

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 2 テーマ「機関投資家のあるべき姿と証券市場」ブロック

証券市場における機関投資家と企業の関わり

愛知教育大学 西尾ゼミ

木村日菜

鈴木誠之介

曾布川絹子

早川宗喜

松本梨南

山本真子

目次

はじめに	3
第1章 金融市場と機関投資家の現状	4
第1節 金融市場と機関投資家	4
第2節 機関投資家の役割	7
第2章 機関投資家と企業の関り方の現状	8
第1節 企業の資金調達方法と企業統治の関係	9
第2節 機関投資家と企業の現状の関係	12
第3章 社会的規範や責任	19
第1節 機関投資家と企業の関わり方	20
第2節 企業統治のあるべき姿	26
第4章 証券市場のあるべき姿	30
第1節 企業のあり方	30
第2節 機関投資家のあり方	33
第3節 健全な証券市場を築くために	38
終わりに	41
参考文献	42

はじめに

2014年に日本版スチュワードシップ・コード、2015年に日本版コーポレートガバナンス・コードが公表され、機関投資家と企業との関係が変わりつつある。スチュワードシップ・コードは機関投資家側、コーポレートガバナンス・コードは企業側のそれぞれの立場で企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを目的として制定された。この2つのコードが制定された背景には、機関投資家と企業の間で建設的な対話が行われていなかったことがあげられる。

過去の日本の企業統治を振り返ることでその理由がわかる。1945年の財閥解体令により、財閥が保有していた大量の株式が民間に放出され、民間人にとって株式がより身近になった。個人株主が増加することによって、経営者の株式保有率の低下と分散した株式保有構造が生まれた。そのため企業側は安定株主を求め、銀行を中心に旧財閥系企業が株式を持ち合った。そこでは銀行が企業の監視役として目を光らせていた。しかし、1990年代に入るとバブル経済の崩壊に伴う株価の低下、企業の経営環境の悪化、それによる不良債権問題により特に金融機関が保有株式の売却を進めたため、企業の銀行離れと相まって、企業の監視役がいなくなってしまった。その後銀行に代わる監視役として機関投資家が台頭しているが、機関投資家の中には株価のみを重視して投資を行い、企業との対話を好まない投資家もいる。投資を受ける企業側にも、建設的な対話を好まない会社が多く、機関投資家が企業の監視役としての機能を果たせていない問題がある。この問題について解決するには、機関投資家と企業がどのようにして現在のような関係となるに至ったのか、等の歴史的背景や制度を理解するとともに、どのような問題が生じるか、またそれによって市場にどのような影響が及ぶのかについて理解する。そのうえで理想的な企業経営の在り方や、機関投資家のスチュワードシップ責任、受託者責任の果たし方について分析し、証券市場において双方がどのような姿であるべきなのかを考察する必要がある。

そのため本稿では、上記の問題の解決策を提示するため以下の順序で述べていく。初めに機関投資家と企業のそれぞれの立場から証券市場においてのあるべき姿を考え、健全な証券市場を形成するための検討・提言を行う。第1章で

は金融市場での機関投資家の現状や問題について整理する。機関投資家の重要性を理解するうえで、まずは金融市場における位置づけを明らかにする必要がある。そのうえで機関投資家は金融市場がその機能を十分に発揮し持続的に発展するための、監視役としての機能を担う存在だということを確認する。次に

5 第2章で機関投資家と企業のかかわり方の現状や問題について、これまでの企業と金融機関の歴史を踏まえながら明らかにする。第3章で機関投資家と企業の社会的模範や責任について考え、続く第4章で機関投資家と企業のあるべき姿を考え、健全な証券市場について考察する。

10 第1章 金融市場と機関投資家の現状

本章では金融市場での機関投資家の現状や問題について述べていく。近年、企業の資金調達方法が変化している。かつて銀行などの金融機関による相対取引での資金調達が主であったのに対し、1970年頃より徐々に資本市場での直接的な資金調達方法の割合が増えている¹。それに伴って資本市場で多額の売買を行う機関投資家が金融市場での影響力を強めている。第1節では市場の種類や市場における機関投資家の影響力が大きい理由を明らかにする。また、金融市場の最も重要な機能の説明とその機能の重要性、貸し手と借り手の間に生じる問題と社会への影響を明確にする。それを踏まえて企業の資金調達の仕方に変化があり、機関投資家が問題を解決する必要性が出てきたことを明らかにすると

15 ともに、そもそも機関投資家とは何かを個人投資家と比較しながら定義する。続く第2節では、機関投資家の金融市場における役割を、アセット・オーナー、アセット・マネージャーそれぞれの役割を示したうえで、担うべき責任や求められる資質について考察していく。

25 第1節 金融市場と機関投資家

金融市場における機関投資家の影響力の変化を見るために、まずは機関投資家の活躍する市場について分類し、分析する。金融取引が行われる市場のことを金融市場という。特に満期までの期間が1年未満のものを短期金融市場、1

¹ 高 (2012)、p. 106。

年以上のものを長期金融市場と呼ぶ。短期金融市場は参加者が金融機関に限定されたインターバンク市場と、非金融機関も参加するオープン市場に分けられる。そして株式市場や公社債市場を含む証券市場は長期金融市場に分類される²。本稿で注目すべきは、この長期金融市場に含まれる株式市場や公社債市場と

5 いった証券市場。機関投資家が企業と市場取引を行っているのはこの市場である。

金融市場の最も重要な機能の一つは資金を黒字主体から赤字主体へ円滑に移転することである³。資金の移転にはいくつかの種類がある。間接金融である銀行を通じた貸借、直接金融である債券を通じた資金の貸付や株式を通じた出資

10 などがその例としてあげられ、その中でも銀行への預金や、銀行からの貸付といった銀行を通じた貸借取引による資金移転は日本で長らく主流とされてきた。しかしこのような資金移転には、資金の貸し出しに伴う金利の支払いや、元本の返済に不確実性が付きまとい、それを信用リスクという⁴。これがある以上、資金の貸し手はそのリスクがどの程度であるかを調べたうえで借り手に資金を

15 貸すかどうかを決定する。つまり貸し出しの前に、金利の支払いや元本の返済について見通しを立てなければならない。この見通しを立てるために行うのが貸付審査である。借り手側が実行しようとする投資の将来収益や、所得能力、仮に返済の見込みが立たなくなった場合に代わって返済の用に供しうるもの

20 （土地など）の有無の調査がこれにあたる。ところがこれには時間と金銭的・心理的な費用がかかり、このような費用を金融取引に伴う取引費用という⁵。これと同様に借り手側も貸し手に対して自己の投資プロジェクトや所得稼得能力や保有している資産（土地など）の内容に関して情報を提供し、貸し手に信用リスクは極めて小さいことを説得しなければならない。この説得のためにも時間と金銭的・心理的な費用が掛かる。

25 たとえ社会的に有益な投資であっても、そのリスクと取引費用が大きすぎれば、だれもそれを負担しようとはせず、その投資を実行できなくなってしまう。

² 岩田（2006）、p. 88。

³ 熊谷（2010）、p. 20。

⁴ 岩田（2006）、p. 28。

⁵ 岩田（2006）、p. 29。

すると経済の停滞などの悪影響を及ぼす。銀行に代表される金融機関は、相対取引におけるこうした貸し手と借り手の貸借取引に伴う困難な問題を解決する機能を担っている。

5 しかし企業は 1970 年代後半から、内部資金の潤沢と金融資本市場の自由化により、資本市場から直接資金を調達するようになった⁶。それによって、これまで銀行などの金融機関が行ってきた取引に伴う取引費用などの問題の解決を、資本市場における中心的な資金の出し手である機関投資家が銀行などに代わって担わなければならなくなったのである。

10 では、その機関投資家とはいったいどのような存在を言うのだろうか。以下で大まかに定義する。

機関投資家とは、組織そのものに意思決定の機関すなわちガバナンスの組織形態を備えたうえで、資産運用を業務として、個人投資家らが拠出した大量の資金を有価証券（株式・債券）等で運用・管理している社団や法人のことである。主なものに年金基金、保険会社、投資信託会社、投資顧問会社などがある。

15 身近に資産運用を業務として行う法人には銀行なども含まれるが、投資家と銀行は返済義務や資金運用の違いから区別されている。また機関投資家は主に普通銀行、保険会社、信託銀行、年金信託、投資信託、事業法人等、外国人に分類することができる⁷。

機関投資家と個人投資家の違いは大きく二つあげられる。一つ目に機関投資家は個人投資家などの最終投資家と投資一任契約をして資金の運用・管理を行っていること、二つ目は巨額の資金があり、上場株式において機関投資家の株式保有量の割合が大きいことである。一つ目のような、個人投資家や企業（年金基金）といった最終投資家が、自らの金融資産を資産運用のプロである生命保険会社や投資信託、投資顧問会社といった機関投資家に委託し、その運用リ

25 ターンを獲得するというプロセスは、先進国を中心に定着しつつある⁸。

そして我が国最大の証券市場である東京証券取引所の市場第 1 部における 1

⁶ 高（2012）、p. 106。

⁷ 石本（2015）、p. 83。

⁸ 清水・西岡・馬場（2003）、p. 1。

日の取引量は 2 兆円で、出来高は 13 億株である⁹。この上場株式の約 8 割を機関投資家が保有しており、個人投資家と比較しても非常に出資額の多い機関投資家は日本の株式市場において大きな影響力を持っているのである。

5 第 2 節 機関投資家の役割

投資を行う市場において、年金基金などの資産保有者をアセット・オーナーと呼ぶ。2006 年、当時の国連事務総長であるコフィー・アナンが世界の金融機関に向けて提唱した PRI (Principles for Responsible Investment : 責任投資原則) でアセット・オーナーは「長期の退職金や保険、およびほかの資産を保有している組織」と定義されており、年金基金・ソブリンウェルスファンド・保険会社その他資産を管理する金融機関が含まれる¹⁰。これらは PRI により、インベストメント・チェーン (顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ) の中で責任投資を促進する極めて重要な役割であると位置づけられている。対して、実際にその資産を運用する機関のことをアセット・マネージャーという。アセット・マネージャーである機関投資家は資産保有者であるアセット・オーナーから資産の運用を受託し、その利益を最善の形で実現する責務を負っている。より効率的かつ効果的な運用を行い、与えられた条件の下で顧客利益の最大化を図る仕事である¹¹。委託者である資産保有者は、機関投資家による投資活動の受益者である。しかし年金基金における年金加入者のように、委託をした機関投資家の背後に最終受益者が存在する場合、その機関投資家には受託者である機関投資家と同様の責任が生じる。例えばスチュワードシップ責任である。これについては第 3 章で詳しく説明をするが、機関投資家は投資対象商品の発行体である会社の企業価値の向上や持続的な成長を促す、という責務を負っているという考え方である。

25 このようなスチュワードシップ責任と同時に、機関投資家に課せられた責任

⁹ JPX 日本証券所グループホームページ「株式・債券市況」〈<https://www.jpex.co.jp/markets/equities/summary/index.html>〉 (2019 年 10 月 24 日)。

¹⁰ Principles for Responsible Investment 〈<https://www.unpri.org/signatories/become-a-signatory>〉 (2019 年 10 月 22 日アクセス)。

