

一般社団法人 日本投資顧問業協会

第4回 コーポレート・ガバナンス研究会議事録

平成24年7月18日

基調スピーチ

P 1 ～ P 1 1

参加者による自由討議

P 1 1 ～ P 2 3

(鹿毛氏)

まず、資料の2ページ「なぜ今資産運用会社のガバナンスか?」。もちろんA I J問題がきっかけですが、数年というスパンで見ますと、企業年金連合会、あるいは年金基金や運用機関からの投資先企業に対するガバナンスが問題になってきたために、反対に運用機関自身のガバナンスはどうなんだというような批判も強くなってきたと言えるでしょう。また、投資顧問業界、運用業界が過去20年にわたって、一体付加価値を生み出してきていたのか、これからこの業界は発展していけるのかという危機感もあるかと思います。一方で、資本市場の重要な仲介機能を持っている運用機関が今後発展していくためには、市場の信頼性を維持していく上でのガバナンスを考える必要があるのではないかと思います。

運用会社は、一般的には非上場企業、あるいは上場会社の子会社という形が多い。現在存在しているガバナンス関連の法規制はほとんどが上場会社向けのもので、上場企業の子会社のガバナンスについて、あまり明快なツールがないのではないかと。ところが、運用機関に関しては、この点が重要なのではないかと思います。

(大場氏)

「我が国のアセットマネジメントビジネスの特徴」ということで、5つまとめさせていただきました。

まず第1に、資産運用ビジネスということですが、グローバルに見ますと、我が国の運用会社はすごく規模が小さい。グローバルに運用している会社が世界ではたくさんあるわけですが、スケールから言うと非常に小さい。恐らく10分の1くらいではないかと思えます。そういう中で、日本の運用会社はビジネスを展開している。

2つ目の特徴は、金融業の中でも大変グローバル競争が激しい分野だと思えます。銀行とか、証券会社とか、保険会社とか、運用会社とか、恐らくその中では運用会社が一番グローバル競争に巻き込まれていて、むしろ業界の上位は外資系であったりという状況です。ところが、銀行とか、証券会社とか、保険会社というのは、日本の中で見ればそこが大きな違いではないかと思えます。

3つ目は、社会のインフラという位置づけも、運用会社の場合は大事ではないかというお話がありましたが、業界の認知度が残念ながら大変低いという問題があります。これは設立経緯からして、大手金融機関系の運用会社が中心になっているため、その大手金融機関は大変有名なのですが、その系列運用会社というのは世の中にあまり浸透していない。

第4番目、世間一般では「失われた20年」と言われるのですが、とにかくホームアセッ

トからリターンが生まれず状況の中で、日本の運用会社が世界に伍して頑張れと、こう言われてもなかなか厳しいものがある。ホームグラウンドからリターンが上がらないまま、グローバルな競争を余儀なくされているという特徴があるかと思えます。

勢い、日本の中はなかなかリターンが生まれず、外に向かえばいいじゃないかと、こういうことなのですが、外に向かうと円高でまたマイナスになってしまうということで、この20年は大変厳しい状況だと思えます。唯一リターンが生まれているのは債券です。一貫して金利低下ですので、これはリターンを唯一生んだ資産ですが、先進国はいずれも歴史的な低金利に向かっています。日本だけでなく、ドイツも、イギリスも、アメリカも、債券のリターンは大変高いというのは共通現象で、日本だけではないということです。我が国運用会社の利益率が大変低いことが、グローバルに比較すると、5番目の特徴として指摘できるのではないかと思えます。

こんな特徴が日本の運用ビジネスにはあるということでまとめさせていただきました。別のより大きな観点でこの事業の特性を見たものが、3ページです。

まず、金融業の中でどういう特性があるかということで整理をすると、知識集約型サービスで、金融の中では最も資本を必要としないビジネスです。証券会社、銀行、保険会社は資本規制があり、充実した資本が競争力の源泉として非常に重要だと言われるわけですが、資産運用業に限っていいますと、余り大きな資本は必要としない。小さな資本でリターンが生まれる、ROEは非常に高いものが望めるビジネスだと思えます。

逆にいいますと、人材の育成と多様な人材を確保すること、それからバックオフィス等を含めたインフラの整備に大変多くの時間とコストがかかるというビジネスではないかと思えます。巨額の資本は必要としないが、人材の育成並びにインフラの整備に大変時間とお金がかかる、こういうことではないかと思えます。

そういう意味では、医療、弁護士、コンサルティング業、こういったものに非常に近い産業になっていると思えます。これはアメリカでもよく言いますが、いずれも専門大学院を持っているわけで、メディカルスクール、ロースクール、ビジネススクールと、こういったものと大変似たビジネスになっているということではないかと思えます。

3番目ですが、本人に代わって何かを行うビジネスで、潜在的に利益相反の問題を抱えていると思えます。したがって、重い受託者責任が課せられていると思えます。A I J事件の問題でいえば、この認識を大きく欠いたビジネスをやっていたと思われそうですが、本質的に潜在的な利益相反を抱えているので、大変重たい受託者責任を課されているビジネス

ではないかという認識が重要ではないかと思います。以上が特性の第1でございます。

2番目の特性は、売っているものは何かが非常にわかりにくいことです。金融商品なので、目に見えない、触れない、食べられない。だから、良いと言われても実感がわからないというのが最大の特徴です。したがって、A I J 事件が起きやすいということではないかと思います。

例えば車ですと、アクセルを踏むと加速感がある、エンジン音が静かだとか、実感があるわけです。ああなるほど、となるわけです。レストランへ行って食事をし、ミシュランの何とか星とか言われると、やっぱり味がいいなど、これも実感が持てるわけですが、金融商品は言葉で説明する以外にないということが第1。

2つ目は、将来の期待についてのお話をしているので、それが実現する保証がどのくらいあるかという、100%とは言い切れない。ある意味ではプロポーズ的なところがあるわけです。将来に期待をし、何とか私と一緒にしてもらえないかとプロポーズをするわけですが、これが100%そうなるかどうかの保証は何もないところと大変よく似てます。

A I J も過去は素晴らしいと言っていたわけですね。しかし将来どうなるかわからない。将来の期待を買うというか、夢を買うというビジネスなので、なるほどそうかという確からしさをどのようにしてご理解をいただくかと、こうした点が大変大きな特徴ではないかと思います。

したがって、過去の運用実績は実績として大事なのですが、将来、過去の実績を実現する再現性をどのように担保するか、そのためには運用の哲学であり、手法であり、プロセスであり、人材の質であり、どういうキャリアの人がやっているかということが大変重要になるということではないかと思います。

