

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（２） ーヨーロッパ、特にイギリスを中心にー

2016年7月22日（金）15:00～17:01

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出	篤	学習院大学法学部教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授

株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗（２）

—ヨーロッパ、特にイギリスを中心に—

立教大学法学部教授

松 井 秀 征

目 次

I. はじめに——議論の前提

1. イギリス企業に関する前提
2. 株主アクティビズム
3. 金融危機後の変化

II. Kay Review

1. Kay Review の性格

2. Kay Review の構成

3. Kay Review の前提

4. Kay Review の原則と提言

討論

○山下 本日は、株主アクティビズムに関する研究の２回目で、ヨーロッパ、特にイギリスを中心とした動きについて、松井先生からご報告いただきますので、よろしくお願いいたします。

○松井 立教大学の松井です。本日はどうぞよろしくお願いいたします。

本日、私がご報告をさせていただきますのは、「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗」で、ヨーロッパに関してということでございます。第１回目として加藤先生がアメリカを中心にご報告くださっていますので、それを引き継いでの内容ということになります。

皆様のお手元にございますレジュメをごらんいただきながら説明をさせていただきたく存じます。

実は、このレジュメはまだ十分に完成してなくて、一部抜けているところなどがあり、それは口頭で適宜行うこととさせていただければと思います。あらかじめおわびをさせていただきます。

１枚めくっていただきますと、本日の目次がつ

いています。最初に、簡単に全体をご説明しまして、本日の中心となります Kay Review というものの内容をご紹介しますということになります。これは後ほど言及しますが、Kay Review につきましては、進捗報告というものがあまして、こちらについても適宜補いながら説明したいと考えています。

I. はじめに——議論の前提

それでは、早速中身についてご報告させていただきます。

1. イギリス企業に関する前提

まず、イギリスを中心ということで、イギリス企業に関して前提となる情報をお示ししたいと思います。

もともとイギリス企業は、株式の保有が集中しているというのが一般的だったということです。大体これが今から 70 年ぐらい前というところでしょうか。

- ① ごく一部の事業分野（化学・石油等）において存在した経営者企業
- ② 公益事業分野（電力・ガス・運輸等）において見られた国有化企業
- ③ その他多くの事業分野において見られた家族・同族支配の残る企業

株式保有が分散しているのは、ごく一部の化学とか石油、この当時においてもかなり大きな装置産業となっていた分野に限られていまして、公益事業分野は国有化されていまして、上場しているような会社でも、多くは家族・同族にかなりの株式が集中しているという状況でした。①から③のうち、特に③がもともとは多かったというところですが、今では、イギリスの株式はある程度分散が進んだわけですが、この分散が進んだというのは、③の株式保有が移動していったということが前提になるかと思います。

この株式保有の状況が変わり始めたのは、1960年代以降だと言われています。これは、その当時の政権のもとで自由市場政策、資本市場振興政策等がとられる中で、機関投資家等も成長していったということがあります。もちろん、政治の世界ですから、時には国家が経済的な介入をしてくることもあったということが今では知られていますが、基本的には、資本市場を利用していく機関投資家が成長していくという流れが、この1960年代あたりから見られていったということです。

これはよく知られているところですが、機関投資家として特にイギリスで重要であったのは、一つは年金基金、もう一つは保険会社であったと言われています。イギリスの文献などを読んでみると、機関投資家について、「伝統的な機関投資家」という言い方がしばしば出てくるのですが、この伝統的な機関投資家というときは、ほぼこの2つを指しています。伝統的な機関投資家でないものについては、この後で出てきますが、ヘッジファンドその他の新しいタイプの機関投資家を指しておりまして、だいたいこのよう

な大きな枠組みで分類されている状況です。

このような年金基金や保険会社等の機関投資家を中心とした株主構造が1990年代、特に1990年代後半あたりから大きく変わることになります。市場のグローバル化が進む中で、外国人投資家による株式保有が非常に増加していくということになりました。統計上の数字は、Kay Reviewにも出てくるのですが、ここでお示しするのは別のところからとってきた数字です。例えば1990年代の前半、1993年の段階ですと、年金基金は32%という株式保有割合でしたが、15年たった2008年の金融危機の頃に至りますと、13%までその数字を下げています。あるいは保険会社についても、20%だったものが、同様に13%まで下がっている。このようにして放出されていった株式は、外国人投資家その他伝統的な機関投資家ではない機関投資家が保有するに至ったということです。

ここで受け皿になった伝統的な機関投資家ではない機関投資家には、いわゆるアクティビスト株主と言われるような株主も含まれていまして、そういった機関投資家がイギリス企業にも積極的に投資するようになったわけです。

これが、イギリス企業を巡る環境、とりわけコーポレート・ガバナンスを巡る環境、あるいは株式市場を巡る環境を変えていったのだということです。

2. 株主アクティビズム

次に、アクティビスト株主について確認をしたいと思います。

ここは、前回加藤先生がご説明くださった内容と大きく異なるものではありません。少し文献等を調べていって、イギリスでアクティビスト株主をどう認識しているかということを見ますと、アメリカの議論とヨーロッパの議論は大体一緒に扱われているような傾向が見られます。議論の中で引用されている文献等も、前回加藤先生が紹介されていた論文等が挙がっていたりします。これは、アクティビスト株主がアメリカにも投資している

し、ヨーロッパにも投資しているということで、その行動パターンや性格等に大きな違いがないからだと推察しておりますが、もしこういった認識に誤っているところがあれば、ご指摘をいただければと思います。以上のとおりですので、前回扱っているものの繰り返しになる部分もありますが、ここで改めて簡単に確認をしておきたいと思います。

アクティビスト株主と言われるものですが、このような株主が持っている特性の一つとして、議決権行使に関する無関心 (apathy) ——「合理的無関心」と言ったりもしますが——の問題を解決できるだろうということがあります。これは、アクティビストがどういう役割を果たしているかというところでされる議論です。具体的に念頭に置かれているのは、ほぼヘッジファンドです。

なぜこのような株主が出てきたのかということですが、ご存じのとおり、1980年代の企業買収ブームが過ぎた後の1990年代のアメリカにおいて、アメリカにおける伝統的な機関投資家が、必ずしもその役割を十分果たし切れていなかった。当時のアメリカの文献などを見ると、機関投資家に期待する議論が結構あるのですが、それが必ずしも十分ではない中で、こういった積極的な活動をする株主が出てきたのだと、このような説明が与えられています。会社の戦略的な決定に関して、株主総会をはじめとして、議決権行使によって影響力を行使していくというのが、その行動特性としてあるということです。

アクティビスト株主の戦略としましては、従前の伝統的な機関投資家が行っている投資額に比して、特定の会社に対して大量の投資をするというところに特徴があります。無論、1980年代の敵対的買収の時期、買収を目指して大量の株式を保有した投資家よりは少ないけれども、それに次ぐような相当の投資をしていたわけです。

ただ、これは前回加藤先生からもありましたけれども、アクティビスト株主に対する評価は必ず

しも一様ではありません。アメリカ、ヨーロッパを問わず、近時の経験的なデータに基づく研究では、ヘッジファンド・アクティビズムは、他の株主に対しても利益をもたらしているし、その利益は、ボンドホルダーやその他のステークホルダーの負担においてなされているという結果は必ずしも出ていない、単なる利益移転が起こっているわけではないと、こういった評価があります。例外的に、ドイツだけは市場に対して悪い影響をもたらすのだという研究も二、三あるようですが。

他方で、短期的投資をしている投資家というのがいるわけですが、短期的投資の少なからぬ場合にヘッジファンドがかかわってしまっていて、これは他の株主への影響を顧みず、自己の短期的利益を最大化しているのではないかと、こういう評価もあります。

このように評価は必ずしも一様ではないのですが、いずれにしても、利点と問題点の双方が存在しているという状況です。

そのほか、実際上の影響としては、伝統的な株主、とりわけヨーロッパでは、非常に受動的 (passive) な対応をとる投資家が多かったということが知られています。これはドイツでもそうですし、もちろんイギリスでもそうですし、議決権の行使は必ずしも積極的にされてこなかったということがあったわけです。これに対して、ヘッジファンドが議決権をてこにしてさまざまな主張をしていく中で、伝統的な株主の行動パターンが変わってきているというようなことも言われているところです。

以上が、イギリスの文献などに出てくる株主アクティビズム、あるいはアクティビスト株主に対する評価です。

3. 金融危機後の変化

このような状況を踏まえて、近時どういうことが起こっているかについて触れていきたいと思います。

イギリスにおける株主構成が金融危機後の時期に少し変わってきているということで、ここでは4点挙げました。

まず、①個人はその株式保有割合を低下させている。②機関投資家一般で見ると、株式保有割合は上昇している。また③ソブリン、④外国人投資家、これらは重なり合いますが、こういった者の株式保有の割合は上昇しています。

このような機関投資家による株式保有割合が上昇する、マーケットシェアが上昇するという中で、規制当局の関心が従前から少しずつ変わっていったというような指摘があります。古くは、会社と投資家との関係で規制当局が関心を持っていたものが、金融危機を経て、機関投資家の保有割合が増える中で、機関投資家それ自体の内部でどういった関係が育まれているのかというところに関心が向くようになったということです。

これをさらに因数分解していきますと、結局のところ、機関投資家は何をやっているのかというところに非常に疑問が生じるようになったということです。

まず、機関投資家の内部において、①誰が意思決定をしているのだろうか。あるいは、②そういう意思決定は誰の利益のためになされているのだろうか。また、③その意思決定をするに当たって、内部におけるインセンティブ構造はどうなっているのだろうか。さらに、以上と重なり合いますが、④その投資の判断をする際に、どういった視点で機関投資家はこれを行っているのだろうか。こういったものが、機関投資家の交流が進んでいき、かつ間に立つ者が増える中で、非常に見えにくくなってきている。それとあわせて、投資家がどれくらいの期間投資をしているのかということや、投資目的それ自体にも疑問が投げかけられるようになりました。

イギリスでは、この問題にどう対応していくかということで、機関投資家それ自体に働きかけるような何らかのアプローチが必要であるという認識が徐々に醸成されていきました。そして、その

