

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」



関西学院大学 阿萬ゼミナール 三村班

目次

序章	3
第1章 証券市場の停滞と機関投資家の台頭	4
第1節 コーポレートガバナンスの変遷	4
5 第2節 機関投資家が企業に与える影響	7
第3節 市場活性化に向けた政府の取り組み	8
第1項 伊藤レポート	8
第2項 スチュワードシップ・コード	9
第3項 コーポレートガバナンス・コード	11
10 第2章 機関投資家のあるべき姿	11
第1節 機関投資家の現状と問題	12
第1項 短期主義問題	12
第2項 議決権行使	14
第3項 証券アナリスト	17
15 第4項 モノ言う株主の増加	18
第2節 ESG投資	21
第1項 GPIFによるESG指数	22
第2項 ESG投資の現状	23
第3節 機関投資家のあるべき姿	25
20 第3章 企業のあるべき姿	26
第1節 ガバナンスの強化	26
第1項 社外取締役の導入	26
第2項 ガバナンスの実効性	28

	第3項	社外取締役の在任期間と株価パフォーマンス	29
	第4項	社外取締役の兼務者増加	33
	第2節	情報開示	34
	第1項	情報開示制度	34
5	第2項	株主総会の現状	36
	第3項	非財務情報開示の重要性	37
	第3節	統合報告書	38
	第4節	企業のあるべき姿	42
	第4章	提言	43
10	第1節	統合報告書の発行促進とフレームワークの統一	43
	第2節	社外取締役の人材プールの拡大	44
	第3節	経営者報酬の改革	46
	第4節	議決権行使助言会社への規制導入	47
	終章		48
15	参考文献		49

序章

戦後、我が国の経済は目まぐるしく発展してきたが、バブル崩壊以後、「失われた 20 年」と呼ばれ、日本経済は停滞し続けている。2012 年 2 月に第二次安倍政権が発足し、アベノミクスの第三の矢「民間投資を喚起する成長戦略」の一環として、コーポレートガバナンス改革(企業統治)が大きく取り上げられた。これを受けて、2014 年に「日本版スチュワードシップ・コード」、2015 年に「日本版コーポレートガバナンス・コード」が出された。両コードは車の両輪を果たすと言われ、機関投資家と企業のあるべき姿が問われている。

我が国の証券市場では、株式の保有構造の変化とともに機関投資家が市場に与える影響が大きくなってきている。しかし、機関投資家と企業が相互不可侵の状態にある。

本論文では、機関投資家と企業が相互不可侵にある現状を打破することで、モノ言う株主を増加させ、それらの活動によって中長期的な企業価値の向上を促し、証券市場が活性化するための方策を示す。第 1 章では、機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響とその背景について述べる。第 2 章と第 3 章では機関投資家と企業の両視点から現状を分析し、問題点を列挙し、それぞれのあるべき姿について述べる。第 4 章では、各章を踏まえ、証券市場が活性化するための方策を機関投資家と企業の両視点から提言する。

第1章 証券市場の停滞と機関投資家の台頭

第1節では機関投資家がコーポレートガバナンスに影響を与えるようになった背景について、第2節では第1節をふまえ、機関投資家が企業に与える影響について述べる。そして、第3節はアベノミクスの成長戦略による、政府の取り組みについて言及していく。

第1節 コーポレートガバナンスの変遷

コーポレートガバナンスとは、「企業統治」と呼ばれ、企業をとりまく様々なステークホルダーによって、企業を統制し、監視していく体制である。従来の日本におけるコーポレートガバナンスの特徴は2つ挙げられる。

1つ目は、メインバンクによるモニタリング、いわゆる「メインバンク制」である。メインバンク制とは、主に一行の銀行と取引を行い、長期的な融資を受け続けたり、株式をお互いに保有しあったりすることによって密接な関係を保つ制度である。従来、日本の企業は銀行借入の割合が高く、金融機関と依存関係にあった。銀行が先頭に立って、融資先の返済能力の調査を行い、貸付後は債務の返済が正しく行われているか監視を行った。時には役員を送り込み、融資先のコンサルティング機能も果たすこともあった¹。銀行が積極的に企業に
15 関与し、監視していくことによってガバナンス機能を果たしていた。

2つ目は株式持ち合い構造である。株式持ち合いとは、企業が相互に株式を所有し合うことである。これにより株主の安定化を図り、敵対的買収(M&A)の回避やリスク・シェアリングによる取引関係の強化を促す²。岡部(2009)によると、1991年3月末時点での所有者別持株比率は金融機関(商業銀行、信託銀行、保険会社)が40.3%、非金融企業(事業法人等)が30.1%を保有していた³。

つまり、両者を合わせると発行株式全体の約4分の3を、企業部門の内部によって相互に保有していたことが分かる。株式持ち合いは、ほとんどの場合に
25

¹大和総研(2014)『普及すすむ「独立社外取締役」』p4より引用

²大和証券ホームページ参照

³ 岡部光明(2009)「日本におけるコーポレートガバナンス—その特徴、変遷、今後の課題」p29を参照

において、運用収益を狙って短期的・投機的に保有するのではなく、長期的で安定的な保有により、両者の関係を強化することができる。

それゆえ「安定株主」と呼ばれ、投資先企業と対立するような対話や議決権を行使することは少ない⁴。このようなメインバンク制によるモニタリング機能、
5 株式持ち合いによる関係によって日本のガバナンスが担われてきた。

しかし、これらの仕組みに変化が現れた。まず、規制緩和などにより企業の資金調達の手法が多様化した。それに加え、バブル崩壊後、銀行は多量の不良債権を抱えたことにより、融資を減少させ、企業は銀行に借入を依存することが少なくなった。

10 また、安定的であった株式保有構造にも変化が現れた。2001年に「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」が制定され、2004年9月までに保有株式を総資産の8%まで圧縮することを求めた。これにより銀行の政策保有が制限され、株式持ち合いの解消に拍車がかかった。【図表1】に見てとれるように、銀行の
15 日本株における持株比率は、1980年代後半をピークに減少を続け、企業に対する影響力が低下した。

20

25

⁴ 経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」p37を参照

【図表 1】 主要投資部門別株式保有率の推移



注)1、1985 年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

2、2004 年度から 2009 年度までは JASDAQ 証券取引所上場会分を含み、

5 2010 年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所における JASDAQ 市場分として含む。

出典) 日本取引所グループ(2017)「2017 年度株式分布状況調査の調査結果について」p5 より引用

(URL)<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics->

10 [equities/examination/nlsgeu000003_6n2d-att/j-bunpu2017.pdf](https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000003_6n2d-att/j-bunpu2017.pdf)

政策保有株式から解放された株式の受け皿となったのは、外国人機関投資家、特に英米の機関投資家である。したがって、海外投資家の意向が日本企業のガバナンス構造を変える力として影響を与えるようになった。アメリカを例に挙げると、機関投資家はプルーデントマンルール⁵によって行動規範が厳しく規定

⁵ 米国のエリサ法で定められた企業年金の運用関係者が順守すべき行動規範のこと。日本語で「プルーデントマン」とは「思慮ある者の原則」と呼ばれ、職務に応じて思慮深い投資行動をとらなければならないとしている。

されており、受託資金を確実に運用するため、株主総会において議決権を行使することによって企業に積極的に働きかける。そのため、彼らは企業に対し積極的に働きかける「モノ言う株主」として日本企業の株式を持つことになり、日本企業はその株主を意識した経営を行わなければならなくなった⁶。

5

第2節 機関投資家が企業に与える影響

これまで、日本企業におけるガバナンスの役割の担い手がメインバンクから機関投資家に移っていった背景について述べた。ここで、我々が考える機関投資家について述べていきたい。我々は機関投資家を生命保険、損害保険、信託銀行、投資顧問会社、年金基金、年金信託など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と定義する。【図表2】は主な機関投資家の種類である。

10

【図表2】主な機関投資家の種類

機関投資家	資金源	運用方法の特徴
銀行	顧客の預金	企業への融資、株式や債券に投資を行う
信託銀行	投資家からの資金	運用会社の指示に従い、株式や債券に投資を行う
保険会社	顧客からの保険料金	リスクの低い公共債を中心に投資を行う
年金基金機構	国民からの年金	リスクの低い日本国債を中心に投資を行う
投資顧問会社	投資家からの保険	①投資の助言のみを行う「投資助言業務」 ②投資の判断また投資の権限を投資家から与えられる「投資一任業務」

15

出典)三菱 UFJ 信託銀行用語集をもとに筆者作成
(URL)<https://safe.tr.mufg.jp/cgi-bin/toushin/tsl.cgi/knowledge/vocabulary/151.html>

⁶ 鳥居陽介(2017)『株式所有構造と経営財務』中央経済社 p33 を参照

第1節でも述べたように、持株比率の変化とともに、近年、機関投資家が企業に与える影響が大きくなってきている。そもそも、会社法上の株主の権利は、大きく「自益権」⁷と「共益権」⁸の2つに分けられる。「自益権」においては、配当を受ける権利である「剰余金配当請求権」（会社法454条）と、残余財産の分配を受ける「残余財産分配請求権」（会社法504条）が主な権利として挙げられる。共益権においては、主に「株主総会における議決権」（会社法308条）が挙げられる。株主総会での議決権について特筆すると、株主総会では、一人一票ではなく、一株一票のため、多数の株式を保有する株主ほどその発言は強くなる。そのため、大口株主である機関投資家の発言力が強まり、投資先企業の経営に影響を与えるようになった。

第3節 市場活性化に向けた政府の取り組み

2012年2月に第二次安倍政権が発足し、アベノミクスの第三の矢「民間投資を喚起する成長戦略」の一環として、「日本再興戦略2013」が出された。その中で、コーポレートガバナンス改革（企業統治）が大きくとりあげられた。また、2014年にはその改訂が行われ、日本の「稼ぐ力」を取り戻すための方策が提唱された。それらにより、様々な取り組みが行われた。

第1項 伊藤レポート

2014年8月に『「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～」プロジェクトの最終報告書』（伊藤レポート）が発表された。本レポートでは、日本に蔓延している短期主義や、「ダブルスタンダード経営」など様々な問題を挙げている。そして、企業と投資家の「協創」による持続的価値の創造を目指し、「高質な対話」を追求することを提唱している。また、日本の収益性の低さを問題点に挙げ、中長期的な企業価値を向上するために資本コストを上回る自己資本利益率（ROE）を上げることが目標に掲げている。その目標値として、「8%を上回るROEを達成すること」を具体的に設定した。そし

⁷ 「自益権」とは、株主自身の利益のために認められた権利のことである。

⁸ 「共益権」とは、株主が会社の経営に参加することを目的とした権利のことである。

て、2017 年には「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」によって従来の伊藤レポートが改訂され、「伊藤レポート 2.0」が出された。本レポートでは、企業と投資家の「協創」に向けてより具体的な道筋を示している。

5

第 2 項 スチュワードシップ・コード

2013 年 6 月の「成長戦略」において提言されたことにより、2014 年 2 月に金融庁から「日本版スチュワードシップ・コード」(以下、SSC)が公表された。これは、英国が 2010 年に策定した「スチュワードシップ・コード」を参考に金融
10 庁が制定したものである。SSC によると、『「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。)中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味するものである⁹。』とある。

15

機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすために、【図表 3】のような 7 つの基本原則を規定している。

20

25

⁹スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2017)『「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～』 p1 より引用

【図表 3】 日本版 SSC の基本原則

日本版スチュワードシップ・コードの基本原則	
1、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	
2、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	
3、機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	
4、機関投資家は、投資先企業との建設的な「目標を持った対話」を通じて、投資先企業との認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	
5、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持つとともに、議決権行使の方針については、単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。	
6、機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	
7、機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	

出典)金融庁(2018)『「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～』p8

5 より筆者作成

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

これらは、法的拘束力がない、いわゆる「ソフトロー」であるが、「コンプライ・オア・エクスプレイン(Comply or Explain)」のルールが用いられ、各原則
 10 を実施するか、実施しないのであればその理由を説明することを機関投資家に求めている。

第3項 コーポレートガバナンス・コード

SSC に引き続いて 2015 年に「日本版コーポレートガバナンス・コード」(以下、CGC)が発表された。SSC は機関投資家へ向けた責任原則であるのに対し、CGC は上場企業へ向けた原則である。CGC は【図表 4】のように、大きく 5 つの

5 基本原則とその補充原則から構成される。

【図表 4】日本版 CGC の基本原則

日本版コーポレートガバナンス・コードの基本原則
1、株主の権利・平等性の確保
2、株主以外のステークホルダーとの適切な協働
3、適切な情報開示と透明性の確保
4、取締役会等の責務
5、株主との対話

