

第5回目指すべき市場経済システムに関する専門調査会議事要旨

(開催要領)

1. 開催日時：2013年7月30日（水） 9:00～10:30

2. 場所：合同庁舎4号館 共用第4特別会議室

3. 出席委員等

会長	小林 喜光	株式会社三菱ケミカルホールディングス 代表取締役社長
委員	伊丹 敬之	東京理科大学専門職大学院イノベーション 研究科長
同	伊藤 元重	東京大学大学院経済学研究科教授
同	神 永 晋	住友精密工業株式会社前社長
同	原 丈人	アライアンス・フォーラム財団代表理事
同	程 近智	アクセンチュア株式会社代表取締役社長

報告者	市村 清	新日本有限責任監査法人 統合報告推進室長 シニアパートナー
同	宮島 英昭	早稲田大学 商学学術院 教授／早稲田大学高等研究所 所長
同	佐々木 百合	明治学院大学経済学部教授

山 際 大志郎 内閣府大臣政務官（経済財政政策）

(議事次第)

1. 開会

2. 議事

(1) 多様なステークホルダーとのコミュニケーションの在り方について

(2) コーポレートガバナンスの在り方について

(3) 内外の金融市場改革の動向について

(4) 意見交換

(5) その他

3. 閉会

(配布資料)

- 資料 1 統合報告
 - 資料 2 我が国における今後の企業統治について
 - 資料 3 金融改革について
-

(概要)

(小林会長) 第5回「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」を開催する。本日は、山際政務官に御出席いただいているので、御挨拶をいただきたい。

(山際政務官)

御多忙中にもかかわらず、お越しいただき感謝する。

骨太の方針の中にもこの会議で議論いただいた内容が含まれているが、完成させて、それが本当に実現していくような方向に持っていかねばいけないということもあり、プラスした議論をこれから進めるという第1回目である。また、報告書もまとめ上げなくてはならないというスケジュールもあり、大変タイトな状況だが、きょうは市村先生、宮島先生、佐々木先生にお越しいただき、それぞれのお立場から専門的な御示唆をいただきたい。

本当にタイトなスケジュールになるが、御協力をお願いしたい。

(小林会長)

本日は、新日本有限責任監査法人、統合報告の推進室長で、シニアパートナーの市村清様と、早稲田大学の商学学術院の教授、早稲田大学の高等研究所の所長の宮島英昭先生と、佐々木百合明治学院大学経済学部教授にお越しいただいている。

市村室長から「多様なステークホルダーとのコミュニケーションの在り方について」、宮島教授からは「コーポレートガバナンスの在り方について」、佐々木教授からは「内外の金融市場改革の動向について」プレゼンテーションをやっていただいた後、一括して意見交換を行っていきたいと思う。

それでは、議事に入り、まず市村室長よりプレゼンテーションをお願いする。

○多様なステークホルダーとのコミュニケーションの在り方について

(市村室長)

今日は企業報告の大きな流れ、さらには統合報告とは何なのか、その課題は何なのか、長期的価値創造に向けていくにはどんな施策があるか等の

私見を述べる。

企業開示の現状として、非常に典型的な例を持ってきた。企業報告の大きな流れというのはどういう形で流れてきたかという、当初は財務情報だけだった。でも、財務情報だけでは企業価値の判断はできないということで非財務情報、E S G情報とか言われているが、これが公表されるようになってきた。

ところが、情報が多くなり過ぎてしまって、しかも、いろんな情報がばらばらの方向を向いて出てきたので、これはまずいねということでリーマンショック以降、重要な情報だけピックアップして、戦略に基づいて簡潔な報告書を作ると、企業の将来的な長期的な価値創造能力を判断できるのではないかという方向に流れてきているということ。

2ページの①のところに市場価値に占める物的資産の価値が減少してきているという表がある。S & P 500の市場価値に対して財務諸表上あらわされている有形資産の価値というのは19%ぐらいになってきている。そうになると、財務諸表にあらわれていない、あるいは財務諸表に載っているけれども、無形資産等々の価値というものに目を向けざるを得ないという形で動いてきた。

②はプルデンシャルのアニュアルレポートのページ数の推移だが、2008年には370ページぐらいになっている。こういう膨大な資料を誰が読むのか。加えて財務諸表が240ページにもなっている。財務諸表だけで240ページなどは読み切れないよねという現状にある。

では、財務情報以外に国際的にどんな非財務情報の開示制度が整っているかという、③にあるように欧州は当然である。これは現代化法指令2003年以降、I F R Sの導入とともに非財務情報が各国で国内法化され、さらに進化しつつある。米国でも、アメリカのS E Cはピックアップして細かい情報を出しているが、一方で、ニューヨーク証券取引所ではE S G情報を開示するようになってきている。その他、新興国の開示が進んでおり、かなりの新興国が制度開示されるようになってきている。

ところが、日本はどうかという、基本的には制度開示までまだ至っていない。とはいいながら、東証のガバナンスの報告とか、あるいは任意で1,000社ぐらいがC S Rあるいは環境報告書を出しているという現状である。

そこで、出てきたのが統合報告ということで3ページ、I I R C（国際統合報告評議会）が2010年8月に、チャールズ皇太子のプロジェクトであるAccounting for SustainabilityとCSR報告の世界的なスタンダードセッターであるGlobal Report

ing Initiative、ここの2つが旗を振り、世界中の関係者を集めて1つの報告書を作るような形の評議会を作った。この背景としては、投資家の短期主義化による金融市場の不安定化が生じている。さらには、資源の枯渇等々が見込まれるということで、企業は長期的で、しかもサステナビリティな企業になっていかなければいけない。こういう方向にまとめていこうということで、財務報告と非財務報告を統合した報告書に関する国際的に合意されたフレームワークとか基準づくりをしていこうではないか。あるいは統合報告に関連する制度が構築されたり、企業の実務が進んでいっているので、国際的な広がりの後押ししたり、一貫した対応をしていかなければいけないのではないか。ということでIIRC（国際統合報告評議会）が組成された。

2011年の9月にディスカッション・ペーパー、こういうバックグラウンドがあるので、こういう報告書を作ったらどうかという文書が出て、今年の4月16日には、コンサルテーション草案と書いてあるが、統合報告のフレームワークの公開草案が公表された。7月15日までに意見募集をして、この結果を受けて、今年の12月までに統合報告のフレームワークを完成させようという形で動いている。

では、統合報告とは何なのかということだが、4ページ、一番上にオレンジの四角で困っているのは、先日、4月16日に公開された統合報告のフレームワークの公開草案に出ている定義である。組織の外部環境を背景として、組織の戦略、ガバナンス、実績及び見通しが、どのように短、中、長期の価値創造につながるかについての簡潔なコミュニケーションという形になっている。

これはどういう意味かということ、財務情報、非財務情報のあらゆる情報の中から、企業の組織とか戦略、ガバナンス等に対する重要な情報をピックアップして、しかも、ここでは短、中、長期と言っているが、基本的には長期的な価値の創造につながるかについて簡潔な、つまり、情報がいっぱい出過ぎてしまったので、重要な情報をピックアップするという意味で簡潔な報告書を作るべきだというのが統合報告書の考え方である。

