

ついて、ROEと株主資本コストの差であるエクイティ・スプレッド²³をみると、我が国企業のエクイティ・スプレッドは、アメリカやドイツの企業に比べ、小さくなっている（第3-2-2図（1））。我が国企業については、株主資本コストの水準が低いにもかかわらず、ROEがそうした株主資本コストを十分に上回っていない。

我が国企業のROEが他国と比べても低い背景を探るために、ROEを売上高利益率、総資本回転率、財務レバレッジに分解すると、例えば、我が国とアメリカを比較する場合、総資本回転率、財務レバレッジについては、おおむね同水準で推移する中、我が国企業の売上高利益率が低くなっていることが確認される（第3-2-2図（2））。我が国企業の売上高利益率の低迷の背景としては、株主が要求する利益水準も低く、企業が利益率の低い投資プロジェクトを選択していることが指摘されている²⁴。また、企業の新陳代謝が促されず、収益性の高い企業が成長しにくくなっていること等が考えられる²⁵。前節でもみたように、最近、企業の現預金保有に高まりがみられる。企業にとって、高水準の収益を設備投資などにより積極的に活用していくことは、遅れがみられる収益力を高める上で重要となっている。

3 コーポレート・ガバナンスの強化と投資・収益

成長力強化に向けては、民間投資が拡大し、企業活動が高い付加価値を生み出していくことが重要となっている。その際、近年、取組が加速しているコーポレート・ガバナンスの強化も有効と考えられる。そこで、コーポレート・ガバナンスへの取組が企業の収益や投資に与える影響を分析する。

●コーポレート・ガバナンスへの取組は指標でも向上

コーポレート・ガバナンスへの取組が加速することにより、社外取締役や独立社外取締役²⁶等を選任する上場企業の割合が大きく高まっている。具体的には2013年から2016年にかけて、社外取締役を選任する上場企業の割合は62.3%から98.5%に上昇し、独立社外取締役を選任する上場企業の割合は46.9%から96.2%に高まり、さらに、2名以上の独立社外取締役を選任する上場企業の割合も18.0%から77.9%に増加した。

注 (23) 企業の収益力を表す指標には様々なものがあるが、ROEについては、株主が提供した株主資本に対する当期純利益の割合として定義される。ここで、株主資本には株主へ還元すべき配当などの費用が伴われるが、株主資本に対するこうした費用の割合は株主資本コスト（株主が期待する配当やキャピタルゲインの合計）と呼ばれており、実際には観察が困難であることから、一般的にモデルを用いて推計される。詳しくは、柳田・築地・安井（2015）を参照。ROEから株主資本コストを引いたエクイティ・スプレッドは、企業が株主資本に対して企業価値を創出する源泉がどの程度あるかを示し、エクイティ・スプレッドが高い企業ほど、将来、企業価値が高まる可能性が高いと考えられている。

