

# Market Bulletin

2015年6月2日

## コーポレートガバナンス・コード(上) 収益性や資本効率の指標は改善へ

### 要旨

- 東証は6月1日より、上場企業に対してコーポレートガバナンス・コードの適用を開始しました。同コードがもたらす変化は多岐にわたりますが、例えば、株式持ち合いの解消や買収防衛策の撤廃などを通じ、外国人を含む幅広い投資家が、これまでよりも自由に日本企業に投資できるようになります。
- そうすると、株主のみならず、経営者自身にとっても自社の事業・収益目標が明確になり、なおかつ、事業に関する、より多くの助言や提案を受けられることで、日本企業の収益性や資本効率の指標は改善すると見られます。

### コーポレートガバナンス・コードと開国

東京証券取引所は6月1日より、上場企業に対してコーポレートガバナンス・コードの適用を開始しました。コーポレートガバナンス(企業統治)とは、同コードによれば、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」です。

同コードは、望ましいコーポレートガバナンスにつながると期待される諸原則をとりまとめたもので、5つの基本原則と、これらをより具体的に説明する原則と補充原則で構成されます。これらを実践することにより、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」につながることが期待されています。

上場企業は、コーポレートガバナンス・コードの適用により、

- ◆ ポイント1: 自分を守ってくれる人がいなくなる(コード原則1-4→後述)
- ◆ ポイント2: 自己保身をするのが困難になる(コード原則1-5→後述)

ことが想定されます。つまり、日本企業は「鎖国状態」から解かれ、「攻め」が求められる本格的な競争環境に置かれます。そうなれば、短期的には日本で、多くの企業の収益性や資本効率が高まることが予見されます。また、中長期には日本のみならず世界で、企業の淘汰と寡占化が進むと考えられます。

Yoshinori Shigemi  
Global Market Strategist  
Market Insights

Guide to the Markets Japan  
のダウンロードはこちらから  
[www.jpmorganasset.co.jp/guide](http://www.jpmorganasset.co.jp/guide)

## コーポレートガバナンス・コードの重要ポイント2つ

コーポレートガバナンス・コードの適用開始が上場企業にもたらす変化は多岐にわたりますが、比較的わかりやすい点は次の2つと見られます。

### ◆ ポイント1: 自分を守ってくれる人がいなくなる(コード原則1-4)

まず、原則1-4は、株式持ち合いの解消を促すものです。「上場企業はいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、(中略)中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべき」としています。

上場企業が別の上場企業の株式を保有することは、それが経営への関与拡大や買収を防ぐためのものでない限り、他社の株式に自社の資金(=資本)を使っていることから、「自社よりも他社のほうがもうかる」とのシグナルを発しているようなものです。

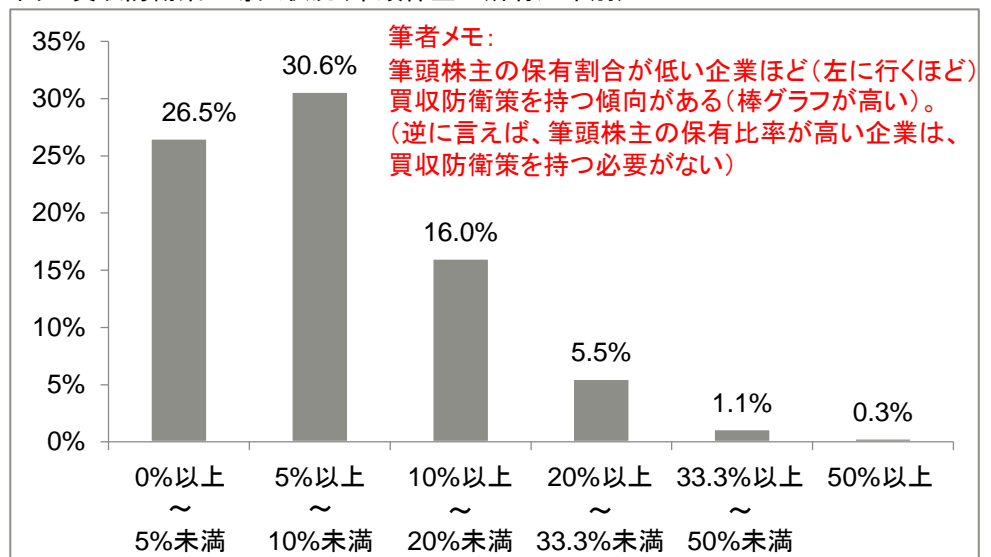
### ◆ ポイント2: 自己保身をするのが困難になる(コード原則1-5)

