

第2回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」議事概要

※未定稿であり、今後、修正される可能性もあります。

◎議題「スチュワードシップ・コード改訂と責任ある機関投資家のあり方」

◎開催日時・場所

2017年12月21日10時～12時半、東京大学伊藤国際学術研究センター内

◎出席者（50音順）

有吉尚哉 西村あさひ法律事務所 弁護士
今泉宣親 金融庁総務企画局政策課政策管理官
岩澤誠一郎 名古屋商科大学経済学部 教授
上田亮子 日本投資環境研究所主任研究員〔今回報告者〕
大崎貞和 東京大学客員教授（野村総合研究所）〔担当教員〕
小野 傑 東京大学客員教授（西村あさひ法律事務所）〔担当教員〕
金澤浩志 中央総合法律事務所 弁護士
小森博司 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）
市場運用部次長兼スチュワードシップ推進課長〔今回報告者〕
松尾琢己 東京証券取引所総合企画部企画統括役
〔川井洋毅 東京証券取引所執行役員の代理出席〕
神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授〔今回報告者〕
黒田真一 みずほ証券市場情報戦略部 上級研究員
小出 篤 学習院大学法学部法学科 教授
幸田博人 みずほ証券 代表取締役副社長
保田隆明 神戸大学大学院経営学研究科 准教授〔今回報告者〕
堀 天子 森・濱田松本法律事務所 弁護士
森本紀行 HCアセットマネジメント 代表取締役社長
安田洋祐 大阪大学経済学部 准教授
油布志行 金融庁総務企画局 参事官
湯山智教 東京大学公共政策大学院特任教授〔司会、担当教員〕

※定例メンバーのうち、松本大氏（マネックス証券取締役会長）、後藤元氏（東京大学大学院法学政治学研究科准教授）が都合により欠席。

◎議事次第

1. 全体挨拶（幸田博人 みずほ証券代表取締役副社長）、
2. 趣旨説明（大崎貞和 東京大学公共政策大学院客員教授、野村総合研究所）
3. 報告（それぞれ15分程度）
 - (1) 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授（有識者会議座長）
（日本版スチュワードシップコードの改訂について）
 - (2) 上田亮子 日本投資環境研究所主任研究員
（2017年株主総会とコードを巡る課題）
 - (3) 小森博司 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）
市場運用部次長兼スチュワードシップ推進課長
（GPIFのインベストメントチェーンの課題認識とスチュワードシップ活動）
 - (4) 保田隆明 神戸大学大学院経営学研究科准教授
（株式所有構造と企業投資、機関投資家の役割、スチュワードシップ・コーポレートガバナンスコードの意義とは）
4. 上記報告を受けたディスカッション
5. 総括（小野傑 東京大学客員教授、西村あさひ法律事務所）
（司会 湯山智教 東京大学公共政策大学院特任教授）

◎議事概要

※以下、発言録内においては敬称略。

1. 全体挨拶（幸田博人 みずほ証券代表取締役副社長）、

○幸田 本産官学フォーラムについては、前回は第1回として、6月1日にFinTechサービスとしてのロボアドバイザーについて皆さんにお集まりいただきまして、非常に有意義な議論をいたしました。本日は第2回の産官学フォーラムを開催して、「日本版スチュワードシップ・コード改訂を受けた対応と責任ある機関投資家のあり方」ということでテー

マとして時宜を得ており、専門家の皆さんにお集まりいただいておりますので、議論を楽しみにしております。

2014年2月に公表されたスチュワードシップ・コードは、本年6月に改訂されまして、インベストメントチェーンを強固にする取り組みが進んできております。我々証券会社におきましても、市場を通じて企業と投資家をつなぐ流れが出てきており、変化を感じております。私なりに意識していることを2つ、冒頭コメントさせていただければと思います。

これまでも企業は投資家との間の対話については、いわゆるI Rということで企業は実施してきておりました。しかしながら、スチュワードシップ・コード以降の動きとして、いわゆるS R（シェアホルダーリレーションズ）ということで、株主との対話、エンゲージメントを模索する動きが非常に強まってきていると思います。改訂版スチュワードシップ・コードにおいては、議決権の個別開示が導入されたということで、株主、機関投資家の考え方を知っておく必要性が高まっているということであり、反対が開示された場合でも対話の糸口になってきている側面があるのではないかと理解しております。

しかしながら、こういう動きは、現時点では二極化している認識をしておりまして、いわゆる機関投資家比率の高い会社を中心とする対話に積極的な会社と、まだまだという会社があるような気がいたします。昨今の改革についても、ガバナンス・コンプライアンスというような少しネガティブな表現で負担感が示されることもあり、より浸透していくためには一層の努力が必要ではないかという感じがしております。今日ゲストとしてお越しいただいているG P I Fでは、市場全体の底上げという観点から、こうした取り組みについて、今日ご紹介もされると思いますけれども、大変期待しているところであります。

2つ目は、我々が機関投資家側の変化ということで感じているのは、国内アセット・マネジャーの多くも、個別投資先企業との対話など、エンゲージメントにかなりリソースを拡充し始めていると思います。企業からは、国内機関投資家に対してはなかなか厳しい見方もありますが、日本企業については、日本の国内の機関投資家が一番よく理解しているという側面もありますので、そういう意味では、国内の機関投資家の取り組みは非常に重要ではないかと思います。実際のスチュワードシップ活動は、アセット・マネジャーを通じて行われることが多いわけですが、そのためにはアセット・オーナーの関与が欠かせないという意味で言うと、今のプレイヤーの中心として公的年金がいるわけですが、スチュワードシップ活動を意識していくことについては、今後は企業年金を含めて、取り

組みが欠かせないのではないかと思います。本日の議論もそうした点で深まることを期待しております。

足元、スチュワードシップ・コードの柱である企業と機関投資家の対話、エンゲージメントの高度化については、市場参加者の視点からは残された課題という面も徐々に見えてきております。本日、GPIFを含めまして関係者がお集まりいただいていますから、有効性が向上するような議論をして、世の中にも公開していくことを通じて議論が深まっていくことが望ましいのではないかと認識しております。本日の議論を非常に有意義なものにしていければと思っております。ぜひよろしくお願いいたします。どうもありがとうございました。

2. 趣旨説明（大崎貞和 東京大学公共政策大学院客員教授、野村総合研究所）

○大崎

今、幸田副社長から非常に精緻なお話をいただいて、私から今さら申し上げることは特に何もないのですが、まさに2014年から動き出している2つのコードによるガバナンス改革の現状とこれからの課題を議論しようというのが本日の一番の趣旨でございます。

湯山先生に作っていただきました想定される論点（案）というものがございます。もちろん、これに縛られるものではなくございまして、逆に、ここにはない新たな視点を入れていただくということは非常に有意義だと思っておるのですが、とりあえずこんなことを議論するといいいのかなと考えたものがここに書いてございまして、例えば、今回のスチュワードシップ・コード改訂で、機関投資家、とりわけアセット・オーナーとの関係はどのように変化したか。これは後ほどご紹介いただくわけですが、今回の改訂でアセット・オーナーの役割について非常に強調されるようになったという点がございまして、1つ興味深いところかなと。

あるいは先ほど幸田副社長からもございました議決権行使の個別開示による可視化が進んだということがどういった効果を生んでいるのか、また、それが企業と機関投資家との対話にどういう影響を与えているのか。

あるいは企業のガバナンスとはまた別の次元で、機関投資家や運用会社のガバナンスについてはどんな変化が生じているのか。

それから、このフォーラムの1つの特徴は、主として法律を研究している人たちと、経

済学者の方にも入っていただいているという点が、他のこういった研究会の場に比べても特色と言えるのではないかと考えておまして、私みたいな経済学の素人からしますと、経済学者の方のコントリビューションを期待したいところでございますが、果たして、こういうある種理念的に規範的な議論から入って進んでいる改革が、本当に企業価値の向上、あるいは株価の上昇、企業の経営の効率化というような経済実体の変化にちゃんとした影響を及ぼしているのかどうか、この辺も大変興味深いところではないかと考えております。

3. 報告

(1)神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授（有識者会議座長）

○神作 東京大学の神作でございます。私からは、本年の5月29日に公表された改訂版の日本版スチュワードシップ・コードについてお話をさせていただきます。

スチュワードシップ・コードについて詳しい方々ばかりですので、なぜスチュワードシップ・コードが策定されたかという経緯についてはポイントだけをお話しするにとどめ、改訂版の内容を中心にお話しさせていただくとともに、改訂版を受け止めて実務においては少なくとも表面的には既に大きな変化があらわれていますので、その変化について少しご紹介させていただきます。もっとも、私は研究室にいる者ですので、実務のことには大変疎く、実務にも詳しい皆様にいろいろ教えていただきたいと楽しみにしております。

まず、スチュワードシップ・コードのポイントだけをお話しさせていただきますと、法規範ではないという点が1つの大きな特徴でございます。もっとも、法規範ではないけれども、相当に規範性が高い社会規範であるという点がスチュワードシップ・コードの大きな特色です。

第2は、第1に述べたことと密接に関係しておりますけれども、プリシンプルベース・アプローチをとっておりまして、基本的には、その規範の適用を受ける者がみずから解釈して、みずからその規範を実装していくという点に特徴がございます。

第3が、コンプライ・オア・エクスプレインと言われるルールです。これは、コードの適用を受ける金融機関が、プリンシプルに従うことが適切でないと考えるのであれば、それに従わないことができる。ただし、その場合には、その理由について説明しなければな

らないというルールです。

先ほど幸田副社長からも大崎さんからもお話がございましたけれども、スチュワードシップ・コードの考え方は、機関投資家がスチュワードシップ責任を遂行することによって投資先企業の中長期的な価値が向上することが最終的な目標です。この点について、少し法的なお話をさせていただきますと、株主である機関投資家は、議決権行使をはじめとする株主権を行使し、それによって企業価値を上げることに法的な正当性と経済的なインセンティブを持っているということです。そのような意味では、専門家である機関投資家には特に企業価値を向上させるために株主権を行使することを期待することができるということで、スチュワードシップ・コードが策定されているものと理解しています。そのことは、言葉を返して言うと、日本の企業には、スチュワードシップ責任がよりよく遂行されれば、まだまだ企業価値が伸びる余地があるのではないかと多くの人が考えているということだと思います。

以上を前置きにいたしまして、改定版のご説明をさせていただきたいと存じます。改訂の内在的な契機と、外在的と申しますか、ドライビングフォースになった外からの力があります。まず、内在的な力ですけれども、コード自身がプリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの第15項において次のように述べております。すなわち、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」は、「機関投資家による本コードの実施状況や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善が図られていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する」。

これもソフトローの1つの大きなメリットと言われるものですが、改訂とか改廃が国家制定法に比べると格段に容易です。そして、実務の状況を柔軟に取り入れて対応することができます。世界各国でコーポレートガバナンス・コードが急速に広がり、また、近年は、スチュワードシップ・コードの導入に消極的であった米国も、来年（2018年）の1月1日からスチュワードシップ・コードを導入するという動きがございます。このように、スチュワードシップ・コードが急速に広がっているのは、ソフトローのさまざまなメリットが世界的に広く受け入れられているということだと考えられます。定期的な見直しも、今申し上げたように、実務の対応状況、あるいは経済の変化に柔軟に適切に対応することを可能にするものであり、コード自身が見直しを要求しているのです。2014年

にコードが策定されましたから、3年後、すなわち本年（2017年）見直しがなされることになったわけです。

次に、もう少し実体的と申しますか、改訂版の内容の変更・改訂を導く大きなきっかけとなった要因が2つあったと理解しています。第1は、金融庁と東京証券取引所が共同の事務局となり設置・運営されている、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」の存在です。本日まで参加いただいている上田先生や私もメンバーとして加えさせていただいておりますが、そこでスチュワードシップ・コードの見直しについて大変重要な提言がなされました。同会議の意見書(3)です。同意見書は、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」というタイトルで、次のような問題提起と解決の具体的な方向性が示されました。すなわち、コーポレートガバナンスの改革は非常に進んできている。しかし、その改革をさらに形式から実質へと深化させることが重要な課題である。そのためには、企業に投資を行っている機関投資家が、インベストメントチェーンにおけるそれぞれの役割を認識し、企業の実情や取り巻く環境を踏まえながら、その持続的な成長に向けて、経営戦略を含む諸課題について、深度ある建設的な対話を行っていくことが必要となる、と同意見書は述べています。

