

令和元年度 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」



関西学院大学 阿萬ゼミナール

吉野班

(伊賀・近江・黒田・藤谷)

目次

序章.....	3
第1章 機関投資家と証券市場.....	4
5 第1節 機関投資家の定義と役割.....	4
第2節 機関投資家の台頭と機関投資家に求められる投資行動.....	6
第1項 国内証券市場の株式所有構造変化における機関投資家の台頭	6
第2項 機関投資家の投資行動	7
第3節 スチュワードシップ・コード	7
10 第4節 コーポレートガバナンス・コード	9
第2章 機関投資家の現状・課題	10
第1節 エンゲージメント	10
第1項 スチュワードシップ・コードにおけるエンゲージメント	10
15 第2項 アクティブ運用とパッシブ運用におけるエンゲージメント	11
第3項 集団エンゲージメント	12
第2節 議決権行使	18
第1項 スチュワードシップ・コードにおける議決権行使.....	18
第2項 議決権行使の動向.....	18
20 第3項 議決権行使助言会社	20
第3章 企業の現状・課題	24
第1節 取締役会	24
第1項 コーポレートガバナンス・コードにおける取締役会	24
25 第2項 取締役会における実効性.....	24
第3項 社外取締役の有効性	25
第4項 取締役会実効性評価	27
第2節 情報開示	29
第1項 企業の情報開示	30

	第2項	非財務情報の開示	30
	第3項	非財務情報の基準等の説明と現状	31
	第4項	統合報告書の課題	33
5	第4章	機関投資家と企業からみた ESG	35
	第1節	機関投資家の ESG 投資	35
	第1項	ESG 投資の台頭	35
	第2項	ESG 投資拡大への働きかけ	36
	第3項	ESG 投資の現状	37
10	第2節	企業の ESG 活動	39
	第1項	ESG 活動の重要性	39
	第2項	ESG 活動の効果	40
	第3節	ESG と企業価値	41
15	第5章	機関投資家と企業のあるべき姿	43
	第1節	機関投資家のあるべき姿	43
	第2節	企業のあるべき姿	43
	第3節	証券市場のあるべき姿	44
20	第6章	提言	45
	第1節	GPIF を仲介としたアセットマネージャーと企業による集団エンゲ ージメントの促進	45
	第2節	機関投資家の方針と企業価値向上を結ぶ議決権行使基準の開示 ..	47
	第3節	取締役会評価における PDCA サイクルの実効性の向上	48
25	第4節	統合報告書が導く価値協創に向けた情報開示の充実	49
	終章		51

序章

日本経済は戦後、目まぐるしく発展を続けてきた 1990 年代のバブル崩壊を機に停滞し、それ以降「失われた 20 年」と呼ばれている。そんな中、我が国の証券市場は株式保有構造が変化し、機関投資家の存在が増したことで機関投資家と企業のあるべき姿が問われ始めた。

2012 年 2 月に第二次安倍政権が発足し、我が国経済の再生に向けてアベノミクス「三本の矢」のひとつである成長戦略に当たる「日本再興戦略」が閣議決定された。その一環として、2014 年に金融庁が機関投資家の行動規範となる「日本版スチュワードシップ・コード(以下 SSC と呼ぶ)」を公表し、2015 年には金融庁と東京証券取引所によって企業の行動規範となる「日本版コーポレートガバナンス・コード(以下 CGC と呼ぶ)」が公表された。両コードは「車の両輪」を成すとも言われ、機関投資家が受託者責任を果たし企業の持続的な成長と企業価値の向上を促すことで国の競争力向上を目指している。

本論文の目的は、インベストメントチェーンにおける機関投資家と企業の現状と生じている様々な課題を提起し、これらを解決すべく提案を明示することである。そこで、本論文では第 1 章で証券市場における機関投資家の台頭や、それを踏まえた政府の取り組みとして、日本版 SSC と日本版 CGC の背景や内容について述べる。第 2 章では機関投資家のエンゲージメント、議決権行使についての現状と課題を提示し、第 3 章では企業の取締役会と情報開示についての現状と課題を提示する。第 4 章では機関投資家と企業の双方から ESG に対する対応について論じる。第 5 章では機関投資家と企業のあるべき姿を示し、第 6 章では機関投資家と企業の双方があるべき姿に近づき日本経済の発展に寄与するよう、2・3・4 章で述べた課題に対する提言を行う。

第1章 機関投資家と証券市場

第1節 機関投資家の定義と役割

5 機関投資家とは、個人や企業などの顧客から預かった資金を保有し、ポート
フォリオを構築して運用する法人投資家である。主に【図表 1】で示される通
り、信託銀行、投信・投資顧問会社、保険会社、年金基金、議決権行使助言会
社などが挙げられる。

10 機関投資家は大きくアセットオーナーとアセットマネージャーに分けられ
る。アセットオーナーは、受託者責任に基づき自家運用、もしくは運用機関で
あるアセットマネージャーに委託することで最終受益者の利益最大化のため
に受託資産の管理に従事する。さらに国連が提唱した国連責任投資原則（以下
PRI）においては、アセットオーナーを【図表 2】で示されているようにインベ
ストメントチェーンの中での責任投資を促進する極めて重要な役割を果たし
ていると位置付けている。主にアセットオーナーに分類されるのは、生命保険
15 会社や年金基金である。アセットマネージャーは、運用資産を受託し管理・運
用しているものを指す。個人投資家や企業から委託を受けることもあれば、ア
セットオーナーのような他の機関投資家から委託されることもある。自ら運用
資産を保有しているアセットオーナーと異なり、委託先の運用方針を守らなけ
ればならないので運用の時間軸やリスクの許容度は委託先の資金の性格によ
20 る。主にアセットマネージャーに分類されるのは、投資信託会社や投資顧問会
社が挙げられる。

次に機関投資家の資金の運用方法について分類する。資産運用の手段として、
大きく2つに分けることが出来る。伝統的に、ファンダメンタルズ¹などの分析
を通じて優れた株式を選別し、企業との積極的な対話を通じてベンチマークと
25 なる市場インデックスを上回る運用成績を上げるのを目標とする投資手法で
あるアクティブ運用と、それとは対象にベンチマークに連動する運用成績を目
標とする手法であるパッシブ運用に分類することができる。近年、アクティブ

¹ 「ファンダメンタルズ」とは、国や企業などの経済状態などを表す指標

運用に比べて少ないもののパッシブ運用の規模は着々と拡大している²。

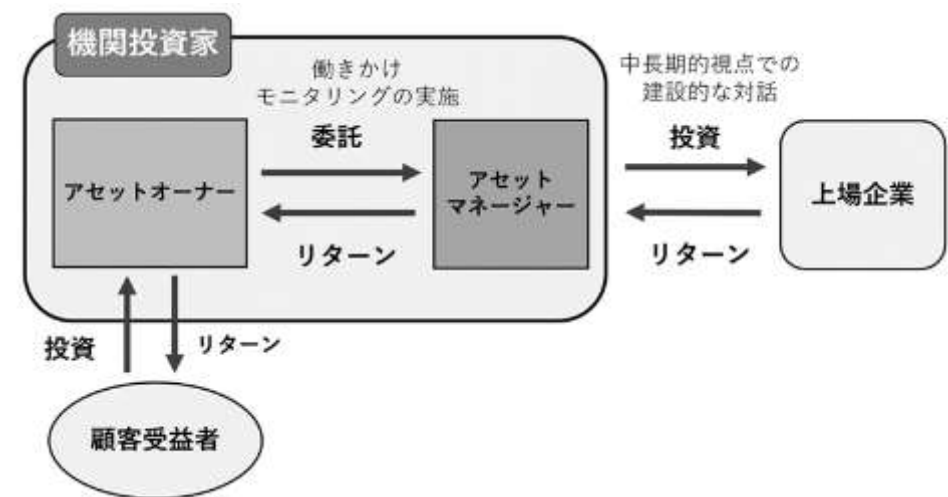
【図表 1】機関投資家の分類

機関投資家の名称	分類	特徴
信託銀行	アセットマネージャー	信託業務を行う銀行 投資家からの資金を管理し、運用会社からの指示で資産の売買を行う
投信・投資顧問会社	アセットマネージャー	投資助言業務と投資一任業務がある 投資一任業務では、投資判断と投資に必要な権限を投資家より委託されて行う
生命保険・損害保険会社	アセットマネージャー	保険料を資金とし、運用を行う
年金基金	アセットオーナー	年金基金の一部を管理・運用する
議決権行使助言会社		機関投資家の議決権行使に助言を行う

出典) SMBC 日興証券 用語集、野村証券 証券用語解説集より筆者作成

5

【図表 2】インベストメントチェーン



出典) みずほ総合研究所(2019)「【緊急レポート】第二ステージに入ったコーポレートガバナンス改革～『形式』から『実質』へ向けた取り組みと重要性高まる『ESG』の視点～」より筆者作成

² 経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書」を参照

第2節 機関投資家の台頭と機関投資家に求められる投資行動

本節では、国内の証券市場の株式保有構造が変化した経由とそれにより市場における機関投資家の存在が増してきた流れについて述べる。また、これを背景として増加したモノ言う株主について定義する。

5

第1項 国内証券市場の株式所有構造変化における機関投資家の台頭

まず日本企業の株式所有構造を述べる上で、投資家はインサイダーとアウトサイダーに分けられる。インサイダーとは、株式持ち合いを中心とした長期的な取引関係を基礎とし、保有先企業の経営に株主として関与しない投資家のことをいう。これと対象に、投資利益の最大化を目的として株式を保有する投資家をアウトサイダーという。そこで国内証券市場において、機関投資家を含むアウトサイダーの割合がどのように推移してきたかに沿って、日本の株式所有構造の変化を見ていく。

1970年代初頭から90年代半ばまでの日本企業の株式所有構造は、貸付先や取引先等との関係の維持・強化を目的とした金融機関、親会社、取引先企業等のインサイダーによる株式持ち合いを軸としていた。しかし、1997年の大手金融機関の連続的な破綻による銀行危機により、銀行の株価下落が加速した。これにより、企業の銀行株の保有リスクが上昇し、企業と銀行の株式持ち合いが解消された。この市場環境の変化に伴い、国内外の機関投資家、特に投資利益の向上に高い関心を持ち、効率的な企業経営を迫る海外投資家の保有比率が上昇した。その結果、日本企業の株式所有構造は大きく変化し、2000年にはアウトサイダーがインサイダー保有比率を上回った。海外投資家の保有比率の増加に伴い、株主意識の変化が国内の機関投資家にも波及していった。そして2000年代に入ると国内機関投資家である厚生年金基金連合会（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。その結果、上場企業はアウトサイダーである機関投資家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。

30

第2項 機関投資家の投資行動

現在、日本の機関投資家に求められる投資行動は、サブプライム危機とリーマン・ショックが大きく関係している。2007年にサブプライム危機が発生したが、サブプライム危機とはアメリカのサブプライムローン住宅問題とそれに端を發した金融資本市場の混乱のことである。また、リーマン・ショックはアメリカの機関投資家で、投資銀行であったリーマン・ブラザーズがサブプライムローンの債権を多く保有していたため破産し、その影響により日本を含む世界同時不況を引き起こした。このような背景から、多額の資金を運用する機関投資家が短期的利益を追求することが批判されるようになった。また、株式保有率が高い機関投資家は国内証券市場において影響力が大きいため、日本経済の安定や発展に資する行動が求められる。つまり、機関投資家は長期的な観点から企業に対して企業価値向上や持続的成長を促す必要がある。このような機関投資家の投資行動を実現するために、安倍政権はコーポレートガバナンス改革を行い、2014年に機関投資家の行動規範に対する枠組みとしてSSCを施行した。

中長期的な企業価値向上の視点から企業に対して働きかける新しいタイプの株主すなわち「モノ言う株主」が現れた。今までのアクティビストのように企業に対して株主提案などを使って直接的に働きかけるのではなく、モノ言う株主は企業との継続的な対話を通じて中長期的な企業価値向上を促す。そこで我々は、「モノ言う株主」を「スチュワードシップ責任を全うし、顧客・受益者の中長期的な利益の拡大化を目的とし、企業との目的を持った対話を通じて、企業価値向上を促すもの」とする。

第3節 スチュワードシップ・コード

初めに、日本のSSCの成り立ちについて述べる。SSCは日本経済の再生に向けて円高・デフレから脱却を図るため安倍政権によって打ち出された「三本の矢」のうちの「第三の矢」である成長戦略すなわち「日本再興戦略」を背景に、英国のSSCを規範として2014年2月に策定された。日本のSSCも英国と同様に、厳格な定義を置かず、抽象的で大掴みな原則だけを規定する規制手法であるプリンシプルベース・アプローチを採用し、各原則を遵守するか、しないの

であればその理由を顧客や株主に合理的に説明するよう求めるコンプライ・オア・エクスプレインの方法を取り入れている。

【図表 3】 スチュワードシップ・コード 7 つの原則

1. スチュワードシップ・コードの7つの原則	
1.	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2.	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な指針を策定し、これを公表すべきである。
3.	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を的確に果たすため、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。
5.	機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6.	機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7.	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

5

出典) 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〜』より筆者作成

- 10 次に、以上の【図表 3】の 7 つの原則について触れていく。SSC の原則は、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ために有用であると考えられる諸原則を定めたものである。ここでいう機関投資家のスチュワードシップ責任とは、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて、企業価値向上や企業の持続的成長を促すことによ
- 15

