

RIETI政策シンポジウム

# 「企業統治改革と日本企業の成長」

プレゼンテーション資料



井上 光太郎

東京工業大学工学院  
経営工学系教授

2016年6月10日



Tokyo Tech

# 日本企業の低パフォーマンスの要因： 国際比較による検証

井上光太郎（東京工業大学・工学院・経営工学系・教授）

with 蟻川靖浩（早稲田大学）、齋藤卓爾（慶応義塾大学）、長尾陽平（東工大）

---

2016年6月10日      RIETI 政策シンポジウム

# 目覚める資本：ROE、米の背中遠く

2014/8/16付日本経済新聞 朝刊

- 日本企業のROEの低さが株価低迷の理由の一つとされてきた
- 東証1部上場企業では2013年度は平均8.6%。米国をみればS & P500種株価指数の採用企業は14%台。背中はなお遠い
- 日米のROEを細かく分析すると、最も差が出るのは利益の上げ方だ。特に米国は売上高に対する利益率が7%と高く、日本企業の2倍近い
- 低収益の事業には早めに見切りをつけ、強みのある分野に集中するといった経営姿勢に差があるとの指摘は多い



- もしこの指摘が正しければ、問題の所在は、コーポレートガバナンスの弱さとリストラクチャリング実施に伴う障害ではないか？

# 日本企業の低収益性問題

- バブル崩壊後、長期にわたり日本企業の収益性、株価は他の先進国企業に対して見劣り
  - 新しい経済環境に企業が自ら適応していく最適化行動を阻害する日本固有の問題を抱えている可能性
- 特に本日のテーマと関連する要因として疑われるもの
  - 日本的コーポレートガバナンス？
  - 日本的雇用制度？
  - それとも、その他の日本的経営に固有の要因？
- 国際比較から上記疑問を直接検証した研究は乏しい
  - 従来の海外の国際比較研究は全世界の平均的傾向を示すが、日本への直接の示唆と言えるかは明確ではない
  - 本研究の貢献：国際比較の中で日本の低収益性の要因を検証

# 最近のいくつかの動き

- 投資家からの圧力の増大
  - スチュワードシップ・コード導入
  - 議決権行使助言会社ISS、日本生命、三井トラスト・アセットマネジメントなど、ROE5%を取締役選任案の賛否の基準に
- 政府主導のコーポレートガバナンス強化
  - コーポレートガバナンス・コード導入
  - 社外取締役の機能強化(最低2名を基準に)
    - 任意の指名委員会406社(1年で8倍に)
- 機動的な雇用調整の検討
  - 解雇の金銭解決制度の導入検討
    - 日本企業では雇用調整が困難との経営者の声
  - 2015年10月、厚生労働省に検討会設置

# 本研究の実証分析の視点

- 日本企業の低収益性・低株価の要因を国際比較データを構築して検証
  - 世界中の企業を対象とする大規模サンプルでは初の検証
  - 国際的に見て顕著な日本企業の低収益性・低株価は、コーポレートガバナンスや雇用制度の側面で説明できるか？
  - 全ての分析で国レベルや企業レベルの基本的な違いを考慮
    - 国レベル: 一人当たりGDP、GDP成長率
    - 企業レベル: 産業、企業規模、借入比率、企業年齢
  - 回帰分析により、日本の低収益性(日本の固定効果)が、ガバナンス要因や雇用要因で説明できるかを検証
    - 日本の固定効果: マイナスで構造的な低収益性を示唆

