

# 第1回 拡大版コーポレート・ガバナンス研究会 概要

一般社団法人 日本投資顧問業協会

# 開催日時・メンバー

## ➤ 開催日時

平成26年1月29日 14:00 - 15:30(当協会大会議室)

## ➤ 研究会メンバー

- ✓ 池尾和人(慶應義塾大学経済学部 教授)座長
- ✓ 上村達男(早稲田大学法学部 教授)
- ✓ 柳川範之(東京大学大学院経済研究科・経済学部 教授)
- ✓ 鹿毛雄二(ブラック・ストーン・グループ・ジャパン株式会社 特別顧問)
- ✓ 松尾直彦(西村あさひ法律事務所 弁護士)
- ✓ 岩間陽一郎(一般社団法人 日本投資顧問業協会 会長)

## ➤ 専門メンバー

- ✓ 猪股伸晃(JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長)
- ✓ 岩崎俊博(野村アセットマネジメント株式会社 CEO兼執行役会長兼社長)
- ✓ 大場昭義(東京海上アセットマネジメント投信株式会社 代表取締役社長)
- ✓ 森本紀行(HCアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長)

## ➤ オブザーバー

- ✓ 山田俊浩(明治安田アセットマネジメント株式会社コンプライアンス・オフィサー 兼 コンプライアンス・リスク管理部長)
- ✓ 長尾和彦(一般社団法人日本投資顧問業協会 副会長専務理事)

## ➤ テーマ

資産運用業界が抱える課題等について

# コーポレート・ガバナンス研究会について

- 「国内外のコーポレート・ガバナンス問題に関する議論・研究」、「議論・研究結果の外部への発信」のため、平成23年10月に設立。設立来、7回開催。
  - ✓ 第1回 平成23年10月27日 不確実な時代におけるコーポレート・ガバナンス 経営者の視点
  - ✓ 第2回 12月13日 投資一任会社における議決権行使10年間の推移
  - ✓ 第3回 平成24年 4月 3日 コーポレート・ガバナンスに関する諸問題について 経済学的整理
  - ✓ 第4回 7月18日 資産運用会社のコーポレート・ガバナンスについて
  - ✓ 第5回 11月 7日 資産運用会社のコーポレート・ガバナンスについて②
  - ✓ 第6回 平成25年 3月 4日 独立系運用会社から見た日本の資産運用業界について
  - ✓ 第7回 7月31日 「英国スチュワードシップ・コード」について
- 研究会メンバー
  - ✓ 池尾和人(慶應義塾大学経済学部 教授)座長
  - ✓ 上村達男(早稲田大学法学部 教授)
  - ✓ 柳川範之(東京大学大学院経済研究科・経済学部 教授)
  - ✓ 鹿毛雄二(ブラック・ストーン・グループ・ジャパン株式会社 特別顧問)
  - ✓ 松尾直彦(西村あさひ法律事務所 弁護士)
  - ✓ 岩間陽一郎(一般社団法人 日本投資顧問業協会 会長)

# メンバー、開催頻度等

## ➤ コーポレート・ガバナンス研究会(拡大版)の座長

従来のコーポレート・ガバナンス研究会の座長である、池尾和人 慶應義塾大学経済学部教授にご就任頂く。

## ➤ メンバー

従来のコーポレート・ガバナンス研究会のメンバーに加えて、資産運用業の在り方等について深い議論等を行うことを目的として、資産運用会社の経営者等を専門メンバーとして数名迎える。

### 専門メンバー

- ✓ 猪股伸晃(JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社 代表取締役社長)
- ✓ 岩崎俊博(野村アセットマネジメント株式会社 CEO兼執行役会長兼社長)
- ✓ 大場昭義(東京海上アセットマネジメント投信株式会社 代表取締役社長)
- ✓ 森本紀行(HCアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長)

## ➤ 開催頻度

- ✓ 拡大版コーポレート・ガバナンス研究会は、今後、3ヶ月に1回の頻度にて開催する。
- ✓ 日本企業のコーポレート・ガバナンスの在り方等について議論を行う、従来のコーポレート・ガバナンス研究会については、平成26年3月頃を目途に第8回を開催する。

