

# マクロ指標でみたコーポレートガバナンス改革 ～ 成果と課題 ～

2021年4月27日

調査部 主任研究員 細尾 忠生

tel : 03 - 6733 - 4925 (直通)

mail: [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

# 1. コーポレートガバナンス改革の背景 (1) 成長戦略での位置づけ

- 第2次安倍政権による2013年成長戦略で、社外取締役の必要性を明記
- **2014年成長戦略**で、より踏み込んだ形で、コーポレートガバナンス改革の意義を強調、**最優先課題**に位置づけ

日本の「稼ぐ力」を取り戻す  
～「日本再興戦略」改訂2014より抜粋～

日本企業の「稼ぐ力」、すなわち中長期的な収益性・生産性を高め、その果実を広く国民(家計)に均てんさせるには何が必要か



まずは、コーポレートガバナンスの強化により、**経営者のマインド**を変革し、**グローバル水準のROEの達成**等を一つの目安に、**グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断**を後押しする仕組みを強化していくことが重要である

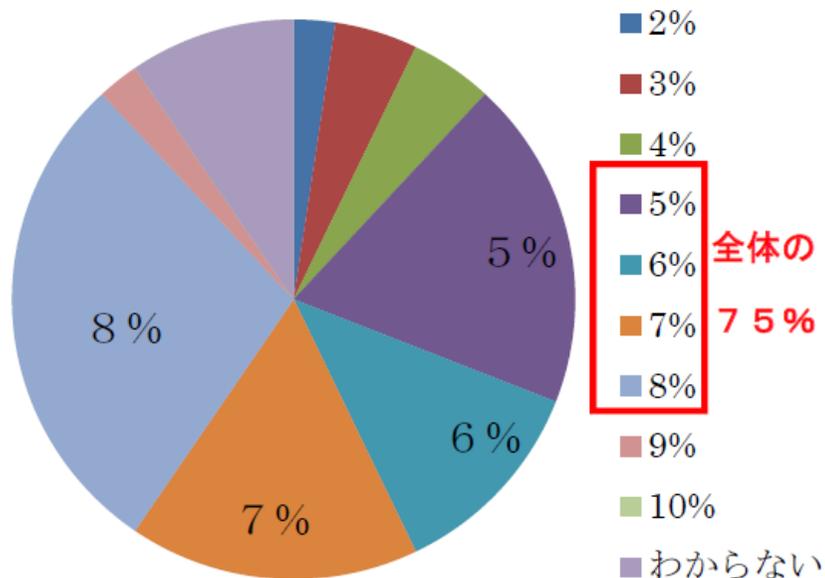
特に、数年ぶりの好決算を実現した企業については、内部留保を貯め込むのではなく、**新規の設備投資、大胆な事業再編、M&A**などに積極的に活用していくことが期待される

# 1. コーポレートガバナンス改革の背景 (2)ROE目標の設定

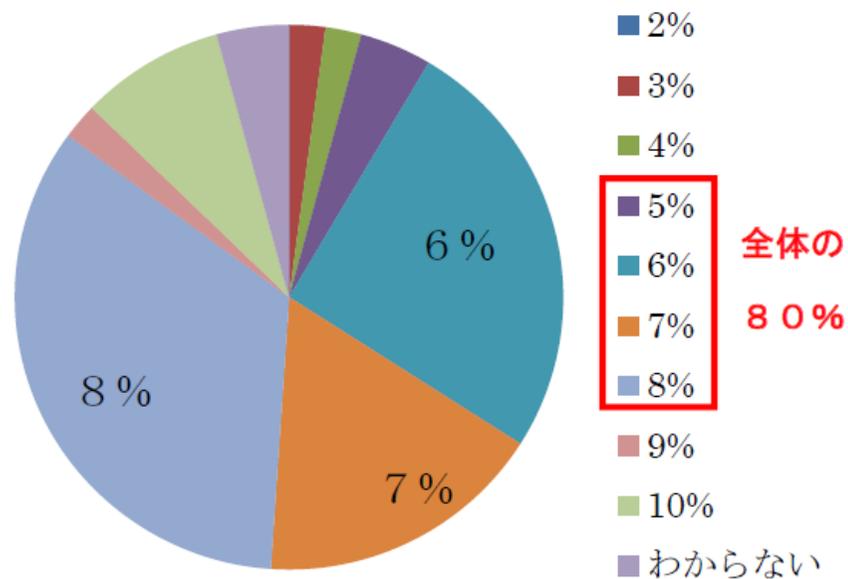
- 成長戦略を踏まえ、経産省は**伊藤研究会**（「持続的成長への競争力とインセンティブ」プロジェクト）を設置
- 資本効率を意識した企業経営に転換するために、**8%のROE実現**を経営の中核目標に据えることを提唱

