

拡大版コーポレートガバナンス研究会

(平成27年6月9日)

(池尾座長)

それでは、定刻になりましたので、平成27年度第2回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催させていただきたいと思います。本日は、お忙しいところ、御参集いただきまして、誠にありがとうございます。

それではまず、岩間会長から開会の辞をいただくことにしたいと思います。

(岩間会長)

おはようございます。今年はアセットマネジメント業界がしっかりしろという機運が非常に大きく感じられる、痛いほど感じる毎日でございますけれども、そういう中でこの研究会の場を、現役のトップクラスのアセットマネジメント会社の経営者に、それぞれどういう問題意識をお持ちになって取り組まれているか、あるいは業界のあり方も含めて御経験に基づくお話を伺いながら議論して、それが我々協会の活動にも資するような形でやらせていただいているわけで、最初に三井住友アセットマネジメント株式会社の横山社長に御登場いただき、今回は日興アセットマネジメント株式会社の柴田社長にお願いするというところでございます。

いろいろ御卓見をお持ちでございますので、思うところを御開陳いただきまして、議論の材料を御提供いただければと思います。どうぞよろしく願いいたします。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。今、会長のお話の中にもありましたが、本日はゲストスピーカーとして、日興アセットマネジメント株式会社代表取締役社長兼CEOの柴田拓美様にお越しいただいています。「競争力の強い資産運用会社の戦略と『日本版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』への対応」と題してお話を1時間程度いただきまして、その後に自由討論とさせていただきたいと考えております。

それでは早速ですが、柴田社長、よろしく願いいたします。

(柴田氏)

おはようございます。柴田でございます。

それではこの資料に沿ってお話をさせていただきます。まず簡単に私どもの会社の御紹介をさせていただき、次に最近の具体的な施策、資料に書かれているものに加えて、口頭でその背景にある問題意識を申し上げて、最後に日本企業のガバナンスについて少し思うところを申し上げたいと思います。

まず、2ページをご覧ください。従業員数1,414名と書いてありますが、少し誇大宣伝気味なところがありまして、弊社単体に限れば800人です。これにジョイント・ベンチャーの従業員600人を加えますと1,400名になる訳です。弊社のジョイント・ベンチャーの主だったところには、中国の融通（ロントン）という投資信託会社、マレーシアのホワンという現地ではメジャーな投資信託会社があります。弊社はそれぞれにマイノリティ出資をしています。ロントンは中国における合弁のアセットマネジャーとしては幸いなことですが、出資者同士の関係が良好です。中国のアセットマネジャーの中には、外資に支配されることを好まず、資本、ブランド、ノウ・ハウは欲しいけれども、経営には介入されたくないというところもないではありません。場合によっては合弁パートナー同士の関係が悪くなることもある訳です。

中国の合弁会社の社内事情はなかなか外部からはうかがい知れないことですが、例外的に外からも見えることがあります。それは、合弁パートナーの組み換えが必要になり、情報が外部に提供される場合です。例えば、二つの外国の金融機関が合併したとします。それぞれが中国に合弁資産運用会社を持っているとしましょう。今の中国の方針では、一つの外国金融機関が二つの合弁資産運用会社を持つことは認められていません。片方の合弁会社はそのまま存続を許されますが、もう片方の合弁会社の外国株主は交代を余儀なくされます。結果として後者の合弁会社における外国株主の持ち分が別の外国株主に売却される訳です。実際にあった話ですが、外国株主の交代にあたって、新外国株主は経営に口を出さないことを約束することを条件とする・・・これが合弁会社の経営陣が出した条件だったことがあります。理由は、前の外国株主と合弁会社の経営陣との関係が非常に悪かつ

たから・・・とのことです。新たにお金を出すのにこの条件を呑むのは難しいとは思いますが、それでも中国に進出するためには、この条件を呑んでも仕方がないと思う方もいたようです。念のために申し上げますが、合弁会社は多数あり、社内事情も多種多様です。

合弁パートナー同士の関係が悪い、合弁パートナーと合弁会社の経営陣との関係が悪い - そんな馬鹿なおっしゃるかもしれませんが、これは例外的ではありますが、十分にありうる話なのです。中国での合弁会社の場合、構造的に同床異夢が起きやすい事情があります。外資は外資で、今は合弁会社を通してしか中国に進出できませんので合弁で我慢していますが、機会さえあればいつかは合弁会社を百パーセント子会社にしたいと思っている向きが多いでしょう。現地の資本は現地の資本で、合弁経営の経験を通じて十分にノウ・ハウを習得し、事業が軌道に乗りさえすれば、百パーセント子会社にしたいと考えているかも知れません。両方がそれぞれ百パーセント持つ訳にはいきませんから、今は一緒にいても、理屈だけ考えますと、やがては離婚もありうる訳です。同床異夢です。

私共の中国での合弁会社の場合ですが、幸いにして、幸せなカップルと言えます。理由はいろいろと考えられます。一つの仮説は経営の自主性が担保されていることでしょうか。それには地理的条件も寄与しています。会社は香港に近い深圳にあります。合弁パートナーの本社は地理的に離れているところにある。一社が北京にあり、もう一社は、私どものことですが、本社が東京にあります。合弁パートナーが二社とも合弁会社とは地理的に十分に距離が離れているのです。これが経営の自主性の担保を助けている面があります。もう一つの仮説は合弁パートナーの規模のメリットでしょうか。先方は巨大金融機関ではないし、当方も日本でこそ大手の一角を占めていますが、世界的には大手とは言えない。まあ、仲良くやっていくしかない訳です。この合弁会社は中国で27位とそれなりの規模です。私どものアジア株式戦略の中の中国株リサーチについて、現地に密着した情報の分析で、大きな戦力になっています。

マレーシアの合弁会社であるホワン・アセット・マネジメントは独自のスタイルの運用戦略を活用して、成功しています。絶対リターン投資スタイルと通常の運用スタイルの中間の投資スタイルとでも言いましょうか、これが特徴です。マレーシアの国内株式に投資している訳ですが、投資チームが株式が割高になったと判断すると、株を売って現金ポジションを増やします。割安になったと判断すると、現金を減らして株のポジションを増やします。日本で一般的な株式投資信託は資金のほとんどを株式へ投資することが契約上求められる訳ですが、それとは全く違う投資スタイルです。ヘッジファンドのようにレバレッジを掛けたり、ショート・ポジションを取ったりはしないけれども、相場によって乗ったり降ったりすることで、絶対リターンとして、投資家のためにかなり大きい実績を上げている会社です。

投資意思決定プロセスですが、投資部門全体の首脳が相場は割高になったと判断しますと、現金ポジションを例えば30%に増やすように指示を出します。そういたしますと、部下の投資担当者は、現金ポジションを30%以上にしなければいけません。この場合、担当者の独自の判断で、現金ポジションを40%にしても良いわけですが、30%未満ではいけません。相場観に力点を置くということで、難しい運用スタイルではありますが、良い成績を上げています。

3ページにまいります。第一のポイントです。弊社は最近までは、日本の資産運用会社としては珍しく、外国人経営者が強力な指導力を発揮して経営していた会社です。前経営陣はいろいろと良いことをやって来た訳ですが、人間の組織の常で、時間が経ちますと、いいところもあれば悪いところもでてきます。つまり、いろいろと手を入れる必要が出てくる訳です。新体制になりましてから、新しい会長さん、新しい副会長さん、新しい専務、新しい常務に来ていただくことで、経営体制の刷新を図っています。まだ全員で修繕と改築のための大工仕事をトンカチやっている最中です。

修繕工事の一貫として、グローバル組織の経営インフラを改善いたしました。グローバル組織の運営方法についてですが、前経営陣の下では、それなりの考え方があってでしょうが、海外現法がそれぞれ別個に独立した形で活動していくマルチ・ローカルという方式をとっていました。マルチ・ローカルは地域に経営権限を大幅に委譲している経営体制で、確かに地域に根差した経営ではありますが、グローバル組織のメリットを享受するためには最適とは言い難い面があります。新経営陣から見ますと、全社的な戦略の履行と運営を担保しにくいという意味で、近代経営とは言い難い形に見えました。東京は東京で生きていき、ロンドンはロンドンで独自に生きていき、シンガポールはシンガポールで独自に生きていく。言うなれば19世紀の世界帝国の植民地のような統治組織で、もちろん、これでは21世紀のビジネス環境には耐えられません。そこでマトリックス組織を導入しました。世界中で統一した商品戦略を持ち、均一の商品サービス品質を担保し、統一したマーケティング戦略を持ち、データ・ベースの統合を図り、コンプライアンスをグローバルに整合的に強化し、リスク管理の強化もグローバルで統一したやり方へ転換する。それが新しい方針です。

2つ目のポイントです。ここには「B. グローバルな機関投資家への運用力・商品力。自社運用能力の強化、良好なトラックレコードの確保」云々と書いてございます。要は経営管理の体制も大切ですが、それはあくまでも内向きの話です。お客様から見れば、興味のない話です。さて、お客様の視点に立って見ますと、私どもは資産運用会社ですので、資産運用の原点に戻りたい。ですから運用能力の拡充を図ることにしました。今まで自社が運用能力を持っていなかった運用分野、つまりお客様のニーズに応えられなかった分野がいくつかありました。その中で、喫緊の課題だったグローバル・エクイティ、アジア・エクイティ及びマルチ・アセットの三分野の運用能力を新たに獲得しました。もちろん、新しいチームの能力は国際水準で見ても上位にあることが獲得の条件でした。

考えてみますと、「資産運用業の高度化が必要である」と当局が言わなければならない

い、そんな状況にあるのが日本の資産運用会社の実態でしょうか。当局に「あなた方の業界のレベルはまだ高度ではない、つまりレベルが十分に高くなっていない」とご指摘を受けている状態かもしれません。言ってみれば業界としては胸を張れない状況です。

