平成29年度 証券ゼミナール大会

第5テーマ Aブロック 「機関投資家の投資行動と証券市場」



東洋大学

東洋大学 中澤ゼミナール 岡倉班

要旨

5

10

20

日本の株式市場では、機関投資家の株式保有比率が増加している。株主は持ち株数に応じて会社の経営に関わることのできる議決権を持つことになるため、機関投資家は会社を左右する存在となり、証券市場に大きな影響を与えるようになった。そのため、株式を所有する機関投資家と株式を発行する企業のあるべき姿を考えることが重要となっている。

私たちは、機関投資家のあるべき姿として、スチュワードシップ責任を果たすことを掲げた。その責任を果たすために、機関投資家はエンゲージメント、エスカレーション、ウォールストリートルールに基づく退出という一連の投資行動を通じてもの言う株主になる必要がある。一方、企業のあるべき姿は、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮し、企業価値を向上させることとした。そのために企業は実効的な取締役会を運営し、企業価値を中長期的に向上させていくことが求められる。

15 しかし、取締役会の実効性評価についての独自に分析を行った結果、企業は 実効的な取締役会の運営ができてないということがわかった。その理由として 機関投資家によるエンゲージメントを通じた一連の投資行動による企業への圧 力がかけられていないからであると私たちは考える。

企業への圧力がかけられていない原因には、機関投資家と企業それぞれに問題がある。機関投資家、特に企業年金基金はエンゲージメントにコストがかかるため、もの言う株主になれていない。企業には、情報開示制度が複雑であるため、エンゲージメントに必要な企業の非財務情報の開示が不足している。

そこで、企業には情報開示の複雑さを解消するために事業報告及び計算書類等と有価証券報告書の一元化を提言する。一元化により情報開示にかかるコストを削減することができ、非財務情報の開示を促進させることができると考える。機関投資家にはエンゲージメントオーバーレイサービス (EOS) を利用した集団的エンゲージメントを提言する。EOSを利用することでエンゲージメントにかかるコストを削減でき、企業年金がもの言う株主になることができると考える。これらの政策を通じて、もの言う株主の増加と中長期的な企業価30 値の向上を達成し、証券市場を活性化させる。

目次

	第 1 章 証券市場における機関投資家と企業	4
	第 1 節 機関投資家が証券市場に与える影響	4
	第1項 現状の株式保有構造	4
5	第2項 機関投資家が株価に与える影響	5
	第 2 節 SS コードと CG コード	7
	第 1 項 英国版 SS コードと日本版 SS コード	7
	第 2 項 英国版 CG コードと日本版 CG コード	11
	第3節 証券市場の活性化	12
10	第1項 機関投資家と企業のあるべき姿	12
	第 2 項 機関投資家と企業における車の両輪関係	13
	第3項 コーポレート・ガバナンスの強化と取締役会の実効性評価.	14
	第2章 エンゲージメント増加に向けての課題	21
	第 1 節 企業年金基金におけるエンゲージメントコスト	21
15	第2節 企業における非財務情報の開示不足	27
	第3節 政策に向けた課題	31
	第 3 章 政策提言	33
	第1節 企業の情報開示	33
	第1項 情報開示の必要性	33
20	第 2 項 事業報告及び計算書類等と有価証券報告書の一元化	34
	第3項 対話に向けた非財務情報の開示	37
	第 2 節 エンゲージメントオーバーレイサービス (EOS) を利用した st	集団的
	エンゲージメント	38
	第 1 項 EOS とは	38
25	第 2 項 EOS によるエンゲージメント事例	40
	第3項 集団的エンゲージメントにかかる法的論点の整理	42
	第 4 項 EOS の実現に向けて	45
	終章	46
	参考文献・URL	47

第1章 証券市場における機関投資家と企業

機関投資家の株式保有割合が増加したことを受け、証券市場における企業と機関投資家のあるべき姿が問われている。本章では機関投資家と企業のあるべき姿として、もの言う株主になることと中長期的な企業価値の向上を挙げ、証券市場の活性化には両者があるべき姿になることが必要であると述べる。しかし、企業では取締役会の実効性が確保されていないことを独自の分析によって示し、現状の機関投資家と企業はあるべき姿になれておらず、証券市場の活性化がなされていないことを指摘する。

10 第1節 機関投資家が証券市場に与える影響

第1項 現状の株式保有構造

15

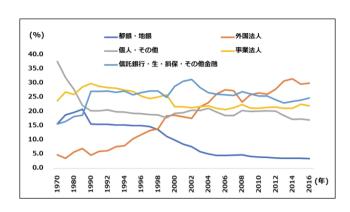
日本の株式市場では、戦後間もなくからバブル期まで銀行を中心とする株式の持ち合いが行われていた。しかしバブル崩壊後、銀行の株式保有比率は減少し続けた。不良債権処理の損失を補うなどの目的で保有株式の削減を進めていたと考えられる。また、2001年に銀行の株式保有を直接的に制限する「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」が制定され、日本銀行等による株式取得が行われたこともあり、銀行の株式持ち合いの解消は大きく進展した。

銀行が売却した株式の最終的な受け皿となったのが、外国法人を代表とする機関投資家である。図表 1 からわかるように特に海外機関投資家の保有比率が20 増加していることがわかる。

図表 1 各主体の株式所有構造の変化

5

15

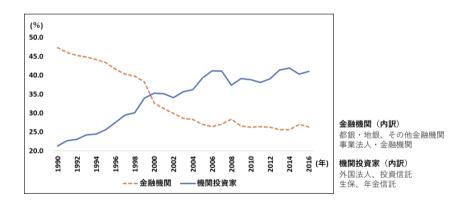


出典:「2016年度株式分布状況調査」・日本取引所グループ・2017年より作成 http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-

equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf>

それに伴い、図表 2 からもわかるように国内外の機関投資家の株式保有比率 が増加しており、日本企業の株式所有構造が大きく変化している。

10 図表 2 金融機関と機関投資家の株式所有構造の変化



出典:「2016年度株式分布状況調査」・日本取引所グループ・2017年より作成
http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf

第2項 機関投資家が株価に与える影響

このように外国法人を含む機関投資家は、市場における 40%以上の株式を所有しており、株式価格における影響力はかなり大きいものになってきている。

日本銀行は 2016 年に金融緩和政策の一環として買い入れを行っている上場投資信託 (ETF) の年間購入額を 3.3 兆円から 6 兆円に倍増すると発表した。また、世界最大の機関投資家とも称される年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は、2014年に日本株の保有比率の目安を 12%から 25%に高める運用に改めた。このことから日本銀行、GPIF の日本株保有比率は今後より一層増大することが予想される。

野村証券の試算では、日本銀行の ETF 買いの日経平均株価の押し上げ幅は 1 回あたり約 30 円であり、買い入れ増額後の累計では、約 1,700 円押し上げられたとされている。このように、日本銀行のみでも株式の価格に大きな影響を与えており、日本企業の株式を保有する機関投資家すべてを考慮すると、さらなる影響を与えることが考えられる。

第3項 機関投資家と企業の関係

10

20

25

機関投資家の保有比率が多くなっていくにつれて、機関投資家が企業に与え 15 る影響も、大きなものとなってきている。2017年3月末時点においてはGPIF のみで日本の上場企業の半数以上にあたる約2,000社において、保有比率が上 位10位の大株主となった1。

もともと株主には、剰余金の配当を受ける権利(剰余金配当請求権)、残余財産の分配を受ける権利(残余財産分配請求権)、株主総会における議決権の3つの権利が会社法によって認められている。特に株主総会における議決権は、会社の経営に関わることのできる権利であり、投票数は持ち株数に比例する。つまり、より多くの株式を持つ株主ほど会社の経営に大きな影響力を持つことになる。したがって機関投資家は大株主になることによって、前述した権利、特に株主総会における議決権をより行使しやすくなり、その影響力によって会社の経営を左右するようになった。

¹ 日本経済新聞「GPIF、2000 社の大株主 日本の上場企業の半数超 トヨタなど 保有額増加」2017年7月15日付

第 2 節 SS コードと CG コード

5

10

15

20

25

第1項 英国版 SS コードと日本版 SS コード

機関投資家の株式保有比率が上昇してきたことによって機関投資家が証券市場や企業に与える影響が大きくなってきた。そこで機関投資家の投資行動について考えることが要求された。

従来の機関投資家は、受託者責任を果たすべきであるとされていた。受託者 責任とは、受託者(機関投資家)がその地位や職責にふさわしい一般的な知識 に基づいて払うべき「善管注意義務」のことであり、民法第 644 条に規定され ている。また、受益者(顧客、年金加入者)の利益は投資の長短にかかわらず 最大化すべきであるとされている。

この受託者責任の考えのもと、従来の機関投資家の企業に対する規律付けは保有株式の売却や買収による脅威によって行われていた。しかし 1980 年後半になると、アメリカで大規模な年金基金の株主提案権行使という株主アクティビズムと呼ばれる形でコーポレート・ガバナンスに関与するようになった。株主アクティビズムの始まりは 1987 年にアメリカの公務員公的年金基金である CalPERS が買収防衛策のひとつであるポイズン・ピル規定に反対する株主提案であった。1990 年代後半以降は、コーポレート・ガバナンスの中心である取締役会に関する提案が増加した。このような大規模な年金基金による株主提案は得票率が過半数を超えるものもあり、会社経営者は機関投資家と話し合う必要性を認識し始め、機関投資家との対話に応じ始めた。経営者が機関投資家との対話に応じるようになったことから、機関投資家による株主提案権の行使や委任状闘争という強硬手段の必要性は低下し、経営者との対話が主流になった。このような株主アクティビズムは企業パフォーマンス向上に関して限定的に有意に正の関連がみられるが、総体的には必ずしもそうではなく、機関投資家の声を伝える役割であったと考えられる2。

2000 年代にはヘッジファンドが株主アクティビストとして活動するようになり、「ヘッジファンド・アクティビズム」として注目されるようになった。ヘッジファンド・アクティビストは企業の議決権を行使して株主価値の極大化を

² 三和(2016)

目的としており、株式公開買い付けや企業の経営戦略の見直しを要求するだけでなく、ドイツ証券取引所とユーロネクストの合併を要求するなど、国際的な活動も活発になっている。

ヘッジファンド・アクティビズムの効果に対する研究は多数存在するが、意 見が分かれている。Klein and Zur(2006)、Bray et al.(2006)では、Schedule 5 13D という、日本では大量保有報告書に相当する書類が提出された後、株価パ フォーマンスとして累積超過リターンがみられると述べている。また、 Clifford(2007)ではヘッジファンド・アクティビズムと ROA に正の相関がある と述べており、ヘッジファンド・アクティビズムには一定の効果を見込めると 10 考えられる。一方で、加藤(2016)では「長期的に観察して対象会社の株価に正 の超過収益率が生じたことを発見した研究においても、研究対象となったサン プルのかなりの割合で対象会社に負の超過収益率が計測されている」(「株主ア クティビズムの健全化、短期主義への対抗(1)-アメリカ」・加藤貴仁・2016 年・7ページ)とし、企業の長期的な収益が減少していることを指摘した。ま た、アクティビストの行動と企業の業績が向上に有意に正の相関関係が確認で 15 きたケースに対し、ヘッジファンドの行動によって業績が向上したのではなく、 業績が向上する企業をヘッジファンドが選択している可能性もあると述べ、ヘ ッジファンド・アクティビズムに対し、否定的な姿勢を示している。それに加 え、ヘッジファンド・アクティビストは純粋に短期的な株主利益のみを目的と 20 しているため、その他のステークホルダーや既存の株主とも利害対決を生む可 能性があるとして問題視された。Coffe and Palia(2016)では、アクティビスト の行動によって短期的に対象会社の株価は大幅に上昇し、ヘッジファンドは高 値で売り抜けることができるが、他の株主は長期的に対象会社の収益力の減少 という不利益を被るという状況が発生するとして、ヘッジファンド・アクティ ビズムに批判的な立場を示している。ヘッジファンド・アクティビズムは、企 25業に対しても長期的視点で見た場合に企業を不健全な方向へと向かわせる可能 性もあると指摘された。企業支配や国家にまで関与するヘッジファンドの行動 は国際的にその影響力が懸念されるようになった。これを受けて、機関投資家 は短期的な株主価値の追求ではなく、企業の長期的繁栄、経済全体や地球規模 30 の環境問題などにも関心を払い、受託者責任を果たさなければならないという

