



Core-to-Core Program



June 18th 2019,

RIETI ハイライトセミナー

# 企業統治改革とその帰結： 企業行動・パフォーマンス・「分配」を中心に

宮島英昭

(RIETI/FF,早稲田大学常任理事・商学学術院教授)

This work was supported by JSPS Core-to-Core Program, A. Advanced Research Networks

# 1. 企業統治改革

- アベノミクス下の企業統治改革は、インサイダー（経営者・従業員）の利害がいまだ強すぎる、株主の権利を強化することによって、企業の収益力（「稼ぐ力」）の上昇、リスクをとる経営（攻めの経営）の促進を課題とした。
- 企業統治改革を経済成長と結びつけるのは世界的動向。
  - ・ 世界的には、とくに、リーマン危機以降、英米では強すぎるガバナンスが問題。
    - Ex. スtockオプション→報酬の拡大を狙った自社株買い→報酬の強い株主の影響→過大な負債調達、過度のリスクテイク
  - ・ アクティビスの活動→過度の株主への利益配分、過剰なリストラ
  - ・ 日本では、弱すぎるガバナンス（従業員の影響力が強すぎる、インサイダーコントロール）→株主の企業経営に対する影響力の強化＝リーマン後の企業統治改革の世界的動向とは対照的

### 日本再興戦略 2014.

「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**、新規の設備投資や、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。

企業統治改革：資本効率の向上の引き上げ、**攻めの経営**  
＝積極的なリスクテイク/投資：大型投資、クロスボーダー  
M&A, R&D

1. 直面する企業統治上の問題は、過剰投資 (empire building) ではなく、リスクをとらない保守的な経営＝過少投資 (quiet life)
2. 株主権限の強化のメリットはコストを上回るという判断
  - \* (近視眼的)な株主関与の増大: 長期投資を犠牲とした配当の増加・自社株買
  - \* モニターの強化: 経営者のイニシアティブの低下
  - \* 業績連動報酬: 過大報酬・報酬引き上げのための株価操作
3. 「成果の国民への均霑」: 株主主権の強化は、直接には株主への分配の増大: 企業の成長・生産性の上昇→賃金の上昇をもたらす (トリクルダウン)

### 3. 2つのコードによる改革

#### □ スチュワードシップコード (JSC・2014年)

議決権行使方針の設定、行使結果の公表、銀行を除くほぼすべての金融機関が受け入れ(2017年末、214機関)

#### □ 何が変わったか

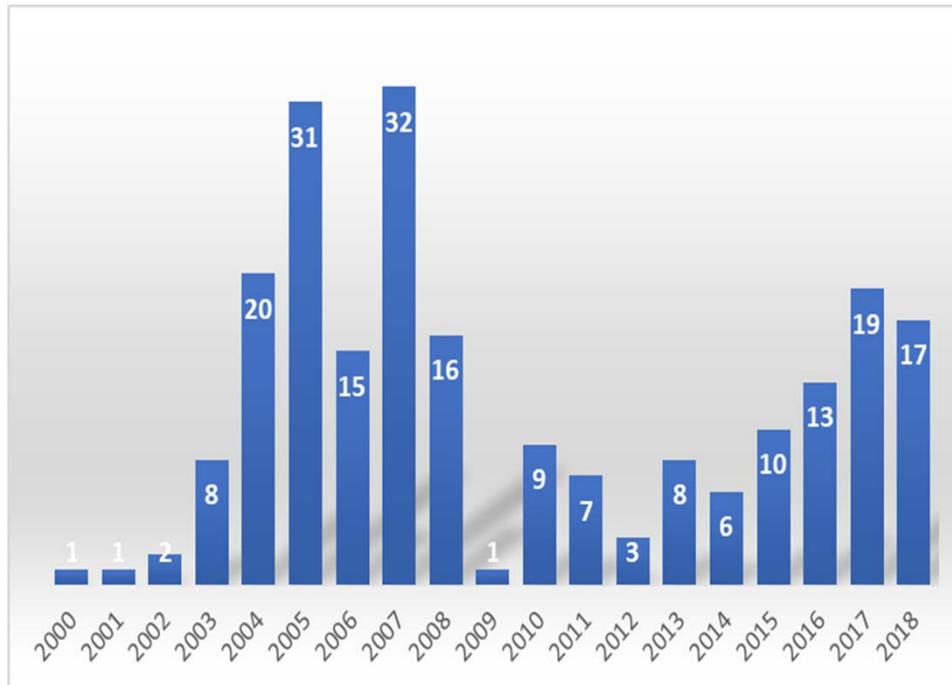
1. GPIFのガバナンスへの積極化＝エンゲジメントに積極的でない機関には運用委託しない。
2. 伝統的機関投資家(信託銀行・投資顧問)のガバナンス活動の強化→ガイドラインの強化、5%以下、3年で×、議決権行使組織の設置。
3. 生命保険： サイレントパートナーから「物言う長期株主へ」
4. アクティビスト・ファンドの復帰と活性化