## テーマ等の拡大について

- 平成25年12月13日に「金融・資本市場活性化有識者会合」が公表した「金融・資本市場活性化に向けての提言」においては、
  - ✓ 「家計がライフサイクルを踏まえ、世代に応じた資産形成(リスクテイク)を行える環境が整備されることを目指す」こと
  - ✓ 「我が国への投資環境の整備や運用機関の能力向上を図ることなどにより、世界の機関投資家や高度金融専門人材が我が国に集まり、質・量ともに高い運用が行われ、ひいては経済成長を支える構造を確立することを目指す」こと
  - ✓ 「投資信託や年金基金等の資産運用を行う運用機関における経営の質の向上については、例えば、GPIF等が運用機関を適切に選別することによって、支援・育成・強化することになると考えられる」こと 等が提言されている。
- これらの提言を実現させるためには、日本における資産運用会社の経営、運用等の質及び能力のより一層の向上が必要であり、日本の資産運用業全体のレベルアップが不可欠である。
- 日本の資産運用業全体のレベルアップを図り、業界が健全に発展し、ひいては、資産運用業が日本の経済成長の牽引役となることを目指して、本業界が抱える問題、課題等を率直に議論することを目的として、コーポレート・ガバナンス研究会の場を活用する。

# 事前ヒアリング 専門メンバーの主な意見 1

- 日本の資産運用業がグローバルに見て存在感が低いと考えられる3つの理由
  - ✓ 日本の投資信託の残高は約80兆円(2013年9月末)であり、米国の1,400兆円の20分の1の規模しかなく、グローバルに見て存在感が低い。その原因と考えられるのは、①個人の資金を自動的に投資に流す仕組みが充実していないこと、②個人が、過去の投資・運用において成功体験がなく、(株式投資等の)投資・運用は二度とやりたくないと思っていること、③資産運用関係者全体のリテラシーが決して高いとはいえないこと、である。
  - ✓ 日本のメーカー等は、世界一厳しいと言われている日本の消費者に鍛えられているが、他方で、運用会社が、そうした消費者(投資家等)に鍛えられているか疑問である。
- 資産運用会社の本来あるべき経営・姿
  - ✓ 運用会社は、投資家のエージェントとしての立場を強く認識し、顧客の成長(資産増加)が自らの繁栄に繋がるので、顧客本位の活動が不可欠であるが、そのような活動が行われているかをチェックする体制が整備されている運用会社は極めて少ないのではないか。
  - ✓ 投資信託の販売手数料などの手数料構造、運用会社と販売会社とのパワー・バランスなどに問題はないか、また、本来の資産運用会社としての高品質経営を実現するための、経営の独自性、独立性が可能な限り担保される工夫がなされているかについて検討する必要がある。

## 事前ヒアリング 専門メンバーの主な意見 2

### ➤ 運用力と専門家の育成

- ✓ 年金等の顧客から資産運用の委託を受けた運用会社は、運用者としてリスク負担能力（投資先のリスクを見極め、そのリスクを取る能力）がなければならないが、昨今の日本の運用会社は、リスクを顧客にパススルーしている。また、年金受給者・加入者のためにリスクを取って運用する年金基金等も、リスクを取った運用を行っているとは言えない。このように、リスクのパススルーの連鎖が起きており、結果として、運用会社・年金等に運用の専門家が育たない。
- ✓ 昨今の日本の投信の多くが、海外で海外他社が設定・運用する投信を組込んでいる（いわゆる、ファンド・オブ・ファンズ）。これは、日本の運用会社の能力が、海外の運用会社に比べて劣後していることの証左である。

### ➤ 日本の社債市場

- ✓ 日本の社債市場に厚みがなく、そのために債券のクレジット分析を行える人材が育っていない。また、日本で債券運用というと、ほぼ「国債の運用」となってしまう、グローバルに債券市場を分析し、それに基づいて運用できる人材がいない。こうした状況は、日本の運用会社がグローバルに競争していく上での大きなハンディ・キャップである。
- ✓ 資金需要が旺盛な非上場企業等に、（低格付け）公募社債の発行を認めるといったこと等により社債市場の育成を行い、こうした企業数社の低格付社債発行時に、数十億円規模の日本版High Yield Bondマーケットを作ってはどうか。

