

公開月例研究会講演記録〈第 294 回 (2017.11.27)〉——

「ガバナンス改革による企業と機関投資家の 行動変化をどのように捉えるか」

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授

北 川 哲 雄

ただ今ご紹介いただきました青山学院大学の北川でございます。

いま揺れ動いているテーマで、本来研究者としてはもう少し後を追っかけたほうがいいんですが、いろいろ政府の委員会にも出ていまして、生々しい動きの中におります。「ガバナンス革命」というと大げさなように思いますが、相当な勢いでいま事は進んでいまして、その動きはおそらく今後 10 年、15 年、日本の社会にいろいろインパクトがあるだろうと思われています。そこらあたりをどういうふうに考えているか、私の考え方を皆さんにお知らせできればいいのかなと思っています。資料提供者の関係で、配付資料はこの場限りとさせていただきます。

まずガバナンス改革の意義について私の考えをまとめていきたいと思います。そもそもはどこから来たかといえば、民間の人とか個別の企業や個別の機関投資家の意識ではなく、金融庁、GPIF、東証（東京証券取引所）、経済産業省、内閣府、環境省、厚生労働省など、官の危機意識から来ています。なお GPIF というのは厚生年金基金を束ねている公的年金基金です。世界最大のアセットオーナーで、150 兆円ぐらい運用している。皆さんもお勤めになると、ここに年金の積立金が行くことになります。

なぜ官が危機意識を持っているかというと、一つは日本企業の低収益性です。いま株価は上がってきていますが、第二次安倍内閣発足当時、株価は低迷していた。そこで、アベノミクスとか日本再興戦略と言われている中の中核の一つの政策と

して、5～6 年前、ガバナンス改革が取り入れられました。

株価が上がる上がらないは企業がちゃんと収益性を上げていくかどうかによりますが、企業はどうやって収益性を上げていくのかといえば、まず一つはイノベーションです。イノベーションというのはテクノロジーの世界だけではなくて、たとえばアマゾンという会社があります。皆さんがお金持ちだとして、あの会社を買収するには今幾ら必要だと思いますか……。50 兆円必要です。10 年前には大して注目されない物流の会社ですが、今とんでもない会社になりました。アマゾンで活躍していた人はいまや他社から引く手あまたです。アマゾンだけでなく、アップルにしてもそうですが、アメリカの場合は西海岸の企業によるイノベーションが盛んですが、それが日本にはない。イノベーションへの刺激をしたり、新しいビジネスモデルをどんどん打ち立てていくという、はつらつとした社会に日本がなっていない。株式市場が低迷しているのもそこらへんに原因があって、イノベーションへの刺激とビジネスモデルの変化によって企業価値を向上させようということが一つ重要なことです。

この場合の「企業価値」というのは、稼ぐ力というよりも、すばらしい商品とかサービスを提供していく。日本でも最近、京都大学の先生と一緒にすばらしい抗ガン剤をつくり出した小野薬品工業という会社がありますが、それに類するものはシリコンバレーやアメリカの西海岸ではいっぱい生まれている。日本はなかなかそういうふうにな

らない。例外的に小野薬品工業は耐えに耐えて頑張った会社ですね。

イノベーションへの刺激とビジネスモデルの変化によって企業価値を向上させる。そのためにはインベストメントチェーンの活性化が必要で、日本の金融の仕組み、特に資本市場の仕組みがうまく回っていないのではないかと。官から見ると、アナリストとか機関投資家がちゃんとした行動をとっていない。彼らの行動変化による企業への刺激を誘導しよう。それにはどうしたらいいんだろうということでもガバナンス革命が起きたというのが私の見解です。

キーワードはROEの向上と責任ある企業活動の遂行です。ROE（株主資本利益率）あるいはROIC（投下資本利益率）は企業の収益性を測るうえで重要な指標ですが、それが日本の場合あまりにも低い。これを向上させなければいけないということと、それと相反することのようですが、**Responsible Business**（責任ある企業活動）の遂行。いまいろいろな日本企業で不祥事が起こっていますが、欧米、特に欧州の企業では、イノベーションを起こし、収益性の高い企業になるのももちろん重要だけれども、**or** 条件ではなく **and** 条件として、企業として恥ずかしくない行動をとっていることが重要で、これをリンクして考えていくということが十数年前から進められています。特に年金からおカネを預かっている機関投資家はそれを一つの基準として投資対象にしていく必要があるということです。

汚職をしていたり、途上国などで不公正なマーケティングのやり方をやっていたり、バングラデシュなどで若年労働者の雇用が問題になったりする。それはけしからん。そんなことでROEが向上していてもだめだ、**or** 条件ではなく、**and** 条件だということを忘れてはいけないということなんです。

その点に関する日本企業の意識は低いです。稼ぐ力もないし、責任ある活動をする企業も少ない。皆さん方がこれから企業に勤める場合に、ブラック企業はだめだよというぐらいはわかると思うんですが、それだけではだめです。社員が生き生きとして、勤めていて恥ずかしくない企業であると同時に、イノベーションがあって、業績もいいところが評価される。それが当然のことだよ

