

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 2 テーマ

「機関投資家のあるべき姿と証券市場」

千葉商科大学
三田村ゼミナール

目次

	はじめに 問題意識	3
	第 1 章 中長期的な企業価値向上の定義	4
	第 1 節 アクティビスト・ファンドに注目した背景	4
5	第 2 節 アクティビスト・ファンドの役割と期待	5
	第 3 節 ESG への取り組み	6
	第 2 章 機関投資家のあるべき姿	9
	第 1 節 機関投資家の定義と分類	9
	第 2 節 株式保有構造の変化	11
10	第 3 節 機関投資家が株式市場に与える影響と投資行動	14
	第 4 節 機関投資家の役割	16
	第 5 節 機関投資家のあるべき姿	18
	第 3 章 企業のあるべき姿	24
	第 1 節 企業に求められる活動	24
15	第 2 節 ROE と企業価値	30
	第 3 節 ROESG 経営	32
	第 4 節 企業の内部構築	34
	第 5 節 企業のあるべき姿	35
	第 4 章 健全な株式市場を形成するための方策	36
20	第 1 節 日本の株式市場の現状	37
	第 2 節 機関投資家とアクティビストとの建設的な対話	38
	第 3 節 パッシブ運用機関投資家による株式市場の健全化	41
	第 4 節 集団エンゲージメントの促進	42
	第 5 節 会社法の改正	43
25	終わりに	51

はじめに 問題意識

近年企業の持続的成長・中長期的な企業価値が話題になっており、企業と投資家双方の短期的な収益追求が問題となっている。資本取引の自由化により、金融機関と事業法人の株式の持ち合いが徐々に減少している。株式の持ち合いの減少により株式保有構造に変化が起きた。これにより、存在感を強めてきたのが外国人投資家をはじめとする機関投資家である。つまり、証券市場において機関投資家が重要な役割を担うと言える。

そこで、金融庁は2014年に機関投資家に企業とのエンゲージメントを求める日本版スチュワードシップ・コードを公表した。機関投資家が企業とエンゲージメントを行うことで、企業は機関投資家が求める経営を行うことが必要になった。

一方、金融庁と東京証券取引所は2015年に日本版コーポレートガバナンス・コードを公表した。本コードにより、企業は持続的成長・中長期的な企業価値向上の取り組みが求められるようになった。この取り組みは国際的にも注目されており、中でも企業が中長期的な成長を目指す上でESGやSDGsの取り組みは、大きな論点となった。

しかし現在、情報の非対称性や実効性の伴っていない両コードなどの影響から、相次ぐ不祥事が続いていることを見ても現行のコーポレートガバナンスは十分に機能しているとは言えない。

よって本論文では、持続的な成長、中長期的な企業価値向上を目指す上で、企業と積極的にエンゲージメントを行うアクティビストの必要性に言及し、機関投資家、企業双方のあるべき姿を述べた上で、健全な株式市場にする方策を議論していく。

以上の問題意識に対して、第1章では、中長期的な企業価値の定義付けを行い、アクティビスト・ファンドに注目した背景や役割、期待を述べる。第2章では、機関投資家の定義及び分類を行い、株式保有構造の変化に触れ、機関投資家のあるべき姿に言及する。第3章では、企業に求められる経営について述べ、あるべき姿を論じる。そして第4章では、健全な株式市場を形成するために、機関投資家と企業双方が行うべき3つの方策の提言を行う。

第1章 中長期的な企業価値向上の定義

5 本論文において中長期的な企業価値とは、アクティビスト・ファンドの効果による株価上昇や、ESG への取り組みを通じて社会に貢献することであると定義する。

本章では第1節で、アクティビスト・ファンドに注目した背景、第2節で、アクティビスト・ファンドの役割と期待を述べる。第3節では、ESG への取り組みを論じることとする。

10 第1節 アクティビスト・ファンドに注目した背景

15 「企業年金連合会をはじめとする機関投資家のガバナンス活動やステイール・パートナーズ等へのヘッジファンドによるアクティビスト活動に伴って、近年、日本でも株主アクティビズムへの議論が高まっている。」¹また、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの策定により、株式の相互持ち合いの解消やROEに経営の焦点があてられるなど、日本の株式市場はアクティビスト・ファンドが活動しやすい環境に変化している。

20 従来のアクティビスト・ファンドは、一定割合の株式を保有していることを武器に、企業に対し増配や自社株買いを要求し、最終的には高値で保有株式を売り、短期的な利益を追求していた。しかし最近では、対話を重視するようになってきている。「会社に対して提言する内容も、自己資本利益率(ROE)の改善や株主還元の充実など、経営状況やコーポレートガバナンスの改善につながる内容であることが多い。」²それに加えて、中長期的な利益を志向している。「アクティビストによる経営者への要求」といって、株主還元政策や企業が過剰なレバレッジを高めるような、ハイリスク・ハイリターン型な事業改革を思い浮かべるだろう。しかし、アクティビストの提案がこのような短期の金融手法を駆使したものから、長期の企業価値を考慮した本格的な要求へと次第に変化して

¹ 新井(2009)p.7 参照。

² 牛島(2016)参照。

いる面もある。」³

このような状況で、企業の中長期的な企業価値向上を目指すことは株式市場において、アクティビスト・ファンドが増えることだと考える。その理由として、1 つ目は、アクティビスト・ファンドによる株式取得は株価にプラスの影響を与えること、2 つ目は、米国においては企業の成長・ガバナンスの向上に、
5 アクティビスト・ファンドの影響が大きいのではないかと考えたこと、3 つ目は、アクティビスト・ファンドが、機関投資家とは異なる方法で企業ガバナンスの向上に寄与することの 3 点がある。

10 第 2 節 アクティビスト・ファンドの役割と期待

「アクティビストファンドの活動は、経営者と株式市場に緊張感を与える。そして株価上昇による株主価値の向上は、結果的に企業価値向上につながる。企業価値の向上は、経営の効率性をもたらし、企業だけではなく、株式市場、
15 経済社会全体の効率化をもたらすこととなる。富の創造が行われ、社会資源の有効的な活用につながる。よって、アクティビストファンドの活動は、社会的な意義がある」⁴と考える。アクティビスト・ファンドは、株主提案や経営陣との私的交渉の他に敵対的手法も用いる場合があるため、経営陣や取締役会に与えるプレッシャーは大きいと考えられる。「アクティビスト・ファンドが直接企
20 業へ与える影響は限定的だが、企業がアクティビスト・ファンドのターゲットにならないように、ガバナンスの向上を心がけるといふ間接的な効果は大きいと思われる。」⁵このことから、アクティビスト・ファンドは新たなコーポレートガバナンスの担い手として、一定の役割を果たすと考える。

アクティビスト・ファンドには、企業価値向上のための適切な提案をする事
25 と長期コミットメントが期待される。

³ R&I 格付投資情報センター編集部(2016)p. 217 参照。

⁴ 小野(2008)p. 84 参照。

⁵ 岩谷(2007)p. 215 参照。

第3節 ESGへの取り組み

近年、企業は不祥事や地球環境問題への対応のため、社会的責任 CSR の取り組みをすることが求められている。しかし、投資家は短期的な投機目的で投資
5 をしている。これは、企業の活動と相反する行為になる。そのため、2006年に
国連事務総長であったコフィ・アナン氏によって ESG を意識した投資をしよう
という宣言があり、ESG の概念が導入された。

「ESG とは、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の
英語の頭文字を合わせた言葉である。投資するために企業の価値を測る材料と
10 して、これまではキャッシュフローや利益率などの定量的な財務情報が主に使
われてきた。それに加え、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。ESG に関する要素は様々であるが、例えば「E」は地球温暖化対
策、「S」は女性従業員の活躍、「G」は取締役の構成などが挙げられる。」⁶図表
1 が ESG の具体的な要素である。

15

図表 1 ESG の要素

環境 (Environment)	気候変動、温室効果ガス排出、大気汚染 資源効率性、生物多様性
社会 (Social)	人権問題、労働基準、安全衛生、 人的多様性の方針、地域社会との関係、 人的資本 (健康や教育) の発展
ガバナンス (Governance)	汚職、法の支配、 社会制度の頑健性、透明性

(出所)世界銀行グループ(2018)「債券投資への環境・社会・ガバナンス(ESG)要素の統合」
20 (https://www.gpif.go.jp/topics/301107_joint_research_report_jp.pdf) p.12
を参照し作成。

⁶ GPIF「ESG投資」(<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#a>)参照。

企業が ESG に取り組むことで、目先の利益といった短期的利益の追求ではなく、長期的にみて利益を得ることができる。投資家は、長期的な成長を目指すために ESG に取り組んでいる企業を見極めている。「ESG の取組みが企業価値向上に繋がる因果関係は明確ではないものの、今後、社会や投資家において ESG

5 への関心が更に高まる可能性を踏まえれば、様々な経路を通じて企業価値増大につながる可能性は高い」⁷と思われる。

また、「2015 年には国連総会において、SDGs の概念ができ、国際社会の共通の社会課題をターゲットとする「持続可能な開発目標」が採択された。この SDGs の誕生により、企業は具体的な社会課題の解決を表せるようになり、ESG 投資家もそれら进行评估し、投資するようになった。」⁸図表 2 が SDGs の社会課題解決の 17 の目標である。

10

図表 2 SDGs の社会課題解決の 17 の目標



15

(出所) 国際連合広報センター (https://www.unic.or.jp/files/sdg_logo_ja_2.pdf) より引用。

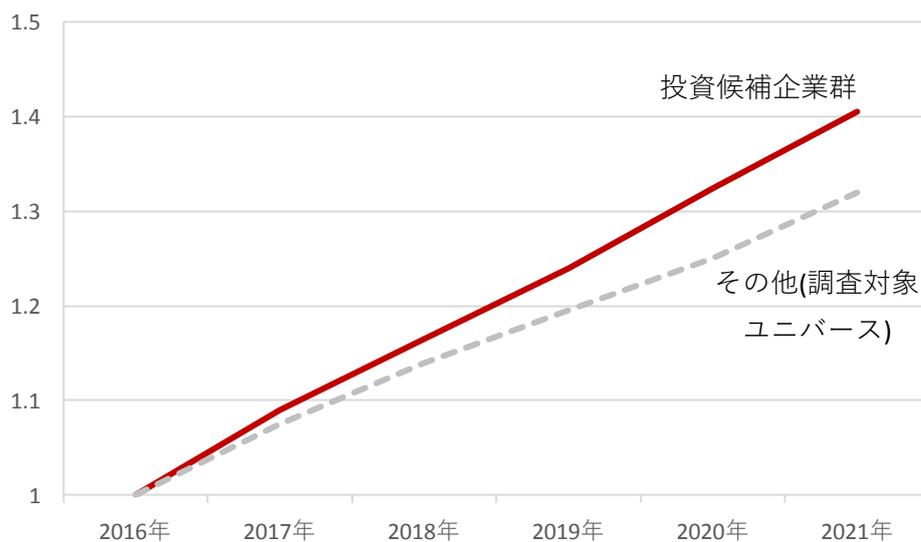
⁷ みずほフィナンシャルグループ(2018)p. 47 参照。

⁸ 大森(2019)p. 17 参照。

千葉商科大学でも SDGs への取り組みを行っている。SDGs7 の「エネルギーをみんなに、そしてクリーンに」、SDGs12 の「つくる責任、つかう責任」、SDGs13 の「気候変動に具体的な対策を」などの目標に向けて活動している。本学では、地球温暖化対策等の環境保全に貢献するため、日本の大学単位では日本一大きいメガソーラー発電所を、千葉県野田市の本学所有地に建設し、発電した電気を東京電力に売電する「太陽光発電事業」を 2014 年 4 月から始めている。日本を再生可能エネルギー100%社会にするため、まず千葉商科大学が自然エネルギー100%大学になることを目指している。⁹

10

図表 3 投資候補企業群の業績予想



(注)各企業の 2016 年度の売上高を 1 とし、2017 年度～2021 年度までの売上高予想(2018 年 2 月末時点)の平均値を算出。

15

(出所)ニッセイアセットマネジメント(2018)「ニッセイアセットの ESG 運用における SDGs への取り組みについて」

(https://archive.iges.or.jp/files/research/sgc/20180315/9_hayashi.pdf)

を参照し作成。

⁹ 千葉商科大学 HP(https://www.cuc.ac.jp/about_cuc/sdgs/spirits/index.html)参照。

図表 3 は、「SDGs にプラスの貢献をすると考えられる企業であり、かつ長期的に企業価値を高めることが期待される企業のアナリストの売上高予想の推移を表したものである。平均的にみて、より高い成長ストーリーをアナリストが描いていることがわかる。」¹⁰つまり SDGs を達成することは、長期的に企業価値を高める企業であると投資家から評価されるということである。

「SDGs が全世界的に優先度の高い課題であり、世界共通の目標であることを考えると、投資家が、各企業の ESG を評価する上で SDGs は一つの指標となりうる。」¹¹ESG と SDGs の関係については、企業が SDGs に取り組み、投資家が ESG 投資によって企業に投資することで、それぞれ表裏一体にあるものとされる。

10 ESG 評価が高い企業は事業の社会的意義、成長の持続性など優れている企業特性を持つと言える。

第 2 章 機関投資家のあるべき姿

15 本章では第 1 節で、機関投資家の定義と分類を行い、第 2 節で、株式保有構造の変化、第 3 節で、機関投資家が株式市場に与える影響と投資行動、第 4 節で、機関投資家の役割、そして最後に第 5 節で、機関投資家のあるべき姿を論じる。

20 第 1 節 機関投資家の定義と分類

「一般に、機関投資家とは、個人を中心とする不特定多数から小口の資金を集め、大口化した資金を運用し、その結果として得られた利益を還元する機関である。1990 年代までは生命保険会社、信託銀行、年金基金が中心的な存在であった。」¹²「証券形態によって資金を供給する経済主体(すなわち証券への投資家)に対して、証券の売買と、その結果として生じる証券保有に関する機能を

¹⁰ 北川(2019)p. 31 参照。

¹¹ 年金コンサルティングニュース(2018)p. 2 参照。

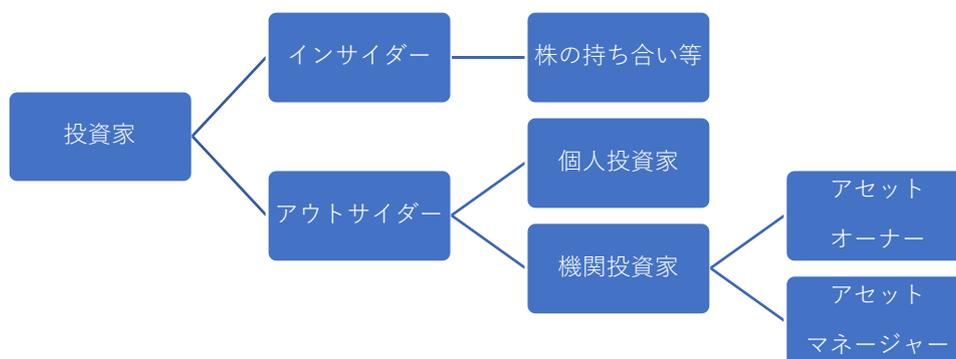
¹² 澤田(2018)p. 229 参照。

提供する仲介機関であり、専門家」¹³であると定義されている。

機関投資家には、保険会社、年金基金、信託銀行、投資信託会社、投資顧問会社、政府系金融機関などがある。

5

図表 4 機関投資家の分類



10 まず機関投資家を分類する前に投資家の分類からはじめる。投資家の目的に応じてインサイダーとアウトサイダーに区分することができる。インサイダーとは、株式保有の目的が利益の最大化以外の株主であり、取引関係のある金融機関や事業法人だけでなく経営陣や従業員持株会などが該当する。したがって、投資先との中長期的な取引関係を維持することを重視して、現経営陣の意思決定を基本的に支持し、特別な事情がない限り保有株式を売却することはない。