## 日本株投資の期待収益率

【国内機関投資家（平均6.3%）】

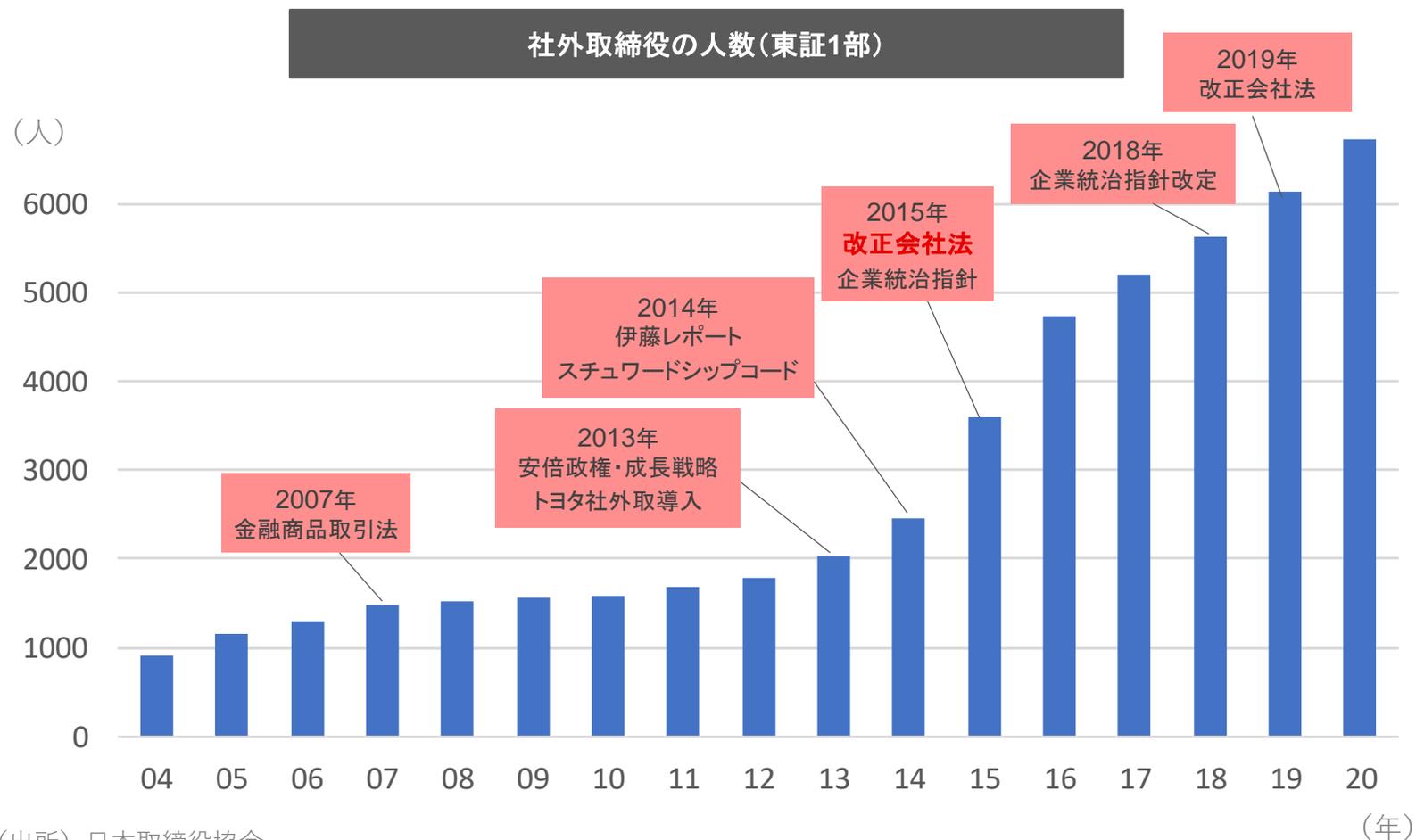


【海外機関投資家（平均7.2%）】



# 1. コーポレートガバナンス改革の背景 (3) 社外取締役の普及促進

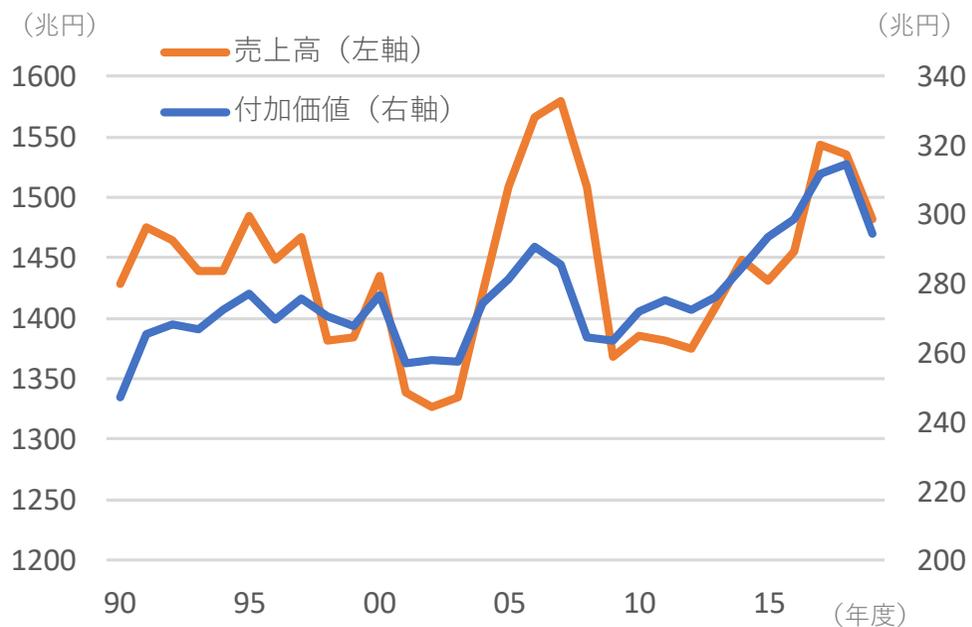
- 従来より、企業はIRを充実させ、投資家からの評価を高めるために、しっかりとした統治体制を構築する必要
- さらに、**2015年の会社法改正**を契機に、社外取締役を選任する企業が飛躍的に増加



## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (1) 収益性の改善

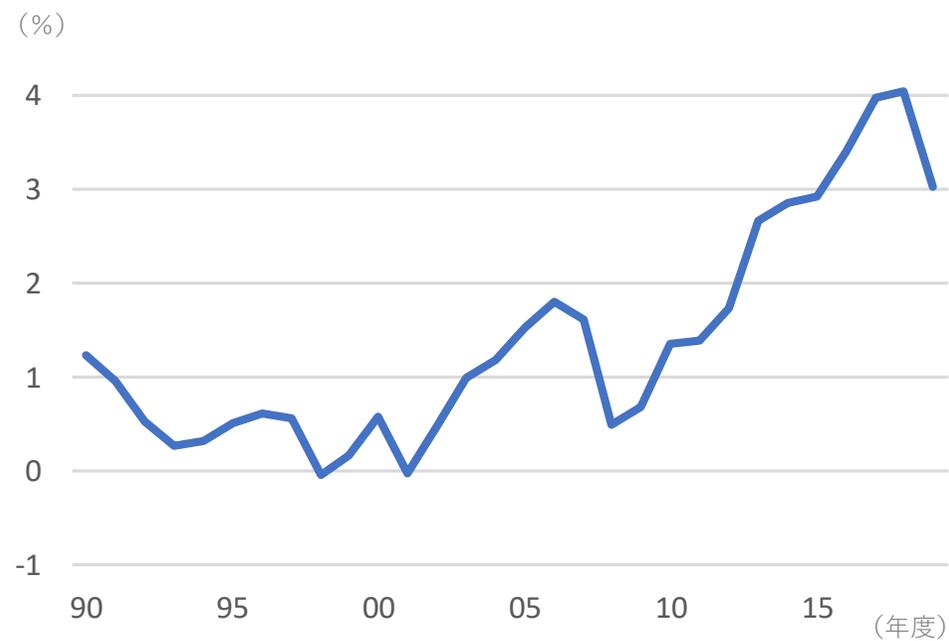
- マクロ経済指標をみると、日本企業の売上高は、リーマン危機前後に急増・急減、2010年代は、グローバル経済の成長の追い風もあり増加基調で推移
- リーマン危機前は、原油価格急騰などのコスト高により、売上増ほどに企業の付加価値が増加しなかったが、2010年代になると、**企業の利益率が改善、付加価値もバブル崩壊後の最高水準**に増加