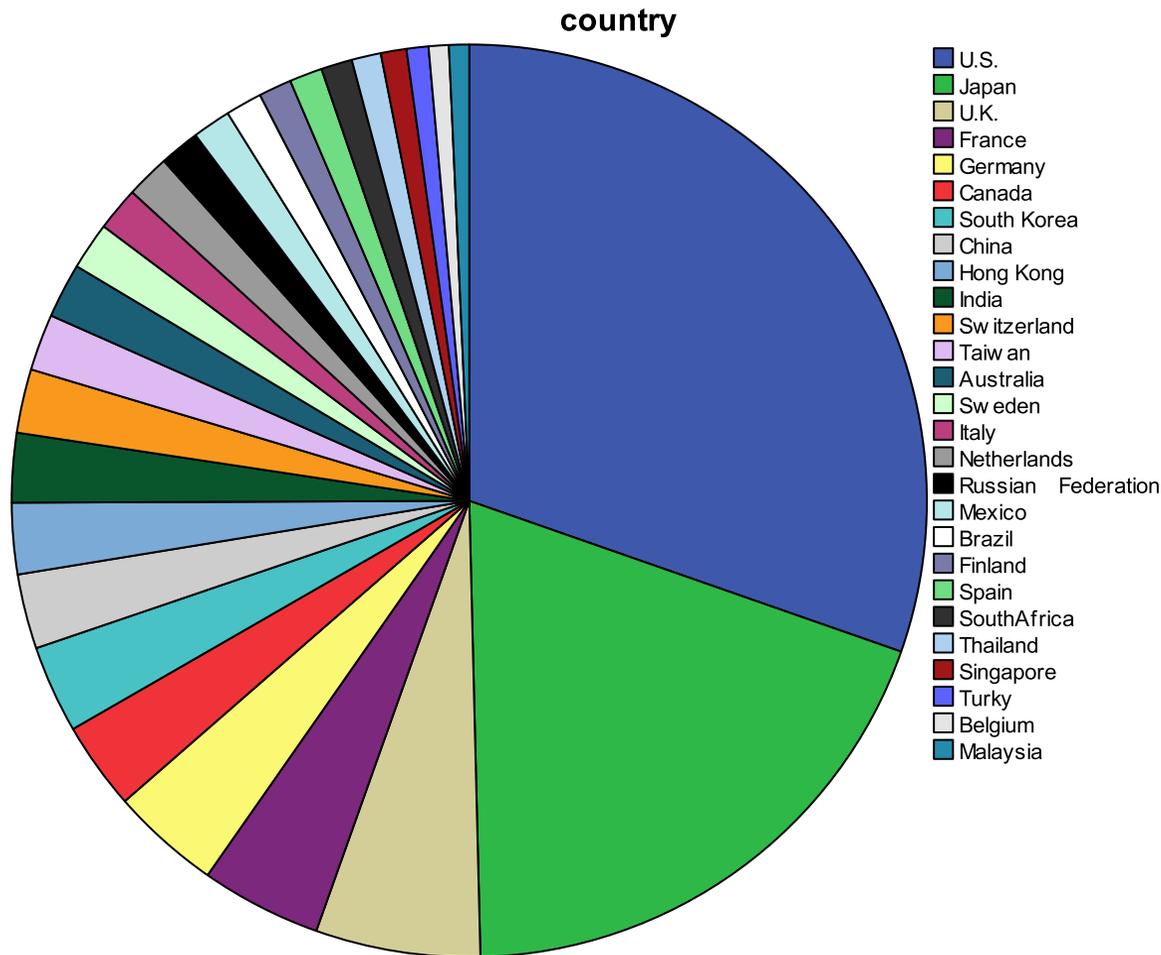
# 注目する変数

- コーポレートガバナンスの変数
  - 機関投資家比率、社外取締役比率 （企業レベル）
  - 国際的に見た株主の法的保護水準の指数 （国レベル）
- 雇用調整の柔軟性（国レベル）
  - WEFのHiring and Firing Practices（雇用調整の柔軟性）
  - 経営者の肌感覚（日本は経済同友会がサーベイ実施）
    - 自国ではどの程度、雇用調整が機動的に行えるか？
  - 雇用調整が機動的に可能と認識しているほど高い数値

# データとサンプル

- データベース (国際財務データベース)
  - ThomsonDatastream: 財務、取締役データ
  - Capital IQ: 従業員数 (正社員)、株主データ
- 対象企業
  - 2012年度世界売上高30億ドル以上の企業
    - 基本的に大企業
    - 10社以上ランクインしている国の企業に限定
  - 27カ国 1548社
  - 2006-2012年度 パネルデータ 10,830 firm-year データ