ということが日本では意外に浸透していない。

それは日本の機関投資家にも問題があって、それはこれまでそういうことを見る投資家が少なく、短期的な思考だったということです。長期の観点から投資先の会社を選び、そしてESG投資をしろということなのです。ESG投資というのはE（Environment 環境）、S（Social 社会）、G（Governance ガバナンス）を考慮した投資で、日本ではそれを官が押し進めていることになります。

私は2012年ごろ、大学にサバティカル休暇を1年もらいましてヨーロッパに行っていたのですが、そのころもう欧州では責任ある投資活動が盛んでした。金融庁とか経済産業省の人々もよく勉強に來られていました。そこでの盛り上がりで2014年以降のガバナンス改革につながったと私はみえています。

これはインベストメントチェーンを図示したのですが、一番左が企業で、皆さんもそこで働くと、毎月厚生年金・企業年金保険料を納めるし、企業も国もある程度補助してくれる。そのおカネはこの図では裏を回ってGPIFなどのアセットオーナーに行き、アセットオーナーは機関投資家に資金を預ける。そして企業と機関投資家の間にいる証券会社のアナリストたちが企業の情報開示をもとに投資アイデアを機関投資家に提示する。こういうかたちでインベストメントチェーンは回るんですが、アセットオーナーも短期思考、機関投資家も短期思考で、**Responsible Business** とかESGなどこれまでは考慮しなかった。そしてアナリストも短期思考ということになると、日本の企業はいつまで経っても長期的企業価値を向上できないのではないかということが問題意識としてある。

それをまとめますと、イノベーションとか企業家精神の欠如、内向き、改革へは後ろ向き、資本コスト意識の欠如などが日本企業の特徴として挙げられます。特に日本の企業は内向きとよく言われます。それと問題なのは人材のモビリティが少ないこと。終身雇用的な考えが今でも濃厚で、だから会社は家族（ファミリー）と同じであり、内向きの組織になってしまいます。会社が終身雇用でファミリーとなると内向きになるという悪い側面がある。社長も下から上がってきた従業員の

代表ですから、手荒なことを従業員に要求しないし、自分が社長でいる間はせいぜい5～6年だから、ダイナミックなことはできない、とりわけ人の問題に触れることはしない。

もう一つ日本の経営者で欠けているのは資本コスト意識の欠如です。日本の企業経営者には期間損益は「赤字じゃなきゃいいだろう」という考え方があ。しかし、投資家からすると資本コストは意識してもらいたい、ROEも最低7～8%ないと国際競争力は保てないと言われています。従業員に給料を払って、税金もちゃんと払って、それで黒字なんだからいいだろうと言っていると、同じ黒字でも黒字幅の大きい会社がマーケットを牽引していくことになりますから、相対的に収益率の低いところは安穩としていられないわけです。

実は40年以上前に大学では商学部を出たんですけども、当時、ファイナンスの授業とか証券関係の授業は商学部でさえあまりなかった。まして経済学部とか法学部では銀行論とか生命保険論が中心でした。これは日本の金融構造の特殊なところで、経営者の中には文系で経済学部とか商学部を出た人は結構いるんですが、ファイナンス理論を全く分かっていない。特に50代、60代はそう。若い30代の皆さんは分かっていて、たとえば資本コスト云々と言っても、経理部長にそれはなんだと聞くような時代が長く続いて、今日でもそういうところがあります。

その意味では経営者を目覚めさせなければならぬけれども、誰がするかと言えばコーポレートガバナンス改革によるしかない。具体的には企業における取締役会の改革と、機関投資家によるエンゲージメントを行なう。ちゃんと勉強して、こういうところが足りないよと企業にもの申す、そういうことが必要です。

それでは事実としてどれぐらい稼ぐ力が弱い。2012年当時、一橋大学の伊藤邦雄先生が座長になってやった経産省のプロジェクトで、私もメンバーの一員だったんですけども、その「伊藤レポート」によると、日本のROEは2012年当時、製造業・非製造業合計で5.3%、アメリカ22.6%、欧州15.1%で、話にならない。とりわけ四角で囲んである売上高利益率、つまり、あるものを1つ100円で売った場合、企業の手元に残るのはどの

ぐらいかという、日本4%、アメリカ10%、欧州9%、これでは競争力がないとみなすしかない。こういう状態が続いていたら日本株式会社の何割かは沈没してしまうのではない、という危機感を生み出した。

一方で、これは異なることのように思われるかもしれませんが、今年3月、米運用会社の日本法人ブラックロック・ジャパンが投資先400社に働き方改革にどう対処するかについて質問状を出しました。たとえば女性の管理職比率が少ないじゃないかと言う。儲けろと言っておきながら、働き方改革というのは不思議でしょう。彼らは社会運動家でもなんでもなく一投資家（といっても運用金額は世界一）ですが、ブラックロックという会社自身が健全な労働慣行のない会社は投資に値しないという考え方を一方で持っていることです。企業からしてみるとROEの向上も大事だが、同時にResponsible Business（社会的責任を全うする事業）の遂行も重要だということなのです。どちらかをすればよいだろうというor条件ではなくand条件だということです。