もちろん、私ども新経営陣は、最初からそういう認識を持って、またその状況を打破する目的を持って着任しています。当局の指摘を待つまでもなく、既存の商品の運用能力の向上を図り、不足している商品の運用能力の獲得をするということです。私たちの努力が成果を上げれば良いな・・・と希望しています。

投資信託にしても、機関投資家相手のビジネスにしても、日本のアセットマネジャー業界に共通する経営課題として、自前の運用エンジンを十分に品揃えできませんので、自前の品揃えができない部分については箱貸し業に徹している部分が多いという現実があります。そして会社によっては、箱貸し業が主になっているケースもあります。我が社も、経営課題としてその現実に直面しています。誤解を避けるために申し上げておきますが、もちろん自前の運用エンジンだけで、立派に日本で商売をしている資産運用会社もありますので、彼らの名誉のために申し上げておきます。ただ業界全体では、箱貸し業が主流になっています。

我が社は20兆円近くの運用資産がありますが、国際的に見て通常この規模がある会社ならば、もっと収益も大きくて良い訳です。弊社だけではありません。日本のアセットマネジャーは、AUMに対してフィーの絶対額が少ないケースが多いのです。自前の運用商品では足りない部分を外国の運用会社に補ってもらう。結果として外国の運用会社の商品のパッケージ屋業になってしまい、運用報酬は運用商品の外部提供者と分けますので、分け前もそれなりのレベルまで低くなります。収益率が、自前の運用能力を持つ業者に比べて低いのは、中身を持たない箱貸し業にとっては必然の結果です。

日本のアセットマネジャーで、グローバル・エクイティの運用力があるところがいくつあるか？アジア・エクイティの運用力を持っているところがいくつあるか？マルチ・アセ

ットの運用力を持っているところがいくつあるか？実はあまりないのが、現状です。自分たちも例外ではなく、そういう運用力が欠けていましたので、その空白地帯を早急に埋めることにしました。つまり自前の運用力を獲得すれば、お客様の運用ニーズに応えることもできますし、その対価として収益の内製化率を高めることが出来ます。運用力にはそういう力もあります。

グローバル・エクイティは、スコティッシュ・ウィドウズ・インベストメント・パートナーズのグローバル・エクイティ・チームをチームごと採用することに成功しました。今は、エジンバラに小さいオフィスを持っています。まだ300億円、もうすぐまた300億円入ってきますので、あと300億円ぐらい運用資産が獲得できれば収支的にはトントン以上になるかと皮算用しています。幸いにして、発足後半年の割には、進捗は早いと言えます。運用成績を見ますと、2008年、2009年の世界金融危機、つまり世界中のアセットマネジャーがアルファを出せなかった時代にアルファを出しました。ここ半年ぐらいを見ましても、大体600ベース・ポイントぐらいのアルファを出しています。この金利ゼロの時代にインデックスプラス600ベース・ポイント、つまり年率6パーセントのアウトパフォーマンズというのは強みになると考えています。

運用のスタイルは、集中投資型です。イメージで行きますと、集中投資はウィスキーのストレートでしょうか。高度分散型の投資は水割り。インデックス投資はミネラル・ウォーターです。年金投資家の間での最新の流行はバーベル戦略といわれます。そう、あの重量挙げで使うバーベルです。バーベルのシャフトの左側の重りに使うのが集中投資。右側の重りに使うのがインデックス投資です。このバーベル戦略を使いますと、高度分散型の投資戦略は要らなくなります。自分で組み合わせれば良いからです。

集中投資型と申し上げましたが。このスコティッシュ・ウィドウズのチームは45銘柄でグローバル・エクイティ・ポートフォリオを組みます。かなりの集中投資、つまり濃縮度の高い運用スタイルです。今、アメリカで求められている運用スタイルであり、今、ヨー

ロッパで求められている運用スタイルであり、したがって、日本でも求められるようになってくる運用スタイルだと信じています。

5,000銘柄ぐらいの銘柄をコンピューターでスクリーニングして150銘柄に絞って、その150銘柄については全て個別のレポートを書いて、それを毎月持ちよって議論してそれを45銘柄に絞る。もっとおもしろい銘柄が見つければ、次の月に議論して、いいじゃないかということになったら、一番気に入っていた45銘柄から1個落として、新旧の入れ替えをします。これは一見しますと非常につまらないプロセスなのだけれども、これを1年中やっています。継続は力なりです。

アジア・エクイティも、ここ1年間のローリングで800ベース・ポイントのアルファを上げています。私は以前の立場ではアルファはないものだと習っていたのですが、世の中、アルファはあるのですね。昔は販売力に依存してやっていたのですが、新しい会社では「この会社はアルファで勝負していくよ。私たちは運用会社だから」という姿勢です。アジア株のチームは15名です。アジア株オンリーのチームとしては、この人数で世界最大級です。だから、日本の会社が15名のアジア株専任チームを作れないことはないだろうと思います。先ほどのスコティッシュ・ウィドウズの連中も、純粋運用・リサーチだけですと8名の少数精鋭チームです。少数精鋭ですから、それだけに命をかけている人たちです。

実は私どもはもともとアジア株チームを持っていたのですが、とてもインスティテューショナルクオリティーではないというので全員におやめいただいて、新しい方々に来ていただいたわけです。

さて、何故こういった優秀な方々が当社に参加してくれるのでしょうか？我が社のプラットフォームが、前の会社のプラットフォームより魅力的でなければなりません。運用ビジネスへの長期的なコミット、米・欧・亜・オセアニアでの販売体制、共通する運用カルチャーです。

さて、C. です。前の会社でアセットマネジメントの担当をしているときは、アルファ

がない場合にもお金を集めるのに必死だったのですが、この会社はアルファがあるのに余り金が集まっていない。それには何か理由があるはずだということで、見たところ、やはり怠慢の塊であって、業界のデータ・ベースに弊社のデータも入れていなければ、スタンダードなプレゼンテーション、例えば運用の哲学、プロセス云々というものをコンサル向けのフレームワークに合った形でつくっていないとか、問題点が山積みでした。ただ問題点は、宝の山でもあります。これを全部片づけました。やっと国際水準に達したと思っています。

もちろん新しい方針を打ち出せば、それなりの反作用も生まれます。したがって、積極的に業務の改善に寄与する方々を重用する一方、古いやり方に拘泥している方には改善を促し、考え方に賛同できなければ別の道を探していただき、業務改善のために必要なノウ・ハウを持っている方々に新たに参加していただくという、どの経営改革でも見られるような細心かつダイナミックな作業をするわけです。梁山泊のような前向きのエネルギーを持っている会社が変わりつつあるという手ごたえが出てきました。

オーストラリアは今2兆6,000億円ぐらいの運用資産がありますが、ファンドマネジメントを強くして、その後、デリバリーを強くして、初めてセールスマンを雇うという順番で改善しています。私のロング・タームは3カ月ですので、3カ月ペースでやってきました。もちろんこれは、投資は長期だけれども、現場の改善は今すぐという意味です。

4ページです。アジア株式はチームハイヤーしました。そのチームが前の会社で抱えていた問題点は、オーストラリアの親会社がヨーロッパ及びアメリカ、中東に販売拠点を持っていなかったことです。アジア・エクイティは主にヨーロッパと中東で販売するべきものであって、そこにセールスがいないというのはあり得ない。したがって欧州・中東をカバーできる弊社に来たかったということです。

彼らが今一番強気な投資対象がアジアのヘルスケアで、ポートフォリオの10%をヘルスケアに入れていました。そこで、せっかく運用者が強気ならば、それだけ取り出して日本のお客様へお届けすることにしました。今この投資信託は750億円規模まで成長していま

す。主な販売会社は証券会社です。証券会社で売れた理由は、そもそもアジアのGDPが1%伸びると、中長期的にはヘルスケアは2%ぐらい伸びるのではないかという見通しに賛同していただいたからです。アジア諸国は、お金持ちになっていく一方で、人口は早い速度で高齢化していきます。そのための社会インフラが不足していることは、大変な成長機会があるということです。薬の世界では、既存の生活習慣病の治療薬が不足しています。先進国ではごく当たり前の薬も普及していません。従って新薬のための研究開発でなく、ジェネリック薬品が中心になります。メディカル・ツーリズムや介護も重要な成長分野です。

マルチ・アセットの分野です。日本のいわゆるバランス型の投信は、債券何%、株何%と全部きちんと固定されています。それもいいのですが、今のように債券の利回りがほぼゼロである世の中で、市場が歪んでいるときには、かなりアクティブに入れ替えした方がよいのではないのでしょうか。弊社ではスマート・ラップ・ジャパンという商品を提案させていただいています。高配当日本株式の利回りは、J-REITよりも高く、J-REITの利回りは債券よりも高い。そういたしますと、適度にリスクをとって、リスクの総量を決めながら入れ替えていったほうがいいだろうと考えられます。例えば、高配当日本株式への投資ウェイトを上げて、時にヘッジを入れ、J-REITをそこそこ入れて、債券への投資ウェイトを下げると言った運用を、ダイナミックに行う訳です。運用者は、国際水準に達している人たちです。シュローダーでマルチ・アセットを立ち上げた人に来ていただいて、その周りにチームを置く体制で運用しています。

この資料には、ユーラシア・グループと新興国マルチ・アセットと書いています。要は他の国で売れているものでいい商品を日本に持ってくることに価値はありますが、「世界で初めての運用商品を日本から出してみる」ことに価値があると考えて、提案させていただく運用商品です。これはマルチ・アセットチームが自前であるからできる商品です。マルチ・アセットでエマージング・マーケットのポートフォリオを組んで、それに地政学のオーバーレイをかける。これは世界で初めの商品です。地政学の資料を読んでいる