# スチュワードシップコード(JSC)

アウトサイダーの増大＝GPIF、日銀のETF購入、海外機関投資家、日本企業は変わった！ → 企業間の差が縮小した

## アクティビストの復活

- Becht, Franks, Miyajima and Suzuki (2019)
- 2012年までは、大量報告書で5%の保有が24か月確認されるケース。2013年以降は、投資対象企業へのアクティビスト活動が確認されるケース。



	2012	2017	2012から 2017への変 化
	機関投資家 持株比率	機関投資家 持株比率	機関投資家 持株比率
平均	19.8%	27.8%	8.0%
中央値	16.4%	25.6%	9.3%
標準偏差	15.6%	16.5%	
変動係数	0.788	0.592	
各年の株式時価総額に基づいた五分位			
第1五分位群			
平均	6.5%	13.1%	6.6%
標準偏差	6.6%	8.5%	
第3五分位群			
平均	18.2%	27.9%	9.7%
標準偏差	11.0%	13.0%	
第5五分位群			
平均	37.2%	44.6%	7.4%
標準偏差	13.8%	13.5%	5

# コポレート・ガバナンス・コード(CGC)



1. 社外取締役の2人が標準に、ほとんどすべてがComplyした (Explainのコストが高かった)。
2. リーディング企業は、3人以上が7割近く・任意の委員会の設置も50%超.
3. 中規模以下の企業、0から2人へ、監査等委員会の設置

	東証1部上場企業		JPX400企業		JPX400に 含まれない企業	
	2013	2018	2013	2018	2013	2018
平均取締役人数	8.6	9.2	10.4	10.6	8.1	8.8
平均社外取締役人数	1.2	2.7	1.8	3.3	1.0	2.5
社外取締役0名 1名 (%)	69.3%	5.4%	50.4%	1.3%	74.6%	6.4%
2名 (%)	17.1%	49.4%	22.5%	31.1%	15.6%	53.7%
3名以上 (%)	13.7%	45.2%	27.2%	67.7%	9.9%	39.9%
1/3以上 (%)	12.3%	41.8%	17.8%	46.4%	10.8%	40.7%
指名委員会等設置会社 (%)	2.5%	2.9%	6.0%	8.8%	1.5%	1.5%
監査等委員会設置会社 (%)	-	24.4%	-	15.0%	-	26.6%
任意の指名委員会 (%)	5.9%	31.4%	14.6%	52.4%	3.5%	26.5%
任意の報酬委員会 (%)	8.6%	34.9%	19.1%	54.9%	5.7%	30.2%

- CG原則1-4 政策保有株の保有理由・合理性の説明
- 機関投資家のエンゲジメントの主要項目
- 岩盤企業(政策保有比率/持ち合い比率の高い企業)についても政策保有株の売却進展

## 岩盤企業(政策保有比率上位4分位企業)の政策保有株の売却

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
分析対象企業数	200	200	200	200	200	200	200
売却数	57	72	57	80	101	150	178
売却数/分析対象企業数	29%	36%	29%	40%	51%	75%	89%
保有銘柄数	4,948	5,006	5,083	5,183	5,082	5,125	5,151
売却数	330	347	326	337	482	737	1073
売却数/保有銘柄数	7%	7%	6%	7%	9%	14%	21%
平均売却銘柄数	2.74	2.8	2.84	2.69	3.35	4.31	5.79
平均保有株式数 (1万)	2630	2550	2690	2680	2710	2410	2120