出典)株式会社東京証券取引所 (2018)「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～」p2.3 より筆者作成

10 (URL)<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>

SSC と同様に、法的拘束力はなく、また「コンプライ・オア・エクスプレイン」のルールが適用されている。さらに、2018 年 6 月には初の改訂が行われ、

15 政策保有株式削減の促進や経営トップの選任・解任手続きの透明性の確保、取締役会の多様化などが新たに追加された。

第2章 機関投資家のあるべき姿

1 章で述べたように 2016 年に CGC の改定により、機関投資家と企業のエンゲージメントがより重要視されている。また、2017 年の SSC の改定により機関投資家の責任はますます重大になってきており、スチュワードシップ責任の遵守が機関投資家にとって責務である。機関投資家は、投資先企業を深く理解し、

20

建設的な対話を行うことによって、企業価値の向上や持続的成長を促し、中長期的なリターンに貢献する責任を持つ。このことから、主に中長期的な投資による企業価値向上、エンゲージメントの側面から機関投資家の現状と問題、そして、現在、長期投資として普及しつつある ESG 投資についてふれ、機関投資家のあるべき姿を述べていきたい。

第 1 節 機関投資家の現状と問題

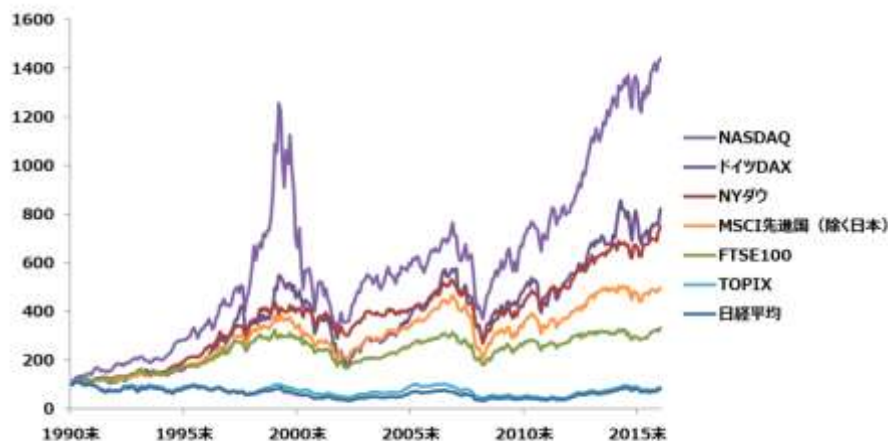
この節では、現在、中長期的な投資により企業価値向上が目指されるが、日本株式市場に存在する「短期主義問題」についてふれ、エンゲージメントの側面で重要となる「議決権行使」、「証券アナリスト」、「モノ言う株主の増加」についての現状と問題を述べていく。

第1項 短期主義問題

現在の日本株式市場における機関投資家は短期主義であると言われている。この現状に政府は、SSC を発表し中長期的な投資の促進を行っている。政府が中長期的な投資を推し進める目的は、短期志向にとらわれず中長期的に投資を行うことで持続的かつ中長期的な収益を上げることである。それに付随し、GPIF などの年金基金、また家計の資産運用の収益が国民の財を築き、国富の維持をもたらすことで市場の活性化に寄与するためである¹⁰。この長期投資という面では、日本市場は海外市場に劣っているといえる。【図表 5】より、1990 年を基準に代表的な株価指数の累積リターンの比較を行うと、TOPIX は、長期投資のリターンが低いことがわかり、これが海外の機関投資家からの投資が短期的になる要因である。

【図表 5】 代表的な株価指数の累計リターン

¹⁰ 経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」p5 を参照



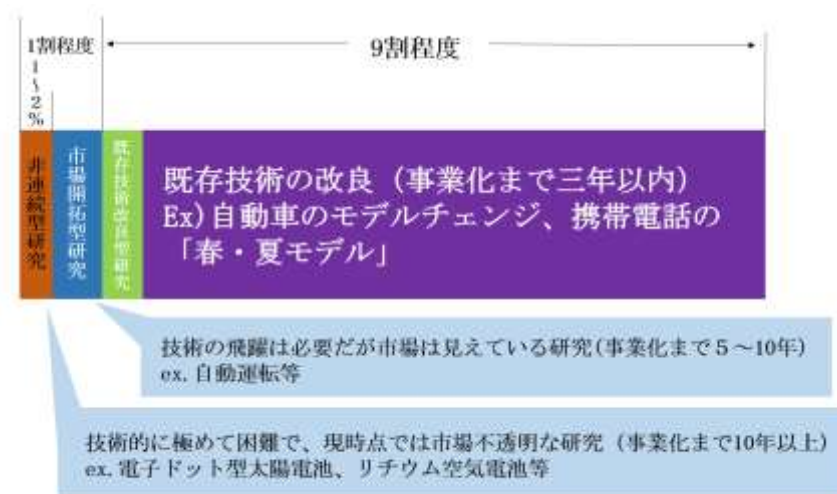
出典)経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」 p32 より筆者作成

(URL)<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>

- 5 また、機関投資家は四半期ごとに顧客からリターンなどパフォーマンスの報告を求められるため、四半期報告書などのベンチマークに過剰に反応してしまう。それに加え、投資先企業の経営者交代が海外よりも短期間であり、機関投資家が企業に対しての信用や、経営者の定性情報が曖昧なままであったため、長期的な投資が行ないづらい環境であるというのも要因と考えられる。
- 10 この機関投資家の短期主義は、企業に対して短期的な利益を求める原因となり得る。それが顕著に表れているのが研究開発投資や人材投資などの無形資産投資である。近年の日本企業は短期的な利益に結び付きやすい、事業化まで 3 年以内の既存技術の改良に約 90%の研究開発費を投資したのに対して、事業化までに 10 年以上の年月を要するが、今後の長期的成長を支える可能性のある
- 15 非連続型研究には 1~2%しか投資が行われていない¹¹。それを表しているのが【図表 6】である。

- 20 【図表 6】既存改良に偏る研究開発

¹¹経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」 p18 より参照



出典)経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」p18 より筆者作成

(URL)<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>

- 5 また、「無形資産投資は短期的に見ると多くは費用として計上され、利益を押し下げている¹²。」しかしながら、長期的な目で見ると無形資産投資は、新製品開発などにより企業価値を高めて持続的な利益を向上させ、長期的な企業価値向上のきっかけとなるため、日本株式市場の短期主義解消につながる。そのため長期投資促進は今後の株式市場活性化には欠かせないのである。

10

第2項 議決権行使

日本において、数字や指標に頼り切った形式的な対話でなく、日々の対話により実質に踏み込んだ対話、つまりエンゲージメントが求められている。議決権行使は、エンゲージメントを行うにあたり重要な投資行動である。現在、機関投資家は多くの企業の多種多様な株式を保有しているため多忙を極める。

15

2017 年時点の日本の機関投資家の議決権行使率は、78.8~90%と米国の行使率 91%と比較すると低い結果となった¹³。しかしながら、招集通知の早期発送や招集通知の発送前ウェブ開示、議決権電子行使プラットフォームの利用が年々

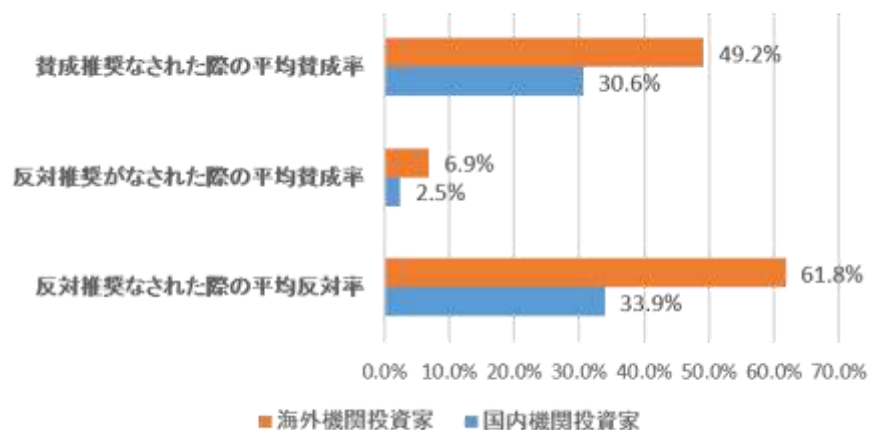
¹² 経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」p18 より引用

¹³ 経済産業省(2018)「第9回株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」p15 を参照

増加傾向にあるため、機関投資家は、以前よりも議案に対する検討期間を確保することができ、より慎重な判断を行うことが可能となり、議決権行使率向上も期待できる。また、2017年11月時点で、35社の機関投資家が議決権行使の企業ごと、そして議案ごとの結果を個別に開示し始めており¹⁴、利益相反などの議決権行使の透明化への取り組みも進みつつある。

議決権行使を言及する上で、議決権行使助言会社について述べていきたい。議決権行使助言会社（以下助言会社とする）とは、機関投資家が議決権行使の判断を行う上で、財務、法律、会計の面から投資先企業の分析やコンサルティングなどの議決権行使における助言を行う企業である。助言会社の影響力は大きい。

【図表 7】 議決権行使助言会社の影響力



出典)「企業会計」(2018)p60より筆者作成

【図表 7】は、「2016年に開催された株主総会において、議決権行使助言会社が反対推奨した場合の会社提案全体の平均反対率は、国内機関投資家で33.9%、海外機関投資家で61.8%に上り、株主提案の平均賛成率は、反対推奨がなされ

¹⁴ 円谷昭一(2017)「議決権行使の個別開示データ分析〔前編〕」『月間資本市場』2017.12 (No.388) p24を参照

た場合、国内機関投資家が 2.5%、海外機関投資家が 6.9%であるのに対し、賛成推奨なされた場合は、国内機関投資家が 30.6%、海外機関投資家 49.2%に大幅に上昇しているとの統計結果¹⁵⁾」であり、助言会社の影響力の大きさを表している。

- 5 しかしながら、日本では助言会社の影響力が大きいにも関わらず、助言会社に対しての情報源などの助言準備に関する情報や利益相反への対応状況の情報開示規制は進んでいない状態である。SSC 適用対象に助言会社も含まれているものの、明確な規制はされておらず非拘束的である。

- 10 ここで、助言会社に対する規制を行っている欧州の例を挙げる。主に 3 点の特徴があげられ、1 点目が助言会社に行動規範の有無・適用状況（設けていない・規範に沿わない対応をした場合は理由の説明）を毎年ウェブサイトに行動規範を開示する。2 点目が顧客に助言会社の正確性・信頼性に関する情報提供の観点より、主な情報源や市場ごとの議決権行使助言方針の特徴、対象企業、ステークホルダーとの対話の有無、内容などの調査、助言、議決権行使推奨に
- 15 関する情報を少なくとも毎年ウェブサイト上に開示させる。そして、3 点目が助言会社がサービスに影響を与える可能性のある利益相反・事実上の関係の内容や利益相反への管理などのために実施している対話内容を顧客に開示させる利益相反への対応状況等の開示である¹⁶⁾。この規制により助言会社の透明性が向上し、利益相反・形式的判断の解消、ひいては高質な対話への一助となると
- 20 考える。

- 25 また、ISS の議決権行使助言基準には、「監査役設置会社において株主総会後の取締役会に最低 2 名の社外取締役がいない場合、経営トップである取締役に
- 25 対して反対する¹⁷⁾」と記されている。ISS がこの議決権行使基準にそのまま従い、調査対象企業と積極的なエンゲージメントを行わず、形式的な判断を行い反対の推奨を行う。その場合、社外取締役を 2 名選任するほど資金に余裕のない企

¹⁵⁾ 松下憲（2018）「アクティビストを意識した株主総会対策」『企業会計』vol.70 No.5 p61 より引用

¹⁶⁾ 金融庁（2017）『「スチュワード・シップコードに関する有識者検討会」第 2 回事務局説明資料』p6 を参照

¹⁷⁾ ISS（2018）「2018 年版日本向け議決権行使助言基準」p5 より引用

業は、今後中長期的な利益が見込まれるとしても企業に対して、反対の判断が行われてしまう。こうした規制がないことから引き起こされる形式的な判断により間違った助言を行うと、機関投資家側に対しては企業からのリターン低迷につながる可能性がある。一方で企業側に対しては、誤った議決権行使による

