

機関投資家のあるべき姿と 証券市場

国士舘大学 野下ゼミ D 班

目次

はじめに

第1章 機関投資家とは何か

第2章 コーポレート・ガバナンスについての考察

第3章 スチュワードシップ・コードについての考察

第4章 証券取引所の役割と機能強化

むすび—提言

はじめに

本論文は、我が国の機関投資家の現状について調べるとともに、今後の機関投資家のあり方を改善する方法についての提言を行うことを課題としている。

論文の構成は、以下のとおりである。

- 第1章においては、機関投資家と証券企業との関係性や重要性について論じ、第2章ではコーポレート・ガバナンスの前提、問題点、また、日本と米国の株式会社の位置付けとガバナンス・モデルの違いについて述べた。第3章に、スチュワードシップ・コードの内容から、日本版のスチュワードシップ・コードの構造と現状から、現在の位置づけを理解してもらおう。第4章に、証券市場の株式上場の関係から日本経済の課題を理解してもらい、最後に、むすびにおいて今後の機関投資家や証券市場の役割を活発にするための提言を行う。

第1章 機関投資家とは何か

「人生90年」が当たり前の時代を迎え、公的年金をはじめとする日本の社会保障制度が、徐々にほころびを見せ始めているからである。日本に厚生年金保険法が制定され、民間企業で働く人の年金制度が始まったのは、1954年のことである。当時の平均寿命は、男性が63.41歳、女性が67.69歳だった。60歳から年金受給がスタートしても、男性が受け取れるのは、平均でわずか3年程度にすぎなかったのである。今のように、平均寿命が男女ともに80歳を超えている状況下では、公的年金の受給開始年齢が引き上げられるのは当然ですし、国も今の制度設計のままでは、もはや公的年金の未来が厳しい。そういう時代だからこそ、「貯蓄から資産形成へ」の意味を、私たち一人一人が、改めて考えてみる必要があるのである。しかし、個人では、証券についての知識を取得することは難しい。そこで、個人の投資資金を集め、投資業務の専門家が集めた資金を運用する集団投資スキーム、すなわち、機関投資家などが重要な役割を果たすことになる。

投資とは金融商品等の売買を行い、売買差益を得ようとする事、金融商品等を保有することで、配当金等の利益を得ようとする事である。具体的なイメージとしては次のとおりである。株式投資、投資信託、国債、証券（債権）を購入し、証券値上がり時に売却したら値上がり分を利益として得られる。証券を購入し保有していると、定期的に配当金を得られる。不動産投資は住宅を購入し、他者へ貸し出すことで家賃収入を得られる。若しくは転売益を得る。

機関投資家とは顧客が保険料や金融商品を購入するために捻出した資金を管理・運用する投資家の事を指す。このように大量の資金を運用する事から市場へ与える影響も大きいとされる。機関投資家としては主に年金基金、保険会社、投資信託会社、投資顧問会社などが挙げられる。機関投資家も存在や役割の違いから区別が必要とされている。特に、アセット・オーナーとアセット・マネージャーの区別を明確に区別することが重要である。

アセット・オーナーとは年金基金に代表されるように、資産を保有し運用会社に資産の運用を委託する機関投資家を指す。これに対してアセット・マネージャーとは投信運用会社などを指し、アセット・オーナーから預かった資金を運用する機関投資家の事で、主に運用判断や議決権行使、エンゲージメント等を行う。機関投資家に、銀行の中でも都銀、地銀等も挙げられるが、本論文においては中長期的な視点をもって企業に対しエンゲージメントを行い、最終受益者に対し受託者責任を負っている機関投資家を中心に話を進める。

証券市場のなかでの機関投資家の役割について考えてみる。まず最終受益者である個人又は家計が運用の元手となる資金を機関投資家に預け運用を委託する。ここで重要となるのは機関投資家に受託者責任が発生するという事である。特に、金融機関のグループ内に所属する機関投資家は、親会社やグループ会社の利益と最終受益者の利益との間に利益相反が発生する場合があります。受託者責任を果たすためにもこのような利益相反を回避し、利益を最終受益者に還元するための運用を行うべきである。また、機関投資家は受託者責任を果たすために株式や債券などで運用を行う。

