

登壇者：早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 首藤恵氏
オムロン株式会社 執行役員経営 IR 室長 安藤聡氏
企業年金連合会 参与 コンプライアンス・オフィサー 桂照男氏
日本投資顧問業協会 会長 岩間陽一郎氏
日本 CFA 協会会長 瀬尾周一
日本 CFA 協会理事 原田武嗣

(以下、敬称略)

原田 それでは最後のセッションです。パネルディスカッションということで、テーマは「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」です。-日本版スチュワードシップ・コードの実効性を高め、日本におけるコーポレートガバナンス向上のために今何をなすべきか-、というテーマで、90分ほどディスカッションを行います。

本日パネリストとしてお迎えした方、ご四方は、全てこのテーマについての日本におけるエキスパート中のエキスパートというお立場の方です。

一番向かって左側から首藤先生です。首藤先生は、ご説明するまでもありませんが、早稲田大学大学院ファイナンス研究科の教授をされておりまして、ご専門はコーポレートガバナンスおよびCSRと企業価値に関する研究でございます。

お隣が、オムロン株式会社執行役員経営 IR 室長の安藤様です。安藤様も、通産省のいろいろな研究会や、国際統合報告評議会 (IIRC) における統合報告実務者意見交換会等にご参画されており、コーポレートガバナンスあるいはESGといった本日のテーマのエキスパートで専門家です。企業サイドのパネリストとしてぜひお願いしようということで、お願いいたしました。

そのお隣が、企業年金連合会の参与・コンプライアンスオフィサーの桂様です。桂様は、以前事業会社のパナソニック本社をスタートに関係会社で役員を務められ、2009年から企業年金連合会の参与・コンプライアンスオフィサーを務められております。また、PRI (国連責任投資原則)・ESG(環境・社会・統治)日本ネットワークの顧問、あるいは企業価値向上研究会の代表幹事、それから企業年金連絡協議会の顧問もされておられます。

一番右側にお座りなのが、説明するまでもございませんが、日本投資顧問業協会の会長をされております岩間陽一郎様です。

それでは早速、ディスカッションに入りたいと思います。進行について簡単に説明させていただきます。まず、本日はパネリストの方、ご四方に、順番に5分から10分でお話しをお願いできればと思います。私の話は短くして、存分にお話しいただきたいと思っております。

まず首藤先生からお話をいただきます。いろいろなお立場があると思っておりますので、それぞれのお立場で、まず独立的な、客観的な立場でお話しただけということですので、お願いいたします。

首藤 早稲田大学の首藤でございます。

[配布資料はこちら](#)

私は、この1年、2年、非常にガバナンスの問題が注目を集めまして、これほど急にスチュワードシップ・コードが入ってきたりガバナンス・コードが入ってきたりするの、まさに青天のへきれきです。十数年近く見てきましたが、なかなか変わらないというのが日本の実態でした。

きょうは非常に教科書的な話になるかもしれませんが、そもそもスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードとはどういうものかについてお話をしたいと思います。なぜかといいますと、このスチュワードシップという言葉、ガバナンス・コードという言葉、これが必ずしも十分に理解されないままに、実際に物事が進んでいるという気が致しました。

なぜスチュワードシップ・コードかということ、先ほど金融庁の方からはリーマン・ショックの後でイギリスの状況を踏まえて出てきたというお話でした。しかしそうではなく、1990年代の終わり頃には、もう既に企業の価値向上のために、そして究極的には資本市場の機能を向上させるために、企業が経営に対する責任を持つだけではなく、出資者が株主としての責任を果たさなければならないということで、コンバイン・コードとして導入されたのです。リーマンショックの後、それが十分に効いていなかったことが分かりまして、コンバインコードを機関投資家の責任と企業の責任と二つに分けて、より分かりやすくかつ実効可能性を高める形へと変更されてきたものです。

なぜスチュワードシップ・コードかということ、資金とリスクの配分という、資本市場の本来の機能を実現するために何が重要かという問題意識から来ているのです。企業が長期的な視点に立って戦略的に価値の生産を行うような状況にあるのか、そういう経営がなされているかどうか。株主が出資者

としてリスクを取り、そのリターンとして企業の成果を受け取る、正当なリターンを受け取るためには、その責任を果たさなければならないということになるわけです。株主がリターンを取るためには、きちんとリスクを評価して負担しなければならないのです。

ところが、多数の一般投資家株主は、十分な責任を取れるかというところではありません。とすれば、どこにそれを求めるか。機関投資家というプロフェッショナルにそれを求めていくというのがイギリス型のガバナンスの基本であるわけです。あくまで、キャピタルマーケットで適正なリスクリターンが決定されて、それに基づいてリスクが配分され、成長機会に向けて資金が行き渡る、それに出資をしてリスクを取る側が正当な代償を得るということが、経済と社会の持続的な発展の根本の条件だという考え方に立っているわけです。スチュワードという言葉ですが、日本ではスチュワーデスやスチュワードというのは、何かサービスを提供する人という理解をされていますが、全くそうではなく、スチュワードというのは、他者の目的を実現するためにその専門能力を使って代わってそれを行うことを委ねられた専門家、という意味です。他人の資産というだけではなく、例えば、公共性の高いプロジェクトを実現していくときにプロフェッショナルとして関わっていく、そしてその実現に責任を持つというのがスチュワードということになるわけです。

そうすると、実は企業も機関投資家も、最終的にリスクを被って出資をしている株主から、長期の価値を追求するという目的の実現を委ねられたスチュワードとしての責任を負っていることになるわけです。企業の活動に関して言えば、長期の価値の向上、あるいは企業の持続的な成長は、企業にとっての目標というだけではなく、その成果の配分を受ける投資家の立場からすれば、長期のリターンの実現を意味する。ですので、この投資家サイドと企業サイドは、実は価値の生産という目的を共有する主体だということが、最初の出発点の理解になります。

そうすると、機関投資家とは、一般的な投資家や一般的な株主の代理人、代表者という意味の専門家であると同時に、企業に対しては共通の目的を実現する責任を負うパートナーとして対峙しなければならないわけです。コーポレートガバナンス・コードとは、目的の実現に向けて企業が守るべき行動原則、行動規範なのです。イギリスやアメリカの場合、ガバナンス・コードは取締役会の行動規範として明確に規定され、他方でスチュワードシップ・コードとは、企業が目的を実現するために機関投資家が守るべき行動原則ということになるわけです。

コーポレートガバナンスは何か。企業とは価値を生産する主体であり最も効率的かつ有効に価値を生産することを委ねられている組織です。株主と経営者の関係ではなく、さまざまなステークホルダーとの関係が企業の目的実現を左右します。企業の目的とは、長期的な価値の向上、持続的な成長と申しましたが、社会の構造の変化や経済状況の変化、それに応じてビジネスチャンスを開発して実現していくことが、長期的な企業の価値の向上につながる。目的実現に向かう企業の行動をどのように引き出すシステムを構築するかが、ガバナンスなのです。

