

2015年5月22日 開催

日本 CFA 協会特別シンポジウム 「金融の将来」イニシアチブ

-企業価値向上と持続的成長に向けて: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・コードを活かし、世界に注目される日本になる-
CFA 協会“Putting Investors First Month”イベント

一般社団法人日本 CFA 協会
後援:一般社団法人日本 IR 協議会

日時:2015年5月22日(金)13:15-17:00
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
参加費用:無料

12:45 受付開始
13:15-13:30(15分)

開催の挨拶:Laurel Teo, CFA, Director, Society Advocacy Engagement, Asia-Pacific, CFA
Institute

13:30-15:00(90分)

基調講演:「コーポレートガバナンス・コードについて」金融庁総務企画局参事官(前 総務企画局
企業開示課長)油布 志行氏

15:00-15:20(20分)

講演:「コーポレートガバナンス・コードの意義と実務上の留意点」東京証券取引所 上場部課長
渡邊浩司氏

15:20-15:25(5分) パネルディスカッション準備

15:25-16:55(90分)

パネルディスカッション:「建設的な対話により企業価値の向上を目指す」

(パネリスト:ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役 コーポレートガ
バナンス・コードの策定に関する有識者会議メンバー 小口 俊朗氏, CFA、いちごアセットマ
ネジメント株式会社 代表取締役社長 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識
者会議メンバー スコット キャロン氏, CFA、エーザイ株式会社 執行役兼早稲田大学大学院
講師 柳 良平氏、株式会社ユナイテッドアローズ IR 室長 丹 智司氏、日本 IR 協議会 専
務理事(当時、事務局長・首席研究員) 佐藤淑子氏)

モデレーター:日本 CFA 協会 理事 原田武嗣, CFA

16:55-17:00(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」イニシアチブ

-企業価値向上と持続的成長に向けて: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・コードを活かし、世界に注目される日本になる-

CFA 協会“Putting Investors First Month”イベント

前半登壇者:

Laurel Teo, CFA, Director, Society Advocacy Engagement, Asia-Pacific, CFA Institute

金融庁 総務企画局参事官(前 総務企画局企業開示課長) 油布 志行氏

東京証券取引所 上場部課長 渡邊浩司氏

日本 IR 協議会 専務理事(前 事務局長・首席研究員) 佐藤淑子氏

進行: 日本 CFA 協会 理事 原田武嗣, CFA

(以下、敬称略)

原田 こんにちは。私は日本 CFA 協会の理事を務めております原田と申します。本日のシンポジウムの司会を担当させていただきます。

本日のシンポジウムは、日本 CFA 協会主催、日本 IR 協議会の後援で開催させていただいております。

シンポジウムのテーマは、「企業価値向上と持続的成長に向けて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生かして世界に注目される日本になる」、こういうチャレンジな、期待を込めたテーマにさせていただいております。まさに、この6月からコーポレートガバナンスコードが適用され、もう既に昨年スチュワードコードが導入されている、こういったタイミングの中で本シンポジウムを開催できたことを、非常にうれしく思っております。

本日はたくさんの皆さまの参加をいただきまして、登録者数で 180 名から 190 名ぐらい、200 名を少し下回るぐらいの多くの皆さまに参加していただいております。本当にありがとうございます。

まず、資料について説明させてください。受付でこういったホルダーをお配りしています。このホルダーを開けていただきますと、右と左に分かれております。右のほうにきょうのシンポジウムのアジェンダがありまして、それからその後に本日のご講演者様のご使用になる資料一式が全て収められております。それから左のほうには、CFA 協会関連の資料が収められております。それから、本日は金融庁から企業開示課長の油布様の基調講演をいただくということになっておりますが、そちらのほうは別にお配り致しましたコーポレートガバナンスコード原案、これをお使いになってご講演をされるということになっております。

それからカウンターのところにたくさん資料を並べております。これは、コーポレートガバナンスコードおよびスチュワードシップコード関連の CFA 協会の出版物の日本語訳です。部数に限りがありますが、このテーマについて実践的で有用な情報であると私どもは確信しております。今手元に三つ持ってきているのですが、一つは『ビジョナリーボードリーダーシップ』という資料です。これは長期志向のスチュワードシップという副題がついております。理想的な取締役会ということでアイデア満載ですので、ぜひご活用いただけたらと考えております。それから、『世界における株主権の現状 投資家のための手引き』という資料もございます。さらに『取締役の専門性、アジア太平洋地域における取締役研修の状況』ということで、ガバナンスコードの中にもトレーニングということが入っておりますが、そういったことに関連したものです。その他、いろいろな資料がございますので、ぜひご活用いただければと思っております。

きょうは、こちらのカンファレンスルームがいっぱいで、ライブ中継で外のラウンジのほうでもご覧になれるようになっております。向こうのほうは、さすがソファで座りやすいということなので、もしよろしければ後でお移りになるということもできるかと思っております。

少し長くなりましたが、それではこれから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ソサエティ・アドボカシー・エンゲージメントのディレクター、ローレル・テオから 開会の挨拶と「金融の将来イニシアチブ」についてお話をさせていただきます。

開催の挨拶: Laurel Teo, CFA, Director, Society Advocacy Engagement, Asia-Pacific, CFA Institute (英語での講演の日本語翻訳)

[配布資料はこちら](#)

ローレル・テオ きょうは立派なゲストの皆さまの前で、日本CFA協会主催のシンポジウムでごあいさつさせていただくというのは、大変光栄なことであります。どうしてこういうシンポジウムを開催することになったのかについて、簡単に経緯を説明させていただきます。

私どもの協会をよくご存じない方もおられるかと思しますので、簡単に紹介させていただきます。世界中に144のローカルのCFA協会というものがございまして、日本はその中の一つであります。世界中で12万9000名の投資のプロフェッショナルの会員がおります。この金融サービス業界における倫理と職業的な能力の高さというものの基準を上げるために活動しております。

私どもの協会は、専門性においても文化においても、マーケットの見方においても、非常に多様なメンバーが集まった協会であります。アジア、アフリカ、ヨーロッパ、アメリカといった世界中の地域に、私どものメンバーはおります。こういう多様な人たちが集まったグループではありますけれども、一つの信条、確信をみんな共通に持っています。それは、ファイナンシャルマーケットにおける業務が公正で、そこに従事する人たちが顧客第一主義を守ってやれば、金融業界の将来は明るいということであります。

顧客第一主義が重要だという信条を皆さんに知っていただくために、CFA協会では世界的に1カ月にわたる顧客第一主義の月間というものを5月に開催しております。最初にこういう式典を各地で行いましたのが昨年でした。そのときには、世界中から58の協会が参加しました。今年は2年目で、日本の協会も今回それに参加していただくことになりました。この大きな世界的な式典の一環として、きょうのシンポジウムを開催することになりました。

この顧客第一主義というのは、考え方としては非常にシンプルで単純に聞こえるかもしれませんが、その中身を実践するというのは難しいものでございます。私どもは、投資のプロフェッショナルにとって、顧客第一主義が具体的に何を意味するかということを考えております。それは、一つにはまず自分自身としてその倫理基準を守るということを決めて、その同じことを他の人に期待するということでもあります。それから、自分が所属している組織において、ガバナンスとインセンティブの面から、実際にどのように顧客第一主義が実践されるようになるかということに注意して、その組織がそのようにうまく機能するというのを自分たちで見守るということでもあります。

現在の日本の状況において、顧客第一主義というのは具体的にどういう意味を持つかということを考えてと思います。現在日本では企業部門に焦点が当たっておりまして、私どもが話した投資家の人たちは、株主の権利というのを強く話す方が多いです。日本において株主の権利を守るというのは、すなわちコーポレートガバナンスの改革だと思っております。私どもの協会でも年に1回グローバルマーケットセンチメントサーベイというのを発行しております。世界中の12万9000人の会員にアンケートを送りまして、返ってきた回答を集計したものです。これはマーケットの見通し等を聞くだけではありまませんで、それぞれの国でマーケットを良くして、どのように実際のプラクティスを改善していくかということについての意見を聞きます。

一つ私どもが重要だと思っておりますのは、それぞれの国でマーケットの状況を改善するためには何が最も重要なことでしょうか、という質問です。日本においては、この質問に対して、回答者の56パーセントの人が、コーポレートガバナンスの改革が重要だと答えております。これが、他の国と比べて際立って高い比率になっています。例えば米国ではコーポレートガバナンスが重要だと答えた人は18パーセント、香港でも40パーセント程度です。最近改正会社法が施行されたインドにおいてさえ35パーセントの人が重要だと答えています。日本でコーポレートガバナンスの改革が重要だと答えた会員の人が56パーセントだというのは、非常に際立った結果であります。

日本企業のガバナンスの改革というのは、安倍首相の成長戦略の中心にありまして、その中でコーポレートガバナンスの改革というのが3本の矢の中の一つに中心に入っていると思っております。このように、日本の企業のコーポレートガバナンスが基本的に向上するという事は、グローバルなインベスターにとっては非常に魅力的なことであります。最近日本では二つのイニシアチブが進められました。一つはスチュワードシップコード、もう一つはコーポレートガバナンスコードです。日本の協会もこうした進展に対して、パブリックコメントを提出したり、規制当局の方とお話をさせていただいたりして、活発に活動していると聞いております。また、今回のようなこうしたセミナーやラウンドテーブルのディスカッションの機会も設けております。このように、日本のコーポレートガバナンス

のスタンダードが向上していくときに、海外の投資家の期待と日本の企業の考えていることとの間に立って役割を果たすCFA協会というのは、グローバルなベストプラクティスを学び、海外の質の高いネットワークの中に位置付けられているグループでありますので、非常に適した役割を果たせると思います。

それではまた司会の原田さんにマイクを戻したいと思います。ありがとうございました。

原田 それでは最初に基調講演と致しまして、金融庁総務企画局企業開示課、油布課長様に、コーポレートガバナンスコードについて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、油布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。

基調講演：「コーポレートガバナンス・コードについて」金融庁総務企画局参事官(前 総務企画局企業開示課長)油布 志行氏

油布 ご紹介いただきました、金融庁の企業開示課長の油布でございます。90分の時間をいただいているのですが、最後にQ&Aの時間をどれくらい残したほうが良いですか。20分ぐらいですか。ではそれぐらいの感じでお話しさせていただきたいと思います。

今日は目の前にガバナンス・コードの有識者会議のメンバーの方もいらっしゃって、私がこのような所で話して良いのだろうかという気も致しますが、なかなか90分もしゃべるといのは大変ですので、私が代わってやらせていただきたいと思います。

お手元に多分冊子が配られていると思います。「コーポレートガバナンス・コード 原案」というものでございます。これは実は最終成果物なのです。最終成果物なのになぜ原案とついているのか、それをまずご説明致します。ガバナンス・コードの策定にあたりました有識者会議、金融庁と東証が共同で事務局を務めさせていただきましたけれども、そちらの最終的な成果物です。パブリックコメントをやりまして、相当苦労致しました。英語でもパブコメをやりまして、そういったご意見も反映した上で、これが有識者会議としての最終成果物になっているものです。これが原案という形になっていますのは、これを基に、順番などの入れ替えは若干あるのですけれども、内容的にはもうこのままということが想定されていますが、東京証券取引所や名証とかが策定することが予定されていますので、そちらででき上がるのが最終的なコードなのです。東証のガバナンス・コードであったり、福岡証券取引所のガバナンス・コードということになります。そのための原案ですので、原案ということになっております。

本コード原案は、成長戦略の一環として、策定が決まったものでありまして、その辺りを少しご説明したいと思います。

141ページをご覧くださいと思います。この点は、ガバナンスに相当詳しい方も必ずしもご存じなかった方が多いと思いますので、割といろいろな場所で時間をさいてご説明申し上げていることです。申し上げたいことを一つだけ先に申し上げると、グローバルに見たときには企業統治の規律を法律だけでやろうとするやり方、あるいはハードローだけでやろうとするやり方というのは少数派だということです。日本はこれまでこの少数派だったわけですが、今回「スチュワードシップ・コード」と「ガバナンス・コード」ができましたので、むしろ国際的なやり方で足並みをそろえることになるということです。

この表を見ていただきますと、これはどのような国に「コーポレートガバナンス・コード」があるのかというのを表にしたものです。アメリカという欄が例外になっております。アメリカを例外としまして、それ以外の大抵の国にはガバナンス・コードがあります。下のほうの欄にもイタリア、スペイン、オランダとありますが、香港、タイ、マレーシア等ということで、たくさんの国がコーポレートガバナンス・コードをソフトローの形で策定しています。実は私は2004年から2008年まで国際機関のOECDに出向で国際公務員をやっております、そこでコーポレートガバナンスを担当する部署にいました。当時いろいろな国から、わが国でもコーポレートガバナンス・コードを作りたいので、OECDでテクニカルサポートをしてくれないか、というお話を随分いただきました。中には、今は震災で大変ですけれども、ネパールからもガバナンス・コードを作りたいのでサポートしてもらえないかというお話があったぐらいです。

アメリカがなぜハードロー一本やりでやっているか。もっとも、正確に言うと、アメリカにもソフトローがないわけではないのです。ビジネスラウンドテーブルとかディレクターズアソシエーション

のようなところは、コーポレートガバナンス・プリンシプルというようなものを作っておられますが、それはパブリックセクターが関与して作ったものではありません。純粋にプライベートなものということになります。アメリカがなぜサーベンスオクスレー法とかSEC規則とか、あるいは証券取引所の上場規則そのもので一律にやろうとするのかというのは、いろいろな見方があるようです。私が聞く範囲で説得力があると思うのは、エンロン、ワールドコム、それからリーマンブラザーズの破たんがあったせいで、アメリカの場合は一種、政治的に企業統治をソフトローのようなもので柔軟にやろうとするということが、もはや許されない状況になっている、議会が許さない、こういうご説明を聞いたことがあります。当たっているかどうかは分かりませんが、いずれにせよ日本はアメリカばかり見て市場法制にせよいろいろな経済法制を作ることが多いので、日本もこれまではハードロー一本やりでやってきたということですよ。

繰り返しになりますが、こういうやり方は必ずしも主流ではなくて、基本的にはハードローとソフトローを組み合わせてやるのがより効率的であるし、適切ではないかというのが世界の主流の見方になっていると思います。これは、自由主義経済の下ではやはり定款自治とか会社自治というのは、相当程度尊重したほうが良いだろうと思われているということです。それから、上場企業と十把一絡げに言いますが、規模とか株主構造、外国人投資家がどれくらい居るか、成長のライフステージのどれくらいのところに居るのか、これらにはものすごく多様性があるので、これを一律に無理をして網を掛けて、強制義務付けをしようとする、やはり相当無理が出てしまうところがあるのが通常だと思えます。そういう考え方から、世界の主だった国のアプローチは、例えば会社法なり証券取引法といった法律で、必要最低限の義務付けはもちろんあるわけですけども、それを補完する形でソフトローをうまく組み合わせて使っていく、そういうことになっています。

今、ソフトローとハードローのお話をしましたが、少しずつ中身のほうに入っていきたいと思えます。

まず1ページをお開きいただきたいと思えます。1ページから28ページまでがガバナンスコード原案になっていますが、ある意味で最も重要なところは、実はこれからご紹介します序文ではないかと思っています。今日は投資家サイドの方が多くと思えますけども、経団連とか株懇とか、そういう発行体企業の側の人にガバナンス・コードの説明をするときには、「少なくとも社長さんにまず序文だけ必ず読んでもらうようにしてください」と申し上げていました。序文を読んでもらうと、多分日本の会社の経営陣の方の誤解というかガバナンスアレルギーがだいぶ解けるのではないかと思われるので、お時間があるときに、まずは序文だけでも社長さんに読ませてください、ということです。もう今はタイミング的に序文を読んでいるような会社はないと思えます。基本的にこのタイミングですから、少なくとも社長さんは1回ぐらい全文に目を通してもらってないと困るわけですが、当時はそういうことを申し上げておりました。その序文について少し時間をさいてご説明したいと思えます。

まず1ページ目の一番上のボックスです。「コーポレートガバナンス・コード」についてということで、ボックスを設けて説明を置いています。割と大胆なことをやっております。世界中で経営者の方とか投資家の方とか学者さんを例えば100人集めて、コーポレートガバナンスとは何でしょうとお尋ねしたら、きっと答えは100通り返ってきます。それぐらいガバナンスというのは、はっきりこうだという明確な定義があるわけではないのですが、この有識者会議では、「このコード原案において」ということなのですけれども、コーポレートガバナンスとはこうですという定義を最初に置いております。読み上げますと、コーポレートガバナンスとは、会社が株主をはじめ、顧客、従業員、地域社会との立場を踏まえた上で、透明、公正かつ迅速、果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。

特色が二つあると思えます。一つは株主をはじめということで、まずは株主だということを確認した上ですけれども、顧客、従業員、地域社会といった株主以外のステークホルダーの視点もありますということを確認しています。それから二点目ですが、透明、公正かつ迅速、果敢な意思決定を行うための仕組みですということです。透明、公正というところは、つまりアカウントビリティをしっかりと確保していただく、そのことによってかえって経営者さんには自由に経営手腕をふるっていただく、しかも迅速、果敢に決断をしていただく、そういう考え方を取っているわけです。この点は、成長戦略の一環としてコードが策定されたということと密接に関係があると思えます。

この辺りのところは、2ページをご覧くださいまして、2ページの第7項というところです。ここを斜め読みしながら聞いていただきますと、例えば5行目や6行目ぐらいです。ここには「攻めのガバナンス」という非常に分かりやすいフレーズが採用されています。今申し上げたようなことがここに書いてあります。このガバナンスコードは、「攻めのガバナンス」、成長を促すためのガバナンスという

