



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

2016.7.22
立教大学 松井秀征

目 次

- 1 はじめに——議論の前提
 - ・ イギリス企業に関する前提
 - ・ 株主アクティビズム
 - ・ 金融危機後の変化

- 2 Kay Review
 - ・ Kay Reviewの性格
 - ・ Kay Reviewの構成
 - ・ Kay Reviewの前提
 - ・ Kay Reviewの原則と提言
 - ・ Kay Reviewのまとめ

1 はじめに——議論の前提

○ イギリス企業に関する前提

- ・ 1950年代までのイギリス企業のありようとして株式保有の集中が一般的

⇒当時のありようを簡単に整理すれば、

- 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と分類でき、③がその中心であった

- ・ 1960年代以降の株主構成の変化

⇒その時々政権下で自由市場政策（資本市場利用の促進、機関投資家の成長等）と国家による経済介入（自動車企業の国有化）とが行われてきたが、そのような中で次第に家族保有や小規模株主による株主保有割合が低下し、機関化の流れ（主に年金基金と保険会社）が進展

1 はじめに——議論の前提

○ イギリス企業に関する前提

・ 1990年代に入ってからの変化

⇒年金基金と保険会社を中心とした機関投資家による株式保有形態から、外国人投資家による株式保有が顕著に増加するようになる（特に1990年代後半）

⇒統計上の数字の変化

年金基金による株式保有割合	32%（1993年）⇒13%（2008年）
---------------	-----------------------

保険会社による株式保有割合	20%（1993年）⇒13%（2008年）
---------------	-----------------------

・ 伝統的な機関投資家ではない機関投資家による投資

⇒いわゆるアクティビスト株主と呼ばれる機関投資家がイギリス企業にも積極的に参加するようになり、イギリス企業をめぐる状況が変化するようになった

1 はじめに

○ 株主アクティビズム

・ アクティビスト株主

- ⇒議決権行使に関する無関心（apathy）の問題を解決しうる存在との認識（具体的に念頭に置かれているのは、ヘッジファンド等の機関投資家）
- ⇒企業買収ブーム後の1990年代の米において、上場企業に対するコントロールを担うべき存在として期待された伝統的な機関投資家（投資ファンド、年金基金等）が必ずしもその役割を十分果たしきれなかったとの認識の下、現れたのがアクティビスト株主
- ⇒会社の戦略的な決定に関し、株主総会において議決権行使をすることにより影響力を行使
- ⇒その戦略の特殊性として、伝統的な機関投資家が行っている投資額に比して、特定の会社に対する投資額の大きさがある（とはいっても、1980年代米における敵対的買収を行った投資家と比べればずっと少ない）

1 はじめに

○ 株主アクティビズム

・ アクティビスト株主に対する評価

⇒米、欧を問わず、近時の経験的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利益をもたらしているし、それが債券保有者やその他のステイクホルダーの負担においてなされているものでもないとの評価がある（ただし独などではネガティブな評価もなされている）

⇒他方、短期的投資の少なからぬ場合がヘッジファンドと関連しており、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との評価もある

・ アクティビスト株主の存在がもたらした影響

⇒伝統的株主において従前の受動的な（passive）な対応を取りにくくなり、ヘッジファンドの行動に追随する動きがみられるようになる

1 はじめに

○ 金融危機後の変化

・ イギリスにおける株主構成の変化

⇒金融危機後に顕著に見られる変化として、次のような点がある

- ① 個人株主による株式保有割合の低下
- ② 機関投資家による株式保有割合の上昇
- ③ ソブリンによる株式保有割合の上昇
- ④ 外国人投資家による株式保有割合の上昇

⇒機関投資家による株式保有割合の上昇（マーケットシェアの上昇）が進むにつれて、規制当局の関心も「機関投資家⇔対象会社」の外的な関係ではなく、「機関投資家それ自体」における内的な関係に関心が向くようになる

1 はじめに

○ 金融危機後の変化

・ 機関投資家に対する疑義

⇒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か
- ② 誰の利益のために行動をしているのか
- ③ 内部におけるインセンティブ構造はどうなっているか
- ④ その時々投資にかかる視点はどうなっているか

ということが見えにくくなっているとの認識が持たれたほか、そもそも投資家の投資期間や投資目的それ自体に疑問が投げかけられるようになった

・ イギリスにおける問題への対応

⇒機関投資家に向けた働きかけが必要だという認識が持たれるようになる
(UK Stewardship Codeへの流れ)