運用者はいるでしょうが、プロセスできちんとオーバーレイをかけるのは弊社独自のアプローチです。もちろん地政学の世界の第一人者はイアン・ブレマーのユーラシア・グループです。契約を結んで、彼らも初めてのジョイント・プロダクトを作りました。日本でも地政学リスクは論議されている状況にありますし、ヨーロッパならばもっと地政学リスクを肌身で感じているでしょう。

一番下書いてありますグローバル・エクイティは、さきほど申し上げた旧スコティッシュ・ウィドウズのチームです。チーム採用の方式ですが、トラックレコードつきでのチームハイヤーでした。よそから優秀な人を雇っても、トラックレコードがないと機関投資家は見てくれないのですね。では、何で優秀な人をトラックレコードつきで出してくれたかの経緯について説明いたします。元来スコティッシュ・ウィドウズはイギリスの銀行の子会社でしたが、親会社のイギリスの銀行自体の経営が圧迫を受け、さらに国内回帰と原点回帰を求められるという、レギュレーション上の圧力を受けていました。スコティッシュ・ウィドウズは、どこかで売却されるだろうと見られており、経営主体の安定性に不安がありました。経営主体の将来がわかりにくいときは、機関投資家はお金を入れないのです。3年、5年、10年単位でこことつき合えるかという、つき合えませんから。したがって、いかにこの人たちが頑張っても十分なお金が入らなかったのです。たまたま親会社を買収される機会がありましたので、弊社がこのチームにアプローチしました。新親会社からすれば、自分たちはグローバル・エクイティ・チームを持っているので、このチームは要らない。だから退職金を払わなければいけない。けれども、このチームを私どもが持っていますと、自主退職ですから退職金の支払いは不要になる訳です。それならば、3年のトラックレコードをお土産でつけてあげるという話になる訳です。私も助かるし、彼も助かるということです。誰かが買収するときに誰がどうするかというのがきちんとわかっている、そしてそれを行動に結びつけることができる・・・それが弊社の強みです。

投信の話が出ました。箱貸し業の課題については先ほど申しあげました。

もっと大きな課題は、やっぱり投資信託市場自体が全く伸びていない業界ということで

しょうか。日本よりも圧倒的に人口が少ないオーストラリアですが、投資信託市場の規模でオーストラリアは日本に圧倒的に勝っています。

オーストラリアの場合はスーパーアニュエーションがあります。これはオーストラリア版の401Kですが、収入の9.8%を強制貯蓄されますが、その相当部分が投資信託に向かっています。しかも、ロング・ターム投資ですから、インフラ投資にも向かう。これが強みになっています。日本も学ぶべきものがあるのではないのでしょうか。

もう1つの課題は、やはり投資信託の販売システムのオープン・アーキテクチャー化が十分に進展していないということです。もちろん、受託者責任ということを考えますと、販売業者はお客様のためにベストなものを選ばなければいけない。ベストのものを選ぶ努力はしているが、なぜかベストのものが系列のアセットマネジメント会社の中にあるということが多いようです。オープン・アーキテクチャー化の進展が、運用会社同士の競争を高め、ひいては投資家の利益に結びつき、市場規模の増大に結びつくのではないのでしょうか。

オープン・アーキテクチャー化について申し上げます。株式の場合、上場株式である限り、全ての銘柄に対して、どの証券会社でも売り買い注文を出せます。公募投信ではそうはいきません。それぞれの販売会社で扱える商品が限定されています。販売会社が選んだもの以外は買えません。それはお客様がこの投信を買って欲しいと販売会社に頼んでも、販売会社の対象リストに入っていないければ、注文の執行はできません。

これが恐らく日本で中小の投資信託会社が伸びない背景の一つです。小さいところの商品を入れてもらうのは、大変なことなのです。私案ですが、解決案かも知れないものがあります。それは日本独自の仕組のメリットを有効活用することです。日本ではごく少数のIT業者が、業界標準システムの投資信託販売のためのプラットフォームを提供しています。このプラットフォームのライブラリーに総ての公募投信を入れさせるだけで、投資信託のオープン・アーキテクチャー化が可能になる訳です。

もちろん販売会社は、どの投資信託をお客様にお勧めするか、その推薦リストを作る権

限も義務もあります。したがって、推奨する投資信託を選ぶのは販売会社の専管事項です。ただ、この案が実現いたしますと、お客様が買いたい総ての投資信託の注文を受けることができるようになります。

そして、中小の資産運用会社のビジネス機会も増大します。一方で大手の運用会社もより厳しい競争にさらされますから、一層の精進をするようになるでしょう。これが、投資信託市場拡大への道ではないでしょうか。

それでは、「拡大コーポレートガバナンス研究会」の主題に一番近い分野に進みたいと思います。「監督と業務執行の分離の度合い」です。これはもう皆さんよく御存じのところだと思いますが、取締役会議長をCEO以外の人が務めている割合ということで、英国は94%、アメリカは遅れているとはいえ66%、日本はこんな感じで実に低い数字です。この低い数字のさらに裏側を見てみますと、日本の場合、CEOではない人が取締役会議長を務めていても、これは社長CEOを卒業して会長なられた方が取締役会議長を務められているケースがほとんどなのではないでしょうか。

私は、北米の会社の社外取締役、イタリアの会社の社外取締役を経験し、英国の公開会社の社外取締役会長の勉強会に、私は当時公開会社の会長ではなかった訳ですが、なぜかずっと入れていただいていたという有難い体験をしています。少し変わった視点からですが、少し感想を申し上げたいと思います。

第一の点は、プロ会長市場の創出の可能性です。イギリスの場合、基本はチーフ・エグゼクティブを降りたら、会社も降ります。一方で日本の場合は、チーフ・エグゼクティブを降りたら会長になって、会長を降りたら相談役になって、いつまでたっても辞めない。この違いはどこから来るのでしょうか？これは、社会の仕組みの違いからくるものです。

日本の場合、社長を降りた場合、他社の経営者に迎えられる蓋然性は高くありません。社会で経験を重ねた才能が、家庭に埋もれることになる訳です。

それではイギリスの場合、チーフ・エグゼクティブを降りたら行くところがなくて、身の振り方や、生活に困るのでしょうか？実は、困る人も一部にはいますが、困らない人が

殆どなのです。何故かといいますと、チーフ・エグゼクティブを降りますと、大体的場合は複数の公開会社から「社外取締役になって欲しい」という声がかかり、中には「会長になって欲しい」という声もかかってくるからです。チーフ・エグゼクティブを降りたら、2－3社の社外取締役を兼務して、場合によっては1社の会長になる。これがごく当たり前の絵姿になっています。

英国の公開会社の会長さんの勉強会に出させていただいて初めて、よくわかったのですが、彼らはチーフ・エグゼクティブであった時代から、社外取締役とのやりとりに慣れていますが、裏を返しますと、社外取締役の義務とか、則を超えてはいけない部分とかをよく見ているわけです。今までチーフ・エグゼクティブであった人が社外取締役である会長になっても、振る舞い方がよくわかっている訳です。

一方で、日本ではCEOをやめても、他の会社から会長になってくれというのはまず絶対来ません。なぜならば、自分の会社のCEOを会長にしなければいけませんから。会長の席はすでに埋まっているということですね。仮に日本で新たな規則を作って、「CEOが会長になってはいけない、会社に残ってはいけない」と決めますと、どの会社も必死で会長を社外から探すようになります。会長には社長経験者の重みと経験が必要ですから、どこかの会社のCEOが引退するとなると、必死で声をかけるようになる。つまり、イギリスと似たようなプロ会長の世界というのは、ごく短い間に出現するだろうと想像しています。

第二の点は、いわゆる社外取締役のビヘイビアのあり方というものについてです。今のままでは、申し訳ないけれども、「俺の言うことを聞け」という社外取締役が多くなる蓋然性が高いと思います。なぜならば、社外取締役を見たことがある経営者が少ないからです。彼らが見ている取締役というのは社内の人が多い。執行とガバナンスの分離が出来ておらず、両方を1人の人間の中で具現しているというスーパーマンみたいな立場が社内取締役ですし、彼らはサラリーマンでもあります。社長をやめた方が他の社外取締役になると、気を付けないと最初はどうしても指示口調になってしまうでしょう。学校の先生に至っては経営指導を始めようとするかもしれません。

社会の中で社外取締役がどういうものか、長年に亘って経験知が積み上げられた社会と、今の日本は少し違うのかもしれませんが。ただ、日本も、社会的経験知を積み上げるために、一歩、二歩と進んでいく必要があります。

さてアメリカの中で特徴的な仕組について、申し上げます。これはリード・インディペンデント・ディレクターの存在です。会長が社外取締役でない場合に置かれる役職で、社内での独立系取締役の取りまとめ役であり、また投資家と会社を結ぶ存在です。例えばアクティビストが会社にコンタクトするとき、この存在を意識します。これは、日本との違いが外形的に明確になる点です。日本でアクティビストから手紙が来る場合、「どの社外取締役と話をしたらいいのか」という質問が入っています。そういう手紙が来て初めて、慌てて「誰にコンタクトしてもらったらいいのだろう」と議論するのが、多くの日本企業です。

6 ページは皆さんよく御存じの数字ですが、社外取締役比率の議論です。日本と英米ではちょうど正反対になっているということです。

北米と欧州の公開会社の取締役時代の経験から得た印象からいたしますと、あくまでも株主代表と支配人との違いでしょうか。ボード・メンバーはオーナーである株主を代表する存在です。それなりのリスペクトを受ける存在です。

ただ、私が社外取締役になるようなケースには、課題があるから社外取締役になる場合もあります。その目で見ますと、本当に問題がどうしようもなくなるまでは、問題の報告は上がってこないというのも、人間社会の常です。

