

# ICGN パリ 国際会議報告

2011年9月12～14日

場所：日本取締役協会 幹事会(世界貿易センタービル39階 オリオンルーム)

日時：2011年10月17日(月) 12:00～13:30

講師： 大楠泰治 日本取締役協会 会員

総括

2011 年 9 月のテーマは、『新しいコーポレート・ガバナンスの風景』

2008 年金融危機から 3 年がたち、ガバナンスの世界は、金融危機以前とは全く違った新しい秩序が形成されようとしている。規制、モニタリング、リスク・マネジメント、エマージング市場の台頭など、大きな変化が起きている。その変化について、議論を深めるのが今回の国際会議の目的。

参加ファンドの総運用金額は 18 兆ドル（約 1400 兆円）に上る。参加者は、全体で 477 名。地域の内訳は、欧州 288、北米 88、アジア 58（内日本 8）、中近東・アフリカ 23、中南米 20。国別では、フランス 136 を筆頭に、英国 81、米国 71、豪州 25、ブラジル 18 が上位 5 カ国。日本からは、投資家としては Governance for Owners Japan 一社の参加となった。

キー・ワードは、『ESG (Environmental, Social & Governance)』、『ガバナンスと SNS (Social Networking Services)』、『Green Paper (EC のガバナンスに関するレポート)』、そして『Diversity (取締役会の多様化)』だった。

### 1. ESG (Social, Environmental & Governance)

投資家が企業の継続性リスクを判断するにあたり、財務諸表の公開だけでは足りず、どのような非財務リスクにさらされているかを理解する必要があるとの主張が強くなっている。主として、環境問題への取組姿勢 (Environmental)、賄賂や不法行為排除等の社会との正しい関わり方、及びガバナンスへの取組み方について現状・今後の方針を明らかにしていくことが欧米を中心に推進されている。

### 2. SNS (Social Network Services)

「アラブの春」をもたらした Facebook やリンクデンなどのインターネットやツイッターの発展が、ガバナンスにどう影響を与えるかという新しい課題だ。GAP は 2010 年に新しいロゴを発表したが、インターネットで反対の声が上がり、それが瞬く間に拡大したため GAP は変更を撤回せざるを得なくなった。今後、企業経営者の不法行為や非倫理的な活動を隠蔽していくのは困難になるだろうし、ウィキリークス等で重要秘密情報が出た時に、インサイダー取引との関りはどうなるのかが問題になる可能性が出てくる。

### 3. EC Green Paper (EC のガバナンスに関するレポート)

2011 年に EC がコーポレート・ガバナンスに関して出した報告書で、三点について問題提起をしている。第一点は、取締役会の強化。この報告書では、取締役会は経営陣のモニタリングをするという前提で、どうすれば効率性の高い取締役会になるのかを問うている。第二点は、株主の責任問題。ETF をベースとした株式派生商品が今後大きな役割を持つようになり、そこには議決権の行使という発想はない。受動的な株主が多いとガバナンスがうまく機能しない。株主は議決権の行使や経営陣との対話などを強化して、責任を果たすべきなのだが、どうすればそれが実現できるかという問いだ。第三点は、EC のガバナンスの枠組である“Comply or Explain”原則が不十分にしかなされていない現状がある。これをどのように改善したらよいかという問いだ。

### 4. Diversity (取締役会の多様性)

取締役会を強化する上で、構成メンバーの多様性は必要不可欠という認識が広がっている。先述の Green Paper においても、三つの多様性が言及されている。一つ目は、“Professional Diversity” (専門分野の多様化)。異なる領域の高い専門性をもった取締役を選定して、多様な観点から戦略・リスク・マネジメント等の検討が可能にする。二つ目は、“International Diversity”。文化や国籍・人種などの異なる取締役を揃えることで、幅広い知見がえられる。特に、多国籍企業は多様な国でのビジネス展開をしているので、リスク・マネジメントの点からも望ましいとされる。三つ目は、“Gender Diversity”。男性偏重の取締役会に女性を加えることで、よりバランスの取れた経営を目指す。女性取締役の多い企業の方が、相対的に業績が良いという研究結果も出ており、女性取締役増加の流れは、今後加速することが予想される。ノルウェーでは、2006 年に上場企業の取締役会における女性取締役の割合を 40%にすることが法律で定められており (罰則は上場廃止)、当フランスでも上場企業は、女性取締役の割合を 3 年以内に 20%、6 年以内に 40%に引き上げることが義務付けられた。因みに、日本の女性取締役の比率は 1.4%である。

