



井澤吉幸

いざわ よしゆき
ブラックロック・ジャパン会長



日比野隆司

ひびの たかし
金融・資本市場委員長／大和証券グループ本社会長



武井一浩

たけい かずひろ
西村あさひ法律事務所パートナー弁護士



遠藤信博

えんどう のぶひろ
審議会副議長／日本電気会長



井上 隆〈司会〉

いのうえ たかし
常務理事

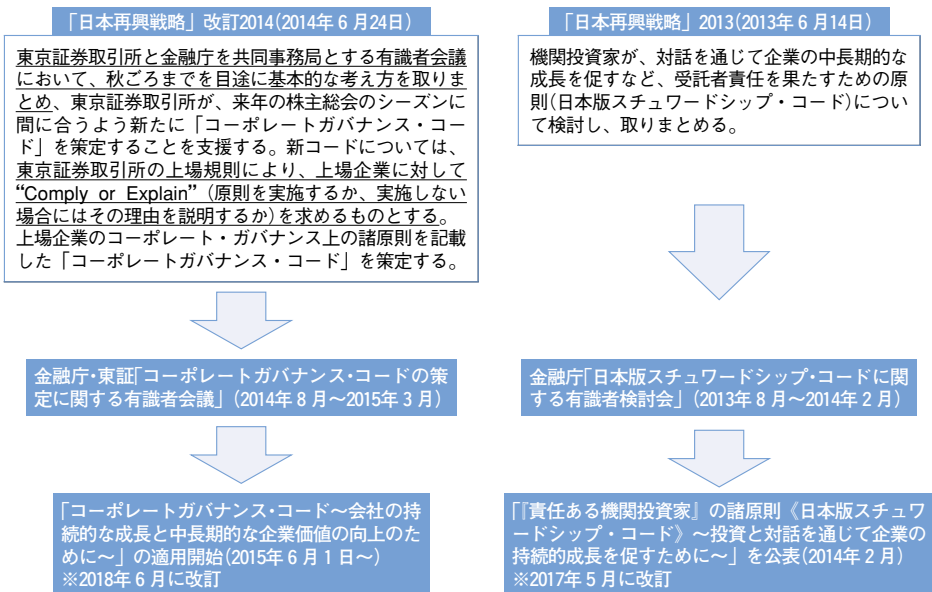
Society 5.0の実現、SDGsの達成に向けイノベーションを推進していくうえで、世界からわが国の資本市場に資金を呼び込むことが重要である。投資先としての日本企業の魅力を高めるためには、トップの経営力に加え、実効あるコーポレート・ガバナンスの実現や、投資家との建設的対話の促進など、中長期的な企業価値向上に向けた取り組みとその対外発信が求められる。本座談会では、わが国のコーポレート・ガバナンス改革、企業と投資家との建設的対話促進に向けた取り組みについて、各主体による評価、日本のガバナンスのあり方や今後の課題、経団連への期待などを議論する。

◆座談会◆

Round-table Discussion

**投資家との建設的対話促進と
コーポレート・ガバナンスの強化**

図表1 両コードの策定の経緯



成果を挙げたことは、さほど異論のないところだと思えます。武井先生が紹介くださったように、他のマクロ要因があるとはいえ、ここ数年、日本の企業業績は顕著に伸びてきています。

また、例えば社外取締役を選任した企業は、東証一部上場企業で99・7%に上っています。女性取締役も約1700名に達しました。コード策定がなければ、ここまでの変化はなかったのではないでしょう。日本社会の「横並び」という特性はあるにせよ、非常に短期間で、グローバルな機関投資家から求められる水準をかなりの程度満たせたことは、政府が施策として推進してきた成果といえます。

一方で、なかには「ガバナンスのためのガバナンス」となってしまう。この施策の本来の目的は、中長期的な企業価値向上と持続的成長です。上場企業のなかでも、それほどガバナンスに熱心に取り組んでおらずとも創業者のがんばりで業績も株価も高いという企業がないわけではありません。しかし、中長期的に企業価値を上げよう、持続的成長を目指すとする

建設的対話に関連して、コーポレートガバナンス・コードには、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」という重要な前文があります。そこでは、市場においてはガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期目線の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である、と述べられています。建設的対話は、こうした中長期目線の「辛抱強い」株主、いわゆる「patient capital」との間で行うことで、実効的なコーポレート・ガバナンスを実現し、中長期的な企業価値向上と持続的成長につなげることが期待されます。

2015年に策定されたコードでは、第5原則に「建設的対話」が入りましたが、この建設的対話の流れはその後、OECDや欧州などでも見られます。欧米の場合、企業と投資家が先鋭的に対立することも多いのですが、企業と資本市場がお互いに向き合って持続的成長を実現していくことの重要性は、世界でも広く認識されています。

井上 それでは、金融資本市場の仲介者の視点から、日比野委員長よりご意見を伺いたいと思います。

1つの方向感をつくれたことは評価できる

遠藤 私も、コーポレートガバナンス・コードは、いわばガバナンスに関するオペレーションガイドととらえており、実際に、日本企業において経営の透明性が向上し、改革のスピードも上がってきたと感じています。コーポレートガバナンス・コードが日本の企業統治に1つの方向感を示したという意味で、非常に評価できるのではないのでしょうか。

ただ、今後、各企業がどのようなガバナンスを実現するかを考えていくなかで、コードが自由闊達な企業活動を抑えるものであってはならないと思います。コード自体が法的な強制力を持たないソフトローであることも踏まえ、各企業はバランスを考えながら取り組んでいく必要があるでしょう。