現在、214を超える機関投資家がスチュワードシップ・コードにサインアップし、少なくとも形式的にはスチュワードシップ活動は相当広く行われるようになってきました。より実質を伴った活動にすることによって、すなわちより深度ある建設的な対話を実現することによって、冒頭に述べたコードの目的を実現しようというわけです。これを目標としてフォローアップ会議で議論がなされました。そこで提言された具体的内容はほとんどが今般の改訂に取り入れられるとともに、フォローアップ会議では提言されなかった事項も何点か追加されています。その具体的な内容については後ほど申し上げます。

改訂の内容に影響を与えているドライビングフォースとなったもう1つのきっかけは、グローバルな動向です。国際的な民間団体であるICGNが2016年にグローバル・スチュワードシップ原則を策定しました。この内容は明らかに今回の改訂に大きな影響を与えています。また、先ほど申し上げましたけれども、米国はむしろスチュワードシップ・コードのようなものを嫌っているという面もあったのですが、その米国においても、来年（2018年）の1月1日の発効を予定して、STEWARDSHIP FRAMEWORK FOR INSTITUTIONAL INVESTORSが策定され、ブラックロック、JPモルガン、カルスターズ等々、大変影響力の大きい機関投資家が既にこれに従うことを表明しています。このように、スチュワード

シップ・コードは、コーポレートガバナンスとともに急速に世界に広まりつつあります。そして、日本版のステュワードシップ・コードも、このような国際的な動向も踏まえて見直しがなされたものと理解しています。

それでは、具体的な内容についてお話をさせていただきます。本日ご参加いただいている有吉弁護士のご論考をはじめとして、既に文献が出されておりますので、詳細はスライドに掲げた文献等を参照していただければと思いますけれども、私の理解する限りでポイントをお話しさせていただきます。

第1は、運用機関のガバナンスの強化です。スライドの赤字で書かれた部分が今般の改訂で追加変更されたところです。黒字の部分は当初のコードです。旧版の指針2-2は、「機関投資家は、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである」と規定していました。ステュワードシップ責任を遂行するに当たって、非常に大きな障害になると考えられるのが利益相反問題です。すなわち、利益相反関係がなければAという議決権行使を行ったはずである。ところが、ある利益相反関係があるために、Aという議決権行使をおこなわない。この例のように、利益相反関係が存在することによってステュワードシップ活動に歪み、もしくはバイアスが生じる点が問題であると指摘されてきました。特に日本の場合には、機関投資家と投資先企業との取引関係、あるいは株式の持合関係、その他さまざまな関係等によって議決権行使が歪んでいるおそれがあることが指摘されています。

そこで、今般、「特に」以下を追加し、「特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである」とし、利益相反の管理のための具体的な方針の策定と公表を求めました。

なお、今回の改訂は、プリンシプル、すなわち原則の部分には手をつけておらず、原則の下にある指針を改訂しました。しかし、指針も原則に劣らず重要な意味を持っています。ステュワードシップ・コードは原則と指針を基本的に同等に扱っています。

指針2-3は新しく追加された指針です。すなわち、「運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである」。このように、運用機関は、会社の内部組織の見直しなどを含めてガバナンス体制を整備する必要がある胸

を明確に述べるとともに、独立した取締役会や第三者委員会のような具体例を掲げました。

運用機関のガバナンス関係では、指針２－４も追加された指針です。「運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである」。このように、運用機関がガバナンスを強化し、利益相反を管理することは、経営の重要事項であることを経営陣が自ら認識し、適切に対処していただく必要があることを指針として明らかにしています。

さらに、指針７－２では、「特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない」と規定しました。先ほど、機関投資家と投資先企業との利益相反関係で、取引関係とか株式の持合関係についてお話ししたけれども、グループレベルでも利益相反が生じます。そして、グループレベルで利益相反の問題を捉えて対処していく必要があることを述べています。

続けて、「また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである」と述べ、先ほど申し上げた点と若干重なっている点もございますけれども、経営陣に対して、重要な経営上の課題としてスチュワードシップ活動のための組織構築のみならず人財育成についても留意を促しています。

また、指針７－４には後段が追加されました。すなわち、「運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきである」。このように、運用機関が自らのスチュワードシップ活動を自己評価し、その結果を公表することが新たな規範として打ち出されています。後ほど述べますけれども、運用機関の自己評価の公表は、アセット・オーナーが運用機関を評価する際に非常に重要な材料になり得ることが想定されています。

また、先ほど幸田副社長から言及がございました、恐らく今般の改訂で最も注目を浴びている項目であると思いますけれども、議決権行使結果の個別開示が指針に掲げられることになりました。すなわち、「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及

び議案ごとに公表すべきである」とされました。これがいわゆる個別開示と言われるものです。ただし、実はフォローアップ会議でもスチュワードシップの有識者検討会でも、個別開示に対しては若干の疑念とか懸念を表明される方々もいらっしゃいました。そのような懸念に応えるという趣旨もあり、「それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである」として、コンプライ・オア・エクスプレインの規範がここでも妥当することを確認するとともに、もし個別開示をしないことに合理的な理由があるのであれば、必ずしも個別開示は行わなくてもよいとされています。また、「議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資する」として、議決権行使の賛否の理由についても、積極的に公表することを求めています。

改訂前は、半数超の金融機関が議決権行使結果をいわゆる集計開示しておりました。個別開示を行っていた機関投資家は投信・投資顧問等のわずか9%、また、年金基金等では8%にすぎませんでした。そのような実情を受けて、個別開示を指針に明示したのです。

個別開示をベスト・プラクティスとした趣旨は、議決権行使がスチュワードシップ活動の基本であり、かつ、企業価値を高める源泉であることを背景に、最終投資家の最善の利益のために行動すべきところ、利益相反によってそれ以外のインセンティブに基づいて議決権行使がなされているのではないかという懸念を払拭し、またはそのような懸念を軽減するために開示を行い、透明性を高めるためであると理解されます。個別開示が重要なのは、利益相反状況は個々の投資先企業と個々の機関投資家ないしは当該企業グループとの関係で生じますので、個別開示をしていただかないと、今申し上げたような懸念の払拭に必ずしも結びつかないということであると考えられます。

また、指針4-2は、パッシブ運用においてもスチュワードシップ活動を積極的に行っていただく必要性が大きいことから、「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」と定めています。このように、パッシブの投資家に対してもスチュワードシップ活動を求めています。パッシブ運用の基本的な哲学とスチュワードシップ活動とは、原理的にやや抵触するところがございます。この矛盾抵触する部分を実務的に一体どのように解決していくのかというのが大きな課題であると認識しています。

もっとも、実際に注目すべき取組例が出てきています。エンゲージメントの対象である投資先企業を拡大する機関投資家が登場しています。また、投資先企業の選定基準やプロセスの明確化、アクティブ運用のアナリストの調査対象外の企業についてもエンゲージメントの対象に追加する機関投資家も存在します。実際に、指針４－２を受けてこのような取組みを行っている金融機関が複数ございます。

また、アセット・オーナー関係については、今般の見直しでは、さらに積極的にスチュワードシップ活動を担っていただくことを期待しています。インベストメントチェーンの重要な一翼を担っていますから、アセット・オーナーに対しても、「可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである」と述べた上で、運用機関に対し実効的なスチュワードシップ活動を行うことを求めるとともに、運用機関をきちんとウオッチすることを求めています。

そして、先ほども申し上げましたが、運用機関の選択や評価に際しては、「運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行う」ことが期待されています。もっとも、そこでも形式的なチェックに堕することがないように、面談回数とか面談時間等の形式的な確認に終始すべきではないと釘を刺しています。

アセット・オーナーについても注目すべき取組例が生じています。この点については、後ほどG P I Fの小森さんからご教示いただきますと大変ありがたいと存じます。

また、E S G要素の考慮も今般の見直しで強調された点です。フォローアップ会議では、この点についてはそれほど強調されていなかったと理解しておりますけれども、スチュワードシップの見直しの有識者検討会では、E S G投資の重要性が複数の委員から強調されました。むしろ、E S Gの要素をリスクの裏側であるチャンスとしても捉えるといった積極的な観点から、投資先企業がE S Gに関連する事業リスクおよび収益機会にどのように対応しているかに着目するか、機関投資家は自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断すべきであると述べます（指針３－３）。リスクとチャンスはコインの表と裏の関係にあるという観点から、E S G要素がより積極的に位置づけられていると解されます。

続いて、意見書には記載されていない改訂コードの追加事項について、述べます。

第１は、集团的エンゲージメントを行うことが有益な場合もあり得るとの指摘です（指針４－４）。集团的エンゲージメントは英国コードには入っており、日本版コードの

原則には含まれていない事項です。その理由bの1つは、日本には集团的エンゲージメントという実務慣行がこれまで存在しなかったということがあったと思われます。しかし、集团的エンゲージメントの有効性を指摘するご意見が、スチュワードシップ・コードの見直しの有識者検討会の中でも、かなり強く出されました。そこで、指針4－4が追加されました。

意見書には記載されていなかった追加事項として、第2に、議決権行使助言会社がインベストメントチェーンの中で非常に重要な役割・機能を果たしていることに鑑み、またパッシブな機関投資家に対してもスチュワードシップ活動を求めるということになると、議決権行使助言会社の影響力が今後ますます高まるという認識の下、議決権行使助言会社に対しても、「業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである」との規範を追加しました（指針5－5）。

次に、開示項目の追加について申し上げます。今般の見直しでは開示項目が追加されましたが、コンプライ・アンド・エクスプレインの考え方を導入した点が重要です。原則や指針の定める規範に従っている場合であっても、自らの具体的な取り組みについて積極的に説明を行うことが望ましいという考え方を採用しました。

運用機関の利益相反管理関係についても開示事項を追加しました。先ほどお話した議決権行使結果の個別開示関係、自己評価あるいは議決権行使助言会社の、業務の体制や利益相反管理・助言の策定プロセス等に関する取組みの開示などは、新たに開示すべき事項を追加したものです。

次に、改訂コードに対する実務の対応について申し上げます。個別企業及び議案ごとに議決権の行使結果を開示する機関投資家がかなりの数にのぼっています。さらに、個別議案及び個別候補者の賛否を公表する例もございます。議決権行使の理由の開示を積極的に行っている機関投資家も複数あります。スライドに掲げた浜田さんの商事法務に掲載された本年（2017年）の総会と個別開示についての実証研究をご参照ください。

さらに、議決権行使基準を見直した機関投資家もございます。そこでは社外取締役に関する独立性基準の導入などがなされています。

スチュワードシップ委員会等々、名前はさまざまですけれども、スチュワードシップ活動が当該金融機関のその他の事業活動等から独立して中立的に行われていることを確保するため、あるいはそれをチェックするための組織が組成される例も増えています。さらに、コンプライ・アンド・エクスプレインの考え方を導入・拡充したり、また、フィデュ

ーシャリー・デューティに関する取り組み方針を見直したりするというように、改訂版の
スチュワードシップ・コードを受けて、実務において大きな変化が観察されます。

他方、発行会社はやや懸念する向きもあるようです。議決権行使が形式化するのではない
か、議決権行使過程が政治化するのではないか、反対比率が上昇するのではないか、と
いった懸念が発行会社の側にあるようです。このような懸念は本当に存在するのかどう
か、実態をよく観察しながら検討を進めていく必要があるかと思います。

最後に、本年の金商法改正で導入されたフェア・ディスクロージャー・ルールがスチュ
ワードシップ活動に与える影響について注目すべきことを申し上げます。フェア・ディス
クロージャー・ルールは、金商法27条の36以下に定められています。所定の者が金商業
者や登録金融機関等に未公表重要事実を伝達した場合には、同時にそれを公表しなければ
いけないという規範です。重要な未公表事実だと知らなかった場合には、速やかに公表しな
ければなりません。このルールは、スチュワードシップ活動を促進する趣旨で入ったもの
です。ところが、このルールの母法である米国では、このルールがスチュワードシップ活
動を阻害している側面もあるという実証研究などもあって、その実際の機能については議
論が大きく分かれています。このルールが日本でどのように運用され、定着していくか、
よく観察する必要があります。

また、個別開示が与える影響、アセット・マネジャーの自己評価とその活用の実態、議
決権行使助言会社が先ほどの指針を受けてどのように変わっていくか、また、今日の総合
テーマでございますけれども、スチュワードシップ・コードがコーポレートガバナンスに
どのような影響を与え、それがさらに企業価値にどのような影響を与えるか、分析する必
要があります。スチュワードシップ活動が企業価値に与える影響は、スチュワードシッ
プ・コードの目的がスチュワードシップ活動により中長期的な企業価値の向上を目指すも
のであることから、まだ導入されて間もないため結果を計測するには時期尚早とは存じま
すけれども、そのような最終的な目的に本当に資しているかどうかの検証がなされる必要
があります。

