

平成 28 年度 第 3 回 拡大版コーポレートガバナンス研究会

株式市場の構造改革（安定株主体制の縮減）の必要性と
共同（集团的）エンゲージメント体制創設の提案

企業年金連合会 運用執行理事 濱口大輔氏

2016 年 9 月 27 日（火）

(池尾座長)

ただいまから平成 28 年度第 3 回拡大版コーポレートガバナンス研究会を開催します。本日はご多用中のところをご参集いただき、誠にありがとうございます。

出席者についてご報告します。出席者の名簿はお手元のタブレットに表示されていると思います。本日のゲストスピーカーは企業年金連合会運用執行理事の濱口大輔様でいらっしゃいます。そして、次回の研究会のゲストスピーカーをお願いしている上智大学特任教授の引間雅史様に、今回はオブザーバーとしてご出席いただくことになりました。

今回よりお手元のタブレットを用いて進行していくということなので、タブレットの利用方法について、協会事務局よりご説明いただきます。

(事務局タブレット操作説明)

(池尾座長)

恒例なので、最初に岩間会長から開会の辞をお願いいたします。

(岩間会長)

お忙しいところをありがとうございます。今年はアセットオーナーの方々にお見えいただいておりますが、今回はその 3 回目です。最初は ICU の新井さん、前は GPIF の水野さん、今日は濱口さんです。スチュワードシップ・コードのフォローアップ会議で、池尾先生が座長でいらっしゃって、我々としてはスチュワードシップ・コードをちゃんとやっていかなければいけない立場なので、アセットオーナーの方々からいろいろご意見を伺いながらやっていきたいと思っております。今日はよろしくをお願いいたします。

(池尾座長)

本日はゲストスピーカーとしてお迎えした、企業年金連合会運用執行理事の濱口大輔様に、「株式市場の構造改革（安定株主体制の縮減）の必要性和共同（集团的）エンゲージメント体制創設の提案」と題してお話いただき、その後、いつものように自由討論ということにしたいと思います。濱口様、よろしくをお願いいたします。

(濱口氏)

今日はいまご紹介いただいたように政策保有株もしくは安定株主の問題を中心にお話ししたいと思います。この話は1年ぐらい前からいろいろなところでやっているのですが、もう聞いたという方もおられると思いますが、ご容赦ください。それだけ大事な問題だということで、しつこくもう1回やってみようと思います。

私はこの影響で株式市場自体が機能不全に陥っていると考えていまして、これが日本のガバナンス問題の本質だと思います。この問題の改善なくして、いま主に議論されているような社外取締役とか対話とか開示といったミクロの対策をいくら議論しても、その効果はたぶん限られ、実効は上がらないのではないかと思います。さらに加えて、このまま行くともどうも形式主義が世の中にはびこり、むしろガバナンスの質が落ちるようなことにならないかということまで心配しています。

そもそも、この政策保有株もしくは安定株主の規模がどの程度なのかという話から始めさせていただきます。そのような推計や調査を1年ぐらい前にやりました。我々が議決権行使の業務委託をしている、みずほグループの日本投資環境研究所という研究機関があり、そこで、後で具体例にてご説明するような方法で安定株主比率というものを推計していただきました。

このきっかけとなったのは、株式の持ち合い比率について、よく証券会社のレポートで10%とか15%ぐらいではないかという数字が出ています。また、いまだに日経新聞がこの問題を取り上げる時にはその数字を出して報道しています。しかし、私はそんな低いわけではないだろうとずっと思っていました。我々連合会は十数年以上前から議決権行使をずっとやってきていますが、内外のほとんどの機関投資家が反対するような赤字の会社や低収益企業、もしくは独立性に疑問があるような社外役員の議案も、結局は賛成多数でほぼすべて可決されることがずっと続いています。

したがって、私は相当数の、我々の言うところの安定株主がいるはずだと思っていますし、10%、15%ではそういう結果にならないはずなので、おかしいなと思ったのが、そのきっかけです。

投資環境研究所にお願いしたのは、持っているほうの開示と持たれているほうの開示ですが、これが必ずしもマッチしない。持っているほうは一部わかりますが、持たれているほうがどのぐらい持たれているか。これを見られるところが有報の、ご存じの発行会社の情報の中の所有者別状況と大株主の状況で、ここから目的の、どの程度安定株主がいるの

かということ推計しています。

スライドのほうの3ページを開けてください。これは所有者区分をそのまま移動して各社ごとに積み上げた平均の表です。政府のところが少ないので安定株主の中に入れていません。金融機関のところを銀行と生保・損保と、あとこの表でいうと年金基金と投信の三つに分ける作業をしたということです。金融商品取引業者は、ここで言う証券会社のところに入れてありますし、その他法人のところはここで言う(3)事業法人・財団等の中にそのまま移しています。外人は外人です。

大株主の開示は上位10位、多いところでも30位ぐらいなので、その下は全然わかりません。安定株主が、1%以下は、何百何千とあるわけですから、そこはわからないという問題があります。生保と損保と銀行は大株主で名前が出ているところはわかりますから、生保と損保の数字を分け、あとは例えば東証が発表している株式分布調査や日銀の資金循環統計でそのような数字が出ていますから、東証の数字を全部まとめて集計してみて、そちらと合うかどうかという比較をします。個別の会社でいうと当然、合わないところも出てきます。先ほど言いましたように、下のほうは全然わからないので、そこは比例でマクロ調整をして東証の全体の数字を見ます。

スライドの④を見てください。いま言ったことを業種ごとにやり、それから東証全体を見ますが、業種ごとの数字や東証全体の数字は日銀や東証の数字と合わせているので、たぶん実態に近いのかと思います。個別の数字も全部出ていますが、この数字を見ると、あれっという数字がないわけでもない。業種の数字を見ていただくと、多少の差はあるけれども、30%から40%、50%近く、つまり、ほとんどのすべての業種、すべての企業にわたって分布している状況がよくわかると思います。

スライドの②に戻ってください。先ほどの表にあった数字について、もう1度まとめます。1、結論。安定株主比率もしくは政策保有株の比率は一般に言われているほどには下がってなくて、東証一部全企業の平均でも少なくとも35%、実態は恐らくそれ以上に高いと思われます。問題は、これはあくまで平均なので、個別の企業を見ると40%、50%、60%というところも結構あります。安定株主の内訳は、銀行が5%、生保・損保を合わせて5%、事業法人や財団などが25%という数字になっています。

この事業法人・財団の中は商社や系列の事業法人、旧財閥内の持ち合い、業務提携先、取引先、創業家の財団というものも入っています。個別の企業のガバナンスの問題なので、ここの数字は東証一部1,900社ぐらいの単純平均で計算していて、時価総額ベースの数字

ではありません。あと、株数ベースの数字を取っています。

世の中で証券会社とかがやる時にはどうしても時価総額ベース、マーケットへの影響という観点は確かにあるので、どうしてもキャップの大きいところは比率が少ないので、さらに引っ張られて数字は低めに出来ますが、個別の会社のガバナンスということでは単純平均でいいのかなということ、このような計算をしています。いま申し上げた作業を去年の9月にやってもらったので1年弱たっていますが、そんなに変わっていないはず。そう簡単になる問題ではないわけで、今でもほとんど一緒だと思っていただいて結構です。

2、他のデータ、分析との比較。この結果をほかのデータとか分析と比較してみました。証券取引所の株式分布状況調査や日銀資金循環統計と合わせているので、全体の数字はそのようになっているということです。あと、この作業をしたもう一つのきっかけは、『商事法務』という雑誌で「株主総会白書」というものを出していますが、ここで株主総会担当者に御社の安定株主比率は何パーセントですかというアンケートを昔からずっとやっています。