また、将来的にコードがどのような企業群に適用されるのか、という問題もあります。AIとIoTの時代には、企業同士が自らの

コードが1つのモデルを提示した意義は大きい

日比野 政府のダブル・コード施策が大きな

武井 私からは、この5年間の「ダブル・コード施策」を取り巻く話を簡単にさせていただきます。

言わずもがなですが、ダブル・コードとは、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの2つを指します。ダブル・コードの策定は、もともと2014年6月に閣議決定された「日本再興戦略」改訂2014のなかで、日本企業の「稼ぐ力」を強化するための施策として掲げられたという経緯があります。

このダブル・コードには、「中長期的な企

「稼ぐ力」を強化するためのダブル・コード施策

井上 はじめに、コーポレート・ガバナンス改革や企業と投資家の対話促進に向けたわが国のこれまでの取り組みについて、意見交換をお願いしたいと思います。まず、武井先生から、政府によるこれまでの取り組みについて伺います。

わが国のコーポレート・ガバナンス改革、企業と投資家の対話促進に向けた取り組みへの評価

業価値向上と企業の持続的成長」という「副題」が付いており、これがそのまま施策の目的であるといってよいでしょう。

この数年で企業の「稼ぐ力」が強まっていることを示す、さまざまなデータが出てきています。例えば、TOPIX500のROE(自己資本利益率)を見ると、2011年に平均5%台であったのが、2018年現在で9%を超えています。同じくROS(売上高利益率)も2・8%が5・8%と上昇しています。一方、米国のS&P500は2011年からあまり変わっていません。もちろん、すべてがダブル・コード施策のおかげであるとはいえませんが、「稼ぐ力」を強化する「攻めのガバナンス」は、いろいろなかたちで成果を見せてきていることは確かです。

この座談会では、「建設的対話」が主要なテーマとなっています。中長期的な企業価値向上と持続的成長のために各企業が自律的にやっている具体例が、取締役会改革であり、いわば「間接民主制的なアプローチ」といえるでしょう。一方、建設的対話は「直接民主制的なアプローチ」です。リスクマネーを供給する株主や投資家と企業が対話することによって、中長期的な企業価値向上と持続的成長に向けたシナリオを確固たるものとしていく。その意味で、政府はコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが車の両輪として機能することが期待されて

いるわけです。

建設的対話に関連して、コーポレートガバナンス・コードには、「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方」という重要な前文があります。そこでは、市場においてはガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期目線の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である、と述べられています。建設的対話は、こうした中長期目線の「辛抱強い」株主、いわゆる「patient capital」との間で行うことで、実効的なコーポレート・ガバナンスを実現し、中長期的な企業価値向上と持続的成長につなげることが期待されます。



「建設的対話」は、日本が世界に先駆けてコードに取り入れた概念である。ステークホルダーとの協働なくして中長期的な企業価値向上、持続的成長の実現はないという考え方のもと、稼ぐ力の強化という「攻め」の観点から策定され、グローバルに通用している。建設的対話を促進するうえで、機関投資家のパッシブ化の進展とそれに伴う形式主義的対応、社外役員に対する過重な独立性要件などは、今後の課題であると認識している。(武井一浩)



コーポレートガバナンス・コードは、日本の企業統治のあり方に1つの方向感をつくったという意味で非常に評価できる。ただし、コードが自由闊達な企業活動を抑えるものであってはならない。当社は、社会価値の継続的な創出と企業価値の最大化を図るためには、コーポレート・ガバナンスの強化が重要であると考え、執行役員制度の導入、取締役会のスリム化、指名・報酬委員会の設置などに取り組んできた。また、2020中期経営計画の策定にあたり、従来のESG視点での非財務の取り組みを、より一層事業戦略と結び付ける「マテリアリティ」の特定にも取り組んでいる。(遠藤信博)

価値を、井澤会長からお願いしたいと思います。

表面的に、かたちだけ整えても意味がない

井澤 コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが策定されたことの成果は、この5年間で確かに出てきていると思います。事業の結果としても出てきているし、社外取締役の定着、各種委員会を設置している企業の増加といったかたちで、各社のガバナンスの仕組みも整いつつあります。そのなかで、私たちが気をつけなければいけないのは、現在のコードは多くの部分で欧米の制度をモデルとしているということです。私は米国企業の代表をしています。米国の制度がそのままのかたちで100%日本に適用できるとは全く思いません。日本企業は、独自のシステムや歴史のなかで成長してきました。そうした現実を加味してガバナンスの仕組みを考えていかないと、コードに従って表面的に、かたちだけ整える、という結果になってしまいます。これは非常にもったいないことです。

境界や業種の壁を越えてつながるようになります。しかし、お互いがつながる以上、すべての企業が同じ基準で運用できていないと、期待されるような価値は出てきません。そういう観点では、コーポレートガバナンス・コードが日本企業全体の方向感の形成に資するよう、引き続き検討していく必要があるでしょう。

井上 グローバルな投資家の視点から見た評な「協働」は、先ほどの建設的対話と同様、日本が世界に先駆けてコードとして明記したものです。

井澤会長が指摘されたとおり、米国のガバナンスの議論が、さまざまな短期主義からもたらされる経営者の暴走を監督するという、いわば「守り」に比重があるのに対し、日本では昔から、近江商人の「三方よし」のような価値観が企業文化として根付いているわけです。建設的対話は、株主・機関投資家が中長期で株式を保有する合理性について、企業

側から語る機会でもあります。企業が中長期的な企業価値向上を語るにあたっては、単に財務情報を示すだけでなく、自社を取り巻く中長期のサステナビリティ課題への対処といった定性面も、重要なアジェンダです。昨今、世界的に、各種のサステナビリティ課題が共通論点化し、機関投資家側も一定の責任を担う流れが生まれてきています。ガバナンスにおいても、日本発の「三方よし」といった価値観が、実はグローバルに見ても大いに通用する側面があるのだと思っています。

