

第10回 スチュワードシップ・セミナー 講演録

主催：一般社団法人 スチュワードシップ研究会

『東証市場再編への機関投資家の期待と懸念』

2021年12月2日（木）午後3:00~5:00

ZOOM Webinar による開催

【講演】「市場区分見直しで問われる日本市場の課題」

神山直樹氏 日興アセットマネジメント（株）チーフ・ストラテジスト

■自己紹介と日本市場の振り返り

はじめに自己紹介を兼ねて、日経平均株価のチャートを見ながら、私の市場とのかかわりを振り返ります。私は、1985日興証券に入り、90年のバブルの頃から株式部において、95年まで株式市場の崩壊に付き合ってきました。その後日興国際投資顧問に移ってオイルマネーの運用を担当しました。97年から金融危機になり、株価が値下がりする中で、その運用のトップに、日本は危機なのに何の打つ手もないのかと大いに苦情を言われ、遂に解約されました。これが、私が外国人から日本はダメだと言われた最初の経験でした。

2000年のITバブルの頂点でゴールドマンサックスに移籍し、クオンツアナリストになりました。それから2年間、株価が下がる中で、GSの上層部からは、こんなマーケットはダメだろうとさんざん言われていました。2002年にモルガンスタンレーに入り、そこで初めて日本株ストラテジストになりました。

2002年の安値から、小泉内閣のいわゆる竹中プランにより、株価が上昇に転じていくことになったわけですが、初めて政策が株価を上向かせた状態になりました。いまでは新自由主義などといって批判されたりしていますが、その当時海外投資家からは高く評価されています。初めて政策が有効な手を打ったということと、リーダーシップが明確だという2つの理由で評価されたのです。

その後、日本株が上昇していくのは改革の成果というよりも米国が良くなったからで、さらにサブプライム・バブル、そしてリーマン・ショックと繋がっていきます。この2005~6年頃に私はガバナンスに目覚めることになるわけですが、この頃は企業側のガバナンスの議論が活発で、投資家はさほどでもなかったと思います。この当時、日本株の利益率が低いではないかということ海外投資家から盛んに言われました。彼らがそう言うのは日本を海外と比べているからで、日本だけを見ている人はあまり気づかない。日本株を担当しているアメリカのファンドマネージャーは、米国株や欧州株を担当している同僚に比べて、自分のところだけパフォーマンスが悪い、企業の儲けの程度も低い。世界中の投資家を回るようになってさんざん言われたのは、日本の企業がいかに稼がないかということでした。

その後リーマン・ショックになって、しばらくしてドイツ証券に移籍し、3年くらいたっ

たところでドイツ証券を解雇されるのですが、明確に分かったことは、親会社のドイツ銀行が欧州危機などでうまくいかない、生き残りのためにどこかを切らなければならないとなったときに、どこを切るかとなると長い間期待されてこなかった日本株を切るということです。

その後、メリルリンチ証券に移って、アベノミクスになります。アベノミクスでは、株価は上がりましたが、企業はあまり変わらなかった、円安で利益が出ただけだった。その後、さらに海外の景気が良くなり、輸出が伸びて日本株は上がります。そしてコロナショックになるのですが、それでもさらに株価が上がったのは米国の財政が拡大したからということになります。

■グローバル株式市場の ROE 比較

今自己紹介をしたのですが、ROE の過去の推移を見ていただくと、日本が趨勢的に低いことがわかります。ファイナンス理論的には、同じリスクでリターンが継続的に低いものは存続しないはずで、ROE が 8% になったらいいというわけではなく、他の市場がもっとよくなったらやはりだめという世界です。同じリスクを取っているはずなのに違うリターンでいいのかというのが私の問題意識です。こういうことを頭においてガバナンスを考えるとというのが、今日の私のお話しになります。

本日のセミナーのタイトルは「市場区分見直しで問われる日本市場」ということなんですが、雑誌『企業会計』8月号「市場区分見直しの衝撃」特集に、私が「投資家にとって望ましい市場となるために」という一文を寄稿したことがきっかけで、ここでお話することになりました。自分が 2005-6 年からガバナンスについて考える中で、日本人はあまりガバナンスのことを考えないけれども、外国人の日本担当が一生懸命考えるのは解雇されやすいからだと思いました。例えば米国の日本株専門家は、日本よりも他の市場が良いとなれば辞めさせられるので、シリアスに考えるわけです。

日本企業には改革をしてほしいということで、市場区分見直しは単に機会でしかありません。これ自体で何かすごいことが起こっているわけではない。これを利用してガバナンスが良くなればいいねという話です。ここで私が一番強調しておきたいことは、経営者自らやっていただきたいということです。これが今日の結論であって、東証に頑張ってもらいたいとは思っていません。東証に限らず規制・監督を行う機関に考えてもらいたいことはあるのですが、とりあえず私が今一番気にしているのは、どうしたら経営者が主体となってガバナンスを良くしていくのかということです。社会や株主が求める稼ぐ力をつけていくことが、いま社会から企業に与えられた問題だと思います。それは、企業と投資家の対話を通じて行われていこうと言えらると思いますが、経営者が自分のこととして考えていかない限りうまくいかないと考えています。

■株式市場の評価としての日米のスタイル分析

ここで神山流スタイル分析をご覧ください。縦軸が PBR、横軸が PER です。『企業会計』の中では川北教授が PBR のグラフを出されていて注目すべき比較指標と思います。PBR は ROE が高いと高い。PBR が高いということは、今のビジネスがうまくいっているということです。一方、PER が高いということは期待成長率が高いということです。ここでは、両方高いのをグロス、両方低いのをバリューと呼びます。他に PBR が高く PER が低い成熟、PBR が低く PER が高いターンアラウンドと 4 つのグループに分かれます。ここで日米の違いを見た時に、どちらに投資したいでしょうか。左下に塊がある、即ち、いま儲かっていない、かつ将来の成長も期待されていない市場と、右側に塊がある市場であれば、右の米国が良いでしょう。いま儲かっていて、投資ができるのでさらに成長できるというアメリカのパターン、利益率が高いからさらに投資できることでどんどん大きくなれる銘柄が多い市場になっている。日本もそういう会社がないわけではないが、全体として左下に固まっているという日本のパターンは良くないと思っています。マーケットの魅力として企業にどうなってほしいかという、もっと既存事業が儲かり、しかも成長期待も十分あるという状態になってもらうのが一番いいわけです。

