

【レフリー原著・研究論文 (BMA 論文区分)】

## 経営危機からの再生における経営 (ガバナンス) 改革の有効性

— 継続企業の前提に関する注記開示企業での実証分析—

堀内雅生

### 論文要旨

本論文は日本においてコーポレート・ガバナンス強化で実質的に義務化された社外取締役設置の効果を検証する。先行研究は、収益性や株主価値に有意な関係がないという議論が多くあるため、経営危機からの再生過程に着目し、継続企業の前提に関する注記を開示した上場企業を分析した。その結果、収益性や株主価値の程度によって社外取締役比率に有意な差が見られたが、事例研究の結果、GC 注記企業の再生には社外取締役の登用に加えて経営(ガバナンス)改革が重要であることが示唆された。

### キーワード:

コーポレート・ガバナンス、社外取締役、継続企業の前提に関する注記

**The effectiveness of governance reform in recovery from business crises.**

**— Empirical analysis of listed companies disclosed going concern information.—**

Masao Horiuchi,

### Abstract

This paper examines the effectiveness of appointing outside directors which was substantially mandated by strengthening corporate governance in Japan. As there are many discussions that outside directors have no significant relationship with profitability and shareholder value in the previous literature, this paper focused on the revival process from the business crisis and analyzed the listed companies which disclosed the going concern information.

As a result, although there was a significant difference in the ratio of outside directors depending on the level of profitability and shareholder value, through the case study, it was suggested that not only the appointment of outside directors, it is important to reform corporate governance rationally to revive GC note companies.

Keywords: Corporate governance, Outside directors Going concern information

## 1. はじめに

日本企業の持続的な成長と株主価値創造を実現するため、「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築」(経済産業省政策局(2014)、以下「伊藤レポート」)に基づき、2015年にコーポレート・ガバナンス・コード(東京証券取引所(2015)、以下「コード」)が公表された。これらは、経営の公正性や透明性を高める規律づけにより持続的成長と株主価値向上を目指すもので、その実現のため特に取締役会の構成の改革による社外取締役が果たす経営のモニタリング機能が重要になるとしている。

そのため、社外取締役を設置する企業は増加し、東京証券取引所(2018)によると2018年7月時点では全上場企業の71.8%が2名以上の独立社外取締役を選任している。

本論文では、各企業が取締役会改革に取り組む意義を検証したいという問題意識から、特に社外取締役の比率に着目し、収益性や株主価値との関係の実証分析を行った。

## 2. コーポレート・ガバナンスの定義

コードでは、コーポレート・ガバナンスは、「会社が(中略)透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」であるとし、その目的は「持続的な成長と中長期的な株主価値の向上(中略)を通じて、(中略)経済全体の発展にも寄与すること」であるとしている。ここから、「企業の持続的成長と中長期的な株主価値向上を実現するための適切な意思決定を行うための仕組み」と定義することができる。

コードで、「株主価値向上」が強調される背景には、日本企業の欧米企業に比した株価パフォーマンスの低さがある(経済産業省(2017))。そして、伊藤レポートでは「最もイノベーティブと見られてきた日本企業が、持続的な低収益性というパラドックスに陥っている」と語られている。1995年以降2015年までの日本の製造業の労働生産性の上昇率は2.8%で、先進国ではフランス(3.0%)、米国(2.9%)に次ぐ水準(日本生産性本部(2017))であり、意思決定の仕組みを含めた経営の改革が求められていると言える。

2018年9月に公表された「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針改訂版」は「コーポレート・ガバナンス改革は、過去20年以上にわたって企業価値が低迷し続けてきた我が国の現状から脱却し、人材の有効活用を通じたイノベーションによる付加価値の創出や生産性向上を通じて、企業持続的な成長と中期的な企業価値の向上を図り、その果実が従業員や消費者等にも広く均霑され、投資や消費拡大による経済成長につながるという好循環が実現される経済システムを構築することを目指している。」(経済産業省(2018))と述べ、日本のコーポレート・ガバナンス改革の目的が明確に示されている。

### 3. 研究の背景、目的、意義

コーポレート・ガバナンスに関する議論では、Berle and Means(1932)が多数引用されているが、ここでは、株式所有の広域な分散が進み、所有と支配が分離し、経営者による企業支配が進んでいる状況を指摘している。その後、経営者を株主の利益のために働く代理人とするエージェンシー理論をFriedman(1970)が提唱し、Jensen and Meckling(1976)が、それを受けて株主主権論を展開し、米国の近年のコーポレート・ガバナンス議論の主流となってきた。そして、Fama and Jensen(1983)、Eisenhardt(1989)で、経営者のモニタリングの重要性と、その監視のためのシステムとして取締役会の役割が取り上げられている。

日本は、1997年のBIS規制強化、会計制度改革での時価会計適用から、特に金融機関での株式持合い解消が加速する中で、コーポレート・ガバナンスの主体が、従来のメインバンクから投資家に移行した。その中でコーポレート・ガバナンス議論が活発になり、エンロン事件、リーマンショックなどを経て、2013年の日本再興戦略へとつながっている。

日本企業に関する先行研究では、三輪(2006)、内田(2009)がトービンのQと社外取締役比率に有意な正の関係があることを示すものの、内田(2009)はROAについては明確な改善効果が観測されないことを示した。そのような議論とともに、日本経済団体連合会(2009)は、「形式的に当てはめてその適否を判断することは妥当ではない。」と表明していた。

コード施行後は社外取締役の導入が急速に進んでいるが、経営に関する知見が十分でない者を選任する企業もあり、形式的に対応している可能性もあり得る。筆者は上場企業でコーポレート・ガバナンスに関わる実務家の立場から、この取り組みの意義を確かめたいという問題意識から、コーポレート・ガバナンスと業績・株主価値の関係を分析した。