# 何をもたらしたか 1: 企業統治システムの収斂

□ 1990年代前半まで: 日本型企业システム、同質的な構造

メインバンク・持ち合い・インサイダー・ボード・長期雇用

□ 銀行危機から2000年代初頭:  
企業統治改革の第1のピーク

- メインバンクの解体・持ち合い解消 (銀行・企業)・取締役改革・成果主義、非正規雇用

- **ハイブリッド**な統治構造の出現

- 統治構造の**多様化**:

ハイブリッド/伝統的日本企業/新興企業

## 企業統治構造の多様化

Change of Corporate Governance in Japan

33

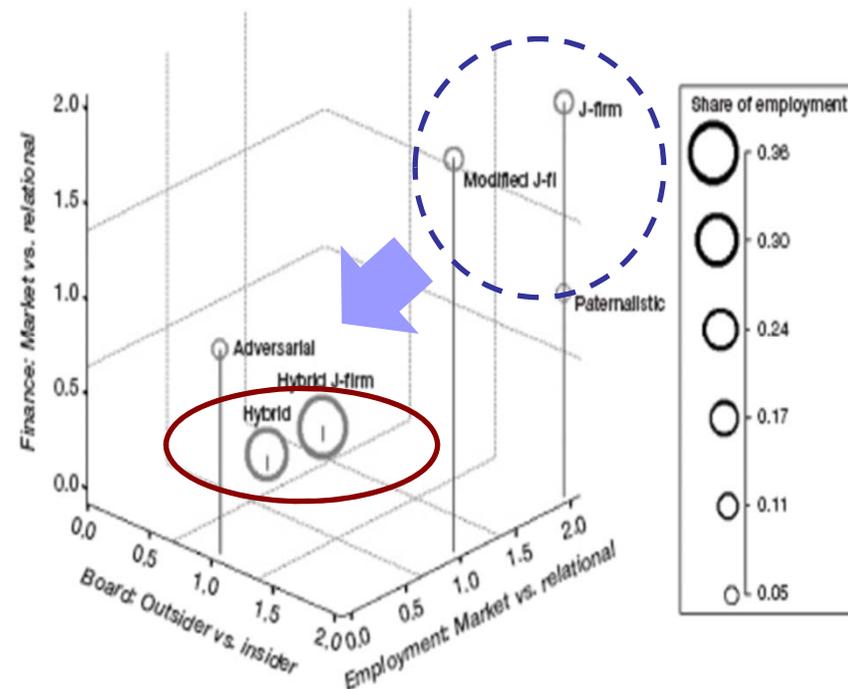


Figure 1.2 Corporate Governance in Japan: Finance, Board and Employment Characteristics

## □ ハイブリッドな企業統治システムのファイン・チューニング

Ex. トヨタ自動車工業、キャノン、ファナック、三菱重工。

- ・インサイダーボードの修正 社外3名の選任(多様性の確保)
- ・任意の委員会の設置
- ・安定株主に代わる所有構造の調整(種類株・自社株買い)