15 一方アウトサイダーは、株式投資から得られる利益の最大化を目的とする株主である。国内外の機関投資家や個人投資家などが含まれ、現経営陣を支持するのは自らの代理人として株主価値を高めている間だけであり、自らの利益に貢献するよう経営陣をモニタリングしている。

¹³ 川北(2004)p.107 参照。

そして、アウトサイダーと分類された機関投資家は、アセットオーナー（資金保有者）とアセットマネージャー（資金運用者）に分類できる。アセットオーナーは、運用機関に資産運用を委託し、最終受益者のために資産の管理・運用に従事する。アセットオーナーに属する機関投資家は生命保険会社、年金基金のような公共性の高い利益目的のある投資家である。アセットマネージャーは、アセットオーナーから委託された資産を管理・運用する機関である。アセットマネージャーに属する機関投資家は投資信託会社、投資顧問会社のような自社の株主が最終受益者である投資家である。機関投資家は、受益者から受託した資産を運用しリターンを最大化する責任がある。そのため機関投資家は、投資先のリスクに見合うリターンを求めるといった基本的な行動特性を有する。

第2節 株式保有構造の変化

「戦後の改革期の財閥解体を中心とする一連の措置によって株式保有の強制的な再分配が実施され、大株主（財閥家族と持株会社）が一掃されるとともに、個人株主が大幅に増加した。」¹⁴一方、企業経営者は株式市場のかく乱的な影響に対処するため、安定株主¹⁵化を試みた。その結果、金融機関や事業法人などの安定株主の保有が増加していった。1967年の資本取引の自由化に伴う外資による敵対的買収¹⁶を回避するために企業とメインバンク間、企業間の安定保有が急速に進展した。「1980年代の終わりから、90年代の半ばにかけてまで、日本の株式市場を特徴づけてきたのは株式持ち合い構造である。」¹⁷株式持ち合いは、長期的な取引関係を維持し、保有先企業の経営に株主として関与しない、第三者には売却しないというものだった。「従来の日本企業は、株主持ち合いにより株主の発言力を弱め、株主が経営に関与することを避けようとするのが一般的であった。」¹⁸つまり、従来は物言わぬ株主であったと言える。

¹⁴ 宮島・原村・江南(2003)p. 203 参照。

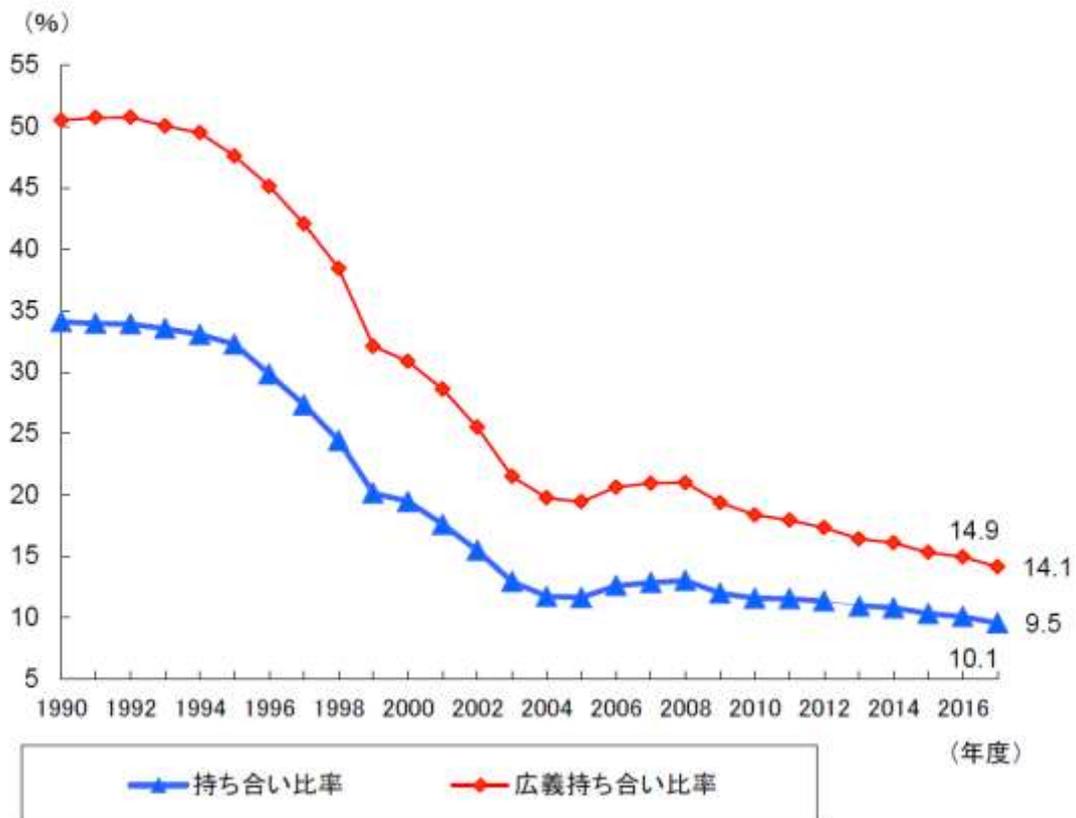
¹⁵ 「発行企業との間に、友好的な企業内部者として株式を保有する株主。」宮島・原村・江南(2003)p. 207 参照。

¹⁶ 「買収者が、買収対象会社の取締役会の同意を得ないで買収を仕掛けること。」野村証券 証券用語解説集 (<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/te/hto.html>)

¹⁷ 川北(2004)p. 105 参照。

¹⁸ 小林(2007)p. 185 参照。

図表 5 株式持ち合い比率の時系列推移



5 (注)1. 持ち合い比率は、上場企業(ただし、上場保険会社を除く)が保有するほかの上場会社株式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社、関連会社株式を除く)。

2. 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

10 (出所)西山(2018)「わが国上場企業の株式持ち合い状況(2017年度)」より引用。

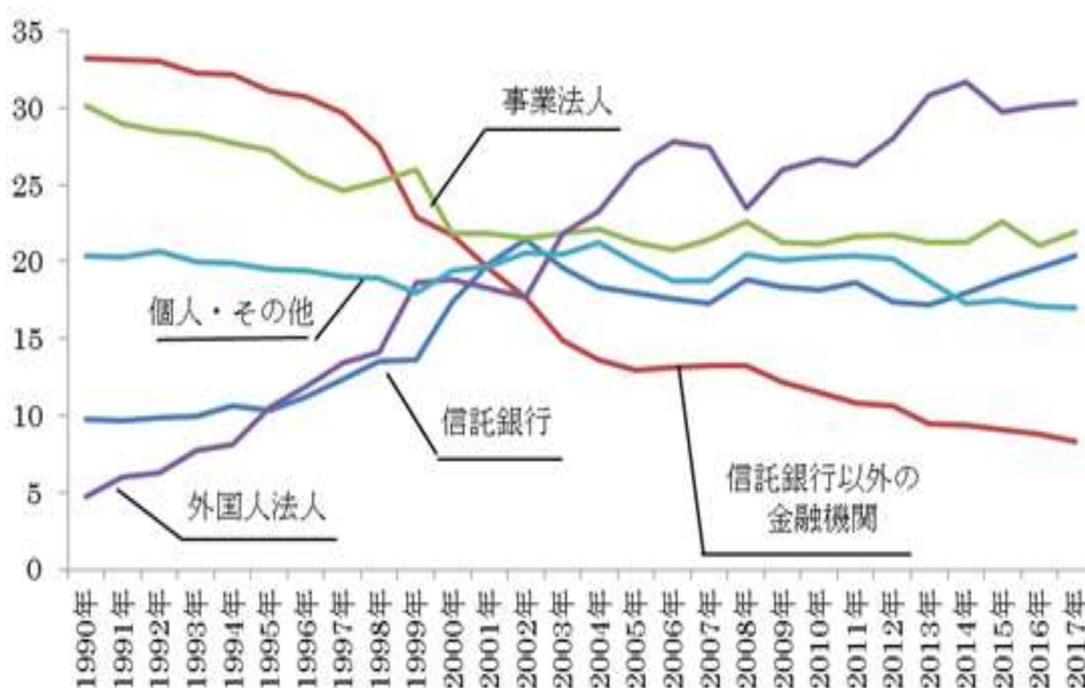
しかし 1997 年の銀行危機及びそれに続く 2001 年の「銀行等の株式等の保有の制度等に関する法律」の影響により、企業と銀行間の持ち合い解消が進んだ。

さらに「2015 年 6 月より運用が開始されたコーポレートガバナンス・コードにより、取引関係や株式保有関係の安定化を目的とした政策保有株式の保有合理

性に対する投資家の見方が従来以上に厳しくなっている。これに加え、2017年の株式市場環境はおおむね堅調に推移したことから、保有株式を売却しやすい状況にあったと推定されることも、「株式持ち合い比率」が低下¹⁹し続けた要因であると考えられる(図表5)。

5

図表 6 株式保有比率の推移(%)



10 (出所) 日本取引所グループ(2018a)「調査レポート(2017年度株式分布状況調査の調査結果)」
 (<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>)
 より取得し作成。

15

¹⁹ 西山(2018)p.2 参照。

持ち合っていた株式が市場で大量に売却され、その株式を購入したのは外国人投資家をはじめとする機関投資家で、米国と欧州の年金基金の規模拡大と中東のオイルマネー²⁰の増加を背景とした米英の機関投資家の日本市場への投資拡大があった。また、年金基金を資金的基盤とする国内機関投資家の保有も増加した。この背景には、「年金の運用環境が緩和され、機関投資家による株式での年金運用が本格化したこと」²¹があった。2000年の年金制度改正により、厚生年金・国民年金の積立金はそれまでの資金運用部への預託から市場運用に抜本的に変更された。さらに2001年には、現在の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が設立され、国内株への運用が本格化した。

10 図表6より、年々外国人法人である海外投資家の株式保有が増加していることがわかる。そして信託銀行以外の金融機関の保有割合が低下している。「この20年間に株式市場に生じた大きな構造変化は2つの言葉で集約される。すなわち、所有の機関化と再集中化である。」²²所有の機関化とは、株式の主要な部分を機関投資家が保有することを意味する。再集中化は、比較的少数の機関投資家に株式保有が集中し、そうした機関投資家がまとめた量の株式の保有者として存在感を大きくすることを意味する。「証券市場に置いて外国人投資家の株式保有が増加したことにより、日本企業に意識変革をもたらしたとされる。」²³それは、株主価値の向上であり、効率的な経営を行うことによりROE等の利益率や株価の上昇を企業に求めるというものである。

20

第3節 機関投資家が株式市場に与える影響と投資行動

株式保有構造の変化をみてきて、機関投資家の存在が大きくなってきたことがわかった。それで第3節では、機関投資家が株式市場に与える影響と投資行動についてみていくことにする。

25

図表7の年間売買株数をみてわかるように、国内外の機関投資家が約8割を

²⁰ 「産油国が石油の輸出で得た資金のうち、投資に充てる資金のこと。」野村証券 証券用語集(<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/o/A02221.html>)参照。

²¹ 宮島・保田(2015)p.9参照。

²² 江口(2017)p.45参照。

²³ 澤田(2018)p.234参照。

占めており、金額でも約 7 割以上を機関投資家が占めている。

図表 7 投資部門別株式年間売買株数と金額の割合 (%)

	個人	海外 投資家	証券 会社	投資 信託	信託 銀行	事業 法人	その他
株数	17.1	74.1	0.6	2.4	3.8	1.1	0.9
金額	25.2	67.0	0.9	1.9	3.1	1.1	0.8

5

(出所) 日本取引所グループ(2018b)「投資部門別 株式売買状況東証一部[株式]全 50 社」

(https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000003rcsw-att/stock_vol_1_y18.pdf)、

日本取引所グループ(2018c)「投資部門別 株式売買状況東証一部[金額]全 50 社」

10 (https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000003rcsw-att/stock_val_1_y18.pdf)より取得し作成。

また前節で述べたように海外機関投資家の株式保有が 3 割以上占めていてその存在が大きくなっている。さらに、「海外投資家の持分が多い株式ほど、市場
15 における投資家間の非対称情報の程度は緩和され、市場流動性が高められることになる。」²⁴「海外投資家のプレゼンス上昇に端を発した株主意識の変化は、次第に国内の機関投資家にも波及していった。2000 年代に入ると厚生年金基金連
20 連合会(現、企業年金連合会)や顧客の資産を運用する国内の投資顧問会社なども議決権行使に積極的となり、また、これまで「物言わぬ株主」と呼ばれた生命保険会社も、独自の議決権行使の手続きを整備するようになった。00 年代後半になると、上場企業はアウトサイダーの利害を考慮した経営、すなわち株主
価値最大化を意識せざるを得なくなったのである。」²⁵以上のことから機関投資家が株式市場に与える影響は大きいといえる。

²⁴ 坂和(2015)p.15 参照。

²⁵ 宮島・新田(2011)p.7 参照。

次に、機関投資家の投資行動をみていく。投資家の運用手法としては、アクティブ運用とパッシブ運用に大別できる。アクティブ運用は、運用指標とされる日経平均株価や TOPIX 等を上回る運用成果を目指す手法である。個別企業について詳細な調査や分析を行い、企業価値を評価することを通じて投資判断する。一方パッシブ運用は、運用指標とされる日経平均株価などに連動する運用成果を目指す手法である。基本的には、個別企業の詳細な調査や分析は行わず、日経平均株価等の市場インデックスに連動した形で運用する。アクティブ運用と比較すると個別企業への調査や分析を行わないこと、売買回転率の低さもあって取引コストが低いという特徴がある。近年のグローバルな株式投資のトレンドとしてパッシブ運用が挙げられている。「21 世紀に入って、情報開示規制の強化、IT の発達などにより、個人投資家と機関投資家の間で、情報格差がなくなりつつある。」²⁶情報格差がない今日、アクティブ運用よりも、パッシブ運用のほうが良好な投資収益率を達成している。「GPIF によれば彼らの国内株運用の内、パッシブ運用資産額のウエイトは 2011 年度時点では 44.2%であったが、2015 年末時点では 85.1%まで拡大している。」²⁷2019 年 3 月末時点では、国内株式のパッシブ運用が 90.6%となっている。²⁸アクティブ運用でもパッシブ運用でも機関投資家全体に共通するのは、高 ROE、時価総額が高い、高 PBR といった財務情報を重視した投資先企業選択をしている傾向がある。

20 第 4 節 機関投資家の役割

機関投資家に共通する役割は、企業を監視することである。「機関投資家は企業の株式を大量に保有することにより大口機関投資家として企業を監視する役割を担うことができる。」²⁹また、「一般の個人投資家に比べて、機関投資家は情報収集によるモニタリング能力があり、一定の株式を保有することで企業に影響力を及ぼすことができる。」³⁰機関投資家は、受託者責任に基づき顧客の利