(24) 内閣府（2010）第3章第3節を参照。

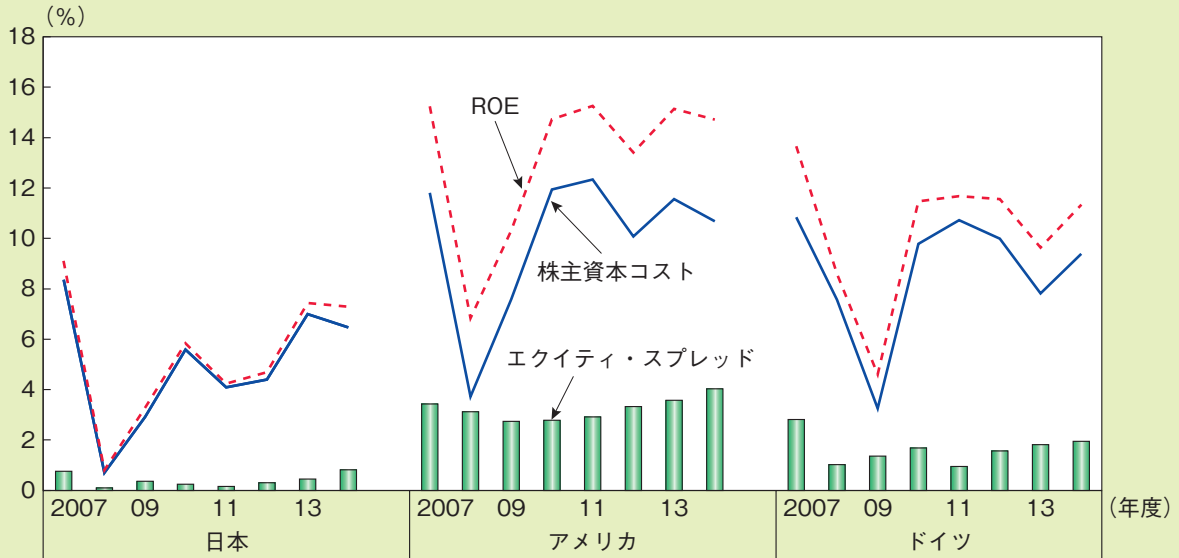
(25) 内閣府（2013）第2章第1節を参照。

(26) 社外取締役について、会社法では、過去10年間を含め当該企業やその子会社の業務執行取締役等でないことや、親会社の取締役等ではないことなどを要件として定めている。また、独立社外取締役について、東京証券取引所では、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役としており、利益相反に該当する可能性が高い例として、経営陣から著しいコントロールを受け得る者や、経営陣に対して著しい影響を及ぼし得る者を挙げている。