海外の機関投資家は中長期のバリュエーションを重視する

日比野 武井先生のおっしゃるとおり、「三方よし」の考え方が前提にある日本では、もともと企業は社会的な存在として認識されてきました。創業200年を超える長寿企業の数も、世界中で日本が一番多い。そういう意味では、日本社会のなかに、中長期的な企業価値向上、持続的成長がビルトインされているともいえます。

現在、日本の上場企業の株主の3割が外国人であり、今後も増えていくと予想されます。ブラックロック社を筆頭に、海外の機関投資家は中長期のバリュエーションを重視する傾向がありますので、日本企業もこうしたグローバルな観点はしっかりと踏まえておくべきです。

新卒で入社した後、相対的に転職が少ない日本企業とは異なっています。

武井先生のご説明のとおり、日本の場合、企業の稼ぐ力を強化するという目的でコードが導入されました。一方、欧米では、ガバナンスの仕組みはむしろ経営者の暴走を止めるためにつくられたという側面があります。こうした違いをよく理解したうえで、より良い制度にしていく必要があるでしょうし、企業の側も、違和感なく、腹落ちできるかたちでガバナンス実現に取り組んでいく必要があるでしょう。

井上 これまで、政府主導で改革が進められてきた点は日本の特徴です。今後、各社の取り組みへと移っていくことが重要ですが、その過程で米国とは異なる「日本的ガバナンス」を目指すという可能性もあります。皆さんのご意見をお聞かせください。

「三方よし」はグローバルに通用する価値観

武井 コードにおけるコーポレート・ガバナンスの定義は、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえたうえで、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」ですが、これは経団連の「企業行動憲章」等におけるガバナンスの定義とも親和性があります。例えば、コード第2原則の「株主以外のステークホルダーとの適切

ただ、日本社会においては政府からコードが示されると、本来はソフトローであるにもかかわらず、企業がハードローであるかのように錯覚し、コンプライアシなければならぬと思ってしまう場合もあります。ですから、むしろそうではないということを啓発していく必要があるのではないのでしょうか。

これまでの日本の経営のよいところを残しつつ、改革を進めていかなければなりません。例えば、何としても社外取締役を選任しなければならぬとして、必ずしも適格でない人を選ぶことになっては、企業価値を損ねてしまいます。とりわけ今回のコード改訂では、社外取締役の「多様性」が強調されており、要件のハードルがさらに上がっているのです。適格な人材を探すのは相当難しくなると思います。

「独立性」だけで社外取締役を選んではいけない

遠藤 住友グループの事業精神として「自利利他公私一如」という言葉があります。長期にわたって「公」のために価値を創造することが企業の存在意義なのだという考え方は、日本企業のなかに根付いています。

日比野委員長が指摘されたとおり、創業200年を超える企業は世界に5000社以上あり、そのうちの3000社以上が日本企業だといわれています。世界的に見て長寿企業



日本は企業の「稼ぐ力」の強化のため、欧米は経営者の暴走を監督するため、というように、それぞれコーポレートガバナンス・コードの策定目的は異なる。今後、日本のガバナンス実現に向けて、企業は表面的な形式主義に陥らず、真に腹落ちするまで検討を重ね理解し納得することが重要だ。日本の経営者には、これまでの経営に自信を持って、ガバナンス改革に取り組んでほしい。経団連には、政府にも「言うべきことは言う」という姿勢で、日本的経営に最適なかたちとなるようコードの実効性の担保に向けた取り組みを期待したい。(井澤吉幸)



日本企業が、国際的な機関投資家から求められる水準を満たすガバナンスを短期間で実現できたのは、政府のダブル・コード施策の成果といえる。ただし、今回のコード改訂で社外取締役に期待される役割が拡大する一方で、その独立性が形式的に厳格化される流れがあり、本当に必要な議論ができる人材が排除される可能性が増大するなどガバナンス上の課題もある。自社の経営で何を価値として創造するかといった本質的な議論を踏まえて、ガバナンスを構築していく必要がある。(日比野隆司)

が非常に多いということは、このような企業観を証明しているのではないのでしょうか。

現在、日本の資本市場における海外投資家の比重が増すなか、そうした投資家が日本企業を見る際には、その価値をビジュアライズしておくことは非常に重要です。コーポレートガバナンス・コードは、そのための1つの方法として機能し、海外からの投資を呼び込むための大きなトリガーになると認識しています。

パースティも重要なファクターになってきましたが、社外取締役が2〜3名規模の取締役会ならば、できるだけ事業運営の経験の多い方になってもらうべきです。一方で学者、弁護士や会計士などの特定分野における知見が深い方は、例えば監査などにおいてより貢献できると思いますので、監査を担う人選とのバランスも重要です。

先日、ブラックロック本社の取締役会を日

ただし、各企業がガバナンスを自らつくり上げていくうえで、逆にコードが障害となってしまうケースがあることも否めません。例えば、今回のコード改訂では社外取締役の「独立性」が強調されています。社外取締役にふさわしい人材が決して多いとはいえないなか、この要件を満たすために選出してしまうことで、自社のオペレーションのために本当に必要な議論ができる人材が排除される可能性があるのであります。

企業側としては、コードはあくまでソフトローであることを念頭に、これに引きずられすぎることなく、自社の経営にとって何が一番大切なのか、何を価値としてつくり上げるのかといった本質的な議論を踏まえて、ガバナンスを構築していく必要があると考えています。

社外取締役数が2〜3名の場合は 事業経験者であることが望ましい

井澤 稼ぐ力を強化するというコード策定の目的は、企業にとって非常にメリットが大きいといえます。企業も投資家も、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードについて十分に議論を重ね、「腹落ち」したうえで実行してほしいと思います。私自身、さまざまな企業の経営者と対話をしていますが、腹落ちして取り組んでいる経営者と、腹落ちしていない経営者に二極化しています。

