

日本のガバナンス・資本市場改革の 進捗と今後の課題

一橋大学大学院商学研究科特任教授・
一橋大学CFO教育研究センター長

伊藤 邦雄



■ 1. 大きな見取り図

この2年ほどで、日本の資本市場・企業が全体として大きく動きつつあるとの強い実感を得ている。筆者が大学に奉職して以来、自身の専門の関係上、さまざまな企業の変革劇や市場改革のための諸施策を観察したり論評したりしてきた。しかし、それらは個々の事

例・事象にとどまり、それらが相互に連動したり、また全体として大きく動くといったものではなかった。しかし、いま日本で起きている資本市場・企業の変化は今までに経験したことがないほどの広がりを見せており、その意味で「未曾有の変革」のただ中にあるといえる。

エクイティ資金の供給主体である投資家側の世界と資金の受け入れ主体である企業側の世界で同時に大きな変化が起っており、両者が連動し、同期化しつつある。言い換えれば、投資家と企業のそれぞれの行動を規律づける「枠組み」と「規範」が大きく変わりつつある。こうした状況の中で大事なことは、それらを局所的に捉えるのではなく、その狙いや背景を視野に入れながら「大きな見取り図」の中で変化の本質を捉えることである。

変革はその打ち手の順序がその成否を決めることがままある。同じ打ち手であっても、成功する順序とそうでない順序がある。私見

〈目次〉

1. 大きな見取り図
2. 伊藤レポートの波紋
3. 資本市場の中核にある「企業価値」
4. 根源的な懸念
5. ROE 8%の根拠
6. 歴史の針を戻さない
7. エクイティ・ガバナンスを
8. ガバナンス改革のもう一人の主演
9. 第4の矢

によれば、いま進められている変革の試みは、施策の手順が功を奏した。

変革は闇雲に将来に向けての規範的施策を打ち出すのではなく、わが国の積年の課題を克服しようという背景と狙いのもとに進められた。アベノミクスの主柱である成長戦略は「3本の矢」となって現れた（成長戦略自体を「第3の矢」とも呼ばれるが、以下述べる「3本の矢」はそれを構成するより具体的な3本の打ち手を意味する）。

時間軸で見ると、第1の矢は2014年2月に金融庁から公表された「日本版スチュワードシップ・コード」である。同コードは機関投資家に責任を持った規律ある投資行動を促すものであり、2015年8月末時点で、197の機関投資家が同コードに準拠して行動することを宣誓している。つまり変革への着手はまず機関投資家側に向けられたのである。

■ 2. 伊藤レポートの波紋

「第2の矢」は後述する「伊藤レポート」、「第3の矢」がコーポレートガバナンス・コードである。第2と第3の矢の間に政府の成長戦略「日本再興戦略」改訂2014が発表された。

「伊藤レポート」は2013年7月に経済産業省内に「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」と銘打ったプロジェクトが創設され、その最終報告書が2014年8月に発表された。プロジェクトの座長として筆者がその取りまとめに

あたったことから、「伊藤レポート」（英文名“Ito Review”）と呼ばれる。プロジェクトではできるだけ印象論や思い込みを排し、可能な限りデータや事実にもとづいて議論することを心がけた。

喜ばしいことに、伊藤レポートは国内のみならず海外から想定を超える数多くの反響を頂いた。まず海外からの反響で印象深かったものを1つ紹介しよう。2014年9月、「『伊藤レポート』、8%のリターンを追求、日本が世界へのキャッチアップを始める（Profit Laggards Seen Catching Up as Japan Seeks 8% Return <in the Ito Review>）」という見出しの記事が載った。8%はむろんROE（自己資本利益率）である。記事の内容はポジティブで好意的なものであったが、見出しはいささか厳しく、揶揄も含まれている。“Profit laggards”とは「利益の落後者」という意味である。つまり日本は利益の落後者と見られていたわけである。