### 付加価値と売上高



(出所) 財務省

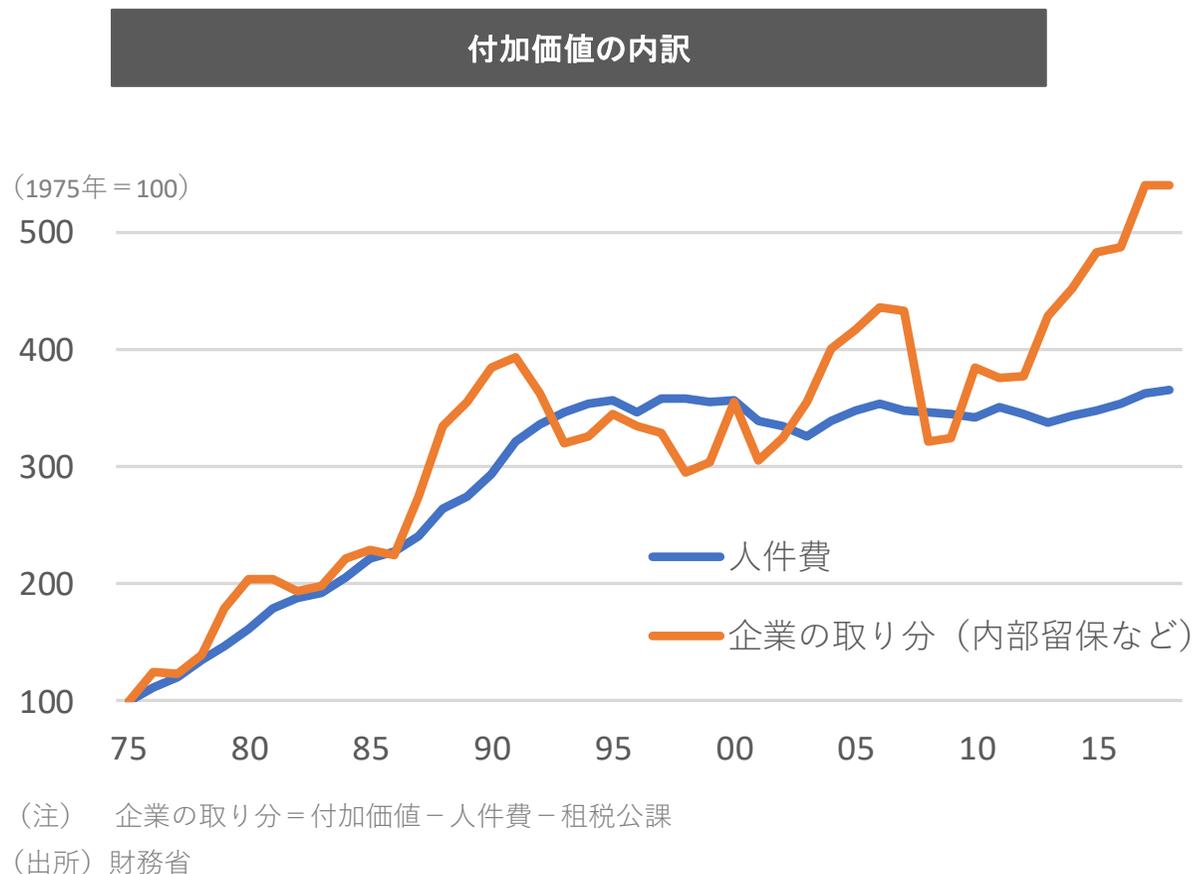
### 売上高純利益率



(出所) 財務省

## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (2) 効率性の重視

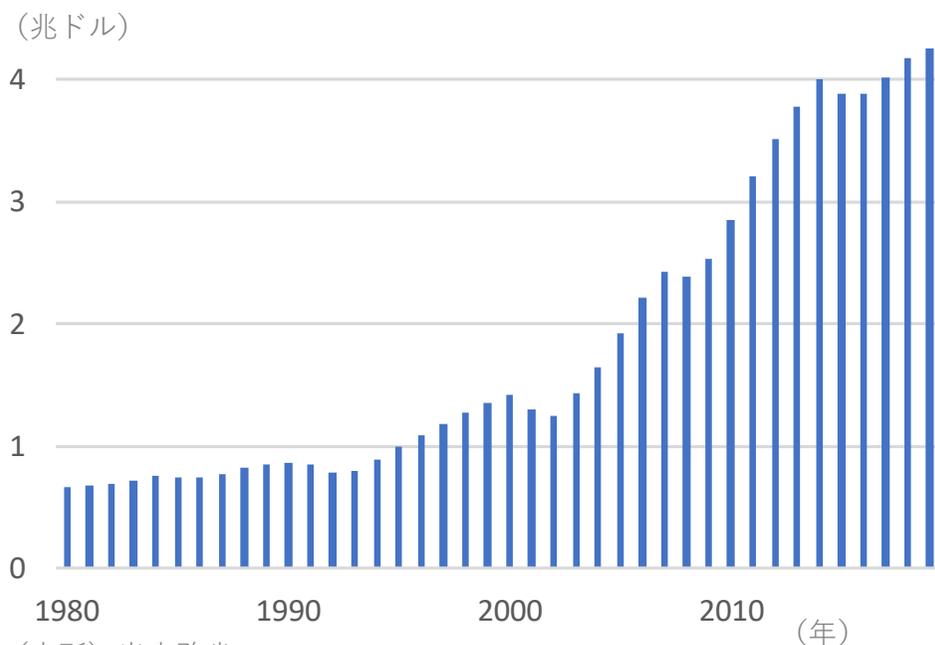
- 企業の付加価値の内訳をみると、人件費が横ばいにとどまる中、内部留保などの企業の取り分が増加
- 企業は、財務基盤の安定や収益力の強化を図る中で、結果的に労働分配率は低下



## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (3) 内部留保の使途

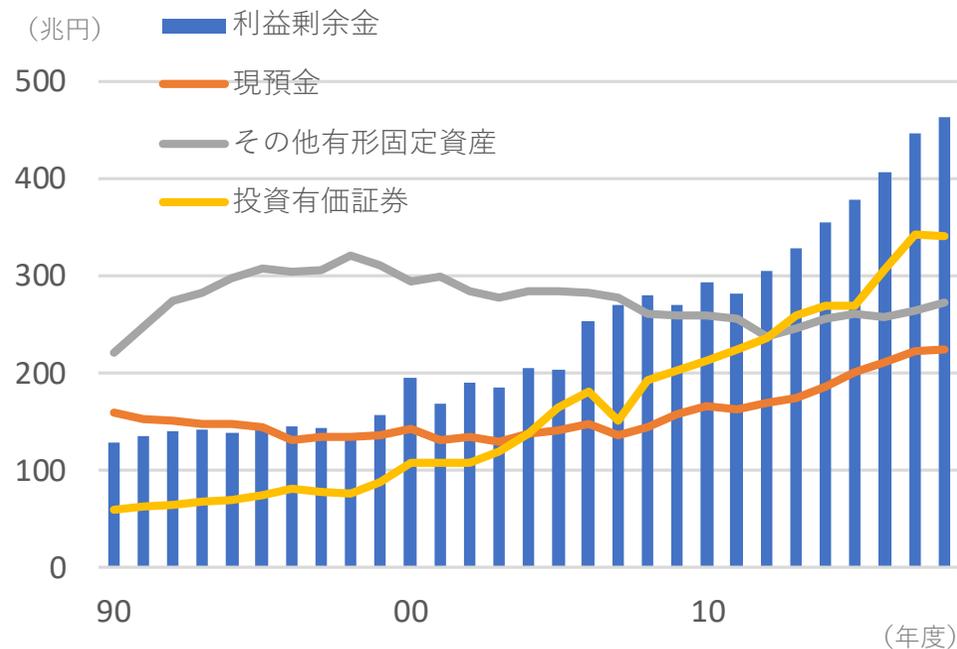
- 内部留保に相当する利益剰余金の増大が批判を招くが、**利益成長にともなう利益剰余金の増加は米国でも同様**
- 利益剰余金がどのような使途に振り向けられたかが重要。主要資産項目をみると、「**その他有形固定資産**」が海外での投資拡大等によりピーク比で減少したが、M&Aや海外投資拡充により「**投資有価証券**」が増加
- リーマン危機やコロナ禍の不確実性を考慮すると、「**現預金**」の増加には一定の合理性

