

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 2 テーマ

「機関投資家のあるべき姿と証券市場」



関西学院大学 寺地ゼミナール  
有田班

# 目次

はじめに.....	p3
<b>第 1 章 証券市場の中核を担う機関投資家.....</b>	<b>p4</b>
第 1 節 機関投資家の定義とその影響力.....	p4
第 2 節 証券市場の変遷と機関投資家の台頭.....	p5
第 3 節 機関投資家の運用方法と受託者責任.....	p8
<b>第 2 章 日本企業の現状と証券市場.....</b>	<b>p10</b>
第 1 節 企業の長期的な低収益性.....	p10
第 2 節 ステークホルダーに影響を与える財務情報・非財務情報.....	p12
第 3 節 証券市場を席卷する ESG 投資と企業.....	p15
<b>第 3 章 二つのコードと今後のあるべき姿.....</b>	<b>p19</b>
第 1 節 アメリカのモノ言う株主.....	p19
第 2 節 イギリスのコードと今後のありかた.....	p20
第 3 節 スチュワードシップ・コードと機関投資家のあるべき姿.....	p24
第 4 節 コーポレートガバナンス・コードと企業のあるべき姿.....	p26
<b>第 4 章 中長期的な企業価値とその向上に対する課題.....</b>	<b>p29</b>
第 1 節 中長期的な企業価値.....	p29
第 2 節 エンゲージメントに関する課題.....	p30
第 3 節 議決権行使に関する課題.....	p32
第 4 節 情報開示に関する課題.....	p34
第 5 節 ショートターミズムに関する課題.....	p37
<b>第 5 章 中長期的な企業価値向上に資する提言.....</b>	<b>p39</b>
第 1 節 集团的エンゲージメントに関わる法規制緩和・ガイドライン策定.....	p39
第 2 節 議決権行使に関する提言.....	p41
第 3 節 SASB スタンドアード参照の情報開示促進.....	p45
第 4 節 四半期業績予想開示の廃止.....	p48
おわりに.....	p50

## はじめに

日本はバブル崩壊以降「失われた 20 年」と呼ばれるほどに、経済が長期にわたり低迷していた。この状況を打開すべく、2012 年に発足した第 2 次安倍内閣により経済の立て直しが図られた。2013 年に開始されたアベノミクスにおいて民間投資を喚起する成長戦略が掲げられ、その一環として 2014 年 2 月に金融庁より機関投資家に対し「スチュワードシップ・コード」、2015 年 6 月に東京証券取引所および金融庁より企業に対し「コーポレートガバナンス・コード」が導入された。両コードは成長戦略における「車の両輪」を成すともいわれ、機関投資家と企業それぞれのあるべき姿が問われている。これらの両コードは 2010 年、イギリスにおいて世界で初めて導入されたものであり、日本はイギリスをモデルとしてコードを制定している。特に、「スチュワードシップ・コード」は、金融危機を深刻化させた要因でもある、金融機関によるガバナンスチェックの不十分さが制定の契機となっている。また、日本を含めた世界において機関投資家による株式保有割合が高くなり、最終受益者や投資先企業を含む証券市場への影響が大きいこともコード制定の背景にある。

本論文の目的は、日本の証券市場・証券制度において、機関投資家と企業の双方が持続的な経済発展に資するためのあるべき姿を明示し、それを促進するための提言を行うことにある。そこで本論文では、第 1 章で機関投資家を定義し、証券市場の変遷とともに機関投資家が台頭する過程を述べ、機関投資家の証券市場に対する影響や運用方法について考察する。第 2 章ではバブル崩壊を機に長期化した企業の低収益性に伴う問題について述べる。そして、ステークホルダーに多大な影響を与えうる、企業が開示すべき財務情報および非財務情報について言及し、世界的潮流である ESG 投資を取り上げる。第 3 章ではアメリカとイギリスの機関投資家のあり方について考察し、今後の両コードのあり方について問う。そして、両コードに基づいて機関投資家と企業のあるべき姿を定義する。第 4 章では社会的な観点も含めた中長期的な企業価値を定義し、現状の証券市場における課題について言及する。第 5 章では第 4 章で挙げた課題を解決し、今後の中長期的な企業価値の向上と証券市場の発展に資するための提言を行う。

## 第1章 証券市場の中核を担う機関投資家

本章では、第1節にて機関投資家の定義およびタイプ分類、そして機関投資家が証券市場に与える影響を考察する。第2節では日本で機関投資家が台頭する経緯を述べ、第3節では機関投資家による運用方法を種別する。

5

### 第1節 機関投資家の定義とその影響力

機関投資家は顧客から拠出された多額の資金を元手に、債券や株式などで資金運用することを主要業務とする大口の法人投資家のことで、主に「生命保険会社」、「損害保険会社」、「投資信託委託会社」、「年金基金」、「金融機関」などが挙げられる<sup>1</sup>。日本の家計金融資産は1,800兆円もの規模であるが、数多くの家計に広く分散していることや、運用の知識や関心が薄い家計が少なくないことから、日本では家計の資金を集約し、専門家として運用を行う機関投資家に期待される役割は大きい。

機関投資家をその役割の違いから区別をすると、アセットオーナーとアセットマネージャーに大別される。資金の出し手である年金基金など「資産保有者としての機関投資家」をアセットオーナーと呼び、アセットオーナーから資金の運用を受託し、実際に企業への投資を行う投資信託委託会社など「資産運用者としての機関投資家」をアセットマネージャーと呼ぶ<sup>2</sup>。

次に、機関投資家が国内株式市場に与える影響に関して考察する。機関投資家は資金を拠出した顧客に対して受託者責任が発生するため、その責任を果たすべく運用を行う。その際には、ただ株式を運用するだけに留まらず、企業に対して監視を行い、エンゲージメント(建設的な対話)を通じて投資先企業の持続的な成長を促進する必要がある。すなわち、企業の持続的・中長期的な価値の向上を成し遂げることで受託者責任を果たすことが可能となるのである。そして、企業価値向上の過程を通じて長期的に株価を引き上げ、株式市場に影響を与えることが理想である。

現在、下記【図表1】の通り、国内外の機関投資家が国内市場における年間売買株式数の約7割、年間売買金額の約8割を占めている。そのため、上述した機関投資家の影響は大きい。特に、機関投資家の中でも海外投資家の大半を占める海外機関投資家が売買株式数・売買金額の6割を形成している。このよ

うな海外機関投資家は、国内機関投資家と比較して企業へのモニタリング能力が高く、企業のパフォーマンス向上に大きく寄与することが考えられるが、形式的で短期的な銘柄選択を行うため売買回転率が高い傾向にあり、短期的な株価の変動をもたらしていることが現実である。

5

【図表 1】 投資部門別株式年間売買株数と売買金額の内訳 (単位:%)

	個人	海外投資家	投資信託	信託銀行	証券会社	事業法人	その他
株数	26.8	64.9	2.0	3.1	3.1	1.2	0.7
金額	18.1	72.5	2.6	2.6	1.0	1.2	0.8

10

出所)日本取引所グループ(2017)「投資部門別 株式売買状況 東証第一部[株数] 全 52 社」(PDF)、日本取引所グループ(2017)「投資部門別 株式売買状況 東証第一部 [金額] 全 52 社」(PDF)より作成

## 15 第 2 節 証券市場の変遷と機関投資家の台頭

本節では、いかにして機関投資家が台頭してきたかを証券市場の発展の歴史と共に述べていく。

【図表 2】では株式保有構造の変遷を示している。まず初めにこの構造変化について言及する。投資家は、その投資目的が長期的関係の維持や私的便益の確保にあるインサイダー株主と、単に金融上のパフォーマンスの最大化にあるアウトサイダー株主に分類することができる<sup>3</sup>。インサイダー株主は主に経営陣に友好的な株主であり、金融機関(信託銀行以外)や事業法人などが例として挙げられる。取引関係にある企業の株式を引き受け、良好な関係の維持に努めることを目的としている。一方、アウトサイダー株主は主に国内外の機関投資家や投資信託、個人投資家、外国法人などが例として挙げられる。【図表 2】からみてとれるように、2000 年以前と以降ではインサイダー株主とアウトサイダー株主で株式の保有比率が大きく変化しており、株式保有構造の転換がみてとれる<sup>4</sup>。では、株式保有構造はどのように変化し、どの様にして機関投資家が台頭してきたのだろうか。次に日本の証券市場の歴史と共に、保有構造の変化を考察する。

30

【図表 2】 投資部門別株式保有比率の推移 (単位:%)

年度	金融機関	金融機関				証券会社	事業法人	外国法人	個人	
		都銀・地銀等	信託銀行	生命保険	損害保険					
5	1970	31.6	15.8	-	10.0	3.7	1.3	23.9	4.9	37.7
	1975	35.5	19.0	-	10.2	4.4	1.4	27.0	3.6	32.1
	1980	38.2	19.9	-	11.5	4.6	1.5	26.2	5.8	27.9
	1985	39.8	20.9	-	12.3	4.1	1.9	28.8	7.0	22.3
	1990	43.0	15.7	9.8	12.0	3.9	1.7	30.1	4.7	20.4
	1995	41.1	15.1	10.3	11.1	3.6	1.4	27.2	10.5	19.5
10	2000	39.1	10.1	17.4	8.2	2.7	0.7	21.8	18.8	19.4
	2005	30.9	4.7	18.0	5.1	2.1	1.4	21.3	26.3	19.9
	2010	29.7	4.1	18.2	4.5	1.9	1.8	21.2	26.7	20.3
	2015	27.9	3.7	20.4	3.4	1.3	2.1	22.6	29.8	17.5
	2018	29.6	3.1	21.5	3.2	1.0	2.3	21.7	29.1	17.2

15 出所) 日本取引所グループ(2019a)「2018 年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」(PDF)より作成

### I. 戦前から金融危機までの証券市場

20 日本の証券市場の起点は、東京と大阪に株式取引所が設立された 1878 年である。開業当初は公債取引の場として始まったが、1886 年頃から鉄道業、紡績業を中心に企業勃興期を迎えると、株式売買が活発化した。当時は財閥が傘下の優良企業を排他的に保有しており、優良企業はあまり上場していなかった。そのため、株式市場は投機的であったといわれている。また、戦前期の証券市場のもう一つの特徴として戦時統制の実施が挙げられる。戦時体制が本格化するにつれて証券市場に対する統制が始まり、不要不急産業の証券発行が抑制され、株価統制、証券業者に対する免許制が導入された。そして、全国に 11 か所あった株式取引所も、1943 年に日本証券取引所へ統合された。

30 戦後、連合軍最高司令官総司令部(GHQ:General Headquarters)により財閥が解体され、政府による証券法制の整備により証券の民主化が図られた。そして 1949 年 5 月以降に、東京・大阪・名古屋などで相次いで証券取引所が設立さ

れた<sup>5</sup>。その結果、それまでの排他的株式保有がなくなり、個人中心のアウトサイダー株主が台頭した。しかし、国民は資金に余裕がある中で株式を購入した訳ではないため、購入された直後から株式は売却され始め、個人投資家の勢力は急速に低下した。これらの売却された株式を一部の投資家が買い占め、旧財閥系の企業集団による結束のために株式の相互持合いが進んだ。また、1960年代には戦後復興を経て資本自由化が行われたが、日本企業は外国企業による買収を恐れて「安定株主政策」を進めインサイダー株主が中心の株式保有構造へと変化していった。インサイダー株主優位の構造は 1980 年代末期のバブル期に絶頂期を迎えるが、バブル崩壊後の 1997 年には再びアウトサイダー株主中心の株式保有構造へ転換することとなった<sup>6</sup>。

それでは、なぜ再度アウトサイダー株主が台頭してきたのか。次に 1990 年代後半の日本における金融危機とそれに伴う金融制度改革について述べる。

## II. 金融危機と金融制度改革による証券市場の変化

1990 年代後半、バブル崩壊により不良債権が累積したことによる、北海道拓殖銀行・山一証券・日本長期信用金庫など大手金融機関の破綻をきっかけに金融危機が生じた。不良債権を処理するために償却原資が必要になった銀行部門は保有株の売却を積極化させた。また、銀行の株式保有が貸出行動に与える悪影響を憂慮した政府は、2001 年に銀行等株式保有制限法を制定し 2004 年までに保有株式の額を自己資本とほぼ同額にすることを求めた<sup>7</sup>。その結果、【図表 2】のように銀行の株式保有比率は 2000 年を機に大きく低下した。その中で、株式の受け皿となり勢力を増大させたのが、アウトサイダー株主である機関投資家(特に外国投資家)である。また、世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF:Government Pension Investment Fund)が設立され、機関投資家に投資を委託したことにより国内機関投資家の保有比率も高まることとなり、【図表 2】からもわかる通り、2000 年頃から信託銀行や外国投資家など機関投資家の株式保有比率が大きく増加したのである。つまり、インサイダー株主優位の株式保有構造からアウトサイダー株主優位の構造へと転換したことがわかる。そして現在に至っても、信託銀行や外国投資家は依然として高い保有比率を保っている。

### 第3節 機関投資家の運用方法と受託者責任

機関投資家における運用方法は、パッシブ運用とアクティブ運用に大別される。パッシブ運用とは低コストでベンチマークと同程度のリターンを目指す運用方法であり、アクティブ運用とはベンチマーク以上のリターンを目指す運用方法である。現状、パッシブ運用が主流となり、アクティブ運用の比率は相対的に低くなっている。このパッシブ運用とアクティブ運用を巡る議論は単に投資戦略の選択であるに留まらず、株式市場の機能そのものに対する問題に繋がる可能性がある<sup>8</sup>。

パッシブ運用台頭の背景にあるのが、アクティブ運用における長期的なリターン実績の低迷である。アクティブ運用はベンチマークを超えるリターンを追求するため、ポートフォリオ組成時に専門家による綿密な市場調査を必要とする。さらに売買頻度が高く、保有銘柄の入れ替え頻度も高いことから、総合的に運用コストが高くなり、顧客に対して要求する運用手数料はパッシブ運用に比べて高額になる<sup>9</sup>。したがって、高額な手数料に見合う運用実績を期待されているが、近年の強気な株式市場を背景として、ベンチマーク以上のリターンを得ることが困難となっている。実際に、GPIFの株式アクティブ運用の超過収益率(リターン)は、国内株式の直近10年で-0.04%、外国株式の直近10年で-0.48%と芳しくない<sup>10</sup>。

一方で、パッシブ運用は恒常的に銘柄の入れ替えをする必要はない。故に運用コストは低く、顧客は低い運用手数料でリターンを得ることができる<sup>11</sup>。ベンチマークを基準としてリターンが変動するため、近年の株式市場の様に市場全体が上昇傾向にある中では、安定的なリターンを得ることが可能となる。故に、現在は日本のみならず世界的にパッシブ運用がアクティブ運用を駆逐する動きにある。しかし、この風潮は、株式市場の機能そのものへ影響を与える可能性があり、市場の多くの部分がパッシブ運用によって占められることで、証券価格の形成が歪められ、効率的なリスク資産の配分が損なわれる恐れがあるのである。ただし、上述した通り、アクティブ運用においてもコストに見合うリターンの確保が難しい状況にあるという問題点は残るため、どちらか一方を促進すべきだというわけではない。

そして、経済産業省が主催した「持続的成長への競争力とインセンティブ～

企業と投資家の望ましい関係構築〜」プロジェクトの最終報告、所謂「伊藤レポート」（2014年8月公表）においては、「持続可能な成長」や「エンゲージメント」の重要性が主張された。そして、2017年5月に「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂が行われ、特にパッシブ運用において、より積極的な企業との対話や議決権行使に取り組むべきことが促されている。パッシブ運用は投資先企業の株式を売却する選択肢が限られるため、そのリターンを中長期的に得ようとするならば、株式市場全体の価値の底上げが必要となる。故に、パッシブ運用においては、アクティブ運用に比べてより実効性のあるエンゲージメントが必要となるのである。

10      アクティブ運用に関しては、資産運用における企業との対話が重要な付加価値であるべきだが<sup>12</sup>、パッシブ運用の広がりが増えるにつれて強いプレッシャーとなっており、目先でのパフォーマンスの追求を重視する動きが強まる原因となっている<sup>13</sup>。すなわち、本来重視されるべきアクティブ運用における建設的な対話が行われにくい環境にあるのである。この状況下で、  
15      2018年5月には「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」が発表された。この宣言では、エンゲージメントを積極的に行う機関投資家をアクティブ・ファンドマネージャーと位置付け、投資リターン最大化のため、特に企業の個性を重視し他の企業との差異に注目して株式運用を行うことが宣言されている<sup>14</sup>。また、短期的なパフォーマンス追求だけでなく長期的な視野を持つために、  
20      エンゲージメントの形骸化を避け、対話を継続的に推進していく必要性も宣言されている<sup>15</sup>。

以上からわかる通り、機関投資家の運用方法によってエンゲージメントにも差異が現れる。すなわち、パッシブ運用においては投資先企業の多さから、株式市場全体の底上げのために市場全体が抱える共通の課題が重視されるであろう。そして、アクティブ運用においては投資先企業の少なさ、ベンチマーク  
25      以上のリターンが必要とされることから、個別具体的な課題が重視されるのである。しかし、どちらのエンゲージメントにおいても、企業の持続的な成長を通じた最終受益者への中長期的なリターンの確保、すなわち受託者責任を果たすために、企業との中長期的な視野を持った対話が機関投資家には求められる  
30      のである。

## 第2章 日本企業の現状と証券市場

本章では、第1節にてバブル崩壊後から続く日本企業の長期的な低収益性について考察し、第2節では中長期的な企業価値向上のための企業とステークホルダーとの対話に欠かせない、企業の情報開示について解説する。そして、第3節にて近年の世界的潮流である ESG 投資について言及する。

### 第1節 企業の長期的な低収益性

株式市場の主体である株式会社は、様々な権利の表象である「株式」と交換に資金を拠出する株主が不可欠の会社形態である。言い換えれば、会社は資金を調達するために、「株式」という商品を資本市場に供給する。投資家は「リスク」を内包しているが、なにも「保証」されていない株式を購入する。投資家が株式を購入するインセンティブは「期待」である。この期待とは、資本コストを上回る収益性のことを指す。収益性を示す指標は多様であるが、グローバルに通用する有力な指標が自己資本利益率 (ROE: Return On Equity) である<sup>16</sup>。