担当者なので結構正直に答えています。それを見ると40%、50%、60%というところがほとんどで、先ほど説明した数字より多めに出ています。その差は、我々の計算では個人は安定株主に入れていませんが、創業者で、大株主でという個人の方は結構おられますから、その辺を安定株主として認識すると比率はもう少し増えます。我々の平均全体で35%というより40%とか45%とか、実態はその辺まで上がっているということではないかと思えます。

あと、運用の世界でいうとMSCIの株式インデックスの浮動株調整をみんなやっています。日本株の非浮動株比率はいま26%ぐらいです。その26%と先ほどの35%をどう比較するか。スライド③にもう1度戻ってください。MSCIジャパンはキャップが大きいです。300社を対象にしている。ですから、我々の推計どおりの比較でいうと、時価総額上位300社の31%と比較するのが対象は同じということです。

そうするとMSCIは26%で、我々は31%なので、少し違います。この差もMSCIにも聞いて原因がわかったのですが、一つは、彼らは生保・損保の保有部分は浮動株として処理している。彼らの言葉で言うと生保・損保の保有は非戦略的保有であるということです。もう一つ、MSCIは株のインデックスは時価総額でやっている。先ほど申し上げたように、時価総額は少し低めに出る。その差でちょうど生保・損保の5%分の違いが26%と31%の

違いだということで説明できました。MSCIにも言いましたが、損保さんが戦略保有だと宣言されているのに浮動株だというのはおかしいのではないかと考え直したほうがいいのではないかとっています。

最後に、野村証券のレポートなどではだいたいいつも出てきますが、少なめの数字です。ごく生真面目にやられていて、保有側のリストを、全 2,000 社をバーツとマクロで入れ、マッチングするところをたぶん探られたようで、そういう意味ではまさに持ち合い。問題は、開示されているのはごく一部なので、300 銘柄のうちの 200 とか 100 とか 30 ぐらいですから、しょせん氷山の一角しか計算できていないのではないかと。そこが差かなと思います。あとは時価総額ベースとか、その辺の差もあるのかと思います。

3、他国市場との比較。最後に②の一番下ですが、ほかの国と比較してどうか。手がかりとしてMSCIの浮動株調整の数字で考えました。そうすると、アメリカやイギリスは当然低く10%以下、5%とか7~8%ぐらいです。ヨーロッパはご存じのように10%から20%ぐらいです。日本の数字は、先ほどの生保・損保さんの問題はありますが、それでも26という数字です。

これは、MSCIの数字が正しいとして韓国、台湾、中国とか、一部の新興国に近いレベルになっています。問題はそういう国でも、アジアなどがそうですが、安定株主というのは、普通は政府とか、支配株主とか、そういう少数の大株主に集中している傾向があります。日本のように上場企業同士が数パーセント以下、1%以下も結構多いと思いますが、そういう比率で本当に広く薄く、でも全部足すと40とか50という大規模なレベルになっているのは世界でもまれな、日本独特の現象のようです。ここまでが状況分析となります。

スライドの⑤をご覧ください。では、この日本独特の広範囲で、しかも超分散された安定株主がいったいどういう問題を起こしているのかをまとめてみました。

1、株主によるガバナンス（エクイティガバナンス）の空洞化。現在まさに議論されている株主のガバナンス、もしくはエクイティガバナンスと言われていますが、この空洞化につながっているのではないかと。株主が企業活動を監督する仕組みがコーポレートガバナンス、企業統治であるということであれば、いま説明したような取引関係を使って株主自体を会社側が、もしくは経営陣が選択して政策保有させている状況になっています。昔は銀行や保険会社が積極的な意味で事業投資先として、むしろガバナンスを効かせるために株を持つ。会社側から見れば政策保有されている状況だったと思います。

ところが、世の中はどんどん変わり、今や状況は一変して、主客が逆転して会社側が強

い立場になり、取引関係維持の見返りに金融機関に政策保有させている状態が増えているようです。金融機関にしろ、取引関係にある事業法人にしろ、結構はつきりおっしゃいますが、株を売ると取引を切られるのです、だから売れないのですという状態になっているところが多いようです。

我々はいま対話をイギリスの **Hermes** という会社に、まさに共同エンゲージメントということで委託していますが、ロンドンなどだと社長さんは結構フランクにものをおっしゃるようで、そんなことを言っても、株を売ったらうちのジュース、売ってもらえないですよというふうに、**Hermes** は感心していたというか、感激していました。しかし、最後のそれは実態に相当近いようで、企業統治の根本である株主による外部の規律が実質的に内部化している状況ではないかということです。

そういう環境なので、社外取締役に関しても、そもそも経営者が選び、経営者が報酬を払っている。経営者が選び、経営者が選んだ安定株主に承認されている社外取締役が、経営者に対する規律という面でどの程度の効果が期待できるのか、私は疑問だと思います。さらに言うと、現在の社外取締役は、今年は相当増えましたが、出身を見ると 6 割から 7 割がいま申し上げたような安定株主の出身です。元という方も結構おられます。5 年前までとか **OB** の方もおられます。

もちろん、個人の方としては相当優秀な方で、社外取締役の役割が十分機能しているケースも相当あると思いますが、本気で経営者に反対すれば、特にそのような環境だと来年からは結構ですということになるのではないかと危惧しています。

保有しているほうの経済合理性があるのかということをちゃんと説明しろというのがガバナンス・コードですが、それももちろんあるけれど、我々はむしろ逆の、保有させている側の会社側のガバナンスの問題のほうが大きいと考えています。その点について、ガバナンス・コードも何らかの対応をする必要があるのではないかと思います。

2、株式市場機能への悪影響。株主総会、議決権行使の空洞化の問題です。議決権行使でいうと、一言で言えばだいたい通ってしまう。この何十年、だいたい通ってしまっています。結局は安定株主の賛成多数で通っているということです。スライドの③に戻ってください。一番右端の (8) に議決権行使時の安定株主比率という数字を書いています。生の安定株主、一番下でいうと東証全体で 35% ですが、総会の現場に行った時の有効票ということである、我々の計算では少なくとも 50% ぐらいは安定株主がコントロールしてい

るのではないかという試算をしています。

下の脚注にも書いていますが、個人は過去も現在も30%ぐらいしか行使されないということですし、海外の機関投資家の比率は70%ぐらいとなっています。したがって残りの、個人の70%と海外の30%を不行使として引き、あと、最近では自社株が増えているので、自社株も引き、差し引いた総行使率に対する安定株主の比率を、分母を小さくして計算していますが、そうすると50%ぐらいにはなっています。

なおかつ、普通は個人の人はその株を買っているのですが、投票する時にはだいたい賛成を入れられることが多いです。あと、そもそもその35%という数字が、低めに推計が出ているので、結局は反対が多かったという議案でも2割程度の反対で終わっているということだと思います。

現場の総会担当者はそういう票読みを必死でやっています。私も昔やっていたのでよくわかっていますが、だいたいその読みどおりに進んでいます。あと、最近ではコンサルタント会社が出ていますから、その辺もあり、だいたい想定どおりの着地になっています。安定株主の予定どおりの賛成票を前提に、波乱のない、言葉はきつけれど形式的な株主総会。あえていうと出来レースの総会を日本は延々とやってきたということだと思います。

したがって、最近では少し分かれています。総会集中日にワッとやっても、決まっていますから、会社側にすれば何の問題もないということで、そもそもそういうことができていくということです。仮に安定株主の比率が下がり、我々のような普通の一般機関投資家の結果で変わってくるということであれば、難しい議案についてはもっと時間をかけ、機関投資家を説得するなり説明することが必要なわけです。そうすると6月にワッといっぺんにやったら、しゃべるほうも聞くほうもそんな時間をとれないですから、総会ほかの国のように、たぶん自然にもう少し分散していくことになるのではないかと思います。

