

平成29年度 証券ゼミナール大会

5

第5テーマ 「機関投資家の投資行動 と証券市場」

10

B ブロック

国士舘大学 野下ゼミナール(木村班)

目次

はじめに

- 5 第一章 機関投資家が証券市場に与える影響
 - 第一節 証券市場
 - 第二節 機関投資家
- 第二章 機関投資家のあるべき姿と日本の証券投資家
 - 第一節 機関投資家育成の意義
 - 10 第二節 日本の機関投資家の現状
 - (1) 我が国証券市場と機関投資家
 - (2) 我が国機関投資家の投資行動
- 第三章 我が国の証券市場の活性化策
 - 第一節 証券取引所の役割と証券市場の現状
 - 15 第二節 証券市場「活性化」の具体的方策
- 第四章 機関投資家の活性化策-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
 - 第一節 機関投資家の活性化策
 - 第二節 コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシッ
 - 20 プ・コード
 - (1) コーポレート・ガバナンス・コード
 - (2) スチュワードシップ・コード
- むすび

- 25 参考文献

はじめに

機関投資家の投資行動と証券市場について、機関投資家の証券市場に与える影響について調べるとともに、あるべき姿を外国と比較しながら述べていく。

- 5 また、我が国の証券市場を活性化するために必要な方策を証券市場の現状を踏まえて提案する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。

- 10 第一章では、証券市場と機関投資家について一般的な定義を行うとともに、両者の相互関係について説明する。第二章では、機関投資家のあるべき姿について論じ、それとの対比で、日本の機関投資家の現状について述べる。第三章では、我が国証券市場の活性化の方策を検討し、機関投資家の投資行動を転換することが鍵を握っていることを明らかにする。そして最後に第四章で、我が国証券市場の活性化の鍵を握っている機関投資家の投資行動を改革するための
- 15 方策について、コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードとの関連で論じる。

20 第一章 機関投資家が証券市場に与える影響

第一節 証券市場

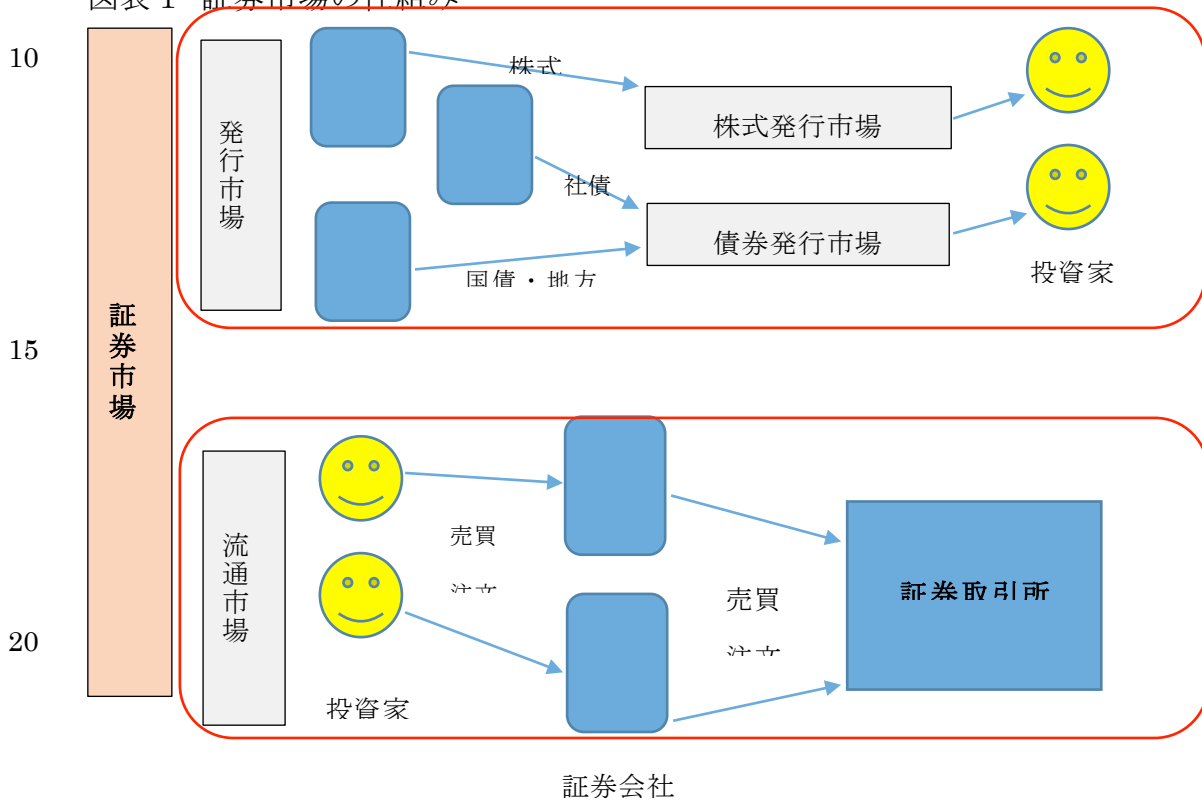
- 25 証券市場とは有価証券の発行が行われる発行市場とそれらの売買が行われる流通市場の総称で対象証券から株式市場・債券市場などに分けられる（図表1参照）。また、株式の取引が行われるのが株式市場、公社債の取引が行われるのが債券市場と言う。この市場にあらわれる証券には出資証券と融資証券の2種類がある。

- 30 第1に、発行市場である。株式会社の資金調達のために新規に発行される証券が発行者から直接、もしくは証券会社、銀行等を介して投資家に一次取得さ

れる市場主に当事者間の相対での取引であり取引所のような具体的な市場のない抽象的な市場を言う。

第2に、流通市場である。すでに発行された証券が、投資家から投資家に転々と流通・売買される市場のことを言う。発行市場は抽象的な市場であるのに対して、流通市場は取引所のように具体的な市場が存在する。

図表1 証券市場の仕組み



出所：JSDA 日本証券業協会「証券取引の仕組み」（http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock14.html,2017年10月10日取得）などの各種資料を参考に自己作成した。

証券市場は、外部の証券投資家を別とすれば、証券市場内部では証券会社と証券取引所から構成されている。証券市場における取引の流れは、図表2で示されているとおりである。

5 第1に、証券会社とは、株式会社と投資家、あるいは投資家と投資家を結びつけ、証券の発行と流通を円滑に機能させる役割を担う会社のことである。証券会社の業務は証券取引法で規制されてきた。しかし、金融商品取引法の施行により法律上は金融商品取引業者に分類されることになった。証券会社という呼称は引き続き使用することができる。主な業務は、引受・売出、募集・売出の取り扱い、委託売買、自己売買である。免許制度は廃止され、一定の基準を
10 満たせば金融庁長官への登録により開業することができる。なお、証券仲介業者は証券会社に証券の売買などを取り次ぐだけで、口座管理や金銭の授受に関しては証券会社が行っている。

第2に、証券取引所とは、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っている。わ
15 が国には、株式の売買を行う市場を持つ証券取引所が東京・名古屋・福岡・札幌の4か所にある。証券取引所における取引は、大量の売買注文を公正かつ円滑に執行するため、取引時間、値段を指定する方法、取引単位、決済方法等についての細かな規定（売買の定型化）が設けられている。また、売買は基本的
20 に競争売買によって行われている。

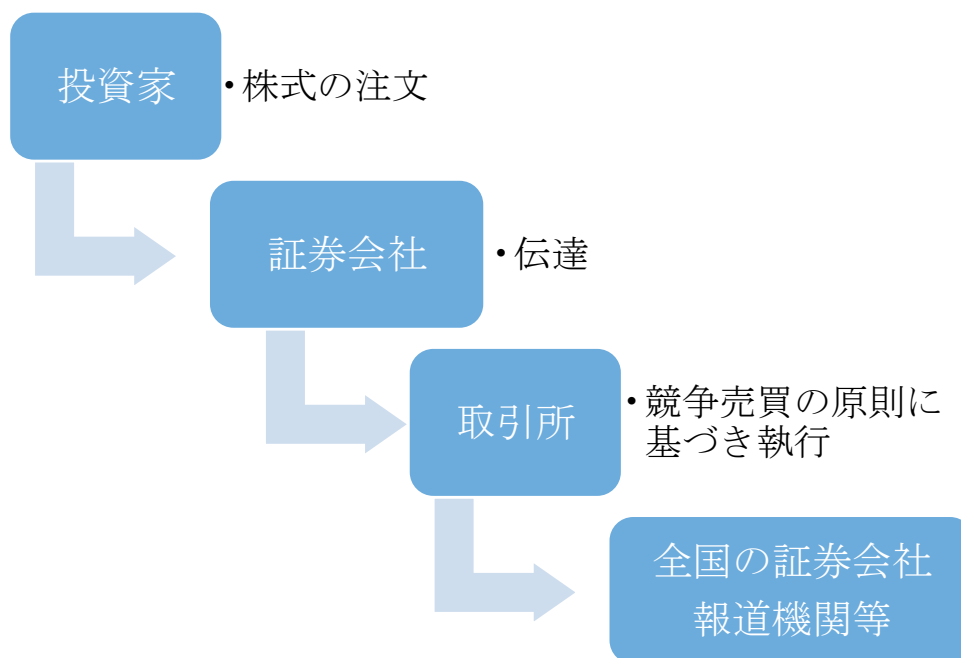
証券取引所で売買の対象となるのは、株式数、株主数、純資産等について一定の基準（上場基準）を満たした会社の株式等に限定されている。さらに、上場基準を満たして取引が認められた会社（上場会社）に対しては、財務内容等の公開を義務付け、そのほかにも必要な会社情報を投資家に対してタイムリーに
25 開示することを求めている。

