
伊藤レポートの解剖

『企業会計』2015年5～7月号拙稿から

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1月21日

今日、何を伝えたいか

伊藤レポートが契機となって、会計学と隣接学問領域との接点が密になることを期待したい

- 伊藤レポートを題材に、コーポレート・ファイナンス & ガバナンスのconventional wisdomに挑戦
- 《サラリーマンの少年ジャンプ》日経新聞読者にはおなじみの市場関係者の《常識》、その怪しさをデータに基づいて明らかに
- なんと、日米の大家が太鼓判！

三輪芳朗、マーク・ラムザイヤー(2015)「改正会社法、コーポレートガバナンス・コードと『社外取締役』」CIRJEディスカッション・ペーパーJ-271(『大阪学院大学経済論集』第28巻第2号掲載予定)

日本企業の収益性は低い？（5月号）

企業と投資家の「協創」による価値創造の重要指標がROEであり、「資本コスト」を意識した資本効率向上が日本企業の課題

誤解を招くこともありうることを承知のうえで、「8%」という数字を明示した

- 過去10年の日米欧ROEをメディアンで比較すると大きく違わず、日本企業のROE変動は圧倒的に小さい
 - 日本企業はリスクに見合ったリターンを提供
- そもそもリターンの差はインフレ・バイアスの可能性

間接金融主体は日本独自？(5月号)

資本コストを意識する日本企業は、それほど多くはない...メインバンクは...経営者にとっては大きな存在だった。このことが直接金融の機能を果たす資本市場との関わりを希薄にしてきた

- 遡ればヒルファーディング『金融資本論』
 - なぜ、メインバンクの融資シェアは2~3割なのか
- 米国でも株式による資金調達は稀
 - 社債シェアが大きいものの、銀行融資同様、安全性重視

MM定理は通用しない？(5月号)

エクイティファイナンスの必要性を感じていない上、デットの調達コストが安いことも銀行ファイナンスを重視する視点につながっている

- MM定理によれば、資産運用と資金調達は別
 - 企業業績の望ましい指標はROA
 - EVAもその延長線上
- 金融危機後、資本コストをめぐる市場関係者の《常識》—伊藤レポートの前提—に大きな疑問符

日本の経営者報酬は低過ぎる？（6月号）

経営者がイノベーションに挑戦し、新しいビジネスモデル作りに果敢に取り組むよう報酬のバランスを見直し、金銭的な面も含めインセンティブを高める必要

- 株価連動報酬に経済合理性なし
 - 株価はキャッシュフローではなく、主に割引率で変動
 - 報酬と業績の相関はない
- 米国で経営者報酬が高くなったのはソ連崩壊後
 - 1990年代以降、突然、経営者の生産性が向上した??

日本人はもっと株を買うべき？

預貯金《偏重》は健全な証しかも(6月号)

欧米と比較して現預金の割合が非常に高く、株式や投資信託の割合が低い... 成熟国における中長期的な資産形成という観点からはバランスを欠いている

- 米国マス層(9割)の株式保有は全体の1割以下
 - 富裕層トップ1%で7割、0.1%で半分弱、0.01%で四分の一
- 日米家計資産保有パターンの違いは、資産分布の《偏り》(格差)の違いを反映しているだけ

インデックス運用反対の怪(6月号)

年金等アセット・オーナーの専門性や人員の弱さ、インデックス投資への偏重

- 実証研究のコンセンサス
 - アクティブ運用の平均パフォーマンスはインデックス以下
 - 運用コストが現在の数十分の一だった30年前より市場が効率化した証拠なし
- 資本市場が対処すべきは、人的・物的資源の投入過多と、それにともなう社会的ムダ
- 今やインデックス運用が投資のデフォルト・ポジションであり、アクティブ運用にはよほどの理由が必要

社外取締役の《不都合な真実》(7月号)

自律的な「経営規律」を補完するのが、社外の役員による「他律」... 株主共同利益や受託者責任の観点、産業の枠を超えた戦略面での貢献が期待される

- 米国実証研究のコンセンサス
 - 社外取締役と企業業績は無関係
 - 経営者の能力は会社固有
- 米国での社外取締役「重視」は訴訟対策
 - そのため、これまでの日本は恰好の実験場
- 日本でもやっぱり無関係

機関投資家を監視するのは誰？（7月号）

顧客であるアセット・オーナーに代わって顧客利益最大化の観点から、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献

機関投資家が対話・エンゲージメントを行うインセンティブは、幅広いポートフォリオ投資ではなく、少数の銘柄に集中投資を行うことによって、より高くなる

- 機関投資家は付加価値マイナスの存在
 - 素人でもできるインデックス運用に及ばない《プロ》
- ポートフォリオ投資否定論??
 - 現代ファイナンス理論全面否定の主張に論拠なし

「米国では」論の怪しさ(7月号)

企業と投資家の対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両側面を満たすべき

- 米国会社法の番人デラウェア州最高裁長官の見解
 - 自らのような伝統主義者は、経営者の決定に基づく大きな利益を得るため、その失敗を喜んで受け入れ
 - 経営者の欠陥のみへのこだわりは、過去四半世紀の投資家の影響力拡大が明らかにした負の側面を無視
 - 機関投資家や議決権行使アドバイザーは無責任な存在
 - 経営者にこそ長期的視野を持つインセンティブあり
 - 経営者と比べた、機関投資家への監視の欠如を憂慮
 - 《物言う株主》から経営者を守る具体的提案

結びにかえて

「伊藤レポート、お読みになりましたか？」2014年秋以降、三輪はファイナンス分野の実務家・研究者を中心とする多くの方々からこの質問を受けた。ほとんど例外なく、積極的な肯定的意見を当然の如く期待されていたようである。「伊藤さんって・・・？」...「未見です。面白いのですか？」と進むにつれて表情はさらに複雑になった。

2015年初夏に『企業会計』に「伊藤レポート」を素材にした福井教授の3回の連載がスタートし(...長期連載の5月号～7月号の3回分である)、ようやくおおよその状況を理解できた。...

「ファイナンス分野の実務家の間であまりに評価が高く勧められたこともあって覗いてみた」というファイナンス分野の経済学研究者は、「正直なところ、読み通せず、途中で断念しました。何が書いてあるのかもわからないし、結論らしいものの根拠もわからない」と苦笑した。...

報告書の内容は、本節冒頭に登場したファイナンス分野の経済学研究者(さらに福井教授)と同じく、われわれにとっても「何が書いてあるかさえよくわからず、最後まできちんと読み通すことはできなかった」。 (三輪・ラムザイヤー 2015)