

社外取締役パネルディスカッション(2025年3月4日) 質疑応答

モデレーター	: 稲葉 章代氏 (三井住友トラストグループ フェロー役員 サステナビリティ推進部主管)
回答者(社外取締役)	: 河本 宏子氏 / 伊藤 友則氏 / 渡辺 一氏

パネルディスカッション

1. イントロダクション

Q. 取締役会でのご自身の役割、視点、実際に当社の取締役となって感じたことなど、ご紹介ください。

- A. **河本**: 河本でございます。本日はどうぞよろしくお願いいたします。私は2016年から三井住友信託銀行で、2017年からは三井住友トラスト・ホールディングス(現三井住友トラストグループ)で社外取締役を務めております。これまでのキャリアとしては、ANAにおいて客室乗務員として入社し、オペレーションの現場を中心にキャリアを積み重ね、その後、人材育成、サービス品質管理、組織開発、そしてダイバーシティ推進に関わる役割を担ってきました。当社の取締役就任後も、ダイバーシティ推進に関する意見を多く述べてまいりました。また、女性活躍推進の取り組みとしてのサポーター役員制度の中で、実際に女性社員の方々との接点も持たせていただいております。2017年の就任と時期を同じくして、当社が指名委員会等設置会社に移行しましたので、その後のガバナンスの深化の過程も見てまいりました。現在も委員会メンバーとしての経験を通じて理解を深めており、当社の取締役会の議論も変化してきていると感じています。金融に関しては、数字面や事業の分析についての知見の研鑽を引き続き重ねている状況ですが、他の取締役の意見を聞きながら、異なる視点を提供する役割を果たしていきたいと考えています。
- A. **渡辺**: 渡辺でございます。本日は当社のIR Dayにご参加いただき、誠にありがとうございます。投資家の皆様と意見を交換できることは非常に貴重な機会と考えています。私は2023年6月に当社の社外取締役に就任し、その際に指名委員会と報酬委員会の委員を拝命しました。昨年からはリスク委員会の委員も務めており、当社のリスクのあり方や捉え方に関する議論に参加しております。前職では、日本政策投資銀行に四十数年在籍し、主に都市開発、不動産、鉄道分野でのローンやエクイティの出資、経営企画を担当しておりました。同行の役員に就任してからは、経営企画やM&Aの担当、人事などを経験してまいりました。当社の取締役に就任して感じたことは、当社は業務の幅が非常に広いということです。証券代行や不動産仲介など、前職では経験できなかった業務に触れることができ、新鮮な驚きを感じています。就任してからの1年半の間に、ローンやエクイティ業務、法人・個人業務が非常に連携していることを実感しております。現在、当社は経営戦略をブラッシュアップし、収益力を向上させるための取り組みを進めております。私の役割は、自分の専門分野であるエクイティ投資や管理の方法について、戦略強化の一助となること、また、組織や人事のあり方についても、委員会を通じて意見を述べていきたいと考えています。
- A. **伊藤**: 伊藤でございます。私も渡辺さんと同じく、2023年6月から当社の社外取締役に就任し、監査委員会のメンバーを務めています。私のキャリアについてご紹介します。大学卒業後、東京銀行(現三菱UFJ銀行)に入行し、16年間勤務しました。外国企業向けの融資やM&A業務を担当し、アメリカの投資銀行Bear Stearnsに4年間出向して投資銀行業務を経験しました。その後、1995年に東京銀行を退職し、スイスに本拠を置くUBSに入社しました。UBSでも16年間勤務し、そのうち13年間は投資銀行本部長としてM&A、エクイティ、デットファイナンス、IR、リスクマネジメントなどの業務を担当しました。2011年にUBSを退職し、金融界から離れて大学の世界に入りました。一橋大学のビジネススクールでファイナンスの授業を担当し、10年間教授を務めました。また、2017年にはExecutive MBAプログラム(EMBAプログラ