本論文の目的は、日本の上場企業がコード対応に取り組む意義を検証するために、象徴的な取り組みである社外取締役比率に着目し、収益性・株主価値との関係の実証分析を行うことであり、その意義は、社外取締役の登用が形式的な要件の充足にとどまらずに、取締役会での議論の活発化などの実質的な経営(ガバナンス)改革につながっている場合には、経営危機からの再建において有効に作用することを、日本企業の実証研究を通じて確認し、限定的な状況下であるが、先行研究および、コードの目的との整合的な結果が得られることを実証したことにある。

## 4. 理論と先行研究

### 4.1 エージェンシー理論

本論文では、エージェンシー理論を用いてモデルを想定する。Jensen and Meckling(1976)によれば、すでに Adam Smith(1776)が、“The Wealth of Nations” で、株主と経営者の間でのエージェンシー問題に言及している。Jensen(1983)、Eisenhardt(1989)は、エージェンシー理論には、実証研究に重点を置く流れと、数学的モデル中心の流れがあるとされるが、ここでは実証研究の流れから、Martin(2010)が「現代資本主義の二つの大きな時代」とする二つの学説を取り上げる。managerial capitalism (経営者資本主義)に基づく経営者支配論と、shareholder capitalism (株主資本主義)に基づく株主主権論である。

#### 4.1.1 経営者支配論

Berle and Means (1932) は、株式会社の支配構造について、「個々の事業体の所有権が分散することは、株式会社制度に固有の事柄とあってよい。それはすでに相当の程度に達し、なおかつ急速に進行しており、不可避の展開」と指摘した上で、大企業 200 社の実証分析を行い、会社数では 44%、純資産では 58%に上る企業で、事実上取締役の選任権が経営者によって支配されている「経営者支配」になっている状況を解明した。

その上で、「開かれた証券市場の利用によって、これら株式会社のそれぞれが投資大衆に対する義務を負う」「その義務のために株式会社は (中略) 投資家に奉仕する社会制度に転化する。」として株主に対する義務について言及している。

一方で、「経営者支配の会社における経営者のように彼らの持株比率がごく小さいものになったとき、会社の出費で支配者が挙げる利益は実質的にその支配者の丸々の儲けとなり」「自己利益追求型の支配者の利害は所有者の利害と真っ向から対立することになる。」と、情報の非対称性とエージェンシー・コストの問題を指摘している。

#### 4.1.2 株主主権論

近年のコーポレート・ガバナンスの議論は、株主主権論に依拠する。Friedman (1970) が、経営者は株主の利益のために働くエージェントであると提唱し、Jensen and Meckling (1976) が議論を発展させ、以下のように論じている。Jensen and Meckling (1976) は、株式会社におけるエージェンシー関係を、「プリンシパル (株主) が、エージェント (経営者) に対して、一定の意思決定権限を含む活動を委任するもの」と定義して、「エージェントとプリンシパルの双方が自己の効用最大化を図る場合には、エージェントは必ずしもプリンシパルの最大の利益のために行動するとは限らない。」「プリンシパルは、エージェントに対して、適切なインセンティブを設計し、異常な行動を制限するようにモニタリングをするコストを負担することで、自らの利益からの逸脱を制限することができる。」と整理して、エージェンシー・コストを以下のとおり定義している。

- ①経営者が株主利益のために働くか監視するコスト

- ②経営者が株主の思うとおりに働くことを証明するコスト
- ③上記以外のコスト=経営者の意思決定が株主に不利益を与えるコスト

#### 4.1.3 まとめ

経営者支配論と、株主主権論は、企業の実質的な支配権を経営者か株主のどちらが有するという議論である。しかし、企業経営を行うのはどちらでも経営者である。経営者支配論で経営者が自己の利益の最大化を目指すとは指摘されており、株主主権論では、株主利益の最大化と経営者自身の効用の最大化をどう一致させるのか?という問題が生じる。

その鍵は、取締役会と業績連動報酬であろう。Eisenhardt(1989)は、株主による監視が行われていると、経営者が株主の利益のために行動する可能性が高く、成果ベースの契約は経営者と株主の関心を一致させ経営者を動機付けると論じている。社外取締役も業績連動報酬は米国とともに積極的に活用されてきたが、日本では1990年代から約20年かけて経営者が株主価値最大化を目指す会社法を整える中で導入されてきた。経営陣の監督を日本独自の制度とも言える監査役会(こちらは早期に社外役員を導入が制度化された)に加え、取締役会、特に社外取締役に託されることも会社法改正の主題であり、コーポレート・ガバナンス・コードも共通の考え方に立脚しているが、社外取締役は、株主価値の最大化を経営陣に求める役割を担っているだろうか?

本論文では、プリンシパルである株主の意思が、取締役会を通じてエージェントである経営者の行動に影響を与えるというモデルを基にして、社外取締役の数や比率と、収益性・株主価値の関係について仮説を立て、日本の上場企業のデータに基づく実証分析とともに、事例研究として複数企業のインタビューを交えて、仮説の検証を行う。

#### 4.2 先行研究

実証研究での論文は国内外で多数発表されているが、特に法制度面で先行している米国では数多くの議論がなされており、Hermalin and Weisbach (2003)は、より多くの社外取締役が企業業績を向上させるのかは、おそらく取締役会に関して最も広く議論されてきた問題であると指摘した上で、幅広い論文のサーベイを行って、Hermalin and Weisbach (1991), Mehran (1995), Klein (1998), Bhagat and Black (2000) において、会計上の業績指標と、社外取締役の割合との間に重要な関係は見られず、Hermalin and Weisbach (1991) と Bhagat and Black (2000) では、同じくトービンのQと社外取締役の割合との間に顕著な関係がないことを見出したと言及している。Hermalin and Weisbach (2003)は、さらにその他の研究を全体的にみても、取締役会の構成が企業の業績と何らかの関係を持つことを示唆するものはほぼない、と指摘している。

Hermalin and Weisbach (2003)が紹介した論文を個別に確認していくと、まず、Hermalin and Weisbach (1991)は、1971年から1983年までの、NYSE134社のデータ分析を行った結果、トービンのQと税引前利益とともに、社外取締役比率との間に、有意な関係は見られなかったとしている。