下に3つ表がある。

①は、統合報告のコンセプトに関して。

②は、統合報告書を作成する場合の基本原則並びに統合報告書にどんなものを書くべきか。

③は、統合報告と従来の報告書、財務諸表等の比較をしている。

最初にある①だが、非常にわかりづらい図ではあるものの、ここに統合報告のコンセプトが凝縮されている。左側の財務、製造、知的云々という

ところ、真ん中の企業活動、さらに新しい資本という形につながっている。

左側のところだが、企業価値を構成する企業の資源、資本を統合報告で6つの資本に分けている。この6つに分けた理由はどういう意味かというところ、幅広く企業価値を構成する資源を考えよう。今まで例えばヒト・モノ・カネだけを考えてきた。そうではないだろう。無形資産もあるし、ブランドもあるし、あるいはインフラとか自然資本、この辺も企業価値を構成する。さらには、企業が所有していない資本も企業価値を構成するものがあるということで、一番左側のまとまったのが企業価値の全体像を示しており、この資本を真ん中の四角、企業活動に投入し、そして、右側、新しい資本ができ上がってくる。これが新しい企業価値。この流れがずっと長期的に流れていく、繰り返していく、こういうコンセプトである。

ということなので、企業価値のストックがあり、企業活動としてのフローがあり、また新しいストックができてくる。しかも、企業価値全体を非常に幅広い形でヒト・モノ・カネだけではなくて、いろいろな資源を考えて評価すべきではないかということで、長期的な企業価値の創造を示す報告書にしようではないかというコンセプトである。

右側に移り、基本原則と内容要素。これは統合報告書を作成するのにどんな原則があるのか。そして、六角形の中にある7つの丸は、統合報告書にどんなことを基本的に書くべきではないかを記している。

典型的な基本原則を見ていくと、六角形の一番上にある戦略的焦点と将来志向であり、基本的には将来どういう形になっていくかという企業の戦略を中心に書くべきではないか。

右側の斜めにある情報の結合性。今までいろんな報告書が出ていたが、それぞれ別々の方向を向いていた。企業価値をキーワードにして一つの方向に結びつけるべきではないか。

そして、一番下にある重要性と簡潔性。これは、今まで情報があまりに多く出過ぎていたということで、本当に必要とされる情報のみをピックアップして、先ほどアニュアルレポートにあった三百何十ページではいけない。簡潔で、しかも、わかりやすい報告書を作ろうではないかという考えである。

さらに真ん中の内容要素を考えると、左の上にあるのが組織の概要と外部環境、企業がどんな活動をしていて、企業の事業環境がどうなっていて、それがどのように変化していくか。

この分析を行うと、左にある企業の機会とリスクが当然出てくる。

企業の機会とリスクを前提に、一番右のところにある、長期的にどんな戦略を立て、どういう資源配分を行っていくか。

そして、真ん中に戻り、その戦略に基づいたビジネスモデル、事業活動はどんなことをしていかなければいけないか。さらには、そこでどんな指標を用いてどういう到達点を決めていかなければいけないか。

そして、左下におり、実績。企業が目指した指標等々が実際に達成されているのかどうか。

右に移り、将来の見通し。これは企業が戦略を実施していく上でどんなものが障害となるのか、あるいはどんな不確定要素があるのか、そして、それをどうやって克服していくのか、そういう情報。

一番右側に移り、ガバナンス。これは、いわゆるコンプライアンスのガバナンスという意味ではなくて、企業が戦略を達成していく上で有効なガバナンスになっているのか。あるいはガバナンスの構成要員が戦略を達成するための経験なり実績なりをしっかりと持った体制ができるのか。報酬も、戦略に基づいた、戦略を達成するための報酬制度になっているのか等々という意味でガバナンスを挙げている。

③に移って、従来の報告書と統合報告書の相違である。ステュワードシップは今まで財務的資本に焦点を当てていたが、もっと幅広く企業価値を構成する資本を考えるべきではないか。財務諸表だと過去に焦点を当てられていたわけだが、過去だけではなく、今後どうやっていくか、戦略はどのようなかというものに焦点を当てる。時間軸は短期なのを長期に変えなければいけないし、報告書の本文だが、今まで360ページのように長文だったのをもっと簡潔にすべきではないか。こういう形で大きな差が出てきている。

そして、統合報告書の便益と課題ということで5ページをもらいただくと、企業、投資家、政府と分けて、メリット並びに課題を並べている。

企業にとっては、企業もこれからは株主を選ぶ時代である。長期的な価値創造能力に関する情報を提供することによって、長期的志向の株主を確保し、あるいはそれを増加させて企業は長期的志向の経営を実現できるだろうと。こういう意味で1番目が書いてある。

2番目も重要で、マルチステークホルダーの価値を高めることによって株主の価値も高まるのだという発想ができるということである。長期的にはマルチステークホルダーの価値と株主価値というのは一致するのだろうと。どちらかを高め、どちらかを犠牲にするという意味ではない。つまり、例えば環境対策を行わないことを株主価値を低めるからというような言いわけで使ってはいけないということである。

統合的志向による価値創造能力の発揮ということで、今まで例えば各事業部はそれぞれ別個に利益等々を巨大化してきた。これはおかしいだろう

と。企業全体を見て企業全体の最適化を行わなければいけないだろうということである。

これと裏腹なのが課題で、本当にこれを行えば縦割り経営の排除ができるのか。あるいは経営者の法的責任。将来情報等も含むような非財務情報を開示していくケースも増えてくるので、この責任はどうなのか。

例えば有価証券報告書を考えると、有報にはいろんな非財務情報を載せていいよということになっているわけだが、開示に対する法的責任も非常に重い。企業も、その法的責任が重いことを理由に、本当に開示すべき情報を開示していない、こういう状況であってはいけないということである。

秘匿性の高い情報、戦略に関する情報を出すということになれば、それを公開して、本当に競争力を保てるのかという問題も出てくる。

投資家にとってのメリットとしては、長期運用に必要な情報が入手できる。例えば経営者が何を考えて経営しているのか。長期的目標は何なのか、それに対する戦略はどうなのかという情報が入手できれば、投資家としては長期的な観点で企業の評価ができ、投資活動ができる。それがさらには2つ目にあるように、長期運用のパフォーマンスの向上につながるだろうということである。課題としては、非財務情報の利用、分析、運用、反映手法・体制の構築ということが書いてあるが、欧米では、非財務情報の分析手法というのはかなり運用会社によってノウハウがたまってきている。一方で、日本は非財務情報を余り重要視してこなかったので分析手法がない、これが課題になるのではないか。そして、投資サプライチェーンによる短期志向の改善が本当にでき上がっていくのか。投資家のマインドあるいはアセットオーナーのマインドを変えていかなければいけないだろうということである。

