

平成 29 年「証券ゼミナール大会」

第 5 テーマ A ブロック

5 機関投資家の投資行動と証券市場



神奈川大学 戸田ゼミナール

目次

序章

- 5 第1章 証券市場について
- 第1節 定義
 - 第2節 役割
 - 第3節 現状
- 10
- 第2章 株主と構造
- 第1節 株主の権利
 - 第2節 株主保有構造の変化
- 15
- 第3章 機関投資家と企業
- 第1節 機関投資家について
 - 第2節 企業について
 - 第3節 日本版スチュワードシップ・コードについて
 - 20 第4節 コーポレートガバナンス・コードについて
- 第4章 モノ言う株主の増加と企業価値向上のために
- 第1節 機関投資家のモノ言う株主化
 - 25 第2節 コレクティブ・エンゲージメント

終章

- 30 参考文献

序章

近年、証券市場という言葉をよく耳にすることがあると思う。証券市場というとかなり大規模なものをイメージすると思われる。最近になってよく聞くようになったために。歴史はそこまでではないのかもしれないと思われがちであるかもしれない。しかし、この証券市場というのは、戦後日本の経済成長とともに成長してきたというとても歴史の深いものである。また、リーマンショックや金融危機といった様々な危機が起こり、証券市場は経済とともに衰退し、停滞していくことになり、困難が少なくないものであるということが分かった。

5
10 そこで、証券市場が与える影響は大きく、株式を保有する企業やそれを保有している機関投資家とそれぞれのあるべき姿が問われ始めている。

そのため、国内の証券市場を活性化させていくためには機関投資家や企業はそうあるべきか、どうしていくべきなのかを論じている。第1章では、証券市場について、第2章では、株主と株式のことについて、第3章では、機関投資家や企業のあるべき姿等について、第4章で方策をそれぞれ述べていく。そして最終的には、証券市場に影響を与える機関投資家や企業はどうしていくべきか、どういう姿でいるべきかを明らかにする。

20

25

30

第1章 証券市場について

第1節 定義

5 一般的に、証券とは、財産上の権利を表す株券、債券などのことを指す。株券はその保有者が株券の発行会社に出資していることを表し、債券はその保有者が債券の発行者である会社や国などに資金を貸し付けていることを指す。そしてその証券というのは、資本主義経済の中心的存在である株式会社の経済的基盤である株式と社債、ならびに他の債券などからなっている。さらに最近では、中国やロシアといった社会主義諸国、あるいは旧社会主義諸国でも証券の
10 発行が急増している。

「証券市場はこういった証券が取引される場であり、国民経済に必要不可欠な存在である。したがって経済の仕組みと役割を理解していくためにも、証券市場の知識や存在は重要なものになる。」

15

第2節 役割

証券市場の役割を述べていきたいと思う。証券市場とは「発行市場」と「流通市場」に大きく分けられて、異なった役割を果たす。

発行市場とは、資金調達のために新規に発行される証券が、発行者（発行体）
20 から直接あるいは仲介者である証券会社などを仲介して投資者に取得される市場のことで、プライマリーマーケットとも呼ばれる。

対して、流通市場とは、既発行証券が投資家から投資家へ移転される市場のことであり、セカンダリーマーケットとも呼ばれる

もう少し具体的に見ていくとする。まず発行市場における役割を考えると、
25 資金の需要者としての企業は、成長して信用力が高くなると銀行から融資を受けなくても、返済の条件などを約束することで、自ら資金を集めることができるようになる。とはいえ、資金の供給先を探し回るのは大変なため、投資家などが多く集まる市場に呼びかける。こうして、有価証券の発行を通じて、広くサポートするとともに最も的確で公平な条件に導く役割を果たしている。また、
30 株式会社を証券取引所市場などへの上場に導くことによって、その後の株価の

安定などを目的とした取り組みにも関与している。

一方、流通市場は顧客に様々な情報を提供し、適切な助言を行うとともに売買を迅速・正確に成立させる役割を担う。家計資産を運用する個人投資家や年金など巨額資金を運用する機関投資家など、様々な顧客に対して最もふさわしいサポートを行うことが直接金融を担う証券会社に課せられた大切な役割である。

第3節 現状

10 証券市場の現状を見ていくとする。日本における証券市場は、バブル経済の崩壊や株式、不動産の株価下落を伴う資産デフレの進行により、経済を圧迫し始め、経済成長は大きく揺らいだ。1991年に大手証券会社による大口顧客への巨額損失補てん事件が発覚したことで投資家からの信頼を大きく失墜させたことや 1995年の戦後初の銀行倒産となる兵庫銀行の破綻により、金融不安が表面化し、流通市場は長期不振に陥った。流通市場の沈滞を受け、株式発行市場の機能も低下した。また、資産デフレの深刻化に歯止めがかからず、1997年から 98年にかけては三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行といった大手金融機関の経営破たんが相次ぐなど、昭和初期の金融恐慌以来の金融不安が広がった。さらに 2000年春以降は、1990年代以降の情報通信革命の進展に支えられ長期上昇傾向を辿ってきたアメリカの株価が下落に転じたのを機に、日本の株式市場も株価が再び下落傾向に転じた。

