

動き出したコーポレートガバナンス改革

— 中長期的な企業価値の向上を目指す取り組みが進む —

安倍政権が成長戦略で重視するコーポレートガバナンス改革が本格化している。同改革は、企業自身の取り組みに加え、機関投資家にも一定の役割・責任を課しているのが特徴である。諸改革を通じて日本企業の「稼ぐ力」が回復し、中長期的な企業価値向上が実現すれば、日本経済全体の潜在成長力の引き上げにもつながると期待される。

バブル経済が崩壊した1990年代以降、日本企業は総じて財務体質の改善を優先し、将来の成長に向けた投資には慎重な姿勢をとり続けてきた。そうした「守り」の企業行動が影響し、日本企業の収益性は低い水準にとどまってきた。

図表1は、資本の提供者である投資家・株主が最も重視する自己資本利益率 (ROE) を、売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジという3つの要素に分解して国際比較したものである。これをみると、日本の主要企業のROEは欧米主要企業に大きく見劣りしており、その最大の要因が売上高利益率すなわち収益性の低迷にあることがわかる。

日本経済の成長力を中長期的に高めるためには、何よりも企業収益力の回復が欠かせない。そうした

問題意識のもと、安倍政権は「稼ぐ力」の向上を成長戦略の柱に据え、経営者による健全な企業家精神の発揮を後押しする「攻めのコーポレートガバナンス改革」を打ち出したのである。

企業のみならず投資家の役割も重視

今般の改革は3本柱で構成される。第一は「日本版スチュワードシップ・コード」(SSコード)である。これは機関投資家が果たすべき責任や役割を示した行動規範で、投資先企業との対話を通じて、中長期的な企業価値の向上に働きかけるよう求めている。2014年2月の公表後、現在までに190余りの投信・投資顧問会社や保険会社、年金基金などがSSコードの受け入れを表明している。

第二の柱は、今年5月に施行された改正会社法である。社外取締役の導入を促すために、同法では社外取締役を置かない上場会社に対してその理由を説明するよう義務付けている。また、「監査等委員会設置会社」という新しい会社形態が創設された。これは、3名以上の取締役(うち過半数は社外取締役)からなる監査等委員会が業務執行を監査する仕組みである。日本においてオーソドックスな「監査役会設置会社」の形態をとっている上場企業のなかには、監査等委員会設置会社へ移行し、従来の監査役・監査役会を廃止する一方で、新たな監査等委員会のメンバーとして、これまで社外監査役であった人物を社外取締

●図表1 日米欧主要企業のROEの要因分解

	ROE (%)	売上高 利益率 (%)	総資産 回転率 (回)	財務 レバレッジ (倍)
日本	5.3	3.8	0.96	2.51
米国	22.6	10.5	0.96	2.69
欧州	15.0	8.9	0.87	2.86

(注) 1. ROE(純利益÷自己資本)は、①収益性を表す売上高利益率(純利益÷売上高)、②効率性の指標である総資産回転率(売上高÷総資産)、③負債の活用度を示す財務レバレッジ(総資産÷自己資本)に分解できる。

2. 対象は、TOPIX500、S&P500、Bloomberg European 500 Index 対象の企業のうち、必要なデータを取得できた企業。2012年(暦年)の本決算実績ベース。金融・不動産除く。

(資料)「『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)」(2014年8月)

役に選任し直す企業も現れている。

そして第三の柱が、上場企業の行動規範として今年6月から適用が始まった「コーポレートガバナンス・コード」(CGコード)である。遵守すべき行動を詳細に定める「ルールベース・アプローチ」(細則主義)ではなく、大まかな原則のみを示し、企業による自律的な判断や対応を求める「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用している点がCGコードの大きな特徴といえる。また、法的拘束力を持たない「コンプライ・オア・エクスプレイン」(実施か、説明か)という手法をとり、十分に理由を説明すれば一部の原則を実施しないことも許容される。

CGコードは、「取締役会や社外取締役の役割」「株主の権利や平等性の確保」「適切な情報開示」などについて73の諸原則(基本原則5、原則30、補充原則38)を示しており、例えば社外取締役については、一定の独立性を備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとされている。

社外取締役の導入と株主還元の強化が進む

コーポレートガバナンス改革の流れを受けて、企業の行動に大きな変化が現れている。とくに社外取締役の導入はこの1年間で急速に進み、今年7月時点で東証1部上場企業の94%で選任されている(図表2)。CGコードが求める「2名以上の独立社外取締役」を選任した企業は半数程度にとどまるものの、これは適任者を探している段階にある企業が多いためとみられる。

株主への利益還元を手厚くする姿勢も強まっている。かつて日本企業では利益水準に左右されない安定配当(例えば「1株当たり10円」)が主流であったが、最近では業績連動の要素をより重視したり、当期利益の一定割合を配当に充てる方針(例えば「配当性向30%」)を打ち出したりする企業が増えている。さらに踏み込んで、配当と自社株買いを通じて利益の大半を株主還元に戻すと表明する企業まで現れ、市場で大きな注目を集めた。

また、ROEを重視する投資家に応えるために、中期経営計画でROEの目標値を掲げる上場企業(例えば「3年後に8%」「数年後までに10%」)が増えている

のも、足元で注目すべき変化といえよう。

一方、SSコードを受け入れた機関投資家の間では、投資先との対話のテーマや内容、あるいは議決権行使のプロセスや事例を情報開示する動きが進んでおり、それをみると、投資家と企業の対話が徐々に深まっている様子が見えてくる。

真価が問われるのはこれから

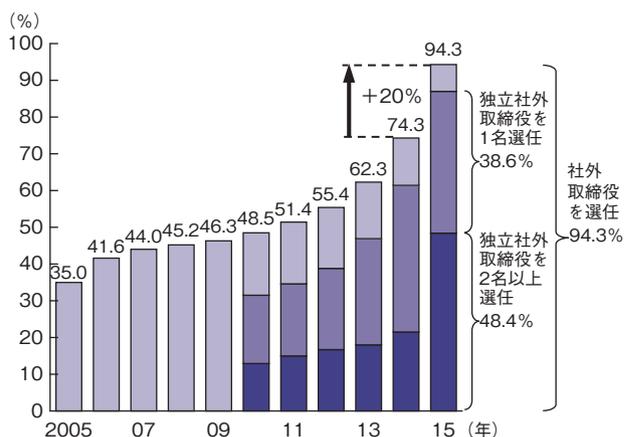
以上のようなガバナンス改革を受けた一連の変化は、海外から好感を持って受け止められた。とくに今年春頃には、企業業績の改善期待も加わり、海外投資家による日本株買いが活発化した。ただ、「コーポレートガバナンス相場」とも呼ばれたこのような現象はすでに一服し、今後は改革の目的である「中長期的な企業価値向上」の実現可能性が厳しく問われる段階に入る。企業には、投資家との「対話」を一層深化させ、自社の持続的な成長に向けた戦略やストーリーを投資家と共有しつつ、その実現に向けた積極的な行動に乗り出すことが求められる。■

みずほ総合研究所 政策調査部

首席主任研究員 野田彰彦

akihiko.noda@mizuho-ri.co.jp

●図表2 社外取締役の選任企業の比率(東証1部)



(注)1. 上場企業から東京証券取引所に提出されたコーポレートガバナンス報告書等に基づく。
2. 2015年は7月14日時点。
(資料)東京証券取引所「東証上場会社における社外取締役の選任状況<確報>」(2015年7月29日)より、みずほ総合研究所作成