

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 5 テーマ

5 「機関投資家の投資行動と
証券市場」

A ブロック

10 立教大学 池田ゼミナール

目次

	序章	2
	第1章 日本経済、証券市場の停滞と株式所有構造の変化	3
5	第1節 日本経済、証券市場の停滞	3
	第2節 株式所有構造の変化	6
	第3節 機関投資家の台頭	8
	第2章 企業のあるべき姿	9
	第1節 コーポレートガバナンス・コード策定の背景	10
10	第2節 コンプライ・オア・エクスプレイン	12
	第3節 企業の役割	12
	第3章 機関投資家のあるべき姿	14
	第1節 英国版スチュワードシップ・コード	14
	第2節 日本版スチュワードシップ・コード作成の背景	15
15	第3節 海外投資家の存在	17
	第4節 機関投資家の役割	19
	第4章 日本的経営とコーポレートガバナンス	20
	第1節 日本的経営	20
	第2節 日本的経営による企業の経営危機・不祥事	21
20	第3節 経営者としての取締役会の重要性	22
	第4節 取締役会の強化	25
	第5節 社外取締役の導入	26
	第6節 執行役員制度の導入	31
	第5章 機関投資家が証券市場を活性化させるには	33
25	第1節 企業価値を向上させるには	33
	第2節 機関投資家から見た企業価値とは	35
	第3節 ESG情報の重要性	43
	第4節 企業価値向上の実例	44
	第5節 対話の具体的な方法	45
30	終章	47

序章

- 5 日本経済は戦後、証券市場と共に成長してきた。しかし、バブル経済の崩壊を発端として株主の所有構造の変化が生じた。
- 本論文では株主の所有構造の変化後、つまり現在において証券市場において企業・機関投資家がどのように影響を与え活性化させていくかを取り上げている。
- 1 章では、日本の証券市場の停滞の理由、株主の所有構造の変化の背景を歴史的な観点から交えて論じる。
- 10 2,3 章では、それぞれ企業・機関投資のあるべき姿を論じる。コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの両コード策定の背景を確認した後、企業・機関投資家の市場での在り方、役割を論じる。
- 4 章では、コーポレートガバナンス・コードを受けて、どのようにして企業価値を向上させて投資家が投資したいと思える企業にできるか、日本の企業の問題点を理解することでその方策を論じていく。
- 15 5 章では、機関投資家が証券市場を活性化させるためにはどのようにすべきかを論じる。企業を見るうえで重要な指標を理解したうえで、両者の持続的な発展に向けて対応策を論じる。証券市場が活性化するには両者の持続的な発展が重要だと考え、それを達成するために企業のメリットを考慮した対話を提案する。
- 20

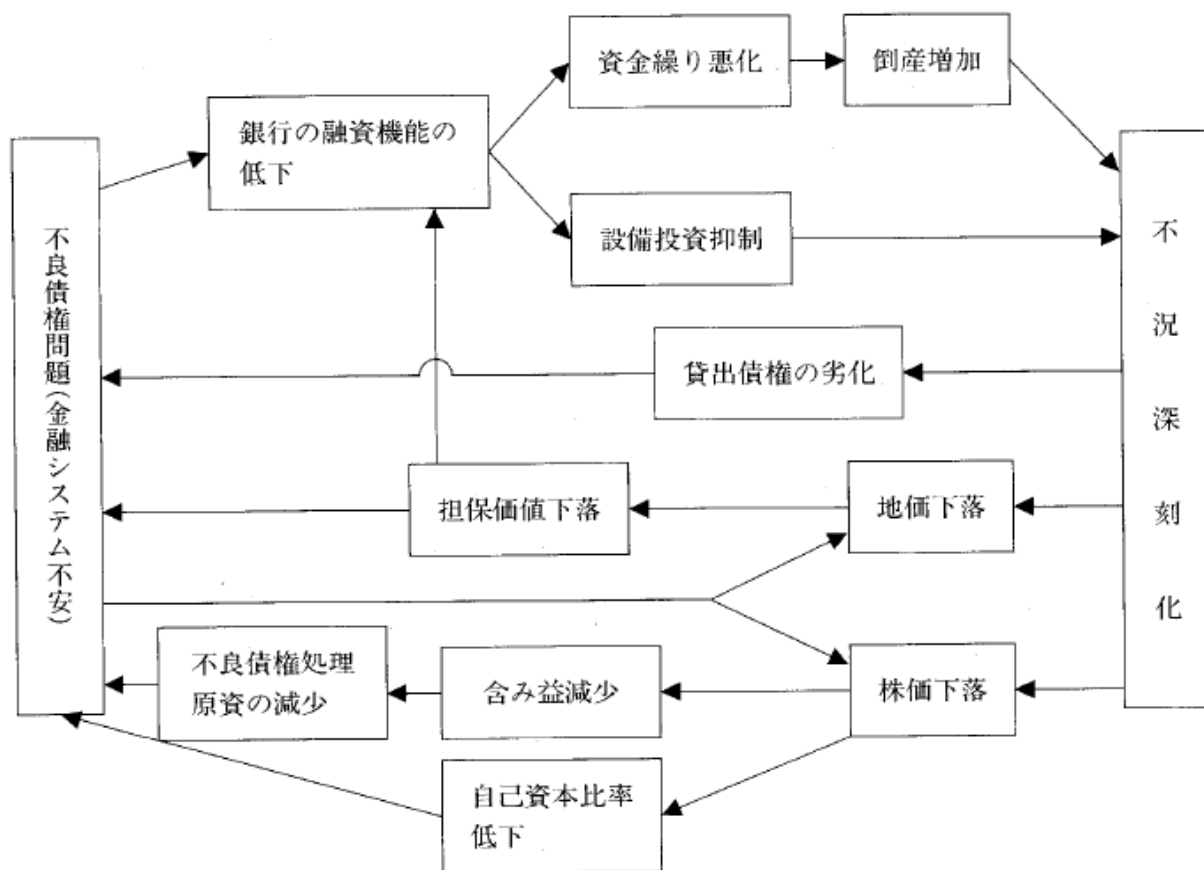
第1章 日本経済、証券市場の停滞と株式所有構造の変化

第1節 日本経済、証券市場の停滞

戦後、日本の高度経済成長とともに証券市場も成長していったが、その大きな転換点となったのが、バブル経済の崩壊である。バブル期には銀行を中心とする金融機関によって積極的に企業や産業へ貸出が行われた。しかし、1990年代前半にバブル経済が崩壊すると、貸出先の企業や産業の債務返済能力がなくなり、大量の貸出が不良債権化し、銀行を中心とする金融仲介システムに多大な悪影響を与えた。この不良債権問題は日本経済の不況を深刻化・長期化させ、経済の悪循環をもたらした。(図1-1)

10

図1-1 「不良債権問題と景気」



(出所) 渡辺孝、2012、「不良債権問題の現実」13ページ

15 不良債権問題の処理にあたって、まず銀行の融資機能が低下する。これの主

な要因は、以下の二つである。

一つ目の要因は、銀行が不良債権償却の負担増加による自己資本比率低下を阻止しようと、貸し出しを抑制することにある。銀行は貸倒れ損失が発生した場合、その処理に自己資本を費やす。しかし、不良債権償却に自己資本を充てると、自己資本比率の低下を引き起こしてしまう。最悪の場合、規制比率（国際基準8%、国内基準4%）をクリアできなくなってしまう可能性もある。これを回避しようと、銀行は比率の引き上げを図り、貸し出しや融資を抑制する傾向が生じる。

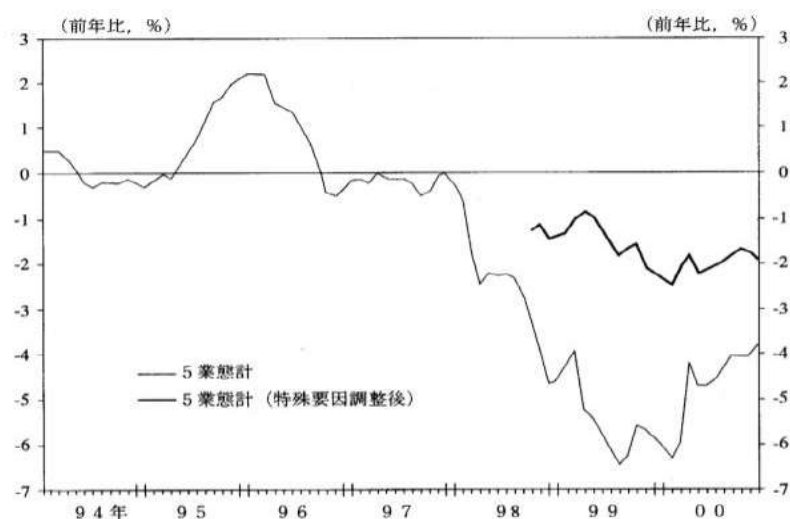
二つ目の要因は、不良債権償却負担の増加が経営悪化懸念を高めることにある。その金融機関の経営悪化懸念が高まると世間の人々からの信頼を失い、預金残高の伸びを鈍化・減少させる可能性がある。さらに格付けや自行株価の下落が起こる。このことも銀行の融資を抑制させる。インターバンク市場からの資金取り入れ・資金調達が難しくなり、調達コストの上昇も引き起こす恐れがあるからだ。

以上二つの理由のより、銀行は貸し出しに慎重になる傾向が強くなってしまふ。不良債権問題の処理に長い時間が費やされ、融資機能が低下し、俗に言う「貸渋り」という現象が起きてしまうのだ。「貸渋り」と言っても、銀行は単に貸し出す量を減らすのではない。すでに貸出しを行っている企業などへの審査の長期化、企業に対しての圧力的な回収も「貸渋り」という現象に含まれる。さらには借り手側に従来よりも高い金利を求めるようになる。実際、98年以降民間銀行の貸出しは前年度を大きく下回り、減少している。（図 1-2）

25

30

図 1 - 2 「民間銀行貸し出し」



(注) 1. 総貸出平残ベース。
 2. 5業態は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、地方銀行Ⅱ。
 3. 特殊要因調整後計数は、貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構向け貸出への振り替わり分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、試算結果については幅を持ってみる必要がある。

(出所) 渡辺孝、2012、「不良債権問題の現実」15 ページ

5 それでは、不良債権問題による銀行の融資抑制、「貸渋り」はどのようにして経済に悪影響を与えるのだろうか。それは主に、企業の資金繰り悪化と設備投資抑制の二つの要因により引き起こされる。

まず、銀行が融資、貸出しを抑制すると、主に中小企業の資金繰りに大きな影響を与える。なぜ中小企業に大きく影響するかというと、一般的に大企業に
 10 比べ中小企業は信用リスクが高いことと、資金調達手段も中小企業は大企業のように多様でなく、金融機関借入が大半を占めていることなどが理由として挙げられる。実際に 97 年中ごろから、金融機関の貸し出し態度は急激に厳しさを増した。資金繰りが困難になると、需要低迷と重なって中小企業を中心に倒産を増加させる。東京商工リサーチの調べでは、1992 年以降、中小企業(資本金
 15 1 億円未満の法人及び企業)の倒産の数はコンスタントに年間 1400 件を超えている。そして全雇用者の約半数を占めている中小企業雇用者が職を失うと、雇用や個人消費が減少し、家計のコンフィデンスを低下させる。企業や産業だけでなく、家計にも悪影響を与えるのだ。

また、設備投資抑制も企業に大きな影響を与える。経済企画庁によると、98

年3月以降の銀行貸出し平残対前年度比の大幅な減少は、企業設備投資制約の要因となっている。企業の資金調達手段が多様化した現代においても、銀行借り入れがどれだけ容易かどうか企業が設備投資を大きく左右させているのだ。設備に投資できる資金が減少すれば、当然企業の経済成長は滞る。加えて、より長い目で見ると、企業設備投資の停滞は期待成長率の鈍化も引き起こす。企業の設備投資が滞ると、資本ストックの伸びが抑制され、それによる潜在生産能力の伸びの低下も発生する。これを通じて企業・家計の中長期的な期待成長率が鈍化する。期待成長率が低下すると、リスクの大きい投資や金融活動が行いにくくなり、景気のテンポは悪くなる。

10 このようにバブル経済崩壊後の長引く不良債権問題の処理のために、銀行は融資機能低下を引き起こし、そのことによる企業の資金繰り悪化と設備投資抑制を通じた企業・家計への悪影響が発生した。バブル経済の崩壊によって、従来の高度経済成長を支えた銀行の間接金融を主とする金融システムは崩壊し、
15 また政策的にも1990年代後半のいわゆる金融ビッグバン改革によって、日本の金融システムは大きな変貌を遂げた。

