

コーポレートガバナンス（企業統治）改革について

2016年8月1日

（低い日本企業の ROA、ROE）

日本企業の収益性の低さは、平成 25 年の経済財政白書が示した ROA（総資産収益率）の国際比較に端的に示されている（図表 1）。日本企業の経営効率が上がらない一つの重要な要因は、賃金よりも雇用を優先するため、雇用調整の柔軟性が低いという労働市場の構造的な問題のほかに、企業統治構造の弱さがあると言われてきた。これは、1970 年代までの資金不足時代には大きな力を発揮した銀行による統治（バンクガバナンス）がバブル崩壊後の資金余剰期に入り弱体化する中で、これに代わるべき株主による統治（エクイティガバナンス）への転換がうまくいっていないためである。

こうした企業統治の弱さの改善を図るため、去年は、コーポレートガバナンス強化に向けた改革元年とされ、コーポレートガバナンス・コードの策定・適用や改正会社法の施行が行われた。これを受けて、今年の「日本再興戦略 2016」では、コーポレートガバナンス改革がアベノミクスのトップアジェンダと位置付けられ、事業会社に投資する機関投資家の意識を、投資先の経営改善に関与（エンゲージメント）しない短期売買志向型から、事業会社の経営効率を高めるべく、その一部を長期のエンゲージメント投資志向型に変え、株主による経営改善圧力の強化を通じて、収益を生まない内部留保として積みあがった資金を掘り起し、設備投資を 2014 年度の 68.4 兆円から今後 3 年間（2018 年度まで）に年間 80 兆円程度に拡大させることが KPI（Key Performance Indicator）として明示された。

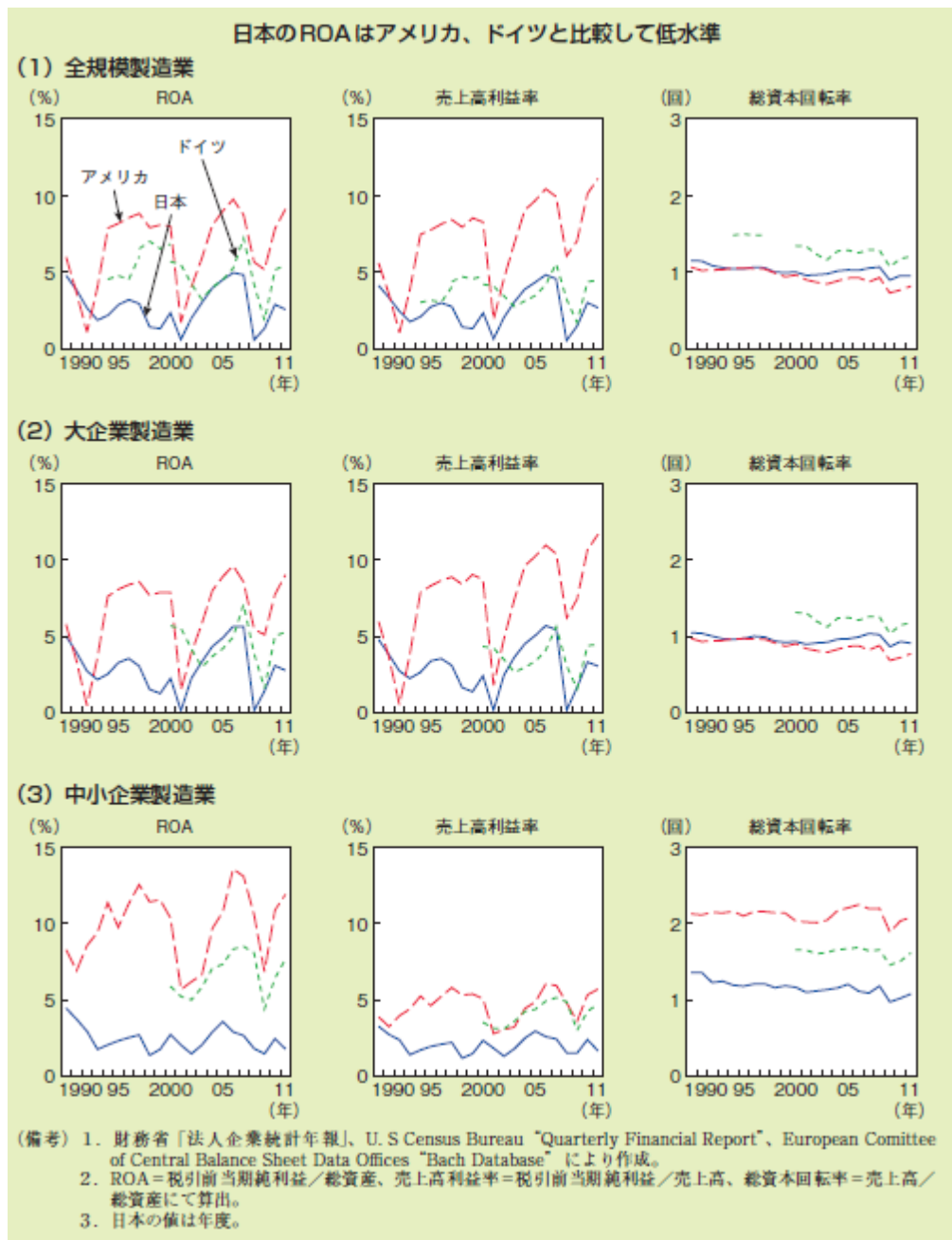
また、内部留保資金の一部を自社株の購入に向ければ、欧米では平均の ROE（自己資本利益率＝純経常利益/自己資本額）が 15%程度である一方、日本では東証一部上場の大企業でもその半分の 8%に満たない中で、自己資本額の低下を通じてその改善が進むことになり（図表 2）、「日本再興戦略 2014」で掲げられた「グローバル水準の ROE の達成」に寄与することになる。