ご清聴ありがとうございました。

(2)上田亮子 日本投資環境研究所主任研究員

(2017年株主総会とコードを巡る課題)

○上田 日本投資環境研究所の上田でございます。本日はどうぞよろしくお願いいたします。私からは、株主総会に与えたインパクトというお題でいただいております。先ほど神作先生から一番最後にご指摘がございましたが、スチュワードシップ・コードが入ってガバナンスが実態上どう変わったかという視点で、株主総会の動向を通じてご報告させていただきたいと思っております。

こういう目次でやらせていただきたいと思いますと思っておりますが、まず、今年の6月の総会を見つつ、これが過去と比べてどういう影響があったかということで、私は10年ぐらい調べておりますので、細かな数字が多くて恐縮ですが、そちらのご紹介になります。なお、こちらの報告は、基本的には東証1部上場会社全社の招集通知に基づく数字ということになっております。

これを見ていただくと、まず1つ目、招集通知の発送についてです。株主総会は、以前は会社法の1つのイベントだったわけですがけれども、それから株主との対話の場ということに明らかに変わりつつあります。特に私は機関投資家に着目して分析していますが、機関投資家ができるだけ早く情報を取得して検討したい。これに対して、企業は、かつては情報を出し渋って、会社法上、機関投資家は株主ではないのではないかという議論もあったのですが、最近はどうかということ、対話に臨むという形で情報の早期化が進んでおります。

さらに、これを見ていただきますと、何日ぐらい前から情報を出していたかということを示しております。後ほど詳しく見るのですが、実務上、早期発送はもう頭打ちなのです。20日以上前に早くするというのは、実務で印刷機を回していると、どうもできない。これはスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが与える他の分野での影響ということで、今、会社法改正で電子化が議論されております。そちらにも影響を与えつつあるのかということで、こういった点が変わりつつあります。

株主総会も、いわゆる総会屋が活動していた当時は、90%以上が同じ日に開催ということもあったようですが、最近を見ていますと、30%程度の集中率である。相当下がってきている状況になっております。ただし、同じ週に開催している比率は7~8割程度ございますので、分散していると言っても、7~8割の会社は数日の間に開催しているということになっています。

こういう実態がある中で、東証さんのデータをご紹介するわけですが、招集通知の早期発送ということで、3週間以上前の発送、これは多くの機関投資家が求めているものでも

ありまして、会社法の改正の議論、あるいは経産省で行っていた株主総会絡みのところでも出てきた議論ですが、見ていただくと、今、4割ぐらいの会社が3週間以上前に既に発送しております。

こちらは総会の何日前に招集通知を送ったのかということで、法律上、2週間ということですが、一番多いのは21日前、22日前になっておりまして、このあたりは機関投資家側との対話、できるだけ早く招集通知を送って、そこで対話の時間を企業もとりたい、そして機関投資家側に検討の時間を与えたいという思いが一致しつつあるのかなと思っております。ただし、これはどうしても紙ベースの招集通知の発送になりますので、このあたりが最大限努力してできるあたりなのです。ということで、電子化の議論が今進んでいるようでございます。

続いて、電子化の話の1つ目、これはまさにガバナンス・コードが入って、対話を促進するということに寄与したものとして、招集通知のウェブ開示が相当進んでおります。こちらはご紹介だけにさせていただきます。

細かな数字が入っていますので、特にスチュワードシップ・コードの絡みでガバナンスが変わったところということで、例えば定款変更にどういう影響を与えたかというのが8ページになります。8ページでご紹介している内容は、定款変更の内容のうちガバナンスに関連した機関投資家が興味を持つテーマをまとめたものになります。会社法改正が入った内容が多くなっているのですが、見ていただくと、例えば発行可能株式総数とか、あるいは決議、剰余金処分を誰が決めるかについて、最近、該当数が少なくなっている傾向があるのです。以前に比べると、かなり減少傾向にあるということで、ご覧いただくと、機関投資家が問題視してくるようなテーマについては、企業もあまりそれを議題として出さなくなったという影響があるかと思います。これは、対話の重要性が言われる中で、こういう議案を出すと機関投資家側の反対票が多く投じられやすいというような1つの成果であらうかと思っております。ということで、定款変更については、最近では、例えば会社の事業目的は何であるかという具体的なところにまで踏み込んだ議論がされているのかと思っております。

役員報酬も、最近の大きな傾向としては、これは特に機関投資家をはじめとする株主の要望が反映されておりまして、固定報酬から業績連動型へという動きが顕著になっております。1つの動きとしては、退職慰労金の支給の減少です。これは積み上げ式になっていますので、1000社程度の会社で慰労金支給が終了している。これに対して、新株予約権、

ストックオプションとか、役員報酬額改定の中の株式報酬、これはいわゆる株式報酬型ストックオプションのことを示すのですが、株式を活用した報酬スキームが相当増えてきている。こういう動きは、まさにマーケットと対話において、株主との利益の方向性を一致させようという動きで出てきたものだと思っておりまので、役員報酬という点においても、対話が与えるインパクトはあるのかなと見ておるところでございます。

次に、ガバナンスに与えた影響という一番重要なテーマで、取締役会に関連する話です。12ページは数字的なものなので、大きな流れをとらまえていただければと思います。

13ページは取締役会の構成ですが、21名以上の会社は2005年には41社ありました。これが現状は3、4社になっているということで、取締役会は相当規模が縮減して、機動性が高まっています。これは、この10年間で、日本的な昭和の時代の実態から、かなり実態が変わっていると言えるかと思います。

続いて、形が変わりつつあるというところですが、その内容です。社外取締役を採用している会社がどれぐらいあるか。2010年を見ていただくと、社外取締役を採用している会社と採用していない会社がちょうど半々、50%ずつでした。それが2014年以降、会社法改正、スチュワードシップ・コード策定、さらに2015年のガバナンス・コード策定という流れがあり、2017年の直近の状況はどうかというと、51.1%の会社においては2名いるわけです。これはコーポレートガバナンス・コードで2名がデファクトスタンダードになったということも背景にあるかと思います。機関投資家側も、独立性のある人が2名いない場合には反対票を投じるところも増えています。先ほど神作先生からも議決権行使基準の見直しがあるとございましたが、そういったところの動きも反映しているのではないかと思います。

さらに、見ていただくと、4割近い会社においては社外取締役を3名以上採用しています。ここは、まさに海外の投資家が、特に最近、今日のフォローアップ会議の提出資料にもあるようですが、取締役会の3分の1以上の独立社外取締役にすべきではないかという議論もあるようです。3分の1というのは機関投資家が求めているクライテリアですが、ある意味、それを日本のルールの一つであるコードに入れるという議論は、機関投資家との対話の影響が実質的な枠組みをつくるところにまで影響を与えているのかなと見ておるところでございます。

次は社外取締役の比率です。今は2～3割が結構多いのですが、これをもっと高める余地があるのかどうなのかということで、対話をテコに形・枠組みに与える影響が相

当あるのかと思っております。

ただ、今申し上げた形の議論は大変危険な面もございます。昨今の議論が形式から実質へという改訂の方向であるというところとまさに関係するのですが、社外役員の独立性について少し説明させてください。各社外取締役・社外監査役の属性をについての調査をご覧いただくと、1人で複数該当する場合には複数に該当していますが、どれかに該当する人が結構多いのです。形式主義を徹底してしまうと、例えば昔取引先にいた人、特に大企業になると、いろいろな取引先があるので、全くないということとはなくなってしまうわけです。そういう人は独立性なしになってしまうわけです。あるいは若いころに短期間働いていたけれども、その後、大学の教員になった、コンサルタントになった、こういう人も形式的に独立性がないと判断されてしまう。そうすると、実質面で本当に機能する人を取締役会に入れられるかどうかというところで制約がかかってしまう。

ここから先は機関投資家側のチャレンジというか、取り組みになるわけですが、形式的なチェックは簡単です。経歴を見て、出身母体や取引関係を確認して、独立性がないとして反対するというのは簡単にできるのです。そうではなくて、実質のところでは候補者の専門性とか貢献できる分野、ここは対話が大事なのかなと思っております。企業側は対話を通じてこれらを説明する姿勢を今かなり持っていると思うのですが、それをどこまで投資家側は受け入れることができるのかといったところかと思っています。議決権行使というのは、相当集中した時期に事務的に回す作業でもありますので、そこでこういう実質的なものをどこまで組み込めるかは、実際には大きな課題でもあるのかなと感じているところでございます。

続いて、買収防衛策ですが、これもまさに機関投資家の反対があった結果、廃止が大きく進んでしまった。さらに、アセット・オーナーの中でも買収防衛策について原則反対という方針を明確化したところもあり、そのころからアセット・マネジャーが明確に反対するようになった。買収防衛策は、先ほどの神作先生からのご報告にもありました利益相反がかなり顕著に出やすいところになります。他方で、買収防衛策について形式的に反対するのではなく、実質面では、その会社が脅威にさらされているということであれば、投資家としては長期的な利益を保護するという観点から賛成する場合もあるのです。その判断を行う場合に、例えば、うちのメインバンク先だから守ってあげたほうがいいのではないとか、そういう利益相反的要素が入れば守ってあげようという事情が入りやすい可能性があります。これまでも金融庁の原則づくりで議論になったテーマでもあるのですが、

最近では一応反対するという方向で定着しつつある。それを受けて、企業側も、新規で導入するというよりも、むしろ廃止する動きになっているわけでございます。ということで、基本的には、対話、あるいは機関投資家の考えがガバナンスの実態に相当影響を与えている面があるのではないかとというのが私の観察でございます。

さらに、最近、ガバナンス絡みで今回コードも見直しをされていますが、総会だけではなく、関連するようなガバナンスの実態についてもご報告をさせていただきます。

1つ目は政策保有株式ですが、金融庁のフォローアップ会議でもどうするか議論されているところだと思います。大きな流れとしては、過去10年ぐらいを見ていると、機関投資家の比率は少しずつ増えているのです。これに対して、私が安定株主と呼んでいる集団は減少傾向にある。ところが、今なお安定株主の比率のほうが高いのです。さらに、安定株主は基本的に賛成票をブロックで投じてくれます。ところが、機関投資家は行使しない人もいるわけです。ということで、機関投資家として集計される30.8%が一緒に行動するかというと、必ずしもそんなこともないわけなので、そういう意味で言うと、岩盤としての安定株主はまだ相当存在感を持っている。

とはいえ、安定株主が単純に悪いという議論はとても乱暴な議論です。対話という今回のテーマから考えますと、対話の阻害要因としての問題、つまり、企業側が、安定株主がいるということで、本来マーケットを通じていろいろな圧力がかかる場所、そういう改革に臨まないリスクがあるのではないかとということが問題なのではないか。安定株主をつくってしまう背景となっている政策保有株式については、まずもって透明性が必要なのではないか。良いか悪いかというのは会社が置かれている状況によっても違いますので、ここはまさに企業と投資家が対話をして、その会社にとって安定株主が必要なのかどうかといったところは解決していけばいいのかなと思っているテーマです。ここは今後は枠組みが変わるかもしれません。

続いて、相談役や顧問の問題です。これも難しく、メリット、デメリットがありまして、全てが悪いとも言いきれないところもあるのですが、他方、透明性がないのは事実です。どういう機能があって、どれだけコストがかかっているかわからない。ここを変える必要があるのではないかとということで、東証がルールを作りました。これはまさにスチュワードシップ・コードで対話が活発化した結果、こういう開示も追加されてということで、1つの実績でもあるのかなと思っています。ただ、最近聞いた話では、相談役・顧問というタイトルだとまずいので、アドバイザーとかシニアアドバイザーにしたらいいで

はないかと。そういう手があるかと思ったのですが、このあたりは定義とか、それこそ対話で、どういう人が、どういう立場に入るとよくないかといったところを少し見ていく必要もあるのかと思っております。

あとは神作先生のお話の重複になりますので割愛させていただきますけれども、利益相反問題が全ての議論の源泉ですねといったところを書かせていただいたのと、個別開示の問題です。個別開示について、今日小森さんがいらっしゃるのでコメントさせていただくと、個別開示は、私は実は相当慎重論者だったのです。日本の当時の対話環境の中で、個別開示をしても、それこそ利益相反で発行体がアセット・マネジャーに圧力をかけるだろうと真剣に思っていたのですが、GPIFさんが音頭をとられて、上位の大手4つの公的年金でアセット・マネジャーに対して個別開示を求めたということで一気に進んでしまった。さらに言うと、利益相反に絡む圧力を回避するために、どうして反対したかという理由の開示まで始めたといったところで、アセット・オーナーの役割がここまで強く実効力を持ったというのはすごいなと思った点でございます。

