

目指すべき企業経営のあり方研究 データ・関係情報資料

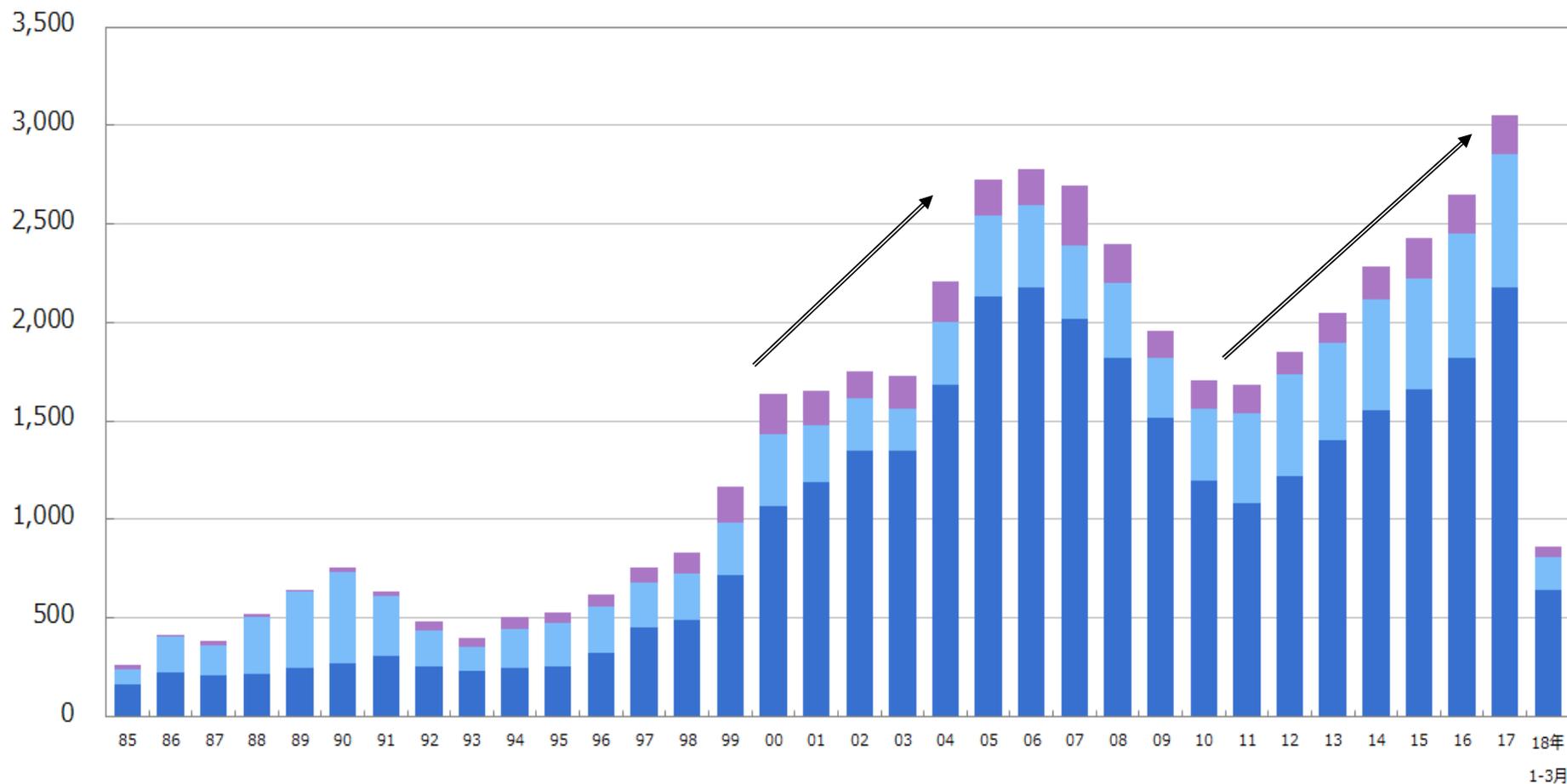
2018年6月

一般財団法人アジア太平洋研究所

日本企業のM&A件数の推移

2000年以降、日本企業のM&Aの件数は、経済危機時の減少局面はあるものの、企業利潤の拡大とあわせて増加傾向にある。

■ IN-IN : 日本企業同士のM&A ■ IN-OUT : 日本企業による外国企業へのM&A ■ OUT-IN : 外国企業による日本企業へのM&A



出所:レコフ社のM&Aデータベース

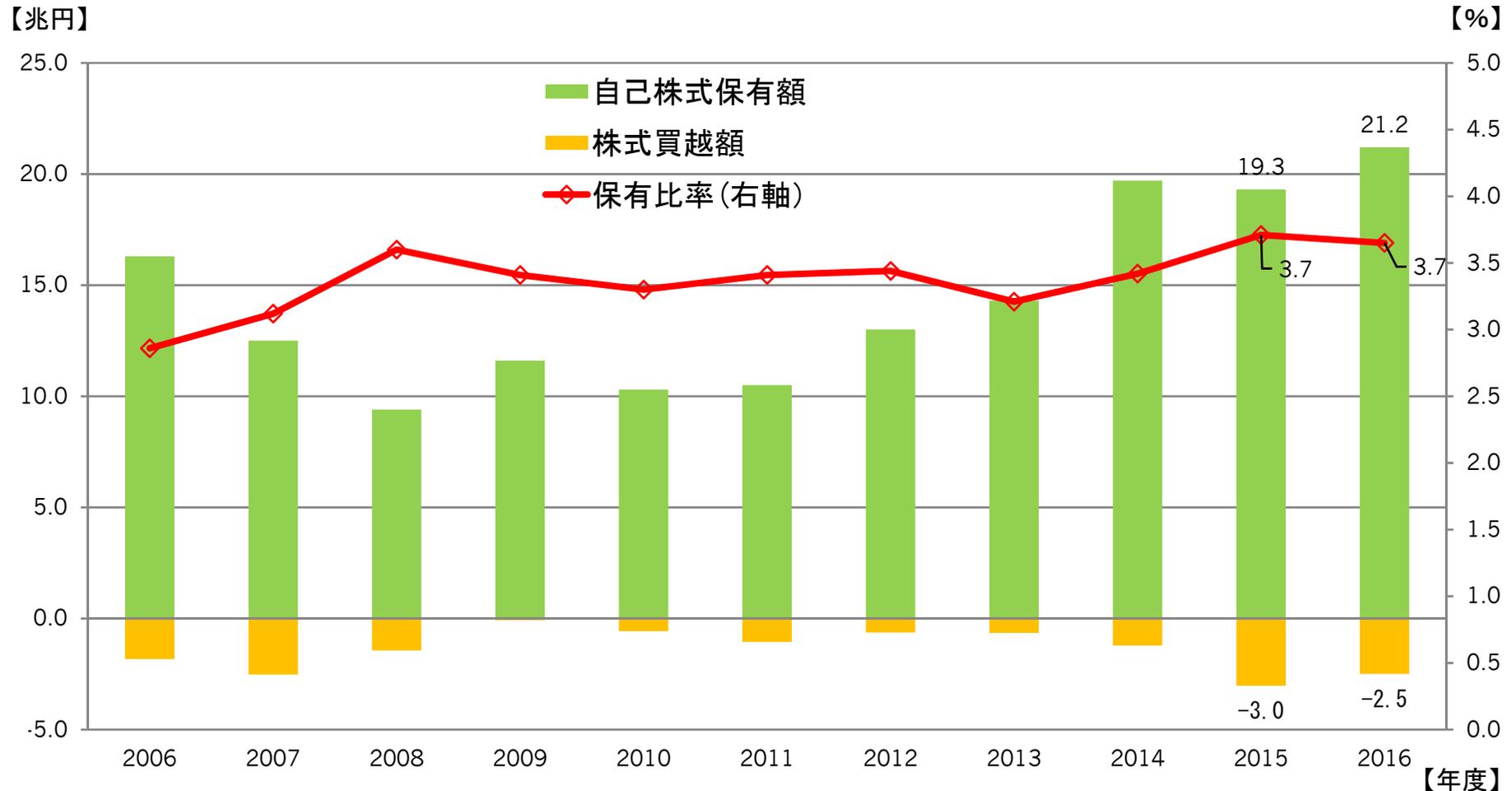
M & A関連法制整備(規制緩和)の主な経緯

	商法、会社法	その他法律	税務・会計制度
1997年	合併手続きの簡素化 ストックオプション導入	持株会社解禁(独禁法改正)	
1998年		金融持株会社の設立等解禁	
1999年	株式交換・移転制度導入		株式交換・移転税制施行
2000年			金融商品の時価評価導入
2001年	会社分割制度導入 金庫株解禁 新株予約権制度創設 種類株式の拡充		組織再編税制施行 適格組織再編成にかかる 譲渡益課税繰り延べ
2002年			連結納税制度施行
2003年	取締役会決議のみで自己株式 取得可能に	産業活力再生特別措置法改正 (三角合併の導入)	
2005年	三角合併等整備(会社法)		
2006年			株式交換・株式移転税制の 組織再編税制への組み入れ
2007年			三角合併にかかる組織再編 税制施行
2010年			グループ法人税制導入

出所: 政府ホームページ等より作成。

企業の自社株(金庫株)の保有額・保有比率の動向

自社株買いの増加に伴い、自社株保有額は増えてきている。2016年度末時点で金庫株は21.2兆円である。前年度比で約2兆円の増加である。売買状況を見ると、2015年度で3.0兆円、2016年度で2.5兆円の買い越しとなり、ROE向上に対する取り組みとして、自社株買いが継続して行われている状況がうかがえる。



注: 株式買越額は、投資部門別株式売買状況における「事業法人・その他法人」の買金額－売金額のことであり、マイナス表記している。
出所: 全国4証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

企業が投資家に資金を戻す傾向が強い株式市場

近年、企業業績向上から内部留保による自己資本が増加し、資本コストの上昇やROEの低下を抑えるため、自社株買いが活発に実施されていると見られる。

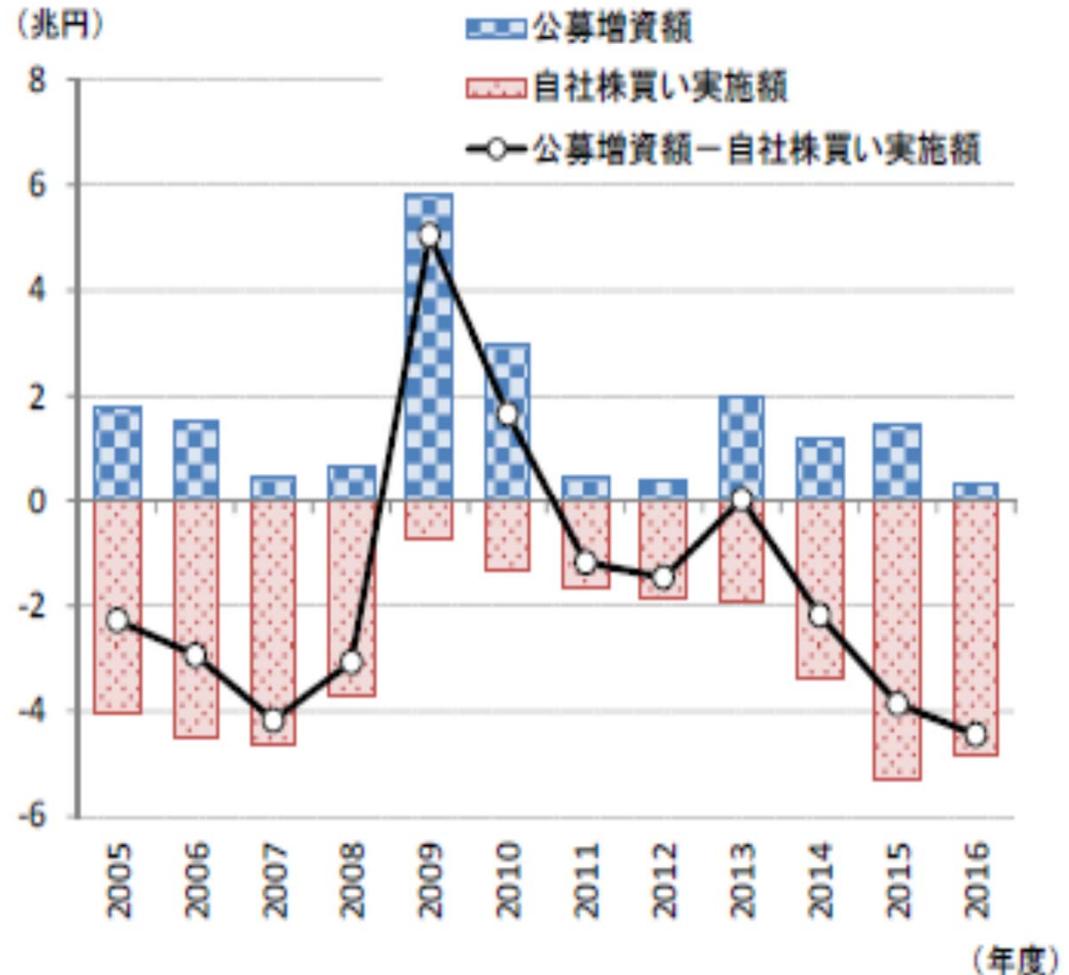
日米欧の株主還元性向の比較
(日本：2017年3月期、欧米：2016年12月期)

	株主還元性向(%)		
	配当性向(%)	自社株買い性向(%)	
日本	31.4	15.9	47.4
欧州	67.0	21.8	88.9
米国	40.3	56.6	96.9

注：株主還元性向とは、配当金と自社株買い総額の合計額を税引後利益で割った比率。
自社株買い性向とは、自社株買い総額を税引後利益で割った比率。

出所：大和証券資料(2017年12月)

公募増資額と自社株買い実施額の比較

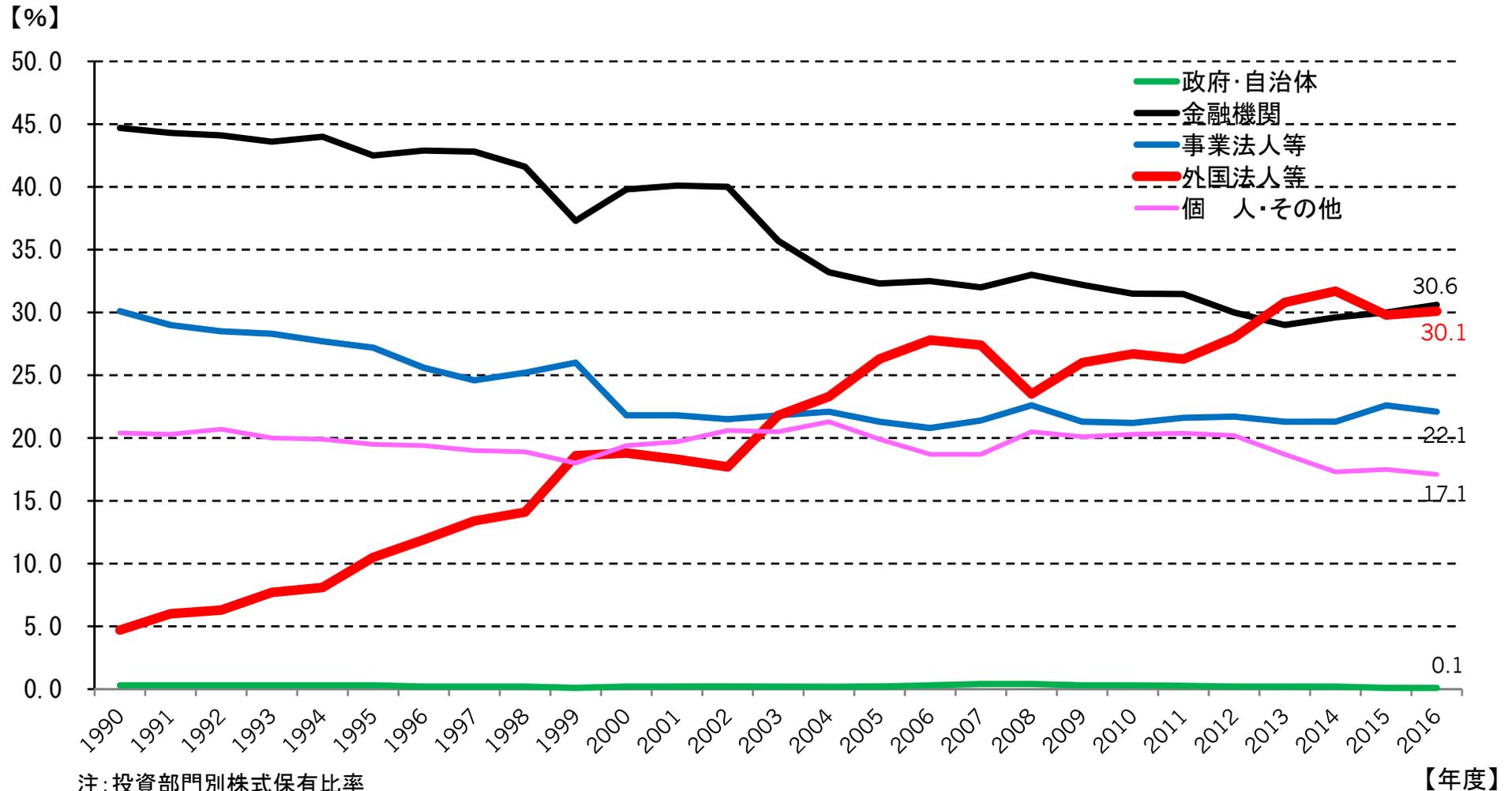


注：公募増資は海外事業を含む。自社株買い実施額はマイナスで表記している。

出所：日本証券業協会「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成。

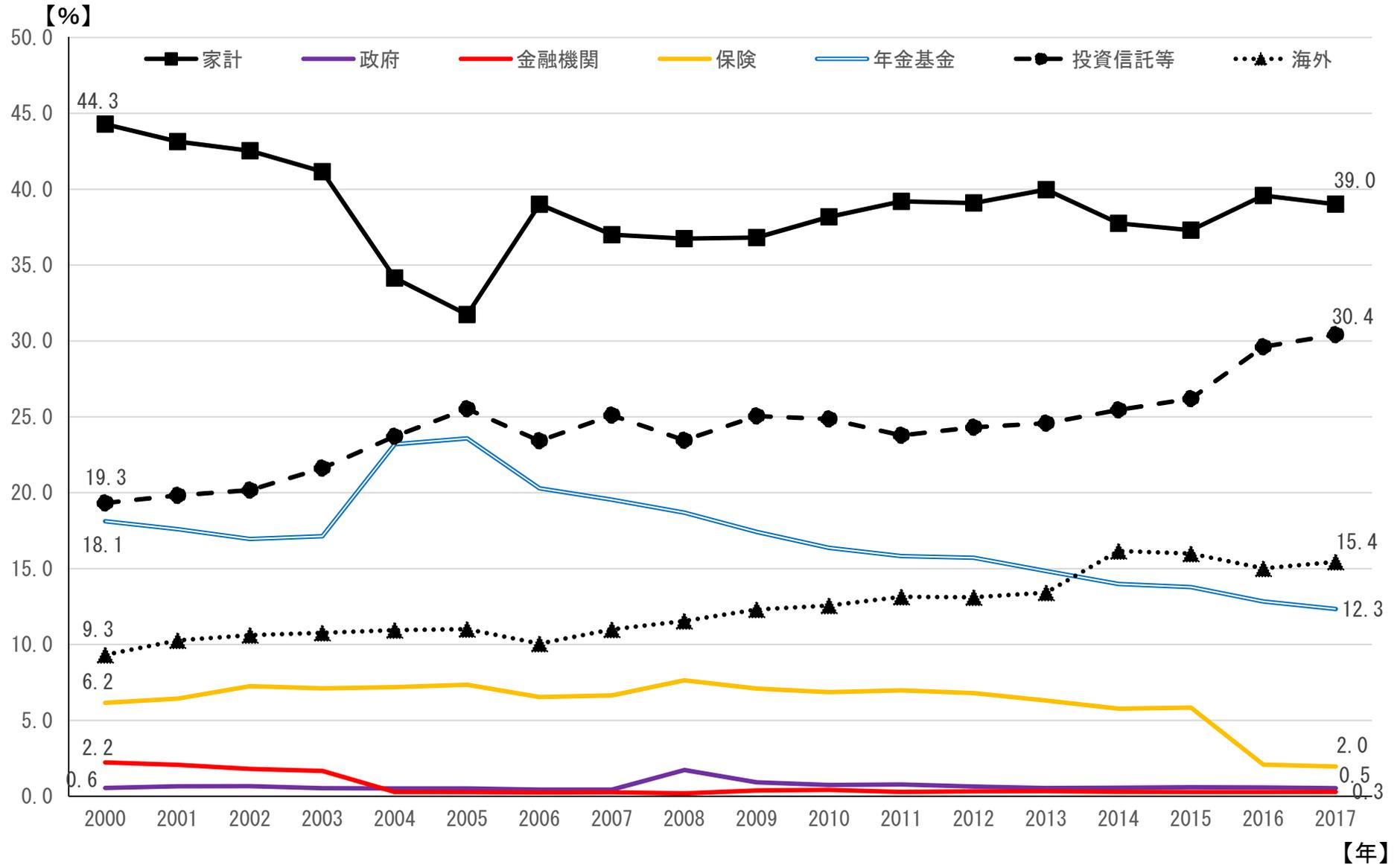
株式保有比率の長期動向(日本)

