

2019 年度 証券ゼミナール大会

5

## 第 2 テーマ

「機関投資家のあるべき姿と証券市場」



10

神奈川大学  
戸田ゼミナール  
清水班

15

## 目次

### 序章

はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 3 p

### 第一章 証券市場における機関投資家の働き・・・・・・・・・・ 3 p

5 第一節 機関投資家の定義・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 3 p

第二節 機関投資家の投資行動と株式市場に与える影響・・・・・・・・ 4 p

第三節 証券市場における機関投資家のあるべき姿・・・・・・・・・・ 7 p

### 第二章 国内・諸外国における機関投資家の行動・・・・・・・・ 8 p

10 第一節 国内証券市場の移り変わり・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 8 p

第二節 アメリカの機関投資家と投資行動・・・・・・・・・・・・・・・・ 10 p

### 第3章 企業のあるべき姿・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 13 p

第1節 中長期的な企業価値・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 13 p

15 第2節 第二節 コーポレートガバナンスの改革・・・・・・・・・・・・ 15 p

第3節 第三節 企業のあるべき姿・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 17 p

### 第四章 機関投資家に必要なこと・・・・・・・・・・・・・・・・ 18 p

第一節 建設的な対話を行うことの必要性・・・・・・・・・・・・・・・・ 18 p

20 第二節 ESG投資について・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 18 p

第三節 ESG投資の課題・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 19 p

### 第五章 提言・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 20 p

第一節 企業価値の向上のための企業の姿・・・・・・・・・・・・ 20 p

25 第二節 機関投資家の姿・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 21 p

### 終章・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 21 p

### 参考文献・参考資料・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 22 p

## 序章

はじめに

日本の証券市場は、高度経済成長や第二次世界大戦など伴い成長して来た。

- 5 しかし、バブルの崩壊とともに経済も低迷し崩壊していった。この長期間にわたる停滞が「失われた 20 年」である。アメリカのリーマンショックの影響で世界は金融危機に陥り日本も影響を強く受けた。長期のデフレに陥っている日本であるが、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを導入し企業や機関投資家、証券市場の活性化を目指した。さらなる発展のために、機関投資家や企業のあるべき姿を考えていきたい。

## 第一章 証券市場における機関投資家の働き

### 第一節 機関投資家の定義

機関投資家とは、顧客から預かった資金など大量の資金を、株式や債券などで運用を行う法人集団である。生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、年金基金、共済組合、農協、政府系金融機関などがそれに含まれる。保険会社などは、加入者の保険料収入であり、信託会社の場合であれば、投資信託を購入した人々の提供した資金が元手である。つまり、大量の顧客から集めた大量の資金、資産をもとにし個人投資家よりも大量な資産で株式や債券を購入するため株式市場への影響が大きいという特徴がある。