議論がヨーロッパを中心に起こった。

5

10

15

イギリスではこのアクティビズムの流れを受け、短期視点の投資を防止する ために、20年以上にわたって機関投資家に対してコーポレート・ガバナンスに 関与することが求められてきた。1992年のキャドバリー報告書において、すで に機関投資家が取締役に対しての情報開示請求や、経営者との対話、議決権の 積極的行使などを行うことが期待されていた3。また、最終投資家のためには、 長期視点での運用が必要であると述べられており、今までの長短を問わない投 資から、長期視点での投資が必要であるとされた。1998年のハンペル報告書、 2001年のマイナース報告書においても、機関投資家の長期的視野を持った投資 行動の必要性が述べられている45。このようにハンペル報告書、マイナース報 告書では、今まで述べられてきた受託者責任が長期的な視野に限定された「ス チュワードシップ責任(SS責任)」が勧告されている。また、2009年に作成さ れたウォーカー報告書では、最終受益者の求めるリターンと長期的パフォーマ ンスの改善は機関投資家のエンゲージメント(対話)によって達成されるとし ており、機関投資家が企業に対して行うエンゲージメントが求められた6。エン ゲージメントとは、株主アクティビズムの際に確立した対話という手法を通し て企業や社会全体の長期的な利益を追求するために、機関投資家が企業経営に 関与することを意味する。これは短期的な株主利益を極大化するヘッジファン ド・アクティビズムとは対称的な手法であるといえる。

20 ハンペル報告書、マイナース報告書、ウォーカー報告書によって 2010 年に 機関投資家の規律を定めるスチュワードシップ・コード (英国版 SS コード) が制定された。さらに 2012 年にケイ報告書が発表され、最終投資家の利得だけでなく、投資先企業の繁栄にも焦点を当てることが必要であることが述べられた7。ケイ報告書の勧告を受け、2012 年に機関投資家をアセットオーナー (資産保有者) とアセット・マネジャー (資産運用者) に明確に区別するなどの改

³ Cadbury(1992)

⁴ Hampel(1998)

⁵ Myners(2001)

⁶ Walker(2009)

⁷ Kay(2012)

正が行われた。

英国版 SS コードの特徴として「コンプライ・オア・エクスプレイン」と「プリンシプルベース・アプローチ」が挙げられる。「コンプライ・オア・エクスプレイン」とは現在世界各国で用いられているアプローチ方法であり、コードにおける原則を実施するか、実施しないかを表明し、実施しない場合にはその理由を説明するというものである。これにより、コードの各原則を自らの個別事情に照らして、実施することが適切でないと考えた場合には、実施しない理由を十分に説明することによって、一部の原則を実施しないことも可能であり、柔軟性のあるものとなっている。また、イギリスの Financial Reporting Council では「コンプライ・オア・エクスプレイン」に対して、柔軟性、実質性、コスト負担の軽減などの面で、高い評価を示している。「プリンシプルベース・アプローチ」とは抽象的な原則について、関係者が、その趣旨や精神を確認し、自らの活動が形式的な文言や記載ではなく、その趣旨や精神を確認し、自らの活動が形式的な文言や記載ではなく、その趣旨や精神に照らして真に適切であるかを判断するものである。

15 日本では、英国版 SS コードをもとに日本版スチュワードシップ・コード8(日 本版 SS コード)が制定された。日本版 SS コードにおいても「機関投資家が、 投資先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、当該企業の価値向上や持続的成長 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 20 任」が挙げられ、スチュワードシップ責任として明記されている。こういった 部分からも、英国版 SS コードの流れを受けていることがわかる。また、この コードは3年を目途に定期的に見直すことが期待されており、制定から3年経 過した 2017年 5月に改訂された。2017年の改訂では、イギリスの改正と同様 にアセットオーナーとアセット・マネージャーの区別がつけられた。また機関 25 投資家と投資先企業の対話において、単独で行うほか、必要に応じて他の機関 投資家と協働して対話を行うこと(集団的エンゲージメント)が有益な場合も あり得るとしたことも、2017年の改訂のなかで注目されるべき点である。

以上のように、これまでもの言う株主に関して様々な議論がなされてきた。

⁸ 金融庁(2014) 「『責任ある機関投資家』の諸原則 《日本版スチュワードシップ・コード》 ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」

その中で私たちの目指す証券市場の活性化には、中長期的な企業価値の向上と、 もの言う株主の増加が求められているため、もの言う株主は中長期的な企業価値向上に資する存在でなければならない。そこで私たちは機関投資家にもの言う株主という役割を求め、もの言う株主を、エンゲージメントを行う機関投資家とする。

第2項 英国版 CG コードと日本版 CG コード

5

10

15

20

日本版 SS コードでは、投資先企業とのエンゲージメントを通じて投資先企業の持続的成長を促すことにより中長期的な投資リターンの拡大を図ることを目的としている。中長期的な投資リターンの拡大を達成するために、企業には経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図ることが求められている。また日本再興戦略改訂 2014 においては、日本企業の「稼ぐ力(=収益力)」を強化するためにコーポレート・ガバナンスの強化が求められた9。これらを踏まえ、2015 年に東証と金融庁によってコーポレートガバナンス・コード (日本版 CG コード) が制定された10。

そもそもコーポレート・ガバナンスは企業の不祥事や破綻等、企業と株主の利害が一致しないことによって発生するエージェンシー問題を防止するために導入されたものである。イギリスにおいても企業による不正会計への対応からコーポレート・ガバナンスの議論が行われた。1992年に不正会計の問題に対処するためにキャドバリー委員会が設置され、キャドバリー報告書がまとめられた。キャドバリー報告書では「コンプライ・オア・エクスプレイン」に基づき企業が自らに対して最善であると思う規範を提示するというアプローチ方法を導入した。

25 イギリスにおいて、不正会計の問題に続いて経営者報酬への関心が高まったことから、経営者報酬を検討する委員会が設置され、1995年にグリーンブリー報告書がまとめられた。この委員会でも「コンプライ・オア・エクスプレイン」

⁹ 首相官邸(2014) 「『日本再興戦略』改訂 2014―未来への挑戦―」 10 東京証券取引所ほか(2015)「コーポレートガバナンス・コード~会社の持続的 な成長と中長期的な企業価値の向上のために~」

のアプローチ方法を採用し、報酬委員会の設置や株主に対する詳細な情報開示についての勧告が行われている。キャドバリー報告書とグリーンブリー報告書を受け、報告書の内容の実施状況をレビューするために 1998 年にハンペル報告書が作成された。ハンペル報告書ではキャドバリー報告書とグリーンブリー報告書の最善慣行規範を踏まえ、コーポレートガバナンス原則を提示した。1998 年にはロンドン証券取引所においてコーポレートガバナンス・コードの前身である統合規範が上場規則の一部となった。また、統合規範の特徴として英国版 SS コードと同様に、「コンプライ・オア・エクスプレイン」と「プリンシプルベース・アプローチ」が挙げられる。

10 日本では所有と経営の分離から発生するエージェンシー問題を防止するために、イギリスやフランス、ドイツなどのコーポレートガバナンス・コードを参考に日本版 CG コードを制定した。また前述のように、日本再興戦略によって稼ぐ力を取り戻すためにコーポレート・ガバナンス強化の必要性が述べられていることから OECD 原則を参考にした「攻めのガバナンス」の側面を持ち合わせている。エージェンシー問題の防止という側面は攻めのガバナンスと比較して「守りのガバナンス」と言われている。日本版 CG コードは英国版 CG コードを参考にしているため「コンプライ・オア・エクスプレイン」と「プリンシプルベース・アプローチ」という手法が採用されている。

20 第3節 証券市場の活性化

5

25

第1項 機関投資家と企業のあるべき姿

日本では、エージェンシー問題の防止だけではなく、経済発展のために日本版 SS コードと日本版 CG コードが導入されたという一面も存在する。日本版 SS コードでは、経済発展のために機関投資家と企業がどのような責任を果たさなければならないのか、あるべき姿が述べられている。機関投資家は、投資 先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」などを通じて当該企業の企業価値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 SS 責任を果たすことが求められている。

30 この責任を果たすための方法として、エンゲージメント、エスカレーション、

ウォールストリートルールに基づく退出を挙げる。まず機関投資家は、株主総会前に企業とミーティングを持ち、意見交換を行う。これがエンゲージメントである。様々な議論をする中で、ある重大なテーマについて企業と同意に至らなかったとした場合、議決権行使においてその取締役や経営者などに対し、反対票を投じる。この時企業に対しては、反対理由などを通知し、それをきっかけに企業との対話を進めていく。これがエンゲージメントの次の段階であるエスカレーションである。それでも企業と同意に至らなかった場合は、その企業の株式を売却することで投資家としての意見を、株式市場を通じて間接的に経営者に伝えるウォールストリートルールによって退出することで機関投資家の意見を企業に効率的に伝えることができると考えられる。

5

10

15

20

企業には、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮し、企業価値を向上させる責任を果たすことが求められている。渡邊(2015)では、取締役会はその企業の経営戦略、重要な業務、人事、取締役の報酬などの中枢事項を決定する重要な機関であり、その実効性を高めることは企業の信頼を高めるとして重要であると述べている。つまり取締役会が実効的になることで企業の信頼や期待も高まり、それが企業価値の向上につながると考えられる。日本版 CGコード原則 4-11 においても取締役会の実効性確保のために、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よく備え、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されている。そのため、企業は実効的な取締役会を運営し、企業価値を中長期的に向上させていくことが求められている。

第2項 機関投資家と企業における車の両輪関係

25 私たちは機関投資家が SS 責任を、企業が中長期的に企業価値を向上させるという責任を果たしていくことで、もの言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上という証券市場の活性化が達成できると考えた。機関投資家は SS 責任を果たすために、エンゲージメントなどによって企業に意見表明することを求められているため、これを達成することによって機関投資家はもの言う株主と30 なることができると考えられる。また企業には取締役会が経営陣による執行を

適切に監督しつつ適切なガバナンス機能を発揮することによって企業の中長期的な企業価値の向上を図ることが求められており、中長期的な企業価値の向上は取締役会を実効的なものにすることで、企業の信頼や期待を高め、企業価値の向上が達成できると考えられる。つまり、証券市場の活性化には機関投資家が対話などを通じて企業に働きかけ、企業はそれを受けてよりよい経営を目指すことが必要であり、この両者が相互に作用することで証券市場の活性化が達成されると考えられる。

機関投資家と企業が相互に作用することは日本版 SS コードと日本版 CG コードにおいて「車の両輪関係」であるといわれ、重要視されている。伊藤レポート(2014)¹¹においても、質の高いエンゲージメントによって企業と機関投資家の間に存在する他方に対する先入観や決めつけ、懸念を払拭し、相互の信頼関係が構築できると述べられている。また金融庁(2016)においても、企業は中長期的な視点に立った経営戦略のもと、設備投資や研究開発投資、人材投資などを行い、機関投資家はこうした企業の取り組みを促していくように経営戦略を含む諸課題について建設的な対話に取り組むことが求められている。これらのことから、企業は中長期的に企業価値を向上させること、機関投資家はもの言う株主になることが求められており、両者は求められている姿になるための取り組みを行わなければならないのである。しかし、主旨文でも述べられているように、現状日本の証券市場は停滞しており、もの言う株主は十分にその機能を果たしているとは言えず、企業の中長期的な価値向上も実現していない。