ここでも機関投資家は重要な役割を果たす。それは企業へのスチュワードシップ責任である。機関投資家は企業に対して監視を行い、エンゲージメントを通して投資先企業の持続的な成長を促進する必要がある。受託者責任、企業の持続的な価値向上を成し遂げる事によりインベストメント・チェーン全体の発展を促すという大きな役割を機関投資家は背負っている。具体的には、アベノミクス第3の矢の成長戦略である「日本再興戦略」のひとつとして2014年にスチュワードシップ・コードが策定された。受託者責任や企業の持続的な成長を促進させる役割を担った機関投資家は以前よりも注目されるようになり、日本経済を成長させる大切なプレーヤーとしてみなされるようになったが、様々な課題も挙げ

られる。

第2章 コーポレート・ガバナンスについての考察

コーポレート・ガバナンスとは、ステークホルダー（利害関係者）によって企業を統制し、監視する仕組みのことをいい、企業統治や情報開示のあり方や、監査役や社外取締役を含む取締役会など会社の機関のあり方などを指すことが多い。コーポレート・ガバナンスの考え方が必要である理由のひとつには、経済のグローバル化により、海外の投資家などが企業に投資するかどうか判断をするために経営の透明性を強く求める傾向があるということである。そのため企業は社外の取締役や監査役などを新たに設置したり、業務を執行するマネジメントと経営の意思決定機能を分離したりするなどの対応をしている。

コーポレート・ガバナンスは外部の監視機能を強化し、企業経営を健全に導くための方法として用いられる。コーポレート・ガバナンスの目的は、企業の経営の透明性を確保し、株主などの利害関係者への説明責任を十分に行い、企業の社会的な価値を高めることである。そのため、社長をはじめ経営陣、取締役会が健全に機能しているのか外部からの監視体制があることが、大前提とされている。日本では2015年6月に上場企業に対して企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）が適用され、社外取締役を2人以上専任するなどの指針に対する普及を呼びかけている。

一般の社員はコーポレート・ガバナンスと無関係であるかということ、実はそうでもない。コーポレート・ガバナンスの強化のためには、社員全員の行動規範や倫理規定を策定し、遵守することが求められる傾向にある。毎日の仕事の中で発生する違法行為や事故などを未然に防止するための内部統制の機能を強化し、社員に対し周知する必要がある。社員全員の内部統制が機能していることが、企業統治強化に繋がることから、企業価値の向上にはかかせない。

日本におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる改革は年々大きく加速している。前述した2015年6月から適応されている「コーポレートガバナンス・コード」の原則として、株主の権利・平等の確保や適切な情報開示と透明性の確保、取締役会等の責務等に関する原則が明示されている（東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード原案～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～」2018年6月1日）。法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではないが、原則を実施しない場合には、その理由を十分に説明することが求められる。また、ただ単に社外取締役を配置するのではなく、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、コーポレートガバナンス・コードの原則に「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである」とある（東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード原案～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～」2018年6月1日）。また、「改訂コーポレートガバナンス・コード」では、「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場企業はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである」というように記されている。社外取締役がその存在を活かせるかどうかは重要であるという考えに基づいている。

コーポレート・ガバナンスの問題点としては、先ず前提の1点目として、「企業は誰のものか」という考え方の差がある。海外、特に欧米では株式会社は「投資家、株主、所有者、資金提供者」のモノという考え方が徹底している。最近は多少の変化はあるが、stakeholder=shareholder という理解が一般的である。Stanford Business School でも

初めに習った「経営者の責任」は“maximization of shareholders’ profit”ということだった。従業員や取引先はその価値を生み出す資源 (resource) の一部であり、組織論等の授業も「profitの最大化のために社員をどう動機付けるか」という考え方が中心にあった。一方、日本では「会社は“公器 (public institution)”である」という考え方が強い。つまり、雇用維持も含めて「社会」に貢献する「公の器」である必要があり、stakeholderは株主だけでなく、従業員、取引先と言った幅の広い定義であるということになる。そして「公器」を「私物化」することに対する批判が強く起こる。どちらの国でも株式を公開すれば、“public enterprise (公開企業)”となるのだが、publicの捉え方は一方が「株の所有者」、他方が「一般社会」と異なるようだ。これはどちらが正しいか、優れているかではなく、それぞれの歴史的、文化的経緯が背景にあるのだが、この前提を明確にせずに議論をしているとかみ合わなくなる。