5 企業側の説明コスト、つまりエージェンシーコストがかかることになる。これらが議決権行使助言会社に関する問題点である。

第3項 証券アナリスト

証券アナリストには、機関投資家として運用機関に勤務する「バイサイドアナリスト」と、証券会社に勤務し、顧客に対して企業の調査レポートを提供する「セルサイドアナリスト」の二種類が存在する。前者は、投資先企業の投資価値を算定する役割を担い、投資価値と想定するリスク、別のパターンなどを考慮し投資見解を決定する。また、投資実行後に情報収集、財務分析、経営者との面談を通して企業を監視する活動を行っている。

10

一方で後者は、機関投資家からの質問に対応できる知識、情報分析能力を備え、担当の業種に関して人的コンタクトなどのネットワークも有しているので、顧客の要望に応じて専門家を紹介できるプロである。この論文においては、機関投資家側であるバイサイドアナリストを中心に述べていく。バイサイドアナリストの活動は企業経営者と機関投資家のエンゲージメントの基礎的な活動で

15

あり、この活動がなければエンゲージメントの効果がないと考える¹⁸。

20

しかしながら、「現状の問題点として、証券アナリストの質の低下が挙げられる¹⁹」という指摘がある。これは企業側の比較しやすい中長期的な情報の開示が進むこと、またアナリストがデータから情報を得るだけでなく、企業に出向き、経営陣と対話をすることで改善できると考える。

25

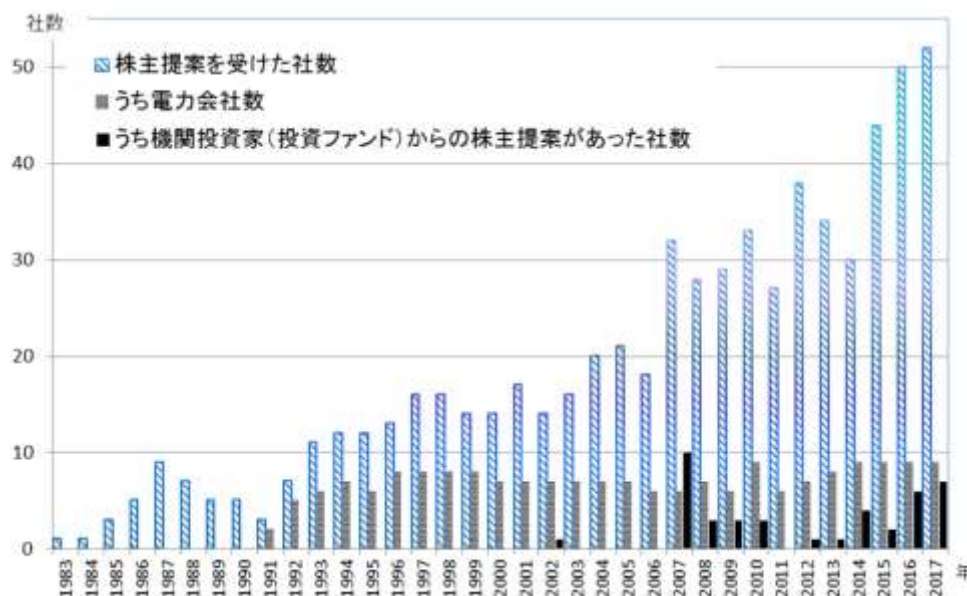
¹⁸ 日本証券アナリスト協会(2017)「企業・投資家・証券アナリスト価値向上のための対話」p85を参照

¹⁹ 日本証券アナリスト協会(2017)「企業・投資家・証券アナリスト価値向上のための対話」p146より引用

第4項 モノ言う株主の増加

1990年代に起きたバブル崩壊や金融システムの不安定化は、上場企業の業績悪化や株価大暴落、経営破綻を引き起こした。そして、それらが起因し株式投資時に投資先企業を客観的に評価しようとの意識が高まった。その中で企業を
5 社外から客観的に評価し、企業経営に対して積極的に意見を述べ、批判や後押しを行うことで企業価値向上をはかる投資家を「モノ言う株主」と呼ぶ。【図表8】は、1983～2017年の間に株主提案権の行使があった会社数の調査であり、年々株主提案権の行使が増加しているとの調査結果が出ている²⁰。

10 【図表8】株主提案権の行使があった会社数



出典)大和総研(2018) 「増加する株主提案権の行使」より引用

(URL)https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20180308_012813.pdf

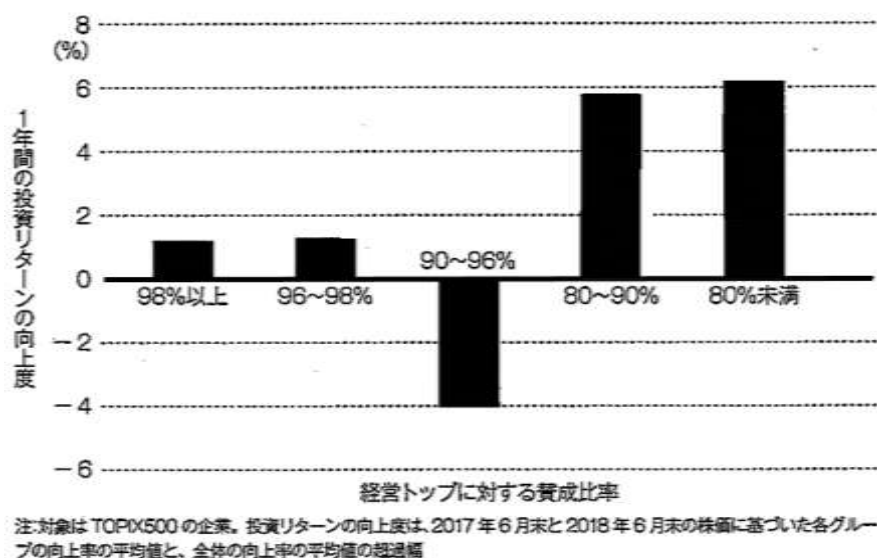
15

【図表8】のように株主が企業の経営に意見を述べるようになり、モノ言う株主が増加していることが明らかになっている。また、【図表9】は、東京証券取引所市場(以下、東証)1部の上位500社の株主総会における経営者トップを含

²⁰ 大和総研(2018)「増加する株主提案権の行使」p2を参照

んだ取締役選任議案に対して賛成した比率で5つのグループに分け、それぞれのグループの投資リターンから全体平均の差を表した資料である。

【図表 9】 経営トップに対する賛成比率と投資リターンの向上度



5

* 賛成比率の平均は 94.7%である。

出典) 日経 ESG (2018)「持ち合い株式が収益力に」 p16 より引用

10 上の資料によると賛成比率 80~90%の会社と 80%未満であった会社の 1 年間の投資リターンのほうが賛成比率の高いグループよりも向上度が高い結果であった²¹。これは、評価が低かった企業がこの評価をきっかけに、経営者の選任などのコーポレートガバナンス強化や株主への配当の見直しを行った結果であると考えられる。この結果により、企業の議題に対して、ただ賛成するよりも積極的に経営計画に参加し、批判していく株主がいる企業のほうが、リターンが向上していることが分かる。

15

また、モノ言う株主の提案により長期的なリターンを向上させた企業の事例として、ソフトウェア会社のアドビシステムズの「売り切りモデルから月額モ

²¹半澤智 (2018)「持ち合い解消が収益力に」『日経 ESG』 2018.10 p16 より引用

デルへの転換」を挙げる。アドビシステムズは従来、売り切りモデルでソフトウェアの販売を行っていた。この販売方法は販売時点では、売上利益が上がるが、その後顧客が買い替えてくれるのかが不明確であった。一旦売ってしまうとその後買い替えてくれるまで短期的には利益があるものの、中長期的な利益は見込めないという特徴があった。そして、そこに注目した株主が、売上安定を目指した月額モデルを提案し企業が実行した結果、移行期の 2012～2014 年にかけては一株当たりの利益が 3 分の 1 まで下がったものの、業績は安定しその間の株価は 2 倍となった。これは短期的な利益は見込めないのだが、ソフトウェアのバージョンアップ時の顧客の再購入を抑えるリスクを抑えることができたからである。²²この事例より、先ほど述べたモノ言う株主には、リターン向上への影響があるというだけでなく中長期的利益創造、企業価値向上への可能性が秘められていると考えられる。また、モノ言う株主の中でも経験豊富で、優れた機関投資家ならば、投資を行う中で優れた企業、劣悪な企業を多く見てきたと考えられる。そういった投資家から経営に対し積極的に意見をもらうことは、経営者にとって有益な情報を得る良い機会となると考える。

しかしながら、モノ言う株主は、自らの論理を押し付けるだけでは、経営者からの共感を得ることは難しく、「気づき」を与えることは困難となるため、対等な立場で経営理念、企業風土などを理解することも重要となるだろう。

現在、モノ言う株主は増加傾向にあるものの、モノ言う株主の議決権行使のみでは、企業に対する提案を受け入れられることは難しいだろう。これは、モノ言う株主の多くの場合、5%以下しか株式を保有していないからと考える²³。また現在減少傾向を見せているが、未だ多くの株式を保有する政策保有株主の影響もあると考えられる。そうした中で、大切になるのは金融機関、外国法人などの他の機関投資家に理解、協力を仰ぐことである。なぜならば、機関投資

²²中神康議（2018）「経営と投資のこれからーアクティビズムの進化形と、突きつける課題」『企業会計』vol.70 No.5 p51 参照

²³『山を動かす』研究会（2017）「ガバナンス改革 先を行く経営先を行く投資家」p190 を参照

家の株式保有割合は 55%に達し²⁴、株式保有の半分以上を占めており、機関投資家の影響力が極めて大きいからである。そのため、機関投資家はモノ言う株主の提案を理解し知識を共有して、良い提案なら賛成、悪い提案ならば反対するという形で判断を行っていく義務があり、正しい判断を行うことで企業の経営

5 に対しエンゲージメントを行っていくことが大切である。

この節ではモノ言う株主について述べてきたが、一方でモノ言わぬ株主も存在する。その典型的な例が「フリーライダー問題」である。フリーライダー問題とは、機関投資家には投資先企業を監視する役割があるが、自分自身の監視コストの最小化のために監視を行わず、他の機関投資家に同調シタダ乗りを行う問題である。この問題は、機関投資家による監視不足を引き起こし、企業の経営規律の低下や非効率的な経営の継続を助長し、市場全体のリターン低下につながるといった負の連鎖を生み出す。この問題に対して、機関投資家は SSC に記された投資先企業の経営モニタリングを遵守することが重要である。

10

15 第 2 節 ESG 投資

近年、世界中の機関投資家の中で ESG 投資が話題になっている。2006 年に国連が投資意思決定の際に環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)の 3つの要素を取り入れ、リスクを管理するとともに持続的な金融システムの構築を目指した責任投資原則(以下、PRI)を提唱したことが契機となった。PRI では、機関投資家が

20 投資分析と意思決定プロセスに ESG 課題を組み込むことや、投資対象の企業に対して ESG 課題の開示を求める等の投資家によって策定された 6つの原則を実践に移し、長期的視点に立って最大限の利益を追求することを義務付けている

25 25。2014 年に SSC が導入されたことと、2015 年 9 月に世界最大の機関投資家である GPIF が資金運用において PRI の署名機関になったことを契機に、日本の機関投資家においても ESG や責任投資といった考え方を組み込むようになって

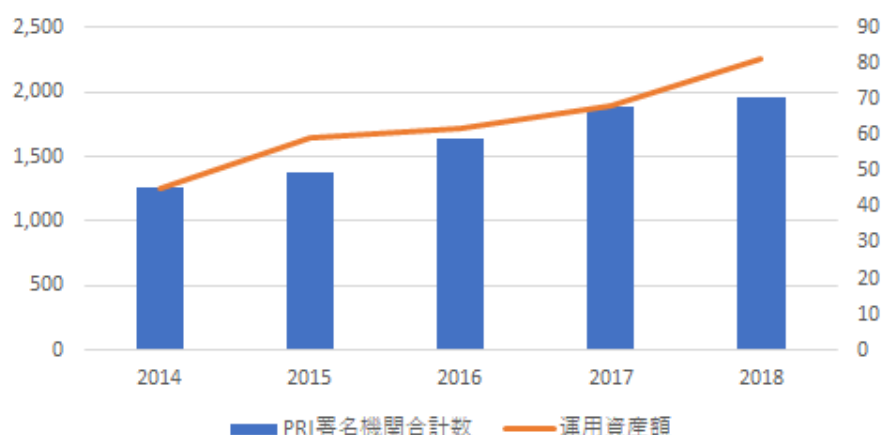
²⁴松下憲 (2018)「アクティビストを意識した株主総会対策」『企業会計』vol.70 No.5 p60 を参照

