

**平成 29 年度 証券ゼミナール大会**  
**第 5 テーマ B ブロック**  
**「機関投資家の投資行動と証券市場」**



**関西学院大学 商学部**  
**寺地ゼミナール**

# 目次

序章	・・・p.3
第1章 機関投資家とは	・・・p.4
第1節 機関投資家の定義	・・・p.4
第2節 国内証券市場の構造変化	・・・p.5
第3節 機関投資家の投資行動	・・・p.8
第4節 機関投資家のあるべき姿	・・・p.9
第2章 世界の機関投資家	・・・p.11
第1節 世界の機関投資家の動向	・・・p.11
第2節 英国における機関化と報告書	・・・p.12
第3節 モノいう米国機関投資家	・・・p.17
第3章 中長期的な企業価値向上のカギとなる情報開示	・・・p.21
第1節 コーポレートガバナンスと機関投資家	・・・p.21
第2節 重要視される財務情報・非財務情報	・・・p.23
第3節 証券市場における短期志向化の問題	・・・p.27
第4章 果たすべき受託者責任	・・・p.29
第1節 エンゲージメントの重要性	・・・p.30
第2節 パッシブ運用・アクティブ運用における対話の在り方	・・・p.33
第3節 議決権行使の現状と問題点	・・・p.34
第5章 証券市場の活性化のための施策提言	・・・p.37
第1節 四半期業績予想開示の廃止	・・・p.37
第2節 監査報告書における KAM 記載の導入	・・・p.39
第3節 インデックスを活用した ESG 投資の促進	・・・p.40
第4節 議決権電子行使プラットフォームの拡充	・・・p.42
第5節 集团的エンゲージメントを促す招集通知の発行	・・・p.44
終章	・・・p.45

## 序章

日本はバブル崩壊以降「失われた 20 年」と言われるように経済は長年にわたり低迷し続けてきた。そこで日本経済を復興すべく 2012 年第 2 次安倍政権が発足し、アベノミクス第 3 の矢として成長戦略が掲げられた。この一環として登場したのが 2014 年の「スチュワードシップ・コード」、2015 年の「コーポレートガバナンス・コード」である。両コードは車の両輪を成すともいわれ、企業と機関投資家それぞれのあるべき姿が問われている。日本でこれらのコードが採用される以前の 2010 年に世界で初めてスチュワードシップ・コードを導入したのが英国であり日本は英国の後を追っている。

世界的に機関投資家が注目され、英国と日本においてスチュワードシップ・コードの策定に至ったが、これは日本を含め世界で機関投資家の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くなったからである。

本論文の目的は、機関投資家・企業・最終受益者を含むインベストメント・チェーンにおいて現在、生じている様々な問題を提起し、これらを解消すべく提案を明示する事にある。そこで本論文では第 1 章で機関投資家を定義し、機関化までの流れとスチュワードシップ・コードを基に機関投資家のあるべき姿を問う。第 2 章では英国・米国を中心とし、世界の機関投資家の特徴について言及しつつ日本の機関投資家との違いについて述べる。第 3 章ではコーポレートガバナンス・コードに言及し、企業側がどのようなガバナンスを行っているのか、またその中でも特に情報開示制度に焦点をあて、現在、各国で問題視されている証券市場の短期志向化について詳しく述べる。続く第 4 章ではインベストメント・チェーンのなかで機関投資家がいかにして受託者責任を果たすかを「建設的な対話」に着目しながら言及し、議決権行使や利益相反の問題など最近話題となっているトピックも踏まえながら言及していく。第 5 章では、本論文で挙げた証券市場の問題に対処するための提言を明示しインベストメント・チェーンの更なる発展、またモノという株主の増加、中長期的な企業価値の向上の促進のため日本の機関投資家・企業を含む市場全体がなすべき事について幾つかの提言を行う。

30

## **第 1 章 機関投資家とは**

本章では、第 1 節にて機関投資家の定義、第 2 節では機関投資家がこれまで発展してきた経緯を述べ、第 3 節では国内外機関投資家の投資先企業の特徴、  
5 第 4 節ではスチュワードシップ・コードを基に機関投資家の在るべき姿について言及していく。

### **第 1 節 機関投資家の定義**

10 機関投資家とは顧客が保険料や金融商品を購入するために捻出した資金を管理・運用する投資家の事を指し、このように大量の資金を運用する事から市場へ与える影響も大きいとされる。機関投資家としては主に「年金基金」「保険会社」「投資信託会社」「投資顧問会社」などが挙げられる。

機関投資家も存在や役割の違いから区別が必要とされており、本論文ではア  
15 セット・オーナーとアセット・マネージャーの区別をはっきりとさせる。まず、アセット・オーナーとは「年金基金」に代表されるように、資産を保有し運用会社に資産の運用を委託する機関投資家を指す。これに対してアセット・マネージャーとは「投信運用会社」などを指し、アセット・オーナーから預かった  
20 資金を運用する機関投資家の事で、主に運用判断や議決権行使、エンゲージメント等を行う<sup>1</sup>。機関投資家に、銀行の中でも都銀、地銀等も挙げられるが、本論文においては中長期的な視点をもって企業に対しエンゲージメントを行い、最終受益者に対し受託者責任を負っている機関投資家を中心に話を進めていく。

次に証券市場のなかでの機関投資家の役割について考えてみる。まず最終受  
25 益者である個人又は家計が運用の元手となる資金を機関投資家に預け運用を委託する。ここで重要となるのは機関投資家に受託者責任が発生するという事である。特に金融機関のグループ内に所属する機関投資家は、親会社やグループ会社の利益と最終受益者の利益との間に利益相反が発生する場合があります、受託者責任を果たすためにもこのような利益相反を回避し、利益を最終受益者に還元するための運用を行うべきである<sup>2</sup>。

30 また、機関投資家は受託者責任を果たすために株式や債券などで運用を行う。

ここでも機関投資家は重要な役割を果たす。それは企業へのスチュワードシップ責任である。機関投資家は企業に対して監視を行い、エンゲージメントを通して投資先企業の持続的な成長を促進する必要がある<sup>3</sup>。受託者責任、企業の持続的な価値向上を成し遂げる事によりインベストメント・チェーン全体の発展を促すという大きな役割を機関投資家は背負っている。具体的には、アベノミクス第3の矢の成長戦略である「日本再興戦略」のひとつとして2014年にスチュワードシップ・コードが策定された。受託者責任や企業の持続的成長を促進させる役割を担った機関投資家は以前よりも注目されるようになり、日本経済を成長させる大切なプレーヤーとしてみなされるようになったが、様々な課題も挙げられる。

## 第2節 国内証券市場の構造変化

第1節では機関投資家の定義を述べたが、第2節では株式保有構造に触れながら、機関投資家がどのように発展してきたかを述べていく。

【図表1】投資部門別株式保有比率の推移(単位:%)

年度	金融機関全体					事業法人	外国法人等	個人
		都銀・地銀等	信託銀行	生命保険	損害保険			
1990	43.0	15.7	9.8	12.0	3.9	30.1	4.7	20.4
1995	41.1	15.1	10.3	11.1	3.6	27.2	10.5	19.5
2000	39.1	10.1	17.4	8.2	2.7	21.8	18.8	19.4
2005	30.9	4.7	18.0	5.1	2.1	21.3	26.3	19.9
2010	29.7	4.1	18.2	4.5	1.9	21.2	26.7	20.3
2016	28.4	3.5	19.6	3.4	1.2	22.1	30.1	17.1

出所)「株式分布状況調査 投資部門別株式保有比率及び保有金額の推移(長期統計) 2-5\_1 保有割合」日本取引所グループ(2016)より作成

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

【図表1】は1990年からの株式保有構造を示している。まずはこの構造の変化を全体的にみていく。

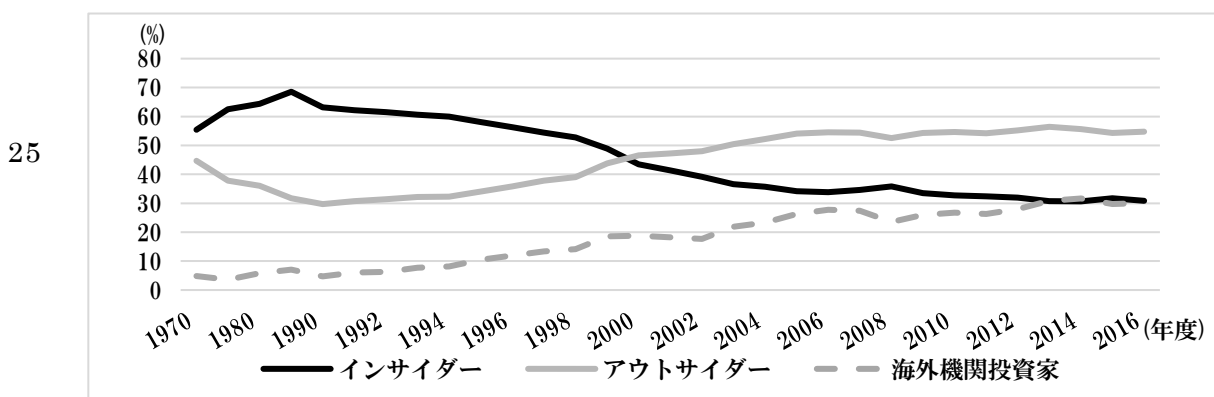
保有割合の低下が顕著に表れているのは、事業法人と金融機関全体のなかで

も特に銀行、保険会社である事が【図表 1】からみてとれる。これら保有率が低下した部門に共通している事は、株式保有の目的が利益の最大化ではなく、投資先との長期的な取引関係を維持する事である。これら銀行や事業法人、保険会社など取引関係を重視する機関をまとめてインサイダーとよぶ。インサイダーに対し国内外の機関投資家は利益の最大化を目的とするためアウトサイダーとよばれる<sup>4</sup>。投資家をインサイダーとアウトサイダーに区別したうえで、機関投資家がどのように発展したのか、株式の保有構造を年代に沿って各投資部門別の特徴をみていく。

## 10 I. 戦後から銀行危機までの保有構造

戦前は経営者家族又は持ち株会社が支配的な株主であった財閥が存在していたが、戦後直後の財閥解体と証券民主化措置によって個人に株式が集中し、アウトサイダー中心の株式保有構造であった。しかし 1950 年代前半から徐々にインサイダーの保有割合も増加してきた。また不況期に企業が財政危機に陥り、増資による資金調達で銀行・取引先企業の保有率が高まった<sup>5</sup>。当時、日本は高度経済成長期にあり、借入による資金調達だけでなく増資による資金調達も活発になり、1966 年の商法改正で「割り当て自由の原則」が成立した事で、経営者は株主を自由に選択する事が可能となった。これもインサイダー保有率上昇の一要因と言えるだろう<sup>6</sup>。また 1960 年代から資本の自由化による外資の進出から経営支配の懸念が高まった事も挙げられる。

【図表 2】 インサイダー、アウトサイダーの保有割合の推移



30 出所) 「株式分布状況調査 投資部門別株式保有比率及び保有金額の推移 (長

期統計) 2-5\_1 保有割合」日本取引所グループ(2016)より作成

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

以上の要因より、1960年代後半からは以前のアウトサイダー中心の構造から主に銀行や事業会社中心のインサイダー中心の保有構造へと変化していった。

- 5 【図表 2】は、インサイダーとアウトサイダーの保有割合の推移を表したものである。1976年には証券取引審議会から法人による株式保有の行きすぎ是正や株式投資の魅力の回復など、持ち合いへの批判も高まったがこれが解消される事はなかった<sup>7</sup>。

- 10 1970年代から1980年代にかけて金融機関の保有率は40%前後を推移していた。事業法人を含んだインサイダーの保有割合が60%を上回る期間もあった。このように1960年代後半にインサイダー中心の保有構造となり、このインサイダー優位の構造は1997年の銀行危機まで続いた。

## II. 銀行危機から現在までの保有構造

- 15 1990年代前半に起こったバブル崩壊の後、1997年に北海道拓殖銀行や山一証券の倒産などを含んだ銀行危機が起こった。この銀行危機によってインサイダー優位の保有構造からアウトサイダー優位の保有構造へと大きく転換した。銀行危機による不良債権問題、1993年に日本に導入された BIS(Bank for International Settlements;国際決済銀行)規制などへの対応のために銀行は保有株式を売却した。また、「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」により
- 20 2003年までに保有株を約半分程度まで減少させる事が定められ、より一層銀行による株式の売却が進んだ<sup>8</sup>。一方、事業法人による銀行株の売却も進めていた。これにより1985年には20.9%の株式を保有していた銀行は2016年には3.5%に、同時期に28.8%を保有していた事業法人は22.1%へと縮小し、株式の持ち
- 25 合いは解消されたと言えるだろう。2005年に敵対的買収の増加などに伴い、株式の持ち合いが復活したと言われた事もあったが、これも2008年のリーマンショックにより解消されたとされている<sup>9</sup>。

- インサイダーによる株式保有割合が低下するのに対しプレゼンスを高めていったのが国内外の機関投資家であり、いわゆる「機関化」が進んだ。【図表 2】
- 30 からもわかるように、機関投資家の台頭によりインサイダーとアウトサイダー

の保有割合が逆転した。海外機関投資家の保有割合は、2008年のリーマンショック時に若干低下したものの、それ以降は再び保有割合を高め、ピーク時の2014年には保有割合が31.7%となった。国内機関投資家も信託銀行や投資顧問会社などの投資家の保有割合が増加している。この増加の要因となったのが、

