



GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION
KOBE UNIVERSITY
ROKKO KOBE JAPAN

2012-3b

独立社外取締役割合と属性に関する研究

武田 克巳

Current Management Issues



専門職学位論文

独立社外取締役割合と属性
に関する研究

2012年8月18日

神戸大学大学院経営学研究科
國部克彦研究室
現代経営学専攻

学籍番号 115B233B

氏名 武田 克巳

独立社外取締役割合と属性
に関する研究

氏名 武田 克巳

要旨

本研究は、取締役会において議決権を有する独立社外取締役に着目し、独立社外取締役の割合および属性（他の会社の出身者、弁護士、公認会計士、税理士、学者、その他）がパフォーマンスに与える影響について分析するものである。分析においては、次の2つの仮説を立てた。仮説1は、「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」である。仮説2は、「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える」である。統計分析の結果、仮説1および仮説2は共に支持された。また、業種毎の統計分析の結果、「製造業」および「その他産業」に属する企業は、独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていない一方、「商業」に属する企業は、独立社外取締役の存在を十分にパフォーマンスに活かしていることが示された。

さらに、統計分析の結果を補完するために、積極的に独立社外取締役を選任する企業2社についてケース分析を行い、2社は共に独立社外取締役のアドバイザー機能を認め、かつ、積極的にこれを利用しようとしている実態を明らかにすることにより、パフォーマンスへ結び付ける一例を示した。

キーワード：コーポレート・ガバナンス、社外取締役、独立役員、独立社外取締役、パフォーマンス

目次

序章	1
第 1 章 我が国の社外取締役をめぐる現状と先行研究	4
1.1 社外取締役をめぐる現状	4
1.2 社外取締役の存在とパフォーマンス効果に関する先行研究	10
第 2 章 統計分析	12
2.1 仮説	12
2.2 データと変数	13
2.2.1 データ	13
2.2.2 変数	14
2.3 推定結果	18
2.3.1 独立社外取締役割合のパフォーマンス効果	18
2.3.2 独立社外取締役属性のパフォーマンス効果	21
2.4 結果の解釈	27
第 3 章 ケース分析	29
3.1 A 社(鉄鋼業)	29
3.2 B 社(繊維製品業)	33
3.3 考察	36
終章	37
参考文献	39
参考サイト	42

序章

2012年8月1日、従来から会社法改正について審議を重ねてきた法務省法制審議会会社法制部会は、一連の審議結果を踏まえ、『会社法制の見直しに関する要綱案』（以下、要綱案）¹を取りまとめ、「金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員²を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある」との附帯決議と併せて、これを公表した。要綱案においては、監査役会設置会社である上場会社において社外取締役が存在しない場合には、会社法が作成を義務付ける事業報告に「社外取締役を置くことが相当でない理由」の記載を求めるものとされている。また、要綱案の公表を受け、株式会社東京証券取引所（以下、東京証券取引所）は、同日付けにて、上場会社代表者に対して、「独立した社外取締役の確保のお願い」と題した文書を交付し、現在、社外取締役を独立役員として指定していない上場会社は、独立した社外取締役（以下、独立社外取締役）の確保に努力するよう求めている。

一連のコーポレート・ガバナンスに関する議論における主要な論点は、独立社外取締役の機能を活用することによって、コーポレート・ガバナンスの実効性の向上を図ろうとする観点に基づく独立社外取締役の選任義務化の是非である。すなわち、独立社外取締役の前提となる社外取締役については、現行の会社法においても、委員会設置会社においては二人以上の社外取締役の選任が義務付けられているが³、現在、委員会設置会社を選択している企業数は極めて少なく、大多数が選択している監査役設置会社⁴においては、社外取締役の選任が義務付けられていない。このような状況に鑑み、東京証券取引所は、2009年12月に上場規則を

¹ 法務省法制審議会会社法制部会（2012b）参照。

² 一般株主と利益相反のおそれのない社外取締役または社外監査役をいう。

³ 会社法第400条第1項「各委員会は、委員三人以上で組織する」、同条第3項「各委員会の委員の過半数は、社外取締役でなければならない」。

⁴ 東京証券取引所(2011)によると、東京証券取引所1部上場会社1,669社中、監査役設置会社は1,626社（97.4%）、委員会設置会社は43社（2.6%）である。

改正し、上場会社は独立役員を一人以上確保しなければならない旨を定めたものの、独立役員には、取締役会において議決権を有しない社外監査役を指定することが可能であり、その実効性に疑義がある旨の指摘がなされ、独立社外取締役の選任義務化の是非が議論されるに至っている。

このような独立社外取締役の選任義務化の動きに対して、特に、経済界を中心に異議を唱える論者が多い。その理由の主なものは、社外監査役制度が義務化されており、監督機能は確保されていることから、そもそも、独立社外取締役の前提である社外取締役の選任を強制する必要はない、日常の業務執行に詳しくない社外取締役を選任、増員しても監督の実効性が上がるわけでもなく、また、社外取締役として適切な人材の確保も困難である、さらには、社外、独立役員を導入がパフォーマンスの向上に資するか否かが十分に立証されていないといったものが挙げられる⁵。すなわち、独立社外取締役の役割としての監督機能は既に、社外監査役によって担われ、さらには、独立社外取締役の導入がパフォーマンスの向上に資するかについて疑義があり、このような中で、コストをかけてまで独立社外取締役を選任することの必要性、実効性を感じていない企業が多いものと思われる。

一方、先行研究は概ね社外取締役の存在がパフォーマンスに正の関係にある旨を示しているが⁶、これら先行研究はいずれも、2009年12月の独立役員制度の導入に伴う独立社外取締役およびその属性の観点からの分析はなされていないことから、独立社外取締役の存在がパフォーマンスに与える影響について明らかにすることは意義があると考えられる。

以上の理由から、本研究は、社外取締役の存在がパフォーマンスに正の関係にあるとする先行研究を前提にしたうえで、社外取締役の独立性およびその属性に着目し、実証分析を行おうとするものである。具体的には、独立役員のうち、取締役会において議決権を有する独立社外取締役について、独立社外取締役の割合

⁵ 経営法友会会社法制見直しに関する研究会（2010）参照。

⁶ 三輪（2006）、内田（2009）、齋藤（2011）、清水（2011）は、社外取締役の存在がパフォーマンスに正の関係にあることを実証している。

および属性（他の会社の出身者、弁護士、公認会計士、税理士、学者、その他）について、業種毎についても分析することで、独立社外取締役の存在がパフォーマンスに与える影響を明らかにすることを目指すものである。また、分析対象としては、会社法が社外取締役の選任を義務付けていない監査役設置会社（親会社なし、支配株主なし）を対象とし、法律で義務付けられていないにも関わらず、任意で社外取締役を選任し、かつ、当該社外取締役を独立役員に指定している企業について、独立社外取締役の存在がパフォーマンスに与える影響について実証分析を行うものである。

統計分析の結果、独立社外取締役の存在がパフォーマンスに正の影響を与えることが示され、また、独立社外取締役属性における他の会社の出身者がパフォーマンスに正の影響を与えることが示された。さらに、業種毎の統計分析の結果、「製造業」および「その他産業」に属する企業は、独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていない一方、「商業」に属する企業は、独立社外取締役の存在を十分にパフォーマンスに活かしていることが示された。

本論文の構成は次のとおりである。第1章において、我が国の社外取締役をめぐる現状を概観し、加えて、本研究の位置付けと意義を示すべく、社外取締役の存在とパフォーマンス効果に関する先行研究を示す。第2章において、統計分析の仮説を導出したうえで、データおよび変数を説明し、推定結果を示す。第3章において、統計分析の結果を補完するために、積極的に独立社外取締役を選任する企業2社についてケース分析を行う。終章において、統計分析およびケース分析を踏まえ、本研究結果をまとめるとともに、今後の課題を示す。

第1章 我が国の社外取締役をめぐる現状と先行研究

1.1 社外取締役をめぐる現状

従来、我が国の取締役会は、内部昇進者が多くを占め、経営と監督の分離が不完全であることを特徴としていた。しかし、1990年代からの外国人株主の増加などに伴い、取締役会は次第に変化を余儀なくされてきた。1997年にソニー株式会社は、戦略立案と事業執行を分離しつつ、取締役会に経営の監視機能を持たせた執行役員制を導入するに至った。さらに、2003年には、商法が改正され、米国企業の経営組織構造に倣った委員会等設置会社を選択することができるようになった。委員会等設置会社では、経営の監視機能として、これまでの監査役に代えて、社外取締役を中心に構成される指名委員会、監査委員会、報酬委員会の三つの委員会を設置し、これまで取締役が行ってきた業務執行機能を執行役に代えることにより、取締役会は、基本的な経営課題に関する意思決定を行うとともに、執行役の執行を監督する役割を担うことになった。ここに、委員会等設置会社を選択した企業は、社外取締役の選任が義務付けられることとなった。しかし、2006年に施行された会社法において、委員会設置会社として継承されたこの組織体制を選択する企業は、東京証券取引所1部上場会社において、2.6%を占めるに過ぎず、殆どの企業は社外取締役の選任が義務付けられていない監査役設置会社となっている⁷。この背景の一つには、商法下における委員会等設置会社は、大会社およびみなし大会社のみが選択を許された⁸ことが考えられる。なお、会社法においては、企業規模の大小を問わず、定款の定めにより委員会設置会社となることが可能で

