

日本 CFA 協会特別シンポジウム

「金融の将来」イニシアチブ

-日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード-

登壇者：

CFA 協会 アジア太平洋地域本部 代表 ポール・スミス氏

金融庁総務企画局企画課保険企画室総括課長補佐(前 総務企画局企業開示課 課長補佐)笠原 基和氏
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 調査室長 清水時彦氏

CFA 協会 基準および金融市場信頼性部門ヘッド トニー・タン博士、CFA

進行：日本 CFA 協会理事 原田武嗣

(以下、敬称略)

原田 こんにちは。私は日本 CFA 協会理事の原田と申します。本日のシンポジウムの司会を務めさせていただきます。本日のシンポジウムに年末の大変お忙しい中ご参加いただきまして誠にありがとうございます。

今週末か来週か分かりませんが、近々、今検討されている日本版コーポレートガバナンス・コードにつきまして、最終ドラフトが明らかになるとも伺っております。そういったタイミングの中で本シンポジウムを開かせていただいたことを、非常に嬉しく思っております。本特別シンポジウムは日本 CFA 協会主催、日本 IR 協議会協賛で、開かせていただいております。「金融の将来」イニシアチブ、CFA 協会のイニシアチブということで、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードについてのシンポジウムでございます。

本シンポジウムは日英同時通訳で行います。通常はこのコンファレンスルームを全部使い切って行っていますが、多数の参加登録者のエントリーをいただきまして、それではとても間に合わないということです。そこで今回初めての試みとして、そちら側のラウンジで、サッカーの中継のようになってしまいますが、ライブ中継を行わせていただくことになっております。向こうのソファは立派なソファです。こちらの後ろのほうにお座りの方は、きゅうくつで大変申し訳ないですが、向こうのソファは非常にゆったりとしています。ですので、もし空いているのであれば、休憩時間にそちらに移っていただくのもよろしいかと思えます。

まず、配布資料について簡単に確認いたします。皆さまがたに受付でこういったホルダーをお配りしていると思えます。同時に、金融庁から日本版スチュワードシップ・コードについての資料をお配りしていると思えます。このホルダーの中を簡単に説明しますと、右側と左側に分かれています。開けて右側のほうに、今回のシンポジウムの案内がありまして、その次に基調講演と講演が二つあります。その後パネルディスカッションを行いますので、パネリストの皆さまがたに用意していただきました資料が全部ここに入っております。それから左側が、「金融の将来」イニシアチブについての説明の資料に始まりまして、私ども CFA 協会あるいは日本 CFA 協会の用意した、今回のセミナーに関係するもろもろの資料をご用意しました。ぜひご活用いただきたいと思います。

それから受付の隣に、今回のパネリスト、安藤様の会社、オムロン株式会社の統合報告書、さらに CFA 協会のもろもろの出版物がございますので、これはご自由にお取りになっていただければと思います。

長くなりますので、まず開会のあいさつということで、CFA 協会アジア太平洋地域本部代表ポール・スミスから、開会のあいさつと金融の将来イニシアチブについて簡単に説明いたします。

ポール・スミス, CFA (英語での講演の日本語翻訳)

皆さまこんにちは、本日はお越しくださいますありがとうございます。とても天気の良い日に皆さまにお会いできてとてもうれしく思っております。本日は素晴らしいご講演者の方々をお迎えし、大変充実したプログラムになっております。金融庁の笠原様はこのスチュワードシップ・コードを作られた 1 人であり、ご講演者としてお迎えできるのは大変光栄でございます。岩間様もコーポレート・ガバナンスについて舵取りのお仕事もなされました。本日は GPIF の清水様、オムロンの安藤様、首藤様、桂様という素晴らしい皆さまにより進めてまいります。

本日は初めて CFA の催しにお越しの方もいらっしゃると思えますので、簡単に CFA について説明させていただきます。恐らくほとんどの方は CFA という名前は聞いたことがあると思えます。CFA という資格試験のことはご存じだと思いますが、CFA の資格というのは、CFA を紹介する一つのフォームだと思

っていただければと思います。このCFAの資格はグローバルな専門職の団体であり、世界的な市場のインフラをよくしていく団体でもあります。グローバルという点を大いに強調したいと思います。グローバルな証券アナリスト資格保有者の自主運営団体であり、140カ国、13万人以上の会員が所属しており、そのうち1000人が東京の会員です。本日はこのコーポレートガバナンス、スチュワードシップのために世界的にどのようなグローバルな基準を作っていくのかを議論したいと思っています。スタンダードでグローバルな国際投資家が日本市場に投資する際にどういったことが必要なかを見ていくことができればと思っています。CFA協会はそのようなことをしております。

「金融の将来」イニシアチブが全体をまとめているものですが、CFA協会は2008年の金融危機に対するCFA協会からの一つの答えです。この金融危機により金融専門職に対しての不信感と不満は多大なものとなり、また、私たちの中でも不満が募ってしまいました。そうすると、結局私たちの金融業という仲介業もうまくいかなってしまうので、この課題に立ち向かう必要性を痛感いたしました。どうすれば損なわれた信頼を社会との間で取り戻せばいいのか、金融専門職と社会との間の信頼を立て直したいという課題です。専門職というのは何か社会に根差していなければ何も意味がありません。「金融の将来」イニシアチブというのは、どうすれば社会と金融をもう一度結び付けることができるのか、金融危機に対するCFA協会の答えなのです。その中で皆さんのキャリアの段階に置いて、今まさにこの議論が活発に行われているときに私が日本に来ることができてとてもうれしく思っています。どのようにして金融が社会のニーズに答えていくことができるのか、ファイナンスが企業の収益力を上げていくためにはどのようにすればいいのか、この先の将来、日本の若い人たちが必要としているものに対してどうすればいいのか、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードはもう少しで主要な柱となっていくものです。こういった問題点というのは常にCFA協会の関心事であり続けてきました。

本日は同僚のトニー・タン氏も参加していますが、トニー・タン氏よりも少し詳しくCFA協会が何をやってきたのかを説明していただきます。お渡しした資料の中には諮問委員会のメンバーが顔写真付きで紹介されております。諮問委員会のトップであるイギリスのジョン・ケイ氏は、2、3年前になりますがスチュワードシップについてケイレポートを書いています。ジョン・ケイ氏は諮問委員会のトップであり、金融の将来のトップも務めています。私たちはグローバルな組織であることはお話ししましたが、ここからは国別レベルで議論を進めていきますがそれぞれに協会があります。日本では日本CFA協会という団体に、非常にエネルギッシュな原田理事、瀬尾会長をはじめとして1000人以上の会員がおり、一生懸命にCFAのミッションとして資本市場を進めていきたいと頑張っています。CFA協会をご存じない方がいらっしゃったら、瀬尾会長にお問合せいただいて、さらにこの仕事を進めていただければと思います。日本のためになることだと確信しております。