スライドの⑤に戻ってください。投資の側面でいうと、われわれ一般機関投資家がポートフォリオを組んだ時に、株主権ということでは3割、4割はほかの上場企業が持っているわけで、これは、どうなっているのか。浮動株調整は量の調整をやっているわけで、質の調整はできていませんから、何のために銘柄選択をしているのかということがある。われわれ一般機関投資家のポートフォリオの空洞化の問題にもつながっていると考えています。

株式市場本来の価格発見機能の低下ということが書かれています。安定株主はいろいろ

な意味で内部情報を持っています。銀行さんなども、その典型です。損保さんは物流の情報を持っています。そういう内部情報を持ち、かつ安定株主は基本的に売らない。そのような株主が4割、5割もいる市場は普通の市場と違い、結局は情報が適正に価格に反映されにくくなっているということではないかと思います。

その一番はっきりした結果がいまだに、昨日も見ましたが、5割ぐらいがPBR1倍割れです。みんな慣れているので、別に不思議と思わないのですが、本当は異常な市場です。慣れてしまい、そんなものかという感じですが、なぜそんな状況が特にバブル崩壊後何十年も続いているのか。そこまで株価が低迷していても、安定株主が存在するので買収とか再編といった圧力や脅威がない。そういう意味で、市場の機能は低下しているということです。

昨日、経産省の会議がありました。ほかの国でしたらPBR1倍割れは、ヨーロッパの一部の業種とか、時期によってあるけれど、普通は銀行などでも、アメリカでも、一部国有化されているイギリスでもないわけです。日本は0.5倍ですから、へっという感じです。アメリカの、欧米の経営者だったら、1倍割れていればたぶん夜、寝られないでしょう。いつ買収がかかるかわからないから。しかし、日本は安定株主に守られているので夜、寝られる。その差が出ているのではないかと思います。

株式市場の重要な2大機能、価格による機能と議決権行使による牽制機能が失われているということです。安定株主の大規模な存在が、大げさに言うと市場を通じた資本や労働力の最適な資源配分を阻害しているのではないかと考えています。

3、一般機関投資家と安定株主の利益相反。我々としては深刻な問題ですが、我々一般機関投資家と安定株主の間では利益相反が大きいということです。安定株主は発行会社と融資や保険契約とか業務提携とか営業取引とか、いろいろな取引関係があり、そこを通じて内部情報にも接することが出来る。

一方、ガバナンスの報告書でも、もしくは有報の開示でも書いていますが、経済合理性があると言われているのは、安定的な議決権行使の見返りに取引関係の維持・拡大というかたちで便宜供与とか利益供与を受けているわけです。我々一般機関投資家はインサイダーとかうるさいことを言われて外部情報しか取れない。そこに依存して、しかも株のリターンだけで生きていますが、そこには大きな利益相反があります。したがって、安定株主と我々一般機関投資家が株主共同の利益を追求しているとは言い難いわけです。

これは厳密に言うと利益供与、便宜供与なわけです。釈迦に説法ですし、そもそも立法

の趣旨が違うことはわかっていますが、会社法では一応株主議決権の賛成行使の見返りに経済的メリットを与えることは利益供与として違法だと書いてあります。私は条文を見ましたが、近いのではないかと。株を持っているだけではなく、総会屋とは違い、ちゃんと役務を提供しているわけですから、厳密に法律議論にはならないと思いますが、実態面としてはそういうことで、精神として禁じられている利益供与になっているのでないか。

あと独禁法でも、昔の財閥解体の時でしょうが、株主の地位を利用した排他的な取引行為は禁じると書いてあります。しかし、先ほど説明したように、株主だから当然でしょうと。それが年金の運用などでもまかり通っている状況です。

ですから、厳密に言うと、まずいのではないのですかというようなことが、今回のコードで、コードの書き方から問題だと思いますが、ちゃんと経済合理性を説明しろと書いてあるので経済合理性を説明されたわけで、そうした利益供与を受けていると公然と宣言されているわけで、そうやられるとちょっと参ったなという感じはあります。

よく言われるのは業務提携、戦略的提携のために持ち合いをやっているのだ。そういう例は結構たくさんあると思います。本当にその目的であれば、法的拘束力のある業務提携契約を結ばないわけ、代わりに、日本で言うと名刺代わりに持ち合いをやるとか、挨拶代わりに株を持つというようなことで始まったのでしょうか、慣例的に数パーセント持つのはどうも理屈に合わない。本来の戦略的な関係であれば、2割、3割持ち、役員を派遣してというのが本来の姿でしょう。欧米では戦略的投資家はそのようなかたちになっています。

4、政策保有している安定株主の資本効率、国際競争力の問題。政策保有している側の資本効率や国際競争力の問題は、特にメガなどがこの問題で金融庁が売れと言っています。これはもう語り尽くされているので、今は申し上げます。

スライドの⑥をご覧ください。⑥実効性のある株主ガバナンスの確立に本気で取り組むのであれば、ということです。われわれ一般機関投資家としては、安定株主は縮減してほしいと思っていますが、では、どうしたらいいのかということで私の提案です。

1、安定株主体制を縮減し、一般機関投資家の影響力を増やすことが必要。スライドの③の数字にもありましたが、東証一部平均で年金基金は9%、投信は4%ですから、国内機関投資家は13%です。それに対し、安定株主は35%ですから、数では圧倒的に負けています。スチュワードシップ・コードで一生懸命対応しろと言われていますが、多勢に無勢で、一人ひとりがやっついては話にならないと思います。

脱線しますが、いま国内機関投資家が13%と言いましたが、そのうち年金基金が9%です。そのうちの8割がGPIFと公務員共済になっていて、7.5%ぐらいでしょうか。彼らの再配分の動きよりも少なめですが、それでもそのぐらいの数字です。GPIFや公務員共済はインハウスをやっていないで、ほとんどパッシブ運用が多い。パッシブ運用をしているということはほぼ全部、信託銀行を通じた運用になっているので、信託3行とか4行に集中している。信託銀行は安定株主の一員です。信託銀行の人にもお話ししますが、我々が言っても話を聞いてもらえないですねということで、そこを通じた議論はなかなか難しい。

さらに脱線しますが、いま日銀がガンガン買っていて、9兆円ですか。9兆円は市場全体を500兆として2%ぐらいになります。ということは、投信の4%と言っているうちの半分ぐらいが日銀になっているわけです。さらに、これから6兆円ずつ買い増していくということです。6兆円ということは毎年1%ずつ増えていくわけで、買えるのかという議論がすでに出ています。安定株主の問題以外に、国内機関投資家13%のうちの10%、これから日銀が増えると11%、12%と、ほとんどがGPIFと公務員共済と日銀という公的なお金で、しかも三つか四つの組織で占められるという、何とも言えない市場になりつつあるということです。

ガバナンスの問題に戻すと、国内機関投資家は多勢に無勢でひ弱だという話をしましたが、その前に、先ほどコードの話をしました。ガバナンス・コードで政策保有の合理性を説明しろと。ご覧になった方も結構おられて、みんな説明されています。問題ない、合理的だ、ちゃんと儲かっている、総合的に判断してオーケーですという説明をされ、これで終わり。そんなことを言っても、儲かっているのですかという議論をいちいちやるのか。あえて言うと、そういう強弁で終わってしまい、このルートではこの問題は解決しないだろうと思います。

