

時論

企業家精神の掘り起こしとコーポレートガバナンス

消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減により、4-6月期の実質 GDP 成長率は季調済前期比 ▲7.1%と大幅な落ち込みになった。家計調査や百貨店売上高といった個人消費関連指標や生産指数の持ち直しも期待されたほどではなく、輸出も依然として目立った伸びを見せず、先行きについては不透明感がやや高まっている。

しかし景気のコアである企業収益の増益基調が損なわれない限りは、出遅れ気味だった設備投資にも動意が現れ、内需の好循環が頓挫することはないであろう。

2014年3月期決算、2014年4-6月期決算、2015年3月期予想を見ると、輸出企業を潤した円安進行が頭打ちになっても(足元では再び進みつつあるが)、企業収益は底堅い。

株価が5月中旬以降、一本調子とはいかないまでも概ね上昇トレンドを辿っていることはその表れであろうし、筆者が担当している貸出先の行内格付において、格上げ先が明らかに増加していることから実感できる。銀行の行内格付は、基本的には貸出先の債務償還能力を評価し、デフォルトからの距離を数字ないし記号で表すものである。将来の成長性を積極的に織り込む株価とは若干、視点を異にするが、企業収益が回復・拡大すれば返済原資たるキャッシュフロー創出力ひいては債務償還能力も高まるので、格付が上がるのは当然である。

企業収益の増加は目先の経費削減のみに頼ったものではない。為替円安、財政出動という追い風があったにせよ、事業構造の見直しや設備・人員の再配置によって損益分岐点を引き下げ、限界利益率が高まったところに実際に売上高が増えたので、利益も拡大するという「増収増益」の姿である。

しかしその中身をつぶさに見ると、利益が拡大する中であっても、①有利子負債を減らし続ける、②高水準の現預金をさらに積み増す、③有形固定資産、投資その他資産、減価償却費が増えていない、すなわち設備投資や M&A を積極的に行っていない、④配当や役員賞与等社外流出を抑え気味にする—という防衛的な行動を取る企業が依然として多いように見える。こうした行動が債務償還能力ひいては行内格付を高めることにつながっており、レンダーの立場から見れば安心感はあるものの、果たしてこれで良いのかとの思いは禁じえない。

有利子負債を増やし、設備投資や M&A を積極的に行い、有形固定資産も売上債権も棚卸資産も総資産も増え、現預金は一定の水準を維持しながらも総資産に占める比率は着実に低下し、減価償却費と最終利益の拡大によって債務返済原資となるキャッシュフローは一段と増加し、このため配当等社外流出と有利子負債が増えても債務償還能力は上昇する(=格付が上がる)—というグローバル競争を勝ち抜くに対応しい姿を財務面で体現している先は限られたものに止まっている。

企業収益が内需の好循環ひいては持続的成長の起点となるのか、日本企業は成長戦略・規制改革を奇貨と捉え、グローバルな競争力を取り戻すことができるのか、いささか心許ない。

こうした懸念や問題意識は以前から存在したからこそ、成長戦略と平仄を合わせて、「日本版スチュワ

ードシップ・コード」「日本再興戦略」「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～(いわゆる伊藤レポート)」において、コーポレートガバナンスの強化、投資家と企業との建設的な対話(エンゲージメント)、資本効率の上昇を通じた企業価値の向上や持続的成長が繰り返し強調されるようになった。マクロ的観点からの診断とマイクロレベルの課題を結びつけた、一応、整合的な建付けと言えよう。

だが上述したように、増益基調の中にあっても日本企業がなお防衛的かつ慎重な行動に止まっている現状を鑑みると、真に必要なことは、海外のみならず、縮小均衡に向かいそうな国内においても、フロンティアや新市場を開拓し、アライアンスを仕掛け、投資機会を見出し、今日の経済社会問題を解決する革新的な製品・サービス開発を通じて企業創業の理念やミッションを実現する(これこそが真の企業価値というものであろう)企業家精神を掘り起こすこと、それを体現できる企業家を輩出することではなかろうか。

そもそもコーポレートガバナンスと言ひ、株主による企業経営者に対する監視と言ひ、その歴史の原点たる基本的哲学は、上述のようなイノベティブな企業家精神の掘り起こしや資本効率の向上というよりも、血を流して個人の自由や人権を勝ち取った市民革命の精神を下地としつつ、企業も市場も、権力者に対するのと同じように、個人を中核とする市民社会、あるいは個人を化体したところの株主が制御すべきであり、個人を脅かすような資本の論理の暴走は許さない—ということではなかったか。機関投資家の負う受託者責任がこの上なく重いのも、その背後には多数の個人が存在し、その尊厳を守ることを第一義とするという市民社会の規範意識があったからではないか。

無論、イノベティブな企業家精神と言っても、しっかりした企業統治や株主還元を伴わないようでは危いものがある。しかしコーポレートガバナンスの高度化やエンゲージメントの強化を、今日の日本企業ひいては日本経済の課題解決につなげようとするならば、顧客・受益者の投資リターン拡大、ROEの向上といった数値目標だけに目が行くことなく、その歴史的経緯を踏まえつつ、企業価値、企業行動、経営者等のあらまほしき姿については、重層的・多面的観点からの理解・洞察・知見の積み重ねが必要であろう。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融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。