

アベノミクス以降のガバナンス改革の成果と課題

経済調査室 品田 裕太

要旨

- 安倍政権の発足以降、ガバナンス改革を通じて企業の収益力強化が図られたが、企業業績(ROE)の向上は景気要因が大きいとみられる。株式市場にも影響を及ぼしたが、投資家の期待には届いていない。
- 企業のガバナンス体制は整備が進んだものの、投資家とは実効性向上のための課題認識に乖離がある。近年は気候変動やダイバーシティへの関心が高まっており、取り組みの進展が期待される。
- この10年間のガバナンス改革は一定の評価を得ているものの、道半ばである。サステナビリティへの取り組みや無形資産への投資を含めた経営資源の配分見直しなどが論点となるが、根幹となるコーポレートガバナンスにおいて、実効性のある仕組み作りが求められる。

コロナ過をはじめ、企業を取り巻く環境は大きく変化しており、望ましいコーポレートガバナンスの在り方も変わってきている。本稿では、安倍政権発足以降に実施されたコーポレートガバナンス改革の流れを整理したうえで、企業や株式市場の変化、今後の課題を確認する。

1.コーポレートガバナンス改革はアベノミクスの成長戦略の一環として実施

コーポレートガバナンス(企業統治)は、企業(最終的には経営者)の意思決定を規律付け、方向付けする仕組みを指す。狭義の対象は、意思決定の場である取締役会とともに、取締役を選任する株

主であるが、広義にはリスク管理やコンプライアンスを通じた規律付けを含む(図表1-1)。

歴史的にみると、戦後は適法性に焦点を当てた守りのガバナンスの議論が先行し、1990年代以降も不祥事の発生を受けて社外監査役の設置義務化などの対応がとられてきた。2012年に発足した安倍政権の成長戦略では、コーポレートガバナンス・コード(CGC)とスチュワードシップ・コード(SSC)の制定、会社法改正(社外取締役の選任義務化)などにより、効果的な経営、適切なリスクテイクに重点を置いた攻めのガバナンス改革を通じて収益力の強化を図った(図表1-2)。

図表1-1 コーポレートガバナンスの整理

役割	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 企業(最終的には経営者)の意思決定を規律付け、方向付け
対象	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 狭義:取締役会と取締役を選任する株主 ▶ 広義:リスク管理、コンプライアンス
目的	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 株主資本主義 ▶ ステークホルダー資本主義
体制	<ul style="list-style-type: none"> ▶ マネジメントモデル(取締役と執行役員を兼ねるなど意思決定の機能重視、日本に多い) ▶ モニタリングモデル(監督機能重視)
二本柱	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 守りのガバナンス:適法性(不祥事防止など) ▶ 攻めのガバナンス:効率性(効果的な経営)

(備考)日本政策投資銀行作成

図表1-2 ガバナンス改革の流れ

制度の制定・見直し	背景	経済環境
2003 委員会等設置会社 07 金商法 08 J-SOX	<ul style="list-style-type: none"> • 不祥事の発生 • 持合解消 • 外国人投資家の台頭(ガバナンス強化要請) 	経済・金融のグローバル化
14 伊藤レポート スチュワードシップコード(SSC) 15 CGC、監査等委設置会社 17 SSC改訂、伊藤レポート2.0 18 CGC改訂 20 SSC再改訂	<ul style="list-style-type: none"> • 競争力・収益性の低下 • 格差拡大や気候変動問題への関心の高まり 	リーマン後の景気低迷 安倍政権の成長戦略
21 会社法改正(社外取締役) CGC再改訂 22 東証市場再編	<ul style="list-style-type: none"> • コロナ禍での不確実性 • 社会要素を含めた持続可能性への関心 	コロナ禍