- 20 機関投資家は市場への影響力が大きくなっている。その結果、図 1 をみても分かるように、日本の上場株式の 8 割以上を機関投資家が保有している。

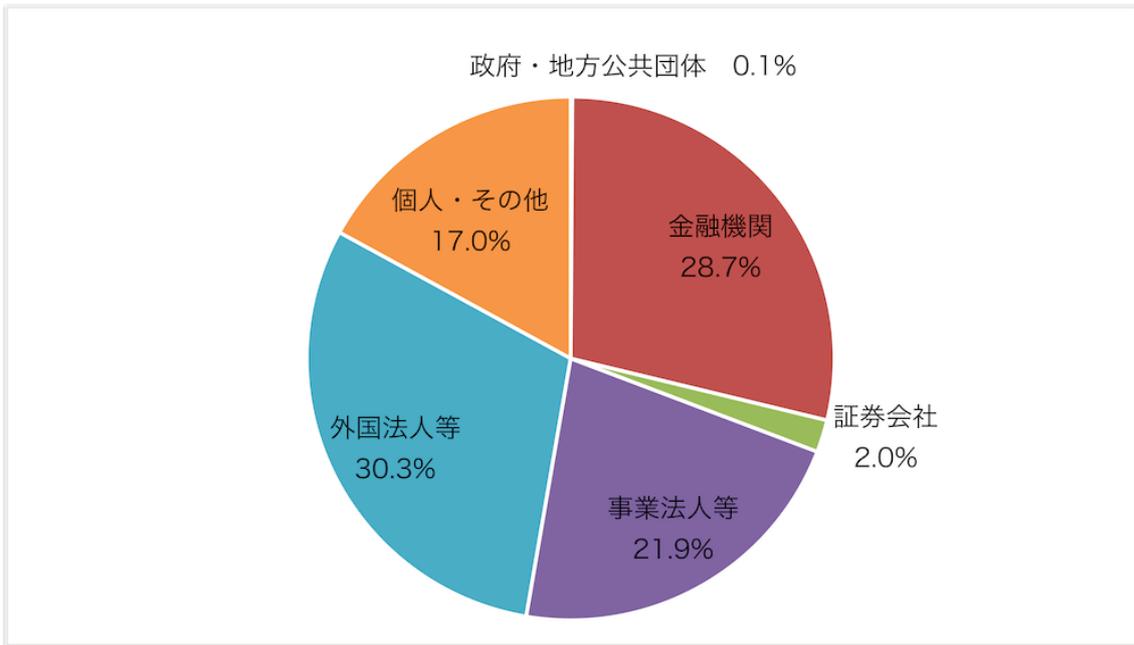


図 1 株式の保有割合

〈出典〉「株の窓口」 <https://kabumado.jp/kikantoushika/>より引用

5

## 第二節 機関投資家の投資行動と株式市場に与える影響

- 10 多くの機関投資家は、損失を出さないためによく調査し細かく売買をしないという特徴がある。また、相場に合わせて投資比率を変えることはせずに、資産のほとんどを株式の保有に回す。株価指数が増えればそれ以上の値上がりを目指し、株価指数下落時では、指数の値下がり率よりも値下がりを抑えようとする。これは、年金や預金、保険など顧客から預かった資金のため将来的に返さなければならぬためである。そのため、リスクを回避する傾向がある。
- 15 その反対に、市場全体の指数が上がっても下がっても利益を出すことを目標にしているのがヘッジファンドである。ヘッジファンドは、短期的な売買を繰り返すことにより大きな利益を得ようとする空売りなど、ハイリスク・ハイリターンな投資である。空売りとは、証券会社などから株を借り、高いときに売り

値下がりして安くなった時に買い戻す手段である。

## 空売りの仕組み



図 2 空売りの仕組み

### 5 〈出典〉いろはに投資より引用

<https://www.bridge-salon.jp/toushi/investors/>

日本の市場に影響力が大きいと言われているのが海外投資家である。海外投資家とは、海外に在住していて日本の株式市場で売買を行っている機関投資家  
10 などである。日本取引所グループが発表している調査によると2018年の東証1部の株式売買代金の約7割が海外投資家によるものだったとされている。

この3種類の投資家が主な投資家である。この機関投資家たちが株式市場に与える影響を考えていく。

中長期的に投資を行う保険会社や年金基金は、国債などの債権への投資比率  
15 が大きい。年金積立金管理運用独立法人（GPIF）は、株式投資のほとんどをイ

インデックス投資（パッシブ運用）にしている。インデックス投資は TOPIX などの指数に連動して株を購入する仕組みである。TOPIX 買いをする人は多いため一気に株価が上がるためスピードが大事になる。

- 5 海外投資家が株式市場に与える影響は大きい。海外投資家のうち長期保有の大手運用会社は、一度の注文金額が多いため、売買金額が大きくなる傾向がある。また、数週間以上の売買持続性があるため、相場の動向を見通す手掛かりになる。日本では製造業が多いため、世界景気が良くなると業績拡大の期待から海外投資家が日本の株を買う傾向がある。その中でも、時価総額の大きい
- 10 「TOPIX コア 30」などの大きな企業を好む。また、アメリカの株式市場によっても影響がある。ヘッジファンドの運用残高の投資地域別構成比をみると、北米が一番大きくなっている。

投資地域	運用残高	構成比
北米	1兆5953億ドル	67.5%
ヨーロッパ	5179億ドル	21.9%
アジア（日本を除く）	1700億ドル	7.2%
中南米	636億ドル	2.7%
日本	180億ドル	0.8%
全体	2兆3647億ドル	

図 3 ヘッジファンド運用構成比

- 15 〈 出典 〉 [https://www.newsweekjapan.jp/stories/carrier/2019/02/post-11662\\_2.php](https://www.newsweekjapan.jp/stories/carrier/2019/02/post-11662_2.php) NEWSWEEK より引用

- アメリカの株式市場が上昇すると、ヘッジファンドは含み益を得るため積極的に投資を行う。アメリカ市場から世界中の市場に資金が分散される。その中
- 20 に日本も含まれるため日本株が上昇する。

- ヘッジファンドは経済に対し悪影響だという意見もあるが実際は、株式市場に流動性をもたらしていることが多い。ヘッジファンドがいないと、市場に厚みがなくなってしまう実態経済を反映した水準での取引が出来なくなってしまう可能性がある。ヘッジファンドは、割安だと判断したものを買い割高だと判断したものを売る、短期的に売買を行うことが多い。市場に流動性がない場合、
- 25 売りたいときに売れないことや、買いたいときに買えないという事態になって

しまう。また、市場が常に正常な値を示しているとは限らない。長期的に見た場合正しくても、短期的に見た場合正常ではない値になっていることがある。この、市場の値の誤りを見抜き売買することで、市場の歪みを正している。

### 5 第三節 証券市場における機関投資家のあるべき姿

これまでの機関投資家は、株式を保有していても企業との対話をほとんどせず「物言わぬ株主」であることが多い。しかし、これでは企業は外部の意見を取り入れることができず長期的な成長は見込めない。そのため、機関投資家のあるべき姿の根底には「物言う株主」が必要であると考えられる。この「物言う株主」とは、企業に対して意見を発信し、株主の権利を行使し企業に対して影響を与え企業を変えていくことである。企業が低迷し株価が割安になっていった際に、コストの削減、経営陣の交代などを求め企業に対し変化を求める。