ブラックロックは三菱地所や小松製作所などの主要株主で、本社はニューヨークのど真ん中にある会社です。それが働き方改革に関するアンケートをとる。そういう厳しい刺激をブラックロック・ジャパンという日本の機関投資家が企業に与えている。ですから、儲けなければいけないし、こういうことについてもきちっとやる、そういう時代に入ってきたということです。ほくは、これから就職しようとする若い人にとっていいことだと思ってるんですよ。きれいごとを言うようですが、それは両立できるし、とりわけ若い人が自分の力を発揮してやれる。厳しいけれども、変な妥協をしないでどんどん取り組んでいくことが重要だ。そういう時代に入ったということを認識しておく必要があります。

上場企業経営者が重視すべき指標としてROEというのがあります。先ほども述べたように、マージンは低い。回転率も問題で、日本企業は資本が大きい。特に余剰資金をたくさん抱えている企業が多い。1兆円のうち5000億円ぐらい金融資産の会社がある。その5000億の金融資産は眠ってしまうわけで、株主の立場からすると「それを有効に使えよ」となる。ところが企業側は「10

年ぐらい前、リーマン・ショックがあつて、金詰まりで大変だったじゃないか」と言って、余剰資金の圧縮がなかなか進まない。使わないおカネは有効に使って高効率化を図り、その分株主に増配等で返しなさいという株主の要求に対して日本企業は懐疑的で、欧米の投資家にはこれは通用しない。そういうこともありまして、稼ぐ力も弱いし、効率も悪い。このへんも機関投資家がチェックしなさいと言って、さらに働き方改革まで言及してくる。

確かに Responsible Business の遂行も必要です。社会的な責任を全うしながら、ROE を上げていきなさい。短期的でかつ Responsible Business を無視した経営は長続きしないし、昨今の不祥事を見ていると経営基盤を毀損する可能性もある。言葉を換えて言えば、ESG を重視した、ある意味で完璧な人格者でビジネスセンスのある経営者がこれからは必要かなと思います。

それでは長期に稼ぐ力を持つためになすべきことは何か。まずアンチショートターミズムといって、近視眼的に会社を見て投資するのはやめなさいということで、FD 規制ができました。詳しくは申し上げませんが、厳しいもので、従来のアナリストの行動は相当制限されています。

企業の情報開示については、長期的な会社の発展動向を明確にロジカルに示すために、統合報告の作成をしなさい。また、短期的な思考が制限されるわけだから、長期的な思考を持った投資家と手を結びなさい。その意味では投資家の中でも長期思考の機関投資家とか ESG 投資家の育成をしなければいけないことになります。

一方で、もともとのおカネの出し手であるアセットオーナー、GPIF、機関投資家などの意識改革のために、スチュワードシップ・コードが2014年に制定され、今年改訂されました。コードというのは規範で、法律ではないから、これに沿わなくてもソフトローですから従わなくても法的罰則を受けるわけではないけれども、社会的には重要な規範になりますから従うことを余儀なくされます。スチュワードシップというのは聞き慣れない言葉かもしれませんが、昔、キャビンアテンダントのことを、スチュワード、スチュワーデスと言った、あれと同じです。スチュワード、スチュワーデスは接客業として、飛行機の中で与え

られた任務を、責任を持ってこなしている。ここで言うスチュワードシップ・コードというのは、顧客から預かった年金基金などについて、誠実に、自分の知的能力を完璧に駆使してよい運用成績を挙げるということです。

スチュワードシップ・コードができて、その考え方のもとで機関投資家は企業とちゃんと対話しなさいということになった。また機関投資家による議決権行使も厳格化されたわけですが、この中で一番重要なのは取締役の選任です。これについては厳しく詮議して賛否を決定しなさいということになった。さらに機関投資家における利益相反の排除も規定しています。

一方企業を律するために、2015年にコーポレートガバナンス・コードを制定しました。稼ぐ力を持って、しかも Responsible Business を実現するためには何をしなければいけないかという観点から企業側を律する規範で、いま3年目の改訂をしようとしています。機関投資家にはスチュワードシップに則り厳しく企業をウォッチさせ、企業においては取締役会改革が迫られることになり、さらに国内機関投資家の個別開示も始まりました。一つ一つの議案について、賛成したか反対したか、ほとんどの投資家が個別開示するようになっていきます。機関投資家からするとあまり見せたくないけれども、ホームページを見れば見られますし、こういうことをすぐ調査する人たちがいますから比較表が出回っています。

これはある機関投資家のある企業に対する開示例ですが、一番右を見てください。取締役選任の賛否の欄に「反対」となっている。この機関投資家はある企業の社長選任に反対ですとしています。

