

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員 明 田 雅 昭

1996年の年初に日経平均株価は2万円前後で推移していた。そのとき、ある調査機関が市場の専門家に「日経平均株価が過去の最高値38,915円を更新するのはいつ頃になるとお考えですか」というアンケートを行った。有効回答152件のうち、「2016年以降」と回答したのが8件で、「更新しない」という回答もあった(注1)。このあまりに悲観的な反応に苦笑し、しばらく小話のネタに使っていた記憶がある。20年経過しても日経平均株価は同じか少し低い水準で推移しており(注2)、現在、自らの不明を恥じているところである。

なぜこうなってしまったのか。日本株低迷の大きな要因の一つとしてROEの低さが指摘されている。実際、主要企業の平均ROEを比較してみると、リーマンショックの08年以前では、日本企業は米国企業の約4分の1の水準であり、08年以降は改善したとはいえおおむね半分の水準にある。14年度のデータでは、米国企業の15.3%に対して日本企業は8.0%となっている(注3)。ROEは売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジの掛け算に分解される。総資産回転率と財

務レバレッジは日米企業で似たような水準だが、実は日本企業の方が米国企業より高めだ。日本企業が大きく劣るのは売上高利益率である。事業活動で得た収入はステークホルダーに分配されるのだが、株主への配分比率が、米国企業の半分未満なのだ。株主の受け取りキャッシュフローの現在価値合計が株主価値であるから、これでは日本株の低迷はやむを得ないものだろう。

なぜ株主への配分はかくも低いのか。これについて思い当たる一件があった。5年ほど前に、会社法違反(特別背任)容疑で逮捕された創業家出身の上場企業会長が発表してお詫びコメントの冒頭部分は次の通りであった。

『この度は、私とXX株式会社の関連会社との借入問題に関しまして、世間の皆様を大変お騒がせいたしましたこと、心からお詫び申し上げます。XX社の会長、また、同社関連会社の会長等役職にあったものとして、このような不祥事を起こしたことにつきまして、XX社並びに関連会社の皆様、長年にわたりご信頼頂きお取引させて頂いておりました皆様、そして同社の商品をご愛用いただいている皆様など全ての関係者の方々に対

(注1) QUICK月次調査<株式>1996年1月。

(注2) ただし、配当込みの株式時価総額指数でみると15年5月には約89%の水準まで回復した。

(注3) 平成27年度・生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」。

して申し訳なく、深くお詫びを申し上げるより外
ございません。……』

このお詫びには二重に驚愕させられた。第一は
お詫びの対象に株主が明示的に入っていなかった
ことである。この創業者出身会長は日本の最高学
府の法学部の卒業生である。おそらく「株主が入
っていませんよ」と指摘すれば、直ちに修正した
だろう。問題は株主が重要なステークホルダーの
一人であるという意識が希薄だからこそ、このよ
うな記述漏れが起きたと思えることである。第二
の驚愕点は、この記述漏れを指摘するマスメディ
アや経済誌が皆無であったことである。何人かの
知り合いの専門家に尋ねても、ほぼ様にそんな
ものではないかという反応で、同じように憤って
くれた人はいなかった。最近のあるセミナーで講師
が「一般株主の地位は他のステークホルダーに比
し劣後する」と指摘していたが、まさにこのよう
な風潮や認識こそが、売上高利益率の低さを問題
にせず放置してきた原因なのではないかと思う。

株主に報いることを真剣に考えない風潮を一変
させるかもしれない動きが13年から始まった。
同年6月に政府が公表した「日本再興戦略」の中
の一つの重点施策は、89年のバブル崩壊後長期
にわたって低迷してきた日本企業の稼ぐ力を回復
させることであった。日本再興戦略を指針として、
JPX日経400算出開始（14年1月）、スチュワー
ドシップ・コード制定（14年2月）、平成26年改
正会社法の可決成立（14年6月）、伊藤レポート
公表（14年8月）、コーポレートガバナンス・コ
ード（企業統治指針）制定（15年3月）など、
政府及び業界は矢継ぎ早に企業統治を改革し稼ぐ
力を高めるための対策や提案を行った。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家に
投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を

