

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5

A ブロック 第5テーマ

機関投資家の投資行動と証券市場

10

15

甲南大学 大塚ゼミナール

目次

序章

5 第一章 機関投資家が証券市場に与える影響

第一節 機関投資家

第二節 証券市場

第三節 機関投資家の過去と今

第四節 機関投資家が証券市場に与える影響

10

第二章 機関投資家のあるべき姿

第一節 スチュワードシップ・コード

第二節 コンプライ・オア・エクスプレイン

15 第三章 企業のあるべき姿

第一節 日本企業の過去と今

第二節 コーポレート・ガバナンス

第三節 EVA 経営

20 終章

参考元

25

序章

日本経済は、第二次世界大戦後、急激な発展を遂げてきた。それとともに日本の証券市場も成長してきた。しかし、1990年代のバブル崩壊以降は、銀行の不良債権問題、リーマンショックなどの金融危機が起こり、日本経済に打撃を与えた。これにより、経済、証券市場ともに停滞している。その証券市場では1990年代から2000年代にかけて株式所有構造に大きな変化が起こった。国内金融機関の保有比率が低下し、国内外の機関投資家の保有比率が増加した。機関投資家が証券市場に与える影響は非常に大きくなってきており、今、株式を発行する企業とそれを保有する機関投資家、それぞれのあるべき姿が問われている。そこで私たちは国内の証券市場を活性化させるためには機関投資家、企業がどうあるべきかについて、各章に分けて述べていく。

15

20

25

30

第一章 機関投資家を与える影響

第一節 機関投資家

機関投資家とは、一般に次のように定義される。

5 「適格機関投資家とは、有価証券に対する投資に係る専門的知識及び経験を有する者として内閣府令（金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令（以下「定義府令」という。）第10条第1項）で定める者をいう。金融商品取引法第2条第3項第一号。」*関東財務局ホームページより

広い意味では、個人投資家以外の投資家の事をいう。一般に、保険業や銀行、年金や組合、農協までを含めて機関投資家と呼ぶ。投資スタンスは、基本的には中長期の投資であり、企業の業績に着目して成長する株を選ぶ成長株投資や
10 売られ過ぎて本来の価値より低い割安株投資をする。つまり、短期間のテクニカル分析に基づく投資でなく、中長期のファンダメンタル投資である点があがる。また規模が大きい機関投資家になると、買うに買えない、売るに売れないという事態が生じ、個人投資家のような少額で取引をしているわけではないので、
15 大きな資金を動かすためには流動性の高い、比較的大きな株式に投資せざるをえないという面も併せ持つ。このことから機関投資家の動きは相場に大きな影響を与える。

20

25

30

第二節 証券市場

まず証券市場とは、金融市場の中で有価証券（株式、公社債など）の発行が行われる発行市場と、それが流通する流通市場の総称である。金融市場とは、融資する側から融資を受ける側へ資金を融通する場である。その方法には、間接金融と直接金融がある。間接金融とは、融資する側と融資を受ける側の間を、銀行などの金融機関が仲介し、間接的に資金を融通する方法である。一方、直接金融とは融資を受ける側自らが株式や債券を発行することで、融資する側から直接資金を調達する方法である。この直接金融が行われる場が証券市場である。さらに、証券市場は二つに分類することができる。

10 一つ目は、発行市場である。発行市場（プライマリーマーケット）とは、政府や企業などの融資する側が経済活動を行うための資金調達を目的として発行する新規証券が、発行元から直接、もしくは、証券会社や銀行などの金融仲介機関を通して、投資家に第一次取得される市場のことである。

15 二つ目は、流通市場である。流通市場（セカンダリーマーケット）とは、すでに発行市場で発行された証券が投資家間で売買され、第二次、第三次に転々流通する市場のことである。この、発行市場と流通市場は、「車の両輪」とも呼ばれることがあり、非常に密接な関係にある。

20

25

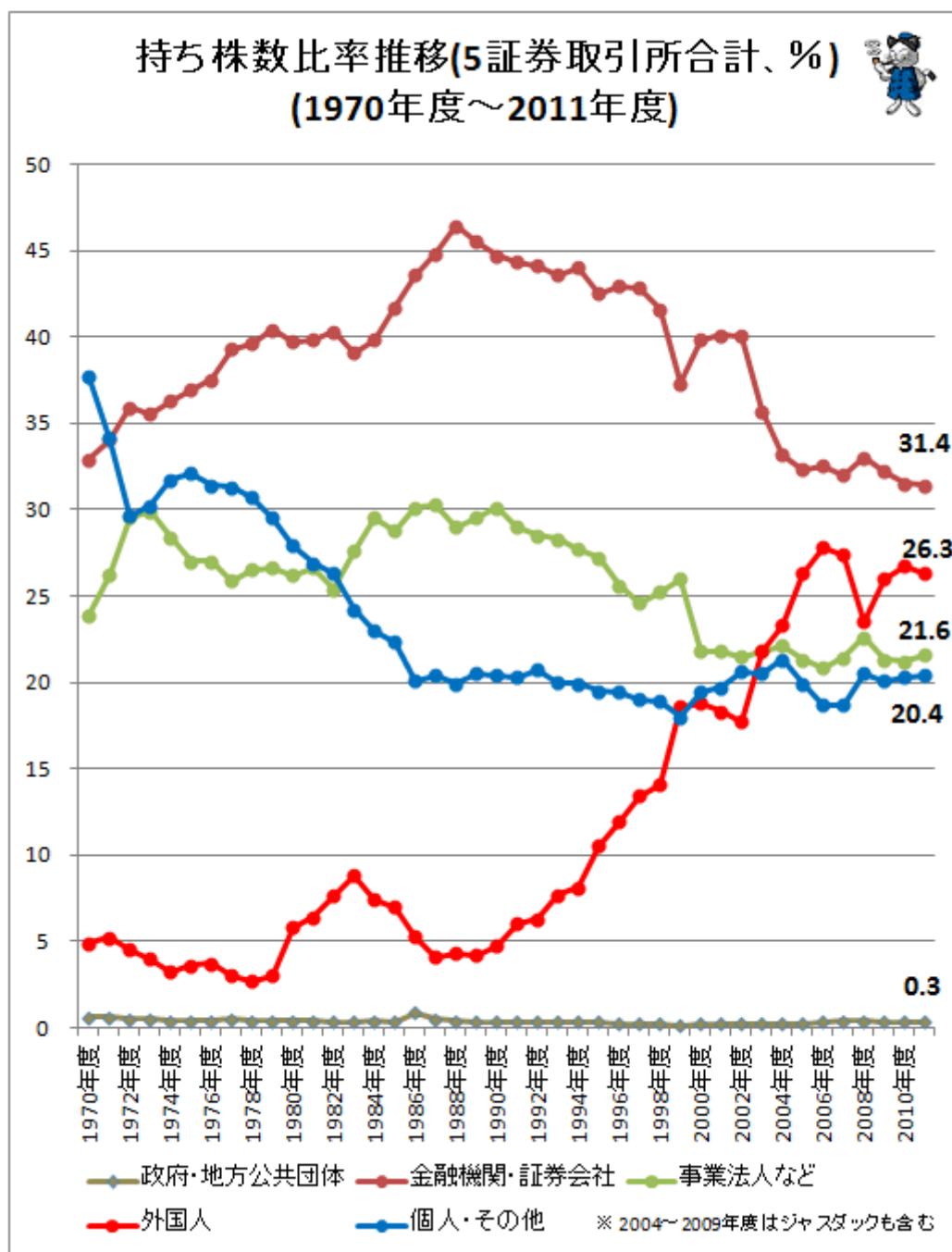
30

第三節 機関投資家の過去と今

バブル崩壊以降、国外の持ち株比率が上昇した。1990年代前半の国外の持ち株比率は10%に満たなかったが、2012年には、国外28%、国内金融機関28%、個人20%となっており、現在はさらに高くなってきている。