²⁶ 藤田 (2018) p60 参照。

²⁷ 新谷 (2017) p. 33 参照。

²⁸ GPIF HP (<https://www.gpif.go.jp/gpif/faq/index.html>) 参照。

²⁹ 小林 (2011) p. 124 参照。

³⁰ 汪 (2015) p. 38 参照。

益最大化のための資産運用サービスの提供を通じて金融仲介機能を果たしている。機関投資家が担う役割には、「情報仲介機能としての市場への代理参加、所有仲介機能としての代理株主、他のステークホルダーの利害に影響を及ぼす代表的なステークホルダー」³¹がある。(図表 8)

5

図表 8 機関投資家の役割

機能	役割
情報仲介	<ul style="list-style-type: none"> ・ 情報能力を装備した専門機関による高度化された市場への代理参加 ・ 市場参加コストの軽減によるリスクの移転
所有仲介	<ul style="list-style-type: none"> ・ 最終的にリスクを負担する家計や個人の代理人として企業経営をモニタリング ・ 市場参加コストと企業のモニタリングコストの削減
利害調整	<ul style="list-style-type: none"> ・ 他のステークホルダーの利害に影響を及ぼす市場の代表的プレーヤーとしての行動 ・ 情報公開機能の一部を担うと同時にステークホルダー間の利害調整の役割を果たす
リスク分担	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上記 3 つの役割を通じた市場のリスク分担機能の高度化、経済の活性化

(出所)村澤(2018)「わが国における機関投資家の役割と再考—ステークホルダー間の利害調整機能に着目して—」 p.170 を参照し作成。

10

³¹ 村澤(2018)p.169 参照。

機関投資家はこれらの役割を通じて、証券市場の情報機能を向上させ、また市場のリスク分担機能を高めることで経済を活性化させる役割を果たすとされる。また、機関投資家の企業統治における役割には、直接効果と間接効果がある。「直接効果」とは、不採算部門からの撤退や、不適切な多角化、M&A、過剰な内部留保・余剰資金に対する警鐘など、財務政策に直接働きかけるものである。これに対して「間接効果」とは、ガバナンスのあり方そのものを改善しようとするものである。」³²機関投資家は、「企業の戦略、ビジネスモデル、行動を評価し、受託した財務資源を、中長期的に生産性の高い領域に資源を配分していくことが求められる。」³³その成果をモニタリングし、必要な株主行動を取り、その過程を説明するなどを通じて、経済全体の価値創造を実現していく機能を担っている。機関投資家には、「顧客や他のステークホルダーへの説明責任を果たしつつ、個人の間接的な市場参加を媒介することで家計のリスク負担能力を高め、所有仲介機能を発揮して企業経営の規律付けに加担し、ステークホルダー間の利害調整を通じて企業価値の向上最大化に貢献」³⁴することが求められている。

第5節 機関投資家のあるべき姿

これまでの議論では、機関投資家の現状について述べてきたが、第5節では機関投資家はどうかについてスチュワードシップ・コードの遵守とESG投資の推進の観点から言及する。

機関投資家がとるべき行動規範として日本版スチュワードシップ・コードがある。金融庁によると2019年9月現在で、269の機関投資家がスチュワードシップ・コードの受け入れを表明している。(図表9)「スチュワードシップとは、機関投資家が投資先企業との対話を通じて、企業価値の向上ならびに持続的成長に関わることにより受託者責任を果たすというものである。」³⁵

³² 汪(2015)p.39 参照。

³³ 日本公認会計士協会(2017)p.8 参照。

³⁴ 首藤(2001)p.78 参照。

³⁵ 澤田(2018)p.236 参照。

図表 9 スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家の数

信託銀行等	6
投信・投資保険会社	187
生命保険・損害保険会社	23
年金基金	46
その他(議決権行使助言会社他)	7
合計	269

- 5 (出所) 金融庁 (2019) 「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について」
(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>) から取得し作成
- 10 2013年6月、アベノミクスの「第三の矢」として成長戦略「日本再興戦略」の中で、コーポレートガバナンスの見直し、公的年金の運用の在り方を検討することが盛り込まれ「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップ・コード)」について検討を進め閣議決定された。同年8月に金融庁において、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会が設置された。そして、2014年2月に英国版スチュワードシップ・コードを参考に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>が策定された。³⁶ (図表 10) 日本は他の先進国と比べると株式市場の低迷が長く続いている。その原因として、ROEが低いことが挙げられている。「政府では強い日本経済を作るにあたり、企業価値及び資本効率を高め、企業の持続的な成長を促進する必要があると判断した。そして、そのためには、大株主である機関投資家などによる外部からの働きかけが重要と考えたこと」³⁷が日本版スチュワードシップ・コード策定の背景で

³⁶ スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)pp.3-4 参照。

³⁷ 西川・羽瀬(2014)p.4 参照。

ある。

図表 10 日本版スチュワードシップ・コードの 7 原則

- | | |
|----|---|
| 5 | 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。 |
| 10 | 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「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と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。 |
| 15 | 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。 |
| 20 | 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。 |

(出所) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2014) 「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～」 p. 6 を参照し作成。

その後は、約 3 年ごとを目安に見直しが予定されており、2017 年 5 月にスチュワードシップ・コードが改訂された。改訂前の日本版スチュワードシップ・コードは、7 つの原則と 21 の指針から成り立っていた。原則には変更はなかつ

5 したが、指針が 21 から 30 へと増加したほか、内容面でも重要な変更がなされている。主なものとしては、運用機関のガバナンス・利益相反管理等、議決権行使結果の公表の充実、集団エンゲージメントがある。この改訂では、実効性を高めるとともにインベストメント・チェーン³⁸における機関投資家各々の状況に応じて、自らの責任を実質において適切に果たすことを求めている。自らの責任とは、アセットマネージャーは最終受益者に対する説明責任や実効性の確保、アセットオーナーには、スチュワードシップ責任と実効的なスチュワードシップ活動である。また、「最終受益者を含む広い意味での市場参加者から見た、スチュワードシップ活動の「見える化」、すなわちアセットオーナーを含む機関投資家のスチュワードシップ活動についての説明責任の強化と透明性の向上」³⁹も目指している。

15 「投資家の短期志向への問題意識は広がりを見せ、インベストメント・チェーン全体のインセンティブ構造を長期志向に転換していく必要性が認識され、企業と投資家の行動原則、そして企業報告制度に重要な変化をもたらしている。投資家と企業を含むインベストメント・チェーン全体における真に効果的な資源配分を支え、それによって、資本市場全体における持続可能な価値創造が実現されるためには、投資家と企業がその実現に向けて、対話を通じて相互理解を深めていくことが重要でなる。」⁴⁰プリンシプルベース・アプローチ(原則主義)やコンプライ・オア・エクスプレイン(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)は、対象者が定められた規範に真摯に取り組むだろうという信頼を前提としている。こうした信頼を裏切ることがないように、「関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断」⁴¹し、適切な対応を取ることが望まれる。機関投資家には、企業を知り、
25 成長を促すためのエンゲージメントが求められている。

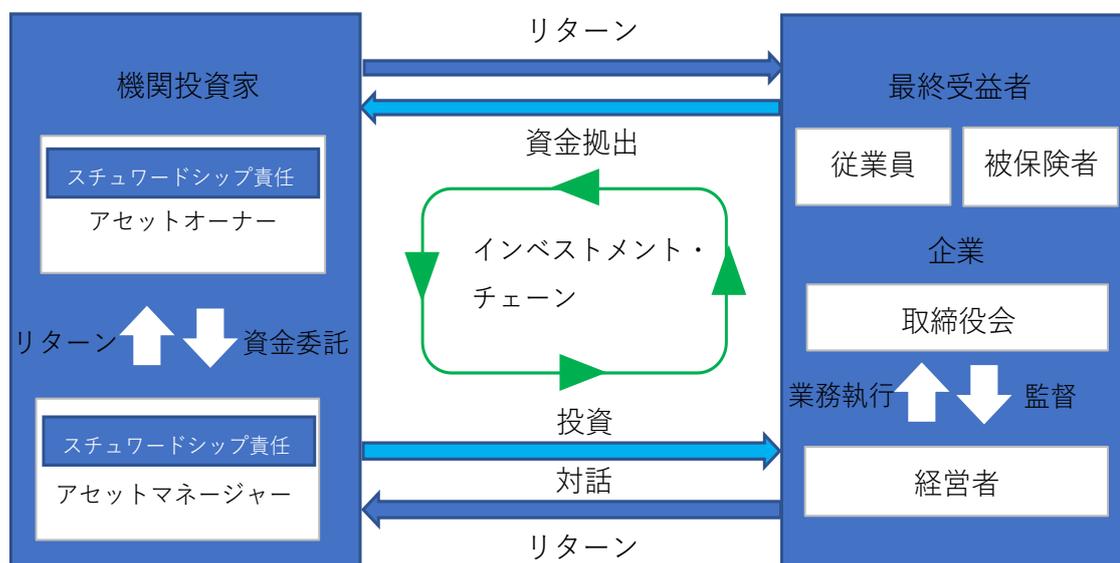
³⁸ 「顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ。投資家の投資対象となる企業が中長期的な価値向上によって利益を拡大し、それに伴う配当や賃金の上昇が最終的に家計にまで還元されるとする連鎖」のこと。村澤・保木(2017)p. 4 参照。

³⁹ 横山(2017)pp. 68-69 参照。

⁴⁰ 日本公認会計士協会(2017)p. 7 参照。

⁴¹ スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)pp. 5-6 参照。

図表 11 インベストメント・チェーンに動かす要は機関投資家

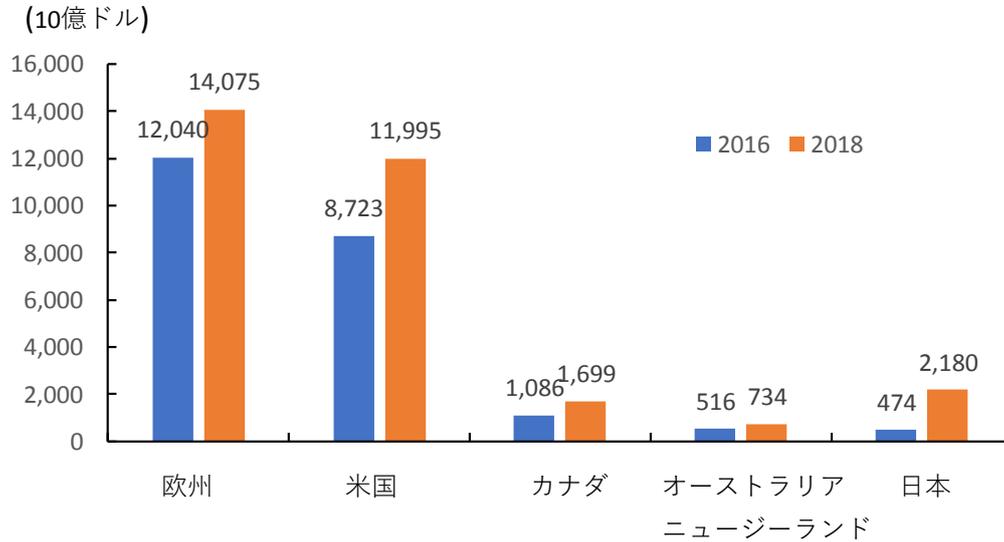


5 (出所)村澤・保木(2017)「日本版スチュワードシップ・コード改訂の狙い」
 (<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-stewardship-code-20170515.pdf>)p
 .6を参照し作成。

日本では、短期志向の投資行動が一般的であったため ESG 投資に取り組む機
 関投資家は少なかった。しかし近年、資産運用の分野で ESG 投資に注目が集ま
 10 っている。日本で ESG 投資への関心が高まった背景には、GPIF の動き、日本版
 スチュワードシップ・コードの改訂、SDGs への取り組みがある。GPIF が、2015
 年9月に国連が支持する責任投資原則 (PRI) に署名したことにより ESG 投資への
 注目が急速に高まった。また、2017年5月に日本版スチュワードシップ・コー
 15 ドにおいて機関投資家が投資先企業の状況を把握する内容として ESG に関する
 文言が追加され、2017年7月には GPIF が国内株式を対象とした ESG 指数を選
 定するなど、ESG 投資に関わる取り組みが進んできた。企業経営をとりまく外
 部環境の変化により、ESG 課題の重要性が増したこと、ESG 投資を後押しする政
 策・規制・規範が制定されたこと、ESG 情報が従来よりも入手しやすくなり有
 用性が高まったことも ESG 投資の拡大を後押ししている。

20

図表 12 地域別 ESG 投資額



5 (出所)GSIA “2018 Global Sustainable Investment Review” (http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf) より取得し作成。

世界の ESG 投資額の統計を集計している国際団体の GISA⁴²(Global Sustainable Investment Alliance)の ESG 投資の統計報告書から日本の ESG 投資額がどのようになっているのかを世界と比較する。

2016 年から 2018 年までの 2 年間で、世界全体の ESG 投資額は 34%増加し、30 兆 6,830 億米ドル(約 3,418 兆円)となった。日本の ESG 投資額は、2018 年度は 2 兆 1,800 億ドル(約 243 兆円)で、2016 年度の約 4.6 倍になっている。

「機関投資家が投資に際して ESG を考慮する意義は、社会的存在である企業に対して積極的な情報開示を促し、結果として、企業が持続的に成長するための長期的な課題の取組みを後押しすることにある。」⁴³つまり、機関投資家は株

⁴² GSIA には現在、世界各地の ESG 投資協会 7 団体が加盟。加盟団体は、米国の USSIF、欧州の Eurosif、英国の UKSIF、オランダの VBDO、カナダの RIA Canada、オーストラリアの RIAA、日本の JSIF(日本サステナブル投資フォーラム) Sustainable Japan(<https://sustainablejapan.jp/2019/04/02/gsir-gsia-2018/38613>)

⁴³ 酒巻(2017)p.8 参照。

式保有企業の ESG の改善を促すように働きかけることによって、課題の改善に繋げ、企業や社会のサステナビリティ(持続可能性)に貢献すべきである。

「機関投資家が投資を行うにあたり考えることは受託者責任であり、どのように投資収益を上げるのかということである。」⁴⁴しかし、単に利益の追求だけでなく機関投資家は企業の中長期的な成長、日本経済の更なる発展に貢献しなければならない。機関投資家に求められることは、エンゲージメントを有効に活用することである。「自ら必要とする情報や開示の在り方を提示し、問題となる開示行動について改善を促す等の積極的な行動が期待される。」⁴⁵企業と投資家との一対一の対話だけでなく、投資家の声を集約し、顕在化していくための取組みも重要である。

第 3 章 企業のあるべき姿

本章では、第 1 節で企業に求められる活動、第 2 節で、ROE と企業価値、第 3 節で、ROESG 経営、第 4 節で、企業の内部構築を述べる。そして最後に、第 5 節で、企業のあるべき姿について論じていく。

第 1 節 企業に求められる活動

企業に求められる活動として、本節では CSR(Corporate Social Responsibility)、CSV(Creating Shared Value)と ESG を取り上げる。

