

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-

日本 CFA 協会
協賛: 日本 I R 協議会

日時: 2014年12月10日(水) 13:20-16:30
会場: 東京金融ビレッジ 東京都千代田区大手町 1-9-7
大手町フィナンシャルシティ サウスタワー5階
<http://www.fine-tokyo.com/access/>
言語: 日本語・英語(同時通訳付) 参加費用: 無料

12:50 受付開始

13:20-13:30(10分)

開催の挨拶: CFA 協会 アジア太平洋地域本部 代表 ポール・スミス氏

13:30-14:00(30分)

基調講演: 「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～」(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)

14:00-14:20(20分)

講演: 「日本の株式市場と企業経営 - 投資家の視点から」(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)

14:20-14:40(20分)

講演: 「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」
(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)

休憩 14:40-14:55(15分)

14:55-16:25(90分)

パネルディスカッション:

「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-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の向上のために今、何をなすべきか？」

(パネリスト: 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)

モデレーター: 日本 CFA 協会理事 原田武嗣、CFA

16:25-16:30(5分)

閉会の挨拶: 日本 CFA 協会会長 瀬尾周一、CFA

講演録

日本 CFA 協会特別シンポジウム

「金融の将来」イニシアティブ
-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-

前半登壇者：

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けたことを、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」イニシアティブ、CFA 協会のイニシアティブということで、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いるのですが、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しますが、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」イニシアティ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、今回のセミナーに係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えます。

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えます。

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ティブについて簡単に説明いたします。

開催の挨拶:CFA 協会 アジア太平洋地域本部 代表 ポール・スミス氏,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

パ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いますので、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います。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の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応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 度のものですが、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して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であると願っております。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。

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

基調講演：「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～」（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）

[配布資料はこちら](#)

笠原 ご紹介いただきました、金融庁の笠原です。よろしくお願いします。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りますとおり、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いうところではあります。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はあります。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

については既に大半の方がご存じかと思し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、もっと前向きといいますが、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いますが、「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えます。

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番ぐらゐの所にありますが、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いいのか、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、と思っております。

具体的にどういう枠組みかという、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」にとどまらず、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、との懸念もございます。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、対話をする事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。また、「具体的に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、受け入れた機関投資家の「リストの公表」や、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と思っておりますので、「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うした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した。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した。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、どうぞよろしくお願いいたします。

講演：「日本の株式市場と企業経営 - 投資家の視点から」(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)

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ュワードシップ・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でご用意しましたが、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えます。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。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ぬ日本経済にとっての宿題だと思えます。

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えますが、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、投資家自身が 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。

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えます。

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、コカコーラ、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えます。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えます。

ただ、そういう中でも資金の供給面は、いかんせん、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、本来の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いますが、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、通常のコンベンショナル・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ブに動かすという発想が出てきてもいいのではないかとということです。私は、これを、アクティブ運用にひっかけて、アクティブベーション運用、またはアクティブベーシ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ということです。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ブに動か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。

講演：「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」

(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)

(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おう。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。

結末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。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ば、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、あるいはステーキホルダーの人が、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し、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たことをしてしまう可能性があるのです。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。買い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えます。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いと思った場合、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えます。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えます。

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ケースが多いです。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、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ってしかるべきです。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

でも、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、株主が質問するということが、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ことです。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」ということとなります。

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、よろしく願い致します。

後半登壇者：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。

パネルディスカッション：

「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-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の向上のために今、何をなすべきか？」

(パネリスト：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)

モデレーター：日本 CFA 協会理事 原田武嗣、CFA

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、存分にお話しさせて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いますので、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は、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・ショックの後に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ことそうではありません。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ズ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新たに発掘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。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・エクスプレイン・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ことです。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、企業と機関投資家との関係、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いうのが、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になります。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なので、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いますが、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。よろしくお願いいたします。

[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となります。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）が前提になっており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すが、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おりますので、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っております。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すが、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おります。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年間で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ひ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という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、最近では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の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の観点を重要と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ない、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](#)

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捉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だと思います。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して、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い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ふ、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、一言で申し上げますと、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るかということです。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を感じます。

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や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することで、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ればいい、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もあれば、長期のアクティブ運用もあれば、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ればいい、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こと必要があり、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ふ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だと思います。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、少し練っていかね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して、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ね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なのです。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テeward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、そう思っております。

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が課題だと思います。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ところだと思います。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いいますか、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えます。

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すが、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、離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すが、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と、この観点が大事かと思えます。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ではないかと、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、ティックボックスといいますが、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。

閉会の挨拶: 日本 CFA 協会会長 瀬尾周一、CFA

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ていただきまして、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で、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して、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。

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)