本で行いました。全部で18名の取締役がいますが、社内からは2名しか選ばれていません。社外取締役のダイパースティも富んでおり、経営に携わってきた方も多く、現役のCEOや元CEOが含まれています。

コーポレート・ガバナンス 改革への取り組みと課題

井上 続きまして、コーポレート・ガバナンス改革に関する企業の具体的な取り組みをご紹介します。紹介いただきたいと思えます。まず日比野委員長より、自社の取り組みと成果、今後の課題などについてお聞かせください。

独立社外取締役の 深刻な人材不足

日比野 当社グループは、1999年4月に国内上場会社として初めて持株会社体制へと移行しました。その背景には、ちょっとしたヒストリーがあります。

1つは、日本の金融界を揺るがした1997年の「総会屋利益供与事件」です。この事件により四大証券会社の代表が一斉に退任に追い込まれるという事態に発展しました。もう1つは、ちょうど同じころに行われていた大規模な金融制度改革、いわゆる「金融ビッグバン」です。これによって、証券会社はビジネスモデルの根本的な転換を迫られる状況

ていると感じます。腹落ちしている企業ほど、ガバナンス改革がうまくいっている。とりわけ取締役を増やす、委員会を設置するといった局面においては、納得するまで社内議論を戦わさるべきです。

私たちは建設的対話を「エンゲージメント(engagement)」と呼んでいます。これは非常に大切です。専門家の6名が年間約260社のCEOおよび経営幹部と対話しています。そのときに必ず尋ねるのは、各企業が重視している経営指標は何かということ。企業によって、売上総利益の場合もあれば、ROA(総資産利益率)の場合もあり、特色が表れていて面白い。その指標を聞いたうえで、毎年、それをベースにフォローしていくかたちを取っています。

投資家としては、もちろんROEも気になるわけですが、ROEはあくまで結果です。私たちの場合、対話のなかで「ROEは何%を目指してください」などと言うことはありません。

また、日比野委員長、遠藤副議長が言及された社外取締役の問題も重要です。どのような人物か、経営の経験があるかないか、必ず聞くようにしています。私の経験上、この経験のない方は、事前に説明を受けたうえで取締役会に出席したとしても、有効な助言や意見を出すことは、かなり難しいです。

例えば10名の社外取締役がいるのならダイ

に直面しました。

信用回復、ビジネスモデルの転換のために、ガバナンス形態を根本的に変える必要があったわけです。持株会社体制への移行と同時に、社外の有識者を招き、経営諮問委員会や任意の報酬委員会を設置しました。その後、2004年には法改正を踏まえ、指名・報酬・監査の3委員会を設置し、「委員会等設置会社」、現在の「指名委員会等設置会社」に速やかに移行したわけです。

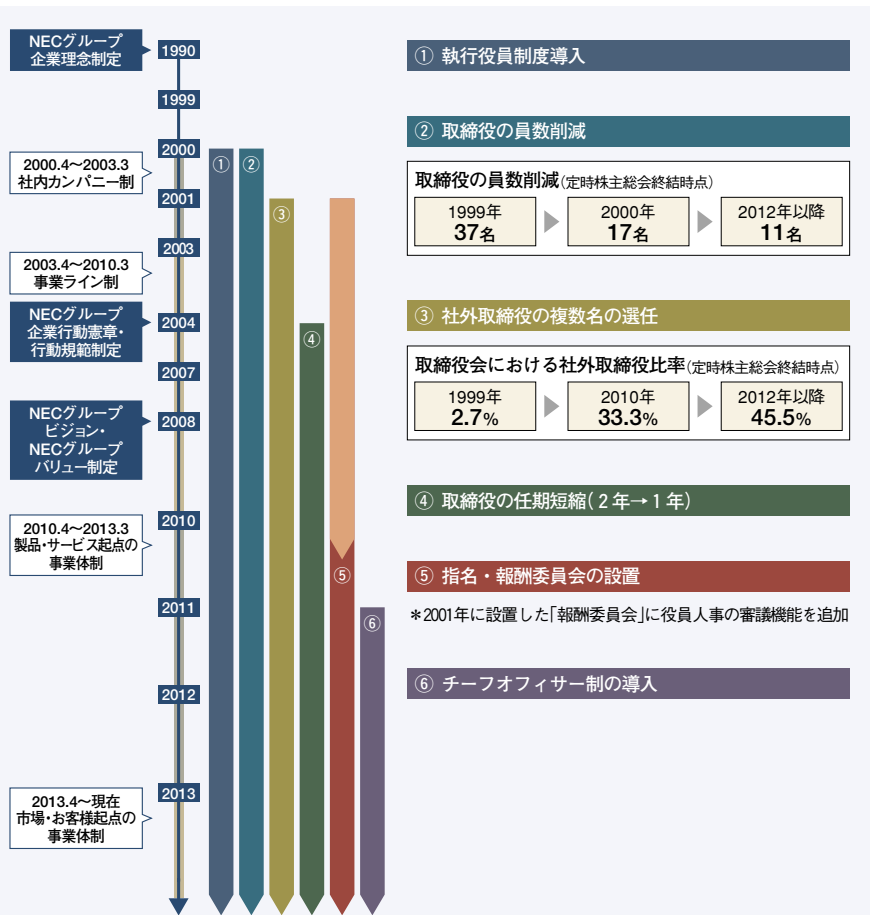
その後も資本市場の担い手として、ガバナンスに関しては先進的な取り組みを続けてきたと自負しています。

