

平成 29 年度
証券ゼミナール大会

第 5 テーマ C ブロック
「機関投資家の投資行動と証券市場」

関西学院大学

岡村ゼミナール

加藤・鎌田・川口・坂口・宋

目次

	序章	p. 2
5	第1章 移り変わるコーポレートガバナンス	p. 3
	第1節 コーポレートガバナンスのメカニズム	
	第2節 メインバンク制の終焉	
	第3節 機関投資家の台頭	
10	第2章 機関投資家に求められる姿	p. 7
	第1節 多様な機関投資家—パッシブ運用・アクティブ運用—	
	第2節 機関投資家に期待される役割	
	第3節 スチュワードシップ・コードの導入	
	第4節 企業と「モノいう株主」の関わり方	
15	第5節 求められる「モノいう株主」の姿	
	第3章 企業に求められる姿	p. 18
	第1節 企業が機関投資家を必要とする理由	
	第2節 コーポレートガバナンス・コードの導入	
20	第3節 企業による情報開示の必要性	
	第4章 機関投資家によるガバナンスの現状分析と問題提起	p. 27
	第5章 証券市場活性化のための施策提言	p. 34
25		
	終章	p. 42
	参考文献	p. 43

序章

日本は戦後、高度経済成長期やバブル経済を迎え、企業もそれにもともない発展してきた。しかし、日本ではバブル経済崩壊以降、経済停滞が続いた。いわゆる「失われた20年」である。また、2008年には金融危機が起こり、日本経済は更なる打撃を受けた。この長期にわたる経済停滞を打破する試みとして、第2次安倍政権によって「アベノミクス」が打ち出され、3本目の矢として成長戦略が示された。第3の矢における最も重要な施策の1つとして挙げられるのが「コーポレートガバナンス改革」である。

本稿では主旨文に則って、対象となる証券を株式に絞り、証券市場の活性化の定義を「モノいう株主の増加」と「中長期的な企業価値の向上」とする。

この解釈のもと、本編では企業側と投資家側の双方の面から、企業の持続的な成長と「中長期的な企業価値の向上」を目指すために、それぞれのあるべき姿と現状を照らし合わせ、問題提起を行う。そして、これらの問題を解決するための施策について論じる。

本編の構成は以下の通りである。

第1章においては、コーポレートガバナンスのメカニズムを確認し、機関投資家に注目が集まるようになった背景について述べる。第2章においては機関投資家、第3章においては企業に焦点を当て、それぞれに求められる姿について論じる。第4章においては、第2章・第3章を踏まえた上で現状分析を行い、問題点について言及する。第5章においては、それぞれが抱える問題を解決し、証券市場を活性化させるための施策を提言する。

本稿が証券市場の活性化、そして日本経済発展の一助となることを切に願う。

25

30

第1章 移り変わるコーポレートガバナンス

本章では、第1節においてコーポレートガバナンスのメカニズムについて述べる。第2節においてはメインバンク制の終焉、第3節においては機関投資家の台頭について論じ、時代の変化に伴うガバナンス体制の変化を整理する。

5

第1節 コーポレートガバナンスのメカニズム

コーポレートガバナンスとは、企業の利害関係者が、自己の利害に基づいた上で、自己利益に合致する経営を行わせることを目的として、何らかの手段によって、経営者の意思決定に影響力を及ぼすことである¹。コーポレートガバナンスには、主にデットガバナンスとエクイティガバナンスがある。

10

まず初めにデットガバナンスについて述べる。デットガバナンスとは債権者によるガバナンスである。企業が債券発行によって資金調達をするとき、あらかじめ約束された資金返済が滞る場合、企業のコントロール権は経営者から債権者に移動する。これは債権者が、約束された資金返済がされないとき、企業の資産を処分する権利である清算権を保持しているためである²。経営者は債権者による清算権行使を防ぐために、企業経営を効率化させるインセンティブを持つ。債権者によるガバナンスの特徴としては、リスクを取らない安定した経営を求めることが挙げられる。なぜなら、債権者は企業の業績に関わらず得られるリターンは同じためである。

15

次にエクイティガバナンスについて述べる。エクイティガバナンスは株主によるガバナンスである。株主は様々な権利を有しており、「自益権」と「共益権」に大別できる。

20

「自益権」とは企業から受ける経済的な利益に関わる権利である。代表的なものとして利益配当請求権や残余財産分配請求権があり、株主は企業利益が増加するほど得られるリターンが増える。そのため、多少のリスクを冒してでも利益を増加させるための経営を求める。

25

¹ 田中正継（1998）「日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の観点から—」『経済分析 政策研究の視点シリーズ12』経済企画庁経済研究所 (<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf>) p. 1 を参照。

² 村瀬英彰（2016）『シリーズ・新エコノミクス金融論第2版』日本評論社、p. 60 を参照。

そして「共益権」とは株主が会社の経営に参加し、経営を監督・是正する権利である³。「共益権」の代表的なものとして、株主総会における議決権や株主提案権などがある。株主によるガバナンスの方法として、「間接的方法」と「直接的方法」の2種類が挙げられる。

- 5 「間接的方法」の具体例としては株式売買がある。これは、投資家が企業の方針に反対であれば売却し、賛成であれば購入することにより、間接的に企業側に自らの意思を伝えることができるという方法である。つまり、株式売買の背後にはその企業に対する投資家の評価があり、投資家が直接企業に働きかけをしなくてもガバナンス機能を果たすことが可能である。
- 10 一方、「直接的方法」によるガバナンスは、株主権の中でも共益権すなわち議決権や株主提案権などの行使を通して行われる。これにより、株主は企業に対して直接働きかけることができる。

- なお、株主とは株式会社の株式を保有する個人や法人などを指し、株主平等の原則（会社法109条）により、原則として持株数に応じた権利を有する。株主が企業に働きかける際のコストは持株比率に比例しないが、得られるリターンは比例するため、持株数が多い大株主は経営に関与するインセンティブが高いといえる。
- 15

- さらに、エクイティガバナンスの特徴としては以下の3点が挙げられる。1点目は企業のファンダメンタルズを反映した公正な株価形成による企業評価がなされることである。2点目は敵対的買収の存在として経営者にプレッシャーを与え、業績改善に向けた努力を促すことである。そして3点目は株主の権利による経営者との対話や議決権行使によって意思表示し、改善を働きかけることである。これらを踏まえ、以下の節では日本におけるコーポレートガバナンスの移り変わりについて説明する。
- 20

25

第2節 メインバンク制の終焉

1980年代までの日本においては、融資関係や株式相互持ち合いを通じたメインバンクによるガバナンスが主流であった。メインバンク制の下では、利害関

³ 代田純、二上季代司(2011)『証券市場論』有斐閣ブックス、pp.23-24を参照。

係者同士による緩やかな相互監視という、インサイダー型のガバナンスが行われていた。先進諸国に対する追随期は、自社内資源の蓄積・活用に基づく企業活動が特徴的である。年功序列型賃金制度や終身雇用制度、企業内訓練、内部昇進に代表される「日本型雇用システム」と、メインバンク制に基づくデット

5 ガバナンスが補完的に機能してきた。しかし、金融自由化が進展した1980年代の終盤以降、大企業を中心とした資本市場からの資金調達が進んだ。かつて主流であったメインバンク制が後退を始め、他の先進国と足並みを揃えるかたちで、機関投資家などの外部株主によるアウトサイダー型ガバナンスが次第に重要となってきた。さらに、バブル経済が終焉を迎えるとともに不良債権問題が

10 台頭し、メインバンク制や株式持ち合いといった慣行は衰退することとなった。

バブル経済崩壊以降の長期的な経済低迷や急速な少子高齢化、日本経済のグローバル化など、企業を巡る環境は劇的な変化を遂げた。また、このようなパラダイム・チェンジに対応すべく、中長期的視点をもって企業の成長を目指し、より積極的な経営判断を促す仕組みを強化させることが求められるようになった。このことは、高度成長期に中心的であったデットガバナンスが機能しなくなっているため、成熟経済におけるエクイティガバナンスの時代の重要性が増したことを表している。

15

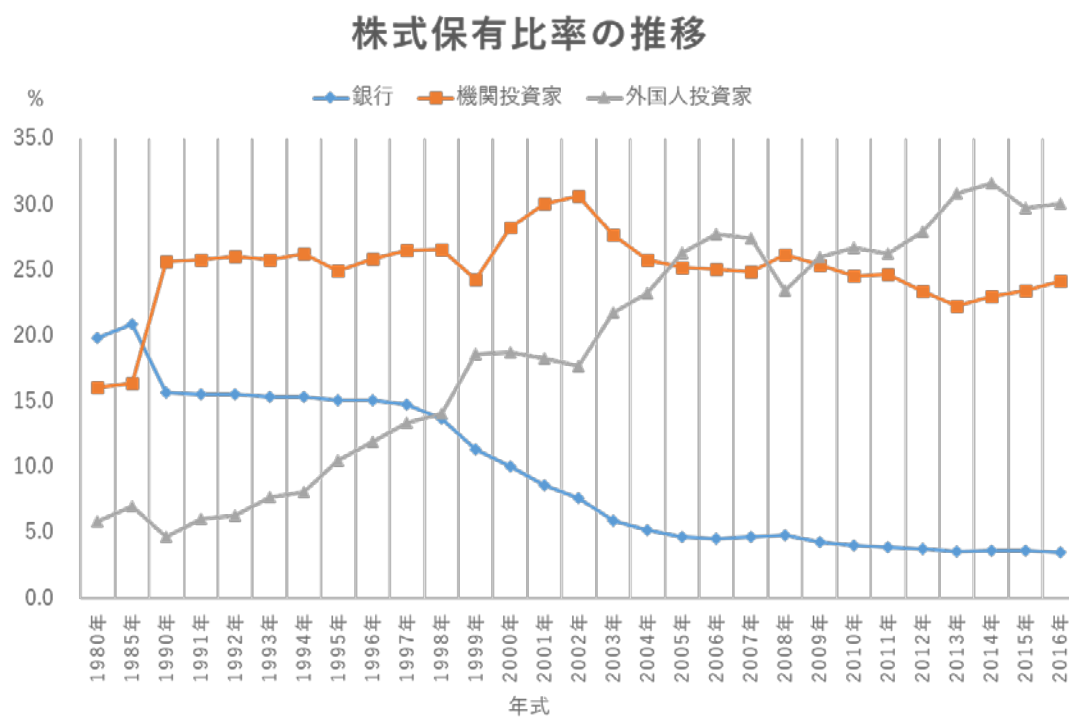
第3節 機関投資家の台頭

20 前節でも言及したように、メインバンク制の衰退にともない、エクイティガバナンスの重要性が増してきた。これまでデットガバナンス下でメインバンクが果たしてきた情報生産機能をはじめとする役割の新たな担い手として、潜在的なインセンティブの高さから大株主に注目が集まった。

25 メインバンク制衰退後は最大の株式保有主体、つまり大株主が銀行から機関投資家に代わっていることが示されている。（図表1）

特に近年は外国人機関投資家の株式売買代金のみで、東証一部における総取引量の7割以上を占めていることが分かる。（図表2）

【図表 1】 株式保有比率の推移



(注) 「機関投資家」は信託銀行・生命保険会社・損害保険会社の合計である。

(出所) 日本取引所グループ (2017b) 「2016 年度株式分布状況調査の調査結

5 果について<レポート編>」 p.4 より筆者作成

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

[equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf](http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf)

【図表 2】 東証 1 部における海外機関投資家株式売買状況

	単位：千円	単位：%
2007年	599,375,710,540	63.3
2008年	476,583,020,817	64.8
2009年	253,878,211,520	53.9
2010年	309,091,744,662	63.6
2011年	347,327,514,395	67.8
2012年	319,954,315,344	67.7
2013年	649,370,383,022	62.3
2014年	655,103,329,874	69.1
2015年	820,005,236,861	71.2
2016年	775,967,344,462	73.8

(出所) 日本取引所グループ HP「投資部門別売買状況」より筆者作成

(URL) <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor->

5 type/00-02.html

以上 2 つの図表から、国内上場株式の約 6 割を保有し、総取引量も多い機関投資家は、日本の証券市場において大きな存在感を表しているといえる。さらに、機関投資家の存在感が増している理由として、大量の資金をまとめて運用するという特徴が挙げられる⁴。機関投資家は、一般的に「資産保持者としての機関投資家」と「資産運用者としての機関投資家」に分けられる⁵。前者は他者から資金を預かり、外部に運用の委託をするアセットオーナーであり、年金基金などが例に挙げられる。後者はアセットオーナーによって委託された資金を実際に運用するアセットマネージャーであり、生命保険会社や信託銀行などが例に挙げられる。

機関投資家は受託者であるため、資産運用の担い手として果たすべき受託者責任がある。アセットオーナーとしての機関投資家だけでなく、機関投資家と

⁴ 野村証券 HP「証券用語解説集」

(<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ki/kikantou.html>)を参照。

⁵ 近藤敏弘、渡水達史(2015)『Q&A コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードー持続的な企業価値向上のための 2 つのコードの実践ー』第一法規株式会社、p.142 を参照。

の間で契約を結んで専門家として資産運用を行うアセットマネージャーも同様に、受託者の立場として受託者責任を果たす必要がある。

このように、受託者責任がある機関投資家は、証券市場における存在感も増しており、エクイティガバナンスの担い手として注目が集まっているといえる。

5

第2章 機関投資家に求められる姿

本章では、第1節において機関投資家の種類、第2節において彼らに期待される役割について確認する。続く第3節においてはその役割を果たすための機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コードについて述べる。そして、第4節・第5節を通じて求められる「モノいう株主」の姿を論じる。

10

第1節 多様な機関投資家—パッシブ運用・アクティブ運用—

前章でも述べたように、機関投資家にはメインバンクが果たしてきた役割を担うことが期待されている。しかし、機関投資家の運用スタイルは同一ではない。本節では、機関投資家をタイプ別に整理し、その運用スタイルの特徴について述べる。機関投資家の運用スタイルは、一般にアクティブ運用とパッシブ運用に大別できる。