10

15

20

25

第 3 項 コーポレート・ガバナンスの強化と取締役会の実効性評価

渡邊(2015)では、取締役会はその企業の経営戦略、重要な業務、人事、取締役の報酬などの中枢事項を決定する重要な機関であるため、コーポレート・ガバナンスの改革、強化を図るためには取締役会の実効性を向上させることが最大のテーマであると述べられている。日本版 CG コードにおいても取締役会等の責務に関して基本原則 4、原則 14、補充原則 19 計 34 の原則が定められており、コードの総数 73 の半数に迫るほど多くの原則が存在することから、取締

¹¹ 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)」

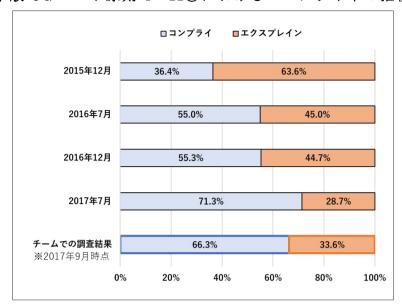
役会を重要視している姿勢がうかがえる。これらの原則の中で原則 4-11③は特に重要であるといわれている。渡邊(2015)では取締役会評価は、取締役会の評価という事実上の事象を指すことではなく、日本版 CG コードによって導入された取締役会の実効性を確保、向上させるための制度を指す概念であると述べられている。また樋口・山内(2016)では取締役会がその役割責務を実効的に果たすためには取締役会全体が実効的に機能しているかということに関して定期的に検証を行い、その結果を踏まえ、問題点の改善や強みの強化等の適切な措置を講じていくという継続的なプロセスが有用であるとしている。渡邊(2015)では、取締役会評価こそがガバナンス改革の要であるということができると述べられており、これらのことから取締役会を実効的なものにするためには、取締役会の評価が必要不可欠であることがわかる。

そこで現状の日本版 CG コードにおいて、実効性の分析・評価とその結果の 開示が求められている補充原則 4-11③のコンプライ率 12 がどのように変化し ているかについて確認する。

15

¹² コーポレート・ガバナンス報告書において原則を実施していると回答している企業の割合

図表 3 日本版 CG コード原則 4-11③におけるコンプライ率の推移



出典:「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」・日本取引所グル ープ・2015 年 12 月末時点・4 ページ・2016 年 7 月末時点・4 ページ・2016 年 12 月末時点・4 ページ・2017 年 7 月 14 日時点・3 ページ 日本取引所グループ コーポレートガバナンス情報サービスより作成 http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001ei88-att/20160120-1.pdf

5

10

http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001xd3b-att/20160913.pdf

http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000027kxe-

att/nlsgeu0000027kzz.pdf>

http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-

att/nlsgeu000002np88.pdf>

http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do

15 2015年末ではコンプライ率が 36.4%と低かったが、年々増加していることが わかる。最新のデータである 2017年 7月ではコンプライ率が 71.3%と 70%を 超えたが、他の原則のコンプライ率がほぼ 90%以上であることを鑑みると低い 値であるといえる。

また、倉橋(2016)ではコンプライとしてカウントされている企業について、 20 実際には取締役会の実効性評価結果の開示欄に「今後実施予定である」や「検 討中である」といった内容を記載している会社が含まれている可能性が指摘さ れている。つまり、コンプライしていない企業がコンプライしていることになっており、実際より高いコンプライ率が示されている可能性がある。そこで私たちは原則 4-11③がコンプライ・オア・エクスプレインの対象となっている東証 1 部 2 部上場会社、計 2,554 社のコーポレート・ガバナンス報告書を 1 社ずつ見ていき、本当にコンプライしているのかについて分析を行った。その結果図表 3 のように、日本取引所グループが同時期に調査した結果であるコンプライ率 71.3%を下回る、コンプライ率 66.3%という値が得られた。つまり、倉橋(2016)において指摘されていたことが実際に発生しているということである。私たちが分析した際に、倉橋(2016)で指摘されているように評価の開示欄に実施しない理由を記載している企業がみられたため、このような分析結果が得られたと考える。

5

10

また、実効性の評価と分析結果の開示欄に各企業が行った評価の詳細が記載されているが、企業ごとに詳細の度合いが異なる。ある企業は調査の時期、取締役会に行ったアンケートの内容とその結果、現在の取締役会が問題であると感じていることなどを、詳細に記載している。一方で何が問題となっているかを1つも挙げず、定型文のように実効性が保たれているという記述のみで終わらせている企業も見られた。私たちは定型文で報告を行っている企業は実際に取締役会の評価を行っているかどうかも確認できないと考え、日本版 CG コードが求めている取締役会の実効性評価とはいえないと考えた。そこで私たちは20 2,554 社のうちコンプライしていると判断した企業において、取締役会評価の分析結果を詳細に記載している企業と定型文のような文章を記載している企業に選別し、その割合を分析した。図表 4,5 は私たちが分析の結果を詳細に記載していると判断した企業と、定型文のような記載をしている企業の一例である。

図表 4 分析の結果が詳細に開示されている企業の例

花王株式会社

11 取締役会全体の実効性についての分析・評価及びその結果の概要(原則4-11-3)

少なくとも毎年1回、取締役会において全ての取締役及び監査役による取締役会の実効性についての評価を実施し、それに基づき出席者が議論を行い、取締役会の実効性を高めるための改善につなげます。当社は、取締役会の役割・責務について取締役会全体で共有する必要があるという考えの下、取締役会に参加している監査役を含むメンバー全員が自ら意見を述べ、それらに対して自由闊達な議論を行うことによる評価が有効であると考えており、自己評価により実効性の評価を行っております。

<現状の取組内容>

- 2016年6月度取締役会において、取締役全7名及び監査役全5名から、それぞれ以下の観点を含む所感が述べられました。
- 1. 昨年度の取締役会実効性評価で指摘された課題への取り組み
- 2. コーポレートガバナンス・コードにおいて特に取締役会に期待されている視点
- (i)企業戦略等の大きな方向性の議論(基本原則4)
- (ii)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(同上)
- (iii)独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督(同上)
- (iv)株主・投資家との建設的なコミュニケーション(基本原則3.5)
- 3. 取締役会の運営全般(議事進行、議題、報告、資料、審議等)(補充原則4-12-1)
- 4. 取締役会における今後の課題
- 以下、その概要です。
- 1. 昨年度の取締役会実効性評価で指摘された課題への取り組み

中長期の成長戦略については、取締役会において、2015年に終了した中期3カ年計画K15の総括が行われた。また、2017年度を初年度とする次期中期

4カ年計画K2Oについても執行サイドの議論の詳細が適時に取締役会に報告され、それを基にその先を見据えた長期目標の方向性を含め活発な議論がなされている。さらに、中長期経営計画の実行性を高めるための人財戦略などの議論もより具体的に深めていく必要があることが共有されている。また、利益創出のための事業ポートフォリオバランスの改善、社外資源の有効活用のための外部連携推進やさらなる成長のためのM&Aについては、専門組織を設置するなどの前向きな取り組みが行われており成果が出てきている。

2. コーポレートガバナンス・コードにおいて特に取締役会に期待されている視点

(i)企業戦略等の大きな方向性の議論

取締役会では、花王はどのような会社でありたいかのビジョンを示した花王ウェイが明確に共有されたうえで、K20を達成するための大きな方向性とそれを支える具体的な数値目標、ガバナンス体制などについての議論ができている。中長期経営計画を念頭に組み立てた取締役会の年間の審議テーマ案が策定されており、毎月の取締役会の冒頭で、社長執行役員をはじめとする代表取締役自らが、執行における足元及び中長期の関心事や、事業環境等の変化や兆候と対策を報告し、大きな方向性と直近の活動が的確に関連づけられるよう工夫がなされている。また、こうした議論をさらに充実させていくことが取締役会メンバーの共通認識となっている。

(ii)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

コンプライアンス、内部統制、リスク・危機管理など適切なリスクテイクができる体制が構築されており、有効な運用が行われている。また、社外取締役及び監査役が執行サイドのリスクの計測とそれに対する備えを確認したうえで投資実行への賛否・留意点を表明することは、執行サイドがリスクを取りながら自信を持って計画を前に進めることに貢献している。

(iii)独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督

非執行の独立社外取締役が務める取締役会議長の下、社内・社外の枠を超えた活発な議論がなされ、これを社内取締役が意識して執行に取り込む努力をしている。豊富な経営経験をもつ独立社外取締役、詳細かつ具体的な社内情報を常に確保している社内の常勤監査役及び多様な経験や専門性をもつ社外監査役の連携により、適時的確な情報を前提として客観的な意見に基づいた実効性の高い監督が行われている。

(iv)株主・投資家との建設的なコミュニケーション

社長執行役員をはじめとする経営陣が積極的にIR活動を実施している。そこでは自らの言葉で説明や対話がなされ、その内容は取締役会にもフィードバックされ、投資家との双方向のコミュニケーションができている。株主総会や株主見学会においても株主と役員との質疑応答により建設的なコミュニケーションが実施されている。これらすべての場面でも相手方の理解に努めた上での対話ができている。

3. 取締役会の運営全般(議事進行、議題、報告、資料、審議等)

取締役会における充実した議論に資するため、取締役会の議題の提案の背景、目的、その内容等について、取締役会の開催前に資料を配布し、必要に応じて、取締役会の事務局より十分な説明が行われている。また、発表は予定時間の半分以下に抑え、質疑や議論の時間を十分に確保するよう議事進行がなされている。これら改善は認められるが、会議資料の内容及び説明方法についてはさらなる工夫が必要である。

4. 取締役会における今後の課題

5

人財戦略については、グローバルに事業を拡大するため、10年先を見越しての人財発掘・育成を今から進めるべく早急に手を打つことが必要である。また、花王ウェイが全社に浸透していることで実現できている合理性や全社一丸となる集中力とスピードを、多様性を取り入れた際にどのように維持し、バランスをとっていくかについては慎重な検討が必要である。グローバル化をはじめとしてさらなる成長をめざすため、子会社・孫会社への内部統制・コンプライアンスの浸透にもさらに注力していくことも課題である。

出典:「コーポレート・ガバナンス情報サービス」・日本取引所グループ・

2017年より作成

http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do

図表 5 分析の結果が詳細に記載されていない企業の例

卸売業D社

5

10

【補充原則4-11-3】

当社は、全ての取締役及び監査役に対して取締役会評価に関するアンケートを実施し、その回答の集計結果に基づいて取締役会の実効性について分析・評価を実施しました。その結果、取締役会は概ね適切に運営され、実効性が確保されていることを確認しました。なお、当社取締役会におきましては、今回の評価も参考にして、今後とも実効性の向上を図ってまいります。

電気・ガス業T社

【補充原則4-11-3】取締役会全体の実効性分析・評価結果の概要

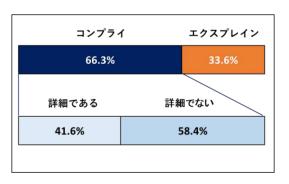
・当社では、取締役、監査役全員を対象としたアンケート調査等による評価を実施しており、評価結果は取締役会に報告し、取締役会の実効性が確保されていることを確認している。今後も、調査で寄せられた意見を参考に継続的な改善を行うことで更なる実効性の向上に努める。

出典:「コーポレート・ガバナンス情報サービス」・日本取引所グループ・ 2017年より作成

http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do

その結果、図表 6 のように定型文のような文章で報告を行っている企業が 58.4%であることがわかった。つまり、コンプライしているとする企業のうち、 日本版 CG コードが求める評価を行えている企業は 41.6%であり、原則 4-11 ③をコンプライできている企業は東証 1部 2部全体で 27.6%のみであるという 結果となった。