当社の取締役は現在14名ですが、そのうち6名が社外取締役で、全員が独立社外取締役です。指名・報酬・監査の3委員会の委員長には、すべて社外取締役に就いていただいています。社外取締役陣のキャリア、バックグラウンドについてはバランスの取れた構成となるよう努めてきました。

現在の課題は、社外取締役候補の深刻な不足です。とりわけ独立社外取締役の場合、長く続けていただくに独立性に疑義が生じるため、一定期間が経過したら交代を考えなくてはなりません。先ほど申しあげたように、コード改訂によって多様性が強調されるなかで、さらにハードルが上がっています。

独立性要件に関していうと、例えばメインバンクの出身者は独立取締役から除外されま

図表2 NECにおけるコーポレート・ガバナンス強化に向けた取り組み



提供：日本電気

日比野委員長が議決権行使助言会社の問題に言及されました。株主にとって重要なのは、建設的対話を通じて企業に成長してもらうことなのです。そうした貢献こそが株主の役目であり、議決権行使で反対票を投じるとい

行為は、対話がうまくいかなかった場合の最終手段であると考えています。反対票を通じて意思表明も重要ですが、一方で決して反対すること自体が目的ではないのです。日本のコーポレートガバナンス・コードを

コードにも書かれていますが、国内の機関投資家には、議決権行使助言会社の規定をそのままのみにするのはなく、その企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長にプラスかどうかという観点から、議決権を行使していただきたいと思っています。

また、当社は監査役設置会社ですが、役員の人事と報酬の透明性向上を図るため、指名・報酬委員会も任意で設置しています。委員会は5名の委員で構成されており、委員会は社外取締役から選任されています。2011年には「チーフオフィサー制」を導入し、全社横断的な戦略の強化を図っています。

現在、社外取締役に1名、社外監査役に1名、女性役員が入っています。もっと増やしたいと考えているのですが、人材探しに苦労

井上 遠藤副議長、いかがでしょうか。議決権行使助言会社の規定では、主幹事証券の出身者も認められませんが、そもそも対象者が少ないなかで、さらに独立性要件によって絞り込まれるため、適格な人材を見つけることが大変難しくなっているのです。

**取締役会をスリムにしたことで
議論が活性化**

井上 遠藤副議長、いかがでしょうか。

遠藤 私たちは、社会価値の継続的な創出と企業価値の最大化を図るためには、コーポレート・ガバナンスの強化が重要であると認識しており、経営の透明性と健全性の確保、スピードある意思決定と事業の遂行、アカウンタビリティの明確化および迅速かつ適切で公平な情報開示を基本方針として、その実現に努めています。

具体的取り組みとしては、まず、2000年に執行役員制度を導入し、業務執行と監督の分離、迅速な意思決定に基づく事業遂行の体制整備を図りました。さらに取締役会のスリム化を図り、1999年当時37名いた取締役が、現在は11名(社外5名、社内6名)になっています。

井上 井澤会長、2社の事例を踏まえ、投資家側から見た企業の取り組みへの評価をいただけますか。

井澤 お二方のお話を伺い、ダブル・コードの発想の原点が、中長期的な企業価値向上、持続的成長の2つであることを忘れてはいけな

**形式主義に振り回されず
対話重視の姿勢で**

井澤 お二方のお話を伺い、ダブル・コードの発想の原点が、中長期的な企業価値向上、持続的成長の2つであることを忘れてはいけないと、あらためて感じました。

その意味では、取締役は非常に重要です。取締役は株主によって選ばれた方々ですから、監査機能だけでなく、経営戦略や経営計画など重要事項について議論、決議し、次のステップに進める取締役会でなければなりません。そのため取締役であるべきです。

遠藤 井澤会長と同様の危惧を感じています。対話を重視するブラックロック社の姿勢を、ぜひ他の機関投資家へと展開していただきたいですね。

井上 経団連としても、建設的対話の重要性を企業・株主双方に浸透させていかなければならないと考えています。武井先生、いかがでしょうか。

**機関投資家のパッシブ化が
「対話」を困難にしている**

武井 何点かありますが、まず企業側の取り組みが着実に進んできていることは、例えば

ここ数年の取締役会の状況を見れば明らかです。

「監査役会設置会社」という仕組みは約40年前にできたわけですが、経営者の暴走を止めることを重視して、会社法上の「重要な業務執行」に該当することはすべて取締役会の決議を経る必要があるとされています。

しかし、コード策定以降、取締役会に参加する社外役員の数も増えてきたことも相まって、取締役会におけるアジェンダの立て方は変わってきています。まずは経営戦略や経営計画といった大きな議論を、社外取締役を交えて行うようになっていきます。井澤会長の言葉をお借りすると、「腹落ちしている企業」では、そうした変化が着実に見られます。

他方で、機関投資家の方では形式主義的な対応をしている人が増えています。これは世界的な現象です。主な原因として、機関投資家のパッシブ化が進んでいること、機関投資家に対して過度に透明性を求める風潮、この2つの側面があると思います。

ダブル・コードと概ね同時期に公表された2014年の経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ」（いわゆる伊藤レポート）では、企業と投資家の望ましい関係として、企業側はコーポレートガバナンス・コードを踏まえて質の高い情報開示を行い、投資家側はそれをきちんと読み込んだうえで「目的ある対話」を行うことが推奨されています。

ます。しかし、実際には、効率的運用手法の台頭や手数料の引き下げ競争などさまざまな事情によって、パッシブ運用がアクティブ運用を駆逐しつつあるのが現状です。機械的なパッシブ運用が進み、個々の会社を見るミクロ対応をしない機関投資家が増えてくるからこそ、議決権行使助言会社の影響力も高まるわけです。