15

アクティブ運用とは、ファンダメンタルズに基づき、現時点で過小評価されている銘柄や、長期的に良好なパフォーマンスが見込まれる銘柄に投資するスタイルである⁶。しかし、宮島・保田（2015）による日本の機関投資家に関する研究では、国内機関投資家の成長可能性の高い割安銘柄を発掘する能力は十分確認されていない。それに対し海外機関投資家は、このような能力に長けていることが明らかにされている。実際、国内機関投資家はかつてアクティブ運用が多かったが、アクティブ運用のパフォーマンスが低迷し、結果的にパッシブ運用の比重が高くなった⁷。

20

25

⁶ バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社(2013)「アクティブ運用とパッシブ運用」(<https://www.vanguardjapan.co.jp/docs/investment-resources/2013active-and-passive-investing-guide.pdf>) pp.2-10を参照。

⁷ 清水祐季、西岡慎一、馬場直彦(2003)「わが国機関投資家の資産運用行動について-金融市場に与える影響を中心に-」『マーケット・レビュー』3月、日

パッシブ運用は、通常インデックスに連動したリターンを目指す運用スタイルである。パッシブ運用はアクティブ運用と比べ、ポートフォリオの組み換えによる恒常的な売買が必要なく、比較的長期にわたって保有することになる⁸。国内機関投資家によるパッシブ運用の比重が大きくなり、公的年金を運用する年金積立金管理行政法人（GPIF）も2002年からパッシブ運用に移行した。近年では国内株式のうち8割以上をパッシブ運用している⁹。インデックスに連動したリターンを目指すことから、パッシブ運用を行う機関投資家は簡易に売却できないという特徴がある。そのため、投資先企業に収益性を上げるように働きかけ、中長期的な投資リターンが向上するように努力する。特に、GPIFを含む国内外の年金基金や政府系金融機関がこのような機関投資家に属する¹⁰。それに対し、アクティブ運用を行う機関投資家も投資先企業との対話を通じて、投資利益の向上を図る。その例として、アクティブ運用を中心とする米国の資産運用会社ティール・ロウ・プライスの企業との対話が挙げられる¹¹。

以上のことを整理すると、機関投資家はアクティブ運用とパッシブ運用に大別でき、アクティブ運用に関しては、海外機関投資家が長けていると分かる。また、アクティブ運用を行う際、機関投資家は投資先企業と対話し、投資利益

本銀行

(https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/mkr/data/kmr03j04.pdf) pp. 2-3
を参照。

⁸ バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社(2013)「アクティブ運用とパッシブ運用」(<https://www.vanguardjapan.co.jp/docs/investment-resources/2013active-and-passive-investing-guide.pdf>) pp. 2-10 を参照。

⁹ 江口高顕(2017)「多様な投資家、多様なガバナンス効果」『月刊資本市場』5月号 (<http://www.camri.or.jp/files/libs/904/201706061711283898.pdf>) p. 46
を参照。

¹⁰ 今泉宣親、小野傑、神作裕之(2017)『資産運用の高度化に向けて インベストメント・チェーンを通じた経済成長』一般社団法人金融財政事情研究会 p. 19 を参照。

¹¹ 日本ベル投資研究所(2017)「欧米の取締役会の実効性～建設的対話とアクティビストのインパクト」(<http://column.ifis.co.jp/toshicolumn/bell/77120>) p. 1 を参照。

の向上を図る場合も存在する。パッシブ運用に関しては、機関投資家にはインデックス構成銘柄の企業に対し企業価値の向上を目的とする積極的な働きかけを行うインセンティブが存在する。また同様に、海外機関投資家も自身の運用スタイルに関わらず、日本企業に対して積極的な働きかけを行うインセンティブが存在すると考えられる。

第2節 機関投資家に期待される役割

前節では、機関投資家のタイプを整理し、その運用スタイルの特徴について確認した。本節では、機関投資家の性質を踏まえた上で、果たす役割について述べる。また、エクイティガバナンス独自の新たな役割を果たすことにも期待が

10 集まっている。

まず初めに、大株主である機関投資家が企業に与える影響について整理する。前節で述べた通り、1990年代から国内外の機関投資家の株式保有比率が上昇した。特に海外機関投資家の増加は著しく、その背景にはバブル経済崩壊後、銀行が大量に売却した株式を機関投資家が購入したことがある。こうして大量の株式を保有するようになった機関投資家は日本の企業に対してどのような影響を与えているのだろうか。

15

宮島・保田（2015）は、機関投資家の受託者責任に対する意識の程度は企業の収益率（ROA）と正の関係を持ち、機関投資家の受託者責任の意識が高くなるにつれて、企業のROAに対しプラスの影響を与えると明らかにされている。また、機関投資家保有比率は投資先企業の株価収益率と正の相関を持ち、保有比率が上昇すれば、株価収益率も上昇する。保有比率が株価収益率に与える影響に関して、国内外の機関投資家はほぼ同程度のインパクトを与えていると同一研究で明らかにしている。

20

小川・宮島・保田（2017）の調査では、海外機関投資家の保有比率が5%上昇すれば、投資先企業の株価収益率は平均的に8%程度上昇する結果となり、需要ショックによる逆因果関係を慎重に考慮しても、同じ結果であった¹²。

25

企業価値についても、宮島・保田（2015）は国内外の機関投資家はともにモ

¹² 小川亮、保田隆明、宮島英明（2017）「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」宮島英明『企業統治と成長戦略』第2章、pp. 100を参照。

ニタリングを通じて企業価値の向上に寄与しており、その保有比率は企業価値に対してプラスの影響を与えていると明らかにしている。国内機関投資家と海外機関投資家の企業に与える影響の違いは、海外機関投資家は投資先企業のガバナンス志向に関して積極的であることに対し、国内機関投資家はニュートラルである。その結果、海外機関投資家の株式保有の増加は、日本企業における執行役員制度や、社外取締役の導入などの内部統治構造改革を促すドライバーの役割を果たしている。

また、小川・宮島・保田（2017）では、海外機関投資家は日本企業としがらみがないため、国内機関投資家より独立性が優れていると明らかにされている。

10 要するに、国内外の機関投資家はモニタリングに加え、退出や発言のメカニズムによって企業の経営を規律付け、企業価値の向上に貢献している。機関投資家が企業に与える影響に対し、同時に銀行が企業に与える影響についても研究された。その結果、銀行は企業に対して、ROA、株価、企業価値すべてマイナスの影響を与えていることが分かった。銀行はその銘柄選択において投資収益の

15 最大化を必ずしも目的としていないことから、投資先企業の経営に対するモニタリング効果が十分発揮していないと指摘されている。以上のことから、機関投資家は銀行と比べ企業のガバナンスの担い手として効果的であると証明されている。

これらのことから最大の株式保有主体である機関投資家の働きは、企業の収益率の向上に影響力を持っていることが分かる。つまり、機関投資家がコーポレートガバナンスの役割を果たすことが可能であるといえる。しかし、エクイティガバナンスの重要性が高まった現在も、日本企業の収益率は依然として低い。会社の経営効率を判断する指標¹³の1つとして近年ROEに注目が集まっている。その背景には以下の3点が挙げられる。

25 1点目は、日本経済新聞社と日本取引所グループ及び東京証券取引所が共同で開発した「JPX日経インデックス400」の指標として採用され、さらにこれをGPIFが国内株式のパッシブ運用のベンチマークとして採用したことである。

¹³ 日本証券業協会 HP「もっと知りたい！Q&A 株式投資編」
(http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock34.html)を参照。

2点目は、経済産業省から公表された「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で企業の最低限の目標として ROE 8%が定められたことである。

5 3点目は、米議決権行使助言会社のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）において、企業の ROE が過去 5 年平均と直近ともに 5%を下回る場合、経営トップの人事案に反対推奨をしており、国内機関投資家も同様の基準を設けている場合が多いことである。

10 以上のことから、日本で ROE に注目が集まっている。しかし、日本の ROE は長期にわたって停滞しており、直近 10 年の ROE 平均値は 5%しかない。¹⁴新興国を含む世界の 40～50 カ国の平均値の半分程度であり、未だ ROE が一桁にとどまっている国は世界的にもわずかしか存在しない¹⁵。ROE は経営者にとって、会社運営の成績である¹⁶が、実際に日本の ROE と海外諸国の ROE を比較しても、日本企業は効率的に株主資本を活用できていないといえる。（図表 3）

15

20

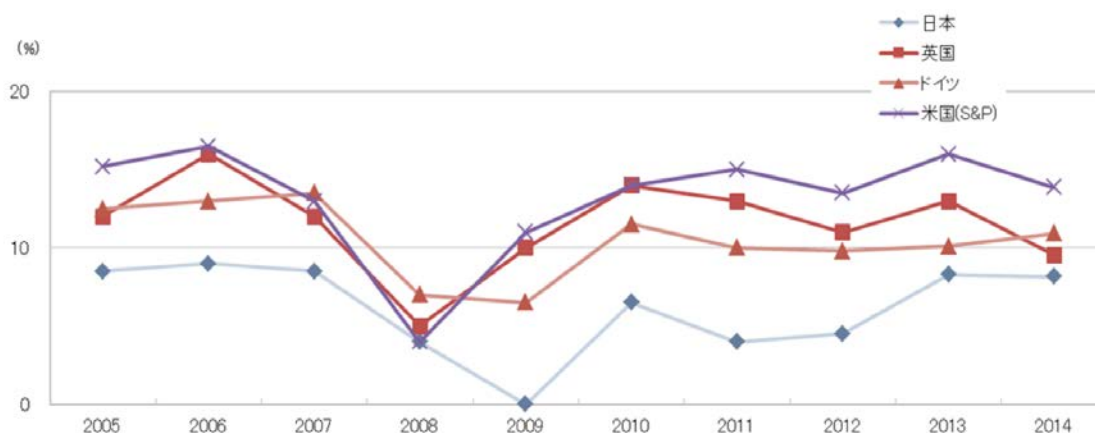
25

¹⁴ 日本開発銀行(1991)(1997)；日本政策投資銀行(2015)(2016)を参照。

¹⁵ 小林、中上(2014)p. 22 を参照。

¹⁶ 日本証券業協会 HP「もっと知りたい！Q&A 株式投資編」を参照。

【図表 3】 日本と海外諸国の ROE 比較



(注) 日本は TOPIX、英国は FTSE、ドイツは DAX、米国は S&P500 による。マイナスは 0 として表記。

- 5 (出所) 吉田信之(2015)「《実践》経営ビジョン・経営計画・コーポレートガバナンス 日本企業に ROE 経営を定着させるために コーポレートガバナンス・コードは起爆剤となりえるか」『重点テーマ レポート』大和総研 p.4 より引用
(URL) http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/vision_rpt/20150825_010054.pdf

10

以上のことから、機関投資家は企業の収益率を上げる能力を持っているにもかかわらず、未だその役割を果たせていないといえる。したがって、機関投資家が期待されるコーポレートガバナンスの役割を果たし、企業の稼ぐ力を向上させるために、スチュワードシップ・コードが導入された。

15

第 3 節 スチュワードシップ・コードの導入

スチュワードシップ・コード (以下 SSC と略) とは、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすことを目的に機関投資家の行動規範として策定されたものである。日本版 SSC は英国版 SSC を参考に制定された。英国では金融機関のガバナンス体制の不備がリーマンショックを招いた原因の 1 つであるとし、また投資先企業への監視不足や対話不足など機関投資家にも責任があったとい

20

う反省の下に英国版 SSC が制定された。

日本版 SSC は、コーポレートガバナンス強化による経済活性化を目的としたコードである。日本の株式市場はバブル経済崩壊以降長く低迷しており、主要各国の株価が上昇している中、日本の株価は 20 年前と同水準である。長期にわたる株価低迷の要因として、前節で述べたように低水準の ROE が考えられる。強い日本経済を作るためには企業価値を高め、企業の持続的な成長を促進する必要があると考えられ、安倍政権による「第 3 の矢」としての日本再興戦略において日本版 SSC を金融庁が策定するに至った。

日本版 SSC の適用対象は日本の上場企業に投資している機関投資家、そして海外機関投資家を念頭に置いており¹⁷、機関投資家が顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として「スチュワードシップ責任」を果たす上で有用と考えられる諸原則を定めている。

機関投資家に求められている「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が投資先の日本企業とのエンゲージメントを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する¹⁸。

機関投資家が「スチュワードシップ責任」を果たすための具体的なエンゲージメント活動として株主権の行使が挙げられ、特に投資先企業の適切な把握や議決権行使、当該企業との建設的な「目的を持った対話」がそれに該当する¹⁹。日本版 SSC のみならず、コーポレートガバナンス・コードにおいても「目的を持った対話」が求められており、その主な背景としては以下の 3 点がある²⁰。

¹⁷ 近藤敏弘、渡水達史(2015)『Q&A 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—持続的な企業価値向上のための 2 つのコードの実践—』第一法規株式会社 p. 126 を参照。

¹⁸ 金融庁(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～ 」(<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>)p. 1 を参照。

¹⁹ 三和(2016)p. 1 を参照。また、株式会社サンゲツは 2014 年に 4%前後で推移していた ROE が 2016 年に 5.6%まで上昇したことを運用会社との対話による恩恵とした(深澤[2016]pp. 180-183)。

²⁰ 深澤寛晴、藤島裕三(2015)『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュ

1 点目は投資家の短期志向（ショートターミズム）である。短期志向という
と外国人投資家のイメージが強い。しかし、日本においても機関投資家や市場
関係者の評価基準や利益構造が短期的利益を得ることで成立していることによ
り、短期志向から脱却できず、より深い問題であると指摘されている。そのた
5 め、「中長期的な企業価値の向上」のために長期的な視点で投資することが機
関投資家に求められている²¹。