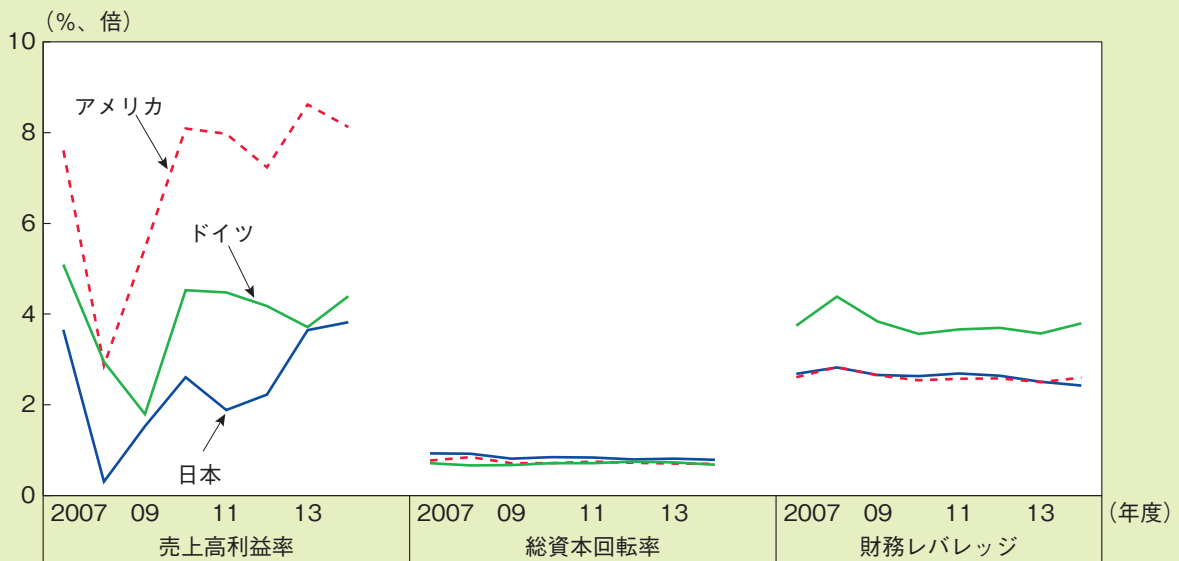
第3-2-2図 コスト、リターン構造からみる日米欧の企業収益力

我が国企業の収益力は欧米に比べ遅れ

(1) エクイティ・スプレッドの国際比較



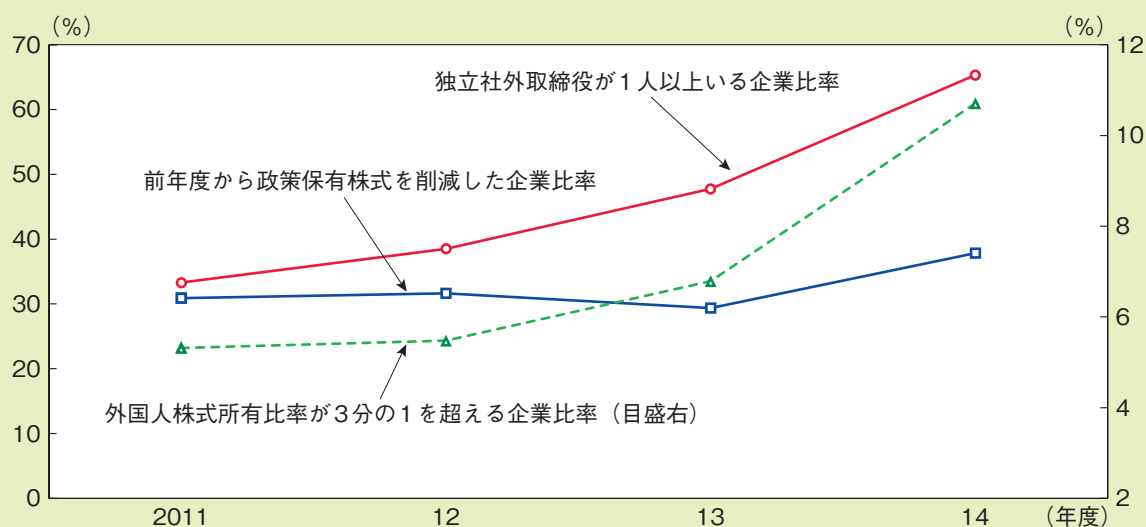
(2) ROEの要因分解



- (備考) 1. Bureau van Dijk社“Osiris”により作成。
 2. 対象企業は、金融業、保険業を除いて、上記のデータベースより2007年度以降の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損値のない上場企業としている。
 日本：2,177社、アメリカ：2,568社、ドイツ386社。
 3. 株主資本コスト(配当割引モデル) = 配当利回り + ROE × (1 - 配当性向)
 配当利回り = 配当総額 / 株式時価総額
 配当性向 = 配当総額 / 当期純利益
 ROE = 当期純利益 / 自己資本
 エクイティ・スプレッド = ROE - 株主資本コスト。
 4. 売上高利益率 = 当期純利益 / 売上高
 総資本回転率 = 売上高 / 総資産
 財務レバレッジ = 総資産 / 自己資本。

第3-2-3図 コーポレート・ガバナンス指標の動き

コーポレート・ガバナンスへの取組は指標でも向上



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度以降の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損値のない金融業、保険業を除く東証1部上場企業(1,223社)としている。
 3. 独立社外取締役は、一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外取締役。
 外国人株式所有比率は、発行済株式に対する外国人投資家の持ち株比率。
 政策保有株式は、純投資ではなく営業上の関係強化等を目的としたいいわゆる持ち合い株式。

ここでは、こうしたコーポレート・ガバナンスへの取組を数値化して表すことが可能な幾つかの指標を用いることにより、コーポレート・ガバナンスへの取組の進展が企業の収益や投資等に与える影響を定量的に分析することを試みる。指標の選定については、コーポレートガバナンス・コードや先行研究(コラムを参照)等を踏まえ、利用可能な上場企業を対象としたデータの中から、「独立社外取締役数」、「外国人株式所有比率」、及び「政策保有株式数」を

コラム

3-1 コーポレート・ガバナンスに関する先行研究

コーポレート・ガバナンスへの取組と企業の収益力等との関係については、先行研究において、これまで多様な分析がなされてきた。本コラムでは、主な先行研究を紹介する。

まず、外国人株式所有比率や政策保有株式と企業の収益力の関係については、宮島・保田(2015)では、海外・国内機関投資家の保有比率が高いほど、トービンのQで測った企業価値やROAが高まるといった関係を報告している。また、光定・蜂谷(2009)では、外国人株主比率と株式超過収益率の間には有意な正の関係がみられたとしている。

独立社外取締役の導入については、清水(2011)では、社外取締役比率が高いほど企業価値が高い傾向になることに言及している。一方、財務省財務総合政策研究所(2003)では、社外取締役制度の導入自体とROA等を含む企業パフォーマンスとの間に有意な正の関係は認められなかったとしている。