 こうした変化の裏で同時に生じていたのが、株式所有構造の変化である。次節ではそれについて詳しく見ていく。

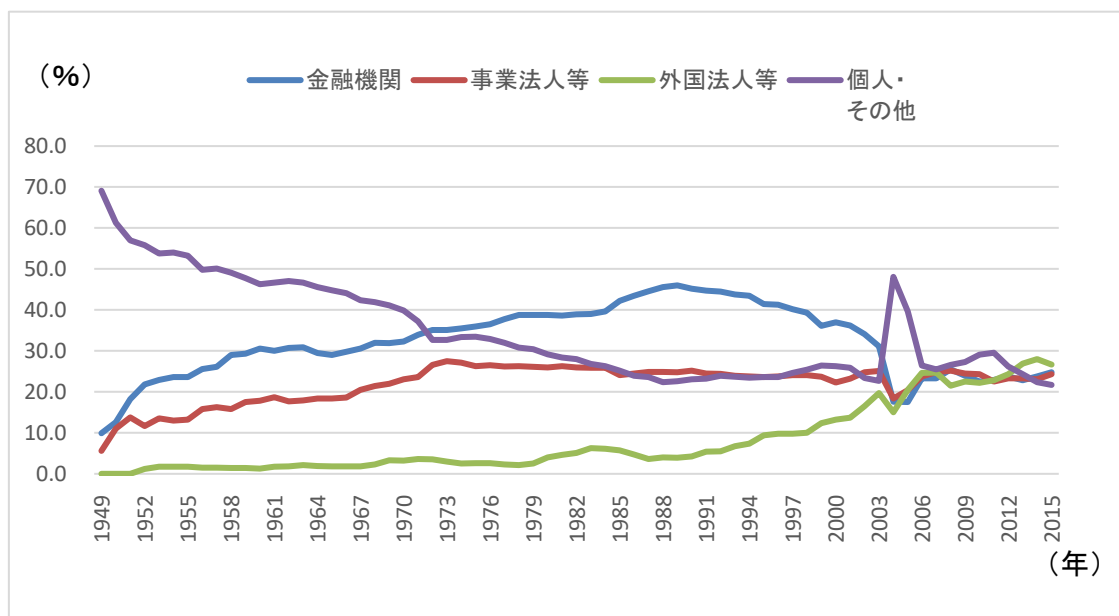
第2節 株式所有構造の変化

20 ここでは、日本の株式所有構造の変化とその背景について述べていく。日本の株式所有構造は、戦後から1960年代くらいにかけては個人の持ち株比率が圧倒的に高かった。しかしその後、戦後の経済的な疲弊も相まって個人の持ち株比率は減少していった。一方、2度の独占禁止法改正など株式保有制限の緩和や外資導入自由化による企業買収の脅威に対抗するために企業間での株式持ち合いが進んだことも背景となり、金融機関や事業法人の間での持ち株比率が
25 高まった。その後、1989年頃には金融機関と事業法人等の持ち株比率は合わせて約66%までに達した。この株式相互持ち合いによって市場であまり売買を行わない「安定株主」が増加していった。

 しかし、バブルの陰りが見え始めた1990年代後半から金融機関の持ち株比率
30 率は急速に低下していったが、一方で、外国法人等の持ち株比率が高まってい

った。このような、日本の株式市場におけるプレーヤーの変化は日本の企業に大きな影響を与えていった。これを機に、企業の株式所有の考えに変化が生じてくる。

図1-3 「所有者別持株比率の推移」



5

(出所) 日本証券取引所グループ

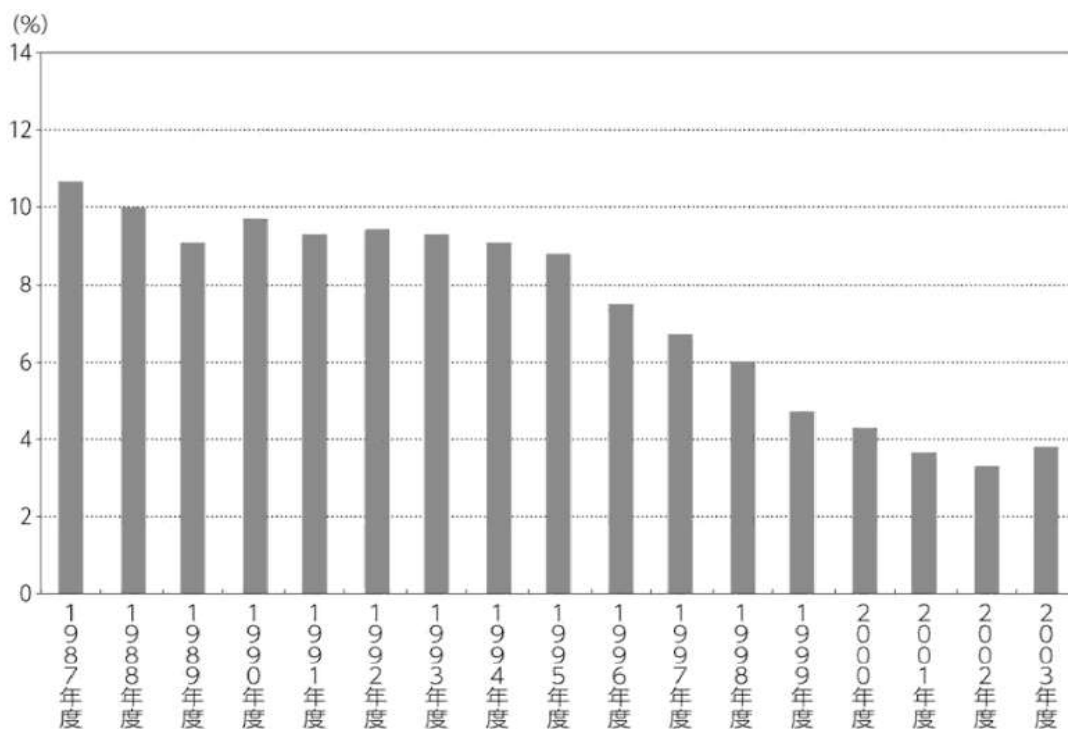
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

10 これまでは株式を持ち合うことで、経営権の安定や株式を持ち合う企業同士が長期的・継続的な取引関係を促進するというメリットがあった。しかし、株式持ち合いのデメリットとして経営に対するモニタリング機能の低下や資本の効率性の低下等が指摘されるようになった。モニタリング機能の低下に関しては、互いの株式を保有した際に、それぞれの経営陣の意向に沿って投票することになる。(投票取引)によって、株主総会の決議において、持ち株分の議決権を
15 互いに有利に行使することになる。つまり、株式持ち合いは「自己防衛的」な行為であり、このようなことに企業の資金を使うことは非効率的であると考えられる。また、株式市場の果たす重要な役割である「価格形成機能」が機能しないことも考えられる。安定株主は魅力度により投資を行わないため、株式を保有することによって得られる価値を市場に適切に反映できなくなり、市場の
20 価格形成に悪影響を及ぼすことになる。

以上のように、いわゆるメインバンク・システム、すなわち銀行を中心とする株式持ち合いの崩壊により、1990年代半ば頃から株式持ち合い比率は減少傾向にある。図1-4は事業会社の株式持ち合い比率の推移である。1987年時点で約11%あった株式持ち合い比率は、2002年度には約3%にまで減少している。

- 5 以上のように、企業間での株主持合いが減少する一方、日本株の所有者として外国人投資家が台頭してきた。その中でも海外機関投資家の役割は日本企業の企業行動やガバナンス構造に大きく影響を与えていくこととなる。

図1-4 「事業会社の株式持ち合い比率の推移」



10

(出所) 日興リサーチセンター、2016、「日本経済と資本市場」59 ページより引用

第3節 機関投資家の台頭

- 15 1970年代以降の市場型金融システムを転換させる上で中心的役割を担ったのは、機関投資家である。機関投資家は1970年代半ば以降、資金仲介シェアを拡大させ、証券市場の中心的プレーヤーとなるとともに、証券市場への存在感はますます高まった。機関投資家が台頭し証券市場が拡大したことで、従来以上に流動性に富み、高いリスクをとることができる市場へと変わっていった。

このような機関投資家が台頭してくると、証券市場のリスクテイク能力は格段に増大する。もともと株式市場はリスクを分散しつつ大量に資金を調達するための工夫であったが、個人投資家の時代はリスクテイクに限界があった。しかし、機関投資家が中心となってくるとその能力は格段と上がっていくこととなった。機関投資家がリスクテイク能力を所有する理由は長期性の資金を扱うため運用の自由度が高いという点がある。大量の資金を扱うため高度な金融技術を駆使したリスク管理が可能となる。また金融工学の専門家を雇うとともに巨額なシステム投資を行うことで、デリバティブなどの高度な技術を駆使することも可能となった。こうして、証券市場は、個人投資家中心の時代から機関投資家中心の時代へ変わることによって、従来以上に高いリスクを取りつつ大量の資金供給を行うことができる市場へと変化し始めたのである。

他方、証券市場の変化を受けて、預金取扱機関は衰退していった。銀行等は経営の効率化やビジネスチャンスの拡大を求めて、金融自由化を要求した結果、手数料収入などを重視する新たな形へ変わった。

以上のように 1970 年代のアメリカでは、機関投資家の台頭により金融システムが大きく変化した。それに加え、個人投資家中心の時代では困難であった「経営者支配」から「株主重視」へとコーポレートガバナンスの在り方を転換させた。大量の株式を保有するようになった機関投資家や運用機関が、受託者責任を果たすために積極的に株主権を行使することで、初めてこのような影響力を発揮することができるようになったのである。

第 2 章 企業のあるべき姿

上述した通り、バブル崩壊以降、日本の金融システムは大きく変化した。一方、失われた 20 年ともいわれる長期停滞が続いており、加えて、リーマンショックのような大きな国際的金融危機の影響もあり、証券市場、経済ともに停滞しているのが現状である。そのため企業と機関投資家のそれぞれのあるべき姿が問われ始めている。本章では近年注目されている、いわゆるコーポレートガバナンス・コードに示されている企業の姿から、そのあるべき姿を探ることにしたい。

第1節 コーポレートガバナンス・コード策定の背景

2014年6月、第2次安倍内閣下で改訂版「日本再興戦略」が閣議決定された。また、2015年6月にはそのアクションプランの3つ目の具体的施策となる「コーポレートガバナンス・コード」の適用が開始された。これは、経営者の意識を改革し、グローバル競争に打ち勝つ積極的な経営を後押しする取り組みとして提唱された上場規則である。

コーポレートガバナンスの定義は様々あるが、コーポレートガバナンス・コードにおいてのそれは極めて明確で、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組み」とされている。さらに、この取り組みが適切に実施されることで、それぞれの社会において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られ、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与するものとなると考えられている。企業経営に多角的な視点を取り入れ、的確な意思決定を行うことで中長期の企業価値向上のための仕組みを示すことがコーポレートガバナンス・コードの目的である。コーポレートガバナンス・コードによって企業の意思決定の仕組みが改善されることで長期安定的に高い収益力を獲得することができ、また経営の透明性が高まることで資金調達も容易になり、競争力の向上につながることになる。したがって、コーポレートガバナンスを改善することが、企業のためになるのである。

コーポレートガバナンス・コードは5つの基本原則、30の原則、38の補充原則から構成されており、5つの基本原則では(1)株主の権利・平等性の確保、(2)株主以外のステークホルダーとの適切な協働、(3)適切な情報開示と透明性の確保、(4)取締役会等の責務、(5)株主の対話、に関する指針が示されている。(改段落)

また、コーポレートガバナンス・コードの策定に先立ち、2013年6月の「日本再興戦略」には、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(日本版スチュワードシップ・コード)の策定も施策として盛り込まれており、金融庁に設置された有識者会議の議論を経て、2014年3月には『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)が実施に移された。スチュワードシップ・コードにつ

いては次章で詳しく説明するが、このコーポレートガバナンス・コードとステークホルダーシップ・コードはともに政府の成長戦略の一環として策定されており、
図2-1「コーポレートガバナンス・コード5つの基本原則」

1.株主の権利・平等性の確保

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

2.株主以外のステークホルダーとの適切な協働

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

3.適切な情報開示と透明性の確保

上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、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。

4.取締役会等の責務

上場企業の取締役会は、株主に対する受託者責任等・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営人幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役・執行役員を含む）・取締役を含む役割に対する実効性の高い監督を行うこと

を含む役割・責務を適切に果たすべきである。こうした役割・責務はいずれかの期間設計の場合でも、等しく適切に果たされるべきである。

5.株主との対話

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、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。

