

第7回 コーポレート・ガバナンス研究会

(平成25年7月31日)

(池尾座長)

それでは、テーマは「英国スチュワードシップ・コード」ということで、イギリスに出張され調査されてきた御報告を、協会事務局である岡崎企画部部長からお話ししていただくということで、最初はその出張報告をお願いします。

(岡崎部長)

それでは、A 4 横の資料がございますけれども、こちらに基づいて、30分弱で出張の報告も含めて説明させていただきます。2 ページ目、英国版スチュワードシップ・コード制定までの歩みということで書いております。

まず、左側の一番上、1991年に既に、英国における機関株主、Institutional Shareholders の責任についてと題して、機関株主委員会 (Institutional Shareholders Committee) は、投資顧問業協会、年金基金の協会、保険会社の協会、投資信託の協会の4つが集まり、この委員会をつくっております。ここが1991年にこうした責任について公表しており、この中では、既に株主として投資先企業の取締役会と対話を行う責務があるということが明確に述べられているものです。その次に、1992年、キャドバリー報告書とありますけれども、これが英国において企業のコーポレート・ガバナンスに係る最初の包括的なガイドラインです。その下でございます1998年の統合規範 (Combined Code) 、そしてリーマンショック後に金融機関に対する批判が高まったことから、右側になりますけれども、2009年にウォーカー・レビューというものが出来て、2010年にコーポレート・ガバナンス・コードに連なっております。

他方で、スチュワードシップ・コードにつきましては、1991年の機関株主の責任についての後に、2002年、右側の一番上でございますけれども、同じく Institutional Shareholders Committee が機関株主及びエージェントの投資先企業に対する責任原則を発表しております。2回の改訂を経て、2010年にスチュワードシップ・コードとなっております。この間に、左側の一番下でございますけれども、2001年にはマイナーズ・レビューということで、年金基金の投資判断に係る原則が公表されています。

なお、2002年の責任原則には、機関株主またはエージェントに、どのように責務を果たすのかについてポリシーを定めなさい、またどのように責務を果たしたかについて定期的に顧客に報告せよということが書かれており、これが現在のスチュワードシップ・コードの原型になっていると考えられます。

こうした流れを見てきますと、スチュワードシップ・コードについては、例えば政府や役所からやれと言われてやっているのではなくて、常に業界団体が自主的に、彼ら自身の責任などを考えて原則を策定していることが言えると思います。後ほどの出張報告でも、こうした行政当局による法規制ではなくて、業界が自主的に定めることが好ましいという意見が、多数聞かれたということでございます。

それから、英国では、このスチュワードシップ・コードあるいはコーポレート・ガバナンス・コード導入については20年以上の歳月を要しておりますので、岩間会長と私が訪問先で日本の状況の話をする、そんな短期間でできるのかというような意見が多数聞かれたというのも事実でございます。

次に、3ページ目をお開きください。3ページ目は、スチュワードシップ・コードの7つの原則を記してございます。この原則自体は非常にシンプルですが、スチュワードシップ・コードの中には、それぞれの原則の次に、ガイダンスと称して各原則が制定された目的とか背景、あるいはこれらに準拠するための留意点が書かれています。

なお、このコードは英語でコンプライ・オア・エクスプレイン、すなわち遵守しなさい、遵守しないのであれば、その理由を説明しなさいというアプローチをとっており、このアプローチは非常に好ましいのではないかという意見が多数聞かれました。

次に、4ページ目でございます。冒頭の岩間会長の挨拶でもございましたように、日本における動きを簡単に記しています。まず、金融庁が私的な勉強会として、日本版スチュワードシップ・コードに関する勉強会を開催する予定であるということ、そして、経済産業省が「企業統治研究会」あるいは「コーポレート・ガバナンス・システムの在り方に関する研究会」というのを既に開催しておりますけれども、こちらは昨日の日経新聞のコラ

ム「一目均衡」にも紹介されていましたが、経済産業省では「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトと題して、7月16日に第1回の会合を開いています。

一番下でございますけれども、公的年金の改革に関する有識者会議というのが、既に7月1日に第1回が開催されているという状況でございます。

次に、5ページ目をお開きいただきたいと思います。こちらが今回の出張で訪問した先で、まず一番上のUSSですが、英国の大学の教職員の年金基金、その下のRailpen、これは英国の鉄道、British Railpenの役職員の年金でございます。この2つの年金は非常に規模が大きくて、みずからも議決権行使、あるいは企業に対するエンゲージメント、対話を行っております。ただ、この2つは特異な例でございます、ほとんどのイギリスの年金は、規模はそんなに大きくないのが多く、そうしたところは運用委託先にスチュワードシップ・コードをやってもらっている、やらせているというのが現状です。

上から3つ目のNorges Bankでございますが、これがノルウェーのソブリン・ウエルス・ファンドでございます。当初、スチュワードシップ・コードを制定したときに、FRCという英国の財務報告委員会はNorges Bankに対して、非常に存在感が大きいので、スチュワードシップ・コードにサインしてくれと言ったのですが、Norges Bank自身はスチュワードシップ・コードの意義あるいは目的は理解していたものの、それが本当にうまくワークするのか、あるいはいい影響を与えるのかどうかというのはまだわからないので、現状ではNorges Bankはスチュワードシップ・コードにはサインしていません。

4つ目のNational Association of Pension Fundsは年金基金の協会、その下のRoyal London Asset Managementは運用会社でございますが、ここのチーフ・インベストメント・オフィサーが、英国の保険協会の投資に関する委員会の議長を務めております。彼は、スチュワードシップ・コードの策定、導入に関して極めて造詣が深いということで、面談して意見をいただきました。

その下のInvestment Management Associationは、私どものカウンターパートである投資

顧問業協会。一番下のFinancial Reporting Councilは、いわゆるスチュワードシップ・コードあるいはコーポレート・ガバナンス・コードを制定したところでございます。

こうしたところを訪問し、次の6ページ目からいただいた御意見ですが、意見については、項目ごとに分けてございます。全部で項目は6つございまして、制定、導入前あるいは導入時どうだったかという意見、スチュワードシップ・コードがどういう効果を与えたのか、このコードの運用はどのようにすればいいのか、エンゲージメント、すなわち投資先企業に対するアプローチ、対話はどうあるべきか、それから、例えば日本に対してどういう意見があるのか、その他ということで、全部で6つに分けてございます。

まず、6ページ目、コード制定、導入前あるいは導入時についての意見を書いてございます。一番最初の意見は、現在の英国保険協会の投資委員会の議長の意見で、非常に印象的だったのですが、上から2番目で、英語では、ライト・シングス・ツードゥーと言っていましたけれども、正しいことを行うというのが初めにありきで、例えば株主がスチュワードシップ・コードを実践して、企業が適切に経営資源を配分して、企業経営の効率性が高まって、その結果としてパフォーマンスが向上すれば、それは経済成長に貢献しますね、これは正しいことですねという、至極当然のことを最初におっしゃっていました。

コード導入前の問題意識としては、株主は、投資先企業のパフォーマンスを向上させるために企業を監督する責任があり、役割を担っている。株式市場の参加者は、単に証券会社のレポートを見て短期で売買するだけで本当にいいのですか、それからもう1つは、企業が、株主が求めている長期的なリターンを本当に今提供しているんですか、あるいは株主は投資先企業の活動に注意を払うべきで、企業に経営規範のようなものを提供すべきじゃないかということが導入前の問題意識で、英国の保険協会でも議論されたことだとおっしゃっておりました。

次の下から3つの意見ですが、これは先ほど申し上げましたコンプライ・オア・エクスプレイン、すなわちコードというのは強制力はないよ、準拠しなければならない強制力はないし、あるいは準拠しなくてもいい。ただ、その場合にはきちんと説明をしまし

ようというアプローチをとっていて、このアプローチは極めて有効であるという意見が多数聞かれました。さらに申し上げますと、コードは法規制というものではなくて、業界が自主的に制定するのが好ましいという意見がございました。

