

ガバナンス改革の意図せざる結果 ——研究開発投資の削減

一橋大学大学院経営管理研究科 教授 野間 幹 晴

第1章 ガバナンス改革の新展開

近年、日本におけるコーポレートガバナンスをめぐる改革が継続的に深化している。2022年4月に東京証券取引所において新市場区分へと移行されることが予定されており、プライム市場（仮称）上場企業には一層高い水準のコーポレートガバナンスが求められる。このことを視野に入れて、2020年12月、金融庁の「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」は、コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保（「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書（5））を公表した。

この意見書では、諸外国のコードや上場規則では、独立社外取締役について取締役会全体の3分の1以上、ないし過半数の選任を求めている国が多いこと、またプライム市場では高い水準のガバナンスが求められることを述べている。そのうえで、プライム市場の上場企業に対して、独立社外取締役の3分の1以上の選任を求めるべきであるとしている。これに加えて、経営環境や事業特性を勘案して必要な企業には、独立社外取締役の過半数の選任を検討するように促すべきであるとしている。

本稿の目的は、2010年代半ばから日本市場におけるコーポレートガバナンス改革を敷衍し、その経済的帰結について議論し、ガバナンス改革に伴う日本企業の課題を浮き彫りにすることにある。以下では、まず、コーポレートガバナンス改革を振り返る。続いて、ガバナンス改革の前後におけるROEの変化を中心にガバナンス改革の経済的帰結について明らかにする。特に、持続的成長や中長期的な企業価値向上を目的としたコーポレートガバナンス改革の意図せざる結果について明らかにしたい。結論を先に述べると、JPX日経インデックス400（以下、JPX日経400）や伊藤レポートをきっかけとして日本企業のROEは向上したが、その背後では研究開発投資が削減されていたのである。最後に、持続的成長や中長期的な企業価値向上の観点から、日本の企業と資本市場の課題について議論する。

第2章 コーポレートガバナンス改革

1. JPX日経400と伊藤レポート

日本におけるコーポレートガバナンス改革の端緒となったのは、2014年から日本証券取引所と日本経済新聞社によって算出され始めた株式指数、JPX日経400である。それ以前、日経225と呼ばれる日経平均株価が日本を代表する株価指標として資本市場で活用されていた。日経225では、株式の市場流動性に基づいて文字通り225社を選定していた。これに対して、JPX日経400では3年平均のROE、3年の累積営業利益、選定基準日における時価総額などの基準によって指数に含む企業を選ぶことになった。JPX400の選定基準にROEが含まれた結果、日本企業のROEに対する意識が著しく高まった。

JPX日経400の策定によって日本企業のROEに対する意識が変化し始めたが、こうしたガバナンス改革を強く後押ししたのが2014年8月に経済産業省から公表された伊藤レポートである。伊藤レポートでは、インバーストメントチェーンの全体最適の重要性を強調し、企業は中期的に資本コストを上回るROEを上げ続けることが資本主義の根幹であると論じた。ROEの水準として8%という具体的な数値目標が掲げられたことによって、日本企業はROE向上に向けた財務戦略や株主還元への取り組みを強化した。

2. コーポレートガバナンス・コード

2015年には、コーポレートガバナンス・コードが公表された。コーポレートガバナンス・コードには社外取締役の導入などさまざまな論点があったが、政策保有株式、すなわち持ち合い株式に対して資本コストを考慮すべきであると述べた点を特筆したい。すなわち、取締役会で政策保有株式のリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、保有目的や合理性について具体的な説明を行うべきであることを原則とした。

さらに、2018年に公表された改訂コーポレートガバナンス・コードでは各企業の資本コストを把握した経営を行うことが原則として述べられている¹。2014年から始まったガバナンス改革から改訂コーポレートガバナンス・コードの公表までの一連の過程で、日本企業は資本コストに対する意識を段階的に磨くことが求められたといえる。すなわち、資本コストについて段階的な3つの変革が求められた。