7 ページ、これもこの場で皆さんいろいろ議論されていることだと思います。欧州人も、イギリス人も、アメリカ人もなかなか理解できないのが日本の監査役という制度です。しかも、英語の翻訳がスタチュートリー・オーディターになっていますのでなおさらです。

欧米人の前で、監査役制度の弁護側に回りますと、かなり苦しい議論に追い込まれます。

「PWCやKPMGのような監査法人とどう違うのか?」「機能が監査法人と重複しているのではないか?」そんな質問が出てきます。

「いやいや監査役は取締役の業務執行を監視する役です」と説明いたしますと、「それは社外取締役の役割でしょう」と反論が返ってきます。

「いやいや、日本は社外取締役は数が少なく、監査役が存在が必要なのだ」と補足をすれば、「では社外取締役を増やせばいいじゃないか」と言い返されます。

「監査役によってガバナンスが効いたことが日本の会社であるのか?」というのは、日本の社内事情を熟知したプロからの質問です。弱いところをついて来えています。もちろん社内的にみて大物が監査役につくこともあります。ただ、一般的な人事の慣習として、部長さんの中では優秀ではあるけれども、フロントや管理の役員さんにするまでにはいかないう方を社内監査役にするケースも多いように見えます。その場合、社内の押さえとしては、重みが足りないということもあり得ます。監査役によってガバナンスが効いたケースがどれほどあるか・・・重要な論点です。

8 ページ目です。やはりCEOの経験者に取締役の就任を求める会社が増えています。右の図を見ていただきますと、アメリカではCEO経験のある社外取締役が取締役会議長の肩書を持つ割合が、13%から21%へ増えています。アメリカもイギリスの姿に近づいていくトレンドの途上にあるという感じでしょうか。

想像の世界ですけれども、全ての上場会社の社長さんがその会社に残れないということになりますと、一挙にプロの会長の市場が日本に出現する。そして、プロの会長の人は寂しいから、どうしても社外取締役の人数を増やしたがるということになるかもしれません。

さて、社外取締役としての会長、その立場は一体どんなものなのでしょう?意外と辛い立場なのかも知れません。まず、最初は会社の中のことをよく知りません。また経営と社外取締役とを結ぶ立場にあるということですから、経営と社外取締役との間でサンドウィッチになる立場です。渉外面では、アクティビストの投資家が来て、「内々にお話をし

たい」となると、矢面に立たなければなりません。アメリカでも、会長と社長の間が悪くて困るのだというケースもあるようです。ただ、そもそもガバナンスサイドと執行サイドというのはそういう緊張関係があるものではないかということだと思います。したがって、社外取締役会長は、楽な立場ではありませんが、それがそもそもガバナンスのあるべき姿であろうかということです。大切な役割です。

さて、日本版ガバナンス・コードです。日本の資本主義経済の将来に非常に大切な役割を果たします。前向きな評価がされてしかるべきです。

コードと言う割にはちょっと細か過ぎる印象があります。大きいプリンシパルがあって、その細目がある構成ならばもっと良かったと思います。細目主義であるというところは、これはコードというよりは、法律をつくる発想に近いように見えます。万人に判る規定が必要だといえそうなのでしょうけれども、いわゆるコードを知っている人から見ると、細目主義という一点で若干の未充足感があります。プラスとマイナスで見ますと、プラスは大きいけれども、若干のマイナスはこの細目主義です。

下の青の部分ですが、例えば成長であるとか、ROEとか書かれていますが、本来は取締役会で議論する話ではないでしょうか。「我が社の経営方針は成長しないこと。なぜならば、我が社がいるマーケットは伸びない。しかし、その中で中長期にわたって利益を極大化するのが経営方針である」という会社もありえます。もちろん大きい目的があつての話でしょうか、ROEと成長だというふうに明示されているところが、気になる所以です。もちろん大局観に立ちますと、成長もする気がなくて、ROEも気にしない会社が多いので、成長とROEへ振り子を振る、それも仕方ないかなとは思いますが。つまり、日本がもし成熟した市民社会であるならば、このガバナンス・コードの書き方にはならなかつたらうという感じがいたします。

スチュワードシップ・コードについてです。イギリスのスチュワードシップ・コードの第4条と日本版スチュワードシップ・コードの第4条を比べますと、違いは明確です。日本版スチュワードシップ・コードの第4条は「機関投資家は、投資先企業との建設的な『目

目的を持った対話』を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである」。これには、別途いろいろ細かい解説がありまして、その解説を見る限りは実害はありません。むしろ前向きな効果が期待されます。ただ、そこまで解説をしなればいけないようなコードならば、解説不要のコードにすることも考えられたのではないかと思います。これも大局としてはいいが、細かいところでは、もう少しでしょうか。

もう少しとは具体的には何かと申し上げますと、もしこれが世界の模範になるコードならば、世界中のアセットマネジャーがこれを世界ベースで適用出来るはずで、ところがそうはなりません。日本の実情に合ったコードであり、欧米先進国の実情とはギャップがあるからです。

イギリスのスチュワードシップ・コードの第4条に何が書いてあるかを、単純に申し上げますと、あるアセットマネジャーがある会社の経営者に苦言を申すような場合には、それなりの手続をもって行うべしと書いてある。それしか書いていないのです。

裏を返しますと、エンゲージする、つまり投資先の会社に苦言を呈するという事態は、手続きを要するほど例外的であるということです。エンゲージすると、どういうリスクが生じるかと言いますと、インサイダーになる可能性があります。インサイダーになった途端に、その会社の株式は売買できなくなります。そうなりますと、投資運用業者の義務であるところの受託者責任に反することになります。従いまして、受託者責任に反しないような社内手続をいろいろ決めるというわけです。これがとても大事なところで、これがイギリス版のスチュワードシップ・コードの第4条に書いていることの裏の思想であると考えます。

我が国はこれを実に元気よく「目的を持った対話」をすべしと書いていますので、海外のポートフォリオマネジャーは採用しにくいのです。もちろん、解説を読めば、問題はないのですが、解説を列挙して条件付きで採用するには、困難があります。

さて、その上で実例を見てみたいと思います。一番上は私共の会社ですけれども、日本株のアクティブの運用戦略については、「内部者情報の受領者にならない意図をもってエ

ンゲージを実施」していると表明しています。私どもの会社では内部者情報は要らないのです。そんなものを受領すると、一番困るのです。ですから、いわゆる公開の場、例えばIRの場で提供される情報、これは要りますね。しかし私どもだけのための特別な情報は要りません。また議決権行使はきちんと行います。

2つ目の戦略であるところのパッシブインベストメント、これは単純なエンゲージは出来ません。もちろん投票行動は行います。これはスポンサーの意向に従って行う場合と自分たちのポリシーで行う場合があります。

さて、投票行動について、補足説明をいたします。私は議決権行使委員会のメンバーではありません。これはどういうことかといいますと、アセットマネジメント会社の経営者は、世間的な付き合いが広いので、議決権行使に私情が入る可能性がある。従って、弊社の場合は、社長は議決権行使委員会には入れてもらえないのです。まして世間の義理の多い販売担当者はなおさらです。

さて、先ほど外国のアセットマネジャーはグローバル・ベースでは、日本版スチュワードシップ・コードに準拠できないと言いました。日本版スチュワードシップ・コードを必要とする社会的背景と、欧米の背景が違うからです。もちろん外資系の中でもその日本現法だけは日本株式に対してだけ準拠しているケースが多いようです。

日本版スチュワードシップ・コード第4条のように明るく元気に「エンゲージする」とは、グローバル株式投資の分野では言いにくい訳です。よく見ていただきますと、「我が社(日本法人)は日本株についてはスチュワードシップ・コードを遵守する」という趣旨で意思表示しています。

閑話休題、アクティビストは一体何をしているのでしょうか。

アメリカのアクティビストの中には「自分はインサイダーにならないのだ」と言い切る人たちが多くいます。

あるハンバーグ・チェーンに、「何で店舗不動産を持っているのか？不動産はREITにしてもらったほうが税務上も有利だ。レストラン運営を不動産会社に分割しなさい」云々と

いうことをひたすら要求します。しかし「答えは要らない。もし答えがあるのなら、それは発表してくれ」となります。だから、インサイダーにはなりません。これは1つのモデルですね。ミーティングでも弁護士を使うか何かして、「とにかく答えは要らない」ということを担保するスタイルです。

もう1つのタイプのアクティビストは、経営指南型のアクティビストです。とりあえず小さな会社の5%くらいを買ってしまう。訪問して、一緒に仕事ができそうな気がしたら買い増しをします。買い増しをしてから、契約を結ぶかどうかは別にして、いろいろ経営指導を始めます。その後のエグジットはかなり難しいですね。完全にインサイダーになりますから。よくあるのは、最後TOBで買わせる。ほかの人にも同じように機会を与えるのだからと。

私が彼らなら、一番気にするのは、5%買った後、10何%に上げるときに、この人たちは話ができるなど感じるときに「インサイダーになっていない」ことを担保することでしょうか。皆さん、きちんと弁護士をお使いになられてやっています。

インサイダートレーディングをやらないようにということは、アクティビストが共通して気をつける点でしょう。

以上でございます。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。

それでは、ただいまお話しいただいた内容を踏まえてとなっておりますが、自由討論に移りたいと思いますので、どなたからでも結構なのですが、では、岩間会長から。

(岩間会長)

3点ばかり御質問したいのですが、1つはアセットマネジメント業界でアジアにかなり力を入れていらっしゃるということなのですけれども、その勢力図というか、どういう状況になっていて、日本のプレーヤーの可能性というか、そこら辺をどう見ていらっしゃるかということが1つ。