次の7ページ目、これは、コードを導入したけれども、効果はどうかということについてです。一番上にございますのは、まずコードを導入したのが2010年でございますので、株式市場や投資先企業にどう影響を与えるかというのは長期で見なければわかりませんという意見がございました。ただ、コード導入の結果として、運用会社自身がコードに準拠したのであるならば、みずからの運用スタイルにとって、どのようにコードを実践するのが適切なのか。また、いかにしてパフォーマンスに付加価値をつけるかを考えるようになったのではないですか。あるいは、投資家はそうした運用会社の姿勢を見きわめながら運用会社を選べます。それから、運用会社はコードを実践している内容を顧客に対して報告しなければならないので、アセットオーナーである年金基金などは、コードの内容、委託先の実践状況について利害を意識して、興味を持つようになりました。

下の3つでございますけれども、まず長期的視点に立つ株主は、投資先企業の経営陣との良好な関係を構築しようと努力して、経営陣と経営あるいはパフォーマンスのゴールについて共有するようになりました。そして、いろいろな利害関係者が対話する機会をコードは与えたのではないですか、という意見がございました。非常に前向きな、ポジティブな意見が多かったと考えております。

次の8ページ目でございます。ここは、コードの運用はどうしたらいいのですかということについての御意見でございます。一番上の意見は、英国の鉄道、British Railpenの意見でございますけれども、確かにこういうコードを導入しますと、とりあえずサインしておこうとなります。サインしないと、顧客関係上、競合他社関係上まずいねということでサインはしたけれども、実践しない。実際に、どの運用会社のホームページを見ても同じようなことしか書いていないことが多いという意見があったのですけれども、このRailpenの方は、それでもしょうがない、実際に3割ぐらいのところ実践していればいいのでは

ないですかと。また、むしろ強制してもやらないところはやらないから、意識を持ってやるところだけがやっていけばいいのではないですかという意見でございます。

御参考までに、国連の責任投資原則、The United Nations-backed Principles for Responsible Investment、UNPRIの事務所に訪問したのですが、このUNPRIもコンプライ・オア・エクスプレインアプローチをとっているのですが、ことしの10月からそれはやめて、サインしたところは強制的にやってくださいと。やっていなかったらリストから落としますよというところまで宣言しているのです。これは多分Railpenの方と意見は別で、サインするだけだったら意味がない、実際にやってもらわなければ困るということで、そうしたアプローチをとる。これは反発が出たかといえば、実際一部から出たそうですが、今のUNPRIにサインしている3割ぐらいのところ、それは非常にいい、一緒にやっっていこうということで、非常に大きな賛同を得ていると国連は言うておりました、ここでも3割ぐらいと言っていましたので、こういう強制力のない原則を入れると、やっぱり3割ぐらいしか実践しないのかなという印象を持っております。

次に、上から3つ目でございますが、これはイギリスの年金協会の方がおっしゃっていました。冒頭申し上げましたように、イギリスで大きくない年金基金は、自分たちでエンゲージメントとか議決権行使の方針を定めたりすることがなかなかできませんので、運用機関があなた方年金に、このコードのことを話したがついていますか、2番目に、他社と異なる工夫をしたコードの実践状況についてはディスクロージャーしていますか、あるいは質の高いエンゲージメントを行っていますかということに十分注意を払って、運用会社と対話、あるいは運用の報告を受けるべきであるということをおっしゃいました。

最後ですけれども、このコードの導入によって、運用会社や年金基金が投資先企業の社会的責任、例えば製造の過程で、発展途上国の子供を不当に低い賃金で雇ったりしていないかどうか、あるいは原油の流出等によって環境破壊をしていないかどうか、そうした社会的責任にも注意を払うようになるといいですねと。コードを策定したFRCが言うておりましたけれども、これはまさに企業経営のリスクマネジメントの一環でございまして、こう

したリスクマネジメントがうまく機能していると企業価値が向上する、あるいは企業価値を毀損しない。逆に、こうした社会的責任に注意を払っていないで不測の事態が起きると、企業価値が毀損しますという意見がFRCからございました。

次に、9ページ目、エンゲージメント、すなわち投資先企業との対話、働きかけでございますけれども、こちらはもう意見は集約されておりまして、せっかく投資先企業の経営陣が貴重な時間を割いてくれるので、その時間を有効に活用するように運用会社や年金基金は努力しなければいけません、時間の浪費になってはいけませんと。さらに、エンゲージメントをするからには、企業経営に付加価値をつけるような対話をしなければいけない。あるいは、企業経営陣をして、なるほど、いいことを言うなというような対話を行わなければ、エンゲージメントは意味がないということで、これは運用会社のまさに能力、あるいは調査力、分析力が問われるところだということでございます。

この下の2つは、英国でもメディアが企業経営陣の高額報酬について取り上げるものですから、どうしてもこうしたところにエンゲージメントの論点が置かれます。大部分の意見としては、確かに払い過ぎはいけないけれども、こんなところに焦点を当てるのではなくて、企業の長期的な経営戦略について、もっと深い対話を行うべきじゃないかという意見が大多数のところから聞かれたということでございます。

10ページ目でございます。これは日本に対してということで、まず一番上は、USS、イギリスの大学職員の年金が日本の経済団体をかつて訪問して社外独立取締役の導入について提案したけれども、門前払いだった、ただ、最近行ったところでは、それは個々の企業の問題ですねということで、姿勢が若干変わってきた。したがって、時間はかかるかもしれないけれども、日本でスチュワードシップ・コードが導入されて、いい方向に行くことを期待していますという応援のメッセージでございます。

次が、Norges Bankの話でございますけれども、ノルウェーの取締役会のメンバーと比較して、日本の取締役会は多様性が図られていない。ノルウェーでは、まず女性、若い人、それから業界外の人が必ず取締役会に入っていて多様性が図られているけれども、日本の

場合は全然多様性が図られていません。ある金融機関が、インベスターリレーションズの一環としてNorges Bankを訪問したときに、御社の取締役会の構成は、どういうポリシーでそういう構成になっているのか、あるいはメンバーはどのような基準で選ばれているのかと至極当然の質問をしたところ、その金融機関の経営者の方は全く答えられなかった。やっぱり日本は改革しなければだめという厳しい御意見があった。

次に、最後の11ページ目、上の2つでございます。スチュワードシップ・コードは、英国企業の株式について、その投資家に適用しているわけですがけれども、債券についてもスチュワードシップ・コードのようなものが必要なのではないかと。例えば貸付債権、あるいはボンドの債券は必要ではないかという意見がございましたけれども、一方で、企業が不測の事態に陥った場合、デット、債権者、ボンド、債券の投資家と株式投資家の利害が対立するので、そう簡単に債券投資家にスチュワードシップ・コードは入れられないのではないかという意見がございました。

上から3つ目、英国の年金基金は、英国株式に対する投資比率が6割から4割に下がってきている。一方で、債券や英国外の株式に対する投資比率が上がっております。そういう状況下において、英国株式市場の主要なプレイヤーに海外の投資家が入っておりますので、やはり英国でも、先ほどのNorges Bankのような海外の投資家にもスチュワードシップ・コードにサインしてもらうことが重要じゃないかと。日本においても年金基金の日本株への投資比率が下がっているということがございますので、日本でもスチュワードシップ・コードを導入したときに、海外の投資家にサインしてもらうことが重要なことの一つではないかという示唆もございました。

最後ですけれども、コーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードは、政治家が経済を成長させようということで大体言い出す。それに引きずられることが多いですけれども、スチュワードシップ・コードは業界が自主的に策定して、法規制のようながちがちの形ではないほうがいい。法規制になりますと、盛んにcheck a box、ボックスにチェックするだけで、機械的にこれをやっているとしますので、そういうものでは

なくて、自主規制、業界団体みずからの規制がいいのではないかという意見が、やはり多数あったということです。御報告は以上でございます。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。それでは、自由討論に入りますが、まずは岩間会長から何か補足がありましたらお願いいたします。

(岩間会長)

1つは、なぜこういうことを彼らがやることになったかという、従来、英国株の大多数を占めていた英国の機関投資家の年金と保険会社の保有割合がぐんと減ってきている。それと、平均保有期間がぐんと短くなってしまっている。要するに、全般的に、ロングタームに持つ投資家はそのウェートを減らしてきて、ショートターミズムが主流になってきている。そういうことがあって、それは去年出たケイ・レビューにいろいろ出ているわけです。ケイ・レビューとスチュワードシップ・コードはかなり連関性を持って考えられているということが一つあったように思います。