5 GPIF(Government Pension Investment Fund;年金積立金管理運用独立行政法人)である。GPIFの資産が市場で運用される事となり、この資金の運用を信託銀行等に委託したために国内の機関投資家の株式保有割合が増加したとされる<sup>10</sup>。

### **第3節 機関投資家の投資行動**

10

第3節では2000年代に台頭した機関投資家がどのような企業に投資しているのか、また投資先の企業にどのような影響を与えているのかをみていく。

国内外ともに共通している事項としては、企業規模が大きく、株価水準、売買回転率、海外売上高比率が高く、負債比率が低い銘柄に投資しているという

15 点である<sup>11</sup>。特に海外機関投資家は海外での知名度が高いという点でMSCIなどのインデックスの組入銘柄の保有率が高くなっている。さらに海外機関投資家は、これらの要因のほかにISS(Institutional Shareholder Services)やGlass Lewisなどの議決権行使助言会社にも影響される。

海外機関投資家の投資行動には、肯定的な意見もある一方で否定的な意見も

20 存在する。肯定的な意見としては、海外機関投資家は国内機関投資家と比較した際に独立性が高く、モニタリング能力に長けている事が挙げられる。これは最終的に企業のパフォーマンスの向上にも繋がる。一方で、否定的な意見としては、情報の非対称性により形式的な銘柄選択しか行えず、企業にコミットできていないという点に加え、短期志向に偏っているという点が挙げられる<sup>12</sup>。

最後に海外機関投資家が国内証券市場に与える影響については、売買回転率

25 が高い事から株価形成に大きな影響を与え、価格形成の過程で重要な役割を果たしているといえる。

第2に、CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)が会社提案に反対票を

30 投じた事、ISSやGlass Lewisなどの議決権行使助言会社が国際基準の取締役会設計を推奨した事が要因で日本企業の株主総会の在り方、機関投資家による



議決権行使への意識が変化した事がいえるだろう<sup>13</sup>。

#### **第4節 機関投資家のあるべき姿**

5 次に第4節ではスチュワードシップ・コードを参照にしながら機関投資家のあるべき姿について言及する。

スチュワードシップ・コードは2010年に英国で策定された。これに続く形で日本も、アベノミクス「第3の矢」である成長戦略としての「日本再興戦略」で2014年2月26日に「『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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」を策定した。

2016年12月17日時点で合計214もの機関投資家が本コードの受け入れを表明した。スチュワードシップ・コード策定以前の2008年には金融庁により「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」が設立され、2009年15 年には「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報告～上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて～」という報告書が公表された。この報告書の内容としては、機関投資家の議決権行使や議決権結果の公表などが提言されている<sup>14</sup>。しかしこれだけでは、機関投資家と企業の相互の深い理解は得られないとしてスチュワードシップ・コードが策定された<sup>15</sup>。スチュワードシップ・コード策定の背景には長きにわたる円高、デフレなど日本経済の低迷があったとされ、民間投資の喚起が必要であった事が挙げられる。産業競争力会議において民間投資を喚起させるにはコーポレートガバナンスの強化が必要不可欠であるとされ、企業の持続的成長には機関投資家による外部からの監視の目が必要であるとされた。

25 【図表3】は日本版スチュワードシップ・コードの原則を示している。本コードの主な目的を金融庁は、「『スチュワードシップ責任』は、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す事により、顧客・受益者の中長期的な投資リターン30 の拡大を図る責任をもつ事である。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者

と投資先企業の双方を視野に入れ、『責任ある機関投資家』として当該『スチュワードシップ責任』を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである<sup>16</sup>。」（「『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～」金融庁（2017）、p.4より引用）としており、エンゲージメントを通して投資先企業の企業価値の向上を促進するとともに受託者責任を果たす事を目的としている。

【図表 3】日本版スチュワードシップ・コードの原則

	内容
10 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。
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。
15 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。
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。
20 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。

出所) 『『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～』金融庁 HP (2017)p.8 より作成

25 (URL) <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>

次に本コードに採用されている「プリンシプルベース・アプローチ」、「コンプライ・オア・エクスプレイン」についてみていく。本コードは機関投資家それぞれの規模や運用方針に基づいて柔軟に適用されるべきとの考えから上記の原則が採用された。「プリンシプルベース・アプローチ」とは原則主義と訳され、

5 スチュワードシップ行動を細かく規定する細則主義とは対照的に、それぞれの機関投資家の状況に応じて適切な行動を促進させるものである。次に「コンプライ・オア・エクスプレイン」は、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する」と訳される。これはソフト・ローといい、強制力を持たない。しかし、実施しない場合には機関投資家は当然顧客・受益者が納得するような説明を行わなければならない。

10 以上のような目的や原則を特徴とするスチュワードシップ・コードであるが、おおむね3年ごとに定期的な見直しが行われる。実際に今年の5月末に改訂が行われており、原則は変更されていないが指針についての項目が21から30に増加している。主な追加内容としては、ESG投資、集团的エンゲージメント、議決権行使会社、パッシブ運用における対話、議決権行使結果の公表、利益相反等についての指針が追加された。

## 15 **第2章 世界の機関投資家**

第2章では第1章第3節でも少し触れたが、海外の機関投資家の特徴について述べていく。第1節では世界全体をみた機関投資家の動向を、第2節では日本も参考にしたスチュワードシップ・コードを最初に導入した英国を、第3節ではアクティビズムが増加した米国の機関投資家をみていく。

### 20 **第1節 世界の機関投資家の動向**

近年、グローバル金融市場において機関投資家の影響力・存在感は増しており、その構造においても変化がみられる。

25 年金資金は先進国で蓄積が進んでおり、資産内訳では、確定拠出型年金が急激に増加している。米国と豪州では、確定拠出型年金の資金量が確定給付型年金を凌駕している。また、伝統的機関投資家の資産量は、米国が約46%と圧倒的に多い一方で、日本、ドイツ、フランスのシェアが年々減少している。その原因として、豪州・韓国・カナダの年金資産が増加している事が挙げられる。

30 特に、豪州で取り入れられているスーパーアニュエーションという強制加入型

の私的年金制度の効果は大きく、資産規模も拡大している。

また、世界的に SWF(Sovereign Wealth Fund;ソブリン・ウェルス・ファンド)やヘッジファンド、プライベートエクイティファンドなどの非伝統的な機関投資家が増加傾向にある。SWFに積極的な国は、中東やアジア諸国に多く、巨大な資産を動かすため、大きな市場循環機能となっている。特に、中国、シンガポール等アジアの SWF の拡大は顕著である<sup>17</sup>。

## **第 2 節 英国における機関化と報告書**

10 英国を代表する機関投資家として、年金基金、保険会社、ユニット・トラストを含む投資信託が挙げられる。これらの機関投資家は第二次世界大戦の間に拡大した。1950 年代からの台頭とともに機関投資家、企業それぞれにあるべき姿が問われてきたのだ。第 2 節では主に英国の「機関化」とこれに伴う報告書の存在とスチュワードシップ・コードの策定に焦点をあてていく。

15

### **I. 英国における「機関化」**

英国は世界で最も機関化が進んだ国と言われている。1950 年代からの機関化にはどのような背景があったのかを詳しくみていきたい。

第二次世界大戦後である 1950 年代は戦費調達のための国債発行が多かったが、機関投資家が株式市場に参加する土台も着々と整いつつあった。その要因としては 3 点挙げられる。まずは、公定歩合の引き上げに伴う債券価格の暴落である。52 年に 4%であった公定歩合は 57 年には 7%まで引き上げられた。次に国債価格の下落とは対照的に株式価格が上昇した事である。また株価の上昇に加え、配当成長率も堅調であり 54 年に 20.1%であったが 60 年には 25.9%となっている。また、大きな要因となったのがインフレの進行である。インフレの影響を受け、債券の実質の価格は低下したが、株価が上昇した事によるキャピタルゲインの確保とともに配当利回りも増加した事からインフレ・ヘッジの効果があつた<sup>18</sup>。これらの要因より機関投資家は債券よりも株式に投資を行った方が利益を生み出した。

30 機関投資家が株式市場に参入しやすい状況にある事に加え、戦後は個人投資

家の株式市場からの撤退が始まった。個人投資家の保有割合が低下した要因として相続税の増税や情報の非対称性が考えられ、これらの要因により、【図表 4】にあるように戦後以降は個人投資家の保有割合は大幅に低下した。

このような状況下で成長したのが職域年金と保険会社であった。年金基金自体は以前より存在しており民間年金基金は鉄道会社を中心に発達を遂げていた。公的年金は 1908 年に導入されたが財政の逼迫が問題となり、発達を遂げたのは職域年金であった。1942 年の均一給付・均一拠出を定めたベバリッジ報告など職域年金を成長させる様々な要因が存在した。これに加え 1950 年代の失業率が低かった事や非課税額の拡大もあり 1936 年の職域年金の加入率は 13%であったが、1956 年には 33%にまで増加した<sup>19</sup>。職域年金の資産構成はインフレ・ヘッジ性の高い株式が中心となった。

【図表 4】英国の投資部門別株式保有比率の推移(単位:%)

(部門 \ 年)	1963	1975	1981	1991	2001	2008	2010	2014
海外	7.0	5.6	3.6	12.8	35.7	41.5	43.4	53.8
保険会社	10.0	15.9	20.5	20.8	20.0	13.4	8.8	5.9
年金基金	6.4	16.8	26.7	31.3	16.1	12.8	5.6	3.0
個人	54.0	37.5	28.2	19.9	14.8	10.2	10.2	11.9
ユニット・トラスト	1.3	4.1	3.6	5.7	1.3	1.8	8.8	9.0
銀行	1.3	0.7	0.3	0.2	1.3	3.5	2.5	1.4
その他	20.0	19.4	17.1	9.3	10.8	16.8	20.7	15.0

出所)「Ownership of UK Shares」Office for National Statistics(2014)より作成  
(URL)<https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/datasets/ownershipofukshares>

1950 年、職域年金とともに成長を遂げた保険会社の発達の要因としては、個人所得水準が高くなり個人貯蓄が形成された事、高齢化の進行などの要因が考えられる<sup>20</sup>。

保険会社と職域年金の成長は 1960 年代、1970 年代も続いた。1960 年代の景気は良好で GDP 成長率も高水準を保ち失業率も低かった。しかし 1970 年代に入り状況は一変した。1974 年のオイルショック以降は成長率もマイナスを記録する年もあり深刻なスタグフレーションに陥った。インフレ率の急騰に加え 1960 年代の公定歩合引き上げにより債券価格は大幅に下落した。インフレによ

る資産の目減りを恐れた個人投資家は運用のプロである年金基金や保険会社に資産の運用を委託したのであった。

5 続く 1980 年代にも、高齢化の更なる進展、国庫負担の停止等による公的年金の財政悪化、職域年金に対する税制優遇、インフレ対策、証券市場そのもののパフォーマンス向上により職域年金はさらにプレゼンスを高め、またマーチャント・バンクは国際的な情報力に長けていた事などが要因で年金の運用を行っていた事からも重要な存在となりつつあった<sup>21</sup>。

10 以上より英国の「機関化」をみてきたが、やはり機関投資家の役割は重要視すべきである。続く II では機関投資家、企業のガバナンスについて言及した様々な報告書と日本版スチュワードシップ・コードの基となった英国のスチュワードシップ・コード策定の背景と内容についてみていく。

## II. 報告書とスチュワードシップ・コード策定までの歴史

15 機関化が進むとともに英国ではいくつかの報告書が公表されている。このような報告書が公表されたきっかけとしては証券市場の機関化と度重なる企業の不祥事が挙げられる。例を挙げてみれば、コロロル社やポリペック社、マックスウェル事件等を機に、取締役会や会計監査の見直しを促進した事が挙げられる。前節で取り上げた年金基金での不正問題としてはマックスウェル事件が挙げられる<sup>22</sup>。

20 このような企業の不祥事が生じた事により以下のような多数の報告書が公表された。またこれらの報告書は現在のコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの策定へと繋がるのである。

25 次に 1992 年に起きた不祥事を機に公表されたキャドバリー報告書である。この報告書では議決権行使等による機関投資家と企業の対話を促進している。また機関投資家から企業が不正を行わないような行動を取るべきだとしている。主な内容としては、非業務執行取締役や監査委員会、投資情報開示の重要性、機関投資家の役割重視等が挙げられる<sup>23</sup>。また、この報告書で初めて現在も用いられている「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則が採用され、英国と日本の両国においてコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・  
30 コードの原則の根幹が形成された。

1998年にはハンペル報告書が公表された。内容としては、取締役報酬や株主の役割、説明責任、監査などに言及している<sup>24</sup>。このハンペル報告書を受けてロンドン証券取引所では、キャドバリー報告書、1995年のグリーンブリー報告書、ハンペル報告書の規範・原則を統合した統合規範(Combined Code)が成立しロンドン証券取引所の上場規則の一部となり、機関投資家に対して、議決権行使、企業との対話、コーポレートガバナンス・コードに関する開示情報の評価を求めた<sup>25</sup>。また統合規範はコーポレートガバナンス・コードの前身となったという意味では、現代の日本と英国における企業統治に重要な影響を与えたのである。