¹¹ 佐藤 (2019)、p. 124。

の中に受託者責任がある¹²。受託者責任とは一般的に他者の信託を受けて裁量権を行使する者が負う責任と義務をいうが、ここでは管理運営にかかわる者(受託者)がその任務の遂行上、当然果たすべきものとされている責任と義務のことをいう。機関投資家に課せられる受託者責任には主に、加入者や受給者の利益のためだけに忠実に職務を遂行する義務で、いかなる場合においても、受託者は年金制度の加入者や年金受給者の利益に反する行動をしてはならないというものと、それぞれの立場にふさわしい専門家(年金基金の理事や運用機関=受託者など)がその地位や職責にふさわしい一般的な知識にもとづいて払うべき注意義務(善管注意義務:善良なる管理者の注意義務)の二つがあげられる¹³。厚生労働省で定めた「資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」においては、(1)資産運用関係者の役割や義務、(2)運用に当たっての留意事項、(3)情報開示の重要性、などが規定されている¹⁴。

このような責任を担っていることからアセット・マネジャーとして投資活動を行う機関投資家はアセット・オーナーである出資者に運用成績を示す必要がある。そのため損を出すことは許されず、より高い利益を生み出すことが求められる。それには企業との連携が不可欠であるが、中には企業との建設的な対話を好まない投資家も存在する。

第2章 機関投資家と企業の関り方の現状

第1章では、機関投資家について述べたが第2章では、機関投資家に投資される企業に焦点を当てる。実際、企業と機関投資家の間では建設的な対話が行われていない。よって両者の間で建設的な対話を行い、機関投資家が健全な企業統治するにあたって、両者のあり方について課題が生じている。そのため第1節では企業の資金調達について企業統治とどのような関係があるのかについて

¹² 佐藤(2019)、p.69。

¹³ 企業年金連合会「受託者責任」〈<https://www.pfa.or.jp/yogoshu/shi/shi25.html>〉(2019年10月22日アクセス)。

¹⁴ 厚生労働省「厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドラインについて(通知)平成9年4月2日(改正:平成19年9月28日)」〈<https://www.smtb.jp/business/pension/pamail/PEN-NEWS/120713gaidorainn.pdf>〉(2019年10月22日アクセス)。

てみていき、第2節では過去の事例を踏まえながら現状の問題についてみていく。

第1節 企業の資金調達方法と企業統治の関係

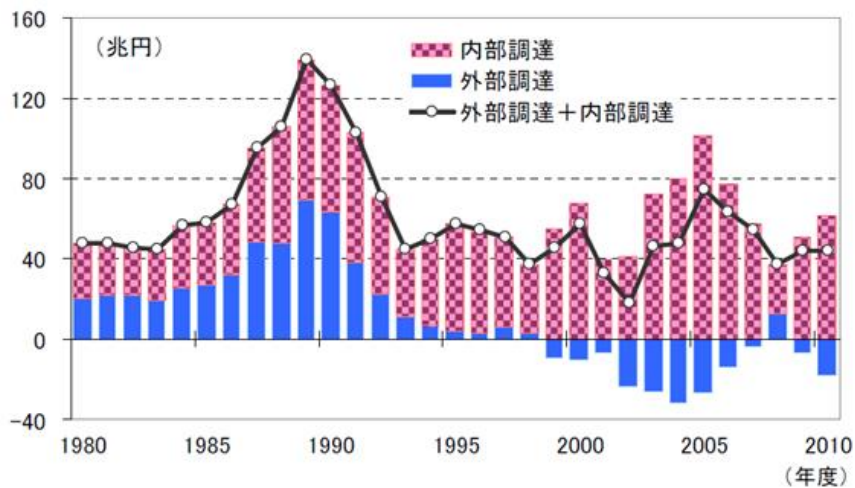
- 5 企業の資金調達と企業統治の関係を分析するにあたって、企業の資金調達方法についてみてみよう。企業は事業を行う上で資金が必要である。そして、株式会社の資金の調達方法は外部調達と内部調達の2つに分けられる。外部調達は大きく分けて株式と負債に分けることができる。さらに負債は社債と借入金に分類することができる。
- 10 外部市場のうち、株式の取引が行われる株式市場には、企業が新たな証券を発行して投資家から資金調達を行う発行市場とすでに発行された証券が投資家の間で売買される流通市場がある。企業の株式による資金調達については、発行市場により株が発行され投資家が購入することによってのみ資金を得る。株式の購入はその企業の株式が証券取引所に上場していれば、証券会社を通じて
- 15 購入することができるが流通市場での売買の場合、資金は買い手から売り手に移転するだけである。こう見ると、企業の資金調達には発行市場のみが重要に思えるが、流通市場にも重要な機能がある。流通市場では既に発行されている株式や債券などの証券をその時々の時価で売買される市場であるため、もし流通市場がなければ投資家が保有する証券をすぐに換金できる場所がなくなってしまうことになる。すると投資家は安心して証券投資をすることができなくなり、企業は証券の新規発行もできなくなってしまう恐れがある。また新規証券を発行する場合に流通市場で取引されている価格を基準とすることができる。このように発行市場が機能するためには、継続的に公正・妥当な価格形成が行われ、流動性が高い（換金の可能性が高い）流通市場が不可欠であり、両市場
- 25 は密接に結びついている。

次に負債による資金調達だが社債による資金調達は株式と同じように発行市場と流通市場が存在し企業は発行市場から資金を得る。社債保有者は企業から一定の期間ごとに決められた金額の利息を受け取り、満期時には償還金を受け取ることができる。また、借り入れによる資金調達は企業が銀行やその他の金

融機関などから直接資金を借り入れることである¹⁵。

内部調達の方法は企業の利益等の内部留保と減価償却費に分けられる。内部留保とは、企業の利益から配当金、役員賞与金など外部への流出資金を差し引いた残りである¹⁶。減価償却とは、企業が所有する建物や機械などの有形固定資産をその経済価値の年々の経済価値の減少分を損益計算上の費用とし計上するものである¹⁷。以上のような内部調達は外部調達の場合とは異なり返済の義務、利子や配当金の支払いがないため安定的な資金調達方法である。

図 1 企業の資金調達の推移(フロー)



10

出所：大和総研（2012）「企業資金需要、長期低迷の中にも変化の兆し」〈<http://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12040301capital-mkt.pdf>〉（2019/10/20 アクセス）。

15

これまで企業の資金調達方法についてみていったが、次に企業の資金調達の割合について見ていく。図 1 は企業の資金調達に関する内部資金と外部資金の推移を表している。集計対象は全規模・全業種（金融・保険業除く）である。1980 年から 1990 年までの各年の資金調達額における外部調達と内部調達の割合はほぼ等しい。しかし、1990 年以降に資金調達に占める内部調達の割合は増

¹⁵ 高橋、芹田、新井（2016）、pp. 3-4。

¹⁶ 金森（1992）、p. 234。

¹⁷ 黒田（2011）、p. 42。

加し、外部調達割合は減少している。これらのことから、近年では企業の資金調達は内部調達が中心になっていることが分かる。企業の資金調達において内部調達が増え外部調達が減ると外部による企業統治に関する監視が薄くなる可能性もある。そのため、健全な企業統治を行うには、以前よりも外部資金として株式を保有している株主の存在が監視役として重要になってきている。なぜなら、株主には株式を保有することで、以下の権利を得るからである。まず、株主総会に出席し重要な問題に関する決議などを行う権利、さらには会社から配当金などの利益分配を受け取る権利などである。つまり企業に対して発言権、議決権を持っている株主は、外部調達による資金調達が減少している現在において、企業の監視役として重要な存在になっていることがわかる。

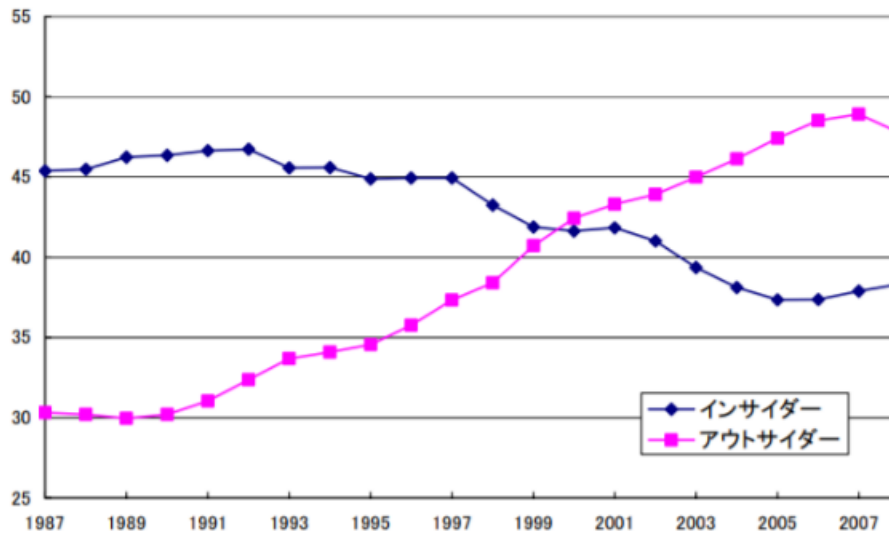
次に、株式の保有構造の変化を見ていく。図 2 はわが国における株式保有構造の変化である。インサイダーとは企業の経営陣に対して友好的な株主のことであり、金融機関がその代表である。アウトサイダーとは株式投資から得られる利益の最大化を目的とした株主のことであり、機関投資家がその代表である。図 2 を見ると 1980 年代後半は金融機関を代表とするインサイダーが中心の株式所有構造になっていることがわかる。しかし、1990 年代にアウトサイダーによる所有量が増加し 2000 年頃に株式保有構造は逆転している。つまり、2000 年以降は安定株主である金融機関から利益重視の機関投資家へ株式保有構造が変化しているといえる。従って、近年では機関投資家の行動の重要性が高まっているのである。

そこで、次の節では第 1 章で述べたように株主の中でも保有比率の高い機関投資家に焦点をあて、機関投資家と企業のかかわり方について見ていく。

25

30

図 2 我が国における株式所有の構造の変化



出所：宮島（2011）、p. 41。

5

第 2 節 機関投資家と企業の現状の関係

第 1 節でも述べたように機関投資家は企業の監視役として重要な役割を担っている。もし機関投資家が短期的な利益だけを重要視し、監視役としての役割を担いきれていなかったら企業の統治はどのようになってしまうのだろうか。

10 以下では機関投資家が企業を監視する必要性について歴史を交えながら述べていく。

日本の高度経済成長期には銀行が企業に対してガバナンスを発揮していた。銀行は融資という形で資金支援をすることでメインバンクとして取引の交流や役員との親睦を図ることにより、銀行と関係の深い企業にとって主要な安定株主
15 になった。また、銀行は債権者として企業の健全性や収益性をもとに企業の審査を行った。このようなメインバンクによる監視をはじめとした体制は、「日本式コーポレートガバナンス」¹⁸とも言われていた。企業が成長し、日本が高度経済成長を成し遂げた要因の一つにメインバンク制があった。