⁷ 東京証券取引所（2011）参照。

⁸ 旧監査特例法第1条の2第3項。

ある⁹。

このように、我が国の取締役会の多くが内部昇進者を中心とした構成であることに対して、金融危機以降の我が国経済の低迷も相まって、特に海外における機関投資家からコーポレート・ガバナンスの改革を求める声が強くなってきた。このような状況において、金融庁金融審議会スタディグループは、2008年10月から上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化について検討を進め、2009年6月に『我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンス強化に向けて～』（以下、スタディグループ報告）¹⁰を公表した。スタディグループ報告は、大きく3つの問題、すなわち、市場における資金調達等をめぐる問題、ガバナンス機構をめぐる問題および投資者による議決権行使等をめぐる問題について提言をしている。このうち、ガバナンス機構をめぐる問題については、市場における資金調達等をめぐる問題を含め、日常の企業の行為を決定する取締役会が株主から十分な信認を得ているかどうかが重要な要素であるとしたうえで、上場会社の大半を占める監査役設置会社における監督機能の強化に関して、内外の投資家からは取締役会の例えば3分の1ないし2分の1以上を独立社外取締役とすべきであるとの意見がある旨を明記しつつ、独立社外取締役を1名ないし複数選任したうえで、監査役会や内部監査・内部統制担当役員等との連携を図っていくガバナンス体制が国際的にも通用し得る一つの望ましいモデルである旨を示し、最低1名の社外取締役を選任すべきである旨の提言をしている。また、社外取締役の独立性について、会社法上、当該会社の親会社や兄弟会社、大株主企業、主要取引先の出身者等を社外取締役として選任することは可能とされているが、これらの者を社外取締役として選任した場合、独立した立場からの監督という趣旨は十分に満たされないが、一方で、形式基準でこれらの者を除外することは監督機関に同時に求められる実効性や専門性等の要素を考慮すると必ずしも適当ではないとし、各企業に対して、当該社外取締役の独立性についての考え方を開示することを求める旨の提言をしている。

⁹ 会社法第326条第2項。

¹⁰ 金融庁（2009）参照。

また、経済産業省経済産業政策局長の研究会として、2008年12月に設置された企業統治研究会は、2009年6月に『企業統治研究会報告書』¹¹を公表した。企業統治研究会報告書は、最低限、一般株主の利益保護のため、一般株主との利益相反が生じるおそれのない「独立」な役員（取締役または監査役）が存在することを前提としたうえで、独立性の確保とガバナンスの実効性の確保の両面の要請を勘案して、当該企業にとって最適な統治構造が株主との対話の中で合意形成することができるように、上場会社の考え方の開示を充実させるべきである旨の提言をしている。さらに、社外取締役の導入については、監査役設置会社においても、社外または独立取締役を自主的に設置する個々の企業の対応は意義があるとし、この意義は取締役の業務執行に対する監督機能（モニタリング機能）に加え、外部的視点からの助言機能（アドバイザー機能）にあるとしつつ、一方で社外取締役の選任を義務化することは個々の企業における最適なガバナンス体制の構築を阻害することにもなりかねないとし、社外取締役を設置し、その役割、機能等を開示することを求めるも、社外取締役の設置をしない場合は、当該企業独自の方法でガバナンス体制を整備、実行することについて開示すべきである旨の提言をしている。

この企業統治研究会報告書を受け、東京証券取引所は、2009年12月に上場規則を改正し、上場会社は独立役員を一人以上確保しなければならない旨を定めた。ここでいう独立役員とは、「一般株主と利益相反の生じるおそれのない社外取締役または社外監査役」と定義され、東京証券取引所に上場する企業は、少なくとも一人以上の独立役員を確保し、その氏名等の情報を東京証券取引所に届け出ることが義務付けられることとなった¹²。なお、東京証券取引所は、2006年6月から、上場会社に対して、コーポレート・ガバナンス報告書の作成を求めており、各社のコーポレート・ガバナンス報告書をホームページで公表している¹³が、独立役員制度の導入を受け、コーポレート・ガバナンス報告書のフォーマットを改正し、

¹¹ 経済産業省（2009）参照。

¹² 東京証券取引所有価証券上場規程第436条の2、同施行規則第436条の2参照。

¹³ 東京証券取引所有価証券上場規程第419条、同施行規則第415条参照。

取締役の人数、社外取締役の人数、社外取締役のうち独立役員に指定されている人数および社外取締役の属性¹⁴等の情報が記載されることとなっている¹⁵。

このような状況において、法務省は、2010年2月に開催された法制審議会における「会社法制について、会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らして会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要があると思われるので、その要綱を示されたい」との法務大臣からの諮問を受け、会社法制部会を設置した。会社法制部会においては、監査役設置会社における社外取締役の選任義務付けの是非などを含め、様々な論点について議論がなされ、2011年12月14日には、『会社法制の見直しに関する中間試案』（以下、中間試案）¹⁶が公表され、2012年1月31日までのパブリック・コメントの手続きがとられた。

中間試案のうち、特に議論が分かれる社外取締役の選任義務付けについては、3案が併記されている。すなわち、A案として、監査役会設置会社（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る）において、一人以上の社外取締役の選任を義務付けるものとする、B案として、金融商品取引法第24条第1項の規定により有価証券報告書を提出しなければならない株式会社において、一人以上の社外取締役の選任を義務付けるものとする、C案として、現行法の規律を見直さないものとする、の3案が併記された。

これに対して、経済界を中心に、社外取締役の選任義務化に反対するとし、C案を支持する意見が多く寄せられた¹⁷。主な意見は次のとおりである。すなわち、社外取締役は、非常勤であり、会社の事業やリスクに精通するには限界があるため、社外取締役を選任するだけで、取締役会の監督機能が高まるとは限らない、経営者に対する適正な監督は、「社外」かつ「取締役」でなければ担うことができ

¹⁴ 属性は、「他の会社の出身者」、「弁護士」、「公認会計士」、「税理士」、「学者」および「その他」から選択することとなっている。なお、具体的にどの社外取締役が独立役員として指定され、当該独立社外取締役はいかなる属性であるのかについても一覧することができる。

¹⁵ 東京証券取引所（2012）参照。

¹⁶ 法務省法制審議会会社法制部会（2011）参照。

¹⁷ 法務省法制審議会会社法制部会（2012a）参照。

ないとの明確な根拠はない、会社法において社外取締役の選任を義務付けると、各企業において最適なガバナンスを構築する余地を奪う可能性がある、監査役会設置会社には、既に二人以上の社外監査役の選任が義務付けられており、これに加えて社外取締役を選任しなければならないとすることについては、重複感がある、社外取締役の導入は、各会社の創意工夫・任意の判断に任せるべきである、社外取締役となる人材の不足が懸念されるなどである。また、反対意見を提出した経営法友会は、会員企業 1,035 社を対象にしたアンケート調査結果を踏まえ、社外取締役を有していない企業にガバナンス上重大な問題が現在存在するのか、社外取締役の存在がパフォーマンスの向上に有効であるかなどの実証検証を経た議論がなされていないとし、複数の社外取締役が選任されていたにも関わらず、損失を隠すために粉飾を行い、結果として企業価値が大きく毀損された最近の事例や社外取締役が過半数を占める米国のエンロン社やワールドコム社¹⁸などでも著しく企業価値が毀損された事例を挙げ、企業統治の向上には社外取締役を置か置かないかといった形式ではなく、いかに遵法意識が高く、かつ、当該企業の事業、組織をよく理解する経営者を得て、事業活動全体に対する監督を深化させるかということと万が一にも不祥事が生じた場合には、その責任を負うべき者を適切に問うといった規律を働かせることが重要であるとし、社外取締役の選任を法律で強制することに反対を表明している¹⁹。

これらを含む各界からの意見を踏まえ、2012年8月1日、法務省法制審議会会社法制部会は、要綱案²⁰を公表した。企業統治の在り方に関する要綱案の概要は次のとおりである。(1)株式会社の機関設計として、「監査・監督委員会設置会社（仮称）」を新設するものとする。(2)監査役会設置（公開会社であり、かつ、大会社であるものに限る）のうち、金融商品取引法第24条第1項の規定によりその発行する株式について有価証券報告書を提出しなければならない株式会社におい