しかし、日本企業と欧米企業では ROE に大幅な差があり、この傾向は 20 年以上続いている。例として日本とアメリカの ROE を比較すれば、【図表 3】より、2016 年度の日本企業の平均 ROE は 8.0% であり、売上高純利益率が低いことを主因に、日米の ROE 水準には大きな乖離があることがわかる。さらに、ROE を構成する 3 要素をそれぞれ比較すると、総資産回転率、財務レバレッジに大差はなく、売上高当期利益率に大きな差がみられる。つまり、日本企業の ROE 低迷の原因は低い収益性にあるといえる<sup>17</sup>。

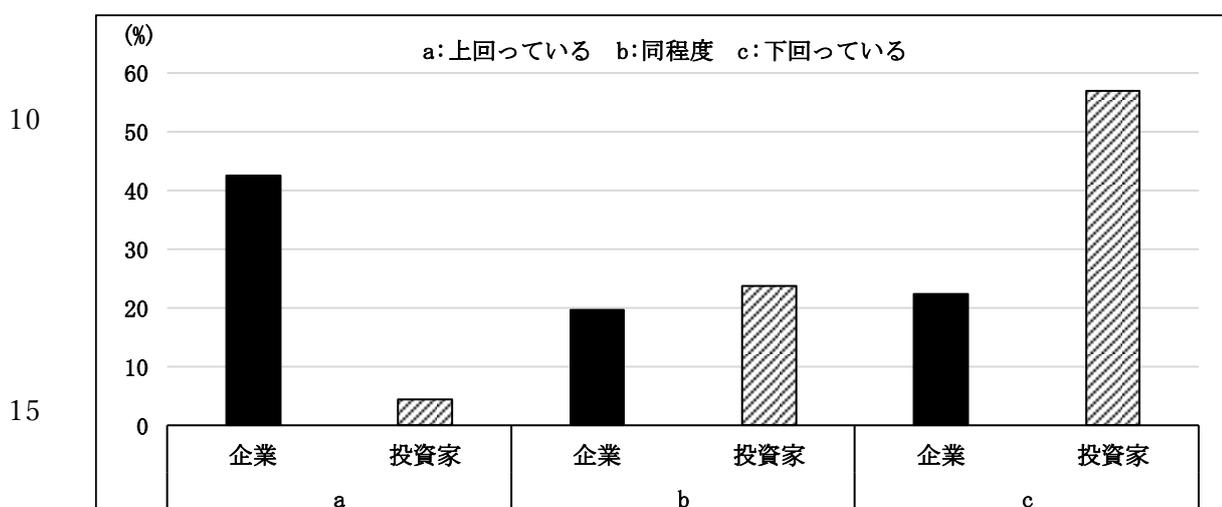
【図表 3】日米企業の ROE の比較 (単位: %)

	日本	アメリカ
ROE	8.0	13.5
ROA	3.4	5.5
売上高純利益率	<u>4.4</u>	<u>8.7</u>
総資産回転率	0.8	0.6
財務レバレッジ	2.4	2.4

出所) 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」 (PDF) より作成

この収益性の低迷は、ROE の低迷として表面化し、その結果投資家の「期待」を裏切ることとなり、日本の株価の長期停滞をもたらしている。また、【図表 4】が示すように企業は自社の ROE 水準が資本コストを「上回っている」と認識している割合が最も高いものの、投資家は「下回っている」と認識している割合が最も高く、双方の認識ギャップは依然として大きいことが示されている。

【図表 4】 資本コストに対する ROE 水準の見方



出所) 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」 (PDF) より作成

日本企業の株価の長期停滞は長期投資を抑制するため、今後、長期的な競争力の源泉であるイノベーションを生み出すことが不可能となる。したがって、長期的な資金を日本へ誘引することができなければ、日本企業の長期的な競争力の低下は避けられない。イノベーションを生み出すためにも、投資を支える長期的な資金が日本の市場に流入する必要がある<sup>18</sup>。故に、多くの投資家が企業を評価する際の最も重要な指標の一つとして捉えている ROE を、国際水準と比べて遜色ない水準まで引き上げ、企業価値の持続的成長を可能にさせることが重要である。

これらの状況を受け、アベノミクス成長戦略における重要な施策の一つとしてコーポレートガバナンスの強化が掲げられ、日本企業が株主を意識した経営

や投資効率等の重要性を改めて吟味、検討するようになりつつある<sup>19</sup>。

5 なお、コーポレートガバナンス・コードの策定だけでなく、様々な取り組みが現在なされている。例えば、日本取引所グループ(JPX:Japan Exchange Group)は株価指数「JPX 日経インデックス 400」の対象となる企業を選ぶための指標の一つとして「3年平均 ROE」を採用するなど、企業 ROE 向上のためのインセンティブを与えている<sup>20</sup>。これらの取り組みからも明らかなように、企業の努力に加え、投資家の持続的な支援があつてこそ、企業と株主双方の中長期的な利益の確保が実現するのである。

## 10 第 2 節 ステークホルダーに影響を与える財務情報・非財務情報

15 情報開示は企業を取り巻く幅広いステークホルダーとの建設的な対話につながる。そのため、投資家だけでなく、個人など多くのステークホルダーを想定して情報を開示することが求められる。2018 年 6 月のコーポレートガバナンス・コードの改訂においても、企業の適切な情報開示と透明性の確保が重要視された。

20 企業が開示する情報は、主に財務情報と非財務情報に区別される。財務情報とは企業の業績や財務状況に関する情報であり、対して非財務情報とは財務情報以外の企業の取り組み等に関する情報である。特に近年では ESG 投資が重要視されているため、非財務情報の重要性が高まっている。本節では、財務情報と非財務情報の双方について、近年の動向を示し、その役割や特徴を検証していく。

### I. 財務情報

25 株主や債権者などのステークホルダーは企業の財務内容に強い関心を持つ。これらのステークホルダーに対して企業は財務情報を開示する必要があり、財務情報は有価証券報告書、事業報告書、四半期報告書などによって公開される。日本の財務情報開示は金融商品取引法や会社法等の法律によって義務付けられており、企業は複数の開示を行う必要がある。そのため日本企業の情報開示は、諸外国でも類を見ない程に複雑である<sup>21</sup>。そこで、「未来投資戦略 2017」では  
30 「『形式』から『実質』へのコーポレートガバナンス・産業の新陳代謝」を掲げ、

新たに講ずべき具体的施策として、企業による情報の質の向上を目的とした情報開示に関する総合的な検討・取り組みが促進された<sup>22</sup>。

さらに近年、世界の財務情報の開示基準である国際財務報告基準 (IFRS:International Financial Reporting Standards)の日本での任意適応が進められており、2019年現在のIFRS適応済企業数は204社、適応決定企業数は11社と年々増加している<sup>23</sup>。世界基準であるIFRSを導入することにより、財務情報の経営管理への寄与、比較可能性の向上、業績の適切な反映、海外投資家への説明のしやすさ等、情報の質向上に大きく寄与すると考えられる<sup>24</sup>。

## 10 II. 非財務情報

財務情報と双璧をなす非財務情報は近年、その重要性が高まっており、企業価値の説明要因に占める非財務情報の割合は8割にも達する<sup>25</sup>。

これ程までに世界で非財務情報が注目される理由は3点挙げられる。1点目は、企業経営における知的資産などの「見えない資産」の重要性が高まったという点。2点目は、気候変動問題が企業経営にとって実質的なリスクとなり始め、情報ニーズが高まったという点。3点目は、情報利用者である投資家自身が、環境や社会の要素を考慮した投資の意識が高まった点である。前半の2点は自然な変化といえるが、3点目は政策的な要因が存在する。EUでは、2000年のリスボンサミットを契機に雇用問題や環境問題への対応を図りつつ経済圏としての魅力を高めていく方針が打ち出され、その一環で企業の社会的責任 (CSR:Corporate Social Responsibility)の推進が政策課題の一つとなった。また、2008年に起きた金融危機が資本市場にもたらした影響も、非財務情報への関心を高める一つの要因であったといえる<sup>26</sup>。企業の価値として将来の価値創造能力や持続可能性が重要であり、それについて過去の実績では示されない非財務情報が必要との認識が、金融危機以降広まったことなどが影響していると考えられる<sup>27</sup>。持続的な成長を実現させるためには、企業が中長期的な投資を通じてイノベーションを実現し、その成果が社会に広がることを通じて、経済社会全体の構成が高められていくことが求められる<sup>28</sup>。

これらの状況下において、2014年に日本版スチュワードシップ・コードが策定され、機関投資家は社会・環境問題に関連するリスクに関わる事項を把握す

るべきとされた。こうした流れから、政府内において非財務情報の開示に向けた議論が成されており、日本でも徐々に非財務情報の開示が進められている。

「伊藤レポート」では、企業と投資家の建設的な対話による中長期的投資の促進に資する非財務情報の開示の拡充を求めている<sup>29</sup>。日本において、各企業

- 5 は CSR 報告書やサステナビリティ報告書などの年次報告書によって非財務情報を開示している。また近年では、財務情報と非財務情報両方の性格を持つ統合報告書を発行する企業も増加しつつあり、2018年時点で414社の日本企業が統合報告書を発行している<sup>30</sup>。CSRが問われるコーポレートガバナンス・コードが適用され始めた2015年の215社に比べると3年で約2倍増加したこととなる。
- 10 日本において統合報告書が認知された背景の一つに、2013年に国際統合報告評議会(IIRC:International Integrated Reporting Council)が国際統合報告フレームワークを公表し、各業界のトップ企業が統合報告に取り組み始めたことが挙げられる<sup>31</sup>。国際統合報告フレームワークとは、統合報告書における情報の開示基準であり、原則主義に基づいている。そのため、どのような事項を「マテリアリティ(重要課題)」とするかをそれぞれの企業に委ねており、各組織の状況に大きな違いがあることを認めつつ、情報ニーズを満たすうえで十分な比較可能性を確保するように、柔軟性と規則性との適切なバランスをとることを目的としている<sup>32</sup>。その他、非財務情報の開示基準は複数存在しており、「マテリアリティの特定」という面で共通点を持っている。IIRCの国際統合報告フレームワーク以外の主な開示基準にはGRIスタンダード、SASBスタンダード、TCFD最終提言書などが挙げられる。GRIスタンダードはGRI(Global Reporting Initiative)により2000年に初版が公表された、最も歴史が長い情報開示基準の一つであり、世界で4500社以上と多くの企業に参照されている。GRIスタンダードは細則主義を選択しており、経済環境、社会の各項目について開示項目
- 25 指標が設定された、あらゆるステークホルダーのための情報開示基準である。TCFD最終提言書は、気候変動関連財務情報開示タスクフォース(TCFD:The FSB Task Force on Climate-related Financial Disclosures)が制定した、気候変動関連の財務情報を主要な年次報告書で開示するよう提言している文書であり、気候関連の情報に特化した情報開示基準である<sup>33</sup>。これらの開示基準はステークホルダーにとって比較可能性の向上とマテリアリティの特定を容易にさせ、
- 30

ESG 投資を促進することが可能となる。

本節で言及してきたように、財務・非財務情報の開示は企業と投資家を含めた幅広いステークホルダーとの建設的な対話を活発にさせ、企業の中長期的な価値向上に大きく寄与すると考えられる。

5

### **第3節 証券市場を席卷する ESG 投資と企業**

10 昨今、企業を視る目として、「利益」だけではなく、環境や社会との調和等を重視した「社会的責任投資」や企業の持続的成長といった点で「サステナビリティ」が重要視されつつある<sup>34</sup>。このような視点から投資を行うのが、近年注目を集め、証券市場を席卷する ESG 投資である。

15 ESG とは、「Environment（環境）」、「Social（社会）」、「Governance（企業統治）」の三つの頭文字をとった言葉である<sup>35</sup>。通常の株式投資では財務の観点でのみ投資を行うところを、ESG 投資ではそれに加え、企業が環境問題へどのように取り組んでいるのか、利害関係者（ステークホルダー）に対し如何に社会的責任を果たしているかをチェックして投資を行う<sup>36</sup>。この ESG 投資は類似の概念として存在していた社会的責任投資（SRI:Socially Responsible Investment）の発展型である。SRI とは ESG よりも古くからある概念で、1920 年代、アメリカのキリスト教教会が資産を運用する際、教義と相容れないタバコ、アルコール、ギャンブル等の業種を投資対象から排除したことが発端である<sup>37</sup>。非財務情報を考慮するという点で SRI と ESG 投資は同義であるが、SRI が主に倫理的な価値観の枠組みを基盤としたのに対して、ESG 投資は「環境・社会・ガバナンスを考慮することが長期的な企業価値の最大化に寄与する」といった長期的なリターンを追求するための手法と理解されている<sup>38</sup>。この ESG 投資の概念は、2006 年に国際連合によって発表された責任投資原則（PRI:Principles for Responsible Investment）と呼ばれるガイドラインを通じて世界に定着したものである。PRI とは、安定的で持続的な金融システムの構築に向けた機関投資家に対するイニシアティブであり、【図表 5】の通り 6 項目からなる ESG に関する投資原則である。発足後、2006 年には署名機関・運用資産が 63 社・6.5 兆ドルであったが、それ以後拡大を続け 2019 年には 2,372 社・86.3 兆ドルに達している<sup>39</sup>。

25

30

【図表 5】 責任投資原則

原則 1	ESG の課題を投資分析と意思決定プロセスに組み込むこと。
原則 2	活動的な株式保有者になり、株式の所有方針と所有慣習に ESG 課題を取り込むこと。
原則 3	投資対象の主体に ESG の課題の適切な開示を求めること。
原則 4	資産運用業界の中で、投資原則が受け入れられ実行されることを促進すること。
原則 5	当原則の実行する際の効果を高めるために協働すること。
原則 6	当原則の実行に関して、活動や進捗の状況を報告すること。

10 出所) デロイトトーマツ(2019)「ナレッジ 責任投資原則(PRI)」より作成

この世界的な風潮を受け、日本でも急速に ESG 投資が広がりつつある。その背景としては 4 点が挙げられる。1 点目は、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードへの ESG 投資の明記である<sup>40</sup>。また、機を同じくして、環境省や経済産業省でも ESG に関する検討会が開かれ、関連する報告書等がまとめられており、政府全体として ESG を推進する一助となった<sup>41</sup>。

2 点目に、日本最大の年金基金である GPIF の動きである。投資額が大きく、資本市場全体に幅広く分散して投資・運用する投資家、すなわち「ユニバーサル・オーナー」であり<sup>42</sup>、影響力の大きい GPIF が 2015 年に PRI に署名し、全ての資産で ESG の要素を考慮した投資を行うことを表明した。

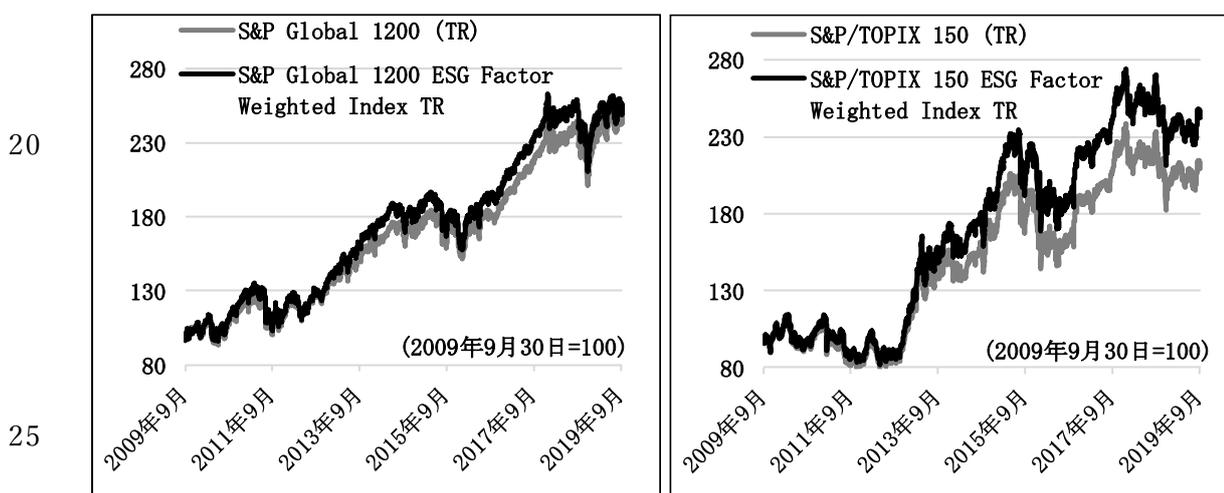
3 点目に、持続可能な開発目標(SDGs:Sustainable Development Goals)の動きが挙げられる。SDGs とは、2015 年に国連・持続可能な開発サミットで採択された、2030 年までに世界が達成すべき目標である。貧困、健康、環境、教育などの 17 の大目標と、169 の小目標で構成されている。SDGs の達成には一人ひとりに焦点を当て、貧しい国、中所得国、豊かな国を含むあらゆる国々、また各国の公的部門ならず民間部門のあらゆるステークホルダーが連携し、統合的に取り組むべきであるとしている<sup>43</sup>。企業が SDGs に取り組むことによって ESG 投資が促進され、企業に投資することで SDGs の取り組みが促進するというように、それぞれが表裏一体にあるものとされている。

4 点目が、2017 年に日本証券取引所が SSE イニシアティブ(Sustainable Stock

Exchanges Initiative) に参加したことである。SSE イニシアティブとは、証券取引所の視点から ESG 投資や持続可能な投資を促進する活動である<sup>44</sup>。以上のように、日本でも ESG 投資の促進に向け様々な取り組みがなされており、今後の ESG 投資の拡大が見込まれる。