政府にとっては、社会ニーズに合った、持続的・自律的成長を実現することができるだろうということで、2つ目には、長期的な成長力のある企業への資源配分。つまり、これから成長する産業あるいはこれから成長していく企業に適切に資源の配分がされていくだろう。さらには、年金基金の長期パフォーマンスが改善される。一方で、課題は、制度開示と自主開示の役割を調整しなければいけない。つまり、今まで制度開示もいろんな開示があった。さらには自主開示もいろんな開示が出てきている。その中でどういう役割を果たしていくのか。

さらには、非財務情報についての現行制度の同程度の法的責任を求めるのか。非財務情報を、例えば法定開示の書類に載せた場合、どういう責任体制にするのか。

さらには、年金基金等を含む投資家に長期動機づけに向けた政策も実施

していかなければいけないだろうということである。

6 ページ、それでは、統合報告を初めとするいろんな報告の体系の中で、長期的な価値創造に向けていくにはどういう政策があるのかということをも個人的見解として開示制度と運用者面ということで挙げてみた。

開示の面では、金商法、会社法、取引所規制など、企業は法定開示の書類をいっぱい作っている。それも一法制度一書類という感じで完全にばらばらに作っている状況になっている。これでは企業の負担は非常に多い。浅さ、深さはあるかもしれないが、基本的には同一のものにしていくべきではないか。

企業の主体性、創造性を発揮できる開示体系と法的責任。例えば法的開示書類に統合報告的な長期的な企業価値の創造能力を記載する、あるいは非財務情報を記載するというような場合に法的責任の緩和をしなければいけないし、今の制度の中でそれが自由に書けるような体制を作っていかなければいけないのではないか。

さらには、統合報告のフレームワークなどが完成するので、こういう国際基準を実際に利用して開示させるということも必要だと考えている。

運用面も大切で、投資家としてのオーナーシップの育成等が必要だろう。投資家というと、「トレーダー」としての投資家、日々トレーディングして利ざやを稼いでいくような投資家もいる。一方で、「オーナー」として、長期的視点に立って企業価値をどうやって高めていくかについての助言をしたり、提言をしたり、インプットをするようなまでに至るオーナーとしての投資家をふやしていかなければいけないし、これにインセンティブを与えていかなければいけないだろうということ、方法としては括弧の例にあるように、日本版スチュワードシップ・コードなどを作って、例えば機関投資家に対してどういう行動原則で投資を行い、あるいは企業に意見を行っていくべきかを示すことも必要。

あるいは公的年金の運用も考えている。年金ファンドというのは基本的に長期的志向で投資すべきものである。これは誰もが合意するところであって、これに関する制度が整っていない。例えば欧米では年金法で年金ファンドに長期的なESG情報をもとにした投資方針を開示させるというような制度になっていて、これに基づいて運用会社はESG情報をどうやって取り入れて長期投資を行っていくべきなのかというノウハウをためているということなので、そういう政策も必要だし、あるいは年金ファンドに国連のPRI、責任投資原則にサインしてもらおう。例えばGPIFなどにサインしてもらおうという方法も考えられるのかもしれない。

さらにはエンゲージメント体制の強化ということで、投資家と企業のエ

ンゲージメントがしっかりできる、意思疎通がしっかりできるような体制を具体的にどういう形でしていくかを検討する必要があるのではないかと考えている。

最後に、これはある程度政策的に長期志向に誘導していかないとなかなか進まないのかなと考えている。関係者全体が長期的志向に向かわないと、全体としてはなかなかうまくいかないのではないかと。例えば企業とか投資家とか、政府、市場、その他会計士も含めて、誰かが1人だけ旗を振っていてもなかなか動かない。全体が一体となって長期志向に向けていくような体制を整えていくべきではないかと考えている。

(小林会長)

宮島先生のほうからコーポレートガバナンスのあり方について、願います。

○コーポレートガバナンスの在り方について

(宮島教授)

きょう用意した論点は3つある。1個目は日本の上場企業は三千数百社あるが、この企業統治構造は非常に多様化している。それについての私なりの大きなビックピクチャーをお見せして、会社法や、東証のルールは、基本的に、どの上場企業あるいは株式会社に対しても同一のルールを提供するので、制度設計には明確なターゲットを持つこと。制度設計に当たっては、副次的な効果も発生するという可能性がある、そこを考慮する必要があるということを目指したいと思う。

2点目は、企業統治をめぐって問題点は幾つかあると思うが、重要な問題点の1点目として、所有構造の問題を取り上げ、複数議決権株式の必要性と導入の可能性を提議する。この点について、これまでの実証見解を踏まえて御説明したい。

3つ目が今般の会社法制の見直しに関する要綱である。秋に会社法の改正が予定されていると聞いているが、取締役改革に関して、これまでの実証結果から得られた含意を説明するというような手順でお話ししたい。

3枚目のシートが企業統治構造の多様化ということで、ざっくり上場企業が三千数百社あるが、私の理解ではこの上場企業を、3つぐらいのクラスターあるいはグループに分けて考えることが問題を捉える上で重要だろう。

1個目が、ここにハイブリッド・タイプ1とかリーディング企業と書いてあるが、イメージとしては、時価総額が上位の350~400社に位置し、これはモルガン・スタンレーの世界株インデックスに組み入れられている。

海外投資家には投資バイアスがあって、この銘柄を中心に売買する。この企業群は後ほど紹介するが、非常に機関投資家の保有比率が高い。

2番目のグループが伝統的日本企業と分けているが、国内向けの事業を展開していて、おおむね時価総額500億~2,000億円ぐらいの企業群で、従業員が2,000人弱ぐらいで、しばしばその企業のうちの一部は収益が悪くても、存在していてゾンビというような言葉を当てられる場合がある。

3番目の企業群が新興企業ということで、1997あるいは99年以降の新興市場の形成後設立された企業で、ITとか技術関連企業ですが、上場企業はもはや1,000社を超えており、時価総額ではかると、もちろん年によって違うが、おおむね東証の3~5%ぐらいに当たる。このような企業群に分けられる。

どうやって分けているかというのを見ると、4ページの絵を見ていただいたほうがわかりやすいかと思うが、3つの座標軸で分析している。

1個目の座標軸が金融あるいは所有構造がどうなっているかということで、かつての持ち合いが残っているのか、機関投資家あるいは資本市場で資金を調達しているのか。ゼロのほう市場ベースで、2のほう関係ベース。

真ん中の線が取締役会が経営と監督をどれくらい分離できているのか。あるいは社外取締役をどれくらい入れているのかということで、これもゼロのほう市場ベースあるいはアメリカ型に近く、2のほうこれまでの内部者からなる大きな取締役会のイメージである。

3番目に、手前のほうの横になっているものが、雇用の関係、従業員の経営に対する関与の程度を示しているもので、ゼロのほうに近ければ、成果主義とか有期雇用を採用し、あるいは従業員と経営との間が切れている。それに対して2のほうは、長期雇用が強くて年功的な賃金体系を依然維持していて、しかし、組合も強くて従業員の経営に対する関与は強いという区分けである。

