## 平成30年度 証券ゼミナール大会

第5テーマ

「機関投資家の投資行動と証券市場」



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 証	E券市場の中核を担う機関投資家p.4
	第1節	機関投資家の定義p.4
5	第2節	国内証券市場の変遷p.4
	第3節	機関投資家の投資行動と国内市場に与える影響p.9
	第4節	機関投資家のあるべき姿p.10
	第2章 諸	f外国における機関投資家p.12
	第1節	英国における 2 つの行動規範p. 13
10	第2節	アクティビストを代表する米国機関投資家p.18
	第3章 企	≿業価値向上に資するコーポレート・ガバナンス改革p.21
	第1節	長期に及ぶ日本企業の低収益性p.22
	第2節	コーポレート・ガバナンス改革の必要性p.24
	第3節	「協創」関係の基礎となる情報開示p.29
15	第4章 機	後関投資家の果たすべき受託者責任p.32
	第1節	建設的な対話の重要性p.33
	第2節	アクティブ運用とパッシブ運用における対話のあり方 p.34
	第3節	ESG 投資における対話のあり方p. 36
	第4節	議決権行使上の問題点p.39
20	第5章 証	E券市場の活性化を促す施策提言p.41
	第1節	四半期情報開示の一本化p. 42
	第2節	GRI スタンダード対照表導入の促進p. 43
	第3節	業績条件付株式報酬型ストック・オプションの導入p. 46
	第4節	議決権電子行使プラットフォームの拡充p.48
25	第 5 節	集団的エンゲージメントを促すフォーラムへの参加促進p. 49
	終章	n. 51

## 序章

5

10

15

バブル崩壊後、日本は「失われた 20 年」と呼ばれる深刻な経済状況に陥った。これを受けて、第 2 次安倍政権は、長期的なデフレからの脱却を図り、日本経済を再生させるべく、2013 年よりアベノミクスを開始した。アベノミクス3本の矢の1つである民間投資を喚起する成長戦略の一環として、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、企業と機関投資家それぞれのあるべき姿を明示している。日本に先立ち、英国では2010年に世界で初めてスチュワードシップ・コードが導入されており、日本は英国を儀表とし轍を辿っている。米国におけるサブプライムローン問題を発端とする金融危機を起点とし、世界的に機関投資家のあり方が議論され、スチュワードシップ・コードが策定された。これは、日本を含め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高くなってきているからである。

本論文の目的は、機関投資家の投資行動による証券市場の活性化のために現 在多岐にわたり生じている問題を提起したうえで、企業、機関投資家双方のあ るべき姿に言及し、提案を明示することにある。そこで、本論文では、第1章 で機関投資家を定義し、証券市場において中核を担う機関投資家が市場に与え 20 る影響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、世界に目を向け、英国・米国の機関投資家の特徴を考察し、模範 とすべき点に言及する。第3章では、機関投資家との対話を促進するためのコ ーポレート・ガバナンスに言及する。続く第4章ではインベストメント・チェ ーンの中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」 25 に焦点を当てて言及し、パッシブ運用や ESG 投資、議決権行使における諸問題 について詳述する。第5章では、本論文で挙げた証券市場における問題に対処 するためのインベストメント・チェーンのさらなる発展とモノ言う株主の増加 を通して、中長期的な企業価値の向上のための機関投資家・企業を含む市場全 30 体が成すべきことに対しいくつかの提言を行う。

## 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、第2節では証券市場における機関 投資家の台頭の経緯を述べ、第3節では機関投資家の投資行動と国内市場に与 える影響、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あるべ き姿に言及する。