10 上記の「物言う株主」になるためには、スチュワードシップ責任が大事になってくる。このスチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先企業等に対し深い理解に基づいて建設的な会話、目的のある会話を通して、企業の価値などの向上や継続的な成長を促すことにより、中長期的なリターンを求める責任である。

20 スチュワードシップ責任を機関投資家が行うための原則を日本版スチュワードシップ・コードという。スチュワードシップ・コードは七原則であり以下の七つである。

〈(1) 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

(2) 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

25 (3) 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果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべき

(4) 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、問題の解決に努めるべき

30 (5) 議決権の行使を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べきでなく、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

(6) 議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのようにして果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対し定期的に報告を行うべき

- (7) 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)
- 5

〈出典〉金融庁ホームページ

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

- 10 この七つの原則に基づき、機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすことになる。

## 第二章 国内・諸外国における機関投資家の行動

- 15 まずはじめに、証券市場とは具体的にどのようなものなのか。証券市場とは金融市場の中における有価証券（株式・公社債など）の発行が行われる発行市場と、発行された有価証券が流通する流通市場、これら2つの市場の総称である。また、発行市場のことを1次市場（primary market）、流通市場のことを2次市場（secondary market）ともいう。これがなぜ
- 20 かというと、新しい証券が登場する場合、登場する最初の場所が発行市場で、一度発行された証券が発行市場を通過した後、転々と売買される場所が流通市場であるためである。

### 第1節 国内証券市場の移り変わり

25

国内証券市場の移り変わりを説明する前にまず、これまでの証券市場の枠組みが、法体系としても、行政の運用としても、予防的であり、市場参加者の創意工夫と自己責任の芽を摘んできたのではないのかという批判がなされている。日本の証券市場は日本経済と共に発展し、日本経済において大きな役割を果たしてきた。しかし、今の国内市場における証券市場はこれまでのように日本経

30

済に貢献できているのだろうか。

これまでの日本の国内証券市場を取り巻く環境の変化から、次の5つのことが問題視されている。

(1)・・・取引所や店頭市場について

- 5 取引コストを削減し、相手のニーズの変化に対応して提供する取引サービスをサービスの利用者にとってより便利なものに、より魅力的なものにする必要がある。

(2)・・・仲介者（証券会社・資産運用業者）について

- 10 サービスを提供する時点での創意工夫が十分に行われてなく、より投資家の立場に立った営業姿勢をとることによって投資家がより証券市場を利用して活性化するのではないか。

(3)・・・個人投資家について

- 15 自己責任原則を十分に踏まえていなかったこと、さらに短期的な※キャピタル・ゲイン狙いの投資に偏っていたことから、自己責任原則の徹底を図ることが重要になってくるのではないか。

(4)・・・日本の機関投資家や※ファンドマネージャーについて

- 20 それぞれの資産運用能力に投げかけられているだけではなく、その横並び的な投資態度が多様な个性的商品の提供を妨げ、市場における円滑な価格形成を阻害する要因の一つとなっているのではないか。

(5)・・・発行企業について

- 25 より、株主・投資家を重視した経営姿勢が求められているのではないだろうか。また、企業及び銀用による非金融的な動機による株式の持ち合いは、これまでの枠組みを前提とすれば、経済合理性のある行動としても株価の形成に大きく影響しており、金融資産としての株式の市場価値やコーポレート・ガバナンスについての疑念を生んでしまい、結果としては個人をはじめとした純投資家の株式投資意欲を阻害してきたことになる。

- 30 そして、これまでの国内証券市場の移り変わりから考えられることは、これからの国内証券市場を国民とニーズに十分こたえる存在にするためには、法のあり方、行政のあり方、を含むこれまでの規制の枠組みを変えていくことを主な

目的として、証券市場の利用者、仲介者、運営者の意識や行動をも変革していきけるような根本的で総合的な変化が必要なのではないだろうか。

※キャピタル・ゲイン・・・債権や株式、不動産などの資産価値の上昇による利益のことを指し購入価格と売却価格の差による収益のことをいう。損をした

5 場合はキャピタル・ロス

※ファンドマネージャー・・・投資信託会社、信託銀行、保険会社などの金融機関に勤務していて、投資家から預かった資金でファンド（金融商品を組み合わせたもの）を作成して、運用方針に合わせて運用することを主な業務としている。

10

## 第2節 アメリカの機関投資家と投資行動

第2章のテーマに諸外国における機関投資家の行動とあるが、この第2節では、主にアメリカの機関投資家についてフォーカスして投資行動について説明していくこととする。

15

まず、アメリカがどのように機関化していったのか、その歴史についてみていくことにする。アメリカは1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）において、機関投資家の資本独占を阻止できないと考えた議会が、独占事実の数々を提示して、機関投資家を厳しく批判し、法改正を検討していた。しかし、ロバート・ケネディ元大統領暗殺事件

