

日本企業のコーポレートガバナンス改革の 現状と展望



一橋大学大学院 商学研究科 准教授

加賀谷 哲之

1. はじめに

コーポレートガバナンス改革をめぐる取り組みが曲がり角にさしかかりつつある。2013年6月に公表された日本再興戦略では、産業競争力強化を高めるため、株主等が企業経営者の前向きな取り組みを積極的に後押しするコーポレートガバナンスを推進することが提唱され、さらに2014年6月に公表された改訂・日本再興戦略では、緊急構造改革プログラ

〈目次〉

1. はじめに
2. コーポレートガバナンス構造と企業価値との関係性
3. 日本企業におけるコーポレートガバナンス上での課題は何か
4. 課題を克服するコーポレートガバナンスのあり方は？

ムの具体的施策としてコーポレートガバナンスの強化が提唱されている。こうした動きは、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの公表へと結びつき、日本企業のコーポレートガバナンス改革が進展するとの期待が国内外で増大した。実際に多くの企業が複数の社外取締役を採用したり、あるいは持ち合い株式などの政策保有株式をめぐる方針を明文化したほか、コーポレートガバナンス・コードに対応したコンプライ・オア・エクスプレインを原則としたコーポレートガバナンス報告書を開示するなど様々な取り組みをスタートさせた。しかしながら、ここに来てそうした変化が、皮相的な内容にとどまっており、持続的な企業価値創造に向けた本質的な動きに結びつけることができているのではないかと懸念の声が海外投資家を中心に増大し始めている。こうした背景には、以下の3つの動向が影響していると考えられる。

第1に、コーポレートガバナンス改革にもかかわらず、海外投資家が期待した以上に十分な資本生産性の向上や積極的な株主還元策が実施されていない点である。ニッセイ基礎研究所の井出真吾チーフ株式ストラテジストによれば、2015年度の東証1部上場企業の純利益が前期比2.3%増えたと仮定して、ROEは0.8ポイント悪化の7.8%まで低下すると指摘する。伊藤レポートで提案するROE 8%を下回る水準となるにもかかわらず、それをカバーする株主還元策などが十分に展開されないことへの不満がたまりつつあるのである。

第2に、コーポレートガバナンス・コードをうけて2015年度にコーポレートガバナンス報告書を作成しているが、それが本質的な企業価値創造に結びつくという確信が十分に得られていない点である。たとえば柳（2016）では、日本株をカバーする主要な日米欧アジアの機関投資家を対象に、2015年11月から2016年1月にかけて調査を行っており、日本企業のコーポレートガバナンスに満足している投資家の割合が前年の3割から2割に低下していることを示している。コーポレートガバナンス・コードで大きく日本企業が変わると期待していた海外投資家にとって、実際に公表されたコーポレートガバナンス報告書がその期待に十分に答えていないことが背景にある。

第3に、東芝やフォルクスワーゲンなどコーポレートガバナンスで先進的な取り組みを

していると考えられてきた企業において会計不正が発生している点である。世界を代表する製造業企業での会計不正の発生に、どのようなコーポレートガバナンスのあり方が望ましいかについて見直す動きが進展しているのである。

■ 2. コーポレートガバナンス構造と企業価値との関係性

ここで先行研究に基づき、どのようなコーポレートガバナンス構造が持続的な企業価値創造や資本生産性の改善に結びつくのかについて整理していくことにしよう。Larcker and Tayan（2011）では、これまで実践されてきたコーポレートガバナンス研究の多くが、取締役会の構造的な属性にフォーカスをあてているものの、必ずしも一貫した検証結果が導き出されているとは言い難いことを示している（図表1）。取締役会規模が小さい場合、あるいは複雑な組織においては大きい場合に相対的に高い企業業績を上げている一方で、銀行からの派遣や兼職数の多い取締役の存在は業績にネガティブな影響を与えることが確認されているほかは、一貫した結論が導き出されているわけではない。

