

## ■ 論文

## 投資情報開示とインベストメント・チェーン ～ケイ報告書の意義

北川 哲雄 ・ 林 順 一

## 目次

はじめに

第1章 情報開示と投資家・アナリストとの関係～ショートターミズム批判と市場の自由・  
効率化

第2章 英国における FRC の役割とケイ報告書による提案

第3章 ケイ報告書に対する反応

第4章 我が国に対する示唆

## ▶ 要 旨

企業側の投資情報開示は投資家・アナリスト向けに行われるものであるが悪しきショート・ターミズムをむしろ増幅させている可能性もある。この問題の解決にはインベストメント・チェーンを巻き込んだ改革が必要である。改革のために参考になるのは英国である。英国では過去20年間をみても様々な改革をスピーディに行ってきた。特にショート・ターミズムの打破を掲げて2012年に作成されたケイ報告書は注目すべきである。我が国に与える示唆を検討するとともに我が国固有の状況を斟酌しどのような行動を起こすべきかを提案する。

## ▶ キーワード

ショート・ターミズム, 統合報告書, ケイ報告書, コーポレート・ガバナンス・コード, インベストメント・チェーン, 業績予想開示, ESG

## はじめに

投資家・アナリスト向けの投資情報の開示は財務・非財務を問わず、あるいは法定開示・自主開示を問わず長年にわたり大きな変遷を遂げ今日に至っている。企業側にとってみると膨大な情報量を作成していることになる。上場企業のWEBサイトをみると有価証券報告書、決算短信やアニュアルレポートを開示している。それだけでなく詳細な決算補足説明資料がある会社も多い。また投資家向けの定期的な企業説明会を開催もしているためそこで使用される詳細なスライド資料も開示されている。また投資家個々との one on one meeting も盛んである。

しかしながら企業側からみてこのように膨大な情報が絶え間なく投資家側に流れているとしても、それがどのような情報効果があるのかについて懸念する論者も多い。

投資家・アナリスト側の情報要求は多様である。そして今日問題となっているのは、投資家・アナリストによる投資スタンスの短期化である。企業側が長期のスタンスによって経営を行うことにより企業価値を向上させようとするのに対し、投資家サイドが専ら目先の利益にのみ興味を持ち、その最大化を企業に求めてしまうという事態が日常化してしまえば、企業による情報開示もそれに即したものになってしまう。それだけでなく株価も目先の利益に即応したものとなりがちである。

このことの弊害は大きい。いわゆる資本市場における悪しきショートターミズムの蔓延である。この状況について企業側は苦々しくも思いながらもこれまで唯々諾々としてできる限り投資家の要求に応え情報開示を行ってきた節がある。

このような状況に業を煮やしていたのは日本だけではない。英国においても議論が深まっており、一昨年、BIS（英国ビジネス・イノベーション・技能省）の依頼を受けたジョンケイ教授による報告書（以下「ケイ報告書」と略称）が発表され多くの反響を呼んだ<sup>1)</sup>。

我が国の資本市場の状況と英国のそれとは異なる面もあるが参考に資する面も多い。雑駁な言い方であるが、英国ではグリード（貪欲）で短視眼的な企業経営や金融機関の行動には何らかの行動規制を加えようとする意識が濃厚である。それを企業と機関投資家あるいはインベストメント・チェーン（投資家・アナリストにさらに年金基金まで加えた）全体との関係で捉え直すという試みが正にケイ報告書と言えよう。そこで本稿では、ケイ報告書の概要を探るとともに我が国に与える示唆を考えてみたい。

本論の構成は以下のとおりである。第1章においては「情報開示と投資家・アナリストの関係～ショートターミズム批判と市場の自由・効率化」と題している。そもそも資本市場におけるショートターミズムとは何を意味しているのかについては曖昧なままであり、本章においては概念整理を行ってみる。そのうえでショートターミズムが企業側の長期的企業価値を増大しようとする行動に対しいかなる阻害要因になるかを考えてみる。この問題は一方で市場における投資家サイドから見れば取引、投資意思決定の自由、アセットオーナーから要請される投資尺

度、投資期間 (Time Horizon) の問題にも絡むこととなる。以上の問題を第1章においては整理する。

第2章は「英国における FRC の役割とケイ報告書による提案」と題している。ケイ報告書は2012年に公開されたものであるが、その意義を検討する前に英国における資本市場の特質や規制の歴史を我々は理解する必要がある。英国の場合、1992年のキャドバリー報告書<sup>2)</sup>を嚆矢とし、一気にコーポレート・ガバナンスが進んだ。Comply or Explain (満たせよさもなくば説明せよ) という概念の提唱は非常に有名である。

コーポレート・ガバナンスの充実は企業の行動、特に取締役会の行動を株主・投資家向けに規制することにより達成される側面があるが、一方で機関投資家の行動を規制するスチュワードシップ・コードも充実させてきた。このように過去20年間における進展の上で、ケイ報告書があるという現実を直視しなければならない。そしてキャドバリー卿の理念はFRC(Financial Reporting Council) という機関によって推進されて今日に至っている。我が国のおかれた資本市場の状況と異なる面もあるが、重なることも多く大いに参考になる。(米国投資家の影響を両国とも強く受けている点も同じである)。それゆえ、報告書の提案には非常に示唆に富むものが多い。その点を詳細に検討したい。

続く第3章においては「ケイ報告書に対する反応」について検討する。2012年7月に開示以来、様々な関係機関・識者から様々な賛意、あるいは厳しい批判を受けている。それらを整理することによりショートターミズムの克服、企業の長期的企業価値の向上プロセスについてのインベストメント・コミュニティ全体での合意が形成されつつある。それらについて俯瞰する。

最後の第4章において「わが国に対する示唆」を考えてみたい。英国との決定的な違いはコーポレートガバナンス・システムであるが、その違いを踏まえたうえでいかなる処方箋があるかを考えてみたいと思う。

## 第1章 情報開示と投資家・アナリストとの関係～ショートターミズム批判と市場の自由・効率化

### 第1節 決算開示と短期業績予想の関係

上場企業は投資家・アナリスト向けに様々な情報開示を行っている。その中に四半期情報開示というものがあ、3か月ごとの決算の開示が米国では1968年度より、日本では2003年度より開示が義務付けられている。欧州では義務付けられている国はない。

経済環境の激しい時代にあつてキメ細かく決算の状況を開示することに異を唱える人は市場関係者では少ない。月次決算も開示してほしいという投資家もいるからだ。これにこたえるかのように月次の主要製品(商品)の売上高に関する開示を自主的に行っている企業もある。さらに突き詰めてみると、週ごとの売上動向をマーケット・リサーチしているサーチ会社が情報開示(ほとんどが有料であるが)しているケースもある。

毎日新鮮な情報が市場に持ち込まれることは投資家にとっては喜ぶべきことであろう。筆者もその点は認めるべきと思う。それゆえ企業が四半期であれ、自発的に月次・週次であれ過去の業績を披歴することは何ら責められるべきものではない。

問題はそれがショートターミズムを助長するか否かということである。企業経営者の多くは、時間軸として3年から5年さらには10年（あるいはそれ以上）の企業価値の向上に向けて様々な施策を打っているわけで、きわめて憂慮すべき経済・社会変動（リーマンショックとか東日本大震災）がない限りにおいて、月次や四半期の業績変動に一喜一憂した株価変動は非常に不可解あるいは不愉快なものとして考えていると推定される。

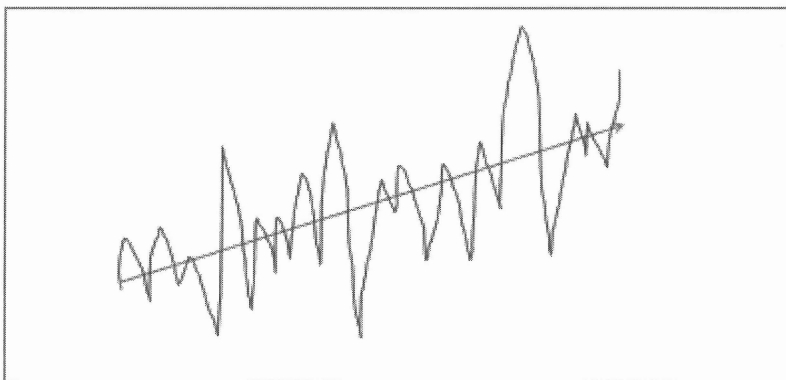
もちろん、ある月の売上動向が当該企業にとって投資評価上ターンアラウンド（屈折点）を示すこともあり、投資家の言い分もわからなくはない。