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの性格

- ・ イギリス政府によるJohn Kay教授への指示

⇒イギリスの株式市場（equity market）が提供する支配（control）と説明責任（accountabilty）のメカニズム、あるいはそのプロセスにおいて活動するエージェントの行動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か、独立した見地からレビューすることを求めたもの

⇒その究極の目的は、イギリスの証券市場が会社、投資家の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かにする点にある

⇒2012年7月に最終報告書*が出された後、2014年10月にその履行状況に関する進捗報告書**が出されている

* The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report, July 2012

** Building a Culture of Long-Term Equity Investment—Implementation of the Kay Review: Progress Report, October 2014

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの構成

- 1 Short & long-term decisions
- 2 Equity markets & listed companies
- 3 The structure of shareholding
- 4 Market efficiency: economic issues
- 5 The role of asset managers
- 6 Establishing trust
- 7 Strengthening the investment chain
- 8 The business environment
- 9 Fiduciary duty
- 10 The information users need
- 11 Establishing the right incentives
- 12 Regulating equity markets
- 13 Markets for users

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 1 Short & long-term decisions

- ⇒株式市場の目的は、高いパフォーマンスを示す会社を持続させ、資金提供者（saver）に不相当なリスクを負わせることなく良好なリターンをもたらす点にある（1.5）
- ⇒（いくつかのイギリス企業においてなされた、長期的利益を損なう不相当な経営判断の例等を示した上で）1980年代以降のイギリスにおける「金融化（financialisation）」の時代を経て、大企業の関心は株式市場とその株価に向かうようになった（1.18）。
- ⇒過去のいくつかの例から示されるのは、短期的な思考法が長期的にみて悪い経営判断につながり得るということである（1.24）。
- ⇒また、過去が証明する会社と株主との間に存する問題は、会社が株主に対して十分な説明責任を果たしていない、あるいは株主が会社に対して十分に関与（engage）していない、というものである（1.28）

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの前提

- ・ 2 Equity markets & listed companies

⇒近年のイギリスにおいて、株式市場はイギリス企業の事業投資資金を調達するための重要な手段とされていない（金融危機後の2009年は例外（2.8））。

イギリスの大企業は、自己資金でその必要を十分に賄えてしまう（2.6）

⇒株式市場がIPOの機会を提供しているのは事実だが、これが重要性を有するのは資金調達の必要というよりは、アーリーステージの投資家に流動性を供給する点にある（2.10）

⇒かくして株式市場は、一次的には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として見られているというべきである。投資家において、十分に「一人前となった」会社から価値を実現する手段として株式市場は存在している。したがって、Stewardshipやよいcorporate governanceを推進することが株式市場の機能となっているのも偶然の産物ではないのである（2.32）

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 3 The structure of shareholding

- ⇒金融市場のグローバル化に伴い、伝統的な年金基金や保険会社が保有していたイギリスの株式の主な担い手が、外国人となった（3.3）。個人株主の比率は、2010年時点で11%程度（3.5）
- ⇒株主はその投資した会社から直接に情報を受けるものであったが、1990年代以降の電子的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（3.6）。個々の株主の役割が低下することは、仲介者の役割が増大することを意味する（3.7）
- ⇒従前、会社が有していた機能も専門的仲介者にアウトソースされ（3.8）、その根底には、インベストメント・チェーンにおける「信頼（trust and confidence）」の低下が存在する（3.9）
- ⇒仲介者の成長は、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を意味する。流動性、透明性、価格発見機能もそれ自体が目的になる（3.11）

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 3 The structure of shareholding

⇒「株式の所有（share ownership）」といった場合もそれが何を意味するのは注意が必要（3.12）。たとえば.....