¹⁸ 米国においては、2003年からエンロン事件等の不祥事の反省から、取締役会の経営監視機能を強化する観点から、各証券取引所の規則によって、取締役の過半数を独立社外取締役とすることが義務付けられている。

¹⁹ 経営法友会（2012）参照。

²⁰ 法務省法制審議会会社法制部会（2012b）参照。

て、社外取締役が存在しない場合には、社外取締役を置くことが相当でない理由を会社法上の事業報告の内容とするものとする。(3)社外取締役および社外監査役の要件を厳格化するものとする。具体的には、社外取締役の要件に、株式会社の親会社等またはその取締役もしくは執行役もしくは支配人その他の使用人でないことを追加し、社外監査役の要件についても同様に、株式会社の親会社等またはその取締役、監査役もしくは執行役もしくは支配人その他の使用人でないことを追加するものとする。さらに、社外取締役および社外監査役の要件に、それぞれ、株式会社の親会社等の子会社等（当該株式会社およびその子会社を除く）の業務執行取締役もしくは執行役または支配人その他の使用人でないことを追加するものとするなどである。また、これら要綱案に加え、次の附帯決議がなされた。すなわち、社外取締役に関する規律については、これまでの議論および社外取締役の選任に係る現状等に照らし、現時点における対応として、要綱案に定めるもののほか、金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律²¹を設ける必要があるとし、この規律の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望している。

以上のように、要綱案は、社外取締役の選任については、会社法上の義務付けを見送るものの、東京証券取引所等の金融商品取引所の規則において、上場会社に対して、独立社外取締役を一人以上確保するよう努めるように要請し、一方で、会社法上の事業報告においては、社外取締役が存在しない場合は、その理由を示すことを義務付けることによって、経済界を中心とした社外取締役の選任義務化反対の意見に配慮しつつ、上場会社に対しては、独立社外取締役を選任する方向に動機付けるものであると考えられる。

²¹ 東京証券取引所は、2012年8月1日の要綱案の公表を受け、同日付けにて、上場会社代表者に対して、「独立した社外取締役の確保のお願い」と題した文書を交付し、東京証券取引所としては、今後、要綱案の確定を待って速やかに上場規則の見直しを行うことを予定する旨、現在、社外取締役を独立役員として指定していない上場会社においては、あらかじめ、新たに導入される「監査・監督委員会設置会社」への移行の検討を含め、独立社外取締役の確保に努めるよう求めている。

1.2 社外取締役の存在とパフォーマンス効果に関する先行研究

前節において、取締役会をめぐる現状として、法制度の変遷および会社法改正についての動きを概観するとともに、経済界を中心とした社外取締役の選任義務化についての意見を見たが、本節では日本企業を対象とした社外取締役の存在がパフォーマンスに与える影響に関する最近の先行研究について概観する。

三輪（2006）は、2004年度における東京証券取引所1部上場会社1,394社のクロスセクション・データ²²を利用し、パフォーマンスの代理変数であるトービンのQを被説明変数とした統計分析を行い、社外取締役割合および会社と利害関係がない社外取締役割合がそれぞれトービンのQと有意に正の関係にあることを示すとともに、株式の持合いはパフォーマンスと負の関係を有するが、外国人株主の株式所有はパフォーマンスと正の関係を有することを示している。

また、内田（2009）は、2003年度および2004年度に社外取締役数を増大させた企業244社を抽出し、その前後でパフォーマンスが改善しているかどうかを検証する。具体的には、東京証券取引所1部上場会社全体を対象として、社外取締役増加後3年にわたってのパフォーマンスを統計分析し、社外取締役が存在しなかった企業が新規に社外取締役を導入した場合は、トービンのQに有意な改善がみられることを示している。

さらに、齋藤（2011）は、1996年から2007年の間に一度でも日経500に含まれたことがある企業から銀行、金融産業に属する企業、他の企業の子会社、関連会社を除いた511社について統計分析し、社外取締役を導入した企業は、導入しなかった企業よりもROAが上昇することを示している。

また、清水（2011）は、2004年3月から2008年3月にかけて東京証券取引所1部上場会社のうち、3月決算の製造業に属する企業621社を対象に統計分析を行い、社外取締役割合がトービンのQに有意に正の関係にあることを示している。

一方、内田（2012）は、すべての上場会社および東京証券取引所上場会社を対象

²² データの出所は、コーポレート・ガバナンス評価システム（NEEDS-Cges）に収録されている明細データおよび指標データである。なお、本研究の統計分析においても、NEEDS-Cgesの各データを採用する。

に統計分析を行い、いずれも社外取締役割合がトービンのQに有意に正の関係にはないと結論付けている²³。

このように先行研究は概ね社外取締役の存在がパフォーマンスに正の関係にある旨を示しているが、これら先行研究はいずれも、2009年12月の独立役員制度の導入との関係において、独立性およびその属性の観点からの分析はなされていないことから、独立社外取締役の存在がパフォーマンスに与える影響について明らかにすることは意義があると考えられる。

以上の理由から、本研究は、社外取締役の存在がパフォーマンスに正の関係にあるとする先行研究を前提にしたうえで、社外取締役の独立性およびその属性に着目し、実証分析を行おうとするものである。具体的には、独立役員のうち、取締役会において議決権を有する独立社外取締役について、独立社外取締役の割合および属性（他の会社の出身者、弁護士、公認会計士、税理士、学者、その他）がパフォーマンスに与える影響について分析するものである。

²³ もっとも、最小二乗法で推定を行った場合、社外取締役割合の係数が有意に正となる旨を示している。

第2章 統計分析

2.1 仮説

社外取締役の機能として、主に、アドバイザー機能とモニタリング機能が存在すると言われる（小佐野, 2005 参照）。アドバイザー機能とは企業の内部昇進者には取得困難な情報の提供を行うという機能であり、さらに、社内的な視野に止まらない合理的な経営判断を行うことによって、パフォーマンスを高める効果を持つと考えられる（宮島, 2008 参照）²⁴。一方、モニタリング機能とは、経営の意思決定における監視機能をいい、業務の効率性の監督や適法性への監査を遺漏なく行うことである。

独立社外取締役は、会社から独立していることを前提とすることから、一般の社外取締役と同等以上において、内部昇進者には取得困難な情報の提供を行い、さらに、社内的視野に止まらない合理的な経営判断を可能にすることができるものと思われる。したがって、独立社外取締役の存在はアドバイザー機能の効果により、パフォーマンスに正の影響を与えるものと思われる。

次に、独立社外取締役の属性において、最もアドバイザー機能を発揮する属性は他の会社の出身者であると思われる。これは、会社の経営を経験した独立社外取締役は他の属性の独立社外取締役よりも経営の実務経験に裏打ちされた、幅広く、奥の深いアドバイザー機能を発揮することが予想されるからである。すなわち、自らも経営者の視点に立って、経営判断を行ってきた経験に基づく、経営全体を俯瞰した幅広いアドバイスを提供することが可能と思われるからである（杉浦, 2011参照）。

²⁴ 経済産業省（2009）は、社外または独立取締役の持つ識見等に基づき、外部的視点から、いかに企業価値を高めていくかといった助言機能が期待される旨を指摘する。

以上から、次の2つの仮説を立てる。

仮説1:「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」

仮説2:「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える」

これら2つの仮説について、パフォーマンスを示す指標として先行研究に倣い、トービンのQを採用し、これを従属変数とし、最小二乗法にて重回帰分析により推定する。

2.2 データと変数

2.2.1 データ

統計分析に用いるデータのうち、独立社外取締役割合と属性データは、2012年3月末時点における東京証券取引所1部上場会社のうち、金融保険業に属する企業を除く監査役設置会社(親会社なし、支配株主なし)1,264社²⁵を対象に、東京証券取引所ホームページのコーポレート・ガバナンス情報サービスに掲載されている各社のコーポレート・ガバナンス報告書から1社毎に入手した。具体的には、金融保険業に属する企業を除く監査役設置会社(親会社なし、支配株主なし)1,264社につき、1社毎にコーポレート・ガバナンス報告書を確認し、取締役の人数、社外取締役の人数、社外取締役のうち独立役員に指定されている人数、社外取締役の属性および当該社外取締役が独立役員に指定されているか否かの各データを確認し、これらを手に入れた。なお、属性データについては、「他の会社の出身者」、「弁護士」、「公認会計士」、「税理士」、「学者」および「その他」の6属性から構成される²⁶ことから、社外取締役の属性および当該社外取締役が独立役員に指定されているか否かの各データから、各企業における独立社外取締役について、6

²⁵ 本研究時において入手し得る「NEEDS - Cges」の財務データが2011年度までのものであることから、実際の対象企業数は、1,262社となる(2012年3月末時点における対象企業のうち、大正製薬ホールディングス株式会社(4581)および宮越ホールディングス株式会社(6620)が共に2011年10月設立のため、これら2社が除外されることによる)。