こうした株価の崩落過程で、戦後形成されてきた「株式持合い体制」が崩れ、それに伴い株主構成は変化していった。1990年代後半以降、金融再生に向けて金融行政面から強い支援を受ける形で、証券市場、特に株式市場の機能強化と活性化を図る種々の改革、市場整備策が進められてきた。その過程で、株式持合い体制の中核であった銀行と生命保険会社は株式の圧縮を進めたことにより、事業法人の持株比率の低下と相まって、株式持合い体制の崩壊を加速させた。

また、2000年代に入ると、買収ファンドや新興企業により M&A が活発化して、社会的にも注目を集めた。また 2005年頃からは、MBO (Management Buyout) による上場廃止が増加しつつある。MBO とは経営陣が自社企業の買

取を行うことで、ファンドが株主として加わることが多い。

2003年4月以降は、景気の緩やかな拡大を背景に株価は回復傾向を辿ったが、2007年に表面化したアメリカのサブプライムローン問題を契機とする世界的な金融危機により、日経平均株価は大きく落ち込んだ。その後、企業業績の回復などを背景に日経平均株価は1万円台を回復したが、2011年3月に起きた東日本大震災の影響、さらに同年8月のギリシャ財政危機がヨーロッパ諸国に波及する懸念が高まったことを背景に日経平均株価は1万円を割ることになった。こうして、日本の証券市場の歩みとしては、バブル経済の崩壊に始まり、リーマンショックや金融危機などによる経済の流れに左右されてきていることは言うまでもなく、東日本大震災といった災害や海外の国の金融の様子や情勢にも左右されてきているということが分かる。次の第2章では、株主と構造について述べる。

15

第2章 株主と構造

この章では株主の権利と株式保有構造の変化について述べる。まず株主の権利にはどういったものがあるのかを説明した後に、株式所有構造はどう変わっていったのかをグラフを用いりながら見ていく。

25

第1節 株主の権利

株主は出資した額に応じて「株主権」という権利を得ることができる。株主権は大きく分けて**自益権**（財産的利益に関する権利）と**共益権**（経営への参加に関する権利）の2種類あり、主な権利としては、**総会議決権**（共益権）、**剰余**

金配当請求権（自益権）、残余財産分配権（自益権）などが挙げられる。今回はこの中でも議決権について見ていく事にする。

議決権とは、会社の経営に参加する権利のことであり、株主は株主総会に出席し会社の経営方針などに対して意見や質問ができるというものである。決議は株主による多数決で行われ、このときの投票数は持ち株によって変わる為、より多くの株式を持っている株主ほど会社に対する影響力も大きくなる。そして、議決権を行使することは会社の成長を促すものとしても重要である。

では、どのくらいの株式保有率でそれぞれどのような議決権を得ることができるのだろうか。図表 1 を見て頂きたい。

15

図表 1

1	議決権保有割合	株主の権利等
2	90%（10分の9以上）	略式合併等における総会決議省略。
3	66%以上（3分の2以上）	株主総会の特別決議を単独で成立させられる。
4	50%超（2分の1超）	株主総会の普通決議を単独で成立させられる。
5	50%以上（2分の1以上）	株主総会の特別決議を単独で阻止できる。

6	33%超 (3分の1超)	株主総会の特別決議を単 独で阻止できる。
7	25%以上(4分の1以 上)	相互保有株式の議決権停 止。

<出所>大和総研 堀内勇世『法律・制度のミニ知識 会社法下の保有割合と株主の権利等 2015年5月1日から施行される、改正された会社法を前提に』2015 p.5 より筆者作成

- 5 図表1の4番と3番から、議決権を50%超所有している場合は株主総会普通決議を単独で成立させられること、66%以上を所有している場合は株主総会の特別決議を単独で成立させられることがそれぞれわかる。
- 図表1の中にも書かれている「特別決議」と「普通決議」の決議事項について述べておくと、特別決議の代表的なものとしては定款の変更や、取締役・監査
- 10 役の解任などがあり、普通決議は役員を選任などがある。