2001年にはマイナース報告書が作成された。これは年金基金や保険会社などの機関投資家の受託者責任を促進させるものであった。報告書では資本が貯蓄者である国民の利益のために投資されていない事が指摘されている。その上で機関投資家がエンゲージメントを行い議決権の行使などを通して企業に介入し、企業価値を向上させる事を求めた。

その後、2008年のリーマンショックによる英国の銀行危機を受けてウォーカー報告書が作成された。本報告書の勧告16と17によりスチュワードシップ・コード策定が促された。勧告16では統合規範から新たに機関投資家に向けたスチュワードシップ・コードが分離されるべきであり、このとき統合規範はコーポレートガバナンス・コードとして存続されるべきだという事、また勧告17では英国機関株主委員会(ISC)が作成したコードが英国財務報告評議会(FRC)に批准され、スチュワードシップ・コードとして展開されるべきであり、また「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則に基づき統合規範と同様に扱われるべきだと述べている。これにより実際に2010年、英国財務報告評議会(FRC)によりスチュワードシップ・コードが策定された。

英国のスチュワードシップ・コードは日本と同じく原則は7つ存在する。2013年時点では合計185の機関投資家がスチュワードシップ・コードの採用を表明している。原則は下記の【図表5】が示しているが日本と異なった点としては原則5が挙げられる。

【図表 5】 英国のステュワードシップ・コードの原則

	内容
原則 1	機関投資家は、ステュワードシップ責任をどのように果たすのかについての方針を公に開示すべきである。
原則 2	機関投資家は、ステュワードシップに関連する利益相反を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべきである。
原則 3	機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
原則 4	機関投資家は、ステュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
原則 5	機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
原則 6	機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の開示について、明確な方針を持つべきである。
原則 7	機関投資家は、ステュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

出所)「ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会」金融庁 日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会 上田亮子(2013) p.10より作成

(URL)<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf#search=%27%E3%82%A4%E3%82%AE%E3%83%AA%E3%82%B9+%E3%82%B9%E3%83%81%E3%83%A5%E3%83%AF%E3%83%BC%E3%83%89%E3%82%B7%E3%83%83%E3%83%97%E3%83%BB%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89%27>

英国のステュワードシップ・コードは日本と同じく原則は7つ存在する。2013年時点では合計185の機関投資家がステュワードシップ・コードの採用を表明している。原則は下記の【図表5】が示しているが日本と異なった点としては原則5が挙げられる。

また英国のステュワードシップ・コードは2年ごとに改訂がなされており、2012年の改訂では、ステュワードシップの目的と概念の明確化、アセット・オーナーとアセット・マネージャーの役割の明確化、機関投資家の利益相反管理の強化、集团的エンゲージメントに関する情報開示の強化、議決権行使助言機関の利用に関する情報開示の強化などが主な論点となった<sup>26</sup>。

### Ⅲ. ケイ・レビュー

ケイ・レビューとはケイ教授がBIS(英国ビジネス・イノベーション・技能省)



から、英国株式市場が英国企業にどのような影響を与えているかの調査・報告の依頼を受け 2012 年に公表された報告書の事である。背景として短期志向の株主が市場や企業に与える影響について議論が活発であった事などが同報告書の作成に繋がったとされる<sup>27</sup>。主に短期志向化の懸念、信頼の再構築、インベ

5 トメント・チェーンの強化、受託者責任などについて記載されている。具体的な勧告としていくつかの例を出そう。1 つ目は集团的エンゲージメントを行いやすい環境にするため投資家フォーラムを創設すべきであるという事、2 つ目は短期志向化を防止すべく、業績予想の中止、期中経営報告(四半期報告)義務の撤廃、高品質の叙述的報告の発展を推し進めるべきであるという事、3 つ目

10 は企業経営者や運用担当者の報酬制度を見直すべきであるという事、などが挙げられる。

ケイ・レビューにあるように日本の「伊藤レポート」に挙げられているような問題が現在の英国株式市場や英国企業、英国機関投資家にも当てはまる。これらの問題に対し、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・

15 コードが柔軟に活用される事が問題の解決に繋がるのではないだろうか。

### **第3節 モノいう米国機関投資家**

米国の機関投資家としては主に年金基金とミューチュアルファンド(オープン・エンド型の投資信託)が挙げられる。そのなかでも年金基金は特に

20 CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)などのような公務員年金が大きな資産を保有している。これら機関投資家は 1980 年ごろから資産を拡大させ、特に資産に占める株式の割合を高めた。1988 年の機関投資家の資産に占める株式の割合は 26.5%であったのが 1997 年のそれは 43.6%となっている<sup>28</sup>。【図表

25 6】は機関投資家の中での保有資産割合の推移である。年々、株主行動(アクティビズム)は積極化している。これにはどのような背景があったのかをみていく。

**【図表 6】 米国機関投資家の資産保有割合(単位:%)**

(部門/年)	1980	1990	1995	2000	2005	2009
年金基金	35.9	43.0	44.9	44.4	40.5	39.9
投資信託	2.9	9.4	18.2	24.8	26.4	28.4
保険会社	26.6	26.8	25.7	21.6	23.4	24.4
その他	34.6	20.8	11.3	9.2	9.8	7.2

30

出所)「The 2010 Institutional Investment Report」 THE CONFERENCE BOARD  
(2010)p.11 より作成

(URL)<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=121083123020096025093093120066122086041003066072028092107099085122000125101020110106122022031122045037042025017103066119030074098046003086034011120020122006096121053043001100095099076127102102126027099084002022069093091069084119030023121086095020112&EXT=pdf>

5  
10 米国の機関投資家も従来はアクティビストの性格は持っておらず、「モノいわぬ株主」として株式を保有していた。これは「ウォール・ストリート・ルール」に基づいた行動であり、投資先企業の株主総会において会社提案を支持する、もしくは業績が向上しない場合には議決権を行使し改善を図るのではなく株式を売却し問題を処理してきたのであった<sup>29</sup>。

15 しかし「モノいわぬ株主」から「モノいう株主」へ機関投資家に変化する転機があった。それが 1974 年の ERISA 法(従業員退職所得保障法)の制定である。これは企業年金制度や福利厚生制度に関する法律として従業員の受給権を保障する事を規定したものであり、受託者責任を果たす事を機関投資家に促したのである。これに伴い受託者責任を果たすべく増加したのがインデックス運用である。インデックス運用を用いれば保有株を簡単に売却する事は困難であり、  
20 投資先企業が業績を悪化させ株価が低迷した際にはエンゲージメントなどを通し経営に積極的に関わりパフォーマンスを向上させる事が重要となった<sup>30</sup>。

25 機関投資家の保有割合が増えた事と 80 年代の敵対的買収のブームの到来により企業側はポイズン・ピルなどの買収防衛策を行った。しかしこのような行為は株主の利益に反するとされ、1988 年労働省はエイボン社に宛てた「エイボン・レター」を公表した。これは ERISA 法では触れられていなかった議決権の行使を受託者責任の一部とし、機関投資家に更なる議決権行使を促した<sup>31</sup>。また 1985 年に設立された機関投資家協議会(CII)も機関投資家による議決権行使や株主提案などの株主行動を促した<sup>32</sup>。このようにして 1970 年代から年金基金をはじめとする機関投資家は保有する株式量を拡大させ、1980 年代からは一部  
30 の年金基金が徐々に株主行動を行うようになったのである。

ERISA 法やエイボン・レターを背景としてこの時期から成長していった機関投資家として 401k や IRA(Individual Retirement Account; 個人退職口座)を中心としたミューチュアルファンドと CalPERS 等に代表される年金基金が挙げられる。まずはミューチュアルファンドについてみていく。80 年代から 90 年代にかけて機関投資家が発展したとされるが各機関投資家の保有資産の増加率をみてみれば、年金基金が 13.8%、保険会社が 9.9%、ミューチュアルファンドが 23.4%と投資信託の成長は著しい<sup>33</sup>。ミューチュアルファンドの成長を支えたのは確定拠出年金であり主に企業型の 401k と個人型の IRA であった。いずれも 1970 年代に誕生しているが本格的に普及し始めたのは 1980 年代からであった。普及の背景としては幾つか理由が挙げられる。要因の 1 つは人口構成の変化である。ベビーブーム世代を中心とした高齢化が進んだ事が挙げられる。高齢世代が老後の備えとして預金よりもリターンが見込める投資信託へと資産をシフトしたのである。このようにミューチュアルファンドの投資家構成としては個人投資家の割合が高かったが、90 年代からは年金基金による資産流入もミューチュアルファンドの発展に寄与した。というのも年金基金はインデックス運用を中心とし長期的な投資を行うためにミューチュアルファンドにとっての安定的な財源となったのである。その他には IT 革命によるコスト低下、情報処理の効率化や金融緩和政策による金利の上昇、株価の上昇などが投資信託普及の要因として挙げられる<sup>34</sup>。21 世紀に入ってから 2006 年の年金保護法により 401k の自動加入が制定され、またオバマ政権下では IRA の自動加入も検討された<sup>35</sup>。1980 年代から拡大し続ける米国の投資信託に対し日本の投資信託はまだまだ成長の余地があると言えるだろう。2011 年末の米国の投資信託の資産残高は 401k、IRA を合わせ 7 兆 9420 億ドルに達し、個人金融資産の 16.2% を占める。これに対し日本の残高は 5.5 兆円で個人金融資産に占める割合は 0.4%にすぎない<sup>36</sup>。

次に CalPERS に代表されるようなアクティビストとしての年金基金のなかでも特に公的年金についてみていく。CalPERS は 1992 年に野村証券と大和証券に対し社外取締役の選任を要求した事で日本でもアクティビストとして話題となった。その CalPERS は全米第 1 位の資産規模を誇る年金基金であり、2011 年時点での総資産額は 2375 億ドルでそのなかでも株式は 1569 億ドルを占める

37。CalPERS を含む公的年金がアクティビズムを活発化させた要因としてはま  
ずは資産規模が拡大した事が挙げられる。【図表 6】にあるように 1980 年代か  
ら 1990 年代にかけて機関投資家の中でも公的年金の保有割合は高く発言力が  
強かった。またこの頃は株式投資のインデックス運用も進行しており株式を売  
5 却するのでなく企業のパフォーマンス改善のために株主行動を積極化させた。  
もう 1 つの理由としては、ゴールデン・パラシュートやポイズン・ピルなどの  
敵対的買収への対抗策が 1980 年代に増加し、これは株主利益に相反するもの  
であったため、これを阻止するべくアクティビズムが促進された。これらに  
より公的年金のアクティビズムが増加したのである<sup>38</sup>。しかしこのようなアク  
10 ティビズムを積極的に行うのは一部の公的年金のみであり、これに対し企業年  
金はアクティビズムを行わなかった。この理由としては企業間関係が挙げられ  
る。企業年金が株主行動を積極的に行えばスポンサー企業との取引関係が悪化  
する恐れがあるからだ。

では CalPERS をはじめとするアクティビストはどのような要求を企業に対  
15 して行っているのか。実際に CalPERS は 1987 年から 1993 年の間に 55 件もの  
株主提案を行っており、機関投資家の株主提案も 80 年代から 90 年代にかけて  
増加傾向にあった。年金基金が提出した株主提案の主な内容としては、取締役  
会構成、取締役会議長と CEO の分離、経営者報酬、敵対的買収防衛策などであ  
る。しかしこれらの株主提案が賛成多数となったとしても経営者に内容を実行  
20 に移す義務はないのである。ではこれらの株主行動は実際に企業の業績に良い  
結果をもたらしているのだろうか。これに関しては幾つかの調査結果が存在し  
ている。Wilshire Associates は CalPERS が関与した 53 の企業の株価を調査し、  
結果として株主行動により株価は 5 年前には平均で S&P500 に対しマイナス  
75.2%であったが 5 年後にはプラス 54.4%にまで向上したのである。また  
25 CalPERS の提案の 72%が採用され、結果としてこれらは良い結果をもたらした  
が、提案が成功しなかったものについては株価に悪影響をもたらした。しかし  
株主行動が必ずしも企業の業績に影響を与えないとは限らない事を示す研究結果  
も存在する。例えば 1987 年から 1993 年までの公務員年金基金の株主行動によ  
る株価調査の結果としては、提案のうち 40%が採用されたが株価との関連性は  
30 みられないとしている<sup>39</sup>。

これらの調査結果をみればわかるように、株主行動は一概には企業業績に良い結果をもたらすとは限らない。しかし、企業側としては機関投資家による監査の目が厳しくなった事で従来以上の緊張感をもたらされた事は事実であろう。

5

### **第3章 中長期的な企業価値向上のカギとなる情報開示**

10 機関投資家のスチュワード責任の中には受託者責任と中長期的な企業価値の向上が挙げられる。第3章では中長期的な企業価値の向上について述べる。第1節ではスチュワードシップ・コードと両輪を成すともいわれているコーポレートガバナンス・コードについて、また機関投資家からの監視以前に企業自体はどのようなガバナンスの体制を築いているのか、第2節ではコーポレートガバナンス・コードの中にも記載されている情報開示について言及し、投資家サイドがどのような情報を求めているのか、それに対し企業側はどのような情報  
15 開示を実施しているのかをみていく。第3節では、情報開示制度から生じるとされる市場の短期化について言及する。

#### **第1節 コーポレートガバナンスと機関投資家**

20 スチュワードシップ・コードに続き「日本再興戦略」の一環として2015年6月に東京証券取引所によってコーポレートガバナンス・コードが策定された。これはスチュワードシップ・コード同様に「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」の原則で成り立っており、企業それぞれの環境に応じて本コードを履行できる。