一つがスチュワードシップ・コードのような形をとっています。スチュワードシップ・コード自体は、ある程度古くからあるわけですが、以上のような流れが進む中でその改定等は進んでいくことになりました。

II. Kay Review

以上のような前提を確認した上で、Kay Reviewを見ていきたいと思います。

1. Kay Review の性格

機関投資家に対して焦点を合わせる必要があるという議論がある中で、イギリス政府から次のような指示が John Kay 教授に対して出されました。これは、Kay Review の中を見ると出てくるのですが、イギリスの株式市場 (equity market) が提供している支配 (control) のメカニズム、あるいは説明責任 (accountability) のメカニズム、あるいは、そのプロセスにおいて活動しているエージェントがいかにイギリス企業のパフォーマンスに影響を与えているのか、その内容についてレビューをしてほしいというものです。

その究極の目的は、イギリスの証券市場が、会社に対しても、投資家に対しても、いずれに対しても利益をもたらすように機能し続けることを確認していきたいということであったわけです。

この Kay 教授の最終報告書は、2012 年 7 月に出されました。その後、2014 年の 10 月に、履行状況に関する進捗報告書が出されています。それぞれ Kay Review と Building a Culture of Long-Term Equity Investment—Implementation of the Kay Review というものになります。

本日のレジュメでは、2012 年の最終報告書の構造を一通りさらっております。本当は、このレジュメの中に 2014 年の進捗報告書の内容もあわせて盛り込みたかったのですが、残念ながら私の能力の関係で、そこまで時間的に対応できず、大変申しわけございません。従いまして、進捗報告書につきましては、適宜口頭で補いまして、皆様が

各自参照できるように当該報告書の参照番号をお伝えしていく形をとりたいと考えています。

2. Kay Review の構成

まず、Kay Review がどういう構成になっているかと申しますと、13 章の構成をとっています。大まかに言いますと、1 から 5 までの章は、前提となる概念、あるいは環境の説明あるいは認識を示しています。そして、6 から 12 までの章につきましては、この 1 から 5 の前提を踏まえまして、一定の原則、指針、そして提言という形で、方向性を示す章となっています。提言を示すに当たっては、まず原則を掲げ、そこから導き出される指針を示して、具体的な提言が出されるということになります。

この提言につきましては、一定の対応を会社、あるいは投資家、あるいは規制当局に求めることになっています。進捗報告書というのは、まさにこの提言に対しての進捗報告をしているという構造になっています。

13 の Markets for users は、まとめの章となっており、提言等は含まれておりません。

3. Kay Review の前提

ここからは Kay Review の前提の部分、第 1 章から第 5 章まで、こういった認識でこのレビューが進められていったのかということを確認していきたいと思います。

○第 1 章 Short & long-term decisions

第 1 章は、短期及び長期の判断について触れているところです。

まず、株式市場というのはどういう目的を持っているか。これは、一方で高いパフォーマンスを示す会社に対しては、ここにおいて持続的に活動させたい。他方で、資金提供者に対しては、不相当なリスクを負わせることなく、良好なリターンがもたらされるようにしたい、ということです。ここでは、適宜のリスクをとって適宜のリターン

があるという、ある意味で当たり前のことを書いているわけですが、こういう理念的なことをまず示しています。

なぜわざわざこういうことを言っているかというと、イギリス企業では、長期的な利益を損なう不相当な経営判断を行った結果企業の名前が消えたり、他に飲み込まれたりしてしまったといった例が幾つかあるからです。報告書では、その原因として結局、経営者の判断に非常に問題があったということを示しています。なぜそれが起こったかということ、1980 年代以降、イギリスにおいてはファイナンス化（financialisation）が起こって、これが企業の経営者に浸透したわけです。このファイナンス化なる概念が何を指しているかといいますと、大企業ないしその経営者の関心が、株式市場、そしてその株価がどうなっているかということに向いていたのだということです。つまり、自分の経営判断が株式市場での感応度に応じてなされていたということがあり、これは会社の持続可能性という観点からは決して好ましくないという認識であったのだと思います。

こういった過去の例を見ると、結局、株式市場を見つめた判断というのは、短期的な思考法、つまり、その場その場の株価の反応を見るところですから、これは決して長期的に見て好ましくないということです。報告書が、わざわざ消えてしまった会社の例を 2 つ、3 つ挙げているというのは、そういうことなのだろうと思います。

以上の過去が証明している会社・株主間に存在する問題というのは、会社が株主に対して十分な説明責任を果たした判断をしていないということ、そして、経営者がそういう短期的な判断をしているのに対して、株主も会社に対して十分な関与をせず、コントロールをしていないということ、こういう認識が示されるわけです。

以上が、短期の判断と長期の判断を巡る前提となる認識になります。

○第2章 Equity markets & listed companies

第2章は、株式市場と上場会社です。ここでは、株式市場の現状に関する認識が示されています。

まず、近年のイギリスにおいて、株式市場というのは、イギリス企業の事業に投資するための資金を調達するための重要な手段とはなっていない。これは我が国でも似たりよったりですけれども、ある程度経済が成熟した社会において、株式市場が頻繁にそこから資金を取るための市場になっているかという、必ずしもそうではないという認識が示されています。

ここには統計資料が出ているのですけれども、この例外は、2009年及び2010年です。2009年に関しては、主に金融機関が自己資本増強の観点から、株式市場を通じた増資をしています。ただ、これは例外と位置づけられており、多くのイギリスの大企業は、自己の利益で資金需要を賄ってしまうというのが実際です。これも日本とあまり変わらないという気がします。

次に、新興企業はどうか。新興企業に対しては、株式市場がIPO (Initial Public Offering) の機会を提供しているのは事実です。ただしこれも、会社が事業資金を必要としているからというよりも——それが無いとは言いませんが——アーリーステージの投資家に流動性を供給することに意味があるのではないかという分析がなされています。

そうだとしますと、株式市場というのは、資金需要のある会社に対して投資家が資金を投ずる場というよりは、会社から投資家が資金を得る手段として機能する場なのだと、こういう説明が与えられるわけです。つまり投資家において、もう「一人前となった」会社からその会社の持っている価値を実現していく手段として、株式市場は存在しているのだということになります。

イギリスでは、近年、スチュワードシップ (stewardship) を重視するという考え方とか、よいコーポレート・ガバナンス (corporate governance) を推進する方向性とか、こういったことが株式市場の一つの機能として期待されてい

ます。これらも、偶然そういうことが起こっているということではなくて、株式市場がもはや資金調達的手段ではないことを前提に、株主が会社の価値を実現するために必然的に出てくるのだと、こういう議論であります。これも、我が国で比較的なじみのある議論ではないかという感じがいたします。

○第3章 The structure of shareholding

第3章は、株式保有構造に言及しています。これは、先ほど前提としてKay Review とは無関係にまとめましたが、改めてKay Review にもこのことが触れられています。

まず、金融市場のグローバル化に伴いまして、伝統的な年金基金とか保険会社が保有していたイギリスの株式ですが、これを保有する主な担い手は外国人になりました。これは先ほど数字も出しましたので、ここでは割愛します。個人株主の比率も下がっていきまして、2010年の時点では11%という数字が示されています。

また、個々の株主を見た場合ですけれども、従前は、投資した会社から直接に情報を受け取ることが通常であったわけですが、1990年代以降の電子式取引手法の浸透により、名義株主を通じて株式保有をする方向に変化した。この点について、私はイギリスの事情に必ずしも詳しくないのですけれども、中間的な主体、金融機関等がかかわるようになっていったということなのだろうと思います。このことはKay Review にも書いてありまして、個々の株主の役割が低下するということは、仲介者の役割が増大することを意味しているのだということが言われています。個人株主が減り、株主の投資も仲介者を通じてなされるようになりますと、その仲介者の役割がどんどん増大して、会社と株主の距離は遠くなっていった。こういうことが、比喩的に言えるのだろうという感じがします。

以上は株主側から見た距離感ですけれども、次に会社側から見た距離感で言いますと、会社が対

株主との関係で有していた機能も、どんどん専門的な仲介者にアウトソーシングされていくということになります。それが原因なのか、その結果なのか、なかなか一概に申し上げるのは難しいですが、以上の根底には、そういった投資のチェーン、つまりインベストメント・チェーンにおける「信頼 (trust and confidence)」が低下している、という現象が存在しているということです。

個々の株主と会社との関係が近く、相互に信頼関係があれば、他者に物事を委ねるという話にはならないけれども、以上の関係が希薄になっていけば、どんどん機能分化していくと、こういう認識が示されています。

このように、実際の資金の出し手から資金の需要者である会社までの距離がどんどん広がり、仲介者が成長していくということは、市場のパフォーマンスも仲介者の観点から評価されることになります。どういうことかと申しますと、たとえば市場の流動性であるとか透明性、価格発見機能というのは、それを通じて何かが期待されるということになるのですが、仲介者の観点からするとそれ自体が目的になっているのではないかと。このようなニュアンスのことがここでは書かれております。

Kay Review では、この第3章の部分がかなり分厚く書かれていまして、次に、以上のような状況を前提にした場合、「株式の所有 (share ownership)」という概念が何を意味しているのかということも非常に注意を要するであろうと指摘しています。

例えば、株式の登録——日本で言えば株式名簿の名義、あるいは振替株式の名義——の話になりますが、いくつかの問題が示されています。①誰の名前で株式が登録されているか。これは、名義株主のみになっているということです。②誰の利益のために株式は保有されているのか。これはいろいろあり得るけれども、例えば年金の受託者のための株式保有になっているのではないかと。③誰が株式を購入し、保有するという判断をしている

のか。これは、アセット・マネジャーではないか。

④議決権行使の判断は誰がしているのか。これは、アセット・マネジャーかもしれないし、年金の受託者かもしれないし、あるいは proxy のサービスを提供している専門業者かもしれない。いずれにしても、資金の出し手がここには見えてこない、ということです。