1990年代に入って、金融機関や事業法人による株式持ち合いの解消が進展した。代わりに、外国法人の株式保有比率が拡大して行った。2016年度、外国法人等の保有比率は30.1%になっている。近年、アクティビスト・ファンドの活動も目立つようになっている。



注：投資部門別株式保有比率
出所：全国4証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

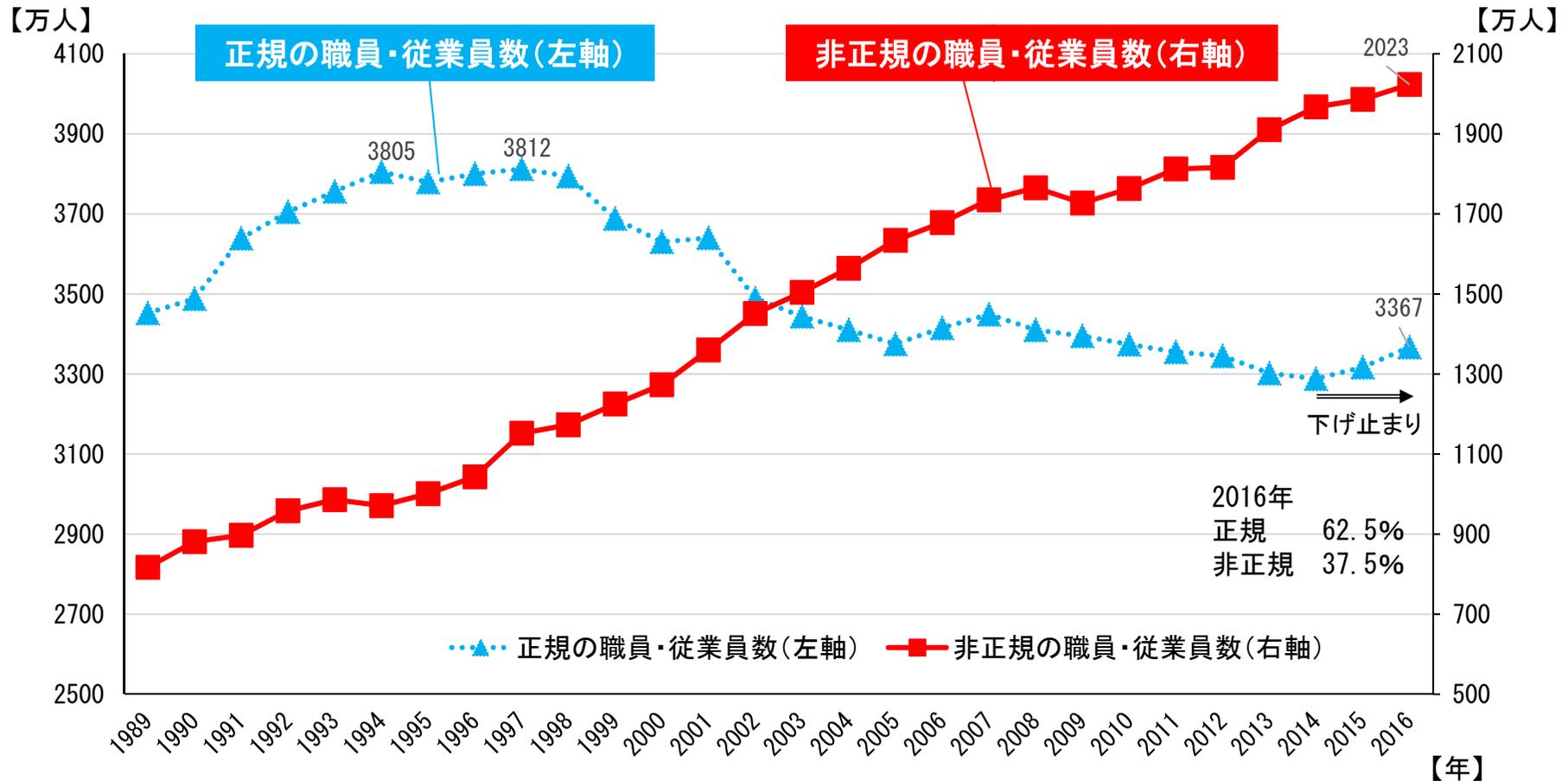
株式保有比率の長期動向(米国)



出所: Federal Reserve Statistical Release, "Financial Accounts of the United States" より作成。

非正規雇用者の拡大

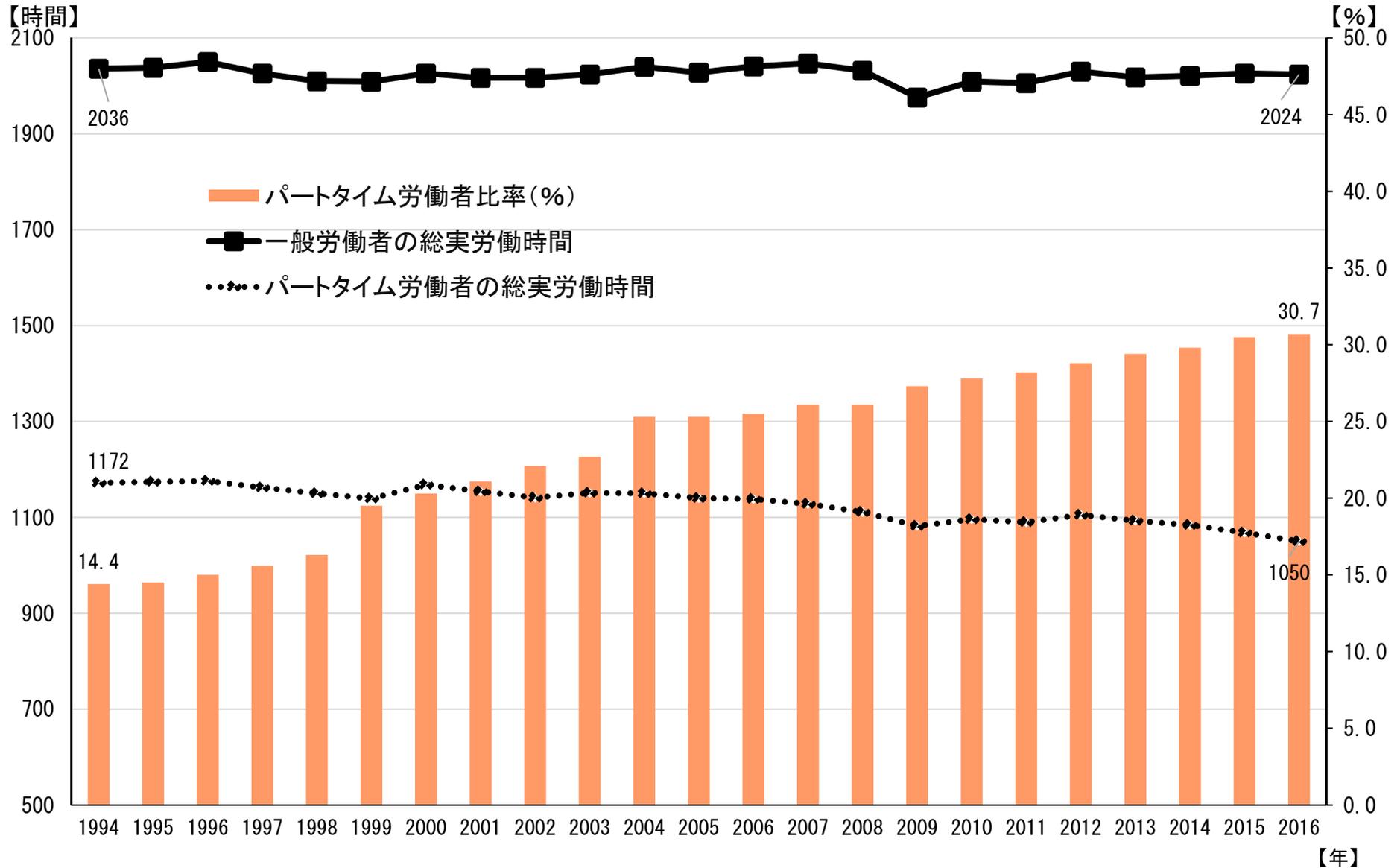
投資家が利益還元を迫る中で、日本企業は長期雇用関係の維持という強みを捨てて、非正規雇用者を増やすという行動をとってきている。非正規雇用者の増加により、現場での改善、改良の力が落ち、ノウハウの伝承も困難になる。例えば、QCサークル活動が2000年以降に大幅に減少と指摘。(日経新聞11/29経済教室、長田洋・文教大学教授)



注：2001年以前は各年2月の値、2002年以降は各年の年平均値。

出所：2001年以前は総務省「労働力調査特別調査」、2002年以降は総務省「労働力調査詳細集計」より作成。

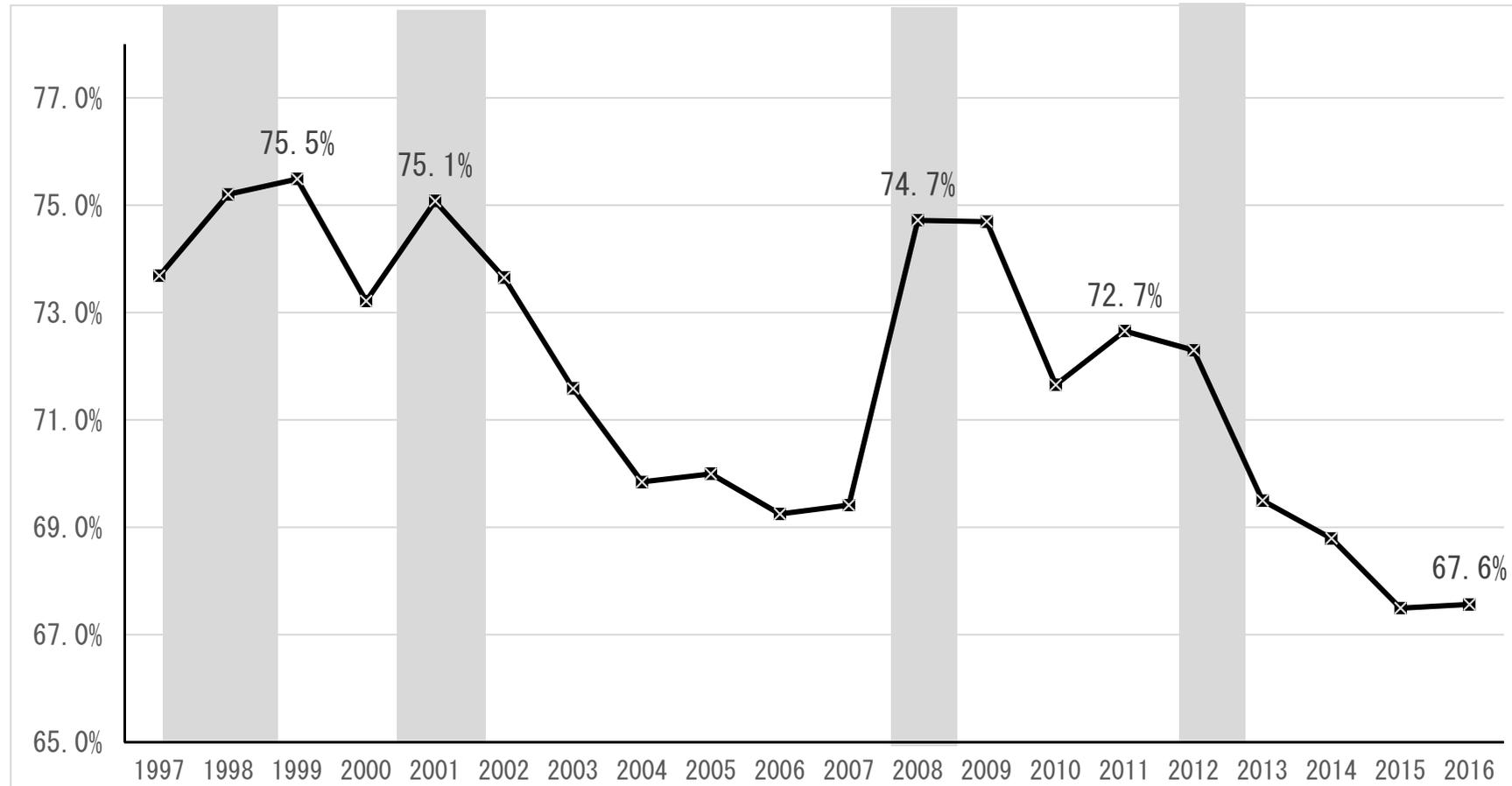
就業形態別年間労働時間とパートタイム労働者比率の推移



注: 事業所規模5人以上
出所: 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より作成。

労働分配率の推移

日本では、景気後退期にあつては、企業は従業員の雇用維持に努力するので、分子の人件費は大きく変動せず、分母の付加価値額は景気動向によって大きく変動するため、労働分配率は景気動向と逆相関の動きを示す。景気が好調になると、企業の付加価値額が増加し、労働分配率は低下しやすい。



注：金融業、保険業を除く全産業計。

労働分配率＝人件費÷付加価値、網掛け部分は景気後退期。

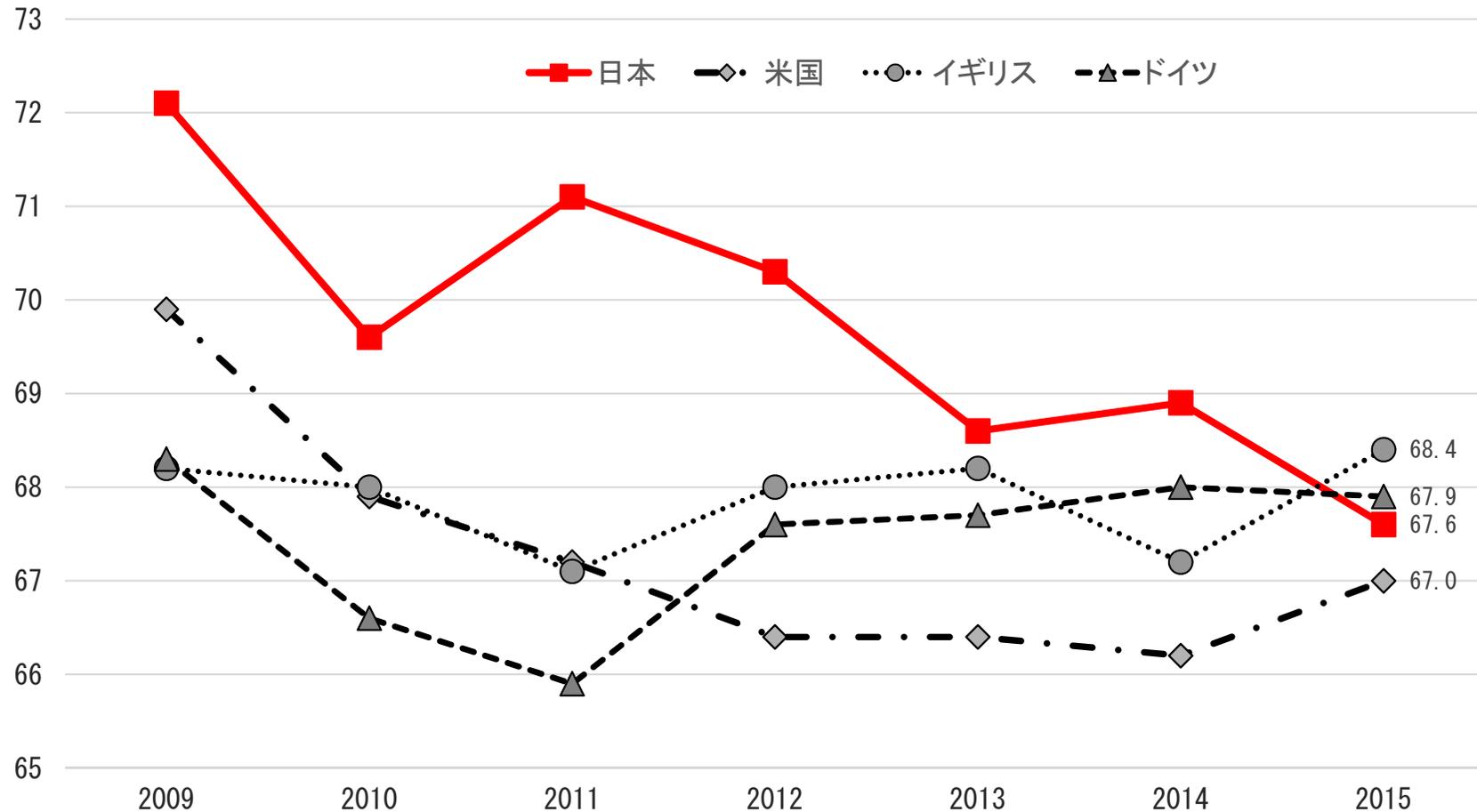
出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

(年度)

労働分配率の国際比較

国際的には労働分配率の長期的な低下傾向が見られる中で、日本の労働分配率は総じて他国に比べて高い水準となっている。マクロの労働分配率は、中長期的には、技術革新などに伴う産業構造や雇用形態の変化に大きな影響を受ける。単純作業の機械化など、技術革新に伴う資本による労働の代替が低下要因になる。

