

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」

明治大学 勝ゼミナール
相澤 小笠原 佐久間 鉛山 松村 松本

[目次]

	はじめに.....	3
	第1章 機関投資家と証券市場.....	3
	第1節 機関投資家の定義.....	4
5	第2節 証券市場における機関投資家.....	5
	第2章 企業のあるべき姿.....	8
	第1節 企業価値の定義.....	8
	第2節 コーポレートガバナンス改革.....	9
	第3節 中長期的な企業価値の向上.....	13
10	第3章 機関投資家のあるべき姿.....	20
	第1節 日本の投資活動の変遷.....	21
	第2節 スチュワードシップ活動.....	22
	第3節 物言う株主の役割.....	27
	第4章 ESG投資の台頭.....	31
15	第1節 財務情報・非財務情報.....	32
	第2節 ESG投資の定義.....	33
	第3節 ESG投資の現状と課題.....	34
	おわりに.....	37

はじめに

日本経済は、本年1月には戦後最長の景気回復を記録し、景気の拡大が続いている。とりわけ2013年に始まるアベノミクス以降、特に非伝統的な量的緩和金融政策のもとで、株式市場は安定した推移を続けており、地域学リスクは増大しているものの、日経平均株価は20,000円台の大台が続いている。

こうした株価の安定は、近年の企業統治の強化とも大きく関連している。とりわけ2014年のスチュワードシップ・コードの制定、2015年のコーポレートガバナンス・コードの制定など、多くの企業で経営の透明性、合理性が増してきており、企業の社会的役割への注目もなされてきている。

日本の証券市場で近年大きな影響を与えているのが機関投資家である。日本の証券市場の株主構成をみると内外の機関投資家の存在感が増大しており、スチュワードシップ・コードで示されているように機関投資家と経営者がどのように対話していくのが大きく注目されているのである。

本稿では、こうした現状のもと、インベストメント・チェーンの更なる発展のためには、機関投資家と企業が各々どうあるべきか、またそれらがどのように対話すべきかについて検討していく。

そこで本稿では第1章で機関投資家を定義し、機関投資家の証券市場における立ち位置の変遷を述べる。第2章では企業価値を定義し、コーポレートガバナンス・コードをもとに企業のあるべき姿について言及していく。第3章では、日本の投資活動の変遷と、スチュワードシップ・コードと物言う株主に焦点を当てて機関投資家のあるべき姿について言及していく。第4章では非財務情報の重要性、さらにはESG投資が注目されるようになった背景と重要性について検討し、そのもとの機関投資家の役割について検討する。最後に結論として証券市場の活性化に向けた施策について提言する。

第1章 機関投資家と証券市場

本章では、機関投資家と証券市場について、第1節にて機関投資家の定義、

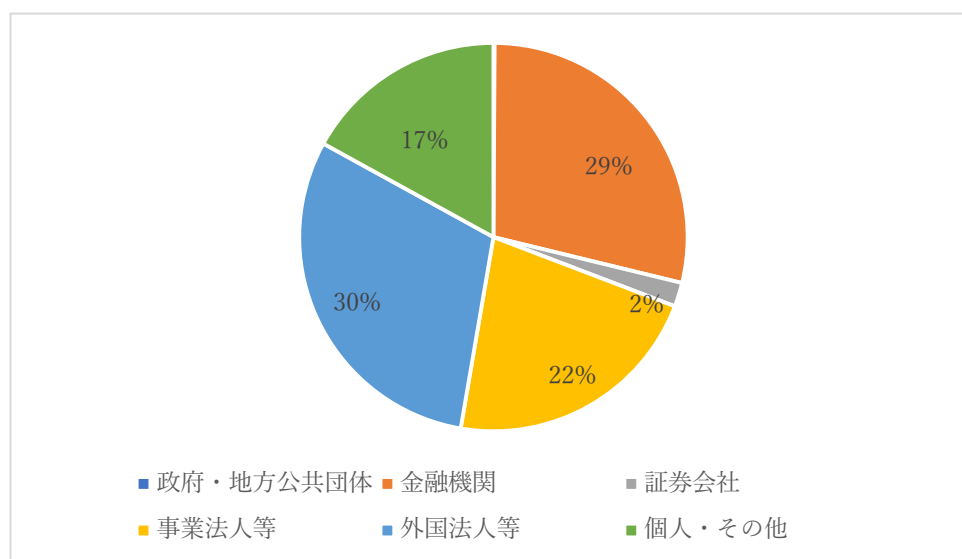
第2節にて証券市場における機関投資家に言及する。

第1節 機関投資家の定義

- 5 まず、機関投資家の定義について検討する。機関投資家とは、個人投資家からの拠出した巨額の資金を株式、債券等で運用、管理する社団や法人である。具体例として保険会社、投資信託、信託銀行、投資顧問会社、年金基金などが挙げられる。

- 10 図表1は、2018年現在の株式保有割合を機関別に示したものである。機関投資家の比率としては外国法人が一番大きく、次いで金融機関が大きい。政府や地方公共団体、証券会社は低めの比率に収まっている。

【図表1】証券市場における株式保有比率（%、2018年）



- 15 出典) 日本取引所グループ (2018) 「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」より筆者作成

URL) <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

- 20 一般に証券市場において、機関投資家の数は個人投資家と比較して非常に少なく、その数は市場全体の3%にも満たない。一方で、数でこそ少ないもの

の、証券市場に占める保有総額の割合は8割（2018年）を超えており、株式市場への影響力が増している。企業が資金調達をするにあたって機関投資家の関心を引くことが非常に大事であることが分かる。

5 【図表2】証券市場における株主別人数比率

	2017年度		2018年度	
政府・地方公共団体	1331	0.0%	1330	0.0%
金融機関	101562	0.2%	97532	0.2%
a 都銀・地銀	16415	0.0%	15513	0.0%
b 信託銀行	42573	0.1%	41496	0.1%
c 生命保険会社	21551	0.0%	19516	0.0%
d 損害保険会社	4096	0.0%	4043	0.0%
e その他の保険会社	16927	0.0%	16964	0.0%
証券会社	90900	0.2%	90643	0.2%
事業法人等	746105	1.4%	763759	1.4%
外国法人等	483678	0.9%	500383	0.9%
個人・その他	51299952	97.3%	54736928	97.4%

出典) 日本取引所グループ (2018) 「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」より筆者作成

URL) <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

10

第2節 証券市場における機関投資家

日本の株式保有構造は、従来株式持ち合いを軸としていた。株式持ち合いとは、複数の株式会社がお互いの発行済み株式を保有しあう日本特有の株式保有形態であり、敵対的買収の予防、有効の証などの理由で行われてきた。しかしながら 1990年のバブル崩壊以降、業績の悪い会社の株式を保有し続けること

が、決算に悪影響を与えるリスクになり得るとして徐々にその比率を小さくさせていった。ここでは日本取引所グループの投資部門別株式保有比率を用いて、各部門の証券市場に与える影響の多寡をその歴史に触れながら述べていく。

図表 3 は 1970 年以降の各部門の株式の保有比率を、図表 4 はその中での金融
5 機関の内訳を示している。かつては個人投資家がかなりの割合を占めていたが、1970 年から 1980 年にかけて株式安定化を目指して取引先金融機関やグループ企業を中心として株式持ち合いが進んだことや、金融機関や事業会社が株式運用を積極的に行う、いわゆる財テクブームといったものの影響を受けて比率を大きく落とし、現在では 20%前後で推移している。

10 一方で、機関投資家内での比率も 1990 年代以降変化している。金融機関の内訳に注目すると、都銀や地銀といった普通銀行は 1990 年代前半には 15%程度で横ばいであった。しかし、金融システム改革法（銀行法改正）により従来からの単体ベースの規制に加え、受信側、与信側ともにグループ概念が導入され
15 合算ベースでの規制が課されることとなったことや、BIS 規制に伴った早期是正措置の導入、そしてバブル崩壊による株価の暴落による自己資本棄損などにより、1990 年後半から低下した。

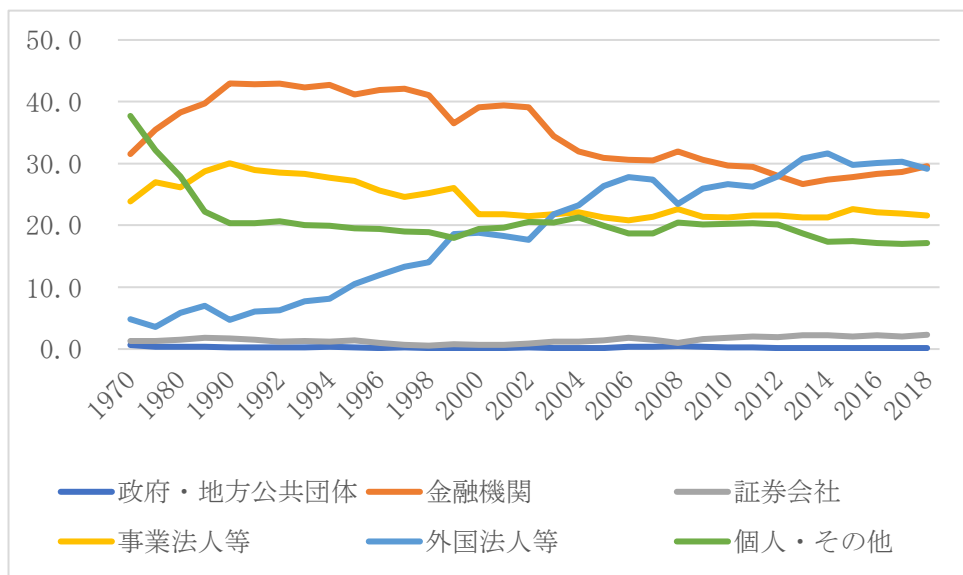
さらには 2001 年の「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」によって銀行等による株式保有が制限されたこと、直接金融の増加によって大企業が銀行依存からの脱却が進んだこともあり、2004 年頃から 5%程度で横ばいとなった。
20 その後も緩やかに減少を続け、今では 3.5%程度の水準を推移している。保険会社も同様に、1990 年前半は 15%程度で横ばいだったが、1990 年後半にから 2000 年初頭にかけて保険会社にたいする規制の拡充や区分經理の導入によって生命保険が比率を落とし、これも現在は 5%前後を推移している。