次に、原則1-5は、買収防衛策の撤廃を促すものです。「買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない」としています。

自社の株式が市場で自由に取引されることが前提である上場企業が株式の買い入れを制限する買収防衛策を持つことは、そうした市場取引が企業価値の模索に基づくものである限り、自己矛盾しています。

実際にデータからは筆頭株主の保有割合が低い企業ほど、買収防衛策を導入している傾向があり(図1)、上場企業の『防衛本能』が垣間見えます。

図1: 買収防衛策の導入状況(筆頭株主の所有比率別)



出所: 東京証券取引所、JPモルガン・アセット・マネジメント

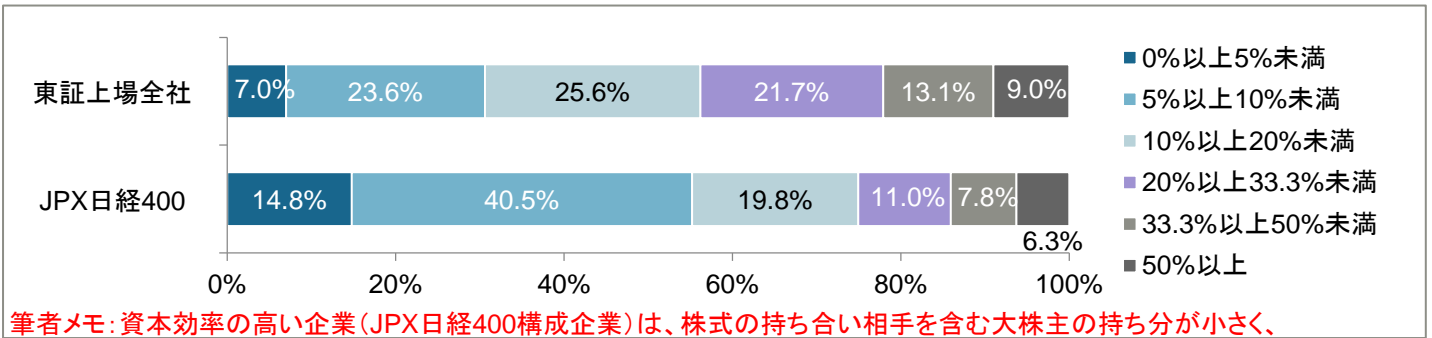
## 言い訳せず「攻める」競争環境を生き残る企業

株式持ち合いの解消や買収防衛策の撤廃が進めば、上場企業の収益性や資本効率を示す指標は高まる可能性があります。同じデータによれば、

- ◆ 資本効率の高い企業は、大株主の持ち分が小さい(図2)
- ◆ 資本効率の高い企業は、外国人株主の保有割合が高い(図3)
- ◆ 外国人株主は、買収防衛策を持たない企業を歓迎する(図4)

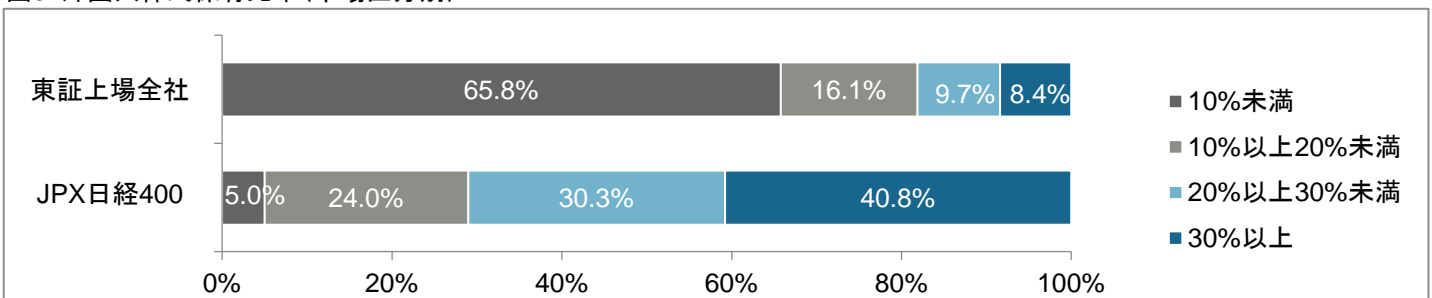
といった特徴があります。以上をまとめると、「開かれた企業は、収益性が高い」傾向にあることがわかります。言い訳できず、「攻め」が求められる競争環境を生き残る企業は、この言葉の定義そのものから明らかなように、収益性や資本効率が高い企業の集まりとなります。