英国のキャドバリーレポートが、今のコーポレートガバナンスの一番の基礎になっていますが、ここでは、目的に向けて企業がコントロールされ、方向付けされる仕組みがガバナンスとされています。そこでは、企業がきちんと適正なガバナンス・コードを持っているのかどうかを要請するのが、株主の責任であり、どのようにガバナンス体制をつくり上げるかが企業の責任になるわけです。ここでいう英国型ガバナンスの考え方は、日本とは違うという理解があるかもしれませんが、今、コードを導入する方向へ、大きくガバナンスの規制のあり方が変わろうとしているわけです。ですので、これまで培われてきたイギリスの考え方を、正しく理解する必要があるだろうと思います。イギリス型ガバナンスとは、あくまで企業と株主の間の対等な関係、パートナーシップをベースにして両方が目的を共有していることを認識したうえで、考え方や見方の違いをすり合わせて、相互理解の元に目的を実現しようということなのです。

そこでなぜ機関投資家かということですが。機関投資家はプロフェッショナルであり、企業と対等に意見を交換できる、あるいは企業の活動をよりよく理解できる専門家として、代表的な株主あるいは代表的なステークホルダーとしての役割が、課せられているのです。それだけではなく、機関投資家は資本市場における投資の連鎖の中で、その要となる役割、つまり投資家と企業をマーケットで結び付ける仲介者の役割を果たします。この点の理解が非常に重要で、単に投資先企業との間の関係だけではなく、マーケットを支えている基本的な存在だという理解を機関投資家は持つべきだと思います。だからこそ、プリンシプルベース・アプローチが出てくるわけで、基本原則をきちんと定めてそれを自主的に守っていく、もし守らないときはプロフェッショナルとして説明をしていかなければならない、関係者を納得させなくてはならないということです。納得されなければ、コンプライ・オア・エクスプレインというのはそういう意味です。

繰り返しますが、機関投資家は単にその企業の代表的な株主であるだけではなく、市場の仲介者と

いう重要な役割を担っている。しかしながら、プリンシプルベースやコードの考え方の基本になっているのは、あくまで意思決定はそれぞれが独立に行うという点です。規制によって直接に企業や機関投資家の行動を制約するのではなく、規範に即してそれぞれが自主的な行動を取ることを通じて、最終的にはマーケットで問題を解決するという考え方です。プリンシプル・ベースのコンプレイン・オア・エクスペイン・アプローチの裏側にはマーケットベース・アプローチがあります。そこでは、投資家の企業に対するエンゲージメントが強調されます。エンゲージメントとは、お互いに情報や方針をきちんと議論して、情報を共有するという事です。お互いに同じレベルの情報を十分に持てば、その結果はマーケットで調整されるということで、エンゲージメントとは、株主と企業の間だけの関係ではなく、市場を効率的に機能させるための要件だという考え方になるわけです。

この図は、後でゆっくり見ていただきたいのですが、企業と機関投資家の間の関係、そしてその間で目的を共有し、それを実現するためにエンゲージメントや株主としてのモニタリングが必要となるということです。最終的には、誰のためにそれをやるか。株主だけでなく、この背後に居るたくさんの一般投資家、社会や他のステークホルダーが居るとするのが、その考え方の基礎になっているのです。

そこで、日本におけるコード規範の課題です。この法的な拘束力を持たない規範の効力に対して、疑問が出されています。当然のことながら、機関投資家の専門能力が問われることとなります。そうでないと、責任回避のための形式的な基準が使われがちとなります。これは日本だけではなく、イギリスでもそういう問題が出ています。機関投資家は、当該会社の株主としての意識をもつだけではなく、影響力の大きい代表的な株主、代表的なステークホルダーとしての役割を認識する必要があるだろうと思います。特に日本の場合は、企業と機関投資家の関係は、運用をめぐるさまざまな取引関係のもとで運用会社は顧客株主からのプレッシャーに弱いとか、企業は株主から何かを言われるということで行動が制約される、というネガティブな捉え方がなされていますので、この中でどうやって対等なパートナーシップをつくり上げるかが、大きな課題になると思います。

この点で特に私が懸念するのは、とくにスチュワードシップ・コードです。コーポレートガバナンス・コード(案)では、例えばステークホルダーという言葉が頻繁に出てきますが、スチュワードシップ・コードでは株主と企業との関係に焦点が絞られています。そういった点に関して一つだけ申し上げると、数値目標としてROEが過度の強調される傾向があるのではないかと。ROEは企業パフォーマンスを評価する重要な指標ではありますが、ROEが示唆する株主利益とは、あくまで企業活動の結果です。ROEは操作可能な変数ですので、目標化してしまうと逆に大きな問題が生じる可能性がある。エクイティを絞れば1単位当たりのリスクが高くなり、当然リターンは上がるということが予想される。求められているのはそうではなく、リスクを取って新しい利潤機会に投資を行うかどうかです。ROEは重要な指標ではありますが、求められるのは一定期間の数値目標や成果の配分政策ではなく、長期の企業戦略であり、その評価に必要な多面的な情報です。もちろん投資家にとって財務情報、数値指標も重要ですが、社会の変化に応じて長期的には企業の経営は変わりますので、非財務的側面について継続的な情報提供を求めていくことが重要です。当然のことながら、企業のガバナンス体制に関しても、常に望ましい体制があるわけではなく、環境に応じて変えていかなければならないものですので、ガバナンス体制の継続的な整備状況を見ていかなければならないと思います。

スチュワードシップ・コードが機能するためには、企業と機関投資家との新間のパートナーシップの構築、機関投資家の中でも運用機関と顧客投資家の間での新たな信頼関係をつくり上げる、そういった普段の努力が不可欠です。最近の傾向を見ると、性急な結果を求める動きがあるように思っています。非常に懸念しているところですが、そういう点から、スチュワードシップ・コードに関してお話し致しました。

原田 詳細なご説明、ありがとうございます。それでは、安藤様、次をお願い致します。

安藤様は上場企業の立場からということで、お話しいただきます。

安藤 安藤でございます。よろしくお願ひいたします。

[配布資料はこちら](#)

まず、日本においてスチュワードシップ・コードが導入されたことによって、投資家のビヘイビアが変わってきているという感じを受けています。昨年8月に経済産業省が「伊藤レポート」を公表しました。これは一橋大学大学院の伊藤邦雄先生が座長になって取りまとめた、稼ぐ力をどうやったら取り戻せるかについてまとめたレポートです。英国の「ケイ・レビュー」同様、伊藤先生の名前を冠にさせていただいておりますが、私も企画委員の1人として参画しました。最近、ROEや資本効率を意識して経営を改善しようと努力している企業が出てきたきっかけにもなっています。経済産業省のホー

ムページにアップされておりますので、是非サマリーだけでなく、全文をお読みいただきたいと思っております。

また、来週にはコーポレートガバナンス・コードの最終案が出ます。有識者会合の議事録が都度公開されており、企業の立場から見ると、かなり広範な義務あるいは説明責任が課されることになります。そして、私自身は、コードが求めるポイントを三つに分類しています。まず一つ目は、株主の権利を確保したうえで株主ときちんと対話をすることです。二つ目は、適正で透明性の高い自発的な情報開示をすることです。三つ目が、取締役会としての責任をきちんと果たすための仕組みを構築することです。従って、企業は、さまざまな取り組みを改善していく責任を負います。もちろんコードはプリンシプルベース（原則主義）が前提になっていますので義務ではありませんが、コードを採択した途端に実質的に義務となり、十分な説明責任を果たす必要が生じます。