更に、自己資本利益率（ROE）向上策の一環として、ここ数年、株主還元を積極化する企業が増えており、主要企業の年間配当総額は SMBC 証券によれば、6 兆円を突破しているという（図表 3）。

（機関投資家の他に、政府の役割も重要）

人口減少下、将来の経済の長期停滞を懸念して、収益を内部留保として積み上げ、投資をためらい勝ちになる企業に対し、我が国の資産運用業界は、機関投資家として、発行体の経営改善に深く関与して長期の企業価値を引出し、そこから収益を得る投資モデルを普及させる役割を果たすことが今後一層強く期待されていると言えよう。こうした中、7 月 22 日の日経新聞朝刊は 1 面トップ記事によれば、140 兆円という世界最大規模の機関投資家である GPIF（年金積立管理運用独立行政法人）が、環境、社会、企業統治を重視した企業を選別して資金を流す ESG 投資（環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）の頭文字をとり、これらを投資の判断材料とすること）の手法を打ち出し、年度内にも実施に移す方針だという（図表 4）。企業統治重視の企業を結果として優遇することに異存はないが、機関投資家の日ごろのコミットメントが、自ずと経営陣の企業統治重視の姿勢をより促進するものになるようお願いしたいと思う。

(図表 1) ROA の国際比較



(注) 内閣府「平成 25 年度経済財政白書」から引用。

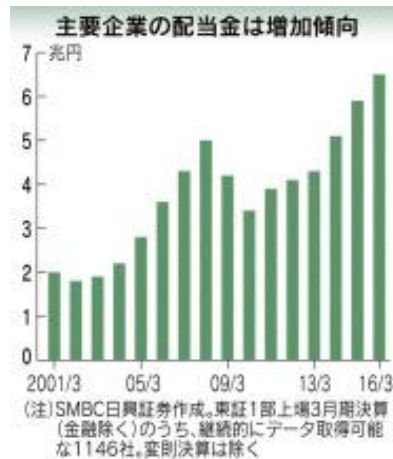
(図表 2) 日本企業（上場企業：除金融業）ROE 分布

ROE ランク	企業数 (100%)
赤字	353(10.9)
6%未満	1134(34.9)
6%～8%未満	405(12.5)
8%～10%未満	398(12.2)
10%～12%未満	275(8.5)
12%～14%未満	186(5.7)
14%～16%未満	113(3.5)
16%以上	387(11.9)

(注) 1. 「平成 26 年生命保険協会調査」(2015 年 3 月 23 日公表) による。

2. () 外は企業数, () 内は構成比。

(図表 3)