2 点目は機関投資家の影響力の拡大である。前章で述べた通り、メインバン
ク制が衰退を迎えたことにより機関投資家が銀行に代わり株式保有比率を高め
た。また、近年外国人投資家の株主比率も上昇しており、企業にとって機関投
10 資家との関係構築のための対話は必須であると考えられる。

3 点目は日本企業の長期にわたる収益率の低迷である。前章でも述べたが、
日本企業の ROE は諸外国と比較して著しく低く、企業は資本効率や企業価値に
対する意識を高めるために投資家との対話を行う必要がある。

15 以上の背景から、機関投資家による「中長期的な企業価値の向上」のための
建設的な「目的を持った対話」の実施が求められている。

しかし、生命保険協会の企業向けアンケートは、53.8%の企業が機関投資家と
の対話が短期的なテーマに基づいて行われていることを課題としている²²。し
たがって、機関投資家はただ単に対話すれば良いという訳ではなく、企業の持
続的成長を促すような「目的を持った対話」をする必要がある。

20 企業にとって有効な対話の実現のためにはいくつかの留意事項がある。まず
機関投資家は当該企業との対話に際して、企業が公開している情報を精査する

ワードシップ・コード—持続的な企業価値向上のための2つのコードの実践—』

第一法規株式会社 pp.154-155 を参照。

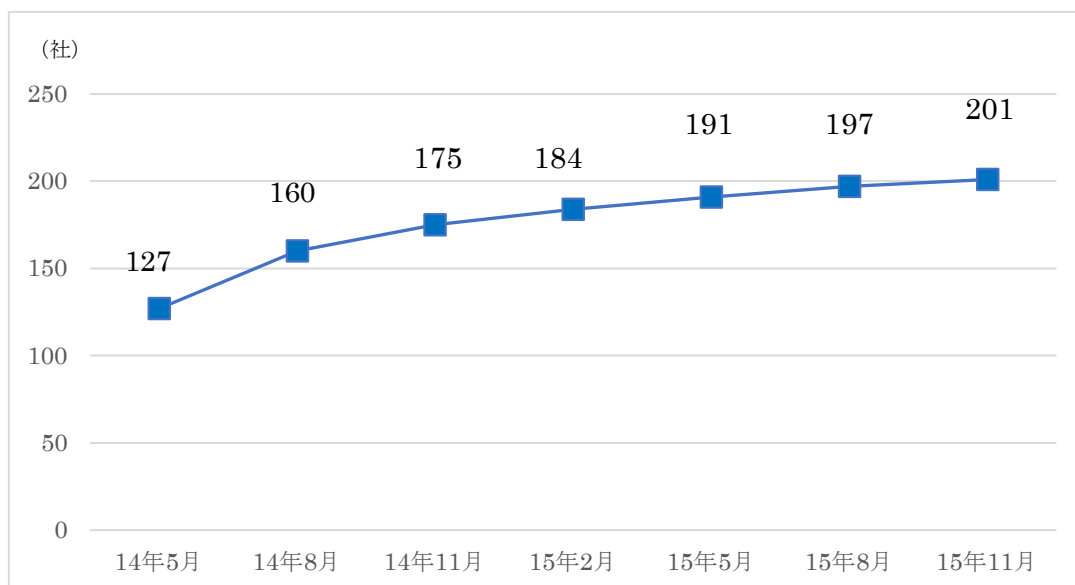
²¹ 株式会社ニューラル サステナビリティ研究所(2015)「ショートターミズム」(<https://sustainablejapan.jp/2015/08/31/short-termism/18387>)を参照。

²² 生命保険協会(2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート
(平成28年度版) 企業様向け」
(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf)p.34 を参
照。

必要がある。さらに、機関投資家自身が必要だと感じる情報を企業に求めることも重要である。こうした投資先企業の状況の的確な把握が、質の高い対話を実現させる。つまり、相互理解を通して企業と課題を共有・改善していくことが対話において求められている。そのためにも、互いに保有している情報を認識し、その上で必要な情報を明らかにすることが必要である。

日本版 SSC は 2014 年 2 月に公表され、徐々に機関投資家による受け入れ数は増加してきた。2016 年 12 月 27 日時点で 214 社であり、国内の大手機関投資家のほぼ全てが日本版 SSC の受け入れを表明している。（図表 4）

10 【図表 4】 スチュワードシップ・コード受け入れ表明数の推移



（出所）金融庁総務企画局企業開示課（2016）「スチュワードシップ・コード受け入れ機関の取組み方針・活動内容の公表状況」p.2 より筆者作成

（URL）[http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-](http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001rit8-att/20160325_4.pdf)

15 [group/nlsgeu000001rit8-att/20160325_4.pdf](http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001rit8-att/20160325_4.pdf)

さらに ISS、Glass Lewis といった海外の大手議決権行使助言会社も受け入れを表明していることも影響し、相当数の海外機関投資家も受け入れている現状にある²³。また、議決権行使状況についてのアンケートによると棄権数に

²³ 近藤敏弘、渡水達史（2015）『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードー持続的な企業価値向上のための2つのコードの実践

割合は2014年で全体の約0.136%、2015年では0.0627%、2016年では0.0075%となっており、日本版SSC発表後は棄権数が減少している。つまり、議決権行使率が増加したといえる²⁴。

5 日本版SSCの本質を理解し、その原則に従って適切に行動する機関投資家を一般的に「モノいう株主」といい、近年この「モノいう株主の増加」が期待されている。彼らは別名アクティビスト（活動主義者）²⁵と称され、リターン最大化のために、投資先企業の経営改善などに対して積極的に働きかける²⁶。つまり、建設的な対話を積極的に行うことは「モノいう株主」である機関投資家の大きな特徴である。「モノいう株主」は建設的な対話を行うことによって、
10 企業の問題点やその改善点を見出し、企業価値を向上させる。「モノいう株主」の企業への働きかけには、独自の議案の提出やコーポレートガバナンスの改善の要求などが含まれる。

第4節 企業と「モノいう株主」の関わり方

15 前節で述べたように、機関投資家は「モノいう」ことができるが、その方法が常に望ましい形であるとは限らない。本節では海外と日本、両者のガバナンスの具体例を挙げつつ、中長期的な企業価値の向上につながる「モノいう株主」

一』第一法規株式会社 p.127 を参照。

²⁴ 投資信託協会(2016)「議決権行使状況についてのアンケート調査結果」

(<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/voting/>)p.5;投資信託協会

「議決権行使状況についてのアンケート調査結果(過去データ)」

(2014)p.4;(2015)(<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/voting/voting/>)p.4を参照。

²⁵ 日本では、企業に対して高圧的な態度で配当の増加などの要求を突きつけ、長期の企業価値をあまり考慮しない機関投資家を「アクティビスト」、一方で長期の企業価値向上に寄与するエンゲージメントを行う機関投資家を「ソフアクティビスト」と一般的に呼ぶ(堀江[2016] pp.216-218)。

²⁶ 牛島信(2016)「企業はどのように『物言う株主』に向き合うべきか」日経ビジネス ONLINE

(<http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/skillup/15/275626/021800011/>)p.

2を参照。

の働きかけについて述べる。

第 1 項 海外の事例

日本における企業と機関投資家の関係を考える前に、海外における事例を本
5 項では検討する。まず初めに、海外の有名な「モノいう株主」であるカール・
アイカーン氏を例に挙げる。

アイカーン氏の投資戦略の 1 つとして、株価の低迷した企業に注目し多数の
議決権を握った上で、事業売却などを行い、企業価値を向上させる手法が挙げ
られる。実際に世界のトップ企業の一つだった米国のモトローラが投資対象と
10 なった。しかし、2007 年頃から、携帯電話の技術革新に乗り遅れた結果、ノキ
アやアップルに市場シェアを奪われ、株価の低迷に見舞われた。

苦境に陥ったモトローラに目をつけたアイカーン氏は、モトローラ株を買い
集めて大株主となり、同社に対して経営の改善とともにアイカーン氏による取
締役の推薦を受け入れるよう迫った。その要求と同時に、アイカーン氏はモト
15 ローラに対して委任状争奪戦と経営情報の提出を求める訴訟を起こし、経営へ
の圧力を高めていった。その結果、モトローラは、アイカーン氏の推薦する取
締役 2 人を受け入れることに決め、アイカーン氏の提案する経営方針を尊重す
るようになった。

以上のような働きかけを通じて、アイカーン氏はモトローラの経営陣に対す
20 る影響力を強め、経営効率化を目的としてモトローラの携帯電話事業を分社化
させることに成功した。こうして分社化されたモトローラ・モビリティは、そ
の後、グーグルにより 125 億ドルもの巨額資金で買収されることになり、この
グーグルによる大型買収で、アイカーン氏は少なくとも 4 億ドル以上の利益を
得たとしている。しかし、この手法では、我々が求めている「中長期的な企業
25 価値の向上」に反しており、アイカーン氏の都合だけを考慮したものだといえ
る。

第 2 項 国内の事例

国内でも、村上ファンドが「モノいう株主」として有名であった。村上ファ
30 ンドは、資産価値に比べて株価が割安と判断した会社の株式を大量に取得した

上で経営陣に対して資産価値に見合う株価になるような施策を求め、株価が上昇した時点で売り抜けて利ざやを稼ぐという投資スタイルをとっていた。

5 当時、西武鉄道の再建問題が起きていたこともあり、全国の鉄道会社の資産価値を調査した村上ファンドのファンドマネージャーである村上世彰は、鉄道会社の資産価値は低く評価され、株価が割安であることに気づき、鉄道会社の株式取得を考えた村上ファンドは、阪神電鉄に目をつけた。村上ファンドは割安である阪神電鉄の株を大量に買い、経営への口出しを目論んでいたが、阪急電鉄がホワイトナイトとして参入し、敵対的買収を阻止した。しかし当時適正価格だとされていた価格より高値で買い付けを行わざる得なくなったため、阪急電鉄の財政に打撃を与えた。

10 また阪急電鉄は当時、創立 100 周年で新事業に着手しようとしていたため、敵対的買収による支出は大きかった。つまり、一人の「モノいう株主」に企業が振り回されていては、企業価値も安定せず、経営に支障が出るといえる。

15 他にも 1950 年には横井英樹がグリーンメーラー²⁷として問題を起こした。横井は経営権を得るため、企業の株式を大量に買い占めた。初めは白木屋百貨店の株を買い占め経営の掌握を図った。しかしこれは失敗に終わり、結果的に東京急行電鉄への経営委譲で決着がついた。その後東急との縁が切れてからは、山科精工所の株式買い占めを行い、経営陣に高値で株を引き取ることを要求し続け、後に横井は経営陣を掌握すると共に経営陣を肉親で固めるまでに至った。

20

第 5 節 求められる「モノいう株主」の姿

前節で述べられた事例から、短期的視点に基づき、自己の利益のみを追求した「モノいう株主」は、「中長期的な企業価値の向上」の妨げとなる。本節では、機関投資家に求められている「モノいう株主」としての姿勢について改めて検討していく。

25 まず初めに機関投資家に求められていることは、企業と常にコミュニケーションを取ることである。ここでのコミュニケーションとは常に企業と接触を持

²⁷ 狙いをつけた企業の株式を買い占め、高値で買い戻しをさせて利益を上げる買収者のこと。

つことであり、単に「モノいう」ことではない。常時接触することで、企業の経営状況を把握することが可能となり、以下の利点につながる。

1 点目は近年問題となっている企業による不正への抑止力となる点である。不正が発覚すれば、努力して積み上げてきた企業価値も大きく損なわれ、経営
5 状況の悪化や倒産につながる可能性もある。監視の目が増え、不正への抑止力を高めることは「中長期的な企業価値の向上」につながる。

2 点目は企業の小さな変化に気づき、適切なタイミングで企業に「モノいう」ことを可能にする点である。ここで述べる適切なタイミングは2種類ある。第1に、企業が成長することができるタイミングである。機関投資家が常に経営
10 状態を把握していることにより、企業が成長することができるタイミングで「モノいう」ことが可能である。これにより、企業は成長する機会を逃さずに掴むことができ、結果として「中長期的な企業価値の向上」につながる。第2に、企業の業績が悪化しそうなタイミングである。機関投資家が自身で設けた基準を下回った時にのみ企業に対して「モノいう」。これにより、手遅れになる前
15 に業績を回復させることが可能となる。これは結果として企業の持続的な成長につながる。

以上のことから、本論文において求められる「モノいう株主」とは、企業に対して常にモニタリングを行い、企業の状況を把握した上で、適切なタイミングで「モノいう」株主のことであるといえる。また、企業の持続的な成長や「中
20 長期的な企業価値の向上」を目指した建設的な対話を通じて、経営への積極的な介入やアドバイスを行うことも「モノいう株主」である機関投資家に求められる姿である。

つまり、「中長期的な企業価値の向上」を促すために企業に対して活発に働きかけを行う株主が理想の「モノいう株主」であり、このような「モノいう株
25 主の増加」は証券市場の活性化につながる。

第3章 企業に求められる姿

本章では第1節において機関投資家の必要性について述べる。第2節においては、証券市場の活性化、つまり「モノいう株主の増加」と「中長期的な企業
30 価値の向上」のためには、機関投資家側のみならず、企業側の尽力も必要であ

ることを踏まえ、コーポレートガバナンス・コードに焦点を当てる。最後に、第3節において情報開示の必要性について確認する。

5 第1節 企業が機関投資家を必要とする理由

- 企業が上場する目的として、知名度や信用度の向上、優秀な人材確保、資金調達力の向上などが挙げられる²⁸。また、これらに加えて上場の意義として、企業は株価を通じて自身の評価を知ることができることも挙げられる。つまり、企業は上場することにより、自社の経営に関する自己評価が外部評価と一致しているかを確認できる。これは、企業が誤った方向へ進むことを防ぐことにも寄与する。このとき、外部評価とは第三者の視点ともいえ、第三者の視点を持った者は企業のしがらみにとらわれにくい客観的な判断に基づいた行動ができるといえる。そして、第三者の視点、評価が「中長期的な企業価値の向上」につながる。
- 10 15 20 25
- 例えば、新田（2008）は企業外部の存在が企業価値の向上につながることを実証している。新田（2008）は、株主をタイプ分けした。（図表5）

