

平成 30 年度証券ゼミナール大会

第 5 テーマ

「機関投資家の投資行動と 証券市場」

明治大学 鳥居ゼミナール

目次

	はじめに	3
	第1章 活用されていない日本の証券市場	5
5	第1節 日本の証券市場の増資額、株式取引金額の低迷	5
	第2節 日本企業の内部留保額の増大と資金の有効活用の必要性	7
	第1項 内部留保額の増大と現預金比率	7
	第2項 現預金の活用によって予測される結果	11
	第2章 相対的に低迷する日本企業のROE	11
10	第1節 諸外国との比較における日本企業のROEの低さ	11
	第2節 なぜ日本企業のROEが低いのか	15
	第3章 サイレント・パートナーとしての日本の機関投資家	18
	第1節 1990年代以前の日本の機関投資家	18
	第2節 スチュワードシップ・コード制定による機関投資家の変化	18
15	第1項 「日本版スチュワードシップ・コード」について	18
	第2項 スチュワードシップ・コードと伊藤レポート	19
	第3項 改訂版「日本版スチュワードシップ・コード」について	19
	第4項 対話の実例	21
	第3節 スチュワードシップ制定後も存在するサイレント・パートナーとし ての機関投資家	22
20	第1項 物言う株主の現状	22
	第2項 「日本版スチュワードシップ・コード」の現状	23
	第4節 中長期的成長に資する対話と議決権行使を行うことによる企業に 与える影響	25
25	第4章 いかにしてモノ言う株主を増加させるか	26
	終わりに	27
	参考文献	29

はじめに

我が国における証券市場の発展は株式所有構造と主要株主の歴史的変遷が大きく関わっている。

5 第二次世界大戦前の主要株主は三井、三菱、住友といった財閥であった。財閥とは三井などの同族による持株会社を頂点として多角的経営を行う独占的な企業集団であり、資本の所有者が企業を経営し、利益を占有する資本家支配の形態である。そのため財閥一族からの影響力は強く、企業は財閥一族のための経営が求められていた。

10 第二次世界大戦後、その主要株主に変化が起きる。GHQ 主導の財閥解体により、財閥家族の持株会社は解体され、財閥が所有していた株式も分配された。しかし、その分配された株式が再び集中し、株式持ち合いへと変わったのである。これは 1952 年の陽和不動産の株式買い占め事件や 1967 年の資本の自由化などを受けて、企業は買収の恐れを認識し始めたことによるものである。そのため企業は安定株主対策として株式持ち合いを行ったのである。この株式持ち合いの典型が六大企業集団である。この六大企業集団とは元々三井・三菱・住友・芙蓉・三和・一勸の六大財閥に属していた企業が、それぞれの企業集団に属するお互いの株式を購入しできた企業集団である。株式持ち合いはお互いに経営に関与しない物言わぬ株主（安定株主）を生み出し、外部の株主からの圧力を防いでいたのである。そのため企業は企業集団のための経営、すなわち他の企業集団との競争で自身が属する企業集団の売上高、資産、利益、市場シェアの拡大が求められていた。この株式持ち合いはバブル崩壊前まで続いていた。

その後バブル崩壊が起きたことによって株価が下落し、企業は持ち合い株式を保有し続ける余裕がなくなり、売却したことで株式持ち合いは崩落した。そして、これら市場に放出された株式の受け皿となったのが外国人特に英米の機関投資家である。彼らは「株主価値経営」すなわち経営者に株主の利益を最大化させる狭義のコーポレートガバナンスをもたらした。特にアメリカの機関投資家には「プルーデントマンルール」と呼ばれる行動規範があり、リスクを十分に考慮した運用が求められている。そのため機関投資家は物言う株主として議決権を行使することによって、株主利益を上げるよう積極的に働きかけ、企

業もそれら株主を意識した経営を行うようになった。このように株主利益を上げるため企業は固定費の変動費化や取引先への価格引き下げ要求などといったコスト削減に力を入れるようになったのである。

5 5 見直されるようになった。つまり、株主利益だけでなく様々なステークホルダーにも考慮した経営「共通価値経営」が求められるようになったのである。このことは経営者に倫理的な行動をとらせる広義のコーポレートガバナンスをもたらしたのである。そして現在日本において英米の機関投資家が最も多くの株式を所有し、議決権を行使し株主利益だけでなく社会的価値の創造もするよう
10 企業に働きかけているのである。

以上のように株式所有構造と主要株主の歴史的変遷は日本の証券市場と密接に関わっており、戦後日本の証券市場は発展を遂げた。そしてそれに大きく関与しているのが機関投資家である。しかし、我々はまだ日本の証券市場は活性
15 できていないと考える。確かに戦後、機関投資家の台頭により証券市場は発展したが、英米をはじめとした先進国と比べると、まだまだであると考えたからだ。その理由として日本企業の企業価値と ROE がアメリカのなどに比べ相対的に低いことが考えられる。企業価値とは企業が将来どれだけのキャッシュフローを生み出すかを現在価値で評価したものであり、株価の算定や M&A、リストラの際の評価の基準となっている。また、ROE も日本企業の平均 10%代なの
20 に対し、アメリカは 20%台であり、日本企業の ROE がアメリカに比べ低いのが分かる。先ほども述べたように英米の投資家は受託資金を確実に運用しなくてはならないため、当然日本企業よりもアメリカなどの方に魅力を感じ、日本企業には投資する魅力が低いと感じ、英米の機関投資家は日本の証券市場への投資を控えるようになる。それにより日本の証券市場への市場参加者が減少し、結果的に資金調達
25 の場としての証券市場が低迷し、活性化できていないと推察することができる。

そこで我々は「日本の証券市場をいかに活性化させていくかということ」を課題にし、機関投資家に対する政府の視点からその方策について考察していく。ここでの活性化とは、モノ言う株主が増加し、それらの活動によって中長期的
30 な企業価値が向上することとする。というのもモノ言う株主が増え、議決権や

対話を通して企業に中長期的な企業価値の向上を求め、実際に企業価値が向上すれば投資への魅力も上がり、結果的に証券市場の発展につながるからだ。

本論では、日本の証券市場の現状や日本企業の ROE、日本の機関投資家の位置づけを明らかにしたうえで、証券市場の活性化についての方策を考察していく。

第1章 活用されていない日本の証券市場

第1節 日本の証券市場の増資額、株式取引金額の低迷

ここでは日本の株式市場の現状を明らかにすることで日本の株式市場が低迷していることを検証していく。

日本の株式による資金調達額（有償増資分）は2016年から増えてはいるものの全体的に見ると少ないのが分かる。また2017年の株式による資金調達額が、最も多い2009年のおよそ6分の1にまで減少しているのも見て取れる（図表1参照）。すなわち企業が日本の証券市場で増資をあまり行っておらず、資金調達の場としての証券市場が現在低迷していると言うことができる。

図表1-1 株式による資金調達額（有償増資分）の推移

年	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
公募増資	653	994	884	1,659	511	362	4,968
株主割当	2	11	4	3	9	0	0
第三者割当等	2,808	2,150	2,509	1,220	1,626	1,116	1,366
合計	3,464	3,156	3,397	2,883	2,147	1,479	6,334