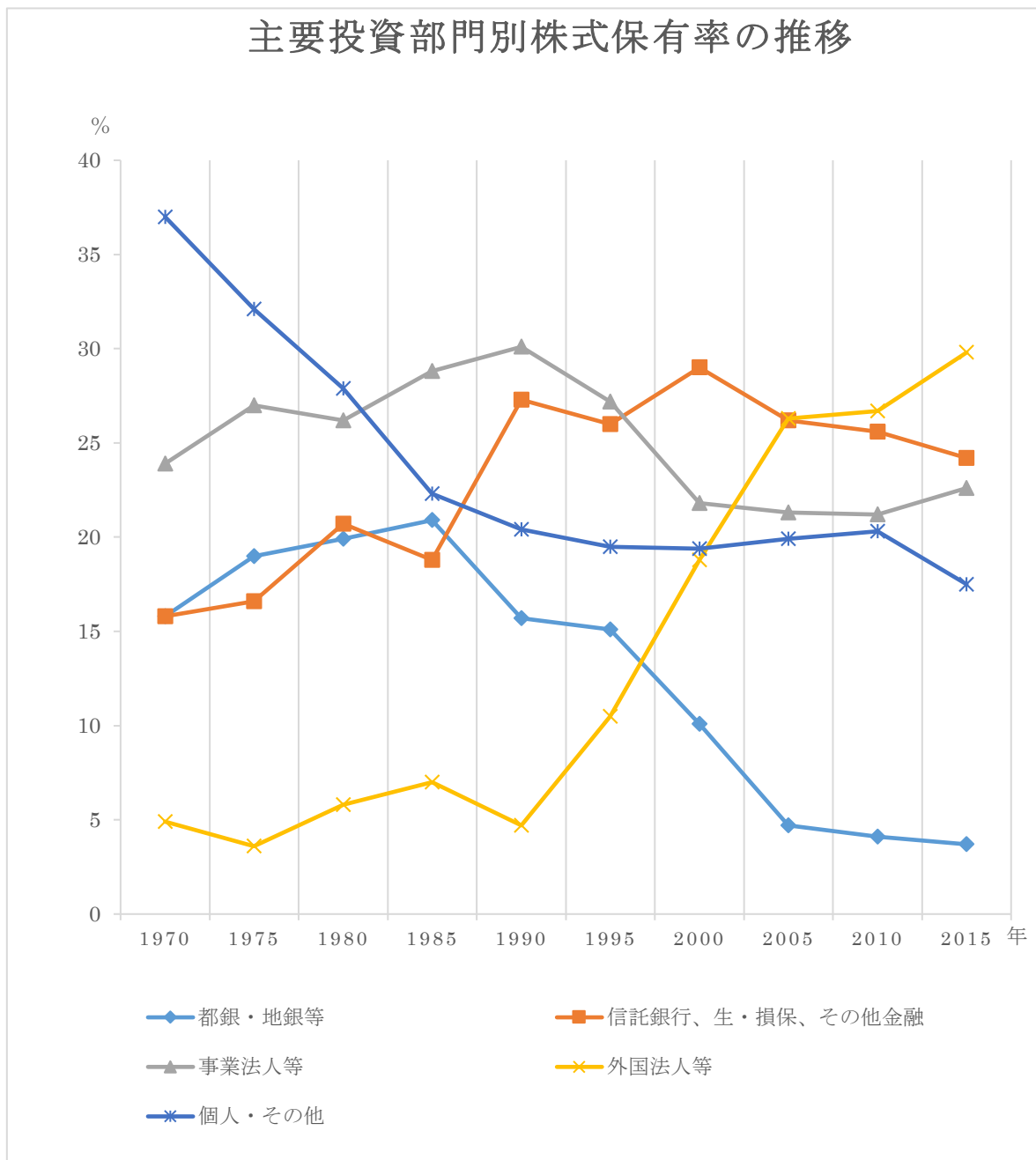
15

第2節 株式所有構造の変化

- 1990年代から2000年代にかけて株式所有構造は急激に変化した。では、どのように変化していき、どのような人々が株式を多く保有しているのかをグラフ
- 20 フを使って見ていく事にする。

25

図表 2



<出所>東京証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所 『2016年度株式分布状況調査の調査結果について』2017 p.5 より筆者作成

図表 2 のグラフから、グラフの始まりである 1970 年を見ると個人投資家の保有率が 1 番高いが、1995 年あたりから外国人法人の線が伸び始めてきていることがわかる。これは 1997 年の銀行危機以降企業・銀行間の持ち合いが急速に解消したこと、そしてその一方では内外の機関投資家（特に海外機関投資家）の保有率が増加したことが原因であるだろう。そして、2015 年では内外共に機関投資家が保有率上位に台頭している。このことから近年の株式市場における機関投資家の影響力は大きなものであることがわかる。

10

15

第 3 章 機関投資家と企業

20

第 2 章でも述べたように、近年では機関投資家の株式保有が増加している。その為機関投資家が企業に与える影響は多大なものになっている。そんな中で重要となってくるのは機関投資家と企業の関係性や、お互い義務をきちんと果たしていく事であるだろう。本章では、機関投資家と企業がどのような関りを持っているのかを説明し、双方が義務を果たすためのあるべき姿とはどのような姿なのかを、諸原則を提示しながら論じていく。