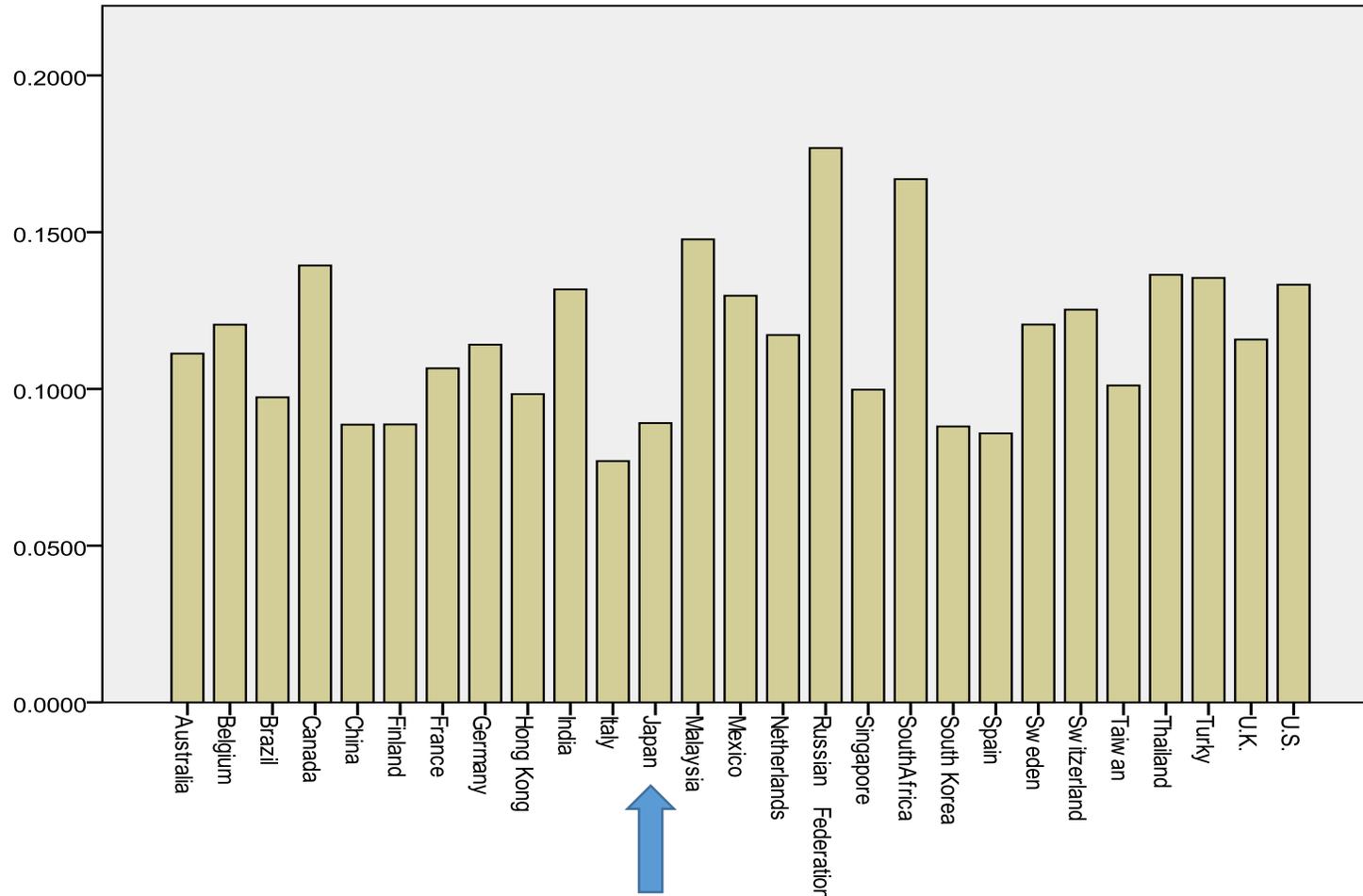
# サンプルの国別構成



	Frequency	Percent
U. S.	470	30.4
Japan	298	19.3
U. K.	90	5.8
France	66	4.3
Germany	60	3.9
Canada	48	3.1
South Korea	48	3.1
China	41	2.6
Hong Kong	39	2.5
India	38	2.5
Switzerland	35	2.3
Taiwan	31	2.0
Australia	30	1.9
Sweden	26	1.7
Italy	24	1.6
Netherlands	24	1.6
Russian Federation	22	1.4
Mexico	21	1.4
Brazil	20	1.3
Finland	18	1.2
Spain	18	1.2
South Africa	17	1.1
Thailand	16	1.0
Singapore	14	.9
Turkey	12	.8
Belgium	11	.7
Malaysia	11	.7
Total	1548	100.0