図表 6 コンプライしている企業のうち詳細に記載している企業の割合



15 出典:「コーポレート・ガバナンス情報サービス」・日本取引所グループ・ 2017年より作成

http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do

私たちが独自に行ったこれらの分析で特に注目すべき点は、原則 4-11③に 20 関する記述においてほぼ同様の文章が業種の異なる企業の報告書で確認できた ことである。

図表 7 日本版 CG 報告書における同様の文章の例

小売業L社

[補充原則4-11③ 取締役会の実効性についての分析・評価]

当社は、各取締役の自己評価や取締役会全体の実効性について、各役員がアンケートに回答し、その回答結果を基に取締役会にて分析・評価を 行っております。

その結果、全体として著しく実効性が欠けるところはないと確認しております。当社取締役会は、この分析・評価結果を踏まえて、今後も取締役会 の実効性の向上を図ってまいります。

建設業M社

[補充原則4-11-3]

当社は、各取締役及び監査役の自己評価や取締役会全体の実効性について、各役員がアンケートに回答し、その回答結果を基に取締役会に て分析・評価を行いました。その結果、全体として著しく実効性が欠けるところはないと確認しております。当社取締役会は、上記分析・評価結果を 踏まえて、今後も取締役会の実効性の向上を図ってまいります。

出典:「コーポレート・ガバナンス情報サービス」・日本取引所グループ・ 2017年より作成

http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do">http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do

図表 7の小売業 L 社と建設業 M 社はグループ企業というわけではなく、特に接点は見られない。しかし、図表 7においてこの 2 社がほぼ同じ文章であることは明らかであり、実際に取締役会の評価が行われているかどうかも確認できないことがわかる。

このように取締役会の分析・評価は十分とは言えず、取締役会の実効性は確保されているとは言い難い。私たちは実効性のある取締役会が運営されていない理由として、機関投資家の活動が不十分であることが挙げられると考えた。前述のように機関投資家には、エンゲージメント、エスカレーション、ウォールストリートルールに基づく退出という投資行動における一連の流れが求められている。しかし、実効的な取締役会の運営がなされていないことや証券市場の活性化がなされていないことから、機関投資家の投資行動における一連の流れが行われておらず、一連の行動によって企業に圧力をかけるという仕組みが機能していないことが考えられる。

20

5

10

第2章 エンゲージメント増加に向けての課題

前章では、機関投資家がエンゲージメント、エスカレーション、ウォールストリートルールに基づく退出という投資行動における一連の流れが行われていないために、機関投資家の行動が企業にとっての圧力として適切に機能していないことを述べた。適切に機能していない理由として、機関投資家に対しては、コストや人員を理由に日本版 SS コードの受け入れが進んでいないことを挙げる。また、企業に対しては現状の情報開示制度が複雑であることから対話に必要な非財務情報の公表が進んでいないことを挙げる。

10 第1節 企業年金基金におけるエンゲージメントコスト

私たちは機関投資家の問題点として、機関投資家に求められているエンゲージメント、エスカレーション、ウォールストリートルールに基づく退出という投資行動の流れができていないことを挙げる。2016年12月27日時点で214の機関投資家が日本版SSコードの受け入れを表明している。図表8からもわかるようにそのうち8割以上に相当する181社が運用機関となっている。

図表 8 日本版 SS コードの受け入れを表明した機関投資家

15

【業態別】	【単位:機関】		
信託銀行等	7		
投信・投資顧問会社等	152		
生命保険会社	18		
損害保険会社	4		
年金基金等	26		
その他(議決権行使助言会社他)	7		
合計	214		

出典:「「『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 20 ド≫〜投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために〜」の受入れを表 明した機関投資家のリスト」・金融庁・2016年より作成 http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf

久保(2016)では運用者は業務との関係もあり、積極的に日本版 SS コードの 25 受け入れを表明しているが、アセットオーナーは特に企業年金が受け入れに慎

重な姿勢を示していると述べている¹³。また、企業年金連合会(2017)においても、企業年金の運用受託機関のほとんどは、日本版 SSコードを受け入れ済みとなっていると述べている。これらの先行研究から、運用機関は積極的に日本版 SSコードを受け入れ、ほぼすべての運用機関が日本版 SSコードを受け入れていることがわかる。一方で、アセットオーナーで日本版 SSコードを受け入れている機関投資家は 26 団体のみであり、日本版 SSコードの受け入れが進んでいないことがわかる。すでに運用機関において日本版 SSコードの受け入れが進んでいないことがわかる。すでに運用機関において日本版 SSコードの受け入れが進んでいるということは、ほぼすべての運用機関がもの言う株主となっているということである。したがってアセットオーナーがもの言う株主にならずしてもの言う株主の増加、ひいては証券市場の活性化は達成できないのである。

図表 9 日本版 SS コードの受け入れを表明した年金基金等の内訳

10

15

【業態別】	【単位:機関】
国内公的年金等	14
国内企業年金	8
海外年金等	4
合計	26

出典:「企業年金とスチュワードシップ・コード」・

みずほ総合研究所株式会社・2017年・1ページより作成

<https://www.mizuho-

ri.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201703.pdf>

20 日本版 SS コードを受け入れているアセットオーナーはその半数以上が国内 公的年金であり、みずほ総合研究所(2016)では、そのような公的年金は運用資 産額が大きくスタッフも充実していると述べられている。

¹³ 久保(2016)では生損保をアセットオーナーとしているが、金融庁は生損保を運用機関と区別しているため、本稿においては金融庁と同様の区別をすることとし、生損保は運用機関であるとする。

図表 10 公的年金基金の運用資産額

公的年金小計(単位:兆円)	40.2
GPIF	30.6
地方公務員共済組合連合会	4.6
全国市町村共済組合連合会	2
公立学校共済組合	0.8
警察共済組合	0.5
東京都職員共済組合	0.1
国家公務員共済組合連合会	1
日本私立学校進行·共済事業	0.7

出典:「スチュワードシップ・コードをめぐる状況とフォローアップ会議意見書について」・金融庁・2017年・3ページより作成

http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170131/03.pdf

図表 11 企業年金基金の運用資産額

企業年金小計(単位:兆円)	9.7
企業年金連合会	1.7
厚生年金基金[総数256]	2.1
確定給付企業年金	F 0
[基金型619、規約型13042]	5.9

出典:「スチュワードシップ・コードをめぐる状況とフォローアップ会議意見書について」・金融庁・2017年・3ページより作成

http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170131/03.pdf

図表 10,11 からも、どの運用機関も 1 兆円以上の資産を運用しており、資金が潤沢であることがうかがえる。実際に日本版 SS コードの受け入れを表明している企業年金基金は 2016 年末現在で 7 基金であるが、これは全企業年金基金 1 万 3,479 基金のわずか 0.05%であり、このことからも企業年金基金において日本版 SS コードの受け入れが進んでいないことがわかる 14 。

私たちは、企業年金基金において日本版 SS コードの受け入れが進んでいない理由として、SS コード受け入れにかかるコストと企業年金基金が置かれている現状があると考えた。上田(2013)では、日本版 SS コードの受け入れを行っている機関投資家は大手の運用機関が多く、小規模な機関投資家については事務負担等が障害となっていることから日本版 SS コードの受け入れが進んで

-

5

10

15

¹⁴ 企業年金連合会(2017)

いないことが指摘されている。つまり、日本版 SS コードの受け入れには一定 の追加コストがかかる。

図表 12 確定給付企業年金の資産規模別制度数

5

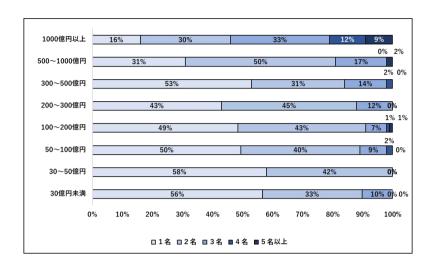
資産規模(億円) 制度数(構成割合)				
貝座枕铗(尼门)	計	基金型	規約型	
以上 未満	8494	12	8482	l
0~10	0434	12	0402	約8割
10~20	1218	18	1200	
20~30	526	31	495	
30~40	303	27	276	
40~50	191	30	161	
50~100	407	112	295	
100~200	261	109	152	
200~300	106	55	51	
300~500	122	78	44	
500~1000	89	59	30	
1000~2000	55	34	21	
2000~3000	25	18	7	
3000~5000	11	5	6	
5000~10000	9	8	1	
10000~	5	4	1	
計	11822	600	11222	
平均	49億円	550億円	22億円	
中位数	4億円	156億円	3億円	

出典:「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード【概要】」・

企業年金連合会・2017年 b・11 ページより作成

https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/gaiyou.pdf">https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/gaiyou.pdf

図表 13 確定給付企業年金における資産運用担当役職員の人数



出典:「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード【概要】」・ 企業年金連合会・2017年 b・12 ページより作成

https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/gaiyou.pd

f>

図表 12,13 は確定給付企業年金基金の資産規模と、基金型確定給付年金基金における資産規模ごとの運用担当者の人数を示している。これらの図表からわかるように、企業年金基金は、資産規模が小さい基金が多く、そのように資産規模が小さい基金は運用担当者が1~2名ほどしかいない。このように企業年金基金は、上田(2013)で指摘されているような資産規模が小さく、運用担当者が少ない小規模な機関投資家が多いため、日本版SSコードを受け入れる余裕がないと考えられる。企業年金が日本版SSコードの受け入れを行えていない理由は久保(2016)において運用担当者が1人ほどしかおらず、スチュワードシップ責任を果たすことが出来ていないと同様の指摘がされている。また、企業年金連合会が企業年金基金を対象に行ったアンケートでは、日本版SSコードの受け入れをしていない理由として、「受け入れ表明に追加的な作業負担が発生し、基金事務局体制では対応できないから」という回答が43.9%ともっとも多いという結果が得られた15。

5

10

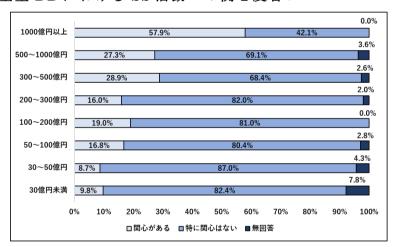
15

¹⁵ 企業年金連合会(2017)

このような状況にある中でも、「リソースが限られていても、受託者責任を 負う企業年金が与えられた環境の中でパフォーマンス向上に最善を尽くすのは 当然のこと」¹⁶であると、岩間陽一郎日本投資顧問業協会会長が述べている。 また、金融庁(2016)においても「オーナーは最終受益者の利益の確保のため、 可能な限り自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである」¹⁷とされてい る。つまり、企業年金のようなアセットオーナーにおいても、エンゲージメン トの実行などを含めた SS 責任を果たすための活動に取り組むことが求められ ていることがわかる。

図表 14 は、基金型確定給付企業年金の SS 活動への関心度合いを資産規模 10 別に表したグラフである。資産規模が大きい企業年金では関心度合いも高いことがわかる一方で、資産規模が 100 億円程度と小さい企業年金においても関心がある基金が 10~15%程度存在することがわかる。このことから SS 活動を行い、SS コードを受け入れたいと考える機関は一定数いることがわかる。

15 図表 14 基金型 DB における SS 活動への関心度合い



出典:「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード【概要】」・企業年金連合会・2017年b・13ページより作成

https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/gaiyou.pd

20 **f>**

 $^{^{16}}$ 「導入 3 年目のスチュワードシップ・コードの現状と課題」・久保俊一・2016・p.5

¹⁷「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~」・金融庁・ $2016 \cdot p.5$

しかし前述したように日本版 SS コードの受け入れにかかるコストと企業年金基金の現状からわずか 7 基金のみでしか受け入れを行えていない。つまり企業年金基金は、日本版 SS コードの受け入れにかかるコストによりそもそもエンゲージメントさえも行えていない。一方で、SS 活動への関心がある企業年金基金が一定数存在する。