この問題は図表1のように考えるとわかりやすいかもしれない。ある企業の株価の推移を示したものである（イメージ図です）。長い目でみれば右上がりに株価は上昇していることがわかる。その間、過去においては企業価値（業績といってもよいかもしれない）が順調に拡大したか、最近においては将来の企業価値増大の期待が膨らんできていることが株価に反映されているのかもしれない。

それが直線で示したように株価が形成されることはなく、実際にはジグザグ線のようになることが多い。このジグザグ線は過度に期待が膨らんだり、過度の悲観的見方が広がったりする頻度が大きいことを意味する。

市場において多大なエネルギーが短期的なブレに振り回されるのは社会全体としては健全な方向とは言えない。しかし、市場関係者、特に投資家の一部はこういった短期の価格変動に命を掛けている人々もいる。市場にそうしてはいけないという規制があるわけでない。それでは規制がなければ、何をしても良いのか、という問題になる。社会全体として何らかの規制が必

図表1



(出所) 筆者作成(イメージ図)

要である、という議論があっても良い。

昨今の高速度取引 (HFT ;High Frequency Trade) の普及は短期化にさらに拍車をかけるものになっていると推定される。ここでは何らかの些細な情報によって一部の投資家は日々、あるいは瞬時のキャピタル・ゲインを得ようとしている。

しかし、企業の長期的な投資評価は瞬時に変化するものとは思われない。企業にとっては非常に迷惑な状況であろう。

それでは悪しきショートターミズムを排除する現実的な解決策として何が考えられるであろうか。筆者が提案したいのは短期的な（企業による）業績予想開示の停止である。企業側からの情報を遮断する、すなわち蛇口を閉めることが重要だということである。

よく、短期的な業績開示と業績予想開示は混同されて論じられることが多い<sup>3)</sup>。どのような時間軸であれ業績結果に対しての企業からの開示は過去のものであり、結果を公表することは問題ないと思われる。そういった意味で四半期業績開示は問題ない。とはいえ留意すべき点も多々ある。

四半期開示の中で売上動向は過去の同年度同四半期との比較、前四半期との比較の上で投資家が動向を判断するうえでの指針を企業側が示すことが必要であろう。

次に重要なのは利益である。各四半期での原価・費用は必ずしも収益（売上）に対応していないものが発生する可能性がある。研究開発費などはその例であろう。将来の売上に寄与することを目的とするものの、当該四半期の売上との対応が明確でないことが多いが、四半期の場合、年間に予想された費用の4分の1が計上されるとは限らない。様々な要因からある四半期に突出し支出額が増えることも予想される。これらの点について面倒ではあるが企業側で丁寧に説明する必要はあるかもしれない。

株価は将来を予見する。過去の業績についての理解が市場で進むと投資家の関心は新たな将来の業績の動向の読みに移る。我が国においては、企業側が中間期（第二四半期）、通期の詳細な業績予想を開示することが多い。たとえば第一四半期の業績が開示されると市場は中間期の企業予想がどう変化するかの新たな情報を企業に要求する。このような行為自体を資本市場関係者が多大なエネルギーを費やして行っていることは不健全としか思えない。自由化・効率化が資本市場を発展させるキーワードのように言われることが多いが、ある意味、野放図な世界を形作っていると批判できる。

## 第2節 アナリストとポートフォリオ・マネジャーの立場

企業側からの必要な情報遮断を行ったとしても証券会社サイドのアナリスト（いわゆるセルサイド・アナリスト）の場合、顧客である機関投資家のポートフォリオ・マネジャー（以下PMと略称）が短期での運用成果を求めるケースが多くなれば唯々諾々であってもショートターミズムに従わざるを得ない。

ヘッジファンドの中で非常に短期的な時間軸で売買を行う PM が存在する。彼らの運用残高が増え証券会社に支払うコミッション割合が全体の中で増えてくるとアナリストはどうしても彼らの歓心を得ようとする。ヘッジファンド向けには5年後の利益よりも次の四半期予想の動向を探ることや近い将来に起こるイベントに対する的確な予想を行うことがアナリストの主力業務の一つとなっている。

さらにヘッジファンドの PM 自体に企業の分析能力が備わっている場合には、アナリストに求める機能はもっと異なるものになる。図表2は有名な Greenwich Associate 社の最近の調査結果<sup>4)</sup>であるが、注目すべき結果となっている。調査対象は米国機関投資家であり、彼らによる米国内の証券会社に対するリサーチ・コミッションの配分理由を示している。

調査時期は2012年の第一四半期である。機関投資家は特性に分けて Hedge Funds と Long Only Investors に二分している。前者はおおざっぱに言って短期運用志向あるいは絶対収益追求志向が強い（ただし、ファンドの性格、たとえば最近台頭してきたアクティブスト・ヘッジファンドの場合は必ずしも短期とは言えない）とみなされている。

これに対して後者は年金運用によく見られるベンチマーク運用を行っている運用機関である。運用を委託しているところは公的年金や企業年金が多く彼らのスタンスは3年あるいは5年程度の長期的な運用成績を、絶対リターンではなく相対リターン（ベンチマークとの乖離）による超過収益を獲得することが求められている。そのためアナリストに求めるものが両者に対し微妙に異なっている。

Hedge Funds の場合、①経営者へのアクセス（30%）、②アナリスト・サービス（20%）および③リサーチ・コンファレンスとセミナー（14%）で64%（約3分の2）を占める。

これは以下のように解釈できる。企業側にとって Hedge Funds は必ずしも歓迎すべき投資家（株主）ではなく、アナリストにアクセスしてもらいマネジメントとのミーティングをセットしてもらうことでコミッションを落としているということである。②は様々な PM からのリクエスト（上記で述べたところのイベント情報の予想・解説など）を意味するものと推定される。③は証券会社が主催して行うイベントである。注目企業が一同に会して集中的に投資家向けにプレゼンテーションを行おうとするものである。

同じ表を Long Only Investors でみると①よりも②のウエイトが高く、より本来のアナリスト活動に対する評価のウエイトが高いことがわかる。

以上図表2から総じて言えることは、Hedge Funds も Long Only Investors もアナリストに対しファンダメンタルズ分析の深さを求めていると言うよりは、どちらかと言えばアナリストにサービス機能をもつことをより期待していることがわかる。これは Long Only Investors の場合でも自社内のリサーチ機能（バイサイド・アナリスト）を備えているためと推定される。Hedge Funds の場合はそもそもリサーチ機能を重視していないのではないと思われる。

ここから伺えるのはアナリストに求めるのは総じてどちらの投資家のタイプであってもサー

図表2 機関投資家のリサーチ・コミッション配分

Research Advisory Commission Allocations – Q1 2012	Hedge Funds	Long Only Accounts
Access to company management	30%	19%
Analyst service	20	24
Research conferences & seminars	14	13
Sales service	11	13
Sub-total	75%	69%

出所) Greenwich Associatesによる調査。Keating(2013)p.22.より引用。より詳細には <http://www.integrity-research.com/cms/2012/06/04/the-incredible-shrinking-equity-commission-pie/> を参照のこと。

ビス業務であるという点である。アナリストのリサーチ活動は一般のイメージと異なり短期的かつイベント企画的なあるいはコーディネーター的な役割を担っているともいえよう。

このようにみるとアナリストには企業の長期的企業価値の算定にはそもそも興味がないようにも思える。それに対し機関投資家はどうか。Hedge Funds 側が興味ないとしても Long Only Investors は依然オーソドックスな調査手法で臨んでいるとするならば企業のスタンスと時間軸が合うということになる。

しかし、市場における Hedge Funds のウエイトが高まってくるとどうしても短期のボラティリティが激しくなってくる。そうなることは Long Only Investors の投資行動にも影響が出てくる。

たとえばある長期投資を旨とする機関投資家のインハウス・アナリスト A 氏が投資対象の企業に対し7年間の業績予想を行い DCF 法に基づき妥当株価(フェア・バリュー)を500円と算定したとしよう。現在の株価が350円とすると、A 氏は元来徐々に株価が上昇することを期待したとしても、日々生起する情報に株価がオーバーに反応している状況が続くとかつては2年ほど経って実現すると予期していた目標株価500円を短期間に大きく上回ってしまうことも頻繁に起こることになる。