このような流れのなか信託銀行は 2000 年代前半を機に年金資金運用部の設
25 立に伴って年金積立金が自主運用されるようになったこと等を理由に比率を伸ばしている。

近年、目覚ましい伸びを見せているのが外国法人等である。ビジネスのグローバル化と円安を背景に大手企業は外国法人からの投資額を増やし続けており、1990 年代初頭では 5%だった外国法人との保有比率は今や 30%前後にまで
30 増加した。近年の日本経済の低迷やこれらの流れを受けて従来の閉鎖的な日本

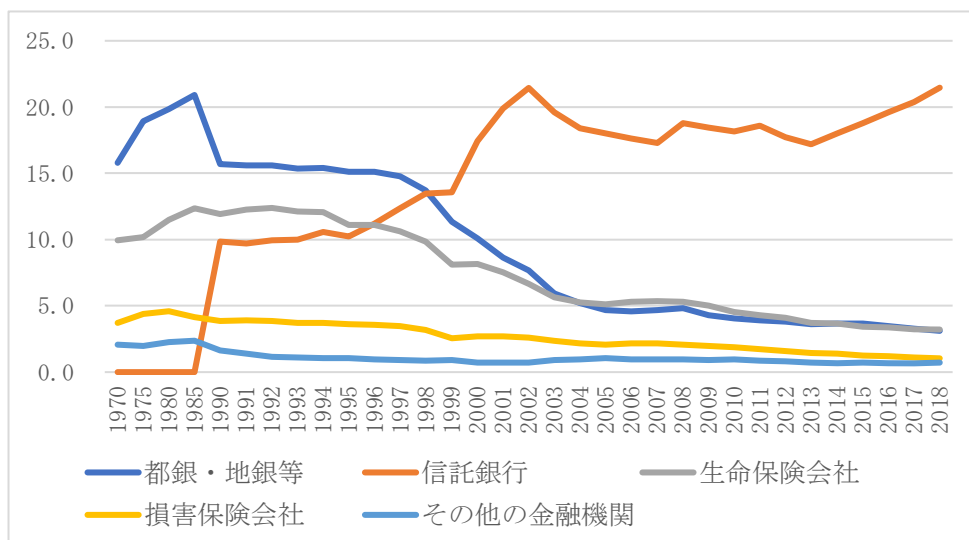
独自の経営体制は変貌を余儀なくされ、企業体制や情報の開示基準などは海外や世界全体のトレンドを意識したものへと変化しているのである。

【図表 3】 投資部門別株式保有比率 (%)



5

【図表 4】 投資部門別株式保有比率・金融機関内訳 (%)



10

出典) 日本取引所グループ (2018) 「2018 年度株式分布状況調査の調査結果について」を基に筆者作成

URL) <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

第2章 企業のあるべき姿

本章では、第1節にて企業価値の定義、第2節にてコーポレートガバナンス改革、第3節にて中長期的な企業価値の向上に言及する。

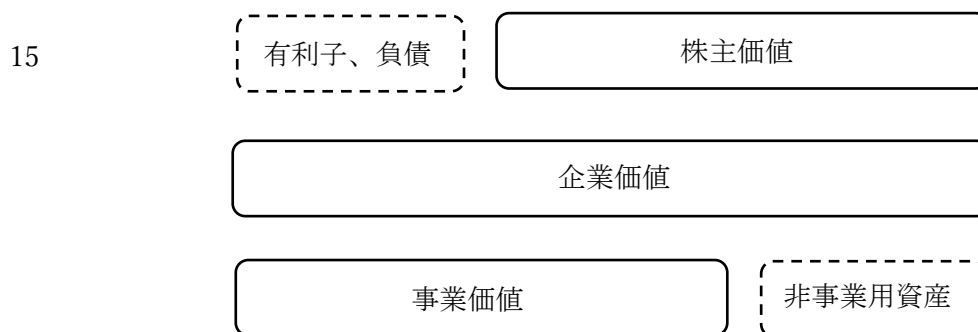
5

第1節 企業価値の定義

近年、M&Aの活発化やIFRS（国際財務報告基準）の適用により企業価値への関心が高まっている。企業価値とは、企業全体の価値のことであり、事業価値や株主価値と区別される。事業価値とは、企業の事業活動からもたらされる価値であり、株主価値とは、株主に帰属する価値である。

10

【図表5】企業価値と事業価値、株主価値との違い



15

20

出典) 秀和システム (2011) 「企業価値評価の基本と仕組みがよくわかる本」
24ページを基に筆者作成

ファイナンス理論において、企業の目的は企業価値の最大化である。企業価値は、経営戦略に基づく投資とリターンの関係から生み出されるため、「企業価値は経営戦略に従う」と言える。経営戦略は、企業の歴史や風土、企業の考える社会的な役割などを基礎として、企業目標や経営理念を達成するために企業が進むべき道筋を明らかにするために策定される。

25

企業評価価値の評価には、3つのアプローチ方法がある。1つ目はコスト・アプローチであり、評価対象となる企業の保有している資産と負債の差額であ

30

る純資産をベースに算出する。評価対象企業の一定時点の貸借対照表を元に評価することから、一般的に理解されやすく客観性が高い。しかし、評価対象企業が将来に生み出す利益・キャッシュフローを考慮することができない。2つ目はインカム・アプローチであり、評価対象企業が将来獲得すると期待される利益やキャッシュフローをもとに評価する。評価対象企業の独自の収益性をもとにすることから、評価対象企業が持つ固有の価値を示す。3つ目はマーケット・アプローチであり、株式上場企業の場合はその市場株価を基礎とし、非上場企業の場合は同業他社や類似取引事例などを基礎として、相対的に価値を評価する。市場株価という指標を用いた評価方法であることから、客観性が高い。

【図表6】 企業価値の評価方法と特徴

	コスト・ アプローチ	インカム・ アプローチ	マーケット・ アプローチ
客観性	◎	△	◎
市場での取引環境 の反映	△	○	◎
将来の収益獲得能力 の反映	△	◎	○
固有の性質の反映	○	◎	△

出典) 秀和システム (2011) 「企業価値評価の基本と仕組みがよくわかる本」
82ページより筆者作成

第2節 コーポレートガバナンス改革

第2節では、コーポレートガバナンスの始まりと原則、コーポレートガバナンス改革の重要性と欧米との違いについて言及する。はじめに、コーポレートガバナンスとは「企業統治」と同意語で、「会社は経営者のものではなく、資本を投下している株主のもの」という考え方のもと、企業価値の向上や企業理念の実現のために、企業経営を監視する仕組みを指す。

このコーポレートガバナンスに正しく取り組み、外部から見てもその経営の透明性が明確になるように定められたのが、「コーポレートガバナンス・コード」である。企業の利害関係者（ステークホルダー）が、企業の統制や監視を行ううえで必要となるルールを取りまとめたもので、原案は2015年に金融庁と東京証券取引所を中心に定められた。本コードは「基本原則（5個）」「原則（30個）」「補充原則（38個）」の3部、計73原則で構成されている。（原則の詳細についてはⅡコーポレートガバナンス・コードの内容で詳しく述べる。）次にコーポレートガバナンス・コードが誕生した背景について述べていく。

10

1. コーポレートガバナンス・コードの始まり

英国では、1998年から、上場会社のコーポレートガバナンスの望ましい在り方が統合規範として示されてきた。これがリーマンショックに端を発する世界的な金融危機を受け、大きく変わることになった。一連の金融危機では、短期的な利益追求を目的とした金融機関の過剰リスクテイクにより実質的に破綻する銀行などが続出し、公的資金の注入という形で納税者が多大な負担を強いられてしまった。英国では、このような金融機関の行動はコーポレートガバナンスの欠如が原因であると考えられた。

それまでの統合規範を（1）投資する側（金融機関）を対象とする「スチュワードシップ・コード」と、（2）投資される側（企業）を対象とする「コーポレートガバナンス・コード」の2つに分けることになった。これがコーポレートガバナンス・コードの始まりである。

2. コーポレートガバナンス・コードの原則

コーポレートガバナンス・コードは（1）5つの「基本原則」、（2）基本原則の内容を詳細に既定した30の「原則」、（3）「原則」の意味を明確にするための38の「補充原則」からなる。

【図表 7】コーポレートガバナンス・コードの基本原則

	内容
原則 1	株主の権利の尊重と平等性の確保
原則 2	株主以外のステークホルダーとの円滑な協働
原則 3	適切な情報開示と透明性の確保
原則 4	取締役会等の責務
原則 5	株主との対話

出典) 金融庁(2014)「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方(案)」

より筆者作成

URL) <https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryoku/20141112/01>