ではなぜ構造的な属性が必ずしも持続的な企業価値創造に直結しないのか。主たる理由の一つとして、企業の価値創造プロセスのフェーズやコンテキストに基づき、求められる属性や機能、役割が異なるにもかかわらず、そ

(図表1) 取締役会の構造的属性と企業価値創造との関係性

取締役会議長の独立性	No	銀行からの派遣	Negative	相互派遣	Performance ○ Monitoring ×
筆頭取締役の独立性	Modest	財務エキスパート	Positive for accounting professions	取締役会の規模	Small board ○ Larger ○
社外取締役の数	Mixed	政治家関連	No	取締役会の多様性	Mixed
取締役の独立性	No	従業員関連	Modest	女性取締役	Positive
委員会の独立性	Audit ○	兼職数	Negative		

(出所) Larcker, D., and B. Tayan. 2011. *Corporate Governance Matters. A Close Look at Organizational Choices and Their Consequences*. FT Press. pp.160-161. ただしその後の研究で提示されたメタ分析 (Post and Byron 2015) に基づき女性取締役についてはLarcker and Tayan (2011) の研究成果を変更している。

れらを識別せずに分析を行っていることがあ
ると推測する。たとえば、Parsons and
Feigen (2014) では、取締役会に静かな革
命が起こりつつあると指摘しており、①戦略
と経営者能力の監視、②適切な取締役構成、
③取締役会での会話・討議の質の向上、④
CEOに対するエンゲージメントの4点につ
いてより積極的な役割を果たす必要があるこ
とから、当該産業における豊かな経験を持つ
こと(独立性と両立させるために同業他社を
引退したエグゼクティブが取締役になるケー
スが増えている)、戦略や経営者について積
極的に学ぶこと、当該企業の取締役会のみで
はなく、オペレーションもしっかり見学して
回ること、筆頭取締役が個別にCEOにフィ
ードバックする場を設けることなどが重要と
なりつつあることを指摘している。

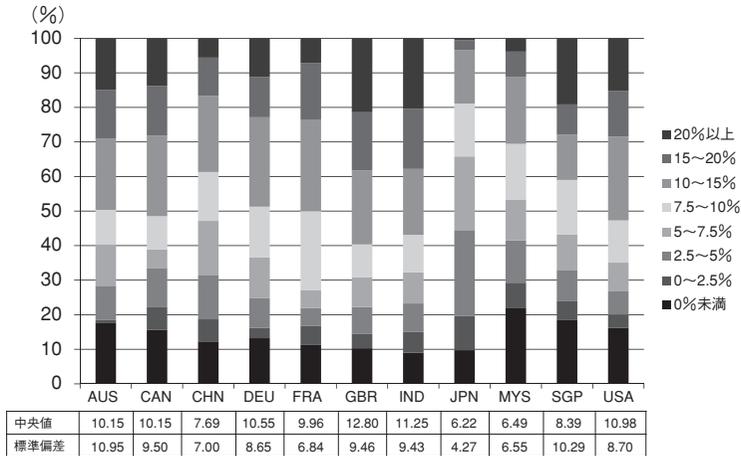
■ 3. 日本企業におけるコーポ レートガバナンス上での課 題は何か

では、日本企業におけるコーポレートガバ

ナンス上の課題は何か。こうした点を検討す
るため、財務比率の国際比較を行った。ここ
では、Capital IQで2005~2014年決算(10年
間)を連続してデータが入手できる企業にフ
ォーカスをあて分析を実施した。具体的には、
各国で上場する各社それぞれの数値につい
て、過去10年間の中央値を算出し、それが各
国全体の百分比でどの範囲に属するかにつ
いてグラフ上で表示する。中央値、標準偏差に
ついては、各社ごとに過去10年間の中央値、
標準偏差を算出したうえで、その各国におけ
る中央値をあげている。ここでは、特に特徴
的な数値のみ説明しておこう。

