

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 勝悦子ゼミナール
山本 清水 秋葉 風間 照喜名 班

[目次]

序章	3
第1章 証券市場とは	3
第1節 証券市場の意義・目的	
第2節 証券市場の活性化とは	
第3節 日本の株式保有構造の変遷	
第4節 株式市場の現状	
第2章 企業のあるべき姿	12
第1節 企業価値とは	
第2節 コーポレートガバナンス論形成まで	
第3節 従来の日本企業のガバナンスの特徴	
第4節 企業のあるべき姿	
第5節 中長期的な企業価値の向上	
第3章 機関投資家のあるべき姿	18
第1節 機関投資家の役割	
第2節 機関投資家の投資行動の現状	
第3節 機関投資家のあるべき姿	
第4章 企業と機関投資家を取り巻く環境	20
第1節 現状、歴史分析	
第2節 コーポレートガバナンスコード	
第3節 スチュワードシップコード	
第4節 建設的な対話	
第5節 社外取締役と企業価値	
第5章 ESG投資の可能性	30
第1章 ESGインベストメントチェーンの全体	
第2節 海外と日本におけるESG投資の現状	
第3節 ESG投資の課題	
第6章 国内の証券市場を活性化させる施策提言	36
終章	41

序章

日本の経済は第二次世界大戦終戦後から高度経済成長期やバブル経済に伴って、成長を続けてきた。つまり、証券市場の活性化とともに成長して来たと言える。しかし、日本経済はバブル経済が崩壊して以降経済停滞が続き、この長期間に渡って停滞が続いたことを「失われた20年」と呼んでいる。バブル経済以降株主保有構造の変化が生じた。また2008年にアメリカでリーマンショックが起これ、世界的な金融危機に発展した。日本経済も影響を受けたため更なる打撃を受けることになる。日本ではデフレの長期化に対し、安倍政権と黒田日銀総裁によって脱却が目指されている。一方では企業の稼ぐ力を高めるべく、英国を参考にし、日本独自の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を導入した。安倍政権の政策として、「アベノミクス」を打ち出し三本の矢を示し、経済成長を促した。証券市場の活性化とは、「物言う株主が増加し、それらの活動によって中長期的な企業価値が向上する」と定義した上で、証券市場が活性化するために、機関投資家と企業がどうあるべきかを考えていく。

15

第1章 証券市場

第1節 証券市場の歴史

日本の証券市場の起点は、東京と大阪に株式取引所が設立された1878年である。つまり、日本に証券市場が誕生してから140年の歴史があるということだ。開業当初の取引所は、旧公債や、新公債、秩禄公債などの公債取引の場としてスタートした。その後取引所は株や銀行株が上場されるが、売買の大部分は公債という時代が続いていた。しかし、1886年から鉄道業や紡績業を中心に企業勃興期を迎えたため、株式売買が活性化した。流通市場に目を向けてみると、財閥が参加の優良企業株を排他的に保有していたため、取引所には優良企業株の上場がほとんどされていなかった。加えて、戦前期の株式取引は、投資資金や銀行による信用供与が不十分であったため、「定期取引」あるいは「清算取引」と称された先物取引を中心に発展して、投機的であったことが特徴として挙げられる。

第二次世界大戦終戦直後から日本は市場再開に向けて動き出し、大蔵省も1945年10月1日からの市場再開を決定した。しかし、GHQは取引所の再開を認めなかった。GHQは「経済改革」と「政治社会改革」を優先していたからである。その結果取引所再開には4年弱の歳月を要し、証券取引所もその間閉鎖された。しかし、取引所は閉鎖されていたが、戦後の

30

混乱期にも証券取引に対する需要がなくなったわけではなかった。そのため、証券会社の店頭での取引が自然発生的に開始され、取引所の早期再開の見通しがなくなると、店頭売買と併行して取引の場所や時間を決め、店頭売買を組織化した集団取引も行われるようになった。集団取引は1945年末に東京、大阪で始まり、名古屋、新潟、京都、神戸、広島、福岡など全国各地へ広まった。その一方で、取引所の再開は困難を極めていた。

証券民主化を図るために、政府は法制の整備に着手した。その結果、1949年5月以降、東京、大阪、名古屋などで証券取引所が設立された。その後高度経済成長期となり証券取引は活性化していくことになる。

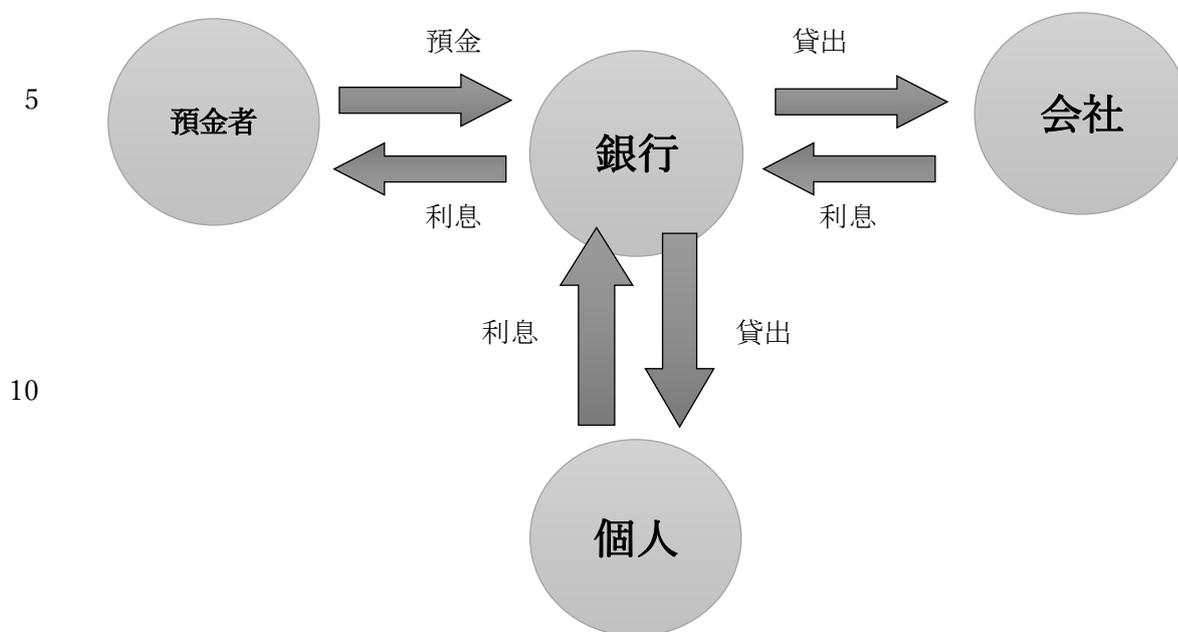
さらに1960年代には、証券市場の国際化も進んだ。1964年に「資本取引の自由化」を公約したため、外国人の株式取得制限は徐々に緩和された。資本取引の自由化とは、海外投資家だけでなく、海外の発行者や、仲介者を受け入れることでもある。1973年に東京証券取引所で外国部が設けられた。しかし、資本取引の自由化は、外国企業による日本企業の乗っ取りも可能にすることを意味した。そのため、上場会社は「安定株主政策」で対抗し、企業が相互に株式を持ち合えば、相対的に市場に供給される株式売買が少なくなり、乗っ取りを防衛することができる。その結果、法人の株式保有比率が高まる一方、個人の株式保有が減少するといった株式保有構造上の変化が見られた。

第2節 証券市場とは

企業が事業を行う際に必要な資金調達は金融市場によって行われる。金融市場は、一国経済にもおいて、資金余剰部門(貸手)から資金不足部門(借手)へと資金が融通される場であり、仲介手段の観点から、「間接金融」と「直接金融」に分類される。「間接金融」とは、預金者からお金を借りて、お金が必要な人に貸し出すことを指す。代表的な間接金融の商品が銀行預金である。

図1-1は銀行預金の仕組みを示したものである。預金者が銀行にお金を預けることによって、銀行はお金を手にする。そのお金を他の人や会社に貸し出し貸手から利息を得ることによって利益を出し、銀行は預金者に利息が支払われる。

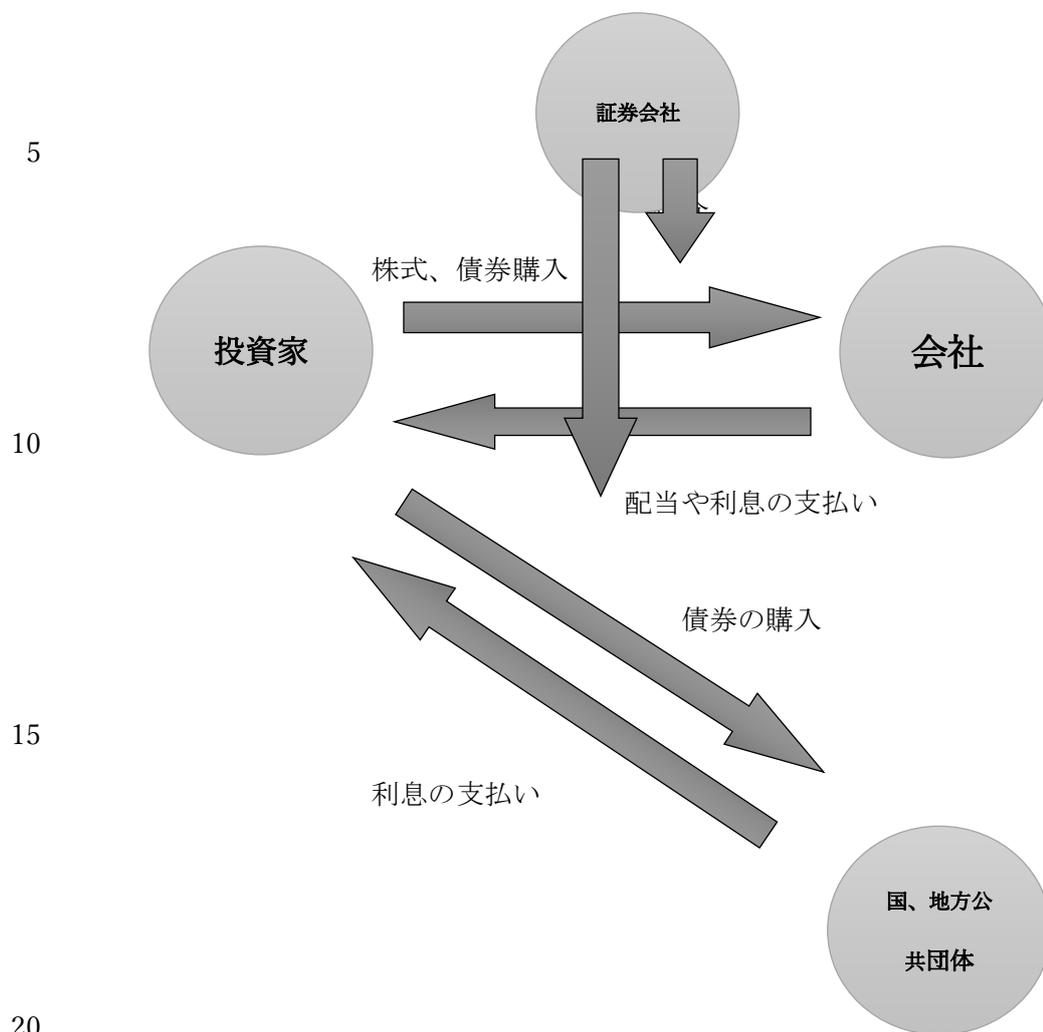
図 1-1



15 (出典)女性のはじめての投資をサポートするガイド 「直接金融と間接金融」より筆者作成

一方で「間接金融」とは対照的に「直接金融」とはお金を必要とする相手に直接お金を出資することである。主な直接金融の商品に、株式や債券がある。直接金融の場合、お金を出す側を「投資家」と呼ぶ。投資家は出資したい企業や国、地方自治体などの株式や債券を相手から直接購入することによって、配当や利息を受け取るものだ。直接金融における証券会社の役割は、投資家と株式・債券などの発行する団体と投資家の間を仲介することである。例えば、ある企業が新しい事業を行うために債券を発行し資金を集める場合、債券を購入してくれる人を企業自身で探すことは困難である。そこで証券会社は企業から手数料をもらうことによって債券の仲介販売を行う。間接金融は「お金を貸す際の利息と預金者に支払う利息の差額」で儲けているが、証券会社は「仲介する際の手数料」で利益を出している。図 1-2 は直接金融の仕組みを示したものである。

