

研究の背景と目的、研究体制

研究の背景と目的

- ◆ 長期的視点での経営、多様なステークホルダーへの配慮、経営と倫理の両立は、日本企業の根底にある経営哲学である。今、世界の潮流となっているSDGsの考え方と合致するものが多い。日本企業は、SDGsの実現を経営の方針にすえ、世界をより良い方向に変えるSDGsの実現を牽引していくことが必要である。
- ◆ そこで、株主価値経営に走った投資家資本主義の問題と反省の動きをレビューし、企業統治の観点から、世界の潮流(SDGs)を牽引する「目指すべき企業経営のあり方」について報告書を取りまとめた。

研究体制

リサーチリーダー	加護野忠男	甲南大学特別客員教授、神戸大学名誉教授
リサーチャー	田中 一弘	一橋大学 大学院経営管理研究科教授
リサーチャー	伊藤 博之	滋賀大学 経済学部教授
リサーチャー	吉村 典久	大阪市立大学 大学院経営学研究科教授
リサーチャー	藤原 幸則	アジア太平洋研究所 主席研究員
事務局	アジア太平洋研究所	オブザーバー 関西経済連合会経済調査部

報告書のサマリー①

◆ 米国における投資家資本主義の隆盛

- 1981年のレーガン政権の登場以降、企業再編の規制緩和によりM&Aが増加。
- M&Aの増加は株主価値を重視した経営を生み出し、企業は株価を上げるためにROE(自己資本利益率)を意識した経営や株主への配分の増加、自社株買いを進めるようになった。
- 株主価値経営は、労働者の解雇、研究開発費や長期投資の削減、不正会計の誘発といった行き過ぎを生じた。

◆ 投資家資本主義の日本企業への影響

- 1990年代に入り、バブル崩壊、金融危機を経ながら、日本企業の経営、企業統治にも投資家資本主義の影響が及んだ。
- バブル崩壊以降、日本企業は、設備・雇用・負債という「3つの過剰」への対処を余儀なくされ、不良債権処理のために金融機関は企業との持ち合い株の解消を急速に進め、多くの企業の株式保有構造も機関投資家が大きな比重を占めるようになった。資本市場からの圧力が高まるようになった。
- 資本市場からの圧力は、株価を重視する経営を迫り、配当や自社株買いを増加させた。
- 本来、資本市場は企業へ中長期のリスク資金を供給する場であるが、今や、自社株買いの増加により、企業側が投資家へ資金を戻す傾向が強い市場に変質している。
- グローバル競争激化もあるが、短期投資家が主流となっている資本市場の圧力から、株価や株主配分を重視する企業行動をとると、経営の短期利益志向化の問題を起すことになる。2000年代以降、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。人件費は労働生産性の伸びより低く抑制され、人材育成投資も減少、研究開発内容も短期化の傾向にある。

◆ 世界で高まる投資家資本主義への反省

- 投資家資本主義については、リーマン・ショックを機に、短期主義の弊害の指摘や改善の意見が高まった。代表的なものが、2012年に公表された英国のケイ・レビューであり、本来、中長期資金が供給されるべき株式市場の短期志向偏重問題を鋭く指摘した。
- 経営者と従業員の著しい報酬格差等の問題を背景に、英国では、最近のコーポレートガバナンス・コード改定の議論では、株主以外のステークホルダー(従業員)の関与を重視する議論が展開されている。
- 米国の企業経営の最前線を見れば、今や、「米国の企業＝株主価値経営、短期利益志向」というステレオタイプに見ることができないようになっている。グーグルやフェイスブックといった米国の最前線の経営者は、複数議決権株式の保有により、株主の影響力を排除してまで、長期的視点での事業の成長やイノベーションに挑んでいる。