基本設計思想で議論されて完成したものであるということです。この点については、従来日本で企業統治のことをよく研究しておられた詳しい方ほど、最初は少し違和感が多分あったのではないかと思います。どういうことかといいますと、日本でこれまで企業統治の議論というのは、実は相当盛んだったと思います。ただし、見直しの議論あるいは検討というものは、往々にして何か企業の大きな不祥事が起こった後に、不祥事の再発防止策として取り入れられた見直しであったり、あるいはリスクを抑え込むというところにポイントを置いた議論がすごくされてきたように思います。もちろん、それはそれで大変重要なことなのですが、ここでは必ずしもそういった不祥事の再発防止、抑制といったことを過度に強調するのではなく、「攻めのガバナンス」的な考え方で作られているということが書かれているわけです。

この点で実はもう一つ私が心配したのは、外国の機関投資家からこういう設計思想というのは違和感があるように見えてしまうのではないかと、ということです。ただ、これはふたを開けてみれば、完全に杞憂であったと思っています。その辺りを少しご説明させていただくと、この冊子の中にはパブリックコメントで寄せられたご意見なども多少入れています。ページ数で申し上げますと124ページです。これは、パブリックコメントでお寄せいただいた英語でのコメントと、それから便宜上右側に簡単な翻訳をつけています。ルール上、これが誰からいただいたコメントかということは申し上げないことにしていますが、例えば124ページの一番上のコメントを見ていただきますと、「私たちは日本のガバナンス・コード原案が策定されたことを歓迎する」というのがあります。その後、「事業活動にとって優しい内容となっていることを称賛する。」それから、この欄の中の後ろのほうを見ていただきますと、「経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと、という取締役会などの要項は斬新である」というふうに評価をさせていただいています。これは、実は企業サイドから寄せられたご意見ではなく、非常にグローバルなコーポレートガバナンスの関連団体からお寄せいただいたコメントです。どうしてこのようにちゃんと理解をしていただけたのかというのは、私もよく分からないところがあるのですが、一つには日本のガバナンス・コードにコメントを寄せようということですから、ある程度日本のことをご存じの方が起案された可能性はあると思っています。そういう意味で、これも十把一絡げに言うてしまうのは少し危険だと思いますが、おおむねこの10年20年程度の日本企業は、リスクを取らなさ過ぎ、現状維持志向で来ていたのではないかと、もう少し健全で適切なリスクテイクを取るようにしたほうが良いのではないかと、そういう問題意識が外国にも共有されているということなのかもしれません。

それから、実はあと二通りぐらい説明が可能かと思っています。もともとコーポレートガバナンスの分野では、国際機関のOECDがグローバルスタンダードセッターとしての役割を担っています。OECD型のコーポレートガバナンスというのは、少なくともわれわれが頭の中で想像するアメリカ型のコーポレートガバナンスと少し違うところがあります。それほど株主万能主義的でもないし、必ずしもモニタリングばかりに力を置いているわけでもない、そういう考え方がOECDでは取られています。OECDのコーポレートガバナンスに関するひな型というのは、OECDコーポレートガバナンス原則というのがあります。その原則を見ていくと、コーポレートガバナンスはそれ自身が目的ではない、というようなことが書かれていて、ガバナンスを改善することによって、中長期で持続可能な企業の価値を向上させるというのが唯一の目的である、このような表現が取られています。ですから、成長戦略とコーポレートガバナンスというのは、本質的にもともと近いものだという説明もできます。

最後にもう一つ違う切り口で説明するとすれば、確かにアメリカやイギリスのコーポレートガバナンスというのは、モニタリングであり、ブレーキであり、リスクコントロールだと思うのです。これは大事なことだと思います。それはどうしてかという、これは私見がかなり入っていますが、アメリカやイギリスでは、放っておくとCEOの方がむしろ過大なリスクを勝手に取ってしまうことが多いということではないかと思っています。勝手にというのは言い過ぎかもしれませんが、それは多分短期的な自分の報酬体系、そういうインセンティブと結び付いている部分はあるかもしれません。放っておくとリスクを取り過ぎて、うまくいくこともあれば失敗することもあります。失敗したときには結構大変なことになるということもあって、それを適切なガバナンスの枠組みでコントロールしようとしているわけです。

日本の場合はそれは逆なわけで、全社みんなそうだとは言いませんが、総じて見たときに、このデフレのマインドセットの中で、かなりリスクアヴァースになってしまっているとしたら、日本の場合にはアカウントビリティをしっかりと整えることによってリスクをむしろ取りやすくする、適切で

健全なリスクを取りやすくするという考え方が取られているわけです。これは、英米ともベクトルは反対のようにも見えますけれど、実は目指している最終地点は一緒だと思うのです。アメリカ型やイギリス型は、放っておくとリスクを取り過ぎるので、それをコントロールする。日本のほうは現状維持志向が強過ぎるとすれば、それをもう少し真ん中に持ってこようということで、最終着地点は同じなのではないか、目指すところは同じなのではないかという説明が多分できるのであろうと思っています。

今のところで時間を取り過ぎてしまいましたので、もう少し端折ってご説明申し上げます。3 ページの第8項です。有識者会議の議論を踏まえて、ある意味で大変重要なことが書かれている箇所だと思っています。ここに書かれていることは、このガバナンスコードを策定して日本のガバナンスを改善することによって、今、日本だけではありませんけども、世界中で懸念されている、いわゆるショートターミズム、短期主義的な投資行動、これを抑え込むような、そういう副次的な効果も期待していません、ということが書かれています。もちろん、短期の株主であれ、長期の株主であれ、そこは差別をしてはいけないと私は基本的には思いますが、ショートターミズム的なものがマーケット全体にもたらしている弊害というのは、やはり現実問題としてあり得ると思っています。ガバナンス・コードを作ることによって、中長期の投資を後押しするような、そういう効果が生まれるのではないか、ということが第8項には書かれています。

皆さんにはあまり説明は必要ないかもしれませんが、一般的にメディアなどがこれまで企業統治に関連する問題を取り上げるときに、よくニュアンス的ににじみ出ていると思うのは、ガバナンスの改革という、「海外の短期筋をもうけさせるためにやっているのではないか」というような受け止めがあったと思います。そういう考え方は完全に間違っているということが第8項には記載されていると思っています。皆さんご存じのとおり、ガバナンスを改善してほしいと思っている投資家さんは、短期のアービトラージャーではなくて、むしろウォールストリート・ルールの売買手法が取れない、売りたいくてもなかなか株を売れない中長期の投資家さんなので、本来的にそういう方というのは、みんながみんなそうだとはいませんが、日本企業にとっても重要なパートナーになり得る存在であるはずだということがここに書かれております。

それから9、10、11、12項というこの3ページから4ページにかけましても、大変重要なことが書かれております。まず「コンプライ・オア・エクスプレイン」について簡単に申し上げたいと思います。もう既にこちらについてはよくご存じの方が多いと思いますが、一足早く完成しましたスチュワードシップ・コードでも同じアプローチが取られています。ガバナンス・コードは73の原則があります。基本原則、原則、補充原則が合計73個ありますが、上場企業さんは必ずしもその73個そのとおり全部やらなくても良いということです。ただし、やらない場合には、なぜやらないのかということをしっかり説明してください、というのが「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチです。

これがうまく回っていくためには、重要な前提条件が二つ満たされないといけない、ということになります。それが12項のところに書いてあります。4ページになります。まず一点目が、株主側に対するお願い、注文ということになるのでしょうか、投資先の企業が仮に73の原則どれかをエクスプレインしたというときに、「この会社は73個全部やっていないから駄目な会社だ」という機械的な判断を下さないでください、ということです。株主さんにこれを言われてしまうと、上場企業のほうは結局73個全部守らなければいけなくなってしまうので、そうすると法律で直接義務付けることと全く変わらなくなってしまう。ソフトローとしての良さ、柔軟性を認めるような構図が失われてしまうわけです。

もう一点目が、それとコインの反対側の関係にあるわけですが、上場企業さんへのお願いです。これも12項に書いてありますけれども、「コンプライ・オア・エクスプレイン」でエクスプレインするときには、誠心誠意工夫してしっかり伝わるように説明してくださいということです。なぜわが社はこの部分をコンプライではなくてエクスプレインするのかということのをしっかり説明してください、ということです。間違っても、他社と横並びのひな型的な表現、英語で言うとボイラープレートというらしいのですが、ひな型的で無難な表現で表層的にごまかそうということはやめてください、ということが12項に書かれています。企業側がそれをやってしまうと、今度は、株主側が「コンプライ・オア・エクスプレイン」の適切な評価ができなくなるのです。この会社はまじめに考えてエクスプレインしているのか、それとも単に面倒くさくてエクスプレインしているのか、ちゃんと説明してくれないと分からなくなってしまうと、分からなくなってしまうと結局73個全部やっている会社が一番偉いというようなことになってしまいます。これはこのソフトローとしての基本設計を台無しにし

てしまうので、この二つの条件は必ず満たされる必要があります。これは、ある意味全世界的に、ガバナンスコードを実施している国に共通するチャレンジという課題になっているという感じがします。

もう一点は、実はこちらのほうが本当は難しいのですが、「プリンシプル・ベース・アプローチ」です。これも「スチュワードシップ・コード」で既に採用されているので、ご存じの方も結構いらっしゃるかもしれませんが、まだまだ特に企業サイドの方にはここがどうしても分かりにくいようで、まさに「分かりにくい」というお話をよく聞きます。今日は企業サイドの方ということではないと思いますけども、もう一度時間を取って説明させていただきたいと思います。

日本の普通の経済人が、投資家であれ企業の方であれ、よく知っているのは、みんなルール・ベース・アプローチの規律ばかりなのです。これは、どの法律でも良いのですけれども、頭に思い浮かべていただくと、丸かっこのかっこ書きとかを使ったりして、(何々の場合を含む)、(次項における何々の場合を除く)とか、細かく場合分けをやっていて、誰が何をやるべきなのか、誰は何をやったらいけないのか、最後まで読み通せば、一応全部書かれている建前になっています。これは法律ですから、そのとおりにやらないと、公権力からの罰則がかかります。極端に言えば、後ろに手が回ることもあるし、課徴金とか行政処分とか、そういったものを含めて、パブリックなサンクションがかかるので、罪刑法定主義の観点から細かく争いの余地がないように、誰が何をすべきなのか、ということを書いているわけです。

このやり方は欠点もあって、最大の欠点は、形式的な遵守だけやっていたら誰にも文句は言われなくて済むということなのです。もちろん法律でも、それぞれ法益、ターゲット、実質があるのですが、その実質そのものを直接に書き込んでサンクションで担保しようとするのは、罪刑法定主義との関係から難しいので、細かく場合分けをして具体的にこれは駄目、あれは駄目とっているのです。けれども、そうやってでき上がった法律の細かい字面を読むと、少なくとも形式上、どこかに抵触していなければ、これは誰にも文句は言われなくていいことになっていしまうのは、いわば仕方のないことです。そこで、これを補うのがソフトロー的なアプローチなのです。ソフトローの場合には、基本的にはパブリックセクター、例えば国や取引所、からサンクションがかかるということは想定されていません。あるのは、市場や投資家、株主からの評価だけなのです。ですから、あまり罪刑法定主義といったことを気にしないで表現をすることができます。

一例を申し上げますと、アメリカのモンタナ州の速度制限です。この速度制限は、一部の道路だけだと思うのですが、割と最近まで、時速何マイルというように書かずに、「道路の合理的な状況に応じた速度まで」というように決まっていたそうです。これに違反すると、きっとスピード違反で捕まる人が実際に居たと思うのですが、このような書き方は、本来、法律とかルール・ベース・アプローチでは許されないので。案の定、捕まった人から訴えを起こされて、モンタナ州の最高裁判所で違憲判決が出たそうです。その条項は撤廃されていて、75 マイルになったそうですが、いずれにせよ、法律の場合は、今申し上げたようなやり方はできません。細かく、この道路のこの区間は時速何キロ、その場合、何トン以上の車は何キロ、雨天や悪天候の場合は何キロと細かく書かざるを得ないので。ただし、ガバナンス・コードはそうではなくて、「道路のそのときの状況に応じて合理的なスピードまでは良いけれども、それ以上は出さないください」という書き方ができるのです。守っていただくときも、コードやソフトローの場合には、形をしっかりと守ってもらっても、あまりそのこと自体に意味はないのです。むしろ、表現されているコードの価値観の背景にある考え方とか趣旨、スピリット、そういうものを理解して、「本当にそのとおりにできていますか、できていませんか」ということの方が大事なのです。ですから、通常法律を解釈するときやるような解釈の仕方とか実践の仕方とは少し変えたほうが良いだろうと思っています。

この辺りのところが、この3ページの10項のところいろいろな書いてありまして、3ページから4ページにかけて見ていただくと、「プリンシプル・ベース・アプローチ」について書かれています。各自、自らの活動が形式的な文言や記載ではなくて、その趣旨や精神に照らして真に適切か否かを判断すること、これが大事です、というように書かれています。その後、これもまた大変重要なメッセージなのですが、このため、このコード原案で使用されている用語は、法律と違って厳格な定義というものがほとんどこのコードの中には記載がありません、とおことわりが書かれています。ではどうするのかというと、そういう点については、まずは株主などのステークホルダーに対する説明責任を負っておられるそれぞれの上場会社さんが、そういう説明責任に照らし合わせて、また、コードの趣旨や精神を踏まえて、適切に解釈するということが想定されています。その後続く形で、2行ほど

使って、今度は株主側に対してもお願いが書かれています。株主さんも、そういった「プリンシプル・ベース・アプローチ」というものの性格をぜひ理解してください。会社との間で対話を行う場合にも、まずは会社側の定義や解釈をいったん尊重して、いったん聞いていただいて、もしお考えの違うところがあれば、その上でぜひ会社としっかり対話をして、共通の理解を探ってください。そのことによって、その会社にとって最も適切な用語の解釈というものを探して行ってください、というような趣旨の思いが、ここの行間には書かれています。

今申し上げた点で一つだけ事例で申し上げますと、例えば「経営陣幹部」という言葉が、このコードの中には何か所か使われています。別途、「経営陣」という言葉も使われていますので、「経営陣」の中でも少し偉い人が「経営陣幹部」、ここまでは文理解で分かりいただけると思いますが、上場企業の方から、「経営陣幹部とは誰なのですか」、という質問が相当ありました。この考え方なのですが、普通の法律を読むように定義を探しても基本的にどこにも出てきません。それから、「経営陣幹部」というこの漢字5文字を穴の開くほど眺めても、多分答えは出てこないと思います。ではどうすれば良いのか。上場会社の担当の方に私がアドバイスしているのは、その経営陣幹部という言葉が使われているところの原則の趣旨から照らし合わせて解釈を考えてください、後ろからさかのぼって考えてください、ということです。つまり、最初に経営陣幹部という定義があって効果があるのではなくて、効果や趣旨に照らして何が経営陣幹部なのかということを考えてください、ということです。例えば、取締役会は会社の業績などに照らして経営陣幹部をしっかりと評価してください、ということが原則4-3に書かれています。その原則4-3の当てはめのときに、では誰が経営陣幹部なのだろう、という点は、うしろから考えていただいて、「わが社の場合、取締役会は今どういう状況になっているか、どういう体制、構成になっているか、それから会社のリーダーシップは経営陣の中で実際誰が握っているか」、そういうことも照らし合わせた上で、「わが社の取締役会が会社業績に照らしてしっかりと取締役会として評価をしなければいけない人には、当然、社長は入ると思いますが、社長だけなのか。社長プラスアルファ、どこまでなのか」ということを会社側で考えてくださいと、こういうアドバイスをしています。

その点については、やはり投資家の方にもぜひ理解をしていただきたいところです。仮に会社側から、「わが社の経営陣幹部というのはここまでだと考えています」という答えが示されたときには、まずその理由をしっかりと聞いていただいて、違うと思うところがあれば対話の中で共通項・共通の理解を探していただきたいと思います。

それから、今日は確か東京証券取引所の方もお見えになっているのですね。ではその部分は飛ばします。もう少し時間を取っても大丈夫ですかね。では、もう少し今の序文のところを敷衍して説明させていただきます。5ページをご覧くださいと思います。

5ページの15項です。これは来月に差し迫った問題でもありますので、ここは私からご説明しておこうと思います。15項ですが、まず適用期日は6月1日と明記をしています。私の個人的な考え方で言わせてもらえば、6月1日ではなくてももう少し時間を取らせていただきたかったという思いも無い訳ではありません。有識者会議で議論をもう少しじっくり時間をかけて、回数を重ねてやって、そのことによって日本でのコーポレートガバナンスに関する理解を深めるというやり方のほうが良いのではないかと、私は当初思っていました。この6月1日というのは、実はこれは政治的なイニシアチブによって決められたものです。閣議決定の中に、株主総会のシーズンに間に合うように策定することという指示があります。これは6月のことを言っておりますので、6月1日というのは変えられなかったという事情が一つあります。ただ、私は今では、つまり実際この6月1日ということで結論が出た後には、主に海外の方から、非常にここは評価されているところですので、そこは考え方を新たにしています。つまり、日本のガバナンス改革のスピードはものすごいということが極めて高く評価されているようなのです。ですから、一種、政治決断で「来年の株主総会からやるのだ」というように判断なされたということは、結果的には正しかったのかなあという気がしています。

ただ、6月1日というところかなり無理もありますので、そのことに関連することがこのなお書きの部分、つまり15項の3行目の「なお、」というところに書かれています。「例えば体制整備に関するもの等を中心に」と書かれています。ここで想定されているのは、独立社外取締役の数のことではないかと思っています。その独立社外取締役の数を中心に、各会社さんの状況によっては、コンプライしようと思っただけけれども、適用当初から、つまりこの6月から完全に実施することが難しい場合もある訳だろうということです。後でご説明しますが、独立社外取締役は少なくとも2人は置いてくださいということになっています。機械的に今日本の上場企業にいらっしゃる独立社外取締役の数から差し