図 1-2



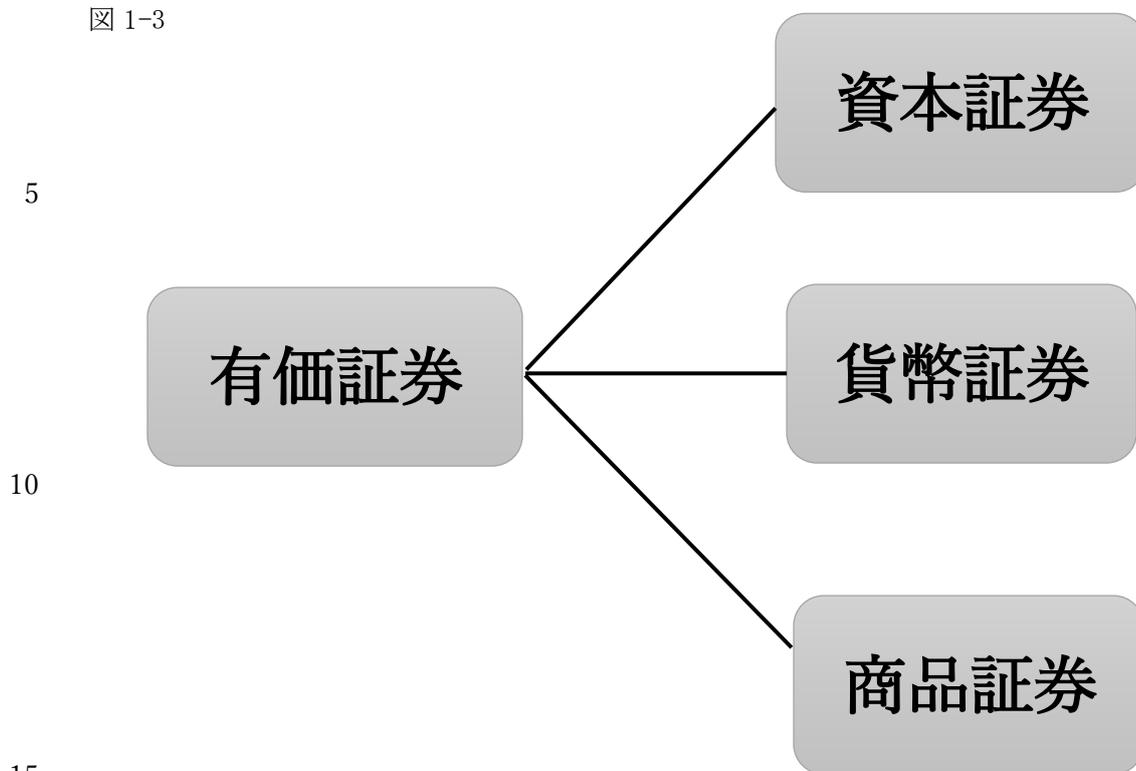
(出典) 女性のはじめての投資をサポートするガイド 「直接金融と間接金融」より筆者作成

言うなればこの直接金融が行われる場が「証券市場」である。証券市場は、有価証券が取引され、価格が形成される市場のことである。例えば、有価証券が発行され投資家に取得されるまでの過程、さらに投資家相互間で有価証券が売買する過程を総括した市場のことである。

有価証券とは、「商品証券」、「貨幣証券」、「資本証券」の3つに分類される。

30

図 1-3



(出典) マネー百科 byArtis 金融用語辞典有価証券より筆者作成。

有価証券の3つの中で、証券市場で取引されるのは「資本証券」である。「資本証券」とは、株や債券など資本を保有し、配当金や利子などに対する請求権を表示することである。

20 その中で、株式市場について論じる。

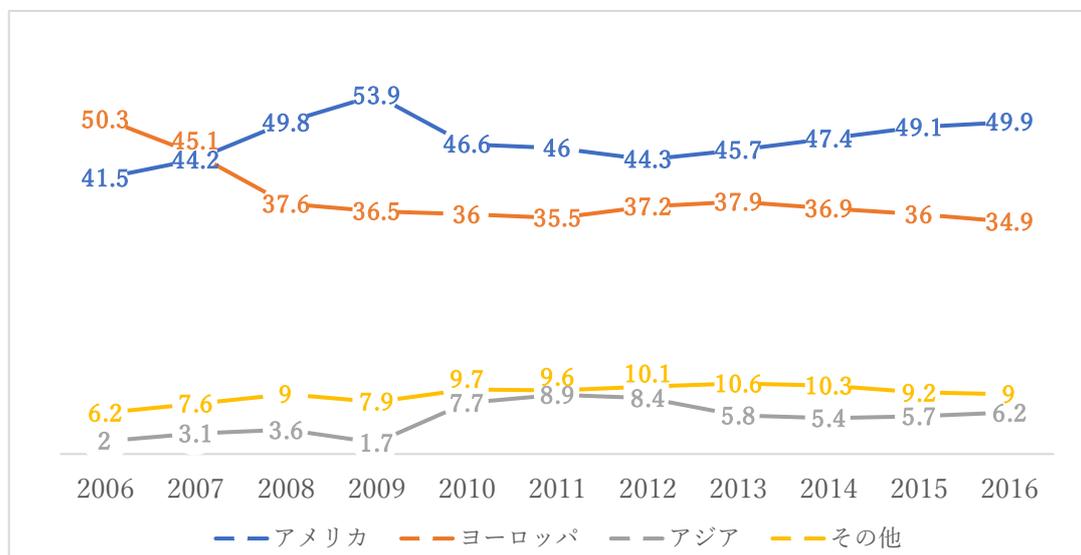
一般的に「株価」は株式市場において形成される。株価は投資家などの行動により絶えず変化している。株式を保有する株主は、出資の対価として企業に対して株主総会に参加する権利などを有する。株主の権利は大きく分けて「自益権」と「共益権」の二つに分類される。

25 「自益権」とは権利行使の結果が当該株主本人の利益だけに関係するものである。代表的なものが「配当請求権」である。一方で、「共益権」とは、株主の権利として、権利行使の結果が株主全体の利益につながるものである。これは、会社経営に参画を目的とする権利であり、代表的なものが「株主総会における議決権」である。しかし、株主一人に対して一つの議決権が与えられるわけではない。保有する株式数に応じて、株主に議決権が与えられる。つまり、株式保有数が多ければ多いほど、企業経営や企業的意思決定に深く参加できるとい
30 うことだ。

第3節 外国人の投資行動

第二次世界大戦終戦後の長期に渡って、資金、資本の国際取引は原則禁止されていた。しかし、1980年12月の「外国為替及び外国貿易法」改正により、海外との資金、資本取引が基本的に許可制から事前届出制に変わり、原則自由になった。加えて、1998年4月に改正外為法が施行され、事前届出制が廃止され、海外との直接的な金融取引が完全に自由化された。そのため、海外投資家は日本の株取引を積極的に行うようになった。図1-4は日本の株式を所有する海外の地域別保有構成割合である。

図1-4 日本の株式を所有する海外の地域別保有構成割合



10 (出典) 日本銀行資料から筆者作成

アメリカは、日本の株式を保有する割合は年々高まっているが、ヨーロッパは、日本の株式保有割合が減少していることが顕著に表れている。アジアとその他地域は特に変わりはないことが分かる。2012年以降は株式市場の高騰を、背景にして、外国人投資家による日本株の売買が活性化した。

15

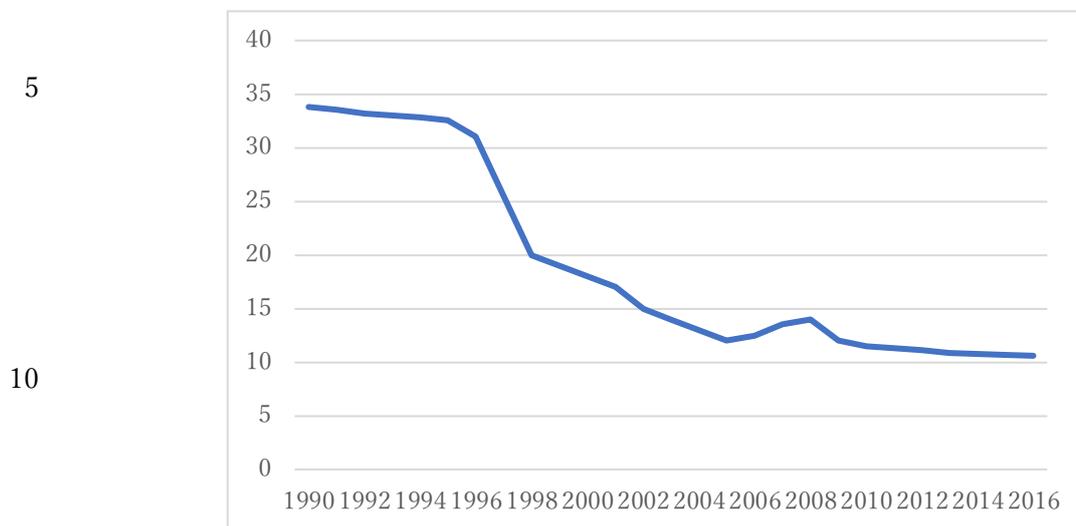
第4節 株式の保有構造

第二次世界大戦終戦後、財閥解体により財閥の持株が市中に放出され、個人消化が進められた。その結果、取引所が再開された1949年の個人持株比率は69.1%に達した。しかし、国民は資金に余裕があつて株式を購入した訳ではなかったため、国民の売却が相次ぎ個人

20

持株比率は急速に低下した。株式の一部が買い占められたことによって、旧財閥系による結束強化を目的として株式の相互持ち合いが相次いだ。

図 1-5 企業の株式持ち合い比率



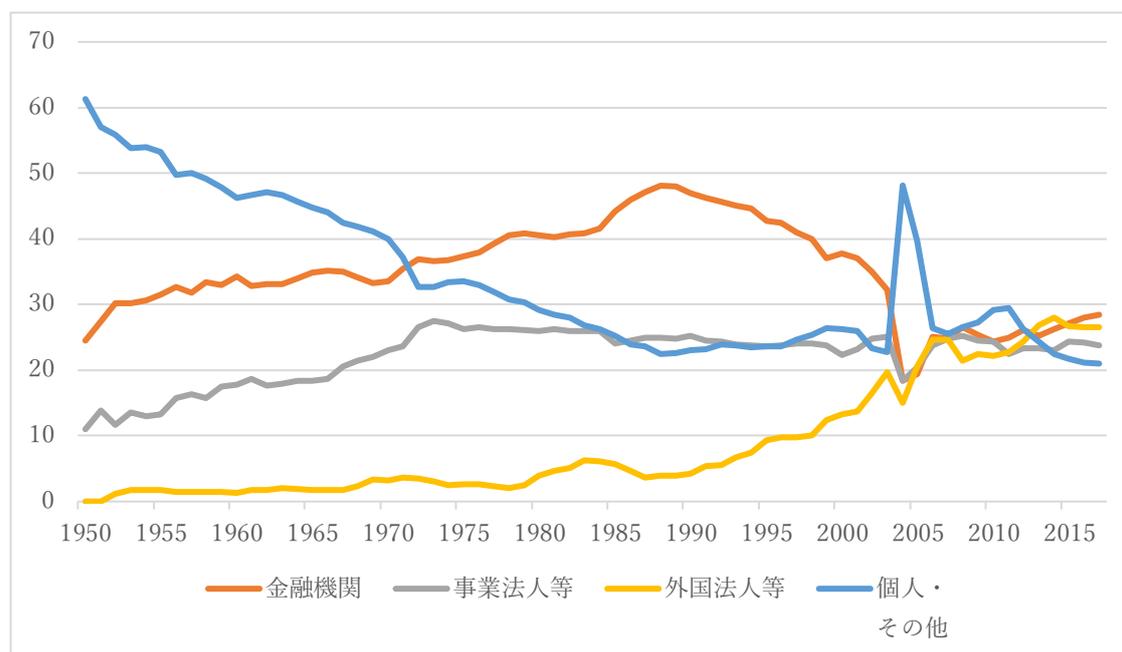
(出所)「日本経済新聞」 2017年7月16日 野村証券調べより筆者作成

15

1960年代には戦後の復興を経て資本自由化が行われた。資本取引の自由化は、外国企業による日本企業の乗っ取りも可能にすることを意味した。そのため、上場会社は「安定株主政策」で対抗し、企業が相互に株式を持ち合えば、相対的に市場に供給される株式売買が少なくなり、乗っ取りを防衛することができる。その結果、事業法人や金融機関の株式保有比率が高まる一方、個人の株式保有が減少するといった株式保有構造上の変化が見られた。その後も時価発行への移行により増資資金の調達を有利に進めるためにも株価の高値維持が必要不可欠であった。そのため1975年頃まで事業法人の持株比率は上昇を続けていった。金融機関は右肩上りの相場を背景に80年代末のバブルが崩壊するまで持株比率は上昇した。このような株式所有構造の法人化は、株価形成に重大な影響を及ぼすことになる。