【単位：%】



注：労働分配率＝雇用者報酬／要素費用表示の国民所得

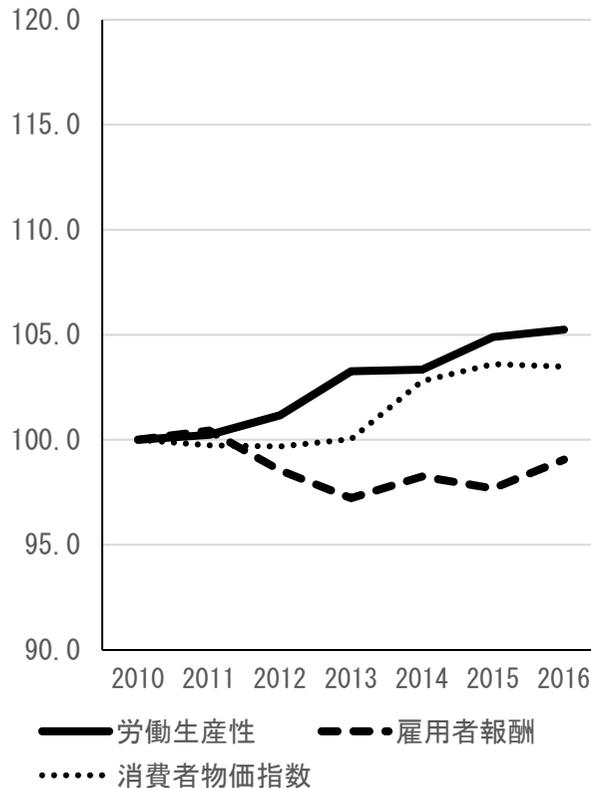
出所：独立行政法人 労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較2017」より作成。

【年】

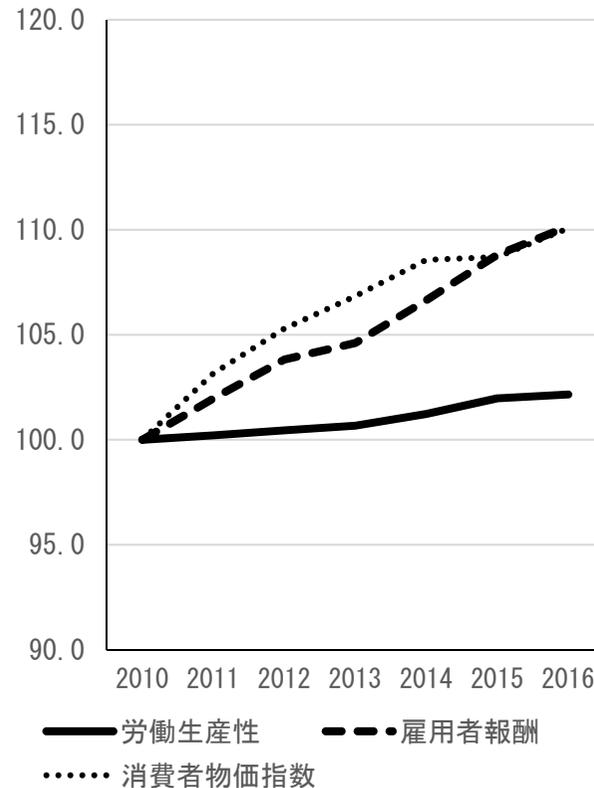
雇用者報酬と労働生産性(国際比較)

日本の賃金の低下は生産性が低下するようになったためなのかというと、そうではない。米国では、労働生産性の伸び以上に雇用者報酬が引き上げられている。EUでは、労働生産性と雇用者報酬の伸びは並行している。一方、日本では、雇用者報酬の伸びは労働生産性の伸びを一貫して下回っており、賃金の抑制が働いていることが確認される(生産性向上の成果が賃金へ十分には分配されていない)。

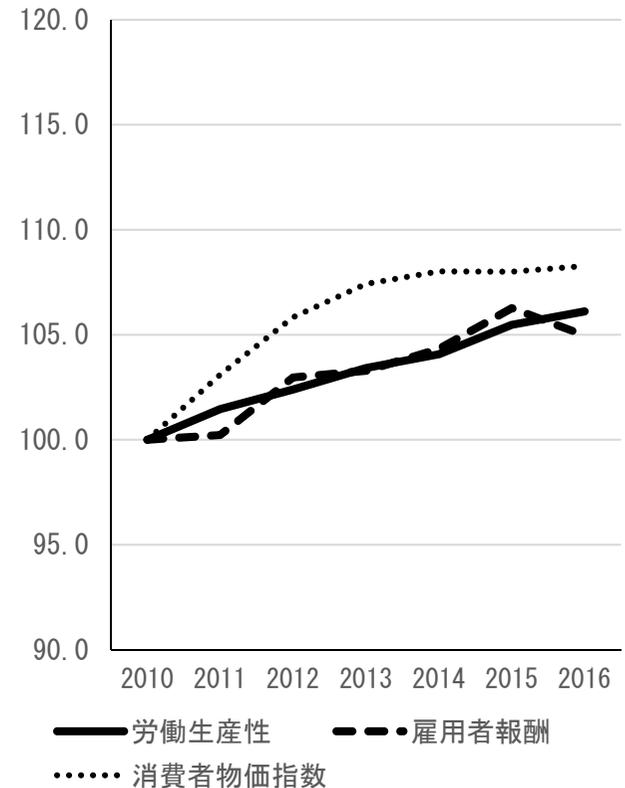
日本



米国



EU

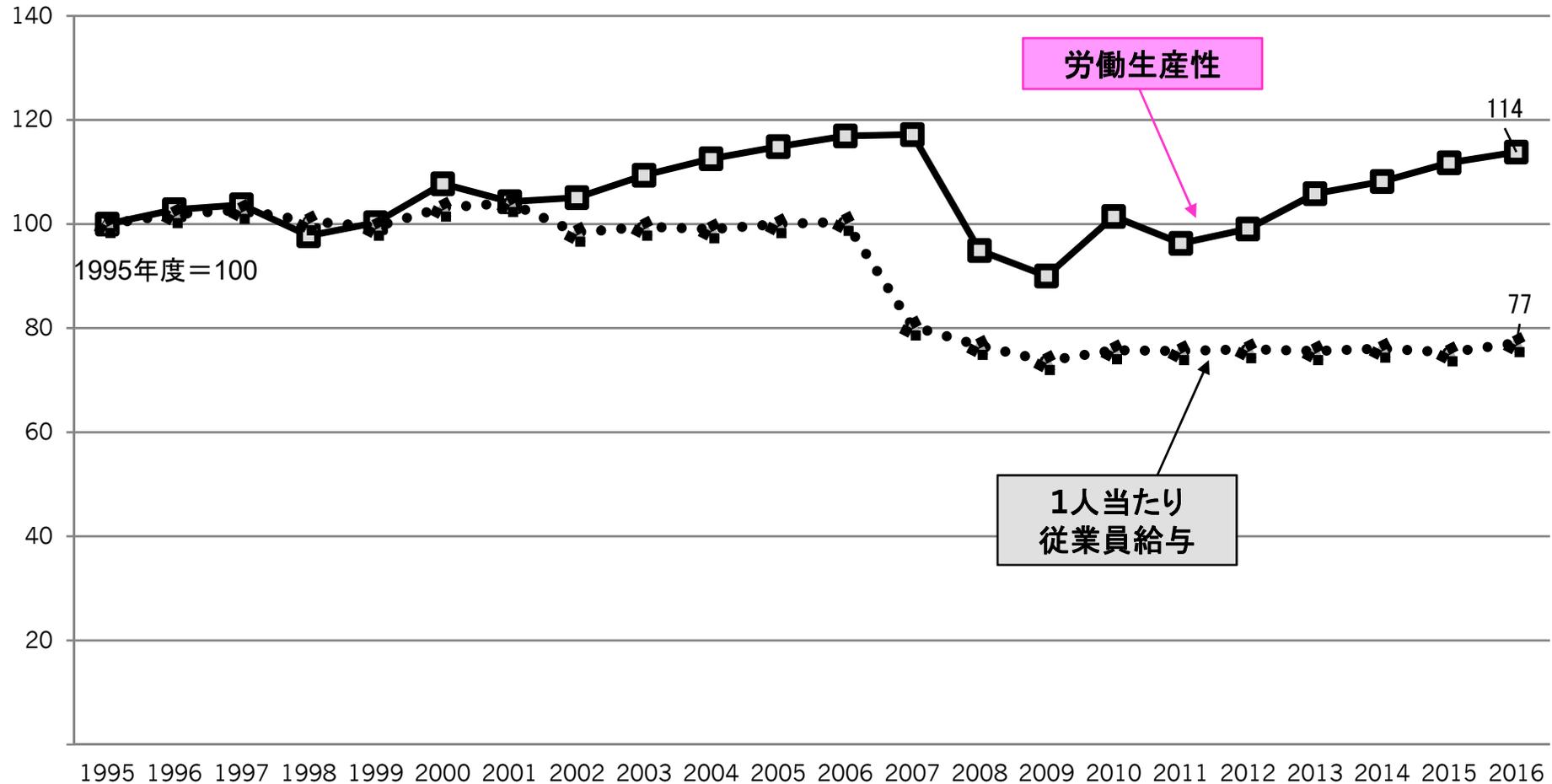


注: 2010年=100とする。労働生産性は1時間当たり、雇用者報酬は1時間当たりの値。EUは28か国トータルの数値。

(出所) OECD Database より作成。

労働生産性と従業員給与(日本)

2000年以降、労働生産性の伸びに比べて、従業員給与は抑制されているか、低い水準にとどめられている。その差は近年大きく拡大している。労働生産性の向上の成果が従業員給与に公正に分配されていない。



注: 金融業、保険業を除く全産業計(規模は資本金10億円以上)。

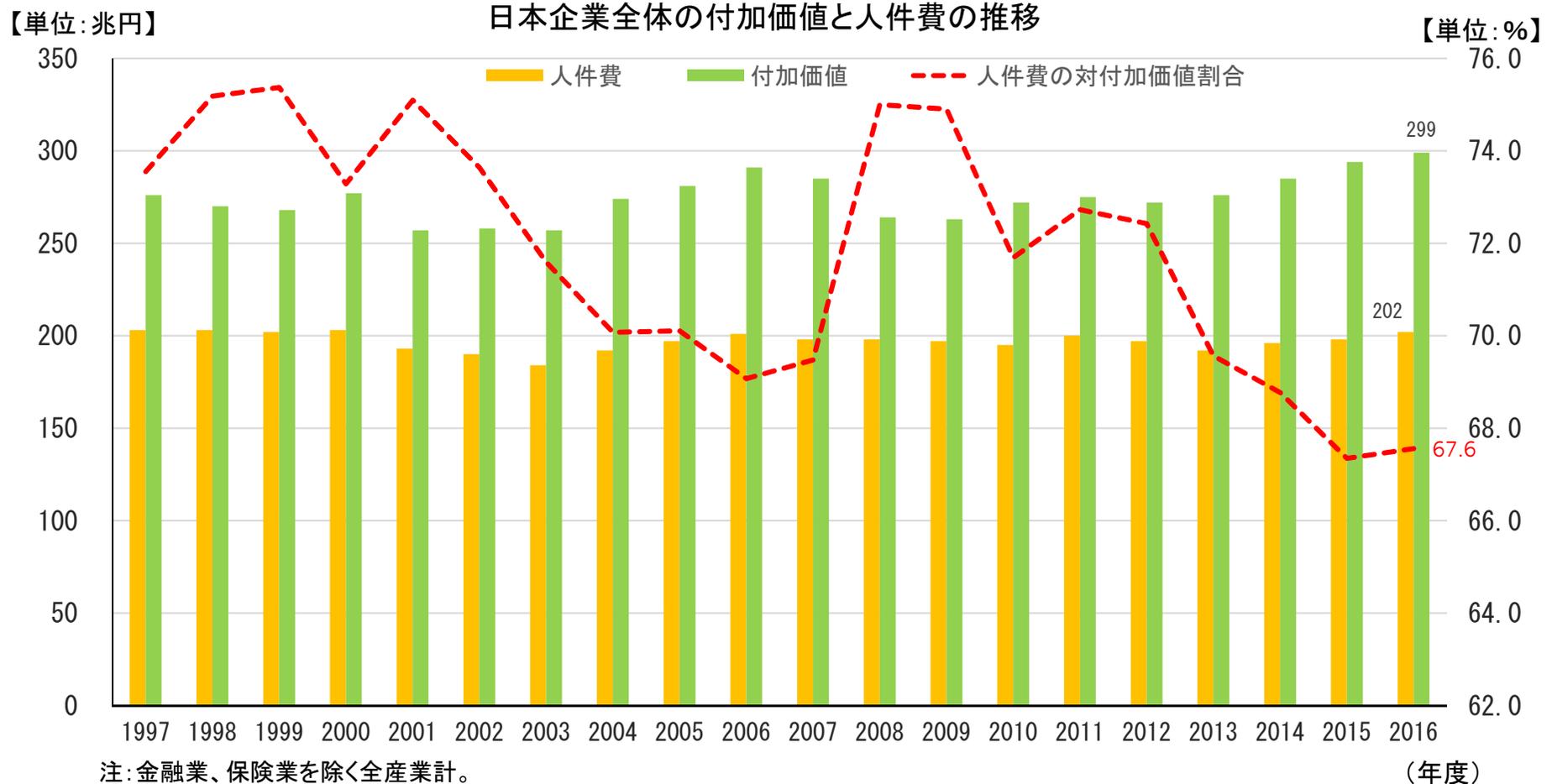
労働生産性 = 付加価値 / 従業員数

出所: 財務省「法人企業統計調査」より作成。

【年度】

企業の付加価値と人件費の推移

付加価値の増加に比べて、人件費の増加は抑制的である。2016年度と2012年度を比べると、付加価値は4年間で27兆円増加したが、人件費は5兆円の増加にとどまっている。雇用維持を優先し、人件費を抑制してきたといえるが、利益剰余金の増加につながっている。

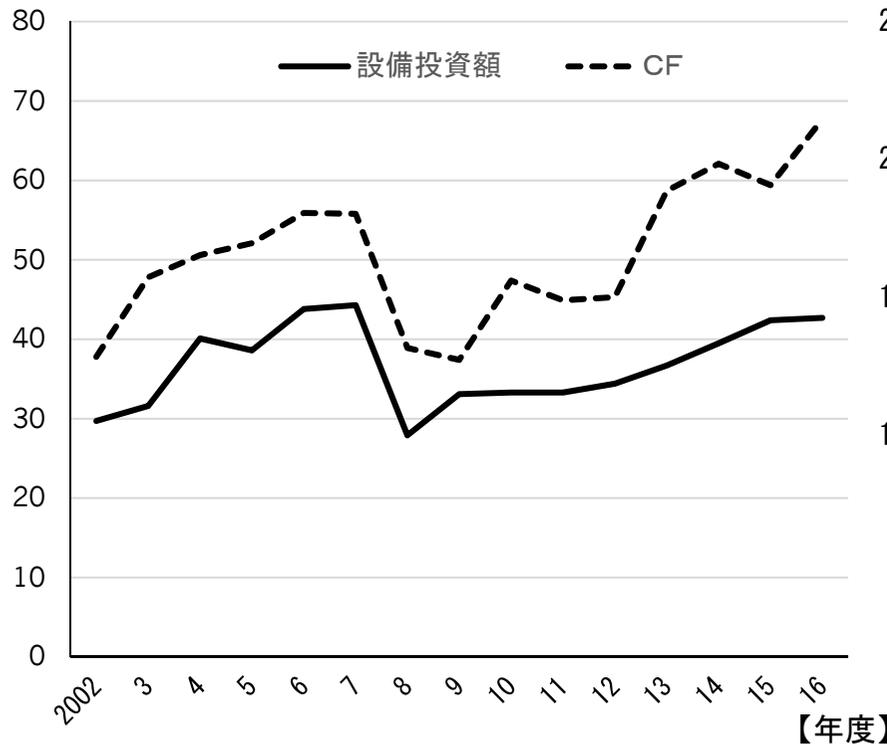


企業の設備投資額水準の推移

設備投資額の水準は、2013年以降の現在の景気好調に伴い増加してきている。しかし、キャッシュフロー（社内留保＋減価償却費）との対比では、設備投資は力強さに欠ける。企業規模で見ると、中堅企業・中小企業の設備投資水準は増加傾向にあるが、資本金10億円以上の大企業の設備投資水準は低調である。

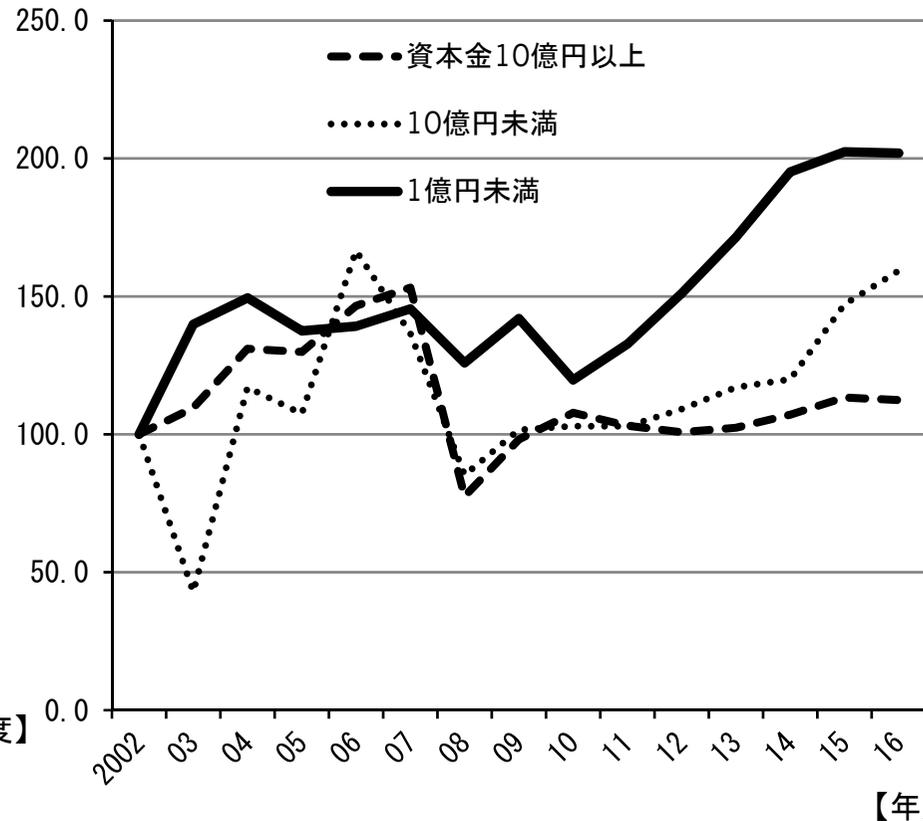
日本企業の設備投資額とキャッシュフローの推移

【兆円】



注：設備投資額はソフトウェアを除くもの。
CF＝社内留保（フロー）＋減価償却費
注：金融業、保険業を除く全産業計。
出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