## 第1節 機関投資家の定義

10 機関投資家とは、顧客から拠出された資産を保有し、管理・運用する法人投 資家の総称である。また、巨額の資金を扱う大口投資家であることから、証券 市場に与える影響は大きい。主に機関投資家を代表するものとして「年金基金」、 「保険会社」、「信託銀行」、「投資顧問会社」、「投資信託会社」、「政府系投資フ アンド」などが挙げられる。そして、機関投資家は役割や立ち位置に応じて区 別が必要である。本論文では、機関投資家をアセットオーナーと運用機関に区 15 別する。まず、アセットオーナーとは「年金基金」を筆頭とする、資産保有機 関であり、運用機関に資産運用を委託し、最終受益者のために資産の管理・運 用に従事する。これに対し、運用機関とは「投資顧問会社」など、アセットオ ーナーから委託された資産を管理・運用する機関である。主に、運用にともな う判断や議決権行使、エンゲージメントなどを行う」。機関投資家には、都市銀 20 行や地方銀行などの銀行も含まれるが、本論文においては、投資先企業に対し エンゲージメントを行った結果として企業価値の向上を促し、証券市場全体の 活性化によって株式投資からの利益最大化を行い、最終受益者に対して受託者 責任を負っている中長期的な視野を持つ機関投資家を対象とする。

25

5

## 第2節 国内証券市場の変遷

第1節では機関投資家の定義について述べた。第2節においては、株式保有 構造の変遷の中で機関投資家がどのように発展してきたかに言及する。

30 以下の【図表 1】は1970年からの株式保有構造を示している。はじめに、こ

の構造の変化を概観していく。株式保有構造を見るうえで、投資家をインサイダーとアウトサイダーに区別する。インサイダーとは、「株式保有の目的が利益の最大化以外の株主」であり、取引関係のある金融機関や事業法人だけでなく、経営陣や従業員持株会などが該当する。したがって、投資先との長期的な取引関係を維持することを重視し、現経営陣の意思決定を基本的に支持し、特別な事情がない限り保有株式を売却することもない。これに対して、アウトサイダーとは、「株式投資から得られる利益の最大化を目的とする株主」であり、国内外の機関投資家や個人投資家などが含まれ、現経営陣を支持するのは自らの代理人として株主価値を高めている間だけであり、自らの利益に貢献するよう経営陣をモニタリングしているのである<sup>2</sup>。

【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	都銀・	信託	生命	損害	証券会社	事業法人	外国法人	個人
		(茂 美)	地銀等	銀行	保険	保険	云江	伍八	伍八	
15	1970	31.6	15.8	_	10.0	3.7	1.3	23.9	4.9	37.7
10	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
20	2000	39.1	10.1	17.4	8.2	2.7	0.7	21.8	18.8	19.4
20	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	18.8	3.4	1.3	2.1	22.6	29.8	17.5
	2017	28.7	3.3	20.4	3. 2	1. 1	2.0	21.9	30.3	17.0

出所)日本取引所グループ(2017c)「2017 年度株式分布状況調査〈資料編〉」(PD 25 F)より作成

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

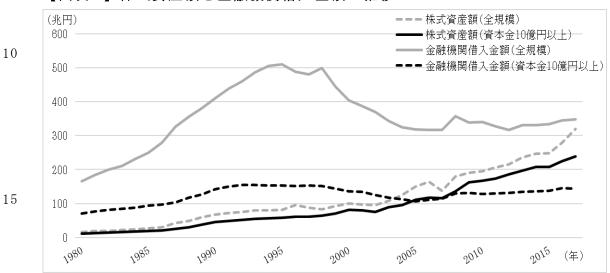
次に企業による資金調達方法の変遷に言及し、株式保有構造の変化を年代に 沿って投資家を上記の通り区別し、各投資部門別の特性を整理し検討する。

5

10

#### I.企業による資金調達方法の変化

我が国における企業の資金調達方法は、戦後より金融機関から借入を行うことが主であり、主要取引銀行を筆頭に金融機関との関係を密に保つメインバンク制が発展した。これにより、企業は金融機関との密な関係による安定的な資金供給源を確立し、金融機関側も企業に関する情報を豊富に得ることができ、モニタリング機能を通じて企業経営の効率化を図った3。



【図表 2】株式資産額と金融機関借入金額の推移

出所)財務省(2017)「法人企業統計 時系列データ」より作成

(URL) https://www.e-stat.go.jp/dbview?sid=0003060791

20

25

30

5

このような銀行借り入れによる資金調達の発展は、【図表 2】から 1990 年代後半にかけての金融機関借入金額(全規模)の推移から確認できる。しかし、1996 年から始まる「ビッグバン」と呼ばれる金融制度改革によって直接金融による資金調達が容易になった。その結果が【図表 2】より 2000 年以降の金融機関借入金額(全規模)の大きな落ち込みから確認できる。特に大企業においては、