5 [.pdf](#)

10 基本原則 1 は、上場会社に、株主が適切に権利行使をできるような環境の整備を行うことなどを求めている。具体的には、上場会社は株主総会の招集通知の早期発送などで株主が総会議案を十分に検討できるようにし、株主と企業との対話を充実させようとする。

基本原則 2 は、上場会社に、これら様々なステークホルダーとの適切な協働を求めており、具体的には、上場企業は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、経営理念を策定すべきであるとする。

15 基本原則 3 は、上場会社は法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであるとし、具体的には、「経営戦略、経営計画」や「コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方と基本方針」などについて、主体的な情報発信を行うべきとする。

20 基本原則 4 は、上場会社の取締役会は、経営陣に対する、実効性の高い監督を行うなど、その役割・責務を適切に果たすべきであるとし、具体的には、上場会社は資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきとする。

基本原則 5 は、上場会社は株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきであるとし、具体的には、上場会社は、株主からの対話(面談)の申し込みに対して合理的な範囲で前向きに対応すべきであり、株主との

建設的な対話を促進するための体制整備・取り組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきとしている。

つまり、上場会社の経営者には、ショートターミズム（長期的な安定を犠牲にして、短期的な利益を追求する行為）に陥ることなく、中長期的な企業価値の向上という目的を同じくする株主と対話を続け、企業価値の中長期的向上を目指すことが求められている。

本コードの特徴は「コンプライン・オア・エクスプレイン」（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）という手法を採用していることである。この手法は日本版スチュワードシップ・コードでも既に実施されている。要するに基本原則などの実施を一律に義務付けるものではない。そこには、それぞれの企業に最も適したガバナンス体制は、その企業ごとに異なり得るという柔軟な発想がある。

3. コーポレートガバナンス改革の重要性

日本においては、アベノミクスの第三の矢「民間投資を喚起する成長戦略」として 2013 年 6 月 14 日に公表された「日本再興戦略 2013-JAPAN is BACK」で、規制緩和やベンチャー投資の促進などの支援プランと共に、民間の力を最大限引き出す方策として、コーポレートガバナンス改革が大きく取り上げられている。

さらに、2014 年 6 月 24 日に公表された「日本再興戦略 改訂 2014-未来への挑戦」は、わが国企業の「稼ぐ力」を高めるために必要な道筋として、コーポレートガバナンスの強化による経営者マインドの変革を挙げた上で、その成果指標（KPI）として「グローバル水準の自己資本利益率（ROE）」を例示した。以上の点から、コーポレートガバナンス改革は、アベノミクス第三の矢における最も重要な施策の一つだといえる。

「日本再興戦略 改訂 2014-未来への挑戦」が公表された 2 か月後の 2014 年 8 月には、経済産業省の「伊藤レポート」が発表された。そこには「グローバルな投資家との会話には最低ライン ROE 8%を超えるという水準を意識すべき」と明示されている。8%を最低限の目標値としたことで、低い ROE を維持してきた日本企業は大きな刺激を与えられ、多くの企業がコーポレートガバナ

ンス・コードへの対応として ROE を重視する姿勢を見せている。

4. 攻めのガバナンス改革

- 過去の日本や欧米のガバナンス改革は、主として経営陣による過度なリスク
- 5 テイクを防止することに主眼を置いている。これに対し、現在の日本ではバブル崩壊以降「守り」に傾いた経営姿勢を「攻め」に転換させる「攻めのガバナンス改革」を推進している。具体的に言えば、策定されたコーポレートガバナンス・コードを活用することで、経営者の積極的なリスクテイクを促し、日本企業の「稼ぐ力」を強化していく改革である。海外で売り上げを伸ばしたり、
- 10 新しく商品・サービスを開発したりするには、従来とは企業価値の生み出し方を変えなければいけない。そのために、会社のあり方自体も見直し、自律的に成長・進化していく体制にしていこうという考え方である。

第3節 中長期的な企業価値の向上

15

- 第3節では、企業価値向上につながる最も重要な指標として挙げられる ROE(自己資本利益率)について、ROE が注目を集めた背景と ROE の向上について言及する。しかし、投資家は ROE だけを重要視しているわけではない。投資家は、内部留保を再投資して成長に繋げることに、もしそれができない場合はその
- 20 の活用方法を示し、共有することをも望んでいる。つまり、資本コストを意識して ROE の向上を目指す経営が必要となる。そこで、資本コストの定義、ROE と株主資本コストの関係についても言及する。

1. ROE が注目を集めた背景

- 25 ROE が最初に注目されたのは、バブル崩壊によって日本企業が日本株を手放し、外国人投資家の株式保有比率が高まって株主の発言力が増大した 1990 年代半ばである。その後、再び脚光を浴びることになったのは、第2節でも述べたが、「日本再興戦略 改訂 2014—未来への挑戦—」と「伊藤レポート」が公表された 2014 年である。

以下の図表 8 でも明らかなように、目標とする経営指標として ROE を掲げた企業の比率は 2013 年度の 23% から 2015 年度には 30% に上昇している。ここから、中期経営計画の改定の際に ROE の数値目標を明示する企業が増加傾向にあることがうかがえる。

5

【図表 8】 目標とする経営指標として ROE を掲げた企業の比率

	2013 年度	2015 年度
ROE	23%	30%
(参考：他の経営指標を掲げた企業の比率)		
ROS	8%	8%
ROA	11%	10%
ROIC	1%	1%
D/E レシオ	3%	3%
自己資本比率	7%	7%

(注 1) ROS(Return on Sales):売上高利益率、ROA(Return on Assets):総資産利益率、ROIC(Return On Invested Capital):投下資本利益率、D/E レシオ:負債/資本比率

10 (注 2) 東証一部企業のうち、時価総額上位 1,000 社について調査。

出典) 三菱 UFJ 信託銀行 (2016) 「中長期的な企業価値拡大へ向けた施策」より筆者作成

URL) https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201609_1.pdf

15 2. ROE の向上

ROE とは、企業が自己資本をいかに効率的に運用して利益を生み出したかを表す指標であり、以下の式から得られる。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= (\text{当期純利益} \div \text{売上高}) \times (\text{売上高} \div \text{総資産}) \times (\text{総資産} \div \text{株主資本}) \\ &= \text{売上高純利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ} \end{aligned}$$

20 このように、ROE は売上高純利益率、総資産回転率、財務レバレッジに分解できる (デュポン分解)。図表 9 より、三要素を日米欧で比較した場合、総資産回転率や財務レバレッジには大きな差がないものの、売上高純利益率が低い

ことがわかる。つまり、ROEの向上に向けて、特に売上高純利益率を高める必要があることがわかる。

【図表9】日米欧の資本生産性分解（2012年度）

		ROE	売上高 純利益率	総資本 回転率	財務 レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

5 (注1)2012年暦年の本決算実績ベース、金融・不動産除く

(注2)対象=TOPIX 500、S&P 500、Bloomberg European 500 Index 対象の
企業のうち、必要なデータを取得できた企業

出典) 経済産業省 (2014) 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と
投資家の望ましい関係構築～プロジェクト (伊藤レポート)」 37ページより

10 筆者作成

URL) https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf

15 一方で、以下の図表10を図表9と比較すると、2016年になってもなお日
本の売上高純利益率は欧米に比べて低い。とはいえ、ROEは7～8%の水準で
推移しており、欧米との差は着実に小さくなっていることがわかる。

【図表 1 0】日米欧の資本生産性分解（2016 年）

		ROE	売上高 純利益率	総資本 回転率	財務 レバレッジ
日本	製造業	8.36%	5.53%	0.81	1.78
	非製造業	9.10%	4.86%	0.85	2.23
	合計	8.55%	5.30%	0.82	1.89
米国	製造業	18.15%	10.27%	0.67	2.53
	非製造業	13.96%	6.95%	0.57	2.81
	合計	15.68%	8.60%	0.63	2.68
欧州	製造業	13.41%	7.19%	0.76	2.29
	非製造業	12.86%	6.06%	0.60	2.85
	合計	13.18%	6.84%	0.70	2.46

（注）TOPIX500 構成銘柄、S&P500 構成銘柄、Bloomberg European500 構成銘柄における 2016 年度の数値（いずれも中央値）

出典）経済産業省（2017）「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書（伊藤レポート 2.0）」36 ページより筆者作成

URL) <https://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf>

10 ROE の向上に向けて、売上高純利益率を高めなければならない。そこで、図表 1 1 のような課題認識、改善策が挙げられる。

15 経済産業省「平成 26 年度産業経済研究委託事業～事業再編に係る国内外企業の動向調査」（デロイトトーマツコンサルティング株式会社）によると、売上規模 2 兆円を超える日本企業では、多角化事業の売上構成比が高くなるほど平均マージンが低くなる傾向が指摘されている。また、多角化企業の営業利益率は、欧米では平均 13% 以上あるのに対して日本ではわずか 3% にとどまっている。多角化経営そのものに問題があるのではなく、日本の大企業が低採算事業を抱え込んでいることが低 ROE の主要な原因であると結論付けている。

