

---

# コーポレートガバナンス異聞

---

福井義高

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

平成29年7月1日

# コーポレートガバナンスの通説と水素水

- 経営者性悪説に立つコーポレートガバナンス強化論
- 世間の「常識」によると、日本企業に求められるのは
  - 機関投資家による経営監視
  - 社外取締役による経営監視
  - 高い資本コストに応じた投資
  - 配当を通じた株主還元の充実
- こうした通説と水素水健康効果説のどこが違うのか

それが本日のテーマ

# EMHより確かなCMH

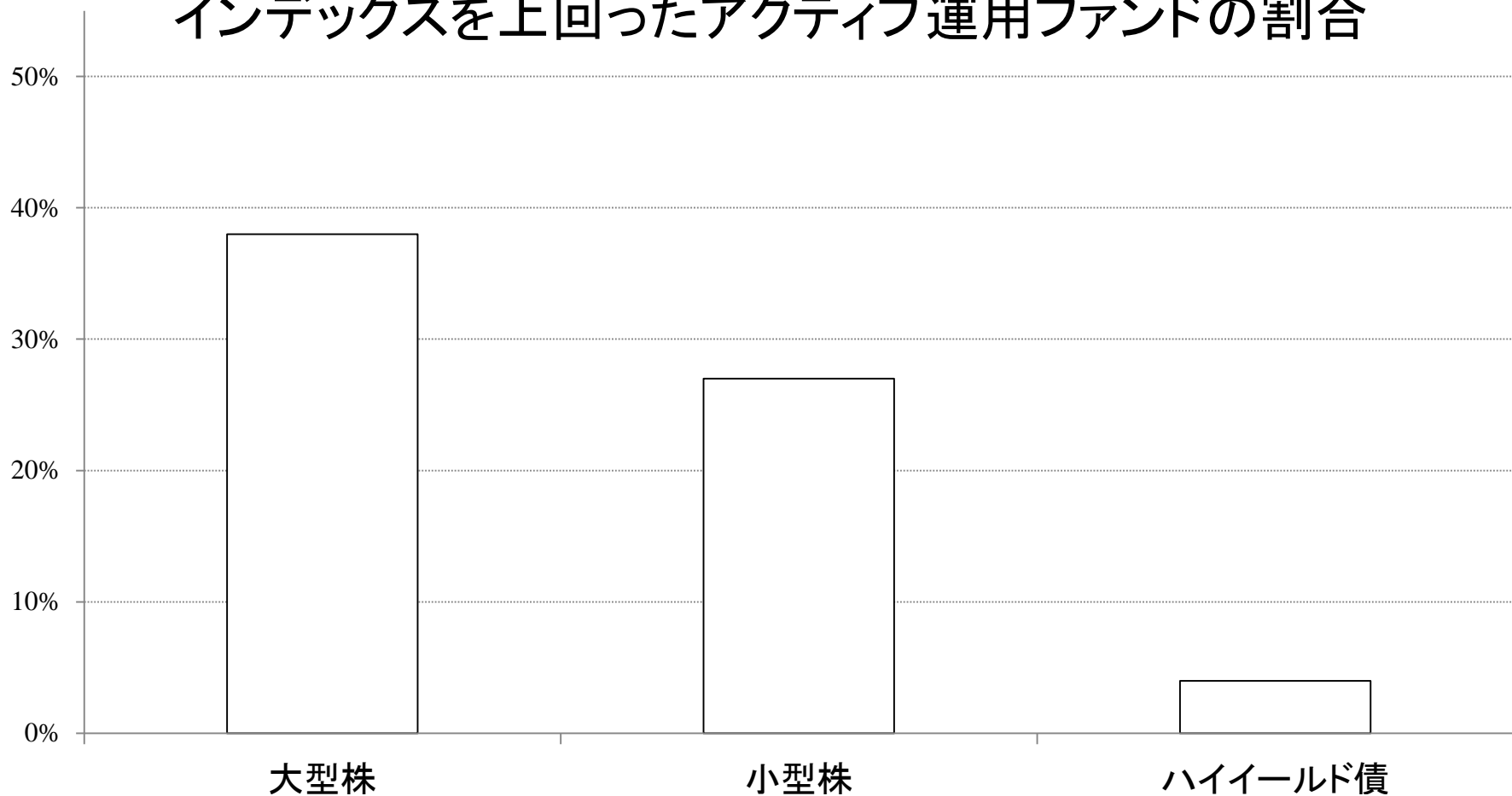
- 「効率的市場仮説」(Efficient Market Hypothesis; EMH)は正しいかどうか意見が分かれる
- 一方、「コスト重要仮説」(Cost Matters Hypothesis; CMH)、すなわち