3つ目の特性ですが、先行投資型ということで、まず人材を育成するのに時間がかかるのでわかりやすいのですが、加えて将来の確からしさを担保するために、いわゆるトラックレコードを蓄積しなければなりません。最近ではG I P S というパフォーマンスを測るグローバルな基準ができております。これも日次厳密法（時間加重収益率の計算方法の一つで、キャッシュフローが発生するたびにポートフォリオを評価して計算する方法）で計算することがスタンダードになっているので、そういったものを担保する事務インフラを用意しないとイケない。このように先行投資型のビジネスになっていると思いますが、この回収に相当時間がかかるということです。

そこで、資産運用ビジネスが、先ほど日本の場合は大手金融機関の子会社として設立さ

れるケースが多いと申し上げましたが、むしろ英米では逆で、大手の運用会社という、パートナーシップとか、独立系とかが中心です。日本ではA I J事件があって、独立系が排除されるとの報道も目にしますが、むしろアメリカでは独立系こそ運用に値する運用会社として認知すべきではないか、こういう動きにあるわけで、日本と対照的になっています。

したがって、日本の場合は金融機関系列の会社が大変多くて上位を形成しており、利益相反の問題を相当意識してコントロールしないとイケない。親の利益のためにやっているのか、投資家のためにやっているのか。ここら辺が非常に重要であり、運用会社のガバナンスは、そういう観点からも大変重要ではないかと思えます。

4 ページは、運用会社のガバナンスということで、金融機関子会社のケースです。一般的に上場会社のガバナンスというと、株主の利益がどうなっているか、これをだれが監視するのか、こういうことですが、運用会社の場合は親会社からの取締役が多数を占めているケースが多く株主利益が相当意識されているのですが、資金を提供している投資家のために働いているのだろうか、といった問題が起きているわけです。

投資家が報われていたのかということで、このビジネスのサステナビリティが問われている。投資家の利益をだれが守るのかという議論がガバナンス上、問題提起されているのではないかと思われるということです。

それから、運用会社は、投資信託中心に運営されている会社と、年金というか、投資顧問を中心に運用されている会社と、2つのケースがあると思います。一般的には両方を手がけている会社が通常と思いますが、日本の場合は投資信託しかやっていない会社もあり、この投資信託中心の会社と投資顧問中心の会社とは、運用スタイル、会社の価値観などが随分異なっています。

なぜそんなことが起きるのかというと、投資信託というのは商品の販売会社を通じて投資家に提供するというケースが一般的です。年金というか、投資顧問の場合は年金基金に商品を提供するというので、その点が大変大きな違いといえます。

投資信託で売れている顧客の支持がある商品と、投資顧問で顧客の支持がある商品が見事に違っている。こういうことが現実には起きているわけです。投資信託のほうは、目に見える形で、毎月とか、半年に1回配当があるといいなとか、こういった商品は大変人気を集めるわけですが、投資信託では考えられない世界が年金ではあり、分配に着目した商品が顧客の支持を受けているというのは、余り聞いたことがありません。どちらかという

と、トータル・リターンで、長い目で見てリターンが効率的に実現できる商品が望ましいと、ここに大きな違いが出てきています。これが、2つ目の特徴ではないかと思います。

3つ目は、大手の金融機関が何のために運用子会社を設立したかということと関係します。目的によっては、運用子会社に期待するものが短期収益志向というケースもあれば、非常に長期でリターンを上げてもらえればよいと考えて設立されるケースもあるということで、ここら辺も運用会社の運営に大きく影響しているのではないかと思います。

一方で、パートナーシップ型の経営のケース。アメリカ、イギリスではこちらのほうが一般的と言われています。では、日本の金融機関系の運用会社に比べると万全かというところ、こちらはこちらでいろんな問題があります。パートナーですので、権力が集中している。言ってみれば、A I J 投資顧問もそうですが、上場会社でいうと、大王製紙なんかもそうかもしれません。オーナーの絶大な権限がございまして、暴走する可能性がある。これをどのようにリスク・コントロールするかが、こちらの大きな問題になる可能性があるわけですね。

金融子会社のガバナンスは、株主の取締役が大変強力で、暴走するケースが非常に少ないと思います。むしろ暴走できないくらいに大変よくコントロールされている。

パートナーシップのケースは余りにも経営者が強力なので、どのようにしてそれをコントロールするかというのが、ガバナンス上の大きな問題になると思います。以上が運用会社のガバナンスの論点として、それぞれのケースで整理をしてみたものです。

5 ページ、リスク管理として運用会社の場合、何が重要かということでまとめたものです。これもガバナンス上の大きな論点です。親会社が突然方針を変更するというケースもあるわけですね。この会社はリターンが上がっていないから、売却した方がいいということもあるでしょうし、人が流動化するということもよくある話です。

特に主要メンバーの交代とか、流動化について考えますと、これが運用会社の競争力に大変大きな影響があるということで、グローバルによく言われる話です。ここはグローバルに共通しているのではないかと思います。こういった観点からガバナンスをどのように強固なものにするかということも、大変重要な課題ではないかと考えております。

それから、急激な資金流出があるということと、主要メンバーの交代というのは、裏腹の関係になっていまして、初めに急激な資金流出がありきなのか、主要メンバーの交代がありきなのか、必ずこういう問題が起きるので、ここら辺をどのようにリスク管理するかということも、ガバナンス上の大きな論点ではないかということです。

(鹿毛氏)

結局、日本の投資顧問業の1つの問題点は、金融機関の子会社であって、金融機関経営の一環として運用会社があるわけで、必ずしも投資家の利益や事情が十分考慮されていない。親会社と子会社の関係をどう適正化するかが、いわば運用会社のガバナンスの問題の1つのポイントではないだろうかと思います。

この点について次の6ページで、どういうふうに考えていけばいいのかについてのサジェスチョンを整理しました。本質的には子会社業務を展開させるために、子会社も成長しなければいけない。それが親会社の利益になるということから、子会社の利益と親会社の利益は最終的、長期的には矛盾するものではない。