その意味で、私は企業と投資家の関係はこれから1、2年、急速に変わってくると想定しています。首藤先生のご指摘にもありましたように、お互いにウイン・ウインの関係を求めて、非常に緊張感のある建設的な対話が促進されるはずで、結果として、企業は、経営自体を、特に長期の投資家が望んでいるような形態へと改善していくこととなります。

ただし当面は、先進的な取り組みをしようとする企業と横並び意識が強く静観する企業に二極化していくと考えます。もっともインベストメントチェーンにおいては、既に企業を選別するフェーズに入っていますので、いわば周回遅れになった企業が挽回することは難しいと思います。まさに、投資家は企業を選別しますし、いかに示唆に富む意見を開陳していただけるかという点において、企業も投資家を選別していくこととなります。

テーマを変えますが、本日、私は説明用のスライドを1枚だけ用意しました。スライドの左上が弊社の経営のモットーです。企業はそれぞれに経営理念やモットーを持っています。オムロンは、クリエーティングシェアバリュー（CSV）的な発想を創業から81年にわたり継続してきました。そして、左下は経営の特徴です。企業にはさまざまな経営の特徴、あるいは強みがあるはずで、ただし、日本企業が長く低ROEに甘んじてきたのは、どれだけ素晴らしい経営のモットーがあっても、尖った事業の強みがあっても、それだけでは持続的に企業価値を高めることはできないからではないでしょうか？ つまり、右側に列挙した広義のガバナンス、私はマネジメントシステムという表現をしていますが、これらのシステムがしっかり経営にビルトインされているかどうか、この点がキーポイントです。

折角ですから、8項目のうち重要なものについて補足説明します。まず、2番目、透明性の高いガバナンスです。監査役会設置会社ですが、「社長指名諮問委員会」を設置しています。弊社では、社長の選任も社外取締役がキャスティングボードを握っているシステムを導入しています。2007年から社外取締役の富山和彦さんに委員長を務めていただいています。社長選任プロセスを2011年版のアンニュアルレポートに「新社長誕生秘話」と題して開示しました。3番目、私どもは事業の評価をするフェアに指標としてROICを活用しています。当然のことながら、こういった指標を掲げて中長期の成長を目指し、取締役の報酬インセンティブも同じタームで具備しています。これが4番目です。5番目、私どもは10年の長期ビジョンを策定しています。オムロンはファクトリーオートメーションを主要な事業とする製造業ですが、制御・コントロールの世界に「フィードフォワード」という概念があります。弊社は10年先に、どのような社会が到来するのかを想定して、現時点で、どのような事業や商品・サービスの提供を行うのか、如何なる要素技術開発を行うべきなのか、こうした10年タームの長期的な視点での経営を進めているということです。そして、10年間を3年、3年、4年の三つのフェーズに区切って事業のPDCAを回しています。3年の中期計画については、売上高、売上総利益率、営業利益率、ROIC、ROE、EPSの目標を開示しています。6番目にあるように、投資家とエンゲージメントをするためには、企業側が、まずきちんとした情報開示をすることが必要条件です。投資家が頑張って対話をしようとしても、例えば企業側が「開示していません」と応じたら絶対に対話にはなりません。ただし投資家には「株を売却する」という究極の選択肢があります。従って、企業も注意していないと、ある日突然に株価が下がるということにもなりかねません。それから7番目、弊社は報酬インセンティブとして、1年の固定報酬、1年の業績連動賞与に加えて、3年の業績連動賞与、有償のストックオプションがあり、かつ毎月取締役は一定額の自社株を購入する役員持株会のような制度を持っています。つまり、長期の投資家との目線を合わせた経営を行いたいという意味であり、株主を含めたステークホルダーに向けたメッセージです。

それでは、なぜ時間をかけて具体的な内容をお示ししたかということ、投資家は、どういう形でスチュワードシップ責任を果たしたらいいのか悩んでいます。私は8月の下旬から10月の下旬までの2カ月間にのべ40社ほどの機関投資家とミーティングをしました。目的は、投資家がスチュワードシップ

責任を果たす際に、企業としては、どのような事柄について議論したいか、という問いかけに応えるためです。その際にも、本日お示しした同じスライドを示しました。つまり投資家は、このような項目について企業の取り組みをチェックすることにより、少なくともスチュワードシップ責任を果たすための第一歩になると考えています。もちろんお題目だけでは駄目なので、同時にエビデンスを確認することも必要です。私も、この8項目に関するエビデンスを要求されれば、更に具体的に説明しています。

最後になりますが、企業は、自らの価値創造の取り組みについて自発的に開示をしなければならないと考えます。対話の機会や時間は限られていますので、それを克服するための有効な手段が統合報告書です。統合報告書というのはいろいろな定義がありますが、私は、「統合的な思考によって経営の実態を分かりやすく具体的に示した企業報告書」と定義しております。2014年度には150社程の企業が統合報告書を作成しました。多分2年ぐらいのうちに、400社ぐらいの企業が統合報告書を作るようになる想定しています。そうなれば、投資家は、まず年に1回出る統合報告書を読み込んで、企業の本源的な価値がどこにあるのかを確認した上で、更に聞きたいことがあれば直接対話のときに質問すれば良いのです。平時のこういう企業側の開示をきちんと読んでいただいた上で、企業の経営戦略を理解して質問をしていただきたいのです。これが私の、企業の立場からの投資家に対してお願いしたいことです。

駆け足になりましたが、私の説明は以上です。

原田 どうもありがとうございました。

それでは続きまして、桂様から、アセットオーナーの立場で、基金の立場ということでお話しいただきます。

桂 企業年金連合会の桂でございます。

[配布資料はこちら](#)

先ほど GPIF の清水様からお話ございましたが、私どもは、いわゆる中脱者といまして企業を途中で辞められた方のポータビリティ、通算年金を扱うということで、加入者が約3,000万人、受給者が約700万人強という形で事業をさせていただいております。

まず、企業年金連合会は既に6月にスチュワードシップ・コードの受け入れ署名を致しておりますが、9月末でいくと金融庁の開示された160機関の中で、私どもは年金基金等という17機関の一つになっておりまして、公務員共済系が国家的なレベルで2、地方系で5、学校共済系が2、中小企業系が1、公的年金系が3、ということで、GPIFと同様に、私どももこのくくりとなっております。それから民間年金基金系がまだわずか2、それに海外年金系が2と、こういう状況です。