【図表 1 1】 ROE 向上に向けた課題認識と主要な議論のテーマ

課題認識	改善策
製品・サービスの差別化不足・価格決定力の弱さ	市場成長性・収益性・マーケット優位性を基準にした事業選別 選別された重点事業への集中的な経営資源の投入 生産規模の適正化による不採算取引の圧縮 顧客ごとの採算管理・適正なプライシングの徹底 知財戦略の強化による参入障壁の構築 環境変化を先取りした戦略的な事業ポートフォリオの見直し
間接部門の生産性の低さ、高コスト構造	グループ経営の適切な交通整理、重複コストの削減 経営管理機能の強化に向けた共通システムの導入 開発テーマの統合・整理 広告宣伝の費用対効果に対する継続的な検証 グループのキャッシュマネジメント一元管理
成長牽引役の不在、リスクテイクの不足	適切なリスク&リターンのコントロール、規律ある積極投資 海外市場の開拓に向けた人材、チャネルの確保 新規顧客へのアプローチを目的とした拠点整備、営業体制の再編 プロジェクト審査・管理体制の強化 M&A 等を通じたノンオーガニックな成長機会の追求、戦略投資枠の確保

出典) 三菱 UFJ 信託銀行 (2016) 「中長期的な企業価値拡大へ向けた施策」より筆者作成

URL) https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201609_1.pdf

3. 資本コストの定義

資本コストとは、資金調達をする側から見ると「企業の資金調達に伴うコスト」であり、具体的には株式に対する配当の支払い（株主資本コスト）や、借り入れに対する利息の支払い（負債コスト）である。一方で、投資をする側から見ると、株主資本コストは株主が要求する収益率（期待収益率）であり、負債コストは債権者の要求する収益率（期待収益率）である。つまり、資本コスト＝期待収益率であることがわかる。

まず、負債コストは以下の式で得られる。

$$\text{負債コスト} = \text{支払利率} \times (1 - \text{法人税率})$$

次に、資本コストの代表的な計算方法として、加重平均資本コスト（WACC: Weighted Average Cost of Capital）があり、以下の式にあるように負債コストと株主資本コストを加重平均することで求められる。

$$\text{WACC} = D/D+E \times r_D \times (1-T) + E/D+E \times r_E$$

D：負債総額

E：株式の時価総額（＝株価×発行済み株式数）

r_D：負債コスト r_E：株主資本コスト

T：法人税率

一方、株主資本コストの代表的な計算方法として、資本資産価格モデル（CAPM: Capital Asset Pricing Model）がある。CAPMは、株式期待収益率を株主資本コストとする考え方であり、以下の式から求められる。ここでは、各企業に付随するリスクの大きさが市場感応度であるβ値に反映されることを利用している。

[CAPMの公式]

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}[E(r_m) - r_f]$$

E(r_i)：企業iの株式期待収益率

r_f：安全資産利子率

β_{im}：市場ポートフォリオの期待収益率に対する企業の株式の感応度

E(r_m)：市場ポートフォリオの期待収益率

実際の資本市場では、前述のCAPMの公式に企業固有のリスクが加味される。例えば、株式売買の流動性の低い企業の場合、売買可能な時期や数量に制

約を受けるため株式の売買に伴うコストが発生する。中小型株は、大型株に比べて株式売買の流動性が低くなっている。加えて、非上場企業の場合はさらに流動性が低くなる。

5 4. ROE と株主資本コストの関係

株主資本コストは、企業価値の創造において決定的に重要な役割を担っており、ROE の水準を評価するにあたって最も重要な概念である。企業価値の創造における KPI(企業目標の達成度を評価するための指標)として、エクイティスプレッドがある。

$$10 \quad \boxed{\text{エクイティスプレッド (\%)} = \text{ROE} - \text{株主資本コスト}}$$

日本経済新聞 (2018 年 10 月 12 日) の記事において、エクイティスプレッドが高い企業のランキングが示されている。1 位は ZOZO となっており、衣料品通販サイトで高収益をあげ、ROE は株主資本コストを大幅に上回っている。ZOZO は、2016 年度にも東京証券取引所が資本コストを意識した経営をする企業を表彰する制度で優秀賞を受賞している。

【図表 1 2】企業価値を高めた企業ランキング (2018 年)

順位	会社名	エクイティ スプレッド	予想 ROE	株主資本 コスト
1	ZOZO	63.5	68.6	5.1
2	カカクコム	43.4	50.9	7.5
3	東エレク	26	35.2	9.2
4	キーエンス	15.4	21.7	6.3
5	シャープ	15.2	21.1	5.9
6	長谷工	14.7	25.3	10.7
7	サンドラッグ	13.9	17.2	3.3
8	アドテスト	13.7	22.3	8.6
9	アステラス	13.4	16.8	3.4
10	HOYA	12.8	20.9	8.1
11	スクリン	12.8	21.7	8.8

12	コーセー	12.7	17.5	4.8
13	日本空港ビル	12.5	23.5	10.9
14	塩野業	12.3	18.5	6.1
15	パーソルHD	12.1	15	2.9

(注) 単位%。東証1部の3月期決算企業で5月末時点の時価総額が4000億円以上、東証1部全体の値動きに対する β 値(2018年5月までの60ヶ月)が0.3以上の企業を対象にした。

出典) 日本経済新聞(2018年10月12日)より筆者作成

- 5 URL) <https://r.nikkei.com/article/DGXMZ036170410V01C18A0DTA000?s=5>

エクイティスプレッドを高めるには、ROEの向上と株主資本コストの低下が不可欠である。ROEの向上に関しては、第2章第3節第2項において記述した通りである。株主資本コストの低下に関しては、投資家が期待しているリターンがそもそも何であるかを理解しなければならない。

投資家が期待するリターンは、リスクと合わせて理解されるため、適切なリスク情報の開示が必要である。リスクは、期待されるリターンの最小値と最大値の間の振れ幅によって大小が決定される。つまり、最大値と最小値の幅が大きい場合、より大きなリターンを得る可能性が高まるとともに大きな損失を被る可能性もあるということを意味している。

第3章 機関投資家のあるべき姿

企業価値の向上は、日本経済の持続的成長のためにも重要であり、アベノミクスにおいても日本再興計画の核に据えられている。企業価値の持続的向上のためには、証券市場での存在感を増す機関投資家の役割はますます重要になってくる。本章では、それらを踏まえ機関投資家のあるべき姿について、第1節にて日本の投資活動の変遷、第2節にてスチュワードシップ・コードの現状と課題、第3節にて物言う株主の役割に言及する。

第1節 日本の投資活動の変遷

1. 日本の企業と投資家

日本は、従来高い貯蓄性向から銀行に豊富な資金があり、間接金融が非常に活発な国だった。ところが、1990年にバブルが崩壊し市中に不良債権が大量に出回ると銀行の情勢は一気に厳しくなり、銀行の倒産や貸し渋りなどが行われるようになった。これらは日本経済を大きく停滞させ、企業の事業収益性や資本生産性の低下、株価水準の低迷は20年経った今もなお大きな改善を見せていない。いわゆる「失われた20年」と呼ばれる時代である。この状況を打破すべく、コーポレート・ガバナンス改革が進められることとなった。

バブル崩壊以降低迷を続ける日本において、投資活動の推進は成すべき課題だった。しかしながら戦後間接金融への比率が高かった日本において、企業と投資家の関係は密接ではなく、企業側では投資家が企業の理念や価値観に目を向けず、短期的な財務数値を追いかけて自分勝手な意見を主張するばかりだという不満があがる一方で投資家側では資本家が興味、関心を向けるような指標に目を向けなかったり、投資家との面談では約束した数値や目標を度外視したかのような経営をする、いわゆる「ダブルスタンダード経営」がされていると指摘されている。

2. 持続的な社会への関心

戦後70年が経過し、先進国における平和で国民的な社会はすでに革新的なものではなく普遍的に維持すべきものへと変化している。盲目的に目先の物へ食らいつく時代は終わりを迎え、長期的かつ俯瞰的に物事を見る時代へと移り変わろうとしている。1992年に環境と開発に関する国際連合会議にて気候変動枠組み条約が採択され、その十数年後には、地球の温暖化が進行していることが世界的な共通認識となった。資源の枯渇や大気汚染などの問題も浮かび上がり、地球の持続可能性に対する危機感は21世紀以降右肩上がりとなっている。加えて、先進国の少子高齢化など現代社会特有の問題も深刻化しており、近年は企業においてもこれらの諸問題に対しての対応や責任が求められるようになってきた。そしてこういった時代の流れを受けて、投資家の視点もより長期的、

俯瞰的なものへと変化していると言える。

第2節 スチュワードシップ活動

- 5 日本国内の経済活性化を図るためには、個々の企業の健全な成長、また企業の持続可能な社会を目指した取り組みが必要不可欠である。個々の企業の健全な成長のためには、企業に資金を提供している投資家が投資先企業に関心を持ち、深く理解し、企業に持続的成長を促すことが必要となる。ここでは、証券市場に大きな影響を与える機関投資家のあるべき姿を規定したスチュワードシップ・コードについて述べる。

1. スチュワードシップ・コードの定義

- 15 スチュワードシップ・コードとは、2010年にイギリスで制定された機関投資家の行動規範を示したものであり、コーポレートガバナンス（第2章第2節）と同様に法的拘束力を持つものではなく、原則的に任意の取り組みである。スチュワードシップ・コードが制定された経緯として、リーマンショックが挙げられる。一連の金融危機の影響を受けて、短期的利益追求を目的とした金融機関の過剰なリスクテイクにより、実質的に破綻する銀行などが続出し、公的資金の注入という形で納税者が多大な負担を強いられた。その結果、企業や投資家による短期的な利益を追求する行動の見直しや、企業価値の向上をさせる動きが出できた。