求めている。実務的にはこの対話は難易度も負荷
も極めて高いように思われるのだが、驚いたこと
に瞬く間に日本の主立った機関投資家の全てが準
拠表明をした。上場会社ほとんど全てに投資して
いて低コストが特徴のはずのパッシブ運用者や信
託銀行も直ちに準拠表明をしたのを見て当惑した
専門家は少なくないのではないか。

企業統治指針で特に注目されるのは、社外取締
役を強化して取締役会の機能を監督と執行に分離
し、牽制機能を効かせながら経営者に企業価値向
上を求めるフレームワークの強化である。最近に
なって後継社長を決める際に、経営陣と社外取締
役の意見が対立して決議の票が割れるなど、従来
なかった光景も見られるようになってきた。

これらの施策・提案の実施は、企業と投資家の
関係を見直し、企業利益に関する経営者の考え方
に変化をもたらした可能性がある。そのような変
化があるとしたら、それは構造的な変化を伴った
永続性のあるものなのかが注目される。今回の「攻
めの企業統治改革」について評価を行うにはまだ
早すぎるが、一連の改革がどのように効果を発揮
しつつあるのか、その過程で明らかになった課題・
改善点は何かを中間報告的にレビューすることは
意味があるだろう。

本特集は次の4本の論文で構成されている。

西山論文「コーポレートガバナンス改革の「次
の課題」—コード対応の開示から見—」は、現
状で上場企業の約8割が企業統治指針対応の開示
を行ったことを受けて、対応状況の傾向と特徴を
読み解き、次に何をなすべきかを論じたものであ
る。日本再興戦略以降の企業統治改革の流れの中
で、確かに総還元性向が高まり社外取締役も数の上
では劇的に増加した。しかし、指針への対応は
「とにかく実施ありき」として形式的なものに終

始してしまう可能性があるという。指針の特徴である「実施しない理由 (Explain)」の内容をみると、「実施に向け準備中」というものが多く、これでは対話を深めることにつながらないと懸念している。また、ある機関投資家向けアンケートによると、対話の主体となるべき肝心のアナリストやファンドマネジャーに目的を持った対話の実施に対する意識が浸透していないことがうかがわれるとしている。本論文の後半では、現在、金融庁と東証が共催するフォローアップ会議において、取締役会のあり方や政策保有株式などが精力的に議論されていることが紹介され、最後に企業統治改革の深化に向けて著者の私見を披露している。主な論点はパッシブ運用における対話、経営トップ選解任への「顧問」の存在、株式を保有させている側からの開示などである。

高木論文「監査等委員会設置会社への移行と取締役会改革」は、改正会社法で導入された第三の統治制度である監査等委員会設置会社を中心に取締役会改革の現状を論じたものである。圧倒的に主流であった監査役会設置会社には取締役会決議事項が多く、監査役の権限不足に伴い監督機能が弱いという課題があった。一方、監督と執行の分離が明確な指名委員会等設置会社は日本の経営者に抵抗感があり未だに採用上場企業数は70社程度にとどまっている。今回の新統治制度導入は、監査役会設置会社の課題を改善し、社外取締役と社外監査役の重複を解消して、指名委員会等設置会社に近づけようとするものである。16年5月末時点で675社が新統治制度に移行したが、会社の規模等に左右されず様々なタイプの会社で採用されている。一方、監査役会設置会社制度を維持する会社においても諮問委員会の活用などにより、今回の制度改革の目的である取締役の監督機

能の強化や意思決定の迅速性・効率性の向上に対応しようとする動きが見られるという。このため「いずれの機関設計を採るとしてもガバナンスの実態はある程度取れんしてきている」として、今後は機関設計の違いにかかわらず取締役会運営の実質的な審議内容の議論にシフトしていくだろうとしている。