第2節 企業における非財務情報の開示不足

5

30

私たちは企業の問題点として財務情報の開示における複雑さと、それによる 非財務情報の開示不足を挙げる。前節において私たちは機関投資家の投資行動 の流れが達成できていないことを問題点として挙げた。私たちはその理由とし て、企業の非財務情報開示が不十分であることが挙げられると考える。そもそ もエンゲージメントを行うにあたって、機関投資家は投資先企業やその事業環 境等に関する深い理解が求められており、そのためには企業が開示する情報が 必要となる。経済産業省対話促進研究会(対話促進研究会)(2015)では、企業 情報の開示は、企業と投資家の対話の基礎であると述べられており、投資家等 の利用者にとって有用な情報が、わかりやすく、適切な方法で提供されること が求められている。また、企業の対話に対する姿勢も投資情報であり、対話へ の積極性や開示情報の質の高さなども求められている。

20 企業が開示する情報は、財務情報と経営戦略やリスク情報、ESG 情報等の非財務情報に分けられる。これらの情報の中でも、特に非財務情報は中長期的な企業価値向上のために行う対話において、極めて重要であると考えられる。対話促進研究会(2015)では、投資家が企業の持続的な価値創造能力やガバナンス等を評価する観点から、世界的な潮流として非財務情報の重要性が高まっていると述べられており、伊藤レポート(2014)においても、企業と投資家が中長期的な視点から対話を深め、企業価値を高めるためには、非財務情報も含む中長期的な情報開示が必要であることが述べられている。これらのことからも、対話において非財務情報の重要性が高いということがわかる。

財務情報に関してあずさ監査法人(2017)では、近年著しく改善し、諸外国と 比べても充実している部分もあると述べられており、財務情報の質の高さがう かがえる。一方で非財務情報については、伊藤レポート(2014)において中長期的な企業価値を判断するための情報開示については、投資家から非財務情報へのニーズがあるが、必ずしも十分な開示がなされていないと述べられており、非財務情報の不足を指摘している。

5 私たちは非財務情報が不足している原因が現状の情報開示システムにあると考える。日本の上場企業には、会社法に基づく「事業報告計算及び書類等」、金融商品取引法に基づく「有価証券報告書」、証券取引所の上場規定に基づく「決算短信」の3つの制度開示を行う必要がある。しかし対話促進研究会において図表15にみられるように、それぞれの制度において開示内容が酷似している 10 ことが指摘されている。

図表 15 年度情報開示に関する項目比較

5

10

15

会社法開示にて対応する項目	金商法開示にて対応する項目
-	_
_	
_	
_	
当事業年度の事業の状況	業績等の概要 財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの
-	状況の分析
-	_
-	
_	_
	_
_	財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの
	状況の分析
_	事業等のリスク、継続企業の前提に関する事項
継続企業の前提に関する注記	_
-	_
_	
_	_
_	_
対処すべき課題	対処すべき課題
その他企業集団の現況に関する重要な事項	事業等のリスク、経営上の重要な契約等
-	_
連結財政状態計算書	連結財政状態計算書
連結損益計算書	連結損益計算書
連結包括利益計算書	
連結持分変動計算書	連結包括利益計算書
_	連結持分変動計算書連結キャッシュ・フロー計算書
継続企業の前提に関する注記	継続企業の前提に関する事項
会計方針の変更、表示方法の変更、会計上の	会計方針の変更、表示方法の変更、会計上の
見積りの変更、誤謬の訂正に関する注記	見積りの変更、修正再表示に関する注記
-	セグメント情報等
1株当たり情報に関する注記	1株当たり情報
	重要な後発事象

出典:『「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書』・ 経済産業省・2015 年・32 ページより作成

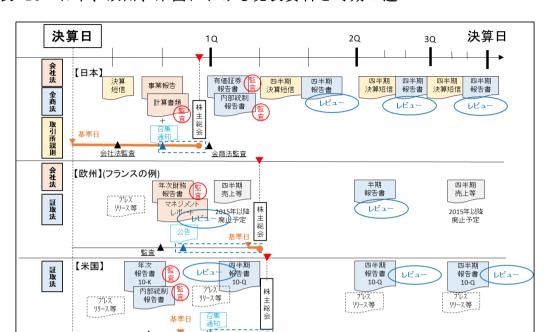
http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf

これらの開示制度はそれぞれ異なるフォーマット、時期に開示が要求されている。決算短信は決算後 1 か月程度の期間で発表し、事業報告及び計算書類等は決算後約 2 か月、株主総会の 2~3 週間前の期間で株主宛に発送し、有価証券報告書は株主総会の当日以降、決算日から 90 日以内の法定期限の期間で開示される必要がある。また、決算発表の前後で会社法に基づく監査報告を行っており、企業は決算日から 90 日以内という短期間で多くの情報を開示しなければならない。このように、これらの開示・監査が異なるタイミングで行われていることによって、作成者にとって重複感や負担感を与えることが考えられる。また、対話促進研究会においても財務諸表以外の情報について、同一の項目であっても制度間で開示の範囲や定義、概念が少しずつ異なるため、一方で作成したものを他方で活用することも難しく、作成者にとって作業負担が大きくなっていると指摘されている。

このような制度間の違いは、企業の財務情報を利用する投資家にとってもそれぞれの開示資料を確認する負担感を与えていることが考えられる。対話促進研究会(2015)においても、こうした違いは投資家にとってもわかりにくく、それぞれのチェックに多大な時間とエネルギーがかかっていることが指摘された。同時に、多くの銘柄を保有している機関投資家は重複した情報に時間を割くことはせず、後発の企業情報は利用されない状態であることも述べられた。

一方諸外国の特徴として、特にプレスリリース等における情報の様式が自由であり、財務情報の開示制度が1つであることが挙げられる。ヨーロッパにおいては、まず自由な様式で作成したアーニングリリースを公表する。のちに会社法に基づく株主総会資料と証券法に基づく年次報告書の内容を事実上1つの書類として作成し、株主総会までに十分な期間をおいて公開している。アメリカにおいても、まず自由な様式でアーニングリリースを公表し、証券法に基づく年次報告書とそれをもとに作成した株主総会資料を提供している。

15



図表 16 日本、欧州、米国における発表資料と時期の違い

出典:『「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書』・ 経済産業省・2015 年・25 ページより作成

http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf

このように諸外国では公表書類が少なく、複数の書類を作成する場合にも転用できるような制度であるため、日本比べ、情報開示にかかるコストが低いことが考えられる。これらのことから私たちは、現存の3つの制度開示が複雑であるために、企業は財務情報にかかるコストが大きく、非財務情報の公開に対するコストを負担できていないと考えた。

第3節 政策に向けた課題

5

監査

本章において、機関投資家側の問題として、企業年金基金が日本版 SS コー15 ドの受け入れに係るコストや運用担当者数の問題から日本版 SS コードを受け入れることができず、もの言う株主なることができていないことを示した。また、企業側の問題として、現状の情報開示制度が複雑であることによって、対話を行うための材料である非財務情報の開示が不足していることを示した。

企業年金基金は日本版 SS コードの受け入れにかかるコストや運用担当者の問題を乗り越え、エンゲージメントを行えるようになることで、SS責任を果たすことが可能となる。また、企業は対話に必要となる非財務情報の開示をすることで、機関投資家とのより深い対話が可能となる。

5 両者がそれぞれ抱える問題を解決することで、機関投資家は日本版 SS コードを受け入れ、企業の公表した非財務情報をもとにエンゲージメントを行うことが可能となる。それにより、もの言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上を達成し、証券市場の活性化へとつながっていく。

したがって、機関投資家が日本版 SS コードを受け入れ、もの言う株主とな 10 れるようにエンゲージメントに係るコストを削減し、企業が対話に向けた非財 務情報を開示できるように、開示制度を簡素化する必要がある。

第3章 政策提言

5

私たちは前章において機関投資家側の問題として、アセットオーナー特に企業年金基金において、日本版 SS コードの受け入れにかかるコスト等が影響してもの言う株主になることができていないことを示した。また、企業側の問題として、現在の情報開示制度が複雑であることから、エンゲージメントに必要な非財務情報の開示が行えていないことを示した。

本章では、企業側にエンゲージメント促進のための情報開示を実現する政策として、財務情報の開示制度の変更と統合報告書の作成推進を提言する。また、機関投資家側に EOS を利用した集団的エンゲージメントを提言する。 EOS を10 利用したエンゲージメントによってもの言う株主を増加させ、エンゲージメント促進のための情報開示によってエンゲージメントの質を高めることを目的とする。この 2 つの政策により、中長期的な企業価値を向上させ、証券市場の活性化を達成することが可能となる。

15 第1節 企業の情報開示

第1項 情報開示の必要性

前述したように、企業は法制度などにより開示内容が重複した複数の財務報告書を提出しなくてはならない。そのため、企業はエンゲージメントに必要となる非財務情報の作成、開示にコストをあまりかけることができていないと考えられる。また、機関投資家も複数の財務報告書を複数の財務データベンダーのデータベースから取得しなくてはならず、エンゲージメントのための情報収集にコストがかかっている。

そこで私たちは、現状存在する事業報告及び計算書類等、有価証券報告書という2つの情報開示制度において、同種の開示項目や内容を共通化し、2つの 報告制度を一元化することを提言する。この情報開示制度の変更により財務情報の開示を集約することができれば、企業の財務情報の作成と開示にかかるコストを削減することが可能となる。それによりエンゲージメントのための非財務情報の作成、開示にコストをかけることができるようになり、より質の高いエンゲージメントが可能になると私たちは考える。

第2項 事業報告及び計算書類等と有価証券報告書の一元化

5

15

20

25

30

私たちは、会社法に基づく「事業報告及び計算書類等」(事業報告)、金融商 品取引法に基づく「有価証券報告書」の 2 つの財務情報を一元化することで、 企業における財務情報作成と開示にかかるコストと機関投資家における情報収 集のコストを削減できると考える。財務情報の一元化の方法としては、事業報 告に比べより詳細な開示内容を含む有価証券報告書をベースとすることが挙げ られる。事業報告は、株主、債権者に対して権利行使のための情報を提供する ためのものであり、有価証券報告書は投資家に対して投資判断に資する情報を 提供するものとなっている。各財務情報においてこのような違いはあるものの、 10 企業の財政状態及び経営成績を表す基礎となる利益計算に差異が生じることの ないよう、同一の会計処理に基づくべきであるとされている。そのため、会計 処理や表示に関しては開示内容が共通している。そこで詳細な事業状況等を含 む有価証券報告書をベースとして、個別財務諸表における関連当事者注記等の 事業報告固有の記載事項については別途検討を行うことを提言する。日本公認 会計士協会(2015)においても同様の提言がなされており、この方法であれば特 段の問題は生じないものと考えられるとしている。

これにより、現状開示されている財務情報と同程度の情報を提供したまま、 法定開示における財務情報の一元化を可能とする。この法定開示書類の財務情 報の一元化によって、問題点で指摘した財務情報の重複が改善され、企業にお ける財務情報の作成と開示にかかるコストを削減できると考える。機関投資家 における情報収集のコストも財務情報が一元化されることで削減される。また、 日本公認会計士協会(2015)では、財務情報の一元化によって現状 40 日もの乖 離が生じている会社法監査報告書日と金融商品取引法監査報告書日の日付が同 一のものとなれば実質的な監査の一元化にもつながり、監査人や企業における 監査への負担も軽減されるとしている。このように企業における財務情報の作 成と開示にかかるコストを削減することで、対話のために必要な非財務情報の 開示に今まで以上にコストをかけることができ、より質の高いエンゲージメン トを行うことが可能となる。