²⁸ 株式会社帝国データバンク（2017）「IPOの目的、「社内管理体制の強化」「売り上げの拡大」の割合が浮上 ～企業所在地は「東京」が4割で最多も地方企業の割合増加～」『特別企画：新規株式上場（IPO）意向調査』（<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p170408.pdf>）p.3を参照。

【図表 5】株主タイプの分類と定義

株主のタイプ	定義
株式持合	相互に株式保有している株式の合計比率。
金融機関 (除く持合)	銀行、生保、損保の3%以上保有分のうち、持合保有分を除いた合計比率。
外国会社	事業活動を目的とする外国籍会社の3%以上保有分の合計比率。
持株会	従業員持株会、取引先等持株会の保有分の合計比率。
機関投資家 国内機関投資家 海外機関投資家	国内機関投資家+海外機関投資家 年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率合計。 外国人保有分から外国会社、大口外国籍個人を除いた保有比率。

(出所)新田敬祐(2008)「株主構成の変容とその影響」『ニッセイ基礎研 REPORT』

2月号 ニッセイ基礎研究所 p.9より筆者作成

(URL) [http://www.nli-](http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli)

5 [research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli](http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli)

そして、株主の構成の変化がROAをどの程度変化させたかを、計量分析モデルを用いて推計した。これは、各タイプの株主の保有比率が1%増加した場合の、ROAの増加幅を示すものである。(図表6)この実証分析により、株式持合
10 比率、及び金融機関保有比率の低下と、機関投資家保有比率の上昇が、ROAを改善することが支持された²⁹。

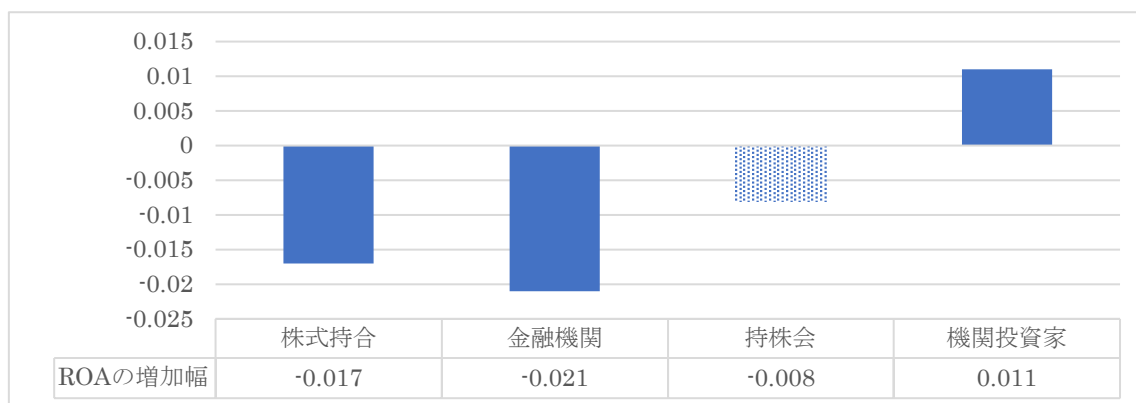
これらの結果、持合解消や金融機関の保有株式売却による安定保有構造の崩壊、及び機関投資家の関与強化を通じて、経営に対する規律が強化された。つまり、企業にとって同じ第三者という立場においても、金融機関等ではなく、
15 機関投資家の存在が企業価値の向上につながりやすいといえる。

そして、一口に機関投資家といっても、国内外では前章で述べたように果たす役割は異なる。海外機関投資家は受託者責任に沿って議決権を行使するため、

²⁹ この結果は新田・宮島(2003)；新田(2000)の実証研究と整合的である。

企業の統治制度を整備させる推進力として、世界で重要な貢献を果たしてきた³⁰。海外機関投資家の存在は国際標準の企業統治制度を整備させる圧力として働き、その結果として、投資先企業のパフォーマンスの向上をもたらす³¹。

5 【図表 6】株主構成と経営パフォーマンス



(注) 棒グラフの点線表示は、統計的に有意でないことを示す。

(出所) 新田敬祐(2008)「株主構成の変容とその影響」『ニッセイ基礎研 REPORT』2月号 ニッセイ基礎研究所 p.12 より筆者作成

10 (URL) http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli

15 加えて、企業価値の向上を目指して社外取締役の導入、「モノいう」大株主として機関投資家との対話を行っている³²。これらは優良企業であるというシグナルの定量的な企業価値指標の改善につながると企業は考えている。さらに、数字として企業価値を引き上げることができるためである。これは以下の図表7、8によって示されている。

社外取締役導入と株価パフォーマンスの相関関係に関する研究結果より、社外取締役の導入は株価パフォーマンスと有意に正の相関があることが確認して

³⁰ Gillan and Starks(2003)を参照。

³¹ Gillan and Starks(2003);Ferreira and Matos(2008);Aggarwal *et al.* (2011)を参照。

³² 日本取締役協会(2017a)「『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版ステュワードシップ・コード> ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」の改定に関する提言」(http://www.jacd.jp/news/law/170110_01.pdf)p.7を参照。

いる³³。(図表7)つまり、社外取締役を導入した企業は、株価パフォーマンスが向上したということを示している。

【図表7】社外取締役の導入と株価パフォーマンス

	係数推計値 (年率・%)	t 値
OutsiderPremium	2.71	2.36

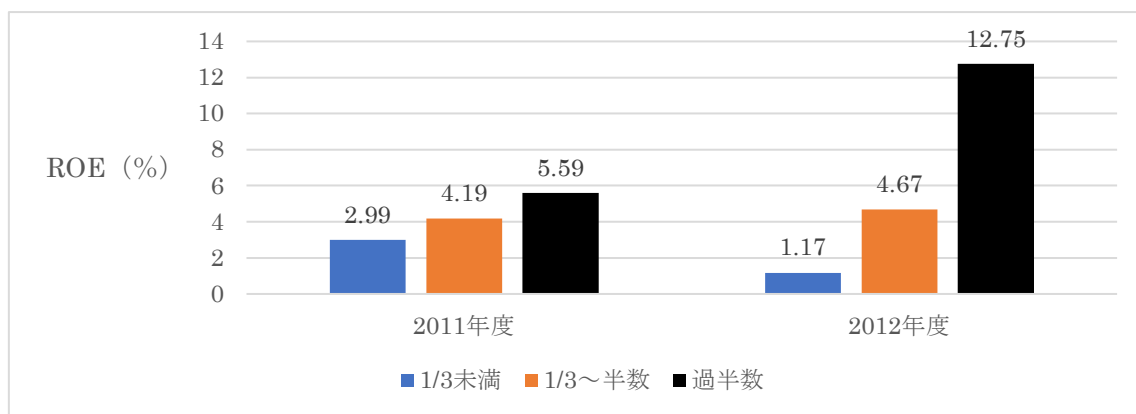
5 (注) OutsiderPremium は東証一部上場企業の社外取締役導入有無にかかるリスクプレミアムを表している。これが有意に正の値を示していることから、社外取締役の導入と株価パフォーマンスに正の相関があると考えられる。

(出所) 西川奉仕、羽瀬森一(2015)「社外取締役の導入と企業価値」『三菱UFJ信託資産運用情報』2月号、三菱UFJ信託銀行 p.15 より筆者作成

10 (URL) http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf

次に、独立社外取締役とROEの関係は取締役に占める独立社外取締役³⁴の人数が1/3未満はROEが1.17%であるのに対し、過半数の場合はROEが12.75%という結果が得られた。(図表8)これは、取締役に占める独立性を有した社外取締役の人数が多いほどROEが高まるということを示している。

【図表8】独立性の高い社外取締役とROEの関係



(出所) 『山を動かす』研究会(2014)『ROE最貧国 日本を変える』日本経済新聞社、p.144 より筆者作成

³³ 同上。

³⁴ 独立社外取締役：一般株主と利益相反が生じる恐れのない社外取締役。

以上より、第三者の視点を保持している者はしがらみにとらわれない行動を
5 することができ、企業価値の向上につながるといえる。つまり、「中長期的な企
業価値の向上」を目指す企業にとって、「モノいう」機関投資家の存在が必要で
あるといえる。

第2節 コーポレートガバナンス・コードの導入

前節で述べたように、「中長期的な企業価値の向上」を目指す企業にとって、
「モノいう」機関投資家の存在は必要である。このようにエクイティガバナン
10 スが求められている中、政府はガバナンス改革の一環として「コーポレートガ
バナンス・コード」（以下 CGC と略）を策定、公表した。

ここで、日本版 CGC を策定する際に手本となった英国に焦点を当てる。英国
では、相次いだ企業の破綻や財務報告の不透明性への批判に対応するために
CGC が策定された。ちなみに、日本ではいわゆる「攻めのガバナンス」として
15 企業の成長を目的としたコードが策定されたことに対し、英国では「守りのガ
バナンス」として不祥事防止のために策定された。

コード策定後、特に時価総額上位企業は堅調に成長を遂げている³⁵。これは、
企業の内部統制の腐敗防止を目的とした英国版 CGC を英国企業が遵守した結果
といえる。

20 つまり、CGC を遵守することは、会社の持続的な成長と「中長期的な企業価
値の向上」につながるといえる。

日本版 CGC における「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじ
め顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果
断な意思決定を行うための仕組みを意味している³⁶。この認識のもとで、実効

³⁵ 藤田勉(2015)「コーポレートガバナンス・コードは機能するか」『月刊資本
市場』2015.1 (No. 353)

(<http://www.camri.or.jp/files/libs/438/201703271710589045.pdf>) pp. 56-57
を参照。

³⁶ 日本取引所グループ(2015)「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～」

的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則が日本版 CGC に盛り込まれている。

日本版 CGC への対応状況を開示している企業 2540 社³⁷のうち、全 73 原則の実施率が 90%以上の企業は、2258 社と約 9 割にも及んでいることがわかる³⁸。

- 5 このことから、日本版 CGC はほとんど全ての上場企業において取り入れられているといえる。(図表 9) これにより、中長期的な企業価値向上を目指す企業統治の指標として日本版 CGC が重要であると言える。

10

15

20

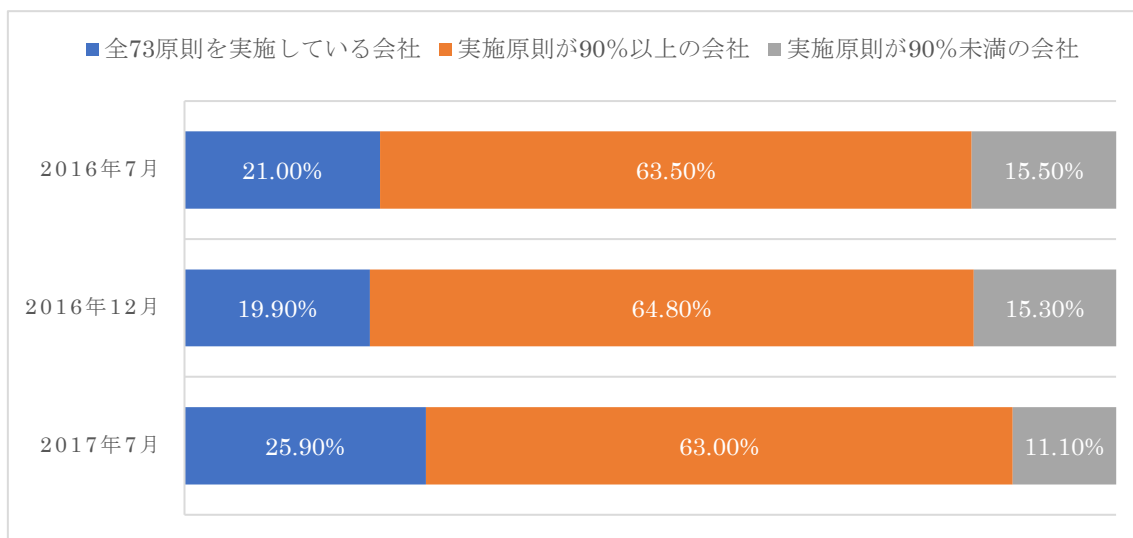
(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>) p.2 を参照。

³⁷ コンプライ・オア・エクスプレインの対象が全 73 原則である市場第一部・第二部の集計。

³⁸ 日本取引所グループ(2017a)「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)」

(<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf>)p.6 を参照。

【図表 9】コーポレートガバナンス・コードの実施状況の推移



(出所) 日本取引所グループ(2016)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016年12月末時点)」p.3; 日本取引所グループ(2017a)「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)」p.2より筆者作成

(URL) <http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000027kxe-att/nlsgeu0000027kzz.pdf>

<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf>

第3節 企業による情報開示の重要性

第1節・第2節では、「中長期的な企業価値の向上」を目指す企業が、必要としている「モノいう」機関投資家の存在と、エクイティガバナンスへの変革が行われている中、策定・公表されたCGCについて述べた。本節では、モノいう株主の実態について述べる。

米国で「モノいう株主」と言われるファンドのサード・ポイントは、日本最大の小売業であるセブン&アイ・ホールディングスの株式を大量に取得した。そしてサード・ポイントは、「業績が悪化している傘下の総合スーパーのヨーク堂を分離させて再建すべきだ」などと、セブン&アイ・ホールディングスの経営に注文を付けていた。

こうした中で、セブンイレブンの社長を交代させるトップ人事案が指名・報酬委員会から提案されたが、取締役会では社外取締役などの反対多数で否決された。つまり、サード・ポイントの主張が結果的にセブンイレブン・ジャパンの後継トップ人事にも影響力を与え、セブン&アイ・グループを長年にわたり率いてきた実力者を辞任に追い込んだということができる。