25 本コードが策定された目的は「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うため」（「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～」株式会社東京証券取引所(2015)、p.2より引用）とされ「攻めのガバナンス」とも言われる。以下の【図表7】でコーポレートガバナンス・コードの5原則を示した。  
30

【図表 7】コーポレートガバナンス・コードの 5 原則

	内容
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

出所)「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～」日本取引所グループ(2015)pp.3-4 より作成

(URL)<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy->

[att/code.pdf#search=%27%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%82%AC%E3%83%90%E3%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89%27](http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf#search=%27%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%9D%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%83%88%E3%82%AC%E3%83%90%E3%83%8A%E3%83%B3%E3%82%B9%E3%82%B3%E3%83%BC%E3%83%89%27)

原則 1 から順に詳しくみていく。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を生むという考えから、株主総会に関しては招集通知の早期発送や英訳、総会の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事などが明記されている。

原則 2 では、従業員を含む社内関係者や顧客・取引先・債権者などのステークホルダーとの協働が企業価値の向上を生むとされている。ここでは ESG を含むサステナビリティに関する課題についての対応も記載されている。

原則 3 の情報開示については後の第 2 節で詳細を示すが、本コードの中では財務情報・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開示についても主体的に行うべきとされている。またこれらの情報開示は株主との建設的な対話を促すものであり、株主にとってわかりやすく有用なものでなければならぬとされている。また日本企業の非財務情報に対し具体性に欠けているとの指摘もある。

原則 4 では、取締役の責務について言及されており、原則としては企業戦略をはじめとする企業の方向性を示す事、経営陣が適切なリスクテイクを行う事ができる環境を整える事、経営陣・取締役に対し独立性、実効性の高い監査を

行う事が求められている。具体的なものとしては、経営者報酬が自社株報酬など中長期的な企業業績と連動したものであるべきという事や、2人以上の独立社外取締役の導入などが記載されている。

最後に原則5では機関投資家をはじめとする株主との対話について述べられている。ここでは株主総会以外の場での対話や株主の主張に関心を払い、経営方針を株主に共有する事が求められている。スチュワードシップ・コードでも機関投資家に対し建設的な対話が求められているが一方の企業側からの対話も同時に求められており、建設的な対話が中長期的な企業価値の向上を促すという事は共通の認識である<sup>40</sup>。

10

## **第2節 重要視される財務情報・非財務情報**

本節では企業の情報開示制度について詳しくみていく。そもそもなぜ情報開示は重要視されているのか。理由は多々あるが、グローバル化に伴い規制緩和等が行われ、企業の「自由度」が日に日に増してきている今日に、どのように何をするのかという「ビジョン」「戦略」「透明性」が重要とされたからだ<sup>41</sup>。また情報開示によって投資家・企業とのコミュニケーションが円滑化し、双方に信頼が生まれ、資本コスト低下も促す事ができると考えられている。つまり、中長期的な企業価値向上を考える上で資本コストのコントロールは必要不可欠である。

20

それでは日本におけるディスクロージャー制度の現状を大きく財務情報・非財務情報の2つに分けて検証していく。

### **I. 財務情報**

日本の監査報告書の多くは項目にそって“○”か“×”を1枚の紙にまとめる形式をとる。しかし、この“○”か“×”という情報だけではどのように規定された水準を満たし、満たせなかったのかというプロセスが不明確なままである。これでは企業側も「達成さえできればよい」というマインドが生じる可能性があり、監査自体も可能であれば行いたくないといった傾向になりかねない危険な状態なのだ。このように日本の情報開示の質は甘く、欧米と比較して

30

もその水準は低いだらう。

ここで押さえておきたいのは、アナリストや機関投資家も 100%虚偽表示がない財務諸表や完璧な情報開示があり得ない事は重々承知しているという事だ。その上で、企業経営のどの部分に不安要素やリスクがあるのかを知る事は十分有益なのである<sup>42</sup>。

近年では企業を比較しやすくするために、日本の会計基準を世界標準として使用されている IFRS(International Financial Reporting Standards;国際財務報告基準)に強制統一しようという動きもみられるが、情報開示の水準の甘さがまだにじむ日本にとって、この報告基準を無理やり操作するよりも、今ある財務情報の質の向上を促す方がより具体的で、より効果があるのではないかと考える<sup>43</sup>。

## II. 非財務情報

近年、機関投資家が投資先企業の株価や業績だけを判断材料とするのではなく、中長期的な成長を意識するようになってきている。エンロン事件やリーマンショックによる金融市場の混乱を経て、短期的な利益を追い求める企業よりも、中長期的に成長し社会に価値をもたらし続けるサステナブルな企業に目を向けようという動きが活発化している。過去の財務情報だけでなく、起こりうるリスクを予測した事前の対応策や事業戦略、首尾一貫した中長期の経営方針、将来見通しなどを示した非財務情報が企業の持続可能性を説明するうえで極めて重要となってきた。この節ではこのような非財務情報に焦点をあてて検証する。

統合報告書を発行する企業は 2011 年に 34 社、2016 年に 279 社と 5 年間で大幅に増加した<sup>44</sup>。その要因としては、統合報告書という企業の自発的な取り組みを、企業と投資家との対話の促進を通じた価値向上に資するものとし、その結果として日本企業の競争力を向上させるものとするためにも現状を見つめ、成果や課題の一端を明示する事が有意義であると考えられるようになったからだ。また、欧米を中心に機関投資家が SRI(Socially Responsible Investment;社会的責任投資)を重視するようになり、欧州などで企業による統合報告の発行を制度化し始めた事も背景にある。ここでは現在の情報開示、及び統合報告書の



在り方、今後の課題に関して述べていく。

前述したように、近年日本では統合報告書を発行する企業が大幅に増加している。統合報告書が世間に認知され始めたきっかけとして、IIRC(International Integrated Reporting Council;国際統合報告協議会)が、「組織がどのように短、  
5 中、長期的に価値を創造するか」を説明するための「国際統合報告フレームワーク」を公表した事が挙げられる。このフレームワークでは、「統合思考」に基づいた「統合報告」が求められ、その中で中心となるものが「統合報告書」である。統合報告書の位置づけとしては、有価証券報告書や決算短信等のような  
10 法定開示でなく、企業が独自で作成する自主開示であり、読者のために有益な情報を財務情報・非財務情報を分け隔てなく開示する手段の事である<sup>45</sup>。

統合報告書に求められる機能としては、単に企業の短期的な利益を一方的に報告するのではなく、企業の過去・現在・未来における価値創造について、双方向のコミュニケーションに役立てる事である。

日本における統合報告書の発行状況であるが、大企業になるほど統合報告書を  
15 を発行している企業が多く、また課題も多く存在している。以下に、その課題について言及する。

1 つ目は、企業の価値創造ストーリーを投資家に理解してもらう事が企業と投資家の関係を構築する上で重要であるが、そのプロセスを提示できていない企業が多い事だ。まずは、資本とビジネスモデルをわかりやすく、かつ包括的  
20 に投資家に対して伝達しなければならない。資本情報を開示している企業は2015年から2016年にかけて増加しているものの、いまだ統合報告書を発行する企業全体の4割に留まっている。資本に関する情報開示は、企業活動の本質や、企業が創造する価値への理解を促進させる事に繋がりやすいため、積極的に取り組むべきである。

25 また、ビジネスモデルに関しては、開示している企業が全体の半数を占めており、取り組みの効果は表れているが資本情報と関連させて説明されているかという課題が残る。ビジネスモデルの開示は、競争優位性と、その実現可能性を伝えるために大変有効であるため、資本情報と関連させる事が望まれる。

次に、リスクマネジメントの意識の一端を担うリスクと機会の情報を開示し  
30 ているかという点である。リスク情報の開示に関しては全体の半数程の企業が

開示を進めているが、同時に機会について開示している企業は少ない。リスク情報を機会と関連づける事で、透明性と信頼性を高められる開示に繋がる。

5 続いて、企業のガバナンスについて開示できているかという点に関してだが、未だ十分であるとは言えない。しかし、コーポレートガバナンス・コードの適用開始に伴ってガバナンス強化の動きが見られ、情報開示にも反映され始めている事もあり投資家も注目を集めている。

10 こういった課題を克服し、企業は充実した統合報告書を作成しなければならない。そのための手段として近年、ESG 情報に注目が集まっている。ESG 情報とは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)を意味するもので、企業の中長期的な成長のためには必要な観点であるという考え方が世界的に広がっている<sup>46</sup>。ESG 投資を推進する国際的な原則として PRI(Principles for Responsible Investment;国連責任投資原則)が存在しており、年金基金として世界最大規模の資産規模を誇る我が国の公的年金の積立金運用期間である GPIF は 2015 年 9 月に PRI への署名を行った。また 2016 年 7 月、GPIF が、  
15 ESG 投資を本格化させるため、ESG のパフォーマンスに優れた企業による株価指数を組成する事を発表した。これにより、ESG 投資が他の機関投資家にも浸透する可能性は高く、実際に GPIF は運用受託機関に対して PRI に署名する事を求めているほか、ESG 株価指数の運用が開始されれば、他の機関投資家も追隨して同指数による運用を開始する事も考えられる。

20 2016 年 4 月時点では、PRI に署名している機関は世界で 1500 機関(運用資産 62 兆ドル超)であり、日本からも 50 機関が署名をしている。国内における ESG 投資の市場規模は小さいが、この現状を鑑みれば今後我が国において ESG 投資市場が拡大していく事は、国内証券流通市場の競争力向上に繋がり、海外からの投資を呼び、長期的に取引量を増加させる事になるだろう。今までも ESG 投資  
25 ではなく、SRI(Socially responsible investment;社会的責任投資)市場というものは存在していたが、規模の拡大には繋がらなかった。なぜなら、SRI は企業の特定分野における CSR への取り組みを、一定の社会的価値観に基づいて評価する形で企業を選定し投資をする手法であるからだ。しかし、ESG はガバナンス体制やあらゆる評価尺度による持続性や価値創造を加味している。社会的  
30 貢献とリターンの獲得を両立させる ESG 投資が国内で普及すれば、企業の持続

的な成長と中長期的な企業価値の向上を促す事が期待できる。

日本で ESG 投資を拡充させるために、ESG 情報を利用しやすい環境を整備する事が必要である。とはいえ、膨大なデータの中から必要な情報を選別する事は容易ではない。そのために ESG に関するデータを整備するにあたっては、  
5 ESG 情報を評価するための客観的かつ一義的な基準を定めておく事が望ましい。そうした基準を設ける事で、ESG 情報の特徴が捉えやすくなる。

また ESG 投資では、投資家と企業のエンゲージメントが重要な役割を担う。ESG 投資の環境への配慮による効果は、その重要性和影響が直感的に認識され易い一方、その配慮が投資リターンに明確に寄与するという見解は示される事が難しい事から、環境に配慮した投資が最終受益者の利益を考慮する事になっ  
10 ていないという指摘がある。この点に関して、環境へ配慮した運用パフォーマンスに対する影響を評価する方法が確立されていない事が問題として挙げられる。投資家は企業の考え方や取組みを理解し、企業は投資家のニーズを知る事によって ESG の取り組み強化がなされるのである。

15

### **第 3 節 証券市場における短期志向化の問題**

現在、証券市場における短期志向化が様々な場所で議論されている。短期志向化とは、企業と投資家が長期的視野ではなく短期的視野に基づく行動が蔓延  
20 する状況の事だ。

ここで問題なのは一定の運用資金を保持している機関投資家が本来あるべき運用哲学に則った運用をしていないのではないかといった点である。機関投資家の間で短期志向化を促すインセンティブが働いている事が考えられる。本来ならば、機関投資家は最終受益者へのリターンを確保するために企業のガバナ  
25 ンスを管理し企業価値向上に資さなければならない。そして、それが当該企業の株価上昇につながり最終受益者へ還元される。

つまり、企業価値の中長期的な向上、最終受益者への利益還元を目指すにあたり、目標の一つとして達成されるべきものは、「投資尺度としての過度の短期主義から中長期への時間軸の移行」である。

30 伊藤レポートにおいて、株式保有期間年数の縮小は投資家の短期志向化を示

しているが、この指標は市場の多様性や流動性を高める事にも関連しているため、必ずしも投資家の短期志向を判定できる指標とは言えない、としている。市場の流動性を保つためのヘッジファンドやクオンツ運用にみられる短期運用は否定されるべきではない。むしろ市場の流動性を保つ面でもそのような取引はなくてはならない。

ここで、投資家の短期志向を検証するうえで、投資家が何を見て投資判断をしているかをみる事は有効である。

2011年に公表されたケイ・レビューにおいては、市場の短期志向化の主な要因は企業による四半期情報開示及び業績予想開示であるとしている<sup>47</sup>。日本は、2003年度より四半期情報開示が義務づけられた。上場企業は、投資家・アナリスト向けに四半期決算等の様々な情報開示を行っているが、やはり直近の企業の現状を示す企業業績、業績予想への注目度は高い。