20 起きた際に、暗殺事件の重大化の陰に法改正案は流れてしまい、米国の会社規制は、ディスクロージャー主体に落ち着いてしまう事になる。これ以来、アメリカ経済は機関下の一途を辿ることとなる。

25 次はアメリカの機関投資家と投資行動について。アメリカの機関投資家は会社の運営機構に積極的に関与していると言える。アメリカにおいて、戦後急激に成長した機関投資家は投資信託と年金基金の2つである。

投資信託・・・コーポレート・ガバナンスに関与することはほとんどない。その理由として、年金基金と比べて、個々のファンドの運用資産規模が小さいこ

30 と、運用期間が短期であること、アクティブ運用が主流であることなどがあげ

られる。アメリカの投資信託は、国内株ファンドの運用が多く、国内企業へのリスクマネー供給にとっても重要な役割を担っている。アメリカで設定された投資信託は世界的に圧倒的なシェアを誇り、世界の投資信託市場の半分近くの量をアメリカ1国で占めている。ここから分かることは、アメリカには、投託を通じて世界中のリスクマネーが集まるような仕組みになっているということだ。

5

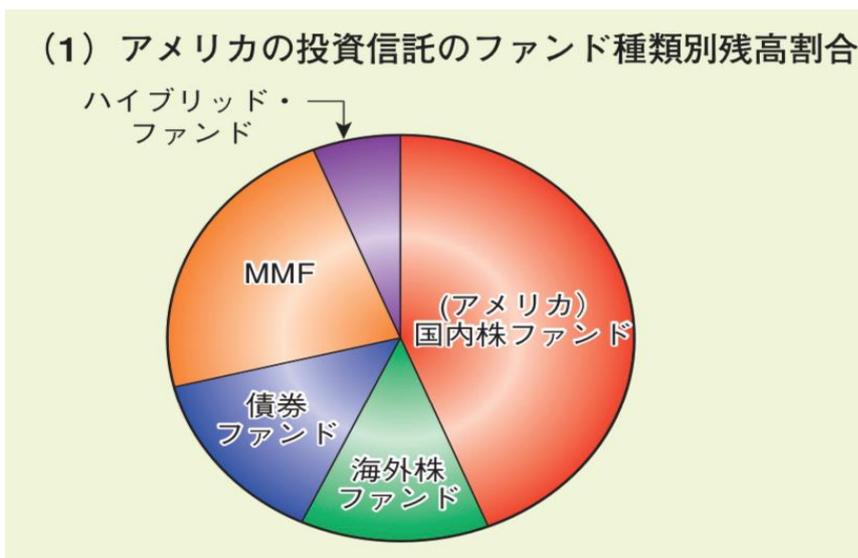


図 4 ファンド種類別残高割合

10

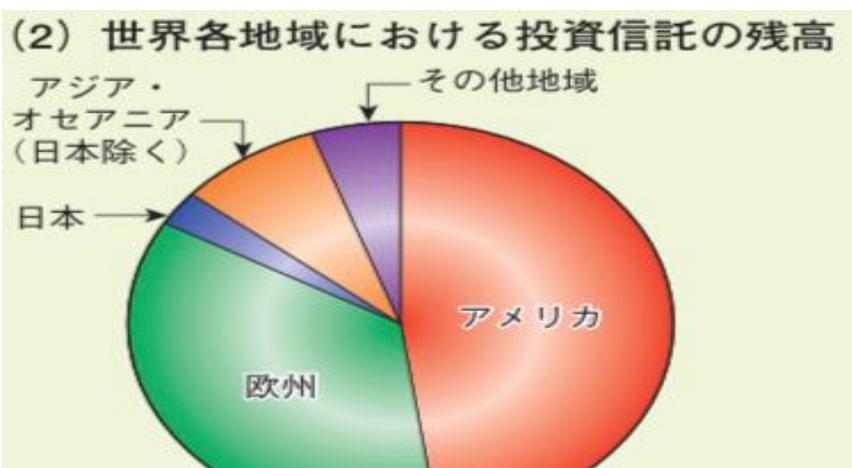


図 5 投資信託の残高

Investment Company Institute(2007) “2007 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK”、  
投資 信託協会「時系列データ」により作成

年金基金・・・アメリカでは、確定拠出年金制度が広く普及し、資産規模も大  
5 きい。

これが普及した要因として、制度の内容が柔軟であることがあげられる。日本  
と比べてみると、マッチング拠出（企業型確定拠出年金において、事業主だけ  
でなく希望に応じて従業員本人も拠出すること）、拠出限度額が比較的多いこ  
と、加入対象者が比較的多いことなどが日本と異なる点としてある。アメリカ  
10 の年金基金の資産運用内容についてみてみると、他の国と比べて株式・出資金  
の割合が非常に多いことが分かる