Mehran (1995)は、1979年から1989年までの、COMPUSTAT からランダムに抽出された製造業153社のデータ分析を行った結果、Hermalin and Weisbach (1991)と同様に、トービンのQと社外取

締役比率との間に、有意な関係はなく、さらに社外取締役の持株比率との関係もなかったとしている。

Klein (1998)は、1992年のS&P500社から461社を抽出して、トービンのQと社外取締役比率との関係を分析した結果、先行研究と同じく有意な関係は見られないが、各企業は外部からの圧力によって、社内取締役を社外取締役に置き換えていると指摘し、各企業が将来の取締役選定においては見直しを行う可能性があるだろうとしている。

Bhagat and Black (2000)は、米国の上場企業928社の1985年から1995年までのデータをもとに、トービンのQとROAと社外取締役比率を回帰分析した結果、ともに有意な関係はなく、むしろ過度に独立性(社外取締役比率)を高めた企業の収益性はむしろ他社よりも低くなっているという指摘をし、独立性だけでなく、その会社の業界・事業に関する深い知識などがないとむしろ逆効果になると指摘している。

このように日本で1999年以降の会計ビッグバンなどでコーポレート・ガバナンスの議論が盛んになる以前から、海外においては幅広い研究が行われてきて、形式だけの取締役会の独立性の確保に対して批判的な指摘が行われてきた。

また、取締役会の構成要因について、Adams, Hermalin and Weisbach (2010)が、Hermalin and Weisbach (2003)に続いて行われた研究に重点をおいた論文のサーベイを行っており、その中で、Adams, Hermalin and Weisbach (2010)は、Hermalin and Weisbach (1988)を例に挙げて、企業が業績不振に陥った後には、社内取締役が退任して、社外取締役が登用されることが多く、危機的な状況でその価値を示すことが多いとしている。Gilson(1990)は、1979年から1985年までに米国で破産申請もしくは私的整理を実施した上場企業111社の分析の結果として、経営破綻の危機に直面すると、銀行や大株主の影響により、投資銀行家や職業専門家を含む、問題が生じた企業の経営管理に何らかの知見のある取締役が増加する。これは、大株主や債権者が取締役会を通じた監視を求めることを証するものと指摘している。

日本の先行研究では、三輪(2006)が2004年の東証一部上場企業1,394社のデータを分析したところ、トービンのQは社外取締役の比率を高めると、高まる可能性があることを示している。Miwa and Ramseyer (2005)は、日本の上場企業1000社の1986年から1994年までのデータを分析した結果、社外取締役の割合とトービンのQ、ROIなどに有意な関係は見られないと指摘している。清水(2011)は、2004年から2008年にかけて東証一部に上場している製造業621社のデータをもとにトービンのQと社外取締役比率を分析し、社外取締役比率が高いほど企業価値が高いと述べている。内田(2009)は、社外取締役の導入が株主価値に良い影響を与えたかを、2000年代のデータを用いて実証分析を行っており、その結果、トービンのQと社外取締役比率に有意な正の関係があることを示すものの、内田(2009)はROAは明確な改善効果が観測されないとしている。

宮島、新田(2007)は、日本企業の1998年から2004年までの東証1部・2部上場企業のデータ(サンプル数12,327件)を分析し、ROAに対し、取締役会人数は有意な負の相関があり、社外取締役比率は有意な正の相関があった。したがってスリムな取締役会と、社外取締役を入れる経営改革によって企業のパフォーマンスが向上すると論じている。

宮島、小川(2012)は、2000年代後半の東証1部上場企業を対象に、取締役会構成の決定要因と、

社外取締役の導入効果を分析した。その結果、社外取締役の選任や、社外取締役比率の上昇は株主価値や業績の向上に寄与していないと指摘している。また、業績悪化時の経営者交代の促進も社外取締役の実質的効果は十分に確認できない、としている。

入江、野間(2008)では、2007年の東証1部上場を対象に、社外役員の独立性と株主価値・業績(トービンのQ, ROA)に関する実証分析を行った。その結果、独立性の高い取締役は株主価値の向上や業績には影響を与えていないことが確認された、としている。

三輪(2010)は、2004年から2008年までの東証1部上場企業1,124社を対象に、株主価値と業績(トービンのQ, ROA)と社外取締役比率との関係を分析し、社外取締役比率の増加が、株主価値の増加や業績の向上に影響を与えないとしている。

このように社外取締役比率と、企業価値や収益性を比較すると、その関係性に否定的な分析が多く、社外取締役の比率は企業固有の要因との関連が高いという分析が見られる。

社外取締役に対して経営者への牽制機能を期待するコーポレートガバナンス・コードの意図とは異なり、上場企業全体では、Berle and Means(1932)が指摘したとおり、株主よりも経営者の支配力が強く、社外取締役の果たす役割が限定されている可能性がある。

しかし、Hermalin and Weisbach(1988)、Gilson(1990)の議論から、より株主もしくは債権者の力が強い状況では多くの役割を果たすのではないかという問題意識を持った。これに着想を得て、企業会計で経営危機に陥っている企業を見る客観的な指針となる継続企業の前提に関する注記(以下GC注記(GCはGoing Concernの略)とする。)が付された企業について実証分析を行う。GC注記に着目した先行研究は、稲葉(2010)があり、GC注記開示企業の再生行動について分析しているが、取締役会構成の変化には言及されていない。

## 5. 仮説設定

### 5.1 仮説のモデル

先行研究では、コーポレート・ガバナンスと収益性・株主価値との関係に一貫した関係が見られない状況をふまえて、実証分析で検証する仮説を設定する。

エージェンシー理論では、株主によるガバナンスが効いている場合には、経営者の動機づけが行われ、業績の伸長につながると考えられる。実務的な視点では、コーポレート・ガバナンスは、企業内部では経営状況が良い場合は制約に感じられるものであるが、状況が悪化した場合には、経営規律や変革が求められる状況になり、指針の一つになり得る。