セブン&アイ・ホールディングスをコンビニ、総合スーパー、百貨店まで抱えた日本最大の流通大手企業に育て上げた会長の力量によるところが大きく、誰も逆らえないカリスマ経営者として君臨していた者が、「モノいう株主」により辞任に追い込まれたということから、「モノいう株主」による企業統治への影響力の大きさがわかる。

では、「モノいう株主」に、どのような役割が期待されているのだろうか。代表的なものとして、以下ではモニタリング機能と対話を取り上げる。

まず、「モノいう株主」がモニタリング機能を果たすためには、企業の経営状況を把握する必要がある。そして、「モノいう株主」が企業の変化を把握できるよう、企業は適時適切な情報開示を行う必要がある。加えて、企業は中長期的な視点での投資となり得るように、財務情報だけでなく、非財務情報も積極的に開示することが望ましい³⁹。

リーマンショック後、企業のリスクや機会を評価するには財務情報だけでは不十分との考えが広まったことで、政府や金融当局、株式市場などが企業に開示を促す動きが加速している。実際、CGCの基本原則3にも、「上場会社は、(中略)非財務情報について、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る。」と記されている。

さらに、海外の動きとして、EUでは会計指令改正案が可決され、従業員500名以上のEU域内企業は、マネジメントレポートにおいて、社会や従業員、環境、人権、腐敗防止に関する方針や実績、主要なリスクなど、および取締役の

³⁹ 企業活力研究所(2014)「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査研究報告書(概要版)」

(http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf)p.5を参照。

多様性に関する方針について、開示することが義務付けられた⁴⁰。

また、欧米以外でも、香港や上海、シンガポール、クアラルンプール、サンパウロ、ヨハネスブルクなど新興国の証券取引所においても上場条件に非財務情報開示を義務付けられている⁴¹。

- 5 このように非財務情報への注目が高まっている中、特に ESG 市場、要するに環境、社会、財務に着目した市場が日本において急速に成長している。(図表 10)

【図表 10】 ESG 市場の推移

国・地域	資産残高（10 億米ドル）		残高増加率
	2014 年	2016 年	
欧州	10,775	12,040	11.7%
米国	6,572	8,723	32.7%
カナダ	729	1,086	49.0%
豪州・ニュージーランド	148	516	247.5%
アジア（日本除く）	45	52	15.7%
日本	7	474	6689.6%
合計	18,276	22,890	25.2%

(出所) GSIA(2016) “2016 Global Sustainable Investment Review” より筆者

- 10 作成

(URL) http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA_Review2016.pdf

- 15 なお、投資判断の材料として、これまで主に使われてきたキャッシュフローや利益率などの定量的な財務情報に加え、非財務情報である ESG 要素を考慮する投資を、ESG 投資という。2017 年 7 月に GPIF が、1 兆円規模の ESG 投資の運用を始めたことにより注目は増し、更なる市場の拡大が見込まれている。

⁴⁰ 新日本有限責任監査法人(2014)「EU で非財務情報開示に関する会計指令改定案が成立」(<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/eyi/knowledge/vt/2014-04-22.html>)を参照。

⁴¹ 生田孝史(2017)「非財務情報開示の要請と標準化」富士通総研(<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/report/newsletter/2017/no17-001.html>)を参照。

新興国のように高い経済成長が見込みづらい日本において、非財務資本を活用することにより、持続的・利益成長を成し遂げた企業も存在する。日本における非財務資本活用の重要性を裏付ける事例として2点挙げる。

5 1 例目として、オリエンタルランドが挙げられる。オリエンタルランドは全従業員約85%が準社員であり、高構成比率である⁴²。一般的に、準社員や非正規社員は、企業への帰属意識が低いといったデメリットが考えられる。

10 しかし、オリエンタルランドの場合は、企業が従業員満足度を高めることに高いプライオリティを置いている。準社員に対する教育が行き届いており、彼らの意識・意欲は高い。さらに、従業員の満足度を高めることが、顧客の満足度を高めることにつながるという企業の考え方が、幅広い従業員に浸透している。

15 この結果、オリエンタルランドの時価総額はこれまで増加傾向を示し、PBRも継続的に1倍を超えた水準となっている。つまり、人的資本などの非財務資本にも目を向けることは「中長期的な企業価値の向上」につながると考えることができる。

20 2 例目として、エーザイが挙げられる。エーザイは、日本企業のガバナンスの指標である「JCGIndex」⁴³で上位にある⁴⁴。このようなエーザイのガバナンスへの取り組みから、SMBC日興証券の中沢安弘氏のアナリストレポートには、「エーザイはコーポレートガバナンスや資本政策が優れているので10%の株価プレミアムを付与する」旨が公表されている⁴⁵。これは、コーポレートガバ

⁴²株式会社オリエンタルランド HP「会社概要」

(<http://www.olc.co.jp/ja/company/profile.html>)を参照。

⁴³ JCGIndex：日本コーポレート・ガバナンス研究所が経営者である執行役員による経営執行（マネジメント）と取締役会による経営監督（ガバナンス）を明確に分離するとともに、経営の状況を株主始め企業のステークホルダーに常に明らかにしておく透明性の確保が重要であるという観点から、コーポレート・ガバナンス調査を行い、その結果を数値化したもの。

⁴⁴ 日本コーポレート・ガバナンス研究所(2016)「2016年 JCGIndex が50点以上の会社(80社)」(<https://www.cg-net.jp/pdf/jcgr/2016upper-jp.pdf>)p.1を参照。

⁴⁵ エーザイ株式会社(2015)「統合報告書2015」

ナンスという非財務資本が数値化されることにより、企業価値の向上につながっているといえる。

「モノいう株主」の関与を実効性のあるものとするためには、財務情報のみならず非財務情報の開示が重要である。非財務情報の活用により持続的成長を実現できる可能性があるため、非財務情報は中長期的な視点も極めて有益な投資判断材料である。言い換えれば、中長期的に投資をしてもらうためには、財務情報だけでなく、ESG に代表されるような非財務情報も開示していく必要がある。

10 第4章 機関投資家によるガバナンスの現状分析と問題提起

第1章で述べたように、メインバンク制の崩壊によりガバナンスの担い手として、機関投資家が役割を期待されるようになった。そこで本章では、この機関投資家によるコーポレートガバナンスの現状を分析する。そして、第2章第3章で述べた機関投資家と企業、それぞれのあるべき姿と照らし合わせ、問題提起を行う。

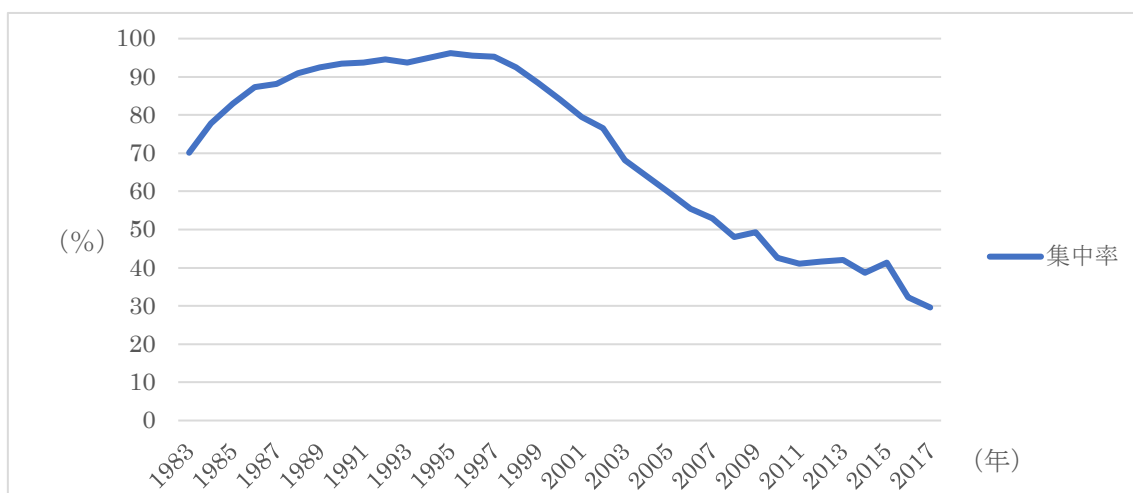
(1) 株主総会時期の重複

機関投資家とは、大量の資金を基に多数の株式に投資を行っている。そして、日本企業は決算が3月や12月に設定されていることが多いことから、複数企業の株主総会の時期が重なっているという現状である。3月期決算会社の提示株主総会の集中率の推移より、近年、集中率は低下しているが、依然として約30%は株主総会が集中している現状であることが分かる。(図表11)

これにより、機関投資家が議決権を棄権してしまうことや議決権行使の判断にあたり十分な時間が確保されないという問題が発生している。これは、企業の議案に対して十分な時間が確保できないことにより機関投資家の議決権行使の判断が粗雑になり、結果として「中長期的な企業価値の向上」を阻害することにつながると考えられる。

(<http://www.eisai.co.jp/pdf/annual/pdf2015ir.pdf>)p.57を参照。

【図表 11】 定時株主総会集中率推移グラフ（3 月期決算会社）



（出所）日本取引所グループ(2017c)「3 月期決算会社株主総会情報」 p.1 より
筆者作成

- 5 (URL) <http://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdivq000000011x-att/graph.pdf>

(2) 機関投資家による「短期的なテーマ」に基づく対話

10 企業との対話に際して、機関投資家が「短期的なテーマのみに基づく対話」を実施していることがわかる。（図表 12）SSC の原則 7 にも定められている通り、機関投資家は企業の持続的な成長のために行動するべきである。

15 しかし、企業が上記のように対話が短期的テーマに基づくと感じているということは、機関投資家は企業の持続的な成長、つまり中長期的な視点を保持できていないという現状を映し出している。これは「モノいう株主」が行うべき対話ができているということ、また「中長期的な企業価値の向上」につながらないということがいえる。

このようなことから、企業は投資家に中長期的な視点を持った投資をしてもらう必要があると考える。このとき有効になるものとして、統合報告書の発行が挙げられる。

20 しかし、2016 年の統合報告書発行企業数は 279 社⁴⁶となっている。これは、

⁴⁶ KMPG ジャパン統合報告アドバイザーグループ(2017a)「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」

東証一部上場をしている時価総額が 250 億円を超えている企業でも、統合報告書を発行していない企業が多数あるという現状である。

また現在発行されている統合報告書においても、企業・事業戦略の実行経過と目標達成度（パフォーマンス）を的確かつ定量的・可視的に測定・評価するために設定する基準指標⁴⁷である KPI として開示されているもののうち 71%⁴⁸は財務関連のものであり、人的、知的などの非財務 KPI 合計の 29%⁴⁹を大きく上回っている。

要するに、日本企業において、売上高、利益額や資本効率など、従来型の財務 KPI が非財務 KPI より重視されているということがわかる。非財務情報の活用が必要とされている中、このような現状は問題であるといえる。

15

20

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170324.pdf>)p. 3 を参照。

⁴⁷ 日本ビジネスプロセス・マネジメント協会 HP「用語集」(<https://www.bpm-j.org/keyword/k/614/>)を参照。

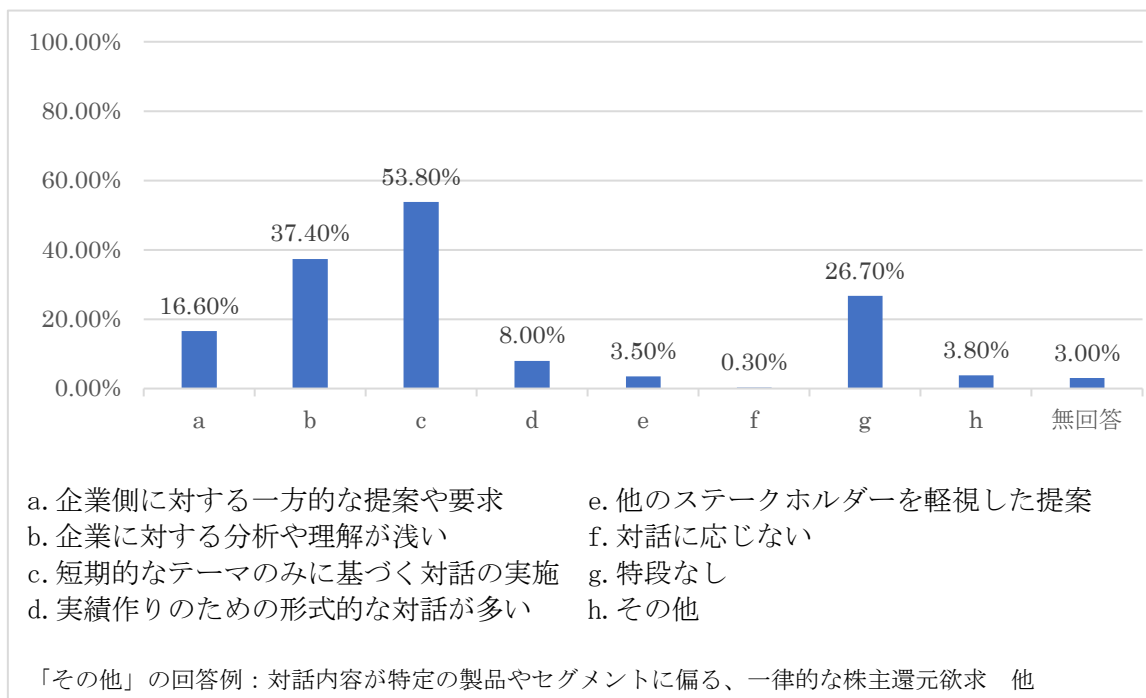
⁴⁸ KMPG ジャパン統合報告アドバイザーグループ(2017a)「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170324.pdf>)p. 6 を参照。

⁴⁹ KMPG ジャパン統合報告アドバイザーグループ(2017a)「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」

(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170324.pdf>)p. 23 を参照。

【図表 12】 投資家との対話に際して感じる課題（複数選択可）



（出所）生命保険協会（2016a）「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート（平成 28 年度版） 企業様向け」 p. 43 より筆者作成

