

英国の株式市場と長期的意思決定に関するケイレビュー エビデンス提供の呼びかけ (Call for Evidence) (仮訳)

はじめに

2011年6月、ビジネスイノベーション職業技能省の担当国務大臣から英国におけるビジネスに対する英国の株式市場の影響に対する独立した評価を行うよう依頼があった。このレビューの背景は以下の通りである。

英国は、世界中の主要な投資家を引きつける強い証券市場を持ち、それは、国際的に競争力のあるファンド運用産業を持つことに貢献している。株式投資は英国企業の資金源であり、退職後に備えることやその他の長期的財政目標を達成するための主な仕組みの一つである。株主は事業活動による業績に対する経営者や取締役会の説明責任を促進するに当たり主要な役割を有している。

政府は英国の株式市場が企業と投資家双方にとって有益であり続けることを望んでいる。それ故、英国の株式市場による企業統治や説明責任の仕組みやこのプロセスにおける代理人の行動が、英国企業の業績へ与えている影響の現状の評価を大臣は依頼した。このレビューでは、英国に本拠を置く企業の長期的な競争力を高めるとともに、英国の貯蓄者にとって最もよい長期的なリターンを達成するにあたり必要な経営者の能力を特に上げる予定である。

このレビューを行うに当たり、John Rose 氏、Chris Hitchen 氏、James Anderson 氏がメンバーの諮問委員会の助言を受けている。私や私の同僚はこのレビューで取り上げた主題に関する提案やエビデンスを求めており、2011年11月18日までに提供して頂きたい。2012年2月に、暫定な研究結果や提言を記載した仮報告を大臣に提出する予定である。また、2012年6月の最終報告の提出前にさらに意見を述べる機会を設ける予定である。

大まかな考え方を2011年9月15日の the National Association of Pension Funds のスピーチで述べた。そのスピーチやこの文書はオンライン (www.bis.gov.uk/kayreview) で利用可能である。

この文書では、以前に発表したこのレビューにおける検討範囲を広げており、検討範囲ごとに見出しをつけ、特にエビデンスを求めているいくつかの問いを記載している。これらの見出しは網羅的なものではない。

このレビューは、株式市場の全ての参加者のインセンティブ、モチベーションや時間軸に

ついて、そしてこれらがどのように英国企業の長期的な業績に影響しているのかについて理解しようとしている。それ故、我々は、多くの様々な利害関係者のグループがこのレビューの主題に興味を持っていること、提起されている問いの多くは特定の個人や組織に関連するものではないことを理解している。我々は、問いに対して（統計的な情報や具体的な経験などの）事実面の背景を組み立てる上で役立つエビデンスや、我々の検討対象となりうる提言に関する具体的な提案、あるいは、政府、コーポレートガバナンスや金融市場に関する公的機能を持つ機関において検討対象となりうる政策変更に関する具体的な提案を特に歓迎する。

エビデンス提供の呼びかけ (Call for Evidence)

このレビューの検討対象は、「英国の株式市場による企業統治及び説明責任のメカニズムや、英国のビジネスにおける長期的で競争力のある業績に対するそのメカニズムの影響を説明し、提言を行うこと」である。

このレビューの検討に当たり、検討対象について以下に記載した 10 の問いを設けた。いずれについても、特にエビデンスを求めるために詳細な問いや課題を記載している。

1. リスクや事業機会を評価するに当たって取締役会や経営陣が考慮する期間と、機関投資家や資産運用者が投資や議決権行使を行うに当たって考慮する期間が、基礎となる受益者の時間軸と一致しているか。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 情報開示の期間と、企業内部の計画立案や評価の期間との関係
- b. 投資評価において企業はどの程度の期間を用いているか
- c. 企業はどのように無形資産（例えば企業の評判、従業員の技能）への投資を評価するか
- d. 株式投資家、特に、投資戦略に当たってファンドマネージャーを任命する年金基金のような機関投資家がどの程度の期間を用いているか。

2. 株主とその代理人が個々の投資先企業の基本的競争力に対して十分な影響を与えることを確保する方法。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 株式アナリストや資産運用者は企業の競争上の優位性をどのように評価しているのか。
- b. 株式市場における取引にとって基礎的な企業業績の分析は指標となっているか。そして、短期主義的な市場の傾向の分析はどの程度影響しているか。
- c. 自動的取引のような技術的優位性は株式市場の投資決定にどのように影響しているか。
- d. 企業経営者は企業活動上の市場地位に関連する事項について効果的なコミュニケーションができていると感じているか。

3. 現在の株式市場の果たしている機能を踏まえると、株式市場は、取締役会がビジネスの長期的な発展を重視するように十分促しているか。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 企業の開示義務の変化は、経営者や取締役会の視点や時間軸に影響を与えているか、そして、それらの視点や時間軸の変化は長期的な意思決定を助けているか、それとも妨げているか。
- b. 経営者や取締役会の視点は、上場企業と、AIMやPLUSにおいて取引される株式を発行する企業とで異なっているか。
- c. 株式が公の市場で流通する企業は株価の短期変動に注意を払いすぎている（又は過剰に注意を払う義務を感じている）か。
- d. 企業は、ファンドマネージャーやアナリストとのエンゲージメントにおいて企業の基本的競争力が適切に重視されていると感じているか。

