

わが国企業の取締役会改革は有効であったか — 製造業データによる検証 —

(財) 電力中央研究所 尾身祐介

(財) 電力中央研究所 後藤美香

報告要旨

近年、わが国の企業に対して外国人投資家、特に海外の機関投資家が取締役会規模縮小及び社外取締役導入を柱とする取締役会改革を要求するようになった。こうした要求の背景には、取締役会規模の縮小による経営意思決定の迅速化や、社外取締役の導入による経営のチェック・アドバイス機能の活用が、企業パフォーマンスの向上に資するとの考えがある。しかしながら、こうした取締役会改革が実際に企業パフォーマンスを改善するかどうかという点については、実証分析による十分な検証がなされているわけではない。本稿の目的は、取締役会規模縮小や社外取締役導入といった取締役会改革が、本来意図していた企業パフォーマンスの向上に結びついていたかどうかを実証分析により明らかにすることである。本稿では、東証一部上場の大企業 280 社の 2003 年から 2006 年のデータを分析の対象とし、取締役会構成の内生性を考慮した分析を行う。そのために、企業のパフォーマンスについて、操作変数を用いた一般化モーメント法 (Generalized Method of Moment : GMM) による推定を行う。本稿の実証分析結果から、外国人株主の増加は取締役会改革に対する圧力として機能し、社外取締役の増加や取締役会の規模縮小が促進されたこと、またこのような外国人株主の働きによる取締役会構成の変化は、結果として企業価値を向上させ、パフォーマンスの向上に寄与したことが明らかとなった。このことは、わが国の製造業企業がこれまでに行ってきた取締役会改革が、取締役会構成の内生性を考慮した上でも、パフォーマンスの向上に効果的であったことを意味する。