近年、CSR に対する関心が高まっている。「この背景には、企業の活動規模が拡大かつ複雑化し、企業活動の社会に及ぼすインパクトが以前に比べ大きくなってきたことや、環境問題の深刻化などによる国際的な持続可能社会を求める動き、近年では相次ぐ企業不祥事の発生による企業責任追及の論調の高まりなどが関係していると考えられる。」⁴⁶このような現状で、多くの企業が CSR への取組みに力を入れるようになってきた。「2003 年以降、リコー、松下電器産

⁴⁴ 澤田(2018)p. 234 参照。

⁴⁵ 日本公認会計士協会(2017)pp. 44-45 参照。

⁴⁶ 眞崎(2006)pp. 157-158 参照。

業、帝人、ソニー、キヤノンなど一部の先進企業は、それまでの環境経営から CSR 経営への転換を打ち出し、CSR 担当組織の設置、CSR 担当役員の任命など CSR 経営体制の整備を行っている。」⁴⁷企業が CSR 活動をすることは、中長期的な視点でみるとメリットは多くあると考えられる。短期的にみると、CSR 活動に取り組むためのコストが増大して、収益が悪化してしまうこともある。しかし、
5 長期的にみると「製品・サービスの質は向上し、苦情処理コストは縮減し、社会的信頼度は増加し、ブランド価値は高まり、資金調達はしやすくなり、優秀な人材確保も容易になるなどといった多数の連鎖的な効果が期待され、これら一連の効果が経営の競争優位性を高めることで、経済的恩恵を大いにもたらす
10 ものと考えられる。」⁴⁸企業が CSR を検討する理由として、社会と企業が互いに与える影響度合いが高まってきていること、社会の企業を見る目に変化してきていること、NPO や NGO など企業にとって新たな競争相手が登場してきていること、商法の改正により、日本企業も株主への配当を優先することを求められ
15 始めていること、個人の価値観も変化してきており、多様になってきていることが挙げられる。⁴⁹

近年、CSR に関連して CSV という概念がある。CSV とは日本語で、共通価値とも訳される。マイケル・E・ポーター教授とマーク・R・クラマー氏による『Creating Shared Value』（邦題『経済的価値と社会的価値を同時実現する共通価値の戦略』）で初めて提唱された。「CSV は、企業の競争力強化と社会的課題の解決を
20 同時に実現させ、社会と企業の両方に価値を生み出すビジネスを意味し、企業は社会と共有できる価値の創造をめざすべきであると主張する。簡単に言えば、『社会的課題の解決を事業化する』⁵⁰ことである。「株主等からのプレッシャーもあり、企業は短期的な経済的価値に目が行きがちになるが、社会的な価値と結びついてこそ、健全な企業の発展が見込まれる。」⁵¹

25

⁴⁷ 加賀田(2006)p.43 参照。

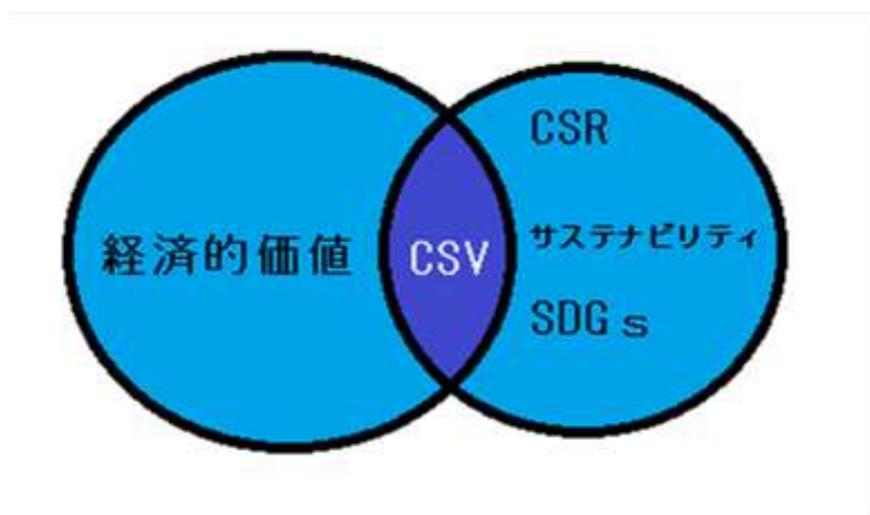
⁴⁸ 趙(2010)p.97 参照。

⁴⁹ 太田(2009)p.338 参照。

⁵⁰ 川村(2013)p.1 参照。

⁵¹ 奥村(2014)p.86 参照。

図表 13 CSV の立ち位置について



5 (出所)奥村(2014)「共通価値の創造(CSV:Creating Shared Value)」p.88を参照し作成。

ポーター氏の提唱する CSV の前提として「ポーター仮説」にも触れたい。「ポーター仮説」とは、「厳しい環境規制は、技術革新を刺激し、その結果、他国に先駆けて環境規制を導入した国の企業は他国企業に対して競争優位を得る。」⁵²

10 という企業の国際競争力についての仮説である。

「イノベーションが環境問題を解決するようになるまでの移行期間において、公平な競争条件を整え、環境投資を避けた企業が不当に有利なポジションを得ることがないようにするため。新技術の効用が証明され、学習効果によって技術コストが十分なレベルに下がるまで、規制は革新的企業を後押しする効果を

15 発揮する。」⁵³と、著書の中で述べており、CSR や ESG に取り組む企業が市場で公平に評価されることに寄与するとして、環境規制の重要性を説いている。

CSR は「広く社会の持続可能性に関する取り組みをより評価する概念へと変化している。持続可能な社会の実現として環境破壊への対応、人権擁護、児童労働の禁止、貧困の救済、安全な水の提供、性差別の撤廃等広範な項目が含まれ

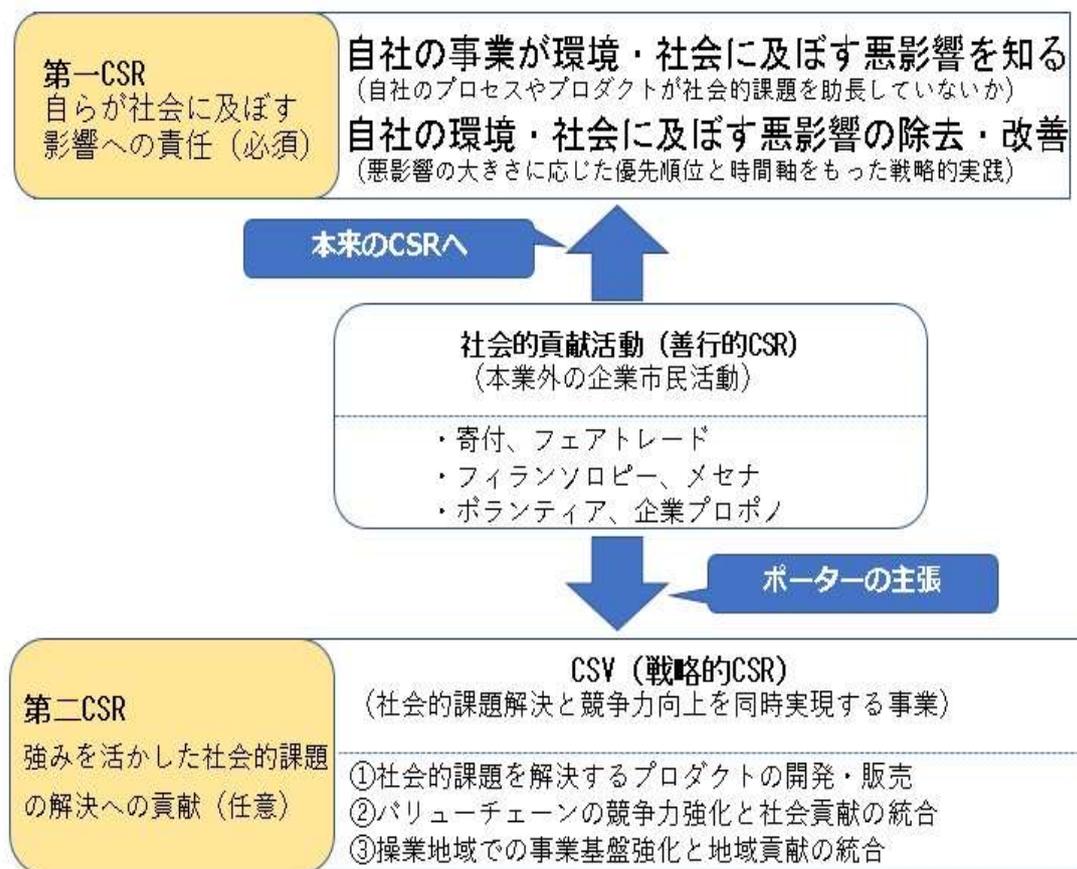
⁵² 伊藤・浦島(2013) p.4 参照。

⁵³ M・Eポーター(2018)p.260 参照。

る。」⁵⁴これを一般的な CSR と定義すると、主に社会問題への対応をゴールとすることに主眼を置いていると考えられる。一方、CSV は CSR の社会問題への対応自体を自社の利益に結びようとするものである。図表 14 の第一 CSR は従来型の CSR であり、第二 CSR は CSV のことである。

5

図表 14 第一 CSR と第二 CSR の両輪関係



10 (出所)川村(2013)「CSV は CSR の進化形だろうか? 「第一 CSR」と「第二 CSR」の峻別と同時実践」p.7 を参照し作成。

⁵⁴ 寶田(2009)p.131 参照。

操業地域での事業基盤強化と地域貢献も CSV の大きな特徴であり、企業のグローバル化が進む今、新興国での事業基盤強化に繋がると考えられる。

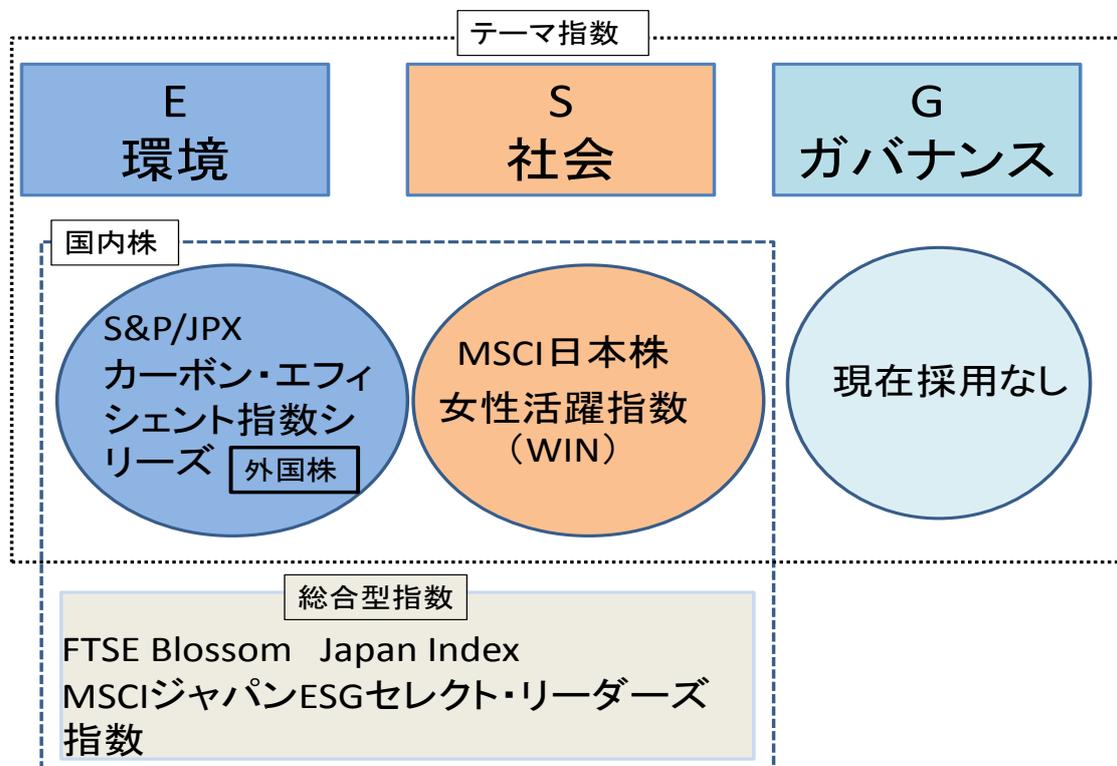
次に、実際に CSV の取り組みを行っている企業として株式会社リコーとネスレについて紹介する。

- 5 株式会社リコーは、インド教育支援として学校・行政、教育支援を行う NGO などに印刷機を寄贈、さらに新たにプロジェクターとデジタル教材を活用した授業を実施し子どもたちがより楽しく参加できる質の高い授業を目指すと同時に、リコーとして新興国の教育市場に提供するソリューションパッケージの開発・事業化を行っている。⁵⁵
- 10 ネスレは、ブラジルのコーヒー工場で、取水量ゼロ、廃棄物ゼロ、温室効果ガス排出量正味ゼロを達成。再生可能エネルギーの調達量を多くすることに取り組み、100 カ所以上の拠点で、使用後のコーヒーかすや木くずなどを利用した再生可能な電力を供給している。また新興国の影響改善のための商品開発を行っている。⁵⁶
- 15 このような企業のように、本業に関連する分野での社会貢献と企業価値向上が CSV 活動のメリットであり今後も ESG 投資や SDGs と関連して注目されると考える。
- 20 年金基金など大きな資産を超長期で運用する機関投資家を中心に、企業経営のサステナビリティを評価するという概念が普及し、気候変動などを念頭においた長期的なリスクマネジメントや企業の新たな収益創出の機会が期待されている。第 2 章で述べたように、近年日本でも ESG 投資額が増大していることを考えると企業が ESG に取り組みことは必然であると言える。ESG 投資マネーを企業が獲得するためには CSR 活動の推進が求められる。例として、日本最大の機関投資家である GPIF は、グローバル環境株式指数を選定した ESG 投資を行っ
- 25 ている（図表 15）。

⁵⁵ 株式会社リコー HP (<https://jp.ricoh.com/csr/community/value.html>)

⁵⁶ ネスレ HP (<https://www.nestle.co.jp/csv/impact/planet>)

図表 15 採用 ESG 指数一覧



(出所) GPIF 「ESG 指数選定結果について」

5 (https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf) p. 3 を参照し作成。

その選定プロセスとしては、第1次審査では、特に企業等からの問合せ対応能力も含めた組織体制や実績などについて書類審査を実施し、8つの指数を通過とした。第2次審査では、「ESG(環境情報)重視」、「開示推進(公表情報重視)、
10 評価手法の改善」、「ESG 評価会社のガイダンス・利益相反管理」、といった国内株 ESG 指数選定の際の評価ポイントに、「評価対象ユニバースが可能な限り広いこと」を加えた、4点を主な評価ポイントとした。⁵⁷このように ESG 投資が GPIF に認められる基準としては、企業の正確な情報開示が頼りになるため、企業の情報開示体制の構築は重要である。

⁵⁷ 塩村(2018)p. 5 参照。

企業のメリットを考察すると、「企業にとって SDGs は自社の社会的責任 (CSR) の方向性を示すことに加え、主としてビジネス機会の追求、リスク削減を図る観点から意味がある。」⁵⁸ 前述した CSV の観点からもこの効果は見込まれる。ステークホルダーの強化は CSR 的観点から企業と利害関係者、企業と地域、自治体との関係性など幅広い領域でのステークホルダー関係に影響を及ぼすと考える。そして「環境への取り組みは、売上高増加や生産性向上が見込まれるように経営管理を改善したり、環境リスクを低減させる可能性がある」⁵⁹ と言われ環境リスク回避にも効果がある。