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。

第4節 コーポレートガバナンス・コード

本節では日本の CGC について述べていく。2015 年 3 月に「コーポレートガバ
5 ナンス・コード原案」が金融庁と東京証券取引所により公表された。日本の CGC
において「コーポレートガバナンス」とは、会社が株主を始め顧客・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する。また、本コードは企業の実効的なコーポレートガ
10 バナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものである。これらが適切
に実践されることは、それぞれの企業において持続的な成長と中長期的な企業
価値向上のための自律的な対応を図ることを通じて会社や投資家、ひいては経
済全体の発展にも寄与するものと考えられる。主要な原則は5つあり、下の【図
表 4】の通りである。

15 【図表 4】コーポレートガバナンス・コードの5つの原則

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

出典) 金融庁(2015)「コーポレートガバナンス・コード原案」より筆者作成

本コードは、SSC と同様にコンプライ・オア・エクスプレインの形を取って
20 いる。また本コードの適用にあたっては、会社の規模・特性を踏まえた一定の
考慮が必要となる可能性があり得る。この問題に関して、今後東京証券取引所
において本コードのどの部分にどのような形での考慮が必要かについて整理
がなされることを期待している。

第2章 機関投資家の現状・課題

第1節 エンゲージメント

5 第1項 スチュワードシップ・コードにおけるエンゲージメント

- CGC と SSC の両コードでも記載されているように中長期的な企業価値向上の観点から企業と機関投資家がお互いを高め合う「目的を持った対話」すなわち「エンゲージメント」の実践が注目されている。SSC においてもスチュワードシップ責任とは「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者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³」と述べられており、スチュワードシップ責任を果たす上でエンゲージメントは必要不可欠である。
- 10 そもそもエンゲージメントとは何かについて考えていく上で、様々な定義が存在するが、我々はエンゲージメントを「企業の中長期的な企業価値向上を目指した議決権行使、株主提案、株主総会における対話、また株主総会に限らず年間を通して行う対話等を通じて中長期的な企業価値向上を促すもの」とであると定義する。このようなエンゲージメントを行うことで機関投資家は、投資先企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長に貢献し、顧客利益を拡大させることが可能となる。そして企業も、機関投資家の理解と支持を得て持続的成長への資金を確保し、また資本コストを低減させることが可能になる⁴。
- 15

つまりエンゲージメントは、企業と機関投資家の相互理解を促すことで、中長期的な企業価値を高め、結果企業と投資家の双方に利益をもたらすことが可能であるため、更なるエンゲージメントの促進が必要であると考ええる。

25

³ 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～』より引用

⁴ 経済産業省(2014)『「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』を参照

第2項 アクティブ運用とパッシブ運用におけるエンゲージメント

近年の年金積立金管理運用独立行政法人(以下 GPIF)をはじめとしたパッシブファンドを中心とする株式所有比率の増加から分かるように、株式市場におけるパッシブ運用の比率が高まっている⁵。

- 5 投資先企業との個別での対話を基礎とするアクティブ運用だけでなく、低コスト運用を前提として議決権行使を通じた意思表示を基礎としてきたパッシブ運用においても、幅広い投資先企業に対してエンゲージメントにおける対話を行うことにより、中長期的な企業価値向上に資することが求められるようになった。またパッシブ運用は投資銘柄が多いため、中長期的に株式市場全体の底上げを図る重要性が高まった。

- 10 また改訂版 SSC 原則 4-2 においても、パッシブ運用のあり方について、「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うにあたって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである⁶」と新たに指針が設けられた。

- 15 そもそもアクティブ運用は個別企業を分析した上で銘柄選択を行っており、銘柄選定後も企業の個別事情を理解した上で、その時々状況に応じた対話によって投資先企業に働きかけるのが業務の一環である。そのため、投資先企業の株価をベンチマーク以上のものとするために必然的に実効性のある対話を行う。

- 20 一方、パッシブ運用は運用目標とするベンチマークを選定し、効率的にベンチマークに連動した運用を行う。そのため、投資先企業数が多く個別での投資先企業へのコミットメントが薄くなる。また全企業に個別で対話することが難しいため、エンゲージメントにおける議決権行使による意思表示を通して投資先企業に働きかける。しかし、投資先企業に期待ができないと判断すれば即売却するという手段があるアクティブ運用と異なり、パッシブ運用は投資先企業

⁵ 月刊資本市場(2017. 6)「日本版スチュワードシップ・コードの改定～機関投資家の役割と実効性の強化～」を参照

⁶ 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～』より引用

のパフォーマンスが良くない場合であってもすぐにその企業の株式を単体で売却できない。つまり、パッシブ運用が投資先企業の中長期的な企業価値を向上させるために積極的にエンゲージメントを行うのは本来合理的な判断であると考えられる。しかし、パッシブ運用のエンゲージメントが停滞している原因

- 5 因として、運用目標のベンチマークに TOPIX が使われることが多く対象企業が 2000 社程となるため、全社とエンゲージメントを行うことが難しいことが挙げられる⁷。また、エンゲージメントにより企業価値が向上しても、エンゲージメントを行った運用機関が直接的にその企業から利益を得ることはないため、経済的、時間的コストをかけてまでエンゲージメントを行うより、フリーライド
- 10 ⁸する方が合理的であるという考えになってしまう可能性があると考え。しかしその結果、CGC と SSC が目指す株主の監視による企業価値向上の機能が働きにくくなると考える。

- これらを踏まえて、パッシブ運用におけるエンゲージメントは SSC でも求められているように中長期的な企業価値向上において重要であるが、パッシブ運用
- 15 用のエンゲージメントを促進するためには様々な構造問題を理解した上で、どのように促進して行くべきなのか検討が必要であると考え。

第3項 集団エンゲージメント

- 英国では Investor Forum⁹の活動を中心に集団エンゲージメントによる建設
- 20 的なエンゲージメントが行われており、多くの企業が価値を享受したと感じていると報告されている¹⁰。また現在では、日本でも集団エンゲージメントへの関心が高まっている。【図表 5】からもわかるように集団エンゲージメントを実施している企業は 3%と少ないものの、実施を検討あるいは機会があれば検討すると考えている企業 8 割近く存在し、企業が集団エンゲージメントに対して意

⁷ スチュワードシップ研究会(2017. 3. 21)「SS コードの改定に向けて投資家の意見」より引用

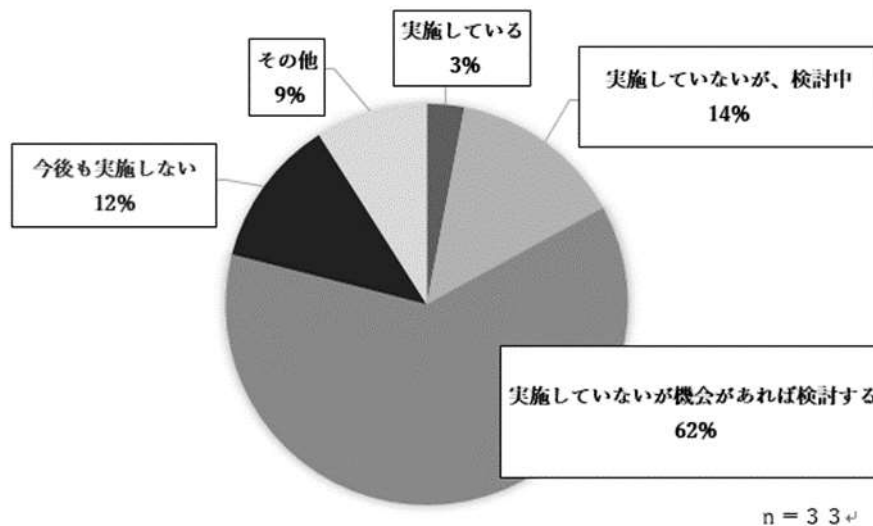
⁸ 「フリーライド」とは、自らエンゲージメントを行わずに、他の投資家によるエンゲージメントにより、コストをかけずにリターンを得ること

⁹ 「Investor Forum」とは、2013 年に英国において設立された企業と機関投資家が協調してエンゲージメントを行うためのフォーラム

¹⁰ KPMG(2018)「機関投資家による集団的エンゲージメント」を参照

欲的な姿勢であることがわかる。

【図表 5】投資先企業との対話に関し、集团的エンゲージメントに係る現状・考え方



5

出典) KPMG (2017) 「コーポレートガバナンス Overview2017」より筆者作成

- 改訂版 SSC の原則 4-4 では「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うにあたっては、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 (集团的エンゲージメント) が有益な場合もあり得る¹¹⁾」と新たに集団エンゲージメントにおける指針が設けられた。「有益な場合もあり得る」としていることから、SSC では、機関投資家が必ず集団エンゲージメントに取り組むように要求しているわけではなく、あくまでも機関投資家が投資先企業との間で対話を行う際の「選択肢の一つ」として示していると考ええる。
- つまり対話を行う上で、テーマや内容によっては個別または集団でのエンゲージメントに適したものが存在しており、【図表 6】はそれを説明している。

¹¹ 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～より引用

【図表 6】 個別的・集団的エンゲージメントに対する対話のテーマ・内容

	意見集約コスト	問題の明白さ	問題内容	具体例	対話タイプ	投資家タイプ
1	低い	明白	株主同士の利益相反	少数株主利益を犠牲にした特定株主との関係	集団的	パッシブ運用
2	低い	明白	会社と株主の利益相反	株主利益を犠牲にした会社の自己保身	集団的	パッシブ運用
3	低い	明白	明白な経営問題	会社が確実に取り組むべき経営問題	集団的	パッシブ運用
4	中堅度	まあ明らか	判断の幅がある経営問題	会社の具体的な経営問題	集団的 個別的	アクティブ運用
5	高い	答えがない	答えのない経営問題	会社の未来や方向性に関わる問題	個別的	アクティブ運用

出典) 投資家フォーラム(2017)「投資家フォーラム第 13・14 回会合報告書」

より筆者作成

5

あるテーマが集団または個別に適しているかを分ける大きな要因は、そのテーマに関する意見集約の容易さ、すなわち意見集約コストである。これは投資家間での意見の調整や合意に要する経済的、時間的コストに反映する。【図表 6】からも分かるように、集団エンゲージメントに適するのは【図表 6】における 1 から 3 のような、意見集約コストが低く、投資家の多くが問題意識を抱きやすい内容、すなわち問題が明白な場合が考えられる。このようなテーマは集団を形成することにより投資家の発言力の増幅が期待され、より迅速かつ効果的な対話が行えると考ええる。加えてこのようなテーマは個別性が薄く企業の経営内容に深く立ち入らないような、企業の多くに共通する問題内容であるため、投資

15 資銘柄が多いパッシブ運用機関にも適している¹²。

また日本での集団エンゲージメントの停滞原因として、金融庁の「日本版ステュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」でも述べられているように、インサイダー取引規制と大量保有報告制度における「重要提案行為」・「共同保有の合意」といった法的論点とエンゲージメントとの関係に係る問題が考えられる。

20

まずインサイダー取引規制を取り上げる。インサイダー取引規制とは上場企業の業務等に関する「未公表の重要事実」を知った会社関係者（従業員、大株

¹² 投資家フォーラム(2017)「投資家フォーラム第 13・14 会合報告書」を参照

主、顧問弁護士等）や公開買い付け者、そして当該会社関係者から当該事実の伝達を受けて知った者が、当該事実の公表前に当該企業の株式等の売買等を行うことを禁止するものである¹³。また、売買を行わない場合であっても、一定の情報伝達や取引推奨行為¹⁴自体が禁止されている。金融庁は「日本版スチュワード

- 5 ドシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」において、「企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合には、『重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる』等の目的を欠くと考えられるため、基本的に情報伝達・取引推奨の対象にはならない¹⁵」と主張している。しかしインサイダー取引規制上の重要事実の範囲が明確
- 10 ではないため、事前に何が重要事実に該当するかを正確に予測することは難しく、事後的に未公表の重要事実の受領に該当するというリスクを完全に拭い去ることは困難である。さらに集団エンゲージメントの場合、機関投資家によって重要事実の捉え方も様々であり、自分の意に反して、未公表の重要事実を受領する段階に踏み込まないように参加者 1 人 1 人をコントロールすることが難
- 15 しい。加えて事前に、重要事実を受領した場合に、当該企業の株式の売買等を行わないようにするなどのインサイダー規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で集団エンゲージメントに挑む必要がある旨を参加者全員に周知徹底しなければならない。また実際に重要事実を受領した場合には、上記のような措置を参加者全員が行うように周知徹底しなければならないとい
- 20 った問題があると考ええる。

次に大量保有報告制度における重要提案行為と共同保有の合意を取り上げる。大量保有報告制度とは、誰が大株主としてその会社の経営に大きな影響力を持っているのかを開示し、市場の透明性・公平性を高めることによる投資者

¹³ 金融庁(2014)「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を参照

¹⁴ 「情報伝達・取引推奨行為」とは、上場会社等の重要事実を職務等に関し知った会社関係者が、「他人」に対し、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させ、又は他人の損失を回避させる目的」（目的要件）をもって情報伝達・取引推奨を行うこと

¹⁵ 金融庁(2014)「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」より引用

保護を目的として、株式の 5%超を保有する大株主に、大量保有報告書の提出を義務付け、保有割合・保有目的・保有する株券等の内訳・取得資金の内容などの開示を求める制度である¹⁶。そもそも大量保有報告制度が求めるのは情報

- 5 め必要な情報開示を行えば、集団エンゲージメントで踏み込んだ議論をおこなっても大量保有報告制度上の問題はない¹⁷。しかし、どの段階に達した時に共同保有の合意又は重要提案行為と見なされ、大量保有報告書の提出が要求されるのかが明確ではないため、先ほど述べたようなインサイダー取引に関する問題と同様に、自分の意に反して提出義務が生じる段階に踏み込まないよう、参加
- 10 者 1 人 1 人をコントロールすることが難しく、また提出義務が生じた場合に参加者が報告書を提出することを周知徹底しなければならないという問題がある。