それから、最後のところで、債券の観点からもこういったことは必要ないのではないかと書いていたけれども、1つはインフレーション・リンク・ボンドをもっと持てとか、インフラストラクチャーファンドをもっと買えとか、そういう動きがやっぱりあるんだそうです。そうなってくると、長く持たなければならないということで、デットサイド、デットホルダーからもそういうことについて考えたらどうかという話があるらしいのですが、非常にコンフリクト・オブ・インタレストが出てくるので、そんなことを言ってもという感じであったということです。全体としてはかなり練れてきていて、ISCがつくって自分たちでやってきたものを、最終的にはやはりFRCがテイクアップしてやるということになったようですが、最初FRCは、民間が自主的につくったものを自分たちが取り上げてやるということに余り積極的ではなかったらしいのです。けれども、実際にやってみて、それはやはり必要だということで、今のFRCのバロネス・ホッグというチェアマンが非常に熱心に動いていて、EUがこういったことを検討する際にも、英国方式をやるべきじゃないかというこ

とを積極的に言って、かなり自信を持っているという感じでありました。

(池尾座長)

ありがとうございます。

(上村氏)

私は大変興味深く聞かせていただいているのですが、イギリスの場合は、まず制定法と自主規制の関係が日本とは全然違ってしまっていて、スタチュートは高次元なものではなくて、ここで言っている統合規範もそうですけれども、より高次元な自主規制でずっとやってきた。自主規制は2006年の会社法上は制定法の効力があるとされました。これはEU統合の過程でそうなっているわけですが、あしたから法の効力があると宣言しても、何も変わらない。日本とは大分感覚が違います。東証のルールは金商法の補完というのが金融審の見解ですので。ですから、そういう意味では、自主規制と制定法というけれども、それはイギリス的な「法のあり方」そのものだと、まず考えたほうがいいのではないかというのが一つです。

それから、FRCにヒントンさんというすごく有名な方がいるのですが、その人は今回出て来なかったのですか。

(岡崎部長)

その人は出てこなかったです。モンタニオンという人が出てきました。

(上村氏)

アメリカで世界の100人の弁護士の中の、ただ1人イギリスから入っている人です。財務報告委員会がガバナンスをやるということもイギリス的で、イギリスにはいわゆる金融サービス法とか金融サービス市場法はありますけれども、それもできたのは1986年で日本の証券取引法ないし金商法のような包括的な資本市場法制をもともと有していません。市場という名前がついたのは2000年ですので、基本は業者法でした。日本で言うような発行市場とか、流通市場とか、そういうルールはありませんで、あとはインサイダー取引とか、目論見書規制とか、証券詐欺というのはみんな会社法ですね。ですから、その間隙を埋め

るものとして、FRCのような組織が機能しているというのも独特ではないかと思えます。

それから、FSAの11のプリンシプルがあります。これは金融庁でも翻訳が出ておりますけれども、インテグリティから始まって、最後11はたしかFSAがこうしてほしいと望むようなことをしなさいとか、そのようなことが書いてある。背後にこういうFSAのルールがあって、その上にこういうスチュワードシップ・コードがかぶさってくる、そういう関係になっているのではないかと思うのです。実際には、そのエンゲージメントをしてサインさせるというところに、その意味があるのかなと思いました。

あとは、もしこういう話題があったらお聞きしたいのですけれども、例えばフィデューシャリーデューティー、受託者責任と、スチュワードシップ・コードとの関係とか、それから大株主と投資先企業との対話という、つい最近のサーベラスの主張を思い出すのですけれども、対話をしろ、対話をしろと言っていました。あれは特定少数の出資者、労働者が背後にいる年金とはちょっと違いますが、そういう特定の株主と企業との対話を正当化するとは思えません。日本の場合、特定の株主とやることに対しては批判的です。

あるいは日本は、ISSみたいな議決権行使の助言機関にかなり頼っています。イギリスはそんなものには頼っていないのだらうと思います。もしそうだったら教えていただきたいのですけれども。私はああいうものに頼るのは非常に問題だと思っていて、要するに、アメリカ型の企業法の考え方を、日本人みずからが望んで首を差し出して域外適用してくださいと言っているようなものであって、ガバナンスというのは日本の企業社会のデモクラシーの中核に非常にかかわる問題です。アメリカでも、最近はいあいう助言機関に対して、何か規制の問題が出ているようです。例えばイギリスのこういうところが、そういう助言機関に対してどういう姿勢でいるかとかですね。

(岩間会長)

今の最後の点については、年金が自分でちゃんとしっかりやれるところはやっているということですが、ちゃんとやれていないところが多い。やるのにどうするかというと、採用するマネジャーにちゃんとサインをさせて、どういう具合にやっているかという

ことを説明させる。一方で、コンサルがこういう点で力をつけていない、コンサルはもう少し、きっちりそういうことまでできるようにならないといけないという観点で指摘があり、おっしゃったようなことがやっぱりあるのだと思います。とりあえずサインするけれども、実際にやってもらうのは任せるというところが徐々に、少しずつレベルアップをしている。確実に前進はしているけれども、まだ十分じゃないという感じでした。

(岡崎部長)

あと、フィデューシャリーデューティーとスチュワードシップ・コードですけれども、一部で意見があったのは、フィデューシャリーデューティーを果たす一環としてスチュワードシップ・コードを実践しているという意見はございました。ただ、フィデューシャリーデューティーがあって、スチュワードシップ・コードが強制されるものでもないという整理の仕方です。特定株主については、今回の出張では聞いていなかったです。

(岩間会長)

Norges Bank、彼らはかなり大株主であるのですが、自分たちはマイノリティシェアホルダーだと思っているわけです。ですから、自分たちがマイノリティシェアホルダーとして引け目を負うというか、余り大事にされないということがあっては困るという観点で、こういうことが動いていくのはいいことだと見ているようです。いわゆるマイノリティシェアホルダーの権利を担保する上でスチュワードシップ・コードを実践することが有効であろうという認識は、かなり共通のように思います。

(山田氏)

先ほどの最後の点、ISSに頼り過ぎだという御指摘があったのですが、私の認識では、国内に関して国内系の運用会社は、基本的には自分たちでいろいろと基準を設けてやっているところが多いと思います。外資系の場合にはやはりグローバルだということで、そこでISSが絡んでいるケースが多いのかなと思います。

(上村氏)

ことしの資生堂の株主総会で、私が生まれて初めてノーが2割出たのです。なぜかとい

うと、取締役会の出席率が73%だったのです。75%を下回ると、ISSはノーなのです。ところが、実は1日は事務局の連絡ミスで、もう1日は、ほかに5社ぐらい社外取締役をやっている人が2人ぐらいいるものですから、私の木曜日の2限の授業のある日を全然配慮してくれなくて、今までそんなことは一度もなかったものですから、授業時間の日に初めて取締役会が来てしまった。全く今までと同じように対応してきましたし、どうみても正当な理由なのですけれども、73.何%といった瞬間、ノーだからという理由で不信任となりバツをつけろという主張に、何も知らない株主達が唯々諾々と従うわけです。個人的な憾みで恐縮ですが。

(岩間会長)

非常にディテールにわたって規制、ルールをつくとティックングボックスになるので、それは意味がない。そういう場合に機械的にやるのはよくないという指摘がかなりありました。ですから、ちゃんと見ていないところは、言ってみれば機械的に、これは該当する、該当しないということでやって、あわせてぽんと出してしまおう。そういうことにならないようにしなければいけない。ですから、要するに、先生のようなケースは全くおかしい。おかしいというのは、要するに、そういう投票をするのはおかしいという話だと思います。

(鹿毛氏)

逆らうわけじゃないのですが、議論のために一言補足させてください。大規模な投資家の場合はそれなりに内部にリソースがあって、十分な調査の上、正確な判断ができる。しかもそれだけコストを払うことによるリターンが理論的には得られるので、コストを払う意味がある。ところが、小規模投資家の場合、コスト的にも、自分では十分な判断する機能を持ってない。では、議決権行使しないのか。何にもしないよりは、外注して、ある程度機械的でもいいからやったほうがよいという議論も出てくるのではないのでしょうか。当然今のような正しくない判断も出るのですが。

それから、少なくとも日本の運用機関なり、投資家は、先生のご指摘の点については大体わかっていると思います。先生の名前を見て、多分バツはつけない。むしろやってくだ

さい、こういう人はいないと困る。ISSを使っているのは基本的に外人投資家であって、地球の裏側からやっているのも、とてもそこまできまこまかくできない。そこでやらないかどうか。そうすると、まあしようがないのかなという議論も、出てくると思います。