5 （URL）http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf

（3）モノいう株主のための情報開示

10 現在、日本の上場企業では会社法、金融商品取引法、取引所規則により情報開示が制度化されている。企業は「モノいう株主」にモニタリングをしてもらい、タイミングが計られた経営アドバイスを受けるために、適時適切な情報開示が求められている。

適時適切な情報開示という点に着目し現状を顧みると、制度で定められ最も頻度が高いものとして、四半期決算短信と四半期報告書が挙げられる。四半期での情報開示は諸外国と比較しても劣らず、適時適切な情報開示といえる。

15 しかし、ここでは法律や規則により定められた情報開示だけでなく、自主的な情報開示が求められている。そして、企業が自主的に適時適切な情報開示を行うことにより、「モノいう株主」がタイミングを計った対話を行うことができる。言い換えると、企業は「モノいう株主の増加」のために、適時適切な情報開示をするべきであると考えられる。

(4) コーポレートガバナンス・コードの実施率の低い原則

企業の持続的な成長と「中長期的な企業価値の向上」を目指す企業にとって遵守すべきコードである、CGCにおいて実施率の低い原則の現状をみる。(図表13)

- 5 最も実施率の低い原則は、「議決権行使のための環境整備、招集通知の英訳」である。実施率が低い主な理由として、「当社には海外投資家の株式保有比率が少ない」ということが挙げられる。しかし、海外投資家の日本株保有比率が増加傾向にある現状のもと、上記の理由で実施しないことは、独立性の高い海外投資家の存在を消し去ることを意味する。これは、持続的な成長や「中長期的な企業価値の向上」につながらないと考えられる。

- 10 2番目に実施率の低い原則は、「海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報開示・提供の推進」である。先程と同様に、海外投資家の日本株保有比率が増加傾向にある中において、海外投資家という独立性の高い存在を消し去ることは、持続的な成長や「中長期的な企業価値の向上」につながらないと考えられる。

- 15 3番目に実施率の低い原則は、「中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定」である。つまり、経営陣の報酬を業績連動型にして企業の持続的な成長に向けたインセンティブの1つとすることである。この実施率の低さには、長年日本企業において役員報酬は社長の専管
- 20 事項とされていたという背景がある。現状として、日本企業の会長や社長の固定報酬は約8割に及ぶ⁵⁰。

これに対し、米国企業のCEOの固定報酬は約1割である⁵¹。この結果、日本の経営者は業績向上に取り組むインセンティブが弱いという事態に陥っている。

⁵⁰ 経済産業省（経済産業政策局産業組織課）委託調査(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)p.11を参照。

⁵¹ 経済産業省（経済産業政策局産業組織課）委託調査(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)p.29を参照。

これは、「中長期的な企業価値の向上」につながらないと考えられる。

4 番目に実施率の低いものとして、「取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示」が挙げられる。つまり、取締役会評価を行うことを意味している。この取締役会評価には、内部の人間（社外取締役）が行うものと外部機関が行うものがある。英国の場合は、CCGにより3年に1度外部評価が強制化されており、その他の年度は筆頭独立社外取締役を中心に外部評価で改善を指摘された事項のフォローアップを中心に自己評価している⁵²。英国と比較して日本は、CCGによって初めて取締役会評価が導入されたこともあり、企業が適切に取締役会評価を実施し、株主に対して報告することには課題があると考えられる。

また、取締役会評価は毎年の実施と開示が要求されており、法律事務所や会計事務所等に発注する場合コストが著しく増大するおそれがある。しかし取締役会評価は、株主の負託を受けた取締役会がより機能を発揮するために設けられた制度である。このことから、取締役会評価を実施し取締役会が機能を発揮することにより、企業は持続的な成長が見込まれ、「中長期的な企業価値の向上」につながる。

20

25

⁵² 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 p.23を参照。

【図表 13】 コードの実施率が低い原則

原則	内容	実施率
補充原則 1-2④	議決権行使のための環境整備、招集通知の英訳	44.2%
補充原則 3-1②	海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報開示・提供の推進	70.6%
補充原則 4-2①	中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定	70.9%
補充原則 4-11③	取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示	71.3%

(出所) 日本取引所グループ(2017a)「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)」p.4より筆者作成

(URL) [http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-](http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf)

5 [att/nlsgeu000002np88.pdf](http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np88.pdf)

(5) 対話内容の経営層との非共有

機関投資家は、「対話内容が経営層に届いていない」、「経営トップが対話
10 15 に関する対話は約8%であり⁵⁴、これは機関投資家の対話に対するインセンティブを減少させると考えられる。(図表14)

また、企業が現在行っている対話内容の経営層と共有する仕組みとして多い
15 数以上⁵⁵がこの形式を利用していることがわかる。レポート形式での共有は

⁵³ 生命保険協会(2016b)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 投資家様向け」
(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_5.pdf)p.37を参照。

⁵⁴ 生命保険協会(2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 企業様向け」
(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf)p.37を参照。

⁵⁵ 生命保険協会(2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 企業様向け」

企業にとって IR 担当者、経営陣ともに取り組みやすいものであると考えられるが、やはり企業と対話を行った投資家にとっては形式的なものであり、実際に経営陣と共有されているのかが分かりにくいという問題である。

- 5 特に、海外機関投資家は対話に際して経営層の参加を重要視していることから、上記の現状は「モノいう株主の増加」、「中長期的な企業価値の向上」という観点からみて、問題があるといえる。

【図表 14】投資家との対話の年間平均実施回数

	経営トップ (社長・ 会長)	取締役・ 執行委員	IR 担当者	事業部門担 当者	合計
①説明会	2.4	2.3	1.5	0.4	6.5
②スモールミ ーティング	1.6	3.3	5.3	0.6	10.7
③個別対話	11.5	28.5	134.1	1.5	175.6
合計	15.4	333.8	141	2.5	192.8

- (出所) 生命保険協会(2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 企業様向け」p.37より筆者作成
10 (URL) http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf

(6) フリーライダー問題

- 15 機関投資家は「中長期的な企業価値の向上」と受託者としての責任を果たすため、企業に対しての積極的なエンゲージメントが求められている。

しかし、スチュワード責任を果たすために積極的なエンゲージメント活動を行う機関投資家だけでなく、それに託け活動を実践せず他人の恩恵に授かるようなただ乗りをする投資家、いわゆるフリーライダー出現の可能性がある。

- 20 本論文におけるフリーライダー問題とは、エンゲージメント活動に対する費用はその活動を行なった機関投資家に発生するが、その成果は株価の向上など

(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf) p.41 を参照。

を通して全体の株主に平等にもたらされるという不平等性を指す。

そして、この問題の発生によって機関投資家のエンゲージメントに対するインセンティブが失われ、エンゲージメント活動を実践しなくなる懸念がある。

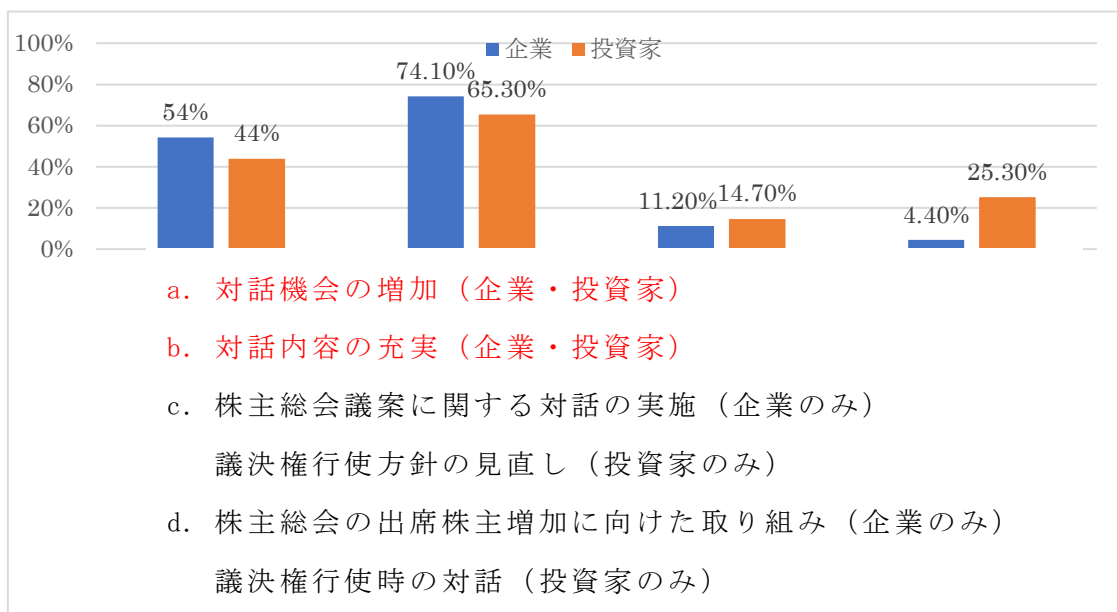
5 (7) 対話におけるリソース不足

投資家・企業の双方が対話への取り組みに対して積極的な姿勢であるという現状がある。(図表 15)

しかし、企業と投資家共に対話に割けるリソース不足が明らかとなった。(図表 16) リソース不足の状態では、建設的な対話を行うことは難しい。

10

【図表 15】 ガバナンス改革で重点的に取り組んでいること (企業・投資家)



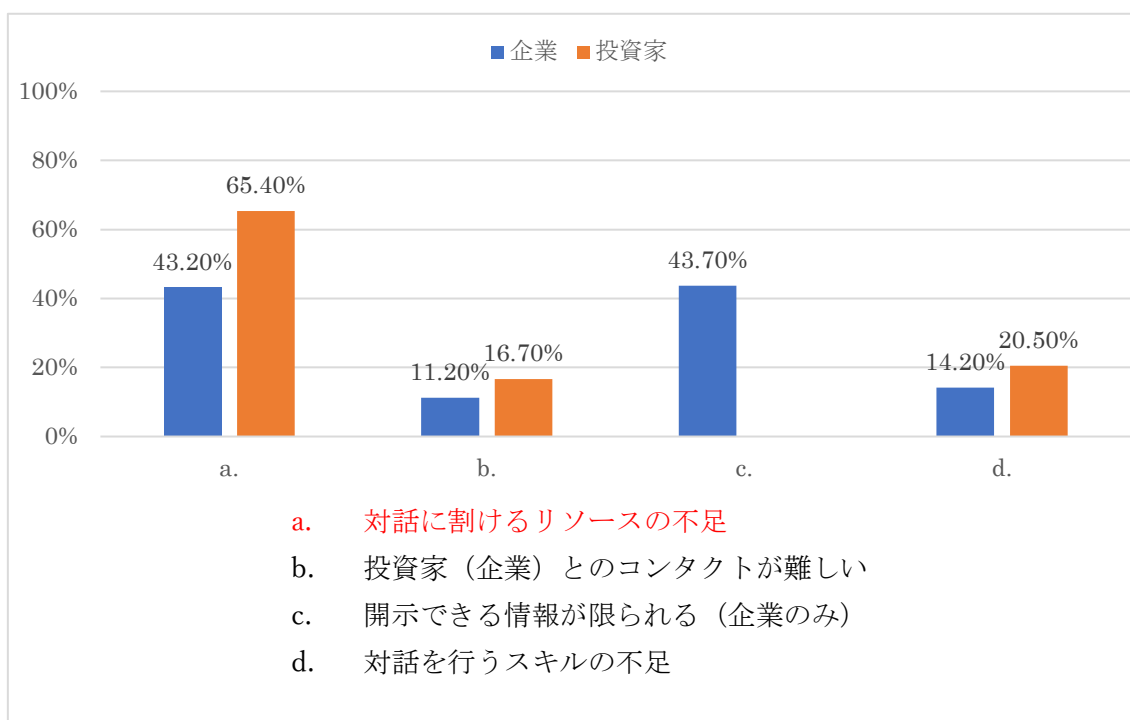
(出所) 生命保険協会 (2016a) 「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成 28 年度版) 企業様向け」 p. 35 ; 生命保険協会 (2016b) 「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成 28 年度版) 投資家様向け」 p. 32 より筆者作成

(URL) http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf

http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_5.pdf

20

【図表 16】対話を充実させる上での課題（企業・投資家）



(出所) 生命保険協会 (2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成 28 年度版) 企業様向け」p. 39 ; 生命保険協会 (2016b)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成 28 年度版) 投資家様向け」p. 36
 5 より筆者作成

(URL) http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf

http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_5.pdf

10

第 5 章 証券市場活性化のための施策提言

本章では、第 4 章で取り上げた現状と課題を踏まえた上で、国内の証券市場の活性化、つまり「モノいう株主の増加」と「中長期的な企業価値の向上」のための施策を提言する。

15

(1) 議決権電子行使プラットフォームの活用

我々は、議決権電子行使プラットフォームを企業と機関投資家の双方が活用すべきであると提案する。なぜなら、機関投資家は株主総会の時期の重複によ

る、議決権行使の棄権や判断にあたる十分な時間が確保されないという問題の解決と、CGC において実施率の低い「議決権行使のための環境整備、招集通知の英訳」の実施率を上げることができるためである。

5 議決権電子行使プラットフォームは 2005 年 12 月期決算から導入されているにも関わらず、依然として導入企業が少ない。この背景として、システムの導入コストが高いことが挙げられる。プラットフォーム利用料として、60 万円から 120 万円かかり、この他にプラットフォームの参加に伴い、株主名簿管理人に支払う手数料が別途発生する場合がある。

10 しかし、議決権電子行使プラットフォームを利用することにより、機関投資家の議案検討期間が大きく拡大する。これは、「中長期的な企業価値の向上」という面において大いに有効である。また、企業は議決権行使結果の早期把握が可能となり、行使結果に基づいて総会開催までに追加情報の発信や説明など、議案への理解を求めべく様々なアクションを取ることができる⁵⁶。このようなことから、対話の充実・質の向上が図られる。

