

## 12/8 第 3 回未来投資会議構造改革徹底推進会合

# 「企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の 促進」会合

---

### (開催要領)

1. 開催日時：2016 年 12 月 8 日（木） 15:00～17:00
2. 場 所：合同庁舎第 4 号館 12 階共用 1208 特別会議室
3. 出席者：  
越智 隆雄 内閣府副大臣  
武村 展英 内閣府政務官  
  
小林 喜光 公益社団法人経済同友会代表幹事  
江良 明嗣 ブラックロック・ジャパン株式会社運用部門インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者  
大場 昭義 東京海上アセットマネジメント株式会社取締役会長  
佐久間 総一郎 一般社団法人日本経済団体連合会経済法規委員会企画部会長  
静 正樹 株式会社東京証券取引所取締役専務執行役員  
富山 和彦 株式会社経営共創基盤代表取締役 CEO  
原 丈人 内閣府参与  
堀江 貞之 株式会社野村総合研究所上席研究員  
御代川 善朗 アステラス製薬株式会社代表取締役副社長  
  
中西 宏明 株式会社日立製作所取締役会長兼代表執行役  
水野 弘道 年金積立金管理運用独立行政法人理事（管理運用業務担当）兼 CIO

### (議事次第)

- 開 会
1. 金融庁による取組の説明
  2. 年金積立金管理運用独立行政法人 水野弘道理事兼 CIO によるプレゼンテーション
  3. 株式会社日立製作所 中西宏明取締役会長兼代表執行役によるプレゼンテーション
- 閉 会

### (配布資料)

- 内閣官房日本経済再生総合事務局提出資料
  - 金融庁提出資料
  - 金融庁提出参考資料
  - 水野理事兼 CIO 提出資料
  - 中西取締役会長兼代表執行役提出資料
-

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

ただいまから、第3回「未来投資会議構造改革徹底推進会合『企業関連制度改革・産業構造改革—長期投資と大胆な再編の促進』会合」を開催いたします。

本日は、越智副大臣、武村大臣政務官に御出席をいただいております。

なお、石原大臣は、TPPの国会審議がございまして、出席ができませんことを御容赦いただければと思います。

まずはじめに、越智副大臣から御挨拶をいただきます。

(越智副大臣)

未来投資の主要分野の一つであります、企業関連制度改革・産業構造改革分野では、先月11月17日に第2回の会合を開催しました。当会合では、有識者の方に御発表いただき、小林会長、関係省庁を交えて活発な御議論を頂きました。

本日は、まず、金融庁からヒアリングを行います。その後、資産運用分野で新たな形のスチュワードシップ活動を実践されております、年金積立金管理運用独立行政法人の水野弘道理事兼CIO、及び、事業構造改革を断行されました、株式会社日立製作所の中西宏明取締役会長兼代表執行役より、プレゼンテーションをいただいた上で、日本企業の稼ぐ力の向上に向けた企業関連制度改革について、議論を深めていただきたいと考えております。

日本企業の稼ぐ力の向上のためには、機関投資家による投資先企業に対するエンゲージメント、そして、企業によるコーポレートガバナンスの強化に向けた取組が車の両輪となって機能していくことが重要だと考えております。

有識者の皆様には、大変お忙しい中、御準備、御参加いただき、ありがとうございます。国として今後とるべき必要な政策の方向性も含めて、活発な御意見を賜りますよう心からお願い申し上げて、冒頭の御挨拶とさせていただきます。

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

時間も限られておりますので、その他の出席者の方々の御紹介は、お手元にお配りしております参加者の名簿で代えさせていただきます。

席上には、座席表、議事次第、資料の1から5までが、配付されております。

会議中、御発言をされる場合には、マイクのスイッチを入れていただき、御発言が終わりましたらマイクのスイッチを切っていただくようお願いいたします。

それでは、ここからの進行は、会長である小林会長をお願いいたします。

(小林会長)

本日は、金融庁より関連する取組の状況についてヒアリングを行った後、有識者として、年金積立金管理運用独立行政法人の水野弘道理事兼CIO、及び、株式会社日立製作所の中西宏明取締役会長兼代表執行役よりプレゼンテーションをいただきます。

なお、用務の都合上、中西様は会議途中からの御参加を予定しております。

まず、金融庁に御説明をいただきます。15分程度でお願いいたします。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

お手元の「資料2」に沿いまして、御説明させていただきます。

本日は、スチュワードシップ・コード、フェア・ディスクロージャー・ルール、HFTの3点について御説明させていただきます。

まず、1ページ目でございますが、10月19日の第1回会合でも御紹介させていただきます。

したが、コーポレートガバナンス改革の深化につきましては、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードを「車の両輪」として、中長期的な視点に立った企業と投資家との建設的な対話を促していくという問題意識の下で、取組を進めているところでございます。

2 ページ目でございますように、日本再興戦略において、コーポレートガバナンス改革は、引き続き、アベノミクスのトップアジェンダとして位置づけられております。コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、年金基金等から中長期の運用を委託されている運用機関が、中長期的な視点からの企業評価に基づいて、企業と建設的な対話を行うこと、また、年金基金等の中長期の資産保有者（アセットオーナー）が、運用機関への実効的なモニタリングを実施することが重要でございます。このための方策について、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において御議論いただきまして、11月30日に意見書が取りまとめられたところでございます。

当該意見書の提言の内容は、3 ページでお示ししております。

運用機関は、企業との対話の直接の相手方となっており、その背後には、運用機関をモニタリングするアセットオーナーが存在しています。さらに、アセットオーナーの背後には、年金基金の加入者等の幅広い最終受益者が存在しています。

まず、運用機関が、今回のテーマの1つでございます。1つ目は、運用機関のガバナンス・利益相反管理の強化でございます。2つ目は、運用機関の経営陣におけるスチュワードシップ責任を果たすための適切な能力・経験の確保です。3つ目として、エンゲージメントの出口である議決権行使について、行使結果の公表の充実が提言されています。4つ目は、パッシブ運用における積極的なエンゲージメントです。最後に、スチュワードシップ・コードの実施状況の自己評価・公表です。

次に、アセットオーナーにつきましては、実効的なスチュワードシップ活動、運用機関に求める事項の明示、運用機関に対する実効的なモニタリングの実施が掲げられています。

これらの意見書の内容のうち、4 ページ、5 ページにおいて、特に2点御紹介させていただきます。

まず、4 ページにおいて、運用機関の利益相反の問題として、具体的に想定される局面を2つ整理しております。

1つ目は、法人営業を行う親会社等と運用会社が同一グループに存在しているケースです。例えば、証券会社関係の金融グループであれば、親会社として証券会社が存在し、グループ内の子会社としてアセットマネジメント会社が存在するといったケースでございます。利益相反のおそれがある場合として、運用会社が、投資先企業の議決権行使に当たって、顧客の利益にかかわらず、親会社等の意向を優先して行動する場合があります。例えば、証券会社の場合、企業との間には、社債の引受、増資の引受といった様々なリレーションがございますが、そうした場合において、運用会社が投資先企業に対してエンゲージメントや議決権行使を行う際に、親会社等の意向を優先して行動すると、利益相反が生じるおそれがあると指摘されています。

もう1つのケースとしては、同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケースでございます。利益相反のおそれがある場合として、運用部門が、投資先の選定や議決権行使に当たって、運用を受託している年金基金の利益にかかわらず、融資や証券代行、法人営業などを行う法人事業部門の意向を優先して行動する場合があります。こういったケースが利益相反のおそれがあるケースと考えられているわけでございます。

以上を踏まえ、フォローアップ会議で取りまとめられた意見書においては、運用機関は、

最終受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである、とされており。

次の5ページで、パッシブ運用に関する点について御紹介させていただきます。

アクティブ運用とパッシブ運用とがある中で、近年、年金の株式運用などにおいては、パッシブ運用の比重が非常に高くなってございます。

国内の主要な公的年金における状況を見ると、31兆円がパッシブ運用となっており、全体の77%を占めています。中でも、TOPIXは約25.9兆円となっており、次いでJPX400が約2.2兆円となっており。

GPIFの国内株式運用におけるパッシブ運用の比率については、ピーク時は約87.7%と承知しておりますが、GPIFにおきましては、以前からエンゲージメント活動に取り組んでいただいております。足元では、比率が低下している状況と承知してございます。

この点について、フォローアップ会議の意見書においては、パッシブ運用は、アクティブ運用と異なり、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値を促す必要性がより高いことから、運用機関等には、より積極的に中長期的な視点に立ったエンゲージメントや議決権行使に取り組むべきであるとされており。同時に、意見書の中では、パッシブ運用の場合は、対象銘柄数が非常に多くなることから、エンゲージメントにおいてどういった具体的手法をとるかという点や、コスト負担のあり方といった実務上の問題につきまして、関係者において検討が進められるべきであるとの指摘がなされた旨、付言されているところでございます。

以上が、先週11月30日に公表された意見書の内容でございます。

2つ目のテーマでございます。フェア・ディスクロージャー・ルールについて、御紹介させていただきます。

フェア・ディスクロージャー・ルールは、企業動向などの公表前の重要な内部情報を特定のアナリスト等に提供した場合、速やかに他の投資家にも情報提供することをお願いするものでございます。

ポイントのみ御紹介いたしますが、近年、日本では行政処分の事案において、上場企業が当該証券会社のアナリストに未公表の業績に関する情報を提供し、当該証券会社が当該情報を顧客に提供して株式の売買の勧誘を行っていた事例が立て続けに生じ、これを受けてフェア・ディスクロージャー・ルールについての制度整備の必要性が指摘されたところです。

欧米については、米国では2000年の8月、欧州では、2003年1月にEUの指令として、2016年7月にEUの規則としてフェア・ディスクロージャー・ルールが導入されている状況でございます。

本年4月、金融審議会で、我が国でもフェア・ディスクロージャー・ルールについて検討を進めるべきという提言がなされました。これを受け、金融審議会の市場ワーキング・グループにフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースが設置されました。そして、昨日、報告が取りまとめられたところでございます。

昨日公表されたフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告の概要を7ページでお示ししています。本会合との関係で言えば、1点目でございますように、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入の意義として、個人投資家、海外投資家を含む投資家に対する公正かつ適時な情報開示を確保し、全ての投資家が安心して取引できる市場環境を整備するという意義に加え、いわゆる早耳情報に基づく短期的なトレーディングではなくて、公平に開示された情報に基づく中長期的な視点に立った投資を促すという意義