来週にはようやく日本版のグローバル・マーケット・センチメント・サーベイ2014を発表します。これは年に1度のもので、それぞれの市場では何が課題だと考えているか、何が懸念なのか、うまくいっていること、いっていないことについて全会員に意見を聞く調査です。これについても来週にはマスコミ報道がされると思いますが、とても興味深いことです。どのように日本で受け止められているのか、日本で一番重要な問題点としてはどのようなことがあるのかを聞くことは、私もとても興味があるので来週を楽しみにいただければと思います。このシンポジウムがぜひ皆さまのためになるものと願っております。国内及び国際的な投資家、機関投資家が何を企業から望んでいるのか、資本市場から求めているのか、企業の経営人がどのようなことを望んでいるのかということの間にはギャップがありますが、私たちはこのような場を通じてそのギャップを埋めていく努力を続けていければと思っています。夕方のイベントもお楽しみいただければと思います。ご清聴ありがとうございました。

原田 次のプログラムに移ります。

最初は基調講演として、金融庁総務企画局企画課保険企画室総括課長補佐、前総務企画局企業開示課課長補佐の笠原様に、「コーポレートガバナンス向上に向けて、日本版スチュワードシップ・コードを中心に」というテーマでご講演をいただきます。

[配布資料はこちら](#)

本日は、大変お忙しい中、笠原様においでいただいております。盛大な拍手でお迎えください。

笠原 ご紹介いただきました、金融庁の笠原です。よろしくお願ひします。まず、CFA協会の皆さま、本日はこうした場をいただき、ありがとうございます。

本日は基調講演ということで、正直それに見合った大局的な話ができるか自信のないところではありますが、簡単に自己紹介をさせていただきます。まず、ここに役職を記載しておりますが、現在の

保険企画室、「保険」というのは全くこのテーマには関係ありませんで、昨年7月から今年7月まで、「前」と括弧書きで書いておられますとおり、金融庁企業開示課で、まさに本日のテーマの一つでもある「日本版スチュワードシップ・コード」について、有識者会議の事務局として、そのドラフト策定を担当しておりました。本日はそうした立場から、コーポレート・ガバナンス向上に向けた取組みの一つとしての「日本版スチュワードシップ・コード」について、ご説明させていただければと思います。

本日は30分という限られた時間でございますので、「日本版コード」をより実質的な意味で、定着を図っていくにあたり、重要な点として、大げさな言葉で言えば、「日本版コード」の「趣旨・精神」といったものを中心にご説明させていただきたいと思っております。

なお、本日は事業会社、上場会社の方々もいらっしゃると思っております。冒頭原田さんのごあいさつにもありましたが、「コーポレート・ガバナンス」といったテーマでは、皆様のご関心は、まさに現在議論されている「コーポレートガバナンス・コード」についての関心が強いのではないかと、とは思いますが、こちらについては、まさに現在、取りまとめに向けた議論が進行中ということもありますので、その説明は、今後、「別途の機会」、「しかるべき者」に譲らせていただければと思います。

まず、「日本のガバナンス改革をめぐる足元の動き」を概観していこうと思っております。お手元の資料で、「日本版コード」策定後の海外の報道記事を一例として掲載しています。足元の日本のガバナンス改革をめぐる動きというのは、国内外を問わず非常に関心が高いということが見て取れるかと思っております。幸いなことに、日本のガバナンス改革という点については、海外も含めて非常に好意的に見ていただけているのではないかと感じています。特に、この1、2年ほど、コーポレート・ガバナンスを通じて資本市場を変えていこうという取組みが加速していると、そういった印象があります。この点、昨年アベノミクスの第3の矢を定めた成長戦略の中では、スライドの4ページにありますように、例えば、「日本版スチュワードシップ・コード」のほか、GPIFの改革や、社外取締役の選任などの定性的要素も盛り込んだJPX日経インデックス400の導入なども盛り込まれており、それぞれ取組みが進められているところですので。また、先ほど申し上げたとおり、足元では、「コーポレートガバナンス・コード」策定に向けた検討も、現在まさに行われているところですので。こうしたガバナンス向上に向けた取組みは、それぞれが有機的に連動することで、お互いにうまく相まって、より良い好循環が生まれて成長に向けた推進力となっていくものではないかと思っております。

以上が、簡単ではありますが、日本の足元のガバナンス改革向上に向けた取組みの概観ということで、「日本版コード」の具体的な説明に移らせていただきます。

本日は、お手元に「日本版スチュワードシップ・コード」そのものの冊子も配布しておりますので、適宜ご参照いただければと思います。

5ページのスライドでは、「日本版コード」の大まかなイメージ図を掲載させていただいておりますが、そもそも「日本版コード」とは何ぞやと、非常に簡単に申し上げれば、機関投資家が、「顧客・受益者」と「投資先企業」、この双方を視野に入れながら、企業との間での「建設的な対話」を通じて企業の持続的な成長を促していく、更には、それにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンを拡大を図っていくと、こういったものを機関投資家の「スチュワードシップ責任」と捉え、これを果たしていく上で有用と考えられる諸原則を定めたものが「日本版コード」と言えるのではないかと思っております。

資料では、6ページから8ページにわたってコード策定の経緯について記載しておりますが、こちらについては既に大半の方がご存じかと思っておりますので簡単に申し上げますと、もともとの発祥の地であるイギリスのスチュワードシップ・コードは金融危機を契機に議論されて作られたものですが、「日本版コード」は、どちらかというともっと前向きといえますか、ここにもありますが、昨年6月の成長戦略の中の記載にもありますように、企業の成長を促していこうといった前向きな文脈の中でその策定が指示されたという経緯があります。

具体的なコードの策定にあたっては、東大の神作先生を座長とした金融庁の有識者会議の場で議論が行われましたが、ここで策定にあたって一つ重要な点として意識されていた点があります。それは、単に英国版のコードの直輸入をするのではなく、いかに日本の実情に応じたバランスの取れたコードを作っていくか、そういった点を念頭に置いて議論が重ねられまして、本年2月の「日本版コード」の策定に至っています。

では、「英国コードの直輸入ではない」という点について、資料の13ページでは、イギリスのコードと日本版コードの簡単な概要の対比を掲載しておりますが、「日本版コード」を英国コードと比べた際の主な特徴について簡単に申し上げますと、「日本版コード」は「企業の持続的な成長を促していくことが

重要である旨を強調」している点、「機関投資家と企業との間の建設的な対話を重視」している点が挙げられます。

さらに、対話といっても機関投資家だけで行うものではなく、対話は双方向のもので、対話をする相手方である企業側にとっても、たとえお互いの意見が異なる場合であっても有益であったと思ってもらえるような有益な対話となるよう、機関投資家に対して「投資先企業に対する深い理解を求めている」点がイギリス版のコードとの比較での主な特徴と言えるかと思います。