米国が3割、日本が2割、ドイツ・フランスが各4%

# ROA (2012年 EBITDAベース 中央値)



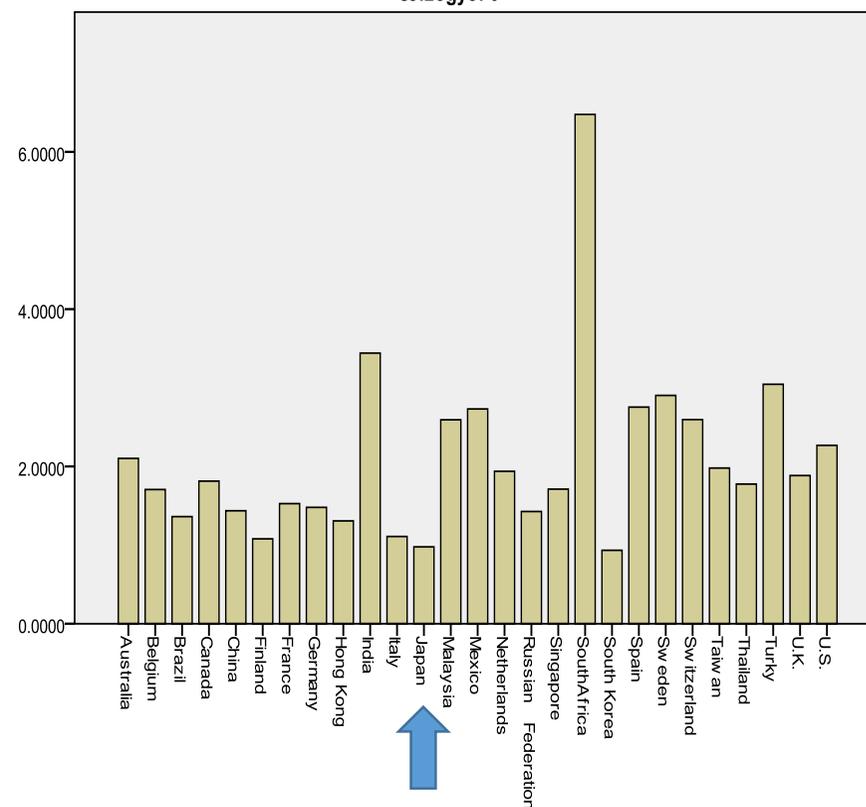
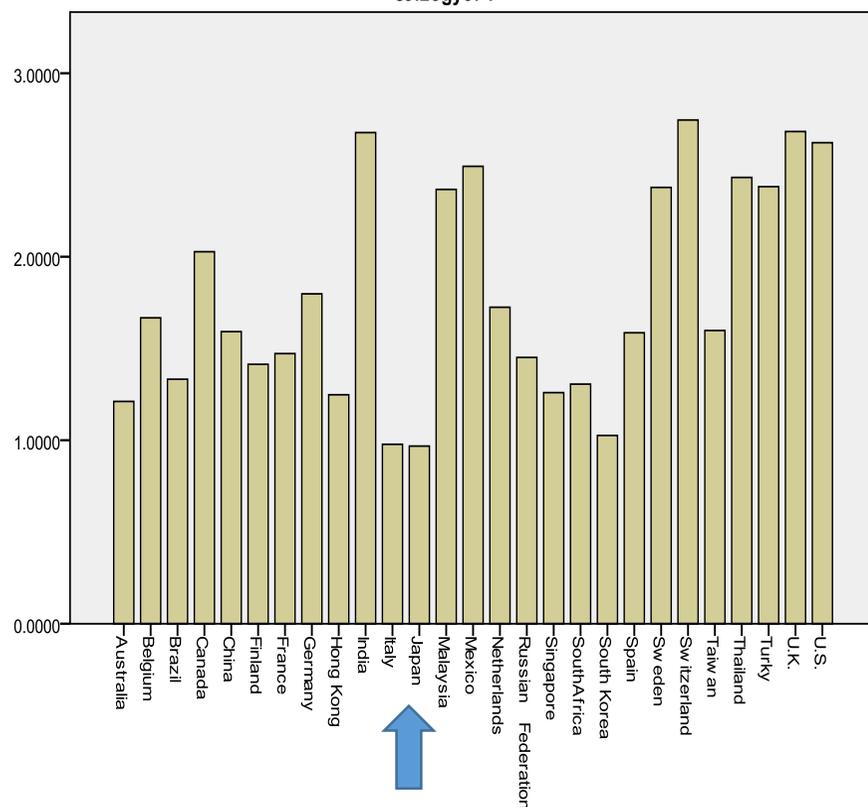
平均は日本9%に対し、全体平均12%、米国14%、ドイツ11%、フランス11%など