ということで、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードというのは相当一体化していった、いい形で、両輪で回っているのかなと私は数字を見ながら思ったところでございます。

以上で私からのご報告を終わらせていただきます。ありがとうございました。

(3)小森博司 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF） 市場運用部次長兼スチュワードシップ推進課長

（GPIF のインベストメントチェーンの課題認識とスチュワードシップ活動）

○小森 GPIFでスチュワードシップとESGを担当しています小森と申します。よろしくお願いいたします。

私自身は、ちょうど2年前の2015年12月にGPIFに採用されまして、CIOの水野のもとで、今日ご説明させていただきますスチュワードシップおよびESGを進めています。今日は、有識者の皆様に対して、GPIFの存在や活動の目的についてご説明させていただく貴重な機会をいただきありがたく思っております。

今日の資料と一緒に業務概況書の冊子をお渡しさせていただいています。今日のご説明の概要については、業務概況書の42ページから52ページ中段にまとめておりますが、今日

はその背景を含めて、できるだけ正確に我々の趣旨が伝わるようにお話をさせていただきたいと思っています。

それでは、資料に移ります。2ページのこの図は、G P I Fにとってのインベストメントチェーンという位置づけで一番大切にしている、我々自身の存在意義、活動目的をあらわしています。G P I F自身は、直近で155兆円規模の総資産を持つ世界最大規模のアセット・オーナーです。文章の中のユニバーサル・オーナーという言葉、それから超長期投資家という特徴があります。ユニバーサル・オーナーは、規模の大きさゆえに、例えば東証1部上場銘柄全てあるいは海外のほとんどの市場の主要銘柄を持つという規模であること、超長期投資家は、100年後を視野に入れた年金財政における基本ポートフォリオを定期的な検証を経ながら25年間使い続けるということを意味します。

ただ、この2つだけですと、我々のグローバルピアであります米国のCalPERSやCalSTRSあるいはノルウェーのNBIMといったアセットオーナーと同じですが、私たちがグローバルでも決定的にユニークと言われているのは文章の3行目です。G P I F法により、私たちは現在、インハウス、即ち自身での判断による株式運用は認められておりません。同時に、このサイズと公的年金という立場から、市場と民間企業の経営に過度な影響を与えてはいけないという趣旨から、直接の議決権行使、直接の企業さんに対するエンゲージメントも認められておりません。株式運用を100%外部委託しているわけですがそれでも、保有銘柄の指定や、あるいはダイベストメント、投資除外の指示をすることも認められておりません。ただ、このような制約がありながらも、アセットオーナーとしてできることがあるのでは、というのが、過去2年間突っ走ってきた感想です。

私たちにとって一番のステークホルダーである図の右側の企業にお勤めの方々の厚生年金、自営業の方々の国民年金をお預かりしまして、左側の運用受託機関に株式運用においては100%外部委託という形をとっております。私たちは受益者である被保険者の方々に対するスチュワードシップ責任を負いますが、同時に、運用機関の方々は私たちに対するスチュワードシップ責任を負うという関係になりまして、最終的に、右下にあります企業さんの企業価値向上、ここで言っている企業価値は、例えば将来のフリーキャッシュフローの集積の現在価値という定義があるかと思いますが、それを向上させるツールとしてのコーポレートガバナンス・コードも十分考慮しながら、運用受託機関に企業さんとの中長期の視点に立った建設的な対話をしてくださいというお願いをさせていただいています。我々自身は企業さんに直接関与することができませんので、基本的には運用受託機関と企

業によるエンゲージメントを通じて、真ん中の対話をいかに長期的に、建設的に、両者が納得する形でやっていただけるかというインベストメントチェーンの最適化のセッターと我々は自身を定義づけております。

3 ページは私たちがどれだけユニバーサル・オーナーかということを示すグラフです。左側は私たちが保有している社数、日本株であれば2200社を超えていますが、T O P I X 全社プラスアクティブで持っている銘柄を加えています。海外でも2600社、これは新興国、先進国を含めて、全世界の主要企業を持っておりまして、どういう持ち方をしているかというのが右側です。国内株式では90%超、外国株でも86%がパッシブ運用です。

この事実からの発想が、「パッシブ運用機関にもエンゲージメントをしていただきたい」ということです。さきほど申し上げたとおり、海外のグローバルピアはエンゲージメントを自分たちでやってしまっていますので、我々だけがこういうことを突然言い出したということも認識していますし、これまで「エンゲージメントをして欲しい」と言われていない運用受託機関の皆さんからすれば、「エンゲージメントの体制等のリソースに関わるコストは？」というお話があるのも事実だと思っています。ただ、我々自身はマーケットの現場からは離れたところにおりますので、運用受託機関において実際にどのぐらいのリソースが必要でその為のコストがどれくらいか、効果測定をどのようにすればいいのかな等は正直言ってよくわかりません。従って、パッシブの運用受託機関の方々には、ビジネスモデルの提案をしてくださいとお願いしています。体制をどのように構築するのか、効果が表れるまでにどのぐらいの時間がかかるのか、我々からの評価につながる効果測定はどうすればいいのか、体制の為のコストの見積もり等を含むビジネスモデルですが、こういうことを言い出したアセットオーナーがこれまでいなかったこともあり、まだ具体性のある提案は出てきていません。

先ほどの図の4 ページと5 ページに私たちが今行っている取り組みのベースになっているいろんな課題認識をまとめています。一番上に目的です。持続的な企業価値向上が2 ページの図にありましたコーポレートガバナンス・コードをベースにした企業さんのご努力による中長期的な企業価値向上で、加えてアセット・マネジャーの人たちにプロとしての知見を最大限発揮してもらって、企業さんの企業価値向上のインセンティブ、きっかけ、気づきになるようなサポートをしてもらいたいということをお願いしています。この掛け合わせで我々のリターンが実現できるであろうという認識をしておりまして、左下にそれに対する課題を掲げています。

こういった図を描いている中で改めて認識しましたのは、左側の縦の3つの2点目です。1つは、ミクロのレベルですけれども、先ほどから神作先生がおっしゃっておられましたアセット・マネジャーにおける利益相反問題です。

利益相反は、日系の運用機関だけではなく、外資系を含めた全ての市場において存在すると思っていますが、日系の場合は、残念ながら、ほぼ全てがメガバンク、証券、信託、生損保といった親会社金融機関の傘下にありますので、どうしても外形的に利益相反がある可能性が高いという推測をせざるを得ないというところから始まったものです。

このことを過去2年間、日系のアセット・マネジャーの方々にずっと言い続けておりまして、最近ようやく第三者委員会をつくっていただいたりして、ご自分たちの組織における外部から見た利益相反に対する危うさに気づいていただけたかと思います。時間がかかるかも知れませんが、これをなくしないと、海外から見た日本の証券市場に対するディスインセンティブがなかなか解消されませんので、言い換えれば、市場の全体最適化も我々のようなアセット・オーナーの仕事だろうと思っています。運用受託機関の評価においても、先ほど神作先生がおっしゃいました、スチュワードシップの評価をパッシブの10%から30%に上げましたが、その中の相当分を利益相反に充てています。

最後の投資におけるESGの考慮ですが、これはショートターミズム排除を狙いのひとつにしています。我々の運用機関の中でも、IRミーティングの場で聞くのは、四半期決算がそろそろですね、目標に行きそうですか、配当は幾らになりますかみたいな話が多かったと聞いています。我々にとっては、目先のリターンは上がるかもしれませんが、100年間そのリターンが続くとは思えません。企業成長の為の投資に回していただく、あるいは人材投資に回していただく、ブランド投資に回していただくというような使い途を中長期の目で検討していただかないと、我々自身の中長期のミッションが達成できませんが、その為にはまず運用機関に超長期の目を持ってもらいたいということで、ESGを導入したというのが我々にとってのインセンティブでした。

5ページは、我々がその課題を克服するためにやっている企業向けのアンケートであったり、海外のアセット・オーナーとのフォーラムであったり、あるいはオムロンさん、エーザイさん、日産自動車さんといった企業さんとのフォーラムの内容ですけれども、これは業務概況書にも詳しく書いてありますので割愛させていただきますが、我々はスチュワードシップ活動をこういう形でもやらせていただいております。

アンケートの派生として出てきましたのが、アセット・マネジャーによる議決権行使結

果の個別開示です。先ほどの1ページの図の精神からいくと、市場参加者が可能な限り透明性を高めることが有益な対話につながるという考え方が我々にあります。スチュワードシップ・コードの改訂のタイミングと重なりましたが、その為に私たちの全ての運用受託機関に議決権行使結果の個別開示を求めました。ここはコンプライ・オア・エクスプレインですので、我々が理解できる理由があれば受け入れています。近いうちに私たちの運用受託機関さんの個別結果を開示しているホームページのアドレスを我々のホームページで公表いたしますが、1社さんは個別開示をしないことをエクスプレインしました。これは正当な理由と我々も認識しましたのでリリースの中にも社名を含めて理由を書いていますし、もう1社さんは今まだ準備中ということでしたので、公表の時期を含めて書かせていただいています。その2社さんを除いては、全ての運用機関さんが個別開示に応じていただけましたので、これをもって初めて企業さんもいちいち運用機関に問い合わせたり聞きに行かなくても、自分たちに誰が賛成したのか、誰が反対したのか、理由は何なのか知ることができますし、理由が不明であれば、それを聞きに行ってくださいとところから企業から運用機関に対するエンゲージメントが始まるということです。このような両者の対話のきっかけになるようなセッティングも行使結果の個別開示の流れということです。

2点目は、今、世の中で関心を呼んでいるかと思います、私たちの日本株向けのESG指数です。6ページでの事実を申し上げますと、左側の総合型の2本、テーマ指数の真ん中の女性活躍指数、WINという名称をつけていますが、この3本を7月3日に公表して1兆円からスタートしています。現在、環境指数については一旦仕切り直しをしまして、グローバル株式と日本株式についての環境指数の公募中で、来年の1月末が締め切りです。

なぜ我々がこういう指数に取り組んだかといいますと、海外のレーティング会社による日本企業のESGレーティングが相対的に低いという事実がわかったことです。OECDの中でも韓国のちょっと上ぐらいのイメージで、我々が認識している日本企業の特に環境に対するテクノロジーとかイノベーションはそんなレベルの評価ではないと思っていましたので、それ以外の理由があるとするとディスクロージャーではないかということ、もう1つは、レーティングをしている指数会社の評価方法が問題ではないかということを懸念した上での指数の選定です。

したがって、これも開示資料には書いてありますけれども、我々が一番重視したのは2番目の開示促進です。まず、日本企業さんによる開示。企業としても環境に良いことをや

っているのだけれども、どうも、良いことをやって当たり前という感覚で、わざわざ社外に言うこともないという発想と推測していますが、いや、オーバーなアピールは不要ですが、事業としておやりになっていることは資本市場にきちんと伝えてもらわないと投資家も評価できないのですということを申し上げるために、指数という方法を探りました。

もうひとつ、評価手法の改善です。具体的には、8ページの資料です。左側のグラフが今回選定されたF T S EとM S C Iに組み入れられた銘柄の指数項目をプロットしたのですが、2社の間でほとんど相関性がありません。ここからの推測ですが、指数業界においてはまだ確立されたメソドロジーというものが存在していないのではという懸念があります。このギャップも両者間の対話がこれまで十分ではなかったことによる部分も大きいと思われることから、今回の選定の条件として、自分たちのメソドロジーを全て公開いただくことと、企業さんからの問い合わせにはきちんと対応していただくことを挙げております。同時に、企業さんにも、メソドロジーブックをもとに、ご自分たちの情報開示をどうやればいいのかということに改めて気づいていただければということを期待しています。

この後のページはそれぞれの指数の詳細ですので、説明は割愛させていただきますが、W I Nという女性活躍指数について企業さんにご説明していることがあります。この指数は平成27年に法制化された女性活躍推進法のデータベースに拠っています。企業さんの中では恐らく人事部さんが入力しているのだと思いますが、今回のメソドロジーでは、必要なデータについて入力がないとペナルティーをつけるようにしています。人事部の方は、このデータが指数会社の評価の対象になって指数に組入れられる、そして企業価値向上につながる可能性があるということを予想もしていなかったと思いますが、是非、こういうこともきっかけに社内でESGのお話をさせていただくことでご担当者の方にも理解を深めていただきたいと考えています。

以上、何かありましたらまたご質問の時間にお願ひできればと思います。ありがとうございました。

(4)保田隆明 神戸大学大学院経営学研究科准教授

(株式所有構造と企業投資、機関投資家の役割、スチュワードシップ・コーポレートガバナンスコードの意義とは)