しかしながら、急激な経済成長の結果、社会のさまざまなひずみが露呈して

¹⁸ 手塚（2017）、p13。

きた。例えば産業公害などがあげられる。日本の産業公害といえは 4 大公害がある。これらは、企業が社会の環境にどのようなことをもたらすか考えず様々な化学物質を排出したため環境が汚染された。そのため、企業に対する規制や制度について注目を浴びるようになり、その中でも企業統治の監視について問題になっていた。またバブル崩壊後、長期にわたる企業の業績低迷や、後を絶たない不祥事の最も本質的な原因のひとつに企業内のガバナンスの機能不全があると考えられている¹⁹。日本以外にもアメリカでは経済・金融のグローバル化に伴い金融機関や企業での不祥事が相次いで発覚し、金融機関からの資金調達から市場を通じた資金調達へ移行するようになった。

5
10
15
20
25

その中で企業の不正防止に向けて誰がどのように企業の監視を行うのかが問題になっていた。銀行以外の監視役として、企業への影響力の大きい機関投資家のステークホルダーが浮上した。しかし、中には企業との対話を好まない投資家や投資家との対話を好まない経営者も存在し、機関投資家は監視役としての役割を果たしきれていない事態が存在した。この事態に対するおもな対処として商法や証券取引法の改定によりコーポレートガバナンスが重要視されるようになり、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードが誕生した²⁰。具体的には第 3 章で述べるが、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードでは株主と企業が対話を行うことが求められている。ここでの対話とは、目的をもった対話を指し、エンゲージメントという言葉が使われることもある。

¹⁹ 寺本（2003）、p. 32。

²⁰ 手塚（2017）、pp. 13-14。

図 3 国内機関投資家による取締役選任議案への反対推移



5 出所：鈴木祐（2018）「国内機関投資家の変化と次の課題-株主総会議案否決リスクの高まり-」〈https://dir.co.jp/report/column/20181225_010166.html〉（2019/10/23 アクセス）。

次にコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの策定が機関投資家の行動にどのような変化をもたらしたのか明らかにするために、コード成立前後における国内機関投資家の議決権行使の状況をみてみよう。図 3 は国内機関投資家による取締役選任議案の反対票の割合の推移を表している。反対票の割合は 2012 年には 8.5%だったものが、2015 年以降増加し 2018 年には 10.3%になっていることが分かる。2015 年は日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定された年である。そのため、図 3 から日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定により、株主総会議案に対して企業にとって厳しい議決権行使を行う国内機関投資家の割合が増加したことが分かる。また、2017 年から株主総会の各議決権どう投票したか開示を求められるようになり、物言わぬ株主であった国内機関投資家が物言う株主へと変化をしつつある²¹。この物言う株主はアクティビストとも呼ばれ、株主の持つ権利を積極的に行使し、利益が最大になるよう、企業に働きかけている。例えば 2018 年 5 月、イギリスの投資会社アセッ

²¹ 日本経済新聞 2019 年 06 月 02 日「力増す『物言う株主』に企業は向き合え」。

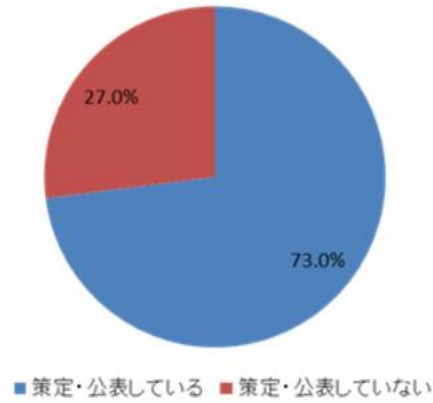
ト・バリュー・インベスターズ (AVI) が TBS ホールディングスに対し、東京エレクトロンの株式を 40%削減し株主に配るよう求めた、というニュースが話題になった²²。TBS ホールディングスと東京エレクトロンの間にはビジネス的な関係はなく、しかし東京エレクトロン発足当時から 50 年以上株式を持ち続けているいわば持ち合い株である。AVI は東京エレクトロン株という資産が有効活用される見込みがなく、資本効率の観点から無駄だと考えている。として株の配当を求めたのである。これまで、持ち合い株を売却、現金化して配当などの形で還元しろと要求する株主はいたが、他社の株式を現物で配るよう求めているものは異例だという。しかし TBS ホールディングスの大株主には三井物産や
5
10
三井住友銀行、三井不動産、NTT ドコモ、パナソニックなどが名を連ねており、AVI の株式保有率はわずか 2%弱のため定時株主総会においてこの株主提案が可決されることはなかった。とはいえ、もし同じような提案が大株主から出たならば同じような結果にはならなかったかもしれない。

このように、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定により機関投資家の行動が変化し、企業を取り巻く環境が変化しつつある。日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの策定により企業と株主は建設的な対話を行うことが求められるようになったが、その方針として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 (2018) 原則 5-1 には「上場会社は、株主からの対話 (面談) の申し込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・枠組みに関する方策を検討・承認し、開示すべきである。」²³と記載がある。以下では中長期的な企業価値の向上に必要な中期経営計画についての企業の現状をみていき、企業と機関投資家のそれぞれが建設的な対話を行うために必要だと感じている情報について見ていく。
15
20
25

²² 奥貴史「株主提案に TBS 震撼、持ち合い株バラマキ要」日経ビジネスオンライン <<https://business.nikkei.com/atcl/report/15/110879/050900825/>> (2019/10/23 アクセス)。

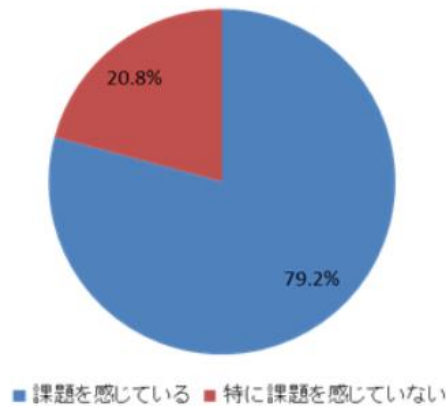
²³ 東京証券取引所 (2018) 「コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」 p. 23。 <<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>> (2019/10/23 アクセス)。

図 4 中期経営計画の策定・公表状況



出所：野尻剛「コーポレートガバナンス・コード対応の課題と方針の実態調査(前編)」〈<https://www.jri.co.jp/column/opinion/detail/9596/>〉(2019/10/20 アクセス)。

図 5 中期経営計画も株主に対するコミットメントであることへの課題認識

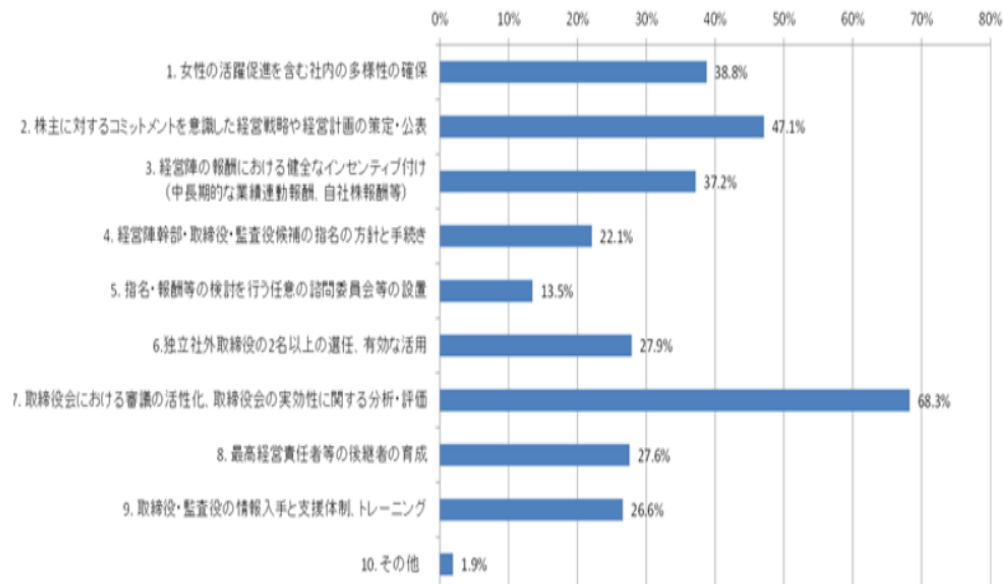


10

出所：野尻剛「コーポレートガバナンス・コード対応の課題と方針の実態調査(前編)」〈<https://www.jri.co.jp/column/opinion/detail/9596/>〉(2019/10/20 アクセス)。

15

図 6 持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために今後取り組むべき課題



出所：野尻剛「コーポレートガバナンス・コード対応の課題と方針の実態調査(前編)」〈<https://www.jri.co.jp/column/opinion/detail/9596/>〉(2019/10/20 アクセス)。

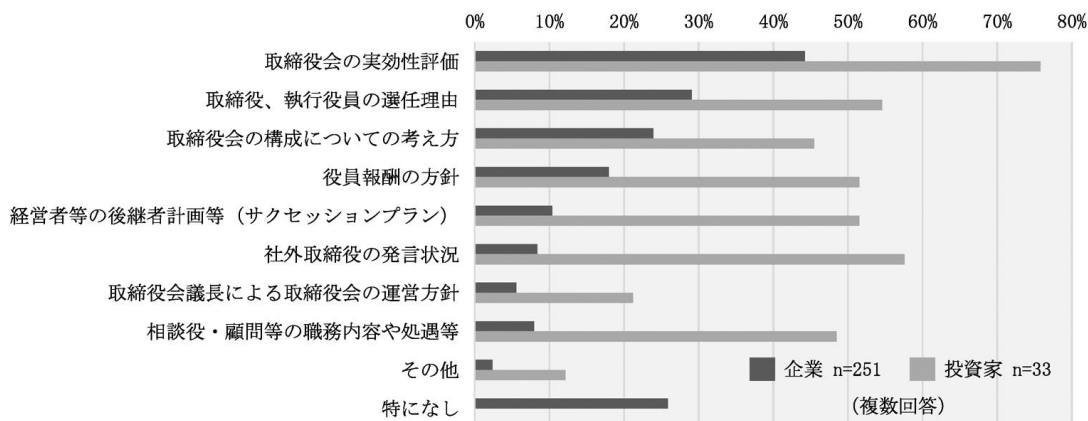
図 4 は企業が中期経営計画を公表しているか否かについてのアンケート調査、図 5 は企業が中期経営計画を株主へのコミットメントとして自社に課題を感じているか否かについてのアンケート調査の結果である。これによると中期経営計画を公表していると答えた企業はおよそ 7 割存在することがわかる。企業は中期経営計画の公表に対しては積極的に行っているのである。一方で、中期経営計画も株主に対するコミットメントの 1 つとして認識することが求められている点については、およそ 8 割の企業が自社の状況に何らかの課題を感じていることがわかる。これらのことから、中期経営計画を公表する企業は多いが、株主に対するコミットメントは不十分であると感じている企業が多いことが分かる。

では企業は具体的にどのような課題を感じているのだろうか。図 6 は企業が持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために今後取り組むべき課題と感じていることを表している。今後取り組むべき課題として、「取締役会