- 5      しかし、機関投資家にとっては、投資パフォーマンスが低ければ受託者責任と矛盾するため、たとえ社会的に重要であるとしても ESG 投資を行わない。つまり投資パフォーマンスは ESG 投資が拡大するためにも重要な要素である<sup>45</sup>。
- 2015 年に発表された論文では、ESG 投資と CFP(Corporate Financial Performance)つまり企業の財務効果・投資効果(この定義は、財務的なもの、株式投資効果、成長指標、リスク指標を含め様々なもの)に関する既存研究 2200
- 10      以上をレビューしている。概ね 9 割以上の研究において ESG と CFP の関係は無相関もしくはプラス効果であり、このうち 5-6 割程度はポジティブな効果があったことを示している<sup>46</sup>。実際、【図表 6】が示すように、世界・日本ともに ESG
- 15      を考慮したベンチマークの方が、ESG を考慮しないベンチマークに比べてパフォーマンスが良いという傾向が読み取れる。

【図表 6】 ESG 指数の推移(左：世界・右：日本)



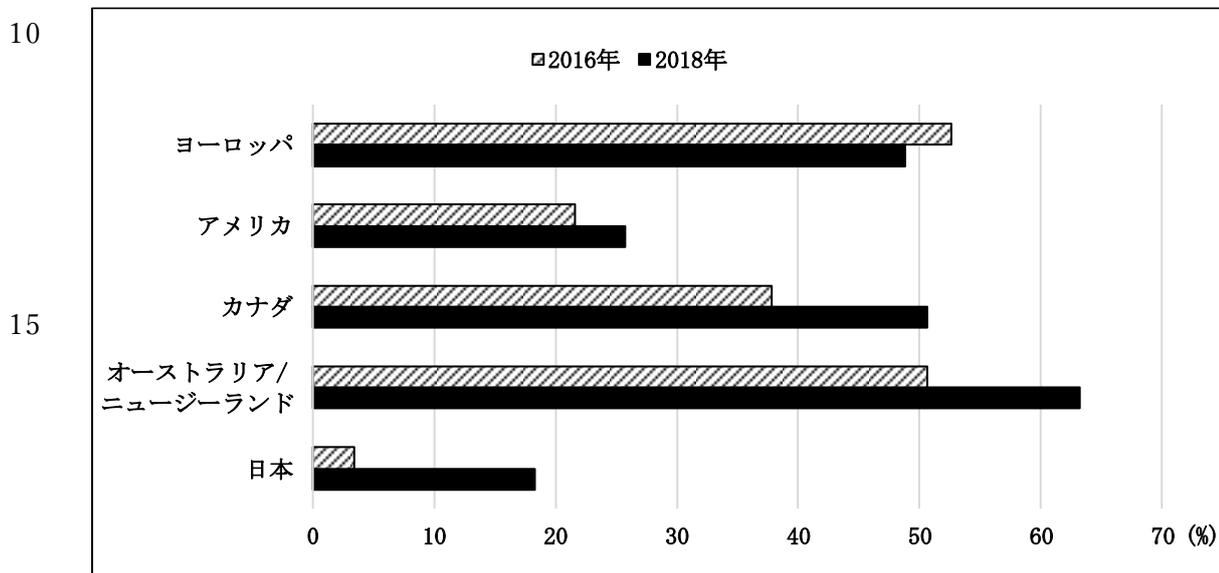
出所)S&P Dow Jones Indices(2019a)「S&P Global 1200 TR」、S&P Dow Jones Indices(2019b)「S&P Global 1200 ESG Factor Weighted Index TR」、S&P Dow Jones Indices(2019c)「S&P/TOPIX 150 TR」、S&P Dow Jones Indices(2019d)

30      「S&P/TOPIX 150 ESG Factor Weighted Index TR」より作成

様々な取り組みを通じて、日本における運用資産残高全体に占める ESG 投資は、2012 年時には 0.2% だったものが、2016 年は 3.4% にまで増加。そして【図表 7】に示したように、18.3% にまで一気に飛躍した。ESG 投資における絶対額でも 2002 年の 4,740 億米ドルから 2018 年には 2 兆 1,800 億米ドルに増えた。

5 しかし、【図表 7】で示されるように未だ、世界の主要国と比較すれば、低水準であることがわかる。

【図表 7】運用資産残高全体に占める ESG 投資残高の割合



出所)石田(2019)「GSIA「2018 Global Sustainable Investment Review」を  
表～世界の責任投資市場に関するレポート(2018年版)～」(PDF)より作成

資本市場は長期で見た場合に、環境問題や社会問題の影響から逃れられないため、こうした問題が資本市場に与える負の影響を減らすことこそ投資リターンを持続的に追求する上では不可欠である。故に、資本市場全体の成長に資する投資方法こそが ESG 投資なのである。そして、第 2 節において述べた非財務情報を積極的に開示し、企業・投資家双方が建設的な対話を行い、ESG 投資を進めることで、金融市場全体の持続可能性向上や株価の底上げが可能となるのである。

25

30

### 第3章 二つのコードと今後のあるべき姿

本章第1節ではまず、「モノ言う株主」の手本となるアメリカに関して述べ、第2節で日本のスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの基となったイギリスにおけるコード策定の経緯と、今後のコードのあり方を考察する。その後第3節、第4節において、コードに準じた機関投資家と企業、双方のあり方を言及する。

#### 第1節 アメリカのモノ言う株主

アメリカでは、1929年のニューヨーク証券市場の大暴落を受け、投資家保護等を目的とした1933年証券法、1934年証券取引所法の制定後、40年以上に渡り株主アクティビズムは個人投資家によって担われてきた。1980年代に入るまで、株主提案の提案者は特定の個人投資家が中心で、年金基金等の機関投資家が株主アクティビズムの担い手として重要な地位を占めるには至らなかった<sup>47</sup>。この時期のアメリカの機関投資家は投資企業にとって「サイレント・パートナー」（物言わぬ安定株主）の関係であり、企業経営に不満があれば株式市場で持ち株を売却するというウォール・ストリート・ルールに従うのみであった<sup>48</sup>。

しかし、1985年に全米機関投資家評議会が設立されたこと、また1988年に公表されたエイボン・レターによって、議決権行使に対する受託者責任規定の適用が明確化し、株式の議決権行使は受託者が為すべき資産運用行為に含まれるとされたため、個人投資家に代わり、機関投資家が株主アクティビズムの担い手として大きな影響力を持つようになった<sup>49</sup>。

機関投資家によるコーポレートガバナンスへの関与は、アメリカの大規模年金基金の株主提案権行使という形で開始された。1987年にカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS:California Public Employees' Retirement System)がポイズン・ピルに反対する株主提案を出したことが最初である。1980年代後半には、巨大公的年金基金によるポイズン・ピル規定を廃止することを求める提案や秘密投票制度の採用を求める提案が活発であったが、1990年代以降は取締役会に関連する提案が増加し、経営者や取締役との対話に重点が置かれる様になった。それまで株主提案は総会において可決されることはほとんどなかったが、この時期において機関投資家による株主提案の得票率が過半数を超える

ものも出現したことで、株主提案自体は拘束力をもたないものの、経営者は機関投資家による株主提案を無碍にできなくなり、機関投資家と話し合う必要性を認識し始めた。その後、企業経営者は機関投資家との対話に応ずるようになり、機関投資家が株主提案権の行使や委任状闘争という強硬手段をとる必要性は低下し、経営者との対話が主流になっていったのである。当時、機関投資家が企業のコーポレートガバナンスに関与し、長期的な投資を行う姿勢はリレーションシップ・インベストメントとも呼ばれた<sup>50</sup>。

2000年代になると新たな動きとして、コーポレートガバナンスに関する株主提案とともに、企業の社会的責任に関する株主提案の増加が見られるようになった。CalPERS や NYCERS (New York City Employees' Retirement System) などの一部の機関投資家においては、環境問題、人権問題、雇用機会均等に関する株主提案が提出され、機関投資家の CSR への関心が高まりつつあったことがわかる。例えば、CalPERS などはその投資目標として、エネルギー消費の制限、持続可能な成長、環境問題などに配慮しつつ、投資リターンを最大化することを掲げている。さらに、全米の 50 の機関投資家は 2008 年 3 月にアメリカ下院に対し、地球温暖化対策、特に二酸化炭素排出に対する規制を要求するロビー活動を行った。この活動には、CalPERS をはじめとする年金基金だけでなく、メリルリンチなどの資産運用会社も加わり、多数の機関投資家が共同で議会に訴えるという初の動きとなった。このようにアメリカの株主アクティビズムはコーポレートガバナンスのみに留まらず、環境問題へと拡大したのである<sup>51</sup>。

2000 年初頭までのアメリカにおける機関投資家の株主アクティビズムについて整理すると、1980 年代半ばから注目を集めてきた年金基金によるコーポレートガバナンスへの関与については、1990 年代以降、企業との対話という形に移行し、2000 年代には企業の社会的責任を注視するなど、世界に先駆けて企業との望ましいエンゲージメントの在り方を模索してきたといえる。

## 第 2 節 イギリスのコードと今後のありかた

スチュワードシップ・コードの沿革をみるうえで、イギリスにおけるコーポレートガバナンスの変遷を言及する必要がある。イギリスにおけるコーポレートガバナンスをめぐる議論は、企業不祥事や破綻などのコーポレートガバナ

5 5  
10  
15  
20  
25  
30

スに問題が生じた際に、特に重点的に行われてきた。イギリスでは、当該分野に深い経験を有する人材を幅広い分野から招集し委員会を設置、その委員会で本質的な議論を行ったうえで実践的な勧告・善行慣行規範をまとめ、それをコードに取り入れることにより、コーポレートガバナンスの継続的な向上に努めてきた。コーポレートガバナンスの原点は、1992年のキャドバリー報告書である。1991年に組成されたキャドバリー委員会は、当時の企業の不正会計問題への対応として、会計報告書への信頼回復の問題を中心に議論が進められたが、委員会開催期間中のマックスウェル事件等により取締役会や会計監査の不備の問題にも注目が集まったため、最終的にはコーポレートガバナンス全体を議論の対象とした。キャドバリー報告書では取締役会の構成と責務、監査人の役割、株主の権利と責務の内容が最善慣行規範として上場規則化された<sup>52</sup>。

その後、民営化された公益企業の経営者がストックオプションからの利得など膨大な報酬を得ていたことを契機に、報酬問題を検討する会が設置され、1995年にグリーンブリー報告書が作成された。さらに、キャドバリー、グリーンブリー両報告書の実地状況をレビューする目的で1998年に作成されたハンベル報告書では、状況分析の上、機関投資家と企業は相互理解に基づく対話を行うこと、年金基金に対してファンドマネジャーが長期的視野に基づく運用を促すことを要請した。ここでの勧告を反映した1998年の統合規範では、議決権行使、企業との対話、コーポレートガバナンスに関する開示情報の評価が機関投資家に要求されることとなった。また、2001年のマイナース報告書では、機関投資家の受託者責任について勧告がなされた。その後、2005年および2007年に既存の統合規範の履行状況の評価と統合規範の改訂に関する諮問結果が公表され、これを受けて、2006年と2008年にそれぞれ統合規範が改訂された。

そして、2008年のリーマンショックを契機とする世界的な金融危機はイギリスにも大きな影響を及ぼし、その反省から、2009年にデビット・ウォーカー卿によるウォーカー報告書が作成された。同報告書内では、コーポレートガバナンスにおける機関投資家によるエンゲージメントの重要性が再認識され、スチュワードシップ・コード策定が勧告された。以上のように、1992年以降、取締役・監査機能等に関する改訂が頻繁になされた後、ウォーカー報告書の勧告を契機に2010年、スチュワードシップ・コードが制定され、さらに、統合規範がコ

コーポレートガバナンス・コードとして存続することになったのである<sup>53</sup>。

ここで、上記のイギリスのコードを手本とした日本のスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは、両者ともに「プリンシプル・ベース・アプローチ」に基づいている。「プリンシプル・ベース・アプローチ」とは、行動原則を明示したうえで、各主体の自己規律が働くよう、それに沿った行政対応を行う手法である。自己規律とは、各主体が自らの規範意識によって行動を律することを指す。後述の「ルール・ベース・アプローチ」における「当局による規律づけ」と区別<sup>54</sup>され、この違いこそが、「プリンシプル・ベース・アプローチ」における規制対象の自主的な取り組みを促進し、経営の自由度を確保するという点でのメリットを生み出している<sup>55</sup>。

これに対して、「ルール・ベース・アプローチ」とは、ある程度詳細なルールや規則を制定し、それらを個別事例に適用する手法である。具体的に言えば法令などによる規制が挙げられ、「当局による規律づけ」が大きな特徴である。ルール・ベースは、典型的には不特定多数の市場参加者に共通ルールを適用する場合に有効であり、主に行為規制が中心となる。

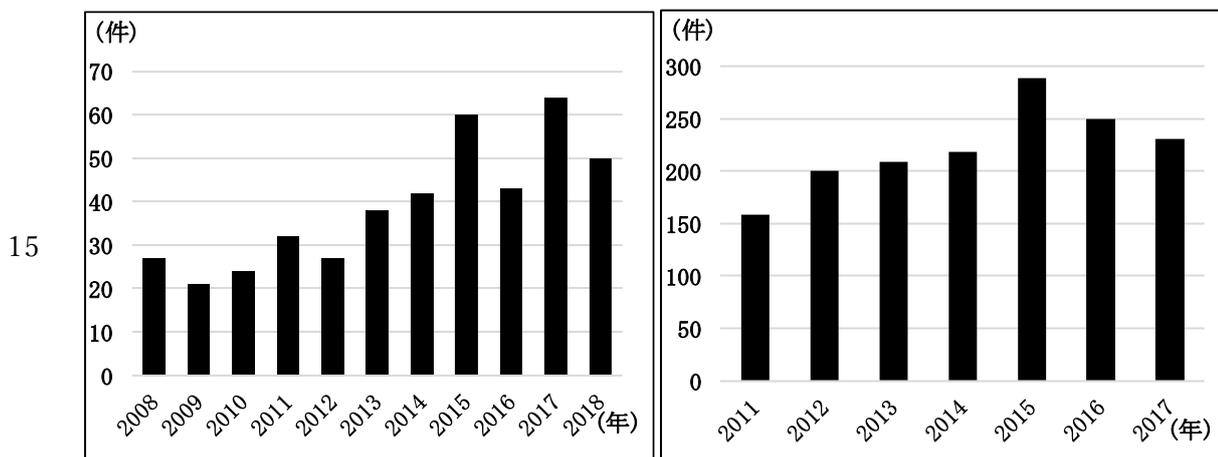
以上の点からわかる通り、「プリンシプル・ベース」と「ルール・ベース」は相互に排他的であるよりは、むしろ相互補完的なものであるべきである。すなわち、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードによる規制と、各種法律による規制が共存してこそ、自由でかつ規律のとれた市場の形成を促すのである。

ここで、二つのコードが「プリンシプル・ベース」に基づいていることは上記に述べた通りであるが、そのうえで、両コードにおいて重要な原則が「Comply or Explain」である。「Comply or Explain」とは、日本語訳にすれば「ルールに従え(comply)従わないのであればその理由を説明せよ(explain)」<sup>56</sup>と訳される。この原則は、コードを法令等で強制するのではなく、従う(comply)のかどうかは企業や機関投資家の自主的な判断に任せるが、従わない場合、説明責任(explain)を果たしたうえでそれをどう評価するかは市場に委ねる、という主旨に基づく。

この原則は、企業経営の自由化を認めているが、現在、両コードへの取り組み方が課題視されている。【図表 8】に示すのは、近年のコンプライアンス違反

倒産件数、不適切会計開示企業数の推移である。コンプライアンス違反倒産件数は2011年から増加を続け、6年間連続で200件台を維持し続けている。さらに不適切会計・経理を開示する企業においても増加の一途を辿っており、企業と機関投資家の適切な対話の妨げになっている。すなわち、企業や機関投資家の経営の自由度を維持するための「プリンシプル・ベース」や「Comply or Explain」がコードを適用し遵守することへの意識を薄れさせ、企業や機関投資家の経営、そして持続的な成長のために必要なエンゲージメントをも阻害しているのである。

10 【図表 8】 コンプライアンス違反倒産件数(左)と不適切会計開示企業数(右)



20 出所)帝国データバンク(2018)「特別企画:2017年度コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」(PDF)、東京商工リサーチ(2019)「2018年度全上場企業『不適切な会計・経理の開示企業』調査」より作成

この様な相次ぐ企業不祥事から、コードのあり方を改めて問い直すべきであるかもしれない。実際に、2019年、世界的な投資環境の変化を受け、イギリスは改訂版スチュワードシップ・コードの原案を公表した。この原案では、これまでの「Comply or Explain」に代わり、コードの各原則において適用を義務付ける「Apply and Explain(適用せよ、そして説明せよ)」が推奨されている<sup>57</sup>。日本においても、コードの義務化という形でなくとも、より実効性を高める法律とコードの組み合わせや、コードの強化が必要となるであろう。

### 第3節 スチュワードシップ・コードと機関投資家のあるべき姿

本節では、日本においてスチュワードシップ・コードを策定するに至った経緯とその改訂、そしてこのコードから見いだされる機関投資家のあるべき姿について考察する。

- 5 日本経済の再生に向けて、円高・デフレから脱却し強い経済を取り戻すため、政府一体となり経済対策を講じるとともに、成長戦略の実現を目的として内閣に「日本経済再生本部」が設置された。そして同本部の本部長である内閣総理大臣より、「内閣府特命担当大臣(金融)は、関係大臣と連携し、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適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること<sup>58)</sup>との指示がなされた。以上の経緯を経て、第2次安倍政権が2013年6月、「第三の矢」の成長戦略を定める「日本再興戦略」において「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い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」についての検討を行った。その結果、既に実施されていたイギリスをモデルとして「日本版
- 10 スチュワードシップ・コード」を取りまとめることが閣議決定された。その後、この閣議決定を踏まえた検討の場として2013年8月、金融庁により「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」が設置され、6回の議論を重ねたのち、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。本コードの目的は、機関投資家が投資先
- 15 企業との間で建設的なエンゲージメントを行うことにより、中長期的な企業価値の向上を促し投資リターンの拡大を図るといふ、「責任ある機関投資家」としての受託者責任を果たすために有用と考えられる【図表9】に示す七つの原則を定めることにある。