○保田

神戸大の保田です。よろしくお願いします。

最近、私はふるさと納税の研究ばかりしていて、資本市場からちょっと離れていたのです。ふるさと納税によって地域の金融機関の預貸率は上がるのかとか、そんなことを最近研究していたのですが、久しぶりに資本市場に戻ってきました。

スライドはそんなに使わないで、簡単に行きたいと思います。我々はコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードをどのように理解していけばいいかという簡単な論点をまとめてきたものでございます。個別の論点はいろいろあるのですけれども、私が1つ大きく思うのは剰余金処分です。先ほどの上田さんの発表でも、議決権行使で一番数が多いのは取締役の選任ですけれども、2番目は剰余金処分です。これを毎年やっているわけです。毎年やっているのだけれども、剰余金処分で総会が荒れたという話は聞かないわけです。なぜかという、日本の株式市場では、配当性向は大体30%ちょっとです。これは先週の週刊ダイヤモンドですけれども、配当性向が今アメリカだと60%だと。欧州では37%で、日本では33%と書いているのです。総還元性向でいくと、日本企業は自社株買いも合わせて50%、アメリカの会社で83%、欧州で91%となっている。

左下のスライドですけれども、これは去年のスライドなので数字は古いのですが、日本の時価総額は今650兆円ぐらいになっていますかね。ただ、ずっとヒストリカルに500兆円ぐらいでした。右側は何かというと、最近人気のフェイスブック、グーグル、アマゾン、アップルにマイクロソフトも足し込んでいますけれども、その5社の時価総額です。去年の当時の数字でいくと、約250兆円です。つまり、日本の株式市場の時価総額の半分をFANG銘柄が稼いでいる状況です。

フェイスブックもアマゾンもグーグルも配当ゼロです。12月8日の日経新聞の1面の記事をご記憶の方もいらっしゃるかもしれませんが、日米欧の配当のグラフがありましたよね。あれを見ると、日本の配当は30%ぐらいのところで非常に正規分布っぽいことをしています。あれは10%ごとです。ゼロ%から10%、10%から20%というふうにヒストグラムでやっているのですが、アメリカの会社で一番多いのは何かというと、10%ずつのヒストグラムでいくと配当ゼロです。つまり、フェイスブックとかアマゾンみたいな配当を全く払っていない会社がたくさんありながらも、アメリカの会社の配当性向は60%ある。ということは、海外の機関投資家からしてみた場合、日本の会社は数字以上に配当を払っていないと多分見ているのだと思うんです。これは欧州も同じです。配当ゼロという会社がたくさんいます。

そうすると、スチュワードシップ・コードは何のためにあるかというと、端的な私のテンタティブな仮説ですけれども、配当としてもっとお金を出させる必要があるのです。このお金を国の中で、マクロでぐるぐる回していく必要がある。アメリカの場合は、オールドエコノミーの連中がたくさん配当を払う。自社株買いをする。機関投資家にお金が行く。そのお金が次にフェイスブックとかアマゾンに行く。つまり成長産業に行くわけです。オールドエコノミーから機関投資家というものを介してニューエコノミーにお金が行っていく。このぐるぐるやることで産業構造が国全体として変わっていくというのが今アメリカで起こっていることではないかと私は思っています。これが日本で行われていないということなので、スチュワードシップ・コードで一番やらなくてはいけないのは、そういうお金のぐるぐるをめぐっての産業構造の変化を促すということが必要ではないかと思っています。

なぜかという、右下、これはよく出てきます。ROEが日本は8%、アメリカは16%で、ダブルスコアがついているわけです。これはヒストリカルにずっと同じです。それが一番上のグラフです。ヒストリカルにずっとダブルスコアがついている。

右下がよく言われるデュポン分解です。日本のROEはなぜ低いのか。よく言われる議論はレバレッジが低いから。いや、そうではないのですね。これは分解すると、結局、PLマターです。純利益率が低い。純利益率がアメリカの会社は8.8%、日本の会社は3.6%、つまり収益性が低いということです。なぜ収益性が低いかというと、産業構造がオールドだからです。フェイスブックやアマゾンみたいなハイ収益率の産業に産業構造が変わっていついていないからという問題があります。ここを国全体として改善していくために、スチュワードシップ・コードが機能するべきなのだろうと思います。

では、本当に機能するのかというところですが、スライドの10番でその問題提起をしているわけです。これはまた私の仮説ですが、海外の機関投資家、あるいは国内の機関投資家でも構いませんが、グローバルにお金を運用しています。さっきの小森さんの話でも、海外株を買っているという話もありました。つまり、機関投資家はグローバルにお金をアロケートすることができます。その中で、日本株ってどういう立ち位置なのかとなった場合、ローリスクローリターン、これでいいじゃんと思う方向がある。つまり、収益性の高い銘柄は世界中どこで探しても構わないということなので、日本の産業構造が変わらずに、ローリスクローリターンだろうが別に構わない。だって、そういう銘柄があったほうが僕たちはハッピーだもんと機関投資家は思っているか

もしれない。そうなってきた場合、ゆでガエルの世界がそこにやってくるわけです。そうなってくると、我々は、ローリスクローリターンなカンパニーに配当を吐き出させて、それを成長産業に回すみたいなことが必要なのではないかなというのが、この1～2年ずっと考えてやってきていることだと思います。

そうすると、スライドの17で、1つのテンタティブな私の主張としては、経団連カンパニーにもっと配当を出させよと。投資家は、そのお金を成長産業に再投資しましょうと。そうすると、問題は、この国に成長産業はどこにあるのだという話になってくる。恐らく今ないのです。これをつくっていかなくてははいけませんよねという中で、1つ、最近、コーポレートベンチャーキャピタルというものがアメリカを中心に盛り上がっています。最近出てきた本によりますと、フォーチュン500のうち、半数の会社はコーポレートベンチャーキャピタル、つまり社内でのベンチャーキャピタルをインハウスで持っている。日本で有名なのはソフトバンクですよね。10兆円ファンドみたいなものを持っている。今まで我々日本企業は、R&Dでシーズをつくって、インハウスで育てて商品化しましょうみたいなことをやっていたわけですがけれども、もうそのモデルでは古いわけです。全部インハウスでやっても無理です。そうではなくて、コーポレートベンチャーキャピタルを持って、外にたくさんばらまきましょう、種を探してきましょうと。広域ソフトバンク経済圏みたいなものを米国の各社がやっていく。

これまで、例えば三菱重工とかJ R東日本とか、そういう重たい会社がインターネットベンチャーと一緒に何かをするということにはなかったのですが、今、三菱重工、J R東日本は、A I系の会社、I o Tの会社とめちやくちやタッグを組んでいます。そうすると、ここをがらっと変えていかなくてははいけませんよね。なので、恐らく次に必要になってくるのは、コーポレートベンチャーキャピタルみたいなアクティビティで企業価値を増していくということが必要になってくるかなと思っています。

それが1つ、スチュワードシップ・コードで議論する内容だったのですがけれども、もう1つ、これは2年前の研究結果になるので、やや古いのですが、今日の論点の一番最後にありました、ガバナンスとかスチュワードシップ・コードで企業価値が向上するのですか、株価が向上するのですかみたいなものを実証分析でやったものがありますので、それを軽く紹介しておしまいにします。

問題意識は右の上のスライドですがけれども、さっきの話にもありましたが、機関投資家はパッシブ運用がメインですねという中で、本当に機関投資家はガバナンス活動をやっ

いるのかというところです。1社1社にガバナンス活動をやっている時間なんてないでしょうと。パッシブ運用しているのであれば、なおさらということですよ。そうなった場合、今までのコーポレートガバナンス論者は、機関投資家イズグッド、海外投資家イズグッド、彼らの言うことを聞けば業績は上がるんだと言っていたわけですがけれども、ほんまかいなという意見です。ですので、上の論点は、機関投資家は非常にグッドなのだという意見、もう1つは、いや、機関投資家って、結局、MSCIインデックスに乗じて適当にばらまいているだけなのだから、別にプラスにならないよという意見があるわけです。それを実証分析で明らかにしましたというのがこの研究内容です。

結果、どうでしたかという、スライドの23でまとまっています。まず、我々が着目したのは、先ほどもありましたが、国内機関投資家は、実は所属している金融グループの利益を代弁している可能性がある、国内の機関投資家と海外の機関投資家では企業に与える影響は違うのではないかという仮説を置いたのです。ですが、我々の発見としては、国内機関投資家もそこそこ企業業績の向上に寄与しているという発見を得ました。海外も企業業績の向上に寄与している。つまり、国内外ともに機関投資家は業績アップに寄与する。国内のほうも寄与するというのは、我々にしてみると、ややサプライズでした。

一方で、さっき持ち合いの話がありました。それから、金融機関の話がありました。彼らは企業業績の向上や株価のアップに寄与しているかという、これはネガティブでした。やっぱり金融機関が持っているのだめなのです。

これは実証分析の難しいところで、因果関係はどっちかという話が出てくるわけです。つまり、機関投資家が株を持ったから業績が上がったのか、業績がいい会社を機関投資家がスクリーニングできたのかみたいな因果関係です。そこは、我々は統計的にある程度因果関係の整理はしているのですが、限界もありつつという中で、先ほどのような結論を見えています。

ただ、問題があるのは、機関投資家が保有している会社は業績もいいし、株価もいいということですがけれども、ここのメカニズムがわからないんですね。つまり、対話をしているから業績が上がったのか、あるいは機関投資家の保有比率が上がって、経営陣は何か一番怖いかという、自分の再任問題です。自分が再任されるかどうかというのが経営陣が一番怖いのです。再任されない理由はなかなかないのですが、株価のドロップというのは嫌なわけです。そうすると、機関投資家に株を売却されたくないから、機関投資家の意向を

付渡し、そしてそういう戦略をする。さっきの上田さんの議論にもあったと思うんですが、会社側が機関投資家の意向を勝手に付度している可能性がある。それでもって業績が上がっているかもしれない。そういうものが我々の分析した結果ということになってございます。

この研究自体は、2年前、財務省の研究所でやった内容ですので、ペーパーとしてもまとまっているのですが、ぱっと読んでいただくとご参考になるかと思しますので、お時間のあるときにお目通しいただければと思います。

こちらで終了させていただきます。ありがとうございます。

4. 上記報告を受けたディスカッション

○大崎 ありがとうございます。大変興味深いご報告をたくさん拝聴しました。

議論の口火を切るので、ちょっと変なことを申し上げようと思うんですけども、私は、最後に保田先生がおっしゃったことの前半のところが非常に示唆に富んでいるというか、おもしろい問題提起だなという気がしたのです。つまり、日本はいわゆるオールドエコノミーの企業が中心になっているので、なかなかROEも向上しないし、かつ、そういう企業が配当を増やすことをしないから、お金が回らない状態が起きているのではないかというご指摘ですね。

それに加えて、国内もそうかもしれないですが、海外の機関投資家は、もしかすると日本株というセクターをローリスクローリターンのもので見ているから、その状況に対して大した問題意識は持っていないのではないかというご指摘は、私はたしか前回も似たようなことを、個人投資家の投資と日本企業の資金調達という関連で申し上げたような気がするんですけども、私が最近すごく感じているのは、国という単位で物事を考えるのと、個人とか、あるいは企業の資産運用とかいうふうに考えたときとの行動が一致しない、ずれるということが、グローバル化した経済の中で顕著になってきているのではないかと思っていますね。

どうということかと申しますと、例えば私という日本人個人で考えれば、私の老後の資産を何とかしたいというニーズに対して応えるような資産運用ができれば、投資先はどこの国でも何でもいいわけですね。日本企業である必要は特別にないということになるわけです。一方、国と考えると、政府としては、どこでも発展してくれればいいというわけでは

なくて、日本国内における産業が発展する、日本国内のGDPが大きくなっていくということが必要だと。昔は挙国一致じゃないですけども、全くそこに矛盾がなくて、国の経済が発展すれば国民の資産も増えていって、老後は安泰だみたいな、いい関係が多分あったと思うんですが、それが失われつつあるということの1つの例なのかなという気がいたしました。