米企業の利益剰余金



(出所) 米商務省

日本企業の利益剰余金と主要資産項目

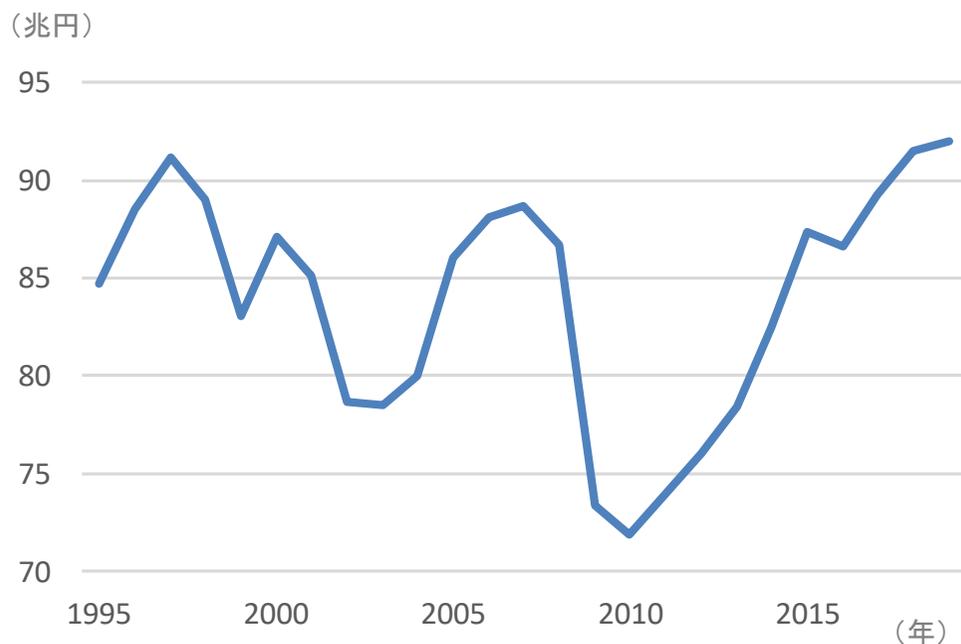


(出所) 財務省

## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (4) 設備投資と事業再編

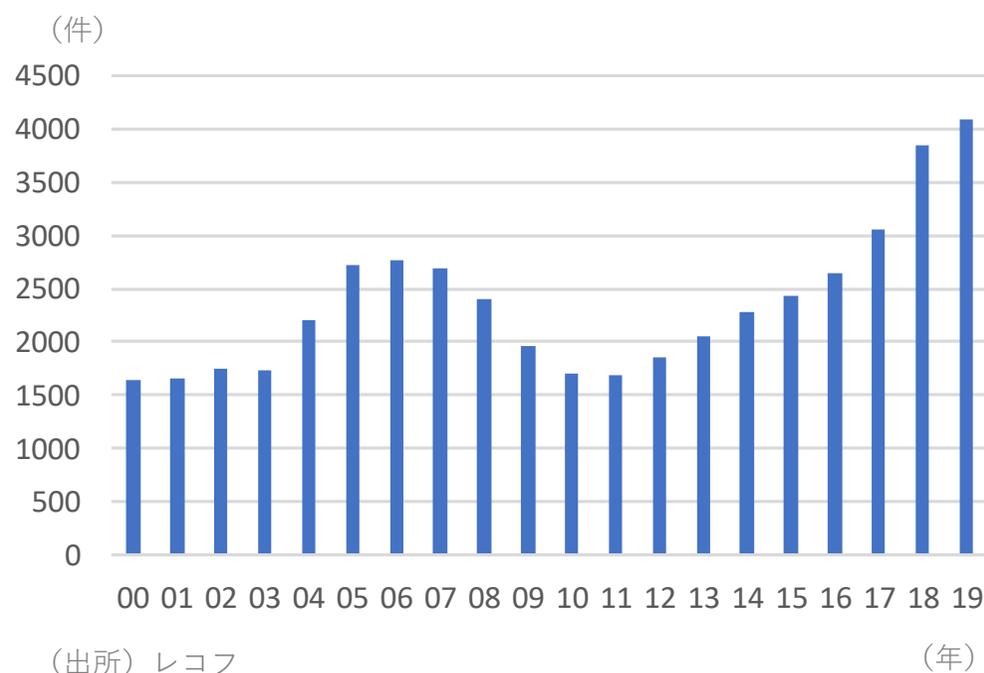
- 成長戦略において、コーポレートガバナンス改革の目標とされた指標をみると、まず、**設備投資は2010年代に増加**
- 事業再編手段である**M&A**についても、日本企業の実施件数は**2010年代後半に急増**

設備投資(名目)



(出所)内閣府

日本企業のM&A件数

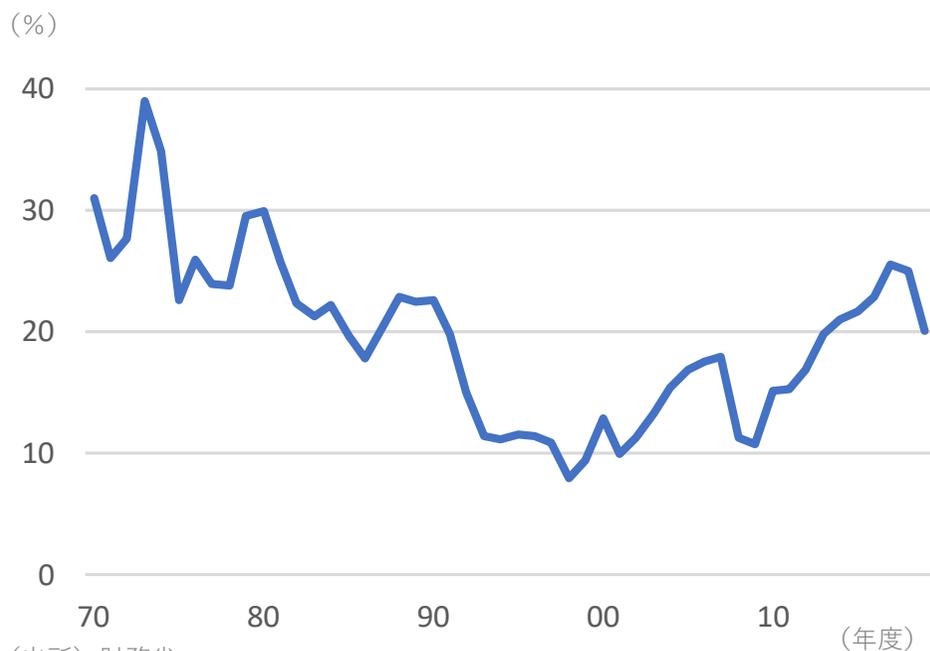


(出所)レコフ

## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (5) 資産の収益性

- 日本企業の保有資産の収益性をみると、**有形固定資産・対営業利益率**は、**2000年頃を底に改善傾向**
- 資産収益性は「資本生産性」と呼ばれ、国際比較でみると、**日本の資本生産性は2010年代に改善**
- 資本生産性が改善した背景には、2000年代に「**3つの過剰（債務・雇用・設備）**」の**整理**が進み、その後、安倍政権下で**円高等の「6重苦」が解消**され、日本企業が事業面で本来の実力を発揮できるようになったことがある

資本生産性（有形固定資産・対営業利益率）



資本生産性上昇率（主要国との比較）

	ドイツ	日本	英国	米国
90年代	-0.6	-3.6	-1.7	-1.1
00年代	-1.2	-1.5	-1.6	-2.3
10年代	0.7	0.8	-0.4	-0.3

(出所) OECD

## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (6) 資本の収益性

- 「資産」の収益性に加えて、「資本」の収益性についても、成長戦略で、コーポレートガバナンス改革の進捗の目安とされたROEが、**企業収益の改善を背景に上昇**。もっとも、このところ景気停滞もあり低下

日本企業のROE(上場企業ベース)