～各国の年金基金の運用資産内容～

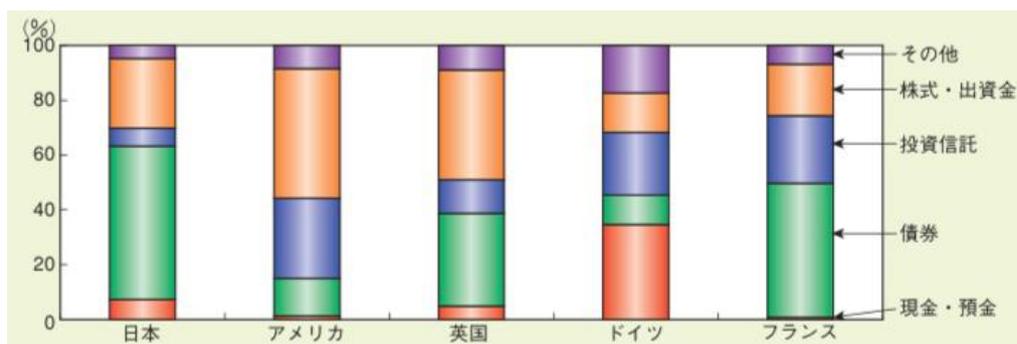


図 6 資金循環

日本は日本銀行「資金循環統計」、アメリカはFRB “Flow of Funds Accounts of  
the United States”、英国はOffice for National Statistics “United  
15 Kingdom Economic Accounts”、ドイツは Deutsche  
Bundesbank “Financial Accounts for Germany”、  
フランスは Banque de France “Financial Accounts” により作成。

また、年金基金は企業年金と公務員年金に分けられ、企業年金は株主行動が比  
20 較的に少なく、公務員年金は株主行動を行うという違いがある。また、公務員年  
金は社会的責任投資（市場メカニズムを通じ、株主がその立場・権利を行使し  
て経営陣に対して企業の社会的責任（CSR）に配慮した持続可能な経営を求  
めていく投資のこと）を行う。

アメリカの機関投資家の投資行動の特徴としては、インデックス（株価指数）運用比率の高い公務員年金を中心にコーポレート・ガバナンスに関与していると言える。

5

### 第3章 企業のあるべき姿

#### 第4節 中長期的な企業価値

10 企業価値の意味には広い意味がある。企業価値、事業価値、株主価値などがある。企業価値とは、事業価値に加え、非事業資産などを含めた企業全体の価値である。この、企業全体の価値を今回の論文の企業価値とする。

15 この企業価値は、市場で取引される「価格」とは異なる。市場で取引される価格は需給の一致であるため時として正常ではない価格になることがある。そのため、企業価値とは、経済的便益や将来的な企業の成長期待度などにより決まってくる。

20 そこで、企業が長期的な成長をするため、長期的企業価値を高めるために ESG 投資というものが注目されている。この ESG 投資は、従来の企業に関する情報に加えて、「環境」「社会」「統治」に関する情報も見ていくことである。環境に配慮しているか、従業員に過度な労働をさせていないか、不正な取引がないかななどの情報である。ESG 投資と深くかかわるものとして SDG s がある。SDG s は「経済」「社会」「環境」の三つの側面から、17個の目標が設定されている。17の目標は以下のものである。

1. 貧困をなくす
2. 飢餓をゼロに
- 25 3. すべての人に健康と福祉を
4. 質の高い教育をみんなに
5. ジェンダー平等を実現する
6. 安全な水とトイレを世界中に
7. エネルギーをみんなにそしてクリーンに
- 30 8. 働きがいも経済成長も

9. 産業と技術革新の基盤をつくろう

10. 人や国の不平等をなくす

11. 住み続けられるまちづくりを

12. つくる責任つかう責任

5 13. 気候変動に具体的な対策を

14. 海の豊かさを守る

15. 陸の豊かさも守る

16. 平和と公正をすべての人に

17. パートナリシップで目標を達成する

10 この17の目標は、2030アジェンダで定められた重要な分野である5つのPに分類される。5つのPとは、人間、地球、繁栄、平和、パートナーシップである。SDGs Compassのレポートによくと、企業がSDGsを取り入れるために5つのステップが必要と考えている。

STEP 1 : SDGs を理解する

15 STEP 2 : 優先課題を決定する

STEP 3 : 目標を設定する

STEP 4 : 経営へ統合する

STEP 5 : 報告とコミュニケーションを行う

20 以上のESG投資SDGsなどの項目などから企業の長期的な企業価値が生み出されていると考える。

## 第二節 コーポレートガバナンスの改革

企業の長期的企業価値の向上において必要な改革としてコーポレートガバナンスがあげられる。コーポレートガバナンスは、企業統治ともいわれ経営において公正な判断運営が行われるように、監視・統制することである。コーポレートガバナンスは、株主や、顧客、従業員、金融機関、取引先などのステークホルダーの利害を考える必要があり一部の経営層の利益を追求する経営を行って