(上村氏)

ですから、もうちょっと日本法に基づいたきめ細かなルールを持った日本版ISSみたいなものがあってもいいかなとは思っています。でも、余りに機械的なものだから。

それともう1つは、議決権行使というのはコストで計算するものなのだろうか。議決権は財産権なのかというのは昔から議論されているわけですが、これはデモクラティックな関与ですから、スチュワードシップでも株主に対する義務と責任と言っていますけれども、ここで言っている株主というのは、ほとんど個人株主、あるいは年金ですからね。ですから、9割が個人だと考えると、いわば議決権行使とは成熟市民社会に対する責任みたいなものだと思います。逆に申しますと、そうした株主達から信任を受けている会社を敵対的に買収できないというのはそういう構造から来ているのだと思います。その中で、ガバナンスは、その国、日本なら日本という国のデモクラティックな企業社会に対する牽制ですから、自分の頭でできないならやらない、あるいはやらせない方がいいと私は思いますけれどもね。そうでないのなら、もうちょっと柔軟で納得性のある日本版のISSを日本で作ってそれですとか、そういうのならいいですが。大きいところはやると言われますけれども、大きいところも自分でちゃんとやれているのかどうか。そうでないところも、どうも議決権というのは、単なるパフォーマンスを上げるためのインセンティブでしかないみたいな、そういう理解が結構あるように思います。会社法の偉い先生がそういうことを言ってもいますので。私は決してそういうふうには思いません。やはり自分の頭で考えて、自分の頭でやれないものならばやらない方がいいと思います。一般論としてはそう思います。

(岩間会長)

我々は、機関投資家が主にヒアリングの対象だったのです。スチュワードシップ・コー

ドがちゃんと定着するということが、やっぱりパフォーマンスにつながるということは基本的であって、パフォーマンスにつながらないのなら、これはそんなに重きを置かれないという根底の認識があるように思いました。

ただ、スチュワードシップ・コードを導入したからすぐにパフォーマンスがよくなるかという、そんなものじゃなくて、まだ導入されてから2年、3年ですから、そういう意味で前向きに関与するところがふえてきたので、そっちのほうに行っているんで、可能性としては出てきているという認識が広まってきている段階なんじゃないかと。したがって、日本に導入するときも、スレショルドラインを高めるということは絶対やめろと。確実に越えられる段階から設定して徐々に上げていくということがいいだろうというのが、皆さんがおっしゃっていたことで、それは20何年間かかってここまで来ているので、いきなり半年でやれと言ったって、そんなものができるわけがないというのがベースにあるのだと思いますけれども。英国社会の中で非常に練られてきて、ソフィステイクーションが進んでいる。それはもう1つ先のレベルに進みそうなところにあるという印象を持って帰ってまいりました。

(上村氏)

イギリスの場合、中世の領主に対するスチュワードというイメージがあります。それは何かで見たのですけれども、侍、武士道みたいな……。

(岩間会長)

共通するところがある。

(上村氏)

日本もブシドウシップか何かで……。済みません、つまらない話で。

(池尾座長)

上村先生の御意見は昔からおっしゃっていることだと思うのですけれども、私の理解としては、結果としてパフォーマンスがよくなればいいということだけではないと。

(上村氏)

そうですね。デモクラティックなプロセスを踏んで結果を出すということですので。ともすると、逆に、結果がよければガバナンスなんかいいじゃないかという人もいますから、そうじゃないということです。結果だけですと開明専制君主が一番ですね。ここで申している結果というのは、こういうプロセスを非常に尊重した結果だということです。

(松尾氏)

貴重な御報告を本当にありがとうございました。現実を考えてみますと、こういう動きは、日本では、やはり廃れがあって、大体5年ごとにわき上がるように思います。思い返せば10年以上前に、機関投資家の議決権行使について、上村先生が座長をされていた協会の「議決権等株主権行使研究会」が「投資一任会社の議決権等株主権行使について」（平成14年4月）をとりまとめています。平成19年6月には池尾先生が座長をされていた金融庁の金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の「中間論点整理（第一次）」がとりまとめられています。だいたい5年周期のようです。なぜ今はやっているかという、結局、会社法の見直しにおいて社外取締役の義務づけが入らなかったのも、外から機関投資家の力をかりて日本企業のコーポレート・ガバナンスを改善できないかという問題意識が出てきて、それに経産省と金融庁の勢力争いがあり、経産省が言い出したので、金融庁としても引き取らざるを得なくなったという構図とみています。安倍政権の日本再興戦略の目玉としてもいいではないかということで出てきたと私は思っています。

今後どうするか、神作先生が座長で勉強会という話を私も聞いていますが、今の協会のお話からすると、何となくあってもいいかなということで、御報告にあったように、政府、政治家あるいは行政が上から言い出すのは危険なので、業界、協会が真に自主的にやられるのはいいと思います。その場合の問題点は、御指摘にあったように、独立系の小さなところはとても対応できないということなので、敷居を低くする必要があります。

もう1つは、協会が行おうとすると、いつも顧問業協会と投信協会になって、では、機関投資家の中で大きい保険会社は、自分たちには信認義務はないとの考えですので、多分

入ってこないだろうというのが落ちつきどころでしょう。

繰り返しになりますが、こういう取組みをすることを通じて、例えば投資顧問会社が企業に対していろいろ物を言えるようになる、健全な対話を構築できるというプラスがあるのであればやられてもいいのでしょうけれども、私がやや懸念するのは、真に自主的ではなくて、当局監視のもとで当局の承認を得て、かつ監督指針なんかに書かれたら、検査なんかでチェックされるようになったら大変なことになります。

(岩間会長)

それは絶対避けなければならないということだと思います。

(松尾氏)

そこは、そういう協会の問題意識もよく勉強会に反映できればいいと思います。

(岩間会長)

要するに、英国においては保険協会がドライバーだったわけです。今でも先端に行くドライバーなのです。日本ではどうなのかというと、私も言いたくはないけれども、聞かれると、やっぱり日本じゃ、そこは否定的であるということと言わざるを得ないわけです。そうすると、そこは信じられないというわけです。だから、そこがどうしてそうなるのか。私は、生保協会が考えていらっしゃる道筋というのは、ちっとも筋道が立っていないと実は個人的には思っているのですけれども、法律的にそこら辺のところをやっぱりそうじゃないんだと、本来そういうことを認識して動かなければいけない定めであると言ったら怒られてしまうかもしれないですけども、そういう話がどうして日本で行われないのでしょうか。

(松尾氏)

その点は、OECDのコーポレート・ガバナンス委員会によるOECDのコーポレート・ガバナンス原則の見直しに関する検討に際しても議論となり、保険会社に信認義務がないとの指摘がありました。保険会社は、確かに保険契約者のために運用している側面はある一方、投資運用業者とは異なり、銀行と同じく1度自らのバランスシートで資金を受けているの

で、自らの資産として運用しており、保険業法には銀行法と同じく受託者責任に係る規定はないということです。

(上村氏)

保険会社、こんなに安心するところはないです。日本のどこへ行っても何か怪しい話がある中で、あそこへ行くと、波風も何も立ってなく、無風状態で、株はやらないし、国債ばかりで要するに、何もしていない、と言っては語弊がありますが。何もしていないところに一番安心感がある場所だということがある。要するに、保険市場というものがそれだけ世界的に認知されていないというか、資本市場が信頼されていないというか。

アメリカ人やイギリス人にとっては、株式市場というのは人生そのものです。ですから、老後の生活も、日常的な生活も頼っているし、大学も頼っているし、病院も頼っているし、みんな頼っているから、個人も頼っているという社会、日本の資本市場はそこまでいっていないですね。

(山田氏)

投資顧問業協会の場合は自主規制団体であって、それで全体のレベルを上げようというところであり、一方、生保協会は業界団体であり、業界の利益を守ろうというところの立つ立場の違いで取り組みが違うのではないかなと、私は両方の業界にいた者としてはそういうふうに思います。

(鹿毛氏)

本件は、投資顧問業協会として、この問題にどう取り組むかというスタンスでよろしいわけですね。総論としては、こういう種類のものは、いわば市場の信頼性を高めるという方向性を持つものではあるかと思われしますので、それはポジティブに考えていいのではないかと思います。