すなわち短期投資家の台頭は長期投資家の投資行動すら短期化する要因となるのである。しかしこれらは機関投資家に資金運用を委託するアセット・オーナー側(年金基金等)の問題とも言える。短期主義自身をアセット・オーナーが強いていけば機関投資家が従わざるを得ないからだ。年金基金側が委託した運用機関の運用成績を毎日神経質にチェックすること自体が PM に短期主義的運用を強いることになる。しかし、その運用資金自体は企業年金基金においては従業員自身のため、公的年金においては一般国民自身のためのものである。すなわち本源的な運用資金の出し手は国民一人ひとりということになる。この循環はどこかで断ち切らなければならない、という意識が心ある識者によって醸成されてきたのは自然なことである。

## 第2章 英国におけるFRCの役割とケイ報告書による提案

### 第1節 英国のコーポレート・ガバナンスの特徴とFRCの役割

英国のコーポレート・ガバナンスは、柔軟性と改善プロセスを内包した成熟した仕組みを構築している。すなわち、企業毎にその置かれた環境に応じてコーポレート・ガバナンスの形態が異なるのは当然であるという認識のもと、法律で一律に規制するのではなく、1つのメルクマールとして最善慣行規範を定め、企業が最善慣行規範を適用しない場合にはその理由を開示することとし、その妥当性の判断を市場に委ねることによって柔軟性を持たせている。また、先進的な考え方、先進的な企業の慣行を最善慣行規範とし、それを頻繁に見直し、最善慣行規範を目標として他社が改善を図ることを通じて、全体のコーポレート・ガバナンスの継続的底上げを推進することを企図している。これはシティにおける長年の伝統を踏まえたもので、理論よりも実践を重視した考え方であるといえよう。

具体的には、英国のコーポレート・ガバナンスの特徴は3つの観点（考え方、対象範囲、規制・規律の枠組み）から説明することができる。まずコーポレート・ガバナンスに対する考え方であるが、全ての企業に対して同一の規律（“one size fits all”）を強制することでは、良いコーポレート・ガバナンスは達成できないという認識に基づいて、原則主義（“principle based approach”, “comply or explain”）を採用している。そこでは、原則に当てはまらない場合には、投資家にその理由を説明し投資家の理解を得ることが求められる。次にコーポレート・ガバナンスの対象範囲について、現実の主体別の影響力を考慮して、実践的な観点から対象範囲を広く捉えている。具体的には、単に企業に規律を求めるだけではなく、機関投資家に対しても一定の役割を期待している（ケイ報告書ではインベストメント・チェーン<sup>5)</sup>の構成者全員に対して一定の規律を求めている）。更に規制・規律の枠組みとして、ハードロー（法的拘束力を有するもの）とソフトロー（法的拘束力を有しないもの）を組み合わせ対応している。具体的には、制定法等の政府による規制によって、コーポレート・ガバナンスの基本的枠組みや情報開示の枠組みを規律するとともに、自主規制機関の最善慣行規範によって、個別企業や機関投資家等を具体的に規律している。

このハードローの部分を担当しているのが、規制当局であるFCA (Financial Conduct Authority) であり、ソフトローの部分を担当しているのが、独立した自主規制機関であるFRC (Financial Reporting Council) である。すなわち、FCAは金融サービス関連業界を規制する当局として、消費者保護、業界の安定や健全な競争環境の整備等を政策課題としているのに対して、FRCは自主規制機関として、コーポレート・ガバナンスの質の向上と、投資促進のための投資情報開示の質の向上を担当している。現在FRCは、企業を規律するコーポレート・ガバナンス・コードと、機関投資家を規律するスチュワードシップ・コードの制定・改廃を所管しているが、それらのコードの前身は、1998年にロンドン証券取引所が作成した統合規範である。統



合規範は1992年のキャドバリー報告書を含めた3つの報告書の報告内容を規範化してロンドン証券取引所の上場規則としたものであるが、米国におけるエンロン事件やワールドコム事件の反省を踏まえて2003年に改正が行われた。その際にFRCが統合規範に責任を持つようになった。その後、米国のリーマン・ブラザーズの破綻を契機とする世界的な金融危機、英国銀行の経営危機の反省を踏まえて、英国では2009年にウォーカー報告書が作成されたが、この報告書の勧告を受けて統合規範が発展的にコーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードに展開され、それらをFRCが所管することになったという経緯がある（経緯の詳細は次節参照）。

## 第2節 機関投資家の役割を重視する英国コーポレート・ガバナンスの歴史

前節では英国のコーポレート・ガバナンスの特徴の1つとして、機関投資家の役割を重視していることを指摘したが、ケイ報告書もこの文脈の上に位置づけられる。そこで、ケイ報告書をより良く理解する観点から、ケイ報告書以前の代表的な考え方を示すものとして、キャドバリー報告書、ハンベル報告書、マイナーズ報告書及びウォーカー報告書の該当部分を概観したい。

### 1 キャドバリー報告書<sup>6)</sup>

英国のコーポレート・ガバナンスの嚆矢といえる1992年のキャドバリー報告書において、既に機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与が期待されている。すなわち、取締役が責任を十分に果たしていない場合、機関投資家等の株主は取締役に説明を求める必要があるとし、機関投資家に対して経営者との定期的かつ体系的な対話 (exchange views and information)、議決権の積極的行使、取締役の選出、特に非業務執行取締役の指名に関する積極的関与を求め、また機関投資家に対して、会社の所有者として投資先企業が最善慣行規範を遵守するように影響力を行使することを期待した。

### 2 ハンベル報告書<sup>7)</sup>

1998年のハンベル報告書においても、機関投資家に対して熟慮のうえ議決権を行使すること、機関投資家と企業は極力相互理解に基づいて対話 (dialogue) を行うこと、年金基金はポートフォリオ・マネージャーが長期的視野をもって運用するよう促すことを強く求めた。これを受けて1998年に作成された統合規範では、機関投資家に対して、議決権行使、会社との対話、及びコーポレート・ガバナンスに関する開示情報の評価を求めた。この統合規範はロンドン証券取引所上場規則集に添付され、上場企業はその後のアニュアル・レポートにおいて、統合規範の遵守状況に関する開示が求められるなど、統合規範はソフトローとしての機能を持つことになった。

### 3 マイナース報告書<sup>8)</sup>

2001年に、機関投資家（年金基金と生命保険会社）の受託者責任を勧告するマイナース報告書が作成された。同報告書では、序文において、年金基金や生命保険会社といった機関投資家が多くの人々の貯蓄を管理し、英国企業の多くを所有・コントロールしていること、また英国の健全な年金システム、高度に発展した投資文化、投資に関する専門職の存在は英国の主要な国家財産であることを認識したうえで、現在の貯蓄と投資業界の構造には、貯蓄者の資金 (saver's money) が、多くの場合、貯蓄者の利益の最大化のために投資されていないこと、資本が経済に効率的に振り向けられていないという問題があることを指摘した。

さらに具体的な問題点として、ポートフォリオ・マネージャーに対してベンチマーク運用が求められており、意味のあるアクティブ運用が殆ど不可能になっていること、ポートフォリオ・マネージャー評価の時間軸が明確ではないため、彼らは短期主義的アプローチを採用し、投資先の業績が悪い時でも株主としての行動をとることに躊躇している事実を指摘した。

そのうえで同報告書は、受託者である年金基金の投資目的は他の年金基金との比較ではなく、当該ファンドのおかれた状況に適合したものであるべきこと、年金基金はポートフォリオ・マネージャーがショートターミズムに陥らないようにするために、彼らに対して、投資目的、評価の明確な時間軸を書面で示すべきこと、ポートフォリオ・マネージャーは顧客の最大利益を追求するという基本的な義務を履行するために、業績悪化企業に対して介入 (intervention) すべきこと、米国のエリサ法に倣って、年金基金はポートフォリオ・マネージャーに対して、エンゲージメント<sup>9)</sup>によって投資価値の増大が見込まれる場合には、議決権行使その他の方法で投資先企業に介入する義務があること、実際の適用に際しては、政府の規制ではなく、キャドバリー報告書以降英国で成功裏に用いられている開示義務に基づく最善慣行規範の活用が適切であること等を勧告した。

マイナース報告書が作成された直後に、機関投資家によるアクティビズムのうねりが生じたが、その勢いはすぐに停止した。この理由として、当初機関投資家はマイナース報告書の勧告に適切に対応しないと勧告の内容が法律によって強制されてしまうという危機感をもったが、その後、労働党政府がイラク戦争に忙殺され企業側との緊張関係を緩和する方針に転換したことから、この危機が解消されたことが指摘されている<sup>10)</sup>。