■プライム市場への参加条件としての CG コード

ここから、市場区分の話になりますが、そこで注目されているのが社外取締役の増員、特にプライム市場の場合には 1/3 以上の社外取締役を入れなくてはいけないということと、それから持合いをどうするかという 2 点です。ほかにも資本コストなど問題はあるでしょうが、ここではこの 2 点について話していきます。

社外取締役とは何かということです。日本の企業の稼ぐ力が低いらしいということが注目されてきたのは 2005-6 年頃だと思いますが、その後利益率が低いということにフォーカスして、社会としてのムーブメントになるように、伊藤レポートという形で政府がセットアップしたという風に私は解釈しています。稼ぐ力が無くてもいいではないかという議論は、先ほど述べたように、ファイナンスの発想からいえば、同じリスクならリターンが低いものはいらないということですから通らない。自分は投信会社に勤務していますが、長期投資の商品として日本株投信は注目されていない。この 5~6 年の間、日本株投信を持っていれば安心という気持ちを持ってもらうことはできませんでした。アベノミクスなどで日本株が上がっている局面でも米国株の魅力に勝てなくなっている。日本は、いらない市場になっているのではないかと危惧しています。機関投資家中心にエンゲージメントで日本株をよくしていこうとしているけれども、本当に涙ぐましい努力です。

このような課題と社外取締役の増員はどうつながるか。日本の課題は、リスクを取らない、既存ビジネスから出ていかない。みんなアメリカ株に投資した方がいいのではないかと、いうくらい、リスクに対するリターンが低いものになっている。しかし、それを解決するために、社外取締役を入れて何をやるのかということが詰められていない、ということがそも

そも問題だと思います。社外取締役がいたほうが良い理由は、現時点で一部の企業が良い状態でも、平均的な会社が良くなっていないことにあります。経営戦略が適切に立てられていればいいのですが、うまくいっていません。それは、リスクをとってくれない、既存のビジネスから出ていかないからだと認識しています。しかし、そもそもそんなことは大した問題ではないと思われていることから社外取締役の導入の議論がスタートしているのだと思います。社外取締役に期待されていることは、経営戦略に対するチェック機能だと思いますが、チェックだけしていればいいというわけではなく、Plan-Do-SeeのDoのところには執行役や内部の取締役がいるのですが、執行役（内部の取締役）は社長の部下なので社長の命令を越えられない。社長の命令の系統で経営の意思決定を実行に落とししていくのが部下ですから、社長のラインの外にいる人（私の社外取締役の定義です）、つまり部下でない人たちがチェックしたら初めて、例えばリスクテイクが十分でないのではないかと、海外企業はこんなビジネスに向かっているとかを議論してもらえる。これが社外取締役の位置づけだと思います。しかし、社長さんたちは全然認識していないように見えます。アドバイスをしてくれる人とか—それはコンサルを雇えばいい—、あるいは社外を入れないとプライム市場に残れないから入れておくとか、後ろ向きの理由で、ただ置いておくといったことになっては意味がない。

本当の趣旨は、成長のためのストーリーを正しく執行役が実行しているかをチェックして、その成果が良くなければ、良くなるようにこうしようとか、次の社長を誰にしたらよいか、成果に見合っていくら払うとか、チェックメカニズムの中で考えてもらいたいと考えています。

社外取締役にどんな仕事をしてもらうかを社長の皆さんが腹落ちしていない中で、上場ルールになったからということで法務部などが人材を探してくるということでは、稼ぐ力に繋がらない。社外取締役がなぜ必要かという日本全体の（企業が稼ぐようになって）所得水準を上げる必要があるからです。中国など日本の周りの国々がドンドン豊かになって、日本が相対的に貧しくなり不幸せになっていくことが最大のリスクであると思っていて、それに対してみなが稼ぐ力を持つこと、裏返すと海外の同業他社と遜色ない利益率を持つことだと思います。そう使わないと意味がないとも言えます。

今回のプライム市場の上場ルールは、パタナリスティック（父権主義的）なものだと考えています。本当はこんなことを東証に言われなくても普通に稼いでいるはずでしょうということが世界にはあって、こんな仕組み（社外取締役の比率の上場ルール化）は世界中にあまりないと思うんですね。でも日本でこうしなければいけないのは、ほっておいたらみんな現状維持的になってしまい、皆が低いマージンで現状維持でいいんだと思ってしまう。生活水準がドンドン上がっていくとか、次の成長機会に飛び込んでいくとかといったことがないようなので、お父さんがちゃんと考えてあげるよというパタナリズム（父権主義）で、コーポレートガバナンスを考えてくれて、それを上場ルールにしてもらった。ほっておいたらダメじゃないかと思われたとは、つまり市場の失敗として扱われ、規制になったのだと理解

しています（取引所が上から目線という意味ではないです）。

持ち合いに関しても、自分と相手の関係を変えないためにやるので、アメリカなどでないのは契約書などで縛っていくからでしょう。持ち合いは安い長期契約なんだろうが、次の代の社長に新しいやり方を入れることを拒否していく仕組みでもあります。そういう風に現状維持的と捉えていただきたい。

■経営者の参画に期待

先に進みます。私が問題にしているのは、東証のルールや市場区分がどうなるかということではなく、ガバナンスが良くなるということを通じて、企業がおカネを稼ぎたいような組織になってほしいということです。海外の投資家から見ても自分から見ても不十分だと思われるからですが、一番やってほしいのは経営者であって担当者ではない。「餅は餅屋」問題というのがあって、上場ルールになったのでガバナンス・コード順守が法務部の担当になった会社があります。ルールを守っているかどうかというチェック項目としてこれを受け入れてしまうと本質がずれてしまう。

たとえば、新人採用時のステータスとか売掛・買掛などの企業間信用が高いとか、1部上場のメリットがあると感じる東証1部企業がプライムになるのであれば、プライムに入ろうと社長が決めると、上場ルールの問題だから担当は法務部になるという例がある。資本コストもCGコードに書いてあるので顧問弁護士に聞いたとの笑い話がある。ルールになったから担当者に投げる、すると担当者は全力で全部クリアしようとする。私が取引所ルール化に批判的になるのは、経営者が自分のこととして考えずに担当者に投げてしまうことになりやすいからです。

私は見習うべき模範としてTQCをあげます。日本が成功した、経営者が参加する品質管理改革の例です。かつては舶来品という言葉があつて、日本品は安かろう悪かろうだったが、1950年代からQCという活動が入ってきた。そこでTQCの開発者のデミング教授は社長が入ってないとダメということ強く言っていた。その結果、日本企業は50-60年代に頑張り、70年代に成功し、80年代にジャパンアズNO1になった、これが私のイメージです。