ケイ・レビューは、アナリストが市場の短期志向化の流れにおけるニーズに合わせた短期的なファンダメンタルズ分析が多く中長期的な企業価値評価を十分に行えていない現状にあると指摘している。本来、セルサイド・アナリストが期待されている事は、多様性に富んだ情報提供をする事によって市場の効率性を高め、企業と機関投資家の中長期的な対話を促す事である。しかし、企業側はアナリストの質疑は企業価値の向上には繋がるようなものではなく足元の企業業績、業績予想に限られたものになっている事が多く、短期目線でのレポートが多いと指摘する<sup>48</sup>。このような事から、セルサイド・アナリスト全体の質の低下が懸念されており、今後適切な育成が要求されている。また、手数料の自由化によるコミッション収入の不透明さ、低価格競争が生じている現状よりセルサイド・アナリストは長期志向投資家よりも、手数料が多くとれる短期志向投資家に対するサービスを行うインセンティブが強くなってしまっている。

他方で、アセット・マネージャーの短期志向化も問題視されている。年金基金などのアセット・オーナーがアセット・マネージャーを単年度や四半期毎といった短期業績に基づいて評価しており、それに基づき運用機関の経営陣は報酬体系等の評価判断を行うとの指摘がされている。

また、2012年のアローヘッド導入以降、高速取引、いわゆるアルゴリズム取引が活発化しており、市場の短期志向化を助長しているともいわれている<sup>49</sup>。

アルゴリズム取引とは、注文の開始、タイミング、価格、数量など注文のパラメーターについて、コンピューターのアルゴリズムが自動的に決定する金融商品の取引の事を表す。このアルゴリズム取引は主に欧米の機関投資家やヘッジファンドが利用しており日本においても徐々に存在感を高めている。アルゴリズム取引は、市場への流動性の供給に大きく寄与しているが、戦略の多くは超短期的であり、短期的にファンダメンタルズから乖離した株価の動きをもたらして価格発見プロセスを阻害している可能性があるとの指摘がある<sup>50</sup>。

このようにして、様々な要因をもとに起こる短期志向化が各国において問題視されている。そんな中で、日本に先立ち短期志向化が進んでいる欧州は短期志向是正の対策として中長期株主に対する優遇策を打ち出し、複数議決権株式や配当優遇政策、ロイヤルティ株式の導入などがされている。実際、日本においてもトヨタ自動車が AA 型種類株式を発行した。

今後、中長期的な企業価値の向上を目指すうえにおいて、企業は財務情報よりも、ESG 情報、中長期の企業経営理念といった投資家に長期投資を促進させるような非財務情報の充実を企業は積極的に図っていくべきである。第 2 節でも述べたように、非財務情報の開示不足が投資家の中長期的投資戦略の促進を阻み、むしろ短期的な収益のみざるを得ない状況にあるともいえる。

企業側のアプローチとして、四半期決算情報、業績予想といった財務情報にも注力するが、中長期的な企業価値向上に資する情報開示についても積極的に行っていくべきである。

## **第 4 章 果たすべき受託者責任**

第 4 章では受託者責任を果たす手段としてのエンゲージメントについて言及する。第 1 節ではエンゲージメントの役割やその重要性について述べる。第 2 節ではパッシブ運用、アクティブ運用それぞれのエンゲージメントの在り方、第 3 節では株主の権利の 1 つである議決権の行使について述べる。

## 第1節 エンゲージメントの重要性

「伊藤レポート」の公表により日本の企業の収益性が言及された。日本は、少なくとも欧米企業と比較して、総資産利益率(ROA)は、ほぼ倍の格差がある。

- 5 この収益性を回復させるためには企業自体の価値を持続的に維持する事が必要となり、また持続的な企業価値創造は企業と投資家間のわだかまりや懸念を払拭し、相互の信頼関係を構築する事で実現される。近年、スチュワードシップ・コードの策定、またそれに続くコーポレートガバナンス・コードの策定により、企業側、機関投資家側双方の「目的を持った対話」、いわゆる「エンゲージメント」に注目が集まっている。良質な対話・エンゲージメントは、相互理解を促進するとともに企業価値を高め企業と機関投資家、ひいては最終受益者に利益をもたらしてくれるのである。そのために、日本企業が今後、積極的にリスクテイクできる体質に転換するには企業と国内外の機関投資家がお互いに積極的に対話を行っていく事が必要である。そして、投資家側も建設的な対話
- 10 によってより良い関係を築く事がエンゲージメントの目的である。エンゲージメントの定義には様々な考え方があるが、スチュワードシップ・コードにおいては、機関投資家が「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促す事を目的とした対話(エンゲージメント)」とされている。(『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～」金融庁(2017)、p.7 より引用)エンゲージメントとは、議決権の行使や対話など株主の行動を包括する概念である。ここで、機関投資家のエンゲージメントレベルを用いて現在の日本のエンゲージメント状況を考察していく。
- 15

- 第一段階は、機関投資家が独自のポリシーをもって、または議決権助言会社の助言に基づいて議決権の行使を行う事をいう。
- 25

第二段階は、ESG、企業経営、事業内容に関して短期的且つ単発的に投資先企業と対話を行う事を指す。

第三段階は、第二段階と同じく ESG、企業経営、事業内容に関して長期的な価値向上を目指して継続的に企業と対話を行っていく段階の事を指す。この時、

投資家は第二段階の時よりもより深く企業を理解し、情報を獲得しなければならない。

現在、米国と日本のエンゲージメントレベルは第二段階にあり、英国は第三段階にある。2014年のスチュワードシップ・コードでは企業の長期的な価値向上を目指した対話、すなわち第三段階のエンゲージメントを求めている<sup>51</sup>。

エンゲージメントには企業と投資家が双方向のコミュニケーションを通じて相互理解を促進する段階から、それを超えて解決すべき課題を設定した上で企業価値向上にむけた課題解決について議論し、緊密な関係を維持しながら結果を出していく段階まで幅広い認識が存在する。

10 従来の IR ミーティングでは企業側からの一方的な対話になりがちであったが今後は双方向からの建設的な対話が必要となってくる。

ここで1つ重要な事は、ただ対話の回数を重ねる事がよいというわけではない。そこに必要なものは「エンゲージメントのクオリティー」であり、対話を行うにあたって、経営者の貴重な時間を使って対話を行っている事を忘れては  
15 ならない。

そして、エンゲージメントを行う以前に互いの認識を確認する事が重要である。企業価値の向上といっても企業が考えるもの、そして投資家が考えるものは異なる。連携すべき企業と投資家の考えがずれていると、双方の目指すところにもずれが生じる。そうなると建設的な対話、エンゲージメントは困難になる。そこでエンゲージメントを行う前にまず認識のギャップを埋める事が必要  
20 であり、ギャップを埋める事によってはじめて双方にとって効果的な対話・エンゲージメントが可能となる。

エンゲージメントの方法には、企業との対話、議決権行使、集团的エンゲージメント、取引所や規制当局との対話などがある。主なエンゲージメントの流れとしてはまず機関投資家は、株主総会前に企業とミーティングを開催し、意見交換を行う。その中で様々な議論をし、ある重大なテーマについて企業と同意に至らなかったとする。その場合、議決権行使において、その取締役や経営者などに対し反対票を投じる。企業に対しては、反対理由などを通知し、それをきっかけに企業との更なる対話を進めていく。その他、企業に重大な不祥事  
25

がおきた際にも「企業との対話」を行う。

また、1 機関投資家だけでは企業との対話が進まず、他の機関投資家と共通の課題認識があるような場合には、集团的エンゲージメントが効果的である。

ここで、集团的エンゲージメントとは 2017 年 5 月に改訂されたスチュワード  
5 シップ・コードにおいて、大きな話題を呼んだワードである。集团的エンゲ  
ージメントとは、他の機関投資家と協働して対話を行う事を指し、特に近年英国  
の機関投資家の間で重要視されてきている。集团的エンゲージメントは、単  
独エンゲージメントを補完する手段として英国などで発展してきた。英国では、  
10 大手機関投資家がフォーラムを創設し、投資先企業の取締役会への働きかけ(エ  
ンゲージメント)を強化する動きを本格化させつつある。2017 年 5 月改訂の日  
本版スチュワードシップ・コードにおいても、「他の機関投資家と協働して対話  
を行う事(集团的エンゲージメント)が有益な場合もあり得る」(『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》～投資家と対話を通じ  
て企業の持続的な成長を促すために～」金融庁(2017)、p.13)と、集团的エン  
15 ージメントを正面から取り上げ、機関投資家の行動指針にその有効性を述べた。

次に、日本がより良い対話を促進させるための、投資家の議案検討、また対話環境が整っているかという点について言及する。

主な機関投資家の議案検討といえは、議決権である。そもそも、議決権行使は株主総会前に行う。つまり、株主総会前の機関投資家との対話が重要になっ  
20 てくる。この事から、年間を通じた平時のコミュニケーションや議決権行使に  
至るまでの株主総会プロセスが重要となってくる。そして、その積み重ねが、  
議決権の行使に関わってくる。そのため、企業は平時より機関投資家への説明・  
IR を様々な形で実施している。企業の経営陣が多くの投資家やアナリストを集  
めて、決算説明会・会社説明会など、企業側からのプレゼンテーションを中心  
25 に行うラージ・ミーティング、企業の経営陣がアナリストやファンドマネー  
ジャーなどと少人数で行うスモール・ミーティング、企業の経営陣が直接、機関  
投資家やアナリストなどを訪問し、あるいは訪問を受けて行う質疑応答が中心  
となるワン・オン・ワンミーティングなどが主な IR ミーティングである。その  
他にも企業の経営陣が数日にわたり海外の機関投資家を連続して訪問するロー  
30 ドショーなどもある。



近年、株主総会前に議案に関する対話も積極的に行われる。

企業と投資家の対話を持続的な企業価値創造に繋げるためには双方の見解や実力を高める事が不可欠である。今後も様々な対話の場を利用して企業価値創造を促進させる事が双方にとって望ましい。

5

## 第2節 パッシブ運用・アクティブ運用における対話の在り方

資金運用方法にはパッシブ運用とアクティブ運用がある。パッシブ運用とは市場平均と連動するリターンを目標とするもので、アクティブ運用は市場平均を上回るリターンを狙うものである。パッシブ運用は近年増加しており、日本の機関投資家のほとんどがパッシブ運用を採用している。日本の機関投資家を代表する GPIF の国内株式におけるパッシブ運用の割合は 90.62%となっている<sup>52</sup>。

しかしインデックス指数のみにとらわれた単調なパッシブ運用偏重は、投資先企業の選別が十分に行われないうちに建設的な対話を阻害する懸念がある<sup>53</sup>。パッシブ運用自体を批判しているわけではないが、機関投資家を始めとする投資家が多く報告書に惑わされて中長期的な企業の成長のための投資選択ができていないか否かは問題視すべきである。また、インデックスを主体とする投資は、分析を行うアナリストが十分に機能しない事も懸念される。インデックス指数にとらわれすぎることではなく、責任を持って企業と積極的にエンゲージメントを行い、企業の中長期的な価値向上に導かなければならない。今年度のスチュワードシップ・コードの改定にてパッシブ運用による中長期的な視野を持った対話や議決権行使を行う事が促進されている。

他方で、自ら作成したポートフォリオに基づいて投資を行うアクティブ運用

に関しても、コスト面やリターン面のリスクが生じているため、パッシブ・アクティブ運用のどちらかを極端に推し進めるというわけではない。

昨年、みずほフィナンシャル・グループと第一生命保険の系列資産運用会社を統合し発足した「アセットマネジメント One」は、パッシブ運用の投資先企業とのエンゲージメントを 900 社程度で始める事を発表した。このように現在、

運用方法にとらわれない企業との対話が積極的に行われようとしている<sup>54</sup>。

中長期的な企業価値向上という最終的な目標を達成できるよう、対話による信頼関係構築を重視し、パッシブ運用・アクティブ運用ともにバランスを考えながら取り組む事が重要である。

5

### **第3節 議決権行使の現状と問題点**

機関投資家は、議決権行使を通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの最大化を図る。投資先企業  
10 企業の状況や当該企業とのエンゲージメントの内容等を踏まえた上で、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かどうかを総合的に判断し行使する。企業が株主利益を軽視する事態、不祥事、反社会的行為、または中長期的な業績不振等の企業価値の毀損が発生させた場合には、コーポレートガバナンス上で重要な問題が発生しているとみなし、コーポ  
15 レートガバナンスの改善に資する内容で議決権を行使する。

現在、その議決権行使において実務的に問題となっている課題がある。上記にも示したが、それは実質的な議決権行使権限を持つ国内外の機関投資家が実際に議決権行使を行う場合、適正に議案を検討するための十分な期間を確保できない事である。国内では、一般的に機関投資家は資産管理業務を担う管理信  
20 託銀行を経由して、郵送により招集通知等の議案情報を受領する。これは株主名簿上の株主が管理信託銀行となっているためだが、これにより機関投資家が書類を受け取るまでに数日を要する事になる。そのため、機関投資家が招集通知に含まれる多くの情報をもとに議案を検討する時間が限られてしまうといった問題が生じている。また、日本の株主総会の議案は米国等と比べ多く、内容  
25 も高度なものが多い。そのため、ひとつひとつ過去のデータと照らし合わせて判断するには時間やコストがかかってしまう。

加えて、運用会社の多くは大手金融グループに属するため、投資先が親会社などの系列企業や取引先の場合、議案賛否に特別な配慮を加えているのではないかという利益相反に関する懸念があった。情報の非対称性から資金委託者は  
30 運用機関の行動のすべてを把握する事が困難であるために利益相反が生じると

される<sup>55</sup>。しかし一方で、利益相反の解消に向けた動きもみられる。アセットマネジメント One は親会社であるみずほフィナンシャル・グループの株主総会にて会社の意に反する株主提案に賛成票を投じた<sup>56</sup>。