またISS (Institutional Shareholders Services) が2015年版日本向けポリシー改訂で、伊藤レポートに言及したうえで、経営トップの選任基準に資本生産性、すなわちROE基準を導入した。トップの選任はいうまでもなくコーポレートガバナンスの1丁目1番地である。そこにROEが入ったことは筆者には驚きであった。

■ 3. 資本市場の中核にある「企業価値」

「伊藤レポート」を詳述する紙幅の余裕はないが、以下ポイントだけ述べよう。

最近「インベストメント・チェーン」という言葉が比較的使われるようになった。伊藤プロジェクトでの議論はこのインベストメント・チェーンを視野に入れながら進んだ。プロジェクトを開始した2年前、わが国の金融資産等の国富は悲惨な状態にあり、21世紀の行方が心配される状況であった。このままでは日本の国富はしばみ続け、日本の存在感はますます低下し、インベストメント・チェーンの本当の起点である個人の富がジリ貧になってしまう。これを防ぎ、チェーンを全体最適的に立て直すためには、チェーンに関わるプレーヤーすべてが連動して変化する必要があった。資本市場はまさにインベストメント・チェーンの真ん中に位置し、企業と投資家の結節点でもある。

資本市場の中核に位置し、かつ伊藤プロジェクトで最も焦点を当てた基本コンセプトが「企業価値」である。企業価値は今日のガバナンス改革を貫く非常に重要な考え方でもある。しかしながら、企業価値といってもプレーヤーによって、また立場によって解釈が異なる。その意味で、企業価値は多義性をもっている。

ごく単純化して分類すれば、企業価値の意

味は2種類ある。一つは株主価値であり、狭義の企業価値である。資本市場から見た企業価値ともいえる。いま一つは広義の企業価値といってもよく、各ステークホルダーから見た価値の総和である。

多くの企業人は広義の企業価値については馴染みがあり、共感をもっている。企業価値の二つの概念はどちらも重要であるし、伊藤レポートもどちらか一方にのみ与しているわけではない。ただ、これまで日本企業は前者の意識が薄すぎた。そのため「伊藤レポート」では前者を強調したトーンで書かれている。

「伊藤レポート」は積年の「不都合な現実」に対していくつかの重要な挑戦を試みた。ショートターミズム（短期主義）への挑戦、ダブルスタンダード経営への挑戦、持続的低収益性を招いた低資本効率性への挑戦。資本コスト意識が希薄な現状に対する挑戦、企業と投資家の関係への挑戦。コーポレートガバナンスへの挑戦、「資産運用後進国」への挑戦などである。

■ 4. 根源的な懸念

伊藤レポートの最も根源的な懸念は次の点である。日本企業はイノベーションを創出する力を世界から高く評価されてきたことは、様々な調査でも明らかである。一方、日本企業は持続的に収益性が低かった。低収益であった。両者の関係性をどのように説明したらよいのか、この深い問題にどう取り組んでい

ったら良いのか。

世界一厳しい日本の消費者が日本企業を鍛えてきたとはよくいわれる。では顧客市場と並ぶもう一つの重要な市場である資本市場と日本企業はどのように向き合ってきたのか。顧客市場とは好対照の姿勢であったといっても過言ではない。

見方を変えていえば、日本企業は製造現場での生産性・効率性には驚異的なこだわりを見せる一方で、資本の生産性には無頓着である。

2年前の生命保険協会の調査によれば、企業に対して投資家の92%が第一にROEを重視しているのに対し、企業側はROEを重視すると答えたのは35%にすぎなかった。日米欧企業のROEの水準を比較すると、大きな差がある。伊藤レポートにも示した調査結果によれば、日本が5.3%であるの対し、米国は22.6%、欧州は15.0%である。この点を捉えて、従来、日本では「米国企業のROEが高いのはレバレッジを効かせているためだ」と説明されていた。しかし事実はそうではなく、レバレッジの比率は互いにほとんど変わらない。違いがあるのは売上高利益率（ROS）である。つまり、稼ぐ力の差がROEの彼我の大きな差に現れているのに、長い間その不都合な真実を看過し、レバレッジの違いに事寄せて、うそぶいてきたのである。思い込みや印象論に基づいた議論が、いかにわれわれの目を曇らせ、現状肯定的な雰囲気醸成したことか。真摯に反省すべきである。