コーポレート・ガバナンス指標として用いることとした。

コーポレート・ガバナンス指標の動きをみると、いずれの指標も2014年度にかけて上昇している姿が確認される（第3-2-3図）。独立社外取締役については、第三者の立場から、経営者に対して客観的な監督を行うという役割を担っており、その導入が進むことにより（経営者に対する）取締役会の監督機能の強化が期待されている。また、外国人株式所有比率については、その比率の高まりが、企業のコーポレート・ガバナンスへの取組に影響を与える可能性が指摘されている²⁷。政策保有株式については、企業間の持ち合い等によって資本の効率的な活用が妨げられるといった可能性が指摘されており、株式の持ち合い等の解消が進むことで、株主資本に対する収益性の向上が期待されている。

●コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、収益性が高まる可能性

コーポレート・ガバナンスへの取組は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上につながると考えられている。ここでは、実際に、最近のコーポレート・ガバナンスへの取組が企業の収益力や投資等に与える影響を検証する。

具体的には、それぞれのコーポレート・ガバナンス指標を基に、取組の進展に応じて企業を区別した上で、ROEや設備投資、研究開発費の動きを比較した。例えば、「独立社外取締役数」については、2011年度から2014年度にかけて、独立社外取締役数が減少または変化していない企業と1人増加した企業、2人以上増加した企業とに企業を区分²⁸した上で、増加した企業をコーポレート・ガバナンスへの取組が進展したとみなし、3つの企業群で、同期間中におけるROE（第3-2-4図）、設備投資・売上高比率（第3-2-5図）、そして、研究開発費・売上高比率（第3-2-6図）の動きを比較した。

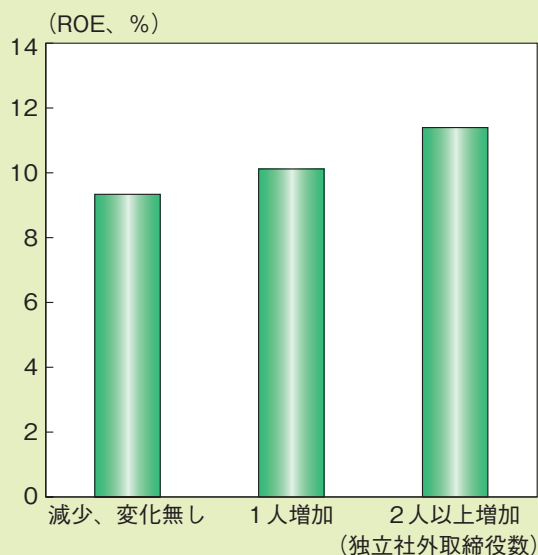
企業のコーポレート・ガバナンスへの取組とROEの関係をみると、「独立社外取締役数」については、増加した企業群、そして、「外国人株式所有比率」については、議決権の3分の1を上回る企業群といったように、いずれも、コーポレート・ガバナンスへの取組が進んでいる企業群において、ROEが高くなる傾向が示された。他方、「政策保有株式数」については、政策保有株式が減少した企業群のROEが高くなるといった結果は得られなかった²⁹。設備投資、研究開発費についても、おおむね同様の傾向が示されており、コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、投資機会の拡大や収益性の向上が図られる可能性が指摘できる。

- 注 (27) 例えば、「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2015」（株式会社東京証券取引所、2015年3月）。先行研究においても、外国人の株式所有が増加することにより、経営規律が強く働き、企業の経営がより積極的な姿勢に変わるといった可能性を検証する観点から分析が行われているものもある。
- (28) 企業規模や業種等の属性の違いを考慮するとともに、コーポレート・ガバナンスに対する企業の姿勢・取組に焦点を当てることを目的として、「独立社外取締役数」と「政策保有株式数」については、それぞれの変化をみることにより、企業の取組の進展を区分した。「外国人株式所有比率」については、所有比率が、議決権の3分の1を超えると株主総会において事実上の拒否権を得て、発言力が増すと考えられることから、所有比率の変化ではなく、所有比率の水準を用いている。
- (29) 株式持ち合い比率については、1990年代後半以降に大きく低下し、最近では、1990年代後半から2000年代前半に比べ、持ち合いの解消に向けた動きは緩やかになっている。政策保有株式の影響については、ある程度中長期的にみることも重要であり、今回の分析対象期間の中では、その影響を十分に捉えきれていない可能性がある点には留意が必要である。