25 はならないという考えから、重要性が高い。コーポレートガバナンスは、内部統制との深い関係性がある。内部統制は、経営者と従業員の全員が厳守する規則

30 則を定め、透明性のある事業を行うための仕組みである。企業会計審議会では、

次に挙げる四つの目的を達成するために、企業内の全ての従業員が遂行すべきプロセスと定義している。業務の有効性や効率性、財務報告の信頼性、事業活動に関する法令などの厳守、資産の保全である。この中でも、財務報告の信頼性は非常に重要な項目になっている。コーポレートガバナンスが、株主やステークホルダーの利益を守るための仕組みであるのに対し、内部統制は、すべての従業員が公正な企業活動を行うための仕組みである。

この関係性は、コーポレートガバナンスにおける「透明性のある適切な情報開示」と、内部統制における「財務報告の信頼性」という点で深い関わりを持っていることがわかる。コーポレートガバナンスを守るためには、内部統制での透明性のある企業活動が必要である。

コーポレートガバナンスが重要視される理由は、大きく二つに分かれると考える。まず、バブル崩壊後以降、企業の不祥事が多く明らかになることが増えていた。例えば、不適切な会計処理、品質の不正、暗黙での時間外労働などである。

次に、機関投資家の活発化や、海外投資家の持ち株比率の高まりなど企業の資金調達のグローバル化が進んでいることで、株主の影響力が高まり企業により公正で透明性のある説明を求めるようになったためである。

コーポレートガバナンスの目的には大きく分けて三つある。

まずはじめに、企業経営の透明性を確保するということである。経営戦略や課題、財務状況、リスクマネジメントなどの情報は、企業を知る上で最も重要な情報である。企業は、自社の透明性を示すために適切な情報を公開することを求められる。

次に、株主の権利と平等性を確保する。株主の権利や信頼を守るために、すべての株主に対して平等性を保つために大きな役割を果たしている。

そして、ステークホルダーの権利、立場を尊重する。企業の継続的な成長には、地域社会や顧客、取引先、従業員などのステークホルダーが関わる。そのため、ステークホルダーの権利、立場を尊重し協力することが重要である。企業が経営者のみで成り立っているわけではないことを自覚したうえで、一方的な経営にならないようにするためである。

コーポレートガバナンスに取り組むことにより得られる効果は、一部の経営

陣による暴走の防止、利益重視に偏らない健全な経営の実現、長期的に企業価値を高める、があると考え。

5 一部の経営陣による暴走の結果、企業の不祥事につながりその影響でステークホルダーに与える損失は大きく経済の悪化にもつながる。そのため、コーポレートガバナンスにより、企業経営が適切に行われているか監視をすることが重要になる。

10 利益重視に偏らない経営の実現では、利益だけを考え経営をしてしまうと、環境汚染や公害などの被害をもたらすことに繋がってしまう。そのため、社会から認められた方法、運営で商品やサービスを提供しなければならない。コーポレートガバナンスの影響で、企業理念から逸脱することなく、企業価値の成長につながる。

15 長期的に企業価値を向上させるでは、コーポレートガバナンスは株主の利益だけではなく、すべてのステークホルダーの権利や利益を保護する。そのため、企業に対する、信頼性、信用性が高まり長期的に企業価値を向上させることに繋がる。

### 第三節 企業のあるべき姿

20 これまでの内容から、企業のあるべき姿に最も重要なことは、「企業価値の長期的な成長」であると考え。この長期的な企業価値の成長は、単に利益の向上だけでなく、環境や社会などに配慮した経営内容やステークホルダーへの配慮などを含めたものである。この企業価値の長期的な成長のために必要なことは、企業の柔軟性と信頼性であると考え。柔軟性とは、「時代の変化に対応し変化をする」ことである。長期的な成長をするためには時代の変化、文化の変化に柔軟に対応していかなければならない。社会の人々の考えは時代において  
25 変化していく。そのため、社会が企業に求める内容も時代により変化していくことになる。その変化に対応できないとなると企業の成長は望めない。時代に合わせた経営方法、業務方法、働き方に対応していかなければならない。

30 次に、信頼性である。この信頼性において必要なことは正しい情報の公開である。具体的には、財務・非財務の環境を整え、正しい情報を公開することである。また、ステークホルダーと企業の対話を行う機会をしっかりと設けるこ

とである。情報の公開をすることによりその企業がどのような資産運用をしているかなどがわかる。そのため、ステークホルダーと企業間での情報の非対称性を小さくすることが可能になる。対話を行う機会を設けることで、ステークホルダー側は、公開された情報をもとに意見を言いやすくなり企業の成長につながる対話ができると考える。さらに、外部の意見を聞くことにより企業側も現在求められているものが明確になり柔軟な対応が可能になる。このように、企業を透明化することにより、機関投資家からの資金調達やステークホルダーの需要にあったガバナンスが可能になると考える。