このプロセスのように平均的日本企業がガバナンスを改善できるか、その結果経営全体のメカニズムを経営者が考えて、稼ぐ力を付けていけるか。そのために、全社的な品質管理のようなことをやればうまくいくだろうというのが私の考えです。

■東証市場区分をきっかけに

最後のページです。東証の市場区分変更は単なるきっかけと考えています。企業に求めるアクションと、投資家に求めるアクションと、ついでに東証はじめ監督行政に求めるアクションと3つ挙げておきます。企業に対しては経営者自らが主体となって、社会から与えられる問題意識としてカネを稼いでほしい、その経営方針を打ち出すために社外取締役を入れる、少数株主保護（持ち合いを止めること）、などを手段として打ち出してほしい。TQCを

例にしてほしい。

投資家は何をするか？投資家は、インベストメントチェーンの中で何もしてこなかったと思います。投資家も、担当者しかまじめにやってない。経営者までこういうことが問題だと考えて、インベストメントチェーンの中で投資家が頑張らないと日本はだめかもしれないと理解している人はあまりいないと私には思えます。投資顧問とか投信とか生保とか業法単位でコントロールされているにすぎない。企業年金や公的年金も含めて、機関投資家が組織化される、機関投資家の経団連というのを10年くらい前から（小声で）提案しています。インベストメントチェーンの強化のために、シンクタンク的に政策立案について一言言えるとか、機関投資家同士は競争しているけれども、ベースになる知識、筋立てが共有されていて、機関投資家の経営者も含めてみんながそうだなと思っていないとだめだと思っています。

最後に行政・東証の役割について、インベストメントチェーンの参加者に周知させてもらうということなのですが、何が目的で社外取締役を入れるのか、経営者が自分の問題として考えること、投資家がちゃんと行動するように纏めていくなど、行政がリーダーシップをとっていただければと思います。市場の失敗がベースにあるのですから、放置すればサボリや尻ぬけが横行すると想定すべきです。規制が実効性を伴うためには、ルールの設置者はその意味や精神を対象となる企業や投資家の経営者を含めた全員に不断に知らしめることが望まれます。

以上で、私の話を終わります。

【パネルディスカッション】

パネリスト：

今出達也氏 日本シェアホルダーサービス（株） 特任顧問
神山直樹氏 日興アセットマネジメント（株） チーフ・ストラテジスト
河北博光氏 ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパン（株）
シニア・ポートフォリオ・マネージャー
松原 稔氏 りそなアセットマネジメント（株） 執行役員責任投資部長

モデレーター：

円谷昭一氏 一橋大学大学院 経営管理研究科 教授

(ゲスト参加)：林謙太郎氏 東京証券取引所 上場部長

円谷) 本日は 4 名のパネラーの方をお招きしています。いま神山さんから基調講演をいただきましたので、他の 3 名の方に自己紹介を含めてご発言いただきたいと思います。

神山さんから機関投資家の側からみた市場再編についての思いを伝えていただきましたが、企業はこの市場再編にどう向かっていっているのか、どう考えているのかについて、企業のコンサルティング活動に長いご経験のある今出さんにご紹介いただきたいと思います。その後、河北さんから、海外の機関投資家がこの再編についてどう見ているのかについてご説明いただき、松原さんから、国内の機関投資家がこの再編についてどうとらえているかというご説明をいただきたいと思います。

では今出さんお願いいたします。

今出) 私は、日本シェアホルダーサービスという会社で企業向けのコンサルティングを行っています。1998 年に、勤務先の証券会社がなくなったことでアメリカから帰ってきました、アメリカでは日本株がらみの仕事ではなく、ラテンアメリカやアメリカの発行体を相手にしたインベストメント・バンキング的な仕事をやっていました。(補足：つまりバブルの崩壊による日本株に関するトラウマみたいなものは、勤務先の破綻以外にはほぼありません)。ウォール街的な環境で 8 年間やってきたのですが、帰国する 2 年くらい前からコーポレートガバナンスが注目されるようになってきて、M&A でもシェアホルダー・バリュー、つまり株主価値といった議論が非常に盛んになってきたということで、日本に帰ってきて、コーポレートガバナンスと責任投資—そのころは SRI 社会的責任投資と言っていました—の研究をしたいと思い、銀行系、ただし自由奔放だったシンクタンクの三和総研に入りました。

コーポレートガバナンスは株主総会に関連していて、会社法とか株主権とかを国際比較すると面白いということで、IR よりも新分野の SR、シェアホルダー・リレーションズの方に力を入れて、23 年間やってきました。動機としては、ずいぶんとダウンしていた日本企業の資本市場における競争力の強化を応援するようなことをやりたいという願望が芽生えて、それを職業としてやってきました。

本題の市場再編ということに関してですが、企業のサポートの傍らガバナンスのリサーチをやっていたために、ガバナンスの国際会議などで海外のうるさ型の機関投資家やアセットオーナーに、日本はダメだ、ガバナンスがわかってない、と盛んに言われる経験をしました。その頃（2000年代前半）から、日本もナショナル・ガバナンス・コードを作ったほうがいいですよ、ということ提唱してきましたが、ようやくできたのが2015年で、その時に、日本は対象が東証1部2000社以上になる、海外の場合は実は比較対象が数百社であったりして、海外の企業とガバナンスの取組みや体制を比較した時に同じような単位で比較してほしいと思いました。その意味で、プライム市場ができて、それがグローバルで比較される対象になればよいな、ということがまず一つ。

ただ、TOPIXなどの指数とは違う3つの市場ということについて企業側には困惑があります。いまプライム市場の対象になるのは千数百社ですが、ゴールとして、グローバルに比較対象にされる500~600社とかに絞り込むつもりなのか、そこに向けて指数化も含めて何かバックキャストがあるのか、などが気になります。プライム内とプライム外のメリット・デメリットについては、イメージ的には企業側は持っていると思うのですが、投資そのものには直ちには関係ないと説明すると、なーんだ、という反応も出てきますし、プライムに入る資格はあるのですが、「より高いガバナンス」の意味がよくわからないのでスタンダードを選んだ方がいいんじゃないか、というような声も出てきました。プライムとスタンダード、どちらが良い選択肢なのか、ちょっと確信が持てないということがあると思います。

もう一つはJPX日経400というのが何だったのかということをきちんと整理していただきたい、ということです。指数になったけれどもあまり意味がない形になりつつある印象です。

もう1点、投資家の皆さんが、スチュワードシップとして、企業のガバナンスを高めていくという活動を進めておられるのですが、定義がはっきりせず、英訳も正確にできない政策保有、持ち合い、純投資、安定株主、支配株主といった、「いわゆる」用語が、あたかも定義が明確であるかのように政策と対話が進められていることに、企業側としては混乱というか抵抗感があるということ指摘しておきたいと思います。