における審議の活性化、取締役会の実効性に関する分析・評価」と考える企業が68.3%と最も多い。

図7 開示情報(ガバナンス)に対する認識

(企業) 開示の充実を図りたいガバナンス情報
 (投資家) 企業が開示をより充実させべきと考えるガバナンス情報



5

出所：村澤竜一（2019）p. 101。

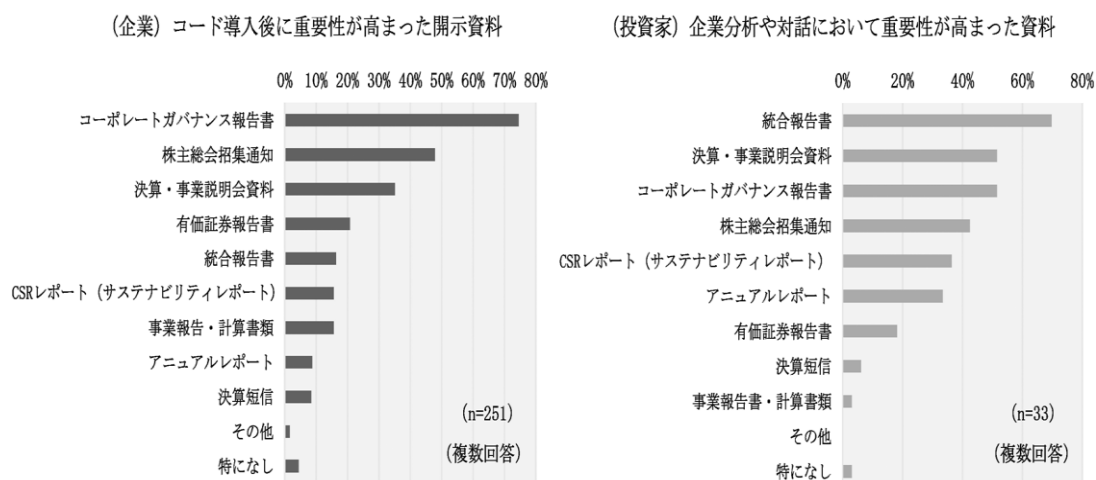
では投資家は取締役会の実効性に関する分析・評価についてどのような認識をもっているのだろうか。図7は企業と機関投資家それぞれのガバナンス

10 についての開示情報への認識を表している。企業が開示を図りたい情報、機関投資家が企業に対して開示の充実を求める情報の認識である。企業が課題だと感じている「取締役会の実効性の評価」については機関投資家側も充実させるべきだと認識しており、両者の開示を図りたい情報と求めている情報は一致している側面もある。しかし、企業は「取締役会の実効性評価」や「取締役、執行役員の選任理由」という特定の項目への認識に集中している。また、25%の

15 企業が「特になし」と特に充実が必要なガバナンス情報はないと認識しており、現状の情報開示で十分であると考える企業が一定数存在しているのが分かる。一方、機関投資家は企業と同様に「取締役会の実効性評価」への認識は多いものの、複数の項目に分散しており幅広い情報の開示を期待している。つまり、

20 企業と機関投資家の間では共通の開示情報への認識はあるものの、企業の現状認識と機関投資家の期待には異なる認識があることが分かる。

図 8 開示情報への認識



出所：村澤（2019）p.100。

5 次にガバナンス情報を含めた開示情報全体への認識をみてもみる。図 8 はコーポレートガバナンス・コードの導入により企業、機関投資家がそれぞれ重要性が高まったと感じている情報を表している。企業は「コーポレートガバナンス報告書」の重要性が高まったと認識している。一方で機関投資家は「統合報告書」の重要性が高まったと認識している。統合報告書とは損益計算書などの財務情報と非財務情報から構成されるレポートのことであり、一覧性があるため業績や ESG 対応などの企業活動全般を投資家が把握しやすくなる²⁴。このことから、機関投資家は非財務情報などを含めた幅広い情報の開示を求めているが、そのような視点で重要性を感じている企業は少ない状況になっている。つまり企業と機関投資家の間で重要視している情報に違いがあることがわかる。

15

第 3 章 社会的規範や責任

第 2 章では機関投資家によって投資される企業に焦点を当て述べてきた。本章では機関投資家に焦点を当て機関投資家の社会的規範や責任について述べていく。近年、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが公表され機関投資家の在り方、機関投資家と企業の関わり方が変化している。

20

²⁴ 日本経済新聞 2019 年 02 月 04 日「非財務情報開示広がる」。

第1節ではスチュワードシップ・コードを基盤とし機関投資家と企業の関わり方について ESG 投資をはじめ機関投資家側からどのようにアプローチしているのか見ていく。第2節ではコーポレートガバナンスについて考察し企業の在り方について考える。

5

第1節 機関投資家と企業の関わり方

日本では、アベノミクスのもと、日本経済、産業競争力復権に向け第三の矢として2013年6月に「日本再興戦略」が発表された。この日本再興戦略の「日本産業再興プラン」の目的は「グローバル競争に勝ち抜ける製造業を復活させ、付加価値の高いサービス産業を創出すること」でありその政策の一つとして、2014年に誕生したのが日本版スチュワードシップ・コードである²⁵。

スチュワードシップ・コードとは機関投資家の行動規範を示したコードであり、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（企業統治）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である²⁶。

日本ではこのスチュワードシップ・コードに約200以上の機関投資家が署名している。機関投資家は、アセット・オーナーからお金を預かりそのお金を上場企業へ投資し短期的に投資をするのではなく、企業との対話を通じて投資先企業の中長期的な成長を促しアセット・オーナーの利益を図る。ここで機関投資家にはスチュワードシップ責任が生ずる。「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²⁷。

²⁵ 井口（2018）、p. 3。

²⁶ 野村証券「証券用語集」〈<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/su/A02233.html>〉（2019年10月17日アクセス）。

²⁷ 金融庁「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>〉 p. 1（2019年10月22日アクセス）。

では、スチュワードシップ・コードとは具体的にどのような内容になっているのだろうか。2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コード」として金融庁から公表され2017年5月に改訂された。改定された「日本版スチュワードシップ・コード」を整理しよう。スチュワードシップ・コードはインベストメント・チェーンを実現させるための機関投資家の方針である。インベストメント・チェーンとは、様々な投資主体による長期的な価値創造を意識した、リターンを最終的に家計まで還元する一連の流れの事であり、投資家の資金が企業を通して世の中をより良いものとし、それが回り回って投資家の富を増加させるという意味を持つ。具体的には投資家と資金調達を受ける企業とが共通する価値観を持って、社会の長期的な成長と富の増加を目指すということである²⁸。改定した方針をまとめたものが表1である。

表1 「日本版スチュワードシップ・コードの諸原則」

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。
原則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。
原則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。
原則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。
原則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

²⁸ 経済産業省「議論のための基礎資料」〈https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/keieisha_toushika/pdf/001_02_00.pdf#search=%27%E7%B5%8C%E6%B8%88%E7%94%A3%E6%A5%AD%E7%9C%81+%E8%AD%B0%E8%AB%96%E3%81%AE%E3%81%9F%E3%82%81%E3%81%AE%E5%9F%BA%E7%A4%8E%E8%B3%87%E6%96%99%27〉 p.2 (2019年10月22日アクセス)。

	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。
原則 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。
原則 7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

出所：金融庁（2017）『『責任ある機関投資家』の諸原則』（<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529.html>）より筆者作成。

- 日本版スチュワードシップ・コードの主なポイントは、アセット・オーナー
- 5 の役割・責任の明確化（原則 1）、利益相反管理の強化に伴う「内部ガバナンス」の整備（原則 2）、企業の状況把握における社会・環境要素（ESG 要素）などの非財務情報の重要性の強調（原則 3）、機関投資家における議決権の行使の個別開示と議決権行使助言の透明性の確保（原則 5）、スチュワードシップ活動を行うための「内部ガバナンス」の整備（原則 7）である²⁹。機関投資家は投資先企業
- 10 やその事業環境に関する深い知識に基づく「建設的な会話」を通して企業価値向上、持続的成長を促し顧客・受益者の中長期的なリターンを図らなければならない。そこで機関投資家やアセット・オーナーはインベストメント・チェーンの中でどのような役割を果たさなければならないのか明確な方針を策定しなければならない。
- 15 企業価値向上に向けては原則 4「建設的な目的を持った対話」、原則 5「議決権の行使」が重要視されており、対話においては企業活動に対する深い理解が必要なことは言うまでもないだろう。同様に当該企業の状況の適切な把握なしでは的確な議決権の行使も難しい。原則 7「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」とあるように機

²⁹ 井口（2018）、p.10。

関投資家は企業の把握が最も重要な任務である。

そして近年、機関投資家に注目されているのが非財務情報である。非財務情報が注目されるようになった背景は大きく分けて3つある。日本で進展しているコーポレートガバナンス改革の一環として実施されているスチュワードシップ・コードなどで投資コミュニティにおける変革が求められている点、資本市場の短期志向化が進展し、それが企業経営の短期志向化を招いているとの懸念が増大している点、財務情報の有用性低下に対する懸念が増大しつつある点である。中長期的な視点で投資をする際、機関投資家は利益率やキャッシュやフローなどの財務情報に限らず、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本継続、リスク、収益機会などの ESG 要素を把握し投資しなければならない。これを ESG 投資という。

ESG 投資とは世界で広がる環境破壊や労働者を酷使する人権問題を防ぐために急速に拡大している投資方法である³⁰。ESG 投資のルーツは 1920 年代までさかのぼり、余剰資金運用においてギャンブル等の教義に反する事業への投資は行わないという投資方針が源とされている。その後環境や社会問題に配慮している企業への投資で中長期的な投資利益が生み出されるという考えが広まった。

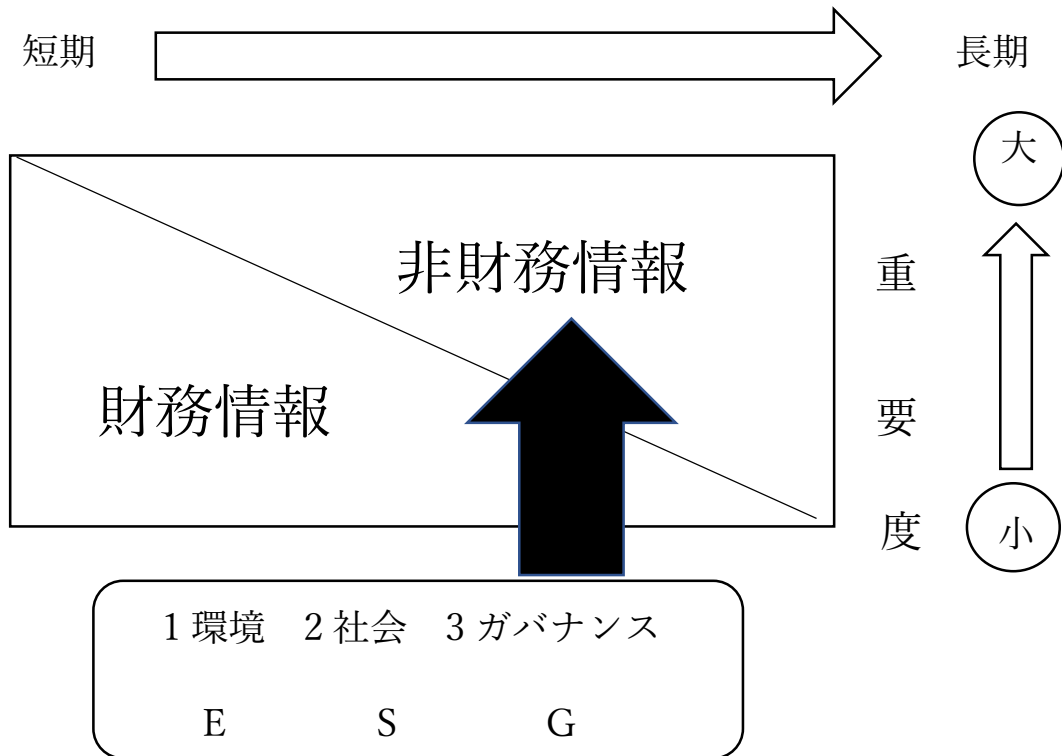
日本では 2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人が PRI(責任投資原則)に署名したことをきっかけに、ESG 投資への注目度が高まった。第 1 章第 2 節でも触れた PRI とは、国連のアナン事務総長(当時)が投資プロセスに ESG の観点を組み込むことを提唱したものである³¹。ESG 投資は、PRI に記載されているように環境・社会・ガバナンスを考慮することが中長期的な目線でみるとリターンが返ってくる手段であるとされている。