があるとされているところです。

本ルールの内容といたしましては、上場企業が適切に情報管理をしつつ、本ルールに関して投資家との間でプラクティスを積み上げることができるように、情報の範囲はインサイダー取引規制における重要事実と基本的に一致させることとされています。それから、2つ目にございますように、課徴金などの対応によるのではなく、上場企業に速やかな情報の公表を促すなどの行政的な対応で本ルールをエンフォースしていくことが、この報告に盛り込まれたところをございます。

また、本ルールの趣旨について啓発活動を行うなど、本会合のテーマでございます建設的な対話が促進されるような制度設計に努め、環境整備を行ってまいりたいと考えております。

最後に、8ページでございますけれども、これも10月19日の第一回会合で御紹介させていただきましたが、取引の高速化への対応でございます。

1つ目の問題意識は、第一回の資料と重なる部分がございますけれども、参考とございますように、欧州では、高頻度アルゴリズム取引を行う者を登録制として、体制整備・リスク管理義務や当局に対する通知・情報提供義務を導入し、2018年1月に実施予定となっているところです。

本件につきましては、現在、金融審議会において、日本における対応を議論しているところをございます。高速取引を行う者に対し、登録制を導入し、体制整備・リスク管理義務を課すとともに、その取引実態・戦略の把握を可能とするための枠組みを速やかに整備する方向で検討しているところです。

(小林会長)

それでは、ただいまの金融庁の御説明に関しまして、御意見のある方はよろしくお願ひいたします。

(佐久間経済法規委員会企画部会長)

フェア・ディスクロージャー・ルールについて意見を申し述べさせていただきますが、まず、お断りしておきたいのは、私が部会長をやっている経済法規委員会の企画部会はこのフェア・ディスクロージャー・ルールを扱っていませんので、今から申し上げることは私個人としての意見と御理解下さい。

今、説明のあったフェア・ディスクロージャー・ルールは、この方向で、実務的に内容を詰めていっていただきたいと思ひます。そのポイントとして、投資家との対話を促進していくことが重要ですので、その点については十分配慮していただきたい。

その点において、ただいま御説明がありましたように、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象が基本的にはインサイダー取引規制の対象と同一ということなのですが、これは基本的に同一というよりは同一にしていきたいと思います。

理由は単純でして、既に欧米が本ルールを導入しているわけですがけれども、欧米でのフェア・ディスクロージャー・ルールの対象情報はインサイダー規制と全く同じです。全く同じ文言が米国のレギュレーションで使われていますし、EUでは、フェア・ディスクロージャー・ルールとインサイダー取引規制における規制対象が共通に定義されておりますので、日本でも同一にしていきたいと思います。

逆に、同一でないと、日本だけ、インサイダー取引規制より広範な範囲の情報をフェア・ディスクロージャー・ルールの規制対象にするということで、特異な規制体系になる。これは海外の投資家から見れば、また日本は少し変わったことをやっているという風に映り

ますし、それに対応する負担が生じるということになります。アベノミクスが進めている海外から日本への投資を促進するという点でも、ぜひそこは配慮いただきたい。

もう一つは、実務的な観点でいいますと、本ルールが施行されれば、社内でガイドラインなどを作ります。その際は、当然、こういったガイドラインは用心深く作られますので、インサイダー取引規制より対象が広範だと、追加的に対象となる情報とは何だという話になります。結局はガイドラインがどのように設計されるかということ、アナリスト等と話すときは、余り重要な話はしないでくださいと。もう少し具体的に言うと、損益その他の見通し等に影響を与え得る、例えば、為替や原材料価格、政治動向の影響に関するコメントはしないようにといった指導になってしまうのです。これでは対話にならない。もちろん公表情報は問題ないということになりますが、アナリストが公表情報を欲しているわけではないので、こういった観点からもぜひ一致させていただきたいと思えます。

そうでないと、中々対話が促進されない。また、繰り返しになりますけれども、やはり欧米諸外国と異なるルールが導入されるというのは、外国から見たときに非常に負担になるということでございます。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

今佐久間副社長がおっしゃった点がフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースでも一番の議論になりました。少しテクニカルな点もございますので、簡単にどのような議論が行われたかを御紹介させていただければと思います。

資料3-3の2ページ目「3. 本ルールの具体的内容」の個所がございますとおり、本ルールは、公平かつ適時な情報開示に対する市場の信頼を確保することを目的としています。「欧米の制度と同様に、投資判断に影響を及ぼす重要な情報を対象とすることが適当である」というところが非常に大事な点でございます。

その上で、企業が適切に情報を管理できるよう「3. 本ルールの具体的内容」の三段落目の冒頭にあるとおり、具体的な情報の範囲としては、インサイダー取引の規制の対象となる情報の範囲をベースにすることとされております。

他方で、三段落目のその次でございますけれども、本ルールを日本においても導入すべきとの意見を頂く契機となった、近年の証券会社への行政処分の原因となった事例を踏まえる必要がございます。この行政処分の原因となった事例とは、インサイダー取引規制における軽微基準の範囲を超えない決算情報が上場企業から証券アナリストに対して伝達されたという事例でございました。こうした事例を踏まえれば、例えば、公表直前の決算情報であれば、軽微基準の範囲を超えない情報であっても、投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な情報となる場合がありますと考えられ、こうした情報を全て対象から外してよいかという問題がございます。

また、海外のインサイダー取引規制では軽微基準は設定されていないのに対して、日本のインサイダー取引規制には、軽微基準が設定されているという違いから、海外の水準と同レベルの情報管理を日本においてどのように実現すべきか、という問題意識もございません。

したがって、企業の情報管理がきちんとできるようにしなければいけないという問題意識の上で、機関決定に至っていない情報や軽微基準の範囲を超えない情報であっても、投資者の投資判断に影響を及ぼす重要な情報を本ルールの対象外とするわけにはいかないということで、先ほどございましたように、情報の範囲については、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲と基本的に一致させつつ、未公表の確定的な情報であって、公表されれば発行者の有価証券の価額に重要な影響を及ぼす蓋然性があるものを含めるこ

ととされたという経緯でございます。まさにこの内容をどのように詰めていくかが大事なポイントであり、繰り返しになりますが、建設的な対話を阻害しないように、制度の設計を進めてまいりたいと思っております。

（佐久間経済法規委員会企画部会長）

私が申し上げたのは、諸外国ではインサイダー情報と一致させているので、同じように日本でやってくださいということです。つまり、決算情報でいえば、軽微基準がインサイダー情報では入っているわけですから、フェア・ディスクロージャー・ルールでも当然同じように入る。インサイダー情報の規制対象とフェア・ディスクロージャーの規制の対象が異なっては、実務として対応しにくい。結果、企業が絶対にルールを守ろうと思うと、インサイダー情報はしっかりと管理しているのですが、それにプラスアルファの情報を伝達しても規制対象になるということであれば、どういう情報がそれに該当するかがわからないので、対話が進まない。

先ほど言ったように、為替がどのような影響を及ぼすかといった情報はほとんどの場合インサイダー情報ではありません。ただ、これも軽微基準が外れれば、対象になりますから、そういう問答も全くできなくなる。そういった対話をしてはいけないというガイドラインになってしまいます。それでは本来の目的である対話の促進にはならないということです。インサイダー情報規制と同じにすることがまさに諸外国と一緒にすることとなる。これは誰が見ても非常にわかりやすい。このようなものにしていただきたいということでございます。

（古澤金融庁総務企画局審議官）

そのような点については、実務家の方も交えて御議論いただいた上で、このように取りまとめられたところなので、頂いた御意見も踏まえながら、具体的な設計について考えてまいりたいと思っております。軽微基準の取り扱いにつきましては、日本だけ異なる取り扱いにならないようにという意見があり、かつ、産業界にも参画いただいて取りまとめられた意見でございますので、御理解いただければと思っております。

（柳瀬日本経済再生総合事務局長代理補）

今の議論を聞いていて、筋論からいうと、欧米に合わせるべきだというのがあって、インサイダー情報の範囲が欧米と違うのが気になるということであれば、論理的には、インサイダー情報を欧米並みに合わせるべきという王道で勝負するべきであって、後から入れるフェア・ディスクロージャー・ルールでその差分の調整をするのはおかしいと思うのです。堂々とやるのならインサイダー規制のところで検討すべきで、後から入れるルールでそこを調整しようというのは本末転倒で非常に危険だと思っていて、これだけ皆で長期投資を促すように対話を深めようと言っているときに、その部分でルールのずれが出ると、先ほど佐久間さんがおっしゃっていましたが、日本企業の場合は必ず安全なサイドに寄るのです。かつ、気をつけなければいけないのは、今までの金融庁さんとか、インサイダー規制の対象が主としてある種閉じた特定の業界などを対象にしていますけれども、今回のルールは、あらゆる企業に広がり、非常にインパクトがあります。従来の金融庁の意識よりはるかに裾野が広いので、意見のとり方も、気にすべきところも違うと思うのです。

その点についてイナーシャがかかった状態でやるのはすごく危険で、そのインパクトが、金融庁さんが思っているよりはるかに強いものとなり、副作用が広く日本企業全体に出て

しまうと、現在のコーポレートガバナンスを強めていく流れと全く逆の効果が出る可能性があるということだと思います。

（古澤金融庁総務企画局審議官）

2点申し上げます。まず、インサイダー取引規制を欧米並みに合わせるべきという点について、私は5年前に担当課長としてインサイダー取引規制の見直しに取り組んだことがあります。釈迦に説法かもしれませんが、インサイダー取引規制を見直すのが王道ではないかという御議論は、我々も頭の中で観念論的には理解できるのですが、インサイダー取引規制については、昭和62年のタテホ化学工業事件から今まで積み上げてきた様々な事例があり、上場企業においてもインサイダー取引の未然防止のための実務が確立していることから、インサイダー取引規制の対象となる情報の範囲の拡張については慎重に検討する必要があります。

一方、海外の投資家も含めて企業の情報の管理についての信頼性をどのように得ていくかという問題があります。そして、実際に日本の企業から情報の管理についての信頼性を損なう事例も発生してしまい、実際にフェア・ディスクロージャー・ルールを作らなくてはいけなくなったという中で出てきているのが、今回の報告でございます。

2点目、本ルールの導入には幅広い影響があるのではないかという点に対してでございます。我々もいただいた御意見は謙虚に受けとめたいと思う一方で、今回、我々は日本企業にも色々と幅広くお話を伺っておりますし、海外の投資家も含めて色々なマーケットの方にお話を伺いながら、今般の取りまとめに至ったということでございます。

