

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

第 5 テーマ

【機関投資家の投資行動と証券市場】

立教大学 三谷ゼミナール 浅子班

目次

	はじめに	3
	第 1 章 機関投資家と証券市場	3
	第 1 節 日本の証券市場と機関投資家	3
5	第 2 節 米国を中心とした海外の機関投資家と証券市場	7
	第 3 節 物言う株主の現状分析	9
	第 1 項 多様化するアクティビストファンド	9
	第 2 項 インデックス運用をメインとするアセットマネージャーの動向	10
	第 3 項 ユニバーサルオーナーとしてのアセットオーナー	12
10	第 4 節 充実したエンゲージメントや ESG 投資が求められる機関投資家	14
	第 2 章 各コード内容と価値創造のためのエンゲージメント	15
	第 1 節 日本版 SS コードの理念と受け入れ機関数	15
	第 2 節 日本版 CG コードの理念と遵守率	15
	第 3 節 価値創造のためのエンゲージメント活動	17
15	第 4 節 企業価値の測定のためのアプローチ法	20
	第 3 章 各国のコーポレートガバナンス	22
	第 1 節 日本の機関設計と社外取締役の活用状況	22
	第 2 節 米国の株主重視経営の歴史とガバナンスの典型	28
	第 3 節 ドイツの二層制 CG と有限会社	30
20	第 4 節 英国の CG コード策定までの経緯とダイバーシティの強化	33
	第 5 節 内部革新による企業価値の創出	36
	第 4 章 提言	42
	第 1 節 物言う株主を増加させるための電子招集通知への取り組み	42
	第 2 節 物言う株主を増加させるための会計監査に関する提言	43
25	第 3 節 従業員の取締役会への参画についての提言	44
	第 4 節 社外取締役を有効に機能させるための提言	46
	第 5 節 社外取締役能力の見える化による実効性向上への提言	48
	おわりに	50
	参考文献	52

はじめに

2010 年に導入された英国のスチュワードシップ・コードを参考に日本でも 2014 年 2 月に『「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉』が策定された¹。このコードは機関投資家が顧客や受益者への受託者責任を適切に果たすための行動原則を示しており、投資先企業との建設的な対話（エンゲージメント）を通じて企業価値を向上させ、受益者に対して受託者責任を果たすことを目的としている²。2015 年 6 月には企業の行動原則であるコーポレートガバナンス・コードの適用が始まり、これら 2 つのコードが車の両輪として機能することで投資家側と企業側から企業の持続的成長を促し、日本企業の稼ぐ力を取り戻そうというものである³。

こうした日本再興戦略を背景に 4 年が経過する中で形式から実質へと深化させていくために改訂版を公表するなど、両コードに対する関心は高まっている。しかしアベノミクスによる株価の上昇や ROE 水準の向上など日本企業の良い側面も徐々に増えてきてはいるが、いまだにスルガ銀行の不正融資や SUBARU の無資格検査など日本企業による不祥事は絶えることがない。世界的にインデックス運用が広がりを見せる中で機関投資家は数千社単位で投資を行っているため、個別企業に対して十分な時間をかける余裕がないのも現実である。

以上を踏まえると、機関投資家は企業との対話の質と量の向上が求められ、企業はコーポレートガバナンスの適切な運用が求められている。証券市場が活性化するためには市場プレイヤーの中でも、大きく分けて機関投資家と企業が建設的な対話を行い、中長期的な企業価値の向上の視点から経営を行うことが必要である。

第 1 章 機関投資家と証券市場

第 1 節 日本の証券市場と機関投資家

年金基金や生命保険会社、投資信託をはじめとする機関投資家は証券市場の主要なプレイヤーである。経済の金融化、つまり新たな金融技術の進歩による

¹ 金融庁（2014a）1 頁を参照されたい。

² 金融庁（2014a）2 頁を参照されたい。

³ 内閣府（2015）4 頁を参照されたい。

金融市場の拡大などにより、プレイヤーの影響力が拡大してきた。1980 年代からの経済の金融化の下では、経済活動を通して生み出された資金は金融市場に向かい、歴史的低金利は国債市場、デリバティブ市場の拡大をもたらし、また金利差を利用して富を増加させる手段をもたらした⁴。こうした金融化の下と並

5 行して日本では、銀行を中心とする間接金融の存在感が薄らいできた。図 1 の通り、企業では年々余剰資金が増加傾向であると同時に、日銀のマイナス金利政策などにより貸出利ザヤで稼ぐことが難しくなっている銀行経営の現状がある。いわゆる低金利で金利負担が少なくなろうとも剰余資金を元手に設備投資が可能となっているのである。近年はクラウドファンディングや VC や CVC での
10 資金調達が行われるなど調達手段が多様化してきており、証券発行による資金調達も含め、銀行の基盤を脅かしつつある。

図 1 利益剰余金の推移

(単位：億円、%)

区分 \ 年度	2012 (平成24)		2013 (平成25)		2014 (平成26)		2015 (平成27)		2016 (平成28)	
	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率	金額	増加率
全 業 界	3,044,828	8.1	3,279,557	7.7	3,543,775	8.1	3,778,689	6.6	4,062,348	7.5

15 出所：財務省（2017）「法人企業統計平成 28 年度」9 頁より引用

このように直接金融への流れが強まることにより、証券市場における機関投資家の行動にも変化が生じるようになってきた。かつてはメインバンク制や株式持ち合いの下で議決権行使に消極的であり、経営関与を強めることなく安定
20 経営を志向していたが 1990 年代半ばごろから、CalPERS が日本向けのガイドラインを発表し、その後 OECD が企業統治に関する Corporate Governance Code を作成するなど、海外での変化が見られた⁵。このような外国での変化の流れを受ける形で、日本を代表する機関投資家として知られる厚生年金基金連合会（現
企業年金連合会）が「年金基金のコーポレートガバナンスに関する研究報告書」

25 を公表した⁶。2000 年代に入り議決権の行使の基準が整備されるとともに、2001

⁴ 三和裕美子（2016b）87 頁を参照されたい。

⁵ 坂和秀晃（2016）3 頁を参照されたい。

⁶ 坂和秀晃（2016）4 頁を参照されたい。

年には議決権行使助言会社として知られる ISS 社がわが国での活動を始めるなど、大きな変化を見せた⁷。2014 年には機関投資家向けのガイドラインとして英国のスチュワードシップ・コードを参考に日本版が発行された（以下 SS コード）。2018 年 8 月 31 日時点で、SS コードを受け入れ表明している国内機関投資家は 233 社⁸である。そのうえ、機関投資家は企業に対して持続的に成長を促すために建設的な対話（エンゲージメント）を通じて企業価値の向上や持続的な成長を促すことで、顧客や受益者の中長期的なリターンの拡大を図る責任がある⁹。こうして議決権を積極的に行使するなど経営に参画する機関投資家が多くなっている状況にあり、機関投資家によっては独自の議決権行使基準を作成し、公表している。議決権行使助言会社は ISS とグラスルイスという世界大手 2 社が存在しているが実際に国内では活用する例は少ないようである¹⁰。とはいえ、近年では特に議決権行使が頻繁に行われていることなどから、議決権行使助言会社が推奨する議決権の賛否も大変責務の重いものとなっている。なぜなら実際に経営に参画していない、株式を保有していない議決権行使助言会社の推奨によって機関投資家が議決権を行使した場合に、会社側の提案が否決され得るからである。1990 年代頃からの機関化現象と併せて、機関投資家の企業に対して与えるインパクトの大きさから議決権行使は慎重に、企業の中長期的な企業価値の向上に資するように行使されるべきものである。

図 2 にあるように投資部門別の保有割合を見た時に顕著なのが、外国法人等である。いわゆる海外の機関投資家であり、1990 年代から上昇傾向がずっと続いている。

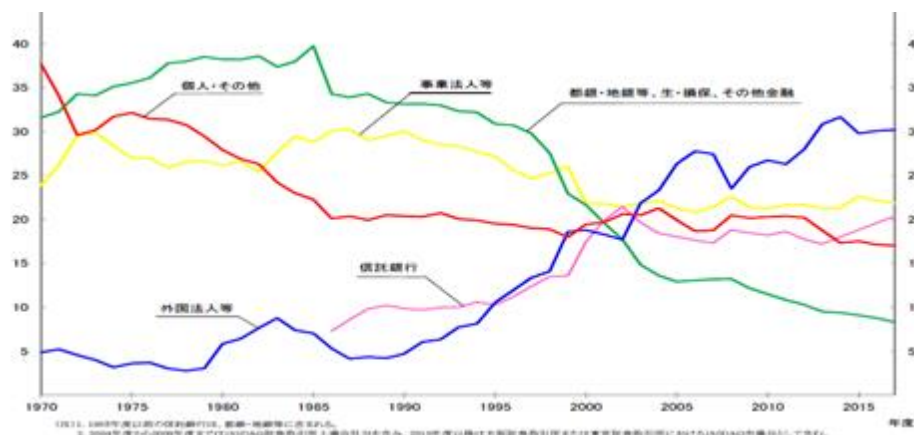
⁷ 坂和秀晃（2015）5 頁を参照されたい。

⁸ 金融庁（2018b）を参照されたい。

⁹ 金融庁（2014a）2 頁を参照されたい。

¹⁰ 金融庁（2017a）4 頁を参照されたい。

図 2 投資部門別株式保有割合の推移



出所：日本取引所グループ（2018）「2017 年度株式分布状況調査の調査結果について」5 頁より引用

5

それと時期が重なるようにして事業法人、地銀や都銀などの金融機関の保有割合が減少している。バブル崩壊により、株価の低迷による株式売却や銀行株式保有制限法により、銀行の保有できる株式割合を制限することで銀行や事業法人の株式持ち合いは減少した。一方、それを吸収するように外国法人の存在感が高まった。米国は特に日本企業への参入を容易にするために、日米構造協議

10

（1990 年）の後に、「①社外重役制の導入」、「②議決権の代理行使制度の自由化」、「③取締役の責任追及のためのクラスアクション（集団訴訟）の導入」、「④株主の企業帳簿・記録のアクセス妨害に対する厳格な処罰の導入」、「⑤株式相互持ち合い規制の強化」を要求した¹¹。こうした背景から持ち合いの減少と海外投資家のプレ

15

ゼンスが高まってきたわけではあるが、同時に海外機関投資家の増加につれて日本企業の改革が同時に起こった。1990 年代以前の株式や土地の含み益に依存した拡大経営を行ってきた企業に対して、ROE を意識した経営にシフトさせたと考えることができる。これらについては、機関投資家や外国人投資家が ROE

20

の高い企業に投資をする傾向が強く、ROE が株価を決定する要因であるということが指摘されている¹²。投資収益の最大化を目標とする海外機関投資家の増

¹¹ 江間大悟（2011）20 頁を参照されたい。

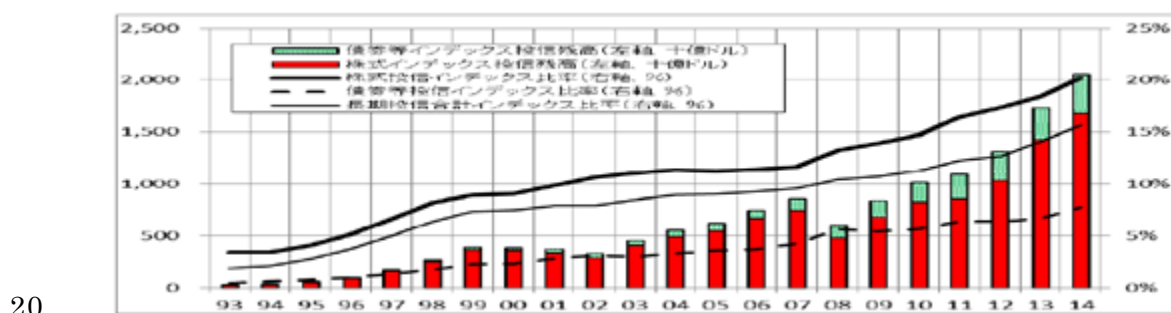
¹² 澤田茂雄（2010）を参照されたい。

加は企業の目先の業績向上を求める短期主義であるという批判も存在する¹³。

第2節 米国を中心とした海外の機関投資家と証券市場

5 かつての米国における機関投資家は投資先の企業に対して不満があれば株式
を売却することで意思表示を行ういわゆる、ウォールストリートルールと呼ば
れるコーポレートガバナンスを慣行としていた。しかし、年金基金のようなア
セットオーナーの運用自体は外部に委託しており、受託者責任の所在が曖昧に
なるという弊害が生まれた。こうした中で 1974 年に企業年金の包括的な規制と
してエリサ法が施行され、受託者責任が明確化された。年金資産の積み立て不
10 足や不正流用を防止するために受託者としての忠実義務と注意義務が以下のよ
うに明記された。①もっぱら加入者の利益を図る②加入者への給付と正当な費
用の支払いのみを目的とする③思慮深い人（a prudent man）としての注意を払
う（プルーデント・マン・ルール）④投資を分散する（分散投資義務）¹⁴。こ
うした年金基金を対象とした規制により、株式は中・長期的に分散投資を行う
15 ことが主流となり、議決権行使を行い経営に参画するというコーポレートガバ
ナンスの動きとなっていた。また、それに従いインデックス運用が多用され
るようになった¹⁵。

図 3 米国におけるインデックスファンドの残高と投信残高に占める比率の推移



出所：杉田浩治（2016）「発足から 40 年を迎えるインデックスファンドーその軌跡と今後の展開ー」4 頁より引用

¹³ 高寺貞男（2007）135 頁を参照されたい。

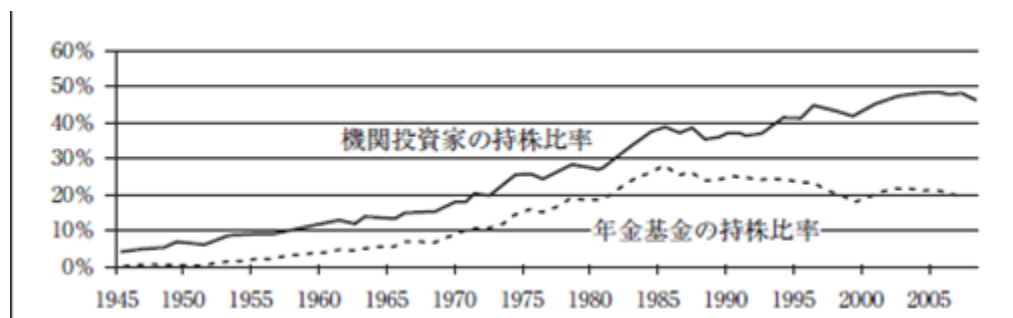
¹⁴ ニッセイ基礎研究所（1996）6 頁を参照されたい。

¹⁵ 三和裕美子（2001）119 頁を参照されたい。

複数の経営者が、他の多くの経営者に「当社株を保有する貴社の年金基金やその運用機関に対し、当社の買収対抗策に賛成の議決権行使を働きかけてほしい」との書簡を出していたことが表面化した¹⁶。経営者の圧力に対して出された書簡がエイボンレターと呼ばれるものであり、議決権行使に対する受託者責任規定を明確にした。具体的には年金基金が保有する株式の議決権の行使は、受託者がなすべき資産運用行為であり受託者責任の一環であるとされた¹⁷。エイボンレターの公表によってウォールストリートルールが適切な機関投資家の行動とは必ずしも言えず、企業価値の向上にコミットメントすることが求められるようになった。そうしたことから 1980 年代後半から機関投資家による株式保有を増大させ株主アクティビズムが強まっていくこととなった。

図 4 の通り、機関投資家の持ち株比率は 1980 年代に 30% を越え、2007 年には 48.7% と米国企業の株式の半数は機関投資家に所有されるようになった¹⁸。1980 年代以降は機関化が進み、1990 年以降は個人投資家と機関投資家の持ち株比率は逆転し、株式市場において機関投資家の影響力は増大していくこととなる。

図 4 機関投資家の持ち株比率の推移



出所：柴田努（2011）「アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換— 経済の金融化とコーポレート・ガバナンス—」24 頁より引用

そうした機関投資家はインデックス運用を行っており「バイアンドホールド」

¹⁶ ニッセイ基礎研究所（2000）3 頁を参照されたい。

¹⁷ ニッセイ基礎研究所（2000）3 頁を参照されたい。

¹⁸ 柴田努（2011）24 頁を参照されたい。

戦略をとるため投資先企業へ介入することも多い。実際には長期保有志向である公務員年金を代表とする機関投資家とウォールストリートルールに則って短期売買を繰り返す機関投資家¹⁹との 2 つの株主アクティビズムが存在すると考えられる。「物言う」株主の実態は第 3 節で述べていく。

5

第 3 節 物言う株主の現状分析

私たちは物言う株主を「株主価値向上を目的とし、株主総会などのエンゲージメントを通して経営陣と積極的に対話を求める投資家」と定義する。以下では物言う株主をアクティビストファンド、アセットマネージャー、アセットオーナーに分類し、アプローチする。

10

第 1 項 多様化するアクティビストファンド

金余りといわれる市場環境の中で、企業統治改革が道半ばの日本企業は物言う株主にとっての格好の餌食になり得る。アクティビストが保有する日本株は 1 兆 6000 億円弱と過去最高水準にあり²⁰、運用残高は 14 兆円といわれている²¹。米スティー爾・パートナーズは対象企業の株式を大量に購入することで日本企業に初めて買収防衛策（ポイズン・ピル）を発動させ、東京高裁に短期的利益追求の「濫用的買収者」という烙印を押された過去がある²²。米サードポイントはセブン&アイ HD の後継者問題について世襲継承批判をすることでトップ人事を左右させた²³。香港オアシスマネジメントは日本航空の公募増資で相場操縦を行ったとして摘発された過去を持ち、アルパインに対して期末配当を 325 円（会社案 15 円）にする要求を行っていた²⁴。こうした物言う株主は自らが能動的に企業に対して株主価値向上のための提案を行うことが特徴的であると言える。彼らのようなアクティビストは対象企業を選別し、短期的な利ザヤ

15

20

¹⁹ 柴田努（2011）26 頁を参照されたい。

²⁰ 日本経済新聞（2018 年 5 月 27 日朝刊）「進化する物言う株主 日本株の保有額最高」を参照されたい。

²¹ 日本経済新聞（2018 年 5 月 27 日朝刊）「アクティビスト 運用残高は 14 兆円」

²² 大和総研（2007）1 頁を参照されたい。

²³ Wedge Infinity（2016 年 4 月 8 日）『「セブン&アイの選択を嬉しく思う」物言う株主に倒されたカリスマ』を参照されたい。

²⁴ 日本経済新聞（2011 年 9 月 15 日）「日航株相場操縦の疑い、香港で摘発 監視委と連携」を参照されたい。

を求める株主価値の最大化から企業価値の最大化へシフトしていると評価できる²⁵。したがって一般の機関投資家の同意を得られやすい提案が増えており、ウォールストリートルールとは一線を画した様相を呈している。