署名をしたということで、連合会としてのスチュワードシップ・コード責任を果たすための方針ということで、運用方針を改訂しましたので、関係する運用機関さま全部にお送り致しまして、この10月末から11月初めにかけて、いわゆる第2四半期、半期までの運用報告会を行った中で、国内株の運用会社から、スチュワードシップ責任を果たすための方針、あるいはどのような体制でやっているか、さらに議決権行使基準等の報告を受けております。スチュワードシップ・コード署名をしたということで変わった点を挙げれば、議決権行使結果や、企業とのエンゲージメントをどうされたか、ということまで突っ込んだ話、報告を聞かせていただいた、こういうところが形として変わってきたということです。まだまだスタートしたばかりではありますが、一歩進んだという感じではないかと思えます。

企業年金のスタンスですが、ご承知のとおり、企業年金の資金あるいは資産は、企業の退職給付制度の運営の主たるひとつという形を取っていて、企業会計上の退職給付会計の流れの中で、企業年金のミッション、使命とは、長期にわたる年金給付を継続して行うということ、同時に、いわゆる老後の生活の安定を支えていくという大きな使命を持ってやってきているわけです。従って、企業年金というのは、この母体の企業と企業年金の基本的な方針を、きちんと確認をするということが大前提で、企業年金のガバナンスのきちんとした確立を、母体との協議の中で日常やっていくことになるわけです。従って、予定利率と書いていますが、企業年金の財政上のこの予定利率は、最近2パーセントから2.5パーセントが主力になってきていますが、予定利率を上回るリターンを確保を最低限求めて日々運営をしているわけです。

ここまでの世界ですと、先ほど清水様もおっしゃったフィナンシャルインベストメントというところで企業年金の活動は終わってしまうわけですが、さらに資産の保有者としての企業年金が、仮に、自家運用等を持って資産の運用者になったときに、どのような思いが出てくるのか。これは私が勝手に想像したわけですが、期待リターンを確保できる企業の選択を積極的にしようではないかになるか

もしれません。いわば高配当の企業を選別して、20社程度を委託先の運用機関に選択していただいてそれをファンドにしてやっていくとか、あるいはESGの観点を重要に考えて経営している企業を選択してくださいとお願いして運用してみようとか、もしかしたらそういう行動に移る年金もあるかもしれません。あるいは、期待リターンを長期にわたって確保できるような企業を発掘、プライベートエクイティの世界に少し踏み込むかもしれませんが、そういったことをしながら、年金資金を通してより良い企業を育てていく、あるいは国連責任投資の資金の循環ではないですが、この金融の資金の循環を通して世の中を良くしていこうとか、より良い企業を育てていくのだ、そういう考えの下で投資をしていこうと動いていく企業年金も出てくるかもしれません。

ただ現実には、ほとんどの企業年金は資産保有者・運用委託者であって、自家運用をやっている基金はわずかしかないわけです。従って、あくまでも機関投資家との関係において、思いを実行しているのが現実です。スチュワードシップ・コードに署名、受け入れの宣言をしなくても、日常今までの活動の中で、機関投資家に私どもの企業年金の方針はこうなのだとすることで、いろいろな観点からでの運用要請は可能ですし、また機関投資家の選択の際には、企業年金としての考え方に基づいて、機関投資家のいろいろな運用方針や組織体制、人材、コンプライアンスの体制はどうなのか等確認しながら、運用機関の選択もできるわけです。ですので、なぜ署名をしなければならないのかと素朴に思っている企業年金は現実にあるわけです。

最近ようやく、機関投資家やコンサルタントの専門家を招いて勉強していこうということに動き出しています。しかし、先進的な基金はもう既に署名をしておられますので、そういった先導している企業年金を中心に、恐らくこれからいろいろな意味で動いてくるように思います。それがどのように変わるかですが、受け入れ表明、署名をしたことによって、恐らく機関投資家との新たな緊張関係が生まれ、四半期ごとの運用報告会等のやり方も変わってくるだろうと思います。これは逆に言えば、企業年金側も相当努力をしなければならぬ、受け入れ表明をして署名をすることに対する責任も含めて出てくるということは覚悟の上で、受け入れ表明をすることが非常に重要ではないかと思えます。

要は、アセットオーナー、資産保有者としての企業年金が機関投資家に新たな、良い意味でのプレッシャーをかけて、機関投資家とともに企業の価値を向上させるような動きに展開できるというのが、これから非常に重要な考え方になってくるのだろうと思います。従って、私どもとしても、企業年金それぞれの皆さん方と勉強会を持ちながら、いろいろな意味で進めていくことが大事ではないかと考えているのが現在の状況です。

ありがとうございました。

原田 ありがとうございました。

最後に、岩間様からご説明いただきます。

[配布資料はこちら](#)

岩間 私ども投資顧問業協会は、いわばスチュワードシップコードを、アセットオーナーから受託した後実際に運用者として実践する立場にあるわけです。そういう意味ではこれは、もともと策定の検討段階からわれわれとしては非常に強い関心を持ち、策定され実現された後、それが実際に円滑に動いて、所期の目的を達成できるような形でわれわれプレイヤーが参画できるようにしていかなければならないと考えまして、実は、会員会社がどういうビヘイビア、あるいはどういう方針でこういうことに対応してきたかをフォローしております。

きょうご紹介するのは、8月の時点でわれわれの会員各社がどのように日本版スチュワードシップ・コードに対応しているかについてアンケートを採りましたので、それをまとめたものをご紹介します。現在の状況と今後に残されている課題とはどういうものかをご理解いただきたいということで、ご案内しようと思っております。

ここにありますのは、アンケートの目的、調査対象、アンケート項目です。アンケートの目的は先ほど申し上げたとおりです。調査対象になりましたのは、わが協会の投資運用会員194社、それと日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明したその他の会員会社6社、計200社です。アンケートの項目としては、コードの1番と2番に該当する方針の策定について、というくくりと、的確な状況把握および目的を持った対話エンゲージメントという原則3、4についての項目と、議決権行使に関する考え方、行使状況、および報告体制、これは原則5、6ですが、についてのくくりと、それから、われわれ運用会社として非常に大きな課題である実力の具備というコードの7番です。その後に、さらには開示の中身や総会のあり方と、そういったことについて関連するその他の事項を設けまして、アンケートを実施した次第です。

これがどういう回答社数になっているか、又、回答社数を日本株運用残高ベースで見た場合にどのような割合になっているということですが、注目していただきたいのは右側です。われわれの会員各社が運用しております日本株のファンドについては、ほとんど 90 パーセントを超える割合で、スチュワードシップ・コードにサインし、方針を策定しているということです。左側を見ていただくと、受け入れ予定がない運用会社の割合が 42 パーセントありますが、これはもともと日本株に投資をしていないということが、その理由の大半でありますので、日本株を少なくとも長期で運用する観点で取り組んでいる会員会社は、スチュワードシップ・コードについて、それぞれの会社の方針をきちんと策定しているということです。一番下に書いております受け入れ予定がない 11 社は、これはヘッジファンド、要するに短期保有が前提になっている所が多いということです。ヘッジファンドのマネジャーというのは、実は、あまりわが協会に加入している所は多くないのです。ヘッジファンドのマネジャーは日本にもたくさん居ると思いますが、そういう所はもともとスチュワードシップ・コードにサインするというニーズを持っていないということで、これは裏返して言うと、運用会社においては投資のプロダクツの性格、要するに長期の株式投資をしているかどうか、そういう商品については当然スチュワードシップ・コードは絡んでくるが、しかしそうではないものについては、場合によってはその対象にならないと、こういう商品ごとの対応の方策が多分今後出てくると思います。これはもう少し、アンケートの採り方を工夫しますと、その辺が浮き彫りになってくるのではないかと思います。