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
3,320	1,014	473	1,134	1,384	963	258	424
1	—	0	1	—	0	0	0
655	510	1,444	519	617	915	771	943
3,977	1,524	1,918	1,655	2,002	1,879	1,029	1,368

（単位：10億円）

(注) 日本証券業協会 Factbook2018 より作成

また、株式市場の取引金額の推移を見ると近年若干の増加傾向にあるが、全体を通して大きな変化はない。一方アメリカでは若干減少傾向にはあるが、日本と比べ取引金額に大きな差がある。2017年、日本の取引金額が5,812（単位
5 10億ドル）であるのに対し、アメリカは38,173（単位10億ドル）であり、日本のおよそ7倍以上である。中国も近年大きくその額を増加させており、日本と大きな差が出ている（図表2参照）。このことから日本の証券市場がまだ活性化できてなく、アメリカや中国のそれと比べてもまだまだであり、取引が活発でないことがうかがえる。

10

図表 1-2 株式市場取引金額推移

(単位：10億ドル)

年	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	シンガポール	香港	中国	ブラジル	オーストラリア
2004	3,294	20,106	1,605	1,903	1,124	107	403	511	104	525
2005	4,566	27,053	1,905	2,188	1,392	116	420	387	166	672
2006	5,634	32,486	2,807	2,982	2,018	180	757	1,140	275	860
2007	6,273	42,879	4,319	4,513	3,362	381	2,020	6,074	607	1,378
2008	5,473	52,585	3,844	3,835	3,210	261	1,562	3,825	750	1,068
2009	3,874	37,409	2,717	1,934	1,516	247	1,416	7,827	644	798
2010	3,968	38,939	2,741	2,018	1,628	289	1,496	8,068	868	1,062
2011	4,160	43,906	2,836	2,134	1,758	285	1,444	6,496	930	1,196
2012	3,605	34,201	2,194	1,576	1,275	256	1,106	4,967	875	935
2013	6,516	35,001	2,233	1,661	1,334	280	1,323	7,589	810	881
2014	5,443	41,268	2,770	1,952	1,469	209	1,520	12,026	728	807
2015	5,540	44,209	2,651	2,076	1,555	203	2,125	40,954	498	799
2016	5,618	42,071	2,282	1,765	1,305	196	1,350	19,098	535	822
2017	5,812	38,173	2,329	1,942	1,481	213	1,957	16,675	663	830

15 (注) 日本証券業界 Factbook2018 より作成

以上のように資金調達額が伸び悩んでいること、アメリカや中国の証券市場と比べても取引が活発でないことから、日本の証券市場は有効活用されておらず、現在低迷している状況であると考察することができる。

20

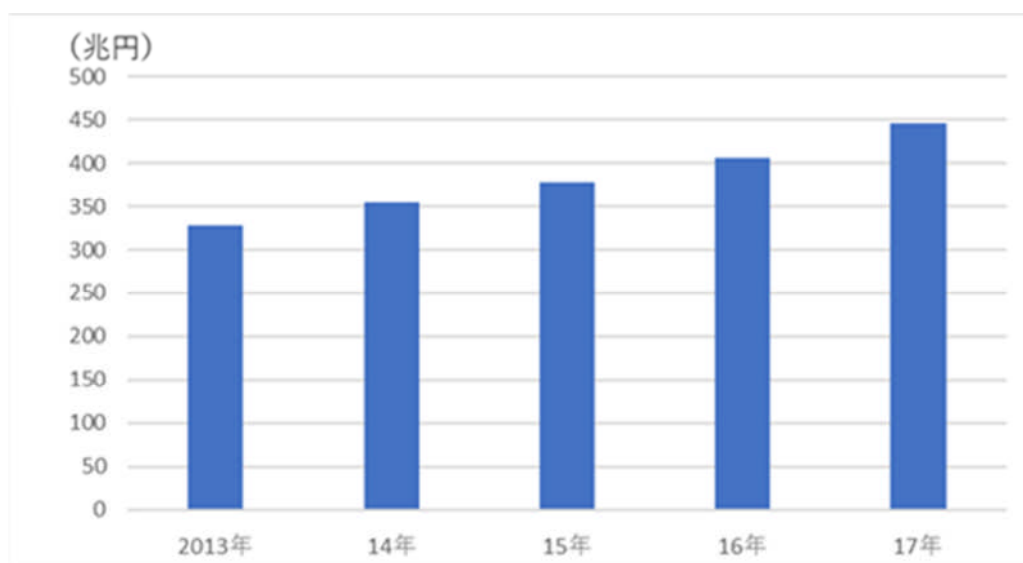
第2節 日本企業の内部留保額の増大と資金の有効活用の必要性

第1項 内部留保額の増大と現預金比率

まず、内部留保とは、経済学における資本蓄積を会計面でとらえる概念のことであり、企業の純利益から、税金、配当金、役員賞与などの社外流出分を差し引いた残りのことである。

日本企業は2002年度から2007年度までの6期にわたり連続で最高益を更新し続けてきたが、2008年度には、一転してリーマンショックによる金融恐慌の勃発により、世界同時不況の直撃を受ける形となった。しかし、2009年度にはリーマンショックから急速に回復し今日に至っているが、財務省の法人企業統計によると2017年度の内部留保は、446兆4800億円（金融・保険業を除く全産業）¹となっており企業の内部留保は6年連続で過去最高を更新している。

図表 1-3 内部留保の推移



15

出典： 財務省(2017)「法人統計調査」より引用

このような内部留保の実質的な使われ方としては、金融投資に傾倒している

¹ 『日本経済新聞』2018年9月8日付朝刊

のが実態である。また、改正商法およびその後の会社法によって容認された自社株買いにも資金が投下されており、2012年までの9年間で自己株式は一挙に増加しており11.6兆円にも達している。²

5 その結果、自社が筆頭株主となった上場企業は192社となり、自社が10位以内に入る企業は上場企業の4割近くになっている(2012年度)。自社株買いは、ROEを上げることで株価を高める効果を持ち、それにより売却益を出したりM&Aの資金として運用されるなど、企業の錬金術として使われようとしているのだ。

10 また、企業が保有する内部留保のうち、資金として運用可能な資産を活用可能資産と捉えたと、換金可能な資産がそれに相当する。このような換金可能な資産を「換金性資産」と呼ぶことにする。そして、換金性資産は、比較的自由に活用できる換金可能(売却可能)な資産であるが、これには現金・預金、有価証券(流動資産)、公社債(固定資産)、その他の有価証券(固定資産)、自己株式を合計したものを基本的に換金性資産としている。これらの換金性資産は、15 2012年度で6割から8割に上るのである³。また、換金性資産は、リーマンショックが直撃した2008年度においても減少せずに増えており、現金預金と自己株式が増え、換金性資産全体が増加している。大企業は世界同時不況の直撃に対応して、活用可能な資金を積み増したものと見られる。全産業では5.7兆円も増えており、推計でも10兆円近く増えている。2009年度以降は、更にそれを上回る金額が積みあがっており、現在では国家予算を超える金額が換金可能な資産として存在しているのである⁴。