では、われわれ国内機関投資家はどうしたらいいのか。今日の一つの提案です。我々は今、いろいろな運用会社からヒアリングをしている時期ですが、個別でやってもどちらにしても影響力が少ないので、お互いにもっと連携して共同でエンゲージメントに取り組んでいったらどうでしょうかというのが今日の一つの提案です。さらに可能であれば、数字にも出ていますが、海外の機関投資家はもっと影響力があるので、是々非々でしょうけれど、歩調の合うところは海外の機関投資家とも連携してやっていくことが必要ではないかと思っています。これについては、後でもう少し説明します。

2、政策的対応も必要。日本の市場なり、経済、企業社会に根づいた、すごい安定株主

制度なので、我々に対応して解決しろと言われても、そんな我々任せにせずに、市場の構造改革ですから政府の政策的な対応がないと、なかなか前に進まないと思います。会社さんと話しても、そんなことを言ってもみんな横並びでやっているのです、自分のところだけが潔く売ったら商売がなくなるので無理だということです。

そういう状況を崩すためには、どうすればいいか。過去にドイツで、そもそも銀行がたくさん持っていた歴史がありますが、政策保有株の売却益に対する課税を軽減して、売るという強いインセンティブを与え、あれで結構解消したということです。特に政策保有株は簿価が超低い。確かに、会社さんと話しても、これ、売ったらすごい税金を取られる。それでも株主、いいのですかということが言われます。そこに何らかの政策的なインセンティブを与えることも効果があるのではないかと。

あと、あまり詳しく調べていませんが、フランスでも同じように、もともと政府が企業の株たくさん持っていました。それをバーツと売っていく時に、たぶん日本の会社と一緒に、いろいろなところにバラバラになってはいやなので企業が持ち合いをやったようです。しかし、これは市場としてまずいのではないかとするので、上場企業同士が保有できる数量を規制しています。結構強制的なあれですが、そういう規制をすとか、政策保有株と宣言されているのであれば、その部分についての議決権について制限を加えるとか、そのようなことも考えられるかもしれません。

いま金融庁は、メガは売っていきますから大丈夫ですということですが、現場で起きていることは、メガが売ると、じゃあと行って地銀さんが買ったり保険会社を買ったり、もしくはほかの事業会社に回っていく。証券会社がそのような仲介をやっているようです。そのようなことから、メガに圧力をかけるだけでは、この問題は解決しないのではないかと思います。

3、当面の対応。この辺が抜本的なところで、私がとりあえずやってほしいと思っているのが、この当面の対応です。我々としては利益相反にある安定株主がどのぐらいいるのかはいちおう推計しましたが、先ほど申し上げたように、個別の会社でいうとわからない。したがって、それがどの程度の規模なのかということがわかるのは重要な企業情報です。そこで、株式市場の機能の根幹に関わる最重要事項として、具体的には有報でも結構です。しかし、有報でももう少しです。大株主と保有と両方ありますが、これがつながっていないので、有報もしくはコーポレートガバナンス報告書の中で、具体的には継続的な取引関係にある株主の明細、どの程度あるのか、その取引内容。たぶん、何百とあるので全部開

示したら大変でしょうから、保険取引のある保険会社は何パーセントで 10 社ですとか、金融取引のある銀行とか、そんなものでもいいと思います。あと、相互持ち合いがどうなっているのか。この辺を開示していただければ、あっ、そういうことかということで、よりわかりやすくなります。

ガバナンス・コードの原則 1-7 があります。もともとの趣旨は創業家等の大株主対応だったようですが、関連当事者間取引という項目で、会社が主要な株主と取引を行う場合には、そうした取引が会社や株主共同の利益を害することがないように、もしくはそういう懸念を惹起しないように開示しなさい。このことがガバナンス・コードに書かれています。まさに、この問題ではないか。このガバナンス・コードの原則 1-7 に基づき、安定株主との取引内容を説明し、開示してもらおう。これでとりあえず対応できないかと思います。

外人機関投資家などにも聞かれますが、この問題の解決には何十年かかると答えています。皆さん、ぶったまげていますが、たぶん何十年もかかるでしょう。その間、どうなっているのかわからないと話のしようもないので、いま言ったような開示があれば、いちおう減ってきたなということがわかる意味で重要な開示かと思います。

スチュワードシップ・コードの強化。一部の大手の生保さんはスチュワードシップ・コードのすごい説明書を出されています。たくさん書いてあるので業務も大変ですが、議決権行使の結果も、日本生命なども出されているので結構だと思いますが、損保は 1 ページか 2 ページぐらい。基本的には開示しないという姿勢のようなので、その辺が少し問題かなということ。

あと、言ってもしょうがないかもしれませんが、銀行がどういうわけかスチュワードシップ・コードの開示から外れている。たぶん、金融庁も銀行もと考えているでしょうが、それなりに大きな影響力があるわけですから、どのように対応しているのかということはもちろんと説明してもらおう、開示してもらおう必要があるかと思います。

スライドの⑦をご覧ください。⑦共同（集团的）エンゲージメントのメリット。国内機関投資家は多勢に無勢なので、一緒にやることを考えたらどうかという提案です。連合会は今年から、イギリスの **Hermes** が提供している集团的エンゲージメントのプラットフォームというところに、大したことはないですけど、手数料を払い参加しています。毎日どこの会社とどういう話をしたかというレポートが来ます。日本企業とだけでも 40 社、50 社ぐらいと対話をしています。どういう対話をすべきだということは、我々から注文をつけてやってもらっていて、正直言って我々が自分で走り回るより、結構いいなという感

じです。

彼らの後ろには欧米の年金基金が 40 ぐらいついていて、トータルの保有量はすごく大きい。そのような効果が出ているのを見たり、あと国連の PRI の活動などを見ていると、共同でやるメリットはすごくあるのかな。共同でやるメリットがあるから、国連の PRI でも **work together** ですか、共同でやりなさいと書いてある。まさにそうだなと感じています。

言わずもがなのことですが、スライドの最後に共同でやるメリットについて書きました。まず、単純にロジスティクスの合理化です。いま総会が集中しています。私も昔やっていましたが、4月、5月、6月は何百社と来られても、30分ワット話し、それで終わり。これではちゃんとした対応ができない。会社さんも大変だと思います。われわれ機関投資家のほうもコストをシェアして費用を低減することができるのかと思います。あと、影響力も当然増えると思います。

これも重要な問題だと思いますが、政策保有株の問題とか、株主総会の問題とか、去年話題になった一部の特殊な種類株の問題とか、買収防止策などもそうでしょうが、マクロな問題は個別では簡単に解決できない。個社ではちょっとやそっと話しても成果は出ない。やっている人もインセンティブは出ないだろう。そういう問題を共同のテーマとして取り上げていき、必要に応じて政府や関係団体と話していく。これは共同だからできることであり、個社では難しいかと思います。

それと、皆さんの前ではあれですが、それぞれ利益相反を抱えておられます。連合会がなぜ **Hermes** に委託したのか。我々も利益相反を抱えています。我々連合会の理事は大手企業の総務担当役員の方ですから、過去もなかなか難しいものがあつたわけです。ですから、あることはあるので、それをどう解決していくか、克服していくか。これはその一つの方策になると理事会でも説明をしましたが、そういうことではないでしょうか。

余計なことを書いたかもしれませんが、そのほかに、日本での株主の地位は低い。日本の経営者の方もロンドンへ行くと、海外の機関投資家とは結構フランクにお話しされる。どうでしょう。日本人同士で話すと、何だという感じがあるのかどうか。日本人ですから議論は下手くそですし、注文をつけるのも何となく遠慮しがちという問題も、みんなでやるとその辺ができるのではないかな。