- 本コードは、3年ごとに見直し等の検討を行うべきであるとされ、2017年には東京証券取引所および金融庁が設置する「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」において、本コードの改訂を提言する趣旨の意見書が公表された。その結果、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行うことが必要であるとされた。これを受け、
- 20 2017年1月から金融庁の「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」

において、改訂について議論が3回にわたり重ねられた結果、2017年5月29日「改訂版スチュワードシップ・コード」が公表された。

【図表9】 スチュワードシップ・コードの七つの原則

	内容
5	
原則1	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
原則2	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
10	
原則3	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
原則4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
原則5	機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
15	
原則6	機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
原則7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
20	

出所)金融庁(2017)「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(PDF)より作成

25 改訂版における変更点として、顧客・受益者からの理解を得る観点から機関投資家による具体的な取り組みへの積極的な説明が重要であることが示された。他には、アセットオーナーによる、より実効的なアセットマネージャーへのモニタリングを行うべきであること、運用機関の利益相反の防止、集团的エンゲージメントについての記載、機関投資家は議決権行使結果を個別企業・議案ごとに公表することの推奨、議決権行使助言会社による適正なサービスの提供等

30

が重要であること等が加筆、変更された。

- 上記の「スチュワードシップ・コード」を踏まえ、我々は機関投資家のあるべき姿を、スチュワードシップ・コードに定められた機関投資家としての受託者責任を果たすため、投資対象企業との継続的な対話等を通じて企業理解を深め、
- 5 質の高いコーポレートガバナンスを実現させることで、企業の持続的成長、中長期的な企業価値向上と受益者の中長期的なリターンの確保を成し遂げようとする姿であると定義する。

#### **第4節 コーポレートガバナンス・コードと企業のあるべき姿**

- 10 本節では、前節で述べたスチュワードシップとも関連する、企業統治の規範を定めるコーポレートガバナンス・コードが日本において策定されるに至った経緯について言及し、企業のあるべき姿を明らかにしていく。

- 日本でコーポレートガバナンスが重要視されるようになった背景には、バブル経済崩壊後における企業不祥事の発生を抑制する目的は勿論のこと、日本経済の長期的な不況やグローバル化、規制緩和がなされる中で、企業競争力や資本効率の低下など、日本企業の収益性が低迷したことが大きい。グローバルな競争を勝ち抜くためには、各社が独自の成功のためのビジネスモデルを構築することが求められつつも、経営のあり方についてあらゆるステークホルダーに対しても透明性のある、客観性のある説明責任を果たすことが重要視される<sup>59</sup>。
- 15

- 20 日本においてコーポレートガバナンス・コードが策定された経緯には、前節で述べた、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」において、「国内の証券取引所に対し、上場基準における社外取締役の位置付けや、収益性や経営面での評価が高い銘柄のインデックスの設定など、コーポレートガバナンスの強化につながる取組を働きかける<sup>60</sup>」との施策が盛り込まれたことが関連している。
- 25 こうした中、2014年6月に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014」において、「東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに『コーポレートガバナンス・コード』を策定することを支援する<sup>61</sup>」との施策が盛り込まれた。その後、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関す
- 30

る有識者会議」が設置され、8回の議論が行われた後、「コーポレートガバナンス・コード(原案)」が取りまとめられた。なお同原案は、「『日本再興戦略』改訂版2014」にて、コード策定にあたっては、「OECDコーポレート・ガバナンス原則」に基づくものとする明記されていることから、同原則の趣旨を踏まえたものとなっている。そして、2015年6月1日に「コーポレートガバナンス・コード」が施行された。さらに同年、「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」において、コーポレートガバナンス・コード改訂の提言もなされた。これを踏まえ、2018年6月1日、コーポレートガバナンス・コードにおいて改訂が行われた。

10 本コードは、東京証券取引所において、「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。<sup>62)</sup>とされており、以下【図表10】の五つの基本原則から成り立っている。

【図表10】コーポレートガバナンス・コードにおける五つの基本原則

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

25 出所)日本取引所グループ(2018)「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～」(PDF)より作成

次に、各原則に関して其々見ていく。原則1では、株主との適切な協働が中長期的な企業価値の向上につながるという考えから、株主総会に関しては招集  
30 通知の早期発送や英訳、総会日程の見直しなどが記載されている。その他には

買収防衛策は経営陣や取締役会の保身が目的となつてはならないことなどが記載されている。また 2018 年の改訂により政策保有株式の取り扱い方がさらに細かく、厳格な記載へと変更された。

5 原則 2 では、従業員を含む社内の関係者や顧客・取引先・債権者などのステークホルダーとの適切な協働が中長期的な企業価値を生むとされ、ESG をはじめとするサステナビリティについて記載されている。また、改訂により企業年金の運用について、アセットマネージャーのモニタリングや適切な人材の登用、エンゲージメント等の取り組み内容の開示など、企業のアセットオーナーとしての機能の強化が記載されている。

10 原則 3 では、第 2 章第 2 節にて言及した企業の情報開示について記載されている。本コードでは、財務情報・非財務情報の開示を法令に基づいて行うとともに、法令に制定されていない情報の開示も主体的に行うべきであるとしている。なお、改訂により非財務情報に関しては具体的に示されることとなった。

15 原則 4 では、取締役の責務について言及されており、原則として企業戦略をはじめとする企業の方針を示すこと、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境を作ること、経営陣・取締役を独立した客観的な立場から実効性の高い監督を行うことが求められている。改訂では、後継者の育成や役員報酬、CEO の選任についてより効果的に行うべきという記載が盛り込まれた。

20 最後に原則 5 では、機関投資家をはじめとする株主との建設的な対話について記載されている。この原則では、株主総会以外においても対話や株主の主張に関心を払い、経営方針を分かりやすく共有することが求められている。改訂により、経営戦略や計画の策定・公表に関して、自社の資本コストを把握すべきであるという点と、経営資源の配分項目における具体的項目が付け加えられた。特に、建設的な対話が企業の中長期的な価値向上につながることはスチュワードシップ・コードと共通認識である<sup>63</sup>。

25 以上の原則を有する「コーポレートガバナンス・コード」を踏まえ、本論部における企業のあるべき姿とは、コーポレートガバナンス・コードに基づき ESG 等にまで意識した適切な情報開示を行い、株主を含む幅広いステークホルダーとの積極的な対話を行うことで中長期的な企業価値の向上を達成させようとする姿であると定義する。

## 第4章 中長期的な企業価値とその向上に対する課題

本章では、前章で述べた機関投資家と企業のあるべき姿において重要な要素となる、中長期的な企業価値とは何かを定義し、その向上に努めるにあたり内在している様々な課題に関して考察する。

5

### 第1節 中長期的な企業価値

まず初めに、「中長期的な企業価値とは、ステークホルダー価値である。」と定義づける。それでは、「ステークホルダー価値」とは何か。ステークホルダーとは、これまでも述べた通り、端的に言えば企業にとっての利害関係者であるがその範囲に関する定義は多数存在しており、定義によって企業価値も異なったものとなる。例えば、J. ドノバンらは顧客、従業員、投資家をステークホルダーと捉えている。さらに、資本の持分関係以外の従業員、消費者、地域住民等を含めれば、ステークホルダーの範囲はさらに拡大していくことになる<sup>64</sup>。故に、本論文では、ステークホルダーは株主と ESG の構成要素である環境、社会、企業統治において企業に関わる全ての利害関係者と定義づけ、それらが何らかの形で得る利益のことを「ステークホルダー価値」であるとする。

15

次に、「ステークホルダー価値」は「株主価値」と「株主価値以外のステークホルダー価値」の二つに分類される。

20

「株主価値」は一般的に株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値(DCF:Discount Cash Flow)などにより判断される価値であり、中長期的な資本コストを上回る収益性を持つ企業が株主価値創造企業として評価される<sup>65</sup>。つまり、中長期的に ROE を高い水準に維持することが求められ、グローバル投資家から認められるためには最低限 8%を上回る ROE を達成すべきだと一般的に言われている<sup>66</sup>。そして企業価値を「株主価値」に焦点を当てて考える場合、それは証券市場のメカニズムを通して、時価総額に反映される。なお、時価総額は、株式交換という方法を通じて通貨としての性格を有していることに留意すべきである。グローバル経営を行うためには、時価総額という通貨の活用を考えることが求められる。

25

しかし、財務諸表に記載されている金額だけが企業の経済力、リアルマネーではない。その上、その価値はコミュニケーションを通じて、ステークホルダ

30

一の理解や認識に働き掛けることによって上昇も低下もする。そのため、「株主価値以外のステークホルダー価値」も考慮する必要がある。ESGは企業への信頼性に関わり、企業価値には幅広いステークホルダーからの信頼度が反映されるため、「株主価値以外のステークホルダー価値」を向上させるためにはESG活動

5 に取り組むことが求められる。例えば、「グローバル展開しているアパレルメーカーにとって新興国の工場で児童労働問題が起これ、それが国際的なガイドラインに違反していることが明らかになれば、評判と業績に悪影響をあたえる。マーケティングにおいて不公正な取引を行っているという事実が明らかになった場合も同様である<sup>67</sup>。」と「伊藤レポート」では述べられている。

10 さらに、「伊藤レポート」では、「株主価値とその他のステークホルダー価値の関係について、二つの異なる考え方がある<sup>68</sup>」と述べている。一つは「価値分配説・社会貢献説」、もう一つは「価値創造説・社会的責任説」である。前者は上記で示した「ステークホルダー価値」を独立的にみる考え方である。株主以外のステークホルダーに分配された価値の総和を「株主価値」に加えたものが企業価値

15 価値ということになる。後者は、「株主価値以外のステークホルダー価値」を高めることが収益力や財務的な競争力を高め、「株主価値」を高めることにつながり、企業価値に直結するという考えである。この考え方によれば、取引先への供給責任を果たすことで得た信頼価値が取引価格に反映し、高品質な商品・サービスを顧客に提供することが高水準の収益性や競争力確保につながり、安定雇用

20 により優秀な人材を確保できることとなる。我々は「価値創造説・社会的責任説」を軸とし、第2節以降において「中長期的な企業価値」すなわち「ステークホルダー価値」の向上を阻害する課題を考察していく。

## 第2節 エンゲージメントに関する課題

25 第1章第3節でも述べた通り、2014年の「伊藤レポート」において、中長期的な企業価値の向上のためには「エンゲージメント」を積極的に行う必要があるとされている。本節では、エンゲージメントを行うにあたり課題となる、小規模パッシブ運用者のエンゲージメントに関して考察する。

30 機関投資家、特にパッシブ運用においてエンゲージメントが重要視されていることは第1章第3節で述べた通りであるが、日本のパッシブ運用者はエンゲ

ージメントが行いにくいという現状がある。その最たる理由として、日本のパッシブ運用は、採用しているインデックスを構成する銘柄数が多いということが挙げられる。例えば、日本の多くの年金基金が採用している日本株の東証株価指数(TOPIX)は、2000 銘柄以上で構成されている。アクティブ運用よりも企業分析要員が少ないパッシブ運用では、アクティブ運用に比べ 10 倍以上も多い投資対象企業に対してエンゲージメントを行うことは難しい。

現在、日本では GPIF を中心としてパッシブ運用者のエンゲージメントを促進している。実際に、GPIF のパッシブ運用受託機関の中にはエンゲージメントの対象を 900 社程度まで広げることを表明した機関もある。しかしながら、小規模なパッシブ運用者にとっては自前でエンゲージメントを行うコストが大きな負担となり、利益の希薄化に繋がるため、依然としてエンゲージメントを行うことは難しいのが現状である。なお、欧米では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、比較的少数の企業に絞ってエンゲージメントを行っている。特に、不祥事案件が発生するなど象徴的な問題を抱えており、その後の企業価値向上の度合いが大きそうな企業にフォーカスしエンゲージメントを行っていることが特徴である<sup>69</sup>。

改訂スチュワードシップ・コードにおいては「他の機関投資家と協働して対話を行うこと(集団的エンゲージメント)が有益な場合もあり得る<sup>70</sup>」旨の記載が追加され、集団的エンゲージメントがエンゲージメントにおける選択肢の一つであることが示された。集団的エンゲージメントとは、機関投資家が他の機関投資家と協働して投資先企業に対するエンゲージメントを行うことであり、イギリスではエンゲージメントの一手法として、スチュワードシップ・コードに「時には最も効果的なエンゲージメント方法となることもあり得る」という旨の記載がされるなど、広く普及したものとなっている。日本においては、近時、中長期的企業価値の向上のために、パッシブ運用者によるエンゲージメントを促進することを目的に、集団的エンゲージメントに関する取り組みがなされ始めているが、法律上問題となり得る部分とそうでない部分との境界線が不明瞭であるという課題が存在しており、未だ普及しているとはいえず、集団的エンゲージメントは小規模パッシブ運用者にとって有効な手段とはなり得ていないのである<sup>71</sup>。

### 第3節 議決権行使に関する課題

機関投資家による議決権行使は、投資先企業の持続的成長に資するものでありつつ、受益者である顧客の中長期的なリターンを最大化させる目的がある。故に、機関投資家は投資先企業の状況やエンゲージメントの内容を踏まえたうえで、投資先企業が中長期的に成長できる議決権行使を行わなければならない。さらに、機関投資家の議決権行使には、経営の監督機能の分離、および社外役員

5 5 さらにも、機関投資家の議決権行使には、経営の監督機能の分離、および社外役員

10 10 企業、または企業経営者などによる株主利益を軽視する事態、中長期的な業績不振等の、企業価値の毀損が生じた場合には、機関投資家がコーポレートガバナンス体制の構築を企業に要求するという役割も兼ね備えている。すなわち、

15 15 企業、または企業経営者などによる株主利益を軽視する事態、中長期的な業績不振等の、企業価値の毀損が生じた場合には、機関投資家がコーポレートガバナンスの改善を目的とした議決権行使を行うことが求められる<sup>72</sup>。この役割は、企業価値の中長期的な向上によって最終受益者のリターンを確保する、受託者責任を果たすためにも、重要視されて然るべき役割なのである。

現在、改訂版スチュワードシップ・コードにおいては、議決権行使も含めた

15 15 「目的を持った対話」の「質」向上が求められている。健全な株式市場の形成のためには、機関投資家が株主総会における議案に対する理解を深め、企業の持続的な成長をもたらす適切な判断を行うことができる環境の整備を行うことが急務である。実際に、企業は投資家との対話において、投資家の企業に対する分析・理解が浅いことが問題であると指摘している<sup>73</sup>。では、機関投資家の企業

20 20 企業に対する分析の甘さ・理解の浅さを引き起こす要因は何か。その要因こそ課題であり、以下の三つであると我々は考える。

まず一つめの課題が、日本における議決権行使に関する議案検討期間の短さである。この議案検討期間の不足は、大きく分けて二つの「タイムラグ」によって発生している。一つめの「タイムラグ」が、株主総会における議題・議案

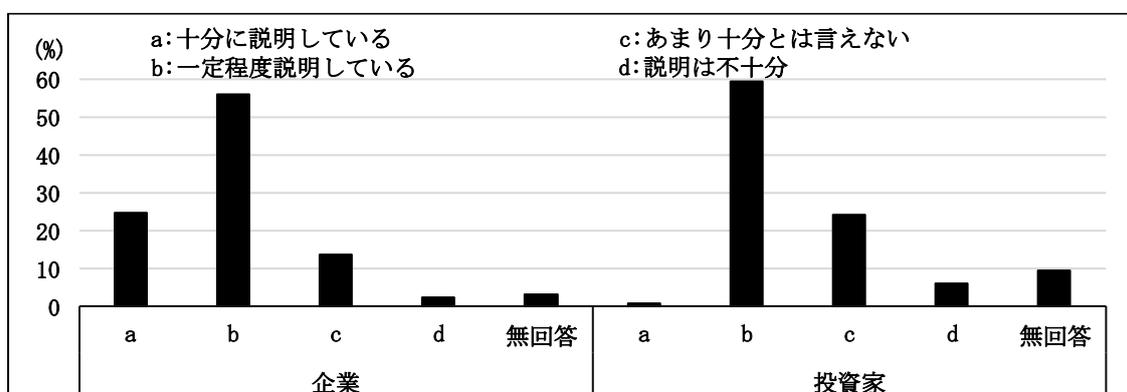
25 25 の決定から招集通知発行・郵送までのタイムラグ(企業から機関投資家へのタイムラグ)である。現行の法律では、基本的に招集通知は書面で行わなければならない。書面での通知は、招集通知関連書類の印刷・封入に巨額のコストと時間を要する。特に、招集通知が30万部を超える企業では、印刷・封入だけで12日も必要とし、費用としては1億円をも超える企業すらある<sup>74</sup>。このコストを

30 30 抑えるために、企業が自発的に開示する情報を削減するといった報告もある<sup>75</sup>。

さらに、招集通知送付の後、機関投資家に到着するまでも、管理信託銀行を経由するため、2-3営業日が必要となる<sup>76</sup>。二つめの「タイムラグ」が、議決権行使の際のタイムラグ(機関投資家から企業へのタイムラグ)である。基本的に機関投資家は、管理信託銀行を通じて議決権行使書を郵送し、議決権の行使を行う。その際、信託管理銀行が機関投資家から議決権行使指図を集計し、行使書を作成するまでに2-3日は必要とされるが故に、機関投資家に求められる議決権行使指図の締め切りは企業が定める行使期限よりも早くなってしまうのである。このタイムラグが、機関投資家における議案検討期間の短さの一要因となっている。

10 二つめの課題が、企業の株主総会に対する情報不足である。招集通知等の書面通知の有無に限らず、機関投資家が企業や個別議案に対する理解が不足しているもう一つの理由として、企業の開示する議案に関する情報と、機関投資家の求める情報との間にギャップが生じていることが挙げられる。下記の【図表11】は、企業および機関投資家を対象に行われた、株式総会における個別議案の説明に関する評価を示すアンケート結果である。この図からわかる通り、企業は個別議案の説明を「十分」、もしくは「一定程度説明している」と判断しているにもかかわらず、機関投資家においては「十分に説明されている」とみる機関投資家はゼロに等しく、企業の認識と大きく異なっているのである。