引き計算すると、のべ 3000 人独立社外取締役が必要になります。のべですから、頭数はもっと少なくても良いと思うのですが、会社によってはこの6月からどうしても良い人を見つけられなかったという場合はあると思いますし、それは責められないことだと思います。そういう場合に備えて 15 項で記載がされていまして、まじめに導入に向けて検討、準備作業をしっかりとやったのだけれども、なおやはり実施が難しかった、適切な人を見つけられなかったというような場合には、今後の取り組み予定や実施時期のめどを明確に説明する、つまり先々のロードマップを説明していただくことによってエクスプレインすると。これは残念ながらコンプライにはならない、エクスプレインはエクスプレインなのですが、そういうエクスプレインするということで当初の対応を行うというのは、もっともなことですよ、ということが第 15 項に書かれています。

それから、ここからようやく中身のほうに入っていけると思っていますが、8 ページと 9 ページをご覧くださいと思います。コードには 73 の原則があるのですが、これらは 3 層構造になっております。8 ページの上のほうにボックスがありますが、これが基本原則といわれる最も抽象度が高くで高次元の原則です。それから右の 9 ページをご覧くださいますと、上と下に細いラインでボックスが二つあります。これが、ちょうど真ん中に位置するプレーンな原則です。この二つからさらにはみ出たようなものとか、あるいはもっと具体化を図る、具体性の高い原則が補充原則というもので、9 ページを見ていただくと、1 の 1 の①から②、③というようにあります。もっとも、これらは全て規律を構成する部分です。少なくとも、東証の第一部、第二部に上場なさっている企業であれば、補充原則であろうが基本原則であろうが、どこかをコンプライしない場合にはエクスプレインが必要になるということになります。

この 3 層構造について申し上げたのですが、もう一つ「プリンシプル・ベース」についてしつこく申し上げたいところです。基本原則の 8 ページの上から 2 行をご覧くださいますと、「上場会社は株主の権利が実質的に確保されるよう、適切な対応を行うべきである」と書かれています。これは二通り見方ができると思います。まず誰でも思うのは、「当たり前だろう」ということです。当たり前なのですが、当たり前のことをしっかり書くかどうかというのは、メッセージとして非常に大事だと思います。当たり前のことから書き起こして行って、それを少しずつ展開させて具体的なところまで書く、このバランスが、コードとして上出来なコードなのか、そうでないコードなのかという一つの条件になると私は思います。

それからもう一点、一方で当たり前なのですけれど、これは本当にやろうとすると結構難しいことでもあります。権利が実質的に確保されるよう適切に対応する、これはまじめに本当に取りかかったら、実はとても大変なことです。ですから、ある意味努力目標的な部分もあるのですけれども、少なくとも、繰り返しになりますが、コードは法律と違って形式を目指せば良いというものでは全くないので、むしろ、ビヨンド・ミニマム・リクワイアメントを求めているわけですから、ぜひここをチャレンジして、会社さんには本当の意味でうちはここもコンプライしていると、心の底から胸を張って言えるようになることを目指していただきたいと思います。

ただ、これは裏腹の関係ですけれど、「コンプライしているふりをする」というのも、少なくとも短い期間であれば、割と簡単なのです。これは非常に難しい問題で、「うちはちゃんとコンプライしています」と言われたときに、たしかに取締役の数などは誰が見てもすぐ分かりますが、こういった定性的なところは本当にコンプライできているかどうかというのは評価が難しいわけです。ですから、その分、株主さんや投資家の責任、責任という少し重いかもしれませんが、責務は重くなるのではないかと思います。こういったところには、政府とか取引所などのパブリックセクターはあまり踏み込むべきではないと思うのです。ある会社の説明やエクスプレインが足りないかどうか、コンプライの振りをしていないか、というのは、公権力がやるよりは、やはり株主さんや投資家、そして市場からの規律で解決していくというほうが望ましいのではないかと考えております。

引き続き、中身のほうに入っていきます。全部やるのはとても無理ですから、何点かだけ、一般的に関心の強いところなどを中心にご説明をしたいと思っています。

まず、11 ページです。11 ページの真ん中の辺りに、原則 1 の 4 というのがあります。いわゆる政策保有株式といわれるところです。持ち合い株という言葉を使わずに政策保有という言葉を使っておりますので、いわゆる片持ちも文理解釈上含まれるということになります。その政策保有についての記述です。メディア、マスコミの方が注目していたことの一つは、政策保有株式は「縮小すべきである、解消すべきである」という表現をコードに書き込むかどうか、ということだったと思います。それはご覧になって分かるように、このコードにはそのようには書かれませんでした。これはしっかり

した理由があつてのことで、結局、有識者会議の結論として縮小解消という言葉までは書かなかったのは正しいことだと私も理解をしています。どういうことかといいますと、ガバナンスコードは縮小、解消とまでは書いていませんが、代わりにどういうアプローチを取ったかということ、政策保有株式に関しては、「開示の規律を強化することにより、市場との対話でこの問題を解決しよう」というアプローチが取られたということです。基本的にコーポレートガバナンスというのは、意思決定の枠組みを規定するものだと思うのです。素晴らしいガバナンスを作り、そのガバナンスの中で合理的で適切な意思決定をやっていただきたいのですが、意思決定の結果そのものまでは、あまり踏み込んではいけないと思います。経営判断そのものとコーポレートガバナンスとは少なくとも少し違う議論だろうと思います。ですから、政策保有株式の問題も、経済政策とかの観点からそういうのはあり得るかもしれないと思うのですが、少なくともガバナンスの問題としてとらえたときには、こういうガバナンス、しっかり枠組みを作ってくださいというところまでは言って良いと思うのですが、その後、本来、その枠組みの中で決まるべきことまで踏み込んで、例えば「何々を売りなさい」とか、そういうことを書くというのは、ガバナンス議論とは違う面があると思います。例えば、どの国のコーポレートガバナンス・コードを見ても、「余剰人員は解消しなさい」とか、「不採算事業からは撤退しなさい」とか、そのようなことは書いていません。それは経営判断なのです。政策保有はある意味ではそれに近いところがあるので、解消してください、売りなさいとは書いてない訳です。代わりに、これから申し上げる枠組みがしっかりと整えられています。

大きく三つあって、一点目は本当に政策保有を行うのであれば、その方針をしっかりと作ってそれを開示してくださいというものです。二点目、これが一番難しいし、大事でもあり、実質的にはこれが一番効いてくると思うのですが、毎年主要な政策保有銘柄については、取締役会で経済合理性をしっかりと検証して、対外説明してください、ということです。取締役会での検証の結果や検証の材料をそのまま一般に公開するわけにはいかないと思います。これは企業秘密がたくさん含まれていますので、それはやらないのですけれど、その検証結果を踏まえた保有の狙いとか合理性を毎年具体的に説明してください、これが2番目の規律です。最後に3番目は、議決権の行使について、適切な基準を作って開示してください、こういう三つのアプローチになっています。

先ほど言い忘れましたけども、ドイツでは政策保有株式、持ち合いが解消されたというのがだいぶ有名になりました。ドイツのコーポレートガバナンスコードを見ても、政策保有株式を売りなさいとは書いていないのです。やはり、持っているのであれば持っているという事実などを開示しなさい、というように書いてあります。少し宣伝になりますけど、日本のほうがもっとしっかりと書いてありまして、ドイツはあっさり書いてあるわけですが、いずれにせよ、ドイツでも、経営判断の結果である縮小、解消までは書いていないということです。本当に保有し続けるだけの合理性があるかどうかということについての情報が開示されますから、その開示される情報が適切かどうかという点をしっかり見ていただいた上で、株主や投資家さんとの対話で、少し時間はかかると思いますが、時間をかけてこの問題は徐々に解決に向かっていくような姿を想定しています。

次は、時間の許す限り重要なポイントから申し上げたいと思います。

まず22ページです。22ページの原則4の8に独立社外取締役のことが記載されています。実はあまり新聞さんが書いてくれないのですが、基準は本当は二つ設けているのです。少なくとも2名以上というのが第一の基準であって、これの代替基準として、少なくとも3分の1以上という基準も設けています。各社の実情に応じて各社が判断していただければ良いのですが、3分の1基準のほうを採用する会社もやはり出てきているようです。

独立社外取締役については、大きく二つ申し上げます。まず、少なくとも2名以上のこの「2」というのは、必ずしも外形基準ではないということです。ここは有識者会議でも随分議論がありました。数字を書き込むことに反対の意見もありました。2名とか〇名とか、そういう数字を書き込むということに対する疑義が呈されたわけですが、結果的には2名ということになりましたが、それはどういうことかということ、2名というのは2という数字に意味があるのではなく、むしろこれは実質基準だということです。つまり、2ではなくて複数だというところに意味があるということなのです。ご案内のように、独立社外取締役がボードの中でたった1人だけ部外者としてぼつんと座っていると、通常の間人であればやはりどこか遠慮してしまうのが普通だと思うのです。そうでない立派な方もたくさんいらっしゃるかもしれませんが、そういう意味で、独りぼっちではなかなか・・・というときに、同じ境遇の人がもう一人居れば、これはその効果は1掛ける2の2倍ではなくて、もっともって何倍にもなるのではないかと、ということで、この2名、複数という基準が取られたということです。

それから、今の点と少しリンクするのですが、もう一点この独立社外取締役の問題について申し上げたいと思います。23 ページの上から 3 行目、明朝体の斜めの字で書いてあります。「背景説明」というところです。独立社外取締役をめぐるさまざまな議論があるが、単にこれを設置しさえすれば会社の成長が図られるという考え方は適切ではない、というような有識者会議の見解が示されています。外国の一部の考え方には、「いやそうではなくて入れさえすれば必ず良くなるのだ」という意見もないわけではありません。しかし、有識者会議はそういう考え方は取っていないわけです。これはどういうことかといいますと、例えば社外取締役を入れたら会社は良くなるかどうかという点について、万人が納得できるような実証分析やリサーチがあるかということ、残念ながら、私は多分ないのではないかと思います。それは、社外取締役の数以外の経済状況要因とかいろいろなものが除去できないので、世界中にいろいろな分析がありますけども、少なくとも誰が聞いても万人が納得するような、そういう実証分析というのは私は多分見たことがありません。これの意味するところはもう一つあって、つまり、単に社外取締役を入れても駄目な場合はやはりあるということは認めたほうが良いだろうということです。そういう意味で、実は社外取締役というのは、単に入れさえすれば良くなるのか、保守的な見解の論者がよくおっしゃることですが、それは、実は一理あると思うのです。

ただ、そういう状況でありながら、つまり、万人が納得できる、論争の余地の無いデータは見当たらないにもかかわらず、どの国のコーポレートガバナンスコードを見ても、やはりこのインディペンデントディレクターの数については、必ず何らかの記述があります。最も多いのが、イギリスあたりの過半数とか、2分の1もありますし、それから3名とか2名とかいう基準例もあります。いずれにせよ、必ず「これぐらいは置きなさい」ということが記載はされています。

ただ、そこだけで終わっているコードというのは、世界中どこにもないわけです。「3名置きなさい。以上終わり」、「過半数置きなさい。以上終わり」ということはありません。合わせて、例えば、過半数の独立取締役を置いていただいた上で、合わせてこういうこともやれば、その取締役は必ず取締役会の議論に貢献できる、会社のサステイナブルな成長に寄与できる、という考え方がとられていて、そうしたいろいろなベストプラクティスをパッケージで合わせて記載しています。単に「置きなさいすれば良い」ということではない、ということを示しているのだと思います。

日本のコードもそういう考え方に立っていますので、一応少なくとも2名以上、または少なくとも3分の1置いてくださいと書いた上で、合わせてこういうことをやればきっと会社にとってプラスになるはずですよ、というベストプラクティスがパッケージとして複数示されています。この第4章に書かれていることは、実は、ほとんどがそれだと言っても良いぐらいです。例えば23ページをご覧くださいと、補充原則4の8の①は、これはエグゼクティブセッションと呼ばれる社外の方だけのいわば非公式会合です。本当の自由な意見交換、本当に率直な意見交換の場です。補充原則4の8の②に書かれていますのは、誰か1人を筆頭者として指名してください、少し責任を負うような形で全体がうまく回るように一肌脱いでください、というようなことが書かれています。他にもいくつかあります。例えば4の12の①というのが25ページにあります。ここはやや細かいような気もしないわけではないですけれども、取締役会はこういうふうに運営してください、資料は会日の十分前に配布してください、しっかり説明を行ってください、審議日数、開催頻度を適切に決めてください、審議時間を十分取ってください、ということが書いてあります。その下には、一番大事なことだと思いますが、原則4の13です、情報入手と支援体制があります。これは社外取締役や社外監査役、そういう社外者を含めたところで、取締役や監査役にどういう情報を入れるべきか、それからスタッフ面でどういうふうを支えるべきか、ということが書かれています。取締役会、あるいは独立取締役を殺すのは多分簡単だと思うのです。情報をあげなければ良いのです。しかし、それでは居る意味がないので、むしろその逆、本当に会社のために役に立っていただきたいというのであれば、しっかりと情報を入れてください、というようなことがここに書かれているわけです。それから原則4の14、これは自己研鑽をまず前提とした上での話なのですが、トレーニングについての記載がされています。

それから、元に戻る形でご紹介したいところがあります。23ページなのですが、原則4の9のボックスの中をご覧くださいと思います。どういう人を独立社外取締役として選んだら良いのだろうかということ。原則4の9の下から3行目辺りに書いてあります。取締役会は、取締役会における率直活発で建設的な検討への貢献が期待できる人を選ぶように努力してください、ということが書いてあります。もの分かりのいい人を選ばないようにという、そういう趣旨が込められています。それから、そもそも独立社外取締役に何を期待するのかということ、これは左側の22ページにま

た戻りますけども、原則4の7をご覧いただきたいと思います。原則4の7には、独立社外取締役を入れて何をするのか、ということに対する答えが書かれています。何をしてもらおうのが1から4まで書かれています。筆頭に書かれている1は、経営の方針や経営改善について自らの知見に基づき、企業価値の向上を図るという観点から助言を行うこと、いわば助言機能です。会社に直接付加価値をもたらすような、そういう機能から先に書いてあって、もちろん2、3、4と見ていただくと、ここにはモニタリングのチェック機能のことが書いてあるわけですが、あえて、助言機能のほうを先に書いているというのも、本来社外取締役に何が期待されているか、ここで再確認する、あるいは定義し直す、そういう意味があるのではないかと考えています。

さて、もう少しだけ時間をちょうだいして、ご説明させていただきたいと思います。今度は27ページをご覧いただきたいと思います。株主との対話というのが第5章です。ガバナンス・コードは計5章の立てつけになっていまして、第5章が株主との対話なのですけれども、恐らくここに書かれている内容というのは、世界のどの国のコードと照らし合わせても、今の時点では多分最先端の内容が書かれていると思います。去年「スチュワードシップ・コード」ができて、こういう対話の機運が盛り上がりつつあるということも踏まえた上で、まず、第5章は、そもそも一つの章として独立記載されています。その中に書かれていることも、各国のコードと比較しても一番先進的な内容が書かれているということです。その中身に行く前に、まず27ページの「考え方」というところをご覧いただきたいと思います。

「考え方」には、少し面白いことが書いてあります。下から6行目です。「また、一般に、・・・」というくだりがありますが、これは、主として座長の慶應大学の池尾先生がおっしゃった内容を踏まえて記載されています。日本の上場会社の社長さんたちは、日々デットホルダー（債権的な権利の保有者）に囲まれて意思決定をしておられます。従業員も取引先も銀行も、これらは全て安定的な元本の権利者であるデットホルダーなのです。そういう人に囲まれて毎日の経営判断を行っておられるということです。では、一方で、極端な場合には、エクイティーホルダーとはどれぐらい会いますかという、へたしたら年1回の株主総会だけという社長さんも、今までは居たのだらうと思います。それは良くないだろうということなのです。デットホルダーにとって一番大事なことは、現状がしっかり維持されて元本がちゃんと返ってくることなのです。そういう前提の下であると、どうしても、少し合理的なリスクを取ってトライしてみようというようなインセンティブが湧きにくい場合があるのではないかと。そういうことを含めて、もう少し日本の社長さんはエクイティーホルダーの意見にも耳を傾けてください、声を聞く機会を設けてください、というようなことがこの27ページの「考え方」というところに記載されています。

あと28ページです。具体的な中身を少しご説明したいと思います。この原則5の1とか、補充原則5の1の①といったところは、日本の上場企業さんでだいぶ心配されている方が多かったようです。最近はまだ誤解が解けてきたと思いますが、ここを見ると、あたかも株主からの対話の申し込み全部に応じなければいけないのですか、というような誤解をされた方が居たようです。もちろんそれはそうではありません。合理的な範囲で前向きに対応してくださいとか、合理的な範囲で面談者を決めてくださいということがしっかり書かれているわけです。補充原則5の1の①の2行目を見ていただきますと、「合理的な範囲で」と、それからその前を少しさかのぼって読んでいただくと、そもそも株主の希望や面談の関心事項も踏まえた上で、と書いてあります。ただし、経営陣幹部または取締役（社外取締役を含む）が面談に臨むことを基本とすべきである、とも書いてあります。行き過ぎになると良くないと思うので、そこはやり過ぎにならないように、とは思いますが、ここまではっきり書いてあるコードというのは、あまり外国にもないような気が致します。それから、その下の補充原則5の1の②というところを見ていただきますと、対話のための方針を策定して、それを開示しなさいということが書かれています。そして、その対話のための基本方針の中には、補充原則5の1の②のローマ数字の(i)のところですけども、誰が責任者かということを書け、と記載されています。「建設的な対話を実現するように、目配りを行う経営陣か取締役を指定してください、そして、それをこの方針に書いて公表してください」ということが書いてあるわけです。日本の場合は、あまり劇薬というか大きな副作用が生じるということはないだろうとは思っていますが、こういうことに慣れていない上場会社さんからすると、これは大変なプレッシャーになっている面もあるとは思いますが、投資家や株主の方も、最初は、会社側の事情をある程度最初はおもんばかるような形で、スムーズな対話とか、そういう面談を心がけていただければと思っています。