²⁵アムンディ・ジャパン(2018)『社会を変える投資 ESG 入門』日本経済新聞出版社 p34 を参照

きた。PRI 署名機関数は年々増加傾向にあり、2018 年 4 月末時点で世界の 1,961 の機関が署名しており、資産運用規模は約 81.7 兆ドルに達する。それを表したものが【図表 10】である。日本では 2018 年 7 月時点、GPIF をはじめとする 62 の機関が署名している²⁶。

5

【図表 10】運用資産額と署名機関数の推移



出典)JSIF「日本サステナブル投資白書 2017」p4 より筆者作成

(URL)<http://japansif.com/2017free.pdf>

10

NPO 法人の日本サステナブル投資フォーラムの調査によると、国内に拠点を持つ機関投資家が行う ESG の要素を考慮した投資の残高は、2015 年は 26 兆円だったが、2017 年には 136 兆円と大きく伸びている²⁷。

15 第 1 項 GPIF による ESG 指数

GPIF は 2017 年 7 月に国内株を対象に、ESG 全般を考慮に入れた「総合型」指数を 2 つと、社会(S)のうち女性活躍に着目した「テーマ型」指数の 1 つを ESG 指数として選定し、本格的な ESG 投資を開始した。ESG 指数選定の際に、①ESG 評価の高い銘柄を選定する「ポジティブスクリーニング」、②公開情報をもとに

20 企業の ESG を評価し、その評価手法や評価結果も開示すること、③ESG 評価会

²⁶ 経済産業省産業技術環境局環境経済室(2018)「研究会を通じてご議論頂きたい事項」p1 を参照

²⁷ JSIF (2017)「日本サステナブル投資白書 2017」p3 を参照

社及び指数会社のガバナンス体制・利益相反管理の3点²⁸を重視した。また、2018年9月に気候変動を中心とした環境問題について、グローバル株式を対象とする新たな「環境株式指数」を2つ採用し、その指数に基づくパッシブ運用を開始した。運用資産総額は約1兆24億円で国内株1,694、外国株2,162銘柄で構成されている²⁹。GPIFは、ESGの要素に配慮した投資は期間が長期にわたるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が高いと考えており、これら4つのESG指数を活用することで、リスク管理等を適切に行い、長期的なリターンの最大化や日本の株式市場全体の底上げを目指している。ESG評価機関であるFTSEの評価は、GPIFの保有する日本銘柄のスコア平均が2017年3月は5点満点中2.44だったが、2018年3月は2.62に上昇しており、日本企業のESG評価スコアの分布は改善してきていると言える³⁰。

第2項 ESG投資の現状

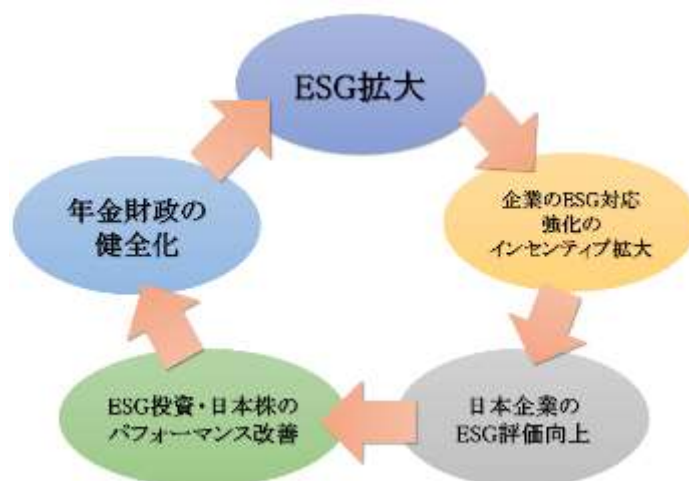
ESG投資が拡大することで様々な効果があると期待されている。ESG投資の運用資産が拡大することは企業のESG評価向上のインセンティブになる。またESGの対応が強化されれば、中長期的な価値向上につながる。さらに日本企業のESG評価向上がESG評価を重視する海外資金の流入につながれば、日本株のパフォーマンス改善効果があると考えられている。

【図表11】ESGがもたらす効果

²⁸ GPIF(2017)「ESG指数を選定しました」を参照

²⁹GPIF「グローバル環境株式指数の選定結果について」を参照

³⁰GPIF「ESG活動報告」p21を参照



出典) GPIF「ESG 指数選定結果について」p7 より筆者作成

(URL) https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf

- 5 また ESG に対する評価が良い企業は、そうでない企業と比べて、株価や資本市場の評価を表す PBR が上昇する傾向があるとの調査結果が示されている³¹。
- 実際に、ESG 要素を取り入れて投資や企業との対話を行っている機関投資家として第一生命ホールディングスが上げられる。同機関投資家は、①収益性を前提に、第一生命グループの社会貢献テーマに即した ESG テーマ型投資案件の
- 10 発掘に注力しつつ、②リスク抑制や中長期的な収益向上を図る ESG インテグレーションの態勢整備に取り組んでいる³²。投資先企業との対話では、企業側の ESG の観点から意見交換を実施や、情報開示を促す等の取組みを行い、「目的を持った対話」を行うことに努めている。この取組みを開始した 2015 年度以降に企業価値向上の観点から認識した課題のうち、2018 年 6 月までに 130 社 186 件
- 15 の具体的な進歩・課題解決が確認できており、情報開示の進展や配当性向の引上げなど株主還元を積極化する事例が多く見られた³³。

このように投資先企業の財務分析を行うだけでなく、企業が社会や環境に与える影響を把握することは、企業の持続的成長だけでなく投資家の持続的な運用

³¹経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0」
p29 を参照

³²第一生命「ESG 投資方針」を参照

³³第一生命保険株式会社「スチュワードシップ活動についてのご報告」p13 を参照

においても重要となってくる。中長期的な企業価値向上が重視されてきている中で、企業にも投資家にも ESG 要素を重視することが求められているが、投資判断に ESG を組み込むことは容易ではない。ESG 課題への企業の取組みは、企業価値の分析時点では数値化することが難しい場合が多く、長期的に見なければ財務結果に及ぼす影響が分からない³⁴。

この課題を解決するためにも、企業と投資家が対話をし、企業の取組みを投資家が理解することで、共通の目標を持つことが大切になってくるのである。

第3節 機関投資家のあるべき姿

10 機関投資家は、投資先企業との目的を持った「建設的な対話」を行うことで企業情報を判断し、経営者と共に企業価値を高めようする姿勢を持つことが求められている。そのためにも SSC でも述べられている「スチュワードシップ責任」を果たさなければならない。この責任を果たすためには、営業の成績などの数字しか見ないといった形式的な対話ではなく、日々の対話を通し、非財務
15 情報などを入手し企業の実質に踏み込んだ「建設的な対話」を行うことが大切である。具体的には、企業により異なる企業風土や経営方針の理解を通じて、企業の成長というビジョンを共有するということである。そうすることで、設備投資や研究開発等の中長期的な成長のための支出により、業績が一時悪化したとしても、短期的な落ち込みを気にせず、経営者の取組みを後押しすること
20 できる。また、企業の経営が上手くいかない場合でも有益な情報を与え、経営者に「気づき」を与えることができるだろう。

ここでは、短期か長期かという投資家の保有期間の長さはさほど意味を持たず、株式の保有期間が長くてもエンゲージメントを行っていなければ良い株主とは言えない。重要なのは株価評価基準が中長期であり、企業の中長期的な
25 企業価値を向上させる考えを持つことである。

また、企業価値を中長期的に向上させるためには企業の持続可能性が重要である。このことを理解するためには企業活動の結果として出る財務情報だけに

³⁴ アムンディ・ジャパン(2018)「社会を変える投資 ESG 入門」日本経済新聞出版社 p68 を参照

注目するのではなく、ESG 要素などの非財務情報を考慮することが必要である。

つまり、自己の利益だけでなく、全ステークホルダーに配慮した投資を行うことが大切である。このように、投資先企業と対等な関係でエンゲージメントを適切に行うことで、中長期的な企業価値の向上を促すことが機関投資家のあるべき姿であると考える。

第 3 章 企業のあるべき姿

序章で述べた通り、日本の経済市場は「失われた 20 年」とも言われるようにバブル崩壊以降、停滞が続いている。そこで政府は CGC を打ち出し、企業の稼ぐ力を向上させようとしている。この章では企業の現状や問題点を踏まえ企業のあるべき姿について述べていきたい。

第 1 節 ガバナンスの強化

第 1 章で述べたとおり、資本の収益性を表す ROE は欧米に大きく差をあげられ、平均株価水準は主要国と比較して低迷を続けていた。そこで日本政府は「稼ぐ力の向上」を目指して、日本版 CGC を導入した。2017 年 7 月時点の日本取引所調べ³⁵では、東証 1 部・2 部の 2,450 社がコードへの対応状況を開示している。全 73 原則をコンプライしている企業は 659 社で全体の 25.9%であった。さらに全 73 原則を 90%以上コンプライしている企業は、63.0%であった。基本原則、原則、補充原則における平均実施率はすべて 90%以上であり、上場企業全体に CGC が浸透している結果であると言える。また、取締役会や社外取締役に関する原則が多くの割合を占めることから CGC において重きを置いていることが分かる。このことから、CGC に沿って取締役会の現状や問題について述べていきたい。

第 1 項 社外取締役の導入

社外取締役の導入については、CGC 原則 4-8「独立社外取締役の有効な活用」

³⁵ 日本取引所グループ「コーポレートガバナンスコードへの対応状況」（2017 年 7 月 14 日時点）

³⁶により、独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきとある。

5 【図表 12】 社外取締役人数別企業比率



出典) 日本取締役協会 (2018) 「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」 p5 より筆者作成

(URL) <http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>

10

【図表 12】のように、社外取締役選任人数別企業比率を見ると、2名以上の社外取締役を選任している企業は2018年時点では94.6%に上る。CGCが導入されて以来、社外取締役を選任している企業が年々増加していることが分かる。また、CGC原則4-11「取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」³⁷に

15 おいて、取締役の確保に多様性が求められたことで、女性取締役や外国人取締

³⁶ 日本取引所グループ (2018) 「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～」 p18 より引用

³⁷ 「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～」 p19 より引用

役の採用の増加が考えられる。現状では、社外取締役を選任するかしないかではなく、その実効性が問われていると考えられる。

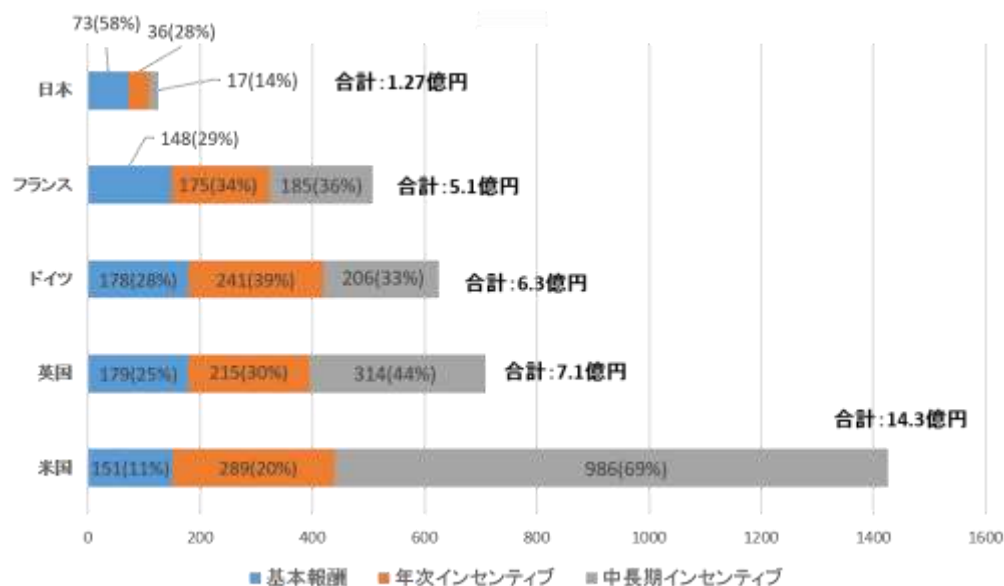
第2項 ガバナンスの実効性

- 5 第1項で述べた実効性とは具体的に何を指しているのだろうか。それは、取締役会における「監督機能」と「意思決定機能」の2つであるとする。会社法において、「監督機能」とは取締役の職務の執行の監督、代表取締役の選定及び解職のことであり、「意思決定機能」とは取締役会設置会社の業務執行の決定
- 10 の認識が一般的であり、現在もそう考えられている。この2つが取締役の役割であることを認識したうえで「意思決定機能に重きを置いている」というのではなく、「監督機能が意識されていない」と考えられる。