## セッション

### (1) 開会式

フランス代表の挨拶

－ Mr. Emanuel Moulin, サルコジ大統領の経済補佐官

- 経済危機に対処するため、銀行と保険の監督を同一局が担当することに変え、銀行に 500 億ドルの資本増強を行った。
- フランスは、財政赤字を GDP の 3%以内にとどめ、ギリシャは EC に留まる。
- 世界規模の通貨戦争が起こるが、中国元が新機軸通貨になることを予想。
- 資本市場でのガバナンス強化を図り、6 年以内に女性の取締役の割合を 40%に引き上げる。空売り規制を強化。

### (2) 『新しい規制は次の金融危機を止められるか?』

#### [問題提起]

先の金融危機に対しては、世界的に断固として全面的な協力関係で対処できた。即ち、バーゼル III による資本増強、G20 指導の金融規制強化、金融機関のガバナンス強化等。しかし、これで十分なのだろうか?金融セクターでやり残したことがあるのではないか?機関投資家は、金融セクターのモニタリングにどう関われるのか?

#### [議論]

- 規制強化は、長期的な観点から考えるべきだが、現在の流動性危機については短期的に解決するような行動が必要だ。
- 流動性比率を高めることは重要だが、他の問題が生じないよう設計には十分な配慮がなされる必要がある。
- 銀行のリスク・マネジメント及び規制当局の監督強化は必要。
- 規制当局の監督を実効あるものにするためには、経験実績のある人を当てる以外に、人材育成が必要。
- 規制当局の国際的な連携をもっと推し進めることが必要。

### (3) 『企業戦略、リスク管理、取締役会の役割』

#### [問題提起]

企業も金融機関と同様、リスクを取ることは企業戦略と不可分であり、企業価値最大化を目的とする成長を実現するドライバーである。しかし、金融や環境リスクに対する安全弁の装備は不十分だった。何をレッスンとして学んだのか、また取締役

会としては不確実な事態に対してどのように準備すれば良いのか？株主としては、どうモニタリングしていけば良いのか？危険な兆候とは何なのか？

[議論]

- 監査委員会は、モニタリングや内部統制の責任を持つが、上手く機能しているというわけではない。投資家への説明責任がどこにあるかについて、欧州では経営者、米国では取締役会と別れている。
- リスクのとり方は、企業戦略と不可分。それをチェックするのは、取締役会。
- 企業が取るリスクについて情報をフルに開示することが望ましい。
- 取締役の構成は、多様性を持つべきである — 専門性、国際性、性別。
- 取締役のメンバーは、企業が取るリスクに対応できる必要があり、戦略が変更されれば、メンバーの構成も変えるべき。
- フランスでは、長期保有の株主を優遇する措置が取られている。例えば、キャピタルゲイン税は、株式保有期間が長いほど低下していく。株式保有期間が長いほど、議決権が増加する等。

[会場への質問]

Q1. リスク・マネジメント委員会の設置は？

A1.

- |               |     |
|---------------|-----|
| 1. 非常に効果的     | 2%  |
| 2. あまり効果的でない  | 27% |
| 3. 取締役会の意向による | 42% |
| 4. 時期尚早       | 29% |

Q2. どういう会社にもリスク・マネジメント委員会を置くべきか？

A2.