今、ちょうど私の手元の時計で65分ぐらいになったのですが、あと最後二つだけ申し上げたい

と思います。

一点、今日は時間がなくて残念なのですが、私がこのコードの中で、実は一番大事だと思っている箇所がありますので、それを申し上げたいと思います。17 ページです。原則の 3 の 1 というのがあります。この原則 3 の 1 に書かれていることは、実は本当に重要なことなのです。この中でも特に 3 の 1 の(ii)が、私はガバナンス・コードの一種コーナー・ストーンといえる箇所ではないかと思っています。これは、各上場会社さんに、こういうことを定めて開示してください、とお願いしている箇所として、本コード原案のそれぞれの原則を踏まえたガバナンスに関する基本的な考え方、それから基本方針、これを定めて開示してくださいというようにお願いしています。投資家サイドの方をお願いしたいのは、まずぜひここをしっかりと見きわめてください、ということです。上場会社さんがここをおざなりにして、他社と同じような、当たり障りのない表現で、言い方は悪いですがごまかしているか、あるいは正面から向き合おうとしていないのか、あるいはその逆に、それぞれ工夫の跡がしのばれるような、苦勞の跡がにじむようないろいろなことが書き込んであったり、そういう自社のオリジナリティーを踏まえた創意工夫を踏まえたものになっているのかどうか、ここをぜひチェックしていただきたいと思います。上場企業の側からすると、まずこの基本的な考え方・基本方針を定めてから、各論を設計していただくというのが本来は正しい姿になるはずですので、ここが日本企業としてしっかりとしたものを書けるかどうかというのが、非常に大きなポイントになるだろうと思っています。

最後に一点だけ、これで本当に終わりにしますけども、このガバナンスコードに対する上場企業の方の受けとめ方です。本音ベースでどういう受けとめられ方をしておられるかは私も分かりませんが、基本は「面倒くさいものを作ったなあ」と思われているだろうと思います(笑)。面と向かわれて言われたことはありませんけれど……。ただ、私がありがたいと思うのは、中には、「今回のガバナンスコードは、結構まとまることが書いてあるのではないか」というような声も聞くことがあります。先日も、ある新聞のコラムに匿名でこういう意見が出ていましたので、ご紹介させていただきたいと思います。これは匿名ですからどなたか分からないのですが、内容から言って、恐らく経営者サイド、財界の方だと思います。そのコラムに書かれていたことですが、「従来わが国での企業統治の議論を苦々しい思いで眺めてきた経営者サイドから見ても、今回のガバナンス・コード原案というのは納得できる点が複数ある」というような趣旨のことをお書きになっておられました。その具体的な論拠として挙げておられたのは 2 点で、一点目はこの「攻めのガバナンス」、つまり成長に軸足を置いた制度設計になっているということ、二点目が「プリンシプル・ベース・アプローチ」を取ったということなのです。これはどちらも序文に書いてあることですので、そういう意味で私は社長さんにまず序文ぐらい読んでくださいと申し上げていたのです。

いずれにせよ、経営者サイドから、こういうご意見が少しずつでも聞こえてくるようになってきているような気がしています。基本的に企業はガバナンスをコストととらえるか、それともバリュークリエーションのためのツールだと考えるか、どちらの考え方を取るかによって、でき上がりが違ってくるはずですので、経営者の方に徐々にでもガバナンスというものの本当の価値を分かっていたかのような雰囲気が出始めているのだとすれば、結構日本企業の将来は明るいかもしれないという気もしています。ただ、一時的には振れが戻ったりすることもあるかもしれませんし、そこは分かりませんが、そういう意味で今回のガバナンスコードというのが、投資家サイドと上場企業サイド両者の対話を通じてお互いの意見、共通の理解を探っていただくというやり方で、少しずつ質の高いガバナンスの実現に向けて歩みを始めていただいているような気がしています。今、枠組みとしては、日本のガバナンスというのは、世界に照らしても恥ずかしくないものがかかなりそろったと思っています。スチュワードシップコードもあります。ですから、あとは中身です。本当に実態面で、現実としても日本のガバナンスが優れたものなるかどうかというのは、プライベートセクターしか解決できないものですから、株主サイドの方にも、それから企業サイドの方にも、ぜひ頑張ってくださいと思います。そのお願いを申し上げて、取りあえずいったん私の説明を終わらせていただきます。

原田 素晴らしいお話ありがとうございました。多少時間が残っておりますので、せっかくの機会ですから、上場企業の皆さまも多数参加していただいておりますので、ぜひご質問をしていただきたいと思います。機関投資家の方でももちろん結構なのですが、いかがでしょうか。どのような質問でもよろしいです。

佐藤様、日本 IR 協議会でいろいろ上場企業さまからご相談を受けられたりされていると思うのです

が、いろいろご質問やアドバイスをする中で、このような質問が割と多いですとか、そういう事例でご質問いただけるようなことがもしありましたら、いかがでしょうか。

佐藤 日本 IR 協議会の佐藤と申します。よろしくお願ひ致します。今回のコードについては、先ほどお話もありましたように、前向きにとらえる企業さんも多数ございまして、コード導入を機に企業体質を強化しようという企業も少なくないと認識しております。ただ、その中でも語句の解釈ですとか、あるいは出す時期については検討する時間が多いようですね。コーポレートガバナンス報告書を提出する時期については、東証さんが求める開示については、早めに対応するのだけれども、それ以外の原則についての対応をいつ頃まで出すのが適切なのか、というようなことよく聞かれます。12 月末というのが一つのめどとなっているのですけれども、それでもいつ頃だったらちょうど良いのかというのはよくご相談で挙がってくるころではあります。そんなところです。

原田 その点、いかがですか。

油布 今のご質問というのは、この後東証の渡邊課長にやってもらったほうが良いと思います。ただ、確かにガバナンス報告書の提出は、年末、年内いっぱいだったのですけれども、あれはある意味でぎりぎりのデッドラインです。本来早ければ早いにこしたことはありません。それから、ガバナンス報告書に記載する、しないの前に、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の義務は 6 月 1 日時点で基本的には発生してしまいます。例えば株主総会で質問が出たら、「その点はガバナンス報告書に書いて公表することになっておりまして提出期限は年末までですからお待ちください」というような対応はできないはずだと思います。何らかのお答えはやはりしていただく必要があると思います。

ただ、一方で私が思うのは、この 6 月の株主総会は、あまり期待し過ぎるのもどうかと思います。なにしろ対応する準備期間が短か過ぎるので、そこは最初から 100 パーセントの答えを投資家サイド、株主サイドが求めないほうが良いと思います。もともとコーポレートガバナンスというのは、その本来の性質として、日々変わっていくものだと思うのです。私もそうですけど日本人は何となく、最初の時点から完成形を求めがちだと思います。6 月 1 日から施行になると、6 月 1 日の段階で 100 パーセントの答えがそろっていないとおかしいと思ってしまうわけですが、それは杓子定規ではないかと思います。株主さんとかステークホルダーの方に申し上げたいのは、コードは間違えなく 6 月 1 日から適用になるわけですが、むしろ 100 パーセントの正解あるいはより優れた正解というのは、会社側と一緒にこれから共通解を探して行ってほしいのです。6 月 1 日時点で会社側が 100 パーセント間違いない答えを出すということまで求めるというやり方は、あまり生産的ではないような気がしています。対話の中で、時間をかけて修正を重ねていくというようなアプローチも私は本来大事だろうと思っています。

原田 ありがとうございます。マイクが入っていないくて、ご質問が後ろの方は聞こえなかったようなのですが、今の本質的なコメントも含めまして、後ほど渡邊様のほうからお話いただけますか。

油布課長様、ありがとうございます。懇切丁寧なご説明で、非常に分かりやすい素晴らしいお話、ありがとうございます。

それでは、東京証券取引所、上場部の課長、渡邊様からご講演ということで、テーマはもう少し実務的なお話、今のご質問にも関係するようなお話をさせていただきたいと思います。コーポレートガバナンスコードの意義と実務上の留意点ということで、これから 20 分ほどお話を伺います。どうぞよろしくお願いいたします。

講演：「コーポレートガバナンス・コードの意義と実務上の留意点」東京証券取引所 上場部課長 渡邊浩司氏

[配布資料はこちら](#)

渡邊 東京証券取引所、上場部の渡邊と申します。東証では 10 年以上前からガバナンスの強化に取り組んできました。投資家から見ますと遅々としてなかなか進まないという感じだったと思うのですが、何とか半歩ずつというか匍匐前進ぐらいのペースで進んでいるうちに、ガバナンスの強化は成長戦略の一つに挙げられるまでになりました。ガバナンスコードの策定も昨年の成長戦略に掲げられ、6

月 1 日から適用開始というところまで来ました。本日は、ガバナンスコード策定の取引所としての狙い、意義、また実務上の留意点について、簡単にお話をさせていただきたいと思えます。

最初に日本の株式市場の現状について簡単にご紹介します。資料の 3 ページ目の左側のグラフは、25 年前の株価を 100 として、その後の株価の推移を示しています。日本、アメリカ、イギリス、世界平均、中国を比べているものでございます。中国はグラフに収まりきれないくらい上昇しております、アメリカやイギリスも波はありますがおおまかに見ると上昇傾向が見て取れます。これに対して日本株だけが地をほうような横ばいとなっております。これが日本市場の現状です。

日本株の低迷には、いろいろな原因が考えられると思うのですが、その中で最も大きな要因といわれているのが資本生産性の低さです。それを表しているのが右側の表です。資本生産性、ROE の各国企業の平均値を比較しています。直近の 2014 年の数字は、アメリカが 15.1 パーセント、イギリスが 15.7 パーセント、中国が 13.7 パーセント、世界平均でも 12.4 パーセントという数字になっています。これに対して、日本企業の ROE の平均を見ますと、近頃改善傾向にあるとはいえ、それでも 8.5 パーセントという数字です。先進国の水準はおろか、世界平均にも及ばない、そういう水準でしかないということです。

日本企業の ROE が低いのは、2014 年に限った話ではありません。ざっくり申し上げますと、日本企業の ROE は長い間他の先進国の半分ぐらいの状況にありました。このように、株主から託されたお金、資本を十分に利益につなげることができなかった、株主の期待に応えることができなかった、このために日本株は低迷を続けてきたという指摘がされています。

次のスライドは、株価が低迷しているだけではないということです。上側のグラフは、この 20 年の日本、アメリカ、中国の国民所得の推移を表しています。これを見ますと、アメリカと中国の国民所得は右肩上がりです。日本だけは横ばいです。2009 年に日本は中国に抜かれています。直近の数値を見ますと、日本の 5.1 兆ドルに対して中国は 9.2 兆ドルですので、あっという間に、わずか 4、5 年ほどの間に倍近い差をつけられてしまっているということです。

スライドの左下のグラフは、日本とアメリカの個人金融資産の推移を示しています。日本の個人金融資産が 1654 兆円ある、これはよくいわれるところでございますし、素晴らしいことですが、アメリカはどうなのかといえますと、アメリカはその 4 倍以上、7400 兆円ぐらいということです。しかも日本の残高はずっと横ばいの状況ですが、アメリカは右肩上がりです。ワニが口を開けたような形になっております。このまま行きますとどんどん差が開いていってしまうばかりです。

スライドの右下のグラフは、日本とアメリカの従業員 1 人あたりの労働コストを表しています。日本よりもアメリカのほうが、従業員 1 人あたりの労働コストを多く払っているということが見て取れます。日本は従業員に優しい経営をしているから収益力が低いのだという声をたまに聞くことがありますが、この数字を見る限り、それは正しくないということです。

日本経済、このままで良いという方はいらっしゃらないと思えます。これを何とか改善して、日本の稼ぐ力を取り戻す。これが政府が発表した日本再興戦略改訂 2014 の大きなテーマの一つです。コーポレートガバナンスの強化は改革に向けた 10 個の政策のうちの一つとして取り上げられ、今回コードが策定されることになりました。

「ガバナンス」と「稼ぐ力を取り戻す」、そのつながりがぴんとこない方というのは結構いらっしゃるのではないかと思います。それは当然として、これまでコーポレートガバナンスの強化が議論されてきたのは、会計不正をはじめとした企業不祥事をきっかけとするものがほとんどでした。これは日本だけではなくて、世界共通です。例えばイギリスでコーポレートガバナンスコードの前身が策定されたのは、マクスウェル事件をはじめとして 1980 年代の後半から 1990 年代の初めにかけて頻発した会計不祥事、企業不祥事がきっかけです。アメリカでサーベンス・オクスリー法ができたのも、エンロン事件やワールドコム事件といった会計不正がきっかけでした。また最近では、リーマンブラザーズの破たんをきっかけとして、欧米金融機関の経営者の過剰なリスクテイクや報酬の問題が議論されています。日本でもオリンパスの事件とか、大王製紙の事件とかをきっかけとしてガバナンスの議論が盛り上がったのは記憶に新しいところかと思えます。

こうした議論では、ガバナンスを強化することによって上場会社に適切な規律をもたらす、それによって不祥事を防止するとか、企業の過度なリスクテイクを抑制するという通じて、企業価値の棄損を回避するというような点が強調されてきました。

一方、今回の成長戦略の議論では、ガバナンスのこうした守りの側面はもちろん重要なのですが、それに加えてガバナンスの攻めの側面をより強調しています。スライドの右側になりますが、ガバナ

ンスコードへの対応を通じて、上場会社のガバナンスに適切な規律をもたらす、この出発点は同じですが、それによって上場会社における経営判断、意思決定過程の合理性を担保し、経営判断の結果責任に関する経営者のリスクを低減する。それによって経営者の方に健全な企業家精神を発揮していただいて、会社の持続的な成長、中長期的な企業価値の向上を実現しようというのが、今回のガバナンスコードの導入の狙いです。また、これを実現することがガバナンスコードの意義ということになるかと思えます。

少し抽象的な話ばかりしてしまいましたので、実務上の留意点を次に簡単にご紹介したいと思えます。

実務上の留意点をお話しする上で、最初に今回のガバナンスコード策定に伴う上場制度の見直しのポイントを大きく二つに絞りまして、ご紹介させていただきます。

まず一つ目ですが、上場会社に対してコードの趣旨や精神の尊重を求める規定を新設致しまして、今年の6月1日から適用を開始します。ガバナンスコードでは原則主義、プリンシプルベースを採用しているため、各上場会社が形式的なコードの文言、記載にとらわれるのではなく、コードの趣旨や狙いに照らして、自らのガバナンスの充実に取り組んでいただくことをお願いするものです。

二点目が、コードの原則を実施しない理由の説明義務を新設するものです。これによって、上場会社は、コードを実施する、コンプライするか、あるいは、実施しない場合にはその理由を説明する、エクスプレインをすることが必要になり、その結果いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の規律が働くようになります。仮にコードの原則を実施しない場合、コンプライしない場合には、コーポレートガバナンス報告書という書面にその理由を記載してご提出をいただくことを予定しています。

このコンプライ・オア・エクスプレインの規律の適用を受けるのは、東証でいいますと、市場1部、2部、マザーズ、JASDAQの上場会社全社です。このうち、マザーズとJASDAQにつきましては、新興企業向け市場ですので、1、2部より説明義務を緩和致します。

スライドの下のイメージ図はガバナンス・コードの構成と、市場区分ごとに説明が必要な範囲を示しています。ガバナンス・コードには、ガバナンスが役割を発揮することが期待されている分野五つ、それぞれに章が設けられております。それぞれの章では、ガバナンスの充実によって実現すべき普遍的な理念・目標といった一番基本的なことが書いてある「基本原則」が一つずつ定められています。さらに、基本原則を要素ごとに分解、整理致しまして、その理念・目標を実現するための具体的な方策を中心とした「原則」や、「補充原則」が定められています。数字は、それぞれの区分で定められている規範の数を示しており、コード全体では73個の原則が定められています。

右側の矢印は、実施しない場合の理由の説明が必要な原則の範囲を表しており、市場1部、2部の上場会社は、73個の原則全てについて、実施しない場合には理由の説明が必要になります。一方、マザーズ、JASDAQの会社は、コードの原則のうち最も基本的なもの、「基本原則」五つに限定して、実施するか、実施しない理由を説明するのかの選択を求めるということになります。

こうした新興市場の取り扱い、国際的に見るとやや特殊です。資料の10ページ目はガバナンス・コードの適用対象に関する国際比較です。国ごと、市場区分ごとにコードの適用対象か否かを示しています。網掛けになっているところが、コードの適用対象です。イギリスやドイツ、フランスといった国では、いわゆる新興市場にあたるAIMや、エントリー市場、アルターネクスト市場は、成長企業とか中小企業への負担感に配慮してということだと思っております。コードの適用対象外ということの意味は、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の規律が適用されていないということです。

しかしながら、今回東証ではこうしたアプローチは取らず、マザーズやJASDAQについても「コンプライ・オア・エクスプレイン」の規律を適用することに致しました。なぜかと申しますと、簡単に言いますと、成長企業や新興市場であったとしても、ガバナンスがどうしても良いということにはならないからということでございます。むしろ、こうした企業こそガバナンスに関して適切な規律が必要だという見方もあります。海外の機関投資家を中心に、そういった意見が多く寄せられました。

