

構造改革徹底推進会合  
企業関連制度改革・産業構造改革会合

## 改革の成果と今後の課題

2016.10.19  
一橋大学 伊藤邦雄

## 改革の狙いとプロセス

---

✓この数年の企業と資本市場の変革の取り組みは、長い間看過(放置)されてきた「危機的状況」「不都合な現実」を直視した未曾有の挑戦プロセス。

✓直視した「危機的現実」とは、

- ・日本の富、金融ストックを表す平均株価水準が四半世紀にわたり極度の低迷状況。世界に例なし。

⇒日本への長期投資を呼びかける環境にそもそもなかった。

- ・日本はイノベーションをうみだしながら、「持続的低収益性」というパラドックスに陥ってきた。特に資本生産性が長期低迷。
- ・日本の資本市場・機関投資家が短期志向に落ってきた。
- ・企業側も投資家は短期主義と決めつけ、「対話」を怠ってきた。またダブルスタンダード経営(短期志向の資本市場に対して収益を約束する一方、経営は長期的な視点で行う。)



✓インベストメント・チェーンを構成する主要3プレイヤーを同時に動かす全体最適型変革を提言(「伊藤レポート」)。

# 日本の改革の特徴(「伊藤レポート」の描く姿)

✓インベストメント・チェーン全体最適改革－中長期の企業価値の向上

## インベストメント・チェーン

アセットオーナーを動かす

運用会社を動かす

企業を動かす

### 責任ある投資意識の浸透

- ・スチュワードシップ・コードの受け入れ
- ・企業との「対話」を運用会社に求める
- ・最大の日本株投資家としてのGPIFの象徴的行動変化
- ・GPIFのガバナンス構造の改革