経費控除前リターン＝運用経費率＋経費控除後リターン  
会計恒等式ゆえ常に正しい(Bogle 2005)

- 市場全体では平均して、市場平均リターンしか得られない
- しかし、運用を「プロ」に任せるとコストがかかる

# 素人以下のお粗末な投資の「プロ」たち I

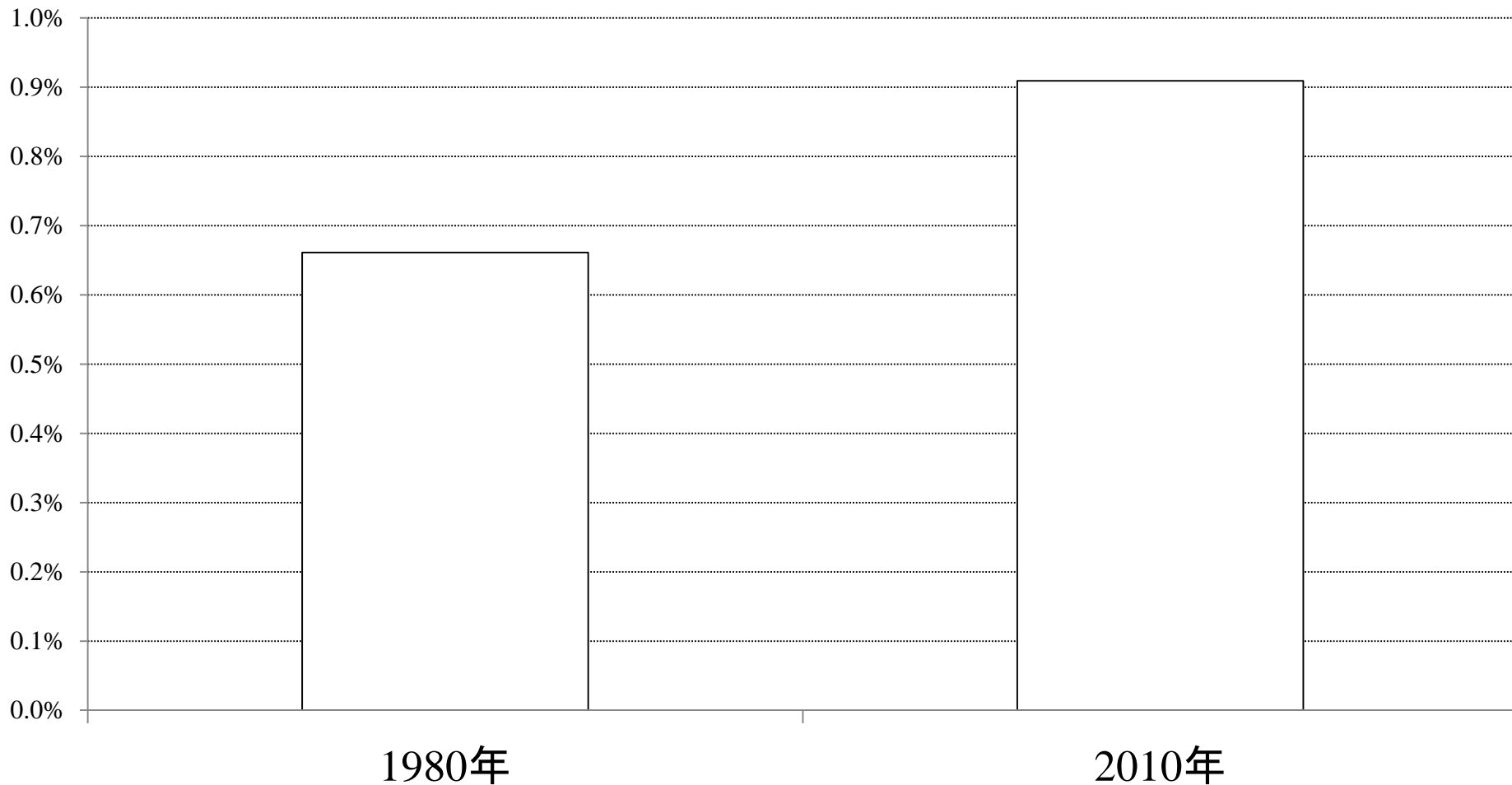
インデックスを上回ったアクティブ運用ファンドの割合