(備考)1.日本政策投資銀行作成 2.制度の制定・見直しは施行、発表年

2.コロナ禍による変化も踏まえコーポレートガバナンス・コードが改訂

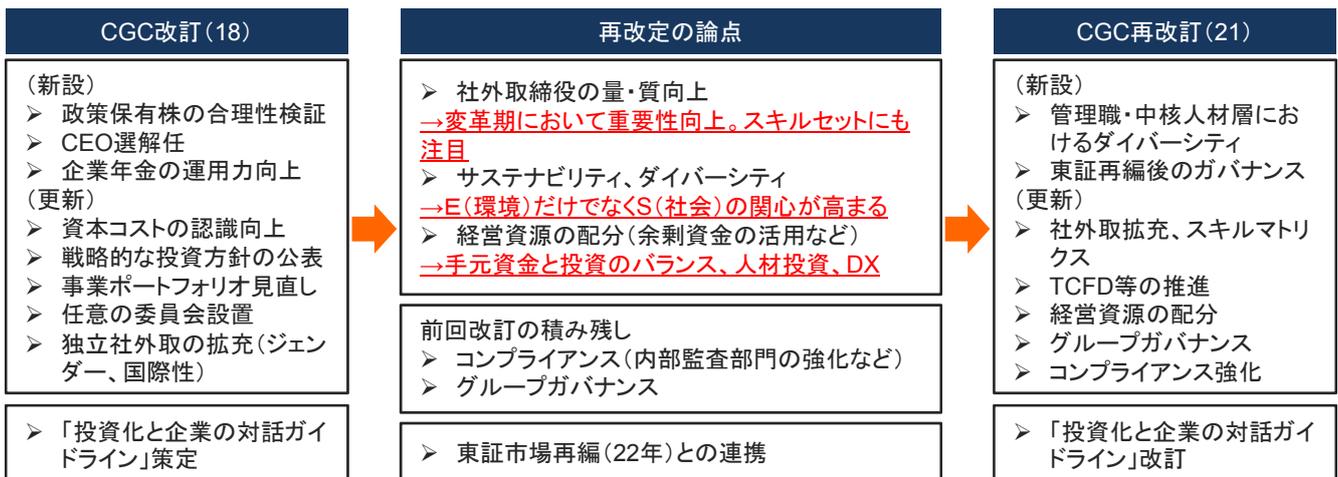
3年毎に見直されるCGCは、18年の改訂では資本コストへの認識向上や政策保有株の合理性検証などのほか、対話の実質化に向けて「投資家と企業の対話ガイドライン」が別途策定された。21年6月のCGC再改訂では、コロナ禍による変化も踏まえ、独立社外取締役の拡充や取締役会が備えるべきスキルの特定、各取締役の能力等(スキル・マトリクス)の開示、管理職などにおける女性・外国人・中途採用などの人材登用、環境問題に限らず、人権尊重、従業員の健康・安全など社会面を含めたサステナビリティへの取り組み深化を促すものとなっている(図表2)。

3.利益率の改善によりROEは上昇も、投資家の期待に達する企業は少数

企業経営の効率性を示すROEについて確認すると、安倍政権発足以降、15年6月のCGC施行を挟んで上昇した。しかし、財務レバレッジや総資産回転率はむしろ低下しており、アベノミクス下の好況によって企業業績が改善し、利益率が向上したことが主因となっている(図表3-1)。

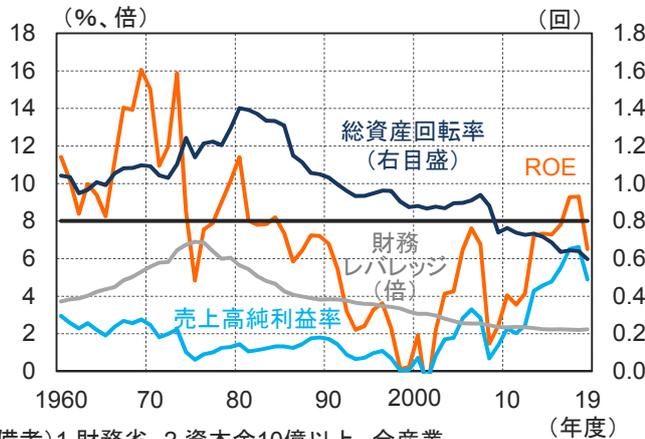
ROEの分布は、右側に移動(ROEが上昇)したが、伊藤レポート(8%)や投資家の期待する水準(10%)に達する企業は依然4割程度にとどまる。ROEが20~30%の欧米主要企業と比べて日本企業の利益率は見劣りしており、低収益事業の見直しなどが課題となっている(図表3-2)。