ム)を創設し、4年間プログラムディレクターとして運営しました。このプログラムのテーマは日本の企業変革であり、企業の変革をどう実現するかを考え、プログラムを設計しました。3年前に一橋大学を退職し、早稲田大学に移り、現在はコーポレートファイナンスの授業を担当するとともに、エグゼクティブプログラムで経営研修を行っています。ここでも日本の企業変革をテーマに、様々なプログラムを作成しています。このようなバックグラウンドを持つ私の、当社の社外取締役としての一番の役割は、投資家の視点で経営のモニタリングをし、経営に対して意見を述べることだと考えています。UBS時代には多くの日本企業のトップとともに海外のIR活動を行い、投資家とのやり取りを経験しました。そのため、投資家が日本企業をどのように見ているか、企業の成長をどのように期待しているかを一定程度理解していると思っています。その視点を活かし、投資家の目線で経営の執行に対して意見を述べるのが私の役割だと考えています。

2. 企業価値向上とコーポレートガバナンスの高度化

Q. 先ほど河本さんから、2017年に当社が指名委員会等設置会社に移行した時から取締役を務めており、コーポレートガバナンスの体制高度化を続けてきた中で、取締役会の議論も少しずつ変化してきているというお話がありました。具体的にその変遷、あるいは現在への変化についてどのように感じているのか教えて下さい。

A. 河本: まず当社は、企業価値を高めるためにどうしていくか、ステークホルダーの皆さんの期待にどう応えていくかという基本的な軸の部分は変わらないものとして守り続けていると感じています。これは、コーポレートガバナンスに対する、外部からの見られ方が厳しくなってきた中で、それにどう応えていくかを検討するにあたり、ガバナンスコンサルティングをビジネスとして提供している当グループであれば、リーダーとしてやっていくべきという意見が常にあったということです。自身の役割を考えますと、執行側が足踏みをしてしまうことがあり、それに対して私たち社外取締役が後押しをしていくことが、コーポレートガバナンスの高度化のために必要だったと思っています。委員会のメンバーが変わった中でも、指名・報酬委員会等での議論の積み重ねが現在のサクセッションプランの構築につながったという側面もあります。また、コーポレートガバナンスを高度化する際に、当社は取締役会の実効性評価のフレームワークをきちんと活用していると感じています。以前は、執行側からの説明資料が多い、時間管理ができていないといった意見も多かったのですが、取締役会の実効性評価を重ねていく中で改善が進んでいます。一方、変えるべきものとしてグループとして経営していく中で、持株会社である三井住友トラストグループと三井住友信託銀行の議論内容を分けるべきだという意見もあり、持株会社の果たす役割と信託銀行の果たす役割の関係についても議論が行われました。さらに、資産運用中心のビジネスモデルへの変革が進む中で、信託銀行から受託部門が独立し、新たな会社を設立するなどの動きがありました。現在、日本が国を挙げて、「資産運用立国」の旗を掲げる中、自分たちのチャンスはどう掴むかという議論を行っています。最後に、当グループにとって大きいこととして、パーパスを制定し、それに基づいて何を原点として振り返るべきかという議論が鮮明になったことです。人的資本への投資やIT戦略において、何のために投資するのかという議論がより明確になりました。パーパスを制定するプロセスも大きな変遷の一部であったと感じています。

Q. 昨年から今年にかけて、世の中の変化は急速で激しく、不確実性も高い環境にあります。そのような中では、取締役会で企業価値を高める、企業変革を進めるためにどのような議論が行われているのか、といった点にも非常に興味があります。当社のビジネスモデルの優位性、リスク、課題について、現在どのような議論がされているのか、どのような意見が出ているのかを教えてください。