20 【図表 11】 個別議案の説明に関する発行企業および機関投資家の評価



30 出所) ICJ(2018)「議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使の状況について」(PDF)より作成

そして、三つめの課題が、議決権行使助言会社の存在である。議決権行使助言会社とは、株主総会の議案を分析し、議案賛否に関するレポートを機関投資家に有償で提供する会社である。改訂版スチュワードシップ・コードの文中でも議決権行使助言会社に関して明記される様になり、その存在は今後、より注目されるであろう。議決権行使助言会社の代表例であるアメリカのGlass Lewisの基本理念は、中長期的な株主価値の最大化とリスクの最小化、そして株主価値の向上に資するコーポレートガバナンス構築の推奨であり、この理念に基づき、各市場の行政、規制等を考慮した最も適した議決権行使助言方針を設定している<sup>77</sup>。この点だけを見れば、議決権行使助言会社を利用するメリットは大きい

5

10

15

20

25

30

が、この方針はあくまで基本的なガイドラインであるが故に、各企業が置かれている環境等、詳細を把握し、適用させることは難しい。さらに、世界の議決権行使助言業の市場シェアは、先のGlass Lewisと、同じくアメリカ資本であるISS(Institution Shareholder Services Inc.)でほぼ100%を占め、寡占状態となっている。これら2社は各国市場それぞれに合わせた方針を定めているとは言え、そのベースはアメリカ的思考であり、日本の株式市場に100%合致しうるわけではない。さらに議決権行使の分析・助言の専門性、体制が不十分であることから、分析・助言が不正確、不適切なものとなりうる危険性もある。たった2社、それも日本市場に合致しているかどうか明確でない2社によって、議決権行使助言が行われているが故に、機関投資家の議決権行使が一律のものとなってしまい、機関投資家の企業に対する分析・理解不足を招いていると考えられる。

#### **第4節 情報開示に関する課題**

第2章第2節において、非財務情報は企業の中長期的な価値向上に大きく寄与しており、ESG投資の取り組み強化が必要であると述べた。しかし、非財務情報には未だ課題が内在しており、投資判断の材料としては有効性に乏しいとの批判がある。本節では、日本の非財務情報の開示における課題に関して言及する。

25

まず、企業に対しては「非財務情報を将来の企業価値と結び付けて開示・説明すること」、「本業のビジネスと非財務情報を関連付けること」<sup>78</sup>以上の二つが現

30

在求められており、「持続的な価値創造に直結する重要な非財務情報の明確化や価値創造プロセスと非財務情報の結び付け」という目的は未だ達成できていない。そのため、投資家は ESG 投資を行うメリットに疑念を抱き、ESG 投資を積極的に行わないことがあるため、日本における ESG 投資割合は増えているものの、未だ先進国の中では低水準で推移しているのである。

5

こうした状況下で、特定のステークホルダーの評価を上げることだけが目的化し、要請に表面的に対応するだけで満足してしまうケースも見受けられる。企業を取り囲む多様なステークホルダーの存在が視界から外れ、社会全体の持続可能性を前提とした、長期的な価値創造のための非財務情報の開示という本質から、遠ざかっていることもまた事実なのである。

10

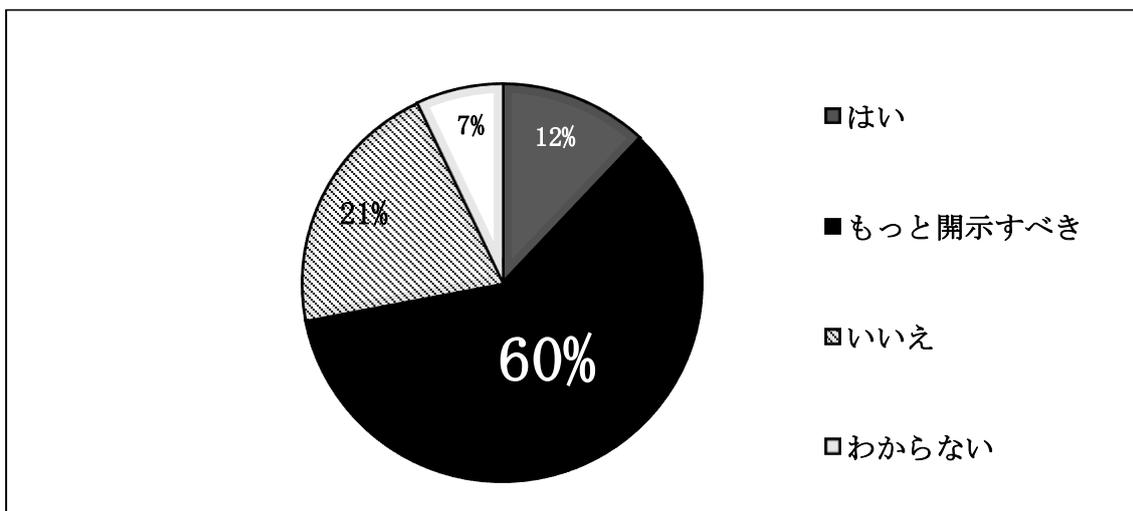
次に、ステークホルダーの情報ニーズに対するギャップの存在という課題がある。ステークホルダーからの、企業の取り組みに対する十分な評価は得られていないのである。例えば、2018 年の「ESG リスクを適切に開示しているか」という投資家向けの調査において【図表 12】に示される、「もっとリスクを開示すべき」が 60%となっており、適切に情報開示ができていないと言えないことがわかる<sup>79</sup>。

15

【図表 12】 ESG リスクを適切に開示しているかの投資家向けアンケート

20

25



出所)EY(2018)「投資家に企業の真価を伝える非財務情報開示とは？」(PDF)より

30

作成

さらに、投資家と評価機関が区別なく一括りに語られているケースも見受けられるが、一口に「投資家」や「評価機関」「労働者」といっても、実際は行動原理や利害関係、地域や世代によってその内訳は多種多様であり、重視されるステークホルダーはそれぞれの企業の業種業態、事業規模や展開地域により異なる。そのため、本質的に異なるステークホルダーからの異なる情報ニーズを「ESG」の一言で括ることには限界があり、一つの媒体ですべてのステークホルダーのニーズに応えることは不可能であると指摘されている。さらに、読者対象としての「マルチステークホルダー」なるものは本来存在しえず、それはターゲットを定めていないことと同義であるという批判がなされている<sup>80</sup>。そのため企業は「マテリアリティ(重要課題)」を適切に策定することが必要である<sup>81</sup>。

また、非財務情報の捉え方についての批判もある。2018年のコーポレートガバナンス・コードの改訂において非財務情報の定義に新たに盛り込まれた一項がある。元来、非財務情報の定義は「経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等」とされており、これ自体は変更されていない。しかし、改訂により「社会・環境問題に関する事項(所謂 ESG 要素)」という一項が非財務情報の定義として付け加えられた。ここで、今日 ESG が流行している中、「非財務情報＝社会・環境問題に関する事項」と解されることが多いとの批判がある。統合報告書でも、財務情報として過去の数字を並べた後、突然「木を植えています」「ごみを捨てています」といった記載が散見されるのは、この誤解によるものである。投資家は企業の将来、すなわち「期待」に対して資金を投じる。そのため、非財務情報は企業の将来像を記すことこそ本来の役割である。故に、本業の未来からかけ離れた社会貢献だけを語っても、それは企業に対して求められている情報ではない、という指摘があるのは当然のことといえる<sup>82</sup>。

上記の通り、非財務情報を開示する企業と、非財務情報を利用する投資家を含めたステークホルダーの間で、非財務情報の認識や、その用途に関して相違があることが懸念される。日本においてもコーポレートガバナンス・コードが導入されたことなどから、実効性・透明性のあるガバナンスの構築とともに、企業価値の創造プロセスとの関係を考慮したガバナンス情報の開示の充実がますます求められるだろう<sup>83</sup>。そして、その情報開示の充実こそ、中長期的な企業価値の向上につながるのである。

## 第5節 ショートターミズムに関する課題

企業や投資家が、長期的な成功や安定を犠牲にして短期的な利益を追求する行動をとることを、一般的にショートターミズム(市場の短期志向化)と呼ぶ<sup>84</sup>。日本においては、バブル崩壊以降ショートターミズムに陥っているとされている。企業経営に短期的な視点での業績改善や事業再編を求める圧力が強まり、中長期的な信頼関係に基づく企業経営が行いにくくなる。その結果、イノベーションに取り組む力が弱まり、企業成長の停滞だけでなく、経済社会全体の厚生をも停滞させている<sup>85</sup>。短期志向を引き起こしている原因は何か。本節では3つの点について考察し、現在の課題を述べる。

10 1点目は、比較的安い株式手数料で高速売買できるインフラが整備されたことである。金融市場がグローバル化し金融の技術革新が進む中で、市場で迅速かつ大量に取引を成立させる高度なシステムが導入しており、市場において高頻度取引が活発に行われている。デリバティブ取引の高度化やプログラム売買等も拡大している。こうした取引技術に関する変化も、投資の短期化を助長している<sup>86</sup>。しかし、2017年に高速取引(アルゴリズム高速取引、HFT:High Frequency Trading)行為に対する規制の導入が盛り込まれている「金融商品取引法の一部を改正する法律」が成立したことにより、高速取引による短期志向の拍車に対し一定の抑止力になっていると考えられる<sup>86</sup>。

20 2点目は、短期投資が経済合理性に合致していることである。長期にわたり、日本では株価上昇期待が薄く、そのようなマーケットで大きなリターンを得るためには短期売買が合理的であるとの判断がなされたのである。第2章第1節において述べた通り、現在の日本においては企業の低収益性が持続しており、この持続的な低収益性は株価低迷を招く。株価が停滞もしくは長期的に下落する中では、長期投資は成立しない。事実、過去25年における代表的な株価指数の累積リターンを見ると、日本の指標は低い水準となっている<sup>87</sup>。

30 3点目は、四半期情報開示制度である。日本の四半期開示制度は、1970年から四半期報告書の提出を義務付けているアメリカの制度を手本としつつ、2006年の金融商品取引法制定時の法改正で導入され法定開示となった。しかし、四半期開示が短期志向を引き起こしていると認識が生まれ、2012年には日本経済団体連合会によって業績予想開示と短信様式に関する提言がなされ、それを受

けて東京証券取引所は、上場企業の業績予想開示の柔軟化を公表した。また、2017年には金融審議会により、投資家による中長期的な視点からの投資を促進するための土壌の醸成を図る一環として決算短信および四半期決算短信の見直しが図られた。しかし、自由化後、翌期の業績予想を何らかの形式で開示した上場会社は、全体の96.4%となっており、自由化以降大きな変化がない<sup>88</sup>。この四半期開示が引き起こすとされる問題点は様々挙げられるが、整理すると以下3点に集約される。1点目は、四半期業績をよく見せるために、短期的に達成可能な目標に取り組むようになること。2点目はビジネスサイクルが異なる場合であっても、四半期という期間を意識せざるを得なくなること。3点目は、頻回な会計による事務負担増である<sup>89</sup>。実際、企業財務担当者401人に対する調査によれば、回答者の大多数がキャッシュフローよりも利益を業績測定の数値として最重視し、同じ調査では80%の担当者が、企業のCF0が利益のターゲットを満たすためにはR&D、広告等、裁量的支出を減らすと回答し、78%が毎期の利益の振れを小さくするためには、多少なりとも、企業価値を犠牲にすると回答した<sup>90</sup>。また、四半期開示情報が財務的な数値に偏っており、投資家が長期的な投資判断をするための材料が企業側から効果的に提示されていない。それゆえ投資家は短期的な収益を見ざるを得ない状況となっている。短期的な株価変動がある中で、ファンダメンタルズを示す長期的な成長に向けた傾向が理解できない状態では、ショートターミズムに偏らざるを得ないのである<sup>91</sup>。

前述したように、四半期開示の是非を巡っては様々な政策提言が出されているが、あまり大きな変化がないことから、その後述した四半期開示による問題点は依然解決していないことは明らかである。よって我々は、上記における2点目・3点目に挙げた企業の長期的な短期収益・四半期開示制度が現在の短期志向を促している最たる原因であると考え。

現在、企業にとっての主要な株主が、個人投資家から年金基金や運用機関といった機関投資家に移行しているため、長期的にリターンを創出する必要がある。そのため、ESG投資や適切な情報開示、建設的な対話を行い、投資先企業が長期的に、健全に成長していくことが機関投資家・企業双方にとって重要となる<sup>92</sup>。故に、投資家・企業双方の短期志向を解消し、長期的な投資を促すことが喫緊の課題であると言える。

## 第5章 中長期的な企業価値向上に資する提言

本章においては、第4章で言及した中長期的な企業価値を向上するにあたって、機関投資家や企業に内在する課題の解決に向けた提言を行う。

### 5 第1節 集团的エンゲージメントに関わる法規制緩和・ガイドライン策定

我々は、集团的エンゲージメントを通じたさらなる対話の促進を目的に、集团的エンゲージメントを阻害する金融商品取引法上の規定において、法規制の緩和と集团的エンゲージメントに関する実務ガイドラインの作成を提言する。第4章第2節において言及した通り、集团的エンゲージメントの推進は、パッシブ運用などエンゲージメントに多大なコストをかけられない機関投資家において、エンゲージメントを促進するために効果的であるといえる。しかし、日本で集团的エンゲージメントを行う際には、金融商品取引法上の大量保有報告制度における「重要提案行為」および「共同保有者」に該当するか否かを考慮する必要がある。日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等に対しては、「大量保有報告書」とその後の「変更報告書」の提出頻度や期限等を緩和する「特例報告制度」が設けられているが、株式等の保有者が投資先企業に対し「重要提案行為」を行う場合には、これを利用できないとされている。また、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使することに合意している者」、所謂「共同保有者」として各投資家の保有割合を合算し、大量保有報告を行わなければならない可能性がある<sup>93</sup>。したがって、機関投資家は、投資先企業と対話を行うにあたって、どのような行為が「重要提案行為」および「共同保有者」に該当するかを懸念しているのである。

この状況下で、日本において停滞していた集团的エンゲージメントを促進することを目的に、2017年に「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」が設立されたが、依然として参加機関投資家が少数である。特に課題である小規模パッシブ運用者に対し、エンゲージメントが促進されたとは言えないことが現状である。事実、【図表 13】は集团的エンゲージメントの課題に関するアンケートであるが、この図が示すように、大半の機関投資家が未だ「共同保有者」や「重要提案行為」の不明瞭さを課題と考えていることがわかる。

【図表 13】 集团的エンゲージメントを行う際の課題(複数回答可)

	課題	社数(%)
5	「共同保有者」への該当性判断が不明確	31 (63.3)
	「重要提案行為」への該当性判断が不明確	25 (51.0)
	上記に該当する場合の大量保有報告制度への対応負担が大きい	21 (42.9)
	その他	12 (24.5)

出所) 日本投資顧問業協会(2018)「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5回)の結果について(平成30年10月実施分)」(PDF)

10 より作成

次に、諸外国における集团的エンゲージメントの取り組み状況について言及する。集团的エンゲージメントを積極的に実施しているイギリスにおいては、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、2014年に

15 Investor Forum が設立された。この点においては、日本の対話フォーラムと同様である。しかし日本と異なり、イギリスにおける機関投資家による集团的エンゲージメントについては、大量保有報告や公開買付けに関する法規制の対象外とされている<sup>94</sup>。また、イギリスでは一人の取締役の解任や選任ならば共同

20 行動の基準に該当しないが、取締役会の支配に通じる場合には規制を受けるなどといった集团的エンゲージメントにおける Practice Statement(実務ガイドライン)が Takeover Panel において公表されている<sup>95</sup>。これらのことが、イギリスにおける集团的エンゲージメントを後押ししたことは間違いない。

一方、アメリカの集团的エンゲージメントについては、アメリカ証券取引所法 13 条(Schedule13)が阻害しているとの見解がある。アメリカでは、他の投資

25 家と共に経営上の重要事項に関してエンゲージメントを実施したとすると、当局に対して短期間で大量保有報告をする義務が生じる可能性が出てくる。イギリスとは反対に、集团的エンゲージメントに関する現行規制が明確さを欠いていることが、アメリカで集团的エンゲージメントが積極的に実施されていない理由だと考えられる。二国を比較してもわかるように、大量保有報告などの法規制の有無や明確さは、機関投資家の集团的エンゲージメント実施に対する姿

30

勢に大きな影響を与えている<sup>96</sup>。

現状、日本の法制度はアメリカに類似しているといえる。日本においても、  
5 集团的エンゲージメントを対話の一手段として確立するためには、イギリスの  
ように大量保有報告制度などにおける法規制の緩和が有効であると考え。ま  
た、イギリスの例と同じく、集团的エンゲージメントに関する法規制を明確に  
した実務ガイドラインを策定し、公表することにより、機関投資家と企業双方  
が集团的エンゲージメントへの理解を深め、実質的なエンゲージメントの増加  
に繋がることが期待される。