第1段階では、JPX日経400と伊藤レポートでROEを高めることが求められ、特に伊

¹ 改訂コーポレートガバナンス・コードについては野間（2018）を、また資本コスト経営については野間（2019）や安藤・斉藤・山口・野間（2019）を参照。

藤レポートでは日本企業は中期的に8%以上のROEを目指すべきことが論じられた。株主価値は予測ROEから株主資本コストを控除した値に、自己資本簿価を乗じた残余利益の現在価値であるというコロンビア大学のオールソン（J. A. Ohlson）教授が開発した理論モデルが背後に存在する²。そのうえで、海外の機関投資家が期待する株主資本コストが7.2%、国内機関投資家では6.3%であるという調査結果に基づき、ROEの目標値として8%が設定された。つまり、8%というROEを目標値として設定したということは、8%の株主資本コストを想定したことを意味する。

ただし、伊藤レポートでは必ずしも自社の資本コストあるいは株主資本コストではなく、日本企業に対して株主が期待する平均的な株主資本コストを考慮すべきと論じるとどめたといえる。日本企業では資本コストに対する理解が十分に深まっていなかったことを踏まえると、各社固有の株主資本コストではなく平均的な水準を想定したうえで8%という数値を挙げたことは、資本コストに対する意識を高める契機になったと考えられる。

第2段階の2015年に公表されたコーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式に対してリターンとリスクなどの観点から中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証することを求めた。これは政策保有株式についての原則であり、資本コストという単語を使用していないが、事実上、資本コストに照らして政策保有株式の保有の合理性を検討することを要求しているといえる。つまり、資本コストの観点から政策保有株式の保有について見直すことを通じて、日本企業に対して資本コストに関する考え方を深めることを求めたといえる。

第3段階の改訂コードでは、自社の資本コストを視野に含めて、収益計画や資本政策を策定することが原則とされた。伊藤レポートでは株主が日本企業に対して期待する平均的な株主資本コストを措定したROEを目標とし、コーポレートガバナンス・コードでは持ち合い株式に対してのみ資本コストを考慮することを要求していたのに対して、改訂コードでは資本コスト経営の実践を求めたのである。

3 スチュワードシップ・コード

コーポレートガバナンス・コードでは企業の責務に関する諸原則が定められたのに対して、スチュワードシップ・コードでは機関投資家が「責任ある機関投資家」としてスチュワードシップ責任を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めている。日本では、2014年にスチュワードシップ・コードが策定された後、2017年に改定され、2020年にも再改定された。

コーポレートガバナンス改革の経済的帰結について論じるという本稿の目的に照らす

² Ohlson (1995)。なお、本稿における所属は論文が公表された時点のものである。

と、スチュワードシップ・コードの特徴の1つは、「機関投資家は企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を果たすために、当該企業の状況を的確に把握すべきである」と企業の持続的成長に貢献すべき点を指摘している点である（「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～原則3）。言いかえれば、スチュワードシップ・コードの目的は、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にある。

第3章 コーポレートガバナンス改革がROEに与えた影響

1. 伊藤レポート公表前後におけるROEの変化

本稿では、コーポレートガバナンス改革の経済的帰結を明らかにするための指標としてROEを使用する。これには、2つの理由がある。1つは、JPX日経400で指数に含められる企業の選定基準の1つとしてROEが用いられているからである。いま1つは、伊藤レポートで中期的に8%を上回るROEを達成すべきであることを、その論理と共に説き明かしたからである。本稿では、JPX日経400や伊藤レポートを嚆矢としたコーポレートガバナンス改革が日本企業のROEに対して与えた影響を解き明かすために、伊藤レポートの公表前後で、ROEと、ROEをデュポン分解した3つの財務比率がどのように変化したかを記述する³。ROEをデュポン分解すると、売上高当期純利益率（ROS）、総資産回転率、レバレッジに分解されるが、本稿ではレバレッジではなく自己資本比率を使用する。

