

コーポレートガバナンス改革と会計の役割

伊 藤 邦 雄

I はじめに

会計（とりわけ財務会計）の原義的役割は、企業活動を一定のルールに基づいて写しだし、その結果を株主・投資家をはじめとするステークホルダーに伝達することである。この会計のややもすれば定型的ともとれる中核的役割は無機質のものでもなく、いわんや静的なものでもない。会計はさまざまな分野と関わり、ときに大きく広範な影響を市場経済・企業社会に与える潜在力を内包している。会計のもつこうしたダイナミックな特性が、いまわが国で進んでいる変革の中で遺憾なく発揮されつつある。

会計人の1人として、会計の潜在的影響力が社会の厚生を持続的向上に寄与することを願いつつ、いま起こりつつある資本市場と企業社会の変容を枝葉に惑わされずに全体像を描写してみたい。この小稿は、平松一夫教授のご退職にあたり、こうした会計観¹⁾を共有してきた（と筆者は勝手に想像している）同教授の長年にわたる功績に敬意を表し、執筆するものである。

II 大きな見取り図

この2年ほどで、日本の資本市場・企業社会が全体として大きく動きつつ

1) こうした会計観に基づいてわが国の会計制度や開示が企業行動に与える影響を国際的な文脈から分析した文献として次を参照。K. Ito and M. Nakano, *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, 2014, Springer.

ある。筆者が大学に奉職して以来、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ように思う。しかし、いま日本で起こっている資本市場・企業社会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側である投資家の世界と資金の受入れ主体である企業の世界で同時に大きな変化が起こっており、両者が連動し、同期化しつつある。その要因となっているのが、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」の大きな変化である。本稿では、そうした大きな変化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、それと会計の役割との関係に目配りしながら記述してみたい。

そもそも変革の試みは、その打ち手の順序によってその成否が決まることがままある。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。

さらに変革が順調に進んでいる要因の一つに、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ことがある。

では、いま進展している「変革」とはどのようなものなのだろうか。まずはその全体図から説き起こそう。

政治的判断の評価は別として、第二次安倍政権によるアベノミクスという形で、政府が変革の必要性を認識し、変革を牽引しようとしたことは、変革の推進にあたって大きな要素であることは指摘しておかなければならない。アベノミクスの支柱である成長戦略は「3本の矢」となって現れた（成長戦略自体が「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。つまり「投資家をして自らを律せよ」という打ち手から変革の幕は実質的に始まったのである。

「第2の矢」は後述する「伊藤レポート」（経済産業省（2014）、「第3の矢」が2015年6月から導入された「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。

Ⅲ ガバナンスと会計の連結環としての「伊藤レポート」

実は、日本版スチュワードシップ・コードが公表される前に変革の胎動は始まっていた。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、その中間報告書が2014年4月に、そして最終報告書が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、最終報告書は「伊藤レポート」（英文名 *Ito Review*）と呼ばれる。

伊藤レポートのきっかけとなったのが2012年10月に英国で公表された *Kay Review* (House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013)) である。英国のビジネス・イノベーション・職業技能省 (BIS) が、英国のビジネスがイノベーション、ブランド、評判、労働者のスキル向上のための投資を持続し、グローバル市場で競争優位を確立できる状態にあるのか、その実現を通じて年金への支払など財務の目的を達成することができる状況にあるのかを、LSEの教授であり、オックスフォード大学の Fellow であった John Kay 氏に研究委託したものである。*Kay Review* は多数の証拠に基づいて、英国の証券市場は短期志向 (short termism) に陥っていると指摘し、その主たる理由は投資家と企業の間信頼関係が構築できておらず、好まし

いインセンティブが働いていないことにあるとして、それを是正するための様々な提言を行った。

伊藤レポートもエビデンスに基づいた議論を心がけ、印象論、思いこみ、逸話の類いを極力排除した。経産省プロジェクトでは *Kay Review* が問題視した短期志向にも注目したが、*Kay Review* よりも広い問題意識を基に、日本企業の経営改革にも議論の射程を広げた。

伊藤レポートが予想を超える内外からの反響、とりわけ海外からの関心を引き付けたのは、2014年4月に中間報告書として「中間論点整理」の日・英語版を公表し、とりわけ海外からも関係するエビデンスやデータの提供を呼びかけたことに起因しているものと推定される。実際、予想を超えて海外から当該テーマに関するコメントやエビデンスの提供を受けた。そうしたデータや情報をも議論に反映させながら最終報告書を作成した。