財務情報の一元化によって企業における財務情報の作成と開示にかかるコス トを削減することができる一方で、一元化よって発生する問題が指摘されてい る。日本では株主総会の前に事業報告が、株主総会の当日以降に有価証券報告書が開示されている。これを一元化するということは、開示日程によっては株主総会後に財務情報が開示されることになり、投資家が株主総会における議案を検討するための情報が実質的になくなってしまうことになる。しかし日本版CGコードでは補充原則1-2①、1-2②、1-2③において、株主総会のための情報提供と検討期間の確保、株主総会関連の日程の適切な設定について述べられており、一元化した財務情報は株主総会前に検討期間の余裕をもって開示されるべきである。

10 図表 17 日本版 CG コード 株主への情報開示の責任

補充原則 1-2 ①

5

15

上場会社は、**株主総会において株主が適切な判断を行うことに資すると考えられる** 情報については、必要に応じて適確に提供すべきである。

補充原則 1-2 ②

上場会社は、株主が総会議案の十分な検討期間を確保することができるよう、招集通知に記載する情報の正確性を担保しつつその早期発送に努めるべきであり、また、招集通知に記載する情報は、株主総会の招集に係る取締役会決議から招集通知を発送するまでの間に、TDnet や自社のウェブサイトにより電子的に公表すべきである。

補充原則 1-2 ③

上場会社は、株主との建設的な対話の充実や、そのための正確な情報提供等の観点 を考慮し、株主総会開催日をはじめとする株主総会関連の日程の適切な設定を行うべき である。

出典:「コーポレートガバナンス・コード原案〜会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために〜」・日本取引所グループ・2015 年・6ページ・7ページより作成

http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf

図表 18 諸外国における開示等のスケジュール



出典:「開示・監査制度の在り方に関する提言―会社法と金融商品取引法における開示・監査制度の一元化に向けての考察―」・日本公認会計士協会・2015 年・7ページより作成

http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/files/5-0-0-2b-20151113.pdf

また、図表 17 からわかるように、アメリカ、カナダ、イギリス、ドイツ、フランスといった他の先進国は定時株主総会の 1 か月以上前に、日本の有価証券報告書に相当する財務情報である年次報告書を開示している。これを踏まえ私たちは、対話の質を高めていくためにも、日本においても他の先進国と同様に1 か月以上前に一元化した情報の開示を行うべきであると提案する。対話促進研究会(2015)においても、対話型株主総会プロセスの必要条件として「欧米等における通知期間(株主総会の一ヶ月以上前)を確保すること」が挙げられている。有価証券報告書の提出においては、金融商品取引法で当該事業年度経過後3か月以内という提出期限が定められている。日本企業のほとんどは決算日を3月31日に設定しているため、有価証券報告書の提出用は、提出期限に限りなく近い6月21日から6月30日に約90%が集中している18。日本公認会計士協会

5

10

¹⁸ 日本公認会計士協会(2015)

(2015)では、有価証券報告書については株主総会日以降に提出するという慣行があるため、総会開催日の集中する6月下旬に多く提出されていると想定しており、より早期の提出も可能であると指摘している。しかし、現状6月末に有価証券報告書の提出が集中していることから、一元化した財務情報の開示を早期に行わせることは現実的ではないと考える。

そこで、株主総会の開催を1か月遅らせることを提言する。株主総会の開催を遅らせることにより、一元化した財務情報を株主総会前に検討期間の余裕をもって開示されることを可能とする。現在、3月期決算企業のほとんどは基準日を決算日と同日に設定している。株主総会は基準日から3か月以内に開催する必要があるため、株主総会の開催が6月末に集中してしまっている。会社法において基準日から3か月以内に株主総会を行わなければならないとの記載はあるものの、決算日を基準日としなければならないという記載はない。そのため、基準日を変更することで株主総会を1か月後倒しにすることも可能である。

このように事業報告と有価証券報告書を一元化し、それに伴い基準日を 1 か月遅らせることで、企業の財務情報作成と開示にかかるコストを削減し、株主に対する情報の開示という企業のコーポレート・ガバナンスの強化も図ることが可能となる。投資家においては情報収集にかかるコストが削減できる。また、財務情報開示のコストが削減されることで、企業はエンゲージメントに必要とされる非財務情報の開示に、より注力することができるようになる。

20

25

30

5

10

15

第3項 対話に向けた非財務情報の開示

私たちは対話の充実を図るための非財務情報の開示例として、統合報告書を挙げる。秋葉(2014)において、統合報告書とは過去、現在情報と将来情報、財務情報と非財務情報を組み合わせて示すものであり、企業の将来にわたる価値創造能力に重要な影響を与える項目(資本、外部環境、ガバナンス、ビジネスモデル、戦略等)を簡潔に整理、開示するものとしている。この統合報告書は非財務情報を含んでいることから、伊藤レポート(2014)において述べられた、企業と投資家が中長期的な視点から対話を深め、企業価値を高めるための情報として適していると考える。また、統合報告書の目的としてIIRC(2013)では、財務資本の提供者に対して、企業がどのように将来にわたって価値を創造するかを

説明することであるとしており、このことからも対話を深めていくための情報として有効であることがわかる。また、財務情報と非財務情報が集約されているため、統合報告書のみでエンゲージメントに必要な情報が網羅できる。したがって、投資家の情報収集にかかるコストの削減にもつながる。

5 日本において統合報告書の普及は進んでおらず、2016年に統合報告書を発行した企業はわずか 279 社のみであった¹⁹。このことから、日本において統合報告書のような財務情報と非財務情報が織り交ざった情報開示が普及していくことでエンゲージメントの質がより向上していくことが期待できる。

10 第 2 節 エンゲージメントオーバーレイサービス (EOS) を利用した 集団的エンゲージメント

第1項 EOS とは

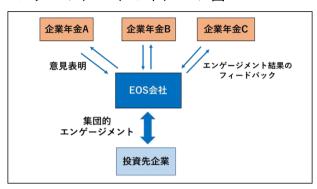
私たちは機関投資家の問題点として、アセットオーナー、特に企業年金基金において資産規模が小さいこと、運用担当者の人数が少ないことによって日本 版 SS コードの受け入れにかかるコストが負担できていないことを挙げた。そこで、EOS を利用した集団的エンゲージメントを提言する。

EOSとは、機関投資家に代わりエンゲージメントを代行するサービスのことであり、現在イギリスを中心にエンゲージメント代行サービスが行われている。主な顧客としては年金基金が挙げられ、一部運用機関でも利用されている。顧客である機関投資家はポートフォリオの保有企業リストを EOS に渡し、EOSはその銘柄リストをもとにエンゲージメント対象先を絞り込んでいく。エンゲージメント対象先を決定した EOS は、顧客である機関投資家に対象先企業に対しての意見を募り、集約し、対象先企業にエンゲージメントを行う。

25

¹⁹ KPMA ジャパン(2016)

図表 19 集団的エンゲージメントのイメージ図



出典:明治大学商学部三和教授へのヒアリングをもとに作成

- 5 企業年金連合会は 2016 年 3 月より EOS を利用し、エンゲージメント活動の一部を委託している。企業年金連合会(2017)では EOS を利用することで以下の 4 つのメリットを享受できるとしている。
 - ①エンゲージメントの専門的知識を活用できること
- 10 ②他の機関投資家とのコストシェアリングにより費用を低減できること
 - ③より多くの保有株式を背景にしたエンゲージメントが可能になること
 - ④企業年金基金が抱える利益相反のリスクへ対応できること

EOS はエンゲージメントの専門に行う機関であるため、エンゲージメントを専門に行うスタッフが豊富に存在しており、専門家の知識を活用できる。つまり、機関投資家は自ら専門的な知識を身に着ける必要がなく、EOS を利用することでエンゲージメントを代行してもらうことができ、機関投資家はもの言う株主になることが可能となる。エンゲージメントの代行は人的資源の節約にもつながる。また、エンゲージメントにかかる費用は固定費が中心であるため、20 かなりのリソース投入が必要となる。しかし EOS を利用し、複数の機関投資家がエンゲージメントにかかる費用を負担することによって、各機関投資家は単体でエンゲージメントを行うときに比べ少ないコストでエンゲージメントを行うことができる。したがって、エンゲージメントにかかるコストを負担できない比較的資産規模の小さい機関投資家でも、EOS によってエンゲージメントを行うことが可能となる。集団的エンゲージメントは複数の機関投資家が集まり

株式保有比率を高めることになるため、経営者にエンゲージメントを行う機関投資家の影響力が高いことを示すということにも効果を発揮する。企業に与える影響力が高いということは、対話を行う経営者に耳を傾けてもらいやすくなり、エンゲージメントの成功率も上がることが考えられる。また、株式保有比率を高めることは私たちが問題としている資産規模の小さい機関投資家のみならず、資産規模の大きい機関投資家においても同様のことがいえる。そして、利益相反のリスクへの対応が可能となる。例えば企業年金基金が直接エンゲージメントを行い、委託者の利益を最大化しようとすることで、母体企業との利益相反を引き起こす可能性がある。ここで EOS を利用したエンゲージメントを行うことで、意見を表明した主体は EOS 機関となり、企業年金基金は利益相反を回避することが可能となる。

このように EOS を利用した集団的エンゲージメントを行うことで、資産規模の小さい機関投資家はエンゲージメント活動を行えるようになり、もの言う株主となることが可能になる。それに加え、EOSを利用した集団的エンゲージメントは資産規模の大きい機関投資家のエンゲージメント活動をより効果的にし、質の高いエンゲージメントにつながっていくと考えられる。このもの言う株主の増加と質の高いエンゲージメントによって中長期的な企業価値を向上させ、証券市場の活性化が達成可能となる。

20 第 2 項 EOS によるエンゲージメント事例

10

15

25

30

EOS を行っている機関として F&C、Hermes Equity Ownership Services (Hermes EOS)、GO Investment Partners (GO) が挙げられる。それぞれ運用機関の子会社として設立され、EOS を専門に行っている。そのため私たちは日本で EOS を導入する際にも、運用機関の子会社や一事業部門として設立することが可能であると考える。企業年金連合会が GO Investment Partners の海外機関投資家向け EOS を利用しているという事例は存在するが、日本の機関投資家に向けた EOS はまだ存在していない。

本論文では EOS の例として、Hermes EOS と Go Japan を挙げる。Hermes EOS はイギリスの年金基金の子会社である Hermes Investment Management の子会社として、欧州大手公的年金や企業年金など約 40 基金を顧客に EOS を

行っている。Hermes EOS は資産残高に対し年率 0.01%以下の手数料を取っている。図表 20 は Hermes EOS におけるエンゲージメントの一例であり、日本企業においてもエンゲージメントの成功を収めている。

5 図表 20 Hermes EOS におけるエンゲージメント事例

A社(日本・通信大手)

10

15

20

25

社外取締役の独立性欠如について同社とエンゲージメントを開始。当時、同社には大株主から2人(それぞれの株主は10%以上を保有)社外取締役として派遣されているだけであった。

エンゲージメント開始後しばらくして、2014年には初めて独立性を認められる取締役を指名し、更に増やすことを要請。そして、2015年には2人目となる、今度は女性の独立取締役を指名し、当社のエンゲージメントの目的をほぼ達成。さらに2016年には3人目の独立社外取締役を指名した。

出典:「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード【全体版】」・ 企業年金連合会・2017年・33ページ・34ページより作成

https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/stewardship-290317h_01.pdf

また、GO Japan では海外機関投資家向けに、ジャパン・エンゲージメント・コンソーシアム(JEC)を提供している。JEC とは、日本の主要企業に深い関心を持ち、前向きな株式保有者としてコミットメントする機関投資家に集団的エンゲージメントを提供する GO Japan のエンゲージメント商品である。エンゲージメントの開始と終了は JEC メンバーの合意に基づき、GO Japan の取締役会で決定する。JEC 開始当初の 2009 年は 2 社への集団的エンゲージメントであったが、現在 20 社に達している。エンゲージメントの終了は JEC メンバーに終了の同意を得たものに限るため、現在エンゲージメントを終了した対象企業は 3 社のみである。それ以外の対象企業には現在もエンゲージメント活動を継続しているため、長期的な取り組みとなっている。