実は全体の賛成率は高くして90%以上いっているのに、この機関投資家は反対しているということで話題になりました。有力な機関投資家が反対したらすぐ新聞に出ます。そうすると同社はなぜ反対したかを説明しなければなりません。そういう時代に入ってきたということです。

いま起こっていることは、企業も情報開示しなければいけないし、機関投資家も自分たちの考え方を開示しなければいけない。非常に緊張関係が生まれた、すごい世界です。

さて、日本はイギリスの仕組みを入れたわけで

すが、実はイギリスと日本ではガバナンスシステムに大きな違いがあります。日本は法律でがんじがらめになっていて、日本企業では指名委員会等設置会社、監査役設置会社、監査委員会等設置会社という三つの取締役会の仕組みが併存しています。英国の場合は大体日本の指名委員会等設置会社に近い。

日本の法体系は何かを否定してこれに変えようということは一切しない。会計もそうで、日本基準というのが依然としてある。アメリカに上場している企業については SEC 基準で、これも例外的にいいでしょうということになっている。いまはアメリカでもヨーロッパでも IFRS（国際会計基準）で、これもいいでしょうとなった。いま大手商社、大手医薬品会社、全社 IFRS になっています。

ところが、国際会計基準が入ると、分析する立場としてはやりにくくてしょうがない。M & A を行なった場合、海外の機関投資家から見ると、IFRS で揃っていたほうが分かりやすい。たとえば M & A をすると、通常「のれん」が発生しますが、国際会計基準では償却なくていいから比較しやすいというメリットがある。

さて、ガバナンスに話を戻しますと、基本的に指名委員会等設置会社というのは欧米の会社に近い。イメージとしては、過半が社外取締役である。全体で 10 人ぐらいいるとすると、イギリスの場合は 7 対 3 で、7 が社外取締役、3 が社内取締役ということです。日本でも指名委員会等設置会社（いまだ 30 社程度のみ）では少なくとも 4 人くらい社外取締役がいる。しかし監査役設置会社が中心の日本ではつい最近まで社外取締役が一人いるかどうかという現状でしたから、日本ではせめて一人、できれば二人ということで現在に至っているわけです。

もう一つ、日本とイギリスで違うのは *Separate Chairman and Chief Executive* で、取締役会の議長と CEO（社長）は分離しなさいということです。イギリスの大手 350 社のうち、99% が分離しています。

取締役会は何のためにあるかというそもそもの発想が違っていて、取締役会というのは本来は経営執行部の人たちを監視するのが役割だ。だから、社長や CFO とか CEO が取締役会のメンバー

になっても構わないんだけど、それはあくまでもメンバーの一人であって、取締役会自体は株主のためにあるのだから、株主の付託を受けて株主の代理人として経営者をチェックしている。毎日会社へ行行って、「おれは株主だ。社長、お前何やってるんだ」と言ってチェックできない。だから取締役会の議長と社長は分離しなさいという論理なのです。

考えてみれば確かにその考えには一理あるわけです。その社長が実質的に人事権を持っているとしたら、社外取締役を選ぶのも彼になってしまう。そうしたら、耳障りのいい人、しかし社会的な地位の高い人、そういう人を連れてくることになる。そういうことで、UK ではわざわざ「セバレートする」。

日本の場合は取締役会議長を社外取締役が務めているのは 1 % 未満です。稼ぐ力が問題だということですが、日本の社外取締役や社外監査役に求められているのは、過去いろいろ不祥事があって、それを防衛するために、会計士出身者や弁護士出身者がなっています。それはファンクションとしてはいいんだけど、いわば守りのガバナンスのためのものなのですね。一方で経営者がちゃんと経営をするように、攻めのガバナンスを進めることも必要です。特にいまは余剰資金がたまっていますが、保守的になって投資しない企業が多い。国内市場はもう伸びません。そういうことを考えると、やはり「攻めのガバナンス」で、時に海外に打って出ることも必要です。取締役会も攻めのガバナンスを進めなければいけないけれども、弁護士と会計士だけが社外取締役にいたって、社長にアドバイスするなんてことはできないですよ。そこで社外取締役にどんな人が何人くらい必要なのか、取締役会自体をどのように構成していくかということを考えることが次のステップです。

「攻めのガバナンス」をちゃんとやるには、経験豊かな経営者、つまりほかの会社で経営していた人がアドバイスをしてやる必要があります。ここがなぜできないかというと、一つは日本社会の特殊性で、人材のモビリティがないということです。そうはいっても攻めのガバナンスをできる取締役会の議長を他社出身の経営者から入れると

いうことは大変難しい。しかし、これからはそれを日本でやらざるを得ないし、いまの社会だと部長ぐらいまではモビリティが高まりまして、ライバル会社から行く人も増えてきました。