Malkiel (2013)に基づき作成

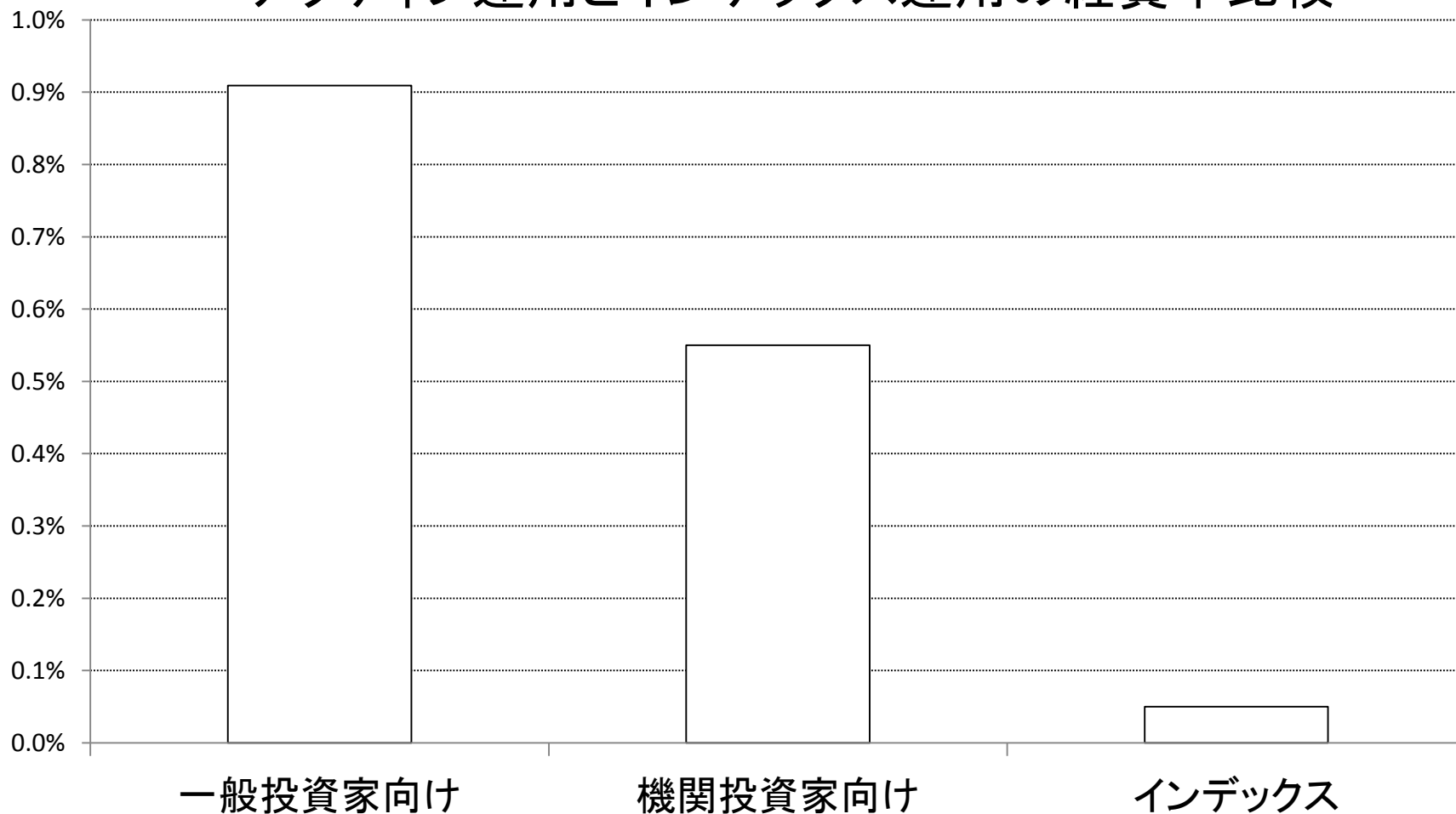
# 素人以下のお粗末な投資の「プロ」たちⅡ

## アクティブ運用の経費率推移



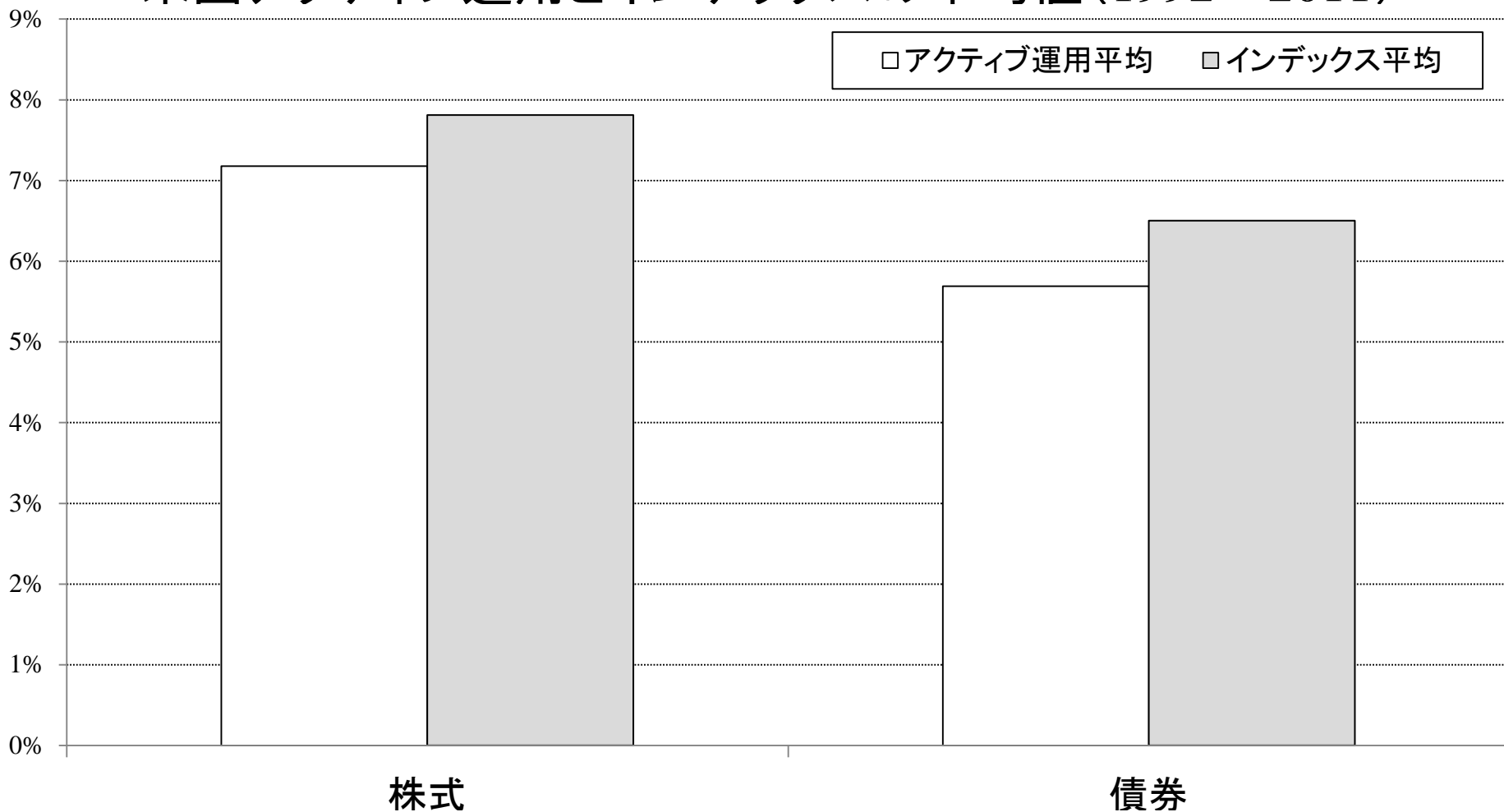
# 素人以下のお粗末な投資の「プロ」たちⅢ

## アクティブ運用とインデックス運用の経費率比較



# 素人以下のお粗末な投資の「プロ」たちIV

米国アクティブ運用とインデックスの平均値(1992~2011)



# 資本市場で最も非効率な存在

今日の資本市場における主たる非効率性は投資アドバイス市場にあり、なぜ投資家は資産運用業務にこんなにも高い報酬を支払い続けるのだろうかという疑問を提起する。提供される価値に比べこれほどまで高い価格が付けられた他の業務を思い浮かべるのは困難である。

