

## 共通論題

### [成長戦略と証券市場]

『証券経済学会年報』第51号 2016年7月

## 概要

坂本恒夫

明治大学

二上季代司

日本証券経済研究所

第二次安倍政権発足以来、「アベノミクス」と呼ばれる大胆な経済政策が行われてきた。このうち「民間投資を喚起する成長戦略」（いわゆる3本目の矢）にはわが国証券市場に大きなインパクトを与えると予想される施策が含まれている。すなわち、①公的年金の運用改革、②会社法改正、③スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）策定、④コーポレート・ガバナンス・コード（以下、CGコード）策定である。今大会の共通論題では、「成長戦略」のうち証券市場に関連するこれらの施策について4名の報告とそれに対する質疑応答がなされた。

#### 1. 報告の概要

上村達男氏（早稲田大学、「会社法改正と証券市場－アベノミクスがもたらしたものは何か－」）は、CGコードができたからには、もっと立派な会社法を作らなくてはならないこと、SSコードについてもFiduciary Duty（受託者責任）を法令化する必要があることを強調した。SSコードもCGコードも一種のSoft Lawであり、Hard Law（具体的には公開会社法の策定と受託者責任の法令化）がその前提になければならない。受託者責任が法令化していればこそ機関投資家の「善管注意義務」が豊かなものとなるし、しっかりした公開会社法があればこそ、事後の訴訟リスクから経営者を守り、その結果、憂いなくリスクのある経営ができる、という。

ところが現在の会社法は、ベンチャー企業法制を想定したような任意法規を原則としており、いうなれば会社法自体がSoft Law化している。これまでは法制審議会を舞台とした継続的な会社法改正に関する協議の機関があったが、いまはそれもない。守っても、守

らなくてもよいコードを上乗せしても、「ソフトクリームの二段重ね」に他ならない、と批判する。

次に、白杵政治氏（名古屋市立大学、「公的年金運用改革と証券市場」）は、GPIFの基本ポートフォリオの変更が金利上昇を考慮したリスク活用型運用への転換であること、またリスク指標としては「名目賃金上昇率からの下振れリスク」を考慮したものであることを指摘した上で、国内株式市場や家計に与える影響、そしてオルタナティブ投資を論点に報告した。25%に配分割合を引き上げた国内株式市場に与える影響としては、マーケットインパクト、PKO（株価維持策）の恐れ、企業経営への介入などを挙げた。また家計への影響としては、資産配分変更による公的年金給付水準のリスク拡大に対応して、他の資産配分の変更をもたらすかどうかが目点である、という。また配分割合上限5%のオルタナティブ投資についてはリスク管理が課題であり、共済年金まで横並びで独自にオルタナティブ投資を目指す必要はなく、共同投資が望ましいという。

続いて、北川哲雄氏（青山学院大学、「スチュワードシップとコーポレート・ガバナンス－二つのコードの行方が日本の社会をどう変えるか」）は、一連のガバナンス改革が、企業の情報開示姿勢、対話姿勢、開示内容の変化をもたらし、その意味でガバナンス改革が静かに進行中であると指摘した。しかし、副作用や憂慮すべき懸念事項も起きていると指摘した。例えば、「エンゲージメント」は投資先企業に対する「尊敬・対話・献身的姿勢」を意味するのであって、主人のごとく振る舞うことを意味するのではないが、それが間違っ

を対話と考えている向きがあること、議決権行使にあたりサービス会社がleading indicatorになっていること、中期計画も過剰な開示になっていること、短期志向を忌避する手段が未構築であることなどを指摘している。

最後に、松村勝弘氏（立命館大学、「コーポレート・ガバナンスと証券市場」）は、一連のガバナンス改革において、コーポレート・ガバナンスが成長戦略の一環として論じられているが、それらは投資家志向の考え方であり、必ずしも企業経営の現場に向けた提言ではないと主張する。貸借対照表でいえば、右側（債権者や株主との関係）ではなく左側（資産の運用、製品市場）をこそ重視すべきである。本来、経営者は株主還元だけではなく、製品市場に注力し、そこで収益を上げて受託者責任を果たすことこそが求められている、という。そして、それに見合った日本型のガバナンス構造の模索が必要だと問題提起した。具体的な提言として、社外取締役は、ファイナンスの専門家としてではなく経営の専門家として、大株主・経営者・中核的従業員の3者の声に耳を傾けるべきである。企業分析力を身に着けること、要するに「日本的経営」を継承すべきである、と主張する。

## 2. 質疑応答

以上の報告に対し、フロアから次のような質疑応答があった。

坂下晃氏（岡山商科大学）は、「Fiduciary Duty」の概念が、すでに日本証券投資顧問業協会の報告書

「投資顧問業者の注意義務について」（2001年）において考慮されていたにもかかわらず、投資顧問業法を統合した「金融商品取引法」（2006年公布）になぜ導入されなかったのか、と上村氏に問うた。これに対し、上村氏は、欧米でもFiduciary Dutyは古い私契約を市場にムリして適用させたものであり、言外にこれを日本で法令化するの難しかったのではないかとほのめかした。

平岡秀福氏（創価大学）は、松村氏がEVA（経済付加価値）による利益管理を導入した2000年代のソニーが経営不振に陥ったことを例に挙げ、「ファイナンス論」に偏ったガバナンスである、と否定的に取り上げたことに対し、EVAの考え方自体に問題があるのか、と問うた。

このほか、ISS（Institutional Shareholder Services）などの議決権行使助言会社に対する規制はいかにあるべきか、経営者報酬のインセンティブについて日本ではどのように受け止められているか（以上、北川氏に対して）、欧米の公的年金におけるオルタナティブ投資の現状と評価について（臼杵氏に対して）、フロアから質問が出た。

最後に上村氏から、アメリカでは「法」は緩やかであるが、規律が厳しいからバランスが取れている。これに対し、日本はアメリカと同様に「法」を緩やかにしてしまっただが、規律が伴っていない、と主張し、共通論題は終了した。

（2015.11.7 第84回全国大会）