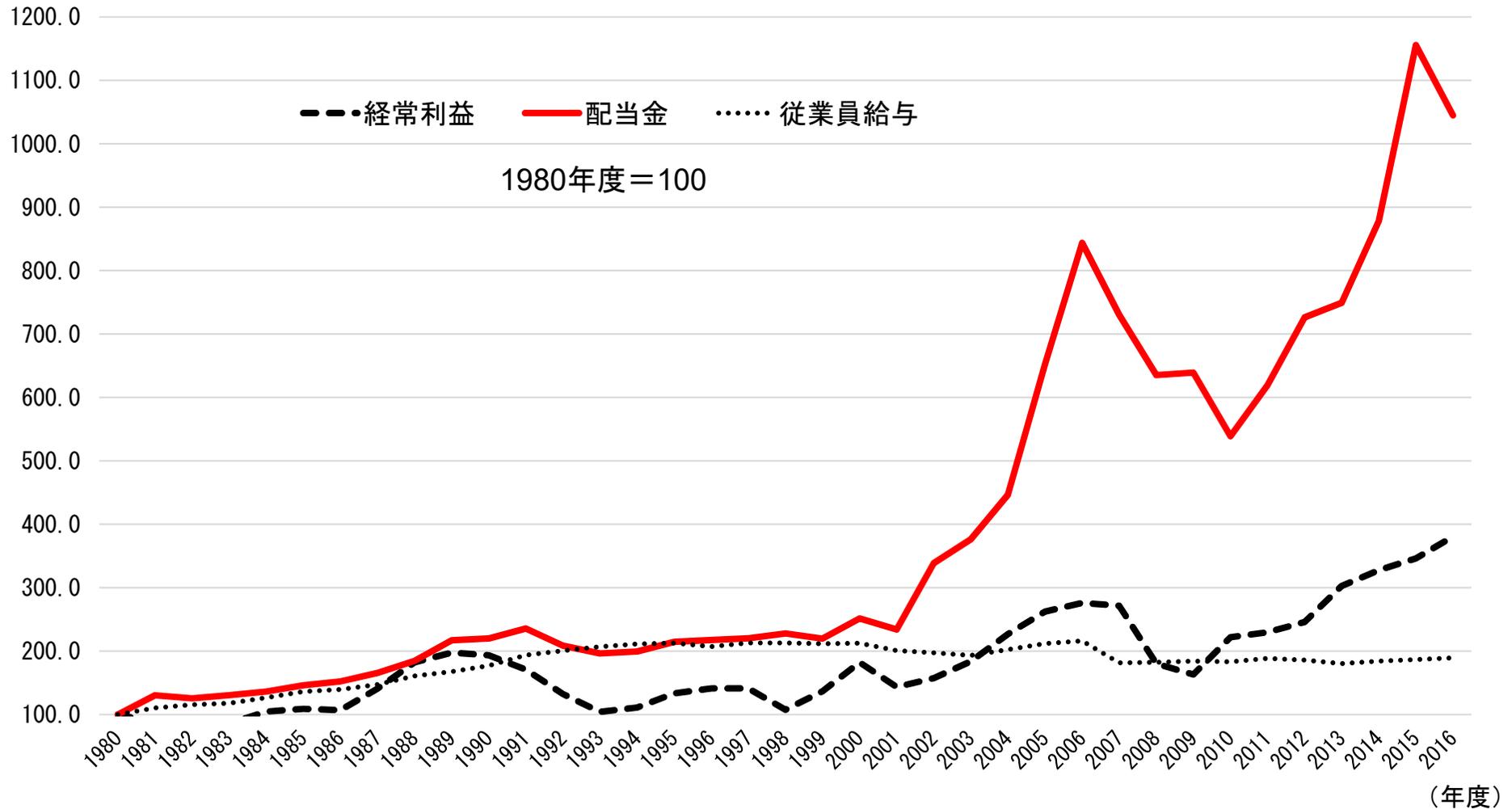
日本企業の設備投資額水準の推移(2002年度＝100)



注：金融業、保険業を除く全産業計。
出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

企業の配当金と人件費の推移

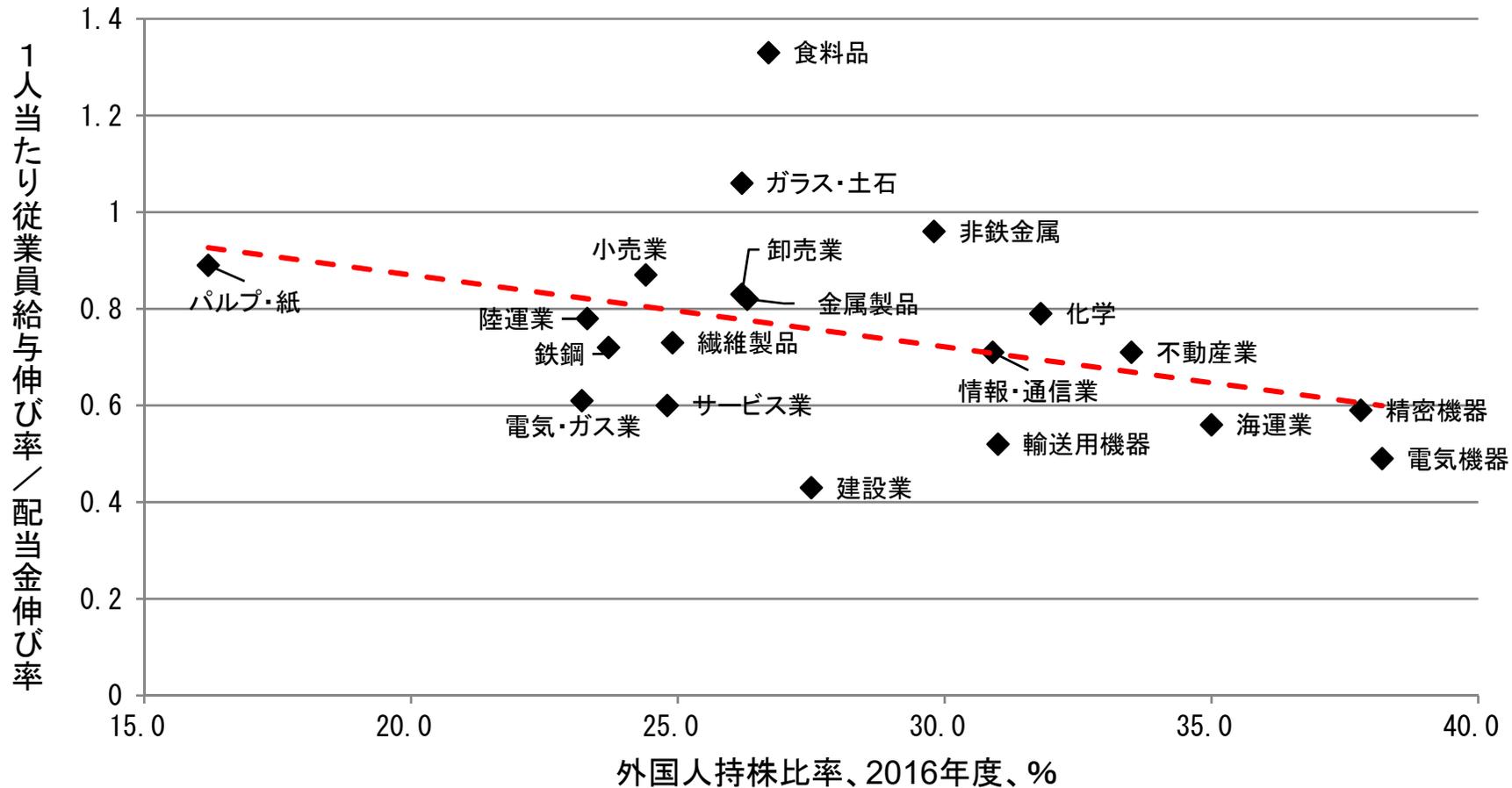
日本企業においては、2000年代から、株主配当の伸びが従業員給与の伸びを上回ることが顕著になっている。海外機関投資家を中心に配当水準を欧米並みに引き上げるよう求める声が強まったことが背景にある。一方、企業利益の伸びほど従業員の給与は上がっていない。



注：金融業、保険業を除く全産業計。
出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

外国人持株比率と賃金伸び率／配当金伸び率

2012年度から2016年度までの賃金の伸び率／配当の伸び率の比と外国人持株比率との関係図を見ると、外国人持株比率が25%を越えるあたりから、傾向として、賃金の伸び率に比べ配当の伸び率が高くなるが見てとれる。



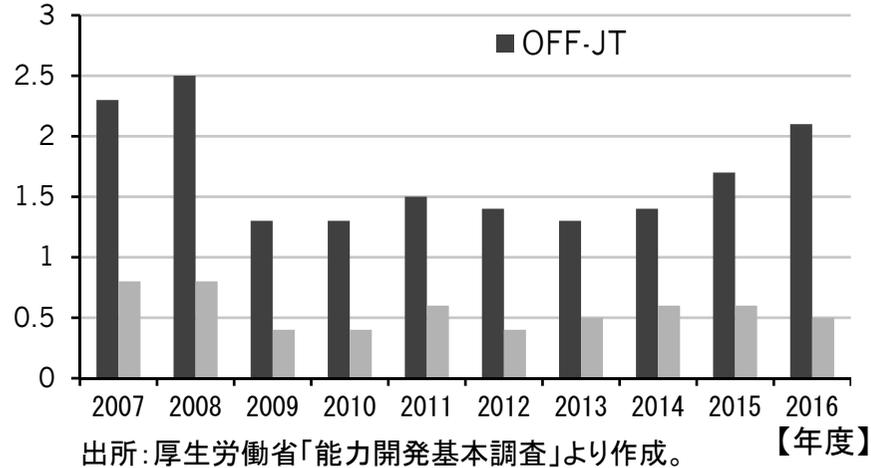
注：1人当たり従業員給与伸び率＝2016年度の1人当たり従業員給与／2012年度の1人当たり従業員給与
配当金伸び率＝2016年度配当金額／2012年度配当金額

外国人持株比率は、2016年度の業種別保有比率。外国人は法人と個人の両方を含む。

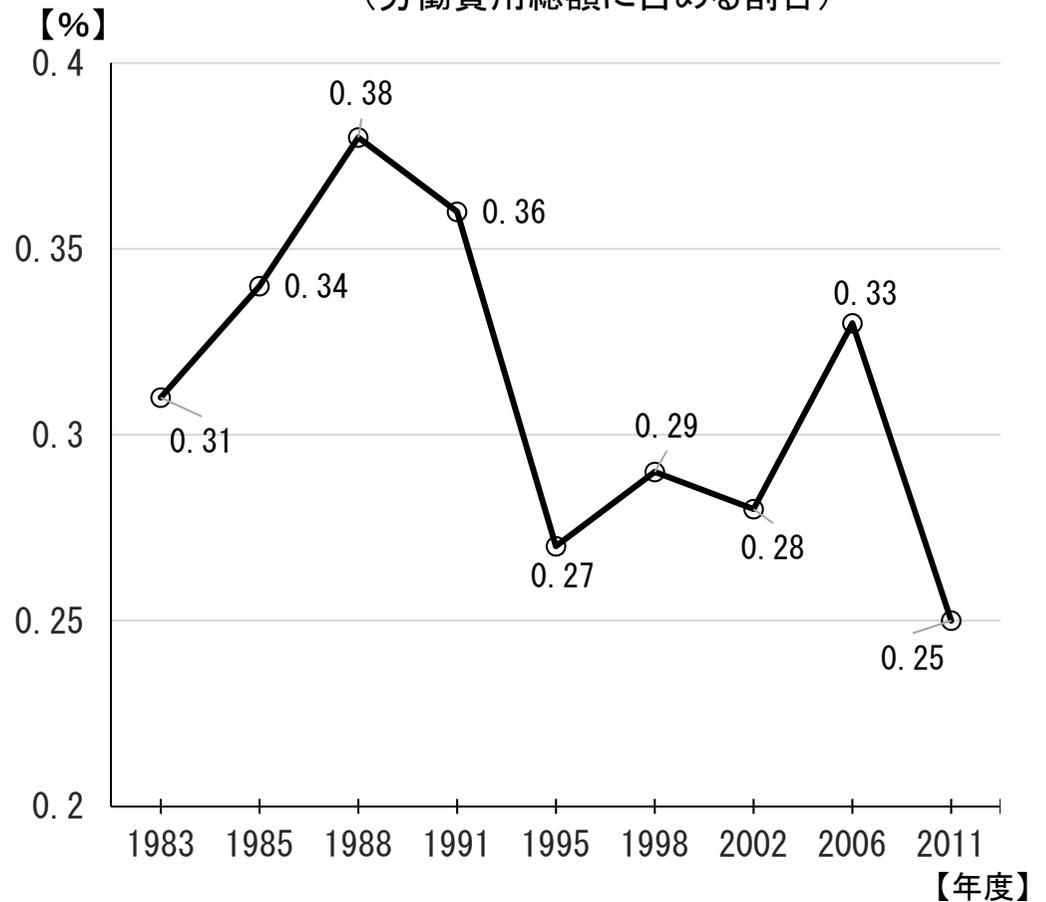
出所：財務省「法人企業統計調査」、東京証券取引所「2016年度株式分布状況調査」より作成。

日本企業は、1990年代以降、人材投資を圧縮。もともと、OJT以外の人材投資はわが国では少ないが、低い傾向は変わらない。人材投資、人材育成への企業の取り組み低下は、わが国労働者の質の劣化を招く。

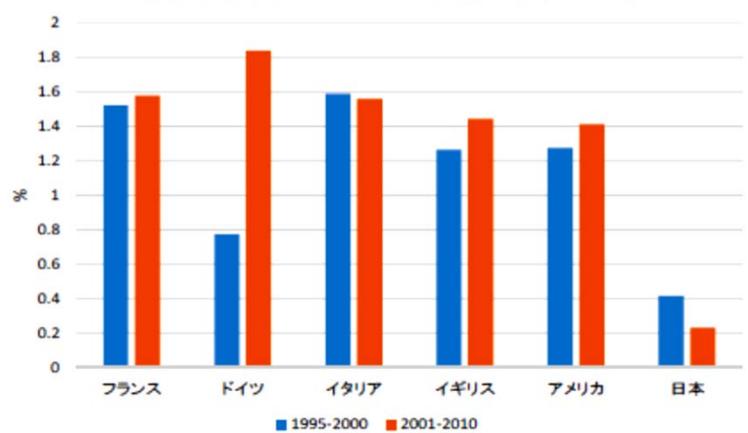
OFF-JT、自己啓発に支出した労働者一人当たり費用
【万円】



企業の人材育成・教育訓練費
(労働費用総額に占める割合)



人材育成投資(OJT以外)の国際比較(GDP比)



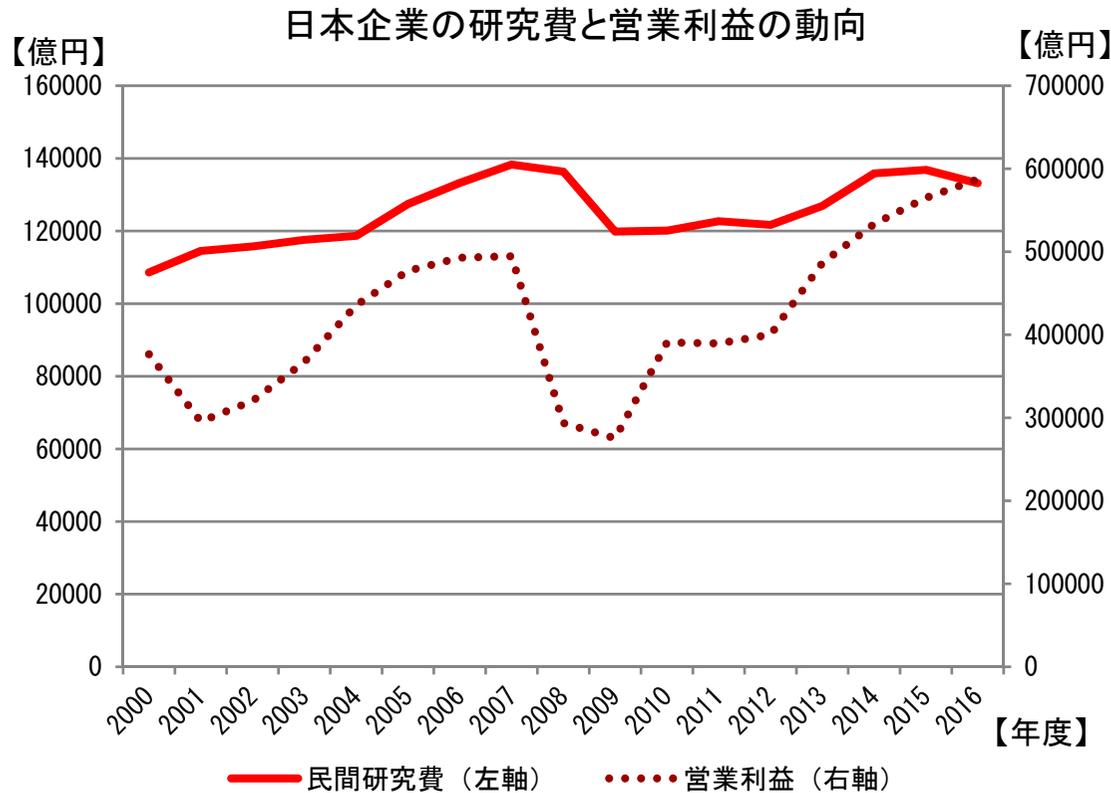
出所:宮川努(2016)

日本企業の研究開発の動向

研究開発は、企業の成長力や競争力の維持・強化に不可欠であり、内部留保の重要な活用となる。営業利益に変動があるものの、リーマン・ショック後を除き、研究費はほぼ一貫して増加トレンドにある。

しかし、研究開発内容を見ると、日本企業では、短期的な研究開発(既存技術の改良等)が重視されており、新市場開拓やイノベーションにつながる中長期的な研究開発への投資がされずらい状況になっている。

→研究開発の短期志向化

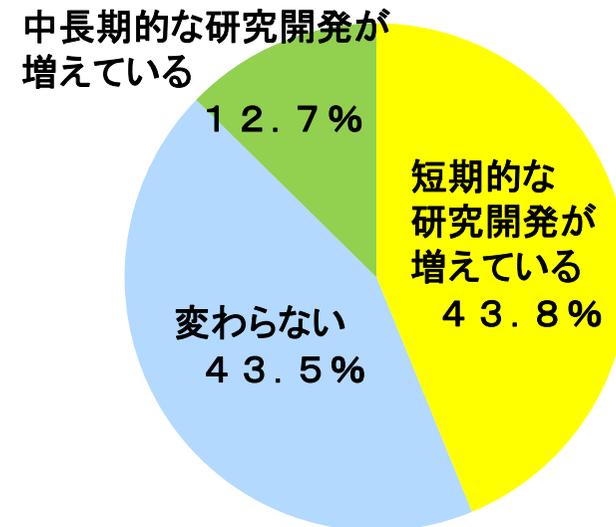


注: 営業利益は、金融業、保険業を除く全産業計。

民間研究費には、特殊法人、独立行政法人の分が含まれている。

出所: 総務省「科学技術研究調査」、財務省「法人企業統計調査」より作成。

日本企業の研究開発内容の変化



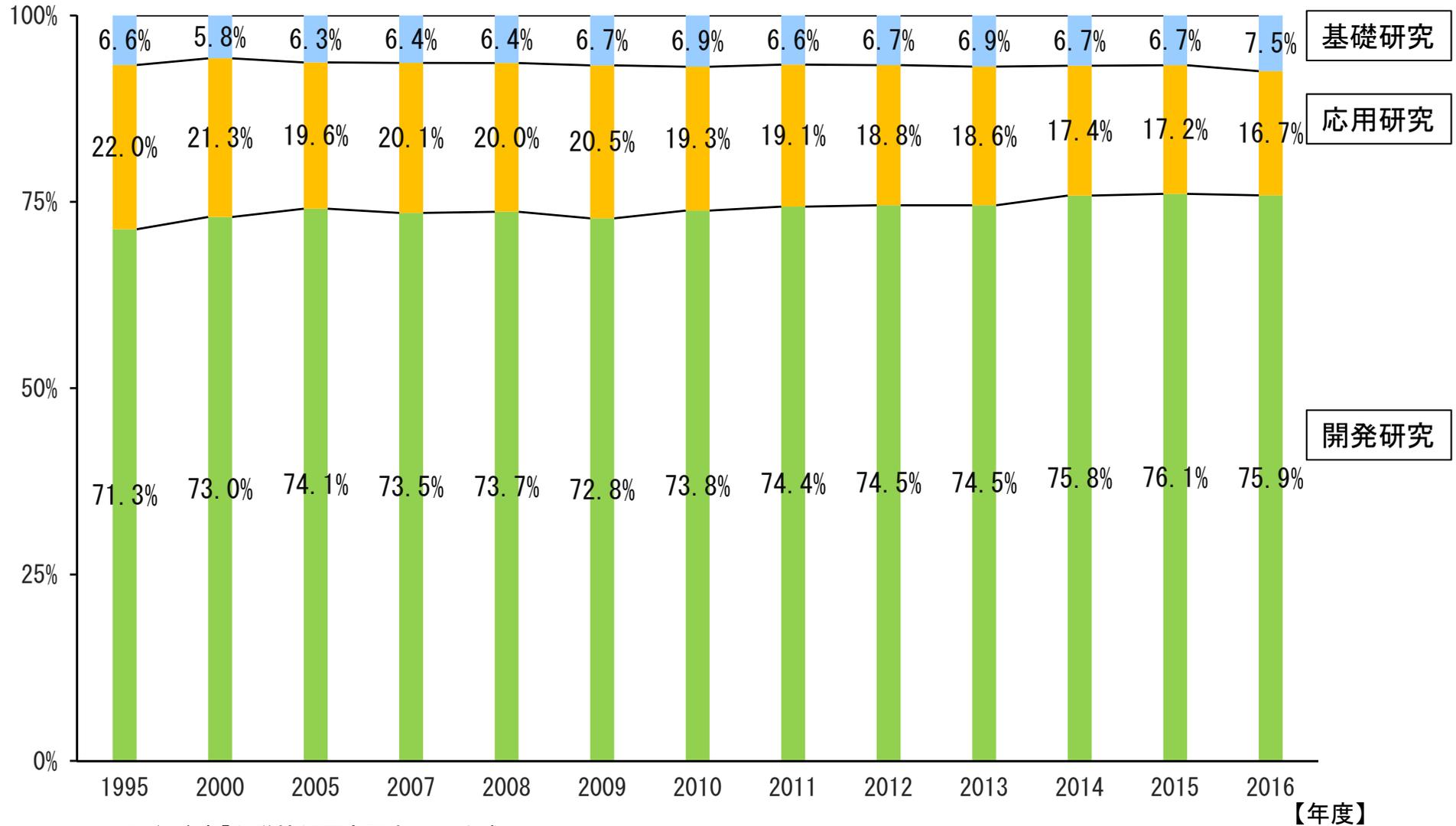
出所: 経済産業省

2010年度産業技術調査

(オープンイノベーションに関する企業アンケート) (n=858社)