特に最初に紹介させていただきましたように、アメリカでも2000年から本ルールを導入している。ヨーロッパは2003年と申し上げましたが、実はイギリスなどはもっと前から導入している。ほとんどのアジアの国も導入している状況の中で、日本だけが導入していない。このことを踏まえてどうするかといった話でございますので、そういった経緯を御紹介させていただければと思います。

（柳瀬日本経済再生総合事務局長代理補）

非常によくわかります。欧米で導入されている制度が日本で導入されていなくて、色々トラブルも起きている。フェア・ディスクロージャー・ルールを導入すべきだということについては、全く異論はない。異論があるのが、インサイダー取引規制の適用範囲が、今までの経緯があって広げられないので、フェア・ディスクロージャー・ルールで広げるというのはおかしいのではないですかと。要するに、インサイダー取引規制の適用範囲が広げられないには広げられないなりの理由があるわけで、そこが広がらないのに新しいフェア・ディスクロージャー・ルールのほうだけ広げるというのは変ではないですか。

私が関心を持っているのは、リーガルなコンシステンシーの問題ではなくて、これから取り組もうとしている長期投資を促す対話の阻害にならないかということです。一番いいのは、インサイダー取引規制の適用範囲と完全に合わせれば、それはプラクティスとしてあらゆる企業の中にビルトインされているので、リスクゼロだと思うのですが、もしどうしても理由があってインサイダー取引規制よりも適用範囲を広くしなければならぬのであれば、一見して明瞭に特定できる、企業の人から見て特定できるものがあるのかどうかわかりませんが、そのような範囲でないと、何とか「等」などと書いたら、ありとあらゆる企業が安全サイドに傾き、皆何もしゃべれなくなって、公開情報だけを渡すことになります。それこそむしろ海外投資家からのクレームが沢山来るに違いないので、そこはよくお考えいただきたいということでございます。



(佐久間経済法規委員会企画部会長)

インサイダー情報とフェア・ディスクロージャー・ルールの対象が違ふと何が起こるかという、軽微基準を例に挙げますと、インサイダー情報ではない、軽微基準で外される情報を知って株の売買をしても何の問題もないのです。これがインサイダー情報規制です。ですから、社内でそれを知って売買することには何の問題もない。ところが、その情報をアナリストに伝達すると公表しなければならない。それで皆同じ情報を持って売り買いしようとした場合、内部の人間は既にその情報を知って売り買いしているということが許されるということなのです。やはりインサイダー取引規制とフェア・ディスクロージャー・ルールの対象を変えると極めて不自然なことが色々と起きます。こういった例はほかにも沢山あります。なので、諸外国はそれを一致させているということだと思います。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

繰り返しになって恐縮ですが、もともと行政処分の事例を踏まえて本ルールの導入について検討が行われている中で、佐久間副社長から言及があったとおり、現在、公表された数値からの経常利益の変動が3割以内である場合は軽微基準でインサイダー取引規制の対象から除外されるというルールになっているのですけれども、現場感覚として、非常に変化が激しい中で、例えば、社内で検討している取組の影響が公表された経常利益の3割を超えないとしても、そういった情報は投資家にとって重要な情報となり得るのではないかという指摘がございます。

ただ、柳瀬代理補からもございましたように、我々も企業と投資家の対話を阻害しないようにという指摘は受け止めまして、ガイドラインの策定も含めた検討を進めてまいりたいと思います。

(原内閣府参与)

今の金融庁からの御説明にもありましたように、短期的なトレーディングではなくて、中長期の投資を促すための対話を促進していく。こういう制度をどんどん作っていくのは良いのでどんどん進めていただければ産業界は歓迎することは間違いありません。さらに、自由闊達な企業活動を奪うような規制は直ちに廃止するべきでしょう、従来からあります四半期決算開示義務の廃止という考え方も、真剣に取り入れていただければ大変良いと思います。

様々なルールが増えていき、昔作ったルールもそのまま残っていると、これは規制の強化につながります。四半期決算ルールを定めた時点で、新たな規制が生まれた問いも言えます。新しいルールが一つできれば、旧来のルールは見直して次々と廃止することも肝要です。この会議では特に中長期の投資を促そうという趣旨で議論するために集まっているのですから、皆さん、3か月毎に企業の成果を年に4回も確認していくようなやり方はこの会議の目指すべき方向性ともあわないことは重々承知だと思います。別の観点では、季節変動がある業種も多くありますので、四半期ごとに右肩上がりの数字を作るのは合法的捏造ともいえるような黒が出てきます。

今、取引所のルール及び金商法の法律によって四半期決算の開示義務が二回ずつあるような国は日本だけです。ヨーロッパは、2015年の秋には四半期決算の開示義務を廃止しておりますし、トランプ大統領の規制緩和でアメリカがまた廃止をしたら権威ある学者先生が欧米の基準に合わすべきだと声をあげ、日本は最後にこのこついでいくというパターンを再び繰り返すのです。日本はアメリカとヨーロッパが決めた後に後を追いかけるという後追い型のものではなく、あるべき姿を最初に提示し、そして、我が国がそのあるべき

姿を世界に示していくという立場から世界に先駆けて今世紀の全政界に役だつ施策を御検討いただきたいと思います。

(大場取締役会長)

フェア・ディスクロージャー・ルールの話です。

基本的には、柳瀬代理補がおっしゃったように、ベースとしてはこのルールを導入しないと、日本だけこのルールを導入していないという議論が起きてしまいますので、やはり導入しないといけないだろう。これはこれでいいと思うのです。そのときに、様々な懸念が御指摘されていますが、それはこの参考資料3-3の一番最後の記述に尽きているのではないかと私は思います。ルールの趣旨についての関係者への啓発活動を行う、発行者による早期の情報開示を促進する、これを具体的にどのように進めるかということについて、少し付言をしていただくのが望ましいのではないかと。この点を具体的にどう進めるかということが重要ではないかと思えます。

(静岡取締役専務執行役員)

私もフェア・ディスクロージャー・ルールの議論について少しだけ申し上げさせていただきます。

今回、法令では初めてフェア・ディスクロージャー・ルールの問題を扱うわけでございまして、主にアナリストなどが念頭に置かれているわけですが、取引所の場合には、今回のルールの対象外になっている報道機関などで情報が流れたときに会社を開示をお願いするという実務をもう40年も続けているので、そういう立場からどのように思うかということも少し申し上げます。

私の本当に個人的な感覚かもしれませんが、経験的に、30年も40年も続けている立場からいいますと、要は、単純に言うと、対象になる情報を細かく形式的に定めることには余り意味がないのではないかとということです。

例えば、未公開情報が報道機関に流れたときには、取引上の保護のため、上場会社に電話をして、このような情報が流れていますけれども、本当ですか、とか、こういうことが決まったのですか、とか、発表できますか、といったことを聞いて、状況に応じて発表してもらおうということは毎日のように起こっているのです。

実際に、決算発表の時期になりますと、毎日のようにそういう報道が流れる。皆さんも御存じだと思います。私どものほうも、上場会社に電話して確認したりするわけですが、そのうち、何らかの態度表明なり情報開示なりをしてもらっているのは、およそ年20件や30件です。ですから、対象となる情報は多いのですけれども、実際にほかの人にも公開してくださいとお願いする例はかなり少ないというのが経験則です。

そのせいかわかりませんが、上場会社は全く萎縮していません。毎年同じように、先行報道が毎日のように出てきているということからも、その点は余り変わっていないのが現実だと私は思います。

何故そうなのかということを実務者なりに考えてみたのですけれども、やはり先行報道された情報が、単純に内部者取引の重要事実にあたるか、取引上の適時開示基準の項目にあたるかという、形式的な判断だけをしているわけではなくて、本当にその内容は投資判断に影響するかどうかという実質的な判断も、開示をお願いするときには必ず上場会社と相談の上で判断していることが一番大きな要因なのだろうと、私は思っています。

例えば、社長交代という開示項目に該当する情報だといっても、同じ会社の中で順々に社長が交代しているといった会社で情報が幾ら流れたって、市場は少しも動かない。だけ

れども、新興企業の創業者オーナーが辞めて社長が変わると、市場は大変なことになります。ですから、社長交代だからという理由だけで重要事実にあたるか当たらないとか、開示しろとかするなとかという形式的な対応をすると、会社としても委縮せざるを得ないのだろうと。

逆に言えば、そのような情報の中身をよく見て、形式として重要な情報にあたるかどうか、項目があたるかどうかだけではなくて、本当に投資判断に影響があるのかということを実質的に見て、その上で会社側の事情も聞いて、必要があれば自発的に開示してもらいなり、私どものほうから開示をお願いしたりというふうに対応しているので、萎縮が起きにくいのだと私は理解しています。

対象範囲を明確・形式的に決めてくれというのであれば、それはインサイダー情報と一致させるとか、あるいはガイドラインを作って、その通りに対応させるということでもいいと思うのですが、実際に同じようなことを毎日やっている立場から申し上げますと、どちらかという運用の実質的なところで視点を定めて、中身を見ながらしっかりと運用していく、本当の重要性を見ることにして、形式的に、社長交代だからとか、決算だからという対応はしない方が良く思うので、そういう運用で、意見を聞きながらやっていくということを、当局サイドが宣言して進めていくというのが、一番いい解決策だと思います。

(小林会長)

大分時間が過ぎてしまいましたが、ここで簡潔に総括するのもそう簡単ではないので、いずれにしても企業と投資家の建設的な対話を促進する方向で、もう少し実務と具体的な対話を深めていただくようお願いします。

続きまして、年金積立金管理運用独立行政法人の水野弘道理事兼CIOにプレゼンテーションをお願いいたします。20分程度でよろしくをお願いいたします。

(水野理事兼CIO)

我々はこういうプレゼンに余り慣れていないものですから、議論を見直しながら順番を変えて話をさせていただきたいと思えます。私どもは、スチュワードシップ活動を行うに当たり、まず、そもそもGPIFはどういう立場で、どういう役割を果たすべきかという議論から始めました。

8ページを開いていただきたいと思います。GPIFはアセットオーナーと呼ばれる立場になるわけですが、アセットオーナーの中でもGPIFは世界的にも極めて特殊なポジションにございます。それは、我々の年金の拠出者が、個人だけではなくて、雇用されている事業主からも資金をいただいているということです。この図の右側の事業主、被保険者、どちらも私どものステークホルダーであるということでもあります。