- A. **伊藤**: 最も関心を持っているのは、現在のビジネスポートフォリオをどのように変革していくかということです。私は取締役会でよく「銀行業務をやめるべきではないか」と発言し、渡辺さんから「伊藤さんは極端だ」とたしなめられております。本当にやめるわけではありませんが、われわれのフォーカスをより明確にする必要があると感じています。融資業務は重要ですが、融資をするための融資業務ではなく、投資顧問や年金、資産管理など、われわれが伸ばしていきたい事業を支えるための融資業務であるべきです。私は元々銀行に勤め、融資業務を経験してきましたので、その重要性はよく理解しています。問題は、日本の銀行融資の収益力が低くなっていることです。リスクに対してリターンが十分でないのは、供給過剰が理由です。大手銀行のみならず、地方銀行や信用金庫も含めて過剰供給状態にあり、価格競争が起きているため、普通の融資業務のみでは付加価値が低いと考えています。当社の場合、付加価値の高い融資業務や、強化したい分野に資する融資業務を行うことが重要です。この点が、投資家に十分に浸透していない、浸透させることが出来ていないと感じています。当グループはメガバンクとはビジネスモデルが異なり、比較対象はState StreetやBank of New York、スイスのPictetなどであるべきです。株式市場や投資家にはこの違いが明確に伝わっていないため、株価が低い状態が続いているのかもしれない。われわれの目指すビジネスモデルは、手数料を中心にした安定的なものであり、PERも高く、ROEも高くなるべきです。執行側としてはこれを明確に打ち出しているものの、発信が足りていないのか、十分に理解されていないと感じています。今年はこのビジネスモデルを際立たせることに注目していきたいと考えています。
- A. **渡辺**: 私の考え方も、伊藤さんと大きくは異なっていません。確かに銀行業務は様々な制約があり、特に出資をする場合には銀行法と独占禁止法を考慮しなければなりません。当社はAssets Under Fiduciary (AUF)という概念を使用しています。社外取締役就任時にこれは何かと伊藤さんに聞いたところ、「当社のみが使っており、世の中では未だ広まっていない」と言われました。しかし、1年半経って、このAUFという概念は非常に良い考え方だと実感しています。AUFに関して、当グループは現在600兆円の規模を保有しており、これを800兆円にしようとしています。直接的な比較はできないものの、日本の国富は4,000兆円であり、当社はその5分の1に関与したいと考えているということです。これは他社を凌ぐネットワークをもち、証券代行や不動産仲介で圧倒的なシェアを持っている当グループだからこそ可能性があると感じています。ROE向上の観点では、資本を多く使用する普通の融資業務は、収益力が乏しくなっています。融資業務をやめるのではなく、付加価値の高い業務を行うことが重要です。メザニンやエクイティのマーケットは日本ではまだ大きな投資家がいいため、ここの利益を取りに行くことが有効です。当社のROEは低くないですが、PERが低いのは将来への期待が十分に説明されていないためです。今回のような対話機会を通じて、投資家の皆さまに理解していただくのが大事と考えています。また、経費率について、当グループは幅広いビジネスを行っており、少量多品種の商品を取り扱っていることから高い傾向にあります。「FutureX」と銘打って事務を合理化し、不要な仕事を見直す取り組みを進めています。ただ、取り組みの動きが遅い点を先般の取締役会で厳しく指摘しました。細かな状況を知ると止められない業務ばかりになってしまうことから、執行側の背中を押して、大胆な改革を促すことも、社外取締役の役割の一つと感じています。

Q. 投資家の皆さまから「信託グループとしてもっと高いROEを目指せるのではないか」という質問をよくいただきます。企業変革や事業ポートフォリオについて、具体的な事例を交えながら、資本配分や事業ポートフォリオに関する執行の動き、評価、課題についてもう少し詳しく教えてください。

