

## 連載：コーポレートガバナンス（最終回）

執筆者 プロフィール紹介

中村岳嗣

PAG 株式運用部 マネージング・ディレクター

1998年プリンストン大学コンピューターサイエンス学部卒。ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン社を経て、ゴールドマン・サックス証券会社アジア副会長補佐役、後に株式運用部勤務。その後、独立系投資顧問会社数社にてプライベート・エクイティ投資および上場株運用業務に携わり、2011年PAG株式運用部部長。上場日本株式のポートフォリオマネージャーを務める。

### 日本版スチュワードシップ・コードの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

（以上、「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～」より引用。原則1、2、4、6は省略）

これまで5回にわたりコーポレートガバナンスにまつわる種々の論点を取りあげてきたが、最終回にあたる本稿では、「日本版スチュワードシップ・コード」に内包されるいくつかのコンセプトを深掘りし、その更なる進化に必要なとなる着眼点を提起することで連載を締めくくることとしたい。

スチュワードシップ責任とはそもそもなんだろうか。日本版スチュワードシップ・コードの冒頭、第一段落においてそれは以下のように定義づけられている。

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。

これを図式化すると、以下のとおりとなる。

エンゲージメント ⇒ EV↑ or 投資先企業の持続的成長 ⇒ 中長期的投資リターン

「中長期的な投資リターンを拡大を図る責任」というのは、狭義の受益者責任あるいは直接的な受託者責任そのものであるだろう。とすると、昨今語られるようになったスチュワードシップ責任とは、そうした受託者責任をいかに果たすかという手法論の分野に踏み込んだ考え方にはほかならない。なんでもいから投資リターンを上げさえすればよい、そうした考え方を狭義の受託者責任だとすれば、世のためになるやり方でその実現を図りなさい、と言っているのである。広義の受託者責任とって良いだろう。

ここで冒頭に掲げた原則5、7を読み返してみると、それらはいずれも、スチュワードシップ責任を果たす上で、エンゲージメントが「投資先企業の持続的成長」をもたらすようにとの念押しであることが分かる。コード第一段落における定義づけでは「や」で結ばれていた「企業価値の向上」と「持続的成長」であるが、コード全体を通してみると比重が後者におかれていることは明らかである。

さらに原則3を注意深く読んで頂きたい。ここでは「投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たす」と書かれており、決して「投資先企業の持続的成長を通じてスチュワードシップ責任を適切に果たす」とは書かれていない。持続的成長とは広義の受託者責任における通過点などではなく、広義の受託者責任そのものだということを示唆する書きぶりになっているのである。

また、日本版スチュワードシップ・コードの第二段落にはこのように書いてある。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシ

トップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

文末の「経済全体の成長」に注目して頂きたい。果たしてこれは日本経済を指しているのだろうか。揚げ足取りだとの批判を受けるかもしれないが、筆者にはこれが明示的に日本経済を意識して書かれたというよりは、株式市場と関わる経済の全体すなわちグローバル経済を意識して書かれた文章ではないかと思えて仕方がないのである。

本連載第1回で述べたとおり、資本市場と企業の関わり方、すなわち日本版スチュワードシップ・コードに示された原則や指針は、今後数年をかけて、あるいは更に長期間にわたって継続的に昇華させてゆかねばならぬ一大テーマである。昨年のコード策定により我々はそのスタートを切ったに過ぎず、今後エンゲージメントから持続的成長、そして投資リターンに至る事例が蓄積されるにつれ、機関投資家と企業の関わり方については更に議論が具体化され、深められていくはずである。

読者諸氏におかれては、今後このトピックに接するとき、常に以下2つのキーワードを心に留めておいて頂きたい。「**企業**の持続的成長」と「**日本**経済の成長」である。

企業の持続的成長と投資の中長期パフォーマンスとはどう乖離しうるのだろうか。その最たるケースとは、斜陽産業において、このまま先行きの乏しい分野へ成果の出ない投資を続けるよりもその企業もしくは事業は清算して株主配分したほうが現在価値が高い場合である。まさに60年代、米国にて投資としての買収事業が登場し、運用成績においては事業を畳んだり切り売りした方が優秀な結果を生むということにも着眼して社会に大きなうねりをもたらしたわけだ。