日本企業の性格別研究費比率の推移

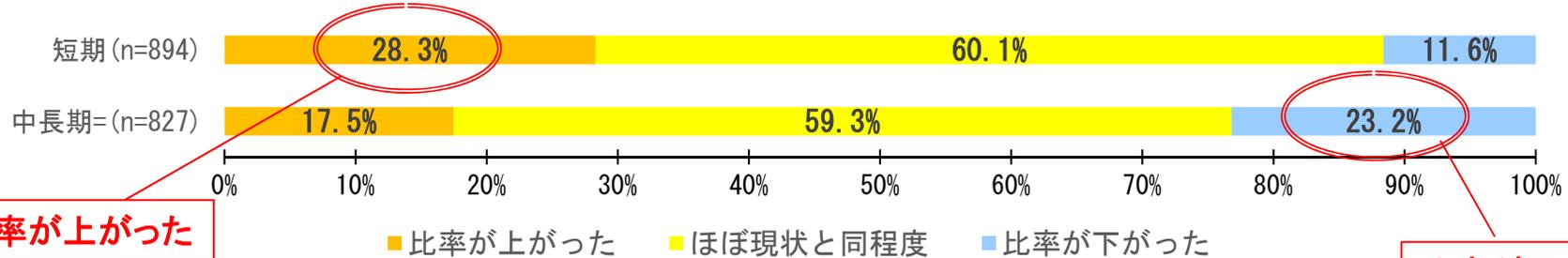
日本企業の性格別研究費比率の推移を見ると、応用研究費が減少し、開発研究費が増加傾向にある。



日本企業の研究開発の短期化

企業の研究開発実態を示すデータからは、短期化の傾向が見られる。短期化の傾向の要因としては、経営層の影響が大きいこと、製品ライフサイクルといった事業側のニーズの影響も大きい。また、中長期テーマ立案の困難さ、中長期テーマへのリスク懸念といった回答が多いのは、企業の中でリスクを恐れる傾向があることも示されている。

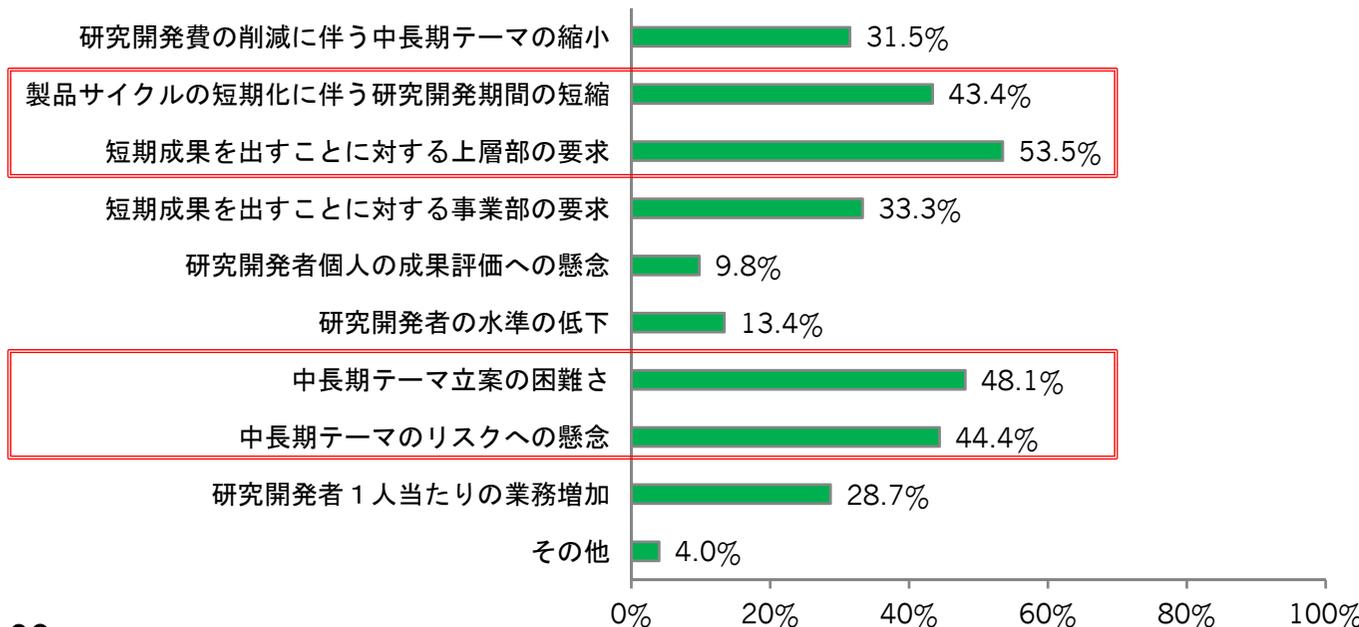
短期の研究開発(1~4年程度)と中長期の研究開発(5年以上)の投資比率の10年前との比較



比率が上がった

比率が下がった

研究開発における短期化傾向の要因は？ (複数選択可) n=860

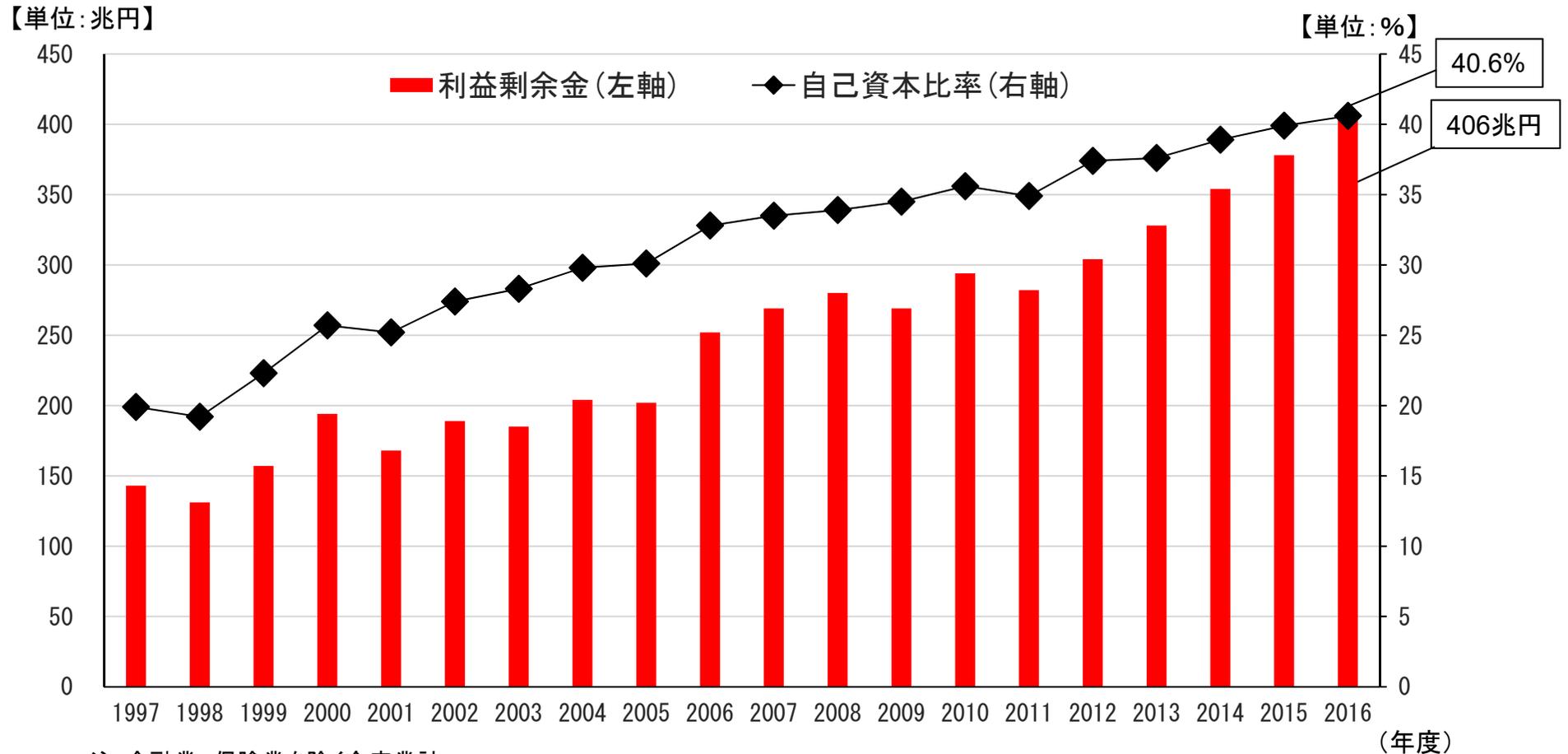


出所: 経済産業省調査
「イノベーション創出に資する我が国企業の中長期的な研究開発に関する実態調査報告書」(2012年2月)

企業の内部留保(利益剰余金)の推移

内部留保(利益剰余金)は、リーマン・ショックや金融危機等の不況期に取り崩しがあるが、長期的には増加傾向にある。利益剰余金の増加に伴い、自己資本比率も増加してきており、2016年度は40%を越えた。

利益剰余金と自己資本比率の推移



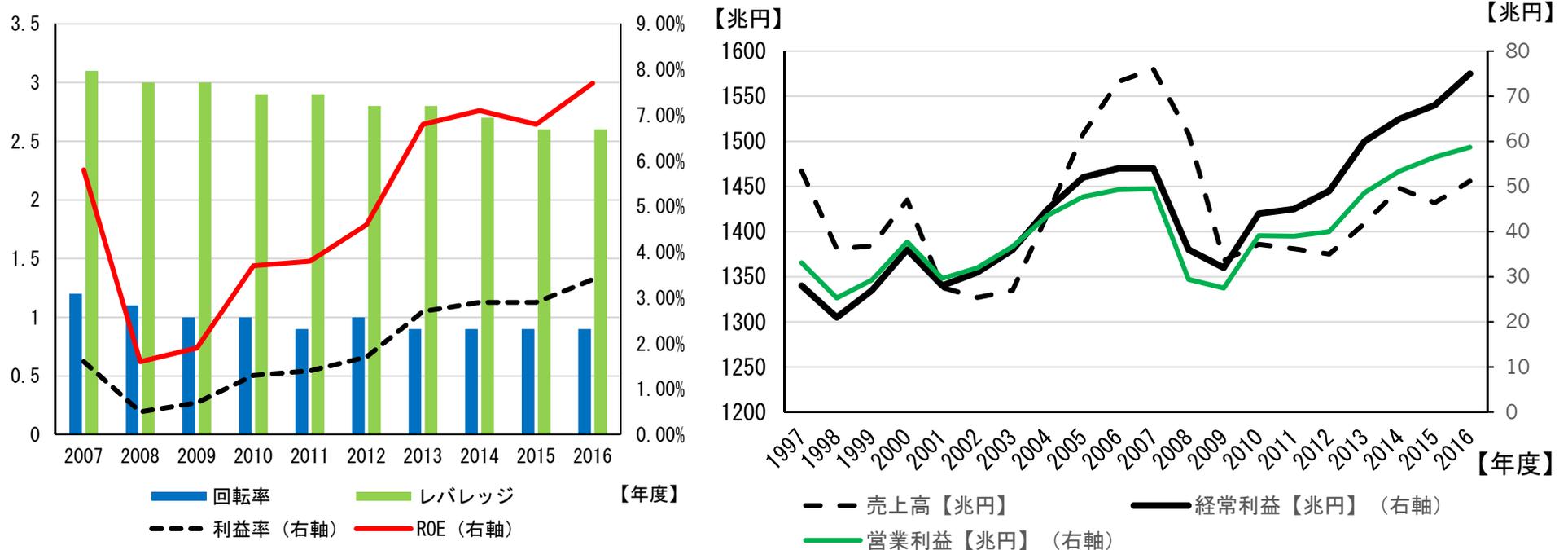
注: 金融業、保険業を除く全産業計。

自己資本比率 = $\frac{\text{純資産} - \text{新株予約権}}{\text{総資本}} \times 100$

出所: 財務省「法人企業統計調査」より作成。

日本企業の課題「稼ぐ力」

日本企業のROEは8%近くまで向上している。レバレッジを効かせる経営はマクロの数字からは見られない。稼ぐ力に関する利益率の向上が大きく寄与している。しかし、売上高の増加に比べて経常利益の増加が著しく、本来の「稼ぐ力」という意味で、売上を伸ばし利益も稼ぐという傾向は見られない。人件費や設備投資を抑制する一方で、円安の進行、原油価格の下落、営業外収益の海外子会社からの受取配当金の増加などの事業環境好転が、利益増加につながっているといえる。



$$ROE = \left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \right) \times \left(\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \right) \times \left(\frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} \right)$$

	売上高利益率	資産回転率	レバレッジ
2016年度	7.7%	0.9	2.6
同	同	同	同

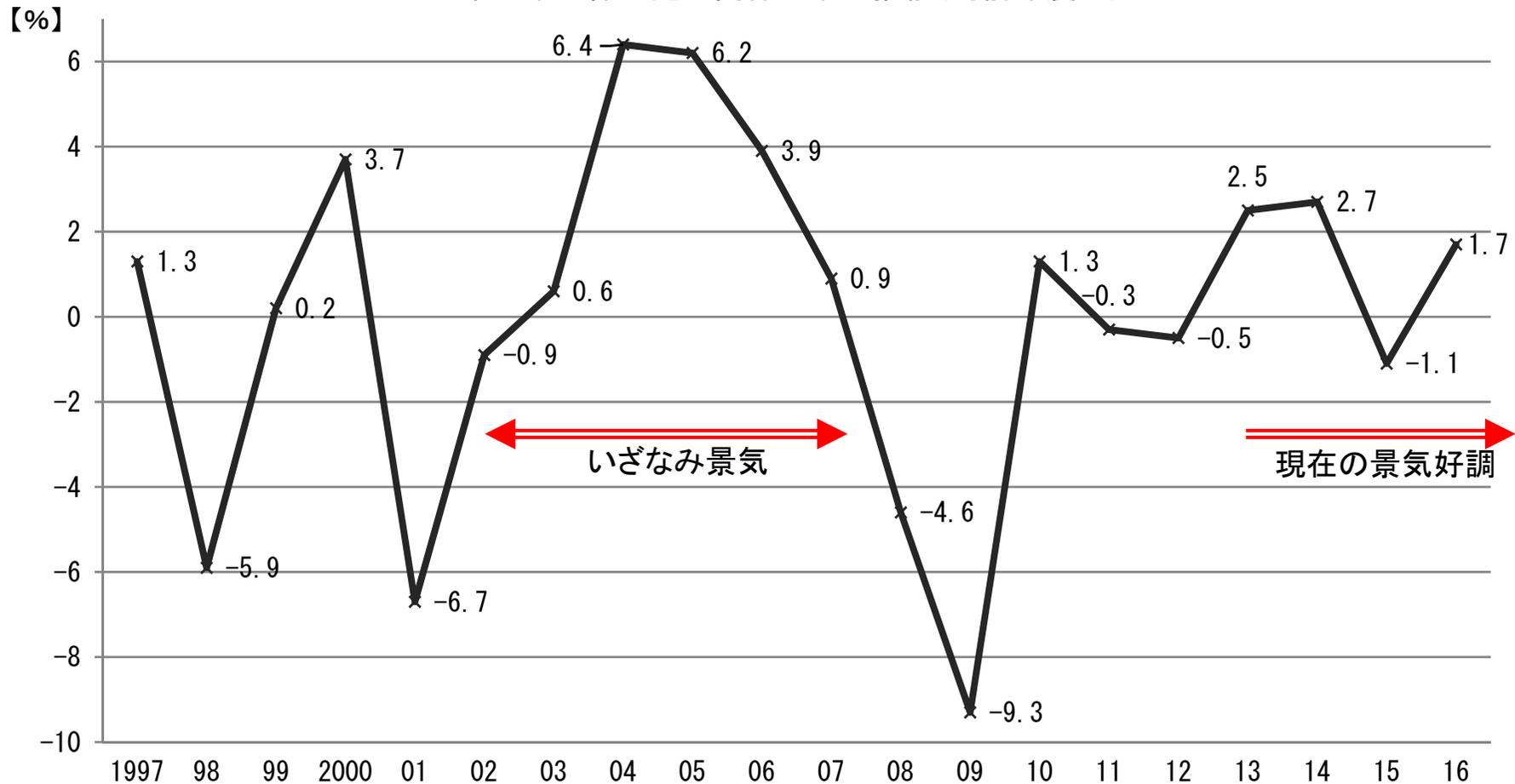
注: 金融業、保険業を除く全産業計。

出所: 財務省「法人企業統計調査」より作成。

企業の売上高伸び率の推移

売上高伸び率は、2002年～2007年のいざなぎ景気の時期(平均2.9%)に比べて、2013年以降の現在の景気好調期での伸び率(平均1.5%)は半分程度と小さい。2004年度や2005年度は、6%越えの非常に高い伸び率である。

日本企業全体の売上高伸び率の推移(対前年度比)