- A. **渡辺**: 具体的な取り組みとしては、2030年度までに5,000億円のインパクトエクイティ投資を行う計画を立てて取り組んでいます。リスクが高い部分に投資することで収益を高めることができますが、単にリスクを取るだけでは多くの資本が必要となり、ROEは向上しません。社会的意義が高いインパクトエクイティをコアにして、他の投資家を呼び込むことを目的としています。最初の出資額は多いかもしれませんが、徐々にパートアウトし、アセットマネジメントのフィーを得ることで、リスクを上回る利益を獲得することができると思っています。投資家資金を集める際の仕組みとして、信託の器を活用できるのは当社の強みです。今後も様々な資産に取り組んでいく予定です。また、資産運用戦略投資でも、2030年度までに5,000億円の枠を設定しています。この資金は、有機的でない成長を目指すために必要な提携に使われます。取締役会ではどのような提携が必要かを確りと注視しています。このようにインパクトエクイティと資産運用戦略投資を合わせて、最大1兆円の枠を用意していますが、投資することそのものがノルマということではなく、執行側がどのように資本を使うかを監督していく必要があります。結果として、投資家の皆さまの期待に応えるような収益性が実現すれば、期待値が上がり、PERも上昇すると思っています。
- A. **伊藤**: 渡辺さんが言われたインパクトエクイティは、私が社外取締役就任する前に始まったものですが、外部から見ていて当社は非常に動きが早いと感じました。また、米アポログループが運営するオルタナティブアセットポートフォリオに自ら出資し、リスクを理解した上で投資家に展開するという考え方も同様です。これらの新しい取り組みは、今後大きなビジネスになると考えています。メガバンクと当社の一番大きな違いは、証券会社がグループ内に無いことと考えます。証券会社が無いことを弱みと見られることもあります。私は強みだと捉えています。証券機能が無いことで、投資家に完全に寄り添って、良い商品や投資手段を組成し、投資家に販売するビジネスモデルを構築できます。現在、このビジネスモデルは途上にあり、明確な数字としてはまだ出ていませんが、今後結果が出てくると期待しています。社外取締役として、経営の執行を監視し、そちらの方向にギアをチェンジさせることが重要と考えています。

Q. 資本配分や事業ポートフォリオに関して、もう少しスピードアップが必要だとか、課題として感じている点があれば教えてください。

- A. **渡辺**: 融資業務を担当していた人間がエクイティを担当するのは、価値観を100%変えなければならないため、非常に難しいことです。融資業務は担保を取り、収入を把握するなど査定を重ねる審査のやり方です。一方、エクイティ投資の場合はリスクを取る分、上手くいった場合のアップサイドを取れるので、審査の仕方を変える必要があります。仕事のやり方を変えるのは非常に困難で時間もかかります。外部からのキャリア採用も進めています。当社のコンプライアンスや価値観に馴染むのには時間がかかります。ビジネスモデルを変えている途中で、数字が表に出ていないことから、社外取締役達が背中を押すこととなります。合理化や投資を進めるためには、執行側が監督側にきちんと問題点を説明することが重要と思っています。
- A. **伊藤**: 当グループが「FutureX」を打ち出したのは素晴らしいと思いましたが、具体的に進めていくのに時間がかかっており、経営のスピードを改善する必要があると感じています。簡単に進められない部分も当然ありますが、スピード感を持って進めることが経営の善し悪しを決める重要な要素です。投資家の皆さんにお話しする際、当社のことというより一般論として、ビジネスポートフォリオの入れ替えには時間がかかることを説明しています。例えば、富士フィルム対コダックのケースを私は書きましたが、フィルム業界の二大巨頭だった2社が、2012年にコダックが破綻したのに対して、富士フィルムはまだ隆々としています。2014年に私がこのケースを取り上げた時点では、富士フィルムは新しい事業を創出する途上で、数字が明確に出ていませんでした。私は当時、この会社は大きく変わると考えていて、投資家の方にもそのように話をしていたが、信じてもらえなかった。結果が出てきたのはここ数年であり、現在では株価が当

時の7倍になっています。日立製作所も同様で、2009年に8,000億円の損失を出してから、3代続いた素晴らしいリーダーがビジネスポートフォリオを変革し、結果が出るまでに10年以上かかりましたが、現在では株価が急騰しています。当社が現在取り組んでいることの結果が出るまでには時間がかかると思います。そのため、投資家の皆さんにも待っていただく必要がある一方、すぐに結果が出るものも併せて変えていくことが大事だと考えています。