20 このような状況から我々は、企業の抱える内部留保をできる限り活用すべきだと考える。

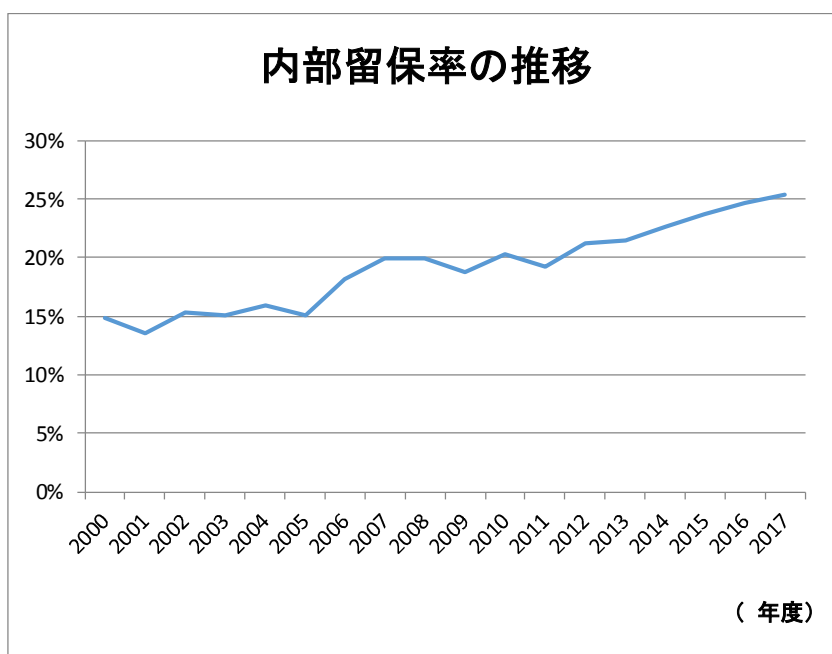
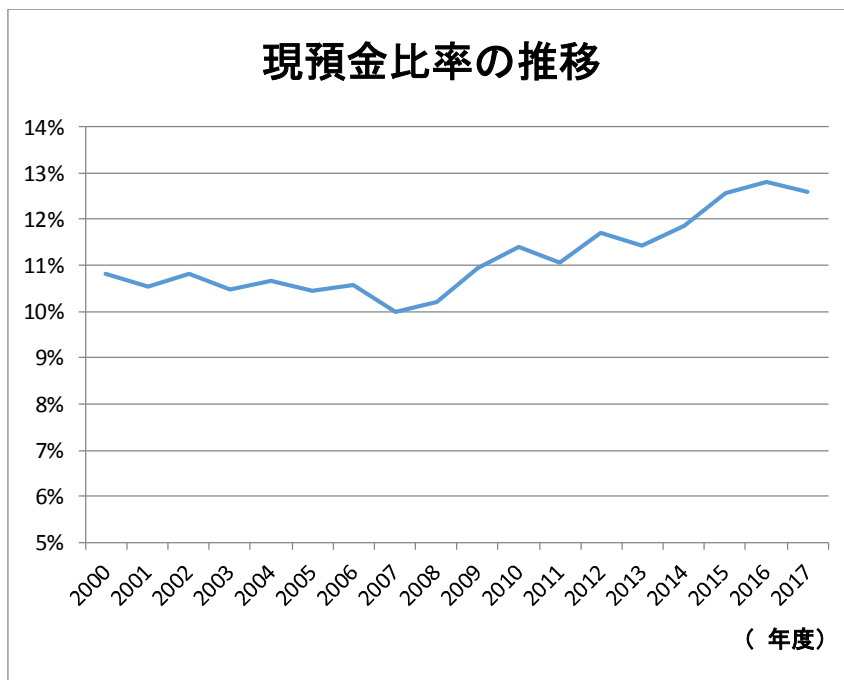
25

² 小栗・谷江・山口(2015)、356ページ。

³ 同上書、362ページ。

⁴ 同上書、362ページ。

図表 1-4 内部留保と現預金比率の推移



5

(注 1) 内部留保率 = 利益剰余金 (当期末) / 資産合計 (当期末)

(注 2) 現預金比率 = 現金・預金 (当期末流動資産) / 資産合計 (当期末)

(出所) 「法人企業統計調査」より作成。

図表の通り、日本企業の内部留保の問題点は、アメリカや EU 諸国と比較して、現預金比率が高いことがうかがえる。

このように、日本企業が保有する現預金は増大傾向にある。日本企業が現預金を保有するのは、将来の資金制約リスク等に備えた予備的動機等が主な理由である。⁵一方で、日本企業が積み上げている現預金はその価値が市場から割引かれて評価されている。この理由として、日本企業は、ROE が低いまま現預金を積み上げているため、保有する現預金を有効に活用できていないと市場からみなされていることが考えられる。つまり、個別の企業が自身の現預金保有行動を合理的と判断していても、それが市場評価の向上につながっておらず、自らの企業価値を適正に高められていないと考えられるのだ。

奥 愛・高橋 秀行・渡部 恵吾. (2018) . 日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証では、保有する現預金を活用して企業価値を高める手段は多く存在しており、人への投資・事業への投資や、さらに余剰資金が生じた場合に株主への還元を行うことで企業価値が向上すると考えられ、他企業の株式取得等や自社株買いを行った企業の株価上昇率を分析したところ、「資本効率に改善の余地がある企業」は「それ以外の企業」と比べて株価上昇率が高い結果となった。また、「資本効率に改善の余地がある企業」が、ネットキャッシュを用いて自社株買いを行った場合の効果を試算すると、ROE が 1.3%ポイント改善することがわかった。経営者は市場からの評価も視野に入れ、現預金保有に関し、より合理的な判断を行うことが求められるということが述べられており、我々も企業が投資活動や、株主への還元を行うことで積極的に企業価値を上げていくことが望ましいと考える。

⁵ 奥 愛・高橋 秀行・渡部 恵吾、(2018) . 「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」、『PRI Discussion Paper Series』、 No.18A-05、
<https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron305.pdf#search=%E7%8F%BE%E9%A0%90%E9%87%91%E4%BF%9D%E6%9C%89>、2018年10月24日アクセス

第2項 現預金の活用によって予測される結果

奥・高橋・渡部（2018）による日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証によると、他企業の株式取得等による株価上昇率と自社株買の実施による株価上昇率を分析したところ、どちらの場合においても株価上昇率が上がっており、市場からの評価がより高くなる傾向があることが明らかになっている⁶。

このことから、日本企業が合理的であると考えられる現金保有行動が、企業価値の向上に結びついていないため、市場から評価されておらず、むしろ積極的に投資や、賃上げや株主への還元をしていくことによって、企業価値を上げるよう努めていくことが必要だと考える。