こういったことを縷々挙げると、⑤投資した有価証券の経済的な利益が誰に帰属しているのか、というのが「そもそも論」として問題になるわけです。そもそも資金の提供者として認識されるのは誰なのだろうか。Kay Review にはこの答えが書かれていなくて、問いかけで終わっています。ただ、このようなことを考えていくと、実は、誰が本当に株式投資においてステークを持っていて、リスクをとっていて、判断をしているか、ということがわかりにくくなっている、ということをおっしゃっているのだと思います。

○第4章 Market efficiency : economic issues

第4章は、市場の効率性の話です。ここでは、株式投資、会社株主関係で理論的なものがどう関係してくるのかということに触れられています。

最初に、効率的市場仮説において「市場が効率的である」という場合について、少なくとも weak form のそれ（公的に利用可能な情報は市場に反映する）については争いのないところであるとされます。これは、皆様に改めて申し上げる話でもないかと思います。こういった効率的市場仮説等の理論が今回のレビューではどういう意味を持つのかということが、この第4章で記されているところと。

以上のような理論、あるいはそれに基づく影響について、本報告が行っている原因分析や処方については、それ自体は適切なものであると。では、どのような意味で適切かというと、例えば、仮に strong form の効率的市場が有効に機能しているならば、今我々が検討している問題は生じなかったであろうということ——ここは仮定法になりま

すけれども——こういったことを説明できるという意味において意味があるでしょうと、こういうことです。

ただし、本報告がよって立つ見解は次のものであるとも述べています。すなわち、こういった経済分析は、我々が検討を求められている問題を理解する上では非常に有益である。しかし、それをイデオロギー的に理解して、かくあるべしという形で判断するのではなくて、あくまでもそれは参考にしつつ、他の方法も使いながら、処方する際にはアプローチしていくのだと、こういったことが示されています。

○第5章 The role of asset managers

第5章は、前提部分の最後になりますが、これも Kay Review の中では非常に分厚く記されている部分になっておりまして、アセット・マネジャーの役割について記されています。

アセット・マネジャーのスタイルについて、本報告書との関係で重要なのは、アセット・マネジャーが会社の事業活動それ自体を見ているのか、あるいはマーケットにおける会社の株価に着目しているのか、これによってアセット・マネジャーの評価は変わり得るのだという前提の部分です。

アセット・マネジャーの活動について、それが短期的な利益を目指すものであったとしても、アセット・マネジャーのトレーディング活動が市場の機能に資することは否定しない、というところから報告書は出発します。市場参加者に流動性や情報を提供する役割も担っているというわけです。他方で、トレーディングからアセット・マネジャーが得る利益については、投資家のコストになっているものも事実としてあり得るということです。

次に、理論的な点と結びつけて書かれている部分として、アセット・マネジャーが会社の長期的な将来性に関する分析をするのは、それが価格にまだ反映されていないのであれば、有益な情報であるということが言われます。これは、もちろんアセット・マネジャーにとって、あるいは資金の

提供者にとって有益だということです。もちろん会社にとっても同様です。市場の不完全性を前提としますと、以上のような長期的な将来性に関する、まだ価格に反映されていないような情報というのは、唯一投資家が利益を得るための源泉になるだろうというわけです。

裏返して言えば、先ほどの経済理由の話と重なるわけですが、もし分析をしたものが直ちに市場価格に反映されてしまうのであれば、何らの利益を上げる機会も生じません。逆に全く市場価格に反映されないというのでも利益を得られませんので、市場がある程度不完全性を持っているところにこのような分析をすることの意味があるということです。

このようなアセット・マネジャーの活動がいろいろとあり得る中で重要なのは、彼らには次のような2つの時間軸が存在していることだと、Kay Review は指摘しています。

具体的には、まず①the performance horizon ということ、アセット・マネジャーのパフォーマンスが評価される時間という時間軸が一つあり、他方で、②the value discovery horizon ということ、有価証券の価格がファンダメンタルズの価値に帰する時間というのがあるのだとされています。①の時間軸が②の時間軸に比べて仮に短いとした場合は、アセット・マネジャーの関心は、他の市場参加者がどういう見解をとっているかというところに向かうであろうと。つまり、他の市場参加者の動向を見ながら自分の投資判断を決め、そのパフォーマンスが直ちに評価されるのであれば、そちらにインセンティブが働くということです。この場合、②の会社のファンダメンタルズがどうなっているか、それが株価にどう反映されていくかということには、どうしても目が向きににくくなるだろうと、こういう分析をしているわけです。

そうしますと、これは規制当局の観点からということになるのですが、関心を持つべきなのは、①の時間軸をいかに長くとり、他方で②の時間軸

をいかに短くしていくかだということを言っています。これはなかなか難しいのですが、ここではそういう指摘がなされているということです。

次に、アセット・マネジャーとアセット・ホルダーとの関係について述べています。まず、アセット・ホルダーにつきましても、アセット・マネジャーの評価を、ベンチマークなりインデックスなり、他のアセット・マネジャーのパフォーマンスと比較して行っていることを問題としています。今の話でいうと、アセット・ホルダーは、どうしてもアセット・マネジャーが短期的に判断をするような評価方法をとっているのではないかということを示唆しているわけです。他方で、資金を拠出した受益者の利益は、長期的かつ絶対的なパフォーマンスにあるはずであるということです。それにもかかわらず、アセット・マネジャーの関心は、先ほど時間軸の話もあり、あるいはアセット・ホルダーからの働きかけというか評価もあり、短期的かつ相対的なパフォーマンスに動きやすい。このインセンティブの不一致が問題の根源にあるのだということです。

ただ、アセット・マネジャーが他よりよいパフォーマンスを残すために、ほかのアセット・マネジャーと競争をしたところで、それが会社の価値を創造するものではなくて、資金提供者へのリターンに寄与するものでもないはずだと Kay Review は言っています。

他方、アセット・マネジャーが会社のファンダメンタルズを分析して、それに基づく投資判断等をしていくということであれば、この分析が会社の基本的な価値を引き上げるものではないけれども、会社がその分析に従って十分な確信を持って長期的な投資をすることを可能にするであろうし、それによって収益が得られれば、投資家にとっても利益になるものと認識されるということです。これが、長期に向けた判断をアセット・マネジャーに求める考え方の前提となっているわけです。

このようなアセット・マネジャーの短期、長期のパフォーマンスあるいはインセンティブを踏ま

えまして、アセット・マネジャーが効果的にかかわっていく——これは会社にかかわっていくということですが——ことで直接に会社の価値を上げることになるだろう。そして、アセット・マネジャーがファンダメンタルズに対する分析を行い、会社に対して関与することによって得られる果実というのは、会社にとっても、受益者にとっても大きいものとなるというわけです。

ただ、ここには留保がついていまして、インセンティブ問題として当然の結果なのですが、個々のファンド・マネジャーにとって、このようなことを行うインセンティブは弱いというのが実際の問題としてある、ということです。それは、自ら一定のコストを負担しながら、これによる利益は自らと利害のない他者に行く部分が含まれるからということです。こういったインセンティブの欠如というのは、構造的な問題です。ただ、ファンド・マネジャーの競争的な環境というのは、いずれにしても資金提供者にとっては好ましくないもので、規制を行う場合については、こういった構造についてアプローチをする必要があるだろうということになっています。

これが、この Kay Review において、今後イギリスにおける一定の指針を示すための前提となる認識だということになります。

4. Kay Review の原則と提言

ここからは、Kay Review がどういった原則を打ち立て、どういった提言をしているかというところを確認したいと思います。

実は、これにも相応の説明がついているのですが、そこまで載せるとかなり長くなってしまっているので、レジュメには原則、指針、提言というところをピックアップして述べています。

○第6章 Establishing trust

先ほどありました会社と資金の出し手との間の信頼関係が非常に希薄になっているという認識を踏まえまして、まず、そのような信頼関係をつく

り上げるといところが、この第6章の目的となっています。

そこで、株式のインベストメント・チェーンにおける全ての参加者は、スチュワードシップの原則にしたがって行動すべきである。その際には、投下ないし管理の対象となっている資金の提供者に対する敬意、あるいは実際にその投資や管理を行う者に対する信頼が基礎となるべきである、ということです。法律的な内容としては、このような説明はなかなかすっと落ちてこないのかもしれませんが、理念的にはそう考えるべきだということだと思います。

信頼と敬意に基礎づけられた関係は、全体として会社における高いパフォーマンスを促進する。そして、資金提供者への高いリターンを確かにするものになるのだ、と。これは、信頼関係のない匿名のエージェントがトレーディングを行っているよりもはるかに効果的なのだ、ということが原則として示されているわけです。

そして、この原則に基づいて、指針として、規制の実務者に対しては、トレーディングよりも投資を重視すべきであるということが言われます。これは、短期か長期かというイメージで理解いただければよいかと思います。株式のインベストメント・チェーンにおける各段階におけるエージェントは、信頼と敬意に基づく関係がより効果的に機能するように実務をレビューしていきなさいということを言っているわけです。

このような指針に基づきまして、さらに具体的な提言として、次のようなものが示されています。

【提言1】

Stewardship Code は、stewardship のより広範な形態を実現するため、コーポレート・ガバナンスの問題のみならず、戦略的な問題にも焦点を置いて展開すべきである。

これに基づきまして、進捗報告書では、2.3 という項がありまして、ここでは Stewardship Code

の改定が行われています。ここでは、stewardship の目的や定義を改めて確認していきまして、機関投資家のよき stewardship とは何かというのを示しています。そして、単なる会社のコンプライアンスを監視する以上の役割をここでは果たしていくべきである。具体的には、会社の長期的なストラテジー等にも関与していくべきである、というようなことが示されているわけです。

【提言2】

会社取締役、アセット・マネジャー、そしてアセット・ホルダーは、stewardship 及び長期的な意思決定を促進する Good Practice Statements を採用すべきである。規制主体や事業者団体は、既存の基準、ガイドライン、行為基準を Good Practice Statements に一致させる手順をとるべきである。

この点については、政府はこの提言を歓迎して、このような動きを進める方向で各業界等に働きかけていっているという状況です。

○第7章 Strengthening the investment chain

第7章では、信頼関係を醸成した上で、インベストメント・チェーンをさらに強化していくということが述べられています。

まず、第7章で示されている原則から説明します。アセット・マネジャーは、自らの投資した会社とより関係を深めていくことで、イギリス企業のパフォーマンス、そしてその結果として、資金提供者 (saver) の全体としてのリターンに貢献することができるはずであるということです。ここは should ではなく、can が使われていて、ちょっと特殊な原則ですが、そのような認識をここで宣言しているというものとして、この原則を理解することになります。