## 事前ヒアリング 専門メンバーの主な意見 3

### ➤ 資産運用に係る法律の一本化、事務インフラの質の向上

- ✓ 資産運用に係る法律を一本化すべきである。そうすることで、資産運用を行う各機関の存在とその役割、責任が明確になる。
- ✓ 東京を国際金融センターにするのであれば、資産運用・金融に係る事務インフラの質をグローバル・スタンダードで見て向上させる必要があると考える。「事務には(たとえシステム投資が必要であっても)一様にコストをかけない」、「行える事務にのみ特化する」、「(今まで行ったことがない)新たな事務は受けない」といった姿勢を、事務を行う機関がとっているとすれば、資産規模は増加しないし、事務の(グローバル・スタンダードに照らした)プロは、育たない。その結果として、こうした機関は、事務報酬のダンピングでしか競争を行えない。

### ➤ 学ぶべきドイツにおける改革

- ✓ ドイツでは、企業間の持ち合いを解消し、民間企業の株式を個人投資家に開放することを促進するために、持ち合い解消による株式の売却益を、時限立法により非課税とした。また、それまでは、株式持ち合いの中心的存在であった銀行が、株式保有先企業のがバナンスを律していたが、持ち合い解消により銀行の影響力が低下するために、企業におけるガバナンス向上を目指した政策も同時に推進した。
- ✓ また、ドイツでは、当時から、終身雇用制度を見直し、雇用の流動化も図った。このように、資本と労働の流動化がシュレーダー前首相の改革であり、この効果により、ドイツ経済は、好調な状態にある。日本もこうした改革を見習うべきではないか。

# 議論の主な内容 1

## ➤ 運用会社の顧客の期待に応える仕組みづくり

- ✓ お客様が厳しくなればなるほど資産運用業界は鍛えられる。そうした顧客の期待に応えるために、運用会社には、顧客の資産をどのように増加させていくのかという、自身を極限に追い込む仕組みが必要ではないか、また、顧客から評価されないと、もう仕事ができなくなるという仕組みを作っていくことが大切ではないか。

## ➤ 日本の資産運用業が発展してこなかった要因

- ✓ 日本の運用機関のコア・ビジネスのひとつが日本株運用であり、これが過去においてバリューを提供できなかったことが、業界が発展してこなかったことの最大の要因ではないか。他方で、グローバルな投資家は、過去においてそれなりのリターンを得ており、供給サイド(運用会社)において、日本株運用以外のエキスパートを抱え(育成し)、グローバル運用等の商品を提供できていればよかったのではないか。しかし、自分自身でグローバル運用を行う場合には、年金基金等にプレゼンテーションするとき、限られた経営資源しか投入していない自身のグローバル運用と、投資先国を母国として、または、グローバルに展開し、相応の経営資源を投入している海外の運用会社とで比べられると、自身のグローバル運用は、定性的に劣ると年金基金から評価されてしまう。

## 議論の主な内容 2

### ➤ 年金資金等における長期運用の足かせとそれにかかる議論の必要性

- ✓ 各国政府の政策により、年金等に対して様々な会計基準、数理基準等の非常に厳格な基準が当てはめられ、その結果として、年金基金等の資金は、株式や社債ではなく、むしろ国債に流れていると考えられる。そういう政策をとりながら、一方で、年金等にもっとリスクを取れというのは、かなり矛盾していると考えられる。換言すれば、「資産運用立国」を目指すという点を考えていく上で、機関投資家、金融機関等のリスク・テークに対する規制が強化されているところで、リスクももっと取ろうよというのは、手足を縛ったうえでのリスク・テークの議論になっており、このところは、もう少しマクロの議論が必要ではないか。
- ✓ 年金の視点は長期であるという一般的なパーセプションがあって、年金自身も含めて、100%そういうふうを考えて行動するが、特に企業年金の場合は、経理基準や数理基準があり、また、公的年金についても、新聞などにいくら儲けた、損したといった記事が出るなど、実は、年金資金は、一般的に考えられているほど長期運用ができず、むしろ制度的に長期運用を妨げるような条件が厳然として存在しているのである。
- ✓ 欧米において、確定給付年金が壊滅しつつある最大の理由は、企業の会計基準であり、年金の数理基準である。世界各国の中で、日本が例外的に確定給付年金を維持していると考えられるが、日本企業が、確定給付年金を持たない欧米企業と競争していくとなると、やはりそうしたハンディキャップ負ったまま競争できるのかということになってしまう。
- ✓ 日本において、確定給付年金を維持することが色々な意味で必要であり、望ましいのであれば、現在議論されている「資産運用立国」という考えも念頭に置いて、会計基準、数理基準という桎梏に正面から取り組む事が非常に重要なポイントになると考えられる。