20

図 1-6 所有者別持株比率



<出典>東京証券取引所「調査レポート | 日本取引所グループ」より筆者作成

日本の金融機関の持ち株比率は、バブル経済崩壊直後の1990年をピークにその後大きく減少していることが見て取れる。金融機関のうち、「銀行」の持ち株比率の急減が顕著であるが、これは90年代の金融危機で、BIS規制達成等のため、銀行が持ち株を市場で売却したことによる。これにより銀行のメインバンク機能が低下し、金融仲介構造が大きく変わった。2000年代以降金融機関の比率は上昇しているが、これは投資信託、年金信託、信託銀行など機関投資家の持ち株比率が上昇したためである。一方事業法人は大きな変化は見られず、引き続き安定して株を保有していることが分かる。

バブル経済崩壊した1990年代以降の顕著な動きは、外国人の持ち株比率が急激に上昇していることである。なぜ外国人投資家の、日本株保有残高が急増したのだろうか。

日本株を購入している外国人投資家は、中長期的な利益を求めるプレイヤーである。特に2013年からのアベノミクス導入、日本銀行の非伝統的金融政策を主因にインフレ期待が高まると、日本株は大きく値をあげ、それとともに外国人投資家の投資額は買い越しが続いた。2017年9月の正社員有効求人倍率の回復が確実になった時期も、日本株の買いに転じる外国人投資家が急増しており、彼らは「不動産の活況」を見越しているということが指摘できる。

有効求人倍率が回復していけば正社員の賃上げが始まり、インフレが始まる。そうなれば、不動産価格は上昇していくというメカニズムである。株高局面では、不動産を買い控えていた人が、インフレを実感することによって今のうちに買っておこうという心理が働く。オリンピックが2020年に東京で開催されるが、五輪特需後も不動産需要が高まっていくとみられている。景気が上昇すれば、企業にとって積極経営に転じることができ、日本企業はその利益で設備投資の費用に回すことも可能だ。経済の好循環を見越して、外国人投資家が動いたと言える。

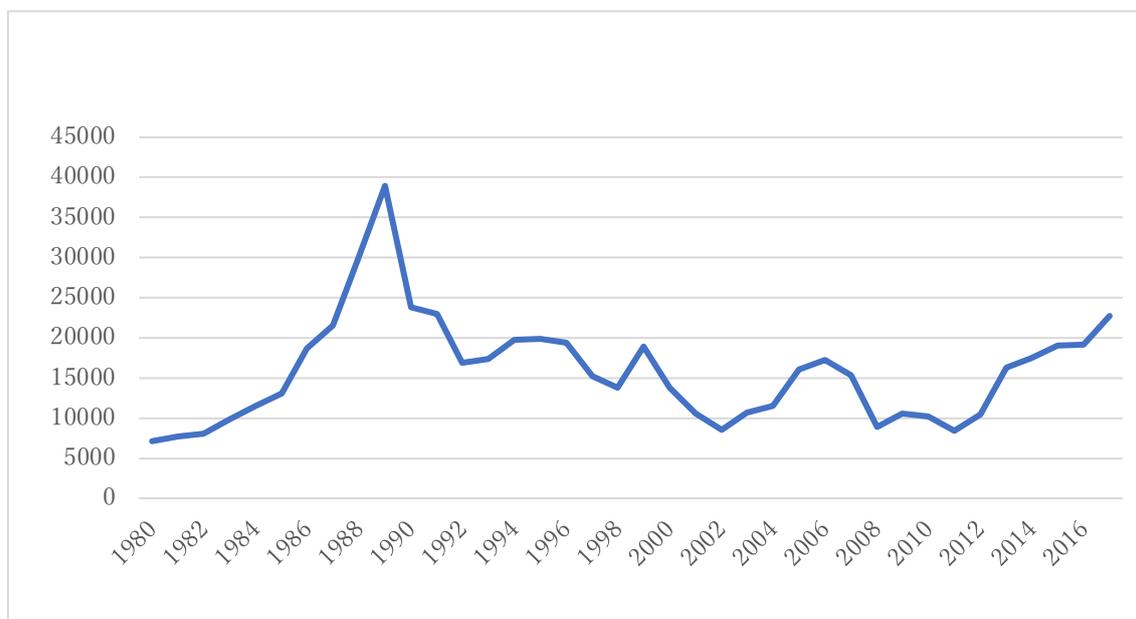
以上を総合すれば、外国人投資家や、機関投資家が増大することによって、それらの企業への資本効率増大への圧力が増し、それまでの日本型経営から株式重視の経営へと転換し、結果として日本の企業価値が向上していくことになる。これから先、外国人投資家がさらに増えていくことが予想できる。そこで、日本の中長期的な事業価値を向上させていくためにも、外国人投資家は必要不可欠なキーパーソンとしての役割が期待される。

第5節 証券市場の現状

日経平均株価が史上最高値を記録したのは、1989年12月29日である。バブル景気によって38957.44円まで引き上がった。株価が上昇することによるメリットは何か。まず企業側のメリットは株価の上昇によって企業の時価総額も上がり企業価値が高くなる。さらに、金融機関からの信用度も高くなり、資金調達も容易になり、優秀な人材を投与でき、潤沢な資金により設備投資や事業拡大が進むことで経営が安定する。投資家の場合で考えると、保有している株価が上昇すれば資産価値が高まり、配当金も手に入る。「株価は景気の鏡」、「株価は景気に先行する」という言葉を耳にする。株価を動かしている大きな要素は言うまでもなく「景気」である。しかし、上昇ばかりするわけではない。株価の下落は、経済活動に大きな影響を及ぼす。株価の暴落によって、実際に株式投資をしている投資家や、上場している企業、その従業員意外にも直接的、間接的に関係している企業にも大きな影響を及ぼす。株価は経済活動全体と密接な関係にあるわけだ。実際にバブルが崩壊して以降長期的な低迷期に突入しており、それに伴って日本の株価も低迷が続いている。株価を決める最大の要因は企業実績である。その企業が将来利益を上げられるのか。さらにその利益はどのくらいの規模なのか。以上のことを先読みして投資家は株を売買している。つまり、企業の将来的な利益創出への期待が株価に反映されることになる。しかし、日本の株価は低迷が続いていることは、投資家が国内企業の成長に興味がない現れである。前節で日本の株主保有構造に

ついて触れたが、証券市場を活性化させていく中で、投資家の働きは必要不可欠である。ここから、企業がどのように働きかければ投資家の期待感を創出できるか。さらに投資家がどのように動いていくべきなのか考えていく必要がある。

図 1-7 日経平均株価



5

(出典) 日経の指数公式サイト ヒストリカルデータより筆者作成

第2章 企業のあるべき姿

10 企業とは、営利を目的として一定の計画に従い経済活動を行う経済主体の一種である。本章では証券市場を活性化させる為に企業がどうあるべきかを示していく。第1節で企業価値の定義について解説し、第2節ではコーポレートガバナンス論形成までを解説し、第3節では従来の日本がどのようなコーポレートガバナンスを行っていたかについて示す。第4節では企業のあるべき姿について触れ、第5節では本論における中長期的な企業価値の向上について定義付けを行う。

15

第1節 企業価値とは

15 企業価値を測るには現在、様々な尺度が用いられており、明確な定義は決まっていない。ファイナンス的観点から見た企業価値とは、投資家にとっての価値を示す。その内容は、株主にとっての価値である「自己資本の市場価値」と債権者にとっての価値である「負債の市場価値」の合計である。

20

$$\text{企業価値} = \text{自己資本の市場価値} + \text{負債の市場価値}$$

自己資本の市場価値は、当該企業の株式時価総額を意味し株価に発行済株式数を掛けた金額として示される。この株式時価総額は株主にとっての持分価値であり、発行済株式数を
5 所与とすれば株価の変動によりその金額は変化する。負債の市場価値は将来決定する利息や償還金額（もしくは返済金額）を負債コストで割引いた現在価値として算定される。貸借対照表における帳簿価格と時価は近似すると考えられるため、負債価値の変動は無視することができるので、企業価値は自己資本の市場価値の変動に左右されることになる。企業価値の最大化とはつまり、株価の最大化とほぼ同義と考えられることができる。

10 企業価値は株主の目線で捉えられることが多い。しかし近年「声なき利害関係者」としてのステークホルダーの視点からも企業価値は測られるようになった。企業とステークホルダーの関係は経済発展に応じ、企業と消費者→企業と消費者・従業員→企業と消費者・支配的経営者・投資家というように拡大しているとされる。これに加えて現代では企業と消費者・従業員・経営者・株主および投資家・債権者・供給業者・地域社会・地球環境にまで拡大していると考えられている。
15

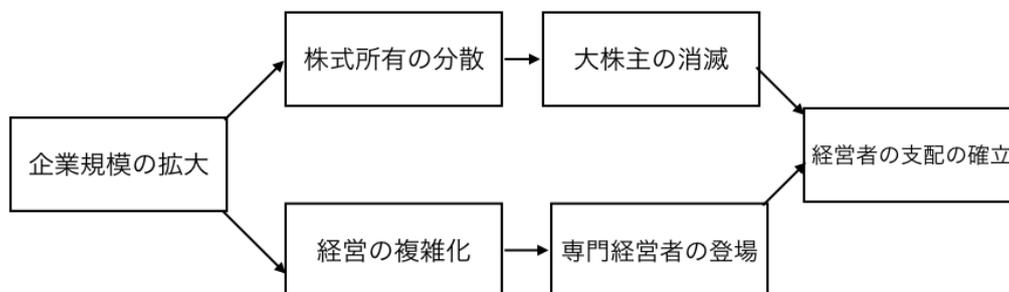
第2節 コーポレートガバナンス論形成まで

コーポレートガバナンスとは直訳すると「企業統治」と訳されることもある。A. バリー＝G. ミーンズが企業支配論で企業を実質的に支配しているのは誰かを唱えたのに対して、
20 コーポレートガバナンス論はより広く問題を捉え、「どのように企業の実質的な支配者をチェックしコントロールするか」を扱う議論である。

そもそも企業支配論は、米の A. バリーと G. ミーンズが 1932 年に発表した著書” The Modern Corporation and Private Property (近代株式会社と私有財産)”の中で指摘した
25 概念で、彼らは 1920 年代当時のアメリカの大企業において、株式会社の法的な所有者は株主であるものの実質的な支配者は株式をほとんど有していない専門的な経営者であると唱えた。彼らによると経営者の任免権が企業に対する支配力を意味し、法的に取締役の任免権を持つのは株主総会なので本来は所有者が企業の支配力を持つ筈であると考えた。しかし、

1920年代アメリカでは大企業において所得と経営の分離が見られるとして、彼らは次のような指摘をしている。

図 2-1



5

図 2-1 が示す通り、企業の大規模化と資本の大規模化の進行に伴い、株式数の増大と株式所有の分散が進み、最大株主でさえその持ち株比率が非常に小さくなり、どの株主も株式所有を基礎とした企業への支配力を失った。加えて、企業の大規模化によって経営の複雑化をもたらし、きわめて専門的かつ高い経営能力を持つ経営者の重要性が高まった。かくして専門経営者が地震の任免権を握り企業を支配するようになった。この状態を経営者支配と呼ぶ。また、経営者が株式所有に気づかず企業の支配権を握るこの状況を今日でも多用される「所有と経営の分離」と呼んだ。

10

バーリとミーンズの研究の元で発展した企業支配論が発展し今日のコーポレートガバナンスが発展した。なお、今日においてもコーポレートガバナンスとは何か様々な意見や捉え方が存在するが一例を以下にあげる。

15

コーポレートガバナンス (Corporate Governance) とは「企業統治」と訳されます。
「会社は経営者の者ではなく、資本を投下している株主のもの」という考え方のもと、
企業経営を監視する仕組みのことで、会社側は企業価値の向上に努め、株主に対して
最大限の利益を還元することを目的とすべきという考え方が根本にあります。具体的な
取り組みとしては取締役と執行の分離、社外取締役と執行役の分利、社外取締りの設
置、社内ルールの明確化などが挙げられます。会社側と株主との関係や、会社の経営監
視がうまく行っている状態を「コーポレートガバナンスが保たれている」と表現しま
す。コーポレートガバナンスは、企業経営者による暴走を阻止するなどの効果がありま
す。

<出典><https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ko/J0478.html>

第3節 従来の日本企業のガバナンスの特徴

戦後日本のガバナンスは、株式相互持ち合いが経営者支配の源泉となり、株主の支配が及
5 ばない構造となっていた。そのことについて株式の相互持ち合い、取締役会と雇用制度、メ
インバンクシステムの三つの特徴から分析する。

1. 株式の相互持ち合い

一章でも述べたように、財閥解体後の日本の証券市場において、個人株主の持株比率が一
10 旦上がったが、その後旧財閥系企業による株式保有が進んだため 60 年代後半から株式相互
持ち合いが進展し 80 年代にそのピークを迎えた。この株式相互持ち合いにより従来の日本企業
では法人株主が安定株主として機能し、保有株式を基本的に売却せず株主総会でも白紙委
任状を出す等積極的に議決権を行使しない、このような「物言わぬ株主」である安定株主が
15 従来の日本では多くを占めていた。このことは株主または市場からのチェックが機能不全
に陥る、株主利益に影響を与える事情が十分な情報公開なしに決定され株主利益が侵害さ
れる、資産効率を低下させる等の問題点を孕んでいた。

