



コーポレートガバナンスが会社を変える

対談：門多 丈氏、岡本 和久

門多 丈(かどた たけし)氏

1971年 三菱商事株式会社入社。グローバルな視点からの様々な資金調達・運用業務に携わる。金融事業本部長として、未公開企業の株式を含むあらゆるタイプの金融プロダクツへの投資業務、M&Aなどのアドバイザリー業務を統括。2007年に同社を退職後、株式会社カドタ・アンド・カンパニーを設立、代表取締役役に就任。株式会社FPG 社外取締役、株式会社八十二銀行など2社の社外監査役。一般社団法人実践コーポレートガバナンス研究会代表理事。米国カルパース等の有力公的年金で組織するPacific Pension Instituteの永久個人会員／アドバイザリー・カウンスル・メンバー。東京工業大学院(博士課程)元特任教授。1971年 東京大学法学部卒、1981年 スタンフォード大経営大学院卒(MBA)。

岡本 | このたびはパシフィック・ペンション・インスティテュート(PPI)の終身会員の資格を授与され、リーダーシップ表彰を受けられた由、本当におめでとうございます。

門多 | ありがとうございます。米国以外から就任した初めての理事として活動に参加してきましたが、三菱商事、日本興業銀行(現 DIAM で会員を継続)が2000年に日本最初のPPI 企業会員になり、東京海上アセットマネジメントや東京海上キャピタル、野村アセットマネジメントなども企業会員になるなど PPI の国際化に少しは貢献できたことが評価されたのだと思います。昨年 11月にシンガポールで開催されたアジア年金会議で表彰されました。ありがたいことです。





長期投資仲間通信「インベストライフ」

岡本 | PPI の活動についてももう少しお話いただけますか。

門多 | 1990年にアメリカ西海岸の CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)などの公的年金の CIO など幹部が中心になって組成した NPO 法人です。いろいろな年金にまつわる問題を議論し、調査し、情報を発信し、そして、啓もう活動をすることを行っています。1990年頃、国際分散投資やオルタナティブへの投資などを始めるタイミングにみんなが集まって勉強会を始めたのがそもそもの始まりです。会員は年金基金で構成されるスポンサー・メンバーとアセット・マネージャーやインベストメント・バンカーからなるコーポレート・メンバーに分かれています。

岡本 | スポンサー・メンバーを見ると非常に有力なところがみんな入っていますね。CalPERS のほかに CALSTRS(カリフォルニア州の教職員退職年金基金)、ニューヨーク州職員退職年金、オーストラリアン・スーパー、カナダの CN 投資部門、タイ国政府年金など早々たるメンバーがそろっていますね。

門多 | はい、コーポレート・メンバーにもキャピタル・インターナショナル、ゴールドマン・サックス・アジア、JP モルガン・アセットマネジメント、モルガン・スタンレー、KKR などが入っています。日本からは DIAM、三菱商事、三井住友信託銀行、東京海上アセットマネジメント、東京海上キャピタルなどが参加をしています。この会議の場では「ノー・ビジネス、ノー・ジャーナリズム」です。パシフィック・リムを意識して年金運用の活性化を目指しています。すでに 25 年活動していますが、設立当初の思いはずっと継承されてきています。2000 年以降は国際化ということでメンバーも米国外が増えてきています。今回の受賞は国際化に貢献したということと、日本からのメンバーを増やした点が評価されたものだと思います。年に二回会議が開かれています。冬は米国西海岸の暖かいところとか・・・(笑)。公的年金では北米、日本、アジア諸国、オーストラリアなどが参加しており、特に最近元気なのはカナダ、オーストラリア、ニュージーランドです。プライベート・エクイティ投資などダイレクト投資もかなりしています。カナダの公的年金は 2000 年に新しく GPIF のような政府年金の組織を作り、そこがプロを採用してチームを作りました。ウッド・ガンディとか、ロイヤル・バンク・カナダなどから引き抜いてきた。その代わりにペイもきちんと払う。GPIF でも「きちんと報酬を払え」というのはこのカナダを意識しているのです。アメリカの公的年金はまだ、そこまで意識はしていませんが、カナダは進んでいます。