分析対象となる企業は、日経平均に採用されている企業である。連結財務諸表を公表している企業については連結財務諸表を使用し、そうでない企業については個別財務諸表を使って分析を行う。ただし、金融・証券・保険業に属す企業や12ヶ月決算ではない企業は、分析対象から除外する。分析期間は2000年3月期から2020年3月期である。伊藤レポートの公表前後でROE等の変化を明らかにするため、伊藤レポートが公表された2018年8月までの決算を「伊藤レポート以前」と定義し、2014年9月以降の決算を「伊藤レポート以後」と定義する。

図表1は、伊藤レポートの前後でROEと3つの財務比率がどのように変化したかを表示している。統計的に有意な変化があったかを確認するため、各財務比率について平均値の差の検定と、ウィルコクソンの符号付順位和検定を行った。まず、ROEは伊藤レポートの前後で平均値では5.7%から7.2%へ上昇しているものの、統計的に有意な差は確認されない。中央値では、6.2%から8.4%へと高くなっており、統計的に有意な差がある。

³ JPX日経400や伊藤レポートのインパクトについては、伊藤（2017）も参照。

つまり、平均値と中央値のいずれについても、伊藤レポート公表後にROEは高くなっており、特に中央値については統計的に有意な差があるといえる。言い換えれば、伊藤レポート公表後に日本企業のROEは高くなったといえる。

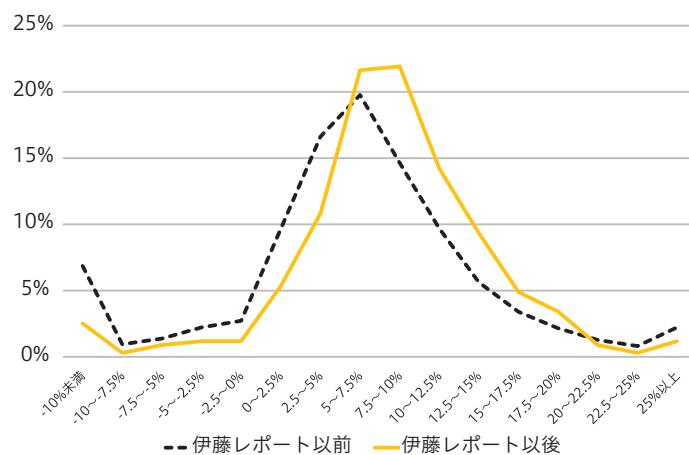
図表1 伊藤レポート前後におけるROEの変化

	ROE	ROS	総資産回転率	自己資本比率
平均値				
伊藤レポート以前	5.7%	2.8%	0.89	38.0%
伊藤レポート以後	7.2%	5.0%	0.83	43.7%
中央値				
伊藤レポート以前	6.2%	2.5%	0.86	35.3%
伊藤レポート以後	8.4%	4.6%	0.84	42.4%
t値	-0.54	-6.14 ***	4.76 ***	-8.15 ***
z値	-9.51 ***	-14.25 ***	3.81 ***	-8.20 ***

(注) t値は平均値の差の検定の結果であり、z値はウィルコクソンの符号付順位和検定の結果である。また***は1%水準で統計的に有意であることを示す。

図表2でも、伊藤レポートの公表後に日本企業のROEが高くなったことを確認することができる。図表2では、伊藤レポート公表前後におけるROEの分布を表示している。横軸はROEの水準であり、2.5%ごとのレンジに刻んでいる。縦軸は、伊藤レポート前後に峻別して、各レンジのROEにサンプルに占める企業が全体に占める比率を表している。例えば、伊藤レポート公表前では、ROEが2.5%～5%に含まれる企業は全体の16.6%であり、同じく5%～7.5%に含まれる企業の割合は19.8%、7.5%～10%に含まれる企業の割合は14.6%、10%～12.5%の企業の割合は9.7%であった。それに対して、伊藤レポート公表後では、ROEが2.5%～5%、5%～7.5%、7.5%～10%、10%～

