

# 第7回 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・参加者

- 日時： 平成25年7月31日(水) 14:30－16:30
- 場所： 一般社団法人 日本投資顧問業協会  
(日本橋茅場町・東京証券会館7階)会議室
- 参加者：研究会メンバー
  - 池尾和人 慶應義塾大学経済学部 教授(研究会 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学研究科・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

## コード導入の背景について

- なぜこういうことを彼らがやることになったかという、従来、英国株の大多数を占めていた英国の機関投資家である年金と保険会社の保有割合が大きく減ってきて、また、平均保有期間も極めて短くなってしまっている。要するに、ロングタームに持つべき投資家はそのウェートを減らしてきて、ショートタームが主流になってきている。そのバランスを戻すということが理由の1つだと考える。
- マイノリティー・シェアホルダーが引け目を負ったり、あまり大事にされないようなことがあっては困るという観点で、彼らの権利を担保する上でコードを実践することが有効であろうという共通認識が、関係者の間にある。
- コードがきちんと定着するということが、やっぱりパフォーマンスにつながるということは基本的にあって、パフォーマンスにつながらないのなら、これはそんなに重きを置かれないという根柢の認識がある。
- 機関投資家は、株主という立場で、企業に対して非常に強い発言をし続けている。しかし、その機関投資家自身にも責任があるのではないかというところから出発している。ここでいう機関投資家とは、年金基金、保険会社、投資信託の3つである。これら3つは、いずれも年金基金の加入者・受給者、投信の投資家、保険の契約者といった最終個人契約者のステュワードであり、彼らは、個人のために尽くすべき立場にある、そこを明確にし、その責任を果たし、報告もせよという流れになっている。

## コードの内容について

- 非常に詳細にわたって規制、ルールを作ると、ティック・ボックス(機械的な項目のチェック)になってしまうので意味がないという意見が多い。
- 協会などが真に自主的にやられるのはいいとしても、その場合の問題点は、独立系の小さなところはとても対応できないおそれがあるので、敷居を非常に低くする必要がある。
- こういうことをやることを通じて、例えば投資顧問会社が企業に対して色々物を言えるようになる、健全な対話を行えるというというプラスがあるのなら行えばいいと考えるが、懸念されるのは、真に自主的ではなく、当局監視の下で、当局の承認を得て、かつ、監督指針なんかにかかれ、検査でチェックされるようになったら大変なことになる。
- こういう種類のものは、いわば市場の信頼性を高めるような方向性を持つものであらうと考えられるので、それはポジティブにとらえればよく、こんなものはくだらないというよりは、何か役に立つことがあれば、その対応をしていけばよい。
- コストと目的が重要。何のために行うのか、すなわち、市場インフラとして、それが長期的にワークするために、いわば絶対的に、税金のようにお金を払ってでもやらなければいけないという性格のものとして位置付けていくのか、あるいは、これは運用のリターンを高めるためのツールとして、その限りにおいてやっていくのかについての共通認識が必要。目的をどのように設定し、その目的に合わせてコスト負担をどうするかを整理しないと業界にとってはプラスよりマイナスの方が大きくなりかねない。
- ある機関が、コンプライしないで説明するといった場合に、説明の内容の合理性については、マーケットが判断するというのが共通認識。
- スピリットが大事であり、そのスピリットをこういう風に言葉にして書くと、関係者の具体的なアクションを促し、そのアクションを実質的に改善させていく。