なかでも、皆さんが挙げられた社外役員の独立性要件のあり方は大きな課題です。もともと、投資先各社の総会議案に対する議決権行使は、機関投資家にとって、労力を要するミクロ対応の最たるものです。しかも日本の場合は、6月の総会集中時期にかなりの議案数を処理しなければならぬ。そのときに一定の判断基準が機関投資家側に必要になるのはわかるのですが、独立性要件という、いわば「消極的要件」が先行してしまっていることは、是正すべき課題だと思えます。

独立性要件というのは、たとえば100個の関与事項があるなかで、わずか数個程度に何か利害関係があるというだけで、その者は役員としての適格性が全否定される概念なのです。日本の会社法はそもそも、利害関係がある者を役員として全否定する構成をとっていません。経営人材の流動性がもとも欧米よりも少ない日本において、攻めのガバナンスで求められる社外役員の人材要件を満たすためには、海外の独立性要件をそのまま移入

念頭に置いた建設的対話という意味ではこうしたデイスクローズが不可欠だろうと考え、引き続き統合報告書の充実に努めているところではあります。ただ、統合報告書の作成には相当なエネルギーが必要なので、大企業でないとなかなか難しいことも確かでしょう。会社の規模に応じて、これを補完する簡易なレポートを認めていく必要があると思えます。

するのではなく、日本流の独立性基準が定着すべきであると考えます。

井澤 今回の改訂では取締役関連の追加が多かったように思いますが、独立性、多様性など、性急に進めることには問題もあるのではないのでしょうか。

武井 おっしゃるとおり、スキルマトリックスとしての多様性こそが社外役員の積極的要件として重要です。消極的要件の方だけで判断しないで、個別の対話のなかで、きちんとした理由があれば認める、といった運用を機関投資家側にはしていただきたいところです。

井澤 機関投資家のレベルをもっと上げていく必要があります。企業のCEOやチェアマンと対等に、長期的な視点に立つて話ができる機関投資家を増やさなければいけない。

日比野 私は、「対話」が必要とされる背景には、投資のパッシブ化・インデックス化があると思います。近年、ETF(Exchange Traded Fund)やインデックス投信など株価指数(インデックス)に連動する投資が増えていますが、こうした投資では、個別に投資する企業を評価するのではなく自動的に指数構成銘柄に投資することになります。投資家は必然的に中長期保有の株主となるので、対話し、対象会社の企業価値を向上させなければパフォーマンスが上がらない。インデックス投資の方がコーポレート・ガバナンスやES

G(環境・社会・ガバナンス)投資との親和性が高いのではないのでしょうか。

武井 ご指摘のとおりです。同時に、対話は、いろいろな意味でコストがかかります。そのコストに対する理解が、アセットオーナーを含む投資家側にどれくらいあるのかも問われます。

ESG投資など 建設的対話の促進に 向けた取り組みと課題

井上 3つ目のテーマである建設的対話の議論に入ってきました。では、建設的対話の促進に向けた自社の取り組み、その成果や課題について、日比野委員長に伺いたいと思えます。

ESGにフォーカスした 投資家ミーティングを開催

日比野 当社では2016年から、それまでの「アニュアルレポート」を「統合報告書」に改め、コーポレート・ガバナンスや中長期的戦略に関する記述を増やしています。「統合報告書」として評価を得るためには一定のガイドラインにのっとる必要があります。日本では統合報告書を作成・公表している企業は400社強(2017年現在)と、まだ多くはないようです。当社としては、ESG投資などを

また、財務情報ベースの投資家ミーティングは以前から開いていますが、2018年12月に初めてESGにフォーカスした投資家ミーティングを開催しました。アナリストや機関投資家を集め、E(Environment)とS(Social)に関して企画担当役員が、G(Governance)に関して監査委員長を務める社外取締役がプレ

図表3 大和証券グループ本社 IR活動における重点取り組みテーマ

取り組みテーマ	概要
マネジメントによる対話機会の拡大	<p>経営陣による投資家とのコミュニケーション機会を拡充</p> <ul style="list-style-type: none"> 経営戦略説明会 ESGミーティングの開催 個人投資家向けインターネットセミナー開催 決算発表電話会議 海外NDR 投資家・アナリスト向けスモール・ミーティング
個人投資家説明会の拡充	<p>資産形成層や女性向けも含めた個人投資家向けIRの大幅拡充</p> <ul style="list-style-type: none"> 個人投資家説明会の開催回数・開催地を大幅に拡大 女性向け投資セミナー、資産形成層向け投資セミナーへの参加
非財務情報の開示拡充	<p>統合報告書において、Sustainability & Innovationをテーマに、非財務情報を大幅に拡充</p> <p>重要テーマについては、経営陣と第三者との対談形式を多く採用し、生の意見を掲載</p> <ul style="list-style-type: none"> SDGs: 慶應義塾大学 大学院 蟹江教授×中田CEO イノベーション: WiL 伊佐山CEO×松井COO ガバナンス: 指名・報酬・監査 3委員会 委員長(社外取締役)による鼎談
経営陣へのフィードバック強化	<p>ステークホルダーからの意見・要望を取締役に報告</p> <ul style="list-style-type: none"> 経営トップによる面談・説明会への参加機会が拡大するなか、IR活動を通じて投資家・アナリストから提示された課題・意見を、取締役会に報告

提供: 大和証券グループ本社

後、質疑応答を行い、なかなか好評でした。証券会社の立場としては、2008年に取り扱った国内初の個人投資家向けインパクト・インベストメント証券である「ワクチン債」を皮切りに、マイクロファイナンス・ボンド、グリーンボンド、ウォーター・ボンドなど、さまざまなインパクト・インベストメント商品の開発・販売に積極的に取り組んでいます。発行体としては国際機関が多いのですが、国内市場における個人向けインパクト・インベストメント債券の半分強は大和証券が組成・販売させていただいています。2018年11月には、当社自身もグリーンボンドを発行しました。