証券取引所に関する規定は、金融商品取引法に明記されている。他方、取引所市場の目的・運営等細かな点については、各証券取引所の定款に定められている。

取引所取引は「競争売買の原則」を基本に行われる。競争売買の原則とは、
30 価格優先の原則（売りについては最も低い値段が、買いについては最も高い値

段が、また、値段を指定する「指し値注文」よりも値段はいくらでもよいとする「成り行き注文」が優先する）と、時間優先の原則（同じ値段の売買注文の場合、時間的に先に発注された注文が優先する）からなっている。

5 図表 2 証券取引の流れ



出所：JSDA 日本証券業協会「証券取引の仕組み」（http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock14.html, 2017年10月10日）などの各種資料を参考に自己作成した。

10

世界最初の株式会社は、1602年にオランダで設立された東インド会社である。東インド会社は、インドや東南アジアから特産品をヨーロッパに運んでいたが、船を造ったり、船員を雇ったりするために多くの資金を必要としたので、株式を発行して、事業費用を集めた。

15

日本初の株式会社は、1873年に設立された第一国立銀行という名前の民間の銀行であった。また、1878年には東京と大阪に証券取引所が開設された。その後、1937年の中国との戦争を契機に証券市場は急速に統制色が濃くなっていった。全国に11カ所あった株式取引所は「日本証券取引所」に統合され、さらに戦局の悪化により1945年8月からは売買立会は中止された。そして、1949

年になってやっと証券取引所が再開され、現在の市場規模まで成長したのである。現在の東証の年間取引額は、リーマン・ショック後の一時的落ち込みから回復し、およそ年間700兆円前後で推移している（図表4参照）。

5 図表3 我が国の証券取引所の歴史

| | |
|-------|--|
| 1872年 | 日本国内では公債の発行が盛んで、両替商が中心となり現在の人形町付近で公債の集団売買が活発に行われていた。その後、国立銀行条例の制定に伴い国立銀行が設立され、株式会社制度は銀行を中心に定着していき株式の売買が行われるようになった。 |
| 1878年 | 取引機関設立の機運が高まり、政府は5月4日株式取引所条例を制定し、東京実業界の有力者であった渋沢栄一、三井養之助らは、条例に基づく株式取引所の設立を出願、大蔵卿大隈重信の免許を受け、ここに株式会社組織の東京株式取引所が誕生、6月1日から営業を開始した。 |
| 1894年 | 日清戦争勃発により株式市場は衝撃を受け株価は暴落となったが、戦勝景気の高揚と企業勃興の再燃を反映して株式投機熱が高まり、市場は上昇の一途をたどる。 また、明治26年末の全国の取引所数は40か所だったのが明治30年には137か所に急増したが、実際の需給がなく差金決済だけの不健全な投機的取引が横行し、取引所の整理と健全化が図られ明治36年には59か所に減った。 |
| 1923年 | 9月1日の関東大震災では、東京株式取引所の建物も全焼し、兜町一帯が焼野原となった中、10月27日から焼け跡の天幕内で株式の現物取引を開始した。その後、株式市場は回復し、兜町はすっかり近代的な街並みに生まれ変わった。 |
| 1929年 | 10月24日ニューヨーク株式市場で株価が大暴落したことに端を発した世界大恐慌の波に見舞われ、わが国の経済は長期の不況に陥り兜町も度重なる暴落のため、沈滞の度を深めた。満州事変（昭和6）を機に、日本の経済政策は戦時体制に大きく転換され、証 |

| | |
|-------|--|
| | <p>券市場も急速に統制色が濃くなってきた。このころ、既存の財閥や新興財閥が外部資金を導入するために公開した株式は取引所に上場され一般投資家の人気を集め、東株中心の投機市場から産業中心の投資市場へと変容の兆しを見せ始めた。</p> |
| 1943年 | <p>6月、全国11の株式取引所を統合して新たに営団組織「日本証券取引所」が設立されたが、第二次世界大戦の戦局が悪化するにつれて、兜町も急速に活気を失っていった。</p> |
| 1945年 | <p>戦後、GHQ(連合軍総司令部)は取引所の再開を禁止したが、兜町の一角では証券業者の半ば組織的な集団売買が開始され、兜町はいちはやく証券の町としてよみがえり取引所空白期における唯一の証券流通の場として大きな役割を果たした。</p> |
| 1947年 | <p>取引所制度の民主的改革についての検討が進められ、日本証券取引所は解散した。</p> <p>翌年、財閥の解体等によって凍結された大量の株式が国民に放出されるとともに証券知識の普及を図るための全国的な証券民主化運動が行われ、4月、投資者保護を基本理念とする新しい証券取引法が制定された。</p> |
| 1949年 | <p>4月1日に会員組織による取引所が東京、大阪、名古屋に設立され、5月16日から3証券取引所において3年9か月ぶりに売買立会が再開された。</p> |
| 1961年 | <p>日本の経済は技術革新を軸とする高度成長期を迎え、株価は上昇の一途をたどり、中小企業も急速な成長を遂げることになる。昭和36年10月に東京・大阪・名古屋に市場第二部が開設された。</p> |
| 1987年 | <p>10月19日のブラックマンデーによる世界的な大暴落。東京市場は昭和63年以降急速な回復を見せ、景気の拡大と金融緩和を背景に平成元年末まで株式ブームが続き、バブル相場が形成された。</p> |
| 2001年 | <p>東京証券取引所、株式会社へ組織変更。</p> |
| 2007年 | <p>8月 株式会社東京証券取引所グループ設立。</p> |

出所：JPX 日本取引所グループ「商品の歴史」

(<http://www.jpx.co.jp/corporate/jpx-profile/tse/05-03.html>,2017年10月10日取得)を参考に作成。

5

図表4 我が国証券取引所の売買代金(百万円)

| 年月 | 東京 | 名古屋 | 福岡 | 札幌 | 合計 |
|--------|-------------|---------|--------|--------|-------------|
| 2012 | 310,886,562 | 95,088 | 11,768 | 20,431 | 322,994,631 |
| 2013 | 682,702,194 | 171,250 | 81,716 | 10,837 | 704,048,218 |
| 2014 | 643,105,623 | 131,428 | 26,633 | 10,813 | 643,274,498 |
| 2015 | 745,955,235 | 131,963 | 20,208 | 69,936 | 746,177,345 |
| 2016 | 691,102,578 | 82,877 | 17,209 | 51,288 | 691,253,953 |
| 2017.9 | 60,888,768 | 9,451 | 1,210 | 17,097 | 60,916,527 |

出所：JPX 日本取引所グループ「統計月報-全国証券取引所統計」

(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/monthly/index.html>,2017

10 年10月21日取得)。

第二節 機関投資家

15

機関投資家とは、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、普通銀行、信用金庫、年金基金、共済組合、農協、政府系金融機関など、大量の資金を使って株式や債券で運用を行う大口投資家のことをいう。機関投資家は、あまり短期間での売買をしないのが通常である。優良企業の株をじっくりリサーチしたうえで買いの判断を下し、長期的な企業の成長や経済の状況を見ながら運用し、
20 上昇トレンドに乗り始めるとまとまった資金で買い足していくというスタンスの機関投資家も増えている。

個人投資家に比べて、機関投資家については、以下のような特徴があげられる。第1に、機関投資家は、個人投資家と違って、資金量・情報量などで大きな力を持つだけでなく、巨額の資金で投資を行っていること、第2に、証券以外に債券や外国為替などにも投資すること、第3に、個人投資家と異なって頻繁に証券取引を行わず一定の投資戦略に基づいて証券売買を行っていること、第4に、一定の投資戦略を前提とするため、年金基金や保険会社の投資行動にみられるように運用期間が個人投資家よりも相対的に長い機関投資家も存在する一方、ヘッジファンドのように信用取引や先物取引を用いて株価の下落局面でも利益をあげる投資家も存在することなど機関投資家の種類は多様であること、などである。

近年注目されている機関投資家がヘッジファンドである。ヘッジファンドは、さまざまな取引手法を駆使して市場が上がっても下がっても利益を追求することを目的としたファンドのことである。普通の投資信託は、運用方法に制限を設定しており、相場が一方向に動いたときのみ利益が出る仕組みのものがほとんどだ。一方ヘッジファンドは、比較的自由な運用が可能で、先物取引や信用取引などを積極的に活用することで相場の上げ下げに関係なく利益を得る。リスクヘッジしながらも積極的な運用を基本としている。

機関投資家の中で、生命保険会社や損害保険会社は加入者の保険料収入を、投資信託会社は、投資信託を購入者の資金を元手として資産分散投資やヘッジを行う。これらは多額の資金をまとめて、季節毎運用するためヘッジファンド同様に、決算シーズンや新規設定シーズン前後は、市場に与える影響が大きい。