アベノミクスの導入をきっかけとしてROEへの注目度が高まり、フリーキャッシュフローのうちより多くの割合を株主に還元し、過剰な内部留保を取り崩す動きが増えている。資本効率の低さで有名な日本株式市場においては明らかに歓迎される動きであり、株価もこれに反応して上がってきたといえるだろう。

ところが株主還元とは事業を畳むことをもってその原資を獲得しているものでは決してないが、事業をハナから育てないということでもある点には留意しなければならない。みずから雇用を増やし、人々の求める製品やサービスを開発して経済成長を生んでいくという取り組みを進めるのではなしに、そうした活動することなく現金を株主に渡すのである。そこに期待されているのは、どこかにはそうした取り組みを進める企業があつて、株主が資本市場を通じてそうした企業に資本を注入し、経済成長に資する場所に送り込んでくれるということである。以前示した創業と廃業の例に同じく、資本のダイナミズムとはこのことである。

そもそも株主還元が投資パフォーマンスを向上させるのはなぜなのか、そのことをよく考

えてみなければならない。ウォーレン・バフェットは常々古典的なストックオプション制度に反対しているが、それはなぜかという点、行使価格が固定されたストックオプションを経営陣が持つと、配当を減らすことで恣意的にオプション価値を上げることへのインセンティブが生まれてしまうからである。つまり、100円配当の元では権利落ちにより株価は100円下落するが、これを50円配当とすれば株価は50円しか下落せず、配当額の増減により行使価格が調整されないオプションにおいてはその価値に対して有利な状況が生まれることになる。

配当政策が企業価値に影響しないという考えは、いわゆるMM理論というものであるが、これが成立するためには遊びの資金を企業が保有していないことが必要となる。つまり毎期のフリーキャッシュフローは常に株主に全額還元されており、成長資金・運転資金に属さない現金が企業の手元に保持される場合はしっかりと運用されていて適切な利回りが生まれているということが条件だ。投資家の手元においているのと同様の利回りしか生まないのであれば、その現金は投資家の手元に還元されたほうが好まれるのは自明なので、やはり原則として成長資金以外は持たないということである。

そのような状態になっていけば、すなわち財務レバレッジが適切に維持されている地点からスタートすれば、株主還元自体は投資パフォーマンスにはニュートラルである。配当を100円もらう代わりに株価が100円下落するか、配当は50円しかもらわない代わりに株価の下落も50円で済むか、この2つは株価パフォーマンスと配当利回りの合算として捉える投資パフォーマンスでは同等になることがお分かり頂けると思う。

株主還元が投資パフォーマンスに対してニュートラルだということをもう少し具体的に説明したい。ここでは税金のインパクトはないものとし、さらに詳しい数値的説明は省略するが、ひとまず減価償却額と設備投資額とが一致した企業を想定すると分かりやすいだろう。フリーキャッシュフローが全額還元されずに有利子負債の返済に充てられるか、あるいは無借金企業ならば内部留保の蓄積が進む企業においては、毎年確実に営業キャッシュフローが一定率で成長する場合でも次第に財務レバレッジが下がるため<sup>1</sup>、株価パフォーマンスは時を経て劣化する。一方、全額還元の企業では財務レバレッジが一定水準に維持されるから、同水準の営業キャッシュフロー成長率がもたらす株価パフォーマンスはより高いものとなる<sup>2</sup>。ところがこの両者の違いとは単に、還元された現金を分母に含めてパフォーマンスを計測しているかどうかの差にすぎない。

<sup>1</sup> 具体的には簿価上ではなく、時価上の財務レバレッジが重要である。すなわち、EVに占める純有利子負債の割合。

<sup>2</sup> もちろん市場環境によって同じ成長率がどう評価されるか大きく変わるのは当然だが、市場のリスク選好度やアセットクラス間の変動はここでは別次元の要素としておいておく。