したがって、企業のあるべき姿を「正しい情報を公開し、対話をすることにより信頼性を高め、柔軟な経営戦略を立てることで長期的な成長を追求する姿」とする。

## 第四章 機関投資家に必要なこと

### 15 第一節 建設的な対話を行うことの必要性

第一章に述べたスチュワードシップ責任を果たすために建設的な対話が必要だと述べたがなぜ必要なのかを説明していきたい。

建設的な会話をを行う最も重要な点は、企業の長期的な成長を促すためであると考え。企業にとって外部からの意見は成長するにあたり重要なことである。また、機関投資家たちにとっても自分たちの利益の追求や投資先の企業が将来性のある企業なのか見定めるためにも建設的な対話は必ず、必要なことであると考え。第三章でも述べたように、企業の柔軟性の向上、長期的な成長にとっても欠かせないことである。建設的な対話が行われなかった場合、企業は企業の利益だけを追求しかねない。また、外部の意見を取り込むことができないため偏った経営になり一部の経営陣に有利になってしまう。その結果、企業の柔軟性、将来性が欠けてしまい長期的な成長が見込めなくなる。また、建設的な対話が行われないと機関投資家にとっても利益の追求ができなくなってしまう。

建設的な会話がおこなわれることにより、企業は、現状のガバナンス体制や事業戦略を選択している点を整理し見直す必要がある。その中で、改善すべき

- 点や課題、強みに気づくことができる。その結果、課題を解決し強みをさらに伸ばすことができる。また、株主が企業に対して外部からの視点で情報を求めたり提案をすることにより、企業にとって見落としていたことや気づかなかったことに対して、新たに気が付くことになると考えられる。このような点から、
- 5 建設的な会話は、企業の長期的な成長という観点からみて必要である。

## 第二節 ESG 投資について

企業の長期的な成長の観点から ESG 投資が注目されていることは三章でものべたがより詳しく ESG 投資に触れていきたい。

- 10 ESG は環境、社会、ガバナンスであり企業の長期的成長のために必要だという考え方が世界的に広まっている。ESG の観点が薄い企業はリスクを抱えているとされ長期的な成長を期待できないとされている。

- ESG 投資の統計を発表している GSIA は ESG 投資を 7 つに分類している。ネガティブ・スクリーニング、国際規範スクリーニング、ポジティブスクリーニング、サステナビリティ・スクリーニング、インパクト・コミュニティ投資、ESG
- 15 インテグレーション、エンゲージメントである。

ネガティブ・スクリーニングは、武器、たばこ、原子力発電、ギャンブル、動物実験、化石燃料などの、特定の業界の株式や債券を投資対象から除外する投資手法である。

- 20 国際規範スクリーニングは、環境破壊や人権侵害など国際的な規範をもとに、最低限の基準を達していない企業の株や債券を投資対象から除外する手法である。

ポジティブ・スクリーニングは、ESG に優れたメーカーだけを選抜し投資する手法である。

- 25 サステナビリティ・テーマ投資は、社会や環境に関するテーマを設定し、それに関する企業の株式や債券に限定した投資を行う手法である。世界全体ではサステナビリティ・テーマ投資の割合はごくわずかである。

- インパクト・コミュニティ投資は、社会的インパクトや環境インパクトを重視した投資手法である。インパクト投資には、財務パフォーマンスを犠牲にして社会や環境へのインパクトを重視するタイプと、その両方を追求するタイプ
- 30

がある。

ESG インテグレーションは、現在最も注目されている投資方法である。投資先企業の判断の中に、財務情報だけでなく、非財務情報、ESG 情報をもとに判断する手法である。特定のものを除外するや特定のものだけ選ぶのではなく、  
5 全体的な評価の中で ESG を考慮することが特徴である。機関投資家自身がどのような非財務情報を重視するかは各機関投資家の判断になる。

エンゲージメント・議決権行使は、投資先の企業とのかかわり方のことともいえる。エンゲージメントは、投資先企業や投資を検討している企業に対して、株主の立場から企業に対して、特定のアクションやポリシーを採るよう働きか  
10 けることである。議決権行使は、エンゲージメントよりも強力であり、株主総会などで株主の権利である議決権を行使し企業の意思決定に対する力になる。エンゲージメントや議決権行使は、株主の責任として積極的に使うことが求められている。他の投資手法と組み合わせて使用することが多い。

### 15 第三節 ESG 投資の課題

ESG 投資は、企業の長期的な成長に必要なものだが、問題点も存在する。ESG 投資の問題点は、企業による ESG 項目の情報開示に差があり、各企業によって開示の方法が異なるということである。また、運用側も評価項目がばらばらであり統一化ができていない。また、日本の ESG 投資額は世界の各国と比べると  
20 まだまだ遅れている。近年、投資金額は増えているが、アメリカやヨーロッパなど他の先進国に比べると圧倒的に少ない。

この課題を改善させ日本にも ESG 投資をさらに広めるために、ESG 項目の情報開示の義務化が必要である。ESG 情報を義務化することにより情報公開に差がなくなり開示方法も指定することにより統一され機関投資家も比べることが  
25 簡単になる。また、情報を受け取る側にも、ESG の情報を読み取り理解する必要がある。そのため、高校や大学などから学ぶ必要がある。機関投資家に ESG の知識が十分に備わっていれば企業との対話により改善を求めることも可能になる。ESG 投資の問題点を改善することで企業の成長につながると考える。