あとは、先ほどの神山さんの話にありました財務指標や株価指標、株主価値や資本効率性といったことについて、2015年以降、企業側が暗黙知として備え付ける時間が経過しています。お手伝いしている企業では、そういった暗黙知を既に投資家と共有し、10年間の間に時価総額を10倍まで高めたり、企業群で言えば現在合わせて数十兆円くらいになっているという現状からすると、平均的な会社を引き上げるということではまだやらなければならないところもあるのかもしれませんが、もうその辺はいいよという企業も結構あるということを指摘しておきたいです。経営トップにおいてそのような暗黙知の継承は必要なので、サクセッションプランの重要性についても指摘しておきたいと思います。

円谷) では続いて河北さんに、海外の機関投資家がこの市場再編またはコーポレートガバナンスの改革などについて、どういった思いで見ているのか、またどういった期待を持っているのか、お願いできますか。

河北) ユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンの河北です。私は 93 年にこの業界に入り、日本生命、ニッセイ・アセットマネジメントで一貫して株式のマネジャーをやっていました。2017 年からはシンガポールの APS アセットマネジメントというところで日本株の CIO をやっていたのですが、彼らが日本市場から撤退するというので、日本に帰ってきて、いまはユナイテッド・マネージャーズ・ジャパンで内外の機関投資家の資金を運用しています。今日は海外の機関投資家の考え方とか、海外のアセットオーナーとの対話を通じて日本株を彼らがどう見ているのかということをお話したいと思います。

東証市場区分については、この春先は、どういうことが起こるのかといろいろ聞かれたりもしたのですが、いまはあまり関心がなくなっているというか、基本的にはマイナーチェンジだなというイメージを持たれていると思います。

コーポレートガバナンス・コードができた時も、その当時は海外での期待が高く、今回の市場区分見直しも、日本はいろいろな取り組みをしているなど海外の投資家は思っていると思います。改革の方向性は間違っていないけれども、実際に変わった会社はあまりないねというのが海外から見たイメージで、やり方として十分でないのではないか、日本企業は何をやっても変わらないのではないかなどと思われているのではないかと思います。

私が海外の投資家によく言っているのは、そうは言ってもこれをきっかけに変わった会社はあるんですということです。変わった会社と変わらなかった会社の何が違うのかというと、経営者が制度変更を好機ととらえて自分たちで主体的に変わろうとした会社と、経営者が担当者に任せて制度変更に対応しようとした会社というところの差かなと思っています。経営者は株主の考え方や社会風潮がどう変わっているかを理解するだけでは不十分で、なぜ彼らがそういう主張をしているのかという背景まで理解して対応していれば、投資家から見ても期待通りの変革ができるし、それができなければ十分に対応できない、ということだと思っています。

プライムかプライムじゃないかということについて、私が一番大事だと思っているのは、なぜプライムという区分ができたのかということなんです。プライム上場が企業としてのステータスを得るということではなくて、プライム市場にいる会社は投資家との対話を通じて自分たちで主体的に改善していく。その成果を示して、スタンダードやグロース市場の会社に対して手本を示す。そういうイメージでとらえることができれば、責任感をもってプライムに入ることになり本来の意義に応えることができるし、そうでなく何となくステータスがあるということでプライムに入ってしまうと何も変わらなかったということになると思っています。仕組みとしてはよくできていると思うので、規制当局はその趣旨を企業に対してしっかり説明していくことが大事だと思っています。

円谷) 次に松原さんに、国内の投資家がどうとらえているか。今の河北さんのお話しだと、春先の議論の盛り上がりはもうなくなってきたかなということでしたが。

松原) とらえ方は河北さんと一緒です。河北さんが海外アクティブとすると、私は国内パッシブということで、投資家でもいろんな多様性、価値観を持っている人たちがいるという意味で参加の機会を得たのではないかと思っています。

私は 91 年に年金運用部門に入社して、今年で 30 年になりました。日経平均最高値 39,000 円からほぼ右肩下がりしか経験したことがない投資家の一人で、この歴史の中で資産運用の仕事をやってきました。当初はクオオンツで資産運用をサイエンスの視点で資本市場を捉えるかという議論をしていたのですが、2000 年に入って、やはりこれは限界があるということで対話、Humanity に目覚めた投資家の一人です。いまは責任投資、対話、エンゲージメント活動をしています。

パッシブなので、基本的には TOPIX 連動です。市場区分が変わり、TOPIX も変わるという期待はありましたが、理想論とはいかず、期待と現実のギャップを目の当たりにしたというのが正直なところです。プライム市場の意味は、私にとっては、国際的にみて魅力ある企業で構成され、コーポレートガバナンスがしっかりと自らできている、わが国を代表する会社が集まった市場である、これが基本的に持っていた市場像でした。なので、東証一部からプライムに横滑りではなく、まず東証一部からスタンダードに行って、それから魅力ある市場に行くための一段高いレベルの企業が入るということを期待していたのですが、ふたを開けてみるとそうではなかったという現実があります。

私たちは、パッシブ投資家ですので、TOPIX に入っている企業が投資企業となります。今後、TOPIX 構成企業の足切り基準は 100 億円なので、プライムに入っている会社はほぼ TOPIX 構成企業となり、当然私たちパッシブの投資企業になる。これまでの基準と大きく変わらず、新市場区分になってもあまり変わらない。なので、先ほどの命題（プライム市場は日本を代表し、ガバナンスがしっかりしている企業群）で表している市場なのかどうかは、市場再編後の市場のあり方に期待したいと思っていますところ。

円谷) すでに神山さんの基調講演に対して、いくつか質問が寄せられています。最初の質問は、長い質問ですが要約させていただくと「経営者に頑張ってもらうためにはやはりハードな株式アクティビズムしかないのでしょうか」という質問です。神山さん、いかがでしょう。

神山) 経営者が頑張るきっかけとしてアクティビズムが有効だということに、基本的に賛成しますが、数が絶対的に足りないですね。3000 社を改善したいわけです。少なくとも 500 社以上 1000 社くらいまでよくなってほしいとすると、アナリスト・カバレッジ+アルファくらいまでアクティビストが入れるかということ、それは無理なので、現実問題として日本を

変えていく力としてのアクティビストが、ものすごくうまくメディアなどを使って経営者のマインドセットを変えるような何かをすれば別ですが、これまでの感じかというとそういうことはあまりないと思っていて、いくつかの会社が、特に中堅の会社が動く可能性はあると思いますが、日本全体を変えるのにアクティビストが中心であるということはないだろうと思っています。