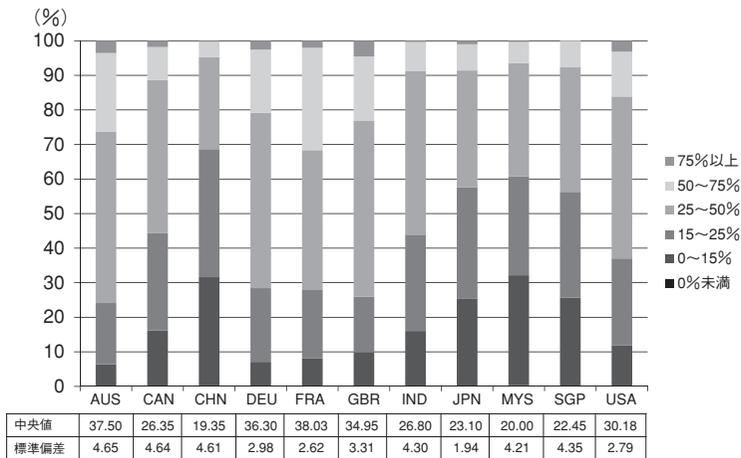
まず各国における企業の資本生産性を比較
するため、ROEの水準ごとの百分比を国ベ
ースで算出した。これによれば、日本企業は
ROE7.5%以下の企業が全体の7割近くあり、
他国企業を凌駕している(図表2)。たとえば、
2014年に公表された伊藤レポートでは、日本
企業に対する資本コストがおおよそ7.5%強
であることから、8%を上回るROEの計上
が必要であることを低減しているが、それを

(図表 2) ROEの国際比較



日本企業のROEは7.5%以下のプレゼンスが全体の7割近く。

(図表 3) Gross Profits Marginの国際比較



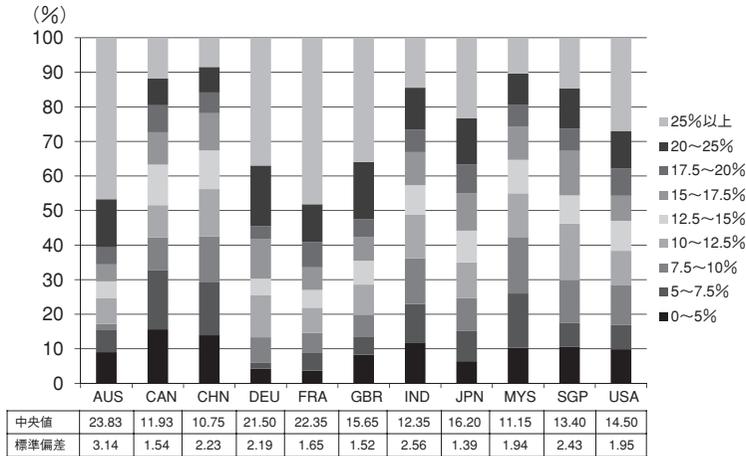
粗利益率が25%未満の企業が日本では全体の6割（他のアジア企業並み）

長期的に達成できていない企業の割合が他国に比べても多いことが確認できる。では、何で差がついているのか、ROEを売上高利益率、資本回転率、財務レバレッジに分解してみると、資本回転率、財務レバレッジではあ