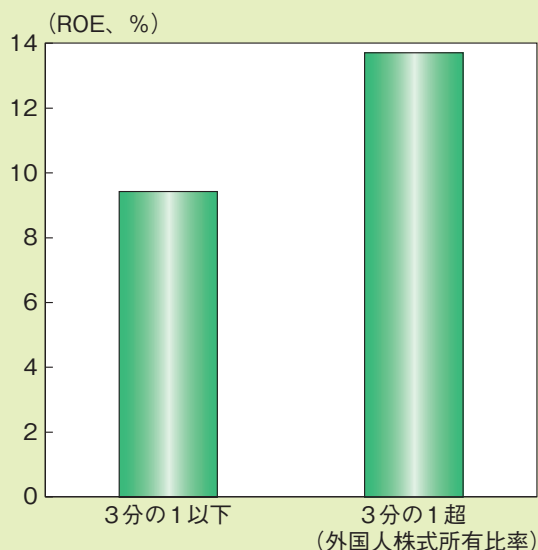
第3-2-4図 コーポレート・ガバナンス指標とROEの関係

コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業では、収益性が高まる可能性

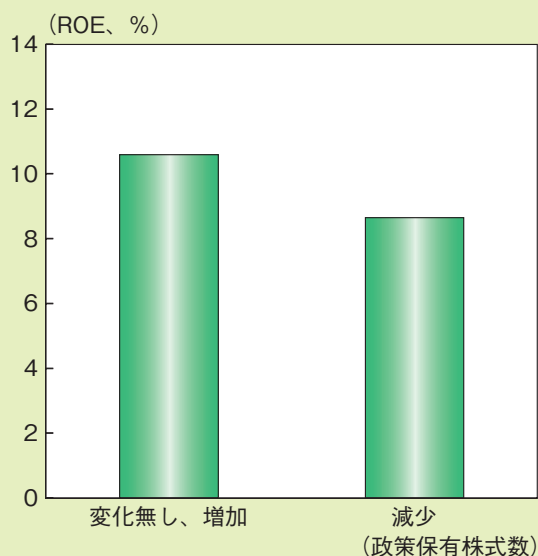
(1) 独立社外取締役数とROE



(2) 外国人株式所有比率とROE



(3) 政策保有株式数とROE



- (備考) 1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度以降の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損値のない金融業、保険業を除く東証1部上場企業(1,223社)としている。
 3. 独立社外取締役数、政策保有株式数は、2011年度から2014年度までの変化、外国人株式所有比率、ROEは、2011年度から2014年度までの平均。
 4. ROEは、法人実効税率の変化による利益への影響を取り除くため、税引前当期純利益を用いている。計算式は以下のとおり。

$$ROE = \text{税引前当期純利益} / \text{自己資本}$$

マクロ的な経済環境に改善がみられる中、我が国経済を持続的な成長軌道に乗せ、中長期的な成長力の強化を図るためには、投資を含めたより積極的な行動を促す環境を整備することを通じて、企業レベルでの取組を促すことが重要となっている。