²⁶ 東京証券取引所(2012)参照。なお、複数の属性に該当する場合は、コーポレート・ガバナンス報告書の提出時点における主たる属性を選択することとなっている。

属性の各人数データを導き出した。

また、財務データは、株式会社日本経済新聞デジタルメディア「NEEDS-Financial QUEST」および「NEEDS-Cges」から入手した。

図表 2-1 記述統計量

	観測数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
独立社外取締役割合	1262	0.000	0.800	0.057	0.100
他の会社の出身者割合	1262	0.000	0.600	0.038	0.081
弁護士割合	1262	0.000	0.250	0.007	0.029
公認会計士割合	1262	0.000	0.200	0.002	0.016
税理士割合	1262	0.000	0.167	0.000	0.007
学者割合	1262	0.000	0.333	0.006	0.029
その他（公務員出身者など）割合	1262	0.000	0.231	0.003	0.018
ROA	1253	-19.600	101.782	6.038	6.750
トービンのQ	1259	0.434	6.799	1.026	0.412
外国人持株比率	1259	0.190	69.600	13.257	11.794
持合比率	1258	0.000	46.660	9.445	8.687
負債比率	1259	5.840	97.490	50.023	19.878
役員持株比率	1259	0.001	53.548	4.116	8.013
総資産	1260	0.000	0.030	0.000	0.001
製造業ダミー	1262	0.000	1.000	0.548	0.498
商業ダミー	1262	0.000	1.000	0.189	0.392
その他産業ダミー	1262	0.000	1.000	0.262	0.440
有効なケースの数	1253	—	—	—	—

2.2.2 変数

統計分析に用いた変数はすべて図表 2-1 にまとめている。以下、変数の定義を説明する。

(1) 独立社外取締役割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の人数がすべての取締役の人数に占める割合である。独立社外取締役は、社外取締役のなかでも特に、独立性が高い者として各企業が東京証券取引所へ届け出をしている社外取締役である。社外取締役は社外監査役と異なり、取締役会において議決権²⁷を有することから、経営判断において、独立社外取

²⁷ 会社法第 369 条第 1 項「取締役会の決議は、議決に加わることができる取締役の過半数（これを上回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合以上）が出席し、その過半数（これを上回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割

締役割合は大きな影響を与えるものと思われる。

(2) 他の会社の出身者割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の属性のうち、「他の会社の出身者」である独立社外取締役の人数がすべての取締役の人数に占める割合である。なお、「他の会社の出身者」とは、現在または過去に他の会社に一度でも勤務経験がある場合をいい、例えば、30 年前に 1 年程度の勤務経験がある場合でも、「出身」とみなす。

(3) 弁護士割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の属性のうち、「弁護士」である独立社外取締役の人数がすべての取締役の人数に占める割合である。

(4) 公認会計士割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の属性のうち、「公認会計士」である独立社外取締役の人数がすべての取締役の人数に占める割合である。

(5) 税理士割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の属性のうち、「税理士」である独立社外取締役の人数がすべての取締役の人数に占める割合である。

(6) 学者割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の属性のうち、「学者」である独立社外取締役の人数がすべての取締役の人数に占める割合である。なお、「学者」とは、大学または大学院の教授、准教授その他これらに準ずる者をいう。

(7) その他（公務員出身者など）割合

対象企業の 2010 年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の属性のうち、「その他（公務員出身者など）」である独立社外取締役の人数

合以上) をもって行う」。

がすべての取締役の人数に占める割合である。

(8) ROA (ROA = 経常利益 / 総資産 × 100)

資本効率に関する変数として、ROAを採用する。なお、パフォーマンスの効果を推定する観点から、ROAを含む各財務データは2011年度に提出された有価証券報告書に基づくデータとする。

(9) トービンのQ

パフォーマンスを示す変数として、先行研究に倣い、トービンのQを採用する。本研究では、トービンのQとして、株式時価総額に負債を合計した値を総資産（子会社、関連会社を含み、損益を加算した値）で割ったものを採用する。

(10) 外国人持株比率

各企業の有価証券報告書に記載された外国人持株比率である。

(11) 持合比率

相互保有関係にある国内会社による株式保有比率である。持合は、大株主によるモニタリング機能の放棄や一般株主からの圧力の遮断といった弊害を惹起させる可能性があることから、これら比率を変数として採用する。

(12) 負債比率 (負債比率 = 負債合計 / 総資産 × 100)

負債には、インセンティブ効果やフリーキャッシュフロー削減効果がある一方、過少投資の誘発やホールドアップによる経営陣の努力水準低下などのマイナス面があることから、変数として採用する。

(13) 役員持株比率

役員による自社株式の保有比率である。役員持株比率が高い場合、エージェンシー問題を緩和させることから、変数として採用する。

(14) 総資産

企業規模の影響を取り除くべく、総資産を変数として採用する。

(15) 製造業ダミー

本研究の対象企業について、証券コード協会が定める「業種別分類項目」

における 10 の大分類で整理した結果、企業数が多い業種上位 2 業種²⁸について、その業種特有の影響をコントロールするべく、ダミー変数を採用する。

「製造業」に属する企業特有の影響をコントロールするべく、「製造業」に属する企業について、1 を取る製造業ダミー変数を採用する。

(16) 商業ダミー

上記同様、「商業」に属する企業特有の影響をコントロールするべく、「商業」に属する企業について、1 を取る商業ダミー変数を採用する。

(17) その他産業ダミー

「製造業」および「商業」以外の産業、すなわち、「水産・農林業」、「鉱業」、「建設業」、「電気・ガス業」、「運輸・情報通信業」、「不動産業」および「サービス業」をまとめ、「その他産業」とし、「その他産業」に属する企業特有の影響をコントロールするべく、「その他産業」に属する企業について、1 を取るダミー変数を採用する。

²⁸ 本研究の分析企業 1,262 社のうち、「製造業」に属する企業は 692 社、次いで、「商業」に属する企業は 239 社である。

2.3 推定結果

2.3.1 独立社外取締役割合のパフォーマンス効果

仮説 1 : 「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」

図表 2-2 独立社外取締役割合のパフォーマンス効果 (サンプル企業全体)

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
独立社外取締役割合	0.176 (0.082)	0.031 **
ROA	0.043 (0.001)	0.000 ***
外国人持株比率	0.004 (0.001)	0.000 ***
持合比率	-0.003 (0.001)	0.009 ***
負債比率	0.005 (0.000)	0.000 ***
役員持株比率	0.004 (0.001)	0.002 ***
総資産	-4.627 (5.884)	0.432
製造業ダミー	0.041 (0.020)	0.037
商業ダミー	-0.079 (0.024)	0.001 ***
定数項	0.454 (0.036)	0.000 ***
Adj. R2	0.546	
観測数	1253	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

仮説 1 について、サンプル企業全体を対象に推定した結果が図表 2-2 である。独立社外取締役割合が 5%水準で有意に正であることから、仮説 1 : 「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」は支持された。また、外国人持株比率が 1%水準で有意に正であり、さらに、持合比率についても 1%水準で有意に負である。これらは、三輪 (2006) の分析結果と整合しており、株式の持合いはパフォーマンスと負の関係を有するが、外国人株主の株式所有はパフォーマンスと正の関係を有することを示している。

次に、業種毎に分析することとする。まず、分析企業 1,262 社中、最も多くの企業が属する「製造業」について分析した推定結果が図表 2-3 である。

図表 2-3 独立社外取締役割合のパフォーマンス効果（製造業）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
独立社外取締役割合	0.067 (0.097)	0.492
ROA	0.034 (0.002)	0.000 ***
外国人持株比率	0.007 (0.001)	0.000 ***
持合比率	-0.004 (0.001)	0.003 ***
負債比率	0.004 (0.001)	0.000 ***
役員持株比率	0.006 (0.002)	0.013 **
総資産	-3.051 (6.690)	0.649
定数項	0.568 (0.040)	0.000 ***
Adj. R2	0.403	
観測数	687	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

独立社外取締役割合は正の係数を有するも、有意な関係は認められない。したがって、「製造業」に属する企業における独立社外取締役割合はパフォーマンスの向上に結び付いていないと解釈される。なお、他の変数については、サンプル企業全体の推定結果と整合している。

次に、分析企業 1,262 社中、2 番目に多くの企業が属する「商業」について分析した推定結果が図表 2-4 である。

図表 2-4 独立社外取締役割合のパフォーマンス効果（商業）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
独立社外取締役割合	0.473 (0.151)	0.002 ***
ROA	0.049 (0.004)	0.000 ***
外国人持株比率	0.000 (0.002)	0.877
持合比率	0.001 (0.002)	0.718
負債比率	0.005 (0.001)	0.000 ***
役員持株比率	-0.003 (0.002)	0.116
総資産	-1.358 (15.541)	0.930
定数項	0.367 (0.062)	0.000 ***
Adj. R2	0.516	
観測数	238	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