10 第 2 節 ROE と企業価値

企業の持続的な成長は、投資家との協創の結果であり、それを評価する重要な指標が ROE である。コーポレートガバナンス・コードや日本版スチュワードシップ・コードが策定されたことにより、「機関投資家が企業のコーポレート・ガバナンスに対して、強くものをいうようになりつつある。そして、ROE8%以上を求める伊藤レポートが登場したことによって、機関投資家が企業に対して ROE を高めるように圧力が働いている。」⁶⁰ 高 ROE を目指す経営を投資家から求められることによって、企業はより ROE 経営を意識しなければならなくなった。「ROE を言い換えると株主に入れてもらったお金をどれだけ有効活用しているかを見るための数字」⁶¹ であると言われる。ROE の計算式を表したのが図表 16 である。

25

⁵⁸ 林 (2019) p. 27 参照。

⁵⁹ 西谷 (2014) p. 13 参照。

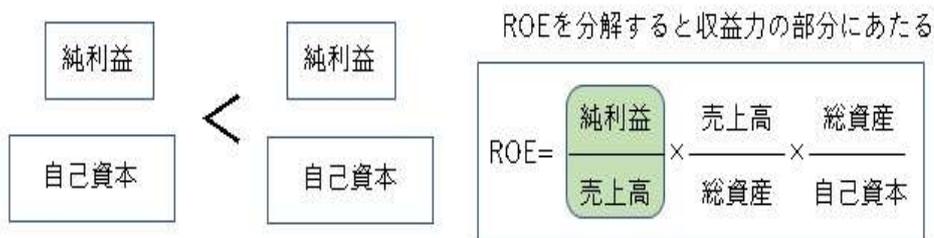
⁶⁰ 藤田 (2016) p. 1 参照。

⁶¹ 小宮 (2015) p. 4 参照。

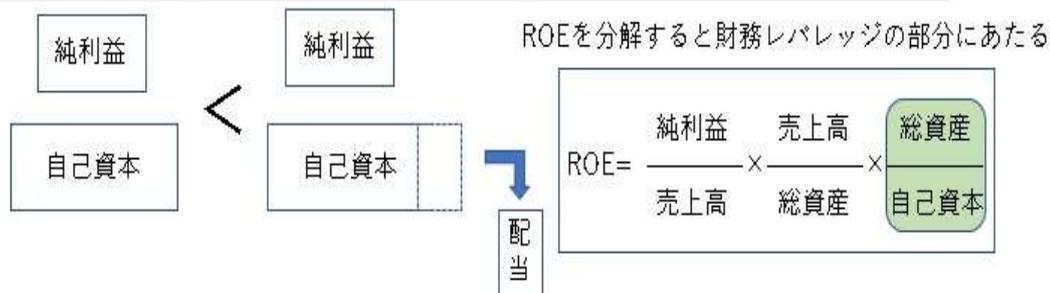
図表 16 ROE の計算式

【計算式】ROE＝純利益÷自己資本

ROEは純利益が増えると上がる（経営力）



ROEは配当が増えると上がる（株主配分）



5 (出所) Nikkei Style

(<https://style.nikkei.com/article/DGXMZ084538010Y5A310C1000000/>) より取得し作成。

10 ROE の式をブレイクダウンすることで他社との比較がより鮮明となる。図表 16 の式「自己資本利益率＝純利益/売上高*売上高/総資産*総資産/自己資本」の分解は、一般にデュポンシステムと呼ばれている。「株価水準や株価変動との関連性の強弱を評価基準として行われた実証的な分析においても、現時点では包括利益より当期純利益のほうが優勢であることを示す結果が報告されている。」⁶²ROEを構成する要素は株価に大きく影響を与えるものである。すなわち、

⁶² 桜井(2015)p.166 参照。

企業として ROE の向上を目指すことが、企業の成長につながるという見方ができる。

しかし、ROE にも問題がある。「ROE はシンプルで、かつ比較が容易という長所をもつ一方で、多くの短所を持つ。ROE の水準が高いこと、あるいは ROE を高めることが、企業の長期的な成長に資するとは限らない」⁶³と言われる。ROE 重視偏重による過度なリストラ、自社株買いや増配、自己資本比率をある一定以下まで下げる⁶⁴ことにより、財務を良く見せようとする考えられる。また、ROE を経営目標にする問題点は、「経営が短期志向（ショート・ターミニズム）ないしは四半期資本主義に陥る可能性があるということである。経営者は ROE 目標の達成を投資家（株主）に公言することにより、ROE の数値に目を奪われて長期的視点から経営を行うことができなくなる傾向がある。」⁶⁵ ROE 経営には、株主への一種の受託者責任から、ROE の向上にばかり着目した経営が行われることの危険が内在していると言えよう。

「資本政策による ROE の改善は、一見すると将来の ROE を高めるように見えるが、長期的には事業全体や本業の収益性を改善するわけではない」⁶⁶と言われる。「ROE を改善させるアプローチのうち、事業全体や本業の将来の収益性の改善に繋がるような方策を株式市場はプラスに評価することが例証された」⁶⁷ことから、ROE 経営には長期的視点を持つことが不可欠であると言える。これを踏まえて、ROESG の経営が必要なのではないだろうか。

20

第 3 節 ROESG 経営

ROESG とは、その名の通り ROE と ESG を合体させた造語であり、一橋大学の伊藤邦雄特任教授が提唱している。企業の収益力を示す ROE と企業の社会性を示す ESG の両面から企業を評価したものであり、この両方の視点から投資価値を判断していく指数である。「企業評価では従来、自動車大手の排ガス不正問題

⁶³ 藤田(2016)p.181 参照。

⁶⁴ 小宮(2015)p.94 参照。

⁶⁵ 志村・鈴木(2017)p.5 参照。

⁶⁶ 馬場・山口・若林(2017)p.15 参照。

⁶⁷ 馬場・山口・若林(2017)p.15 参照。

などを受けて、社会に役立つ企業でなければ収益を保てないとの見方が一般的になってきた。」⁶⁸企業は、収益力と ESG の両立を求められるようになった。

「国内外の投資家の多数が「ESG(非財務情報)と ROE(企業価値)の関連性を示してほしい」と要請している。」⁶⁹ESG のような定性的な情報と ROE のような定量的な情報の関係性を明らかにすることには困難が伴うが、企業が統合報告書を含めた情報開示やエンゲージメントを充実し説明責任を果たすことで、投資家に非財務的価値を含め総合的に企業価値を判断してもらえると考える。

図表 17 ROESG の算出方法

10



15

(出所)日本経済新聞(2019)「ESG×収益力 欧米先行 人材・投資呼び込む」(日本経済新聞朝刊(2019年8月12日))を参照し作成。

⁶⁸ 日本経済新聞(2019)「ESG×収益力 欧米先行 人材・投資呼び込む」(日本経済新聞朝刊(2019年8月12日))参照。

⁶⁹ 柳・山口(2019)p. 15 参照。

世界の ROESG ランキング⁷⁰において、日本企業の最高位は 56 位の花王、89 位に NTT ドコモ、91 位に KDDI、94 位に JT がランクインした。日本企業の ROESG は世界平均と比べると低い水準である。これは日本企業の収益力が低いという要因が大きい。ESG スコアにも表れているように、環境への貢献・社会への貢献などはまだまだ顧客や投資家に伝わっていないことも考えられる。

ESG スコアを算出している機関はほとんどが欧米の団体であり、わが国の機関、団体としてはオリックスグループに所属するロベコのみである。しかしロベコはオランダに本社を置く企業であり純粋な日本企業ではない。日本の ESG 評価機関が乏しいという事実も日本企業の ROESG の低さ、また投資家とのエンゲージメント不足の一因ではないだろうか。

第 4 節 企業の内部構築

「「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・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。」⁷¹「具体的にはコーポレートガバナンスには、取締役会の仕組み、経営者交代の仕組み、情報公開の仕組み、報酬制度、買収防衛策などが含まれる。」⁷²

「粉飾決算事件で同社は、バブル期の運用失敗で抱えた巨額の含み損を隠すため、連結対象外の海外ファンドに移し替える「飛ばし」で損失を簿外処理するなどしたとされる。11 年のウッドフォード元社長解任をきっかけに発覚し、東京地検特捜部が 12 年、菊川元社長らを逮捕し、13 年に 3 人の有罪が確定した。」⁷³上記の事件の要因として内部取締役が不正できる環境にいたこと、外部からの口出しが出来ない環境にあったことが考えられ、適切な内部監査、社外

⁷⁰ 「株式時価総額 300 億ドル（約 3.2 兆円）以上、自己資本比率 20%以上の企業を対象に、資本効率を示す自己資本利益率（ROE）に ESG スコアを乗じた。5 つの評価機関すべてのスコアがある企業に絞り、263 社が対象となった。スコアを平均したり、プレミアムをつけたりなどの計算をして ESG スコアを算出。（日本経済新聞朝刊「ESG×収益力 欧米先行 人材・投資呼び込む」（日本経済新聞朝刊（2019 年 8 月 12 日））

⁷¹ 株式会社東京証券取引所（2018）p. 1 参照。

⁷² 中村（2018）p. 214 参照。

⁷³ 日本経済新聞（2019）「オリンパス粉飾、控訴審でも賠償命令、旧経営陣 3 人に 594 億円」（日本経済新聞朝刊（2019 年 5 月 17 日））参照。

取締役の関与が出来るコーポレートガバナンスが行われていれば、防げたのではないだろうか。

図表 18 企業の不祥事例

5

<p>取締役に対する 損害賠償請求 事件 (オリンパス 株式会社)</p>	<p>平成 29 年 4 月 27 日</p>	<p>会社の抱える損失が表沙汰にならないように当該会社から損失を分離するスキーム（損失分離スキーム）の構築・維持を行うこと，および損失分離スキームの構築・維持が行われていると知り，または知っていたにもかかわらず中止しないし是正を怠ったことについては取締役としての善管注意義務違反および忠実義務違反があるとされた。しかし，受け皿ファンド等による金利・運用手数料の支払を会社の損害と認めることはできないとされた事例。</p>
---	-----------------------------	--

(出所)小室(2019)「なぜ CGS ガイドラインと CG コードは改訂されたのか」p.114 を参照し作成。

10 第 5 節 企業のあるべき姿

「時代とともに社会の中における企業の位置づけや役割が変化し、企業と社会の領域で議論されるテーマは大きく広がっている。」⁷⁴中でも企業とステークホルダーとの関係性が変化しており、昨今の様々な社会的問題とも無関係ではない。「責任ある企業に求められるものは、株主利益と他のステークホルダーの利益のバランスを図っているかどうかというよりも、ステークホルダー関係が長期企業価値にもたらす影響を十分に配慮して企業戦略を構築しているか、株主をはじめとするステークホルダーにそれを十分に説明できるかであろう。」⁷⁵

⁷⁴ 谷本(2017)p.92 参照。

⁷⁵ 首藤(2015)p.57 参照。

「従来 CSR とコーポレートガバナンスは別々にとらえられ、それぞれの領域で議論されてきた。しかしながら、現実にはこの 2 つはマネジメントにおいて密接に関係」⁷⁶している。

5 企業統治のあり方は企業が企業内の責任を負うだけでなく、社会的責任を果たすことにも大きく影響を及ぼす。また CSR 活動を企業がすることで、投資家に向けて IR 効果も期待できる。企業統治と社会的責任への取り組み、この 2 点を改善するべく ESG 経営が求められている。

10 また、企業が近視眼的に短期の利益追求を行うことは批判されるべきものとなっている。そのため、企業へ出資している株主目線でも、社会における企業の役割という観点でも企業は中長期的な企業価値の向上に努めなければならない。

15 日本企業は資金調達において株式、社債の発行や金融機関からの借り入れによる外部資金での調達を重視しているため、企業のあるべき姿とは、資金提供者である投資家にとって好ましいものでなければならない。しかしながら、投資家（株主）への配慮の結果、短期的な利益確保に走る企業も存在するため、
20 企業と投資家とのエンゲージメントも必須である。このような状況で企業の中長期的な企業価値向上を目指す上で必要なことは、企業が資金面で十分なサポートを投資家から受けられるように、中長期的企業価値を向上させること。投資家がリターンを得られるように中長期的に資本コストを上回る利益を創出すること。短期的な利益創出に走らせないために、投資家と企業のエンゲージメントを進めること。非財務情報を整備・開示すること。内部組織を透明化することである。

第 4 章 健全な株式市場を形成するための方策

25

本論文において、健全な株式市場とは、投資家が企業の中長期的な成長を促す投資を行い、その投資の期待に応えるように企業が中長期的な成長を目指し絶えず経営方策を練ること。また、企業の行動や価値が株価に正常に反映され

⁷⁶ 谷本(2017)p.92 参照。

る状態であることだと定義する。

健全な株式市場を形成するための方策として、「機関投資家とアクティビストとの建設的な対話」、「パッシブ運用の機関投資家の企業への対応」、「会社法の改正」の3点を提示する。

- 5 本章では、第1節で、日本の株式市場の現状、第2節で、機関投資家とアクティビストとの建設的な対話、第3節では、パッシブ運用機関投資家による株式市場の健全化、第4節では、集団エンゲージメントの促進、そして第5節で、会社法の改正を論じる。

10 第1節 日本の株式市場の現状

図表 19 国内株式市場規模

取引所/市場	売買高 (千株)	売買代金 (百万円)	時価総額 (百万円)	上場会社数 (社)
国内株式市場計	31,609,179	53,724,775	620,090,356	3,778
東証合計	31,586,973	53,713,433	619,674,025	3,669
第1部	28,196,503	51,154,168	597,946,363	2,149
第2部	1,268,378	469,714	6,915,619	484
マザーズ	993,390	1,362,880	5,712,999	296
ジャスダック	1,128,617	726,626	9,069,079	708

(注)国内株式市場計は東証・名証・福証・札証の合計値、時価総額・上場会社数は重複上

- 15 場を除く売買高・売買代金は2019年9月累計値、時価総額・上場会社数は2019年末値、概算ベース。

(出所) 大和総研(2019)「グラフと表で見る株式市場(2019年10月号)」

(https://www.dir.co.jp/InfoManage/pdf/DI02_STOCK.pdf)p.1 参照し作成。

図表 19 からわかるように、国内の株式市場全体で時価総額が約 620 兆円である。現在、日本の上場企業上位 100 社の時価総額の合計は約 347 兆円であり、株式市場の半分以上を占める。さらに、上位 200 社にすると約 437 兆円となり、株式市場全体の約 7 割以上占める(図表 20)。このことから日本の株式市場の特徴として、上場企業のうち、時価総額が高い一部の企業が株式市場を占めていることがわかる。つまり、時価総額が高い企業が日本の株式市場に与える影響は大きいということがわかる。この影響力が大きい企業をターゲットとして、方策を提案していく。

10

図表 20 日本の時価総額上位の企業の時価総額合計(百万円)

