

コーポレートガバナンス

より高い成長に向けたコーポレートガバナンスの強化

- ▶ 日本経済を長年特徴付けてきたのは、企業の自己資本利益率の低さである。これを高めるには、コーポレートガバナンスを強化し、投資や、現金保有といった企業資源の活用を改善することが求められる。
- ▶ 必要な施策として、取締役会の運営改善、企業間での株式持ち合いの再検証、機関投資家によるスチュワードシップの強化などが挙げられる。
- ▶ 日本は機関投資家向けスチュワードシップ・コードの導入、上場企業を対象にしたコーポレートガバナンス・コードの策定など、既に第一歩を踏み出している。
- ▶ 今後、日本政府当局と東京証券取引所、財界は、これらのコードの効果的な適用と普及をサポートしていく必要がある。

何が問題点か？

日本企業は欧米企業に比べて収益力が著しく劣っている(図表を参照)。そしてその一因として挙げられるのは、コーポレートガバナンス慣行や、現金保有などの企業資源の活用法に欠点があることである。実際、日本企業が抱える内部留保は1998年以来膨らみ続けている。その額は同年から2007年までに倍増し、2012年には約305兆円(GDPの64%に相当)にまで増加した。

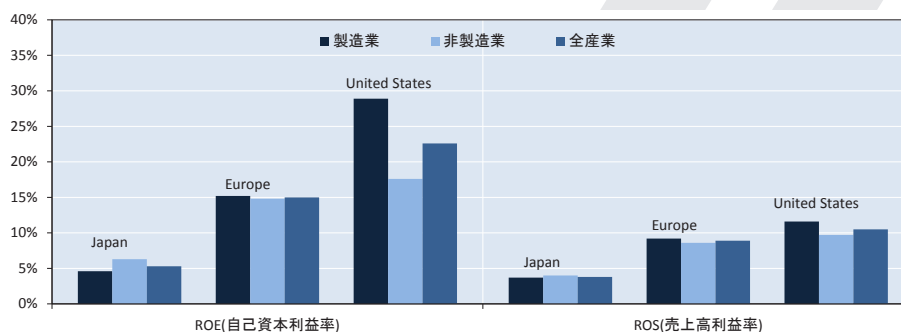
コーポレートガバナンス慣行を強化する上で、国内外の機関投資家の役割を重要視する認識が高まっている。日本の上場企業株式に対する機関投資家の保有比率を見ると、1990年は30%を若干上回る水準だっ

たが、現在は50%を超えている。さらに、外国人投資家の保有比率も過去15年間で14%から28%に倍増している。このような傾向に伴い、資産運用ファンドや議決権行使助言会社など、新たなタイプの仲介業者の存在感が急激に高まっている。日本の上場企業では、純粋な投資目的ではなく、取引関係の強化に関連した理由で他の上場企業の株式を保有するケースがしばしば見受けられる。その結果、資本の空洞化につながり、少数株主の影響力を弱めているという批判が機関投資家から上がっている。このような株式の持ち合いは株式時価総額の11%を占めている。

こうした中、政府は最近、コーポレートガバナンス強化に向けて、様々な措置を講じてきた。まず、

なぜ日本にとってこれが重要なのか？

日米欧企業における自己資本利益率(ROE)と売上高利益率(ROS)の比較(2012年)



注) 2012年の実際の業績に基づく。TOPIX(東証株価指数)500、S&P500種指数、ブルームバーグヨーロッパ500指数の構成銘柄でデータ入手が可能な企業全てがこの分析に含まれている。但し、金融および不動産セクターの企業は除外。

出所: Ito (2014), Ito Review of Competitiveness and Incentives for Sustainable Growth. http://www.meti.go.jp/english/press/2014/pdf/0806_04b.pdf

機関投資家が建設的な対話を通じて企業の中長期的な成長に取り組むことを奨励するために、『日本版スチュワードシップ・コード』を2014年2月に取りまとめた。2014年6月の会社法改正では、社外取締役を置かない場合の説明義務を盛り込んだ。そして、『日本版コーポレートガバナンス・コード』の「原案」を2015年3月に取りまとめ、健全なコーポレートガバナンス慣行を報告するための「コンプライ・オア・エクスプレイン (comply or explain)」という枠組みを日本で初めて採用した。このコード原案では、少なくとも2名以上の独立社外取締役を選任することのほか、株式の持ち合いについて中長期的な面での経済的合理性や将来の見通しを取締役会で検証し、これを反映した保有のねらい、合理性について具体的な説明を行うことや、株式の持ち合いに関する方針を開示することを勧告するなど、主要な問題についての対応がなされている。

なぜ日本にとってこれが重要なのか？

日本は、過去25年間の平均で1%だった経済成長率を2%に倍増させるという目標を掲げている。政府はこのような大胆な目標を実現するために、アベノミクスの第三の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」を打ち出した。その方策として『日本再興戦略』に盛り込まれた10項目の重要施策の一つが「コーポレートガバナンスを強化し、持続的な企業成長向上につながる」とある。この施策は多額の現金を保有する企業に対して、新規の設備投資に向けて内部保留を積極的に活用していく道を模索するよう促しており、企業投資にプラス効果をもたらすはずだ。

コーポレートガバナンスは、株主資本へのアクセスや資本配分、会社業績のモニタリングに影響を与えるものであり、経済競争力や成長を決定する主要因となる。より適切な資本配分の下で、日本は高水準を誇る商業研究開発 (R&D) や人的資本をより有効に活用することが可能となる。このことから、コーポレートガバナンスの改善は、企業の生産性、収益力、競争力の活性化につながるだろう。

独立社外取締役の活用が増えれば、企業の創造力が刺激され、利害関係に束縛されない自由な意見を検討する機会が促される。投資家は、長期的な企業価値の創出や収益力向上に向けた議論において、企業との間で健全な緊張感を保つ役割が期待されている。独立社外取締役の活用は、こうした企業と投資家との建設的な対話を確立することにも役立つ。

そして最後に指摘したいのは、コーポレートガバナンス強化は、日本ではまだ低調な起業の動きを促進することにもつながるということである。実際、開業率・廃業率を見てみると、米国と英国が10%なのに対して、日本は2004年から2009年の平均で4.5%に過ぎない。その結果、日本の中小企業セクターは古い企業に偏った構造になっている。同セクターは創業から10年を超える企業が4分の3を占めているが、OECD加盟国の大半では、そのような企業の比率は50%に満たない水準だ。

政策立案者がすべきこと

- ▶ スチュワードシップ・コードの適用に向けたサポートおよびモニタリング
- ▶ 日本版コーポレートガバナンス・コードの早期制定と適用を確かなものにする
- ▶ 企業間の株式の持ち合いについて経済的な合理性を再検証すること



参考文献

OECD (2014), *Corporate Governance Factbook*, OECD Publishing. <http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm>

Çelik, S. and M. Isaksson (2013), "Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?", *OECD Corporate Governance Working Papers No. 11*, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>

Isaksson, M. and S. Çelik (2013), "Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets", *OECD Corporate Governance Working Papers No. 8*, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k47zw5kdnmp-en>

OECD Principles of Corporate Governance. <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>