独立社外取締役割合が1%水準で有意に正であることから、「商業」に属する企業の独立社外取締役割合はパフォーマンスの向上に正の影響を及ぼしていると解釈することができる。加えて、有意確率が1%水準であることから、その正の影響は強く支持される。一方、サンプル企業全体および「製造業」に属する企業サンプルの推定結果と異なり、外国人持株比率および持合比率が有意に影響していないことが注目される。

次に、上記各業種に属さない「その他産業」について分析した推定結果が図表 2-5 である。

図表 2-5 独立社外取締役割合のパフォーマンス効果（その他産業）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
独立社外取締役割合	0.167 (0.210)	0.425
ROA	0.046 (0.002)	0.000 ***
外国人持株比率	0.003 (0.002)	0.082 *
持合比率	-0.003 (0.003)	0.258
負債比率	0.007 (0.001)	0.000 ***
役員持株比率	0.005 (0.002)	0.022 **
総資産	-11.774 (13.411)	0.381
定数項	0.361 (0.078)	0.000 ***
Adj. R2	0.649	
観測数	328	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

独立社外取締役割合は正の係数を有するも、有意な関係は認められない。したがって、製造業、商業以外の「その他産業」に属する企業における独立社外取締役割合はパフォーマンスの向上に結び付いていないと解釈される。なお、他の変数については、持合比率を除き、サンプル企業全体の推定結果と整合している。

2.3.2 独立社外取締役属性のパフォーマンス効果

仮説 2:「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える」

前節において、仮説 1:「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を

与える」は支持された。では、独立社外取締役属性の中で、いかなる属性がパフォーマンスに正の影響を与えるのかについて、サンプル企業全体を対象に推定した結果が図表 2-6 である。

図表 2-6 独立社外取締役属性のパフォーマンス効果（サンプル企業全体）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
他の会社の出身者割合	0.219 (0.101)	0.030 **
弁護士割合	-0.148 (0.275)	0.590
公認会計士割合	-0.109 (0.489)	0.823
税理士割合	-0.699 (1.125)	0.534
学者割合	0.445 (0.279)	0.111
その他（公務員出身者など）割合	-0.091 (0.447)	0.838
ROA	0.043 (0.001)	0.000 ***
外国人持株比率	0.004 (0.001)	0.000 ***
持合比率	-0.003 (0.001)	0.009 ***
負債比率	0.005 (0.000)	0.000 ***
役員持株比率	0.004 (0.001)	0.002 ***
総資産	-4.726 (5.926)	0.425
製造業ダミー	0.039 (0.020)	0.046 **
商業ダミー	-0.079 (0.024)	0.001 ***
定数項	0.460 (0.036)	0.000 ***
Adj. R2	0.546	
観測数	1253	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

他の会社の出身者割合が5%水準で有意に正であることから、仮説2:「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える。」は支持された。また、弁護士割合、公認会計士割合、税理士割合、その他(公務員出身者など)割合の係数がそれぞれ負であり、学者のみが正ではあるが、いずれも有意ではなかった。

以上から、独立社外取締役属性において、他の会社の出身者割合はパフォーマンスに正の影響を与える一方、有意な関係は認められないものの、弁護士、公認会計士、税理士および公務員などのその他の出身者については、逆に負の影響がある可能性の存在が示唆される。なお、学者については、有意な関係は認められないものの、正の係数であることに注目される。

次に、仮説 1 の推定同様、業種毎に分析を行う。まず、分析企業 1,262 社中、最も多くの企業が属する「製造業」について分析した推定結果が図表 2-7 である。

図表 2-7 独立社外取締役属性のパフォーマンス効果（製造業）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
他の会社の出身者割合	0.116 (0.117)	0.321
弁護士割合	0.276 (0.324)	0.395
公認会計士割合	-0.146 (0.681)	0.830
税理士割合	-0.755 (1.446)	0.602
学者割合	-0.220 (0.301)	0.466
その他（公務員出身者など）割合	-0.292 (0.574)	0.611
ROA	0.034 (0.002)	0.000 ***
外国人持株比率	0.007 (0.001)	0.000 ***
持合比率	-0.003 (0.001)	0.004 ***
負債比率	0.004 (0.001)	0.000 ***
役員持株比率	0.006 (0.002)	0.013 **
総資産	-2.597 (6.712)	0.699
定数項	0.566 (0.040)	0.000 ***
Adj. R2	0.401	
観測数	687	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

他の会社の出身者割合の係数が正であるものの、有意な関係は認められず、「製造業」に属する企業においては、他の会社の出身者を含め、すべての属性はパフォーマンスに影響しないことが示された。

次に、分析企業 1,262 社中、2 番目に多くの企業が属する「商業」について分

析した推定結果が図表 2-8 である。

図表 2-8 独立社外取締役属性のパフォーマンス効果（商業）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
他の会社の出身者割合	0.352 (0.192)	0.068 *
弁護士割合	-0.369 (0.481)	0.444
公認会計士割合	-0.138 (0.797)	0.863
税理士割合	0.077 (1.815)	0.966
学者割合	2.444 (0.647)	0.000 ***
その他（公務員出身者など）割合	0.180 (0.772)	0.816
ROA	0.048 (0.003)	0.000 ***
外国人持株比率	0.000 (0.002)	0.938
持合比率	0.000 (0.002)	0.925
負債比率	0.005 (0.001)	0.000 ***
役員持株比率	-0.003 (0.002)	0.150
総資産	-9.483 (17.747)	0.594
定数項	0.383 (0.061)	0.000 ***
Adj. R2	0.535	
観測数	238	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

他の会社の出身者割合が10%水準で有意に正であるとともに、学者割合が1%水準で有意に正であることに注目される。特に、サンプル企業全体の推定においては、有意な関係は認められなかった学者について、正の影響があることが強く支持されることに注目される。

以上から、「商業」に属する企業においては、他の会社の出身者に加え、学者の

独立社外取締役の存在がパフォーマンスに正の影響を与えることが示された。

次に、上記各業種に属さない「その他産業」について分析した推定結果が図表2-9である。

図表 2-9 独立社外取締役属性のパフォーマンス効果（その他産業）

	従属変数=トービンのQ 係数	有意確率
他の会社の出身者割合	0.154 (0.269)	0.567
弁護士割合	-0.149 (0.750)	0.842
公認会計士割合	-0.078 (1.056)	0.941
税理士割合	-0.251 (2.687)	0.926
学者割合	0.969 (0.771)	0.210
その他（公務員出身者など）割合	-0.047 (1.147)	0.967
ROA	0.046 (0.002)	0.000 ***
外国人持株比率	0.003 (0.002)	0.136
持合比率	-0.003 (0.003)	0.269
負債比率	0.006 (0.001)	0.000 ***
役員持株比率	0.005 (0.002)	0.026 **
総資産	-12.294 (13.521)	0.364
定数項	0.369 (0.079)	0.000 ***
Adj. R2	0.645	
観測数	328	

注1) 括弧の中の数字は標準誤差である。

注2) *は10%水準で、**は5%水準で、***は1%水準でそれぞれ有意であることを意味する。

他の会社の出身者割合および学者割合の係数が正であるものの、いずれも有意な関係は認められず、製造業、商業以外の「その他産業」に属する企業においては、他の会社の出身者を含め、すべての属性はパフォーマンスに影響しないこと

が示された。

2.4 結果の解釈

企業サンプル全体の推定において、独立社外取締役割合が5%水準で有意に正であることから、仮説1:「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」は支持された。このことから、本研究において、2009年12月の独立役員制度の導入に伴う独立社外取締役においても、その存在がパフォーマンスに正の影響を与えることが示された。これは、従来から説明されている社外取締役の機能としてのアドバイザー機能が、独立社外取締役においても認められるものと解釈される。特に、独立社外取締役は、従来の社外取締役よりも、当該企業から独立した存在であることを前提としていることから、社外取締役と同等以上に、当該企業の内部昇進者が有する知見にはない情報を有し、または、情報の入手ルートを確保していることが予想される。独立社外取締役は、これら情報を当該企業に提供することで、従来の社外取締役と同等以上のアドバイザー機能を発揮しているものと推測される。

また、独立社外取締役割合とパフォーマンスについての業種毎の推定においては、「製造業」および「その他産業」に属する企業サンプルについては有意な関係は認められなかったが、「商業」については、1%水準で有意に正であることから、「製造業」および「その他産業」に属する企業は、独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていない一方、「商業」に属する企業は、独立社外取締役の存在を十分にパフォーマンスに活かしていることが示された。