2. 取締役会および雇用制度の特徴

日本企業の雇用制度の特徴として、新卒一括採用、終身雇用制度などが挙げられるがこ
20 のことは経営陣にも影響を与える。主に日本企業の経営陣の多くは内部昇進者で形成され
る。また、本来経営者を管理、監督する役割である取締役を実質社長を筆頭とする経営陣

が選任し、またその選任に当たってはほとんど社外取締役は起用されず社内の人間が選ばれてきた。社長をはじめとする序列関係に社内のものが対立せず、取締役会が形骸化したことも日本型企业の問題点として挙げられる。

5 3. メインバンクシステム

日本では資本市場の整備が遅れたことにより、企業は直接金融より間接金融に頼って資金調達を行ってきた。この際の融資はメインバンクが主となっていた。メインバンクとは企業の経営活動においてその取引銀行の中で最も多額の融資を受ける銀行のことを言うが、日本ではこのメインバンクが情報提供や緊急時の救済など、企業の総合サポートも行って10 いた。企業が危機的状況に陥った際は経営者派遣を行うなど、積極的に経営に関与したと考えられている。

第4節 企業のあるべき姿

日本企業は資金調達において株式、社債の発行や金融機関からの借り入れなどによる外部15 部資金での調達を重視しているため、企業のあるべき姿とは、資金提供者である投資家にとっても好ましいものでなければならない。つまり、①投資家が資金面で十分なサポートができるように長期で企業価値が向上すること、②投資家がリターンを得られるように中長期的に資本コストを上回る利益を創出すること、③投資家が資金提供をする際に重視する情報を開示すること、の3つを満たすことが企業のあるべき姿と言える。それぞれを概観す20 ば以下の通りである。

(1) 企業価値の向上

ここでいう企業価値の向上とは、本章の第1節でも述べた通り、自己資本の市場価値の変動のことである。つまり、株価の最大化とほぼ同義と考えられることができるので、25 これを実現するために資金提供者である投資家を多く確保する必要がある。

(2) 中長期的に資本コストを上回る利益の創出

企業の持続的成長は、投資家との協創の成果であり、それを評価する重要な指標が「自己資本利益率 (ROE)」である。そして ROE を評価するに当たって最も重要な概念が「資本30 コスト」である。資本コストとは、企業と株主・投資家間にある暗黙の信頼関係、期待、

役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコストのことである。つまり、資本コストには、経営陣のコミットメント、投資家とのコミュニケーション、将来の不確実性リスクが総合的に反映される。資本コストの上昇は企業価値にマイナス要素となる。このような観点からも、長期的に資本コストを上回る ROE を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再確認し、自社の基本的な考え方を示して投資家と建設的な対話を深めることが資本コストの低下につながるという意識を持つことが重要である。

(3) 情報開示

10 投資家は中長期的な企業価値を判断するために、企業側に適切な情報の開示を求めている。企業の情報には、大きく分けて「財務情報」と「非財務情報」の2つがあるが、このうち「財務情報」とは、主に企業が投資家を含む利害関係者に対し、一定期間における経営成績および一定期間における財政状態などを報告する財務諸表などである。企業の収益や費用、キャッシュフロー等を把握するためには重要な情報であるが、現状投資家側

15 としては企業からの開示がルールに基づくコンプライアンス情報ばかりで長期的な企業価値を判断するために、本当に欲しい情報が開示されていないといった不満も残っている。

一方、「非財務情報」とは財務情報以外の情報を指し、経営のリーダーシップや経営文化など、企業のガバナンスに関する情報が含まれる。とりわけその中でも、投資家にとって中長期の企業価値を判断するために重要な情報が「環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)」

20 といった収益環境に最も影響を及ぼし、さらには企業の社会的責任を示す情報である。投資家が長期投資を行うに当たっては、数字だけでは見ることの出来ない「ESG 課題」への対応を示した情報開示を企業は行う必要がある。

25 第5節 中長期的な企業価値の向上

本論では証券市場の活性化とは、「物言う株主が増加し、それらの活動によって中長期的な企業価値の向上がすること」と解釈するという前提があるので、この節では中長期的な企業価値の向上について定義付けを行いたいと思う。企業価値の向上は投資家による資金提供なしでは実現しがたい。投資家からの資金提供を受けるためには、企業が収益を上げ続け投資家へのリターンが好循環で行われるのが理想の形であると我々は考えた。した

30

がって我々は、中長期的な企業価値とは、企業の利益によって配当される投資家への中長期的なリターンから生まれるものと考え、企業のイノベーション創出能力が収益性や資本効率の向上につながり、それを評価する投資家が長期資金を供給することで更なるイノベーション投資が行われるという好循環を実現することだと定義づける。

5

第3章 機関投資家のあるべき姿

第1節 機関投資家の役割

10 機関投資家とは、顧客の大量の資金を使って株式や債券で運用を行う法人投資家のことである。生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、年金基金、共済組合、農協、政府系金融機関などがそれに含まれる。生命保険会社や損害保険会社であれば、加入者の保険料収入、投資信託会社であれば、投資信託を購入した人たちの提供した資金が元手になる。つまり、大量の顧客から預かり集めた資産を元にするので機関投資家は個人投資家と比べ、大量の資金をまとめて運用し市場に与える影響が大きいという特徴がある。

15 一方で、企業側からすると事業拡大には資金が必要であり、多くの企業は資金を株式などの外部資金から調達するため、投資家は必要不可欠な存在である。つまり、機関投資家は企業価値の向上を左右する重要な資金提供者なのだ。また、機関投資家は株主として企業の経営に直接的に参加する権利がある。企業に経営に関する適切な意見を述べ、ファイナンスの面を含む双方からの企業価値の向上に努める役割がある。

20 第2節 機関投資家の投資行動の現状

現状の機関投資家の投資行動としてまず挙げられるのが、過度な短期志向(ショートターミズム)である。ショートターミズムの裏には、四半期決算など短期志向化を助長しうる制度的な仕組みがあることが挙げられる。四半期決算とは、企業が3か月単位で決算を行い、投資家などに情報を開示することを指す。2003年から2004年にかけて各証券取引所が上場25 企業に対し、証券取引所の自主的なルールとして四半期ごとの情報開示を義務づけ、2008年4月以降は金融商品取引法の定めにより、株式を公開している上場会社などに対して義務化されるようになった。

四半期決算の本来の目的は、投資家に対して適切な情報を開示し、投資家の投資行動を保護することであった。しかし、近年この開示情報期間の短さと開示情報の多さゆえに、投資30 家が適切な情報の取捨選択が出来なくなっているのではという懸念が出てきた。企業側も

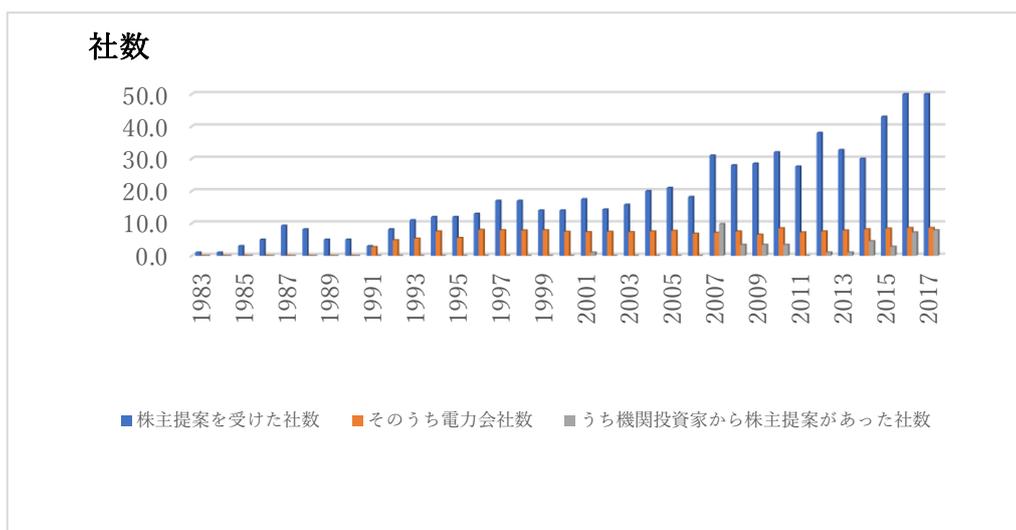
四半期の収益をよく見せようとするために、必要な設備投資や研究開発投資などの支出を抑制し、その結果長期的な企業価値を損なうという悪循環へ陥っているという批判もある。こうした状況下では、中長期的な企業価値の向上を目指していてもアナリストの企業評価は、短期的なものとなってしまう。つまり中長期的な企業価値の向上を目指す際に、機関投資家が株主として経営に積極的に参加する必要があると指摘した。

第3節 機関投資家のあるべき姿

機関投資家のあるべき姿とは、本章の第1節でも述べたように、重要な資金提供者としての側面の他に、株主として経営に積極的に参加することである。企業に対して適切な意見を述べ、共に企業価値の向上に努めることが求められるのだ。これらを実現するために、株主総会の場で株主としての議決権行使が鍵となってくる。

しかし日本の投資家は長年の間、経営に口を出さずに株式だけを保有する「物言わぬ株主」という習慣があった。株主としての権利を行使し、企業価値が向上するよう経営の見直しを求める「物言う株主」には程遠い存在であったのだ。最近ではこの点が問題視され、2014年のスチュワードコードシップ、2015年のコーポレートガバナンスコードの策定により、企業と機関投資家の建設的な会話の促進により「物言う株主」としての動きが改善されてきている。図3-1のデータを見ていただきたい。

図3-1 株主提案を受けた企業数の推移



20 (出所) 日経 BizGate (2018) 「変化する株主総会、知っておきたい6つのポイント」より筆者作成

<原資料> 商事法務研究室「株主総会白書」1993年版～2017年版

5 こちらは株主提案を受けた企業数の推移のデータである。1983年から2016年のデータがあるが、株主提案を受けた企業数が右肩上がりに上昇しているのがわかる。これは年々、企業と機関投資家の対話が増え、物言う株主の増加が現れている証拠だと捉えることができる。

物言う株主が従来よりも増加してきていると判断される一方で、肝心な中長期的な企業価値の向上には結果が現れているだろうか。第6章で詳しく触れるのだが、日本企業のROE(自己資本利益率)を見たときに、目に見える形での向上は未だ見ることができていない。

10 そこで現在の機関投資家のあるべき姿として、「物言わぬ株主」から「物言う株主」といった従来の姿勢からの脱却という段階は最も注力すべきポイントではないと考える。今最も注力すべきポイントは、企業と機関投資家の対話による協創で企業価値の向上を貪欲に目指すことである。そのために企業に対する対話の質の向上や、投資家から企業に対する評価制度の質を高めるフェーズに移動するべきであると考え。

15

第4章 企業と機関投資家を取り巻く環境

証券市場を活性化するために企業と機関投資家の関係はどうあるべきなのだろうか。機関投資家が中長期的な視点で企業に投資をしなければ、企業価値の中長期的な向上は見込めない。また企業は投資家に対して情報を提示するなどの策を打たなければ中長期的視点で投資をしてもらえない。そこで東京証券取引所(東証)は企業に対してコーポレートガバナンスコードを、金融庁は機関投資家に対してスチュワードシップコードをそれぞれの規範として定めている。

第1節 現状、歴史的背景

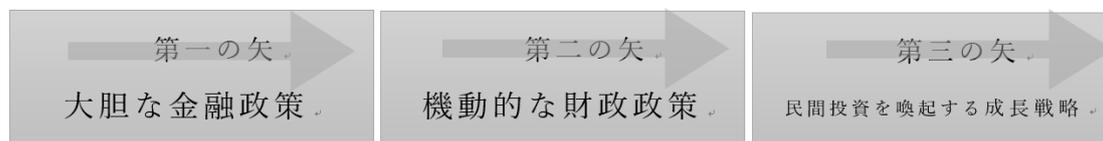
25 コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコードの二つのコードが作られた背景には何があったのであろうか。

安倍総理は就任以降「デフレからの脱却」と「富の拡大」を実現するために「三本の矢」を掲げ様々な政策を行ってきた。「三本の矢」政策の詳細は下記の図を見てほしい。

30 この政策の「第一の矢」と「第二の矢」によって日本経済は著しく改善し、株価、経済成長率、企業業績、雇用などの多くの経済指標が好感を示している。つまり、残るは三本目

の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」を達成することに照準を当て政策を実行しなければならない。

図 4-1



5 (出所) 筆者作成

簡潔に述べると「三本の矢」のすべてを達成すべく、「投資」の促進を進めようということである。そこで「投資」の行いやすい環境づくりと、結果としての企業価値増大を目指し、コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコードの二つの規範を定め