ガバナンスのところでは、アセットマネジメント会社のガバナンスというのはどういう具合にとっていったらいいかと考えるのかということ。

それから、スチュワードシップ・コードの問題点は私もそのように認識しているところなのですが、パッシブマネジャーは関係ないということでは必ずしもないという動きが今起きつつあるようで、例えばベータ全体を上げなきゃいけない。だから、寧ろ凹んでいるところについてはもっと声を出すべきだという声があって、そういうことをするというのをディクレアしているパッシブマネジャーは結構出てきているということなのですが、そこら辺についてどういう具合にご覧になっているかの3点。

(柴田氏)

勢力図ですけれども、今のアジア・エクイティというのは、年金の世界では、悲しいことに辺境のマーケット。どういうことかといいますと、アメリカでも最近の年金基金のトレンドは、もうアメリカ株と国際株に分けて運用するというのをやめて、グローバル一本でいこうじゃないかということになっています。国際株どころか、グローバル一本ですから、日本の運用会社が力を入れていた日本株は辺境の辺境に行ってしまいました。日本株だけにアロケートをする人たちはよほど規模の大きい人たちだけです。それ以外は、日本株を一つのアセットクラスとして運用委託する年金基金は東西を問わず、もうほとんどいなくなり、日本のアセットマネジャーが一生懸命力を入れていた日本株が世界的に見ると、年金投資家にとってはイレバント(irrelevant)になってしまいました。これが空箱、箱貸し業ビジネスの原因の1つになっている。

アジア株というのは、実は日本株よりちょっとましという程度ではありますけれども、これよりも上位概念のエマージング・マーケット・マニフェストというものに比べると圧倒的に小さいマーケットです。このエマージング・マーケットも今やひょっとしてグローバルマニフェストの中に吸収されるということです。

市場規模で見ますと、上からグローバル、エマージング、アジア、日本の順で小さくなっていきます。逆さピラミッドです。その逆さピラミッドの下から2番目の階層にあると

ということで、アジア株単独で頑張ろうという人は、アジアにいるローカルの人たちだという状況です。

したがって、私たちのアジア株チームは世界でも最大級の人数がいますという、少し変わった状況になるわけです。逆にそこに大きい人数が入っている人は余りいないということです。

小さいマーケットですから、その中で大きくなりすぎた運用会社は、その規模により売買ができなくなっているケースもあります。

弊社の場合も集中投資ですので、例えば50銘柄で、この1銘柄を外して、もう1銘柄入れるというときに大変なマーケットインパクトがありますので、大きくなりすぎる前に新規募集を停止します。

そういった小さいマーケットで我々が大きくなる蓋然性はあると思っていますが、どこまでいっても小さいマーケットであります。

2つ目の、では我が身を見ろというご指摘ですけれども、一般論から申し上げます。ガバナンスの基本としてどこかの会社の子会社のアセットマネジャーというのは、人事権から何から、みんな親会社が持っているものであり、そこで独自のガバナンスを持つというのは無茶な話です。

やはり小さい会社でも何でもいいから、もっと独立系の会社がたくさんできるようにしないと、市場が成長しないのではと思っています。それがオープン・アーキテクチャー待望論の議論につながります。

その上で、私共の会社ではどうなっているかと申し上げますと、社外役員が多数です。そのうちの3人が株主の直接代表。広義の社外取締役ではあるけれども、狭義の社外取締役の定義を使うと外れてしまうという中間地帯にある。それとは全く別に完全にインディペンデントの人もいます。社外役員の合計人数が社内取締役よりも人数が多い、これはこの会社の良い点だと考えます。

今度、3つ目のパッシブについてどう考えますかについてです。結構頭が痛いのですけ

れども、日本の当局が追求している香港の会社によるインデックスの中の銘柄の価格操縦という事件を参考に考えてみたことがあります。一体誰が損をしたのだろう。本当に損をしているならば、それはいくらかという課題もあります。もっとも弊社も訴訟を前提に調べましたら、どうも人間は消えていなくなっています。

インデックス自体の値段が下がるようなことがある場合、インデックス投資家は本当は損をしているはずだけれども、それは認識していないという蓋然性がある。

日本のガバナンスの問題ですが、恐らく一般的な問題意識としては、日本の機関投資家が自動的に与党になるという社会認識があります。

私の私見では、総ての機関投資家において、独立した議決権行使委員会があれば、おのずと是々非々の投票行動にならざるを得ないと考えます。独立した議決権行使委員会が設立されれば、後々独立性の説明義務が生じますので、結果として独立した議決権行使行為が行われると考えます、

インデックスで凹んだところに声をかけるとか、かけないとかあるでしょう。あとはスマートベータの人たちも関係者です。私から言わせると新しい投資戦略であって、それを否定するものではないけれども、既存のインデックス屋が同じことをやったら、多分おかしくなるだろう、違ったマンドートではないだろうか、という感じがしますけれども、その辺はいかがでしょうか。

(岩間会長)

やっぱり全体を上げていくとなったときに、アメリカのパッシブプレーヤーも、イギリスのプレーヤーも、エンゲージメントするということを、エンゲージメントというのはコードがちょっと違うというところがあるけれども、基本的にはそういうことをやるべきだという意見がむしろ強まっているというのが、我々が聞いている情報である。

だから、その意味ではETFでない、投信でもないということです。だから、パッシブマンドートのエンゲージメントの仕方というか、そこら辺はやっぱり1つ課題としてあるんじゃないかなと私なんかは思っているんですけども、空箱論議というのは非常に頭の

痛いところです。

(上村氏)

私は、コードはどっちも30点以下と思っているので、余り言わないほうがいいんじゃないかなと。ただ、何ととっても、これはと思うのは、法の話を超えていないんですよ。ソフトローは法の話ではないと思っているという。それは、例えばどこの国でも、ガバナンスにしても、上場会社、公開会社を想定する場合には、日本でいえば金商法の開示、会計、監査、内部統制、コンプライアンス、それを会社法が受けとめるのは当たり前だという前提で全部出来ている。ところが、日本では、池尾先生とも会社法でやりましたけれども、要するに会社法が対象にしている開示、会計、監査、内部統制というのは、開示でいえば事業報告とか、招集通知とか、そういう話であって、一部会社法の中に例えば決算公告は有報が出ていけばいいとかいう条文、あるいは募集株式を発行するときは有価証券届出書が出ていけば出さなくていいとか、そういう規定はありますけれども、それは有報全体じゃないのですよね。つまり決算公告であれば、貸借対照表、損益計算書の公告をかわりにこれでいいと言っているだけです。全体の中のほんの一部。しかも、こちらは単体で、こちらは連結とか、もう全然ばらばらになっていまして、要するに金融庁がやろうというガバナンス・コードの対象となる情報開示や会計、監査は、金融庁が担当している金商法の開示、会計、監査であるということが確立されていない。自分たちが担当しているはずのその部分を確立しないで、自分が担当しているかどうか怪しい、それ抜きのガバナンスを言っているというあたりは、ちょっとこれはひどいんじゃないかと思っています。

確かに柴田さんがおっしゃったように、ガバナンス・コードは本当に細かいことが多い。まともな会社なら普通にやっているに決まっているだろうと思うのです。コンプライ・オア・エクスプレインとか言って、私はモラルハラスメントコードと呼んでいるのです。モラハラコードみたいなものじゃないかと。

言い出すと切りがないことには気づいていますけれども、最後におっしゃったスチュワ

ードシップ・コードでも、やはり取引との関係を猛烈に意識してやられていて、つまり開示の対象に、金商法の開示、会計、監査を対象にしていないのに、対話しろ、対話しろということは、結局誰と対話するかというと、もう心配でしょうがないと。ですから、今おっしゃったように世界中のコンプライアンスオフィサーがパニックになったというようなことになっていくというのは、私はよくわかります。だけれども、開示するときもアメリカならフェアディスクロージャーとか、そういうものがある、そういうルールがあることが前提ですから、特定の人にある情報を提供するときは必ずディスクローズしなきゃいけないという原則も確立していない。

イギリス会社法というのは、イギリスに長くいらした柴田さんなので、むしろ感覚を聞かせていただきたいぐらいですけれども、そこでレピュテーションが大事だというのはコードの決定的な背景にあると思うのです。つまりそれに違反していたら、そこにいられないという。私もあるイギリスのかかわっている人とシンポとかで一緒にやったときに、何で守るんですかとフロアーから聞かれても、質問の意味がわからないのですね。だって、守らなきゃ、そこにいるはずがないでしょうということですよ。だから、それがインテグリティという業者規制の一番最初に来る首尾一貫性ということだと思うのです。ですから、スチュワードシップ・コードについていえば、受託者責任の議論を真っ当にしたいという、投資顧問業協会は昔からそれをやっていたのですけれども、かわりに出てきますスチュワードシップという印象を拭えないところがあると思います。ガバナンス・コードについてはちょっと問題点があり過ぎ。池尾先生が座長で、神田さんが一緒にやっていたということは、昔、取締役協会で3人でやっていたのですよね、公開会社法要綱案をつくった。そのことは一時忘れていたのですが。ということで、そういう点では非常に疑問がありますので、63点というのは結構甘い点なんじゃないかなというのが率直な印象です。

それとは関係なく、ちょっと興味を持ったのは地政学的な観点を入れたファンドという点です。私も地政学というのは、日本人はそういう発想がないということは、例えば佐藤

優さんの本なんかを読んでいるとそこら辺がよく書いてあって、ああ、そうなのかなというふうには思ったのですけれども、それがファンドになったときには具体的なイメージというのはどんな感じになるのですか。

(柴田氏)