- 25 日本版スチュワードシップ・コードは、2013年アベノミクスの「三本の矢」として、成長戦略「日本再興戦略」のなかで挙げられた。機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことで、経済全体の成長にもつながると考えられたためである。内容は以下のとおりである。

【図表13】スチュワードシップ・コードの内容

原則	内容
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。
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。
4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5	機関投資家は、議決権の行使と講師結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6	機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

出典) 金融庁 (2014) 「日本版スチュワードシップ・コード」より筆者作成

URL) <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>

2. 英国と日本のスチュワードシップ・コード

- 5 図表14のように、日本版スチュワードシップ・コードと英国版スチュワードシップ・コードを比較すると、大きく異なる点が二つある。一つは、英国版における「原則5：他の投資家と協働しての要求等」が日本版には採用されていないこと、もう一つは、英国版には採用されていない原則として「原則7：投資先企業に関する深い理解に基づく対話と判断」が追加されていることである。
- 10 英国版の原則5が採用されていない理由として、日本では機関投資家の協調行動が一般的でないことが挙げられる。また日本独自の原則7については、

- 有職者会議において「企業と実りのある対話を行うために投資家側も担当程度
の見識を持つことが重要である」旨の意見が出たことから、機関投資家の意識
向上を目的に新たに付け加えられたものである。このように、日本版と英国版
のスチュワードシップ・コードの内容が異なるのは、各国における機関投資家
5 のあり方や行動が異なるからである。

日本における機関投資家には、投資先企業との建設的な対話を行うことが特
に求められている。建設的な対話を行うことで、企業としては機関投資家の目
線・考え方を知り、自社が気づいていなかった課題に気づく機会が生まれ、そ
れは企業価値向上の端緒となるからである。

10

【図表 1 4】 スチュワードシップ・コードの日英比較

日本版スチュワードシップ・コード		英国版スチュワードシップ・コード	
原則 1	基本方針の策定と公表		原則 1
原則 2	利益相反の適切な管理		原則 2
原則 3	投資先企業の状況の的確な把握		原則 3
原則 4	建設的な対話を通じた認識 の共有と問題点の改善	投資先企業に対する働きか けのエスカレーション	原則 4
原則 5	議決権行使方針の公表と行使結果の公表の把握		原則 6
原則 6	顧客・受益者に対する報告		原則 7
原則 7	投資先企業に関する深い理 解に基づく対話と判断		
		他の投資家と協働しての要 求等	原則 5

出典) 金融庁 (2016) 「金融庁資料 (平成 2 8 年)」より筆者作成

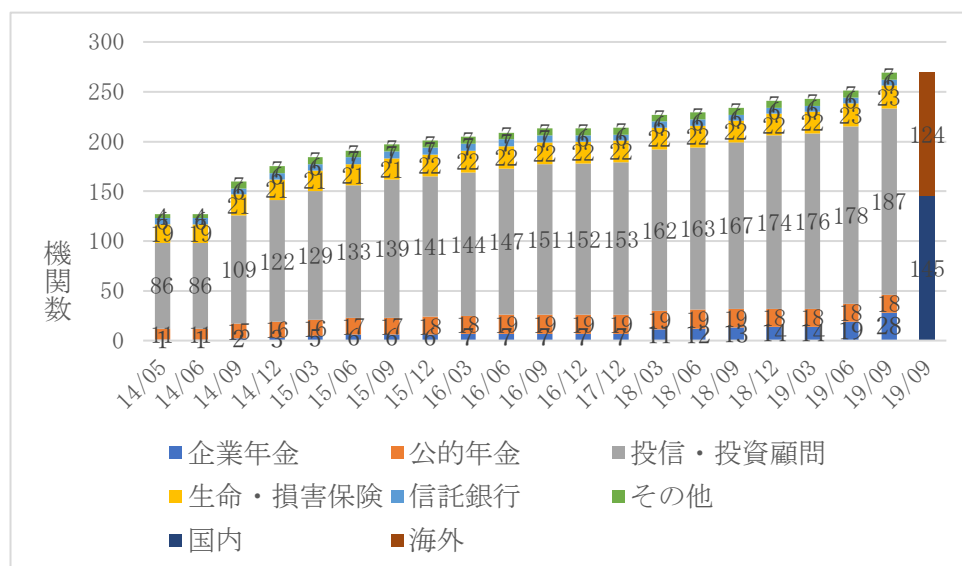
URL) <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20130918/01.pdf>

15 3. 日本におけるスチュワードシップ・コードの現状

スチュワードシップ・コードの受け入れ機関数は、下のグラフを見ても分か
るように、年々増加しており、2014 年 5 月では受け入れ機関数が 127 であっ
たが、2019 年 9 月では 269 ほどまで増加している。その内訳は 2019 年 9 月時

点で、企業年金会社等が28、公的年金会社等が16、投信・信託顧問会社等が187、生命・損保保険会社等が23、信託銀行会社等が6、その他が7となっている。

【図表15】 スチュワードシップ・コード受け入れ機関数



5

出典) 金融庁 (2019) 「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等について」より筆者作成

URL) <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20191002/03.pdf>

10 4. スチュワードシップ活動における問題点と課題

このように日本では急速に機関投資家の役割が増しているが、スチュワードシップ活動の問題点と課題について指摘すれば以下のように大きく3つ挙げられる。

15 第一に、機関投資家における企業との対話が未だ不十分であることが挙げられる。パッシブ運用を行うために、1,000社以上の株式を持っている機関投資家にとっては、個々の企業と十分な対話を行い議決権行使するのは不可能である。その原因として、日本の株主総会の時期が挙げられる。日本の場合は、決算日から3か月以内に株主総会を開き、また招集通知は株主総会の14日以内に送付しなければならない。これに対して、スチュワードシップ・コードが最初

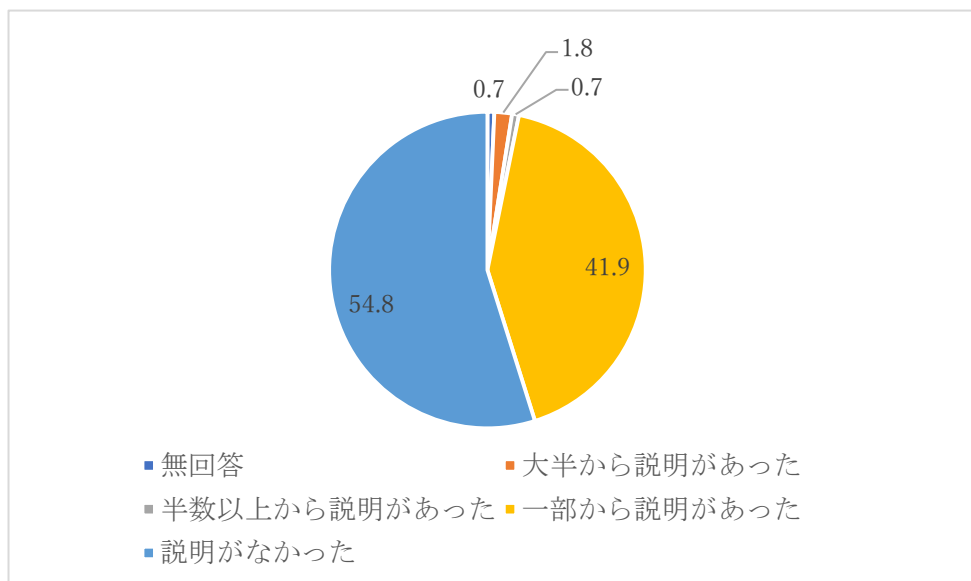
20 初に制定された英国では、決算日から6か月以内に株主総会を開き、招集通知は株主総会の21日前に送付(上場会社は20営業日前まで)しなければなら

ない。このことから、日本は英国とは異なり、決算日から株主総会までの期間、企業と十分に対話を行う時間が不十分である。

- 第二に、機関投資家による議決権行使結果に係る賛否結果及び行使理由の説明が不十分であることが挙げられる。以下の図表 16 を見ても分かるように、
- 5 半数以上の企業が機関投資家から賛否結果及び行使理由についての説明がなかったと答えている。また日本経済新聞（2019年10月3日）の記事によると、金融庁に議決権行使の結果を示す機関投資家は9月末時点で119機関に達するが、賛否の理由まで開示するのは40機関にとどまっている。

- 持続的な企業価値の向上のためには、情報公開を強化することが欠かせず、
- 10 現在金融庁では議決権行使の判断理由を公表するように促す方向で議論が進められているが、さらにこうした動きが進んでいくことが期待される。

【図表 16】 機関投資家から賛否結果及び行使理由についての説明有無



- 15 出典) 年金積立金管理運用独立行政法人 (2017) 「第二回 機関投資家のステークホルダーシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」より筆者作成 URL)

<https://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkail186.pdf>

- 20 第三に、議決権行使助言会社の介入である。議決権行使助言会社とは、株主総会での議決権を持つ機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議案に

5 対する議決権行使について賛成・反対の推奨を行う会社のことである。具体的には、機関投資家に対して株主総会での議決行使に参考となるレポートを配信している。機関投資家は株主総会で議案に賛否を表明しなければならないが、前述したように投資先企業がとても多く、株主総会が一時的に集中する場合、
10 個々の企業の議案に対して十分に時間をかけることができないため、議決権行使助言会社のレポートを参考にしている。