次に、企業サンプル全体の推定において、他の会社の出身者割合が5%水準で有意に正であることから、仮説2:「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える」は支持された。一方、他の属性、すなわち、弁護士、公認会計士、税理士、学者、その他（公務員出身者など）の各割合については、いずれも有意な関係は示されなかった。すなわち、独立社外取締役の存在がパフォーマンスに正の影響を与えるが、正の影響を与える属性は他の会社の出身者のみであることから、自らも経営の経験を有する他の会社の出

身者は、経営の実務経験に裏打ちされた、幅広く、奥の深い、そして、経営全体を俯瞰したアドバイザー機能を発揮し、企業はこれをパフォーマンスに結び付けているものと推測される。

また、独立社外取締役属性とパフォーマンスについての業種毎の推定において、「製造業」および「その他産業」に属する企業サンプルは、すべての属性において有意な関係が認められない一方で、「商業」に属する企業サンプルについては、他の会社の出身者に加え、学者について有意に正であることが示された。このことから、「製造業」および「その他産業」に属する企業においては、そもそも独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていないことが、仮説1における推定で示されたが、このことが各属性についての推定においても裏付けられた。次に、「商業」に属する企業においては、他の会社の出身者に加え、学者についてもその存在をパフォーマンスに結び付けていることが示されたが、特に、学者については、企業サンプル全体の推定においては、正の係数であるものの有意な関係を示していないことから、「商業」に属する企業においては、学者の独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付ける特有の要因が存在する可能性が示唆される。

このように、「製造業」および「その他産業」に属する企業は、独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていない一方、「商業」に属する企業は、独立社外取締役の存在を十分にパフォーマンスに活かしていることが示された。このことの背景の一つとして、特に、「製造業」に属する企業は、自社独自の技術を有し、これをビジネス展開の原動力としていることから、独立社外取締役のアドバイザー機能を活かそうという意識が比較的に低いのではないかと推測される。一方、「商業」に属する企業は、販売やビジネス展開のノウハウは存在するも、自社独自の技術は比較的に少ないものと思われ、独立社外取締役のアドバイザー機能をビジネスに活かそうという意識が高いものと推測される。

第3章 ケース分析

第2章において、仮説1:「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」および仮説2:「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える」は共に支持されたものの、業種毎の推定の結果、「製造業」および「その他産業」に属する企業サンプルにおいては、いずれも有意な関係が示されなかった。このことから、「製造業」および「その他産業」に属する企業は独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていないことが示された。本章では、これら統計分析の結果を補完するために、積極的に独立社外取締役を選任する企業2社のケース分析を行うことによって、独立社外取締役の活用の実態を明らかにすることにより、パフォーマンスへ結び付ける一例を示す。

ケース分析にあたっては、(1)複数の独立社外取締役を選任していること、(2)仮説2の推定結果に基づき、他の会社の出身者である独立社外取締役を選任していることの2点を選択基準とした結果、2社を選択し、インタビューを実施した。なお、インタビュー内容については、文字に起したうえで、A社およびB社の面談者にその内容を確認いただいている（A社インタビュー内容は3,112字、B社インタビュー内容は7,264字）。

3.1 A社(鉄鋼業)

A社は、グローバルに鉄鋼業を展開し、300近くの国内外関係会社を擁する企業である。A社は、2012年7月現在、2名の独立社外取締役を選任している。2名の独立社外取締役の内訳は、1名が他の会社の出身者であり、残る1名はその他（公務員出身者など）である。また、A社は、2009年12月の独立役員制度の導入時から、2名の独立社外取締役を選任しており、当時から現在に至るまで、その内訳は、現在と同様、1名が他の会社の出身者であり、残る1名はその他（公務員出身者など）である。なお、A社は、2007年から社外取締役を2名選任して

いる。

以上を踏まえ、現状のコーポレート・ガバナンス体制を採用するに至った背景、目的および独立社外取締役を選任した結果、どのような効果があったかにつき、A社法務課長にインタビューを実施した²⁹。

2007年から社外取締役を2名も選任し、他社に先駆けて、監査役会設置会社でありながら、社外取締役を選任するコーポレート・ガバナンス体制を構築した背景は、「買収防衛策である。A社は、会社法が全面施行された2006年に買収防衛策を取締役会決議で導入したが、同年にA社は不祥事を起こしていることもあって、株主総会が大紛糾した。さらに、配当決議を取締役会とする定款変更議案を株主総会に提案していたが、これに対して、機関投資家から多くの反対票が投じられ、また、取締役選任議案についても従来よりも多くの反対票を受ける結果となり、A社としては、機関投資家の存在を強く意識した。当時のA社を取り巻く状況は、急成長する外国企業の存在もあり、買収される危機があることから、引き続き、買収防衛策を継続する必要性はあったが、お手盛りでは、機関投資家の反発を受けるということで、翌2007年に、再度、株主総会にて買収防衛策を勧告的決議として提案するとともに、買収防衛策の発動においては、独立委員会の透明性をさらに向上させるために、新たに、2名の社外取締役を招聘し、独立委員会の委員とした。また、当時、外国人持株比率が最高24%となっていたことも、買収防衛策の設計の上で機関投資家の意向を尊重した要因の一つである」。

機関投資家から社外取締役を入れろという圧力があったのかについては、「当時のISS³⁰のガイドラインで、買収防衛策の発動には独立委員会のチェックが必要であり、かつ、取締役会における議決権を有する社外取締役を独立委員会の委員とすることが推奨される旨の規定があったことなどを参考に、A社として、社外取締役を招聘し、かつ、これら社外取締役を買収防衛策の発動に係る独立委員会の委員としたものであって、機関投資家からは圧力はなかった」ということ

²⁹ インタビュー実施日時：2012年7月19日13時～14時、場所：A社本社応接室。

³⁰ ISS (Institutional Shareholders Services) とは、米国の議決権行使助言機関。

である。

また、社外取締役を2名も選任する理由については、「買収防衛策の発動に係る独立委員会の委員が当初は3名であり、決議ということを勘案すると、同数となる4名を避け、5名体制とすべく、新たに、2名の社外取締役を招聘することとした。また、社外取締役1名では言いたいことも言えないということもありえるということで、2名の社外取締役の招聘とした」ということである。

次に、2009年12月から導入された独立役員制度において、A社は、当初から、複数の独立役員を指定し、東京証券取引所が求める1名を越える員数の独立役員を指定しているが、上場会社のなかには、1名のみの指定とする会社も多くあるなかで、複数の独立役員を指定した背景は、「当時、社外監査役のなかで、メインバンク出身者の社外監査役が形式上、独立性に疑義があるのではないかと、しかし、実態はメインバンクに全く影響されず、発言、行動しているなかで、独立性とは何かという議論が社内になされた。当時は、そもそも、社外取締役も社外監査役も独立性の高い人間を招聘していることから、全員を独立役員として指定できないのかという議論からスタートしたが、議論の結果、実態は、独立性はあると思われるものの、形式上、独立性に疑義があると指摘される可能性を考慮し、メインバンク出身者である社外監査役を含む社外監査役全員については、独立役員として指定しなかった。一方、買収防衛策の発動に係る独立委員会の委員である社外取締役は、当然に独立性が高いことが要求されること、独立役員制度の趣旨が社外取締役の導入促進であったことなどを考慮し、A社としては社外取締役2名を独立役員として指定した。もっとも、2012年度については、メインバンク出身者であっても実態に即して独立役員として指定されている他社事例が多くあることを背景に、社外監査役3名を追加して独立役員として指定している」。

さらに、A社は、2010年度から、2名の社外取締役を独立役員として指定しているが、その属性は、すべて他の会社の出身者およびその他（公務員出身者など）である。これはA社として、あえて、他の会社の出身者およびその他（公務員出身者など）である社外取締役を独立役員として指定しているのかについては、「社外監査役に関しては、金融、法曹、実業の3つの属性の方を社外監査役とすること

としているが、社外取締役については、属性には着目していない。当時、社外取締役を招聘する際、経営トップの人脈のなかで、偶然、他の会社の出身者およびその他（公務員出身者など）の方を招聘した。それ以降については、人選を進める際、A社の持つ人脈や前任者の推薦といった様々なアプローチを行なっているが、現在のところ、たまたま、継続して、他の会社の出身者およびその他（公務員出身者など）となっている」とのことである。

さらに、A社として、独立社外取締役に対して求める機能として、モニタリング機能またはアドバイザー機能のいずれか、あるいは、その他に求める機能があるのかについてであるが、「そもそも、買収防衛策の発動に係る独立委員会の委員として招聘しているので、有事の場合の機能、すなわち、買収防衛策の発動判断の透明性確保の機能を期待している。しかし、たとえば、その他（公務員出身者など）の独立社外取締役からは、海外ビジネス展開において、当該国の事情を教えていただいたり、他国におけるビジネスにおいて留意すべき点をアドバイスいただくなど、結果として、良いアドバイザー機能を発揮いただいている。したがって、基本的にはモニタリング機能を期待するが、加えて、アドバイザー機能を期待」している。