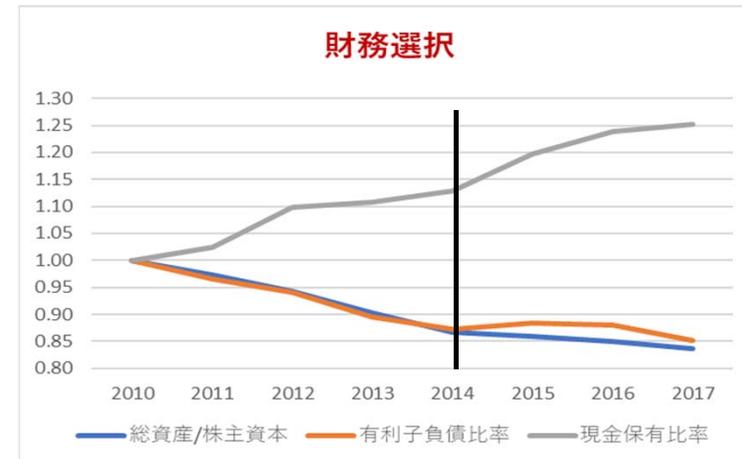
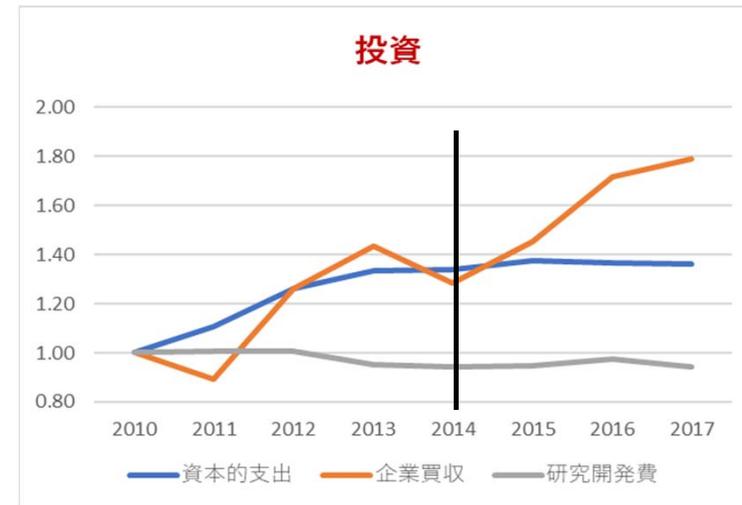
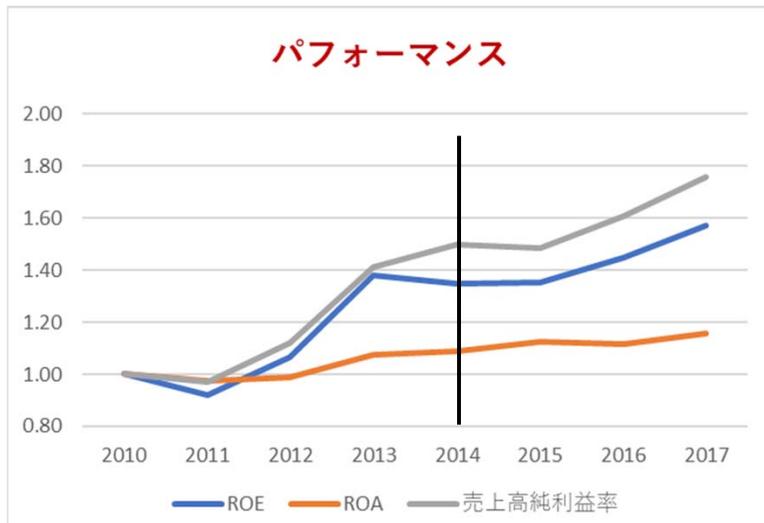
## □ 伝統的日本企業・ハイブリッドな形に収れん。

- ・独立取締役の選任、監査等委員会
- ・政策保有株の漸進的な売却、機関投資家の保有比率の上昇(GPIF, 日銀のETF, 海外機関投資家の銘柄選択におけるホームバイアスの後退)

# 4. 改革は何をもたらしたか II :

## パフォーマンスと企業行動

東証1部(非金融事業法人)、2010=100、



## 4. 改革は何をもたらしたかII:

### パフォーマンスと企業行動

モデル  $P_i = F(X, INST, CG, INST * CG, Y, \text{企業固定効果})$

- 推計期間: 2001-17、東証1部上場企業(非金融事業法人)
- $P_i$ : パフォーマンス(ROA, マージン)、企業行動(CAPX, M&A, R&D)、株主還元(配当・自社株買)、財務選択(負債、現預金保有)
- $X_i$ : ファンディメンタルな要因(総資産、海外売上比率、トービンのQなど)
- Year ダミー、企業固定効果

- 2014年のJSC導入にはじまる一連の改革による直接の効果 **CGダミー**
- JSCの導入によるエンゲジメントの強化による機関投資家の経営への影響の上昇による効果 (**INST \* CG**)
- 改革を通じて、魅力的な資本市場を形成することによる機関投資家保有比率の上昇による効果。 **INSTの増加**