(注) 日経新聞 (2016.7.20) 朝刊による。

(図表 4)

ESG投資とその例	
E	Environment (環境)
	<ul style="list-style-type: none"> ・二酸化炭素(CO₂)削減への取り組み ・環境ビジネスへの貢献
S	Social (社会)
	<ul style="list-style-type: none"> ・女性社員の育成や登用を進めているか ・製品安全や品質向上への取り組み ・地域コミュニティへの配慮
G	Governance (企業統治)
	<ul style="list-style-type: none"> ・社外取締役や女性取締役の選任状況 ・監督と執行が分離された統治形態か ・企業不祥事の有無

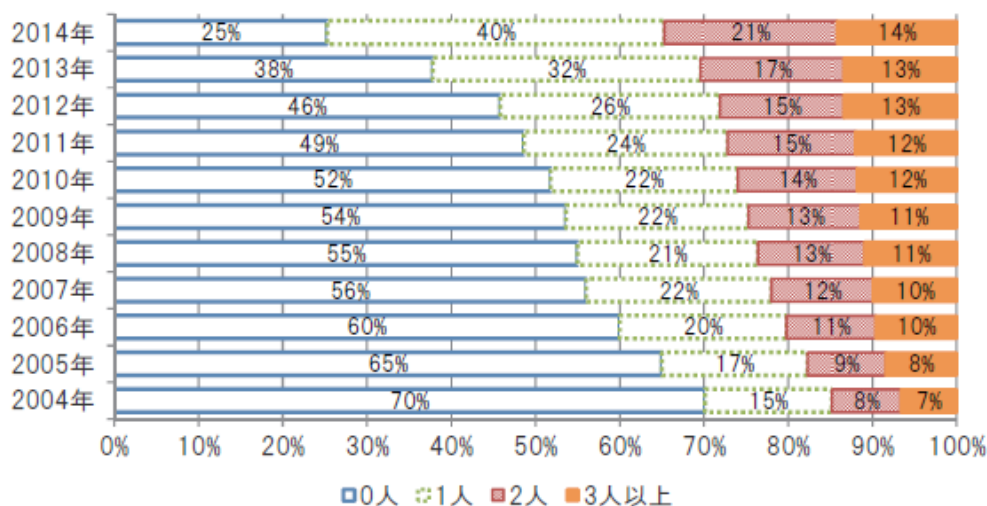
(注) 日経新聞 (2016.7.22) 朝刊による。

（注目される社外取締役の役割）

今一つ、企業の経営効率化の観点から注目すべきは社外取締役の存在である。東京証券取引所（東証）は、株主等の企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするため、最低 1 名の社外取締役を独立役員に指定する努力義務を上場規程に盛り込むとともに、平成 26 年 6 月に成立した改正会社法により、既に上場会社には社外取締役の選任がない場合、株主総会などで「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明義務が課されている。また、コーポレートガバナンス・コードにおいては、取締役会の責務を（1）企業戦略等の大きな方向性を示すこと（2）経営陣による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと（3）独立した客観的な立場から経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことと位置づけた上で、社外取締役については、「原則 4—7」において、中長期的な企業価値向上の観点からの経営の方針や経営改善についての助言、利益相反の監督等を主要な役割・責務と規定している。このため、社外取締役の人数として、最低 2 名、望ましい水準として取締役数の 3 分の 1 を掲げている。

しかし、三菱UFJ 信託銀行が 2015 年 2 月に発表した「社外取締役の導入と企業価値」（筆者は西川奉仕・羽瀬森一主任調査役）によれば、社外取締役を 3 名以上おいている東証一部上場企業はまだまだ少なく 14%に過ぎない（その後、この数値は増加している可能性が高いであろう）（図表 5）。