この議論で幾つかポイントがあるのですけれども、スチュワードシップというコンセプトにそもそも、いわゆるスチュワードと主人、要するに、イギリスの階級社会の絶対的な上下関係があるわけです。その絶対的上下関係みたいなものというのは、日本では現在は

全く存在しない。

実は私もピーター・モンタニオンとは旧知で、彼はICGNの会長もやっていたし、もともとは機関投資家の責任原則をICGNで一緒に作りました。彼はこれを掲げてFRCに行つて、それをベースに発展させたという経緯があります。彼のコーポレート・ガバナンスの議論は、一方で、機関投資家は株主という立場で、企業に対して強い発言をし続けている。しかし、機関投資家自身にも責任があるのではないかというところから出発しています。ここで言っている機関投資家とは、年金基金と保険会社と投資信託の3つのアセット・オーナーです。つまり、いわゆる投資顧問会社、運用機関というのは、実はこの中には入っていない。そして、この3つの機関は、いずれも年金基金なら加入者、受給者、投信なら投資家、保険なら契約者という、最終個人契約者のスチュワードである、という考え方で。だから、エージェントよりももっと強い上下関係がはっきりして、そうした機関投資家は最終個人契約者のために尽くすべき立場にある、ということを明確にしています。機関投資家はその責任を果たし、報告もしろという流れになっているのですが、そのところが日本に関しては全くないわけです。せいぜい顧客との取引関係であって、そのために尽くすというようなコンセプトがあまりないところにスチュワード・コードをいきなり持ってきても、日本の場合は余りにも距離があり過ぎて、議論に全くならないのではないかという気がします。だから、日本版とあえて書いてあるのは、そこでスチュワードという言葉を使ってしまったら上下関係になりますから、せいぜいエージェントコードみたいな、そういう仲介業者として、ある意味で言えば、受託者責任的なものをもう少し発展できないかと置きかえるのが現実的でしょう。そうすればこのスチュワードシップ・コードの7カ条と、今後、日本でどうするかというところがつながってくるのだらうと思います。受託者責任についても、実は日本では余り明確ではないわけですから。

もう1つは、繰り返し申し上げるのですけれども、やっぱりコストですね。コストと目的なのです。市場インフラとしてそれが長期的にワークするために、税金のように金を払ってでもやらなければいけないという性格なものとして位置づけていくのか、あるいは程

度問題ですけれども、要は、これは運用のリターンを高めるためのツールとして、その限りにおいてやっていくのか。特に投資顧問業協会がやる場合です。つまり、政府がポリシーとしてやるケースと、投資顧問業協会が会員のためにやるところに、目的をどういうふうに設定するか、目的に合わせてコスト負担をどうするかというところを整理しないと、会長もしばしば懸念されておられるように、業界にとってはプラスよりマイナスのほうが大きくなりかねないという感じはいたします。以上です。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。スチュワードと言われてもピンとこない。だから、何か日本人であれば、すぐイメージがわくような……。

(上村氏)

フィデューシャリーでもイメージがつかないです。フィデューシャリーの元の言葉のフイーデスも、昔の領主と人民の関係です。領主は、人民に対して誠実義務を負っていた。それが英語になってフィデューシャリーになるのですけれども、それだって、彼らの中世からの歴史的な概念なのですね。商事信託的な発想で考えれば信託も契約だという話だから入りやすいですが、そうでない公序みたいな世界もあって、これだって日本にとっては大変ですからね。それにまたスチュワードなんて言われたら、何だこれはという。

(鹿毛氏)

ただ、このケースは保険、投信まで含んでいます。日本では、特に投資信託が問題になるのではないのでしょうか？

(岩間会長)

そう思いますよ。保険もそうだと思います。

(鹿毛氏)

けれども、投信の世界には、投資信託という言葉はありますけれども、受託者責任という概念は、実は本質的にはないですよ。

(岩間会長)

だから、アセットオーナーですよ。アセットオーナーがこれについてどういうぐあいに……。本来そこが責任ある投資家というか、さらに自分の持っているものであっても、関与すべきところまで踏み込んでいるということだと思えるのですけれどもね。日本ではそういう環境には今ない。それをどういうぐあいにうまくアジャストして、しかもわかりやすくという話はね。ただ、我々の協会としては、これは基本的には結構大事な話で、そういう議論が進んでいく過程で知らん顔しているわけには絶対いかない話で、多分、協会の中でもかなり議論をしなければいけない。さらに言うと、もう少し広げた議論にも参加しなければいけないということになってくると思うのです。そのときに、どういう視点で、どういうことに留意しながら考えていくべきなのかというのは、実は教えていただきたいところございまして……。

(鹿毛氏)

基本的には、アセットオーナーに最終個人契約者に対して責任がある、例えばフィデューシャリーデューティーがある。けれども、自分たちだけでは多分責任が果たせない。したがって、この義務を運用機関にアウトソースする。だから、運用機関には逆に業としてそれをインソースする仕事がつけ加わってくると……。

(岩間会長)

それは、まさにコストとパフォーマンスの問題になってきますね。

(鹿毛氏)

はい。それは相当の強制力がないと、そこまで年金や投信が払うのか、という問題です。

(岩間会長)

強制力が出てくることになると、またこれはかなりロードがかかり、逆に非常にしわ寄せが来ってしまうというリスクがあるので、そこら辺のバランスですね。

(上村氏)

強制力の根拠が、業者が自分たちで金を払って、自分たちでルールをつくるというところにあるから、実は制定法より強いのかもしれないですね。多分、イギリスなんかは……。

(岩間会長)

イギリスはまさにそういう発展過程です。

(鹿毛氏)

アメリカにはないですよ。

(岩間会長)

アメリカにはないです。

(鹿毛氏)

だから、逆に言うと、これがグローバルスタンダードかというのにも、実は疑問があるわけです。

(岩間会長)

ところが、EUがかなりこのイギリス方式に傾いています。だから、そこら辺のところは、アメリカはむしろ例外的なのだという感覚が、どちらかという、ロンドンのほうには強い。

(上村氏)

でも、アメリカ人もロンドンに行くと楽だと言っています。あそこは細かいルールがなくても、ジェントルマンでいればいいのだから。

(岩間会長)

そうかもしれない。

(上村氏)

ロンドンシティのほうで楽だと言っている人が多いです。行ってみると、あっちのほうで楽だなと。エリートにとってはですね。

(岩間会長)

だから、バロネス・ホッグおばさんもベルリンに行って、むしろこれをやるのがいいのだ、あなたたちも言うこと聞きなさいということをやっているのです。そこら辺のところは非常に悩ましいところなのです。

(松尾氏)

私、別の研究会で野村総研の大崎さんが出張した報告を聞いたのですけれども（大崎貞和「エンゲージメントをめぐる法的問題について」（内外資本市場動向メモ第233号（2013年8月14日）参照）、3ページの基本原則の中では、適切であれば、他の投資家と共同した行動をとるべきだという、共同性というのがある、そこについては、私も専門ではないのですけれども、アメリカの機関投資家は共同ではなく単独で行動するとの説明がありました。法規制の問題がありまして、私も弁護士として外国ファンドとかに関与したことがあるのですけれども、共同して行動すると大量保有報告で合算されますから、もう話をしないとか、ものすごく気をつけて行動しています。ですから、共同性というところが果たしてなじむかどうかという問題があるように思います。今でも割と運用会社さんは企業訪問とかをされていて、対話は単独ではされているのでしょうか。

(山田氏)

それはアナリストとしての……。

(松尾氏)

アナリストとしてね。

(山田氏)

大きな会社では、企業がアナリスト宛に来社された際に、コーポレート・ガバナンスの担当者がそういう話をするというケースもあるとは聞いております。

(松尾氏)

大崎さんの報告によると、実はそこでインサイダー情報をポロッと会社が言うてしまうことがあって、運用会社としては非常に困ってしまうという問題と、あとは大量保有の問題があり、共同してとか、重要提案行為等になって特例報告が使えなくなったら困るとか、そういうリーガルな問題があると聞いています。

(岩間会長)

この点はかなり早いんです。向こうでも、そういう点で、どこまでこれは有効なのか、で

きるのかどうかということについてはいろいろ意見がありました。実際、運用会社からしてみれば、一緒にやるという話は自分の手のうちを相手に教えることにもなりかねないし、それからマンドートを与えてくれるお客さんが、そういうことをやっていいとちゃんと認めてくれるかどうかも問題ですから、そういう意味で言うと、これはなかなかそう簡単にはいかないという意見がむしろ多かったという感じでした。