有名な議決権行使助言会社として、米国のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ（ISS）とグラスルイスが挙げられる。大手助言会社の事例として、日産自動車の西川広人社長兼最高経営責任者（CEO）の取締役再
10 任議案が挙げられる。助言会社大手のISSとグラスルイスは、西川社長の再任に反対を推奨しており、助言会社の意見を参考にして議決権を行使する内外の機関投資家も多く、議案の賛否に一定の影響力があつた。（2019年6月12日
日経電子版）このことから、機関投資家は、企業との建設的な対話から企業価値の向上に努めるのではなく、助言会社に依存している傾向が見られる。

15

第3節 物言う株主の役割

1. 物言う株主の定義

20 物言う株主とは、一定以上の株式を保有して議決権を行使し、積極的に経営に
関与することで、企業収益及び株主還元を最大化を求める投資家のことを指す。物言う株主の経営への関与の方法としては、役員交代や自らを役員とすることを要求、M&A や事業譲渡、事業再編（合併・分社化・不採算事業売却）
など企業体制の改革、配当・自社株買いの要求まで多岐にわたる。

25 通常、株主総会では、会社が総会の目的事項（議題）および提案内容（議案）
を決定し、株主にその賛否を問うのが一般的である。しかし、これだけでは、株主は、自ら総会の目的事項を提案し、他の株主にその賛否を問うことはできない。株主という立場でありながら、物言う株主のような積極的な行動を可能
30 にしているのは会社法で一定の場合に、株主提案権を行使することが認められているからである。以下は該当する条文である。

30

【図表 1 7】 会社法 303 条 2 項・305 条 1 項

5

取締役会設置会社においては、総株主の議決権の 100 分の 1（これを下回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合）以上の議決権又は 300 個（これを下回る数を定款で定めた場合にあつては、その個数）以上の議決権を 6 箇月（これを下回る期間を定款で定めた場合にあつては、その期間）前から引き続き有する株主に限り、取締役に対し、一定の事項を株主総会の目的とすることを請求することができる。この場合において、その請求は、株主総会の日
8 週間（これを下回る期間を定款で定めた場合にあつては、その期間）前までにしなければならない。

10

15

株主は、取締役に対し、株主総会の日 8 週間（これを下回る期間を定款で定めた場合にあつては、その期間）前までに、株主総会の目的である事項につき当該株主が提出しようとする議案の要領を株主に通知すること（第 299 条第 2 項又は第 3 項の通知をする場合にあつては、その通知に記載し、又は記録すること）を請求することができる。ただし、取締役会設置会社においては、総株主の議決権の 100 分の 1（これを下回る割合を定款で定めた場合にあつては、その割合）以上の議決権又は 300 個（これを下回る数を定款で定めた場合にあつては、その個数）以上の議決権を 6 箇月（これを下回る期間を定款で定めた場合にあつては、その期間）前から引き続き有する株主に限り、当該請求を
20 することができる。

20

出典) 法務省 (2017) 「平成十七年法律第八十六号会社法」303 条 2 項・305 条 1 項より筆者作成

URL) https://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=417AC0000000086

25

以上の議題提案権および議案の通知請求が認められているため、株主は、株主総会において、自ら議題を提案し、その議案の内容をあらかじめ他の株主に知らしめることが可能となるのである。

2. 物言う株主の動向

物言う株主は2008年に起きたリーマンショックの後、世界的に勢いを失っていたが、近年再びその姿を見せ始めている。その大きな理由の一つとして挙げられるのが、金融緩和である。世界的な金融緩和の影響で、物言う株主たちが活動するための投資資金が潤沢に集まっているのである。そうした動きの中で新たな特徴を持つ物言う株主が現れたのである。

従来物言う株主は、一定割合の株式を保有していることを武器にして、対象会社に敵対的TOB（株式公開買い付け）やプロキシファイト（委任状合戦）を仕掛けるなどの揺さぶりをかける手法をとっていた。目標は、企業に対し増配や自社株買いを要求し、最終的には高値で保有株式を売り抜け、短期的な利益を手にするにあつたといわれる。自身の利益の追求のため、企業に対して強硬な姿勢をとるため、アクティビストとも呼ばれる物言う株主にはネガティブな印象を持たれることが多かった。もちろんこうした旧来の特徴を持つ物言う株主も、金融緩和の流れにより再び活動し始めている。

一方で、新たに出現した物言う株主の特徴は、企業との「対話」を重視しているという点である。すなわち、会社に対して、株主提案を行ったり、株主総会でのプロキシファイトを仕掛けたりといった直接的な攻防は避け、非公式に経営陣との面会を求めたり、レターを送付したりするなど、会社経営陣との対話を試みる方法をとるのである。それ故、会社に対して働きかけを行うに当たって議決権を多く持つことは不要であることから、旧来型の物言う株主とは異なり株式の保有割合は数%程度に留まっていることが多い。

さらにもう一つの重要な特徴として、中長期的な利益を志向しているという点である。これに伴い、会社に対して提言する内容も、自己資本利益率（ROE）の改善や株主還元の充実など、経営状況やコーポレートガバナンスの改革につながる内容であることが多い。投資先企業の中長期的な企業価値の向上を通じて、自らも利益を上げるという方法が、新型アクティビストファンドの投資回収方法なのである。

- このように新たな特徴を持った物言う株主が出現した背景にあるのが、安倍政権の主導するコーポレートガバナンスである。2014年にスチュワードシップ・コード、その翌年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、それらが「車の両輪」となり、株主と企業との間での建設的な「目的を持った対話」を促しているのである。

3. アクティブ運用とパッシブ運用

- 資産の運用手法は基本的にアクティブ運用とパッシブ運用に分けられる。アクティブ運用とは、投資信託の運用において、運用目標とされるベンチマークを上回る運用成果を目指すタイプである。投資信託においてベンチマークとは、TOPIX(東証株価指数)や日経平均株価などの指数を指す。アクティブ運用では、運用担当者であるファンドマネージャーが、投資信託ごとに決められた一定の運用方針に基づき、アクティブに銘柄の入れ替えや売買を繰り返し、高い収益を狙っていくのである。

- 一方、パッシブ運用(インデックス運用)とは、投資信託の運用において、運用目標とされるベンチマークに連動した運用成果を求めるタイプである。具体的には、投資信託の名称に「インデックスファンド」とついているものや、投資信託の分類として、「パッシブ型」や「インデックス型」などに分類されているものが該当する。

20 【図表18】アクティブ運用とパッシブ運用の比較

	アクティブ運用	パッシブ運用
投資目標	インデックスを上回る	インデックスに連動する
投資手法	集中投資	分散投資
信託報酬	高い	安い
運用コスト	高い	低い
種類	豊富	少ない
リスク	高い	低い

出典) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)『「責任ある機関投資家」の諸原則』より筆者作成

URL) <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>

このように、アクティブ運用はパッシブ運用に比べてリスクが高く、運用コストや顧客に求める手数料も高額なため、近年ではパッシブ運用の比重が大きくなっており、中長期的な視野を持つ投資家層が薄いことが指摘されている。

5 アクティブ運用を行う際、ファンドマネージャーには投資先企業の調査・分析や売買のタイミングといった多くの判断が求められるため、企業との対話を積極的に設けることが必要不可欠であるが、パッシブ運用を行う際には資金の増減や構成銘柄の変化に対応した売買をするため、調査・分析に費用をかけず、対話が積極的に行われてこなかった。このような状況下において、2017年5月、

10 スチュワードシップ・コードの改訂が行われ、パッシブ運用による中長期的な視点に立った、積極的な対話が促進された。パッシブ運用は、投資先企業のパフォーマンスがよくない場合であっても株式を売却できない。中長期的なリターンの獲得には、株式市場全体の底上げが欠かせないことを踏まえ、実効性のある対話を行う必要がある。つまり、アクティブ運用と比べ保有期間が必然的に長くなる以上、中長期的な企業価値の向上には、アクティブ運用以上に投資

15 先企業に対して強い関心を持つ必要がある。そのために、アクティブ運用とパッシブ運用では、対話の内容も変わってくると考えられる。アクティブ運用においては、投資対象の少なさから企業固有の問題に対する対話が行われるが、パッシブ運用では、市場全体が抱える共通の課題に重きが置かれることが予想される。このため、企業統治や社会、環境といった企業だけに限らず、社会全

20 体の持続性に関わる ESG 課題や他の企業への波及効果の高い内容が重視される。

パッシブ運用における対話のあり方に関しては未だ賛否両論の意見が存在するが、投資家として受託者責任を負う以上、企業の持続的な成長を通じた最終受益者への中長期的なリターンの確保のためにも、パッシブ運用においては深

25 度のある建設的な対話を実施することが重要であると考えられる。

第4章 ESG投資の台頭

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などを受け、企

30 業や投資家の価値観は大きく変化している。本章ではその価値観の変化と、変

化したことによって台頭した ESG 投資について言及する。

第1節 財務情報・非財務情報

- 5 日本の証券市場での投資家の役割について言及してきたが、その際に元になるのは「財務情報」である。財務情報とは、財務諸表と言われるものから獲得できる情報のことである。日本における会計基準では貸借対照表、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書、株主資本等変動計算書が含まれており、企業は財務諸表を会社法、金融商品取引法や業務法で取締役等に作成が義務付けられている。従来投資家はこれらの情報を基に投資の判断をしてきた。