円谷) 効果はあるけれども、まだ絶対的な大きさには達しないということかと思いますが、河北さん、補足されることはありますか。

河北) 私もそこは重要なところだと思っていて、アクティビスの行動も 2000 年代前半と今とはだいぶ違っています。自分たちだけでマジョリティとなる株式数を集めなくても正しいことを言えば機関投資家が議決権行使を通じてついてくるという形が出来上がったのは、スチュワードシップ・コードが入って変わったところだと思います。ただ、海外の投資家から日本企業の行動を見ていると、どうも株主のガバナンスが効いていないということが大きな課題であって、それをどうやって効かせるかということもあったわけですが、日本企業の行動が十分変わっていないことから見て、これはまだまだ十分ではない。ガバナンス・コードでも、いかに攻めるかとか、リスクテイクできるかとかがよく強調されるんですが、実はそれをやろうすると、攻めるだけでなく、攻めて失敗した時にいかに引けるかというのがあります。実は引くというのはとても難しいために、リスクテイクしたくないわけではないができないということもあるかなと思っています。

円谷) 今日のテーマは「機関投資家の期待と懸念」ということで、ここまではやや懸念のほうが多かったと思いますが、今度は期待のほうにフォーカスしたいと思います。

先ほどの河北さんのお話で、一部の会社では主体的に変わっていった会社があるということで、そういう会社は、なぜこういうことをやっているのかという背景を理解しているということと、プライムに行くことへの責任感を持っているということが力になったということでした。このような自分の力で変わった会社に共通する何かファクターはあるのか、結局経営者次第と言ってしまうとそれまでなのですが、何かそれぞれのお立場からご意見があればお願いします。

神山) 今のところ私には明確な答えはありません。確かに、良くなっているという会社の例はもらえるわけです。しかし、日本全体で、ROE や PBR が低いということが実態だと思います。これを動かしていくようなものを、具体的にあげられないのが私の今の答えです。

松原) パッシブなので、今の神山さんの感覚は共有できます。東証 1 部すべてに投資し、バイ・アンド・ホールドで個別企業を売却できないということで、いわば日本株式会社

しているのがパッシブ投資家です。その枠組みで、アセットオーナーの皆さんにリターン提供できたかという点では十分ではありません。実際、TOPIXのパフォーマンスは諸外国に比べてよくなかったという現実があります。やはり日本全体を伸ばすのにどうしたらよいかというのはとても関心のあるテーマですが、その全体解はまだ我々も得られていない。ただ個別解としては、エンゲージメントを、2,200社の中からポテンシャルのある企業や変化を期待できる企業などに行うが、エンゲージメントの重要な視点はHow toの議論でなくWhy,Whatの議論のところだと思っています。これからのソフトロー時代は企業が自分事として活動をして、その結果、どう報いられたのかどうかというステージに入ってきたと考えており、経営者が非連続の経済変革やサステナブルな社会をどうリスクテイクするのか、またガバナンスという枠組みをどう機能させることが企業のサステナビリティ獲得にどう繋がるのかが重要な論点であることは間違いないと考えております。

ただ、パッシブ運用の場合、2,200も投資先企業があり、6月総会に集中していることもあり、エンゲージメントの実効性を踏まえた議決権行使には限界があり、議決権行使基準に従っての議決権行使する企業は多くあります。エンゲージメントの実効性を高めていく上でプライム市場はこれまでの東証1部とほぼ変わらない企業が参画してよいのであろうか、このあたりを中心にJPXと対話したいところです。

円谷) 日本証券経済研究所の明田さんのレポートによりますと、プライム市場に行きそうな会社が1820社、プライム市場不適合となった企業のうち半分はスタンダード市場を選んだが、残りの半分は改善計画書を出してプライムに行くということなので、松原さんの指摘の企業数の問題は市場再編ではあまり解決されないということになりそうです。

河北) 変わる企業の特徴はあるかなと思っています。結局マネジメント次第という事になるのですが、苦しんだ経験がある経営者が社長になった時に企業は変わる可能性が高いです。王道のコースを歩んで社長になった会社は、その会社のロジックだけでやっているのではなかなか変わりにくいですが、大会社であっても海外の子会社の社長をやって、特に資金調達を日本の銀行経由ではなく海外で資金調達しなければならなかった経験がある経営者は、外国人がどういうロジックでおカネを貸すかとか、どういうリターンを求めるのかがしっかりわかっているんで、客観的に自分たちの会社を見た経験があるため、株主の考え方をよく理解した変革を行います。ただ、そういう人は保守本流ではないので、危機でもなければなかなか社長にならないんですが、そういう人が社長になった会社は変化しやすいです。

もう一つ、コーポレートガバナンス・コードを入れた後に変わった会社というのは、外国人投資家とこれまでコミュニケーションする機会が少なかった会社です。外国人が投資している企業は主にMSCIの指数に採用されている300~350社です。彼らはガバナンス・コードで言われていることは既に外国人から言われていたので知識はあった。それ以外の会社はガバナンス・コードが出てきて始めてグローバルスタンダードの考え方に触れた場合

も多いのです。その時に何でこんなこと言われているんだということを社長がよく考えた会社は変わったと思います。ただ、そういう会社は非常に少ない。それ以外の会社は、ガバナンス・コードが出来ても、何でそんなことを言われているのかわからなかったので担当者に任せて対応しただけなので本質は変わらなかった。

一連のガバナンス改革で企業が変わるきっかけは、このところずっと与えられ続けてきていて、そこでしっかり考えた会社は変わってきた。今回も東証一部外からプライムに行こうという会社は、対応するために上場審査と同じようなことをやらなきゃいけない、東証一部でも改善計画を出さなければならない会社もある。それをきっかけに変わる会社が出てくることを期待したいです。

円谷) 今出さんから、今回の市場再編をきっかけにいろいろ変えていこうという企業がどの程度あるのか、何がきっかけでそのように変わっていきこうとしているのか、お考えがありますか。

今出) プライムに行って、コーポレートガバナンス・コードの高水準の対応を求められるという意味で答えたらいいでしょうか。プライムに求められるガバナンスとして、独立社外取締役 1/3 以上とか、さらには過半数とか、サステナビリティの開示とか、いろいろありますが、きっちり対応しようという会社はもちろんあります。