25

30

第 1 節 機関投資家について

初めに、機関投資家とはどのような投資家かというところ、生命保険会社や年金基金、損害保険会社などの大量の資金を使って運用を行っている投資家のことをいう。資産の元手は、例えば生命保険会社の場合は保険加入者からの保険料であるし、年金基金であれば年金加入者の保険料である。このように機関投資家は顧客からお金を預かって運用している。それならば当然受託者としての責任があり、顧客に損が発生しないような運用をしていかなければならないという義務があるのだ。そして、そんな義務を果たすために機関投資家への原則として導入されたものがある。それについては第 3 節で詳しく説明していくことにして、次の第 2 節では機関投資家と関わりの強い企業について述べる。

第 2 節 企業

15 企業について述べていく。まず定義についてだが、企業というのは利潤追求を目的として、継続的かつ計画的な意図の下に、生産、販売、サービスなどの各種営利行為を実施する一個の統一された独立の経済的生活体と定義することができる。

20 企業というものはそもそもどういう姿であるべきなのだろうか。それは、企業そのものに厳しい競争に打ち勝って、成長していくという心意気というものがあるかというところが重要になってくると思われる。そうすることによって経営戦略が見直されていき、その見直された経営ビジョンというものが企業のあるべき姿としての反映されることになるのである。

25 次に、企業価値向上のことについて述べていく。まず、企業価値の定義について述べていくが、企業価値というのは当該企業が他人資本、自己資本を用いて生み出すことができる価値総額のことであり、株主や債権者などの利害関係者からみた企業の価値評価額でもある。その中でも企業価値評価には複数のアプローチがあり、企業の保有する資産の再取得価額を基礎とするコスト・アプローチ、将来のキャッシュ・フローや EVAなどを基礎とするインカム・アプローチ、株式の時価総額に負債の時価総額を加えた額を基礎とするマーケッ

30

ト・アプローチなどがある。

しかし、いずれにも批判があり、こうした経済的な価値のみならず非経済的な価値を加えた価値を企業価値とするという見解もある日本経済団体連合会が発表した「企業価値の最大化に向けた経営戦略」では、設計解析の結果とし

- 5 て、人材育成、研究結果、企業倫理、情報開示、環境などに積極的に取り組むことが、企業価値のプレミアムにつながることを確認できたとしている。こうして、経済価値に加えて、社会価値、組織価値から構成される企業価値モデルというものが出てくることになる。