図表2 ROEの分布の変化



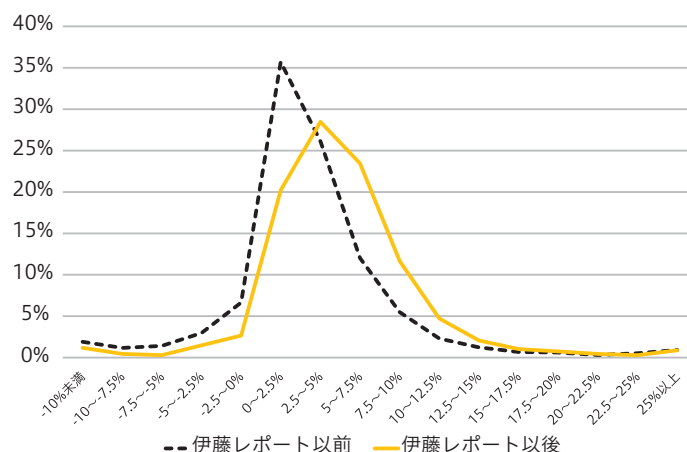
(出所) Astra Managerより筆者作成。

12.5%に含まれる企業の比率は、それぞれ10.8%、21.6%、21.9%、14.2%と変化している。図表2から、伊藤レポートの公表前後でROEの分布が右側に移行しており、全体的に日本企業のROEが高くなっていることが理解できる。

次に、ROEをデュボン分解した3つの財務比率について検討する（図表1）。ROSについては、伊藤レポート前後で平均値が2.8%から5.0%へ、中央値では2.5%から4.6%へ、それぞれ統計的に有意に上昇している。一方、総資産回転率の平均値で0.89回から0.83回へ、中央値でも0.86回から0.84回へ、両者ともに統計的に有意に低下している。そして自己資本比率は、平均値で38.0%から43.7%へ、中央値では35.3%から42.4%へ共に統計的に有意に上昇している。

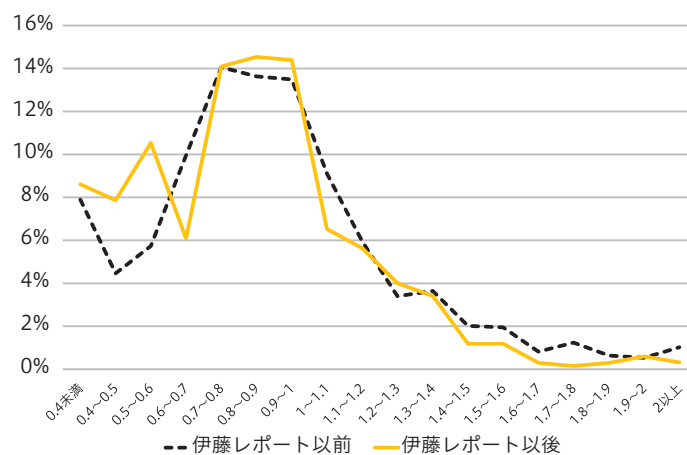
図表3と図表4、図表5は、伊藤レポート前後でROSや総資産回転率、自己資本比率の分布の変化を表示している。図表3、図表4、図表5の横軸は各財務比率のレンジを示しており、縦軸はそのレンジに含まれる企業の割合を示している。ROSの分布を示した図表3では横軸のレンジを2.5%とし、総資産回転率の分布を表した図表4ではレン