加えて、その他、主だった点について付言すれば、原則の真ん中の4番ぐらいの所にありますが、英国版のコードでは、企業と意見が一致しない場合において、企業への働きかけをエスカレートしていくことを機関投資家に促すような原則も含まれていますが、「日本版コード」では、こういった原則は必ずしも日本の実情にはなじまないのではないかとといった点も考慮し、こうした原則は採用せず、対話にあたっては、むしろ行動をエスカレートしていくということではなく、「お互いに目的を持った対話を通じて双方で認識の共有を図ることに努める」と、そういったことに重きを置いたほうが良いのではないかと、といった趣旨の記載をしております。

次に、「日本版コード」の枠組みについてですが、「日本版コード」は、各機関投資家が、それぞれの置かれた状況に応じて柔軟に対応できるような枠組みを設定しています。こうした枠組みは、日本にとって、非常に新しい行政手法ではないかと、思っています。

具体的にどういった枠組みかというと、まず、「日本版コード」は法令とは異なり、機関投資家が取べき行動について逐一詳細に規定するルールベースの規律ではなく、責任ある機関投資家にふさわしい、基本的なあり方、基本的な原則を提示する、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」を採用しております。

もう一つ、機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意とした上で、受け入れを表明してくれた機関投資家に対して、「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」といった、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しております。

こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」、あるいは「プリンシプルベース・アプローチ」の意義については、資料の10ページ、11ページで、イメージ図と文章を2ページにわたって、同じテーマで資料を掲載しておりますが、この点が冒頭でも申し上げましたように、今後、「日本版コード」を意味のあるものにしていく上で非常に肝になる部分だと思っておりますので、策定に携わった身としても、この点が、一番しっかりと理解周知を努めていきたい点、本日のご説明にあたってコアになる部分と考えています。

まず、法令のような「ルールベース」の規律は、いわば、皆が共通して守るべき最低限の規律、ミニマムスタンダードを定めるものですが、「日本版コード」が採用する「プリンシプルベース・アプローチ」、あるいは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法は、こうした「ミニマム・スタンダード」にとどまらず、大げさな言い方をすれば、「責任ある機関投資家」にふさわしい基本的なあり方を上乘せするものです。それはすなわち、法律のように「最低限満たすべき水準の一律の実現」とどまらず、各機関投資家の皆さんによる「創意工夫」と「差別化の努力」の積重ねにより、全体として、これを超えた、「ビヨンド・ミニマム・リクワイアメント」の実現、ベストプラクティスの追求を目指そうというものです。

もちろん、ルールベースの規律が一般的な日本では、「日本版コード」が採用するこうした手法には、未だ馴染みが薄い面が否めない面もあるかと思えます。特に、当初は、法令等に対する従来から慣れ親しんだ対応の仕方や発想に引きずられる、一見当たり前のような内容の多い「プリンシプルベース・アプローチ」の趣旨が軽視されがちではないかと、との懸念もござります。しかしながら、「日本版コード」というのは、法令等とは大きく性格を異にするものであり、例えば、記載された文言を逐語的に追い、これを形式面で満たせば良い、といった対応ではなく、コードの「趣旨・精神」を理解・共有していくことが極めて重要になると考えています。特に、日本人は良くも悪くも非常に真面目ですので、どうしても書かれているものを何でもコンプライしなければならないのではないかと、そういう発想が正直なところであるという面も否めないと思っておりますが、無理をして形式的に満たすよりも、それならしっかりとエクスプレインしていただくほうが良いのではないかと、個人的には、思っております。

その意味でもう一点申し上げますと、例えば「日本版コード」では、言ってみれば、「企業と建設的な対話をしてください」、ということを求めています。だからといって、対話の回数それ自体を競い合うことや、あるいは、対話すること自体が目的であるかのような形式主義というのは、ぜひ遠慮していただきたい、と考えております。また、「日本版コード」の原則では、幾つかの方針の策定や公表、遵守しない原則がある場合における理由の説明・公表等を求めています。具体的などういった

ものを公表すれば良いのか」についても、法令のようにただ一つ確実な解があるわけではなく、その内容を保証する機関も存在しません。従いまして、重要なことは、機関投資家自らが、公表される情報の受け手側の立場に立って、時には試行錯誤等も重ねながら、「どういった内容が本当にベストなのか」について自ら議論し、考えることが求められる、その結果として、差別化が図られていく、そういったものであると考えております。コード策定に携わった立場としては、こうしたコードの「趣旨・精神」を踏まえて、真の意味で、その定着を図っていくためには、こういったプロセス自体が極めて重要であり、その積重ねこそが、コーポレートガバナンスの向上も含めた、市場のさらなる改善につながっていくのではないかと考えております。

ちなみに、申し上げたとおり、コードの定着を図っていく意味では、こうした趣旨や精神も重要であると思っておりますので、いろいろな所で説明をしたりするわけですが、その際、「プリンシプルベース・アプローチ」の趣旨を説明すると、よく聞かれる質問が、「法令ではないなら、コードの受入れや、実効性はどうかやって確保するのか」、というものです。「日本版コード」は規制・監督によらず、言ってみれば市場規律やレピュテーションによって、その実効性を確保していく仕組みだと考えております。

具体的には、①受け入れた機関投資家の「リストの公表」や、②各機関投資家による対応方針の公表、といった枠組みを通じて、差別化を図り、例えば、資金の委託者が委託先を選別するといった仕組みを通じて、実効性が確保されていくものであると考えております。そうした意味では、これは私見ですが、例えば、「企業年金基金」など、アセット・オーナーたる機関投資家の役割というのは、非常に重要であり、コードを実効的なものとしていく上での、いわば「ドライバー」的な役割があるのではないかと考えております。

最後に、スチュワードシップ・コードという、機関投資家の方々にお話をする機会が多いのですが、本日は事業会社の方々も多くいらっしゃるのと伺っておりますので、「日本版コード」に関する私からの説明の締めくくりとして、事業会社の方々に対するメッセージを、コードの策定担当者として、僭越ながら私見を述べさせていただきます。

これまでご説明しましたとおり、「日本版コード」は「プリンシプルベース・アプローチ」の下で、企業と投資家との建設的な対話を通じて、企業の持続的な成長を促していくことを目的とするものです。こうしたコードの趣旨をより実効的なものにしていくためには、企業と機関投資家の双方がより互いの理解を深めていくことが重要だと考えておりますが、これを、より実質的な意味で対話を双方向のものとしていく上では、企業の方々にも、大げさな言葉で言えば、ある種の「発想の転換」をしていただくことが重要になってくるのではないかと、思います。例えば、今後、コードを受け入れた機関投資家の方々から対話の申込みなども増えてくるかもしれませんが、その際、現状少なからず、「機関投資家から対話を申し込まれたが、もしかするとうちの会社は問題を抱える企業なのだろうか」、あるいは、「機関投資家から対話を申し込まれたけれど、どうせ対話に応じても、四半期の業績や足元の収益見込み等短期的な数字にしか関心を持ってもらえないのではないかと」、といった不満、あるいは潜在的な不安も、場合によってはあるかもしれません。この点については、むしろ、今回のこの「日本版コード」は特定の問題ある企業とだけ対話することを求めるものではなく、機関投資家のそういったスタンスの大きな転換を求めるものであって、対話の相手方である企業の皆様方にも、「対話を申し込まれたからといって必ずしも自身が問題視されているわけではない」、また、「今回の対話を一つの「きっかけ」として、例えば、中長期的なビジョン等について意見交換をすることで、企業と投資家の双方において、短期的な視点に偏らない、持続的な成長に向けた取組みを促す「きっかけ」になれば」、といった形で捉えていただければ、コードの策定に携わった立場としては幸いです。

