の関係  — (関係無)	△  (高ROE企業が、翌年度売上高増減率の最も高い層と最も低い層両極に多く存在)	△  (高ROE企業は低位の層に収束)	△  (高ROE企業は低位の層に収束)
社外取締役		-- (関係無)	-- (関係無)	○

（資料）日本総合研究所作成

最近のコーポレートガバナンスの議論では、「攻めの経営」という視点から ROE 採用や社外取締役選任が取り上げられることが多いが、以上で見てきたように、これらの水準と売上などの実際の企業パフォーマンスとの直接の関係は限定的である。そもそもコーポレートガバナンスの狙いとして、企業パフォーマンス向上という「攻めの経営」に加えて、執行部に対する適切な監督という「守りの経営」の要素も重要である。今後、例えば、先取的な欧米企業を参考にして、取締役会で適切に議論が行われているか否かを各取締役が評価する仕組みとしての「取締役会の実効性評価」を導入することが考えられる<sup>5</sup>。また、社外取締役が関与する意思決定の体制整備には、相当の内部コストが発生しているにもかかわらず形式的なものに留まっていないかについても考慮されること等が望まれる。

<sup>5</sup>TDK 株式会社は、外部の評価会社に依頼し、取締役会において経営戦略等が適切に議論されているかなど、自社の取締役会の特徴と今後の課題などを把握する「取締役会評価」を実施している（2015年6月9日の日本経済新聞）。また、「コーポレートガバナンス・コード」原則 4.11 でも「取締役会は、取締役会全体としての実効性に関する分析・評価を行うことなどにより、その機能の向上を図るべきである」ということが謳われており、今後同様の取り組みが拡大していくことが見込まれる。