また、A社として、独立社外取締役の属性として、相応しいと考えるものについては、「弁護士、公認会計士や税理士については、独立社外取締役としては相応しくないと考える。これらの方々は社外監査役の候補者と考えている。やはり、アドバイザー機能もあるほうが良いことから、経営を知っている他の会社の出身者が望ましいと考える。なぜなら、シビアに経営を判断するということに、理屈や理論だけではない部分があるので、そういう意味では、他の会社の出身者が望ましいと考える」。

最後に、独立社外取締役を導入された結果、どのような効果があるかについては、「定量的にはよくわからないが、現実的には、社内の活性化、特に、取締役会の活性化に役立っている。また、ビジネス展開において、人脈などのアドバイスを受けて、ビジネス展開に役立っている。独立社外取締役は、月1回の取締役会と年2回の買収防衛策の独立委員会へ出席している。また、その他にも必要に応じ

てアドバイスを受けている。独立社外取締役を導入したからといって、劇的になにかが変わるということはないかもしれないが、客観的な意見に耐えうる経営を意識するなど、「経営に対する刺激」を受けることが最大の効果ではないかと考える」とのことである。

3.2 B社(繊維製品業)

B社は、中国を中心に海外にも複数の拠点を有し、繊維製品業を中心にビジネスを展開し、40以上の国内外関係会社を擁する企業である。B社は、2012年7月現在、2名の独立社外取締役を選任している。2名の独立社外取締役の内訳は、2名共に他の会社の出身者である。また、B社は、2009年12月の独立役員制度の導入時から、2名の独立社外取締役を選任しており、当時から現在に至るまで、その内訳は、現在と同様、2名共に他の会社の出身者である。なお、これら2名の独立社外取締役に加え、独立役員に指定していない社外取締役を1名選任している。

以上を踏まえ、現状のコーポレート・ガバナンス体制を採用するに至った背景、目的および独立社外取締役を選任した結果、どのような効果があったかにつき、B社法務担当にインタビューを実施した³¹。

2009年12月から導入された独立役員制度において、B社は、当初から、2名の独立社外取締役および1名の独立社外監査役を指定し、東京証券取引所が求める1名を越える員数の独立役員を指定しているが、上場会社のなかには、1名のみの指定とする会社も多くあるなかで、複数の独立役員を指定した背景は、「独立役員を考えるなかで、B社ではオートマチックに考えている。B社は、買収防衛策を導入しているが、取締役の恣意的な作動を防止するために、特別委員会を設置している。この特別委員会の委員には、高度の独立性を有して、取締役を牽制する機能を要求されている。そういう意味では、独立役員と趣旨が同じであるというこ

³¹ インタビュー実施日時：2012年7月12日16時30分～18時15分、場所：B社本店応接室。

とで、独立役員には、特別委員会の委員をそのままスライドさせている。したがって、何人かということではなく、特別委員会の委員をそのまま独立役員として届けている。別に、対外的にアピールしようとかいうものではなく、結果として、最初から3名の独立役員としている」ということである。

さらに、B社は、2010年度から、2名の社外取締役を独立役員として指定しているが、その方々の属性は、すべて他の会社の出身者である。これはB社として、あえて、他の会社の出身者である社外取締役を独立役員として指定しているのかについては、「特に、他の会社の出身者だから独立役員としているわけではなく、特別委員会の委員である者を独立役員としている。結果としてそのようになっていたということである。そこで、どの者を特別委員会の委員とするかであるが、まず、補欠監査役については、補欠ということで避けるべきであろうと。また、C監査役は、去年の2月まで当社の顧問弁護士であり、それまで、補欠監査役であったが、話をして、今回、正式に監査役に上げるということで、特別利害関係者に該当しないように、顧問弁護士を離れていただいた。元顧問弁護士であるというので、独立性という点では避けるべきであろうということ、特別委員会の委員とするのは時期尚早であると。さらに、D社外取締役については、今回、2期目であり、まだ、社外取締役となって日が浅いということで、時期尚早ということで、特別委員会の委員としなかった。独立性、独立性と言っても、ある程度、B社の内情を知っていただかないとジャッジできない。そういう意味では、うちの社外役員暦がそこそこある方を、特別委員会の委員として、その方を独立役員として届けている。我々としては、これは勿論、賛否あると思うが、100%、昨日今日、B社に入ってきて、外からの目でバスバス見る方もガバナンスの観点から必要かと思うが、B社の内情を知ったうえで、そのうえで、外からの目でジャッジできる方が望ましいと考えている。そういう意味で、社外役員暦が浅い方は特別委員会の委員としてはしていない」ということである。

次に、B社は、2006年から社外取締役を招聘しているが、当時、社外取締役を招聘するにおいて、こういう属性に来てほしいというポリシーがあったのかについては、「ポリシーはなくて、招聘においては基本的にコンサルに紹介してもら

っている」ということである。

さらに、B社として、独立社外取締役に対して求める機能として、モニタリング機能またはアドバイザー機能のいずれか、あるいは、その他に求める機能があるのかについてであるが、「勿論、モニタリングも必要であるが、あえていうならば、アドバイスの機能だと思う。そのうえで、どの属性が相応しいのかということになれば、他の会社の出身者ということになる。理由は、たとえば、公認会計士、税理士、学者、弁護士の方は、ご自身の専門分野に特化した話しにどうしてもなるが、経営全体を俯瞰した、幅広いアドバイスを得るということになると、経営者になるだろう。勿論、突っ込んだ議論になれば、士業の方が強いと思うが、全体的なアドバイスとなれば、他の会社の出身者が望ましい」。

最後に、独立社外取締役を導入された結果、どのような効果があるかについては、「独立役員制度がスタートしたことで、経営陣のガバナンスに対する意識が変化してきたということはあると思う。特に、独立性という観点に留意するようになったという変化はあると思う。また、2008年から6事業を全方位で、全部、本業と思えという方針を出した。極端な話し、繊維以外は素人である。6セグメントあるが、全部、独立した会社と思うぐらいでやっており、グループ会社管理、ガバナンス管理をするということで、2008年12月から各事業部への権限委譲を強めてきた。各事業で経営の仕方も違う。そういう意味では、従来のB社とは違う視点でのアドバイスをいただいている。B社の従来の本業であった繊維以外の事業についての経営方針について、社外役員のアドバイスをいただいているということは大いにあると思う。これからも、多角経営をするなかで、繊維以外の社外役員のアドバイスがさらに必要になると思う。未知というか不慣れな分野について、社外役員のアドバイスを活かしている。特に、B to Cを強化せよということもあり、繊維以外のアドバイス機能を必要としている。従来、本業であった繊維以外の事業を伸ばすことによって、さらなる業績向上を図るうえで、社外役員のアドバイスを必要としている。すなわち、今後の業績発展を行ううえで、繊維以外の事業を興し、伸ばしていく必要があるなかで、様々な事業の経験がある社外役員のアドバイスを必要としている。繊維以外の分野出身の社外役員のアドバイス

をいただき、繊維以外の事業を伸ばしていくことができつつある。そういう意味では、企業価値の向上に繋がっていると考える」。

3.3 考察

A社およびB社共に、独立社外取締役のアドバイザー機能を認めており、かつ、積極的にこれを利用しようとしている。すなわち、A社においては、グローバルなビジネス展開において、独立社外取締役のアドバイザー機能を活かしている。また、B社は従来の本業以外の事業を展開するうえで、独立社外取締役のアドバイザー機能を活かしている。特に、B社が、「今後の業績発展を行ううえで、繊維以外の事業を興し、伸ばしていく必要があるなかで、様々な事業の経験がある社外役員のアドバイスを必要としている」というように、独立社外取締役、しかも、様々な事業を経験した他の会社の出身者である独立社外取締役のアドバイザー機能を重視し、これを事業展開に活かそうとしていることは参考に値するものと思われる。

終章

本研究は、社外取締役の存在がパフォーマンスに正の関係にあるとする先行研究を前提にしたうえで、社外取締役の独立性およびその属性に着目し、取締役会において議決権を有する独立社外取締役について、独立社外取締役の割合および属性（他の会社の出身者、弁護士、公認会計士、税理士、学者、その他）がパフォーマンスに与える影響を明らかにすることを目的とし、統計分析およびこれを補完するためにケース分析を行った。

第2章においては、仮説1:「独立社外取締役割合がパフォーマンスに正の影響を与える」および仮説2:「独立社外取締役属性における他の会社の出身者割合がパフォーマンスに正の影響を与える」について統計分析を行い、仮説1および仮説2は共に支持され、さらに、業種毎の統計分析の結果、「製造業」および「その他産業」に属する企業は、独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けていない一方、「商業」に属する企業は、独立社外取締役の存在を十分にパフォーマンスに活かしていることが示された。