今回の流れは官から始まったわけで、非常にいい流れをつくっていただき、我々の活動を見直す良いきっかけになったと思います。ただ、本来、これは我々自身の問題ですし、

解決していかなければいけない問題です。そろそろ受け身の姿勢から転換する時期かと思
います。その意味で、この共同で取り組むのは一つの方策になるのかと考えました。

ただ、共同で、共同でということは何社かの方とお話ししましたが、自然発生的に起こ
るわけではないので、何か仕組みをつくる必要があります。そんなに深くは考えていない
のですが、ここは投資顧問業協会なわけですから、いかがでしょうか。投資顧問業協会
の中に、そのようなプラットフォームやプログラムをつくられたらどうでしょうか。これが
今日の最後の提案です。

皆さん、国連の PRI に署名されているので、特に違和感はないと思いますが、具体的に
は事務局のようなものをつくれ、会員の運用会社さんから、この問題は個社で話しても
埒が明かないのでみんなで話したらどうですかというようなテーマの提案を受けたり、逆
に事務局からも、これをみんなで話したらどうでしょうかということを書いて話していく。

このようなことを思ったのは、皆さんどの程度やられているのかわかりませんし、我々
自身もできていませんが、不祥事が起こった時に、新聞にも報道されるけれど、銀行団は
パシッと集まり、問題をピシッと見て、大丈夫ですということをやられている。しかし、
そこに投資家の姿はない。欧米だったら投資家がパッと集まり、どうなっているのかとい
う話になりますが、そうはならない。Hermes などはそういうことを当たり前に行って
います。何か起こったら、ニュースがあつたら、どうしたのですか。いろいろな話が出て
きた時に、それはどうでしょうかという話を普通にやっています。

日本でそういうことは行われているのか。個別にやるとなかなか難しい問題もありうる
でしょう。不祥事というと、皆さん苦勞されているので、このたびは大変ですねという
ところから始まり、なかなか前へ進まない。そういう時に、投資家として考えることをち
ゃんとと言えるような仕組みがあつてしかるべきだと思います。我々がやっているのは、ず
っと後になって訴訟しているというか、それではちょっとさびしい感じです。

共同でやると言っても、協会加入の方はもちろん、協会としてのコンセンサスをとる必
要は全然ないわけで、このテーマについてこことこういう話をすると行って、じゃあと言
って賛成された方が、仮に 5 社でも 10 社でも 20 社でもいいけれど、話をする。いま投資
家フォーラムとかありますが、個人ではだめなので、会社としてオーソライズしたかたち
で、共同で話そう。あえて言えば有志連合のようなものですが、そういうかたちでもいい
のかと思います。

皆さん、どういう感覚をお持ちなのかかわからないので、今日ご意見をお聞きして、おも

しろいということであれば具体案を、どうすればいいのかということを考えてみたいと思います。ちなみに、具体案を考えてみよう、具体化するということであれば、これは連合会というより個人の立場ですが、私自身が事務局のお手伝いをしてもいいかと思います。もちろん、それでもよろしければです。

なぜ、このようなことを言うのかというと、イギリスでも聞きましたが、そういうところには悪い話、難しい話しか来ない。やっている人はいやな思いばかりして成果が出ない。たぶん、労多くして見返りの少ない仕事だと思います。それならば私はどうでもいいので、私だったらそのぐらいの仕事をやっているかなという感じです。

(池尾座長)

ありがとうございました。刺激的な問題をいろいろ提起していただきました。いまお話しいただいた内容を踏まえ、自由討議にしたいと思います。柴田さん、どうぞ。

(柴田氏)

非常にいいプレゼンテーションをありがとうございました。

まず、ご指摘の利益相反ですが、そもそも資本構造の中において、お金を貸している人と株式を所有している人の中には強烈な利益相反がある。お金を貸している人は資金回収をしたいだけ。貸し手の取り分を大きくすればするほど株主の取り分は減る。日本の場合、お金を貸している人と株主が一緒である場合が多々あり、そこに利益相反が存在する。そこが難しい点で、先ほど濱口さんのおっしゃったのは商取引関係者と株主との利益相反だが、それ以上に構造的に大きい問題が存在する。

資本の効率性という観点においては、株式の持ち合い関係の中で、資本の40%が眠っていると。出資先の業績がよければ良いが、停滞している日本経済においては出資先の業績に足をひっぱられる悪循環になっている蓋然性が高く、眠っている資本については資本市場においてバリュエーションの対象になっていないという可能性も高い。ではどうするべきか？その答えは株主に返せというのが、欧米の投資家がすぐに言うことだろう。

安定株主の課題だが、安定株主は主に戦後の日本の経済社会の一つの回答だった。乗っ取り屋に対する対抗策を経営者が求め、証券会社が安定株主作りを商売のネタにした歴史もある。今はその構造から脱却する時代に差し掛かっている。

現状を打破するための突破口は一つしかない。いろいろな利益相反、そうした複雑な動

機や事情を抱えている出資者、その行動を一つの原理でしぼる機関をつくることだ。すなわち、株主権の行使を決める独立株主権行使委員会の設立を総ての機関投資家に求める。その投票行動の意思決定は株主利益の極大化のみを基準にする。それが、社会の規範となった途端、恐らく今の与党株主体制は変わってくるだろう。いま渡邊さんのところでもそういう仕組みがあり、私のところでも議案に反対票を投じるケースは多々ある。独立した株主権行使委員会に決定を委ねることが、株主利益の極大化を担保する。そもそも私も議決権行使委員会に入れてもらっていないので、誰からどんな電話があっても答える立場にない。これが独立性を担保する仕組みだが、私たちはそれをさらに強化するために社外取締役と監査役を多数とする議決権行使監督委員会を作り、それが議決権行使委員会を監督している。

日本のなれ合いに見える慣行は、議決権行使委員会を全金融機関が設置することになれば、5年、10年で今の課題はなくなるだろうという楽観して良い。

せっかくガバナンス・コードを導入したけれど、現場で何が起きているかに注目する必要もある。このガバナンス・コードの各要件のところに四角い箱があり、そこに総てチェックを入れれば、ガバナンスの課題は終了。そういう理解になってしまうと良くないが、その危険もある。二の矢として安定株主による議決権行使委員会という仕組みが必要になる所以だ。

投資家によるエンゲージメントについてだが、事業会社からするとエンゲージメントの質が悪いので勘弁してくれと言っているケースも多々ある。機関投資家のアナリストは少年探偵団であってはいけない。機関投資家によるエンゲージメントの品質管理が必要になる。経営者の立場から見ると、少しうるさいが、長期保有をして、役に立つインプットをしてくれる機関投資家は評価ができるだろう。

公的な機関がETFを購入しているからガバナンスが効力を失うというのは、大きな間違いです。ガバナンスが一番大事なのはパッシブ投資。アクティブ投資家は、いやならばその会社の株式を売ればいい。自動的に持たざるを得ないパッシブ投資だからこそ、エンゲージメントが必要。日銀がETFと通じて持っている株式についても、ETFを運用している業者にはフィデューシャリー・デューティーがある。パッシブの投資家が増えると、パッシブ運用業者のエンゲージメントをする責務も増えていく。パッシブ投資の増加は、ガバナンス強化に役に立つ。

それと、おっしゃっていた、みんなで一緒に共同してエンゲージメントをするという提

案だが、投資方針が同じ人間同士でないと共同することはとても無理だろうから、技術的に少し工夫を加える必要があるだろう。

GPIF が直接に議決権行使をできるようにすれば、ガバナンスの状況は一夜にして変わるだろう。戦争の時の国家総動員法の悪夢により、国家には自由な運用はさせないし、議決権行使もさせない。GPIF は国家機関だから、自主運用と議決権行使は認めてはいけないという意見もある。しかし主立った海外の機関投資家は、運用を外注して任せている株式についても、株主総会になれば、名義を自分のものにして株主総会に臨むというのがスタンダードになっている。