以上のことから図 9 に示したように長期的な投資に向けては非財務情報(ESG 要素)が重要になってくるのである。

³⁰ 湯浅 (2016)、pp. 31-32。

³¹ 安藤 (2011)、p. 26。

図 9 相対的に高まる非財務情報の重要性和 ESG の視点



出所:井口 (2018)、p.49 より筆者作成。

5

表 2 ESG 投資のアプローチ

ネガティブ／排除・スクリーニング
国際規範によるスクリーニング
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス
ESG インテグレーション
サステナビリティ・テーマ投資
インパクト投資
エンゲージメント／株主行動

出所:中嶋 (2016)、p.48 より筆者作成。

ESG 投資の投資手段は様々であるため以下の表 2 にまとめた。欧米では、ESG

への対応を怠っている企業をポートフォリオから外すネガティブ・スクリーニングが最も多く、次いで ESG インテグレーション、エンゲージメント／株主行動の残高が多い。一方、サステナビリティ・テーマ投資やインパクト投資は少ない。

5

表 3 ESG 投資のアプローチ別資産残高（日本） 単位（億円）

	2013 年	2015 年	伸び率
ネガティブ／排除・スクリーニング	3,763	27,902	614%
国際規範によるスクリーニング	0	0	—
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	268	460	72%
ESG インテグレーション	14,356	19,934	39%
サステナビリティ・テーマ投資	802	995	24%
インパクト投資	0	0	—
エンゲージメント／株主行動	204,960	351,493	71%

出所：中嶋幹（2016）、p. 48 より筆者作成。

しかし日本では表 3 からアプローチ別の資産残高についてみると、世界の状況とは異なり、具体的にはネガティブ・スクリーニングは 2013 年 3,763 億円、
 10 2015 年 2 兆 7,902 億円に対しエンゲージメント／株主行動は 2013 年 20 兆 4,960 億円、2015 年 35 兆 1,493 億円となっており支配的なアプローチが主流になっている。これは、業界規制や日本版スチュワードシップ・コードを受け入れる機関投資家が増加していることが原因であると考えられる。しかし、
 15 この場合 ESG スコアの低い企業を見落としてしまうという危険性もある。

さらに、ESG の運用資金の拡大は、企業の ESG 評価向上のインセンティブになり、ESG 対応が強化されれば、長期的な企業価値向上につながる。そして日本企業の ESG 評価向上が ESG 評価を重視する海外資金の流入につながれば、日本株のパフォーマンス向上が期待される。ESG の評価が高い企業は、経営の良
 20 さに加えて、ステークホルダー（利害関係者）とのバランスのとれた良好な関

係があることから、事業環境の変化で株価が大きく動くときでも中長期的な観点から安心して保有を継続でき短期的な相場に一喜一憂せずに長期的に投資を行うことができるという点もあり、短期主義（ショートターミズム）の問題解決につながるというメリットも持っている³²。

5 ESG 投資をすることで短期的な投資を排除し長期的な運用をすることで機関投資家と企業は良好な関係を築くことができる。ESG 投資は、あくまでも投資から得る収益の向上や安定を求める投資であり、ESG 情報は将来の財務要因として企業価値に影響を与える可能性のある情報であり、投資先企業の評価にこのような情報を利用することから、ESG 投資は中長期的な観点で企業を評価する投資といえる。

10 ESG 項目が達成されている企業は中長期的目線でリターンが見込める。しかし、諸外国と比べると日本における ESG 投資の規模は小さく浸透しているとは言えない。地球環境問題や社会問題が今後深刻化する可能性や ESG 情報開示に関する取り組みが拡大していくことを勘案すると ESG 投資はますます浸透していくだろう。機関投資家は企業にエンゲージメントを通じて ESG を考慮してもらうように促し中長期的なリターンを目指し投資を行っていくべきである。

第 2 節 企業統治のあるべき姿

20 第 1 節では機関投資家の行動規範や ESG 投資について論じた。そこでも述べられていたようにコーポレートガバナンスの軽視はバブルの崩壊やそれに伴った不動産会社や金融機関における不良債権問題など日本経済をさらに深刻にしていた³³。その結果、機関投資家はスチュワードシップ・コードにより変わっていった。機関投資家の中長期的な投資や投資情報の変化に合わせて企業側の在り方も整備していく必要がある。では企業のあるべき姿とは何なのか。本節で

25 は機関投資家に適用されるスチュワードシップ・コードに対し、企業に適用されるコーポレートガバナンス・コードについて考察し企業の在り方を考える。

そもそもコーポレートガバナンスとは何か。コーポレート (corporate) は企

³² 小森 (2018)、p. 13。

³³ 田中 (1998)、p. 2。

業を意味し、ガバナンス（governance）は統治という意味があるのでコーポレートガバナンスは企業統治の意味がある。つまり、企業をどのようにコントロールし、どのように不正を防ぎ、どのように企業が利益を上げられるかという仕組みである。また、コーポレートガバナンスの本質は簡単に言えば株主や投資家に対する「見える化」である。経済企画庁経済研究所の田中正継は日本におけるコーポレートガバナンスは二つの定義に分けることができると述べている。

I．企業と株主の関係としてとらえられるもの

II．企業と利害関係者の関係としてとらえられるもの

10 I は会社を健全に運用していくためのシステムの在り方を意味している。II は利害関係者と企業の支配構成や力のバランスを意味している³⁴。

まず、I の「企業と株主の関係」について掘り下げていこう。話は少し戻るがバブル崩壊以降、オリンパス事件など日本企業による不祥事が相次いだ。大平・佐藤（2012）は「90年代以降においては、最初から反社会的行為であることを知りながら、世間の目を掠めてうまい汁を吸おうとして、意図的に引き起こされたものが目立つ」³⁵と述べている。このような企業の不祥事に対する企業への不信感の増加という背景からコーポレートガバナンスが注目されてきた。このような不祥事を減らすためには株主が目を光らせることはもちろん、コーポレートガバナンスの強化と監査役会の関与が必要になってくる。

20 では、コーポレートガバナンスの強化とは具体的には何を指すのだろうか。コーポレートガバナンスは1960年代のアメリカから始まった。そして1990年代以降イギリスやドイツ、フランスなどヨーロッパ諸国、そして日本に広まった。1999年に日本で「コーポレート・ガバナンス原則」が承認され³⁶戦後から何度も改訂や改正を繰り返している。そして2018年6月にも改正が行われて

³⁴ 田中（1998）、p. 3。

³⁵ 大平・佐藤（2012）、p. 61。

³⁶ 外務省（1999）「『OECDコーポレート・ガバナンス原則』の概要」〈https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oecd/pdfs/cg_2004.pdf〉（2019年10月24日アクセス）。

いる。また、2015年にはコーポレートガバナンス・コードが制定され投資家に対する説明責任を高めた。この背景には本章1節で述べたように機関投資家の投資先企業との建設的な対話を実践する動きが広まる一方でコーポレートガバナンス改革に対して十分な実施が行われているかどうかという問題意識が挙げられる。そこで2017年に証券取引所によってコーポレートガバナンス改革の進捗状況についての検証が行われた。そして2018年にコーポレートガバナンスをより実質的なものにするを目的にコーポレートガバナンス・コードの改訂と機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたガイドラインの策定が提言された³⁷。

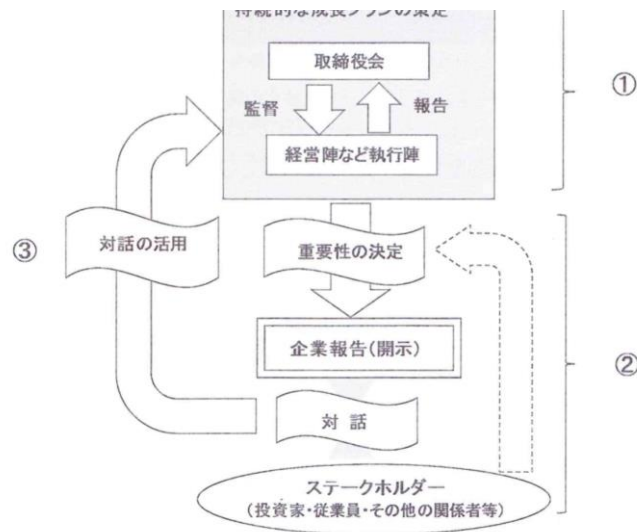
次にⅡの「企業と利害関係者としての関係」について考えていく。企業に対して設けられる規則には会社法や金商法のようなハード・ローとコーポレートガバナンス・コードのようなソフト・ローがある。ハード・ローは違反すると法令違反となり罰則が適用される厳しい法律であり、ソフト・ローは法的な拘束力がない社会的規範である³⁸。コーポレートガバナンスは東証の上場規則で”Comply or explain”の考え方のもと定められた「守らなくてもよい」ものになっている。守らなくてもよいが”explain”とあるように説明責任がある。機関投資家が企業に対して建設的な対話を行うことに対して、企業は説明責任を果たし建設的な対話の循環を作ることを想定されている。コーポレートガバナンスにおける「見える化」つまり説明は対話を循環させるための「共通の土俵」と考えられる³⁹。

³⁷ 東京証券取引所（2018）「改訂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～」〈<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf>〉（2019年10月25日アクセス）。

³⁸ 佐藤（2005）p. 16。

³⁹ 太田（2015）p. 12。

図 10 企業報告を通じた企業価値向上プロセス



(出所) 筆者作成

出所:井口 (2018) p. 79。

さらに、説明責任を果たすための企業報告が必要な理由は大きく分けて2つある。一つは当たり前だが図 10 の②にあたる利益者である株主や投資家などに有用な情報を提供することである。ステークホルダーと対話をしながら重要性の高い情報を決定し開示する。もう一つは、①と③で示されたように企業報告はただ報告するだけでなく、企業価値の向上や企業の内部改革を促進することである。第1節でも述べたように機関投資家を含めた外部のステークホルダーは開示された情報に基づき企業と対話を行う。投資家側は投資主体に長期的な価値創造を意識し企業の価値向上や持続的成長を促す提言をする。この様々な提言の中から企業の取締役会が検討し正しい取捨選択ができれば企業の価値向上につながる。また適切な企業報告をするために「態勢整備」がされており企業内部の体制を整えることが可能である⁴⁰。コーポレート・ガバナンス報告書はその例であり、投資家と企業の対話ガイドラインに沿っている。ガイドラインには機関投資家と企業の対話において重点的に議論することが期待される