岡本 | オーストラリアはずいぶん革新的なことをしているようですね。

門多 | スーパー・アニュエーションという国の確定拠出年金を創り、個人が運用をするようにしました。ただし、長期投資をするように引き出せないようにしている。しかも、最初はプライベート・エクイティとインフラ投資に例えば 2 割とか強制的に入れさせる。今はプライベート・エ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

クイティがちょっとトーンダウンしていますが、インフラ投資は積極的に続けるように制度を作っている。さらに国内ではなく海外のインフラにも投資する。これを行ったのがオーストラリアとニュージーランドでそのトップが PPI の幹部にもなっています。

岡本 | 最近の動きで注目されているのは？

門多 | ソブリン・ウェルス・ファンドの大所が参加してきていますね。シンガポールの GIC とアブダビの ADIA などです。中国も社会保障国家会議などが入ってきています。また、ヨーロッパからもノルウェー、アラスカなど石油収入の運用目的の基金が参加しています。

岡本 | 本当に錚々たるメンバーですね。毎回、どんなテーマでの話をするのですか？

門多 | 毎年変わります。今年 2 月はアメリカで集まり ESG(環境、社会、ガバナンス)について二日間フルに話しました。いわゆる責任投資ですね。昨年 7 月は水、食料、エネルギーというテーマでした。結構、ジオポリティックス(地政学)の話もします。中国、ロシアの今後とかです。具体的な投資手法よりは、やはり投資をする上での頭の整理が中心です。大きなマクロ経済の潮流とか、代替エネルギーの今後といったような長期的なテーマが中心です。



岡本 | 今、世界の年金などの基金が抱えている悩みの種というとなんでしょう。

門多 | この低金利でどうやって予定利回りのパフォーマンスを実現するかということでしょう。それから国際分散投資をする上でエマージングをどう考えるかとかです。全体としては先進国の低成長の中でどう運用するかという課題が大きいです。CalPERS は今でも予定利回りが 7.5%です。8%からようやく下げたのです。だからかなりアグレッシブに運用しなければならない。しかし、リーマンショックの時も不動産投資などでかなり痛い目にあった。ガバナンスも問題もありますしね。それから日本株をどうするかというのも悩んでいるところが多い。いろいろと悩みのタネは尽きません。

岡本 | 日本と海外の年金運用で大きく違う点はどんなところにありますか？



長期投資仲間通信「インベストラيف」

門多 | 海外では不動産を確実に入れていますね。だから、彼らは不動産をオルタナティブスとは見ていない。あと、プライベート・エクイティに 10%は入れるのが普通でしょう。先進的なところでは株式を 6 割は保有しています。そのうちの 15~20%をプライベート・エクイティとかインフラ投資に向けています。ワシントン州年金などの先進的なところは株式 6 割のうち 2 割をプライベート・エクイティにしています。ですから株式ポートフォリオの三分の二が上場株、三分の一がプライベート・エクイティということになります。CalPERS もプライベート・エクイティは 15%ぐらいだと思います。

岡本 | なるほど。それではプライベート・エクイティはオルタナティブスのひとつというよりは、株式の一部というとられ方になっているわけですね。

門多 | そうです。上場ものはグローバル、それ以外はプライベート・エクイティという考え方ですね。CalPERS にしても予定利率 7.5%だったら株式比率をかなり高めざるを得ないですからね。事実、目標は達成しているのですが、リスクを考慮したときにそれでいいのかという点も不明な点もあります。まあ、アメリカの場合、株式信奉のような気運がありますからね。黙って 10 年持っていれば年率 10%ぐらいには回るといような伝説ですね。

岡本 | 日本は逆の伝説ができてしまっている(笑)。債券についてはどんな風に考えているところが多いのでしょうか。

門多 | ポートフォリオ全体の 6 割株式、残り 4 割のうちの 2 割ぐらいが債券とするところが多いようです。その点では債券の比重はそれほど大きいわけではない。一般にはいま債券を増やすのは良くないとほとんどのところが思っています。一方、タイなどの新興国は最近までほとんど債券が全部で、しかも、すべて国内でした。その意味では日本の年金運用の変遷を経て経験してきたことなどを啓もうしていくことが重要だと思っています。特にアジア諸国に対する啓もうは日本が責任を持つぐらいの気持ちでいるべきだと思います。GPIF とか PFA(企業年金連合会)など、ミッションとしてグローバルな啓もう活動を入れるべきだと思います。これは日本の任務でしょう。PPI では年に一回アジアで年金会議をします。今年は東京で行います。去年はシンガポール、その前は北京、ジャカルタ、京都、ソウルなどでやってきています。開催国の公的年金と PPI が共催という形です。