では、なぜ日本企業の収益性は長きにわたり低水準だったのか。

日本の銀行が経済発展に果たした役割はもちろん甚大である。しかし銀行によるソフト（有事にはハード）なガバナンスが長期にわたって働いてきた結果、借り手である企業は銀行が好むような財務体質に知らず知らずに陥ってきたのではないだろうか。適応は長い間に「過剰適応」を生んだ。

銀行が好む借り手企業は収益性の高い企業ではない。借りた資金はすぐに返済してしまうような高収益企業は好まれない。銀行の好む企業、それは利息を支払ってなお営業利益に一定の余裕が安定的にある企業であろう。銀行にとって、ROEは関係のない指標であり、そうした状態が長く続いた。つまり、知らず知らずのうちに銀行による「負債ガバナンス」が働いてきたといえよう。言い換えれば、日本では歴史的に資本市場からの「エクイティ・ガバナンス」の比重が相対的に低かったのである。

■ 5. ROE 8%の根拠

日本企業のROEが持続的に低かった理由は他にもある。資本生産性の番人の不在である。また企業経営者の心理も一因といえよう。企業経営者は投資家というと短期投資家をイメージすることが多く、彼らにROEを問われることにそもそも嫌悪感を抱く。海外IRで機関投資家と会った時はROEに言及した

り、一定水準のROEの達成を約束するものの、帰国すると、社内ではROEにまったく言及しないという例が多かった。まさにダブルスタンダード経営（「二枚舌経営」）が続いてきた。

こうした長く続いた実情に照らし、「伊藤レポート」では明示的にROE 8%以上を求めた。具体的な数字を載せるか否かについては、報告書をまとめる大詰めの時期に意見が2グループに分かれた。座長として数字を盛り込む決断をした。もちろん、企業ごとに資本コストは異なるし、また産業によってもリスク特性が異なり資本コストが違うことは重々承知したうえでのことである。

8%という数字には根拠がある。調査の結果、海外の機関投資家が想定する資本コストは7.2%であることが判明した。企業価値の創造は資本コストを上回るROEをあげることが条件なので、7.3%としても良かったが、印象になかなか刻まれないとの判断から、これを最低限上回る、切りの良い整数を採った。さらに日本企業のエビデンスを調べてみると、PBR（株価純資産倍率）との関係で8%は分水嶺であることが判明した。8%を超えればPBRが1倍を超え、8%を下回れば1倍を下回る。このことからROE 8%とした。

■ 6. 歴史の針を戻さない

ROEは筆者の想定を超えて広がりを見せた。多くの企業が中期経営計画のKPI（中核

となる経営指標）として採用したり、役員の業績連動報酬の決定指標にROEを取り入れたりしている。また資産運用会社のなかにROEの水準でポートフォリオを選定する事例も現れている。しかしROEには今も批判や懐疑をいだく者もいる。分母にあたる自己資本を小さくすれば、ROEの値は上昇する。その結果、企業は縮小均衡に陥り、日本経済は縮んでしまうのではないか――。

しかし私の意見は逆である。こうした心配症の議論を続けた結果、日本経済は長期にわたる不調に陥ったのではなかったか。持続的の低収益性という事実に向けず、ROEの低さをレバレッジにかこつけたために、株価水準が独り日本だけが四半世紀にわたり地をほうという、今日の目を多くばかりの事態を招いたのではなかったか。これまでの印象論的な決め付けの議論を依然続けるなら、持続的成長はおろか、グローバルな「資本の獲得競争」に敗れてしまうだろう。歴史の針を戻してはならない。