10

た。ここで上記二つの規範（コード）が制定される以前は企業と機関投資家がどのような関係性にあったのか言及したい。本章のはじめでも示したように日本では企業が中長期的視点で投資をせず、中長期的な企業価値は増大してこなかった。また、企業側は投資してもら

15

① パラドックス

2018年現在、世界で最もイノベーティブな国、あるいはイノベーション創出能力を持つ国はどこかという問いに対して、様々な見解や回答があると考えられるが、我が国「日本」がその最も有力な国の一つであることは間違いないであろう。1945年に終戦が告げられた後、高度経済成長期と言われたようにこの国は巧みな技術とイノベーティブな創造能力で目まぐるしい成長を遂げてきた。しかし、ここで一つの疑問が浮かび上がる。他国が度肝を抜くような成長スピードで一気に今の地位を確立した日本だが、この最もイノベーティブな国の企業の収益力はどうか。前述したとおり、収益力の代表的な指標である総資産利益率（ROA）や売上高営業利益率（ROS）等を見ると、日本企業と欧米企業ではほぼ倍の格差があり、この傾向が20年にわたり続いてきた。

20

25

企業価値を測る際に重要となる指標に自己資本利益率（ROE）がある。そしてROEは日本では長期的に低迷してきた。以前の日本企業の収益性は独英にやや対抗する姿勢を見せるも、米国との距離は縮まらず大幅に乖離している。図 4-2 は日米欧の資本生産性分解を示

したものであるが、ROE が米国と比較すると大きな開きがあるのが見て取れる。

図 4-2 日米欧の資本生産性分解

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6	3.7	0.92	2.32
	非製造業	6.3	4	1.01	2.8
	合計	5.3	3.8	0.96	2.51
アメリカ	製造業	28.9	11.6	0.86	2.47
	非製造業	17.6	9.7	1.03	2.88
	合計	22.6	10.5	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2	9.2	0.8	2.58
	非製造業	14.8	8.6	0.93	3.08
	合計	15	8.9	0.87	2.86

<出所>伊藤レポート p37 より作者作成

- 5 <原資料>みさき投資株式会社（メリルリンチ神山氏の初期分析を基に、Bloomberg データを分析加工）

日本企業の ROE を抑制する原因分析をしていく中で大きく二つの原因が考えられる。

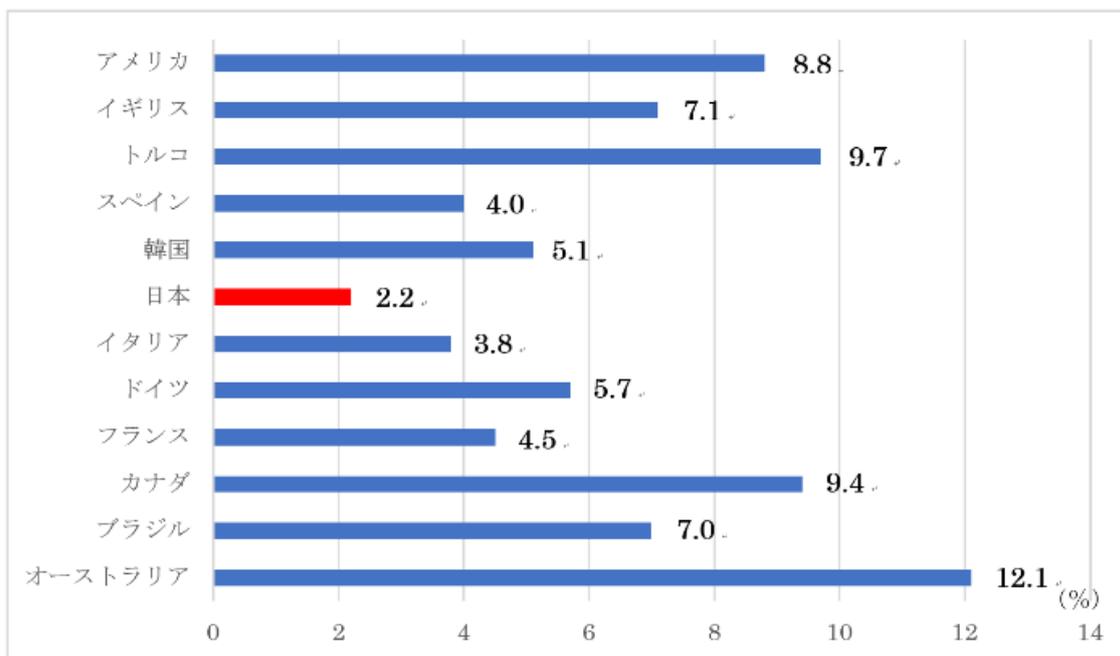
- 10 第一に内部留保の最大化である。最近は一部で変化の兆しがあるが、これまで多くの日本企業は ROE よりも内部留保の最大化を目指してきた。その象徴的な例は株主資本余剰にも関わらず株価上昇時に増資を実施する企業や、株主還元に消極的な企業があることである。もともと日本企業はメインバンク制をとっていたため、株主価値よりメインバンクとの関係を重視したことが、内部留保の最大化に繋がった。こうした経営方針は安定配当の重視など様々な形で今も根強く残っており、低 ROE の一因となっている。

- 15 第二に、既存正社員の待遇最大化である。日本では CEO（最高経営責任者）がその企業の従業員から輩出される傾向があることもあり、従業員の待遇最大化が重視されてきたと考えられる。それは年功序列・終身雇用の維持を目的として、非効率な M&A を実施し、可能性の乏しい新規事業に巨額の資金を投じる一因となった。こうした企業のビヘイビアが ROE の低下に繋がったと言える。

- 20 ではなぜ日本の ROE は外国と比べて低いのであろうか。一つ興味深いデータを見つけ

た。それは、ROE から見た時系列ボラティリティの国際比較である。この数値の説明をしておく、低ければ低いほど安定している、つまりリスクも少なければリターンも少ない状態を示す。

図 4-3 時系列ボラティリティ国際比較



5

〈出所〉日経 BizGate 「なぜ、日本企業の利益率は低いのか？」より筆者作成

ローリスクである日本は利益率のブレが少ないということでもあるが、ローリターンであるために収益率が低い値で安定している。この事実はリスクが少なく安定しているの

10 で、投資家にとって安心感につながるというメリットがある。しかしながら、投資家が安定を求める市場において企業の中長期的な経済価値は向上していくのであろうか。このような安定を求める市場では企業価値の成長は見込めないのではないか。

もちろん日本の時系列ボラティリティが低いのは国際的にみて産業構造自体が安定した産業によって構成されているという側面もある。オーストラリアやカナダ、ブラジルなど

15 の数値が高くなっているのは石油や石炭などの化石燃料を中心としたエネルギー産業に異存した経済であるため、利益のアップダウンが大きくなり、時系列ボラティリティが高くなるのもうなずける。しかし、日本の中心産業も、為替変動の影響などが大きく、必ずしもそれらの企業価値が安定しているとは言えない。

次になぜ時系列ボラティリティが低いのであろうか。時系列ボラティリティが低い理由

について考察してみるこことした。その結果「安定志向」、「売上高至上主義」、「儲ける気がない」といった三つが挙げられるという結論に至った。

(1) 安定志向

- 5 日本人は安定志向だとよくいわれることがある。これは日本の伝統的な思考で、多くの企業が今でも加点主義よりも減点主義のほうが多い傾向にあることから分かる。とくに、企業が定期採用した新規卒業者を定年まで雇用する「終身雇用制度」、勤続年数や年齢が増加するにしたがって地位や賃金が上がる「年功序列制度」、企業ごとに所属従業員により組織される「労働組合」といった日本の雇用システムにもこのような傾向がみられる。
- 10

(2) 売上高至上主義

- この考え方も日本の経済社会には根強い。日本は企業を業界でトップの称号を利益ではなく、資産運用の効率性でもなく、売上高という項目で評価する傾向がある。つまり、経営者のモチベーションとしては、多少割の悪い商売であっても採算度外視であっても売上規模拡大の思考が働くのである。この売上高至上主義を代表する事例がある。それは、1980年代後半に競合とされる企業が利益率が低いという理由で撤退した市場へシェアを求めて、日本企業がアメリカ企業を次々と買収した事例である。その最たるものが三菱地所によるロックフェラー・センターの買収（当時 2200 億円相当）だったのだが、当時の買収行為は、土地成金、株成金の目の前の利益を優先した背景が存在した。そして目の前の売上という数字を重視した結果、多くのアメリカに進出した日本企業は敗退や縮小を余儀なくさせられている。最近はこの点を投資家、株主から指摘され、重視すべき経営指標を見直す会社も増えている。
- 15
- 20

25 (3) 儲ける気がない

- 日本は長らくメインバンク（規模の大きな銀行）による統治が長らく続いた。顧客企業との継続的な取引や株式の相互保有、資金貸し出しにおける主導的役割など、企業と銀行はかなり密接にかかわりあってきた。この制度は日本特有の制度といわれているのだが、これは第二次世界大戦で日本経済が大きな影響を受け、企業が慢性的に資金不足に陥っており継続的な資金調達が発展のために必要であることから確立した。このメインバン
- 30

クシステムであるが、企業側には資金を得られるというメリット、銀行側には融資を行い、利子を回収できるというメリットがあるように見える。しかしながらこのシステムこそが日本企業が儲ける気がないとされる所以なのだ。というのもこのシステムの場合、銀行側にとって企業に稼いでもらっては困るという問題がある。もし企業が稼いでしまった場合、企業が貸出金を繰り越しで返済してしまう恐れがあり、すると銀行側は想定していた利益（利子）を回収できなくなってしまうのである。これでは銀行側は利益を得られないため、企業がある程度成長するぐらいの貸付しか行わなくなる。すると元利が計画通りに回収されればいいので、「ある程度の」利益を生み出すことを企業に期待する。この制度下において企業側はあえて高い目標設定するよりはかき今ある資金で安定的に収益を出していけばいいという考えに至る。つまり、企業側も「ある程度」の利益で妥協してしまう。したがって儲ける気がないと見えるのである。

② ショートターミズム

ショートターミズムとは短期志向のことであり、投資家や市場関係者が短期的に利益をあげようと目先の利益にこだわってしまい、中長期的な投資を考慮することなく、短期的に売買を繰り返すことである。こうした短期的に株式を売買することに加えて、株式の保有期間の長さだけではなく中長期的な企業価値の分析を行わず投機的に投資をしてしまうことも含まれる。つまり、短期利益を追求するあまり、中長期的な利益を求めて、設備投資や人材投資をする企業が多くないことが現状である。

ではなぜ日本の投資家は短期志向にこだわってしまっているのだろうか。これには四つの理由が挙げられる。第一に、リーマンショック後、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続いた中短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致していた面が強いことである。第二に、国内のアセットマネージャーは金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営がしにくいことや専門性の確保のしにくさ、長期業績との連動が薄い報酬体系が存在していることがある。第三に、企業側から投資家が中長期的な価値創造を理解するのに必要な情報が効果的に開示されていないことがある。第四に高速売買（HFT）インフラや四半期決算など短期志向化を助長しうる制度的な仕組みがあることが挙げられる。上記の四つの理由によって機関投資家などの市場関係者は利益に対する短期志向が強まったと言える。中長期的な企業価値向上を目指すにはこのショートターミズムを見直す必要があり、目先の利益に固執せずに設備投資をするなど今よりもさらに中長期

的な利益を追求することに目を向けるべきである。

③ ダブルスタンダード

そもそもダブルスタンダードとは二重基準、二律背反という意味であり、ここでは主に
5 企業が資本市場に開示する目標と実際の経営目標が異なることを示している。日本では歴
史的に見て二つのダブルスタンダード経営が存在していた。1980年代は「良きダブルスタ
ンダード」経営だったものが1990年代半ば以降「悪しきダブルスタンダード経営」に変
わってしまった。その理由として、1980年代は短期志向の強い資本市場に対して多くの収
益を約束する一方で経営は長期的な視点で行なっていたというものがある。これが日本企
10 業のイノベーション創出に向けた長期的な投資を可能にしていた。これこそ「良きダブル
スタンダード経営」である。

しかし、1990年代半ば以降徐々に「悪しきダブルスタンダード経営」へと変貌して行っ
た。多くの日本企業の経営者は投資家に対して自己資本比率（ROE）や経済付加価値（EVA）
などの資本市場が重視する指標を語るようになった一方で、社内ではそうした経営指標に
15 沿った経営を目指すことがなくなり、さらに他の指標をあげたりするようになっていた。
つまり、企業が投資家に対して言語を使い分ける傾向が強まってしまったのである。

では、なぜ日本にこのような経営システムが定着したのであろうか。それは世界に類を
見ないスピードで高度経済成長を遂げたからこそではないだろうか。もちろん、「年功序
列制度」や「終身雇用制度」などの労働者を守るための制度が日本の高度経済成長を可能
20 にしてきた。しかし、第二次世界大戦で大きなダメージを受けた日本は、労働者側からの
安定した収入や雇用増に対する期待から終身雇用や年功序列型賃金を受け入れざるを得な
かったのではないだろうか。そして高度経済成長を遂げた時期とは取り巻く環境が全く異
なる今でも制度は変わることなく続いてしまっているのである。