機関投資家の受託者責任については、2008年の米国発の金融危機の影響が英国の巨大銀行に及んだ際に改めてクローズアップされた。すなわち、機関投資家は強欲な銀行経営者を退任させる動きをしなかったことから、金融危機の犯人の一人であるとされ、下院財務委員会の銀行危機調査において、機関投資家は怠慢であったとして非難された<sup>11)</sup>。

#### 4 ウォーカー報告書<sup>12)</sup>

英国銀行が経営危機に陥った反省から、2009年に、英国銀行のコーポレート・ガバナンスに関する勧告を纏めたウォーカー報告書が作成された。同報告書の勧告の対象は銀行その他の金融機関であるが、他の英国企業に対しても広く適用可能なものであるとされた。同報告書は7章から構成されるが、そのうちの1章が機関投資家の役割の検討に当てられ、機関投資家の役割として対話 (communication) とエンゲージメントが推奨された。

同報告書は、まず、英国のように高度に発展した資本市場においては、最終受益者 (ultimate beneficial owner) と投資先企業をつなぐ関係が複雑になったため、長期的価値の創造を求める最終受益者よりも、同種又はベンチマークインデックスとの相対的な優劣を重視して短期的リターンを求める投資家の考え方が優勢になってしまった事実を指摘したうえで、最終受益者の求める絶対リターンと長期的パフォーマンスの改善は、機関投資家によるエンゲージメントによって達成されうるとする。

そして、機関投資家は株主の有限責任という株式会社制度のメリットを享受しているので、その代償としてスチュワードシップ<sup>13)</sup> 義務にコミットすべきであり、もしコミットしない場合にはその理由 (投資戦略上の理由など) を明確に説明すべきであるとする。

これらの考え方を踏まえ、同報告書は、FRC の責任範囲の中に、機関投資家とポートフォリオ・マネージャーが、スチュワードシップに関する最善慣行規範を遵守するように推進・推奨することが明示的に含められるべきであること、この新しい役割は、現行の統合規範から分離されて新たにスチュワードシップ・コードとして制定され、現行の統合規範はコーポレート・ガバナンス・コードとして存続されるべきであること、機関株主委員会 (ISC) が作成した機関投資家の責任コードが、独立性と権威を有する FRC に批准されて、スチュワードシップ・コードとして展開されるべきであることを勧告した。

これらの勧告に従い、2010年に FRC によって、機関投資家の規律を定めるスチュワードシップ・コードが制定され、その後2012年に機関投資家をアセット・オーナー (資産保有者) とアセット・マネージャー (資産運用者) に明確に区分するなどの改正が行われた。

### 第3節 ケイ報告書<sup>14)</sup> の提案内容

#### 1 ケイ報告書の背景と問題意識

2011年6月に、ロンドン・スクール・オブ・エコノミックスのケイ教授は、BIS (英国ビジネス・イノベーション・技能省) 担当のケーブル大臣から、英国株式市場の状況と、それが英国上場企業の長期的パフォーマンスやコーポレート・ガバナンスにどのような影響を与えているかについての調査・報告を依頼され、2012年7月に112頁から成る最終報告書 (ケイ報告書) を作成し、公表した。ケーブル大臣の主な関心は、英国株式市場が英国企業のパフォーマンス向上や、英国企業の株式を直接・間接的に保有する最終投資家 (savers) の利得の向上といった

株式市場の主要な目的に対して、十分に役割を果たしているかということであった(ケイ報告書は、コーポレート・ガバナンスの規制当局ではなく、ビジネスの推進を所管する BIS から委託されたという点に特徴がある)。

ケーブル大臣がこのような関心を持った背景には、同大臣が BIS の担当大臣に就任した時、米国クラフト社による英国キャドバリー社に対する敵対的買収に関する議論(短期志向の株主が、英国株式市場や成功した英国企業の運命に多大な影響を及ぼしていることについての議論)が活発に行われていたこと、及び同大臣が英国の製造業者から、彼らは10年から20年先を見据えて投資したいと考えているが、株式市場の時間軸はこれとは異なり短期志向であるという説明を受けたことがある<sup>15)</sup>。

この依頼を受けたケイ教授の英国株式市場に関する問題認識は、ケイ報告書の序文で示されているが、それは概ね以下のように纏めることができる。

- ・英国企業は、イノベーション、ブランド、評判そして労働者の技能を高めるために投資を行わなければならない。これによってのみ、英国企業はグローバルマーケットでの競争優位性を構築・維持することができる。国際市場で成功することによって、英国企業は英国国民の年金を賄う投資収益や、長期的な財務目標を達成することができ、ひいては最終投資家全体のリターンの増大につなげることができる。しかしながら、今日の株式市場は、これらの目的を支援するようにはなっていない。
- ・金融仲介は、信頼(trust)と信用(confidence)に依拠している。信頼と信用は、長期的なビジネス上及び個人的な関係に基づいて醸成されるもので、身も知らずの者の間での短期的取引(trading)によって形成されるものではない。
- ・我々は、ビジネスと金融が協働し、高収益企業を創造し、最終投資家に持続的なリターンをもたらすような株式市場のカルチャーを作り上げなければならない。その際にインセンティブのあり方も重要な論点となる。

## 2 過去の報告書との共通点・相違点

ケイ報告書は、1992年のキャドバリー報告書以降、英国において数多く作成されたコーポレート・ガバナンスに関する報告書の一つであるが、過去の報告書と多くの共通点を有する一方で、独自の視点を示している部分もある。

まず、共通点として挙げられるのは、企業だけではなく、機関投資家に対しても一定の規律(義務)を求めるという視点である。また、コーポレート・ガバナンスに関する問題は、法律で一律に規制するというよりはむしろ、最善慣行規範を定め、これを遵守するか、遵守しない場合には説明を求めるという原則主義("comply or explain")の考え方を適用し、企業や機関投資家の自主性を尊重しつつ市場の規律に委ねる方が望ましいという考え方を採用している。さらに、機関投資家のショートターミズムを問題視し、最終投資家のためには長期的視野での運用

が必要であると指摘している。機関投資家によるエンゲージメントやスチュワードシップの考え方を採用している点も、過去の報告書と共通している。

一方で、過去の報告書と異なる点として挙げられるのは、最終投資家の利得だけでなく、投資先企業の繁栄にも焦点を当てていること、機関投資家をアセット・ホルダー（資産保有者）とアセット・マネージャー（資産運用者）に区分し、特にアセット・マネージャーの役割・義務に焦点を当てている点である。また、従前の報告書は、主として機関投資家と企業の関係に焦点を当てていたが、ケイ報告書では、機関投資家を含むインベストメント・チェーン全体と最終投資家・投資先企業との総合的な関係に焦点を当てるとともに、インベストメント・チェーンのカルチャーの変革を重視している。

このようにケイ報告書は、過去のコーポレート・ガバナンスに関する報告書の流れを受け継ぎながらも、独自の視点を加えたものであるといえる。

### 3 構成、勧告の概要

ケイ報告書は、序文、要旨のほか、13章からなる本文で構成されている。第1章から第5章で株式市場の問題点の分析がなされ、第6章から第13章で改善策の提案・勧告がなされている。具体的には、17の勧告、10の原則、アセット・マネージャーの最善慣行規範、アセット・ホルダーの最善慣行規範、及び企業の取締役の最善慣行規範が示されている。なお、これらの詳細については本論文の最後にまとめて掲載している。

以下ではケイ報告書の概要を説明する。ケイ報告書では現状認識として、金融システムが1970年代以降、グローバル化、規制緩和、再規制の流れの中で変容してきていること、これらの進展によって、英国の金融機関のカルチャーや主要な参加者の主体性や行動も変容したこと、信頼関係 (trust relationships) を重視した関係は、短期取引至上主義 (primacy to trading) に置き換わったこと、そして短期的取引のカルチャー (trading culture) は、金融仲介業者は勿論、市場利用者（企業と最終投資家）の行動にも影響を与えていることを示している。

この結果として、英国企業は、新規投資のための資金調達場として、株式市場を利用することが殆どなくなり、英国の最終投資家やアセット・ホルダーは、英国企業の株式への投資の比重を低下させ、債券への投資の比重を増加させていること、一方で、金融仲介業者（資産運用者、インベストメントバンク、短期取引業者）は繁栄を謳歌していることを指摘している。

本来、英国の株式市場の有効性は、英国上場企業の長期パフォーマンスに与える影響によって最も良く評価されるものであり、長期的パフォーマンスは、長期志向の最終投資家が求め、獲得するリターンの唯一の源泉であること、また株式市場の有効性を高め、失われた信頼関係を回復するためには、最終投資家とそれらの代理人、及びそれらの代理人と投資先企業との信頼関係に基づくインベストメント・チェーンを再構築し、カルチャーを変革することが重要であることを主張している。