また、その預かった資金に関しまして、GPIFの場合は法律上、株のインハウス運用は認められておりませんので、株式運用を100%運用会社に委託して、その運用会社に、企業に投資をしていただくという運用の形態をとっております。この図を見ていただきますと、資金の流れは右のオレンジからGPIFを通じて左の青に回って、最後にまた企業に還流する。逆に、スチュワードシップ責任、フィデューシャリー・デューティーの流れとしては逆に流れているという、極めて珍しいポジションであります。

もう一つの珍しいポジションということで申し上げますと、この図において、GPIFは利益相反の関係にあるプレーヤーがどこにもいないということにございます。私どもはインハウス運用をしておりませんので、運用会社にとってGPIFは100%顧客であるということ

です。企業の方々は、何となく私どもが企業に対して間接的にでもスチュワードシップ活動を行うことに警戒感をお持ちのようではありますが、実際に我々にとって最大のお客様は企業とその従業員の方々ですので、まず、この点において競合関係にない。

もう一つ、この図には出ていないのですが、後ほど重要なポイントとしてお話ししようと思うのですが、海外、カリフォルニア、ノルウェー、シンガポール、アブダビ、こういった国や地域の機関投資家やアセットオーナーから、我々は仲間だとみなされている。もちろん彼らとも競合関係にはないということで、こういった独特なポジショニングを生かして働きかけを行っていきたいと思っているわけです。

もう一つの違う観点からGPIFとはどういう存在かということを考えましたところ、次の9ページ、10ページになるのですが、最近これはかなりはやりの用語になっておりますけれども、GPIFはアセットオーナーの中でもユニバーサルオーナーと呼ばれる存在でございます。世界中の株式を幅広く保有している。何が起きるかといいますと、例えば、一部の企業とか一部の国の株式しか保有していなければ、その企業が社会的に公害やさまざまな問題を引き起こしている場合でも、短期的に収益が上がればその会社に投資をすればいいわけですが、ユニバーサルオーナーの場合は、そのような企業活動のネガティブな外部性を、結局、ポートフォリオの他の部分で吸収しなければならない。そういう意味で、ユニバーサルオーナーであることは、我々の投資の考え方の一つの重要な鍵になると思っております。

次の10ページ目ですが、もう一つ、GPIFの特徴をあらわすのに、超々々長期投資家と私は言っているのですが、世界の機関投資家の中で最も長い投資のホライズンを持っております。GPIFは、100年を見通した年金の一部として設計されております。また、基本ポートフォリオの設計におきましても、25年の運用期間を想定投資期間としておりますところ、25年の投資期間を持っている機関投資家というのは、世界的にもかなりまれなレベルの超々々長期投資家です。

このことが先ほどのユニバーサルオーナーとどういふかわりを持っているかと申しますと、後ほどお話しするESGにかかわるようなリスクは、今日明日には企業経営のリスクとしては顕在化しないものの、長期的にはリスクファクターとして顕在化する可能性が高いこととなりますので、当然ですが、長期の投資家であればあるほど、ESGのような長期のリスクファクターは真剣に考えなければならないこととなります。

以上のインベストメントチェーンにおける我々のポジショニングと、我々の投資家としての性格を考えたときに、おのずと我々のスチュワードシップ活動の行い方が定義されるのではないかという形で、今、我々はいろいろな施策を進めているところであります。

12ページに飛んでいただきまして、そうした中で、今、GPIFがやるべきことだと思っているものをこちらに並べているわけですが、極めて単純な説明をさせていただきますと、GPIFの運用成績が上がるにはどうしたらいいか。日本株という観点だけで申し上げますと、日本企業が収益を上げていただくというのが唯一かつ最大の要因になります。というのは、先ほど金融庁さんから出していただきましたけれども、ほとんどがTOPIXのパッシブ運用で保有しているという状況である限り、日本企業の平均的な収益性が上がって経済が持続的に成長していかなければ、私どもの株式のポートフォリオのパフォーマンスが持続的に向上することはあり得ないということでございます。

なので、私どもがやるべきことは、そのような企業価値の持続的な向上に資するような施策を行うことと、もう一つは、企業価値が向上するような企業活動が行われたとして、それを資本市場が正しくプライシングできるという状態が絶対的に必要であります。なので、ここで掛け算にしておりますけれども、持続的な企業価値の向上と資本市場の効率性

の向上、この2つを果たすことによって、GPIFの年金の運用は長期的に安定したものになるという考えに基づいてスチュワードシップ活動を行っております。

今年の私どものスチュワードシップ活動の重点課題としては3つございます。それがこの12ページの左側に書いていますが、まず1つはインベストメントチェーンにおけるワイン・ウイン環境の構築ということです。先ほどの図で説明したとおり、我々はどことも利益相反の関係にございません。言いかえますと、このインベストメントチェーンをワイン・ウインの環境にして最適化することによって、GPIFは最も利益を受ける立場と考えておりますので、このワイン・ウイン環境の構築を目指しているのです。その一環として、JPX400の採用企業に向けて、現在、運用会社とのエンゲージメントの対話が有益に行われているか、運用会社に対して何か要望がないか、あるいは、GPIFや海外のアセットオーナーに対する要望がないかというアンケートを実施いたしました。

このアンケートに回答された企業の中から、定期的にGPIFに色々話を聞いてほしいという声がございます。そこで、この2番目にあります企業・アセットオーナーフォーラムを開催いたしました。第1回目は、オムロンさん、エーザイさん、日産さんに幹事となっていただきまして、我々が企業の方々のディスカッションを聞かせていただきました。このようなフォーラムを立ち上げております。

もう一つ、先ほどグローバルのアセットオーナーとの関係をお話ししましたが、GPIFとCalPERSとCalSTRSが共同幹事ということで、グローバル・アセットオーナーフォーラムの第1回を先月開催いたしました。これは13ページに出ておりますが、世界を代表する機関投資家の方々と、年に2回、ESGスチュワードシップ責任について、日本だけではなくグローバルな課題について話し合うためのフォーラムです。

この2つのフォーラムで、例えば、海外のアセットオーナーが日本企業に対して不満がある一方で、日本企業側からは、海外のアセットオーナーは正確に理解してくれていないといった話が必ず出てきます。こういったことについては、GPIFが間に立って情報のフォーカルポイントとなることによって、運用会社やアセットオーナー、事業会社の間でコミュニケーションをとればと考えております。繰り返しになりますが、ワイン・ウインの環境を構築することがGPIFの利益になり、年金保険者の利益になると我々は信じて行動しておりますので、以上のようなフォーラムを開催させていただきました。

2つ目の重点課題が、運用会社のスチュワードシップ推進活動の強化ということです。運用会社の評価基準の改定で、現在、スチュワードシップ責任にかかわる取り組みのウエートが、年間の総合評価の中においてかなり重要なウエートを占めるようになっております。

関連して、運用会社のガバナンスの強化です。この点については、今年の2月に我々からレポートを出させていただきました。事業会社さんにコーポレートガバナンスを強化して欲しいと言っておきながら、エンゲージメントをしている運用会社自身のガバナンスはどうなっているのかという、極めてシンプルな問題を提起したものでありますが、当然ですけれども、事業会社さんのほうに色々変革を求めるのであれば、その変革を求める側についても、ガバナンス、利益相反の管理が必要になるだろうと考えております。

3番目は、投資におけるESGの考慮ですが、先ほどお話ししましたように、ESGを真剣に考えることは、GPIFにとって極めて重要な課題だと思っております。そのために、国連責任投資原則（PRI）やその他国際団体との連携を強化しております。私は来年の1月からPRIのボードメンバーになることが決まっておりますので、こちらで世界のESGについての最先端の議論に参加して、日本の事情を反映しないような一方的なルール等ができないようにということも考えていきたいと思っております。

もう一つは、先ほどの掛け算の話ですけれども、幾ら企業側に頑張ってもらっても、きちんと経営している企業に資金が流れ込むという状況がない限りは、企業側も真面目にやる気にはならないだろうと思いますので、ESGを真剣に考えておられる企業に資金が入る、あるいは、そういった企業に機関投資家の目が向くということを目的としまして、今回、国内株を対象にしたESG指数の公募を行っております。これが15ページなのですが、ESGの様々なファクターを使った株式の新たなインデックスづくりを目指しております。この活動の目標は、一つにはきちんとした企業に資金が入るようにするという事なのですけれども、もう一つ、実は海外の投資家から日本企業を見たときに、私どもが持っている、日本企業は環境問題に対して非常に真剣だという印象とは相反するような評価が出ていることを我々は認識しております。

それは、実は日本企業はきちんと取り組んでいるにもかかわらず、ディスクロージャーが海外の投資家にとって使いやすくないのではないかとという一つの仮説を持っておりまして、このようなESG指数の公募を考えました。今回、評価基準を全て公開し、その評価基準を明確にいたしますので、それを見ていただければ、我々の会社もこういった取組はとっくに行っているけれども、英語版の開示資料に載っていなかったのだといったことがわかります。私の仮説通りに、日本企業のESGの取組が過小評価されている状態があるとすれば、開示の改善によって、海外の投資家からの評価が高まるのではないかと考えております。

3ページに戻っていただきますと、どうも今回のいろいろな議論を拝見していると、そもそも論といいますか、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが良いのか悪いのかという議論等が起きているようですので、どういう形で私が見ているかということを図にまとめさせていただいたのですが、企業のあり方として、唯一最適な解があるとは考えておりません。

日本企業の平均的な姿としては、一般的には株主軽視だという印象を持たれております。逆に、アングロサクソン型の資本主義は株主至上主義だということだと思っておりますけれども、あるべき姿は、これらの中間のどこかにあるだろうと思っておりますし、企業のステージや業界環境によってあるべき姿も違うのではないかと考えています。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードは、日本をあるべき姿の右側にしていこうという動きであると理解しておりますが、一方でアメリカなどもこの点に関しては彼らなりに色々な反省をしております。

その反省の結果が、先ほど御紹介しました国連責任投資原則であったり、SDGsであったり、インクルーシブ・キャピタリズムということで、株主だけもうかれば良いということではだめだという反省のもとに、彼らは彼らなりに色々なイニシアチブをとっていて、お互いがこの内側に向かっていっているような状態ではないのかと考えております。GPIFの場合は、日本企業に関しましては、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードに係る取組を推進していきますし、海外の企業に対しましては、PRIやこのSDGsといった、サステナビリティやインクルーシブネスに力点を置いた働きかけをしていく必要があるのではないかと考えております。

次のページですけれども、これは運用者としては切実な話なのですが、まず、日本の上場株式の最大の投資主体が外国人であるという事実を認識するところから始めなければいけないと思っております。お客様が満足していないものは、当然ですけれども、評価されるわけがございませんので、当然、海外の投資家に日本株の魅力を理解してもらう必要があるということです。