5 図5 近年のアクティビストの要求事項

時期	ファンド名	投資先 (最大保有額)	ファンド側の要求等 (注) ■：要求達成
2015年1月	アクティビスト (米国)	宝島 (1.7%)	■増配並びに株主還元
2015年3月	バリューステッド (S) (米国)	サービス (S: 13.9%, H: 5.4%)	-
2015年2月-3月	★日高アクティビスト	旭通商船 (12.1%)	- 配当倍率の引き上げ - 社外取締役の選任
2015年2月-4月	アクティビスト (米国)	電気機器 (-)	- 株主還元
2015年3月	★日高アクティビスト	その他金融機関 (5%)	-
2015年3月-4月	アクティビスト (米国)	サービス (24.3%)	■取締役の選任 (アクティビスト関係者の選任) ■買収防衛策の廃止 ■増配 (68円/前増20円)
2015年3月	アクティビスト (香港)	電気機器 (8.1%) 電気機器 (-)	- 監査役候補の選任、株主還元の強化 (電気機器) - 上場子会社2社の株上強化 (電気機器)
2015年5月-	★日高アクティビスト	卸売 (16.1%)	■社外取締役の選任 (取締役会増員の提案) - 増配 - 業界再編
2015年10月-	アクティビスト (米国)	小売 (-)	- 不揮の現金とペーパー資産の分離 - 配当2倍増、業界に対する圧力
2016年1月	★日高アクティビスト	電気 (5.8%)	■増配等 (▲67円/前増10円)
2016年3月	アクティビスト (米国)	サービス (5.0%)	- 監査等委員会設置会社への移行反対
2016年4月	★日高アクティビスト	電気機器 (2.9%) 卸売 (3.8%) 建設 (3.3%) その他金融 (4.8%)	■増配 ■監査役候補の選任 ■株主との対話強化 ■卸中盤事業からの撤退
2016年5月	旭通商船 (米国)	情報・通信 (5.0%)	- 監査等委員会設置会社への移行反対
2016年5月	アクティビスト (南米)	化学 (2.5%)	■買収一部提案 (取締役候補の選任) ■株主還元

出所：大和総研（2016a）「アクティビスト投資家進化論～多様化するアクティビスト手法と企業側の対応のあり方～」より筆者作成

- 10 またアクティビストの着眼点は同業他社と比較した際の相対的な業績不振であり、なかでも株主還元が過去2年で業界に大きく遅れを取った場合、収益成長率の停滞、そして同業他社との格差拡大に反応する²⁶。

第2項 インデックス運用をメインとするアセットマネージャーの動向

- 15 図6は日本に投資している海外運用機関の推定時価株残高である。近年の潮流としては確定拠出年金が各国で政策的に後押しされていることと相俟って投資信託への需要が高まり、リテール分野に強みを持つ運用会社（ステート・ストリート、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン等）が成長している²⁷。運用残高が1位であるブラックロックは2018年6月30日現在の運用残高は698兆

²⁵ 大和総研（2016a）を参照されたい。

²⁶ HarvardBusinessReview（2018年6月22日WEB刊）「経営者はアクティビストとどう向き合うべきか」を参照されたい。

²⁷ 関雄太（2015）7頁を参照されたい。

円となっており、インデックスファンドが 61%を占めている。2 位のバンガードグループや 3 位のステート・ストリート・グローバルもインデックスファンドで 2 兆ドルを超える資産を持つ。

これら上位 3 社でインデックス保有は 20%に到達しており寡占が進んでいる

5 ²⁸。この 3 社のエンゲージメント状況を見てみると、ブラックロック・ジャパンでは 2016 年 7 月～2017 年 6 月までに 282 件のエンゲージメントを行い、議題の 60%はコーポレートガバナンスであるが、総合的に議論を行っている²⁹。バンガードでは 2018 年度に 721 社とエンゲージメントを行い、資産残高の 47%を占めている³⁰。ステート・ストリートは 2018 年 1Q 時点でエンゲージメント

10 数は 147 となっており、これとは別に米、英、豪に対して 700 社以上に 1 人以上の女性取締役の選任を求めている。ステート・ストリートはエンゲージメント対象企業を全社開示しているのが特徴的である³¹。一方でエンゲージメント数と投資先企業の数と比較した場合には大きな乖離がみられる。代表的なインデックス運用機関としてはスチュワードシップ責任と照らし合わせると、投資

15 先企業との深度ある対話が不十分であるようにも推察される。人的資源や時間が限られてはいるものの、議決権行使などで物言う株主としての企業価値向上に向けた取り組みを求められている限りでは十分な物言う株主とはなれていない。パッシブ運用の割合が世界的に 2017 年 10 月までの過去 5 年間だけで 16.5%から 21.6%に増加している³²ことから今後の議決権行使などのエンゲージメ

20 ントに関する量的な問題は深刻化していくことは想像できる。各社ともにエンゲージメントに関しては数値的な目標は設けずに質を重視し、比較的少数の企業に絞って行っている現状である。市場全体の価値の底上げを目指すという観点から時価総額が大きな企業を中心に、不祥事案件がある場合や、象徴的な問題を抱えていて企業価値向上の度合いが大きいような企業にフォーカスしている

25 ようである³³。スチュワードシップ責任の観点では対象企業を絞り、企業価値

²⁸ Bloomberg (2017 年 12 月 5 日)「ブラックロックとバンガードが支配する世界一数年で運用額 2250 兆円に」を参照されたい。

²⁹ ブラックロック・ジャパン (2017) 7 頁を参照されたい。

³⁰ Vanguard (2018) 9 頁を参照されたい。

³¹ State Street Global Advisors (2018) 5 頁を参照されたい。

³² Willis Towers Watson (2017) を参照されたい。

³³ 明田 雅昭 (2018) 20 頁を参照されたい。

を向上させることで受益者の利益に資することはできるが、インデックス全体に投資している以上は議決権行使を適切に果たす必要があり、エンゲージメント対象企業を絞ることは形式的な議決権行使結果となる可能性が生じ、議決権行使助言会社の推奨を鵜呑みにしてしまう危険性が高まると考えられる。

5

図 6 日本株保有する海外の運用機関 図 7 世界の運用会社総資産
(2016 年 12 月 31 日現在)

	17年10月末現在 (億円)	16年10月末現在 (億円)	順位	運用会社	国籍	運用資産総額 (百万米ドル)
ブラックロック	187,102	99,510	1	ブラックロック	米国	5,147,852
バンガード・グループ	109,003	90,693	2	バンガード・グループ	米国	3,965,018
ノルウェー政府年金基金	71,940	10,997	3	スカー・ストリート・グローバル	米国	2,458,456
キャピタル・グループ	57,592	2,192	4	フィデリティ・インベストメンツ	米国	2,130,798
JPモルガン・チェース	49,540	26,323	5	アリアンツ・グループ	ドイツ	1,971,211
ドイツ銀行	43,988	32,769	6	JPモルガン・チェース	米国	1,770,867
フィデリティ (Fidelity)	34,827	6,036	7	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	米国	1,647,990
			8	アクサ・グループ	フランス	1,505,537
フィデリティ・インベストメンツ・ファンド・アドバイザーズ	28,428	2,663	9	キャピタル・グループ	米国	1,478,523
スカー・ストリート	22,447	603	10	ゴールドマン・サックス・グループ	米国	1,379,000
UBS	22,287	14,889	11	ブルデッシュ・ファイナンシャル	米国	1,253,765
BNPパリバ	21,978	20,678	12	BNPパリバ	フランス	1,215,482
			13	UBS	スイス	1,208,275
			14	ドイツ銀行	ドイツ	1,190,523
シュローダー	21,787	3,329	15	アムンディ	フランス	1,141,000
サンワイク・ファイナンシャル	20,992	2,718	16	リーガル・アンド・ゼネラル・グループ	英国	1,099,919
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	20,487	3,010	17	ウェリントン・マネジメント	米国	979,210
ヘイダー・バンガード・ファンド・カンパニー	18,708	2,001	18	ノーザン・トラスト・アセット・マネジメント	米国	942,452
フィデリティ (Fidelity)	17,588	842	19	ワルズ・ファーズ	米国	936,900
ウェスト・イギリス・インベストメント・マネジメント	16,836	2,427	20	スビー	米国	881,748
サン・グループ	16,628	8,718				
FTI	14,881	1,447				

出所：Quick・ファクトセット（2017）『10月の主役、欧州マネーは日本でも大株主 データで見る「株式会社ニッポン」の大株主』より筆者作成（図 6）

出所：WillisTowersWatson（2017）「世界の大手運用会社の運用資産が初の 80 兆米ドル越えアクティブ運用に代わり、パッシブ資産が引き続きシェアを伸ばす」より筆者作成（図 7）

第 3 項 ユニバーサルオーナーとしてのアセットオーナー

GPIF が 2015 年に PRI（責任投資原則）に署名して以来、日本においても ESG 投資が積極化した。年金基金などのアセットオーナーは将来の年金資産を増やすだけでなく、長期的に安定的に増やしていく必要があることからリスクヘッジを含め ESG にコミットメントしている。また運用収益確保のため、個別の投資先企業の成長のみでなく、金融市場の安定や経済社会の持続的な成長を求め

というユニバーサルオーナーシップの観点から国際的に分散投資を行っている。ESG に考慮する際にはネガティブスクリーニングが主流であり構成比としては 65% を占めている。世界的に化石燃料関連企業からの投資撤退などダイベストメントが広がっているが、中にはオンタリオ州教職員年金基金のように企業を投資対象から外すことが、株主としての企業によい影響を与えるというスチュワードシップ責任に反する観点からエンゲージメントをより重視している機関も存在する³⁴。GPIF は 158 兆円もの運用資産額を有しており運用額では世界でもトップである。運用手法は国内株式に限ると 90% 以上がパッシブ運用となっている³⁵。そのうちの 1 兆円は 3 つの ESG 指数へ投資を行っている。基本的には運用委員会の審議を経て運用委託機関を選定しているが、流動性の観点から短期では自家運用を行っている。運用委託機関との関わりを見れば議決権行使ガイドラインを鑑み、議決権行使状況の報告を受け、議決権行使の取り組みを評価の一部に組み入れている。その際に議決権の個別議案ごとの公表を速やかにすることがスチュワードシップ責任を果たす上で重要であるとし、新たな取り組みとしてはアクティブ運用委託機関のパフォーマンス向上のインセンティブ等を目的として実績連動報酬体系を 2018 年 4 月から採用し、アセットオーナーとしての運用機関への評価を多様化させるなどのスチュワードシップ責任を果たしている。

企業年金を見てみると、SS コードを受け入れた基金は 9 基金に過ぎず、全体の 0.1% に満たない³⁶。年金資産額でみると公的年金の 1 割程度であるが、インベストメントチェーンにおけるアセットオーナーのモニタリングは数の面では不十分であり、運用機関へのインパクトから企業年金の存在は不可欠であると言える。

米国の大手公的年金基金である CalPERS と CalSTRS は、運用資産残高において全米第 1、2 位の公的年金基金であり³⁷、彼らは委託運用も含めた全保有銘柄を対象に議決権行使やエンゲージメントを行っている。議決権行使に関しては

³⁴ 大和総研（2017f）4 頁を参照されたい。

³⁵ GPIFHP「年金積立金の運用とは」「よくある質問」「2. 運用手法」を参照されたい。

³⁶ 久保俊一（2018）8 頁を参照されたい。

³⁷ 寺山恵（2017）19 頁を参照されたい。

自らのコーポレートガバナンス原則に基づき行使しており、エンゲージメントには優先度をつけ、対象企業を絞って行っている³⁸。ノルウェー政府年金基金は2015年に約8千億円もの石炭火力関連株を売却し、米カリフォルニア州教職員退職年金基金も17年に米国外の一般炭関連企業も投資対象から除外すると決める³⁹などしている。

第4節 充実したエンゲージメントやESG投資が求められる機関投資家

これまでは機関投資家をアクティビストファンド、アセットマネージャー、アセットオーナーに分けて分析してきた。それらの分析から今後の機関投資家のあるべき姿を考えていく。

まず国内機関投資家全体でSSコードと照らし合わせた時に、目的を持った対話を通じて中長期的な企業価値が向上するようにスチュワードシップ責任を適切に果たすべきである。失われた20年以降で投資リターンを確保するためには企業への働きかけが大変重要である。同時に投資リターンを確保するためには今後もESG投資は重要な意味を持つ。ESG投資の資産規模は16年に22.9兆ドルである⁴⁰ものの日本は遅れており、今後はサステナブルやSDGs（持続可能な開発目標）にも留意していくべきである。

アセットマネージャーは自らが直接的な投資主体である以上はエンゲージメントを果たす義務があると考え。今やブラックロックに代表されるように資産運用額が一国のGDPに匹敵するほどであり、日本株では第2位の大株主であることからその影響力は計り知れない⁴¹。しかしながら現状はエンゲージメント資源に限りがあり、議決権行使は形式的になりがちであるという懸念が生じる。パッシブ運用の比率が高まっていることから数百、数千社へ投資を行っている運用会社のエンゲージメントのあり方が問われてくる。

アセットオーナーはGPIFが実行しているように運用会社の議決権行使をモニタリングすることで主体的にスチュワードシップ責任を果たすべきである。

³⁸ 寺山恵（2017）19頁を参照されたい。

³⁹ 日本経済新聞（2018年9月27日朝刊）「ESGマネー、日本企業に呼び込む 経産省が支援 世界の投資家にアピール」を参照されたい。

⁴⁰ 同上

⁴¹ 日本経済新聞（2017年10月1日）『日本株、第2位の大株主に ブラックロック 投資判断引き上げ「買い」、中小型も保有増やす』を参照されたい。

SS コードでアセットオーナーへの文言が追加されたのもインベストメントチェーンにおける重要性が指摘されるからである。

第2章 各コード内容と価値創造のためのエンゲージメント

5 第1節 日本版 SS コードの理念と受け入れ機関数

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ことがスチュワードシップ責任である。そして SS コードは
10 機関投資家が顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」としてスチュワードシップ責任を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めるものである。機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである⁴²。

SS コードに定める各原則の適用の仕方は各機関投資家の置かれる状況に応じて工夫すべきものであり、細則主義ではなく原則主義を採用している。法的拘束力を有するものではないが、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。すなわち、SS コードの原則の中に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る原則があれば、その理由を十分に説明することが求められる。

20 実際に受け入れ表明をした機関投資家の分類は、信託銀行等が 6、投信・投資顧問会社等が 166、年金基金等が 32、生命保険・損保保険会社が 22、その他（議決権行使助言会社他）が 7 であり、合計で 233⁴³もの機関投資家が受け入れている状況である。

25 第2節 日本版 CG コードの理念と遵守率

コーポレートガバナンスコード（以下 CG コード）は、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・果斷な

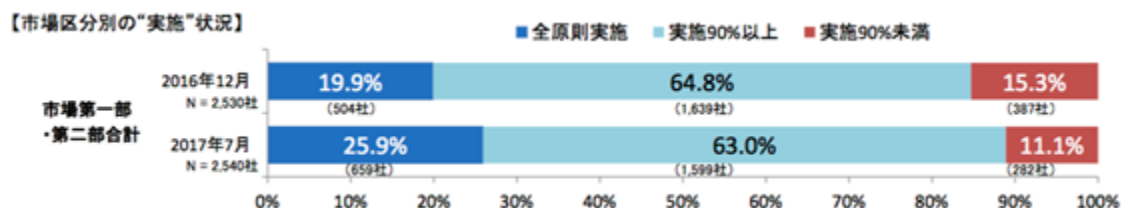
⁴² 金融庁（2017b）3 頁を参照されたい。

⁴³ 金融庁 HP「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリスト公表について」を参照されたい。

意思決定を行うための主要な原則を取りまとめたものである⁴⁴。これらが実践されることで企業の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、企業、投資家、さらに経済全体の発展に寄与すると考えられている。CG コードは「基本原則」の他に、「原則」「補充原則」の 3 部、合計 73 原則で構成されている⁴⁵。

集計基準日までに 2017 年度市場第一部・第二部の全 2579 社⁴⁶のうち、98.5%に相当する 2540 社が CG コードへの対応状況を開示した。図 8 からわかるように、実際に全 73 原則をコンプライしている会社は 25.9%であり、一部原則をエクスプレインしている会社は 74.1%である。さらに一部原則をエクスプレインしている会社のうち、実際にコンプライしている会社は 63.0%である⁴⁷。

図 8 市場区分別の CG コード実施状況



出所：東京証券取引所（2017）「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」

2 頁より引用

また、CG コードの原則ごとの実施・説明状況について言及する。73 原則のうち全社が実施している原則は 7 つである。その内訳は第 1 章の補充原則 1-1②、原則 1-6、第 2 章の原則 2-1、第 3 章の原則 3-2、第 4 章の原則 4-5、補充原則 4-13①②であり、第 5 章に関して全社が実施している原則はない状況である。73 原則のうち一部の会社が説明しているのは 66 原則であり、うち実施率 90%以上であるのは 55 原則である⁴⁸。説明率が高い原則の内容は、「議決権の電子行使のための環境整備」「海外投資家等の比率等を踏まえた英語での情報の開

⁴⁴ 東京証券取引所（2018a）1 頁を参照されたい。

⁴⁵ 詳しくは CG コードを参照されたい。

⁴⁶ 東京証券取引所 HP「新規上場基本情報」を参照されたい。

⁴⁷ 東京証券取引所（2017）2 頁を参照されたい。

⁴⁸ 東京証券取引所（2017）3 頁を参照されたい。

示・提供の推進」「中長期的な業績と連動する報酬の割合、現金報酬と自社株報酬との割合の適切な設定」「取締役会による取締役会の実効性に関する分析・評価、結果の概要の開示」「指名・報酬等の検討における独立社外取締役の関与・助言」であり⁴⁹、特に第4章の割合が高くなっている。

5

第3節 価値創造のためのエンゲージメント活動

近年物言う株主が増えたことで、投資家と経営者の正しい関係構築のためにエンゲージメント活動が行われている。投資家の考える企業価値の捉え方とエンゲージメント活動を関係づけることで初めて、投資家の行動の背景にある理由を理解することができる。そこで第3節ではエンゲージメントの現状について言及する。

エンゲージメント活動の内容は主に株主総会に焦点を絞った活動と、非公開で行う企業価値を重視した活動の2つに分けられる。株主総会に焦点を絞った活動は議決権行使や株主提案であり、ともに公開されているものである。株主総会において提出可能な議案の内容は各国で大きく異なり、議案は取締役選任、ガバナンス構造の変更、増資などの資本構成変更、配当政策、経営者報酬などである⁵⁰。また、ISSなどの事業者を援用し、自らの考え方ではなく彼らの意見をそのまま採用するケースもあるのが現状である。経営に関する事項について経営者と投資家が相対して話し合い、経営戦略・資本構成など多様なテーマを議論する。例えば余剰資金の活用や情報開示の改善、債務レバレッジ比率の変更、成長戦略の提案など、株主総会の議案にする必要はないが企業価値に大きな影響を与えるテーマである⁵¹。企業価値向上に資する投資家とのエンゲージメント活動が多く企業で行われるほど、株式市場全体に良い影響を与えられと考えられる。また、経営方針に対する投資家の見方は一様ではなく意見の対立が起こるため、株主間の意見調整は経営者と投資家の関係を考える上で重要な活動である。そして英国では効果的なエンゲージメントを阻害する問題の解決手段として、Investor Forumによる集团的エンゲージメントが実施されている。