これらのために、アセット・ホルダーとアセット・マネージャーの取り組み方を大きく変える必要があること、具体的には、最善慣行規範を奨励・発展させること、ポートフォリオ・マネージャーによる集团的行動（集团的エンゲージメント）を奨励すること、規制当局のアプローチの根本的な改革（市場の仲介業者に配慮するのではなく、企業や最終投資家といった市場利用者の利益に着目すること）が必要であること、インベストメント・チェーンの関係者に対して、フィデューシャリー義務を再度強調することによって、信頼関係を復活させることが重要であることを指摘している。

そして、報告書の結びとして、利用者のニーズに合わせて、インベストメント・チェーンを信頼、尊重、信用及び協調に基づく形に再構築することは、長い時間がかかるものであり難しいものであるが、今が始める時である (But it is time to begin) と主張している。

#### 4 投資情報開示に関する勧告

ケイ報告書の17の勧告の中で、投資情報開示に関しては3の勧告がなされている。それらは、期中経営報告 (Interim Management Statement) 義務<sup>16)</sup> の撤廃 (勧告11)、高品質で簡潔な叙述的報告 (narrative reporting) の推奨 (勧告12)、及び短期的業績予想開示の中止 (勧告6) である。以下では、これらの勧告理由について説明する。

まず、期中経営報告義務の撤廃について、ケイ報告書では、透明性確保の名のもとで明確な目的がないまま情報開示が進められた結果、情報の洪水が生じており、企業の負担が増大するとともに、実際に有用な情報が膨大なデータの中に埋没しており、必要な情報がアセット・マネージャー等に活かされていないという事実を指摘する。そして、アセット・マネージャーに必要な情報は長期的判断に有用な情報であって、短期のランダムな変動の結果ではないことから、期中経営報告義務の撤廃を勧告している。

次に、高品質で簡潔な叙述的報告の推奨について、ケイ報告書では、機関投資家は顧客の利益を最適にするため、企業活動の環境や社会に及ぼす影響についても考慮すべきであるが、そのような情報は業種や企業毎に異なる性質のものであるので、一律に規制するよりは、アセット・マネージャーと企業との間の交渉によって開示事項が決められるべきであることを指摘する。そして叙述的な報告書は、本質的な事項を適切に説明し、透明性の観点から重要な役割を果たすことから、企業に対して、定型的な報告ではなく高品質で簡潔な叙述的な報告を行うことを勧告している。

短期的業績予想開示の中止については、現状、アナリストは企業の財務内容の予想値を当てて競争をしており、企業は業績予想 (earnings guidance) を提供することによってこの競争プロセスに参加し、収益期待を管理することが企業の財務担当者や IR 担当者の主要な関心事となっているという問題認識を示したうえで、このことは企業の長期的価値増強とは関係のないものであるので、企業はショートターミズムを助長するような短期的な業績予想とその開示をやめる

ように努めるべきであることを勧告している。

### 第3章 ケイ報告書に対する反応

2012年7月にケイ報告書が公表されて以降、英国において、ケイ報告書に対して数多くの評価・批判が行われている。本章では、ケイ報告書の投資情報開示に関する勧告に対して、評価・批判を行っている英国政府、英国 CFA 協会及び英国下院 BIS 委員会による評価・批判をそれぞれ検討する<sup>17)</sup>。

#### 1 英国政府

英国政府は、2012年11月に、ケイ報告書の評価と今後の対応方針を纏めた報告書を公表した<sup>18)</sup>。政府報告書の序文で、ケーブル大臣は、ケイ教授の報告書を歓迎すること、ケイ教授の提言の多くは政府に向けたものではなく、市場参加者に向けたものであること、ケイ教授は、投資に関するカルチャーの変化は単なる規制によってのみもたらされるのではなく、インベストメント・チェーンに関与する人々が最善慣行 (good practice) を実行することを通じてなされるものであると考えていることを指摘し、これらを踏まえて、ケイ報告書の最善慣行規範をレビューしていくとしている<sup>19)</sup>。

政府報告書の本文では、政府としてケイ教授の分析を支持し、ケイ報告書に対する対応として、ケイ報告書の勧告を将来の政策・規制に活かし、他の規制当局にも働き掛けるとしたうえで、マーケット参加者に対して、勧告を踏まえて最善慣行規範を尊重するように要請している。また、ケイ報告書は、英国マーケットに対する長期的ビジョンを定め、企業の成長と人々の雇用を創造し、英国や世界の企業・投資家のニーズに応えることを企図しているもので、継続的なコミットメントを必要としているので、2014年夏に政府はケイ教授の勧告が政府や他の主体によってどの程度達成されたかについての報告書を作成する予定であるとしている。

以下では投資情報開示に関する勧告についての英国政府の評価を概観する。まず期中経営報告義務の撤廃勧告について、英国政府はこれを支持している。この義務はEUの透明性指令 (EU Transparency Directive) に基づいて英国で実施されているものであるが、ケイ報告書の作成が進む中で、EUも企業の開示負担の軽減とショートターミズムの弊害を除去する観点から、この開示規制の見直しに入っており、英国政府はこのEUの見直しの方針を強く支持している (2013年10月にEU透明性指令の改正が行われ、期中経営報告義務は、企業の負担が重く投資家保護目的では必ずしも必要ではないこと、ショートターミズムを助長し長期的投資を妨げることから、これを廃止すべきことが示された<sup>20)</sup>)。

ケイ報告書の高品質で簡潔な叙述の報告の推奨勧告を英国政府は支持している。すなわち、英国政府は、記載内容が多いからといって、そこに必要十分な情報が含まれているとは限らず、

むしろ読み手の理解を妨げることにもなりかねないことから、重要な事項だけが含まれる簡潔な報告が重要であるとし、投資家と企業との間の対話 (dialogue) が、報告書の質の向上に有効であると考え、ケイ報告書を支持している。

なお、叙事的報告に関して、英国政府は2013年8月、2006年会社法を改正し (The Companies Act 2006 (Strategic Reporting and Directors' Report) Regulations 2013)、企業の発行する年次報告の中に戦略報告 (Strategic Report) を含めるべきことを定めた (2013年10月施行)。戦略報告は、それまでの経営報告 (Business Review) に代替するもので、株主に対して、取締役が企業戦略やビジネスモデル等を簡潔かつ明瞭に説明することを求めている。英国政府の要請に基づき、FRCは戦略報告に関する具体的な手引きを、原則主義の形式で作成する予定である (2013年8月ドラフト開示、2013年11月ドラフトに対する意見締め切り、2014年の早い時期に完成予定)。

また、英国政府は、企業は短期的な業績予想とその開示をやめるように努めるべきであるというケイ報告書の勧告を支持している。ケイ教授は、業績予想開示がなされることによって、セルサイドアナリストが企業の長期的価値を分析するよりも短期売買のために企業を分析するようになり、投資家や企業経営者がショートターミズムに陥ることを助長すると指摘しているが、この指摘の背景には、取締役の義務は株価ではなく企業に対するものであり、取締役は市場よりも投資家との関係構築を図るべきであるというケイ教授の考え方があることを英国政府は指摘している。

## 2 英国 CFA 協会

証券アナリストの団体である英国 CFA 協会は、2012年11月に、ケイ報告書に対するコメントを公表した<sup>21)</sup>。英国 CFA 協会は、ケイ報告書を概ね歓迎するとしながらも、幾つかの点について批判している。具体的には、まず、ケイ報告書の2つの前提、即ち、アセット・マネージャーが投資先企業に対してスチュワードシップの役割を果たせば、当該企業の業績は向上すること、及び英国の株式市場はショートターミズムの弊害を被っていることについて、それらを支持する証拠が不足しているとする。また、運用担当者の本来的な責任は、顧客のためにリスク調整後の高い収益を生み出すことにあるのであって、投資先企業の経営を行うことではないことが理解されていないとして批判している。

ケイ報告書の期中経営報告義務の撤廃勧告について、英国 CFA 協会の公式見解は財務情報の四半期開示を求める立場であるとしながらも、強くは反対していない。財務情報の四半期開示そのものではないが、四半期毎の業績予想開示については、企業の複雑でダイナミックな活動や企業の長期的な価値創造を説明するには不適切であることから、効果的な投資判断には役立たないので必要ないとの立場を説明している。