GPIFに入る前から私が色々なところで言っていることとして、よく海外の投資家はすぐ

逃げるとか短期だと言われますが、日本で大きな災害が起こった翌日に売るのは毎回日本勢でございまして、海外の投資家は逆にそういうときに買うということ、津波のときもそうですけれども、過去に何度も経験してまいりました。そういう観点で考えますと、実は日本の投資家が長期で海外の投資家が短期だというのはそもそも誤解であると思いません。

これも残念ながらですけども、右側のグラフを見ていただきますと、過去に日経平均が上がった場面では、日本の投資家が売って外国人が買っているわけございまして、そういう意味では、海外の投資家から認められるということが、日本の株式市場にとっては、先ほど申し上げた効率性の観点から見ても絶対条件であると思っております。

あとは、日本のよさや特徴についても様々な方がおっしゃっていて、そういった議論も理解できるのですけれども、株式の市場がグローバル化し、我々も海外の株を買っていて、海外の投資家も日本の株を買っているという状態においては、日本らしいプレーをしようと言ってワールドカップに行っても、ルールを日本のルールに変えてはくれないわけございまして、グローバルなルールで戦いながら、その中でどうやって日本固有の良さを出していくかということ、それぞれの企業にはぜひ考えていただきたいと思っております。

また、先ほどの金融庁の説明との関連で気がついたことをお話ししたいと思います。最近、GPIFがスチュワードシップ・コードの話をして、経済産業省や金融庁や官邸にやらされているのではないと言われるわけございまして、これらのコードは、いわゆるソフト・ロー、レギュレーションでございまして、私どもからしてみれば当たり前の話でございまして。

私どもは、顧客として運用会社にベストインクラスのスチュワードシップ・サービスを要求しておりますので、それを要求された運用会社が、さらに投資先の企業に対してベストインクラスのコーポレートガバナンスを求めるとするのは、恐らくそういう流れであって、コードがどうかということは、正直に申し上げて、GPIFにとっては余り重要なコンサーンではない。

ただ、GPIFのような規模とか内部のリソースがある運用者やアセットオーナーばかりではありませんが、今回の金融庁さんによるスチュワードシップ・コードの改訂の内容は、GPIFが求めてきたことに極めて近い内容になっておりますので、そういう点では、他のアセットオーナーにとっては大変力強い内容の改定になるのではないかなと思っておりますし、我々も単独で取り組むよりは、他の方にも参加していただいたほうが良いので、コードの見直しには賛同しております。

アクティブ運用とパッシブ運用についてですが、海外の大手のアセットオーナーは、ほとんどの場合、パッシブで運用を委託していても、株の議決権行使は自分で行っているのです。ところが、GPIFはそうすることが認められておりませんので、まず、GPIFの資金を受託するパッシブの受託者の方々には、GPIFの資金を受託する以上、パッシブ運用でもエンゲージメントには取り組んでもらわないと困るとお伝えしています。これは顧客のニーズの問題でございまして、我々としては、我々のお金を受託するパッシブの運用者には、真剣にエンゲージメントに取り組んでいただく必要があると思っております。

次に、四半期開示の件ですけども、今、ショートターミズムで悩まされているのはGPIFも同じでございまして、四半期ごとにメディアから大変なご批判を受けることがあります。我々もメディアやステークホルダーのショートターミズムに悩まされてございまして、そういう意味では、ショートターミズムが、インベストメントチェーンを通じて企業まで影響を与えているのです。よく運用会社の方々にショートターミズムについて指摘すると、いや、アセットオーナーがショートターミズムに影響されているのですと言うわけですね。

半期開示についてはモニタリングという意味ではあってもいいのではないかと考えております。投資家は長期の企業の経営計画を信じて株を買うわけですが、四半期ごとにその結果がある程度出ていて、進捗しているなというモニタリングのためにはあってもいいと思うのですが、いわゆる業績予想のようなものは、誰にメリットがあるのか私は全くわからないとされておりまして、ショートターミズムを誘発する効果しかないと思えます。ですので、まず、少なくともそういう部分は廃止したほうがいいのではないかと考えます。

もう一つ、最後に、個別銘柄の議決権行使についても金融庁さんが言及しました。GPIFは現在も委託先の議決権行使の状況は報告してもらっていますので、GPIFにとっての情報という意味では、必要はございません。ただ、例えば、運用会社の側で、GPIFはうるさいから、きちんと議決権行使をするけれども、投資信託で受託しているものに関しては、余り真面目に議決権を行使していないということがあってはいけないとされておりまして、現在は、そういうことはしていないということを確認するにとどまっているわけですが、個別の議決権行使結果の情報が公開されれば、その点については、わざわざ先方に自己申告していただかなくても明確になります。そういう意味では、我々のモニタリングが楽になると思っておりますけれども、必要かと言われたら特に必要ではありません。しかし、今挙げた副次的な効果がある可能性はあると思いつつ話を伺いました。

(小林会長)

どうもありがとうございました。アセットオーナーとして、非常に明確な論点で御説明いただきました。

それでは、水野様のプレゼンテーションに関しまして、御意見や御質問がございましたら、お願いいたします。

(富山代表取締役CEO)

基本的には全く同感の話ばかりですが、幾つか私なりに補足したいところがあります。まず、最初の3ページ目です。

これはこのとおりで、おそらく、今、一番やってはいけないのは、バツテンが書いてあるこの方向です。この白抜きの側に向かっているというメッセージを出す、何が起きるかということ、おそらくあらゆる意味で大変なことになってしまいます。だから、絶対にそういうメッセージを出さないということが非常に大事です。

あえて言えば、本当にこちら側に来たいのだったら、答えは簡単で、非上場化すればいいのです。上場をやめればいいのです。私の会社は上場していません。率直に言って、何も困りません。今時の先端的産業は資金が要らないのです。今、マイナス金利で資金は豊富で、資本コストのはるかに安い資金が幾らでもあるので、非上場化すればいいのです。私はそれが答えだと思えます。四半期開示などは関係ない。やらなくていいのです。だから、非上場化すればいいのです。むしろ非上場化を促せばいいし、確か世界的標準に照らしてみると、日本は率直に言って上場企業が多過ぎるのです。馬鹿みたいに上場企業の数が多いので、上場をやめればいいのです。それが結論だと思うので、余り難しい議論をする必要はないと実は思っております。これが1つです。

5ページ目、先ほどの、海外投資家は実はまともだというのは、私も、経験上、同感です。極めてまともです。もちろん短期的に投機のようなことをしている投資家もいて、とても目立つのだけれども、率直に言って存在としてはマイナーです。圧倒的なマジョリティー、特に、海外の年金系の投資家で、水野さんが普段つき合っているような投資家は極



めてまともです。

彼らの行動様式は明確で、彼らなりのイントリンジックプライシングを持っていて、それより下がったら買うし、上がったら売るといふ、その様式どおりに行動します。ですので、売り買いをするのはいつも同じ顔ぶれの投資家なのだけれども、ポートフォリオを調整しているだけです。ですから、一時期株価が下がった間に、オムロンはあつという間に外資系の投資家に買われてしまいました。日本の株が割安な時期があつて、その時期に一気に外国人投資家の保有比率が上がったので、現在の局面でまた少し外国人投資家の保有比率が減るかななどかと思っています。これは私の認識とも全く一致しております。

8 ページ目、ウイン・ウインの望ましい連鎖ですが、先ほど企業の側に、例えば、GPIF がガバナンスにかかわっていくこと、あるいはスチュワードシップ活動において圧倒することに対して警戒感があるという話がありましたが、本当に皆そう思っているのかということについては、私は大いに疑問を持っています。一部の企業の警戒感が過大に喧伝されているのではないかという気がしています。少なくとも私が取締役を務めている会社、オムロン、パナソニック、ぴあにそのような警戒感はありません。大体、国の機関が株主権の行使に関与することをもって政治的だとおっしゃるのだったら、産業再生機構は完璧にアウトですね。産業革新機構はGPIF以上にアウトですね。要は、官民ファンドは全滅なのですけれども、この懸念を主張している人達が官民ファンドを全部潰せと言うのを聞いたことがないのです。

だから、多少言っていることが論理的に一貫しないので、正直に言って、頭の中でどのように考えているのかと思うことが時々あるのですけれども、大事なことは、GPIFであったり、官民ファンドの行動様式にどういうディシプリン、ガバナンスが与えられているかということです。民間だって、先ほど原さんの話に出た短期回転売買ばかりしているような質の低い投資家がいるわけですから、はっきり言って、そういう投資家よりはよほどまともです。

そう考えれば、この議論は非常に形而上的な議論をされているような気がしています。私はGPIFのスチュワードシップに対する関与はより一層積極化していいと思いますし、個別株も保有していいと思います。その程度のことはやってもいいと思います。だらしのない会社がいっぱいあるのだから。

9 ページ目、超長期という点です。先ほど水野さんが言われた、たかだか1年ごとにもうかった、損したという、馬鹿みたいな議論に関しては、マスコミも悪いのですけれども、野党も悪いのですよね。この議論もいい加減にしてほしいです。先ほど言われたように、私たちの年金を預かっていただいているわけですから、積み立ててから返ってくるのは40年後ですね。40年間のパフォーマンスで見れば、1年間のパフォーマンスは関係ないです。デュレーションで見てもきっと20年から25年ですよ。

そう考えると、直近25年間のトータルの平均的パフォーマンスが上がった下がったという議論、例えば、去年は通算で4.5%だったが今年は4.6%になったといった議論を本来はすべきで、ぜひとも政府の側で、一種のディスクロージャーというか、そういった数字を発表して積極的にアピールしていくということに取り組んでもらったほうがいいと思います。年間での損益については、多くの場合、利益があがった場合には誰も何も報道してくれないのです。損失が発生したときだけ報道されるのです。トータルでいうとここ数年間で明らかに利益があがっているのですけれども、そのことは報道されないのです。そこはやはりそうだと思います。

それから、四半期開示の問題に関しても、私も実務的な観点では水野さんと全く同意見で、四半期決算に関しては、開示が重複してしまっているという問題があるのと、監査な

どで業務的な負荷が高いということは事実です。四半期開示を一本化して簡素化するとすれば、通常、最低限、詳細な管理会計ベースの四半期ごとのレビューは社内で必ず行っていますし、上場企業であれば当然行っているため、四半期開示が負荷になることはないです。