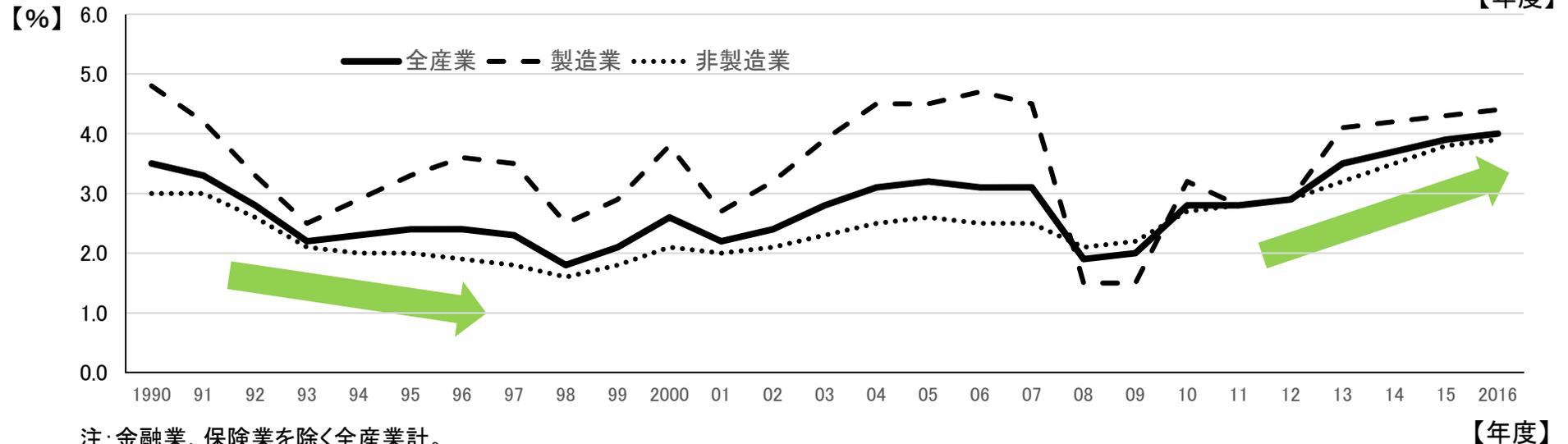
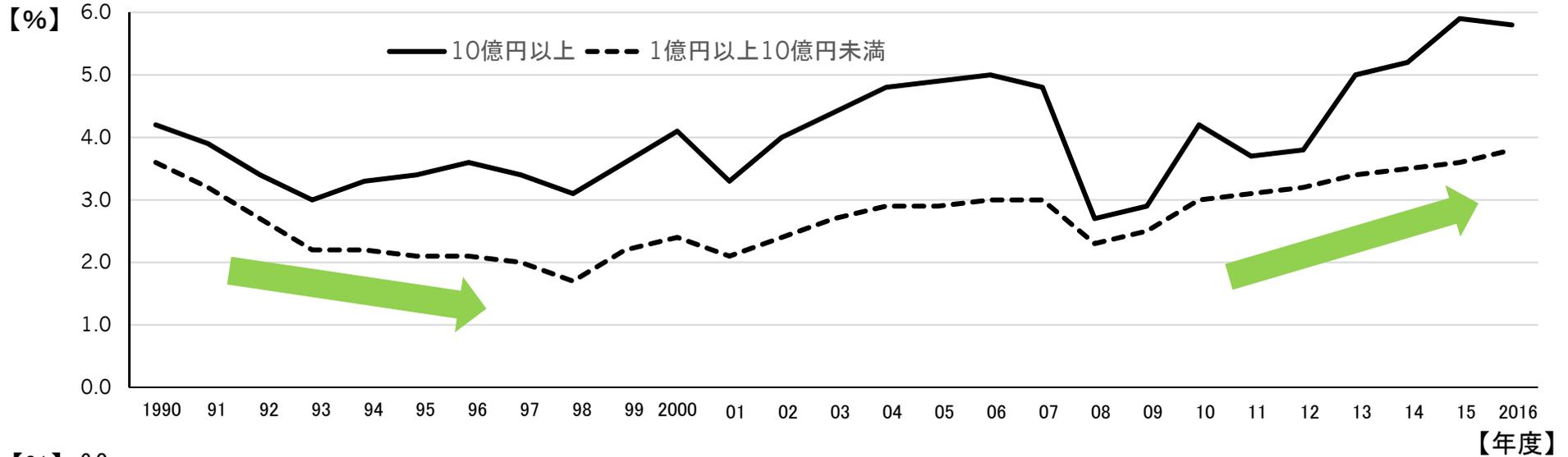


注: 金融業、保険業を除く全産業計。
出所: 財務省「法人企業統計調査」より作成。

【年度】

企業の売上高営業利益率の推移

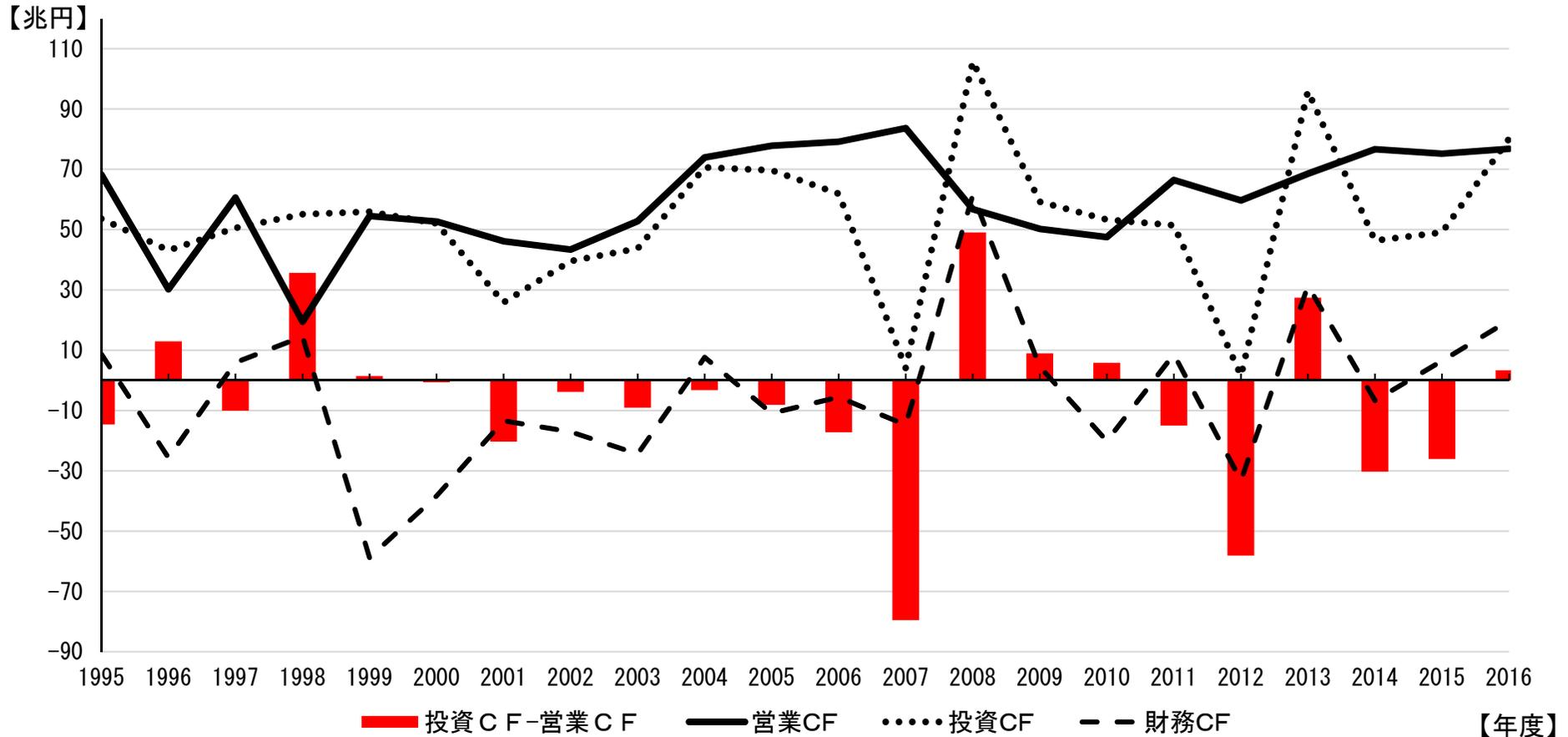
本業の儲けにかかわる営業利益率は、企業の収益性を見る上での基本である。日本企業の売上高営業利益率は、2000年ごろまでは下降傾向にあったが、2000年以降は上昇トレンドに転じている(リーマン・ショック時を除く)。



注: 金融業、保険業を除く全産業計。
出所: 財務省「法人企業統計調査」より作成。

企業のキャッシュフローの推移

近年、企業のキャッシュ創出力を示す営業CF、投資動向を示す投資CFは、ともに拡大傾向にある。投資CFが営業CFを下回る場合は、フリーCF（営業CFと投資CFの差）は拡大し、増加キャッシュの多くが設備投資やM&Aなどの投資に回らず、キャッシュの余剰（または借金返済や株主還元など）に回っているとみられる。2016年度に入り、営業CFの伸びが鈍化した一方、投資CFは拡大し、企業は投資の動きを強めるとともに、返済から調達の方へと行動を変化させつつあるようである。企業の調達動向を示す財務CFもプラス幅が拡大している。



注：金融業、保険業を除く全産業計。
出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

内部留保を含めた企業全体の貸借対照表

内部留保が貯め込まれているという指摘が多いが、貸借対照表を総合的に見ると、内部留保、すなわち利益剰余金の増加がある一方、固定資産、投資有価証券も増加しており、成長投資にあまり使われていないとはいえない。マクロの数字だけで議論する意味は乏しく、適正な内部留保かは、個々の企業において議論すべきことである。

日本企業全体の貸借対照表の変化(2012年度→2016年度)

【単位:兆円】

資産の部	2012年度	2016年度	増減額	増減率	寄与度	負債・純資産の部	2012年度	2016年度	増減額	増減率	寄与度
現金・預金	168	211	43	25.6%	3.0%	支払手形・買掛金	163	167	4	2.5%	0.3%
受取手形・ 売掛金	213	227	14	6.6%	1.0%	短期借入金	162	157	-5	-3.1%	-0.3%
有価証券	22	18	-4	18.2%	-0.3%	引当金(流動負債)	10	11	1	10.0%	0.1%
棚卸資産	105	109	4	3.8%	0.3%	その他流動負債	151	173	22	14.6%	1.5%
その他流動資産	129	164	35	27.1%	2.4%	社債	52	65	13	25.0%	0.9%
土地	175	179	4	2.3%	0.3%	長期借入金	267	311	44	16.5%	3.1%
建物・設備等	253	277	24	9.5%	1.7%	引当金(固定負債)	38	34	-4	10.5%	-0.3%
無形固定資産	19	24	5	26.3%	0.3%	その他固定負債	56	61	5	8.9%	0.3%
投資有価証券	236	305	69	29.2%	4.8%	資本金	106	106	-0.1	-0.1%	0.0%
その他固定資産	115	134	19	16.5%	1.3%	資本準備金その他	128	153	25.1	19.6%	1.7%
繰延資産	3	2	-1	33.3%	-0.1%	利益剰余金	304	406	102	33.6%	7.1%
資産合計	1,437	1,648	211	14.7%	14.7%	負債・純資産合計	1437	1648	211	14.7%	14.7%

注:金融業、保険業を除く全産業計。

出所:財務省「法人企業統計調査」より作成。

利益剰余金と各資産項目との相関関係

全規模ベースで、利益剰余金と資産の部の項目との相関係数を計算すると、投資有価証券が0.95、現金・預金が0.94と強い相関を示す。大企業では、投資有価証券との相関が強く、事業活動のグローバル化に伴い、海外企業のM&Aなどが活発に行われていることが背景にあると見られる。現金・預金との相関は、中堅・中小企業で強い。

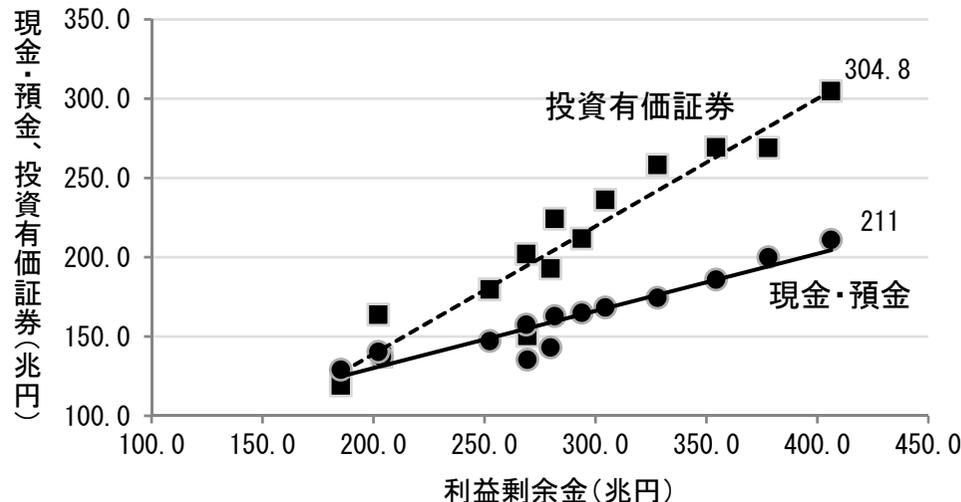
利益剰余金と各資産項目との相関係数(2003年度～2016年度)」

	現金・預金	土地	建物・設備 その他	無形固定資産	投資有価証券
全規模	0.94	0.60	-0.62	0.66	0.95
大企業	0.87	0.78	-0.71	0.63	0.94
中堅企業	0.92	-0.24	-0.28	0.63	0.42
中小企業	0.93	0.54	-0.38	0.28	0.68

注：金融業、保険業を除く全産業計。

大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同1億円未満の企業。

出所：財務省「法人企業統計調査」より計算。



←全規模での利益剰余金と現金・預金、投資有価証券との相関関係グラフ

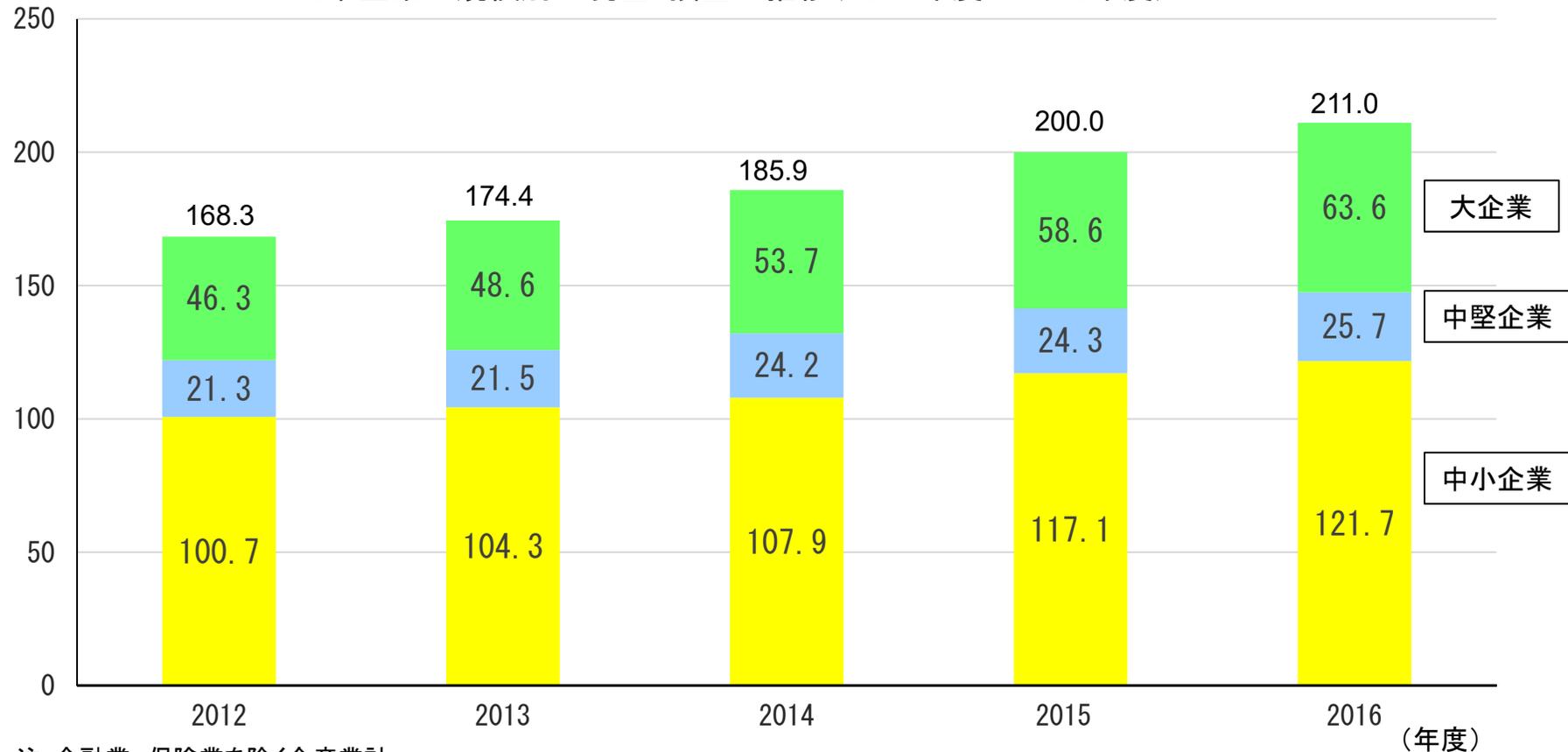
注：金融業、保険業を除く全産業計。

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

企業規模別の現金・預金の推移

現金・預金の推移を企業規模別に見ると、全体の約6割は中小企業によって保有されている。中小企業は、大企業に比べてコミットメントライン契約締結が難しい場合が少なく、日常の運転資金としてだけでなく、非常時の備えとして現金・預金を厚めに保有せざるを得ない面がある。
現金・預金額(2016年度、211.0兆円)は、経常的な運転資金額(168.2兆円)の1.25倍であり、多いとは言えない。
※経常的な運転資金額＝売上債権＋棚卸資産－仕入債務で計算。

【単位：兆円】 日本企業の規模別の現金・預金の推移(2012年度→2016年度)