25 第二章 機関投資家のあるべき姿と日本の証券投資家

第一節 機関投資家育成の意義

30 機関投資家の拡大・発展がもたらす効果とはどのようなものであろうか。

第1に、多様な機関投資家が整備されることにより、銀行預金以外の貯蓄吸収手段が増加する。それにより、貯蓄率が上昇する可能性がある。加えて、金融仲介機能の改善が貯蓄を国内投資に結びつけることになる。投資率が上昇し、ひいては経済成長率が上昇する可能性がある。アジア諸国では全般的に過剰貯蓄が続いており、貯蓄を投資に充当して域内の内需を促進することが重要な課題となっている。こうした環境では、機関投資家に期待される金融仲介機能は極めて重要なものであると考えられる。

第2に、機関投資家は、債券や株式に対する主な投資家として、資本市場を育成・拡大する役割を果たす。債券市場についてみると、市場整備の手段は、発行体の拡大、投資家の拡大、市場インフラの整備、関連する法規制の整備などに分けられる。発行体や投資家の拡大は、市場育成の中心的な手段である。また、流通市場における流動性を改善する手段としても、投資家の多様化の重要性がしばしば指摘されている。

機関投資家は、個人投資家に比較して証券投資を行いやすい。その背景には、①資金の性質上、全般的に投資期間が長いこと。②投資規模が大きいため、リスク分散が容易であること。取引コストが低いこと。不動産などの大規模かつ分割困難な資産にも投資出来ること。③機関投資家が有する規模の経済、専門性、投資銀行とのつながりなどから、投資を成功させるために必要な情報が個人投資家に比較して入手しやすいこと、などがある。したがって、機関投資家の拡大により、資本市場に対する長期資金の供給が増加する可能性が高い。その結果、株式・社債・証券化商品などへの投資需要が拡大することになる。株式や社債による資金調達が可能となれば、企業は生産的な資本形成を増やすこととなる。

第3に、機関投資家は資本市場の質的発展に貢献する。投資家の多様な投資需要に応えるために、株式、社債、証券化商品、CD、デリバティブ、というように新たな市場が形成されていく面もあり、投資家の発展が市場の発展を促進することになる。また、多様な市場インフラの発展も促される。投資家の取引需要に応じるため、決済システムの整備や取引価格の透明化が図られる。会計監査、手数料体系、情報開示など、多様な側面において改善が進むことが期待される。さらに、コーポレート・ガバナンスの改善も見逃せない。機関投資家

はインデックス運用が多いこと、市場価格に影響を与えずに株式を売却することが難しい場合があることなどから、意に反しても特定の株式を保有し続けなければならないこともあり、そのことが企業への監視強化につながる。

5 第4に、域内投資を拡大する役割を果たすことが期待される。クロスボーダー債券投資は、特に世界金融危機以降、クロスボーダーの債券投資が拡大している。経済が不調となっている欧米先進国の市場への投資よりも、アジア諸国などへの投資が相対的に魅力を増していることなどが要因と考えられる。クロスボーダーの投資が増加すれば、キャピタル・ゲイン、利払い、配当などの流入が国民所得の安定をもたらす。また、国内のみに投資する場合に比較して、
10 投資家はより高いリスク調整後収益率を得ることが可能となる。ただし、国内資本市場の発展に対しては若干のマイナス要因となる懸念もある。

機関投資家の拡大による悪影響も考えられる。悪影響について整理すると、次の3点になろう。

15 第1に、機関投資家の拡大は、通常の状態では流動性の改善や市場価格のボラティリティの低下をもたらすものの、金融危機など特殊な状況においては、群集行動を引き起こす可能性がある。

第2に、証券業務が拡大する一方で、ディスインターミディエーション（銀行による金融仲介の縮小）が生ずる可能性がある。これにより、銀行は手数料収入の増加、資産運用ビジネスの拡大、競争力の強化に伴う経営効率の向上などのプラス効果を受け一方、不適切なリスク・テイクの増加などの弊害が生ずることもありうる。また、金融仲介の担い手の変化することで、場合によつては中小企業が資金を調達しにくくなるなどの影響も考えられる。
20

第3に、クロスボーダーの投資家といえばヘッジファンドが主体であったが、途上国債券がグローバル・インデックスに含まれるようになるとともに、年金などの投資家が次第に増加している。これにより、海外資金が安定化することが期待されるものの、危機に際して逃避することは避けられない。したがって、国内投資家の育成は不可欠である。
25

30 第二節 日本の機関投資家の現状

(1) 我が国証券市場と機関投資家

機関投資家はプロの運用集団のことで、日本国内の期間投資家と海外の機関投資家に分けられる。運用する資金規模も大きく、株式市場に与える影響も大きい。生命保険会社や損害保険会社、投資信託会社、年金基金等が機関投資家に当たる。例えば、JP モルガン・アセット・マネジメントや大和証券投資信託委託、レオス・キャピタルワークス等の投資信託（投資顧問）会社は、不特定多数の投資家から資金を集めて投資信託を作り、運用を行っている。上場会社の株式等保有割合が発行済株式総数の5%を超える（5%ルール）と、大量保有者である株主は大量保有者になった翌日から5営業日以内に、大量保有報告書を管轄の財務局に提出しなければならない。最近では、「ひふみ投信」等の運用を行っているレオス・キャピタルワークスの大量保有報告書が明らかになると、株価の上昇を期待した多くの投資家の買い注文がその株式に殺到するケースがみられる。機関投資家の中でも注目されるのが、海外投資家である。

海外投資家は、日本の株式市場における取引額が近年急増しており、株式相場の動きに大きな影響を及ぼしている。海外投資家とは、外国の年金基金や投資信託、ヘッジファンド、政府系ファンド、買収目的の投資主体等、外国の大口投資家を指す。こうした大口の海外投資家の中には、アラブ首長国連邦やサウジアラビア等の石油を算出している国が、石油を輸出することで得た収入を元に海外投資に回す公的資金であるオイルマネーなどがある。

海外投資家が東証第一部の売買代金に占めるシェアは、平均して60%を超えるまでになっている。東京証券取引所が毎週木曜日に発表している「投資部門別売買状況」を見ることで、「買い」と「売り」の金額を把握することができ、その金額の大きさを見れば、海外投資家の売買が日本の株式市場に与える影響の大きさが伺える（図表5参照）。

図表5 東証における投資主体別売買動向(単位：百万円)

| | 海外投資家 | 主体別 |
|--|-------|-----|
|--|-------|-----|

| 年 | | 金融法人合計 | 法人総合計 | 個人合計 |
|-------|------------|------------|------------|------------|
| 2016年 | -3,688,751 | 2,460,106 | 4,761,846 | -3,162,394 |
| 2015年 | -325,779 | 1,372,370 | 4,351,667 | -4,929,904 |
| 2014年 | 852,692 | 2,160,578 | 2,939,822 | -3,632,322 |
| 2013年 | 15,119,640 | -5,793,247 | -4,760,597 | -8,750,822 |
| 2012年 | 2,826,449 | -1,898,169 | -1,058,060 | -1,911,181 |
| 2011年 | 1,972,486 | 162,034 | 1,038,843 | 5,937 |
| 2010年 | 3,210,499 | 51,392 | 388,150 | -2,277,135 |

出所：トレーダーズ・ウェブ「投資主体別売買動向」

(http://www.traders.co.jp/domestic_stocks/stocks_data/investment_3/investment_3.asp, 2017年10月10日取得)

5

英国メイ首相演説や米国大統領就任式前に、海外投資家が現物は買い越しているものの、先物を売り越している状況がわかる。影響力の大きさを考慮すれば、海外投資家が先物を売り越した状況が株価下落の一因になったとも考えられる。他には、「外資系証券の寄付前注文動向」の発表でも、海外投資家の動向を確認することができる。日本の株式市場が始まる前に、外資系証券会社を

10

經由した買い注文と売り注文の数字を「外資系証券の寄付前」として発表している。

海外投資家は外貨、例えばドルを売って円を購入して日本の株式を購入するドルがいくらのレートの際に円と交換したかが損益の分岐点に影響を及ぼす。

15

海外投資家はドルに換算して株式の価値を考えるため、日本円で見た株式とは違う株価の動きを見ている。海外投資家の場合は、円高ドル安にドル円が動けば利益が発生するため、株価が下落しても保有株が売却しやすい状況になる。円高ドル安が進行しすぎている時には株価は高いと考えることができるため、外人投資家にとっては買いにくい状況になる。海外投資家が日本の株式に投資

20

した場合、株価と為替の動きから総合的に損益を考える。

日経平均株価をドルに換算して表示したものに、ドル建（ドルベース）日経平均株価のチャートがある。ドル建て日経平均株価のチャートを活用すれば、海外投資家がどのような視点で日経平均株価を見ているのかを知ることができる。例えば、円建て日経平均株価は米国大統領選挙が終了した後は、ドル円が

5 円安ドル高に動いたこともあって、株価はおよそ3割も上昇した。他方、ドル建て日経平均株価は円安ドル高に動いたことで大幅に上昇してはいない。海外投資家が東証第一部の売買代金に占めるシェアは約6割という状況を考えれば、日経平均株価の動きに与える海外投資家の影響は大きい。株価の動きのみならず為替相場の動きで損益が変動することになる。