ちょうど時間もまいりましたので、終わらせていただきます。

最後に、私のような素人が申し上げても釈迦に説法ではございますが、殊、コーポレート・ガバナンス向上に向けては、関係当事者の皆さま方が、それぞれの実情に応じて試行錯誤を重ねながら、取組みを重ねていくことが非常に重要であると考えており、本日の説明が、何らか、微力ながら皆様そのような取組みの一助となれば幸いです旨、申し添えさせていただきます、私からの説明の締めくくりと致します。

原田 どうもありがとうございます。非常に分かりやすく、シンプルで懇切丁寧なご説明、ありがとうございます。それでは、次のプログラムに移ります。

次の講演は、年金積立金管理運用独立行政法人、GPIF の清水時彦調査室長様をお願いしております。 それでは清水様、どうぞよろしく願いいたします。

清水 はじめまして、GPIF の清水です。本日、こういったプロフェッショナルな皆様の集まりに呼んでいただきまして、本当に有り難うございます。光栄でございます。今日はここにタイトルを書いておりますが、日本のパブリックマーケットについてお話をさせて頂きたいと思っております。

まず自己紹介ですが、私は GPIF で調査室を担当しています。調査室では、基本ポートフォリオやリバランスルールの策定などの投資戦略に関する仕事がメインで、それに合わせた形で必要な調査研究を実施しております。本日のテーマのステewardシップ・コード、あるいはコーポレートガバナンス・コードに関する調査を今ちょうど実施しております。

今日の話に入りますが、今日の資料は、CFA 協会ということですので資料は英語をご用意しましたが、しゃべるのは日本語ということでご容赦くださいますようお願いいたします。あらかじめ申し上げておきますが、きょうの私の話ですが、私自身の個人の意見や見解として、お聞きいただければと思います。

まず日本の企業の状況ですが、私いろんな場所で 3D と言っているのですが、これは 3D プリンターのことではなくて、日本の企業行動に見られる 3 つの遅れ (Delay) のことです。

1 点目は企業のリスストラクチャリングです。これのディレイがあるのではないかとということで、これがある種、ガラパゴスシンドロームのような状況として表れているのだらうと思っております。その背景には、グローバルな競争という視点が薄く、今はやりの言葉で言うと、いわゆる「稼ぐ力」が低下しているというのもそうですし、逆に経営効率を上げるモチベーションが薄いということなのだらうと思っております。

2 点目は、これは 1 点目につながる話でもありますが、企業のビジネスを見るとあまり海外に出ていないということです。これは後ほどご説明しますが、最近、若干の活発化の兆しはあります。これは一方で、日本の人口自体が減少していく中で、政府としても経済のメルクマールを GDP から GNI へ、すなわち海外の投資からの収益もカウントするというメルクマールの変更が議論される中で、もうちょっと外に目を向けた企業活動が必要ではないかと思っております。実際に日本の上場企業を見ると、そのトップライン (売り上げ) の大体 7 割は国内ということですが、これを海外と比較すると、同程度に国内にディペンディングな国はカナダとオーストラリアですが、これらは両方とも資源国です。これに対して、例えばアメリカだとせいぜい 2 割と、いわゆる先進国は、その収益の多くを海外から得ているということです。GPIF は、MSCI-ACWI を外国株式のベンチマークとしており、今現在、海外の資産はエクイティとしては 25 兆円程あるわけですが、その大体 1 割がエマージング諸国に対するエクスポージャーとなっている状況です。

3 点目は、これは、上の 2 つの D の実質的な理由にもなっていると考えられるのですが、いわゆるコーポレートガバナンスがストラクチャーとしてうまく機能しない部分がやはりあるということです。これにはいろいろ理由はあると思っておりますが、一つは、特にミッドキャップやスモールキャップの企業家にとってみると、上場すること自体がある種の最終目標になってしまっていることです。本来、上場はスタートであり、上場してまさにパブリックカンパニーになって、そこで社会的に株主に向けた責任が生じるわけですが、そういった意識が希薄であり、まだ会社は自分のものだと思っている企業家が少なからず存在する、そういうことかと思っております。もう一つは、これは良い悪いについていろいろなお意見もあるとは思いますが、日本の特に大企業の昇進システムがまだまだ年功的であるということです。そういう中で、最後の最後に経営者になる、職業人生の最後の 5、6 年ぐらいでやっと経営者になってそれで終わるわけですが、一方、海外に目を転じると、例えば GE 等では本当に若いときから経営者を育てているわけで、そういう大きな違いがあるのではないかと考えております。

以上が 3 つの Delay ですが、実際のトラックレコードとして、どういうことだったのかを見ますと、次のページですが、ここに書いておりますように、過去 25 年間で BPI のほうが TOPIX より高い利回りであるということです。そもそもデフレという状況では、現金を持っていればそれだけで勝てるわけで、あえていうと、何もしないことが勝ち組の戦略になる。こうしたマインドセットが日本に広がっていることがやはり成長を妨げていると言えるわけで、日銀の目指すデフレ脱却とは、そうしたデフレを前提としたマインドセットに変革を迫り、リスクを取らなければリターンは得られないという意味で、リスクを取らないことがリスクになる状況に転換することでもあり、今回こそ克服しなければならない日本経済にとっての宿題だと思います。

さらに企業の財務状況、これはここにいらっしゃる方々の本当に専門分野ですが、実際、財務諸表を見てみると、上場企業で約 90 兆円と、やはり手元資金が本当に多いということです。これは一方で、アメリカの企業も多いというご意見もあるわけですが、いかんせん、こういったキャッシュリッチは通常であれば、配当に回すか、あるいは長期的に考えて、CAPEX (設備投資) という形で将来に向けて投資をしていくことが健全な経営ということだと思いますが、こういうものが見られないとい

うことです。その結果、ROEについても、欧米が15パーセント以上であるのに対して、かなり低いということです。日本でも最近上昇してきてはいるものの、例えばPBRとの比較を見るとまだまだということは、投資家自体が8パーセントまで上昇した日本のROEをまだ信じていないという証拠ではないかと思われま

す。最後ですが、いずれにせよ資本効率を向上させることが必要ですが、先ほど申し上げたように、経営者や従業員のマインドセットを変える必要があるだろうということです。こういった潤沢な手元資金がもしあるとすれば、こういう資金を将来的なTFPの向上につながるような投資に振り向けていくことが大切であって、そうした技術革新のための投資は、自らの競争力の維持・向上のために、本来企業が率先してやるべきものです。こういったところでたびたびお話しするのですが、BASFというドイツの大手の化学メーカーがあります。ここはまさにコーポレート・ベンチャー・キャピタルに積極的で、日本にもきちんと拠点を置いて日本のベンチャーに投資しています。うかうかしていると、こうした外国のメーカーが日本の技術の保有者にもなるわけで、こういうプラクティスに日本企業が学ぶことも多々あるだろうと思います。