5

図表①

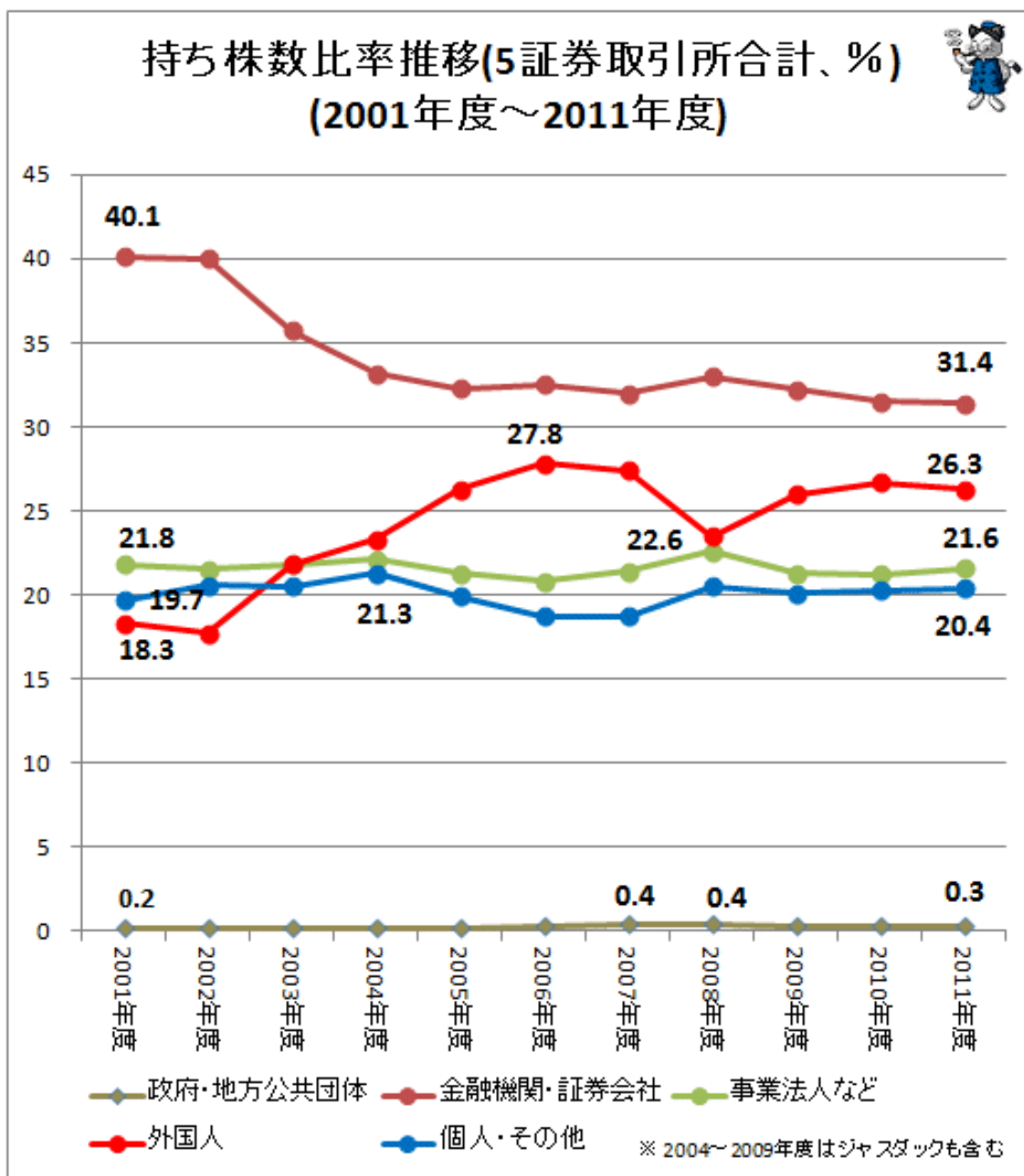


持ち株数比率推移(5証券取引所合計、%)

(<http://www.garbagenews.net/archives/1955986.html>)

図表②

5



持ち株数比率推移(5証券取引所合計、%)(2001年度-2011年度)

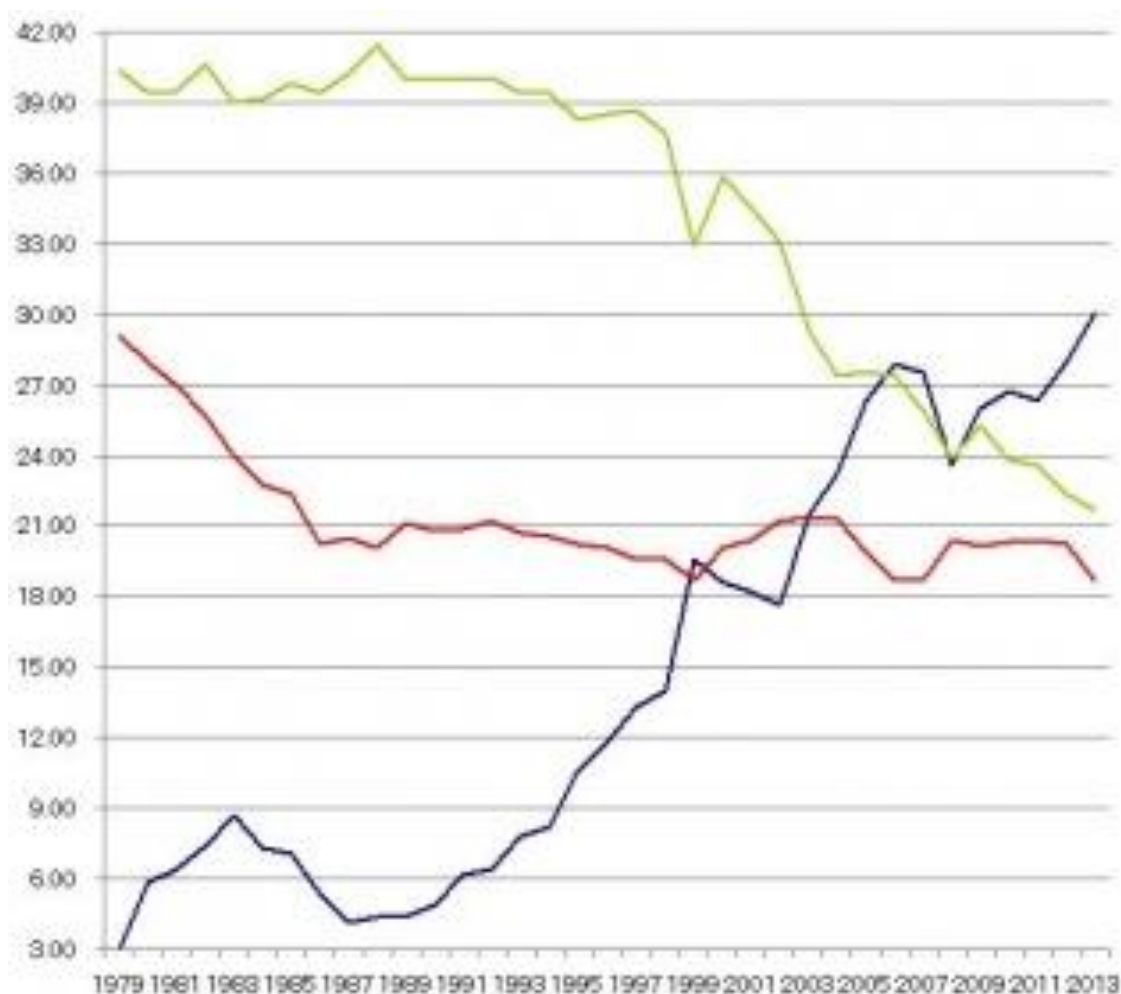
(<http://www.garbagenews.net/archives/1955986.html>)

10

このように国外の影響が強くなったことで、国内外での考え方や投資行動の違いにより、今企業の在り方が見直されている。また、外国人売買比率も 2003 年では 47.5%、2006 年 58%、2014 年には 67%と年々外国人投資家の売買比率が高くなっている。売買比率と保有比率の関係を整理すると売買比率は毎年