10 欧米の機関投資家は東京五輪に向けての不動産投資を強化している。地価の上昇が続く東京圏が、欧米の機関投資家などからも不動産投資先として熱い注目を浴びている。海外企業による日本の不動産取得額が急伸しており、2014年には国内不動産売買取引総額の2割にも達したとの調査結果も見られる。

世界最大の政府系ファンドであるノルウェー政府年金基金「グローバル」が

15 初のアジア不動産投資として、東京とシンガポールへの投資を準備している。また、中国の富裕層などアジアの投資家たちも、日本の不動産投資に力を入れはじめている。

第1に、円安による割安感がまだまだ続いている事と東京五輪に向けた中長

20 期的な可能性への期待感である。世界的な金融緩和を受けて、日本国内でも不動産投資の人气が高まる中で、海外勢としても円安による割安感がまだまだ続く日本は魅力的に映るのである。

第2に、公示地価が上昇を続け、人口流入が三大都市圏では唯一プラスとなった東京圏の人气は高く、「東京の不動産を買えば確実に利益が見込める」との見方が根強いようである。東京五輪に向けた中長期的なプロジェクトが続々と

25 明らかになり、海外の機関投資家としても中長期的なプランが立てやすいことも東京の不動産投資の魅力になっている。

海外投資家による不動産投資人気の高騰は、一過性のバブルではなく、中長

30 期的に継続することが期待されている。東京五輪の場合は、五輪後のプロジェクトも着々と準備が進められており、より長期的に投資マネーが東京圏に流入しつづける可能性は大きいかもしれない。海外の機関投資家のマネーが東京圏

の不動産投資市場に流入すれば、さらなる地価の上昇が見込める可能性がある

(2) 我が国機関投資家の投資行動

5 海外投資家の活躍が見られる一方、我が国の機関投資家はどのような投資行動を行っているのだろうか。

国内最大の機関投資家である GPIF (年金積立金管理運用独立行政 法人 : Government Pension Investment Fund)は、財務省ではなく、厚生労働省所管の独立行政法人で、公的年金のうち、厚生年金と国民年金の運用を行っている。

10 運用資産としては約 130 兆円を持ち、世界最大の機関投資家といわれている。それぞれの運用は、上下変動率というバッファも設定されていて、近年、国内債券が 8%から 10%、国内株式 6%から 9%、外国債券 5%から 4%、 外国株式 5%から 8%に変更された。

15 GPIF は。可能性としては、国内株式で見た場合、 $25\%+9\%=34\%$ ということ で、“最高” 34%保有することができる。単純に変更幅に上乘せすると $13\%+9\% = 22\%$ で、これから 22%の国内株式を購入することができる。金額にすると追加購入額は“最高” 約 35 兆円となる。

最近、公務員が加盟する 3 つの共済年金も GPIF と運用比率をそろえた。共済年金の運用総額は約 60 兆円で、GPIF と合計で約 190 兆円。実質的には、
20 GPIF と同じ運用をするとみられ、日本株式の比率を最高 22%とすると約 44 兆円が購入される可能性がある。時期のズレなどはあるが、東証の株式時価総額を約 500 兆円とすれば約 9%の増加要因となり、本当に単純に計算すれば、約 2 万円の日経平均を約 1800 円上げることになる。こうした我が国年金基金の新たな行動が新しい流れを生む契機となれば、流れを見越した海外投資家を
25 引き寄せることも可能である。

世界の証券市場において、機関投資家、特に各国年金基金は、先進国における高齢化の進展も会って影響力を強めている。しかし、日本と異なって、その勢力図や顔ぶれは近年、大きく変わってきている。近年の特徴を整理すれば、次の 3 点になる。

30 第 1 に、年金・保険、投信をグループとする伝統的な機関投資家の資産量は、

2013年時点で推定約97兆ドルと、2003年の約42兆ドルから倍以上に増加している。

第2に、資産の内訳を見ると、その時々々の年金給付支払いに必要となる資金を年金保険料等の拠出で賄う賦課方式による確定給付型年金（DB）が、制度的
5 限界に直面しつつあり、代わって自助努力型の確定拠出型年金（DC）の増加ペースが速くなっている。米国と豪州では、すでにDCの資金量がDBを凌駕している。

第3に、国別に見た伝統的機関投資家の資産量では、米国が格段に大きく世界シェア約46%を占めている一方、日本、フランス、ドイツのシェアが低下し
10 ている。これは、豪州、カナダ、韓国、南アフリカなどの年金資産が増加していることによる。特に豪州では、スーパーアニュエーションと呼ばれる強制加入型の私的年金制度を通じた資産蓄積が進んでおり、残高は約1.6兆豪ドルに達している。

15 年金基金だけでなく、もう一つの主要な機関投資家である投資信託においても、日本の現状は、欧米諸国と違いをみせている。投資信託の近年の特徴を日本との比較で述べれば、次の4点に整理できる。

第1に、米国の資産残高（2013年末）が15兆ドルを超えており、日本の20
20 倍近くに達する。

第2に、米国の資金循環統計を見ても、個人金融資産に占める投資信託の比率は一貫して上昇しており、7,500万人を超える米国ベビーブーマー層（1946
25 年～1964年生まれの人口階層）の主要な資産形成・運用手段として、投資信託が定着している。

第3に、投資信託の投資戦略におけるバラエティーが未だ少ない日本と違って、米国の投資信託の形態や投資戦略は多様である。相変わらず投信の主流は
30 株式・債券の長期アクティブ運用型のファンドで、ファイナンシャルアドバイザー経由の販売チャンネルが大きな比重を保持しているものの、単なる金融商品というよりはライフプランに合わせたソリューションを提供する道具として、投資信託の用途・目的の多様化に合わせ、多くのイノベーションが発生している。例えば、ファンドラップ（顧客のリスク許容度や運用方針、金融機_の専門的なコ

ンサルティングに基づき、複数の投資信託を組み合わせるサービス)の残高は直近約10年間で5倍以上となり、2014年には1兆ドルを超えた(セルリ・アソシエイツによる)。同様に、DC口座の中で加入者から運用指図がないときに自動的に資金が積み立てられる「デフォルトファンド」として普及してきたターゲットデートファンド(DC加入者の退職年齢を目標としてリスク配分を変更していくファンド・オブ・ファンズ)の残高は、直近約10年間で20倍以上に拡大し、2014年第3四半期末には6,800億ドルを超えている。

第4に、21世紀最大の金融イノベーションと言ってよいETF(上場投資信託)も、2000年末の米国上場ファンド数102本、残高830億ドルから、2014年11月末時点で上場ファンド数1,411本、残高1.95兆ドルと急拡大している。

以上みたように、機関投資家の投資行動における日本と他の国との違いに加え、もう一つの大きな差異は、世界では伝統的な金融資産とは異なる代替投資が急増していることである。

近年、世界的潮流として、ソブリン、ウェルス・ファンド(SWF)やヘッジファンド、プライベートエクイティファンドなど、非伝統的な機関投資家の規模と影響力が拡大している。SWFは、石油などの天然資源による収入、外貨準備など国家資産を財源として政府系投資機関が運営するファンドであり、投資決定に際して精密な規約や限度額で縛りを与えることをせず、独創的な投資アイデアを追求したり、積極的にリスクをとったりしたりすることで、高い収益性を求める傾向がある。SWFの運用資産は、2014年に7兆ドルを突破したが、なかでも中国、シンガポールなどアジアのSWFの拡大が顕著である。金融規制改革によって銀行などによるリスク資本の供給・仲介機能が抑制される中、マッキンゼーが「新パワーブローカー」と呼ぶこれらの非伝統的投資家の存在感は高まっており、例えば最近では、原油価格の急落に伴い、産油国のSWFの資金移動が激化し、金融市場に混乱を生み出すのではないかと指摘も増えている。こうした非伝統的な機関投資家の力が増す背景は、スポンサーもしくはアセット・オーナーである年金基金や富裕層個人投資家の資産配分の中で、

株式・債券以外の代替的な投資資産（オルタナティブ資産）の比率が高まっているからである。米国において資産運用のフロンティアを常を開拓し続ける存在である大手公的年金や有名私学の基金（エンドウメント）は、伝統的な投資資産だけでは十分に分散効果が得られないと、金融危機を契機にむしろオルタナティブ資産の比率を高めており、他の機関投資家も追随している。

