



M I G A コラム

「世界診断」

2015年1月26日

日本企業の低い資本効率・収益性とその背景を探る

-コーポレートガバナンスの視点-

藤田 純孝

明治大学国際総合研究所(MIGA)フェロー
日本 CFO 協会理事長



1965年伊藤忠商事入社。95年取締役業務部長、97年常務取締役、99年専務取締役 CFO、2001年取締役副社長 CFO、2003年取締役副社長職能管掌(兼) CFO(兼) CGO、2006年取締役副会長、2008年相談役、2011年理事(現任)。2007年オリエントコーポレーション社外取締役、2008年古河電気工業社外取締役(現任)、2009年日本板硝子社外取締役(現任)、2010年NKSJホールディングス社外取締役、11年日本 CFO 協会理事長(現任)、12年オリンパス社外取締役(現任)。

1. 日本企業の業績、特に、資本効率・収益性の低さや企業価値の持続的成長についての議論が従来以上に高まっている。

元々このテーマは主として海外機関投資家から日本のコーポレートガバナンスの論点を含めて問題提起があったものだが、最近では日本版スチュワードシップコード策定、東証の資本効率を意識した新しいインデックスの導入、持続的成長に向けた収益性・競争力改善についての経済産業省プロジェクト 所謂「伊藤レポート」、'14年後半にはISSによる議決権行使基準の改定や金融庁・東京証券取引所を事務局とするコーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議のコーポレートガバナンス・コード原案発表等独立社外取締役の重要性を含む日本企業のコーポレートガバナンスの改革や資本効率(ROE)を重視する機運が高まっている。

2. 事実日本企業の資本効率・収益性は長年にわたって極めて低く、ROEは足元若干の改善が見せているものの欧米企業の15%前後に対して日本はTOPIX銘柄

で3 - 8%程度と明らかに劣位にある。(資料2参照) またTOPIX銘柄の過去30年間の平均ROEは約5%である。

この低収益性で日本の株式市場は欧米に比し魅力薄なものとなり、これを反映して株価のパフォーマンスも過去約20年のレンジで見るとここ1年の株価上昇はあるものの、資料1の如く日本だけが約20年間フラット、欧米は2~6倍と日本の株式市場の低迷は歴然である。(資料1参照)

資料1

各国の株価推移



©2014 Tokyo Stock Exchange, Inc. All rights reserved.

資料2

各国企業のROE

	2011年12月	2012年12月	2013年12月	2014年12月
日本 (TOPIX採用銘柄)	3.3	5.7	8.5	8.5
米国 (S&P500採用銘柄)	15.0	13.6	15.3	15.1
英国 (FTSE100採用銘柄)	16.0	9.4	12.6	15.7
中国 (上海総合採用銘柄)	15.3	13.9	14.0	13.7
世界平均 (MSCIワールド採用銘柄)	11.7	10.6	12.1	12.4

(データ出所: Bloomberg)

©2014 Tokyo Stock Exchange, Inc. All rights reserved.

これらの低迷は成長産業、venture 企業、企業の成長投資等を支えるリスクマネーを呼び込めなくする負の効果をもたらした側面につながったであろう。

3. それでは、上述した日本企業の低資本効率、低収益性の原因がどこにあるのか、また、これを打開するために何が課題かについて以下考えてみたい：

1) コーポレートガバナンス視点からの日本企業経営の特質(特殊性)と IMPLICATION

日本企業は戦後一貫して終身雇用、年功序列のもとで従業員の流動性(転職率)は一般的に極めて低く、結果として会社は従業員と元従業員の役員(経営者)により経営される一種の共同体的な特徴を持つ。また、戦前の財閥支配に代わって長年にわたり株式持ち合い制やメイ

ンバンク制により支えられ、経営者は利益よりも売り上げ、シェアの拡大を志向して来た傾向があった。ある意味で従業員と一体となって設備投資や量の拡大を行う長期型経営を可能にした面もあったが、利益、資本効率への視点は欠けていたか極めて弱かったともいえる。

更に、本来、このような経営に圧力をかけ、資本効率や収益性を要求すべき日本の機関投資家は「もの言わぬ株主」と言われる如くほとんど何もしなかったといっても過言ではあるまい。

上述の共同体的特質に加えて、コーポレートガバナンスの観点からは日本企業の取締役・監査役、更には後継社長の選任の不透明性という問題があり、そのため独立社外取締役の存在と役割が極めて重要となる。また、必ずしもすべて収益性に直結する問題ではないものの、独立社外取締役の起用は、企業価値の毀損の防止を含めて執行の監視・リスクマネジメント観点はもちろんのこと、より高度な経営のパフォーマンスを push する機能を通じて企業の資本効率や収益性の改善にも明らかに有用となる。