岡本 | アメリカの年金などの場合、株式投資についてはやはり国内、海外というような分け方をしているのでしょうか。

門多 | いえ、上場ものの株式についてはグローバル株式一本です。国内外という区別はしていないですね。ただ、ディフェンシブに運用するというのではなく、リスクをとってアルファを取



長期投資仲間通信「インベストライフ」

りに行くという姿勢は強いです。一方、オランダなどヨーロッパでは積立不足を最大のリスク要因と考えています。資産額が本来あるべき積立額の9割を下回らないようにする。そのためにベンチマークやアセット・アロケーションを考える。

岡本 | やはり、資産運用の分野でも自分なりの考え方を持って運用をしているところが立派ですね。

門多 | オーストラリアなどの場合、年金運用を通じて世界に有用するファンド・マネジャーを育成するという目的も年金運用に課しています。国家を成長させていくために年金資金をどのように活用していくかという国のミッションに基づいて運用をしている。どうしても日本の場合、株は博打だというような考えが強い。確定拠出年金でも個人は忙しいので自分で選べないとか、株は怖いというような事情が先に出てきてフェアに考えることができない。また、確定拠出年金でもアドバイザーを使うという習慣が日本でなかなか定着しないというのも問題です。これは個人でも年金でもそうですが、サービスに対してお金を払わない、ケチるほど良いと思っている。まあ、価値あるサービスをケチったとしても最終的にはその咎めは自分にくるのですけどね。

コーポレートガバナンスが日本企業を変える

岡本 | 話は少し変わりますがコーポレートガバナンス・コードができあがってきていますが、昨年のスチュワードシップ・コードと合わせてかなり大きな変化が起こるのではないかと考えています。門多さんはガバナンス関係に深く関与されていますがどのような印象をお持ちですか。ちょうど大塚家具のお家騒動などもありました。ある意味、私は多くの人に株主権というものを理解してもらう上であの事件は非常に大きな貢献があったのではないかと考えています(笑)。



門多 | まあ、あそこまで行くと問題ですけど、確かにみんなが週刊誌的に興味を持った(笑)。やはり、スチュワードシップ・コードが昨年導入され機関投資家の受託責任が明確になった。大塚家具の場合も最後に生保などの金融機関が経営側に動いたのもスチュワードシップ・コードで自分たちの責任を詰めていくとどうしても創業者側に投票するのは説明がつか



長期投資仲間通信「インベストライフ」

かないという結論になったからです。もう、縁故のようなもので動くのではなく受託者責任に基づいて株主権を行使したという理由で経営側が勝ったのです。スチュワードシップ・コードにサインしている人たちがどのような形で受託者責任をどう果たすかということが問われたのです。

岡本 | その点はあまり語られていないけれど非常に重要な点ですね。

門多 | そして今年はガバナンス・コードで経営の受託責任が問われるようになる。投資家サイドと経営サイドの両方の受託者責任がそろうわけです。これは世界的にみても、少なくとも概念的には相当、進んできたと言えると思います。まあ、大塚家具と似たような会社も多いのでこれからいろいろと出てくるだろうと思います。

岡本 | もめごとがなくても大きな変化が表面化するでしょう。

門多 | もちろん、そうです。私はこの二つがそろうことで投資の世界に権利・義務関係が明確になったと思うのです。株主と企業、企業内での取締役会の責任、機関投資家の責任などはっきりしてきた。ようやく日本の中でも自分のポジションとか経営者の責任などが注目されるようになりました。今まで取締役会の責任は運用の面では極めてあいまいでした。ガバナンスコードに調印するということは取締役会が自らの責任を宣言するということです。さらに開示の義務ですね。東証がガバナンスコードに盛り込むべき内容を発表したのですが、その中で開示に関する原則が発表されています。例えば原則3-1では以下のようなことが要求されています。取締役会としてこれを書面にして開示しなければならないのです。