図表3 ROSの分布の変化



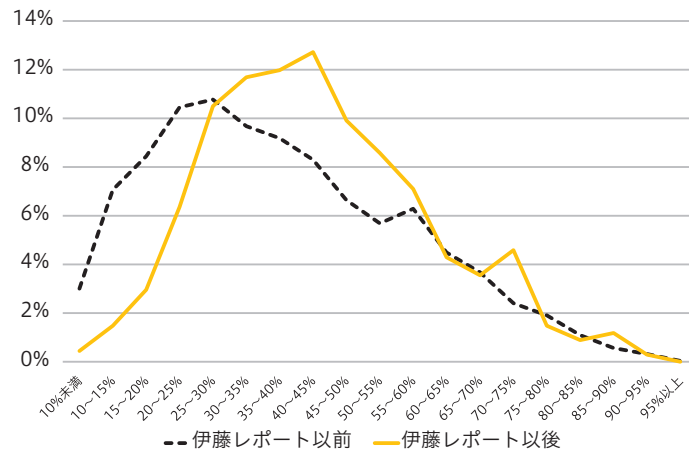
(出所) Astra Managerより筆者作成。

図表4 総資産回転率の分布の変化



(出所) Astra Managerより筆者作成。

図表5 自己資本比率の分布の変化



(出所) Astra Managerより筆者作成。

ジを0.1, 自己資本比率の分布である図表5ではレンジを5%に, それぞれ設定している。

図表3から, 伊藤レポート公表後にROSの分布が全体的に右に移動したことがわかる。図表4では, 伊藤レポート公表前後で, 総資産回転率が0.6から1.0の水準にある企業の比率が変化したことが示されている。伊藤レポート公表前では総資産回転率が0.6~0.7のレンジに含まれる企業の割合は10.0%であったが, 公表後には同レンジに含まれる企業の比率は6.1%に低下した。これに対して, 公表前では0.8~0.9に分類される企業は13.6%, 0.9~1.0に属す企業は13.5%であったが, 公表後にはそれぞれ14.5%, 14.4%に増加した。図表5では, 伊藤レポートの公表に伴い, 自己資本比率が25%以下の企業の割合が低下したのに対して, 自己資本比率が35%から60%の企業の比率は上昇したことがわかる。

以上の分析から, JPX400と伊藤レポートの経済的帰結を3つに要約できる。第1に, 伊藤レポート前後で日本企業のROEが改善したということである。第2に, 伊藤レポート前後で, ROSが上昇したということである。伊藤レポートでは日米欧の企業を比較し, 日本企業のROEが低い真因はROSの低迷にあることを指摘したが, ROSが上昇したことによってROEが向上したことを示唆する。第3に, 総資産回転率が低下し, 自己資本比率は高くなったということである。この2つの変化は, ROEの低下につながるが, 実際にはROEは上昇した。第1点目と第2点目から, JPX400や伊藤レポートによって, 日本企業のROEが改善したが, それを牽引したのはROSの改善であるという結論が導出される。

2. DID分析によるJPX日経400の影響

一連のコーポレートガバナンス改革によって, 海外の投資家が日本の資本市場に対して熱い眼差しを向けるようになり, 海外投資家による投資が積極化した。これと同様に,

海外の研究者の間でも再び日本に対する関心が高まりつつある。かつて日本企業の国際競争力が高かった1980年代やバブル崩壊後の1990年代には、メインバンク制度や系列取引、終身雇用など日本型経営に対する注目が集まっていた。その後、日本企業の競争力低下と共に海外の研究者も日本企業に対する関心を徐々に失っていた。

しかし、ガバナンス改革によって、その潮目が変わりつつある。JPX日経400や伊藤レポートが企業行動に対して与えた影響について、ハーバード・ビジネス・スクールのワン准教授らは「恥と功名心によるガバナンス―指数開発と企業行動」と題する論文で実証分析を行っている。「恥と功名心」というタイトルが付けられた背後には、JPX日経400をめぐる生じた日本企業の経営者の2つの感情がある。1つは、日経225に含まれていたものの、JPX日経400には選定されなかった企業があたかも「恥」のように感じたことである。いま1つは、JPX日経400に選定されるという成果を達成することで名誉を得たいという「功名心」である。ワン准教授らの論文は、こうした感情によって、日本企業の経営者はJPX日経400に自社が選定されるための企業行動をとったということを描定している。