見かけのROE上昇を求めて安易に自己資本を減らす会社や経営者を、資本市場におけるプロの証券アナリストや中長期敵視点に立つ機関投資家は評価するだろうか。市場は当然それを見破り、場合によってはペナルティーを与えるだろう。レバレッジに関する古典的な批判はいまだに残るが、「伊藤レポート」は中長期的な企業価値評価の重要性を強調している。単なるROE数値の上昇を求めているわけではない。

ROEは経営の極めて重要な側面を総合した指標なのである。そうした本質的理解をせずに、自己資本を小さくするだけの問題として矮小化して議論するのはもう止めなくてはならない。

■ 7. エクイティ・ガバナンスを

伊藤レポートは、企業と投資家は企業価値を創造するにあたって「協創」の関係にあることを唱えた。当初、美辞麗句と受け止める向きもあった。こう唱えたのには理由がある。日立製作所の川村隆前会長が伊藤プロジェクトの会議でゲストスピーカーとして述べた発言に、多くのメンバーがはっとした。

周知のようにかつて日立は大きな赤字を計上し、自己資本が大幅に縮小した。そのため、川村氏自身が増資の要請に米国に行き、増資に応じてくれるよう投資家に呼びかけた。そこで川村氏はある本質的なことに気づく。日立は保証もギャランティーもないような製品をこれまで売ったことはない。しかし自分が今買って欲しいと頼んでいる株式という商品には保証もギャランティーもない。それを自分は買ってくれと言っているのだ――。

川村氏は、こうした商品である株式を買ってくれた人々が「ガバナンスを効かせろ」といえばガバナンスを効かせ、「透明性を上げる」というなら透明性を上げよう、そう思ったそうである。その後の日立の動向は、この川村氏の思いを着実に実行したものである。

われわれも川村氏と同じ考えに立ち、こうしたメッセージを発した。その結果、企業と投資家との対話・エンゲージメントの必要性を強調した。そうした対話とエンゲージメントを通して、従来の「デット・ガバナンス」から「エクイティ・ガバナンス」に比重を移していくことが求められる。

2015年6月からコーポレートガバナンス・コードが導入された。いま進められているコーポレートガバナンス改革の狙いは日本企業本来の長期経営を実現することにある。持続的成長と中長期的な企業価値向上をめざし、長期的視点と「攻めのガバナンス」を盛り込んだ。ガバナンス・コードに「会社の意思決定の透明・公平性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促す」としてされている所以である。

■ 8. ガバナンス改革のもう一人の主役

コーポレートガバナンス改革に関連して社外取締役に大きな注目が集まっている。つまり「他律」である。しかし、私はガバナンスの中心は「自律」であると考える。自律には限界があるので他律、すなわち社外の人材も入って律するというバランスが必要であろう。過度に他律にばかり頼るのは、ガバナンスの姿として正しくない。

では、どのような自律を構想したら良いのか。自律の要はもちろんCEO（最高経営責

任者)であるが、CEOは経営全般に目配りしなければならないので、経営規律にばかり目を向けているのは現実なかなか難しい。では、誰が中心となって経営規律に目配りするのだろうか。結論からいえば、その役割の担うのがCFO(最高財務責任者)である。

しかし日本では「経営者としての」CFO人材の蓄積が薄い。ある日本通の海外の機関投資家は、日本には「スーパー経理部長」ばかりだと嘆く。日本の財務・経理の責任者は数字の集計に偏重しており、CFOとは呼べないというのである。

日本企業の資本生産性に注意深く目配りするのは、本来はCFOのはずである。本来、資本生産性の番人であるはずのCFOが不在では、その帰結は想像に難くない。「伊藤レポート」でもCFO育成の重要性を訴えている。これを受けて、2015年1月一橋大学内にCFO教育研究センターを設立し、筆者がそのセンター長を拝命し、同年7月からは東京証券取引所と連携してCFO養成のため産学協同のプログラムである「一橋ファイナンシャル・リーダーシップ・プログラム」(HFLP)を開始した。会社に勤務しながら半年-1年でプログラムを修了するものであり、産業界のリーダー経営者にアドバイザーになっていただき、大学の研究者のみならず、優れた企業経営者、スーパープロフェッショナル等に講師をお願いしている。