したがってこれらの法的論点に十分に配慮した上で、集団エンゲージメントを行う必要があるため、行き詰っているのが現状である。

- 15 法的論点に関する課題に加えて集団エンゲージメントの構造上の問題も存在する。集団エンゲージメントは、一企業対多数の機関投資家という構成であるため、企業側は圧力を感じやすく、規制に関して過剰に反応するなどの問題が生じやすいことを考慮して、企業と機関投資家の対話における第 3 者的視点、企業と機関投資家間の情報管理の観点から集団的エンゲージメントを遂行す
- 20 る事務局の設置も必要となる¹⁸。このような課題やそれにかかるコストも考慮しつつ、エンゲージメントにおける選択肢の 1 つとして集団エンゲージメントの実施を検討することが望まれる。

- これらを踏まえて、日本における集団エンゲージメントの一例として、「一般社団法人機関投資家対話フォーラム」が存在する。このフォーラムは、機関投
- 25 資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家が協働で行う

¹⁶ 大和総研（2008）「～制度調査部情報～大量保有報告書の Q & A」を参照

¹⁷ 大和総研（2017）「改定日本版スチュワードシップ・コード 集団的エンゲージメントを巡る論点」を参照

¹⁸ 大和総研（2017）「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集団的エンゲージメントを巡る論点」を参照

- 企業との建設的な「目的を持った対話」（協働エンゲージメント）を支援する目的で、機関投資家協働対話プログラムの主催や支援を主な事業として、2017 年 10 月設立された¹⁹。機関投資家協働対話プログラムとは、フォーラムが事務局を務め、参加した機関投資家間で投資先企業の課題を議論し、建設的な対話に
- 5 資する共通のアジェンダ(対話の議題)を設定する。そして、アジェンダ毎にフォーラム事務局が対象となる企業の協働対話を主宰し、ミーティングを司会・進行及び議論の整理をしながら、企業と機関投資家間の建設的な対話を支援するプログラムである。このプログラムの目的は、短期的な株主利益の追求ではなく、参加機関投資家の顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大に結び
- 10 付くように、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することである。また企業の事業活動の重大な変更を要求するなど、投資先企業の経営の細部に介入することを意図するものではなく、企業が抱える課題に関して、機関投資家と企業間の認識の共有を図ることを通じて、企業の主体的な経営方針に基づく経営を支援するためのものであり、先ほど述べた、大量保有報告制度における
- 15 重要提案行為及び共同保有の合意が前提として禁止されているため、投資家の考えを一方的に押し付けるのではなく、企業と投資家の双方の利益に適う対話が可能とされる。

- しかし現在参加している機関投資家は、企業年金連合会、三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱 UFJ 信託銀行、りそな銀行のように、規模が大きく、パッシブ運用を行う超長期投資家に
- 20 限られた 5 社のみと、普及率は依然として低いのが現状である。

¹⁹ 一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム(2018)「協働対話アジェンダ『ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題（マテリアリティ）の特定化と開示』のご紹介」を参照

第2節 議決権行使

第1項 スチュワードシップ・コードにおける議決権行使

- SSCにあるように、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客・
- 5 受益者の中長期的なリターンの拡大を図るスチュワードシップ責任を全うするには企業との「目的を持った対話」は不可欠である。その中でも議決権の行使はスチュワードシップ責任において重要な要素であり、機関投資家は議決権行使の際に単に形式的な判断基準のみならず、投資先企業の状況や対話内容を踏まえて総合的な判断が求められる。また議決権行使は会社法上共益権²⁰に分類され、自らの行動が他の株主にも影響を与えることから行使をするにあたり社会的責任を伴う²¹。また顧客・受益者の利益を第一に行動する機関投資家は、議決権行使の際に所属企業グループと顧客・受益者の間で発生するグループ全体の利益追求の議案と株主を最優先に考えた議案などの避けられない利益相反のリスクに適切に対処する必要がある。
- 10

15

第2項 議決権行使の動向

- 近年 GPIFをはじめスチュワードシップ・コードの受入れを表明している機関投資家は増加しており、2019年9月30日時点で269もの機関投資家が受入れを表明しており受入れの増加に伴い日本において中長期的な投資リターンの
- 20 の拡大を目的としたパッシブ運用の割合も増加傾向にある²²。投資先企業の株式を売却する選択肢が限られるパッシブ運用は中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権

²⁰ 「共益権」とは、会社経営への参画を目的とする、権利のことで、議決権行使などが挙げられる

²¹ 株式会社ICJ（2017）「議決権行使白書 - ガバナンス改革のさらなる進展に向けた『議決権行使の実質化』の現状と課題」を参照

²² 金融庁（2019）「『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～の受け入れを表明した機関投資家のリスト」を参照

に取り組むべきである。日本の機関投資家の議決権行使比率は78～90%と高水準であるが、電子行使率が欧米と比較して低水準であるなど行使環境の改善は必要である²³。

- 機関投資家の議決権行使環境を改善するために企業側からの取り組みも始
- 5 まっており、株主総会の招集通知の早期発送や議決権電子行使プラットフォームへの加入、招集通知の発送前ウェブサイト掲載、株主総会期日の分散などが挙げられる。具体的な取り組みとして、2005年からサービスを開始した議決権電子行使プラットフォームの拡充がある。このプラットフォームに企業が加入することで、招集通知の発行時から議案を検討することが可能となり、検討期
- 10 間を拡大することができる。企業はこのプラットフォームに加入している企業は2019年10月現在で1018社であり、企業の機関投資家への議決権行使環境の改善に力を入れていることがわかる²⁴。その他にも株主総会の分散化が挙げられ、株主総会の集中率は1995年の3月期における96.2%をピークに減少傾向にあり、2019年の最集中日の比率は32.0%と改善傾向にある²⁵。
- 15 また機関投資家も議決権行使結果を個別の投資先企業及び当該企業の議案ごとに公表をすることで、投資先企業の持続的成長を念頭に置いたスチュワードシップ活動における利益相反の適切な対処の説明や議決権行使の透明性を示すことができる。2019年9月時点で116社の機関投資家が議決権行使の個別開示を行っているが、その一方で議案ごとの個別開示が他の投資家の株式売買の
- 20 材料となることへの懸念から議決権行使結果の開示を見送る方針の機関投資家も一定数存在し、個別開示にあたって各機関投資家の対応が二分している²⁶。

²³ 経済産業省（2018）「第9回 株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究室」事務局提出資料」を参照

²⁴ 日本取引所グループ（2019年10月1日更新）「議決権電子行使プラットフォームへの参加上場会社一覧」（2019年10月1日更新）を参照

²⁵ 日本取引所グループ（2019）「3月期決算会社株主総会情報」を参照

²⁶ 月間資本市場 2017.12（No. 388）（2017）「議決権行使の個別開示データ分析〔前編〕」を参照

また同時点で議決権行使の理由開示は 40 社にとどまっており、外部に対する議決権行使における透明性は未だ改善の余地が残る²⁷。

SSC の受入れに伴い、中長期的なリターンの拡大を目指して各機関投資家が議決権行使への対応を改善しているなか、SSC 自体もまた改善され続けている。

- 5 2020 年を目処に改定が予定される SSC に関する意見書案が 2019 年の 4 月に公表され、テーマの 1 つに議決権行使のあり方が挙げられた²⁸。内容としては議決権行使の結果だけでなく、判断の理由についても説明を促すことを明記するというものだった。そのため機関投資家は今後自身の議決権行使に合理性を持たせた説明を開示する準備を急がれる。

10

第 3 項 議決権行使助言会社

国内機関投資家のパッシブ運用比率が高まる現状において、TOPIX や日経平均をはじめとした特定の指標のもとに幅広い銘柄の株式を保有しており、各企業とエンゲージメントを行うことを考えると多忙を極める。株主総会期日の分散が進む現状でも最も多くの企業が株主総会を開催する 6 月末の 3 日間の上場企業の合計が 67.13%²⁹と依然として集中しており、議決権行使における投資先企業の個別議案への検討期間は十分に確保することが困難であることが予想できる³⁰。また書面で議決権を行使する場合は、管理信託銀行などの名簿株主とアセットマネージャーなどの実質株主が異なる場合は招集通知の受け取りが遅れ議案検討期間が十分に確保できない。このような現状の中で機関投資家のみで全投資先企業の株主総会の議案に対して精査を行い合理的な議決権行使

20

²⁷ 金融庁（2019）『『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～』の受け入れを表明した機関投資家のリスト」を参照

²⁸ 日本経済新聞（2019 年 4 月 10 日）「議決権行使、理由開示を 20 年に投資家指針改訂 金融庁」を参照

²⁹ 日本取引所グループ（2019）「定時総会調査結果 2019 年 3 月期決算会社」を参照

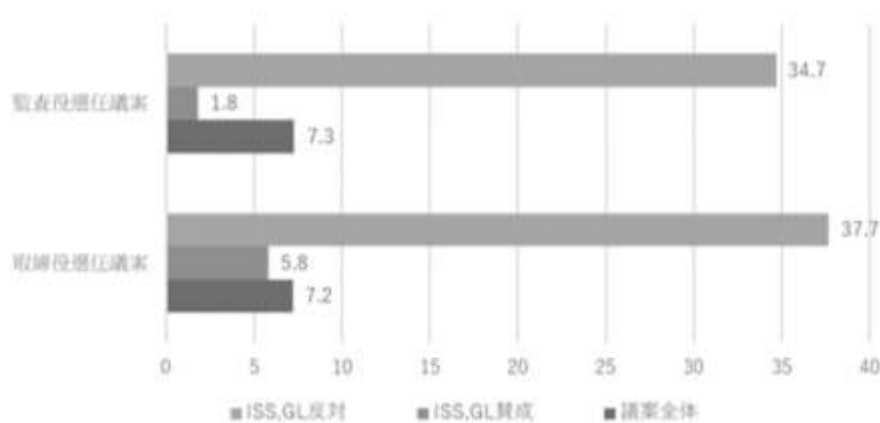
³⁰ 日本経済新聞（2019 年 4 月 10 日）「議決権行使、理由開示を 20 年に投資家指針改訂 金融庁」を参照

結果を公表するのは実質的に不可能であるため、多くの機関投資家は議決権行使助言会社に議決権行使における助言をうける状況下にある。

議決権行使助言会社(以下助言会社)は機関投資家が議決権を行使するうえで、財務、法律、会計の面から株主総会の議案を分析し、賛否推奨レポートを機関投資家に提出する業務形態をとっている。機関投資家の議決権行使が重要視される中で助言会社の影響力は大きく、SSC にのっとりた行動をする機関投資家の議決権行使に関して助言をするにあたり、助言会社もコードの対象となりえる。実際グラス・ルイスや ISS(Institutional Shareholder Services)は毎年議決権行使助言方針の見直しを行っており、ガバナンス体制の構築を促す議案を通して、株主の意見を反映させるべきとしている。【図表 7】は議決権行使助言会社の賛否推奨を行った場合の機関投資家の反対率を示しており、助言レポートと異なる議決権行使を行った機関投資家は非常に少なく、機関投資家のみで個別議案の精査が出来ていない状況において議決権行使を行う上で機関投資家の多く助言会社の推奨レポートを参考にしていることがわかる。

15

【図表 7】 議決権行使助言会社の反対推奨と国内機関投資家の反対率



出典)東京株式懇話会(2018)「議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使の状況について」より筆者作成

20

多大な影響力を持つ議決権行使助言会社だが、問題点も存在する。1 つ目の問題点は助言会社の推奨レポートの不正確さが疑われる点である。議決権行使

- 助言方針はあくまで基本的な枠組みの設定にとどまっており、各企業の経営環境などを考慮しているかどうか不透明である。助言方針のみで議案を分析した際に中長期的なリターンを減少させてしまうリスクも生じる。加えて株主総会期日の集中が依然として存在しているなかで、機関投資家から依頼された膨大な数の個別議案の全てを限られた期間で株主価値の向上の観点から各企業の経営環境も含め総合的に個別判断していると考えerのには疑問が生じる。そのため助言会社の推奨レポートに影響をうけた機関投資家の議決権行使判断がスチュワードシップ責任を果たせるかどうか疑わしくなる。2 つ目は助言会社が引き起こす利益相反の可能性である。ISS とグラス・ルイスの 2 社で市場をほぼ独占しており寡占市場において互いに競争意識が芽生えず、適切な助言レポートを作成するインセンティブが働かない可能性も考えられる。また議決権行使助言の業務以外に上場企業に対してコンサルティング業務を行っている助言会社も存在する。そのためコンサルティングを受けた企業のガバナンス構成は助言会社の方針に沿った形となり企業の最適なガバナンス構成ではない可能性が生じる。その結果助言会社のレポートが、機関投資家の顧客・受益者に対する中長期的なリターンの拡大に直結しないリスクが生じ利益相反が起こり得る。3 つ目の問題点として、国内の助言会社に対する規制に向けた動きが少ないことが挙げられる。米国の規制に向けた具体的な動きとして 2017 年に下院で可決された Financial CHOICE Act 482 条が挙げられる³¹。内容としては議決権行使助言について登録制を採用した上で、提供サービスの信頼性確保のための規律（体制整備義務等）が設けられている。欧州では 2017 年 5 月に改正された EU の株主権指令で議決権行使助言会社に関する規律が設けられた³²。この中には調査助言の準備に関する重要な情報及び準備に影響を与えうる利益相反やビジネス上の関係の開示の義務付け、機関投資家の助言会社の選択性を考慮して過去の実績に関する情報を最低 3 年間利用可能とする規則が設けら
- 5
- 10
- 15
- 20
- 25