次に挙げたのが、海外の企業と日本の企業でどの程度成長に差があるのか、特に食品系については、海外売上高が高い企業のほうがROEが高いと一般にいわれているわけです。ディアジオ、コココーラ、ペプシ、ネスレ、これを見ていただいても、この20年程に3倍、4倍、5倍ぐらいの時価総額になっています。これはまさにM&Aというか、積極的に海外展開をして、こういう状況になっているということです。一方で日本の企業、ここにお示ししている企業の方がここにいらしたら誠に申し訳ないのですが、特に他意はありませんが、どうしたものかという状況であるということです。ただ冒頭申し上げましたが、そういう中でも変化の兆しがあるということです。ここにいろいろ書いてありますが、たとえばグローエのリクシルによる買収です。グローエはドイツの極めてハイエンドなバスや水栓のメーカーで、これもリクシルが実際にTPGからアクイジションしましたし、パナソニックグループはヘルスケア事業をパートアウトしてKKRというプライベートエクイティファームに売ったということ、またサントリーによるジム・ビームの買収も、まさにその業界トップであるディアジオなどを目標に置いた動きだろうと思います。最近でも、味の素がアメリカの冷凍食品会社を買収したとか、あるいは大塚製薬によるバイオベンチャーの買収、こういった動きがかなり活発化しているということは、非常に明るい材料ということだと思

います。ただ、そういう中でも資金の供給面は、いかにせん、これだけの大規模の金融緩和の中で日本の実際の資金調達を見ると、デットやローン等がベースになっているということです。例えば、ある買収例では、ブリッジのような形ではあるものの、大手の銀行から買収に足りない資金の全部について借り入れを起こしているということもあります。一方で海外の場合は、やはりそこはデッドエクイティ比率をある程度キープするという観点で、エクイティも入ってデットも入るのが通常のプラクティスだろうということです。エクイティからデットに亘って、事業会社の他に、プライベートエクイティファームやSWF等の機関投資家、金融機関がそれぞれの目的に照らして投資に関わっており、バランス良く活躍しているというのが海外である一方、その辺は日本ではまだまだであるということです。

こういう文脈の中で、良く成長資金の不足が話題になるのですが、日本に足りないのは、本格的なエクイティ投資家の存在ではないかと感じているわけです。企業における経営効率改善の動きが本格化することが前提とはなりませんが、本来的なエクイティ投資家としてのマインドセットを持ち、かつ、プロとしてのスキルセットを持ったファームが育ってくれば、資金は後から絶対に付いてくるのではないかと考えているわけです。そういう中で、日本のカントリーファームといえますか、GPにはまだまだ活躍の余地があるでしょう。

次に、この3月末にGPIFが行った日本株のマネージャーストラクチャーの図です。この見直しはマスコミ等でも話題になったところですので、少しご説明したいと思います。これまでその中核をなすパッシブ運用については、TOPIXをベータの源泉としてきたわけですが、これに加えて、JPX400、MSCIジャパン、ラッセル野村プライム1000、この3つを、ベータ分散という文脈から、パッシブのストラテジーとして導入したことが1点です。2点目はいわゆるファクターインデックスの導入です。これをスマートベータ・アクティブマネジメントということで、通常のコベンショナル・アクティブマネジメントとは別のバケットを作って、そこに位置づけたということです。さらには、このトラディショナルなアクティブマネジメントの部分については、将来性のある企業のみを中長期の視点から少数厳選して投資するスタイルの厳選投資ファンドや、いわゆるフレンドリーアクティビストと呼ばれる、ハンズオンにより投資先企業の事業改善を目指すような多彩な運用手法のファンドを採用したということです。

さて、GPIF に関連して、フィナンシャルインベスターとストラテジックインベスターとの違いなどを巡ってこれまで様々な議論が行われてきました。実際、これまで 5 年以上にも渡って、GPIF は経済活性化のために成長資金を提供すべきであるという主張が経済官庁サイドからなされてきましたが、GPIF は専ら被保険者の利益のために運用しなければならず、成長資金の提供は、法律で禁止されている他事考慮に該当します。

そういう中で、昨年の準公的資金に関する有識者会議では、その 2 つは、要はニワトリと卵 (chicken and egg) の関係なのだけれども、対立概念ではなくて、同時に成立し得るのであって、ウイン・ウインの関係になり得るのだということが明確に示されました。

では、それをどのように解釈するかですが、GPIF は純粋にフィナンシャルリターンのみを目指して投資すれば、それが結果的に経済成長につながっていくのであり、その果実をリターンとして享受するというチェーンとして捉えれば良いということでしょう。私なりにこれをもう少しアウフヘーベンし、最後に私個人の思いをお話しさせて頂ければと思います。

GPIF の日本の株式市場におけるシェアは、TOPIX 全体の 7.5 パーセント、上場株式全体の 5 パーセントです。今回のポートフォリオの見直しでは国内株式の割合が「12%から 25%」に引き上げられたわけですから、よりコミットの度合いが強くなる。そう考えると、従来のいわゆるアクティブ運用、これは当然、ベータに対していかにアルファを取るかにフォーカスしてきたわけですが、ここまで投資規模が大きいと、なかなかアクティブ運用による α 獲得を通じてポートフォリオ全体のリターン向上を果たすのも限界があるだろう。そういう中では、高い α が期待できなくても、もしマーケットベータ自体のリスク・リターン・プロファイルが改善されれば、全体のリターンが向上することになるわけなので、マーケット全体をアクティベートするという発想が出てきてもいいのではないかということだと思います。私は、これを、アクティブ運用にひっかけて、アクティブバージョン運用、またはアクティブバージョン戦略と呼んでいます。

今回のマネージャーストラクチャーの見直しにおける JPX400 の導入は β 分散を図ることですが、このインデックスが ROE に着目していることを考えると、これは同時に、先ほどの文脈からすると、このインデックスに採用されることが、上場してこれが終わりだと思っている企業の、特に経営者の次のゴールになり得るという意味で、JPX400 以外の企業に対しても、経営効率向上のモチベーションになるのではないかということだと思います。また、コンベンショナルなアクティブ運用において、ミッドキャップ、スモールキャップといった場を中心として、厳選投資ファンドや、ハンズオンによる事業改善を狙うフレンドリーアクティビストファンドが、 α 獲得と並行して、ROE の向上や経営改善の重要性やそれに向けたプラクティスを拡大・浸透させていけば、マーケット全体がアクティベートされるという効果もあるのではないかと思います。

GPIF は、この 5 月にはスチュワードシップ・コードを実際に受け入れたことでもありますし、冒頭に申し上げたとおり、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた運用機関におけるエンゲージメントのあり方等について、3 つの調査機関に調査研究をお願いしている状況です。これが来年の 3 月末までには報告が上がってきますので、それらが、次の運用戦略につながっていけばいいと考えております。