GO Japan の小口俊朗代表取締役が、エンゲージメントの効果として仮想ポートフォリオに対し超過リターンを得られていることを示した。図表 21 はエンゲージメント対象企業選定の取締役会で均等額購入、終了決定の取締役会で全額売却という前提のもと、JEC 開始時から仮想ポートフォリオを構築し、6

年間の配当込 TOPIX と比較したグラフである。



図表 21 JEC 仮想ポートフォリオと配当込 TOPIX

5 出典:「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題―中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任―」・小口俊朗・2015 年・21 ページより引用

http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20150924/05.pdf

10 図表 21 からわかるように、初期においてはマイナスのリターンとなっているが、2011 年 5 月以降 JEC 仮想ポートフォリオは配当込 TOPIX よりも超過リターンを得ることができている。

第3項 集団的エンゲージメントにかかる法的論点の整理

- 15 横山(2017)では EOS を利用した集団的エンゲージメントを行う際に、その場の情報伝達と集団的エンゲージメントの内容によっては、規制対象となる場合や制度上に問題が発生することが指摘されている。主な論点として以下の 2点が挙げられる。
- 20 ①インサイダー取引規制
 - ②大量保有報告制度上の問題

図表 22 金融商品取引法 166条 会社関係者によるインサイダー取引規制

- ①上場会社等の役員や従業員、あるいは大株主や顧問弁護士などといった「会社関係者」は、
- ②その職務や権限に関連して、新株の発行、合併、災害による損失、

業績予想の変動などのような「重要事実」を知った場合、

③その事実が「公表」されるまでの間は、

5

④その会社の株式など(特定有価証券等)の売買等を行ってはならない。

出典:「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集団的エンゲージメントを 巡る論点」・横山淳・2017年・7ページより引用 http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809 012204.pdf>

日本版 SS コードはでは「一般に、機関投資家は、未発表の重要事実を受領 することなく、公表された情報をもとに、投資先企業路の建設的な『目的を持 った対話』を行うことが可能である」20とした上で、「対話において未発表の重 10 要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべき | 21との考え を示している。つまり、日本版 SS コードでは、エンゲージメントには「未発 表の重要事実」の受領は不要であり、基本的にインサイダー取引規制上の問題 を引き起こすことはないとの考えを示している。しかし、インサイダー取引規 制上の重要事実の範囲は、はっきりとした線引きがされておらず、何が重要事 15 実に配当するかを事前に正確に予想することは困難である。そのため事後的に 未発表の重要事実を受領していたことになるというリスクを完全に拭い去るこ とはできないと考えられる。このインサイダー取引規制とエンゲージメントの 問題は、日本版 SS コードの制定当初から重要な論点となっており、金融庁は 20 「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方 の整理」(法的論点)において見解を示している。

²⁰ 日本版 SS コード 4-5 p.13

²¹ 日本版 SS コード 4-5 p.14

図表 23 インサイダー取引とエンゲージメントにおける金融庁の見解

①投資先企業と情報伝達・取引推奨行為

「企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合には、『重要事実の公表前に (機関投資家に)売買等をさせることにより他人(機関投資家)に利益を得させる』等の目的を欠くと 考えられるため、基本的に、情報伝達・取引推奨規制の対象にならない」との解釈が示されている。

②機関投資家による未公表の重要事実の受領

5

10

15

20

25

「機関投資家が、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために『未公表の重要事実』を受領する必要があると考える場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で対話に臨む必要がある」とされている。

出典:「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集団的エンゲージメントを 巡る論点」・横山淳・2017年・8ページより引用 http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809_012204.pdf

したがって集団的エンゲージメントを主催する EOS 機関は、集団的エンゲージメントのテーマなどに照らし合わせて、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために未発表の重要事実を受領する必要があると考えられる場合を博する必要がある。また EOS 機関は、EOS 機関に集団的エンゲージメントを委託している企業年金基金に対して、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じたうえで、集団的エンゲージメントでの結果を受け取る必要があるということを周知徹底する必要がある。

また、大量保有報告制度とは、金融商品取引法 27条の 23 において定められている、上場会社等に対する株券等保有割合が 5%を超える者(大量保有者)に「大量保有報告書」の提出を義務付け、その株券等保有割合、保有目的、保有する債券等の内訳、取得資金の内容などの開示を求める制度である。大量保有報告書及び変更報告書の報告の方法は、報告の頻度の違いによって「一般報告」と「特例報告」にわけられる。

集団的エンゲージメント行うにあたって問題とされているのは、どのような場合にこの制度上の共同保有者や重要提案行為等に該当するのかということである。共同保有者や重要提案行為等に該当した場合、特例報告の利用は認められず、報告頻度が高くなるため、企業年金にとって負担となってしまうことが考えられる。大量報告制度と集団的エンゲージメントにおける問題に対し、金

融庁は「法的論点」において集団的エンゲージメントは共同保有に該当しないという見解を示している。重大提案行為等に対しても金融庁は 2006 年に金融商品取引法及びその関連法令の改正に際して、集団的エンゲージメントは重要提案行為等に該当しないとの見解を示している。したがって、企業年金基金が大量保有制度における特例報告の利用が認められないという問題は発生せず、企業年金の追加的負担もないといえる。

第4項 EOSの実現に向けて

今まで述べたように、日本において企業年金基金等の資産規模の小さい機関 10 投資家は、SSコードの受け入れに意欲的であるのに、コスト負担の大きさや人的リソースの不足からエンゲージメントを行うことができていないという現状にある。このような動きは、EOSが先進的であるイギリスにおいても存在していた。矢澤・中(2016)では、イギリスにおけるエンゲージメントの必要性、有効性に対する理解、認識の高さと、エンゲージメントのコスト、リソースの問題が相まって、EOSが生成、発展していると述べられており、現在の日本と同じ状況であったことがわかる。つまり日本においてもEOSに対するニーズがあり、SSコードからエンゲージメントの必要性が高まっているため、イギリスと同様にEOSが生成、発展する可能性があるということである。

20

終章

私たちはもの言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上を達成することで、 証券市場の活性化を目指してきた。もの言う株主増加のためにはアセットオー ナー、特に企業年金基金のエンゲージメント活動が必要であった。しかしなが ら企業年金基金ではエンゲージメントにかかるコストが多大であることから、 5 エンゲージメント活動を行うことができていないという問題がある。私たちは エンゲージメントにかかるコストを削減するために EOS を利用した集団的エ ンゲージメントを提言した。EOSを利用することにより、コストを削減できる だけでなく、エンゲージメントの専門家の知見を利用でき、専門的な知識が不 足している企業年金基金においてもエンゲージメントを行うことが可能となる。 10 私たちはエンゲージメントを行う機関投資家をもの言う株主であると設定した ため、企業年金基金がエンゲージメントを行えるようになることで、もの言う 株主の増加が達成できる。企業においても現状の情報開示制度が複雑であるこ とから、エンゲージメントを行うために必要な非財務情報の開示ができないと いう問題がある。中長期的な企業価値向上を達成するエンゲージメント行うた 15 めには、非財務情報が必要であるため、事業報告及び計算書類等と有価証券報 告書の内容を統一し、一元化することで非財務情報の開示に注力できるように なる。非財務情報の開示と集団的エンゲージメントによって企業年金基金は SS 責任を果たすことができ、エンゲージメント、エスカレーション、ウォールス 20 トリートルールに基づく退出という一連の投資行動の実施が可能となる。

この一連の投資行動によって企業に圧力をかけることが可能となり、企業は 実効的な取締役会の運営を行うというあるべき姿になることができる。経営の 中枢を担う取締役会が実効的になることで企業の中長期的な企業価値向上を果 たすことができる。

25 以上の流れによって、もの言う株主の増加と中長期的な企業価値の向上を達成し、証券市場の活性化が果たされる。

参考文献·URL

【参考文献】

- あずさ監査法人編(2017)『持続的成長のための「対話」枠組み変革―日本における企業情報開示と株主総会プロセス上の課題』総 監修伊藤邦雄・尾崎安央、監修経済産業省、株式会社商事法務
- 5 ・ 格付投資情報センター(R&I)編集部(2016)『点検 ガバナンス大改革 年金・機関投資家が問う、ニッポンの企業価値』日本経済新聞
 - ・ 北川哲雄編(2017)『ガバナンス革命の新たなロードマップ』東洋経済新報社
 - ・ 北川哲雄編(2015)『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2 つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報 社
- 10 ・ コーポレート・プラクティス・パートナーズ編(2017) 『コーポレート・ガバナンスの現状分析 [2017 年版]』 株式会社商事法務
 - 倉橋勇作(2016)『取締役会実行性評価の実務』株式会社商事法務
 - ・ 宍戸善・後藤元編著(2016)『コーポレート・ガバナンス改革の提言――企業価値向上・経済活性化への道筋』株式会社商事法務
 - ・ 大和総研経営コンサルティング本部編(2016)『あなたの会社を強くする ガバナンス・コード実践ガイドブック』(株)中央経済社
 - 宝印刷株式会社・総合ディスクロージャー研究所編(2014)『統合報告書による情報開示の新潮流』同文舘出版株式会社
- 15 ・ 武井一浩編(2015) 『コーポレートガバナンス・コードの実践』 目経 BP 社
 - ・ 塚原秀夫(2017)『機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析』株式会社商事法務
 - ・ 塚原秀夫(2017)『コードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書の記載事例の分析』株式会社商事法務
 - ・ 塚原秀夫(2017)『コーポレートガバナンス・コードのすべて』株式会社商事法務
 - ・ 中室牧子・津川友介(2017)『「原因と結果」の経済学―データから真実を見抜く思考法』ダイヤモンド社
- 20 ・ 南風原朝和(2002)『心理学統計学の基礎—統合的理解のために Foundations of Statistics for Psychological Research』株式会 社有悲関
 - ・ 桶口達・山内宏光(2016)『コーポレートガバナンス・コードが求める取締役会のあり方』株式会社商事法務
 - ・ 藤川信夫(2016)『英国 Senior Management Regime(SMR),上級管理者機能(SMFs)とコーポレート・ガバナンス・コード一攻めの ガバナンス,国際私法の交錯領域―』株式会社文眞堂
- 25 ・ 三菱 UFJ 信託銀行証券代行部・日本シェアホルダーサービス(2013)『株主と対話する企業―株主価値の持続的成長を実現させる IR・SR』株式会社商事法務
 - ・ 森・濱田松本法律事務所(2015)『変わるコーポレートガバナンス』日本経済出版社
 - ・ 森・濱田松本法律事務所(2015)『コーポレートガバナンスの新しいスタンダード』日本経済出版社
 - ・ 山本勲(2015)『実証分析のための計量経済学■正しい手法と結果の読み方』(株)中央経済社
- 30 ・ 渡邊顯(2016) 『コーポレートガバナンス・コード対応 ベストプラクティス取締役会』株式会社商事法務
 - ・ 渡邊顯(2015)『コーポレートガバナンス・コードを読み解く』株式会社商事法務
 - ・ EY Japan(2015) 『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード一持続的な企業価値向上のための 2 つの コードの実践ー』第一法規株式会社
- 35 【参考資料】

- ・ 上田亮子(2013)「英国スチュワードシップ・コードについて」
- ・ 上田亮子(2015)「スチュワードシップ・コードについての研究 投資連鎖における価値向上の観点からの制度分析」千葉商科大学 2017年10月27日アクセス
- ・ 小口俊朗(2015)「コーポレートガバナンス・コードについて―スチュワードシップ・コードとの「車の両輪」に関する考察―」 https://www.cfasociety.org/japan/publications/R7%20 小口様 150522_C Gコードについて_CFA シンポジウム.pdf> 2017 年 10 日 27 日 7 クセス
- ・ 小口俊朗(2015)「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題―中長期的な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任―」
 45
 http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20150924/05.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 加藤貴仁(2016)「株主アクティビズムの健全化、短期主義への対抗(1)-アメリカ」