⁴⁹ 東京証券取引所（2017）4頁を参照されたい。

⁵⁰ 野村総合研究所（2009）20頁を参照されたい。

⁵¹ 同上 21頁を参照されたい。

まず Investor Forum 設立に至る背景について言及する。

図 9 からわかるように、最も頻繁に扱われた論点は経営者報酬であった⁵²。

図 9 英国におけるエンゲージメントのアジェンダ

最も重要と考える課題	最も頻繁に扱われた論点
1 企業業績	1 経営者報酬
2 リーダーシップ- 取締役会議長/CEO	2 企業業績
3 カルチャー・戦略	3 リーダーシップ- 取締役会議長/CEO
4 取締役会・委員会構成/ サクセッション	4 カルチャー・戦略
5 経営者報酬	5 取締役会・委員会構成/ サクセッション

出典：The Investment Association(2015)¹を基に筆者作成 (n=66)

出所：KPMG ジャパン（2018）3 頁より引用

これは経営者報酬が株主総会議案とされた背景もあるが、投資家が最も重要と考える論点が実際のエンゲージメントにおいて議論されているとは限らないのである。機関投資家がスチュワードシップ活動によって企業の生産性向上と競争力を促すためにはエンゲージメントを長期的な価値創造のドライバーとして捉える必要があるという問題意識がある。エンゲージメントに関する問題点は、国際的な株式所有および分散した株主の増加や集团的エンゲージメントに関連する規制への理解不足、長期的・サステナブルな価値創造の観点からのエンゲージメントの欠如が挙げられる⁵³。

また、英国政府は 2015 年に長期的生産性向上に向けたアジェンダを提出し、これを受けて Investment Association は会員の投資運用会社が長期的投資によって生産性を高めることを目的としたアクションプランを作成している。そして前述の問題を解決する手段としてジョン・ケイ教授が報告書の中で、スチュワードシップへのアプローチが必要であり、複数の長期投資家が集団でエンゲージメントを行うこと、そしてそのための枠組みを構築することを提言した⁵⁴。

⁵² KPMG ジャパン（2018）2 頁を参照されたい。

⁵³ KPMG ジャパン（2018）3 頁を参照されたい。

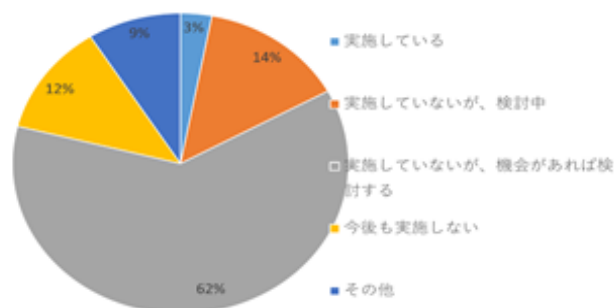
⁵⁴ 同上 3 頁を参照されたい。

この提言を受けて 2014 年 10 月に英国内外のアセットオーナーおよびアセット
マネージャーで構築する Investor Forum が設立された。Investor Forum は株
主のスチュワードシップの強化を通じて長期的な投資パフォーマンスに貢献す
ること、またステークホルダーの様々な見解を取り入れた解決策により、エン
ゲージメントの障害を取り除くことを意図している。Investor Forum に集団で
エンゲージメントが提案された案件の多くは、対話に相当な時間とリソースを
費やしたが望ましい成果が得られなかったケースである。全ての状況における
アプローチとしてではなく、複雑な問題の解決に向けた効果的なエスカレーシ
ョンの手段として集団でエンゲージメントを推進している。

10 集団的エンゲージメントの結果として、英国ではエンゲージメントにおける
テーマの偏りやサステナブルな価値創造の観点の欠如が懸念されていたが、
Investor Forum によるエンゲージメントが複数の異なる論点に及ぶようになった⁵⁵。投資家はエンゲージメントにおいて財務面のみならずより広範囲にわた
るステークホルダーの視点を組み込むことが重要であると考ええる。

15 一方で、図 10 からわかるように、KPMG が 2017 年に実施した意識調査では、
日本の機関投資家の 62%が集団的エンゲージメントについて「現在実施してい
ないが、機会があれば検討する」と回答している。集団的エンゲージメントを
「実施している」および「検討中」の機関投資家を合わせると、約 8 割の機関
投資家が、集団的エンゲージメントの実施を意識していると捉えることができ
る。

図 10 集団でエンゲージメントにかかる現状・考え方



出所：KPMG ジャパン（2018）2 頁より筆者作成

⁵⁵ KPMG ジャパン（2018）4 頁を参照されたい。

2017年10月に複数の機関投資家による企業との協働対話の支援を目的とした「一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム」が設立された。同フォーラムは「機関投資家協働対話プログラム」を行っており、いわゆる株主アクティビズムのように短期的な株主利益を追求するのではなく、最終受益者の中長期的な投資リターンの拡大に結び付くように、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することを目的としている。そのため、投資先企業の事業活動の重大な変更を要求することや経営の細部に介入することは意図されておらず、企業が抱える課題に関して、機関投資家と企業との認識の共有を図ることを通じた、企業の主体的な経営方針に基づく経営を支援するための取組みと言える⁵⁶。

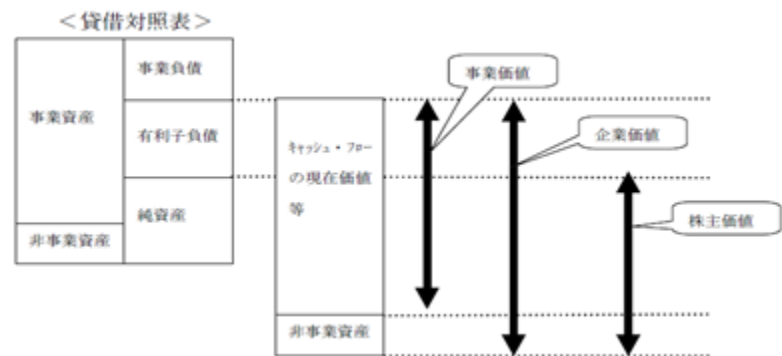
第4節 企業価値の測定のためのアプローチ法

企業価値とは事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値を含めた企業全体の価値⁵⁷である。それらを評価する手法は様々な存在するが一般的にはインカムアプローチ、マーケットアプローチ、ネットアセットアプローチにより評価が行われる。インカムアプローチは評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュフローに基づいて価値を評価する方法である。一般的に将来の（又は将来期待される）収益獲得能力を価値に反映させやすいアプローチといわれている。また、評価対象会社独自の収益性等を基に価値を測定することから、評価対象会社が持つ固有の価値を示すといわれる。インカムアプローチにおいては将来の予測が含まれるため主観性が存在する。マーケットアプローチは上場している同業他社や類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的に価値を評価するアプローチである。比較対象とした上場会社の株価や取引事例は、その会社や事業の将来価値も含めた継続価値と考えられている。ネットアセットアプローチは、株式の評価を前提とした場合、主として会社の貸借対照表上の純資産に注目したアプローチである。

⁵⁶ KPMG ジャパン（2018）2頁を参照されたい。

⁵⁷ 日本公認会計士協会（2013）25頁を参照されたい。

図 11 企業価値の概念図



出所：日本公認会計士協会（2013）「企業価値評価ガイドライン」25 頁より引用

5

図 12 企業価値の評価方法

インカム・アプローチ	マーケット・アプローチ	ネットアセット・アプローチ
フリー・キャッシュ・フロー法、調整現在価値法、残余利益法、配当還元法、利益還元法（収益還元法）	市場株価法、類似上場会社法、類似取引法、取引事例法	簿価純資産法、時価純資産法（修正簿価純資産法）

出所：青木茂男（2010）「企業価値評価法の多様性 ―三菱地所（株）のケースを手がかりとして―」188 頁より筆者作成

10

これより具体的な評価方法を見ていく。インカムアプローチにおいてはフリーキャッシュフロー法（DCF 法）、配当割引モデル（DDM 法）などがある。DCF 法とは将来の企業が生み出すフリーキャッシュフローを WACC で現在価値に割り引き、その合計値を企業価値とする。DDM 法は投資家の立場から見て、将来入ってくるキャッシュフローを配当とし、株主資本コストで現在価値に割り引いて計算する。マーケットアプローチにおいては市場株価法やマルチプル法（類似上場会社法）などがある。市場株価法は市場株価をもとにした平均株価を評価額とする方法であり、対象が上場企業に限られているが、市場株価は不特定多数の投資家がその会社に対する収益性や将来性を総合的に判断して形成され

15

た価値であるため、客観性の高い方法と言える⁵⁸。マルチプル法は類似する上場企業の株価指標を基に相対的な価値を算出する方法であり、企業買収などでは EBITDA がよく使われる⁵⁹。簡便的には営業利益＋減価償却費となり、EV（企業価値＝時価総額＋有利子負債－現預金）を EBITDA で割ることで割安か割高かの判断を行うことになる。EBITDA は税率や減価償却費、各国における金利の違いを最小限に抑えた国際比較に優れた指標である。ネットアセットアプローチは簿価純資産法や時価純資産法があり、簿価純資産法は会計上の帳簿価額の純資産から 1 株当たりの純資産の額を計算する方法である。時価純資産法は再調達時価純資産法と清算処分時価純資産法に分けられ、前者は現在保有している資産や負債を新たに同じように再取得した時価で評価し、そこには再取得の際にかかる付随費用も含む。後者は現在保有している資産や負債を処分した際の 1 株当たり純資産を算出する方法である。清算処分時価純資産法は企業が解散する際に利用される。

以上のことから私たちは企業価値を株価と定義する。株価＝企業価値となるためには資本市場との歪みが小さいことが条件となるが、実際には情報の非対称性や短期的にはバブルも起こり得る。一方、株価は上述したように様々な投資家の意見が総合的に判断されて形成されているため客観性が最も高い。また非財務情報も株価には織り込まれていると考えられるため、総合的に判断して最も妥当性が高く、企業価値向上に対する不断の努力の結果が株価の上昇であると考えている。

第 3 章 各国のコーポレートガバナンス

第 1 節 日本の機関設計と社外取締役の活用状況

本節では取締役会の構造と社外取締役の実態について述べていく。日本の上場企業は会社法が規定する機関設計の監査役会設置会社、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社の 3 つのうちどれかを採用することとされている。これらの機関設計をする際に共通して重要となることは実効性の伴う柔軟な機関を形成することで、実質的な機能を発揮させることである。そのためには取

⁵⁸ 大和総研（2012）5 頁を参照されたい。

⁵⁹ 週刊ダイヤモンド（2018）87 頁を参照されたい。

締役会が独立性を確保し、会社の方針について透明かつ公正に決定、運営していくことが不可欠となる。そこで基本原則 4 では、独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たし、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきであるとしている⁶⁰。これらを踏まえて取締役会のそれぞれの機関設計に着目していきたい。

指名委員会等設置会社は会社の取締役を指名する指名委員会と会社の監査をする監査委員会、それぞれ個人の取締役の報酬を決める報酬委員会の 3 つの委員会から構成され、これらの委員会は過半数以上が社外取締役であることが必要である。監督と執行の分離を掲げ、取締役は経営の方針と会社法の定める重要事項の決定を行うだけで業務の執行は行わない。また、業務執行は執行役に委任するが、執行役の選任・解任権は取締役会が保持している。この機関設計は日本で最も採用されておらず、2018 年 7 月 31 日の時点で、東証一部上場会社では 60 社と 2003 年の導入以来、上場会社の 2% のみである⁶¹。このように指名委員会等設置会社が普及しない原因として挙げられるのは、指名委員会や報酬委員会は社外取締役が過半数を占めていることにある。社外役員の導入で独立性や客観性は保たれるものの、内部者ではなく外部者であるため、彼らに取締役の指名や取締役及び執行役の報酬決定を委ねることに対して抵抗感をもつためである⁶²。また最大の問題となったのが、執行役と取締役を兼任しているケースが多数存在している点にある。

監査役会設置会社は、取締役会と監査役・監査役会に統治機能を担わせる日本独自の制度である⁶³。監査役会は、所有と経営の分離が企てられることを阻止するために株主に代わって取締役会や経営陣の職務執行の監査を行う。そこでは監査役が少なくとも 3 人以上必要であり、また経営や利益相反の監督においては、その独立性を確保すべく監査役の半数以上が社外監査役であることが

⁶⁰ 東京証券取引所（2018a）18 頁を参照されたい。

⁶¹ 日本取締役協会（2018）10 頁を参照されたい。

⁶² 日経ビジネスオンライン（2015 年 7 月 21 日）『監査役会設置会社という「選択」』2 頁を参照されたい。

⁶³ 東京証券取引所（2018a）14 頁を参照されたい。

必要条件である⁶⁴。監査役会設置会社は常勤の監査役を置くことが義務付けられているため、社外監査役との執行現場の情報連携においては優れている。2015年に会社法が改正されるまで、東証一部の1816社のうち1770社が監査役会設置会社であったが、以下の問題点が指摘されていた⁶⁵。まず監査役会設置会社

5 においては、社外取締役を選任することは、すでに社外監査役を2名以上置くことが必要とされているため重複やコスト面での負担がある。また議決権を有していない監査役は、役員選任の人事に関与することができないため、業務執行役に対する監督機能が不十分である。これらの問題を解決すべく創設されたのが監査等委員会設置会社である⁶⁶。

10 監査等委員会設置会社では、取締役のうちの監査等委員はその他の取締役と区別して株主総会で決議され、その構成は過半数以上の社外取締役を含む3人以上と規定されている。報酬の決定に関しても同様に区別される。また監査等委員の任期は2年、その他の取締役の任期は1年であり、監査役の任期が4年である監査役会設置会社の任期と比較すると短く、柔軟な対応ができる。

15 監査等委員会設置会社の業務を執行するのは、代表取締役または業務執行取締役である。監査等委員会設置会社の取締役会は、会社法362条4項各号に掲げる事項のその他の重要な業務執行の決定を取締役に委任することができないが、監査等委員会設置会社の取締役の過半数が社外取締役である場合には、当該監査等委員会設置会社の取締役会は、その決議によって、重要な業務執行の

20 決定を取締役に委任することができる。また、重要な業務執行の全部または一部の決定を取締役に委任することができる旨を定款で定めることができる⁶⁷。これまで述べてきたように、監査等委員会は、取締役会における取締役候補者の指名、業務執行者の選定及び取締役の報酬に関する決定に関与できる。

CGコードで要求されている企業が最低人数である2人の社外取締役を選任す

25 ることができなかった場合には、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明する義務がある。このように社外取締役を設置の有無に関わらず株主からの

⁶⁴ 法務省（2010）6頁を参照されたい。

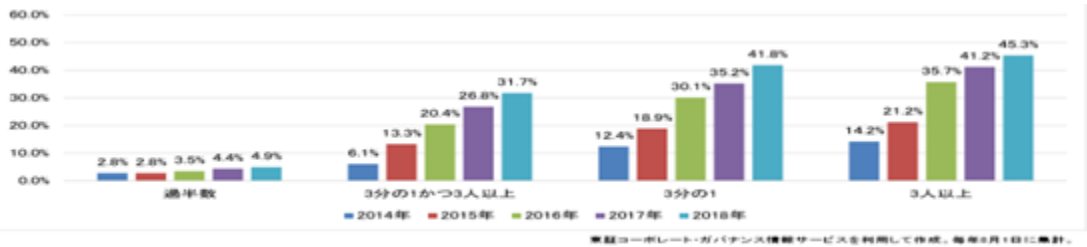
⁶⁵ 日本取締役協会（2018）10頁を参照されたい。

⁶⁶ 法務省（2016）3頁を参照されたい。

⁶⁷ EY ジャパン（2014）を参照されたい。

承認を得るための体制がとられている⁶⁸。

図 13 取締役会に占める社外取締役の比率（東証一部）

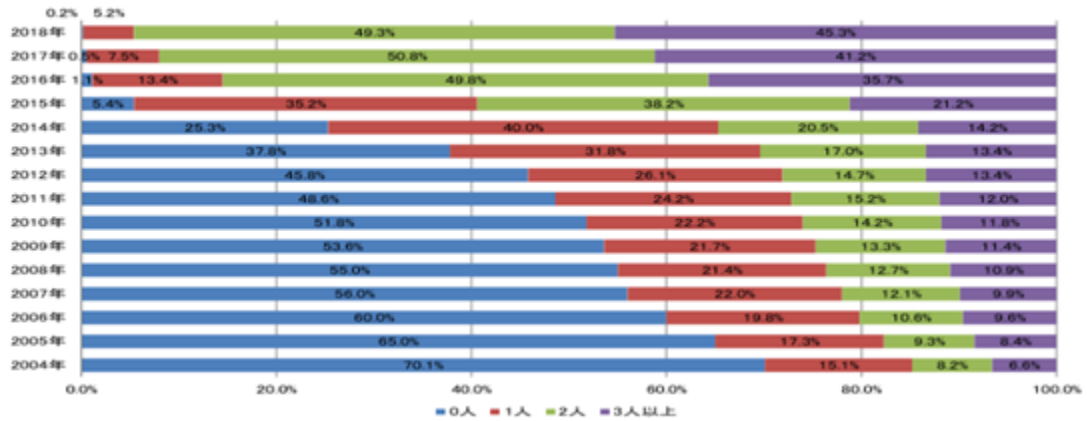


社外取締役 3分の1以上を選任している企業は、45.3% 953社に（前年比+4.1%、+120社）

社外取締役が取締役会に占める割合（社数）	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
過半数	51	53	69	86	104
3分の1かつ3人以上	111	252	402	542	667
3分の1	225	357	592	712	879
3人以上	259	401	704	833	953

出所：日本取締役協会（2018）「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」3
頁より筆者作成

図 14 社外取締役選任人数別の企業比率（東証一部）



出所：日本取締役協会（2018）「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」5
頁より引用

図 13 からわかる通り取締役会に占める社外取締役の人数は上昇傾向にある。
一方で社外取締役の増加は必ずしも業績の向上に結び付くとは限らない。三菱
UFJ 信託銀行が行った社外取締役の導入と企業価値の調査結果では東証一部の

⁶⁸ 法務省（2016）5 頁を参照されたい。

企業を社外取締役の人数が 0 人、1～2 人、3 人以上という 3 グループに分けて調査したところ、ROE においては僅かながら 3 人以上のグループが高いという結果になった。一方で総資産額が 3000 億円以上の東証一部の企業に絞ってみると、むしろ、1 番 ROE が高いのは社外取締役が 0 人のグループという結果になった。また社外取締役の人数と株価の騰落率についても正の相関関係はみられなかった⁶⁹。中小企業においては ROE の向上に寄与している一方で、大企業に関しては社外取締役の導入が ROE の向上に結び付かないというのが現状である。このように社外取締役の取入れを CG コードでも推進しているが一概に業績の向上につながるとは言い難い。

10

図 15 東証一部の社外取締役のバックグラウンド

	合計		男性		女性	
	人数	比率	人数	比率	人数	比率
他の会社の出身者	2,320	65.1%	2,202	67.4%	118	39.6%
弁護士	483	13.6%	404	12.4%	79	26.5%
学者	334	9.4%	275	8.4%	59	19.8%
公認会計士	204	5.7%	196	6.0%	8	2.7%
その他	192	5.4%	159	4.9%	33	11.1%
税理士	31	0.9%	30	0.9%	1	0.3%
計	3,564	100.0%	3,266	100.0%	298	100.0%