³¹ Glass Lewis(2019)「2019 PROXY PAPER GUIDELINES 日本語版」を参照

³² 月間資本市場(No. 392)(2018. 4)「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」を参照

れている。国外の規制や規律にむけた動きが活発化する中、助言会社の業務の適正さが法的な観点から指摘され、今後国内でも助言会社に対する法規制の動きが活発化する可能性は十分にある。

第3章 企業の現状・課題

第1節 取締役会

5

第1項 コーポレートガバナンス・コードにおける取締役会

2015年にCGCが施行され、企業の中長期的な企業価値の向上と持続的な成長に資するための取締役会の役割が明記された。CGCの基本原則4において取締役会の責務とは、「上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、(1)企業戦略等の大きな方向性を示すこと(2)経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと(3)独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及び執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである³³」
10
15 と述べられている。

つまり取締役会の中長期的な企業価値向上において、企業の中で中心的な役割を担っている。そのため取締役会に属する経営陣が適切な役割を果たすことが出来るような仕組み作りが重要となる。

20 第2項 取締役会における実効性

前項で述べたCGCにおける取締役会が果たすべき責務に実効性があるのか取締役会の現状について述べていく。我々が考える取締役会の実効性とは、経営の重要な意思決定と監督という2つの機能を取締役会が果たすことである。【図表8】は取締役会での議論が不足している分野についてのアンケートであり、
25 上位に「社長・CEOの後継者計画・監督」、「中長期経営戦略」、「株主との対話」そして「新事業の創出」が挙げられる。

³³ 株式会社東京証券取引所（2018）「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」より引用

【図表 8】取締役会での議論が不足している分野



- 5 出典) 経済産業省 CGS 研究会(第2期)(2018. 2. 22)『『CGS ガイドラインのフォローアップについて』第3回事務局資料』より筆者作成

つまりこれらの議論が不足しているということは、企業が中長期的な視点での見通しが明確化しているとは言い難く、適切なリスクテイクが出来ていないことが分かる。よって、CGC で求められる取締役会の責務が果たされていないため、実効性が低いと考える。

10

第3項 社外取締役の有効性

先ほど述べたように取締役会の実効性とは、経営の重要な意思決定と経営の監督という2つの機能を取締役会が果たすことである。意思決定機能とは、日本の企業が不祥事の防止や将来的な経営不振などのリスクの回避・抑制に重点を置いた従来のローリスク・ローリターンの経営から脱却し、稼ぐ力の向上のために取締役会による適切なリスクテイクを行うことである。次に監督機能とは、取締役会において、客観的な立場から業務執行者である経営陣に対する監督を行うことである。そのような監督機能を担う役割としては、監査役や社外取締役が挙げられる。監査役は取締役会の業務や、会計上について監督を行い、主に企業の抱えるリスクを低下させる「守りのガバナンス」の面で有効である。一方、社外取締役は実際に取締役会の中に入り、経営戦略・計画などの意思決

15

20

定に深く関わることによって、企業における意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果断な意思決定を促す「攻めのガバナンス」に対して有効である。

- 「守りのガバナンス」とは、企業の現状を維持するためのガバナンスであり、
- 5 日本経済の発展には繋がらない。だからこそ、中長期的な企業価値向上と持続的成長に向けて「攻めのガバナンス」が必要であると考え、CGC でも述べられている独立社外取締役を取り上げる。CGC の原則 4-7 では独立社外取締役について【図表 9】のように言及されている。

10 【図表 9】 CGC における独立社外取締役の役割・責務

【原則 4-7 独立社外取締役の役割・責務】 上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待できることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。 (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

出典) 株式会社東京証券取引所(2018. 6. 1)「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～」
より筆者作成

15

このように、経営の方針や経営改善について自らの知見に基づき、企業の持続的成長を促し中長期的な企業価値の向上を図ることから、独立社外取締役は取締役会において非常に重要な存在であることが分かる。

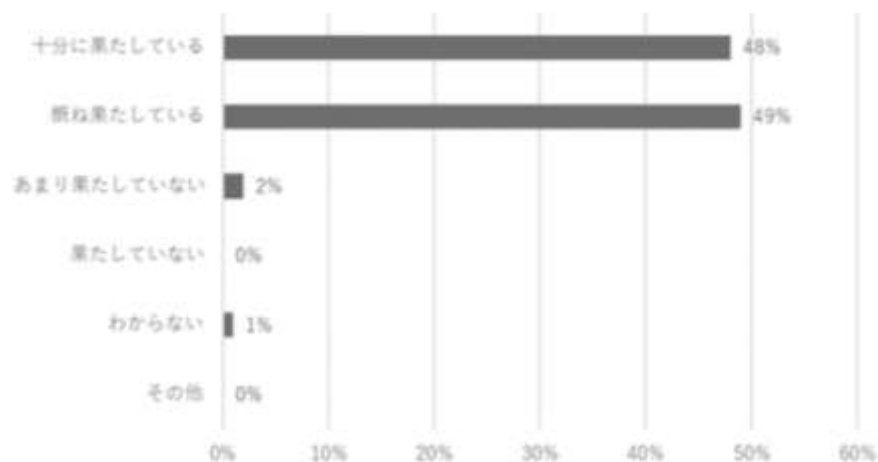
- 現在の日本の東証 1 部・2 部の上場企業における独立社外取締役の導入率
- 20 を見ると、東証 1 部では 99. 7%、2 部では 96. 7%であった。また全上場企業にお

いても 94.8%と極めて高い割合で導入されている³⁴。

次に社外取締役の現状として、期待されている役割である監督機能を果たせているか見ていく。【図表 10】の社外取締役は期待する役割を果たせているか

5 社外取締役の実効性が高いと判断できる。

【図表 10】 社外取締役は期待する役割を果たせているか



出典) PWC(2018)「コーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果 2018

10 年版」より筆者作成

第4項 取締役会実効性評価

第2項で述べたようにCGCで求められる取締役会の責務を果たせていないという現状に対して、実効性を高めるために必要となるのは、取締役会実効

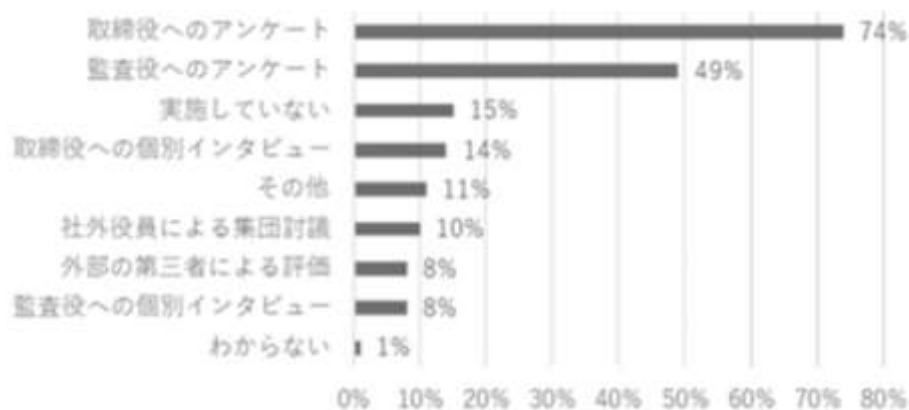
15 性評価の質の向上である。改訂版CGCの補充原則4-11③において、「取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件」として、「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである。」と追加された。このことから実効性の評価は企業が今後取り組んで行くべきであると判断でき

³⁴ 株式会社東京証券取引所(2019)「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」を参照

る。しかし CGC が企業に対して求めるのは取締役会評価の結果の開示に留まっているため、コンプライすることが目的になりかねず、形式的な開示に繋がるのが懸念される。【図表 11】は取締役会の実効性評価の手法を調査したものである。

5

【図表 11】 取締役会の実効性評価の手法



出典) 経済産業省 CGS 研究会(第 2 期)(2018. 2. 22)『『CGS ガイドラインのフォローアップについて』第 3 回事務局資料』より筆者作成

10

【図表 11】より、取締役会評価の手法としてアンケート評価が 7 割を超えている。アンケート評価は企業側の負担が少なく、簡易に実施できるというメリットがあるが、回答が表面的な内容に留まり、企業の課題が明確化できないというデメリットがある。

15 そもそも取締役会評価の目的は、評価を通じて課題を発見することである。しかしアンケート等を用いた取締役会評価は、評価を行うこと自体が目的となっており、課題の発見ができていないのが現状である。ここでの課題とは、中長期的な企業価値向上に向けた取締役会の将来像を見たときに現在の取締役会に不足している部分を指す。つまり、今まで行ってきたことを振り返り過去から発見される課題のことではない。取締役会評価を行うことで、このような中長期的な企業価値向上という将来像に対しての現状の取締役会の課題を発見し、その課題を踏まえて改善を図る。その結果をもう一度中長期的な企業価値向上のための将来像と照らし合わせて新しい課題を発見

していく。この一連の流れを「取締役会評価における PDCA サイクル」と呼ぶ。これを行うことで中長期的な企業価値向上に繋がると考える。

また実際に、CGC と SSC の両コードのフォローアップ会議の議論からも、

- 「PDCA を廻して結果を開示するという意味で、取締役評価というのは大変意味がある。取締役が当事者として、自分たちが選択した機関設計が形式ではなく実質的にどういうふうに機能したかということ、1 年に一度振り返って、それを外部に発信するというのは、株主との対話にも大変寄与すると考える。機関投資家が企業を理解し、取締役会の機能をもう一度考えるための情報としても、取締役会評価を意味のあるものとして考える必要がある³⁵」と
- 10 いった意見出ており、取締役会評価における PDCA サイクルは重要であるが、現状として不十分であるということが伺える。

- また、2013 年及び 2018 のコーポレートガバナンスに関する英国議会兆党派グループによる調査によると、「企業は、(評価の開示においては) 投資家がほとんど信じない無意味で中身のない表現ではなく、評価の結果に対するよく考えられたフィードバックを示してほしい。」「投資家は評価の結果わかったことや改善すべきであるとされた分野についてのより良い一貫した開示を求めている。」などといった意見も出ており、海外投資家の目線からみても、企業側の結果の開示に不満を感じている。そしてこれが現在の企業の課題である。
- 15

20 第 2 節 情報開示

- 企業が中長期的な企業価値向上・持続的な成長を実現するために、投資家からの資金調達、また機関投資家との企業価値向上のためのエンゲージメントは必要不可欠である。企業の適切で充実した情報開示は、エンゲージメントを効率的に進めることや、投資家からの正しい企業価値の評価につながる。本節では、企業の情報開示の種類について整理し、現在において非財務情報の重要性が高まっている理由を説明し、情報開示のフレームワークやスタンダード、ガ
- 25

³⁵ 金融庁(2015)「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第2回)議事録」より引用

イダンスについて言及する。さらに、日本企業の情報開示の現状と課題を述べる。

第1項 企業の情報開示

- 5 日本企業の情報開示は非常に充実している。その理由として、諸外国よりも法定開示が多いことが挙げられる。【図表 12】で示しているように、法定開示は金融証券取引法に基づくものと会社法に基づくものがあり、どちらも情報開示の媒体は非常に豊富である。法定開示以外にも、適時開示・任意開示がある。
- 10 適時開示は、投資判断に重要な影響を及ぼす業務・運営・業績に関する情報をタイムリーに投資家に伝達するための情報開示である。任意開示は法令や規則によって開示が要請されていない情報開示の類型で、開示の仕方は企業の自由である。任意開示の例としては、IR 活動やアニュアルレポート、CSR 報告書、統合報告書が挙げられる。

- 15 【図表 12】日本企業の情報開示

開示の種類	準拠する法律等	内容
法定開示	金融証券取引法	有価証券報告書、四半期報告書、有価証券届出書、目論見書など
	会社法	決算公告、株主総会に関連する情報（招集通知、事業報告、計算書類）
適時開示	証券取引所規則	決算短信、コーポレートガバナンス報告書
任意開示	なし	アナリスト説明会、一般向けの広報活動など

出典）江川雅子（2018）「現代コーポレートガバナンス」より筆者作成

第2項 非財務情報の開示

- 20 情報開示の中で特に非財務情報の開示が重要視されるようになった背景には、無形資産³⁶（特許、経営者の資質、ブランド価値、人的資本）の企業価値に

³⁶ 「無形資産」とは、過去の事象の結果として企業が支配し、かつ、将来の経済的便益が企業へ流入することが期待される資源

占める割合が大きくなり³⁷、財務情報のみでは企業価値を正しく評価できないという考え方が普及したことが挙げられる。つまり非財務情報が企業価値や持続成長を測る上で必要とされている。非財務情報の内容としては、従来の企業の社会的責任を果たす活動である CSR 活動の情報への関心に続いて、2015 年に GPIF が PRI に署名したことを機に現在では企業の ESG 活動や企業価値向上に向けて中長期的な視点での価値創造に関する情報への関心が高まっている³⁸。諸外国でも非財務情報は重要視されており、英国・EU などでは上場企業の非財務情報開示が義務付けられている。またオランダの Global Reporting Initiative (以下 GRI)・International Integrated Reporting Council (以下 IIRC)・米国のサステナビリティ会計基準審議会 (以下 SASB) はそれぞれ非財務情報の開示について具体的な開示項目・指標を設けるスタンダードや概念や考え方を提示するフレームワークを公開している。日本の上場企業はこれらの情報開示の基準にならって非財務情報を開示しており、CSR 報告書・サステナビリティ報告書・環境報告書・コーポレートガバナンス報告書・統合報告書・アニュアルレポートなど複数の非財務情報に関する報告書が存在する。