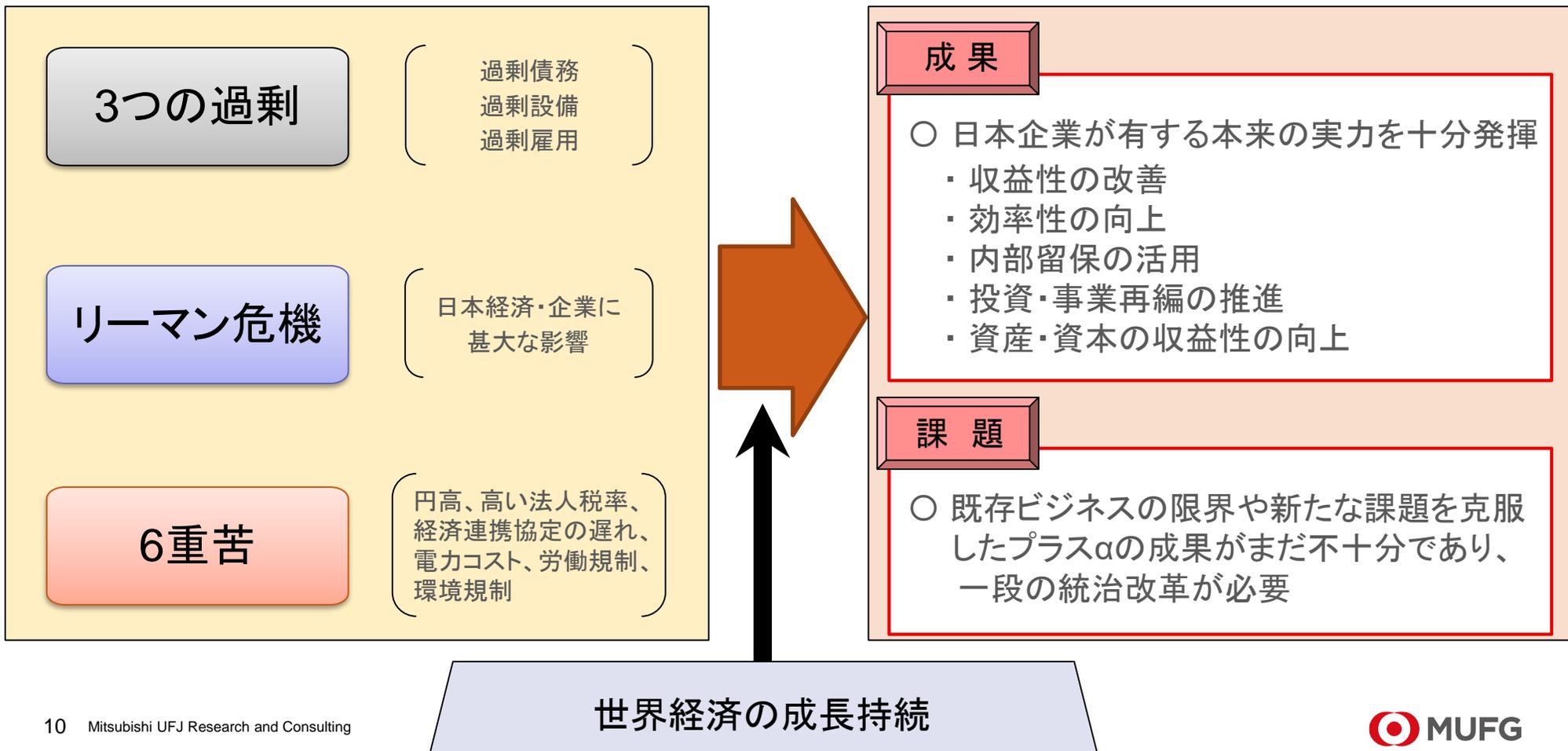
(出所) 経済産業省

(年度)

## 2. コーポレートガバナンス改革の評価 (7)まとめ

- マクロ経済指標をみると、「3つの過剰」や「6重苦」の解消等を追い風に**収益性改善などの成果**がみられた
- もっとも、**既存ビジネスの限界の克服などの成果はまだ不十分**であり一段の改革が必要