- その背景には次のような理由が挙げられる。1つ目は日本の企業における取締役は昇進・昇格のゴールと認識されていることが多く、業務執行者としての
- 15 役割の延長上にあるものと捉えられていることである。2つ目は日本企業に多く採用されている監査役制度の存在である。監査役は取締役からは独立した立場で取締役を監督する機能で、取締役の職務の執行が法令・定款を遵守し行われているかどうかを監査する適法性監査と呼ばれる役割を担い、「守りのガバナンスの要」を果たしている。これらのことから、取締役としての監督機能が
- 20 意識されにくくなっていると考えられる。

- また、経営者報酬の制度は重要な問題であるとする。経営者報酬制度は株主の利益を最大化させる意思決定を経営者に促すインセンティブを提供することによって、企業価値の向上をはかるとともに、経営者、株主双方の利益獲得を可能にするものである【図表13】でも示しているように、日本の企業の経営
- 25 者報酬は諸外国に比べ、総報酬水準が低く、固定報酬割合が高いという問題が存在する。これは経営者が、利益最大化に対するインセンティブを失うことにつながる。

【図表 13】日米欧 CEO 報酬の比較



出典) ウィリス・タワーズワトソン (2015) 「第 6 回 CGS 研究会資料」 p4 より筆者作成

- 5 (URL) http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/006_05_00.pdf

さらに取締役会の抱える問題がある。取締役会議長と CEO の分離の問題である。英国では現在 FTSE350 社の 99% で両者が分離している³⁸。日本では取締役会議長に就いているのは、元 CEO か現役 CEO の場合が圧倒的に多い。経営者の行動を監視するための組織である取締役会のトップに CEO が就いているとなると、取締役会は最初から議案を通すために存在する組織ということになってしまう。これは、英国にならってすぐさま改善されるべきであると考ええる。

15 第 3 項 社外取締役の在任期間と株価パフォーマンス

この項では社外取締役の在任期間と株価パフォーマンスの関係性について述べたい。CGC 原則 4-7 「独立社外取締役の役割・責務」においては、第 1 に「経

³⁸ 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』東洋経済新報社 p17 を参照

営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点から助言を行うこと」³⁹と述べられており、次に「監督」の役割・責務の記述と続くのだが、どちらの機能が優先されているのかについての記載はない。また助言機能と監督機能が発揮されるまでに要する時間についてはそれぞれ差があるのではないだろうか。我々はこの点に着目したい。

監督機能については、選任される社外取締役には法規制や、資本市場や会計などに関する一定上の知見や自らの役割についての理解が備わっていれば、就任から程なくしてその機能が発揮されることが考えられる。一方で、助言機能については社外取締役として就任した企業について様々な知識を習得する必要がある、それは現場視察や従業員との懇談など現場に出て培われることが多いために、機能を発揮するまでに期間を要すると考えられる。

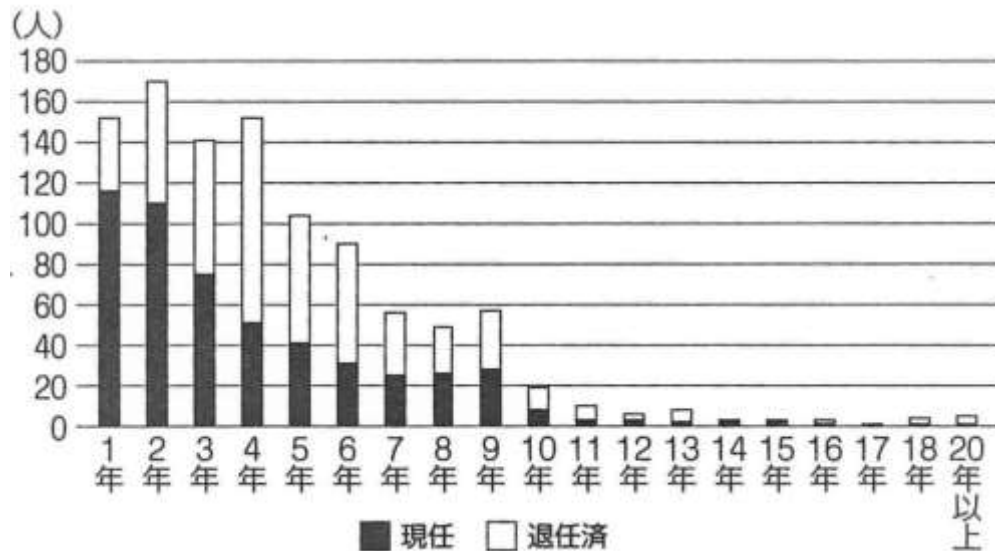
つまり、在任期間が短すぎると、十分に知識を習得する時間が無く助言機能を発揮するに至らない場合がある。一方で、在任期間が長すぎるとその企業への知見とともに愛着も増し、株主目線での意見を取締役会で発言しにくくなると言われており、社外取締役の独立性が失われてしまう。それでは、在任期間は何年が最適なのだろうか。

20

25

³⁹日本取引所グループ(2018)「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～」p17より引用

【図表 14】 社外取締役の在任期間



出典)円谷昭一(2017)『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」－大量データからみる真実－』同文館出版株式会社 p22 より引用

【図表 14】は 2014 年 3 月末時点での日経 225 採用企業をサンプルとして在任期間を横軸に、人数を縦軸にとって集計した結果である⁴⁰。2003 年 3 月期から 2014 年 3 月期の間に退任している場合には「退任済」とし、2014 年 3 月期の時点で退任していないことが明らかな場合には「現任」と区分している。したがって、「現任」に区分されている社外取締役の在任期間は今後も伸びることとなる。「退任済」の社外取締役の在任期間については「4 年」が最も多く、退任済の社外取締役の平均在任期間は 5.1 年であった。

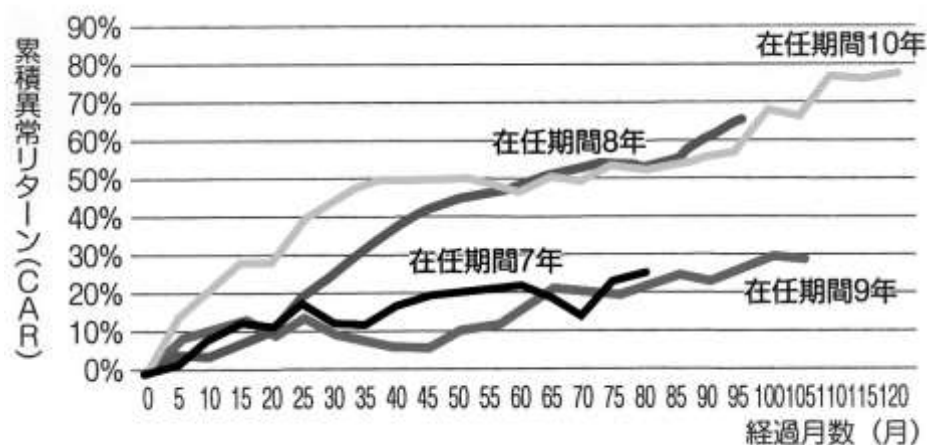
続いて、全上場会社を対象を広げ調査を行った結果が【図表 15】である。調査対象を広げると、退任済の社外取締役の在任期間で最も多いのが「1 年」で、平均在任期間は 3.8 年へと減少する。このことから、日経 225 採用企業と異なり、一般的な上場企業では社外取締役の在任期間が相対的に短いことが分かる。

⁴⁰円谷昭一(2017)『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」－大量データからみる真実－』同文館出版株式会社 p22 を参照

また、米国では同様の調査を Kim et al. (2014) が 14,186 企業を対象に行っており、社外取締役の平均在任期間は 8.25 年と報告されている。

- 41。この調査結果によると、米国企業に比べ、日本企業の社外取締役の在任期間は短く、さらに日経 225 採用企業以外ではさらに短いことが分かる。在任期間の長期化は本当に社外取締役の監督機能の低下を招き、株価パフォーマンスに負の影響を与えるのであろうか。実際、Kim et al. (2014) の報告によると、在任期間が長くなれば企業固有の情報が個人に蓄積されるため、企業業績は向上すると言われている。

10 【図表 15】社外取締役の在任期間と CAR



出典) 円谷昭一 (2017) 『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」－大量データからみる真実－』 同文館出版株式会社 p30 より引用

- 15 【図表 15】を見て分かる通り、いずれの在任期間においても CAR⁴²は下落しておらず、むしろ増加傾向にある。この【図表 15】は、2000 年 3 月期から 2013 年 3 月期までの間に上場会社の取締役を選任され、かつ、この期間内に既に退

41 円谷昭一 (2017) 『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」－大量データからみる真実－』 同文館出版株式会社 p30 より引用

42 ここでの累積異常リターン (Cumulative Abnormal Return: CAR) とは期間中に在任期間が 7 年・8 年・9 年・10 年であった退任済の社外取締役をそれぞれ抽出し、各社の株式リターンから同期間の TOPIX リターンを控除し、TOPIX リターン調整後の各社の累積異常リターンを推計したものである。

任したすべての人間を抽出した。この期間中に在任期間が 7 年・8 年・9 年・10 年であった退任済の社外取締役を抽出し、各社の株式リターンから、同期間の TOPIX リターンを控除し、TOPIX リターン調整後の累積以上リターンを推計したものである。

- 5 本項で述べてきたように、在任期間が短すぎると取締役として就任した企業についての様々な知識を習得するだけに時間を費やすことになり、優秀な人材が就任していたとしてもその能力やスキルを活かすことはできず、業績の向上に繋がらない。現在の日本企業の傾向では在任期間が短く、CGC の「社外取締役を 2 名以上任命すべきである」という原則を形式的に遵守しているだけなの
10 ではないだろうか。

第 4 項 社外取締役の兼務者増加

- 本節で述べてきたように、CGC 原則に則り社外取締役を採用する企業が増えていることが分かる。そこで、適任者の不足により複数社の取締役を兼務して
15 いるという現状がある。CGC 原則でも 2 名以上の選任が望ましいとあり、今後は社外取締役の増員が課題であると考えられる。上場会社の社外取締役の選任率は 2017 年にはほぼ 100%に達しており、一橋 CG 研究会（2016）によると、社外役員を兼務する人数は増加傾向にあることが述べられている。兼務している企業の数が増えると、取締役会や株主総会など出席しなければいけない会議等
20 が増え、必然的に一つの企業に割くことのできる時間が少なくなってしまう。このような状況では社外取締役の質の低下を招くかもしれない。

- また、グラス・ルイスの助言方針においては、2016 年までは上場会社の社内役員による他者での社外役員の兼務は 3 社まで認められていたが、2017 年から 1 社までしか認められなくなっている⁴³。さらに、ソフトバンクや日立グループ
25 など日本企業にも社外取締役に兼務の制限をかける動きがみられる⁴⁴。企業は人材を確保することが急務であるが、人材が不足していることは深刻な問題である。

⁴³ GLASS LEWIS (2017) 「2017 年版議決権行使助言方針要約日本語版」 p4 より引用

⁴⁴ 日本経済新聞 2016 年 3 月 2 日発行 日本経済新聞社

第2節 情報開示

本節では現在の企業の情報開示について述べていきたい。なぜ情報開示が重要視されているのか。財務情報の開示により、企業の経営状態、健全性等の情報を得ることができるのはもちろん、最近では企業の ESG 情報や今後の戦略やビジョン等を含む非財務情報の開示が特に重要視されている傾向にあるからだ。

CGC でも述べられているように、「法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであり、特に非財務情報の開示が正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにするべきである。」⁴⁵とあり、企業が適切な情報開示を行うことが対話の基礎であり、企業と機関投資家が建設的な対話を行うことが中長期的な企業価値の向上につながると考えられている。このことから情報開示がいかに重要であるかがわかる。