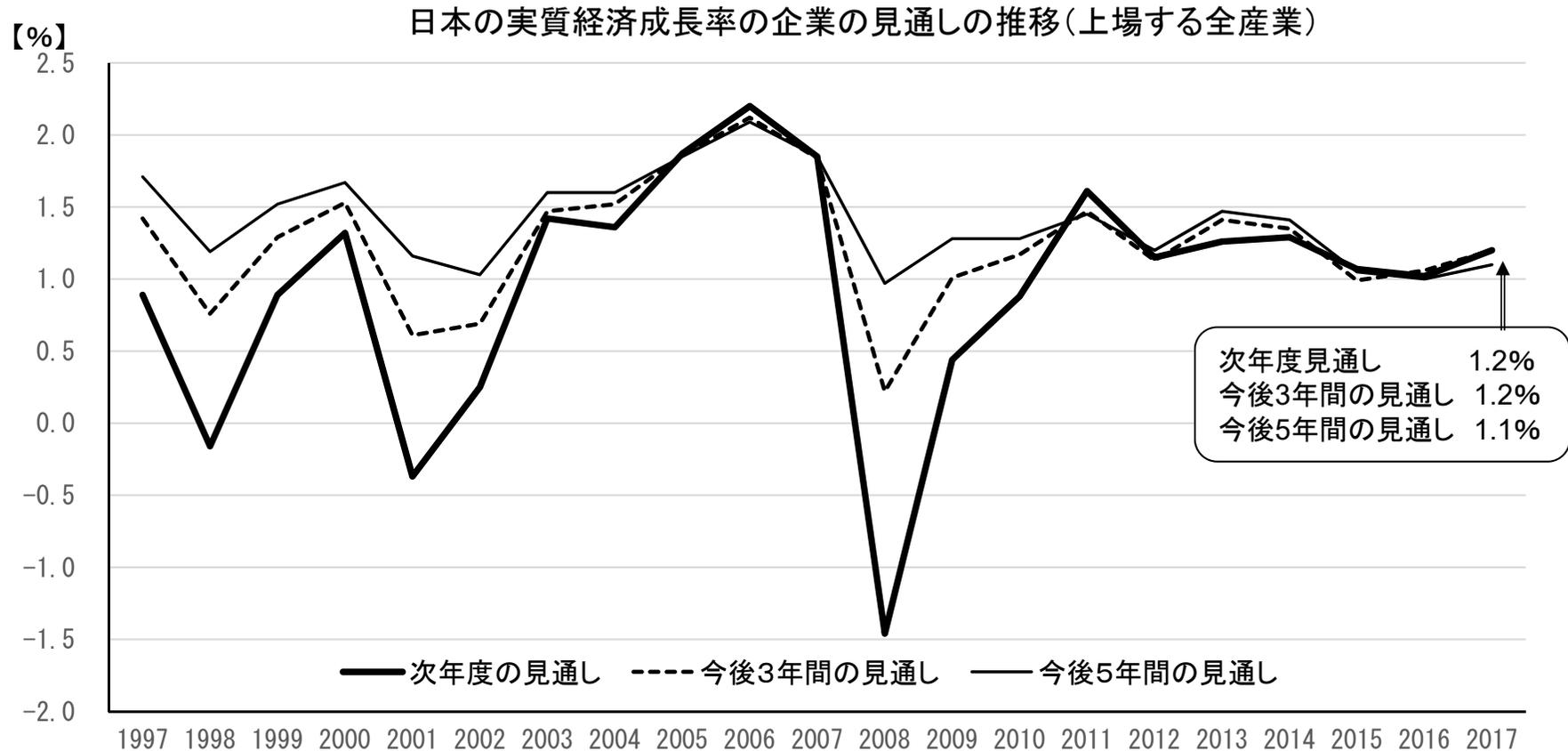
注：金融業、保険業を除く全産業計。

大企業は資本金10億円以上、中堅企業は同1億円以上10億円未満、中小企業は同1億円未満の企業。

出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

企業の将来成長見通し

内部留保の活用に慎重な姿勢を取る要因は、企業が将来に向けて低成長が持続するとの見通しを根強く持っていることにある。内閣府の2017年度の企業アンケート調査でも、わが国の今後5年間の実質経済成長率予想は潜在成長率程度の約1%にすぎない。低成長しか見込めないなら、将来のコスト増となる人件費や設備投資の拡大に慎重にならざるを得ない。日本経済の潜在成長率を上げる取り組みが必要（イノベーション、規制緩和、労働市場改革等）。



注:各年度の見通しは、例えば、2017年度調査における「次年度見通し」は2018年度の見通し、「今後3年間の見通し」は2018年度～2020年度の見通し(年度平均)、「今後5年間の見通し」は2018年度～2022年度の見通し(年度平均)を表す。
出所:内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より作成。

長期投資を行う欧米の機関投資家(年金基金、保険会社等)を中心に、投資判断において、企業のリスク・機会要因として、ESG(環境、社会、ガバナンス)を重視する考え方が進展している。

ESG投資に際して考慮・評価されている項目の事例

E(環境)	S(社会)	G(ガバナンス)
環境方針	地域社会との関わり	取締役会
環境情報開示	機会均等の方針	女性取締役
生物多様性	従業員の健康と安全	倫理規定
化学物質の安全性と持続可能性	人権制度	ステークホルダーに関する責任
環境インパクト	人権への取り組み全般	規制機関
気候変動	人権に関する情報開示	腐敗防止の方針
環境汚染	労働組合と従業員の経営参加	腐敗防止策
水資源マネジメント対応	顧客と調達先の関係	腐敗防止に関する情報開示

出所:株式会社QUICK ESG 研究所

運用資産に占めるESG投資の比率と投資残高

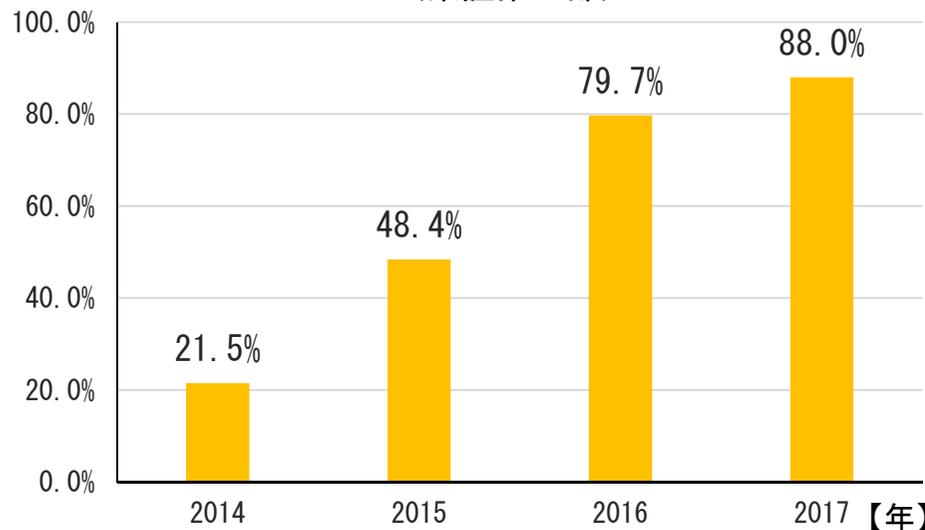
	運用資産に占めるESG投資の比率(%)		ESG投資残高・地域比率(10億ドル、%)	
	2014年	2016年	2014年	2016年
欧州	58.8	52.6	10,775(58.9)	12,040(52.6)
米国、カナダ	49.2	59.4	7,301(39.9)	9,809(42.9)
豪州、NZ	16.6	50.6	148(0.8)	516(2.3)
アジア	0.8	4.2	52(0.3)	526(2.3)
合計	30.2	26.3	18,276(100)	22,890(100)

出所: GSIA, Global Sustainable Investment Review 2016

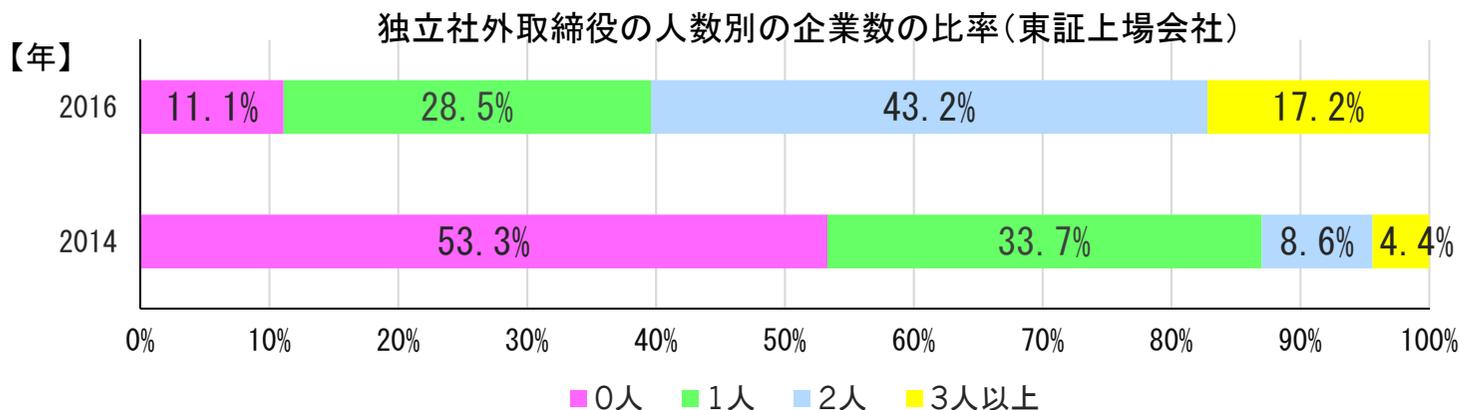
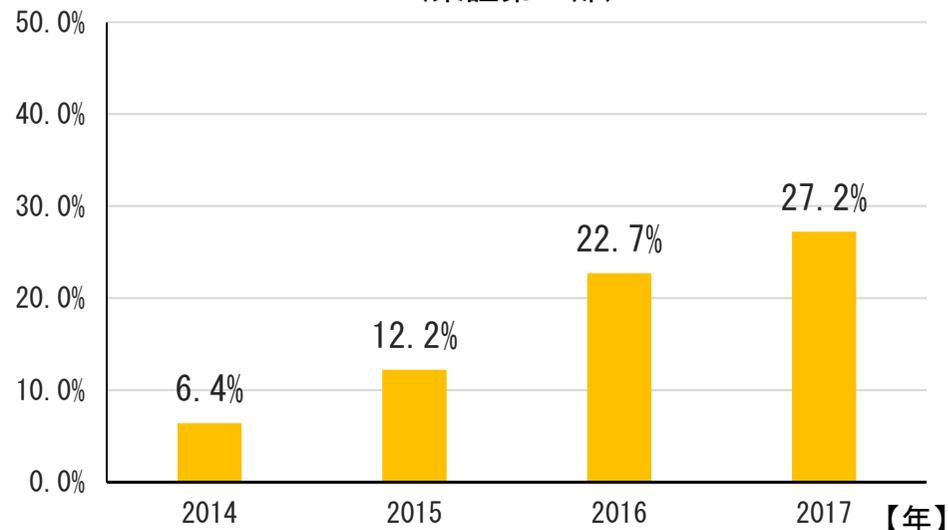
独立社外取締役の選任状況

2015年の改正会社法施行、コーポレートガバナンス・コード導入を背景に、上場会社においては、独立社外取締役の選任数が増加している。

2名以上の独立社外取締役を選任する上場企業の比率
(東証第一部)



3分の1以上の独立社外取締役を選任する上場企業の比率
(東証第一部)



出所:東京証券取引所資料(2017年7月)、東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書2017」より抜粋。

機関設計ごとの監査機能の比較

	監査役会設置会社	監査等委員会設置会社	指名委員会等設置会社
監査の主体	監査役会	監査等委員会	監査委員会
員数、構成、 常勤者の要否	3名以上で、半数以上は 社外監査役が必要 常勤者も必要	3名以上で、過半数は 社外取締役が必要 常勤者は不要	3名以上で、過半数は 社外取締役が必要 常勤者は不要
選任方法	株主総会で選任	株主総会で選任	取締役会で監査委員 として選任
任期	4年	2年	1年
取締役等および 子会社に対する 報告の徴求、 業務財産の調査権	各監査役の権限 (独任制)	監査等委員会を選定す る監査等委員の権限 (組織的な監査)	監査委員会を選定する 監査委員の権限 (組織的な監査)
会計監査人の 要否	大会社の場合には必要	必要	必要

監査等委員会設置会社については、

- ・監査等委員以外の取締役の指名・報酬についての株主総会における意見陳述権が付与されている。
- ・取締役の過半数が社外取締役である場合、または定款に定めのある場合には、取締役会の決議により、取締役に重要な業務執行の決定を委任できる。

社外取締役の存在に関する先行実証研究

- 社外取締役の存在が企業業績の向上につながるかどうかについて、実証研究の結論は分かっている。
- 齋藤(2011)は、社外取締役を導入した企業の利益率は有意に改善したと指摘。清水(2011)は取締役会における社外取締役の比率と企業価値には正の相関が存在すると指摘。
- 一方、三輪(2010)は、社外取締役が長期的な企業業績の向上には貢献していない可能性が高いとした。
- 欧米の実証研究については、例えば、大杉(2013)は、「社外取締役を中心とするモニタリング・モデルについては、それが本当に企業活動の適法性・収益性を高めているのかについて意見は分かれる。取締役会の構成と株価・利益等の間の関係を調査した実証研究では、ほとんどの研究は両者の間に相関関係はない。」としている。

会社法改正(2015年)・コーポレートガバナンス・コードの影響に関する実証研究

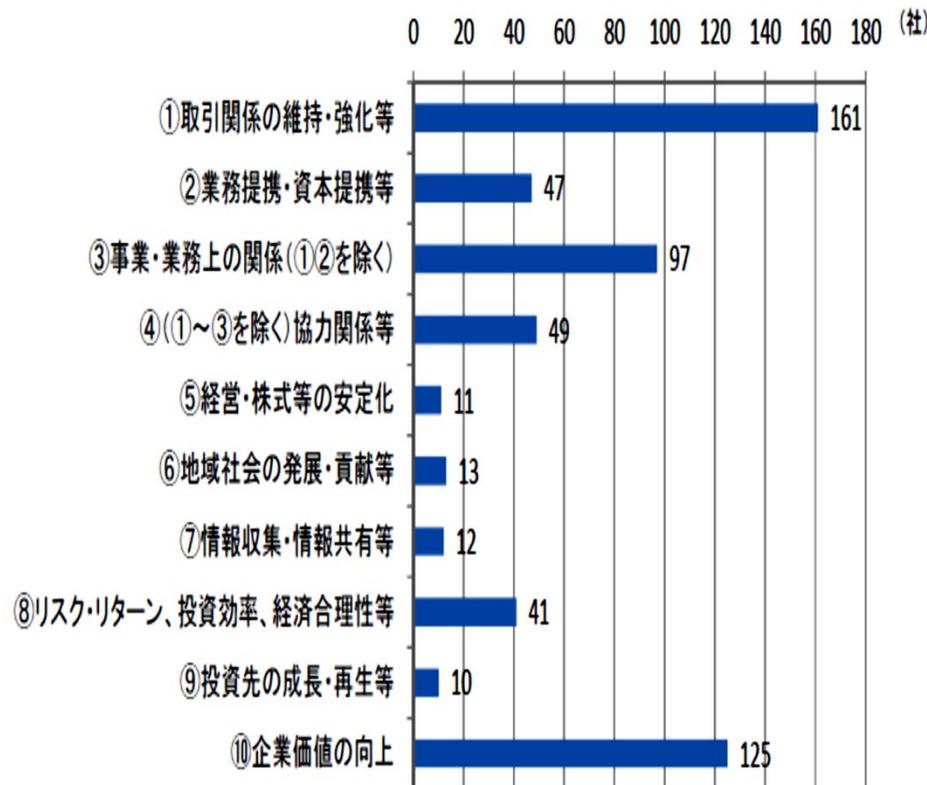
- 慶應義塾大学の齋藤卓壘准教授が、法制審議会会社法制部会(2017年9月)に実証分析結果を提出。
- 社外取締役が多ければ企業業績に対して良いと言えず、社外取締役が少ないことが望ましいこともあると問題提起。
- 東証一部、新興市場の分析では、社外取締役の増員が企業業績に対して一貫した効果が見られなかった。
- 東証二部の分析では、社外取締役を増員した企業の株式市場での企業評価が低下している可能性があるとした。小規模企業では、選任コストがベネフィットを上回っている可能性あり。

政策保有株式削減に向けた動き

コーポレートガバナンス・コード導入を背景に、政策保有株式の削減が進んでいる。事業会社同士の政策保有は、過去の安定株主という時代から、中身が変わってきている。新たな取り組みとして、事業提携、戦略的連携というように形に変わりつつある。全体論で評価するのではなく、個別企業ごとに意義を確認すべき。

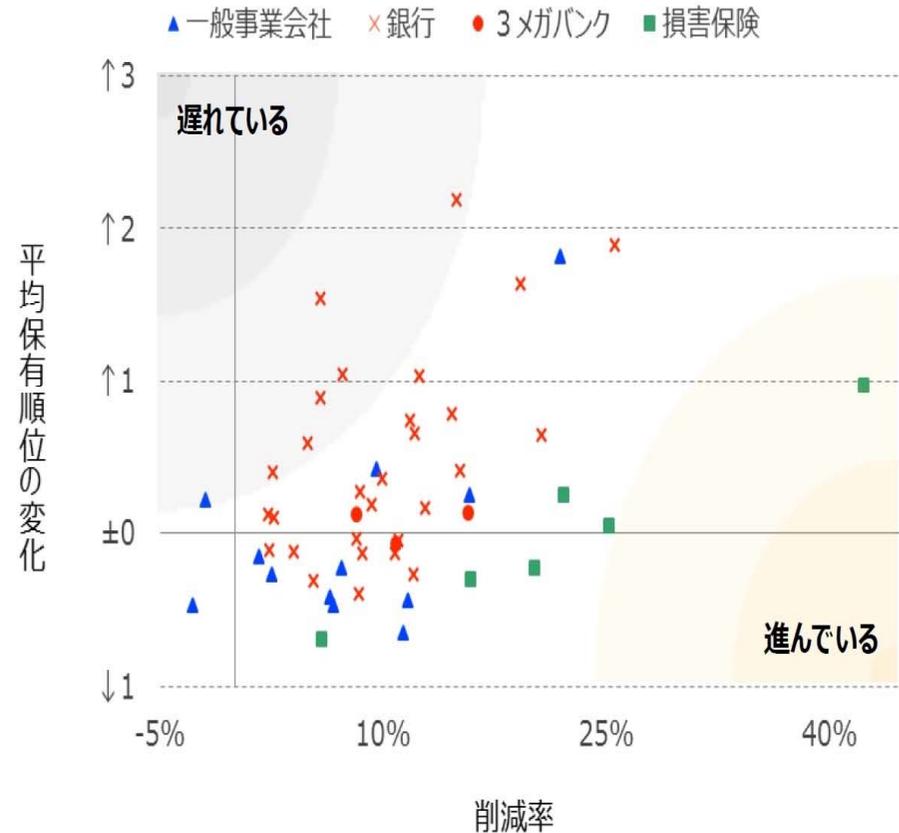
注：政策保有株式とは、一般的に企業が取引先や取引金融機関との間で持ち合う株式を指す。

政策保有の目的、ねらい等(重複回答あり)



注：10件未満しか言及がない事項は割愛されている。
出所：各社のCG報告書を基に大和総研作成。(2016年3月)

大株主データから見た政策保有株式削減の進捗状況



注：CGコード適用開始時に政策保有銘柄数が多かった51社が調査対象。
出所：ニッセイ基礎研レポート 高岡和佳子(2017年12月)より抜粋。

KPI(主要業績評価指標)

金融機関を除き、ROE目標をKPIに掲げる世界的な大企業はない。米国の大企業の多くは、FCFを重視している。

米国主要企業の経営指標・財務項目

企業	指標
エクソンモービル	ROCE
ジョンソン・エンド・ジョンソン	オペレーショナル売上成長、FCF、調整後オペレーショナルEPS成長
ウォルマート	売上前年比、営業利益と営業費用の前年比(対純売上)、ROI、FCF
GE	産業分野事業の有機的売上成長、利益率、FCF、産業分野事業のROTC
P&G	有機的売上高成長、コアEPS成長、調整FCF、生産性
AT&T	売上高成長率、調整EPS成長、FCF、FCF配当性向
メルク	非GAAP純利益、非GAAP EPS(合併・分割・リストラ費用・利益等の控除)
Visa	純売上成長率、調整後純利益、調整後EPS
ウォルト・ディズニー	調整後EPS、FCF、セグメント別営業利益合算
IBM	オペレーティングEPS、FCF

