

平成 29 年度 証券セミナー大会

第 5 テーマ

「機関投資家の投資行動と証券市場」

関西学院大学 阿萬ゼミナール

目次

序章	p.3
1章 株式市場	p.3
1-1 株式市場のしくみ	p.3
1-2 株式市場の現状	p.6
2章 株式市場の取りまく環境	p.10
2-1 スチュワードシップ・コード	p.10
2-2 伊藤レポート	p.11
2-3 コーポレートガバナンス・コード	p.13
2-4 対話の現状	p.13
3章 機関投資家の証券市場への取り組みと課題	p.14
3-1 ESG 投資の拡大	p.14
3-2 企業との対話状況	p.19
4章 企業の証券市場への取り組みと課題	p.24
4-1 情報開示	p.24
4-2 日本の情報開示制度	p.24
4-3 情報開示と資本コストの関連性	p.26
4-4 日本の制度開示の現状と課題	p.28
4-5 財務・非財務情報の統合的開示の必要性	p.33
5章 証券市場活性化のために	p.37
5-1 機関投資家と企業のあるべき姿	p.37
5-2 提言および方策	p.38
終章	p.41
参考文献	p.41

序章

証券市場とは市場経済のうち資本市場の中に位置し、企業の資金調達場の一つとして機能する。証券市場には株式や債券などの金融商品が取引されるのだが、本稿では株式のみに焦点を当て、証券市場の活性化について考える。

5 日本の株式市場は長年低迷しており、その原因の一つとして長年企業と投資家が相互不可侵の関係にあったことが挙げられる。長い歴史の中で、企業は株式市場が資金調達場であるという意識が薄れ、中長期的な企業価値の向上を軽視した行動が目立っている。特に近年では ROE 経営が重要視され、短期的に ROE を高めたり株価を上昇させたりすることに固執する傾向もある。投資家
10 家は企業を所有しているという意識が低く、企業経営に消極的である。特に企業との株式持合が形式化し、取引関係上のしがらみもあって相互に関与することがなくなった。

また、日本株式市場の株価指数の低迷が他国と比べ顕著に現れていることや、「株式投資＝投機」のイメージが家計に浸透していることもあり、国民の貯蓄
15 志向がより加速しているため、個人投資家が減少傾向にある。

この状況を打破するため政府はさまざまな策略をとってきたが、未だ明らかな変化はみられない。そこで本稿では、証券市場の活性化を「モノ言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上」と定義する。また企業価値を、将来企業が
20 生み出すフリーキャッシュフローを自己資本コストで割り引いたものと定義する。

本稿では株式市場の歴史的背景や政府等の政策に触れながら、機関投資家と企業のあるべき姿を検討し、証券市場活性化のための提言を行う。1 章で株式市場のしくみや歴史に触れ、2 章で近年の政府等の取り組みを整理し、3、4 章で両者の現状を分析し、5 章でそれぞれのあるべき姿を述べた上で我々の提言
25 を行う。

1 章 株式市場

1-1. 株式市場のしくみ

株式市場は機能面から「発行市場」と「流通市場」に分けられる。発行市場
30 は株式会社の資金調達の目的で新規に発行される証券が、発行者から直接、も

しくは証券会社、銀行等を介して投資家に一次取得される市場のことをいう。
一方、流通市場は既に発行された証券が投資家から投資家に転々と流通・売買される市場のことをいう。

1-1-1. 発行市場

- 5 発行市場での増資方法として「有償増資」と「無償増資」がある。有償増資とは株式会社が資金調達をするために、投資家より払い込みを受けて新株を発行することをいう。有償増資には次の3つが挙げられる。

10 第一に、「公募増資」は現在の株主や特定の第三者に限らず、広く一般の投資家を対象に株主を募集し、新株式の割り当てを受ける権利を与えて、実行する増資をいう。払込金額は時価より多少低めとなるのが一般的であるが、時価より特に有利な価格で発行する場合には、既存株主の利益の保護のため、株主総会でその理由を開示して、特別決議を経なければならない。

15 第二に、「第三者割当増資」は近年、有償増資の主流となっており、株主であるか否かを問わず、特定の第三者に新株を引き受ける権利を付与して、新株を引き受けさせる増資をいう。通常では取引先、取引金融機関、自社の役職員などの縁故者にこの権利を与えて発行することが多く、縁故募集ともいう。また、業務提携の相手先や、取引先との関係安定化を図る時や、経営悪化で株価が低く通常の増資ができない時などに多く使われる。

20 第三に、「株主割当増資」は新株式の割り当てを受ける権利を既存の株主に与えて、実行する増資をいう。株主はその持ち株数に応じて有償で新株式が割り当てられるが、割り当てを受けた株主に申し込み・払い込みを行う義務はなく、申し込みがなければ失権する。新株式の払込金額は株式市場での時価とは関係なく設定され、一般的には既存株主の経済的利益を害することがないことから、時価より低い払込金額で発行されることが多い。この増資方法は、増資の前後
25 を通じて株主構成や持分割合に大きな変化が生じない等の利点がある。

無償増資は株式会社において払込金を取らずに他の資産と振り替えて株主に新株を割り当てることをいう。無償増資には「株式分割」と「新株予約権」がある。

30 まず、株式分割は既に発行されている株式1株を2、3株などに分割することをいう。既に株式を保有している投資家には、分割された株式が割り当てら

れる。株数が増えても会社の価値は変わらないので、基本的には分割された分だけ 1 株当たりの価格が修正される。

そして、新株予約権はそれを発行した株式会社に対して権利を行使することによって、その株式会社の株式の交付を受けることができる権利のことをいう。

- 5 新株予約権証券の所有者は新株予約権を行使して、一定の行使価格を行使することで、会社对新株を発行させる。または、会社自身が保有する株式を取得することができる。新株予約権は従来の転換社債（CB）の転換権部分、新株引受権（ワラント）、ストックオプションなどの総称である。

10 1-1-2. 流通市場

- 流通市場の役割としては既に発行された株式が投資家間でその時々の時価で売買される市場である。株の取引方法としては「取引所取引」、「店頭取引」、「私設取引システム（以下 PTS）」が主なものとして挙げられる。かつての日本では有価証券取引を行う際、証券会社が顧客投資家からを受け付けた売買注文を必ず証券取引所を経由させて行わなければならないという取引所集中義務が規定
- 15 されていた。これは売買注文を集中させることで注文者が適切な相手方を見出すことを容易にして円滑な流通が確保される。そして多勢の大量注文の間の自由な競争売買によって適正で公正な相場が形成されるという取引所の公益性の高さによって正当化する目的であった。

- 20 しかし、情報通信技術等の発達により価格や数量など取引に関する情報が集中して公表されれば、証券取引所に集中させなくとも円滑な流通と価格の公正さを確保することが技術的に可能となってきた。さらに、マーケット・インパクトを避けるために市場外で注文を執行したいという機関投資家のニーズに十分に
- 25 応えることができないなど取引所集中義務に伴う弊害も目立つようになったことから、1998 年 12 月に取引所外取引が解禁された。

- 取引所取引は、証券取引所で行われる取引で、制度面や技術面で高度な組織運営と金融庁や証券取引所のより厳しい監督がなされており、株式の流通市場は取引所取引が中心となっている。また、取引所市場内における売買方法の区分として、オークション方式で行われる立合内売買と立会外売買がある。日本
- 30 では立会外売買は ToSTNeT（Tokyo Stock exchange Trading Network system）

市場を通じてクロス取引で約定を成立させる。店頭取引は取引所以外で行われる取引のことで、取引所の上場基準を満たさない株式などが証券会社の窓口などで相対取引される。なお、店頭有価証券については成行注文の受託、信用取引、未発行店頭有価証券の店頭取引が禁止されている。

- 5 PTS は、投資家が証券取引所を経由せずに株式などを売買でき、有価証券取引の取引所集中義務撤廃に伴い解禁された。金融商品取引業者が独自に開設している市場で、証券取引所の取引時間外にも売買が行える。近年の電子通信技術の発展や金融技術の革新を背景に、取引の迅速性や匿名性など取引ニーズが多様化していることから、国内外の機関投資家や個人投資家に活用されるようになった。また、運営を行うには内閣総理大臣の認可が必要となる。
- 10

1-1-3. 株式市場の新たな取り組み

- 日本の株式市場の仕組み自体にも問題がある。証券市場活性化のためには市場間競争の重要性が増してきている。しかし、市場参加者が流動性、利便性を求めているがゆえ、取引所集中義務が撤廃された現在も東京証券取引所において一極集中状態が続いている。
- 15

- 市場間競争のメリットとしては取引所一極集中の解消、市場システムの効率化や機能強化、取引手数料の引き下げ、分散化によるシステムトラブルへの柔軟な対応、多様なニーズへの対応などがある。しかし市場間競争を促すためには、取引所外取引の活性化と市場間の公平性が不可欠である。
- 20

- 取引所外取引において PTS が注目されており、PTS 上で信用取引を可能にするかどうか議論されている。PTS は 2010 年頃からシェアが上昇してきており一時は 6 % までいったが、現在は 4 % から 5 % の間で推移しており、PTS シェアが低迷している。現在、市場での個人投資家の市場シェアが 20% ほどとなっており、このうち 70% 程が信用取引であるので、PTS 上で信用取引が可能になるとすれば、仮説ではあるが PTS の市場シェアが 15% 以上になり得、十分に東証に対する対抗勢力となりうる。
- 25

1-2. 株式市場の歴史

- 30 現在の日本では前項で述べたような株式市場の仕組みが形成されているが、

これまで日本の株式市場がどのような変遷を辿ってきたかを戦後以降に絞って言及する。

戦後の日本は GHQ の占領下に置かれ、GHQ が取引所の再開を認めず市場再開は実現しなかった。そして、証券史上唯一の「取引所空白時代」が現れた。

- 5 しかし、正規の流通市場である取引所市場での立会は停止していたが、戦後の混乱期にも証券取引に対する需要が無くなったわけでは無かった。そして、証券会社の店頭での取引が自然発生的に開始された。一方で、取引所取引の再開は 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。また、GHQ は「取引の時間優先」「取引所集中原則」「先物取引の禁止」という三
- 10 原則の厳守を証券取引委員会に命じた。

- 戦後復興を終えると、第一次高度成長時代を迎えた。好調な企業業績を背景に、株価は 1955 年後半以降 1961 年 7 月迄一貫して上昇を続けた。しかし、国際収支が赤字になると金融は引き締められた。1961 年 7 月以降、国際収支赤字改善の為に金利が引き上げられると、法人の換金売りが始まったことや増資の
- 15 集中により株式の需給関係が悪化したことで株価下落が進んだ。また、公定歩合を引き上げたことで法人を中心に公社債投信の解約も増加し、信託財産から外されたことで証券業者が買い取らざるを得ず、証券業者の負担を大きくさせたことで証券恐慌をもたらす一因となった。

- 昭和 40 年代は証券恐慌で幕を開けたが、政府が戦後初の赤字国債発行を明らかにし、株価は回復に転じた。同時期に政府は証券取引法を改正して証券業に免許制を導入した。この時期は増資形態が従来の株主割当額面発行から公募時価発行へ移行し、発行会社は時価発行に備える観点からも高株価を歓迎し、株式持ち合いを推進した。その結果、法人の株式保有比率が高まる一方で個人の株式保有が減少するといった株式保有の構造変化が起こった。

- 25 1984 年に出された「日米円ドル委員会報告書」で、アメリカは日本に金融・資本市場の自由化、円の国際化を要求した。そして、日本政府は 1985 年に大口預金金利の自由化を実行した。結果として、銀行の資金調達コストを上昇させた。この時期は債券先物取引、株式指数先物取引、株式指数オプション取引が開始され、日本の証券市場は現物、先物、オプションを完備する市場となった。
- 30