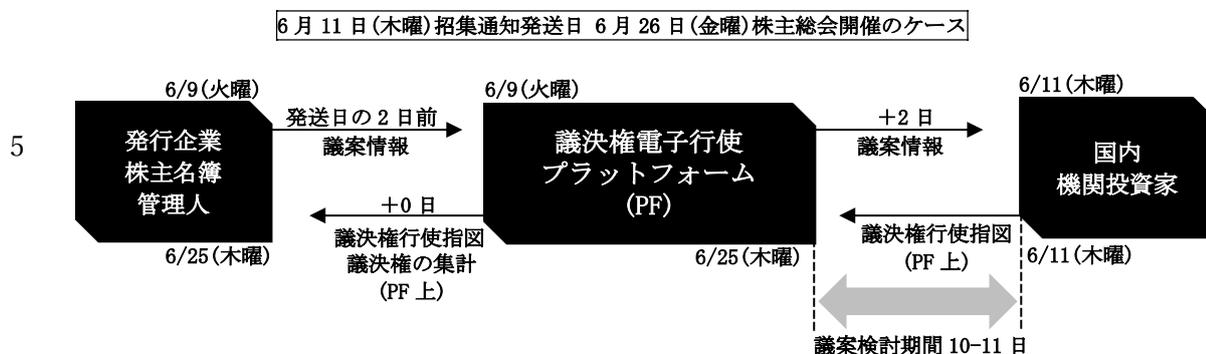
## 10 第2節 議決権行使に関する提言

### I. 議決権電子行使プラットフォームの拡充

第4章第3節で述べた課題のうち、「議案検討期間の短さ」「企業の株主招集  
通知における情報不足」の二つの課題を解決するため、議決権電子行使プラッ  
トフォーム(以下 PF)の拡充を提言する。なお、「議案検討期間の短さ」におい  
15 て、企業から機関投資家へのタイムラグに関しては、2019年1月16日に取り  
まとめられた、「会社法制(企業統治等関係)の見直しに関する要綱案」によっ  
て上場企業への招集通知関連書類の電子化が義務付けられるため<sup>97</sup>、解決される  
であろう。また、PFとは株主総会での機関投資家の議決権行使環境の改善を目  
20 的とし、株主総会の関係者をシステム・ネットワークで結びつけることで議案  
情報の伝達・議決権行使・行使結果の集計を全て自動かつ電子的に行う仕組み  
である。日本では、株式会社東京証券取引所と Broadridge Financial  
Solutions, Inc との合弁会社、株式会社 ICJ が運営・管理を行っている<sup>98</sup>。

まずは PF の利用により、上記二つの課題がどの様に解決されるのかを述べ  
る。PF の利用により、管理信託銀行が行っていた機関投資家からの議決権行  
25 使指図の集計、行使書の作成が電子化・自動化されるため、それまでは数日か  
けていた時間的コストが解消される。すなわち、下記の【図表 14】の通り、機  
関投資家は招集通知の発送日当日から総会前日の正午まで議決権行使指図が可  
能となる。この結果、機関投資家の議案検討期間は 3-4 営業日から 10-11 営業  
日にまで拡大することが予想される<sup>99</sup>。また期限内であれば何度でも再指図が  
30 可能となるため機関投資家にとってのインセンティブは大きいと考えられる。

【図表 14】 国内機関投資家の議案検討期間



10 出所) 経済産業省(2015)「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会 事務局提出資料～議決権行使プロセスの電子化～」(PDF)より作成

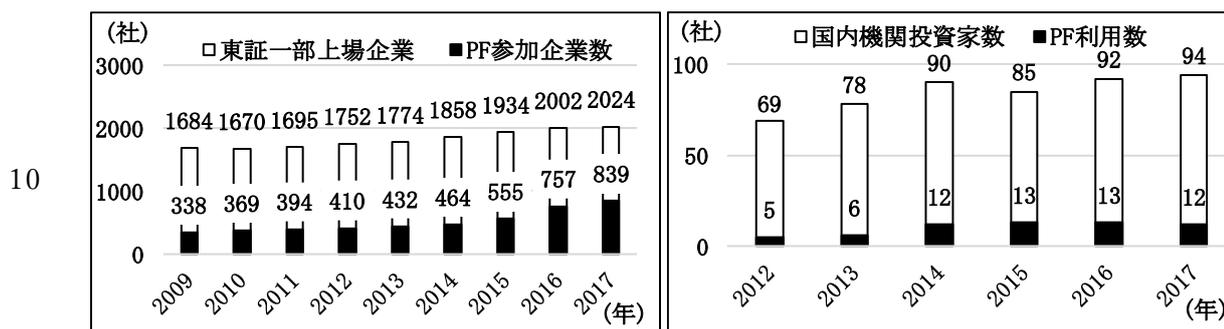
個別議案の説明に関する、企業が発信する情報と機関投資家が求める情報のズレに関しても PF は有効である。上述した通り、PF によって機関投資家は期間内であれば何度でも議決権行使指図を変更することが可能である。PF によって自動的に集計された議決権行使指図の結果は、発行企業へ毎日発信される。企業側目線に立てば、早い段階で機関投資家の議決権行使状況を把握できるため、反対票が多い場合にはその対策として適宜必要と思われる情報を発信することが可能となるのである。この PF 利用により、個別議案の説明に関する情報のズレや、機関投資家にとっての情報不足は解消される。

PF の利用により、冒頭で述べた二つの課題は解決するであろう。次に、PF の拡充のためにはどうすべきかを述べる。コーポレートガバナンス・コードにおいて、PF の利用が株主総会における議決権行使の環境整備に有効であると例示されたこともあり、【図表 15】の通り PF に参加する企業数は年々増加傾向にある。しかし機関投資家の利用社数は横ばいであり、機関投資家の利用数が増加しない限り、上記に述べた PF の効果を最大限活かすことはできない。機関投資家の参加数が伸び悩む原因の一つとしては 4 点ほどあるが、その内の一つに「アセットオーナーからの同意取得の難しさ」<sup>100</sup>が挙げられる。通常、アセットマネージャーとアセットオーナー間の契約では第三者を經由した議決権行使指図の取り決めが明記されないため、PF を利用する際にはアセットオーナーからの

同意を得る必要がある。しかし、この同意の取得は容易ではない。同意を得ることが出来ない理由として、「機関投資家が ICJ(PF)を利用することによる利便性向上について、アセットオーナーからの理解が得られない<sup>101)</sup>」ことが挙げられる。

5

【図表 15】 議決権電子行使プラットフォーム利用状況



15 出所)経済産業省(2018)「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」(PDF)より作成

この課題を解決し、PFに参加する機関投資家の増加を図るため、アセットマネージャーによる議決権電子行使の結果をアセットオーナーへ自動的に開示する機能の追加を提言する。改訂版スチュワードシップ・コードでは、アセット

20 オーナーに対しても、アセットマネージャーに対する監督・助言と言ったスチュワードシップ活動への参加が求められている。しかし、現状のアセットマネージャーによる議決権行使状況・結果といった活動報告は、各々が独自様式で報告しているため、アセットマネージャーごとの記載内容の差異が大きい。さらに、活動状況の公表そのものを行っていない場合も少なくない<sup>102)</sup>。すなわち、

25 アセットオーナーは自らの方針に沿って議決権行使をしているのか把握が難しく、また、アセットマネージャー毎の比較等も行いにくいいため、アセットマネージャーへの監督・助言が困難な状態にある。そこで、PFが集計している議決権行使指図の結果をアセットマネージャー毎にデータ化し、送信先として登録されたアセットオーナーへ随時送信する機能を追加することで、アセットマネ

30 ージャーにとっては議決権行使に関する活動報告書の作成コストが削減される。

そして、アセットオーナーに関しては、アセットマネージャー毎の差異の無い、個別具体的な議決権行使結果をリアルタイムで知ることができるため、より正確なアセットマネージャーへの監督・助言が可能となる。結果、アセットマネージャーが PF を利用することのメリットがより高まり、さらにアセットオーナー自身も PF 利用の恩恵を受けるため、PF 利用の同意取得が容易になると考えられる。

以上より、PF の拡充はアセットマネージャー・アセットオーナーの PF 参加を促進することで、本節冒頭の「議案検討期間の短さ」「企業の株主招集通知における情報不足」といった市場における課題を解決し、機関投資家、企業の双方にとって、より質の高い対話を実現させるうえでも有効であると結論づける。

## **II. 議決権行使助言の透明性と多様化**

議決権行使助言会社の規律強化、さらには日本に特化した助言会社の設立を提言する。

第 4 章第 3 節にて述べたように、現在の議決権行使助言会社に対しては、助言策定プロセスが依然として不透明であること、個々の企業の状況を実質的に判断するために必要な人的・組織的体制が整っていないこと、以上の二つが課題として挙げられた。

まず、上場企業に対し、事実誤認や重大な論点について助言会社と対話する機会を与えるべきである。実際、ISS の勧告に対して企業から反論や補足説明が公表されるケースがあり、しばしば ISS の誤解・事実誤認も発生している。そのため、アメリカや欧州では議決権行使助言会社に対する規制を巡る議論は活発化しており、アメリカでは助言会社を規律する法案が提出された。法案の内容は助言会社の登録制と提供サービスの信頼性確保のための規律を盛り込んだものである。欧州では法定拘束力を伴う規制手法の導入は見送られたが、透明性の確保と情報開示に関し、利益相反の特定・開示・管理等に関わる原則を提示し議決権行使助言業界が自らの行動規範を作成することを促すアプローチが採用された。その結果、欧州において主要な助言会社を構成員とする Best Practice Principles Group より報告書が提出された<sup>103</sup>。2017 年のスチュワードシップ・コード改訂では助言会社を対象とする指針が追加された。アメリカ

や欧州で行われているような発行会社による事前の助言レポートの確認や、訂正機会を確保する制度的な仕組みを日本においても設け、詳細な情報の公表を促すことで、より企業と株主との建設的な対話が可能となるであろう。

さらに、規制強化とともに日本独自の助言会社の設立を行うべきである。日本独自の助言会社が存在することで、日本企業の特徴に精通しつつ、個社の特徴や事業を深く判断することで、議決権行使の硬直化・形式化がもたらす最大の問題点の一つである、多種多様な上場企業の経営のあり方に対して、一つのルールが押し付けられている形式的すぎる判断を解消することが期待できる。また実際に、ヨーロッパにおける議決権行使助言会社の状況として、欧州証券市場監督局(ESMA:European Securities and Markets Authority)のディスカッションペーパーでは、米国の議決権行使助言会社のグローバルな存在感がある一方、加盟国ごとに構成された小規模・大規模の助言会社が存在しており、企業についてローカルな判断をすることが可能になっている、と記述されている<sup>104</sup>。また、複数の助言があることで助言の質が向上し、かつ上記の規制を通じて情報開示が進むことで、企業に対する正しい判断がなされ、企業の競争力強化にもつながることが期待される。

助言会社は情報処理コストを削減するのに重要な役割を果たしているため、多くの投資家が利用しており、投資家の議決権行使行動に多大な影響を与えている。故に、規律の強化とともに、日本型の議決権行使助言会社が存在することで影響の強くなりつつある助言会社の多様性が生まれ、今現在問題視されている助言会社のあり方を変化させることが可能になる。その結果、建設的な対話が促進され、企業の中長期的な成長が期待できる。

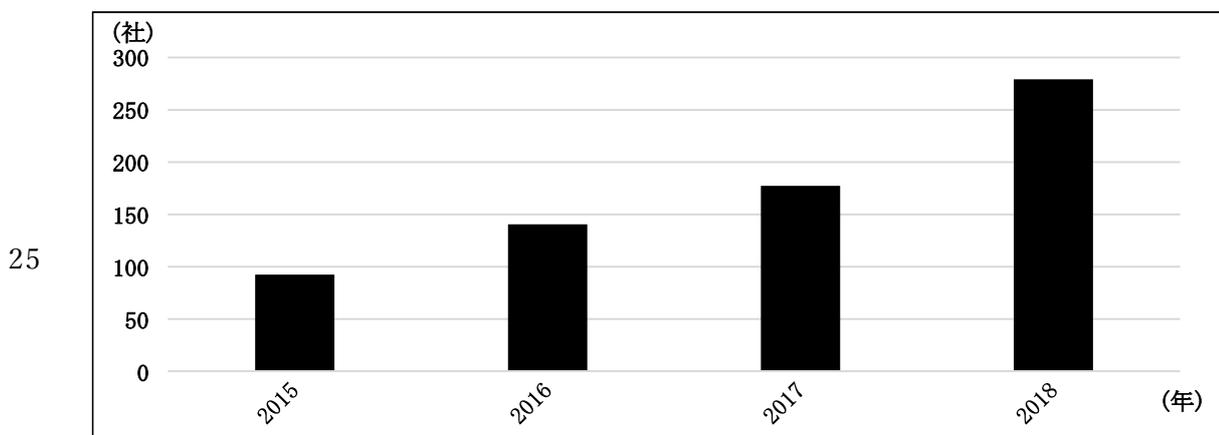
### **第3節 SASBスタンダード参照の情報開示促進**

第4章第4節にて、非財務情報開示について企業が開示する情報とステークホルダーのニーズとの間にギャップがあり、企業の将来像、つまり中長期的な価値向上につながる情報が開示されていないという課題を挙げた。そこで、サステナビリティ報告書や統合報告書における非財務情報の開示基準であるSASBスタンダードを参照した情報開示の促進を提言する。

SASBスタンダードは、2011年に創設された米国サステナビリティ会計基準

審議会 (SASB:Sustainability Accounting Standard Board) が 2016 年に暫定基準を公表し、後に業種分類の見直しを行い 2018 年 11 月に正式版を公表したものである。企業の情報開示の質向上に寄与し、中長期的視点の投資家の意思決定に貢献することを目的とした、将来的な財務インパクトが高いと想定される非財務情報の開示基準である<sup>105</sup>。細則主義をとるため、開示すべき指標や項目は全 981 項目と他の開示基準と比べると飛びぬけて多いが、さらに 77 業種別に分かれているため 1 業種ごとに平均 13 項目と、極めてシンプルなミニマム・スタンダードである。必要かつ最小限を追求するというコンセプトのため内容は複雑にはならず、導入は容易である。すなわち、網羅性を追求するのではなく、投資家をターゲットとしており企業の財務における影響の大きい ESG 要素にフォーカスしているため、投資家と企業の双方にとって利便性の高く、対応コストの低いツールとなっている。SASB スタンダードは開発当初、アメリカに上場している企業の制度開示資料である「Form10-K」や「Form20-F」への適応を想定していたが、最終的には世界中の企業に対応する開示基準に位置づけが変更され、正式版が公表された 2018 年には SASB スタンダードを参照し非財務情報を開示している企業は 69 社、加えて【図表 16】の通り、同年から SASB スタンダードの導入を検討している企業や、報告書内で SASB スタンダードに言及している企業が急増しており、今後さらに普及していくことが想定される<sup>106</sup>。

20 【図表 16】 世界で SASB に言及している企業数の推移



30 出所)ニッセイアセットマネジメント(2019)「GPIF 委託調査研究 ESG に関する情報開示についての調査研究報告書《概要》」(PDF)より作成

また、SASB スタンダードは作成にあたり 2800 人を超える企業関係者・コンサルタント・アナリストなどの実務家や研究者などが個人単位で関わっており、産業別での「マテリアリティの特定」などが具体的に定められているため比較可能性に優れており、投資家にとって判断がしやすい基準である<sup>107</sup>。そして3年  
5 おきにリサーチを行い、実際の財務への影響や企業における情報開示の実態を把握したうえで、基準の見直しを行うため、時代の流れで移り変わる情報ニーズに柔軟な対応が可能になることが期待できる。

さらに、SASB スタンダードに基づいた開示情報を投資判断の材料にしている機関投資家のグループである「インベスター・アドバイザー・グループ」が存在  
10 しており、40 以上もの世界の機関投資家が参加している。グループ全体の資産総額は 32 兆ドルであり、グループに所属している機関投資家は企業に SASB スタンダードを導入することを促進する役割がある。日本の機関投資家では現在、ニッセイアセットマネジメント株式会社のみがこのグループに所属している。日本においても SASB スタンダード導入を目指す動きが見られ、今後このよ  
15 うな機関投資家が増加することにより、SASB スタンダードを導入する企業も増え、中長期的価値向上につながる ESG 投資を効率的に実施することができる<sup>108</sup>。

しかし、非財務情報の開示対象は投資家だけではない。本来幅広いステークホルダーを対象に行われるべきである。そのため、第 2 章第 2 節で取り上げた、GRI スタンダードなどの投資家以外をも対象とした情報開示基準に付随する形  
20 で SASB スタンダードも参照することが最も効果的であると考えられる。例えば GRI スタンダードは「製品・サービスの環境効率をどれだけ改善させたか」を重要視するのに対し、SASB スタンダードは「環境効率の良い製品・サービスの販売数／売上高」について開示を求めており、性格的に相互補完関係にあるといえるため、共に導入することは効果的であるといえる。

加えて、第 4 章第 4 節にて幅広いステークホルダーに対応するような情報開示は不可能であるという指摘が存在すると言及したが、先に述べたように SASB  
スタンダードはミニマム・スタンダードであるため導入する際のコストが低く、他の開示基準と併用することは容易である。他のステークホルダーを意識した情報開示基準と共に SASB スタンダードを追加的に参照することにより、将来  
30 の企業価値と結びついた非財務情報の開示がなされ、幅広いステークホルダー

の情報ニーズと親和性の高い情報を提供することが可能となり、さらなる ESG 投資割合の増加が期待される。

#### 第 4 節 四半期業績予想開示の廃止

5 第 4 章第 5 節において述べたショートターミズムの課題を解決するため、我々は四半期の情報開示に含まれる業績予想開示の廃止・非財務情報の導入を提言する。

10 四半期開示に関しては第 4 章第 5 節でも述べたように、企業とアナリストの対話が足元ばかりの情報に偏る、いわば市場の短期志向化という悪影響を生じさせ、中長期的な企業価値の向上を阻害する<sup>109</sup>。一方で、四半期開示には企業・投資家ともにメリットがあるという主張もある。株式市場の効率性を保つ役割を担っているのは、業績を含めて経営に大きな変化があれば直ちに情報を公開する適時開示であり、また、四半期決算を含む開示は相場の変動率(ボラティリ  
15 ティー)を抑える効果がある。したがって、四半期開示などの法定開示は、情報の適時開示の信頼性を高めている<sup>110</sup>。

この状況下で、日本と同じくショートターミズムの問題を憂慮したイギリスで、ケイ・レビューによって、四半期開示を廃止すべきであるという提言がなされ、欧州連合では 2013 年に四半期開示の義務化を廃止した<sup>111</sup>。しかし、欧州では四半期決算の法定開示義務が廃止されてもなお、開示コストがかかるにも  
20 関わらず、多くの企業が任意で公表を続けている。これは顧客からのマイナスイメージを避け、また投資家とのディスクロージャー確保のためであり、企業側が四半期の情報開示を行うことにより得られるメリットの方がコスト等のデメリットよりも大きいと感じている証拠である<sup>112</sup>。以上より、四半期情報開示義務化の廃止や四半期決算短信の内容自由化・簡素化程度では投資家の短期的  
25 な視点を変えるには不十分であることがわかる。