独立社外取締役の導入に関する市場の要請の高まりは冒頭に述べた通りだが、筆者は独立社外取締役の導入は受け入れ企業内に無い経験や知見を提供することで最終的に企業の資本効率や収益性の向上にもつながると考える。

2) 資本コスト・資本効率に対する企業経営者の意識と投資家の行動・考え方

上記 1) で日本の企業経営について戦後から高度成長期にかけての特質を述べたがその後オイルショック等の逆風も企業努力で克服し 1979 年に出された Ezra Vogel 著の “Japan as Number One” で日本的経営が評価された時代もあったが、1990 年代に入りバブルが崩壊し低成長時代に入ると過剰生産によるデフレを生み出し長い不況の時代に入り今日に至っている。

安倍政権はこのデフレの脱却と日本企業・産業の競争力強化を図り所謂 ”アベノミクス” なる財政・金融・経済政策を推進中であるがまだ確実な成果は見えていないのが現状である。

翻って、日本企業の経営者が従来果たしてどこまで自社の資本コストを意識し、少なくとも資本コストを上回る資本効率を目指して経営して来たかという残念ながら多くの経営者に資本コストについての意識が希薄であったというのが現実であろう。

もちろんすべての会社に言えることではなく、これらを正しく認識し経営を実践してきた企業が多数あることも事実である。ただし、全般的には過去 30 年間の TOPIX 銘柄の平均 ROE が 5%程度という東証データがあり、これから見ても経営者の資本コストや資本効率に対する認識は殆んどなかったかあるいは極めて低かったと判断せざるを得ない。

一方、資本コストについて海外機関投資家の見方では日本企業の株式資本コストは概ね 6~8%としている。

他方ファイナンス理論でよく使われる CAPM(Capital Asset Pricing Model)をベースにすると：
$$\text{株式資本コスト} = \text{リスクフリーレート} + \beta \times \text{マーケットリスクプレミアム}$$
から概ね 6%台となる。

上記より日本企業の資本コストは6~7%と見るのが妥当であろう。

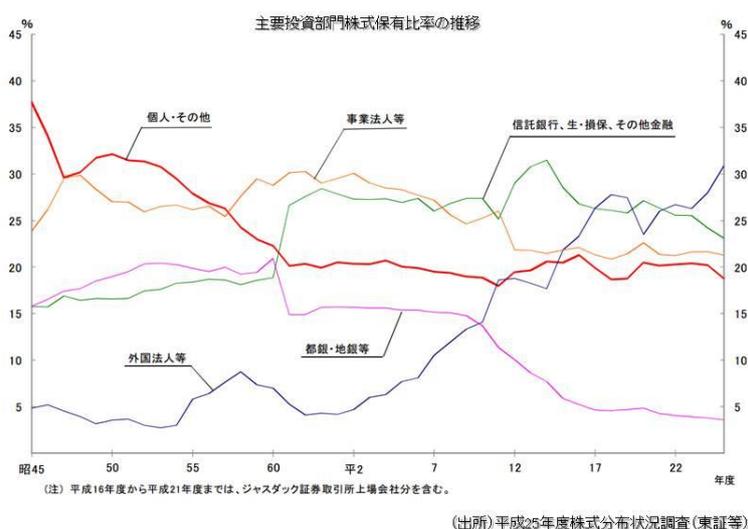
本来、企業は少なくとも投資家が期待する株式資本コストを上回るリターンを実現すべきである。前述の伊藤レポートでは少なくとも「最低限」ROE 8%と提案している。換言すれば、日本企業は企業価値の持続的成長を実現するためには少なくとも中期的に株式資本コストを上回るROEを実現し続けることが必要となる。

3) 企業と投資家の対話の重要性と日本版スチュワードシップ・コード

前述した日本の企業経営の特質の中で経営側に対して資本効率や収益性を求める日本の株主、特に機関投資家の圧力は極めて弱かったことを指摘した。機関投資家で日本企業のコーポレートガバナンス問題や資本効率、収益性を追求して来たのは海外機関投資家であった。

一方日本企業の株式保有構造にも大きな変化が見られ、下記資料3のデータは平成26年3月末の状況であるが”外国法人等”が海外機関投資家であり30%を上回って来た。更に”信託銀行、生・損保、その他金融”が概ね国内機関投資家でありその保有率は20%強を占める。従い外国及び日本の機関投資家の保有率が約55%となり過半数を超える状況になっている。