第 3 項 非財務情報の基準等の説明と現状

非財務情報を開示する際の基準は複数あり、企業が自社に適したものを選択し、それに基づいて開示する³⁹。ここでは、諸外国の基準である GRI によって発表された「GRI スタンダード」・IIRC によって発表された「国際統合報告フレームワーク (以下 FW)」・SASB が公表した「SASB スタンダード」をそれぞれ説明し、現状について述べる。また、日本でも経済産業省が公表した「価値協創ガイド」について説明する。

³⁷ 経済産業省 (2017) 「伊藤レポート 2.0『持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会報告書』」を参照

³⁸ 大和総研調査季報 2018 年夏季号 (Vol. 31) (2018) 「胎動する非財務情報開示」を参照

³⁹ ニッセイアセットマネジメント株式会社 (2019) 「『GPIF 委託調査研究 ESG に関する情報開示についての調査研究 報告書《概要》』」を参照

はじめに、「GRI スタンダード」は、開示情報は ESG に関する情報全般である。細則主義に基づいて、E・S・G の各項目について開示項目や指標が設定されているが、企業に対してその全ての項目・指標の開示を求めているのではなく、各企業が重要と判断したものについて開示を求めている。「GRI スタンダード」

5 に沿って公開される報告書には、CSR 報告書やサステナビリティ報告書があり、このスタンダードに準拠して報告書を発行している企業数は 2015 年で 274 社である。諸外国と比較すると少ない。これに基づいて公開される報告書はマルチステークホルダーに向けての報告書であるため、地域や社会のための持続可能性や CSR を重要視している。

- 10 次に、「FW」の開示情報は、企業の財務情報と非財務情報を結び付け長期にわたる価値創造プロセスを報告する統合報告書という新しい形態での情報開示であり、ステークホルダーの中で主に投資家に向けての情報開示である。原則主義で、具体的な開示項目・指標の設定がなく企業が開示する内容を独自で決めるため企業特有の報告書になる。現在、日本企業で統合報告書を発行している
- 15 企業数は年々増加しており、400 社を超える。これは、統合報告書を制度化し義務付けている南アフリカに次ぐ数であり、日本企業における統合報告書の発行が進んでいることが分かる。

- 次に、「SASB スタンダード」の開示情報は細則主義に基づいて、77 の産業別に具体的な開示項目・指標を決める。ただし、どの項目・指標がマテリアルな
- 20 のかを判断するのは企業としている。このスタンダードは約 6 年にも及ぶ開発を経て 2018 年に公表され、新しいスタンダードとして世界的にも注目されている。SASB スタンダードに沿って情報開示している日本企業は数社である。SASB スタンダードの発行が進んでいない理由として、産業別に分かれた開示項目や指標の中から企業がマテリアルだと考えるものを特定しなければならず、
- 25 情報開示がまだ間に合っていないことが想定される。

次に、「価値協創ガイダンス」は経済産業省が 2017 年に公表した、企業のみでなく投資家にも向けられたガイダンスである⁴⁰。このガイダンスは、企業と投

⁴⁰ 経済産業省（2017）「価値協創のための統合的開示対話ガイダンス - ESG・非財務情報と無形資産投資 - 」を参照

- 資家が情報開示や対話を通じてお互いの理解を含め、持続的な価値協創に向けた行動を促すことを目的とされている。つまり企業経営者が自らの経営理念やビジネスモデル、戦略、ガバナンス等を統合的に投資家に伝えるためのガイダンスでもあり、投資家が中長期的な観点から企業を正しく評価し投資判断することやスチュワードシップ活動をするに役立つガイダンスでもある。このガイダンスに基づいて報告書を作成した場合はロゴマークを使用しなければならず、情報利用者はガイダンスを用いた対話や企業評価、投資判断を行いやすくなっている。現在、このガイダンスを利用して情報開示している企業は 99 社であり⁴¹、その半数以上が統合報告書を利用している。

10

第4項 統合報告書の課題

- 統合報告書⁴²は数ある報告書の中で、唯一財務情報と非財務情報が統合された報告書である。これは機関投資家を含む投資家にとって長期志向での投資判断に必要となる将来を見据えた現在の正しい企業価値の評価に有効であると考えられる。そのため統合報告書の課題を解決することは、企業や機関投資家が効率的で質の高いエンゲージメントを行うために必要である。

近年、統合報告書は企業の非財務情報開示媒体として普及しつつあるが発行企業数は 400 社と未だ少なく、発行している企業にも課題が残る。そこでこの現状に対する統合報告書の課題を述べていく。

- 20 統合報告書は企業が統合思考によって長期的な価値創造プロセスを作成し統合報告することを目的として開示される。我々は「統合思考」を財務・非財務の複数の資本（財務資本、製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本）を活用して価値創造に結び付ける思考と定義する。そして「統合報告」を統合思考による長期的な価値創造に関するコミュニケーションプロセスと定義する。また「価値創造」を財務・非財務の複数の資本が企業の事業活動に投下されることで資本が増加し、それらがまた価値創造プロセスにインプットされることと定義する。

⁴¹ 経済産業省（2019）「ロゴマーク使用企業・開示資料一覧」を参照

⁴² IIRC（2014）「国際統合報告フレームワーク日本語版」を参照

投資家は統合報告書を見ることで、長期的に企業価値を向上させる力があり、持続的に成長し続けることが可能な企業を判断できる。さらに、統合報告書は機関投資家と企業のエンゲージメントの有力な材料となることが期待される。しかし、現在統合報告書を発行している企業は増加しているものの企業によって質のばらつきがある。GPIF や World Intellectual Capital/Assets Initiative（以下 WICI）の日本組織である WICI ジャパンが選定する統合報告書の優良企業に選ばれる企業もあれば、統合報告書という名称で発行しているだけでメインである価値創造プロセスを掲載していない企業も存在する。KPMG の「日本企業の統合報告書に関する調査 2018」では、価値創造プロセスを記載している企業は発行している企業の 66%である⁴³。統合報告書が価値創造プロセスを用いて投資家が正しく企業価値を評価する役割を持つことを考えると、この数字は低いと言える。

さらに、統合報告書は価値創造プロセスに加えてその進捗状況を検証し、現状や成果を伝え、今後の目標値や見通しを記載するために主要指標（KPI）を特定し、提示することが求められる。この行為は企業と投資家にとって非常に重要であるのにも関わらず、各 KPI の実績に加え、今後の見通しや目標値を記載する企業は 6%にとどまる。KPI を特定しているだけでは企業価値は向上しない。我々は企業が KPI の特定だけでなく目標設定や管理を行うことで企業価値向上や持続的成長につながると考える。

20

⁴³ KPMG (2018) 「日本企業の統合報告書に関する調査 2018」を参照

第4章 機関投資家と企業からみた ESG

ESG 投資の規模は世界全体でも着々と拡大している。ESG 投資とは、企業の環境 (E)・社会 (S)・ガバナンス (G) への対応を投資プロセスにおいて考慮する投資方法である。GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (以下 GSIA) が
5 2018 年に公表した報告書によると、2017 年末時点の世界全体の ESG 投資残高は 31 兆ドルであった。2015 年末に公表された前回の報告書の 23 兆ドルから 34%増加し、全地域で増加が確認できた⁴⁴。

本章では市場を拡大する ESG について、機関投資家と企業の両側面から述べていく。第1項で機関投資家の ESG 投資、第2項で企業の ESG 活動について触
10 れ、第3項で ESG と企業価値のつながりについて言及する。

第1節 機関投資家の ESG 投資

第1項 ESG 投資の台頭

運用額世界最大の機関投資家である GPIF が 2015 年 9 月に PRI に署名したことを機に、ESG 投資の動きが活発になった。PRI とは、解決すべき課題を ESG に
15 整理し、ESG に配慮した責任投資を行うことを宣言したものである⁴⁵。PRI に署名するということは、投資意思決定プロセスに ESG 問題を組み込むということである。ユニバーサル・オーナー⁴⁶である GPIF が ESG を投資意思決定プロセスに組み入れることを公表したことで、GPIF 以外のアセットマネージャーを含む
20 機関投資家も PRI に署名し ESG 投資の増加に拍車をかけることとなった。

ESG 投資は、企業に対してガバナンスの改善に加え、環境・社会問題などの負の外部性の最小化を求めることで投資家への長期的なリターンを確保できる。GPIF が PRI に署名し ESG 投資を拡大した理由は、GPIF が現世代のみならず次世代の被保険者に必要な積立金を残すことを目的とした 100 年間を考慮す
25 る超長期投資家であるため、最小リスクで安定した収益を獲得する必要がある

⁴⁴大和総研(2019)「世界全体の ESG 投資残高は 31 兆ドルに」を参照

⁴⁵大和総研(2012)「責任投資原則 (PRI)」を参照

⁴⁶「ユニバーサル・オーナー」とは、GPIF のように投資総額が大きく、市場全体に幅広く分散して運用する投資家

からである。GPIF の目的と ESG 投資は通ずるものがあり、ESG 投資は GPIF が受託者責任を果たせる投資手法である⁴⁷。

第 2 項 ESG 投資拡大への働きかけ

- 5 GPIF 以外の機関投資家が ESG 投資をする契機になったのは、GPIF が PRI に署名したことで GPIF 含むアセットオーナーや国連がアセットマネージャーに対して働きかけたからだ。その働きかけを 3 つ挙げていく。

- 1 つ目の働きかけとして、2016 年 1 月 PRI に署名したアセットオーナーの経営陣をメンバーとする「アセットオーナー・アドバイザーコミッティー」が
10 発足した。これはアセットオーナーに対してアセットマネージャーの選択方法や ESG 要素を投資戦略に組み入れること、アセットマネージャーがパッシブ運用・アクティブ運用をする際に ESG 要素を組み込むことをミッションとした⁴⁸。

- 2 つ目の働きかけとして、2016 年 9 月にガイドライン『A Practical Guide To ESG Integration For Equity Investing』を公表した。これは、アセット
15 オーナーがアセットマネージャーに対して、ESG 関連の投資の取組みについて、デューデリジェンス上で確認すべき質問項目を公表したものだ。具体的な項目としては、ESG 関連の規約・ポリシーは何か、どのようにして ESG 関連リスクを特定し、どのように ESG 要素を価値創造に結び付けているかなどがある⁴⁹。

- 3 つ目の働きかけとして、2017 年 6 月に GPIF が制定した『スチュワード
20 シップ活動原則』がある。この原則の 4 つ目の「(4) 投資における ESG の考慮」において、アセットマネージャーに対して投資分野・投資対象における重要性・企業の実情等を踏まえて ESG 課題に取り組むこと、重大な ESG 課題について積極的にエンゲージメントを行うこと、PRI への署名を行うことを定めた。アセットマネージャーにとってそれらを実施することが適切でない場合は、その
25 「実施しない理由」の説明が求められる⁵⁰。以上の働きかけによって機関投資家

⁴⁷ GPIF(2018)「ESG 活動報告」を参照

⁴⁸ 経済産業省(2016)「事務局資料 資料 6」を参照

⁴⁹ 経済産業省(2016)「事務局資料 資料 4」を参照

⁵⁰ GPIF(2017. 6. 1)「スチュワードシップ活動原則」を参照

に ESG 投資が浸透していった。

第3項 ESG 投資の現状

- 5 PRI 署名機関が増え、勢いが増している ESG 投資は収益性も見込まれるというデータがある。【図表 13】は GPIF が選定した 3 つの ESG 指数に基づいてパッシブ運用したときと、ESG 指数でない指数を用いてパッシブ運用したときのリターンとリスクを示している。どの指数においても、リターンは親指数を上回り、リスクは親指数より低いことから、ESG 投資を行うことでリスク調整後のリターンが上昇する。

10

【図表 13】 ESG 指数に基づいた ESG 投資のリターンとリスク

指数名	リターン			リスク		
	当該指数 (A)	親指数 (B)	差 (A)-(B)	当該指数 (C)	親指数 (D)	差 (C)-(D)
①FTSE Blossom Japan Index	14.69%	14.26%	0.42%	18.01%	18.14%	-0.13%
②MSCIジャパンESG セレクト・リーダーズ指数	14.90%	13.80%	1.10%	17.77%	18.16%	-0.39%
③MCSI日本株女性活躍指数	14.95%	13.80%	1.15%	16.97%	18.16%	-1.19%
④ESGポートフォリオ全体※	14.83%	14.43%	0.39%	17.64%	17.78%	-0.16%

(注1) リターン、リスクは過去5年間(2012/4-2017/3)の年率。

親指数は①については FTSE Japan 指数、②③については MCSI ジャパン IMI500 指数

15

(注2) ※ESG ポートフォリオ全体については、①②③に仮に2対2対1の割合〈統合型各「2」、テーマ型「1」〉で配分した場合の試算。

ESG ポートフォリオ全体のリターン・リスクの親指数はどちらも TOPX とする。

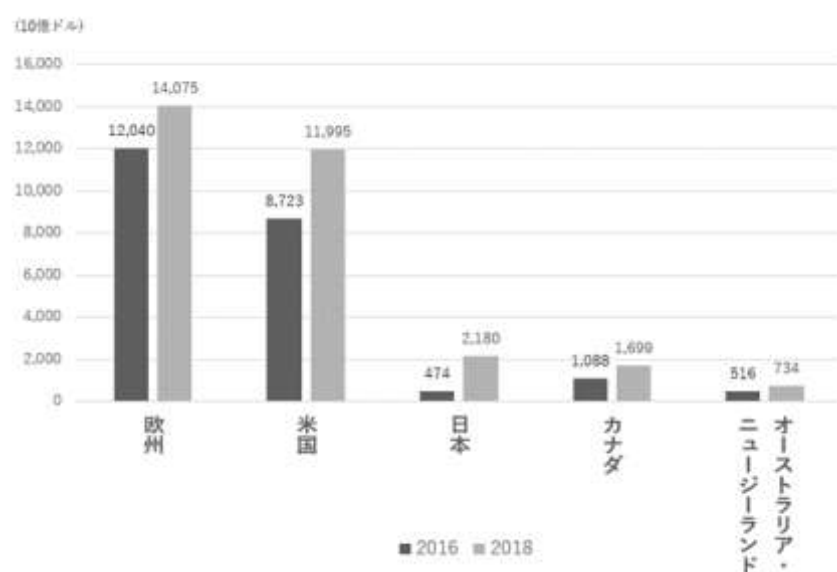
- 20 出典) 年金積立金管理運用独立行政法人(2017.7.3)「ESG 指数選定結果について」より筆者作成