このような認識を前提としまして、指針としては、アセット・マネジャーが会社に対して関与することにより強くインセンティブを持たなければ

ならないということが述べられています。従前のアセット・マネジャーの実践、行動を踏まえまして、積極的な活動を行うアセット・マネジャーは、相互にインデックスから差別化される、要するに他のアセット・マネジャーから差別化されるようなポートフォリオを組む、あるいはベンチマークとなるインデックスから差別化されるようなポートフォリオを組むということに集中すべきであった。今まではそうではなかったので、そうすべきである。仮に規制上それを妨げているようなものがあれば、減じていくか、除去するかをしてほしい、ということが示されています。

他方で、規制による影響などを気にすることなく、集団的に行動するより大きな自由を有するアセット・マネジャーによる集団的行動の機会がもっと用意されるべきである。レジュメは直訳で全然こなれていないのですけれども、アセット・マネジャーは、自らの自由に基づいて集団的な行動をとっていくべきであるということを、ここでは言っています。

他方、先ほどは積極的に活動するアセット・マネジャーの話をしているわけですが、パッシブなマネジャーにつきましては、自らが従っているインデックスのパフォーマンスをより向上させていく特別な責任があるのだと認識すべきであるということです。具体的にどうすればいいのか、私にはよくわかりませんが、こういう指針が示されているわけです。

【提言3】

イギリスの会社に対する投資家が集団的に関与することを容認するため、投資家のフォーラムが構築されるべきである。

これにつきましても、政府は積極的な役割を果たすということで反応しまして、進捗報告書の2.22をごらんいただければ分かるのですが、Investor Forum というのが2014年7月に構築されたということが報告されています。これは、政

府がかかわってこのようなものに発展していったということです。これによって、アセット・マネジャーは、他との競争、あるいは他との差別化、それも出し抜くような差別化ではなく、会社の長期的な利益にコミットメントをしていくような方向を協調してとってほしいということです。

○第8章 The business environment

第8章は、事業の環境、あるいは企業を巡る環境ということにふれています。

取締役は、事業に係る資産及び運営に関するsteward、奉仕者であるということです。会社取締役の義務は会社に対して負うものであって、株価に対して負うものではない。会社は、「市場」との関係よりも、むしろ投資家との関係を進展させることを目的とすべきであると。ここで「市場」にかぎ括弧がついている点については説明がついていて、よく市場の株価等を見て、「市場はこういっている」などという言い方がされる。株価が下がっているのは「市場のこれこれの意思なのだ」という言い方をするのだけれども、そういった市場はここでの対象ではない。むしろ投資家との関係を直接的に進展させることを考えてほしいと、こういう意味なのだそうです。

その理由として指針が提示されるのですが、イギリス企業は、その自らが運営している事業について、競争上の優位性をつくり出して維持することを重視すべきなのであって、これこそが長期的な株主価値の唯一の源泉となっている。投資家は、この目的を支援し、サポートしていくべきである、というわけです。

【提言4】

イギリス会社の買収、及びイギリス会社による買収の活動に関する規模や効果は、BIS 及び当該会社自身による細心のレビューのもとにおかれなければならない。

このBISというのは、Kay Reviewを出している

Department for Business, Innovation and Skills という役所ですけれども、こういった規制当局であるとか会社におけるレビューが買収活動には必要であるということが示されています。

【提言 5】

会社は、主たるボードメンバーの人事に関して、主だった長期の投資家と意見交換をすべきである。

ここでは、人事に関して投資家の意向が吸い上げられるような仕組みを構築すべきだということを言っています。

【提言 6】

会社は、短期的な収益の期待及びその公表のプロセスから自由になるよう努めるべきである。

この3つの提言についても、もちろん政府は好意的に反応したというのがこの進捗報告書の説明です。提言4に対しては、2.99 というところで、政府としてはこれに関して好意的に捉えているということが示されています。提言5については2.28、提言6については2.52 というところで、それぞれ会社のグッド・プラクティスにおいてこれを反映していくべきであるというようなことが示されています。

○第9章 Fiduciary duty

第9章では、株式のインベストメント・チェーンにおける全ての参加者は、自らの顧客との関係において、信認関係における基準（fiduciary standard）を遵守すべきだということが言われています。

ここでいう信認関係の基準というのは、顧客の利益を第一に置くこと、利益相反を避けること、そして直接、間接を問わず、提供したサービスにかかる費用は合理的なものであり、かつ開示されなければならないということを示しています。これらの基準は、エージェントにおいて一般的にな

されている慎重な行動の基準から離れることを求めるものではないし、離れることを許すというものでもない。大事なこととして、契約によってこういった fiduciary standard を覆すことは認めない、ということを行っています。

また、株式のインベストメント・チェーンに関する規制について、そこで示されている義務は、信認関係の基準に引き上げられなければならない。投資に関する案件において、信認義務に係る法的概念の適用は、明確化されていかなければならない、ということが言われています。

【提言 7】

EU 及び国内における規制主体は、インベストメント・チェーンにおいて、他社の投資ないし投資判断に関する助言に関する裁量を有する全ての関係に対して、信認関係の基準を適用しなければならない。これらの義務は、顧客層の分類からは独立しており、契約により覆すことのできないものである。

【提言 8】

アセット・マネジャーはすべての費用について完全な開示をしなければならない。その費用には、実際上ないし評価上の取引費用を含み、ファンドに帰される手数料を含む。

【提言 9】

法律委員会には、受託者や助言者において不確実性や誤解に対処するため、投資において適用となる信認義務の法的概念について、レビューすることが求められる。

【提言 10】

貸株から生じた全ての収入は、投資家に対して開示され、払い戻されなければならない。

進捗報告書を見ますと、提言7に対応する部分にははっきりと見つけられていないのですが、提言

8につきましては、アセット・マネジャーのグッド・プラクティスで対応すべきだということが、2.71 に示されています。提言9につきましては、2.61において、これを受け入れて、法律委員会——これは政府の委員会ですが——で明確化していくということが示されています。そのレポートは、2014年4月に出されている旨、報告されています。それから提言10にある貸株から生じた収入について投資家に対する開示をすべきであるというのは、2.75というところに対応がされています。これについても、ディスクロージャーの要請を目指していくということで、政府が対応するものとされています。

○第10章 The information users need

第10章は、情報に関して扱われています。まず原則では、次のように述べられています。株式のインベストメント・チェーンにおける各段階において、パフォーマンスの報告は、その情報を利用する者にとって、明確、適切、適時、かつその必要に密接に関連したものでなければならず、資金提供者の資金が投資された会社の長期的な価値の創造に直結するものでなければなりません。

株式のインベストメント・チェーンにおいて用いられる測定基準やモデルというのは、会社の長期的な価値の創造、そして資金提供者に対する適切にリスクを反映した長期的リターンに直接的にかなった情報を与えるものでなければなりません。直訳でわかりにくいですが、会社の長期的な利益の創造と資金提供者に対して適切に長期的リターンを目指せるような情報を出してほしいということです。

株式のインベストメント・チェーンにおけるリスクとは、会社においてそのステークホルダーの合理的な期待を満たすことができず、あるいは投資において資金提供者の合理的な期待を満たすことができない、そういうリスクなのだということを、ここでは原則として示しています。

次に、指針です。報告義務について判断するに

当たって、まず、投資家への適切さというのが第一の基準になるのだということです。先ほどの原則の最初の部分に、明確性、適切性、適時性、そして必要との密接関連性が挙げられていたように、まず投資家にとって適切なものであるかどうかを重視してほしいということです。アセット・マネジャーは、その関係で、個人的に活動する場合であっても、あるいは集団的に活動する場合であっても、よき長期的な判断をするのに必要な情報の供給のために、会社との交渉をしていってほしいということです。

他方で、長期的な価値創造にとって不適切なデータを頻繁に報告するというようなことは、情報におけるノイズであって、減らしていかなければならない。

さらに、注意事項として、規制主体であれ、情報提供者であれ、株式のインベストメント・チェーンに関係する全ての者は、いかなる測定基準やモデルも、何か一つの基準やモデルをもって会社ないし株式のポートフォリオにおける長期的な価値の確かな指針となり得るものではないということ認識すべきである。

長期的な価値の創造に関係しない手段を用いることは、規制主体及び利用者にとって、避けられるべきである、とされています。

リスクというのは、リターンが短期的に変動しやすいかどうかという観点からはかられるべきではないし、ベンチマークとなるインデックスに比して誤って離れてしまうというようなことでもないのだということです。先ほどのリスクというのは、原則にも書いてありますが、会社において合理的な期待を満たせない、あるいは投資において資金提供者の合理的な期待を満たせないという場合を指すということと対応しているわけです。

【提言11】

義務的な四半期開示は除去されるべきである。

先ほどの、長期的な価値創造にとって必ずしも

適切ではないデータを頻繁に開示するというのはノイズになるのだというところと対応しています。

【提言 12】

質の高い簡潔な説明報告は、強く推奨されるべきである。

【提言 13】

政府及び適切な規制主体は、インベストメント・チェーンにおいて採用されている測定基準及びモデルについて、その使用及び制限を強調するため、独立のレビューを命じるべきである。

【提言 14】

規制主体は、評価及びリスク測定において特定のモデルを明示ないし黙示に指示することは避けなければならない、その代わりに十分な情報を得て判断を行うことを推奨すべきである。

要するに、特定のものに固執するような形、あるいは制度的に特定のものにインセンティブを働かせることは好ましくない、幅広く情報とれるようにしておくのが規制主体の役割ということです。

進捗状況について確認しますと、提言 11 につきましては、進捗報告書の 2.35、2.36 あたりをごらんいただくと出てくるのですが、EU の指令でここが実現しており、2014 年にイギリスでも国内法化されています。