ケイ報告書の高品質で簡潔な叙事的報告の推奨勧告について、基本的には支持するとしながらも、この内容は既に2006年英国会社法の改正に関して議論された事項であるので、今回のケ



イ報告書の勧告が、英国政府の更なる規制改正の検討に繋がらないことを期待するとしている。

企業は短期的な業績予想とその開示をやめるように努めるべきであるというケイ報告書の勧告については強く同意している。その根拠の1つとして、英国 CFA 協会の加入者に対するサーベイ調査の結果を示している。その調査によれば、63%の回答者が英国上場企業の取締役や経営者は短期的株価変動を気にしすぎていると指摘しており、また86%の回答者が英国上場企業の取締役や経営者は、会計上の利益よりも経済的な利益を重視すべきであると指摘している。

### 3 英国下院 BIS 委員会

英国下院 BIS 委員会は、7回のパネル（討議会）での証言や書面で提出された多くの証言を踏まえ、2013年7月に、252頁（本文82頁、エビデンス170頁）からなる報告書（以下「BIS 報告書」という）を公表した<sup>22)</sup>。

BIS 報告書では、まず、ケイ報告書の位置付け、報告書が求められた背景、過去の報告書との関係を記載したうえで、ケイ教授が提起した主要な論点について、関係者の証言を整理し、政府に対する要望事項を纏めている。

具体的には、ケイ報告書の提案のうち、投資家フォーラムの創設について、集团的エンゲージメントが株式市場や英国のビジネスに良い影響を及ぼすというケイ教授や政府の主張に賛成している。また、経営者報酬について、報酬は、企業の長期的なパフォーマンスに基づき、適切な保有期間を設定した株式の形態で与えられるべきであるとするケイ報告書の提言を支持している。ポートフォリオ・マネージャーのインセンティブについて、ポートフォリオ・マネージャーの行動を導くインセンティブの問題は、インベストメント・チェーンにおいて最も重要な要素であると認識し、ケイ教授の提言を支持している。そして、ケイ報告書の提案を実効性のあるものにするために、政府に対して適切な措置を求めている。

ケイ報告書の投資情報開示に関する勧告に関して、BIS 報告書では、期中経営報告義務の撤廃勧告と、企業の短期的業績予想開示の中止勧告を合わせて議論している。そこでは、まずケイ報告書の勧告に対する賛否双方の意見を紹介している。賛成意見として、短いサイクルでの投資情報開示の準備そのものが企業のショートターミズムを助長しているという意見を紹介し、反対意見として、短いサイクル（四半期）での投資情報開示にも企業の経営実態を適時に開示するという意味があること、問題は開示の頻度ではなく開示内容や開示慣行にあるとする意見や、撤廃により情報量が削減されることには何のメリットもないという意見を紹介している。その上で、基本的にはケイ報告書の勧告に賛成しつつ、国際的視点に立脚した場合、米国では頻繁な開示が求められているという現実を直視すべきであるとし、英国政府に対して、米国 SEC などの各国規制当局とよく協議して、英国や EU での期中経営報告義務の撤廃が国際的な基準で認められるかどうかを確認することを求めている。

また、ケイ報告書の高品質で簡潔な叙述的報告の推奨勧告についても、どのようにしたら米

国 SEC 等の海外当局の規制と平仄がとれて受け入れられるようになるかについて、英国政府は確認すべきであるとしている。更に、投資情報開示に関して、政府は厳格な基準を示すことをためらうべきではないこと、投資家によって詳細に吟味されることや透明性が高いことが重要であることを指摘している。

#### 第4章 我が国に対する示唆

ケイ報告書は我が国における企業とインベストメント・チェーン（アナリスト、ポートフォリオ・マネジャー、アセット・オーナー）との関係を今後考えるうえで大きな示唆を与えてくれるものとなろう。これまで検討してきたケイ報告書の中にさまざまなヒントがある。筆者は以下の7点が重要な点と思われる。

- ①企業側に求められるのは情報開示にあたり長期的価値をどのように上げていくかについて明晰に語るということである。その手段として有力なものの一つは統合報告書の作成であろう。その反面留意すべきはショートターミズムのシンドロームに陥らないための情報開示に関する蛇口の締め方を心がけるということである。特に我が国においては欧米企業に比べ異様な親密さでアナリストに情報提供するケースも多い。これは再考されるべきである。
- ②統合報告書において CSR 情報あるいは ESG 情報と呼ばれる情報を日本企業は今後充実させなければならないであろう<sup>23)</sup>。その場合特に留意すべきはコーポレートガバナンス情報の充実である。我が国においてコーポレートガバナンス改革が急速に進展しつつあるが未だ英国に比べると加速化させるべき問題も多い。これは形式主義から実質主義への脱皮の問題とも言える。我が国では社外取締役を少なくとも1名は入れるべしとする論議が過去数年賑わしてきたがこれは形式の充実に過ぎない。実質的に取締役会が機能しているかが今後は日本でも問われることになろう。その指針として英国のコーポレート・ガバナンス・コード<sup>24)</sup>のような指針の制定が必要であるとともに、制定の前に各社が統合報告書において取締役会がいかに活性かされているかを記述する必要があるであろう<sup>25)</sup>。
- ③インベストメント・チェーンの中では、最初に動き出すべきはアセット・オーナーサイドであろう。とりわけ公的年金基金においては長期投資を促進するプログラムを採用する必要がある。欧州の国々にみられるように SRI (Social Responsible Investment : 社会責任投資) をある程度義務付けるというのも一つの処方かも知れない。
- ④機関投資家 (アセット・マネジャー) サイドについては、先ごろ公表された日本版スチュワードシップ・コード<sup>26)</sup> は大きな影響を与えるかもしれない。機関投資家に株式を保有している企業の株主総会議案についての可否について明確な判断基準を示すことを要請するとともに、日常的に機関投資家が企業の経営者と長期的企業価値を増大する取り組みについて建設的な対話を行うことを推進しているからだ。これらは一見、企業側に厳しい条項のように思えるが、機関投資家に対しても大きなプレッシャーを与えることになる。企業のファンダメ

ンタルズ評価に依らずイベント情報の読みあいに賭けその場限りの売買を行うといった運用を行っている機関投資家のポートフォリオ・マネジャーにとっては運用手法を根本的に変える必要があるからだ。大きな新たな規律をむしろアセット・マネジャー側に与えることになる。

- ⑤証券会社のアナリストも①～④までの影響で行動様式を余儀なくされよう。企業からの情報は短期投資に役立つものはだいぶ抑制される代わりに、質の高い、長期投資価値算定にヒントをもたらす情報が適宜流れてくることになる。投資家サイドもガバナンスをはじめ様々な長期に企業価値に影響を与えることになる定性的要因を考慮し投資意思決定を行うことになる。となればアナリストはかつてのようにベーシックレポートを執筆しなければならない。
- ⑥より具体的な処方箋として、情報開示制度の面では現在、我が国で慣習化される短期的業績予想（通常、四半期、半期を指す）を企業側が開示するという点は、すぐにでも見直されるべきであろう。法定開示として強制されているわけではないのでこれは今日からでも改めることができる。
- ⑦日本版スチュワードシップ・コードが進展する中で、企業サイドに対し期待されるのは、「予防的自己規律経営」の実践である。機関投資家サイドとの真摯な対話を今後しなければならないことになるが、彼らの考えていることを斟酌するだけでなく、その考えが幼稚 (childish) であれば窘めることも時には必要であろう。いきなり企業経営に本質的な問題点を突いてくることは期待できないからである。しかしだからと言って気を緩めてはいけなからであろう。相手（機関投資家側が）どうであれ、常に長期的に企業をどのように導いてゆくかを自らに厳しく問うことが必要である。なぜこのようなことを述べるかといえば米国の一部投資家の動きに、少しでも隙のある経営がなされる場合に大企業であろうとも厳しく追及する動きがあるからだ。通常彼らはヘッジファンド・アクティブストと呼ばれる<sup>27)</sup>。ヘッジファンド・アクティブストといえば昔前は、経営の巧緻よりも大学生でもわかる財務政策の不備についてダイナミックな転換（増配や不振事業の売却）を要求しリターンを得ようとする輩であったが、今や、企業のファンダメンタルズを公表情報のみだけで徹底的に分析し株主となって経営者にとって大変手厳しい、それ故の長期投資家の賛同を得やすい提言を行うことで有名である。むしろ今、日本の経営者がなすべきことは近い将来対峙することになるこれら新・投資家の到来に備え予防的自己規律経営を行うことかも知れない。しかし、それは理念のある常識的なしかしファイナンシャル・ランゲージを一応理解した経営者であることが単に必要なだけかも知れない。