25 第2節 コーポレートガバナンスコード

安倍政権の掲げる三本の矢政策の三本目の矢として成長戦略を掲げた。その政策の一環
として企業のあるべき姿として一つ規範を定めた。それがコーポレートガバナンスコード
である。1990年代後半以降主要各国ではこの規範が重要視され、リーマンショックなどの
様々な金融危機の後、過剰なリスクを抱える要因として、コーポレートガバナンス（企業統
30 治）の欠如が指摘されてきた。日本でも2014年6月に企業統治方針として当該規範が発案

された。目的としては株主との建設的な対話、経済成長の下支えなどである。内容は以下のとおりである。当該規範には法的な力はなく、Comply or Explain 精神の下、原則に従うか、そうでない場合は説明することを求めている。また、当該規範にすべての項目において Comply（従う）企業は 2017 年 7 月 14 日現在東証一部二部上場 2540 社中 659 社（25.9%）

5 であつた。（東京証券取引所「コーポレートガバナンスコードへの対応状況」参照）

図 4-4

基本原則	主な内容
株主の権利・平等性の確保	株式持ち合い方針の開示
利害関係者との適切な協力	女性や外国人の活用 ステークホルダーとの関わりを深く
情報開示と透明性	役員報酬や役員解任などの決め方などを株主に対して明らかにする
取締役会の責務	独立社外取締役を二人以上選任
株主との対話	建設的な対話を行う

（出所）コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』より筆者作成

URL:<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-5att/code.pdf>

10

2018 年 6 月には新たに①政策保有株削減②取締役会の多様化③経営責任者の解任に対する透明性が盛り込まれ、改訂版コーポレートガバナンスコードとして機能している。規範がより一層厳しいものになり、当該規範に対しすべて従うことができる企業は少なくなってしまうことが予想される。

15

第 3 節 スチュワードシップコード

スチュワードシップコードとはコーポレートガバナンス（第二節）の向上を目的とした機関投資家の行動規範であり、コーポレートガバナンスコードと同じように法的な拘束力はなく Comply or Explain 精神の下で機能している。リーマンショックが起きた際、企業統治の在り方を見つめ直し、企業統治が不十分であったことが問題とされ、機関投資家のあるべき姿を規範として定めたことに端を発する。（2010 年イギリスが最初に規定）内容は以下の通りである。

20

図 4-5

原則	主な内容
1	スチュワードシップ責任果たすための方針を公表
2	親会社や取引先喉と利益相反が起こらないように方針を定め、公表
3	スチュワードシップ責任を果たすための当該企業の情報の的確な把握
4	対話を通じて企業の状況を把握する（建設的な対話）
5	議決権行使と結果の公表、明確な方針
6	顧客や受益者に対する定期的な報告
7	スチュワードシップ責任を果たすための実力を備える

5 (出所)『日本版スチュワードシップ・コード』（金融庁、2014）より筆者作成

URL: <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>

また、受け入れを表明した機関投資家は 233 団体にも上り、日本におけるほとんどの機関投資家が受け入れている。（金融庁「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」参照/2018 年 8 月 31 日現在）

10

スチュワードシップコードについても 2017 年 3 月に改訂案が出されているが、その内容は以下の通りだ。①Comply or Explain 精神への期待②アセットオーナーによる実効的なチェック③運用機関の利益相反防止に向けた取り組み④パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の在り方⑤集団エンゲージメントの明文化⑥議決行使結果の個別公表⑦議決行使助言会社のガバナンス・体制の七つが盛り込まれた。この改訂の狙いはガバナンス改革を「形式」から「実質」に進化させることにある。顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れのことであるインベストメントチェーンをより有効に機能させるため、機関投資家自身の質の向上、役割を適切に果たすことが狙いとなった。

15

20 第 4 節 企業と機関投資家の「建設的な対話」

次に伊藤レポートから見た企業と機関投資家のあるべき姿について記述したい。伊藤レポートでは、「対話」という言葉が一つキーワードになっているのだが、果たしてどのよ

うな対話が必要になってくるのだろうか。コーポレートガバナンスコード、スチュワードシップコード両方の側面から深堀していきたい。

ある機関投資家は下記のように表現している。

- 5 投資先企業と認識を共有できるよう継続的に対話を行います。対話の相手先としては、投資先企業の問題がない場合には、投資先企業のIR部門との対話が基本になると考えます。期待通りの経営が行われている場合には、経営者は経営に専念する時間を確保すべきであり、決算説明会等の機会を活用することで、IR活動の繁忙でマネジメント業務が停滞することのないよう配慮します。一方で、投資先企業に問題が生じうる可能性がある
- 10 認識される場合、特に、企業価値毀損の恐れがあると各担当アナリストないしファンドマネージャーが判断した場合には、以下の内容に対して投資先企業の経営者との対話を積極的に求めていくこととします。なお、対話の機会としては、個別のミーティングのみならず、経営者とのスモールミーティング等も活用していきます。
- 15 (1) 事業戦略における戦略転換の必要性等について
(2) 事業環境の急速な悪化への対応等について
(3) 財務戦略における資本政策の見直し等について
(4) 反社会的行為、業務への影響と事後対応、再発防止策等について

つまり、機関投資家は企業と同じ目線に立って具体的な経営についての認識を共有したいと考えているということだ。そこで投資家が企業価値を毀損することのないよう対話をしていく。しかし問題もある。機関投資家が企業評価を行うにあたり、時間軸が異なることだ。企業評価する期間が2年間という投資家もいれば5年、10年で評価する投資家もいる。つまり、2年間で企業価値を評価した企業と5年、10年で評価した企業とでは投資家が考える企業価値にズレが生まれてしまう。だが、経営戦略について企業はどれくらいの期間でやるのかなどの情報を先に明示することができれば企業と機関投資家の間での溝(ズレ)が少なくなるのではないだろうか。よって、建設的な対話は企業主導で行わなければならない。また、企業と投資家が企業価値を向上させるという共通認識を持ち、同志

25 として対話をする必要がある。

本章のまとめとしては、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はデータでも見えるように効果をなしていると言える。しかし、成長戦略が期待する基準に達していない。社外取締役が企業にとって価値向上をするための存在になりえるようこれまで以上に成長戦略を推し進める必要がある。また、この二つの規範を踏まえた企業と機

30

関投資家間の対話を高度にし、企業側から行うことで建設的な対話が可能になってくるのである。

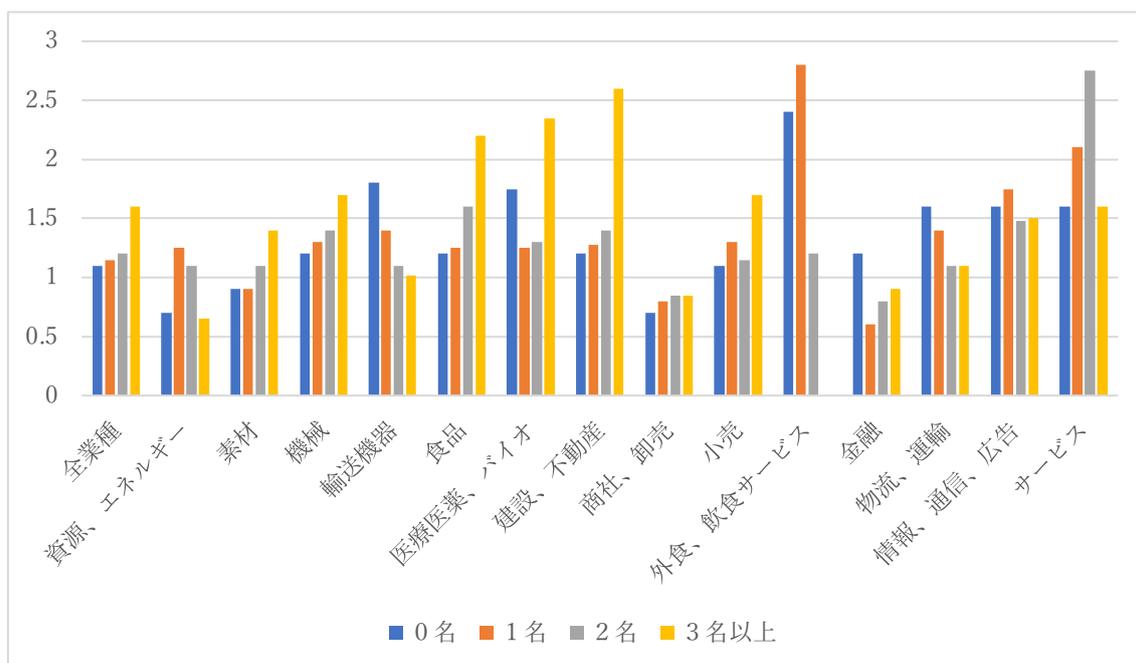
第5節 社外取締役と企業価値

- 5 二つの規範が発表され、企業と機関投資家を取り巻く環境はどのように変化したのであろうか。二者間（企業と機関投資家）の建設的な対話は効果を成し、双方にとってプラスの影響をもたらすことができているのであろうか。

～社外取締役と PER、ROE の関係～

- 10 コーポレートガバナンスコードでは社外取締役に関する記述がある。社外取締役とは、ある企業の取締役会の監督機能強化を目的として、ある会社の最高権限者である代表取締役などと直接利害関係のない、独立した有識者や経営者などから選任する取締役のことである。東京証券取引所は企業に対し、社外取締役を選任することを上場のための一つの条件とし、社外取締役を置かない場合は株主総会での説明責任があることを明示した。（下記図参照）下記の図を見て欲しい。社外取締役の選任がある企業から PBR を 0～10 倍でスクリーニングした中央値を業種別に並べたものである。業種によって差はあるものの、一般的に概観すると取締役の数が多いほど PBR が高いことがわかる。
- 15

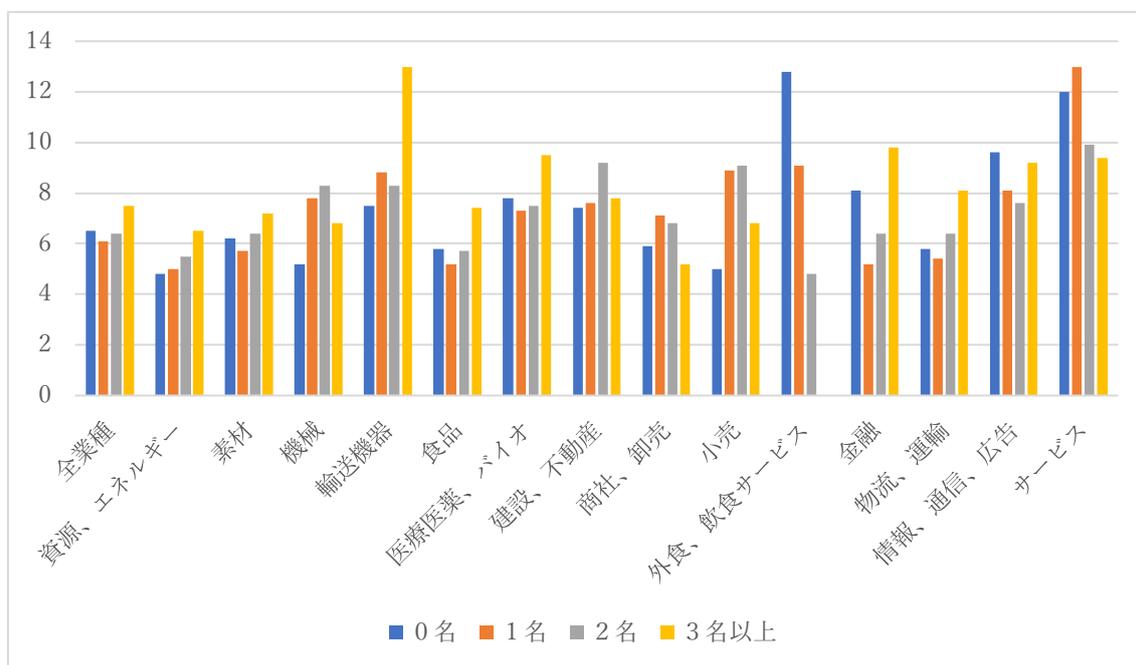
図 4-6 業種別、独立取締役数と PBR



(出典) 東証一部上場企業データから抽出し、筆者作成 (15年1月6日現在) 社外取締役の選任がある企業から PBR 0~10 倍でスクリーニングした結果

社外取締役と ROE の関係について見て行きたい。下に ROE と社外取締役の関係を業種別にまとめた表があるが、社外取締役が多いほど ROE が高い傾向にある。しかし、ここで注目して欲しいのは業種によって差があるということだ。資源・エネルギー、医療医薬・バイオ、物流・運輸などの業種は社外取締役と ROE に関して正の相関がある。一方、外食・飲食サービス、その他サービスの業種では逆の相関関係にある。したがって、業種によって大きな差があるというのが実情である。背景としては、企業が更なる業績向上を目的に社外取締役を設置する場合と業績不振や不祥事によって外部の圧力を受け、社外取締役を設置する場合など、社外取締役設置の理由が異なることが挙げられる。成長戦略が期待する、社外取締役設置による ROE の向上は微々たる効果は見えるもののまだまだ道半ばであるのだ。