三瓶論文「対話」からエンゲージメントへの深化では、一連の企業統治改革に伴い、企業と機関投資家の対話がどのように変化したか、そしてどのように発展していくべきかを論じている。現状認識としては、企業が発表した企業統治報告書を精査するとおおむね真摯に対応しているようであり、予想外に企業側から積極的に対話を求める姿勢が強まっているという。16年4月に公表されたGPIFアンケートによると、企業側は機関投資家からの質問が本来の目的を持った対話に沿ったものが増えていると認識している。こういった好ましい動きは見られるものの、内容的には十分な水準から遠いため、著者の考える「対話のあるべき姿」に記述が展開されていく。まず「目的を持った対話 (エンゲージメント)」を著者流に定義した上で、パッシブ運用とアクティブ運用での対話の違い、対象として適する企業と適しない企業の違いを論じた後、対話に臨む姿勢、対話の条件、対話のステップを細かく記述している。その上で、どのような課題が見えてきたかを論じる。企業側には総合的な経営課題を論じる能力が、機関投資家側には適正株価評価や法令・規制に関する知識も含めた高度なスキル・経験が求められるとしている。一機関投資家ではこれらのスキルを全て保有できない場合は、集团的エンゲージメントが意義あるものになるだろうとしている。

中神論文「再び、「山」を動かす—現在地の確認と、新たな改革アプローチの提唱—」は、今回の企業統治改革の現時点における総括と今後の施策を提案するものである。「山」とはROEの分布図のことだ。著者らによる「山を動かす研究会」は、低位に沈滞する日本企業のROEを欧米並みの高位領域に動かそう、そのためには金主から機関投資家、企業に至るインベストメントチェーンの各主体、各関係をこのように変革しようという多岐にわたる提案を行ってきた。これらの提案は、今回の企業統治改革でほとんど実現されてきたといえる。そして、山は動いたのだろうか。著者の答えは明確に「山、未だ動かず」であった。しかし、これは著者にとって意外なことではなかったらしい。今回の改革は日本らしからぬ短期間・トップダウンの一气呵成のものであった。各主体にとって短期的コスト増は明確であるが成果は長期的で不透明であること、日本特有の実利主義と横並びの風潮などが原因で、改革が未だ動態化していないという。ならば、このような特質を逆手にとって、次なる改革はこれだと提案している。今までは各主体の全体を一度に動かそうとしていたが、今後は各主体をセグメント化して、最も効果的なセグメントの活性化を図ることで最終的に「山全体を動かす」ことを目指すとしている。大胆な提案も多いが傾聴し大いに議論する価値があろう。

今回の企業統治改革の究極の目標は「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という言葉に集約される。経営の実効性を高める「企業統治方法の強化」と機関投資家による「目的を持った対話」が両輪である。今回の一連の動きの中

で証券アナリストはあまり注目されていない印象を受ける。しかし、企業価値の分析と評価は証券アナリストの中核的業務であり、かつてなかったほど証券アナリストの専門的能力が必要とされ、問われる時代になったのではないだろうか。

目的を持った対話での重点の置き方はまだ試行錯誤段階にあるようだ。経営陣との対話で「それは企業価値を高めますか」という曖昧な問いではなく具体的な議論が必要だ。企業価値はどのような手法で測っても同じだが、おのおのの手法は企業価値の異なる側面を映し出す。中神論文ではEVAモデルに依拠したROIC-WACCスプレッドを強調している。一方、配当割引モデルを出発点とすれば、配当を利益—内部留保で置き換えて式変形すると、株主価値は既存事業が生み出す現金の現在価値と新たな投資プロジェクトが生み出すNPV（純現在価値）の合計になることが示される。後者は将来実施する投資の利益率が資本コストを上回っていれば正の値だが下回っていれば負の値になる。つまり、利益率が資本コストを下回る投資を行うと、成長しながらも株主価値を毀損することになる。この理論に基づけば、目的を持った対話は「貴社が内部留保するその資金の使い道は何ですか。投資したときに、その利益率は資本コストを上回りますか」というものになろう。今、注目されているESGのE（環境）とS（社会）も投資プロジェクトの利益の質と所定の利益率の維持可能性という文脈で議論すべきだろう。

目的を持った対話こそ証券アナリストの専門的能力が必要とされ、その活動領域を拡大・深化していくチャンスなのではないだろうか。証券アナリスト諸氏の活躍を期待したい。