それでデータを整理して分析してみると、ここにプロットできるように、3つぐらいのタイプに分かれている。そこから先ほど申し上げたようなイメージを持つことができる。

ちなみに、この図で見ると、アメリカ型の企業が支配的、あるいはかなり有力な企業になると、図のグリーンで示したUSというところにあらわれてこなければいけないのだが、そういう典型的なアメリカ型の仕組みをとった企業というのは日本には現れず、これまでの仕組みと、マーケットベースの仕組みを組み合わせた、私はハイブリッドと言っているが、こういう仕組みが支配的になったということである。

このように3つに分けると、実はそれぞれのタイプで直面する課題が違って、企業統治の問題でも、解決すべき問題が異なるということが重要である。

リーディング企業は、すでに多角化しているが、非常に高い市場からの圧力があって、しかも国際展開しているので、企業統治上の問題では、むしろ企業の内部の低収益部門から高収益部門に資源をどうやってスイッチするか、そういうような問題がポイントだし、一見、外国人の投資家が多くなっているのだが、実はコーポレートガバナンス上はインサイダーが強いというよりも、経営に対してアウトサイダーの圧力が弱いということが問題だと考える。これは後で説明する。

2番目の伝統的な日本企業では、先ほどゾンビという話をしたが、退出手を促進すべき企業の退出手がおくれているという問題があり、ここでは企業統治、インサイダーが強過ぎるという問題があり得る。

3番目の新興企業は、新規参入や拡大成長を促進するという点だから、企業統治上の問題としては、もちろん暴走というのもあるわけだが、企業経営者のイニシアティブをいかに保障していくかというところに力点が置かれることだと思う。

こういうように考えていくと、5枚目のシートだが、ポイントは企業統治の改革を考えていく場合に、one size fits allの解答はないので、タイプ、あるいはどのようなクラスターの企業の、どのような問題をターゲットとして施策を打っていくのか、制度を整備していくのかを考える必要がある。

2つ目の点は、1つのことをやると副次的にマイナスの効果を生み出すということで慎重に考慮すべきだ。例えば伝統的企業は市場の圧力が加わっていないから、持ち合いをなるべく解消させたい、この企業群の解消を促進するような方策をとりたいわけである。ところが、他のタイプの企業は機関投資家が多過ぎてしまって、マーケットのボラタイルな圧力に直面しているという側面があって、マイナスが生じる可能性がある。

同じように、社外取締役でも、制度改革して社外取締役を入れる。それを法的に、制度的に後押しをする必要がある企業があるが、逆に自発的に適切な取締役会を作っているケースもある。このケースであまりアウトサイダーが要らない場合に義務づけるというようなことをすると追加的なコストがかかってマイナスが発生するというわけです。会社法・ソフトローでは限界があって、基本的に企業の多様な選択を許すような形にして、企業の自発的な革新を促すのが重要。

次に、2点目で急激な所有構造の変化という論点で、所有構造の改革に

ついて説明したいと思う。

7ページ目、ここでのポイントは、インサイダーとアウトサイダーと分けているのだが、アウトサイダーというのは金融的な利益の最大化を目的に株式を所有する投資家。インサイダーは、基本的には長期関係の維持とか、他の便益のために株式を保有する株主。通常、インサイダーは経営者の株式を見るのだが、日本の場合は、法人銀行の保有比率が高くて、これをインサイダーで見て、それぞれの主体の保有比率を合計してプロットしたのがここにあるグラフである。

見ていただくとわかるように、非常に大きなドラスチックな株式所有構造の変化が、日本ではこの十数年間に起きている。かつて安定株主が支配的だった日本企業は、今や6割ぐらいはアウトサイダーが保有する、アウトサイダー優位の構造になっているというのが基本的な特徴である。

めくっていただいて、これが東証全体の時価総額のイメージだが、所有構造の企業間の分散というのは実はすごく大きい。

次のページでグラフにあるのは、東証の時価総額を20%ずつの分位に分けたときの海外機関投資家の保有比率である。大きい企業、時価総額が3,000億以上の企業群の保有率は前のグラフとほぼ同じである。しかし、下位の企業群はほとんど変わっていないという現実がある。

これを前提にして、近年の所有構造の変化がどれくらい日本の企業のパフォーマンスに影響を与えたかということを検討した。わかっていることは2つあり、一つは、機関投資家の株式所有の変化は、確かに投資収益率が株価に影響を与えている。ここに書いてあるように、おおむね5%、1標準偏差だが、増えると7~8%株価は上昇するし、逆に減ると7~8%株価は低下する。同じことが機関投資家に言えるということである。

もう一つが、機関投資家が増えると、企業のパフォーマンスは上がるのかという問題がある。これは計量的には非常に丁寧な分析が必要なのだが、考えられるいろんなことをやった結果として、私どもとしては、機関投資家の保有比率の上昇というのは日本の企業の効率性については寄与していると判断している。

それを前提にして、現在、日本企業が抱えている問題は何かということだが、9枚目のシートで見ると、一つは、伝統的企業はまだ持ち合いが多い。そういうような企業群に対しては持ち合いを規制する必要があるし、これらの資金調達には銀行なので、銀行の業績が悪化したときに事業再組織化に積極的に関与するというシナリオを考えた場合には、今問題になっている銀行の顧客株式の保有の上限規制があるが、これを廃止する必要がある。

ただ、この問題の中心、本命なのは、多分新興企業、あるいはリーディング企業と我々が呼んだような企業である。時価総額が大きい、あるいは今急速な成長を遂げている新興の企業、ここの企業群の問題をどういうように考えるか。

特にリーディング企業は2つの問題がある。一つは、持ち合いが解体していった企業の経営の安定性が低下して自律性が低下しつつある。買収の脅威にさらされている。右側にありますように、売買回転率は上昇しており、これにどういうように対処するかという問題がある。

ただ、もう一つ、重要な問題だと思うのは、保有主体、外国人の保有比率は上昇しているが、それぞれの保有比率が小さいために、海外の機関投資家、国内の機関投資家は、株式を保有しているのだが、積極的に企業をモニターするインセンティブや能力を持たないという問題がある。これがここに書いてある企業統治の空白ということである。

この2つの問題を解決するためには、投資家の長期保有を促進するようなインセンティブを設計する。それが重要な課題になっていく。これまでメインバンクと安定化が中心であった日本の仕組みに対して、それにかわる仕組みを作る必要があるということになる。

各国とも右側に書いたように、企業経営者の裁量と投資家のモニターに関しては、それぞれ異なった仕組みで適切なバランスが形成されつつある。かつて日本はメインバンクと持ち合いの組み合わせがあったわけだが、これが壊れている。ですから、これに代わる新たな仕組みを作るということが重要な課題であると考えます。

では、どうするかということだが、一つの考え方としては、現実的にどういうように進めるかは、なお検討が必要だが、複数議決権つきの種類株である。議決権が異なるような株式を発行して、長期に保有する主体に対して優遇する。多くの議決権を与えるという仕組みを考えている。これは Loyalty share と呼ばれているものである。