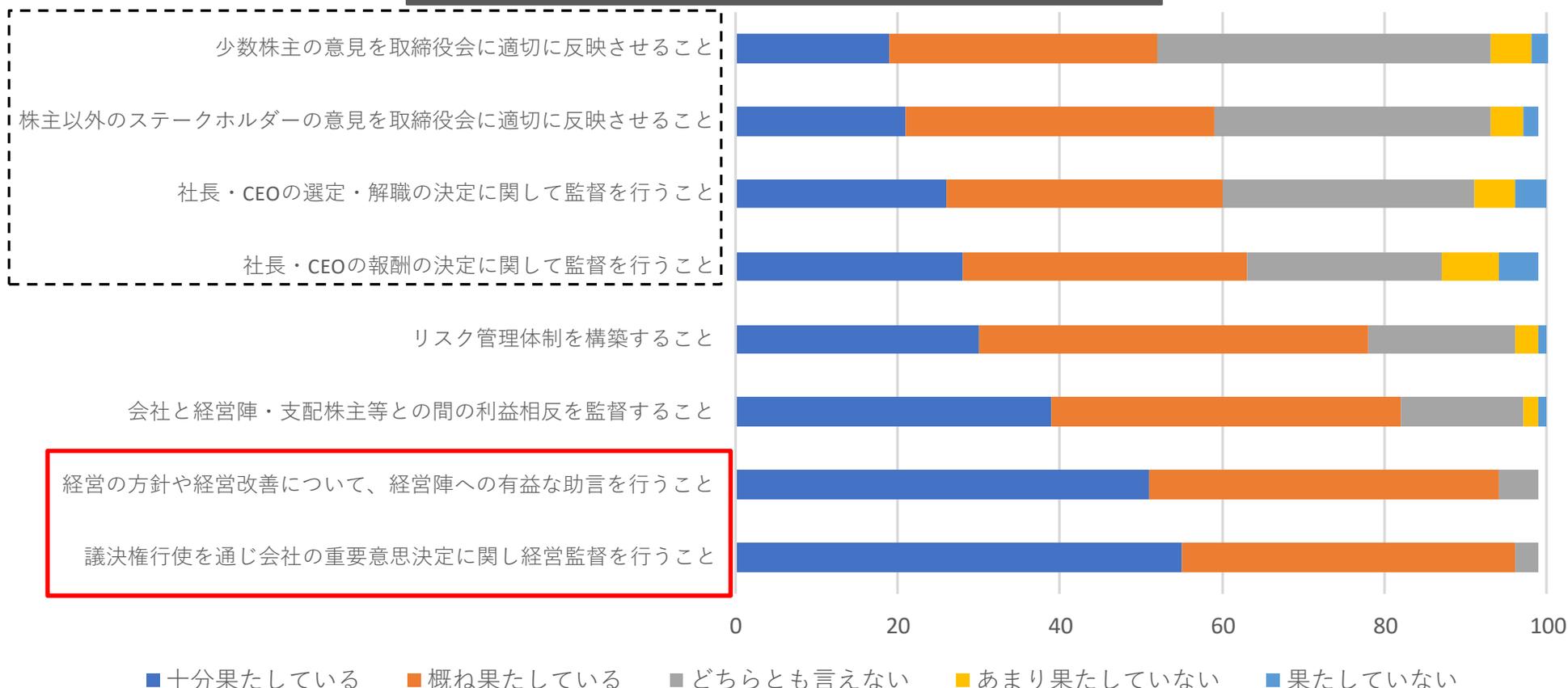
### コーポレートガバナンス改革 ~ 成果と課題



### 3. コーポレートガバナンス改革の課題 (1) 社外取締役の機能向上

- 政府の上場企業アンケート調査によると、「**経営の重要な意思決定に関する監督**」、「**経営陣への有益な助言**」で、社外取締役が責務を果たしていると回答した企業の割合が高い
- 一方、「**社長・CEOの選定・解職や報酬に関する監督**」、「**少数株主やその他のステークホルダーの意見の取締役会への反映**」については、役割を果たしていないか、どちらともいえないと回答する企業が多く今後の課題

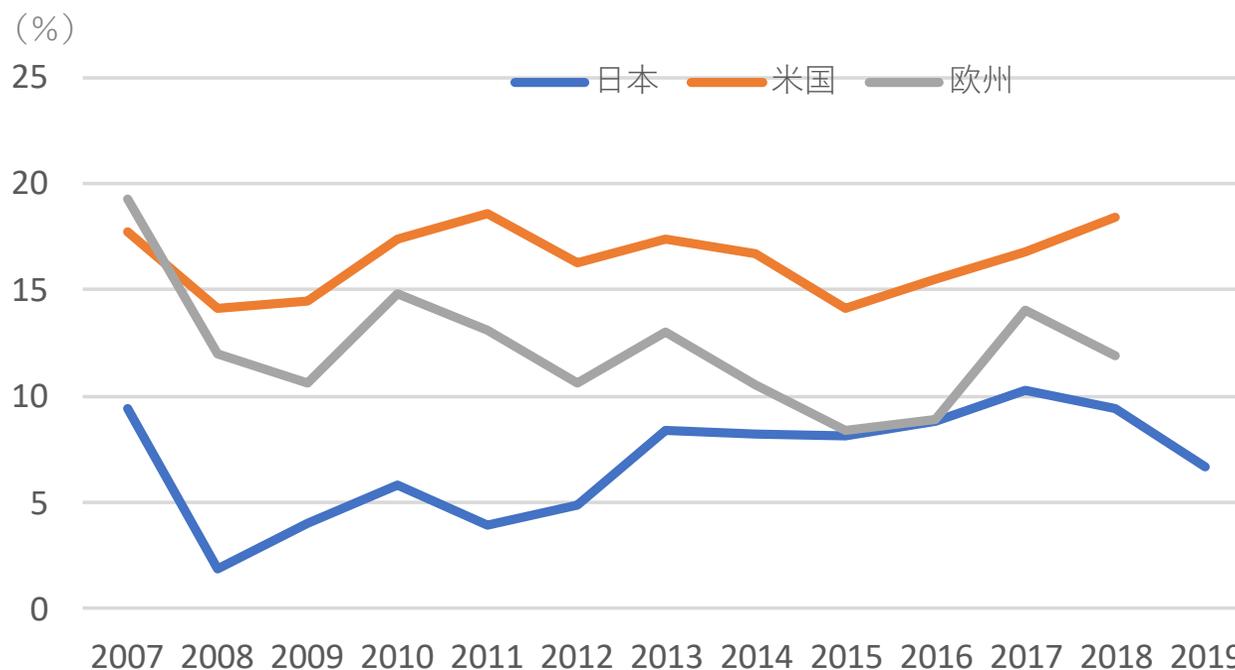
社外取締役がどの程度役割を果たしているか



### 3. コーポレートガバナンス改革の課題 (2) 収益性のさらなる改善

- 日本のROEは、2010年代に改善したものの、米国、欧州と比較すると、依然として低い水準にある。このため、様々な手段を通じて**ROEを一段と引き上げていく必要がある**

日米欧のROE(上場企業ベース)