- |                  |     |
|------------------|-----|
| 1. 大手銀行の取締役会に限る  | 5%  |
| 2. すべての銀行の取締役会   | 4%  |
| 3. すべての金融機関の取締役会 | 29% |
| 4. すべての企業の取締役会   | 56% |
| 5. どの取締役会でもない    | 6%  |

#### (4) 『戦略的ガバナンスー長期的価値創造のための継続投資』

[問題提起]

企業が長期にわたって成功するには、金融・社会・自然資本に依存することが認識されてきている。企業はそれらの資源をどのように確保し、展開しているのか？EC

委員会等、ガバナンスの研究機関が、投資家に対してどうしたら意味のある情報開示といえるのか報告している。規制当局、企業、投資家にとって、資本配分についての情報開示を推し進めるための足かせは何か？企業はどのようにすれば情報開示の要請に答えられるのか、投資家はどのようにすれば ESG を企業価値算定に反映できるのか？

[議論]

- これまでの企業情報開示は、過去を振り返ったものに過ぎず、これからは今後を見据えた情報の開示がもとめられるようになる。
- 南アでは、2012年までに財務・非財務情報を統一した報告書が要求されるようになる。
- 財務情報は、オンラインで開示されるようになってきたが、非財務情報についても同様になるであろう。
- 価値創造は経営陣の役割が大だが、継続性は取締役会の役割が大きい。

[会場への質問]

Q1. 独立取締役の任期として相応しい年限は？

A1.

1. 3年未満	9%
2. 3~5年	29%
3. 5~7年	25%
4. 7~10年	19%
5. 期限なし	18%

## (5) 『テーマ別分科会』

① “所有者” が意味するものとは？

[問題提起]

投資家はますます ETF や株式派生商品に投資するようになってきた。しかし、そのことは議決権の行使や、所有者としての権利が行使できないことを意味する。それはどのような結果をもたらすのか？禁止すべきなのか？議決権の行使できる所有株をファンドは公表すべきなのか？

[議論]

- ETF をベースにした株式派生商品等の増加で、今後 5~10 年で ETF 合成株式商品が全株式市場の 15~20% に達することが見込まれている。これらの商品では議決権が行使できない。ガバナンスに与える影響は大。
- 上記の商品に投資すること自体は問題ないが、ファンド・マネジャーとし

ての受託者責任をどう全うするのか。

- ETF が与える影響の大きさから、ICGN でこの問題に取り組むことが提案。

## ②腐敗—取締役会の見解

### [問題意識]

腐敗防止は、株主にとって重大な関心事だ。取締役会は、この問題についてどのように対処しているのか？腐敗防止に意をつくしていることをどのように外部に知らしめれば良いのか？

### [議論]

- OECD 原則に則り、各国での腐敗防止の規制は強化されてきている。
- 株主としても経営陣に腐敗防止について、方針をただす必要あり。
- 取締役会として株主の声が大きくなればなるほど、議題に取り上げやすくなる。

## ③取締役会評価の実際

### [問題意識]

効率的な取締役会評価を行うにはどのような問題点と優先事項があるのかに焦点をあてて、ロール・プレイを通じて学ぶ。

### [議論]

- WalMart が自国で新たに新店するという想定で、迎え撃つ企業の取締役会では、何を優先事項として議論すべきかが想定テーマ。
- 第一に、企業の WalMart 戦略が議論されるべきで、第二に株主がどのように反応するか議論、第三に戦略遂行の経営陣の能力、第四にそれを判断する取締役会の能力、第五に経営陣の後継及び引き留め策を議論、というのがパネルの結論。

### [会場への質問]

Q1. 「取締役会の評価」についてどう考えるか？

A1.

- |                      |     |
|----------------------|-----|
| 1. 戦略として重要           | 68% |
| 2. 法の求めるものとして評価      | 21% |
| 3. 我々が取締役会だ。何を言っている！ | 11% |

## ④SNS とコーポレート・ガバナンス

### [問題意識]

SNS の圧力で GAP は会社のロゴを変えざるを得なくなった。エジプトのムバラ

ク大統領は、Facebook とツイッターの影響で辞任に追い込まれた。ウィキリークスは、アフガニスタンの軍事作戦の変更を余儀なくさせた。しかし、SNS の波は、ガバナンスの世界には及んでいないように思われる。SNS は株主民主主義の新しい手段となるのか？情報漏洩の恐れは、企業管理にとって脅威となるのか？について議論。

