

社外取締役に関する実証研究

2011/1/26

田中 亘

①Saito, Takuji, 2010, “Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison,” Working Paper, Kyoto Sangyo University

日経 500 企業、1996～2006 の期間を対象。社外取締役を新規導入した企業は、その前事業年度から 2～3 事業年度後にかけて、比較対照企業と比べて ROA を有意に改善。導入公表時に株価が上昇。利益率が低下したときに社長の交代率がより高くなる。

②内田交謹（2009）「取締役会構成変化の決定要因と企業パフォーマンスへの影響」商事法務 1874 号 15-22 頁

2003、2004 年度に社外取締役を新規導入または増加した企業が対象。導入前年度から 3 年度後にかけて、比較対照企業に比べ Tobin's Q（[株式時価総額 + 負債総額] / 総資産簿価）は有意に上昇。ROA も上昇するが有意でない。

[海外]

韓国（上場会社に社外取締役の選任を強制）

③Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim (2006), “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea,” *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 22, pp. 366-413.

④Black, Bernard S., and Woochan Kim (2010), "The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data", working paper, at <http://ssrn.com/abstract=968287>

⑤Choi, Jongmoo Jay, Sae Won Park, and Sean Sehyun Yoo (2007), “The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform from Korea,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42, No. 4, Dec. 2007, pp. 941–962

いずれについても、社外取締役比率と Tobin's Q との間に有意な相関を観察。

イギリス（92年の取引所規則で3人以上の社外取締役の選任を求める[Comply or Explain]）

⑥Dahya, Jay, and John J. McConnell (2007), "Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol.42, pp. 535-564.

89～96年に3人以上の社外取締役を初めて選任した企業は、ROAを有意に改善。

アメリカ

⑦Bhagat Sanjai, and Bernard Black (2002), “The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance,” *Journal of Corporate Law*, Vol.27, pp. 231-274

独立取締役比率と業績の間に有意な相関なし。

[実証研究に関する留意点]

(1) 実証研究は「平均」を示すもので、すべての企業にとって社外取締役が有益であることを証明するものではない。

(2) 実証研究は「相関」を示すだけで、必ずしも因果関係を示すものではない。

(3) 義務づけを含め、何らかの働きかけを法律で行うことが有益となりうるのは、企業自身のガバナンス構造の選択が最適に（企業自身の利益になるように）行われていない場合。企業によるガバナンス構造の選択に対する経営者自身の影響力が強いときは、その可能性がある（Saito 2000）。

以上