1,000億円の運用を任された機関投資家が、投資先企業の行う還元により50億円の現金を手にしたとしよう。その50億円を顧客に返済するのでない限り、運用者としての業績評価はあくまで1,000億円に対してであるから、50億円は再投資されるのが常である。市場全体としてみたとき、誰かが何かを買うときには必ず誰かがそれを売っているのだから、企業セクター対株主の総体というマクロの視点で還元を捉えれば、企業Aが還元によって株主の手元に届けた資本の再投資とは、株主が企業Bの増資に応募することにより初めて実現されることになる。企業Bの株式をセカンダリーで購入するのではなく、あくまで増資に応募してプライマリーで買わなければ再投資にならない点に注意が必要だ。株式市場において日常的に行われている売買すなわちセカンダリーでの売買とは、株主間で現金と株式の交換を行うことだ。投資家Xが現金50億円を株式に交換したとき、その相手方である投資家Yは株式を現金50億円で交換しているのだから、投資家全体としては依然として現金50億円を手にしたままなのである。これに対し、増資を始めとするプライマリーでの売買とは企業と株主間で現金と株式の交換を行うことである。よって上記における投資家Yが企業Bの増資に応じて50億円を投じたときに初めて、マクロの視点での再投資が行われたことになる。ということは増資案件がそもそも発生しないなど、なんらかの理由でセカンダリーでの売買に終始した場合というのは結局誰かが企業Aからの還元資本を現金で持ったままということになり、株式での再投資は行われていないわけだ。そのようにして現金で保有された場合における2年目のパフォーマンスが950億円に対して計測された結果、還元によって押し下げられた時価総額<sup>3</sup>を分母にして計算するがゆえに企業Aの率における「株価パフォーマンスが良い」との結果を生むのである。率ではなく額におけるパフォーマンスは同じだが、割り算で使う元本が1,000億円ではなく950億円になるから、ということだ。

ここで、再投資された50億円のパフォーマンスが950億円側のパフォーマンスと同じであった場合、運用者はなんら還元によってパフォーマンス向上は実現できていない。むしろ企業Aよりも株価パフォーマンスに優れた企業Cが翌年増資してくれなければ、企業Aによる還元は、逆にパフォーマンスを悪化させる要因となる。つまり、還元は決してそれそのものが投資パフォーマンスを改善するのではなく、資本の再配分に過ぎないということを銘記することが重要だ。還元された資本を、より高い株価パフォーマンスを実現できる企業に増資という形で注入できて初めて投資パフォーマンスは改善する。

しかし、ここまでの議論をがらりと変える要素がある。

それはそもそものスタート地点として、企業が余剰現金を抱えており、適正利回りを生まないどころか成長投資にも使われる見込みがなく、株主として、株主にとってのその現金価

<sup>3</sup> 配当であれば権利落ち、自社株買いであれば株数の減少によって時価総額は減少する。繰り返しになるが、これは前頁で述べた「そのような状態になっていれば」、である。

値に疑問を持っているような場合である。

このような場合、株価のバリュエーションにおいては現金を実際の額よりも割り引いて評価せざるを得ないので、このような状況にある企業Cがすわ還元動き出したとなると、株式市場はやおらそれまでのディスカウントを撤廃して株価を評価しだすから投資パフォーマンスが改善するのである。もちろんのことこれは一過性であり、通常の評価軸にもどった時点で投資パフォーマンスは還元政策には左右されなくなる訳だ。

このような議論を経なくとも、ROEにおいて本質的に重要なのは分母の圧縮ではなく、分子の拡大だということは自明ではないだろうか。これをいかに実現するか。

思うに、資本効率という言葉は分母の最小化に焦点をあてた用語である。今の日本に必要なコーポレートガバナンスとは、分母圧縮のプレッシャーを突きつけることにより、分子拡大のアクションへと経営を踏み出させることなのだから、「良い投資案件を構築せよ、さもなくば還元せよ」のロジックで企業の背中を押した結果、日本の上場企業が全体として還元方向に動いてしまっただけでは本末転倒なのだ。ここの理念は「コンプライ・オア・エクスプレイン」と同じであって、オアに続く部分は「脅し文句」なのだから、こぞってそちらを選ばれているような状況はたいへん危険だと認識しなければならない。