第3章においては、積極的に独立社外取締役を選任する企業2社についてケース分析を行い、2社は共に独立社外取締役のアドバイザー機能を認め、かつ、積極的にこれを利用しようとしている実態が明らかとなった。

以上の分析から、独立社外取締役の存在をパフォーマンスに結び付けることは可能であるが、そのためには、企業が独立社外取締役のアドバイザー機能に着目し、積極的にこれを利用することが重要であり、単に、独立社外取締役を選任するだけでは何らパフォーマンスには結び付かないということができる。したがって、本研究の分析結果を踏まえ、現在、独立社外取締役を選任している企業または今後、選任を予定している企業は、独立社外取締役のアドバイザー機能を如何に活かすかを考えるべきであると考えられる。

本研究は、先行研究によって未だ分析がなされていなかった独立社外取締役に

着目し、その存在および属性がパフォーマンスに与える影響について明らかにするという研究目的は成しえたものと考えるが、独立役員制度は2009年12月に導入されたものであり、本研究においては、入手し得る財務データの問題もあり、2010年度に開催された定時株主総会終了時の独立社外取締役の存在がパフォーマンスに与える影響についてのみを分析したに過ぎない。また、2012年8月1日に公表された要綱案を受け、今後、改正されることが予定されている「上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める」旨の上場規則が各上場会社に与える影響など、引き続き、独立社外取締役について注視すべきであることが残された課題である。

参考文献

- Berle, A. A., Jr., and G. C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Company. (北島忠雄訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社 1958.)
- 阿部泰久・和田照子 (2010) 「会社法制見直しに対する経済界の考え方」『商事法務』 No. 1911, pp. 71-78.
- 有吉尚哉 (2012) 「コーポレート・ガバナンス等に関する制度改正の動向と実務への影響—近時の企業不祥事を踏まえて—」『商事法務』 No. 1965, pp. 49-57.
- 池田唯一 (2011) 「金融システムとコーポレート・ガバナンスの改革」神田秀樹・小野傑・石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』中央経済社, pp. 233-256.
- 石崎忠司・中瀬忠和 (2007) 『コーポレート・ガバナンスと企業価値』中央大学出版部.
- 一般社団法人日本取締役協会 (2011) 『別冊商事法務 No. 359 独立取締役の現状と課題 (社外取締役から独立取締役へ)』商事法務.
- 内田交謹 (2009) 「取締役会構成変化の決定要因とパフォーマンスへの影響」『商事法務』 No. 1874, pp. 15-22.
- 内田交謹 (2012) 「社外取締役割合の決定要因とパフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』 No. 2012-5, pp. 8-18.
- 太田洋・松平定之 (2012a) 「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する最新動向 (上)」『商事法務』 No. 1959, pp. 16-21.
- 太田洋・松平定之 (2012b) 「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する最新動向 (下)」『商事法務』 No. 1960, pp. 50-60.
- 小佐野広 (2005) 『コーポレート・ガバナンスと人的資本』日本経済新聞社.
- 海道ノブチカ・風間信隆編 (2009) 『コーポレート・ガバナンスと経営学—グローバル化下の変化と多様性』ミネルヴァ書房.

- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久(2010)『コーポレート・ガバナンスの経営学—
会社統治の新しいパラダイム』有斐閣.
- 川口幸美(2004)『社外取締役とコーポレート・ガバナンス』弘文堂.
- 経営法友会会社法制見直しに関する研究会(2010)「会社法制見直しに関する経営
法友会アンケート調査結果」『商事法務』No. 1911, pp. 57-70.
- 小林毅(2007)「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」『中京大学
経済学論叢』No. 18, pp. 185-192.
- 齋藤卓爾(2011)「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島
英昭編『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報
社, pp. 181-213.
- 静正樹(2011)「上場会社に求められるコーポレート・ガバナンスの向上」神田秀
樹・小野傑・石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』中央経済社, pp. 1-34.
- 清水一(2011)「社外取締役の導入、委員会制度への移行と企業価値：パネルデー
タによる分析」『大阪経大論集』Vol. 61, No. 5, pp. 31-47.
- 杉浦秀徳(2011)「金融・資本市場の発展に向けたガバナンスの役割」神田秀樹・
小野傑・石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』中央経済社, pp. 197-232.
- 武井一浩(2012)「会社法制の見直しとガバナンス改革の実質論」『商事法務』
No. 1961, pp. 10-20.
- 中西敏和・関孝哉編(2012)『別冊商事法務 No. 368 上場会社におけるコーポレ
ート・ガバナンスの現状分析(平成24年版)』商事法務.
- 野田知彦・市橋勝(2009)「日本企業におけるガバナンス構造と経営効率」『日本
経済研究』No. 61, pp. 74-93.
- 花崎正晴(2011)「コーポレート・ガバナンス論の系譜」神田秀樹・小野傑・石田
晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』中央経済社, pp. 103-131.
- 宮島英昭・新田敬祐(2007)「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフ
ォーマンス効果」神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化
と進展』きんざい, pp. 27-77.
- 宮島英昭編(2008)『企業統治分析のフロンティア』日本評論社.

三輪晋也（2006）「日本企業の取締役会と企業価値」『日本経営学会誌』No. 16,
pp. 56-67.

参考サイト

金融庁（2009）『我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告～
上場会社等のコーポレート・ガバナンス強化に向けて～』

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf

経営法友会（2012）『「会社法制見直しに関する中間試案」に関する意見』

<http://www.keieihoyukai.jp/opinion/opinion80.pdf>

経済産業省（2009）『企業統治研究会報告書』

<http://www.meti.go.jp/press/20090617001/20090617001-2.pdf>

東京証券取引所（2009）『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2009』

<http://www.tse.or.jp/rules/cg/white-paper/b7gje60000005ob1-att/white-paper09.pdf>

東京証券取引所（2011）『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2011』

<http://www.tse.or.jp/rules/cg/white-paper/b7gje60000005ob1-att/cg201103.pdf>

東京証券取引所（2012）『コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（平成 24 年 5 月改訂版）』

<http://www.tse.or.jp/rules/cg/b7gje60000005o5h-att/20120509.pdf>

日本取締役協会（2009）『上場会社のコーポレート・ガバナンス調査 2009』

http://www.jacd.jp/news/odid/090909_01report.pdf

日本取締役協会（2010）『上場会社のコーポレート・ガバナンス調査 2010』

http://www.jacd.jp/news/odid/100826_01report.pdf

日本取締役協会（2011）『上場会社のコーポレート・ガバナンス調査 2011』

http://www.jacd.jp/news/odid/110811_02report.pdf

法務省法制審議会会社法制部会（2011）『会社法制の見直しに関する中間試案』

<http://www.moj.go.jp/content/000082647.pdf>

法務省法制審議会会社法制部会（2012a）『「会社法制の見直しに関する中間試案」
に対して寄せられた意見の概要』

<http://www.moj.go.jp/content/000095492.pdf>

法務省法制審議会会社法制部会（2012b）『会社法制の見直しに関する要綱案』

<http://www.moj.go.jp/content/000100819.pdf>

謝辞

本研究は、筆者の実務上の問題意識を学術的に研究することを試みたものであるが、指導教官である國部克彦教授のご指導がなければ本研究は成しえなかったといえる。まずもって、國部克彦教授に厚く御礼申し上げたい。

次に、統計分析を中心にご指導をいただいた西谷公孝准教授に厚く御礼申し上げます。

また、筆者の勤務先の上司、先輩、同僚には、公私にわたるご支援、ご配慮を戴き、厚く御礼申し上げます。

最後に、1年半の間、家庭生活において、筆者を支えてくれた妻 麻希子、そして、休日も不在が多く、寂しい思いをさせてしまった長女 怜奈に感謝して、筆を置くこととしたい。

西宮市街の夜景を一望する自宅にて

ワーキングペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年
2011・1b	島見 大	経営者による株式保有が企業価値に与える影響についての考察	11/2011
2011・2b	甘利 和行	繊維産業の斜陽化を超越した経営者たちのキャリア研究 ―企業 の命運は『キャリアの深度』が左右する―	2/2012
2011・3b	大竹 裕子	日本型中小企業 BOP ビジネスの必要要件 ミャンマーに於け る事例を中心として	3/2012
2011・4b	鴻巣 忠司	新卒採用者と中途採用者の組織社会化の比較に関する一考察 ―個人の革新行動に与える影響を中心として―	3/2012
2011・5b	萬田 義人	食品小売業におけるマテリアルフローコスト会計の導入研究 ―生鮮部門の食品廃棄物に関する考察―	3/2012
2012・1b	丸山 秀喜	学習する営業チームの実証研究 ― 葛藤と心理的安全のマネ ジメント ―	9/2012
2012・2b	今元 仁	社会対話型イノベーションの研究 -ソーシャルゲームを事例と して-	10/2012
2012・3b	武田 克巳	独立社外取締役割合と属性に関する研究	10/2012