1980年代には世界的な金融自由化の流れや企業の資金調達の変化に伴い、日本でも金融制度改革の是非が議論され始めた。そして、1992年に金融制度改革関連法が制定された。金融制度改革の議論が一段落した頃、金融・証券不祥事の発覚があった。これはバブル期に大手証券会社が顧客に対して損失を補填していたことを税務調査で明らかにしたものだ。当時、事後の損失補填は法律で禁じられておらず、即座に証券取引法が改正され、一任勘定取引の禁止と事前事後の損失補填が禁止された。その後、証券取引等監視委員会が創設され再発防止に努めた。

バブル経済の崩壊によって、株価の下落による証券不祥事、地価の下落による不良債権処理問題が現出した。不良債権処理問題について金融界は10年近い歳月を要した。一方で、日本市場から外国企業や投資家、金融取引が撤退する「金融の空洞化」が問題となっていた。この解決策として「金融ビッグバン構想」を打ち出した。日本の金融市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターにすることが目指された。この議論の中で特に、株式売買委託手数料の自由化、証券業の登録制への移行は、証券会社にビジネスモデル変革を迫るものであり、一方で取引所集中義務の撤廃は市場間競争を促した。

2008年にリーマン・ショック、2009年にはギリシャ債務危機が起こり、その後欧州債務危機へと発展した。当初、影響が少ないとされた日本経済にも大打撃を与えた。

近年、日本の証券市場でも構造変化が起きている。東京証券取引所の売買システムの更新によりHFT(高頻度取引)の参入が本格化した。また、相次ぐ規制緩和によりPTSの利用は増加し、PTSでの売買代金は上場株全体の5%を占めるまでに増加している。こうした変化を受け、日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指して2013年に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループが誕生した。

次に、戦後の日本について金融機関の行動が1990年代以降の株式市場に及ぼした影響について言及する。銀行貸出において適切なリスクとリターンの保証が未発達な日本では株式投資自体に課題を抱えているといえる。中でも市場が効率的であるかどうかの議論に関しては日本の株式リスクプレミアム低下が最も重要な議題である。それに関してリスクプレミアムがマイナスに転じた現

在では、国内株式というリスク資産へ投資する根拠が見当たらないとの見方ができる。日本の株式市場のリスクプレミアム低下に関しては邦銀によるリスクを軽視した融資行動が一因として指摘される。資金調達側の企業にとって、本来は株式や株式と借入の中間で調達すべき場合でも低利の銀行借入を利用できるため、実行に移された株式調達の中に本来予想される以上に高いリスクを内包しているものが含まれる可能性がある。特に最近の日本企業の株式調達の中には ROE を高めるための成長資金を獲得する増資という本来の目的でないものも少なくない。資金余剰となった上場企業が企業価値の向上を軽視した資本政策を実行した結果、株式リスクプレミアムの低下が加速し、投資家の不信へと繋がった可能性もある。その結果、株式市場では投機的なリスクを追い求める投資家の割合が高まり、未だ「株式投資＝投機」のイメージが拭いきれない状況があるといえる。

こうした中、長期投資を前提とした適切なリスクとリターンを求める年金基金や生命保険・損害保険等は国内株式市場への不信感を募らせ、それが昨今の政策資産配分における国内株式比率の低下に繋がったといえる。また安定投資家の減少は株式市場のボラティリティを上昇させるといわれ、結果として時価会計へシフトした邦銀の政策株式保有をも減少させ、国内投資家不在の状況を加速させたといえる。

リスクとリターンの関係が適切でないという問題をより可視化するため、過去 22 年間に於いてリターンと自己資本コストにどのような関係があったか、また適切に市場が機能していたか等をみずほ信託銀行が検証した。

まずリターンの大きさと自己資本コストの関係に着目すると、リターンの高かった銘柄群の自己資本コストは低く、リターンの低かった銘柄群の自己資本コストは高いことが示された。さらに 1989 年から 2004 年にかけてその傾向がより明確に示されたため、自己資本コストが高い企業ほど、投資家の期待に応えられていない可能性が高いことが確認された。

また、同社のその他検証データによりによると、1989 年を境に日本株式市場の低迷が続いていると言われている。同年 12 月～2012 年の過去 22 年間で TOPIX の年率実績リターンがマイナスとなっているほか、トータルリターンが正だったのは全体のわずか 8% (104 銘柄)、自己資本コストに対する超過リターンが

正だったのは全体のわずか 0.4%（5 銘柄）であった。つまり、トータルリターンがプラスである上場銘柄が存在するもののその割合は低く、また自己資本コストを越えるリターンをあげることができた銘柄の割合も極めて低いことがわかる。このような長期にわたる低迷は、日本株式市場に投資した投資家の期待を大きく裏切るものであり、日本株式市場への不信感を増大させた。

2 章 株式市場の取りまく環境

1 章のこれまでの世界的情勢と株式市場の状況の変遷を踏まえ、政府では強い日本経済を作るにあたって大きく 3 つ動き「スチュワードシップ・コード」「伊藤レポート」「コーポレートガバナンス・コード」があった。2 章ではそれぞれの発行の背景とその内容について述べる。

2-1. スチュワードシップ・コード

2012 年に第二次安倍内閣が発足し、長期にわたるデフレと円高の脱却を図ろうとアベノミクスといわれる各種政策を打ち出した。その中で第三の矢の成長戦略の具体的施策として、コーポレートガバナンスの強化が必要であると考えられた。そして企業価値の向上や企業の持続的成長を促す目的から幅広い機関投資家が建設的な対話を投資先企業と行い、適切な受託者責任を果たすことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図ろうと「日本版スチュワードシップ・コード（以下スチュワードシップ・コード）」という機関投資家の行動規範が策定され、2014 年 2 月に公表された。

かつて、産業化が進む中で大規模な生産設備への投資や資金調達が必要となり、株式会社が証券市場において大きな役割を果たしていたが、株式会社が大きくなるにつれて所有と経営の分離が進むと同時に一株主の経営に対する影響力が弱まった。また、株式会社と投資家の距離ができたことや情報技術進歩による株式市場の発展により、投資姿勢が短期的になったことから株式会社と投資家間の建設的な対話が希薄化した。しかし、その後の年金基金などのプロの投資家の台頭により、株式保有構造が変化し、株式市場において機関投資家が大きな影響力を持つようになる。コードの導入は上述のことを根源的背景に、投資先と対話が可能である機関投資家に焦点を置き、機能の再活性を図ること

で、資本市場の機能を取り戻そうとする施策であると考えられる。また、日本版とある通り、この原則は先に策定されていた英国版を参考にしている。

5 スチュワードシップ・コードは財産管理人という意味である「スチュワード (steward)」から派生した言葉であり、中世英国において領主の財産管理を任
5 されていた者がそう呼称されていた。スチュワードは領主の利益のためにのみ
行動し、利益の最大化のための行動の責任を負っていた。このような歴史から
由来し、現代の英国ではこれを民間投資の場に当てはめ、顧客財産を運用する
機関投資家が投資先企業の経営監督を行い、企業の持続的成長促進の責任を負
う原則が「英国版スチュワードシップ・コード」である。その背景はリーマン・
10 ショックによる金融危機がきっかけであり、コーポレートガバナンス不全が一
因であるが、機関投資家による投資先企業の監視にも問題があったのではない
かという問題意識から、2010年に金融機関を中心とした機関投資家の行動規範
を規定するに至ったのである。

日本版の本コードの目的として前文に次のように述べている。

15 『本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投
資先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」(最終受益者を含む。以下同じ。)の
中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。』

20 そして、その責任を果たすにあたって有用な7つの原則を定めている。

本コードの特徴は「プリンシプルベース(Principle-base)・アプローチ」と「コ
ンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」を採用していること
である。プリンシプルベース・アプローチとは、原則の趣旨に賛同し受け入れる
機関投資家はそれぞれの置かれている状況に応じた適切と思われる手法・行動
25 を取ることであり、コンプライ・オア・エクスプレインとは、法的拘束力を持
たせないが、遵守できない場合はその理由を説明することが要請される。2017
年5月には改訂版を公表され、実効性を上げ、利益相反の回避について加筆さ
れている。

30 2-2. 伊藤レポート

伊藤レポートは、経済産業省のプロジェクト「持続的成長への競争力とインセンティブー企業と投資家の望ましい関係構築」に企業経営者、投資家、研究者など 53 人が集い、約 1 年にわたる議論を経て最終報告書が 2014 年 8 月に公表された。

- 5 その背景に 2008 年の金融危機以降、欧米諸国を中心に投資家や企業の短期的志向を中長期的視点へと是正することやコーポレートガバナンスの強化とともに、対話や企業の情報開示、報告の方法の見直しが国際的な議論となっていた。具体的には英国では 2012 年に「ケイ報告（Kay Review）」が公表されたことが挙げられる。企業の長期的なパフォーマンス向上のために資本市場や投資家の役割についての研究であるケイ報告は EU 全体の議論に影響を与えた。
- 10 また、その他先進国においても企業と投資家の対話の重要な材料である情報開示や報告、いわゆる財務情報または非財務情報等々の分野に新たな動きが見られている。こうした国際的な動きを受け、今や市場の 6 割を占める海外の機関投資家を含む世界の関係者に対して日本市場の魅力を適切に発信することが必要との課題からプロジェクト設立、そして「伊藤レポート」の公表へ至った。
- 15 内容として、企業と投資家双方の対話また企業価値を高める上での課題の分析をし、以下の 5 つを要点にまとめている。

- ①企業と投資家が協創者としてともに持続的な企業価値の向上を目指すこと。
 - ②ROE 向上と資本コストを上回る価値を創造すること。
 - 20 ③インベストメント・チェーンの最適化。
 - ④企業と投資家の対話の質を上げ、建設的な関係を構築する。
 - ⑤経営者と投資家の対話促進のためのフォーラムを創設し、報告書の在り方等
- についての建設的な対話を制度上・実務上話し合う場を持つことなど。

- 日本は世界の中でもイノベーション創出力があるにもかかわらず、1 章で述べたように自己資本コストを超過するリターンの銘柄数は低く、収益性が伴っているとは言い難い。我々も顧客市場と資本市場が同時に高められ、中長期的な企業価値の向上を実現するためには企業と株主が協創していくことが重要であると考える。協創による価値創造の指標は ROE であり、ROE を高めることが中長期的に事業拡大し続けるためになる。また伊藤レポートでは資本コスト
- 30 を上回る ROE による資本効率改革として 8% を上回る ROE を最低ラインとす

る具体的数値を出し、大きなインパクトを与えている。

2-3. コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードとは、株主の権利や取締役会の役割や役員報酬のあり方など、上場企業が守るべき行動規範を示したものである。今後の日本のアニュアルレポート（以下 AR）において投資家と企業との対話において、最も充実させなければならないものとしてガバナンス情報がある。スチュワードシップ・コードにおいて重要度を増してきた非財務情報の中でも、コーポレートガバナンスの情報は投資家やステークホルダーによる企業の将来業績予想に有用な情報であるとともに、企業価値向上のイメージを投資家に伝えるための材料ともいえる。日本では長きにわたり、企業活動を取締役会のみが掌握し、株主の利益を重視しない傾向が指摘されていた。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は、策定当初は日本企業が約 8 % 米国（約 17 %）の半分以下であり、利潤を配当や設備投資、従業員の賃金などに充てることに消極的で企業の内部留保を膨らませていた。これは市場が低迷した原因の一つといえよう。こうした企業風土に対して、本コードが策定され、2015 年 6 月より適用が開始された。スチュワードシップ・コードと同様にコンプライ・オア・エクスプレインおよびプリンシプルベース・アプローチである。