エマージングとグローバル、両方やろうと思っているのですけれども、今テスト・ポートフォリオをランしているのです。それぞれ国の割合とその国における証券のいろいろな種類の割合を決めて、リスクも計量的に見て云々と組みますよね。その上で今度は地政学のオーバーレイがかかる。ユーラシア・グループで一番象徴的なのは、うちが少しロシアも下がっているからおもしろいんじゃないかというのでアロケーションしようとしても、これはもう絶対にノーだということでゼロなのです。だから、それを称してオーバーレイ。地政学のオーバーレイを入れたからパフォーマンスが上に行くというよりは、これを見る限りは、やっぱりリスクマネジメントの様相が多い感じですね。ですから、どこまでいっても、基本的にパフォーマンスをつくるのはアセットマネジャー、彼らがつくるポートフォリオであるけれども、その上で大局的な判断をもう1回オーバーレイするという形で、地政学からファンドの方向には行かないのだろう、ファンドマネジメントを地政学が制御を加えるという概念がこの商品ですね。

(上村氏)

そうすると、ヨーロッパの人にとっては違和感がないのですかね。

(柴田氏)

プライベート・バンクの人と話をしますと、それまでつまらないなと聞いていたのが、急に目がぎらっと光るのです。

(鹿毛氏)

ショートはしないのですか。

(柴田氏)

その商品はしないです。実は地政学を使ってやっているマクロヘッジファンドというの

は既にある。やっぱりヘッジファンドの世界で、我々のエクスパティーズを少し超えている感じですね。かなり大胆に、頻繁に、必死に管理しないとショートの実行はマネージできないですから。ロングで損をするときはかなりの確率で計算の範囲内になりますけれども、ショートで損をするときは無限大までいきますから、それは我々の持っている商品には合わないということですね。だけれども、ヘッジファンドで儲けたのはまさにそうでしょう。この国はだめだといったら、ばんといきますからね。選挙結果でトルコリラをばんと売ったりとか、ああいうのはそういう人たちですね。

(松尾氏)

年末にNISAでロシア株投信を買って、今トルコ株を狙っているのですが、ちょっと考えちゃいますけれども、非常に貴重なお話をいただきましてありがとうございます。柴田さんには、10年以上ぐらい前ですか、金融庁の国際課で、IOSCOでシンポジウムをしたときに日本代表で出ていただいて、常務のときですか、大変ありがとうございました。

(柴田氏)

あのときは勝手なことを言ったような気がします。

(松尾氏)

いやいや、そういうのがいいのです。今日のご質問させていただきたいのですが、1つは、御説明の中で、柴田さんにとっては長期が3カ月だと聞いて、びっくりしたのですが、ファンドマネジャーのパフォーマンスを評価される場合、別のところではトラックレコード3年という、優れた3年超のトラックレコードを使って、2~3年ぐらいかなという人が多いのですが、大体どんなものかというと1点目です。

(柴田氏)

経営者にとってのロング・タームというのは、3年以内に何かをやるというものでしょうか。ただそこへ至る具体的なプロセスは少しずつ着実にやるしかありません。具体的な個別プロセスはプロジェクトの形を取りますので、やっぱり3カ月ぐらいしか見えません。長期ビジョンを達成するのは短期のプロジェクトの積み重ねです。今すぐにやること

をやっておかないと、3年、5年先がないという感じでしょうか。

外部から見ますと、すべて変革しようとしているように見えるかもしれませんが、全くさわっていないところもあります。さわってはいけないのが、運用会社の存立基盤、つまり投資の運用文化です。これは私がさわる気がないところです。私のエクスパティーズを超えているのはもちろんですが、運用文化をこころろ変えてしまいますと、お客様に「このように運用します」と言った約束に反するということになるかもしれません。

実は新たな運用部隊を受け入れる時も、「チームとしての運用部隊を買っている」のです。特定個人、スター・プレイヤーに過剰依存しますと、彼が辞めてしまえば商品が全部なくなってしまいます。私はそういう例をいっぱい見えていますから、長年一緒にやってきたチームをチームとして受け入れています。かつトラックレコードも最低3年、できれば5年欲しいというところではあります。チーム・アプローチであり、確固とした運用哲学、方針、プロセスがあり、それが私たちの会社の運用文化と親和性があること、それが条件でしょうか。わが社の運用文化、これは変えてはいけないものと考えています。

これはもう岩間さんのほうがよく御存じの世界かもしれませんが、年金の方々は3年トラックレコード、5年トラックレコードを要求しますし、いわゆる新商品でない限り、プライベート・バンクのゲートキーパーであるとか、向こうのディストリビューターのゲートキーパーも、かなり機関投資家が要求することと同じようなことを、機関投資家が行うようなデューデリジェンス、同じプロセスを採用する傾向に今あります。

ですから、例えばオーストラリアなどにおいては機関投資家マーケットとリテールマーケットはほとんど同じ感じではあります。担当のセールスが違うだけで、フィデューシャリーレスポンスビリティに基いて商品をお客さまが選ぶプロセスに違いはなくなっていると思います。日本におけるテーマとしては、いわゆるゲートキーパーを仕組みとして持っているディストリビューターもあります。その人たちがなぜ自分のキャプティブのだけを選ぶのかは謎ですが、形としてはきちんと持っているところが有利です。中小のディストリビューターの課題はコストです。デューデリを行うということは、当初の選定を行うだけで

はなくて、継続的なモニターをすることです。カネがかかります。

モニターの場合には幾つかモニターするポイントがあります。例えば最初に約束したインベストメントスタイルと今の投資スタイルが離れていないか？例えばバリュー・バイアスでいったものが、よく見るとなぜかモメンタムバイアスになってしまっていないか？きちんと見て、「基本方針とちょっと違っていませんか？」と聞いてみたりもします。次のような会話も日常茶飯事です。「インデックスに最近負けているね。長期投資だからいいのだけれども、どういう考えでやっているのですか？」「変なことをやっていないだろうね？」とか、このモニタリングがとても大事なのです。

リテール・チャンネルのゲートキーパーのチェック項目として要求されるは、外部運用会社にまず入学試験に合格させるべきかどうかでしょうか。そして、入学した後、ちゃんと学生さんの成績をよくモニタリングすること。場合によっては指導するということですよ。もとの最初のお話に戻りますと、全て長期投資ですけども、年金であっても、例えば2クォーター連続でインデックスに負けるとウォーニングレターが来るとか、そういうのがありますから、結構おもしろいのですね。これは年金のほうから見ても永遠のテーマで、長期なのか、短期なのか。短期がずっと悪いやつが、長期でいいわけがないとか、この辺は哲学論争になります。ただ、3カ月が云々というのは、いわゆる経営屋としての私の1つ1つのプロジェクトの話であって、投資自体はカルチャーが大事で、プロセスが大事で、それはいじらないということです。

(松尾氏)

今のと関連するのですが、年金の話が出ましたけれども、アセットオーナーとアセットマネジャーがいて、アセットオーナーたる年金がいろいろストラテジーを決めて、アセットマネジャーに委託をしてモニタリングするわけですけども、そもそもアセットオーナーはちゃんとできているのか。ご覧になっていてどうですか。

(柴田氏)

うちは年金ビジネスのほうでは、運用能力に比べて浸透度が不足していましたので、そ

れができるような体制に変えました。もちろんアセットオーナーと議論する場には出ていますので、いろいろな潮流は見ています。例えばイギリスの場合、法律が厳し過ぎて、何が起きているかということですが、アセットオーナーはいわゆるコンサルにほぼ丸投げ状態になっているということも批判として聞きます。また年金のトラスティーのメンバーにも専門性が必要とされるようになってきていて、きちんとしたトラスティーをプールして年金の要請に応じて派遣する仕事も出てきています。イギリスの国内年金市場は随分細分化していて、まあ独自性の強いマーケットになってきています。

例えばアメリカの年金市場とカナダの年金市場を見ると、同じ公的年金でもカナダの先進性が非常に目立ちます。では、なぜカナダがそうなっているかというと、昔のペンションリフォームのおかげであって、幾つかありますが、プロに任せるベースで法律が作られています。例えばカナダで5億円もらっている人が民間に行って同じパフォーマンスをすれば7億、10億あるかもしれないけれども、決して市場価格に比べて5割以上のディスカウントはコンペンセーションにおいて多分ないだろうという感じがします。日本のコンペンセーションも同じで、年収が市場価値の半分でもいいのだという方がおられても好いけれども、10分の1ぐらいでもいいのだという方は多分おられないだろうと思います。カナダは、公的な年金運用の仕事を受けるのに、自らの市場価値からのディスカウント率が30%から多分50%ではないかという、あくまでも私の体感温度ですが、感じを受けました。

実はアメリカの公的年金の担当者にはいろいろな苦勞があります。1つは、ガバナンスの構造です。良くも悪くも労働組合が強いことでしょうか。それこそトラスティー、公的年金の上部機構における偉い人の中には、労働組合の出身者という方が非常に多いのです。その人たちが年金運用の専門家であるかというと、必ずしもそうではありません。何年か経験を積めばその専門性は高くなるけれども、公的年金のガバナンスに参加する前までは専門家ではなかつたらうと思います。

州によっては、州議会への説明義務が大きい場合もあります。簡単に説明できる戦略に

投資をすることはするが、説明が難しい資産クラスへはしないということも起きます。年金の受益者のためになっても、説明が難しいことはしないのだという感じになってしまいますと、せつかくのガバナンスがマイナスになってしまいます。

ガバナンスは万能ではなく、プラスになる場合とマイナスになる場合があります。マイナスになる場合は、ミッションがはっきりしないような場合ではないでしょうか。カナダの場合、年金基金のミッションをはっきりさせています。要は、年金基金は、ファンドマネジメント会社だと定義されています。それがミッションなのですね。逆に言うと、ライアビリティには責任がないということなのです。ガバナンス、つまり理事会のほうも政治家や社会運動家は入りにくいようになっています。独立したノミネーションコミッティーがしっかりしているという感じですが。