これまで長年かけて変わってきた会社は、株価パフォーマンスについてトップと取締役会が議論できている会社、それと株式報酬を経営者報酬に結びつけてモチベーションを高めるということで好循環になっている例はいくつもあったようです。あとは、プライム自体がよくわからないということで止まっている会社も多いのかなと思います。

円谷) いま、主にプライム市場の会社についてコメントをいただいたのですが、スタンダード市場にも当然良い会社はあるわけで、そうした会社を機関投資家はどのように見ているか、パッシブでは投資対象にできないということもあると思いますが、どうお考えでしょうか。

松原) パッシブ運用の話からすると、プライムだから投資する、スタンダードだから投資しないという枠組みではありません。TOPIX に投資するパッシブ投資家は、TOPIX 構成企業は株主としての役割を果たすこととなります。当然、議決権行使となると、プライム企業では、プライム市場が求める要件に基づいて対話・エンゲージメントを行い、スタンダードはスタンダードに求める要件に基づいて対話やエンゲージメントを行う。したがって、今の段階では市場再編と TOPIX は分けて考えたほうが良いと思います。その上でパッシブ運用での投資を希望する企業は、まず流通株式 100 億円以上を確保するということになるかと思っています。

河北) アクティブ投資家から見ると、どの市場にいるかは基本的には関係ありません。TOPIX に入っているかも関係ない。ただベンチマークが TOPIX で TOPIX に近い運用をしようというファンドにとっては、TOPIX 採用銘柄以外に投資するのはそれ自体がリスクになってくるので、考え方は違ってきます。日本のアクティブ運用はトラッキングエラーが低くインデックスに近いものも多いので、TOPIX 採用銘柄かどうかはそれなりに関係すると思います。ただ、海外では日本のインデックスに近いファンドは売れないので、非常に特徴を持ったフル・アクティブのファンドの場合は、上場市場は全く関係がないです。

円谷) そういう意味では、スタンダードにいても、一生懸命やっていたら海外の投資家はしっかり見ている、ということでしょうか。神山さんいかがでしょうか。

神山) 今回の市場再編では、プライムはいい会社だけ集めるのかと思っていたらそうでもなかったというのは驚きではあるのですが、アクティブ運用している人から見たら、そもそもプライムだとか TOPIX だとかは関係なく、良い会社を探そうということだし、仮に TOPIX が大事だとしても、GPIF とか信託銀行などはパッシブが大きいですが、マーケットをリードしていくのは代表的な銘柄であり TOPIX とは関係ないし、投資家としては会社がプライムがいいとかグロースがいいとかということではないだろうと思います。

投資家として、ガバナンスのインセンティブ付けをどうするかという風に変えるというのはいいアイデアだと思います。より稼ぐ会社になるために投資家とのネットワークを使っていくことを取引所などがセットしてくれるようにする。良い会社を集めてアナウンスする。良い会社というのは良くなりたいたいという経営者の所信表明演説で決まるみたいな区分があるといいということだと思いました。

円谷) ここで、またいくつか質問を取り上げさせていただきたいと思います。松原さんに、議決権行使について、今後プライムとスタンダードで行使基準を変えようというようなことはあるのか、議決権行使が一部形式化しているのではないかという声もある中で、議決権行使を通じてエンゲージメントの実効性をどう関連して考えるのか、ということです。

松原) まず議決権行使の枠組みでとらえた場合、プライム市場とは何かと考えると、一段高いガバナンスを求められているので、当然、それらを覚悟しているだろう、その覚悟の度合いを確認するうえで、プライムかスタンダードかで議決権行使基準を分ける投資家は増えるだろうと思います。投資家は、議決権行使をすることが目的ではなくて、最終的に企業の稼ぐ力を向上させるために議決権行使基準があるわけで、こうした積極的な取組みに期待しています。

2 つ目の質問は大変大事なところで、「ガバナンスが機能するというのは企業にとっていかなる意味を持つのか」という私たちからの問いかけ。それは投資家が持っているというよ

りも企業がそれぞれ持っているはずなのです。企業が 100 社あれば 100 様のガバナンスがあるはずで、それが機能させる仕組みを持っているかどうかを対話によって確認するというのが、我々の目的だと思います。確認した後、これは稼ぐ力に繋がっている、あるいはマネタイズできているという評価を行います。長期的に見ると、ガバナンスを機能させることが、経営者の規律と自立を促し、それが健全なリスクテイクに繋がり、企業価値の長期的な向上になり、社会の持続性と企業の持続性を同時実現していくという長期的なストーリーに繋がっていくということの意味していると思っています。

円谷) 次の質問です。東証の市場区分がいまいちということであれば、投資家から見て海外でうまくできている市場はありますか、あればご紹介いただきたいということです。

神山) 市場区分自体はありますが、参考になるものは特にはないと思います、市場区分が問題ではないわけです。市場区分でできることは少ないのに、それに依存したメカニズムになっているので、そういうことは忘れていいのではないのでしょうか。

河北) 市場区分ではなく、指数ということについて言うと、指数は入れ替えがあって新陳代謝が行われているというのが健全なのだと思いますし、アメリカの指数も銘柄はかなり入れ替わっています。日本の TOPIX はかなり特殊で、東証 1 部がそのまま指数になっているということなので、1 部に上がってしまうとそれがゴールになって、そのステータスで永久に行けますということだったのが、ちょっと変だということなのだと思います。海外でも上場企業がドンドン増えている先進国の市場はあまりなくて、アメリカは増えています、彼らはすごく成長している、日本は成熟市場なのに企業が増えているというのは異例なことなので、その見直しは必要なのかと思います。

円谷) それは市場区分の話ではなくて、市場の位置付けの話ですね。もう一つの質問です。海外投資家が、この会社はガバナンスが優れているというのがありますが、そうした企業を投資家側から手本にしてくださいと示していったらよいのではないのでしょうか、という提案ですが、神山さん、河北さん、いかがでしょうか。

神山) 海外でも悪い例もいっぱいあるので、必ずしも海外だから良いということはないということが一つと、良い会社があるというのは表彰制度などで示し得ると思いますが、経営者の心を動かす（自分のこととして行動する）とはあまり思えない、という感想です。

河北) やはり形ではないという思いがあります。形ができていても不祥事が起こる会社はありますし、それよりも魂が入っているかどうかだと思っています。この会社は変わった、と言える企業は日本にもたくさんありますし、日本の企業にとって同じ日本企業だからマネ

しやすいというところもあると思います。そういう企業を、表彰制度なども含めて紹介していければよいかなと思います。基本的に本質を理解しないで形だけマネしてもダメだとは思っています。