一方で、大企業と同じガバナンスの規律を、いくら「コンプライ・オア・エクスプレイン」とはいえ、新興市場に上場する小規模な会社や成長途上の会社に課すのか。それが大きな負担となってIPOが萎縮してしまい、成長企業に対してリスクマネーを提供するという資本市場の最も基本的な役割が果たせなくなってしまうのも問題ではないかという見方もあります。そこで、今回の対応では、マザーズ、JASDAQといった新興市場の会社についても、「コンプライ・オア・エクスプレイン」を適用するも

の、ガバナンスコードの普及を重視して、コードの趣旨とか精神が最も表れている「基本原則」について「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象としました。例えば独立社外取締役の2名の選任など具体的な方策が中心となっている「原則」や「補充原則」については、コンプライ・オア・エクスプレインの対象外としています。

資料の11ページ目は、コードのうち実施しない原則がある場合のガバナンス報告書における説明について、適用初年度の取扱いを示しています。具体的には、適用初年度については、コードの適用開始後、最初の定時株主総会が終わってから、準備ができ次第速やかにガバナンスコード関連の二つの記載欄を更新して、ガバナンス報告書をご提出いただくということにしております。準備ができ次第ということですが、準備ができなければいつまでも出さなくて良いというわけにはいきませんので、翌年の株主総会に向けた投資家との対話の材料にさせていただくため、遅くとも今回の総会の6カ月後までに、ガバナンスコード関連の二つの記載欄の更新をいただくということで期限を設けております。3月決算の会社でいいますと、6月1日からガバナンスコードの適用が始まりますけれども、ガバナンス報告書の更新は、その後最初に到来する今年6月の定時総会の後に、準備ができ次第速やかに、ただ遅くとも12月末までに行っていただくということになります。

先ほど、佐藤さんからご質問があった提出のタイミングの件ですが、期限はここにあるとおりです。われわれとしても早いほうが良いのか、遅いほうが良いのかということはありません。上場会社には、しっかり準備して対応いただきたいと思っていますので、無理に早く出す必要は全くありません。一方で、先ほど油布課長もおっしゃっていたとおり、これはガバナンス報告書に書く期限が12月末までということですので、それまで投資家の質問に答えなくて良いということまで意図しているものではありません。今年の6月の総会でも、ガバナンスコードの御社の対応どうなっているのですか、と株主の方が聞かれることがあるかもしれません。そのときには、適宜そのときの状況でご説明をいただければと思います。

実際に提出されるタイミングについては、いろいろな会社がいらっしゃると思います。6月早々に出そうという会社もいらっしゃるかもしれませんが、12月に出そうというように考えていらっしゃる会社さんもいらっしゃると思います。ガバナンスに関して自信のある会社などは、むしろこの機会を使って、自社のガバナンスの充実を投資家さんにアピールする機会と捉えている会社も多いように思います。

最後に、「コンプライ・オア・エクスプレイン」に関して上場会社からよくいただくご質問と回答をご紹介します。関連して投資家の皆さまへのお願いを簡単に申し上げたいと思います。

よく寄せられるご質問は、ガバナンス・コードについて、コンプライするのが良いのか、エクスプレインをするのが良いのか、結局どちらなのか、という問い合わせです。プリンシプルベースとか、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の本質に関わるようなご質問です。

結論から言いますと、どちらが良いかというのはケース・バイ・ケース、会社さんごとに違いますし、一律に決められるものではありません。コードでは、例えば取締役会による独立した客観的な監督をしっかり実現しようという観点から、独立社外取締役の2名以上の選任といった具体的な方策が定められているものがあります。これは、コードの趣旨や精神を実現するための一般的な方策が書かれているものですので、これを実施していただくことで、多くの会社ではコードの趣旨や精神を実現できると思います。ただし、各社の個別具体的な事情によっては、コードに書いてあることをそのまま実施するよりも、自社でカスタマイズした取組みをしていただいたほうが、より良くコードの趣旨や精神を実現できる、そういう場合も当然あり得ます。そのような場合には、実施しない理由の説明をしていただくほうが適切だということになります。

何が大事かといいますと、そのコードの趣旨や精神、目標や理念を実現することが重要でありまして、そのための方法は、問わないということです。これこそがプリンシプルベースや「コンプライ・オア・エクスプレイン」という規律の肝です。

この「コンプライ・オア・エクスプレイン」やプリンシプルベースの規範がワークするためには、上場会社には自発的、積極的な取組みをしていただくことが不可欠です。

説明するのが面倒くさいからやっただけをしようとか、うわべだけコンプライしたことにはしようとかでは、外形だけは実施したことになりますが、中身は伴わないことになりますので、コードの趣旨とか狙いとかが実現するというには絶対なりません。これでは意味がありません。

また、実施しない理由を説明する場合でも、真摯に説明することが求められます。はんこで押したようなひな型的な説明をするということでは、投資家側で上場会社の対応が適切かどうかを評価する

ことができないことになってしまいます。

上場会社が対応すれば十分かという点、これだけでは足りません。「コンプライ・オア・エクスプレイン」の規律がワークするためには、投資家にもプリンシプルベースとかガバナンスコードとか、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨を理解いただいて対応をいただく必要があります。例えば、コンプライしている原則の数が多いか少ないかで評価をしたりだとかいった形式的な評価、機械的な評価をすることは不適切です。上場会社の個別具体的な事情も考慮していただき、何が各上場会社にとって最も適切な対応なのか、上場会社と建設的な対話をしていただけると非常にありがたいと思います。そうすることが、ガバナンスコード、スチュワードシップコード、二つのコードを作った効果を最大限に発揮する方法だと思います。意見をすべきときは意見をし、後押しすべきときは後押しをしていただいて、会社の持続的な成長や、中長期的な企業価値の向上、それは投資家側から見ますと、リターンの向上にもつながると思いますので、取り組んでいただければ非常にありがたいと考えております。

こういった上場会社の皆さまと投資家の皆さまの取組みが、日本市場の魅力向上につながることを期待しております。

私からの話は以上とさせていただきます。ご清聴ありがとうございました。

原田 渡邊様、どうもありがとうございました。よくいただく質問も含めまして、非常に分かりやすいご説明をいただきました。どうもありがとうございました。

後半登壇者：

ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議メンバー 小口 俊朗氏, CFA

いちごアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議メンバー スコット キャロン氏, CFA

エーザイ株式会社 執行役兼早稲田大学大学院講師 柳 良平氏

株式会社ユニテッドアローズ IR 室長 丹 智司氏

日本 IR 協議会 専務理事(当時 事務局長・首席研究員) 佐藤淑子氏

日本 CFA 協会 会長 瀬尾周一, CFA

進行：日本 CFA 協会 理事 原田武嗣, CFA

(以下、敬称略)

原田 それでは時間になりましたので、最後のセッションです。少し長丁場になりますが 90 分とっております。パネルディスカッションということで、テーマは、「建設的な対話により企業価値の向上を目指す」、というディスカッションです。

パネルディスカッション:

「建設的な対話により企業価値の向上を目指す」

(パネリスト:ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議メンバー 小口 俊朗氏, CFA、いちごアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長 コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議メンバー スコット キャロン氏, CFA、エーザイ株式会社 執行役兼早稲田大学大学院講師 柳 良平氏、株式会社ユニテッドアローズ IR 室長 丹 智司氏、日本 IR 協議会 専務理事(当時、事務局長・首席研究員) 佐藤淑子氏)

モデレーター:日本 CFA 協会 理事 原田武嗣, CFA

本日はパネリストとして5名の方をお迎えしております。全てこの分野の日本におけるエキスパート中のエキスパートということでございます。最初に左側から順番にパネリストのかたがたを私のほうから簡単に紹介させていただきます。

まずこちらの、皆さまがたから左側ですが、佐藤様です。日本 IR 協議会様の事務局長、首席研究員をされております。

佐藤 よろしくお願ひ致します。

原田 佐藤様は日頃のお仕事を通じまして、上場企業の IR 活動全般に精通されております。また、東証の「上場制度整備懇談会」の委員、経産省の「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」の委員、青山学院専門職大学院兼任教員を務められております。本日は日本 IR 協議会会員企業様の IR 責任者とのディスカッションと、4 月に公表されました IR 活動の実態調査の結果を踏まえまして、貴重なお話が伺えることと思ひます。

そのお隣が、上場企業サイドということで、エーザイ株式会社執行役兼早稲田大学大学院講師の柳様です。

柳 よろしくお願ひします。

原田 柳様は公職として東証の「上場制度整備懇談会ディスクロージャー部会」の委員をされておられまして、また経産省の企業報告研究会企画委員、伊藤レポートの委員などをお努めでいらっしゃる。上場企業で建設的な対話により企業価値の向上を目指すという本セッションに最適の方としてお願ひ致しました。

そのお隣が、やはり上場企業さまからということで、株式会社ユニテッドアローズ、IR 室長の丹

様です。

丹 よろしくお願ひします。

原田 ユナイテッドアローズ様は 2012 年の東京証券取引所企業価値向上表彰大賞を受賞されておりました。2014 年には日本 IR 協議会様の IR 優良企業大賞などを受賞されておられます。丹様ご自身は 2002 年から同社 IR 部門で、以降現在まで IR 業務の責任者を務められ、ご活躍をされておられます。

上場企業さまからお二人ということですが、あと投資家サイドということでお二人をお願いしております。まず、そちらのテーブルの左側のほうにお座りなのが、いちごアセットマネジメント株式会社代表取締役で CFA のスコット・キャロン様です。キャロン様は、2012 年 5 月に株式会社チヨダの社外監査役に就任されておられます。それから中国最大手の総合金融グループ、CITIC Group のグループ会社であります CITIC International Asset Management Limited、こちらの取締役も務められています。公職としては、金融庁「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」、および経産省の先ほどの「伊藤レポート」のメンバーをされておられます。東証の「企業価値向上表彰」選定委員なども務められています。2006 年に日本の永住権を取得されたということで、日本語のほうも非常にご堪能です。社名の由来はご本人のほうから後ほどご説明があらうかと思いますが、日本の文化、日本人の心にも非常に深いご理解をされておられるお方です。

一番右側にお座りなのが、同じく投資家サイドということで、ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン代表取締役で CFA の小口様です。

小口 よろしくお願ひします。

原田 小口様は日本における顧客投資先数百社との対話、きょうのテーマの対話を実践されています。また公職としてもいろいろな公職を務められておられます。経産省の「企業統治研究会」委員、金融庁「コーポレートガバナンス連絡会議」メンバー、経産省の「当面の株主総会運営に関するタスクフォース」のメンバー、金融庁「法制専門研究会」委員、経産省「コーポレートガバナンスの対話の在り方分科会」の委員、それから先ほどの「伊藤レポート」の委員もされておられますし、金融庁の「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会議」のメンバーであり、今回の「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」のメンバーを歴任されておられます。

少し長くなりましたけれども、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致します。まず、本日は 5 名のパネリストのかたがたに順番に、それぞれのお立場で 7 分から 8 分ぐらいお話しいただきます。まず佐藤様から、建設的な対話、IR の視点からということでお話をいただきます。資料はそのホルダーの中にも入っていると思います。どうぞ、よろしくお願ひ致します。

[配布資料はこちら](#)

佐藤 皆さん、こんにちは。日本 IR 協議会の佐藤淑子と申します。きょうは日本 CFA 協会さんのこのようなイベントに参加させていただきまして、誠にありがとうございます。また、今回日本 IR 協議会の会員企業のかたがたも多数ご参加ということで、日頃よりお世話になっておられます。感謝を申し上げます。

私からは、今、原田様からもお話しいただきましたように、上場企業のガバナンスに対する対応等につきまして、調査結果などを使いながらご報告をさせていただきます。大きく三つぐらいに分けてお話をしていきます。

これは、まずはおさらいということで、「日本版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」という対話を促す二つのコードが出ています。その中で特にスチュワードシップ・コードにつきましては、投資家の深い理解に基づく建設的な会話が原則 4 で求められています。また、「コーポレートガバナンス・コード」につきましては、株主の声に耳を傾けるような対話というものを基本原則のほうでまとめておられます。この二つのコードによって持続的成長と企業価値向上を達成していこうと、そういうものになっているわけでございます。

では、その二つのコードに対する対応状況というのがどうだったのか。こちらは、私どもが毎年実施しております IR 活動の実態調査の結果でございます。この実態調査は、本年の 1 月から 2 月ぐらいに実施をしまして、4 月に公表しておりますので、少し時期としては早いかなというものではございませんけれども、大きな傾向というのは見られると思います。

こちらのグラフ、左側のほうは「日本版スチュワードシップ・コード」に対応しているかいないか、右側のグラフは「コーポレートガバナンス・コード」の対応の準備をしているかしないか、ということを知りたいものがございます。いずれも下の棒グラフのほうが、全部の上場市場を対象にしたものでして、こちらのほうは IR 活動実施しているとお答えになった企業 946 社のうち「日本版スチュワードシップ・コード」に対応しているのが 21.8 パーセントでございました。一方、「コーポレートガバナンス・コード」対応につきましては、お答えになった会社さんの 41.5 パーセントということで、明らかに「コーポレートガバナンス・コード」のほうが対応しているというお答えが多いです。これは、先ほどのスライドでもお示ししましたように、ガバナンス・コードというのが上場企業向けということですので、いわゆる当事者意識というのが「コーポレートガバナンス・コード」のほうが強いのかなという印象を持っております。

では、「日本版スチュワードシップ・コード」対応はどういうことをしているのか、ということ、先ほどの質問の中で対応している、どちらとも言えない、とお答えになった、合わせて 436 社の上場企業に具体的な対応策を聞いてみました。そうしますと、一番多かったお答えが、「機関投資家やセールスサイドのミーティングではスチュワードシップコードを意識して対応している」、これは全部の上場市場に上場している企業にしても、東証 1 部上場企業にしても、全く同じ傾向でございます。

一方、スチュワードシップコードが求めている建設的な対話、建設的ということから、アジェンダを設けて目的を持って期待をするということが意味されているのですけれども、その目的に近いアジェンダ、これを策定したというのはあまり多くない、かなり低いです。策定したというのは 0.7 パーセント、それから検討しているのが 7.6 パーセントということで、まだまだ何か具体的にアジェンダを持ってやろうというところは少ないのかなあという感じでございます。

それから、決算説明資料、IR データ資料などにコードで重視されている情報やデータを掲載しているとか、自社ウェブサイトにもスチュワードシップコードで重視されている情報やデータを掲載している、この辺は結構多くの会社さんが実施をしているというご回答をいただいています。従来実施している IR 活動をより深くやっというところ、そのような対応の仕方がこの回答に表れているのではないかと思います。

一方「コーポレートガバナンス・コード」でございます。「コーポレートガバナンス・コード」については、準備していますというようにお答えになった 393 社について、ではどの部署でどのようなことをやっているのかということを知りたいものがございます。こちらの質問は、ガバナンス・コードの基本原則順に設定しております、基本原則の 1 に近いような総会の充実とか、2 に近いような株主以外のステークホルダーと協働できる体制の準備、3 に近い適正な情報開示と透明性を開示する準備、それから 4 の取締役会との責任責務を明確にできる体制の準備、そして 5 の株主との対話を充実させる準備、という形で聞いてみたのですが、このうち IR 担当部署が関わっているというのが 3 番目と 5 番目です。やはり適切な情報開示と透明性、株主の対話というところが圧倒的に多いということになっています。

IR 部署以外が関わる仕事はどんなところでしょうか、と聞いてみますと、今度は原則 4 で非常に関心の高い項目、つまり取締役会等の責務を明確にする体制の充実、ここが IR 部署以外が担当することが多いようで、恐らく経営戦略とか経営企画とかいう部署かもしれません。また、株主総会対応をより充実させる体制とか、ステークホルダーと協働できる体制、これは恐らく総務部とか法務部、あるいは CSR 部というところかと思えます。一番多かったのは、取締役会等の責務を明確にする対応準備なのですが、いろいろな部署がこれらの原則に関わっているというところが見て取れるのではないかと思います。

二つ目のポイントとして、建設的な対話というのが企業価値向上に向けてこれから求められるということになるのですけれども、それでは建設的な対話というのは何が重要なのかということ。今日いらしている柳さんとキャロンさんを含めて、今年の 12 月に私ども IR 協議会が開催した IR カンファレンスのパネルディスカッションで皆さんに聞いてみましたところ、非常に的確なコメントがありましたのでご紹介したいと思います。

まず柳さんですが、IR オフィサーの立場として三つ必要です。一つ目は資本生産性 ROE の意識の重要性です。これは、どうしても対話の中でアジェンダとして資本生産性、資本効率というのは出てきますので、ここは意識を十分持っておいたほうが良いのではないかと思います。二つ目は企業理念と企業価値との関連の説明ということで、短期的な目標だけではなく、非常に長い目で見た企業の目指すべき方向感、そのベースとなる企業理念というものを、中長期的な企業価値向上と結び付けて話すことが重要ではないかということです。三つ目は、やはり対話というのは経営陣、特に CEO ト

ップの方が入ってきますので、そのコミットメントが重要ではないかという話がありました。

お二人目がキャロンさんということで、後ほどお話があると思うのですが、まず対話とは双方向であるということで、企業の方からすると、何となく投資家というのはいろいろなことを聞いてきてプレッシャーを受ける存在だなあとわれがちです。そうではなくて、株主も企業の方の声を聞く、企業も逆に聞いていく、そういう双方向にしていきたいと思いますというコメントがありました。投資家というのはいろいろな方がいらっしゃいますが、中でも長期視点での投資家株主との対話が重要ではないか、というご発言だったかと思います。

これは余談なのですが、先日ある会社さんの決算説明会に出ましたら、中期経営計画の進捗状況をトップの方がお話しされるときに、私はつい先日も長期視点の投資家 10 社の方とこの戦略について意見交換を致しました、それを踏まえて皆さまがたにもご報告し、また質問を受けたいと思いません、というようなことの話がされていました。ガバナンス・コードの対応につきましては、説明会でスライドなどに記載する企業さんが少なくありません。そういったコード対応に関する方針の説明や長期視点の投資家との対話について、IR の場に参加する方々とも共有されつつあるというのが現状かと思えます。