そのため、仮説の設定に先立ち、先に述べたとおり「状況が悪化した場合」の定義を、金融商品取引法で定めるGC注記とする。GC注記は、上場企業の継続性について疑義が生じた場合に、その状況を財務諸表に開示するもので、経営危機の状況を表している。

GC注記開示の基準は、以下の例示がされている。「売上高の著しい減少」「継続的な営業損失の発生又は営業キャッシュ・フローのマイナス」「債務超過」「借入金の返済条項の不履行又は履行の困難性」「新たな資金調達への困難性、重要な市場又は得意先の喪失」

この注記は、事業の継続が困難になる可能性がある場合に経営者の判断で開示するが、開示の要否を含めて、監査法人の適正意見を要するため、経営危機の客観的な基準として適当と考える。同制度は、米国会計基準にも IFRS にもあり世界共通である。日本では 2003 年 3 月 1 日以後終了する事業年度表から適用されている。

## 5.2 仮説設定

これまでの議論をふまえ、本論文における仮説を 2 つ設定する。

**【仮説 1】 GC 注記が付された企業のうち、収益性が高い企業は、低い企業に比べて社外取締役比率が高い。**  
**【仮説 2】 GC 注記が付された企業のうち、株主価値が高い企業は、低い企業に比べて社外取締役比率が高い。**

エージェンシー理論では、収益性・株主価値と社外取締役比率に、有意な関係があると考えられるべきであるが、先行研究は必ずしも有意な関係が見られていない。しかし、コードでは、コーポレート・ガバナンスの強化が、収益性（特に ROE）と株主価値の向上につながるとし、社外取締役の登用が強調されている。そこで先行研究と異なる視点から、分析対象を経営状況が悪化した GC 注記開示企業に絞って限界的な状況での分析を行う。エージェンシー理論をもとに考えると経営危機に直面した限界的な状況では、プリンシパルである株主からの圧力が高まり、ガバナンスの変革が強く求められるはずである。そして、GC 注記を付した事実は、適時開示義務があり対外的に公表される。そのため信用の回復への努力を行う必要が生じるが、これは倒産ではなく経営の選択肢は残されている。そのような状況では経営者の姿勢の違いがその後の業績に顕著に見られると想定される。その姿勢の違いをガバナンスへの取り組みと捉えて分析を行う。なお収益性は ROE を、株主価値は PBR をそれぞれ基準として用いて測定する。

## 6. 分析方法

### 6.1 サンプル

分析対象は、2005 年 12 月 31 日以前に上場し、2015 年 12 月末現在で東証 1 部・2 部・JASDAQ 市場に上場する企業のデータを Astra Manager から抽出した。そこから金融・保険業を除き、NEEDS-Cges のデータが存在する 2,603 社をまず母集団 A とした。分析の対象期間は、コードの適用が 2015 年のため、それ以前の 2006 年から 2015 年までとした。

そしてこの母集団 A のうち、Astra Manager のデータで対象期間の前半の期間 2006 年～2010 年の間に GC 注記が開示された企業 114 社を母集団 B とした。この母集団 B が分析対象となる。2006 年～2010 年の期間とした理由は、2015 年までの範囲で、GC 注記開示から 3 年後から 5 年後までのガバナンスの変化と業績、株主価値の違いを比較するためである。

本論文での分析は、GC 注記が開示された企業を母集団 B について、注記からの経過期間ごとに収益性（仮説 1 に対応）及び株主価値（仮説 2 に対応）の程度で高・中・低の 3 つに分類し、収益性・株主価値の程度が異なる企業群におけるそれぞれのコーポレート・ガバナンスの取り組みの違いを t 検



定によって比較する。

## 6.2 変数、記述統計量、推計方法

### 6.2.1 分析のデータソースと対象企業の分類

ROE、PBR は、①Quick「Astra Manager」国内企業財務データベースから、その他の変数は、②日本経済新聞社「NEEDS-Cges」ガバナンス評価システムもしくは、③プロネクサス「eol」総合企業情報データベースの有価証券報告書からの転載により収集した。

母集団 B の 114 社 (Appendix 資料 1) を、ROE 基準と PBR 基準で ABC の 3 つの群に区分する。評価時期は ROE 基準、PBR 基準とも、注記が付いた期から①3 期後、②4 期後、③5 期後とする。母集団 B の 114 社の GC 注記の平均表示年数が 2.60 年であったこと、短期間での顕著な業績変化は起きにくいことを考慮し、3 期以後での検証を行った。

図表 1：分類の定義

【ROE 基準】		基準
A 群	収益性高	当期純利益 1 億円以上かつ ROE8%以上
B 群	収益性中	当期純利益 1 億円以上かつ ROE8%以下
C 群	収益性低	当期純利益 1 億円未満
【PBR 基準】		基準
A 群	株主価値高	時価総額 10 億円以上かつ PBR1.0 以上
B 群	株主価値中	時価総額 10 億円以上かつ PBR1.0 以下
C 群	株主価値低	時価総額 10 億円未満

※当期純利益は JASDAQ の上場審査基準(当期純利益での上場廃止基準はない)、時価総額は一部・二部の上場廃止基準を引用した。

図表 2：分類後の社数

【ROE 基準】		①3 期後	②4 期後	③5 期後
A 群	収益性高	28 社	41 社	42 社
B 群	収益性中	14 社	12 社	19 社
C 群	収益性低	72 社	61 社	53 社
【PBR 基準】		①3 期後	②4 期後	②5 期後
A 群	株主価値高	44 社	64 社	68 社
B 群	株主価値中	43 社	31 社	31 社
C 群	株主価値低	27 社	19 社	15 社