ただ、上場会社でもあり、国際競争にもさらされているということで、親会社の収益性に関するプレッシャーというのは非常に強くて、しかも短期のプレッシャーが非常に強い。つまり長期的に考えれば、先ほどのWin-Winという格好になるが、収益を上げていく上でのタイムホライズンが親会社と子会社で一般的にかなり違っている。運用事業の成功のためには非常に長期的なホライズンを必要とするのに対して、親会社のタイムホライズンは、どうしても短縮化されるプレッシャーが働くので、そこに矛盾が生じ、そこに利益相反が生じる。パーセント・キャピタルという言葉がありますが、要するにタイムホライズンの長い資本の行動をいかに親会社の実現できるか。その意味では運用機関のガバナンスの問題は、親会社のガバナンスの問題であると思います。

もう一つ、運用業務の特徴の1つで、量的成長・拡大というのが、一般的には運用力に対してマイナスの効果を持つ事です。当初はいい銘柄が選べても、受託金額がどんどん大きくなっていくと、なかなか見つからなくなってくるとか、マーケット・インパクトが出てくるとか。

ですから、量の拡大と運用力の維持には潜在的な利益相反がある。しかし、一般的には利益拡大のために量を拡大せざるを得ない。逆に量の拡大をいかに制御するかということも、運用事業の大事なポイントです。これも親会社、子会社、あるいは短期利益志向と長期利益志向とのコンフリクトの1つのポイントかと思っています。

今まで述べたような親会社との潜在的利益相反を適切に管理するガバナンスの仕組みと実効性を担保する構造をどう導入するかが、結局はポイントになってくる。具体的には業務執行面や人事面の親会社・株主からの独立、それから長期の評価期間の2点でしょう。ここで長期の評価期間という場合、最低5年ではないか。3年では短い。

なぜ5年かというのは、一般に1つの景気サイクル、相場の上昇、下降期間を含む期間という意味です。5年たってもだめなのなら、しょうがない。逆にいいますと、パーシェントな投資家には運用期間の評価にあたって5年くらいは見よう、3年はちょっと短いという考え方もありますので、子会社経営についても少なくともこれくらいの評価期間が必要ということを親会社は認識する必要があると思います。

それから、もう一つ大事なことは、運用機関のボードレベルでこういった業務の特徴、あるいは利益相反管理の重要性を認識していることを、投資家に対して明快に情報発信をしていないと、投資家からも認識されない。と同時に、社長の運用に関する理解と情熱、それを担保する株主の理解と情熱、そういうものに裏づけされたガバナンスがあることで、優秀な運用専門スタッフは働ける。

人材について言えば、例えばIQが高くて、長い経験があつて、MBAだCFAだと言え、高い運用力があつて優れた運用成果が出るかということ、必ずしもそういうことはなく、業務環境、企業文化、特に社長の認識が重要です。つまりは適切に評価されるかということです。だから、どんなに優秀な人がたくさんいても、この会社は今度買収されるとなると、優秀な人たちは次の職場を考え、やる気をなくしますから、運用成果が全く出なくなることは、私も身をもって経験があります。そういう意味で、社内外への情報発信が極めて大事だと思います。利益相反を担保し、有効なガバナンスを実現するための仕組みはなかなか難しいのですが、その1つとして、投資家の利益代表、つまり運用力強化をミッションとして発言していく社外取締役の役割があるかだと思います。できれば過半数ということになると思いますが、現在、日本の運用業界には全くない。しかし、こういうものは投資家から見た場合に極めて説得力のあるツールではないかと思います。

結局、運用商品というものは、過去にどんなに実績があつたって、将来どうなるかという保証はないので、投資家の利益代表の経営参加のような仕組み、運用を大事にし、投資家を大事にするというメッセージを送ることが、多分日本の運用機関のこれからの生きていく道の1つなのではないかという感じはいたします。

もう1つ、運用会社のガバナンスを考える上での課題として、今度は投資家として、株主としてのガバナンスの問題も避けて通れないと思います。

(大場氏)

親会社との関係ということ、私は2つあると思っており、1つは、保険会社、証券会社、銀行というのは、ビジネス・マインドが規模志向なんです。一般的な傾向としてスケール

が大きくなると、リターンがはね返ってきますから。

ところが、運用会社の場合は最適規模を常に意識しないと経営がすごく難しいという矛盾があるので、そこをどうコントロールするか。これはガバナンス上の非常に大きな課題ではないか。これが第1点です。

2つ目は、大手金融機関は、カルチャーがキャピタル・ベースです。銀行、証券会社、保険会社も充実した資本を組織上、どう運営するかが非常に重視されています。安心して保険を払ってもらうためにも、正確に決済してもらうためにも資本の充実が大変重要だからです。

ところが、運用会社の場合はピープル・ベースの仕事で、そこに相当のカルチャーの違いがある。執行面、人事面の親会社からの独立をどの程度、親会社が意識してやれるかは、非常にガバナンス上、重要になっている。運用会社は結構変わっていると思われる人が多いのです。そういうユニークな人がいないと、新しい投資機会を見つけるとか、新しいアイデアを出すとか、うまくいきません。そこをマネジメントが相当理解しないといけないわけです。

うまくいくかどうかは、このビジネスに情熱を持っているかどうかというのがすごく大事で、だからこそそそピープル・ビジネスということで、ここを株主がどこまで理解するかというのは、すごく大きな課題ではないかと思います。

運用会社のガバナンスの話ですが、次は株主としてガバナンスをどう働かせるかも大事だろうということで、ご紹介したいものがございます。こんなに世界的な金融危機をなぜ起こしたか、機関投資家にも責任があったのではないかと、こういうことであります。つまり、どのように投資先企業をモニタリングしていたのかという問題提起です。

8ページですが、イギリスで2010年にスチュワードシップ・コードが公表されました。株主として投資先をしっかりとモニタリングするということを欠いていたのではないかとという問題提起です。金融の暴走と機関投資家のモニタリング欠如、金融危機はこれが原因ではないかということです。こういう議論がございまして、スチュワードシップ・コード7原則というのが2010年に公表されています。

機関投資家が投資先企業をしっかりとモニタリングしていなかったために企業が長期的成功をもたらすことができず、最終受益者、つまり投資家もそのリターンを享受することができなかったのではないか、経済全体にも寄与できることを欠いていたのではないか、こういうことです。

スチュワードシップ・コード7原則は何を示しているかという、まず運用会社はスチュワードシップ活動の内容を、どういうことが大事だと認識しているか、認識を示せというのが第1番の原則です。

2つ目は金融機関ですからいろんなところで利益相反が発生する。それをどう管理しているかの原則を示しなさいということです。大手金融機関が運用会社を持つ場合は、利益相反が必ず起きるから、どういうことでコントロールしようとしているかを公表しなさいということです。