そういう意味でも取締役会の改革は重要で、取締役会のメンバーを充実していこうということが必要だというコンセンサスは確かにできてはいるんです。しかし、それに対して企業は現実にはどう対処しているのか。これはぼくの感想ですけども、ベストプラクティス型でイギリスを見習っていこうという会社は5%程度。慎重ではあるが、一応そんなものかなと思って追随型でいこうというのは20%程度。株主還元拡大逃げ切り型が25%。絶対抵抗型で、社外取締役なんかなるべく入れない、ROEも低いままでもいいというのが20%。この範疇ではファミリー企業が多いんですけども、安定株主に株を持ってもらったり、昔ながらの銀行とか財団をつくったり、お互い持ち合い比率を50%以上持っているという会社が結構ありますが、ぼくはそういう会社は上場している意味がないと思います。そういう会社はほとんどファイナンスできないし、おカネが余っているから資本市場から新しく調達する必要もない。何のために上場しているのか分かりません。

もう一つ、勉強はしているが、どう行動してよいかわからないという企業群が30%もいます。日本の企業は圧倒的にファイナンスの分かる人は少なく、サービス産業では経営者は営業出身が中心ですし、製造業であれば研究とか工場の人たちが中心です。スタッフ部門というのは年取ってから回されて、いきなりIRの勉強しろとかそういうことになってやっているんだけど、40代になってからそういう勉強をしても追いつかない。アニュアルレポートをつくるのも統合報告書をつくるのも業者に頼り切りの会社もあります。頭脳の部分をアウトソーシングしている。それだったらIR担当者は要らないじゃないかと思うんだけど、ちゃんとしたテクノクラートをきちんと養成していない。こういう企業群が30%もあるということです。

しかし、この流れは変わりつつあります。最近ホットな話題はESGに優れた会社に1兆円投資したことです。ESGというのは2005年に国連によって設立されたPRI (Principles for Responsible

Investment = 責任投資原則) によって普及した言葉です。欧米の多くの先進的な機関投資家や年金基金の多くはPRIに賛同し、署名しました。日本の運用機関の署名は少数でした。しかし、GPIFが2015年9月に署名して、一気に流れは変わりました。2年前の9月、国連総会で安倍首相が「日本は変わった。GPIFがPRIに署名しました」という演説をした。それぐらいに大きなことだったわけです。

ガバナンス改革にはこういう側面もあるわけですが、ESG投資にはどういうものがあるかという、一つはインデックス型で、情報ベンダーによるESG格付けを利用してポートフォリオを組むという方式もこの範疇に入ります。

二つ目のインテグレーション型は、公表情報を見て整理するだけではなく、実際にインタビューして企業とインタラクションして、独自の価値あるリサーチを行ない、独自の格付けを行なう。財務的観点も併せてポートフォリオを構成する。このインテグレーション型がグローバルにも非常に大きな力を持っています。

三つ目は積極エンゲージメント型です。たとえば考慮すべき四つの項目があって、三つはうまくいっているが、もう一つがうまくいっていない。だから株価が低迷しているという場合、自分たちがエンゲージメントしていく。そこで企業価値を上げる。そういうタイプの会社があります。

もう一つはオーソドックスな長期投資家で、長期予想を行い、投資評価するときに対象企業にとって必要なESG項目を考慮するというものです。

日本でも急速にこういう残高が増えています。2017年10月30日の発表調査で、今回は2017年3月末残高、前回は2016年3月末残高ですが、一番上のESGインテグレーションは前回14兆円、今回43兆円ですから、非常に増えているということです。下から三つ目の議決権行使・エンゲージメントは34兆が143兆となっています。

いきなり話が飛びますが、ノボルディスクという会社を皆さん知っていますか。あまりお世話になっていないでしょうが、糖尿病薬では世界ナンバーワンで、この会社全体の売上高は日本のトップの武田薬品工業より上です。利益もすごい。日本語版統合報告書を出していて、大変有名

な会社です。

ここにある「トリプルボトムライン」というのはイギリスのコンサルタントが1997年につくり出した言葉ですが、ノボノルディスクは導入していて、統合報告書ではこの会社はいつも模範的とされています。この会社のテーゼは、財務・経済に対する責任、つまりちゃんと業績は上げましょう。そして社会に対する責任も果たします。環境に対する責任も果たします。Financially, Socialy, Environment, そしてGがなぜないかというと、こういうのを全部支えるのがGovernanceであるというくり方だと私は思います。

こういうトリプルボトムラインというのは、ヨーロッパの、とりわけ先進的な統合報告書を出している会社にある考え方ですが、このチャートの中で、たとえば「59対41」、なんだと思いますか。管理職の男女比率で、59が男性、41が女性です。日本では女性の管理職比率は7〜8%ですね。もちろん社会状況も違うし、産業によっても違うわけですが、こういうことも重要であるということで、バランスがとれている。非常にシンプルで分かりやすいですね。