10

第2章 相対的に低迷する日本企業のROE

第1節 諸外国との比較における日本企業のROEの低さ

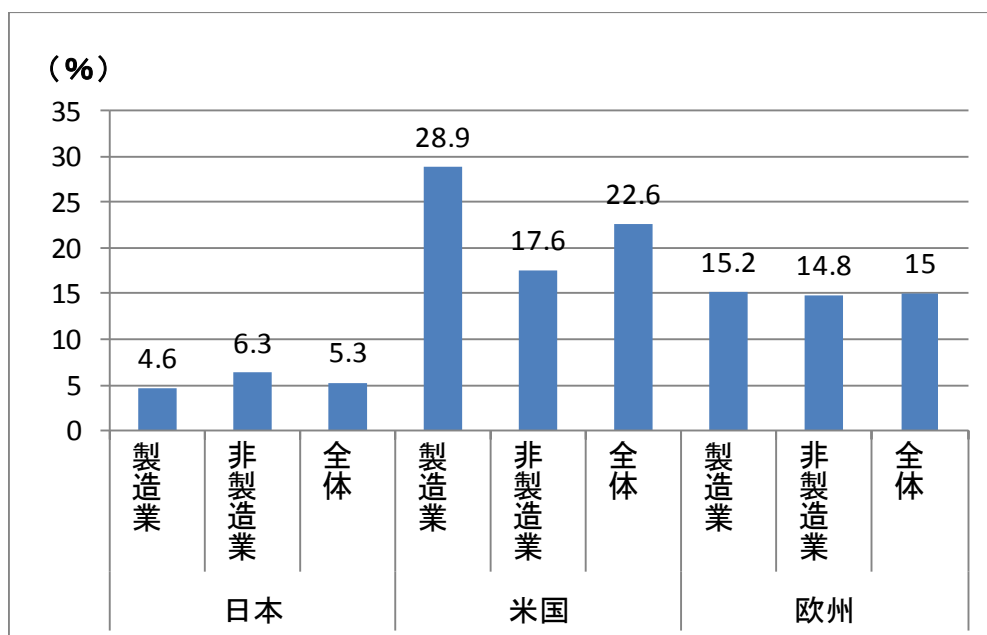
最近のデータとして、伊藤レポート（2014）が2012年の国際比較データを示している。日本のROEは全体で5.3%であり、それに対して、米国は22.6%、欧州は15.0%である（下図）。日本企業のROE水準は欧米の3分の1、4分の1であるから、「ローリターン」であることは紛れもない事実で日本企業の収益性、リターンは低いのである。

20

25

⁶ 奥・高橋・渡部（2018）、362ページ。

図表 2-1 諸外国との ROE の比較



5

出所：経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（2014）『最終報告書（伊藤レポート）』

10 日本企業のローリターンの原因は、ローリスクにあると考えられている。

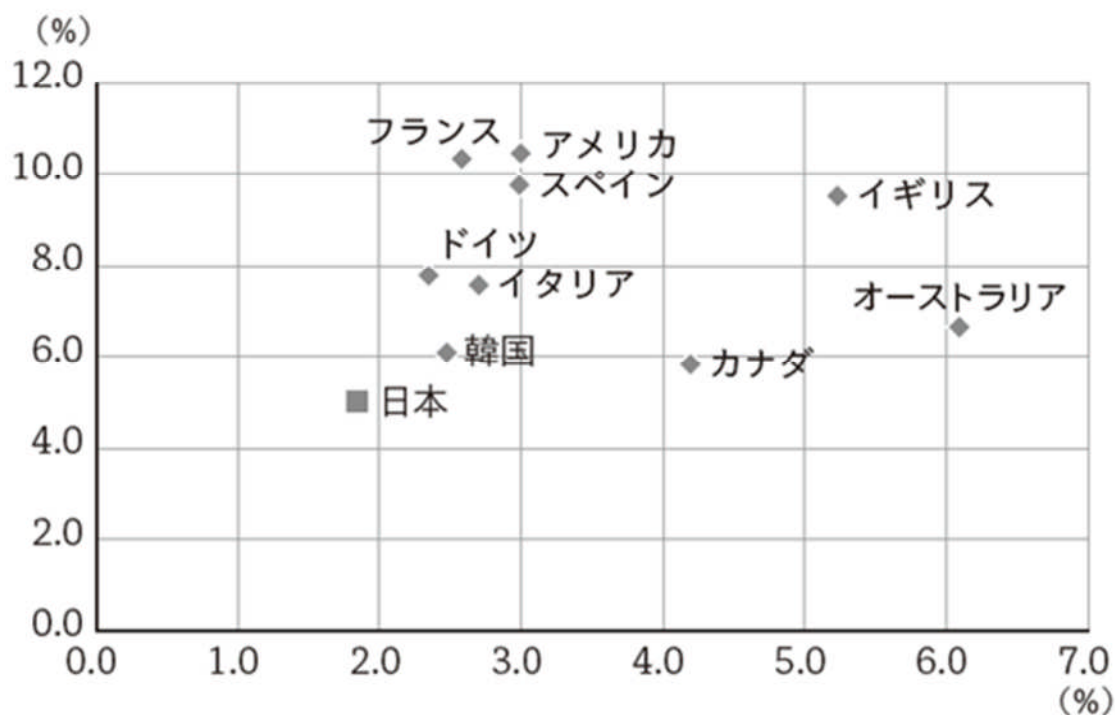
「次の図の国別マッピングを見ると、カナダ、イギリス、オーストラリアが若干、離れた位置にある。それ以外の6カ国はきれいに、右上がりのラインに位置している。だからリスクとリターンは連動していて、リターンだけを高めることはできないのである。イギリスは、AIM(Alternative Investment Market)

15 と呼ばれる成長企業向けの新興市場整備によってリスクが高まっているが、そのかわりリターンも高い。しかし、カナダとオーストラリアは、リスクだけが高く、リターンが伴っていない状況である。オーストラリアのリターンは韓国、イタリア、ドイツと相対的に近い水準だが、リスクは2倍以上大きいのである⁷。」

⁷ 日経 BizGate

<https://bizgate.nikkei.co.jp/article/DGXMZ03110481029052018000000>

図表 2-2 各国のリスク＝リターン関係 (ROE)



5

(注)

横軸：1985年から2006年まで各年のROE中央値の時系列標準偏差

縦軸：1985年から2006年まで各年のROE中央値の時系列平均値

10 (出所) 中野誠『業績格差と無形資産』東洋経済新報社、2009年

(出所) 中野(2009)をもとに作成。

15 海外の代表的な企業と比較して、日本企業のROEは低い。日本を除く先進国と日本の時価総額上位10社の平均ROEは、先進国22.3%に対して日本は12.4%となっていて約10%の差がある。

売上高純利益率、総資産回転率、財務レバレッジという3つの要因別に考え

ると、財務レバレッジは日本が若干高いがそれほど大きな差はない。同様に、回転率は先進国が若干高いがそれほど大きな差がない。圧倒的な差は売上高純利益率で発生していて、先進国の 16.2%に対して、日本は 7.7%に過ぎないのである。

- 5 特に日本の IT やヘルスケアなどハイテク産業の売上高純利益率が低いことが特徴的である。世界最大の IT 企業アップルの利益率は 21.6%(ROE33.6%, 2014 年度)であるのに対して、キャノンは 6.8%(ROE8.7%)と低く、日立製作所やパナソニックなどの利益率も同様である⁸。

10 以上のことから海外の企業と比べて、日本企業の ROE は数値的に見て、低いということが分かる。

アメリカの会社は株主原理主義が行き過ぎて、投資家も企業も近視眼的なショートターミズムが横行し、無理やり財務レバレッジを高めている。そして倒産リスクにさらされても株主だけが潤うように経営されており、極めて不健全で、持続的ではないので日本企業はこれを見習うべきではない。