円谷) そうですね。私もそう思います。少し観点が変わりますが、先ほどから持ち合い、政策保有の話が少しずつ出ていると思いますが、次のご質問で、プライム市場の上場企業といえどもまだ政策保有の削減は遅い部分がある。やはりここを解決しないと、抜本的に企業を改革したことにならないのではないかという前提の上で、政策保有を今後さらに縮減するにはどういったアプローチがあるか、という質問をいただいています。皆様いかがでしょうか。議決権行使に入れるという考え方もあり、実際入れている会社も出てきていると思いますが。

松原) 逆に円谷先生ならどうしますかということをお聞きしたいと思っております。政策保有は大きな課題の一つだと思っています。政策保有株には持つ側と持たせる側の両側に課題があると思います。これまでエンゲージメントを重ねてきて、また機関投資家協働対話フォーラムでも協働対話のテーマとして取り上げてきていますが、なかなか解決策が見えにくくなってきているというのが、共通した見解ではないでしょうか。エンゲージメントの限界を感じている投資家も多く、議決権行使基準に政策保有株比率を導入する投資家が増える傾向にあります。

逆に、円谷先生に、政策保有のご研究をされているので、どうやったら減らせるのか、ご紹介いただくことは可能でしょうか？

円谷) 私は、政策保有株式をゼロにしろと言う原理主義者ではないですが、経済効果がないという検証結果が出ていますので、縮減が望ましいと思います。ただ、今残っているのは、片持ちはだいぶ縮減されて、相互保有でかつ含み益がたっぷりというもので益出しができる状況、これを縮減させようとするのがガバナンス・コードというソフトローではもう厳しいかなというのが意見です。したがって本気でやるにはハードローでやるしかない、それは会社法か金商法か税法か、どの方法を使うかはまた別の問題ですけれども、これ以上縮減させようというのであればそういう段階ではないかと思っています。

神山) 有名な話では、ドイツで持ち合いを減らせたのは、税制で一定期間に持ち合い株を売却した時には税金をかけないという時限立法をしたことがありました。ただ、日本ではその前に、企業は持ち合いが悪いと思っていないということがあつた。持ち合いが悪いということが共有されるようなコミュニケーションがされないといけなわけです。悪いと思っていない企業は減らさないわけで、また担当者レベルで話し合ってもなかなか進まない。高いレベルでの教育、コミュニケーションの場を作らないといけなわけなので、例えば松原さんが言われた協

働エンゲージメントなど、投資家が組んでやらないと、1社だけでやるようなことではないのではないか、というのが私の感想です。

円谷) いま投資家が協働でやるというお話もありましたが、先ほど機関投資家の経団連というお話をされていて、それについての質問をいただいています。今日は東証さんから何名かご参加いただいていますので、ここで突然ですが東証さんが考えていること、市場再編にあたってこんなことをやりたいんだといったお考えをぜひうかがいたいです。東証の上場部長の林様、いらっしゃいますか。

林) 東京証券取引所の林です。発言の機会をいただきありがとうございます。また今回東証の市場再編をテーマとしてセミナーで取り上げていただいて、まことにありがとうございます。冒頭神山さんがおっしゃっていただいたことで、まさに我々の認識もその通りということですが、今回の市場区分が具体的に何をもちたか、まだわからないというのが現状であって、あくまでも、これは一つのきっかけであると考えています。市場運営者である取引所が神様のごとく上場会社の進んでいく方向を操作できるというような大それた考えをしているわけではもちろんありません。パターンリスティック（父権主義的）だとおっしゃっていただいたのですが、お父さんの気持ちでいるわけでもないです。

もし、我々（取引所）にできることがあるとすれば、マーケットの環境をグランドキーパーとして整えていく中で、化学反応が起こりそうな温度にするとか、化学反応が起こりそうな圧力にすることがせいぜいだろうと思います。そういった点で、今回このセミナーでぜひ皆様にお伝えすることがあるとすれば、ここから先のボールは、機関投資家の皆さま、もちろん上場会社が主体的に変革に取り組むということになるわけですが、それについては機関投資家の皆さまにお渡ししたつもりであるということです。

今回は単なるきっかけで、これから起こることは局所的に変化の兆しが表れるということだろうと思います。アクティブ投資家の皆さま、あるいは議決権行使をされている投資家の皆さまには、そうした変化に着目していただくことを我々としては大いに期待しています。さらに言えば、投資活動やエンゲージメントの活動を通じて、その変化を促進していただくことで、結果的にそれらが、マーケット全体の平均値をあげることに繋がっていけばいいということになります。

円谷) TOPIX について、どうなるかご説明いただけますか。

林) 今の時点でお答えできる範囲でということでご容赦いただきます。市場区分の見直しの議論は 3 年前から始まりましたが、その際に、どうも日本は上場会社の数が多すぎるという指摘を多数の方からいただきました。そうしたご意見はパッシブ投資家の方からのものが多かったように思います。つまり、それは TOPIX の銘柄数が多すぎるというご指摘だっ

たということです。今までは東証1部とTOPIXが同じでしたから、TOPIXの銘柄数を減らすには1部上場企業数を減らさなければならないのですが、世界中を見ても上場会社の数を減らせと要求された取引所は初めてではないかと思います。

我々の現時点でのご回答は、TOPIXと市場区分は切り離します、TOPIXはTOPIXとして議論させてくださいというところにあります。TOPIXはどうあるのが望ましいのかという議論が必要になってくるわけですが、その議論はまだ行われていないというのが私の認識でございまして、まずはいったん市場区分とTOPIXは切り離す、まだ現実には切り離されていない状態から、切り離した状態に移行するためのプロセスを踏ませていただいている状況でございます。これは本質的な変化を伴うものではなく、まずは手続き的な変化に過ぎません。今の課題はいかにマーケット・インパクトを与えずにこの切り離しを実現するかが主要課題であり、ゆっくりとした変化ではありますが、2年半かけて切り離していきます。

それと並行して、本題であるTOPIXは本来どうあるべきなのかについてのご議論をいただきたいと思っております。我々が、TOPIXを1969年に算出を開始した当時は、単純平均株価としての日経平均が経済指標としての実効性がない、相場全体の動向を表すものになっていないという批判があり、それを受けて、時価総額加重平均指数としてのTOPIXの算出を開始した経緯があります。つまり、当初は、TOPIXが金融商品としてそれ自身が売買の対象になる状況を想定しておりませんでした。これから始まる議論は、それを現在の状況に当てはめた時に、金融商品としてのTOPIXにはどういう魅力があるのだろうかということですので、我々としては、今後、一から議論すべき問題だと思っております。