今日、世界中には、さまざまなガバナンス・モデルが存在している。アメリカやイギリスでは、企業の幹部が株主価値の最大化を追求していくモデルが圧倒的な優勢となっている。この場合、従業員はあくまで生産要素とみなされている。ヨーロッパ大陸では、法律によって定められているステークホルダーモデルがある。従業員の参画が必要となっており、協議も法によって求められている。この場合、ほかのステークホルダーにも役割が振られている日本はどうかといえば、インフォーマルな、すなわち制度化されない形でのステークホルダーモデルと呼べるかと思う。株主はいくつかのグループの中のひとつであり、企業の幹部は株主やほかのグループの利害の調和を取りながらやっているが、法律によって定められている義務があるわけではない

日本のコーポレートガバナンスモデルの特徴はどのようなものだろうか。そもそも、日米における株主総会の位置づけには大きな違いがある。日本における株主総会は、前田庸『会社法入門』によると、「定時株主総会は毎事業年度終了後一定の時期に開催されるものであって(296条1項)、貸借対照表および損益計算書の確定、事業報告および計算書類の承認、剰余金配当の決議などが目的とされるが(438条参照)、それと合わせて他の事項(取締役・監査役の選任、定款変更等)を議論してもよい」とされています。一方、米国における「年次株主総会の主たる目的は、年1回の取締役選出であるが、年次総会においてはいかなる関連事項についても決議する事ができ、通知に記載される目的に限定されていない。実際、改正規範会社法及び大部分の州の制定法は、年次株主総会の招集通知に会議の目的を記載する必要はまったくない。」とされている。

なお、デラウェア州法では、“An annual meeting of stockholders shall be held for the election of directors…Any other proper business may be transacted at the annual meeting.”という規定があり、定時株主総会は「取締役の選任」が主たる目的であることが明確になっている。

このように日本における株主総会と米国など海外における株主総会では根本となる目的自体に違いがあることが、様々な制度や考え方の違いに繋がっていると考えられる。投資家の立場から見ると株主の権利確保と実効性のある株主総会をおおらかな気持ちで求めている。一方、株主総会を実施している会社側は法的瑕疵のない総会実施を第一義に考えている。この様な根本的な考え方の違い、投資家と会社のスタンスの違いなどを理解し、丁寧

第3章 スチュワードシップ・コードについての考察

140 スチュワードシップ・コードとは、コーポレート・ガバナンスの向上を目的とした機関投資家の行動規範である。機関投資家の支配力を活かしたソフトローの一種であり、企業経営の収益力を向上させたり、企業不正を監視したりもする。スチュワードシップ・コードは、金融機関による投資先企業の経営監視などコーポレート・ガバナンスへの取り組みが不十分であったことがリーマン・ショックによる金融危機を深刻化させたとの反省に立ち、英国で2010年に金融機関を中心とした機関投資家のあるべき姿を規定したガイダンスのことである。スチュワードシップ・コードは国際標準であるが、英国発祥の紆余曲折した制度の一面を持っている。

145 スチュワードシップは、投資企業の企業価値を向上し、受益者のリターンを最大化する狙いの下、機関投資家は(1) 受託者責任の果たし方の方針公表、(2) 利益相反の管理に関する方針公表、(3) 投資先企業の経営モニタリング、(4) 受託者活動強化のタイミングと方法のガイドラインの設定、(5) 他の投資家との協働、(6) 議決権行使の方針と行使結果の公表、(7) 受託者行動と議決権行使活動の定期的報告、を行うべきとする7つの原則で構成されている。

150 スチュワードシップは、法的拘束力に縛られない自主規制であるが、コンプライ・オア・エクスプレイン (Comply or Explain) として、各原則を順守するか、順守しないのであればその理由を説明するよう求められている点が特徴となっている (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「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～) 平成26年2月26日)。

155 スチュワードシップ・コードには、日本版が存在する (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「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～) 平成26年2月26日) 。その理由は、スチュワードシップ・コードが元は英国において英国企業財務報告評議会が、2012年9月に英国企業株式を保有する機関投資家向けに策定した株主行動に関するスチュワードシップ・コードを模範している。それに対し、日本では2013年6月にアベノミクスの成長戦略の中の「成長への道筋」に沿った主要施策例として、コーポレート・ガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討することが盛り込まれ、そこで機関投資家が、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について検討が始まり、2014年2月26日に「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》」を策定・公表した。

160 日本版スチュワードシップ・コードは、「原則主義」(プリンシプルベース・アプローチ、Principle-based Approach) を採用しており、機関投資家がそれぞれ置かれている状況に応じて、異なった方法論でスチュワードシップ責任を適切に果たすことを求めている。“状況”とは規模の大小や、運用方針などを指す。