むしろ、今の開示の仕組みが余りにも複雑で重複しているため、どうにかすべきだというのは全く同感です。また、四半期ごとの業績予想は廃止と明示したほうがいいです。やはり業績を予想するから馬鹿なアナリストが当てっこをするのです。要するに、業績予想より実際の業績が上か下かという当てっこをするのです。これは本当に百害あって一利無しで、記載欄があると、日本の会社は皆書き込んでしまうので、金融庁さんか東証さんが禁止させると。業績予想はある種のインサイダー情報なのです。経営者自身が予測を言うというのはある種のインサイダー性をはらんでしまっているため、私は世界に先んじて廃止をしたほうがいいのかという気がしています。四半期開示の廃止よりも先に、業績予想をやると言うほうが、世界的にはインパクトがある。

最後に、15ページ目、ESGの話なのですが、ESG指数については、ぜひとも一層取り組んでいただきたいと思います。私に関わっている会社では、ESG指標といったものを、経営陣の報酬体系に導入していこうという動きがあります。ESG指数の上下を報酬に反映させる動きがあるので、可能な限り、権威ある客観的な数値を出していただくと、恐らく皆そういった数値を導入するようになると思うので、今、そういった長期のインセンティブ体系を見直しているところです。この点はぜひよろしくお願ひします。

(江良インベストメント・スチュワードシップ・チーム責任者)

お話をお伺いして、我々もベストインクラスのスチュワードシップ・プログラムを御提供できるように引き続き頑張っていきたいと思った次第です。

さて、個別の議決結果の開示についてコメントをいただいたので、私からもコメントしたいと思います。私もフォローアップ会議にも参加させていただいておまして、個別の議決権結果の開示について議論しました。まず、投信とGPIF様でやっている分の議決権行使が違うのではないかという点については、基本的にはそのようなことはなく、同じ基準で議決権を行使していて、また同等の労力をかけています。

個別の議決権行使結果の開示については、デメリットも大きいということもあえて議論のために御紹介したいと思っております。具体的にどういうことかといいますと、一部の賛否の結果だけを切り出すことによって、全体感からかい離れた形で状況認識されてしまうことがあります。たとえば、企業と投資家に対立しているかのように、対立軸を中心に取り上げてしまうことによって、実際はそうではないのに、結果として信頼関係が壊れてしまうということがある。

われわれは米国に本社がありますので、2003年から投信については、米国で個別の議決権行使結果を開示しています。その開示記録をそれでは具体的にどのような方々が見ているのかという話ですが、一般的によく言われているのが、報道機関、アカデミック等ですが、我々にお問い合わせいただく方々も大体同じです。

様々な方々からのお問い合わせに対して、真摯にお答えすることは非常に重要ですが、一方で、本来対話に費やすべきリソースも割いているという側面もあります。そのため、本来の対話活動になるべくリソースをかけられるような環境作りを応援して頂けるとありがたいと思います。

もう一点申し上げますと、議案に対して反対している投資家のほうがきちんと対話をしているのではないかという誤解もあります。日本だけではなくて、海外でもそうですが、反

対をしていないと、真面目に対話をしていないのではないかという評価を受けてしまうことがあります。しかし、この点は実務家の世界ですと全く逆の評価でして、むしろ反対する割合が低いほうがいいと思っています。

なぜなら、問題があるような株主総会の議案については、事前に企業と投資家が対話することによって問題解決を図る。そのため、議決権行使をするときには実際には問題が解決しているため、結果として賛成となります。この点が理解されないと、真剣に対話した結果、賛成したにも関わらず、あの投資家は全体的に甘いのではないかといった形で見られてしまう。このような評価は、むしろ形式的な議決権行使を助長するリスクがあるのではないかと思っております。

議決権行使結果の個別開示はしないで、エクスプレインをするという対応を選択する合理的な理由もあります。申し上げたいのは、コンプライしない投資家がいかげなものかといった雰囲気にならないように、実態についての取組みにしてご理解いただいたうえ、改めてコンプライ・オア・エクスプレインアプローチの趣旨について周知するなど、議論の過程等についてもご紹介をお願いしたいと思っています。

(水野理事兼CIO)

今のお2人からのことで、私のほうからコメントだけ。

富山さんのおっしゃっている海外投資家の件は、先ほど申し上げました企業に対するアンケートでも、実際は海外の投資家との議論のほうに役立ったというコメントのほうが多数でございました。そのことは1つ御報告させていただきます。

パフォーマンスは、今回配らせていただいたのですけれども、長期のパフォーマンスと比較しているのですが、テレビはなぜか四半期の悪い数字だけアップで流すものですから、中々そこが変わってくれないということで、ぜひ皆さんの御協力をお願いしているのです。ESGと企業の活動ということに関しましては、1つ省略したスライドがございまして、ぜひ御紹介したいのです。11ページのスライドでございまして、これは右側が、今、安倍内閣が一生懸命進めているSDGsで、左側に私がボードメンバーになったPRIがあるのですけれども、これらは実はよく見えますと、語っているというか、対象としているバリューポイントはほとんど同じでございます。このSDGsを企業側が経営に取り入れて、収益を上げていこう、株主価値を上げていこうという考え方が、おそらくCSV、Creating Shared Valueの考え方であって、PRIの投資家が、投資家としてのいわゆるリスクリターンを犠牲にせずに、社会的、将来的にネガティブな外部性は排除しようという考え方がESGでございまして、この2つはおそらく同じことを目指していくことになるのではないかと私は思っております。

個別開示に関しましては、私もエクスプレインすればいいと思っております。例えば、有名な年金基金ですと、イギリスの環境庁の年金とかは、環境に興味がある職員しかいないわけですから、環境に関しては厳しい議決権行使を求めるわけでありまして。我々はそういう顧客だけでもないわけですから、それに関して違うと主張することは十分ありだと思っておりますけれども、全てにおいて、私はこの議論はコンプライ・オア・エクスプレインで、エクスプレインをしようという意欲のある人たちが増えていくことが重要だと思っておりますので、ルールとしては、ソフトレギュレーションの形がいいと思っています。

(小林会長)

それでは、総括をいただいたところで、続きまして、株式会社日立製作所の中西宏明取締役会長兼代表執行役より、事業構造改革のベストプラクティスについてプレゼンテーシ

ョンをお願いいたします。20分程度でお願いいたします。

(中西取締役会長兼代表執行役)

用意したプレゼンテーションが今日の議論にどれだけ合うかわからないですが、どういう趣旨で持ってきたかという、私ども日立は、これまで随分事業構造改革をやってきました。それは、ある意味では一生懸命ロスメーカーキングパートを消してきたのですが、それをやり終えた後は、今度はプロフィットとかベネフィットの創出において大きな壁にぶつかっている。そのときに、コーポレートガバナンスがどういう力を発揮するかという論旨だと思って、お聞きいただきたいと思います。

御承知かもしれませんが、私どもの会社はどのような会社かということの説明させていただきます。4ページ目です。日立製作所ができてから、およそ100年たちました。売上は国内外で約10兆円で、従業員の数は非常に多いのですが、利益はこの程度です。過去これまでの成長は、次の5ページになりますが、一貫して製品の範囲を拡大することで伸びてきたのです。これが日本の高度経済成長期と一致していき、製品を増やすことで売り上げが伸びるという構造は、おそらく1970年代から1990年代まで一貫してそうだったので、そこからがつまずきの始まりでございまして、製品の数を削らないといけなくなってきた。全く逆方向になってきた。こういう見方をまずしていただきたいと思います。

それでも、ロスメーカーキングの分野を一生懸命削り落としても、6ページにありますように、これだけ幅広い事業カバレッジというか、ポートフォリオを持っていて、投資家からは、お前の会社の業績は全く予想できない、1つの事業が伸びると他の事業で言い訳をするとか、相変わらず散々に言われていまして、このポートフォリオの、言ってみれば、コングロマリットデメリットをどうやってメリットに変えられるかというのは、一つ大きな経営課題であります。別にコングロマリットであること自体が目的では全くないのですが、このことをうまく社会に貢献できるような形でベネフィットにすれば、必ず企業価値は上がるはずだという見方もできるということで、それに挑戦しているというのがベースでございまして。

事実、今、お話ししたように、1990年代までは製品を拡張すると一貫してそこそこの利益をあげて成長できたという、日本経済にとっても大変よき時代だったわけです。それ以降、空白の20年と言われておりますが、私どもの利益をこうやって表にしてみると、全くそのとおりだなと。大きな波が来るたびに大きなロスを出すという歴史を繰り返して、この20年の間に事業構造改革をやると言いながらできてこなかったというのが正直な話でございます。

今度は、本当に製造業史上最大の赤字と言われる赤字を出した後、事業構造改革を行うためには経営陣が変わらなければいけなかったのですが、事業構造改革を断行してからは比較的順調にいったのですが、今、実は大きな壁にぶつかっている。つまり、ロスメーカーキングを克服するだけでは、やはりもう限界というのがただいまの状況でございます。

ただ、どのような低収益分野を消してきたのかというと、必ずしも本当にロスメーカーキングだった分野だけではありません。9ページにありますけれども、薄型テレビは市場が壊れてしまったので、早くやめなければだめだった。これは単純明快です。ところが、自動車機器関連は、一時、リーマンショックのときなど大赤字になってしまったのですが、よく考えてみると、次は電機メーカーが自動車において重要な役割を果たすことができるという直感があるものですから、この事業を再編し、組織を強くして一番強力な経営陣を敷いたら、現在は営業利益率が6~7%といった水準まで戻っている。ただ、まだ投資の時期ですからその果実を楽しむところまではいっていません。一番下のHDDの事業など

は、実は利益が出ていました。だけれども、大変ボラタイルといえますか、市場構造が急速に変わっていくので、こういうコングロマリットのポートフォリオの中でそういうボラティリティの高い事業はできないと私が判断しまして、この事業は自分でやっていたのですけれども、売却しました。

現在では、HDD事業はウエスタンデジタルという会社になっています。だから、必ずしもロスメイキングを消すというだけではなくて、こういう構造に応じた対応策をやった結果として、安定した利益は確保できました。その間に色々全部うまくいったかという、そうではなくて、やってみたらだめだったというのも全部含めて、10ページがこの6年間でまだ続けている構造改革でございます。

結果として見て、総合電機メーカーの姿も実は随分変わっているのです。それを整理してみると11ページのようになっていて、一番簡単にわかるものが「電子デバイス」と書いてあるところです。2000年のときは2兆円近い売上があったのですけれども、今はゼロにできてしまっています。これは半導体です。半導体と、ディスプレイのような製品について全部整理した。家電は減っているのですけれども、ブラウングッズ、いわゆるテレビとかVTRとか、こういった類のものは諦めざるを得なかった。市場の構造がまるで変わってしまった、今後も、中国、韓国、そういう国が勢いを増すでしょうと。そうではない分野はしっかり取り組もうという事業内容になっております。