(出所) 堀江貞之、2015、「コーポレートガバナンス・コード」37 ページより
筆者作成

5 中長期にわたり企業の稼ぐ力を高め、企業価値を向上させることが目的である。企業の収益力を高め、生み出された収益を労働者や株主などに還元し、そのお金が再び社会で使われるという循環を活性化させることで、経済全体の活性化をも目指しているのである。

第2節 コンプライ・オア・エクスプレイン

10 コーポレートガバナンス・コードを参考にする上で重要なのが、本コードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」という原則主義を採用している点である。コンプライ・オア・エクスプレインとは、すべての原則を遵守する必要はなく、コードを遵守しない場合にはなぜ遵守しないのかを説明すればよいというものである。1節でも述べたようにコーポレートガバナンス・コードは5つの基本原則、30の原則、38の補充原則から構成されているわけであるが、各企業の経営状態に応じて自らの考え方に沿って、とるべき対応を考える必要があるのである。つまり、各企業の現状に合わない原則があると考えられる場合は、それを実施しない理由を説明することで、実施を見送ることができるということだ。この「コンプライ・オア・エクスプレイン」は次章で説明する、スチュワードシップ・コードにおいても採用されている原則である。対応できていない課題を説明することは難しいことではあるが、自らの状況に応じて、自らの言葉で説明することがコーポレートガバナンス・コードを適用する上で最も重要な点である。そうすることで、投資家に対して、何ができていて何ができていないのかを明確に示すことができ、投資家の企業価値評価の参考にもなるのである。

25 第3節 企業の役割

10 主旨文では、証券市場の活性化を「モノ言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上」と定義している。コーポレートガバナンス・コードの副題にも「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という文句が入っているが、ここで「企業価値」と「成長」という言葉が非常に重要になる。というのも、
30 この2つの言葉を明確に定義することが会社の収益力を高め、企業価値を高め

ることにつながるからである。コーポレートガバナンスと同様に、企業価値と成長も投資家や投資戦略によってさまざまに定義されるが、ここでは中長期の企業価値に関心があり、投資先企業を比較的長く保有する傾向の強い投資家を基準に考える。というのも、そのような投資家こそが企業に有益な情報を与える、企業が対峙すべき投資家であるからだ。このような投資家の特徴は、中長期的な企業の将来キャッシュフローを予測して企業価値を計算、株価が大幅に割安な企業に投資し、株価が企業価値を超えるまで保有を継続する点である。彼らの企業価値の計算方法はフランチャイズモデルというモデルを修正したものであり、以下の式で示される。

10

図 2 - 2 「企業価値の 3 つの構成要素」

$$\text{企業価値} = \text{有形資産} + \left\{ \frac{\text{ROE}}{\text{資本コスト}} \times \text{自己資本} - \text{有形資産} \right\} \\ + \left\{ \frac{\text{ROE} - \text{資本コスト}}{\text{資本コスト}} \times \frac{\text{利益成長率}}{\text{資本コスト} - \text{利益成長率}} \times \text{自己資本} \right\}$$

(出所) 堀江貞之、2015、「コーポレートガバナンス・コード」83 ページより筆者作成

15 上記の式で重要なのは、式中に「資本コスト」「ROE¹」「利益成長率」が組み入れられている点である。この式から、ROE が高いほど企業価値も上昇すること、ROE が資本コストを上回らなければ成長しても企業価値が下がること、利益成長率が高いほど企業価値が上がることの 3 点が見て取れる。この式から分かることは、投資家の言う「企業価値」とは、ROE のような資本生産性の高さ

¹ ROE (株主資本収益率) とは企業の収益性を測る指標である。株主資本 (株主による資金 = 自己資本) が、企業の利益にどれだけつながったのかを示す。ROE が高いほど株主資本を効率よく使い、利益を上げて能力の高い経営がなされているということになる。

と利益成長を基準にしたもので、企業価値は利益が資本コストを上回らなければ下がるとのことである。また、投資家の言う「成長」とは売上高の成長のような「規模の成長」ではなく「利益成長」を示すということである。ここで重要なのが、「資本コスト」という概念である。資本コストとは資本の提供者である投資家が企業に求める最低限の期待リターンのことである。「伊藤レポート」によると、投資家が日本企業に求める基本コストは平均で7%とされており決して低い数値ではない。企業に求められるのは、資本コストを意識した経営を行うこと、加えて資本コストを上回る利益をあげることなのである。同じく「伊藤レポート」では、資本コストを意識した経営を行っている企業は全体の約4割しかないと指摘されている。今後は資本コストを意識した経営を行うことがますます重要になると考えられる。

第3章 機関投資家のあるべき姿

先に触れたスチュワードシップ・コードとは、機関投資家の行動原則のことである。したがって、スチュワードシップ・コードについて考えることによつて機関投資家の求められている姿が見えてくるのではないかと考える。本章ではスチュワードシップ・コードに描かれる機関投資家の姿からそのあるべき姿を探る。また、日本の株式市場において大きな存在である海外投資家の存在についても見ていきたい。

20

第1節 英国版スチュワードシップ・コード

日本のスチュワードシップ・コードを考える際に、まず参考とされた英国版スチュワードシップ・コードについてみていきたいと考える。

1990年に英国機関株主委員会は投資家の責任に関するステートメントを作成・改訂・公表してきた。英国版スチュワードシップ・コードは2009年に改訂された機関投資家の責任コードを基本として作成された。これは、機関投資家に対して最善慣行規範を示すものである。その目的は株主が受ける長期のリターンを増進し、戦略的意思決定の失敗による破壊的リスクを軽減し、効果的なガバナンス責任を果たすことを手助けするために、機関投資家と企業の対話の

質を高めることが明記されている²。これがスチュワードシップ・コードの本源だ。このコードは7つの原則により成り立っており、この原則は英国版スチュワードシップ・コードに継承された。このスチュワードシップ・コードの目的は最終的な資本の提供者であるアセットオーナーにも恩恵が及ぶような形で、

5 企業の長期的成功を促進させることである。具体的には議決権の行使や企業戦略・業績・リスク・資本構成及びコーポレートガバナンスに関するモニタリングやエンゲージメントである。そして、これは日本版にも受け継がれている。

このように英国版スチュワードシップ・コードは企業の成長を促すために機関投資家が取締役会のガバナンスの規律とエンゲージメントを深めることを求められている。しかし、この英国版スチュワードシップ・コードが必ずしも日本の風土に合っているとは限らない。それについては次節で触れる。

10

第2節 日本版スチュワードシップ・コード作成の背景

2013年に安倍政権は日本再興戦略を発表した。「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」を大きな目標として目指し、その実行プランとして日本版スチュワードシップ・コードが作成された。日本はイノベーションを生み出しながらも持続的な低収益という矛盾に陥っていた。また、資本生産性は長期低迷しており、海外からの長期投資が期待できる状況ではなかった。さらに国内の資本市場では短期志向が横行していた。では、なぜ国内の市場は短期志向に陥っていたのだろうか。

15

20

短期志向の理由を考える前に、まず企業と投資家の役割と関係を見てみる。企業は、その企業の利益を最大にするために事業拡大を目指している。そうして事業を成功することで利益を生み出し、納税や従業員への賃金を通じて国富拡大に貢献している。しかし、事業拡大には資金が必要となってくる。そういった企業のファイナンスを支えるのが投資家である。投資家は事業が成功すると思われる優良企業を見つけ、投資をする。企業が成長すればその成果として投資リターンを得ることができる。その際に投資家は企業の長期的成長を促す

25

² 「スチュワードシップとコーポレートガバナンス」北川哲雄、2015年

ために対話を行うのである。

日本で短期志向が広まった理由であるが、これには合理的な側面もある。先に触れたバブル経済崩壊によって消滅した金融システム、すなわち、銀行の間接金融を主とするメインバンク・システムにおける株式持ち合いのもとでは、
5 長期にわたる株価上昇期待は薄く、そのような市場でリターンを最大化するには短期売買が合理的との判断が一つの背景としてあった。また、証券会社は長期的投資家よりも手数料が多く得られる短期志向の投資家にサービスを増やさざるを得ず、証券会社も短期志向になる循環に陥っている。

しかし現在では、投資家がこのようなスタンスならば企業側も短期主義と決めつけ対話を怠ってきた。これが日本の資本市場の短期志向の経緯である。だが、このような状況も打破されようとしていた。それは資本市場の理論で動く投資のプロの台頭である。年金資金や海外の機関投資家の株式保有率は1990年には約10%程度だったが最近では40%を超えるほどに上昇した。(先の図1-3) スチュワードシップ・コードはこうした株式保有構造の変化を受けて、企業
10 と対話をする能力を持った機関投資家の役割を活性化し、企業と投資家が本来の役割を果たせるようにするためのものである。

日本版スチュワードシップ・コードを作成するうえで英国版スチュワードシップ・コードが参考にされたが、作成時に日本と英国の違いを踏まえたうえで
20 作られた。例えば、英国版「原則5：機関投資家は、適切な場合には、ほかの投資家と協調して行動すべき」が日本版ではなくなっている。一方、日本版には独自の「原則7：スチュワードシップ・コード活動に伴う判断を適説に行うための実力を備えるべき」が追加されている。これは、日本の機関投資家と英国の機関投資家の経験の差を考慮したものだろう。英国では直接金融の長年の歴史と豊富な経験があるが、日本では間接金融中心の時代が長く続いたため、必
25 ずしも機関投資家が経験と能力があるとは限らない。

図 3 - 1 「スチュワードシップ・コード 7 原則」

	日本版	英国版
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。	機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
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。	機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべきである。
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。	機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
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。	機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
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。	機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
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。	機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の開示について、明確な方針を持つべきである。
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。	機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

(出所) 金融庁より筆者作成

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

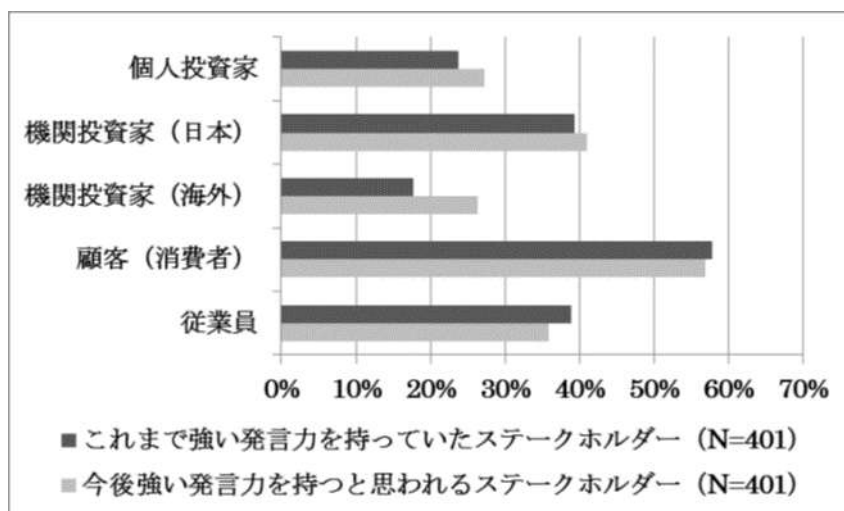
5

第 3 節 海外投資家の存在

現在、投資家は日本の証券市場において非常に大きな存在となっている。それは東証第一部における売買代金で、海外投資家は 6 割を占めていることから明らかである。しかし、海外投資家の存在は経営陣にとって比較的小さな影響しか与えていないことが 下記の図よりわかる。証券市場活性化には海外投資家の積極的投資が必要であることは想像に難くない。ましてやガバナンスにおいて一日の長がある海外投資家には積極的に企業との対話に当たってもらうことは大きなプラスとなると考えられる。そうした日本の証券市場における最大の存在の海外投資家投資行動について知ることは証券市場活性化に役立てられるのではないだろうか。

15

図 3 - 2 「経営者が感じるステークホルダーの発言力」



(出所) 2012 年度「企業経営に関するアンケート」 doyukai.or.jp より引用

5

1 章でもすでに述べたように以前の日本は株式の相互保持が顕著であった。そのような日本の証券市場に対し海外投資家の特徴として、非常に行動的であるということが挙げられる。