株主還元への志向を強める政策は諸刃の剣であり、イノベーションによる収益拡大が最終目標であるとの認識を片時も忘れてはならない。肉を切らせて骨を絶つという慣用句に例えていうと、日本企業の肉に切り込むことで、返す刀で骨を絶つような果敢な成長志向のアクションを引き出すことにこそ意義があるのである。

企業の持続的成長に話を戻したいと思う。

前述の、持続的成長と受託者責任が乖離するケースにおいて、投資パフォーマンスだけを追って従業員の雇用を犠牲にする方針を機関投資家が支持することは、冒頭のスチュワードシップ・コードの意図に反する行為だということになる。投資パフォーマンス実現のため、企業の清算を実現すべく株主が積極的に動くなどというのは考えるまでもなく社会的に受け入れられないということだ。

ところが持続的成長といったとき、その主語には気をつけなければならない。事業の存続は企業の存続と同じではないからである。企業の持続的成長を考える上では、時代の趨勢に対応したビジネスモデルの転換、ビジネス領域の変移、さらには新領域の創造こそが重要であり、そのような方向に企業を後押しする仕組みづくりがコーポレートガバナンスの要諦に

他ならない。力強い成長事業を持ち合わせていない企業においては、そうした成長力の獲得に向けて適切な取り組みが行われているかどうか重要であり、その中に、前回示したような、企業側がリスクを取りすぎてしまっていると判断されるようなケースや、あるいはとるべきリスクをとれていないケースがあったりするということだ。

昨今の米国におけるベンチャー企業、特にグローバルに展開するネット系企業の躍進を目の当たりにするにつけ、成長余地が残されていないから還元するという視点については改めて懐疑の目で見つめざるを得ないのではないか。同じ先進国の米国では、スマホを初めとする新デバイスの台頭やネット環境の変化に機敏に対応することで10年足らずのうちに兆円単位の時価総額評価を受ける例が複数出てきており、そうした企業群は資本市場より貪欲に資本を受け入れ、めざましい成長を遂げている。このような事例がなぜ日本企業においては遥かに稀なのかという問いに正面から向き合うことこそが、資本効率の議論を活用して経済成長を成し遂げんとする取り組みにおける、正に中心的議題のはずである。

2015年、我々は今再び産業構造の大きな節目に立っているのではないだろうか。1995年あたりのインターネット登場から20年を経て、今われわれの周りではIoT<sup>4</sup>やAI、ロボット産業あるいはバイオなどの分野が芽吹きはじめており、10年後には新産業勃興の動きにつながっていくのではないかと感じられる。ROEや資本効率というキーワードを担いだ「アベノミクス・株式市場の巻」を見つめるときに我々は、株主還元などという一過性の、しかも両輪の片側に過ぎないアクションで満足してはならないのである。足元の日経平均の水準は、現金ディスカウントの解消というプロセスはひょっとするともう大方終了した地点を示しているのかもしれない。成長をもたらすのは廃業ではなく創業であり、還元ではなく投資である。業界慣習がハードルになるのならそれを打ち破り、人事慣行が邪魔をするのなら果敢にそれを変革し、あるいは規制が前進を妨げるのなら時と場合によっては新しい考え方の持つ成長ポテンシャルを世に見せ付けることにより、時代に対応した規制の変化を促すような状況を作り出してしまおうというくらいの変化を日本にもたらせるかどうか問われているのだと思う<sup>5</sup>。

これまでのところ、ROEの話は財務戦略の話として認識されることが多い。CEOというよりCFOの管掌領域として、資本コストを十分に上回らない投資や、自己目的化した内部留保の積み増しはやめるべきであり、それらの原資は株主還元にあつのが適切な財務戦略