このため、今のアクティビストは、この機関投資家、年金投資家相手に電話をすればいろいろなシンジケートを作れるという環境にある。日本においても公的な年金投資家が議決権行使できるようになると、ガバナンスの状況はかなり変わる。

(岩間会長)

だいぶ身につまされるようなお話だと思いながら伺っていました。

一つは、例えばソルベンシーⅡとか、バーゼルの基準とか、ああいうことで銀行や金融機関が株をどれだけ持てるのかという、そちらのほうの圧力がある。それから、経済的合理性ということも、言葉だけではなく実態的に立証しないと厳しい状況になってきているのは、私の元の出身母体からいろいろ聞いていると、あるのは明らかです。

私はコレクティブ・エンゲージメントをできるようにしていくのが今度の課題ではないかと思います。この法的な問題の整理はいちおうされているけれど、あれでもあいまいなところがある。これをきちっとしないと、やるほうもリスクがあり難しい。この整理に、もう少し踏み込んでいかないといけないのではないかと思います。

(濱口氏)

大量保有報告のことですか。

(岩間会長)

はい、そこら辺については今の状態でやれと言っても、なかなかやれないという現場だと思います。

もう一つ、柴田さんがおっしゃったように、少年探偵団だと言われているところがあり、

これはちょっと時間がかかる。これは我々がしっかりやらなければいけないという話だと思えます。

もう一つは、パッシブの問題が非常に大きい。欧米のパブリック・ペンションもはっきり打ち出しています。例えば **Norges Bank** などもそういうことをやり始めていますし、**CalPERS** など運用会社に任せないで自分でやるというところまでやっています。日本でどこまでできるかという技術的な問題が解決されていないとすれば、そういう方向に持っていけないといけないのではないかと。

我々としては、厳格なフィデューシャリーを負わされている運用会社として粛々とエンゲージメントをやっていく方向でとりあえず動くのが今の状況です。ただ、皆さんのいろいろ接している中で、どういうことが次の課題なのかということが今まさに明らかになりつつあるので、そういうことを地道に拾い上げていくという話ではないかと思えます。共同エンゲージメントができるように、例えば我々が積極的に協会としてやるという話は、たぶん公的な問題を整理しないと、極論すれば違法なことをやるのかという話になってしまうと思えます。

(濱口氏)

今の話は **Hermes** がやっているし、**PRI** もやっていて、外の仕事を見ると、ほかの国でやっていることという感じですが、ちゃんと普通に合理的に話をすれば解決する問題だと思うので、確かにもう1度整理し直していく必要があるかもしれません。

(岩間会長)

それともう一つ、我々としてはアセットオーナーのエージェントという立場です。アセットオーナーがどこまで踏み込めるか。プライベートというか、コーポレート・ペンションなど、それこそ利益相反がいろいろあり、整理のつかないところがどうしても残る可能性があります。公的年金が一番大きなインパクトを持つだろうから、公的年金の間で整理され、はっきりしたことが統一して打ち出されることになることになると、我々はそれを受けてしっかりやらなければいけないことに当然なります。それが大きな前進につながることはないかと思えます。

(濱口氏)

公的年金も利益相反を抱えています。

(岩間会長)

もちろん、そうだと思いますが、整理しやすいですよ。

(西氏)

メガバンクの政策保有の話ですが、現在の状況は全く変わっていて、政策保有株がガバナンス上大きな問題になっているということはないと思います。

一方、メガも投資家ですので、一定程度、株を持っていないと運用ポートの収益は安定しない。ですので、何をやっているかという、株のリスクについてはパッシブ (ETF) を純投資として買うだけの話です。

大手公的年金さんでもそうですが、相当のエクイティのリスクを持って初めてリターンが安定するわけです。

(濱口氏)

取引先持株会、いろいろな会社で結構上位に出てきます。

(西氏)

これがそう簡単でない部分で、日本の株式会社の特殊的な強みにもなっていたわけです。結論的に言うと、共同エンゲージメントをやるべきだと私も思います。特にパッシブですよ。当社も来年からはパッシブへのエンゲージメントを中期的な観点で相当程度やろうと思っています。

銀行も政策株と言っているけれど、ポートで見た場合には銀行が保有する政策株も純投も日々パッシブ化していっています。ですから、銀行の政策株という観点においても、パッシブに対して如何にエンゲージメントするかというところに話が集約されてくると思います。

(濱口氏)

そういう趣旨の話をしています。アクティブとか、本当に少数のところには会社どうのというのは、そこでどんどんやられれば良いと思います。市場全体の話として、個社でやっ

でもなかなかというところは共同でやりましょう。欧米の年金などでもそれをやっています。しかし、アクティブなところは、結構活発な年金基金がありますから、これはそちらでやっておいてね。そういう使い分けというか、自然にやっているところがあるので、学んだらいいと思います。

それと先ほどおっしゃった、もっと持たないと銀行が儲からないというのは、儲かる、儲からないというのは、配当なども含めて……。

(西氏)

そうですね。

(濱口氏)

儲からなくてもいいのではないかとは言えない……。

(西氏)

いや、それはあくまで、銀行の運用ポートフォリオの収益の話です。

(濱口氏)

それは根源的な問題ですね。

(西氏)

エクイティでの運用という観点では、銀行の運用ポートにおいても株のリスクを何パーセントか入れないとリターンは安定してこないと思います。

(濱口氏)

利ざやでは稼げないから、JGBでも稼げないから、株でも持って。それは結構、根源的な問題ですね。メガの経営者の方が本当にそれを当然だと考えておられるのであれば、これはちょっとあれですね。

(岩間会長)

いま西さんがおっしゃったのは安定保有とか、そういう話ではないですよ。ポートフ

オリオとか、そういうことですよ。

(西氏)

そうですね。純投資です。昔は JGB だけ持っていたので純投資という概念が非常に希薄でした。しかし、それではリターンが出なくなった。米国でもポートの収益性が大きな部分を占める状況になりました。世界中の大手銀行で運用ポートの収益性を考慮しない銀行はないと思います。

(柴田氏)

西さん、濱口さんが議決権行使の相談をしたら、誰のところへ行けばいいのですか。

(西氏)

銀行の話ですよ。

(柴田氏)

銀行で議決権行使を決めるのは誰かという、どんな感じですか。

(西氏)

そこは難しいですね。政策保有株を行っているところと運用ポートの中でパッシブの純投資を行っているところは別になります。政策保有株に関しては企画系だと思いますが、私がやっていた頃とは議決権行使に対するガバナンスなど変わっている部分もあるかと思っています。現状はよく分かりません。

(濱口氏)

根源的にいろいろな局面で、最近の不幸事の会社でもお金を貸しているほうの立場でやるのか、株主としてでやるのか。それを同じところが持っているのは、やはり大問題でしょう。

(松下氏)

実態で申し上げますと、従来は、議決権行使する場合にはおっしゃるように企画財務ラインが履行していると思いますが、アクティビストの活発な時に株主提案に対し、どういう議決権行使をするかがまともに議論となり、変更を加えていると思います。株主提案に対しての議決権行使に関しては業務ラインも加わって営業ラインと協議すると変えていると思うので、恐らくその辺りはずいぶん変わってきています。

ただし、私も直接、アクティビストともやりとりしましたが、その当時の弁護士所見は、「政策投資は経営陣への信頼を前提として株を持っているということなので、一株主提案に対して意見表明をすること自体が全体の利益を損ねる可能性もある」という内容だったと記憶しています。

しかし、そこから、明らかに変わっていています。特に、メガに吸収していく段階で持株が5%以上にあふれ出し、その時に、現実に場で売ることたくさんしたので、それが非常にトラウマになっています。その時のマーケットに対する影響とかお客さんへの影響は現実がありました。