### 6.2.2 ガバナンスの変化の測定

ガバナンスの変化については以下の項目を選定する。

図表 3 : 分析の測定項目

項目名	項目の説明	具体的な収集データ	年度
①代表取締役交代	代表取締役の交代(有無)	代表取締役各人の氏名	2006～2015
②役員構成変更	半数以上の交代(有無)	取締役各人の氏名	2006～2015
③平均年齢	取締役の平均年齢(実数)	取締役各人の生年月日	2006～2015
④社外取締役数	社外取締役の人数(実数)	社外取締役人数	2006～2015
⑤社外取締役比率	社外取締役の比率(実数)	社内・社外取締役人数	2006～2015
⑥筆頭株主交代	筆頭株主の交代(有無)	大株主上位5名	2006～2015

### 6.2.3 記述統計量

母集団 B の ROE 基準、PBR 基準での各項目の平均、標準偏差、データ数を示す。

図表 4 : 分析対象データ(母集団 B)の記述統計量

#### (1) GC 注記付記から 3 年後 (ROE 基準、PBR 基準共通)

項目	データ数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
①代表取締役交代	114	0	1	0.518	0.502
②役員構成変更	114	0	1	0.482	0.502
③平均年齢	114	39.500	65.500	53.350	6.386
④社外取締役数	114	0	6	0.991	1.286
⑤社外取締役比率	114	0.0%	75.0%	16.4%	20.0%
⑥筆頭株主交代	114	0	1	0.544	0.500

#### (2) GC 注記付記から 4 年後 (ROE 基準、PBR 基準共通)

項目	データ数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
①代表取締役交代	114	0	1	0.605	0.491
②役員構成変更	114	0	1	0.623	0.487
③平均年齢	114	37.200	65.000	53.909	6.105
④社外取締役数	114	0	6	0.92	1.263
⑤社外取締役比率	114	0.0%	80.0%	15.6%	19.4%
⑥筆頭株主交代	114	0	1	0.561	0.498

## (3) GC 注記付記から 5 年後 (ROE 基準、PBR 基準共通)

項目	データ数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
①代表取締役交代	114	0	1	0.632	0.485
②役員構成変更	114	0	1	0.667	0.473
③平均年齢	114	38.500	66.000	54.521	5.877
④社外取締役数	114	0	6	0.930	1.239
⑤社外取締役比率	114	0.0%	66.7%	14.8%	18.0%
⑥筆頭株主交代	114	0	1	0.623	0.487

## 6.2.4 推計方法

このデータから、114 社の対象企業を ROE 基準と PBR 基準で、A 群 (高)、B 群 (中)、C 群 : (低 = 上場審査基準または上場廃止基準以下) に分類して、各項目の平均の差を t 検定で検証する。

## 7. 実証分析

## 7.1 分析結果

母集団 B について対応のない 2 標本の t 検定で分析を行った。なお、検定結果は、等分散の仮定が「あり」は t 検定、「なし」は Welch の t 検定の結果を記載している。A 群と B 群、C 群それぞれの比較を以下に集計する。

図表 5 : t 検定の結果 (A・B・C 群比較)

## 【ROE 基準】

3 期後	A 群 n=27		B 群 n=15		t 値	C 群 n=72		t 値
	平均	SD	平均	SD		平均	SD	
①代表取締役交代	0.50	0.51	0.43	0.51	0.43	0.54	0.50	-0.37
②役員構成変更	0.46	0.51	0.50	0.52	-0.21	0.49	0.50	-0.19
③平均年齢	53.43	6.84	54.99	5.93	-0.72	53.00	6.33	0.30
④社外取締役数	1.36	1.54	0.93	1.07	0.93	0.86	1.20	1.53
⑤社外取締役比率	22.7%	24.5%	14.26%	17.41%	1.16	14.37%	18.18%	1.64
⑥筆頭株主交代	0.36	0.49	0.71	0.47**	-2.26	0.58	0.50	-2.06*

4 期後	A 群 n=39		B 群 n=14		t 値	C 群 n=61		t 値
	平均	SD	平均	SD		平均	SD	
①代表取締役交代	0.54	0.50	0.50	0.52	0.22	0.67	0.47	-1.36
②役員構成変更	0.56	0.50	0.33	0.49	1.39	0.72	0.45	-1.64
③平均年齢	54.57	5.92	56.84	6.13	-1.16	52.89	6.07	1.39
④社外取締役数	1.12	1.57	1.25	0.97	-0.27	0.72	1.05	1.43
⑤社外取締役比率	18.3%	24.1%	17.46%	14.10%	0.15	13.39%	16.48%	1.14
⑥筆頭株主交代	0.61	0.49	0.50	0.52	0.67	0.54	0.50	0.68

5 期後	A 群	n=41	B 群	n=20	t 値	C 群	n=53	t 値
	平均	SD	平均	SD		平均	SD	
①代表取締役交代	0.57	0.50	0.63	0.50	-0.44	0.68	0.47	-1.08
②役員構成変更	0.71	0.46	0.63	0.50	0.64	0.64	0.48	0.75
③平均年齢	54.88	5.62	56.78	5.04	-1.26	53.42	6.18	1.19
④社外取締役数	1.17	1.38	0.95	1.03	0.62	0.74	1.18	1.64
⑤社外取締役比率	18.9%	21.1%	13.54%	13.55%	1.19	12.01%	16.44%	1.79*
⑥筆頭株主交代	0.62	0.49	0.74	0.45	-0.89	0.58	0.50	0.33

## 【PBR 基準】

3 期後	A 群	n=42	B 群	n=45	t 値	C 群	n=27	t 値
	平均	SD	平均	SD		平均	SD	
①代表取締役交代	0.50	0.51	0.49	0.51	0.11	0.59	0.50	-0.75
②役員構成変更	0.52	0.51	0.40	0.49	1.19	0.56	0.51	-0.27
③平均年齢	52.12	6.83	55.31	5.60	-2.38**	52.24	6.26	-0.08
④社外取締役数	1.11	1.28	1.16	1.49	-0.16	0.52	0.75	2.47**
⑤社外取締役比率	18.6%	21.8%	18.29%	20.94%	0.07	9.79%	13.50%	2.11**
⑥筆頭株主交代	0.41	0.50	0.65	0.48	-2.30**	0.59	0.50	-1.51