また必要なときに他の投資家と連帯を組みなさいという原則も示しています。1人だけでは力が及ばなくても、運用会社同士が連帯すれば1つの大きな力になる、社会を変える力にもなる、いい方向に導くこともできるはずということでもあります。

議決権行使にとどまらず、こういったことについても表明して具体的ガイドラインを示すことが、社会にいい意味で大きな影響を与えることになるということでもあります。

まだまだ日本では、スチュワードシップを発揮するような観点での投資家が少数にとどまっている状況ではないかと思われるので、こういったことも運用会社のガバナンス上必要ではないかということでございます。

(鹿毛氏)

大株主は売却できないから議決権行使するしかない、という考え方が、90年代の半ば頃から結構主流な考え方であったと思います。私はあえて「神話」という言葉を使ったのですが、この考え方は必ずしも正確ではない。アクティブ運用ではある程度売却も行われている。一般論としてはパッシブ運用では売却できないわけですが、これも、ある意味では思考停止です。ベンチマークは選択しているわけです。

ベンチマークをTOPIXと決めて、東証1部全体を買うということは、確かに全一部上場銘柄を持たざるを得ないということになるかもしれませんが、パッシブ運用のベンチマークは1つではない。ラッセル野村1000という時価総額で上から1000銘柄を対象とするものもあります。その場合、日本で上場会社は3500社くらいありますが、そのうち時価総額が1000社以下に落ちていったものは自動的に外していくことが可能であり、ある程度業績が悪くなって時価総額が下がっていけば外していくことが行えるようなパッシブ運用もあり得るわけです。

逆に、例えば東証1部1800の中でも、いろんな基準たとえばディスクロージャーや、経営者の株主重視姿勢などから見て、またROEが非常に低い水準にあるといったような投

資適格性に疑問を持つようなものは、相当数あるのではないか。そういう意味で、パッシブ運用ではベンチマークの選択が決定的に重要で、単に売却できないということではない。

アクティブ運用に関しては、投資という基準から見てある程度以上望ましくないものを売れないから持ち続けるというのは、ある意味受託者責任違反であって、当然それは売っていかねばいけない。主要な運用機関、ファンドマネージャー、アナリストがいるようなところは、アクティブ運用であれば、必ず売却している。大口投資家だから低収益の会社を持ち続けなければいけないというのは、私は「神話」ではないかと思います。オリンパスの例も、要はメインバンクなど政策投資の関係者である主要金融機関は別として、一般のアナリスト、ファンドマネージャーがそろっている運用機関で、これまでオリンパスを持っていたところは実はほとんどない。最初から入れない。それはディスクロージャーが十分でないとか、そんな理由です。

ですから、ある意味では専門的な運用機関はそれなりにウォールストリート・ルールもある程度きちっと実行し、ストック・セレクションでも、想像以上にきちんとやっているなという感じがいたしました。

もう1つは、運用機関において議決権行使をする担当の人と売買する担当の人は、会社が大きくなると違うのですね。議決権行使をする方は、時にマジョリティーを形成する必要もあり、非常に情報発信力が強いわけです。

一方、売買をする人は、基本的には一切発言しないわけです。ですから、議決権行使関連で言っている議論と、実際に機関投資家の売買基準とは必ずしも一致しない。

大手運用機関の中には、ある程度の企業でも5%、6%持っているケースがあり、しかも長期の株主ですから、日本のトップの方々が、新しいファイナンスをしようとなったときに、一番に相談に行くのはそういう大株主です。ファンドマネージャーは、ガバナンスがおかしい、あるいは収益性がおかしいということで当然売却する、あるいはそこで気にいっていけば、購入していきます。そういう議論と、社外取締役がたくさんいたら買う、いなければ買わない、買収防衛策があれば買わない、なければ買うという、一般的に新聞に出てくる議論と、実際に投資家が売買をしているのとは違うということがあるので、その辺は区別したほうがいいのかなど。

これだけ過去20年にわたって、日本株がマイナスであったのに持ち続けていたのは運用機関であり、年金である。それは、ある面では上場企業の責任という議論もあるが、それを持っていた方もどうなんだということもある。そこに1つ問題点があるかと思いますが。

最後に、経営トップの犯罪防止の仕組みの問題です。これは、あらゆるガバナンスの議論でもあり、A I Jを含めた議論にもあります。犯罪そのものはなくなるという前提で、登録要件・会員資格、トップの資格がかなり重要ではないかということが1つのサジェスションです。

第二は、こういった外部のオーバーサイトの議論、社外監査役、社外取締役、独立監査法人の議論ですね。それから、ファンドそのものの開示要件とか、オーバーサイトということ、これはこれまで明らかに十分ではなかったという感じです。

第三に、内部通報制度とか、ある種のブラックリストを用意し管理する、こういうやり方しか現実的にはないのではないか。アメリカでも多分そうではないかと言われているそうです。こういうことをもう少し強化することが今後の論点としてはあると思います。

(池尾座長)

運用会社のガバナンスというとき、運用会社のタイプは金融機関の子会社の場合と独立のパートナー型の経営の場合では区別をしたほうがいいと。日本の場合は金融機関の子会社というケースが大半で、そちらに焦点を当てた形で、ガバナンス上の問題としてどういう論点があるかということ、包括的にお話をいただいたと思います。

(上村氏)

親会社が持っている子会社は、子会社が独自の法的なミッションを持っているのです。顧問としての明快な受託者責任ですね。例えば親が証券会社であれば自分で一任勘定はできないが子はできる。利益相反とかなんとかという次元を超えた、子は子に要請される法律上のミッションをきちんと遂行しなければ本当は違法にもなりうるべきものです。ですから、親はそれをわからずに収益源みたいと思うことは、構造的にできない限界があるのですね。同じ業態を有する親子間の問題とは違います。

大事なのは、受託者責任一本だと思います。イギリスの場合は、受託者責任という観念は絶対で、委託者は法人ではなく、基本的に個人。だから、年金のように委託者である市民社会の強いプレッシャーを受けて業者がその役割を果たす、そう考えていますが、それにプラスして、F S Aの業者プリンシプルがあります。投資顧問業者は、その業者プリンシプルの対象にももちろんなるわけです。これは11のプリンシプルがあり、11番目は規制当局がこうしてほしいなと思うようなことを自らやれということです。