(上村氏)

これは共同して投資するわけじゃなくて、こういう基本方針をつくれとか、ガイドラインを制定せよとか……。

(岩間会長)

場合によっては、一緒に動くということですね。

(上村氏)

ここで見ると、少なくとも方針を公開すべきであるとか、基本方針を公開すべきだ、モニタリングしなければいけない、ガイドラインを制定すべきだと、そこでしたら、必ずしも共同でということにならないのでは。業界ルールというのはそういうものですから。

(岩間会長)

欧米では、法的な面に抵触しないようにしなければいけないというのはもちろんなのですが、会社の方針として、自分たちの戦略の手のうちを見せられるのかという問題があるということも別の観点で指摘されていまして、そこがうまくいくかどうかについては、必ずしもまだはっきりしていないわけです。

(岡崎部長)

逆に投資されている企業側から見ると、5%を持っている投資家と1%しか持っていない投資家が一緒に来ると、それはやっぱり5%のほうが重要ですよという話なので、コレクティブエンゲージメントについては、ヒアリングした中では余りポジティブな意見はなかったです。

(岩間会長)

どこまでそれが実際に行われているかということ自体が、IMAと年金協会と保険協会と一緒にコレクティブエンゲージメントをやると、インベストメントフォーラムをつくと宣言しているのです。だけれども、それが実際にどこまでちゃんと動いているかということについては、まだこれからの話という感じでございます。

(鹿毛氏)

ただ、ガバナンス・フォー・オーナーズのような会社が、複数のお客の持ち株をまとめた形で企業と議論することは可能なのですね。

(岩間会長)

それは可能だった。

(鹿毛氏)

要するに、間に1人置けばいいと。

(岩間会長)

そうです。それはそういう話だと。

(柳川氏)

8ページのところで、上辺だけでなく真にコードを遵守する行動を余り求めても無理があって、サインしたところの25%から30%がコードを実践すれば十分ではないかという御発言があったと。ここの趣旨がどういうことなのかということと、先ほど全体のイギリスのステューワードシップのお話がありましたけれども、イギリスでもこんなものなのかなという解釈もできますし、ある程度、このくらい回れば御の字という感覚なのかなという感じもするので、そのあたりを教えていただきたい。その裏返しになるのかもしれませんが、こういうコードのさらに下に全体を覆っているある種の規範みたいなものが多分あるはずで、そういうものが何か、ヒアリングされている端々の中で、ここはある意味でこういうふうに原則は書いたけれども、実際にはこれよりも、目に見えない形でみんなの規範みたいなものがワークしているのだという話をよく聞くのですけれども、そういうものがどこまで本当にあると考えていいのかというあたりを教えていただければと。

(岡崎部長)

まず、8ページの3割ぐらいというのは、これは英国の鉄道年金のRailpenの方がおっしゃっていたのですけれども、みんなにやれと言っても無理だし、これぐらいやっていたらいいんじゃないのというような感覚でおっしゃっていました。説明のときにも申し上げたのですが、国連の責任投資原則もComply or Explainだったのですが、ことしの10月からもうマダトリーにする、やれと。やっていないやつは、もうリストから落とすと言って、その方針に対して、今サインしている人の3割ぐらいが前向きになっているということで、多分3割ぐらいというのが、こういうコードとか規範の、サインした人が真に行う一つのめどなのかなという印象は持っております。

(岩間会長)

そもそもISCが運用主体として、こういうことに取り組まなければいけないということで、そういう意味で言うと、例えば取締役会のあるべき姿だとか、それからマイノリティシェアホルダーの利益をちゃんと確保するとか、そういう大原則を実践するためにレスポンスブルインベスターとしてどういうぐあいにやっていったらいいかということなので、そういうものが底流にあるのだと思います。それをどうやったら実践的にやれるかという観点で組み立てられているということだと思うのです。

(上村氏)

今、FSAのプリンシプルがありますよね。

(岩間会長)

あります。

(上村氏)

それが多分ベースになっている。

(岩間会長)

そういうことになるわけですね。それと、もう1つの、さっきの先生の御質問の2割から3割は、そもそも2010年にスチュワードシップ・コードができて、そのときのシグネト

リーはそんなに多くなかったのです。毎年ふえてきて、今、運用会社は250を超えているの
でしたか。

(岡崎部長)

そうです。

(岩間会長)

しかも、イギリスの会社だけじゃなくて、海外の会社もサインしている。そういう中で
2割から3割、多分3割ぐらいだという感じがあったのですけれども、それはしっかりや
っている。あとのところはサインをただけで、やるよということになっていると。だけ
れども、その数はだんだんふえているということですから、多分この程度なのかという見
方とここまで来たのかという両方があるのだろうという感じです。

(鹿毛氏)

イギリスの旧金融庁がこれを受け入れることを表明して欲しい、Complyしない場合は、
Explainしろということにしたので、それがやっぱり非常に強いプレッシャーになったとは
言われています。

(岡崎部長)

あと、FCA、イギリスの行政当局がこれに準拠しているかどうかというのは、これを開示
しろと言っているのです、それも強制力になっています。FRCが言っていたのは、2010年にス
チュワードシップ・コードが制定された際に、最初にサインしたのはそういう活動に熱心
な会社だった。そういうところがまずサインをして、その後にFCAが準拠状況を公表しな
さいと義務づけてから多数の会社が準拠して、周りを見ていると、まずいな、お客さんに言
われるなというのでサインしているようなところは、3割じゃない、7割のところなんじ
ゃないかと思います。

(池尾座長)

3割ぐらいがしっかりやれば、それだけで企業に対しての規律づけとか、企業経営の改
善の効果はほぼ上がる。ほかの7割がフリーライドしていても、3割ぐらいが働きかけす

れば、十分優位な影響を企業経営に及ぼせるのだということ。

(岩間会長)

そういうことだと思います。というのは、規模的に大きなところがそういうことになっているわけなので、数の上で3割ぐらいということですから。

(池尾座長)

残りの7割が何か邪魔をしていたりするとあれなのだけれども、単にフリーライドしているだけであれば、ワークするということがないのですか。

(山田氏)

そのときに、イギリスの場合、社外取締役が意見の集約をするのに橋渡しのことをやれと、スチュワードシップ・コードになかったでしたか。

(岡崎部長)

取締役会のメンバーは積極的に株主と対話をしなければいけないというのはガバナンス・コードにあるのです。

(岩間会長)

要するに、独立取締役でチェアマンかリーディングダイレクターが、基本的には橋渡しというか、対話の当事者になるということが多いみたいですが。

(山田氏)

多分それがあるというのも機能している一つではないですかね。日本では、多分それができるところがない現状にある。

(岩間会長)

だから、CEOとチェアマンをまず分離するということが行われていて、チェアマンないしはリーディング・インディペンデント・ダイレクターというのが、そういう意味でのエンゲージメントの話を書くということで、ボードとしてエグゼクティブオフィサーを監視していくという構造のように映りました。鹿毛さん、そういうことでよろしいのですか。

(鹿毛氏)

はい、そのように……。

(柳川氏)

まだ明確によくわからないですけれども、今おっしゃったような経緯で、コンプライ・オア・エクスプレインでサインをしないということに関しては、やっぱりネガティブなシグナルと周りに評価されるので、サインをすることにしましたと。ただ、そこでサインをしたことによる実質的な変化はもしかするとないかもしれない、形式的にサインしたに過ぎないかもしれない。そこで余り罰則もないので、さっきの7割ぐらいの方には実は実質的な効果は余りないかもしれない。そういう人たちがアクティブになってくれば動いていくかもしれない。ここで教えていただいたみたいに、二、三割のところはかなりしっかりやっている。しっかりやっているのはかなり前向きな方だと。では、この前向きになる人たちにとって、コードが具体的にあるということは何のくらい重要なことなのか、必要条件なのか。ややうがった見方をすると、その二、三割の人たちは、こういうものがなくてもアクティブにやるのではないだろうか。

(岩間会長)

そうかもしれませんね。

(柳川氏)

7割の消極的に書く人に対しては書かせるという効果があったかもしれないけれども、実質的なこのコードが果たしている必要条件としての役割は何だろうか。

(岩間会長)