12ページ目では、10兆円の売上げをあげるために、ビジネスポートフォリオを拡大していったものですから、連結する会社の数だけで大変な数になっていて、これは今でもそうなのです。会社の数自体は余り変わらないのですが、中身は大きく変わりました、国内の会社はまだ残っていますが、半分以下にしました。

海外は、会社の数え方の問題で、一つの新しい地域に出ていくと1つずつ勘定してしまうということが増えてしまうので、このことは仕方がないのかなと。そういう数の問題ではなくて、いかに本当にコンソリデートできるようなガバナンスを作っていくかという課題が、別の形でグローバル化をやらざるを得ないという背景だと御理解ください。

そういうことをやっていると、こういうコングロマリットですから、単一の事業と違って、いろいろ全体としての財務体質とかガバナンスの方向性ということにすごく気を遣います。正直に言って、7,800億円を超えるような赤字を出したときは、完全にバランスシートが壊れたと思いました。資本増強、増資に一生懸命取り組み、大変苦労しましたが、それ以後、順調に株主資本の強化をしているのです。ただ、今、新たな展開を一生懸命図っています。それは後で御説明しますが、そうすると、株主資本比率とかD/Eレシオは中々一度には改善しません。投資が別の形で出てくるので、この辺はまさに投資家との対話が非常に大事なポイントです。

お前の会社は一体どういう資金の使い方をして、どういうリターンを狙うのかということシンプルに説明し切れないとすぐに売られます。実はこの3年程度は、株主との対話には大変苦労しておりました。先ほど私が御説明したような話については、お前は非常によくやった、よくわかる、わかったと理解が進み、段々と株価が上がりました。ところが、一旦停滞感が発生すると、特にグローバルな投資家達の間では、一斉にグロース株ではなくてバリューストックという位置づけになるのです。そうすると、ファンドのサイズが一度に変わりますので、海外の投資家が売ってしまう。こういう格好になります。今、海外の投資家が少しまた戻ってきているのは、どちらかというのはよくわかりません。日本全体の問題だろうと思うので。ですから、株主の行動もそんなに単純ではないといつも思う一方で、相変わらず苦労しているのが、なんといっても、資本比率とか、D/Eレシオというのも一つの指標ですが、フリーキャッシュフローといえますか、これを一番しっかり押さえ

ていかないとだめです。この点に関して、一貫して着実に改善していくというのは、オペレーションの本当の肝だと思っております。

それから、そういうことに取り組んでいこうとすると、現実には15ページのような実務の話が非常に大事でございます。実はこれだけのポートフォリオを持っていて、日立グループは製造業の代表という風に言われますように、工場が中心のオペレーションでして、製品、工場、まずはそこからスタートするわけです。例えば、プロキュアメントとか、そういうものも、私どもは、10兆円の売上のうち資材調達に6兆円になりますから、大変大きな調達をしているわけですが、それを全て個別にやっていたというのが正直なところなのです。

これをグローバルに全部集約しました。「集約購買」というのはそういう意味なのですが、世界で一番合理的な調達をしていくということで、このことは収益力の一番基本になります。間接業務についても、今、アウトソーシングの時代ですから、やはり同じようなことが言えまして、各ビジネスユニット単位に、これが最適だという主張を認めないというガバナンスは非常に大事になっております。

こういうことを推進していくと、これだけの大きな組織なものですから、結局、人材の活用が一番大きな経営課題になりまして、少し今日のお話の趣旨とばつとは結びつかないかもしれませんが、16ページに書いているようなことには相当エネルギーを使っております。

というのは、グローバル人材という言い方をしますけれども、グローバル人材とは何なのかというと、わからないわけです。要するに、マーケットをグローバルに見ることができて、そして、グローバルに展開した組織をきちんとマネージできる人をどうやって育てるかということになると、一番日本で弱いのはダイバーシティなので、ダイバーシティを会社の中で作っていかざるを得ないということになります。一方で、先ほども少し従業員の数が出ましたが、2016年3月末時点の従業員数が34万人程度おり、日本国内の雇用は19万人ぐらいで、あとは海外。そうすると、海外で優秀な人を採用して、その人達の活躍する場を日本に求め、世界に求め、そこにまた日本人をまぜていくというミキシングが非常に重要な課題になるのです。お恥ずかしい話ですが、私が社長になったときには、グローバル人材の意味は各組織毎に異なっていたので、一貫して見られるデータベースがなく、どこに誰がいるかが分かりませんでした。それから、この従業員は能力があるではないかと引き抜こうとすると、せつかく私が育てた者を引き抜くなど、こういう話になってしまう。こういったことを解決するために、データベースを作り、それから、全部のジョブグレーディングをグローバルに統一し、それをベースにしてパフォーマンスを評価して、その評価を通じて人材をセレクトしていくということに、まだ非常に多くの時間とエネルギーを使っています。完成していません。本当にこれは永遠に続くのではないかと感じます。

そういったことに取り組もうとすると、正直に言って、従業員あるいは管理職にとって愉快なことは余りないわけです。相当無理をしなければいけないとなると、コーポレートガバナンスを強化していかねばいけないし、日ごろ社長や会長が一生懸命言っていることについて、それは嘘だと言う人はいないのですが、社長や会長が言わなくてもその通りにやるかということ、そういうことはほぼ期待できないので、ガバナンスをいろいろなやり方で強化していかねばいけないのです。そういう観点から、18ページになりますが、この5、6年をかけて取り組んでおります。もともと日立は委員会設置会社に早い時期に移行していて、ガバナンスとエグゼキューションは分離していたつもりですが、両者はやはり全然緊張関係になかったというのが正直なところだと思います。

それで、現在は、一番右にございますように、取締役会は、13名のうち、社外取締役が9名、社内取締役は非執行の取締役が2名と執行役兼務の取締役が2名、この執行役兼務の取締役2名は会長と社長を含みます。非執行の2名は、どちらかというグループ会社のトップあるいは日立製作所本体のCFO経験者のような人を、監査委員会の面倒見という感じで使っている。したがって、要するに、実質の議論は社外取締役と執行役の代表とのやりとりがベースになっています。なおかつ、この9名の社外取締役の内の5名を外国人にしています。そのようにして非常によかったと思っておりますのは、もともと社外取締役は大変立派な方が多かったのですけれども、日本の常識を中心とする予定調和的な議論になりがちなところに、社外取締役に外国人を加えると、会話の質が全く変わります。それは別に色々な細かいところを指摘するというよりも、例えば、あるビジネスグループの戦略を説明させる。1時間程度、そういう時間をよくとるのですが、一つ一つ、お前の戦略はマーケットをどう見ているかよくわからないとか、疑問形で出てくるのです。ということは、色々な意味で、株主と同じ判断をしていただけるというわけです。

そういうことが私にとっては大変助かっているのです。どのように助かるかという、私がそういう指摘をすると、お説教になるのです。中西さんはこう言いそうだなと予想問題までできてしまいます。ところが、社外取締役に大きな会社のCEOの経験者から言われると、これで反論とか、そういう固定観念では言えないということになりますので、私としては非常に助かっておまして、こういった取組はぜひ続けていきたいし、一層充実させたい。要は、社外取締役の数ではなくて、どういう人が就任するか。どういう見識で発言するか。そういうことが重要だと思えます。

私どもがお願いした現在の社外取締役の方々は、正直に言って、うまく選んでいると思いますが、これは結構エネルギーの要ることだと思っています。どのようなことを議論しているのかという、19ページの話ですけれども、経営の基本方針ということについて、繰り返し色々な切り口で、あれだけ多くのビジネスポートフォリオがありますから、一方で自動車部品の話をしなから、他方で原発への投資が妥当かということも議論していただかなければいけないので、そういう意味で、時間軸も随分違うような話をしております。

現実の個別案件の許認可など細かい話は、ほぼ100%執行役側に任せています。しかし、取締役への事業説明の際に理解できないと言われると、報告者は詳細を御説明させていただきと言いい、それに対して、取締役としては、詳細を聞いているわけではないのだという話になるので、大変興味深いです。今、そのように何とかワークしているのですが、実は、ここには書いていませんが、今、一生懸命議論しているのは、やはり取締役会、ボードの最大の責任として、次のCEOを誰にするか、どういう育ち方をした人がいいのか、その点を真剣に議論しようという取組が現実には始まっています。当然、社内でどれだけ人材が育っているのか、どういう要件で選ぶべきか、社外は中々無理だろうけれどもというのは、ちゃんと外国人が言うのです。無理だろうけれども、しっかり議論をしようということで、偶然今の社長はまだ3年目なので、すぐにではないのですけれども、今からやらないと間に合わないねと、こういう議論を始めましたので、もう次の後継者が会長、社長の専決事項になることは全く考えられなくなりました。

そういうことで、私どもにとっては、投資家との対話が大変大きな課題でございます。そういう意味では、取締役会も、別に記者会見をやるわけではないですけれども、投資家との対話について、必要な場面で、私達も取り組むということを行っていますし、IR活動自体は相当やっているつもりです。

これまで申し上げた内容で十分かもしれませんが、先ほど冒頭で申し上げたように、今、何に苦労しているかということについて、少しお話をさせていただきたい。

時間をオーバーして恐縮ですけれども、最近の6年間の期間を3年ずつに分けて、中期経営計画に取り組んでいます。これについて22ページに書いてあるのですが、最初、2010年、私が社長になったときに、2012年、つまり、3年後を目指した中期経営計画、予想ではなくこっちの方向へ進んでいくという計画を策定したときには、徹底してリカバリーだったわけです。リカバリーは比較的うまくいきました。2011年には震災がありましたから、この中期経営計画の達成は難しいかと思ったけれども、100%ではないが、ほぼクリアできた。

次に、2015中期経営計画を策定して、これからはイノベーションだという内容だったのですが、実はこれは非常に大きなトランスフォーメーションを伴うことなのです。先ほど来、お話ししましたように、日立は製造業ですから、プロダクトとテクノロジーを誇示することで商売を成り立たせていたのですけれども、これはもう通用しなくなってしまったのです。だから、そこを何とかしなければいけないというのが、現在、大きな挑戦になっておりまして、今年発表しました2018中期経営計画では、まさにIoT時代のイノベーションをキャッチフリーズにしています。