課題は、ESG投資と業績やパフォーマンスの整理ができていないということです。ESG投資をどのように定義するか、ESG投資と投資効果の関連性をどのように測定するか等、比較的新しい分野であるだけに研究は緒に就いたばかりであり、こうした点がクリアになれば、ESGの取り組みがもっと広がっていくと思います。グループのシンクタンクである大和総研を中心に、この課題に取り組んでいるところです。

ESG視点の 経営優先テーマを特定

遠藤 ESGも最近よく言われるSDGs

井上 武井先生、いかがでしょうか。

非財務情報のKPI化が課題

武井 ESG、SDGsというのは、サステナビリティをめぐる課題の代表例です。コーポレートガバナンス・コードの原則2-3では、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティをめぐる課題について適切な対応を行うべきである、と述べられています。

サステナビリティをめぐる課題に対する要請・関心が世界的に高まっているなか、取締役会は、この課題への対応は重要なリスク管理の一部でもあると認識のうえ、積極的・能動的に取り組むとともに、情報の開示や発信に努めるべきです。井澤会長のおっしゃるとおり、こうした非財務情報は、対話しなければわかりません。

G A F A (Google、Apple、Facebook、Amazon)など巨大企業のレポートを見ても、財務情報はほとんどなく、非財務情報の塊のようになっていますが、企業価値は高く評価されています。財務情報がどこまで中期の企業価値を示すのかという議論も最近出てきているなかで、ますます非財務情報の重要性が顕著になってきているのではないのでしょうか。日本企業側の課題として、非財務情報あるいはESGなどのテーマをどうやってKPI

(持続可能な開発目標)も目指しているところは似ています。私は、企業活動、経済活動は、人間社会の基本的なプラットフォームだと思っています。これなくして人間社会はあり得ない。それ故、企業活動、経済活動のサステナビリティは重要であり、それが可能となる環境をつくっていくことが、私たちの課題です。SDGsに関していえば、17の目標が掲げられていますが、そのほとんどが有名なマズローの欲求5段階説に紐付けられるもので、人間の本質的欲求に根差した、私たち企業が創出するべき価値そのものだといえます。言い換えると、人間の本質的欲求を理解して、それを満たすために価値創出することが、企業活動なのです。その意味では、SDGsは企業文化として非常に取り込みやすい。CSR(企業の社会的責任)の重要性は否定しませんが、単なるドネーションによる貢献ととらえられてしまい、企業文化にまではなりにくかったと感じています。

当社では、2020中期経営計画の策定にあたり、当社がこれまで実践してきたESG視点での非財務の取り組みを、より一層事業戦略と結び付けて自らの成長と社会の発展につなげていくために、ESG視点の経営優先テーマ「マテリアリティ」を特定しました。今後、中期経営計画のPDCAサイクルを回すなかで、取り組みの進捗を確認していきたいと考えています。

今後の経団連の 活動への期待

井上 最後に、これまでの議論を踏まえつつ、今後の経団連の取り組みへの期待をお伺いしたいと思います。井澤会長から、お願いいたします。

経団連はコードの実効性向上に さらなる貢献ができる

井澤 ブラックロックでは、毎年450社に「ラリー・フィンク・レター」という手紙を出しています。CEOのラリー・フィンク自らが書いたもので、内容は年によって異なりますが、2018年版で強調しているのは次の4点です。

1点目は、企業には設備投資、R&D投資、人への投資という3つの投資を、どんな場合でもしつかりやってほしい、ということ。短期的に収益が厳しい状況があっても、この3つの投資を継続的に行っていれば、企業は必ず成長します。

井上 CSRという呼び方は、最近、欧州でも変化しつつあると感じています。井澤会長は、投資家の立場から、どのように考えておられますか。

ESG投資では 企業との対話が不可欠

井澤 遠藤副議長がおっしゃっていることは、よくわかります。CSRが本業ではないところでの貢献であるのに対し、ESGは本業を通じての貢献であるといえるのではないのでしょうか。

ただ、実は海外においても、Gは比較的確に定義されている一方、EとSについては定義がはっきりしていないところがあります。当社の場合、EとSについては、投資先企業の競争優位性を評価するために活用する場合もあれば、一方で、例えば、銃製造企業、たばこ関連企業には投資をしない、といったネガティブリストの活用などもあり、われわれの顧客が求めるものも1つではありません。いずれにせよ、E・S・Gはどれも、対話をしなければわからない部分が多いのも事実です。

さらに、投資家もESGをさまざまな投資戦略に活用していくことが求められています。当社もこの分野に力を入れており、オバマ政権下で気候変動を担当していた元政府関係者を、サステナブル・インベストメント部門(サステナブル投資を担う部門)のトップに据え

2点目は、企業はその存在意義を明確化してほしい、ということ。「何のために自社が存在しているのか」ということを対外的に明示していただきたいということです。

3点目は、取締役会の責務や役割を明確化することで、企業活動を活性化してほしい、ということ。そして、4点目は、株主だけでなく、顧客

や従業員、地域社会を含めたすべてのステークホルダーの満足を考えない企業は成長しない、ということ。実は日本の経営者にとっては当たり前のことかもしれませんが、世界最大の資産運用会社のCEOも同様の考えを申しあげているわけです。日本の経営者は、その時々風潮に流されることなく、これまでの経営に自信を持って、ガバナンス改革に取り組んでもらいたい。

そのためには、経団連として、コードに対しても言うべきことは言う、という姿勢が必要なのではないでしょうか。そうすることで、コードも日本の経営に合うかたちでより良くなっていきます。そうした貢献ができるのは経団連だけです。日本企業のための制度や環境の整備により一層努めてほしいと思います。井上 武井先生、いかがでしょうか。