提言 12 につきましては、2013 年にイギリス国内で新たなレギュレーションが敷かれまして、不必要と思われるディスクロージャーについては、幾つか削除されました。それが何であるのかまでは追いかけていないのですが、削除されたものの代わりに戦略的なレポートというのを個別に分離して、そこで明確に示すようにしなさいということがレギュレーションによる対応として示されています。

提言 13、14 については 2.52 のあたりで、規制主体のグッド・プラクティスの中に盛り込みなさいということが示されていまして、そのような対応の方向性で動いているということです。

○第 11 章 Establishing the right incentives

第 11 章は、インセンティブの構築の話です。まず原則ですがけれども、市場におけるインセンティブというのは、各関係者において、会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持、あるいは喚起し、長期的なリターンをなし遂げる投資のアプローチを採用することを可能にするもの、あるいは促進するものでなければならない、ということが示されています。あくまでもインセンティブは長期に向けて行いなさいというのが原則だということです。

指針のところでは、報酬に関する話として、株式のインベストメント・チェーンにおいて支払われるべきいかなるボーナスも、長期的な価値を見出すエージェントのパフォーマンスと関連しなければいけない。ボーナスにおける価値を実現できるようにする——与えられたボーナスをさらに具体的に金銭化するという話ですがけれども——そういうことを可能にするためには、そもそも長期的な価値が実現したということと密接に関係づけられている必要がある、とされています。

また、報酬につきましても、取引の量よりも長期的な価値の実現を反映するものでなければならないということです。

このような指針をもとにして、提言 15 及び 16 が出されています。

【提言 15】

会社は、取締役報酬について、持続的な長期的事業パフォーマンスに対してインセンティブが関連づけられるようにこれを構築しなければならない。長期的パフォーマンスに向けたインセンティブは、少なくとも経営者が事業から引退するまで会社の株式を保有し続けるという形態によつての

み与えられる。

【提言 16】

アセット・マネジメント会社は、マネジャーの報酬について、アセット・マネジャーの利益とその顧客の利益及び時間軸とが同期するように構築しなければならない。したがって、報酬の支払は、投資ファンドやアセット・マネジメント会社の短期的な利益と関連づけられてはならない。むしろ、長期的なパフォーマンスに係るインセンティブが、ファンドの利益となる形態で提供されていなければならない(直接であれ、ファンドを通じてであれ)、それはもはやマネジャーがそのファンドに対して責任を負うことができないと判断されるところまで進められるものである。

進捗報告書ですが、提言 15 については、2.46 で、テクニカルにこれに対応するのは今のところ難しく、現在は、進められている調査の結果を待っているということが示されています。

提言 16 については、アセット・マネジメント会社のグッド・プラクティスに盛り込みなさいというようなことで対応をしているということです。

○第 12 章 Regulating equity markets

第 12 章は、規制当局に対する原則です。規制の枠組みは、会社、資金提供者、仲介者において、会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持し、喚起することによって、長期的なリターンを成し遂げる投資のアプローチを採用することを可能にし、促進すべきものであるとされています。実は、この内容は、第 11 章の市場におけるインセンティブに関する内容とほぼ文言において同じになっています。

次に、指針です。規制は、市場利用者の視点、利益を採用すべきであって、市場仲介者の視点や利益を対象としてはならないということです。ここでいう市場利用者とは、会社と資金提供者を指します。

また、規制は、行為を直接的にコントロールするというものではなく、市場の構造であったり、インセンティブであったり、そういった問題を重視するものでなければならないとされています。

また、規制というものは、十分な情報があつたならば、市場において有効な結果がもたらされるであろうというような前提はとるべきではない。これは、市場の完全性を前提にしないであほしいということです。そうではなく、いつでも直接的に存在している政策目的として、どういったことをここで解決しなければならないかということを見て判断をしていくべきであるということです。

さらに、規制は、消費者により焦点を当てるものでなければならない、また商品の持続可能性及び供給者の完全性を強調しつつ、単純な商品と信頼された提供者を重視し、これを促進するものでなければならない。金融商品に関しましても、それが短期的なすぐに消えてしまうような金融商品ではなくて、長期的に提供され続ける持続可能なものでなければならないし、それを提供する者についてもインテグリティを持っているものでなければならないということです。ここにいう「単純な商品」というのは、過度に複雑な商品であってはならないということです。

政府及び規制の方針は、会社ないしその投資家にとって、株式市場を利用することに対して不必要にディスインセンティブを働かせないことを確保するよう目指すものでなければならない。

株式投資を妨げる不適切な測定基準に基づき、規制が何らかの要求をしている場合、それはレビューされるべきである、ともされています。

【提言 17】

政府は、個人投資家が電子的登録簿において直接に株式を保有するよう費用的な見地から最も有利な手段を開発しなければならない。

これは、資金提供者が可能な限り直接会社につながっていくよう、政府、ないし規制当局は図っ

てほしいということです。進捗報告書では、2.119
というところで対応が示されています。政府とし
ては、これに対してコミットしていく、というこ
とが示されています。

○第13章 Markets for users

第13章はまとめの章であり、利用者のための市
場について述べています。まず、我々の目的は、
株式のインベストメント・チェーンにおけるあら
ゆる点において、信頼に基づく関係を第一として
再生することにあり、トレーディングの文化より
も協力の文化を伸ばすよう支援することにある、
と述べられています。

この提言には2つの要素があり、長期的には—
—これは長期的な判断とか短期的な判断という意
味での長期、短期ではないのですけれども——
我々には株式投資の新しいモデルが必要となる。
つまり株式インベストメント・チェーンは短くし、
そこに信頼関係を進展させていくことを追求し、
規制をするに当たっても新たな哲学が必要になる、
そしてそれによって支えられるのだ、ということ
です。また、会社と対峙していくアセット・マネ
ジャーというのは、会社に対するよき助言者
(mentor) に似る存在になるのだと言われていま
す。

より短期の視点で言いますと、我々が提案する
報告に従って行動するように求める、というわけ
です。ただし、Kay Review は、命令的に規制をせ
よと言うことは避けたいということを宣言してい
ます。市場、金融に関する産業構造を変えていき、
そこに働く人のインセンティブ構造を変えること
によってのみ、先の文化が実現すると、こういう
発想で動いているのだということです。

本日の報告は、ほぼイギリス中心にということ
で行いました。以上が、イギリスの現状の株式構
造、市場構造、そして判断者の判断構造等を前提
にして出されたレポートである Kay Review、そし
てそれに対する政府等の対応だということになり
ます。