- 5 毎年の動きで売買を外国人がどれだけを占めているかを示す。一方保有比率は売買した結果、買い越しが多くなれば保有比率は上昇していく。故に、毎年の売買比率が高まれば必然的に保有率が高くなる。

図表③



- 10 海外投資家が買った銘柄トップ 30、売った銘柄ワースト 30

(<https://shikiho.jp/tk/news/articles/0/39419>)

緑が国内金融機関、赤が家計、青が海外、横軸が時系列、縦軸が株式保有比率

- 15 海外の投資家に評価されるということは、国際的にも認められた「優良株」ということになる。外国人持ち株比率が高い企業や外国人持ち株比率が上昇した

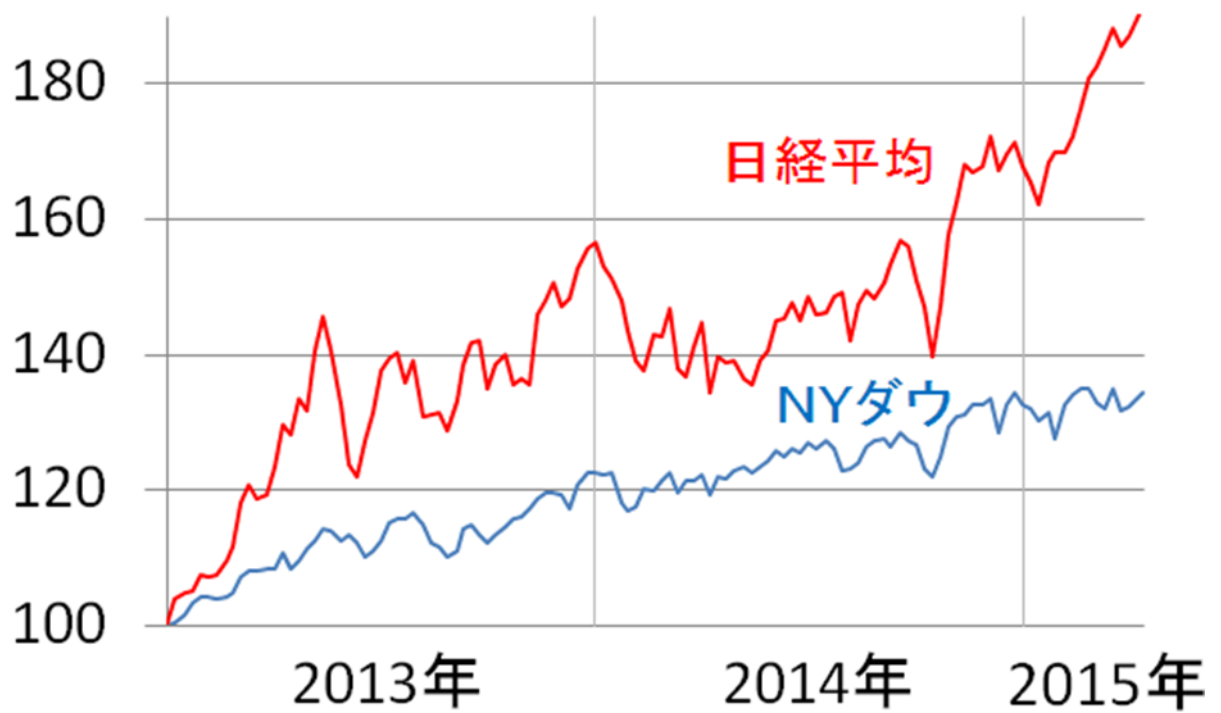
企業は国内の投資家も国外にも認められた企業として株を買うケースが増えてくる。このように外国人投資家の動きが株価に大きく影響をあたえている。国内投資家はこうした外国人投資家の売買動向に注目することが重要となり、そして、企業も外国人投資家の売買動向を無視出来ない状況になっている。外国人投資家が日本の株を買う理由は、大きく2つある。1つ目は日本の回復を評価している外国人投資家は、日本の株価が以前のようによくなると期待して日本の株を買っている。2つ目は、ベンチマークとしているグローバル株式指数（グローバル株式ファンドの運用成績を評価するために、比較対象として、何らかのグローバル株価指数をベンチマークとして予め決めておくのが一般的で、ファンドの運用利回りが、ベンチマークの利回りを上回っていれば、運用成績は「良い」、下回っていれば「悪い」と判断される。日本株ファンドで言えば、TOPIX(東証株価指数)や日経平均がベンチマークとされ、運用利回りが、TOPIXや日経平均を上回るか否かが、ファンドの運用成績評価に使われる。)をアンダーパフォーム（ベンチマークの利回りを下回ること。ベンチマークが10%上昇している時は、ファンドが10%以上の利回りを出さない限り、評価は「アンダーパフォーム：悪い」となる。たとえば、+9%ならばアンダーパフォーム、一方、ベンチマークが10%下落した場合は、ファンドが10%以上、下落した場合だけ、運用評価は「アンダーパフォーム：悪い」となり、マイナス5%ならば、ベンチマーク(マイナス10%)よりマイナスを少なく抑えたので、運用評価は「ベンチマークを上回る」になる。)するようになっている。負けが大きくなった外国人投資家は、今アベノミクスなどで景気を回復しつつある日本の株式を買わざる得なくなってきた。

25

30

35

図表④



楽天証券経済研究所 日経平均と NY ダウの比較
(<https://media.rakuten-sec.net/articles/-/7836>)

5

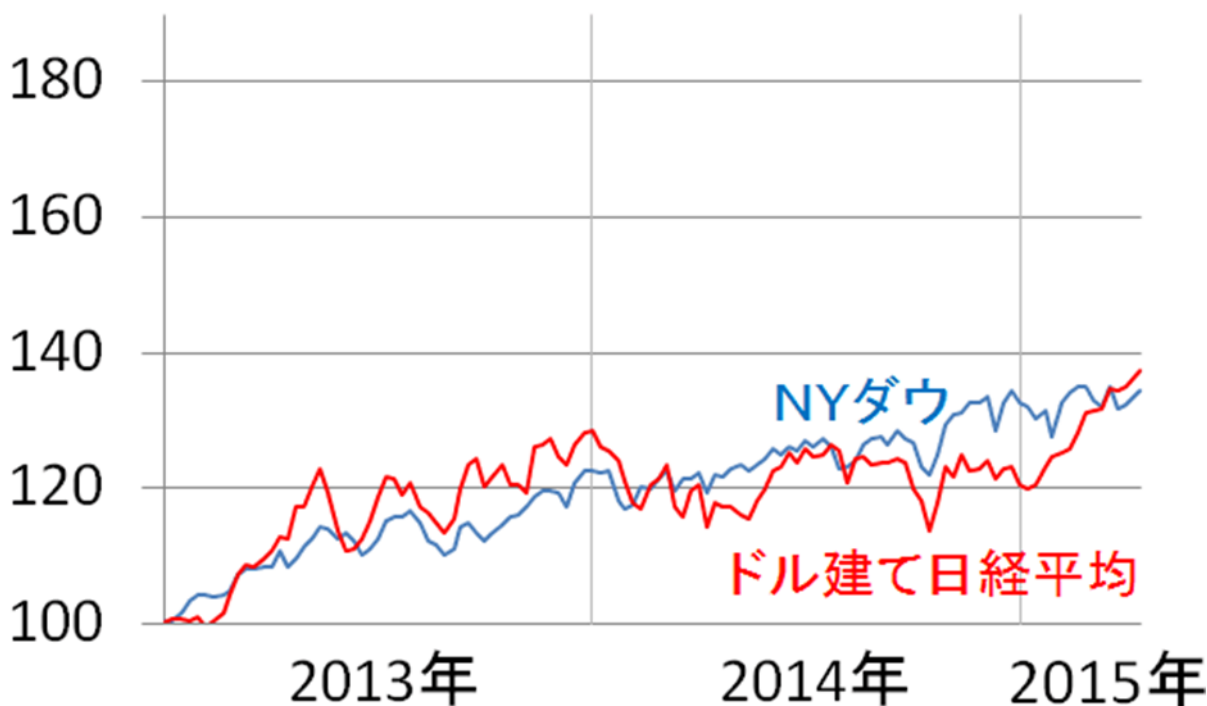
10

15

20

しかし、外国人投資家から見た日本の株価はこのようにみる。

図表⑤



- 5 楽天証券経済研究所 ドル建て日経平均と NY ダウの比較
(<https://media.rakuten-sec.net/articles/-/7836>)