4 期後	A 群	n=58	B 群	n=37	t 値	C 群	n=19	t 値
	平均	SD	平均	SD		平均	SD	
①代表取締役交代	0.52	0.50	0.74	0.44	-2.22**	0.68	0.48	-1.33
②役員構成変更	0.58	0.50	0.68	0.48	-0.94	0.68	0.48	-0.82
③平均年齢	53.55	6.51	54.22	5.92	-0.49	54.61	5.09	-0.65
④社外取締役数	0.92	1.24	1.03	1.38	-0.39	0.74	1.19	0.58
⑤社外取締役比率	15.2%	20.1%	17.24%	18.26%	-0.47	14.15%	19.32%	0.20
⑥筆頭株主交代	0.52	0.50	0.68	0.48	-1.53	0.53	0.51	-0.08

5 期後	A 群	n=66	B 群	n=33	t 値	C 群	n=15	t 値
	平均	SD	平均	SD		平均	SD	
①代表取締役交代	0.57	0.50	0.74	0.44	-1.68*	0.67	0.49	-0.66
②役員構成変更	0.69	0.47	0.65	0.49	0.45	0.60	0.51	0.68
③平均年齢	54.18	6.04	55.73	5.59	-1.21	53.55	5.71	0.37
④社外取締役数	1.00	1.18	1.10	1.51	-0.34	0.27	0.46	3.94***
⑤社外取締役比率	16.0%	18.2%	16.13%	19.51%	-0.03	6.56%	11.62%	2.54**
⑥筆頭株主交代	0.62	0.49	0.74	0.44	-1.25	0.40	0.51	1.55

Statistical significance at \*\*\* 1 %, \*\* 5 %, and \* 10 % levels.

## 7.2 分析結果のまとめ

分析結果を以下にまとめる。GC 注記企業 114 社を、ROE 基準と PBR 基準の双方で A 群・B 群・C 群に区分して比較すると、ROE 基準では、A 群と B 群の検定では 3 期後、4 期後、5 期後の各期と

もに有意な差も有意な傾向も確認されず、A群とC群の検定では、各期において有意な差は確認できなかったが、3期後の筆頭株主交代と、5期後の社外取締役比率では有意な傾向が確認された。

また、PBR基準では、A群とB群の検定では3期後の平均年齢と筆頭株主交代、4期後の代表取締役交代で有意な差が、5期後の代表取締役交代では有意な傾向が確認され、A群とC群の検定では、3期後の社外取締役数と社外取締役比率と、5期後の社外取締役数と社外取締役比率で有意な差が確認された。

この結果から、特にこの3期間で複数回の有意さが確認されたものを重要と考え、A群とB群の検定では、4期後、5期後ではPBRが高いほうが代表取締役の交代が有意に少なく、A群とC群の検定では、3期後と5期後ではPBRが高いほうが社外取締役数と社外取締役比率が有意に高いと言える。特にA群とC群の検定の結果は、5%水準もしくは1%水準で有意であり、より強い結果が出ていると言える。

ROEについては、有意さが複数回確認されたものはなく、A群とC群の検定での、3期後の筆頭株主交代と、5期後の社外取締役比率で有意な傾向がみられたが、10%の有意水準であるため説明力は弱く、かつ社外取締役数については何も確認されていない。社外取締役数及び社外取締役比率の実数はA群とC群でいずれの期においてもA群のほうが高いことが明らかではあるが、統計的な有意さが確認できていないため、統計的には偶然そのようになったと考えるべきという解釈となる。

これらの結果を5%有意水準で判断すると、「仮説1：GC注記が付された企業のうち、収益性が高い企業は、低い企業に比べて社外取締役比率が高い。」は棄却され、「仮説2：GC注記が付された企業のうち、株主価値が高い企業は、低い企業に比べて社外取締役比率が高い。」は棄却されなかった、と言える。

## 8. 事例研究

データに基づく分析結果の補足のため、GC注記が開示された企業の再生事例の具体的な研究対象として、ともに過剰債務で経営危機に陥り、それまでのオーナー経営から、取締役会メンバーの一新を含む経営改革に取り組み、無事に危機からの再生を果たした企業として、有線放送大手のUSENを事例として取り上げる。

### 8.1 株式会社 USEN

USENは、1964年に創業、全国に有線放送を広めた業界のトップ企業である。長年築いた店舗・オフィス向けの放送サービスは、盤石な顧客基盤を有する。2001年の上場を機に、創業家の宇野康秀社長に導かれて、情報通信、映像コンテンツ分野に積極的に投資を行い、多角化を進めてきた。1,200億円のエクイティファイナンス、1,300億円のシンジケートローンで急拡大を支えたが、相次ぐ買収で、財務的リスクが高まっていた。

そして、どれも短期的には将来性と収益性のバランスが難しい事業であったことから、2007年には売上高3,000億円、営業利益150億円を出しながらも、翌2008年と2009年に連続して600億円程

度の特別損失を計上、2009年にGC注記が付された。

宇野(2014)は、「連続した巨額の特別損失の計上によって借入時に金融機関から設定された財務制限条項に抵触し、債務の弁済に疑義が生じて、(中略)デフォルトする寸前に追い込まれた。」と語る。そして三井住友銀行主導で、映画配給のGAGA、カラオケのBMB、HRのインテリジェンスを売却、2010年に赤字のU-NEXTを切り離し、「USENとアルメックスの二社でUSENグループの再起を図ることになった。」(馬淵(2016))

取締役会の変化を見ると、2006年は取締役13名が全員社内で社外取締役は不在であった。その後2007年に外資系投資銀行から取締役が1名就任している(2009年度の有価証券報告書より社外取締役として表記)。その後構成は毎年見直されてきたが、金融機関に主導された不採算事業の切り離しが完了した2010年には社長以下の取締役が一新されることになった(図表6)。