駆け足で、しかも雑駁な内容で大変恐縮ですが、
どうぞよろしくご教示いただきますようお願い申
し上げます。ありがとうございました。

~~~~~

#### 【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、  
ご質問、ご意見等がございましたら、ご自由にお  
願います。

#### 【Kay Review における長期・短期概念】

○岸田 ここでは、短期とか長期というキーワ  
ードがありますが、具体的にこの短期、長期とい  
うのは判断しにくいと思いますけれども、何か先  
生のご意見をいただけますでしょうか。

○松井 Kay Review の中では、具体的にここか  
らが短期、ここからが長期というのはないのだ  
ね。例えば、長期を目指して、結果的に短期で取  
引をするということもありますし、あるいは、も  
ちろん長期を目指してそのまま持ち続けるとい  
うこともあります。したがってこの長期、短期  
というのは、基本的には投資の姿勢、あるいはマ  
インドのようなものなのかなと私自身は思ってい  
ます。恐らくそれ以上のことは言えないのではな  
いかという感じがします。

○岸田 具体的にこういうのはだめですよとい  
う規制ではないのですね。

○松井 そうではないですね。先生もおっしゃ  
るとおり、具体的に決められない以上、指針なり  
理念という形で示すという方策をとったというこ  
となのだろうという気がしています。

#### 【イギリスによる EU 離脱の EU 規制への影響】

○岸田 最近、イギリスの EU 離脱が問題になっ  
ていますが、この中で、かなり EU の規制の問題が  
ありますけれども、今すぐはわからないと思いま  
すが、EU を離脱すれば、この規制も変わるとい  
いますか。

○松井 お答えするには私自身の能力を超えている質問であるということを承知で申し上げますと、これまでの資本市場に関連する EU の指令やその他規則の内容を見ると、少なからぬ場合において、イギリスである程度実務的に積み重ねられてきたとか、議論が積み重ねられてきたものが、EU の指令や規制に反映されているような例が見受けられるのですね。そうだとしますと、むしろ EU の資本市場に対する規定群というのは、イギリスがイニシアチブをとっていた面があるので、離脱をしたからといって、イギリス本体についてはさほど変わらないだろうという気がします。

EU の側からはどうかというと、これまでの EU の立法のあり方などからすると、イギリスが直接にその立法過程に影響を与えることはできなくなりますけれども、ある程度は相互に参照しながら取り組んでいくということはあるかと思います。実際に資本市場関係の法律は、大陸法とイギリスの法律はかなり一致する方向にありますから、直ちにそれが影響を与えるということはないかなというふうには推測しています。

#### 【Kay Review が念頭に置いている投資家像】

○伊藤 幾つか基本的なところを確認させていただけたらと思います。

まず、Kay Review の、特に原則や指針や提言でいろいろと言われていることといたしますのは、基本的には、伝統的な機関投資家と言われた年金基金などを念頭に置いているものだと考えておいてよろしいでしょうか。アクティビストなどに固有の話のようなものはあまり出てこなかったように思いましたので、まず、それを確認したいのが一つです。

それから、よくインベストメント・チェーンという言葉が出てきます。このインベストメント・チェーンの典型的な姿として、とりあえずこれを議論するときに、どういうものを考えておけばいいでしょうか。例えば年金基金の場合で言うと、資金提供者というのは年金の受益者で、アセッ

ト・ホルダーというのは年金基金そのもので、アセット・マネジャーというのはその年金の運用責任者などのことを言っていて、最終的にそのチェーンの反対側の先には投資先の会社があると、このような感じの姿をまずは念頭に置けばよろしいでしょうか。

○松井 まず、前者についてですけれども、伝統的な機関投資家を念頭に置いているかといえば、イエス&ノーです。イエスというのは、もちろんそれが当然に対象として含まれているということです。特にイギリスにおいて、伝統的な機関投資家は非常に受動的な対応をとるということが、少なくとも 2000 年代ぐらいまでは一般的でしたので、そのようなものに対して積極的にコミットメントをしてほしいというようなことが念頭に置かれていることは間違いないと思います。

他方でノーというのは、ヘッジファンドのようなものはここから外れているかといえば、それは直ちにそうは言えないという気がいたします。イギリスのそういったものの現状からすると、この Kay Review で示した政策的なツールにある程度取り込んでいくということは考えているはずなのです。しかも Kay Review では、最初に統計の数字を出していて、ヘッジファンドなどの新しいタイプの機関投資家が半分前後を占めているというのが出てきますので、これが対象から外れてしまうと、この文書で求めている目的が実現しないということにもなります。ですので、濃淡はあるにせよ、どちらもある程度念頭に置かれているだろうというのが私の認識です。

2 つ目ですけれども、インベストメント・チェーンについての基本的な枠組みは、恐らく伊藤先生のおっしゃったようなものでよいと思います。もちろん、さらに機能が分化していて、議決権行使のところについて、さらに議決権行使の助言をしたり、行使をしたりといった分化はしていますが、基本的な構造は伊藤先生のおっしゃるものでよいと思います。

○伊藤 Kay Review が、伝統的な機関投資家だ

けではなく、ヘッジファンドも含めていろいろな原則等を考えているというお答えだったのですが、もしそうだとすると、そのあたり、アメリカなどでのアクティビズムの議論と比べますと、やや違和感があるところです。

例えばギルソン&ゴードンの論文(注: Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. Rev. 863 (2013))では、アクティビストと伝統的な機関投資家を区別しています。伝統的な機関投資家というのは、パッシブであるというよりは、自分では提案は出さないけれども、アクティビストが出してきた提案についてきちんと検討して、乗れるものには乗っていくという行動をとる。逆にアクティビストのほうは、また伝統的な機関投資家とは異なって、コーポレート・ガバナンスに問題がある企業を見つけてターゲットにして提案を出していった、もしそれにほかの伝統的な機関投資家が乗ってくれて、自分の提案が通れば、それで収益を上げられる立場にあるといったことを前提に、いろいろと議論がされています。そのような議論を見た者からすると、両者をあまり区別せずに、同じ原則や指針を当てはめていく方向性自体にちょっと違和感を持つのですけれど。

○松井　まず議論の前提として、イギリスのパッシブと言われる投資家がどういう行動パターンをとっていたかという、基本的には議決権行使をしないという例が少なからず含まれていたということがあります。そこは、今伊藤先生がおっしゃった例とはやや違っていたというのがまず前提としてあります。

他方で、そのような状況が大きく変わってくるのは2000年代だと言われておりまして、「はじめに」の中にも少し書きましたが、パッシブと言われていた、つまり何もしない投資家が、アクティビストの議決権行使につられて行動するようになるという現象がイギリスでも見られるようになった。その限りにおいては、伊藤先生が今おっしゃ

ったような議論というのは、アメリカとイギリスでそう大差がないとも言えます。

ですので、仮にイギリスでもある時期からアメリカと同様の議論が当てはまるとしまして、では、今回の Kay Review、ないしはそれに基づいて政府がとっているさまざまなツールについて、伝統的な機関投資家に対しては、比較的親和的だし従いやすいけれども、アクティビストというのは、そもそもここが対象にするにはあまりにもかけ離れ過ぎているということになると、何か問題はあるのだろうか。この点に対しては、実は、このレビューが求めている政策手段が比較的にリジッドなものではないので、あまり問題ではないということになるかと思います。つまり Kay Review では、アセット・マネジャーが自分でグッド・プラクティスをつくって、それに従って行動するかどうかというのを求めているだけなのですね。それに対して厳しいサンクションがあるわけでもないですし、ヘッジファンドも、俺はそんなものは知らないというのであれば、それはそれだけのことなのですね。

イギリスのスタンスというのは、あくまでも、考え方として、ここに示したようなものがあると紹介しているだけのことなのです。これに対してとり得るツールとしては、自主的にこのようなものが幾つかある。スチュワードシップ・コードにしてもそうですし、グッド・プラクティスのステートメントにしてもそうですし、本当に規制主体がサンクションを伴って何かをしている場合というのは、非常に限られているのですね。

そういう意味で言うと、もちろん伝統的な投資家を念頭に置いて、それに従いやすいようにつくってあるけれども、ヘッジファンドが直ちに排除されるわけではないというのが私の認識でありまして、伝統的な投資家、それから新たな投資家というのは、このレビューの中ではそれほど区別されて書かれてはいません。そういう意味で言うと、やはり Kay Review なりイギリスの規制方式の特殊性というのがあるのではないかというのが差し当

たりの答えになろうかと思います。

#### 【ファンド・マネジャーの報酬】

○伊藤　あまり区別はしてなくて、今松井先生がおっしゃったような規制をかけていく方法だというのは、理解できました。

先ほど述べたギルソン&ゴードンの論文では、まさにそこが、あまり意味がないと批判されているところなのですね。この Kay Review で書かれたところでは、レジュメの 18 ページ以下で紹介いただいたような、伝統的な機関投資家などのインセンティブ構造ですが、これが決定的で、これが変わらないと、何々すべきと言ったところで、しょせん機関投資家の行動は変わらないではないかという話になります。いくらスチュワードシップ・コードでこれをやれと言っても、要は、ファンド・マネジャーのインセンティブ構造が変わらない限りは、実現されないのではないかということです。

そういうことからしますと、インセンティブ構造を変えることが大事になりますけれども、それは今回のレビューでは、33 ページあたりの報酬の話などがそれに当たると思うのです。この報酬は、要は、ファンド・マネジャー等に、ほかのマネジャーとの相対的なパフォーマンスに応じて報酬を与えるのではなくて、もっと長期的なパフォーマンスに応じた報酬を与えるという話になっているようです。しかし、これは具体的にはどういう報酬を与えることが考えられているのでしょうか。長期的なパフォーマンスといっても、しょせんは相対的なパフォーマンスだと思います。投資先会社のパフォーマンスに応じた報酬なんて話にはならないはずですから、しょせんはファンドのパフォーマンス、それを長期ではかるというだけの話で、これがうまくいくかはわからないかなと思いました。

○松井　まず全体としては、私も伊藤先生と非常に近い認識を持っていまして、この Kay Review の弱みは、インセンティブのところに対する指針

が非常に甘いというか、具体的にこうすればよいというのがはっきり出ていないのです。まさにインセンティブの不一致の話がレジュメの 18 ページにありまして、19 ページを見ると、これは構造的な問題であるとされています。ここでは、こうすればこのインセンティブの不一致の問題は解決できるというのがなかなか言いにくいようで、ただ、その構造に対してアプローチをしろということだけを言っているわけです。

それで、構造に対するアプローチとして出てきているのが、22 ページから 23 ページです。ここでは、他を出し抜くというような行動ではなく、投資家はある程度、会社の長期的な利益に向かって共同行動に向けた動きの方向を志向していくとされています。もちろんそれは、規制等でサンクションをつけて縛るような話ではないので、フォーラムをつくって緩やかにそれを行わせるというような、環境整備的な形がここではとられているということです。

あるいは、伊藤先生がおっしゃったインセンティブに触れているのは、32、33 ページあたりの第 11 章です。ここも、長期的なパフォーマンスにタイアップされていますが、実は提言 15 や先ほどの進捗報告書でも、政府はこれに対して非常に好意的には捉えているけれども、それ以上のことは言っていないのです。具体的な方策が出ていないのは、この提言 15 だけです。そして、今後の調査を見守ります、ということになっているのです。もしかしたら今はもう出ているのかもしれませんが、いずれにしても、ここは政府としても対応に苦慮しているというところがあるようです。