図表2 コーポレートガバナンス・コード再改訂



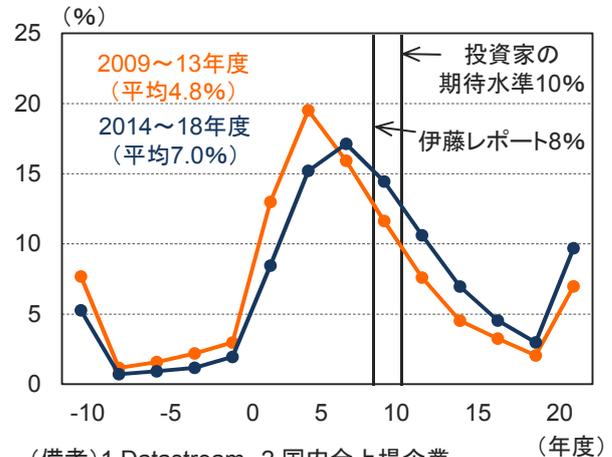
(備考)日本政策投資銀行作成

図表3-1 ROEの要因分解



(備考)1.財務省 2.資本金10億以上、全産業
 3.ROE=売上高純利益率×総資産回転率(売上高/総資産)×財務レバレッジ(総資産/自己資本)

図表3-2 ROEの分布



(備考)1.Datastream 2.国内全上場企業
 3.ROEの2.5%幅ごとの構成割合

4. ROEの変化は株価に影響、外国人投資家の株式保有比率上昇も近年は頭打ち

株式市場では、ROEの変化に対する株価の変動は大きくなった。伊藤レポートの公表や、企業価値向上を促すための投資家向け指針であるSSCの14年施行を受けて、投資家がROEの意識を高めた可能性がある(図表4-1)。

また、株式保有比率については、金融機関の株式保有比率は低下傾向にあり、CGCが政策保有の方針開示を求めたこともあって、持ち合い解消に拍車がかかった。代わって保有比率を高めたのが外国人投資家であり、アベノミクスによる経済成長やガバナンス改革への期待が大きかったとみられる。ただし、15年以降は頭打ちとなっており、日銀買入

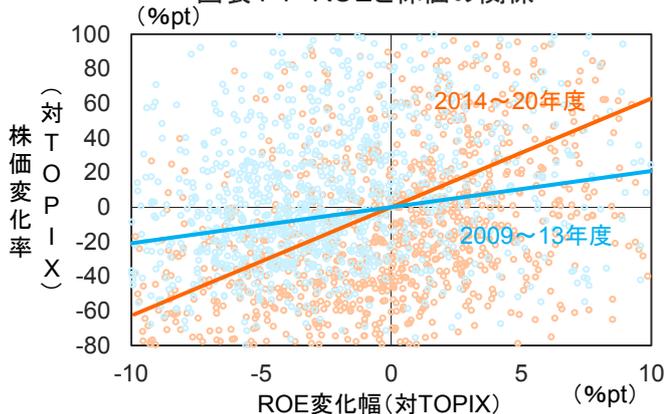
を背景に信託銀行の比率が上昇した(図表4-2)。

5. 株主還元の姿勢に大きな変化はみられない、現預金は増加傾向

経営資源の配分について確認すると、資産に占める現預金比率は、リーマンショック以降上昇傾向にある。コロナ禍で功を奏した現金保有が当面志向される可能性はあるが、資本効率向上の観点からは、株主還元や収益力向上に向けた成長投資のウエートを高める余地が議論となる(図表5-1)。