これを導入していく場合に対象として2つあって、一つは新興企業だが、こちらは技術的には比較的簡単で、GoogleがA株とB株を発行したというのは良く知られている。問題なのは機関投資家の保有比率が増加して、株式買いがアウトサイダー優位になった日本のリーディング企業、上から300とか350位の企業、ここでどうやってこの仕組みを入れていくかというのが大きな問題。

次のシートで、それを考えていった場合にどういような促進上の課題があるかということで、誰が長期保有の主体となるか。制度的に考えた場合に、導入するとどういような制度的なハードルがあるかということ

指摘している。

最後の論点が取締役会改革である。取締役会改革に関しては、現在、社外取締役の導入に関して、コンプライ・オア・エクスプレインの原則が導入される。さらに監査・監督委員会という新しい制度が導入される。

まず、実証結果の成果を簡単に紹介すると、2012年3月の時点で日本の社外取締役上場企業で見ると、平均すると10%ぐらいである。これがアメリカの70%とか英国の40%とか韓国の30%に比べて低い。これをどうやって引き上げるかというのが一つの課題である。逆に言うと、さらに10年前を見てみれば、2000年代の初頭は、日本は社外取締役はゼロだから、この10年間に着実に10%まで上がってきたという側面もある。

そこで実証的な課題は、どういう企業が自発的に入れているか、入れたら、それは効果があったのかというのが問題と思う。

16ページ、何がわかっているかということだが、基本的にモデルとしては、企業は、事業が複雑であるか、外からの監視が必要であるか、情報獲得が困難であるか、に応じて社外の採用を決める。複雑であると入れたほうがいい、監視が必要であると入れたほうがいい。外部の人では、情報獲得が困難である場合には、入れてもコストは大きいというモデルで推計した。

これで見るとわかったことは、このモデルでアメリカとかイギリスだとかかなりの程度社外取締役の導入が説明できるが、日本だと10%ぐらいしか説明できない。このことは、異なった決定要因がどうも日本にはある。もう一つは、日本の場合は監視の必要性というファクターが弱く、事業が複雑だと社外の方がアドバイスを求めて入れるという傾向が強い。

3番目は、機関投資家が多い企業ほどそうした外の圧力に影響を受けて社外取締役を入れる傾向が強い。パフォーマンスに関しては、一般的に入れば効果があるという結論はどんな研究からも得られていない。ただ、一定の条件、例えば情報獲得コストが低いような企業で入れた場合には、パフォーマンスが上がるということがわかっているし、逆に困難な企業で入れるとパフォーマンスが下がるというような実証結果もある。

現在得られている実証結果は、日本の社外取締役というのは、入れなければいけない企業で入っていないという側面と、入れる必要がない企業、あまり効果がない企業で何らかの理由で入れているという事実である。最初のほう、入れる必要がある企業で入っていないというのに対しては何らかの政策的な促進が必要だが、入れなくてもいい企業で過大に導入しているというケースもあるという面からすると、義務化するということは非合理だろうということになる。

このようなことを前提にして、私どもが今後の取締役会を考えていく場合にどういうことを考慮すべきかだが、基本的には取締役会の選択が、日本の企業にとって社外取締役を入れることが全ての企業にとっていいということではない。one size fits allの解答はないということから考えていくことが必要だと思う。

もともと取締役会というのは16ページにあるような形で、アメリカでは経営執行陣をモニターするという形で現在理解されている。モニタリングボードと言われているものである。ただ、それに対して、日本の場合は17ページにあるように、執行役員制度は導入されたが、取締役会と執行役会の関係というのが曖昧で、一言でいえばボードが経営戦略の決定に強い影響力を持ち、モニタリングの側面が弱いというマネジメントボードという特徴をこれまで持っていた。もちろん最近、委員会等設置会社があり、バリエーションはある。

そういうような状況になって、そのこと自体は必ず悪いという構造ではないと理解できるので、今後考えるに当たっては、18ページにあるように、企業としてはモニタリングボードに移行するのか、現在のマネジメントボードを維持するのかを意識して選択していく必要がある。客観的には、ここにあるようにエージェンシー問題が深刻。例えば事業が成熟しているとか、事業再組織化の必要が高いとか、そういうような企業では外部からのモニターへの必要性が高い。また、事業が複雑であると、これは外部からのアドバイスの必要が高いということになる。だから、取締役の構成に関しては、この図にあるような企業特性に応じた適性の分布があって、逆にいうと、図の南西方向にあるような企業では、必ずしも社外取締役を入れなくていいという事業の特性もあり得る。

そこで、最後のポイントだが、今後の取締役改革としては、社内、社外、人数、性質等が本質的な問題ではなくて、取締役を考えるに当たっては、この改正のタイミングで、モニタリングボードの方向に移行するのか、これまでのマネジメントボードを維持するのかについて、企業が選択する必要があるのではないかと。そういうように選択すると、社外取締役のミッションも明確になると思う。

注意しなければいけないのは、しばしば社外取締役は株主価値最大化が唯一のミッションだと考えられるが、日本の場合は、株主の利害と従業員を含めた内部者の利害をバランスするということが非常に重要な役割だから、そういうミッションを考えるという必要があると思う。

今後、監査・監督委員会の設置が可能になるが、この問題もモニタリングボードの移行とマネジメントボードの維持、どちらにするのかを考えた

上で制度を利用する必要があるのではないか。

(小林会長) それでは、最後に、佐々木先生から金融市場改革についてのお話をいただく。

○内外の金融市場改革の動向について

(佐々木教授)

本日は、特にリーマンショック以降の金融情勢の中で重要なことということで、金融の特に規制についてお話をさせていただきたい。また時間が許せば国際的な協力について一言申し上げたい。

第1点目だが、規制に関して。いろんな実証研究をこれまでやってきて、個々の細かい点についてはいろんな問題点があるが、きょうは大きく捉えてお話をしたい。金融規制、特にリーマンショック後のバーゼルを中心とした銀行に関する規制だが、一言で申して、政治的な側面に左右されているところが非常に大きいということで、アカデミックな中からも、望ましい規制というのをもっと考えるべきだという方向に議論が進んでいる。

やはり市村先生、宮島先生のお話を伺っていてもすごく共通するところが何点もあるが、規制を作るときに、どうしても目の前のことに左右されて、非常に複雑なコストの高いものができ上がってしまっているという面もあるし、また、その時々で政治的なことに非常に左右されている部分が多いために、そもそも規制として何が必要かという視点が後回しになってきている。そういったことに対してどういった方向に持っていくべきか。日本として、例えば日本の銀行だけではなくて、国際的に銀行業などをやっていくに当たって、いかなる規制が望ましいかということをもう少し突き詰めて、そういう方向に持っていけるように今後交渉したり、あるいは国内で少なくともそういったことを実現していくことが中長期的に見て非常に重要ではないかということだ。

また、プラスして、国際金融分野を見ていて、やはり国際的な協力、特にアジアにおける金融関係の協力というのがもっと力を入れていってもいいのではないかということが考えられる。現在も国際金融という分野でいうと、チェンマイイニシアティブといった協力関係などもあるが、今後、通貨制度の協調なども考えていかなければいけないと思うので、そういった点を考えていったらいいのではないか。