2017年スチュワードシップ・コードが改正され、機関投資家がスチュワード  
5 シップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについて  
の可視性をさらに高める観点から、機関投資家は議決権の行使結果を、  
個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきとされた。個別開示を行う事により  
10 資金委託者は機関投資家の方針を理解する事が可能となる<sup>57</sup>。議決権行使の  
公表により、賛成比率・反対比率が顕在化し、企業側は単に議案を可決させれば  
よいという考えから一定以上の賛成を得たうえで可決したいという考えに変  
15 化した<sup>58</sup>。一方で議決権の行使結果を公表する事が必ずしも適切でないと考え  
られる場合、その理由を積極的に説明する必要があると定められた。実例として  
日本生命保険は個別開示の内容が株式の売買材料となり、かえって企業の成長  
を妨げるとして個別開示を見送った<sup>59</sup>。

上記で議決権行使の重要性を示したが、機関投資家は多くの投資先を抱えて  
15 おり、一度に膨大な量の判断を迫られる。その際、機関投資家の判断に対し助  
言を行うのが、ISS や Glass Lewis といった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、機関投資家を顧客として、投資先企業の株主総会議  
案に対する議決権行使について賛成・反対の推奨を行う会社である<sup>60</sup>。議決権  
20 行使助言会社が機関投資家に与える影響は年々大きくなっており、スチュワー  
ドシップ・コードにも指摘がなされている。

議決権行使助言会社の議決権行使ガイドラインは各社の WEB 等で公表され  
ており、2017年のISSのガイドラインは既に2月に公表されており、今年度は  
25 新たに相談役・顧問についての方針も取り入れられた<sup>61</sup>。その他主なガイドラ  
インとして、取締役選任と報酬、ストックオプション、株主提案、計算書類、  
剰余金、会計監査人といった観点である<sup>62</sup>。近年では、ISSが取締役選任議案に  
おいて、ROE基準を新たに導入した事が記憶に新しい。海外機関投資家はコス  
ト削減を図りISSやGlass Lewisの基準に基づき議決権を行使する事もあり、  
日本の企業は以上のような基準について見直しも必要である。

30 実際にどのような議案に対し反対票を投じているのかをみていく。まず議決

権行使率は 2016 年の株主総会においては約 5 割であり、国内機関投資家による行使率はおおむね 100%、海外機関投資家による行使率は約 70%となっている。そのなかでも特に英米の行使率が高く、理由としては受託者責任への意識が高い事はもちろん、議決権電子行使プラットフォームが整備されており、これを利用している事にある。議決権電子行使プラットフォームとは、上場会社の株主総会において、最新の IT 技術を活用し、国内外の投資信託・投資顧問などのいわゆる機関投資家の適確な権利行使を可能にするインフラストラクチャーの事である。海外の機関投資家においてプラットフォームを利用した投資家の割合は約 8 割に達する。日本でもコーポレートガバナンス・コードにおいて議決権電子行使の環境整備が促進されている。国内外の機関投資家の反対比率が高い項目としては買収防衛策、退職慰労金支給、監査役選任などが挙げられる<sup>63</sup>。海外の機関投資家は議決権行使助言会社を介して、議決権を行使しており、議案の賛否とは主にこの議決権行使助言会社の判断に委ねられているのが現状である。

しかし、ここで議決権行使助言会社の問題として ISS、Glass Lewis の 2 社のみで議決権行使助言会社の世界シェア 97%を占めており、投資家の選択肢が限られてしまうといった問題がある。さらに、議決権行使助言会社の影響力が増すがゆえに終始、形式的な助言に留まっているといった指摘や、定時株主総会の開催日が集中しているというわが国の実態に対応できる程度の人的資源があるかという課題もある。また、議決権行使助言会社が、発行会社向けにもコンサルティングを行っていけば、反対推奨が出ないと期待できる議案を作り上げる事ができるし、ガバナンス関連のコンサルティングを受ければガバナンス格付けを引き上げられると考えるかもしれない。そこで、議決権行使助言会社が、発行会社にもコーポレートガバナンスに関するコンサルティングを行っている場合には、機関投資家側に立つのか、発行会社側に立つのか、不明確になり利益相反を疑う素地が生じる。議決権行使助言会社の活動の透明性についても今後、改善が求められる。

## **第5章 証券市場の活性化のための施策提言**

本章においては、国内の証券市場を活性化するためには機関投資家と企業がそれぞれどうあるべきか、その姿や証券市場を活性化させるための施策・提言  
5 を行う。ここで、証券市場の活性化を「モノという株主の増加と中長期的な企業価値の向上」と定義する。

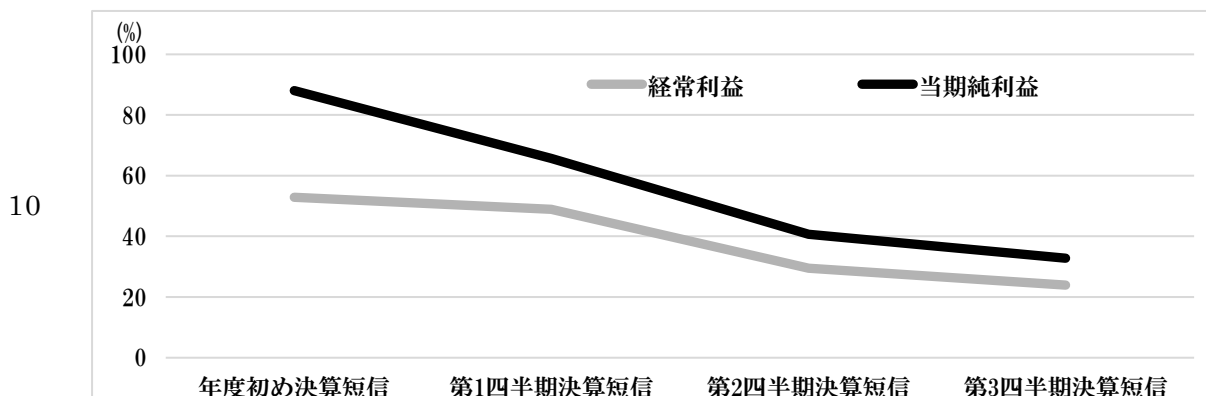
### **第1節 四半期業績予想開示の廃止**

10 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を提言する。四半期開示に関しては第3章第3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。これは日本だけの問題でなく、世界中が改善しなければならない課題である<sup>64</sup>。しかし、四半期開示の廃止を行う事  
15 本来の導入目的でもあった市場の流動性が失われてしまう懸念も考えられる。日々激しい変化を遂げる経済環境の下で、新鮮な情報が市場に持ち込まれる事は投資家にとって有益な事である。そしてそれに応えようと企業側も四半期、さらには月次・週ごとの開示を行うほどだ<sup>65</sup>。企業内部と外部者の情報格差を生まな  
20 ためにも、自発的に過去の業績を開示する事はむしろ評価に値すべき事である。実際、英国ではケイ・レビューにて、この四半期開示を廃止すべきと提言がなされ、2015年に義務化が廃止された<sup>66</sup>。しかし、それから2年経過した今年にNRIが出した報告書では義務化を廃止しても、顧客からのマイナスイメージを避けるため、また投資家とのディスクロージャー確保のため引き  
25 続き開示を継続する企業がほとんどであった<sup>67</sup>。以上より、義務化の廃止程度では投資家の短期的な視点を変えるには不十分だとわかった。この「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に  
30 報開示である。目的は全投資家が同一の情報を所持した上で、証券市場の取引

に責任をもって参加できるようにという投資家保護、タイムリーディスクロージャーの充実である<sup>69</sup>。しかし、問題は山積みだ。ひとつは経営者が予想値の修正開示を通じてグッド・ニュースを演出しているかもしれない懸念がある事だ。それでは企業業績の予想値と実績値の乖離をみていく。

5

【図表 8】業績予想値と実質値の乖離率



10

出所)『横浜市立大学論叢』「四半期決算短信に含まれている業績予想の特徴」

15

張櫻馨(2010)p.36 より作成

【図表 8】の結果より、業績予想は年末にかけて予想精度が上がっている。確かに年度初めに第1回の業績予想開示がなされてから第1四半期決算短信が発表されるまで僅か3カ月しかない事も一要因として考えられ、定期的に予想値を見直し、利害関係者に有用な情報を与えているのかもしれない。しかし、

20

経営者が経営の実態を把握しているにもかかわらず、意図的に保守的な予想値を作成している可能性も否めない。またセルサイド・アナリストがこの業績予想を基にレポートを作成している事、決算発表と同時期に開示される業績予想の信憑性は経営者によって左右され、正確性が高い経営者の業績予想値には投資家が依存してしまう事も懸念される<sup>70</sup>。

25

現行の四半期開示制度が日本において重要な意義と役割を果たしてきたのは

事実だ。しかし一方で、四半期に含まれる曖昧な業績予想は上記のような投資家やアナリストの過剰な反応がみられるのもまた紛れもない事実なのである。

30

日本が今後、中長期的な企業価値の向上という一歩先の経営を行うためにも、建設的な対話を行えるよう業績予想自体の廃止を行うべきである<sup>71</sup>。

## **第2節 監査報告書における KAM 記載の導入**

5

監査報告書の情報価値の向上、また透明性を高めるために監査人が着目した会計監査上のリスク等を示す KAM(Key Audit Matters;監査上の主要な事項)に関する情報記載の導入を提言する。

先に述べたように、他国と比べて日本の監査報告書による情報開示の質の水  
10 準は低い。今までどの会社のどの年の報告書を見ても、決まりきった文言しか書かれておらず単なる「記号」のようになっていた報告書を改善し、価値ある情報を記載するためには KAM の導入が必要不可欠である。

KAM とは、当年度の財務諸表監査で最も重要な事項をいい、財務諸表全体に  
15 対する監査の実施過程及び監査意見の形成において検討した事項で、監査において重要なポイントについて記載がなされる。それによりアナリストや投資家等は、監査の品質を把握したり、決算書のポイントとなる勘定科目や数値の把握が可能となる。

KAM の記載は、2012 年に英国で初めて導入されて以来、欧州やアジアを中心  
20 に適用がなされており、日本でも監査報告書の透明化を推進する動きがある現在、導入の可能性は極めて高い<sup>72</sup>。

導入にあたって、KAM 記載の導入は監査報告書の長文化を意味するものではないかとの指摘もあるが、必ずしもそうではない。現行の短文式の監査報告書  
25 様式を維持しながら、そこに KAM を追加記載させる。少なからず、KAM の記載を追加する事により、監査報告書は長文化する事になるが、重要な項目を明記する事により報告書としてのメリハリがつき、監査報告書の情報伝達価値を高められる。

これにより、企業と財務諸表利用者の建設的な対話の充実、ひいては監査品質の向上に繋がる事が期待できる。

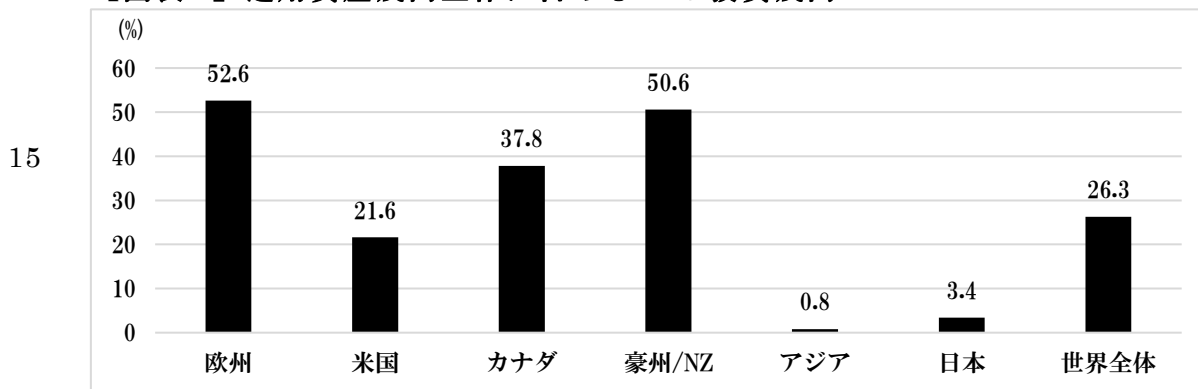
30

### 第3節 インデックスを活用した ESG 投資の促進

ESG 投資とは既に第3章第2節で解説したように環境・社会・ガバナンスに  
5 焦点をあてた投資方法である。第3節では世界から見た日本の ESG 投資の現状  
にも着目しながら、環境・社会・ガバナンスに焦点をあてつつ「中長期的な企  
業価値の向上」を目的とする ESG 投資促進のための施策提言を行う。

まずは世界の ESG 投資の市場規模から国内市場との比較を行いつつ、みてい  
く。【図表 9】は世界の ESG 投資額の統計を集計している国際団体である  
10 GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)の公表資料を基に作成した運用資  
産全体に占める ESG 投資の割合を示している。

【図表 9】 運用資産残高全体に占める ESG 投資残高



20 出所)「Global Sustainable Investment Review」GSIA(2016)p.7より作成  
(URL)[http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review\\_2016.F.pdf#search=%27Global+Sustainable+Investment+Review%27](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review_2016.F.pdf#search=%27Global+Sustainable+Investment+Review%27)