次のスライドは、日本版スチュワードシップ・コードに関する顧客の関心、あるいは顧客への働き掛けはどうかということ。これは、どのような顧客に説明しているかということ、お客さまから要請のあった所に説明をしているというのが一番多くなっています。さらには、お客さまからいろいろ質問されたことがあるのかということについては、ある、というのが 57 パーセントになっていて、顧客に付いているコンサルタントからそういった質問を受けたことがあるかどうかについては、33 パーセントになっています。これは、コードができてからまだ時間がたっておりませんから、その時点でのアンケートですので、取りあえず滑り出しとしてはこのようなものではないかということです。やはり、お客さまとコンサルタントの関心はまだこれからであろうということになると思います。

次にエンゲージメント活動の対象となる株式銘柄はどのようなものを対象にしているかです。左がモニタリングで、右がエンゲージメントです。ここで注目するのは、投資している全銘柄にエンゲージメントするというのが 47 パーセントと非常に高くなっています。全銘柄エンゲージメントをきちんとするのはそう簡単なことではありませんので、エンゲージメント活動についての各社の捉え方については、もう少し掘り下げてみないと分からないところがあるのではないかと、そういう意味での認識の度合いがばらついているのではないかということがあるのではないかと思います。ただし、これでもご覧いただけるように、スタートして間もない時点ではありますが、非常に前向きな姿勢で取り組んでいるとは言えると思います。そういう意味では、皆さま方に期待していただきたいところです。

次のスライドです。これは企業との対話において、どういうテーマを重視して取り組んでいるかということです。左側のグラフは、会員が重視するテーマを三つ選んでもらい、それを集計したものです。ご覧のように、企業戦略、企業業績および長期の見通し、ガバナンス体制に特に着目するところが多いということです。背景が赤で示されていますが、このテーマは企業の成長にとって非常に前向きなものといえることができると思います。従って、テーマの持ち方というのは、会員各社ともに、スチュワードシップ・コードの本来の目的に基づいて、持続的な企業価値の増大をどうやって担保できるか、そういうことについて企業はどのような努力をしているのか、ということに焦点を当てているということです。ですからこれは非常に適合性のある動きだと思います。

しかしながら、実際にエンゲージメント活動をしていく上では、かなりいろいろな問題が当然に生じるわけです。そういう観点で聞いたものがこのスライドで、やはり活動にはコストが掛かると、これをどういう具合にこなすことができるか、それから活動に必要な人材がどれだけ確保できるかが非常に心配だと、これにかなりの努力を要すると言っている、ということです。

あとは、インサイダー情報が入ってきたら困るとか、首藤先生からもお話がありましたが、利益相反をどのようにマネージするかについて神経を使わなければならない、ということは、コンプライアンス、あるいは、最終投資家の利益にアラインさせるためにどうすべきかという、本来の立場でそういうことに気を配っていることが伺えると思います。これも私は、健康な問題意識だろうと思います。

次のスライドは、本年度における議決権行使の状況です。これは一言で言うと、今年はかなり株主フレンドリーな総会が多かったことが示されているのではないかと思います。要するに、こういった

ガバナンスの問題や、利益還元をもっときちんとしなさい等、そういった社会環境の中で増配をする、自社株買いをする、これは単なる ROE を上げるためにやるのではなく、株主還元に必要なことをやっていきたいという企業側の努力も現れておりますので反対票は少なくなっている、それから株主提案議案で賛成票が低くなっている、要するに、割にラショナルな判断がなされているのではないかと、これももう少し分析しないと分かりませんが、そういうことになるのではないかと思います。

次は第7コードです。エンゲージメントをするには、発行体の経営からきちんと還元される、意味のあるものをやらなければいけないということで、そういう意味で言うと、対話スキルの向上、判断分析力の向上、人材育成、体制整備、情報収集の工夫、そういったことが非常に課題であるということです。対外的な取り組みとしては、企業との対話促進や、他の投資家との情報交換をどのようにできるか、ということです。コレクティブエンゲージメントというのが英国のコードに入っていて、それを実践するためにどういうことが必要かが現在工夫されている最中だと聞いていますが、日本では法的な環境整備等もあり、なかなかまだそこまでいっていないこともあります、今後の課題の一つであろうと認識しております。

次に、その他ということで、一つは情報開示の問題です。投資した企業が発行、発信する情報についてどのような項目の充実が必要と考えるか、ということです。これも基本的には、戦略、資源配分、長期の見通し、それとリスクマネジメントの観点でのガバナンスが注目されており、これも割に妥当な結果になっているのではないかと思います。

最後のスライドです。これは株主総会に関して、企業に取り組んでいただきたい課題です。やはりエンゲージメントするのに、実際にいろいろなことをやらなければなりません。例えば、議題の検討をどのようにするかについても時間が非常に大事であることが一つと、それから説明のていねいさ等についての要求が大きいということだと思います。これは今、経済産業省の伊藤レビューに基づくいろいろな研究会で検討されている中であるとも言えるわけで、今後の進展がわれわれの立場としても非常に期待されるということだと思います。

ありがとうございました。

原田 貴重な情報、どうもありがとうございました。

これからディスカッションに入りたいと思います。このディスカッションに先立って、10 日程前に、その時点での参加登録者の方が 150 名程いらっしゃいまして、全登録者にアンケート調査を致しました。どういった論点について議論すべきかについて自由記述と選択肢でお願いしまして、約 3 分の 1 から回答を頂いております。その回答をこれからのディスカッションの中に組み入れながら進めていきたいと思っています。

まず日本版スチュワードシップ・コードの幾つかの論点について議論したいと思います。先ほどの、金融庁の笠原様の説明の中での、建設的目的を持った対話、スチュワードシップ・コードで言う原則 4 に関係しますが、その対話について、このエンゲージメントの活動がコードができたことでどのように変化するか、あるいは変化してきているのかという点があるかと思っています。それとこれも一緒に議論したいのですが、対話の主題は何であるべきか、何が最も重要なのか、この 2 点につきまして進めたいと思います。既に、アンケートのサーベイの結果の中でも幾つか紹介されておりますし、安藤様の説明の中でもそれに関係することがあったと思いますが、この点について、ある程度説明いただいておりますので簡単にコメントということで結構です。

この点、首藤先生はどのようにお考えでしょうか。

首藤 対話の主題は、企業の長期戦略であり、企業はそれを分かりやすく投資家に説明することが肝要です。先ほど安藤さんのお話を聞いて非常に感心したのですが、投資家と企業との間で評価の軸がもし違ったとしたら、それを長期の視点で埋めるという、その点がとても重要だと思います。それに関して、企業戦略の目的、方向性、リスク、これが重要だと思います。もちろんその実現を支えるガバナンス体制が不可欠であることは確かです。