- 10 そのモデルを基礎として企業価値が、事業価値、非事業資産価値、社会価値、組織価値、相乗価値から形成されるモデルを展開できる。

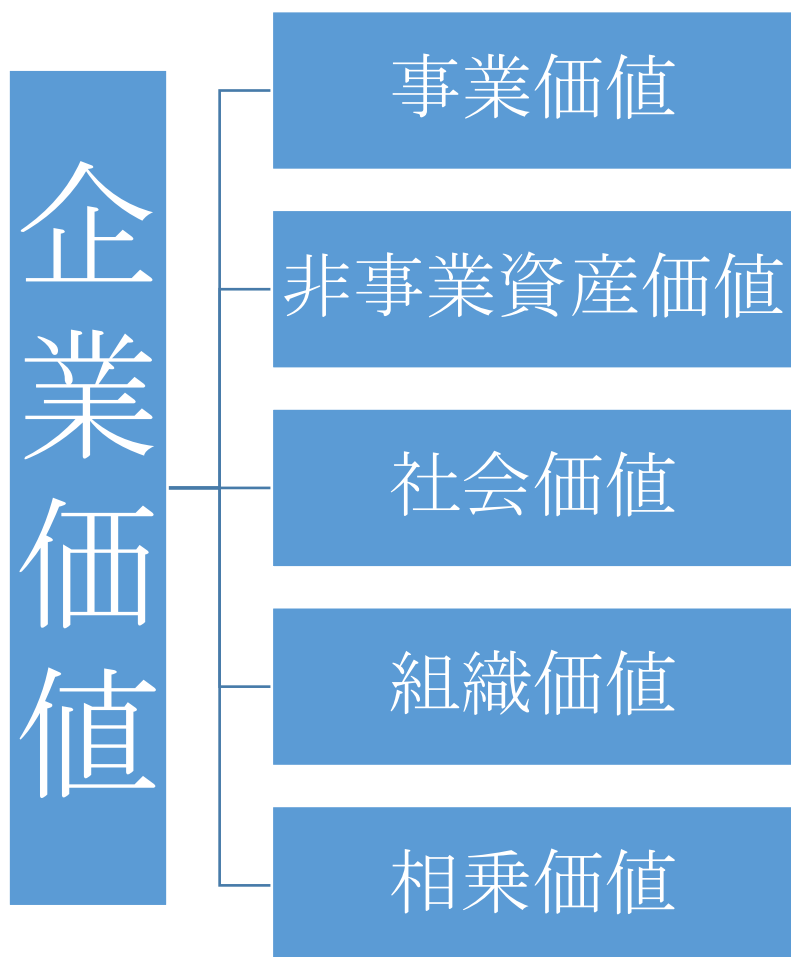
15

20

25

30

図表 3 企業価値の構成



<出所> 税務経理協会「企業価値向上の戦略」2013年26項より引用

5

10

ここでの事業価値というのは、企業が主たる事業を営むことによって、将来にわたって創造される経済的価値を言い、その最も一般的な測定方法がインカム・アプローチで、主な事業から得られる将来キャッシュ・フローの現在価値額を事業価値とするものである。また、非事業資産価値とは主たる事業以外の

投融資などの公正価値である。

一方で、社会価値というのは、環境保全活動、社会貢献活動、寄付、メセナ（文化芸術支援活動）など、企業が果たすべき社会的責任や社会貢献により生成される価値である。次に、組織価値というのは、企業文化、企業風土、組織
5 に浸透した経営理念、優れた従業員や経営者などにより生成される価値である。そして、相乗価値とは、事業価値、非事業資産価値、社会価値、組織価値の相乗効果により生成される付加価値のことである。以上のように定義づけができる。

次に、企業価値の考え方について述べていく。企業価値というのは複数の意味で捉えることができると考えられる。まず価値の言葉の意味として「価値とい
10 うのは対象が主体の欲求を満たす程度」をいい、これを企業価値について言う
と、企業という対象がステークホルダーという主体の欲求を充足する良さとい
うことができる。企業の所有者が株主であるという視点からだと企業価値と
は、株主にとっての価値であり、企業をステークホルダーの利害充足の場とす
15 る視点からだと企業価値は、書くステークホルダーにとっての価値の総和とい
うことができる。

上で述べた前者は、企業価値を株主価値とみなす捉え方であり、ファイナンスの理論において一般低にみられる株主の視点に立った見方である。後者は、
20 企業価値＝株主価値＋従業員価値＋顧客価値という式で示すことができる。こ
れは企業価値をステークホルダーの価値の総和とみなすことができる。

企業価値を株主価値と考える場合、そこで意識されているのは株主価値向上の視点に立った経営である。株主志向の経営では、非資本提供者の価値を下げる
ことによっても、株主価値の向上を図ることはできる。しかし、株主価値の
25 計算は、資本提供者のみを対象として企業価値から負債価値を控除した金額と
して計算される（図表 4 参照）

図表 4 企業価値

資 産 総 額	MVA (市場付加価値)	投資資本を 越える価値	株 総 主 額	企 業 価 値 (時価)
	投下資本 (薄価)	株主資本 (薄価)	時 価	
		負債資本 (薄価)	負債資本 (時価)	

5 <出所> 税務経理協会「企業価値向上の戦略」2013年2項より引用

10

図表 4 からわかるように、企業価値を株主価値と負債価値の合計と考えた場合、金利の変化によって変動する負債価値は金利の変動幅が小さいので、株主価値の向上は企業価値の向上に連動する。株主価値は、発行済み株式の時価総額（一株あたり株価×発行済み株式数）であり、新株を発行しなければ株価の上昇が株主価値の向上になるので、企業価値向上を目的とすることは、株価の上昇を目的とすることと同じことなのである。

15

バブル経済崩壊前後から株主志向の経営が強くなる一方、ステークホルダー志向の経営が重視されるようになってきた。株主価値志向の特徴を「株主価値アプローチ」「株主資本主義」とするならば、後者は「ステークホルダー・アプローチ」「ステークホルダー資本主義」ということができる。

20

その中でも、ステークホルダーというのは、資本提供者と非資本提供者、内部のステークホルダーと外部のステークホルダーに分けることができる。バブ

ル経済崩壊以前意は、従業員主義の経営が行われてきた。しかし、現在は銀行支配と従業員志向の経営が弱体化し、株主を中心に消費者、地域住民、取引先、公共などの多様なステークホルダーを考慮に入れる経営に変化してきている。CSR（企業社会責任）の理念は、企業が持続的に成長するために、ステークホルダーに対して、企業が負っている社会的責任を調和的に果たすことが求められている。言い換えると、各ステークホルダーに対する CSR を果たすことが、結果として、総和としての企業価値を高めるということになる。

10

15

第3節 日本版スチュワードシップ・コード

日本では 2014 年 2 月に責任ある機関投資家の諸原則である「日本版スチュワードシップ・コード」が制定された。これは、日本企業の収益力の底上げを
20 する必要があると判断した政府が 2013 年 6 月に「日本再興戦略」において「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」を定めたものである。この日本版スチュワードシップ・コードの中で、機関投資家が果たすべきスチュワード
25 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な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』（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
30 シップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために
2014 年 p.1 より引用）と明記されている。