⁴⁰ 井口 (2018) p. 79。

事項を取りまとめている。そして対話を通して企業が中長期的な企業価値を実現し、経済全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することを期待している⁴¹。つまり、営利主義に傾きすぎる場合にも、対話を通じた監視によって企業理念を貫かせることができる。

- 5 最後に度を越した企業の利益追求は社会や経済に影響を及ぼすことがあり、それを防ぎよりよい運用を行っていくための指針としてコーポレートガバナンス・コードはある。そしてガイドラインがあるからこそ企業内部の態勢を整えたりステップを1つずつ踏んでいくことによって企業価値の向上が期待出来たりもする。成立から何度も改訂を繰り返してきたコーポレートガバナンス・コードは、今回は「形式」から「実質」への深化を目指し課題として浮上した項目について上場企業に更なる対応を求めるものである。しかし会社の規模や企業の置かれている状況によって必要なこと、議論しなければいけないことは変わってくる。コーポレートガバナンス・コードがガイドラインである以上すべての事象に幅広く対応できるわけではない。形式的なガイドラインも時には必要だが、本当に企業の発展を望むなら実質的に柔軟な話し合いができる指針が必要であると考えます。また、企業自身が投資家に言われる前に会社の現在の実情を把握し、何が自社にとって実効的な「ガバナンス」なのかをより深く理解したうえで機関投資家との対話に望むことが適切な対応と情報開示、そして企業の発展に繋がるのではないかと。
- 10
- 15
- 20

第4章 証券市場のあるべき姿

第1節 企業のあり方

- 今日、わが国の企業は不祥事を沢山起こしている。その要因は複数考えられるが、そのうちのひとつは企業の行動を監視する機関投資家が監査役として機能していないからである。第2章でも述べたように機関投資家と企業は重要視している情報が異なるためギャップ（エイジェンシー問題）が生じている。立場が異なるため重要視している情報が異なるのはあまり不思議なことではない
- 25

⁴¹ 金融庁（2018）「投資家と企業の対話ガイドライン」〈<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>〉（2019年10月24日アクセス）。

が、前述のとおり機関投資家は非財務情報を求めているため非財務情報についてしっかりと提示することが必要である。これを提示することは機関投資家にとって好ましい。なぜなら、財務情報だけでは曖昧であった投資先企業の将来像が非財務情報を見ることでより確実な将来像の推測へとつながり、投資をするうえで株を安心して保有することができるからである。また、開示された非財務情報が、価値の向上及びコストの低下を通じて総体としての企業価値の上昇に貢献するため、中長期的な成長という観点からみても企業にとって有意義に作用している⁴²。2018年一般財団法人企業活力研究所が行った「非財務情報開示への要請の高まりをどの程度感じるか」という調査⁴³では国内では「大いに感じられる」「少し感じられる」と回答した企業が約79%であり、国外でも約65%の企業が同様に回答している。2012年度の同調査⁴⁴で「大いに感じられる」「少し感じられる」の回答が約60%であったのと比較しても要請の高まりがうかがえる結果である。

では、企業側はこの開示要請の高まりを感じているにもかかわらずなぜ開示しないのだろうか。その理由は大きく2つ考えられる。一つ目は多様な非財務情報がどのように将来及び現在の企業価値に影響を及ぼすか評価し見極める基準が何かわからないこと。二つ目に社会の変化に伴い情報も増えすべてをまとめている時間がないことである。そこで解決策を提言したい。

20

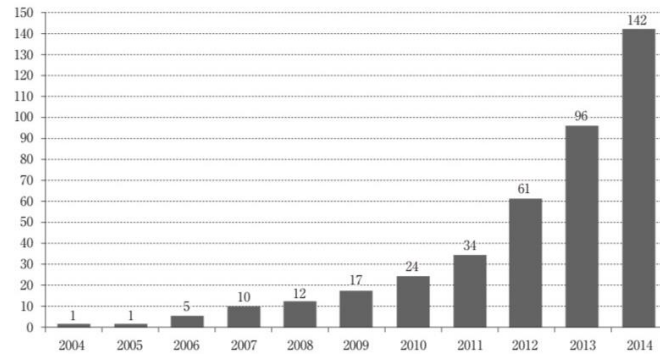
25

⁴² 青葉（2019）、p. 4。

⁴³ 企業活力研究所（2018）、p. 26。

⁴⁴ 企業活力研究所（2012）、p. 33。

図 11 日本の統合報告書発行状況



出所：ESG コミュニケーション・フォーラム 「国内レポート情報」 企業リス
5 ト〈http://www.esgcf.com/archive/a_repo.html〉（2019年10月24日アクセス）。

まず、一つ目と二つ目の解決策を考える。図 11 は統合報告を発行している
企業の推移である。グラフからわかるように近年、統合報告書を発行する企業
10 が増えている⁴⁵。この統合報告が非財務情報の開示をさらに定着させるきっかけ
になると思う。なぜなら統合報告は情報の散乱を解消することができるから
である。統合報告とは財務情報と非財務情報を合わせて一冊にまとめたもの
である。なぜ一つにまとめるようになったのか。それは経営環境や情報開示の
15 ニーズが変化する中で開示する情報も増えていくことで開示情報の複雑性が
増し、財務情報と非財務情報がばらばらに提示されると情報が相互に関連付け
られていないため、かえって企業価値が読み取りづらくなるからである。そこで
情報の錯乱を解消するために重要な情報を簡潔にまとめた統合報告が注目され
た⁴⁶。

しかし、統合報告は膨大な情報を一つにまとめているので企業は情報を簡潔
20 に相互に関連付けて読みやすいストーリーを作る必要がある。そのため、これ

⁴⁵ 岡本（2015）、p. 22。

⁴⁶ 佐原珠美「非財務情報の重要性の高まりと統合報告の背景」野村インベスター・リレーションズ、コラム「企業の価値創造プロセスを伝える『統合報告』とは」2014年4月1日、〈<http://www2.nomura-ir.co.jp/irweb/column/integratedreport01.html>〉（2019年10月24日アクセス）。

を研究している研究者等は企業に対し統合報告を書く時のポイントなどをセミナーやガイドラインを作って提示するのはどうだろうか。統合報告を上手にまとめることができれば自社のウィークポイントに気づき、企業に何が必要なのか等の問題を見出すことが以前よりも容易になるし、ガイドラインに則って作業を行うことで報告書作成時の時間短縮効果も期待できる。

5 先の研究結果でガバナンスの確立と企業業績の正の相関が示されていることからわかるように、企業の透明な経営はその企業価値の上昇やそれに伴う金融商品の品質向上が望まれる。そして企業一つ一つの価値向上、金融商品一つ一つの品質向上は、市場の品格を高め、国際競争力を高め、持続的な発展をもたらす⁴⁷。こうしたより良い市場取引を行うためには、企業は機関投資家に有用な情報を提示し、機関投資家がきちんと当該企業の将来性を含めた企業価値の判断ができるよう、環境を整えなければならない。また出資者である機関投資家の提言に耳を傾け説明責任を全うし、建設的な対話を積極的に行う必要がある。それが企業内部を整備しつつも柔軟な行動が行えるよう成長をしていくことにつながる。中長期的な成長のための第1歩として、企業は情報提供をしっかりと行い自ら企業価値を向上していくことが必要であり、そうした経営の継続が企業の理想的な在り方であると考察する。

第2節 機関投資家のあり方

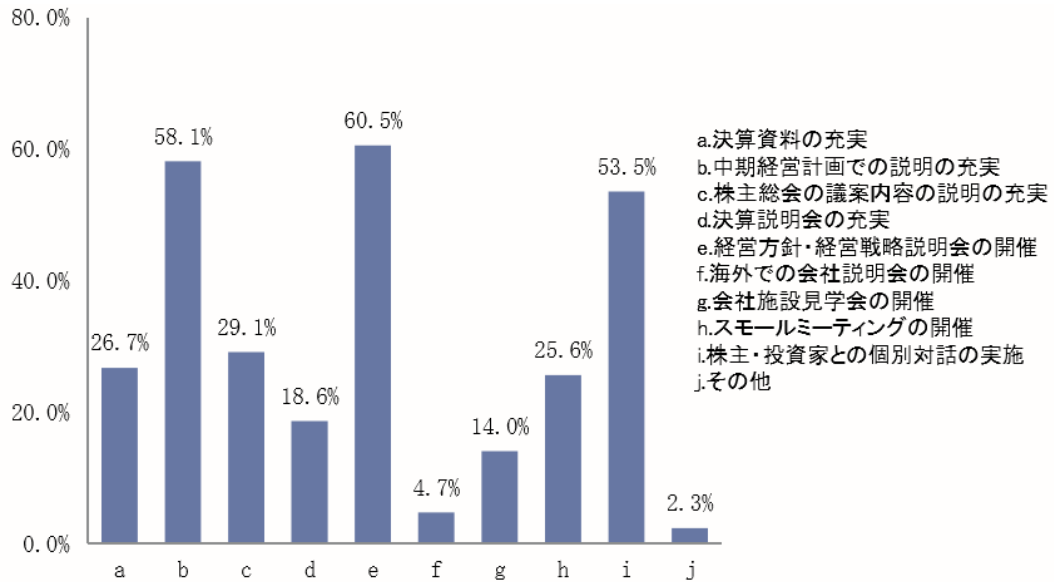
20 この節では第1節で述べた企業の理想のあり方に近づくために機関投資家はどうのような行動をとればいいのか考察していく。機関投資家はモノ言う株主として企業の監視する役割を担い始めたが、その役割を担いきれていない。そのため、第2章でも述べたように、企業は中期経営計画の株主に対するコミットメントが不十分だと感じており、機関投資家は企業が求めている建設的な対話を行えていないのが現状である。

25 そのため機関投資家のあるべき姿はスチュワードシップ・コードに基づき目的をもった建設的な対話を行うことである。それに伴い、インベストメントチェーンの中で機関投資家の役割を果たすために企業のより詳しい情報を知るこ