例えば、カルパース（カリフォルニア州職員退職年金）の2015年1月現在の目標資産配分を見ると、プライベート・エクイティに総運用資産の10.5%、不動産・インフラ等の実物資産に10.1%を割り当てるとしている。同じく、イェール大学基金における2013年時点の目標資産配分を見るとプライベート・エクイティに31%、不動産、天然資源に27%、ヘッジファンドに20%を割り当て、実に総運用資産の78%をオルタナティブ資産に投じている。しかし、あまりにも多くのスポンサーが非伝統的な投資戦略を追求することで、ユニークな投資機会が減少し、リターンが低下する現象も指摘されている。実際、HFR（ヘッジファンドリサーチ）社によるヘッジファンドの総合リターン・インデックス（HFRI 指数）を見ると、概してリターンのファンド間ばらつき、あるいは上下変動は少なくなっている一方で、リターン水準の平均値は低下傾向にある。2009年以降はヘッジファンドの平均リターンは、米国の代表的な株価インデックス（S&P500 指数）を下回り続けており、ノーリスク・ハイリターンというかつてのヘッジファンドのイメージはかなり変貌してきた。それにもかかわらず、住宅・不動産バブルが崩壊し、金融危機が発生したにも関わらず、成長領域やトップ・プレイヤーの顔ぶれを変貌させつつも、オルタナティブ投資は、顕著な拡大を見せている。

今後、バーゼル銀行委員会・欧米当局などによる金融規制改革が進展していくことを前提にすると、世界中で大手金融機関がバランスシート拡大路線の修正を迫られ、自己資本を食い潰さない資産運用ビジネスをより強化していく可能性が高い。実際、JP モルガンやゴールドマン・サックスなどはそうした戦略を採用しているようにも見える。今後は、銀行・投資銀行に代わって、機関投資家やファンドがリスク資本の供給・仲介で重要な役割を担うことになるのかも知れない。こうした状況に対し、欧米規制当局の間では、巨大化した資産運用会社などが金融システムにとって新たな脅威を生み出すのではないかという懸念

が生まれている。一部には、巨大な資産運用会社を G-SIFI（システム上重要なグローバル金融機関）に指定して厳格な監督・モニタリングを実施すべきではないかという意見すら出てきており、今後の動きが注目されている。

5 日本資産運用業界、機関投資家の状況を見ると、世界の動向から取り残されていると言わざるを得ない面がある。高齢化や年金財政の困難化という海外諸国と同じマクロ環境を抱えているにもかかわらず、日本の確定拠出年金（企業型）の資産規模は 7.5 兆円弱でしかない。また、家計部門における投資信託の普及も十分ではない。年金基金もリスク回避志向が強く、オルタナティブ資産への配分に積極的ではない。結果的に、グローバルに活躍する投資ファンド
10 や資産運用会社が国内に育たず、世界の主要プレイヤーとの格差は開く一方である。

15

第三章 我が国の証券市場の活性化策

第一節 証券取引所の役割と証券市場の現状

20

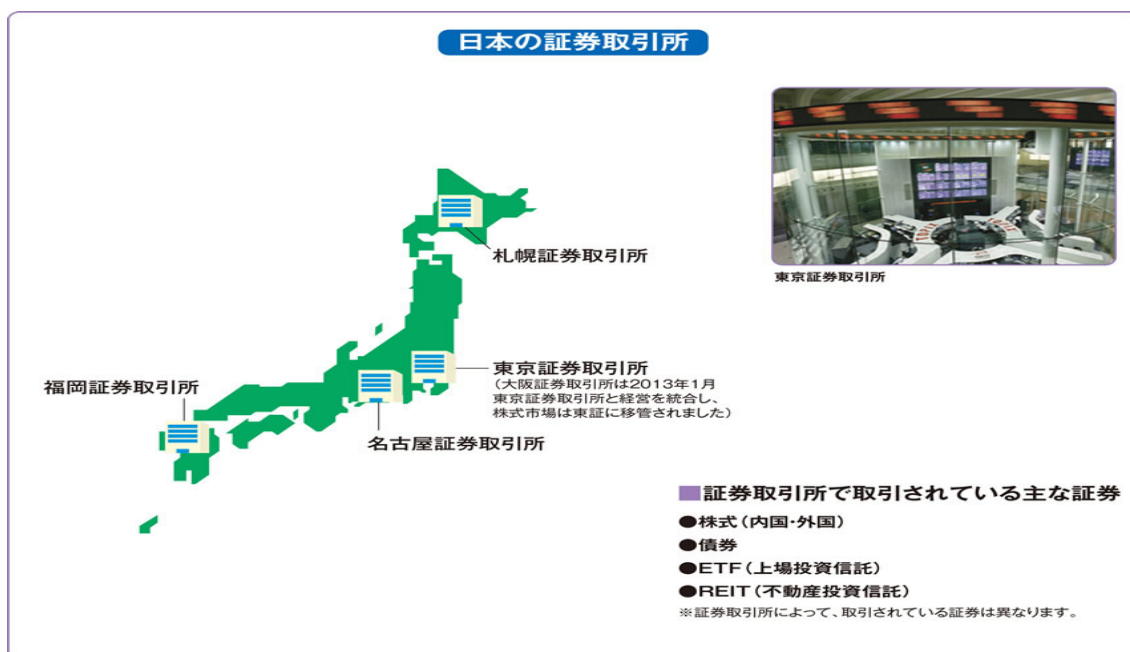
現在、我が国の証券取引所は 4 つある(図表 6 参照)。第 1 は、「東証」とも呼ばれ日本最大の証券取引所であり、世界の三大取引所の一つでもある東京証券取引所である。第 2 は、「名証」とも呼ばれ、日本三大証券取引所の一つであった名古屋証券取引所である。第 3 は、九州の地元企業が中心となって上場している福岡証券取引所である。第 4 は、福岡証券取引所と同じく地元の企業が上場している札幌証券取引所である。

25

大証とも呼ばれた大阪証券取引所は、かつて東証・名証・大証として日本三大証券取引所と位置づけられていた。しかし、2013 年に東証と経営統合し、株式市場は東証に移管され、現在は大阪取引所となっている。

30

図表6 日本国内の証券取引所



出所：金融経済ナビ「日本の証券取引所」

(<http://kinyu-navi.jp/learning/kouza2/kouza2-2/index4.html>, 2017年10月7

5 日取得)

証券取引所とは、株式をはじめとした証券の取引をより円滑に行うための市場のことである。物のやり取りをする市場においては、ある値段である数量を
10 買いたい人と売りたい人がいなければ取引が成立しない。しかし、物の取引の場合、通常、消費目的や生産目的のために、多くの場合、買いたい人と売りたい人がいつも存在し取引が行われることになる。他方、証券取引においても買
15 手と売り手が存在しなければ取引が成立することはないが、証券は消費や生産のために不可欠であるというわけではないので、買い手と売り手を出会わせるためには、取引所のような買い手と売り手を集中する市場が必要になる。取引
所が存在しなかった場合、取引相手を探すのにも時間がかかってしまうだけでなく、証券の価格づけが常時できなくなってしまう可能性がある。そこで存在するのが証券取引所である。株式の売買注文を証券取引所という一つの市場に
まとめることで、多くの買いたい人と売りたい人を集めることができ、円滑な

売買の成立を図る。また、物の価格についてもより多くの市場参加者がいる方が公正な価格となりやすい。この価格形成の公正さを担保するのも証券取引所の役割である。多くの需要と供給を集めることにより市場価格の適正さを保っている。

- 5 日本の証券市場は、金融システムの改革後もリーマン・ショックやヨーロッパ債務危機により低迷を続けていた。2012年に誕生した第2次安倍政権の経済政策、いわゆるアベノミクスにより活況を取り戻した。その中の1つ「大胆な金融政策」では、円ドル相場は大きく円安に振れ、2012年末には1ドル70円台だったのが、2013年5月には1ドル100円台となっている。日経平均株価は
- 10 2012年6月ごろでは、8500円台で推移していたが、2013年以降は15000円前後で推移するようになった。株式時価総額が1兆円を超える企業も倍増した。
- アベノミクスが日本の株式市場を中心とする証券市場に大きな影響を与えていることは短期的には事実である。しかし、個人金融資産は預貯金中心で有価証券の割合は低く、企業の資金調達でも借り入れが大きく占めている。我が国
- 15 市場での海外投資家や企業などの参加も限られたものとなっている。

第二節 証券市場「活性化」の具体的方策

- 20 「活性化」という言葉の意味は、沈滞していた機能が活発に働くようになること。したがって、「証券市場の活性化」とは証券市場において沈滞、停滞している機能を活発に働くようになるということである。