170 日本版スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンス・コードと同様にいわゆる「comply or explain (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)」の手法が採られている。7原則の中に、個々の事情に照らして実施することが適切でないと考えた原則があった場合、「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則には対応しないことも可能な枠組みになっているスチュワードシップ・コードを受け入れる機関投資家は、受入れの表明、ならびにスチュワードシップ責任を果たすための取り組み方針などを自らのウェブサイトを開示することを求められている。

2014年11月末日時点で受入れを表明している機関投資家175社については、全てウェブサイトにて開示を行っている。この取り組み方針を開示することにより、「企業訪問を何件行った」というような形式主義に陥らない対応が期待されている。

180 スチュワードシップ・コードは、投資戦略に従って記述すればよく、本コードを受け入れたからといって、全ての原則に従う必要があるわけではない。例えば、短期の裁定取引をベースにリターンを稼いでいるヘッジファンドでは、コードの趣旨に賛成したとしても、「当社の投資戦略に鑑み、投資先企業との目的を持った対話は意味がないため、行わない」といった記述をしても問題はない。四半期の利益予想の動きに着目しPER（株価収益率）が
185 上昇するきっかけ（カタリスト）を予測してリターンを稼ごうとする短期投資家にとっても投資先企業との対話はあまり関係のない話であり、その場合はそのように記述すれば良い。運用会社からすると、本コードは、自社が投資先企業を深く理解するために行っている活動の内容を、投資先企業や顧客に知ってもらう有効なツールになると考えられる。逆に運用会社に投資を委託している年金ファンドにとっては、運用会社の投資プロセスをより深く理解できるツールができたと考えるべきである。7つの原則に対する記述を読めば、
190 運用会社が、企業のファンダメンタルズをどの程度深く分析し、企業経営者と対話しようとしているのかを相対比較できると考えるからである。

英国版と比較すると日本版スチュワードシップ・コードにはそれほど切れがない印象がある。日本版だと、投資家の権利が侵害された際、機関投資家が活動を強めることや、強
195 調することを奨励していない。代わりに深い理解と適切な判断が求められる。また、日本版には読み手によって認識が異なる表現があるので、定義の整理などの課題が残っている。事実、日本版スチュワードシップ・コードの効果についてのアンケート調査によれば、過半数が企業価値向上の効果や一部の効果を認めるものの、実効性がないとする、あるいはまた、まったく効果を認めないとする回答もかなりの数にのぼっている（図表1参照）。

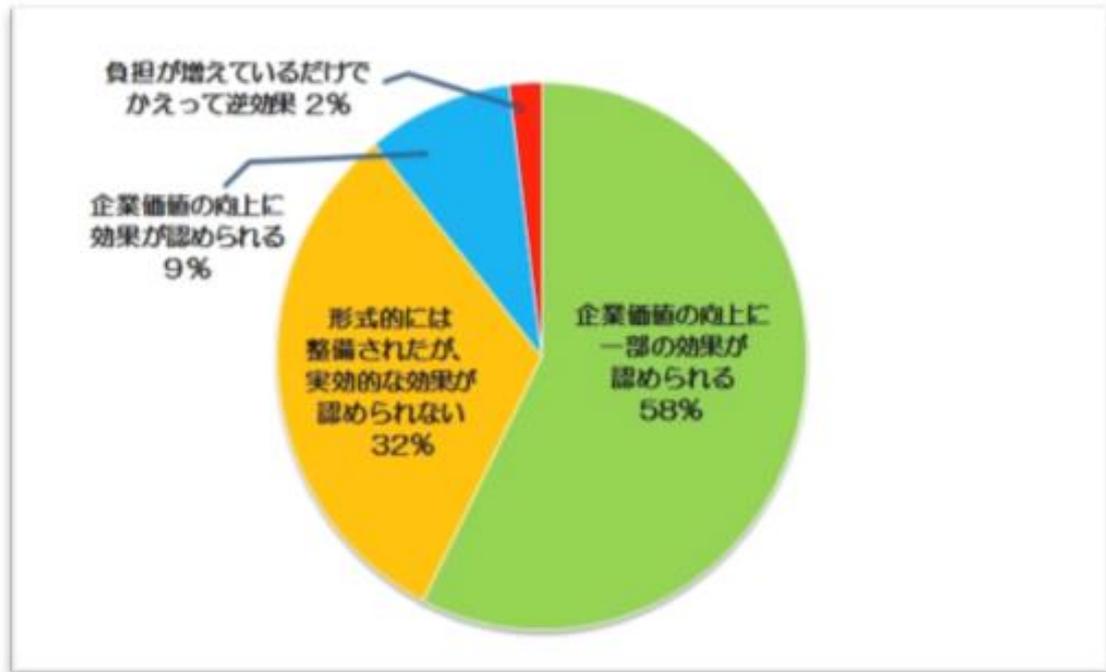
200 日本の運用会社のガバナンス構造は現状 多くが金融機関の子会社であり、取締役を含む経営者は大株主である親会社の役員や役員経験者などいわば身内から構成される場合がほとんどである。取締役の監視機能は極めて重要、できる限り多様なバックグラウンドを持つ経験者を経営陣に保つことが不可欠であるが、機関投資家は投資において様々な利益相反に晒される場合が多い。