⁴⁷ 佐藤（2019）、p. 19。

とが必要となってくる。

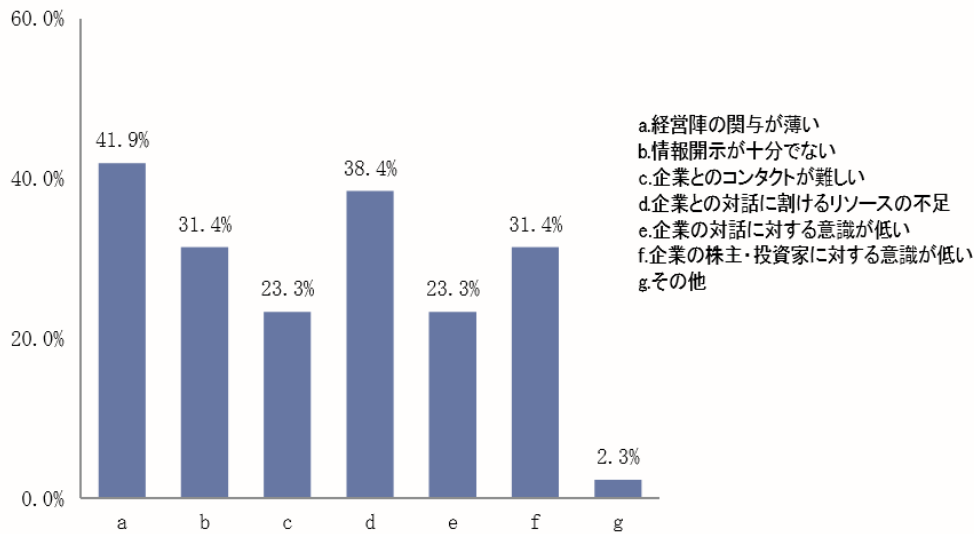
図 12 対話の充実に向け、企業に今後より一層の充実を求めたい取り組み



5 原典：(社)生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート（投資家向けアンケート集計結果）（2014 年度版）」より三菱 UFJ 信託銀行作成。

出所：長野他（2015）、p. 14。

図 13 対話活動を充実させるうえでの課題



5 原典：(社)生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート
 (投資家向けアンケート集計結果)(2014年度版)」より三菱UFJ信託銀行
 作成。

出所：長野他(2015)、p.14。

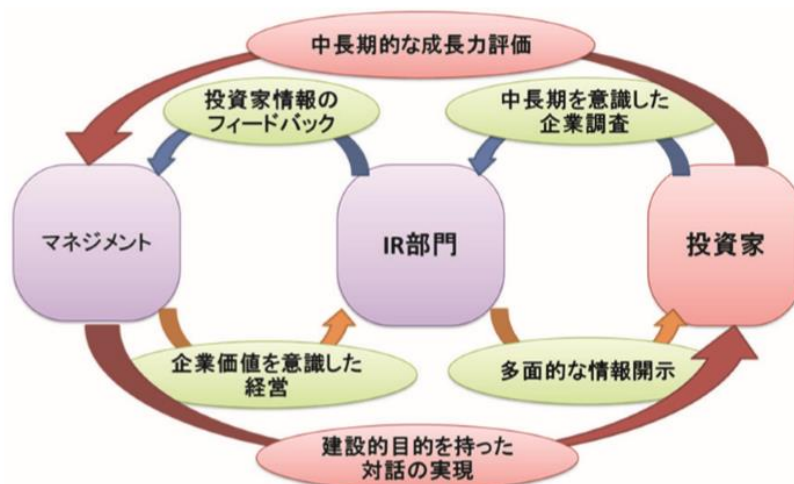
図12は機関投資家に対話の充実に向け、企業に今後より一層の充実を求め
 たい取り組みについて、図13は機関投資家が企業と対話活動を充実させるう
 えで感じている課題について、それぞれアンケートを取った結果である。図12
 10 を見ると「経営方針・経営戦略説明会を開催」の割合が60.5%と最も高い。ま
 た、「中期経営計画での説明の充実」や「株主・投資家との個別対話の実施」の
 割合も高く、機関投資家は中長期的な目線で企業と積極的な対話の充実を求
 めていることがわかる。一方、図13をみると「経営陣の関与が薄い」、「企業と
 15 の対話におけるリソースの不足」を課題と感じている機関投資家の割合が高い
 ことがわかる。さらに、「情報開示が十分でない」、「企業とのコンタクトが難
 しい」、「企業の対話に対する意識が低い」ことを課題と感じている機関投資家も
 一定の割合存在し、企業との対話の機会、情報の不足を課題と感じていること
 がわかる。

20 これらのことから、機関投資家は目的を持った対話を行うことを求め、努力
 しているが企業と対話するための機会が得られず、情報や知識の不足が原因で

建設的な対話を行えていない状態であることがわかる。したがって、機関投資家が企業に寄り添って建設的な対話を行うために相互の関係から対話の取り組み方やその内容について考えていく。

5

図 14 企業と投資家の関係



原典：三菱 UFJ 信託銀行 「アップル叢書第 162 号 IR カンファレンス二〇一四」より作成。

出所：長野他 (2015)、p. 15。

10

では建設的な対話を行うにあたりどのような取り組みが重要になってくるのだろうか。図 14 は企業と投資家の関係を表したものである。企業の IR 部門が非財務情報を含めた多面的な情報開示を行うことで投資家は企業調査や分析を通して企業に対する理解を深めることができる。そして IR 部門は投資家の意見や事業環境認識、リスク認識等を吸収し、これらについてマネジメント（経営層）にフィードバックを行う。マネジメント（経営層）はフィードバックを活用し、投資家の意見を踏まえながら企業価値を意識した経営に取り組む。このような好循環になる企業と投資家の関係を構築することで、目的を持った建設的な対話が行えるのである。

15

20

次にどのような内容の対話を行うことが目的をもった建設的な対話に繋がるか見ていく。まず、企業と投資家の関係について確認する。投資家は企業の資

金調達の一つとして企業に投資しているため、高い資本コスト(要求収益コスト)を持つ企業に投資することを好む。そのため、資本コスト(要求収益率)について触れる必要がある。資本コスト(要求収益率)とは、企業価値向上を目的とした企業経営における重要な概念の一つである⁴⁸。

- 5 資本コストの水準の合意形成について議論するうえで企業の経営戦略やビジネスモデルの有効性に加え、事業利益率の永続性という観点から環境・社会等のESG要因について踏まえることが必要である⁴⁹。第3章でも述べたようにESG投資は企業価値を高め、また、中長期的な目的としてみるとリターンがかえってきやすいというメリットがある。ESG投資は企業にとってもメリットがある
- 10 ことを機関投資家が企業の立場にたって説明し、双方で認識を合わせ企業が高い資本コストを生み出そうという意識に持っていくことが必要である。

- 企業が中長期的な成長をするためには安定した資金が必要なため、資本コストだけではなく、株価純資産倍率についても触れる必要がある。株価純資産倍率とは、企業の収益力を評価するためのものであり、資産価値が多ければ仮に、
- 15 企業が解散をした場合でも株主には残った資産を保有株式数に応じて受け取る権利が生じる⁵⁰。計算式は株価÷1株当たりの株資本で表すことができ、株価純資産倍率は機関投資家にとって重要な情報であるため、企業の株価純資産倍率が1を上回るように議論する必要がある。また、企業にとって株価純資産倍率が高いことは機関投資家が安心して投資をし続けることができるため中長期的
- 20 な成長を行いやすい環境になるということを企業の立場に立って説明することが必要である。

つまり、機関投資家は建設的な対話で双方の認識を共有したうえで、経営戦

⁴⁸ 長野他(2015)、p.1。

⁴⁹ スチュワードシップ研究会 明田雅昭『「建設的な対話」は原理を重視して』〈<http://stewardship.or.jp/%E6%9C%AA%E5%88%86%E9%A1%9E/%E3%80%8C%E5%BB%BA%E8%A8%AD%E7%9A%84%E3%81%AA%E5%AF%BE%E8%A9%B1%E3%80%8D%E3%81%AF%E5%8E%9F%E7%90%86%E3%82%92%E9%87%8D%E8%A6%96%E3%81%97%E3%81%A6/>〉(2019年10月22日アクセス)。

⁵⁰ 辰巳(2004)、p.103。

略等について客観的に評価することが必要である。そのためには、企業と対話する前に企業について調べ分析し知識をつけたうえで建設的な対話を行う場を設け、経営方針などを明確に理解することが必要である。上記のような内容をスチュワードシップ・コードに追加することで機関投資家の行動が変化し機関投資家のあるべき姿に近づくのではないだろうか。

第3節 健全な証券市場を築くために

先述の通り、1970年以降の経済成長に伴って企業は資本市場による資金調達をより活発に行うようになり、かつての銀行等金融機関による相対取引での資金調達では起こりにくかった問題が多く生じるようになってしまった。そしてこの問題を解決するために策定されたのが、コーポレートガバナンス・コード、そしてスチュワードシップ・コードである。制定から数年が経過した今、企業と機関投資家双方の市場における意識の変化が起こりつつある。

第1節及び第2節では機関投資家、企業それぞれの立場から「あるべき姿」を考察してきたので、この節ではそれを踏まえて「健全な証券市場」とはどのようなものかを述べていく。

資本市場は資金調達をしようとする企業等が株式・債券等の金融商品を発行することと、資金を運用する投資家がそれらの金融商品を購入・売却し、できるだけ高いリターンを実現しようとする行動することによる資金需要と資金供給がマッチングすることによって形成される。同時にその価格は資金供給と資金需要の変動によって形成される。投資家にとって金融商品についての正確な情報の入手や市場へのアクセスは合理的な投資行動の大きな支えであり、資本市場はこの活動を成立させるためのプラットフォームであるといえる⁵¹。このことから資本市場には「金融商品の品質と品揃え」「取引の公平性」「情報開示の信頼性」「執行実務の信頼性と利用者にとっての利便性」「金融サービス業の誠実さと活力」「市場メカニズムに裏打ちされた価格発見機能」の6の資質に加え、このすべての資質が持続的に保持されるという「持続可能性」の合計7つの資

⁵¹ 佐藤（2019）、p. 18。

質が具備されるべきである⁵²。

これら7つの資質が保持される市場を「健全な証券市場」と定義するのであれば、これまでの市場に不足している資質が何であるかを探っていけば、健全な証券市場への道が見えてくる。

- 5 問題を探るうえで目につくのは企業の不祥事である。例えば2011年のオリンパス株式会社による粉飾決算事件⁵³や、2006年の村上ファンド事件⁵⁴などが記憶に新しい。このような不祥事が起こる原因は上にあげた6つの資質から言えば「金融商品の品質と品揃え（品質）」と「情報開示の正確性」に2項目の不足によるものなのではないだろうか。
- 10 金融商品の品質向上のためには、それを発行する企業の資質向上が必要不可欠である⁵⁵。しかしながら2000年代初期から叫ばれている企業のガバナンス整備になぜここまで時間がかかっているのだろうか。それはこのような改革のためにかかる目に見えるコストに対して、目に見える効果がすぐに出ないという点に原因がある⁵⁶。目に見えるコストの具体的な例として挙げられるのは、社
- 15 外取締役の選任や指名委員会制度の導入、持ち合い株の売却、中長期的な経営計画の練り直し（資本生産性などの導入）などである。これらは金銭的な負担だけでなく、膨大な量の作業と大変な時間を要するにもかかわらず、改革を進めたからと言って売り上げやシェア、収益性の向上に即効性はみられない。運用する投資家としても、これまでに「対話」と呼べるほどのコミュニケーション
- 20 を取引の際に行っておらず、社内にスキルの蓄積がないうえに、たとえ対話スキルを身に着けたからと言って運用パフォーマンスが向上する保証もないのである⁵⁷。このような状況下でガバナンス改革が進みやすいわけもなく、未だ

⁵² 佐藤（2019）、p. 20。

⁵³ 日本経済新聞、2017年4月27日、「オリンパス粉飾決算事件とは」〈https://r.nikkei.com/article/DGXLASDG27HBD_X20C17A4CC1000?s=5〉（2019年10月23日アクセス）。