今まさにコンプライ・オア・エクスプレインということで、コンプライしないでエクスプレインしますといったときに、彼らはマーケットが判断すると言っているのです。プレッシャーになっているわけです。それと一方で、ロングタームの投資家とショートタームの投資家がいるわけです。ヘッジファンドなんかは絶対サインしませんよ。それはそれで、我々はこういう仕事をしているのだから、サインしないでエクスプレインで通るという意見です。だから、言っているのは、全てがロングタームになればいいというわけではな

くて、ショートタームにかしいでいるのを、少しバランスを戻すという感覚でこれは機能するという話も出ていました。そういうことをおっしゃった方もおられたのです。印象としては、原理原則というよりも非常に実態に合って、実態をうまくいい方向に持っていくように実践的なメソッドに近いのじゃないかなという印象を持ちました。それは上村先生がおっしゃるように、イギリス独特のやり方なのかもしれないですが。逆に言うと、そういうものをこっちに移植するという事は、そう簡単ではないという具合にも思えます。

それともう1つは、スピリットが大事だと言っているのです。これは非常に抽象的なのですけれども、魂だと言っているわけですね。こうなると、我々は乗りやすいのですね。そういう意味で言うと、見方によっていろいろある、それはなかなかおもしろいなという感じはしました。

(柳川氏)

そのスピリットをこういうふう言葉にして書くことに、やっぱり何か具体的な意味があるのですか。それが書かれたことによって、スピリットが、それぞれの、二、三割の人たちの具体的なアクションに実質的にインプルーブさせる役割とか……。

(岩間会長)

それはまさにエンゲージメントが進んできている。長期的な戦略、それからボードの構成、あるいは報酬の問題も入ってくると思いますけれども、そういったことについて、しっかりと対話する。ですから、逆に言うと、エンゲージする側にスキルが求められているわけです。貴重な時間をただで話を聞いてやるという話は、これは発行体の経営にとっても結構苦痛なので、そういったところはかなり意識しながらやらなければいけないことにはなっているようです。目に見えないけれども、少しそういう回転が始まっているというか、そういうレポートがFRCのレポートの中に出ているよね。

(岡崎部長)

はい。

(鹿毛氏)

直接スチュワードシップ・コードの対象になるのは誰かというのは、少なくともイギリスに関しては、さっきもお話したように、年金と保険と投信の3つなのです。年金に関しては、USSなど大手はそれなりの人がいて、ルールがあってもなくてもその方向に動いているのが結構多いだろうと思います。ただ、全てではないので、やはりこういうルールが出てくることによって、今までそうでなかった年金にも、ある程度影響が及ぼされる可能性が出てきます。次に年金がその気になると、運用機関に影響を及ぼす。その結果、現実には運用機関が非常に多くのお金を集めるわけですから、1つ1つの、特に中・小型年金よりは、運用機関のほうが持ち株比率も上がりますし、影響力も出ます。それから、リソースもありますし。そうすると、エンゲージメントの機能も出てくると思います。現実にも、少なくとも日本の大手運用機関の多くは、コーポレート・ガバナンス原則とか、議決権行使基準とその結果を公表するようになってきている。これは10年前と比べると、相当の違いがあると思います。ですから、運用機関はお客に言われればやる。ただ、今お客が何も言わない。特に日本の場合は、一部を除くとほとんど何も言わないので、そういう意味では効果はあるのかなという気はいたしますが、いかがでしょうか。

(岩間会長)

おっしゃるとおりだと思います。結局、背景にある一番大きな力というのは、言ってみれば、パブリックペンションなのです。例えば日本で言えばGPIFです。GPIFは一切そういうことは言わないという方針になっているので、ここが私としては非常に問題があると思っています。結局、現実にはペンショナーが株主であるわけです。言ってみれば、GPIFのお金はそっちに回るわけですから。そういう感覚であるのがイギリスだと思います。逆に言うと、パブリックであるから、なおさらそういうことを言わなければいけない。要するに、コーポレートペンションはいろいろあちこち考えなければいけないことがあって、逆にリレーショナルで、ちょっとエンゲージし難いところが出てくる可能性がある。むしろパブリックのほうがそういうことをやらなければいけないという発想だと思います。ですから、そういう意味で言うと、そういうところは大きく入ってきていますから、じわじ

わと動いてきているということなのだと思います。

(鹿毛氏)

だから、今回出てきた議論の隠された意図の一つに、GPIFに議決権行使をもうちょっと積極的にさせるよう方針を変えさせようというのがあっても不思議はないなど。

(岩間会長)

そこが変わると景色が変わるということだと思います。結局、運用会社はアセットオーナーのエージェントですから、お客様次第なわけです。だから、我々が幾らやるようにと言ったって、君らは変なことをやるなど言われればおしまいですし、そういうことをやるのは意味がありませんから。結局そこに係ると僕は思っている。ですから、今、話がいろいろな公的なところでやられていますけれども、このスチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コードに関する検討と公的年金の活性化の話は、次元の違う話のように見えますけれども、実はこれは一番大事なことだろうと私は思っております。

(岡崎部長)

御参考までですが、国連の責任投資原則は、ことしの10月からマンダトリー、強制になって、そこは運用会社よりも年金基金がいっぱいサインしているのです。その年金基金が運用会社を雇うときに、運用会社は国連の責任投資原則に準拠していないと雇わないという方針なのです。ですから、そういう強制力があるので、アセットオーナーが何か物を言えばエージェントは従うということです。それで、国連責任投資原則の方々は、GPIFとも何回もミーティングをもって、興味を持ってもらっていると。でも、最後の一步を踏み出してくれないのだよね、どうしてなんて聞かれたんですけども、それは今あった議論につながってくると思います。

(鹿毛氏)

ただ、UNPRIも、USSとか、Railpenといった基本的には世界中の公的性格の年金が集まってやっているわけであって、企業年金は立場はちょっと違うのです。やっぱりエコノミクスが中心ですから。これを純粹民間にあまねく当てはめていくというところには、少し無

理があるように思います。

(岩間会長)

そういう意味では、ソブリン・ウェルス・ファンドのほうが近い。ただ、ソブリン・ウェルス・ファンドは中東に大きなのがあって、あそこら辺と一緒になんかとてもできないという話があって、それと、規模は十分に大きいので、別にサインしなくても自分たちの独自の基準でやっていくというのがNorges Bankでした。

(松尾氏)

運用会社は、議決権行使だけではなくて、より能動的な行動を求められる可能性があって、日本では得てして、経済界、発行会社のほうが伝統的に強くて、昔よりも運用会社、機関投資家は強くなっているとは思うのですけれども、やはり発行会社側が力を持っているように思います。ですから、公的GPIFがそういう行動をすることについては、非常にしにくい環境にあるわけです。ですから、民間でやる意義があります。しかし、民間でもし本当にやると、これはかなりあつれきを生む可能性があります。昔で言う、実は村上ファンドがまさにこういうファンドだったのではないかという説があるぐらいで、そうすると、日本では嫌われるので、相当の覚悟が必要ではないかと思います。

(岩間会長)

だから、嫌われないようにしなければいけないのだと思うのです。

(松尾氏)

意味があるとしたら、要は、企業との力関係で、まだまだ弱い立場にある運用会社、機関投資家サイドが若干強目の立場になることではないかと思います。イギリスは、もともと機関投資家が強いのですよね。

(岩間会長)

強いですね。ただ、実際に日本の経団連はまさに鉄壁の要塞みたいな感じですけども、実はほころびが出ていまして、要するに、グローバル企業でそういう波に洗われているところは、日常的に対応をやっているわけです。中には意味のあるエンゲージメントがあっ

て、数はどのぐらいあるか知りませんが、そういうことはやっぱり非常にいいということになってきているのです。だから、そこは正面玄関から見たときの鉄壁性と裏から見たらほころびのある破れ障子と、両方あるのじゃないかと僕は思うのです。だから、そのところをうまく、ホスタイルな話ではありませんから、フレンドリーな話ですから、ウインウインの関係にならなければいけないと基本的には言っているわけです。そのところをもう少し議論すべきなんじゃないかなと思っているのです。

ただ、投資顧問業協会がそういうことを言えるのかという話がありますが、またお知恵をいろいろ拝借したいと思うのです。

(柳川氏)