つまり、国の政策として、例えばスチュワードシップ・コードをつくり、コーポレートガバナンス・コードをつくり、ガバナンス改革を進めていく大きな狙いは、恐らく日本企業の競争力を高め、まさに稼ぐ力を高め、それによって日本の国の経済を発展させていくという狙いがあるわけですね。政府の考えとしては、それによって反射的にと言うところちょっと言い過ぎですけども、結果として発展していく経済に投資している国民の資産も安定的に成長していって、ウィン・ウィンになるねという絵を描きたいのだけれども、もしかすると、企業に対する働きかけがそのように作用しない可能性があるのではないかと。特に、スチュワードシップを行う人たちがローリスクローリターンしか期待していない投資家という絵だとした場合には、当然働きかける内容も、企業の稼ぐ力を本当の意味で中長期的に高めるというよりは、持っているものを今吐き出させるということで終わってしまう可能性もあるし、それが高成長のところへ再投資されるというのも、グローバル投資家からすると、日本企業から吐き出させてアマゾンに投資するということも十分合理的に考えられるわけですね。

今度は政策当局者になったつもりで考えた場合、どうやって本来意図しているところの日本経済の発展にうまく持っていけるのか、かつ、それを同時に国民の資産の安定的形成ということにつなげていくのかというのが大きな問題だなという感じがいたしました。雑駁な感想ですが、今後の議論のきっかけにでもなればと思います。

○幸田 最後の保田先生の議論の展開の中で資金循環の話がありました。日本の場合、配当で吸い上げて成長産業に持っていくという資金循環の流れがスムーズにいくように出来るかという、難易度は高いのではないかと思います。特に、先ほど話が出たような事業会社の10兆円ファンドで言えば、基本的にはシリコンバレーとか、あるいは欧州の企業とか、海外中心に投資されていると思います。日本のベンチャー企業とのリンケージがうまくいくような成長産業への投資がマクロのフローとして今後進んでいくのかというのは中々難しいと思います。

そうしたときに、単純に資金循環のフローとしてそういう議論ができにくいとすると、配当で吸い上げて成長産業に持っていくルートをどうつくるかというような政策的支援の問題と、もう1つは、基盤・足場を固めていくという意味で、例えば人材育成とか、あるいは大企業のCVCをベースに国内ベンチャー投資をしていくようなものに内部留保をどう活用するかという、いわば両面作戦が必要だと思います。日本の今の環境の中で言うと、難しい面もあると認識しており、そうした実感もありますが、そこはどうでしょうか。

○保田 おっしゃるとおりだと思います。配当として持っていかれるぐらいなら有効活用しようみたいな発想になってくれればいいかなという感じはするんですけども、本当におっしゃるとおりだと思います。

○幸田 必ずしも今は資金の流れが成長産業につながっていない面も踏まえると、例えば「働き方改革」の取組みについて、今後長時間労働の是正と生産性を上げるということが資金の流れの変化にリンクしてくるかどうかなという分水嶺のようなところにいるという気はします。また、今後はオープンイノベーションということかもしれませんけれども、イノベーションを政策的に更に支援するための方法と、もちろん今日のテーマであるスチュワードシップ・コードを機関投資家がどう後押しするかみたいなところは、すごく大事だという感じはします。小森さん、そのあたりはどうですか。

○小森 先ほど申し上げましたけれども、私たちが意図している、底上げという言葉の定義は、端的に言うと、国内株であれば東証1部のマーケットキャップ全体の向上という言い方もできますが、要因としては多分いろいろあると思います。但し、我々の立場では個別の要因に言及することは難しいので、運用受託機関の皆さんにエンゲージメントをお任せしています。

その際に重要なのは我々が何を運用受託機関の皆さんにお願いし、期待するのか、ですが、6月に公表したスチュワードシップ活動原則と議決権行使原則に我々の考えを込めました。但し、法令による制約の中での原則ですから、世の中の機関投資家のものに比べればまさに「原則」であり抽象的であること、また公表の時期も日本株の集中総会スタートの直前であり、外国株もほぼ全ての市場の総会シーズンのピークが過ぎた後でしたので、

これから正に来シーズンに向けて各運用受託機関との意見交換や議論を経て「原則」の浸透を図るタイミングになります。

さきほどのビジネスモデルも、各運用受託機関が我々の「原則」をベースにどのようなエンゲージメントや議決権行使をしながらどういう時間軸の中で「底上げ」に取り組むのかを含むものになります。恐らく、例えばパッシブとアクティブの時間軸の差といった要素を理由として多様性のある提案を期待しているところです。

○安田 既にいろいろ非常に興味深い論点が上がっているのですが、最初に口火を切っていただいたミクロと国家の違いというところで、大崎先生がもともと考えられていたイメージとは少し違うかもしれないのですが、コメントさせていただきます。僕自身、最近格差の研究をしているのですが、日本も戦後、高度成長期のときは、国にとって目標とすべき経済政策と個々人が感じられる成長や豊かさがリンクしていました。それが失われていっているのではないかというのは、恐らく格差とものすごく関係があって、これは日本だけではないのですが、戦後どの国でも比較的平等度が高まっていて、日本で言うで一億総中流という状況が、アメリカでも起きた、ヨーロッパでも起きた。そういうときは、国が全体のパイを大きくする方向性の経済政策と個々の家計を豊かにする政策というのは、ほぼリンクしていたのです。そのため、政治的に1人1票の世界で決まってくる意思決定と経済的な意思決定がそんなに乖離していなかった。

それが恐らくバブルぐらいから徐々に乖離し始めるわけです。乖離し始めるのですが、お金を持っている大企業や富裕層が、資本の力によって政策にかなり介入できる余地があったので、個々人レベルで見ると不満はある程度たまってきたのだけれども、国全体の政策としてみると、パイを大きくするという政策が各国でとり続けられてきた。

直近、何が変わってきたかという、アメリカもそうですし、ブレグジットが起きたイギリスもそうですけれども、1人1票の政治的な意思決定と、資本の力で決まってくる国の政策とのギャップが、いよいよもって大きくなってきた。特定の地域においては、トランプさんが選ばれた背景にもそれはあると思いますし、ブレグジットが一番わかりやすいと思うのですが、資本の力で決まるのであれば、ブレグジットによって全体のパイは恐らくかなり小さくなるということが事前にも推計されていましたが、実際にそういったデータは出てき始めている。にもかかわらず、何で損なブレグジットが行われたかという、1人1票の投票の世界は、得か損か、あるいは損得がほとんどない人は、それ以外

の金銭的な動機とは違う理由で1票を投じるわけで、恐らくブレグジットに関して言うと、イギリスがEUを離脱することによって損をする人は、シティを中心に莫大な損失がある。なので、金額の足し算、引き算で考えるとマイナスは大きいんだけど、1人1票の世界で言うと、別にそこまで損をしない人とか、あるいはむしろ得をするという一部の人たちもいて、それが結局、ああいった政治的な意思決定にはね返ってきた。なので、今、国全体のパイを大きくするような意思決定と政治が非常にちぐはぐな印象があるのは、背後には大きい格差とか、一億総中流ではないという世界観がいろんな国で起き始めていることがあるのだと思います。

ちなみに、日本はどうかということで言うと、イギリスやアメリカのようなアングロサクソン諸国と比較したときに、トップ1%とか、トップ0.1%への富の集中は実は起きていません。ほとんど起きていない。むしろ逆方向に行っているぐらいです。では、何が広がっているかというと、ボトムの人たちがどんどん貧しくなっている。なので、アメリカ、イギリスは、トップもものすごく稼ぐようになる一方で、下のほうは落ちていく。日本は、トップは増えずに下が沈んでいっているという状況の格差が広がってきたというのが現状です。

それがミクロと国の話ですけれども、もう1つ、働き方の話がありましたので、それに関しても一言言っておくと、今回のスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードというのは、経営に対して、外からの声とか、外からの圧力によって、よりいい方向に経営を改善させよう。もう1つ考えられるのは、中からの圧力ですよね。それは何かというと、典型的には従業員からの圧力だと思うんですけども、伝統的に日本はここが弱かった。例えば、昨今たくさん出てきている粉飾決算に関しても、内部からの声はなかなか上がらないし、上がっても黙殺される。要は内からの声がない。プラス労働市場が新卒を除いては非常に硬直的なので、まずい経営をやっている会社だったら自分はやめるといった形のエグジットもできない。ボイスもない、エグジットもない。中からのそういった改革は非常に進みにくい。だからこそ、外からスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードを通じてプレッシャーをかける重要性が他の国と比べても高いのではないかというのは、1つ盛り込めるべき論点かなという気がしました。

今後、何が起きていくかというと、内部の声が届きにくい日本の組織だったと思うんですけども、今、急速に届きつつある状況になっている。それはなぜかかというと、労働市場が変わったからです。完全に売り手市場になっていて、働き方改革に関して言うと、改

革するかしないかではなくて、改革しない企業は勝手に利潤が下がっていつて退出するという市場圧力が非常に強まっているという状況を考えると、短期的に見ると、今、労働市場が活況なおかげで内からの声が通りやすくなっているのも、コーポレートガバナンスは、外からの声あまり効果をもたらさなかったとしても、経営自体はいい方向に向かっている可能性が高い。なので、スチュワードシップ・コードを入れて、それによって働き方が進んだとか、人材への投資が進んだと思ってしまうかもしれないですけども、恐らく短期的に一番インパクトが大きいのは労働市場の影響なので、そこをごっちゃにしないほうがいい。

さらに付言すると、今こういった形で組織改革が進めやすい時期で、企業業績も上がっている状況なので、今後、逆風が吹いて労働市場が冷え込んでしまったときには、そういった内からの声がまた期待できなくなるかもしれない。だから、ある意味、外からの規律づけを入れやすいこの時期に、将来に備えてスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードをより精緻なものにしていくというのは、今だからできる話ですし、非常に重要性が高いのではないかと個人的には思っています。

○大崎 今の安田先生のお話は非常におもしろいと思って、そこでちょっと見解をお伺いしたいのは、従業員と株主、投資家というのは、もちろんある程度共通の利益もあるわけですけども、利益相反的なところもやっぱりあるわけですね。とりわけ、仮に今、日本企業がそんなに高成長が期待できなくて、どちらかという外部流出、配当を増やしていくべきだというステージにある会社が多いのだとすると、投資家としては、どっちかという、利益をできるだけ高くして増配を一生懸命やれということを要求していく。そうすると、従業員からすると、本当は給料を上げてくれとか、残業を減らしてくれということを要求したいのだけれども、そこには普段以上に強い利益相反関係が生まれるような気がして、そういうことはどう考えたらいいのだろうということです。

というのは、私は実はその問題をちょっと考えていまして、今のスチュワードシップの動きで機関投資家の力が強まっていくことが、いわゆる勤労者、労働者にどういう影響を与えるのかということですけども、仮に個人の持ち株比率が非常に高く、個人が、生株でなくて投資信託でもいいのですが、株式投資のリターン向上によって恩恵を受けるという状態にあったら、多分機関投資家は個人のそれこそエージェントとして頑張ってくれて、株価が高くなって配当も増えて、それは結果的に個人にも戻ってくる。そうすると、

例えば若干賃金が抑えぎみになって、その結果、利益が増えて配当が増えたとしても、回り回って個人も潤うから、ハッピーではないかという議論ができると思うんですけれども、日本は、残念ながら、個人の株式保有とか投資信託投資が非常に少ない。外国人投資家が3割だという中で、こっちの動きだけ強めると、どっちかという、賃金は抑えぎみになって、3割は外国に持っていかれる。別に私は排外主義者ではないのですけれども、そういうストーリーも想定されるような気がしているのです。

○安田 質問を受けたので、続けてお話しさせていただくと、後者のストーリーは、以前であれば、特にリーマンショック前であれば、あまり経済学者は推していないストーリーだったと思うんですね。どういうことかという、競争的な水準よりも賃金を上げて、それは企業の利潤を減らす。それが悪い影響を及ぼすという側面のほうが、いい影響よりも強いのではないかという意見が支配的だったと思うんですけれども、最近はかなり論争になっているというのが僕の認識です。

どういうことかという、個別の企業の企業価値に関して言うと、賃上げして、よほどそれによって従業員がやる気を出して、中長期的に活躍してくれない限りはマイナス幅が出てしまう。ただ、さっき冒頭でおっしゃられた国全体にとってどうかということで言うと、個別最適なコーポレートガバナンスでいえば、不必要に賃金を上げる必要はないのだと思うんですけれども、日本全体で考えたときに、賃上げしていった場合、結局、それは労働者の購買力につながるの、トータルの需要は増えるわけですね。なので、よく言われる合成の誤謬に近いことが起きていて、一生懸命コーポレートガバナンスを強めて賃金水準を抑える、国際競争に勝つのだということをやっていると、全体が疲弊して、国全体で見たときの成長率はむしろ下げて、悪い影響を及ぼしているのではないかという、まあストーリーとしては割と古臭いものだったのですけれども、これが近年はある程度説得力があるのではないかと注目されています。したがって、今、安倍内閣が進めようとしている賃上げも、昔はかなり筋の悪い政策だと思われていたのですけれども、現在はある程度シンパシーを持っている経済学者も増えていると思います。