こちらのスライドに戻りますと、キャロンさんの三つ目のところは、先ほどの柳さんのご指摘とも共通するところかと思えます。

3 人目は、法律家ということで、コーポレートガバナンスの有識者会議にも入っておられました武井一浩さんでございます。一つ目のポイントとしては、対話を含んだガバナンスコードへの対応というのは、企業のそれぞれの担当部門が個別にやるのではなくて、それを横ぐしを通したような形でやることによって、対話の中身もましていくのではないかというご発言であります。先ほどガバナンスコードを導入するにあたっての課題として、柳さんのご指摘の資本効率、資本生産性の意識、それからトップのコミットメントが課題だと申し上げたのですが、この横ぐしでの対応というのも、企業の中では結構やさしいようで難しいというお声をよくいただきます。

二つ目の攻めのガバナンス、これは油布様のところでお話をいただいた、そのままのおりでございます。

こういったコメントを踏まえまして、建設的な対話を IR の視点でやっていくためには何が重要なのかということ、IR 協議会での議論の中から一つご紹介するとしますと、やはりコーポレートガバナンスというのは IR というこれまでやってきた投資家との対話であったり情報開示であって、それがベースになってきますので、それを融合することが重要であろうということです。私どもは IR 優良企業賞を毎年選ばせていただきまして、ユナイテッドアローズさんも大賞に輝いているのですが、その中の一つにコーポレートガバナンスという項目があります。コーポレートガバナンスというのは、他の審査項目に比べて少し点数が低いのです。その中でも高く評価を得ている会社さんに対する IR 優良企業賞専門委員の声を聞くと、経営の監督と執行を分離し、企業価値向上につなげているとか、IR 活動を通じて株主総会議案の趣旨を説明して、先ほど申し上げたように個別の部門が別々にやっているのではなく、それがつながっていたりとか、説明に納得感がある、というようなことがあがっています。

最後三つ目ですが、コーポレートガバナンスコード導入後の次のステップは何なのかと考えたとき、私は個人的に取締役会議長という方の役割、リーダーシップを発揮してもらうことが大きいのかなあと考えております。どのような会議でも、それを進行する議長の方によって、意見を引き出せるとか、その議論が活性化するとか、そういったものがよく見られると思います。こちらのスライドは、コーポレートガバナンスコード有識者会議で使われました、英国のコーポレートガバナンスコードの中で示されている議長に関するものです。ここでも、リーダーシップを発揮するとか、戦略的な課題に関するものに十分な時間が確保されるように責務を負うとか、株主との有効なコミュニケーションを確保すべきである、そういった形で取締役会での議論を活性化し、またその成果を企業価値向上に結び付ける、そういったキーにもなる存在であることが示されているのではないかと思います。問題提起させていただきました。

私からの話は以上です。

原田 ありがとうございます。総合的なお話を簡潔に、素晴らしいお話ありがとうございました。

それでは柳様お願いします。柳さん、今、佐藤様から柳様の建設的な対話の要件についてコメントがございました。もし補足のお話もあれば、お話しいただければと思います。

柳 皆さんこんにちは。柳と申します。よろしく申し上げます。

まずコーポレートガバナンスコードでは、実態として世界の投資家は、この日本のガバナンスコードをどう考えているのかというのを、1人2人のコメントではなくて、体系的に調査をしたものがこのサーベイです。日本 IR 学会に論文を出して掲載が内定していますので、詳しくは論文を見ていただきたいと思います。122名の世界の投資家、海外半分、国内半分、海外のほうが多いのですが、回答をいただきました。こちらのサンプル 122名、少ないではないかと思う人が居るかもしれませんが、これらの機関投資家の日本株の総投資額は、日経平均 2 万円の前提で 100 兆近いのです。かなり一定のレベルがあると思っていただきたいと思います。これは毎年やっていますので、時系列的におおまかに同じ傾向が出ていますから、データの有意性はあると考えております。

きょうは抜粋なので、一部しか紹介しませんが、ガバナンス・コードで世界の投資家が何を一番期待するか、ナンバーワンは資本効率、資本生産性でした。端的に言うと、代理変数で言えば ROE です。やはり資本生産性がコーポレートガバナンス・コードを入れることによって改善されるのを期待するという方が約 4 割で一番多いです。次に多いのは、CEO のガバナンスの意識がこれによって高まるということです。それから社外取締役、外国人は 14 パーセント入っていて結構多いのですが、これも社外取締役を 2 人入れれば良いといっているわけではなく、資本効率が究極のゴールなのだけでも、フェーズ 1 フェーズ 2 でいくと最初はまず社外取締役を義務付けてほしいと、そこからいろいろな議論や改善があって、最終的には資本効率である、という意見が定性的にも多かったので、一定のリンクはあると思ってください。

それから、ガバナンス・コードがうまくいくかということ、世界の投資家はとても期待しています。これは今までなかったのですけれども、56 パーセントが日本のガバナンスが良くなると思っています。例えば 1 年前にやはり日本 IR 学会に論文提出していますが、スチュワードシップ・コードができて日本のガバナンス良くなるかと聞くと、良くなるという投資家が 4 割ぐらいで、4 割ぐらいは I don't know と言っていたのです。でも、今や 56 パーセント、6 割近い世界の投資家が日本のコーポレートガバナンスがこれによって良くなることを期待していますから、この 1 年で二つのコードと伊藤レポートはかなり成果を上げて、世界的にもかなり投資家の意識が高まっている状況にあると思います。

それから次に、仮にもしコーポレートガバナンス・コードが日本でうまくいかないとしたら、どのような理由が考えられるかと聞きますと、これは分かれました。「コンプライ・オア・エクスプレイン」だと強制力がないから、という人も居れば、やはり日本の企業というのは投資家にものを言われるのを嫌がる、特に外国人投資家に何か言われるのを嫌がってまともに対話してくれない、という回答もありました。あるいはそもそもファイナンスリテラシーとかガバナンスリテラシーが低くて、腑に落ちてファイナンス理論的に、企業価値理論的にガバナンス、ファイナンスを理解して自ら動こうということが足りないのではないかと、という懸念にも分かれました。

それから、ガバナンスと資本生産性は関係があるか。アカデミアの世界でも完全に結論が出せないものです。なぜなら、ガバナンスという定性情報と ROE という定量情報を完全にリンクして重回帰分析で統計学的有意差をもって証明することは非常に難しいのです。ただ、では何がエビデンスとして重要なのかということ、世界の投資家がどう思っているかということだと私は思うのです。これを世界の投資家に聞きますと、因果関係があると信じている投資家が 5 割近く居るのです。相関関係と合わせると圧倒的に 9 割近い人が ROE とガバナンスは関係性がある、因果関係あるいは少なくとも相関関係があると言っているわけです。単に社外取締役を 2 人入れても関係ないではないかという反論はもちろんあります。それはある意味正しいのですが、社外取締役によって本当に良い形のガバナンスが定着してボードが活性化し、資本効率の議論がボードルームで行われて会社が変われば、結果として ROE は上がるというコーザルリンク、あるいは結果としてそうなるというリレーションがあるというように、圧倒的に 9 割近い世界の投資家が信じています。私はこのデータのほうがアカデミックな実証分析よりも重要だと思っていますので、ガバナンスと資本生産性は関係があると、少なくとも資本市場に面するときには考えて良いと思います。コーポレートガバナンス・コードは資本生産性の向上、すなわち最終的には企業価値の向上に結び付いていくとこの結果をもって考えています。

それから、コントロールな伊藤レポートの ROE8 パーセントルール、これを支持しますか。投資家に聞いてみると、やはりアプルーバルレーティングは非常に高いです。88 パーセントの世界の投資家が、伊藤レポートの ROE8 パーセントルールを賛成と言っています。ただ、内訳が面白いのは、外国人投資家は積極的に支援しています。Strongly agree が多いのです。国内の投資家のほうがやや慎重で、Strongly agree が 3 分の 1 ぐらいで、半分ぐらいが Basically agree です。だから、同じ賛成比率が高い国内、海外の投資家なのですが、内訳が違って、外国人投資家のほうが積極的に支持をしていて、国内投資家のほうが消極的に支持しているのです。ただ、いずれにしても、9 割近い世界の投資家が、一応伊藤レポートの ROE8% というのを支持しているという結果が出ています。

それから ISS の ROE5 パーセントルール、これについても同様な調査を行うと、こちらも 71 パーセントの世界の投資家が支持をしています。やはり外国人投資家のほうが積極的に支持をしています。日本の投資家は、どちらかというと消極的に賛同しています。議決権行使ですから、かなりきついルールにもなりますので、慎重な姿勢というのも伺えます。ただ、いずれにしても、7 割の投資家が ISS の 5 パーセントルールも支持しています。これは現実です。

それから、日本株全部、アベレージでどれぐらいのコスト・オブ・エクイティを要求するのか、世界の投資家に聞きますと、過半数が 8 パーセントで、8 パーセントをもって 9 割の投資家を満足させられることができることがわかりました。

それから最後に、エクイティ・スプレッドを、自主開示で、決算短資の中で何らかの記述をしたらどうかという提案をしています。エクイティ・スプレッドというのは ROE マイナスコスト・オブ・エクイティ、すなわち ROE が資本コストを上回っているかどうかということです。こうした意識が無いと、例えば ROE が毎年 3 パーセントで、黒字で無借金で PBR がずっと 1 倍割れしていて何が悪いという経営者の方が結構いらっしゃるので、エクイティ・スプレッドを開示すれば 3% 引く 8% でマイナス 5% だからバリューストックでということも認識するかもしれません。建設的な投資家と企業の対話の中で切磋琢磨されるだろうということです。もちろん、中長期的にやれば良いので、単年度、単年度でプラスでなくても良いと思うのです。5 年平均、10 年平均でも良いし、フューチャービジョンでも良いです。ただ、説明責任を果たす、議論をしようという入り口の提案です。これについては皆さんご賛同いただいて、大体 3 分の 2 の世界の投資家の賛同を得ています。外国人投資家からは、4 分の 3 ぐらいの賛同を得ています。ただ、国内の投資家はやはり慎重で、51 パーセント賛成ということで、ぎりぎり過半数でした。ちょっと厳し過ぎるとか、ROE を啓蒙するのが精いっぱい、資本コストまではとてもいかないとか、いろいろなご意見がありましたが、私自身はやはり資本コストの意識を醸成しなかったら、本質的にはこの国は変わらないのではないかと思います。

伊藤レポートの前文にありますけども、資本主義の前提は、資本コストを上回る ROE を上げることだと言い切っています。やはりエクイティ・スプレッドがプラスでないとバリュークリエーションがないということが、前段から伊藤レポートで実は書いてあるのです。だから ROE8 パーセントルールという記述がここにあるわけです。伊藤レポートは私自身もいろいろ執筆させていただいたのですけれど、エビデンスとしてエクイティ・スプレッド、ROE マイナスコスト・オブ・エクイティがバリュークリエーションの KPI で、これがプラスだと価値創造企業、マイナスだと価値破壊企業だという記述が伊藤レポートに引用されています。エクイティ・スプレッドはアメリカの管理会計学会 (IMA) でも KPI として採択されているものです。資本コストは、私の調査結果を伊藤レポートに書かせていただきましたけど、8 パーセントで世界の 9 割を満たすことができる、だから ROE8 パーセントをやるべきだという提言に至ったわけです。それから、これは野村インベスターのアンケートですが、回答しているのはレベルの高い会社だと思いますけど、8 割以上の会社が伊藤レポートの ROE8 を支持しています。ですので、世界の投資家の 9 割、国内の知見の高い企業の 8 割が伊藤レポートの ROE8 を支持しているというデータです。

毎年やっている調査を論文ベースでご紹介すると、私の論文は 13 年、14 年、15 年とありますけど、いずれもコスト・オブ・エクイティ 8 パーセントで全体の 9 割カバーできます。そして、8 パーセントが最頻値です。ということで、ROE8 パーセントというのは一定の理があります。分解すると、リスクフリーレート 2 パーセント、リスクプレミアム 6 パーセントと置いています。30 年国債の過去 10 年平均

均にベータ1でリスクプレミアム6パーセント、これはフェルナンデスとか海外の論文でも先進国のフォワードルッキングなリスクプレミアムは6パーセントぐらいに収れんするといわれていますし、アメリカのCFO協会のアンケートでも、アメリカのCFOはリスクプレミアムは6パーセントというように言っています。株主の価値というのはエクイティブックバリューにエクイティ・スプレッドの未来永劫の流列の現在価値の総和に収れんします。だから単純なのですけれど、ここがマイナスだったらブック割れます。PBRが1倍割れになります。だから価値破壊会社になるし、ここがプラスならブックにプラスが加わるのでPBRが1倍以上になりますから、バリュークリエーションの企業になります。これはアカデミックでもオールソンモデルで証明されています。やはりエクイティ・スプレッドがバリュークリエーションのKPIになるということです。

いろいろなクオンツアナリストとかストラテジストと最近いろいろジョイントでセミナーをやったり論文を書いたりしているのですけれど、これは日興の阪上氏の調査で、日経新聞に「8パーセントは魔法の数字」という記事が出ました。ROE8%を上回るとバリュークリエーションが生まれてPBRが1倍、2倍、3倍、4倍と上がっていきます。PBRが1倍割れ、あるいは1倍前後でうろついてしまうのは、8パーセントを切っている場合です。もちろん割安ということで、ある程度ここは下方硬直性がありますので、横に直線になってしまって、8パーセントを超えないとバリュークリエーションは起こってこないです。これは別の保阪氏のデータですけど、やはり日本ではブックバリュー割れの会社が多くて、そういった会社は基本的にはエクイティ・スプレッドがマイナスです。これも8パーセントの前提で、エクイティ・スプレッドを算出したものです。最終的に、エクイティ・スプレッドはショートターミズムではなくて、これはロングタームの5年10年の計でエクスペインすれば良いと思うのです。それは非財務情報とも収れんするのではないかと。私の属している会社の統合報告ではPBRモデルというのを使っていて、財務資本はエクイティブックバリューにリンケージがあって、非財務資本、パイプラインの知的資本とか人的資本というのは、マーケットバリューアデッド、要するにPBR1倍以上の部分に連関が強いとしています。私も2009年の著書の中でイントリンシックバリューモデルというのを作っていて、人の価値とか顧客の価値というのは、基本的にはマーケットバリューアデッド、要するにブック以上のバリエーションがついているところにリンケージがあるとしています。そして先ほどご説明したように、オールソンモデルでマーケットバリューアデッドの部分というのは、エクイティ・スプレッドの流列の現在価値の総和ということが証明されていますので、実はこの辺の対話を建設的にやっていくことによって、企業と長期投資家は同期化が可能だと思うのです。ですので、長期投資家はやはり資本効率の論点を追求する、企業はどうしても知的財産や人材の情報とかサステナビリティ、ESGの論点を追求したい、でもその二つを結ぶのがマーケットバリューアデッドで、ここはエクイティ・スプレッドのモデルを通じて、建設的で前向きでしかもアカデミックな議論というのが実際にはできるはずで、企業と長期投資家は同期化できると思います。

ご清聴ありがとうございました。

原田 理論とリサーチを踏まえた貴重なお話ありがとうございました。それでは丹様お願いします。

配布資料はこちら

丹 あらためましてユナイテッドアローズの丹と申します。本日は貴重な機会をいただきましてありがとうございます。

私からは、株式会社ユナイテッドアローズの株主価値向上の取り組みについてお話をさせていただきます。3ページ目が事業内容、業績、沿革等です。4ページが経営体制です。当社は監査役設置会社であり、取締役は5名体制のうち1名が独立社外取締役ですが、今年の6月から独立社外取締役がもう1名加わり、2名体制になる予定です。

5ページ目が経営理念です。当社は経営理念を非常に重視している会社として、経営理念の解説書である理念ブックを全従業員に配布しております。当社は経営理念の浸透度合い、共感度合いが非常に高い会社です。毎年従業員意識調査を実施しており、その中で90パーセント台後半の従業員が経営理念に共感するという回答をしております。また、社会との約束という形で、5つの価値創造：お客様、従業員、取引先様、社会、株主様の価値を高めるということを理念に掲げております。

6ページ以降が当社の株主価値向上に向けた取り組みです。先ほどご紹介いただきましたように、99

年の株式上場以降、地道に IR 活動の進化・改善を続けてまいりました結果、各種の賞をいただきました。特に 2012 年には東証の企業価値向上表彰大賞、昨年は I R 優良企業大賞といった大きな賞を頂くことができました。

8 ページ目は当社の株主価値向上に向けた取り組みです。まず、経営理念の要素に株主価値向上を掲示していますので、この実現に向けた取り組みを、経営陣、IR 部門を始め全社で推進しています。具体的には、業績の向上および資本政策の充実と、それらに伴う資本効率の向上を目指しています。これらに加え、IR 活動の地道な進化・改善を行っています。

9 ページは業績の向上、資本政策の充実、資本効率の向上についての説明です。前述の通り、第一に業績の向上を目指しています。このグラフは、売上と経常利益の推移です。低迷期もありましたが、長いスパンで見ると業績は向上傾向にあります。次に資本政策の充実です。9 ページ下段の表の 2 行目は一株当たり配当額ですが、この 12 年間で実質 12 倍程度になっています。業績が不安定な時期には、必要に応じて追加資本政策を実施しています。例えば 2007 年頃から数年間、業績が低迷しました。そのときは安定した配当を実施するために、短期業績に左右されにくい DOE 基準を採用しました。また、終わった期につきましては、円安・増税等への対応が遅れ、減益となりましたが、自社株取得を行うことで資本効率の向上を図りました。これらの実施により、資本効率の継続的な向上を目指しています。表の最下段が ROE ですが、業績低迷時は一時的に 5～6 パーセント程度となりましたが、それ以外は概ね 20%以上となっています。