(松尾氏)

済みません、最後になんですけれども、私、前の社長、外国人の方も実は存じ上げていたんですけれども、結局、独立しようとされていて、上場されようとしてマーケットの地合いがよくなかったので、IPOができなかったということだったのですが、今は親会社がおられるわけです。柴田さんほどの大物であれば、親会社も何も言えないのだろうとは思いますが。

(柴田氏)

いっぱい言ってきますよ。こちらにも、先方にも、説明責任がありますから。きちんとしています。

(松尾氏)

独立したほうがいい人と、親会社があって、ボードにもいっぱい来ている、なかなか難しいところではありますけれども、そこはやっぱりできるだけ親会社には黙っていただいて、任せろというほうがうまく回るという感じですか。

(柴田氏)

まず、親会社の方針で、ビジネス関係で送り込まれている人はいません。

IPOをするか、しないかですか？弊社のファンドマネジャーが投資先の会社に要求している水準程度を我々が満足させない限りは、IPOはしてはいけないと思っています。ある程度成果が見えてきて、安定して成長がある場合には、親会社にIPOを提案してもよいのでしょうか。

日本を、新しいファンドマネジメント会社がどんどん出てくる市場にしたいと希望しています。もちろん投資信託の場合には信頼性が大切です。これは、トラスティーや信託が資産管理をきちんと担保し、ディスクロージャーもきちんとしていて、ファンド・アカウントティングを第三者が常に見ている、そういう安全担保の仕組みをつくれば、信頼性は担保できます。そういう人たちがやがてIPOをするというトレンドを作らないと、この国の資本市場の先行きの楽しみはあまりないのではないかと考えています。

(松尾氏)

ありがとうございました。

(柳川氏)

8ページのプロマーケット、これは私も非常に重要だと思っていて、このようになってくれば、やはりCEO、社長経験の人も社内で生き残るのではなくて、むしろ外で評価されて、いい社外取締役になるようにと考え出すので、随分日本のマネジメントも変わるのではないかと期待するのですけれども、その一方で、現状を見るとかなりハードルが高いかなという気もしていて、なかなかそのような人を外で大物CEOというポジションに持ってくるような会社が現れるかという、なかなか難しいような感じがするのですが、何かこの見通しというか、こういうことができれば大きく変わるんじゃないかという期待みたいなものがあったら教えていただきたいんですけれども。

(柴田氏)

ある程度のディスカウントをしていただく必要があると思いますが、要は取締役会議長を社外から持ってきてください、社長は引退したら会社から引退してください。この2つのことを決めるだけで、人材供給も需要も一挙に解決できると思っています。今の仕組み

だと院政を敷かないと、御自分で社長を譲られて、今度いつ寝首をかかれるかわからない。だから、ある意味でちょうど委員会制度を利用して、ノミネーションコミッティーの委員長にはずっと残るとか、伝統的な手法がありますよね。

ところが、出ていってくださいというルールがあったら、伝統的な手法に頼って、自分の余生、生活を確保するすべがなくなるわけですね。では、会長に欲しいといったときに、さすがに、この人が会長なのという人は持ってこられないですよということ、たったそれだけのことがもし決まるという社会的な成熟したスタイルを整えば一気に動けるだろうと。御質問の趣旨としては、では、それは一体いつなのだとすると、この段階では誰も賛成しないでしょうね。いきなりイチニのサンでやった場合には、まず間違いなく、引退した社長さんで評判が高くて、かつリーダーシップがあって、人格云々と。争奪戦になると思います。

(上村氏)

そういう人が日本には多いですか。

(柴田氏)

それは、もうマーケットが決める話になりますから。

(上村氏)

いや、私はNHKにかかわったから特に気にしているのかもしれませんが、そんなものがあるとは思えないような気がしまして。財界のトップじゃないけれども、副社長にいたとかと言って、私は財界の上の人というのは一定の品質保証があるものだと思っていたわけですけれども、まるでないということに気がついた。それはともかくとして、7.2人がCEO経験者という場合、イギリスだとIoDとか、ああいうところでトレーニングをやったり、ディプロマを出したりして、CEO経験者であっても勉強しないとだめですよ。ちゃんとトレーニングを受けて、そこで市場があるわけですね。ところが、日本のトップはこれから勉強しなさいとか言われて、しますか。

(柴田氏)

まず、最初のポイントにおいて、結局何が起きるかといいますと、全てがプロセスなのです。ですから、サーチプロセスがあって、ノミネーションコミッティーがあって、きちんとしたプロパーサーチがあるということです。ヘッドハンターの中でもそれに集中している人たちがいて、シニアレベルのボードしかやりません。そういうプラクティスがどういことをやるかという、会社の、主に会長がいる場合ですけれども、ノミネーションコミッティーの会長も大体兼ねたりしますので、外部の人ですから、その人のおめがねにかなうような人、5～6人会って、最後絞って1人選ぶので一発勝負でというのはないのです。

品質管理も大事です。イギリス人が大事にするレピュテーションを守るためには、それなりのステータスのところで選ばざるを得ないのですね。能力のない人に何が起きるかという、格下のところに落ちていくわけですよ。それでいいじゃないですかというところで、大企業にいたからといって自動的にポジションが与えられるような事は、多分ないという感じですね。

(上村氏)

それは平気なのですね。しょうがない。

(柴田氏)

しょうがない。誰もいなかったら、自分で会社をつくれればいいわけですから。

(鹿毛氏)

日本にも投資顧問業界というところとちょっと大げさですけれども、非常に大事な点を先ほど幾つかおっしゃられたうちの1つですが、要はグローバルマーケットでの投資顧問の需要の中心がグローバル・エクイティになってきているのですね。そういうピラミッドからいくと、日本株が一番下にあり、アジアが手前にある。この辺はどちらかというところと境界のものであろうと。ここに一体、日本の業界としてどう取り組むかというのが、きょうのお話でも柴田さんは上を目指されている、方向を出されてやっておられるというのを痛感したんですが、一方では、日本の会社、日本に拠点があって、日本人が大部分で、そしてグロ

ーバル・エクイティの運用をしていく場合の難しさというのは、やっぱり柴田さんも一番感じておられるところだろうと思うのですけれども、どうしたら日本の会社がそういった国際競争力をつけていけるのか、いわばそのプロセスとしてどうなるのか。例えば今おっしゃられましたような御社のスコティッシュ・ウィドウズの8人を核にして、将来的には、例えば5年後、10年後はグローバル・エクイティのメジャープレーヤーを目指されていくのか。それは御社だからできるのであって、日本の他の会社、日本のメジャーな会社は一体どうすればいいんだろうかと。

その1つの可能性として、大手の、恐らく日本のトップ5社ぐらいが日本株だけではということで、とりあえずアジア株で頑張ろうというふうに一歩出られているところが見えるわけですよ。その辺をどう考えていけばいいのでしょうか。

(柴田氏)

まず、2つの方向から考えたほうが多分いいだろうと思います。1つは、事業会社としてのアセットマネジャー、サービスの提供側ですね。もう1つは、所謂社会のインフラ側の2点から多分考えたほうがいいのではないのでしょうか。

サービスの提供体制について申し上げます。日本株式の運用を専門にしている人に「明日からアジア株の運用の専門家になって欲しい」、アジア株式の運用を専門にしている人に「明日からグローバル株式の専門家になって欲しい」と言っても無理があります。一つの専門分野のエキスパートになるには、時間もかかりますし、試行錯誤もあるし、最終的に成功するか失敗するかも判りません。これでは100年かかってしまうだろうと私は思ったわけです。ですから、実績があつて、成績が良く、運用哲学とプロセスに共感を持てるアジア株式の運用チーム、グローバル株式の運用チームを、外部から招へいすることにしました。

さて、何故グローバル・株式とアジア株式が必要と感じたのかです。市場のサイズが違うのです。しかも運用組織の在り方として、日本株運用の延長線上にグローバルはないのです。グローバルから日本を見るのはあるのだけれども、日本からグローバルを見ても、

一つのアンクルではあるが、全体像は見えにくい。これが日本の運用会社が全てアメリカや欧州の業者に規模で負けてしまったことに帰結した理由です。年金にしても、世界には大きい年金だけではありません。小さい年金が多いわけですから、その人たちが自らアセット・アロケーションを行い、日本株何%は、どこそこをお願いするとか、アジア株何%はどこそこをお願いしますと決めようにも、少人数のオフィスで、ダイナミックにアロケーションする能力も、インフラもないところがほとんどです。それならば、一思いにグローバルでやってくれよというほうが楽なわけです。としますと、株式運用の世界の市場規模は、グローバル株式運用が大きくなり、日本株単一の株式運用は辺境に追いやられます。このトレンドは当然合理的だし、そちらへ流れていきます。大きいトレンドに掉差ししても仕方がないだろうと考えました。

日本の資産運用会社で働いている人の中で、グローバル株式やアジア株式に興味があり、投資の経験をこれから積んでみたいと考えている人はいるでしょう。ただそういう初心者に大切なお客様のお金をお任せする訳にはいきません。ですから実績のあるチームを採用した訳です。

後者、運用市場のインフラ構築の側から見ますと、まず参考になるのはイギリスにおけるヘッジファンドのマーケットの勃興でしょうか。これは自然発生的に市場が勃興したケースです。別途、政策当局が主体的に市場の振興にうごいたケース、すなわちシンガポールによる資産運用業界の誘致があります。まず、イギリスにおけるヘッジファンドマーケットの勃興についてですが、最初はアメリカのヘッジファンドのイギリス支店が数多くできて、彼らがイギリス人を多数雇っていた訳ですが、やがて気がついてみたらそのイギリス人たちが多数独立して、いつかイギリスのヘッジ・ファンド運用会社が多数できていた。単純化するとそういうことでした。