海外投資家は国内の投資家と比べ投資リターンを純粋に追い求める投資家といえる。日本の株式持ち合いでは、投資リターンのほかに経営陣の影響力の拡大や取引関係の強化、株価対策といった様々な目的をもって株式が保有される。しかし、海外投資家は企業とそういったしがらみを持たないため、議決権を積極的に行使し企業のガバナンスにも強い影響を持つ存在だ。純粋にリターンを求めるとは、ある一定以上の株式を保有することでアクティビスト的行動や議決権行使によって経営に影響を与え、投資による利益を求める投資家ということだ。「株式会社（上場会社）という原点に立ち戻れば、好調な業績、株価の上昇、高額配当を期待する外国人投資家は、本来の投資家の姿と認識するべきであり、「外国人」などと特別な扱いをすることはない」（東京証券取引所 [2004] Exchange Square Vol.10 特集「外国人投資家」p.18）と、あるように海外投資家の自身の利益のために企業の業績向上に貢献する姿こそ投資家としてのあるべき姿であるといえるのではないだろうか。そして、そうした海外投資家が積極的に投資できる環境を作るのが日本の課題であり、スチュワードシップ・コ

ードやコーポレートガバナンス・コードの狙いの一端といえるであろう。

第4節 機関投資家の役割

5 スチュワードシップ・コードの冒頭部分では「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とある。これらのことから、機関投資家の役割は有望な企業を見つけ投資するとともにその企業とのエンゲージメントや、議決権を行使することで企業の持続的成長を促すことにあると言える。そうすることでアセットオーナーへの投資リターンを中長期的に拡大することができ、最終受益者の利益も大きくなるということだ。3節の基本原則にあるようにエンゲージメントについては英国でも、日本でも強調されている。そういった意味では、日本版スチュワードシップ・コードの原則4は最も重要な原則といえるのではないだろうか。

15 原則4で記されている対話は、投資家からの強引で一方的な押し付けではない。今まで述べてきたように企業価値を向上させるような効果的な対話のことである。企業と対等な立場で話し合い企業サイドを納得させるような対話を行うことが機関投資家の役割であろう。そして、エンゲージメントを深めるためには原則7にあるように機関投資家側の実力を高めるべきである。そして、機関投資家は投資先の企業の状況を適切に把握するべきである。

25 しかし、企業と機関投資家の対話には気を付けなければならないこともある。機関投資家が考える長期の期間が一樣ではないということだ。企業評価を行うのが2年ほどのスパンの機関投資家もいれば10年と考える機関投資家もいるだろう。こういった場合には企業側がどのようなビジョンを描いているか説明をする必要があるだろう。それに対して機関投資家は建設的な対話を行い企業価値の向上、ひいてはリターンの増大に努めなければいけない。機関投資家と企業は対立するのではなく、あくまで企業の成長というビジョンを共有すべきである。

30

第4章 日本の経営とコーポレートガバナンス

さて、これまでに2つのコードについて述べてきたが、ここではコーポレートガバナンス・コードのあるべき姿について述べていき、証券市場活性化のための提案をしていくこととする。

- 5 そこで、我々は証券市場の活性化を「モノという株主の増加と企業価値の向上」ととらえ、その方策を考えていく。前述のとおり、コーポレートガバナンス・コードとは日本企業がグローバル競争に際し、持続的な発展・成長をしていくために、経営の質の向上を目的としたものであった。それは5つの原則から成り立っているが、その中でも特に原則4「取締役会等の責務」に注目していく。
- 10 今日の日本企業においてはシャープの経営危機、東芝の不正会計事件など大企業の経営問題が記憶に新しい。そこには日本の経営に関する問題がいくつか存在する。

第1節 日本の経営

- 15 日本的経営の代表的な特徴として「年功序列制」「終身雇用」「企業別組合」の3つが挙げられる。

まず、「年功序列制」は年齢と勤続年数を基準として昇進や昇給が決定する制度である。年長者を敬うという日本の慣行においては、当たり前のこととして受け入れられてきたともいえる。

- 20 次に、「終身雇用」とは定年を迎えるまで、1つの会社で勤め上げることである。別の意味でとらえると会社が労働者の雇用を保証するといったことである。これにより、企業が労働者への技術やノウハウの蓄積といった教育投資を拡充することが可能になる。

- 25 最後に「企業別組合」とは特定の企業や事業所に所属する正規労働者によってのみ構成される労働組合である。欧米の場合、組合を形成するのは、職能別であったり、業種別であったりするものが一般的である。

次の図はアメリカ的経営と比べたものである。

図 4 - 1 「米国・日本の経営スタイル比較」

米国の経営スタイル	日本の経営スタイル
短期雇用	終身雇用
スペシャリストとしての昇進	ゼネラリストとしての昇進
個人による意思決定	集団による意思決定
トップダウン型の意思決定	ボトムアップ型の意思決定
個人責任	集団責任
業種別組合	企業別組合

(出所)「日本的経営」<https://bizhint.jp> より

5 これらの特徴から、日本的経営は長期的に安定した雇用環境として見る
ことができる。

しかし、日本的経営にはいくつか問題が存在する。

1 つは組織の固定化である。日本的経営の下では流動的な労働市場が期待
できない。もし企業に対して不満があったとしても、長く勤めることで次第にそ
10 の地位も向上するため、その企業に留まることを余儀なくされることが多い。
したがって、企業に籍を置く従業員は、企業を離れる自由が欠如しているとも
いえる。また、これによって、組織そのものが固定化し、事業の進行が硬直化
してしまいうことも考えられる。それでは、激変する環境にうまく対応すること
15 ができず、企業が持つ競争力の低下につながる恐れがある。さらに、年功序列
の慣行の下では若い人々が大きな仕事をする機会が限定されるため、閉塞感
が感じられる制度になる可能性もある。能力がある社員にとっては努力しても報
われるのは何年も先であるため、それが彼らの育成にはマイナスとなってしまう。
これにより、社員の不満を生み出す可能性がある。

20 以上が日本的経営の問題点である。次に、日本的経営による問題が顕著にな
った例として、日本企業の経営危機・不祥事を取り上げていく。

第 2 節 日本の経営による企業の経営危機・不祥事

日本的経営の影響から経営困難になってしまった企業として、ここでは、シ
ャープ、東芝を挙げる。

シャープは 2011 年あたりから主力事業であった液晶分野が不振に陥り、2011～2015 年の 4 年間で約 1 兆円規模の赤字にまで膨らんだ。赤字から抜け出すことができなかった一つの理由としてリストラが挙げられる。リストラのタイミングが遅すぎたこともあり、これがシャープの日本的経営を象徴するものであった。本来なら、会社が危機に陥った場合、社員や会社を取り巻く人々の意識も変わり、平時には思い切った改革やリストラが必要となってくる。だが、終身雇用の考えが残る日本社会を考えると、労働市場の流動性もよくないためリストラを行う機会が遅くなってしまったと考える。

東芝に関しては、WH を買収したことによる損失が明らかになる以前に不適切会計でも問題が挙がっている。その問題が発覚した際に指摘されたのが、企業価値を維持、向上させるための企業としてのガバナンスの問題である。

また、東芝の抱える問題として日本的経営のデメリットが挙げられる。その一つとしてまず言えることが、多くの日本企業がいまだ採用している終身雇用制度である。出世ができるかどうかは実績の問題もあるが、勝ち組派閥に所属していたかということもある。これにより、「イエスマン」だけが企業内部に生き残る。それが上に物言えぬ企業風土を作り出し、上に対して自分の意見が言えなくなってしまう。

それも相まって、周りが意見を出さないためトップの意思決定が遅くなる。問題が生じたときに重要なことは不採算事業からいかに素早く撤退できるかである。問題事業は、企業の体力が十分あるときに片づけておくべきものである。しかし、景気が悪い時には、問題事業から撤退する負担を支える能力が弱まるため、問題を先送りせざるを得なくなる可能性が高い。トップの決断力あるいは経営力の欠如でこうした事態に陥ることも多い。だからこそ、トップの経営力や企業のガバナンスが重要となってくるのである。

25

第 3 節 経営者としての取締役会の重要性

稼ぐ力を持ち、攻めのガバナンスで重要となってくることは、最終的な意思決定を行う「社長」の人事や経営方針だと考える。AI などが登場し、産業構造やビジネスモデルが劇的に変化する時代においてはトップの意思決定能力が重要となってくる。社長人事には、企業の権力構造にガバナンスを組み込まな

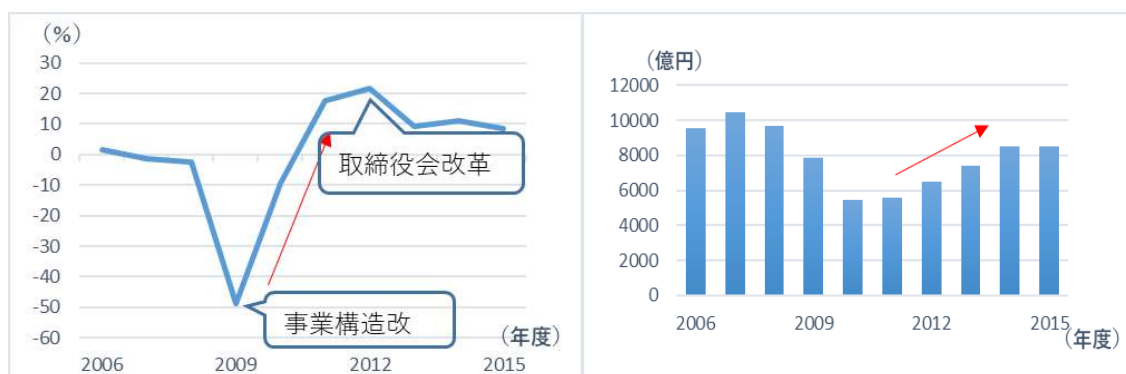
30

ればならない。日本企業は、社内だけで社長を選ぶことが多いが、トップの人事に社外の視点を取り入れることが重要だと考える。

こうした中で、多様なステークホルダーの声に耳を傾けつつ、トップの交代により明確な経営戦略・ビジネスモデルを確立した企業が存在する。

- 5 例えば、日立製作所は自社の強みを生かす選択と集中、取締役会における議論の活性化と監督機能の強化により、稼ぐ力を向上させている。日立製作所はもともと官僚主義的な経営がうまく機能しなかったところに、リーマンショック後の世界的不況が追い打ちをかけて過去最悪の 7873 億円の赤字を計上した。しかし、2009 年に川村隆氏が代表執行役会長兼執行役社長に就任したことで、
- 10 大幅な人員削減とグループ再編によって営業利益は回復していった。不採算事業からは海外投資家からの意見も踏まえて撤退し、コア事業に資源を集中した。2012 年には取締役会改革に着手し、外国人取締役を増員して社外取締役が過半数になった。また、経営者の選解任への取締役会が関与し、社長交代時に複数候補者の早期特定・取締役会への提示などを行うこととなる。これにより、前
- 15 向きな設備投資の実施が可能となり、継続的に「稼ぐ力」を改善していった。下の図は、日立製作所の ROE の推移と設備投資の推移である。

図 4 - 2 「ROE (株主資本純利益率の推移)」と「設備投資の推移」



- 20 (出所) 左「日立製作所：企業情報 HP」より筆者作成 右「金融庁資料」より
www.hitachi.co.jp/IR/financial/efficiency/index.htm
www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo.../siryou5.pdf

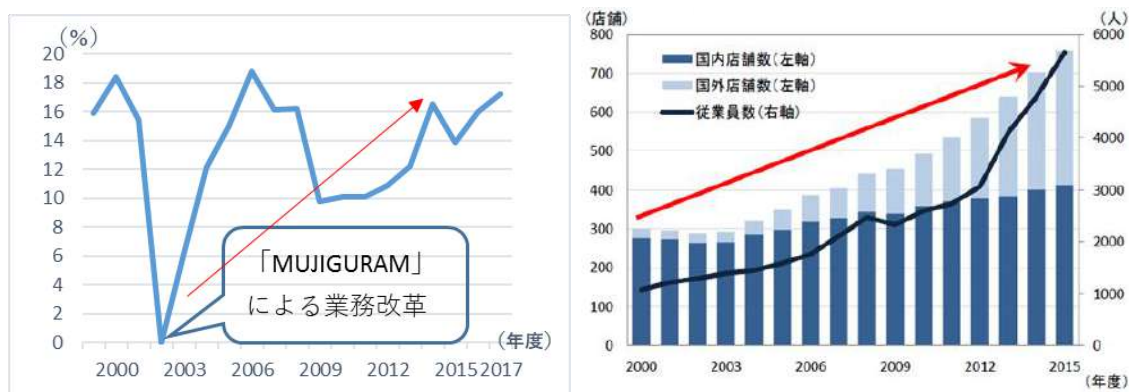
上のグラフを見て分かるように、事業構造改革を機に大きく ROE が上昇した。

そして良品計画に関しては、ユニクロやニトリ、ダイソー、ヤマダ電機などのライバルが出現し、無印良品はかつて持っていた強みを失い、業績は2001年には38億円の赤字になった。