10 ページ目が IR 活動の基本姿勢です。一つ目は前述のとおり、経営理念に株主価値向上を掲げていますので、その実現に向け、真摯に IR 活動を実行しています。二つ目は、株式上場以来、上記の実現に向け、トップ自らが積極的に IR を遂行しています。今の社長は創業から 3 人目ですが、歴代の社長全員が非常に積極的に IR に取り組んでおります。また、前述の通り、一時期かなり業績が低迷し時価総額が下がったことで経営の独立性に対するリスクも少なからずありました。これらを背景に業績低迷から回復再成長を経て、さらなる企業価値向上に向けた経営を推進しています。また、小売業としておもてなしも非常に重視しております。さらに、近年は情報格差是正をテーマに、直接説明が難しい方々、主に個人投資家の方々を対象に I R ウェブサイトの充実なども図っています。

11 ページは、昨年頂きました IR 優良企業大賞の選定理由です。具体的には次のページでご説明します。12 ページと 13 ページは、IR 協議会の佐藤様が 作られた資料を私がコピーさせていただいております。まず、「投資家の視点を経営判断の参考に」ということで評価を頂きました。長期・中期計画とも ROE20%以上、という目標を明示しています。ただし、受賞の後、前期の業績低迷を背景に今年の 5 月に中期計画の売上高、経常利益目標を取り下げましたが、ROE 目標については掲げ続け、かつ、単年度においても ROE20%以上を目指すことを掲げました。また、資本コストを意識した投資判断の決定プロセスの説明を行っています。こちらは昨年のアニュアルレポートからコーポレートガバナンスの項目に「経営管理体制」を追加することで掲載を開始しています。また、投資家様のご意見、ご要望はタイムリーに、そして定量・定性的に経営陣に伝達しています。また、トップ自らが決算説明会の内容を入念にチェックしています。説明会の 1 カ月ほど前から 4、5 回程度、社長を始め、財務・IR 担当取締役、I R 部門、広報部門にて説明会に向けたミーティングを実施しています。また、当社の経営理念をさまざまな場面で外部にご紹介をすることで、ステークホルダーの方々と経営理念を共有しています。下段が審査委員のコメントですが、上記の実施により「経営トップも IR 担当も、投資家とのディスカッションを建設的に進めて、事業経営に生かそうとの姿勢が顕著であり、高く評価できる」というコメントをいただいています。

13 ページでは、「開示情報の一貫性」という観点で評価をいただきました。当社では年 4 回決算説明会を開催していますが、全ての回で社長が報道機関やアナリスト向け説明会に登壇し、説明しています。また、EC 担当者やグループ会社の社長など、様々な事業部門と投資家様とのミーティングも積極的に開催をすることで理解促進に努めています。さらに、決算説明会の動画や、質疑応答における詳細なコメントをウェブサイトを開示をしています。当社は小売業ですので月次売上概況を開示していますが、開示直後にアナリストの方からいただいた質問を 2 営業日後程度を目処にウェブにアップしており、直接お問い合わせがない個人の方なども、質疑の内容が分かるようにしています。

ごく簡単でございますけれども、当社の状況でございます。14 ページ以降は後ほどご参照いただければと思います。ありがとうございます。

原田 ありがとうございます。それから、投資家サイドからキャロン様、小口様、順番にお願いします。佐藤様から対話の要件について先ほど要約がありましたけれども、補足がありましたらそれも含めてお願いします。

配布資料はこちら

キャロン あらためまして、いちごのキャロンと申します。皆さんに 37 ページの資料をお配りしたのですが、私はそもそも話が長く、また、限られた残りの時間でご説明するのは明らかに無理がありますので、資料の説明は割愛させていただきますので、後ほどご確認いただければと思います。

一点だけ強調させていただきたいのですが、私は日本の現在のコーポレートガバナンス改革は、僭越ながら絶対に日本国民のためになると信じています。極めて重要な活動で、ある意味で市民運動だと思っています。そして市民運動とは、進化しなければいけませんし、臨機応変さも大事だと思います。どういう話かといいますと、先日、コーポレートガバナンス改革の代名詞になっておられる伊藤邦雄先生とご一緒させていただいたのですが、伊藤先生に、「大変恐縮ですが、伊藤レポート・パート 2 をぜひお願いしたいと思います。」と申し上げました。

なぜかといいますと、上場会社の社会責任は、雇用の確保や地域社会への貢献など多くありますが、「価値創造」も紛れもなく重要な社会責任の一つです。先ほど柳さんからお話が出ましたが、私も、上場会社は ROE の最低基準を超えるよう努力をするべきだと思っています。これは価値創造のために果たすべき上場企業の社会責任の一つでもあります。しかし、ROE は 7~8 パーセントだけでも、PB 倍率が 1 を下回る企業も存在するのです。株主から 2000 億円のお金をもらって、時価総額が 1500 億円しかなければ、500 億円の価値破壊を意味します。短期的な市場の変動によるものは別として、恒常的に PB 倍率が 1 を下回るのであれば、それは価値破壊経営とも言えます。ですので、伊藤先生に、「伊藤レポート・パート 2 には、ROE 目標に加え、PB 倍率が 1 を上回る、『価値創造経営』の重要性についても是非言及してください」とお願いしました。

企業の価値には、「資産価値」とそれを超える「事業価値・人材価値」があると考えています。ですので、豊富な事業価値と人材価値を有する日本の上場企業の PB 倍率は、資産価値と等しい「1」ではなく、資産価値に事業価値・人材価値を加えた「2」もしくはそれ以上であるべきなのです。2 を超える PB 倍率が高いハードルだという反論もあるかと思いますが（その通りです！）、この考え方にご賛同いただける部分もあると信じています。具体的にどのように企業の持続的成長を図っていくのが重要ですので、価値創造経営の目標として「ROE 向上」のみならず、「PB 倍率向上」をぜひ幅広く取り組んでいただければと思います。

ご清聴ありがとうございます。よろしく申し上げます。

原田 ありがとうございます。小口様お願いします。

配布資料はこちら

小口 ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパンの小口でございます。始まった頃は、多分私の番でちょうど今日の時間が全部終わってしまうのかなあと考えていたところ、予想外の展開で急に早くなって私の番が回ってきました（笑）。私のほうは資料も大して量を作っておりませんので、資料を使いながらお話しさせていただきたいのですが、ガバナンス・コードについては油布課長をはじめ、もういろいろとお話がありました。私のほうは、スチュワードシップ・コードとの車の両輪とよくいわれていますけれど、これが一体どういうことなのかということ、個人的に思うところを述べさせていただきます。両コード策定の有識者会議に入っていますが、これは、私の個人的な見解、代表取締役なので会社の見解ではありますが、有識者会議の公式見解ではないということについては、ご理解いただきたいと思います。

会社の紹介ですが、これからお話しすることは、私どもは少し特異な会社なので、先にご理解いただいておかないと、先の話が少し歪んで聞こえてしまうと思いますので、その観点からご紹介させていただきます。私どもはキャロンさんのところと違って、いわゆる運用会社ではございません。二つ事業をやっています。一つは資料に書いてありますが、私どもがジャパン・エンゲージメント・コンソ

ーシム、JECと呼ぶサービスの提供です。具体的には、既に日本の企業に投資されている機関投資家のメンバーの方からフィーを頂戴しまして、実際に投資先リストを見せていただく中で、われわれのほうでこの企業であれば対話することで長期的な企業価値が上がるのではないかとということ、20銘柄程度選びまして、当然、各機関投資家もエンゲージメント活動されているわけなのですが、そこに上乘せする形で私どもがエンゲージメントします。そうすると何が起るかというと、エンゲージのレバレッジが効くということで、プラスアルファが狙えます。日本では珍しい仕組みではないかと思いますが、海外ではエンゲージメント・オーバーレイとか、そういった名前では呼ばれているサービスです。

ここに今のJECメンバーを書いてございます。左から説明しますと、イギリスの大学退職年金USS、それからその次が英国鉄道年金レイルペン、真ん中はスウェーデン国民年金第4基金、AP4と呼ばれているところで、あとは日本の私どもの株主であります東京海上アセットマネジメント様と、今年からご加入頂いたりそな銀行様です。この5つの機関投資家を中心で他のサービス提供先も足しますと、AUM約50兆円ということで、もちろんそのAUMの日本株分だけなのですが、今申し上げましたようなサービスをしております。

それから日本の業態でいうと、私どもは投資助言登録をしています。というのは、株主である東京海上アセット様と一緒に、TMAM-GO ジャパン・エンゲージメント・ファンド、JEFを運営しております。そこに投資助言をしています。先に述べたサービスは2007年からでして、あとでそのデータも少しご紹介いたします。ファンドのほうはちょうど3年間終わったということで、3年間の年率のグロスのパフォーマンス39パーセントで、同期間のベンチマーク25パーセントということなので、おかげさまで当初3年間は良かったということです。

ここで私が申し上げたいのは、サービス事業の対象はお客さまの既に保有している銘柄なので、大型中型が中心になりますが、ファンドのほうは銘柄選定からということで中小型が中心となり、中大型はJECで、中小型はJEFでカバーして、資料フッターにある **Adding value through constructive engagement** を目指す、弊社はそういう会社であるということでございます。

次の「受託者責任の輪」は、実は13年前に証券アナリスト・ジャーナルに、前職の時に描いた絵なのですけども、ずっとこれを使っています。というのは、当時「責任ある投資家」というタイトルで書いたのですが、当時から頭の中はあまり変わっていないので、今でも使っているということです。見ていただくと分かりますけど、右に会社があって左に運用機関があって、それぞれがつながって一つの責任の輪を構成している、最近これはインベストメント・チェーンと呼ばれていますけど、その上に社会という大きな存在を付け加えた以外は、当時と考え方は変わっていません。

ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コード、あと先ほどからお話のある伊藤レポートですが、私の中では「受託者責任の輪」の考えがずっと変わっていないので、それに当てはめて、結果的に「受託者責任の輪」を実現するのが、私も議論に参加させていただいたこの三つのプロジェクトというように、個人的には理解しています。それを「ガバナンス革命」3本の矢」として2月の金融財政事情に書かせていただきました。ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、伊藤レポートのいずれもそうなのですが、あまりに内容が濃過ぎて、一体何のことかなかなかイメージしにくいので、自分で勝手に要約して、全て12文字になっていますが、ここに記載したように理解しています。スチュワードシップ・コードは「投資家の企業価値貢献責任」、ガバナンス・コードはもちろん透明性・公平性確保もあるのですが、それを踏まえた「迅速果斷経営を促す仕組み」、そして先ほどパート2のお話がありましたが、伊藤レポートは「企業と投資家共通の参考書」、ポイントはガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードは車の両輪なのですが、いずれも一つの目標に向かっているということです。それが持続的成長です。これは私が勝手に言っているわけではなくて、両コードの副題を見るとそう書いてあるのです。伊藤レポートも、本題は「持続的成長への競争力とインセンティブ」です。大事なことは、同じ方向、「持続的成長」という共通目標に向かっているということで、あとはその実現のための手段というような理解しております。

資料P5は飛ばします。これは2つのコードの有識者会議に参加する機会があったので、両方がどう違っているのかという私の個人的な感想を書いただけなので、後で見ただけなら結構です。資料P6も飛ばしますが、ここで一つ申し上げたいのは、先ほど油布課長がおっしゃっていましたが、中

長期の株主が会社の重要なパートナーとなり得ると位置付けている点です。その意味で、ガバナンス・コードというのは極めて強力な IR ツールになると思っています。先ほど柳さんがおっしゃっていましたが、私もいろいろな外人と会ってお話をお聞きするのですが、今までだったら、日本については、こちらから話さないと話が始まらなかったわけですが、ガバナンス・コードについては、先方もすでに知っているわけです。取りあえず見てはいて、その上での質問ということで話ができるので、このようにとっかかりの良いツールは他にないのではないかとということなのです。先ほどどこまでやったら良いのかという話がありました。良く分かる部分ではあるのですが、これを IR ツールとして使ったらものすごく有効なものになるのではないかとすることは、ここで言わせていただきたいと思います。

次の「車の両輪」なのですが、車の両輪というのは耳触りが良くて、確かにコードが2つあってということなのですが、真意は序文8に書いてあると理解しています。これを読むと、自律的な取り組みをまず会社がやってくださいということです。そこにスチュワードシップ・コードに基づく機関投資家のエンゲージメントが加わって、さらなる充実が図られるという意味で「車の両輪」と書いてあるのです。ということは、私の理解では、機関投資家への期待が極めて高く、まずは企業が一生懸命やる、自律的にいろいろやっていただく、それが前提なのですが、そこに上乗せしてはじめて車の両輪と書いてあるので、機関投資家には、そういう上乗せスパイラルを実現するということが期待されているのではないかなということなのです。

ガバナンス・コードでは第5章に「株主との対話」があります。株主との建設的な対話、エンゲージメントを巡っては、スチュワードシップ・コードが出たときは当然スチュワードシップ・コードだけだったので、ああだこうだといろいろな議論があったわけなのですが、この第5章が連結部分になって、両コードが同期化していくのではないかと考えています。例えばですが、スチュワードシップ・コードの原則3で、機関投資家が把握する内容の例示として、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、社会環境問題に関連するリスクを含むリスクへの対応と書いてあります。ガバナンス・コードは73原則あるのですが、これは自分で調べてみたのですが、全部の原則が、スチュワードシップ・コード原則3の例示項目のどこかに当てはまるのです。ということは、このスチュワードシップ・コードの原則3の例示項目は、実はガバナンス・コードで具現化されたという見方ができます。先ほど油布課長が、ガバナンス・コードを高く評価する海外からのパブコメを匿名で紹介されていました。この出し手は、実はアジア・コーポレート・ガバナンス・アソシエーション、ACGAでして、彼らのホームページをご覧頂ければわかる話ですので申し上げるわけですが、ACGAのような団体が評価したということは、やはりグローバル経験豊富な機関投資家からみても、把握すべき内容が網羅されているということなのではないかと思っています。

ここで、急に話が変わるのですが、きょうはCFAのシンポなので、言葉の羅列ばかりではなくて、今申し上げたエンゲージメントによってさらなる充実が図られるという意味で車の両輪というならば、自分たちがやってきた活動をその視点で見直してみようというのが、資料P8とP9になります。2009年の5月から私どもは先ほど申し上げたJECというサービスを始めまして、最初2企業から対話を始めて現時点で22社、これまで28社とエンゲージメントして、6社が終了したということです。どの投資先にエンゲージメントするのかということは、われわれの取締役会で決めます。ここで終了というのも取締役会が決めるので、開始と終了には明確な日にちが確定できます。対象と開始終了が客観的に把握できるので、開始時点で銘柄を均等額買って、終了する決定をした日に全部売却ということで、仮想ポートフォリオを使って過去6年間の配当込みTOPIXと比較したのがP8のグラフになります。破線が超過リターンになるのですが、これを見て当然いろいろな疑問がわくというか批判があるわけです。まず、これらの銘柄はお客様の投資銘柄から選んでいるわけだから、ユニバースはTOPIXに比べ歪んでいます。それから、エンゲージメントの品質維持のため、対象を20銘柄に絞っているのが、意図せざるファクターベットの発生しています。そして、JECメンバーの保有額等とエンゲージメントの可能性から選定しており、仮想ポートのリターン極大化のために意思決定しているわけではありません。そこで、私に関心を持ったのは、超過リターンの数字よりもむしろ形状です。最初TOPIXを下回っていて、そのうち上下しながら上回っていく形状に意味があるのではないかとということで分析したのが、最後のページです。われわれは、エンゲージメントのアジェンダを決めて、それに基づいて対話をしています。ここにも書きましたが、今まで大体1社5つのアジェンダ

を持ってエンゲージメントしてきました。内訳は、企業戦略と業績、資本構造、ESG がそれぞれ結果的に3分の1ずつになっています。アジェンダと、それが実現できたかどうかというのを全部お客さまに報告しているので、アジェンダを分母にして、実際に変化が起こったものを分子として実現率が計算できます。エンゲージメントは当然時間がかかります。始めてすぐ達成できるわけではないのですが、それが達成して株価に反映することで、Jカーブ効果が出せるのではないかと。そして、新しい銘柄にエンゲージメントするために、古い銘柄を落として新しい銘柄を入れたら、実現率の高いアジェンダの代わりに実現率ゼロの新しいアジェンダが入ることになるので、定常状態になると、プラスとマイナスの効果が相殺されるのではないかと考えて、私どもが始めた2009年の第2四半期から、目標に置いている20銘柄と、エンゲージメント実現率50パーセントを達成して、定常状態に入ったのではないかとと思われる2010年第3四半期までで回帰分析をしてみました。実現率をX軸で、Y軸を幾何法超過リターンとして回帰分析したところ、信頼係数90パーセント程度で有意という結果となりました。14四半期なのでデータに限界があるのですが、私どもとしては、エンゲージメントというのはやはり企業価値に、ひいては株式価値にプラスの影響があるのではないかなということを実感したということで、私の説明を終わらせていただきます。ありがとうございました。

原田 ありがとうございました。時間がだいぶ押していますけれども、これからディスカッションに入りたいと思います。

ディスカッションに先立ちまして、参加登録者の皆さまにアンケート調査を致しました。24名の方が書いていただいております。その回答も踏まえまして、きょうパネリストの皆さまからいただきましたお話についての確認と、それからQ&Aを行いたいと思います。時間の許す限りで行っていきたいと思います。

最初に、先ほど佐藤様のご発言の中で建設的な対話の要件というのがありました。そして、柳様、キャロン様のご意見というのをまとめられていました。丹様、補足的で結構ですから、IRオフィサーとしてのご意見をいただけますでしょうか。