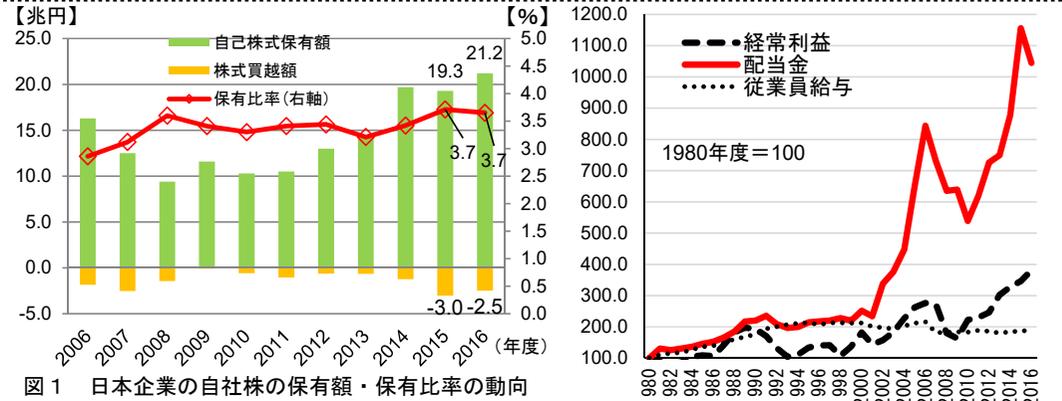


図1 日本企業の自社株の保有額・保有比率の動向

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：証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

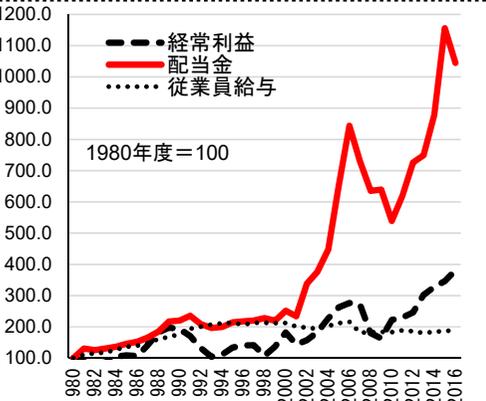


図2 日本企業の配当金と人件費の推移(年度)

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。

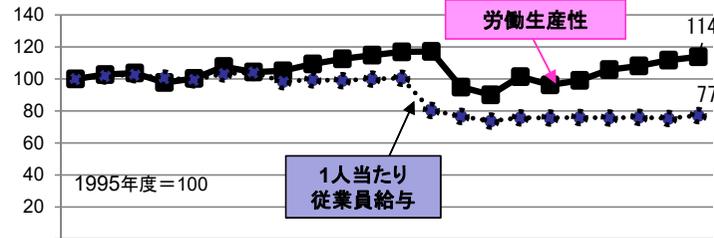


図3 日本企業の労働生産性と1人当たり従業員給与の推移

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。
出所：財務省「法人企業統計調査」より作成。

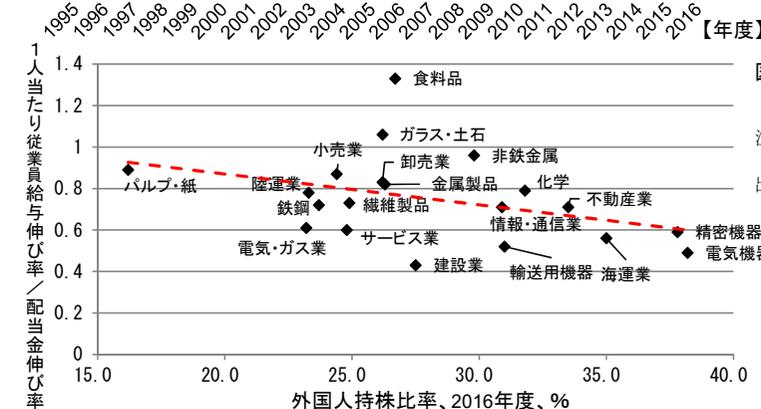


図4 外国人持株比率と賃金伸び率/配当伸び率

注：伸び率は2016年度と2012年度の比。
出所：財務省「法人企業統計調査」と東京証券取引所「株式分布状況調査」より作成。

報告書のサマリー②

◆世界の潮流を牽引する企業統治のあり方

1. 企業統治の原点とは

(1) 企業統治において重視すべき世界の潮流 (SDGs)

