

社外取締役とIR、株主還元の関係分析に関する一考察

林 順一(青山学院大学大学院博士後期課程)

我が国では 1990 年代後半以降、株式持ち合い解消による銀行持株比率低下と外国人持株比率増加といった株主構成の変化が着実に進展した。その中で、外国人機関投資家等の機関投資家の一部は日本企業に対して、社外取締役の導入・拡充、IRの強化並びに株主還元の拡大等を要請し、日本企業も全体の傾向としては、それらの要請に対応してきたといえる。しかしながら、個別企業に視点を移すと企業毎の対応は一樣ではない。本稿では、個別企業は社外取締役、IR及び株主還元といった手段を組み合わせる外国人機関投資家等の要請に対応してきたと捉え、社外取締役とIR水準の関係、並びに社外取締役と株主還元の関係をそれぞれ実証的に分析した。

エージェンシー理論に基づき、エージェンシー問題を緩和する複数の手段間の関係を考察する場合、代替的關係を期待する考え方(substitute model) (Easterbrook(1984))と調和的關係を重視する考え方(outcome model) (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny(2000))の2つの考え方があり、それぞれを支持する実証研究がある。本稿では社外取締役、IR及び株主還元を、それぞれエージェンシー問題を緩和する手段と捉え、またこれらの手段間の関係については、対象とする国や時代背景、対象とする手段等によって代替的關係にも調和的關係にもなりうる考えた上で、1990 年代後半以降の日本の大企業という中範囲において成立する社外取締役とIR水準の関係、並びに社外取締役と株主還元の関係を考察対象とした。

社外取締役とIR水準の関係については、社外取締役等の導入によりIR水準が向上したコマツの事例等を踏まえ、「日本の大企業においては社外取締役が導入されるとIR水準が向上するので、両者の間には正の関係がみられる」という仮説をたてた。その上で、被説明変数をIR水準、説明変数を社外取締役の有無とし、コントロール変数に財務、株主及びガバナンスに関する複数の変数を用いて、回帰分析により両者の関係を分析した結果、両者の関係は有意に正であることが示され仮説と整合的であった。

また社外取締役と株主還元の関係については、ガバナンスを重視したコニカミノルタと株主還元を重視したキヤノンの事例比較等を踏まえ、「日本の大企業においては経営者が株主重視の経営を志向していることを示すシグナルとして、社外取締役の導入または株主還元の充実を選択的に行っているため、両者の間には負の関係がみられる」という仮説をたてた。その上で、被説明変数を株主還元の水準、説明変数を社外取締役の有無とし、コントロール変数にIR、財務、株主及びガバナンスに関する複数の変数を用いて、回帰分析により両者の関係を分析した結果、両者の関係は有意に負であることが示され仮説と整合的であった。

本稿ではIR水準の客観的評価を用いる観点から、分析対象を公益社団法人日本証券アナリスト協会のアナリスト評価対象企業とし、2007 年度のクロスセクションデータを用いて分析した。このためサンプル数は 182 社に限られた。また会社法上の社外取締役を一律に扱ったため、社外取締役の属性や独立性の強弱等については十分に考慮できなかった。より広範囲な企業を対象とし、社外取締役の独立性等を十分に反映した分析を行うことについては、今後の課題としたい。