バートン・マルキール元米国ファイナンス学会会長



# 米国会社法の番人の意見

企業経営者と違って、株主としての機関投資家も、議決権行使アドバイザー...も、その政策に影響を及ぼそうとしている企業になんら受託者責任を負っていない。

経営者の欠陥のみへの相変わらずの固執は、過去四半世紀の機関投資家の影響力増大が必ずしも良いことばかりではなかったという現実を無視している。

儲かるビジネスプランを企画実現するという本来の仕事のため、経営者に息つく暇を与えることが、ほとんどの普通の株主にとって大きな価値があるように思える。

レオ・ストライン米国デラウェア州最高裁長官

# 社外取締役は企業業績と無関係：米国

独立取締役が何らかの目的に役立つにしても、コーポレート・ガバナンス問題における万能薬として独立取締役を企業に強制することには、ほとんど根拠はない。実際、実証的証拠は全体として、取締役の独立性と企業業績に相関がないことを示している。

ラリー・リブスタイン元イリノイ大教授

# 社外取締役は企業業績と無関係：日本

競争市場の論理から導かれる推測と整合的な結果だが、われわれにデータセットの「外部取締役」と企業の収益性との間に目立った関係は見当たらなかった。ここから、われわれは、各企業はtheir firm-specific optimumに近い数とタイプの「外部取締役」を任用すると結論する。

三輪芳朗東大名譽教授  
マーク・ラムザイヤー、ハーバード大教授

# 「コーポレートガバナンス・コード」

本コード(原案)は、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではなく、その実施に当たっては、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)の手法を採用している。

自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。

# 「コンプライ・オア・エクスプレイン」と言う名の行政指導

- 一見、従来の強制適用を前提とした改革案と異なり、当事者に裁量の余地を与えた、規制当局の自己抑制を伴う「市場重視」の新体制
- しかし、「十分に説明」できたか否かを判断するのが規制当局側であることを考えれば、実際は強制に限りなく近い、かつて役所が多用した行政指導そのものの、ラベルを張り替えただけの二番煎じ

# 規制強化と天下り先確保の一石二鳥

- 法的拘束力を有する規制であれば、議会を通じた一定のコントロールが行われ、規制当局も自らの提案を「エクスプレイン」する義務が生じるため、新しい規制には慎重にならざるを得ない
- しかし、「コンプライ・オア・エクスプレイン」方式であれば、あくまで「任意」という建前のもと、規制当局はやりたい放題
- しかも、退官後の再就職が難しくなるなか、「独立」役員は恰好の天下り先

# 資本コストは貸方ではなく借方で決まる

資産(借方)期待リターン = 資本(貸方)コスト  
= 株主資本比率 × 株主資本コスト + 負債比率 × 負債コスト

資産(借方)リスク = 資本(貸方)リスク  
= 株主資本比率 × 株主資本リスク + 負債比率 × 負債リスク

- MM定理: 投資の期待リターンとリスクは資産(借方)の特性で決まり、資金調達方法(貸方)は関係ない

# 資本コストは企業ではなく投資の属性

- 企業の資本コストは資産（投資ポートフォリオ）期待リターンの加重平均
- 株主資本コストと負債コストの加重平均値（WACC）は、観察不可能な資産期待リターンの推計値
- この推計値を既存ビジネスのハードル・レートとして用いることは、実用的で理にかなっている
- しかし、これまでとリスク・リターン特性が異なる投資の場合、この推計値を用いることは誤り
  - とくに、事業会社と比べ、リスク・リターン特性を容易に変更できる金融機関の場合は致命傷に



# 投資にリスクは付きものの、誰かが必ず負担

- 負債は調達コストが安く、株主資本は調達コストが高いという市場の「常識」に従い、欧米銀行は極端に負債に依存した高リスク・高リターン資産運用
- なぜ、株主資本の調達コストが高いかというと、それは投資家が高いリターン(ROE)を要求するから！
- この要求に沿って、レバレッジをかけ、運用資産も高リスク・高リターンに傾斜した結果が金融危機
- 銀行は裸の王様 (Admati & Hellwig 2013)
- 国内外の投資の「プロ」から低収益性を批判されてきた日本の銀行は大きな損失なく危機を切り抜けた