また、株式所有構造にも変化が起きたことにより、国内金融機関の保有比率が低下、国内外の機関投資家の保有比率が増加した。

10

第四節 機関投資家が証券市場に与える影響

- 第三節で述べたように国外の機関投資家が与える影響はとて大きなものになっている。外国人投資家の持ち株比率が高いほど ROE や ROA といった効率性の指標は大きく、また設備投資にも積極的であり、配当性向も高い傾向にある。一方、年金の影響力は限定的である。その理由として、年金の持株比率が小さいためにコーポレートガバナンスにおける影響力が小さいことなどが考えられる。外国人投資家はそもそも投資意欲の旺盛な企業や、経営効率性の高い企業に好んで投資する。限定的ながら外国人投資家の存在が企業行動や効率性に影響を与えている。

第2章 機関投資家のあるべき姿

第1節 スチュワードシップコード

前章を踏まえて、機関投資家のあるべき姿について述べていく。まず今、買
5 う側である機関投資家のあるべき姿が問われ始めている。リーマンショックを
受け、金融機関による投資先企業の経営監視などがコーポレート・ガバナンス
への取り組みが不十分であったことへの反省にたち、英国で2010年に金融
機関を中心とした機関投資家のあるべき姿をスチュワードシップコードに規定
10 した。スチュワードシップコードとは、投資先企業の企業価値を向上し、受益
者のリターンを最大化する狙いは7つあり、機関投資家は、1、受託者責任の
果たし方の方針公表、2、利益相反の管理に関する方針公表、3、投資先企業
の経営モニタリング、4、受託者活動強化のタイミングと方法のガイドライン
の設定、5、他の投資家との協働、6、議決権行使の方針と行使結果の公表。
7、受託者行動と議決権行使活動の定期的報告を行うべきとする7つの原則で
15 構成されているガイダンス(解釈指針)のことである。ここで出てくるスチュワ
ードシップコードについて最初に述べていく。一般に、他人に代ってその事務や
財産管理を取りしきる者(管理人、代理人、世話人、幹事、事務長)などを **steward**
といい、元来は、中世の英 国において、荘園領主に代り事務を取りしきる者(財
産管理人) という意味で用いられた概念とされる。**stewardship** とは、**steward**
20 としての心構え(預かった資産を適正に 管理・運用すること)をいい、これが
機関投資家の責務に対して用いられる場合は、機関投資家に資金を提供する投
資家のために、資産 を注意深く管理し、投資先企業の企業価値を高めるために、
対話(エ ンゲージメント) などを行うこと必要がある。そのように機関投資家
の **stewardship** について、英国では、過去20年以上にわたって、その あり方
25 が議論されてきており、2010年にスチュワードシップ・コードが成立している。
一方で、わが国の機関投資家は、従来「物言わぬ株主」と言われている資産保
有者としての機関投資家である生命保険会社はまさにその象徴的な存在であっ
た。生命保険会社にとって、株式の保有は、資産保有の 面だけでなく、保険商
品を投資先に売るための「営業ツール」としての側面もあったためである。次
30 に日英両国におけるスチュワードシップ・コードの制定について述べていく。
英国のスチュワードシップ・コード制定までの経緯 英国では、過去20年以上
にわたって、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与が推奨されてき
た。それに比べて、日本版スチュワードシップ・コード。日本版コード制定ま
での経緯 2008年、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグルー プ」

が金融庁に設置された。これを踏まえて、2010年から各社ごとに議決権行使のガイドラインと行使結果が公表されるようになったが、機関投資家と企業との相互理解は十分ではなかった。そこで、2013年6月、アベノミクスの「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則、

5 いわゆる日本版スチュワードシップ・コードについて検討し、取りまとめる」、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる」旨の閣議決定がなされた。次に日本版コードの構成について述べていく。日本版コードも、7つの原則およびそれらを説明する指針から構成されている。さらに、上述のとおり、英国では、スチュワードシップ・コードとともに、コーポレートガバナンス・コードが車の両輪のように機能しているところ、

10 2015年3月、わが国においてもコーポレートガバナンス・コードが公表された。東証は、同コードを有価証券上場規程の別添として定めるとともに、関連する上場制度の整備を実施し、2015年6月1日からこれを適用している。それを踏まえて、わが国における環境金融の拡大化に向けてPRIと環境金融の広まり

20 2005年、当時のアナン国連事務総長のリーダーシップのもと、世界各国の大手機関投資家に対して、投資の分析・評価にあたって「持続的発展」を組み込むための原則の策定が呼びかけられ、2006年4月、PRI (Principles for Responsible Investment)が公表された。公表直後、2兆ドルの資金を要する機関投資家がPRIに署名し、欧米におけるSRI(社会的責任投資)、ESG(環境(Environment)、社会(Society)、コーポレート・ガバナンス(Governance)を考慮した投資の広まりに大きな影響を及ぼした。署名する機関投資家の数は年々増加傾向にあり、

25 2012年の時点では1100以上、運用資金総額32兆ドルの機関投資家が署名するに至っていることが分かっている。日本における環境金融の遅れと21世紀金融行動原則、PRIを契機に欧米ではSRIが加速的に広まっていったのに対して、日本では、1999年のエコファンドの創設に始まり、いくつかのSRI型投資信託が設定されていたが、とても小規模にとどまり、公的年金における取組などもみられなかった。2006年3月末時点の日本のSRIの残高を各国と比較しても、アメリカ、イギリスは、それぞれ250兆円、20兆円を超える規模であるのに対して、日本では、2,600億円程度と依然として低い状況が続いていた。その状況を踏まえ、環境省は「環境と金融に関する懇談会」を設置し、

30 2006年7月、個人投資家、機関投資家、金融機関、企業、行政などの各主体の役割を提言する報告書が公表された。この報告書の公表後、

35

間接金融については、近年、新たな取り組み（環境配慮型融資）が広まりつつあるが、直接金融（SRI、ESG 投資）に関しては、投資資産残高が欧米に遠く及ばない状況が続いていた。機関投資家による PRI への署名は依然として消極的であり、2010 年 1 月の時点で、国連 PRI 署名機関 683 のうち、わが国の機関投資家はたったの 13 機関であった。

次に日本版コードにおける「投資先企業の持続的成長」の解釈のあり方について述べていく。まず 1 つ目は長い間、日本の環境金融は欧米などに比較して立ち遅れが目立つ状況にあったが、日本版 PRI の策定によって、環境に配慮した「お金」の流れがようやく拡大してきている。その状況の中の下、日本版スチュワードシップ・コードが使用している「持続的成長（sustainable growth）」という概念を利用し、単純に資本コストを上回るパフォーマンスを継続的に実現するという意味に限定すべきかどうかについては検討の余地があるといえるだろう。このように、「sustainability（ESG）に配慮した経営を行うことで、それが当該企業の安定的な成長（中長期的な企業価値の向上）につながる」という意味にも繋がると考えており、そのようにするには、以下の 3 点を挙げることにする。 1 つは、日本版コードにおける「持続的成長」というのは、たとえ日本版 PRI を意識したものではないとしても、環境に配慮した「お金」の流れは 欧米諸国に比較して十分とはいえないため、持続可能な社会の実現のために「流れ」を拡大することが必要なだけでなく、もともとの長期的な時間軸で投資方針を決定すべき生命保険会社が、日本版コードに則った中長期的な投資判断を適切に行うためには、ESG 投資を行うことが不可欠である。このように、日本版 PRI・日本版コードの双方に署名をしている機関投資家も少なくなく、『持続可能な社会の形成に寄与する』として ESG 課題を適切に考慮すること＝『投資先企業の持続的成長』を図ることとなるから、経済・社会・環境の「トリプルボトムライン」を実現する運用方針をとることができるようになるだろう。