出所：江川雅子（2017）「社外取締役の役割 一取締役会改革、女性社外取締役の現状分析一」『日本証券経済研究』第 100 号 46 頁より引用

15

バックグラウンドとして最も多かったのが事業会社出身の者であった。実践経験の観点から考えると事業会社出身の者が取締役に就任することは経営方針の決定において過去の経験が反映されるため大いに効果が期待できる一方で、学者や法曹、コンサルティングの専門の取締役を取り入れることも法学的な観点や会計学的観点など多様な視点を取り入れることができる。独立性については取締役が実効的に機能する上ではとても重要なことであり、独立性基準に関しては各社様々である。

20

朝日新聞と東京商工リサーチが共同で株主総会招集通知などを対象に調査し、2017 年 3 月末の時点で確認できた 1982 社に属する社外取締役は 4482 人であった。兼務の状況（非上場や政府系なども含む）をみると、7 割の 3158 人は兼務していなかった一方で、2 社兼務は 821 人（18%）、3 社は 312 人（7%）、4%に

25

⁶⁹ 三菱 UFJ 信託銀行（2015）10 頁を参照されたい。

あたる 191 人が 4 社以上で社外役員（社外取締役、監査役）を兼務していたことが調査により判明した。191 人が務める企業は、東証一部約 2 千社の約 2 割の 350 社であり、兼務が多いと経営チェックを十分果たせないとの指摘がある⁷⁰。

現在では約 9 割の東証 1 部企業が 2 人以上の独立社外取締役を選任している⁷¹。

- 5 4 社以上兼務の 191 人の多くも独立役員である。コードは兼務について、「必要となる労力・時間を振り向けるため合理的な範囲にとどめるべきだ」としている。企業統治について提言する日本取締役協会は、上場企業の独立社外役員は「自らの会社以外に、3 社を超え他の上場企業で兼任をしてはならない」との見解を示している⁷²。また議決権行使助言会社大手の米グラスルイスも上場企業で業務を執行している役員の社外の兼務は 1 社までと定めている⁷³。

- 15 経営者報酬の決定に際し、報酬委員会を設置している企業はおよそ 4 割程度であるという結果になった。また指名委員会等設置会社でなくとも 36% の企業が任意で報酬委員会を設置している⁷⁴。そこでは過半数が社外取締役で構成されなければいけないため独立性、客観性という観点は担保されるため報酬プロセスの公平性や客観性を積極的に高めようという姿勢がうかがえる。また構成員に視点を当てると、専門的な知見よりも経営経験を重視している傾向がうかがえる。社内取締役（社長・CEO・副社長）を構成員としている会社が 77%、社外取締役（他社の経営陣幹部経験者）は 75%、社内取締役（会長・副会長）が 38% となり明らかである⁷⁵。次いで、監査役会設置会社においては、半数以上が社外取締役である報酬諮問委員会を取締役会から構成し設置するか、報酬諮問委員会の委員長を社外取締役が務めるなどして業績連動型報酬・賞与の株主総会議案の承認を行っている。

業績連動型報酬制度やストックオプション制度は取締役にとって企業の持続的成長かつ中長期的な企業価値向上に資する経営判断を行うためのインセンテ

⁷⁰ 朝日新聞（2018 年 2 月 5 日 WEB 刊）「社外取締役 191 人、4 社以上で兼務 経営監視に懸念」を参照されたい。

⁷¹ 日本取締役協会（2018）6 頁を参照されたい。

⁷² 日本取締役協会（2015）8 頁を参照されたい。

⁷³ 朝日新聞（2018 年 2 月 5 日 WEB 刊）「社外取締役 191 人、4 社以上で兼務 経営監視に懸念」を参照されたい。

⁷⁴ 有限責任監査法人トーマツ（2017a）125 頁を参照されたい。

⁷⁵ 有限責任監査法人トーマツ（2017a）126 頁を参照されたい。

イブとなり得る。この制度の内容は各企業によってさまざまである。オムロンの例を挙げると取締役の報酬は、基本報酬が固定報酬として支給され、加えて業績に応じて変動する業績連動型報酬で構成されている。外部専門機関の調査に基づく他者水準を考慮し、役割に応じて基本報酬額は決定される。また業績連動型報酬制度には短期業績連動型報酬と中長期業績連動型報酬がある。

ストックオプションはあらかじめ決めた価格で自社株を買うことができる権利であり、役員や従業員に対する報酬のひとつとして米国などで広まっている。日本でも 1997 年 5 月の商法改正により、ストックオプション制度の導入が可能になった。企業業績が向上して、株価が上がるとストックオプションを付与された人の利益が増えるようになっているので、会社の業績を伸ばす動機づけになる。

第 2 節 米国の株主重視経営の歴史とガバナンスの典型

米国のガバナンス構造を述べる上で、しばしば企業の所有者は株主であり、企業の目的は株主利益の最大化であると言われる。会社の所有者である小口株主と機関投資家はキャピタルゲインの獲得を目的としているが、これらの株主は出資額の範囲内で責任を負っているに過ぎない。株主は経営を委託し、取締役会は株主の利益を代弁している。

米国が株主志向のガバナンスを掲げているのは、株主以外のステークホルダーの権利は法律で保護されているが、株主は残余財産請求権を持っているだけである認識に基づき、株主の利益を第一義にすることで、他のステークホルダーとの公平性を保つことが出来ると考えるからである。米国のガバナンス構造は、キャピタルゲイン獲得を目的に株式を保有しており、株価に影響を与える経済環境の変化に敏感に行動できる点や株主重視経営は ROE の向上を目標に掲げ、資本の効率性を追求する点で他のガバナンスよりも優れていると言える。また、競争分野が激しい分野やベンチャービジネスなど技術革新が激しい分野においてハイリスクハイリターンを選択する株主からリスクマネーを取り込む点で適している。

米国でのコーポレートガバナンス論は、「会社は株主のものであり、取締役は株主に雇われたエージェントである」という認識が一般的となっており、主と

して株主と取締役の間の利益衝突を調整するための議論として発達してきた。なお、会社には、株主・取締役以外に様々な利害関係者がいる。従業員と会社債権者がその代表であり、昨今はこれらの株主・取締役以外のステークホルダーとの関係をどう調整するかが大きな関心となっている。

- 5 以上のことから、現在の米国のコーポレートガバナンス論の特徴は、第1に、会社の存在意義に対する考え方が社会に広く認識されていることである。会社の目的は会社の執行機関たる取締役が株主利益の最大化を目指すことであり、取締役はその雇用主である株主に対してフィデューシャリーデューティーを負い、その遵守を徹底することにある。第2に、会社の法的機関は株主総会と取締役会であり、監査役会を持たないことである。取締役会のなかに設けられた監査委員会が経営者の職務遂行を監視している。会社内部の会計部門と会計監査人を通じて会計監査を行っている。つまり、取締役会が業務遂行と監視の機能を併せ持っており、ニューヨーク証券取引所は1978年から全ての上場会社には独立取締役のみからなる監査委員会設置を要求している⁷⁶。歴史的に株主利益の最大化を求められる米国では、社外取締役の役割は経営者がそのような経営戦略を果たしているかの監督することにある⁷⁷。従って米国の上場企業の取締役会の過半数は独立社外取締役で占められており、CEOが唯一の企業内部者である企業も増えている。またそのバックグラウンドを見てみると、一つの取締役会における企業経営経験を保有する社外取締役は、1.2人対6.5人と日米
- 10 では5倍の差となっており、企業経営者としての経験が活かされている⁷⁸。

- 25 米国型のガバナンスモデルの典型としてはゼネラルモーターズが挙げられる。業務執行役員は外部からのスカウトではなく、生え抜き組と中途入社 of 内部昇格者が過半数である。一方、取締役は8名～20名と定款で定められており、ゼネラルモーターズの取締役は12名いる。このうち、業務執行を行っているのは
- 25 取締役の代表である会長兼CEO1人のみであり、他の11人は外部からの社外取締役である。外部の取締役は他社の取締役を兼任できるのは4社までと定めら

⁷⁶ 山本到（2014）71頁を参照されたい。

⁷⁷ 日経ビジネスオンライン（2017年9月26日）「社外取締役を活用する日本と、CEOが活用される米国 外圧と社内の期待にとまどう社外取締役の実像」を参照されたい。

⁷⁸ ベイン・アンド・カンパニー（2016）を参照されたい。

れている⁷⁹。取締役は世界的な大企業の現在、過去の会長や CEO、または、大学学長や会計監査法人の元会長兼 CEO も務めている⁸⁰。

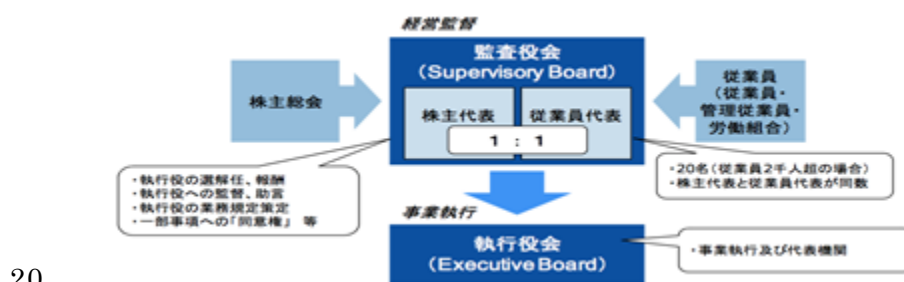
役員報酬に関しては全ての取締役の過去 1 年の報酬内容が開示され、2018 年からは役員と従業員の給与格差であるペイ・レシオの開示が義務化されている。

5

第 3 節 ドイツの二層制 CG と有限会社

ドイツの株式会社では、法律により取締役会の権限が内部で監査役会とその下の執行役会の二つの層に分化している。また、株式合資会社及び従業員が 500 人を超える有限会社では、取締役会、執行役会は設置しないが、監査役会を設置することが法律で定められている。最高意思決定機関である監査役会が、その企業の経営を監督するとともに、構成員の多様性も考慮しつつ執行役を決定する。この時両方の役員を兼任することはできない。また、ドイツの共同決定制度によって、従業員が 2000 人を超える大企業では監査役の半分を株主、もう半分を従業員が選出するように定められている⁸¹。500 人を超える企業の場合は 1/3 を従業員が選出することになっている。監査役会と執行役会の緊密な情報交換は同国の CG コードでも勧告されている。株主総会の位置づけは業務執行機関の執行役の選解任の権限は持たず、業務執行を監督する機関である監査役の選解任の権限を行使することで監査役会をコントロールしている⁸²。

図 16 ドイツの二層制コーポレートガバナンス・システム



20

出所：みずほ銀行（2015）「ドイツのマクロ経済 欧州の競争力の源泉を探る－今、課題と向き合う欧州から学ぶべきことは何か－」『みずほ産業調査 No. 2』342 頁より引用

⁷⁹ 白石渉（2008）11 頁を参照されたい。

⁸⁰ 白石渉（2008）12 頁を参照されたい。

⁸¹ みずほ銀行（2015）342 頁を参照されたい。

⁸² 有限責任監査法人トーマツ（2017a）17 頁を参照されたい。

ドイツのコーポレートガバナンスにおいて大きな影響力を持っているのが「銀行」である。具体的には、ドイツ企業の資本構成は従来直接金融ではなく「間接金融」の割合が高い。持ち株比率で言えば、大企業の比率が高く、株式持ち合いの構造を取っている。そして銀行の持株比率はパーセンテージで見れば 10% 前後と低いものの、銀行が、「預金・貸出業務」、「有価証券の引き受け・売却業務」、「有価証券の寄託業務」の 3 つを行うユニバーサル・バンク制度が存在し、銀行を通して有価証券を購入した非金融企業は、株式の議決権を銀行に寄託することが多い。

5 10 こうした背景の下、銀行、特にユニバーサル・バンクは、株主選出の監査役、特に監査役会長を送り込み、経営の監督をするなど、支配的地位に立ち、大債権者かつ 50% を超える議決権を持つ大株主として企業に非常に大きな影響を与えてきたと言える。

15 しかし、東西ドイツ統一が行われた 1990 年を皮切りに、ドイツ経済は混迷し、多くのドイツ企業で投機的投資による巨額損失や粉飾決済などの不祥事が発覚した。ドイツ企業の不祥事が明るみに出たことをきっかけに、ユニバーサル・バンクのガバナンス能力に疑問が投げかけられた。具体的には、ユニバーサル・バンクから送り込まれる監査役が 10 社以上を兼任、監査役会自体の開催回数が少ない（年 2 回）、監査役会が情報面で執行役会に依存していることなどが主に問題視された⁸³。

20 25 こうした状況の中、コーポレートガバナンス改革が行われるようになり、1998 年には「企業のコントロールと透明性に対する法律」、2000 年には、「コーポレートガバナンス、企業経営、企業管理、株式法の現代化委員会」、2002 年には「ドイツ・コーポレートガバナンス規範」などがそれぞれ施行、設置され、執行役会の報告義務や監査役の兼任監査役会の開催回数など上記のようなドイツ企業・銀行が抱える問題を解決するための取り組みが実行されている。

上記の監査役会と取締役会についてより詳しく説明すると、まずドイツにおいてある一定の従業員数を超える企業の取締役会では取締役の数を株主代表の 10 名と従業員代表の 10 名の合計 20 名で構成されることが法律で定められている。取締役会の議長についてドイツでは、最高経営責任者である CEO に権限が

⁸³ 菊澤研宗（2004）61～62 頁を参照されたい。

集中することを避けるために、議長に非執行の取締役を選ぶという形が取られている。取締役の報酬についての情報に関しては基本的に監査役会が報酬決定機関として報酬を決定しており、取締役全体の報酬の総額または固定給与、変動部分別に公開している企業が多いものの、個人別の情報開示については 6～8割ほどの企業が行なっていないためさらなる透明性向上のために改善する必要があると考えられる。

監査役会では基本的に会長は株主代表の構成員が、副会長には従業員代表の構成員が選定されることが多い。法律で特に定められていない場合、決議での定足数は全ての監査役会構成員の過半数である。可否同数であれば監査役会会長のみが決定権を有する。さらに監査役会は委員会を設置し、意思決定の権限を委譲することができる。取締役会における独立した取締役の数については、20人中16人を社外取締役が占めるようにCGコードの要求に言及されている⁸⁴。しかし、ドイツ企業では具体的にどの取締役が独立しているのかについての情報が公開されておらず、透明性においては改善の余地があると考えられる。

図 17 取締役会の要件

	米国	英国	フランス	ドイツ	スイス
独立した取締役の数	14人中13人	18人中14人*1	14人中10人*2	20人中最低16人	13人中12人*4
独立した取締役の識別	有	有	有*3	無	有
独立した取締役の経歴の開示	有	有	有	有	有

出所：EY 総合研究所（2015）「欧米金融機関のコーポレートガバナンス」より引用

また、ドイツ企業の特徴としてあげられるのは有限会社が多いという点である。現在、ドイツでは経済活動を行っている株式会社の数が 8000 社弱であるのに対し、同じく経済活動を行っている有限会社の数は約 67 倍の約 52 万社となっている⁸⁵。売上高に関しても、有限会社は株式会社の約 2.7 倍になっており、

⁸⁴ EY 総合研究所（2015）「欧米金融機関のコーポレートガバナンス」を参照されたい。

⁸⁵ KPMG ジャパン（2016）「欧州法務事情シリーズ第 1 回ドイツ有限会社」を参照されたい。

ドイツにおいて有限会社がいかに中心的な存在であるかがわかる。ドイツ有限会社の社員には大きな自立権が与えられていると同時に、有限会社の機関構造にもかなりの柔軟性を有している。また、法令に反しない限り、定款の内容、機関の任務、運営の方法などを自由に決めることができる。

5

第4節 英国のCGコード策定までの経緯とダイバーシティの強化

Comply or Explain の原則主義を採用している英国では上場会社で公開会社である場合には会社法上、株主総会と取締役会の設置以外に会計監査役や会社秘書役の設置が義務付けられている。米国とは対照的に、株主総会が多くの権限を有しており、取締役会は株主総会から経営権を委譲され、その取締役会の中から業務執行取締役 (executive director) を選出し経営権を再委譲するのが一般的である。その業務執行役に選出されなかった取締役会が業務執行を監督する機関 (non-executive director) として機能している⁸⁶。いわゆる取締役会の内部において業務執行役と非業務執行役に分かれているような制度のことを単層性取締役会制度と呼んでいる。

1992 年に報告されたキャドバリー報告書では取締役会、常勤取締役 (executive director)、非常勤取締役 (non-executive director)、監査人の4者についての望ましい行動規範を定め、この際に初めて非業務執行役の過半数が会社から独立した存在でなければならない旨が述べられ、非業務執行役の役割が強化された。これに加えて最善行動規範が定められ、ロンドン証券取引所によってコードを遵守しているかについての開示を義務付けた。1995年には取締役報酬制度に関するグリーンブリー報告書が公表され、報酬委員会の設置の提言などがなされ、独立性のある非業務執行役によって監督機能が担保されることが述べられている⁸⁷。1998年にはハンペル委員会報告書によってこれまでの2つの報告書の実現度合いを踏まえ、最終報告書として3つの報告書の統一化を勧告し、1999年の統合コードに繋がった⁸⁸。2003年の改正統合コードはヒッグス報告書の影響を受け、取締役会の構成員の過半数は非業務執行役であ

⁸⁶ 林孝宗 (2011) 249 頁を参照されたい。

⁸⁷ 野村資本市場研究所 (1997) 4 頁を参照されたい。

⁸⁸ デロイトトーマツ (2017a) を参照されたい。

ることが要求され、取締役会の役割としては日本の意思決定機関とは異なり、監督機関であることがより明確化された。したがって各委員会においても構成員の過半数は非業務執行役であることが要求されている。それに加えヒッグス報告書で提言された取締役会評価を毎年行うことが取り入れられた⁸⁹。これま

5 5では取締役会の監督機能を向上させるために独立性を重要視してきたが、2010年のウォーカー報告書では知識や専門性も要求された。会社の長期的な利益を追求するためには、取締役会の監督機能が重要であるとして、業務執行者に対する厳格な業績評価や取締役会議長と非業務執行役の責任の明確化が必要であると。取締役会議長も非業務執行役も監督を適切に行うためには時間を確保することや業務に関してリスクを含め十分な知識と理解が求められている⁹⁰。取締役会評価についてリーマンショックを契機として自己評価のみでは不十分であるといったことから、FTSE350採用企業は少なくとも3年に1回は外部評価を行うことが提言され、同年CGコードに盛り込まれた⁹¹。以上の取締役会の構造をまとめると取締役会には非業務執行役を過半数以上要求することで独立性を要求するとともに、取締役の業績評価については3年ごとに外部評価を受けるなど監督面を強化する一方、取締役会として義務を果たすために必要な知識や経験を有していることが要求されるようになった。

経営者報酬について英国は他国よりも先駆けて拘束力はない参考議決であるSay On Payを実施することで株主総会議案化が進んだが、経営者報酬は一般物
20 価や労働者賃金と無関係に上昇し、株価不振との連動性も弱い⁹²。報酬自体は3つの報酬割合が均等であるのが特徴的である。役員報酬においては長期的成功を促すような業績連動型である一方、非業務執行役は取締役会の独立性を高めるために業績とは連動しない形で支払われなければならないことがCGコードで規定されている。報酬委員会は少なくとも3名の独立した非業務執行役から
25 のみ構成される必要があり、取締役報酬報告書の報酬方針報告が株主総会で決議され、その報酬方針に従い取締役の具体的な報酬額を決定することが一般的