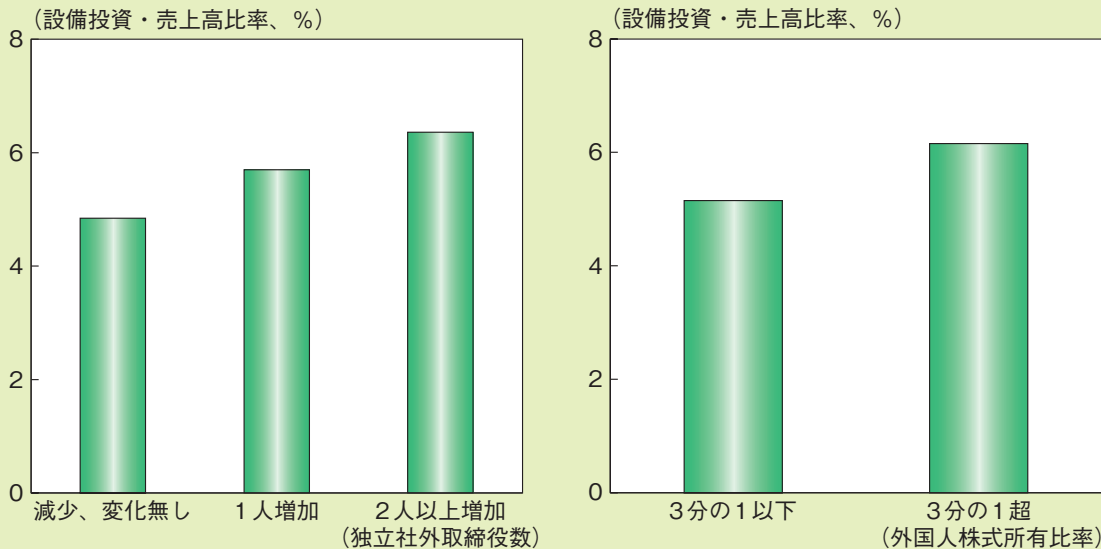
●まとめ

本章では、緩和的な金融環境や高水準の企業収益など良好な投資環境にもかかわらず力強さに欠ける設備投資の動向及びその背景を探るとともに、M&Aや研究開発、海外投資など企業行動の変化の中で広がりが見られる企業の投資行動を分析し、成長力強化に向けた企業部門

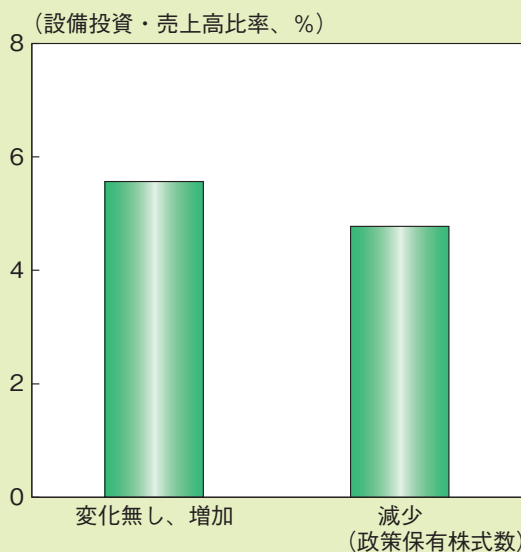
第3-2-5図 コーポレート・ガバナンス指標と設備投資・売上高比率の関係

コーポレート・ガバナンスへの取組により、設備投資が高まる可能性

(1) 独立社外取締役数と設備投資・売上高比率 (2) 外国人株式所有比率と設備投資・売上高比率



(3) 政策保有株式数と設備投資・売上高比率



- (備考)
1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度以降の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損値のない金融業、保険業を除く東証1部上場企業（1,223社）としている。
 3. 独立社外取締役数、政策保有株式数は、2011年度から2014年度までの変化、外国人株式所有比率、設備投資・売上高比率は、2011年度から2014年度までの平均。
 4. 設備投資・売上高比率 = 設備投資額 / 売上高。