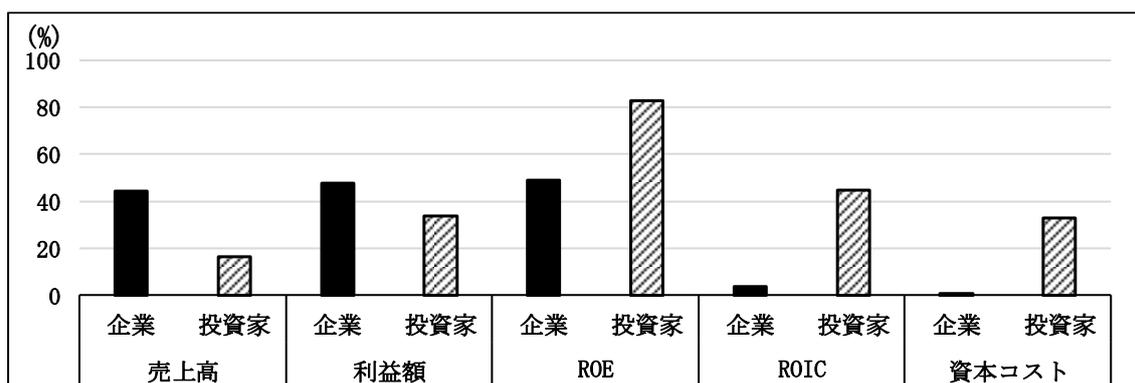
「迅速な情報開示の拡充を求める投資家の声」、「市場の短期化」という 2 点がジレンマとなる現状をバランスよく改善するため、我々は四半期開示の中でも業績予想・開示内容に着目する。現在、業績予想は自由記述となっているが、  
第 4 章第 5 節で述べたように、未だに多くに企業が開示している。予想項目は、  
30 以前まで開示する必要があった、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益、

1 株あたり当期純利益などの 6 項目が多くを占める<sup>113</sup>。しかし、これらの項目は、【図表 17】に示すように投資家が重視すべき指標との差異が確認できる。

【図表 17】経営計画で重視する経営指標(企業)・重視すべき経営指標(投資家)

5

10



出所)石田(2018)「ISS 議決権行使助言方針の背景にある考え方」より作成

15

これら四半期開示による業績予想の現状は、投資家が重視すべき経営指標が開示されていないこと、情報内容が財務的であり非財務的な情報が四半期情報開示には含まれていないことなどから長期投資につながる情報が開示されていないのである。つまり、第 4 章第 5 節で述べた短期志向を助長していることは明らかである。さらに、意図的に保守的な予想値を作成している可能性があるなどの問題も指摘されている<sup>114</sup>。したがって四半期開示に見られる曖昧な業績予想は投資家と企業の建設的な対話を阻害しており、市場に悪影響を与えている可能性が高いため、業績予想自体は廃止すべきであると考えられる。その一方で、第 2 章第 2 節でも述べた中長期的企業価値向上のために必要な気候変動関連財務情報や、ESG・SDGs の取り組みを数値データだけでなく、記述を用いるなどして、四半期開示として定期的にディスクロージャーすることが必要であるだろう。

25

30

以上のことから、財務情報に偏った業績予想を廃止し、重要性の高い非財務情報を法定開示要件に則って織り込むことによって、四半期情報開示をより実効性を伴い有意義なものにしていくことで、企業・投資家双方の短期志向を軽減することが期待できると結論づける。

## おわりに

近年、国際的に経済の持続的成長を重要視する傾向にあり、日本においても、持続的な経済成長を目指すためにスチュワードシップ・コードとコーポレート  
5 ガバナンス・コードが策定され、中長期的な企業価値向上に資するための機関投資家と企業のあり方が検討されている。

そこで本論文では、現状の機関投資家と企業の双方における課題を抽出し、今後の中長期的な企業価値向上と証券市場の発展のための提言を行った。

まず、自前ではエンゲージメントが実施しにくいパッシブ運用者にとって集  
10 团的エンゲージメントは有効な手段であるが、法律に抵触する部分としない部分の区別が曖昧であることを示した。そこで集团的エンゲージメントにおける法規制の緩和と実務ガイドラインの策定を提言した。ルールが明確で分かりやすくなれば集团的エンゲージメント実施の増加につながることを期待できる。

また、日本の議決権行使において「議案検討期間の短さ」および「企業の株  
15 主招集通知における情報不足」という二つの課題を挙げ、議決権電子行使プラットフォームの拡充を提言した。これにより機関投資家の議案検討期間は拡大し、企業は早い段階で機関投資家の議決権行使状況を把握することで、個別議案の説明に関する情報のズレや、機関投資家への情報不足が解消されるだろう。

加えて、今後利用が増加し、その影響力が強まる議決権行使助言会社に関  
20 する課題に関し、議決権行使助言会社に対する規制の強化・新たな議決権行使助言会社の組成によって、より有意義な議決権の行使が期待される。

さらに、企業が開示する非財務情報にステークホルダーのニーズとのギャ  
プがあることを示し、財務インパクトが大きいとされる非財務情報の開示基準  
25 である SASB スタンドアードの導入促進を提言した。求められるニーズに合う情報開示をすることで、効率的な ESG 投資を促進することが可能になると考える。

最後に、ショートターミズムの問題を示し、四半期業績予測開示の廃止を提  
言した。これにより、アナリストなどの短期的分析が抑止され中長期的な企業  
評価に転換し、ショートターミズムが是正されるであろう。

以上の提言をもって、企業と機関投資家双方の持続的な経済成長に資するた  
30 めのあるべき姿が体現されることを期待し、本論文の結びとする。

- 
- 1 大和投資信託(2019)を参照。
  - 2 QuickESG 研究所(2017)を参照。
  - 3 宮島(2013)、p. 17 を参照。
  - 4 ニッセイ基礎研究所(2010)、pp. 2-3 を参照。
  - 5 深見(2018)、pp. 14-16 を参照。
  - 6 小林・伊藤(2018)、p. 50 を参照。
  - 7 宮島(2013)、p. 20 を参照。
  - 8 村上(2018)、p. 1 を参照。
  - 9 村上(2018)、p. 4 を参照。
  - 10 村上(2018)、p. 5 を参照。
  - 11 バンガード・インベストメンツ・ジャパン(2012)、p. 6 を参照。
  - 12 バンガード・インベストメンツ・ジャパン(2012)、p. 8 を参照。
  - 13 経済産業省(2018a)、p. 1 を参照。
  - 14 経済産業省(2018b)、p. 1/4 を参照。
  - 15 経済産業省(2018c)、pp. 1/4-2/4 を参照。
  - 16 伊藤(2014)、pp. 5-6 を参照。
  - 17 栗野(2015)、p. 3 を参照。
  - 18 伊藤(2014)、p. 39 を参照。
  - 19 伊藤(2014)、pp. 5-6 を参照。
  - 20 伊藤(2015)、pp. 1-3 を参照。
  - 21 経済産業省(2014)を参照。
  - 22 吉井(2017)、p. 2 を参照。
  - 23 日本取引所グループ(2019b)を参照。
  - 24 田原(2016)、p. 131 を参照。
  - 25 企業活力研究所(2012)、p. 5 を参照。
  - 26 水口(2010)、p. 23 を参照。
  - 27 児玉・高村(2014)、p. 3 を参照。
  - 28 浜田(2019)、pp. 98-100 を参照。
  - 29 吉井・横山(2018)、p. 2 を参照。
  - 30 KPMG ジャパン(2018a)、p. 3 を参照。
  - 31 EDGE International(2017)、p. 3 を参照。
  - 32 INTEGRATED REPORTING<IR>(2015)、p. 8 を参照。
  - 33 ニッセイアセットマネジメント(2019)、p. 7 を参照。
  - 34 日本取引所グループ(2012)、p. 1 を参照。
  - 35 牛島(2016)、p. 1 を参照。
  - 36 山本(2016)、p. 3 を参照。
  - 37 山本(2016)、p. 6 を参照。
  - 38 星野(2016a)、p. 2 を参照。
  - 39 Principles for Responsible Investment(2019)を参照。
  - 40 湯山(2019)、pp. 2-3 を参照。
  - 41 年金積立管理運用独立行政法人(2018)、p. 3 を参照。
  - 42 年金積立管理運用独立行政法人(2017)を参照。
  - 43 湯山(2019)、p. 3 を参照。
  - 44 日本取引所グループ(2017)を参照。
  - 45 湯山(2019)、p. 4 を参照。
  - 46 湯山(2019)、p. 14 を参照。
  - 47 中井(2011)、pp. 384-385 を参照。
  - 48 ニッセイ基礎研究所(1998)、p. 3 を参照。
  - 49 中井(2011)、p. 385 を参照。
  - 50 宮井・三和(2016)、pp. 8-9 を参照。
  - 51 宮井・三和(2016)、p. 11 を参照。
  - 52 北川(2015)、pp. 29-30 を参照。
  - 53 北川(2015)、pp. 31-32 を参照。
  - 54 佐藤(2019)、p. 56 を参照。
  - 55 金融庁(2007)を参照。
  - 56 上場会社役員ガバナンスフォーラム(2018)を参照。
  - 57 金融庁企画市場局(2019)、p. 5 を参照。
  - 58 金融庁(2017)、p. 3 より引用。

- 
- 59 千葉(2011)、p. 1 を参照。  
60 金融庁(2015)、p. 1 より引用。  
61 金融庁(2015)、pp. 1-2 より引用。  
62 金融庁(2015)、p. 1 より引用。  
63 東京証券取引所(2018)、p. 1 を参照。  
64 萩下(2011)、p. 7、p. 44 を参照。  
65 伊藤(2014)、p. 27 を参照。  
66 伊藤(2014)、p. 13 を参照。  
67 伊藤(2014)、p. 29 より引用。  
68 伊藤(2014)、p. 27 より引用。  
69 明田(2017)、p. 2 を参照。  
70 金融庁(2017)、p. 13 より引用。  
71 明田(2017)、pp. 20-21 を参照。  
72 三井住友トラスト・アセットマネジメント(2018)、p. 2 を参照。  
73 金融庁(2019)、p. 14 を参照。  
74 経済産業省(2016)、p. 8 を参照。  
75 経済産業省(2016)、p. 10 を参照。  
76 経済産業省(2015)、p. 14 を参照。  
77 上野(2018)、p. 33 を参照。  
78 企業活力研究所(2018)、p. 64 より引用。  
79 EY(2018)、p. 3 を参照。  
80 企業活力研究所(2018)、pp. 64-65 を参照。  
81 企業活力研究所(2018)、p. i を参照。  
82 松田(2018)を参照。  
83 伊藤(2015)、p. 10 を参照。  
84 鈴木(2013)、p. 1 を参照。  
85 内閣府(2013)、p. 4 を参照。  
86 横山(2017)、p. 1 を参照。  
87 伊藤(2014)、pp. 72-73 を参照。  
88 日本取引所グループ(2018)、p. 2 を参照。  
89 内閣府(2013)、p. 3 を参照。  
90 淵田(2012)、p. 60 を参照。  
91 伊藤(2014)、p. 74 を参照。  
92 北川・林(2014)、p. 28 を参照。  
93 金融庁(2014)、pp. 6-9 を参照。  
94 上場会社役員ガバナンスフォーラム(2015)を参照。  
95 日本投資環境研究所(2013)、p. 11 を参照。  
96 野村資本市場研究所(2013)、p. 7 を参照。  
97 横山(2019)、p. 2 を参照。  
98 ICJ HP より参照。  
99 経済産業省(2015)、pp. 14-15 を参照。  
100 経済産業省(2015)、p. 9 を参照。  
101 経済産業省(2015)、p. 9 より引用。  
102 金融庁企画市場局(2018)、p. 24 を参照。  
103 尾崎(2018)、p. 39 を参照。  
104 尾崎(2018)、p. 42 を参照。  
105 KPMG ジャパン(2018)を参照。  
106 ニッセイアセットマネジメント(2019)、p. 12 を参照。  
107 KPMG ジャパン(2018)を参照。  
108 藤田(2019)、p. 52 を参照。  
109 伊藤(2014)、p. 8 を参照。  
110 日本経済新聞社(2018)、電子版 10/03 を参照。  
111 大崎貞和(2018)、p. 6 を参照。  
112 日本経済新聞社(2018)、電子版 10/03 を参照。  
113 日本取引所グループ(2018)、p. 6 を参照。  
114 東京証券取引所(2012)、p. 2 を参照。

---

## 【参考文献・参考資料】

### 明田雅昭(2017)

「パッシブ運用のエンゲージメント～論点整理と提案」『CGSA フォーラム』第 16 号

### 厚治英一(2019)

「強まる「SDGs 経営」への要請、動き出す金融機関」『週刊金融財政事情』2019 年 9 月 9 日 3323 号 Vol.70 No.34

### 石田猛行(2018)

「ISS 議決権行使助言方針の背景にある考え方」『旬刊商事法務』2018 年 9 月 5 日号 No.2176

### 伊藤邦夫(2014)

「「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト」(PDF) 経済産業省  
<[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf)>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

### 伊藤正晴(2015)

「ESG 情報の開示と投資への利用の現状と課題～投資家が望むのは、企業価値の創造プロセスの開示～」(PDF) 大和総研グループ

<[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20150825\\_010063.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20150825_010063.pdf)>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

### 上野直子(2018)

「2018 年グラス・ルイス議決権行使助言方針」『旬刊商事法務』2018 年 2 月 25 日号 No.2159

### 牛島信(2016)

「経営戦略としての ESG」日経ビジネス

<<https://business.nikkei.com/atcl/skillup/15/275626/121900022/>>

2019 年 10 月 24 日最終アクセス

### 岡野進(2012)

「英国株式市場についてのケイ・レビューの論点と日本の課題」大和総研グループ

<<https://www.dir.co.jp/report/column/120913.html>>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

### 大崎貞和(2018)

「四半期開示と経営の短期志向」野村総合研究所

<[https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu\\_itf/2018/10/itf\\_201810\\_3.pdf?la=ja-JP&hash=514CA8007540A565C061E8FE9CFF608CBDE6FA5F](https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu_itf/2018/10/itf_201810_3.pdf?la=ja-JP&hash=514CA8007540A565C061E8FE9CFF608CBDE6FA5F)>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

### 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」『月刊 資本市場』2018 年 4 月号 No.392

### 小幡績(2014)

『GPIF 世界最大の機関投資家』東洋新報社

---

#### 企業活力研究所(2012)

「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査研究報告書(概要版)」(PDF)  
<[https://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate\\_accounting/pdf/120713\\_PC1\\_5.pdf](https://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 企業活力研究所(2018)

「新時代の非財務情報開示のあり方に関する調査研究報告書～多様なステークホルダーとのより良い関係構築に向けて～」(PDF)  
<[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikei/pdf/csreports30report.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/csreports30report.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 北川哲雄、林順一(2014)

「投資情報開示とインベストメント・チェーン～ケイ報告書の意義～」『愛知学院大学 商学研究』第54巻第2・3号

#### 北川哲雄(2015)

『スチュワードシップとコーポレートガバナンス:2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社

#### 木村祐基(2018)

「改訂CGコードと機関投資家の期待」『旬刊商事法務』2018年9月5日号 No.2176

#### 金融庁(2007)

「金融規制の質的向上:ルール準拠とプリンシプル準拠」  
<<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20070912.html#03>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 金融庁(2014)

「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20140227/06.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 金融庁(2015)

「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 金融庁(2017)

「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すために～」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 金融庁・東京証券取引所(2018)

「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向上のために～」(PDF)  
<<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180602.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 金融庁企画市場局(2018)

「コーポレートガバナンス改革について」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20181127/01.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

---

#### 金融庁企画市場局(2019)

「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討課題」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20190305/01.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 金融庁(2019)

「[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](第18回)議事次第 参考資料」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20190305/02.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 栗野智之(2015)

「投資指標としてのROE」(PDF) 三菱UFJ信託銀行  
<[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201503_1.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 経済産業省(2014)

「企業情報開示検討分科会(第1回)-議事要旨」  
<[https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kigyo\\_johokaiji/001\\_giji.html](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kigyo_johokaiji/001_giji.html)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 経済産業省(2015)

「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会事務局提出資料～議決権行使プロセスの電子化～」(PDF)  
<[https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai\\_process/pdf/002\\_07\\_02.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/002_07_02.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 経済産業省(2016)

「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会事務局提出資料～招集通知関連書類の電子提供～(原則電子化に向けた検討を中心に)」(PDF)  
<[https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai\\_process/pdf/003\\_04\\_01.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/003_04_01.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 経済産業省(2018a)

「[統合報告・ESG対話フォーラム]における「アクティブ・ファンドマネージャー分科会(仮)」の設立について」  
<[https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/tougou\\_houkoku/pdf/002\\_12\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/tougou_houkoku/pdf/002_12_00.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 経済産業省(2018b)

「アクティブ・ファンドマネージャー分科会報告書(概要版)」(PDF)  
<<https://www.meti.go.jp/press/2018/06/20180625001/20180625001-2.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 経済産業省(2018c)

「アクティブ・ファンドマネージャー宣言」(PDF)  
<[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokaikei/AM\\_Japanese.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/AM_Japanese.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

---

**経済産業省(2018d)**

「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」(PDF)

<[https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai\\_process/pdf/009\\_04\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai_process/pdf/009_04_00.pdf)>

2019年10月24日 最終アクセス

**児玉・高村(2014)**

「非財務情報の開示と外国人投資家による株式保有」(PDF) 経済産業研究所

<<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/14j054.pdf>>

2019年10月24日 最終アクセス

**小林陽介・伊藤健司(2018)**

「株式流通市場」(日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 2018年版』日本証券研究所)