ワン准教授らは、DID分析（difference-in-differences design：差分の差分）という検定を用いることで、JPX日経400や伊藤レポートが日本企業のROEや企業行動に対して与えた影響について解明している。DIDは政策評価や医薬品による治療の効果を検証する計量経済学的手法であり、因果推論の1つである⁴。なお、DID分析では、政策導入による効果のことを処置効果（Treatment Effect）と呼ぶ。以下では、DID分析について、例を挙げて簡略に説明したい。

例えば、新型コロナウイルス感染症の拡大を防止するために発出された緊急事態宣言の政策的効果について考えよう。緊急事態宣言が発出された地域では、外出の自粛が要請されるので、緊急事態宣言による人出現象の処置効果を検証するとしよう。例えば、A県では緊急事態宣言が発出されたが、B県では発出されなかったと仮定する。A県のように政策が導入されたサンプルを処置グループと呼び、B県のように政策が導入されなかったサンプルを比較グループと呼ぶ。

ここで、緊急事態宣言の発出後における、A県とB県の人出をそれぞれ Y_A 、 Y_B としよう。これはクロスセクション推定と呼ばれるアプローチであり、 Y_A と Y_B の差分が緊急事態宣言発出の効果とも考えられる。ただし Y_A と Y_B の差分では、緊急事態宣言発出前の人出を考慮していないため、過大評価している可能性がある。

一方、緊急事態宣言の発出に伴い外出自粛が要請されたA県では、発出の前後でA県の全人口に占める人出が X_A から Y_A へと減少したと仮定する。この推定は、ビフォーアフター推定と呼ばれる。緊急事態宣言の発出により、 X_A と Y_A の差分の人出が減少した効果があるように思えるが、人出の減少は気温の低下等、他の要因の影響を受けている

⁴ DIDについて平易に説明したテキストとしては、山本（2015）がある。

可能性があり、クロスセクション推定と同様に過大評価している可能性がある。

そこで、緊急事態宣言が発出されたA県における発出前後の人出の変化（差分）である X_A と Y_A と、緊急事態宣言が発出されなかったB県における発出前後の人出の変化（差分）である X_B と Y_B との差が、差分の差分の処置効果である。B県では緊急事態宣言が発出されていないので、A県で発出された前後におけるB県の人出を測定するのである。

本稿の前節で示した、伊藤レポート前後におけるROE等の財務比率の変化は、ビフォーアフター推定である。伊藤レポートが全ての上場企業をターゲットとして公表されたため、処置グループと比較グループとに峻別することができないため、こうした分析を行った。

これに対して、ワン准教授らは、JPX日経400に選定されたいという強いインセンティブを持ったと推測される企業と、そうしたインセンティブを持たなかった企業とに識別している。具体的には、各年でJPX日経400の選定基準によって企業を順位付けし、301位から500位の企業を処置グループ、501位から800位の企業を比較グループとした。301位から500位に順位づけられた企業は、企業行動を変えることによってJPX日経400に選定される可能性がある。他方、501位から800位の企業は企業行動を変えたとしても、JPX日経400に選定される可能性は低いため、企業行動を変えないと推定された。そのうえで、2010年から2012年を伊藤レポート導入前とし、2014年から2016年を導入後として分析した。

ワン准教授らのDID分析によって、次の3点が明らかになった。第1に、JPX日経400が策定された後、処置グループでは翌年のROEが2.4ポイントから2.8ポイント上昇した。JPX日経400策定あるいは伊藤レポート公表という時点が異なるものの、ワン准教授らの実証分析結果は本稿の分析結果と整合的である。同時に、JPX日経400に選定される可能性がある企業ではROE改善へ向けた企業行動がとられたことを示唆している。