205 日本の機関投資家によるスチュワードシップ活動上の課題は、金融機関グループの特殊性や人事・雇用慣行等を背景とする構造的な問題と密接不可分なものである。今回の改訂で解決を目指した機関投資家の課題とは、「利益相反」と「ガバナンス」という2つの問題に集約される。そして、この問題は金融機関グループの傘下である機関投資家のみでは解決不可能であり、その親会社グループである金融機関グループ全体での問題の理解と取
210 り組みが必須となる。また、このようなスチュワードシップ・コード改訂の動きは、機関投資家だけでなく、投資対象である発行体企業にとっても決して無縁ではない。

第1に、発行体企業は、主に金融機関グループの顧客の立場から利益相反の問題に深く関与している場合が多いこと、第2に、アセット・オーナーとしての企業年金基金のガ
215 バナンス問題はその母体である発行体企業による取り組みを要すること、第3に、スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンス・コードと「車の両輪」と言われ、実効性ある対話は機関投資家側のみならず、発行体企業の不断の努力を要する、からである。

以上から、スチュワードシップ・コードの改訂は、直接の名宛人である機関投資家関係者のみならず、その親会社である金融機関グループの中核企業や、発行体企業のガバナ
220 ンス担当者にとっても無縁ではないといえる。スチュワードシップ・コードの改訂はまだ確定したばかりで、機関投資家内部の検討を経てこれから改訂版を反映した公表がなされていくものである。しかし、この改訂が日本においてスチュワードシップ・コードの地位を確立できるかどうか注目されている。

図表1 スチュワードシップ・コードの効果



出所：QUICK 月次調査「スチュワードシップ・コードの効果はあった？」『QUICK Knowledge』
(<https://www.quick.co.jp/5/article/12369>. 2019年6月27日閲覧)

第4章 証券取引所の役割と機能強化

225 上場の「場」とは、株式市場のことを指し、株式市場に上がって、証券取引所で株式の
売買ができるようになることを上場と呼ぶ。上場企業とはその株式を発行できる企業のこ
とを指し、現在日本には、3600社ほどの上場企業があり、日本の株式市場に上場している
企業は、多くの人々が一度は見かけたりきいたりしたことのある規模の大きい企業ばかりで
ある。

230 上場の基準は各取引所に設置された市場ごとに異なっていて、日本には証券取引所は複
数ありますが、全上場企業のうち9割以上が上場しているのが東京証券取引所である。市
場第1部、市場第2部、JASDAQ、マザーズという4つの市場に分かれている。上場審査は
2部より1部の方が、条件が厳しく設定されており、初めて上場する会社は登竜門として
2部上場し、実績を積んでから1部を目指すのが一般的な流れとなっている。JASDAQとマ
ザーズは新興企業やベンチャー企業向けの市場で、この上場基準は1部・2部よりさらに
緩くなって、新規分野の企業などが上場しやすくなっている。

235 上場というのは、希望すればどの企業でもできるものではなく、選ばれた企業にしか許
されておらず、株式単位数、時価総額、株主数、事業継続年数、利益額などに一定の基準
があり、厳しい基準を満たした企業のみが上場することを許される。投資家に安心して売
買してもらえる上場基準は取引所によって違いがある。

企業にとって株式上場は次のようなメリットがある。

240 第1に、知名度と信頼度が向上する。

245 企業が株式市場に上場すると、テレビや新聞などに社名が公開されるなど、マスコミに
報道される機会が増えることによって世間からの認知度、知名度が上がる。上場するため
には所定の条件があり、株式上場を希望したからといって全ての企業が上場できるわけ
ではない。このことから、企業は上場すれば一定のステータスが得ることができ、また、知
名度と信頼度が上がることで企業をブランド化がしやすくなる。