⁸⁹ 林孝宗（2011）252頁を参照されたい。

⁹⁰ 林孝宗（2011）253頁を参照されたい。

⁹¹ 林順一（2015）1-2-6頁を参照されたい。

⁹² 大和総研（2016b）4頁を参照されたい。

である⁹³。報酬に関しては上場会社の取締役が取締役報酬報告書の作成と開示を義務付けており、透明性と適正性が求められている。英国ではアニュアルレポートにて全ての役員の過去2年の報酬一覧の開示が義務付けられている。

5 図 18 報酬内訳

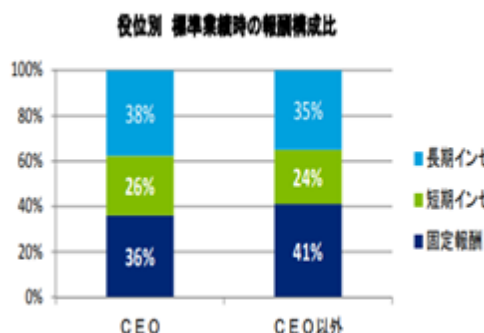
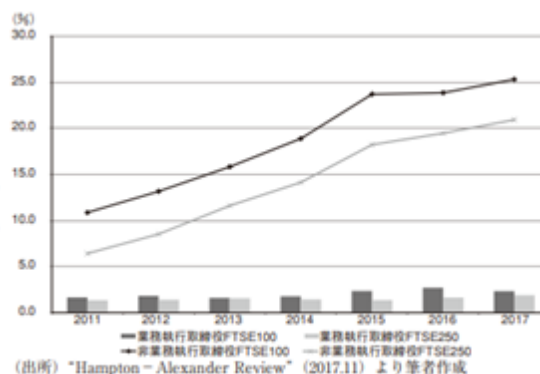


図 19 英国の女性取締役の比率



出所：経済産業省（2015）「日本と海外の役員報酬の実態及び 制度等に関する調査報告書」34 頁より引用（図 18）

出所：上田亮子（2018）「英国コーポレートガバナンス・コード 改訂と日本への示唆」31 頁より引用（図 19）

- 2019 年 1 月期決算期から適用される改訂版 CG コードで英国は Brexit に代表されるように格差問題が注目されていることから、労働者に対する配慮やジェンダー等のダイバーシティの強化が挙げられている。従業員の声を取締役会に反映させる取り組みとして①労働者指名による取締役の任命②正式な労働者諮問委員会の設置③専担の業務執行取締役の任命と 3 類型を用意し柔軟性を持たせている⁹⁴。従ってかつてより英国において重視されてきた「株主のための経営」から「従業員」も利害関係者として重視する必要性が増してきたのが、現在のトレンドと言えるだろう。ダイバーシティ向上については改訂コード原則 K で「取締役会の定期的評価は、スキル、経験、独立性および知識、ダイバーシティ、取締役会構成員が目標達成のためにどれだけ実効的に協働できるかについて、考慮するべきである」と定めている。女性取締役の登用は急速に拡大

⁹³ 経済産業省（2015b）63 頁を参照されたい。

⁹⁴ 上田亮子（2018）30 頁を参照されたい。

してきているものの、非業務執行役に留まっていることから今後のより一層のダイバーシティの強化が目指されている⁹⁵。

一貫して欧州では女性取締役においては女性比率の目標を設定するなどして取締役会における女性の座席も割り当てられる、クォータ制を導入している。

- 5 クォータ制の導入によってジェンダーや人種等差別の不公平をなくしているが、女性取締役については知識や経験の不足などから教育に時間が多くかかることから否定的であるといった意見も見受けられる⁹⁶。

第5節 内部革新による企業価値の創出

- 10 一般的に企業は、ヒト、モノ、カネ、情報によって成り立っているが、IT革命以降はヒト、とりわけ人材の重要性が増している。企業の全体の成長の44%は、人材が生み出す知識やアイデアによるものであり、2010年6月に政府で発表された「新経済成長戦略」でも人材育成の重要性が強調されている⁹⁷。企業にとって自社の企業価値を高めるためにステークホルダーを考慮することは重要である。その中でも企業を運営していくうえで従業員の存在は必要不可欠である。従業員が働きやすい環境、関係を築くことは企業にとってもコーポレートガバナンスの面で有益である。そこで従業員に焦点を当てて従業員エンゲージメント（以下EE）について論じていく。

- EEとは「従業員が仕事を通じ、組織に貢献しようという自発的な態度・意欲・姿勢と、実際に貢献可能な知識・理解・能力を併せ持つことで、成果につながる行動を取り得る状態」と定義できる⁹⁸。EEを企業で行うことによって職務満足、組織コミットメント、職務関与が期待できる。内面的効果それだけでなく、組織市民行動（OCB）、問題を創造的に解決する、新しい技能を積極的に学習するなどの適応的行動が行動的側面として期待できる。中でもOCBは売上高、生産量、製品品質、作業効率、顧客満足、コスト低減といった観点から、業績に影響している⁹⁹。

⁹⁵ 上田亮子（2018）32頁を参照されたい。

⁹⁶ 上田亮子（2018）32頁を参照されたい。

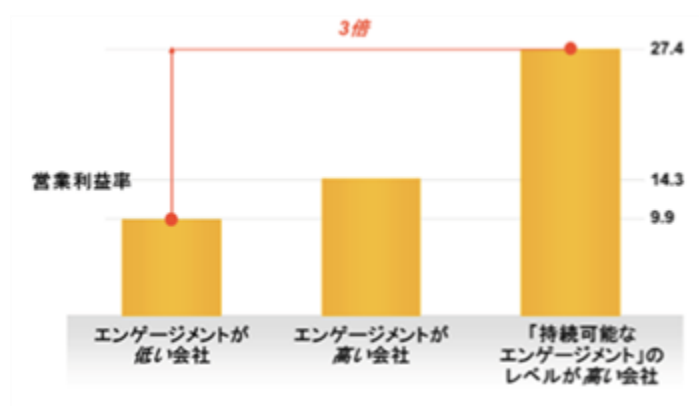
⁹⁷ 独立行政法人経済産業研究所（2011）2頁を参照されたい。

⁹⁸ 橋場俊展（2013）258頁を参照されたい。

⁹⁹ 同上 263頁を参照されたい。

Gallup 社の調査では EE と顧客満足度、ロイヤリティ、利益率、生産性、従業員移動抑制との間に相関関係があることが報告された¹⁰⁰。EE 指数が上位 25% の事業所は、下位 25% の事業所よりも顧客満足度・ロイヤリティが 2~4%、利益率が 1~4% 高かった。同様に、生産性について上位の事業所は下位の事業所に比して毎月の収入・売上が平均して 80,000 ドル高かった¹⁰¹。また、多様な産業にまたがる 93 社のうち、EE 指数が上位 25% の企業は収益性が 7% であったのに対し、下位 25% の企業は各々 -5%、-4% であった。同様に 63 社のうち上位 25% の企業は株主価値が下位 25% に比べて 2 倍以上という調査結果が報告されている¹⁰²。さらに企業で生産している内部部品、外部部品 100 万個あたりの品質不良がエンゲージメント指数の低いグループでは 5,658 件あったのに対して、エンゲージメント指数の高い企業では 52 件であったという調査結果も報告されている¹⁰³。例えば HPWS（高業績作業システム）や明確な戦略の提示、リーダーシップの発揮、EE を維持・強化していく企業文化の構築（エンゲージメント文化）、ワークライフバランスの推進などが EE を高める具体策としてあげられている¹⁰⁴。主として EE を推奨しているコンサルタント会社のみならず、株主総会やエンゲージメントをはじめとした企業との会話の機会を持っている機関投資家が、積極的に企業に EE を推奨していくことが企業にとって、企業内部から企業価値を向上させる要素になると考える。

図 20 従業員エンゲージメントがもたらす会社業績への効果



¹⁰⁰ 橋場俊展（2013）263 頁を参照されたい。

¹⁰¹ 同上 263 頁を参照されたい。

¹⁰² 同上 263 頁を参照されたい。

¹⁰³ 同上 263 頁を参照されたい。

¹⁰⁴ 同上 264 頁を参照されたい。

出所：Willis Towers Watson（2012b）「2012 グローバル・ワークフォース・スタディー」より引用

また、Aon の調査では全体的な EE と「Say(従業員が企業の組織体制のために
5 発言すること)」、「Stay(従業員が企業の組織の一員であることに対する熱意)」、
「Strive(企業や自身の成功のために努力を惜しまないこと)」という3つの要素に分けてそれぞれを達成するために重要なドライバーをランク付けしている。
図 21 を見ると4つの成果に共通して重要なドライバーとして EVP(従業員価値
10 提案)、Reputation (評判)、Work fulfillment(仕事の充実)が上位にランクインしている。このことから EVP、評判、仕事の充実が EE を向上させる上で欠かせないドライバーであることがわかる。しかし、背景色で示された部分はそれぞれの成果において他にはない固有のドライバーであり、企業はどんな成果を望んでいるのか企業内部で分析した上でエンゲージメント向上に向けた取り組みを行うべきである。

15

図 21 従業員エンゲージメントに重要なドライバー

Driver Rank	Engagement Overall	Say	Stay	Strive
1	EVP	Reputation	EVP	EVP
2	Reputation	EVP	Work Fulfillment	Performance Management
3	Work Fulfillment	Work Fulfillment	Reputation	Work Fulfillment
4	Performance Management	Diversity & Inclusion	Career Opportunities	Reputation
5	Career Opportunities	Talent & Staffing	Rewards	Enabling Infrastructure

出所：Aon Hewitt（2015）” Say, Stay, or Strive?” 1 頁より筆者作成

20 日本における EE の達成レベルについてであるが、Gallup 社が世界各国の企業を対象に行った EE 調査の結果では、日本の従業員のうちわずか 6%のみが熱意のある社員であり、24%は周囲に不満をまき散らしている社員、そして 70%

がやる気のない社員とされてしまった¹⁰⁵。これは米国の熱意のある社員が 32% であるのに比べとても低い水準であり、調査した 139 か国中 132 位と深刻さがうかがえる¹⁰⁶。主な原因として挙げられるのが日本の特徴である年功序列構造であり、上司の発言に対し歯向かわず、確実にやれば成功するという従来のやり方が問題であり、積極的な発言ができないという現状にあると Gallup 社の CEO であるジム・フリクトン氏は述べる。上司が部下の強みを理解し成長させていくことで双方が平等に協働することが必要となる。そうすることで無気力な社員は半分に減らすことが可能である¹⁰⁷。このように従業員が自社について積極的に意欲を持って従事するには EE が意義のあることであると考える。

10 次はその内容について触れていきたい。タワーズワトソンの岡田恵子氏によれば「タワーズワトソンは EE を従業員それぞれが、会社が実現しようとしている戦略や目標を理解し、腹落ちして、そこに向かって自らの発揮しようとする自発的な貢献意欲である」と定義している¹⁰⁸。その上でエンゲージメントの指数を統一的に測定するためのキードライバーを定める必要がある。

15

図 22 従業員エンゲージメントと業績との関係



出所：三菱地所リアルエースサービス（2017）「生産性向上のカギを握る従業員エンゲージメント」4 頁より引用

20

¹⁰⁵ 日本経済新聞（2017 年 5 月 26 日）『「熱意ある社員」6%のみ 日本 132 位、米ギャラップ調査』を参照されたい。

¹⁰⁶ 日本経済新聞『「熱意ある社員」6%のみ 日本 132 位、米ギャラップ調査』を参照されたい。

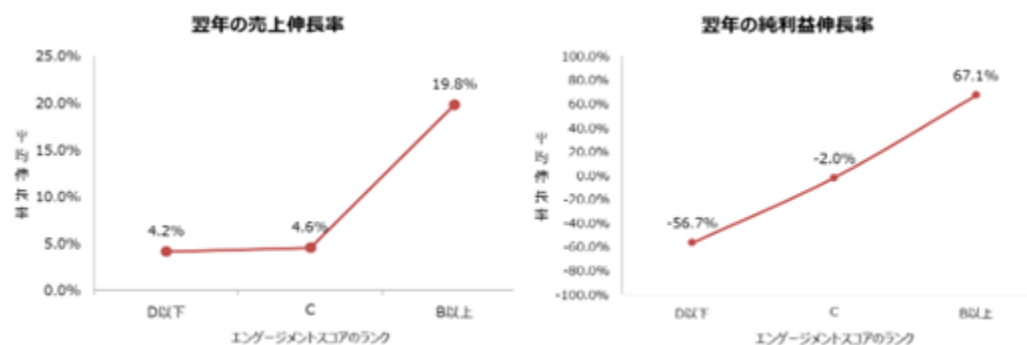
¹⁰⁷ 同上

¹⁰⁸ ダイヤモンドオンライン（2012）を参照されたい。

図 22 から読み取れるようにエンゲージメントの高い集団は生産性や収益性の面で 2 割程度高いという結果になった。このように EE を行うことは企業、従業員双方にとって有益なものとなり得る。

- 5 政府が 2017 年に立案した働き方改革推進の流れにおいて、労働量の削減だけでなく、それと同時に労働生産性といった質の向上に関連するテーマにも注目が集まっている。これらの問題を考える上で、従業員とのエンゲージメントが課題となっている。

図 23 「エンゲージメントと企業業績について」



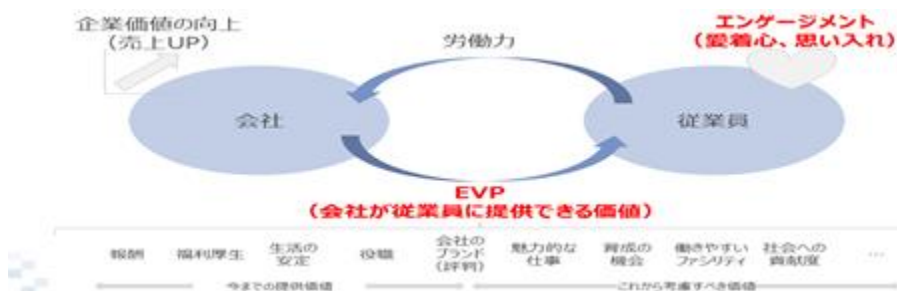
10

出所：株式会社リンクアンドモチベーション（2017）「売上・利益との相関、伸長率のバラつきとも関連の可能性」2 頁より引用

- 図 23 は、モチベーションエンジニアリング研究所が、約 2,700 社 660,000 名を対象に社員の意識調査を行ったものである。この調査では、エンゲージメントスコア向上は売上・純利益向上に効果的であり、エンゲージメントスコアと翌年の売上・純利益の伸びの安定性が関連していると指摘している¹⁰⁹。これはエンゲージメントスコアが低い企業は業績が安定しない傾向があり、一方、エンゲージメントスコアが高い企業は、その高さが安定した業績を支えているとの見方に基づいている。
- 15
- 20

¹⁰⁹ 株式会社リンクアンドモチベーション（2017）3 頁を参照されたい。

図 24 会社と従業員の関係性



出所：NTT データ経営研究所（2017）『人材不足時代に向けた働き方改革の Next Step～社員「採用」からパートナー「協業」へ』より引用

5

また、小松製作所は EE の取り組みを強化し、EE を 37% 向上させ、工場のパフォーマンスが 9.4% 上がった¹¹⁰。同社の設立は 1921 年と長い歴史を持っている。2015 年 3 月期の売上高は約 2 兆円で、世界に 138 社の子会社を持ち、約 47,000

- 10 うした中でいかにコマツがコマツとして持続していくのか、多様化する社員の価値観と向き合い、会社の文化と目標を統一化していくのか、という課題の解決を目指すべく 2006 年に「コマツウェイ」を制定した。コマツの強みを具現化するために、「人が変わっても脈々と受け継いでいって欲しい考えや心構え、行動基準」を、世界中のコマツグループ社員が共有すべき価値観として明文化した。そして、内容をトップマネジメント編、全社員共通編（モノ作り編）、ブランドマネジメント編の 3 編に分け、世界中のグループ会社に配れるよう多言語で作成し、コマツに所属する限り、永続的に活用できるよう 1 冊の冊子にまとめた。またそれだけでなく、12 年度から国内主要拠点とグループ会社において管理職層に対する説明会を実施し、管理職の従業員自ら現場の従業員に日常業務を通して考え方や心構えを伝えるという活動も開始した。この活動により、一層の浸透を強化したのである。この活動は一過性のものではなく現在でも引き続き行われているが、今ではその輪が全世界に広がり、説明会もグローバルマネジメントを基軸としたセミナー、またグループ会社の経営体制そのものもの
- 15
- 20

¹¹⁰ sixseconds (2013) ” White Paper: Increasing Employee Engagement at Komatsu ” を参照されたい。

¹¹¹ 小松製作所 HP を参照されたい。

コマツウェイを継承しながら、現地主体の経営に移行しつつある¹¹²。

このように、EEの取り組みを強化している企業は、従業員が会社の進む方向性を理解し自発的に自らの力を発揮しようとする。より複雑になっていく経営環境において、より一層従業員に対する帰属意識や誇りの醸成、この組織で働く意味付けなどを会社上層部が徹底し、EEをあげ、企業の内部から変革を起こす必要がある。このような企業には投資家からの出資が集まり、働きやすい環境下にある従業員が質の良い企業活動を行うことで利益を上げ、ステークホルダーへ還元を行うという好サイクルが生まれる。

10 第4章 提言

第1節 物言う株主を増加させるための電子招集通知への取り組み

SSコードやCGコードによって、企業と機関投資家との対話が重要な課題とされている中であって、株主と企業との対話時間を十分にとることが出来ないという問題は、早急に解決すべき課題だと考える。日本の3月期決算企業では、3月末の決算日に株主を確定し、6月下旬に株主総会を開くことが慣行になっている。3月期決算の東証上場企業の総会開催日は、8割が6月下旬に集中している。2018年3月期決算企業のうち、6月28日に開催した企業は30.96%、27日は18.66%と第5週に集中していることがわかる¹¹³。定款を変更し、3月決算会社が基準日を後倒しにして7月末に定時株主総会を開催することも可能である。

また、定款を変更しない場合でも招集通知の早期発送によって株主の議案検討期間が拡大することが期待される。上場会社においては、CGコードを踏まえ、招集通知及び関連書類を発送するよりも前に、インターネット上に開示するという自主的な取組みが急速に拡大しつつある¹¹⁴。また、招集通知等の情報がインターネットに掲載されたタイミングでその事実を株主に電子メール等で通知するシステム環境も既に存在している¹¹⁵。生命保険協会（2018）のアンケート

¹¹² イナジマ（2016）「従業員エンゲージメントの向上が、企業成長を促進させる」を参照されたい。

¹¹³ 日本取引所グループ（2018）1頁を参照されたい。

¹¹⁴ 大和総研（2016c）5頁を参照されたい。

¹¹⁵ 大和総研（2016c）5頁を参照されたい。

によると、株主の議決権行使を充実させるために取り組んでいることとして招集通知の早期発送と回答した企業が 88.6%であった¹¹⁶。しかし、招集通知を 3 週間以上前に発送行った企業数は年々増加傾向にあるものの、25.4%で 435 社に留まっている¹¹⁷。株主が議案を十分に精査・検討する時間を考慮すると、企業が招集通知の早期発送に努めることが望ましい。情報開示の準備や監査の期間の確保、総会前に提供される情報の充実、企業による柔軟な対応可能性という観点から発送までに期間を要すると考えられるが、米国では招集通知発送から株主総会開催日までの日数が約 42.1 日であり、日本の 2 倍ほど検討期間が確保されている¹¹⁸。ここで、招集通知の早期化のための電子化を提案する。平成 28 年全株懇調査によると電磁的方法による招集通知の発送を採用する会社は 1800 社中の 167 社であった¹¹⁹。この電磁的方法により株主総会の招集通知を発送することができ¹²⁰、電磁的方法による招集通知発信の承諾をした株主に対しては、株主総会参考書類および議決権行使書面を電磁的方法で提供することや事業報告、計算書類等についてもこの方法で提供することが可能になる¹²¹。