ベストプラクティスの 発信を期待する

武井 日本は課題先進国といわれていますが、



撮影：工藤裕文

格差問題や社会の分断といった課題では、諸外国が抱えている深刻さとは様相が異なります。日本は安定した社会という強みがあるなかで、日本企業こそ、これまでの「三方よし」の伝統を守って、ステークホルダーとの協働、株主・投資家との建設的対話をぜひ実現して欲しいと思います。経団連には、そのベストプラクティスを、どんだん国内外に発信していただければと思います。

ベストプラクティスを共有することで、企業としては株主・投資家が何を求めているのかを理解できるようにする必要があります。ROEのEを「Engagement」に置き換えたRoEやturn on Engagementを高めて欲しいと思います。

**「企業行動憲章」を浸透させ
企業を活性化させる**

遠藤 お二方のおっしゃるとおり、政府の施策に対してオピニオンを出すこと、各企業それぞれの取り組み状況やベストプラクティスを共有していくことは、われわれ経団連の仕事だと思っています。

経団連の「企業行動憲章」は、策定・公表で終わりではなく、これを浸透させ、企業の活性化につなげていかなければなりません。そのための継続的な努力が必要であると認識しています。

**日本の経営の良さを
海外の投資家に発信する**

日比野 先ほども申しあげましたが、コーポレートガバナンス・コードに対して、コンプライアンスの当たり前だという風潮があります。そうではないということを啓発していく必要があります。そのためには、例えば、エクスプレインの事例などを共有するのがよいと考えています。

経団連の金融・資本市場委員会のなかに「建設的対話促進WG」が設置され、具体的な取り組みの検討を始めています。先日は、武井先生にもこのWGでお話しただいています。企業と株主・投資家の建設的対話もつと行われるよう、経団連が積極的にリードしていかなければならないでしょう。

「三方よし」にせよ、日本企業は昔から良いことをしているのに、十分な情報発信をしてこなかったのではないかと反省もありません。今後、私たちが世界の投資家に向けて積極的に情報発信していくことで、会員企業の皆さんに自信を持っていただけるようにしたいと思っています。

**サステナビリティをめぐる課題と
企業が果たすべき役割**

井澤 今回のコード改訂に関してですが、資本コストの把握と事業ポートフォリオの見直し、上場することが企業にとっての1つの目標になっている。

武井 確かに日本では、資本市場へのアクセスのためだけに上場するのではなく、それが企業のモチベーションやステータスになっている部分があります。米国のS&P500と比較して東証一部・二部の約2600社となると、コードが典型的に想定している企業とは異なる企業群も含まれてきます。

井澤 例えば500社に絞られるなら、各社との対話もかなり深められる。

日比野 日本の上場企業数は、ここ20年で2倍になっています。一方、米国の上場会社数は半分ぐらいに減って、逆に1社あたりの時価総額は二十数年で約10倍になっている。

井澤 上場企業数が増えるのではないのでしょうか。数が多いから、機関投資家も議決権行使助言会社に頼る傾向が強くなり、結果、表面的・形式的なガバナンス改革を助長してしまうリスクもある。

日比野 とはいえ強制的に合併というわけにはいかないで、やはり適切なグループピングが必要ですね。

井上 議論は尽きませんが、そろそろ時間がまいりました。本日は貴重なご意見をありがとうございました。

(2018年12月14日 経団連会館にて)

しということがあらためて強調されています(原則5-2)。これは、経営者が当然やるべきことであり、これこそCEOの最も重要な役割の1つです。一方で、わざわざガバナンス・コードに強調されていることは、あまり海外では見たことがないため、いささか違和感を覚えます。

日比野 そのように感じている経営者も少なくないかもしれませんね。ただ、当たり前だという企業もある一方、目からウロコが落ちたという企業もある。二極化しているのではないのでしょうか。

武井 二極化現象は確かに見られます。日本の場合、上場会社の数が約3600社、コードの全面適用となった東証一部・二部だけで約2600社あるわけです。これに対して諸外国のコードの場合、だいたい射程は上位500社くらいです。こうした差異も見逃せません。

日比野 日本取引所グループにおいて、市場構造のあり方について検討が始められています。各国の取引所と比較しても東証一部の企業数が多すぎるように思います。日本でも、上位500社程度に絞って適用するコードをつくってよいのではないのでしょうか。

武井 インデックスとして、機関投資家が依拠するようなグループピングであることも重要ですね。

日比野 やはり投資のパスシブ化・インデッ

クス化は大きな流れです。そうすると、世の中全体が良くなるならば、投資パフォーマンスが上がらない。ESGやSDGsの実現に向けて、企業と投資家が対話をする必要性は高まっています。

日本は別としても、世界的に政治が不安定化し、自国第一主義が蔓延しつつあります。一方、グローバルに展開している企業は、ますます超国家的存在になりつつあります。その意味では、ESGにせよSDGsにせよ、地球の未来をより良くしていくうえで、企業の果たすべき役割が従前にも増して重要になってきているのではないのでしょうか。

遠藤 おっしゃるとおり、政治が現状の反映に重きを置かざるを得ない場合、サステナビリティをめぐる課題の議論は困難を伴うと思います。例えば、米国が「パリ協定」から離脱するという事実が、そのような危機を端的に示しています。この観点からも、人間社会を支えている経済活動のなかで、サステナビリティをめぐる課題についても、企業が積極的に関与すべきで、企業が果たすべき役割は大きいでしょう。

日比野 200年続く企業はあるけれど、200年続く政権はありませんからね。

遠藤 その意味では、投資家の目がESGやSDGsに向けられるのも当然だといえます。コードを適用する企業のレベルに関しては、なかなか難しい部分がありますね。日本の場