図2: 筆頭株主の保有比率(市場区分別)



筆者メモ: 資本効率の高い企業(JPX日経400構成企業)は、株式の持ち合い相手を含む大株主の持ち分が小さく、言い換えると、幅広い投資家層に保有される傾向がある。

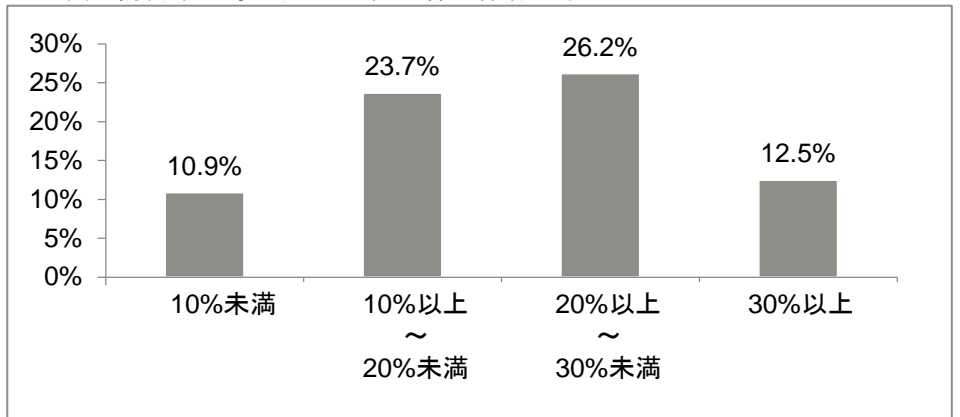
図3: 外国人株式保有比率(市場区分別)



筆者メモ: 資本効率の高い企業(JPX日経400構成企業)は、外国人株主の持ち分が大きい傾向がある。

出所: 東京証券取引所、JPモルガン・アセット・マネジメント

図4: 買収防衛策の導入状況(外国人株主保有比率別)



筆者メモ: 外国人株主の保有割合が高い企業は、買収防衛策の導入割合が小さい傾向がある。

出所: 東京証券取引所、JPモルガン・アセット・マネジメント

## 日本企業の収益性と資本効率是他国の企業に劣る

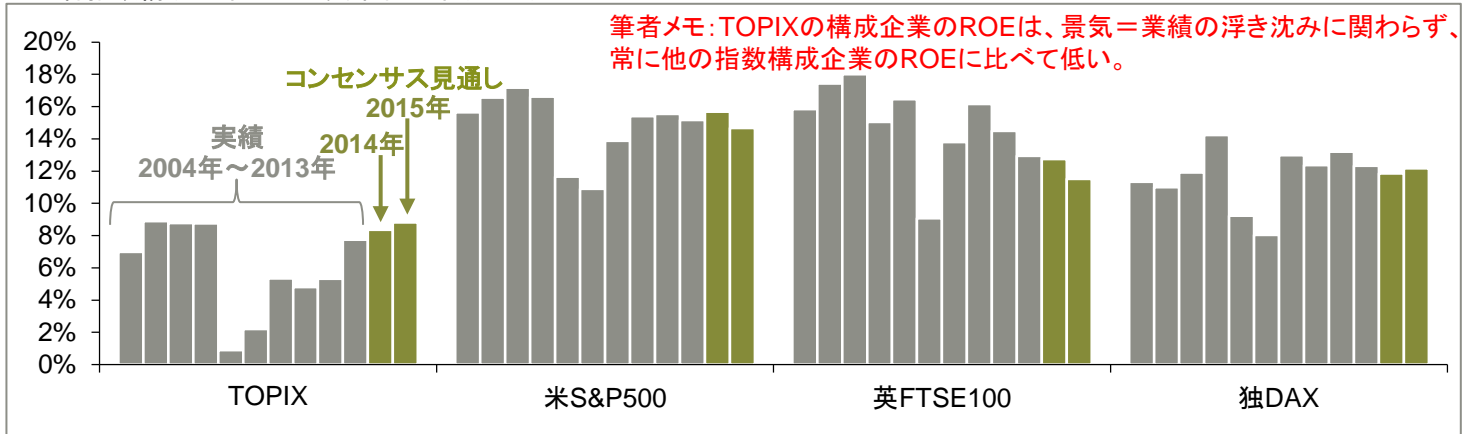
収益性と資本効率は1つの指標で確認できます。それは、自己資本利益率(ROE)です。ROEは資本効率を表す指標で、企業が株主のお金を使い、どれほどの利益を生み出しているかを見るものです。ROEは次の3つの要素に分解されますが、その中に収益性を示す指標であるマージン(利益率=利益/売上高)が含まれます。