- 15 日本企業の ROE が英米などのトップグループの国々の半分以下であるのは、財務レバレッジではなくて、マージンいわゆる収益率が半分以下であることが主な要因である。

このことから、日本の利益率が諸外国との比較において低いのは日本企業の稼ぐ力が弱いからだと考えられる。

- 20 アベノミクスのガバナンス三大改革である伊藤レポート、日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードな持続的成長と企業価値向上のための資本効率の改善を求めているが、その根幹は 2014 年の日本再興戦略にある。

25 日本再興戦略のテーマは「稼ぐ力を取り戻す」であり、これは過度の財務レバレッジによる株主偏重主義や短期志向ではなく、まさに日本企業の利益率の改善である。

そして、証券市場活性化のためには利益率の向上が急務であり、日本企業の長期的戦略、イノベーション、政府主導による法人減税、コストの最適化、構

⁸ 藤田 勉 (2016) 『コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略－効用と限界－』中央経済社

造改革などを実行していくべきである⁹。

第2節 なぜ日本企業のROEが低いのか

5 ROEの構成要素

ROEはデュポン分析によって3要因に分解することが可能である。そして、ROEに関して以下の計算式が成り立つ。

$ROE = \text{売上高純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$ となる。

10 売上高純利益率は収益性、総資産回転率は効率性、財務レバレッジは安全性を示す数値である。売上高純利益率は、損益計算書のトップである売上高に対し、あらゆる費用、税金を差し引いたボトム純利益の割合を表す。

総資産回転率は、売上高を上げるために、どのくらいの総資産を有効活用したかを示す。その数字が高いほど、設備の活用において効率性が高いことを表す。

15 財務レバレッジは、自己資本比率の逆数であり、数字が低いほど、自己資本が大きく、安全性が高いと言える。過度な負債依存は、倒産確率が高まることになる。

そして、ROEを上げるには、主に利益率を上げる、売上高を増やす、財務レバレッジを上げるという3つの方法がある。

20 一般には売上高純利益率の高い企業は、総資産回転率が低い傾向にある。ハイテク産業や製品、サービスが高付加価値の産業については利益率が高いが高付加価値を創造するため、その分、総資産が大きくなり、総資産回転率は低くなる。

25 一方で、小売や商社では、企業が商品やサービスに加える付加価値は少なく、利益率は低いが高総資産回転率で補っている。総資産回転率を高めるには、売上高を増やすか、総資産を減らす方法がある。総資産のスリム化としては、遊休資産の処分か在庫削減などが挙げられる。

財務レバレッジを上げるには、借金を増やす、自己資本を減らすという2つ

⁹ 柳 良平 (2015) 『ROE革命の財務戦略』中央経済社

の方法がある。そして、自己資本を減らす手段として主に、自社株買いと増配がある¹⁰。

第3節 コーポレートガバナンス・コードによる ROE の変化

5 コーポレートガバナンス・コードとは、上場企業が守るべき行動規範を示した企業統治の指針である。2015年3月に金融庁と東京証券取引所が取りまとめ6月から適用が開始され、遅くとも年内には報告が求められる。株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うことなどを定めたもので、その実施を一律に義務付けるものではない。

10 しかし「コンプライ・オア・エクスプレイン」として、何らかの事由でそれを実施しない場合は、投資家にその理由を説明(エクスプレイン)することが求められる。

日本では長らく、企業活動を取締役会だけが掌握し、株主の利益を重視しないという傾向が指摘されていた。その帰結として、利潤を配当や設備投資、賃金などに反映することに消極的で企業の内部留保ばかりを膨らませてきたとい

15 う批判があった。

企業が資本を効率的に使っているかどうかを表す株主資本利益率(ROE)が約8%とアメリカ(約17%)の半分以下にとどまっている。日本版コーポレートガバナンス・コードは、日本企業が内部留保をため込むのではなく、M&A(合併・

20 買収)や新規投資で企業価値を向上させ、国際競争力を高めるように促すねらいがある。安倍晋三政権が2013年に閣議決定した日本再興戦略に日本版の策定が盛り込まれ、関心を集めるようになった。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則は、「株主の権利・平等性の確保」「株主以外のステークホルダー(利害関係者)との適切な協働」「適切な情報開示と透明性の確保」「取締役会等の責務」「株主との対話」の五つである。取締役会については、社外取締役を2人以上置き、社外の意見を反映しやすくすることが求められる。そして、グローバルに事業展開する企業では3分の1以上を社外取締役とするよう促すなど、合理的で公正な企業統治が行われることが要

¹⁰ 藤田 勉 (2016)『コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略－効用と限界－』中央経済社

求される¹¹。

コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードと伊藤レポートは「ガバナンス改革の3本の矢」と評される。投資家と経営者のROEに対する見解は大きな違いはあるものの、コーポレートガバナンス・コードと日本版スチュワードシップ・コードの制定によって、ROE重視の傾向が強まりつつある。

両コードは、機関投資家を主体とする市場の規律が圧力となって、市場原理がガバナンスを律するという考え方である。そのため、ソフトローの中でも最も強制力の弱いものに属する。

ソフトローとは、上場規則のように法律上の裏付けを持つものと純粋に民間団体による規則や声明などに大別される。ソフトローは、強制力は乏しいものの、柔軟で実務的であるという特徴を持つ。

最近、ROEを経営指標として掲げる日本企業が増えてきていて、資本市場においてROEが一定の役割を果たしているのは事実である。そして、コーポレートガバナンス・コードの制定によって日本でもガバナンスに関わる議論が活性化されたという大きな功績がある。また、日本版スチュワードシップ・コードについても投資対象企業のみならず、株主側のガバナンスの改善の必要性が認識されるきっかけとなりうる。

経営指標としてのROEの最大の長所はシンプルで直感的に分かりやすい点にある。しかも異業種間の比較に使えるので共通の物差しになりやすいという特徴がある。したがって、ROEは多くの経営指標の一つとして位置付けることが有効であると考えられる¹²。

¹¹ コトバンク

<https://kotobank.jp/word/%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%82%AC%E3%83%90%E3%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9%E3%83%BB%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89-1713514>、2018年10月24日アクセス

¹² 藤田 勉 (2016) 『コーポレートガバナンス改革時代のROE戦略－効用と限界－』中央経済社

第3章 サイレント・パートナーとしての日本の機関投資家

第1節 1990年代以前の日本の機関投資家

日本の証券市場が英米と比べると活性化していない要因の一つに「サイレント・パートナー(物言わぬ株主)」の存在がある。

- 5 日本は戦後の長い間、六大財閥に属している企業がそれぞれの企業集団内で株式持ち合いを行っていた。株式の持ち合いを行うメリットとしては、安定株主を確保できること、敵対的買収に対して対処できること、また企業間でのつながりを強化できることなどが挙げられていた。

- 10 このことは企業にとってみれば悪い話ではないと感じるだろうが、互いの株式を持ち合うということはつまり、互いの経営にほとんど関与しないと言っていることと同じである。経営に口を出さないのは本当に良いことなのだろうか。