証券市場を「活性化」するメリットは、次の5点にある。

- 第1に、貯蓄に回っていた資金が市場に出回ることで、法人は今まで以上に
- 25 莫大な資金が調達できるようになることである。

第2に、企業が調達した資金を新たな事業へ投資できるようになることである。

第3に、企業が事業へ投資した結果、新たな雇用が生まれることになることである。

- 30 第4に、新たな雇用が生まれれば、そこに新たに消費や投資も生まれる。

第5に、こうしたプロセスが、資金調達-企業投資-雇用増大-消費・投資拡大という新たなサイクルを生み出されることである。

このような証券市場活性化サイクルを引き起こすためには、一般に次のような方策が求められる。

- 5 第1に、証券会社による販売チャネルの抜本的拡充である。内容として、特色ある証券会社の参入を促進するため最低資本金の引下げを検討し、その際、証券会社の健全性を確保する等の観点から、主要株主にかかわるルールのあり方を検討する。また、ファイナンシャル・プランナーなどの活用も視野に入れた販売代理店制度の導入を検討する。
- 10 第2に、保険会社や年金基金などの大手機関投資家だけでなく、相対的に自由な投資戦略を選択できる投資信託などの機関投資家の参入を増加させる必要がある。そのために必要なことは、信頼される投資信託・投資顧問サービスの確立である。内容としては、顧客の期待に応える運用の確保、特色ある投資信託・投資顧問業者の市場参加の促進、わかりやすい投資信託の実現などがある。
- 15 顧客の期待に応える運用の確保は、顧客に対する一層忠実な資金運用をはかる観点から、資金運用サービス業者の業務について、具体的な運用方針の決定を含めて幅広く実態把握に努め、ルール・検査・監督面で、信頼性のより一層向上に向けた必要な対応を行う。投資顧問および投資信託の市場参入については、投資顧問・投信会社の主要株主にかかわるルールなどを見直した上、最低資
- 20 金の引下げなどを行って参入を促進する必要がある。投資信託の運用業績をわかりやすくし、投資家が投資信託間の選択を正確かつ容易にできるように、投資信託の目論見書について、一層分かりやすいものとする。また、投資信託の運用結果に係る開示ルールの強化など、ディスクロージャーを一層充実するように投資信託協会に要請する。
- 25 第3に、銀行等における有価証券の販売である。内容は、銀行と証券会社の共同店舗として、投資家が一つの店舗で銀行・証券双方の金融サービスを受けることが可能となるよう、系列関係にある銀行等と証券会社の店舗の共用制限を撤廃する。あわせて系列関係にない銀行等と証券会社との間でも共同店舗による連携を促進する。このため、連携の際に必要な誤認防止措置を明確化
- 30 する。他に、銀行等による有価証券売買の取次ぎとして、銀行の窓口における

株式や社債などの書面取次ぎ業務が円滑に行われうるよう、業務の取扱いにあたって留意すべき事項の明確化を図る事務ガイドラインを策定する。

5 以上挙げた3項目は、証券市場を活性化するために一般的に求められる方策である。しかし、こうした一般的な方策だけでは、我が国証券市場を活性化するのに十分ではなく、具体的な方策を特定化する必要がある。我が国証券市場において何よりも問題となるのは、欧米に比べて機関投資家の投資行動が既存の利害関係に制約されて旧態依然にとどまっていることである。そのため、成長産業や革新的企業の価値評価が適正にできず、それら産業や企業の発展と育成のために必要な証券市場からの資金供給チャンネルが詰まっていることにある。我が国証券市場における証券取引を主導する機関投資家の行動を転換する必要がある。そして、次章で示すように、機関投資家の行動の転換のためには、機関投資家だけでは十分ではなく、取引所に上場している上場企業の行動の転換も必要である。事実、我が国証券市場の活性化のために、上場企業のガバナンスおよび機関投資家のスチュワードシップが俎上にあがっている。

10

15

20

第四章 機関投資家の活性化策-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

25 第一節 機関投資家の活性化策

機関投資家を巡る環境を成熟させ、彼らの行動を転換させるための政策について、一般に、次の9点に整理することができる。

30 第1に、機関投資家育成の前提として、規制当局は、資本市場ならびに機関投資家がどのような役割を果たすべきかというビジョンを持つ必要がある。な

ぜんら、機関投資家を発展させる一方で、金融システムの安定性を維持することが求められるため、機関投資家に対する政策は、その効果や影響をみきわめながら段階的に行う必要があるからである。

5 第2に、民間部門を中心とする利害関係者の積極的な参加を確保することが重要である。なぜなら、こうした政策には、経済・政治・社会・法律・市場要因など、多くの要素がかかわるため、それらを考慮すべきことは当然である。機関投資家と資本市場の整備は、相互促進的である。したがって、機関投資家だけではなく、上場企業のコーポレート・ガバナンスなどの法的・制度的整備、市場流動性の向上や市場価格の安定などは、機関投資家育成の目的であると同時に前提でもある。長期資金の提供者である機関投資家が拡大する一方で、債券市場の拡大、特に長期債券の発行増加が追いつかないという現象もみられる。資本市場整備全体の中で、機関投資家についても考えるべきである。その意味では、債券の発行規制を緩和し、私募債や発行枠設定などの制度を整備し、多様な方法で発行出来るようにすることも一つの方法となる。

15 第3に、機関投資家が提供する金融商品を、商品開発等により多様化・高度化することが求められる。特に、人口の高齢化に対処するために年金や保険の商品を整備することが重要である。高齢化の進展に伴い、年金制度の運営に関する政府の負担は増大する。そのため、公的年金制度を整備することは政府の役割である一方、民間部門も年金制度の多様化や個人貯蓄商品の整備などの対応によって年金制度の役割を一部担っていくことが求められる。こうした商品開発に対し、配当、利子収入、キャピタル・ゲインなどに関する課税を減免することも考えられる。機関投資家全般に関し、規制当局は、資金提供者のニーズに見合う革新的な商品を開発するよう、促すべきである。REIT、商品ファンド、ETFなど、多様な商品を導入することが望まれる。新商品の認可プロセスは、効率化・簡略化される必要がある。また、投資顧問業の育成も重要であり、それにより投資家のニーズをフィードバックした商品開発も可能となる。商品開発の強化により、市場効率性の向上や潜在的な投資需要の掘り起こしが期待される一方で、市場の健全性の維持や適切なリスク管理が伴うことが重要である。

30 第4に、資金提供者である個人投資家等の投資需要を拡大するため、販売手

チャネルの多様化や投資家教育の充実が求められる。販売チャネルは規模の大きな商業銀行に集中しがちであるが、証券会社、独立系の金融アドバイザー、保険会社、機関投資家による直接販売などに多様化することで顧客の利便性が高まるとともにチャネル間の競争が促され、サービス水準の向上や仲介手数料の低下につながると考えられる。その際、販売商品に関する適切な情報開示や広告方法が採用されることが不可欠である。さらに、提供されるサービスの内容やリスクを顧客が正しく理解しなければ、機関投資家と顧客の関係は脆弱なものとなる。したがって、投資家教育により金融リテラシーを高めることが極めて重要である。規制当局や自主規制機関は、積極的に金融リテラシーを高める努力を行わなければならない。

第5に、投資商品に関し、基本的な情報開示に加えて運用収益率の実績比較などにより透明性を高め、より適切な商品選択を可能とすることも重要である。また、減税等のインセンティブや投資に関わる手数料体系の調整などにより資金提供者の行動を変化させ、例えば長期投資を増やすといったことも考えられよう。

第6に、機関投資家間の競争を促進することが求められる。機関投資家が規模を拡大し、規模の経済を得ることは非常に重要であるが、一方で競争的な環境を維持しなければならない。国内の保険業や投資信託業などに関し、海外業者の進出を認めること（国内業者への出資比率規制の緩和を含む）も一つの方法である。この方法は、競争の促進に加え、海外の優れた専門技術を導入・吸収し、金融革新を加速することにつながる。資金提供者にとっても、利便性や便益が一段と高まることになる。

第7に、海外投資家の参入を積極的に求めるべきである。海外投資家による対内投資を自由化することは、国内の運用環境に大きな影響を与える。国内の機関投資家は個人投資家と違って取引手段の制約は少ない一方、各種の利害関係にとらわれているため客観的かつ自由な投資選択を行うことに制約がある場合が多い。海外投資家の参入は、機関投資家の投資行動を制約する各種の規制を緩和させるだけでなく、各種の利害関係からの制約も解除する圧力を生み出すことになる。国内証券市場の整備の進展にとって、海外投資家の参入と自由化は必要不可欠な条件をなしている。

第8に、機関投資家に対する運用規制の緩和が極めて重要である。リスク商品に対する運用比率規制をはじめ、機関投資家には多様な運用規制が課されている。これらを変更することは、機関投資家による金融仲介機能を大きく変化させることになり、国内資本市場の整備状況に影響を与える可能性がある。機関投資家の側では、運用の自由度が高まれば運用技術向上のインセンティブが高まるとともに、運用収益率を高める機会が与えられることとなる。国内金融資本市場を対象とした自由化に加え、対外投資規制を緩和することも重要である。途上国では投資選択におけるホーム・バイアスが強く、海外投資の経験者も少ない。そのため、対外投資の拡大には時間を要するが、海外の資産運用業者との提携などにより、海外投資拡大に際しての各種障害を克服することも可能となる。

第9に、機関投資家の資産を運用するプロの運用者を育成する教育プログラムを整備する必要がある。運用の自由度が高まれば、当然としてリスクも高まる。リスクを回避したり低減したりするためには、運用技術だけでなく倫理観にも優れた経験豊富な運用者を確保する必要がある。適切なインセンティブを準備し、国内において運用者を育成・確保することに加え、海外からも運用者を集めることが考えられる。機関投資家の運用収益率は資金提供者である年金生活者や個人投資家の生活を左右しかねないことから、運用における健全性・倫理性の確保は重要なポイントである。これと同時に、有価証券の時価評価ルールなどを含む適切なリスク管理体制を社内において構築することが不可欠となる。また、規制当局においても、健全な経営が確保されるよう、認可・監督体制を整備することが求められる。

大手機関投資家の資金運用の外部委託を促進することは、委託する機関投資家側からみれば運用の多様化を実現する効果があるといえる。また、受託する業者側からみれば、業者間の競争を促進し、資産運用業全体の水準の向上に結び付く政策ということになる。