第2に、資金調達がしやすくなる。

250 株式上場した後は、企業の株式は公開されて自由に売買できる状態になる。企業として
の価値が上がれば株価も比例して上がるため、上場しない場合に比べて資金調達がしやす
くなるほかに、上場することで、金融機関からの企業としての信頼を得ることができるの
で、金融機関からの資金調達もしやすくなる。

第3に、優秀な人材を確保しやすくなる。

255 上場企業として扱われることで信頼度が高まることにより、求めている人材を確保しや
すくなることがある。学生や求職者は、就職や転職で企業を選ぶときには、一般的に世間
からの評判や評価も気になるものである。上場企業という肩書きがあることで、就職や転
職を考えている人の目に止まりやすくなるため、求人に応募してくる母体数が増える結果、
優秀な人材が集まりやすくなる。実際に、上場前に比べて取引先の規模が変わった、就職
を希望する人材の質が良くなることが多い。

260

第4に、内部管理体制が整う。

上場するためには監査法人の監査を受けたり、株主総会や取締役会などの開催、議事録

265 の整備などをしっかりとしているかなど、内部管理体制が整備されていて上場にふさわしいかどうかチェックされる。会計処理や法令遵守についても一定の要件が定められており、上場するために内部管理体制を整えなければならない。その結果、企業の透明化が進み、外から見てもより信頼できる企業になることができる。

第5に、社員のモチベーションが上がる。

270 株式上場は社員のモチベーションの向上にもつながる。単に勤めている企業が上場企業になったということもあるが、上場するにあたって内部管理体制が整うことでより働きやすい職場になることや、会社が従業員や取締役に対して、予め決めた価格で将来買い取る権利を与えるストックオプションや従業員持ち株制度の導入、企業の信頼性が増すことによって、取引先の規模が拡大し、企業の事業規模も大きくなることによって、企業として更に発展するなど、複合的な理由が考えられる。

275 日本企業はグローバル化や技術革新などによる経済発展とともに大きく成長してきた。しかし、バブルの崩壊やリーマン・ショックなどを契機として、企業は長期的展望が開けななかで国内設備投資を減少させる一方、投資家は短期間で収益を得ようとする傾向を強めた。しかし、日本が持続的な経済発展を目指すうえで、企業が国内投資を長期的な観点から行うことが必要とされる。また、投資家、特に、企業に大きな影響を与えると期待されている機関投資家が、企業の長期的成長に貢献することが期待される。企業側の長期的発展をはかる観点から、健全な株式市場のあり方について考える必要がある。

280 株式の取引が行われる場である株式流通市場は、証券取引所が開設する取引所市場と1998年の証券取引法改正によって認められるようになった民間業者による取引システム（いわゆるPTS（私設取引システム））、さらには同じく98年に取引所集中義務が撤廃されたことによって可能になった取引所上場銘柄の取引所外取引から構成される。取引所市場は証券取引所の開設する市場であり、東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合した日本取引所、名古屋、札幌、福岡の4取引所がある。証券取引所はかつて証券会社の会員制組織であったが、2000年の証券取引法改正により株式会社組織の取引所が認められるようになり、日本取引所および名古屋証券取引所は株式会社組織である。

290 取引所における取引は、(1)一定の上場基準を満たした上場銘柄の取引を、(2)定められた立会時間に、(3)オークション取引によって行い、(4)証券取引所は取引の公正性を図るために、取引や証券会社の業務内容について自主規制機関として管理・監督にあっている。

295 このほか、非上場・非登録の株式を証券会社の店頭で取引し日本証券業協会に取引報告がなされるグリーンシート市場があるが、市場規模は小さく、2018年3月31日をもって廃止される。これに代わる非上場株式の流通取引の制度として2015年5月に株主コミュニティ制度が整備された。東京証券取引所上場銘柄の立会外取引（ToSTNeT）は、投資家の多様なニーズに応えることを目的に、上場株式の大口取引やバスケット取引を相対交渉やクロス取引によって成立させる「ToSTNeT-1」、一日数回、終値などの特定の価格で成立させる「ToSTNeT-2」、自己株式取得を対象にした「ToSTNeT-3」から構成されている。さらに、一部の証券会社が独自にPTSを開設し、主として取引所の時間外に注文の付合せを行っている。数年前に、証券会社と取引所のシステムダウン、誤発注、また見せ玉などの不正行為が相次いだため、東京証券取引所は2010年1月に世界レベルの高速性能を有する現物取引の新システムである「アローヘッド」を導入し、市場の信頼性を高めている。