- 15 企業の提案の内容を吟味することなく賛成だけ続ける株主は理想的な株主とは正反対の存在である。こういった株主は「物言わぬ株主」と言われ、近年解体が進みつつあり、またその反対である「モノ言う株主」が年々増加してきている。

第2節 スチュワードシップ・コード制定による機関投資家の変化

第1項 「日本版スチュワードシップ・コード」について

- 20 「日本版スチュワードシップ・コード」が発表されたのは2014年2月26日¹³である。このコードの正式名称は「『責任ある機関投資家』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企業の持続的成長を促すために～」であり、金融庁によると2014年の8月時点でこのコードに対して160もの機関投資家が受け入れを表明した¹⁴。

- 25 このコードにおける「スチュワードシップ責任」とは、「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を

¹³ 金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則」

¹⁴ 金融庁「機関投資家の皆様へ」

図る責任」である¹⁵。このコードは機関投資家が「責任ある機関投資家」として「スチュワードシップ責任」を果たすことに対して有用であると考えられている。北川【2015】によれば、スチュワードシップ・コードに準拠した機関投資家・運用者は、単に運用パフォーマンスをきたいされているだけでなく、
5 投資先企業の持続的成長への貢献まで期待されている¹⁶。つまりこの場合「スチュワードシップ責任」は、従来の「受託者責任」とは明らかに異なる¹⁷のである。

第2項 スチュワードシップ・コードと伊藤レポート

10 『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』（以下伊藤レポート）は、日本版スチュワードシップ・コードが発表されてから約半年後の2014年8月6日に発表されたレポートである。

伊藤レポートによると日本株式市場の平均保有期間は「国内銀行、保険、事業法人が長く、機関投資家は1年未満、個人はそれより短くなっている」¹⁸という。株を短期で保有することは必ずしも悪いことではないが、スチュワードシップ・コードに準拠するなら長期志向の投資のほうがが好ましい。

伊藤レポートは機関投資家が短期志向に陥っている理由の一つとして、アセット・オーナーによるアセット・マネージャー（運用者としても機関投資家）の
20 評価を挙げている。それによると、「アセット・オーナー側のスタンスによってアセット・マネージャーの報酬システムが歪んでいないかという点では、ショートターミズム（短期志向）との関連が見られた」¹⁹という。

25 第3項 改訂版「日本版スチュワードシップ・コード」について

「日本版スチュワードシップ・コード」が発表されてから4年目の2017年5

¹⁵ 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則」

¹⁶ 北川【2018】p. 84。

¹⁷ 北川【2018】p. 84。

¹⁸ 経済産業省「伊藤レポート」p. 56

¹⁹ 同上、p. 63。

月 29 日に改訂版が「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」という意見書を元に検討され、発表された。改訂版が発表される前は、「コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られるものの、いまだに形式的な対応にとどまっているのではないか」²⁰との意見などがあり、そういったことを踏まえて 2016 年 11 月 30 日、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において公表された意見書によると、「コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要である」²¹ということだった。

意見書で提言され改訂版に盛り込まれたのは、「アセット・オーナーによる実効的なチェック」、「運用機関のガバナンス」、「利益相反管理等」、「パッシブ運用における対話等」、「議決権行使結果の公表の充実」、「運用機関の自己評価」²²の 6 つの論点である。

このコードが発表されてから 5 年目に突入する 2018 年 8 月 31 日時点で受け入れを表明した機関は全部で 233 である。その内訳は以下の通りだ。

図表 3-1 受け入れを表明した機関投資家の内訳

業態	企業の数
信託銀行等	6
投信・投資顧問会社等	166
年金基金等	32
生命保険・損害保険会社	22
その他(議決権行使助言会社他)	7
合計	233

出所：金融庁(2018)「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について」より筆者作成

²⁰ 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則」

²¹ 金融庁「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」

²² 金融庁「「責任ある機関投資家」の諸原則」

URL: <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>

ここ数年で「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れを表明した機関投資家は着実に増えつつある。日本経済新聞によると「2018年6月総会の議決権行使結果を開示した国内運用会社12社のうち10社で、株主提案への賛成比率が昨年より上がった」²³という。その理由としては「説明責任が求められるようになったことで「誰が提案したかによらず個別の提案内容で賛否を判断するようになっている」²⁴からであるということが挙げられている。

このことは機関投資家が企業に対してのイエスマンに徹するのではなくしつかりと企業や株主の提案を吟味した上で答えを出せるようになったということを通じて、より高い企業価値を創造する確実な一歩になっている。

第4項 対話の実例

スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家がどのように企業と対話を行うのだろうか。ここではニッセイアセット(日本生命グループの資産運用会社)を例に出して話をしていきたい。ここでは、ある製薬会社(A社)との対話の状況について述べる。

ニッセイアセットでは建設的で効果的な対話を実現するために3つのステップを用意している。

20

ステップ1 投資家の客観的分析に基づく現状認識、課題認識

ステップ2 課題に対する解決、戦略、戦術の決定、企業意思表示

ステップ3 投資家との継続的なコミュニケーションを通じた持続的な価値の構造²⁵

25

以下が、ニッセイアセットが上記のステップを踏まえて行ったことである。

²³ 『日本経済新聞』2018年9月22日

²⁴ 『日本経済新聞』2018年9月22日

²⁵ 藤井、笹本(2014)p.147

ステップ 1

A 社は優れたバイオテクノロジーを基盤技術として保有し、そのポテンシャルを活かした事業展開による利益成長が期待されていたが、1990 年代後半以降、一部事業において収益性が低下したことに加え、そのほかの複数の事業において景気や市場変動によって収益水準が変動するという課題を抱えていた。ニッセイアセットはこのことに対して、事前の分析から低水準の CFROI の要因となっている点を解決していくことで、さらに企業価値を向上できると考え、CFROI が低い背景を図やグラフを用いて A 社の社長と課題を共有できるようにした。

ステップ 2

10 ニッセイアセットはまた、A 社が新しく発表した中期経営企画をもとに、社長が目指すビジネスモデルに関して認識の共有化を行った。それだけでなく、社長とのミーティングの機会を継続的に持ち、進捗や方向性の共有化を行った。

ステップ 3

15 2006 年時点での A 社は CFROI(投資に対する現金収益率)がわずか 1%であったのを 2011 年の時点で 5%まで回復させることに成功した。その後もニッセイアセットは A 社の社長とミーティングを行うことで、不透明なことや納得がいかないことがある場合はその理由を問い、答えを得ることができた。²⁶

以上のように、機関投資家の中には積極的に企業に働きかけを行うものもいる。

20 ニッセイアセットの件は対話を行うことで企業の中長期的な価値向上を成功させた例の一つである。

第 3 節 スチュワードシップ制定後も存在するサイレント・パートナーとしての機関投資家

第 1 項 物言う株主の現状

25 上に述べたものを見ると日本の「モノ言う株主」は次第に増加しつつあるのだろうと推測することができる。だが日本の「モノ言う株主」は他国と比べるとまだまだ少ないと言わざるを得ない。