15

第 2 節 物言う株主を増加させるための会計監査に関する提言

企業にとって、期末を過ぎて限られた時間の中で決算を行わなければならない状況下では、監査人からの大量の資料提供依頼に対応する時間を減らすことができる一方、監査人にしても、複数の監査先を担当しながら、各企業が作成する情報の受領のタイミングを見極め業務の割り振りを行うなど、監査の本質ではない部分で多くの負荷がかかる。ここで内部監査の自動化を提案したい。現在、財務諸表監査を実施する上では、経理・財務部門が会計処理した数値を監査の対象とし、期中往査や四半期レビューも含めると数ヶ月ごとに監査上の手続きを行っている。この手続きは、過去の特定の期間における会計処理の適切性に対して意見表明するものだが、上述のような技術の進展によって、監査

20

25

¹¹⁶ 生命保険協会（2018）44 頁を参照されたい。

¹¹⁷ 日本取引所グループ（2018）1 頁を参照されたい。

¹¹⁸ デロイトトーマツ（2017b）2 頁を参照されたい。

¹¹⁹ 全国株懇連合会（2017）6 頁を参照されたい。

¹²⁰ 会社法 299 条第 3 項を参照されたい。

¹²¹ 会社法 301 条第 2 項を参照されたい。

実施の時点が過去から現在へ、頻度がリアルタイムに変わる可能性がある。リアルタイムに監査できるならば、処理される前、されている最中の数値をチェックでき、日次決算や日次監査も実現性を帯びてくると考えられる¹²²。日次で関連する全件のデータが連携されることで、監査手続実施の起点として一般的な四半期、または月次の科目別残高とは全く異なる粒度で企業の会計処理に向き合うことが出来る。RPA（ロボティックプロセスオートメーション）の導入があくまで株主に対する便宜を図る一環として行われるものであることを鑑みれば、早期発送の動きは今後も増え続けると予想され、株主と投資家双方の対話の質が向上すると推察される。以上を勘案すると、上場会社が決算実務に要するコストを低下させつつ、株主総会開催日の集中と株主総会議案の検討期間の長期化の両立を図るのであれば、監査システムの自動化は企業と株主の双方にとって実務上有力な選択肢となり得る。

第3節 従業員の取締役会への参画についての提言

現在、多くの日本企業において取締役会などの意思決定機関や企業の様々な委員会に従業員は参画することができているとは言い難い状況にある。取締役会は株主総会で選任される社内取締役と独立社外取締役で構成されるのが基本であり、現状そこに従業員が入り込む余地はなく、一般的には従業員が企業の根幹ないし重要な意思決定に関与することができていないと言える。このような状態では従業員が企業の方針、意思決定を十分に理解し、その方針に向かってさらなる努力をするという一種の企業にとって理想的な企業像と作り上げるのは非常に困難だと考えられる。上記のような現状を踏まえ、従業員が取締役会、つまり企業の意思決定機関に参画することで、積極的に企業の経営方針に意見し、重要な意思決定に関与する権利を得られることが、インセンティブになるとともに従業員の企業への責任感、貢献意識も高まると考えられる。

具体的な施策としてはドイツ企業に倣い「共同決定制度¹²³」を企業内に取り入れ取締役会に従業員が参画することが好ましいと考えられる。具体的には株主総会で決定される取締役以外に従業員によって選任される取締役を従来の取

¹²² 有限責任監査法人トーマツ（2017b）22頁を参照されたい。

¹²³ 本稿第3章第3節を参照されたい。

締役に組み込むといった施策である。このような共同決定制度を用い、従業員代表の取締役を設置することで従業員の意見、考えが従来に比べ容易に届くようになり、「say」の面において従業員エンゲージメントの向上に繋がると考えられる。

- 5 例えば、日本企業では各役員の報酬を決定する際に「取締役会に一任している」、または「取締役会が代表取締役に一任している」といった報酬決定方法を用いている企業の割合が多くなっている¹²⁴。取締役会とは別に報酬委員会を設置、または設置を検討している企業も存在し、その数も近年増加しており、2018
- 10 報酬委員会を設置、または設置を検討していると回答している¹²⁵。しかし、実際は報酬委員会で協議した内容を取締役に持ち込み、最終的に決議するといった形であり、企業の大部分が取締役会で役員報酬を決定している¹²⁶。

図 25 報酬決定方法

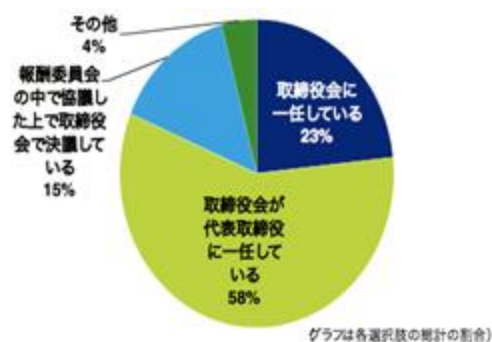


図 26 指名・報酬委員会の設置状況



- 15 出所：経済産業省（2015）「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」10 頁より引用（図 25）
- 出所：経済産業省 経済産業政策局（2018）「指名委員会・報酬委員会に関する参考資料」3 頁より引用（図 26）

- 20 以上より、日本企業において企業全体で報酬の決定に向き合っている企業は決して多いとは言えない状況である。上層部が自ら決定した報酬を受け取るの

¹²⁴ 経済産業省（2015b）10 頁を参照されたい。

¹²⁵ 経済産業省経済産業政策局（2018）3 頁を参照されたい。

¹²⁶ 経済産業省（2015b）10 頁を参照されたい。

ではなく、従業員も関与することで透明性を高めるとともに、意思決定に参画することで意識も向上すると考える。よって企業の主要な構成員である従業員が参画してくことが望ましい。

5 第4節 社外取締役を有効に機能させるための提言

私たちは社外取締役が企業にとって有効に活用されることが今後の日本企業の企業価値を向上させていく上で重要になっていくと考える。現状、社外取締役の活用は順調に進んでおり形式的な社外取締役制度は整っている。しかし業績との相関や実質的な効果には懐疑的な研究結果¹²⁷があるなど、形式から実質への変革が必要である。やはり問題とされるのは本稿3章1節でも示した通り、大企業のように情報が中小企業と比べ入手しにくい企業での社外取締役の効果である。この際は特に専門性が求められ、優秀な人材が枯渇する中で適切な人材を見つけ出すことは難しく、兼任するにせよ一個人が効果的にその能力を発揮するには限界がある。

15 以上のことから私たちは「顧問・相談役の有効活用」と「スキルマトリックスの活用により適切な人材を確保すること」を提言する。

まずは顧問・相談役の有効活用である。初めに顧問・相談役というものは東芝の不適切会計時に話題になり、会社法には定めのない役職で、社長や会長の経験者が顧問・相談役になることで年功序列の日本的企業経営においては影響力を行使できるといったものである。常勤であるのか、どんな業務を行っているのか、報酬の有無はどうなっているのか、など開示されていない例も多く、財界活動が無償で行っているなどの良い活動もあるが、日本のコーポレートガバナンスにおける必要性が議論されている。現在、東証は1月からCG報告書に顧問や相談役の詳細を記す欄を新たに加えるなど開示が促されており、投資家
25 からの懐疑的な意見も多く、開示に積極的な企業も存在する¹²⁸。上場会社の市場一部では46.6%、JPX日経400では69.7%が実際に開示を行った¹²⁹。開示した市場一部46.6%のうち55.5%が実際に顧問・相談役制度が存在していた。し

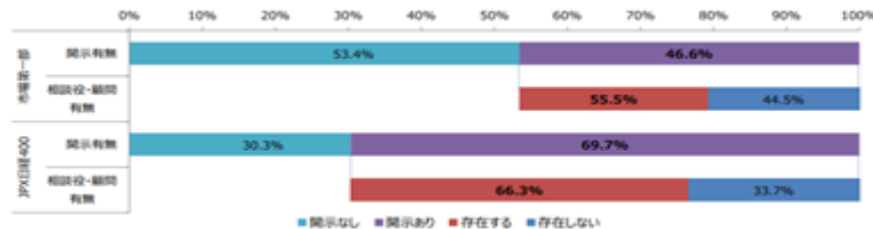
¹²⁷ 三菱UFJ信託銀行（2015）7頁を参照されたい。

¹²⁸ 日本経済新聞（2018年5月24日）「顧問や相談役の報酬など200社が開示 東証上場企業、全体の5%どまり」を参照されたい。

¹²⁹ 東京証券取引所（2018b）15頁を参照されたい。

かし現状は廃止される例も相次ぎ、今後はこの実績と経験を兼ね備えた人材(相談役 316 人、顧問 1829 人¹³⁰⁾ の有効活用が期待される。

図 27 相談役・顧問の開示状況



出所：東京証券取引所（2018b）「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置状況及び相談役・顧問等の開示状況」15 頁より引用

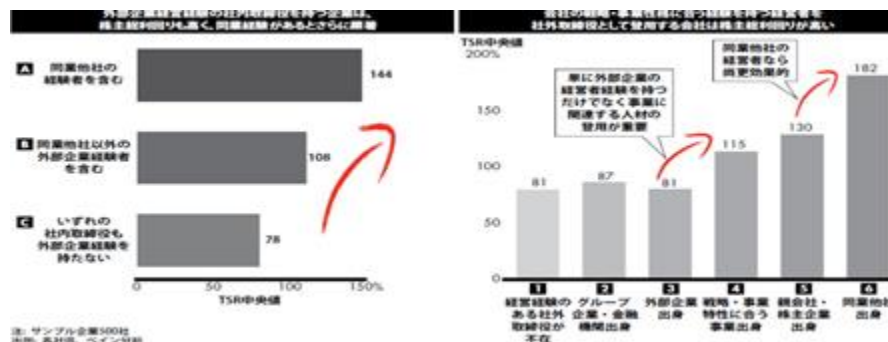
現状は 12 月決算企業では社外取締役のバックグラウンドとして経営経験者が 40%を占めるように、実務家の登用が増えているようである¹³¹。実際に日経 225 や TOPIX100 に採用される企業を含めた主要 500 社と TSR（株主総利回り）との関係に着目すると、取締役会に社外取締役として経営者経験のある者と社外での実務経験のある者を採用した場合には効果的なアドバイスの効果が見込めることで TSR が向上している¹³²。日本の社外取締役ではいまだに法曹界や学者の割合が他国と比べると高いため、TSR との調査結果にも示されるように、経営経験者や社外での実務経験者を社外取締役として受け入れることは企業価値を高める上で有効である。

¹³⁰ 東洋経済 ONLINE（2018）2 頁を参照されたい。

¹³¹ 日本経済新聞（2018 年 3 月 18 日）「社外取締役に経営経験者 12 月期主要 50 社、登用 18%増 実務に基づく助言期待」を参照されたい。

¹³² ベイン・アンド・カンパニー（2016）を参照されたい。

図 28 社外取締役のバックグラウンドと TSR との関係



出所：ベイン・アンド・カンパニー（2016）「日本企業の社外取締役とガバナンス：現状と今後のあり方」より引用

5

従って、顧問・相談役制度が社会的に、特に海外の機関投資家から認められる制度ではないことなどから有効活用的手段として経営経験を有する社外取締役としての積極的な登用を推奨する。

10 第 5 節 社外取締役能力の見える化による実効性向上への提言

実効性を確保することによってはじめて社外取締役を選任することが有意義なものとなり得るが、社外取締役を再任する際の基準を設けている企業が 24%のみであり、また、社長や CEO の意向が社外取締役の再任状況を大きく左右しているという企業が約 53%となっている¹³³。このことから社外取締役の独立性や実効性には歪みが生じているのではないかと考え、そこで社外取締役を選任する際の評価基準としてスキルマトリックスの活用を提言したい。

生命保険協会（2018）「株式価値向上に向けた取り組みについて結果」より、投資家の過半数が現在の企業における社外取締役の実効性について不満を持っていることがわかる¹³⁴。社外取締役は株主の立場から取締役会を監督するための代表者として選任されているにもかかわらず、投資家から評価を得られていないという現状は大きな問題点である。また社外取締役の選任理由や活動状況に関する内容の情報開示を求める声が最も多いという結果より、企業には迅速

¹³³ 経済産業省（2018a）4 頁を参照されたい。

¹³⁴ 生命保険協会（2018）10 頁を参照されたい。

な対応が必要となってくる¹³⁵。そこでスキルマトリックスの活用は企業と投資家の双方にとって情報の開示や実効性という観点からとても有益なものとなる。

スキルマトリックスとは、取締役会の素養・経験及び取締役会におけるバランスを一覧表にまとめたものである¹³⁶。スキルマトリックスを活用することで、
5 各取締役が持ち合わせているスキルを見える化をすることができる。また、同業他社のスキルマトリックスと自社のものを比較することによって、社外取締役を選任するにあつての要求される要件を参考にすることができ、加えて自社の取締役会に不足しているものを見極めるという点では有益なものとなる¹³⁷。

このようにスキルマトリックスを活用していくことで取締役会に多様性を持たせることができる。また、各取締役のスキルを一覧表にまとめることで情報
10 開示において透明性や簡易性を確保することができ、現状の問題点としてある社外取締役の選任理由の開示の充実にも資するものであると考える。加えて、企業自身が社外取締役に対して求める責任や役割、それを全うするために必要とされる能力を明確にできる。

図 29 プルデンシャル・フィナンシャル社のスキルマトリックス表

取締役	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
経験・素養											
學術研究							●		●	●	
企業情報		●		●							
部門長、営業経験	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
事業執行	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
コーポレートガバナンス	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
環境、サステナビリティ、企業の責任		●		●		●					
財務、資本配分				●	●	●	●	●	●		●
財務の専門知識、リテラシー	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
金融業界				●	●		●	●	●		●
政府、公共政策		●		●			●	●	●		
保険業界				●				●			
グローバル			●	●	●	●	●			●	
投資	●	●			●		●				●
マーケティング・セールス			●							●	
不動産	●					●					●
リスクマネジメント		●		●	●	●	●	●	●		●
人材マネジメント	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
テクノロジー・システム				●		●					

出所：黒田一賢（2016）「実効的な取締役等選任をサポートする 日本版スキル
&インテリジェンスマトリックスの必要性」『JRI レビュー』Vol. 8, No. 38
128 頁より筆者作成

¹³⁵ 生命保険協会（2018）10 頁を参照されたい。

¹³⁶ 黒田一賢（2018）を参照されたい。

¹³⁷ デロイトトーマツ（2016a）を参照されたい。

2018年の時点では米国の時価総額上位500銘柄のうち102銘柄がスキルマトリックスを公表している¹³⁸一方で、2018年の時点で日本企業においてスキルマトリックスを活用している企業は時価総額上位500銘柄のうち5銘柄のみでありとても低い水準となっている¹³⁹。社外取締役各個人の専門性や実績を配慮することは、取締役会の実効性や多様性を向上させるために大いに意義のあることである。そのため日本企業のスキルマトリックスの活用促進を提言とする。

おわりに

本稿では機関投資家に注目し、物言う株主の増加によって国内の証券市場が活性化する方策を考えるべく、第1章では国内外の証券市場の変遷と株式市場における機関投資家の投資行動について現状分析を行った。そこで、私たちは物言う株主とは「株主価値向上を目的とし、株主総会などのエンゲージメントを通して経営陣と積極的に対話を求める投資家」と定義した。続く第2章では各コード内容を整理し、それらの取り組みや実施状況について述べた。加えて機関投資家と企業の間に齟齬が生じることを防ぎ、認識の共有を図るために建設的な対話を行うことの重要性を認識した。さらに様々な評価方法に基づいて企業価値へのアプローチをしつつ、我々が考える企業価値を「株価」と定義した。第3章では各国のコーポレートガバナンスの特徴とその変遷について分析し、そこから企業は誰のために行動すべきかを模索し、ステークホルダーのものであると考えた。中でも企業を運営していく上で欠かせない従業員とのエンゲージメントに焦点を当て、それらと業績の相関について述べた。

これらを踏まえ、第4章で物言う株主を増加させるための具体的な方策として株主が議案を精査し、検討する時間を考慮するだけでなく、決算日から総会開催日までの限られた時間の中で、対話の質を向上させるために株主と企業の対話時間を確保することを目的とした招集通知の電子化と会計監査の自動化を提言した。また、企業価値を向上させるために企業が取り組むべき方策として従業員の取締役会への参画、社外取締役としての顧問・相談役の活用について提言した。加えてこの社外取締役の選任方法として、より適切な人材を確保す

¹³⁸ 黒田一賢（2018）を参照されたい。

¹³⁹ 黒田一賢（2018）を参照されたい。

るためスキルマトリックスの活用を提言した。

今後、企業にはステークホルダーをより重視し、実効性の伴った経営がより一層求められ、機関投資家には収益性だけでなく社会性・持続可能性を考慮した投資が望まれる。

- 5 以上をもって、これらの提言が我々の考える物言う株主を増加させ、中長期的な企業価値向上に寄与するとともに国内証券市場の活性化へとつながることを期待して本稿の結びとする。

10

15

20

25

30

【参考文献】

〔新聞〕

- ・朝日新聞
- ・産経ニュース
- 5 ・日経ビジネスオンライン
- ・日本経済新聞
- ・Bloomberg
- ・Harvard Business Review
- ・Wedge Infinity

10

〔書籍〕

・新井和宏（2017）『持続可能な資本主義』ディスカヴァー・トゥエンティワン

・菊澤研宗（2004）『比較コーポレート・ガバナンス論 組織の経済学アプローチ』有斐閣

15

・菊池正俊（2017）『日本株を動かす外国人投資家の儲け方と発想法』日本実業出版社

・週刊ダイヤモンド（2018）『会社の数字超理解 現場で役立つ会計力』ダイヤモンド社

20

・ジョン・ケイ（2017）『金融に未来はあるかーウォール街、シティが認めたくなかった意外な真実』ダイヤモンド社

・宮川壽夫（2016）『企業価値の神秘』中央経済社

・Diamond Quarterly（2017）『「未来の監査」はAIとの協業から始まる』ダイヤモンド社

25

〔インターネット〕

・朝日新聞デジタル（2017）「ニッポン、グローバル人材のリアル Vol.26」
<http://www.asahi.com/ad/globalj/smtb/> 最終アクセス日 2018年10月25日