[議論]

- SNS のスピードと広がりによって、小さな株主でも企業経営者に大きな影響を与えることが可能になった。
- SNS は世代間格差が大きく、このギャップを埋める必要がある。
- 一方で、小さな事象がゆがめられたり、過大に伝えられたりする弊害がある。
- SNS の展開はまだ未知数のところがあるが、取締役会や投資家はこの展開を見極めて、どう対応すべきか考えておくべき。

⑤社債市場におけるガバナンス問題

[問題意識]

社債権者にガバナンスでの役割はあるのか？ガバナンスの良否はどのように信用リスクに反映されるのか？長期の社債保有者と長期の株式投資家は、重なるのか？社債保有者は議決権も無く、特定の債権に関する権利しか持っていないとしたら、企業に対して影響力はあるのか？債券保有する銀行に責任をとらせるという考え方は、彼等をもっと株主と同じ利害を有するのにならぬかと考えて良いか？政府発行の債券保有者は、政府に対して何か物申せるのか？

[議論]

- 長期社債投資家と株主は、企業経営の成功に関し相互依存の関係にある。社債権者も所有者としての責任の一端をになうべき。
- しかしながら、リスクとリターンとの関係では利益相反になることは避けられず、特に危機的状況においては利害が対立する。
- 両者の利害を調節するには、お互いの歩み寄りが必要。
- 社債権者のガバナンスへの関与は、今後大きくなると思われる。

(6) 『注目されている話題—分科会』

①IFRS 問題

[問題意識]

IASB の目的は、質が高く理解しやすく、効率的で世界で通用する単一会計基準を作ることにある。しかし、IFRS はこの目的に沿ったものだろうか、そして多くの



関係者がある中で、一つの型にすべてのサイズが合うようなことが可能なのか？

[議論]

- 重要性は理解できるが、半数の参加者が一つの類型で間に合うとは思っていなかった。

## ②投資家保護—訴訟、仲裁、そして補償

[問題意識]

訴訟や仲裁手続きの役割、及び最新の世界的な事例について議論。焦点は金融危機から生じた係争中の事例に当てられる。更に、他にもっと株主にとって簡易なやり方がないのかを議論する。

[議論]

- 米国のサブプライム・ローン不良債権問題から、多くのクラスアクションが行われている。米国の報酬体系は成功することが条件だから、裁判以外の方法が取られるケースが多い。
- 欧州では、米国型のクラスアクションが可能かどうかの検討がなされている。現実には、実際の訴訟を起こし勝利することは数少ない。
- 海外の投資家が裁判に訴えて回収することは殆ど事例がない。

## ③株以外の資産に対する「責任ある投資」

[問題意識]

「責任ある投資」という概念が、PE や不動産、ヘッジファンド、そして利付債券投資の世界にも広がっている。現状についての議論。

[議論]

- オールタナティブ投資へのシフトが顕著。ロイターによると、グローバルの投資家は、株式への投資比率を 50%に下げた。
- Private Equity については、長期的な利益の追求という方向性を評価。
- 不動産については、世界的に相対的な評価が困難であるにも関わらず、投資家の需要は強い。
- ヘッジファンドに対して情報開示、ガバナンスへの要求が高まっている。

## ④ “Stewardship Code” について

[問題意識]

昨年公表された英国の “Stewardship Code” は、投資家が対象企業との関わり合いについての指針を提示している。それから 1 年経ったが、現状はどうか？ 他の世界への広がりはあるのか？

[議論]

- この Code は、英国・フランス・オランダ・南アフリカで採択されている。
- 全ての資産クラスの投資家が、所有者のように共同歩調を取る必要がある。
- 英国の Code は、公式に認められたものだが、他国ではガイドラインやベスト・プラクティスでしかないものが多い。
- しかし、基本的な取締役会・経営者・投資家の役割が変わるわけではない。
- ICGN で実際の経験を共有し、より進んだものにする必要がある。

⑤フランスのコーポレート・ガバナンス

[問題意識]