確かに日本の機関投資家は議決権行使を行うなどといったことを通じて企業

²⁶ 同上書 p. 148-p. 151

に働きかけるようになってきてはいるのだが、未だに新聞で取り上げられる「モノ言う株主」のほとんどは外国の機関投資家である。最近で言うと、「「モノ言う株主」が保有している日本株が過去最高の1兆6000億円を記録した」という話題が日本経済新聞に取り上げられていたが、ここで取り上げられている「モノ言う株主」は欧米の機関投資家であったり香港の機関投資家であったりするため、日本の「モノ言う株主」に焦点はあてられていない。

アメリカやイギリスといった外国の「モノ言う株主」と比較して日本の「モノ言う株主」の数が少ない理由として私が挙げるのは、「スチュワードシップ・コード」のように、機関投資家に対する責任を分かりやすく纏めたものが他の先進国と比べて公表される時期が遅かったため、ということである。この時点で日本は他国と比べて出遅れているといっても過言ではない。因みにアメリカのSECが議決権行使結果個別開示を規定したのは2003年であり、イギリスがスチュワードシップ・コードを制定したのは2010年である。日本はイギリスのスチュワードシップ・コード制定から4年たった2014年によりやく制定したこともあり、日本の機関投資家がこのコードを意識していないというわけではないが他の二つと比べればまだ日は浅い。

第2項 「日本版スチュワードシップ・コード」の現状

モノ言う株主と同じく、スチュワードシップ・コードもまだ機関投資家の間に完全に浸透したとは言えないだろう。

3章第2節の2項目では「日本版スチュワードシップ・コード」に対する受け入れ表明を行った機関投資家の増加について述べたが、それはそもそも日本の機関投資家の何割に値するものであるのか想像したことはあるだろうか。

金融庁によると2018年10月1日現在、適格機関投資家の届出を金融庁長官に行った者は個人含めて933団体、適格機関投資家に指定された農協等は178団体、届出を要せずに適格機関投資家に該当する者は1278団体である。²⁷また機関投資家の中には適格機関投資家ではない団体もあることから考えると、日本の機関投資家の中で「日本版スチュワードシップ・コード」を受け入れている

²⁷ 金融庁「適格機関投資家に関する情報」

る団体はわずか 10 パーセントにも満たないのだ。また、その中でも議決権行使結果を開示している機関投資家は多くはない。

5

図表 3-2 スチュワードシップ・コード適用を表明した機関投資家

議決権行使結果を開示している機関投資家	112
議決権行使結果を開示していない機関投資家	33
議決権行使結果を個別に報告する機関投資家	6
外国の機関投資家	57
不明	25
合計	233

- 10 出所：【『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～】の受入れを表明した機関投資家のリスト】より筆者作成

URL: https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20180831/list_01.pdf

- 15 また、このスチュワードシップ・コードを受け入れてはいても、その原則を完全に適用して表明する機関投資家はさらに限られてくる。外国の機関投資家を除いて議決権行使結果を開示している機関投資家は 112 団体であり、その中で議案別に行使結果を開示している機関投資家は 111 に上るが、個別の投資先の企業ごとに行使結果を開示している機関投資家は 74 である。議決権行使結果
- 20 を開示している機関投資家のほとんどが議案別に行使結果を開示している一方、個別の投資先企業まで開示している機関投資家はその約 7 割にとどまっている。

- 開示をしていない機関投資家もある。開示を行っていない機関投資家が理由として挙げているものは、個別開示によって、投資先企業に不利益が出る可能性があることであつたり投資先企業のほとんどが未上場企業であることであつたりすることが多い。「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れを表明
- 25 している機関の中で、自らが議決権を行使しない「アセット・オーナー」の中には直接議決権行使を行っていないため自らが行使結果を公表することは適切

ではない、とするものもある。それ以外にも、契約者の意向に基づき契約者自らが議決権を行使するためであったり、議決権行使結果の開示が必ずしも顧客利益に合致すると認められないためであったりする場合は議決権行使に対する公表をしない機関投資家もある。

5 不明と分類した機関投資家も 25 ある。不明とした理由はいくつかあるが、一つはウェブサイト上で議決権の行使や行使結果の開示について言及されていないため判断に迷ったもの、パスワードが設定されていて公開しているかどうか不明なもの、議決権行使結果の開示をウェブサイト上のスチュワードシップ・コードの適用についてのページで記載しているものの、開示結果をどれほど探しても見つけられないもの、などを今回は不明とした。議決権行使結果を公開しているのであれば、なるべく探しやすいところに行使結果を記載することが基本であると思うため、開示結果を探せないものはたとえスチュワードシップ・コード受け入れのウェブページ上で結果の公表を謳っていても、実際はどうであるかが分からない。

10 15 また、私は金融庁のリストからウェブページを閲覧したのだが、いくつかのリンクの URL が更新されていなかったため、探すのに時間がかかってしまうものもあった。そのため私は、金融庁は機関投資家の受け入れ更新などによる URL の変更等についてもしっかりと把握する必要があると感じた。

20 「日本版スチュワードシップ・コード」が発表されてから今年でもう 4 年半が経ったが、このコードを受け入れている機関投資家の中にはあくまで表面上受け入れているだけに過ぎないというものもあるため、今後スチュワードシップ・コードの受け入れが表面上だけのものにならないような対策を考える必要がある。

25 **第 4 節 中長期的成長に資する対話と議決権行使を行うことによる企業に与える影響**

「モノ言う株主」の増加は企業に対しては今まで賛成されていた提案が通らないなどの脅威になり得る面もあるが、Forbes JAPAN によると「物言う株主は自社の戦略や執行、資本配分に関する評価の効率の向上に強い影響力を持っているか」という質問に対し、調査対象とした上場企業の取締役 884 人のうち

80%が、「少なくともある程度はそう思う」と答えた²⁸ことから、アメリカの企業は「モノ言う株主」に対して比較的肯定的な見方をしていることが伺える。

つまり、企業価値最大化に努めるには企業との対話や積極的な議決権行使を行うことができる機関投資家、つまり「モノ言う株主」を増加させる必要がある。

第4章 いかにしてモノ言う株主を増加させるか

我々はこの課題に対する解決策として、スチュワードシップ・コード受け入れを義務化によるモノ言う株主増加策、またそれに加え議決権行使結果の強制開示を挙げる。まずスチュワードシップ・コード受け入れの義務化によって機関投資家は企業に対して中長期的な成長に向けた議決権行使と積極的な対話を必ず行うようになる。またそれだけでなく、機関投資家のスチュワードシップ・コード受け入れが形式的になることを防ぐためにそれぞれの機関投資家に議決権行使結果の開示を強制させる。個別だけでない議案別の議決権行使結果の強制開示をさせることによって、機関投資家が本当に企業に対して議決権を行使しているのかが外部にも明らかになり、もし議決権行使を行わなかった機関投資家がいた場合もそれらに是正勧告を行うことができる。このようにすることで機関投資家は形式的でないスチュワードシップ・コードにのっとり経営を行うようになり、最終的に本当の意味での「モノ言う株主」の増加につながると考察する。