ESG 投資を行うことは最終受益者のために中長期的なリスク調整後のリターンの拡大を図るための基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するもの

である⁵¹。つまり、ESG 投資はスチュワードシップ責任を果たすために必要不可欠な投資手段であるといえる。

【図表 14】は 5 つの地域において 2016 年と 2018 年の ESG 投資残高を表したものである。これより、全地域で ESG 投資残高が拡大していることが読み取れる。

【図表 14】 地域別の ESG 投資残高



(注)2016 年の資産はすべて 2015 年末の為替レートで米ドルに換算。2018 年の資産はすべて報告時の為替レートで米ドルに換算。

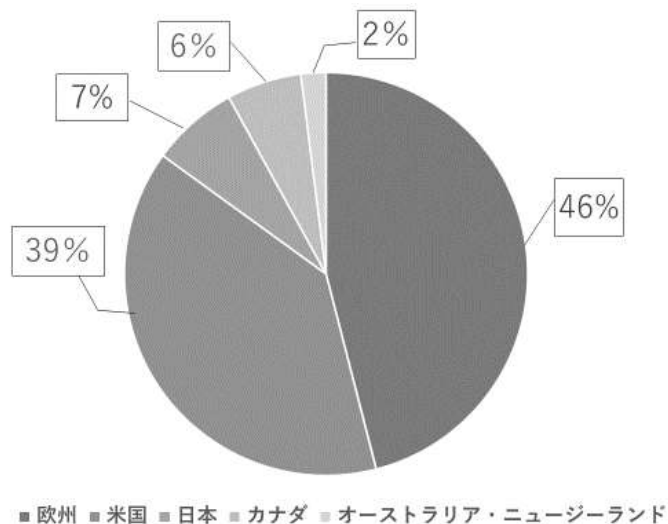
出典) GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE(2018)「2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW」より筆者作成

【図表 15】は【図表 14】と同じ 5 つの地域における 2018 年までの ESG 投資残高の割合を示している。欧州が 46%と大部分を占め、次いで米国が 39%となっており、日本は 3 番目に多く割合を占めているが 7%と上位 2 つの地域と比べて大差がついている現状だ。日本の ESG 投資は海外と比べて ESG 投資残高が

⁵¹ GPIF(2017. 6. 1)「スチュワードシップ活動原則」を参照

少ないため、まだまだ増加すると予想される。

【図表 15】 2018 年における ESG 投資残高の割合



- 5 出典) GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE(2018)「2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW」より筆者作成

第2節 企業の ESG 活動

10 第1項 ESG 活動の重要性

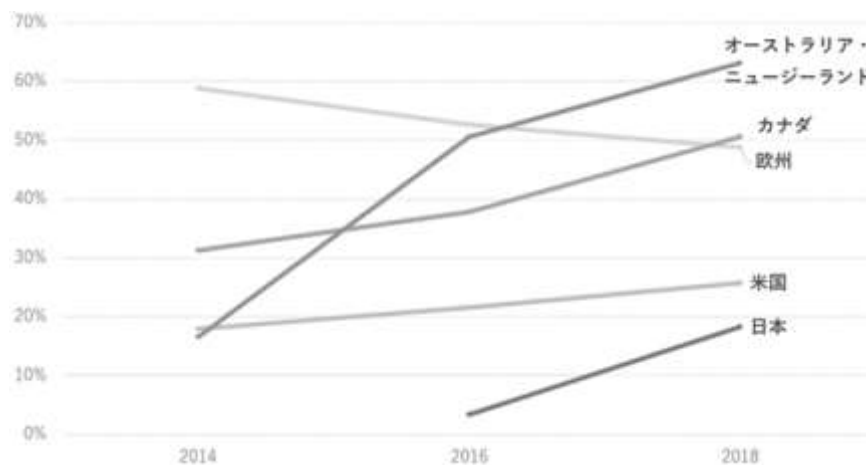
- 第1節の第3項で述べたように ESG 投資額は年々増加している。日本は海外と比較すると投資割合が低いと述べたが、【図表 16】から分かるように運用資産額の増加率は非常に高くなっている。日本は2016年から2018年までの2年間で ESG 投資額の成長率が最も大きく、300%増加している。2016年と比べると2018年には ESG 投資の割合は4倍にもなった。

ESG 投資の割合が増えていくにつれて、企業は ESG 活動をより熱心に行わなければならない。ESG 活動を行わなければ、機関投資家の ESG 投資対象になることはなく、投資ポートフォリオの選択肢に入ることも難しいといえるだろう。

- 企業の ESG 活動は奉仕活動ではなく事業活動であり、企業の未来への投資である。ESG 活動は企業が環境・社会・ガバナンス課題に主体的に取り組み、「社会的価値が向上することで経済的価値が創造される」という共通価値創造(以
- 20

下 CSV)の観点に基づくもので、企業の ESG 活動を適切に情報開示することで企業の将来性や成長性の見通しを機関投資家に提示することにつながる。

【図表 16】運用資産における ESG 投資残高の比率



5

(注)2014 年の日本のデータはアジアの他の地域と統合されていたため記載していない。

出典) GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE(2018)「2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW」より筆者作成

10

第2項 ESG 活動の効果

ESG 活動が企業価値向上につながるのかといった議論がたびたび行われているが、共通認識は定まっておらず、確実な根拠となるデータは未だ存在しない。しかし、持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会は、ESG に対する評価が良い企業は、そうでない企業と比べ株価純資産倍率(以下 PBR)が上昇する傾向があるという結果を示した。つまり、ESG 活動が企業に対し良い効果をもたらしているということだ⁵²。ESG 活動を行う前と後でどのような効果が出たのか具体的な事例を述べていく。

15

1 つ目に丸井グループを挙げる。丸井グループは 2016 年から ESG の取り組み

⁵² 経済産業省(2017)「伊藤レポート 2.0『持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会報告書』」を参照

を本格化させた。これにより、2013 年 3 月期末から 2018 年 3 月期末までの 5 年間で株価が 2.2 倍と、TOPIX の伸びを上回り、1 株当たり純利益(以下 EPS)も安定的に向上した。これは ESG への取り組みが株式市場から評価されたからであると考えられる⁵³。

- 5 2 つ目にアサヒグループホールディングスを挙げる。アサヒグループホールディングスは 2011 年に投資家とエンゲージメントする機会を増やしてきた。企業が機関投資家とのエンゲージメントで多く議論した事項において ESG に関連する事項が多い⁵⁴ことから、アサヒグループホールディングスもエンゲージメントを通じて ESG 活動を行ってきたといえるだろう。株価は 2011 年から 8 年
- 10 間で 3 倍になり、TOPIX を上回るようになった⁵⁵。

第 3 節 ESG と企業価値

本節では、企業による ESG 活動と機関投資家による ESG 投資は将来の企業価値向上につながるについて述べていく。

- 15 企業が ESG 活動を行うメリットとして、現在の企業の ESG への取り組みを投資家に伝えることにより、投資家がそこから未来の企業価値を見出すことが出来るということが挙げられる。企業の将来のリスクや成長の機会は財務情報からは十分に知ることはできず、非財務情報が必要不可欠である。大和総研(2019)は、ESG への取り組みは現在の非財務情報として開示されているが、や
- 20 がて将来的に事業の結果として財務情報へと反映されるべき「未来財務情報」であると述べている。この具体的なイメージは、【図表 17】で示している。

企業が ESG 活動を行うと、ESG に関する非財務情報をみた機関投資家が未来財務情報として将来の企業価値を判断し当該企業に ESG 投資を行う。未来財務

⁵³ 株式会社丸井グループ サステナビリティプロジェクト(2019. 2)「VISION BOOK 2015」を参照

⁵⁴ みずほ総合研究所(2019. 5. 29)「【緊急レポート】第二ステージに入ったコーポレートガバナンス改革～『形式』から『実質』へ向けた取り組みと重要性高まる『ESG』の視点～」を参照

⁵⁵ 日経産業新聞(2019. 7. 19)「ESG 投資家への請求—企業価値、対話通じ向上(エネルギーエコロジーEarth 新潮流)」を参照

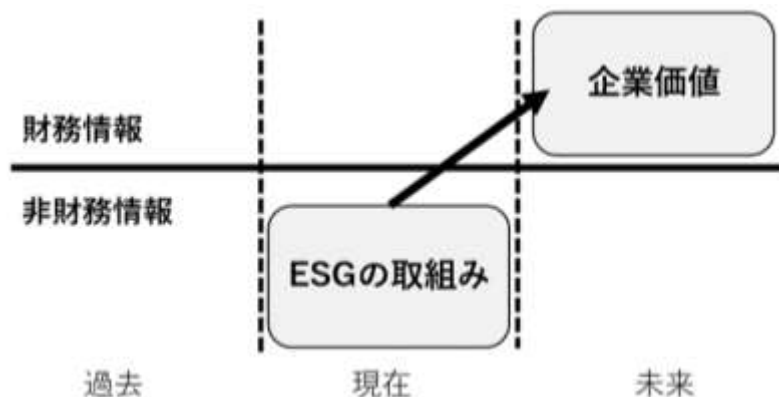
情報になるかどうかは、企業が持続的な ESG 活動や充実した ESG に関する非財務情報の開示を行い、それを利用する機関投資家が企業に対してモニタリングを含めたエンゲージメントを行うことにかかっている。企業が適切に ESG 活動の情報開示をすると機関投資家は長期的な情報として利用することができるため、企業の将来に対する透明性が向上し企業への中長期的な企業価値向上を追求するエンゲージメントが効率的に行いやすくなる。企業と機関投資家のそうした一連の ESG 活動・投資への取り組みが企業の未来財務情報、また将来の経済的価値となり企業価値につながる。

ESG 活動を報告した未来財務情報をより有効にするためには 3 つの条件がある。1 つ目は健全な企業であることである。ESG の取り組み、つまり未来財務情報の有効性を理解し、ESG 活動として実践できる企業であることが必須だ。

2 つ目は健全な投資家であることである。どれだけ長期的な視点で評価できるか、ESG 情報を読みとき、エンゲージメントし、業績に落とし込んでいく努力ができるかが重要である。

3 つ目は健全なパブリックリレーションズであることである。パブリックリレーションズとは、円滑な企業と機関投資家の関係を構築するためのコミュニケーションのことで、どのような時期に、どのようにその情報を伝達していくのが重要だ⁵⁶。以上の 3 つの条件を満たした株主市場で ESG の取り組みを行うことでより有効に企業価値に反映・変換することが出来る。

【図表 17】 ESG の取り組みと企業価値



出典) 日経 BP 社(2018. 11)「日経 ESG」より筆者作成

⁵⁶ 大和総研(2019. 5. 16)「非財務情報とは〈未来財務情報〉である」を参照

第5章 機関投資家と企業のあるべき姿

第1節 機関投資家のあるべき姿

- 機関投資家が中長期的な顧客・受益者のリターンの拡大に努めるためには、
- 5 投資先企業の中長期的な企業価値の向上に資さなくてはならない。これは SSC でも述べられている「スチュワードシップ責任」を果たすことを意味する。そこで我々は「スチュワードシップ責任である、企業との目的を持った対話を通じて、中長期的な企業価値向上を促すことで顧客受益者のリターン最大化を図る投資家」を「モノ言う株主」と定義する。企業との目的を持った対話すなわ
- 10 ちエンゲージメントを実行するにあたり、機関投資家は中長期的な視点で企業を理解することが重要となる。つまり、各投資先企業の企業風土や経営者の質、また経営方針など非財務情報を通して企業を理解する必要がある。機関投資家がこのような企業の将来の持続的成長に関する情報を深く理解することによって、企業の将来ビジョンを把握することができ、企業の定めた中長期的な目的
- 15 的に対しての現在の経営状況を把握することができる。またそれは企業との質の高い対話につながり、機関投資家という視点から企業価値向上に資する新しい知見を授けることも可能となる。一方で、機関投資家自身も企業側から理解を得なければ更なるエンゲージメントの質の向上には繋がらない。機関投資家が議決権行使を通じて自身の定める企業価値向上に対する考え方や機関投資
- 20 家自体の活動内容、内部統治を外部に公表することで、企業と機関投資家の相互理解も深まり、より質の高い対話を行うことが可能となる。

このような対話を通じて、顧客・受益者のリターンの最大化のために、スチュワードシップ責任を全うするモノ言う株主となることが機関投資家のあるべき姿である。

25

第2節 企業のあるべき姿

企業のあるべき姿は、企業が中長期的な企業価値向上や持続的成長を追求し、それを実現するために企業の取締役会の実効性を上げ適切な情報開示を行うことである。

- 30 取締役会の実効性を高めるには、CGC にも記されている取締役会の責務であ

る企業戦略等の大きな方向性を示し、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行い、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことで、ガバナンス強化を可能にすることだ。