	時価総額合計	日本の証券市場に占める割合
時価総額上位 50 社	257,102,680	41%
時価総額上位 100 社	347,492,432	56%
時価総額上位 150 社	400,397,444	65%
時価総額上位 200 社	437,961,416	71%

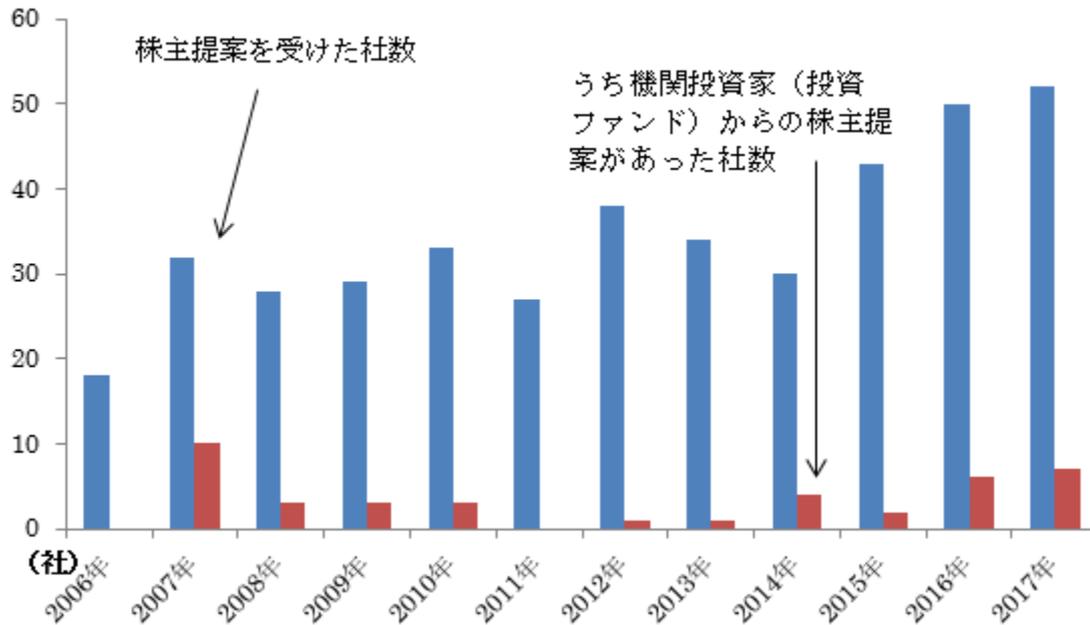
(出所)Yahoo ファイナンス 時価総額上位：株式ランキング

15 (<https://info.finance.yahoo.co.jp/ranking/?kd=4>) より取得し作成。

第 2 節 機関投資家とアクティビストとの建設的な対話

健全な株主市場にするためには、企業の中長期的な成長が必要であるが、企業は短期的な利益を求めていることも多い。企業の中長期的な成長を促すような株主の意見を企業に入れる必要がある。図表 21 から、株式提案権の行使は年々増えていることがわかる。しかし、米国では総会中での要求も提案されるなど日本と同じ基準で計ることはできないが、提案数は年 1000 件前後に達するとされる。日本と比較すると提案数はいまだに圧倒的な差がある。

図表 21 株主提案権の行使があった会社数



5

(出所) 商事法務研究会「株主総会白書」2006年版～2017年版

(<https://www.shojihomu.or.jp/questionnaire/2016>) を参照し作成。

そこで、利益を意識し積極的な意見を述べるアクティビストが企業と議論する必要がある。しかし、ほとんどのアクティビストは株式市場に影響を与えるほどの資産を保有していない。つまり、株式市場に影響を与えるほどの企業価値がある大企業の株式をほとんど保持することができていない。会社法では株主総会の6カ月前から議決権保有割合3%以上でなければ、株主総会の招集請求権や取締役等員の解任請求権などの株主権利を得ることができない。アクティビストだけでは、大企業に対して、株主の権利や権限を行使することができないといえる。そこで、株主の権利や権限を行使できる株式を保有している機関投資家のサポートが不可欠である。機関投資家とアクティビストがエンゲージメントを行い、株主の権利や権限を行使し、企業に対して中長期的な成長を促すことが望ましい。

図表 22 議決権保有割合と株主の権利等

3%以上(100分の3以上)	総会招集請求権 役員解任請求権 業務の執行に関する検査役選任請求権 役員等の責任軽減への異議権 会計帳簿閲覧請求権
1%以上(100分の1以上)	総会検査役選任請求権 多重代表訴訟提起権
1%以上(100分の1以上)or300個以上	株主提案権

5 (出所)堀内(2015)「会社法下の保有割合と株主の権利等」

(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20150327_009589.pdf)p.3を参照し作成。

10 「機関投資家が株主提案をする場合には、もともとある程度の量の株式を保有していることが普通だ。そのため、可決には至らないまでも、賛成率は高くなる。」一方、アクティビストなどの運動団体の提案は、かつては一般株主からの賛成を得にくく、賛成率はかなり低いことが普通だった。しかし、この傾向は近年変わってきており、アクティビストや個人株主の提案であっても、内容によっては相当多くの賛成を得るようになっている(図表 23)。

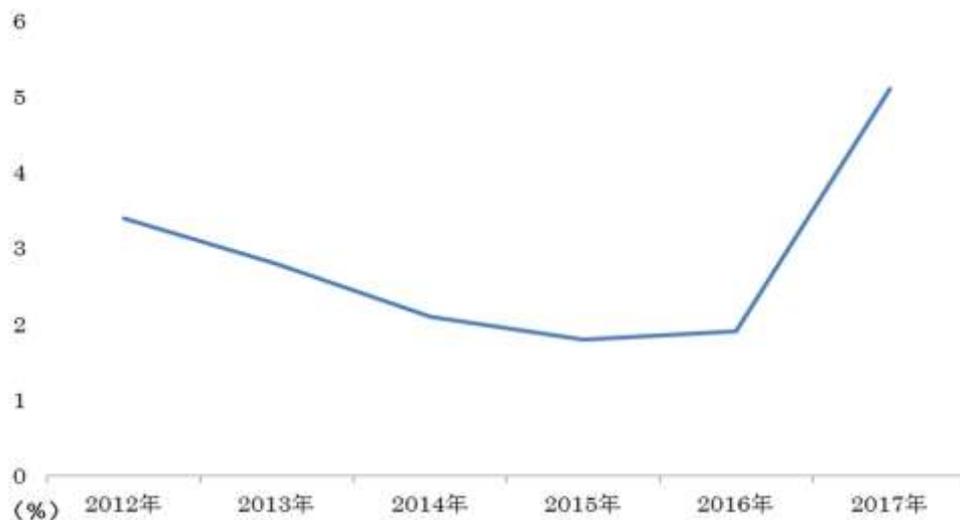
15 また、「提案内容が企業に受け入れられなかったとしても、その提案を機関投資家を含む株主に示し、その賛同を得るという形で再度その提案の是非について企業と議論する機会を得ようとする。」⁷⁷そのためにアクティビストは、機関投資家と連携することが求められる。よって、機関投資家とアクティビストが建設的な対話を行うことで、企業の中長期的な成長を促すことができ、健全な
20 株式市場を形成することにもつながるといえる。

⁷⁷ 堀江(2016)p.7参照。

そこで、日本版スチュワードシップ・コードに「機関投資家とアクティビストの建設的な対話」を追加する必要があると考える。

図表 23 株主提案議案に対する機関投資家の賛成率

5



(出所) ICJ「6月総会概況」(<http://www.icj.co.jp/>)を参照し作成。

10

第3節 パッシブ運用機関投資家による株式市場の健全化

現在、企業の短期的収益の追求が問題になっており、機関投資家も短期的収益を求める売買が批判されている。しかし、パッシブ運用の機関投資家が、投資を行っている企業の不祥事や著しい業績の悪化が起きても、何もアクションを起こさないことのほうが、より問題だと考える。パッシブ運用の機関投資家である「安定株主が多いと、投資家との対話や議決権行使を経た経営監視機能が働かないと考えられる。」⁷⁸パッシブ運用の機関投資家が株式を保有している企業が不祥事を起こしたときや著しく業績が悪化したときにも、機関投資家が

⁷⁸ 日本経済新聞(2019)「政策保有株の解消は進むか」(日本経済新聞夕刊(2019年5月21日))参照。

大量の株式を保有しているため、株価が下落しない状態に陥っている。

企業が株価や企業価値を減少させる行動をとったとき、パッシブ運用の機関投資家は何らかの行動を起こす必要があると考える。具体的な行動内容は、欧米の社会責任投資の主流の 2 種類の行動を参考にし、ダイベストメント⁷⁹と投資先企業とのエンゲージメントが考えられる。「事柄の性質によっては、即座にダイベストメントをとるべきこともあるかもしれないが、不祥事を受けて株価等が大きく下落した局面で売却することになるため、損失が大きくなる恐れがある。また、事実関係が不明確な段階で不用意に売却してしまうと、事後的な評価に耐えうる判断であるかも疑わしくなり、かえって受託者責任に反することになるかもしれない。そこでまず、エンゲージメントによって不祥事を起こした投資先企業に、事実関係と善後策の説明を求めるという行動が望ましいだろう。」⁸⁰

しかし、パッシブ運用の機関投資家はエンゲージメントのコストを捻出することが容易ではない。エンゲージメントのコストの解決案として、提示するのは、集団エンゲージメントである。集団エンゲージメントを行うことによって、コストが分散されることが見込まれる。集団エンゲージメントに関しては、第 4 節の集団エンゲージメントの促進で述べることとする。

これらのことから、日本版スチュワードシップ・コードに「パッシブ運用の機関投資家は企業の株価や価値を減少させる行動に対して、相応のアクションを行うべきである」と追加することを提言する。

第 4 節 集団エンゲージメントの促進

2017 年スチュワードシップ・コードで追加された集団エンゲージメントを活用していくことも健全な証券市場にしていくことに有効であると考え。一つ一つの機関投資家が企業に働きかけるよりも、多くの機関投資家が協働することで、大きな影響力を持つことができる。また、企業は幅広い投資家からの多

⁷⁹ 「投資している金融資産を引き揚げること。持ち株や債券を手放したり、企業が自社事業の売却や他社への融資を停止したりすることを指す。」野村証券 証券用語集 (<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ta/A03237.html>)

⁸⁰ 鈴木(2013)p.3 参照。

様かつ客観的な視点により新たな価値を認識することができる。さらに、第 3 節のパッシブ運用機関投資家による株式市場の健全化でも触れたが、機関投資家が合同でエンゲージメントを行い、コストを分散させることで、一つの機関投資家で行うよりも少ないコストで大きな活動を行うことができる。

- 5 英国では、効果的なエンゲージメントを阻害する問題の解決手段として、集団エンゲージメントを実施している。集団エンゲージメントについて述べているスチュワードシップ・コードは以下の通りである。

10 (スチュワードシップ・コード 4-4)機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(集団的エンゲージメント)が有益な場合もあり得る。

- 15 (出所) 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」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～」 p.13 より引用。

証券市場に大きな影響力を持つ企業価値が大きい企業に働きかけるため、機関投資家がまとまることで、企業に大きな影響を与えることができると考える。

20

第 5 節 会社法の改正

会社法の観点から、健全な株式市場を形成するための方策として改正ポイントは 2 点あると考える。1 点目は、独立社外取締役の過半数義務化、2 点目は、多様性独立取締役の義務化である。また、今回対象は、(1)監査役会を置き、株式の譲渡制限がない(2)資本金が 5 億円以上または負債総額 200 億円以上の大会社(3)有価証券報告書の提出義務があるのいずれも満たす企業⁸¹とする。

「法制審議会(法相の諮問機関)の会社法部会は 16 日、会社法改正の要綱案を

⁸¹ 日本経済新聞(2019)「「社外取締役の義務化」公表、法制審が要綱案、会社法改正、経営監視、実効性に課題」(日本経済新聞朝刊(2019 年 1 月 17 日))参照。

まとめ、公表した。上場企業や非上場の大会社に社外取締役の設置を義務付ける。通常国会にも改正案を提出し、2020年の施行をめざす。企業に設置を徹底させ、投資家にコーポレートガバナンス(企業統治)強化をアピールする」⁸²ことが目的だと言われている。

- 5 現行のコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードにより、株主権利は大きくなっている。現に「株主提案権の行使があった会社数は増加傾向にあり、近年は年50社程度になっている。」⁸³また、「持ち合い株比率、広義持ち合い比率とも2011年度以降7年連続で前年度を下回るとともに、7年連続で過去最低を更新している」⁸⁴このような現状から、日本企業のガバナ
- 10 ンスの向上が期待され、アクティビストをはじめとする外国人投資家の評価は高まっている。しかし、海外投資家へのアンケート結果では日本のコーポレートガバナンスが上手くいかない理由について、「企業が投資家の関与を嫌うとする回答が30%とトップであった。」⁸⁵今後、株式市場の中長期的な成長を目指す上で、外国人投資家の期待に答えることは有意義であると考え。
- 15 今回の会社法改正である社外取締役一人の設置義務では、上場企業の企業統治強化には不十分だと考える。現状、社外取締役を選任する上場企業の比率は2019年99.9%⁸⁶とほとんどの企業で設置されていることがわかる。
- 20 このような状況で、日本のガバナンスは形式に沿っているだけで機能しないといわれている。また、「企業統治の多様性や透明性を確保することが、上場会社の収益性の向上や国際競争力の確保にもつながる。取締役会の位置付けは異なるものの、欧米などでは上場会社の取締役の半数以上を独立した独立社外取締役にすることが多い。」⁸⁷

⁸²日本経済新聞(2019)「「社外取締役の義務化」公表、法制審が要綱案、会社法改正、経営監視、実効性に課題」(日本経済新聞朝刊(2019年1月17日))参照。

⁸³鈴木(2018)p.1参照。

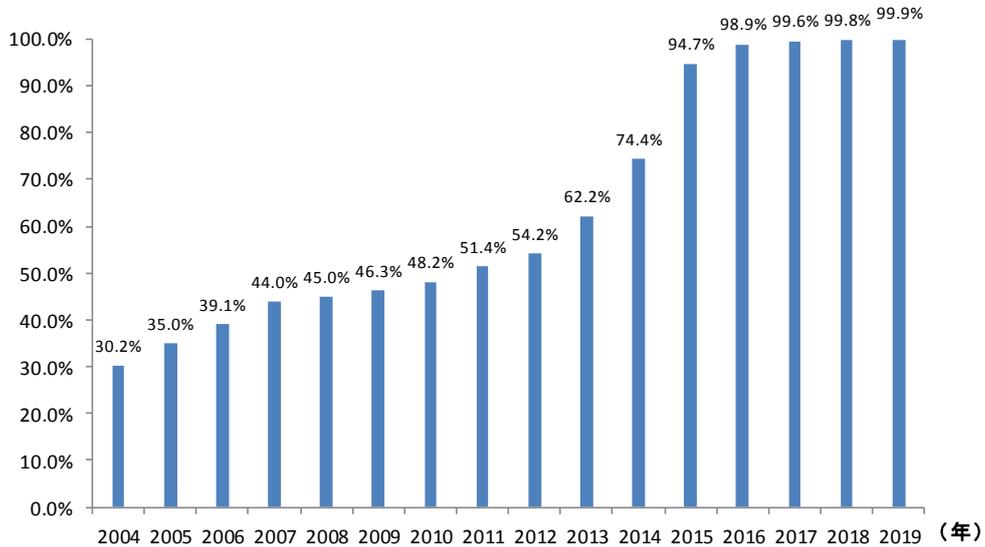
⁸⁴西山(2018)p.2参照。

⁸⁵柳(2016)p.94参照。

⁸⁶日本取締役協会(2019)p.9参照。

⁸⁷日本経済新聞(2018)「法制審の会社法改正案、社外取締役を義務化、非上場の大企業にも、役員報酬、幅広く開示」(日本経済新聞朝刊(2018年12月29日))参照。