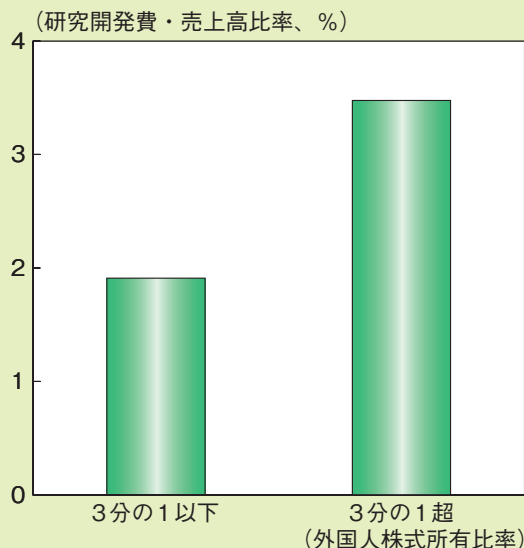
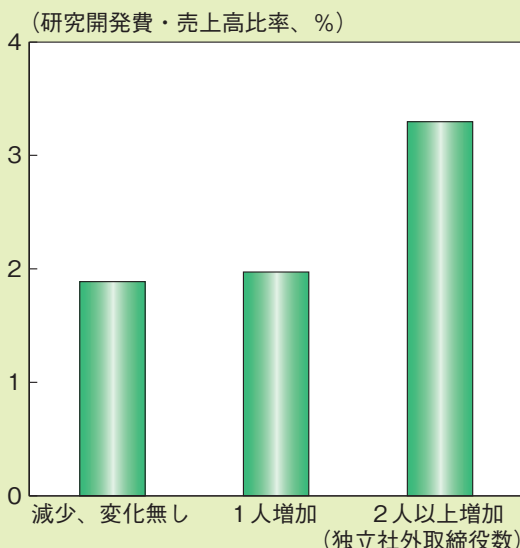
の課題を点検した。

企業が行う投資の中でも、まず、設備投資の動向をみると、世界金融危機以降、その回復テンポに遅れがみられている。特に、2013年以降、企業収益が過去最高の水準となるなど企業の投資環境が大きく改善する中であっても、設備投資は依然として力強さを欠いている。設備投資が力強さを欠く背景として、国内については需要や成長予想の伸び悩み、また海外に目を向ければ経済のグローバル化が進む中で企業を取り巻く競争環境に変化が生じていることなどが考えられる。こうした中、企業には、M&Aや研究開発、海外投資を含めた設備投資以外への投資を拡大する動きがみられるようになった。

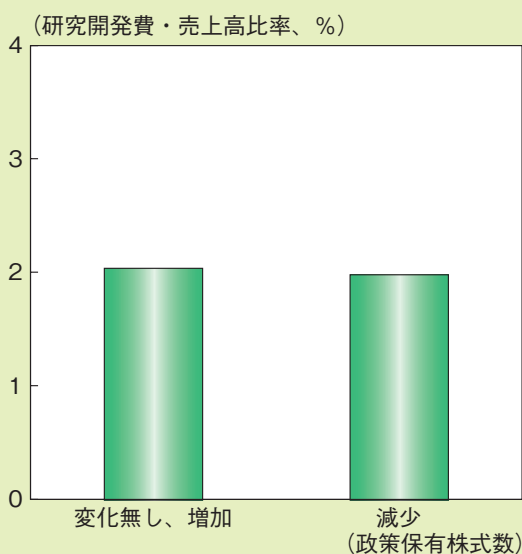
第3-2-6図 コーポレート・ガバナンス指標と研究開発費・売上高比率の関係

コーポレート・ガバナンスへの取組により、研究開発費が高まる可能性

(1) 独立社外取締役数と研究開発費・売上高比率 (2) 外国人株式所有比率と研究開発費・売上高比率



(3) 政策保有株式数と研究開発費・売上高比率



- (備考)
1. 日経NEEDS、Bloombergにより作成。
 2. 対象企業は、上記のデータベースより2011年度以降の連結決算データが取得でき、必要項目に欠損値のない金融業、保険業を除く東証1部上場企業(1,223社)としている。
 3. 独立社外取締役数、政策保有株式数は、2011年度から2014年度までの変化、外国人株式所有比率、研究開発費・売上高比率は、2011年度から2014年度までの平均。
 4. 研究開発費・売上高比率 = 研究開発費 / 売上高。

成長力強化に向けては、企業活動が高い付加価値を生み、成長予想の引上げにつなげていくためにも、政府の取組に加え、企業自らが有望な投資案件に前向きに取り組む姿勢を強め、思い切った投資を行うことが重要となる。特に、少子高齢化やグローバル化など企業をめぐる環境に変化が生じる中、そうした環境の変化を企業成長の好機とすべく、より積極的な経営判断を後押しする仕組みを強化し、浸透させていくことが重要である。本章の分析では、コーポレート・ガバナンスへの取組を強化した企業は、より積極的な投資行動をとることにより、企業の収益力を高め、経済の成長力強化に寄与する可能性を指摘している。