まず第1点目、金融規制についてお話しする。初めに、「金融改革について」というスライドだ。金融分野で必要とされる改革は本当に多岐にわたり、特に良く出てくる規制緩和から見た問題点、それ以外にも市場の整備とか、最近非常に話題になっているのは、グローバルマネーにどうやっ

て今後対応していくべきかといった問題。また、地域的協力や国際的な協力など、いろいろなものがある。

これに対して、もちろん、いろんなことがいろんな分野でされてきている。例えばこれは一例だが、金融庁が行っている金融改革プログラムだ。これはリーマンショック前に出されたものだが、例えばこれは5点大きく挙げてあり、利用者保護のルールや、国際的に開かれる国際化とか地域貢献などといった、いろんな面からも既にこういったことが今までも何度も提案されている。

確かに、実際に金融業務にかかわっている方や金融監督にかかわる方という目から見ていろいろな問題点がある。私はアカデミックな面からこういったことにかかわってきて、ある意味本当に規制の細かいところについて私はわからないが、逆に、非常に長期的に長い目で見てきて何が一番問題なのかというと、規制の方向性にすごく問題があるのではないかということだ。

「規制改革」ということで、金融危機後、特にこれが明らかになったと思うが、自己資本比率規制、銀行以外の金融に関する規制というのが非常に大きく改革された。その改革の方向を見ているといろいろな問題点が見えてきて、その最も重要な問題点としては、政治的な側面が非常に強くなり、望ましい規制の大きい意味での方向性が失われてきているのではないかということが考えられる。

バーゼルⅠ（BIS規制）は89年3月から日本では暫定的に導入している。もともとの目的というのは、国際的に規制面で協調すること。現在もグローバルマネーが非常に大きくなって、銀行の活動も国際的になってきているので、当初の目的どおりに、いろんな国の銀行が競争するとき共通した規制の基準が必要であるということ、この目的は一応達成されていると思う。当時は日本の銀行の自己資本比率は非常に低かったので、国際的なスタンダードということ、そういうことが設けられると非常に困るのではないかといろいろな問題があったわけだが、それでも当初の国際的な共通規制という点では、意味があったと思う。

日本の場合は皆様御存じのように含み益を入れたということ、これが非常に裁量的な日本の政策だったわけだ。それが株価下落によって含み益が減少して、その後、劣後債をたくさん発行しなければいけないことになったり、あるいはクレジットクランチが起こっているのではないかと、一応この辺は実証研究を私もしていて、実際に含み益に対して劣後債が発行されるとか、含み益の減少に対して貸し出しが減少するといったような反応は見られている。そういった問題が起こってきた。

その後、不良債権問題が出てきて、さらに問題が複雑になり、クレジットミスアロケーションと呼んでいるが、貸し出しの方向がゆがめられてしまうとか、規制が設けられたことによって一つの目的は達成されたが、逆に、ほかの問題が新たに出てきてしまうといったことが起こってきた。

これに対して非常に規制を導入したことによるマイナス、例えばクレジットがミスアロケートしてしまうというような問題を解決するにはどうしたらいいかということがいろいろ議論になり、バーゼルIIというものがその次に作られた。このバーゼルIIは非常に良くできていて、バーゼルIでの問題点を特にどちらかというとき自己資本比率の分子ではなくて分母のほうに当たる資産の工夫がなされていて、新しいものが作られた。実は日本は2007年から導入されている。一般的には、2007年に日本が導入するに当たって、非常に資産の組みかえなどをした。そのときに特に言われているのは、地方銀行などがヘッジファンドを利用した投資を控えたり、あるいはヘッジファンドを同じ利用するにしても、リスクの高いものをなるべく減らして安全資産の組み合わせに変えるというような行動が見られたので、恐らくリーマンショック前にこれを導入したことは意味があったのではないかとされている。

だが、実際、現実的に言うと、このとき、ここに書いてあるが、アメリカはバーゼルIIを導入しないままにリーマンショックを迎えることになった。当時の状況からいうと、私はずっとバーゼルIのときから実証研究とかでかかわってきているが、バーゼルIIが導入されるときに大体どういう評価だったかという、複雑過ぎて、こういう規制をこれ以上突き詰めてもしようがない、恐らくコストばかりかかるだろうというのが比較的一般的な評価だったと思う。特にアメリカではそういう論調が非常に強く、でも、実際に先ほどのお話とも関係あると思うが、バーゼルIIが300ページぐらいの規制になっていて、それを守るために邦銀も非常に大きなコストをかけている。もちろん内容的にすごく改善されていていい点があった。例えばリスクの評価方法が内部査定を利用したものに変更したり、銀行にとっていい特典はあったが、やはりコストは高いという評価が非常に多かった。特に日本ではなくて、アメリカを中心として非常に批判的な論調が強く、アメリカは特に大銀行はともかく中小銀行にこれを適用すると業務に支障が出てくるところがあるということですのですぐには導入できないと非常に主張を繰り返しており、バーゼルIIを実際導入しなかった。

実は、金融危機が起こり、今後のあり方として、恐らくバーゼルがもう既に国際的な共通理解になっているので、それをベースとした形で今後整備していくしかないのではないかと書いたが、その当時、そう

いうことを発表すると、それはないでしょうと言われることが多かったほど、バーゼルIIに対する信頼というのはかなり失われてきていたというのが当時の状況だった。

主張しているものの最たるものがアメリカだったわけだが、実際に危機が起こってみたらどうなったかという、アメリカがバーゼルIIIという新しいものを作って対応していくのがいいということを表示したわけだ。規制をとにかく我々が中心になってどうにかするから皆さん安心して下さいという形でのアナウンスメントを始めたわけだ。

これに対してバーゼルIII作成への批判ということで、例えばイギリスやスペイン、要するに欧州と日本は比較的早くに真面目にコストの高いバーゼルIIを導入していたので、導入した直後にリーマンショックが起きて、導入していないアメリカがバーゼルIIIを作るということを提案したので、非常に反発があった。

日本では余りそういう話を聞いたことがなく、もっと日本も主張してもいいのではないかと感じていた。

実際には、いわゆる金融サミットを開いて、G20で合意して、バーゼルIIIという新しいものを作ろうということになった。もちろん規制にはいろんな問題があるから、バーゼルIIで解決されていなかった部分というのはたくさんある。なので、それまで分母に特に注目してきたのを分子部分に注目して、質の改善をしていこうということで合意して、実際にはバーゼルIIIが作られて、内容が2010年にほぼ固まったということだ。

バーゼルIIIの特徴はいろいろあるが、資本の質の改善をするとか、流動性、リスクを入れるとか、それまでバーゼルIIの段階で問題になっていたことを対応していく。また、金融危機を経験したことから、それ以外に必要なだと考えるものを足していく。例えば重要な大きい機関をどうやって潰すかということに対応していくということが盛り込まれたのがバーゼルIIIになる。