305 戦後、財閥解体により財閥の持株が市中に放出され、個人消化が進められた結果、取引所が再開された1949年（昭和24年）の個人持株比率は69.1%に達した（日本証券経済研究所『日本の証券市場2018年版』50ページ）。しかし、いうまでもなく国民は資金に余裕があつて株式を購入した訳ではなかったから、直後から売却され、個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり、旧財閥系

の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。60年代には、戦後復興を経て資本自由化が行われたが、それを契機に日本企業は外国企業による乗っ取りを恐れて「安定株主政策」を進め、事業法人、金融機関の保有比率が上昇した。その後も、時価発行への移行により増資資金の調達を有利に進めるためにも株価の高値維持が必要になったため、1975年頃まで事業法人の持株比率は上昇した。他方、金融機関は右肩上りの相場を背景に80年代末のバブル期まで持株比率を上昇させた。

315

このような株式所有構造の法人化は、株価形成に重大な影響を及ぼす。個人や機関投資家による株式保有が利潤証券として利回りを基準に株式投資を行うのに対して、事業法人あるいは金融機関の自己勘定での取引は企業の系列化や業務提携などを目的とした、広い意味での支配証券としての保有の場合が多い。このため、これらの法人の株式保有は長期的、固定的であり、利回りを無視したものになる傾向が強いため、株式の利回りは低下する。その結果、株価は利回り採算で投資する個人投資家には手の届かない水準にまで上昇し、個人投資家の持株比率は一層低下することになった。また、このような状況でも投資利回りを高めようと思えば、売買差益狙いにならざるをえないから、個人投資家の売買回転率を高めることになった。わが国では、個人投資家が最も投機的な行動を繰り返す株式市場の構造が形成されたのであった。

320

325

法人投資家にとっても、バブル崩壊後の株価の低迷により含み益が大幅に低下したため、株式保有はもはや有利な投資ではなくなった。さらに、2001年秋以降は含み損が生じる水準にまで低下し、9月決算から銀行保有株式の時価評価が導入され含み損の60%が剰余金から控除されることになった。しかし、2000年代になってTOBなどが盛んに行なわれるようになると、再び事業会社間の持合いが増加傾向を示したが、コーポレート・ガバナンスに対する関心が高まるにつれ、メガバンクを中心に保有株式の売却が進んでいる。

330

株式市場が活性化することで、家計、投資家が持つ資金を多くの成長企業に回し、日本経済の持続的な発展を促すことが可能となる。なぜなら、株式市場の役割とは、企業の持続的な成長を促すための資金調達手段を多様化し、株式ほどの流動性を供給することで公正な価格形成を図る役割を担い、企業と投資家の成長及び資産形成を助けるものだからである。そのためにも、発行市場と流通市場が相互作用し、双方の透明性が確保されることで企業、投資家などの各市場参加者にとって、信頼できる市場を目指し、活性化させる必要がある。

335

340

日本経済は「失われた10年」あるいは「失われた20年」と言われるまでの長期的な低迷期に突入しており、そのような日本経済の長期的低迷を映し出すように日本の株価も低迷が続いている。1980年から2016年までの日経平均株価の推移を表したグラフであるが、1989年には約4万円近くまであった株価が、アベノミクスの「日本再興戦略」の影響で回復したとはいえ約半分の2万円で推移している。企業の将来的な利益創出への期待が反映される株価が長期的に低迷しているということは、構造的な問題として前節の株主持ち合いの解消が背景にあるにもかかわらず、投資家が国内企業の持続的な成長への期待感を持っていないことを暗示している。

345

上場している企業は財務諸表を見せる義務がある。財務諸表は、決算までの1年間の自社の財政状態や経営成績をまとめた計算書で、利害関係のある人に知らせることを目的としている。機関投資家は財務諸表を読み解くことによって、さまざまな要因によって変動する企業の収益、費用、利益などの現状を把握し、その企業の今後の流れをある程度予測して投資を行う。企業はしっかりと財務諸表を開示する義務を果たし、嘘偽りのない財務諸表を開示することも企業側は重要な役目となっている。

350

財務諸表以外にもコーポレート・ガバナンス・コードの改定にさりげなく盛り込まれた非財務諸表も重要である。財務諸表（損益計算書、貸借対照表、キャッシュ・フロー計算書等）以外の情報である。