加えて、英国の場合は3 Bとあって、バンカー、バリスター、ブローカーは大変尊敬される職業とされている。バリスターは法廷弁護士ですね。バンカー、ブローカー、要する

に人のカネを預かる人は、それだけの高い倫理性を有するジェントルマンでなければいけないし、そうでなければ、そこにいられなくなる。そういうものがあることが前提になって、それに加えて、機関投資家にスチュワードシップが乗ったという意味で、これだけが突如として出てきたわけではないというのが、まず一番大事な点かなと思います。

要するに受託者責任が徹底される。受託者は、例えば委託者が大物でプロでもいいわけです。受託者はもちろん運用の専門家ですが、指図する側、委託する側がプロでもいいわけです。だけど、スチュワードシップということになると、貴族と執事のような徹底的な誠実さが求められる、そこまでいくわけです。

このスチュワードシップは今はFRC (UK financial reporting Council) が作っております。昔は、ディスクロズ・オア・コンプライといったのは取引所の規則でした。これも業者ルールですね。取引所だけでは狭いので、その後できたのがFRCで、FRCが今中心になっているいろいろやっているわけです。

FSAも、あれはカンパニーですね。カンパニー・リミテッド・ギャランティといって、カンパニーです。だけど、ホームページを見るとアドレスはガバメントとなっています。GOVと付いているはずですが。あれも業者のおカネで運営しています。規制部門自身がそういう構造の中でやっているわけです。日本のように親会社に受託者責任の観念がないどころか、むしろ構造的に利益相反になっていて、子の本来の職責への理解が足りないようです。これは本来は利益相反というような問題ではないのです。

何度も申しますが、やはり受託者責任という観念が常に決定的で。現に課せられている職務の職責をきちっと果たすということにすぎないのですが、日経あたりは規制の強化には慎重にとかおかしなことを言っていますね。基金よプロたれという論調は全くの間違いなのです。プロは投資顧問や信託銀行でして、これは疑いのないことです。

(鹿毛氏)

子会社がミッションを果たせないという点に関連して、例えばアメリカの大金融機関の子会社の運用機関は、ERISA法の影響を受けるわけです。そこは法律が及んでいるので、親会社は日本ほど好きにはできないと思いますが。

(上村氏)

私の理解では日本でも本当は及んでいるのです。つまり、みんな金融庁のお話ばかりしていますが、今回の話の中心は厚労省なんです。金融機関一般の話というのは、もちろ

ん重要ですが、年金運用は厚労省の責任です。厚生年金保険法という法律の問題で、目的規定に労働者の将来の生活の確保等が書いてあり、基金は必ずプロへの運用委託が法律上義務付けられているのです。運用を義務付けられている投資顧問、信託銀行には法令遵守義務がわざわざ書かれています。このことは、運用受託業者は法目的に適う運用をしなさいと言っているのです。基金ではなくて信託銀行とか、投資顧問は末端の労働者というか、出資者のために受託者責任を果たさなければいけない。このことは10年前の協会の注意義務研究会報告でも明快に確認されております。協会は非常に先端的な問題意識を有してきたのです。

今訴訟になっている件は、デリバティブというか、ハイリスクのものに7割投資しているんですね。ほかの金融機関は断っているのにやっている。だけど、基金の言われたとおりにやっている、基金に変なあやしいコンサルタントがいて、基金がその者に影響されてこうしろと言うので、その通りやったにすぎないと抗弁しているんですね。

そうではないことを実は業界自身がそれをよく認識していて、10年前に運用の自由化があったときに、これからどういう方針でやるのかを真剣に考えて、先の報告書を作った。そのとおりにやっている良質な業者もたくさんいる。あれだけ立派なものを10年も前から業界こぞって作り、それを真面目にやってきている者がいることを強調したいのです。私が産経新聞の正論にこうしたことを書いたときも、これをみんなに配りたいと言って許諾を求めてきた運用会社の方もいたのです。

(岩間会長)

親会社・子会社構造について、親会社は上場会社で金融機関。運用の重要性をある程度認識して投資顧問会社をつくって大きくしようとして、投資顧問業の本来の趣旨にのっとって育成を図りたい。こういうことだとして、大体100%保有しているところが多いと思いますが、親としては親会社の株主に対する説明責任、投資した額に対して持続的に一定以上のリターンが返ってくると、コンプライアンス上もちゃんとやっている、こういうことがあればいいと、こういう話だと思うのです。

そうすると、そういう状況をキープするためには、取締役会はマジョリティーをとりたいということになるんですね。要するに親会社から派遣する取締役をマジョリティーに置きたい。そういう意味で経営を監督したいと。

一方で、子会社である運用会社はオペレーションは独立にやりたい。言うことを聞かないとかいう話ではなく、投資家のために専一にやりたい。いいパフォーマンスが出ること

が、企業がよくなり親会社にもリターンが出るという話。その構図は絶対キープしたい。

そういうときに、力関係から言うと、親会社がマジョリティーをとるボードの構造は変えがたいと思うのです。執行部隊のところは外部の専門家、あるいは知見のある人たちがアドバイザー・ボードみたいな格好で、執行のアドバイスということで入る。そうすると、親に対しても間接的ではあるが、説明を強化できるということもあると思います。

(大場氏)

投資顧問会社、運用会社の中にも、社外取締役という立場で投資家の利益をどのように守るかという観点で議論に参加していただくことも考えられるのではないのでしょうか。アドバイザー的なご意見をその場で指摘していただくというか、そういうやり方もあろうかと思います。

(上村氏)

それはあったほうがいいと思いますが、厚労省はものすごく詳細な監督権限を持っているんです。実は基金に対しても、いろんな権限を持っています。基金のあり方を是正しようとするれば、そのまま運用業者に反映するのです。そうした厚労省に代わる機能を社外取締役が果たせるとは言えない。厚労省が本来の役割を果たしてこなかったことが問題なのですね。

(池尾座長)

銀行などのケースも含めて、ボードの役割と監督当局の権限との関係をどう見るか、監督当局が極めて強い権限を持っている中で、ボードの社外取締役が一体何が追加的にできるんだという議論がある。アメリカの金融危機の後の金融機関のガバナンスをめぐる議論の中でも、そうした論点が出されている。一般事業会社の場合には社外取締役に非常に期待するところがあるんですが、金融機関の場合には外部の規制当局がそもそも極めて強い権限を持っている。

(上村氏)

逆にその権限が現実に行使されていないということを追認するような社外取締役になっても困るんですね。

(鹿毛氏)