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」により、利益の落伍者だった日本企業が8%のリターンを追求、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%はむしろ 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。ROE はいうまでもなく、代表的な会計用語であり、企業の収益性を表す重要指標である。後述するように、伊藤レポートが ROE 8% を求めたことによる記事であるが、記事の中心的トピックが会計用語であることは珍しいことである。

また、伊藤レポート、そして ROE が思わぬところに波及した。議決権行使の助言機関として世界的に有名な ISS（Institutional Shareholders Services）が2014年11月に2015年版日本向けポリシーの改訂を発表した。同改訂では、伊藤レポートに明示的に言及したうえで、経営トップの選任基準に資本生産性を取り入れ、ROE 基準を導入することを表明した。具体的には、過去5

期の平均のROEが5%を下回る企業の経営トップに反対票を推奨したのである。経営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。このことは、コーポレートガバナンスと会計が結びついた象徴的出来事といっても過言ではなからう。

IV 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ほみ続け、日本の存在感はますます低下し、インベストメント・チェーンの真の起点である個人の富がジリ貧になってしまう。

個人はアセット・オーナー自らの保有財産や将来給付される年金基金の運用を機関投資家などのアセット・マネージャーにその運用を委ねる。機関投資家はそれを企業に投資し、企業はそれを効率的・効果的に投資し、そのリターンをアセット・マネージャー、そしてアセット・オーナーに還元する。果たして、このインベストメント・チェーンが日本でうまく回ってきたのか。プロジェクトが出した答えは「否」である。日本の株価水準は主要国の中で独り25年間に渡り極度に低迷を続けた。これでは金融資産というストックが危険水準に達し、将来わが国の社会的厚生は劣悪な状況に陥ってしまう。こうした事態を防ぎ、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。投資家コミュニティも、そして企業側も、同時に変わる必要があった。

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。そして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。企業価値を深く理解するには、会計とファイナンスの知識が不可欠である。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、企業価値は多義的である。

ごく単純化して分類すれば、企業価値の捉え方は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2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。株主価値として企業価値は、まさに会計とファイナンスの中核的なテーマである。つまり、インベストメント・チェーン改革を牽引する概念が会計とファイナンスの中心的テーマなのである。

「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、そして「資産運用後進国」への挑戦などである。

V 会計データと決め付け的議論、そしてガバナンスの形

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。両者の間のパラドックスともいえる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行ったら良いのか。会計、特に財務会計はイノベーション活動

そのものを分析対象とはしないもの（管理会計はイノベーション活動の分析を視野に入れている）、このパラドックスの解明に十分に取り組んできたとはいえない。

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言われる。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、資本の生産性に対する意識は低い。

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%であるのに対し、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。

とはいえ、会計学に基づいた調査によって、こうした事実をもっと早期に白日の下に晒し、企業人の注意を喚起していれば、持続的低収益性という歴史は変わっていたかもしれない。会計学は、会計指標の数値の合理的な集計の仕方を探求するのみならず、報告された現実の指標がどのように解釈され、企業の行動にいかなる影響をもたらしているかにも目配りする必要があることを如実に知らしめる例でもある。

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。いくつかの仮説が浮かぶ。

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「デット・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。

日本の特徴であるメインバンクによるガバナンスを対象とした研究の蓄積があるが、一方でメインバンクによるガバナンスがどのような影響を与え、それが日本企業のグローバル競争の中でどのような影響をもたらしたのか、今後、研究を深める必要がある。

VI ダブルスタンダード経営を打破する対話・エンゲージメント

日本企業のROEが持続的に低かった理由としては他にも仮説がある。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る。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（伊藤レポートではこうした表現を使っているが、筆者個人の言葉でいえば「二枚舌経営」）が続いてきた。

会計学の関連領域としてIRがある。日本企業も今日ではIRを行うことが常態化してきた。会計がコミュニケーションという側面を色濃くもっていることを考えれば当然でもある。とはいえ、投資家やアナリスト向けのIRの

仕方と企業内の（経営トップによる）コミュニケーションがいかなる関係にあったかの実態分析は、これまで不十分であったように思う。社外と社内のコミュニケーションの一貫性をめぐる問題は今後の重要課題でもある。