原則 3-1 上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うことに加え、会社の意思決定の透明性・公平性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、(本コード(原案)の各原則において開示を求めている事項のほか、)以下の事項について開示・公表し、主体的な情報発信を行うべきである。

- (i). 会社の目指すところ(経営理念等)や経営戦略、経営計画
- (ii). 本コードのそれぞれの原則を踏まえた、コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方や基本方針
- (iii). 取締役会が経営人幹部・取締役の報酬を決定するに当たっての方針と手続
- (iv). 取締役会が経営人幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続
- (v). 取締役会が経営人幹部の選任と取締役・監査役候補の指名を行う際の個々の選任・指名についての説明



長期投資仲間通信「インベストライフ」

- 門多 | これは簡単な話ではないですよ。これらについてコンプライ・オア・エクスプレイン(説明責任義務)で報告書に入れることになっています。
- 岡本 | 独立取締役といった場合、本当に独立した取締役が選任されるのかちょっと疑いたくなってしまうのですが…。
- 門多 | 本当の意味で、独立していてかつ貢献できる人材を選ぶということです。私が重要だと思うのは今までの取締役会は社内の人しか話ができなかった。それで監督と執行の分離という意味で取締役会の議論する内容や議論の仕方を変えていく必要があると思うのです。これからの課題としてそのようなことが十分にできるように取締役会を変えていかなければいけないということです。当然、その議論をするためにも外部の人がいなければならない。それで取締役会自体に外部の人が参加する価値を見出してもらいたいものです。今までは外部から「入れろ」と要求していたけれど、自分たちのミッションなどを考えたら外部の人に入ってもらわなければダメだと取締役会が考えるようになる。経営が外部の目が必要だと認識してもらおうことです。外部の人が入って機能できるような仕組みを作る、それが大切だと思います。
- 岡本 | そのためには取締役会と執行を分離することが必要だということですね。
- 門多 | その通りです。取締役会の議長は社外独立であることも必要です。今までは社長とかCEOが議長を務めていた。そうするとどうしてもCEOがリードする議論になってしまう。これから考えていかねばならないですね。
- 岡本 | そのためには膨大な数の見識のある人が必要となる。そんなに人材がいますか(笑)?
- 門多 | だから取締役のトレーニングが必要なのです。執行から取締役になるということは川岸の向こうにわたることです。当然、取締役の役割、倫理、営業や技術畑の知識、企業金融(資本コスト、M&A)の考え方など取締役自身のレベルを上げることが必要です。それは社外取締役についても言えることです。シンガポールなどではシンガポール・マネジメント・ユニバシティで教育プログラムがある。政府や金融庁、ビジネス団体がサポートしている社会人のコースがあるのです。アメリカにもたくさんそのようなコースがあります。
- 岡本 | 業務の延長線上にあるのとはまったく違う知識や経験が必要ですよね。
- 門多 | まったく違う知識が必要です。その延長線上には社長などの執行役も社外から持ってくるということも出てきます。現実にもそのような動きも出てはきています。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

- 岡本 | 経営が一つの技術として位置づけられるようになってきている。業務知識として生産を熟知しているとか、営業力があるというようなことは別に経営手腕というものが能力として認知されてきているということでしょう。
- 門多 | それを分けないといけない。よく「業務を知らないで経営者になってどうする」というような議論があります。でも、アメリカなど IT と関係ない世界の人が IT 企業のトップになるなどいくらでもあることです。いろいろな議論はあると思いますが、社長は社内外の候補からフェアに選任することが必要な時代になってきたということです。外部の人がかなり入った指名委員会が必要な理由がそこにあります。少なくとも制度的にはそれができるような状態に日本もなりつつあるという点がとても重要です。
- 岡本 | 要するに社内、社外の取締役も経営者もそれぞれ専門性を要求され、それぞれの責務をきちんと果たすことで企業の経営の質が改善され企業の価値が高まっていくということでしょう。かなり抜本的な変化がこれからあると思いますが注意深く見ていきたいと思えます。今日は貴重なお話をありがとうございました。