直近では、あまり具体的に言うてはいけなんでしょうが、不祥事があってどうしたか、ということもあります。このことに関して、我々はアセットマネジメント会社として反対しています。銀行が株主であっても一定の基準に基づいて割り切ってやっています。

(西氏)

銀行については、バーゼル体制の中で、資本制約ロジックが厳しくなっているので、むしろそのロジックに従えば、そんなに日本の持ち合い株カルチャーが大きな問題であるという状況ではなくなっているのではないかと思います。

(柴田氏)

投票行動として変わってきているのですか。

(濱口氏)

議決権行使は基本的には全部イエスでしょう。反対はありえないですね。

(大場氏)

スチュワードシップ・コードが、銀行を除外していいのか検討の余地があると思

ます。ガバナンス・コードの問題のほうが発展してくると思います。

(濱口氏)

ただ、正面からやったら、お金を貸していて、株を持っていてというのは、理屈が合わないです。では、コードでどう対応するのかといっても対応のしようがない。

(岩間会長)

コードの検討の場で、それは問題にならなかったのですか。

(大場氏)

銀行は除外ということをはじめから前提にしていたと思います。

(鹿毛氏)

濱口さんがこの問題を提起されている背景には、日本の市場に対し懸念を持って、何とかしたいというマクロの立場も多少あるかもしれませんが、基本的にはやはり運用執行理事の立場で日本株のリターンを高めたい、という事と拝察します。この 2~3 年は別としても、長期的には海外の株式に比べても、投資家の立場から見ると日本株というか、日本企業のリターンが期待しているほど出ていないという問題意識もあるのではないかと。それが大前提だと思います。

この数年、日本の銀行も企業もいろいろなかたちで変わってきていると思いますが、一方で投資家から見た場合、まだまだ不十分です。その観点の議論が投資顧問協会としても大事な点だと思います。

次に、今日のお話で、コーポレートガバナンスや集团的エンゲージメントについて様々な問題が出ていますが、協会にとっての問題は日本企業の株式リターンを上げるために、そういう中で何かできることはないかという事だと思います。

法的にグレーな部分があるというのは会長の指摘の通りで、そこはそこでもう少しはつきりする必要はもちろんあると思います。

一方で、いま民間で、先ほどおっしゃった **Hermes** とか、一部の日本の会社など、有志連合的、自然発生的共同エンゲージメントはとりあえずあるわけです。これが法的に完全に問題がないかというチェックはもちろん必要だと思いますが、いま動いているものを

もう少し生かしていくことが、現実的だと思います。

海外の大手アセットオーナー数社が、そういう組織を使い、結果的には集団的な行為になり、効果も多少あるということであれば、一つの可能性を示しているのではないか。そういう活動に対して何ができ、何が難しいかという点も協会の検討課題だと思います。

(濱口氏)

集団で対話をしても最終的な議決権の行使は、それぞれの最終投資家が決めると書いたらいいはず。そういう具合に決めていけばいいのです。向こうは、Hermes はノーアクションレターのようなものを欲しいと言っていて、それに金融庁は出さないと行って、それで話がややこしくなっています。

あと PRI でいうと環境問題とか何か、あそこはみんなワッと集まり、ワッと話します。テーマごとにいちいち、これは 5%を超えているのかどうかなど、出たりも入ったりもするからそんなことはできないわけです。そんなことを言われたら実務的に活動できないと言っています。

ヨーロッパでそういう問題が出てきて、ヨーロッパの EU Directive では会社の支配権とか何とかそういう問題が絡まない限り、環境問題とか、S とか G とかそういう問題であれば、大量保有報告とか問題ないというノーアクションレターを EU の当局は出しています。そういうのをやってもらえればいい。実務的に大丈夫ですとやれば話は済むことだと思います。そんなに難しい話ではないはず。

(上村氏)

今日の話は本当にためになりました。やはりそうなのだという印象です。業界の方が多いのでなんですが、最近のコードブームですね。外国では、イギリスとかアメリカとかどこでもそうですが、ハードローで熱心でない国でソフトローが語られることはないということを申しておきたいと思います。イギリス会社法であれば、改正はしょっちゅうありますが、必ず 20 年に 1 度は総括法というかたちでまとめています。これは官僚の絶対やらなければいけないことで、大変な使命感を持っています。

いま 2006 年の会社法ですが、その前は 85 年ですし、その前は 67 年です。その前は 48 年、29 年、07 年という具合です。その間にも改正はありますが、前の改正に次の改正を重ねるだけなので、20 年ごとに総括法を作ります。コードである程度定着してきたものは

会社法の中にどんどん盛り込んできています。コードはイギリス会社法の法形成のプロセスですね。

日本は会社法改正に熱心でない分をガバナンス・コードで補っている。ソフトローはハードローなんていう低次元の話ではない。ソフトローはレベルのより高いものだから、契約が無効になるとか刑事罰とか何とか、ハードローのような効果を持たせるわけにいかない。だからソフトロー「たらざるえない」のです。

コーポレートガバナンスは、成長戦略を支えるようにいわれていますが、平成 26 年会社法改正は規律という面では 20 年ぶりぐらいですが、あれは民主党で、私が主張していた公開会社法をやるという話しから始まったものです。池尾先生とも一緒に具体案作りを致しました。それは民主党が参議院選挙で負けて、それでもコーポレート・ガバナンスと企業結合法制の改正として実現したものです。あれだけ経団連が、これも反対、あれも反対と言っていたものですので、自民党政権だったらたぶん諮問すらされなくて、会社法改正はなかったと思います。自民党は民主党政権だから実現した社外取締役の話などを丸呑みしたのですが、それが成長戦略のせいであるかに語られていることには違和感を感じます。いまでも、経常的にいつも客観性のある研究者とかそういう人が中心になり、会社法改正をいつも議論している部署は日本のどこにもありません。そういう意味では、極めて会社法改正というハードローに著しく不熱心な国で起きているソフトローブームであることを強調しておきたいと思います。

スチュワードシップ・コードもそうです。ハードローはフィデューシャリー・デューティですが、いつも申しておりますが、投資顧問業協会の注意義務研究会でこれについては相当研究したわけですが、しかし、そちらの話が出ることはなく、スチュワードシップ・コードならいいや、という感じですね。

私が全体の風潮から見てどうかと思っているのは、これを言うと語弊がありますが、東大 COE のソフトローが、制定法の補完とみており、制定法より下にソフトローを置いている、そこに問題があります。東証など自主規制機関のルールは金商法の補完だとはっきり言っています。

偉そうに済みませんが、早稲田の COE のソフトローは違う。制定法より上だからソフトローたらざるを得ないのですね。それから、先ほど柴田さんがおっしゃいましたが、企業買収の話です。日本では買い占め肩代わりなどいろいろあった時に、買収防衛策は第三者割り当てしかなかったのです。第三者割り当てするということは、現在ある株主から

見れば希薄化になるわけで、よくないのだけど、攻めるほうが悪だから、守る手段も悪でもいい。筋悪対筋悪の構図の中でより筋悪を負かせる、という構図がありました。初期の判例は買い占め側が悪なので、第三者割当が支配目的に決まっていますが、資金調達「も」あればいいと行って防衛側を勝たせてきました。その後、5%ルールや公開買付制度が整備されて、買い占め側が悪とは限らなくなっていて、支配目的と資金調達目的のどちらが主要かで決める、いわゆる主要目的論が変わっていくわけです。そういう問題が基本にあります。