また、企業が機関投資家からの資金調達、機関投資家との効率的なエンゲ

- 5 ジメントを行うには企業の情報開示が重要である。しかし、企業の現状は機関投資家が求める情報開示が適切に行われているとは言い難い。また現在、機関投資家が正しく企業価値を評価するためには財務情報だけでは不十分であるため、企業の財務情報と関連させた ESG 活動を含めた非財務情報の開示が必要である。非財務情報を適切に開示することは、企業の将来性を投資家
- 10 に示すこととなり投資家の企業への深い理解につながる。つまり、投資家が求める情報と企業が開示する情報が一致することが必要である。以上を企業が実行することが、企業のあるべき姿である。

第3節 証券市場のあるべき姿

- 15 証券市場のあるべき姿を「機関投資家と企業があるべき姿を実現し、証券市場を活性化させること」とであると定義する。モノ言う株主が増加し、企業が適切な情報開示を行うことで機関投資家と企業間のエンゲージメントの質が高まることで、中長期的な企業価値の向上につながる。

第6章 提言

第1節 GPIF を仲介としたアセットマネージャーと企業による集団エンゲージメントの促進

5

第2章第1節で述べたように、パッシブ運用におけるエンゲージメントはSSCでも求められているように中長期的な企業価値向上にとって重要である。しかしその実現のためには様々な構造問題が存在しており、それを理解した上で、パッシブ運用のアセットマネージャー等が効率的に対話を行う方法が必要とされる。

10

そこでこの課題に対する提言として、GPIF を仲介としたアセットマネージャーと企業による集団エンゲージメントの促進を提言する。

まずこの集団エンゲージメントの仕組みとして、初めに「企業・アセットオーナーフォーラム⁵⁷」に参加する企業10社が、アセットマネージャーとの建設的な対話等に関して、市場の代表者として話し合い、それを主催者であるGPIFが拝聴する。そしてその対話の中から、GPIFが企業とアセットマネージャーが対話すべきアジェンダを選定する。そして選定したアジェンダを、SSCを受けているアセットマネージャーにレター送付し、関心のあるアセットマネージャーを募る。そしてGPIF仲介の元、集まったアセットマネージャー間でミーティングを行い、アジェンダに対する共通見解を決定する。そしてアジェンダに興味・関心のある企業を募り、参加の意思を表明した企業とアセットマネージャーでGPIF仲介のもと、集団エンゲージメントを行う。このエンゲージメントは1度きりではなく、中長期的な期間で継続して行う。

20

また集団エンゲージメントにおける問題においては、大量保有報告規制との関係で、アセットマネージャーが共同保有の合意又は重要提案行為になってしまうことを恐れて、集団エンゲージメントに対して二の足を踏むことが懸念さ

25

⁵⁷ 「企業・アセットオーナーフォーラム」とは、オムロン株式会社、エーザイ株式会社および日産自動車株式会社の幹事会社が中心となり、参加企業が運用機関との建設的な対話等に関して意見交換を行い、GPIF等のアセットオーナーがスチュワードシップ活動の参考に拝聴することを目的に開催されるもの

れる。しかしこの提言ではそういった行為は前提として、禁止とするため懸念の必要はない。万が一のことを考え、防止策として、GPIF に第三者として企業とアセットマネージャーが集団エンゲージメントを行う際に仲介に入り、監視する役割を担ってもらう。

- 5 次にこの集団エンゲージメントを行うことによる GPIF、企業、アセットマネージャーの三者のメリットを挙げる。

まず GPIF は資金規模が大きく、資本市場全体に幅広く分散しているユニバーサル・オーナーであり、また株式運用の 9 割をパッシブ運用が占めるため、長期にわたって投資を行う。その GPIF が長期にわたって投資リターンを獲得するために、インベストメントチェーンが最適化され、市場全体が持続的に成長することが必要である。そのため、この提言により、企業とアセットマネージャー間でのエンゲージメントが促進されることで、中長期的な企業価値の向上が促され、日本の市場全体が成長し、GPIF は投資リターンの改善という恩恵を享受できると考える。

- 15 次に企業のメリットを 2 つ挙げる。まず 1 つ目に個別で対話を行う場合に比べて、経済的、時間的コストの節約が可能となると考える。そして 2 つ目に様々な境遇の複数のアセットマネージャーが一度に対話することで、対話の活性化が期待でき、対話の質が上がり、より深いエンゲージメントを行えると考ええる。

次にアセットマネージャーのメリットを 5 つ挙げる。まず 1 つ目は一運用機関では取り上げにくいテーマや、上層部等の会えない相手と対話可能となると考える。2 つ目に複数のアセットマネージャーが集まることで、規模が大きくなり、企業側に緊張感とスピードのある対応が期待できると考える。3 つ目に経済的コスト面により個別企業との対話が厳しいパッシブ運用を行うアセットマネージャー等が、複数のアセットマネージャーとコストを分担することで、

25 低い経済的コストで対話が可能となると考える。4 つ目に対話スキルや知識の乏しいアセットマネージャーが、対話を先導するようなアセットマネージャーから、対話スキルや知識を学ぶことが可能となると考える。

- 5 つ目に今まで対話スキルや知識不足で個別エンゲージメントができていなかったアセットマネージャーが集団エンゲージメントで対話スキルを磨くことで、個別エンゲージメントの促進にも繋がると考える。
- 30

つまり 3 者全てにメリットがあり、エンゲージメントを行う上で有益な手段であるとする。

- したがってこの提言により、今まで個別でのエンゲージメントが厳しかったパッシブ運用のアセットマネージャー等による中長期視点に立ったエンゲージメントが促進されることで、企業の持続的成長が促され、中長期的な企業価値向上に繋がると考える。

第 2 節 機関投資家の方針と企業価値向上を結ぶ議決権行使基準の開示

- 機関投資家の議決権行使環境が年々改善されているとはいえ、依然として 2000 社を超える企業が 6 月に株主総会を開催しており、個別の議案ごとに精査する時間を設けるのは難しい。また議決権行使は各企業の経営状況など企業背景を考慮して行われるが、特定の指標における全ての銘柄の保有を前提とするパッシブ運用を行う機関投資家にとっては投資先の全ての企業へ個別に対話を行うのは事実上不可能である。そのため対話のほかに事前に公表した議決権行使基準に沿って議案を精査する機関投資家や議決権行使助言会社に投資先企業の個別議案に対する助言レポートを依頼し、そのレポートをもとに議決権行使を行う機関投資家も存在する。機関投資家は企業を深く理解できている一方で、議決権行使結果の理由説明を開示する機関投資家の割合が低いため、企業や顧客・受益者は機関投資家の議決権行使の合理的な説明を受けることはできず理解を深められない。このような現状の中で、スチュワードシップ活動の一環である議決権行使が形式的ではないかという疑いが顧客・受益者などの外部から出てきてもおかしくない。

- 透明性と実効性を併せ持つ議決権行使を行うためには「企業と機関投資家双方の議決権行使に対する深い理解」と「機関投資家の外部への議決権行使に関する情報開示の充実」が必要だと考える。そこで我々は「機関投資家の方針と企業価値向上を結ぶ議決権行使基準の開示」を推奨する。

- 議決権行使において投資先企業の個別議案に対する議決権行使結果とその理由説明は透明性を確保するために必要な情報である。しかし自身の議決権行使結果が株式市場に影響を及ぼし投資先企業価値の低下につながる恐れがあると考え、外部に対して公表を控える機関投資家も存在する。そこで議決権行

使基準を公表し、さらにその行使基準の企業価値向上との関係を説明することで、個別議案における議決権行使結果と理由説明を控える機関投資家の議決権行使の実効性を証明する1つになりうる。実際、議決権行使の理由開示を行っている機関投資家の多くは行使理由として議決権行使基準を挙げている。それはあらかじめ議決権行使基準の公表の際に企業価値向上の観点も組み込んだ基準であることを開示を通して企業に合理的に説明しているからである。企業価値向上の観点を組み込んだ議決権行使基準を開示することによって、機関投資家の議決権行使結果の理由説明が容易になることから、理由説明の開示を行う機関投資家の割合も増加し、理由説明による議決権行使の透明性も向上する。

- 5
- 10 また企業は、企業価値向上を組み込んだ議決権行使基準をあらかじめ把握することで、賛否結果だけでなくその理由も把握することが可能となる。仮に反対票を投じられたとしても、機関投資家の行使理由を把握できているために、その後のエンゲージメントにおいて迅速な対応が可能となる。

- 15 つまり「機関投資家の方針と企業価値を結ぶ議決権行使基準の開示」は議決権行使の透明性と実行性を確保し、相互理解を深めエンゲージメントの質を向上させることで中長期的な企業価値の向上に繋がる。

第3節 取締役会評価におけるPDCAサイクルの実効性の向上

- 第3章第1節で述べたように、取締役会評価の手法として、アンケートの実
20 施率が高く、続いて取締役会参加者へのインタビューが多い。加えて、客観性・公平性を有するため、適切な取締役会評価の実効性を高める非常に重要な役割をもつ社外役員による集団討議、外部機関による第三者評価の割合が少ない。また、アンケートとインタビューによる評価の割合が多く、社外役員、外部機関による評価の割合が少ないことは、取締役会評価において形式的な結果の開
25 示を助長するものであり、実効性の低下を招きかねないと考える。

- そこで我々は取締役会評価におけるPDCAサイクルの実効性を高めるために、現在企業が行っている取締役会評価の実効性の向上させることを提言する。具体的な方法として現在行われている取締役会評価の手法に加えて、独立社外取締役を主導とした会議を開催することを提案する。この会議を行うことは、ア
30 ンケート評価のみでは得難い外部から見た課題を適切に発見し、取締役会が取

り組むべき課題を話し合うことによって、取締役会が果たすべき責務を全うし、また社外取締役に求められる役割を実現することができると考える。

独立社外取締役が主導する理由は2つある。まず1つ目は、取締役会出席者との利益相反がないことが挙げられる。2つ目は、第三者評価で得られる同様の客観性、公平性を得られるからである⁵⁸。

また現状で述べた通り、東証1部・2部上場での独立社外取締役の導入率が極めて高いことから、第三者評価と比べて実現可能性が高く、非常に有効であると考えられる。加えて、独立社外取締役を主導させることは、社外取締役として求められる執行と監督の分離を促すものであるため、企業のガバナンスを強化することが出来る。また現状より、国内外の機関投資家の意見として、取締役会評価にはまだまだ不満があることから、新たな評価方法として有効的なものとなりうる。

よってこの2つの点から、改善を行うことで企業、機関投資家の双方のメリットになることから、取締役会評価のPDCAサイクルの強化をすることを提言する。

第4節 統合報告書が導く価値協創に向けた情報開示の充実

投資家が企業を正しく理解し企業価値を評価するためには、企業が投資家の求める情報を適切に情報開示しなくてはならない。第3章の第2節では統合報告書の質の課題を述べた。機関投資家の短期的な利益追求が批判される現在において、我々は企業が投資家を長期志向に促す情報や、長期志向の投資家が求める情報を公開する必要があると主張する。そのような情報は企業の過去から現在の成果を表す財務情報と企業の将来性を投資家に伝え、未来の財務情報となる非財務情報が統合されたものであると考える。そこで我々は、統合報告書による企業の将来性を伝えるために必要なビジネスモデルと経営戦略を非財務情報として適切に開示することを提言する。投資判断や企業と機関投資家の

⁵⁸ 別冊商事法務 NO, 436 (2018) 「取締役会評価の現状（平成30年版）―国内外の開示事例の分析―」を参照

エンゲージメントにおいても、企業の将来性がビジネスモデルや経営戦略で正しく伝達されることは重要である。

- ビジネスモデルは他社との比較は関係なく企業自身の独自性を伝えるものとし、これは企業の価値観や企業理念が土台となって作られるものである。また、我々が投資家に必要な企業のビジネスモデルの開示は、企業が企業の中長期的な目的を分かりやすく明示しつつ、その目的に向かって事業活動を通じてステークホルダーに価値を提供し、目的を達成することで持続的な企業価値向上につなげる仕組みを示すこととする。

- ビジネスモデルに次いで必要となる経営戦略は、ビジネスモデルを達成するにあたり企業が具体的にどのようにして行っていくかを投資家に伝達するものである。これは競争他社との優位性を示すものとし、戦略の中で目標や KPI を設定することでより企業の将来性の評価に資する情報となる。KPI に関しては企業の目的に対し現在の達成状況を明記できるため、設定後の達成度も情報開示する必要がある。

- 以上のような企業の情報開示の内容を単なる情報の羅列ではなく財務情報と関連づけて示すことができれば、投資家は企業の将来を見据えた企業価値の評価が可能となり、正しく企業を理解した機関投資家がエンゲージメントを行うことで企業価値の向上に貢献できる。そして機関投資家と企業が企業価値を協創することが期待される。企業は単に情報開示を目的とせず、投資家に向けた企業の理念に基づいた中長期のビジネスモデルや経営戦略を伝える手段としてとらえるべきである。

終章

我が国の証券市場は株式所有構造の変化に伴って、機関投資家が株式市場に与える影響が大きくなったことにより、証券市場における機関投資家のあるべき姿が問われ始めた。バブル崩壊やリーマン・ショックなどを引き起こした短期的な利益追求の反省から、株式市場において中長期的な視点から、機関投資家と企業の双方の利益拡大が求められ始めた。機関投資家の行動原則である SSC と企業の行動原則である CGC の策定により、エンゲージメントを通じた中長期的な企業価値向上への取り組みが進展しつつある。しかしながら、中長期的な企業価値向上を実現するには、機関投資家と企業双方の課題は依然として多いのが現状である。これらを踏まえて、我々は機関投資家と企業のあるべき姿を実現すべく、双方の課題を解決する 4 つの提言を行った。

