

## 英国ケイ・レビューの要約

### (ア) ケイレビューとは、

ケイレビューとは、ジョン・ケイ氏が英国政府からの要請により英国株式市場の構造的問題、上場企業行動、コーポレートガバナンスについて調査・分析を行ったレポート。2012年7月に公表された。株式市場における Short-termism (短期主義) 偏重問題、市場が資金調達役割を果たさなくなっている事実、英国企業の株式保有構造とガバナンス上の問題点など、英国の株式市場が抱える広範な問題に考察を加えており、海外の市場関係者に大きな影響を与えている。(レポート原文(英文)は 112 ページ)

### (イ) ケイレビューの概要

#### 1. 短期と長期の意思決定

- 経営者と株主との株主総会や株価を通じたお互いの意思疎通によって、企業とその取締役会が長期的な会社の成功を推進するために必要な対策をバランスよく査定できるような枠組みが必要である

#### 2. 株式市場と上場企業

- 証券市場に十分な情報が提供され、すべての参加者がその情報に基づき、またその情報のみに基づいて取引すれば、情報の非対称性とインセンティブのずれが解消するだけでなく、貯蓄者、仲介業者、及び企業の経営陣は共同して企業の長期的リターンを最大化させる決断をする

#### 3. 株主構成

- 英国企業の株式は海外(英国外)の機関投資家によって保有され、株主構成は分散化している。他方、個人株主の役割が低下する一方、仲介分野は急拡大した。しかし、仲介者の増加の結果、その副産物として、仲介者視点から市場のパフォーマンスを判断するという傾向が生じ、流動性、透明性、価格発見といった目標はそれ自体が目的化し、優良企業と貯蓄者への高いリターンという根本的な目的に向けての通過点ではなくなった
- 「株式の保有」という表現がよく使用されるが、「保有」という言葉は慎重に使わなければならない。以下を区別する必要がある:
  - (ア) 株主名簿上の名前は誰を意味するか?(多くの場合は名義人)
  - (イ) 株式保有の目的は誰の利益のためか?(例:年金基金の受託者)
  - (ウ) 株式売買の判断は誰が行っているのか?(通常は資産運用者)
  - (エ) 保有株式にかかる議決権行使を実質的に決定しているのは誰か?(資産運用者の場合もあれば、年金基金受託者、議決権行使助言会社の場合もある)
  - (オ) その証券の経済的利益の恩恵に与るのは誰か?(投資利益と損失を被るのはどの貯蓄者か?)

#### 4. 市場の効率性・経済的課題

- 効率的市場仮説は、2世代に渡って金融経済の根本理論となってきた。それは公表された情

報が市場価格に反映されていることを意味している

- しかし、証券市場に関連して「効率性」という言葉を漠然と使用することが、大きな混乱を招いている

## 5. 資産運用者の役割

- 伝統的に、資産運用者は、企業の株式を保有し、それを長い期間保有し続ける「買い持ち (long only)」だった。ヘッジファンドは、株式を売却し、価格下落で利益を得ようとする売り持ち (short position) をよく取る。多くの伝統的な運用者が、ヘッジファンド戦略の要素を取り入れている。パッシブ運用者は、インデックスの動きをなぞり、アクティブ運用者は付加価値を加えようと試みる
- (英国)投資運用業協会(IMA)は、次のように私たちに提言した。
- 株式のトレーディングを主とする者と、資産運用者のように投資をする者との間で区別がなされるべきである。トレーダーは、短期の市場トレンドで動き、ポートフォリオも早く回転させる。彼らには、裏付けとなる業績を分析する傾向はない。一方、投資をする者は、株式を売買する点では同様であるが、企業の将来性や裏付けとなる業績の分析を行い、それに基づいて株式を長期的に保有する傾向が高い。もとより、投資家とトレーダーを区別するのは困難だが、投資家とトレーダーの関心事や活動にはやはり顕著な違いがある

## 6. 信頼の構築

- 株式のインベストメントチェーンの参加者すべては、受託責任の原則に応じて、投資あるいは運用されている資金の拠出者に対する敬意と、資金を投資あるいは運用している者に対する信頼を基に行動するべきである
- 規制慣行は、トレーディングよりも投資を優遇するべきであり、逆であってはならない

## 7. インベストメントチェーンの強化

- 資産運用者には、投資先企業とエンゲージメントを持つための、より大きなインセンティブが与えられるべきである。アクティブ運用の資産運用者のポートフォリオは、典型的には、より集中した銘柄構成となっており、相互に、またベンチマークインデックスとも、大きく異なっている。そのような運用を妨げるような規制は、軽減もしくは取り除かれるべきである。
- 資産運用者には、協調行動を行う機会と、規制によって萎縮することなく共同で行動を起こす自由がもっと与えられるべきである
- パッシブ運用者は、彼らが基準としているインデックスのパフォーマンスを向上させる特別な責任を自覚するべきである

## 8. 事業環境

- 取締役とは、自社の資産と業務の受託者である。会社の取締役の責任は会社自身に対するものであり、株価に対するものではない。そして、企業は、「マーケット」との関係ではなく、投資家との関係を発展させることを目指すべきである

## 9. 受託者の責任

- 株式のインベストメントチェーンのすべての参加者は、クライアント及び顧客との関係において受託者責任基準を順守すべきである。受託者責任基準によりクライアントの利益が第一とされ、利益相反が回避される。また、サービスの直接・間接コストが妥当な水準となり、かつ