以上、機関投資家の行動を転換するための一般的方策について述べてみたが、現在我が国ではより具体的な改革措置として、上場企業についてはコーポレート・ガバナンス・コード、機関投資家についてはスチュワードシップ・コード

の導入が求められている。次節では、これらを検討することによって、我が国機関投資家の行動を転換するために必要とされる方策を具体的に検討してみよう。

5

第二節 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

(1) コーポレート・ガバナンス・コード

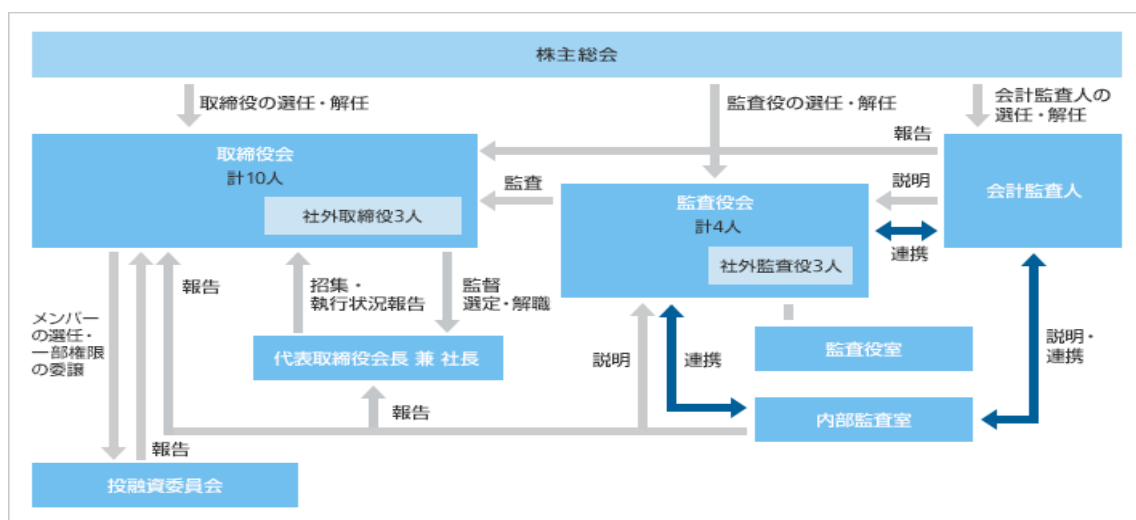
10 コーポレート・ガバナンス（企業統治）とは、ステークホルダーによって企業を統制し、監視する仕組みのことをいう。具体的には、企業統治や情報開示のあり方や、監査役や社外取締役を含む取締役会など会社の機関のあり方などを指す。コーポレート・ガバナンスの考え方が必要であるのは、経済のグローバル化により、海外の投資家などが企業に投資するかどうか判断をするために、
15 経営の透明性を強く求める傾向があるからである。そのため、企業は社外の取締役や監査役などを新たに設置したり、業務を執行するマネジメントと経営の意思決定機能を分離したりするなどの対応の必要が生じたのである。

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
20 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が目的である。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どうかを判断する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
25 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促進している。一般社員にとっても、コーポレート・ガバナンスは必ずしも無関係ではない。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ため、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
30 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からである。

図表7 コーポレート・ガバナンス体制図（ソフトバンクグループ株式会社の場合）



出所：ソフトバンク「コーポレート・ガバナンス体制」

(<https://www.softbank.jp/corp/irinfo/governance/structure/>、2017年11月3日取得)。

10

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。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。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。たとえば、「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

20

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」というように記述されている。社外取締役がその存在を活かせるかどうか重要であるという考えに基づいている。

5 日本企業が「コーポレート・ガバナンス・コード」を遵守しガバナンスを強化していくうえでは、今後大きな可能性がある一方で、直面すべきいくつかの課題も存在する。

第1に、従来の日本企業は、年功序列を基本とし、社内で昇進してきた人物が取締役に就任することが一般的であり、コーポレート本部は中長期計画の取りまとめや進行状況のモニタリング、決裁などを中心に行う傾向が強かった。
10 そのような管理体制では、企業のガバナンス活動と事業オペレーションは明確に区別されておらず、一体となって運用されてしまうことになる。しかし、コーポレート・ガバナンス・コード適応後の管理体制ではガバナンスと執行という役割はそれぞれに分離し、それぞれに適格者を配置することが必要になる。多くの日本企業にとってガバナンスと執行を分離しそのバランスをとるのは難
15 しい問題となろう。

第2に、ガバナンスと執行、社内取締役からの意見と社外取締役からのアドバイス、深い業界知識と他業界にわたる幅広い知見、といった様々な場面で必要であるし、ガバナンスと執行の二つをうまく回していくためには、社外取締役の外部知見や経験を活用し、株主や機関投資家、顧客や取引先企業とコミュニ
20 ニケーションをとることが大きな鍵となる。

日本企業のガバナンスはいまだ発展途上にある。企業のグローバル化やM&Aが加速している現状では「社外の知恵」を活用する重要性が強く認識されてきている。取締役の人材を多様化し、適切な仕組みに落とし活用していくことで、「社外の知恵」を企業価値向上につなげることができる。社外
25 ークホルダーの視点を持ち、しかるべき経営者経験を持つ社外取締役からの助言を自社に取り入れて活用する企業ほど、バランスが取れ、より効果的なガバナンスをより早く構築できるだろう。その実現によって、企業とその株主に企業価値向上がもたらされるのである。

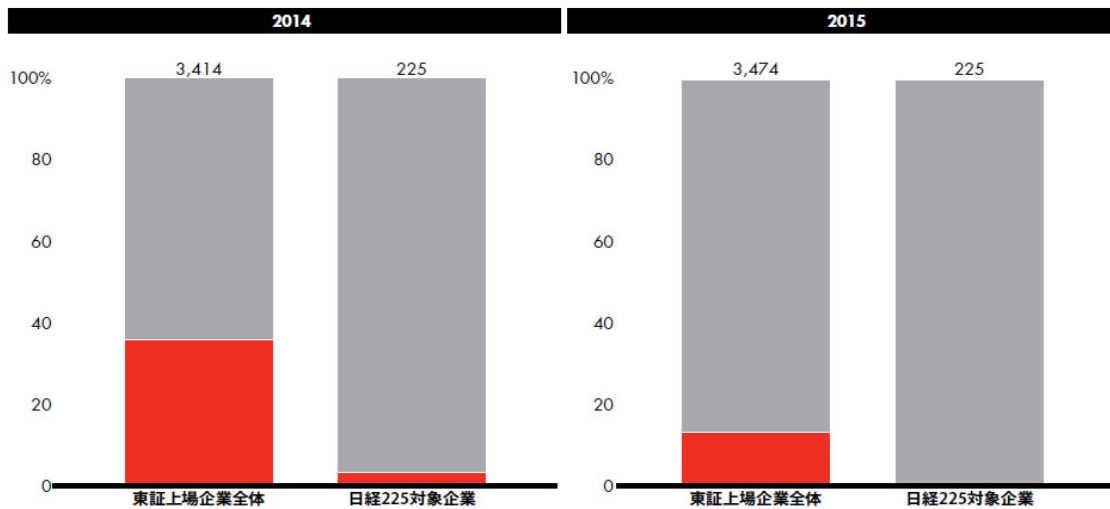
コーポレート・ガバナンス・コードの適応によって日本企業の社外取締役の
30 導入は進んでいるが、コーポレート・ガバナンスの先進国であるアメリカと比

べるとなお問題がある（図表 8 および図表 9 参照）。

第 1 に、2015 年の 7 月時点で東証上場企業の 9 割が社外取締役を導入しているがアメリカと比べたとき日米での取締役会の人数には差がない。しかし、
5 取締役会における社外取締役の割合は日本が 3 割に届かないほどであるのに対し、アメリカは 8 割強となっており一社当たり平均社外取締役の人数は倍以上の差がある。