原田 安藤さんはいかがでしょう。

安藤 先ほど具体的にお示ししましたが、一言で申し上げると、企業が事業価値、株主価値、ブランド価値、これらをバランス良く持続的に高めるためにどのような経営をしているか、経営力を問うていただきたいのです。投資家の一番の興味は、企業が資本コストをどのように認識していて、実際にどれだけのリターンが出ているのか、ROIC でも ROE でも良いのですが、本当に株主価値を高めること

ができていくかということです。このテーマには様々な要素が関係しますので、投資家の関心もまちまちです。やはり投資のフィロソフィーが違いますし、企業も業種や規模、社歴でかなり異なります。ここは投資家が企業の実態をよく見極めて、効率的かつ効果的なエンゲージメントになるよう努力する必要があると思います。

原田 今、安藤さんがおっしゃった、資本コストやどの程度のリターンかというお話ですね。先ほど、首藤先生のお話の中で、ROE が何パーセントだと、それは結果であってそれが必ずしも目的ということではない、というお話があったと思うのです。ジョン・ケイさんも同じようなことを前おっしゃっていた気がします。そのプロセスというか、それに至るプロセスは、今、安藤さんがおっしゃったように、いろいろな会社によって、どのようなことかはそれぞれ違うので、その辺はどのようにお考えですか。

首藤 キャピタルコストですが、企業がどういうビジネスを行っているかによって、投資家が期待するリスクプレミアムは当然違うわけです。業種によっても違うでしょうし、企業の発展段階によっても違うでしょう。その企業がどういうリスクを取ってビジネスを展開していくか、ROE を実現しようとしているというなら、その点についての説明が必要だと思います。しかしながら、企業の長期的な事業戦略や継続的な価値の追求の方向を十分に理解することなく、投資家サイドから、ROE を何パーセントが望ましいということを要請するような形になるのは、非常に望ましくないことではない。8 パーセントとか 10 パーセントとか数字が一人歩きすると、エクイティを絞ってただただそれをクリアしなければならないと考える企業が出てきてもおかしくないのです。自分の企業がどういう事業をやっているのかということを十分に説明して、投資家の短期的な要請に対してはきちんと反論をし、自分たちに合理的な指標を提示すると、そういう姿勢が必要なのではないかと思います。

原田 ありがとうございます。

安藤 実は先ほど、オムロンでは中期目標として6つの項目、具体的には、売上高、売上総利益率、営業利益率、ROIC、ROE、EPS を開示していると説明しました。多くの投資家から、なぜ他の企業はオムロンのような取り組みができないのかと、質問されます。私は、少なくともオムロンは、ボトムアップで積み上げた計画があるので、経営陣に少しの勇気があれば開示することができる、と答えています。往々にして、中期の目標というのは願望であるケースもあるのではないのでしょうか。弊社にはボトムアップの計画がありますから、グループ CEO は3カ月ごとに ROIC の改善の進捗状況をチェックしていますし、もちろんカンパニープレジデントは、1カ月単位あるいはもっと短いタームで計画の進捗状況を見ています。綿密な計画がありますので、どこが計画どおりでないのか、あるいはわれわれが想定している以上に改善しているところはどこか、明確に把握できます。弊社は、ROIC 経営を掲げており、それを KPI までに落として事業部門ごとに改善・実行計画を持っていますので、このような取り組みをご紹介しますことで、日本企業のマネジメントシステムが改善すれば、コーポレートガバナンス責任を果たしやすくなるかと考えています。

原田 ありがとうございます。

岩間会長、ご説明いただいたアンケートの結果ですが、これは非常に貴重な資料だと思います。継続的にこういうことをやられていくわけで、これは対話をされるときに、対話の内容としてこういうものを重要していることがはっきり分かってきますので、そういうところを中心に上場企業としてもいろいろ事業計画なり経営方針なり考えていけばいい、そういう考え方で使えるということですか。

岩間 そういう具合に使えると思います。運用会社は、当然ながら顧客投資家からリターンを求められます。それではなければ仕事をやったことにならないということです。ただ、仕事というのはヘッジファンドがあれば、長期のアクティブ運用があれば、株式に絡むものでもいろいろあるわけです。スチュワードシップ・コードは、お題目ではなく、本当に効果を発揮できるかどうかのポイントです。ROE や ROIC とは、やはり資本コストを上回る持続的なハイリターンが出るのが一番望ましいわけで、どうすればそういうことに近づけるか、会社の長期戦略やあるいは経営者のお考え、リスクをコントロールできるようなガバナンスストラクチャー、そういったことをいろいろ見ていくのだと思います。そういうことがしっかりと、なるほどというエンゲージメントがどこまでできるかということは、対話が有効に成立しないとできないので、ここはまだ実験段階だという所が多いと思います。

ただ、私が元居た会社でこういった実験をやりましたが、非常に良い反応がありました。それでわれわれとしては非常に自信が付いたというところがあります。経営者の方々もいろいろとお考えになられてるわけですし、安藤さんの会社はまさにその典型だと思います。そういうことが一つでも二つでも増えてくるということが、全体のベータを上げていく、市場全体を活性化させていくと、これが究極のゴールだと、それで日本経済が発展していった全部が良くなればと思います。なかなかそうはいかないとは思いますが、そのようになることを期待したいと思います。

原田 それを継続してやっていくということですね。

安藤さんは、先ほど統合報告書の話をしていましたが、統合報告書の一つの、このアンケート調査と同じような目的にも使えるというお話をされていました。要は、統合報告書の中に書いていることを、今度は機関投資家が質問をしていけばいい、ということをおっしゃっていましたよね。

安藤 先ほどお示したスライドは、本年度 2014 年版の統合報告書を作る際のコンセプトペーパーそのものですし、企業価値の向上をどのように確かなものに行っているのかを記載したつもりです。CEO は CEO なりに、CFO は CFO なりに、社内で役割分担をしていますが、持続的な価値向上を実現する、換言すれば「稼ぐ力」をたたき出すための価値創造ストーリーが最も重要です。「アニュアルレポートと CSR 報告書を合本しました。統合報告が出来ました」と言う人がいますが、「統合的思考があるか否か」は極めてクリティカルです。やはり統合的思考が稼ぐ力の源泉です。

ただし、企業がストーリーを伝える場や手段は多くないので、私は多くの企業が統合報告を作成することにチャレンジし、投資家がうまく活用すれば、建設的な対話（エンゲージメント）の極めて有効なツールになると確信しています。国際統合報告評議会（IIRC）は、マテリアリティとコネクティビティを一番重視しています。まずは、簡潔に作る必要があります。そのうえで、財務情報と非財務情報の結合性、コネクティビティが重要です。弊社のレポートでも、コネクティビティの追及は道半ばですので、これからも鋭意改善していきます。やはり企業がこだわっている価値創造のプロセスを統合報告書の中にわかりやすく記載するのがベストです。