- 10 しかし従来の基準や指標では不十分だと言う流れを受け、近年注目を浴びるようになった概念が「非財務情報」である。非財務情報は広義で言えば財務情報以外のすべての情報である。今日では専ら「財務情報にはないが投資家の興味を持っている情報」として使われることが多いが、広義の非財務情報の中で
- 15 どれがそれに該当するかのも明確な定義はなく、もちろん開示義務も存在しない。本稿では平成29年5月29日に経済産業省から公表された「価値協創のための統括的開示・対話ガイダンス—ESG・非財務情報と無形資産投資—」にて記載されている6つの基本的な枠組みを便宜上非財務情報として扱う。

- 20 【図表19】6つの重要な非財務情報と内容

	内容
価値観	企業理念やビジョン等、自社の方向・戦略を決定する判断軸
ビジネスモデル	事業を通じて顧客・社会に価値を提供し、持続的な企業価値に繋げる仕組み
持続可能性・成長性	ビジネスモデルが持続し、成長性を保つための重要事項、ESG やリスク等
戦略	競争優位を支える経営資源や無形資産等を維持・強化し、事業ポートフォリオを最適化する方策等

成果と重要な成果指標	財務パフォーマンスや戦略遂行の KPI 等
ガバナンス	経営陣の多様性や役会の実効性評価のプロセス等

出典) 経済産業省 (2017) 「価値協創の為の統括的開・対話ガイダンス」より
筆者作成

URL) <https://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003-1.pdf>

5 非財務情報は数値化できないものも含まれ、非財務情報による投資がどの程度進んでいるかを判断するのは難しいが、市場価値に置ける無形資産の割合などの調査結果から、財務情報にこだわらない投資が進んでいることが分かる。

また、日本サステナブル投資フォーラムのデータによると、2017年度のサステナブル投資の合計額は前年度比 2.42 倍の 136 兆 5959 億円、2018年にはさらに増加し 232 兆円と 2 年間で約 4 倍にまで膨れ上がっていることがわかる。世界全体のサステナブル投資額も約 2.2 兆ドルから約 3.1 兆ドルへと膨れ上がっており、世界全体が長期的目線に立った投資に注目していると言えるだろう。このように非財務情報に基づいた投資は正確な数字は推し量りにくいとはいえその重要性が増している事は言うまでもない。一方でこれらの目線において行われる投資が経済成長や環境にもたらす影響は未知数であり、今後の動向を見守る必要がある。

第 2 節 ESG 投資の定義

20 投資家の意思決定において、非財務情報を利用する投資として現在注目されているのが ESG 投資である。まず ESG とは、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) の頭文字を取ったものである。近年、投資家の中で、企業の長期的な成長のためには ESG が示す 3 つの観点が必要であるという欧州から始まった考え方が世界的に広まっている。一方で、ESG の観点が薄い企業は、大きなリスクを抱えた企業であり、長期的な成長ができない企業だということ

25 ことを意味する。

ESG 投資の流れを裏付ける大きな活動のひとつが以下の国連責任投資原則

- (PRI) にある6つの原則である。これらは投資家によって策定され、署名機関は50カ国以上から1400機関以上が集まっている。国連事務総長の潘基文氏は、冒頭において、「最近まで、投資家や金融市場に持続可能性問題が及ぼす影響はほとんど理解されておらず、大部分が看過されていました。国連が支持する責任投資原則(PRI)は、環境、社会、ガバナンス(ESG)課題と金融業界の関係に光をあて、安定的で持続可能な金融システム構築に寄与するフレームワークを世界の投資業界に対し提供することで、これまでの看過をあらためることに貢献しています。」と述べている。

10 **【図表】国連責任投資原則(PRI)**

1	私たちは、投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。
2	私たちは、活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG問題を組み入れます。
3	私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。
4	私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかけを行います。
5	私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

出典) 国際連合(2019)「責任投資原則」

URL) <https://www.unpri.org/download?ac=6300>

第3節 ESG投資の現状と課題

15

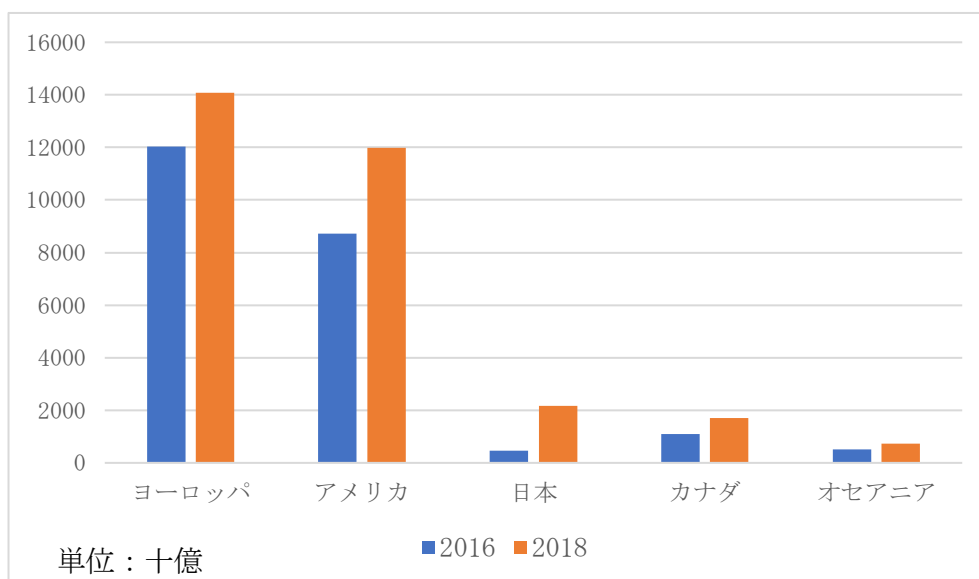
1. ESG投資の現状

世界のESG投資額は、2016年から2018年までの2年間で、世界全体のESG投資額は34%増加し、30兆6,830億米ドル(約3,418兆円)となった。年平均(CAGR)にすると15.6%成長した。過去の成長率では、2012年から2014年が

61%成長、2014年から2016年が11.9%成長、2016年から2018年が15.6%成長と、一度鈍化した成長が再び加速した。

また、図表20を見ると、ESG投資額は2016年から2018年において欧米で急激に増加していることがわかる。欧米では、リーマンショック以降、単純に利益を追いかけているだけではなく、長期的に成長できる取り組みが必要であるということを認識した。そこに価値転換の契機が起り、ESGを重視した企業を目指し始めた。しかし、日本は欧米に比べてESG投資額の増幅は少ない。それは、リーマンショックで利益が減少した分、単純にコストを減らすことで補填していったからである。長期的な目線ではなく、あくまで短期的にこの危機を乗り越えようとした結果、この流れに乗るのが遅れてしまったのである。

【図表20】ESG投資額の推移



出典) GSIA (2016) , 2016 Global Sustainable Investment Review p.8 より筆者作成

URL) http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf

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。2014年2月に発表された「日本版スチュワードシップコード」(第3章第2節)、2015年6

月に発表された「コーポレートガバナンスコード」（第2章第2節）は、ともに ESG 投資の概念を推進する内容となっている。ESG 投資には様々な投資家がいるが、資産規模の面からみると公的年金が中心である。実際、ESG 投資で先行する諸外国では、資産保有者である年金基金が ESG 投資に取り組むことで、運用機関の ESG 投資に対する取り組みを促進してきた。この背景には、年金基金は、巨額の資産を持つ資産運用業界の最終顧客であり、彼らが ESG 投資を志向することで運用機関、企業、サービスプロバイダーへの波及効果が見込めることが挙げられる。

現在の日本では、ESG 投資を行うファンドが増加している。これは、日本株式 ESG マザーファンドへの投資を通じて、日本の取引所に上場している株式に投資し、信託財産の中長期的な成長を目指すものだ。主に ESG 投資の拡大が期待される日本株式が投資対象となる。企業調査に精通したアナリストが企業の ESG への取組みを評価し、企業価値向上が期待される銘柄を選定する。国内の ESG ファンドの水準を世界と比べると、純資産額は約 0.3%に留まっており、依然として低水準にあるが、2018 年の新規設定本数は 10 月末までで 14 本と、2016 年、2017 年の 2 本から大幅に増加している。ESG 投資は、環境問題や社会問題の深刻化や、企業のガバナンスに対する投資家の視線が厳しくなる中で、これまでの関心が高まっていた段階から具体的に投資ファンドが増加する段階に移行しつつあり、今後も新規設定ファンドが増えるだろう。

このように、金融市場において、ESG 情報を考慮した動きがかなり早いスピードで進展している。このトレンドは、温暖化の影響による各国の関心の高まりを背景に、不可逆的なものであると言える。すでに、企業は ESG 分野に関する適切な情報開示を行わなければ、投資家に ESG 対応をしていないと誤認されるリスクに晒されている。

実際に、サステナリックスなどの ESG 格付会社は日本企業も含め世界の市場企業の格付を実施済みであり、投資家はその評価結果を基に分析を実施している。投資家が ESG 情報を加味して投資先を評価する時代が到来しつつあり、ESG 情報開示の質が企業価値に影響を与える可能性が高まっている。よって、金融機関や機関投資家も含め、日本企業はグローバルトレンドを見極め、適切に対応する必要があるだろう。

2. ESG 投資の課題

現在開示されている ESG 情報の大部分が、開示に関する統一的な基準が存在しないために同業他社と比較可能な状態にないことである。非財務情報は、財務情報における会計基準のように共通のフレームワークが存在しないため、情報開示の量・質ともに各社の裁量に委ねられる部分が多い。また、環境分野では二酸化炭素排出量をはじめ一部企業によるデータの開示が近年進みつつあるものの、労働や人権分野などでは定性的な情報開示にとどまることが多い。そのため、企業間・産業間の比較が容易でなく、投資家の判断材料とするには難しいという問題がある。