例えばちょっと前までのJPモルガン、今でもメロンとか、一時のUBS、大金融機関の子会社を優れた運用機関として育てていく実績を持ったケースは、実は英米ではたくさ

んあります。ご案内のようにパートナーシップ型だけではなくて。

グローバルな金融機関は、バンキング、インベストメント・バンキング、アセットマネジメント等の事業を持っているわけですが、アセットマネジメントは、せいぜい全体の利益の1割くらいでしょう。ところが、インベストメント・バンキングというのは収益が非常に振れるので、収益の安定性をはかるためには、立派なアセットマネジメント業をグループ内に持つことが、持株会社の目から見てプラスになる。またアセット・マネジメントのROEは非常に高いのでグループROEを高めるエンジンになる。優れた運用機関は、いろんな意味でレピュテーションが高くなって、しかもそれが主要な機関投資家を押さえますから、そのほかの本業をやる上でも、いろんな意味でプラスになる。運用成績もよくレピュテーションも高い立派な運用機関を持つことは、大ファイナンシャル・グループにとって意味があるというポリシーがありうるわけです。ここでは、親会社と運用子会社の物差しは一緒になりうるわけですね。そうすると、運用子会社にある程度独立を与えて、長期的にやっていけるようなポリシーをとれる。だから、子会社であっても十分グローバルに一流の機関になっている。

今の日本の場合は、必ずしもそういう格好になっていないために親会社・子会社の利益相反の問題が顕在化してきます。ですから、日本の運用機関の大部分は金融機関の子会社だという前提に立てば、子会社であってもいかにグローバルに競争力のあるものをつくれるか。最終的には子会社レベルということよりは、親会社のボードに対して、優れた運用機関を持つことがグループ全体の発展にプラスになるということが、ある程度定着するようなことがどうやればできるかという難しい話です。

(上村氏)

アメリカの場合は完全親子でなくても、責任もガバナンスも法的には一体ですが、日本は切れているわけです。100%保有であっても、親と子は別法人だから親は子会社の債権者に対しても責任がない。こうした状況を変えて、支配あるところには責任ありという原則を確立しようという諸外国では当たり前の企業結合法制にいつまでも反対しながら、逆に今度は子会社のミッションを尊重するという姿勢がなければ、話は一貫していないのですね。

責任のない支配が貫かれている。これは別に運用とか、金融だけの世界ではなくて、企業世界の全部がそうなっている。責任がないけれども、支配だけしているという構図は、結局は外国企業に対する責任追及もできないことになりますので、むしろ国際競争力を弱

めていると私は思っています。

(山田氏)

投資顧問会社は、親会社からの独立をいかに担保するかが業界創設来の課題であり、受託者責任を果たすために、法令諸規則の整備が進められて来たと考えています。そして、多分A I J 事件を契機に、もっと詳細になる可能性はあると思います。

金商法なんかすごく細かい規定がいろいろ出ていて、我々としてはそれをいかにちゃんと守るかということ、ミッションとして考えておりますが、そうすると、A I J のような問題を考えた時に、決められたことがちゃんとやられているか、そのチェック機能が非常に重要ではないかなと思います。

これは公認会計士協会からA I J 問題への対応ということで出た話として、S A S 7 0、日本ではいわゆる18号基準ですが、に基づいた外部監査によりチェック機能を働かせたらどうかということがあります。専門家による外部チェックということで、ブラックボックス化しているものの透明度を上げるような方法というのは、受託者責任というか、お客様、顧客への信頼度回復の一つの方法ではないかなと考えているのが一つ。

あと、全く別件ですが金融機関子会社によって投資顧問業の歴史ができてきたという一方で、投資顧問会社の親会社が合併してその部分が非常に減ってきている。今、協会の構成員を見ても、独立系と外資系の投資顧問会社が多いと思います。独立系の、A I J はたまたまそうかもしれないのですが、外資系にしても、トップの方とか、そういうところにいる方が、20年前セルサイドにいた方がバイサイドに移ってきている。これは非常に参入障壁が低いということもあると思うのですが。特に90年代に証券会社でリストラが行われている過程で、セルサイドからバイサイドに来た方が私の知り合いでも結構いるのです。

(池尾座長)

人材の問題が非常に大きいと。だから、通常のコーポレート・ガバナンスの議論は、株式会社でキャピタル・ベースの企業を念頭に置いた形が標準的なものとなっていたわけですが、近年はそうじゃない。ヒューマン・キャピタルこそ、その企業のコンピタンスを決めるような存在であるタイプの企業の重要性が高まっている。そうしたタイプの企業に関して、どういう形でガバナンスを考えるのがふさわしいのかという議論が一部では盛んになってきています。そして、ヒューマン・キャピタルこそ競争力の源泉みたいな場合に、株主利益みたいなことを本当に言うのがふさわしいガバナンスなのかという素朴な疑問を含めて議論がありますが。

そうすると、資産運用会社はピープルズ・ベースなので、そういう側面からもガバナンスのあり方については考え直してみる価値があるような気がします。

(上村氏)

法制ももとは金融機関が最初でしょう。非常に切実ですから。内部統制もアメリカでも日本でも金融機関が先ですね。社外取締役も実はアメリカの1940年の連邦投資会社法に初めて社外取締役が入るのです。それが一般事業会社に広がっていくのです。ですから、ガバナンスの先端的な議論というものは、金融のような世界でこそどうしても必要だということに入ってきて、それが一般事業会社にいく。アメリカのプロセスはそうです。日本は逆で、一般事業会社の話ばかりやっている。

1940年連邦投資会社法というのは、会社型投信のための法であるかに理解されていますが、インベストメント・カンパニー・アクトのカンパニーは会社という意味ではなく、一切の団体や信託等を含みますから、実は投資ファンド法と訳すのが正しいのです。

(岩間会長)

今のヒューマン・キャピタルの話で言うと、人事とか、執行の独立とか、監視はされるけれども、執行陣に授権される範囲と、そこで人事の問題とか、評価もそうですが、完全に親から独立した範囲はできるということが担保される必要がかなりあると思います。多分、子会社方式でそれをやっている運用会社の社長さんは、そこでどうするかということに毎日直面しているということだと思うのです。

(大場氏)

新しく運用会社の社長になられた方が挨拶されるケースがあるのですが、「私、こういう仕事をやったことがありません。皆さんにいろいろご指導いただきたいので、よろしくお願ひします。」と、大変謙虚におっしゃるわけですね。これをお客様が聞いたら、どう思うだろうかということが現実には起きているわけです。

(鹿毛氏)