2-4. 対話の現状

政府として、企業あるいは機関投資家の行動規範を上述の通りコードとレポートによって体現化はされたが、これが実際に本旨である中長期的な企業価値向上至っているかという疑問である。プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの採用でソフトローの位置づけである二つのコードは、企業にとって表明することが目的となる懸念や行使について各々に適した行動を選択できることから、企業・機関投資家ごとに重みが違うと考えられ、実効性についての比較が難しく不透明といえる。近年、海外の機関投資家の株式保有比率の上昇も背景として、全体的に企業と機関投資家の対話が実践しやすい状況・環境になっているとの見解が示される一方、対話プロセス全体として見たとき他国と比較して日本が対話先進国であるとは言えない。

3 章 機関投資家の証券市場への取り組みと課題

3-1. ESG 投資の拡大

3-1-1. ESG とは何か

- 5 近年、機関投資家の ESG 投資の重要性が高まっている。野村インベスター・リレーションズの 2016 年「企業が行う IR 活動に関する調査」によると、「ESG のような非財務情報は重要ですか」という質問に重要であると答えた機関投資家は、2016 年で 75.6%であり、2014 年から徐々に増えている。ESG 投資は、機関投資家が投資先企業の中長期的成長を促すことに適した投資手法であるという考えが広まっている。

- 10 ESG という概念は、2006 年 4 月にニューヨーク証券取引所で公表された国際連合の責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）（以下 PRI）の中で定義された。策定メンバーには当時の国連事務総長コフィー・アナンによって世界最大級の機関投資家 21 社の役員が召集され、世界の投資コミュニティや国際機関、市民社会、学者など総勢 80 名の見識者も策定を支援した。公表後、20 か国以上から 125 ほどの機関投資家が同原則に署名し、署名機関の総運用資産額は 2015 年で世界の資本市場の 12%を占めている。図 1 に示すとおり、署名機関数、運用資産額はともに 2006 年より一貫して上昇しており、年々関心が高まっていることがわかる。

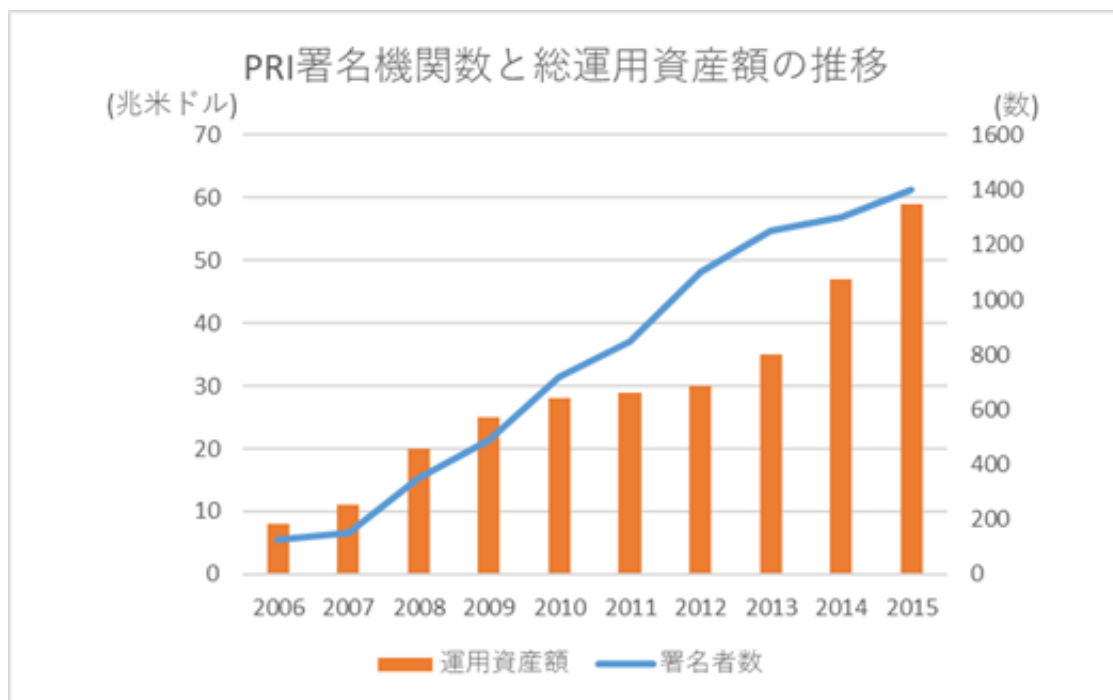


図 1

出所)JSIF(2016)「日本サステナブル投資白書 2015」p.4 より筆者作成
(www.jsif.jp.net/wp)

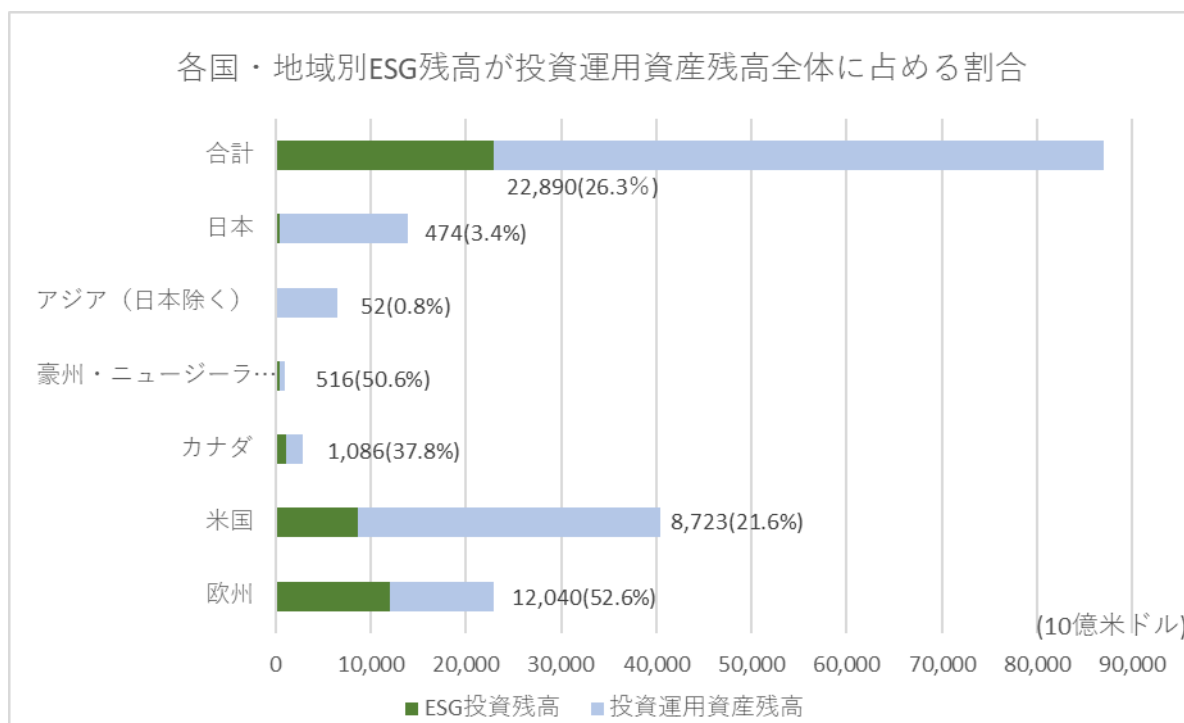
- 5 PRI では、機関投資家は受益者のために中長期的視点に立ち最大限の利益を追求することを義務としている。この役割を果たすため、持続可能な社会の形成に向けて解決すべき課題を環境 (Environment)、社会 (Society)、ガバナンス (Governance) (以下 ESG) の 3 つの分野に整理し、ESG 課題への取り組みが投資パフォーマンスに影響を与える可能性があるとの前提のもと、ESG に配
- 10 慮した責任投資を行うことを宣言したものだ。PRI では、投資分析や意思決定プロセスに ESG 課題を組み入れることや、投資対象企業に対して ESG 課題についての適切な開示を求めることや、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することなど、6 つの原則を示し、本原則に署名した機関投資家はこれらを厳守しなければならない。2015 年 9 月、世界最大の資産保有者で
- 15 ある年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が PRI に署名して以来、ESG 投資の在り方や重要性が国内、世界全体でも問われるようになった。日本の署名機関数は 2016 年 11 月現在で 39 と年々上昇している。

以前より SRI (社会的責任投資: Socially Responsible Investment) という投資手法が欧米を中心に活発であり、これらは社会的問題を投資プロセスに組み

入れるものである。ESG 投資は SRI の考え方に加えて持続可能な社会の形成に向けて解決すべき課題を配慮することで収益の向上や安定をはかるものである。投資家が ESG 情報を評価することは、企業に社会的課題である ESG 要因への対応を促すことになるため、投資家や企業が社会的責任を果たし社会の持続可能性の向上に寄与することにつながると考えられる。また、企業が ESG への取り組みを強化することで、将来の企業価値向上に寄与すると考えられる。

3-1-2. ESG 投資市場

GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) によると、国内外ともに ESG 投資資産規模は拡大している。投資運用資産のうち ESG 投資がどれだけ占めているかを図 2 に示している。欧米では 52.6%、米国では 21.6%に対し、日本ではわずか 3.4%で極めて低く、拡大はしているものの他国と比べ国内株式市場で ESG 投資が浸透していないことがわかる。



15 図 2

出所)日興リサーチセンター(2017)「GSIA「2016 Global Sustainable Investment Review」を公表～世界の責任投資市場に関するレポート(2016年版)～」p.2 より筆者作成

(www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2017/04/rc201704.pdf)

その原因は非財務情報である ESG と企業価値向上との関連性が明確に示されていないからである。運用機関はアセットオーナーや個人から資産運用を委託されており、いわゆる受託者責任があるので委託者の運用方針に遵守する義務がある。また、確実にリターンを得て要望に応えなければならないため、運用実績の少ない ESG 投資へ切り替えることは簡単なことではない。加えて、ESG には決まった形式や項目がなく各企業で取り組んでいる内容が異なるため、機関投資家は比較困難な ESG をどのように評価すべきか戸惑っているということも原因である。このように、財務情報との関連性の説明不十分と、評価方法

また、GSIA によると ESG 投資には、特定のセクターや個別企業をポートフォリオから除外するネガティブスクリーニングや、ESG の特定のテーマを投資アイディアとするサステナブルテーマ投資、ESG について株主として企業にエンゲージメントを実施し改善を促す議決権行使など、7 つの手法がある。日本の ESG 投資市場では特に議決権行使によるアプローチが大半を占め、その資産規模は年々増加している。金融庁が発行したスチュワードシップ・コードの原則 3 により、投資先企業との対話が促進され、状況把握の内容として ESG 要素があげられたことが要因であると考えられる。

3-1-3. ESG 投資の現状

上述のとおり ESG 投資はさまざまな手法があり、機関投資家はどのような基準で ESG 要素を分析すべきか戸惑っているのも現状である。そこで PRI に署名し ESG 投資を積極的に行っている GPIF の銘柄選定について、2017 年 7 月に開示された「ESG 指数選定結果について」を元に分析する。

GPIF は既存の国内株の組み換えも含め当初は国内株の 3%（1 兆円程度）での運用から始めた。投資手法はポジティブ・スクリーニングで、各業種・分野内で ESG レーティング等が高評価の企業でポートフォリオを構築する手法である。「ESG の効果により、中長期的なリスク低減効果や超過利益の獲得が期待される指数」に照らし、評価が行われた。また、FTSE 社や MSCI 社の海外の ESG 評価会社が示す親指数（銘柄）をベンチマークとし、ESG に関わる情

報開示促進の評価に基づいて投資するパッシブ運用が採用された。各指数別にリスクとリターンの数値を出し、親指数より GPIF のポートフォリオの方が低リスク高リターンとなった。