15 これらにより、機関投資家は議案検討期間が拡大し、企業も原則の実施率を上げることができるといえる。

よってシステム導入コストを考慮しても、「中長期的な企業価値の向上」という観点より、企業と機関投資家の双方が議決権電子行使プラットフォームを導入すべきである。

20

(2) 日本版統合報告書フレームワークの作成

機関投資家が企業との対話の際に、「短期的なテーマ」に基づくという問題を解決するため、企業は統合報告書を発行すべきである。統合報告書には中長期的な経営目標などが記載されており、機関投資家が中長期的な視点を持つことを助長する。しかし、現在発行されている統合報告書が少なく、発行されて

25 いる統合報告書にも中長期的な視点のために必要な非財務情報が少ないという

⁵⁶ 経済産業省（経済産業政策局産業組織課）委託調査(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) p. 6 を参照。

問題も発生している。これらを解決するために、日本版統合報告フレームワークを作成するべきであると考える。

現在、統合報告書のフレームワークとして、国際統合報告評議会が定めた国際統合報告フレームワークがある。

- 5 しかし、これには個別指標についての測定や開示についての基準を提供するものではない⁵⁷。そのため、まだ統合報告書が一般的ではない日本企業のために、より細かいガイドラインを含むフレームワークを作成するべきである。

このフレームワークにより、統合報告書未発行の企業が発行しやすい環境整備がなされる。さらに、フレームワークがあることによりすでに統合報告書を
10 発行している企業の報告書も、非財務情報が含有されたものとなる。

このような結果、投資家は中長期的な視点をもった投資を行うようになり、「中長期的な企業価値の向上」につながると考えられる。

(3) IRサイトを活用した情報開示

- 15 「モノいう株主」が適切なタイミングでの対話を行うべく、企業は適時適切な情報開示をするべきである。そして、適時適切な情報開示を可能とするものが、IRサイトの活用である。

国内機関投資家のほぼ全員が企業の投資家向けページを閲覧、利用すると回答している⁵⁸ことから、企業のIR活動は国内機関投資家に対して非常に有効的
20 的であると考えられる。つまり、企業が情報開示を行うと、国内機関投資家は閲覧や利用をするといえる。このことから、IRサイトを活用した適時適切な情報開示は有効的であるといえる。

IRサイトを活用した情報開示の事例として東京海上ホールディングスが挙げられる。東京海上ホールディングスは、一般社団法人日本IR協議会が毎年1
25 回、優れたIR活動を実施している企業を会員企業の中から選定し、発表する

⁵⁷ 森洋一(2013)「IIRC 国際統合報告フレームワーク案の概要」
(http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/pdf/130516_PC6_5_1.pdf)p. 11 を参照。

⁵⁸ 経済産業省(経済産業政策局産業組織課)委託調査(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)p. 5 を参照。

IR 優良企業大賞の 2016 年度の受賞企業である。東京海上ホールディングスの IR サイトを閲覧すると「月次の営業速報」を公開している⁵⁹。月次の情報公開は、法律や規則で定められている四半期での情報公開よりも頻度が高く、閲覧する投資家も投資先企業への関心を保つことができる。また、企業の経営状況

5 の変化に気付くことができ、タイミングを計った建設的な対話を行うことができる。つまり、これは結果として「モノいう株主の増加」につながると考えられる。

(4) 英語による情報開示

10 企業は、英語による情報開示が行われていない問題がある。これを解決する方策として、2 点挙げる。

1 点目として、IR サイトの英語版を作成するべきであるとする。これは、海外投資家の 8 割以上が企業の投資家向けサイトを閲覧し、利用する⁶⁰ことから有効的であるといえる。さらに、海外投資家は情報の提供スタイルとして PDF

15 版と HTML/WEB 版を望む投資家がほとんどであり、冊子での提供を望む投資家はわずか 2% となっている⁶¹。これにより、企業は海外投資家に向けての英語での情報開示はオンラインで行う方法が適切であるといえる。

また 2 点目として、政府が女性の活躍を進める上場企業の情報を海外投資家向けに集約した英語のウェブサイト を 2018 年度に新設するとしており⁶²、こ

20 れの活用が挙げられる。海外投資家がこのような情報を得ることができるようになる取り組みは、非財務資本の重要性が問われている現在、有効的であると考えられる。

まず、企業は ESG 要素の 1 つでもある女性の活躍を促し政府が新設するウェブ

⁵⁹ 東京海上ホールディングス HP「株主・投資家情報」

(<http://www.tokiomarinehd.com/ir/financial/monthly.html>) を参照。

⁶⁰ 大和インベスター・リレーションズ(2014)「個人・国内機関・海外投資家における『企業の IR 情報に関するアンケート』 集計結果」

(<http://www.daiwair.co.jp/others/enquete201409.pdf>) p. 5 を参照。

⁶¹ 大和インベスター・リレーションズ(2014)「個人・国内機関・海外投資家における『企業の IR 情報に関するアンケート』 集計結果」

(<http://www.daiwair.co.jp/others/enquete201409.pdf>) p. 23 を参照。

⁶² 日本経済新聞「女性活躍英語で発信」2017 年 5 月 2 日付夕刊, (2) を参照。

ウェブサイトに掲載されることを目指すべきである。そして、このウェブサイトに掲載されることにより、英語での情報開示は自動的に達成される。つまり、非財務資本の価値を高めた上で、海外機関投資家への情報開示も実施できる方策として有効である。

- 5 これらにより、海外機関投資家の増加、つまり「モノいう株主の増加」につながり、「中長期的な企業価値の向上」が期待される。

(5) 固定報酬の割合開示

- 10 中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定がなされていないという問題がある。この問題を解決するために、固定報酬の割合を企業自ら開示し、株主と対話するべきであると考え。報酬割合の開示を通じて、業績連動報酬の割合が増えることにより、経営陣の企業経営へのインセンティブが高まり、結果として「中長期的な企業価値の向上」につながることを期待される。

15

(6) 取締役会評価の導入

取締役会の実効性に関する分析や評価、結果内容の開示が十分に行われていないという問題がある。そこで、我々は企業に取締役会評価の導入を推奨する。

- 20 取締役会評価を行っている東証1部2部の上場企業は7割を超えている。(図表13) このとき導入していない企業は、機関投資家から情報を開示していない透明性の低い企業と見なされる可能性があるため、取締役会評価導入のインセンティブは存在するといえる。

- 25 さらに、第3章でも述べたように ESG 市場は急速に成長している。機関投資家は ESG 投資を行う上でガバナンスに関する情報を必要としている。そこで、取締役会評価が機能する。また、取締役会評価の導入により、機関投資家は企業のガバナンス体制をより正しく認識でき、「中長期的な企業価値の向上」につながるような投資を行うことができる。

(7) 経営層との対話

- 30 企業と機関投資家間の対話内容が経営層との共有がなされていないという問

題がある。この問題を解決するためには、経営層が投資家との対話に参加することが最も適切であると考ええる。しかし、経営層がすべての対話に参加することは、経営層が関与している対話が全体の約 8%程度である⁶³ことから難しいといえる。

- 5 そこで、レポート形式での共有の際に機関投資家も参加し、対話内容に関する経営層の反応や意見を機関投資家と共有することで、対話内容の確認ができ、経営層の反応も知ることができる。これは、投資家のインセンティブが持続されることにつながり、海外機関投資家と経営層の対話の共有も可能となる。つまり、これは「モノいう株主の増加」、そして「中長期的な企業価値の向上」につながると期待される。
- 10

(8) 機関投資家に対する連動報酬

- 「モノいう株主」を増加させる施策として、企業との対話を行った機関投資家に対して、報酬を与えることが挙げられる。これは、機関投資家に対して対話へのインセンティブを高めることにつながる。
- 15

- しかし、ここで1つ問題が生じる。単に、企業との対話を行った機関投資家に対して報酬を与えることは、機関投資家が報酬を得るために対話を行うという事態に陥る。つまり、報酬を得るという目的のために対話を行うことから、対話の質が低下するということを表す。これは、本来機関投資家と企業の対話を増やす手段としての報酬であったものが反転し、報酬を得るという目的になってしまうということである。
- 20

- そこで我々は、投資家自らが目標値と目標達成期間を設定し、目標が設定期間内に達成された場合のみ報酬を与えるという施策を提言する。そして、この場合の報酬は目標期間と内容、値に連動するものとする。つまり、短期間で達成可能であると考えられる対話に対しては報酬を低く設定し、長期間かつ、達成が困難であると考えられる対話に対しては報酬を高くする。
- 25

⁶³ 生命保険協会調査(2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 企業様向け」
(http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf) p. 37 を参照。

これにより、投資家は対話へのインセンティブが高まり、報酬が高いことからより「中長期的な企業価値の向上」を考えた対話を行うようになることが期待される。また、企業は機関投資家との対話の質が向上し、自社にとって有効的である目標値を採用することにより、「中長期的な企業価値の向上」を図ることができると考えられる。

(9) フリーライダー問題の発生防止策

フリーライダー問題に対する施策は、フリーライダー問題を起こさない組織づくりである。

10 アセットオーナーは、司令塔となって委託先であるアセットマネージャーへの適切なエンゲージメント活動の指示を行い、実際の行動を注視した上で不適切な行動の場合は適宜に対応することがフリーライダー問題発生防止のために求められる。

15 具体的には、アセットオーナーがアセットマネージャーに、企業との対話内容の概要が記載されたレポートを課すことを提案する。レポートによる可視化によって、アセットオーナーはアセットマネージャーのエンゲージメント活動を評価できる。また、GPIFが行なっている評価に対する分配資金の変化は⁶⁴、アセットマネージャーにとって積極的なエンゲージメント活動を行うインセンティブになると考えられる。

20 したがって、アセットオーナーはアセットマネージャーの規律づけへの努力が必要であると考えられる。

(10) 同一アセットオーナー下における集団的エンゲージメント

25 第4章で述べた両者における対話要員の不足に対する問題解決策として、「同一アセットオーナー下における集団的エンゲージメント」を提案する。

「集団的エンゲージメント」⁶⁵は、英国においてSSCの導入と共にこのエン

⁶⁴ GPIFは受託運用機関にスチュワードシップ活動内容を定期的にヒアリングし、結果を公開している。また、ヒアリング結果を踏まえた上で各運用会社への資金分配額を決定している。(堀江[2016]pp. 226-227を参照)

⁶⁵ 複数の機関投資家が連携して株式保有比率を高めることで、共同で投資先企業効果的にアプローチしようという発想の元に生まれた英国発祥のエンゲ

ゲージメント方法は普及した。しかし、日本での浸透率は低く、その主な要因として金融商品取引法での規制が考えられる。日本では、金融商品取引法での大量保有報告制度に基づき、共同して権利行使する場合、各投資家は大量保有報告を行う必要があるだけでなく、特例報告制度を利用できないなどの懸念があるためである⁶⁶。

しかし、金融庁は共同して権利行使をせず対話にとどまる限りは、上記の規制に該当しないとの見解を示している。よって、我々是对話のみを行う集团的エンゲージメントの提案をする。

また、機関投資家同士が協力することでフリーライダー問題が発生し、機関投資家の積極的活動に対するインセンティブが失われる可能性がある。したがって、我々は共同エンゲージメント活動の範囲を同一アセットオーナー下にある機関投資家同士に限定する。これにより、アセットオーナー同士の競争性が保たれたまま、企業にとってもプラスとなるような効率的なエンゲージメントを可能にすると考えられる。

その結果、対話内容の重複が解消され、不必要な対話に割いていた時間及び人員を質の高い対話の実現に費やすことができる。一方、機関投資家間において情報共有が可能となり、共通認識や企業状況の深い理解を得られる。よって、「同一アセットオーナー下における集团的エンゲージメント」は「中長期的な企業価値の向上」につながると考えられる。

ジメント手法である。

⁶⁶ 日本取締役協会(2017b)「上場企業のコーポレートガバナンス調査(2017年8月1日)」(<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>)pp.12-13を参照

終章

本論文では、時代の移り変わりに伴い、近年新たなガバナンスの担い手として期待が高まっている機関投資家の働きに着目して述べてきた。「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」が車の両輪といわれるように、機関投資家のみならず企業の働きもまた重要であり、双方の視点から現状分析を行った。それを踏まえ、「モノいう株主の増加」や「中長期的な企業価値の向上」に対する提言を行った。また、求められる「モノいう株主」の姿は、常に企業の状況把握をした上で、適切なタイミングで「モノいう株主」のことである。

10 ここで改めて我々の提言を整理する。

まず根本的に、情報がなければ「モノいう」ことができないため、「モノいう株主の増加」には、企業による適時適切な情報開示が必要であり、機関投資家の対話へのインセンティブを向上させることも重要である。

15 これらを踏まえ我々は、「IR サイトを活用した月次の情報開示」や「英語版 IR サイトの開設」による情報開示の改善、インセンティブ向上のための「対話内容共有の可視化」や「対話のためのインセンティブ報酬」を企業側の改善点として提言した。加えて、機関投資家が「自ら目標設定をした対話の実施」をすることで、対話の質の向上につながると考える。

20 次に、「中長期的な企業価値の向上」には、機関投資家が中長期的な視点を持った投資を行う必要があるため、対話におけるリソース不足の解消やコーポレートガバナンス・コードの適切な実施、議決権行使の際に十分な検討期間があることが重要である。

25 このために企業は「日本版統合報告フレームワークに基づいた統合報告書の発行」を、機関投資家は「同一アセットオーナー下における共同エンゲージメント」を行うべきであると考えた。加えて、十分な検討期間の確保のための「議決権電子行使プラットフォームの導入」や、機関投資家と企業の認識の一致のための「取締役会評価の意義認識」を双方の協力のもと行うことを提言した。

我々の「モノいう株主の増加」と「中長期的な企業価値の向上」のための提言が、国内証券市場の活性化に寄与することを期待して本論文の結びとする。

30

【参考文献】

安藤聡、稲沢友以、内田交謹、岡崎真一郎、小松芳人、斎藤剛、永森秀和、深沢道広、堀江貞之、山口利昭(2016)『点検 ガバナンス大改革 年金・機関投資家が問う、ニッポンの企業価値』日本経済新聞出版社