そもそも自律とは何か。日本企業の経営でもショートターミズムが生じており、それに

対する牽制と規律が必要である。利益の質も自律を実践するには重要である。利益の質の幅は広く、許される範囲を逸脱すれば虚偽表示、不正会計となる。現在の東芝事件でも問われていることである。経営者が利益の質を理解していない事態は危険だ。利益の質が許される範囲を逸脱すれば、資本市場は機能しなくなってしまう。

この点で、CFOはゲートキーパーである。経営がショートターミズムに陥ったり、利益の質が劣化したり、あるいは不適切にならないように監視する必要がある。つまり、「最後の砦」となるべきCFOが本来の使命を果たさないと、企業は崩壊の危機に瀕することになる。言い換えれば、CFOはガバナンス改革を担う「影の主役」といえる。

利益の質をチェックするプロフェッショナルが証券アナリストである。スチュワードシップ・コードで機関投資家に責任ある投資と対話を求めるのと同時に、アナリストにも相応の対応と努力が求められる。利益の質をチェックし、企業の本源的価値を中長期的視点から評価するには、アナリストの深い分析力と洞察力が必須である。近年は、投資家の短期志向化(ショートターミズム)が進み、アナリスト・レポートが軽量化する傾向がかなり見られた。アナリストも顧客のニーズに合わせたのだが、その結果、機関投資家はさらに短期志向になった。こうした流れをせき止め、資本市場の質を維持し、そして高めるには、アナリストの詳細な分析成果を盛り込ん

だ「インデプス・レポート」をもっと精力的に生産すべきである。また一方で企業年金には企業や機関投資家を適切に(ときに厳しく)評価できるエキスパートが少ないのが現状である。今後はアナリストの分析能力をもっと高め、資本市場の効率化と活性化に貢献してほしい。

■ 9. 第4の矢

既に説明した3本の矢に加えて、新たに第4の矢が放たれた。政府の成長戦略、伊藤レポートの提言に従い、2015年6月、「マネジメント・インベスター・フォーラム」(MIF、経営者投資家フォーラム)が創設された。経営者のフォーラム、投資家のフォーラムはあるが、両者が集まって討議する場は世界的にも例がない。20名強の経営者、10名強の内外機関投資家、そして市場運営者が集まって経済産業省内で議論を行った。筆者がモデレータを務めた。ロンドンやスウェーデンからの機関投資家の参加者も含めて熱い討議がなされ、2時間半の予定が2時間50分にも及んだ。第2回は11月に開催され、日本企業の政策保有株式(持合株式)などをめぐって再びより突っ込んだ議論が行われた。

加えて、対話先進国を目指すべく、経済産業省内に「対話促進研究会」を創設された。その下部組織として、株主総会の在り方分科会と企業情報開示検討分科会を設置された。株主総会是对話の場として貴重な機会であ

り、情報開示は対話を実りあるものとするため、そして資本市場を質の高い豊かなものにするためにも、その充実は必要不可欠だからである。

わが国の企業情報開示制度は、会社法、金融商品取引法、決算短信の三つが併存し、発行体側の負担感は大きい。この積年の問題解決に着手したのが対話促進研究会であり、その最終報告書が2015年4月末に公表された。資料としても非常に貴重であるので、ぜひご覧いただきたい。

こうした流れを受けて、2015年6月に公表された成長戦略である「日本再興戦略」改訂2015において、上記の持続的成長に向けた投資家と企業の対話促進、統合的開示に向けた検討、株主総会プロセスの見直しが盛り込まれた。株主総会も、情報開示もさらに変わっていくことが期待される。