開示される。この基準は、代理人に対し、一般に広く認められている「礼儀正しい行動」の基準から逸脱することを求めるべきではないし、許すべきでもない。契約の規定によって、この基準が無効とされるのを見過ごしてはならない

#### 10. 情報ユーザーのニーズ

- 株式のインベストメントチェーンで用いられる評価基準やモデルは、企業の長期的価値の創造や、リスク調整の施された、貯蓄者への十分な長期リターンの実現に対し、直接関連する情報をもたらすものでなければならない
- 情報の中の雑音、すなわち、長期的価値創造に関係のないデータの再三にわたる報告は減らすべきである

#### 11. 正しいインセンティブの設計

- 市場におけるインセンティブとは、長期的リターンの達成を目指す投資アプローチの採用を可能とし、促進するものでなければならない。すなわちインセンティブとは、企業、貯蓄者及び仲介者が、企業の長期的価値追求という意思決定を支え、また喚起するものでなければならない

#### 12. 株式市場の規制

- 株式市場の規制の枠組みは、企業、貯蓄者及び仲介者が、長期的リターンを達成する投資アプローチを採用することを可能とし、促進するものでなければならない。すなわち、企業が長期的価値の追求に向けて意思決定を行うことを支え、喚起させるものでなければならない

#### 13. ユーザーのための市場

- 現在、英国企業が新規投資の資金調達のために株式発行市場を利用することは稀である。仮に、企業が新規に増資を行うとしても、それは、通常、何らかの財務上の構造改革の一環である。新規株式公開(IPO)は、もはや、創業まもない企業のためのものではない。英国の事業は既に株式発行市場から撤退しているので、金融機関は、それら英国事業と関係がなく、しかも多くの場合あまり質の良くない外国企業のためにロンドンで株式発行を推進することによって、ギャップを埋めようとしてきた。
- 新規発行の重要性が低下しているにもかかわらず、上場企業は、以前よりもずっと株式市場と自社の株価に注目するようになっている。すなわち、以前は企業幹部がほとんど関心を示さなかったインベスターリレーションズや市場予測管理などの活動は、今や彼らの重要な仕事の一部となっている。企業の金融化は、これらのマネジャーに「取引を行い」、「数字を達成する」よう圧力をかけ、そのためにマネジャーは、時に、事業能力の開発や競争力の向上などを犠牲にすることさえある

#### (ウ)ケイレビュー提言

1. 「スチュワードシップコード(The Stewardship Code)」は、コーポレートガバナンスの問題にも焦点を当てた、受託責任のより拡張的な形態を取り入れるよう作成されるべきである。
2. 企業の取締役、資産運用者、及び資産保有者は、受託責任と長期志向の意思決定を奨励するグッドプラクティスステートメントを採用するべきである。規制当局と業界団体は、既存の基準、ガイド

ンス、及び行動規準を、本レビューのグッドプラクティスステートメントに整合するよう、対策を施すべきである。

3. 資産運用者は、投資先企業への関与を更に深めることにより、英国企業の業績（及び、結果的に貯蓄者にもたらされるリターン）の向上に一層貢献することができる。
4. 英国企業の合併や英国企業が関与する合併は、BIS 及び企業自身によるその規模と有効の慎重な調査の下、進められるべきである。
5. 企業は、主な取締役の任命について、株を長期保有する大株主と相談すべきである。
6. 企業は、短期的な収益予測と発表の管理プロセスからの解放を探るよう努めるべきである。
7. EU 及び国内の規制当局は、他人の投資に関する裁量権を持ち、投資の意思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受託者基準を適用すべきである。このような責任はクライアントの種類に関係なく適用されるべきであり、契約により無効とされるべきではない。
8. 資産運用者は、実際の取引コストまたは予想取引コスト、ファンドに課せられる成功報酬など、すべてのコストを完全に開示すべきである。
9. 受託者及び運用助言者の側における理解不足と誤解に対応するため、「法律委員会(The Law Commission)」に対し、投資に適用される受託者責任の法的概念の見直しを行うよう依頼すべきである。
10. 貸株による収益は、すべて投資家に開示し、還付すべきである。
11. 強制的 IMS(四半期報告)義務は、撤廃されるべきである。
12. 簡潔で良質な叙述的報告を行うことを強く推奨する。
13. 政府及び関連規制当局は、実際にインベストメントチェーンで用いられた評価基準やモデルの利用法と限度を明らかにするため、その調査を独立の立場にある者に委託すべきである。
14. 規制当局は、特定のバリュエーションモデルやリスク査定モデルを、暗示的にも明示的にも指示してはならない。その代わりに、十分な情報に基づく判断を行うことを推奨すべきである。
15. 企業は、取締役の報酬体系を、持続可能な事業の長期的実績のためのインセンティブに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、その企業の株式の形態でのみ付

与するものとし、少なくともその取締役が辞任するまで与えられないものとする。

16. 資産運用会社は、同社の利益がクライアントの利益と受託期間に応じて決まるよう、ファンドマネジャーの報酬体系を同様に構築すべきである。従って、金額は投資ファンドまた資産運用会社の短期的パフォーマンスに連動しない。長期パフォーマンスに基づくインセンティブは、ファンドの持分の形で(直接または資産運用会社経由で)付与するものとし、少なくともそのマネジャーがファンドの担当を交代するまで与えられないものとする。
17. 政府は、個人投資家が直接株式を電子登録簿に登録することができる、最も低コストの手段を講ずるべきである。

以 上