15 第1項 情報開示制度

現在の情報開示システムでは、日本の上場企業には、会社法に基づく「事業報告計算及び書類等」、金融商品取引法に基づく「有価証券報告書」、証券取引所の上場規定に基づく「決算短信」の3つの制度開示を行う必要がある。これらの開示制度は異なるフォーマット、時期に開示が要求されている。「決算短信」は決算後約1か月の期間で発表し、「事業報告及び計算書類等」は決算後約2か月、株主総会の2〜3週間前の期間で株主宛てに発送し、「有価証券報告書」は株主総会の当日以降、決算日から90日以内の法定期限の期間で開示される必要がある。また、決算発表の前後で会社法に基づく監査報告を行っており、企業は決算日から90日以内という短期間で多くの情報を開示しなければならない。このように3つの制度開示が併存することによって似たような情報が違う形式、文書で提供されることは、投資家やアナリストにとってもわかりにく

⁴⁵日本取引所グループ（2018）「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向上のために～」p2 より引用

く、重複した情報が利用されない状態となっていることが対話促進研究会によって述べられている⁴⁶。

- また、財務諸表以外の情報については、【図表 16】のように同一の項目であっても制度間で開示の範囲や定義・概念等が少しずつ異なるので、一方で作成したものを他方で活用することも難しく、作成者にとって作業負担が大きくなっている。

【図表 16】 年度情報開示における類似項目の比較

決算短信	会社法に対応する項目	金商法に対応する項目
経営成績・財政状態に関する分析	—	業績等の概要
当期の経営成績	当事業年度の状況	財政状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の分析
今後の見通し	—	—
中期経営計画等の進捗状況	—	—
目標とする経営指標の達成状況	—	—
財政状態に関する分析	—	状態、経営成績およびキャッシュ・フローの状況の分析
資産、負債、純資産及びキャッシュ・フローの状態に関する分析	当事業年度の状況	—
キャッシュ・フローの関連指標の推移	—	—
継続企業の前提に関する重要事象等	継続企業の前提に関する注記	事業等のリスク、継続企業の前提に関する事項
経営方針	—	—
会社経営の基本方針	—	—
目標とする経営指標	—	—
中長期的な会社の経営戦略	—	—
会社の対処すべき課題	対処すべき課題	対処すべき課題
その他、会社の経営上重要な事項	その他企業集団の現況に関する重要な事項	事業等のリスク、経営上の重要な契約等
連結財務諸表	—	—
連結財政状態計算書	連結財政状態計算書	連結財政状態計算書
連結損益計算書	連結損益計算書	連結損益計算書
連結包括利益計算書	連結包括利益計算書	連結包括利益計算書
連結持分変動計算書	連結持分変動計算書	連結持分変動計算書
連結キャッシュ・フロー計算書	—	連結キャッシュ・フロー計算書
継続企業の前提に関する注記	継続企業の前提に関する注記	継続企業の前提に関する注記
会計方針の変更・会計上の見積りの変更・修正再表示	会計方針の変更、表示方法の変更、会計上の見積りの変更、誤謬の訂正に関する注記	会計方針の変更、表示方法の変更、会計上の見積りの変更、修正再表示に関する注記
セグメント情報	—	セグメント情報
1株あたり情報	1株あたり情報に関する注記	1株あたり情報
重要な後発事象	重要な後発事象に関する注記	重要な後発事象

⁴⁶持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会（2015）「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」 p33 を参照

出典)『「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』p32 より筆者作成

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

5 一方、諸外国の特徴としては、財務情報の開示制度は1つであることが挙げられる。アメリカにおいては、日本と同様に上場企業は証券取引所法に基づき、四半期報告書をSEC(証券取引委員会)に提出しなければならない。開示項目及び様式については、取引所規則による詳細な定めはなく、各企業の裁量に任せられている。EUにおいては、「透明性指令」により、規制市場で株式の取引が認められる企業についてのみ期中経営報告書の開示が要請されている。このように諸外国では、公表書類が少なく日本と比べ情報開示にかかるコストが少ないと考えられる。これらのことから、企業は財務情報の開示にかかるコストに加え企業の負担が大きいために、非財務情報の開示にかかるコストを確保することが難しいと考えられる。

15

第2項 株主総会の現状

日本の情報開示制度では、有価証券報告書の提出期限は、金融商品取引法で当該事業年度経過後3か月以内という提出期限が定められている。日本企業のほとんどは決算日が3月31日に設定されているため、有価証券報告書の提出期限は6月30日となる。また、会社法において定時総会は基準日から3か月以内に開催する必要があるため、定時総会の開催が6月末に集中してしまうのである。企業が招集通知を発送して、機関投資家が受け取るまでに相応の期間を要する。

25 しかし、現状では基準日を決算日にしている企業が多いため、決算日から3ヵ月以内に定時総会が開催される。このことにより、機関投資家が招集通知等を受け取ってから議決権行使を検討する期間は非常に短くなっている。

さらに、定時総会が6月末に集中しており、当然機関投資家の負担は大きくなり、議決権行使を検討する時間を十分に取ることができないという問題がある。このように企業と投資家の対話の機会が損なわれる可能性があることは極めて問題である。このような背景から、株主に出席(機関投資家の場合には議決

30

権行使)と準備の機会を十分に提供するため、株主総会開催日の分散化が進んでおり、1995年時点での集中率は96.2%であったのに対し2018年には30.9%にまで低下している⁴⁷。また、CGCは「株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべき」(補充原則1-2②)と定めている。日本取引所グループの調査によると、招集通知の発送前にウェブサイトで公表する会社の比率は、2015年の38.7%から、2017年には80.0%に上昇した⁴⁸。また、発送日の平均3.41日前にはウェブサイトで公表され、公表の早期化も進んでいる。このデータによると、企業の投資家との対話に対する意識が向上しており問題点は改善の傾向にある。

10

第3項 非財務情報開示の重要性

現在、日本では非財務情報を開示することが重要であると言われている。投資判断において企業の持続可能性やリスクを評価するために、非財務情報を組み込むことが大きな論点となっている。そして、非財務情報の開示を進めることで株式会社におけるエージェンシー問題に対処することができる。株式会社においては株主が委託者、経営者が代理人となるエージェンシー関係が成立している。いわゆる「所有と経営の分離」である⁴⁹。ここで懸念される問題が、株主は経営者に利益最大化を要求するが、経営者が適切なリスクを取らず株主の期待通りの経営を行わない可能性があることである。中長期的な企業の成長に関する情報の非対称性を解消すること、つまり非財務情報の開示を行うことがエージェンシー問題の解消につながり、資本コストを低減することができると考えられる。情報開示は企業からの一方通行ではなく、企業と投資家が広い意味での対話を通じて相互理解を深める必要がある。そのためには、企業のキャ

15

20

⁴⁷ 日本取引所グループ(2018)「定時株主総会集中率推移グラフ(3月期決算会社)」より引用

⁴⁸ 柳良平・吉野貴晶(2017)「人的資本・知的資本と企業価値(PBR)の関係性の考察」『月刊資本市場』2017.10(No.386)p16より引用

⁴⁹ 株式会社日本総合研究所(2017)「葛藤するコーポレートガバナンス改革」株式会社きんざい p54を参照

ピタルアロケーション⁵⁰や事業をどのように運営するかといったビジネスマネジメント、経営層の人物像など、財務情報の開示だけではないより深い論点で対話を行う必要がある。このことが、中長期的な視点から企業価値の向上を考える上で重要になると考えられる。これらのことから非財務情報の開示が重要視されている理由が分かる。

しかし、伊藤レポート(2017)において非財務情報は投資家からのニーズがあるが、十分な開示がなされていないと述べられており、非財務情報の開示が不十分であることが指摘されている。

10 第3節 統合報告書

統合報告書とは、財務情報と非財務情報で構成される報告書を指す。先に述べたように、非財務情報の開示は不十分である。これはコストがかかるという点以外に、財務情報のように規定された様式書類等がないことが関係していると考えられる。現在、統合報告書の作成にあたり、国際統合報告評議会(IIRC:International Integrated Reporting Council 以下 IICR)のフレームワークが公表されている。IIRCはこのフレームワークにおいて、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つが定められている。内容要素は【図表17】の通りである。

25

⁵⁰ 事業の経済性のこと。産業構造、付加価値の源泉、競争優位性、参入障壁、長期的潮流など中長期的な企業価値の向上に深く影響を及ぼす要素のこと。

【図表 17】 内容要素

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
戦略と資源分配	短・中・長期的戦略目標、戦略実現のための資源分配計画
実績	目標、リスクと機会に関する定量的指標 (KPI※等)
見通し	短・中・長期的に組織が直面するであろう外部環境についての組織の期待等
作成と表示の基礎	組織の重要性の決定プロセスの要約等

※KPI key performance indicatorの略で、企業目標を達成するための重要業績評価指標のこと。

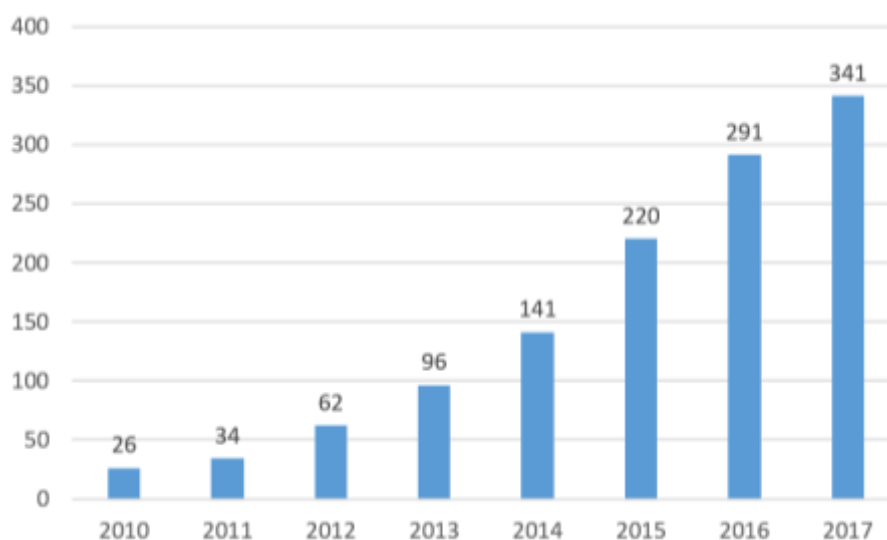
出典) IIRC (2015) 「国際統合報告フレームワーク日本語訳」 p6 より筆者作成

(URL) [http://integratedreporting.org/wp-](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf)

5 [content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf)

現在、統合報告書の発行企業数は以下の【図表 18】のように年々増加傾向にある。

10 【図表 18】 統合報告書発行企業数



出典) KPMG ジャパン (2017) 「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」 p3 より

筆者作成

(URL) <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20180323.pdf>

5 【図表 18】から分かるように、企業の情報開示に対する意識の高まりを感じられる。発行企業数は増加しているが、全体的には発行企業数が少ないというのが現実である。この統合報告書が普及することにより、非財務情報開示の不十分さが改善されると考える。日本企業の統合報告書に関する調査⁵¹(2017)によると発行企業数は増加傾向にあり、中長期的な価値創造プロセスを説明する
10 長期ビジョンをトップメッセージとして発信している企業、価値創造プロセスに関するセクションを設けている企業はともに発行数の過半数を超えており、企業にも中長期的という志向が浸透してきていると考えられる。

しかし、ガバナンス責任者自らのメッセージとして現状認識、中長期的な将来への課題認識について記述している企業は昨年に比べると増加しており、ガ
15 バナンス改革の意識と取り組みが浸透しつつあるが、この項目に関しての記述は長期志向や価値創造の項目と比較するとかなり少ない。IIRC のフレームワークは原則主義であるため、統合報告書といっても一様ではなく「アニュアルレポートと統合しているもの」、「会社案内と統合しているもの」など、企業によってさまざまな様式のものが存在する。このように企業ごとに様式や内容が異
20 なるので、投資家が求める情報を一つの報告書に網羅することが難しいというのが現状である。また企業が重要視している情報と、投資家が求める情報にはギャップがあると言われている。

ここで、IIRC と提携関係にある WICI ジャパンから第 1 回「統合報告」表彰
25 において、2013 年から 4 年連続で「優秀企業賞」を受賞し、2017 年には「優秀企業大賞」を受賞したオムロンを例に挙げたいと思う。

オムロンの経営の特徴は長期的な視点で経営を行い、持続的な企業価値(事業価値・株主価値・ブランド価値)の向上に向けて経営陣・社員が自発的に取り組んでいることである。オムロンの考える企業理念経営とは、CSV(Creating

⁵¹ KPMG ジャパン(2017)「日本企業の統合報告書に関する調査」p3 を参照

Shared Value)と CSR を融合した経営を行うことであり、IIRC や WICI が提唱する統合思考は創業当初から組み込まれていたと言える。オムロンは法律等で開示を求められる事項以外にも、自社が必要と認める情報を開示する。統合報告書は 2012 年から発行しており情報開示の強化に努めている。オムロンが IR 活動

