

社外取締役比率および社外取締役の在任期間と株主還元の関係

—コーポレート・ガバナンス改革に着目して—

鶴野 尚史（青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 博士後期課程）

本稿は、日本のコーポレート・ガバナンス改革下において、社外取締役比率および社外取締役の在任期間と株主還元との関係を実証的に検証するものである。日本企業では、低収益性や資本効率の低さ、内部留保の蓄積が指摘されるなか、2014年のスチュワードシップ・コードおよび2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入以降、取締役会の独立性向上と株主還元の充実が重視されてきた。

本研究の特徴は、社外取締役比率という量的側面に加え、企業固有の知識の蓄積と長期在任による独立性の変化を反映する在任期間という時間的側面に着目する点にある。分析には、2011年から2022年までのプライム市場上場企業（金融業および外国企業を除く）のアンバランスド・パネルデータを用いた。改革の進展段階を導入前（2011～2014年）、導入期（2015～2017年）、改訂期（2018～2022年）に区分したうえで、これらの各期間および全期間について、配当率（配当額／総資産）および自己株式取得率（自己株式取得額／総資産）をそれぞれ被説明変数とし、企業固定効果および年固定効果を含む固定効果モデルを推定した。

分析の結果、第一に、導入期において、社外取締役比率と配当率との間に統計的に有意な負の関係が確認された。この結果は、社外取締役による監督と配当による規律づけが代替的に機能していた可能性を示している。すなわち、社外取締役比率の上昇による監督機能の向上が、配当を通じた規律づけの必要性を相対的に低下させるという解釈と整合的である。

第二に、導入前において、社外取締役の在任期間と配当率との間に逆U字型の非線形関係が確認され、転換点は約7.2年と推定された。在任期間が比較的短い段階では、企業固有の知識の蓄積を通じて監督・助言機能が高まり、配当率が上昇する一方、長期化すると、経営陣との関係の緊密化による独立性の低下などを通じて配当率が低下する可能性がある。ただし、この逆U字型の関係は、在任期間の上位1%点でウィンソライズした分析では統計的に有意ではなく、結果の頑健性には限界がある。なお、自己株式取得率については、導入前、導入期、改訂期および全期間のいずれにおいても、社外取締役比率および社外取締役の在任期間との統計的に有意な関係は確認されなかった。

以上より、社外取締役比率および在任期間と株主還元との関係は一義的ではなく、ガバナンス改革の進展段階や配当と自己株式取得という還元手段によって一様ではない可能性が示唆された。