この会社の目的はこれだけではない。そういう考え方で会社が運営されているとともに、同時にこの会社の業績はたとえば売上総利益率は85%。付加価値がいかに高いか。ROEは日本の平均は4%とか5〜6%ですが、株主資本利益率は82%です。印刷間違いだろうと言う人がいますが、8%ではなく、82%です。

この会社はESGもCSRもはすごいです。だけれども、しつこいようですが、and条件で堂々とやってすばらしい業績を上げているということです。しかも、総還元性向は100%です。そこも日本と全然レベルが違う。こういう会社と関わなければならないということです。こういう社会に在るということを理解しなければいけない。

しかも、この会社のもう一つの非財務実績がすごい。社会的実績がどうかというと、たとえば「会社の社会的評判」は100点満点でスケール化するんですが、2016年79.2、目標が80です。日本の企業も、うちは働きやすい会社にするとかモラルを上げたいとか社長は言うんですが、外から見ると分からないでしょう。これを全部、幸福度でもなんでも計量化する。自分がやるのではなくて、

社会的評判とかモラルサーベイなどは全部、外部の専門的なコンサルタントがいろんな会社でやっているうちにスケールをきちっとして科学的にやっているようです。いろんなことで工夫していきまして、なるべくそういうものをKPI (Key Performance Indicator) 化してちゃんと目標管理する。これはみんなホームページに出ています。

ガバナンスについて一つ言っておくと、これは世界でも有数のGSK (グラクソ・スミスクライン) 社の取締役会の仕組みです。取締役会で何をするのということ、さっき言った「攻めのガバナンス」も重要なんですが、普通日本では取締役会の役割は三つあると言われています。Audit & Risk Committeeは監査委員会。15人取締役がいて、12人が社外、3人だけ社内で、議長はもちろん社外。

Remuneration Committeeは報酬委員会で、社長とか幹部社員の給料をちゃんとpay for performanceです。報酬に対する計算方式は全部開示されています。Nominations Committeeは指名委員会です。社外取締役が中心メンバーで構成されています。もう一つは一番右のScience Committeeですが、これは独特で、この会社は医薬品の会社ですから、サイエンスの分かる取締役がいなければならないということです。

左の三つは日本の指名委員会等設置会社でもあるんですが、右の二つはない会社が多いと思いますが、日本企業ももっと自由に設定してもよいと思う。右から二つ目のCorporate Responsibility Committee。つまり、取締役会が責任を持ってCSRとかESGを推進するということです。

この女性はCSR担当のヘッドのリーンさんです。もちろん社外の人です。この資料はある英国の投資家がどういった事項について対話・エンゲージメントをしているかを示したものです。環境についてClimate changeについてちゃんとディスカッションやりましたとか、ソーシャルのところではBribery and corruption、汚職についてやったとか、ダイバーシティについても議論したとか、ヒューマンライツについても議論したとか、いろいろ事例が出ています。日本の場合は機関投資家は何をディスカッションするかというと、この中ではGの一部しかできない。こういうことに慣れていないと思います。

ここでまた取締役会の問題に戻りますが、社外

取締役と社内取締役のバランスはどうあるべきか。比率的に言うならば、黄金比は7対3で、7が社外、3が社内というのが英国では経験則から言われることです。

社外取締役は誰のために働くべきか。これは株主のため。ただし、株主といってもいろんな人がいますから、それをどうやって決めるかは難しいですね。

取締役会では何を議論すべきか。確かに毎日毎日起こっている些細なことを議論すべきではないかもしれないけれども、重要なことを議論すべきだ。ここらへんが日本はあいまいで、何を取締役会で決めなければいけないか、ボーダーラインの幅がずいぶんあるんですよ。

攻めのガバナンスと守りのガバナンス、何が違うのか。攻めは、ちゃんとROEを上げていく、あるいはイノベーションに挑戦するというようなことが必要で、守りはCSR委員会みたいなものを設けて防御するというのが一つのやり方かなと思います。

ところで、取締役会自体の評価は誰がどのように行なうべきかという問題があります。日本でもやっていないことはないんですが、イギリスの場合は3年に1回、外部評価を受ける。誰でも評価されるということですね。取締役会自体が外部の人が7割から8割いるからいいということではなくて、彼ら自身がちゃんとやっているかどうか評価される。そのための機関があるんですね。これは日本ではなかなか発展しないでしょうけれど

も。

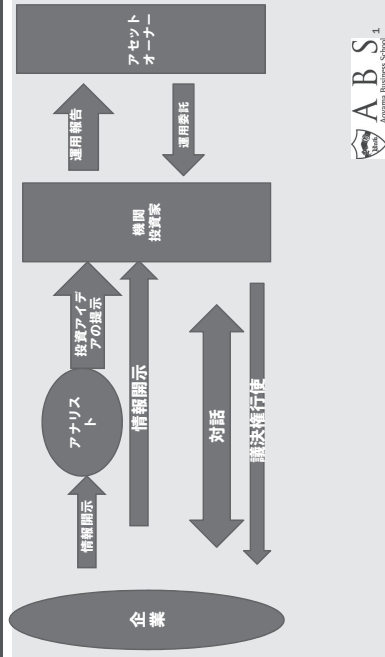
さらに皆さんと議論したいことで、機関投資家によるエンゲージメントとは具体的にどのようなことを行なうべきか。日本ではまだガバナンスが進まないけれども、紹介した英国の会社のように広範に企業の細部にわたってやる。そうすると企業も緊張して、それに対応して企業側はきちっとした情報開示を心がける。それによってはじめて、「高質な対話」ができますよということです。