そこで、良品計画では2001年に松井忠三氏が社長に就任し、製造小売業トップグループ入りを目指して、製造業、小売業、金融業等の多様な業種の経験を有する社外取締役を4名招聘するなど、組織を強化する改革に着手した。

2002年にはしまむら出身の社外取締役である藤原秀次郎氏の助言に基づき、経営から商品開発、売り場展示、接客まで含む業務改革（「MUJIGURAM」）を実現した。さらに、顧客の声に基づく商品開発・改良を進め、ヒット商品を生み出すことに成功したことで業績の回復とともに、国内外の店舗拡大、雇用拡大を実現した。

図4-3 「ROE（株主資本純利益率）推移」と「国内外店舗数・従業員数の推移」



15 (出所) 左「Stockclip HP」より筆者作成 右「金融庁資料」より

<https://www.stockclip.net/companies/2445>
www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo.../siryou5.pdf

20 前述した企業を参考にすると、企業業績が悪化したとき、企業が持続して成長をし続けていくためには企業を正しい方向へ導く適切なトップが重要となってくる。しかしトップの判断だけでの経営は不安が残る。そこで今回、最初に述べた、原則4「取締役会等の責務」をベースとして、企業側が企業価値を向上させていくための「取締役会改革」に焦点を当てていくこととする。

第4節 取締役会の強化

組織が成功していくためには、適切なリーダーを選択し、問題があった場合に交代させるということが不可欠である。そこで、取締役会においては次のような機能が先鋭に求められている。

まず初めに、企業経営に関する最高意思決定機関としての取締役会の役割を強化することである。競争力を高めるために、取締役会は企業の舵取り役、リーダーとして、経営環境を見極めて基本方針を決定することが重要となってくる。

また、「前進するか、後退するか」といった岐路に立たされた場合の経営判断は、極めて難しいものである。その時の経営判断は十分に検討されなければならない。

さらに、新規事業への挑戦、抜本的な企業の改革といったリスクの大きいテーマに対して、経営トップが本来持つべき企業家精神を十分に発揮させる必要がある。

次に経営におけるチェック役が十分に機能する必要がある。取締役会は、自らが経営者としての責任のもとに業務の適法性を判断する必要がある。

取締役会は法律的にも広範な権限が認められている一方で、重い義務・責任も負わされている。ここで注意すべきは、経営に委縮して何もしないことである。これを改め、全取締役が自らの責務を認識する必要がある。

最後に、取締役会は社内システムを策定、管理し、その改革を実行していかなければならない。取締役会は長期的目標と短期的目標を検討し、具体化していく作業を進めることが求められる。その場合には、企業目標を達成するためには現実的な姿勢で臨む必要もあるだろうが、限られた現実のみに固執するのは良くない。ここで、経営者としての力量が問われることとなる。

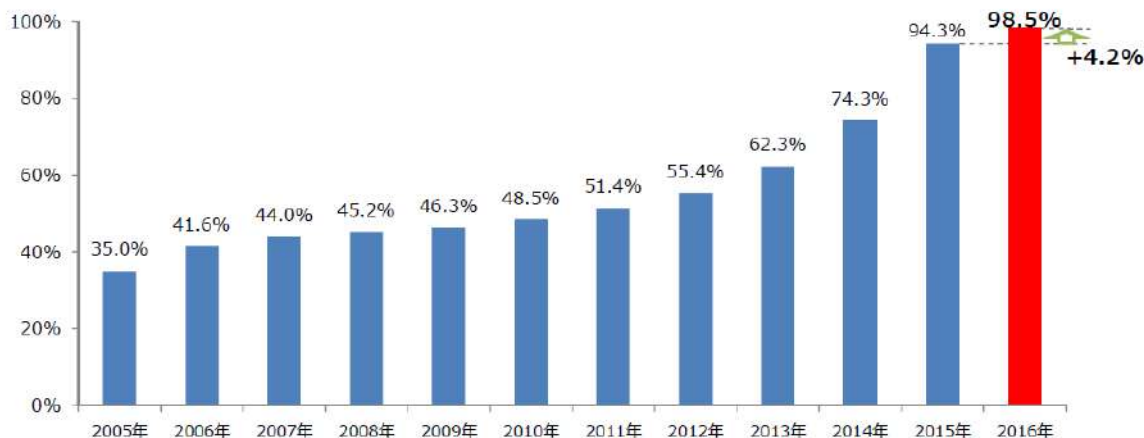
以上のような取締役会の機能を強化する方策として、取締役本来の職務を全うできるための制度である「社外取締役の導入」と「執行役員制度の導入」を位置づけ、実効性のある経営改革を実現するべきである。

第5節 社外取締役の導入

5節-1 社外取締役導入の強化

- ここでは社外取締役の導入について述べていくこととする。例に挙げた企業をもとに、社外取締役の導入が効果的であると考え、東京証券取引所公表データによると東証一部上場企業において2016年6月までに社外取締役を導入した企業の比率は98.5%と2015年と比べて4.2%上昇していた。2014年から2015年の間に大きく20%も伸びており、2015年には東芝の不祥事も発生していたことから今日のガバナンスに対する意識の高まりが表れていると考える。

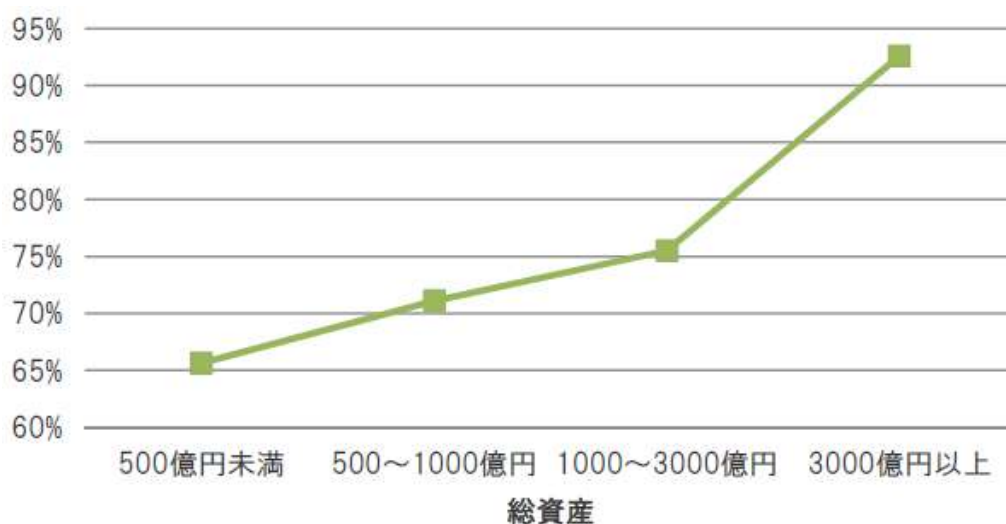
10 図4-4 「社外取締役選任上場会社（市場第一部）の比率推移」



(出所) 株式会社 東京証券取引所、「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況<確報>」 shozihome.or.jp より

- 15 次に、社外取締役導入企業について別の側面から見てみる。以下は東証1部上場企業を対象に、企業規模別に平成26年度末の社外取締役の導入率を算出したものである。グラフを見ると、総資産3000億円以上の企業は9割以上が導入しているのに対して、1000億円以下の企業群は社外取締役導入企業比率の74.3%を下回っている。このことから、資産規模の大きい企業ほど社外取締役
- 20 の導入率が高いということが分かる。

図 4 - 5 「企業規模と社外取締役導入率（東証一部）」



（出所）三菱 UFJ 信託銀行、「社外取締役の導入と企業価値」

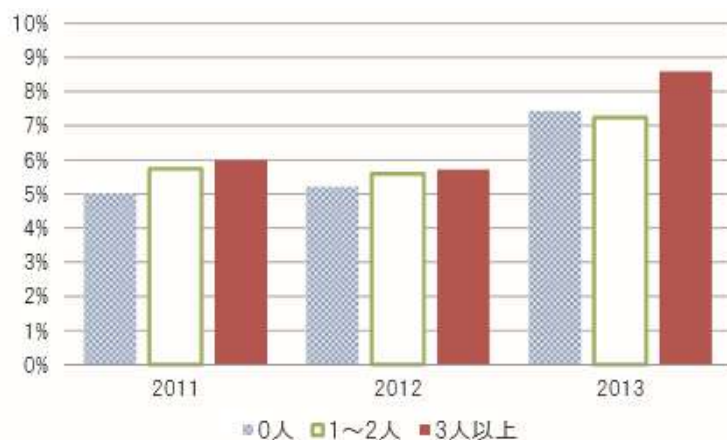
5 www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf より

次に社外取締役数と業績の関係を明らかにするため、社外取締役数と ROE の連動性の側面から見てみる。以下のグラフは社外取締役の人数に応じて 3 グループに分け、各年度のグループごとの平均 ROE を算出したものである。

10 図表から分かるように東証一部全体のデータで見ると、社外取締役の人数が多いほどわずかではあるが高い傾向にある。東証一部における中小型企業においては、社外取締役の人数が多い企業ほど ROE が高い傾向にある。よって、東証一部の中小型企業以下の企業に関しても社外取締役を導入することにより

15 外取締役の導入は企業パフォーマンスにおいてプラスの効果を発揮することが示されていると言えよう。

図 4 - 6 「社外取締役数と ROE(東証一部)」

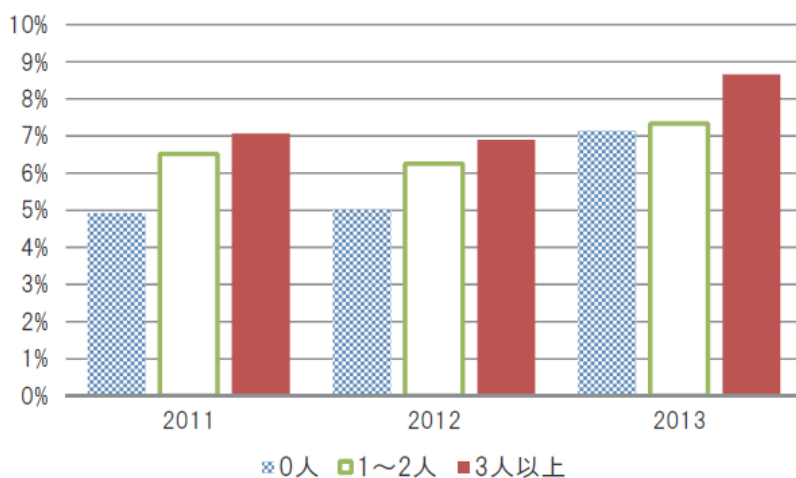


(出所) 三菱 UFJ 信託銀行、「社外取締役の導入と企業価値」

www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf

5

図 4 - 7 「社外取締役数と ROE (東証一部、中小型企業)」



(出所) 三菱 UFJ 信託銀行、「社外取締役の導入と企業価値」

www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf

10

5 節 - 2 社外取締役に期待する役割

社外取締役を有効活用していくためには、社内だけで判断していくことへの限界を経営トップ自らが認識し、社外の意見が入ることでの摩擦を必要なものとしてとらえるための決意とコミットメントが必須になってくる。そのために

15 は外部知見が入ることの意義が理解され、適切なアクションを起こすことが重

要となってくる。

社外取締役は社員ではないが、社外取締役を会社へ受け入れていくための仕組みの導入が必要である。そこで、社外取締役を有効的に活用していくためには、期待する役割の明確化が必要であると考えられる。

5 社外取締役に期待する役割は大きく3つに分けられる。

1. 適切な経営体制の確立（経営者の監督機能）
2. 経営者に対する助言
3. 迅速な経営を支える

10 まず、1 に関してだが、相次ぐ企業不祥事は世の常識では許されないような不正が社内では行われていたということを示すことになる。また、誤りや不正を隠そうとすることで、会社はさらなる痛手を負うことになる。結果、投資家が損害を被るだけでなく、従業員が職を失い、その他ステークホルダーへも被害が及ぶことになる。こうした事態を未然に防ぐために社外取締役の目で経営を「監視する」、つまりモニタリングすることが有効となってくる。しかし、こ
15 こで勘違いしてはならないことは、社外取締役の役割において軸となるのは「監視」であって不祥事を発見することではないということである。