長くなりましたが以上でございます。

原田 清水さん、懇切丁寧なお話ありがとうございました。

時間が押しておりますので、次の講演に入らせていただきます。次の講演は、CFA 協会基準および金融市場信頼性部門ヘッドのドクター・トニー・タンです。『日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードについて』というタイトルでお話をさせていただきます。

トニー・タン, CFA (英語での講演の日本語翻訳)

[配布資料はこちら](#)

素晴らしい紹介をしていただきありがとうございます。本日は参加いただきましてありがとうございました。既にこのプレゼンテーション資料については配布してあります。CFA 協会と私の役割について、少し話したいと思います。私は以前、ロンドンのマネージング・ディレクターに以下のように言われました。この CFA 協会および私の活動を以下のように紹介するのが面白いと。私たち CFA 協会の人間の多くが入国管理局を通るときに直面する問題があります。というのは、入国書類に記入する項目にオキュペーション (職業) という欄があります。そこで私たちが何をしているかの例を入国管理局の担当官に理解させることに、いつものように苦労します。あるとき、この人物が入国管理局を通る

際に、担当官は彼の肩書を理解せず、「あなたは本当に何をしているのか？」と質問しました。その時、この人物は担当官を見て、涼しい顔をして「CFA 協会は NPO 団体として、世界をよりよくしようと活動している」と言いました。するとこの担当官は彼に、彼のパスポートにスタンプを押す前に、より懸命な説明が必要だと言いました。

というわけで、CFA 協会では世界をよりよくしようと活動しています。私の担当の仕事は、市場のインテグリティを向上させることで、それを実現することです。市場のインテグリティの向上とは、公平性の向上、透明性の向上、効率性の向上です。これだけです。本日の私のプレゼンテーションでは、この三つのことについてお話しします。

上場企業の方がご参加されているということですが、まず、なぜ今になって、このスチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードがやかましく言われるようになったかについて、お話しすることが適切かと思えます。「今になってなぜか？」についての理論的根拠です。確かに、これらは今になって出来た概念ではありません。既に世界中では古い歴史がある概念です。しかしながら、これらのコードの発展についてお話ししたいと思います。私のプレゼンテーションの後にパネルディスカッションがあり、その中でコーポレート・ガバナンス、さらにスチュワードシップ・コードの具体的な詳細について議論されますが、そのいい導入になるかと思えます。その次に、コーポレート・ガバナンスについて私たちのポジションについてお話ししようと思えます。コーポレート・ガバナンスに関する私たちの全てのポジションについて時間を費やすことはできません。今回は、社外取締役というひとつの焦点を当ててお話ししたいと思います。これは日本で大きな論争になっていると理解しています。その他のコーポレート・ガバナンスに関する私たちのポジションについては配布資料に記載されている通り、多数の出版物があり、ダウンロードも可能です。会場の外にハードコピーも用意してあります。これは全て無料です。最後に、スチュワードシップ・コードについてお話ししたいと思います。日本 CFA 協会とスチュワードシップ・コードについて検討を重ねてきました。その中で意見が相違している分野があります。それを後ほど、議論のたたき台としてお話ししたいと思います。

ある事業の話をしてしましましょう。発明家の A さんの考えは素晴らしいアイデアを持っていました。個人用のホーバークラフトを作ろうと考えました。道路建築士の B さんは、それにより、産業、特に地域の貢献できると考えました。そして、A さんも B さんも出資することにしました。B さんは A さんにプロトタイプ作成の資金提供をすと言いました。こうして、パートナーシップ・モデルができました。

その後 2 年がたち、A さんは個人向けのホーバークラフトを完成させ、それをフランクフルトの自動車ショーで披露しました。それは実際に、自動車製造業に大きな影響を与える素晴らしい作品でした。そしてこの素晴らしいこのホーバークラフトに対して、数多くの注文が殺到しました。A さんは資金がありませんでした。そこで、注文を受けられるようにファイナンスを企業に求めることが必要と考えました。よりよい製品作りの知識もある 4 社の自動車メーカーに共同出資機会を提供することにしました。私の趣味で私の好きな自動車メーカーの名前を入れさせてもらいますが、以下の 4 社が協力したことにしましょう。日本においてはトヨタのレクサス、ドイツではメルセデスベンツ、イタリアではフェラーリ、イギリスではベントレーの 4 社が 10 パーセントずつの出資を行いました。A さんは 40 パーセント、B さんは 20 パーセントの出資を行いました。

結束の固い組織となりました。お互いによく知っており、メーカーにとっても、オーナーにとっても、投資家にとっても、パートナーシップをうまく行かせるインセンティブがありました。素晴らしいパートナーシップとなり、素晴らしい結果となり、皆が満足していました。いわゆるプライベート・カンパニー・アレンジメントです。

それから多くの年月が流れ、会社は大成功しました。当初の出資者らは投資を売却することにし、上場させることが必要と考えました。上場した結果、6 社の出資だけではなく何千人もの出資者、さらには何千人の株主がいることになりました A さんは 40 パーセントから 20 パーセントに減資しましたが、彼は依然として会社は自分の所有物と考え、自分の好きなように会社を運営し、会社の資産を使い続けました。以降、みんなが満足することはできなくなりました。

これが、コーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードを導入する必要であると私が考える理由です。こうした公開会社には、このような問題があることを人々にリマインドするためです。

公開企業が抱える問題の例を挙げます。まずは、分散化した会社の所有構造です。株主らは会社の大きい部分を所有することなく、一部だけを所有しているわけですが、こうなると会社の状況を変えてよりよくしたいというインセンティブは小さくなります。上場企業であれば株を売却することができます。会社を変える努力をしなくても、株を売却すればいいだけのことです。確かに、これは日本だけでなく、他のアジアの国々でもそうですが、多く取締役会がかなりの程度、ファミリーや大手株主によりコントロールされています。この取締役会の非効率性が大きい問題ですが、これを変えるために、コーポレート・ガバナンス、スチュワードシップ・コードが必要だと私は考えています。

次に、経営者たちの所有者意識が問題です。皆さんはこの統計数字に親しんでいるかどうか知りませんが、アジアにおいては、40~60パーセントの企業がファミリーまたは国有です。このような経営者たちのメンタリティーのために株主の利益が損なわれています。これらの要因が相まっているため、特にアジアにおいてはコーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードが必要なわけですね。私の前のスピーカーの方が話した通り、企業の経営陣に会社の収益性を追求させる規律を与えるためです。

1976年のことでしたが、ジェンセン教授、メックライン教授、その他のコーポレート・ガバナンスを研究していた教授らが、極めて重要な論文を発表しました。タイトルは、「Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure」でした。その一部を読み上げたいと思います。取締役と経営陣は金持ちのスチュワードであり、経営陣はきちんとモニターされないと、より人間的な行動をとり、企業から受ける恩恵は当然だと考えます。そのために、所有と経営の分離、コーポレート・ガバナンス、さらにスチュワードシップ・コードが必要となるのです。