そして、このスチュワードシップ・コード受け入れ義務化及び議決権行使の強制開示の対象をアセットマネージャーだけでなくアセット・オーナーのどちらに対しても求めることとする。機関投資家の中にもアセットマネージャーとアセット・オーナーに分けることができる。アセット・オーナーとは資産保有者として顧客から運用資産を預かり、それを別の機関投資家に運用委託およびその監督を行う。一方でアセットマネージャーはアセット・オーナーから運用資産を委託され、それを実際に運用する。このことからアセット・オーナーはアセットマネージャーに運用資産を委託する際にスチュワードシップ・コード

²⁸ Forbes JAPAN 「「物言う株主の存在は有益」、米取締役の8割が同意」
<https://forbesjapan.com/articles/detail/14019> (2018/10/19 アクセス)

の遵守、および議決権行使結果の強制を強く求める必要があるとも考えられる。もしアセットマネージャーがスチュワードシップ・コードの受け入れを行わなかった場合や形式的な受け入れを行った場合には、アセット・オーナーが彼らに対し指示を行い、彼らが常にちゃんとしているのか監視しなければならない。だからこそ、実際に資産の運用を行うアセット・マネージャーだけでなく、アセット・オーナーにもスチュワードシップ・コードに対しての理解を浸透させ、アセット・オーナー自らも「モノ言う株主」としてアセット・マネージャーに働きかけを行うことが重要であると考え。

実際にスチュワードシップ・コードの受け入れ義務化や議決権行使結果の強制開示を行う場合、前もって機関投資家たちと話し合いを行い機関投資家たちが不利益を被らないようなスチュワードシップ・コード制定および法制度の改革をすることが重要であると考え。先ほども述べたように、現在機関投資家がスチュワードシップ・コードの受け入れや議決権行使結果の開示を行わない理由として、スチュワードシップ・コードの受け入れや議決権行使結果の開示が顧客の利益に必ずしも合致しないからだ。そのため義務化、制度化は一方的なものでなく、機関投資家たちの意見を聞きながら目指していくことが必要になっていくと考察する。

以上のように、スチュワードシップ・コードの受け入れ義務化、それと同時に議決権行使結果の強制開示を行うことで「モノ言う株主」の増加につながると考え、解決策とする。

終わりに

日本企業の企業価値と ROE がアメリカのなどに比べ相対的に低いことにより、日本の証券市場への市場参加者が減少し、結果的に資金調達場としての証券市場が低迷し、活性化できていない。本論文では、そのことに対しどのように証券市場を活性化させていくのかを課題として検討した。

この課題に対し、第 1 章では日本の証券市場がどれほど活用されていないのかを増資額や売買代金の低迷をもとに検証し、また日本企業の内部留保額が上昇し続けていることを確認した。第 2 章では日本の ROE が諸外国と比較し、相対的に低いことを示した上で、その理由をデュポン方式の分解式による検証に

よって、日本企業は諸外国との比較において売上高当期純利益率が低いことを明らかにした。コーポレートガバナンス・コード導入によって、日本企業の ROE が上昇しているものの、依然として欧米の比率には追いついていない。第 3 章では「物言わぬ株主」と言われる安定株主(例えば 1990 年代以前の六大財閥に
5 追従する日本の機関投資家)について言及し、スチュワードシップ・コード制定後、日本の機関投資家が対話によって投資先企業の企業価値向上に寄与した実例があることを示した。しかし、議決権行使結果の公表状況から、スチュワードシップ・コード制定後も尚存在するサイレント・パートナーとしての機関投資家が存在することを明らかにした。機関投資家は、中長期的成長に資する対
10 話と議決権行使を行うことにより、物言う株主として企業価値向上に影響を与えるため、物言う株主の増加が証券市場の活性化につながると言える。

いかに物言う株主を増加させるか。その解決策として、スチュワードシップ・コードの受け入れ義務化、それと同時に議決権行使結果の強制開示を行うことを提示した。

15 しかし、この解決策はスチュワードシップ・コードの受け入れ義務化と議決権行使結果の強制開示にはどれほどのデメリットを伴うのかであったり、そもそもなぜ「日本版スチュワードシップ・コード」を公表した際にこのコードの適用が義務化されなかったのかであったりという点についてはまだ検証できていない。また機関投資家と企業の両方の視点からこの問題を見ることに於いて
20 いささか論点や資料が不十分である。今後の証券市場の活性化についてはこれらを課題にしてさらに踏み込んだ研究を行いたい。

参考文献

- ・ Forbes JAPAN 「「物言う株主の存在は有益」、米取締役の 8 割が同意」
<<https://forbesjapan.com/articles/detail/14019>> 2018 年 10 月 19 日アクセス
- 5 ・ U. S. Securities and Exchange Commission “Final Rule: Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies” < <https://www.sec.gov/rules/final/33-8188.htm>>
2018 年 10 月 20 日アクセス
- ・ 奥 愛・高橋 秀行・渡部 恵吾、(2018)、「日本企業の現預金保有行動とその
10 合理性の検証」、『PRI Discussion Paper Series』、第 18A 巻 5 号、
<https://www.mof.go.jp/pri/research/discussin_paper/ron305.pdf#search=%E7%8F%BE%E9%A0%90%E9%87%91%E4%BF%9D%E6%9C%89>2018 年 10 月 24 日アクセス
- ・ 小栗崇資・谷江武士・山口不二夫、(2015)、「内部留保の研究」．唯学書房、
15 356-362 ページ
- ・ 北川哲雄(2015)『スチュワードシップとコーポレートガバナンス~2つのコード
トが変える日本の企業・経済・社会~』東洋経済新報社
- ・ 経済産業省「「持続的成長への競争力とインセンティブ~企業と投資家の望ましい
関係構築~」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書」
20 <http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf> 2018 年 10 月 23 日アクセス
- ・ 金融庁「英国スチュワードシップ・コードについて」
< <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryuu/20130918/01.pdf>>
2018 年 10 月 18 日アクセス
- 25 ・ 金融庁「改訂版「責任ある機関投資家」の諸原則」
< <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>2018 年 10 月 15 日
アクセス
- ・ 金融庁「機関投資家の皆様へ」
< <https://www.fsa.go.jp/status/stewardship/kikan.pdf>>2018 年 10 月 15 日
30 アクセス

・コトバンク

<<https://kotobank.jp/word/%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%82%AC%E3%83%90%E3%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9%E3%83%BB%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89-1713514>>2018年10月24日アクセス

- 5
- ・坂本恒夫・佐久間信夫編、企業集団研究会著（1998）『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』、文眞堂
 - ・鳥居 陽介（2017）『株式所有構造の変遷と経営財務』中央経済社
 - ・日経 BizGate
<<https://bizgate.nikkei.co.jp/article/DGXMZ03110481029052018000000>>
- 10
- 2018年10月16日アクセス
- ・ニッセイアセットマネジメント株式会社編、藤井智朗・笹本和彦監修（2014）『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略—企業と投資家の共生に向けて』中央経済社
 - ・金融庁「適格機関投資家に関する情報」
- 15
- <<https://www.fsa.go.jp/common/law/tekikaku/index.html>>2018年10月20日アクセス
- ・藤田 勉（2016）『コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略—効用と限界—』中央経済社
 - ・柳 良平（2015）『ROE 革命の財務戦略』中央経済社