Q. 成長のための投資は時間がかかりますが、非常に重要です。IT投資や当社のアポロの話もありましたが、人的資本投資も同様に重要です。投資家も人的資本に注目しています。この点について、女性活躍推進をサポートしている河本さん、信託グループの多様性や専門性における人的投資について、執行側の動きの評価、スピードや強化すべき点、足りないところがあれば教えてください。

A. **河本:** 人材育成に時間がかかるのはどこの会社でも言われていることです。しかし、当グループでは人に対する投資や教育が充実しており、DXを推進するために必要な勉強や学びを促すメッセージも出されています。ただし、それを消化しきれない現場の社員もいるため、「FutureX」のような取り組みが重要です。トップからの本気度のあるメッセージが現場に伝われば、現場も本気で取り組むことができます。一方、取り組みが進まなかった場合、やると決めたことが変わらないことに対して社員がネガティブに捉えることを懸念し、その観点で取締役会でも意見しています。また、エンゲージメント調査の結果を通じて、社員と会社のエンゲージメントの課題をどう認識し対応するかが重要です。会社のビジネスモデルが変化する中で、社員の一人ひとりを取り残さず、一緒に会社を築いていくというエンゲージメントが大切です。エンゲージメント調査の結果を基に、社員の心をつかむ対話をトップには期待しています。投資家だけでなく、従業員というステークホルダーに対しても力強くスピード感のある発信をして欲しいと思っています。女性活躍の場についても、ここ数年で多くの取り組みが進められ、取締役会や役員会の構成にも変化が生じています。日興アセットマネジメントの社長やジェイ・ユースの女性役員など、素晴らしい活躍をされています。テクノロジー・ベースド・ファイナンスの分野でも、理系の人材を採用し育成する取り組みが功を奏しており、資本も投じられています。これらの取り組みを継続してほしいと考えています。

Q. 成長投資という観点で、人的資本以外で何か追加の意見があれば、教えてください。

A. **伊藤:** 先ほど言及したエクイティ投資も成長戦略の一つですが、日興アセットマネジメントと三井住友トラスト・アセットマネジメントという二つのアセットマネジメント会社をグループ内に持っていることも重要です。世界的に成長する分野であり、オーガニックな成長とインオーガニックな投資を進めていくことを明確に打ち出しています。ただし、M&Aに関しては慎重に検討することが重要です。日本の企業はM&Aで予算を作ると高いものでも買ってしまふことが多いですが、良い相手を良い値段で買うことが成功の鍵です。現在のところ、当社はこれを確りと実行しており、条件が悪ければやめるという決断もしています。これが成長の一つの源泉になると考えています。

(次頁へ続く)

質疑応答

Q.1	ビジネスモデルや事業ポートフォリオを議論する際、業務の複雑な連携を解きほぐす必要があることから、確りとした管理会計のデータが重要です。そうでないと実効的な議論になりません。データの観点から、取締役会でしっかりと議論できているのか、議論のためのデータが提供されているのかについて教えてください。
A.1	<p>伊藤:ご指摘の点は一番重要だと思っています。今年中にデータをきちんと揃え、この議論を進める予定です。現時点では、各部門の採算や今後の成長について十分なデータが揃っていないと考えていますが、この点については執行側に改善を要望しています。ROEに関するデータは出てきていますが、それだけでは十分ではありません。今後、様々な数字を基に各部門の現状を把握し、取締役会で議論して決定していく予定です。</p> <p>渡辺:ROEにしても部門別に単体で機械的に精査するのは難しく、ある程度、恣意的に利益を配分しないとわからない部分があり、そこで様々な判断が生じます。やめるものはやめるべきですし、普通の融資業務を止めるという話もあるでしょう。ただ、融資の提供先から派生するビジネスもあります。それをどの部門にどのように配賦するかは非常に難しい課題です。その際に、割り切りの背中を押すのが私たち取締役の役割だと思っています。</p>