次に 2 つ目の解釈について述べていく。上場企業側にとって、日本版コードを「濫用」する（短期的なリターンを要求するための「錦の御旗」としてコードを利用する）機関投資家に対抗するための有力な手段になっていくという点がある。当然のことだが、「対話」を通じて、経営の効率性が悪かった企業の構造改革をすることで、継続的に高いリターンをあげることができるようになれば、それに越したことはないだろう。しかし、投資家側の要求に対して答えるためには、自己株式の取得や増配によって一時的に ROE を高めたとしても、継続的な効果はないだろう。数値の水準維持のために自己株式の取得や増配を続けら

れば、いずれ、企業は小さくなり萎縮状態に陥ってしまうおそれがあるだろう。実際にそのような近視眼的な対応が発生しつつあるとの指摘が報告されている。企業側からすれば、日本版コードの「濫用」に対して、「対話」で妥協するのではなく、「持続可能な成長」というのを毅然とした態度

5 をとること（自己株式取得や内部留保の吐き出しなどの短期的な対応に追われることなく、腰を据え ESG に対する取り組みを行って、中長期的な企業価値の向上を図ること）ができるようになるのではないかと思われる。次に3つ目の解釈を述べていく。ここでは、「車の両輪」と位置付けられているコーポレートガバナンス・コードの考え方もも整合的であるという点である。

10 つまり、コーポレートガバナンス・コードの「基本原則」の「考え方」によれば、「[上場会社の] ステークホルダーには、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤となる主体が含まれる。上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識することが必要である。また、近年のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、

15 いわゆる ESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる。」とされることから、投資家側が、「投資先企業の持続的成長」について解釈とれば（ESG への取り組みが企業の長期的利益に資するものと認識し、積極的に評価すれば）、企業側も「基本原則」により積極的に取り組めるようになるという好循環が発生してくるだろう。次に機関投資家と企業とのエンゲージメントについて述べていく。スチュワードシップ責任を果たすための活動のうち、最も重要な活動としては、投資先企業や事業環境等への深い理解に基づく建設的な対話（エンゲージメント）に着目する。これを

20 踏まえて、機関投資家には投資先企業と 認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきであると考えられるだろう。このように、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことは、資金の拠出者である顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることにつながる。顧客・受益者の利益の総体はすなわち国富であるとみることでもできるため、エンゲージメントの成果

30 は単純に当該投資家にもたらされるだけではなく、広く経済全体で享受されることになっていくだろう。

第3節 コンプライ・オア・エクスプレイン

ここまで説明してきた機関投資家のあるべき姿に近づけていくには、スチュワードシップコードとの関係が不可欠であるということを述べてきた。スチュワードシップコード責任を果たすためにコンプライ・オア・エクスプレインとの関連付けが必要不可欠であるということになってくる。ここでまずはコンプライアンス・オア・エクスプレインについて述べていく。まずコーポレートガバナンス・コードの基本的な性格として挙げられるのは、「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」方式を採用しているということである。「プリンシプルベース・アプローチ」とは、「原則主義」というもので、法律や規則等によるルールベース・アプローチ（細則主義）の規制に対し、詳細な細則は制定せず、抽象的な原則だけを定め、その原則を踏まえてどのように行動すべきかについては、当事者の合理的な判断に委ねるという規制手法のことをいう。「コンプライ・オア・エクスプレイン」とは「コンプライ・オア・エクスプレイン」は、当事者に対し、コーポレートガバナンス・コードを遵守（コンプライ）するか、遵守しないのであればその理由を説明（エクスプレイン）することを求めることであり、コーポレートガバナンス・コードの適用を受ける各社は、自らの個別事情に照らして、遵守することが適当でないと考える原則があれば、その理由を十分にエクスプレインすれば、一部の原則を遵守しないことも当然に許容され、取引所の実効性確保措置（特設注意市場銘柄への指定、改善報告書の徴求、公表措置）などの対象となることはないだろう。一方で、コーポレートガバナンス・コードを遵守せず、遵守しない理由も説明しない場合には、取引所規則が定める企業行動規範に違反したこととなり、実効性確保措置の対象となってくる。コーポレートガバナンス・コードの各原則に対するエクスプレインの内容の当否等については、法令のように明確な基準があるわけではないので判断が難しくなってくる。エクスプレインの内容が適切かどうか、合理的かどうかの評価は、基本的には、株主などの判断に委ねられることが多い。取引所が実効性確保措置をとるとすれば、コーポレートガバナンス・コードの原則を実施していないことが客観的に明らかであり、かつ、上場企業がその理由説明を拒絶するような場合や、理由の説明が明らかに虚偽であるような場合等に限られると考えられている。また、コンプライアンス・オア・エクスプレインは法令や規則は基本的には「従う」ことが前提となっているが、法令や規則に準ずるいわゆる“ソフト・ロー”で、この「Comply or Explain」という手法が取り入れられることが多い。その典型例が、近年、日本でも導入され始めたスチュワードシップ・コードの導入が予定される

コーポレートガバナンス・コードだ。両コードともイギリス版をモデルにしているように、**Comply or Explain** も元々はイギリスで生まれ、同国のコーポレートガバナンス推進策の基本方針となっている。**Comply or Explain** では、法令等で強制するのではなく、従う (**comply**) かどうかは企業の自主性に任せつつ、

5 従わない場合には説明責任 (**explain**) を果たしたうえで、それをどう評価するかは投資家などのステークホルダーに任せる、というスタンスをとっている。その意味では、企業に選択の自由を与える手法ではあるものの、日本版スチュワードシップ・コードが導入初年度から多くの機関投資家に受け入れられたように、現実には一定の“強制力”があると言えるだろう。そして、**Comply or**

10 **Explain** の考え方は、日本では新しい規制の手法ではあるが、実際は日本版スチュワードシップ・コード導入前にも存在している。そういえばコーポレートガバナンス・コードの規範となる「**Comply or Explain**」は英国が発祥の地ということだが、この「コンプライ」と「エクスプレイン」はどうも並列的に考えることは間違いである。ルーズな文化からすれば「従わなければ説明すればいい」

15 といった感覚でとらえがちですが、「なあなあ」を許さない文化からすれば「従う (**Comply**)」ことが当然であり、従わないというのはそもそもルール違反であり、企業倫理にも反するものである、といった感覚のずれがでてくる。なので、そこでは倫理意識を持っている企業であればコードには当然に従うべきものであり、これを従わないということは、コードの目的を達成できる代替手段

20 があることと、この代替手段をとることが高い企業倫理をもって実行されることの二つの理由開示が求められる。ガバナンス・コードが先にできて後からスチュワードシップ・コードが作られた英国と、その逆で作られた日本とを一概に同列で判断することはできないかもしれないが、この「コンプライ」と「エクスプレイン」を同等に扱うことができるかどうかは、規範意識の違いや規範

25 違反に関する倫理観の違いなどを十分に比較しておく必要がある。ガバナンス・コードを適用するにあたり、そのあたりはすでに議論されているのでしょうか。とりわけ東証 1 部、2 部に上場している企業としては、日本の機関投資家対話の相手であればまだしも、海外の機関投資家との対話において、この認識のズレが誤解を生むことにならないかどうか、検討しておきたいところ

30 である。コードの **Comply** については、コードを策定している側が、「コーポレートガバナンスの実現に資するもので、実践より、企業価値の向上のための自律的な対応が図られる」ということを意図している一方、プリンシプルベースの考え方により、代替手段をとることも当然あり得る、ただしその代替手段の価値は投資家に説明しないと分からない、原則から外れ得る場合は **Explain** する、