# 米国企業配当の実際

- 一株当たり配当額の安定
  - 加重平均配当性向は通常3割～4割
  - ただし、利益変動に合わせて、配当性向が大きく変動
  - 有配企業無配化や配当減額はまれ 株価に負の影響大
  - トップ25社で配当総額の半分
- 配当性向の長期低下傾向と近年の持ち直し
- 1980年代以降、無配企業増加 (Fama & French 2001)
  - 上場企業の過半数 S&P500企業でも15%が無配
- 配当と同程度に重要となった自社株買い
  - 配当と異なり安定性なし

# 決定版の存在しない配当の理論

- MM定理: 配当は企業(株主)価値と無関係
- ではなぜ、企業は配当や自社株買いを行うのか
  - 税制は大きな影響を与えない
  - シグナリング理論は当てはまらない
    - 配当増は将来の利益増と無関係
  - エージェンシー理論(Jensen 1986)の重要性: 「余剰」資金は低収益投資に用いられる可能性
- 配当(及び自社株買い)と企業のライフサイクル
  - 情報の非対称性に起因するエージェンシー問題を避けるため、フリーキャッシュフロー(「余剰」資金)を配当

(DeAngelo et al. 2008; Farre-Mensa et al. 2014)

# 株主価値最大化企業は市場に淘汰される

- 株主価値最大化は企業の生存確率を最大化しない
- 投資機会がないのに株主に「還元」せず内部留保した「余剰」資金は、直接的には利益を生まないけれども、倒産につながる確率的に生じる「不運」に備えた保険として機能
- 株主価値最大化ではなく生き残りを優先する企業と価値最大化を図る企業が存在する場合、市場から淘汰されるのは後者（Radner 1998）
- 経済実験によれば、投資家が価値最大化企業と生存最大化企業を選ぶ割合はほぼ半々（Oprea 2014）

# 結びにかえて：動機不純論より無知の自覚

- 「自分が何を知らないかということすら知らない」根源的無知 (radical ignorance)

市場の成功の秘密は、市場が課す道徳上の要求水準が低いことではなく、認識上の要求水準が低いことだ。

ジェフリー・フリードマン *Critical Review* 編集長

- 経営者の仮説すなわち事業・財務行動を結果的に正しい仮説と間違った仮説に「無意識のうちのシステム上でふるい分ける」自動安定化装置が市場
- 我々に必要なのは根源的無知への対処であり、第三者が規制すること自体が問われなければならない

# 参照文献

- 三輪芳朗、J・M・ラムザイヤー(2007)『経済学の使い方』日本評論社。
- Admati, A., and M. Hellwig. 2013. *The Bankers' New Clothes*. Princeton University Press. [『銀行は裸の王様である』(東洋経済新報社)]
- Bogle, J. C. 2005. The Relentless Rules of Humble Arithmetic. *Financial Analysts Journal* 61 (6): 22-35.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner. 2008. Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance* 3 (2-3): 95-287.
- Fama, E. F., and K. R. French. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Finance Economics* 60 (1): 3-43.
- Farre-Mensa, J., R. Michaely and M. Schmalz. 2014. Payout Policy. *Annual Review of Financial Economics* 6: 75-134.
- Friedman, J. 2005. Popper, Weber, and Hayek: The Epistemology and Politics of Ignorance. *Critical Review* 17 (1-2): i-lviii.
- Friedman, J. 2006. Taking Ignorance Seriously: Rejoinder to Critics. *Critical Review* 18 (4):467-532.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Malkiel, B. G. 2013. Asset Management Fees and the Growth of Finance. *Journal of Economic Perspectives* 27 (2): 97-108.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34 (4):411-433.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48 (3): 261- 297.
- Oprea, R. 2014. Survival versus Profit Maximization in a Dynamic Stochastic Experiment. *Econometrica* 82 (6): 2225-2255.
- Radner, R. 1998. Economic Survival. In D. P. Jacobs et al. (eds.) *Frontiers of Research in Economic Theory*. Cambridge University Press.
- Ribstein, L. E. 2010. *The Rise of the Uncorporation*. Oxford University Press.
- Strine, L. E. 2006. Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Solution for Improving Corporate America. *Harvard Law Review* 119(6): 1759-1783.
- Strine, L. E. 2014. Can We Do Better by Ordinary Investors? A Pragmatic Reaction to the Dueling Ideological Mythologists of Corporate Law. *Columbia Law Review* 114(2): 449-502.