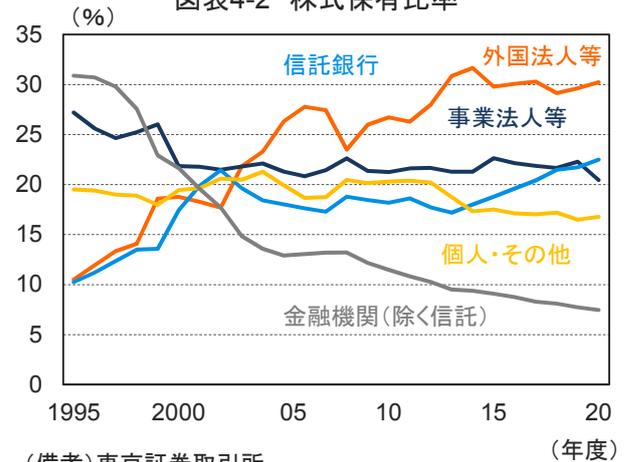
株主還元の金額はこの10年間に増加したが、主に好況下での業績改善によるものとなっている。配当性向や総還元性向の顕著な上昇は確認できず、企業の横並び意識が還元強化の制約になっているとの指摘もみられる(図表5-2)。

図表4-1 ROEと株価の関係



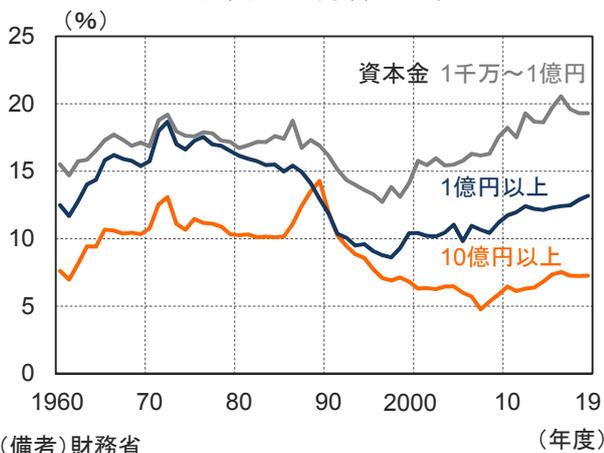
(備考) 1. Datastream 2. 東証一部上場企業
3. 2009～13年度、14～20年度の変化

図表4-2 株式保有比率



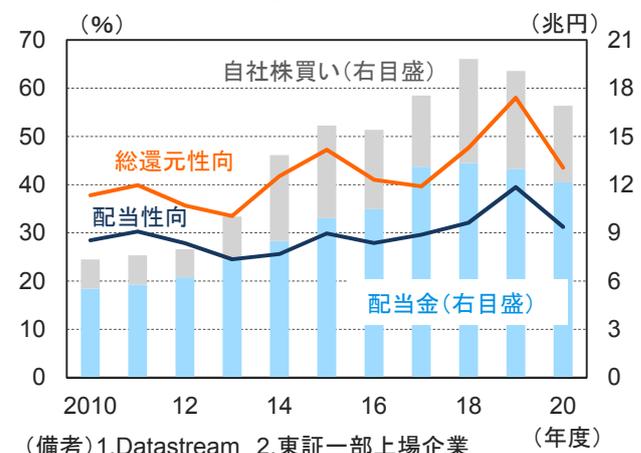
(備考) 東京証券取引所

図表5-1 現預金比率



(備考) 財務省

図表5-2 株主還元(配当・自社株買い)



(備考) 1. Datastream 2. 東証一部上場企業
3. 配当性向 = 配当 ÷ 純利益、
総還元性向 = (配当 + 自社株買い) ÷ 純利益

6.ガバナンス体制の整備は進展、投資家とは実効性向上のための課題認識に乖離

ガバナンスの体制は整備が進んでいる。独立社外取締役を選任する企業の割合は、15年のCGC制定や会社法改正を受けて増加傾向にある。CGCでは2名以上の独立社外取締役選任を求めているが、上場子会社や22年の東証市場再編後にプライム市場を選択する企業には、より厳格な基準が設けられている(図表6-1)。