Q.2	中長期目標の設定の仕方について、考え方を教えてください。単年度だけでなく、中期・長期の ROE や資本、株主還元の目標を見ると、メガバンクとさほど変わらないように見えます。当社のビジネスモデルが投資家に理解されていないというよりは、理解している投資家もいるが、当社が中長期の目標や 2030 年のありたい姿として掲げている定量的な目標がメガバンクと同じであることから、同じ物差しで判断され、その結果としてこのような評価になっているのではないかと考えます。2030 年ではなくもっと先に行けば違いが出てくるのか、それともスピード感を速めて違いを出していくべきなのか、どういう考えで議論されているか教えてください。
A.2	<p>伊藤:ご指摘の通り、ROEの目標についても、長い目で見れば低すぎると思っています。15%や場合によっては20%を目指す姿勢が必要ですが、いきなりROEを15%にすると信じてもらえないため、途中経過を示しているということです。ROEに注目することは良いことですが、短期の収益偏重になり、中長期の成長が取れなくなるリスクがあります。中長期的な成長を目指す中で大事なものは、AUFの残高です。残高を大きくすることで自然に利益が出るビジネスモデルを構築することができます。また、AUFの中身における収益性もポイントです。例えば、AUFを構成する資産管理残高について、資産管理の業務は長らく収益が乏しいビジネスでしたが、本来は非常に重要な位置づけにあります。今後は利益が上がる業界構造を作り、収益性を上げることが重要です。現在、日本では値上げに対する抵抗感が無くなってきているため、良いチャンスだと思います。海外の資産管理会社のような収益性を実現可能であるという発想の転換を行い、そこを踏まえた中長期の目標を設定するのが大事です。資本の配分については、社内でも様々な議論がありますが、あまり資本を増やす必要は無いと個人的には考えています。融資のポートフォリオを伸ばさない方針であり、エクイティ投資も残高は限定的であり、必要な資本はそれほど多くないことから成長投資に回さない分野の利益は株主に還元できると思います。今年のビジネスポートフォリオの議論の中で、株主還元についても新しい方向性が出てくる可能性もあると考えています。</p> <p>渡辺:取締役会では足元、株主還元についての議論も行っています。大きな方向性はまだ決まっていますが、成長投資とのバランスを踏まえて、余剰な資本は持たないというのが大きな方針だと思います。当社は資本を大きくする戦略をとっていないことを表明しており、その点をご理解いただきたい</p>

い。中長期の目標がメガバンクと変わらないのではという点は、少し謙虚で弱気な印象を与えているかもしれません。私たち社外取締役がどんどん執行側の背中を押していくことが重要と思います。

河本:株主還元の話が出ましたが、私は当社に来て、中長期的な株主を持ちたいという強い意志を感じています。個人株主のみならず、機関投資家の皆さんに対しても同様です。社内に対してRS信託を提供し、役員報酬制度における株式報酬の割合を高める取り組みも行っています。この取り組みは、株主の皆さんに対するものと同じく、社員が、会社に変化する中で取り残されることなく会社を理解し、新たなビジネスモデルを共に作り上げる大きな力になると感じています。

将来見通しに関する注意事項

本資料には、将来の業績に関する記述が含まれています。

こうした記述は、将来の業績を保証するものではなく、リスクや不確実性を内包するものです。将来の業績は、経営環境の変化などにより、目標対比異なる可能性があることにご留意ください。

また、本資料に記載されている当社ないし当グループ以外の企業等に関わる情報は、公開情報等から引用したものであり、当該情報の正確性・適切性等について当社は何らの検証も行っておらず、また、これを保証するものではありません。

なお、本資料に掲載されている情報は情報提供を目的とするものであり、有価証券の勧誘を目的とするものではありません。