

欧州企業・関連諸機関訪問印象記

文責 北川哲雄 平成 25 年 9 月 9 日

(未定稿)

目的) 欧州における IR・アナリスト・ガバナンスに関する関係諸機関へのインタビュー

- ① 政府・学識経験者 3 名：ロンドン大学等
- ② 関連機関 6 機関：FRC、IIRC、CFAI、PRI 等
- ③ 機関投資家と投資銀行 5 社
- ④ 事業会社およびガバナンス関連サービス会社 9 社

1 Kay Review への主な批判点

・KAY レポートにおける fiduciary standard (3.34) という言葉は混乱を招く恐れがある。
 下記のようにすべきではないか。(政府関係者)

株式投資に係るすべての参加者は、誠実に、彼らの顧客や受益者の長期的利益に最も貢献できるように、広く用いられている良識ある行動基準に則して行動すべきである。
サービスの対価は公表されるべきであり、かつ利益相反は極力回避されるべきであり顧客や受益者が満足するように管理・運営されるべきである。

- ・全般的に市場への現実感覚に乏しく、理想論に終わっているきらいがある。(機関投資家)
- ・スチュワードシップ・コードは厳格なものでなく、comply or explain ベースのものでありアセット・マネジャーに一定の柔軟性が与えられるべきものである。(関連機関)
- ・そもそもショートターミズムとは何か、その弊害とは何かについて分析的な説明がされていない。イベントに対する短期的な反応が長期的企業価値の変動に基づくこともままある。(機関投資家)

2 ショート・ターミズムについて

『企業サイド』

・短期業績ガイダンス」に関して蛇口を閉めることは必要だと思っている。我々は基本極めておおざっぱにしか言わない。しかし一方で（過去）業績についての細やかな情報はリリースする必要があると思っている。わが社ではセグメント情報をかなり詳細に出している。

『機関投資家サイド』

- ・企業自身の説明が短視眼的なことが多い。そもそも経営者に語るべき長期ビジョンがないというケースもある。
- ・究極的な ASSET OWNERS が短期的利益を望んでいるケースも多い。もっともそれに即応した運用機関がヘッジファンドであり、英国の場合、米国のヘッジファンドに牛耳られている部分もある。彼らの行動を縛らない限りあらゆる規制も絵に描いた餅であろう。しかし、それは企業側の情報開示の矜持 (integrity) で何とかなるのではないか。
- ・ショートターミズムの定義が曖昧である。機関投資家からみればあるイベントが長期投

資価値に影響を与えることもある。

- ・トレーディング規制を行うことは可能であろうか。今個人の方でも廉価なコストでトレーディングが可能である。

3 セルサイド・アナリストと事業会社との関係

『企業サイド』

- ・時々おかしなレポートがあるがそれは機関投資家が市場で裁くものと思っている。事実そうになっている。

- ・むしろ一応ファイナンス理論的に装備されたもっともらしいレポートのほうが問題だ。資本コストの推定すら相当難しい問題であるのに目標株価ありきであとは辻褄を合わせようとするレポートもある。時々そういったときには作成したアナリストに冷水を浴びせなくなることもある。しかしそれも優秀なPMは見抜いているので心配していない。

『機関投資家側』

- ・セルサイド・アナリストに期待しているのはマネジメント・アクセスと時機にあったコンファレンスの企画だ。レポートのロジックについては十分チェックしているので一部企業の思う（不完全と思えるアナリストレポートの投資意見の影響）懸念は杞憂と思ってもらって結構である。

4 ESG 情報・統合報告の必要性について

- ・ESG はクレジット（ボンド）運用にこそ重要⇒従来日本の議論において抜けていた視点・ボンドは5～7年債が多く、その間のキャッシュフローの動向を予測しなければならない。（機関投資家）

- ・統合報告はショートターミズムから企業側も投資家側も抜け出すきっかけになるかも知れない。（**関連機関**）

5 議決権行使について

- ・日本企業への議決権行使での反対率は昨年 61%である、イギリス企業 9%、米国企業で12%と比べるとかなり異なる。独立取締役が一人もない会社の取締役選任にはすべて反対していることも大きい説明責任（explain）を果たそうとする気持ちがない企業が多いためでもある。尚、日本に次いで反対の多いのはフランスで 34.5%である。（機関投資家）

- ・日本企業のコーポレート・ガバナンスは着実に向上している。しかし問題なのは英国に比べスピードが相当遅い。2012年の英国コーポレート・ガバナンスの改正の意義についてはほとんど日本の方は理解していないのではないかと。（機関投資家）

- ・運用機関(asset manager)にとって stewardship code の対象は client であって運用対象の企業ではない。議決権行使の詳細な開示は各 client に対し説明責任を持つ。したがって一般への開示は部分開示としている。（**機関投資家**）以上。