取締役会の実効性向上について、企業は「重要事項に関する議論の充実」、「取締役会の多様性確保」などの課題を挙げる。「社外役員が機能を発揮するための環境整備」を最大の課題とする投資家とは、「社外役員の拡充」を含めて認識に乖離がみられ、対話等を通じて双方の課題認識を共有するなど、実効性向上に向けた取り組みの進展が期

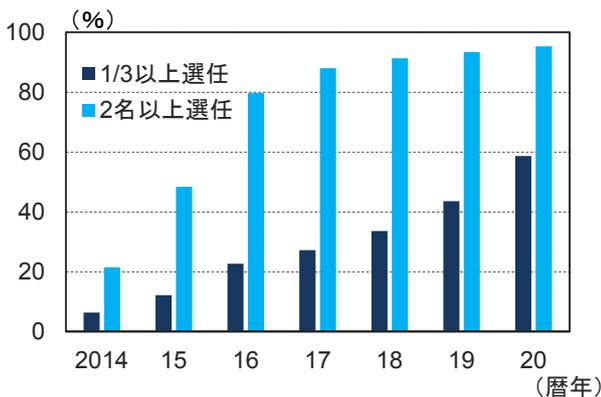
待される(図表6-2)。

7.気候変動に対する関心は高い、女性取締役の選任と業績には相関がみられる

ESG活動における主要テーマとして、「コーポレートガバナンス」が筆頭であり、次いで「気候変動」への関心が高い。気候変動関連情報を開示または検討中の企業は増加している(図表7-1、7-2)。

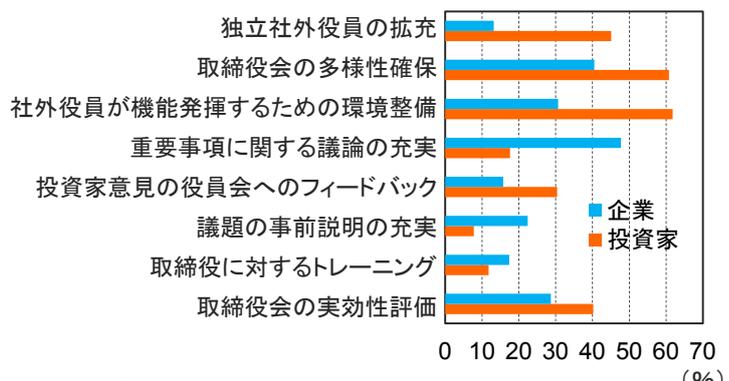
女性取締役を選任する企業について分析すると、未選任の企業と比較してROEが高い傾向がみられる。先行研究でも一様の結果は得られていないものの、多様な視点や価値観が経営に反映され、持続的な成長に資すると考えられている。CGC再改訂により女性などの登用が一層求められているが、上場企業の役員に占める女性比率は6%といまだ低いこともあり、さらなる取り組み推進が求められている(図表7-3)。

図表6-1 独立社外取締役を選任する企業の割合



(備考)1.東京証券取引所 2.東証一部上場企業 3.20年8月時点

図表6-2 取締役会の実効性向上に向けての課題



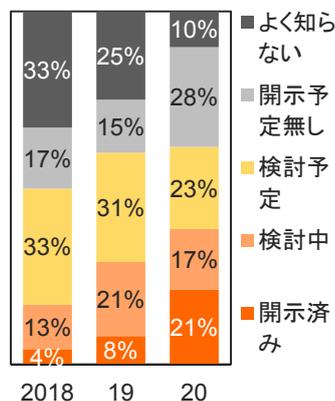
(備考)1.生命保険協会 2.複数回答、20年10~11月調査 3.特段なし、その他は除く 4.項目は省略して記載

図表7-1 ESG活動の主要テーマ

1	コーポレートガバナンス	71%
2	気候変動	55%
3	ダイバーシティ	39%
4	健康と安全	39%
5	製品サービスの安全	35%
6	働き方改革	32%
7	人権と地域社会	31%
8	リスクマネジメント	30%
9	サプライチェーン	18%
10	環境市場機会	13%