5 動を強化する上で注力しているポイントは 3 つある。1 つ目は受動的 IR からの脱却、2 つ目はリスク情報開示のレベルアップ、3 つ目は社内外コミュニケーションの一致である。特に 2 つ目に関しては、統合報告書を作成する理由そのものである。

次に、統合報告書を作成する目的について述べたい。その目的とは、戦略的

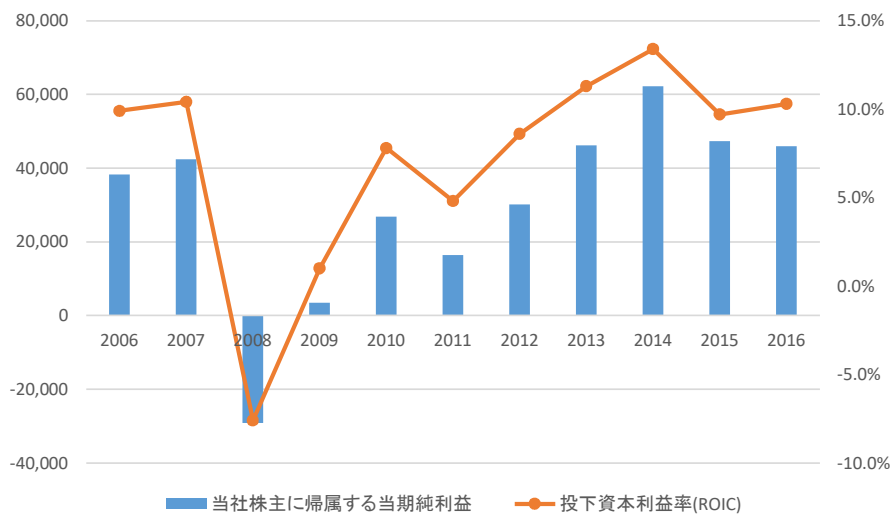
10 な経営情報の開示によるすべてのステークホルダーとの信頼関係の構築になり、結果として中長期に株式を保有する長期投資家を引き付けることができるという 2 点である。企業の将来像を伝えるために、今の姿を示す財務情報だけではなく、将来の姿を想像できるような幅広い情報の開示を目指した。全体の構成としては、導入として「オムロンはどんな会社か(過去→現在)」、次に事業目標

15 として「オムロンはどこへ向かうのか(未来)」、事業の成果「オムロンの企業価値の成果」、事業達成の基盤力「企業価値を支える力」、経営管理体制「コーポレートガバナンス(企業理念の実現体制)」、財務諸表「財務セクション」の 6 つの構成とした。このように企業の過去から未来までを明らかにしていこうとしたのである。

20 【図表 19】のように、統合報告書の発行を始めた 2012 年以降、オムロンが KPI に設定している ROIC は上昇している。このように IR 活動に注力することで、企業価値想像プロセスを開示することは重要であり、中長期的な企業の成長を目指す日本企業にとって有効な情報開示の方法であると言える。統合報告書を発行することにより、その企業に理解を持った中長期的な視点を持つ安定

25 株主を獲得できるほか、投資家とのコミュニケーションの高度化など、エンゲージメントの強化などにつながることから非財務情報を含んだ情報開示を行うことがいかに大切であるかが分かる。

【図表 19】株主に帰属する当期純利益、投下資本利益率(ROIC)



出典)オムロン株式会社(2017)「フィナンシャルファクトブック 2017」p11 より
筆者作成

5 (URL) <https://www.omron.co.jp/ir/irlib/pdfs/factbook2017j.pdf>

第2節で述べたように、現在の日本の情報開示制度は公表書類が多く、作成者にとって負担が大きい。また、投資家にとっても目を通す書類が多くすべてを有効活用できているわけではない現状である。そこで、「未来投資戦略 2017」
10 ⁵²では、投資家の投資判断に必要な情報の十分かつ公平な提供を確保するために、「事業報告計算及び書類等と有価証券報告書」の記載内容の共通化に関する検討を加速すると述べており、現在の情報開示制度が簡略化され、非財務情報の開示に注力する企業が増えていく可能性は十分にあると考えられる。

15 第4節 企業のあるべき姿

本章では、企業のガバナンスの強化と情報開示の充実の観点から述べてきた。CGC を適用することで、企業にとってできている点・できていない点が明らかになり、今後何を行うべきかが明確になる。企業の「稼ぐ力」を向上させるためにはこの CGC が重要であることを再認識し、今一度企業は中長期的な企業価

⁵² 「未来投資戦略 2017」(29 年 6 月 9 日閣議決定) を参照

値の向上に努めるべきである。

そして、中長期的な企業価値の向上において、一番重要であると考えられるのは企業と投資家の対話である。その対話を行うための基礎であるのが情報開示である。例に挙げたオムロンのように、IR活動に注力することで企業への理解が得られ、中長期的な視点を持つ安定株主を獲得できるという良い例がある。

企業は中長期的な視点での経営戦略やビジョン等を投資家に理解してもらうために、非財務を含む情報開示を充実させていかなければならないのである。このように、企業が成長するための土台作りを行い、投資家との建設的な対話を行うことが中長期的な企業価値の向上につながると考える。

10

第4章 提言

これまで機関投資家と企業の両視点からの現状分析を行い、問題点を列挙した。それを踏まえ、証券市場活性化するための方策を提言していきたい。

15 第1節 統合報告書の発行促進とフレームワークの統一

第3章3節で述べたように、現在、企業の情報開示に対する意識の高まりにより、統合報告書を発行する企業が増えている。しかし、発行企業数は2017年時点で341社⁵³にとどまっている。それに加え、統合報告書の厳密な要件については、未だ広く合意されたものが存在しておらず、企業ごとに公表の様式・内容が異なるという問題が存在する。また、日本企業の統合報告書に関する調査(2017)⁵⁴によると、ガバナンスに関する情報を戦略と関連付けて説明している企業は少数であり、取締役会議長のメッセージが記載されているのは発行企業の11%とかなり低い。同資料では、CSR上の重要課題という意味のマテリアリティや、中長期的なリスクと機会について、非財務KPIに関する記載不足も問題として挙げている。これらは統合報告書作成の目的である、情報開示による全ステークホルダーとの信頼関係を構築すること、長期投資家を引き付けることなどの達成を困難にする。企業が描くビジョンの理解を投資家から得るためには、非財務を含む情報開示を充実させることが重要であると考え。

20

25

⁵³ KPMG ジャパン(2017)「日本企業の統合報告書に関する調査」p3を参照

⁵⁴ KPMG ジャパン(2017)「日本企業の統合報告書に関する調査」p5を参照

これらを受け、我々は企業による統合報告書の作成を普及させ、非財務情報を含めた情報開示の促進を提言する。また、この統合報告書は IIRC のフレームワークを使い、その中に経営戦略と関連付けたガバナンスに関する情報をはじめとする不足情報を記載すべきだと考える。IIRC のフレームワークを利用する

5 し、様式を統一することにより、投資家は情報を把握しやすくなると考えられる。

一律のフレームワークを使用した統合報告書の作成と非財務情報の提供は、投資家の適切な理解を得ることにもつながり、中長期的な企業価値の向上のための企業と投資家の対話の充実化が期待される。

10

第 2 節 社外取締役の人材プールの拡大

第 3 章第 1 項で述べたように、社外取締役の選任は企業で十分に進んでいるが、現在、企業では社外取締役の増員が課題になってきている。また、大手議決権行使会社の ISS(Institutional Shareholder Services)、グラス・ルイス

15 (Glass Lewis) の助言方針では、「最低 2 名の社外取締役がいらない場合」⁵⁵(ISS)、「取締役と監査役会の独立役員 の合計人数の割合が、取締役と監査役の総人数の 3 分の 1 に満たない場合」⁵⁶(Glass Lewis) にその会社の経営トップの選任に反対を推奨するとしている。影響力の大きい会社がこういった方針を示していることで、企業が社外取締役の人数を増やす動きが強まっていくことが考えら

20 れる。ここで問題点として挙げられるのが、各企業が複数名の社外取締役を選任することで、適正となる候補者が不足することである。

そこで我々は企業における相談役・顧問という制度に着目した。相談役・顧問という制度は、元社長・元 CEO など経営に携わったものがそのまま企業に残ることが多い。相談役・顧問の役割は企業によって様々であり、財界活動への

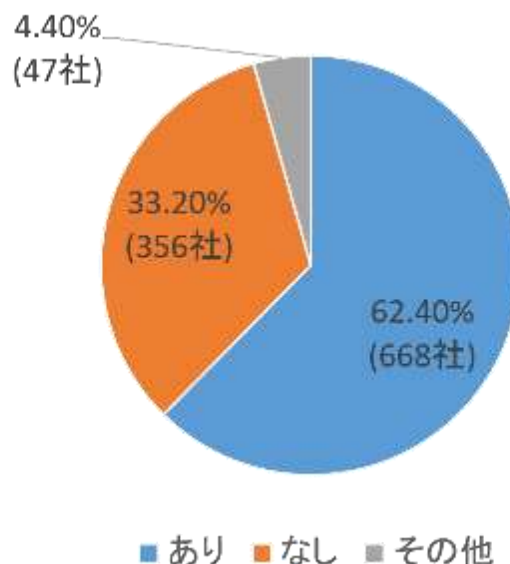
25 の取り組みや、過去の経験を生かした現経営陣へのアドバイスという点で会社の利益になっている場合もある。一方で、会社経営について責任を負わない相談役・顧問による現役経営陣への不当な影響力の行使が生じているのではない

⁵⁵ISS(2018)「2018 年版日本向け議決権行使助言基準」p5 より引用

⁵⁶GLASS LEWIS(2017)「2017 年版議決権行使助言方針要約日本語版」p4 より引用

かという指摘や、誰が実質的に経営のトップを担っているのか分からない事態が生じているという弊害の指摘も多くされている。⁵⁷

【図表 20】 相談役・顧問制度の状況



5

出典) 東洋経済オンライン(2018)「相談役・顧問の多い100社ランキング」より筆者作成

(URL) <https://toyokeizai.net/articles/-/204907>

- 10 【図表 20】は現在の日本の相談役・顧問の現状である。このように、調査に
15 応じた企業の6割以上がこの役職を設けていることが分かる。相談役・顧問は取締役と違い、会社法において規定はなく、定款への記載義務もない。このことから、調査に応じなかった企業の中にも定款への記載なく相談役・顧問を置いている企業があると考えられる。また、相談役・顧問に関する情報は不透明で、報酬や人名も公表されていない現状である。ISSは相談役や顧問として企業に残り、大きな影響力を持つことの弊害は大きいとして、相談役・顧問に関する項目の改定を行った。⁵⁸また、「コーポレート・ガバナンスに関する報

⁵⁷ 経済産業省(2017)「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」を参照

⁵⁸ ISS(2017)「ISS 議決権行使助言方針(ポリシー)改定に関する 日本語での

告書」にも、2018年1月に相談役・顧問に関する開示項目が設けられた。⁵⁹これに起因して、日清紡HDや阪急・阪神HDなどの1部上場企業が相談役・顧問制度の廃止を決めた。

しかし、相談役・顧問に就いている人材は社長やCEOを引退した企業経営を
5 経験している優秀な人材が多いのである。つまり、企業の成長を支え企業価値を向上させていくため、とりわけ新任の経営者にとっては助言役として適当な人材であると言えるだろう。相談役・顧問を廃止することで、優秀な人材を社外取締役として活用することができると考える。これは、企業のガバナンス強化につながり、中長期的な企業価値の向上に期待できる。

10 我々はこの制度を廃止する上で、CGCに新たな原則を追加することを提案したい。コンプライ・オア・エクスプレインに則り、企業にとってその役職が有用である場合は廃止しない理由を説明すればよいと考える。

また、どのように企業に人材を提供するのかについては、2018年9月に締結された、日本総研とパーソルキャリアの社外役員選任支援サービスを利用した
15 いと考えている。このサービスは必要な質を満たした社外取締役候補者が不足している現状において、要件定義から人選、受け入れ態勢構築までの統合されたサービスである。⁶⁰パーソルキャリアが運営する人材紹介プラットフォーム「i-common」の約1万名に上るデータベースを活用した「i-common社外役員紹介モデル」により適切な人材を紹介する。

20 このように、相談役・顧問を廃止する原則を新たに設け、人材紹介のサービスを利用することで社外取締役が不足している企業に、企業が求める人材を提供することができると考える。