（図表 5） 社外取締役の選任人数別の企業数比率（東証一部上場企業）

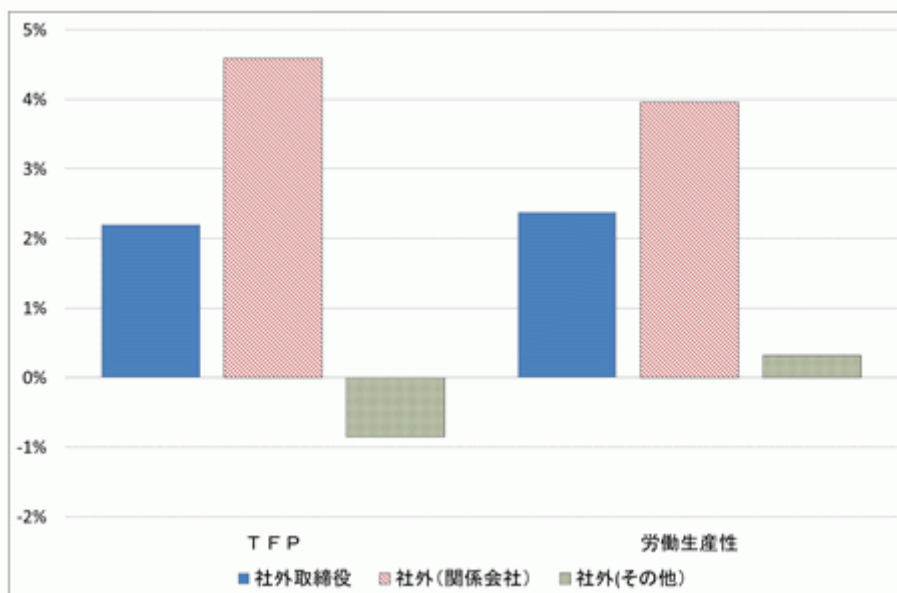


（社外取締役の果たす企業の経営効率化への寄与度）

社外取締役の存在が、実際に企業の経営効率化に寄与するかどうかであるが、独立行政法人経済産業研究所、森川正之副所長が、平成 22 年「企業活動基本調査」（経済産業省）（調査対象は従業員 50 人以上かつ資本金又は出資金 3,000 万円以上の約 3.5 万社。取締役構成の平均値は、社内取締役が 81.2%、社外取締役が 18.8%となっていて、社外取締役の内訳では、関係会社の取締役が 57.6%と過半を占めている）のデータを用いて、社外取締役の人数・属性と生産性との間の関係を考察した「社外取締役と生産性について」と題する経済産業研究所ホームページにおける分析（2012 年 4 月 23 日）結果（図表 6）によると、企業規模・業種等の違いを調整すると、社外取締役の数が多いほど生産性が高いという統計的に有意な関係が観察され、量的には、社外取締役の数が 1 人多いと TFP（全要素生産性）、労働生産性

のいずれで見ても 2%強高くなるという関係が見られたという。(なお、社外取締役を属性別に分析すると、関係会社の社外取締役が 1 人多いと生産性は 4%程度高いのに対して、その他の社外取締役の場合には生産性との関係は必ずしも明瞭ではないようである)。

(図表 6) 社外取締役と生産性の関係



(注) 経済産業研究所森川正之「社外取締役と生産性について」による。

更に、2016 年 6 月 10 日の「企業統治制度の変容と経営者の交代」と題する講演 (RIETI 政策シンポジウム) の中で、慶応義塾大学の斉藤卓耶教授から、東証 1 部上場企業の中からランダムに選ばれた 500 社についての計量分析によると、「独立社外取締役の人数が 3 人以上の場合に、業績悪化時の経営陣が解任される確率が高くなる」との調査結果が報告されている (図表 7)。

独立社外取締役が重要なガバナンスメカニズムの機能を担うためには、2 名以下の人数では経営への牽制力の発揮が妨げられやすいため、3 名以上の人数の社外取締役が存在していることが示唆されたものと解釈される。今後、より良い企業統治構造を構築するため、企業規模別、委員会設置会社等の企業形態別、起用社外取締役の属性別の企業統治パフォーマンスの実証分析が深められることが期待される。

図表 7 ROA (総資産利益率) が 1 標準偏差分の業績悪化があった際の経営者の解任確率の増分

独立社外役員数	0 人	1 人	2 人	3 人以上
解任確率の増分 (%)	2%	1%	0%	7%

(注) 慶応大学斉藤卓弥教授「企業統治制度の変容と経営者の交代」(2016.6.10) レジュメから引用。

(荒井 俊行)