バーゼルIIIを日本は2013年3月より適用している。スイス、カナダ、オーストラリアなども予定どおりの実施をしているが、現実にはアメリカは導入をおくらせるということだった。なので、長い目で見てきている私などからすると、やはりバーゼルIIのときに非常に否定的で、危機が起こったら突然入れましょうということになって、実際、入れるときになったら先延ばしにして、その間、日本は非常に優等生的にそれを守ってきているというのが大きな意味での構図なのかなと感じている。

EUの場合は、ギリシャ危機などを発端としたユーロ危機があったので、導入がおくれている。これは若干しようがないところもあると思う。バー

ゼル規制の問題点としては、いろいろなものがあるが、政治的な影響に非常に左右されてしまうことだ。国際的に合意するとどうしてもそういう点を中心になってきて、望ましいあり方というものもだんだん失われてきているところが非常に心配だ。また、複雑過ぎるという点だ。バーゼル I を作ると、良くするために複雑な II を作る。II が効かないと、さらに複雑にして III を作るといった形になり、どんどん目の前のことに対応する形で厳しく複雑なものができるというところが起きている。

望ましい規制というのは非常に難しいが、実は金融危機が起こってから経済のアカデミックな分野でも、望ましい規制を見直そうという潮流がすごくてきていて、いろいろな形で検討がされている。

でも金融危機が起こる前に随分プリンシプルベースの規制というのが話題になり、日本の金融審議会などでもプリンシプル規制あるいは全銀協などでもプリンシプルベースの規制、要するにルールを厳しくしても切りがないので、それをどういうように持っていくか、そのために一つプリンシプルベースの規制というのを参考にしようという流れがあったが、リーマンショックが起こり、一気にそれがルールを厳しくするというほうに戻ってしまったが、全体的な方向としては、金融庁などもベターレギュレーションということで、そういうプリンシプルだけを決めて、あとはその場の例えば現場の判断に任せるといったような規制に変えていくこと。また、それとルールを混ぜたハイブリッドな形のベターレギュレーションを追求していくということが検討されている。

また、ここに書いてあるのは一つの例だが、市場評価自己資本比率といって、もっと簡単な形の自己資本比率を利用するということや、海外でもいろいろな著名な経済学者が望ましい方向をいろいろ提言している。

日本は非常に優等生的にバーゼルアコードに従ってきている。基本的にはこれまでバーゼルを前提としてどうしたらいいのかということを考えてきて、時には含み益を入れる、時には繰延税金資産をこれくらい参入してもいいと、その時々、比較的裁量的な政策をとり、何とかそれに合わせるような形をとってきているというのが大きな姿勢になっている。

だが、実際バーゼルアコードは、そういう政治的な側面も非常に大きく、またどんどん無駄な部分というのもできてきているので、邦銀がリスクを負わないために、あるいは効率的に健全性を保つためにどういう方法が必要かということを考えていくことが重要だと思う。

もちろん、これまで監督官庁がそういったことを考えて交渉してきている。例えば国内基準なども独自に設けるに当たり、非常にその点は考慮されていると思う。ただ、今後、一歩進めて、非常に長期的な視点で見たい

るアカデミックな考え方と、現場で実現可能なものをあわせていくために、具体的に言うと、金融庁と学会や、あと現場にかかわっているシンクタンクとかがもっと協力して方向性を検討していくということが重要だ。また、それを金融規制に反映していけるように、日本が非常にいい形を示していけるような方向を考えたらいいのではないかと思う。

そういった側面でいろんなことを考えられるが、例えばこれまでも出てきたディスクリージャーも非常に大きな影響を与えていて、そのディスクリージャーの方法、特にこれは今お話ししたのは、バーゼル規制は銀行に関する規制なので、それ以外のヘッジファンドとか、格付機関とかといった周りのかかわっている部分についてももちろんあわせて考えていかなければいけないので、例えばディスクリージャーを強化とか、そういった具体的なことが考えられると思う。

具体的な規制の方向の続きだが、やはり大きな意味で長期的に見てみると、金融危機が起こると、例えば証券化が問題という、突然証券化というぬれ手でアワのものはいけないのだという議論になりがちだが、市場を良く知って、証券化のどこが問題かというのをわかっている者がそれに対応した規制や環境整備という形でどんどん進んでいかなければいけないと考えている。

国際金融を研究していて、やはり長期的なビジョンが見えなくなってきたところがあると思う。国際金融の分野では、アジア通貨危機が起きてから、アジアでの協力が非常に重視されて、チェンマイイニシアティブといったような通貨スワップとか、通貨制度をどう持っていくかという議論がかなりあるが、具体的には現実的な方向としては余り進んでいないということがある。

こういった話をすると、特に通貨制度の話などをすると、現実的には政治的な問題があって不可能ではないかということと言われることもあるが、むしろ経済がうまくいくと、周りがついてきていろんなことが、では協力しようという方向に進むという可能性もあると思うので、国際的な金融分野でも協力などを考えていくといったことが重要になってきていると思う。

(小林会長) 意見交換をよろしく願います。伊丹委員、どうぞ。

○意見交換

(伊丹委員) この調査会はとても大きいテーマを掲げている。

非常に複雑な市場経済全体をどういうように持っていくかという議論をするときに、私は考えるほうは物すごくシンプルに考えないと、細かい規制の話積み上げていっても報告書の骨子はできないのではないかという

気がする。きょうのお話はそれぞれに意味のあるお話ばかりだが、その先に何があるかということシンプルに考える必要があるのではないか。

私は、この専門調査会が発足した最大の経緯は、お金というものが誰も望まない暴力装置となってしまっていて、市場経済を乱しているという認識だろうと思う。その金という暴力装置が暴れることをどう抑えるか、そのための方策を議論するのだろうと思うが、非常にシンプルに考えると、私は2つあると思う。

一つは、金の出し手に対する規制だ。これが投資家の問題であったり、金融機関の問題であったり、そういうことの規制に関する議論が今日たくさんあった。これは大切な部分だと思う。ひょっとすると統合報告というの、その規制に資するように報告そのものがあつたほうがいいという御議論になるかもしれない。

もう一つの金の暴力装置としての動きを抑えるための方策というのは、金以外の企業経済のステークホルダーである、特に人だ。これは経営者でもいいし、中堅幹部でもいいと思う。あるいは創業者でもいい。そういう人の影響力をどうやって高められるかということを経営的に考えるということだと思う。

その手段として、例えば複数議決権株を創業者が持つことを許すとかという会社法上あるいは証券市場上の工夫というのものもあるかと思う。シンプルな論理は、人の影響力を増大させる。一方は規制、一方は増大だが、増大によってかえって金の暴力装置としての働きが抑制されることを期待するという論理であろうと思う。

第二次世界大戦の後、ドイツが先ほど御紹介のあつたモニタリングボード、監査役会というものを労働者側の代表を半数とするという大改革を行って、案外それが最近のドイツ経済の安定的な動きとどこか深いところで結びついているのではないかという気がする。あの制度を取り入れるのはあまり賛成ではないが、もう少し本質的な問題を、ドイツはものすごく大きな国民的議論をやった上で導入したので、それぐらいのことを議論し始めることぐらいは提案してもいいのではないかと思う。