\* 機関投資家は、2012-17年に8%増加。国内3.5%(GPIFの株式の組み入れ増加と、日銀のETF購入)、海外4.5%の上昇の効果。

# 何をもたらしたかII: パフォーマンスと企業行動 WIAS

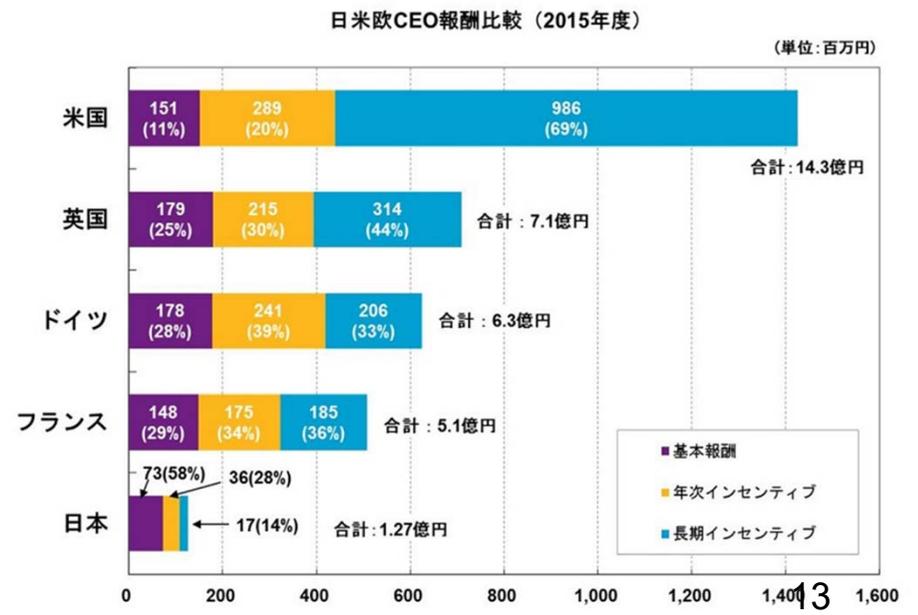
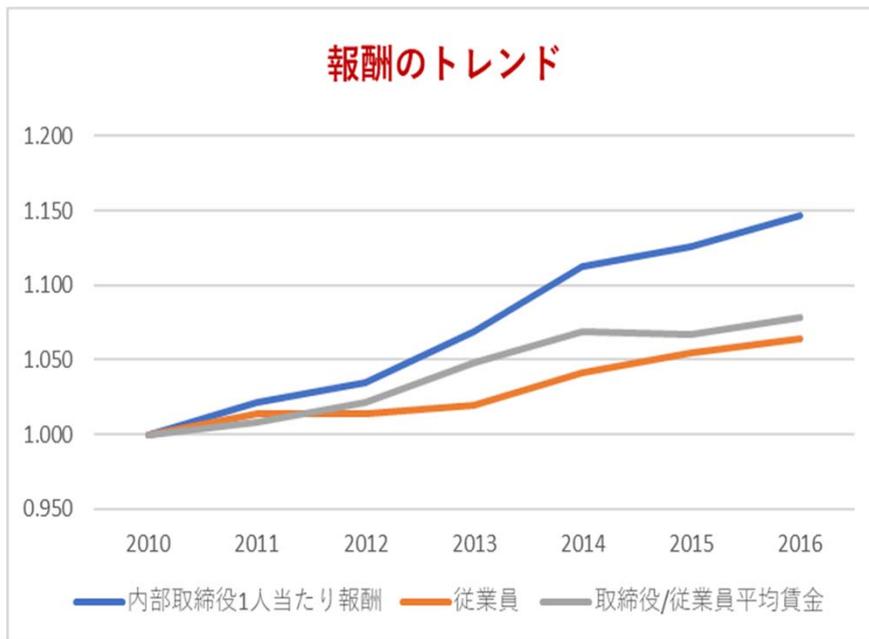
- パフォーマンス: 機関投資家の正の影響継続、ROA, 売上利益率に対する効果は期間中に機関投資家が増加による。
- 投資、M&A、R&D – 大きな変化はないか、効果は小さい。
  - 1) JSC Dummyは効かない
  - 2) ガバナンスの効果(感応度に大きな変化はない)
- **利益金処分: 総還元、配当の上昇、感応度の引き上げ、規模が大きい**
- **負債比率の低下、DEレシオの低下・現預金の増加**