35 という考え方から、"**Comply or Explain**"になるという理解だ。この点まず、コ

一の趣旨・精神の尊重が上場会社のコーポレート・ガバナンス原則に置き換わる予定より、**Explain** の場合でもその点を踏まえた説明が必要になる。それで、更に考えてみて唸るのが、**Explain** を考察するのは投資家だが、そもそも実際に投資家はコーポレートガバナンスコードをどのように利用・参考にするのか考えていく。投資判断として参考にする場合、パッシブ運用をするような投資では投資判断時には（少なくとも **Explain** の部分は）参考にするとは思えず、アクティブ運用をするような投資判断に利用するのだ。パッシブ運用をするような投資信託に関しては、議決権行使や投資先の会社へのガバナンス上の注文をする場合に、参考にする。その他の投資家（またはアナリストなど）はコーポレートガバナンスコードの遵守状況や **Explain** をどこまで見るのかを厳しく調べていく必要がある。**Comply** している項目は企業価値向上に繋がると判断する要素になるかと思うものの果たして"**Comply**"と書いてあって、それで投資家やアナリストは「素晴らしい」と評価できるのか。また **Explain** している項目だけで考えると、企業価値向上の観点でプラスとは判断できない場合が多く、説明内容がそれなりに妥当だと、企業価値向上の観点からマイナス度合いが低くなってしまふ。または資本コストを引き上げる必要もない、という考えをするのではないか、などと想いを巡らしてる。そうすると、個別コードの遵守状況で評価することはあまり意味がなく、コード全体の遵守状況と遵守できていないところの説明を合わせて総合的評価をし、定性的情報として定量情報の評価に加えることになるのではない。そうすることで **Explain** が持つ意味は、**Comply** の価値に影響する、という意味で重要性が増す。また、**Comply** と同等の価値になり得て、またその他の項目の **Comply** の見方も好意的なものになり、企業価値の向上にも繋がるし、資本コストの低減にも繋がり得るわけだが、そのくらいの評価は多分コーポレートガバナンス報告書に載せる **Explain** の記載だけではできない。しかし、相当詳細な説明を記載するか、またはある程度記載をしたうえで投資家側との対話を促すか。でも相当詳細な内容を載せるのはそれなりのリスクがある。個別のコードの説明の整合性も気にする必要がある。投資家側の観点からすると、スチュワードシップコード側の要請から、**Comply** していないからといって **Automatically** に無理と決めるのは **NG** である、なのでその **Explain** の内容を精査して、必要に応じて会社側と対話を行って、**Comply** していない場合でも企業価値の向上につながるような代替案がある、また資本コストの面から見ても妥当な内容なのか、というのを判断するのが元である。そうすると、**Explain** の部分は、投資家との対話のきっかけづくりである、という見方もできるので、**Explain** を検討する場合は、投資家が興味を持つような内容にすべきこと、投資家側から対話を求めてくることを鑑みて、そ

の内容を精査する必要があると思います、それに加えて、対話の準備も必要である。一方で法務的な観点から、対話をする必要のない悪質な投資家や反社会的勢力に対話を強制されないように、またリスクポイントがある、と思われなくようにする必要もあり、そう考えると **Explain** は非常に難しいと感じたりしている

5

10

15

20

25

30

35

第三章 日本の企業のあるべき姿

第一節 日本企業の過去と今

5

日本企業における日本的経営は、1980年代には日本経済の急成長の源泉として評価されてきた。日本的経営とは、年功序列制と終身雇用制度、そして企業別組合の3つのことである。この日本的経営は、日本人の民族性や価値観が現れていて、欧米諸国の経営手法とは大きく異なるのである。ところが現在で

10

は、株式市場の視点から見ると、日本企業の多くは余剰資金を多く抱えて、あまり配当を増やさず、自社株買いもせず、株主から預かった資本を不効率に使っていると映っており、こうした日本的経営が結果的に市場の評価を下げていたのである。しかし現在では、株主の構成比率が変化していき、国外の機関投資家の株式の保有率が増加し、従来までの株式持ち合いの形が解消されていき、

15

「もの言わぬ」安定株主から、「もの言う」個人株主の存在感が増してきた。このため企業が、株式を売却されないように、株主の存在を意識した経営をし始めたのである。それは、コーポレート・ガバナンスを守り、EVA経営をすることで企業価値を高め、株価の最大化を追求するものである。「株価の最大化」を追求することが、「企業価値の最大化」につながるのである。企業価値を最大化

20

することは、企業にとって様々なメリットがある。まず、株価や時価総額が高くなると、株式を少しだけ発行しても多額の増資が可能になるため、資金調達

25

の面で有利になる。次に、買収される企業の株主に買収する企業の株式を渡す株式交換の仕組みを使った買収においてもメリットが出てくる。まず、買収する側に回った場合を見てみる。この場合は、株価や時価価値が高いと、少しの株式を発行するだけで、企業買収を行うことが可能になるため、いろいろな企業の買収が行いやすくなる。逆に買収される側に回った場合にも、株価や時価価値が高いと、買収する側の企業がかなりの株式数を発行しなければ買収することが出来ないため、買収のターゲットにもなりにくくなるなどのメリットもある。

30

第二節 コーポレート・ガバナンス

次に、コーポレート・ガバナンスについて述べる。コーポレート・ガバナンスとは、日本語で「企業統治」と訳され、企業の不正行為の防止と、競争力や収益性の向上を総合的に捉え、長期的な企業価値の増大に向けた企業経営の仕組みのことである。コーポレート・ガバナンスは、一部の経営者の独断や利害による経営の暴走や、組織全体での企業倫理の逸脱などを防ぐために重要なものである。近年、エンロン事件に代表されるような会計不正事件などから、一部の経営者や組織ぐるみの不正防止の観点からコーポレート・ガバナンスに関心が高まっている。さらに、企業の資金調達と機関投資家の活動がグローバルに広がったことにより、経営側に強くアカウンタビリティ（説明責任）が求められるようになってきたことと、機関投資家の持ち株比率が高くなり、株主としての影響力を持つようになってきたことも背景にある。日本では従来、株主よりも資金調達をするメインバンクが、コーポレート・ガバナンスの機能を負ってきたが、近年は、コーポレート・ガバナンスのあり方も変化している。コーポレート・ガバナンスを強化する方法としては以下のようなものがある。

- ・ 社外取締役や社外監査役、委員会を設置する
- ・ 意思決定機関と業務執行機関を分離するための執行役員制度を導入する
- ・ CEO 抜きでの取締役会を開催する
- ・ 社内での判断基準を明確化した行動規範、倫理憲章を作成し、社内に周知する
- ・ 日々の業務上での違法行為や責任行為のリスクを低減するために内部統制システムを導入する

そもそも、なぜ企業にコーポレート・ガバナンスが必要となるのであろうか。これは、伝統的に、企業の所有（株主）と支配（経営者）が分離すると、両者の利害が一致しなくなるという、いわゆる「エージェンシー問題」のためと説明されている。株主自身が、株主の利益に合致した経営を行っているかについて、経営者の行動を逐一チェックできることが望ましいが、それは現実的に不可能である。そこで、「エージェンシー問題」の対応として、どのようにして経営者に株主の利益に合致した経営をさせるかが、コーポレート・ガバナンスの議論の出発点であった。米国においては、企業経営における株主利益の最大化のための具体的方策として、株主利益を代弁する立場からの独立社外取締役による経営者のモニタリング、経営者報酬における業績連動型報酬制度などのインセンティブ・スキームの導入などが行われてきた。今回の我が国のコーポレートガバナンス・コードにおいても、独立社外取締役の複数選任と独立社外取

締役による経営のモニタリングの強化、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとなる中長期的な業績連動報酬等の導入など、経営と株主利益とを一致させるための方策が強く推進されているのである。また、我が国においては、資金調達における間接金融の比率が高かったことや、株主持ち合い構造の下で、