それに対して、賃上げの代わりに配当や投資を増やすというのは、伝統的には恐らくトリクルダウンと言われているものと近くて、賃金に関しては競争的な水準で払っておいて、それ以外の部分で、社会全体で貯蓄を投資につなげて、どんどんパイを大きくしていけばいいんだ、パイが大きくなれば、従業員とか社会の末端にもしずくが滴り落ちるよう

に広まっていくのだというストーリーですね。このトリクルダウンは、ロジックはわかるのですけれども、データを見るとあまり起きていない。なので、そうであれば、より直接的に労働者の取り分を増やして、高い有効需要を生み出して、全体で国のさらなる投資を牽引していく、投資需要につなげるほうがいいのではないかという意見が、最近、相対的には強まってきている印象はあります。ただ、やっぱり論争があるところなので、あまりはっきりとシロクロはついていません。

○油布 私は、大崎先生がおっしゃったお話は、現状ではあまり心配は要らないと思っています。ただ、将来的に、特に英米での過去のトレンドを見ると、そういうことは十分起こり得ると思います。今は要らないと思っているのは、今、機関投資家と投資先企業の中でイシューになっているものは、賃金を下げて配当に回すべきだという議論には多分なっていないくて、内部留保の中の特に現預金のところ、つまり設備投資にも回さないし、配当にも回さないし、賃上げにも回していない部分をどれに充てるかという話をしているのだと思うので、今はパイの取り合いにはなっていないと思います。もちろん、中長期的にはそういうリスクがあるということはおっしゃるとおりだと思います。

○岩澤 要するに、昔、スチュワードシップ・コードをつくったときには、株価が上がれば企業もいいし、投資家のほうもいいし、これは日本経済にとっていいんだという牧歌的な——ちょっと申しわけないのだけれども——見方があったと思うのです。それは違うんだというのが大崎先生の問題意識でしょう。

○大崎 違うのではないかなと。

○岩澤 素朴に考えてみたって、株価が上がって誰が儲かるかといったら、今は外国人投資家が30%を持っているわけで、保田先生は配当を上げればいいと言うけれども、配当が上がったときに誰が儲かるかといったら外国人投資家が儲かるわけで、配当が上がるのが本当にいいかどうかはわからないわけです。そうすると、ボーティングをして、エンゲージメントを行って、一体我々は何をやろうとしているのかということの議論が必要だと思います。

それで、少し話題を変えたいと思うんですけれども、先ほどG P I Fの小森さんからお

話がありましたが、スチュワードシップの行使をする、ボーティングをやる、エンゲージメントをするということが、機関投資家にとって本来そんなにもやる気のあるものではないというのは、別に日本に限った問題ではなくて、世界的な問題だと思うんです。何でそうなるかという、機関投資家にとってボーティングをするだとかというのは、結局、ものすごくコストのかかることです。それに対してベネフィットは、全体としてはあるかもしれないけれども、自分たちに返ってくるベネフィットは非常に小さいわけです。ボーティングの集団的行動によって実現する企業価値みたいなものは公共財なわけです。これは公共財の問題の構造と全く同じで、ベネフィットは小さいのにコストは大きいので、放っておけばやる気はしないよという問題なので、したがって、普通はやる気のしない問題を、このようにプリンシプルベースだとか言って、やらないとみんなに嫌われますよというような形で、ソフトローだと言っているのだけれども、実はハードに叱咤をして、アセット・マネジャーの方にも本音を聞いてみたいのですが、本当はあまりやりたくないところをやっているのが実情ではないかと思うんです。

そういう問題に対する解決策として、アメリカなどの議論を見ていると、1つ提唱されているのは、先ほど小森さんからビジネスモデルを提唱してくれというお話があったけれども、結局、何がベネフィットになるかというのをアイデンティファイした上で、そのベネフィットを一部還流してやろうと。端的に言うと、GPIFのサイドからアセット・マネジャーに対して、これこれをなし遂げてくれたら、これを還元しますよという、ある種のビジネスみたいなものをつくっていかないと、機関投資家としては本来やる気がしないアクションなのだと思うんです。

それで、冒頭の問題に戻ってくると、すごく過激に言うと、今こうやって日本全体としてスチュワードシップを盛り立てていこうということの本来の目的が日本経済の活性化にあるのであれば、日本経済の活性化に寄与してくれたところに投票してくれるアセット・マネジャーさんには大いに援助しますよという仕組みをつくるということも考え直しているわけです。今までは株価を上げるためとか、ボードメンバーとか、単純なことをやってきたのだけれども、本来の目的を考え直した上で、その仕組みをつくる段階に来ているのではないかというのが私の感想です。

○森本 スチュワードシップ活動は、おっしゃるように、そう言っちゃあれですけども、大して意味があるものじゃないんですよ。そもそも目的として、ガバナンス改革にな

らなければこんなことをやる必要は全くない。それで、我々の立場から言えば、ガバナンスリスクって最悪のリスクなわけです。投資家は通常とらない。僕らの立場から言えば、今ごときの資産運用は、実務はこういう議論よりはるか上のところへ行っていて、そう言っちゃ大変失礼なのだけれども、恐らくトラックを1周遅れた議論で、今そんなようなことのリスクは、投資家は管理する以前にとらないのが原則なんですよ。何をしますか。飛行機を持ちます。何でエアライン産業は成長しているかというと、エアラインのエアバスやボーイングの客は全部巨大金融法人なんです。300億の飛行機に必ずお金を払います。バックログってこんなに持っているんですよ。だから、最新鋭の飛行機を次から次へとつくり出して行って、それがエアラインの産業の発展になっているんですね。エアライン産業は成長産業だということから、ファイナンスのスキームはここ10年で抜本的に変えているんですよ。変えたから成長したんですよ。

決定的な問題は、我々は絶対にガバナンスリスクはとらない。エアラインのガバナンスなんて、どうしようもこうしようもあしようもないでしょう。付加価値は絶対生まないのだから。ピーチエアラインというのはちょっと特殊な産業なんですけどね。そういうことは徹底的に行っているわけですよ。

エネルギーでも全く同じことが起きていて、世界の一流の投資家は、エネルギーの開発会社のガバナンスリスクなんか絶対とらないですよ。日本の人は知りませんが、僕らは絶対とらないですよ。国内拘束が激しくなっていて、ブリッジがあると、とんでもない損失を受けるのは向こうですから。僕らのアセットは完全にプロテクトされています。だから、実は工期を一日も遅れないんです。遅れるととてつもない損害になるから。

それが今の資産運用の絶対的潮流で、ガバナンスリスクについてアメリカの人たちなんかが深い関心を持たないのは当たり前で、原理原則としてとらない。マネジャブルではないリスクなんですよ。僕らはフィデューシャリー・デューティ上、マネジャブルではないリスクをとることは絶対に不可能なんですね。マネジャブルなリスクとして、どういうガバナンスリスクがとれるかといったら、インデックス運用なんていうことは絶対にあり得ないし、インデックス運用も、ある意味、そういうガバナンスリスクの中立化でしょう。プロアクティブにガバナンスリスクがとれるのだったら、雑なイメージを言えば、1000分の1と言ったら怒られますけれども、銘柄数の10%もあればね。恐らくそんなものですよ。

もっと言えば、パブリックなマーケットの議論をしているでしょう。今、膨大に膨張し

ているのはパブリックではないですよ。プライベートマーケットですよ。プライベートマーケットのガバナンスなんて完全ですよ。フルコントロールですもん。アメリカなんかはガバナンスリスクを回避するためにプライベートマーケットを巨大化させているんですね。僕らの運用アセットなんて半分近くプライベートの方向性——うちの戦略分野ですよ——に傾いているわけですよ。今、人材面でも、資産運用業界のエリートというか、ほぼ100%プライベートマーケットに移っているわけです。そうしたら、アメリカなんかでこんなものをまじめにやる人って、ファンド・マネジャー側にインセンティブもないし、極めてつまらない事務ですよ。本当にそれが現実ですよ。

それから、僕は別にG P I Fさんを批判するわけではないんだけど、異常な投資家なんですね。それを一般論として議論することは全く危険なことで、極めて特殊な、おかしい投資家なんですよ。一般的な投資家としては、絶対あんなことはしないわけですね。一般的な投資家で構成しているアメリカの資産運用を考えたときに、アメリカのガバナンスがどういうふうにして担保されているかということを考えたときに、こういうパブリックマーケットの中の、ある意味でものすごく小さな分野しか占めていない中での議論には多分限界があって、パブリックマーケットとプライベートマーケットの大きなダイナミズム、それから明らかに退場のルールをつくらないといけないので。

もっと決定的な問題は、ソフトローは、エンフォースメントは経済的インセンティブだけですよね。規範としての内容を議論する以前に、エンフォースメントなき規範はあり得ないのだから、エンフォースメントの仕組みとしての経済インセンティブの議論をしなければいなくて、日本のガバナンスがだめだとしたら、だめなガバナンスに経済的インセンティブがあると考えざるを得ないでしょう。日本の企業年金なんかはでたらめのきわみですよ。だけど、年金をよくすれば年金コストが下がるわけでしょう。そういうところに経済インセンティブを持つごく少数の企業はちゃんとやっているんです。だけど、生命保険会社が大株主だからとか、わけのわからないことを言っているような99%の会社は、何も年金の管理をしないですね。インセンティブがないんです。

今の金融構造は安定調達で金融の全てでしょう。日本ってキャピタルマーケットは必ずしも安定調達マーケットになっていないんです。企業が増資したいときに増資できるようになっていないんです。プライベートマーケットとのリレーションシップバンキングを強化するほうが安定調達になっているんです。そこにインセンティブがあるから今のバンキングスキームは壊れないんですね。キャピタルマーケットを安定調達のマーケットにする

ためにIR活動を一生懸命やるんです。安定調達の道を確保するためにガバナンスを一生懸命やるんです。ガバナンスの悪い会社では一切発行できない。発行コストがすごく高くなっちゃうでしょう。低利調達で、しかも取りたいときにキャピタルマーケットから資金が取れるためには、相当高度なガバナンスを実現していなければできないわけですよ。キャピタルマーケット調達が中心であれば、どの会社だって安定調達を図ってガバナンスをよくするに決まっています。だけど、日本みたいにプライベートのデットが圧倒的に占めている中で、そこでの安定調達が確保されている限り、コーポレートガバナンスをよくするインセンティブ自体がないんですね。エンフォースメントなき規範の論理って僕は意味がないのだろうと考えています。

○神作 私も森本さんと同様の認識を持っていました。ところが、そのようなアメリカにおいても、ブラックロックをはじめとして、アメリカを代表する世界的な機関投資家が50社、みずからスチュワードシップ・コードを策定し、エンフォースメントの実効性については脆弱なソフトローを来年（2018年）の1月1日から始めようとしているわけです。このような動きは、どのような背景によるものと理解すればよろしいでしょうか。

○森本 あれは彼らのビジネスモデルの特殊性だと思いますよ。資産運用は二極化が激しいんです。ブラックロックみたいな人たちは一極を形成しているんですね。だけど、資産運用のエンジンって、恐らく会社としたら1枚下とか2枚下があるとかってわけがわからないんです。ところが、トップ100でアセットの70%ぐらいを占めているわけですよ。これはもはやファクトリーです。装置ですよ。GPIF化しているわけです。それは認めざるを得ないですよ。キャピタルの集中が起きているから。だけど、そこって絶対に産業の成長のエンジンでもなければ、アメリカのイノベーションのエンジンでもないですよ。イノベーションのエンジンはこちら側にあるはずですね。僕は、制度設計の問題としては、ど真ん中の大きなところよりも、本当に成長をもたらすエンジン、ドライバーのところを議論したほうが生産性は高いのではないのかなと思いますね。

○大崎 さっきのスチュワードシップ・コードの点について、私が感じているのは、まさに森本さんがおっしゃるような資産運用産業構造の中で、ブラックロックとかは今パッシブ運用に非常に力を入れているので、パブリックマーケットでパッシブ運用するという人

たちにとっては、ああいうメッセージを出して企業に働きかけをするというのは非常にいい話なのだろうと。一方で、プライベートエクイティでやっている人たちからすると、あるいは実物投資なども組み合わせている人たちからすると、そんなことはあまり興味ないなというスタンスの違いになるのではないかなと感じるんですね。