その趣旨は何かというと、色々とPRで格好いいことを言うのですけれども、実は悪戦苦闘でございまして、それが23ページで、注力分野はこういう格好で始めますが、一方で、ありとあらゆる組織が工場をベースにしてでき上がっています。そこで、セールスはどうかということ、製品の話から入ってはだめだと言われた瞬間から、お客さんと何を話しているかわからなくなる。これが現実的に起こっているわけです。

それでは、お客さんの仕事を理解するところから始める商売にしなければいけないので、そのためのシナリオを一生懸命作ろうというのが、24ページと25ページで、我々は物を作るだけではなくて、偶然ITの分野でも非常に色々な商売をしています。最初はITのビジネスも典型的な物売る商売だったのですけれども、今はITのビジネスというのは、物売る商売では全くなりませんでした。

それから、色々なインフラのビジネスをやっていたのですが、お客様と一体でやるケースが比較的多かったので、オペレーションテクノロジーというか、オペレーションを実際にお客さんとやることが多くあったので、これを全部一緒に、お客さんともう一度再構築するような方向に進めればうまくいくはずだということが一つの言説です。これはPRとして言うのと違う言い方になるのですけれども、内部ではそういうことを議論しています。

25ページで、そう考えると、プロダクトも大事です。大規模なプロダクトを自分たちでつくることも大事ですし、システムインテグレーションのような個別のシステムをコンプライマイズする話も大事だけれども、これからはデジタル技術を活用した社会イノベーションとか、サービス事業に強くシフトしていこうとすると、実は皆さんの頭の中を変えてもらわなければいけないというのが26ページでございまして。お客様との会話が最初の出発点であって、プロダクトは必ずしも自社のものでもなくても、お客様にとって最適なものを提供していくという考え方に変えるぞということに、今、挑戦しております。

そういうことをやろうとすると、無手勝流ではできないので、そういう取組をしっかりサポートしていくプラットフォーム、これはITのプラットフォームであり、制御のプラットフォームであり、あるいは他とのアライアンスというプラットフォーム作りを、こういったことはオープンでないとできないのですけれども、そういうプラットフォーム作りをやっていくという、今、そのように組織を含めて包括的な見直しをしているというのが実態でございまして。そういう中で27ページですけれども、プラットフォームはやはり大きな課題になります。プラットフォーマーという言葉がございまして、このようなIoTの時代に誰がデータを集めて、そのデータをアベイラブルにしていくか、活用できるようにして



いくかということが大きな経営課題なので、これは、今、一生懸命努力しているところです。我々自身も、かなり泥臭い部分のデータを集め、アナライズして、次の提案に結びつけていくようなことは日立の得意技になるはずだという観点から試行錯誤をしています。

そうすると、人もシフトさせなければいけないということで、28ページが、人を今、一生懸命、国内外でシャッフルすると同時に、外部に人を出していくことにトライしています。そういうことをやろうとすると、一番最後の29ページですけれども、研究部門についても、私どもは非常に環境のいい国分寺に中央研究所があるのですが、そこから出てきなさいと。まずは赤坂とか丸の内でお客さんと対話する。全員ではないのですが、これを世界でやろうということで、組織変えもして、一生懸命取り組んでいる。

また、こういうことをボードにもしっかりと御説明し、その対話の中でさらに株主にも伝え、マーケットにも伝えていきます。こういう活動が止まってしまうと、巨大組織なものですから、議論が内側にこもって生産性がなくなるということで、実はこういう方向でやっているという説明をしています。先ほどご説明した、ロスをきれいに整理したときほど確実な利益が上がってくるようなシナリオにするには、中々苦勞するのです。こういうときこそまさに株主との対話が非常に重要だと思っております。

(小林会長)

非常に熱のこもった、日々の闘いがビビッドに伝わってくるプレゼンテーションをどうもありがとうございました。

それでは、ただいまの中西様のプレゼンテーションに関しまして、御意見、御質問がございましたら、お願いいたします。

(堀江上席研究員)

今の中西さんのお話を伺い、長期投資家が建設的な対話の中で議論したい内容は、まさに今、中西さんがお話しされたようなことだと思います。中西さんは格好いいことをおっしゃいましたが、実際に組織の末端にまで中西さんの意識が本当に到達しているのかどうか等、本当に企業の強靭さを見定めるため、とことん経営者の方と議論して、企業価値を推計する作業を長期投資家は行っているのだと思うのです。

その観点で言うと、建設的な対話にとって、冒頭のフェア・ディスクロージャー・ルールの話は、私に言わせれば極めて些末なことで、インサイダー取引の内容に限定するといった点は、おそらく短期投資家は気にするのでしょうか、長期投資家にとっては、あまり重要ではない。フェア・ディスクロージャーの議論は、海外から見てフェアな株式市場であるということを担保するために絶対進めなければいけないことで、技術的なところは現場の方にお任せし、この場では建設的な対話が進むかどうかを、今、中西さんがおっしゃったようなことを踏まえて本来的には議論し、そのためには何が必要かを討議すべきではないかと考えています。

(富山代表取締役CEO)

今の脈絡で、金融庁さんなりに伺いたいのですけれども、今の中西さんのプレゼンテーション、私はこれで明日から株価が上がるのではないかと考えているのですけれども、これはインサイダー取引規制といった規制にはかからない内容ばかりですか。

(古澤金融庁総務企画局審議官)

中西会長から御説明のあったような、企業戦略に係る対話は、インサイダー取引規制やフェア・ディスクロージャー・ルールとは関係がありません。

(富山代表取締役CEO)

全くかからないですね。だから、本来はこういう議論をするのが建設的対話の場所であって、くどいようですけれども、今期の利益が上がったの下がったのなどというのはどうでもいい話で、むしろそういう質問をしてきたら、ここはそういう場所ではないのだからお前は帰れと言ってもいいぐらいだと私は思っているのです。

もしかすると、IR担当者もそうですし、あるいは経営者もそうですし、建設的対話の中身を理解していないのではないかと。建設的対話が何か知らないけれども、アナリストの質問には答えなければいけないと思っているのではないかと感じるのです。

それで、私自身の若干の印象は、これは対メディアでもそうなのだけれども、日本の会社のそれなりに偉い人は多少過剰サービス気味なところがあって、何か知らないけれども、質問に答えようとする傾向があるのです。結果的に、意味のないオーバーディスクロージャーのようになってしまって、結果的にアンフェアディスクロージャーみたいな構図になるというのは、私は少なからずあるという気がしています。

(大場取締役会長)

投資家の一人として、意見が1つと質問が1つです。

私は現場にいて、あの2つのコードができてから、企業と投資家の双方で選別が始まったと思います。つまり、投資家は企業を選別しますね。この会社は投資に値するかどうか。これは当たり前でやっているわけです。水野さんのお話をお伺いして、インデックスファンドがもう少し少なくならないのかとは思いますが、基本的には投資家は企業を選ぶわけです。最近起こっていることとしては、企業が投資家を選んできていることです。つまり、この会社は対話に値する会社かどうか。富山さんがおられますけれども、山田社長とも対話させていただいておりますが、上場企業は東証一部で2,000社あるわけです。常識的に考えて、全部の投資家と対話できません。一年中对話していないといけない。そのようなことは不可能なので、相当程度、企業のほうが投資家を選んで対話をするのが現実には起きているのではないかと思います。したがって、中西会長のプレゼンテーションの中身についてどのように考えるのかということ議論できる投資家と議論を行う、こういう対話が既に始まっているのではないかと思います。これが意見です。

もう一つ、質問は、コーポレートガバナンス・コードにも関連して、中西会長のお話の中で、社外取締役の選任が大変うまくいっているという認識が示されましたが、具体的に、社外取締役の選任については相当難易度が高いと思うのですけれども、どういうプロセスを踏んで、どのような期間で、有力だと認識できる社外取締役を選任されてきたのかということ、可能な限りでお話しいただくと、様々な企業の御参考になるのではないかと思いますので、ぜひお願いしたいと思います。

(中西取締役会長兼代表執行役)

今はうまくいっていますが、当初海外で人材を探すことについてはかなり苦労しました。当社で要件をかなり書き出して、1年がかりで、ヘッドハンターに複数の候補者を探してもらった上でその中から絞り込み、選定しています。

今も悩んでいるのは、日本の企業経営経験者を入れたいと思っても、これが比較的難しいことです。私どもは多くのポートフォリオがあって、ほとんどの大企業とお取引があるものですから、候補者が絞り込まれてしまいます。

(富山代表取締役CEO)

独立性の問題があるのですか。

(中西取締役会長兼代表執行役)

はい。利益相反です。法的な範囲内だけではなくて、パーソナルに近過ぎても難しくなります。日本の場合は、トップ経営者が退任した後も相談役等として会社と繋がっていて、事務処理の個人負担を軽減するメリットもありますが、独立性の観点から、出身企業との関係は引き続き確認する必要があります。

翌年度の取締役の構成ということだけに拘らず、中長期の経営方針、戦略について非常に強力にサジェストいただける方をどうやって選べるかというのを真剣に指名委員会で議論しています。

(大場取締役会長)

社外取締役の選定に長い期間を費やしているということですか。

(中西取締役会長兼代表執行役)

1年は当たり前です。

(小林会長)

第1回、第2回の会合に引き続きまして、今回も持続的な成長を通じた中長期的な企業価値の向上に向けた方策につきまして、極めて有意義な議論が行われたと思います。

本日のお話におきまして、企業の持続的な成長のためには、企業サイドにおいて、コーポレートガバナンスの強化に向けた不断の努力を行い、経営陣が果敢にリーダーシップを発揮するための環境を整備するとともに、機関投資家サイドは、投資先企業と深みのある建設的な対話を行い、スチュワードシップ責任をしっかりと果たしていくことが重要であると再認識しました。

メディアの扱いといった論点については、そう簡単に解は出ないかもしれませんが、本日の議論を踏まえまして、来年1月をめぐりに中間的な議論の取りまとめを行っていきたいと思います。

最後に、事務局より連絡事項をお願いします。

(広瀬日本経済再生総合事務局次長)

この後の18時から、事務局から本日の会議の中身につきまして、プレスにブリーフィングをさせていただきます。

ブリーフィングにおきましては、原則、参加者の皆様方の御発言については、お名前を伏せることといたしますが、後ほど発言者の皆様方の確認を経た上で、議事要旨を公開しますので、その際は御協力をお願いいたします。

議事要旨を公表するまでの間は、自らの御発言を除きまして、議論の内容を対外的に明らかにすることのないようよろしくお願いいたします。