**笹谷秀光(2018)**

「ESG時代におけるSDGs活用の競争戦略」『月刊資本市場』2018年4月号 No.392

**佐藤隆文(2019)**

『資本市場とプリンシプル』日本経済新聞社

**代田純(1995)**

『ロンドンの機関投資家と証券市場』法律文化社

**上場会社役員ガバナンスフォーラム(2015)**

「(新用語・難解用語)集团的エンゲージメント」

<<https://govforum.jp/member/news/news-news/news-others/others-others/8894/>>

2019年10月24日 最終アクセス

**上場会社役員ガバナンスフォーラム(2018)**

「(新用語・難解用語)Comply or Explain」

<<https://govforum.jp/member/news/news-news/news-others/others-others/4577/>>

2019年10月24日 最終アクセス

**新日本有限責任監査法人・EY弁護士法人・EY総合研究所株式会社(2015)**

『コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード：自足的な企業価値向上のための2つのコードの実践』第一法規

**鈴木裕(2013)**

「共通した理解がないショートターミズム」大和総研グループ

<[https://www.dir.co.jp/report/column/20131219\\_008022.html](https://www.dir.co.jp/report/column/20131219_008022.html)>

2019年10月24日 最終アクセス

**生命保険協会(2016)**

「株式価値向上に向けた取り組みについて」(PDF)

<[http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420\\_3.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf)>

2019年10月24日 最終アクセス

**大和投資信託(2019)**

「用語集 機関投資家」

<[https://www.daiwa-am.co.jp/guide/term/ka/kikanto\\_1.html](https://www.daiwa-am.co.jp/guide/term/ka/kikanto_1.html)>

2019年10月24日 最終アクセス

**田中弘(2008)**

『財務諸表を学ぶための会計用語集』税務経理協会

---

**田原泰雅 (2018)**

「日本における IFRS 任意適用」『国際会計研究学会 年報』2016 年度第 1・2 合併号(通号 39・40 合併号)

**谷口達哉 (2018)**

「集团的エンゲージメントに関する金融商品取引法上の諸論点」『旬刊商事法務』2018 年 2 月 15 日号 No. 2158

**千葉恭嗣 (2011)**

「日本企業のコーポレート・ガバナンスをめぐって-成果と課題-」(PDF)  
<[https://kwansei-ac.jp/iba/assets/pdf/journal/studies\\_in\\_BandA\\_2011\\_p57-80.pdf](https://kwansei-ac.jp/iba/assets/pdf/journal/studies_in_BandA_2011_p57-80.pdf)>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**帝国データバンク (2018)**

「特別企画:2017 年度 コンプライアンス違反企業の倒産動向調査」(PDF)  
<<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p180405.pdf>>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**デロイトトーマツ (2019)**

「責任投資原則 (PRI)」  
<<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/mergers-and-acquisitions/articles/term-pri-20110526.html>>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**東京証券取引所 (2012)**

「ESG で企業を視る」(PDF)  
<<https://www.jpx.co.jp/learning/education/plusyou/theme/nlsgeu000001fh1y-att/01.pdf>>  
2019 年 10 月 20 日最終アクセス

**東京証券取引所 (2012)**

「業績予想開示に関する実務上の取り扱いについて」(PDF)  
<<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/forecast/tvdivq0000004vt9-att/b7gje6000002f7t2.pdf>>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**東京商工リサーチ (2019)**

「2018 年度全上場企業『不適切な会計・経理の開示企業』調査」  
<[https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190520\\_01.html](https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190520_01.html)>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**内閣府 (2008)**

「平成 20 年 年次経済財政報告」(PDF)  
<<https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/pdf/08p02053.pdf>>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**内閣府 (2013)**

「目指すべき市場経済システムに関する報告」(PDF)  
<[https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2013/1101/shiryo\\_05-2.pdf](https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2013/1101/shiryo_05-2.pdf)>  
2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**中井誠 (2001)**

「株式アクティビズムとガバナンス構造」『四天王寺大学紀要』第 51 号

---

#### ニッセイアセットマネジメント(2019)

「GPIF 委託調査研究 ESG に関する情報開示についての調査研究報告書《概要》」(PDF)  
<[https://www.gpif.go.jp/investment/research\\_2019.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### ニッセイ基礎研究所(1998)

「年金基金によるコーポレート・ガバナンス(1)」(PDF)  
<[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/35185\\_ext\\_18\\_0.pdf?site=nli](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/35185_ext_18_0.pdf?site=nli)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### ニッセイ基礎研究所(2010)

「(証券市場):日本市場におけるインサイダーとアウトサイダーの変化」(PDF)  
<[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/38992\\_ext\\_18\\_0.pdf](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/38992_ext_18_0.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本経済新聞社(2018)

「企業決算、四半期開示の是非(複眼)」日経電子版(2018/10/03)  
<<https://www.nikkei.com/article/DGXKZ037073500Z21C18A0TCR000/>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本証券経済研究所ロンドン資本市場研究会(1997)

『機関投資家と証券市場』日本証券経済研究所

#### 日本投資環境研究所(2013)

「調査報告書「EU大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実態に関する調査」」(PDF)  
<<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20131127/08.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本投資顧問業協会(2018)

「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5回)の結果について(平成30年10月実施分)」(PDF)  
<[http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward\\_enq30.pdf](http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_enq30.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本取引所グループ(2017)

「Sustainable Stock Exchanges Initiative への参加について」  
<<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0070/20171206-01.html>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本取引所グループ(2018)

「決算短信・四半期決算短信 作成要領等」(PDF)  
<<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/summary/tvdivq0000004wuh-att/tvdivq000000up10.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本取引所グループ(2019a)

「2018年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」(PDF)  
<<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000043n00-att/j-bunpu2018.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

#### 日本取引所グループ(2019b)

「IFRS適用済・適用決定会社一覧」  
<<https://www.jpx.co.jp/listing/others/ifrs/index.html>>  
2019年10月24日 最終アクセス

---

**年金積立管理運用独立行政法人(2017)**

「ESG 指数を選定しました」(PDF)

<[https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg\\_selection.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf)>

2019年10月24日 最終アクセス

**年金総合研究センター(2004)**

『機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス』株式会社商事法務

**野村資本市場研究所(2013)**

「米国における機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントのあり方に関する調査」

<<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20131127/09.pdf>>

2019年10月24日 最終アクセス

**野村証券投資信託委託株式会社(1969)**

『機関投資家と資産運用：米国にみる主要機関の実態』東洋経済新報社

**浜田 幸(2019)**

「近時の非財務情報への関心の高まりと任意開示の動向」『旬刊商事法務』8月5・15日合併号 No.2206

**林寿和(2019)**

「多様化する ESG 情報開示基準等の果たす役割と課題～GRI・IIRC・SASB・TCFDの比較分析を通じて～」『月刊資本市場』2019年7月号 No.407

**萩下峰一(2011)**

「企業価値とステークホルダー価値」(PDF)

<[https://ygu.repo.nii.ac.jp/?action=repository\\_action\\_common\\_download&item\\_id=312&item\\_no=1&attribute\\_id=18&file\\_no=1](https://ygu.repo.nii.ac.jp/?action=repository_action_common_download&item_id=312&item_no=1&attribute_id=18&file_no=1)>

2019年10月24日 最終アクセス

**バンガード・インベストメンツ・ジャパン(2012)**

「アクティブ運用とパッシブ運用」(PDF)

<<https://www.vanguardjapan.co.jp/docs/investment-resources/2013active-and-passive-investing-guide.pdf>>

2019年10月24日 最終アクセス

**坂東照夫(2018)**

「議決権電子行使プラットフォームの現状について」『月刊資本市場』2018年9月号 No.397

**深見泰孝(2018)**

「日本の証券市場の歴史」(日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場2018年版』日本証券研究所)

**福本葵(2017)**

「株主総会プロセスの改革」『証券レビュー』第57巻 第9号

**藤田香(2019)**

「投資家への開示、本命はSASB」『日経ESG』2019年8月号 第242号

**淵田康之(2012)**

「短期主義問題と資本市場」『野村資本クォーターリー2012Autumn』

**藤村武宏(2019)**

「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)提言について」『月刊資本市場』2019年3月号 No.403

---

**星野聡子(2016)**

「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」三菱 UFJ 信託銀行 (PDF)

<[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601\\_1.pdf](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf)>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**松田千恵子(2018)**

「非財務情報とは何か(十字路)」『日本経済新聞』2018 年 9 月 26 日 夕刊 7 面

**水口剛(2010)**

「非財務情報開示の国際的潮流-IABS による検討とその背景-」『年金と経済』2010 年 4 月 Vol. 29

**三井住友トラスト・アセットマネジメント(2018)**

「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」(PDF)

<<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%EF%BC%88SumiTam%EF%BC%89.pdf>>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**宮井博・三和裕美子(2016)**

「国内外機関投資家によるエンゲージメント活動についての共同研究」報告書」(PDF) 日興リサーチセンター

<<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20160331b.pdf>>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**宮島英昭(2013)**

「日本企業の株式保有構造」『旬刊商事法務』2013 年 8 月 25 日号 No. 2007

**三和裕美子(1999)**

『機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス:アメリカにおける史的展開』日本評論社

**三和裕美子(2016)**

「『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調査をもとに-」『証券経済学会年報』第 50 号別冊 第 84 回秋季全国大会学会報告論文

**村上正人(2018)**

「パッシブ運用とアクティブ運用を巡るわが国の議論と年金基金が持つべき視点」年金シニアプラン総合研究機構 (PDF)

<[https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr\\_30\\_08.pdf](https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_30_08.pdf)>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

**森田多恵子・江口大介(2019)**

「議決権行使の実質化と議決権行使助言会社の規律をめぐる動向」(2019)『旬刊商事法務』4 月 25 日号 No. 2197

**山本雅子(2016)**

「国内 ESG 投資の「過去」「現在」「未来」」(PDF) 野村証券株式会社

<[https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p\\_201610\\_01.pdf](https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_201610_01.pdf)>

2019 年 10 月 24 日 最終アクセス

---

**湯山智教(2019)**

「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」(PDF) 東京大学  
<<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/wp-content/uploads/2016/09/GraSPP-DP-J-19-001.pdf>>  
2019年10月24日 最終アクセス

**横山淳(2017)**

「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集团的エンゲージメントを巡る論点」(PDF)  
大和総研グループ  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809\\_012204.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809_012204.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

**横山淳(2019)**

「会社法制(企業統治等関係)要綱案② 株主総会関係の見直し 株主総会資料の電子提供、株主提案権の制限など」(PDF) 大和総研グループ  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20190221\\_020644.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/law-others/20190221_020644.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

**横山淳(2017)**

「高速取引行為(HFT)規制」(PDF) 大和総研グループ  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170622\\_012089.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170622_012089.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

**吉井一洋(2017)**

「企業情報開示と監査、大規模な見直しへ 非財務情報拡充、四半期決算見直し、監査報告書透明化」(PDF) 大和総研グループ  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20171017\\_012373.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20171017_012373.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

**吉井一洋・横山淳(2018)**

「胎動する非財務情報開示」(PDF) 大和総研グループ  
<[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20180723\\_030011.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20180723_030011.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

**吉田信之(2015)**

「《実践》経営ビジョン・経営計画・コーポレートガバナンス 日本企業にROE経営を定着させるために コーポレートガバナンス・コードは起爆剤となりえるか」(PDF) 大和総研グループ  
<[https://www.dir.co.jp/report/consulting/vision/20150825\\_010054.pdf](https://www.dir.co.jp/report/consulting/vision/20150825_010054.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

**渡邊顯(2015)**

『コーポレートガバナンス・コードを読み解く』株式会社商事法務

**EDGE International(2017)**

「Integrated Reporting for Corporate Value Creation 統合報告で実現する企業価値の創造-日本における統合報告の現状 2017-」(PDF)  
<[http://www.edge-intl.co.jp/library/img/s2019\\_05.pdf](http://www.edge-intl.co.jp/library/img/s2019_05.pdf)>  
2019年10月24日 最終アクセス

---

#### **Global Reporting Initiative(2017)**

「GRI STANDARDS DOWNLOAD CENTER-日本語版 (JAPANESE TRANSLATIONS)」

<<https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-japanese-translations-download-center/>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **ICJ(2019)**

「議決権電子行使プラットフォームとは？」

<<http://www.icj.co.jp/service/platform/>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **EY(2018)**

「投資家に企業の真価を伝える非財務情報開示とは？」(PDF)

<[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-is-your-nonfinancial-performance-revealing-the-true-value-of-your-business-to-investors-jap/\\$FILE/ey-is-your-nonfinancial-performance-revealing-the-true-value-of-your-business-to-investors-jap.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-is-your-nonfinancial-performance-revealing-the-true-value-of-your-business-to-investors-jap/$FILE/ey-is-your-nonfinancial-performance-revealing-the-true-value-of-your-business-to-investors-jap.pdf)>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **INTEGRATED REPORTING <IR> (2015)**

「国際統合報告 フレームワーク 日本語訳」(PDF)

<[https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International\\_IR\\_Framework\\_JP.pdf](https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/International_IR_Framework_JP.pdf)>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **KPMG ジャパン(2018a)**

「日本企業の統合報告書に関する調査 2018」(PDF)

<<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/2019/jp-integrated-reporting.pdf>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **KPMG ジャパン(2018b)**

「SASBに聞いてみた！-SASBを知るための10の質問-」

<<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2018/06/integrated-reporting-20180606.html>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **Principles for Responsible Investment(2019)**

「About the PRI Data and methodology available here, updated annually」

<<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **QuickESG 研究所(2017)**

「用語解説集 機関投資家」

<<https://www.esg.quick.co.jp/glossary/586>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **S&P Dow Jones Indices(2019a)**

「S&P Global 1200 TR」

<<https://us.spindices.com/indices/equity/sp-global-1200>>

2019年10月24日 最終アクセス

#### **S&P Dow Jones Indices(2019b)**

「S&P Global 1200 ESG Factor Weighted Index TR」

<<https://us.spindices.com/indices/equity/sp-global-1200-esg-factor-weighted-index>>

2019年10月24日 最終アクセス

---

### S&P Dow Jones Indices(2019c)

「S&P/TOPIX 150 TR」

<<https://us.spindices.com/indices/equity/sp-topix-150>>

2019年10月24日 最終アクセス

### S&P Dow Jones Indices(2019d)

「S&P/TOPIX 150 ESG Factor Weighted Index TR」

<<https://us.spindices.com/indices/equity/sp-topix-150-esg-factor-weighted-index>>

2019年10月24日 最終アクセス

関西学院大学 経営戦略研究科 HP	<a href="https://kwansei-ac.jp">https://kwansei-ac.jp</a>
金融庁 HP	<a href="https://www.fsa.go.jp">https://www.fsa.go.jp</a>
経済産業省 HP	<a href="https://www.meti.go.jp">https://www.meti.go.jp</a>
経済産業研究所 HP	<a href="https://www.rieti.go.jp">https://www.rieti.go.jp</a>
上場会社役員ガバナンスフォーラム HP	<a href="https://govforum.jp">https://govforum.jp</a>
生命保険協会 HP	<a href="https://www.seiho.or.jp">https://www.seiho.or.jp</a>
大和総研グループ HP	<a href="https://www.dir.co.jp">https://www.dir.co.jp</a>
大和投資信託 HP	<a href="https://www.daiwa-am.co.jp">https://www.daiwa-am.co.jp</a>
帝国データバンク HP	<a href="https://www.tdb.co.jp">https://www.tdb.co.jp</a>
デロイトトーマツ HP	<a href="https://www2.deloitte.com">https://www2.deloitte.com</a>
東京商工リサーチ HP	<a href="https://www.tsr-net.co.jp">https://www.tsr-net.co.jp</a>
東京大学公共政策大学院 HP	<a href="http://www.pp.u-tokyo.ac.jp">http://www.pp.u-tokyo.ac.jp</a>
日経ビジネス HP	<a href="https://business.nikkei.com">https://business.nikkei.com</a>
ニッセイ基礎研究所 HP	<a href="https://www.nli-research.co.jp">https://www.nli-research.co.jp</a>
日興リサーチセンター HP	<a href="https://www.nikko-research.co.jp">https://www.nikko-research.co.jp</a>
日本経済新聞社 HP	<a href="https://www.nikkei.com">https://www.nikkei.com</a>
日本投資顧問業協会 HP	<a href="http://www.jiaa.or.jp">http://www.jiaa.or.jp</a>
日本取引所グループ HP	<a href="https://www.jpx.co.jp">https://www.jpx.co.jp</a>
内閣府 HP	<a href="https://www.cao.go.jp">https://www.cao.go.jp</a>
年金シニアプラン総合研究機構 HP	<a href="https://www.nensoken.or.jp">https://www.nensoken.or.jp</a>
年金積立金管理運用独立行政法人 HP	<a href="https://www.gpif.go.jp">https://www.gpif.go.jp</a>
野村証券 HP	<a href="https://www.nomura.com">https://www.nomura.com</a>
野村総合研究所 HP	<a href="https://www.nri.com">https://www.nri.com</a>
パンガード・インベストメンツ・ジャパン HP	<a href="https://www.vanguardjapan.co.jp">https://www.vanguardjapan.co.jp</a>
三井住友信託銀行 HP	<a href="https://www.smtb.jp">https://www.smtb.jp</a>
三菱UFJ信託銀行 HP	<a href="https://www.tr.mufg.jp">https://www.tr.mufg.jp</a>
山梨学院リポジトリ HP	<a href="https://ygu.repo.nii.ac.jp">https://ygu.repo.nii.ac.jp</a>
EDGE International HP	<a href="http://www.edge-intl.co.jp">http://www.edge-intl.co.jp</a>
EY HP	<a href="https://www.ey.com">https://www.ey.com</a>
Global Reporting Initiative HP	<a href="https://www.globalreporting.org">https://www.globalreporting.org</a>
ICJ HP	<a href="http://www.icj.co.jp">http://www.icj.co.jp</a>
INTEGRATED REPORTING<IR> HP	<a href="https://integratedreporting.org">https://integratedreporting.org</a>
KPMG ジャパン HP	<a href="https://home.kpmg/jp">https://home.kpmg/jp</a>
Principles for Responsible Investment HP	<a href="https://www.unpri.org/">https://www.unpri.org/</a>
Quick ESG 研究所 HP	<a href="https://www.esg.quick.co.jp">https://www.esg.quick.co.jp</a>
S&P Dow Jones Indices HP	<a href="https://us.spindices.com">https://us.spindices.com</a>