5 このように独自による判断だけでは確実なリターンが確保できないとの懸念がある ESG に関しては、外部機関に ESG の選定基準を委ね、その中からどの銘柄を選定するのか抽出する方法でと運用をしている。

3-1-4. ESG 課題への取り組み例

10 実際に投資先企業との対話内容に ESG 要素を取り入れている機関投資家がすでにある。一例として大手生命保険会社の対話内容をあげる。

ガバナンス	●コーポレートガバナンス・コードにおけるエクスプレイン内容 ●会社形態変更の狙い ●取締役会の構成 〈要望〉・（社外）取締役の多様化推進（経営者・女性・外国人等） ・社外取締役の増員 ●取締役会の運営 〈要望〉・資料の事前配布徹底、議題上上程ルールの明確化 ・テレビ会議の導入 ●経営者選任プロセス 〈要望〉・指名委員会の設置 ・計画的な後継体制の準備 ●役員報酬制度（インセンティブ報酬の適切性） 〈要望〉・監査役退職慰労金制度の廃止 ●親子上場維持の合理性 〈要望〉・社外取締役の独立性強化 ・親子上場の意義の再確認 ●コンプライアンス体制 〈要望〉・カルテル再発防止策の継続
-------	---

社会	●生産性改善等を通じた「働き方改革」への取り組み ●地域経済への貢献策
環境	●事業を通じた環境対策

表 1

出所)住友生命保険相互会社(2017年)「スチュワードシップ活動(対話・議決権行使)に関する考え方および活動状況報告(平成28年度)」p.24より筆者作成
(www.sumitomolife.co.jp/about/newsrelease/pdf/2017/170905.pdf)

5 注：これらの内容は複数の投資先企業との主な対話内容である。

同機関投資家は、投資先企業の事業環境、収益構造、競争優位性、ガバナンス体制等の企業状況を十分に把握、分析し、改善すべき項目をあげ具体的な要望も加えて企業に投げかけた。結果、企業は要望を受け入れ改善に繋がったり、

10 企業が考えや方針を確認したりする機会が与えられた。同機関投資家が対話先にアンケートをとったところ、「両者の認識の共有化や相互理解が進んだ」「企業のガバナンス情報開示のたりない点や直近の動向を確認できた」「中長期的な観点から、利益成長、設備投資、株主還元等に関する有意義な議論ができた」など、前向きな声が多かった。一方、「投資家としての意思表示（議決権行使基準等）や考え方についてもっと知りたい」「他社動向を踏まえて長期視点で助言がほしい」「他者の好事例を知りたい」など、企業からの要望もあり対話の改善の余地がある。

15

3-2. 企業との対話状況

20 上記で事例をあげたように、企業との個別対話をすでに行っている機関投資家はいるが、ほとんどが個別対話に踏み切れていない。スチュワードシップ・コードでは「建設的な対話」が重要であるといわれているが、どのような対話内容が建設的であるのかは投資先企業によってさまざまである。また、同コードの原則7にもあるとおり、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関して深く理解していることが前提であり、充実した対話を実施するためには機関投資家の体制整備も重要である。このように、対話の質を高めるためには機関

25

投資家自身の姿勢改善が必要で、充実した対話ができるこそ企業の中長期的成長に寄与すると考えられる。ここでは対話の現状と課題を述べていく。

3-2-1. Where? ―どこで対話がなされるか

- 5 機関投資家が企業に対し情報を求める場や意思表示をする場がどこにあるのか。後にも述べるが、企業は定期的に決算書などの財務情報や事業内容、ビジネスモデルなどの非財務情報を開示している。機関投資家はそれらを見て企業の状況を把握し、今後の経営方針や改善すべき点など投資家の目線になり意思表示していく。最近ではスチュワードシップ・コードの影響か、個別的に企業
- 10 と面談を行っている機関投資家が増えている。そこで企業についての理解をさらに深めたり、詳しい状況の説明を求めたり、議決権行使の議題事項について話し合ったり、意思表示をする場合もある。そして株主総会（前）で議決権を行使することにより最終の意思表示を行う。株主総会では議決権行使等を通じて対話を実施する。このように、対話というのは一年に一度行われる、あるいは同時に
- 15 は同時に行われるとは限らず、時間をかけて何度も行われるものである。

(1) 個別対話

- 具体的に個別対話ではどのようなことが話し合われているか、大手生命保険会社の一例を用いて述べる。上述の ESG についても個別対話されたものであるが、そのほかには資本効率・株主還元や、経営戦略・事業戦略、など財務情報と非財務情報を交えた対話内容となっている。
- 20

資本効率・株主還元	● ROE 〈要望〉・総合的な政策結果（現預金/借入金の適正化、積極投資、非事業性資産の削減）としての ROE 向上 ● 最適資本構成 〈要望〉・（投資先の状況に応じた）借り入れの積極化、借入金の削減 ● 株主還元についての考え方 〈要望〉・有効な投資対象がない場合の株主還元（含む自社株買い）強化
-----------	---

経営戦略・ 事業戦略	●経営計画 〈要望〉・中長期経営計画の策定と公表 ・グループ会社・事業部門間のシナジー強化 ●IRの強化 〈要望〉・統合レポートの作成（得に多角化している企業） ●グループ経営体制 〈要望〉・海外子会社を含めた実効的な収益/リスク管理体制の構築※ ●事業再編成 〈要望〉・事業分野の選択と集中、新事業分野構築への注力
---------------	---

表 2

出所)住友生命保険相互会社(2017年)「スチュワードシップ活動(対話・議決権行使)に関する考え方および活動状況報告(平成28年度)」p.26,27より一部抜粋・筆者作成

5 (www.sumitomolife.co.jp/about/newsrelease/pdf/2017/170905.pdf)

注：これらの内容は複数の投資先企業との主な対話内容である。

※〈要望〉では、対話先企業が多く事業部門から構成される製造業で、ある事業部で発生した大規模損失が他部門に影響を及ぼすと考えられることから、

10 リスク分析やリスク許容度の管理の一体化が議論された。

このように事業レベルなどでの具体的な対話を行うためには、企業は機関投資家が欲している情報を開示し、機関投資家はその情報を分析し、企業側が見失っている情報や改善すべき状態を機関投資家側が言及するなど、機関投資家が能動的に動くことが必要である。将来の持続的成長につながる対話は、企業

15 と機関投資家が協同してコミュニケーションを図り明確な意思表示をすることが必要である。

(2) 議決権行使

議決権行使は、機関投資家が企業に対して意思表示をする場となる。また、

20 受託者である機関投資家は受益者に対してどのような運用をどのような指針で

行っているのかを説明すべきであるという動きもあり、議決権行使の事前事後ともに改善すべきところがある。スチュワードシップ・コードの原則 5 において「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針をもつとともに、議決権行使の方針については、たんに形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」と示唆され、議決権行使に関わる開示を行う機関投資家が増加した。また、同コードが 2017 年 3 月に改訂された中で、議決権行使結果の公表に加え、それぞれを個別に開示すべきであり、議決権行使の賛否の理由についても対外的に説明し可視性を高めるべきであるとなされた。

10 議決権を行使するにあたって、各議題に対して基準を設けている機関投資家がいる。例えば「社外取締役の増加」という議題に対しどのような基準で賛成票または反対票を投じるのかをあらかじめ決めておくということである。このような開示は、投資先企業や受益者に対してどのような基準で投資を行っているのかを伝えられる。しかし、その基準通りに行使することが企業の中長期的
15 成長に繋がるとは言い難い。企業ごとで直面している課題や組織体系、事業環境などが異なる中、取るべき経営戦略が同一になるのは不自然である。企業ごとでそのとき必要とされる選択を行うべきで、その選択により企業の将来が決まると言っても過言ではなく、機関投資家はその重役を担っている。

機関投資家が議決権行使の判断を下す際、議決権行使助言会社が提供する判断基準を用いて賛否を決定したり、賛否判断を委託したりすることがある。日本投資顧問業協会のアンケートによると、2016 年 10 月現在で 47% の機関投資家が助言会社を活用していることがわかった。数多くの投資先を抱える機関投資家は、同社を利用することでスムーズに意思決定ができ負担が減るが、一方でどのような考え、理由の下に意思決定されたのか不透明であるほか、利益相反となつて助言の公平性が保たれない可能性も生じる。スチュワードシップ・
25 コードでは、「助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである」とし、機関投資家が明確な運用方針を持ち、投資先企業との対話を通じて自らの意思を表明することが求められている。

30 議決権行使後については同コード改訂にあたり個別開示が促された。透明性

の確保と利益相反の排除を目的としており、機関投資家が保有する株式に親会社のものが含まれた場合、顧客の利益よりも自社や親会社の利益が優先される懸念を取り除くことが可能になる。大和総研「機関投資家の議決権行使状況」によると、議案への反対率は上昇しており、特に買収防衛策の反対率は 2016 年と比較して 20 ポイント以上上昇している。開示するにあたり議決権行使の基準の改訂や運用の見直しを行ったと考えられる。国内では大手生命保険会社 3 社が個別開示を開始した。議決権行使結果の集計表や反対票を投じた主な理由など、開示内容が以前と比べ具体化した。議案ごとに個別で反対票を投じた理由などさらに詳しい情報が求められている。機関投資家は受託者責任を果たすため、情報開示に透明性を持たせることが重要になってきている。

3-2-2. Who? – 誰が対話を行うのか

機関投資家の中でも誰が企業と対話を行っているのか。企業側にとって、誰にアポイントメントを取れば良いのか分からないケースもある。機関投資家の中には、投資ポートフォリオを組むファンドマネージャー、投資先企業を分析し企業とのパイプ役を果たすアナリストなどがいて、その中でも外部から投資情報を提供するセルサイド・アナリストと機関投資家の企業内の運用部門に配置されているバイサイド・アナリストがいる。アナリストはある業界に特化して分析をしたり、広範囲の業界や企業を分析したりなど、さまざまな役割がある。大手運用機関ではバイサイド・アナリストが企業との個別ミーティングを行い、後にファンドマネージャーと共有し運用を託すなど、役割を明確に分けているところもあるが、対話内容が運用に活かされているかが不透明である。また、議決権行使担当者との対話担当者が異なるケースがほとんどで、個別対話などでの貴重な情報交換が議決権行使に活かされているかどうか不透明である。

伊藤レポートではバイサイド・アナリストやポートフォリオ・マネージャーが直接対話を行うことが重要であると示され、これにより中長期的な関係を構築することが可能となると示唆されている。また、議決権行使に関しては「議決権行使担当者やコーポレート・ガバナンス・オフィサーとポートフォリオ・マネージャーやアナリストとの緊密な連携が強化されることが重要」ともいわ

れ、機関投資家内部でのガバナンス体制の改善が求められている。

機関投資家の中でもすでにコーポレートガバナンス部門を設け、企業との対話を強化し内部の情報共有に力を注ぐところが出てきた。いずれにせよ内部体制が現状のままでは企業との対話が質的に充実せず、議決権行使の開示についても透明性が確保されない懸念がある。

4 章 企業の証券市場への取り組みと課題

4-1. 情報開示

本章では企業が機関投資家へ行う情報開示の視点から、証券市場への取り組みと課題について言及する。

投資家は投資判断材料として企業に関する十分な情報を必要としており、企業側は出資者である投資家へ正確かつ充実した情報開示を行う必要がある。質の高い情報開示により、企業の透明性が高まり社会的信頼性・評価が上がる。また、企業と投資家間のリスク認識を可能な限り一致させ、両者間の情報の非対称性を緩和させることで、資本コスト低下を促し企業価値を向上させることが出来る。近年では ESG などの非財務情報に着目する投資家も増加傾向にあり、2015 年に発行されたコーポレートガバナンス・コードにより、企業にはより一層情報開示の柔軟化・強化が必要とされている。また、日本における海外投資家の株式保有比率は約 3 割に上り、英語版での報告書の作成や、海外投資家向けの説明会実施など、日本企業も対応を迫られている。