一方で企業はフェアディスクロージャーを心がけなさいと言われるんですが、あまり萎縮してはいけない。フェアディスクロージャーを貫徹するというのももちろん大事なのですが、会社の根源的な戦略について議論するのは自由なわけですから、そういうことを留意してやる。

優れた情報開示は最良の株主構成を生み、最も強力な買収防衛策だと言われています。全くその通りで、ちゃんとまともな投資家と対話して、それを反映した経営政策をとって一定の業績を上げていけば、株価はフェアバリューに維持されるわけです。すきがあって経営者に対する不信が出てくると、みんな投資しないですから、株価は下がってきて、買収をしかけようとする人たちが出てきてしまうということですから、最良の買収防衛策はちゃんとした情報開示を行なうことだ、ガバナンスもそういうシステムをとることだというのが私の見解です。

あとはご質問を受けることにして、このぐらいにしたいと思います。ありがとうございました。

インベストメントチェーンの理解



何故は日本は低収益 (=低ROE)に陥ったか

- イノベーション・企業家精神の欠如
 - 内向き
 - 改革へ後ろ向き
 - 資本コスト意識の欠如
 - 経営者を目覚めさせなければならない
 - 誰が目覚めさせるか
 - コーポレートガバナンス改革によるしかない
- ⇒ 「取締役改革」と「機関投資家」によるエンゲージメント

稼ぐ力が弱い～ 合言葉はROE

(2012年当時：出所 伊藤レポート 37頁)

株価とROEの相関関係

<図3：日米欧の資本生産性分解>

	ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本				
製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国				
製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
合計	22.6%	10.5%	0.96	2.60
欧州				
製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

上場企業経営者が重視すべき指標 ROE

- ROE (株主投資資本利益率) ($= R/E$)
- 3要素分解：
 - ① 売上高利益率 ($= R/S$) : マージン
 - ② 回転率 ($= S/A$) 負債も含む総資本投下でどれだけ売上を稼げるか。
 - ③ 財務レバレッジ ($= A/E$) 他人資本をどれだけ有効に活用できるか。
- 3要素ごとの課題
 - ① 高付加価値：事業ポートの見直し
 - ② 高効率：余剰資金の圧縮 (増配等)
 - ③ 有利子負債の効果的利用

長期に「稼ぐ力を持つために」為すべきこと

- アンチショートターミズム ⇒ アナリスト規制
 - 企業の情報開示 ⇒ 統合報告作成の推進
 - 長期機関投資家とESG投資家の育成
 - アセットオーナーの意識改革
 - ⇒ スチュワードシップ・コードの制定（2014年、2017年改訂）
 - 機関投資家と企業の対話の促進
 - 機関投資家による議決権行使の厳格化
 - 機関投資家における利益相反の排除
 - ⇒ コーポレートガバナンス・コードの制定（2015年、2018年改訂？）
- そして企業においては「取締役会改革」が迫られることになった。



ESG投資の類型

- ① ESGインデックス型 (ESG投資家) 情報ベンダーによるESG格付け (パッシブインベスター) により評価。
 - 公表情報により評価。
 - 業種特性を考慮する。
- ② ESGインテグレーション型 (アクティブインベスター) 情報ベンダーの情報を参考にして独自の付加価値あるリサーチを行う。
 - 独自の格付けを行う。
 - 独自の格付け (業種予想) に基づくファンダメンタルズ調査) も併せてポートフォリオを構成する。
- ③ ESG精選エンゲージメント型 (エンゲージメントファンド運用者)
- ④ 真の長期投資家 (DDMあるいはDCFを投資評価に使用するのが一般的) 財務価値に基づいてファンダメンタルズ調査) での評価 (企業価値の測定) を行う上でESG事項を考慮する。



国内機関投資家の個別開示が始まった
(下記は野村アセットマネジメントの例)

[illegible]