355

日本では永らく国内企業の事業収益性や資本生産性の低迷、株価水準の低迷が続いたこ

360 とを背景に、近年、コーポレート・ガバナンス改革が進められている。また、間接金融への依存が長かったこともあり、企業と資本市場・投資家との関係が必ずしも緊密なものとはいえなかった。そのため、企業側では、投資家と企業が共有する理念や価値観が育たなかった。逆に、短期的な財務数値ばかりを追いかけて、自らの要求のみを主張しているという声さえあがっていた。

365 投資家側としては、企業経営者は投資家に関心を持つ指標にこだわった経営を実践しない、あるいは投資家との面談で指標・数値を約束しても自社の中でそれを一貫性をもって展開しない「ダブルスタンダード経営」といった印象を持ち続けていた。このような状況を打破すべく、ガバナンス関連の法改正や非財務情報開示の充実へ向けた取り組みが国の施策として進められているという流れが、近年の非財務情報が脚光を浴びる背景である。

むすびー提言

370 以上、機関投資家の現状、問題点について述べてきた。今後の機関投資家や証券市場の役割を完全するための提言としては、以下のとおりである。

375 提言1：投資家の短期的な行動は中長期的な企業価値を向上させるにあたって、大きな足枷となる。そこで、短期志向を助長している業績予想の開示の廃止を提言したい。業績予想をもとに短期的分析を行っているが、廃止する事によりアナリストの分析が中長期的な企業評価に転嫁する事が期待できる。また現在、形式的なものに留まっている監査報告書に関して、透明性を確保し、機関投資家との対話においても有益なものになるような改革をおこなう。

380 提言2：中長期的な企業価値向上の方法として近年 ESG 投資が注目されている。ESG 投資の促進方策は様々だが、実際に成果が出た方策をもって具体的な指数を活用し、企業価値の向上に資する ESG 投資を促進すべきである。

385 提言3：機関投資家の権利行使手段として議決権電子行使プラットフォームの拡充の推進を提言したい。

390 提言4：今後の企業に対する機関投資家のエンゲージメントの手段として有効な、集団的エンゲージメントの推進を提言したい。企業の中長期的な価値向上のためには機関投資家によるエンゲージメントは必要不可欠である。しかし、単独のエンゲージメントではコスト面や影響度の面で欠点がある。その問題を解決し、機関投資家のモノ言う株主化が大いに期待できるようにするためには集団的エンゲージメントの採用が不可欠である。

395

参考文献

400 「株式市場に上場するメリット」
(<https://promarket.tokyo/archives/128>、2019年7月21日閲覧)

「ネットで副収入！ネット収入で稼ぐ方」
(<http://netsyunyu.com/investment/stock-market.html>、2019年9月21日)

405 「株初心者のための株式投資講座」
(https://www.stock-traderz.com/market/market_torihikijo.html、2019年10月3日閲覧)

410 「三井住友カード株式会社」
(<https://www.smbc-card.com/hojin/magazine/bizi->、2019年10月11日閲覧)

- 一般財団法人 生命保険協会「平成26年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」
(http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_1.pdf) (2018年9月20日取得)
- 415 金子裕子「一直前総まとめ—四半期報告制度の総合解説」
(<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/infosensor/pdf/info-sensor-2008-02-02.pdf>) (2018年9月20日取得)
- 420 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」
(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>) (2018年9月20日取得)
- 425 株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」
(<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20171018/03.pdf>) (2018年9月20日取得)
- 430 金融庁「「企業と機関投資家との建設的な対話」に関する海外機関投資家の意見の概要」
(<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20160923/01.pdf>, 2018年9月23日取得)
- 435 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「責任ある機関投資家の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」
(<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>, 2018年9月23日取得).
- 日本総研「ESG投資(1)『新たな ESG投資に必要な視点「Value 10Creation」』(価値創造)」
(<http://impactinvestment.jp/impactinvestment/>, 2018年10月1日閲覧)
- 440 日本証券経済研究所『日本の証券市場 2018年版』日本証券経済研究所, 2018年
- 大和証券「ESG投資とは？」
(http://www.daiwa.jp/products/fund/201802_ev/esg.html) (2018年10月4日閲覧)
- 445 田代一聡(2015)「機関投資家のエージェンシー問題」日本証券経済研究所『証券経済研究』第92号
- 450 QUICK月次調査「スチュワードシップ・コードの効果はあった？『QUICK Knowledge』」
(<https://www.quick.co.jp/5/article/12369>. 2019年6月27日閲覧)