日本の現在の情報開示制度は、中長期的な企業の成長に向けた企業と投資家間の対話を促す内容になっているのか、また、機関投資家の短期的志向を招いた原因が情報開示にあるのか、検討していきたい。

4-2. 日本の情報開示制度

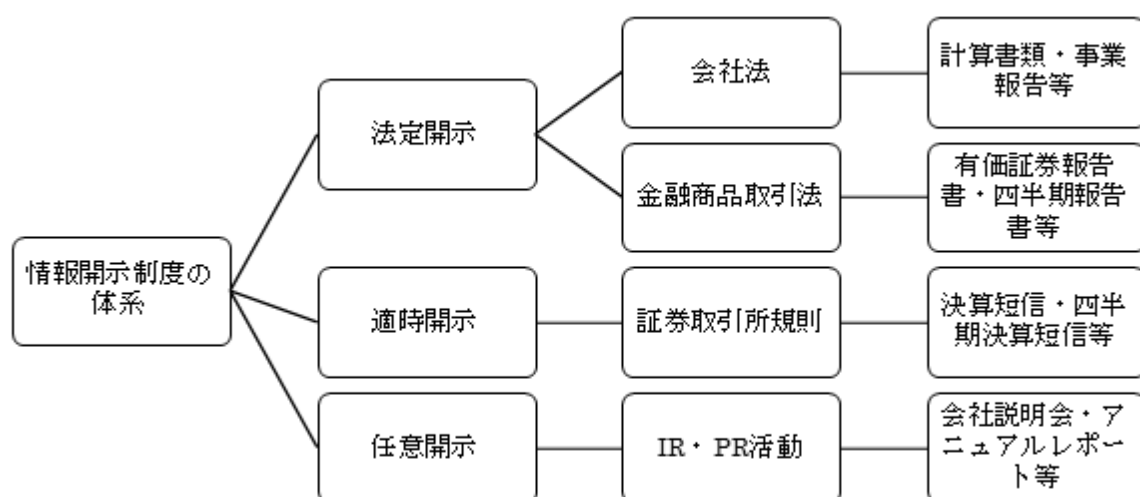
我が国の情報開示制度は大きく「法定開示」「適時開示」「任意開示」の 3 つに分類される。

法定開示とは、金融商品取引法と会社法によって規定された制度である。金融商品取引法で四半期報告書、有価証券報告書等、会社法で計算書類や決算公告等の提出が義務付けられている。適時開示とは、取引所規則に則って、時々

変化する重要な企業情報をその都度適時、適切に開示する制度であり、決算短信、四半期決算短信、コーポレートガバナンス報告書を開示する。最後に任意開示とは法律で規定された開示とともに、任意で投資家に有益な情報を適時、定期的に提供する活動であり、法的拘束力はないが、投資家にとっては特に非財務情報を得る上では非常に重要である。具体例は PR、IR 活動である。IR（インベスター・リレーションズ）活動とは、企業が投資家へ投資判断に必要な企業情報を、適時、公平、継続して自主的に提供する活動のことである。近年は企業の IR 活動に対する姿勢は積極的で、IR 専属部門を配置したり、経営トップが先頭に立ち説明を行ったりするケースも増えている。

- 10 IR 活動の具体的な事例としては、アナリストや個人投資家等を対象にした会社説明会や会社を紹介するホームページ等の作成と公開、AR、会社案内等の作成などの様々な方法がある。

日本の情報開示制度体系



15

図 3

出所)経済産業政策局 企業会計室(2014)「企業情報開示等をめぐる国際動向」
p.3 より筆者作成

(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/d

is.pdf)

4-3. 情報開示と資本コストの関連性

4-3-1. 情報開示と資本コスト

- 5 一般的に、質の高い情報開示は資本コストを低下させるといわれている。資本コストとは、投資家側からすれば「リスクに見合った期待するリターン」である。投資家は過去の実績や将来的な見通しについて、財務面だけではなく非財務面も考慮してリスク認識を行う。この際に投資家の投資判断材料として活用される重要な一つの要素が「情報開示」であるが、これが不正確に行われた
- 10 場合や開示自体が不十分であった場合には、開示が適切かつ充実して行われていた場合に比べて、投資家はその企業に関するリスクを過小あるいは過大に評価する可能性がある。当然将来の見通しには不確実な要素もあるため、全てを取り除くことはできないが、企業が適時に意思決定や中長期的な経営計画を開示することである程度は不確実性を解消することができるだろう。

15

4-3-2. 業績予想の精度と資本コスト

多くの投資家は企業から開示された情報を重要な投資判断材料として扱うため、企業としては正確で精度の高い情報を投資家へ提供することが求められる。

- 20 その中で重要な要素となるのが将来の業績予想である。ここでは、過去 10 年間で期初の業績予想に対して実績が±10%以内に着地した回数をカウントし、50%以上のものを高信頼度と定義することとする。図 4 は高信頼度の企業群の資本コストと東証一部上場企業の資本コストを比較したグラフであり、この図からは高信頼度の企業群の資本コストが東証一部上場企業の資本コストよりも低いことが分かる。資本コストはリスクや信頼度が反映されたものであるため、
- 25 業績予想の精度を高めることは、リスクを下げて投資家のリスク認識を正しいものにし、結果として資本コストの低下に繋がる。

業績の信頼度と資本コスト

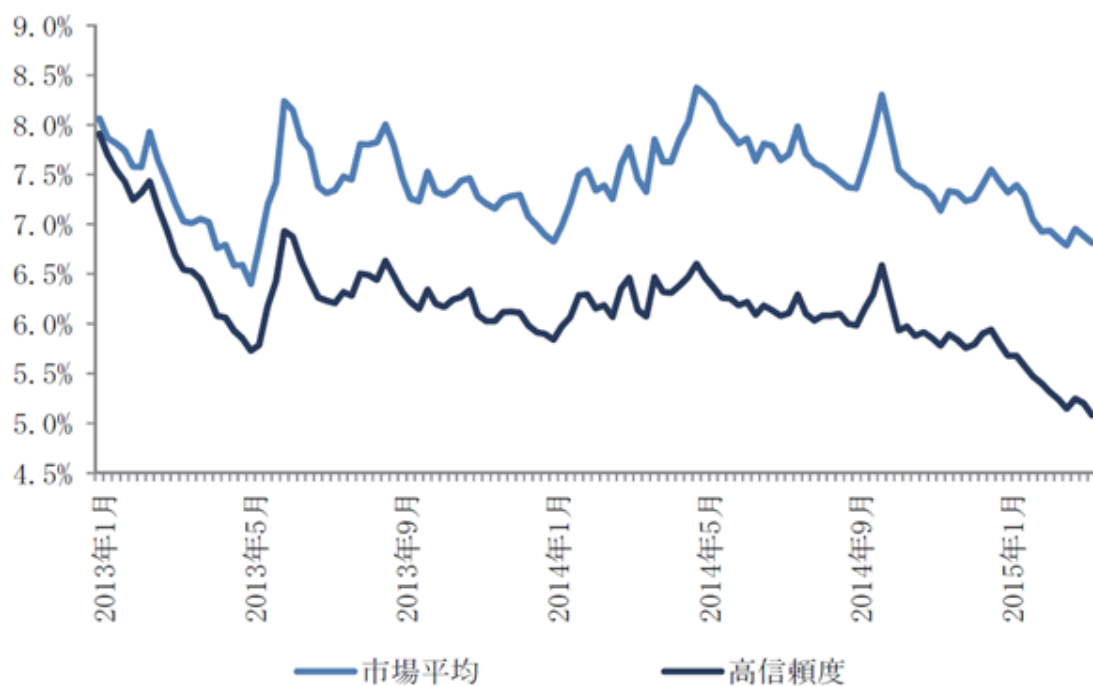


図 4

出所)三菱 UFJ 信託銀行(2015)「資本コストと企業価値」p.12 より引用
(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf)

5

よって適切な情報開示を行うことにより企業の透明性が高まり、企業と投資家間のリスク認識が正しくなることが資本コスト低下の一要素となり、最終的には企業価値の向上へと繋がる。また、これにより企業と投資家間における継続的対話による信頼関係が醸成される。

10

4-3-3. 非財務情報の重要性

(1)非財務情報

本稿では財務報告の中の財務情報以外の情報、及び知的財産報告書等のその他の報告書で開示する情報、ESG 情報、経営の方針に関わる情報を非財務情報とする。投資家にとって企業価値やガバナンスを中長期的な視点で評価する際には ESG 情報等の非財務情報も重要である。企業は財務情報と非財務情報を適切に組み合わせて投資家向けの報告を戦略的に行っていく必要がある。

15

(2)企業価値と非財務情報の関連性

近年、財務情報の企業価値関連性が低下しているという事実を示す実証的な証拠が相次ぎ提示されている。日本の上場企業に対して、各年度におけるモデルの調整済み決定係数をベースに測定したところ、図 5 が示すように過去 15 年間で純資産や経常利益といった財務情報の株価説明力は低下してきている傾向にあることが確認できる。この原因として考えられるのは、将来事象の寄与度拡大、リスク事象の頻発、会計処理における予測、見積もり要素の拡大等である。

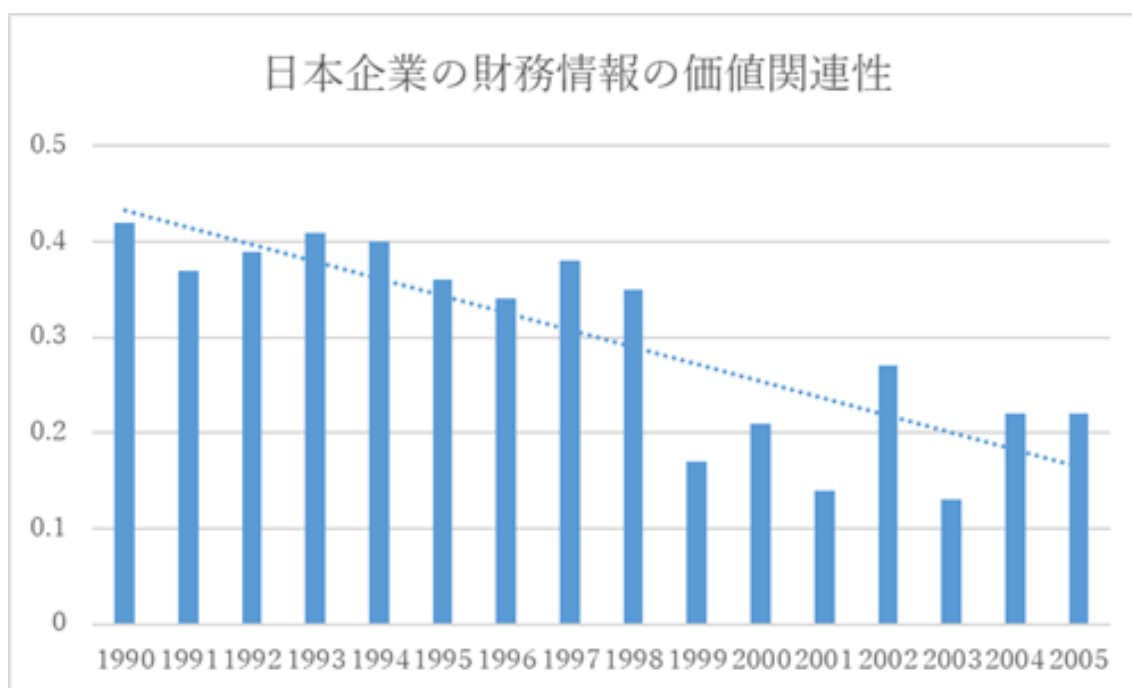


図 5

10 出所)財団法人 企業活力研究所(2012)「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査報告書」p.5 より筆者作成
(http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf)