## 注

1) Kay [2012] を指す。

2) Cadbury (1992) がその嚆矢であるが Financial Reporting Council (2012) では20年間を振り返ったエッセイ集である。

- 3) 北川哲雄 (2013-a)
- 4) Keating (2013) p.22.
- 5) ケイ報告書において、インベストメント・チェーンは、企業と最終投資家 (savers) を結ぶ株式投資関係者の集団 (それが鎖のように連結している姿) を指している。
- 6) Cadbury (1992)
- 7) Hampel (1998)
- 8) Myners (2001)
- 9) 機関投資家による投資先企業への働きかけのこと。目的をもった対話とも訳される。
- 10) Cheffins (2011)
- 11) Cheffins (2011)
- 12) Walker (2009)
- 13) スチュワードとは、他人に代ってその事務や財産管理を取り仕切る者のことをいい、元来は国王や領主の執事、財産管理人の意味で用いられた英国の概念。スチュワードシップが機関投資家の責務に対して用いられる場合には、委託者・最終投資家 (最終受益者) の最善の利益のために、資産を注意深く管理し、投資先企業に対してエンゲージメント等を行うことをいう。
- 14) Kay (2012)
- 15) House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013), Ev74-75頁 [質問313に対するケーブル大臣証言部分]。
- 16) 英国では、EUの透明性指令に基づき、年度と半期の財務報告に加え、半期毎に期中経営報告を公表する義務を課しているが、そこでは当該期に発生した重要事実・重要取引とその財務への影響などの開示が求められる。(四半期財務報告書を作成している場合にはこの義務が免除される)。(DTR4.3.2, 4.3.5, 4.3.6) (Financial Conduct Authority (2014))
- 17) これ以外のケイ報告書に関連する最近の動きとして、英国年金基金協会 (NAPF) は、2012年11月にスチュワードシップの方針と最善慣行規範を公表、2013年10月にスチュワードシップ開示のフレームワークを公表した。英国勅許秘書役・事務局長協会 (ICSA) は、企業と株主との信頼関係を向上させ、長期投資を促進するようなエンゲージメントの実践を企図して、2013年3月に新しいスチュワードシップ・ガイダンスを作成・公表した。英国保険業協会 (ABI) は、2013年7月にコーポレート・ガバナンスと株主エンゲージメントの改善について公表した。また英国投資顧問業協会 (IMA) は、ケイ報告書の投資家フォーラムの創設に賛同し、英国保険協会 (ABI) 及び英国年金基金協会 (NAPF) と協力して、2013年4月に集団的エンゲージメントに関するワーキング・グループ (以下「WG」という) を組成、ケイ報告書が提案した投資家フォーラムの創設に向けて準備を進めている。2013年12月にWGの考え方が示されたが、それによると、具体的な投資家フォーラムの運営のために事務局を設置し、個々の企業に対するエンゲージメントを行うエンゲージメント・アクション・グループを組成する。集団的エンゲージメントの障害となるような規制 (買収防衛パネルの実務指針への抵触、インサイダー情報の取り扱い) に対しては、事務局が基準を定め、また事務局が当局や法律顧問と相談して対応することとするとしている。
- 18) Department for Business, Innovation and Skills (2012)
- 19) ケーブル大臣は、ケイ報告書が提案する業界主導の自発的アプローチを支持するが、もし自発的な手法が機能しないなら、政府として厳しい規制を導入することに何のためらいもないとする (House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013), Ev84頁 [質問383に対するケーブル大臣証言部分])。
- 20) European Union (2013)
- 21) CFA Society of the UK (2012)
- 22) House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013)
- 23) この議論に関しては北川哲雄 (2013-b) を参照のこと。
- 24) 英国のコーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの変遷については上田亮子氏の一連の論文を参考にされたい。最近では上田亮子 (2013) が参考になる。
- 25) 英国の代表的企業の事例では北川哲雄 (2013-c) を参照のこと。
- 26) 金融庁における「日本版スチュワードシップ・コード」に関する有識者委員会」が公表した「『責任ある投資家』の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード> ~投資と対話を通じての企業の持続的成長を促すために」2014年2月。
- 27) アクティビスト・ヘッジファンドの動向については田村俊夫 (2014) が参考になる。

## 参考資料) Kay Review における主要な勧告事項

### 1 Kay Review の勧告 (報告書13頁)

1. スチュワードシップ・コードは、戦略的な論点やコーポレート・ガバナンスの問題にも焦点を当て、より拡張されたスチュワードシップの形態を組み入れるように書き直されるべきである。
2. 企業の取締役、アセット・マネージャー（資産運用者）及びアセット・ホルダー（資産保有者）は、スチュワードシップと長期志向の意思決定を奨励する最善慣行規範を採用すべきである。規制当局と業界団体は、既存の基準、ガイダンス及び行動規範を、本レビューの最善慣行規範と整合性がとれるようにすべきである。
3. 英国企業の投資家が集団でエンゲージメントを行うことが容易になるように、投資家フォーラムを創設すべきである。
4. 英国企業が関与する合併の規模と有効性について、英国政府(BIS)及び当該企業は慎重に調査・検討すべきである。
5. 企業は、主要な取締役の選任に際して、主要な長期投資家と相談すべきである。
6. 企業は、短期的な業績予想とその開示を行うことをやめるように努めるべきである。
7. EUと英国の規制当局は、他者の投資に関する裁量権を有し、又は他者の投資決定に助言を行うインベストメント・チェーンの全関係者に対して、フィデューシャリー・スタンダードを適用すべきである。このような義務は、顧客の種類に関係なく適用されるべきであり、契約によって無効にされるべきではない。
8. アセット・マネージャーは、実際の取引コスト又は予想取引コスト、及びファンドに課せられる成功報酬を含むすべてのコストを完全に開示すべきである。
9. 受託者と運用助言者のフィデューシャリー義務に対する理解不足と誤解に対応するため、法律委員会に対して、投資に適用されるフィデューシャリー義務の法的概念を審査・再検討するよう求めるべきである。
10. 貸株による収入はすべて投資家に開示され、投資家に還元されるべきである。
11. 期中経営報告(四半期報告) (Interim Management Statement (quarterly reporting)) 義務は、撤廃されるべきである。
12. 高品質で、簡潔な叙事的報告を行うことを強く推奨する。
13. 政府や関連規制当局は、実際にインベストメント・チェーンで用いられた評価方法やモデルの利用法と限界を明らかにするため、独立の調査機関にその評価を委託すべきである。
14. 規制当局は、特定の企業評価又はリスク評価のモデルを、暗示的にも明示的にも指示すべきではない。その代りに、十分な情報に基づいて判断することを推奨すべきである。
15. 企業は、取締役の報酬体系を、持続可能な長期の業績に基づくインセンティブと関連づけて構築すべきである。長期的業績に基づくインセンティブは、当該企業の株式の形態でのみ付与することとし、少なくとも、当該取締役が退任するまでは当該株式を保有し続けさせるべきである。
16. 資産運用会社は、資産運用担当者の報酬が、彼らの顧客の利益及び時間軸と整合性をもつように、資産運用担当者の報酬体系を構築すべきである。従って、資産運用担当者の報酬は、投資ファンド又は資産運用会社の短期パフォーマンスに連動しない。むしろ、資産運用担当者に対して、(直接的又は資産運用会社を経由して) ファンドの持分を付与し、少なくとも資産運用担当者が当該ファンドの担当から外れるまでは、当該ファンド持分を保有し続けさせるといった形態で、長期パフォーマンスに基づくインセンティブを付与すべきである。
17. 政府は、個人投資家が株式を電子登録制度に基づき直接保有するため、最も低コストの方法を探索すべきである。