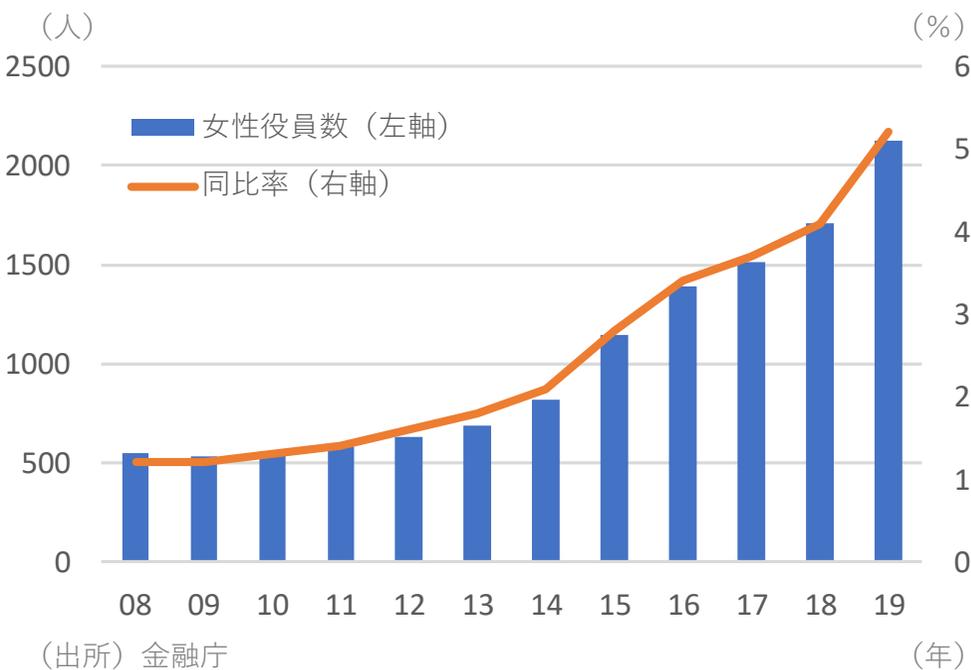
(出所) 経済産業省

(年度)

### 3. コーポレートガバナンス改革の課題 (3)ダイバーシティの推進

- 日本企業は、女性や外国人などの多様な人材の登用が遅れている
- 収益性・生産性を向上させていくためには、これまで事業活動の中心にあった男性を中心とする内部出身者以外の人材を積極的に登用し、活躍しやすい環境を整備していくことが必要
- 特に、（社外取締役のみならず）**執行の役員について、女性、外国人、他社出身人材を大胆に登用する必要**

女性役員数(上場企業)



外国人取締役(時価総額上位30社)



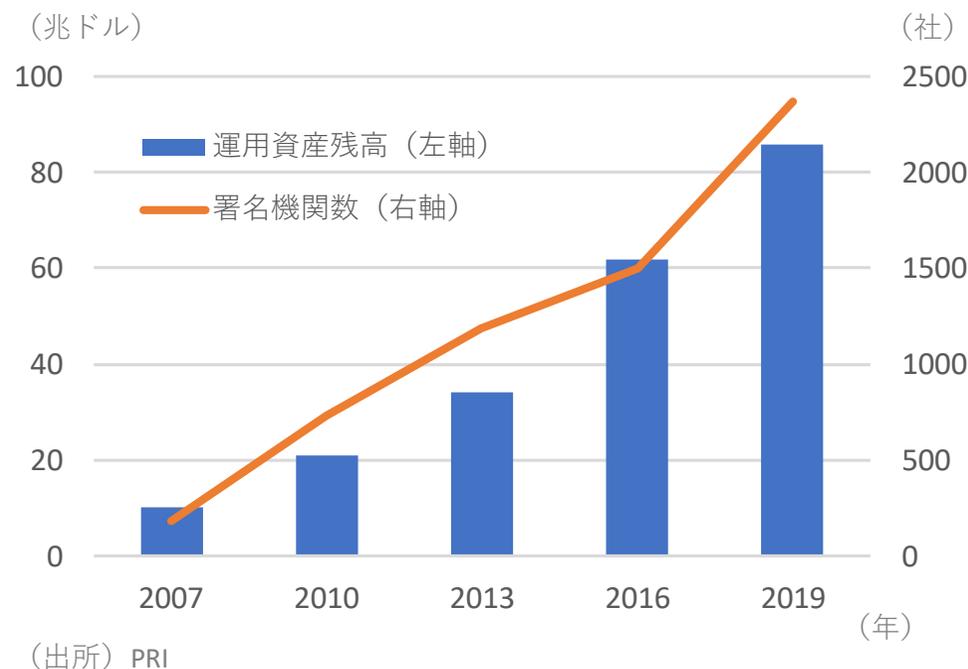
### 3. コーポレートガバナンス改革の課題 (4) マルチステークホルダー経営・ESG重視

- 経営の**国際的な潮流**として、金融危機や格差拡大にみられる**過度な市場主義への反省**から、**マルチステークホルダー経営**が重視される傾向が強まっている
- 国連の責任投資原則（PRI）に賛同する機関投資家により、持続可能な社会発展に資する活動としてESGを重視した投資が普及しており、企業による対応の必要性が高まっている

#### マルチステークホルダー重視の姿勢

機関	文書	概要
米ブラックロック	投資先企業への書簡 (2018年1月)	持続的に繁栄するためにも、全ての企業は、財務的業績を上げるだけでなく、どのように社会に貢献するのかを示す必要
米BRT	企業の目的に関する声明 (2019年8月)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客への価値提供</li> <li>・従業員への投資</li> <li>・取引先の公平な取扱い</li> <li>・地域社会への支援</li> <li>・株主への長期的価値創造</li> </ul>

#### PRIに賛同する投資家による運用残高と機関数



(出所) 各機関のホームページ資料より作成

### 3. コーポレートガバナンス改革の課題 (5)めざすべき経済社会の構築

- めざすべき経済社会を構築していくために、バランスある市場機能の回復が必要
- そのために、**市場の機能を生かしながら、市場の失敗を克服**していくことが求められ、コーポレートガバナンス改革はその軸となる取組

#### 市場の機能

企業が利得を求め事業効率を高めたり、魅力的な製品・サービスの開発を通じ、**社会変革のダイナミズムを創出**

企業のイノベーションの成果が社会に拡がることにより、**環境・安全・安心等の広範な分野で社会厚生が高まる**

事業活動のプロセスで、**優勝劣敗が生じることで市場参加者に規律を与え、報酬という形でインセンティブを創出**

#### 市場の失敗

情報の非対称性や不確実性により、中長期の設備投資が十分に実施されないおそれ

人材育成の外部性により、企業が行う人材育成が、経済社会全体からみて不十分になるおそれ

企業が市場原理に基づいて行動することが結果として環境に対し過度な負担を生じさせる

(出所)内閣府「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」

- 
- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
  - また、本資料は、講演者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
  - 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
  - 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
  - 本資料の全部または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。