- 日本企業は、SDGsの実現を経営の指針にすえ、国境を越えたグローバルな企業活動を展開する中で、地球社会の課題解決にビジネスを通じて貢献していくことが期待される。
- 日本企業は、長期的視点で多様なステークホルダーへ配慮した経営を行うことが総体的な企業価値を高め、結果として、企業の成長と株主価値を拡大していくことを株主に認識してもらうよう、SDGsとの関係性も含めた情報開示や対話などを積極的に行う必要がある。

(2) 企業統治の土台としての経営と倫理の両立

- 経営には倫理・道徳が深く関わり、企業統治の土台となる。最近も相次ぐ企業不祥事を踏まえ、規則による強制ではなく、経営者が規範性ある企業理念や行動基準を掲げ、経営者の率先垂範と全社員に深く理解・共鳴させることにより企業倫理を実現することが必要である。

(3) コーポレートガバナンス・コードへの向き合い方

- コーポレートガバナンス・コードに対する向き合い方は、独自性、多様性があるべきである。自社の経営戦略、企業統治についての明確な方針があり、それに照らして正当と考えるなら、コンプライアンスしない理由を堂々とエクスペインして良いと考える。

2. 企業への具体的な提案

(1) 株主との長期経営ビジョンの共有、長期戦略計画の提示

- 長期的視点で総体的な企業価値の向上を図るためには、明確な経営理念の下、長期的な自社の経営ビジョン、その達成に向けた長期戦略計画を立て、事業の選択と集中、新規事業の創出、M&Aなどを進めることが必要である。

(2) 執行で重要な意思決定は取締役会で議論を

- 経営の失敗を防ぎ、長期的な企業価値向上を図るための重要な方法は、個別重要案件を十分に審議することである。その意味で、「監査役会+社外取締役」型は有効な制度の1つ。

(3) 監査役(会)・監査委員会の監査機能向上

- 内部監査部門、会計監査人、社外取締役、人事部との連携が必要である。実効的な監査のためには、常勤の監査役あるいは監査委員が中核的役割を果たすべきである。

(4) 社外取締役の役割の明確化、独立性は判断の独立性重視を

- 社外取締役は期待される役割を明確にして選任されることが重要であり、独立性は他者に左右されず、自ら検討・判断できるという「判断の独立性」の方が重要な基準になるべき。

(5) 労働組合の社内牽制機能の再活用、長期の成長戦略への関与

- 経営者に対する牽制にとどまらず、長期的な視点から、経営陣の長期投資の意思決定をバックアップするなど、企業の成長戦略に関与してもらうことが重要である。

(6) 人材の選抜育成、正社員中心の雇用と適切な報酬による人中心の経営

- 社員の自主性を尊重しつつ、多面的な人材評価や多様な教育プログラムの実施を通じて、人材を選抜育成するとともに、競争力を高める組織改革を断行していく必要がある。

(7) 会社と協働し責任を自覚している長期保有株主との積極的な対話

- 長期保有株主への統合的な情報発信を一層工夫しながら充実させていくとともに、長期保有株主の優遇策として、種類株式の発行が積極的に検討されるべきである。

(8) 政策保有株式の適切なマネジメント

- 保有意義のなくなったものは当然処分していくとして、長期的な企業価値の向上を図る上で必要なものも存在するので、保有の目的や合理性を確認しながら適切にマネジメントすべき。

(9) 成長投資の原資である内部留保の適切な説明と活用

- 過剰に増やさず有効活用すべきだが、適正かは個々の企業で株主と対話していくことである。

(10) 会社独自のKPI(主要業績評価指標)の導入

- ROEをKPIとするには問題がある。KPIの指標の意味が現場まで浸透することが重要。企業の実情に応じて、ROICや営業利益(率)などの複数の指標の組み合わせが適切。