(原委員) 今、伊丹委員がおっしゃった金の暴力装置の問題について述べる。実際、アメリカ、イスラエル、イギリスで会社を営んでいて感じるのは、今時点では的を絞って暴力装置として規制すべき対象は、ヘッジファンドと高速取引とアクティビストに限ってもよいかと思う。証券化が云々とあつたが、これ自体は悪くない。

宮島先生のおっしゃったコーポレートガバナンス、米国の社外取締役は70%がモニタリングボードという話があつたが米国の上場、非上場会社で、

私も社外取締役、独立取締役、会長などを経験してきたが、「米国上場企業の経営報酬は市場に基づいている…株主と経営者の長期的な利害関係を合わせるように設計されている。市場原理に基づいて、株主と経営者の長期的な利害関係を合わせるようにするのが社外取締役の役割だ。」と信じて行動している。今回の5月の日米並行協議で決められた事項はTPPが発効したら自動的に効力を持つことになるが、この日米並行協議で決められている内容にも株主重視という点が盛り込まれている。ここは逆に、日本側から提案して「瑞穂の国の資本主義」重視という風に米国に要請してほしい。

宮島先生が日本では社外取締役は従業員と株主のバランスを置いているとおっしゃったが、日米並行協議が条約として履行されるようになると、社外取締役を規定する定義がまたアメリカ式になっていく可能性は高いので、注意してほしい。経済財政諮問会議専門調査会の中間報告にも強調されているように、企業の多様なステークホルダー、株主、従業員、そして顧客や仕入れ先、地域社会及び地球全体まで、こうしたステークホルダーに対して経営陣は責任を持ち価値を還元することが非常に重要である。中間報告書が経済財政諮問会議でも承認されたように、瑞穂の国の資本主義という形で進めていこうとなっていたので、日米並行協議やTPPの加盟交渉協議においてのわが国からの要求項目に、中間報告で行った定義をアメリカも重視すべきであると要求して日本もルールメーカーになるべきである。世界の安定と平和のために、日米の中産階級層の減少を食い止めるためにもTPPすべての加盟国国民には支持されるはずである。

それから、市村先生のおっしゃられた新しい統合報告の中で、SRIとか責任投資というのが英国の中で随分あって、我々も責任投資に基づく新しい企業価値を定義しないかと言われていたが、ここは結構注意する必要があると私は思っている。なぜかというと、責任投資の根底にある倫理観はキリスト教的な価値観に基づく、例えば西欧文化の規定する人権を満たしているかどうかといったようなことを要求してくるからだ。人権、例えば日本もヨーロッパも一夫一婦制だが、イスラム諸国は一夫多妻制が歴史的に伝統的に正しいと言っている国だ。いろんな国がいろんな考え方の違いがあるから、それを一つの国の文化的な背景で他国に押しつけるといった流れも少し英国の責任投資基準や国連での新しい会計基準等々を作っている人たちから感じた。やはりこれから本格的に多様性の時代ということだから、それぞれの国々の文化、伝統、慣習、言語を尊重し、そして、独自性を認めた上でもってガバナンスを見ていくというやり方が重要である。そうでないと、どの立場から見たガバナンスなのか、株主から見たガバナ

ンスなのか、西歐的価値観から見たガバナンスなのかといった形になってしまうと、これは自国の制度と異なるものはすべて否定する排他的思想になるので非常にまずい。米国流を世界に普及するためのグローバリゼーションも同様に問題である。ポイントとしては、中間報告は非常に良くできていると思うので、誰にとってのガバナンスといったものをきちっと定義し、国や民族の違いを認めることを前提に物事を決めるのがこれからの時代の大前提であるという世界ルールをしっかりと日本においては認識し、そして、ヨーロッパ、アメリカにも影響力を与えていく流れを作りたいと思う。

(小林会長) 程委員、どうぞ。

(程委員) 私どもの会社は、12年前までは100%プライベートだったが、今年で上場して13年目になる。取締役会の構成メンバーは、最初は全部社内で、本日の宮島先生のご説明にあったマネジメントボードだったものが、今は社内が1人で、モニタリングボードとなっている。グローバル企業として、その実体験を考えると、非常にマルチステークホルダーであり、コンプライアンスという概念ができるだけ透明性を高くすることを求める中、非常に大きな変化があった。日本もそういう方向に徐々には向かっているということで、これは喜ばしいことだと思う。ただ、もう一つ、少し御指摘が宮島先生からあったが、新しい事業だとか、ここを畳んで次に行く、または技術的な評価をどのように行うか、次の成長の芽をどのように養えばいいかという観点、また、先ほどクラスター論のお話もあったが、進化論、すなわち新興企業から大企業になっていくといった観点から、ボードメンバーも定期的に入れかえていかないと、なかなか機能的にガバナンスが効かなくなってくるのではないかと。

そんな中、日本の経済界自身は、押しつけられるというよりは、こういう仕組みを活用し、自分たちのコミットメントを明確にしながら外部のステークホルダーにコミットしていくというサイクル、言い換えれば、基本的に企業側の姿勢としては活用していくという視点が重要だと思っている。

その際に、先ほどの議論にもある、乱暴な金融というのがある。アクティビストなどは確かにそこが非常にぶれるし、もう一つは、佐々木先生の言われた世界構造的に一挙に金融の仕組みが壊れてしまうということもある。この大きく2つに分類できる金融のインタレストというか、圧力が企業にかかってくるわけである。そんな中、そもそも日本というのは長期的視点を好む国だし、社員も、取引先も、技術革新も長期的な視点で日本は捉えていく傾向があるので、やはり第2回の会合で柳川先生がおっしゃっ

たような、長期的な視点を持った資本を育成する取引所だとか、またはきょうの議論もあったように、長期的な視点を持った株主を育成する多様な株主構成、議決権を含め、長期的な視点を持った金融をマッチするインフラを整えていくということが日本では重要ではないかと思う。

(神永委員) 先生方のお話をお聞きして、例えばこの統合報告にしても、こういうことをどんな基準で進めるのか、それは企業で考えるということなのかもしれないが、そこで伊丹委員からお話があった人の影響力をどんな基準で考えるか。例えば社外取締役の重要性というお話があったが、社外取締役の立場、考え方をまさに経済財政諮問会議あるいは専門調査会で提案し、構築しようとする市場経済システムを実現する、あるいはそれにとった形で社外取締役としての立場を明確にしてアクションを起こせるといった仕組みがあると、社外取締役は、単に株主あるいは限られたステークホルダーだけではなくて、社会全体を含めた立場から企業に対して社外取締役としての役目を果たせる、そういったミッションを作ることも一つのアイデアであり、かなり強力なポイントではないかと思う。

(小林会長) どうもありがとうございました。本日の御議論を踏まえて、次回は専門調査会における議論の最終整理を行いたい。