丹 当たり前のことなのですが、投資家様と事業会社の信頼、双方の尊敬、ということが大前提であろうと思います。私は現在、13年ほどIRに従事していますが、うまく対話ができなかった、失敗した面談だった、というのは、ほぼ両者に信頼感が生まれなかった場合でした。

対話の具体的な内容につきましては、皆様のご意見のとおりです。補足としては、キャロン様の「対話とは双方向である」という点に非常に共感しました。事業会社から自社や業界の詳細な動向や今後の見通し投資家の皆様にご提供し、一方、事業会社では把握しきれない他社の先進事例や好事例を投資家の皆さまに教えていただくことで、有益な情報を補完し合うということが建設的な対話につながっていくのではないかと思います。

原田 ありがとうございました。続きまして、柳様の世界の投資家サーベイについてのご発言の中で、特に強調されていたエクイティ・スプレッドが価値創造の代理変数として伊藤レポートでも紹介されているけれども、資本コストを上回るROEの啓蒙のために、このエクイティ・スプレッドを東証の決算短信に開示して議論することの提案を支持するという投資家が、全体では3分の2ぐらいですか。外国人投資家さんですと4分の3ぐらい、外国人投資家さんのほうが多い、国内のほうがややそうでもないというお話がありました。会場のご参加の上場企業さま、この結果についてどのようなご印象を持たれているかということについて、どなたかご発言いただけましたら、いかがでしょうか。なかなか難しいですか。

それを代表してというのも何ですけれども、佐藤様はいろいろ上場企業さまと日頃接触されておりますけれども、どのような印象でございましょうか。

佐藤 柳さんを前にして言うのは何ですが、いきなり決算短信に出すのはかなりハードルが高いかなあと思います。ただ、その趣旨としての資本コストの啓蒙というのは、これからROEの認識が高まった次の課題としては重要です。キャロンさんが言ったPBRにといいところにもつながると思うので、それはやっていければと思います。こうしたエクイティ・スプレッドへの言及をしたり、事業別のROICの開示をしたりする会社の多くは、株主からこういうのをやったほうが良いといわれたりか、あるいは競合企業と比べて何が低いからやるべきだという議論をしたりした上で公表に至っています。従って、もしご関心がある場合は、株主との対話の中でエクイティ・スプレッドをどう思いますかと

か、あるいはうちがもし出すとしたらどのような可能性がありますかとか、準備をしてからおやりになったほうが、よりその後の成果というのは得られるのではないかと思います。

原田 ありがとうございます。次に、これも柳様のご報告の中で、コーポレートガバナンス・コードは日本において有効に機能して良い結果をもたらす、こういう回答が過半数を占めているということで、非常に期待が高いわけです。一方で、日本で有効に機能しない面があるとしたら、その機能しない理由として三つ主にあるということでございました。小口様、先ほどご説明の中で飛ばされていたのですが、資料の中には、グローバルに高まる期待に応えられない場合、やはり日本は変わらないと判断されてしまうリスクをご指摘されていたと思います。ハロー効果というように書かれておりました。このコーポレートガバナンス・コードが有効に機能して投資家の期待に応えるために、どのような取り組みが必要でしょうか。この点につきまして、小口様いかがでしょうか。

小口 先ほど飛ばした部分では、スチュワードシップ・コードができた、JPX400 ができたと、ガバナンスを巡るいろいろな改革が進んではきましたが、日本をよく知る海外投資家が、日本では頑強な抵抗から、さすがにガバナンス・コードはできないだろうと置いていたところに手を突っ込むということなので、期待をあおるだけあおっておいて満足するものができなかつたら、ひどいことになる、今までやってきたことも吹っ飛んでしまうという意味で、ハロー効果というように書きました。それで、私自身も正直言って、気が重いというか、最後にはしごを外すのは嫌だなあというプレッシャーがありました。ただ、ガバナンス・コードができた今、先ほどの繰り返しになるのですが、東証が出されたパブコメを見てとても勇気付けられています。各社が必要と判断すれば全ての原則一つ一つについてどのようにするか、記載する場合もあり得ると考えられるということなので、コンプライ・オア・エクスプレインは最低限の要請で、コンプライ・アンド・エクスプレインにしても構わないということです。先ほど佐藤さんの話にもありましたけども、積極的な企業の中には、コンプライ・アンド・エクスプレインする企業もあるのではと期待しています。英語での開示についても、3割は外国人株主なので、コンプライ・オア・エクスプレインが記載されるガバナンス報告書も英語にしてほしいという依頼も有識者会議でしたのですが、なかなかハードルが高いと思いつつも、それでも原則では合理的な範囲で英語での開示に取り組むべきということなので、英語での情報開示を徹底する企業もいると思うのです。選択肢が幅広い分、積極的に取り組むことによって得られるメリットというか評価というのは、ものすごく高いのではないかと個人的には思っています。

原田 先ほどおっしゃった有力な IR ツールになるのではないかとということですね。ありがとうございます。

このアンケートの中で、大変参考になるご意見をいただいていますので、一つ紹介させていただきます。

4月にロンドンの投資家のヒアリングをされた方です。日本企業はもしかしてエクスプレインを誤解している。エクスプレインは代替手段だと。コンプライはベストプラクティスなので、基本はそうに行う。ただしやらない場合に代替手段で、どれだけ同じ目的が実現できるかをエクスプレインするものでしょう、ということです。英国企業でも、エクスプレインは大変だからコンプライしてしまう、そういうケースもあるということです。ベストプラクティスといっても、全ての企業に当てはまるわけではないので、合わないと思ったら代替手段を取ってほしい、そのようなことは渡邊様のお話の中でもあったと思います。代替手段を取ってほしいということです。今年対応など無理でしょうと言うと、いやコンプライ・オア・エクスプレインだから大丈夫だと聞いてしまうと、エクスプレインをエクスキューズと誤解しているような気がしますと、そのようなご意見もあったそうです。

ここから、アンケート調査での質問、要望事項の多かったものをいくつか取り上げて、Q&A のディスカッションをしていきたいと思えます。

まず、対話の前提につきまして、やはり建設的な対話にするものとして、適切な情報開示というのは当然あると思います。これについてどのように考えるか。今後さらにどのような改善が必要なのかということについてです。年次株主総会通知書の役割についてはどうなのか、あるいは特にこのプリンシプル3のところの中でも書いてあると思いましたがけれども、非財務情報、あるいは統合報告書についてどのように考えるのか、こういった点なども含めまして、キャロン様よろしいですか。

キャロン コーポレートガバナンス・コードの会議でも何度か申し上げたのですが、今回のコードで重要なのは、説明改善よりは実態改善です。そういう意味では、経営と同様、結果重視であり、開示はその後になるのだと思います。しかしながら他方では、企業が目指す将来像、成長への方向性が、株主をはじめとした第三者には見えにくい面もあります。企業と株主の間で情報のかい離があるのは当然のことですが、いかにそのかい離を埋め、企業理解を深めてもらい、中長期的な株主として支援してもらうかは、企業の努力次第です。アイデアに富んだ対応をしている企業も多くあり、三社三様、それぞれの企業なりのやり方があると思います。結果が第一ではありますが、その結果の基となる、企業のご方針と企業理解を深めてもらうための開示を是非いろいろな形で企業から発信していただけると良いと思います。

原田 小口様、簡単にコメントがございましたら、よろしくをお願いします。

小口 開示ですか。

原田 はい、開示です。非財務情報だとか、そういうのを含めてです。

小口 先ほど私どもの事情を申し上げましたけども、われわれは対象を絞って自分たちで調べるタイプなので、正直言って開示そのものについて私どもの意見はあまり参考にならないと思うのです。ただ、先ほどお話がありましたが、事業ごとのセグメント情報は大事だと思います。つまり、企業はいろいろな事業で成り立っていて、その企業の一つ一つが一同じではないので、先ほど資本コストの話もありましたけども、資本コストも事業ごとに違うわけです。そういうことまで見る投資家がいると、セグメント情報というのは絶対に大事だと思います。それから時系列情報です。過去から見たときに、例えば **IFRS** に移行して情報が断絶してしまうと時系列比較できなくなるので、企業にとって大変だと思うのですが、やはり投資家からすると、特に長期の投資家ほどトレンドが見られるような情報というのは必要ではないかと思います。

原田 ありがとうございます。次に、コードができたことで、投資家と企業との対話、エンゲージメント活動ですけども、面談および投資家説明会とか **IR** 活動、面談以外の対話を含めましてどのように変化するか、あるいはどのように変化すべきでしょうか。この点につきまして、柳様いかがでしょうか。

柳 変化という点では、面談においてはエンゲージメントの中で企業価値の連関の強い質問、資本コスト、投資採択基準、最適資本構成、**PL** だけではなくバランスシートのディスカッション、キャッシュフローのディスカッションもすべきです。それから **ESG**、ガバナンスも含めた非財務情報のディスカッションもすべきだと思うのです。そういった意味で、面談以外ですと、先ほど少しありましたが、統合報告は一つのツールとしては非常に重要だと思っています。

ショートターミズムに対しては企業理念にのっとなって、粛々と事業を説明すべきです。マイケルポーターの言う **CSV** に近いのですが、社会的価値と経済的価値を両立する、あるいは社会的価値を経済的に変換するというモデルを示していくということになってくると思います。エクイティ・スプレッドでも **ROE** でも良いのですが、10年のトレンド、10年持ってほしい人たちに訴求するので、過去10年のデータは出して説明する、そして将来のビジョンを結び付けていく、それから知的資本や人的資本、組織の資本などの非財務情報と価値創造の連関をつける、スコットさんがおっしゃったように結果責任が先なのですが、説明責任も重要です。こういった統合報告や **IR** クオリティーによって目的の一つ、資本コストを下げることです。資本コストを下げることによってバリエーションは上がります。例えばアカデミックリサーチでも、**CSR** に優れた企業が初めて **CSR** 報告書や統合報告書を開示して訴求した場合、1パーセントぐらい資本コストを下げるというデータがあります。あるいは毎年開示している企業においても、**IR** やディスクロージャーの優れた会社は、それ以外のグループに対して30パーセント資本コストが下げられるというリサーチ結果も出ています。これを機に、より企業活動の連関、非財務情報、社会的価値を経済的価値に転換するというような説明を、統合報告も一つのツールにしながら訴求していくべきだと思います。

原田 ありがとうございます。それでは次の質問です。エンゲージメント活動の合理的範囲をどのように考えるべきか、ということです。さきほど油布課長のお話の中にもあったと思うのですが、対象となる株主さんは長期投資家、主要投資家に限定されるのかとか、いろいろな面談の要望がたくさん出てきたときに、断らざるを得ないというようなこともあると思うのですが、そういうときの基準というのはどのように考えたら良いのか、それから面談と面談以外の対話のバランスをどうしたら良いのか、こういった点につきまして、柳様またお願いできますか。

柳 エンゲージメントの範囲ですけれど、面談希望投資家とは極力合うべきですが、プライオリティーを決めて、誰が会うか考えるべきです。CEO が会うべき投資家、CFO あるいは担当役員が会う投資家、あるいは IR のスタッフが会う、それは分けてよいでしょう。基本的にはフェアディスクロージャーの観点から、全ての面談要請には可能な限り受ける、ただ軽重はつけるということです。

それから、セルサイドも同様です。インディペンデンスを尊重して、アナリシスレポートにはコメントしない、フェアに取材も受けるということです。

ただ、今後は二つのコードができてエンゲージメントという観点でいうと、今までそうなのですが、よりいっそう会社側からエンゲージしてよいでしょう。アジェンダを立てて、それに沿ったパッケージを作って、時には会社側からからピッチすべきでしょう。

原田 はい、ありがとうございます。次の Q&A ということで、対話の主題についてです。日頃オープンな対話、エンゲージメントの対応をされているキャロン様、小口様、この点についていかがでしょうか。対話の主題、主としてどういうテーマ、どういうことが最も重要なのか、中長期的な企業の姿、エクイティ・スプレッドだとか ROE の話がありましたけども、企業の戦略、中期計画だとか、いろいろあると思います。一般化はできないかもしれませんが、先ほどの 36 ページの資料の中にも具体的な例がいくつかあったと思いますが。

小口 エンゲージメントの対象範囲について、海外では長い議論があって、その結果としてのコンセンサスが、特に長期投資家の間ではあると思っています。「企業の日々の業務は、取締役会の適切な監督の下、経営者が責任を持って執行すべきであり、株主が介入できるものでも、また介入すべきものでもない」とするコンセンサスについては、実は私どもスチュワードシップ・コード受け入れ時に開示した原則 1 への対応の中に書いています。では株主は何ができるかという、原則 3 指針 3-3 の例示になるのですが、株主はガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスクといったものに対してはエンゲージメントができるということです。ですから、経営の細部、日々の業務執行でなくて、そのような部分についてエンゲージメントしていくということです。

受け入れ表明の中では、われわれは事業をよく理解した上で、企業毎に特有の重要な課題を認識するというのもも言っています。何を言っているかという、一般化については、テンプレートを作ってそれを持っていったどの企業でも同じテーマで対話することはわれわれの場合ではなくて、何についてエンゲージメントするかは、企業をよく分析してみるとそれぞれ企業ごとに違うのではないかというのがわれわれの考え方です。

原田 キャロン様、いかがですか。

キャロン 初めて資料にふれさせていただきますが、32 ページ、33 ページをご覧ください。私どもの平均保有期間は、現在約 6 年となりますが、われわれは近視眼的な投資ではなく、中長期的視点から投資を行っています。ですので、われわれにとっては、企業の今後 5 年、10 年、20 年の成長の方向性、そして将来あるべき姿をどのように描かれているのかが重要なのです。これら将来ビジョンについて対話をし、株主としてできる限りの支援していくことが、エンゲージメントであり、われわれに課された株主責任であると考えています。エンゲージメントとは双方向的であるべきと考えておりますし、単なる面談でもないと思っております。なんといっても、先ほど情報の格差の話がありましたが、われわれ株主は会社の外におりますので、絶対的に不勉強なのです。ですので、われわれのエンゲージメントの主な目的は企業への理解を深めるための勉強であり、いろいろな角度からそれを図っています。

原田 はい、ありがとうございました。少し時間が過ぎていますが、あと一点だけお願いします。コーポレートガバナンスコードの原則5の1のところに、株主との建設的な対話に関する方針で、取締役会でのこの方針を検討、承認し開示すべきであるとされています。では建設的な目的を持ったこの対話、エンゲージメントは、投資家株主に開示されるのでしょうか、ということです。これは、全て開示というのは難しいことだと思いますけども、一方でだぶった対話をなくすという効果もあろうかと思えます。それから株主の共通の懸念の解消に資する、信頼性の向上というところにもプラスになるかと思えます。通常対話に参加できない個人投資家さま等の投資家のすそ野の拡大が期待されるのだとか、そういうこともあろうかと思えます。丹様、先ほどの資料の中の19ページのところに、情報格差の是正というようなことが書かれています。それもそのような背景というか、そういうことがあるのでしょうか。

丹 そうですね、直接的に対話ができる方は本当に限られており、ほとんどの方は直接お話ができませんから、そのような方々にもなるべく情報格差がないように、対話の内容をタイムリーに開示していこうということをして2年ほど前から取り組んでいます。現段階ではできていませんが、例えば投資家様からご提案いただいた好事例を経営や事業運営に反映させた、というようなことをIRウェブサイトやアニュアルレポート、株主通信等に掲載していくのも良いのではないかと考えています。例えば当社であれば、2011年から中期でROEの目標設定を設定し、開示をしておりますが、これは投資家様とディスカッションした中で重要性が認識できたためです。新店等の投資判断において資本コストの概念を使用している、ということも過去は開示・説明をしていなかったのですが、やはり対話の中で投資家様が重視しているということから開示に至りました。

原田 はい、ありがとうございました。パネリストの皆さま、本当に素晴らしいお話、ご講演いただきまして、どうもありがとうございました。

最後に当協会の会長をしております瀬尾のほうからごあいさつをさせていただきます。

瀬尾 日本CFA協会の会長をしております瀬尾でございます。本日は長時間にわたり、私どものシンポジウムに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。また、講師とパネリストの先生方におかれましては、それぞれの分野の第一人者のお立場から、大変懇切丁寧な真摯なコメントをいただきまして、誠にありがとうございました。

私どもはグローバルなアナリストとファンドマネジャーの協会でございます。日本で約900名会員がおります。この東京金融ビレッジで月2回から3回こうした勉強会ですとか懇親会を開いております。そのほとんどは、メンバーでない方にもオープンな会合でございますので、ぜひ私どものホームページをご覧くださいまして、もしご興味をいただけるようなイベントがございましたら、ご登録しておいでいただけますとありがたいです。

次の大きなイベントは、7月21日にカンファレンスを開く予定でございます。それは、「ガバナンスの確立した資産運用立国を目指して」、というタイトルです。きょうのシンポジウムでも、機関投資家が事業会社の皆さまにいろいろ申し上げるというような方向でのお話が最近多いのですが、そういうことを申し上げる機関投資家自身のガバナンスがどうなっているのか、アセットマネジャーやアセットオーナーが自分たちのガバナンスがどうなっているかをよく振り返って、日本のインベストメントチェーン全体を1日かけてゆっくり議論しようというカンファレンスになっております。7月21日は夏休みの始まりで、暑い日でございますが、場所は一橋講堂、涼しい会場で、ビュッフェランチ、カクテルレセプション等、ネットワーキングの機会も用意しておりますので、ぜひ内容をご覧くださいまして、ご参加いただけますとありがたいです。来週ぐらいにはご案内を発送できると思いますので、ぜひそちらをご覧ください。以上でございます。本日はどうもありがとうございました。

原田 ありがとうございました。