こうした問題意識のもと、伊藤レポートでは企業と投資家間の「対話・エンゲージメント」の促進を提唱した。「日本版スチュワードシップ・コード」も企業と投資家との間の「目的を持った対話」を奨励している。

そうした対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両面を満たすべきである。経営トップや取締役会メンバーは企業価値創造に向けたビジョンや戦略を投資家と対話し、支持と理解を得る必要がある。こうした対話は、投資家の厳しい評価によるスクリーニングを受ける機会でもあり、投資家が厳しい評価を下せば、成長資金を絶たれることになりかねない。まさに「緊張」の場面である。一方で、持続的成長は企業と株主との協創（協調）の成果である。良質な対話・エンゲージメントは、相互理解を促進するとともに企業価値を高め、企業と長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらす。アナリストは、対話を通じた「深い分析」を提供することが期待される。

対話の本質は双方向である。企業と投資家が対話の目的を双方で共有し、相手の言うことを傾聴し、相手の意見や立場を深いところで理解し、企業価値向上に資すると思われる点は柔軟に取り込む往復運動が対話である。

ただ、一言で「対話・エンゲージメント」といっても、様々なタイプがあることに注意を要する。広義の対話は、企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じて、相互理解を促進するというものである。しかし、エンゲージメントを狭義に解すると、企業側の（もちろん場合によっては投資家側の）解決すべき課題（engagement agenda）を識別した上で、企業価値向上に向けた課題解決について建設的な議論を行い、緊密な関係を維持しながら成果を出していくというものである。狭義のエンゲージメントは、投資家が企業に関わるかなり立ち入った情報を入手する可能性があり、その場合には投資家はインサイダーとなるため、持ち株の売買は困難となる。もちろん、そうしたエンゲージメントは中長期的投資だからこそ可能となる。ただ、エンゲージ

ジメントとインサイダーの問題は複雑な問題をはらむため今後、引き続き検討していく必要がある。

対話・エンゲージメントを実り多いものとするためには、従来の財務情報のみならず、非財務情報をも含む長期的・戦略的な情報をいかに統合的に開示するかが重要なテーマとなる。戦略のみならず、リスクやガバナンスや環境や無形資産といった非財務情報をいかに財務情報と関連付けながら開示するのか、対話・エンゲージメントを通して定着させる必要がある。

この点で IIRC が2013年に発表した統合報告のためのフレームワークは大いに参考になる。また、最近では日本企業でも統合報告書を作成・公表する企業が増え、現在では200社弱に及ぶ。さらに、最近 GPIF が国連責任投資原則 (PRI) に署名し、ESG 情報を重視することを表明した点は大きな意義を持つ。これにより、GPIF の資産運用を委ねられている機関投資家は投資先企業の ESG 情報に注意を向け、対話やエンゲージメントに反映させる必要に迫られるからである。

VII 資本生産性と会計指標

こうした長く続いた低収益性の問題を解決するため、「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日本企業に対して想定する資本コストは平均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。

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ただく者もいる。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――。

しかし筆者の意見は逆である。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。持続的低収益性という事実に目を向けず、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低迷を続けるという、今日の目を覆う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的視点に立つ機関投資家は評価するだろうか。何も「市場効率性」の議論を持ち出すまでもなく、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。

VIII エクイティ・ガバナンスへ

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」と言えばガバナンスを効かせ、「透明性を上げろ」と言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・公正性を担保しつつ、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。

IX 自律とその要

コーポレートガバナンス・コードが複数の社外取締役の導入を求めたことから、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、筆者はガバナンスの中心は「自律」であると考え。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、その役割を担うのが 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。

こうした批判は、大学での教育にも反省を促す。確かに、会計教育にあたって、会計のルールや会計基準、さらには会計数値の集計の仕方を教えるが、それらが企業社会そして資本市場においてもつ意味や意義を教示する必要がある。つまり企業社会や資本市場の中での会計・財務の専門性の位置づけを説く必要がある。ややもすると、狭い世界観の会計人を育成することにならないよう留意すべきである。

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。では CFO が強く意識すべき自律とは何か。

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。利益の質は一定の幅をもっており、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。いいかえれば、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することが期待される。