また、提言 16 についても、長期的なパフォーマンスをどうはかるかというのは、なかなかよくわからない。このレビューで示されているのは、少なくともそういったパフォーマンスをはかる測定基準をある特定のものに固定するな、ということです。その代わり、多種多様なものを見なさい、情報は十分にとれるようにしなさいと、ここまでしか言えないのです。

では、何を見るのかと言われると、おっしゃるとおり、結局相対的にしか決まらないのではないかという話になって、実はこのレビューの弱みはまさに伊藤先生のおっしゃるところにあるというのは、私も同感です。これに対して私自身が何か具体的にこうすべきであるというのがあるかという、ないのですけれども。

#### 【Kay Review における株式市場及び株式保有に関する考え方】

○龍田 本日の資料 12 ページに、株式市場が、会社に資金を投ずる場というよりも、会社から資金を得る手段になっているという記述がございます。これがどういう意味なのか、どうしてここに入っていて、本日のテーマである短期主義と長期の問題とどうかかわるのかについて、改めてご説明いただけませんか。

また、ヨーロッパ議会は、株式の保有期間が長い株主について、議決権や配当などの面で優遇する案を否決したのではないかと思います。そこで問題にされた株式保有期間の長短と、本日問題にされた短期主義云々とは、つながりがあるのか、ないのか、お教えいただけますと幸いです。

○松井 まず、12 ページの記述に関する第 1 点目ですけれども、市場に関するある種の当然の前提のようなものとして、発行市場、資金を調達する場というような認識が株式市場にはあるのではないかとされているわけです。株式市場というのは、本来は投資家が会社に資金を投じて、会社が資金調達をする、そういうものとして重要な役割があるはずであるという前提です。

他方で、昨今のイギリスの企業の実態を見た場合、実際に株式市場を通じて資金調達をするという例は多くないということがあるわけです。むしろ実態として見た場合、株式がもう既に所与として上場されていて、投資家はその株式に対して投資をすることによって、会社の収益を投資家が投資の果実として受け取るという側面がある。この実態が現実の機能としては非常に重要であると言

うわけです。要するに、流通市場の側面なのですから、そこに着目するのが実態にかなっているだろうというのが、この部分の説明になるかと思います。

そうだとしますと、会社が投資対象として存在し、その収益に投資家があずかるというためには、まさにその収益をどのようにして向上させていくのかというのが主たる関心にならなければいけない。そうでなければ市場も機能しないだろうということで、これがスチュワードシップやコーポレート・ガバナンスの話につながっていくわけです。本来であれば、発行市場という資金調達のためのマーケットとそれが流通するための市場というのは密接不可分なはずですが、ここは説明のためにそこを切り分けた。強く言ってしまえば、発行市場は、実態として、現実の機能をほとんど持っていない。片や、既に発行された株式を取得する投資家は、それを通じて配当その他の利益を得ることができて、それによってリターンを得ることができ、ここは非常に重要な意味を持っている。この重要な意味を持っている部分に着目していくと、やはりコーポレート・ガバナンスの話や投資家の行動パターンの話になっていくという、こういうことかと思います。それが、投資家において短期的な利益を追求するのではなくて、会社の長期的な利益を考えてほしいというその後の議論につながっていくところですよ。

次に、2 点目です。長期の株式保有に何らかの制度的な恩典が与えられるかという点について、ヨーロッパで否定的な見解が示されているところですが、ここでいう長期的な保有ということについては、今回の Kay Review が長期で会社の利益を実現するということとかなりの程度関連しているかと思います。

ヨーロッパの議会での話とご紹介があった点は、単純に株主が長期間持っていることを念頭に置いているわけで、これは会社からすれば、ある程度長期的なコミットメントをしてくれることを想定しているはずです。この長期的なコミットメント

というのは、まさに Kay Review でいう、会社に対して長期の利益をはかるという観点から株式保有してほしいということと重なり合うかと思いますので、先生がご指摘くださった点は、この Kay Review での長期、短期ということとある程度関連づけられるのではないかと思います。

以上でお答えになっていますでしょうか。

○龍田     ありがとうございます。

#### 【Kay Review に示された市場観・規制手法】

○行澤     まず第一点、今の Kay Review のお話を聞く限り、我が国におけるコーポレートガバナンス・コードとかスチュワードシップ・コードと同じような考え方、もしくは背景となる思想というのがい知れます。まさに松井先生がおっしゃったように、例えば 24 ページで指針としてはっきり出していますけれども、イギリス企業にとっては、事業についての競争上の優位性をつくり出して、維持することこそが株主価値の源泉であって、投資家はこの目的を支援すべきであると、こういう考え方が前提にあり、それがインベストメント・チェーンというものを軸にした今回の Kay Review の考え方になっていると思うのですが、こういう理解でよろしいでしょうか。

そういう前提に立って見ると、Kay Review はキャピタルゲインのような市場における売買から得られる利益に対して非常にネガティブ、もしくは冷淡な捉え方をしているように見えます。配当益によって長期的な利益を得るのが本筋であって、マーケットにおける売買益などというのはしょせん投機的な利益だといいかねないような論調を感じるわけです。

そこから、例えば情報開示についても余計なノイズを外せなどということを聞くと、従来言われてきたマーケットの自律性とか、マーケットが会社経営者に対する規律 (discipline) を与えるといった考え方も、何かちょっと後退しているというか弱くなっている気がします。すなわち、市場というものを大切に考える従来のアメリカの考え

方になじんできた者からすると、かなり大きな政策転換、もしくは思想的転換が図られているような気がしました。本当にそう考えていいののかどうかという点が質問の第一点です。

もう一点は、今伊藤先生も、結局意味がないということを言われましたが、結局、ヘッジファンドが言うことを聞かなかつたら意味がないということで、一面においては、確かに今のイギリスのソフト・ロー・ベースの規制の実効性が問題視されてきているのだと思います。しかし、他方で、やはり政府の規制哲学がこういう形で変わってきて、啓蒙的な形を取りながら、あらゆる政策を動員することで、例えばグッド・プラクティスにあなたはかなっていないよねというような話にだんだんなってくると、それこそ中長期的には意図された方向にもっていかれることになるのではないのか。だから、実効性がないからサンクションを与えろ、いや、それはよくない、といった目先の議論を超えたところの、大きな政策転換の潮目を見るべきではないかと思うのです。

それについて、日本もどちらかというとそういう規制手法にシフトしつつあるようにも見えますところ、アメリカの議論との対比の中で、松井先生のご感触といいますか、今、日本において、本当にソフト・ロー・ベースでやっていることには意味がないのか、それとも、そこには規制当局の深慮遠謀があるのかどうか、そういったことも含めてお聞かせいただければ幸いです。雑駁な質問ですみません。

○松井     行澤先生のご指摘は、非常に核心に触れておられまして、私も伺っていて、すでに一貫したストーリーになっているような感じがします。

まず 1 点目ですけれども、先生から、Kay Review の見方として、事業収益、配当というような利益を投資家が目指すことが好ましい。他方で、キャピタルゲインを取ることは、どちらかというと批判的に見ているといった考え方が示されました。ただ、そのご指摘に対しては、このレビューをざっと読む限り、直接触れているところはないので、

形式上は多分中立的なのだろうと思います。

最初の岸田先生のご質問とも関連してくると思うのですが、ここで長期にコミットメントするといったときに、それはあくまでも投資家の投資姿勢や実際のコミットメントの仕方が、長期か短期かをある程度決めるところがあるのだと思います。そのような投資についても、ある程度のところでやはり利益を実現しなければいけないので、保有する投資商品をマーケットで売却することがこの Kay Review の考え方に反するかといえ、恐らくそうではないのではないかと。そうだとすると、インカムゲインなのか、キャピタルゲインなのかという点についての評価は、恐らく Kay Review としてはニュートラルであるということだと思います。

それとの関連で、マーケットの捉え方が Kay Review において少し変わっていているのではないかと。ご指摘は、伺ってなるほどと思うところがあります。これは Kay Review が直接意識しているのかどうか分かりませんが、例えば開示のし過ぎがノイズになって、かえってそれは投資家にとって、あるいは会社にとって好ましくないと言う。あるいは、第4章の効率的な資本市場仮説あるいは理論のところ、これに関しては、あくまでも現状認識のためのツールとして有効だと割り切ってしまうと、これを目指す方向としては置いていない。ウィークフォームは認めているけれども、ではセミストロングフォーム、さらには、ほとんど神様の世界なので、ストロングフォームはあり得ないにしても、そこに可能な限り近づいていくのか。以上を見る限り、ある種の市場の機能に期待するというのが、実はあまり出ていないのです。

むしろ、市場は不完全だから利益の機会があるのではないかと、そこには仲介者の非常に重要な役割があるのではないかと、市場か仲介者かという議論の方向に動いていて、その意味で言うと、行澤先生のおっしゃるような、市場の見方に対するある種のシニカルさというか、見方の違い

というのはあるのかもしれないという気はしています。

ですので、ここは評価の問題でもあるのかもしれませんが、以上のような観点からこの Kay Review なり、イギリスの思想なりを見出していくというのはあるかもしれないということを感じております。

2点目ですけれども、ソフト・ローというものの有効性というのは、昨今、この10年、20年来的な重要な課題であるかと思います。イギリスの場合は、これは印象論でしかないのですが、もともとソフト・ロー的な文化というか対応に非常に親和性を持っているところで、要は、それぞれの業界や、あるいは利害を同じくする主体が自律性 (autonomy) をもって規律をつくって、それで律していくということについて非常に重きを置いてきましたし、それによって、ある程度コストをかけずに規制目的を実現できてきたということがあるのだと思います。

他方で、規制主体がどんどんサンクションを伴って規制をすることについては、非常に抑制的であったということもあろうかと思います。文化論をやると、あまりきちんとした議論にならないのですが、そこにコメントするとすれば、もともとイギリスは、公の部分と私の部分が未分化の国で、私の部分である程度公的な機能を果たすことが期待されていたし、それを実現して、コストをかけずに規制目的を達成してきたということがあるので、何らかの規制目的を実現するときに、それが最初に選択される。もちろん、それによってうまく実現できない場合については、よりハードな形に動いていくというようなことはやってきたのだと思います。

ですので、そういう意味で言うと、ソフト・ローの実効性があるか、ないかといえば、少なくともイギリスのような規制目的の実現方法に関するコンセンサスが緩やかであれば、ある程度実効性はある。その反面、ある程度実効性が限られるとなれば、より強固な手段に入っていく。規制主体

が何らかのより強いサンクションを伴ったハード・ローのほうに動いていく、というようなことはあるだろうと思います。

ですので、それはそれぞれの状況なり規制目的に応じて手段を使い分けているということで、ここはご指摘のとおりかと私も思っております。

#### 【Kay Reviewにおける fiduciary duty の考え方】

○小出 26 ページから 27 ページの fiduciary duty のところについていくつかお伺いしたいのですが、まず、26 ページの原則のところの6行目、「一般的になされている慎重深い行動の基準から離れることを求めるものではない」ということについてお聞きできればと思います。これはつまり、ここで fiduciary duty と言われている行動の基準というのは、一般的な慎重深い行動の基準とは違うものだというのが前提なのかということです。