以上のことから、我々は相談役・顧問を廃止することを提言する。

25 第3節 経営者報酬の改革

日本企業の経営者報酬は海外の企業に比べ、総報酬水準が低く、固定報酬割

オープンコメントの募集について」p2を参照

⁵⁹ 日本取引所グループ(2017)「相談役・顧問等の開示に関する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領の改訂について」より引用

⁶⁰ 株式会社日本総合研究所(2018)「社外役員選任支援サービスの連携についての協定を締結」より引用

合が高いという問題が存在する。これは経営者の利益最大化に対するインセンティブを失うことにつながる。そこで我々は、総報酬水準の引き上げと業績連動報酬比率の上昇、そしてその中の中長期業績連動報酬の一部に ESG 指数に基づく評価を取り入れ、株式報酬で支給することを提言する。業績連動報酬は、

- 5 短期的である単年度の業績指標や目的達成度に連動するものと中長期的なものに分けられるが、中長期の経営者報酬の決定要素に第三者機関による ESG 指数に基づいた評価を取り入れることで、経営者にとって ESG 評価向上のインセンティブとなる。また、第 2 章第 2 節でも述べたように、ESG の評価向上は PBR の向上にもつながる。さらに、株式報酬での支給は経営者が株主目線の経営を行
- 10 うことが期待できる。これらより企業価値の持続的成長を促し、報酬決定の正当性の高さを投資家に示すことができる。この制度を企業が採択することにより、CGC 補充原則 4-2①⁶¹でも述べられているような、持続的な成長に向けた健全なインセンティブという報酬の役割を果たすことが期待できる。

15 第 4 節 機関投資家の議決権行使決定要因明文化の義務づけ

- 第 2 章 4 項において述べたように、日本市場において、機関投資家には投資先企業を監視する役割、つまり受託者責任があるにもかかわらず、監視コスト削減のため自ら監視を行わず他の機関投資家の判断に同調する「フリーライダー問題」が存在する。この問題に対して、我々は、議決権行使書面の記載事項
- 20 に着目した。

現在、議決権行使書面の記載事項には、議案に対しての賛否、議決権の行使期限、議決権を行使する株主の氏名及び行使可能な議決権の数などが義務づけられている。この記載事項に議決権行使決定要因、つまり議案に対しての賛否の要因を明文化すること義務づけることを提言する。

- 25 この明文化の義務づけにより、他の機関投資家にタダ乗りしていた機関投資家は、決定要因を明らかにしなければならないため、今までのように自ら監視を行わない体制を変えざるを得ない。また、企業は機関投資家がどのような要因で企業の提案に対して議決権を行使したのかが分かる。企業は、賛否の要因

⁶¹ 日本取引所グループ(2018)「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～」p15 を参照

を知ることができるため、説明を行うことも可能となり機関投資家と企業のお互いの意見をより理解することが可能となる。

- つまり、この明文化の義務付けは、機関投資家が自ら監視を行う体制の変化による「フリーライダー問題」の解決につながる。また機関投資家と企業間における相互の理解を深め、エンゲージメントの質の向上をもたらし、モノ言う株主の増加も期待できる。

終章

- バブル経済の崩壊以降、日本の証券市場には大きな変化が起きた。それにより停滞した日本経済を活性化するために、SSC と CGC が打ち出され、機関投資家と企業のあるべき姿が問われている。機関投資家と企業はそれぞれ解決すべき多くの問題を抱えている。機関投資家とは、「モノ言う株主」として自らの理論を押し付けるだけでなく、企業の経営理念・企業風土などを理解し、企業の中長期的な企業価値の向上に寄与するものである。企業も「建設的な対話」を行うための土台作りとして、ガバナンスと情報開示を充実させることが重要である。

そこで我々は本論文において、証券市場の活性化への方策を提言した。まず初めに企業が非財務を含む情報開示を充実させることで対話の基礎が作られる。

- そして、議決権行使の明文化によりモノ言う株主が増加し、それらの株主が積極的にエンゲージメントを行っていくことで企業価値の向上につながると考えられる。また、企業の求める社外取締役を提供することで、現在求められている実効性のあるガバナンスを行うことが出来ると考える。企業がガバナンスを強化することは中長期的に企業が成長していく上で重要であると考ええる。

- さらに、経営者報酬の制度を改革することは、企業が持続的な成長を目指すインセンティブとなる。また、それは株主の利益最大化にもつながり、経営者と株主双方にメリットがあると考ええる。

- これらの提言から、我々は「建設的な対話」を念頭に置き、双方が中長期的な視点を持つことで証券市場の活性化につながると考える。両者の適切な行動により、証券市場が活性化されることを期待して本論文の結びとする。

参考文献

IIRC「国際統合報告 フレームワーク 日本語訳」

<<http://integratedreporting.org/wp->

5 [content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf](http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf)>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 21 日)

ISS(2018)「2018 年版日本向け議決権行使助言基準」

<<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>>

10 (最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日)

アムンディ・ジャパン(2018)『社会を変える投資 ESG 入門』日本経済新聞出版社

EY 総合研究所(2014)『「アベノミクス第三の矢」としてのコーポレートガバナンス改革』『EY 総研インサイト』2014.10(vol.2)

15 <<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/eyi/issue/pdf/Insight-02-report04.pdf>>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 26 日)

江口高顕(2016)「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割」『旬刊商事法務』2016.8.25 (No.2109)

20 岡部光明(2009)「日本におけるコーポレートガバナンスーその特徴, 変遷, 今後の課題」

<https://meigaku.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=1202&item_no=1&page_id=13&block_id=21>

25 (最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

尾崎悠一(2018)「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」『月刊資本市場』2018.4 (No.392)

小野伸一「メインバンク制と金融産業の今後～新しい金融システムを目指して～」『経済のプリズム』No.151 2016.7

30 <http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumbe

化による企業価値向上の実現」東洋経済新報社

金融庁(2017)『「スチュワード・シップコードに関する有識者検討会」第2回事務局説明資料』

<<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170217/01.pdf>>

5 (最終アクセス日 2018年10月24日)

金融庁(2018)『「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~』

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

(最終アクセス日 10月25日)

10 金融調査部(2012)「失われた20年~資本市場停滞の要因(全体版)過去20年のレビューと問題整理~活性化に向けた議論の土台として」

<<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12110701capital-mkt.html>>

GLASS LEWIS(2017)2017年版議決権行使助言方針 要約日本語版

15 <<http://www.disclosure.jp/topics/20170202%20glass%20lewis.pdf>>

(最終アクセス日 10月25日)

経済産業省(2017)「伊藤レポート2.0」

<<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>>

(最終アクセス日 2018年10月25日)

20 経済産業省経済産業政策局産業組織課(2015)「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」

<http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000134.pdf>

(最終アクセス日 2018年10月25日)

経済産業省(2017)「日本企業のこれからの持続的な価値創造に向けた 研究開

25 発投資に求められる投資家との対話・情報提供の在り方」

<www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000779.pdf>

(最終アクセス日 2018年10月24日)

経済産業省(2018)「第9回株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」

<http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/009_04_00.pdf>

30

(最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日)

経済産業省産業技術環境局環境経済室 (2018)「研究会を通じてご議論頂きたい事項」

<http://www.meti.go.jp/shingikai/energy_environment/green_finance/pdf/001_03_00.pdf>

5

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

経済産業政策局 産業資金課 (2017)「価値協創のための統合的開示・対話ガイドンスーESG・非財務情報と無形資産投資ー (価値協創ガイドンス)」

<<http://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003-2.pdf>>

10

(最終アクセス日 2018 年 10 月 16 日)

KPMG ジャパン 統合報告センター・オブ・エクセレンス (2017)「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」

<<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20180323.pdf>>

15

(最終アクセス日 2018 年 10 月 16 日)

小阿瀬達彦 (2014)『普及すすむ「独立社外取締役」』大和総研

<https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20141208_009225.pdf>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 19 日)

20

郷右近養一 (2018)「2018 年 6 月株主総会に向けて～ガバナンス改革で問われる議決権行使助言会社の存在～」『投資信託事情』第 61 巻第 4 号

公益社団法人日本証券アナリスト協会 (2017)「企業・投資家・証券アナリスト価値向上のための対話」日本経済新聞出版社

GPIF「ESG 活動報告」

25

<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813_esg_katudohoukoku.pdf>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

GPIF「ESG 指数選定結果について」

(https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf)

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

30

GPIF「グローバル環境株式指数の選定結果について」

<https://www.gpif.go.jp/topics/グローバル環境株式指数を選定しました.pdf>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

JSIF「日本サステナブル投資白書 2017」<http://japansif.com/2017free.pdf>

5 (最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

塩村賢史(2017)「GPIF の ESG 投資の取組みと今後の展望」『月刊資本市場』2017. 11 (No. 387)

持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会「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」

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

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

新芝宏之(2018)「開示情報の充実による建設的な対話の促進」『会計・監査ジャーナル』2018. 5 [No. 754]

鈴木裕「増加する株主提案権の行使」

15 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20180308_012813.pdf

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

大和証券

<http://www.daiwa.jp/>

20 (最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日)

第一生命保険株式会社「ESG 投資」

<http://www.dai-ichi-life.co.jp/dsr/investment/esg.html>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 24 日)

高橋美加(2016)「建設的な対話の場としての株主総会とその環境整備

25 の進展」『旬刊商事法務』2016. 12. 25 (No. 2121)

田村俊夫(2018)「日米エンゲージメントの新潮流」『月刊資本市場』2018. 4 (No. 392)

円谷昭一(2017)「議決権行使の個別開示データ分析〔前編〕」『月刊資本市場』2017. 12 (No. 388)

30 円谷昭一(2018)「議決権行使の個別開示データ分析〔後編〕」

『月刊資本市場』 2018.2 (No. 390)

円谷昭一(2017)『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」－大量データから見る真実－』 同文館出版株式会社

得津晶(2018)「株主アクティビズムをめぐる法的問題」『企業会計』Vol.70 No.5

- 5 鳥居陽介(2017)「株式所有構造の変遷と経営財務」 中央経済社

中神康議(2018)「経営と投資のこれから」『企業会計』Vol.70 No.5

日本取締役協会(2018) 上場企業のコーポレート・ガバナンス調査

<<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>>

(最終アクセス日 2018年10月17日)

- 10 日本取引所グループ(2018)「定時株主総会集中率推移グラフ(3月期決算会社)」<https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdivq000000011x-att/graph_2018.pdf>

(最終アクセス日 2018年10月21日)

野村証券「証券用語解説集」

- 15 <<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ni/A02755.html>>

(最終アクセス日 2018年10月25日)

半澤智(2018)「持ち合い解消が収益力に」『日経 ESG』 2018.10

樋口晴彦「日本における社外取締役の現状と課題－その独立性と機能の確保を中心に－」

- 20 <https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20180831135702.pdf?id=ART0010024278>

(最終アクセス日 2018年10月19日)

藤田勉(2018)「過大評価される ESG 投資と資本市場の調和」『月刊資本市場』 2018.1 (No.389)

- 25 松下憲(2018)「アクティビストを意識した株主総会対策」『企業会計』Vol.70 No.5

水口剛(2017)「ESG 投資 新しい資本主義のかたち」 日本経済新聞出版社

三菱 UFJ 信託銀行

<[https://safe.tr.mufg.jp/cgi-](https://safe.tr.mufg.jp/cgi-bin/toushin/tsl.cgi/knowledge/vocabulary/151.html)

- 30 [bin/toushin/tsl.cgi/knowledge/vocabulary/151.html](https://safe.tr.mufg.jp/cgi-bin/toushin/tsl.cgi/knowledge/vocabulary/151.html)>

(最終アクセス日 10 月 25 日)

宮島英昭 保田隆明(2015)「株式保有構造と企業統治—機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」『フィナンシャル・レビュー』平成 27 年第 1 号(通巻第 121 号)

- 5 <https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r121/r121_02.pdf>

(最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日)

未来投資戦略 2017 29 年 6 月 9 日閣議決定

<<https://www.fsa.go.jp/policy/miraitoushi2017.pdf>>

- 10 (最終アクセス日 2018 年 10 月 17 日)

柳良平・吉野貴晶(2017)「人的資本・知的資本と企業価値(PBR)の関係性の考察」『月刊資本市場』2017.10(No.386)

『山を動かす』研究会(2017)「ガバナンス改革先を行く経営先を行く投資家」日本経済新聞出版社

- 15 葭田英人(2017)「会社法入門(第 5 版)」同文館出版株式会社