5

日本版スチュワードシップ・コードの具体的な7つの原則は以下の通りである。

10 『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。

15

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。

20

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。

25

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もつとともに、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。

30

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。

5

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。』

10 (日本生命保険相互会社「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》に関する取り組み 2016 p.4～7 より引用)

この原則からもわかるように、機関投資家は企業との建設的な対話を大事にしなければいけなく、顧客や受益者に対しても定期的な報告することが機関投資家の義務であり、あるべき姿とされている。

15

第4節 コーポレートガバナンス・コードについて

20 まず、コーポレートガバナンス・コードの定義について述べていこうと思う。コーポレートガバナンス・コードとは上場企業が守るべき行動規範を示した企業統治のことである。これは、本来、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うなどを定めたものであり、その実施を一律に義務付けるというようなものではない。しかし「コンプライ・オア・エクスプレイン」
25 として、何らかの自由でそれを実施（コンプライ）しない場合、投資家にその理由を説明（エクスプレイン）することが求められる。つまり、強制ということではないが実施することが前提であるということ、もし無理であれば説明が必要になってくるという均等のとれた仕組みになっていると言える。

日本では長らく、起業活動を取締役会だけが掌握し、株主の利益を重視する
30 という傾向にあり、それが指摘されていた。その帰結に、利潤を配当や設備投

資、資金などに反映することに消極的で、企業の内部留保ばかり膨らませていたという批判があった。それでは、いつまでたっても外国に対等に渡り合っていくということにはできないと考えられる。国際競争力を高めるという意味でも第 2 次安倍政権では新成長戦略にコードの策定が盛り込まれていた。そして、

5 コーポレートガバナンス・コードが定義されていった。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則を述べていく。基本原則には「株主の権利・平等性の確保」「株主以外のステークホルダー（利害関係者）との適切な協働」「適切な情報開示と透明性の確保」「取締役会等の責務」「株主との対話」の 5 つがある。

10 次に、コーポレートガバナンスに関する機関投資家の役割を述べていこうと思う。これはイギリスのことであるが、イギリスでは過去 20 年以上もの間、コーポレートガバナンスに関与することが推奨されてきた。その中でも代表的な 4 つの報告書がある。それが

① キャドバリー報告書

15

② ハンペル報告書

20 ③ マイナス報告書

④ ウォーカー報告書

25

これら 4 つがイギリスでは存在しているのだ。詳しく見ていくと

① キャドバリー報告書

30 イギリスのコーポレートガバナンス・コードの嚆矢と言える 1992 年のキャド

バリー報告書において、すでに機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与が期待されているため、取締役が責任を十分に果たしていない時には機関投資家は取締役に説明を求めることを必要とし、積極的関与を求めた。

5

②ハンペル報告書

1998年のハンペル報告書においても、機関投資家に対して、熟慮の上、義池津権を行使するということ。年金基金に対して、ファンド・マネージャーが長期的視野を持って運用するように促すことを強く求めた。こうして機関投資家に議決権行使、会社との対話及びコーポレートガバナンスに関する開示情報の評価を求めた。

15

③マイナース報告書

2001年に機関投資家（年金基金と生命保険会社）の受託者責任を勧告するマイナース報告書が作成された。この報告書はいくつかの勧告がなされているが機関投資家が適切に対応することのできないと勧告の内容そのものが法律によって強制されることになってしまうという危機感があった。しかし、その後、労働党政府がイラク戦争に忙殺される企業側との緊張関係緩和に転換する方針になったためこの危惧は解消されていった。

⑤ウォーカー報告書

英国銀行が経営危機に陥った反省から、2009年に英国銀行のコーポレートガバナンスに関する勧告をまとめたウォーカー報告書が作成された。この報告書の対象は、銀行その他の機関であるが、他の英国企業に対しても広く運用可能なのである。まず、イギリスのように高度に発展している資本市場においては、最終受益者と投資先企業をつなぐ関係が複雑化している。そのため、長期的価

値の創造を求める短期投資家による考え方のほうを優勢にしてしまったのである。しかし、その事実を指摘することによって、改善され機関投資家によるエンゲージメントが達成されるのである。

また機関投資家は株主の有限責任という株主会社制度のメリットを享受している。

5

これらを踏まえると、この報告書は、FRCの責任管理の中で機関投資家とファンド・マネージャーが、スチュワードシップに関する最善慣行の原則を遵守するように推ということ。推進・推奨していくことが明示的に含まれるべきであること。この新しい役割は銀行の統合規範から分離されて新たにスチュワードシップ・コードとして制定され、現行の統合規範はコーポレートガバナンス・コードとして存続されるべきであるということ。英国機関株主委員会（ISC）が作成した機関投資家の責任コードが独立性と権威を有するFRCに批准されて、スチュワードシップ・コードとして展開されるべきであると勧告した。