5 株主・投資家の経営への影響力が低く、これが企業経営から緊張感を奪っていたと指摘されていたのである。このように、近年の我が国の一連のコーポレート・ガバナンス改革においては、「株主によるガバナンス」の強化が強く意図されている。もっとも、このような株主利益重視のガバナンスについては、我が国においては、株主の短期的な利益追求への圧力が弱かったために、日本企業

10 は短期的な利益を犠牲にしてでも、長期的な視野での投資を行うことができ、このことがイノベーションを産む源泉であった筈である、との懐疑的な見方もあるのが事実だ。欧米においても、投資家や市場関係者が短期的な利益を追求する結果、経営者も安定的な事業経営を行うことを阻害し、短期的視点の経営を招くという、いわゆるショートターミズム（Short-termism）の問題が、リー

15 マンショック後に盛んに問題とされていた。このようなショートターミズムに陥ることを回避する必要性については、コーポレートガバナンス・コードにおいても強く意識されている。すなわち、コーポレートガバナンス・コードが企業に求めるのは、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上であり、そのような目的のために企業が「建設的な対話」をすることが求められるのは、

20 中長期的な視点で投資を行う投資家である。このほか、「株主によるガバナンス」については、企業経営において、株主価値の最大化ではなく、様々なステークホルダー全体への利益への配慮が必要であるとの指摘がある。特に、我が国においては、近江商人の「三方よし」（「売り手よし」「買い手よし」「世間よし）」という心得に示されるとおり、歴史的に、ステークホルダー全体の利益が重視されてきたとも指摘されているなど。現代社会においては、企業があらゆるステ

25 ックホルダーからの要求に応えるため、社会的・環境的問題等への適切な配慮を行うべきであるという、企業の社会的責任（CSR）への対処を求める社会的圧力は強くなっており、CSR を軽視した経営を行った場合、短期的な利益を上げられたとしても、中長期的には、社会的な信用・信頼を喪失し、その企業価値を喪失する可能性が高い。企業が社会の一員として存続、発展していくために、企業を取り巻く様々なステークホルダーへの配慮が不可欠である。そうすると、中長期的な視点で考える以上、株主利益の最大化は、その他のステーク

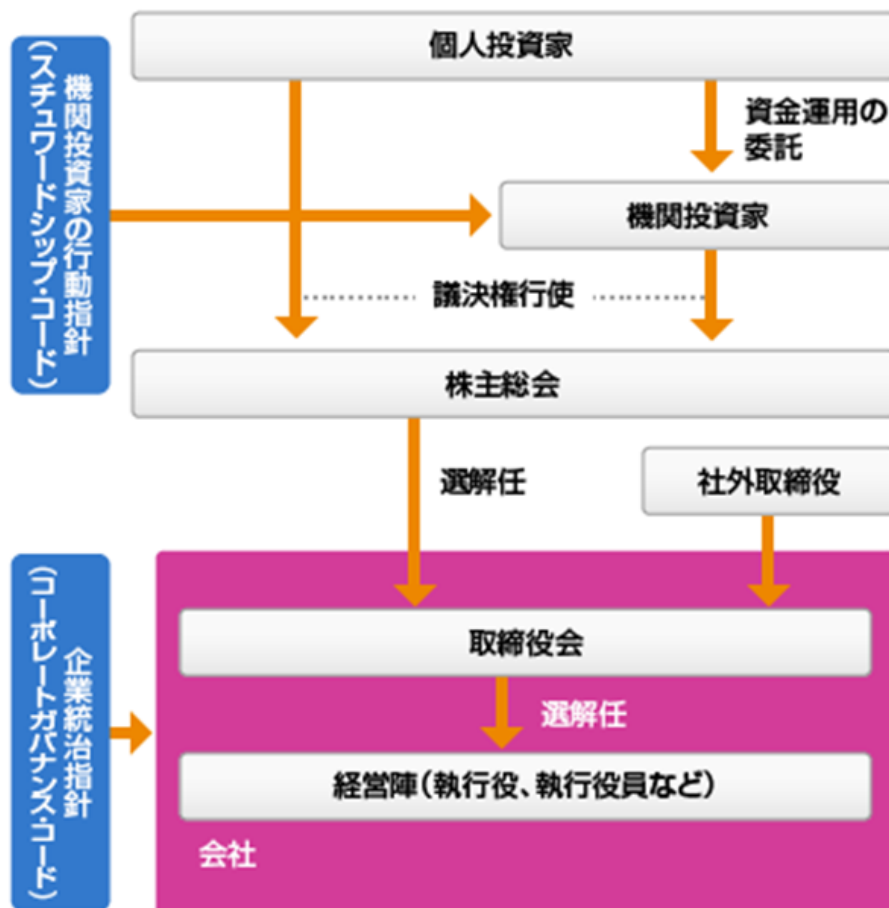
30 ホルダーの利益と、基本的に合致するともいえるのである。一方で、コーポレート・ガバナンスの目的を、株主利益の最大化を超えて、ステークホルダー全体の利益の総和の最大化と位置付ける見解も提唱されている、また、「コーポレ

35

ートガバナンス・コード」においては、コーポレート・ガバナンスを「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する」と定義しており、コーポレート・ガバナンスの規律における主要な起点である株主の利益を重視しつつも、その他のステークホルダーへの配慮が欠かせないことが挙げられている。このような取組みの下、日本企業が、我が国の伝統を踏まえた企業経営の長所を活かしつつ、資本市場との健全な対話の中で収益性を高めることができるかが、今後問われることなのである。

10 図表⑥

企業統治の新たな仕組み



2014年12月8日付 日本経済新聞朝刊 17ページ

⑥ 日本経済新聞朝刊

(<https://www.nikkei4946.com/zenzukai/detail.aspx?zenzukai=161>)

第三節 EVA 経営

5

次に、EVA 経営について述べる。EVA (経済的付加価値、Economic Value Added) とは、スターン・スチュワート社の登録商標で、企業が一定期間にどれだけの価値を生み出したかをみる指標である。言い換えれば資本コスト以上の税引後営業利益を生み出しているかをみる指標ともいえる。これは、毎年オペレーションから入るリターンから投下資本に対して発生している資本コストを差し引いた経済的価値を示している。これがプラスの場合、企業は投資家の期待を上回る経済的価値を生み出して言えるといえるのである。具体的には以下の計算式で求められる。

10

$$15 \quad EVA = NOPAT - CE \times WACC$$

NOPAT : 税引き後営業利益

CE : 有利子負債 + 株主資本

20

= ネット資産に投下されたキャッシュ総額

= 正味運転資本 + 有形固定資産 + その他資産

25 WACC : 加重平均資本コスト

EVA はまた以下の式で表すこともできる。

$$EVA = NOPAT - \Sigma I \times WACC$$

30

I : ネット投資 = (投資 - 減価償却費) + Δ運転資本

(なお、この表記を使うと、フリーキャッシュフローは $FCF = NOPAT - I$ で表すことができる) *グロービス経営大学院より

35

EVA はもともと、スチュアート 3 世がコカ・コーラ系列のボトラーを評価する際の指標として考案した。その後、彼はフリーキャッシュフローの概念の生みの親でもあるジョエル・スターンと共同でスターン・スチュアート社を創立。EVA は同社の登録商標となっている。米国では 80 年代から企業への導入が始まり、日本でも 90 年代に花王やオリックスなどの著名大手企業が導入したことで注目されるようになった。EVA の（他指標と比較した）メリットとしては以下がある。まず、キャッシュフローや資本コストといったファイナンスの考え方に基づいているため、ROA や ROE といった会計ベースの指標に比べて恣意性が入りにくく、客観性が高い。ファイナンスの指標である NPV と比較すると、数字を単年度ベースで算出することができるため、企業のマネジメントサイクルに合わせやすい（NPV は多年度にわたるキャッシュフローを割り引いたものの総和なので、単年度ベースでの数字は算出できない）。投資の意思決定には NPV が向いており、毎期のオペレーションの管理には EVA が向いているとも言える。また FCF と比べると、FCF は巨額の投資を行うとすぐにマイナスの値になってしまうため、単年度の FCF を見るだけでは事業がうまく行っているかどうかを判断することができない。一方、EVA は良い投資プロジェクトであればその収益性を反映して単年度の数字もよくなりうるので、感覚的にも収益性の指標として使いやすいのだ。