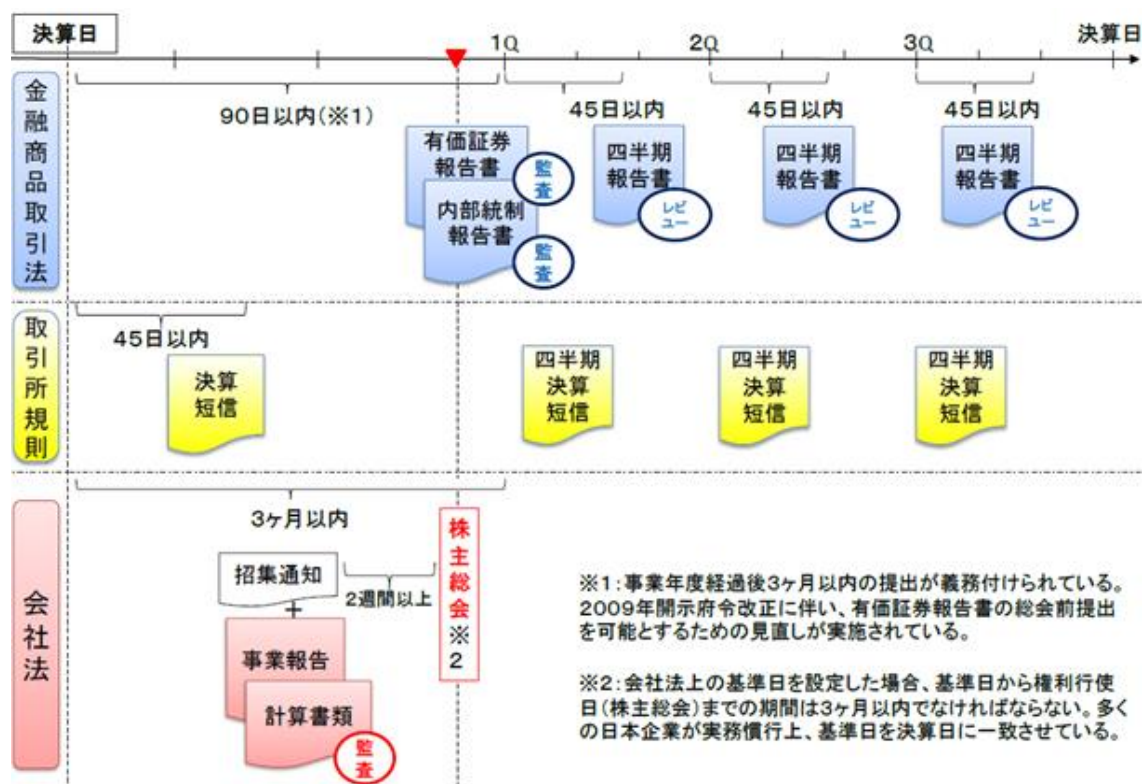
15 4-4. 日本の制度開示の現状と課題

4-4-1. 制度開示の仕組み

我が国の上場企業が開示義務のある書類の提出スケジュールを表で表すと以下のようになる。決算後約 1 ヶ月程度のタイミングで決算短信より決算発表を行い、その後事業報告及び計算書類等を株主総会招集通知の添付書類として、

決算日後約 2 ヶ月、株主総会の 2~3 週間前のタイミングで株主宛に発送する。
 なお、会社法に基づく監査報告は、計算書類等を株主に提供するタイミングで
 はなく、主に決算発表の前後で行われており、約 4 割は短信公表前に監査報告
 を入手する。さらにその後、株主総会開催の当日以降、法定期限の直前のタイ
 ミングで有価証券報告書 EDINET において開示する。この提出期限は決算日か
 ら 90 日以内である。

上場企業における開示頻度・タイミング



10 図 6

出所) 経済産業政策局 企業会計室(2014)「企業情報開示等をめぐる国際動向」
 p.9 より引用
 (http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/d
 is.pdf)

15

4-4-2. 制度開示における現状・課題

我が国の情報開示制度は会社法、金融商品取引法、取引所規則の 3 つの年度

開示が行われるが、似たような情報が3つの制度で開示を求められるため、企業側の作成者の負担は大きく利用者が把握しきれていないという状況である。また、開示内容にも重複が生じている。企業側としては、複数の書類を短期間で作成せねばならずそれぞれのチェックにも多大な時間と労力を費やしてしまう。

経済産業省の「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」の「企業情報開示検討分科会」(2015)では、事業報告(会社法)と有価証券報告書(金融商品取引法)の開示内容に重複する項目が多数存在することが指摘され、「未来投資戦略 2017」で現在一体化に関する検討が行われている。

4-4-3. 四半期開示の見直しの必要性

(1) 四半期開示制度

我が国の上場企業には、金融商品取引法に基づく四半期報告書と証券取引所の上場規定に基づく四半期決算短信の2つの四半期開示が要請されている。開示のタイミングは、四半期報告書は原則として各四半期終了後45日以内に提出しなければならない。

上場企業は平均すると、四半期決算日後1か月程度のタイミングで四半期決算短信による決算発表(平均34日)と四半期報告書のEDINETでの開示(平均41日)を行っており、両者の開示タイミングのずれは6日程度である。

なお、四半期決算短信については四半期決算後30～31日後に開示する企業が多く、四半期報告書は42～45日後に開示する企業が多い。また、2つを同日に開示する企業も相応に存在する。

	四半期報告書(金融商品取引法)	四半期決算短信(取引所規則)
提出期限	各四半期終了後45日以内	四半期決算が決まり次第直ちに提出

開示内容	・ 連結貸借対照表 ・ 連結損益計算書 ・ 連結キャッシュフロー計算書 ・ 株主資本等の重要な変動 (個別貸借対照表) (個別損益計算書) ・ セグメント情報 ・ その他注記事項 (簡素化) ・ 非財務情報	・ 経営成績 ・ 財政状態 ・ キャッシュフローの状態 ・ 配当の状況
------	---	--

表 3

出所)経済産業省(2015)「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会
報告書～対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて～」
p.55 より筆者作成

5 (<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf>)

(2)四半期開示における課題

10 四半期開示制度には賛否両論があり、「未来投資戦略 2017」では四半期開示
の見直しを検討している。その理由としては、四半期開示制度の問題点がいく
つか挙げられる。

第一に、四半期開示は負担が大きいという意見がある。特に、四半期報告書
と四半期決算短信はほぼ同時期に二種類の書類があり、企業、投資家にとって
有用ではないといえる。

15 第二に、四半期開示制度によって企業と投資家が短期的志向に陥ってしまう
恐れがあるという点である。短期的志向の投資家が増える中で、投資家との対
話を四半期毎に行っていると企業もその投資家の影響を受ける可能性があり、
企業と投資家間の対話も短期的志向に向かってしまう危険性がある。

20 第三に、四半期決算の重要性は業種により異なる点である。例えば季節変動
が大きい業種であれば、四半期業績の意味がほぼ無いため、一律に四半期開示
を求めるのは適切でないと考えられる。

第四に、日本では四半期決算の開示に時間を要するため、企業が投資家と対話を行うことができない期間が長くなる点である。米国では四半期決算短信が決算後約2週間で提出されているのに対し、日本では提出期限の明確な規定はないものの、実際は約1ヶ月後に提出している企業が多いのが現状である。

- 5 図6は東京証券取引所による上場会社2,332社を対象に行った四半期開示に対する実態調査であり、これによると「四半期報告書と役割分担を踏まえ迅速な開示が可能となるよう抜本的な見直しを図ることが望ましい」と回答した企業が約6割に上る。

10 四半期決算短信の見直しについての意見

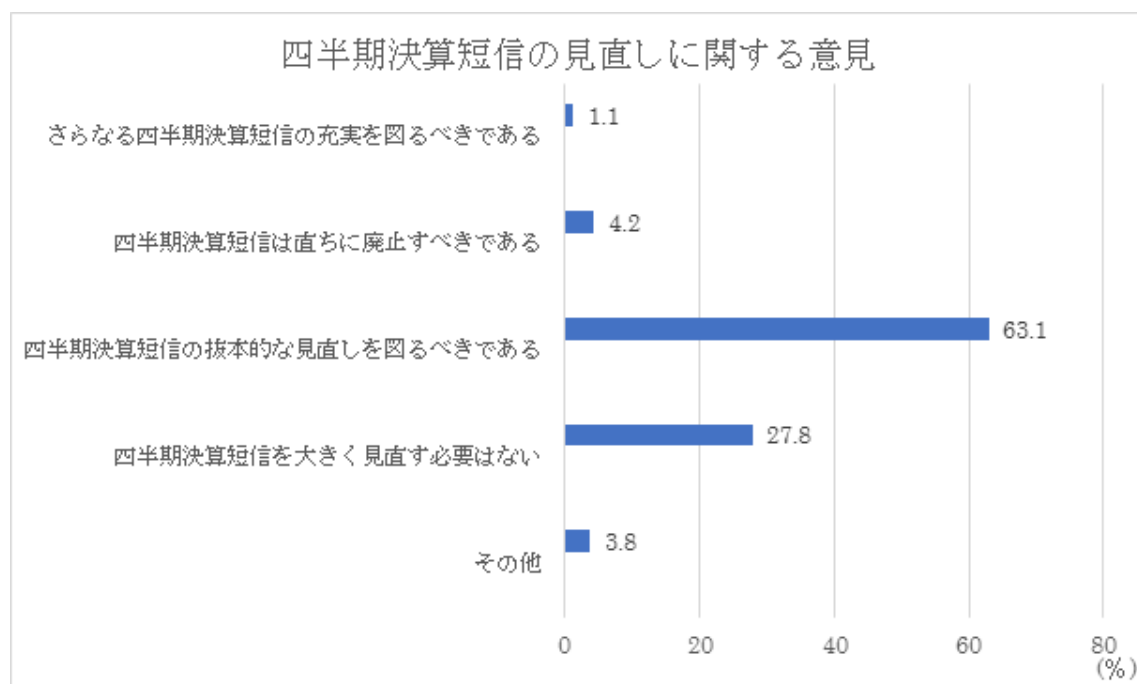


図7

出所)東京証券取引所(2009)「四半期開示に関する上場会社の意識・実態調査結果の概要」p.20より筆者作成

- 15 (http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004x31-att/joujou_gaiyou.pdf)

以上のような課題を踏まえ、未来投資戦略2017では、四半期開示について大幅な見直しを検討することとしている。

一方で、一部の機関投資家からは、「四半期開示は持続的な企業価値向上に向けたラップタイムの検証に有効である」「投資家と企業のコミュニケーションの場として有用である」「長期の企業の経営計画の進捗をモニタリングするという意味ではあってもいいのではないのか」といった四半期開示に対する前向きな意見も寄せられており、四半期開示の見直しには賛否両論があると言えるだろう。

4-5. 財務・非財務情報の統合的開示の必要性

4-5-1. 非財務情報開示における課題

10 先に述べたように非財務情報を重視する投資家が増えてきており、今後より一層注目を集めると予想されるが、非財務情報を開示する上では課題も存在する。

それは、企業価値の向上のプロセスと非財務情報開示との明確な関係性の説明が難しい点である。近年、非財務情報の開示が企業価値創造へと繋がるとされ注目を集めているが、投資家が知りたいのは非財務情報がどのように企業価値向上へとつながるのかのプロセスである。その関連性についての明確な説明が不十分である。

