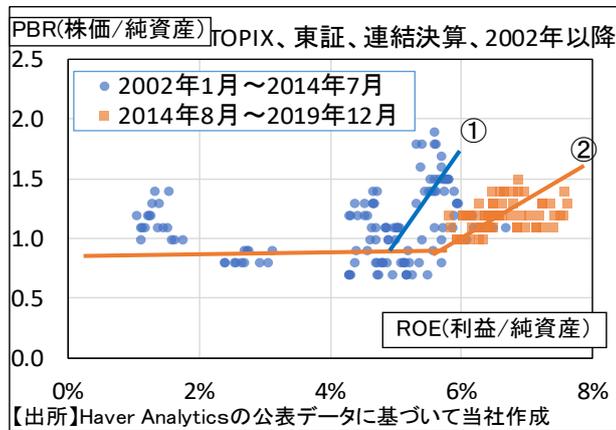




岸田総理が分配政策に本気なら ROE8%目標と社外取締役制度を見直す必要がある

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

岸田総理の表明した分配政策のマクロの見直しは、実はガバナンス改革の文脈に位置付けると分かり易い。日本では2000年以降に継続的にガバナンス改革が実施されてきた。詳細は見えないが、強制力という意味で大きな影響力を持ったのがROE(株主資本利益率)8%の導入だった。これは2014年8月に公表された通称伊藤レポートで理論的な妥当性が解明されたこととされている。そして、2015年に東証が定めた自主ルール、ガバナンス・コードで実体的に目標として導入された。また、これを担保するために「株主の共同の利益を代弁する立場にある者」として社外取締役の設置も実体として義務化された。そして、2012年12月に民主党政権から安倍第二次政権に政権交代して経済政策が転換し景気が回復基調に入ったこともあり2014年8月以降の日本企業のROEは上昇した。



問題はそのやり方だった。個別企業には、ROEを上げるため人材投資や研究開発費を削減したり、8%の達成が不可能な状況で株主の理解を得るために内部留保を吐き出し特別配当を出す企業が続出した。こうした将来の成長の種になりうる前向きな企業活動を制約して、足元の利益を出す行為が、株式市場でどう評価されたかを表すのが左の図表だ。縦軸にPBR(株価純資産倍率)、横軸にROEを取って不良債権問題がほぼ終息した2002年度以降を月次でプロットすると、ROE8%が事実上の数値目標となる前と後で明らかな差異がある。導入前は、ROE5%を境にROEが上がるとPBRも上がる傾向があった。利益の増加に株価が上昇する形で素

直に反応しているのだ。ところが後では、利益が増加しても株価の反応が大きく鈍った。これには様々な解釈がある。善意の解釈は気まぐれな株式市場のたまたま説だ。しかし、筆者は、将来の成長の種を犠牲にした足元の利益の嵩上げは株式市場で高く評価されなかったからだと考える。この間、世界的には無形資産が生み出す価値の大きさ、そして、知財など無形資産を生み出す人材投資の重要性が改めて認識されることとなった。そして、経産省は2020年9月に「人材版伊藤レポート」を公表して人材投資と人事戦略の重要性を提唱した。しかし、現実問題として企業経営の現場では、ROE8%の数値目標と賃上げや人材投資のどちらを優先すべきかの選択を四半期ごとに迫られている。

外に目を転ずると、世界の潮流は株主の利益だけを優先する株主資本主義を見直し、ステークホルダー間の利害のバランスを取るステークホルダー資本主義に移行し始めている。そして、自然資本、人的資本、社会資本のサステナビリティを前提に、利害が対立するトレードオフではなく、並立させるトレードオンによる包摂的成長(inclusive growth)の成功事例が多く出ている。ネスレ、ブルネロクチネリ、セールスフォース、サイボウズなどが有名だ。

こうした世界の潮流と合わせて、今年のカバナス・コード改定ではESGのサステナビリティの観点を取り入れられた。この文脈において、株主資本主義にメスを入れようとする岸田総理の考え方は基本的に正しい。問題はその進め方だ。多くの世論調査では、国民は分配より成長を重視する。思考が両者のトレードオフの枠内にとどまる限り、成長を分配より重視するのは当然だろう。しかし、世界の潮流はトレードオンが実現する方向に政策を誘導し、ESGのサステナビリティを民間企業が実現しやすいよう環境整備を進め、包摂的成長が実現する方向に向かっている。日本企業が世界の潮流を取り入れて包摂的成長を実現することを期待したい。(脱稿10月12日)

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。