図 4-7 業種別、独立取締役数と ROE



15

(出典) 東証一部上場企業データから抽出し、筆者作成 (15年1月6日現在) 社外取締役の選任がある企業から -100% から 100% でスクリーニングした中央値

第5章 ESG投資の可能性

日本版スチュワードシップコードには、機関投資家の最終的な目的が、顧客・受益者のために運用パフォーマンスを中長期的に最大化することを確認したうえで、中長期的な視点から投資先企業やその事業環境について深く理解し、株式の売買だけでなくエンゲージメントや議決権行使といった手段を利用して、投資先企業の企業価値向上と持続的成長を促すことが必要であるという認識が示されている。全体を通して強調されているのは、投資行動を行うにあたって、短期的な視点だけでなく中長期的な視点を取り入れることの必要性であり、言い換えれば長期的な投資を行うことが要求されている。

10 ここで短期的な時間軸での投資判断に必要な情報と、長期的な時間軸での投資判断に必要な情報の違いを見ていく。短期投資では今期や来期の目先の業績予測が重視される。ここでは、当該企業の販売動向・受注動向、市場シェア、原材料費の動向、為替相場や景気等のマクロ経済動向といった、企業の目先の収益環境に影響を与える情報が必然的に注目度を浴びる。

15 一方、長期投資においては、今期や来期の業績予想だけでなく、より将来の業績予想も重要となる。目先の収益環境には直結しないかもしれないが、将来的な収益環境を判断するうえで必要な情報である。将来的な収益環境に影響を及ぼす情報には、気候変動、資源枯渇、人口動態、貧富の格差拡大等の環境・社会に関する諸課外に企業がどのように対峙するかといった情報や、経営のリーダーシップ、組織文化等の企業のガバナンスに関する情報などが含まれる。第2章でも触れたが、環境、社会、ガバナンスにかかる諸課題、いわゆる「ESG課題」に関連した情報が長期的な収益環境に影響を及ぼす情報の多くを占めているのである。つまり、今日において、ESG課題を度外視して長期の投資判断をすることは難しくなっ

20 てきている。

こうした前提を踏まえて本章では、ESG課題を考慮したESG投資の現状と課題について論

25 じる。

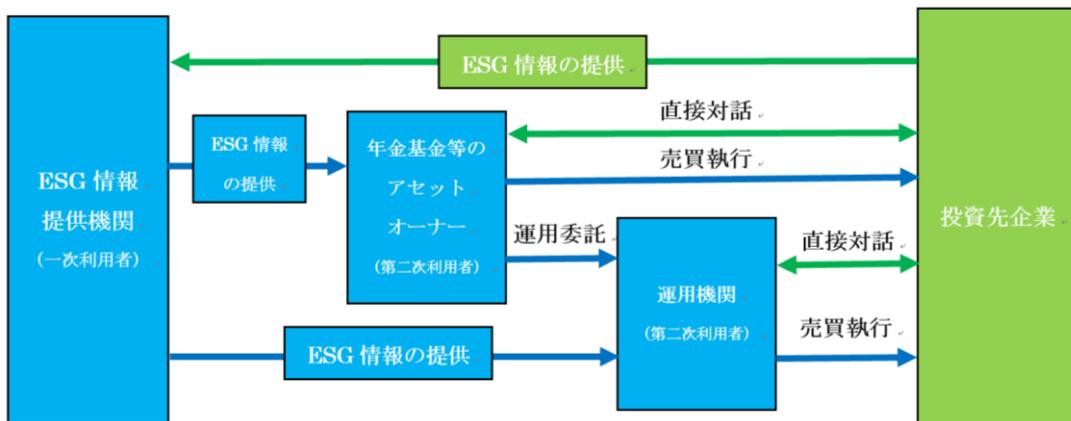
第1節 ESGインベストメントチェーンの全体

ESG投資の担い手は、資金提供者である年金基金等（機関投資家）の「アセットオーナー」、アセットオーナーから委託を受けて株式売買などの実務を行う「運用機関」、アセットオーナーや運用機関にESG投資にかかる情報を提供する「ESG情報提供機関」の3つに大別され

30

る。これらは相互に関係しており、ESG 投資に関するインベストメントチェーンは図 5-1 のように構成される。

図 5-1 ESG インベストメントチェーンの構成



5

(出所) 北川哲雄「スチュワードシップとコーポレートガバナンス～2つのコードが変える日本の企業・経済・社会～」P180 より筆者作成

ESG 情報とは、企業が ESG 課題に対してどのように対応していくかを示す情報である。事業活動を行う中で、環境や社会にどのような負の影響を与え、それらを軽減するためにどのような取り組みを実践しているか、環境問題や社会問題の解決のためにどんな事業活動を行い、企業の競争力にどう影響しているかといった内容がこれに当たる。

ESG 情報は、主に CSR 報告書などの企業が公開している情報から取得することが可能である。図 5-1 でもわかる通り、公開された ESG 情報は、一次利用者である ESG 情報提供機関が主に取得し、整理・加工・分析が行われ、二次利用者であるアセットオーナーや運用機関に提供される。二次利用者であるアセットオーナーや運用機関が、CSR 報告書などから直接 ESG 情報を取得する場合や、企業による IR における直接対話の場で情報を取得する場合もあるが、そうした動きは企業側の対応も含め、限定的なものになっているのが現状である。

20 第 2 節 海外と日本における ESG 投資の現状

ESG 投資の指示が日本を含む世界で注目度を浴び始めたきっかけは何だろうか。それは 12 年前の 2006 年まで遡る。ESG 投資がここまで拡大したきっかけは、2006 年に策定された国

連投資責任原則(PRI)による貢献が大きいと言われている。当時の国連アナン事務総長が、金融業界に対して参加を呼びかけたのが始まりだ。特に PRI が投資運用において ESG 課題を考慮することと運用パフォーマンスの最大化は相反するものではなく、むしろ受託者責任を負う投資家として、長期的な運用パフォーマンスに影響する ESG 課題を考慮することが必要であると訴えたことが、多くの指示を得た要因である。投資原則は 6 項目からなり、機関投資家の意思決定プロセスに、ESG 課題を受託者責任の範囲内で反映させるべきと明確に示されている。

PRI 6つの原則

- 10 ① 私たちは投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。
- ② 私たちは活動的な（株式）所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習に ESG 問題を組み入れます。
- ③ 私たちは、投資対象の企業に対して ESG の課題について適切な開示を求めます。
- ④ 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- 15 ⑤ 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- ⑥ 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

(出所) PRI_Brochure_Japanese_2016

- 20 PRI は世界共通のガイドラインとなり、署名機関は設立から 12 年で 1,942 に達している (2018 年 3 月 11 日現在)。この中には、世界の運用会社の過半数、有力な運用会社 (トップ 50) の 8 割超が含まれ、世界的な潮流となっているのが現状だ。

それでは、長期投資を促すとして世界的に注目されている ESG 投資だが、日本の受け入れ状況は海外と比べてどうだろうか。図 5-2 は世界の ESG 投資額の一覧である。

25

30

図 5-2 世界の ESG 投資額

	2014年	2016年	成長率	ESG投資が 全体に占める割合 (2016年)
ヨーロッパ	10,775億米ドル	120,400億米ドル	11.7%	52.6%
アメリカ	65,720億米ドル	87,230億米ドル	32.7%	21.6%
カナダ	7,290億米ドル	10,860億米ドル	49.0%	37.8%
オーストラリア ニュージーランド	1,480億米ドル	5160億米ドル	247.5%	50.6%
アジア	450億米ドル	520億米ドル	15.7%	0.8%
日本	70億米ドル	4,740億米ドル	6689.6%	3.4%
合計	182,760億米ドル	228,900億米ドル	25.2%	26.3% (世界全体)

(出所)「世界のお金の流れが変わる？ ESG 投資とは」より筆者作成

URL: <https://www.orixbank.co.jp/personal/investment/learn/esg/02.html>

5

2014年のデータを見てみると、日本がいかに海外に比べて ESG 投資が浸透しきれていないかがわかる。世界全体の ESG 投資に占める割合が約 0.04%しかなかったのだ。この結果から見ると、日本が長期の経営ではなく、短期志向であるショートターミズムに陥っていたというのにも頷ける。

10

しかし、ESG 投資に関して「10年遅れ」と世間で言われていた日本でも、現在では急速に普及が進んでいる。大きな契機となったのは、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が 2015年に PRI に署名したことである。日本の年金を運用し、世界最大の機関投資家である GPIF の PRI 署名は大きなインパクトを与えた。日本の PRI 署名機関は 2015年以降の 3年間で、33から 62（2018年 3月 11日現在）に倍増したのだ。この 2年間の成長率を見てもわかるように、日本は今後の拡大に期待が寄せられる。

15

全体的に見ると、日本は投資運用残高全体に占める割合は 3.4%と、世界に比べるとまだまだ劣ってしまうのが現状だ。しかし、それと同時にそれだけのポテンシャルを秘めているということも出来る。この ESG 投資のスケール拡大が、今後の日本の中長期的な企業価値の向上への鍵になってくるのは間違いないだろう。

20

第 3 節 ESG 投資の課題

日本が中長期的な企業価値の向上を目指すうえで、欠かせない存在になる ESG 投資の課題は前節でも述べた通り、日本での ESG 投資のスケール拡大に尽きるだろう。ここ最近、日

本は ESG 投資額の成長率が著しく伸びてはいるが、まだまだ世界に比べると遅れをとっているのは明らかである。ここで我々の班は、ESG 投資を我が国日本の資産運用市場に根づかせるために、ESG 投資に関する情報開示の義務化、高校や大学における ESG 投資の教育、研究機関による ESG 投資の実証研究などを進めることが有効であると考えた。しかし、これら
5 のような施策よりも、日本の年金を運用し、世界最大の機関投資家である GPIF が持続的に ESG 投資を推進することが我が国の ESG 投資市場には最も有効であると考えられる。今後、GRIF が ESG 投資を推進するためには主に 2 つの課題に取り組む必要がある。

第 1 は、GRIF が委託先の運用機関を自ら評価する体制を整えることである。GRIF は運用成果だけでなく、運用機関が ESG 課題を投資先の判断や意思決定に反映しているか、その過程についても適切に評価する必要がある。つまり、GRIF のスタッフが ESG 課題の調査・分析能力を身に着ける必要があるのだ。そのためには、まずは運用スタッフを採用して、教育
10 する必要がある。

第 2 は、主体的な株主行動の取り組みである。この課題に取り組むためには、第 1 の課題を克服していることが前提になる。GRIF のスタッフが ESG 課題の調査・分析能力を身に着けていけば、委託先の運用機関に ESG 課題に問題がある企業の経営者と建設的な対話をさせ、ESG 課題の改善を図ることが可能になる。
15

第 6 章 国内の証券市場を活性化させる施策提言

以上概観してきたように、「資本コストと比較した持続的低収益性」や、「短期志向化している機関投資家の投資行動」、「企業による中長期的な視野での価値判断のための情報開示不足」、「ESG 課題を調査分析できる人材の育成」等といった課題が見えてきた。現状、企業と機関投資家間で建設的な対話が十分にされているとは言い難い。そこで今後、企業と機関投資家の協創による企業価値増大を実現するために、我々が考えた施策提言を示していく。
20

25 (1) 資本効率を意識した企業価値増大への転換

第 2 章でも述べたが、企業の持続的成長を評価する重要な指標の一つに ROE（自己資本利益率）がある。近年の外国人投資家の台頭にも見られるように、今後日本がグローバル経営を推進するには、国際的に見て広く認知されている ROE 等の経営指標を中長期的な企業価値向上の中核目標に組み込むべきである。中長期的な ROE 向上が企業価値増大に向けた原
30 資となり、それが投資家による価値を高め、長期的な株主価値に結びつくという「企業価値

経営」を実現することが重要である。

そのためにはまず、目指すべき ROE 水準と資本コストへの認識を企業側が高めなければならない。第 2 章にも出てきた資本コストだが、日本の経営陣は長期的に資本コストを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを再認識し理解を深める必要がある。

- 5 目指すべき ROE 水準について考える前に、投資家側の日本株に対する資本コストについて見ていきたい。資本コストは市場が期待する収益率のことであり、絶対的な定義があるわけではないため、妥当な資本コスト水準については議論が分かれるが、国内外の機関投資家が求める株主資本コストにかなりのばらつきがあることが図 6-1 でわかる。