AIJに関連して言えば、運用会社の社長は、受託業務の経験が3年くらいあることが望ましいと思います。それは仕事の経験という意味ではなくて、他人のおカネを預かる受託者責任という認識を持っていない人におカネが預けられるかということです。

(岩間会長)

経験があるかないかは別として、受託者責任が大事だという意識は、少なくとも持っているはずですね。協会としても業務運営の留意事項の一番上にそういうことを書いて、

繰り返し、繰り返しやっているわけですがけれども、もっとしっかりしなければいけないということは、我々の永遠の課題だと思います。

運用会社のガバナンスを効かせるために、確かに受託業務あるいは運用業務を経験した人が必要だということが本当に大事なのかというと大事そうな気もするが、基本的に経営の立場ではある意味でコンセンサスがちゃんとあるか。要するにディシプリンの効いたことができるのかどうかというのは、過去の経験があるという裏打ちがないと、だめだということなんですかね。何となくそうでもないような気もするんですが。

(池尾座長)

立派な人は立派な人なんです。本当に立派な人はいると思いますが、外形標準か何かで言い続けなければいけないということも避けがたいこと。外形標準に該当しなくても、本当に立派な人というのがいることは否定できないと思うのです。

(上村氏)

いやむしろ立派な人がいけないんです。つまり日本のコーポレート・ガバナンスの議論をしていても、うちは立派な方だからいいと。うちはいいかもしれないけれども、それはすべての株式会社に適用されるべきルールとしてどうか問題なのですが、その議論がおかしくなってしまう。例えばあやしい金融商品でも、一流会社が最初にやるんです。だから、いいじゃないかというので、最初のハードルを越えちゃうんです。その後にはひどいのが続出するのですね。だから一流会社や立派な人の責任というのは重いのですね。

(柳川氏)

受託者責任が大事で、コーポレート・ガバナンスは大事なのですが、少し違和感があって、運用会社というのは何をして儲ける会社なのか、何をしなければいけない会社なのかというのが、今ひとつ明確でない。報酬の対価は何か、このあたりに絡むのですね。そこが明確であれば割と受託者責任は問いやすいし、親会社にしてもここはやってはいけない、ここは大事な報酬の対価をもらえなくなっちゃうからやっちゃいけないとか、外側から明確になるのですが、運用会社は何を本質的にやって、どこにほかではできない利益の源泉があるのかというのが余り明確でない感じがするんです。そこがクリアにならないと、受託者責任をどうやって実効性のあるものにするのか、ガバナンスを実効性のあるものにするのかというのが難しくなるのではないかと思います。

何が利益の源泉なのでしょう。例えばさっきの医療とか、弁護士というのはわかりやすいわけです。資格がないとできない仕事だから。彼らがやるスペシャルな技能は、ほかの

人はできない。でも、運用というのはほかの人もできるわけですね。一般株主やほかの人ではできない運用ができるというわけではない。源泉は規模ですか、それとも特別な知識？

(大場氏)

お医者さんに頼まないと病気は診てもらえないですね。運用会社も本来はそういう存在でなければいけないわけです。それが初めてなのでよろしくと言うから、ややこしくなるのです。一般の方が病気になって、お医者さんに診て頂こうと思ったときに、この先生はどのようなキャリアで、どういうことが専門なのかと普通は思うわけです。重い病気の可能性があればあるほど先生のキャリアを気にしますね。初めてとか、まったく経験のない先生という人のところには行かないと思いますよ。

本来は運用会社もそうなんです。だから、何が利益の源泉かという、一般的には考えにくいんですが、投資の機会を世界中から探してきて、リターンを提供するというのをどのようなキャリアの人が、どのような確信に基づいてやっているかということに対する報酬だと思うのです。

(柳川氏)

そこをきっちりリファインして、アピールするというのが、多分なかなか難しいのですけれども、一番必要なことなのではないかと。

(上村氏)

村上ファンドみたいに、投資顧問の後ろにいるのは数人のプロ中のプロだというのなら、それは普通の契約です。しかし、今おっしゃったように医者と患者とか、生まれたばかりの赤ん坊と親権者とか、それもみんなフィデューシャリーですね。赤ん坊が資産を持っている。親権者はそれをフィデューシャリーとして管理するというとき、赤ん坊は評価もできないし、指図もできないし、何もできない。そういう場合にはフィデューシャリーとしての全面的な誠実さを何によって証明できるかという、外形ですよ。自己執行をしているとか、分別運用をしているとか、資産を分別保管しているとか、分別保管した上で監査証明がついているとか、開示しているか。これは第三者が見てわかるし、自分が年をとってからもわかるわけです。

ですから、誠実さの証を外形で残さなければいけないという世界と、ただの契約の世界、これらの全部を含めてフィデューシャリー・デューティと言っていますから、どういう場合にはどういうことをしなければいけないか、こういう場合はこういうことをしなければいけない、委託者がいても、委託者のそのまた後ろに委託者がいるという場合は、年金で

すね、その場合には末端の委託者のために義務と責任を果たさなければならないのです。注意義務研究会報告書というのは、そういうことを場合分けをして分析した報告書なんです。

ですから、どこを見ているかによって、受託者責任というのは全然違う。そもそも背後にしているのはプロ数人だという場合は、本当は株の場合だったら株主なんですよ。そういうのをフィデューシャリーと言っている場合もあるし。非常に難しい概念だと思いますね。置かれた状況によって報酬のあり方も全部違いますし。

(鹿毛氏)

例えばアメリカ等で成功した運用機関はどこから利益が出ているか。それこそキャピタル、フィデリティなどが典型だとすれば、やはり長期にわたって、いわばマーケット平均以上の付加価値を生み出しているという実績があって、過去の実績が将来再現されるであろうという期待の裏づけとなるような人材であったり、意思決定のプロセスといったいろんな条件を整えているというので、投資家は期待に対して報酬を払う。勝っている非常に成功した運用機関の場合、長期にわたって超過収益を出しているのは、多分1つの典型的な形だと思います。

(柳川氏)

そのとおりです。そこに何かスペシャルなものがあるから、リターンが出るのだと思うのです。そのコアコンピタンスの源泉は何かということなんです。その源泉が何か明確でないと、その源泉を親会社につぶされたり、いろんなことになるわけですが。ほかではできない長期のリターンを実現できている源泉は、何だったと考えるのか？

(鹿毛氏)