自然発生的な新市場の勃興、そもそも海外からたくさんのファンドマネジャーが来るようなマーケットならば、やがて国内のファンド・マネジャーも増えてくる。イギリスの例はそれを教えてくれているのだらうと思います。同じような現象を日本でも起こすために

は、リテール販売網のオープン・アーキテクチャー化の進展と、年金の投資対象資産の多様化とある程度のローカル・プレイヤーの優遇枠でしょうか。もちろん日本において、もしそういう競争状態が発生して全部オープンな競争状態になるとしますと、我が日興アセットと言えどもぼろ負けするかもしれません。もちろん今の運用パフォーマンスを維持できれば、負けないと確信していますが、完全なオープンマーケット・アーキテクチャーになればもっと競争状態が厳しくなるでしょう。我々も自分のレベルをもっと上げなければなりません。それが競争促進のメリットです。

大きなデザインの中には、ある程度のローカル・プレイヤー優遇の仕組や枠を埋め込んでいく必要があります。もちろん最初に勝ち残るのは外資が多いかも知れない。しかし、外資が日本でファンドマネジメントしている限りは、やがてその人たちは、市場のアーキテクチャーがオープンである限り、独立して新しい資産運用会社を作っていくはずで、5年、10年、20年かけて日本の資産運用市場は良い方向に変わるはずだと考えます。

さて、日本に拠点を置いている外資を見てみましょう。実は外資の資産運用会社の多くも日本事務所は、日系の資産運用会社と同様に、かなりは空箱になっています。「日本にファンドマネジメントの拠点を置いている外資の名前を述べよ」と問題を提示しますと、「ほとんどありません」というのが正解になるのではないのでしょうか。例え、幾つか名前が出てきても、それは殆どがグローバル株式運用の日本株部分だけの別働隊であるのではないかと思います。

実は日本のアセットマネジメントが空箱なのは、日系だけではないのです。外資を見ても空箱が多いのです。それと違う姿は、シンガポールを見ればいいのではないのでしょうか。シンガポールは来るもの拒まずで、出店して来るのも結構だし、日本の店を畳んで最初から新たに本社をスタートアップするのも結構だし、ライセンスもトラックレコードがある人や会社には非常に早く出してくれるし、有難いことに、「ディベロップメントマネー」と称してMASのお金を急に預けてくれたりもするということで、今アセットマネジャーの集積地になりつつあります。何故それを豊かな国の日本でできないのですかね？

(岩間会長)

あれは国を挙げた産業政策ですよ。

(柴田氏)

我が国は、やっぱりそこが多分ないし、国民的なコンセンサスは稲作を守るほうにあるかもしれないですね。

(岩間会長)

まさに現状の我々が膠着している問題点をクリアに説明していただいているという印象なのですけれども、ただ、日本のアセットマネジメント業界でいうと、言ってみれば大手の会社はほとんどがキャプティブですよ。だけれども、大手のキャプティブである会社がメインプレーヤーのかなりの部分を占めているというのも事実であって、そこがある意味でまともな実力のある、説明力のある会社になっていくことがかなり大事なことのじゃないかと。一方で、独立した新しい才能が孵化してくる環境をつくらなきゃいけない。

多分、先ほどのガバナンスの問題でいうと、キャプティブで100%持たれていても、その執行、経営は完全にクライアント、投資家の利益と一致しているということを常に説明できることにしなきゃいけない。多分柴田さんの会社も社外役員が結構おられて、執行には一切株主会社は入らないということで、少なくとも説明ができる仕組みをつくっておられるということだと思うのです。そこら辺が、我が業界として普遍的なスタンダードになるという具合になっていかなきゃいけないんじゃないかとまず1つ思うのと、スチュワードシップ・コードとガバナンス・コードというのは、上村先生のおっしゃるように30点かもしれないけれども、とにかく一応できた。実際に最近の外から日本を見る目というのは、そういう意味でいうと、やはりかなり以前と変わってきている。もちろんもっとよくしていかなきゃいけないという課題はたくさんあるとしても、そのステップを踏まれたプロセスというのは我々としてもかなり大事に思って、いい方向に引っ張っていくことが大事なんじゃないかなという具合に思っているのですけれども、そういう点でいくと、どういふことをこれからやっていかなきゃいけないかということについて、いろいろ先生方の

アドバイスをいただかなきゃいけない。そういう立場に我々の協会はあるということなので、そういった観点で引き続きいろいろやっていただきたいと思うのです。

そういう意味でいうと、日本のプレーヤーが説明力のある格好になっていくという形で、それがあれば、ある意味ではアセットマネジャーのプレーヤーも、そういう環境であれば仕事をしたいというのが出てくるかもしれない。ちょっと甘いかな。

(柴田氏)

2つポイントがあります。第一は新規参入の奨励です。アタッカーがたくさんいると、いわゆるインカンバント(incumbent)も尻に火がついて少しは勉強を始めます。若い独立系の人たちがたくさん出てきますと、競争が盛んになります。第二は販売アーキテクチャーのオープン化だと思うのです。販売アーキテクチャーのオープン化は、新規参入を容易にし、インカンバントの尻に火をつけます。子会社でもきちんと商品設計や運用体制などの準備を積まないと自分たちの商品を親会社の販売チャンネルに採用していただけないとなりますと、当然もっと努力するようになります。これもオープン化の効用です。新規参入と販売プラットフォームのオープン化、この二つが大切です。

運用会社のガバナンスについて、一言申し上げます。運用会社に独立性の高い取締役会を持たせるのは大切ですが、これはあくまでも形式の話に留まってははいけません。例えば運用会社の社外取締役会に対する説明で「業界のしきたりで、この商品は親会社が売ってくれるからご心配ありません」という会話が行われるかもしれません。こうなってしまうと、商品の中身、すなわち運用会社の運用哲学、運用プロセス、運用体制と言った一番大切なことが議論されなくなります。つまりガバナンスの形を整えるだけでは駄目なのです。ガバナンスに魂を入れるしかありません。この方向性を突き詰めますと、例えば「全てのアセットマネジャーは独立を目指すべし」という方向性に行きつくのかも知れません。何年以内と時間を区切るとよいでしょう。極端に申し上げますと100年でもよいかもしれません。もしかしたら5年がよいのかも知れません。どちらがよいかはわかりませんが、方向性を出すと、急に変わるのも日本の業界の特性かも知れません。

新規参入の促進、販売アーキテクチャーのオープン化、運用会社のガバナンスの実質的な強化の三点が、業界の進歩のために役立つと考えています。

(上村氏)

私、30点と言いましたけれども、研究者として、とにかく余りにも欠落が多過ぎる。制度論をちゃんと考えていくには、やはりもっといろいろな角度から知恵を集めてやっていかなければいけないという立場で、現場がこのようになっちゃったら対応せざるを得ないというのは当然で、私が社外取締役をやっているところでも、現場はあんなことを言っているけれども、やっていますよ、対応していますよと。それは現場が対応するのは当然で、それが2,500社でしかなくて、ほかの有報提出会社はやらなくていいとか、そういう話であればちょっとと思いますけれども、あくまでも今実際に現場でいろいろ苦労されている方に対して変なあれをするということではありませぬので。

(池尾座長)

じゃ、そろそろお時間なのですが、私からもガバナンス・コードについては一言ぐらい言っておかないといけないのですが、意識の高い方からすると、微に入り細に入り書いてあるということになるのかもしれませんが、基本原則は5つしか提示していませんし、ROEという言葉は一切使っておりませぬので、そこは御了解いただきたいと思います。

(上村氏)

ISSなんかはそれを受けて、そのようにいくじゃないですか。本当はISSとか、ああいうものの評価を、例えばアメリカなんかは今、助言機関の規制というか、届出とか、廃止とか、そういう動きが結構あるようですけども、私はISSというものをどう評価するのかというのは結構大事かなと。私自身も被害を受けたことがあります。

私、常に出席率がよくて、いつも株主総会では非常に賛成票が多い人間だったのが、ある年、急に70%をちょっと下回ったというので、ISSがバツをつけて。だけれども、それは完全に正当理由があるのですね。手続上のただの連絡ミスなどもあったし、いろいろあって、その他に当時、私がやっていたのは資生堂ですけども、いろいろなことがあったも

のですから、朝6時半に集まるとか、指名委員会とか、報酬委員会とかもやらされていたので、それは別の日にやるよとか、そういった意味からもすごい貢献をしているのですよ。ところが、取締役会に何回出たか、その正当な理由があるか、ないかも問わず、出席率が73%だというのでバツ。そうすると、98%ぐらいだったのが途端に70何%かに落ちるのですよ。いろいろな会社があると思いますけれども、そういう決定的な、大変な悪影響を受けている会社はいっぱいあると思うのです。上智大学の学生さんがやっているとは知らなかったけれども、済みません、個人的な恨みがあるもので。

(池尾座長)

まだまだ議論は尽きないのですが、時間になりましたので、これぐらいにさせていただきたいと思いますが、本当にありがとうございました。

いつものことですが、お断りで、この場での御議論について会議録は作成いたしません。協会の広報誌やホームページに概要等は掲載する予定ですので、もちろん掲載する内容につきましては事前に皆様にお目通しいただいた上でということですので、その点は御了解ください。

それでは最後に、岩間会長からお話を。

(岩間会長)

いや、本当にありがとうございました。こういうことを今後とも続けていきたいと思えますので、ひとつよろしく願いいたします。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。

なお、次回の当研究会は9月9日(水)午後2時からです。ゲストスピーカーはDIAMアセットマネジメント株式会社代表取締役社長 西恵正様をお迎えして開催いたしますということで、詳細につきましては改めて協会事務局より御連絡申し上げます。

それでは、本日は誠にありがとうございました。

[閉 会]