図表 24 社外取締役 選任企業の比率（東証1部）



5

（出所）日本取締役協会（2019）「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」（<https://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>）p.9を参照し作成。

10 そこで、私たちが今回提案する大企業における独立社外取締役の過半数義務化や多様性独立社外取締役の義務化は、外部からの監視機能を高め、「少数株主の利益代表者」⁸⁸として、アウトサイダーの声を取締役会に届ける役割を果たす。これは、企業の健全性を高め、中長期的な企業価値向上に寄与するだろう。

① 独立社外取締役の過半数基準

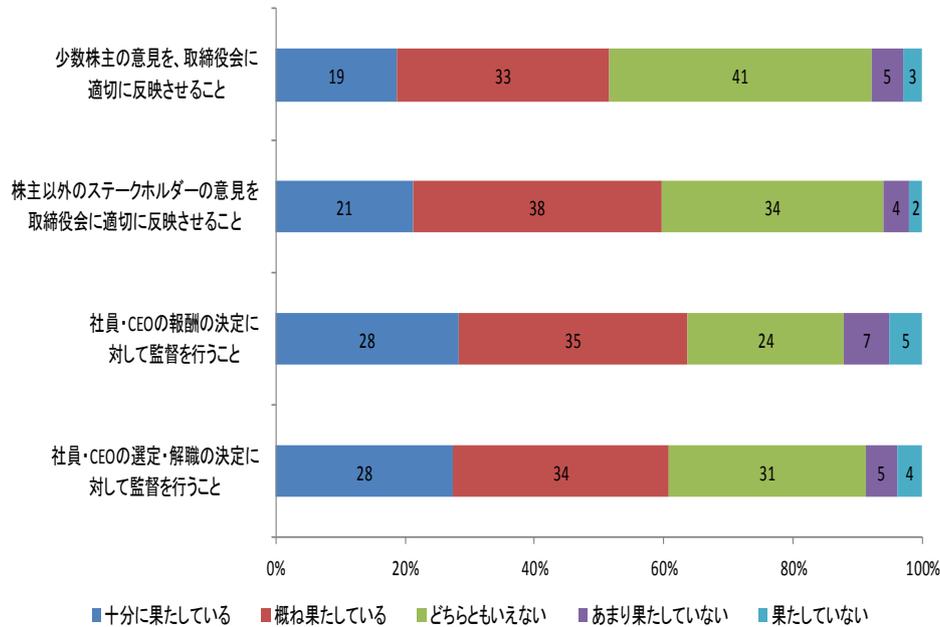
15

「独立社外取締役は、経営者から独立した立場で株主利益のために監督を行い、経営者が効率的な企業経営を行っているか評価し、特に株主と経営者の利益が相反する行為を監視する役割を担っている。」⁸⁹

⁸⁸ 小室・中村（2018）p.37 参照。

⁸⁹ 小阿瀬（2014）p.7 参照。

図表 25 社外取締役はトップの選任や報酬への関与は不十分



5

(出所) 経済産業省「CGS ガイドラインのフォローアップについて」

(<https://www.meti.go.jp/press/2018/05/20180518004/20180518004-2.pdf>)を参照し作成。

- 10 また、外部からの意見を取締役に持ち込む役割がある。「経営者から独立した独立社外取締役の存在は、企業統治におけるグローバル・スタンダードと認められるが、日本では、取締役会の役割に関する基本的考え方の相違のため、独立性の意義について経営者側の認識が薄いと言わざるを得ない。そこで、モニタリング・モデルの観点から企業統治の機関として社外取締役を位置付ける
- 15 以上、経営者からの独立性をその本質的要素と認識する必要がある。」⁹⁰

なぜ日本では独立社外取締役が機能しないのか。実質的に、監視される側(CEO)が監視する人(独立取締役)を選ぶからである。また、日本では政策保有株

⁹⁰ 樋口(2013)p.64 参照。

が多く、かつ議決権行使比率は 70%前後にとどまるため、会社の役員選任議案はほとんどが可決される。このため、実態的には独立社外取締役は CEO に選任されており、かつ多額の報酬をもらう。つまり、CEO は自分を監視する人の人事権と報酬決定権を掌握しているのである。これでは、独立社外取締役が CEO を厳しく監視できるはずがない。

5
10
15
このような状況で、取締役会において独立社外取締役を過半数にすることは、場合によっては CEO の選任時や様々な議案・議題に対して株主の意見をより強く主張することに繋がる。現状、企業に大きな影響を与えるといわれるアクティビスト・ファンドや大口の資金を使って運用する機関投資家でさえ、大企業の株式を 3%以上保有することは難しく、株主としての権利を有効に使用することができているとは言えないだろう。このような現状で、大企業に株主の声を届けるには、取締役会において外部の人間が過半数存在することが有効である。しかし、独立社外取締役が過半数を超えることが企業の損失につながることはないとは言えない、そこで社外取締役を過半数起用しない場合には、定時株主総会⁹¹において独立社外取締役を過半数置くことが相当でない理由を説明しなければならぬと規定したい。

② 取締役会における多様性

20
25
現状では、独立社外取締役の候補者が不足気味との指摘も強い。企業経営者でつくる民間組織、日本取締役会などが中心となり、取締役候補者の登録や斡旋といった取り組みを一層強める必要があるといわれる。「また、世界の大企業は社外取締役を増やすだけでなく、性別や国籍、年齢などの面から見て様々な人材を取締役会に入れる傾向が強まっている。日本のガバナンス改革においても、取締役会の多様性の視点を強く意識するべきだ。」⁹²このような状況で、多様性独立社外取締役の選任を義務付けることを提案したい。これは、独立社外取締役候補者の増加だけでなく、日本企業におけるダイバーシティ推進にも大

⁹¹ 「毎事業年度の終了後、一定の時期に年に 1 回必ず開催される株主総会のこと。」経営改善ナビ(http://www.bizup.jp/solution_h/stockholders/01/01_03.html)

⁹² 日本経済新聞(2018)「多様性に富む取締役会で経営に強さを」(日本経済新聞朝刊(2018年2月26日))参照。

大きく寄与するだろう。

現在上場企業における「取締役会の大部分は年輩の社内出身者が占めている。またわが国企業の雇用実態から、ほとんどが日本人男性である。同じような経験を積み、同じような発想をする人材の集まりが、企業の意思決定を担っているのである。」⁹³「取締役会の構成が多様であれば、業界以外のことを無知な経営陣に有益な助言を提供することが可能になる。」⁹⁴取締役会においてメンバーの顔ぶれを多彩にする努力も重要になってくる。また、独立社外取締役の候補者を女性や外国人などに広げれば、選択肢は一段と増加する。若手の登用などを含め幅広い世代から候補者を探すことで、さらに増やせるはずだ。上記のような背景から、2018年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、取締役に多様な人材を取り入れることなどが明記された。「企業統治助言会社プロネット（東京・港）の調べによると、東証1部上場企業の取締役のうち女性は1111人（5・7%）で昨年から5割以上増えたもよう。社外取締役は80%、社内は20%となる。女性社外取締役を起用する企業は35・8%で、ガバナンス改革が始まる前の2011年の3・6%から10倍になった。多様性のもう一つの柱である外国人社外取締役の起用はそれほど進んでいない。外国人社外取締役は114人と1年前の102人から1割増えたものの全体に占める比率は1.9%と0.1ポイントアップにとどまった。」⁹⁵

「独立社外取締役については、異なる経験・技術・属性を反映した多様な視点や価値観を企業経営に反映することにより、会社経営におけるイノベーションがもたらされ、かつモニタリングの実効性を発揮できるよう、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を確保し、かつ多様なバックグラウンドの人文を選任することが望ましい」⁹⁶とされる。このことは、企業が環境の変化に適応する強さを得ることにもつながるはずだ。今後、取締役の多様性を推進することは市場の健全性を推進し、企業の持続的な成長に寄与するだろう。

多様性には様々な属性があり、経験、人口の特性、個人的特質といった3種

⁹³ 藤島(2009)p.11 参照。

⁹⁴ 牧野(1999)p.52 参照。

⁹⁵ 日本経済新聞(2019)「女性取締役、東証1部企業の3割に一視点や発想でき論に刺激、社外からの比率は8割」(日本経済新聞朝刊(2019年8月26日))参照。

⁹⁶ 日本弁護士連合会(2019)p.9 参照。

類の属性に分けることができる(図表 26)。

図表 26 多様性の属性

経験	人口の特性	個人的特質
教育経験	性別	性格
実務経験	民族性・人種	興味・関心
機能的な専門知識	地域	価値観
業界経験	世代	

5

(出所)矢幡(2016)「多様性の推進が求められる取締役会～女性取締役の登用だけで満足していませんか～」

(https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20160511_010878.html)を参照し作成。

10

図表 26 から、「女性であることは多様性の属性のうちの極一部に過ぎないことがわかる。海外展開に注力している企業であれば、民族性・人種や地域に重きを置いた取締役の選任を検討することが考えられる。また、財務的な専門知識を重要視する会社は、当該知識を有する人材を取締役として選任することとなるだろう。さらに、企業の成長にとって取締役会メンバーの若返りが不可欠だと考える会社の場合は、取締役の世代交代を検討するかもしれない。」⁹⁷このことから、取締役会の多様性が企業の色を示し、性別や国籍では企業にとっての多様性を定義することが難しいことがわかる。そこで企業に合わせた多様性独立社外取締役の義務化を設けたい。

15

20

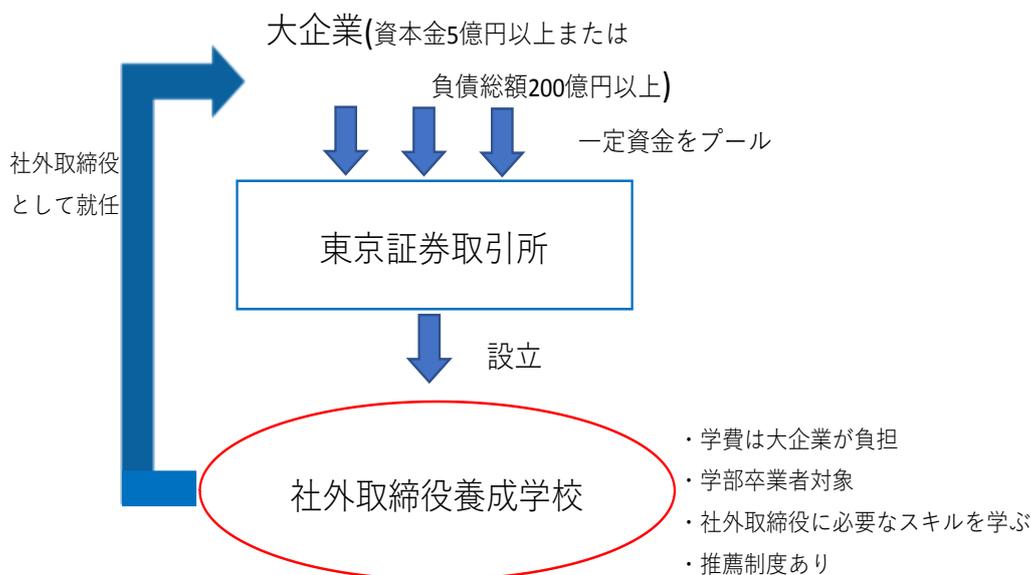
「企業統治の多様性や透明性を確保することが、上場会社の収益性の向上や国際競争力の確保にもつながる。取締役会の位置付けは異なるものの、欧米などでは上場会社の取締役の半数以上を独立した独立社外取締役にすることが多

⁹⁷ 矢幡(2016)参照。

い。」⁹⁸このことから、多様性社外取締役の選任は有効的なものだと主張したいが、企業の規模や状況によっては、多様性社外取締役の選任が望ましくない場合も想定することができる。そこで、多様性社外取締役を起用しない場合には、定時株主総会において多様性社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならぬと規定したい。

③ 社外取締役育成学校

図表 27 社外取締役養成学校



社外取締役の過半数化に当たって多様性社外取締役を提言したが、社外取締役の質に課題を見つけた。そこで、社外取締役を育成するための学校を設立することを提言する(図表 27)。

企業を監視する役割を持つ社外取締役を企業が育成することは、問題である。そこで、中立的な対場である東京証券取引所による開校を考える。ただ、社外取締役を必要としているのは企業であるため、大企業から運営費や学費の資金

⁹⁸ 日本経済新聞(2018)「法制審の会社法改正案、社外取締役を義務化、非上場の大企業にも、役員報酬、幅広い開示」(日本経済新聞朝刊(2018年12月29日))参照。

を一定額集める。この学校設立によって、社外取締役候補者の増加社外取締役不足の解消につながる。社外取締役不足の解消により、現在問題視されている複数の企業を受け持つ社外取締役は、時期がかぶるため取締役会や株主総会に参加できていない問題も解決できると考える。また、優秀な学生を社外取締役候補として育成することで、社外取締役の多様性にもつながるだろう。さらに、推薦枠を設け、外国人などの多様な人材を育成することが望ましい。

終わりに

10 本論文では、機関投資家のあるべき姿について、株式保有企業の ESG の改善を働きかけることによって、課題の改善に繋げ、企業や社会のサステナビリティ（持続可能性）に貢献するべきであると考えた。第 1 章では中長期的な企業価値向上の定義し、アクティビストに注目した背景ならびに期待と役割について書き、企業に与える効果を説いた。また、ESG や SDGs への取り組みは企業
15 価値向上に繋がる因果関係はないものの、今後世界が持続可能な社会を目指す中で、長期的に企業価値を高めると投資家から評価されることがわかった。次に第 2 章では、機関投資家の定義し、分類で分けた。次に、政策保有株の減少を初めとする株式保有構造の変化により、機関投資家の存在が大きくなっていることを説いた。そこで、機関投資家の役割を情報仲介・所有仲介・利害調整・
20 リスク分散であると考え、あるべき姿について説いた。第 3 章では企業のあるべき姿について説いた。1 節では企業の求められる行動について、CSR 活動は短期的収益確保の観点からすると、確かに経営に大きな貢献をできるわけではないことがわかった。しかし、中長期的視点で見ると、企業価値の最大化に帰結することが期待される。また、3 節では 2 節で注目した ROE を使用し、より中
25 長期的な指標として ROESG について説いた。財務情報である ROE と非財務情報である ESG を組み合わせることで、双方のデメリットを補い、より中長期的な企業価値向上を示唆する。このことから、ROESG を高めることは企業のあるべき姿であると考えた。第 4 章では、健全な株式市場を形成するための方策について説いた。2 節では第 1 章でも注目したアクティビストと機関投資家の建設的な会話により、企業を中長期的な成長を促すことが望ましいと考えた。こ
30