まり差がついていないものの、売上高営業利益率で差がついていることが確認できる。

そこで売上高営業利益率を分析するため、売上高粗利益率、売上高販管費比率に分解した(図表3・4)。これによれば、日本企業は、

(図表 4) SG& A Ratioの国際比較



日本企業の販管費比率はアジア諸国に比べて相対的に高い。

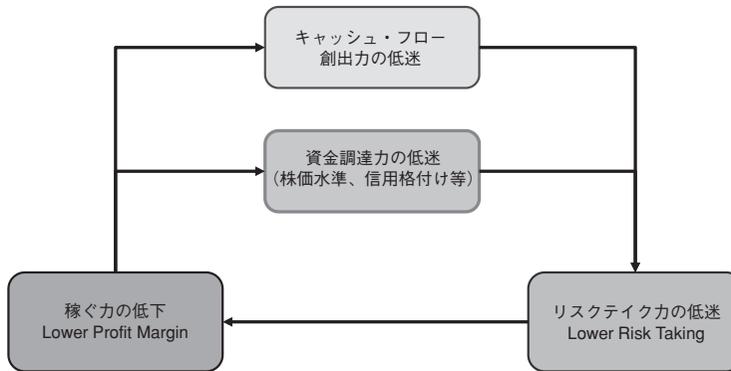
オーストラリア、カナダ、ドイツ、フランス、イギリス、アメリカなどと比べると売上高粗利率が低水準にあり、中国、インド、マレーシア、シンガポール企業と比べて、売上高販管費比率が高い水準にあることが確認できる。

では、先進国企業と比べて売上高粗利率が低水準にあり、新興国企業と比べて売上高販管費比率が高水準にある理由は何か。大きく以下の3つの可能性が考えられる。第1に、ビジネスや事業領域をより付加価値を提供できる領域に絞り込むことができていない可能性がある。すなわち事業撤退や顧客フォーカスを十分に実践できていないのである。第2に、第1の点とも関係するが、サプライチェーン上で利益があがる活動や機能領域に自らをポジショニングできていないこと、第3に、

顧客の期待を超えた機能・性能などの提供を通じて、顧客に価値が訴求できるような、十分な差別化ができないにもかかわらず、そうした製品・サービスで、規模や経験の経済を享受しやすい、規模の大きなグローバルリーダーに対峙しようとしている点である。先進国では、新興国に比べてコスト競争力が低いいため、より付加価値の高い事業や取り組みにフォーカスをあてる必要があるが、日本企業は他の先進国企業と比べると、相対的にそうした取り組みが実践できていない可能性があることを示唆している。

こうした稼ぐ力が低迷する3つの要因は、日本企業の志向する経営モデルと密接に関わっている。日本では各ステークホルダーとの安定的な関係構築に重きを置くため、事業撤退や顧客フォーカスを行うことが難しく、多

(図表5) 稼ぐ力低下の悪循環

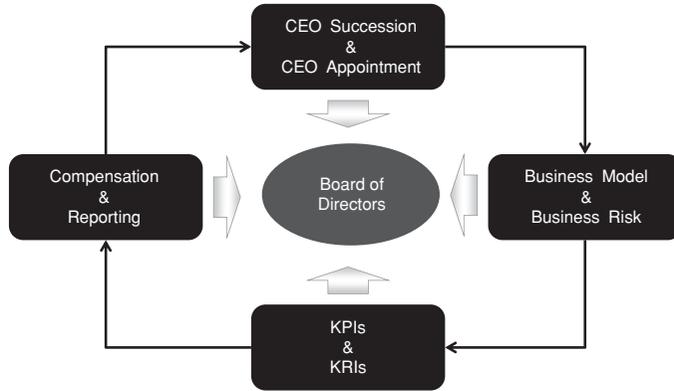


くの場合、企業全体が厳しい状況になってから選択と集中をスタートさせるケースが少なくない。またサプライチェーンにおける各プレイヤーとの関係維持を重視して、相互に不可侵で事業を進めるケースが多いため、サプライチェーンにおいて自らが手がける製品・サービスの競争力を維持・向上させるための取り組みが実施しにくい。さらに潜在的な需要を掘り起こすため、技術を駆使し、次々と新たな機能・性能を付加した製品・サービスを提供するものの、それらが差別化には結びつかず、むしろ機能や性能を絞った、価格競争力のある製品・サービスを提供するグローバルリーダーに日本での市場シェアを奪われたり、あるいはグローバル市場での競争に敗れる事態に結びつきつつある。