円谷) 林様、貴重なお話をありがとうございました。

つぎに、機関投資家さんからの質問になりますが、スチュワードシップ活動に関して機関投資家に体力やコストなどの負担が生じているが、これに対してアセットオーナーや受益者からコスト負担が受け入れられない状況にある、機関投資家はどのようにスチュワードシップ活動に力を入れていったらよいのか。それに関連して、神山さんから機関投資家の経団連というお話もあったが、具体的にどうやって作るかのアイデアがあれば教えてほしい、ということです。

神山) コストについては、インセンティブ構造が難しい。変えてくださいと言えない関係にあるのが難しいところです。機関投資家の経団連については、オーナーである生保であれば年金であれ、機関投資家としての問題意識を持つのであれば一つにまとまったらいいと思います。投資家フォーラムとか協働対話フォーラムとかJSIとか、最近のいろいろな集まりの中で、アセットマネジャーがアセットオーナーのエージェントであるといった関係を超えて、エンゲージメントとかスチュワードシップを一つの大きなものとしてとらえるようなメカニズムを作っていければよいと思うんです。簡単に言うと機関投資家の経営者たちがみんなそれに同意するくらい大きな同意が必要だと考えていて、社会運動みたいなレ

ベルでやらないといけないので、東証の林さんのお話しで、グラントを作ったからあとは投資家が勝手にやると言われるのは、私としては不本意です。グラントに入っていくのが誰かということが今のところ見えていないので、公的な機関とかボランタリーに始まった組織だとか何かのカギになってプラットフォームを作っていくことによって、コスト問題も含めて、共通のナレッジを蓄積していったら、投資家も企業も同じ議論を何度もやらないということが大事なことと思っています。どういうイニシアティブかということは正直答えがないのですが、何かあるといいなという感じです。

松原) いまの投資家版経団連の話については、運用ビジネスの観点での団体結成の議論と、運用力強化の観点での団体結成の議論があります。運用ビジネスの観点からの話であれば、投信協会とか投資顧問業協会とか、現在活動している団体はあります。一方で運用力強化、つまり資本市場をどうやってよくするんだという視点の統一団体がない。ここが重要で、資本市場を投資家としてどう見ているのか、変えたいと思っているのか、維持したいと思っているのか、こうした議論できる場があるとずいぶん活性化していくと考えておりますし、もっと長期の議論ができるのではないかと考えています。後者の部分をより強化する枠組みが日本に必要ではないかと強く感じています。

河北) 運用力を強化することは大事で、個人個人の努力によるところもありますが、いろんな運用会社の人が集まって話し合う場があるのはいいことだと思います。ただエンゲージメントということに関してそれをやると言っても、運用者というのはみんな少しずつ考え方が違うんですね。違うから株価がついているという面もあって、だから完全に合わせることは難しいです。イギリスの例を見ても彼らが協働エンゲージメントをできているのは、機関投資家の数が少なく、みんながシティに居てという環境があった時期でも、年に数件本当に問題があるところに対してできているという程度なので、みんなの意見を合わせて、そこで企業に稼ぐ力を付けてもらうということになると、これはとっても難しいことだと思っています。

松原) パッシブとアクティブはたぶん違って、アクティブは群れることのない世界だと思うのですが、パッシブは市場の課題に向き合う時代に入っていて、またガバナンスを中心に共通項目が多いからこそ、機関投資家協働対話フォーラムができていると思います。投資家の習性ということも大事な要素であるということは、おっしゃる通りだと思います。

河北) ガバナンスの形などについては、投資家はほとんど同じ意見を持っているので、その部分についてはまとまって発言できることはやっていく。そのことと稼ぐ力をあげるんだということは分けて考えなければいけない。また、投資家がなぜこのような意見なのかということをつかみやすく発信する仕組みはあってもいいのではないかと考えています。

円谷) もしそういう団体が本格的に立ち上がると、企業としては防衛と言いますか、持ち合いを強化しなければとか、買収防衛を入れなければといったことになるかもしれませんが、うまく協調しながらそういう組織ができるといいと思います。

今出さん、お待たせしましたが、投資家が一枚岩になってやっ払いこうということになると、企業としてはどう思うでしょう。

今出) いま、スチュワードシップ研究会とか協働対話フォーラムとかで木村さんが中心になって進められていますが、私どもでは企業側にもぜひこれらのところと対話してくださいねとお勧めしています。経団連の対極のような位置づけで投資家が出てくると、どちらも先鋭的になって守りに入るような予感がします。エコシステムにおいては弱い生物は群れを作って身を守るのが基本です。もし日本企業が強くないのであれば、企業側として企業の持続価値防衛のために工夫をするのは自然の摂理でしょう。

あとは、いま 7 割が非財務で 3 割が財務くらいのファクターで企業価値が構成されていて、7 割がパッシブ、3 割がアクティブという投資環境の中で、資本コストの考え方とかバリュエーションの考え方とかも変わってくるのではないかと、そういった深い議論を企業側も求めていると思います。サステナビリティの議論にも取りくまなければいけないので、そういう視点も含めて、投資家も対話に進んでいただければいいかなと思います。

(補足：国内の機関投資家経営層が機関として参画する団体というのは面白いと思います。企業側経団連も昔の THE 経団連とは異なってきていると考えると、両者が同じようなパーパスを持って議論が進む可能性があるかも、というのが楽観論になります。日本企業の多様性を維持しながら、企業と株主・投資家とが財務・非財務の暗黙知や価値観を共有しながら対話とアクションが進むことが理想的と考えます。)

円谷) まだ積み残しのご質問もあるのですが、そろそろ時間になりますので、モデレーターの立場でまとめてしまいますと、今回の市場再編とかガバナンス・コードとかを、なぜやっているのかということをお社自身が考えてほしいということだろうと思います。市場再編とかガバナンス・コードがきっかけとなって、平均的な日本企業さんが底上げされていくということを投資家が求めている。日本にもいい企業があるだろうということを言い始めたらしりがないですが、平均的なところを底上げして、最終的には機関投資家が儲かるためというよりも国富を高めるということが大目的にあるのではないのでしょうか。

最後に、基調講演をされた神山さん、何か一言あれば、パネラーを代表してまとめていただきたいと思います。

神山) 私としては趣旨を皆さんに正しく受け止めていただいたので、大変良かったですし、夢と希望のある結論があまり出なかったようですが、ありがとうございました。

また機関投資家の経団連というのはちょっと強めの言葉を使ったのですが、運用会社の経営者の方々が問題にもっと関わってほしいというのが私の強く言いたかったことです。

円谷) 本日はありがとうございました。

以上