日本取締役会協会によれば「社外取締役・取締役会による経営者の「監督」とは、自ら動いて隠された不祥事を発見することではない。社外取締役は、不祥事の発生を防止するリスク管理体制の構築を「監視」し、「監督」の過程で不正行為の端緒を把握した場合は適切な調査を行うべきであるが、隠された個別の不祥事の発見自体は社外取締役による経営者の「監督」の直接的な目的ではない」とある。

25 2 つ目の役割についてである。まず、企業行動で大事なことは自社の価値観が社会の価値観と矛盾していないかを認識することである。そのために一方で企業の論理を明確にして、他方で社会の論理を経営の中に内包することが求められる。この社会の論理を内包することにおいて、社外取締役の存在価値が発揮されるのである。つまり、社内の常識にとらわれずに助言をするということがメリットであるということである。

30 また経営戦略においては現在最適のための競争戦略と、未来最適のための成長戦略の両者が必要となってくる。だからこそ、マクロの視点に立った戦略が

重要性の意味を持ち、このマクロの視点の提示こそが社外取締役に期待されてくるわけである。

最後に、3 つ目の役割についてである。機敏な業務執行の環境を整えることは、日本企業の競争力を保ち、企業価値を高めていくためにも欠かせないことである。とはいえ、経営の暴走を許してしまうと、会社自体が傾きかねない危険性がある。そこで、業務執行と監督機能を分離することの重要性が注目されるわけである。(経営と執行の分離) 企業の社会的責任を果たす上での役割も期待されているのである。

また、経営者が進もうとしている方向に対して、様々なアドバイスをしたり、警鐘を鳴らしたり、時にリスクをとるように促さなければならない。コードの原則 4-2 に「取締役会は、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことを主要な役割・責務の一つと捉え、経営陣からの健全な企業家精神に基づく提案を歓迎しつつ、説明責任の確保に向けて、そうした提案について独立した客観的な立場において多角的かつ十分な検討を行うとともに、承認した提案が実行される際には、経営陣幹部の迅速・果断な意思決定を支援すべきである。」とある。リスクテイクとのバランスが非常に難しくなってくるが、執行側と冷静にディスカッションをすることが重要となってくる。リスクテイクの決断をすることに対して取締役会の 1 つの役割は、少し離れたところから議論することだということである。どんなに優れた経営者でも迷うことがある。当事者から少し距離を置いた立場からの冷静な目で判断をして、自分なりの答えを与える。ここで、社外取締役の見識が問われると考える。

さらに、株主の委託を受けて、経営陣を監視する立場の社外取締役は、海外の投資家を含めた機関投資家と経営陣との橋渡しの役割が期待されるものと考えられる。企業の一部においては機関投資家との面談に消極的なところもあり、取締役との面談機会が少ない。特に、社外取締役との対話は有益であると彼らは考えている。

例えば濫用的意見か建設的意見かを判断する際には、社外取締役の意見を聴いたり、意見に対し積極的行動を見せない経営陣に対しては行動を促したり説明責任を求めるなどといった行動が今後期待されると考える。

その結果、社外取締役が投資家と対話できる機会を多く作り、対話力を高め

ていくことで、企業と投資家との関係を強化していくことにつながるだろう。

第6節 執行役員制度の導入

5 ここでは取締役会改革の2つ目の提案として「執行役員制度の導入」について述べていく。かつての取締役会は、取締役が数十人と大規模であり、取締役会の中にさらに専務、常務といった階層が存在するという特徴を持っていた。また、取締役のほとんどが内部出身者であったということと、経営者に対する監督が機能していなかった。

10 そもそも取締役会の重要な責務は業務の意思決定に加えて経営者に対する監視である。しかし、取締役は社長の部下であるという側面が強かったため、取締役会では経営者に対する監視はほとんど行われてこなかった。そのため、企業の業績が芳しくない場合でも、社長を交代させようという動きは取締役会中ではなかったのである。

15 そこで、取締役会改革のきっかけとなった、1997年のソニーによる執行役員制度の導入を参考に、上述した社外取締役の導入に加えて執行役員制度の導入を提案する。

20 ソニーによる執行役員制度の導入とは以下のようなものである。ソニーの取締役会改革は上述した取締役会の状況を改革することを目的としていた。その内容は、執行役員という新たな役職を作り、取締役会と役割を分担する。日常の業務は執行役員が担当する一方、取締役会は経営者の監督と重要な意思決定に専念する。つまり、取締役会はソニーグループ全体の経営方針決定と監督を役割とし、グループ全体の企業価値向上を目的としている。一方、執行役員はそれぞれの事業に業務執行を担当する。この結果、38人いた取締役が10人に減少している。また、社長を直接の上司と考える必要がないため、取締役による社長の監視・監督の強化が可能となる。

6節-1 執行役員制度の導入目的

30 執行役員制度の導入目的をまとめると、まず、取締役会を活性化して経営の効率性を高めること、次に、企業経営のチェック機能を高めること、ということになる。そして最終的には、執行役員制度を採用するのであれば、意思決定・

チェック機能と業務執行機能を分離して、それぞれの機能を高めることを目指さなければならない。

5 商法上は取締役と代表取締役に、意思決定機能と業務執行機能を分化させているといえるが、実態としては機能しておらず、代表取締役の業務執行機能が理解しにくいところがあった。そこで業務執行の部分の透明化し、取締役会によるチェックを容易にしながら経営の効率性を高める必要がある。

10 さらに、経営の効率性を高めるという目的には、それぞれの機関の機能を強化するという事はもちろんのこと、取締役に代わる従業員にとっての出世のゴールとして「執行役員」というポストを用意するという点も含まれている。それは、「執行役員」としての権限と待遇を与えることになるとともに、それなりに重い義務と責任を伴うこととなる。結果として、それが経営効率の強化につながるものと考えられる。

6 節 - 2 執行役員に期待する役割

15 執行役員は現場の責任者であると考えれば、企業経営にとって最も重要な場は現場であるから、与えられた権限の範囲内ではあるが執行役員は自由に業務執行することを任されている。では、企業経営にとって現場が重要である理由は現場情報があるからである。戦後 50 年余り、規制の厳しい時代は、情報の発信源は官であり、業界団体であった。したがって、このような時代には、企業
20 経営にとって重要な情報は中央にあった。しかし現在、時代は大きく変わりつつある。執行役員の最大の強みは、現場を知っていることであり、現場情報を握っていることである。

25 執行役員が業務執行を円滑に行い、それを通じて、株主利益を極大化することに貢献することが期待されている。それに加え、執行役員は、現場情報を適時的確に取締役会に伝達することが求められている。その報告内容に、一切の業務執行内容の弁解や歪曲があってはならない。なぜならば、現場情報はこれからの企業にとって重要であるからである。

30 日本経済は劇的に変わりつつある。したがって、これまでの経営では、企業はこの変化の流れに対応していくことは難しい。経営環境も経営資源も時々刻々と変化する中で、株主利益を極大化するような経営を行うためには敏速で

大胆でなければならない。そのために、現場情報を正確に把握することが重要となってくる。

では、なぜ 執行役員制度なのか。この変化のスピードが速い時代に「攻め」の経営ができるような経営体制を築き上げていくことこそが目的である。そのためには、経営者一人一人の役割分担を明らかにし、その責任を明らかにしなければならない。

これまでの取締役会では、取締役が、経営者としてその役割分担があいまいであっただけに、その責任の自覚に欠けていた。また、そこでは現場で時々刻々と変化する情報を得る仕組みは十分に作られておらず、机上の経営指針や経営計画が策定されていった。

その結果、株主に対して直接責任を負うはずの取締役会は形骸化していったのである。

これまでの日本社会では、金融機関でなくとも、多くの企業が護送船団方式の行政に保護され、持ち合い株式に支えられていたが、それらの日本型経営は、それでも持ちこたえていた。しかし、問題が露呈し、経営危機の企業がいくつも表面化してきている。執行役員制度の導入背景にはこのような事情があることも理解する必要がある。

以上、社外取締役と執行役員制度の目的や役割を明確にし、導入することで、取締役会の活性化が促進される。また、取締役会が活性化されることによって、企業経営の方針が明確になり、企業価値の向上につながると考える。特に社外取締役と機関投資家との対話は今後増加していく可能性があると考え、重要なテーマになってくるのではないかと考える。

これまでは企業側からの企業価値向上に関して見てきたが、次の章では機関投資家の側面からモノという株主として、企業との対話のあり方を見ていくこととする。

第 5 章 機関投資家が証券市場を活性化させるには

第 1 節 企業価値を向上させるには

スチュワードシップ・コードは機関投資家と企業による対話を通して、実際に企業に価値を高める行動を促そうとするものである。これは、日常的に企業

や株式の評価を行っているのが投資家であることに由来する。つまり、スチュワードシップ・コードは機関投資家と企業の対話を通じて日本産業の活性化につながる好循環を創り出すことを狙いとしているということだ。

5 日本版スチュワードシップ・コードの7つ原則の概略は、機関投資家はこの責任を果たすための明確な方針を示し、投資先企業の状況を的確に把握したうえで、客観的に建設的な対話を実施することで企業の問題の改善に努めることが求められている。また、株主の権利である議決権行使においても明確な方針を持ったうえで権利を行使し、その結果を含めて、この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、顧客に対して定期的に報告を行うことが定められている。最後には、企業との対話や議決権行使を行うに当たっては、機関投資家としてそれらを実効的に行う実力を備えることが求められている。

15 ここで求められる機関投資家の実力とは、企業としっかりとした対話をするだけの実力を備えるということである。これは日本版スチュワードシップの「原則 7」に即した内容であり、企業との対話で企業価値の向上や成長を促すとなれば投資家自身の企業分析や業界環境だけでなく、中長期の企業像やそれに基づく企業価値評価を高いレベルで行えることが必要になる。機関投資家がスチュワードシップ責任を果たす鍵は「中長期志向の投資」を行うことが重要だと思われる。

20 この場合において、機関投資家の最も重要なタスクは企業の中長期の業績・キャッシュフローの予測に基づいた「企業価値評価」である。つまり、スチュワードシップにのっとり実力を機関投資家がつけることにより中長期的な企業の価値の向上、証券市場の活性化が狙うことが出来るということである。企業価値向上に対して意欲のある企業にとっては、企業価値の向上の話が聞けるという点で「実力」のある機関投資家が選ばれることにより財務情報だけでなく非財務情報についても深い議論が出来ることになり、企業理解の深化につながる事が出来るであろう。このような機関投資家、企業両方が企業価値の向上を目指す状態こそが、まさに政府が狙う「日本の産業基盤の強化」に繋がる大きな変化になる可能性があるといえるだろう。

30 機関投資家側に視線を向けると、スチュワードシップ・コードに対しての取り組み方針を企業ごとに策定し中長期的な投資をしていくことが重要であると

いえる。ここで実際にニッセイアセットマネジメントの取り組み方針を取り上げていく。ニッセイアセットマネジメントは日本株の運用において受益者の中長期的なリターン向上を目的とした調査・投資活動を取り組みの中核にしており、このプロセスにおいて重要としているのは企業との対話である。実りのある対話が投資先企業の市場からの評価及び企業価値向上に繋がり、結果的に受益者との投資先企業の共創が果たされるものとしているのだ。

第2節 機関投資家から見た企業価値とは

企業価値とは人や立場によって異なるが投資家側の観点からすると、企業価値は投資を行うための経済的な評価額である。企業側としても常に評価される立場にあるので、評価する側の投資家が考える企業価値について認識を深めることは意味のあることといえるだろう。

企業価値算出の概念をいくつか説明していく。まず、現時点で企業が活動を停止し、生産する例を考えてみる。ここでは、将来の活動を含まずに現存する資産を売却するわけなので、その売却できる金額の合計が企業の価値と言えるだろう。そして、その売却した資産の総額は会社の資本提携者である債権者と株主に振り分けられる。この意味で企業価値は現存する資産の売却額であり、その帰属先は債権者と株主ということになる。

「図 5-1 企業を清算する場合の企業価値」

資産		資本提供者		
流動資産	現時点でこの資産を処分した場合に得られる総額が企業価値	処分して得た現金は債権者と株主に配分	負債(債権者)	企業価値
固定資産			株主資本(株主)	

(出所) 山本憲央、2014、「スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略」28 ページ

次に企業が一年間事業を継続し、一年後に資産を売却するケースを考えてみる。この場合、企業が一年間で得る売上高から原価や給与、法人税などを支払った後に残る利益の金額が資産として残る。これは現金の形で残ることもあるが、何かを購入することによって別の形で計上することもある。ここでは利益の分だけ資産が増加し、清算価値が高まっていくといえるだろう。そして、この利益は資本提供者から見れば負債ではなく株式資本に分類されるため利益の分だけ株主の価値が増加することになる。