稼ぐ力の低迷は、企業のキャッシュ・フロー創出力や新規資金調達力を弱体化させる。キャッシュ・フロー創出力や資金調達力が弱体化するため、稼ぐ力を飛躍的に高めるため

の取り組みに十分に投資を行うことができず、既存市場や新規市場でのシェアを奪われつつある。この結果、ますますグローバルリーダーとの格差が増大するといった悪循環が起りつつあるのである。たとえば、2015年9月末時点によるCapital IQを活用し、筆者が作成したデータベースによれば、日本のリーディングカンパニーが世界トップであるケースは100業種中12業種に限られている。100業種における時価総額の平均値は、日本のリーディングカンパニーが1.2兆円であるのに対して、日本企業を除いたグローバルリーダーは9.5兆円となっている。キャッシュ・フロー創出力や新規資金調達力の格差を埋めるための経営改革が日本企業にとって喫緊の課題となりつつあるのである。

(図表6) 取締役会の機能と役割



■ 4. 課題を克服するコーポレートガバナンスのあり方は？

では、こうした稼ぐ力を磨き高め、グローバル市場での競争力を取り戻すためには何が求められるのか。そのために、コーポレートガバナンスに関わる取り組みで何を意識すべきなのか。結論から述べれば、国内市場からグローバル市場へと軸足を移すにあたっては、求められる競争力の次元が大きく変化することを取締役がきちんとマネジメントと意識のレベルを共有し、平時の経営改革を通じて、自社がより競争力を確保できる事業への絞り込みや顧客フォーカス、あるいはサプライチェーン上で稼ぐ力を維持・強化するために求められる取り組みを徹底していくこと、圧倒的にターゲット顧客が求める性能・機能に絞り込み、顧客が追加的なプレミアムを支払う、あるいは他の製品・サービスへのシフ

トを抑制するような価値を提案できる製品・サービスに絞り込むことを促すなどが求められる。これまでのコーポレートガバナンス改革はどちらかといえば、会計不祥事や法令違反など有事に陥ることを回避することに重きを置き、取締役会の独立性や取締役会議長とCEOの分離など取締役会の独立性に重きを置くケースが多かった。しかし稼ぐ力を増大させるためには、有事ではなく、平時の経営改革やそのための戦略やビジネスモデル転換を可能にさせるコーポレートガバナンスのあり方を検討することが求められる。たとえば National Association Corporate Directors (NPCD) が2011年12月に公表した上場会社に対するサーベイ調査に基づけば、取締役会に最も求めている役割・機能として、「戦略の策定およびその監視」(72%)、「企業の業績評価」(43%)、「リスク・危機管理」(27%)の3つの優先順位が高いことを示している。近年では、アメリカでも平時できちんと価値

創造を促す体制を確保できているかどうかを取締役に求めるようになりつつあり、図表6で示すような企業の価値創造プロセスそれぞれのフェーズにおいて、取締役会が果たすべき役割をいま一度見つめ直す必要があることを示唆している。

平時の経営改革やそのための戦略やビジネスモデルの転換のためには、それを執行役として実践できる経営トップの選出が不可欠となる。また選択した戦略やビジネスモデル、あるいはその実践に伴い発生するであろうビジネスリスクを特定化させ、それらの進捗を業績因子、リスク因子などを投影する指標(KPIs (Key Performance Indicators) や KRIs (Key Risk Indicators)) に落とし込み、定観測を行い、活動や体制を見直しなどをチェックしていくことが求められる。さらにそうした活動の成果に基づき、それらを外部ステークホルダーへの報告を促しつつ、経営者の報酬を決定し、最終的に中・長期的に次世代の経営トップを担える人材を育成・選抜などへも反映することが求められる。取締役会は、指名委員会、報酬委員会、監査委員会など諸委員会での活動や取締役会での議論を通じて、①CEOに対する指名・報酬決定、サクセッションプランの策定、②Business Modelの策定に向けた助言とその評価、③Business Riskの選定に向けた助言とその評価などに関与するケースが多く、稼ぐ力向上を促す機能の重要な部分を担っているとみることが出来る。