第2に、ROE以外の指標について分析した結果、売上高成長率や総資産回転率、レバレッジについて変化はないものの、JPX日経400策定後に処置グループでは、ROAや売上高当期利益率、配当性向が上昇した。本稿ではROAと配当性向については分析していないものの、売上高当期利益率の改善を確認している点で本稿とワン准教授らの分析は首尾一貫している。

第3に、会計発生高やNOA（正味営業資産利益率）、研究開発集中度、従業員数等について分析した結果、JPX日経400策定後に処置グループでは研究開発集中度が低下していた。研究開発集中度とは研究開発費用を売上高で割った比率である。前述したように、売上高成長率に処置グループと比較グループとの間で売上高成長率に差はないことから、処置グループは研究開発費を削減したことを意味する。つまり、JPX日経400に選定される可能性がある企業では、JPX日経400に選定されることを目標として、研究開発費が削減され、その結果、利益率やROEが向上したのである。

第4章 意図せざる結果と資本市場の課題

本稿では、JPX日経400や伊藤レポート、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードなどの矢継ぎ早に実施された資本市場改革の経済的帰結について考察した。具体的には、3つの経済的帰結が確認された。第1に、JPX日経400や伊藤レポートの前後で、日本企業のROEは改善した。第2に、ROEが向上したのは、総資産回転率やレバレッジではなく、売上高当期純利益の上昇によると結論づけられた。第3に、JPX日経400に選定される可能性が高い企業では、研究開発費が削減されたということである。

一連のガバナンス改革は持続的成長と中長期的な企業価値の向上であったことを勘案すると、研究開発費の削減によってROEが改善したということは意図せざる結果といわざるをえない。改訂コーポレートガバナンス・コードでは、持続的成長や中長期的な企業価値の向上を実現するために、戦略的な設備投資・研究開発投資・人材投資を行う必要性を説いていた。ガバナンス改革によって、社外取締役の導入など形式的なガバナンスは整備されたものの、実態としては持続的成長や中長期的な企業価値向上とは相反する研究開発費の削減が行われていたのである。また、スチュワードシップ・コードでは、機関投資家には企業を深く理解したうえで、企業と対話を行うことが求められたが、機関投資家は研究開発費の削減を見過ごしたのであろうか。

無形資産は企業価値の決定因子であり、持続的成長や競争力の源泉である。それにもかかわらず、コーポレートガバナンス改革によって、研究開発費が削減されたという意図せざる結果が生じた。こうした意図せざる結果を真摯に捉え、ガバナンス改革を再検討する必要があることが日本の企業と資本市場に求められている。

(付記) 本稿はJSPS科研費JP20HO1540の助成を受けたものです。ここに記して深く感謝したい。

参考文献

- 安藤聡・斉藤伸太郎・山口善三・野間幹晴（座談会）「オムロン、ナブテスコ、ピジョンの導入事例から学ぶ資本コスト経営の実践」『企業会計』第71巻第8号，2019年8月，14-32ページ。
- 伊藤邦雄「コーポレートガバナンス改革のPDCA：何を企画し、何が変わり、今後の課題は何か」『一橋ビジネスレビュー』第65巻第3号，2017年，8-31頁。
- 野間幹晴「果敢な経営判断・戦略的投資の実現－企業年金改革による内部負債解消」『企業会計』第70巻第7号，2018年7月，18-25頁。

野間幹晴「改訂コーポレートガバナンス・コードと資本コスト経営」『企業会計』第71巻第8号、2019年8月、33-40頁。

山本勲『実証分析のための計量経済学』中央経済社、2015年。

Chattopadhyay, A., M. D. Shaffer and C. C. Y. Wang, "Governance through Shame and Aspiration: Index Creation and Corporate Behavior," *Journal of Financial Economic*, Vol.135 No.3, March 2020, pp.704-724.

Ohlson, J. A., "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.2, Spring 1995, pp.661-687.