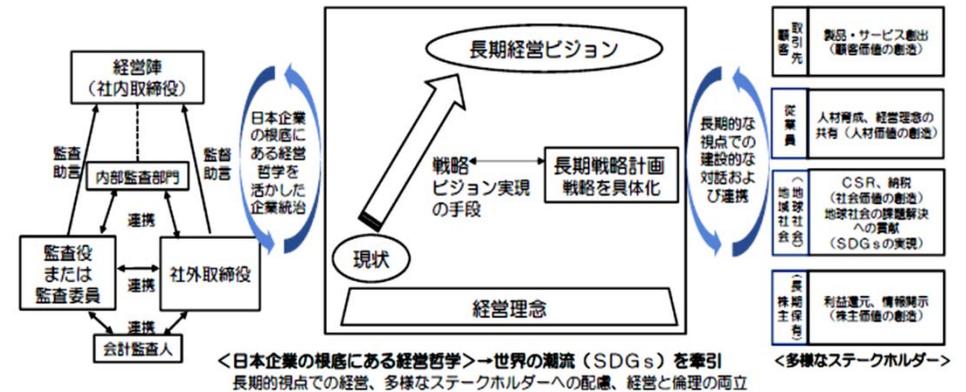


図5 目指すべき企業経営のあるべき姿 (イメージ)

3. 政府・証券取引所への要望

(1) 四半期開示の義務付けの廃止

- 四半期開示は短期利益志向を助長するという問題点がある。欧州と同様、日本においても、投資家と企業の双方が、短期的な決算を気にせずに、長期的視点で対話を進め、企業価値向上を図る経営を実現するため、四半期開示の義務付けは廃止されるべきである。

(2) 長期保有株主に対する優遇策

- 企業と協働する長期保有株主に対しては、議決権や税制の面で優遇措置を講じることを検討して良いだろう。欧米の多くの有力企業は種類株式を使いこなしている。賛否の意見が分かれる課題であるが、日本においても、必要な情報開示規制を講じつつも、複数議決権株式など、多様な種類株式の発行が可能になるような制度整備を期待したい。

(3) 議決権行使助言業者のあり方の検討、業務の適正化に向けた規制

- 現在、欧米では、議決権行使助言業者が適正に業務を行っているかが疑問視され、規制論議が起きている。日本においても、議決権行使助言業者のあり方、業務の適正化(利益相反防止、業務体制や助言判断の理由やプロセスの透明化など)のための規制が議論されるべき。

(4) コーポレートガバナンス・コードのステークホルダー規定の再検討

- 企業統治における多様なステークホルダーへの配慮は世界の潮流であり、英国では従業員の企業統治への関与がコーポレートガバナンス・コードの改定に盛り込まれる予定である。日本のコードにおけるステークホルダーとの協働規定は、世界の潮流を踏まえて再検討する必要がある。

(5) 株主代表訴訟制度(株主による責任追及等の訴え)の見直し

- 日本の株主代表訴訟制度は、国際的に見て訴訟が提起されやすい仕組みとなっており、ひとたび濫用的訴訟が起これば、会社に大きな負担を強いるものとなり、結果として、株主全般にも不利益が生じる。濫用的株主代表訴訟を制限する立法措置(提訴却下事由の追加、提起の少数株主権化など)が検討されるべき。

(6) 政府のコーポレートガバナンス改革を議論する体制の見直し

- 政府の検討会議の委員の多数は、機関投資家、コンサルタント会社、学識者(法学者、経済学者)、弁護士といったメンバーで占められている。企業統治改革の議論には、経営の経験や知見を考慮することが不可欠である。日本の上場企業の多数を占める監査役設置会社や地方・中小企業からの委員を増やすべき。また、経営学の理論と知見を反映するために、経営学者にも委員として参画させることが必要である。