10 「図表 5-2 事業を継続し、1 年後に清算する場合の企業価値」

資産	売上、費用、利益		資本提供者	
流動資産	売上高	製造原価 給与・支払い 利息など 法人税	総費用	負債(債権者)
固定資産		利益	利益	
利益				利益(株主資本)
				企業価値

(出所) 山本憲央、2014、「スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略」29 ページ

この例では企業が一年間事業活動を行い、利益を得る内容としているが、実際には多くの企業が二年目以降にも継続して事業を行うので、これを前提とした場合、企業価値は毎年利益を計上する分だけ増加することとなり、現在の企業価値は将来にわたって計上できる利益の現在価値とも考えることが出来る。企業の価値を高めるといふことは、この利益を高めることに他ならない。そして、この利益は株主資本に計上されるので、債権者ではなく株主に帰属するこ

とになる。この意味では、企業価値を高めることは株主価値を高めることと言えるだろう。

しかし、企業価値を高める際に考慮しなければならないのは利益を高めることだけではない。それは、資本提供者にかかるコストがあるためだ。このコスト以上に利益を出さなければ、企業価値は高まらない。この資本提供者に対するコストは資本コストと呼ばれ、自己資本の提供者である株主と他人資本の提供者である債権者に対するコストと言える。つまり、企業価値を高めるためには、資本コストを上回る利益が必要となる。一般的に、投資家は、この利益の投下資本に対する比率(投下資本比率)と資本コスト率の水準を比べる。ここで
5
10
15
20
25
30
の投下資本とは、資本提供者の資本提供額を表す。そして、投下資本比率が資本コスト率を上回っていれば企業価値が増大し、下回っていれば企業価値を毀損していることになる。この投下資本投下率は ROIC と呼ばれる。

この考えかたを投資家全体ではなく株主資本にしたものが、株主資本利益率(ROE)と株主資本コスト率である。なお、ROE を算出する利益には当期純利益を使用するが、ROE は株主資本に対する利益であり、株主に残る最終利益を使用することが適当であるためだ。

次に、ROE と株主資本コスト率の大小で、実際に企業価値の評価がどう変わるのか、ROE の水準が異なる二つの会社を例(一つは 10%、二つ目は 5%)にして考えていく。各社とも毎年当期純利益を全額内部留保しながら 10 年間 ROE の水準を維持し続け、10 年後に会社を売却するケースを想定する。株主資本コストは全ケースで 7 パーセントと仮定する。

① ROE10%>株主資本コスト率 7% の場合

初期の投下資本が每期 10% の利益を生み、それが全額翌期に再投資されるという想定の下、この会社の当初投下資本 100 は 10 年後には $259.4 (=1.10 \text{ の } 10 \text{ 乗})$
25
30
に拡大する。これを株主資本コスト率 7% で割り引くと、その現在価値は 131.9 になる。つまり、株主が要求する利回りが 7% の場合、10 年後の価値が 259.4 となる資本の現在価値は 131.9 であり、株式評価額は 131.9 となる。ROE が資本コスト率よりも高い場合、株式市場は足元の投下額を上回る評価をすることになるのだ。

② ROE5%<株主資本コスト率 7% の場合

この会社は当初投下資本 100 が 10 年後でも 162.9(=1.05 の 10 乗)までしか拡大できない。これもやはり同様に株主資本コスト率 7%で割り引くと、現在価値は 82.8 となる。投資家の要求利回りが 7%の場合、ROE を 5%しか上げられないが当初投下する株主資本には投下額の 100 を下回る 82.8 の値しかないとい

5 いうことになる。つまり、収益率(ROE)が株主の要求する利回りよりも低い場合、株主市場は足元の投下額(簿価)を下回る価値しか認めないことになる。

ここまで ROE が株主資本コスト率を上回る場合、株主資本に対する市場の評価額(時価総額)は株主資本投下額(簿価)を上回るが、下回る場合には資本投下額に満たない評価がついてしまうことを見た。実は、この株主資本の市場評価額(株主時価総額)を株主資本(簿価)で割った数値は、株価純資産倍率(PBR)と

10 呼ばれ、株式市場が企業に対して付けている代表的なバリエーション指標である。先ほど述べた ROE と株主資本コスト率の関係はこの PBR の大小と密接に関係しているのである。

PBR と ROE、株主資本コスト率の関係は以下の式で表される。

15

「 $PBR = ROE - \text{サステナブル成長率} / \text{株主資本コスト率} - \text{サステナブル成長率}$ 」

この数式から、PBR は ROE が株主資本コスト率を上回れば 1 倍より大きくなり、下回る場合には 1 倍を割れることになる。この株主資本コスト率はしばしばハードル・レートと呼ばれ、株主価値の観点では、ROE が株主資本コスト率

20 というハードルを越えて初めて付加価値を創造することが出来るという見方がされている。

では、企業価値を高めるには、企業経営者はどのようにしたらよいのだろうか。先ほど述べた数式を見ると答えは明確であり、1 つは ROE を高めること、

25 もう 1 つは資本コスト率を下げることである。

(1) ROE を高める

ROE は ROE(総資産純利益率)と財務レバレッジの積で表せる。つまり、ROE を高めるには ROA を高めるか財務レバレッジを高めればよいことが分かる。

30

「図 5-3 ROE を ROA と財務レバレッジで表す」

$$\text{ROE} = \text{純利益} / \text{総資産} = \text{純利益} / \text{総資産} \times \text{総資産} / \text{株主資本}$$

↑ ROA ↑ 財務レバレッジ

5

(出所) 山本憲央、2014、「スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略」42 ページ

① 財務レバレッジを高める

10 財務レバレッジを高めるためには、有利子負債調達によって分子の総資産を拡大する方法と、自社株買いや支払い配当の増額などによって株主資本を減らす方法がある。特に、有利子負債はその調達コストが損金に算入され、税務上のメリットを受けられるので企業価値を高める観点では有効に活用されるべき手段と言えよう。

15 ただ、財務レバレッジはそれを高めることによって ROE は上昇するが、同時に信用リスクが高まることで、リスクプレミアの上乗せを通じて資本コストの上昇要因となってしまう。したがって、財務レバレッジは高ければ高いほど企業価値が大きくなるとは単純には言えない。

② ROA を高める

20 次に、デュポン分解として知られている数式をしてみる。これは数式①のうち ROA をさらに売上高純利益率と資産回転率に分解したものだ。ここからは、ROA を高めるには売上高に対する収益性を高めるか、資産の効率性(資産回転率)を高めればよいことが分かる。

25

30

「図 5-4 デュポン分解」

数式②

$$\text{ROE} = \text{純利益} / \text{株主資本} = \text{純利益} / \text{売上高} \times \text{売上高} / \text{総資産} \times \text{総資産} / \text{株主資本}$$

↑ 売上高純利益 ↑ 資産回転率 ↑ 財務レバレッジ

(出所) 山本憲央、2014、「スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略」43 ページ

10 (2) 株主資本コスト率を低下させる

企業価値を高めるためには ROE を高めることだけでなく、株主資本コスト率を引き下げることにも有効な手段である。

15 株主資本コスト率はリスクフリーレートとリスクプレミアで構成される。このうちリスクフリーレートは国債のレートなどの所与で決まるが、リスクプレミアはやり方次第である程度引き下げられるといえないだろうか。

経営者は、中核としてその会社の競争力や弱点を誰よりも深く理解し、市場見通しを踏まえたうえで事業戦略を練り、資金調達や投資を含む事業を策定する立場にある。つまり、経営者は本来その会社が将来にわたって創出するキャッシュフローを、誰よりも正確に予測できる立場にいるはずである。

20 証券投資の世界においてリスクとは将来キャッシュフローなどの不確実性を意味する。この意味では、不確実性を可能な限り低減させることはリスクを引き下げる要因になるはずである。企業が、将来キャッシュフローを予測するために必要な情報を積極的に投資家に発信することによって、投資家にとってのキャッシュフローの予測不確実性を低下させることが期待できる。こうした企業と投資家によるコミュニケーションを通じて、資本コスト率を低下させ、企業価値を高めることも期待できるということだ。

(3) ROE 株主資本コスト率の大小で配当性向を決める

30 いわゆる完全市場においては、配当や自社株買いなどの資本政策は 1 株当たりの株主価値に対して中立的とされているが、実際の市場においては、資本政

策は株価に影響を与える重要な要素なのだ。よって、ROE の水準によって配当政策の違いが企業価値にどの程度影響を及ぼすか、具体的に見ていく。ここでは、配当性向が 50%と 100%のケースを見ていく。いずれのケースについても、当初投下資本は 100、資本コストは 7%を想定し、予測期間中は一定の ROE 水準を維持できるものと仮定する。

① ROE>株主資本コスト率の場合

ROE(10%)が株主資本コスト率(7%)を上回るケースにおいては、PBR の理論式からも、サステナブル成長率が高いほど、つまり配当性向が低いほど株式価値は高くなる。ここでは、配当性向が 50%のケースでは株主価値は PBR の 2.5 倍であるのに対して、配当性向が 100%のケースでは株主価値は 1.4 倍にとどまる。資本コストを上回る ROE10%の投資効率を維持できるのであれば、創出された内部資本は、配当にではなく、再投資に充当すべきということになる。

② ROE<株主資本コスト率の場合

逆に、ROE(5%)が株主資本コスト率(7%)を下回るケースにおいては、配当性向が高いほど株主価値の既存を抑制することができる。配当性向 50%のケースでは株主価値は PBR0.6 倍まで低下してしまうのに対して、配当性向が 100%のケースでは株主価値は PBR0.7 倍に踏みとどまる。ROE が資本コストを上回っていない以上、創出された内部資本は再投資すべきでは、配当で株主に還元し、そのキャッシュの再投資先の選択は株主にゆだねるべきということになる。

(4) 自社株買いの活用による株主価値毀損の回避

それでは、ROE が株主資本コスト率を下回っている場合、企業は何をするべきなのか。ROE が株主資本コスト率を下回っている場合、会社は次善の策として配当性向を引き上げるべきだが、仮にフローの期間利益を全額配当したとしても株主価値は毀損している。本質的には、株主資本コスト率を上回る水準まで ROE を引きあげるべきだが、そのために会社は何をするべきなのだろうか。財務レバレッジを一定とする場合、ROE を引き上げるには、資産効率(ROA)の高い事業・資産を拡大し、そうでない事業・資産を縮小すればよいはずである。その中で、相対的に難易度が低いのは、投資や資金繰りなどで活用する当てのない現金同等物、いわゆる余剰キャッシュを削減することによる資産効率の改善

である。通常、フローの利益を超えて、ストックの余剰キャッシュを還元する際には自社株買いが活用される。期初に実施する自社株買いのおかげで資本コスト率並みの ROE を確保できるようになるため、自社株買いによって還元された分の価値を含めれば株主価値の毀損は防げることになる。

5

以上の指標は、主として「現時点」の財務情報から求められるものであるが、一方で、「将来」の中長期の視点を持った投資家はどのようにして株式評価をしているのだろうか。一つの算出方法の例として DCF 法が挙げられる。これは、企業の長期の業績予想(キャッシュフロー)を用いるため、経営理念や中長期の経営戦略、企業像を強く反映できる企業価値算出法だといえる。経営理念・経営戦略・企業像を把握し、予測するには企業経営者の視点に沿ったリサーチが欠かせないといえる。なぜならば、経営者が何を考え、どのような方向に進みたいのかという考え方が分からなければ見当違いなものになってしまうからである。

10

では、DCF 法を用いた企業価値算出とはどのようなものなのか。DCF 法は将来のキャッシュフローを現在価値に割り引くわけだからキャッシュフローの大きさと割引率が企業価値に影響することが分かる。キャッシュフローを計算するにあたっては、資産収益率と資産の大きさに分けることが出来る。こうすることによってどちらの変動を通して変化しているのか要因ごとに分解することが出来る。また、資産収益率として CFROI という指標を用いることがある。この指標はキャッシュフローを使っており、ROA や ROE に比べ企業価値算出法に近いという点が挙げられる。並びに、CFROI は長期のリターンを反映するという点でも、より企業価値算出法に近いと考えられる。

20

上述より企業価値を高めるには CFROI を高めるか資産を大きくするかということになる。なお、CFROI は ROA・ROE と類似しているので売上高利益率や資産回転率を高めることも有効である。

25

次に、企業価値評価の鍵となる長期業績予想について述べていく。ここで重要なのは企業自身の中長期の経営ビジョンである。企業の財務目標や経営戦略、ミーティングから得た情報を企業価値向上に資する戦略か分析する。この際のポイントは戦略妥当性評価・執行力評価である。これら进行评估するうえで企業