投資家の立場、年金基金の立場で、運用機関に対して一体この源泉は何か、これがサステイナブルかということ詳しく質問するのが仕事の時期がありましたので、若干付け加えますと、たとえばフィデリティ、キャピタルといった世界を代表する運用機関の場合、付加価値の源泉はリサーチ・アナリストの量と質ですね。加えて過去に実現した付加価値を将来再現させる投資判断の仕組みです。そこにはマネジメントも含まれます。フィデリティも、投信という事業では世界最大のところまで成功し、それを支えるリサーチ・アナリストとファンドマネージャーのチームがあったわけです。それがスーペリアな運用成果をもたらすチームだった。しかし、それが年金という事業に参入した当初は苦労したようです。年金の期待するクオリティーは投信の一般個人顧客よりは高度だからです。

(柳川氏)

私が言いたかったポイントは、そのあたりのところが、少なくとも私みたいに外側から見ている場合では全体に余り明確でなくて、極端なことを言うと、とにかく任せてくださいと。そういう感じに見えてしまって、何が大事なポイントで、何が結局利益をもたらせるのか。そこが整理されて、わかるようになってくると、法的には外形標準の問題になってくるわけなのでしょうし。委託する人とか、親会社の株主という話でいけば、その中で本当のコアコンピタンスは何かという話になってくるでしょうし、過去の成功事例は将来の成功を保証するものではないので、何ともそういうのは難しいというのはわかるのですけれども。だけど、そうであっても、ポテンシャルに、今おっしゃっていたように情報だったり、人材だったり、リサーチの知識だったり支えているものがあるのだとすると、それが個々の商品によって、何が本質の会社としての源泉なのかというのが、もう少し明確になってくると、受託者責任だとか、ガバナンスの話が整理できてくるのではないかとということです。

(鹿毛氏)

今申し上げたのは、アメリカの例で、翻って日本における運用業を考えて、日本株の投資ということで考えると、どんなに優秀なアナリストとファンドマネージャーがたくさんいても、あまり価値を生み出していないわけです。過去20年間の平均リターンはマイナス2.9%。その意味では、ご質問の価値は何かというと日本株に関する限りは価値は生み出していない。

(上村氏)

でも、年金というのは受託者責任を果たすことが大事ですから、例えばカナダなど、すごいマイナス運用でも平気でやっているようなところもいくらかもあります。日本はプラスも小さいし、下も小さいけれども、それが外形的に責任を果たしたということであれば、結果が出なくても立派に報酬をとっていいのですね

(鹿毛氏)

例えば3年とか、5年であれば、それは許容されるのですが、20年にわたって出ていなければ、やっぱりそれは価値を創造していないということにならざるを得なくて、問題はむしろ価値を創造しない経営がなぜ継続したか。その半分の理由は、投資家がそうした企業の株式を買い続けていたからだ。だから、私は運用会社だけの責任ではなくて、むしろ

ろ買っている側のおカネですから、半分以上は投資家サイドの責任。

(上村氏)

20年停滞していたら、20年出ないのは普通だとも言えるのでは？

(湖島氏)

私ども取締役協会は多職種から成る構成でありまして、企業経営者と投資側の対話を重視しておりますが、その中でいろいろな問題提起なり、議論が随分なされています。投資家側からの企業経営陣に対する「突き上げ」的な構図の面もありますが。今日のテーマも含めて、議論も聞いていて、ポイントとして、指摘したい点がございます。

単純化すると、投資先たる企業のコーポレート・ガバナンスと投資する側の資金運用機関投資家側のコーポレート・ガバナンスについての「合わせ鏡」のような、相似形のような双方に共通のガバナンスの脆弱さという問題です。

第1点として、現象面として最終的にリスクを負わされるステークホルダーたる一般株主も含めた株主や、年金拠出者の利益や視点が我が国では甚だしく軽視されているという根強い指摘、批判があります。

2つ目で、本質的問題として、他人のおカネ、資産を預かっている、すなわち任され、信認されて運用する者の責務を広く受託者責任として認識、自覚を求める必要がある。これについては基本的にプロフェッショナルとしての企業側の取締役を含め、方向としては厳格化を求める方向で考えるべきではないかと思えます。

3つ目。しかし、そうした構造的問題のよって来るところの日本的システムである、資金運用や、会社法もシステムとして変えていく方向で取り組んでいかないと、資金運用や企業の業績のパフォーマンス上も、またコンプライアンス上もなかなか平均的に見て改善が一向に見られない、そういう状況が進むだけではないかと考えられます。

やはり日本のコーポレート・ガバナンスのレベルが問われているという感じがします。取締役なり取締役会の株主からの受託者としての職責に関する制度と実態の乖離についてはいわゆる「日本的経営」の議論で、内部出身者を中心とする経営者に対して、メインバンクや、一部大口株主、主要取引先という特定の大口ステークホルダー重視の「日本的経営」の問題を、ある意味で「まな板の上のコイ」側の関係者に言い続けてもなかなか限界があるという議論もあります。

株主や市場側の発言力の弱さにもっと焦点を当てていくべきという声があります。経営側には「株主といっても、実際はだれですか、どこにいますか？」というホンネの発言も

ときどきあります。株主の多くは現代では日本でも機関投資家が、機関投資家自身が受託者である。こちら側にも組織体としてのいろいろな問題なり、系列の議論がありました。

「日本的な余りにも日本的な」という言葉もときどき聞くことがあります。サラリーマン的といいますか、内部志向、系列的といいますか、そうした構図を背景とする運用の低いパフォーマンスに対し、現状維持的に「物言わぬ」状況が変わらないと、資金運用、株価等のパフォーマンスの停滞が進み、結局、話が廻り回って、日本のサラリーマンなり、国民である資金拠出者がより貧しくなるだけという状況につながる恐れがあるということで、ここからはやや私見でございますけれども、そろそろ、国策として、こういう問題を取り上げるべき時期に来ているのではないか、あのドイツも1990年代以降に変革を遂げた、恐らくは外圧、グローバル化、あのドイツも変わったのであり、ドイツだけでなく米国、英国、韓国等もいろいろな取り組みをしてきております。

日本のビッグバンもまだ状況のよいころの取り組みでありまして、「ここまで日本も落ちれば」といった表現は適当でないですけれども、株価水準も低迷し、またいろいろな不祥事も起きている状況下、こういう諸外国の取り組みを謙虚に学び、ある意味で、「やれることは何でもやる」くらいの構造改革に取り組むべきではないか、という感じが今日の議論を聞いていたしました。

(池尾座長)

まだまだ議論は尽きない感じですが、予定の時間を過ぎましたので、このあたりで第4回のコーポレート・ガバナンス研究会を終了したいと思います。