・イマジナ（2016）「従業員エンゲージメントの向上が、企業成長を促進させる」

30

- <https://www.imajina.com/library/detail443.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・企業価値研究レポート・ラボ HP
- <http://cvrl-net.com/iirc/index.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 5 ・ダイヤモンドオンライン「従業員エンゲージメントの高い企業が持続的成長を実現する」
- <https://diamond.jp/articles/-/50423> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・東洋経済 ONLINE (2018)『初調査！相談役・顧問の多い 100 社ランキング 1 位は大林組 35 人、「現経営陣への助言」が目的』
- 10 <https://toyokeizai.net/articles/-/204907> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日経 ESG 経営フォーラム (2018)『一橋大学 伊藤教授「ROE と ESG を結合し 企業価値の持続的な成長を」』
- <https://business.nikkeibp.co.jp/atclesg/feature/042400010/?P=2> 最終ア
- 15 クセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本取引所グループ (2018) 「3 月期決算会社株主総会情報」
- <https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/index.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・楽天証券 (2008) 「株式持ち合いに関する 3 つの論点」
- 20 <https://media.rakuten-sec.net/articles/-/3905> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・IGNiTE PARTNERS (2015) 「EBITDA 倍率 8 倍は、結局高いのか安いのか？」
- <http://ignitepartners.jp/column/macolumn/442-ebitda-8.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25 ・KPMG ジャパン (2018) 「MarketCheck!: セクター別 EV/EBITDA 倍率トレンド」
- <https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2018/05/market-check.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・Quick ESG 研究所 (2018) 「国連責任投資原則 (UNPRI) の署名機関 2000 社を超える～日本は 62 機関、世界第 10 位～」
- 30 <https://www.esg.quick.co.jp/blog/899> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・Quick・ファクトセット（2017）『10月の主役、欧州マネーは日本でも大株主 データで見る「株式会社ニッポン」の大株主②』

<https://www.quick.co.jp/5/article/13033> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 5 ・sixsecond（2013）” *Increasing Employee Engagement at Komatsu*”

<https://www.6seconds.org/2013/12/11/white-paper-increasing-employee-engagement-komatsu/> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・Willis Towers Watson（2012a）「従業員の持続可能なエンゲージメント（会社への自発的貢献意欲の持続性）が業績に影響」

- 10 <https://www.towerswatson.com/ja-JP/Press/2012/07/7642> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・Willis Towers Watson（2012b）「2012 グローバル・ワークフォース・スタディー」

- 15 <https://www.towerswatson.com/ja-JP/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/07/7615> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・Willis Towers Watson（2017）「世界の大手運用会社の運用資産が初の 80 兆米ドル越えアクティブ運用に代わり、パッシブ資産が引き続きシェアを伸ばす」

- 20 <https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2017/10/Assets-of-world-s-largest-fund-managers-passes-US-80-trillion-for-the-first-time>
<https://www.towerswatson.com/ja-JP/Press/2012/07/7642> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

〔ディスクロージャー誌と CSR レポート〕

- 25 ・一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

<https://www.iicef.jp/> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・オムロン（2018）「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」

<https://www.nikkei.com/markets/ir/irftp/data/tdnr/tdnetg3/20180528/b3vnlj/140120180522443703.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・住友生命保険相互会社 (2017)「スチュワードシップ活動 (対話・議決権行使) に関する考え方および活動状況報告」

<http://www.sumitomolife.co.jp/about/newsrelease/pdf/2017/170905.pdf#search> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 5 ・第一生命保険 (2017)「スチュワードシップ活動についてのご報告 (2016 年度取組結果及び 2017 年度取組方針)」

http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2017_035.pdf#page 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・ニッセイアセットマネジメント (2017)「議決権行使について」

- 10 <https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/cvr.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・野村アセットマネジメント (2017)『「議決権行使結果の個別開示」について』

<http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/etc/20170428/nam20170428.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 15 ・野村ホールディングス (2017)「ISS レポートに対する当社の見解について」

<http://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/holdings/20170602/20170602.pdf#search> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・バンガード (2018)「2018 *Investment Stewardship Annual Report*」

- 20 <https://www.vanguardjapan.co.jp/docs/Investment-Stewardship-Annual-Report-2018-EN.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・ブラックロック (2017)「スチュワードシップ活動状況と自己評価」

<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/literature/publication/blkj-stewardship-code-overview-self-assessment-jp-ja.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 25 ・三井住友トラスト・アセットマネジメント (2017)「国内株式にかかる議決権行使結果の個別開示について」

http://www.smtam.jp/shared/pdf/news/20170804_news.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・三菱 UFJ 信託銀行 (2018)「三菱 UFJ 信託銀行 スチュワードシップ報告書」

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship_mutb_pdf.pdf?1708

25 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・ GPIF (2017) 「業務概況書」

https://www.gpif.go.jp/operation/pdf/h29_q4.pdf 最終アクセス日 2018 年

5 10 月 25 日

・ STATE STREET GLOBAL ADVISORS (2018) 「スチュワードシップ活動レポート」

<https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/03/stewardship-activity-report-q1-2018-jp-state-street.pdf> 最終

アクセス日 2018 年 10 月 25 日

10

〔論文〕

・ アイ・アールジャパン (2016) 「平成 27 年度 内外一体の経済成長戦略構築にかか
る国際経済調査事業（対内直接投資促進体制整備等調査（外国投資ファ
ンド等の動向調査））に関する報告書」経済産業省

15 http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000986.pdf 最終アクセス
日 2018 年 10 月 25 日

・ 青木茂男 (2010) 「企業価値評価法の多様性 ―三菱地所（株）のケースを
手がかりとして―」『茨城キリスト教大学紀要』第 44 号

https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20181016160733.pdf?id 最終アク

20 セス日 2018 年 10 月 25 日

・ 明田雅昭 (2018) 「パッシブ運用のエンゲージメント～論点整理と提案～」

<http://ir.c.chuo-u.ac.jp/repository/search/binary/p/10868/s/9802/> 最

終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・ 一般社団法人日本投資顧問業協会 (2015) 「拡大版コーポレート・ガバナ
ンス研究会」

25

http://www.jiaa.or.jp/cg_society/index3-4.html 最終アクセス日 2018 年
10 月 25 日

・ 稲別正晴 (2002) 「コーポレート・ガバナンスと取締役会」『桃山学院大学
経済経営論集』第 44 巻第 3 号

- https://stars.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=4584&item_no=1&page_id=13&block_id=67 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・インベスター・インパクト (2017) 「IR 責任者とアクティビスト」
- 5 <http://investorimpact.com/> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・上田亮子 (2018) 「英国コーポレートガバナンス・コード 改訂と日本への示唆」
- <http://www.camri.or.jp/files/libs/1129/201808021002545227.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 10 ・上田谷恒久 (2011) 「イギリス新会社法におけるコーポレート・ガバナンス規律」
- <https://www.musashino-u.ac.jp/albums/abm.php?f> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・江頭憲治郎 (2016) 「コーポレートガバナンスの目的と手法」『早稲田大学法学会』
- 15 https://waseda.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=35900&item_no=1&page_id=13&block_id=21 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・江川雅子 (2017) 「社外取締役の役割—取締役会改革, 女性社外取締役の現状分析—」『証券経済研究』第 100 号
- 20 http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/100/100_03.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・江口高顕 (2015) 「エンゲージメント時代の投資家と取締役会の役割は何か」
- 25 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/risk/srr/jp-srr-enterprise-risk-cg-investorforum.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・江間大悟 (2011) 「二国間会議とコーポレートガバナンス原則—委員会等設置会社制度の導入に焦点をあてて—」『神奈川大学大学院経営学研究科』『研究年報』第 15 号 2011 年 3 月号
- 30

<http://klibredb.lib.kanagawa-u.ac.jp/dspace/bitstream/10487/8596/1/%E7%A0%94%E7%A9%B6%E5%B9%B4%E5%A0%B115-2.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月

25 日

・岡本 久吉 (2007) 「コーポレート・ガバナンス改革の最新の動向」

5 <http://www.lec.ac.jp/pdf/activity/kiyou/no02/06.pdf> 最終アクセス日

2018 年 10 月 25 日

・奥田宏司 (2014) 「アメリカの量的金融緩和政策と新たな国際信用連鎖の形成についての覚書—BIS, IMF の Spillovers 論の批判的検討—」

http://www.ritsumei.ac.jp/acd/cg/ir/college/bulletin/Vol.26-3/26-3_02_

10 [Okuda.pdf](#) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・尾崎悠一 (2018) 「議決権行使助言会社の規制をめぐる議論について」

<http://www.camri.or.jp/files/libs/1083/201805071601139943.pdf> 最終ア

クセス日 2018 年 10 月 25 日

・海道ノブチカ (2012) 「ドイツ型コーポレート・ガバナンスの基調」

15 <http://hdl.handle.net/10236/10398> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・企業年金連合会 (2016) 「企業年金連合会 年金資産運用状況説明書」

https://www.pfa.or.jp/activity/shisan/files/setsumei_pfaunyo2016.pdf

最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・菊池敏夫 (2008) 「コーポレート・ガバナンスの研究」

20 https://www.cgu.ac.jp/Portals/0/data0/social-system/publication/pdf/9_1/9_1_5.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・菊池敏夫 (2018) 「わが国で指名委員会等設置会社が不人気である理由」

<https://mbp-japan.com/okayama/kikuchi/column/3315490/> 最終アクセス日

2018 年 10 月 25 日

25 ・議決権行使実施化検討フォーラム (2017) 『議決権行使白書—ガバナンス改革のさらなる進展に向けた「議決権行使の実質化」の現状と課題—』

http://www.icj.co.jp/icjv1/wp-content/uploads/2017/06/proxyvoting_repo

[rt_20170525.pdf](#) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・木村祐基 (2016) 「株主総会の 7 月以降開催の実現を強く期待する」

<http://stewardship.or.jp/opinion/%e6%a0%aa%e4%b8%bb%e7%b7%8f%e4%bc%9a%e3%81%ae7%e6%9c%88%e4%bb%a5%e9%99%8d%e9%96%8b%e5%82%ac%e3%81%ae%e5%ae%9f%e7%8f%be%e3%82%92%e5%bc%b7%e3%81%8f%e6%9c%9f%e5%be%85%e3%81%99%e3%82%8b/> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 5 ・金悞潤 (2015) 「前進し続ける英国の協調的エンゲージメント」
http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/kinyu-itf/2015/02/itf_201502_5.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・金融庁 (2013) 「参考資料 (法的論点に係る解釈の明確化等)」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20131127/03.pdf> 最終ア
- 10 クセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・金融庁 (2014a) 『「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～』
<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> 最終アクセス日
- 2018 年 10 月 25 日
- 15 ・金融庁 (2014b) 「機関投資家の皆さまへ」
<https://www.fsa.go.jp/status/stewardship/kanan.pdf> 最終アクセス日
- 2018 年 10 月 25 日
- ・金融庁 (2014c) 「ドイツ・コーポレートガバナンス・コード (仮訳)」
<https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20140807/08.pdf>
- 20 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・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』
https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo_saihen_dail/siryou5.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25 ・金融庁 (2017a) 「事務局説明資料」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170217/01.pdf> 最終ア
- クセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・金融庁 (2017b) 『「責任ある投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》』

<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf> 最終アクセス日

2018年10月25日

・金融庁（2017c）「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資料―英国スチュワードシップ・コードについて―」

- 5 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf> 最終アクセス日 2018年10月25日

・金融庁（2017d）「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）」

<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html> 最終ア

- 10 クセス日 2018年10月25日

・金融庁（2018a）『「個人投資家の参加拡大」政策Ⅲ-1-(1)』

<https://www.fsa.go.jp/seisaku/17jisseki/3111.pdf> 最終アクセス日 2018年10月25日

- 15 ・金融庁（2018b）「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～（改訂案）」

<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180326-1/02.pdf> 最終アクセス日 2018年10月25日

・金融庁（2018c）「スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストの公表について」

- 20 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html> 最終アクセス日 2018年10月25日

・金融庁（2018d）「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」

<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180326-1/01.pdf> 最終アクセス日

- 25 2018年10月25日

・久保俊一（2018）『「スチュワードシップ・コード」 受入れに再び動き出した企業年金、その意義と今後の展望』

http://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_29_15.pdf 最終アクセス日 2018年10月25日

- ・黒田一賢（2016）「実効的な取締役等選任をサポートする日本版スキル&インテリジェンスマトリックスの必要性」『JRI レビュー』Vol. 8, No. 38
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/8885.pdf>
最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 5 ・黒田一賢（2017）「ESG 投資の最新動向④ 取締役会の実効性に海外投資家が注目」
https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/pdf/company/publicity/2017/170924_kuroda.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 10 ・黒田一賢（2018）「コーポレートガバナンス・コード改訂と ESG 要因～取締役会に求められるスキルマトリックス～」
https://www.braincenter.co.jp/opinion/kaitei_2018/kaitei_2018_04.html
最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 15 ・黒田東彦（2017）「平成 29 年度 全国証券大会における挨拶」
https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2017/data/kol70928a.pdf
最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 20 ・経済産業研究所（2012）「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？：取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」
<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p013.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25 ・経済産業省（2014）「資料 4 エンゲージメントの考え方について」
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/corporate/140725_4.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・経済産業省（2015）「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/00014.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・経済産業省（2016a）「株主総会プロセスに係る諸規定」
<http://www.meti.go.jp/press/2016/04/20160421007/20160421007-2.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・経済産業省（2016b）『「攻めの経営」を促す役員報酬 ～新たな株式報酬（いわゆる「リストラクテッド・ストック」）の導入等の手引～』

<http://www.meti.go.jp/press/2016/04/20160428009/20160428009-1.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 5 ・経済産業省（2017a）「伊藤レポート 2.0 持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」

<http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 10 ・経済産業省（2017b）『「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」－ESG・非財務情報開示と無形資産投資の促進－』

<http://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・経済産業省（2017c）「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」

- 15 <http://www.meti.go.jp/press/2016/03/20170331012/20170331012-2.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・経済産業省（2018a）「実効的なコーポレートガバナンスの実現に向けた今後の検討課題」

<http://www.meti.go.jp/press/2018/05/20180518004/20180518004-1.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 20 ・経済産業省（2018b）「第 9 回株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」

http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/009_04_00.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 25 ・経済産業省 経済産業政策局（2018）「指名委員会・報酬委員会に関する参考資料（企業アンケート等の結果）」

<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20180313/08.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・経済同友会（2006）「企業価値向上の実現に向けて 一経営者の果たすべき役割と責務一」

<https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2005/pdf/060412.pdf>

最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・コムジェスト・アセットマネジメント（2017）「欧州で先行する ESG 投資の動向と運用会社の実践」NPO 法人 日本サステナブル投資フォーラム

- 5 <http://comgest.co.jp/wp-content/uploads/2017/08/b0ca7db43026a39d4c5c2e2f39605882.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・小山明宏（2008）「日本企業のあるべきコーポレート・ガバナンス・システム」

https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20180423115447.pdf?id=ART000851

- 10 [5607](#) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・財務省（2017）「年次別法人企業統計調査 平成 28 年度」

<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h28.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・酒巻雅純（2017）「ESG 投資の動向と課題—重要性が高まる機関投資家の視点から—」

- 15 www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv51/m85_15.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・坂和秀晃（2015）「機関投資家が市場流動性に及ぼす影響に関する実証分析」

<http://www.yu-cho-f.jp/wp-content/uploads/sakawa26.pdf> 最終アクセス日

- 20 2018 年 10 月 25 日

・澤田茂雄（2010）「機関投資家と投資先企業の関係」

http://www.sess.jp/meeting/report_73/12.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・サンフォード M. ジャコビィ（2007）「コーポレート・ガバナンスと雇用関係の日米比較」

- 25 http://www.jil.go.jp/foreign/labor_system/2007_3/america_02.html 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・柴田努（2011）「アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換—経済の金融化とコーポレート・ガバナンス—」『工学院大学研究論叢』第 49 - 1 号

https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20170512221019.pdf?id=ART0009787474 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・清水葉子（2013）「HFT、PTS、ダークプールの諸外国における動向～欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察～」

- 5 <https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2013/01.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・首相官邸（2013）「日本再興戦略—Japan is back—」

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 10 ・白石渉（2008）「コーポレートガバナンス・モデルの進化：ドイツのコーポレートガバナンス・モデルは米国モデルへ収斂するか」『明治学院大学国際学研究』第 33 号

https://meigaku.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=1198&item_no=1&page_id=13&block_id=21

- 15 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・杉田浩治（2016）「発足から 40 年を迎えるインデックスファンド—その軌跡と今後の展開—」

http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1601_01.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 20 ・鈴木誠（2016）「公的年金基金によるコーポレートガバナンス—エンゲージメントを用いる合理性—」『証券経済研究』第 94 号

http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/94/94_02.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・生命保険協会（2017）「株式価値向上に向けた取り組みについて」

- 25 http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・関雄太（2015）「世界の機関投資家の変貌と日本の課題」『月間資本市場』No. 354

<http://www.camri.or.jp/files/libs/423/201703271639119857.pdf> 最終アク

- 30 セス日 2018 年 10 月 25 日

・全国株懇連合会（2017）「株主総会プロセスの電子化について～株式実務からの一考察～」

https://www.kabukon.tokyo/activity/data/study/study_2017_03.pdf 最終
アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 5 ・田代一聡（2015）「機関投資家のエージェンシー問題」『証券経済研究』第
92 号

http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/92/92_03.pdf 最終アクセス
日 2018 年 10 月 25 日

- 10 ・田中正継（1998）「日本のコーポレート・ガバナンスー構造分析の観点から
ー」

<http://www.esri.go.jp/jp/archive/sei/sei012/sei012a.pdf> 最終アクセス
日 2018 年 10 月 25 日

・田中亘（2015）「基準日と定時株主総会・配当支払日程に関する論点の整理」

- 15 [http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushi_soukai/pdf/
005_06_00.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushi_soukai/pdf/005_06_00.pdf) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・大和総研（2007）『ブルドック防衛策の「適法性」～特別決議の意味と少数
株主ガバナンス～』

[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/07071301strategy
.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/07071301strategy.pdf) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 20 ・大和総研（2012）「M&A における買収価格の考え方～ひとつの方法に固執せ
ず、多面的な評価が必要～」

https://www.dir.co.jp/report/consulting/ma/12051601consulting_rpt.pdf
最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・大和総研（2014）「日米株式市場の相違点 株式市場と取引手法」

- 25 [https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20140728_
008797.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20140728_008797.pdf) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・大和総研（2015）「監査等委員会設置会社の現況」

[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20150729_
_009972.html](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20150729_009972.html) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・大和総研（2016a）「アクティビスト投資家進化論～多様化するアクティビスト手法と企業側の対応のあり方～」
https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20161026_011350.htm
1 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 5 ・大和総研（2016b）「英国ガバナンス改革のグリーン・ペーパー 経営者報酬に対し労働者が監視する仕組みの強化を目指すイギリス」
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20161201_011458.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・大和総研（2016c）「株主総会プロセスの電子化促進報告書」
- 10 https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20160803_011133.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・大和総研（2017a）「改訂日本版スチュワードシップ・コード 運用機関のガバナンス」
https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20171218_012569.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 15 ・大和総研（2017b）「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集团的エンゲージメントを巡る論点」
https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809_012204.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 20 ・大和総研（2017c）「株主総会集中率の低下に限界感 6 月株特定日への集中率は、30%程度が限界か？」
https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180517_020089.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・大和総研（2017d）「議決権行使助言業者への会社側からの反論 機関投資家の自律ある賛否判断を期待する上場会社側の焦燥」
- 25 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20170620_012081.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・大和総研（2017e）「集团的エンゲージメントの光と影 ―加算利益を分け合うツールか？―」