世界全体の ESG の投資額は 2014 年の 18 兆 2760 億ドルから 2016 年には 22  
25 兆 8900 億ドルへと増加し 25.2%の伸び率を示しており世界でも急速に ESG 投  
資が発展していると言える。日本の ESG 投資残高も 2014 年の 70 億ドルから  
2016 年には 4740 億ドルへと飛躍的に伸びている<sup>73</sup>。しかし世界でみた場合に  
運用資産に占める割合はかなり低く ESG 投資は浸透していない状況と言わざ  
るを得ない。

30 ESG 投資促進の提言を行う前に問題となるのが ESG 投資は十分な投資リタ



ーンを得られて受託者責任が果たせるのかという事である。以前までは十分な  
リターンが得られないという声が多かったが最近ではそのような声は少なくなり、  
通常のリターンと比較しても ESG 投資が要因でリターンが下回る事は  
あまりなくなってきた。例えば ESG の「S」に着目し女性管理職の割合  
と投資リターンについて実際に研究された結果としても女性管理職が 20% 以上  
5 以上の企業でポートフォリオを構成した場合に、リターン指数は TOPIX が 13.9%  
だったのに対し 20.7% と大きく上回ったとの報告も存在している<sup>74</sup>。

運用パフォーマンスに関しても以前ほど問題視されなくなった ESG 投資で  
あるが、依然として日本では浸透していない。ここで ESG 投資を促進させる方  
法として「ESG 指数」の活用を提言する。「ESG 指数」とは、通常のリターン  
10 などに代表されるインデックスとは銘柄選択が異なり、ESG に注力している銘柄  
を組み入れたインデックスである。この ESG 指数自体はすでに幾つか存在して  
おり、実際に GPIF が今年 7 月に 3 つの ESG 指数を導入した事を公表した。ESG  
全般を考慮に入れた総合型として、指数作成を行う FTSE(Financial Times Stock  
15 Exchange)社の FTSE Blossom Japan Index と MSCI(Morgan Stanley Capital  
International)社の MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数が、テーマ指  
数としては ESG の要素の中の社会(S)に焦点をあてた MSCI 社の MSCI 日本株女  
性活躍指数が選定された。重要なポイントとしてすべての指数においてそれぞ  
れの ESG を考慮していない時価総額上位銘柄を組み入れた親指数(FTSE は  
20 FTSE Japan、MSCI は MSCI ジャパン IMI500)のリターンを上回っており、例  
えば MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数は親指数である MSCI ジャ  
パン IMI500 のリターンを 1.1%上回っている<sup>75</sup>。我々はこれらの指数を他の機関投  
資家が活用する事を促進する。

ここで疑問となるのが、なぜ投資リターンにも問題がない ESG 指数を利用し  
た ESG 投資が日本で普及していないのかという点であろう。この要因として企  
業側が ESG 情報を十分に開示していない事、またこれにより FTSE や MSCI 等  
25 の指数会社によって ESG 評価が異なり投資家側が信用できずに ESG 投資を躊  
躇している事が挙げられる。例えば住友化学の ESG 評価は MSCI が最高評価の  
「AAA」を示している一方で FTSE の評価は平均以下の「2.7」となっている<sup>76</sup>。

30 この問題を解決できるのが第 3 章第 2 節で紹介した財務情報と ESG 情報を含

んだ非財務情報を統合した統合報告書である。統合報告書を普及させる事で ESG 情報の信頼性が増し、投資家の不信感も払拭できると考える。

企業がこの先も経営活動を行うにあたって、当然環境や社会問題、ガバナンスの問題はつきものであり、これらの問題に対処している企業は長期的に見ればパフォーマンスは向上すると考えられ、つまりこのような企業へ投資を行う事は長期的なリターンが期待されるのである。機関投資家からしてもネガティブな外部要因(環境問題、社会問題、ガバナンス)を最小化する事を通じポートフォリオの長期的な投資リターンの最大化を目指す事が重要である。

長期的なリターンの最大化を目指すために ESG 投資を行う上で ESG 指数の果たす役割としては、投資家からしてもパッシブ運用となるため対象企業の調査コストの削減が考えられ、投資家も ESG 投資を行いやすくなる。また ESG 投資が進行し ESG 投資に関心を寄せる海外投資家からの ESG 評価が高まれば資金が日本株に流入し日本株のパフォーマンス向上にも繋がるとされる。

GPIF の実例等を踏まえれば、ESG 指数の活用は投資家にとっても企業側にとっても長期的な利益となり得る。ESG 投資を投資家サイドが積極的に行うようになれば、企業側も ESG を意識しはじめ環境・社会・ガバナンスへの活動が活発化し、市場全体が中長期的な企業価値の向上を意識しはじめるのである。

#### **第 4 節 議決権電子行使プラットフォームの拡充**

20

第 4 章第 3 節で述べたような議決権行使における問題点を改善すべく、議決権電子行使プラットフォームの拡充を提言する。国内の議決権電子行使プラットフォームは東京証券取引所と米国 Broadridge 社の合弁企業である株式会社 ICJ(Investor Communications Japan)が運営を行っている。2017 年 10 月 6 日時点で、プラットフォームに参加している企業は国内で 841 社であり、年々増加傾向にある<sup>77</sup>。しかし、国内の上場企業数と比較すると未だ少なく今後の証券市場の効率化を図るためには、参加を促進していく事が必要である。

それでは議決権電子行使プラットフォームに参加すると、享受できる様々なメリットを紹介する。具体的には機関投資家における議案検討期間の拡大や議決権行使結果の早期把握と対話の充実、議決権行使の再指図が容易となる事等

30

だ。

議案検討期間の拡大は、送日と同日に議案名及び総会情報をプッシュ型で入手できる事、株主総会の前日まで議決権行使を行う事が可能になり、ICJ を利用しない場合に比べ、国内機関投資家で+6~8 営業日程度、海外機関投資家で  
5 +7~10 営業日程度、議案検討期間の拡大が見込まれる。

議決権行使結果の早期把握と対話の充実については、総会直前にしかわからなかった議決権行使結果の大勢を、日々タイムリーに把握できるようになる。これにより行使結果の状況に応じて、総会開催までに追加情報の発信・説明等、議案への理解を促す様々なアクションをとる事ができ、結果として対話の充実・  
10 質の向上が図られる。

議決権行使の再指図については、期限内であれば、何度でも議決権行使の再指図が可能になるため、反対票を投じた後に得られた追加情報等を踏まえ、賛成票に変更する事も可能となる。また企業側も議決の賛成を促すような追加情報等を開示できるため、双方にとってプラスであるといえる。

そんな中、今後プラットフォームの拡充を促進するために幾つかの障壁を乗り越えなければいけない。具体的には、アセット・オーナーからの同意取得に関してやコストパフォーマンス等の問題が挙げられる。これらの障壁を乗り越えるには、機関投資家が ICJ を利用する事でのメリットを理解する事が必要である。また、何らかの損害が発生した際の責任の所在の整理が急務である。次に、コストパフォーマンスについてであるが、この点は企業からも現在、議決  
15 権行使電子プラットフォームの利用料低減に向けた取組みが行われている事や、長期的な視点で見るとコストの削減に繋がるといった面を理解する必要がある  
20 そうだ。企業側が享受するメリットを理解する事が必要である。

国内証券市場で電子行使をスタンダード化した暁には、紙媒体による情報提供からインターネット上での情報提供へと移行でき、これまで印刷・封入等に要する時間や費用、紙面の制約から解き放たれ、株主総会前に提供される情報を充実させやすくなる。また、株主にとって有用な情報へのリンクや動画提供等の工夫も講じやすくなり、モノいう株主の増加、また企業と株主・投資家との対話が一層充実したものになる事が期待される。

30

## 第 5 節 集团的エンゲージメントを促す招集通知の発行

第 4 章でも述べたように機関投資家同士で対話を行う事により集团的エンゲージメントを推進していく事が今後重要であると考えます。英国においては、「ケイ・レビュー」の公表に伴い、機関投資家が相互に企業に働きかけるための投資家フォーラムの創立が提言された。実際に 2014 年、ロンドンにてフォーラムの初会合が開催され、株式投資及び企業へのエンゲージメントにまつわる深い問題認識が共有された。また日本においても野村証券が機関投資家向け IR イベント「野村インベストメント・フォーラム」を開催しており、徐々に機関投資家の投資家フォーラムの参加もなされている<sup>78</sup>。しかし、各年度で国内機関投資家の出席は不安定であるようだ<sup>79</sup>。

我々は日本において継続的な集团的エンゲージメントを促進する事が重要であると考えます。機関投資家へ投資家フォーラムの定期的出席を求めるために継続的な招集通知の発行を提言する。日本ではまだあまりなじみのないこの集团的エンゲージメントを行うには積極的に機関投資家に投資家フォーラムに参加をしてもらい、コミュニティを作る事が必要となってくる。

現在、日本においても投資家フォーラムは創立されているが、その活動自体はまだ拡大の余地はあり、更に企業に対してのエンゲージメントを深めていく事が期待される。その中で、勢力を拡大するために、機関投資家の参加を促進するためには投資家フォーラムへの招集通知を積極的に行い、規模の拡大を図る事によって集团的エンゲージメントを促進していくべきであると考えます。集团的エンゲージメントによる他の機関投資家との積極的な対話、関わりが企業機関投資家同士の関係を深くする。投資家フォーラムの積極的、継続的参加、そしてそれによる企業への集团的エンゲージメントの促進は安定的なモノという株主の増加に繋がる事が期待される。

## 終章

機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コード、企業の行動原則としてコーポレートガバナンス・コードの策定は日本の証券市場に大きな影響を与えた。停滞し続けている日本の証券市場、経済の発展を目指す上で証券市場のメインプレイヤーである機関投資家・企業のあるべき姿がそれぞれ問われている。変革を迫られている機関投資家、企業はそれぞれ、解決すべき問題を多く抱えている。

そこで我々は本論文において、機関投資家の現状、問題点を抽出し今後の証券市場の活性化につながるよう、提言を行った。

まず、投資家の短期的な行動は中長期的な企業価値を向上させるにあたって、大きな足枷となる。そこで、短期志向を助長している業績予想の開示の廃止の提言を行った。業績予想をもとに短期的分析を行っているが、廃止する事によりアナリストの分析が中長期的な企業評価に転嫁する事が期待できる。

また現在、形式的なものに留まっている監査報告書に関して、KAMを導入する事で透明性を確保し、機関投資家との対話においての有益な働きを期待する。

更に、中長期的な企業価値向上の方法として近年 ESG 投資が注目されている。ESG 投資の促進方策は様々だが、我々は実際に成果が出た方策をもって具体的な指数を活用し、企業価値の向上に資する ESG 投資の促進方策の提言を行った。

また、機関投資家の権利行使手段として議決権電子行使プラットフォームの拡充の推進を提言した。最後に、今後の企業に対する機関投資家のエンゲージメントの手段として有効な、集团的エンゲージメントの推進を提言した。企業の中長期的な価値向上のためには機関投資家によるエンゲージメントは必要不可欠である。しかし、単独のエンゲージメントではコスト面や影響度の面で欠陥点がある。その問題を解決し、機関投資家のモノ言う株主化が大いに期待できるような方策の提言を行った。

以上をもって我々は今後の証券市場の活性化を期待している。日本の証券市場の活性化により日本国民全体が恩恵を受けられる事を望んで本論文の結びとする。

- 
- <sup>1</sup> ジェイ・ユーラス・アイアール(株)(2014)、pp.183-184 を参照。
  - <sup>2</sup> 染谷、田原、安井(2017)、p.19 を参照。
  - <sup>3</sup> 金融庁(2017)、p.8 を参照。
  - <sup>4</sup> 宮島(2013)、p.17 を参照。
  - <sup>5</sup> 宮島(2013)、p.18 を参照。
  - <sup>6</sup> 宮島(2013)、p.19 を参照。
  - <sup>7</sup> 宮島(2013)、p.19 を参照。
  - <sup>8</sup> 小川、保田、宮島(2017)、p.104 を参照。
  - <sup>9</sup> 新田、宮島(2011)、pp.10-11 を参照。
  - <sup>10</sup> 石本(2015)、p.81 を参照。
  - <sup>11</sup> 宮島(2013)、pp.21-22 を参照。
  - <sup>12</sup> 小川、保田、宮島(2017)、pp.98-103 を参照。
  - <sup>13</sup> 小川、保田、宮島(2017)、pp.106-107 を参照。
  - <sup>14</sup> 金融庁(2009)、pp.14-16 を参照。
  - <sup>15</sup> 笠原(2014)、p.60 を参照。
  - <sup>16</sup> 金融庁(2017)、p.4 を参照。
  - <sup>17</sup> 関(2015)、pp.4-5 を参照。
  - <sup>18</sup> 代田(1995)、p.40 を参照。
  - <sup>19</sup> 斎藤(1999)、p.118 を参照。
  - <sup>20</sup> 代田(1995)、pp.43-59 を参照。
  - <sup>21</sup> 代田(1995)、pp.71-78 を参照。
  - <sup>22</sup> 斎藤(1999)、pp.135-136 を参照。
  - <sup>23</sup> 北川(2015)、p.30 を参照。
  - <sup>24</sup> 橋本(2003)、p.2 を参照。
  - <sup>25</sup> 北川、林(2014)、p.35 を参照。
  - <sup>26</sup> 梅村(2015)、pp.51-52 を参照。
  - <sup>27</sup> 北川、林(2014)、pp.37-38 を参照。
  - <sup>28</sup> 永田(1999)、p.13 を参照。
  - <sup>29</sup> 岩波(2010)、p.113 を参照。
  - <sup>30</sup> 首藤(2000)、p.142 を参照。
  - <sup>31</sup> ニッセイ基礎研究所(2000)、pp.1-2 を参照。
  - <sup>32</sup> 岩波(2010)、p.114 を参照。
  - <sup>33</sup> 永田(1999)、p.6 を参照。
  - <sup>34</sup> 永田(1999)、p.9 を参照。
  - <sup>35</sup> 野村(2009)、pp.54-55 を参照。
  - <sup>36</sup> 杉田(2012)、p.7 を参照。
  - <sup>37</sup> 関(2012)、p.12 を参照。
  - <sup>38</sup> 佐藤(1994)、p.34-35 を参照。
  - <sup>39</sup> 三和(1997)、p.287 を参照。
  - <sup>40</sup> 日本取引所グループ(2015)、pp.5-23 を参照。
  - <sup>41</sup> 谷口(2005)、p.49 を参照。
  - <sup>42</sup> 吉井(2017)を参照。
  - <sup>43</sup> 日本経済新聞社(2014)、朝刊 17 面を参照
  - <sup>44</sup> KPMG(2016)、p.3 を参照。
  - <sup>45</sup> 物江(2016)、p.3 を参照。
  - <sup>46</sup> 坂本(2017)、p.18 を参照。
  - <sup>47</sup> 北川、林(2014)、p.31 を参照。
  - <sup>48</sup> 伊藤(2014)、p.66 を参照。
  - <sup>49</sup> 淵田(2012)、p.56 を参照。
  - <sup>50</sup> 金融庁(2016)を参照。
  - <sup>51</sup> 三和(2016)、p.2-8-2 を参照。
  - <sup>52</sup> GPIF HP(2017)を参照。
  - <sup>53</sup> 伊藤(2014)、p.16 を参照。