10 このような点から、現状の CSR レポートの大部分は投資情報としては評価されないケースが多いと考えられる。標準化されたルールが定められ、各社がそれに則って情報を開示するという流れが理想的であり、標準化は他社との比較も第三者認証も可能となることを意味する。

15 しかし、ガイドラインの整備は発展途上であり、利用者はこのような課題が存在することを認識した上で利用すべきである。そして企業は、自社のビジネスにおける重点課題やリスク、国内とグローバルな課題の差異、サプライチェーンにおける責任範囲、達成度だけではなくプロセスやメカニズムの重要性、多様なステークホルダーの存在などが、ESG 投資の本質を理解する上で最も重要なことだと考えている。

20 ここで注意しなければいけないことは、開示に対する要求が強まってはいるが、報告書作成を目的としてはならないことである。さらに、インデックスに組み込まれることや高いレーティングを得ることも、本質的な企業の長期的体質強化によって優れたシナリオ分析を目指すものと捉えるべきである。

25 おわりに

本論文は、インベストメント・チェーンの更なる発展のために、機関投資家と企業の各々のあるべき姿を検討してきたが、機関投資家と企業の双方が現在抱える問題は、依然として多い。そこで、機関投資家と企業が抱える課題を整理し、今後の証券市場活性化に向けた施策を提言する。

第一に、機関投資家と企業の建設的な対話である。スチュワードシップ活動（第3章第2節）で述べたように、機関投資家が、議決権行使助言会社に企業に関する情報収集や議決権行使の推奨を委託し、建設的な企業との対話が行われていないのが現状である。そこで我々は、協働エンゲージメントを施策として提言する。一対一で行う対話とは異なり、複数の投資家が企業に対して対話を行うことで、機関投資家間の競争が促され対話の質が向上すると考えた。また、企業にとっては一度に複数の機関投資家との対話が可能となるため、時間の節約や効率化が図られる。

第二に、投資行動を行うにあたって中長期的な視点を取り入れることの必要性である。中長期的な企業価値の向上（第2章第3節）で述べたように、企業にとってエクイティスプレッドを高めることが重要であり、すなわちROEの向上と株主資本コストの低下を目指さなければならない。そこで我々は、機関投資家は、「コーポレートガバナンスコード」（第2章第2節）や「日本版スチュワードシップコード」（第3章第2節）を軸とし、中長期的に企業価値が向上している企業に投資していくべきであり、これによりESG投資のガバナンスの面にも影響を与えることができると提言する。

以上の提言より、我々は証券市場の活性化を望んでいる。インベストメント・チェーン全体の発展を通して、企業や投資家のみならず、最終受益者である顧客にも中長期に渡って利益を得ることができることを願い、本論文の結びとする。

<参考文献>

- ・牛島信(2017)『名経営者との対話 コーポレートガバナンスの実践と理論』日経BP社
- 5 ・太田洋・松原大祐(2014)『アクティビスト・敵対的買収対応の最前線』商事法務
- ・秀和システム(2011)『企業価値評価の基本と仕組みがよくわかる本』
- ・中島茂(2018)『株主を大事にすると経営は良くなるは本当か?』日本経済新聞出版社
- ・水口剛(2017)『ESG投資 新しい資本主義のかたち』日本経済新聞出版社

10

<参考資料>

- ・SMBC日興証券「初めてでもわかりやすい用語集」(2019年10月20日最終アクセス)
<https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ki/J0092.html>
- 15 ・日本取引所グループ(2019年10月10日)「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」(2019年10月21日最終アクセス)
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>
- ・財務総合政策研究所(2015年8月)「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」(2019年10月23日最終アクセス)
20 https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2015_08.pdf
- ・三菱UFJ信託銀行(2016年9月)「中長期的な企業価値拡大へ向けた施策～ガバナンスと情報開示の観点から～」(2019年10月23日最終アクセス)
25 http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201609_1.pdf
- ・伊藤レポート(2014年8月)「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(2019年10月23日最終アクセス)
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/itoreport.pdf

- ・伊藤レポート 2.0 (2017年10月26日) 「持続的成長に向けた長期投資研究会報告書」 (2019年10月23日最終アクセス)

<https://www.meti.go.jp/press/2017/10/20170126001/220171026001-1.pdf>
- 5 月 19 日最終アクセス)

・三菱 UFJ 信託銀行 (2015年6月号) 「資本コストと企業価値」 (2019年10月19日最終アクセス)

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf
- ・日本経済新聞 (2018年10月12日) 「ROE との差、株高銘柄探すカギに ZOZO が首位」 (2019年10月22日最終アクセス)

<https://r.nikkei.com/article/DGXMZ036170410V01C18A0DTA000?s=5>
- 10 月 23 日最終アクセス)

・EY 総研インサイト、レポート (2014年) 「アベノミクス 第三の矢としてのコーポレートガバナンス」 (2019年10月23日最終アクセス)

<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/eyi/issue/2014-10-vol02-04.html>
- ・日経ビジネス (2014年4月16日) 「ROE とコーポレートガバナンス」 (2019年10月23日最終アクセス)

15

<https://business.nikkei.com/atcl/skillup/15/275626/041800013/>
- ・みずほ総合研究所 (2019年5月29日) 「第二ステージに入ったコーポレートガバナンス改革」 (2019年10月22日最終アクセス)

20

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/urgency/report190529.pdf>
- ・NRI JOURNAL (2017年3月27日) 「企業のガバナンス改革は少しずつ始まっています」 (2019年10月19日最終アクセス)

<https://www.nri.com/jp/journal/2017/0327>
- ・株式会社東京証券取引所 (2018年6月1日) 「コーポレートガバナンス・コード (2019年10月23日最終アクセス)

25

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf>
- ・金融庁 (2014年11月12日) 「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方に係るたたき台 (一部)」 (2019年10月23日最終アクセス)

- <https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20141112/01.pdf>
- ・ スチュワードシップ・コードに関する有職者検討会（2017年5月29日）
「責任ある機関投資家の諸原則」（2019年10月23日最終アクセス）
- 5 <https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>
- ・ 日本投資環境研究所「英国スチュワードシップ・コードについて」（2019年10月21日最終アクセス）
- <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf>
- ・ 金融庁（2019年10月2日）「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等について」（2019年10月22日最終アクセス）
- 10 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20191002/03.pdf>
- ・ 経済産業省「参考資料 現状の制度概要と実務（2019年10月23日最終アクセス）
- https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokutekiseicho/pdf/003_03_04_02.pdf
- 15
- ・ 年金積立金管理運用独立行政法人（2017年5月）「第2回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」（2019年10月23日最終アクセス）
- <https://www.gpif.go.jp/operation/committee/pdf/kanri02iinkai1186.pdf>
- ・ 年金積立金管理運用独立行政法人（2019年5月16日）「第4回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果の公表について」（2019年10月22日最終アクセス）
- 20 https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship_questionnaire_04.pdf
- ・ 日本経済新聞（2019年4月10日）「議決行使、理由も開示を 20年に投資家指針改訂 金融庁」（2019年10月22日最終アクセス）
- 25 <https://r.nikkei.com/article/DGXMZ043575600Q9A410C1EE9000?s=4>
- ・ 日本経済新聞（2019年6月12日）「日産・西川社長の再任に反対推奨 米助言大手2社」（2019年10月22日最終アクセス）
- <https://r.nikkei.com/article/DGXMZ045982530S9A610C1EA2000?s=4>

- ・ The Finance (2017年6月28日) 「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」 (2019年10月21日最終アクセス)

<https://thefinance.jp/law/170628>
- 5 ・ 日経ビジネス (2016年2月25日) 「企業はどのように物言う株主に向き合うべきか」 (2019年10月23日最終アクセス)

<https://business.nikkei.com/atcl/skillup/15/275626/021800011/?P=2>
- ・ 電子政府の総合窓口イーカブ (2018年4月1日) 「会社法」 (2019年10月23日最終アクセス)

https://elaws.e-gov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=417AC0000000086
- 10 ・ NHK (2017年9月27日) 「2500兆円超え! ?世界で急拡大 ESG投資とは」 (2019年10月21日最終アクセス)

<https://www.nhk.or.jp/gendai/articles/4039/>
- 15 ・ 年金積立金管理運用独立行政法人「ESG投資」 (2019年10月21日最終アクセス)

<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/>
- ・ 経済産業省「ESG投資」 (2019年10月19日最終アクセス)

https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/esg_investment.html
- 20 ・ 日興リサーチセンター (2018年) 「世界の責任投資市場に関するレポート」 (2019年10月22日最終アクセス)

https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2019/04/rc201904_0002.pdf
- 25 ・ GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2018年) 「INVESTMENT REVIEW」 (2019年10月23日最終アクセス)

http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
- 30 ・ 金融市場局、日銀レビュー (2019年6月) 「ESG投資の最近の潮流」 (2019年10月21日最終アクセス)

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2019/data/rev19j05.pdf

・FISCO FINANCIAL REVIEW 「ESG 投資の本質と課題そして将来展望」 (2019 年 10 月 21 日最終アクセス)

<http://fiscofinancialreview.com/02/feature1/01.html>

5 ・湯浅由一「環境と金融～ESG 投資の現状と問題点～」 (2019 年 10 月 22 日最終アクセス)

https://surugadai.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=1727&item_no=1&attribute_id=18&file_no=1