# Qレシオ(市場価値/簿価比率)

2012年:中央値

製造業企業  
seizogyo: 1

非製造業企業  
seizogyo: 0



平均は日本1.1に対して、全体平均1.8、米国2.5、ドイツ1.5、フランス1.4

# ROAと企業別ガバナンス変数

国名	企業*年	ROA	売上高	借入比率	企業年齢	機関投資 家持分比	役員持分 比率	社外取締 役比率
		中央値	平均	平均	平均	平均	平均	平均
ロシア	154	0.18	15.94	0.16	34.0	0.18	0.04	0.19
南アフリカ	119	0.18	15.65	0.12	52.4	0.41	0.02	0.57
タイ	112	0.17	15.36	0.18	29.8	0.33	0.09	0.40
インド	266	0.17	15.42	0.18	46.2	0.27	0.01	0.55
マレーシア	77	0.15	14.99	0.17	57.0	0.49	0.01	0.68
トルコ	84	0.14	15.51	0.16	56.0	0.13	0.07	0.01
US	3284	0.14	15.91	0.24	65.8	0.57	0.04	0.70
ブラジル	140	0.14	16.10	0.24	60.5	0.32	0.02	0.16
メキシコ	147	0.14	15.49	0.15	65.2	0.15	0.15	0.31
カナダ	336	0.14	15.82	0.22	58.6	0.45	0.05	0.68
スイス	245	0.13	15.63	0.15	97.4	0.37	0.05	0.35
オーストラリア	210	0.12	15.51	0.23	72.2	0.32	0.03	0.66
ベルギー	77	0.12	15.93	0.18	151.5	0.26	0.02	0.36
台湾	217	0.12	15.58	0.12	34.4	0.30	0.04	0.22
スウェーデン	182	0.12	15.68	0.16	99.0	0.47	0.03	0.36
UK	630	0.12	15.88	0.20	89.7	0.58	0.05	0.50
オランダ	168	0.12	16.05	0.21	90.0	0.45	0.03	0.34
シンガポール	98	0.12	15.82	0.14	41.2	0.41	0.05	0.59
ドイツ	420	0.11	16.11	0.19	98.5	0.31	0.06	0.07
韓国	336	0.11	16.02	0.14	47.2	0.39	0.06	0.49
香港	273	0.11	15.22	0.18	47.5	0.33	0.07	0.38
フランス	462	0.11	16.04	0.17	96.9	0.33	0.09	0.53
フィンランド	126	0.10	15.74	0.15	116.1	0.35	0.06	0.35
イタリア	168	0.10	15.75	0.22	69.0	0.21	0.01	0.42
スペイン	126	0.10	15.84	0.30	62.0	0.34	0.05	0.35
中国	287	0.10	15.32	0.13	32.6	0.23	0.09	0.38
日本	2086	0.09	15.93	0.14	84.9	0.32	0.03	0.19
全体	10830	0.12	15.83	0.19	71.8	0.41	0.05	0.50

- 日本は、特に社外取締役比率で全体平均を大幅に下回る
- 2015年の東証一部平均で約22% (東証:2015/7、確報)