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
変数名	ROA	売上高営業利益率	資本的支出	企業買収	研究開発費	株主資本総還元率	株主資本配当率	総資産/株主資本	有利子負債比率	現金保有比率
機関投資家持株比率	0.034*** (0.008)	0.035*** (0.009)	0.082** (0.033)	-0.000 (0.003)	0.005* (0.002)	0.020*** (0.006)	0.013*** (0.002)	-1.979*** (0.292)	-0.116*** (0.016)	0.030* (0.029)
機関投資家持株比率 × JSCダミー	-0.002 (0.004)	0.002 (0.005)	-0.054*** (0.015)	0.001 (0.001)	-0.000 (0.002)	0.013*** (0.003)	0.002 (0.001)	0.240* (0.125)	0.002 (0.009)	-0.016 (0.019)
JSCダミー	-0.004*** (0.001)	-0.001 (0.002)	-0.012** (0.006)	-0.000 (0.000)	0.001** (0.000)	0.001 (0.001)	0.002*** (0.000)	-0.338*** (0.060)	-0.024*** (0.003)	0.017*** (0.006)
観測数	13,628	13,628	13,494	13,494	8,529	13,494	13,494	13,628	13,494	13,494
R-squared	0.119	0.121	0.029	0.032	0.059	0.053	0.108	0.087	0.241	0.286
企業数	1,933	1,933	1,915	1,915	1,188	1,915	1,915	1,933	1,915	1,915
・括弧内は企業レベルでクラスターした標準誤差										
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1										

# 5. 何をもたらしたか III: 経営者報酬への影響 WIAS

## 報酬はどうなったか？

- 欧米に比べるとまだはるかに低いが、徐々に上昇
  - 1億円プレイヤー：2019年557人(企業273社)、18年537人(日経) だが、国際的には著し低い。
- 内部取締役平均報酬(3070万円)、上昇は15%程度、従業員賃金の4倍程度、同倍率、2010年,4.32から、2016年4.66



# 何をもたらしたか III: 分配への影響

## □ 貸金に対する影響は?

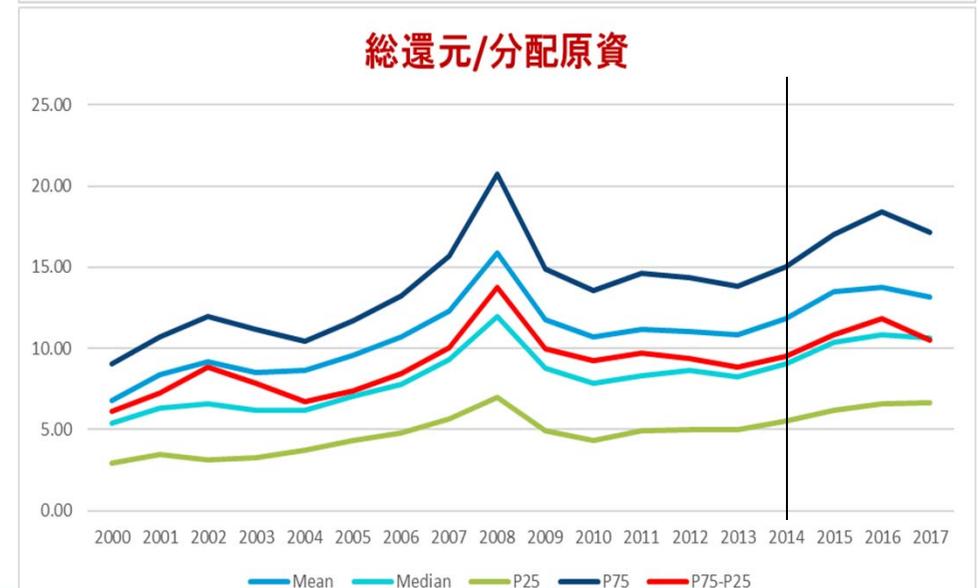
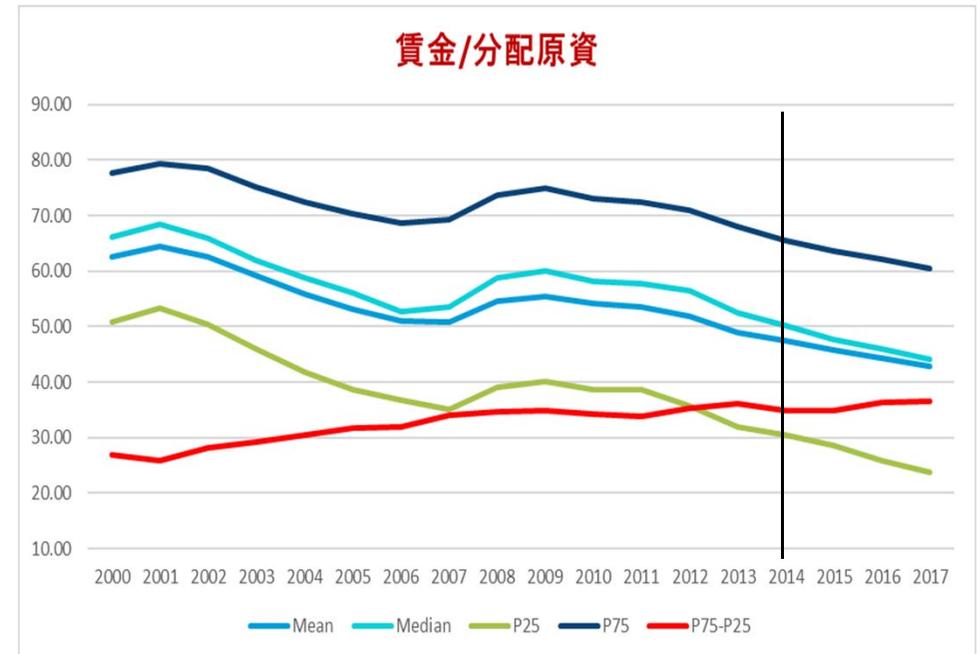
$$V(\text{「付加価値」} = \text{分配原資}) \\ = \text{貸金} + \text{金利支払} + \text{自社株買} \\ + \text{配当} + \text{報酬} + \text{内部留保}$$