10 図 6-1 日本株に期待する資本コスト



(出所) 伊藤レポート p44 より筆者作成

<原資料>柳良平 [2013] 「Equity Spread の開示と対話の提言」『企業会計』2013(1):86-93

15

上記の資料によると、海外のグローバルな機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が 7% 超となっている。この結果から言えることは、ROE が 8% を超える水準で約 9 割のグローバル投資家が想定する資本コストを上回ることになる。グローバルな投資家は投資先を検討する際の情報として、ROE と資本コストを重視する傾向があるので、海外機関

20 投資家と対話をする際の最低ラインとして 8% を超えるという水準を意識し、中長期的な

ROE 向上を経営の中核目標にする必要がある。日本企業は、経営目標設定や投資家との対話の際に ROE の具体的な目標を立てることを推奨する。

(2)ESG 投資教育機関の設立

- 5 第 5 章で述べた課題の中に、ESG 課題を調査分析できる人材の育成があった。そこで我々の班は ESG 投資教育を行う独立した機関が必要であると考えた。現在、日本にはそのような教育を行う機関は存在しないが、ESG 投資が大規模で盛んな米国を見てみると、ESG 投資教育に積極的な機関の存在が確認された。それは米国の CFA 協会である。CFA とは公認証券アナリスト (Chartered Financial Analyst) のことで、CFA Institute (CFA 協会) が認定する国際的な投資プロフェッショナルの資格である。米国の CFA 資格試験のカリキュラムでは、レベル 1~3 のすべてにおいて ESG の重要性について論じている。下図は CFAe ラーニング 14 項目と設問数について書いてある。

図 6-2 CFAe ラーニング 14 項目と設問数

Module1

- 15 ①ESG 問題と実例 (ESG Issues and Practical Examples) 13 問
②ESG 投資手法 (ESG Methods) 12 問
③受託者責任と財務パフォーマンス (Fiduciary Responsibility and Financial Performance) 8 問

20 Module2

- ④資産クラスに関わる ESG 問題 (Issues across Asset Classes) 6 問
⑤ESG 問題と従来型投資 (ESG Issues and Traditional Investing) 6 問
⑥ESG の主要概念 (Key ESG Concepts) 6 問
⑦環境と金融市場 (The Environment and Financial Markets) 13 問
25 ⑧ソーシャル・ファイナンスとインパクト投資 (Social Finance and Impact Investing) 10 問

Module3

⑨SRI の歴史(History of SRI) 6 問

⑩企業の ESG 開示と CSR(Corporate ESG Disclosure and CSR) 9 問

5 ⑪ESG 手法の制約(Limitations of ESG Methodologies) 8 問

⑫国際的な協定・原則・規範(Conventions、Principles and Standards) 11 問

⑬性別多様性(Gender Diversity) 6 問

⑭水資源のリスクと市場機会(Water Risks and Opportunities) 5 問

(出所) 北川哲雄「ガバナンス革命の新たなロードマップ~2つのコードの高度化による

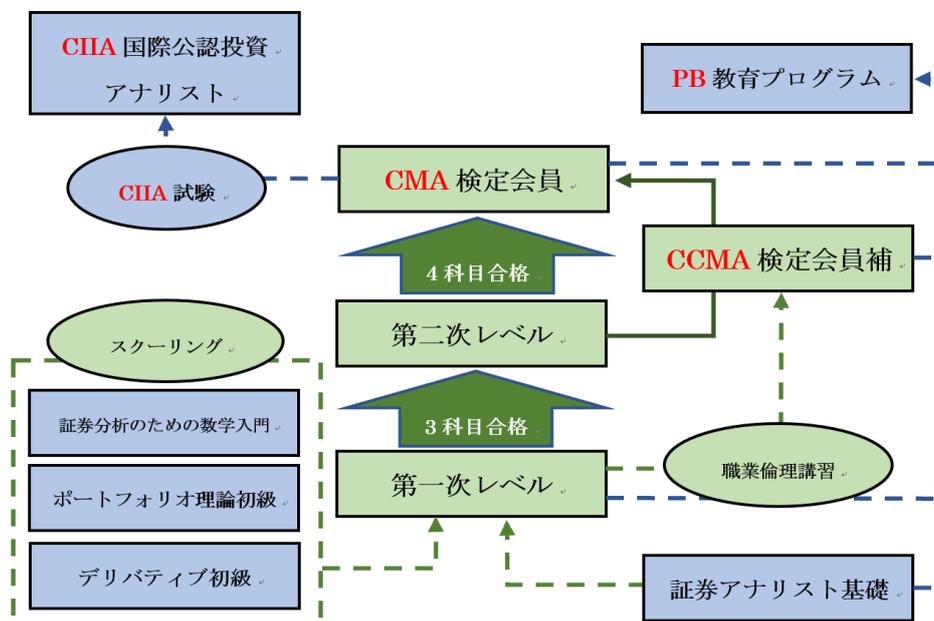
10 企業価値向上の実現~」P187 より筆者作成

日本も米国の CFA 協会を参考に、早急に ESG 投資教育の体制を構築する必要がある。日本
15 15 日本でこの CFA 協会のような独立した ESG 投資教育機関を設立するにはどうしたらよいただろ
うか。最も適任な機関はどこかないだろうかと考えた時に、一つの機関の名前が浮かび上が
る。日本における証券アナリストの育成と社会的地位の向上を目指す、「公益社団法人日本
証券アナリスト協会」である。我々は米国の CFA 協会と同様に、日本の証券アナリスト資格
試験プログラムの中に ESG 投資教育のプログラムを積極的に取り入れることを本論の提言
20 20 とした。現行の証券アナリストの資格(CMA)はCMAプログラム(証券アナリスト通信教
育講座第1次・第2次レベルの通信教育と試験で構成)を受講・受験し、第2次レベル試験
に合格し、かつ証券分析の実務経験が3年以上と認定された者が取得可能である。CMAプロ
25 25 グラムの第2次レベル試験に合格し、実務経験が3年に未達の者は、日本証券アナリスト
協会検定会員補(Candidate for CMA :CCMA)に登録し、この称号を使用するとともに、
CMA®並みのサービスを受けることができる。図 6-3 は日本の証券アナリストの教育体系を
図式化したものである。

25

30

図 6-3 日本の証券アナリストの教育体系



(出所)「証券アナリスト資格 - 日本証券アナリスト協会」より筆者作成

URL: https://www.saa.or.jp/cma_program/step/system/index.html

5

第 1 次レベル講座は、証券分析業務に必要な基礎的な知識および分析力の習得を目的とするもので、「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」、「財務分

析」および「経済」の 3 つの科目に分けて実施され、第 2 次レベル講座は、証券分析業務に必要なより高度の知識および実務的応用力の習得を目的とするもので、上記 3 科目の内容

10 を深めた「証券分析とポートフォリオ・マネジメント」、「コーポレート・ファイナンスと企業分析」、「市場と経済の分析」に、「職業倫理・行為基準」を加えた 4 科目で構成されている。ここで図 6-2 の CFA 資格試験のカリキュラムと内容を比較してみたい。米国では公認

証券アナリストになるために ESG 投資教育を積極的に行っている。一方で、日本の公認証券アナリストの試験には ESG 投資教育をメインとした科目が未だ存在していない。この点が、

15 日本が他国に比べて ESG 投資が遅れていると言われている一つの要因なのではないだろうかと我々は考える。ESG 課題を調査分析できる人材を教育することによって、日本の ESG 投資が活発になり、さらに企業との対話を交わす物言う株主が増えることで建設的な会話が

より活発化するという相乗効果にも期待したい。

また、ESG 投資教育を推奨する理由として中長期的な企業価値の向上につながるという利

20 点の他に、資本コストの低減というもう一つの期待がある。資本コストとは企業と株主・投

資家間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきコストであった。つまり、日本に不足していると考えられていた非財務情報の ESG 課題について知識を身に着けることで資本コストの低減に繋がると考える。そうすることで、ROE よりも資本コストの割合の方が高かった従来のバランスよりも、ROE との乖離を減らすことが出来ると我々は考える。

終章

本稿では、証券市場活性化に向けて日本と他国を比較したうえで日本に足りないもの、日本が遅れを取っている原因は何かについて焦点を当て施策提言を考察した。本論のテーマである「物言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上」の実現に向けて、我々は現状に至った経緯や諸外国との比較という切り口から考察を始めた。第 1 章では証券市場の歴史から現状の分析をした。続く第 2 章では、従来の日本のコーポレートガバナンス論の形成に至るまでの流れを把握し、企業のあるべき姿を追求した。これらの内容から、中長期的な企業価値の向上とは何を示すかの定義付けを行い、第 3 章では証券市場のメインプレーヤーである機関投資家の役割、あるべき姿について触れた。物言う株主として注力すべきポイントについても考察をした。第 4 章では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触れ、企業と機関投資家の取り巻く環境について論じた。第 5 章では中長期的な企業価値の向上を目指すうえで、ESG 投資の可能性について触れ、現状の課題を洗い出した。第 6 章では企業と機関投資家の意識改革、具体的な経営指標に触れながら 2 つの施策提言を行った。

1 つ目は、具体的な数値での中長期的な ROE 向上を経営の中核目標にすることである。従来以上に企業と機関投資家に、ROE と資本コストを念頭に置いた経営や対話をする必要がある。

2 つ目は、機関投資家側の ESG 課題を調査分析できる人材を育成させるために、独立した ESG 投資教育機関の設立をするといったものである。

我々はこれら 2 つの施策を通じることで、物言う株主の増加に繋げ、より企業と機関投資家による「建設的な対話」を促し、これらが証券市場活性化に結びつくと考えた。第 6 章でも触れた ROE8%の実現は容易ではないが、企業と機関投資家の建設的な対話による資本効率の上昇や、企業・投資家間による ESG 投資やそれらに関する情報公開によって、日本企業の価値増大が訪れると我々は信じている。我々の提言が少しでも将来の日本の証券市場の

活性化の一助になることを願い、本論の結びとする。

5

10

15

20

25

30

<参考文献>

- ・北川哲雄 (2017) 『ガバナンス革命の新たなロードマップ～2つのコードの高度化による企業価値向上の実現』
- ・北川哲雄 (2017) 「スチュワードシップとコーポレートガバナンス～2つのコードが変える日本の企業・経済・社会～」
- ・佐久間信雄 (2017), 『コーポレート・ガバナンス改革の国際比較』
- ・中央大学企業研究叢書(2007), 『コーポレート・ガバナンスと企業価値』

<参考資料>

- 10 ・株式持ち合いとその解消 2005 (2018年10月25日アクセス)
<https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/05031801securities.pdf>
 - ・経済産業省, 伊藤レポート2.0 (2018年10月25日アクセス)
<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>
- 15 ・コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-5att/code.pdf>
 - ・女性のはじめての投資をガイドするサイト 「直接金融と間接金融」 (2018年10月25日アクセス)
- 20 <https://www.tokaitokyo.co.jp/otome/investment/finance/finance/direct.html>
 - ・「証券アナリスト資格 - 日本証券アナリスト協会」より筆者作成
https://www.saa.or.jp/cma_program/step/system/index.html
 - ・世界のお金の流れが変わる? ESG 投資とは」より筆者作成 (2018年10月25日アクセス)
<https://www.orixbank.co.jp/personal/investment/learn/esg/02.html>
- 25 ・証券アナリスト資格 - 日本証券アナリスト協会」より筆者作成 (2018年10月25日アクセス) -
https://www.saa.or.jp/cma_program/step/system/index.html
 - ・東京証券取引所「調査レポート | 日本取引所グループ」 -
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/index.html> (2018年
- 30 10月25日アクセス) -

- ・ 日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/> (2018年10月25日アクセス)
 - ・ 日経の指数公式サイト ヒストリカルデータ (2018年10月25日アクセス)
<https://r.nikkei.com/markets/ranking/caphigh>
 - ・ 日本経済新聞 2017年7月16日 野村証券調べ
- 5 <https://bizgate.nikkei.co.jp/article/DGXMZ03110481029052018000000>
- ・ 日本版スチュワードシップ・コード(金融庁、2014)
<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>
 - ・ マネー百科 by Artist 金融用語辞典有価証券 (2018年10月25日アクセス)
<http://money.infobank.co.jp/>
- 10
- ・ 大和総研, 戦後日本の株式持ち合いとその解消 2005. (2018年10月25日アクセス)
<https://www.dir.co.jp/report/research/lawresearch/securities/05031801securities.pdf>
 - ・ GRIFのウェブサイトによる(検索日2018年10月21日)
<https://www.gpif.go.jp/about/organization.html>
- 15
- ・ SMBC日興証券 初めてでもわかりやすい用語集 (2018年10月25日アクセス)
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ko/J0478.html>
 - ・ PRI_Brochure_Japanese_2016
 - ・ 企業はどのように「物言う株主」に向き合うべきか (2018年10月25日アクセス)
<https://business.nikkeibp.co.jp/atcl/skillup/15/275626/021800011/?P=2>