<sup>4</sup> Internet of Things : スマホをはじめとする携帯電話やTV、PC、タブレットのような従来より通信機能を主目的としたモノに留まらず、これまでは通信とはなんら関係のなかったモノもどんどん通信機能を備え、クラウドを介して相互に制御や情報交換を行うようになること。これにより今後、我々の生活のあり方は劇的に変わっていくと考えられている。

<sup>5</sup> 一例として、旅館業免許を持たない個人が実質的な旅館経営を行いうるAirbnbのサービス拡大に対応して条例を改正したサンフランシスコ市での今後の状況が注目されることである。(新条例の施行は本年2月が予定されている)

だとの論調だ。しかし、これでは本質を取り違えているということに我々はもっと敏感にならなければならない。機関投資家の立場としては「この投資は資本コストを十分に上回るリターンを生めるのか」という質問になるが、これは本来「どうすれば資本コストを十分に上回る投資に仕立てあげることができるのか」という質問である。「投資せよ、さもなければ還元せよ」の前段は、資本コストを十分に満たすような投資案件を作り出せ、という意味なのである。

さて、もうひとつのキーワードである「日本経済」に焦点をあててみたい。

「経済全体のパイ」といったとき、往々にしてそれは「日本経済全体のパイ」と同義語ではないことは説明を要しないだろう。成長産業への資金の再配分といったとき、その成長産業は日本企業とは限らないのであって、外交問題においてははいつも常識的に理解されていることが、資本市場の議論においてはたやすく無視されがちな状態には一抹の危惧を覚えるのである。いかに輸出依存度が高い国であっても、経済政策においてグローバル経済全体の成長を第一目標に据える国はまずありえないのであって、資本市場に対する政策においてもそれは同様である。国家間の問題になった瞬間に民主主義の原則はほとんどあてはまらないということは誰も意識していることだと思うが、近代民主主義の根幹に一人一票の選挙制度があることに異議を唱える声は少ないはずである一方、一国一票というグローバル民主主義はいまだかつて登場したことはなく、我々は理想的な世界国家の樹立からはほど遠い世界に住んでいる。

さて、仮に資本市場がその役割を存分に発揮できる環境が整い、残念ながら日本からは株主還元ばかりが出てゆく市場になった場合、どのようなことが起きるだろうか。

このことは、成熟国家としての国際収支のありかたに関わってくるのではないかと思う。つまり成熟国家というものは、貿易・サービス収支がマイナス、所得収支がプラス、その和である経常収支はマイナスとなり、これと対を成す資本収支がプラスであるという考え方だ。このとき問題になるのは、この状態において雇用はどうなるのかということである。

資本市場の主要な役割は「社会」全体の資本効率の最大化を促進することであり、それはすなわち非効率な産業、寿命を迎えたビジネスから今後発展するビジネスへと資本を循環させるということである。そのような変化と共に雇用も移動するはずである。ジェネラル・エレクトリックのジャック・ウェルチ元社長が、グローバルシェアで上位に食い込めない事業からは撤退すべきであり、そのために失業者が出たとしてもいずれはそうした人々も成長産業で雇用されるようになるはずだとして、一時的な失業という社会負担は経済全体の発展によって十分に補われるという考えを展開したのは有名だが、このことが是認されるのは、そ



うしたダイナミズムが自国内で循環して発生している場合に限られるのではないか。増資と株主還元の関係性は、創業と廃業のそれに似たものだが、創業なき廃業が政策として多大なリスクを孕むのと同様、増資なき還元、正しい投資なき還元もまた大問題なのである。尋常ならざる低 PBR 状態からの脱却が進んだ後は、グローバル経済のなかでグロスで資金を使う側に回らねば、日本は斜陽産業の担い手ということになり、資本収支ばかりで食っていく国ということになる。これが果たして我が国として望ましい健全な将来なのかは大いに疑問であり、トマ・ピケティが炙り出した諸要素を勘案するに、格差問題の悪化をもたらす可能性も高いのではないだろうか。

(平成 27 年 1 月 18 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）