注: 暫定的—配当以下は税引き後、  
連結ベース→持株会社を除く。

東証1部上場企業(3σ異常値除去)

□ 貸金/分配原資 = 分配率:  
2012-17年に9%ポイント低下

□ 還元(配当+自社株買)/V:  
2.1%上昇



先のモデルの被説明変数を、 $W/V$ 、還元 $V$ などに変更

- $W/V$  : 改革により低下した。「労働分配率」は、改革期に大きく低下、また、機関投資家に負に感応し (Jackson/Kubo 2018)、その傾向は、改革期に強まる。
- (自社株買+配当) $V$  : 改革により上昇した。改革期には、機関投資家の正の影響が強まった。(係数は倍ぐらい上昇)
- 報酬は、企業統治改革期にトレンドを考慮すると低下している。機関投資家は、報酬を引き上げるように作用しているが規模は小さく、改革による効果が強まったという証拠はない

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	総還元/分配		総還元/賃金	役員賞与/分配	役員賞与/賃金
	賃金/分配資源	資源		資源	金
	Fixed Effect				
CGdummy	-4.214*** (0.440)	1.367*** (0.358)	1.044 (1.918)	-0.213*** (0.017)	-0.366*** (0.046)
機関投資家比率(国内+海外)	-0.045*** (0.007)	-0.030*** (0.006)	-0.165*** (0.032)	0.001*** (0.000)	0.001* (0.001)
CGdummy*機関投資家比率	-0.048*** (0.007)	0.034*** (0.006)	0.151*** (0.031)	-0.000 (0.000)	-0.001 (0.001)

## 6. 暫定的結論

- 企業統治改革： 企業統治制度の変化をもたらすという意味で Powerful、変化の方向はハイブリッドな構造の **ファイナ・チューニング** とハイブリッドな方向の **収斂**)
- 改革は、稼ぐ力 (ROA, マージン) の上昇にある程度寄与
- 実体的な投資 (CAPX, M & A, R & D) は、促進していない。
- 改革は、配当・自社株買いの増加を促進、その規模は非常に大きく実質的
- 反面、進行していた負債の削減、現預金の増加を十分に抑制していない
- 「付加価値」に占める賃金の割合低下、機関投資家の圧力がこれを促進し、その関係は企業統治改革期にさらに増幅。

アベノミクスは、分配行動に影響与える点ではPowerful、しかし、企業のリスク態度を代えるほどにPowerfulではない→ビジョン＝成長戦略は(いまだ)実現されていない。

- 改革は平均的に実体的投資にマイナスではない、R&Dに対しても弱いか促進的、報酬が高額でもない。しかし、振り子は一部の企業で、過度に株主権が「強すぎる」方向に振れ始めた？
- 長期投資(R&D, 人的投資)を犠牲とした株主権のabuseをいかに阻止するかを考え始める必要。