次に、ここで fiduciary duty と言われているものの中身といいますか、例えば提言7にあるように、契約関係によってこの義務を覆すことができないとか、顧客層の分類からは独立した義務だとか、これらの点というのは、一般的な fiduciary duty、信認義務の考え方とは随分ずれているような気がします。一般的な信認義務というのは、契約を補完するものなので、あくまでも契約が両当事者に負わせている義務からその具体的な内容が導かれると考えられていると思うのですね。それから、契約の一方当事者がどういう顧客層に分類されているかも、契約を解釈する上で重要な一部として、信認義務を負うかどうかを判断する要素に組み込まれているのだろうと思います。

それから、インベストメント・チェーンにおいて全ての参加者が信認義務を負うべきであるという話ですが、やはり信認関係というのは、ある意味では、イギリスの裁判所は非常に慎重に使ってきたところがある気がします。インベストメント・チェーンでさまざまな当事者がいる場合に、直接の取引当事者同士の関係以外のところに信認関係のような特別な関係を認定するというところに

は、随分と慎重だった気がするのですね。なのに、ここでは、信認関係を認める対象を拡大しようというような提案だと思うのですが、こういった提案というのが、実際に法律家たちによって受け入れられているのかどうかということについてお教えいただければと思います。

○松井 最後のところから申しますと、私も、この信認基準、あるいは信認義務の考え方がどの程度受容されているかというところまで確認できていないので、またの機会にご報告等できればと思います。

それで、最初のところ、26 ページの「一般的になされている慎重深い行動の基準」というのは、“generally prevailing standards of decent behavior” ということで、法律的な概念ということではなくて、一般の実態としてこういう仲介者が慎重にとっているであろう行動があるのであれば、それに従ってくればよいということかと思います。他方で、それから離れてもらうものでもないという感じで、現状で相応の対応があれば、それは受容しますというようなことを恐らく言わんとしているのだろうと思います。

それから、契約によって覆さない、あるいは顧客の分類から独立しているという提言7は、信認義務の考え方においてやや奇異な感じがするというのは、おっしゃるとおりかと思います。

他方で、信認義務にも強弱があって、要は、任意規定的に読んで、契約で覆されるレベルの弱いものから、そのような任意規定による修正を許さない強行的なものまで理論的にはあり得て、ここでの宣言は、少なくとも株式に係るインベストメント・チェーンについては、強行的な信認関係として位置づけよと、ということだろうと思います。それは、ある種の Kay Review の考え方で、やや理念的にいやらしい議論の仕方をしていると思うのですが、要は、信頼とか敬意とかという法的ではない概念を理念として置いて、それを法的に落とすと、そういう固い信認基準になるのだと、こういう持っていく方をしていまして、こ

れがこの Kay Review の核になっているのだと思います。おそらく前提にあるのは、イギリスの金融の仲介者に対してそれぐらいの基準を求めておかないと、結局イギリスのマーケットなり事業の利益にならないという、こういうある種の信念があるのだと思います。

ただ、これも先ほどの話に戻るのですが、そういったものが具体的なリジッドな法規制に直結しているのかというと、必ずしもそうではないのですね。信認義務の考え方はこうですと言って、解釈は法律委員会で明らかにします——先ほどの小出先生の最後の質問には答えられなかったのですけれども——というところまででとどまっているのです。では、具体的な事件で非常にリジッドな信認義務の問題で解釈されて解決されたのかという話が出てくると、まさに小出先生のご指摘の問題が出てきて、先の考え方が現に受容されるかどうかという問題になっていくということだと思います。ただ、この点は私自身も理解が足りておりませんので、引き続き研究させていただきたいと思います。

#### 【Kay Review における四半期開示の考え方】

○飯田 提言 11 で、四半期開示は除去されるべきということですがけれども、これがなかなか興味深いと思っています。その Kay Review での理由としては、四半期開示のような情報は、情報としてはノイズであるということだったと思うのですけれども、その趣旨が必ずしもよく理解できませんでした。というのも、会社の経営者のインセンティブの意識が四半期ごとの評価に向かってしまうから好ましくないという文脈もあったようにも思ったのですけれども、そうではなくて、市場の価格形成にとって役に立たない情報という趣旨でのノイズであるということでしたので、その辺がどういう文脈で言われているのかということをお教えいただきたいと思います。

それと、もしご意見があればということですが、日本で四半期報告書というのがありますけれども、

それに対して何か示唆するものがあるのかどうかということについて、先生のご意見を教えていただければと思います。

○松井 おっしゃるとおり、これをノイズとして理解するというのは、やはり相当の前提を置かないと理解できないところかと思います。まず、この Kay Review では、大量の情報が供給されることがあり、それが一般的なテンプレートに乗って出てくるというのは、単純にノイズなのではないか切るのでですね。これは Kay Review の 10.18 に出てくるのですけれども。その前提にあるのは、やはり先ほどのアセット・マネジャーの話ですが、情報が出てきてそれが株価に反映される、あるいは何らかのアセット・マネジャーの行動に影響するとなると、結局それはアセット・マネジャーがその情報に振り回されていくのではないかという、この Kay Review 独特の認識があるのだろーと思います。

この点は私の感触でお答えすると、Kay Review には、ある種の「宗教」にも似たところ、いわば「長期収益教」みたいなところがあって、その長期収益と短期収益で、短期収益に非常につながりやすいところというのは好ましくないというような言い方をされるところがあります。

ちょっとエモーショナルな表現をしましたが、要は、四半期開示のような形で頻繁に大量の情報が出てくることになれば、それは当然、情報を消化し切れない関係者がいる反面、それに過剰に反応する関係者もいる。それが結果として会社の長期的な利益を損なう、かえってアセット・マネジャーの短期利益追求につながっていくと、こういう認識があるのだろーと思います。

だからこそ、四半期開示を取りやめると同時に、戦略的な内容を一枚でまとめた——一枚とは書いていませんけれども——簡単なペーパーを出せ、などと言っているのは、やはり長期に向けた情報をむしろ重視しろというメッセージであって、そこはある種の確信めいた信念のようなところから出てきているところはあると思います。

ただ、ここは制度化する方向で動きましたので、それがイギリスなりヨーロッパなりである程度共有されたというのが、実態としては非常に興味深いところだと思います。それは、金融危機でアセット・マネジャーの具体的な行動に対する懐疑心はかなり流布したのだろうというのが私の見立てです。

では日本にどのような示唆が与えられるかというと、これはまさに日本がどういう前提をとるかということになるかだと思います。例えば、先ほどの行澤先生の市場に対する見方と密接に関連するのですが、やはりマーケットというのは、可能な限り関連する情報は提供させて、それを消化させて、株価、そして企業価値の発見に資するように動くべきであるということならば、やはり四半期開示はどちらかというと好ましいという議論になります。この場合、その情報開示をノイズだというのは、非常に問題のある評価だということになるのではないかと思います。

また、日本の場合、金融危機において、イギリスないし欧州におけるような中間的な金融仲介者が短期的な利益を追求し過ぎて、何らかの投資家の利益を損なったということが前提にならないのであれば、イギリスやヨーロッパと同じような議論はしにくいだろうという気がいたします。その意味で言うと、ここから得られる示唆という意味では、ヨーロッパなりイギリスなりのかなり特殊な事情、考え方がここにあらわれていて、日本は、当然にはそのようには言えないのではないかと。しかも、マーケットや実態に関する見方も違うとすれば、やはり日本は独自の事情で考える必要があるのではないかとということになるのかなという感じがしております。

○飯田     ありがとうございました。

#### 【アセット・マネジャーの報酬と経営者報酬との関係】

○松尾     今までのお話を伺っていると、Kay Review では、株式投資とか株式市場というのは、

ゼロサムのところで利益を得るのではなくて、あくまでも新たな価値を創造して、その分配を受けるところですというのが大前提とされていて、その意味で、非常に宗教的というのは何かわかる気がします。

そうだとすると、先ほど伊藤先生とのやりとりでおっしゃっていたアセット・マネジャーのインセンティブや報酬に関しても、ゼロサムのところでもより多くのものを分捕ってきた人ではなくて、企業の価値創造に寄与した人でコミットして、例えば5年の計画を立て、その進捗状況に応じて企業収益なり企業価値が増加した場合に、相応の報酬が得られるというような報酬設計にしないということになるのかしらという気がします。仮にそういう理解が正しいとすると、経営者の報酬のところとよく似た議論になっているので、経営者とアセット・マネジャーというのはどういう棲み分けになるのかというのが気になります。

まず、そういう理解でよいのかということと、それでよいとすると、経営者とアセット・マネジャーというのはどのような役割分担になると考えればいいのでしょうかというのが、私の疑問です。  
○松井     最初の、ゼロサムではなく、会社の価値を上昇させることによって、アセット・マネジャー等が利益を得ていくべきであるということで、そこに向けたインセンティブをつけていくべきであるということについては、まさにおっしゃっており、Kay Review はそういう考え方に強く立っていると思います。

ただ、先ほど伊藤先生とのやりとりにもありましたように、その長期的なインセンティブをどうつけるのかというのはよくわからない。要するに、単一のメトリックでやってはならない、ということだけははっきり言っていますので、5年間の利益「だけ」でやるのは好ましくないと、こういう言い方なのですね。結局、単一のメトリックを立てると、そこに向けてまた特殊なインセンティブが働く、あるいは歪んだインセンティブが働き得るということを念頭に置いているのだろうと思い

ます。それを踏まえまして、経営者の持っている報酬・インセンティブ構造、それからアセット・マネジャーの持っている報酬・インセンティブ構造は似てくるといえるのは、それはまさにおっしゃるとおりだと思います。

32 ページの原則を見るのが多分一番わかりやすいのですが、インセンティブは会社——これは経営者、資金提供者、仲介者も皆含めてですが——において基本的には、「会社における長期的な価値の追求を目指す判断を支持」するとなっていますから、皆が同じ方向を向いていないといけません。会社ないし経営者の持っているインセンティブと資金提供者の持っているインセンティブないし仲介者の持っているインセンティブがずれることによって利益が損なわれるという前提に立っていますので、これは皆同じ方向を向いてほしいということになります。ここにはある種の気持ち悪さがあるのですけれども、それを目指しているわけです。

そうだとしますと、松尾先生のおっしゃるとおりで、アセット・マネジャーの報酬、ボーナスに対して長期的な利益がひもづけられるということと、取締役の報酬にやはり長期的な利益がひもづけられるというのは、当然同じわけです。それは、32 ページの指針の前段と後段がまさにそこをあらわしていると読めるのではないかと私も思います。

では、この2つはどういう関係に立つのかというと、最後のページですが、「本報告の提言には、2つの要素がある」と述べたうえで、①において、アセット・マネジャーは、会社に対するメンターだ、とされています。これは比喩的な表現ですが、まさにインセンティブ構造なり利害の構造が一致することをこの報告書は求めているし、そういう方向で規制主体や関係主体は動いてほしいというのが考え方になっているということかと思えます。

ですので、松尾先生のご指摘は、おっしゃるとおりであろうし、全体としてインセンティブは一致していくことを望んでいるという、これがお答

えになるのかなという感じがいたします。

○山下　よろしいでしょうか。

本日は、大変特徴のある考え方を打ち出したレポートについてのご報告で、それに対してやはりいろいろな意見があり得るということで、もっと議論すべきところもあるかと思いますが、一応時間が参りましたので、これぐらいにしたいと思います。

どうもありがとうございました。