資本市場のエコロジーに関して、一つお話をしましょう。私は自分の家から締め出されてしまったことがあります。鍵屋に来てもらったら、たったの15秒で開錠してくれました。鍵屋から、普通の鍵は本当にドアを開けることが簡単だと言われました。私は鍵屋に「そんなに簡単にドアを開けることができるのなら、そもそも鍵を付ける必要があるのか？」と聞きました。すると非常に賢い鍵屋は「他人の家に入りたがる人は、どっちみち入るので、どんな鍵を付けても無駄。止めることはできない。一方、それが間違っていると思う人は、他人の家には入らない。大半の人にとって、鍵があるということは、別の人の家に入ることは間違っているということを示す信号として機能する」と言いました。そのアナロジーを使うのであれば、企業レベルではコーポレート・ガバナンス・コードというのは、株主の利益を最優先して行動しないといけないという信号を送っているということです。それを非常にはっきり示すものなのです。

スチュワードシップ・コードはどうでしょうか。近所の人を考えてください。しばらく長い休暇に行ったあなたの家のことを見て、何か不審な動きがあったとします。近所の人は何か間違ったことが行われていないかを見て警察を呼びます。ですので、スチュワードシップ・コードというのは、ある程度、近隣の人達によるモニター監視機能のようなものです。近隣の人たち、あるいはステークホルダーの人が、どうすれば企業一番うまく経営できるのを助けてくれるためのものなのです。最後のスチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードに共通する赤い線は、やってはいけないことを示す規制領域線です。警察官の役割を考えてください。起きてはいけないことが起きたら、警察を呼びます。警察は泥棒を捕まえようと、泥棒が捕まり刑務所に入れられれば、法はちゃんと執行されたということです。規制領域線は警察と同じことです。資本市場のエコロジーの中で、うまく機能している市場とは、メカニズムが買い手にとっても、資本の使い手にとっても、供給者のためにもなっている、結局のところ、効率的な市場です。そのためのストラクチャーがあり、何ができて何ができていないのかを規制領域線がはっきり示している市場です。

このコーポレート・ガバナンスというのは企業のガイドであり、株主のために利益を上げるために企業を上手に経営するためのガイドラインです。私たちは皆人間であり、人間としては何か間違っ

ことをしてしまう可能性があるので、スチュワードシップ・コードという監視機能が付いているのです。こうして、会社がやっていることが正しいのかどうかをモニターすることができるのです。これらの2つが機能する構造を構築できれば、金融市場における効率性、透明性、そして公平性が向上します。

ここで、コーポレート・ガバナンスに関する CFA 協会のポジションについて話したいと思います。OECD が 11 月に発表した改正ガイドラインの中にある、コーポレート・ガバナンスに関する OECD の原則から引用したいと思います。これは 10 年以上今まで続いてきたものです。コーポレート・ガバナンスの枠組みは、透明で、効率的で、公正な市場を高めるためにあります。法の統治に一致してなければなりません。コーポレート・ガバナンスの定義は、この改正版 OECD に書いてありますが、それまでとは随分違った素晴らしいものになりました。過去のものをもっと処方箋的で、もっと細分化されたものでしたが、今回はもっと全体像をはっきりさせた定義に変わっています。会社が直面する問題や間違いについて話してきましたが、CFA 協会はコーポレート・ガバナンスについて、数年にわたり、いろいろと取り組んできました。ここでは四つの出版物を紹介し、ポリシーに関する CFA 協会の重要な推奨にスポットライトを当てたいと思います。近く出てくるコーポレート・ガバナンス・コードに含まれていると思います。

最初に、関連当事者取引についてです。関連当事者取引というのは、持ち株会社が保有する公開企業や未公開企業の間で行われます。それは対等な関係ベース (arm's length basis) でない取引が行われます。買入れコストを引き下げたり、必要ではない融資保証をするなどして資本コストの引き下げを行ったりします。アジアでは今までこういったことが行われてきました。しかし、良いニュースとして、アジアの多くの法域で関連当事者取引問題はほぼ解決されるようになってきました。ようやく日本でも関連当事者取引に関して、他のアジア諸国がどのように対処しているのかを参考にし、ガイドラインを制定中です。いいガイドラインを持つシンガポールや香港などの例が参考にされています。CFA 協会の推奨は、支配株主を関与させること、効率的な承認および開示プロセスを構築すること、より多くの独立取締役を置くこと、法のサポートを得ることです。それほどに重要なことなので、すから。

次に独立社外取締役についてです。2010 年か 2011 年だったと思いますが、『独立社外取締役』という小冊子を出しました。会場の外に置いてあります。アジアにおける独立社外取締役の水準についての調査をしました。皆さんの大半の印象としては独立社外取締役の割合は 33 パーセント、3 分の 1 で良いと思っているようです。これはそれなりの影響を与えられる水準です。しかしアジアでは、構造的な理由で、過半数は必要だと思います。私は自分の博士論文の中でこれに関する調査を行いました。例えばシンガポールですが独立社外取締役は 45~50 パーセントということで 50 パーセントレベルに近づいてきています。ここで推奨したいことは、累積投票制度を認めることです。この累積投票制度は少数派の株主を守る上で大事なものです。例えば 10 人の取締役がいたとして 100 万株あったとすれば、既存のやり方では 10 人の取締役に 100 万株分の投票をします。しかし、多くの場合、10 人のうち 8 人は既存の体制に組み込まれています。1 人の独立社外取締役を取締役会に入れたと思った場合、累積投票制度下では、投票のやり方を変えることができます。つまり、既存の方式では 10 人の取締役に 100 万株分を投票するわけですが、累積投票制度下では 1 人の取締役に 1000 万株分を投票することができます。多くの株主がこの方法を意識した場合の効果を考えてください。機関投資家は合わせて全体の 5 パーセント、あるいは 10 パーセントの株式を保有していることは多々あります。累積的投票制度により 1 人の取締役に投票することが可能になるわけで、非常に大きい影響を及ぼすことができます。これが新コーポレート・ガバナンス・コードに含まれているかどうかは分かりませんが、株主保護という点でメリットがあると思います。この制度はブラジル、チリ、フィリピンで使われています。米国の一部も使われていると思います。

取締役に関するより詳細な情報開示を推奨します。また、独立取締役の定義を明確にすることも推奨します。アジアでは、独立という名前が付いていても、実は実質的に独立していないという場合が多いです。ですので、独立社外取締役といったときには、どういう定義なのかということをよく考えなくてはなりません。また、例外条項を禁止することを推奨します。シンガポールでは、独立社外取締役の定義に当てはまっていなくても、それでも会社はまだ独立だと言っていることがあります。これは正しくありません。また、議長は独立社外取締役であることです。議長は会社の顔でもあり、取

締役は訓練を受けるべきだと思います。将来は、取締役認定プログラムの導入を期待します。取締役の仕事は、より専門職にするためです。また、独立社外取締役が過半数を占める取締役会の構成を推奨します。

