

日本企業における取締役会の構成と企業パフォーマンスに関する一考察

日大生産工(院) ○ 銀屋 凜 日大生産工 水上 祐治

1. はじめに

2015 年以前、日本企業の取締役会は、主に男性社員の社内昇進者によって構成されていた。しかし、2015 年にコーポレートガバナンス・コード(CG コード)が制定され全上場企業に適用されたことで、ガバナンス強化の一環として社外取締役の導入が促進された。加えて、2021 年に CG コードが改訂され、プライム市場の上場企業に対して、社外取締役比率を 3 分の 1 以上の選任が求めたことにより、2015 年から 2024 年で、各企業における平均社外取締役数が 1.86 人から 4.25 人にまで大幅に増加している。加えて、政府と機関投資家からの要請により女性取締役の割合も増加している。

このように、日本企業では、取締役会の構成が多様化している。しかし、著者らの調査では、日本企業を対象にした、高いパフォーマンス企業の取締役会の構成要素の組み合わせに焦点を当てた先行研究は確認されなかつた。そこで、本稿の目的は、高いパフォーマンスを示す日本企業の取締役会の構成について、ファジー集合質的比較分析(fsQCA)を用いて明らかにすることである。

2. 先行研究

Carmen ら (2020) は、取締役会の多様性にはプラス面とマイナス面があると述べており、多様性が高まれば、異なる視点やアイデアを共有することができるので、より良い意思決定につながるが、多様性が高いことによって、多くの意見の対立が起こり、意思決定に時間とコストがかかるなどを指摘している (1)。また、取締役会の多様性と企業パフォーマンスの関係に関する研究は蓄積されているが、未だ決定論的な結論に至っていない原因として、Garcia&Belén(2021) は従来用いられた分析手法である、回帰分析の性質である因果対称性

を想定していること、各変数の影響は相互独立であることを指摘している (2)。因果対称性とは、原因が高くなれば結果も高くなり、原因が低くなれば、結果も低くなることである。つまり、Garcia&Belén(2021) は、取締役会の多様性によって、高いパフォーマンスをもたらす企業がある一方、低いパフォーマンスをもたらす企業もあるため、対称性の性質では考慮することができないことを指摘している。さらに、多様性はそれ自体で影響を及ぼすのではなく、それらが相互に関係しあって、影響を及ぼすことも指摘している (2)。そこで、Garcia&Belén(2021) は、非対称性と変数の組み合わせが可能な fsQCA をスペインとイタリアから抽出した 295 社を対象に行い、高いパフォーマンスに共通する取締役会の構成を明らかにした (2)。

3. データと研究方法

日本企業の取締役会の構成と企業パフォーマンスの関係を分析するにあたり、本稿では東証プライム市場銘柄の時価総額上位 500 銘柄に相当する TOPIX500 企業のうち、3 月決算の企業であり、金融業を除いた 344 社を対象とした。取締役会のデータは、CG コード改定後の 2022 年から 2024 年であり、財務データは、Garcia&Belén(2021) と同様に内生性の問題を考慮して、取締役会の変数の計測時点 (t 年) から 1 年ラグをとった ($t+1$ 年) のデータを使用しており、欠損値を除いたサンプルサイズは最終的に 1011 件となった。

なお、取締役会のデータは、東洋経済新聞社の「役員四季報」(3)の各年次版から、財務データは、「IR BANK」(4) から取得した。取締役会の構成の変数として、取締役会の人数、社外取締役比率、女性取締役比率、取締役の年齢の標準偏差の 4 つを用いた。企業特性の変数は、Garcia&Belén(2021) をもとに、総資産、レバレッジ、企業年齢とした [2]。

A Study on the Composition of Boards of Directors and Corporate Performance in Japanese Companies

Rin GINYA and Yuji MIZUKAMI

また、結果である企業パフォーマンスとして、業種調整済み ROA を用いた。これは各企業の ROA を計算した後、その企業が属している業種の平均値を引くことで得られる。

分析では、分析ソフトウェア fsQCA4.1 を用いて、取締役会の構成の変数と企業特性の変数を組み合わせて、高いパフォーマンス企業に共通する取締役会の分析を行った。

表1 高いパフォーマンス企業の取締役会の構成と企業特性の組み合わせ

| 組み合わせ | 人數 | 社外取締役 | 女性取締役 | 年齢 | 企業規模 | レバレッジ | 企業年齢 |
|-------|----|-------|-------|----|------|-------|------|
| 1 | | ● | ● | | | × | |
| 2 | | ● | | | | × | ● |
| 3 | × | | | | × | × | × |
| 4 | ● | × | | | × | × | |
| 5 | | | | ● | × | × | × |
| 6 | | × | × | ● | | × | |
| 7 | | | ● | × | | × | ● |
| 8 | × | × | × | | | × | × |
| 9 | ● | | ● | × | × | | × |
| 10 | | ● | ● | × | × | | × |
| 11 | ● | × | | ● | | × | × |
| 12 | × | × | ● | ● | ● | ● | × |
| 13 | × | × | ● | ● | × | | |
| 14 | × | | × | ● | | × | |
| 15 | × | ● | | ● | | × | |

解整合度 0.80, 解被覆度 0.78

4. 結果

表1は、高いパフォーマンス企業の取締役会の構成と企業特性の組み合わせであり、その組み合わせは15通りであることを示している。●は存在を示し、×は非存在を示し、空白は関係がないことを示している。例えば、最初の組み合わせ(●社外取締役比率*●女性取締役*×レバレッジ)は、社外取締役比率が高く、女性取締役比率も高く、総、レバレッジが低い企業が、高いパフォーマンスに共通する組み合わせであることを意味する。

分析結果から、取締役会の変数や企業特性といった単独要因だけでは、高いパフォーマンス企業を十分に説明できないことが判明した。しかし、これらの変数を組み合わせることで高いパフォーマンスの取締役会の構成を

特定することができた。さらに、各変数が存在、非存在を示していることから、変数の非対称性が支持された。

表1の解整合と解被覆度は、解の質の指標である。本分析の整合性は、0.80であり、Ragin(2008)が推奨する0.75の閾値を上回っている(5)。また、被覆度は0.78であり、高いパフォーマンスの企業の内78%を説明することになる。

5 結論

本稿は、従来の回帰分析では捉えられなかった因果対称性と変数間の複雑な相互作用をfsQCAにより、高いパフォーマンス企業の取締役会の構成と企業特性の15の構成パターンを特定した。この15の構成パターンには、同一の変数が存在する場合と非存在の場合の両方で高いパフォーマンス企業があることから、変数の非対称性を示すことが出来た。すなわち、取締役会の構成要素は、企業特性との組み合わせ次第で正の効果も負の効果も發揮すると考えられるので、単一の変数だけに注目するのではなく、複数の変数を考慮して、自社にあった取締役会の構成を設計する必要があることを示唆している。

参考文献

- 1) Díaz-Fernández, M. C., González-Rodríguez, M. R., & Simonetti, B. (2020). Top management team diversity and high performance: An integrative approach based on upper echelons and complexity theory. *European Management Journal*, 38(1), 157-168.
- 2) García-Ramos, R., & Díaz, B. D. (2021). Board of directors' structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis. *Long Range Planning*, 54(6), 102017.
- 3) 役員四季報
<<https://dcl.toyokeizai.net/ap/registinfo/init/yakuin/2025091100>> (最終アクセス: 2025/10/10)
- 4) IR BANK
<<https://irbank.net/>> (最終アクセス: 2025/10/13)
- 5) Ragin, C. C. (2008). Redesigning social inquiry: Fuzzy sets and beyond. University of Chicago Press.