これは、日本版スチュワードシップ・コードの改定である。また、昨今、機関投資家の短期利益の追求について問題視されている。しかし、私たちは健全な株式市場を形成する上で、本当の問題はパッシブ運用の機関投資家が大量に株式を保有しているため、企業の不祥事や業績の悪化に応じて株価が下落しないことだと考えた。そもそもパッシブ運用の機関投資家はエンゲージメントのコストを捻出することが出来ないと言われる。そこで、集団エンゲージメントを行うことで、コストの分散を可能にし、上記の問題解決を目指す。5節では会社法の改正として社外取締役に注目した。現在の日本企業の課題として、取締役会の更なる透明性や多様性が上げられる。このような状況で、私たちが考えた独立社外取締役の過半数義務化と多様性社外取締役の義務化は市場の健全化を促進させるだろう。しかし、多様性を持たせることだけでは、社外取締役になれる人材不足解消が可能とは言えない。そこで、企業から資金を集め、東京証券取引所による、社外取締役育成学校設立を提案する。これは、社外取締役候補の増加だけでなく、若い人材確保にも繋がり、多様性を生み出すことが考えられる。

昨今、機関投資家への期待は大きくなっている。それに伴い企業は、機関投資家目線の経営を行う必要があるだろう。また、企業の持続的な成長を目指す上で、ESGへの取り組みは今後増加することが見込まれ、企業価値向上に寄与するだろう。しかし、日本のガバナンスについてはまだまだ形式に沿ったものが多く、更なるガバナンスの強化を目指す上で様々な方策を打ち出す必要があると考えられる。日本市場が更なる発展を遂げることを切に願い、これを結びとする。

25

30

参考文献

- ・大森充(2019)『1冊で分かる！ESG/SDGs入門』中央公論新社
- ・北川哲雄(2019)『バックキャスト思考とSDGs/ESG投資』同文館出版
- ・小宮一慶(2015)『よくわかるROE経営』東洋経済新報社
- 5 ・桜井久勝(2015)『財務諸表分析(第6版)』中央経済社
- ・藤田勉(2016)『コーポレートガバナンス改革時代のROE戦略－効用と限界－』中央経済社
- ・マイケル・Eポーター 翻訳竹内博隆(2018)『競争戦略論Ⅱ』ダイヤモンド社
- ・R&I格付投資情報センター編集部(2016)『点検ガバナンス大改革 年金・機関投資家が問
- 10 う、ニッポンの企業価値』日本経済新聞出版社
- ・新井富雄(2009)「資本市場と株主アクティビズム」『証券アナリストジャーナル』第48巻第1号
- ・伊藤康・浦島邦子(2013)「ポーター仮説とグリーン・イノベーション－適切にデザインされた環境インセンティブ環境規制の導入－」『科学技術動向』2013年3・4月号
- 15 ・岩谷賢伸(2007)「米国アクティビスト・ファンドの実態と資本市場における役割」『資本市場クォーター』2007秋号
- ・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』NO.381
- ・汪志平(2015)「日本の企業統治における機関投資家の役割と課題」札幌大学『経済と経営』第45巻第2号
- 20 ・太田進一(2009)「CSR(企業の社会的責任)と企業経営のあり方」『同支社商学』第60巻第5・6号
- ・奥村剛史(2014)「共通価値の創造(CSV:Creating Shared Value)」『企業リスク』第43号
- ・小野美和(2008)「アクティビストファンドと株価効果」『立教ビジネスデザイン研究』
- 25 第5号
- ・加賀田和弘(2006)「企業の社会的責任(CSR)－その歴史的展開と今日的課題－」『KGPS review』第7号
- ・川北英隆(2004)「証券市場における機関投資家の役割－年金と証券投資信託の役割について－」『ファイナンシャル・レビュー』第73号 財務省財務総合政策研究所
- 30 ・小林礼実(2011)「生命保険会社による銀行への出資－外部規律付けの可能性と金融市場

- における機関投資家としての生保の役割ー」『名古屋学院大学論集 社会科学編』第 48 卷第 1 号
- ・小林毅(2007)「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」『中京大学経済学論叢』第 18 号
 - 5 ・小室瑠実子(2019)「なぜ CGS ガイドラインと CG コードは改訂されたのか」『経営経理研究』第 115 号
 - ・小室瑠実子・中村竜哉(2018)「2014 年改正会社法において社外取締役の選任義務づけ案が現実しなかったのはなぜか？」『拓殖大学経営経理研究』第 110 号
 - ・酒巻雅純(2017)「ESG 投資の動向と課題」ー重要性が高まる機関投資家の視点からー」
 - 10 『証券経済学会年報』第 51 号別冊
 - ・坂和秀晃(2015)「機関投資家が市場流動性に及ぼす影響に関する実証分析」『ゆうちょ資産研究』第 22 卷
 - ・澤田茂雄(2018)「日本版スチュワードシップ・コード導入後の国内機関投資家行動の変化」『経営論集』第 65 卷第 1 号
 - 15 ・塩村賢史(2018)「GPIF のグローバル環境株式指数の選定とその背景」『月刊資本市場』NO. 398
 - ・志村正・鈴木誠(2017)「ROE と企業価値についての理論的考察ー投資指標の観点からー」『経営論集』Vol. 3, No. 5
 - ・首藤恵(2001)「機関投資家のコーポレート・ガバナンスとリスク再分配機能」『フィナンシャル・レビュー』第 60 号 財務省財務総合政策研究所
 - 20 ・首藤恵(2015)「コーポレートガバナンスとステークホルダー関係」『証券アナリストジャーナル』第 53 卷第 10 号
 - ・新谷理(2017)「機関投資家に選ばれる銘柄」『財界観測』2017 年秋号 野村證券
 - ・谷本寛治(2017)「企業と社会のガバナンス構造の変化」『経営学論集』第 87 集
 - 25 ・趙雪蓮(2010)「CSR について序説的ー考察」『大阪産業大学経営論集』第 12 卷第 1 号
 - ・中村竜哉(2018)「日本のコーポレートガバナンス改革における特徴」『経営経理研究』第 111 号
 - ・西谷公孝(2014)「企業の環境への取り組みやその情報開示が株主価値に与える影響」『環境経済・政策研究』第 7 卷第 1 号
 - 30 ・日本公認会計士協会(2017)「長期的視点に立った投資行動に有用な企業報告ー非財務情

報に焦点を当てた検討～」『経営研究調査会研究報告』第 59 号

- ・馬場大治・山口聖・若林公実(2017)「ROE 情報とパフォーマンス」『甲南経営研究』第 58 巻第 3 号
- 5 ・林順一(2019)「SDGs に初期の段階から取り組み日本企業の属性分析」『日本経営倫理学会誌』第 26 号
- ・樋口晴彦(2013)「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－」『千葉商大紀要』第 50 巻第 2 号
- ・藤島裕三(2009)「取締役会の多様性(ダイバーシティ)～日米リーディングカンパニーの実態分析～」『経営戦略研究』2009 年秋季号 Vol.23
- 10 ・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』No.389
- ・竇田唯一(2009)「日本における社会的責任投資(SRI)の可能性」『立教ビジネスデザイン研究』第 6 号
- ・堀江貞之(2016)「第 2 世代アクティビストの企業価値創造」『金融 IT フォーカス』2016 年 2 月号
- 15 ・牧野洋(1999)「社外取締役の活用法経営陣を厳しくチェック 多様な人材、戦略に生かす」『日経ビジネス』1999/10/25 号
- ・眞崎明彦(2006)「わが国における CSR(企業の社会的責任)の現状と課題」『高崎経済大学論集』第 48 巻第 4 号
- ・宮島英昭・原村健二・江南喜成(2003)「戦後日本企業の株式所有構造－安定株主の形成と解消－」『フィナンシャル・レビュー』第 68 号 財務省財務総合政策研究所
- 20 ・宮島英昭・保田隆明(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』第 121 号 財務省財務総合政策研究所
- ・村澤竜一(2018)「わが国における機関投資家の役割の再考－ステークホルダー間の利害調整機能に着目して－」『商学研究論集』第 48 号
- 25 ・柳良平(2016)「コーポレートガバナンス・コードに係る投資家サーベイとエンゲージメント・アジェンダに係る－考察－エクイティ・スプレッドと財務資本の同期化」『経済論叢』第 189 巻第 4 号
- ・柳良平・山口絵里(2019)「「ROESG」モデルの提言と NY 州退職年金基金の事例」『月刊資本市場』NO.403
- 30

- ・横山淳(2017)「改正日本版スチュワードシップ・コード～3つの論点とその対応～」『大和総研調査季報』2017年秋季号 Vol.28
- 5 ・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
(<https://business.nikkei.com/atcl/skillup/15/275626/021800011/?P=4>) 2019年
10月19日アクセス
- ・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～社会の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」東京証券所グループ
- ・株式会社リコー HP「CSVの取り組み」(<https://jp.ricoh.com/csr/community/value.html>)
2019年10月20日アクセス
- 10 ・川村雅彦(2013)「CSVはCSRの進化形だろうか? 「第一CSR」と「第二CSR」の峻別と同時実践」ニッセイ基礎研究所 ニッセイ基礎研レポート2013 4-15
(https://www.nli-research.co.jp/files/topics/40670_ext_18_0.pdf?site=nli)
2019年10月22日アクセス
- 15 ・金融庁(2019)「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について」(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>)
- ・経営改善ナビ(http://www.bizup.jp/solution_h/stockholders/01/01_03.html) 2019年
10月24日アクセス
- ・経済産業省「CGSガイドラインのフォローアップについて」
(<https://www.meti.go.jp/press/2018/05/20180518004/20180518004-2.pdf>) 2019年
20 10月20日アクセス
- ・小阿瀬達彦(2014)「普及進む「独立社外取締役」変革期を迎えた日本企業のコーポレートガバナンス」大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20141208_009225.pdf)
2019年10月24日アクセス
- 25 ・国際連合広報センター(https://www.unic.or.jp/files/sdg_logo_ja_2.pdf) 2019年10
月24日アクセス
- ・商事法務研究会「株主総会白書」2006年版～2017年版
(<https://www.shojihomu.or.jp/questionnaire/2016>) 2019年10月24日
- 30 ・鈴木裕(2013)「投資先企業の不祥事に対応した機関投資家の行動」大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20131015_007789.pdf)

2019年10月20日アクセス

- ・鈴木裕(2018)「増加する株主提案権の行使」大和総研

(https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20180308_012813.pdf)
2019年10月20日アクセス

- 5
- ・スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2014)「「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～」金融庁
 - ・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～」金融庁
- 10
- ・世界銀行グループ(2018)「債券投資への環境・社会・ガバナンス(ESG)要素の統合」(https://www.gpif.go.jp/topics/301107_joint_research_report_jp.pdf)
2019年10月23日アクセス
 - ・大和総研(2019)「グラフと表で見る株式市場(2019年10月号)」
- 15
- (https://www.dir.co.jp/InfoManage/pdf/DI02_STOCK.pdf) 2019年10月24日アクセス
 - ・千葉商科大学 HP(<https://www.cuc.ac.jp/>) 2019年10月22日アクセス
 - ・西川奉仕・羽瀬森一(2014)「日本版スチュワードシップ・コードについて」三菱UFJ信託資産運用情報(https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201412_1.pdf) 2019
- 20
- 年10月20日アクセス
 - ・西山賢吾(2018)「我が国上場企業の株式持ち合い状況(2017年度)」『野村資本市場クォーター』2018秋号(www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018aut08web.pdf) 2019年10月19日アクセス
- ・ニッセイアセットマネジメント(2018)「ニッセイアセットのESG運用におけるSDGs
- 25
- への取り組みについて」(https://archive.iges.or.jp/files/research/sgc/20180315/9_hayashi.pdf) 2019年10月20日アクセス
- ・日本弁護士連合会(2019)「社外取締役ガイドライン」
- 30
- (https://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/2013/guideline_130214_re_150319.pdf) 2019年10月24日アクセス

- ・日本取締役協会(2019)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」
 (<https://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>) 2019年10月24日アクセス
- ・日本取引所グループ(2018a)「調査レポート(2017年度株式分布状況調査の調査結果)」
 (<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>)
 5 2019年10月20日アクセス
- ・日本取引所グループ(2018b)「投資部門別 株式売買状況東証一部[株式]全50社」
 (https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000003rcsw-att/stock_vol_1_y18.pdf) 2019年10月20日アクセス
- ・日本取引所グループ(2018c)「投資部門別 株式売買状況東証一部[金額]全50社」
 10 (https://www.jpx.co.jp/markets/statisticsequities/investortype/nlsgeu000003rcsw-att/stock_val_1_y18.pdf) 2019年10月20日アクセス
- ・ネスレ HP「未来の世代のために資源を守ります」
 (<https://www.nestle.co.jp/csv/impact/planet>) 2019年10月20日アクセス
- ・年金コンサルティングニュース(2018)「SDGsとESG投資」みずほ総合研究所株式会社投
 15 資運用コンサルティング部 2018.11
 (https://www.mizuho.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201811.pdf) 2019年10月20日アクセス
- ・野村証券 証券用語集(<https://www.nomura.co.jp/terms/>) 2019年10月20日アクセス
- ・堀内勇世(2015)「会社法下の保有割合と株主の権利等」大和総研
 20 (https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20150327_009589.pdf) 2019年10月24日アクセス
- ・みずほフィナンシャルグループ(2018)「ESGと企業経営について」
 One シンクタンクレポート No.16
 (<https://www.mizuho-fg.co.jp/company/activity/onethinktank/pdf/vol016.pdf>)
 25 2019年10月19日アクセス
- ・宮島英昭・新田敬祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・
 「復活」と海外投資家の役割」RIETI Discussion paper Series 11-J-011
 (<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j011.pdf>) 2019年10月19日ア
 クセス
- 30 ・村澤竜一・保木健次(2017)「日本版スチュワードシップ・コード改訂の狙い」KPMG

- InsightVol.24(<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-stewardship-code-20170515.pdf>) 2019年10月20日アクセス
- 矢幡静歌(2016)「多様性の推進が求められる取締役会～女性取締役の登用だけで満足していませんか～」大和総研グループレポート・コラム
5 (https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20160511_010878.html)
2019年10月20日アクセス
 - GPIF「ESG投資」(<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#a>) 2019年10月22日アクセス
 - GPIF(2017)「ESG指数選定結果について」
10 (https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf) 2019年10月20日アクセス
 - GPIF HP(<https://www.gpif.go.jp/about/>) 2019年10月19日アクセス
 - GSIA “2018 Global Sustainable Investment Review” (http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf) 2019年10
15 月19日アクセス
 - Nikkei Style「財務の急所(1) ROE、なぜそんなに重要？」
(<https://style.nikkei.com/article/DGXMZ084538010Y5A310C1000000/>) 2019年10月
20日アクセス
 - Yahooファイナンス 時価総額上位：株式ランキング
20 (<https://info.finance.yahoo.co.jp/ranking/?kd=4>) 2019年10月20日アクセス
 - 野村証券 証券用語解説集(<https://www.nomura.co.jp/terms/>) 2019年10月25日アクセス
 - ICJ「6月総会概況」(<http://www.icj.co.jp/>) 2019年10月25日アクセス
 - Yahooファイナンス 時価総額上位：株式ランキング
25 (<https://info.finance.yahoo.co.jp/ranking/?kd=4>) 2019年10月25日アクセス