この時点で宇野康秀氏はU-NEXT事業を自ら引き取り、USENの代表取締役を辞任した。そして社外から大手外食企業役員であった中村史朗氏が社長兼CEOに、外資系投資銀行でUSENのファイナンスを手掛けた馬淵将平氏がCFOに就任し、社外取締役は2名に増員された。社長兼CEOは後に、生え抜きの田村公正氏に交代したが、複数の社外取締役を含む取締役会構成で企業再生に取り組み、成功させている。

この状況を馬淵氏は、「オーナー主導の取締役会は独断になりやすく、業績不振時の軌道修正が困難だったが、社長が交代し社外取締役が複数加わった取締役会では、数字に基づいたロジカルな議論が行われるようになり、事業の課題を的確に認識して合理的な意思決定ができるようになった。」、田村氏は「高成長が期待される事業はあったが、赤字抑制が第一で、全社的に新規投資は抑制された。そのため既存事業で、利益率の高い商品への注力などで利益を創出することを優先した。」と語り、ガバナンス改革が業績改善につながっている。

しかしUSENでは、原点回帰方針での利益確保と裏腹に、中長期的な会社の成長の糧となる将来への事業投資は十分に行われなかったことも、田村氏の発言からは聞き取れる。

そして、短期的な黒字確保を果たした後、複数の社外取締役を含む取締役会が、有線放送事業を熟知し、新規事業に意欲的な若い世代を社長に起用したことは中長期の株主価値向上に資する適切な判断であり、経営危機時のガバナンス改革の有用性を表す事例と言える。

(2017年12月25日田村公正氏、同12月28日馬淵将平氏にインタビューを実施)

図表6：USENの業績及びガバナンスの推移

年	2006.08	2007.08	2008.08	2009.08	2010.08	2011.08	2012.08	2013.08	2014.08	2015.08
GC注記				あり	あり					
【連結業績】										
売上高(千円)	182,009	301,238	281,577	210,236	146,193	74,515	68,053	68,178	69,271	70,176
営業利益(千円)	3,530	15,923	12,428	2,056	7,246	7,601	9,181	8,666	9,824	9,873
当期純利益(千円)	△8,889	3,087	△53,908	△59,564	1,052	2,263	3,421	4,834	6,717	6,564
有利子負債(千円)	207,480	120,923	140,538	141,682	64,550	53,814	43,221	33,160	25,856	22,796
自己資本(千円)	50,559	89,603	36,195	2,353	3,385	5,347	8,700	13,639	19,434	25,823
時価総額(千円)	103,642	102,395	40,865	25,479	11,393	11,393	13,465	37,494	78,509	67,737
【経営指標等】										
ROE(%)	△21.85	4.40	△85.71	△309.04	36.67	51.83	48.71	43.28	40.62	29.01

PBR(倍)	2.05	1.14	1.13	10.83	3.37	2.13	1.55	2.75	4.04	2.62
社外取締役比率(%)	0.0	0.0	0.0	20.0	50.0	50.0	50.0	40.0	20.0	33.3
社内取締役(人)	13	13	6	4	2	2	2	3	4	4
社外取締役(人)	0	0	0	1	2	2	2	2	1	2
代表取締役	宇野康秀	宇野康秀	宇野康秀	宇野康秀	中村史朗	中村史朗	中村史朗	田村公正	田村公正	田村公正

## 9. 考察

実証分析(統計分析)によって、GC注記付記企業の注記付記後5年後(3年後)の株主価値が高いA群企業は、低いC群企業に比べ、社外取締役数および社外取締役比率が有意に高いことが確認された。この結果から、「GC注記付記企業の株主価値の再生に社外取締役数および社外取締役比率を高めることが有効」という示唆が得られる。

そして、この示唆された結果を確認するために、成功例としてA群企業である株式会社USENを取り上げて事例分析を行った。それによると、USENではGC注記付記前後に経営(ガバナンス)改革が行われ、社長交代や社内取締役の絞り込みと社外取締役の就任・複数化により取締役会の構成が変化するとともに、それによって取締役会での議論が合理的に行われるようになり、業績が安定的に回復し、それに伴い、時価総額が回復している状況がわかる。

これらの分析を併せた結論として、GC注記付記企業の再生には、社外取締役数および社外取締役比率を高くするという形式的な変化だけではなく、それによる取締役会での議論の活発化などの実質的な変化の伴う経営(ガバナンス)改革が重要であるという示唆が得られた。

## 10. 結論

日本でのコーポレート・ガバナンスの議論が意図するものは、経営への前向きな規律づけであり、各上場企業が公正な経営判断をし、適切にリスクテイクすることで、企業の持続的成長と株主価値向上を実現することを目的とする。

そして、その指針を示すコーポレート・ガバナンス・コードは、資本政策、経営理念、取締役会、情報開示など多岐に亘るが、特に重要であると考えられているのが社外取締役の選任である。近年の議論では少なくとも2名以上の選任が求められており、東京証券取引所(2018)では定期的にその選任状況が集計され開示されている。

そのような背景から、本論文の仮説設定にあたっては、先行研究で様々な分析が行われている上場企業全体ではなく、先行研究では分析対象とされていないGC注記企業に着目して、より限界的な状況を検証することとした。分析の結果、社外取締役数と比率について、業績・株主価値回復企業と低迷企業間に有意な差異が観測され、特に株主価値との関連について設定した仮説2は明確な有意差を確認することができ、棄却されなかった。仮説1については粗い議論を避けるために棄却としたが、10%水準で考えれば一部に有意な差は見られており、後の事例研究では関連が確認されている。

コーポレート・ガバナンス、その中でも社外取締役の存在は、直接的に企業の競争力や収益力を高めるものではないが、経営者に中長期的な経営戦略を踏まえた意思決定を行う経営(ガバナンス)改

革を促すことで、長期的な業績の向上と株価（投資家からの評価）の向上に貢献するものと言える。

本論文では、社外取締役の登用により実質的な議論が活発化する経営（ガバナンス）が実現した場合には、特に時価総額（株主価値）において経営危機からの再生に有効に作用する可能性があることを示したこととなり、当該議論の目的と整合的な結果となった。