現在の我が国の企業情報開示は、財務情報と非財務情報が分けて開示されている場合が多い。財務情報は主に会社法や金融商品取引法で定められた事業報告や有価証券報告書で開示され、非財務情報は任意開示である IR 活動等によって開示される。企業は財務情報、非財務情報の両面から統合的に企業価値の向上に向けたプロセスをストーリー立てて開示していくことが重要であり、そのために今後活用が期待されるのが統合報告書である。

25 4-5-2. 統合報告書

統合報告書とは、主に大手企業が発行する財務情報と非財務情報から構成される報告書のことを指す。これは一冊で企業の経営実態や持続的な成長への取り組み、中長期的な価値創造などを既存株主や投資家、取引先などのステークホルダーに向けて紹介するものである。内容としては、中長期の経営戦略、環境や社会への取り組み、ガバナンス体制、財務諸表による業績分析等が挙げら

れる。一般に統合報告書では、法律に定められた以外の企業の個性が見えやすい長期投資で重要になる企業ビジョン、社風、経営戦略等財務諸表には出てこない「見えない資産」を配慮して考えることができる。そのため、株式投資では統合報告書は企業の経営活動を知る上で欠かせない資料であり、企業の持続性における大切な経営理念や戦略等の一貫性を確認することができる。現状として統合報告書を作成していない企業は、AR や CSR レポートといった形で開示を行っている。

なお、その作成にあたり国際統合報告評議会(IIRC: International Integrated Reporting Council)がガイドラインを公表している。

10

4-5-3. IIRC の国際統合報告フレームワーク

IIRC は 2013 年 12 月に統合報告書の全般的な内容を統括する指導原則及び内容要素を規定している。指導原則としては、戦略的焦点と将来志向、情報の結合性、ステークホルダーとの関係性、重要性、簡潔性、信頼性と完全性、首尾一貫性と比較可能性の 7 要素が定められており、IIRC がベストプラクティスとしている最善の実務慣行の事例を踏まえると、統合報告で特に重要であるのがフレームワークの中の 7 つの説明原則の中では、「戦略的焦点と将来志向」と「情報の結合性」、「簡潔性」の 3 つの原則である。内容要素は以下の表の通りである。財務情報と非財務情報を統合的に分析した開示内容が求められている。

20

組織概要と外部環境	組織の文化・価値、マーケットポジション、業界動向等のマクロ要因
ガバナンス	組織のリーダーシップ構造、組織文化形成のプロセス等
ビジネスモデル	主要な事業活動等
リスクと機会	組織固有の主要なリスクと機会の特定
戦略と資源配分	短・中・長期的戦略目標、戦略実現のための資源配分計画

実績	目標・リスクに関する定量的指標(KPI等※)
見通し	短・中・長期的に企業が直面し得る外部環境についての期待等
作成と表示の基礎	組織による重要性の決定プロセスの要約等

表 4

出所)国際統合報告評議会(IIRC: International Integrated Reporting Council)(2015)「国際統合報告フレームワーク日本語訳」p.27-36より筆者作成
(http://integratedreporting.org/wpcontent/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf)

5 R_Framework_JP.pdf)

※KPI:重要業績評価と訳され、目標を達成するためのプロセスを評価する指標のこと。

4-5-4. 統合報告書に関する現状と課題

10

日本の統合報告書発行企業の推移

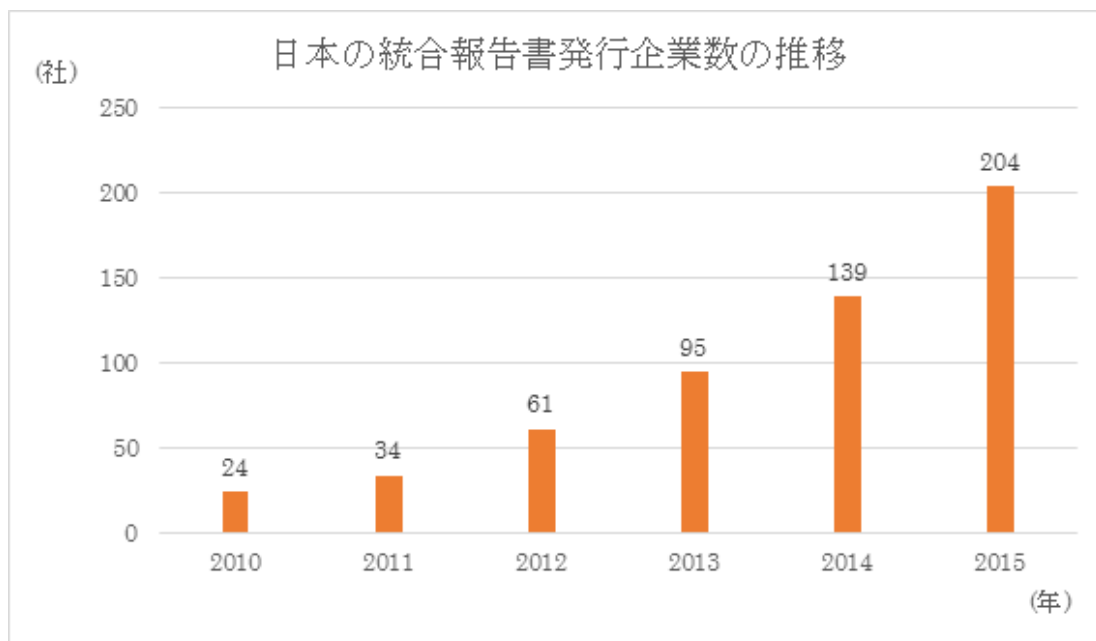


図 8

出所)三井住友信託銀行(2017)「注目される ESG への取り組み～統合報告書が企業価値向上に役立つ～」p.1 より筆者作成

(<http://www.smtb.jp/business/agency/consulting/pdf/no2-044.pdf>)

5 図 8 から分かるように、IIRC が統合報告のフレームワークを 2013 年に公表し、日本語訳が翌年に発行されたことで、ここ数年で日本における統合報告書の発行企業は急増しており、統合報告書が注目を集めていることが明確である。

しかし、国際的にみても、その制度や形式が一樣ではないことである。我が国の統合報告書の現状としては、「アニュアルレポートと CSR レポートをそのまま合わせた合本タイプ」と、「IIRC のフレームワークを一部取り入れたタイプ」と、「IIRC のフレームワークに準拠したタイプ」など、その様式はさまざまであり、財務情報と非財務情報をただ糊付けしただけの形式的な統合報告書になってしまっている点が課題として考えられる。

10 国際会計研究学会が 2015 年に、統合報告書を作成しているとみなされている対象企業 142 社に対して、2015 年 3 月下旬～5 月末にかけてアンケートを実施（原則郵送，一部 Fax または E-mail 回答）し、回答企業数は 91 社（回収率 64.1%）であった。アンケート調査によると、「財務情報と非財務情報を統合的に開示している報告書の名称は何か」という問いに対し、「統合報告書」と回答した企業は 26 社と全体の 3 割程度に留まったのに対して、「アニュアルレポート」は 2 割、「その他（社名レポート等）」が 39 社と全体の 4 割超に上った。また、「財務情報と非財務情報を統合的に開示している報告書(統合報告書)の作成において困難と感じたことは何か」という質問に対しては「価値創造プロセスの示し方」回答が 53 社と最も多く、全体の 25%を占めていた。そして「重要性の決定」が 36 社、「情報の結合」が 34 社と続き、この 3 項目で全体
25 の約 6 割を占めた。

統合報告書は注目を集めてきてはいるものの、その形式が多岐にわたり名称も様々であるため、投資家が WEB 上で検索をかけても見つからないケースもある。また、財務情報と非財務情報を関連付けて伝え切れていないのが現状であり、今後は統合報告書の内容をより充実させ、投資家に分かりやすい形で企業価値創造へのプロセスを一連の流れとして伝えていく必要がある。

5 章 証券市場活性化のために

- ここまで、機関投資家と企業が証券市場に対し、どのような影響を与えているのかについて言及してきた。今後証券市場を活性化させていくために、各主体がどうあるべきか総括し、また新たにどのような取り組みが必要かについて提言を行う。

5-1. 機関投資家と企業のあるべき姿

5-1-1. 機関投資家のあるべき姿

- 10 ESG 投資が国内市場において未だ成長過程であるが、確かな成功事例を待つのではなく率先して行動すべきである。しかし、受託者責任を果たすために慎重な運用も心がける必要があるため、安定した運用ができるよう段階的に ESG 銘柄をポートフォリオに組み入れたり、既存の投資先に ESG の働きかけを対話により行ったりして取り組み始めるべきである。
- 15 また、機関投資家は議決権行使の個別開示や対話充実に取り組むべきであるが、どのような目的で行うのか、そのためには誰に何を開示するべきなのかなどを熟考し行動することが重要である。スチュワードシップ・コードといった政策によって対話することのみに達成意義を感じ、本来の目的を忘却した無意味な活動では返って投資活動の運営を妨げられたり投資先の企業価値を低下させてしまったりする懸念が生じるからである。透明性を確保すると同時に質的
- 20 向上に努めるべきである。また、PRI 署名はこれらを厳格に監視し、原則に忠実かつ公正な証であるため署名が促進されていくべきである。

5-1-2. 企業のあるべき姿

- 25 情報開示のあり方が世界で見直される中で、日本においてもコーポレートガバナンス・コードに基づき株主の期待リターンに応えるべく、企業はより情報開示を充実させていくことが求められる。近年の証券市場において ESG 等の非財務情報に着目する投資家を含む関係者が増加しており、それらを財務情報と関連付けて統合的に開示し、企業価値創造へのプロセスをストーリー立てて
- 30 投資家へ説明していくべきである。また、IR 活動等による企業から投資家への

働きかけを積極的に行い、中長期的な企業価値向上へ向けた対話を、より深めていくことが今後さらに必要となると考えられる。

5-2. 提言および方策

- 5 これまでの現状分析を踏まえ、両者のあるべき姿を実現するための方策を提案する。

5-2-1. 機関投資家：運用組織体制の改造

- 機関投資家は投資プロセスにおいて、アナリストによる投資先企業の評価、
10 分析が行われ、それを元にファンドマネージャーによる運用が行われることが一般的である。またファンドマネージャーと議決権行使担当者が分離していることが中長期的な企業の成長を推し進める活動を妨げているという現状を踏まえ、機関投資家の対話力を向上させることが目的であり、そのために組織を統合的で連携的なものにすることが必要であると考え。具体的には、機関投資
15 家内に「ESG 部門」という新たな部門を設置し、その中にバイサイド・アナリスト、ファンドマネージャー、エンゲージメント担当（議決権行使の採択の判断や分析を行う業務も伴う者）、新規開拓※を並立的に配置する。1つの部門に集約することで部門内において ESG に対する意識を高め、情報共有を迅速かつ正確に行われるようになるため、議決権行使判断や投資判断を行う際の企業
20 評価がより適切に行われることが期待される。また、全体での意思決定が明確になるため透明性のある効率的な運用が推し進められると考える。

※新規開拓：新たな ESG 銘柄を探求し、その分析や対話に注力する担当者およびグループ。

25 5-2-2. 企業：情報開示の規定化

(1) 統合報告書の内容充実化・義務化

- IIRC（国際統合報告委員会）が統合報告書のフレームワークを正式発表し、持続可能な社会への取り組みと財務パフォーマンスとの関連性を明確にすることが目的とされた。日本では現在、統合報告書の公表は任意とし、ARを統合報告書として位置づける企業や CSR 報告書に財務情報を載せる企業など、その名
30