原田 分かりました。ありがとうございます。

ここで取り上げたい問題はいろいろありますが、コーポレートガバナンス・コードと、この二つのコードの相互関連性で何か残された問題がないのかという観点での議論もあると思います。

コーポレートガバナンス・コードの論点の議論に移ります。先ほどの対話については、アンケートをした結果、100 パーセントの方がこれについてはぜひ議論してくださいということでした。コーポレートガバナンス・コードにつきまして、一番関心が高いところは、独立社外取締役の独立性の判断基準や資質についてどう考えるべきか、基準・資質についてのハードルは、今いろいろ議論されているよりも高くすべきなのか、もう少し低くてもいいのか、そういうことも含めて議論したいと思います。

首藤先生、いかがでしょうか。

首藤 独立取締役の要件ですが、例えば会社法では取引関係による基準ですから十分にカバーしていないということになると思います。東証では、取引関係に加えて、コンサルタントや会計士、法律専門家等、そういった関係者で一定の報酬以上を受けていない者が独立だということです。では一定の報酬というのはどれぐらいなのか、非常にあいまいです。実際には、東証だけではなく、議決権行使会社がより高いハードルを設けております。企業の所有者の構造が大きく変わってきているときに、あいまいな基準をそのままにしていること自体が、日本企業のガバナンスに対して国際的な見方がされている要因だと思います。私は、結論的に言えばもう少し厳しくすべきだと思います。そしてこれはコードというよりも、むしろ取引所のルールとして明確にするべきではないかと思います。他の多くの国でも取引所ルールで規定されております。あいまいさを避けるという観点から、これは最初から非常に高いハードルを設けるのが難しいとしても、少なくとも明確な基準を設けておく必要があります。それが十分でないということであればそれを高めるという方向への絶えざる変化が求められます。

コードについては、単にコンプライアンスということだけではなく、自主的な対応が市場で評価される点が重要です。したがって、取引所ルールとして最低基準を定めておく必要があると思っております。

原田 ありがとうございます。

安藤さん、有識者会議のメンバーである富山さんが独立取締役をなさっておいでですが、この点、資質、基準についてはいかがでしょうか。

安藤 むしろ社外取締役の複数化や持ち合い株式に対する説明責任は、これは企業にとってのコーポレートガバナンス責任を果たす上でのファクターのひとつであって、私としては、株主を含めた全てのステークホルダーに対して、どのように信頼関係を構築していくのか、これが一番重要なポイントであり、コードが企業に求めている本質であると考えます。

それから、社外取締役の独立性に関連して申し上げますと、あくまでも私の個人的な見解ですが、委員会設置会社のガバナンスと監査役会設置会社のガバナンスに優劣があるとは考えていません。なぜなら、両者の取締役会で議論される議案の中身に違いがあるからです。つまり、社外取締役が過半数いても議論できるテーマの議案が多いはずです。ですから、株主から見て、どちらの機関設計のガバナンスがより優れているか、これは非常に難しい問題です。監査役会設置会社であっても、弊社のように四つの諮問委員会を設置して、それぞれに社外取締役に委員長になっていただいてガバナンスを効かせている会社もあります。実態がすべてです。先ほど、社長指名諮問委員会に触れましたが、実は、投資家からオムロンのガバナンスは悪いと言われたことはありません。社長指名諮問委員会の説明をすると、全ての投資家が「大変良く分かりました。グローバルにいろいろな企業に投資していますが、経営者の交代のプロセスについて回答してくれたのはオムロンしかありません。いわば社長の指名は究極のガバナンスに他なりませんから」との感想を述べてくれます。

原田 岩間さん、この点についてはいかがですか。

岩間 独立性については、できるだけ独立性があったほうがいいのだろうと私も思いますが、実際問題としてそれはどこまでできるかという問題が現実はあるのだろうと思います。やはり取締役会で議決をするときに、利益相反の関係が出る可能性があるわけで、それをどのようにマネージするかをはっきりさせることが、まず出発点なのではないかと私は思っております。今、安藤さんがご指摘になった、CEOのサクセッションプランをどれだけ正当性を持って主張できるかというのは、これはまさに究極のガバナンスであるのは誠にそのとおりでと思います。だから、そういうことがきちんと担保できるような形がとれているのであれば、委員会設置会社だろうが監査役設置会社であろうが、それをとやかく言うことではないのではないかと思います。

ただし、外から見ると、日本のガバナンスストラクチャーというかコーポレートストラクチャーは、非常に複線化していて分かりにくいと一般的にいわれています。だからそこをこれからどうするのかという話は、少し練っていかなければならない問題なのかもしれません。

原田 顧問業協会の中でガバナンス研究会をこの3年程開かれているわけですね。そこでいろいろな、そういったことを含めて議論されているということですか。

岩間 われわれの問題意識は、コーポレートガバナンスの問題を提起するとなると、どうしても発行体の経営を投資家が責めるということがあって、私は、それではあまりうまくいかないだろうと思っています。従って、われわれが始めたのは、むしろ経営側がどう捉えておられるか、経営側がコーポレートガバナンスはどのようにあるべきかと思っていらっしゃるか、現実に遭遇する課題に対してどうお考えなのか、その辺から解きほぐして、議論を進めているということです。ですから、ゲストスピーカーとしては実際に長く経営をやられたご経験のあるCEOクラスです。そういう方々に来ていただいて、それぞれの私見を述べていただき、それをベースにディスカッションするというのでやっておりますし、われわれとしては当面の課題として、運用会社はそもそも自分たちのガバナンスはどうなっているんだという批判もあるわけで、そういうことについても、これからご信頼いただけるような業界であるために、どうしていったらいいか考えていかなければならないと思っている次第です。

原田 その辺につきまして、今、岩間さんからコメントいただいた運用会社のガバナンス等、基金としては外部委託されるわけですね。その辺については桂さんいかがお考えでしょうか。

桂 企業年金側からすれば、運用機関の選択が一番重要な課題だとまず考えます。従って、今も継続してやっていますが、それが年度運用報告という単に定量的な結果だけではなく、やはり定性的な運

用会社のいろいろな、ガバナンスも含めた力量あるいは人材の体制、リスク管理、コンプライアンス管理を含めて、そういったものをきちんとヒアリングして、そして新たな選択を行うのが大事だと思っています。

原田 ありがとうございます。

それでは最後に、二つのコードの相互関連性について残された議論ということで、たたき台の最終版が、恐らく今週末から来週ぐらいに発表されるのではないかとわれておりますが、このガバナンス・コードは、今提示されているもので30あると思います。この30の適用条項を、今後どのように評価すべきなのか、評価にあたっての課題はどうかということ。これから適用するというので少し早過ぎる話かもしれませんが、今後必ずそれが問題になってくると思いますので、その点について、岩間さん、いかがでしょうか。