### 11.研究の限界と今後の課題

本論文では、データによる分析と、成功例として1社の事例研究を行っている。そのため、他社でも同様の事象が見られるのかどうか、検証を行っていない。この点は本研究の限界である。また、GC注記も先進国では共通の基準であるため、各国の状況を確認できる可能性はあるが、情報収集の困難さから分析対象外とした。いずれも今後の研究課題としたい。

### 12.あとがき・謝辞

筆者は、1990年代にVC業界からHRのスタートアップに転じて20数年、複数の企業のIPOやM&A、PMIなどの実務や、CFO、監査役、社外取締役の役割を実際に経験してきた。本論文は、そのような実務からの問題意識に基づく、早稲田大学大学院経営管理研究科修士課程での研究結果に対して分析・考察を再構成したものである。

当時の指導教員の同研究科平野正雄教授には、コーポレート・ガバナンスの本質や、結果の考察などに、丁寧な指導をいただいた。また再考にあたり、現指導教員の同大学商学研究科東出浩教授と、テンプル大学フォックス経営大学院の小田部正明教授には、論点の集約や内容の整理に的確なご指導をいただいた。

そして、事例研究ではTASAKI取締役兼代表執行役社長CEO田島寿一氏、TASAKI取締役兼執行役上級副社長COO小川崇亨氏、USEN代表取締役社長田村公正氏、USEN-NEXT HOLDINGS常務取締役CFO馬淵将平氏には快くインタビューに応じていただいた。ここに深く感謝の意を申し上げる。

### 参考文献・資料

Adam,S.,”The Wealth of Nations” 1776,(Cannan edition,1937)

Adams,R.B., Hermalin,B.E.,& Weisbach,M.S.,”The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey” Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1,2010, pp.58-107

Berle, A. A., & Means, G. C., The Modern Corporation and Private Property, Routledge, London, 1932 (2nd edition, 1991)

Bhagat, S., & Black, B., ”The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance” The Business Lawyer, Vol.54, No.3, 1999, pp. 921-963

Eisenhardt,K.M.,” Agency Theory: An Assessment and Review” The Academy of Management



Review, Vol. 14, No. 1, 1989, pp. 57-74

Fama, E.F., & Jensen, M.C., "Separation of Ownership and Control" The Journal of Law & Economics, Vol. 26, No. 2, 1983, pp. 301-325

Friedman, M., "The social responsibility of business is to increase its profits" The New York Times Magazine, 13. Sept. 1970.

Gilson, S.C., "Bankruptcy, boards, banks, and blockholders Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default" Journal of Financial Economics Vol. 27, 1990, pp. 355-387

Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S., "The determinants of board composition" The RAND Journal of Economics, Vol. 19, No. 4, 1988, pp. 589-606

Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S., "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance" Financial Management, Vol. 20, No. 4 1991, pp. 101-112,

Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S., "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature" Economic Policy Review, 2003, pp. 7-26

稲葉喜子「ゴーイング・コンサーン情報と企業の再生行動」『管理会計学』第 18 巻第 2 号 2010 年 3-17 頁

入江和彦、野間幹晴「社外役員の独立性と企業価値・業績」『経営財務研究』第 28 巻第 1 号、2008 年、38-55 頁

Jensen, M. C., & Meckling, W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360

Klein, A., "Firm Performance and Board Committee Structure" The Journal of Law & Economics, Vol. 41, No. 1, 1998, pp. 275-304

経済産業省政策局『持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト最終報告書』(伊藤レポート) 経済産業省、2014 年

経済産業省政策局『伊藤レポート 2.0 (「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」報告書)』 経済産業省、2017 年

経済産業省政策局『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針』 経済産業省、2018 年

Martin, R., "The Age of Customer Capitalism" harvard business review, January-February, 2010

馬淵将平『テクノホスピタリティを世界へ』ダイヤモンド社、2016 年

Mehran, H., "Executive compensation structure, ownership, and firm performance" Journal of Financial Economics, Vol. 38, 1995, pp. 163-184

Miwa, Y., & Ramseyer, J.M., "Who Appoints Them, What Do They Do? Evidence on Outside Directors from Japan" Journal of Economics & Management Strategy, Volume 14, Issue 2, 2005, pp. 299-337

三輪晋也「日本企業の取締役会社と企業価値」『日本経営学会誌』第 16 号、2006 年、56-67 頁

三輪晋也「日本企業の社外取締役と企業業績の関係に関する実証分析」『日本経営学会誌』第 25 号、

2010年、15-27頁

宮島英昭、新田敬祐「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展望』金融財政事情研究会、2007年

宮島英昭、小川亮「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」『独立行政法人経済産業研究所 RIETI Policy Discussion Paper Series』12-P-013、2012年

日本経済団体連合会『より良いコーポレート・ガバナンスをめざして』日本経済団体連合会、2009年  
清水一「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』第61巻第5号2011年、31-46頁

田崎俊作『ゴーイング・マイ・ウェイ—真珠と共に歩んだ74年』財界研究所、2003年

東京証券取引所『コーポレート・ガバナンス・コード』東京証券取引所、2015年

東京証券取引所『東証上場会社における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置状況及び相談役・顧問等の開示状況』東京証券取引所、2018年7月

内田交謹「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』第1873号、2009年、15-22頁

宇野康秀「数百億の損失を乗り越える男たち」『失敗力カンファレンス2014 パネルディスカッション』新経済連盟、2014年12月19日

## 著者紹介



堀内雅生

2018年早稲田大学大学院経営管理研究科修士課程修了。経営管理修士 MBA。現職は、株式会社 USEN-NEXT HOLDINGS 常勤監査役、株式会社サイバーエージェント社外取締役監査等委員。成長企業での経営管理、コーポレート・ガバナンス分野に長年携わる。現在、早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程に在籍中。

【投稿受領日】2019年02月02日

【査読通過日】2019年10月11日