20

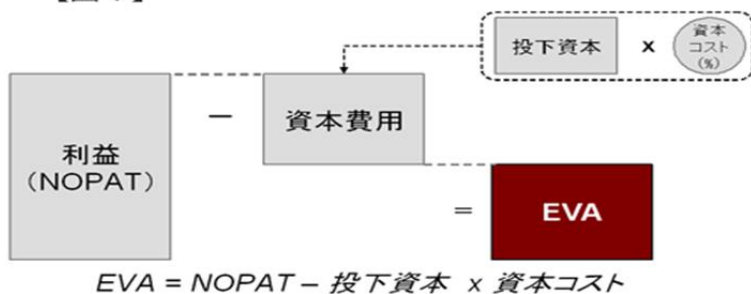
25

30

35

図表⑦

【図 1】



【図 2】

損益計算書 (PL)	NOPAT	150	150
貸借対照表 (BS)	投下資本	1,000	10,000
	× 資本コスト (%)	5%	5%
	- 資本費用	50	500
PL、BSにまたがる意思決定の結果	= EVA	100	▲350

リクルートマネジメントソリューションズ EVA の特長

<https://www.recruit-ms.co.jp/issue/feature/0000000130/3/>

5

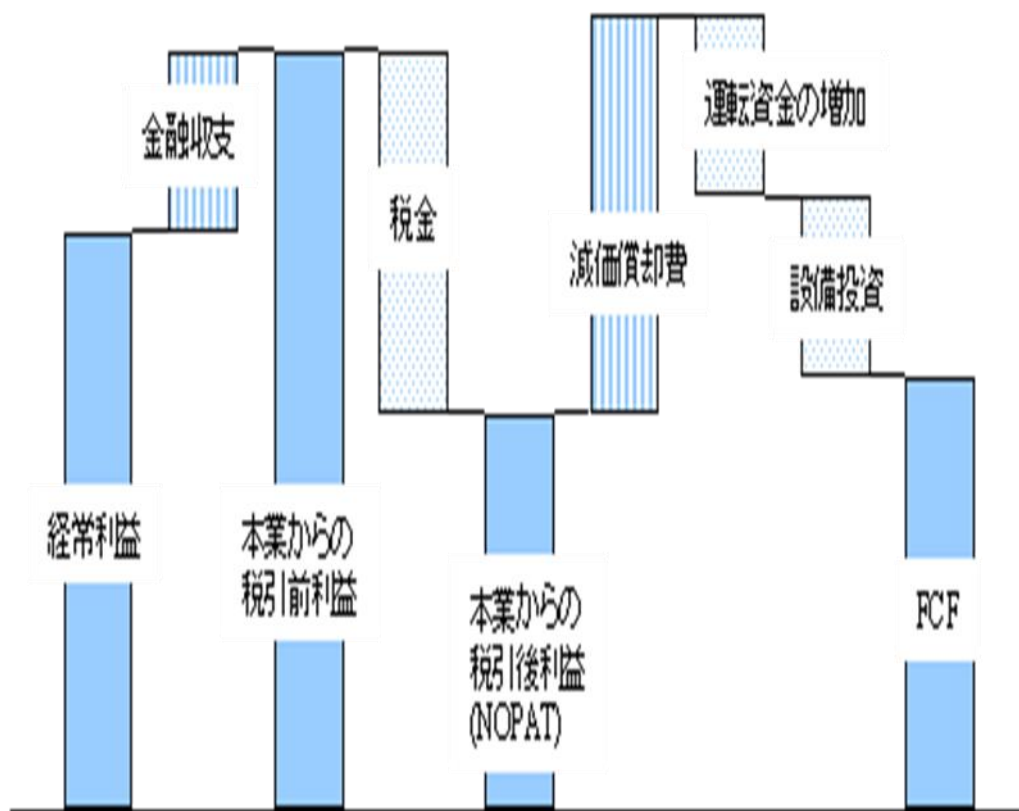
10

15

20

ここで言う、FCF とは、フリーキャッシュ・フローのことであり、これは企業の営業活動によって生み出され、株主、債権者などのすべての資金提供者に分配可能な資金のことである。

5 図表⑧



Blue Marlin Partners フリーキャッシュフローとは
(<https://www.blumarl.in/ai>)

10

15

終章 国内の証券市場を活性化させる方策

機関投資家のあるべき姿は第二章で述べたように常にひとつの答えがあるわけではなく、多様な価値観やスキルを持った機関投資家が、単独や複数で経営者と対話を重ね、信頼関係を構築することにより、協同して企業価値の向上策を探っていく建設的な方法がある。それに、資本市場においてエンゲージメントが盛んになるためには、系列や業界構造に縛られず、自由な対話を行える、独立系の運用会社も数多く参入し、機関投資家相互に連携や競争が行われることが望ましく、その過程でスチュワードシップコード責任を果たすことが必要不可欠である。また、これからの企業のあり方については、企業は従来の日本の経営の良さを踏まえつつ、国外機関投資家の存在を意識した経営を行い、短期的な利益を追求しつつ、長期的な視点でも利益を追い求めていく必要がある。そのためにも、特に企業は、コーポレート・ガバナンスをしっかりと守ることで、経営者の暴走をチェックし、組織ぐるみの違法行為の防止、そして、企業理念を実現するために、全従業員を方向づけること。さらに、EVA 経営を行うことで、企業価値の最大化を目標とした経営を行っていくことが出来る。そうした経営をすることが、企業にとっても、株主にとってもより良い関係を築いていくことを可能にすることに大きくつながっていくのである。

20

25

30

参考元

第一章

第一節 関東財務局ホームページ (kantou.mof.go.jp)

5 第二節 ウィキペディア 証券市場とは (<https://ja.wikipedia.org/wiki/>)

第三節 上場企業の「外国人」持ち株比率の変化をグラフ化してみる
(2011 年度反映版) (<https://allabout.co.jp/gm/gc/311895>)

外国人投資家の株式保有割合の推移
10 (<http://nonconsumption.com/blog-entry-618.html>)

第二章

第一節 日本版スチュワードシップ・コードを 真に実効的にするために
15 ([file:///C:/Users/shuya/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/ZSIJL77H/201703281212018894%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/shuya/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/ZSIJL77H/201703281212018894%20(1).pdf))

第二節 機関投資家のスチュワードシップ責任と 環境金融の拡大化
20 ([file:///C:/Users/shuya/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/I98K3J45/D_193_2%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/shuya/AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/I98K3J45/D_193_2%20(1).pdf))

第三節 「コンプライ・オア・エクスプレイン」とは
(<https://business.bengo4.com/category1/practice329>)
「Comply or Explain」(コンプライ・オア・エクスプレイン) のル
25 ールについて思うこと
(<http://blog.livedoor.jp/kawailawjapan/archives/7691250.html>)

30

第三章

第一節 MBA 講座：企業価値ってな〜んだ

(<http://www.nikkeibp.co.jp/article/column/20121108/329843/>)

5 第二節

コーポレート・ガバナンスとは？企業価値を高める仕組み

(<https://thefinance.jp/law/160615>)

グロービス経営大学院 グローバルビジネス

(<https://mba.globis.ac.jp/>)

10

企業統治の新たな仕組み

(<https://www.nikkei4946.com/zenzukai/detail.aspx?zenzukai=161>)

第三節

グロービス経営大学院 EVA 経営

15

(https://mba.globis.ac.jp/about_mba/glossary/detail-11638.html)

リクルート 企業経営の指標としてどの点で EVA は優位性があるのか

(<https://www.recruit-ms.co.jp/issue/feature/0000000130/3/>)

20

25

30