⁵⁴ 朝日新聞、2007年7月20日「断罪されたウソいう株主」及び、読売新聞、2007年7月20日「断罪された『利益至上主義』」。

⁵⁵ 佐藤（2019）、p. 20。

⁵⁶ 『山を動かす』研究会（2017）、p. 27。

⁵⁷ 『山を動かす』研究会（2017）、p. 29。

にシフトしきれていない企業も多くある。ところが、このような ESG 評価の向上行動が、市場パフォーマンス向上につながっているという研究結果が出てくるようになった⁵⁸。このような研究結果の浸透により今後のよりスピーディなガバナンス改革の貢献が望める。

- 5 長期の企業価値を見極める投資スタイルはファンダメンタルズ派と呼ばれ、企業の中長期的なキャッシュフローを推計して企業価値を計算し、現在の株価と比較して企業価値が大幅に割安な企業に投資をし、株価が企業価値に近づくまで保有し続ける、という特徴がある⁵⁹。この企業価値判断に必要不可欠なのが正確な情報の開示である。現在、日本の上場企業の約 87% が中期経営計画
- 10 を策定しており、また策定していると答えた企業のうちの約 70% が策定した経営計画を公表している。その数は年々増加傾向にある⁶⁰。この中期経営計画は投資家からの関心も高い。生命保険協会が行っている「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」の 2014 年調査では、「株式投資に際して、企業
- 15 の中期経営計画を重視されていますか。」という設問に対して、「最も重視している」3.5%、「相当程度重視している」43.0%、「一定程度重視している」46.5%という結果が出ており、軽重はあるがほとんどの投資家が意識していることが見て取れた⁶¹。

しかしこれだけ投資家に注目されているがゆえに、「公表すること」を目的とした経営計画の作成がされてしまうという問題も生じている。詳細にまとめた

20 計画数値を「投資家に」公表したことを強く意識するために、事業環境変化があるにも拘わらず、最終年度には計画必達に向けた急場しのぎの利益対応や必要投資の後倒し等を行っている、など現在の環境にはそぐわなくなった計画に縛られる事態も起きている⁶²。このような弊害に気づき、計画の公表の如何や、公表しない場合の代替情報の投資家への説明、外部環境が変化したときの対処

⁵⁸ 井口（2018）、p. 9。

⁵⁹ 『山を動かす』研究会（2017）、p. 144。

⁶⁰ 日本 IR 協議会（2019）「IR 活動の実態調査」

〈<https://www.jira.or.jp/download/gaiyou2019.pdf>〉（2019 年 10 月 24 日アクセス）。

⁶¹ 円谷（2017）、p. 114。

⁶² 北平・柿澤（2013）、p. 5。

方法など、検討すべき課題は多くある。今後はこれまでの「注目されているから策定する」だけの経営計画ではなく、市場取引におけるその位置づけを見直す段階へと突入するべきではないだろうか。

5 健全な市場を築き、証券市場が継続時に成長していくには、投資を行う機関投資家、株式・債券を発行する企業ともにスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが制定されたことに満足せず、このコードに準ずるため、そして市場の成長を促すためにどのような経営をしていくのが最善であるか自分たちの行動を考え、見直し、流動的な社会の変化に対応できる柔軟な運営をしていくことが望まれる。

10

終わりに

スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが成立してから数年がたち今なお機関投資家と企業のあるべき姿が模索されている。

15 バブル経済の崩壊以降、銀行に代わる企業の監視役として機関投資家の役割が期待され始めているが、企業の成長よりも自身の利益を求めている機関投資家も存在するため、その役割を果たしきれていない。

そこで本論文では機関投資家と企業との対話に焦点をあてた。そのうえで、現状の機関投資家と企業の関わりから問題点を明らかにし、機関投資家、企業のそれぞれの立場からよりよい対話のあり方について考察してきた。

20 企業のあるべき姿としては、投資家へ有用な情報を開示し、投資家からの提言に耳を傾け、自ら企業価値の向上を図る行動の必要性を示した。機関投資家のあるべき姿としては、企業が開示した情報を分析し、知識をつけた上で建設的な対話を行う場を設け、企業に寄り添い中長期的な成長を促す行動の必要性を明らかにした。両者がスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードに準じた行動に満足せず、市場の成長を促すために最善の行動を自発的に考えることが健全な証券市場の発達には必要であることが明らかになった。

25 これらの提言を行うことで、機関投資家が企業に寄り添い、企業の中長期的な成長が実現し、日本の証券市場が持続的に発展することを期待したい。

30

参考文献

- ・『山を動かす』研究会（中神康議、小林慶一郎、堀江貞之、杉浦秀徳、柳良平、上田亮子、槇野尚）（2017）『ガバナンス改革 先を行く経営 先を行く投資家』日本経済新聞出版社。
- 5 ・青葉亮（2019）「非財務情報とは〈未来財務情報〉である」大和総研コンサルティングレポート、2019年5月16日〈https://www.dir.co.jp/report/consulting/ir/20190516_020792.pdf〉（2019年10月24日アクセス）。
- ・浅井義裕（2005）「我が国の企業における機関投資家の役割の分析」『経済科学』第53巻第2号、pp.39-50。
- 10 ・新井富雄・高橋文郎・芹田敏夫（2006）『コーポレート・ファイナンス—基礎と応用—』中央経済社。
- ・安藤範親（2011）「社会的責任投資（SRI）の現状と課題」『農林金融』第64巻第10号 pp.22-33。
- ・井口譲二（2018）『財務・非財務情報の実効的な開示—ESG投資に対応した企業報告—』商事法務。
- 15 ・石本尚（2015）「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」財務総合政策研究所〈https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2015_08.pdf〉（2019年10月6日アクセス）。
- ・岩田規久男（2006）『金融入門 新版』岩波書店。
- 20 ・太田珠美（2012）「企業の資金需要、長期低迷の中にも変化の兆し」大和総研 Economic Report 〈<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12040301capital-mkt.pdf>〉（2019年10月24日アクセス）。
- ・太田洋（2015）「改正会社法、コーポレートガバナンス・コードにみる改革のポイント」日本銀行、金融高度化セミナー講演資料〈https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/date/rel150423b2.pdf〉（2019年10月23日アクセス）。
- 25 ・大平浩二・佐藤成紀（2012）「我が国企業の不祥事から見るコーポレートガバナンスの調査・研究」〈<https://econ.meijigakuin.ac.jp/research/nempo/pdf/29-4.pdf>〉（2019年10月20日アクセス）。
- 30 ・岡村秀夫・田中敦・野間敏克・播磨谷浩三・藤原賢哉（2017）『金融の仕組み

と働き』有斐閣。

・岡本大輔（2015）「企業経営における統合報告と統合報告書」『三田商学研究』Vol.58、No.2、pp.21-31。

・金森久雄（1992）『経済用語辞典』東洋経済新報社。

5 ・企業活力研究所（2012）「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書」〈http://www.bpfj.jp/act/download_file/8428429/95101661.pdf〉（2019年10月24日アクセス）。

・企業活力研究所（2018）「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書」〈www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/75404718.pdf〉（2019年10月24日アクセス）。

10 ・北平至・柿澤健一朗（2013）「中長期的な企業戦略のあり方について～投資家の期待を踏まえたあるべき姿」『Mizuho Industry Focus』Vol.126、2013年3月。

・金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」〈<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601/01.pdf>〉（2019年10月20日アクセス）。

15 ・熊谷喜彰（2010）『コンパクト金融論』新世社。

・黒田晁生（2011）『入門 金融』東洋経済新報社。

・高慶元（2012）「中小企業金融に関する考察－関西の中小企業を中心に－」『環日本海研究年報』第14号、pp.106-127。

20 ・小森博司（2018）「GPIFのインベストメントチェーンとESGの取組みについて」〈<https://www.ares.or.jp/publication/pdf/ARES45p17-23.pdf?open=1>〉（2019年10月24日アクセス）。

・佐藤泉（2005）「ソフト・ローとハード・ローの交錯」『農林金融』第58巻第11号 pp.16-17。

25 ・佐藤隆文（2019）『資本市場とプリンシプル』日本経済新聞出版社。

・清水一之（2006）「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと企業の社会的責任」『商学研究論集』、第25号、pp.89-110。

・清水祐希・西岡慎一・馬場直彦（2003）「我が国機関投資家の資産運用行動について－金融市場に与える影響を中心に－」、日本銀行マーケット・レビュー、30 2003 - J - 4、〈https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/mkr/data/kmr03j04。

pdf) (2019年10月6日アクセス)。

・鈴木祐 (2018)「国内機関投資家の変化と次の課題-株主総会議案否決リスクの高まり-」〈https://www.dir.co.jp/report/column/20181225_010166.html〉 (2019年10月22日アクセス)。

5 ・高橋文郎、芹田敏夫、新井富雄 (2016)『コーポレート・ファイナンスー基礎と応用ー』中央経済社 pp.3-4

・田代一聡 (2015)「機関投資家のエイジェンシー問題」『証券経済研究』第92号、pp.35-49。

10 ・辰巳憲一 (2004)『金融・証券市場分析の理論 新しい発展と応用』中央経済社 p.103

・田中正継 (1998)『日本のコーポレート・ガバナンス』経済企画庁経済研究所。

・円谷昭一 (2017)『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」大量データから見る真実』同文館出版。

15 ・手塚貞治 (2017)『この一冊で分かる コーポレートガバナンスの基本』日本実業出版社。

・寺本義也 (2003)「連結経営時代のコーポレートガバナンス改革」『経済セミナー』No.577、pp.33-36。

・中嶋幹 (2016)「わが国のESG投資の現状」『月刊資本市場』No.373 pp.44-51。

20 ・長野 義隆、大門 明子、西島 浩太、岩田 雄一郎、鴻丸 靖弘 (2015)「資本コストと企業価値」『三菱UFJ信託資産運用情報』pp.1-18 〈https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf〉 (2019年10月24日アクセス)

・野尻剛「コーポレートガバナンス・コード対応の課題と方針の実態調査 (前編)」〈<https://www.jri.co.jp/column/opinion/detail/9596/>〉 (2019年10月24日アクセス)。

25 ・宮島英昭・新田敬祐 (2011)「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」RIETI Discussion Paper Series 11-J-011 〈<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j011.pdf>〉 (2019年10月22日アクセス)。

30 ・村澤竜一 (2019)「日本のコーポレートガバナンスと機関投資家-意識調査に基づくエンゲージメントの考察-」『商学研究論集』第50号、pp.87-105。

・森恵美（2018）「ESG 投資についての一考察」『大学院研究年報 法学研究科
篇』第 47 号 〈[https://chuo-u.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_c
ommon_download&item_id=9323&item_no=1&attribute_id=22&file_no=1](https://chuo-u.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=9323&item_no=1&attribute_id=22&file_no=1)〉（2019
年 10 月 24 日アクセス）。

5 ・湯浅由一（2016）「環境と金融—ESG 投資の現状と問題点—」『経済研究所報』
第 20 号 pp. 31-40。

・若林良之助（2004）「企業の資金調達構造の変化について—法人企業統計に
よる分析—」（日本証券経済研究所）〈[http://www.jsri.or.jp/publish/topics
/pdf/0409_01.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/0409_01.pdf)〉（2019 年 10 月 24 日アクセス）。