10

（「スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコードが買える日本の企業・経済・社会」2014）より引用

15

以上の4つの勧告から、スチュワードシップ・コードが制定され、コーポレートガバナンス・コードの具体的な内容が理解されるようになっていったということが分かる。

20

25

30

第4章 モノ言う株主の増加と企業価値向上のために

10 これまでの章でも何度か言ったように、企業価値の向上には建設的な対話、そして機関投資家の議決権の行使が必要である。この章ではそれらを促すことのできるような提案をしていく。

第1節 機関投資家のモノ言う株主化

20 企業の価値を向上していくためには、機関投資家との対話や議決権の行使が重要であることはスチュワードシップ・コードから見てもわかるだろう。しかし、全ての機関投資家が議決権を行使し企業に対して意見する投資家、いわゆる「モノ言う株主」であるわけではなかった。スチュワードシップ・コードが制定される前までは「物言わぬ株主」が多く存在していたぐらいである。だが、

25 何度も言うように企業の成長にはモノ言う株主からの意見が重要なのである。そんなモノ言う株主をさらに増やすには、「機関投資家のモノ言う株主化」を促すことが必要なのではないだろうか。そこで注目したいのがスチュワードシップ・コードの改訂である。これは『コーポレートガバナンス革命を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家と企業との間で深度ある

30 「建設的な対話」を行っていくことが必要である』（機関投資家による実効的な

スチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～（案）「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」意見書（3） p.1より引用）と

され、平成 29 年 5 月 29 日に公表されたものである。

5 追加された内容としては、

『1.アセットオーナーによる実効的なチェック。

10 2.運用機関のガバナンス・利益相反管理等。

3.パッシブ運用における対話等。

4.議決権行使結果の公表の充実。

5.運用機関の自己評価。

6.議決権行使助言会社への更なる言及。

15 7.集団エンゲージメント

8.EGS 要素 』

（GPIF 「日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について」 2017
p.2より引用）

20 が挙げられる。

以上の中でも 4 番の議決権行使結果の公表の充実は、機関投資家が株主総会で、どのように議決権を行使したかを個別に開示させるというものである。改訂前のスチュワードシップ・コードでは、議案の種類ごとに整理・集計をする
25 形で議決権行使の結果を公表することを求めていたが、機関投資家が委託者の利益を最大限に考えて議決権行使しているかどうか確かめるためには、議決内容の公表拡大が不可欠であるとされた。そのことを受け、『機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の
30 行使結果を公表することが必ずしも適切ではないと考えられる場合には、その

理由を積極的に説明すべきである。』（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～ 2014 p.11 指針 5-3 より引用）と定められた。米国では SEC（証券取引委員会）の規制で投資信託については個別公表が義務付けられている。英国においては義務付けられてはいないが、多くの機関投資家が個別表示を行っている。また、『わが国では運用機関は金融機関グループの系列であることが多く、グループの顧客企業による会社提案議案に反対する議決権行使を行いにくいという利益相反の問題があることから、個別開示はこの利益相反問題の懸念を払拭するため』（The Finance 日本版スチュワードシップ・コード改訂 7つの重要ポイント <https://thefinance.jp/law/170628> より引用）ともされている。また、個別開示するかしないかは機関投資家の判断によるが、その場合は何故開示をしないのかを公表しなければならないため、多くの機関投資家は個別開示することになるだろう。

このように議決権行使結果の充実をさせることで、機関投資家の議決権行使も強化され、モノ言う株主にしていくことができるのではないかと考える。そして、モノ言う株主が増えていく事で企業の成長も見込めるのではないだろうか。この改訂がされたのは平成 29 年の 5 月であり、改訂からまだ約半年程度しか経過していないため、今後企業価値の向上への力を発揮していくのではないかと思い、1つの提案とさせてもらった。

25

第 2 節 コレクティブ・エンゲージメント

30

次にコレクティブ・エンゲージメントの積極的な導入を提案したい。コレクティブ・エンゲージメントとは、英国で多く用いられているもので、複数の投資家が企業成長のために意見を交換し、より効果的な対話を行うために協力することである。日本で導入することは困難であるとされていたが、実はこれも

5 改訂後のスチュワードシップ・コードの内容に含まれているのである。日本では「コレクティブ・エンゲージメント」という名前ではなく、「集団エンゲージメント」と和訳された名前になっており、スチュワードシップ・コード改訂版にも『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

10 (集団エンゲージメント)が有益な場合もあり得る』(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~