はじめに、パッシブ運用におけるエンゲージメントは重要とされるがその実現のためには様々な構造問題が存在しているため、パッシブ運用におけるエンゲージメントが停滞しているという課題に対して、GPIF を仲介したアセットマネージャーと企業の集団エンゲージメントの促進を提言した。これにより、パッシブ運用のアセットマネージャーのエンゲージメントが促進されることで中長期的な企業価値が向上し、証券市場が活性化すると考える。

2 つ目に、パッシブ運用を行う機関投資家にとってエンゲージメントにおける議決権行使は企業価値向上のために意思表示を行う重要行為であるが、個別議案への行使結果や理由説明の開示が不十分であり、機関投資家の議決権行使に透明性と実効性が確保できていないのが現状である。そこで我々は「機関投資家の議決権行使基準と企業価値向上の関係の明記の促進」を提言した。これにより、スチュワードシップ責任の透明性を確保できると同時に機関投資家と企業のエンゲージメントの質が高まることで中長期的な企業価値が向上し、証券市場が活性化すると考える。

3 つ目に、取締役会は CGC に求められている役割を果たせているとは言い難く、実効性が低いという現状に対して、我々は「取締役会評価における PDCA サイクルの実効性の向上」を提言した。これにより取締役会のガバナンスが強化されることで中長期的な企業価値が向上し、証券市場が活性化すると考える。

4 つ目に、機関投資家が正しく企業価値や企業の将来性を理解するためには、

- 財務情報と非財務情報が必要となるが、それらの情報を記載する統合報告書の質に関する課題に対して我々は「投資家を意識した情報開示の手段として統合報告書による具体的な中長期的なビジネスモデルと経営戦略の開示の促進」を提言した。これにより機関投資家が企業の開示した情報をもとに企業と価値協
- 5 創に努めることで中長期的な企業価値が向上し、証券市場が活性化すると考える。

以上の提言により、機関投資家と企業のあるべき姿が実現されることで、建設的な「目的を持った対話」すなわちエンゲージメントが促進され、中長期的な企業価値が向上し、証券市場が活性化すると考える。

参考文献

- ・ SMBC 日興証券初めてでも分かりやすい用語集「ファンダメンタルズ」
<<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/fu/J0039.html>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- 5 ・ SMBC 日興証券 用語集、野村証券 証券用語解説集「信託銀行」
<<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/si/J0166.html>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ SMBC 日興証券 用語集、野村証券 証券用語解説集「投資顧問会社」
<<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/to/toushikom.html>>
- 10 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ SMBC 日興証券 用語集、野村証券 証券用語解説集「保険会社」
<<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ho/hokenkaisha.html>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ SMBC 日興証券 用語集、野村証券 証券用語解説集「議決権行使助言会社」
- 15 <https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ki/giketuken_koushi.html>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ 日経ビジネス(2016)「企業はどのように『物言う株主』に向き合うべきか」
<<https://business.nikkei.com/atcl/skillup/15/275626/021800011/?P=2>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- 20 ・ 独立行政法人経済産業研究所(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」
<<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j011.pdf>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ 株式会社東京証券取引所(2018)「コーポレートガバナンス・コード～会社の
25 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」
<[https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-
att/nlsgeu0000034qt1.pdf](https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf)>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ 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
30 プ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」

- <<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 ・金融庁(2015)「コーポレートガバナンス・コード原案」
 <<https://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>>
- 5 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 ・企業リスク vol. 55(2017.4)「お互いを高め合うために～企業と投資家のエンゲージメント～」
 ・経済産業省(2014)「『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」
- 10 <https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 ・日興リサーチセンター株式会社(2016)「『国内外機関投資家によるエンゲージメント活動についての共同研究』報告書」
- 15 <<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160331b.pdf>>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 ・月刊資本市場(2017.6)「日本版スチュワードシップ・コードの改定～機関投資家の役割と実効性の強化～」
- 20 <<http://www.camri.or.jp/files/libs/922/20170710095242792.pdf>>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 ・スチュワードシップ研究会(2017.3.21)「SS コードの改定に向けて投資家の意見」
 <http://stewardship.or.jp/未分類/ss_コードの改訂に向けて%e3%80%80_投資家の意見/>
- 25 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 ・野村総合研究所(2015)「前進し続ける英国の協調的エンゲージメント」
 <http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/02/itf_201502_5.pdf>
- 30 (最終アクセス日 2019年10月25日)

- ・KPMG(2018)「機関投資家による集团的エンゲージメント」
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-institutional-investor-engagement-20180315.pdf>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
- 5
 - ・KPMG(2017)「コーポレートガバナンス Overview2017」
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-overview-report2017.pdf>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 - ・投資家フォーラム(2017)「投資家フォーラム第13・14回会合報告書」
<https://investorforum.jp/wp-content/uploads/2018/07/13・14回-報告書.pdf> (最終アクセス日 2019年10月25日)
 - ・大和総研(2017)「改定日本版スチュワードシップ・コード 集团的エンゲージメントを巡る論点」
https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809_012204.pdf
- 15
 - (最終アクセス日 2019年10月25日)
 - ・金融庁(2014)「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>
- 20
 - (最終アクセス日 2019年10月25日)
 - ・金融庁(2013)「情報伝達・取引推奨規制に関するQ&A(金融商品取引法第167条の2関係)」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
- 25
 - ・大和総研(2008)「～制度調査部情報～大量保有報告書のQ&A」
<https://www.dir.co.jp/report/research/lawresearch/securities/08012901securities.pdf>
 (最終アクセス日 2019年10月25日)
 - ・一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム(2018)「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題(マテリアリティ)の特定化と開示」のご紹介
- 30

- <<https://www.env.go.jp/council/44esg-kinyu/y440-02/mat04.pdf>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ GPIF(2017)「企業・アセットオーナーフォーラム」
<<https://www.gpif.go.jp/investment/business-asset-owner-forum.html>>
- 5 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ 大和証券 金融・証券用語解説「共益権」
<<https://www.daiwa.jp/glossary/YST0396.html>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ 株式会社 ICJ(2017)「議決権行使白書 - ガバナンス改革のさらなる進展に向けた『議決権行使の実質化』の現状と課題」
- 10 <http://www.icj.co.jp/icjv1/wpcontent/uploads/2017/06/proxyvoting_report_20170525.pdf>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ 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～」の受け入れを表明した機関投資家のリスト」
- 15 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20190801/list_01.pdf>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ 経済産業省(2018)「第 9 回 株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究室」事務局提出資料」
- 20 <https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/009_04_00.pdf>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ 日本取引所グループ(2019. 10. 1)「議決権電子行使プラットフォームへの参加
- 25 上場会社一覧」
<<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/voting-platform/tvdivq0000005yw6-att/tvdivq000000uvi3.pdf>>
(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
・ 日本取引所グループ(2019)「3 月期決算会社株主総会情報」
- 30 <<https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders->

mtg/index.html>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

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

- 5 <<http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/data/201712.pdf>>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- ・日本経済新聞(2019.4.10)「議決権行使、理由開示を 20 年に投資家指針改訂 金融庁」

<<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ043575600Q9A410C1EE9000/>>

- 10 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- ・日本取引所グループ(2019)「定時総会調査結果 2019 年 3 月期決算会社」

<<https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdivq00000007jz-att/201903.pdf>>

- ・Glass Lewis(2019)「2019 PROXY PAPER GUIDELINES 日本語版」

- 15 <http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/02/Guidelines_Japan_Japanese.pdf>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- ・月間資本市場(2018.4)「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について (NO. 392)」

- 20 <<http://www.camri.or.jp/files/libs/1083/201805071601139943.pdf>>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- ・東京株式懇話会(2018)「2018 年 11 月講演会 議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使の状況について」

<https://www.kabukon.tokyo/activity/data/seminar/seminar_2018_09.pdf>

- 25 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- ・大和総研(2016)「金融資本市場 米国における議決権行使助言法への規制法」

<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20160719_011083.pdf>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- 30 ・公益財団法人 日本証券経済研究所(2018.11.29) 明田雅昭「議決

権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化」

<http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1811_01.pdf>

(最終アクセス日 2019年10月25日)

・野村資本市場クォーターリー2018 Summer (2018)「2018年議決権行使の注目点」

5 <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018sum11web.pdf>>

(最終アクセス日 2019年10月25日)

・経済産業省 CGS 研究会(第2期)(2018.2.22)「CGS ガイドラインのフォローアップについて」第3回事務局資料

<https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/2_003_03_00.pdf>

10

(最終アクセス日 2019年10月25日)

・株式会社 東京証券取引所(2019.8.1)「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」

<<https://www.jpx.co.jp/listing/others/ind-executive/tvdivq0000001j9j-att/nlsgeu0000045s6o.pdf>>

15

(最終アクセス日 2019年10月25日)

・PWC(2018)「コーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果 2018年版」

<<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/corporate-governance-survey.pdf>>

20

(最終アクセス日 2019年10月25日)

・CII Research and Education Fund(2019)「Board Evaluation Disclosure」

<https://docs.wixstatic.com/ugd/72d47f_e4206db9ca7547bf880979d02d0283ce.pdf>

25

(最終アクセス日 2019年10月25日)

・第2回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(2015.10.20) 議事録

<<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20151020.html>>

30

(最終アクセス日 2019年10月25日)

- ・第5回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの
フォローアップ会議(2016.1.20) 議事録
<<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20160120.html>>
(最終アクセス日 2019年10月25日)
- 5 ・日本CFA協会特別シンポジウム(2016)「コーポレートガバナンス・コードと
取締役会評価」
<https://www.cfasociety.org/japan/publications/7_Ms.%20Yoshiko%20Takayama.pdf>
(最終アクセス日 2019年10月25日)
- 10 ・コーポレートガバナンスに関する英国議会兆党派グループによる調査
(2018)
Lintstock Ltd. & The All Party Parliamentary Corporate Governance Group.
<<https://www.appcgg.co.uk/wp-content/uploads/2019/05/15-Years-of-Reviewing-the-Performance-of-Boards-Lintstock.pdf>>
(最終アクセス日 2019年10月25日)
- 15 ・金沢浩志・山田晃久・浦山周(2018)「取締役会評価の現状—国内外の開示
事例の分析—」『別冊商事法務』(No.436)
・大和総研「胎動する非財務情報開示」『大和総研調査季報』2018年夏季号
(Vol.31)
- 20 <https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20180723_030011.pdf>
(最終アクセス日 2019年10月25日)
・ニッセイアセットマネジメント株式会社(2019.3)「『GPIF 委託調査研究
ESGに関する情報開示についての調査研究』報告書」《概要》
- 25 <https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019.pdf>
(最終アクセス日 2019年10月25日)
・経済産業省(2017)「伊藤レポート2.0『持続的成長に向けた長期投資(ESG・
無形資産投資)研究会報告書』」
<<https://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>>
- 30 (最終アクセス日 2019年10月25日)

- ・経済産業省「価値協創のための統合的開示対話ガイダンスーESG・非財務情報と無形資産投資ー」
- <https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/Guidance.pdf>
- 5 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・経済産業省「ロゴマーク使用企業・開示資料一覧」
- <https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/190930_logoshinseijyoukyou.xlsx>
- (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- 10 ・IIRC(2014)「国際統合報告フレームワーク 日本語訳」
- <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf>
- (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・KPMG 「日本企業の統合報告書に関する調査 2018」
- 15 <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/2019/jp-integrated-reporting.pdf>>
- (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・大和総研調査季報 2018 年夏季号 (Vol. 31) (2018)「胎動する非財務情報開示」
- <https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20180723_030011.pdf>
- 20 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・ニッセイアセットマネジメント株式会社 (2019)「ESG に関する情報開示についての調査研究 報告書」
- <https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019.pdf>
- 25 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- ・大和総研(2019)「世界全体の ESG 投資残高は 31 兆ドルに」
- <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20190404_020725.pdf>
- (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)
- 30 ・大和総研(2012)「責任投資原則(PRI)」

- <https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/keyword/023_pri.html>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- ・年金積立金管理運用独立行政法人 「ESG 投資」
- 5 <<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/>>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- ・年金積立金管理運用独立行政法人(2018)「2018年度 ESG 活動報告」
- <<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/20180813.html>>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- 10 ・経済産業省(2016.3.10)「事務局資料 資料4」
- <https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_kachi/pdf/003_04_00.pdf>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- ・経済産業省(2016.8.24)「事務局資料 資料6」
- 15 <https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/001_06_00.pdf>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- ・年金積立金管理運用独立行政法人(2017.6.1)「スチュワードシップ活動原則」
- <https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship/pdf/stewardship_activity_principle.pdf>
- 20 <https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- ・年金積立金管理運用独立行政法人(2017.7.3)「ESG 指数選定結果について」
- <https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- 25 ・GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE(2018)「2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW」
- <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/06/GSIR_Review2018F.pdf>
- (最終アクセス日 2019年10月25日)
- 30 ・株式会社丸井グループ サステナビリティプロジェクト(2019.2)「VISION

BOOK 2050」

<https://www.0101maruigroup.co.jp/sustainability/pdf/s_report/2018/s_report2018_a3.pdf>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

- 5 ・みずほ総合研究所(2019. 5. 29)「【緊急レポート】第二ステージに入ったコーポレートガバナンス改革～『形式』から『実質』へ向けた取り組みと重要性高まる『ESG』の視点～」

<<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/urgency/report190529.pdf>>

- 10 (最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

・日経産業新聞(2019. 7. 19)ESG 投資家への訴求—企業価値、対話通じ向上(エネルギーエコロジーEarth 新潮流)」

・日経 BP 社(2018. 11)「日経 ESG」

・大和総研(2019. 5. 16)「非財務情報とは〈未来財務情報〉である」

- 15 <https://www.dir.co.jp/report/consulting/ir/20190516_020792.html>

(最終アクセス日 2019 年 10 月 25 日)

20