

時論

コーポレートガバナンス改革は成長戦略たり得るか

今年の株主総会では、アクティビスト等の物言う株主から 90 社に対して 340 件超の株主提案が出され、大半は否決されたが、彼らの存在感が際立った。

物言う株主の提案は、かつては大幅な増配や保有株の高値買い取りなど攻撃的な要求が目立ったが、最近は統治体制・事業再編・ESG 関連など、穏健派？の伝統的機関投資家の賛同を得られやすいものが増えており、企業経営における株主の影響力は一層増す流れにあると考えられる。投資家・株主や経済系メディアも「経営者は物言う株主から逃げずに対話すべき」と主張している。

こうした動きは、安倍政権が推し進めたコーポレートガバナンス改革の産物と言える。その思想は、①コーポレートガバナンス改革を成長戦略と位置付け、②株主が経営への関与を強めることで個々の企業のコーポレートガバナンスを徹底させ、③それによって企業価値並びに稼ぐ力を向上させる「攻めのガバナンス」を行い、④ひいては日本経済の成長力も高める—というものであった。スチュワードシップ・コード(2014 年)とコーポレートガバナンス・コード(2015 年)の制定にもそのような狙いがあり、上記のような物言う株主の活動を後押ししたとみられる。

では実際どうなったか。アベノミクスが始まった 2012 年度を基準とすると、2022 年度の経常利益は約 2.2 倍となり、日経平均株価は直近では約 2.7 倍といずれも大幅な伸びとなった。コーポレートガバナンス改革は、経営者の資本コストや収益性に対する意識を高め、日本企業の統治構造に対する海外投資家の評価を向上させ、企業業績と株価の押し上げに一定の効果を持ったと考えられる。

だがその一方、成長戦略が目指すところ日本経済の実力向上、そのために必要なイノベティブな企業投資、生産・所得・需要の好循環は実現していると言い難い。2022 年度の実質 GDP は 2012 年度の 1.1 倍、名目 GDP でも 1.1 倍と低い伸びに止まった。潜在成長率は 0.9%から 0.3%へ低下し、その中身をみると、全要素生産性上昇率の寄与度は 0.9%ポイントから 0.5%ポイントへ低下しており、日本経済の最大の課題である生産性向上は未達成である。

このようにコーポレートガバナンス改革の取り組みが成長戦略たり得ず、マクロパフォーマンス改善につながらなかったのは、両者の間に次のようなミスマッチが存在したからではないか。

第 1 は、コーポレートガバナンスの本来の役割と成長戦略とのミスマッチである。

コーポレートガバナンスの基本的要件を挙げると、①会社の意思決定や経営者の選出が法の定めに従って厳格に行われること、②その際、取締役が善管注意義務を履行し、経営者の独走や不作為、公平性・客観性を欠く判断、不祥事、外部の不当な圧力等が排除される仕組みが機能していること、③こうしたプロセスや体制に関する情報が十分開示され、市場・投資家・金融機関などが検証可能であること—となるだろう。

すなわち、コーポレートガバナンスとは第一義的には東証「コーポレートガバナンス・コード」で明記されているように、「透明・公正かつ迅速・意思決定を行うための仕組み」であって、それ以上でもそれ以下でもない。結果として出てくる意思—リストラ断行による赤字決算であろうが、無配であろうが、社運を賭けた設備投資や新規事業であろうが—の方向性をあらかじめ縛るものではなく、“攻め”も“守り”もなく、個別企業や日本経済の“成長”を直接的目標とするものでもない。

コーポレートガバナンスがしっかりしている企業は、長い目で見れば“攻めて成長する”姿を体現し、そのような企業が増えれば成長戦略と称されるかもしれないが、それは予定調和の話であろう。

第2は、コーポレートガバナンス改革が極大化目標に据える企業価値と成長戦略とのミスマッチである。企業価値の定義については、この6月、経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」で示されたように、「企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和」というのが、株主・投資家や市場関係者のコンセンサスとみてよいだろう。さらに同研究会は企業価値を「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度」「株主価値(市場における評価としては時価総額)と負債価値の合計」とも定義づけている。

これらの文言から窺われるように、企業価値には、成長戦略を語る土俵たるマクロ経済運営の視点は乏しい。目線は株主の立場・利益から離れることはなく、自社の株価を意識せざるを得ないものとなっている。直近のように、「PBR1倍」が企業価値を図る指標として示される中ではなおさらであろう。

日本企業は近年、こうした性格を有する企業価値を追求する姿勢を徐々に強めた(あるいは強いられた)とみられる。2012年度から2021年度にかけて、人件費は49.9兆円→52.6兆円、設備投資は17.6兆円→21.2兆円と小幅な増加に止まる一方、配当金は10.6兆円→22.2兆円と倍増し、現預金残高は46.3兆円→80.8兆円と大幅に積み上がり、自己株式勘定も▲11.6兆円→▲20.6兆円と増加した。

豊富な手元資金は、自社のキャッシュフロー創出力と日本経済の潜在成長率をともに向上させる設備投資・研究開発投資・人的資本投資には活用されず、配当増額や自社株買い等の株主還元、それによる株価上昇を通じた“企業価値”の向上、予備的動機からの現預金積み上げに向かった。

先端技術を組み込んだ設備投資の不足、企業・家計の好循環の不発が窺われるのみならず、本来、事業を推進・拡大する資金調達のために株式を発行する企業が、自らの資金で自ら発行した株式を買い戻す風景だけを切り取ると、企業家精神の欠如と言わざるを得ず、成長戦略が目指す姿とは程遠い。

企業価値にとっては合理的・合目的であっても、成長戦略にとってはそうではなく、むしろ制約要因となる場合があるということである。株主が主導・関与するコーポレートガバナンス改革は、当然に成長戦略として機能するわけではなく、マクロパフォーマンスを上向かせるわけでもない。

経済学の「ティンバーゲンの定理」によると、「政策目標の数と政策手段の数を同じにせよ(=1つの政策手段には1つの政策目標しか与えてはならない)」という。

この政策割り当ての基本と、上述のようなコーポレートガバナンス改革と成長戦略のミスマッチを勘案すると、コーポレートガバナンス改革は今日の日本企業におけるコーポレートガバナンスの不備な点を改めるため(だけに)に使えばよい。コーポレートガバナンスは企業のゴーイングコンサーンや、攻め守り両面における誤りなき経営判断の基盤であり、マルチステークホルダーへの配慮が強調される今日においては、その重要性は一段と増していると言える。

成長戦略は潜在成長率の引き上げを目標とした規制緩和、税制改正、財政支出(財源手当ても含む)、国際貿易振興など、マクロ的な政策パッケージで対応すべきであろう。

(注)文中の企業財務データは「法人企業統計(財務省)」の全産業(金融・保険除く)資本金10億円以上。潜在成長率に関するデータは日本銀行HPより。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。