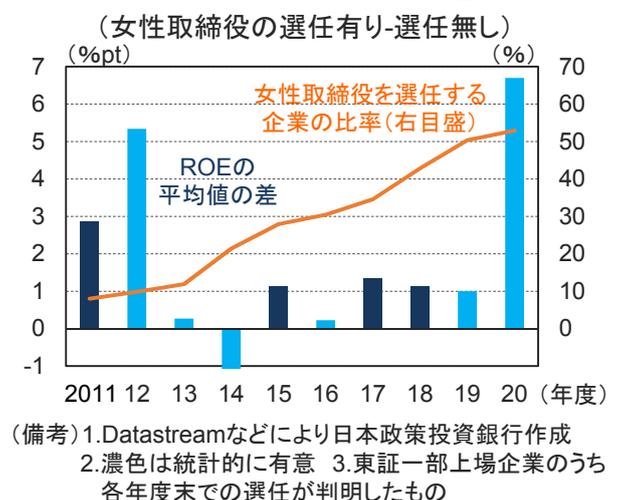
(備考)1.生命保険協会 2.複数回答、上位10項目

図表7-2 気候変動関連情報開示の検討状況



(備考)生命保険協会

図表7-3 ROEの平均値の差



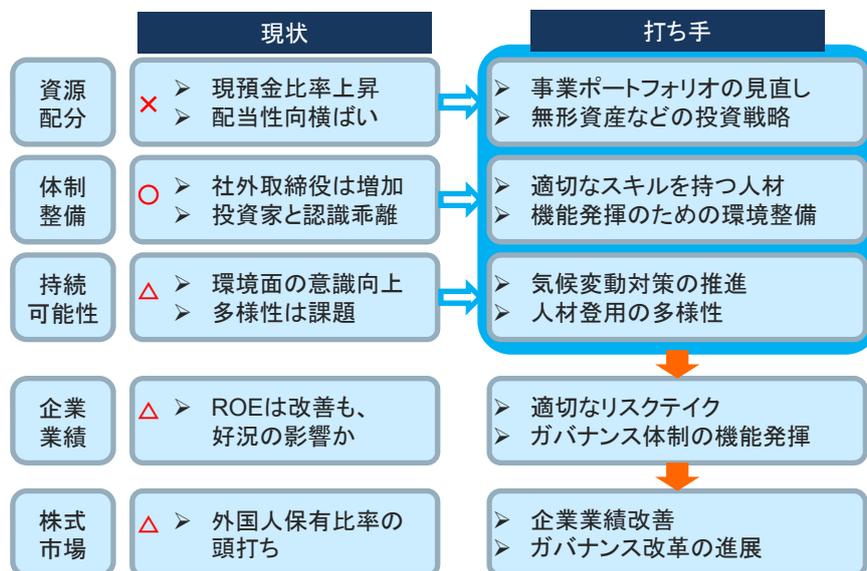
(備考)1.Datastreamなどにより日本政策投資銀行作成 2.濃色は統計的に有意 3.東証一部上場企業のうち各年度末での選任が判明したもの

8.コーポレートガバナンス改革は道半ば、実効性のある仕組み作りが求められる

この10年間のガバナンス改革は一定の評価を得ているものの、道半ばである。独立社外取締役の増加など体制面で変化はみられるが、現預金比率の引き下げや株主還元の強化などの経営資源の配分には課題も残り、ROEの向上も景気要因が大きいとみられる。今後の企業経営では、サステナビリティへの取り組みや、人的資本や知的財産などの無形資産への投資を含めた経営資源の配分見直しが論点となるが、根幹にあるのはこれらの意思

決定を規律付けるコーポレートガバナンスである。来年に控える東証市場再編を踏まえた対応を進めるとともに、企業価値向上に資する実効性のある仕組み作りが求められる(図表8)。

図表8 ガバナンス改革の評価



(備考)1.日本政策投資銀行作成 2.想定される打ち手を例示

©Development Bank of Japan Inc.2021

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp