



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第99回

TSR(株主総利回り)と社外取締役



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

株式会社は、世界でほぼ共通の仕組みである。結果的にそうなったのではない。投資資金を確保するために、大規模な機関投資家に株や社債を買ってほしい。そしてそのためには、他の国の会社と比較できることが必要である。だから株式会社制度は同一(完全ではないが)のものへと収斂し、投資家は、日本とフランスの会社、どちらに投資しようかと検討することができる。もちろん、国際分散投資の対象になるような会社は、上場会社の中でも一部である。でもそういう会社を言わば「基準」として、制度がつくられていく。

経営学者は、会社はこうして同じルールの下に存在しているのに、日本の経営や、いかにもアメリカの会社らしいマネジメントがあるのはなぜだろうと考える。理由をひとこと言えば、依って立つ社会の違いである。日本の会社は、日本という固有性の高い社会の土台の上に乗った、仮説構築物みたいなもの

令によって、2019年3月期以降の有価証券報告書から直近5年分のTSRを開示することになった。つまり、位置づけあるいは「扱い」は、意外に重いというか上なのである。たぶん「外庄」による。よくあることだ。

TSRとは

TSRの定義は、「1年間の株価上昇率+株価に対する配当の割合」である。たとえば期初に100ドルだった株が期末に110ドルになったとする。増分は10ドル。また配当が7ドルだったとすると合計17ドルなので、TSRは17%になる。株価上昇率はいわゆるキャピタルゲイン、配当はインカムゲインなので、株主が1年間で獲得できた収益の合計とすることができよう。だからTSRは重要な指標のはずなのだが、日本では長

表 投資部門別株式保有状況 (2022年3月末)

	億円	%
合計	7,302,760	(100.0)
① 政府・地方公共団体	11,112	(0.2)
② 金融機関	2,194,232	(30.0)
a 都銀・地銀等	181,788	(2.5)
b 信託銀行	1,670,162	(22.9)
(a+bのうち投資信託)	724,791	(9.9)
(a+bのうち年金信託) ^{注2}	69,763	(1.0)
c 生命保険会社	219,076	(3.0)
d 損害保険会社	67,823	(0.9)
e その他の金融機関	55,381	(0.8)
③ 証券会社	199,024	(2.7)
④ 事業法人等	1,462,915	(20.0)
⑤ 外国人等	2,223,452	(30.4)
⑥ 個人その他	1,212,022	(16.6)

資料：東京証券取引所

だと考えるとよいのかもしれない。

私は最近、この「社会」の中に、株主も含まれるという言わば当たり前のことを、実感し始めている。国が違えば投資家も違う。だから投資原理や企業の評価基準もおのずと異なるということだ。もちろん右に書いたような、国際分散投資を行う、グローバルな機関投資家もいる。でも彼らでさえ、たとえば東京市場の株主の行動を想定して、この市場での売買について意思決定をしているはずだ。国ごと市場ごとに、投資家の行動原理が異なるからである。

このようなことを実感する契機になったのは、大学院の学生が、米国人が書いたTSR(株主総利回り)の論文を読んで演習で紹介したことである。私はふだん、企業の財務指標はとりあえず3つ分かっておけばよいと言っている。具体的には、
・ROE(自己資本利益率)・株主資本の利

らく株式を企業間で持ち合っていた(今もある程度はそうである)ので、お互いに配当を求めない。また経済成長とインフレを前提にするなら、配当を受け取ると、受け取らずに結果として会社の投資資金が増えて投資↓利益↓株価という流れに期待することはまあ同じことなので、配当に敏感にならない環境だったということもできるだろう。

米国の株式市場がこのように収益に敏感なのは、いわゆる安定株主(持合い企業やメイバンク)の保有割合が低いことによる。安定株主は相手企業の継続を第一に求める。これに対して、年金基金と投資信託を運用している会社は、収益をどれだけ獲得したかという成果を問われる。その分かりやすい指標がTSRだということだ。

社外取締役が自分のためにTSRを高める

では、会社は収益を高めるためにはどうすればよいか。株価を上げ、1株当たりの配当を増やせばよい。それを行うのは、CEOを増やしたりとすることである。米国上場会社の場合、取締役会は、CEO以外は社外取締役である。社外取締役は事業に関する知見を持たないので、株価を上げる手段は、競争優位の実現ではなく、自社株買いによるROEの向上である。配当を増やすことについては、取締役会が起案し、株主総会で議決する。事業知識をもたなくてもできる。そして配当総額を増やさずに1株あたり配当額を増やす手段は、やはり自社株買いである。つまり、

用効率の指標であり、株価に直結する。純利益÷自己資本

PER(株価収益率)・株価が利益水準に比べて割高か割安かを表現している。株式時価総額÷純利益。つまり、利益の何倍の株価になっているかということである

PBR(株価純資産倍率)・株価が純資産額の何倍になっているかを表す。株式時価総額÷純資産

であり、TSRは入っていない。というより私は、株主総利回りという言葉は聞いたことがあるように記憶しているのだが、TSRという略称は見たことがなかった。自分は時代に遅れたのかと思い、ウィキペディアで検索すると存在しない。そして、ウィキの英語版にはこの語があった。つまり日本では、TSRは米国ほどには重視されていないんだろうなあと考えることができる。

とはいえ、企業の情報開示に関する内閣府

社外取締役にとって、「自分の成果」⇨「自分に対する評価」を決定する指標は株価上昇と配当増加であり、その有力な手段が自社株買いだということになる。だからきつと、社外取締役は「やりすぎる」のではないかと私は思っている。本来なら投資に回るべき資金が、配当と自社株買いに充てられているのではないかということである。

日本でもTSRは重視されるようになるか

日本企業にとってある意味で幸いなことに、日本の株式投資家は、今のところTSRにあまり関心がない。でも、日本株のうち外国人投資家の保有割合は趨勢的に上昇している、現在は3割程度である。たぶん、もっと増えるだろう。加えて、なかなかそうはならないだろうと思うのだが、政府が構想するように、国民がほぼゼロ金利の貯蓄をやめて投資信託を買うようになるすると、投資家も企業も、TSRを意識・重視せざるを得なくなるのかもしれない。そしてとくに懸念されるのは、社外取締役が、自身の成果(1年俸)のために、配当と自社株買いを進め過ぎることだ。

運のいいことに、我々は米国の企業と株式市場という先行事例から学ぶことができる。でも、何でも鵜呑みにしてよいということではないのだろう。確かに日本は欧米に学んできたが、その基本姿勢は選択的受容、換言すれば和魂洋才であった。自分で構想することが求められている。