## コード導入の効果・影響・普及状況等について

- コードを導入したからといったから、すぐにパフォーマンスがよくなるかというと、そんなもんじゃなくて、まだ導入されてから2年、3年しかたっていない。
- そもそも2010年にコードができた当初にサインした会社は多くなかったが、現在では250以上の運用会社等がサインしている。しかも、英国の会社だけではなく、海外の会社もサインしている。このうち、多分3割ぐらいが、しっかりコードを実践していると考えられる。
- コード導入時にサインした会社は、元々そうした活動に熱心な社であった。その後、FCA (Financial Conduct Authority) がコードへの準拠状況の公表を義務付けてから多数の社が準拠した。
- やはりこういうものが出てくることによって、今まで関心がなかった年金基金にもある程度影響が及ぶ可能性があり、次に年金がその気になると、大多数の年金は、自身でコードの実践を行えないので、コードを実践している運用会社を採用するといった形で運用会社に影響が及ぶ。現実には、運用会社が非常に多くの資金を集めるので、それぞれの中・小規模年金基金よりは、運用会社の方が各銘柄の持ち株比率も上がり、投資先企業に対する影響力も出る。
- 基本的には、アセット・オーナーである年金基金等に責任がある、例えば受託者責任があるのだが、多分アセット・オーナー自身がコードの実践を行えないので、この義務を運用会社にアウトソースする。だから、運用会社は、逆に業としてそれを行う仕事が付け加わってくる。

## エンゲージメント等について

- 適切であれば、他の投資家と共同した行動をとるべきだとの原則があるが、その場合、大量保有で合算されるおそれが生じるので、共同性というところが投資家になじむかどうか。
- エンゲージメント活動の中で、投資先の会社がインサイダー情報をぽろっと言ってしまうことがあるので、運用会社は、非常に困ってしまうことがある。
- 企業が株主等から色々言われて、全く納得できないケースが非常に多いというのは、意見を言う側に不勉強というか、情報不足というか、形式的な議論が多過ぎるからである。だから、そうである限りは、そもそもエンゲージメントにも何にもならない。
- 長期投資家は、何十年も株を持ち続けている企業にとって最大与党であり、そういった投資家のところには、経営者の方から相談に行くことが多い。そういう場面でエンゲージメントは成り立つわけで、逆に言うと、エンゲージメントするためには、それぐらいのスキル、インテリジェンス・レベルが必要であり、単純にエンゲージメントすべきだと言っても、有効なエンゲージメントにならない。手ぶらで、不勉強でやった時には、かえってマイナスになる効果の方が大きい。色々なアクティビスト・ファンドは、どう考えても不勉強の塊であって、説得力は全くないと言える。
- その議案に反対してひっくり返すということがエンゲージメントの目的ではないと考える。要するに、投資家として企業を見るときの視点というのは、中長期的な企業価値が向上するかという切り口で、どのようにアプローチすればよいのかということを経営の根底にするというのが前提である。例えば、投資先企業の長期的な戦略の妥当性だとか、取締役会の機能をもう少しよくするためにはどうしたらよいかということなどを対話すべきである。

## コードの日本への導入等について

- 日本に同様のコードを導入する際に、初めからハードルの高いものを設けてはならず、確実に越えられる段階から設定して、徐々に上げていくのがよいと考える。英国のコードは、20年余りかかって現段階まで来ており、英国社会の中で非常に練られて、ソフィステイクーションが進み、もう1つ先のレベルに行きそうな印象をもっている。
- 機関投資家である年金基金、保険会社、投資信託は、最終個人契約者のスチュワードであり、彼らは、個人のために尽くすべき立場にある、そこを明確にし、その責任を果たし、報告もせよという流れになっているが、日本の場合は、せいぜいお客ぐらいの関係があつて、そのために尽くすというコンセプトがないように思える。そうした状況下で、いきなりコードを持ってきても、あまりにも現実と距離があり過ぎてワークしないおそれがある。そこで、仲介業者として、エージェント・コードのようなもの、例えば、受託者責任的なものをもう一步発展できないかというふう置き換えれば、日本に導入する際に議論し易くなるのではないか。
- 日本の大手運用会社は、コーポレート・ガバナンス原則とか、議決権行使基準と行使結果を大分公表するようになってきている。これは10年前と比べると、相当の違いがある。だから、運用会社はお客である年金基金等に言われればやるのに、現在の日本ではお客が何も言わない。
- 日本のグローバル企業で、グローバルに揉まれているところは、日常的にエンゲージメント活動への対応を行っている。中には意味のあるエンゲージメント活動もあつて、そういうことは、やはり非常にいいということになってきている。