図みに JSIFの最新の統計によると
—急速に増加—

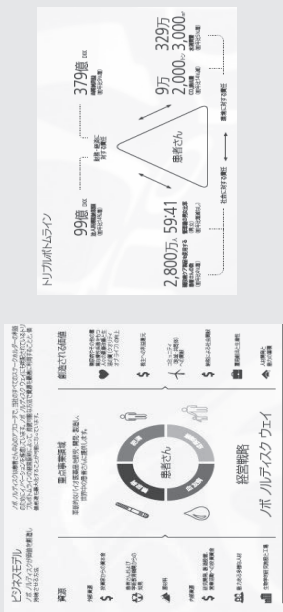
運用方法ごとのスナスタブ投資残高	(金額は百万円単位)	
	前倒	前倒比
ESG インテグレーション	14,240,387	42,866,133
ボジティブ/ネガティブ(スクリーニング)	2,029,214	6,693,443
サステナビリティ・テーマ別投資	1,036,139	1,384,773
インパクト・ミニマライズ投資	369,167	372,616
調達の仕・ベンダー・ジメント	34,890,329	143,345,139
ボジティブ・スクリーニング	2,249,951	14,509,760
国際規範に基づくスクリーニング	6,746,962	23,908,999
合計	24,906,086	85,254,664

- 出所) NPO法人 日本サステイナブル投資フォーラム 2017年10月30日調査 今回は2017年3月末残高、前回は2016年3月残高。



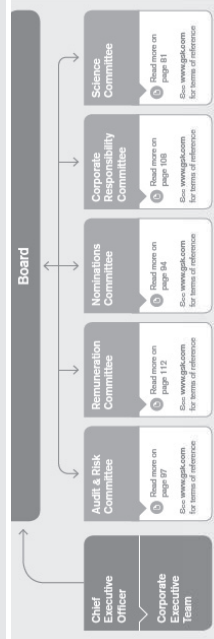
ノボノルディスク社のTBL

出所) 同社 日本語版 2017統合報告書 以下2ページ同じ



gsk do more feel better live longer

GSK 取締役会の仕組み 5つの委員会 (出所 2016AR 以下2頁同じ)



2012	2016	2015-2016 変化率 (%)
非財務情報: 社会貢献 事業活動を通じて社会に与える価値 創出 (単位: 100万ユーロ) 社会貢献活動の総額 35 84 64 34,214 5,716 5,919 599 1 22.8 28.0 13.7 75.2	72 106 14 42,414 9,716 11,111 599 6 28.0 37.2 13.7 75.2	1% 1% 3% 200%
社会貢献活動の総額 35 84 64 34,214 5,716 5,919 599 1 22.8 28.0 13.7 75.2	72 106 14 42,414 9,716 11,111 599 6 28.0 37.2 13.7 75.2	1% 1% 3% 200%
社会貢献活動の総額 35 84 64 34,214 5,716 5,919 599 1 22.8 28.0 13.7 75.2	72 106 14 42,414 9,716 11,111 599 6 28.0 37.2 13.7 75.2	1% 1% 3% 200%

Responsible Business Supplement 2016 Progress against our commitments

Lynn Elsenhans 60
Independent Non-Executive
Director



"In 2016, the Corporate Responsibility Committee reviewed performance against the company's responsible business commitments and the evolving challenges and opportunities across each of the four focus areas covered in this report."

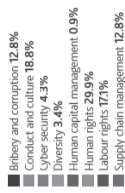
Lynn Elsenhans
Chair of GSK's Corporate Responsibility Committee

As Chair of GSK's Corporate Responsibility Committee, my role is to help GSK identify how it works to meet the needs of both shareholders and wider society.
In 2016, the Committee reviewed performance against the company's responsible business commitments and the evolving challenges and opportunities across each of the four focus areas covered in this report. A key topic continued to be how to balance the need for a sustainable investment for innovation with the need to price products affordably to support access for patients.
Providing a clear update on our commitments
This report is designed to supplement the information on responsible business in the Annual Report, and is focused tightly on performance against GSK's 23 responsible business commitments.
It is important that the Company remains open to objective feedback from stakeholders, and I am pleased to provide this opportunity for a valuable insight provided by Anon Cramer, President and CEO of BSR, or his complete letter see page 4.
Looking to the future
Over the past decade, the company has made great progress on its responsible business priorities. I would like to take this opportunity to thank Andrew Wray for his outstanding personal leadership in the area. Looking forward, the Committee will work with the new CEO, Emma Walmsley, and the business to continue to embed its responsible business commitments into the company's DNA, and to support the responsible business commitments to ensure they support the company's future strategy and meet the changing expectations of society.

エンゲージメントの内容（１） （HERMES 社 ホームページより複製 20170720）

Environmental

Environmental topics featured in 20.4% of our engagements over the last quarter.



Social and ethical

Social topics featured in 21.0% of our engagements over the last quarter.



皆さんと議論したいこと 10F2

- （機関投資家と企業情報開示）
- 機関投資家によるエンゲージメントとは具体的にどのようなことを行うべきなのでしょう？
- 企業はどのような情報開示に心がけるべきなのでしょう？
- 投資家と企業との「高質な対話」とは何を指すのでしょうか？
- 一方で企業はフェアディスクロージャーに心がけなさいと言われていますが、対話にあたってこの点をどのように留意して行うべきなのでしょう？
- 優れた情報開示は最良の株主構成を生み、もっとも強力な買収防衛策と言えます。その意見に対しどのように皆様は考えますか？