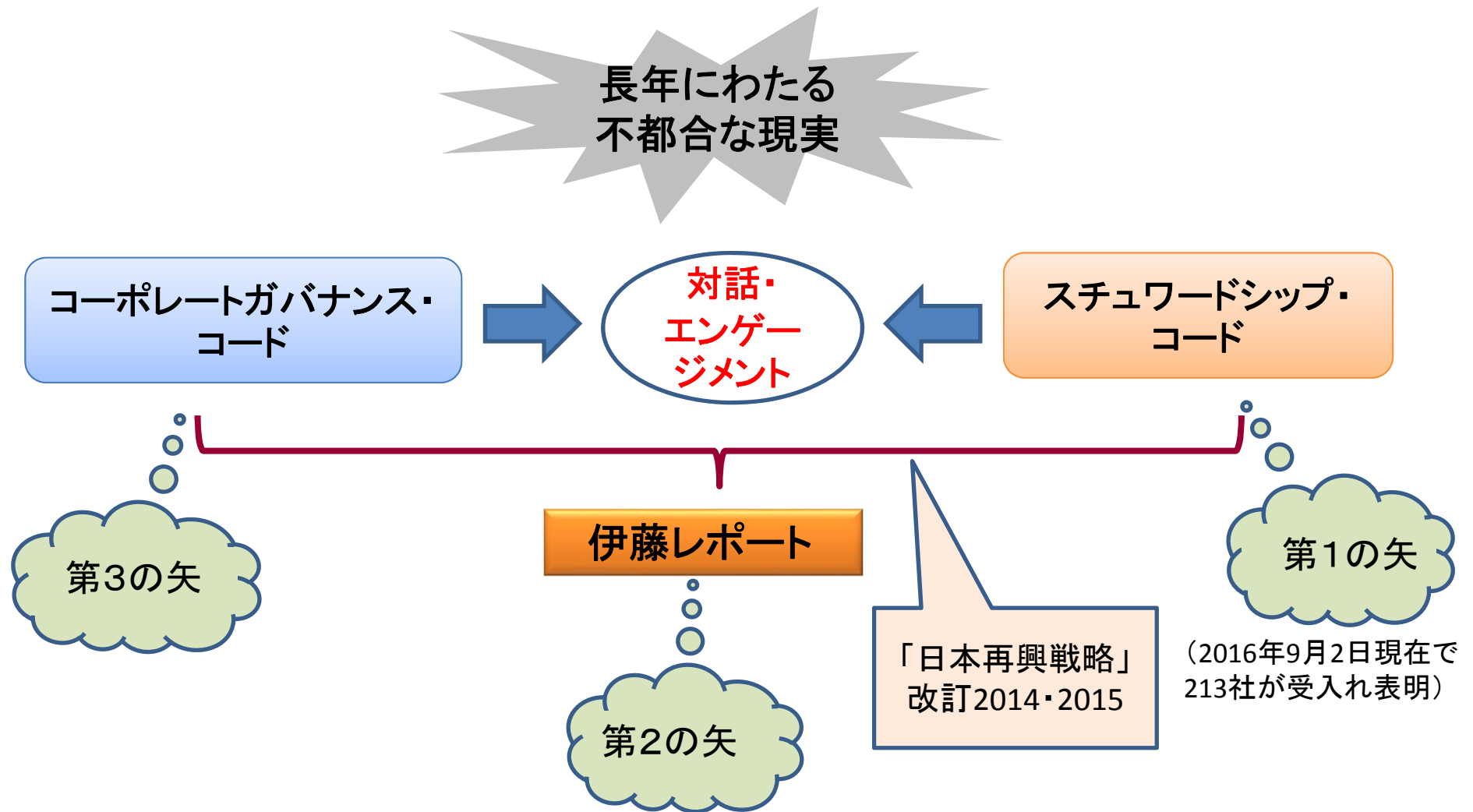
### 受託者責任の徹底

- ・スチュワードシップ・コードの受け入れ・実行
- ・長期視点に立った企業価値を意識した投資行動
- ・長期インセンティブ型の報酬制度への変更
- ・証券アナリストによるin depth reportsの薦め

### 資本生産性を意識した経営

- ・コーポレートガバナンス・コードの受け入れ
- ・複数の社外取締役の導入
- ・中長期的なROEの向上
- ・非財務情報を含む中長期的な情報開示
- ・「守りのガバナンス」に加えて「攻めのガバナンス」を
- ・持合株式・政策保有株式の意義・議決権行使の見直し
- ・“バンク・ガバナンス”から“エクイティ・ガバナンス”へ

# 企業・市場改革の大きな見取り図:別の「3本の矢」



## 海外からの日本への期待

---

- ✓久しぶりの海外からの熱い期待。この2年ほど、海外の投資家コミュニティ等から、「日本は本当に久しぶりに変わった」「革命が起こっている」「DNAが変わったのではないか」と「期待」の声が聞かれる。
- ✓期待の源泉は「伊藤レポート」「コーポレートガバナンス・コード」(そしてステュワードシップ・コード)。「伊藤レポート」は変革の見取り図を示す。
- ✓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が、それらは個々の事例・事象にとどまり、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。いま日本で起こりつつある企業(そして投資家)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いる。その意味で「未曾有の変革」途上にある。

# 歴史から学ぶ

---

## 昭和史からの教訓

(半藤一利『昭和史』平凡社、2004年刊より)

- ✓ 日本人は国民的熱狂を作って流されやすい
- ✓ 重要な危機に直面したとき、日本人は抽象的な観念論を好み、具体的な理性的方法論を全く検討しようとしなない。
- ✓ 日本型タコツボ社会における小集団主義の弊害がある。
- ✓ 世界を大局的に見て、国際社会の中の日本の位置づけを客観的に把握していなかった。



繰り返してはならない

## 伊藤レポートの提言

---

- ✓ ショートターミズムへの挑戦
- ✓ ダブルスタンダード経営への挑戦
- ✓ 「稼ぐ力」、長期的に資本生産性、企業価値を高める  
長期的に資本コストを上回るROE水準の確保
- ✓ 資本効率性への挑戦(2つの「生産性」をめぐる非対称性)
- ✓ 希薄な資本コスト意識への挑戦
- ✓ 企業と投資家との「対話」の促進
- ✓ 「守り」のガバナンスに加えて「攻め」のガバナンスへ
- ✓ 長期投資家不在の「資産運用後進国」を克服

## 隠れた狙い:よくある誤解

---

- ✓米国のROEが高いのはレバレッジを効かせているからであるとの誤解。印象論に陥らずに現実・データを直視する必要。
- ✓投資家はそもそも「短期」であるとの誤解。(長期の投資家やエンゲージメント・ファンドもある。)
- ✓投資家はそもそも企業のことにはわからないとの誤解(日立・川村さんのご示唆)。
- ✓欧米の例外的な事象を一般化する。



## 変わった(りつつある)こと:成果

---

- ✓3種の主要なプレイヤーを同時に「動かす」全体最適型改革がなかば功を奏しつつある。
- ✓日本の企業経営者の間でのROEへの認知度ははるかに高まった。また、この2から3年で日本企業のROEが高まった。
- ✓東証一部上場企業の8割が2名以上の独立社外取締役を導入(1名以上は97%)。
- ✓上場会社はコーポレートガバナンス報告書で取組状況を開示。
- ✓コーポレートガバナンスに対する企業の認識が変わりつつある。競争力の構図が変化しつつある。
- ✓企業と機関投資家との「対話」の機会が明らかに増えた。
- ✓「統合報告書」(財務情報のみならず非財務情報を含めた中長期的な価値創造を伝える企業報告)を発行する企業が200社を越える。
- ✓「安心・安定・継続的關係性」を志向して作られた日本の企業・産業システムや、比較的「内輪の論理」で共同体的に運営してきた企業システムに、コーポレートガバナンスという「規律」を入れることで、既存のパラダイムが大きく変わる可能性をはらんでいる。