- 5 生田孝史(2017)「非財務情報開示の要請と標準化」富士通総研
(<http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/report/newsletter/2017/no17-001.html>、2017年10月22日閲覧)
- 今泉宣親、小野傑、神作裕之(2017)『資産運用の高度化に向けて インベストメント・チェーンを通じた経済成長』一般社団法人金融財政事情研究会
- 10 牛島慶一(2014)「統合報告書は発行すべきか-日本企業における非財務情報開示と統合報告の意義-」『情報センサーVol.96Aug-Sep2014』EY総合研究所
(<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihonlibrary/publications/issue/info-sensor/pdf/info-sensor-2014-08-03.pdf>、2017年10月24日閲覧)
- 牛島信(2016)「企業はどのように『物言う株主』に向き合うべきか」日経ビジネス ONLINE
(<http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/skillup/15/275626/021800011/>、2017年10月26日閲覧)
- 15 エーザイ株式会社(2015)「統合報告書2015」
(<http://www.eisai.co.jp/pdf/annual/pdf2015ir.pdf>、2017年10月16日閲覧)
- 20 江木聡(2017)「取締役会評価についての一考察」『基礎研レター』ニッセイ基礎研究所
- 江口高顕(2017)「多様な投資家、多様なガバナンス効果」『月刊資本市場』5月号
(<http://www.camri.or.jp/files/libs/904/201706061711283898.pdf>、2017年10月22日閲覧)
- 25 FTIコンサルティング(2015)「東証コーポレートガバナンス・コードに対応した取締役会評価」『CRITICAL THINKING AT THE CRITICAL TIME™』
(<http://www.fticonsultingasia.com/~media/Files/apacfiles/insights/articles/tokyo-stock-exchange-governance-code-japanese.pdf>、2017年10月23
- 30

日閲覧)

大崎貞和(2017)「経営者との対話に何を求めるか(十字路)」,『日本経済新聞』
2017年9月13日付電子版

太田珠美(2014)「日本版スチュワードシップ・コードが企業に与える影響」『証

5 券アナリストジャーナル』8月号 日本証券アナリスト協会

小川亮、保田隆明、宮島英明(2017)「海外機関投資家の企業統治における役割と
その帰結」宮島英明『企業統治と成長戦略』第2章、pp.97-131、東洋経済新報
社

10 小方信幸、加藤晃、姜理恵、北川哲雄、芝坂佳子、林順一、林寿和(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

小澤ひろこ、近藤敏弘、坂本有毅、潮田和也、田代理、人見健、深澤寛晴、藤島
裕三、渡水達史(2015)『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワード
シップ・コードー持続的な企業価値向上のための2つのコードの実践ー』第一

15 法規株式会社

株式会社オリエンタルランド HP「会社概要」

(<http://www.olc.co.jp/ja/company/profile.html>、2017年10月25日閲覧)

株式会社ニューラル サステナビリティ研究所(2015)「ショートターミズム」

20 (<https://sustainablejapan.jp/2015/08/31/short-termism/18387>、2017年10
月26日閲覧)

株式会社帝国データバンク(2017)「IPOの目的、「社内管理体制の強化」「売り上
げの拡大」の割合が浮上 ~企業所在地は「東京」が4割で最多も地方企業の割
合増加~」『特別企画：新規株式上場(IPO)意向調査』

25 (<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p170408.pdf>、2017年10
月24日閲覧)

企業活力研究所(2014)「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査
研究報告書(概要版)」

(http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf、2017年10月24日閲覧)

30 金融庁(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～」

(<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>、2017年10月24日閲覧)

金融庁 総務企画局企業開示課(2016)「スチュワードシップ・コード受入れ機関

5 の取り組み方針・活動内容の公表状況」

(http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001rit8-att/20160325_4.pdf、2017年10月24日閲覧)

KMPG ジャパン(2017a)「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」

([https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170324.pdf)

10 reporting-20170324.pdf、2017年10月27日閲覧)

_____ (2017b)「日本企業の統合報告の取り組みに関する意識調査 2017～KMPG ジャパン統合報告セミナーアンケート結果より～」5月号

経済産業省(2014a)「企業情報開示等をめぐる国際動向」

([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pd](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/dis.pdf)

15 f/dis.pdf、2017年10月27日閲覧)

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

(<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>、

2017年10月23日閲覧)

20 _____ (2015)「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会 事務局提出資料 ～議決権行使プロセスの電子化～」

([http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_proc](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/002_07_02.pdf)

ess/pdf/002_07_02.pdf、2017年10月23日閲覧)

経済産業省(経済産業政策局産業組織課)委託調査(2015)「日本と海外の役員報

25 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、2017年10月22日閲覧)

財務省(2017)「年次別法人企業統計調査 概要 -平成28年度- (金融業、保険業を除く)」

30 (<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h28.pdf>、2017年10月26

- 日閲覧)
- 笹本和彦、藤井智朗(2014)『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略—企業と投資家の共生に向けて』中央経済社
- GSIA(2016)「2016 Global Sustainable Investment Review」
- 5 (http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA_Review2016.pdf、2017年10月25日閲覧)
- 清水祐季、西岡慎一、馬場直彦(2003)「わが国機関投資家の資産運用行動について—金融市場に与える影響を中心に—」『マーケット・レビュー』3月、日本銀行
- (https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/mkr/data/kmr03j04.pdf、2017年
- 10 10月22日閲覧)
- 代田純、二上季代司(2011)『証券市場論』有斐閣ブックス
- 新日本有限責任監査法人(2014)「EUで非財務情報開示に関する会計指令改定案が成立」
- (https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-
- 15 library/publications/issue/eyi/knowledge/vt/2014-04-22.html、2017年10月20日閲覧)
- 鈴木裕(2016)「検討進む日本版スチュワードシップ・コード～機関投資家は何を期待するか?～」『大和総研調査季報 2013年 秋季号 Vol.12』大和総研
- (2017)「注目集めるアクティビスト～様々な目的・多様な行動～」
- 20 『DIR経営戦略研究 2017年秋季号 VOL.14』大和総研
- 生命保険協会(2016a)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 企業様向け」
- (http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_4.pdf、2017年10月21日閲覧)
- 25 ——(2016b)「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成28年度版) 投資家様向け」
- (http://www.seiho.or.jp/info/news/2016/pdf/20170321_5.pdf、2017年10月21日閲覧)
- 全国株懇連合会(2016)「企業と投資家の建設的な対話に向けて～対話促進の取
- 30 組みと今後の課題～」

- (http://www.kabukon.tokyo/activity/data/study/study_2016_05.pdf、2017年10月23日閲覧)
- 大和インベスター・リレーションズ(2014)「個人・国内機関・海外投資家における『企業のIR情報に関するアンケート』 集計結果」
- 5 (<http://www.daiwair.co.jp/others/enquete201409.pdf>、2017年10月26日閲覧)
- 高山与志子(2015)「取締役会評価の実際と課題」『証券アナリストジャーナル』11月号 日本証券アナリスト協会
- 田中正継(1983)「日本のコーポレート・ガバナンスー構造分析の観点からー」『経済分析 政策研究の視点シリーズ 12』経済企画庁経済研究所
- 10 (<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf>、2017年10月26日閲覧)
- 東京海上ホールディングス HP「株主・投資家情報」
- (<http://www.tokiomarinehd.com/ir/financial/monthly.html>、2017年10月26日閲覧)
- 15 投資信託協会 HP(2014)「議決権行使状況についてのアンケート調査結果(過去データ)」
- (<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/voting/voting/>、2017年10月24日閲覧)
- 20 _____(2015)「議決権行使状況についてのアンケート調査結果(過去データ)」
- (<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/voting/voting/>、2017年10月24日閲覧)
- _____ (2016)「議決権行使状況についてのアンケート調査」
- (<https://www.toushin.or.jp/statistics/report/voting/>、2017年10月24日閲覧)
- 25 閣内府 HP(2016)「第3章 成長力強化と企業部門の取組 第2節」
- (<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je16/h03-02.html>、2017年10月21日閲覧)
- 内藤啓介(2014)「コーポレートガバナンス・コード」『みずほリサーチ
- 30 September2014』みずほ総合研究所

(<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/research/r140901keyword.pdf>、2017年10月23日閲覧)

西川奉仕、羽瀬森一(2015)「社外取締役の導入と企業価値」『三菱UFJ信託資産運用情報』2月号 三菱UFJ信託銀行

- 5 (http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf、2017年10月24日閲覧)

西山賢吾(2009)「議決権行使の変遷とコーポレートガバナンス」『証券アナリストジャーナル』1月号 証券アナリスト協会

_____ (2015)「上場企業の議決権行使状況と今後の注目点」『証券アナリスト

- 10 ジャーナル』11月号 証券アナリスト協会

_____ (2016)「機関投資家によるCGコード対応の開示内容に対する見方 (『新春 野村インベストメントセミナー2016』アンケートより)」野村インベスター・リレーションズ

日興リサーチセンター(2016)『日本経済と資本市場 企業と投資家のガバナンス

- 15 がもたらす変化』東洋経済新報社
新田敬祐(2008)「株主構成の変容とその影響」『ニッセイ基礎研 REPORT』2月号
ニッセイ基礎研究所

([http://www.nli-](http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli)

[research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli](http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf?site=nli)、2017年10月

- 20 23日閲覧)

日本経済新聞「女性活躍英語で発信」2017年5月2日付夕刊,(2)

日本コーポレート・ガバナンス研究所(2016)「2016年JCGIndexが50点以上の会社(80社)」

(<https://www.cg-net.jp/pdf/jcgr/2016upper-jp.pdf>、2017年10月24日閲

- 25 覧)

日本証券業協会HP「もっと知りたい!Q&A 株式投資編」

(<http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/>、2017年10月24日閲覧)

日本取締役協会(2016)「経営者報酬ガイドライン(第四版) —経営者報酬ガバナンスのいっそうの進展を—」

- 30 (http://www.jacd.jp/news/comp/161026_01.pdf、2017年10月22日閲覧)

- ____ (2017a) 「『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」の改定に関する提言」
(http://www.jacd.jp/news/law/170110_01.pdf、2017年10月22日閲覧)
- 5 ____ (2017b) 「上場企業のコーポレートガバナンス調査 (2017年8月1日)」
(<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>、2017年10月21日閲覧)
日本取引所グループ HP 「投資部門別売買状況」
(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/00-02.html>
10 、2017年10月26日閲覧)
- ____ (2015) 「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-att/code.pdf>、2017年10月26日閲覧)
- 15 ____ (2016) 「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2016年12月末時点)」
(<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000027kxe-att/nlsgeu0000027kzz.pdf>、2017年10月20日閲覧)
- ____ (2017a) 「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
20 日時点)」
(KI、2017年10月20日閲覧)
- ____ (2017b) 「2016年度株式分布状況調査の調査結果について<レポート編> (2017年10月6日)」
(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf>、2017年10月
25 20日閲覧)
- ____ (2017c) 「3月期決算会社株主総会情報」
(<http://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdivq000000011x-att/graph.pdf>、2017年10月23日閲覧)
- 30 日本ビジネスプロセス・マネジメント協会 HP 「用語集」

- (<https://www.bpm-j.org/category/keyword/>、2017年10月21日閲覧)
- 日本ベル投資研究所(2017)「欧米の取締役会の実効性～建設的対話とアクティビストのインパクト」
- (<http://column.ifis.co.jp/toshicolumn/bell/77120>、2017年10月23日閲覧)
- 5 野村証券 HP「証券用語解説集」
- (<http://www.nomura.co.jp/terms/>、2017年10月24日閲覧)
- バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社(2012)「アクティブ運用とパッシブ運用」
- 10 (<https://www.vanguardjapan.co.jp/docs/investment-resources/2013active-and-passive-investing-guide.pdf>、2017年10月23日閲覧)
- 藤田勉(2015)「コーポレートガバナンス・コードは機能するか」『月刊資本市場』2015.1 (No. 353) pp.52-60
- (<http://www.camri.or.jp/files/libs/438/201703271710589045.pdf>、2017年
- 15 10月21日閲覧)
- _____(2016)『コーポレートガバナンス改革時代の ROE 戦略-効用と限界-』中央経済社
- 保田隆明、宮島英明(2015)「株式所有構造と企業統治－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』(121)
- 20 堀江貞之(2014)「日本版スチュワードシップ・コードの重要性－目的を持った対話の必要性－」『証券アナリストジャーナル』8月号 証券アナリスト協会
- 宮井博(2015)「わが国の機関投資家と企業ガバナンス改革推進のために課題と提言」『NFI リサーチ・レビュー2015年1月』日興フィナンシャル・インテリジェンス
- 25 (<http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2015/01/1395.pdf>、2017年10月26日閲覧)
- 村瀬英彰(2016)『シリーズ・新エコノミクス金融論第2版』日本評論社
- 三和裕美子(2009)「米国における機関投資家の株主アクティビズムの現状－ヘッジファンドによる株主アクティビズムを中心に－」『証券アナリストジャーナル』1月号 日本証券アナリスト協会
- 30

____ (2016) 『『機関投資家のエンゲージメントとはなにか』-国内外の機関投資家の調査をもとに-』『証券経済学年報第 50 号別冊』

森洋一 (2013) 「IIRC 国際統合報告フレームワーク案の概要」

(http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/pdf/130516_PC6_5_1.pdf、2017 年 10 月 25 日閲覧)

5

『山を動かす』研究会 (2014) 『ROE 最貧国 日本を変える』日本経済新聞社

吉田信之 (2015) 「《実践》経営ビジョン・経営計画・コーポレートガバナンス 日本企業に ROE 経営を定着させるために コーポレートガバナンス・コードは起爆剤となりえるか」『重点テーマ レポート』大和総研

10 (http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/vision_rpt/20150825_010054.pdf、2017 年 10 月 23 日閲覧)