現在の状況と、改善すべき点は何か？ 良い点と悪い点をあげて、それに対する処方箋を議論する。

[議論]

- フランスでの情報開示はかなりの進展があった。
- 独立取締役の比率は 60%を超え、各取締役は一年に 20 日時間を割くことが普通になっている。
- Gender Diversity においては、目覚しい展開となっている。3 年以内に 20%、6 年以内に 40%に女性取締役の比率を高めることが法制化された。企業によっては、女性の経営陣を増やす方向もある。
- しかし、二重議決権行使問題は、所有と議決権の間にギャップをもたらし、ガバナンス上問題。ただ、今のところこれを支持する動きは少ない。

(7) 『規制当局にとっての将来の優先事項』

[問題意識]

金融危機は、各国内の規制当局が、連鎖リスクを避け金融の安定を維持する能力に問題があったことを露呈した。強化された情報公開によって、過度なリスクの抑制ができるだろうか？ それとも格付会社等の金融以外の監視が有効だろうか？ 規制当局の今後の優先課題は何だろうか？

[議論]

- コーポレート・ガバナンスの枠組みを設定するのは誰か？
  - ― 国内法
  - ― ガイダンス
  - ― 議決権行使代理人
- クロス・ボーダーの議決行使は国内手続きと統一すべき。

- 法律による、取締役の多様性と議長と CEO の分離は、株主民主主義とは矛盾するのではないか。

## (8) 『少数株主の権利—機会と脅威』

### [問題意識]

利害関係者取引、異なる議決権、CEO と取締役会議長の兼任、Prudential に見られる価値破壊する恐れのある買収、LVMH に見られる支配株主の権利乱用、米国における中国企業によるリバース合併、上場企業経営者に対する過剰報酬など、少数株主に脅威を与える事例は多数に上る。現在、最も危険と思われる兆候は何があるのか、それにはどう対処すれば良いのか？

### [議論]

- 政府や創業家族が支配株主の場合、少数株主の権利をどう守るかについては、取締役会に独立取締役をおいて、合理性を担保。
- ETF が増加した結果、議決権行使が少なくなっている。
- 貸し株やデリバティブのせいで、企業にとっても誰が本当の株主なのか益々分からなくなっている。
- 国際的に株主が分散している場合、国際的に共同して取組む必要あり。
- 取締役の資格として下記が重要：
  - 多様性に貢献
  - 専門領域についての知見
  - 投資化との対話ができる
  - 短期的と同時に長期的な見方ができる
  - 他のステイク・ホルダーに対する配慮

## (9) 『投資家のパネル討論—長期的観点』

### [問題意識]

大きな機関投資家は、市場の激しい変動を最も恐れている。グローバルな資本市場は、“Perfect Storm” の状態で、欧州や米国での政治システムは信用するに足りず、金融市場は、短期的なヘッジファンドや高頻度取引のトレーダーに大きく影響されている。大きなグローバル機関投資家は、これにどう対処できるのか？

### [議論]

- 5つの事項に投資家の現在の関心が強い。

- (1) Dodd-Frank 法や EC の金融機関規制の行方
- (2) 欧州及び米国の政府債務の危機
- (3) 長期的な企業の継続性がどう担保されるか
- (4) リスク・マネジメントと企業の成長性
- (5) 株式投資プレミアムや ESG リスクプレミアムがどうなるか

[会場への質問]

Q1. 欧州金融危機問題は解決するのにどれくらいかかると思うか？

A1.

- |          |     |
|----------|-----|
| 1. 3年以内  | 10% |
| 2. 3～7年  | 46% |
| 3. 7～10年 | 17% |
| 4. 10年超  | 18% |
| 5. 解決不能  | 9%  |

Q2. 欧州金融危機の結果想定されるもの？

A2.

- |             |     |
|-------------|-----|
| 1. 年金の大幅な減少 | 5%  |
| 2. 公務員の大量解雇 | 2%  |
| 3. 通貨の低下    | 16% |
| 4. 税金の増加    | 16% |
| 5. 以上のすべて   | 62% |

以 上