注:FCF(フリー・キャッシュ・フロー)、ROI(投資収益率)、ROCE(使用資本利益率)、ROTC(総資本利益率)、EPS(1株当たり利益)
出所:藤田 勉『コーポレートガバナンス改革時代のROE戦略-効用と限界-』中央経済社 2016年

ROIC目標を掲げる主要企業

社名	ROIC目標	ROE目標	営業利益率目標	営業利益目標	達成時期
三菱電機	事業別ROIC改善	10%以上	8%以上		2020年度
オムロン	ROIC逆ツリー展開			1000億円	2020年度
川崎重工業	12%以上		6%以上		2018年度
日本ハム	5.5%以上	7.0%以上	4.0%	560億円	2020年度
住友重機械工業	7.5%以上	9%	7.5%	600億円	2019年度
横河電機	事業別管理目標	10%以上	10%以上		2020年度

出所:藤田 勉『コーポレートガバナンス改革時代のROE戦略-効用と限界-』中央経済社 2016年、各社ホームページ資料より作成。

主要国の株式譲渡益課税

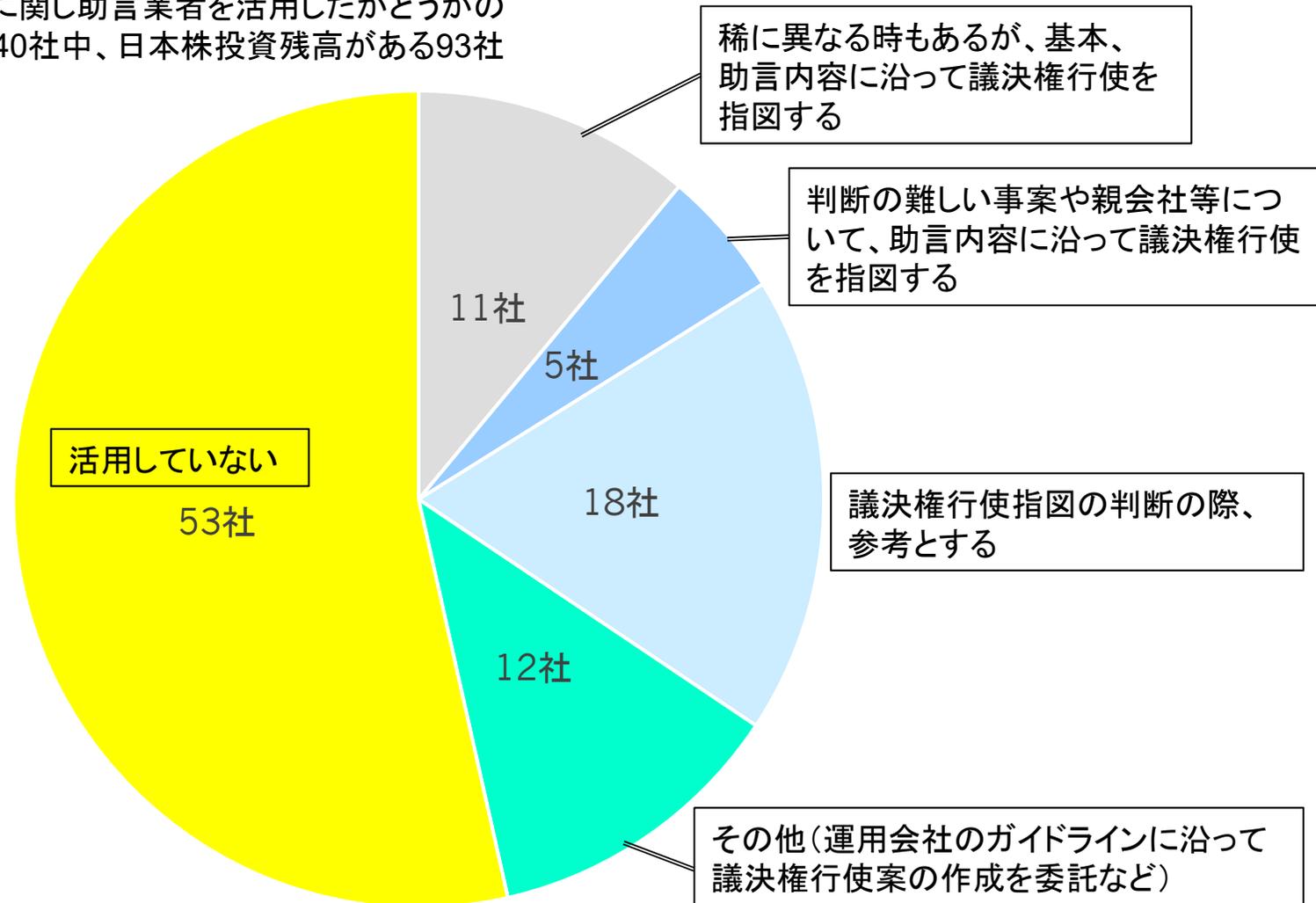
	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
課税方式	<p>申告分離課税</p> <p>20%</p> <p>〔 所得税15% + 個人住民税 5% 〕</p> <p>※特定口座において、源泉徴収を行う場合には申告不要も選択可。</p>	<p>段階的分離課税 (連邦税)</p> <p>3段階 0, 15, 20%</p> <p>+ 総合課税 (州・地方政府税)</p> <p>〔 ニューヨーク市の場合 州税: 4.00~8.82% 市税: 2.55~3.40% + 税額の14%の付加税 〕</p> <p>※12か月以下保有の場合、10~39.6% +州・地方政府税</p>	<p>段階的分離課税</p> <p>2段階 18, 28%</p>	<p>分離課税 申告不要、総合課税も選択可</p> <p>26.375%</p> <p>〔 所得税 25% 連帯付加税 税額の5.5% 〕</p>	<p>総合課税</p> <p>15.5~60.5%</p> <p>〔 所得税 0~45% 社会保障関連諸税 15.5% 〕</p> <p>※保有期間に応じた控除の適用後、他の所得と合算</p>
非課税限度等	—	—	土地等の譲渡益と合わせて年間11,100ポンド(208万円)が非課税	貯蓄者概算控除	—

出所:財務省ホームページより抜粋作成(2016年1月現在)。

議決権行使助言業者の利用状況

＜日本投資顧問業協会による会員アンケート結果＞

※議決権行使指図に関し助言業者を活用したかどうかの設問に回答した140社中、日本株投資残高がある93社



注: 議決権行使助言業者を活用している会員(計40社)の中には、外国株式にのみ活用している会員が8社含まれている。
出所: 日本投資顧問業協会「日本版ステュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート結果」(2017年10月実施分)より作成。

コーポレートガバナンスコードの各原則を実施しない理由を堂々と説明

<いすゞ自動車>

以下の各原則を実施しない理由を説明している。

(経営陣の報酬制度)

経営陣の役員報酬制度については、固定部分と業績連動部分の割合や現金報酬と株式報酬の割合など、持続的な企業価値向上のためにはどのような報酬制度が最も適しているのか、今後も引き続き検討を続けていく。

(独立社外取締役の重要な意思決定を通じた経営の監督)

指名委員会等設置会社の形態をとっておらず、取締役の人数構成も社内出身の業務執行取締役が中心であることから、独立社外取締役が経営陣幹部の選解任の意思決定を通じた監督の実効性を議決権行使をもって発揮される体制になっていない。

取締役会の人数構成の比重は、マネジメント機能とのバランスも考慮し、主に社内出身者である業務執行取締役を中心とした意思決定の迅速性を確保する体制をとっている。

(任意の諮問委員会など)

社外取締役を主要な構成員とする諮問委員会は設置しておらず、社外取締役の一層の活用などを今後も検討していく。

(取締役会全体の実効性についての分析・評価)

取締役会全体の実効性の分析・評価は実施していない。取締役会のこれからの役割や方向性、より望ましい運営スタイルなどを評価していくにあたっての共通認識を深める取り組みも含め、今後検討していく。

企業の取り組みの参考事例②

<p>内部留保を活用した事業構造改革の断行</p>	<p>＜富士フィルム(旧:富士写真フィルム)＞ 1980年代からのデジタル化の波によって、2000年頃から写真フィルムという本業が消失危機に陥り、存亡の危機から脱出を図るため、不採算事業の切り離し、新事業開発・強化の事業構造改革を断行し、リーマン・ショックを乗り切った。その成功要因は、フィルム分野のガリバー時代に蓄積された厚い内部留保、古森重隆氏のトップとしての突破力も相まって、多角化への転換に成功した。</p> <p>＜イーストマン・コダック＞ 同じ危機に面しながら、本業回帰への執着、自社株買いによる株価引き上げに走り、2012年に破産法申請に至った。</p>
<p>技術革新に伴う投資に備えて巨額の手元資金を内部留保</p>	<p>＜米国の大手IT5社＞ アップルの手元資金は2,615億ドル(約28兆円)で、トヨタ自動車の約16兆円をはるかに上回る。アップルのほか、フェイスブック、グーグルの持ち株会社アルファベット、アマゾン、マイクロソフトの5社の手元資金は、2017年6月末時点で、5,601億円(約62兆円)。大手IT企業が手元に巨額の資金を抱えるのは、ネット関連が資本集約型産業で、巨額資金が必要になるからである。IoTや人工知能(AI)といった技術革新の中で、次の投資に備えている。 ※手元資金は、現預金、換金性の高い有価証券などの合計。</p>
<p>内部留保を活用した会社存続、さらには黒字経営</p>	<p>＜明星金属工業＞ 自動車向けプレス金型を生産する成長企業。メーカーの海外生産移管やバブル崩壊、リーマン・ショックなどの国内経済の変化に対し、内部留保を活用して、危機を乗り切り、新分野開拓も進めた。</p>

企業の取り組みの参考事例③

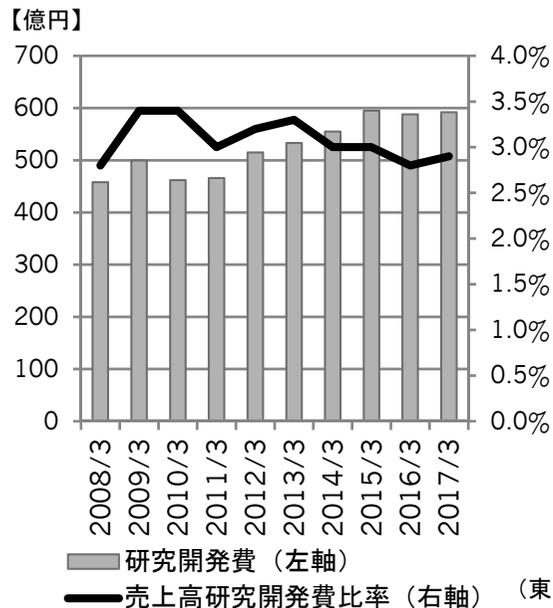
<p>監査役会を充実させる新たな取り組み</p>	<p>＜花王＞ 監査役は、取締役会において、業務・会計の適法性・妥当性の観点からの発言に加えて、経営の戦略的な方向づけを含む経営者への助言まで広く行っている。2016年度から、監査役会が監査役会の実効性評価を始めた。各監査役が意見を述べ、自己評価し、結果は取締役会に伝えられ、開示される。監査役監査の実効性が確認されている。</p>
<p>顧客を第一順位に考える企業経営</p>	<p>＜ジョンソン・エンド・ジョンソン＞ 1943年、3代目社長ロバート・ウッド・ジョンソンJr.は、ニューヨーク証券取引所での株式公開を前に「我が信条」(Our Credo)と呼ばれる文書をまとめ、取締役会で承認されて、現在に至るまで一貫して、会社の経営指針となっている。経営の責任対象の順について、まず顧客、次に従業員、そして社会、最後に株主であることを明確にしている。株主を最後にすることの批判に対しては、顧客第一で考え行動し、残りの責任を順序どおり果たして行けば株主への責任は自ずと果たせるとも、3代目社長は主張している。 常日頃から役職員一人ひとりがCredoの意味を考え、我が物として実践することを浸透させている。1982年と1986年の2度にわたり、主力製品の鎮痛剤「タイノール」に毒物混入による死亡事件発生が同社の経営危機となった。経営危機を克服できたのは、経営者が常にCredoに忠実であり続けたことである。Credoに謳われている顧客への便益や地域社会への安全性の配慮などを的確に遂行し、スピーディな意思決定をしたことが危機克服の鍵となった。</p>

企業の取り組みの参考事例④

<p>顧客・取引先を第一順位に考える企業経営</p>	<p><カルビー> 「顧客・取引先から、次に従業員とその家族から、そして、コミュニティから、最後に株主から、尊敬され、賞賛され、そして愛される会社になる」というビジョンを掲げる。顧客・取引先を第一に考える経営は結果的に株主の利益の最大化につながると考えているから。また、中長期的な成長と企業価値の向上を図るためには、全てのステークホルダーとの良好な関係構築・維持は必須としている。ビジョンが企業文化として形成されるよう、経営トップが従業員との対話を通じて社内浸透を図っている。</p>
<p>多くの社員が担い手となる草の根イノベーション</p>	<p><3M> 創業100年以上の今も多品種少量生産のメーカーとして持続的に発展してきている。経営の特徴は、画期的な新製品を途切れなく市場に導入することで、継続的に高い利益を創出し、それを研究開発に投入するという経営戦略にある。 3Mの社内では、捨てずにおいた失敗作を新たな発明に結びつけたポスト・イットの秘話、不文律としての15%ルール(業務時間の約15%を本業以外の好きな研究に充てることを許容)など、イノベーションを生み出す独自の企業文化を物語るエピソードが語り継がれており、信頼を基盤とした自由闊達な社風に満ちている。 1948年、当時の会長ウィリアムL・マックナイトは、会社の成長の原動力はイノベーションにあることを説き、社員の独創性の芽を大切に育むことを奨励したメッセージを全管理職に向けて送った。企業文化の礎としてその考えが生き続けている。</p>

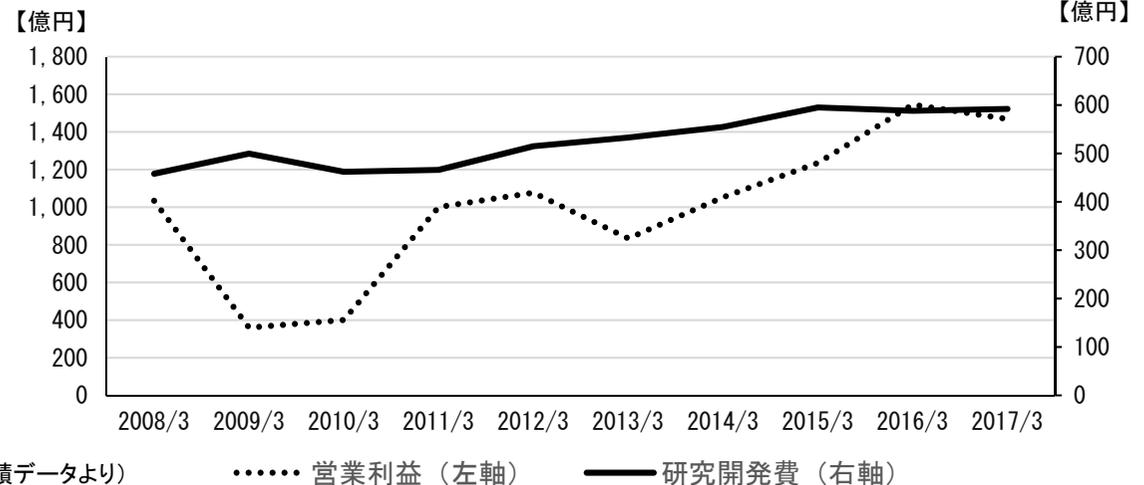
企業の取り組みの参考事例⑤

短期的な利益にとらわれず、
研究開発を継続



<東レ>

新材料の開発・事業化には、どうしても一定の時間がかかる。炭素繊維を例に挙げると、東レが研究を開始したのは1961年。10年後の1971年に商業生産を開始し、現在はボーイング787型機など、多くの航空機に採用されている。海外の多くの化学系企業が炭素繊維の開発から撤退・縮小していく中で、東レはその材料としての価値を見抜き、釣り竿やゴルフシャフトといった用途で事業を育てながら、長期的には航空機用途を見据えて粘り強く取り組んできた。こうした材料の価値を見抜く力と強固な意志こそが東レの研究・技術開発の強みであり、真のイノベーションを生み出す背景といえる。また、景気の波に左右されることなく経営側も投資を続け、売上高の研究開発費比率に長年大きな変動がない点においても、東レの研究・技術開発が「超継続」的発想で行われてきた事実を証明している。



企業の取り組みの参考事例⑥

<p>ビジネスモデルとしての政策保有株式の明確な位置づけ</p>	<p><エーザイ> 医薬品製造企業においては、基礎研究・研究開発から薬剤を患者に届けるまで長時間を要することを勘案し、長期的なパートナーの存在は不可欠としている。このための政策保有は必要最小限としつつも、位置づけを明確にした上で戦略的に保有する方針を打ち出している。</p> <p><アイシン精機> 自動車部品事業や住生活・エネルギー関連事業において、激しい競争を勝ち抜き、今後も成長を続けていくためには、開発・調達・生産・物流・販売の全ての過程において、様々な企業との協力関係が不可欠であるとしている。このため、事業戦略、取引先との事業上の関係などを総合的に勘案し、政策保有株式を保有する必要性を位置づけている。</p>
<p>業績指標を現場レベルにまで落とし込むことで経営に活用</p>	<p><オムロン> ROIC(投下資本利益率)をKPI(業績評価指標)として、2013年に本格的に導入し、経営に活用している。特徴的なところは、現場に落とし込むために、「ROIC逆ツリー」と「ROIC翻訳式」を自社で作っている。逆ツリーは、ツリー状に逆展開して、現場の事業特性に応じて細分化されたKPIとその目標値を設定することで、現場の仕事とROICの改善を直結させることができる。翻訳式は、数式を現場の言葉に変換し、「ムリ、ムダ、ムラ」を削って経営資源の滞留は減らす、「モノ、カネ、時間」などの「必要な経営資源」は有効に使い、顧客(ステークホルダー)に対する価値を上げる狙いがある。</p>

企業の取り組みの参考事例⑦

経営トップをはじめとする経営陣が株主・投資家との対話に積極的で、情報開示も効果的に行うことにより、経営や企業価値向上につなげている

＜コマツ＞

長期にわたって一貫した情報開示を継続し、投資家との対話を深めている。経営層が交代してもその姿勢は変わらず、IR担当者の知識や組織としての対応も十分。経営トップをはじめとする経営陣との対話や、工場見学会、部門別説明会などへの評価も高い。月次の建設機械の稼働状況データなどをウェブサイトで開示し、個人投資家向けIRも充実させるなど、フェア・ディスクロージャーも意識している。近年注力しているESG説明会は、持続的な成長への信頼性を高めると評価されている。

＜塩野義製薬＞

経営トップは投資家との対話に積極的で、自社の競争優位性についての説明には説得力がある。厳しい環境でもハイレベルな情報開示を継続し、資本市場との対話を継続していることは投資家の信頼感につながっている。対話の成果をガバナンスの改善に生かしたり、R&D部門の幹部などの意識改革や事業戦略に反映させていることへの評価も高い。IR部門は継続してレベル向上に取り組んでおり、ESGに関する対話促進によって、社会的な課題への取り組みと企業価値向上のつながりを示すことに尽力している。

出所：各社のホームページ、コーポレートガバナンスに関する報告書
日本経済調査協議会「イノベーターを育てる社会研究委員会報告書」(2016年3月)
日本IR協議会「第22回IR優良企業賞プレスリリース資料」(2017年11月)
その他、新聞記事