X 三位一体の検証—会計学の影響力を補完

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。

MIF は会計学の観点からも実に画期的な場と機会となることが期待される。これまで会計研究の成果をアピールする場や機会は主としてジャーナルだった。しかし、ステークホルダーたる経営者や投資家（情報仲介機関）や市場運営者がジャーナルに掲載された論文に目を通すかは全く定かではない。論文がアカデミックから他のアカデミックへという方向での影響力しか持ちえてこなかったと想像するのは悲観的ではあるが、実態を反映しているだろう。つまり、研究成果が経済の現実の世界に活かされるか否かは研究者の手を離れ、運が良ければ実務家の目に留まるだろうという淡い期待と確率論に委ねるしかなかった。

しかしMIF という場は、三者が直接顔を合わせ、今後の対話やコーポレートガバナンスをはじめインベストメント・チェーンを改革するための会合であり、そこに実証研究をはじめとする成果や実態調査の結果を直接的にフィードバックすることが可能である。まさに研究成果と実務家が出会う貴重な場として大いに期待できる。こうした場はこれまで無かった。

これまでの実証研究は、インベストメント・チェーンの各主体に焦点を当てたものが多い。企業の会計行動、機関投資家の行動、証券市場の運営主体の規制の在り方などを対象としたものである。しかし、三者が一堂に会するMIF では、各主体間のインタラクションを議論したり分析することが可能となる。

XI 対話促進と情報開示の横断的検討

伊藤レポートでの対話に向けた提唱を受けて、2014年9月、経済産業省に「持続的成長に向けた企業と投資家との対話促進研究会」（以下、対話促進

研究会)が創設され、筆者が座長を務めた。対話促進研究会のもとに2つに分科会が設置された。1つが企業情報開示のあり方(座長・筆者)、いま1つが対話の場としての株主総会のあり方(座長・尾崎安史教授)を検討するものである。この2つのテーマは、2014年6月に発表された政府の「日本再興戦略」改訂2014で検討が指示されたものでもある。株主総会是对話の場として貴重な機会であり、情報開示是对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。こうした経緯からも明らかなように、2015年4月に公表された対話促進研究会の最終報告書(経済産業省(2015))は伊藤レポートの「第2弾」としての性格を持っている。

会計人にとっての積年の課題は、わが国の開示を規制している制度が複数併存し、各制度によって求められる開示情報の間に形式的にも実質的にも重複が存在し、非効率な面を色濃く残していることである。具体的には、上場会社に対して金融商品取引法、会社法そして証券取引所規制によって3系列の情報開示が求められており、それらの間に重複や非効率な面が存在し、かつ類似した情報でありながら、各系列の間で情報有用性が異なる。3系列の情報開示規制が併存していること自体、他国に例がなく、その意味で「特殊な」開示制度を有している。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る。

対話促進研究会の基本的な問題意識は2つある²⁾。1つは、日本企業の事業活動や資本調達グローバル化の中で、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、あるいはより良いものとなっているか、という問題意識である。いま1つは、対話を取り巻く個々の要素ではなく、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、という問題意識である。

対話促進研究会では、こうした問題意識に立って、対話環境を構成する重

2) 対話促進研究会の最終報告書を解説したものとして伊藤(2015)を参照。伊藤邦雄・高山与志子・森公高・山田治彦(2015)も参照。

要な要素について、国際的な状況にも目配りしながら、現状のあり方、望ましい方向性等について議論した。その要素とは、(ア) 企業情報開示のあり方、(イ) 株主総会プロセス、(ウ) 対話を行う企業や投資家など関係する人々の意識・インセンティブや行動のあり方の3つである。2つの分科会は(ア)と(イ)にそれぞれ対応する。

検討は上記の基本的な問題意識から、①持続的成長・企業価値向上という対話促進の目的に立って、②総合的・統合的視点から全体最適をはかり、かつ③対話に向けた関係者の意識・インセンティブと行動の変化を誘発するという方向性を持って議論された。

こうした検討を経て、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。まさに会計の世界が政府の戦略とつながった証でもある。

(筆者は一橋大学大学院商学研究科特任教授・CFO教育研究センター長)

引用文献

- House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*.
- Ito, K and M. Nakano (2014), *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Springer.
- 伊藤邦雄 (2015) 「対話促進に向けた情報開示制度の統合的検討」『企業会計』第67巻第11号、33-41頁。
- 伊藤邦雄・高山与志子・森公高・山田治彦 (2015) 「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進に向けて―株主総会のあり方、開示・監査の一元化、統合的な開示を考える―」『会計・監査ジャーナル』第27巻第10号、9~21頁。
- 経済産業省 (2014) 「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―」(伊藤レポート)。
- 経済産業省 (2015) 「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」。