$$\text{ROE} = \text{マージン} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

$$\text{利益/自己資本} = \text{利益/売上高} \times \text{売上高/総資産} \times \text{総資産/自己資本}$$

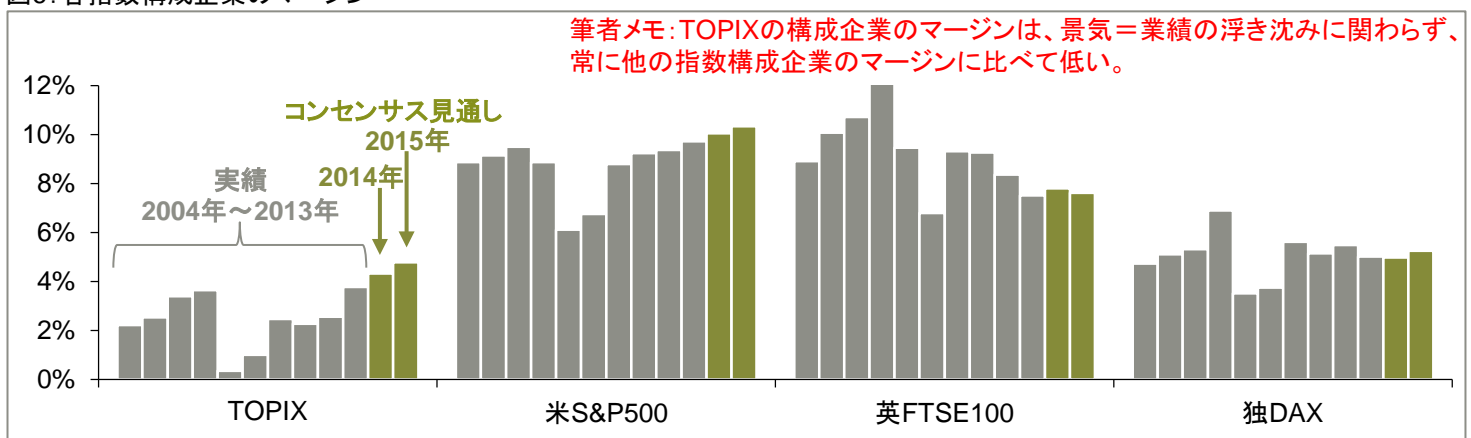
図5と図6に示すとおり、日本企業のROEとマージンは他国の企業に比べ構造的に(=景気循環に関わらず、常に)劣っています。株式持ち合いや買収防衛策、電力卸や空港ビルなどへの外資投資規制などが構造要因として、日本企業の収益性や資本効率の改善を妨げてきたと見られます。前頁で見たように、外国人を含む幅広い投資家が日本企業に自由に投資できるようになると、株主のみならず、経営者自身にとっても自社の事業・収益目標が明確になり、なおかつ、事業に関する、より多くの助言や提案を受けられることで、日本企業の収益性や資本効率は改善すると見られます。

図5: 各指数構成企業の自己資本利益率(ROE)



出所: Datastream、I/B/E/S、JPモルガン・アセット・マネジメント

図6: 各指数構成企業のマージン



出所: Datastream、I/B/E/S、JPモルガン・アセット・マネジメント

## 資本を減らすより、マージンの改善が必要

それでは、具体的には、ROEの3つの要素のうち、どこに改善の余地があるのでしょうか。図7に示すとおり、日本企業のROEが他国の企業に比べて低い要因はマージンと言えそうです。

一方、日本の株式市場では、配当増加や自社株買いなどで、自己資本を減らす動きが顕著です。確かに、自己資本を減らすことによってもROEを引き上げることは可能です。しかしながら、日本企業全体の財務レバレッジを見る限り、総資産や負債に対する自己資本の割合は、米国企業と同程度です。つまり、米国企業と比較する限り、ROEが低いという「問題」の所在は、負債と自己資本の構成比率ではなく、保有する資産に対する利益の割合(ROA、総資産利益率)が低いところにあります(図8)。同じ金額の資産を使っても米国企業より低い利益しか生み出せていません。

確かに、日本のROAが低い要因の1つとして、日本経済の停滞で名目成長率が低く留まってきた点が挙げられます。しかし本来、企業は国籍に関係なく、世界で事業を展開できます。コーポレートガバナンス・コードが始まると、日本企業は「国内の経済環境が不利だから」という言い訳をできなくなります。一方の投資家は、経営改善や経営陣の交代を求めるか、買収して経営を立て直すか、見放すかのいずれかを選択します。

図7: 各指数構成企業の自己資本利益率(ROE)と要因分解

		TOPIX	米S&P500	英FTSE100	独DAX
自己資本利益率(%)	利益 / 自己資本	5.6%	14.6%	11.9%	10.2%
マージン(%)	利益 / 売上高	2.9%	8.7%	7.1%	4.7%
総資産回転率(回)	売上高 / 総資産	0.33	0.33	0.19	0.20
財務レバレッジ(倍)	総資産 / 自己資本	5.86	5.19	9.18	11.26

出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント  
注: 過去10年の平均値

図8: 各指数構成企業の総資産利益率(ROA)

		TOPIX	米S&P500	英FTSE100	独DAX
総資産利益率	利益 / 総資産	0.97%	2.58%	1.54%	0.92%

出所: Bloomberg、JPモルガン・アセット・マネジメント  
注: 過去10年の平均値

## 収益性の向上と資本の還元が株価の追い風に

個々の企業を考えると、ROAを引き上げるためには、収益性の高い事業に特化することが必要です。

ただし、マクロ経済全体を考えると、あらゆる企業が収益性の高い事業に特化する過程では、すべての企業が生き残れるわけではありません。特化しても他社に収益性が劣る、あるいは投資家の求めるリターンを生み出せない企業は、他社に吸収されたり、市場から撤退を求められたりします。

こうした過程を生き残る企業は必然的に収益性の高い企業になり、日本経済の生産性も高まると見られます。収益性の向上は株価の上昇に直結する要素です。

また、もう1つ重要なこととして、企業が投資家の求めるリターンを生み出せない場合には(→詳しくは次のレポートを参照)、資本の還元や負債の削減が進むと見られます。特に「キャッシュリッチ」と呼ばれる、有利子負債よりも多額の現金を保有する企業は「キャッシュが高い利益を生み出す」とのメッセージを株主に送っているに等しく、有効な資金用途を示せない場合、資本や負債の返却を求められる可能性があります。

マクロ経済全体で見て、資本の還元が進む場合、株式市場の需給が引き締まることから、株価は上昇圧力を受ける可能性があります。

まとめると、コーポレートガバナンス・コードの適用開始により、

- ◆ 生き残る日本企業の収益性は高まり、
- ◆ 資本の還元が進む

ことで、日本の株式市場は追い風を受けると見られます。

日本企業の収益性や資本効率の指標に改善の余地がある以上、世界の投資家は日本の株式市場で収益機会を模索するはずです。

ただし、これが「株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等」にとって望ましいかどうかは判然としません。この点は、次のレポートで議論します。



本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2015年6月2日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見通しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見通しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見通しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港: 証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド: 証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド、シンガポール: 金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾: 金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本: 金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国: 金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(韓国)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア: 証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080) (AFSL376919) (Corporation Act 2001 (Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。

© 2015 JPMorgan Chase & Co.