

# 第4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24年7月18日(水) 10:00-12:00
- 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:
  - ゲストスピーカー
  - 鹿毛雄二 ブラックストーン・グループ・ジャパン 特別顧問
  - 大場昭義 東京海上アセットマネジメント投信 社長
  - 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
  - 湖島知高 一般社団法人日本取締役協会 事務総長
  - 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
  - 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
  - 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

## 第4回 研究会の概要

ブラックスストーン・グループ・ジャパン鹿毛特別顧問及び東京海上アセットマネジメント投信大場社長によるスピーチ:「運用会社のコーポレート・ガバナンスに関する諸問題について」及び自由討論の主な内容

- 日本の運用ビジネスの特性
  - ✓ 知識集約型サービスであり、金融の中では最も資本を必要とせず、小さな資本でリターンが生まれ、非常に高いROEを望めるビジネス。逆に言うと、巨額の資本を必要としないが、人材の育成並びにインフラの整備に大変時間とお金がかかる。本人に代わって何かを行うビジネスで、潜在的に利益相反の問題を抱えているために、重い受託者責任が課せられている。
  - ✓ 売っているものが何かがわかりにくい。金融商品は目に見えない、触れない、食べられない。だから良いと言われても実感がわかないというのが最大の特徴。過去の実績は実績として大事であるが、将来にわたって、こうした実績の再現性をどのように担保するか、そのためには運用哲学、投資手法・プロセス、人材の質、各担当者のキャリアが大変重要になる。
  - ✓ 日系運用会社の場合、金融機関系列の会社が多く、利益相反の問題を相当意識してコントロールしないとイケないと思う。親会社からの取締役が多数を占めているケースが多く、従って株主利益が相当意識されていると考える。資金を提供している投資家の利益を優先して働いているのだろうか、といった問題が起きている。
- 運用会社のガバナンスの問題点
  - ✓ 子会社業務の展開という観点から、運用子会社は成長しなければならない。それが親会社の利益になるということから、子会社の利益と親会社の利益は最終的、長期的に矛盾するものではない。ただ、親会社は上場会社であり、国際競争にもさらされているので、子会社の収益性に対するプレッシャーというのは非常に強く、しかも、それが短期指向である。
  - ✓ 一般的に、利益拡大のために量を拡大せざるを得ない。その量の拡大をいかに制御するかということが、運用事業の重要なポイントである。親会社との潜在的な利益相反を適切に管理するガバナンスの仕組みと、その実効性を担保する構造をどう導入するかもポイントで、具体的には業務執行面や人事面の親会社・大株主からの独立、そして長期的な観点からの事業評価の2点である。

## 第4回 研究会の概要 — 2

- 利益相反防止を担保し、有効なガバナンスを実現するための仕組み
  - ✓ 投資家の利益代表、つまり運用力強化等をミッションとして発言する社外取締役の設置が一案であると考え。これは、出来れば過半数が望ましいが、現在の日本の運用会社に社外取締役は存在しない。こうした仕組みは、投資家から見た場合に極めて説得力のあるツールであると考え。投資家の利益代表が経営に参加するような仕組みを導入し、運用及び投資家を大切にしていくというメッセージを送ることが、日本の運用会社が、これから生きていく上で重要なことの一つなのではないか。
  
- 運用会社が、株主としてガバナンスをどう働かせるか？
  - ✓ イギリスで2010年にスチュワードシップ・コードが公表された。株主として投資先をしっかりとモニタリングするということを欠いていたのではないかという問題提起である。金融機関の暴走と機関投資家の投資先に対するモニタリング欠如、これらが金融危機の原因ではないかということである。機関投資家が投資先企業をしっかりとモニタリングしていなかったために、企業が長期的成功を投資家にもたすことができず、最終受益者、つまり投資家はそのリターンを享受することができなかったのではないか、経済全体にも寄与しなかったのではないかということだ。
  
- 金融グループにおける運用子会社の意義
  - ✓ 投資顧問会社としての明快な受託者責任が存在する。親会社が証券会社であれば、親会社では一任勘定での運用をできないが子会社である投資顧問会社はできる。子会社である投資顧問会社には、利益相反という次元を超えた、本来要請される法律上のミッションをきちんと遂行しなければ、違法性を問われる。従って、親会社がそれをわからずに、子会社を収益源のように思うことは、やってはならない。
  - ✓ 大金融機関にとっての運用子会社は、グループROEを高めるエンジンにもなるし、収益の安定性にも寄与する。運用成績も良く、レピュテーションも高い立派な運用会社を持つことは、グループにとってもプラスになる。こういう意味では、親子の物差しが一緒になれば、運用子会社にある程度の独立を与えて、長期的にやっていけるようなポリシーをとれる。それゆえ、大金融機関の子会社であっても、十分グローバルにみて一流の運用会社になっているところもある。

## 第4回 研究会の概要 — 3

- 運用会社の付加価値は何なのか？
  - ✓ 何が運用会社の利益の源泉かという、投資の機会を世界中から探してきて、投資家にリターンを提供するという、どのようなキャリアの人が、どのような確信に基づいてやっているかということである。
  - ✓ 長期にわたって、いわばマーケット平均以上の付加価値を生み出しているという実績があり、その実績が、将来再現されるであろうという期待の裏づけとなるような人材が在籍し、また優れた意思決定プロセスが存在する等といった様々な条件を整えている運用会社に対して、投資家は期待し、報酬を払う。
  - ✓ 付加価値の源泉は、リサーチ・アナリストの量と質であり、加えて、過去に生み出した付加価値を将来再現させる投資判断の仕組みである。しかし、日本においては、日本株の投資ということで考えると、どんなに優秀なアナリストとファンドマネージャーがたくさんいても、あまり価値を生み出していないといえる。問題は、むしろ価値を創造しない経営がなぜ継続しえたのかということで、その理由の半分は、投資家が、そうした運用会社の商品を買っていたからであると考えられる。運用会社だけの責任ではなく買っている側、投資家サイドの責任はある。
  - ✓ 人材といった、アナリストやファンドマネージャーの質、あるいは、優れた意思決定プロセス等が運用会社を支えているとすれば、そうしたことが、個々の商品に明確に反映されていくと、各運用会社の利益の源泉がわかり、それに基づいて受託者責任やガバナンスの話の整理できると考える。