## 第五章 提言

### 第一節 企業価値の向上のための企業の姿

5 これまでの内容から、企業は柔軟性、信頼性があり長期的な成長が重要だと考えた。そこで、企業は戦略的 CSR 活動を行うことで企業価値の向上を達成できると考える。

10 企業の CSR 活動を構造化し三つに分解する。まず、目標やビジョンなどの経営者の意思決定と実行にかかわる段階である。次に設定された目標を実現するための活動であり、内部管理組織、製造、営業部門など各部門が最適のバランスで調整されながら活動していく段階である。最後に、各部門が生産性の向上や効率化を目指して活動する段階である。

15 この取り組みでの例としてプーマ社の環境損益計算書があげられる。<sup>1</sup>この環境損益計算書は、自然環境が企業に与える価値と、ビジネスが環境に与える損害を金額に換算することにより事業を決める際に活用している。この効果として、外部のステークホルダーに対しての説明資料として役立つ。また、環境影響が金額でわかるため、企業の経営層も理解が進む。

20 このように、企業が社会の課題を認識し、自社の経営の課題とし ESG の観点を数値化することによりステークホルダーに分かりやすく情報を公開できる。そのためには、企業とステークホルダー間での建設的な対話を行い企業が社会問題を認識するためにエンゲージメントをする必要がある。企業が持続的に成長するためには他社や地域住民など幅広いステークホルダーとの取り組みが必要である。その結果、新たな発見も生まれ新しいビジネスにつながる可能性もある。そのため、ステークホルダーとの対話が重要である。

25 また、ESG の公開の義務化や数値化の促進など企業が ESG の情報を公開するための規則を制定するべきである。

---

<sup>1</sup> <https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/160208.html>

PWC JAPAN 企業における戦略的な CSR 取り組みが企業向上に与える効果参照

## 第二節 機関投資家の姿

企業価値を高めるためには機関投資家の働きは重要である。そのため、機関投資家は、「物言う株主」になることが求められる。スチュワードシップ責任を果たすことが機関投資家にとって必要になる。機関投資家は最終受益者のことを考えなければならない。そこで、議決権行使の個別開示などが行われること  
5  
によって、機関投資家は最終受益者に対して説明がつく議決権行使を行うことになる。その結果、機関投資家は企業に対して意見を述べ企業と機関投資家との間で建設的な対話が生まれることになる。

上記で述べたように、ESG 公開の義務化、数値化、ステークホルダーとの対  
10  
話などにより企業の長期的な企業価値向上につながると考えた。

## 終章

日本の機関投資家、企業に足りないものはなにか、証券市場の活性化、企業の価値の向上には何が必要なのかを考察した。一章では、機関投資家の種類を  
15  
分類しまとめ機関投資家の求めるべき姿についてまとめた。二章では、証券市場について改めてまとめ国外の証券市場との対比を行った。三章では、企業価値とは何か、コーポレートガバナンスの改革により何が変化したのかをまとめ企業の求めるべき姿を考察した。四章では、ESG 投資についてまとめ、ESG 投資の課題点を挙げ改善策を考察した。五章では、これまでの内容からこれからの  
20  
証券市場にとっての企業、機関投資家の形を提言した。

証券市場の活性化、物言う株主の増加、日本の企業の価値向上が訪れると信じている。

25

30

## 参考文献

・北側哲雄（2015）「スチュワードシップとコーポレートガバナンス」東洋  
経済新聞

5

## 参考資料

〈出典〉「株の窓口」<https://kabumado.jp/kikantoushika/>

10 最終観覧日 10月24日

〈出典〉いろはに投資より引用

<https://www.bridge-salon.jp/toushi/investors/>

最終観覧日 10月24日

15

〈出典〉[https://www.newsweekjapan.jp/stories/carrier/2019/02/post-11662\\_2.php](https://www.newsweekjapan.jp/stories/carrier/2019/02/post-11662_2.php) NEWSWEEK より引用

最終観覧日 10月24日

20 〈出典〉金融庁ホームページ

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

最終観覧日 10月24日

我が国証券市場の現状と問題点

25 [https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.htm)

最終観覧日 10月24日

米国年金基金の株主行動と社会的責任投資

[http://www.daiwa-grp.jp/csr/publication/pdf/050502\\_2sri.pdf](http://www.daiwa-grp.jp/csr/publication/pdf/050502_2sri.pdf)

30 最終観覧日 10月24日

機関投資家の役割

<https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/pdf/08p02053.pdf>

最終観覧日 10 月 24 日

5 ビジネス IT

<https://www.sbbit.jp/article/cont1/34879>

最終観覧日 10 月 24 日

PWC JAPAN 企業における戦略的な CSR 取り組みが企業向上に与える効果

10 <https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/160208.html>

最終観覧日 10 月 24 日

サステナビリティ・ESG ニュースサイト

<https://sustainablejapan.jp/2016/05/14/esg/18157>

15 最終観覧日 10 月 24 日