称や内容は企業によって異なり統合報告の開示は多岐にわたる。そこで統合報告書について上場企業を対象に年度決算後の提出を義務化し、名称も統合報告書と一律にすることを提言する。また、以前からある AR と CSR 報告書の言葉通りの統合ではなく、4-6-3 で述べたフレームワークを理解し、統合思考を熟考しなくてはならない。

これにより IR 部門と CSR 部門、その他部門との連携強化が促せると考える。財務情報の作成を主体的に行っている部門について多くの企業が CSR 部門あるいは IR 部門の片方が担っているが、『「財務情報と非財務情報を統合的に開示している報告書」の作成に伴って生じた内部的な効果は何か』というアンケートを実施した国際会計研究学会年報 2015 年度第 1 号によれば、「部門間の連携強化」が全体の 4 割を占めたと報告されており、総務部、人事部といった他部門や会社内外との連携も一部散見されたことから、統合報告が会社組織のサイロ化を解消させると考える。また、逆の観点からみると、部門同士の連携を図ることでコミュニケーションを活発化し、細密な組織を構築することで統合的思考が浸透する可能性も見込める。さらに IR 部門で吸収された投資家の意見も他部門へ適切に反映させることで、より企業全体としての情報開示戦略が効率的に向上されていくことが期待される。

(2) 四半期開示制度の見直し

金融商品取引法で定める四半期報告制度は適時開示のルールに基づいて上場会社に適用されているが、この三ヶ月毎の財務情報が必要であるか検討し、撤廃すべきと我々は考える。この短期間の情報開示自体が投資家あるいは経営の短期的志向に陥るおそれがある一方、四半期開示は情報量の増加により中長期志向の投資家に有益であるとも言える。しかし、アナリストが短期的作業に追われ、中長期的な企業価値を評価すべき本来の業務を十分に遂行させることを妨げているという問題を受けて、四半期決算短信と法定開示の重複する部分を排除し効率性を高めるべきである。そこで、決算報告書の時期に関して半期あるいは四半期のどちらかを企業側が選択できるようにし、四半期決算短信は従来のまま報告する。これにより最低でも半期毎の詳細な財務情報を把握し、迅速に決算情報の要点を掴み、運用側の効率を上げることができる。加えて、企

業側も負担軽減により情報開示の効率性が高まり、機関投資家との対話不足が改善されると考える。

5-2-3. 政府：ESG 銘柄選定項目の指針作成

- 5 政府の取り組みとしては、機関投資家が ESG 投資を行う際の銘柄選択の判断材料となるガイドラインの作成を提案する。一般に機関投資家が証券投資の意思決定を行う際は企業の財務情報を分析するが、財務情報だけでは企業の持続可能性を測ることは不可能であるため、ESG 投資の場合は企業が作成、開示している統合報告書や CSR レポートから個々に ESG 情報を収集せねばならない。また、企業が財務情報と ESG 情報を関連づけて開示することは極めて稀であるため、機関投資家は別々の開示資料から財務情報と非財務情報を関連づけて分析し、企業を評価する能力が必要とされる。しかし、現時点では ESG 観点から企業を評価する際の統一された基準は設けられていないため、機関投資家は ESG の観点から企業を適切に評価することが困難な状況であると我々は考える。
- 10
- 15

- そこで、政府が銘柄選択の際に重要視すべき ESG 要素をピックアップしガイドラインとして示すことで、機関投資家は何を見て ESG 評価を行うかを明確にできる。具体的には、非財務情報の中でも財務情報と関連のあるとされるマテリアリティ中心に項目を設定する。ESG を E、S、G の 3 つの観点に分け、E では気候変動や資源、S では人権・地域社会や健康・安全、G ではリスクマネジメントやコーポレートガバナンスといったように観点ごとに項目を列挙したガイドラインを作成する。各企業はそれぞれ注力している ESG 要素が異なるが、これにより機関投資家は自社の重視する項目を投資先企業が満たしているのか確認することができるようになる。ただし、ここで付け加えるべき事項は、
- 20
- 25
- このガイドラインにより具体的な数値をもって企業をランク付けするわけではないということである。あくまでこのガイドラインは機関投資家が銘柄選択を行う手助けとして重視すべき項目を提示する役割を果たすものとする。

- よって、政府がこのガイドラインを導入することにより統一的な指針が示され、機関投資家による ESG 銘柄選択が適切なものになり、更なる ESG 投資の拡大に寄与すると考える。
- 30

終章

これまで機関投資家は「モノ言わぬ株主」であったが、政府による働きかけにより機関投資家の姿勢や行動が徐々に変化する中で建設的な対話が行われつつある。しかし、スチュワードシップ責任を果たすために試行錯誤している状況で、証券市場を活性化させるためには解決すべき課題が未だ残っていることが示された。

企業と機関投資家は協同してサステナブルな社会を築き上げていくため、中長期的視点を持ち、さまざまなステークホルダーに対し透明性を確保することが重要である。機関投資家は投資、運用方針を明確に説明し、企業のモニタリングを行い情報提供も求めた上で、常に自らの行動を確認、改善し質的向上を行っていく必要がある。受託者責任を負っているからこそ株主の権利を十分にかつ適切に行使し、「投資のプロ」としての自覚を再度もつべきである。よって、企業は機関投資家のニーズに十分にかつ適切に応え、経営体制や社内統制を常に
10 に見直し、有効で適切な情報開示を行う必要がある。結果的に中長期的な企業価値を高め、投資家に確実なリターンを提供するべきである。このように企業と機関投資家は、一方向的な情報の投げ合いにならず企業の中長期的成長に向けた双方向の対話を深めることで、建設的な対話が行われると考える。

加えて、証券市場の活性化を考える上では個人投資家の存在を無視できない。
20 企業の透明性の高い情報開示により、家計の株式に対するリスク認識が高まり、自己資本コスト低下による超過リターンが増大することで、「株式投資＝投機」のイメージが払拭される。また機関投資家の行動が個人投資家に「投資家としてのあるべき姿」を映し、証券市場がより有効で持続的なものとして機能すると期待される。

25 本稿を踏まえ、機関投資家のモノ言う株主としての適切な行動と企業の中長期的企業価値向上により、証券市場の活性化が実現されると考える。

参考文献

- ・「失われた 20 年～資本市場停滞の要因（全体版）」、大和総研、2012
- 30 www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12110701capital-mkt.pdf

- ・『スチュワードシップとコーポレートガバナンス』、北川哲雄、2015
- ・『「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）』、金融庁、2014
- www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf
- 5 ・「物言う株主 再び存在感 経営改善提案、過去 2 番目の高水準」、日本経済新聞、2017
- ・「運用大手 3 社、総会賛否を開示 取引先にも反対票」、日本経済新聞、2017
- ・『「モノ言う株主」に変身する機関投資家』、日経ビジネスオンライン、2017
business.nikkeibp.co.jp
- 10 ・「責任ある機関投資家としての議決権行使（国内株式）の考え方」、三井住友信託銀行、2017
- <http://www.smtb.jp/business/instrument/voting/pdf>
- ・「IR 活動の実態調査」、日本 IR 協議会、2016
- <https://www.jira.or.jp/activity/research.html>
- 15 ・「企業における非財務情報の開示の在り方に関する調査研究報告書」、企業活力研究所、2012
- www.bpfj.jp/act/download_file/8428429/95101661.pdf
- ・「企業が行う IR 活動に関する調査」、野村インベスター・リレーションズ、2016
- 20 www.nomura-ir.co.jp/research_topics/institutional_investor/pdf/201702.pdf
- ・「日本サステナブル投資白書 2015」、JSIF、2016
- www.jsif.jp.net/wp
- ・「日本における ESG 投資の規模」、日興リサーチセンター、2016
- www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/02/rr201602_0001.pdf
- 25 ・「GSIA『2016 Global Sustainable Investment Review』を発表～世界の責任投資市場に関するレポート（2016 年版）～」、日興リサーチセンター、2017
- www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2017/04/rc201704.pdf
- ・「責任投資原則」、PRI（Principles for Responsible Investment）、2016
- https://www.unpri.org/download_report/18940
- 30 ・「Global Sustainable Investment Review 2016」、GSIA(Global Sustainable

- Investment Alliance)、2016
http://www.gsalliance.org/wpcontent/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf
- ・「ESG 投資が注目される背景」、大和総研、2016
- 5 www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-place/esg-investment/
- ・「証券用語解説集」、野村證券
www.nomura.co.jp/terms/
- ・「IT 用語辞典」
e-words.jp/
- 10 ・「金融経済語辞典」
www.finance-dictionary.com/
- ・「統合報告書を発行すべきか」、新日本有限責任監査法人、2014
<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihonlibrary/publications/issue/infosensor/2014-08-03.html>
- 15 ・「ESG 投資とパフォーマンス」、大和総研、2016
http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esgplace/esginvestment/20160325_010763.pdf
- ・「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」KPMG、2016
<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jpintegratedreporting20170324.pdf>
- 20 ・「これからの企業統治 機関投資家の役割重要に」、独立行政法人経済産業研究所、2016
<http://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/miyajima/06.html>
- ・「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスを策定しました ESG・非財務情報開示と無形資産投資の促進」、経済産業省
<http://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003.html>
- 25 ・「企業と投資家の対話について」、経済産業省
<http://www.meti.go.jp/interface/honsho/search>
- ・「年報 2015 年度 第 1 号 統合報告書公表企業の実態と課題」、国際会計研究学会、2015
- 30

- <http://jaias.org/2015bulletin/02.pdf>
- ・「資本コストと企業価値」、三菱 UFJ 信託銀行、2015
- www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf
- ・「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会 報告書」、経済産業省、
- 5 2015
- www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf
- ・「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～(伊藤レポート)」、経済産業省、2014
- www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf
- 10
- ・「国際統合報告フレームワーク日本語訳」、IIRC (国際統合報告評議会)、2015
- http://integratedreporting.org/wpcontent/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf
- ・「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～」、株式会社東京証券取引所、2015
- 15
- www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf
- ・「企業情報開示と監査、大規模な見直しへ」、大和総研、2017
- www.dir.co.jp/research/report/lawresearch/accounting/20171017_012373.pdf
- ・「注目される ESG への取り組み～統合報告書が企業価値向上に役立つ～」、三井住友信託銀行、2017
- 20
- www.smtb.jp/business/agency/consulting/pdf/no2-044.pdf
- ・『2015-2016 年版 スッキリわかる 証券外務員二種』、TAC 出版編集部、2015
 - ・「PTS における信用取引の解禁」、大和総研、2017
- www.dir.co.jp/research/report/lawresearch/securities/20170126_011638.html
- ・「金融審議会 市場ワーキング・グループ 議事録」、金融庁、2016
- 25
- www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20161220.html
- ・「図説 日本の証券市場 2016 年版」、日本証券経済研究所、2016
- www.jsri.or.jp/publish/market/market_26.html
- ・「日本版スチュワードシップ・コード改訂案」、大和総研、2017
- www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170324_011851.html
- 30
- ・「日本における ESG 投資の規模」、日興リサーチセンター、2016

www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/02/rr201602_0001.pdf

・「機関投資家の議決権行使状況」、大和総研、2017

www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171017_012372.html

・「スチュワードシップ活動(対話・議決権行使)に関する考え方および活動状況

5 報告(平成 28 年度)」、住友生命保険相互会社、2017

www.sumitomolife.co.jp/about/newsrelease/pdf/2017/170905.pdf

・『日本株式市場のリスクプレミアムと資本コスト』、菅原周一、2013

・「企業情報開示等をめぐる国際動向」経済産業政策局 企業会計室、2014

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/di

10 s.pdf

・「四半期開示に関する上場会社の意識・実態調査結果の概要」、東京証券取引所、2009

http://www.jpx.co.jp/equities/improvements/general/tvdivq0000004x31att/joujou_gaiyou.pdf