- ① 誰の名前で株式は登録されているのか ⇒ 名義株主
- ② 誰の利益のために株式は保有されているのか
⇒ たとえば年金の受託者
- ③ 誰がある株式を購入し、あるいは保有するとの判断をするのか
⇒ 通常はアセット・マネジャー
- ④ 誰が株式保有と結びついた議決権行使の判断をするのか
⇒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、あるいは委任状勧誘サービス専門業者かもしれない
- ⑤ 誰に投資した有価証券の経済的利益が帰属するのか
⇒つまり誰が資金の提供者なのか？

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 4 Market efficiency: economic issues

⇒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（4.1）

⇒また効率的市場の理論、そしてその影響については、本レビューが行う原因分析や処方にとって適切なものである（かりにstrong formの効率市場が有効ならば、我々が検討対象としている問題は生じない、といった判断ができるだろう）（4.9）

⇒ただし、本レビューの見解は次のようなものである。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には有益であるが、その分析にはイデオロギー的ではなく、折衷的にアプローチするのだ、と（4.19）

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒アセット・マネジャーのスタイルについて、本レビューとの関係で重要なのは、会社の事業活動に着目するのか、マーケットにおける会社の株価に着目するのか、である（5.2）

⇒（それが短期であれ）トレーディングが市場の機能に資することは言うまでもなく、市場参加者に流動性や情報を提供する役割を担っている。他方で、トレーディングから生ずる利益が投資家のコストとなるのも事実である（5.6）

⇒会社の長期的な将来性に関する分析は、それが価格に反映していないのであれば、有益な情報である。市場の「不完全性」を前提とした場合、証券にかかる分析が唯一の投資家の利益の源泉となる（5.12）。分析の結果が直ちに市場価格に反映するのであれば、そこから得られるものは何もなく、また市場価格に全く反映しない場合も同様である（5.15）

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒重要なのはアセット・マネジャーに2つの時間軸があること (5.15)

① the performance horizon : 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

② the value discovery horizon : 有価証券の価格がそのファンダメンタル
の価値に帰する時間

①の時間軸が②の時間軸に比して短いのだとすれば、アセット・マネ
ジャーは、他の市場参加者の見解（それがどう形成され、変化するか）
に関心が向き、会社のファンダメンタルズに目が向きにくくなる (5.16)

⇒そこで関心を持つべきは、①の時間軸を長くとり、②の時間軸を短くし
ていくことである (5.19)

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒アセット・ホルダーは、アセット・マネジャーの評価をベンチマークとなるインデックスなり、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 (5.23)

⇒受益者の利益は長期的な絶対的なパフォーマンスにあるのに、アセット・マネジャーの関心は短期的な相対的なパフォーマンスにある。このインセンティブの不一致が問題の源である (5.28)。アセット・マネジャーが他より良いパフォーマンスを残すために競争をしたところで、何も会社の価値に資するものではなく、資金提供者へのリターンにも寄与しない (5.30)

⇒会社のファンダメンタルズにかかる分析は、会社の基本的な価値を直接に引き上げるものではないけれども、会社において十分な確信をもって長期的な投資を可能にするものであり、その判断から得られる利益は投資家にとっても認識されるものである (5.31)

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの前提

・ 5 The role of asset managers

⇒効果的な関わりが直接に会社の価値を上げるものとなる（5.32）。そのような分析や関与から得られる果実は、会社にとっても受益者にとっても大きいものとなろうが、個々のファンド・マネジャーにとってそれを行うインセンティブが弱い（そのコストを負担しながら、利益は自らと利害のない他者に行くから）のも事実である（5.33）

⇒このインセンティブの欠如は構造的な問題であるが、ファンド・マネジャーの競争的環境はいずれにしても資金提供者にとって好ましくないものであり（5.37）、規制はこの市場構造に対してアプローチする必要がある（5.40）

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 6 Establishing trust

【原則】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、stewardshipの原則に従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、そして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。

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し、また資金提供者への高いリターンを確かにするうえで、匿名のエージェントのトレーディングよりも効果的である。

【指針】規制実務はトレーディングよりも投資を重視すべきである。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その実務をレビューすべきである。

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの原則と提言

- ・ 6 Establishing trust

【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。

【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。規制主体及び事業者団体は、既存の基準、ガイドライン、行為規準をGood Practice Statementsに一致させる手順をとるべきである。

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの原則と提言

- ・ 7 Strengthening the investment chain

【原則】 アセット・マネジャーは、自らの投資した会社に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の全体としてのリターン）により貢献することができる。

【指針】 アセット・マネジャーは、関与することにより強くインセンティブを持つべきである。積極的なアセット・マネジャーは、相互に、あるいはベンチマークとなるインデックスからより差別化されたポートフォリオに集中すべきだったのであり、規制上それを妨げるものは減らすか、除去されるべきである。