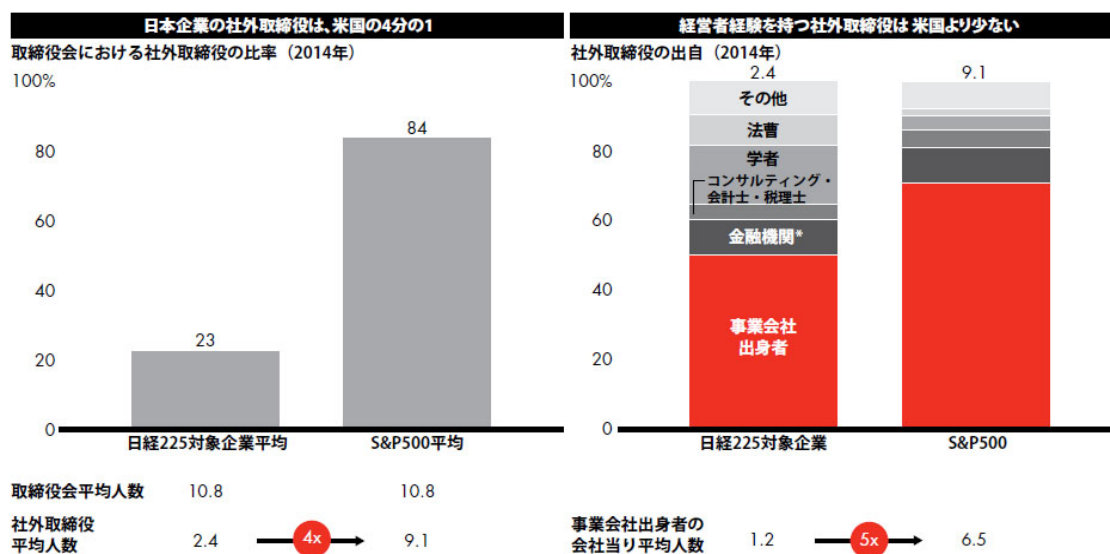
第 2 に、米国企業では経営者としての経験を持つ事業会社出身者が社外取締役の 7 割程を占めるのに対し、日本企業ではその割合は 5 割程度であり、学者や法曹関係者の比率が高い。社外取締役の割合が低く、その社外取締役も事業
10 会社出身者が少ないため、取締役会における経営経験を保有する社外取締役の人数には日米で約 5 倍の差が生じることになる。会社の戦略や事業性格に合う経験を持つ人材や、親会社出身者、同業他社出身者を社外取締役として招聘している日本企業は、全体の 2 割に満たない。社内取締役が内部出身者のみの企業は 6 割で、同業他社出身者がいる企業は 1 割にとどまるこれらの違いは、企業
15 価値向上の結果に直結する。自社に関連する経営者経験がある社外取締役や、社外経験がある社内取締役を登用している企業は、より高い株主総利回りを実現している。社外取締役の経営者経験度合い別では、単に他社出身者がいるだけであれば、経営経験のない社外取締役のみの場合と株主総利回りに大差はない（80%程度）が、戦略事業性格に合う経験を持つ社外取締役がいる企業では
20 115%、親会社・株主出身者がいる企業では 130%、競合他社出身者がいる企業では 182%と大きなリターンにつながっているのが現実である。

図表 8 東証上場会社における社外取締役の選任状況



出所：ベイン・アンド・カンパニー「日本企業の社外取締役とガバナンス：現状と今後のあり方」(<http://www.bain.com/offices/tokyo/ja/publications/articles/corporate-governance-in-japan-board-membership-and-beyond-tokyo.aspx>, 2017年9月21日取得 (原出所：東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2015」、「東証上場会社における社外取締役の選任状況 2015.9.29」))。

10 図表 9 日本企業の社外取締役



出所：ベイン・アンド・カンパニー「日本企業の社外取締役とガバナンス：現状と今後のあり方」(<http://www.bain.com/offices/>)

tokyo/ja/publications/articles/corporate-governance-in-japan-board-membership-and-beyond-tokyo.aspx、2017年9月21日取得（原出所：スペンサーズチュアート「Japan Board Index2014」「U.S.Board Index2014」）。

5

より効果的なガバナンスを実行するためには日本においても、ガバナンスと執行の線引きをしっかりとすべきである。これはガバナンスと執行はそれぞれ異なる能力や知見を必要とするためであり、それぞれに的確な人物をおくことと、社外取締役を導入することで社外知見を活用し、鍵となる施策を監督していくことが重要であり、指名委員会や報酬委員会、監査委員会の位置づけはきわめて重要である。また、執行者としてのマネジメント人材と、監督者としての取締役人材は、それぞれ別のルートで採用、育成、強化、管理することが求められる。いままでのような社内からの年功序列による登用だけではなく、社外からの採用も同時に検討していく必要があり、さらに組織の停滞を防ぐために定期的な人材の入れ替えなども必要になるだろう。

（２）スチュワードシップ・コード

スチュワードシップ・コードとは、機関投資家が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って提起された機関投資家の行動指針である。2010年に、英国で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。

スチュワードシップ・コードは、投資先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もとで、機関投資家の行動に次の7条件を課している。すなわち、スチュワードシップ・コードは、第1に、受託者責任の果たし方の方針公表、第2に、利益相反の管理に関する方針公表、第3に、投資先企業の経営モニタリング、第4に、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、第5に、他の投資家との協働、第6に、議決権行使の方針と行使結果の公表、第7に、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。スチュワードシップ・コードは、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ている点が特徴となっている。

5 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・コードを模範として、日本の実情に適応・改変したものが日本版スチュワードシップ・コードである。

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。その内容は以下の 7つの原則から構成される。

15 第 1 に、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。

第 2 に、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。

20 第 3 に、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。

第 4 に、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 第 5 に、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。

30 第 6 に、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。

第7に、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。

これらの7つの原則は、金融庁によって策定されたものであるが、ほとんどの機関投資家が賛同すると想定されている。実際2014年8月末時点で、160の機関投資家が、日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明を行なっている。

2016年6月2日に閣議決定された「日本再興戦略2016―第4次産業革命に向けて―」では、年金基金等においてスチュワードシップ・コードの受け入れ促進などの取り組みを通じて老後所得の充実を図るとされた。これを受けて、2016年9月には、企業年金連合会に「スチュワードシップ検討会」が設置され、厚生労働省と企業年金連合会の連携の下、企業年金によるスチュワードシップ活動の意義や具体的な行動の例を分かりやすく解説できるように検討が進められた。そして、2017年5月29日、「スチュワードシップコードに関する有識者検討会」は、「日本版スチュワードシップコード」の改訂版が、パブリックコメントを経て確定したことを公表した。

この改訂版は、「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」が同会議第6回から第10回までの審議の結果をとりまとめた「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～」と題する意見書でスチュワードシップ・コードの改訂を提言したことを受けて、有識者検討会における改訂に向けた3回にわたる議論を経て、取りまとめられたものである。

日本版スチュワードシップ・コードの改訂作業をみると、わが国の機関投資家によるスチュワードシップ活動上の課題がわが国の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に関連していることがわかる。すなわち、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のだが、これらの問題は、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り組みが必

政策面においても、確定拠出年金制度の拡充や NISA (少額投資非課税制度) の導入など、資産運用業の拡大を後押しする政策も続々と打たれている。また世界最大の年金基金である GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) も、有識者会議の提言や日本再興戦略改訂版での方針などに基づいて、資産構成の見直しを進めている。

5
10
このように国内証券市場の活性化に向けて活発に議論されているが、肝心な問題は、証券市場における主要取引者である機関投資家が従来のような利害関係にとらわれて資産の公正な価値評価を積極的に行わないままにとどまれば、我が国証券市場の活性化も絵に書いた餅になる懸念があることである。我が国機関投資家が世界のトップ・プレイヤーが採用している投資戦略をどのように取り入れて行動しない限り、我が国証券市場はグローバルな市場間競争から脱落せざるをえないであろう。この点で、スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードの導入は重要な意義がある。

15
20
もちろん、機関投資家が欧米並みの資産評価と資産選択を行うようになるためには、スチュワードシップ・コードに則った投資行動を取る必要がある。しかし、資産運用業界における既存の利害関係から脱するだけでは十分ではない。機関投資家が運用対象とする証券を発行する上場企業が、情報公開を含めてコーポレート・ガバナンスを改善する必要がある。誤った情報を前提しては、機関投資家がいくら公正な価値評価をしようとしても限界があるからである。このことは、機関投資家のスチュワードシップ・コードに則った行動改革が求められているだけでなく、上場企業もコーポレート・ガバナンス・コードに則った行動をとることが強く求められていることを示している。

25

参考文献

鳳 佳代(2007) 「証券取引所の現状と課題」 (<http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/issue/0603.pdf>)

30 金融庁(2002) 「証券市場の改革促進プログラム」

- (<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20020806-2b.pdf>)
金融庁(2002) 「我が国証券市場の現状と問題点」
- (http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/tosin/1a501f2.html)
金融経済ナビ「証券取引所」(<http://kinyu-navi.jp/walking/kouza3/index.html>)
- 5 /index.html)
インフォバンクマネー百科 (<http://money.infobank.co.jp/index.html>)
荒木 康行(2011) 「不動産投資へ舵を切り始めたアジアの機関投資家」
(https://www.nri.com/jp/opinion/kinyu_itf/2011/pdf/itf_201102_4.pdf)
SMBC 日興証券(<http://www.smbcnikko.co.jp/index.html>)
- 10 「俺株 俺たち株の初心者」(<http://orekabu.jp/>)
日本証券業協会(http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock14.html)
「初めてわかる金融の仕組み」(<http://financial-structure.info/>)
トレーダーズ・ウェブ(http://www.traders.co.jp/domestic_stocks/stocks_data/investment_3/investment_3.asp)
- 15 近藤 和貴(2009) 「アジアの資産運用業界」(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/c200909_2.pdf)
清水聡(2009) 「アジアの域内金融協力ー金融地産地モデルの模索」 東洋経済新報社
堀江貞之(2012) 「アジアにおける機関投資家ビジネス」
- 20 (http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/research/institutional_investor_201201.pdf)
森祐司(2010) 「アジアの資産運用業と年金基金」 大和総研調査本部
金融経済ナビ(<http://kinyu-navi.jp/walking/kouza3/index.html>)
インフォバンクマネー(<http://money.infobank.co.jp/index.html>)