## 2 Key Review の原則（要旨）（報告書12頁）

1. インベストメント・チェーンの関係者は皆、スチュワードシップの原則に基づいて行動すべきである。
2. 企業の業績を向上させること、及び最終投資家に全体として良好なリターンを確保することのためには、名も知らない代理人間で行われる短期的取引よりは、信頼と信用に基づく関係を構築するほうが有効である。
3. アセット・マネージャーは、投資先企業への関与を深めることにより、英国企業の業績（ひいては最終投資家全体のリターン）に貢献することができる。
4. 企業の取締役は、当該企業の資産や業務のスチュワードである。企業の取締役の義務は、株価の上昇ではなく、当該企業の業績向上にある。企業は市場ではなく、投資家との関係構築に努めるべきである。
5. インベストメント・チェーンの関係者は皆、彼らの顧客との間にフィデューシャリー・スタンダード (fiduciary standards) を確立すべきである。フィデューシャリー・スタンダードにおいては、顧客の利益が第一であり、利益相反は避けられるべきであり、またサービスに対する直接的・間接的コストは、妥当な水準でかつ公表されるべきである。個別の契約によって、これらのスタンダードが無視されるようなことがあってはならない。
6. インベストメント・チェーンの各参加者間でのパフォーマンスの報告は、明瞭、適切、タイムリーなもので、利用者のニーズに適合し、投資先企業の長期的価値の創造に資するものでなければならない。
7. インベストメント・チェーンで用いられる測定法・モデルは、企業の長期的価値の創造や、リスク調整後の最終投資家にとっての長期的リターンに直接的に関連づけられるものでなければならない。
8. インベストメント・チェーンにおけるリスクとは、企業がステークホルダーの妥当な期待や、最終投資家の妥当な期待に沿うことができないことをいう。リスクはリターンの短期的ボラティリティではないし、インデックスとしたベンチマークに対するトラッキングエラーでもない。
9. 企業、最終投資家及び金融仲業者が、企業の長期的リターンの増大に資する投資アプローチを採用するように、市場のインセンティブを設計すべきである。
10. 規制も同様に設計されるべきである。

## 3 アセット・マネージャー（資産運用者）の最善慣行規範（要旨）（報告書53頁）

1. 顧客の長期的利益を志向する。
2. 顧客との対話を重視する。
3. 顧客への情報提供。
4. コストの開示。
5. 貸株からの利益は顧客の利益とする。
6. 顧客の投資戦略との整合性。
7. 中長期の企業価値増大と絶対的リターンの重視。
8. 投資先企業の長期的パフォーマンス向上のため、当該企業とスチュワードシップの関係を維持する。
9. 企業の長期的パフォーマンスを基準として投資先を決定する。
10. 投資先企業のパフォーマンスを改善するため、集団で行動する。
11. 報酬は顧客の利益・時間軸に合わせて、長期的パフォーマンスを基軸とする。

#### 4 アセット・ホルダー（資産保有者）の最善慣行規範（要旨）（報告書56頁）

1. 顧客の長期的利益のために活動する。
2. 受益者との間で、投資目的やリスクの共通理解を構築するなど、自由に会話するカルチャーを醸成する。
3. 受益者に適切に情報を開示する。
4. アセット・マネージャーに権限を付与するに際して、十分に議論する。
5. 受益者の長期的投資目的に適合する絶対的リターンを重視するように、アセット・マネージャーに対して権限を付与する。
6. 投資分散は投資スタイルの多様化によってもたらされることを認識する。
7. パフォーマンスのレビューは必要以上に行わず、また長期の絶対的パフォーマンスを基準とする。
8. アセット・マネージャーが投資先企業にエンゲージメントすることを奨励する。

#### 5 企業の取締役の最善慣行規範（要旨）（報告書58頁）

1. 2006年会社法による取締役の義務、特に長期的諸要素を考慮して企業の成功を導くという義務を理解する。
2. 企業(の一部)を取引することではなく、投資を行うことによって、長期的な価値が創造されうるということを理解する。
3. 上場に伴う金融仲介コストを最小限に維持する。
4. 企業の報告書には、将来に向けた戦略を中心に記載する。
5. アセット・マネージャーやアセット・ホルダーといった機関投資家によるエンゲージメントを容易にする。
6. 報告書や株主からのエンゲージメントに対して、企業の戦略や長期的価値総合に関する情報を提供する。
7. 企業の将来像の理解を助けるような情報を、株主に伝える。
8. 一時的なパフォーマンスが、企業戦略に影響を与えないようにする。
9. 企業の将来的なパフォーマンスを誤認させるような、不適切な測定方法は用いない。
10. 取締役のインセンティブ体系は、持続的・長期的なビジネスのパフォーマンスに適合したものとす。

### 参考文献

- Cadbury, A. (1992), *The Financial Aspects of Corporate Governance*. [キヤドバリー報告書] (<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>)
- CFA Society of the UK (2012), *Kay Review: Final Report*. ([https://secure.cfauk.org/assets/2829/Kay\\_Review\\_recommendationsSENT.pdf](https://secure.cfauk.org/assets/2829/Kay_Review_recommendationsSENT.pdf))
- Cheffins, B. (2011), "The Stewardship Code's Achilles' Heel", *University of Cambridge Legal Studies Research Paper Series*, No.28/2011.
- Clark, G. L. (2013), "The Kay Review on Long-Horizon Investing: A Guide for the Perplexed", *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 6, Issue 1, 58-63.

- Department for Business, Innovation and Skills (2012), *The Government Response to the Kay Review*.  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253457/bis-12-1188-equity-markets-support-growth-response-to-kay-review.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253457/bis-12-1188-equity-markets-support-growth-response-to-kay-review.pdf)
- European Union (2013), *Directive 2013/50/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2013*.  
<http://eur-lex.europa.eu/LaxUriServ/LaxUriServ.do?uri=OJ:L:2013:294:0013:0027:EN:PDF>
- Financial Conduct Authority (2014), *Financial Conduct Authority Handbook*.  
<http://fshandbook.info/FS/html/FCA/DTR/>
- Financial Reporting Council (2012), *Comply or Explain - 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*.
- Hampel, R. (1998), *Committee on Corporate Governance, Final Report*. [ハンベル報告書] (<http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>)
- House of Commons Business, Innovation and Skills Committee (2013), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making*.  
<http://www.publications.parliament.uk/pa/cm201314/cmselect/cmbis/603/603.pdf>
- Investment Management Association (2013), *Report of the Collective Engagement Working Group*.  
<http://www.investmentuk.org/press-centre/2013/press-release-2013-12-03/>
- Kay, J (2011), "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Professor Kay's Speech, Call for Evidence Launch, National Association of Pension Funds (NAPF), 15 September 2011".  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/31546/kay-review-napf-speech-sept-2011.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31546/kay-review-napf-speech-sept-2011.pdf)
- Kay, J (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*. [ケイ報告書]  
[http://www.ecgi.org/conferences/eu\\_actionplan2013/documents/kay\\_review\\_final\\_report.pdf](http://www.ecgi.org/conferences/eu_actionplan2013/documents/kay_review_final_report.pdf)
- Kay, J (2013), "Face Values: John Kay: Economics with a Kay", *Business Strategy Review*, Vol. 24, Issue 1, 77-79.
- Keating, Timothy J (2013), *Analyzing the Analysts: A survey of the state of Wall Street equity research 10 years after the Global Settlement*, Keating Investments.
- Myers, P. (2001), *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*. [マイナーズ報告書]  
<http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNERS-P-2001-Institutional-Investment-in-the-United-Kingdom-A-Review.pdf>
- Walker, D. (2009), *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendations*. [ウォーカー報告書]  
[http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker\\_review\\_261109.pdf](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf)
- 上田亮子 (2013) 「英国ステュワードシップ・コードについて」『金融庁（日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会資料）』  
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf>
- 江口高顕 (2013) 「株式持ち合い「後」の経営者・株主関係における機関投資家の役割」『証券アナリストジャーナル』Vol.51, No10, 41-51.
- 北川哲雄 (2013-a) 「非財務情報とアナリストによる業績予想行為 - 医薬品企業の事例を中心に」『証券アナリストジャーナル』Vol.51, No 8, 22-35.
- 北川哲雄 (2013-b) 「アナリストとゲートキーパー機能 - ベーシック・レポートの作成は時代遅れか」『証券アナリストジャーナル』Vol.51, No10, 29-40.
- 北川哲雄 (2013-c) 「製薬企業における企業価値関連報告書の分析 第4回 グラクソ・スミスクライン」『国際医薬品情報』Vol.981, 26-29.
- 北川哲雄 (2014) 「情報開示とアナリスト - ベストプラクティスを普遍的なものに」『証券アナリストジャーナル』Vol.52, No 1, 60-63.
- 関孝哉 (2013) 「英国ステュワードシップ・コードが示す論点」『監査役』No.619, 10-16.
- 田村俊夫 (2014) 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治 - 所有と経営の終わりの始まり」『資本市場リサーチ』Vol.30, 144-183.
- 林寿和・小崎亜依子 (2013) 「日本の株式市場におけるショート・ターミズム（短期主義）の実証研究」『証券アナリストジャーナル』Vol.51, No12, 106-117.