4. 個々の上場企業に関連する政府の政策（例えば、規制や政府調達）は、取締役会が長期的な企業の発展を重視するように十分促しているか。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 政府の政策は、経費削減を過度に重視するよう促していないか、あるいは長期投資を行うための企業の能力や持続的な競争上の優位性の構築を損なっていないか。
- b. 企業による長期投資を促進することを目的としている政府の政策は効果的か。政府が長期的なビジネスの成長を支援する他の方法はあるか。

5. 機関投資家やファンドマネージャーに直接関連する政府の政策は、長期的な時間軸と効果的なエンゲージメントの実施を促進しているか。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 年金に対する規制、保険に対する規制、慈善寄付への監督や、資産運用者に対する規制上の要求は、ベンチマーキングや短期的利益の測定について過度に重視するように仕向けていないか。
- b. 株式市場への広範な規制は市場参加者の投資期間に影響を与えているか。
- c. 企業と投資家の接触に関する規制は効果的なエンゲージメントの障害になっているか。

6. アセットオーナーやファンドマネージャーの現在の法的義務や責任、そして、インベストチェーンにおける報酬体系は、これらの者の長期目標と一致しているか。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 資産運用者の交代はより早くなっているか、また、このことは資産運用者が投資先企業に対し長期的視点を持つことをより難しくしているか。
- b. 個々の資産運用者はどのように報酬を受けているか、そして彼らの業績はどのように計

られているか。そして、投資先企業に対し彼らが長期的視点を持つことに不適切なインセンティブとなっていないか。

- c. 資産運用者の目標や手段において、企業セクターや貯蓄者の利益に有害かもしれないエージェンシー問題は存在するか。
- d. その他の仲介者や市場参加者はどのように報酬を受けているか。そして、このことは彼らのインセンティブや彼らの依頼者のインセンティブにどのような影響を与えているか。

7. ファンドマネージャー、依頼者、アドバイザー、そして企業自身の行動や、それらの間の関係に、十分な透明性はあるか。

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 重要な株式に関する開示ルールは過剰かそれとも不十分か。
- b. 資産運用者は、例えば、コストや報酬体系などについて、より広範な開示を行うべきか。
- c. 投資顧問の成長は株主による企業とのエンゲージメントを促進するか、それとも妨げるか。
- d. 仲介者のトータルコストは有益と理解されているか、そして、それはサービスの価値に釣り合っているか。
- e. 投資家は資産運用者の投資アプローチを理解し、投資家の投資目標や時間軸に適合するかを判断するのに十分な情報を持っているか。

8. 機関投資家とファンドマネージャーと英国上場企業との間のエンゲージメントの質や、スチュワードシップ・コードを成功させてエンゲージメントを進めることの重要性

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 投資家と企業とのエンゲージメントを促進する手段は十分効果的であるか。
- b. 資産運用事業のコーポレートガバナンス活動はファンドマネージャーの決定と十分調和しているか。

9. 英国の株式保有の分散化や国際化の進展や、その他の国際株式市場におけるその他の発展の影響、株主と上場企業のエンゲージメントの質

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 英国株式市場の国際化に影響されて企業やファンドマネージャーが優先するようになったものは何か。
- b. 英国株式の海外保有や英国上場企業の海外活動の進展は、英国投資機関と英国企業の間

のエンゲージメントに影響しているか。

10. 国際的な投資や国際的な規制の枠組みの傾向、英国株式市場や英国のビジネスに対してそれらが与える長期的な影響

特に以下の点についてエビデンスを求める。

- a. 英国の資産運用者や英国企業は株式投資の一層の国際化に伴い変化するように求める圧力をどのように予期しているか。
- b. 英国外の機関による現在のあるいは今後計画されている規制措置、特にEUレベルでの規制に関する政策の発展は、資産運用者と投資先の企業とのエンゲージメントや、エンゲージメントに対応する企業の能力に影響を与えるか。

提出方法

エビデンス提供の呼びかけ (call for evidence) は 2011 年 9 月 15 日に公表された。提出期限は 2011 年 11 月 18 日である。できるだけ電子メールによる提出を望むが、郵便による提出も受け付ける。

(略)

機密や情報の保護

エビデンス提供の呼びかけ (call for evidence) に対し提供された情報 (個人情報を含む) は、ケイ教授のためにビジネスイノベーション職業技能省において保管される。他者への公表や情報開示手続に従った開示の対象となる可能性がある (the Freedom of information Act 2000(FOIA)、the Data Protection Act 1998(DPA)、the Environmental Information Regulations 2004 等)。機密扱いを望む場合、公的機関が遵守しなければならない機密を保持に関する法律 (FOIA) に基づく規範の存在に留意してほしい。

以上の通り、あなたが機密扱いを望む情報について助けとなるだろう。情報開示請求を受け取った際にあなたの説明に対し十分考慮するが、全ての場合について機密扱いを保証することはできない。ITシステムにより自動的に記載される機密扱いのディスクレーマーは、それだけで、当省を拘束するものとはみなされない。