2017 p.13 指針 4-4 より引用)と書かれている。企業の成長を促すためにも、より質の良い対話をしていく必要があるし、そのためにも投資家同士が連

15 携していくことが重要となっていくと思ひ、コレクティブ・エンゲージメント及び集団エンゲージメントを、対話を通じた企業価値の向上のための方策として提案する。

20

25

30

終章

- 5 今回、国内証券市場の活性化が「モノ言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上」と定義されていたので、証券市場について述べた後に、モノ言う株主は議決権のある株主であることから、株主の権利の中でも議決権についてを述べた。そして、そんな議決権を持っている機関投資家が近年増加していることを示すために株式保有率の構造の変化として述べた。
- 10 機関投資家と企業は切っても切り離せない関係であるということで、その関係とお互いの行動源原則であるスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードについて述べた。
- そして最後は「モノいう株主の増加」と「企業価値の向上」のそれぞれの方策を述べていった。スチュワードシップ・コードは今年の5月に改訂されたため、まだ数か月程度しか経過していない。今後の更なる企業の成長、そしてそれによって証券市場が活性化されることを願う。
- 15

20

25

30

参考文献

5

・図説 日本の証券市場 2016年版 (2016)
公益財団法人 日本証券経済研究所

10

・「株」「投資信託」「外貨預金」がわかる基礎の基礎講座 (2008)
細野真広・マネー経済プロジェクト

15

・ベーシック証券市場論 (2004)
福光寛 高橋元

20

・新証券市場 2012 (2012)
日本証券業協会 高橋文郎

25

・入門証券市場論 [第3版補訂] (2015)
釜江廣志

30

・企業価値向上の戦略 企業価値評価研究会編（2013）
税務経理協会

5

・スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコードが変える日
本の企業・経済・社会（2015）
北川哲雄

10

・機関投資家と証券市場
財団法人 日本証券経済研究所

15

・証券 「金融業態別にみる現状と課題」
https://job.career-tasu.jp/financial_seminar/008/003/

20

・「モノ言う株主を増やす」安倍政権の新たな試みは功を奏すか（2016）
<http://gendai.ismedia.jp/articles/-/50278>

25

30

・機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた「建設的な対話」の充実のために～（案）「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」意見書（3） <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20161108/01.pdf>

5

・「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》に関する取り組み（平成 28 年度）

10 https://www.nissay.co.jp/kaisha/csr/details/unyou/pdf/stewardship_code.pdf

15 ・「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（2017）

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170322/01.pdf>

20

・日本版スチュワードシップ・コード改訂の狙い（2017）

<https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2017/05/stewardship-code-20170515.html>

25

・日経ビジネス 「モノ言う株主」に変身する機関投資家（2017）

http://business.nikkeibp.co.jp/atcl/report/15/238117/072000055/?P=2&n_c_id=nbpnbo_ampn&ST=smart

30

・日経ビジネス 期待されるスチュワードシップ・コード効果（2015）

<http://business.nikkeibp.co.jp/article/skillup/20150417/280069/?P=2&ST>

5 [=smart](#)

・日経 Biz アカデミー モノ言う株主ってどんな人？－株高狙い経営の向上
を主張（2013）

<http://bizacademy.nikkei.co.jp/culture/nikkei/article.aspx?id=MMACc3000027062013&page=2>

15

・2016 年度株式分布状況調査の調査結果について（2017）

<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/j-bunpu2016.pdf>

20

・日本証券業協会 法律で守られている株主の権利

http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock06.html

25

・株初心者のための株式投資講座

<http://www.stock-traderz.com/start/stock.html>

30

・大和総研 『法律・制度のミニ知識 会社法下の保有割合と株主の権利等
2015年5月1日から施行される、改正された会社法を前提に』（2015）

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-
research/commercial/20150327_009589.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/commercial/20150327_009589.pdf)

5

・企業と投資家の建設的な対話 3) 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」とは（2014）

10 <http://www.nomura-ir.co.jp/irweb/column/dialogue03.html>

・「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≫～
15 投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために（2014）

<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

20 ・日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応について

<http://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkai1172.pdf>

25 ・日本版スチュワードシップ・コード改訂 7つのポイント（2017）

<https://thefinance.jp/law/170628>

30

・「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（2017）

<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf>

5

・サスナビリティ・EGS 投資ニュースサイト（2016）

<https://sustainablejapan.jp/2016/09/07/pri-in-person-2016/23459>

10

・NIKKEI STYLE 問われる投資家と企業の対話力（2015）

<https://style.nikkei.com/article/DGXMZO87586290S5A600C1000000/>

15

・企業とは コトバンク

<https://kotobank.jp/word/%E4%BC%81%E6%A5%AD-50116>

20

・コーポレートガバナンスとは コトバンク

<https://kotobank.jp/word/%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%83%BB%E3%82%AC%E3%83%90%E3%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9-22979>

25

30