30

経営者とのミーティングは非常に有効である。経営課題の共有や問題解決に向けた取り組みの議論が出来るからである。また、経営者とのミーティングにおいて経営者の姿勢や経営意欲に加え、企業が現在置かれている環境認識を確認することで長期業績予測を作成する。長期業績予測作成に関しては、企業の ESG に対する取り組みも重視することが出来る。なぜならこの ESG は株主価値と別個に考えられるものではなく、幅広いステークホルダーへの目配りや価値創造は収益力や財務的競争力を高め、結果的に持続的に経済を高めるものであるからだ。ESG 情報は財務情報としての長期業績予想へのインプットに用いるのみならず、アウトプットとしての CFROI などの予想が長期的に持続可能かどうかを判断する材料としても重視することが出来る。これはたかい CFROI や資産成長率を維持するには、株主を含めたステークホルダー全体とのバランスのとれた関係構築が不可欠と考えられるからである。

第3節 ESG 情報の重要性

次に、ESG 情報に代表される非財務情報が、資産運用の世界でどのように利用され、投資判断に活かされているかを見ていく。

長期業績予想を行うにあたっては、財務情報だけでは不十分であり、非財務情報に対する見識・分析が必須となる。これは、企業との対話を重視しそれを通じて得られる非財務情報を、企業分析や企業分析に活かす必要があるからである。ESG の評価のポイントはその企業の環境・社会・ガバナンスの三つに分けられる。環境面では、自社の環境問題を強みとし、株主価値向上につなげているかどうか、社会面では企業行動の倫理性、従業員・ステークホルダーとの一体性、ガバナンス面では、株主価値を持続的に向上させる経営陣、経営の仕組みが評価のポイントになってくる。これらを総合的に評価し、ESG 要因を自社の強みにして株主価値向上につなげているかどうかはその企業に対して長期業績予想をするうえで大事なポイントになる。

非財務情報を株主価値向上という視点から捉え評価し、企業の持続的な業績成長を見極める。つまり、評価が高い企業は高い確信度をもって中長期の業績成長を想定できることになる。今後、経済のグローバル化や、環境問題の深刻化などによる経営環境の大きな変化、企業の社会的責任やステークホルダーへ

の配慮意識の高まりなどから、長期業績予想において ESG 情報の重要性がより高まっていくといえるであろう。

第 4 節 企業価値向上の実例

- 5 ここからは企業価値向上の実例としてカルビーの企業価値向上を見ていく。カルビーは国内スナック市場の 5 割超の市場シェアを握るガリバー企業であったが 2008 年度の営業利益率は 3% 近辺と低水準にとどまっていた。しかし、2009 年に松本 CEO が就任してからは、まず徹底的なコスト削減を行った後、各
- 10 ステークホルダーに投資を行い、市場を通して回収している。これは、どうい
- うことかということ、商品の生産工程で生じる無駄をなくしコストを下げるこ
- によって浮いたお金を、商品の売価を下げるという投資で消費者の満足度を高め、その結果、市場シェア向上を果たし投資の回収を行ったということである。

図 5-4



15

(http://www.calbee.co.jp/ir/pdf/2014/kessansetsumei_20140513.pdf より引用)

図 5-2 「カルビーの業績推移」



(<https://www.stockclip.net/companies/269>より引用)

5 コスト削減を原資に商品の価格を下げるにより、短期的な収益にも配慮し、市場シェア拡大を通じて中長期的な収益性を高めている点、仕入れ先からの全部調達や販売先への応援体制の充実で調達や販売面での好循環が実現している点、従業員へのインセンティブ付与で社員の前向き感を醸成している点など、各ステークホルダーに対する戦略的な投資を上手く回収に結び付け、持続的な成長につなげている。収益性の改善を通じた株価の情緒で株主満足度も高

10 めている。

松本 CEO は「顧客・取引先から、次に従業員とその家族から、そしてコミュニティから、最後に株主から尊敬され、称賛され、そして愛される会社になる」とのグループビジョンを明確化しており、これはまさに長期投資家が求めている「ESG のバランスに配慮した持続的な成長」を理念として掲げ、理想的な形

15 で実践している企業といえる。

第 5 節 対話の具体的な方法

ここまでは企業価値を向上させるために機関投資家が配慮している指標を見てきた。これを企業側に投資家側からの評価として伝えなければ投資家が企業

価値を高めるのに関与したことにならない。昨今では、企業の持続的な企業価値創造に向けた企業行動の在り方が議論され、投資家と企業の対話を促進する取り組みが行われているが、果たして投資家と企業側の対話を行う環境は整っているのだろうか。対話自体は行われていると思うが建設的な対話を行うのには不十分と言えるだろう。投資家と企業の対話は、主旨文にあるモノ言う株主の増加と企業価値向上には欠かせないと考えられる。ここでは、機関投資家側が対話を有効に機能するための行動を提案していく。

ではまず、機関投資家に求められることは何なのかを考えていく。経営者にとっては機関投資と対話すること自体が時間をとってしまうことになるので、機関投資家としてはその時間を実りあるものにしなければならない。そのためには以下の六つの点が挙げられる。

(1) 対話にふさわしい実力を備える

具体的には、企業価値評価、財務・会計、コーポレートガバナンスなどに関する専門家としての十分な知識、投資先企業・業界などに関する深い理解が求められる。

(2) 入念な準備をする

企業が前もって開示している資料はあらかじめ入手し、それを活用し企業価値評価に必要な分析を済ませておくべきである。さらには、実際に企業価値の評価を行い、投資家目線の企業の課題などについてポイントを整理しておくことで有効な対話になるであろう。

(3) 対話にふさわしい議題を用意する

議題は、経営ビジョン、戦略など、企業価値の持続的拡大に関する確信度を高めるために必要なポイントに絞るべきである。また、議論では投資家側から見た経営戦略の評価、経営の課題などについてはしっかりと伝え、企業価値を向上させるという視点で経営者と建設的な対話ができるように準備することが重要だ。企業の経営戦略に賛成の立場ならばその旨を伝えるのも円滑に議論を進めるうえで必要な行為だが、対話の成果はすぐに現れるものではなく、経営者も短期利ざや狙いの投資家の質問には、建設的な対話の意義を見出しにくいであろう。

(4) 価値観の共有化に努める

機関投資家は、決して経営者と対峙する存在ではなく、「企業価値の持続的向上」という同じゴールを共有する存在であることを理解してもらう必要がある。認識の相違が生じがちな企業価値の解釈については、投資家側の考え方を伝え、
5 理解してもらうことが重要である。また、企業価値の向上を持続的に実現できるのであれば、結果的にあらゆるステークホルダーに経済的恩恵をもたらすことが出来るということまで理解してもらう必要がある。

(5) コミュニケーション・スキルを磨く

投資家が企業と対話を行い、共感を得るためには、内容はもちろんだが、
10 企業に対話をしたいと思ってもらうコミュニケーション・スキルが必要となる。企業の状態を考慮せずに投資家本位の自説を主張するだけでは、建設的な対話などできるわけがない。まずは、企業の経営の考え方、価値観を理解し、尊重するという姿勢が必要であろう。そのうえで、企業の置かれた状況を考慮しながら、対話を進化、発展させていくスキルが必要だ。長期投資の姿勢で臨んで
15 いると、当初設定していた目的のある部分も中身が進化していき、異なった解決策が必要となり、外部環境に合わせた変化を余儀なくされることも出てくるであろう。この意味では、常に企業側に問いかけるという姿勢で企業側と新たな改善ポイントを共有化し、継続的に対話を行っていくことが出来れば、持続的な企業価値の拡大に繋げることができる確度も高まっていくであろう。

20

以上の点が企業との対話する際に投資家が留意すべきポイントであり、これを用いれば企業との友好的な関係性を構築することが可能であり、お互いに意見を交わしあい、対話における議論の活性化が図られる。

25 終章

1990年代前半にバブルが崩壊したことで、証券市場は大きな変化が起こった。日本国内の株式所有構造は、銀行を中心とする持ち合い株式の比率が低下し、海外機関投資家の持ち株比率が高まっていったのである。それとともに、海外機関投資家の日本企業に対するモノ言う株主としての影響力が高まっていった。

30 モノ言う株主が増える中で第2章と第3章で述べたように、機関投資家と企

業との対話を実施することで日本産業の活性化を目的としたスチュワードシップ・コードを通じて、コーポレートガバナンスを改善し、機関投資家の中長期ベースの投資を促すことで、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ことが期待された。

- 5 そこで我々は証券市場の活性化を「モノ言う株主の増加と企業価値の向上」ととらえ、第4章と第5章では様々な提案をしてきた。

社外取締役と執行役員制度の導入に関しては、導入目的や役割を明確にし、それをうまく活用することで取締役会の活性化を促進し企業価値の向上につながることを提案した。

- 10 第5章では現状の指標を用いて企業の価値を見ていき、今後の方針について対話を通して決めていくといった、対話のあり方を提案した。

以上のように、証券市場の活性化に関しては企業側と株主側で考えて論じてきた。今後、国内の証券市場を活性化させるためには企業と機関投資家の双方の努力が必要であり、2つのコードをコンプライアンスするだけでなく適切

- 15 に活用していくことが大切だと考える。

参考文献

- ・伊藤邦雄、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）最終報告書」
20 <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>
(2017年9月21日アクセス)
- ・伊藤邦雄、2016、「構造改革徹底推進会合企業関連制度改革・産業構造改革会合・改革の成果と今後の課題」
25 http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo_saihen_dai1/siryou3.pdf (2017年8月17日アクセス)
- ・各付投資情報センター、2016、「点検ガバナンス大改革」、日本経済新聞社
・株式会社 東京証券取引所、「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況<確報>」、shozihome.or.jp (2017年9月13日アクセス)
- 30 ・北川哲雄、2015、「スチュワードシップとコーポレートガバナンス」、東洋経

済新報社

・金融庁、2016、「企業の『稼ぐ力』の持続的な向上に向けたコーポレートガバナンス改革の取組み」、

www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo.../siryou5

5 .pdf (2017年7月11日アクセス)

・経済産業省、2016、「CGS研究会(コーポレート・ガバナンス・システム研究会)(第7回)-議事要旨」

www.meti.go.jp (2017年10月20日アクセス)

10 ・武井一浩(編著)、2015「コーポレートガバナンス・コードの
実践」、日経BP社

・内閣府政策統括官、2002、(経済財政-景気判断・政策分析担当) 「不良債権の処理とその影響について-バランスシート調整の影響等に関する検討プロジェクト-」

www5.cao.go.jp/keizai3/2001/0628furyousaiken.pdf (アクセス日10月2日)

15 ・中村巖・田村達也、全国社外取締役ネットワーク、2004、「〈社外取締役〉のすべて 役割は何か/担い手はだれか」、東洋経済新報社

・西川奉仕・羽瀬森一、三菱UFJ信託銀行、2015、「社外取締役の導入と企業価値」

www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf

20 (2017年9月12日アクセス)

・日興リサーチセンター、2016、「日本経済と資本市場: 企業と投資家のガバナンスがもたらす変化」、東洋経済新報社

・日本証券取引所グループ jpx.co.jp

・日本取締役会、2014、「社外取締役・取締役会に期待される役割について」

25 www.jacd.jp/news/odid/140307_01report.pdf (2017年9月22日アクセス)

・浜辺陽一郎、2001、「執行役員制度-導入のための理論と実務-」、東洋経済新報社

・日立製作所、2017、「効率性の指標: 株主・投資家向け情報」、

www.hitachi.co.jp/IR/financial/efficiency/index.htm

30 (2017年9月30日アクセス)

- ・堀江貞之、2015、「コーポレートガバナンス・コード」、日本経済新聞出版社
 - ・円谷 昭一、2014、「外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR」
www.cm.hit-u.ac.jp/~tsumuraya/data/pronexus_no08_201401.pdf
(2017年10月13日アクセス)
- 5
- ・山本憲央、2014、「スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略」、中央経済社
 - ・吉田春樹、2000、「執行役員」、文春新書
 - ・渡辺孝、2012、「不良債権問題の現実」
C050049000210.pdf (アクセス日 10月2日)
- 10
- BIZHINT、2017、「日本的経営」
<https://bizhint.jp> (2017年7月11日アクセス)
- ・SMBC日興証券、「初めてでもわかりやすい用語集—機関投資家—」
www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/ki/J0092.html
(2017年7月15日アクセス)
- 15
- ・Stockclip、2017、「良品計画・ROE推移」
<https://www.stockclip.net/companies/2445> (2017年10月12日アクセス)