 <http://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/nlsgeu000001zq9j-att/20160624_2.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)(2017)「8年間のエンゲージメント効果の自己分析」
- 50 http://goinvestmentpartners.com/wp-content/uploads/2014/04/170720_J_Revised_Stewardship_responsibilities_for_GOJ.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 企業年金連合会(2017)「企業年金の現況」
 https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/nenkin/files/genkyo.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス

- ・ 企業年金連合会(2016)「企業年金連合会のスチュワードシップ活動」
 - <https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/files/stewardship 281101 1.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- ・ 企業年金連合会(2016)「資産運用実態調査」
 - https://www.pfa.or.jp/activity/tokei/shisanunyo/jittai/files/chosa_gaiyou_2015.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 5 ・ 企業年金連合会(2017a)「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード【全体版】」
 - <https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/stewardship_290317h_01.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 企業年金連合会(2017b)「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード【概要】」
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 金融庁(2016)「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告の概要」
- - ・ 金融庁(2013)「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A」
 - http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf> 2017年10月27日アクセス
 - ・ 金融庁(2016)「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告-建設的な対話の促進に向けて-」
 - http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf> 2017年 10月 27日アクセス
- 15 ・ 金融庁(2017)「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と フォローアップ会議意見書について」
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 金融庁(2014)「「責任ある機関投資家」の諸原則 ≪日本版スチュワードシップ・コード≫ ~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」
 - http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-
- - ・ 金融庁(2017)「「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≫改訂案に対するご意見の概要及びそれに対 する回答」
 - 2017年10月27日アクセス
- 25 ・ 金融庁(2016)「「『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」の受入れを表明した機関投資家のリスト」
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 金融庁(2015)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針」
 - http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 30 ・ 金融庁(2017)「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》〜投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために〜」
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 金融庁(2006)「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」
 - 2017年10月27日アクセス
- 35 ・ 金融庁(2014)「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」
 - <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20140227/06.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 ・ 金融庁(2017)「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(第 2 回)議事録」
 - http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 久保俊一(2016)「導入3年目のスチュワードシップ・コードの現状と課題 受入れ表明進まぬ企業年金の視点」
- 40 http://www.nensoken.or.jp/researchreport/pdf/rr_28_08.pdf> 2017年10月27日アクセス
 - 経済産業省(2014)「伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブへ企業と投資家の望ましい関係構築へ」プロジェクト 「最終報告書」」
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 経済産業省(2015)「企業情報開示や株主総会プロセスを巡る我が国及び諸外国の制度と実務」
- - ・ 経済産業省(2016)「コーポレートガバナンスシステムの在り方に関する研究会 現代経営学とコーポレート・ガバナンス」
- 50 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/corporate_gov_sys/pdf/006_03_00.pdf 2017年10月27日アクセス
 - ・ 経済産業省(2015)「「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書」
 - ・ 経済産業省(2015)「対話先進国に向けた企業情報開示と株主総会プロセスについて」

- http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002-1.pdf> 2017年10月27日アクセス
- コーポレートガバナンス研究会(2017)「CGS 研究会報告書 実効的なガバナンス体制の構築・運用の手引」
 http://www.meti.go.jp/press/2016/03/20170310003/20170310003-1.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 小林毅(2007)「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」
- 5 http://www.econo.chukyo-u.ac.jp/academicInfo/cerPdf/cer18_01i.pdf> 2017年10月27日アクセス
 - ・ 杉浦康之(2015)「欧州機関投資家によるエンゲージメント事例の紹介と日本への示唆」 http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2015/01/1396.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ スチュワードシップ検討会報告書(2017)「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」
 - <https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/houkoku/files/stewardship_290317h_01.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 10 ・ 高山与志子(2015)「取締役会の実際と課題」証券アナリストジャーナル
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 高山靖子(2016)「社外役員の視点から見た 「コーポレートガバナンス・コード」導入後の 企業の現状と課題」 https://www.cfasociety.org/japan/publications/8 Ms.Yasuko Takayama.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- ・ 翟林瑜(2009)「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割(上)―機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より―」 大阪市立大学
 - http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DBa0600301.pdf 2017年10月27日アクセス
 - - http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DBa0600405.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 20 · 内閣府(2013)「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」
 - 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 内閣府(2014)「「日本再興戦略」改訂 2014-未来への挑戦-」
 - 2017年10月27日アクセス
 - ・ 内閣府(2015)「「日本再興戦略」改訂 2015-未来への投資・生産性革命-」
- 25 http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/dai1jp.pdf> 2017年 10月 27目アクセス
 - 西川奉仕・羽瀬森一(2015)「社外取締役の導入と企業価値」三菱 UFJ 信託銀行
 http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 日興リサーチセンター(2016)「海外投資家のエンゲージメント~欧州機関投資家のヒアリング調査より」
 - <http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20141130.pdf > 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 30 ・ 日本経済新聞「議決権行使助言会社の在り方など議論 金融庁検討会」2017年2月17日付

 - ・ 日本経済新聞「「投資家と企業の対話、法的裏づけを」英助言会社 CEO」2016 年 9 月 28 日付
 - https://www.nikkei.com/article/DGXMZO07585660U6A920C1000000/> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 日本経済新聞「「96%」公的マネーが大株主(数字が語る 2016 年)」2016 年 12 月 22 日
- 35 https://www.nikkei.com/article/DGXKZ010957590R21C16A2DTA001/> 2017年10月27日アクセス
 - 日本経済新聞「GPIF、2000社の大株主 日本の上場企業の半数超トヨタなど保有額増加」2017年7月15日付
 https://www.nikkei.com/article/DGKKZ018902130U7A710C1DTA000/> 2017年10月27日アクセス
 - 日本公認会計士協会(2017)「事業報告等と有価証券報告書の一体的開示についての検討」
 - 2017年10月27日アクセス
- 40 ・ 日本公認会計士協会(2015)「開示・監査制度の在り方に関する提言-会社法と金融商品取引法における開示・監査制度の一元化に 向けての考察-|

 - 日本取締役協会(2017)「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」の改定に関する提言」
- 45 http://www.jacd.jp/news/law/170110_01.pdf

- ・ 日本取引所グループ(2017)「2016 年度株式分布状況調査」 http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセ
- ・ 日本取引所グループ(2016)「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~」
 - http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu00000022bl2-att/20161130-1.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 日本取引所グループ(2017)「コーポレート・ガバナンス情報サービス」
 - http://www2.tse.or.jp/tseHpFront/CGK010010Action.do 2017年10月27日アクセス
 - ・ 日本取引所グループ(2015)「コーポレートガバナンス・コード原案~会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために~」

- http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf> 2017年10月27日アクセス
- 日本取引所グループ(2015)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2015 年 12 月末時点)」
 http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001ei88-att/20160120-1.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- ・ 日本取引所グループ(2016)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016年7月時点)」
 - http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000001xd3b-att/20160913.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 日本取引所グループ(2016)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2016 年 12 月末時点)」
 http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu00000027kxe-att/nlsgeu0000027kzz.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 日本取引所グループ(2017)「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2017 年 7 月 14 日時点)」
 http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 10 ・ 日本取引所グループ(2017)「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2017」
 http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/white-paper17.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 藤島裕三(2015)「開示後に求められるコーポレートガバナンス・コード対応-特に注目度が高い原則の取り組みにおける重要ポイント」
 - https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/info-sensor/2015-12-02.html 2017年10月27日アクセス
- 15 ・ 宮島英昭(2013)「我が国における今後の企業統治について」

5

35

- <http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/05/haifu_02.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- ・ 宮島英昭・保田隆明(2015)「株式所有構造と企業統治―機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか―」 https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r121/r121_02.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
- ・ みずほ総合研究所株式会社投資運用コンサルティング部(2017)「企業年金とスチュワードシップ・コード」
- 20 https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201703.pdf> 2017年10月27日アクセス
 - みずほ総合研究所(2016)「企業の情報開示の見直しの方向性 企業と投資家の建設的な対話を促進」
 https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl160426.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 三井千絵(2014)「日本版スチュワードシップ・コード推進に不可欠な情報環境整備」 https://www.nri.com/~/media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu itf/2014/itf 2014/04 5.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 25 ・ 三輪晋也(2011)「日本企業における社外取締役と役員報酬の関係」 <0586_9749_157_04.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 三輪晋也(2009)「日本企業における取締役会の規模と構成の決定要因」
 - ・ 2017 年 10 月 27 日アクセス
- - 三和裕美子(2016)「国内外機関投資家によるエンゲージメント活動についての共同研究報告書」
 http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160331b.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 三和裕美子(2016)「国内外の機関投資家のエンゲージメント活動に関する考察―機関投資家へのヒアリング調査をもとに―」
 https://m·repo.lib.meiji.ac.jp/dspace/bitstream/10291/18445/1/shogakuronso_98_3-4_17.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 矢澤一平・中美尋(2016)「コーポレートガバナンス改革と求められる企業経営の在り方」
 https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/1054_05_01.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - 横山淳(2017)「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集団的エンゲージメントを巡る論点」
 http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170809_012204.pdf
 2017 年 10 月 27 日アクセス
- - ・ KOMG ジャパン統合報告アドバイザリーグループ(2017)「日本企業の統合報告書に関する調査 2016」 https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20170324.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ Cadbury.A(1992) "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance" , Gee&Co.Ltd.London. http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ Kay.J.(2012) "The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making ,Final Report" ,BIS,London. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - $\cdot \quad \text{Hampel,R.(1995) "Committee on Corporate Governance" Final Report, Gee \& Co.Ltd, London.}$
- 50 http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf> 2017年10月27日アクセス
 - ・ Harford, Kecskes and Mansi (2014) "Do long-term investors improve corporate decision making?" white paper. http://www.whartonwrds.com/wp-content/uploads/2015/03/Do-Long-Term-Investors-Improve-Corporate-Decision-Making.pdf> 2017 年 10 月 27 日 アクセス
 - Myners,P.(2001) "Institutional Investment in the United Kingdom: A Review" HM Treasury,London.

- http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNERS-P.-2001.-Institutional-Investment-in-the-United-Kingdom-A-Review.pdf 2017 年 10 月 27 日アクセス
- Walker, D. (2009) "A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, Final Recommendations" HM Treasury, London.
- 5 http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+/http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf 2017年10月27日アクセス
 - ・ 「第 157 回国会・参議院・国際テロリズムの防止及び我が国の協力支援活動等に関する特別委 員会第 5 号委員会(2003 年 10 月 9 日)議事録」 (国会会議録検索システム(http://kokkai.ndl.go.jp/)より入手)
- - ・ 格付投資情報センターHP <https://www.r-i.co.jp/index.html> 2017 年 10 月 27 目アクセス
 - ・ 企業年金連合会 HP < https://www.pfa.or.jp/> 2017 年 10 月 27 目アクセス
 - ・ 金融庁 HP <http://www.fsa.go.jp/> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 15 ・ 経済産業省 HP 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 財務省 HP <http://www.mof.go.jp/> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 資本市場研究会<http://www.camri.or.jp/> 2017 年 10 月 27 目アクセス
 - ・ 投資信託協会 HP<https://www.toushin.or.jp/> 2017 年 10 月 27 目アクセス
 - ・ 日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/> 2017 年 10 月 27 日アクセス
- 20 ・ 日本取引所グループ HP http://www.jpx.co.jp/> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - ・ 日本年金機構 HP<http://www.nenkin.go.jp/> 2017 年 10 月 27 目アクセス
 - ・ 日本証券業協会 HP < http://www.jsda.or.jp/> 2017 年 10 月 27 目アクセス
 - ・ 日本証券経済研究所 HP < http://www.jsri.or.jp/> 2017 年 10 月 27 日アクセス
 - · 年金積立金管理運用独立行政法人 HP<http://www.gpif.go.jp/> 2017 年 10 月 27 日アクセス