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの原則と提言

- ・ 7 Strengthening the investment chain

【指針】規制による影響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。

受動的なマネジャーは、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る特別の責任があると認識すべきである。

【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易にするため、投資家のフォーラムが構築されるべきである。

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの原則と提言

- ・ 8 The business environment

【原則】取締役は事業にかかる資産及び運営に関するstewardである。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。

【指針】イギリス企業は、その運営する事業について競争上の優位性を作り出し、維持することを重視すべきであり、それこそが長期的な株主価値の唯一の源泉である。投資家は、この目的を支援すべきである。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 8 The business environment

【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下におかれなければならない。

【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。

【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。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 9 Fiduciary duty

【原則】株式のインベストメント・チェーンにおけるすべての参加者は、自らの顧客との関係において、信認関係における基準を遵守すべきである。信認関係における基準が要求するのは、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って、かつ開示されるべきこと、である。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深い行動の基準から離れることを求めるものではないし、むしろそれを許すものでもない。契約関係が、以上の基準を覆すことは認められない。

【指針】株式のインベストメント・チェーンに関する規制上の義務は、信認関係の基準に引き上げられるべきである。投資に関する案件において、信認義務にかかる法的概念の適用は、明確化されるべきである。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 9 Fiduciary duty

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

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【原則】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らない。

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らない。

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、ということである。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【指針】 報告義務について判断するにあたり、投資家への適切さが、第一の重要な基準となる。

アセット・マネジャーは、個人的にであれ、集団的にであれ、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、ますます交渉をすることが求められる。

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ようなこと、すなわち情報におけるノイズは減ぜられるべきである。

規制主体、情報提供者、そして株式のインベストメント・チェーンに係る全ての者は、いかなる測定基準やモデルも、それ一つをもって、会社ないし株式ポートフォリオにおける長期的価値の確かな指針となりうるものではない、ということを認識すべきである。

2 KAY REVIEW

- Kay Reviewの原則と提言

- ・ 10 The information users need

【指針】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よって、避けられるべきである。

リスクは、リターンが短期的に変動しやすいということではないし、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ことでもない。そのような測定基準に依拠する手法やモデルを利用することは、避けられるべきである。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 10 The information users need

【提言11】 義務的な四半期開示は除去されるべきである。

【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、その使用およ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しないし黙示に指示することは避けなければならない、その代わりに十分に情報を得て判断を行うことを推奨すべきである。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 11 Establishing the right incentives

【原則】 市場におけるインセンティブは、会社、資金提供者、及び仲介者において、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、促進するものであるべきである。

【指針】 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、長期的価値を見出すエージェントのパフォーマンスに密接に関連するものでなければならない。ボーナスにかかる価値を実現できるようにするためには、長期的な価値の実現と関係づけられていなければならない。

報酬は、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。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 11 Establishing the right incentives

【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付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ってのみ与えられる。

【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付けられてはならない。むしろ、長期的なパフォーマンスにかか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。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 12 Regulating equity markets

【原則】 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、促進するものであるべきである。

【指針】 規制は、市場利用者の視点及び利益を採用すべきであり、市場における仲介者のそれが対象となるものではない。ここでいう市場利用者とは、会社と資金提供者である。

規制は、行為をコントロールするものよりは、構造やインセンティブの問題を重視するものでなければならない。

規制は、十分な情報が供給されたならば、市場において有効な結果がもたらされるとの前提に依拠すべきではない。そうではなく、いつでも直接にありうる政策目的を基礎としていなければならない。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewの原則と提言

・ 12 Regulating equity markets

【指針】規制は、より消費者に焦点を当てるものでなければならず、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。

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。

【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見地から最も有利な手段を開発しなければならない。

2 KAY REVIEW

○ Kay Reviewのまとめ

・ 13 Markets for users

⇒われわれの目的は、株式のインベストメント・チェーンの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る、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
(13.2)

⇒本報告の提言には、2つの要素がある (13.14、13.16)

- ① 長期的には、われわれは株式投資の新しいモデル（短い株式インベストメント・チェーン、信頼関係の進展）を追求し、それは新たな規制の哲学によって支えられるものとした。そこで会社に対峙するアセット・マネジャーというのは、よき助言者（mentor）に似る
- ② 短期的には、われわれが提案する報告で行動するように動かしている。ただし、そこでは命令的な規制は避けている。ただ産業構造を変え、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、上記の文化を変えることが実現するものと考えている。