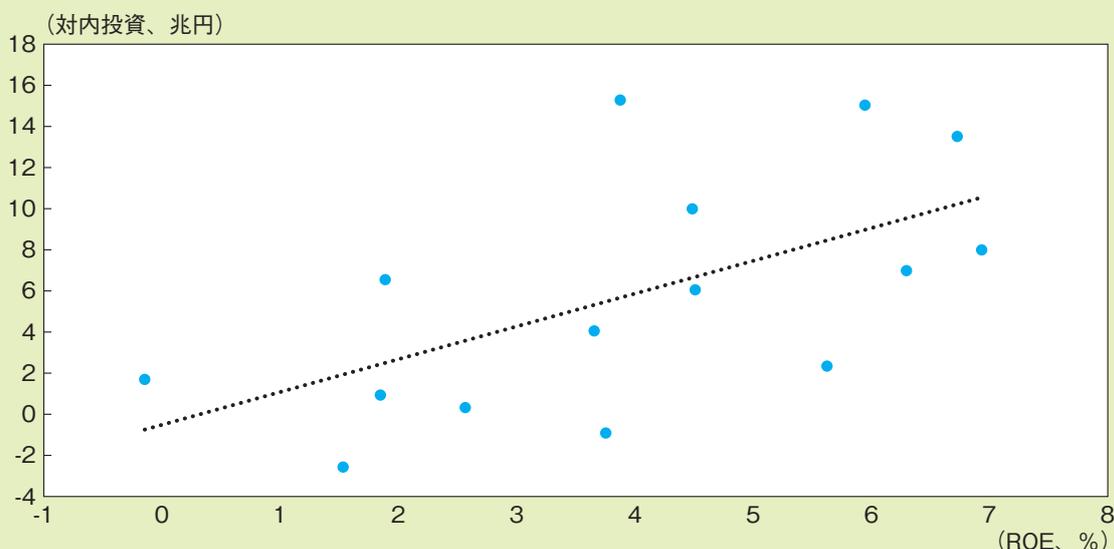


第3-2-1図 ROEと対内投資の関係

企業の収益力の向上は、対内投資を通じ、我が国へ外国企業や資本を呼び込む可能性



- (備考) 1. 財務省「国際収支統計」、「法人企業統計」により作成。
 2. ROEは、以下のとおり。

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産} - \text{新株予約権}}$$
 ただし、「純資産 - 新株予約権」については、期首・期末平均値を用いている。
 3. 対内投資は、対内直接投資と対内証券投資（株式等）の合計。
 4. 2000年度から2014年度のROEと対内投資の関係をプロットしたもの。

●企業の収益力の向上は、対内投資を通じ、我が国へ外国企業や資本を呼び込む可能性

積極的な経営判断を促すとともに、企業の収益力の向上に向けた取組を後押しすることは、投資対象先としての企業の魅力を高め、成長力の向上にもつながると考えられる。

そこで、我が国について、企業のROEと株式を中心とした海外からの対内投資の関係をみると、緩やかながらも正の関係がみられる（第3-2-1図）。対内投資を通じて、我が国へ外国企業・資本を呼び込むことは、優れた技術や新たなノウハウをもたらし、我が国のイノベーション創造や技術集積の高付加価値化を促進させる可能性を有している。

企業の収益力が向上することは、企業の持続的な成長力や競争力を高めるとともに、そうした成長の果実が雇用機会の拡大や賃金上昇等を通じて家計部門に還元されていくことにより、経済全体の成長につながっていくことも期待される。

2 コーポレート・ガバナンスへの取組は加速

コーポレート・ガバナンスの強化は、投資に向けた制度改革の最重要課題として位置付けられている。ここでは、コーポレート・ガバナンスをめぐる最近の動きを概観するとともに、諸外国と比べても遅れがみられる我が国企業の収益力について、企業のコスト・リターン構造を基に分析する。

●近年、コーポレート・ガバナンスをめぐる取組が大きく加速

我が国では、近年、コーポレート・ガバナンスをめぐる取組が大きく加速している。その背景には、コーポレート・ガバナンスの強化を通じて、経営者のマインドを前向きに変え、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることがある。これにより、我が国企業、ひいては我が国経済全体の収益力・生産性を高める効果が期待される。

政府においても、我が国企業のコーポレート・ガバナンスの向上に向けた制度整備を進めている。2013年6月に「日本再興戦略」が閣議決定され、コーポレート・ガバナンスの強化が目標として掲げられて以来、社外取締役の導入を促す会社法の改正、健全な企業家精神の発揮を促し、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを目的としたコーポレートガバナンス・コードの策定¹⁹、日本版スチュワードシップ・コードの策定²⁰などの取組が行われてきた。さらに、より実効的にガバナンスを機能させるため、2015年8月には、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」を開催し、同会議において「取締役会のあり方」についての意見書²¹を取りまとめた。

●コーポレート・ガバナンスの強化の中で注目される ESG 投資

コーポレート・ガバナンスの強化を進めていくためには、機関投資家サイドからの上場企業に対する働きかけを高めていくことも重要となっている。こうした中、投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すための機関投資家の諸原則を策定した日本版スチュワードシップ・コードに加え、最近では、企業評価の新たな視点として、ESG投資の持つ役割が注目されている。

ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）の頭文字を取ったものであり、非財務情報の中で、企業価値に影響すると考えられる情報を表している。こうした企業の非財務情報を投資決定プロセスに取り入れた機関投資家による投資をESG投資と呼び、世界の年金基金などの機関投資家は、安定した投資収益を獲得するため、企業評価において、業績見通しや財務情報に加え、ESGなどの非財務情報を考慮する傾向を強めている。

●我が国企業の収益力は欧米に比べ遅れ

コーポレート・ガバナンスをめぐる取組が加速する一方、我が国企業のROEやROAは、最近改善がみられるものの、国際的にみても低い水準で推移するなど、企業の収益力には課題も残っている²²。そこで、我が国企業における収益力の遅れを分析するために、日米欧の企業に

注 (19) 「コーポレートガバナンス・コード」については、2015年末までに、約2,500社の上場会社がコードへの対応状況を公表している。
(20) 「日本版スチュワードシップ・コード」については、2016年5月27日までに、計207の機関投資家が受け入れを表明。
(21) 本意見書では、取締役会のあり方に関し、「形式」的な対応ではなく、「実効」的なコーポレート・ガバナンスを実現していく上で、現時点で重要と考えられる視点を示している。具体的には、最高経営責任者の選解任のあり方、取締役会の構成、取締役会の運営、取締役会の実効性の評価が挙げられている。
(22) 内閣府（2015）第3章第2節を参照。

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。