- 
- <sup>54</sup> REUTERS (2016)を参照。  
<sup>55</sup> 田代(2015)、p.37を参照。  
<sup>56</sup> 日本経済新聞社(2017a)、朝刊7面を参照。  
<sup>57</sup> 鈴木(2017)、p.4を参照。  
<sup>58</sup> 依馬(2013)、p.4を参照。  
<sup>59</sup> 日本経済新聞社(2017b)、朝刊7面を参照。  
<sup>60</sup> 石田(2017)、p.4を参照。  
<sup>61</sup> 鈴木(2016)、p.1を参照。  
<sup>62</sup> ISS(2017)、p.2を参照。  
<sup>63</sup> 依馬(2016)、pp.33-35を参照。  
<sup>64</sup> 伊藤(2014)、p.8を参照。  
<sup>65</sup> 北川・林(2014)、p.28を参照。  
<sup>66</sup> 経済産業政策局企業会計室(2015)、p.18を参照。  
<sup>67</sup> 大崎貞和(2017)を参照。  
<sup>68</sup> 日本経済新聞社(2007)、9面を参照。  
<sup>69</sup> 友杉(1991)、pp.39-44を参照。  
<sup>70</sup> 張(2010)、pp.27-37を参照。  
<sup>71</sup> 伊藤(2014)、p.20を参照。  
<sup>72</sup> 金融庁(2016)、pp.1-2を参照。  
<sup>73</sup> GSIA(2016)を参照。  
<sup>74</sup> 伊藤(2016)、p.3を参照。  
<sup>75</sup> GPIF(2017)、p.18を参照。  
<sup>76</sup> 日本経済新聞社(2017c)、夕刊5面を参照。  
<sup>77</sup> 日本取引所グループ(2017)、を参照。  
<sup>78</sup> REUTERS(2015)を参照。  
<sup>79</sup> Bloomberg(2016)を参照。

#### 【参考文献・参考資料】

石田猛行(2017)「二〇一七年 ISS 議決権行使助言方針と背景にある考え方」『旬刊 商事法務』2月25日号 No.2126 公益社団法人 商事法務研究会

石本尚(2015)「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」『ファイナンス』8月号 財務総合政策研究所

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～」経済産業省

伊藤正晴(2016)「ESG投資とパフォーマンス ～ESG投資の拡大に向けて」大和総研

依馬直義(2013)「国内外の機関投資家による議決権行使の動向」『信託』253号 一般社団法人 信託協会

依馬直義(2016)「機関投資家による議決権行使の状況 -二〇一六の株主総会を振り返って-」『旬刊 商事法務』11月15日号 No.2116 公益社団法人 商事法務研究会

岩波文孝(2010)「アメリカ株式市場における機関化現象の変容とコーポレート・ガバナンス -機関投資家の株式保有動向と経営者報酬を中心として-」『経済学論集』第41巻 駒澤大学

梅村悠(2015)「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 -スチュワードシップ・コードの日英比較を通じて-」『生命保険論集』第193号 生命保険文化センター

- 
- 大崎貞和(2017)「英国における四半期開示義務化とその撤廃の影響」NRI
- 小川亮、保田隆明、宮島英昭(2017)『企業統治と成長戦略』独立行政法人経済産業研究所
- 笠原基和(2014)「『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》の概要」『旬刊 商事法務』4月5日号 No.2029 公益社団法人 商事法務研究会
- 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
- 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」『愛知学院大学論叢 商学研究』第54巻 第2・3号 愛知学院大学商学会
- 金融庁(2009)「金融審議会金融分科会 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報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」
- 金融庁(2016)「金融審議会『市場ワーキング・グループ』(第1回)議事録」
- 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～」
- 斉藤美彦(1999)『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』日本経済評論社
- 坂本恒夫(2017)「事業連携と社会的価値 -ESG投資に関連して-」『経営論集』3月号 明治大学
- 佐藤正典(1994)「コーポレート・ガバナンスと機関投資家の動向 -株主行動主義に方向転換したアメリカの公的年金-」『証券月報』No.546 2月号 山一証券経済研究所
- ジェイ・ユーラス・アイアール(株)(2014)『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 -日本企業への影響とIR活動-』同友館
- 首藤恵(2000)「アングロアメリカン型企業統治と機関投資家の役割 -米国型と英国型の比較-」『経済学論纂』第41巻 第3・4合併号 中央大学経済学研究会
- 染谷浩史、田原泰雅、安井桂大(2017)「スチュワードシップ・コード改訂の解説」『旬刊商事法務』7月5日号 No.2138 公益社団法人 商事法務研究会
- 代田純(1995)『ロンドンの機関投資家と証券市場』法律文化社
- 杉田浩治(2012)「米国の確定拠出年金30年の推移から日本のDCビジネスを考える」『証券レビュー』第52巻 第5号 公益財団法人 日本証券経済研究所
- 鈴木裕(2016)「2017年株主総会向け議決権行使方針動向」大和総研
- 鈴木裕(2017)「日本版スチュワードシップ・コード改訂へ 金融グループ運用機関における利益相反回避の方策導入を強調」大和総研
- 関雄太(2012)「機関投資家の実状と運用行動(米国を中心に)」野村総合研究所
- 関雄太(2015)「世界の機関投資家の変貌と日本の課題」『月刊 資本市場』2月号 No.354 野村資本市場研究所



---

染谷浩史、田原泰雅、安井桂大(2017)「スチュワードシップ・コード改訂の解説」『旬刊商事法務』7月5日号 No.2138 公益社団法人 商事法務研究会

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

谷口雅志(2005)「企業の自主的情報開示(IR)の戦略的意義」No.6 JARDIS 日本ディスクロージャー研究会

張 櫻馨(2010)「四半期決算短信に含まれている業績予想の特徴」『横浜市立大学論叢』第61巻 社会科学系列 第1・2・3合併号 横浜市立大学学術研究会

友杉芳正(1991)「業績予測情報の開示と監査可能性」『産業経理』第51巻 財団法人産業経理協会

永田裕司(1999)「アメリカ機関投資家の最近の動向について -運用形態の変化と金融仲介への影響-」『商学論叢』第43巻 第3号 福岡大学総合研究所

新田敬祐、宮島英昭(2011)「株式保有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・『復活』と海外投資家の役割」『RIETI Discussion Paper Series』2月11日号 独立行政法人経済産業研究所

ニッセイ基礎研究所(2000)「年金基金の議決権行使と受託者責任(上)-エイボン・レターの背景と内容」

日本経済新聞社(2007)「米商議所提言、『四半期予想の廃止を』、企業の負担軽減。」『日経金融新聞』3月16日 9面

日本経済新聞社(2014)「名称は『修正国際基準』、日本版 IFRS、公開草案、31日にも公表 4つ並立、投資家に混乱も。」『日本経済新聞』7月24日 朝刊17面

日本経済新聞社(2017a)「国内資産運用大手、議決権行使で親会社に『反旗』、独立性、競争力を左右。」『日本経済新聞』8月31日 朝刊7面

日本経済新聞社(2017b)「議決権の開示 悩む運用会社 日生、当面見送りへ」『日本経済新聞』7月5日 朝刊7面

日本経済新聞社(2017c)「個人の ESG 投資は有効か(マネー底流潮流)」『日本経済新聞社』9月12日 夕刊5面

日本取引所グループ(2015)「コーポレートガバナンス・コード ~会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」

日本取引所グループ(2017)「『議決権電子行使プラットフォーム』参加上場会社一覧」

野村亜紀子(2009)「金融危機を経て確立型年金拡充を目指す米国オバマ政権 -わが国でも急がれる私的年金拡充の議論-」『資本市場クォーターリー』秋号 野村資本研究所

橋本基美(2003)「英国における社外取締役の役割 -コーポレート・ガバナンスに関する『ヒッグス報告書』について-」『資本市場クォーターリー』春号 野村資本研究所

淵田康之(2012)「短期主義問題と資本市場」野村資本市場研究所

---

宮島英昭(2013)「日本企業の株式保有構造 -歴史的進化と国際的特徴」『旬刊 商事法務』8月25日号 No.2007 公益社団法人 商事法務研究会

三和裕美子(1997)「アメリカの年金基金と証券市場 -コーポレート・ガバナンスに関連して-」『明大商學論叢』第79巻 第1・2号 明治大学商学研究所

三和裕美子(2016)「機関投資家のエンゲージメントとは何か -国内外の機関投資家のヒアリング調査をもとに」『証券経済学会年報』第50別冊

物江陽子(2016)「国際責任投資原則(PRI) -GPIFの署名により高まる注目度-」『月刊金融ジャーナル』12月号 日本金融通信社

吉井一洋(2017)「『監査報告書の透明化』が有効に機能するためには」DIR

Bloomberg(2016)「野村HDの投資家会議：参加予定者数が4年で最低 -国内勢2割減」

GPIF(Government Pension Investment Fund)(2016)「パッシブ運用及びアクティブ運用の割合の推移」

GPIF(Government Pension Investment Fund)(2017)「ESG指数を選定しました」

GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)(2016)「Global Sustainable Investment Review」

ISS(Institutional Shareholder Service)(2017)「Japan Proxy Voting Guidelines」

KPMG ジャパン 統合報告アドバイザーグループ(2017)「日本の統合報告書に関する調査 2016」

Office for National Statistics(2014)「Ownership of UK Shares」

REUTERS(2015)「野村の機関投資家フォーラム参加者が過去最高、日本株に強い関心」

REUTERS(2016)「みずほと第一生命の新運用会社、パッシブ運用でも投資先企業と対話」

THE CONFERENCE BOARD(2010)「The 2010 Institutional Investment Report」

金融庁 HP	<a href="http://www.fsa.go.jp/">http://www.fsa.go.jp/</a>
経済産業省 HP	<a href="http://www.meti.go.jp/">http://www.meti.go.jp/</a>
大和総研 HP	<a href="http://www.dir.co.jp/">http://www.dir.co.jp/</a>
ニッセイ基礎研究所 HP	<a href="http://www.nli-research.co.jp/">http://www.nli-research.co.jp/</a>
日本経済新聞社	<a href="https://www.nikkei.com/">https://www.nikkei.com/</a>
日本総研 HP	<a href="https://www.jri.co.jp/">https://www.jri.co.jp/</a>
日本取引所グループ HP	<a href="http://www.jpx.co.jp/">http://www.jpx.co.jp/</a>
Bloomberg HP	<a href="https://www.bloomberg.co.jp/">https://www.bloomberg.co.jp/</a>
GPIF HP	<a href="http://www.gpif.go.jp/">http://www.gpif.go.jp/</a>
GSIA HP	<a href="http://www.gsi-alliance.org/">http://www.gsi-alliance.org/</a>
ISS HP	<a href="https://www.issgovernance.com/">https://www.issgovernance.com/</a>
JARDIS 日本ディスクロージャー研究学会 HP	<a href="http://www.jardis.org/">http://www.jardis.org/</a>
KPMG HP	<a href="https://home.kpmg.com/jp/ja/home.html">https://home.kpmg.com/jp/ja/home.html</a>
NRI HP	<a href="http://fis.nri.co.jp/ja-JP/index.html">http://fis.nri.co.jp/ja-JP/index.html</a>
Office for National Statistics HP	<a href="https://www.ons.gov.uk/">https://www.ons.gov.uk/</a>
REUTERS HP	<a href="http://jp.reuters.com/">http://jp.reuters.com/</a>
The Conference Board HP	<a href="https://www.conference-board.org/">https://www.conference-board.org/</a>