## しかし改革は途上：課題①

---

- ✓伊藤レポートや2つのコードへの反響の後、「心配症」「決めつけ的批判」「表面的印象論」が頭をもたげる。
  - (例)「株主優先主義」「株主重視」⇒不正確な表現！  
短期主義（「株主」「投資家」というだけで直感的に「短期」と決め付け）  
「英米流」と形容するネガティブ・レトリック
- ✓ROEに対する認知度は高まったものの、とりわけROEに対する心理的抵抗が未だ残る。いまだROEに対する本質的理解の不足。
  - ・ROEが競争力を奪う？  
そうした批判の根底にある、市場の非効率性を前提とした、安易な分母縮小行動を予見的に懸念。
  - ・「ROE8%」の根拠をよく理解せずに、数字だけに反応し、決めつけ的に批判。
- ✓「ROEを超えて」も良いが、「超える」前にやるべきことがある。
  - ・中長期的に資本コストを上回る収益を確保すること。

## しかし改革は途上：課題②

---

- ✓ 社外取締役を複数導入したり、ガバナンス改革の枠組みは作ったが、本当に機能するのか？ 本当に内実は変わ(っ)ているのか？
- ✓ 「企業価値」の2項対立的解釈
  - ・ 「ステークホルダー価値」対「株主価値」
  - ・ Druckerの箴言

# 「ステークホルダー価値」対「株主価値」問題

## 第1定義

✓経営者は株主、顧客、従業員、取引業者、工場所在地の地域住民の利益を最もバランスさせるようマネジメントする責任がある。

- ・ステークホルダーへの責任⇒明確な定義が欠如しており、1970年代後半に頻発した敵対的買収によって姿を消す。

## 第2定義

✓株主の価値を最大化するようマネジメントする責任がある。

- ・短期の株価上昇を狙う行動を誘発し、それほど寿命が長くなかった。

## 第3定義

✓富の創出能力を最大化する(maximize the wealth-producing capability of the enterprise)ようマネジメントする責任がある。

- ・短期と長期の成果や価値を一致させ、イノベーションや人材育成、無形資産などの蓄積を通して、財務上のパフォーマンスに結びつけること。
- ・これを実現するには取締役会の活性化が必要。
- ・長期の企業価値評価型の投資家が求めるマネジメントと一致。

(Peter Drucker, *The Pension Fund Revolution*, 1996及び野村総合研究所) 12

## 「長期志向」に向けた改革の一層の促進のために①

- ✓改革の趣旨をぶらさずに、貫徹する方策を考え、実行する。
- ✓コーポレートガバナンスをもっと深める。「枠組み」改革から「実態」改革へ。
  - ・「熱狂」(半藤氏)に終わらせずに、飽きっぽくなく、改革の精神を貫徹すべき。
  - ・取締役会の構造選択の良し悪しの議論から、実態論として機能する道を工夫する。(金融庁「フォローアップ会合」、経産省「コーポレートガバナンス・システム研究会」)
- ✓長期投資家の層をいかに増やし、長期投資家との対話の成果を中長期的な企業価値の向上にいかに活かすか。
  - ・トヨタのAA株の狙いの理解など
- ✓経済産業省「持続的成長のための長期投資(ESG・無形資産投資)研究会」(2016年8月創設)
  - ・企業側と投資家側の長期投資を促進するための課題を討議
  - ・企業のサステナビリティを重視した世界的なESG動向に目を向け、その行き過ぎ多様性や混沌を整理し、指標化することを狙いとする。
  - ・欧米諸国と比較した場合、日本企業の無形資産投資の遅れの原因と課題の克服策を議論
  - ・すでに無形資産が企業価値の主要な決定因子に

## 「長期志向」に向けた改革の一層の促進のために②

---

- ✓開示制度の見直し: 経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」(最終報告書2015年4月)
  - ・2つの問題意識
    - ①日本企業の事業活動や資本調達がグローバル化する中で、日本の対話環境が欧米諸国と比較して遜色ないものとなっているか
    - ②日本が全体として対話環境あるいは対話インフラとして質の高い対話を促進するものとなっているか、
  - ・3つの論点
    - (i) 3つの制度開示の併存に関する論点
    - (ii) 情報の有用性と効果的な伝達に関する論点
    - (iii) 開示のタイミング(適時性)に関する論点
  
- ✓日本企業の厚い内部留保を長期投資に向かわせる道筋をどう考えるか。
  
- ✓日本企業に対するエンゲージメント・ファンドにもっと光を当て、publicityを高める。