日本では下手すると、投資家のスチュワードシップの話は今の話とはむしろ逆で、投資家を規律づけして、もう少しお行儀よくやってもらうようなディシプリンをつくりましょうという感覚の話から、こういうのができ上がってきた。

(岩間会長)

それは全く変な話だと私は思うのですが……。

(柳川氏)

ええ。なので、こういう本質論のところを主張していかないと、随分な話になる可能性がありますよね。

(岩間会長)

お行儀よくしろと言われる、いわれがあるものですからね。

(柳川氏)

やっぱりガバナンスをどうワークさせるかという……。

(岩間会長)

ですよ。これは別に運用会社のためにやるわけじゃないですから。全体がよくなるために我々として何ができるか、我々の力なんていうのは限られているわけですけども、そういう方向に仕組みが有機的に動いていくようになる一つの要素なんじゃないかなと思

います。

(柳川氏)

ちょっと話がずれますけれども、GPIFの議決権行使はそうですけれども、あの大きなやつを一つの主体として議決権を意思決定させると、いずれにしても、かなりうまくやっても大きなインパクトがありますし、極端にやると非常にインエフィシエントに動いてしまうので、1個の意思決定ではなかなか無理があるのではないかなと。

(岩間会長)

それは工夫次第じゃないですか。だから、やらないという話にしているのかどうか。

(柳川氏)

もちろんそうです。少し小さいところに分けるとか、意思決定を分散化させたほうがいいのではないかなと気がしているのですけれども。いずれにしても、GPIFはこれから議論があつて悩ましい。政治的なイシューの一つになってしまいますが。

(鹿毛氏)

先ほど松尾先生のおっしゃった企業が株主等からいろいろ言われて、全く納得できないケースが非常に多いという背景には、意見を言う側の準備不足、情報不足という面もあるかと思います。一方では、東京にいる大手の運用機関のトップの運用の経験者といえますか、何十年アナリストをやってきて、企業トップと話してきた人のところには経営者のほうから相談に行くわけです。そういう場面でエンゲージメントは実は成り立つわけです。逆に言うと、エンゲージメントするためにはそれぐらいのスキルと経験が必要なわけで、単純にエンゲージメントすべきだといっても、有効なエンゲージメントにはならない。準備不足のときには、かえってマイナスになる効果のほうが大きい。日本で過去にあった海外アクティビストファンドの中には、どう考えても不勉強で、説得力のないケースも見られたわけです。だから、その辺と合わせて考えないと、現実にはワークしないように思います。

(岩間会長)

まさにおっしゃるとおりです。要は、運用会社側の責任がちゃんと全うできるようになっていないと、こんな話はワークしないことだと思います。

(山田氏)

確かにとおっしゃるとおり、我々は非常にポジションが低いので、反対しても、結局は反対票があらわれるだけだというような、多分業界としても多く思っていると思うのです。要するに、ひっくり返すところまではいかないのではないかと。そうすると、それが全部と言っていいかどうかはわかりませんが、議決権行使で反対までしておけばいい、それでコーポレート・ガバナンスについてのエンゲージメントで、ある程度効力を持っているのだという考えが多分広くあって、その先でひっくり返りそうになったら、その先に対してまでどうやって投資家として責任を負えるかという、そこまでの心構えはできていないのではないかなど。まさしく責任も非常に重くなりますし、それについて多分、心構えとか踏ん切りというか、どうやっていいのかわからないのではないかなどというのが現状というのが、個人的な感覚ですけれども。

(岩間会長)

その議案に反対してひっくり返すということがエンゲージメントの目的だというわけでは必ずしもないと思います。要するに、投資家としてその企業を見るとき視点というのは、中長期的な企業価値が向上するという切り口で、どういうぐあいにアプローチすればいいのかということやエンゲージメントの根底にするというのが彼らの説明なのです。それはやはり長期的な戦略の妥当性だとか、あるいは取締役会の機能の状態をもう少しよくするためにどうしたらいいとか、そういうことを言うことで、もちろん総会での議案に対してどういう態度をとるかということも当然ありますけれども、ひっくり返すということが直接的な目的であるわけでは必ずしもない。割に長いスパンで見ている。

(池尾座長)

だから、ケースによっては、ひっくり返すという話になれば、それは別の経営チームを用意するという話になりますね。それは、おっしゃったように、別の経営チームまで用意

できる運用会社、ないしファンドはなかなかないので、その場合はもう株を売るということじゃないですか。そこから投資を引き上げるということじゃないですか。だから、投資を続ける範囲で、一つの労力の範囲で働きかけて効果があると思えるときにしか、逆に言うと投資はできないということなのではないかと思えますけれどもね。

(柳川氏)

交渉なり話し合いのときのスレットとして何を伝家の宝刀として持っているかという話と、最終的にどういうふうにし合って合意してまとめるかという話とはやっぱり違って、恐らくひっくり返すとか議決権行使云々という話はスレットとしての伝家の宝刀の話であって、それをちらちら見せつつも、実際にそれをアクションとして起こすことは多分現実にはなくて、その可能性があるからこそ、もうちょっと話し合いを建設的にやって、いい方向に経営を持っていってもらおうということですよ。出てくるときには、最終的にはあれは出てこない。

(岩間会長)

それで、FRCは毎年レポートを出しているわけです。レポートのもとになっているのは、アセットオーナーにも話を聞くし、アセットマネジメントの会社にも聞くし、それから実際にそのコーポレートのボードにも聞いているのです。そのボードの反応がどうなのかということにつながると思うのですが、これはFRCが自分の都合でまとめているなら話は別ですが、基本的にはやっぱり歓迎するコーポレートが増えているということがあるんです。少なくともそれだけ読めば、うまく回っている感じではあります。それは結局、けしからんじゃないか、おまえやめろとか、そういう態度ではなくて、非常に紳士的にスチュワードシップにのっかって動いているということが前提にあるということなのだろうと推測されるわけです。

(鹿毛氏)

企業と年金とか、そういうアセットオーナーが我も我もとどんどんエンゲージメントをとってきたら、企業も大変ですね。

(岩間会長)

だから、全部が全部エンゲージメントをするなんてみんな考えていないですよ。

(池尾座長)

だから、二、三割でいいのですよ。

(岩間会長)

まさにそうだと思いますよ。要するに、ポートフォリオの中でどれをするのかということも、誰も効果がないところにやる気なんかはありませんから。

(鹿毛氏)

そういうことなのでしょうね。

(岩間会長)

それは、それぞれがクライテリアを設けてスクリーニングしているという感じです。少しそういうことが動いてもいいと思うのですけれども、どういうぐあいにするかというのはなかなか難しく、それは本当にひとりよがり考えたって何も動きませんしね。ただ、今の時点で少し議論させていただくのは意味があるのだろうと思って、今回テーマにさせていただきました。

(池尾座長)

大分構造がよく見えてきた感じがしますが、そうすると、日本の現実との関係が……。松尾先生、どうですか。

(松尾氏)

ですから、先ほど言いましたように、実践的には金融庁の勉強会が始まるわけですから、恐らく経済界の方々も多少とも警戒心を持っていると思います。それを岩間会長がおっしゃったとおり、警戒させないように、村上ファンドのような物言う株主ではないのだということをはかりに理解されるかがポイントだと思います。神経質になっていますから、「優しく」ですね。いかに受託者責任を負っている協会の会員、投資家の利益と協会がいい方向で議論が進んで、かつ独立系民間が困らないように、二、三十%でいいように思います。

(岩間会長)

いや、最初から二、三十%を望むなんてことは、必要ないと思いますよ。

(松尾氏)

結局、金融庁のプリンシプルみたいなことになるのでしょうか。

(岩間会長)

そうだと思います。

(松尾氏)

実践的には、特に警戒心を抱かせないようにすることが大事だと思います。追い風にはなっていると思うのです。そういう動きが政治サイドで出てきていますから。

(池尾座長)

時間がまだ早いのですけれども、どうでしょうか。今のことで、何か追加、補足はありますか。大体こんな感じですか。

(岩間会長)

駆け足でいろいろ御意見をいただいて、こんな状況なのですが、一応それぞれのところと今後ともいろいろ情報交換をさせていただけることになっていて、きょうお話しいただいた御指摘の点なんかも踏まえて、もう少し重ねて向こうに聞いてみることもしたいと思っております。

[閉 会]