スチュワードシップ・コードやガバナンス・コードを盛んに強調して、イギリスのソフトローを評価しながら、なぜテイクオーバー・コードは真似しないのでしょうか。あれだけの立派な、六十何年ぐらいだと思いますが、そのぐらいの経験を踏み、パネルがあり、問題が起きた時はそこに問い合わせれば答えがすぐ出てくる。夜中でもパネルの委員は集まってすぐ対応することをやっています。じつはテイクオーバーコードの実質規範はかなり厳しいのです。でもソフトローですが、これは真似しない。楽なだけで真似している。

企業買収、敵対的買収に関するルールが日本の会社法にはないのですね。驚くような状況だと思います。アメリカは州に反テイクオーバー立法があります。州が自州の税収を確保するために企業の誘致合戦をしてきたわけですから、せつかく誘致したのにほかの州に取られてはいけないというので、反テイクオーバー立法があります。もちろん、イギリスにもあります。それが無い日本で何をやっているのかというと、弁護士事務所から買収防衛策を何百社もが買っています。税金をちゃんと払っている、法人税をちゃんと払っている企業が、自分で買わないとルールがない状況になっている。その意味で、今日の濱口さんの話の根幹部分の、日本の企業社会のルールをどう構築するかは一から考えていかなければいけないだろうと思います。

たくさんあるので全部はお話しできませんが、一つだけ大事だと思うことをお話しします。敵対的買収の局面では濫用的買収者は株を買っても、議決権行使をできないわけです。つまり、濫用的買収者という概念があるということです。株主には株主になった後でもほぼ同等に扱われるべきと思われるような株主群がある。日本の会社法の理論は株主の属性論を一切やらないのです。合理的経済人のようなものが地球上どこにも、東南アジアでもアフリカでも、どこでも合理的経済人はいますというような話です。持ち合いは、単純なものですと資本を空洞化しているわけですからそもそもなぜ議決権を行使できるのか説明できない。

あるいは最近の高速取引ですね。最近出た「フラッシュ・ボーイズ」をゼミの合宿で読ませたのですが、みんなぶったまげていました。あれが本当にどこまで正しいのか、私に批判する能力はないのですが、副題では「10億分の1秒の男たち」などと書いてあります。それを毎日ずっとやっていて、最後の1日我慢すれば名義書換ができて議決権を行使できる。議決権など、取引をしている間中、一瞬も考えたことはないはずです。議決権を考えたことがないのは、逆に言うと株の取引をしていないということです。大半の時間帯において、株主でないと言ってもいいぐらいのものです。このように、株主の属性論をやっていくと、欧州の株主主権論は個人や市民が株主だからという株主属性論を背景にしていたのだと思います。日本の会社法には市民社会論という基礎が欠落しているのです。

株式には議決権と財産権がありますが、財産権はマーケットの話で、議決権はデモクラシーの話です。ヨーロッパの市民社会は、個人や市民が株主になり、経済社会をコントロールするのだという議決権重視の発想にあります。議決権中心なのですね。アメリカは財産権とマーケットの話ばかりです。

先ほどフランスの例をおっしゃいましたが、あれはもともとフランスの個人株主だけに2年もっていたら議決権を2倍やるという話だったのです。結果的に他の株主の発言権は低下しますが、それで構わないという感覚です。フランスは市民としての個人株主から成る社会なのだという発想ですね。それを政府がやったりして変なかたちにはなっていますが、それが基本にありますから、やはり株主の属性論が強く意識されていることになりました。

ですから、ISSなどにそもそもどこまで発言力を認めて良いのかは大問題です。デモクラシーと正反対のファンドのために議決権行使の助言をしているのではないかという疑問があります。属性の悪い者を顧客にして助言をしながら、その路線で日本の企業社会に、人間だらけの社会に対して議決権行使の助言ができるのか。原理的に考えなければいけないことがたくさんあるなと思います。

濱口さんのおっしゃった議決権の話にしても買収の話にしても持ち合いの話にしても、全部そういう問題にかかわっていて、日本だけが企業社会とデモクラシーの話ができる唯一の非西欧国家だと思います。それをやれる日本なので、そういうことを根本から考えることがあったら濱口さんに中心になってやっていただきたい。

(濱口氏)

相当難しそうな話ですね。

(池尾座長)

時間ですが、最後に特にご発言の希望があれば。

(渡邊氏)

アカデミックな話の後に申し訳ないですが、最後にご提案いただいた共同エンゲージメントという観点について、逃げられるアクティブとそうでないパッシブということを考えても、パッシブ運用においてこそエンゲージメントの必要な会社が多い、そういう意味でかなりの手間や労力が必要であると共に、企業ときちんと対話するにはそれなりにアクティブで培った経験やスキルを投入しなければならない。特に今後のパッシブマンドートの増加も踏まえると、リソースが十分でない運用会社であっても、業界全体として応分のコスト負担をしていただく。全体としては、やろうと思えばコストのかかる話ですから、そういう観点で効率よく機能させるということで、検討の余地は十分にあるのではないかと考えています。

(山内氏)

私たちは独立系のヘッジファンドで、皆さんとはずいぶん違う運用の仕事をやっているもので、その立場でお話しさせていただきます。

先ほどお話しされた企業年金基金さんの取引関係とかシェアリングとか、そういったところについてはおっしゃるとおりで、我々も大変苦勞しています。AIJ 事件があんなかたちで大きくなり、結果的に総合型の厚生年金というものが制度としてなくなってしまったのも、元はと言えばそのハードルがかなり高いがゆえに、最初から厚生年金に行ったことがあったと思います。そういうところは日本ではまだかなり残っていて、我々も含め、独立系は大変苦勞しているのが実態です。八木さんを前に申し上げるのは失礼ですが、八木さんのところは違いますけれど、企業年金基金自体のフィデューシャリーというか、受託者責任を問うていくのが一つあるかなと、独立系の立場としては日ごろ感じるところで

二つ目は、確かにパッシブ運用におけるエンゲージメントがマクロとしては大きいと思いますが、もう一つ、日本の企業、マネジメントと株主との間の関係について、より改善

していく上で、我々の世界でもバリューアップ系というか、アクティビストですか。10年前と違い、第2世代アクティビストとか、フレンドリー・アクティビスト的な運用をやるところが日本でもいくつか出てきていますし、アメリカでも成功例が出てきていると聞いています。

そういうところで実際に何か注目を集めるような成功事例がいくつか出てくると、それに対する見方というか、企業側の対応も変わってくる可能性があるのではないかと思います。独立系に限らないのですが、そういった特徴のある運用会社をアセットオーナーとしてご支援いただくことが、長い目で見るとプラスになるかと思います。

(池尾座長)

どうもありがとうございました。まだまだ議論は尽きないのですが、予定の時間となりましたというか、過ぎましたので、この辺りで本日の分は終了したいと思います。まだ研究会は続くので、次回の研究会の場でご発言いただければと思います。この場の議論について、議事録は作りませんが、協会の広報誌やホームページに概要は掲載します。その掲載する内容については、もちろん事前にお目通しいただくので、よろしくお願いします。

最後に岩間会長から締め言葉の言葉をいただきたいと思います。

(岩間会長)

活発なご議論をいただき、ありがとうございました。またいろいろな課題が提示されたということで、我々もそれをしっかり受け止めていかなければいけないと思いますし、上村先生の厳しいお言葉をしっかりと受け止めていきたいと思います。ありがとうございました。

(池尾座長)

次回の研究会は11月11日(金)の午後2時半からです。ゲストスピーカーとしては、今日お越しいただいている上智大学特任教授の引間雅史様にプレゼンテーションをいただきます。その後は、また今日のように自由討議をすることになります。詳細については協会事務局から改めてご連絡を申し上げます。

本日はどうもありがとうございました。これにて散会とします。