# 日本企業の低収益性

- 国、企業の基本条件の違いをコントロール後の国際平均との差異
  - パネル回帰分析結果における日本企業の固定効果 ( $\beta_j$ ) に注目

収益性 =  $\alpha + \beta_c$  コントロール変数 +  $\beta_g$  ガバナンス などの変数 +  $\beta_j$  日本ダミー +  $\varepsilon$

- 日本ダミーの係数 (日本企業の固定効果 ( $\beta_j$  ))
  - ROAについては  $-4.1\%$
  - Qレシオについては  $-1.15$
- 国や企業の基本条件の違いを考慮しても、日本と世界の差は大きい

# コーポレートガバナンス要因の効果

- 法制度による株主保護指数や機関投資家比率については、一貫した有意な効果は確認できない
- 社外取締役比率
  - ROA、Qレシオの両方にプラスの効果あり
  - 社外取締役比率が29% (サンプルにおける標準偏差) 増加すると、ROA 0.6%、Qレシオ 0.26 増加
    - 日本の場合には社外取締役比率 19% → 48% に増加時
  - 日本のマイナスの固定効果もほぼその効果だけ縮小
    - ROA -4.1% → -3.4%、Qレシオ -1.1 → -0.86
  - 社外取締役比率は日本とその他の国の差を部分的に説明

# 雇用調整の柔軟性の効果

- WEFの雇用調整の柔軟性指数を使用
  - 経営者の認識する雇用調整の柔軟性
    - 全世界の企業でアンケート: 日本は経済同友会が実施
  - ROA、Qレシオの両方にプラスの効果あり
    - 雇用調整の柔軟性が1.08(サンプルの標準偏差)増加するとROA0.9%、Qレシオ0.34増加
    - 日本については、指数が1.08増加はサンプル全体の平均値までの増加とほぼ一致
  - 日本のマイナスの固有效果も減少
    - ROA: -4.1% → -3.3%    Qレシオ: -1.15 → -0.83
    - 日本の低収益は部分的に雇用制度で説明可能