近年のコーポレートガバナンス研究の多くは、独立取締役の割合や取締役規模などといったコーポレートガバナンスをめぐる構造にフォーカスをあててではなく、むしろ取締役が持つHuman CapitalやSocial Capitalが、企業の戦略変更やそれを契機とした業績改善や価値創造において重要な役割を果たすことを明らかにしているケースが多い。グローバル市場や産業領域、企業経営などに関する豊かな経験や知識(Human Capital)や豊かなネットワーク(Social Capital)を持つ取締役が存在する場合には、より戦略転換や変化を促しやすいことを示す研究(Westphal and Fredrick (2001)、Kroll, Walters, and Wright (2008)、Tuschke, Sanders, and Hernandez (2014)、Zhu and Chen (2015))、そうしたHuman CapitalやSocial Capitalのある取締役がいるほうが、戦略転換において株式市場からの評価が高い点(Tian, Halebian, and Rajagopalan (2011))、産業での経営経験のある独立取締役や当該企業での取締役経験が長い独立取締役がいる場合に、よりCEO報酬が低く、業績悪化に伴うCEOの交代も多く、財務報告の誤表示などが少なく、投資拡大などに消極的になるなど、経営トップのコミットメントを大きく引き出せることが示されている(Dou, Sahgal, and Zhang (2015)、Wang, Xie, and Zhu (2015))。

日本では現在のところ、コーポレートガバナンスの有効性などを検討するにあたって、その独立性の高さや多様性、規模などその構

造にフォーカスをあてるケースが多い。それらは企業経営が直面する不測のリスクに対応する上では重要な役割を果たしうるが、一方で稼ぐ力の向上などのためには、それらに加えて取締役会の Human Capital や Social Capital が重要な役割を果たすことが期待される。コーポレートガバナンス改革を持続的な企業価値創造に結びつけるためには、日本企業において取締役会の Human Capital や Social Capital が果たす役割をより明確にしていくことが不可欠であり、その研究蓄積が喫緊の課題と考えることもできる。筆者もこれらの研究成果の蓄積を通じて、日本企業のコーポレートガバナンス改革に貢献していきたい。

[引用文献]

- ・ Dou, Y., Sahgal, S. and Zhang, E.J., 2015. Should independent directors have term limits? The role of experience in corporate governance. *Financial Management*, 44 (3), pp.583-621.
- ・ Kroll, M., Walters, B.A. and Wright, P., 2008. Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29(4), pp.363-382.
- ・ Larcker, D., and B.Tayan. 2011. *Corporate Governance Matters : A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*. FT Press : New Jersey.
- ・ Parsons, R.D. and Feigen, M.A., 2014. The boardroom's quiet revolution. *Harvard business review*, 92 (3), pp.98-104.
- ・ Post, C. and Byron, K., 2015. Women on boards and firm financial performance : A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58 (5), pp.1546-1571.
- ・ Tian, J.J., Halebian, J.J. and Rajagopalan, N., 2011. The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic Management Journal*, 32 (7), pp.731-747.
- ・ Tuschke, A., Sanders, W.M. and Hernandez, E., 2014. Whose experience matters in the boardroom? The effects of experiential and vicarious learning on emerging market entry. *Strategic Management Journal*, 35 (3), pp.398-418.
- ・ Wang, C., Xie, F. and Zhu, M., 2015. Industry expertise of independent directors and board monitoring. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50 (05), pp.929-962.
- ・ Westphal, J.D. and Fredrickson, J.W., 2001. Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy. *Strategic Management Journal*, 22 (12), pp.1113-1137.
- ・ Zhu, D.H. and Chen, G., 2015. Narcissism, director selection, and risk - taking spending. *Strategic Management Journal*, 36 (13), pp.2075-2098.
- ・ 柳良平 (2016) 「わが国ガバナンス改革はどう評価されたのか—2016年グローバル投資家サーベイをもとに」『企業会計』第68巻第6号, 120-128頁.