岩間 まだ詳細に検討が済んでいるわけではありませんが、車の両輪であると思っております。投資家サイドからのスチュワードシップ・コードのアプローチと、それとガバナンスがガバナンス・コードによって、それぞれの企業でどこまでいけているのか、それはそれぞれの項目の細かいところまで、ということでしょうか、とどのつまり、コーポレートガバナンス・コードでもダイアログという対話が入っているわけで、そこに私は焦点があるのではないかと思います。両方の立場できちんと、しっかりした実のある効果的な対話がどこまでできるかということで、こちらはこちらで努力するし、企業側はコーポレートガバナンス・コードの新しいものにのっとったディスクロージャーや、あるいは取締役会のストラクチャーやその他もろもろ、きちんとご説明いただくということに尽きるのではないかと思います。

方向性としては、私は、今のコーポレートガバナンス・コードの検討方向は、取りあえず満足いくものだと思います。課題は残るにしても、そうっております。

原田 ありがとうございます。

それでは、きょうの冒頭にありました基調講演の、笠原さんの話の最後のところで、私から少し質問させていただいた点ですが、ともにこの二つのコードというのは、プリンシプルアプローチでコンプライ・オア・エクスプレインと自主規範だということです。しかしながら、このコーポレートガバナンス・コードについては、取引上の上場規則の中に組み込まれて策定されて、それを企業が取り入れるか取り入れないかと、そういった流れになるのではないかとわれております。そうすると、その位置付けがプリンシプルアプローチでコンプライ・オア・エクスプレインなのですが、ニュアンス的に言うと、スチュワードシップ・コードよりもやや強制的なニュアンスがあるような感じもするのですが、その辺はどのように考えたらよろしいのでしょうか。まだ最終的にどうなるか分からないところで議論しても仕方ないのかもしれませんが、首藤先生、どのようなお考えですか。

首藤 ガバナンス・コードはスチュワードシップ・コードと対になっている企業の行動規範で、本来、取引所ルールとは別のものだと思います。行動規範が投資家サイドと企業家サイドで自主的に使われ、うまく全体としてガバナンスが機能するように使われるのかどうかは課題だと思います。コーポレートガバナンス・コードを今の段階で見ると、ほとんど OECD に沿ったもので、原則としては必要なものは大体カバーされているのではないかと思います。

原田 ありがとうございます。

最後の論点に移ります。「企業もアセットオーナーもアセットマネジャーもフィデューシャリーですよ、よく最近いわれる受託者責任、フィデューシャリーとしての責任を果たすべきだという考え方」かと思います。CFA 協会のフィナンシャルアナリストジャーナルという機関紙があるのですが、2014年5月6月号のゲストエディトリアルで元 CFA 協会 CEO のジョン・ロジャースが、『New Era of Fiduciary Capitalism? Let's Hope So.』という論文を書いています。それに関連しているのですが、こういった考え方がありますが、企業、アセットオーナー、アセットマネジャーは、この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・コードをそのためのツールとしていかに生かすべきか、これについて4人のパネリストの方から一口コメントを頂きたいと思います。

まず、首藤先生、お願いします。

首藤 そういったことに尽きるわけで、それぞれが自分の目的は何なのかということを確認にして、

その目的をきちんと実現していくためのツールとして利用するという事だろうと思います。私が申し上げましたとおり、投資家サイドと企業サイドの目的はうらはらと違いますか、目的を共同しているわけですので、その間に食い違いがあるということになれば、そのコード自体に問題があるということになるかと思いますが。

原田 ありがとうございます。安藤さん、お願いします。

安藤 質問のお答えにならないかもしれませんが、私自身は、スチュワードシップ責任とコーポレートガバナンス責任がうまく機能して相乗効果を発揮するようになると、最も変わるのは日本企業の最大の弱点といっても良い情報開示であり、フェアディスクロージャーが徹底されるはずで、日本企業の考え方がコンプライ・オア・エクスプレイン、すなわちプリンシプルベースの考え方が定着してくると、雛型主義の法定開示に慣れきった日本企業は必ず自発開示に目覚めるはずで、そうなれば、投資家にとって投資判断に有効な経営情報がどんどん開示されるのではないかと期待しています。

原田 桂さん、いかがですか。

桂 いわゆる従来の受託者責任と何が変わってくるのだろうか、この観点が大事かと思いますが。恐らく企業年金側がスチュワードシップ・コード、あるいは次に出てくるコーポレートガバナンス・コードを母体の企業がどう受け止めるかというところを、真剣に今見ているのです。従って、母体がそういうことに対して前向きに動き出したときに、企業年金もスチュワードシップ・コードについて、いろいろと動いてくるのではないかと、このように今見えています。従って、企業年金がスチュワードシップ・コードを前向きに受け止めて、そして自らの年金ガバナンスを向上させるということが一番大事なことはないかと、そのように考えております。

原田 ありがとうございます。岩間さん、お願いします。

岩間 フィデューシャリーデューティーよりもスチュワードシップのほうが広い概念だと、私は理解しております。要するに、そういう観点でスチュワードシップが掲げられているということではないかと思っています。例えば、フィデューシャリーでは捉えられない生命保険会社のコントラクチュアルライアビリティも、スチュワードシップということでは入ってくると、そういうことが例に出されることがあると思います。いずれにしても、受託者責任、受託する人のためにお金を預かってきちんとやるという責任が確立されるのが大事だということだと思いますし、それから運用会社も、ティックングボックスといいますか、ガイドラインを作って合っているか合っていないかを機械的にやってきちんとやっています、という話では済まないことになっているわけです。おっしゃるように、しっかりとフェアディスクロージャーがあって、それに基づいてしっかりと対話できて、お互いにいい方向に持っていくことがどれだけできるかが大きいと思います。それが今後、期待することであり、われわれも頑張らなければならないことだと思います。

原田 ありがとうございます。

パネリストのかたがた、本当に素晴らしいお話、ご議論いただきまして、どうもありがとうございました。

最後に、当協会の会長から簡単にあいさつをさせていただきます。

瀬尾 日本CFA協会では会長を務めております瀬尾でございます。本日はお忙しい中、シンポジウムにおいでいただきまして、誠にありがとうございました。

CFA協会はアメリカに本部がありますグローバルなアナリスト協会、世界140カ国以上に12万3000人の会員がおります。日本CFA協会は、その日本における支部のような役割を果たしております。私どもは、この同じ会場で月2回から3回程のペースでセミナーや勉強会を開いております。そのテーマは、例えば株式バリュエーションの手法やポートフォリオのリスク管理等に加えて、ガバナンスや投資プロフェッショナルの職業行為規範のような分野にも以前から焦点を当ててセミナーを開いております。私どものホームページをご覧くださいますと、こちらのセミナーの案内が出ておりますので、もしご興味をお持ちいただけるセミナーがございましたら、ぜひご参加ください。

本日のスピーカーの皆さま、パネリストの皆さまは、各分野の第一人者で、それぞれ実務を深くご存じの立場から大変クリアなメッセージを頂きまして、あらためてお礼を申し上げます。

GPIF の清水様のご講演につきまして、メディア関係の方におかれましては、今回のご講演につきましてはご報道を控えていただくということで、ぜひご協力をお願い致します。

それでは、長い時間お付き合いいただきまして、誠にありがとうございました。以上をもちまして、閉会のごあいさつに代えさせていただきます。

(了)