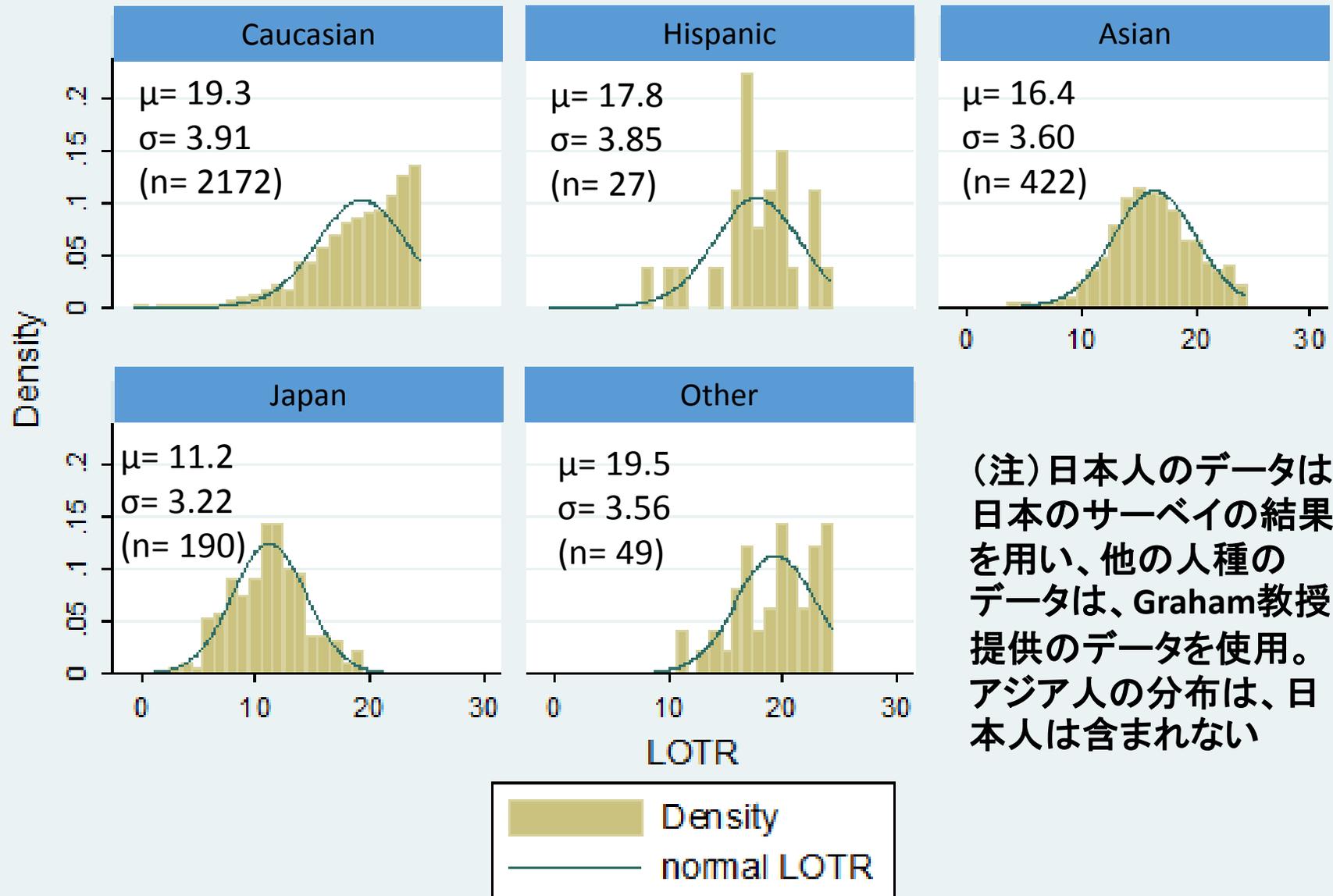
# まとめ

- 社外取締役比率の低さ、雇用調整の困難さが日本の低収益性、低株価を部分的に説明
  - 両要因を同時に考慮すると、Qレシオに関する日本の固定効果は $-1.15$ から $-0.68$ に縮小
    - 全サンプルでの両要因のもつ効果が、日本企業の固定効果の変化と整合性がある
  - 一方で、依然として低収益の大きな部分は、ガバナンス要因や雇用調整の困難さでは説明できない
    - 何か日本に特徴的な重要な要因が抜け落ちている
- 例えば一つの候補：日本企業の経営幹部の態度
  - 日米の研究では、経営幹部個人の楽観度やリスク回避度は企業の投資行動に有意な影響を与える
  - 将来収益やリスクの見積もりに影響か

# 経営幹部の態度を変数に追加

- 経営者の楽観度：経営幹部への直接のサーベイ
  - 経営者・経営幹部に対する心理テストをアンケートで実施
  - 日本以外：米国Duke大学Graham教授の調査(2700人)
  - 日本：筆者とKPMGの共同調査(190人)
  - 各国の経営幹部の楽観度の平均値使用
  - サンプル平均 16.9、日本11.3、米国 19.7、ドイツ18.8
  - 日本企業の経営幹部は世界平均や米国平均より悲観的
- 雇用調整の柔軟性と楽観度はサンプル企業全体の収益性や株価水準に正の効果を持つ
- 楽観度を説明変数として追加すると、日本企業の固定効果はもはや有意でなくなる
  - 日本企業の低収益性に関連する可能性

# 参考：各地域の経営幹部のLOT-R(楽観度)



(注)日本人のデータは、日本のサーベイの結果を用い、他の人種のデータは、Graham教授提供のデータを使用。アジア人の分布は、日本人は含まれない

# 政策的示唆

- 本分析結果をそのまま解釈した場合の示唆
- 社外取締役の活用強化
  - 2015年6月の株主総会後でも、東証1部上場企業の社外取締役比率は約2割であり、さらなる強化が必要ではないか
- 雇用調整の機動性の後押し
  - 雇用調整が困難な国では、企業の事業環境への対応が遅れる
  - 成長分野の企業も雇用拡大に慎重になっているのではないか
- 上記以外の要因の検証も今後の課題
  - 経営幹部の態度？
    - 最も対策困難（リスクを取ろうと言うスローガンでは駄目）
  - 他国以上に経営幹部にリスクテイクを促す仕組みや、学校教育制度の見直しなど長期的な対策が必要

ご清聴、ありがとうございました！