○森本 そうだと思いますよ。

○上田 スチュワードシップ・コードについて、私は結構早い段階から研究して、金融庁のいろいろな関係にも参加させていただきましたが、私の考えとしては多分これは市場を通じた仮説なのです。機関投資家の株式投資を通じて、これが最終的に企業から機関投資家を経由して国富につながるかという壮大な仮説を英国でやって、日本もこれを持ち込んでいる。

今の時点でどうか。例えばプライベートエクイティは極めてガバナンスが効いた仕組みでもあって、これに対するパブリックマーケットの弱さというのは、株式が分散化している。たまたまGPIFは155兆円と大きいけれども、それでも分散投資であって、1つ1つ投資先における力はそれほど大きくはないことに多分なと思うのです。これに対して、プライベートエクイティや、より大きなアクティブファンドが出れば、そういったところの効果はあるのかもしれないのですが、ただ一方で、実態を見るとどうかというと、かなり市場のパッシブ化が進んでいる。これは良い悪いではなくて、そういう実態がある中で、今までは「何もしませんがイコールパッシブです」みたいな発想の定義を変えて、パッシブファンドもエンゲージメントをしないと市場価値は上がりませんと。市場価値が上がらなくなると、さっきの仮説、企業価値、機関投資家の価値を通じて最終国富にという線がなくなっていく。これをどう動かすかというところの議論かなと思っています。

ただ、確かに先ほど指摘があったように、プライベートの投資は全く違う路線であったり、あるいは企業価値の源泉はそれだけではなくて、債券の投資から資金調達という間接の部分があるでしょうから、そういったところのバランスではあると思うのですが、スチュワードシップ・コードに関しては、とりあえずそういう仮説を置いてみて、私は、効果測定はまだできていないとは思いますが、ガバナンス的にオブサーブすると変わりつつあるなとは思っています。これが最終はどういう成果で変わるのかというところを見る必要があるかなと思っています。

成果というと、先ほどから、例えば人材投資とか配当かという議論もありましたけれども、時間軸が違うと感じます。配当というのは、とりあえず短期でそれを例えばグーグルとか成長産業に回すというのは、今そちらに再投資をして全体の価値を上げるという話です。ところが、人材というのは、多分小森さんのところがやっつけらっしゃる背景はそうだと思うのですが、超長期で効果がいつ出るかわからないけれども、今やらないと将来多分価値が下がるリスクがある。これをヘッジしているといったところのバランスではないかと。実は私は今、企業文化について研究しているのですが、企業文化で人材投資をすごく重視しているのですね。それをどう戦略と結びつけるかということを最近研究しているのですが、時間軸が違うなど。時間軸が違う中で、今ある内部留保をどう時間軸にアロケーションしていくかということを考える必要があるのかなと思っています。

○森本　　そういえば、人の問題について1つだけ思い出したけれども、アメリカって企業年金を徹底的にやるのは、あれがガバナンスの1つの巨大なエンジンになっているでしょう。E R I S Aのエンフォースメントということがあって、あれはハードローだから、アメリカでも企業年金はハードローでエンフォースしているわけですね。

もう1つ、アメリカっていわゆる国年相当部分しかないわけです。ソーシャルセキュリティって後年の報酬比例部分がないわけです。そうすると、インプリメントのマーケットでリッチな企業年金を持っているということは、ものすごく大きな価値を持っているんですよ。そこに経済学的インセンティブがあるわけですよ。企業年金をリッチなものとして低コストで運用することは、労働マーケットにおける購買力って本当にものすごく大きいんですよ。だって、日本で厚年をやめちゃって5万円の基礎年金だけになったとしたら、15万円を払う企業と払わない企業で、労働マーケットにおける購買力が全然違いますよ。そんなのは当たり前でしょう。アメリカはそうだと思うくださいよ。一流企業のブランドの証がリッチな企業年金なんですね。だから、アメリカでは、いろんなことを言われてもDBは絶対に減びないと言われている。そのDBが実はガバナンスのエンジンなんですよ。

アメリカではそういうふうな好循環を設計したんだけど、その原点に何があったかというと、E R I S Aのエンフォースメント、ハードローだったということを私は言いたくて、ソフトローだけの循環ではどこかに無理があって、どこかでハードロー的遮断を1カ所入れないと。それがアメリカだと四十何年前だという話だったのではないのか。僕は、

アメリカのE R I S Aがなければキャピタルマーケットはないものだと考えています。

○大崎 今のお話に関連して、神作先生にお伺いしたいのですけれども、今回のスチュワードシップ・コード改訂で、G P I Fはああいう形で、まさにアセット・オーナーとして、かなり独立独歩の道を行かれていますよ。他のアセット・オーナーにも大いに期待したいというのを今回の改訂で盛り込んだわけですね。さっき森本さんがおっしゃったとおり、アメリカでは、まさにD Bがガバナンスの原動力になっていた。ところが、日本のD Bは、残念ながら、正直、人の問題とか、例えば事務局の人数が非常に足りないとか、あと総務部からたまたま異動してきた人が仕方なくやっているとかいう現実があって、果たして本当にスチュワードシップ活動の原動力というか、実働部隊になり得るのかというのは、私は非常に疑問に思っていて、実際D Bの関係の人たち、あるいはアセット・オーナーと密接にやりとりしているアセット・マネジャーの人たちから、そんなのは無理だよみたいな話を聞くんですけれども、そこは規範をつくられる側としてどう捉えられたのですかね。

○神作 アセット・オーナーはインベストメントチェーンにおけるいわば総元締め的位置にありますから、アセット・オーナーに少なくともスチュワードシップ活動の重要性に対する認識をしっかりとっていただく必要があります。それにもかかわらず、特に企業年金がスチュワードシップ・コードにサインアップしている割合が非常に低いという現実があるわけです。企業年金については、実質どころか形式も整っていないというのが現状です。本日のテーマの中心は、ガバナンスの「形式から実質へ」ということでしたけれども、日本の企業年金について言えば、形式すら伴っていないという状況なのです。スチュワードシップ・コードを受け入れていない企業年金を、どのようにしてアセット・オーナーに期待されるスチュワードシップ活動を行う方向に持っていくかは、非常に難しい問題です。大崎さんが指摘された、多くの企業年金の規模や資源に照らすと、コードの考え方には現実には合わない点があるということは否定できません。

この点について、フォローアップ会議でも有識者検討会でも問題となったのは、企業年金における当該企業の側に、先ほどご指摘がありましたけれども、企業年金制度は当該会社自身のガバナンスにとって非常に密接に関連しているのだという意識を持って、適切な人材の配置等を行っていただく必要がある。企業年金の実態が非常に多様ですので、人の

話から始まるので、非常に道のりは長いかもしれませんが、それぞれの規模や資源に応じて始めの一步から進めていくほかないと思います。

○森本 私が金融庁にずっと言ってきたことは、注意喚起するために、コーポレートガバナンス・コード第2章、ステークホルダーとの適切な協働の中に、明示的な原則として企業年金の管理の原則を足し加えたらどうかと。それってすごく注意喚起になると思うので。コストはかからないし。そういうことを私は前から申し上げていますがね。

○堀 今日の皆さんの議論を聞いてすごく勉強になりましたけれども、スチュワードシップ・コードや、これと両輪だというコーポレートガバナンス・コードがどう効いているかについて、私は、全く意味がないということもなく、かなりコードに沿った形で運用が進んでおり、実務には非常に影響が生じていると承知しています。会社は四半期ごとに決算を求められている中で、上場会社の経営者も、どう振る舞うべきかとか、何を考えるべきかということについてコードで示唆がありまして、後継者とか環境とか、普段考えていないことについても意識を持たざるをえなくなっている。意識づけという意味では非常にいい影響が及んでいるかなと思いました。個別開示も、選任議案などでいきますと、自分は何%とれたみたいなのが非常に明らかになりますので、かなりセンシティブに、行動を考えていくという意味では非常にいい面があると思います。

ただ、先ほどの中にありました対話をしているのかということについて言えば、むしろ付度をしているというほうが正しくて、実際に対話していますかという、話はしていないという会社が多いように思います。これはまだまだこれからなのかなと思いました。

さらにお話をお伺いしてまして、インセンティブをどう持たせるのか。会社は上場会社のほうが本当に少なく、企業に勤めるというインセンティブは、企業年金がどうかというよりも、むしろストックオプションとか、目の前は何がもらえるのかとか、社食がどうかという点に興味があり、働いて何年かに移ることが前提になっている若い世代の労働者が多くなってくる中で、今日いただいたようなご示唆がどう効いてくるのか。インセンティブのあり方、影響をどう考えるのかというのは、新しい働き方になってくると変わってくるのかなという印象を持ちました。ありがとうございます。

5. 総括（小野傑 東京大学客員教授、西村あさひ法律事務所パートナー）

○小野 本日の議論は大変刺激的でした。基調報告いただいた皆様、議論に参加いただいた皆様、ありがとうございました。というのも、普通の流れですと、スチュワードシップ・コードの改訂が日本の企業の価値向上にいかに関与しているかという議論が展開されるのだろうと思っていたところ、さらにその先の議論で、あえてまとめる必要もないのですけれども、マクロ、ミクロ経済の視点、格差の議論、パブリックマーケット、プライベートマーケットとの関連、また非常に関心をもったのは機関投資家、アセット・マネジャーの二極化など、スチュワードシップ・コード改訂について深掘りすることなく、単純に評価するような議論をしてはいけないのではないかということが身に沁みてよく分かりました。法律家として法的な質問もなきにしもあらずだったのですが、経済学的な大きい視点からの議論の中で、細かい法律の質問をしてはかえって申しわけないと思って黙っていましたけれども、1つだけ、関心事でもあったことで、恐らく神作先生はそういう質問が来るだろうと思っていたのではないかと思うんですが、スチュワードシップの理論的な裏づけについて神作先生よりコメントをいただければと思います。この点はアメリカの研究者がこれまであまり賛成ではなかったという背景ではなかったかと思いますし、それが近時流れが変わったとのことで、関心のあるところです。経済学の先生方からすると、そんな議論と思うかもしれませんが、制度である以上ロジックは必要なので、そういうロジックの展開の状況と、森本さんからソフトローといったって、結局、社会的に強制されているのではないか、ハードローではないかというような率直な意見もございました。最後に神作先生のご意見で締めていただくと、法的な観点からも本日の議論が有意義であったということになると思うんですが、いかがでしょうか。

○神作 コーポレートガバナンス・コードは、確かに非法的な規範ですけれども、上場契約において上場会社はガバナンス・コードの遵守を約束しており、少なくとも契約上の拘束はあるわけです。有価証券上場規程に取り込まれているコーポレートガバナンス・コードは、そのような意味ではエンフォースメントが働いていると思います。ところが、スチュワードシップ・コードは、ご指摘のとおり、エンフォースメントが働かない世界だと考えられます。ただし、そうであるとしたら無意味かということ、スチュワードシップ・コードは、法規範と重なっていたり、接したりするという点において、実は規範性が高いと考

えられます。まさにE R I S Aがそうでありますように、スチュワードシップ・コードの規範の相当の部分は法的義務として課すことも考えられる規範性の強い性質のものであるといえます。これまで米国がスチュワードシップ・コードに消極的であったのは、規範として導入する以上、エンフォースメントまで確保し、きちんとハードローでやりますという意識が強かったのだと思います。E R I S Aがそうであり、信託法あるいは信託法の規範が、それに相当します。

しかし他方で、アメリカにおいても、E R I S Aを所管している米国の労働省が1994年に出していた解釈通達では、E Sの要素について考慮するのであれば、考慮しないときよりも高いパフォーマンスを上げなければならないという考え方を打ち出していました。この解釈通達が企業年金のE S投資を事実上排除していたと言われております。ところが、2008年にE S投資に対する見方を転換し、2015年にさらにE S投資を強化するような方向の労働省の通達が出されています。これらは解釈通達にすぎませんから、裁判所に行ったら実際にどのように判断されるのかという問題はありますが、このような動向を見ると、ハードローであるプルーデント・インベスター・ルール自体がアメリカにおいて徐々に変化しているといえるように思われます。E S G要素の考慮が実際に投資のパフォーマンスに結び付いているという面があるのかもしれませんが。あるべき規範自体が変容しつつあるということになりますと、とりわけスチュワードシップ活動のような分野では、グローバルなレベルでインベストメントチェーンが構築されており国内法による規律付けには大きな限界があることにも鑑み、ハードローによる規律のみならず、ソフトローによる規律、さらには両者の連携や関連に十分に考慮しながら、ベストプラクティス自体の進展をもたらす規範の構造を設計するという観点から議論と実務を進めていく必要があると思います。米国の動向は、そのような観点から説明する余地があるのではないかと考えています。

以 上