## 議論の主な内容 3

### ➤ 確定拠出年金の普及

- ✓ 例えば、オーストラリアは、非常に大きな投信の残高(日本の約2倍)をもっており、これは、確定拠出年金制度が普及しており、それに合った仕組みが作られているためである。また、企業経営の観点からも、年金制度は、確定給付から確定拠出に行かざるを得なく、同制度は充実していかなければならない。しかしながら、日本においては、同制度は関係者が意図したほど普及していないと考えられる。この普及を妨げているものを整理して、関係者全員で議論、行動しなければならない。
- ✓ オーストラリアの場合は、確定給付を廃止して、確定拠出にし、これを官民挙げてプロモートしている。他方で、日本の場合は、税制優遇が決して大きくないと考えられ、こうした制度設計を検討しなければならないが、確定給付を一方で維持して、確定拠出の税制優遇も広げるとするのは、議論にやや困難が伴うのではないか。

## 議論の主な内容 4

### ➤ 巨大な公的年金の存在

- ✓ 日本には、巨大な公的年金が存在する。他方で、米国やオーストラリアには、そういったものは存在せず、個人年金、企業年金がメインである。日本における一般的な家計の最大の資産は、公的年金受益権であると思われ、それがメインであり、今まで議論されてきた個人年金や企業年金は、あくまでもサブでしかない。従って、日本では、メインである公的年金は大丈夫かということが大多数の人の最大の関心毎になる。
- ✓ ドイツにおいても、急速に投信の規模が拡大したのは、確か、ドイツ政府が公的年金で十分将来の面倒を見られないよみたいなことを率直に国民に表明して、可能な範囲で撤退する代わりに、色々な制度整備をし、その分、自助で積み上げてもらわないとやっていけないだというようのことを打ち出した結果である。他方で、日本では、100年間公的年金は安心なんですということを今なお言い続けており、ならば、公的年金でよいではないかとなり、個人年金、企業年金といったサブにエネルギーをかけてどうするんだとなる。こうした公的年金制度をこのまま維持しているという大前提がある中で資産運用の話しをしても、すごく限界があるように感じられる。

## 議論の主な内容 5

### ➤ 運用のエキスパートの育成・評価と情報開示の充実

- ✓ 資産運用のエキスパートを育成していくことが業界にとって重要であるが、外部から見ると、このエキスパートの客観的な評価が難しい。すなわち、マーケットが良かったから、あるいは、たまたま運が良かったから運用成果が良かった人と、本当に能力があって成果が良かった人とでは、本来評価が異なるべきであるが、そうしたことを顧客側が十分に判断できる情報が極めて少ない。
- ✓ 運用について、外部から見てどのように客観的に評価したらいいのか、その評価の参考情報として、どういう人が運用しているのか、その人のキャリアはどうなっているのか、過去の運用成果はどうかということ等についてのディスクロージャーを充実させるべきではないか。
- ✓ 他方で、個人投資家と直接接する投信販売会社についても、どの販売会社が、どういうファンドをどの位販売しているのかといった情報が開示されれば、個人投資家が、販売会社を選択する際の参考になるのではないか。
- ✓ バックオフィスの業務をアウトソーシングできるような体制が必要である。もし、事務処理的なことが全部アウトソーシングできれば、本当に有能な人は運用業務に専念して独立することができる。事務処理的なことを全部受けてやってくれるような企業が登場することで、運用者の質的向上が図られるのではないか。

## 議論の主な内容 6

### ➤ その他

- ✓ (資産運用業界に係る)問題の構造は分かっており、大筋のところはずいぶん昔から繰り返して言われてきたことである。従って、どういう糸口からそういう構造を壊すかという、課題に取り組んでいく戦略的手順みたいなものを考えることが重要ではないか。すなわち、課題を列挙する段階ではなくて、工程表というか、優先順位というか、どういう手順で取り組んでいくのか、一番取り組みやすい課題を何かを検討すべきである。ただし、その際に、時間軸、戦略的手順のような順番を考えることが肝要である。