- https://www.dir.co.jp/report/column/20171220_012579.html 最終アクセス
日 2018 年 10 月 25 日
- ・大和総研（2017f）「ESG 投資：世界の主要年金基金の動向 運用資産額世界
上位 20 機関の調査から」
- 5 [https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20171214_012560.
pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20171214_012560.pdf) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・高寺貞男（2007）「短期志向機関投資家の下での攻めの会社利益管理戦略」
『大阪経大論集』第 58 巻第 1 号
- [http://www.i-repository.net/il/user_contents/02/G0000031Repository/rep
ository/keidaironshu_058_001_133-139.pdf](http://www.i-repository.net/il/user_contents/02/G0000031Repository/repository/keidaironshu_058_001_133-139.pdf) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25
日
- 10
- ・寺山恵（2017）「米国のシェアホルダー・エンゲージメント」『月刊資本市
場』3 月号 No. 379
- <http://www.camri.or.jp/files/libs/795/201704061259007046.pdf> 最終アク
セス日 2018 年 10 月 25 日
- 15
- ・デロイト トーマツ（2015）「株主総会の招集通知等に対する機関投資家の着
眼点」『会計情報』2015 年 12 月号
- [https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/get-connected/pub/atc/201512/kai
keijyoho-201512-01.html](https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/get-connected/pub/atc/201512/kai-keijyoho-201512-01.html) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 20
- ・デロイト トーマツ（2016a）「これからの社外取締役の選任・処遇の在り方
(2)社外取締役の選任・処遇から、評価・再任までの実務の在り方」
- [https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/human-capital/articles/hcm/hc-ou
tside-director02.html](https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/human-capital/articles/hcm/hc-ou-utside-director02.html) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25
- ・デロイト トーマツ（2016b）「人工知能が日本の会計監査業務に与える影響
について」『月刊監査役』660 号
- [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/deloitte-a
nalytics/jp-da-audit-artificial-intelligence.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/deloitte-analytics/jp-da-audit-artificial-intelligence.pdf) 最終アクセス日 2018
年 10 月 25 日
- 30
- ・デロイト トーマツ（2017a）「英国のコーポレートガバナンス ターンブル
委員会報告書の概要」

<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/risk/articles/rm/british-governance.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・デロイト トーマツ (2017b) 「株懇提案書を踏まえた 基準日変更時の実務上の留意点」『企業会計』2017 年 Vol.69 No.2

- 5 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/legal/dt-legal-japan-kigyokaikei-2017-vol69-no2.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・デロイト トーマツ (2017c) 「『日本における事業ポートフォリオ管理』に関するアンケート調査結果～事業ポートフォリオ管理の有効性については、改善向上の余地あり～」

- 10 <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20170927.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・東京証券取引所 (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～(改訂案)」

- 15 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・東京証券取引所 (2017) 「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」

- 20 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu00002nrg9.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・東京証券取引所 (2018a) 「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～」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- 25 ・東京証券取引所 (2018b) 「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況、委員会の設置状況及び相談役・顧問等の開示状況」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003931r-att/nlsgeu000003934o.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・独立行政法人経済産業研究所 (2011) 「日本企業の人的資源管理と生産性—インタビュー及びアンケート調査を元にした実証分析—」

- 30

<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j035.pdf> 最終アクセス日

2018年10月25日

・独立行政法人経済産業研究所（2016）「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」

5 <https://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns2/34.html> 最終ア

クセス日 2018年10月25日

・内閣府（2015）『「日本再興戦略」改訂 2015 ー未来への投資・生産性革命ー』

http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2015/0630/shiryo_02-

10 [1.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2015/0630/shiryo_02-1.pdf) 最終アクセス日 2018年10月25日

・中川かおり（2003）「米国企業改革法の成立」

<http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/legis/215/21502.pdf> 最終ア

クセス日 2018年10月25日

・名古屋証券取引所（2018）「2017年度株式分布状況調査の調査結果について」

15 <http://www.nse.or.jp/market/statistics/table/files/j-bunpu2017.pdf> 最

終アクセス日 2018年10月25日

・新津和典（2011）「ドイツ・オーストリア法における企業共同決定制度と日本の立法への示唆」

<http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DBc0570202.p>

20 [df](http://dlisv03.media.osaka-cu.ac.jp/contents/osakacu/kiyo/DBc0570202.pdf) 最終アクセス日 2018年10月25日

・日経リサーチ（2014）「我が国及び主要国における株式市場及び株主行動が企業行動に与える影響に係る調査事業調査報告書」経済産業省

http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003480.pdf 最終ア

クセス日 2018年10月25日

25 ・日興フィナンシャル・インテリジェンス（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」

<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2015/01/1396.pdf>

最終アクセス日 2018年10月25日

・日興リサーチセンター（2015）「海外投資家のエンゲージメント～欧州機関

30 投資家のヒアリング調査より～」

- <https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20141130.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日興リサーチセンター（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』
- 5 <https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160331b.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ニッセイ基礎研究所（1996）「受託者責任を考えるヒント ー米国エリサ法に学ぶ(1)」年金ストラテジー
- http://www.nli-research.co.jp/files/topics/34904_ext_18_0.pdf?site=nli
- 10 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ニッセイ基礎研究所（2000）「年金基金の議決権行使と受託者責任（上）ーエイボン・レターの背景と内容」年金ストラテジー
- http://www.nli-research.co.jp/files/topics/35347_ext_18_0.pdf 最終ア
- クセス日 2018 年 10 月 25 日
- 15 ・ニッセイ基礎研究所（2018）「取締役会を刷新するー米国の動向を参考として」
- [https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=58284&pno=2&more=1?sit](https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=58284&pno=2&more=1?site=nli)
- [e=nli](https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=58284&pno=2&more=1?site=nli) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本監査役協会関西支部（2015）「社外取締役への期待ー監査役から見た課
- 20 題と展望ー」
- http://www.kansa.or.jp/support/el009_150731.pdf 最終アクセス日 2018 年
- 10 月 25 日
- ・日本経済研究センター（2014）「筆頭株主となった外国人投資家と日本企業のガバナンス改革」
- 25 <http://www.jcer.or.jp/column/kojima/index687.html> 最終アクセス日 2018
- 年 10 月 25 日
- ・日本公認会計士協会（2013）「企業価値評価ガイドライン」
- [https://jicpa.or.jp/specialized_field/publication/files/2-3-32-2a-2013](https://jicpa.or.jp/specialized_field/publication/files/2-3-32-2a-20130722.pdf)
- [0722.pdf](https://jicpa.or.jp/specialized_field/publication/files/2-3-32-2a-20130722.pdf) 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 30 ・日本証券経済研究所（2016）「図説 アメリカの証券市場 2016 年度版」

- http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_28.pdf#page=23 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本証券経済研究所 (2017) 「株主総会プロセスの改革」
- <http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5709/03.pdf> 最終アクセス日
- 5 2018 年 10 月 25 日
- ・日本証券経済研究所 (2018) 「図説 日本の証券市場 2018 年度版」
- http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_29.pdf#page=59 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本投資環境研究所 (2017) 「2017 年株主総会とコードを巡る課題」
- 10 http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2017-12-21/documents/forum02_2.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本投資顧問業協会 (2016) 「平成 28 年度第 3 回 拡大版コーポレートガバナンス研究会 『株式市場の構造改革(安定株主体制の縮減)の必要性和共同(集团的)エンゲージメント体制創設の提案』」
- 15 http://www.jiaa.or.jp/cg_society/index4-3.html 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本投資顧問業協会 (2017) 「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第 4 回)の結果について」
- http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_eng29.pdf 最終アクセス日
- 20 2018 年 10 月 25 日
- ・日本取締役協会 (2015) 「コーポレートガバナンスに関する基本方針 ベスト・プラクティス・モデルの策定」
- http://www.jacd.jp/news/odid/150420_03report.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25
- ・日本取締役協会 (2016) 「経営者報酬ガイドライン(第四版) ー経営者報酬ガバナンスのいっそうの進展をー」
- http://www.jacd.jp/news/comp/161026_01.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・日本取締役協会 (2018) 「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」

<http://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・日本取引所グループ（2018）「2017 年度株式分布状況調査の調査結果について」

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

最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・日本取引所グループ（2018）「3 月期決算会社株主総会情報」

<https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/01.html>

最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

10 ・野村総合研究所（2009）「知的資産創造 機関投資家が期待する企業価値向上のプリンシプル」

<https://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2009/pdf/cs20090904.pdf>

最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

15 ・野村総合研究所（2016a）「運用会社が受託者責任を全うするために一海外運用会社のガバナンス整備と利益相反管理の事例から学ぶー」『金融 IT フォーカス』2016 年 8 月号

https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu_itf_sp/2016/fitfsp201608.pdf?la=ja-JP&hash=151EDF985B0AFC7CAC86724FFB724C8BBE1879FF 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

20 ・野村総合研究所（2016b）「第 2 世代アクティビストの企業価値創造」『金融 IT フォーカス』2016 年 2 月号

http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2016/02/201602_3.html 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・野村総合研究所（2017）「日本の資産運用ビジネス 2017/2018」

25 http://fis.nri.co.jp/~media/Files/publication/research/JAMB2017_2018.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・橋場俊展（2013）「高業績を志向する管理の新潮流ー従業員エンゲージメント論の考察ー」

http://wwwbiz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no13_4/19_HASHIBA.pdf 最終アク

30 セス日 2018 年 10 月 25 日

- ・林順一（2015）「英国コーポレートガバナンスの特徴とわが国への示唆」『証券経済学会年報』第 50 号別冊
http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m83_02.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 5 ・林孝宗（2011）「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開 ―非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に―」『社学研論集』Vol.17
<https://core.ac.uk/download/pdf/144445971.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 10 ・樋口晴彦（2018）「日本における社外取締役の現状と課題―その独立性と機能の確保を中心に―」
https://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20180831135702.pdf?id=ART0010024278 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 15 ・一橋大学機関リポジトリ 「議決権行使助言会社の法的規制論に関する一研究」
<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/23174/1/hogaku0110200430.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 20 ・平田光弘（2003）「日本における取締役会改革」
<http://www.dl.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/8707102> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25 ・平松拓（2018）「米国との比較から読み解くわが国株式発行市場の変化」
<http://iima.or.jp/research/topics/index.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・福本葵（2017）「株主総会プロセスの改革」
<http://www.jsri.or.jp/publish/review/pdf/5709/03.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・淵田康之（2012）「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012aut06.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・ベイン・アンド・カンパニー（2016）「日本企業の社外取締役とガバナンス：現状と今後のあり方」

<http://offices.bain.com/offices/tokyo/ja/publications/articles/corporate-governance-in-japan-board-membership-and-beyond-tokyo.aspx> 最終ア

5 クセス日 2018 年 10 月 25 日

・法務省（2010）「企業統治のあり方に関する検討事項（1）」

<http://www.moj.go.jp/content/000052932.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

10 ・法務省（2016）「平成 26 年改正会社法 コーポレート・ガバナンスの強化に関する主な改正の概要と施行後の状況」

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo_saihen_dai2/siryoku2.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・ボストンコンサルティンググループ（2006）「株主価値創造実現の要件—グローバルトップ企業からの示唆」

15 http://image-src.bcg.com/japan-pub-21mar2013_tcm56-44774.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・みずほ銀行（2015）「欧州の競争力の源泉を探る—今、課題と向き合う欧州から学ぶべきことは何か—」『みずほ産業調査』No. 2

https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/1050_all.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

20

・みずほ総合研究所（2017）「注目高まる ESG 投資」

https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201707.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

25 ・三井住友信託銀行（2017）「責任ある機関投資家としての議決権行使（国内株式）の考え方」

<https://www.smtb.jp/business/instrument/voting/pdf/%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E3%81%82%E3%82%8B%E6%A9%9F%E9%96%A2%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%AE%B6%E3%81%A8%E3%81%97%E3%81%A6%E3%81%AE%E8%AD%B0%E6%B1%BA%E6%A8%A9%E8%A1%8C%E4%BD%BF%EF%BC%88%E5%9B%BD%E5%86%85%E6%A0%AA%E5%BC%8F%EF%BC%89%E3%81%AE%E8%80%83%E3%81%88%E6%96%B9.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

30

- ・三井千絵（2014）「日本版スチュワードシップ・コード 資産運用会社が向き合う課題」
http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2014/11/201411_5.html 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 5 ・三菱地所リアルエステートサービス（2017）「生産性向上のカギを握る従業員エンゲージメント」
http://www.mecyes.co.jp/resource/mres_office-journal_vol.22.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・三菱 UFJ 信託銀行（2015）「社外取締役の導入と企業価値」
- 10 https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502_1.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・三菱 UFJ 信託銀行（2016）「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 15 ・宮島英昭（2012）「日本企業の取締役会構成の変化をいかに理解するか？ 取締役会構成の決定要因と社外取締役の導入効果」
<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/12p013.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・宮島英昭（2015）『第 1 回：国内機関投資家の「物言う株主」化に期待』
- 20 <https://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns4/01.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・三輪晋也（2010）「日本企業の社外取締役と企業業績の関係に関する実証分析」『日本経営学会誌第 25 号』
https://www.jstage.jst.go.jp/article/keieijournal/25/0/25_KJ00006395105/_pdf/-char/ja 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 25 ・三和裕美子（2001）「アメリカ機関投資家の資産運用とコーポレート・ガバナンス」
https://www.jstage.jst.go.jp/article/abjaba/71/0/71_118/_pdf/-char/ja 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・三和裕美子（2016a）「機関投資家のエンゲージメントとはなにか―国内外の機関投資家のヒアリング調査をもとに―」『証券経済学会年報』第 50 号別冊
http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_08.pdf 最終アクセス
 日 2018 年 10 月 25 日
- 5 ・三和裕美子（2016b）「経済の金融化とファンドによる企業支配」『経営学論集』第 89 集
https://www.jstage.jst.go.jp/article/abjaba/86/0/86_86/_pdf/-char/ja
 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・矢澤健太郎（2009）「企業の実体価値と株価 ―企業価値における乖離をめぐって―」『千葉商大論叢』第 46 巻 4 号
- 10 https://cuc.repo.nii.ac.jp/index.php?active_action=repository_view_main_item_detail&page_id=13&block_id=37&item_id=4703&item_no=1 最終ア
 クセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・山本到（2014）「独立取締役の意義と役割」
- 15 <https://search.yahoo.co.jp/search?p=%E7%8B%AC%E7%AB%8B%E5%8F%96%E7%B7%A0%E5%BD%B9%E3%81%AE%E6%84%8F%E7%BE%A9%E3%81%A8%E5%BD%B9%E5%89%B2++%E5%B1%B1%E6%9C%AC&aq=-1&oq=&ai=4UaFdZAJQLGJmGAQ2wagrA&ts=108312&ei=UTF-8&fr=mozff&x=wrt> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・有限責任監査法人トーマツ（2017a）「取締役会の機能向上等に関するコーポ
- 20 レートガバナンス実態調査 報告書」
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000429.pdf 最終アクセス日
 2018 年 10 月 25 日
- ・有限責任監査法人トーマツ（2017b）「『未来の監査』は AI との協業から始まる」『Diamond Quarterly』2017 年夏号 第 5 号
- 25 https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/audit/articles/ai/audit-innovation_DIAMOND-Quarterly_02.html 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・湯原心一（2014）「証券市場における情報開示と市場の失敗 （ 2 ・ 完 ） 」
 『早稲田法学会誌』 第 65 巻 1 号

https://waseda.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=9725&item_no=1&page_id=13&block_id=21 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・リンクアンドモチベーション (2017) 「売上・利益との相関、伸長率のバラつきとも関連の可能性」

<http://www.lmi.ne.jp/news/2017/2017111415321117.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・Aon Hewitt (2013) ” *2013 Trends in Global Employee Engagement*”

http://www.aon.com/attachments/human-capital-consulting/2013_Trends_in_Global_Employee_Engagement_Report.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・Aon Hewitt (2015) ” *Say, Stay, or Strive?*”

http://www.aon.com/unitedkingdom/attachments/trp/Drivers_of_Say_Stay_Strive_White_Paper_2015.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・Aon Hewitt (2017) ” *2017 Trends in Global Employee Engagement*”

<http://www.aon.com/unitedkingdom/attachments/trp/2017-Trends-in-Global-Employee-Engagement.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・EY 総合研究所 (2015) 「欧州金融機関のコーポレートガバナンス 第 1 回 監督機関について」 『情報センサー』 Vol.104

<https://www.eyjapan.jp/library/issue/info-sensor/pdf/info-sensor-2015-05-01.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・EY ジャパン (2014) 「監査等委員会設置会社の選択可能性—改正会社法に示された新たな機関設計の選択肢に係る検討課題—」

<https://www.eyjapan.jp/library/issue/info-sensor/2014-08-05.html> 最終

アクセス日 2018 年 10 月 25 日

- ・EY ジャパン (2017) 「投資家に企業の真価を伝える非財務情報開示とは？」

<https://www.eyjapan.jp/newsroom/2017/pdf/2017-06-29.pdf> 最終アクセス

日 2018 年 10 月 25 日

- ・GPIF (2017) 「ESG 指数を選定しました」

- https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ GPIF (2018) 「第 3 回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」
- 5 https://www.gpif.go.jp/operation/board/pdf/keieiinkai_1002.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ IIRC (2018) 「INTEGRATED REPORTING」 『IIRC ニュースレター』 2018 年 5 月号
- <http://cvrl-net.com/iirc/pdf/news/iirc201805.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 10
- ・ KPMG (2015) 『経済産業省「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」について（後編）』
- <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/jp-sustainable-growth-20150915.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 15
- ・ KPMG ジャパン (2016) 「欧州法務事情シリーズ 第 1 回 ドイツ有限会社（前編）」 『KPMG Insight』 Vol.17
- <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/04/jp-germany-law-20160315.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ KPMG ジャパン (2017a) 「事業リスクとしての ESG の把握と企業価値向上」
- 20 『KPMG Insight』 Vol.27
- <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-esg-ev-risk-20171115.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ KPMG ジャパン (2017b) 「日本企業の統合報告書に関する調査 2017～KPMG ジャパン統合報告セミナー アンケート結果より～」
- 25 <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20180323.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- ・ KPMG ジャパン (2018) 「機関投資家による集团的エンゲージメント」 『KPMG Insight』 Vol.29
- <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-institutional-investor-engagement-20180315.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日
- 30

・NTT データ経営研究所 (2017) 『人材不足時代に向けた働き方改革の Next Step
～社員「採用」からパートナー「協業」へ』

<https://www.keieiken.co.jp/monthly/2018/0427/index.html> 最終アクセス
日 2018 年 10 月 25 日

- 5 ・PRI (2013) 「協働エンゲージメントの 基本ガイド 企業との対話における
機関投資家間の効果的な協働のための方策」

<https://www.unpri.org/download?ac=2979> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25
日

・PwC (2014) 「アセットマネジメント 2020 資産運用業界の展望」

- 10 <https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/asset-management-2020-a-brave-new-world1407.html> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・PwC (2015) 「ドイツ・コーポレートガバナンス・コードとその開示」『RID
ディスクロージャーニュース』 Vol.29

- 15 <https://www.pwc.com/jp/ja/assurance/corporate-governance/assets/pdf/disclosure-news-201507.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・PwC (2018) 「監査の変革 どのように AI が会計監査を変えるのか」

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/audit-change1804.pdf> 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日

・SpencerStuart (2016) 「Japan Board Index」

- 20 https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/ssbi_jpn2016_web.pdf 最終アクセス日 2018 年 10 月 25 日