既存株主に新株引受権のない株式発行の乱用についてですが、この問題は年初にリーダーシップ・プロジェクトの課題として取り組み始められました。これについてはこう考えましょう。会社が新たな株式を発行する際に、既存株主は新株引受権の最初の新株引受権をあつてしかるべきです。既存株主に新株引受権のない株式発行の際、アジア（香港、シンガポール、またタイでもそうですが）の多くの会社は既存の株主に免責を求めます。通常、免責は資本の 10 パーセントほどの新株発行を可能にさせるもので時価からディスカウント価格での発行を可能にさせる内容です。ほとんどの企業は、これは財務的柔軟性の確保の目的だと言います。例えば、現金が不足したときに、非常に迅速に資金を提供してくれる投資家の資金を取り入れることができる、ということです。大半の場合、これで問題ありません。大半の会社はコンプライアンスの要求事項を満たしてこれを行っています。しかしながら、特にアジアで、この権利を乱用している会社もあります。例えば、時価に対する大きなディスカウントでの株式発行です。これをしたら既存株主はどうなるか？既存株主が保有する株式の価値が希薄化されてしまいます。ですので、年初に幾つかのポリシーを推薦しました。例えば、3 年移動での累積限度の設定です。毎年毎年、10 パーセント、10 パーセント、10 パーセント、あるいは 20 パーセント、20 パーセント、20 パーセントの希薄化が行われるということにならないように、この 3 年累積の上限を 10 パーセントに決めたということです。これにより、会社に財務的柔軟性を持たせると同時に、株主の利益の保護を図ります。

次のテーマは株主の権利です。非常に重要なテーマです。日本でどう機能しているのはよく分かりませんが。株主のアクティビズムという話が先ほど出ました。CFA 協会に来る前に、私は投資銀行の仕事をしていました。それをリタイアして CFA 協会に来ました。当時私は、大量のシンガポールの会社の株式のポートフォリオを持っていて、株主総会においてもアクティブに活動していました。私たちはインドの市場用に株主ガイドを作成しました。日本向けに複製することも可能でしょう。いずれにしても、少数株主、個人投資家の教育が目的です。どうやって株主総会に出席するのか、どのような質問をするのか、どのように議決権行使をするのかということです。私たちがこれをしたかった理由は、そのプロセス自体、株主が質問すること自体が、会社のある面について、株主が満足している、あるいは不満があるかの、会社に対するシグナル効果があるということなのです。質問に沿って議論がなされる結果、その問題点について会社に考える場を与えるフォーラムとなるのです。他の株主が同様に考えているかも知れないとのヒントにもなります。作成したガイドは株主総会への投資家のためのガイドです。質問することが大切です。それにより、会社は株主が持っている主な懸念が分かるのです。私の先生は私に、「無駄な質問はない。最も愚かなことは質問しないことだ」と言いました。ですから、株主総会で質問して下さい。

ここではスチュワードシップ・コードについて話をしたいと思います。英国版のスチュワードシップ・コードですが、その定義が書いてあります。なぜスチュワードシップ・コードが英国で導入されたかの目的ですが、2012 年に英国のスチュワードシップ・コードが改定されました。つまりスチュワードシップというのは、企業の長期的な成功を目指すものだという事です。そして最終的な資金の提供先も反映するという意味で、英国のスチュワードシップ・コードが作られたのです。これが真の目的です。最初のスピーカーの方の話によると、日本とは若干違うかも知れません。しかしながら、最終的には、実際に受益者ということで、それぞれ企業の持ち主である株主たちが経営に関わり、企業の将来の価値というのを高めていくのです。

CFA 協会と日本 CFA 協会が共同で行うデッサンについて、日本 CFA 協会からコンサルテーション・ペーパーに対して答えてきました。殆どの部分について意見が一致しました。しかし、意見が異なることもありました。原則 7 については意見が異なりました。意見が異なったその原則 7 についてお話しします。原則 7 は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業とのスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うため実力を、機関投資家が備えるべきであるとしています。また、実際に企業側はきちんとした判断を行うということです。私たちの考えでは、これを適用するのに非常にふさわしい機関投資家はいるものの、スチュワードシップ活動に伴う判断は、全ての機関投資家に適用されるべきものではない、ということです。その理由

としては、機関投資家の企業は顧客というのを優先しています。また、顧客はそうしたことには関与したくないということです。OECD が出した優れたペーパーがあります。タイトルは「Institutional Investors as Owners」です。機関投資家がなれること、できることが記されています。2013年にコーポレート・ガバナンス・コードのアドバイザーとして仕事をしている人によって書かれました。関与されるのか、関与させないのかについての、機関投資家の詳細な分類が記載されている優れたペーパーも出されました。

その分類について急いで触れましょう。縦軸は機関投資家の目的です。ライアビリティ・ストラクチャー、インベストメント・ストラテジー、ポートフォリオ・ストラクチャー、フィー・ストラクチャー等です。

横軸には、利益優先なのか、利益優先でないのか分類項目があります。例えば、ヘッジファンドです。これは数字（リターン）（儲け）のために投資活動を行います。ヘッジファンドが利益優先なのか、利益優先でないのかとの質問に対する回答は、利益優先となります。ヘッジファンドのライアビリティ・ストラクチャーは通常、短期です。ヘッジファンドの投資戦略は通常、数字（リターン）の追及です。ポートフォリオ構成は、分散投資でしょうか。手数料構造は、おそらくパフォーマンス・ベースでしょう。政治的、社会的な目的は持っているのかについてですが、これに該当するのはNPOの方でしょう。ですから、答えはノーです。規制環境ですが、殆どのヘッジファンドは規制を殆ど受けない環境で活動しています。結局、ヘッジファンドの分類はどうすべきでしょうか？ヘッジファンドの（スチュワードシップへの）エンゲージメント・フィロソフィーはどうでしょうか？結論は、ヘッジファンドの分類は「ロー・エンゲージメント」ということになります。

というわけで、われわれが原則7に賛成しないのは、一つをすべてに適用されるべきではないと考えるからです。しかしながら、長期的な顧客のため利益のために活発に関与する機関投資家にとって、エンゲージメント戦略は重要な意味を持つということです。GPIF は非常に重要な柱になると考えています。スチュワードシップ・コードにおいて、このアンカーとして実際に企業の関与し、他の企業がフォローすべき模範になれると考えています。

では、時間がオーバーしてしまいましたので、まとめに入りたいと思います。コーポレート・ガバナンス、さらにスチュワードシップ・コードの進展について語りました。コーポレート・ガバナンスに関する CFA 協会のポジションを説明しました。そして、スチュワードシップ・コードの原則 7 について、意見が異としている理由を説明させていただきました。ありがとうございました。

原田 時間が押しまして、申し訳ございません。

休憩時間は15分を予定していましたが、10分に短縮します。3時3分か4分に開始致します。最後にパネルディスカッションということで、90分ほどディスカッションを致しますので、よろしくお願い致します。

(了)