資料3



日本のコーポレートガバナンス改革の議論の中で機関投資家の責任特に企業との対話の重要性が指摘され、日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月に策定された。そこでは機関投資家が中長期的視点で投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を求めており、そのために投資先企業との目的を持った対話が必要であるとしている。

日本の機関投資家が投資先企業の資本効率や収益性に対して長年にわたり圧力をかけてこなかった側面があることを前述したが、日本の上場企業がその資本生産性を向上させる為には、投資家と企業経営者双方が向上に向けてお互いをパートナーとして対話し協力すること

が不可欠であろう。このような対話により企業側の収益性・企業価値向上努力を促し、投資家側からは優良な長期資金の提供を受けるという好循環を目指すべきであろう。

これらの動きにより日本の機関投資家も企業の資本効率や収益性を含め企業経営に対してより能動的になることが期待される。そのためにも企業側からの中長期経営戦略の説明、公平で適切な情報開示の実行、取締役会の機能強化、株主還元策、投資の短期化・経営の短期化問題、役員報酬制度などいくつかの改善すべき課題がある。

4) コーポレートガバナンス改革動向と企業の収益性、企業価値向上への影響

日本においてコーポレートガバナンスの種々の問題が過去内外から指摘され種々の改革がなされてきたが、欧米の改革にもその側面がある如く(エンロン、ワールドコム、リーマン、英国、欧州銀行危機、etc) 日本に於ても企業不祥事がきっかけになって改革問題がクローズアップするきらいがあった。(最近のオリンパス、大王製紙、それ以前の西武鉄道 etc)

コーポレートガバナンスの目的は “株主のみならずその他のステークホルダーの利益も念頭に置いて企業が健全に企業価値の向上にむけて長期的に持続し、成長する仕組み・経営構造を作ること” と言える。従い、必ずしも、企業不祥事を防ぐことのみがその目的ではない。また、コーポレートガバナンスは必ずしも本稿のテーマである “企業業績、資本効率” そのものを直接的に目的とするものではない。

但し、ガバナンスの目的が究極的に企業価値の向上と持続的成長を図るものであるとすれば、企業の資本生産性、資本効率、収益性を高めることはその重要な要素となることに疑いの余地はなかろう。

一方、上述の如く、ここ数年、特にここ1~2年コーポレートガバナンス改革の動きが加速されてきている。会社法改正、スチュワードシップ・コード策定、社外取締役起用増加、コーポレートガバナンス・コード原案策定等の動きである。

また、東証による新しいインデックス、企業の持続的成長に向けた収益性・競争力改善プロジェクト所謂 “伊藤レポート”、ISSの議決権行使基準ガイドライン改訂等の動きはまさに日本企業の低い収益性に警鐘を鳴らし、その改善を促すものである。

他方、社外取締役については、従来多くの企業はその起用に消極的で、その起用数はなかなか増えなかったが上記のガバナンス改革の流れもありここ2-3年で急速に起用企業数が増加してきている。東証1部上場会社で2,000年代2011年頃までは毎年1~2%の増加だったが2011年51.4%、2012年55.4%、2013年62.3%と増え2014年は74.3%と直近では年12%増加した。まだ1社当たり平均社外取締役数の少なさ(1社平均1.79人)等課題はあるが全体として大きな前進である。

また、ガバナンス体制についても98%を占める監査役会型設置型企业に於いて、社外取締役を選任したうえで任意に社外取締役を起用した指名委員会や報酬委員会を設置する所謂 “ハイブリッド型” ガバナンスを採用する企業が増えている。また、上記の日本版スチュワー

ドシッパ・コードやコーポレートガバナンス・コードはいずれも強制ルールではなく

“COMPLY or EXPLAIN” なる原則アプローチであることも適切な考え方であると判断する。

筆者は従来から社外取締役導入の重要性を強く主張してきた。但し、強制的なルールとすれば当然全企業が採用することになるが、形は作っても然るべく運用されないことになるリスクがあるため、個人的には強制ルールにはネガティブであった。要は、コーポレートガバナンス体制は固定的なものとするべきでなく、それぞれの企業で自主的に自社に最も適した制度を設計し運用すること、またなぜそうするかを市場やステークホルダーに説明すること、”形式よりも実効性” が重要と考えるからである。

上述した最近のコーポレートガバナンス改革の動向は全体として歓迎すべき流れであり、これら改革を着実に前進させることは本稿のテーマである企業の資本効率と収益性の改善にもつながり、それが究極的には企業競争力の強化、企業価値の創造と持続的成長に資するであろう。