【図表 2】の株式資産額(資本金 10 億円以上)、金融機関借入金額(資本金 10 億円以上)のグラフの推移から、2000 年代前後の金融改革を契機に銀行借り入れ依存からの脱却が進み金融機関との関係は以前と比べて薄くなったことが見て取れる。一方で自社の信用を基に株式を発行することで資金を調達し、その資金を元手に成長をすることで、さらなる株式資産額の増加をもたらした。その

結果 2000 年代前半に、株式資産額は金融機関借入金額を上回ることとなった<sup>4</sup>。 以上の企業による資金調達手段の変化は、以下の【図表 3】より 2000 年以後 の自己資本比率を大きく上昇させる結果をもたらし、特に資本金 10 億円以上 の企業は 50%近くにまで推移している<sup>5</sup>。

5

10

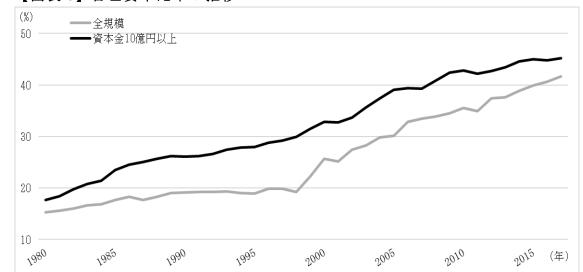
15

20

25

30

#### 【図表 3】自己資本比率の推移



出所)財務省(2017)「法人企業統計 時系列データ」より作成

(URL) https://www.e-stat.go.jp/dbview?sid=0003060791

#### Ⅱ.戦前から金融危機までの保有構造

我が国における証券市場の起点は、東京と大阪に株式取引所が設立された 1878年であり、約140年の歴史を持つ。当初は、公債取引の場としてスタートしたが、1880年代後半の鉄道業や紡績業の成長を機に企業勃興期を迎えるとともに、株式売買が活発化した。しかし、当時は財閥によって排他的に傘下の優良企業が発行する株式が保有されたため、優良企業が取引所に上場していなかったことから、その頃の株式市場は投機的な特徴を有していた。そして戦後、GHQ(General Headquarters:連合国軍最高司令官総司令部)による財閥解体と、政府による株式保有の大衆化促進である証券の民主化が図られた。その結果、証券市場唯一の4年にわたる「取引所空白時代」を経て1949年に東京、大阪、名古屋などで証券取引所が設立され、当時の持株比率は約69%を個人が占めていた。その後、不況を背景に個人投資家による持株の売却は進み、その上で、

旧財閥系の企業集団による結束強化を目的とする持ち合いや、財政危機に陥った企業が増資による資金調達を目的に事業法人や金融機関との株式持ち合いを進めた。さらに、1960年代には、資本取引の自由化を通じて、証券市場の国際化が図られた。その結果、外国人投資家の参入にともなう日本企業の乗っ取りの恐れから、株式の持ち合いはさらに加速した。

上述した事象を背景に、1960年代後半より株式の保有構造は個人を中心とするアウトサイダー型から金融機関や事業法人を中心とするインサイダー型の構造へと変化していった。インサイダー型の保有構造は 1980 年代末のバブル期を絶頂期とし、1997年の金融危機まで続いた。インサイダー型の保有構造においては、前述したように企業の系列化や業務提携などを目的とした広い意味での支配証券としての株式保有の場合が多く、株式保有は長期的かつ固定的であり、利回りを無視したものになる傾向が強くなる7。また、持ち合い比率が高い銘柄は、流通市場に供給される株式が制限されることから、持ち合いがない銘柄よりも、市場に与える影響が大きくなり変動幅が広がるために市場価格形成を歪める。このような状況下で、投資利益を高めるために、投資家による売買差益を狙った投資活動が活発化したことで、売買回転率が高まり、短期志向的な株式市場構造が形成されたのである8。

#### Ⅲ. 金融危機から現在までの保有構造

5

10

15

20 1990 年代後半から 2000 年代前半にかけて北海道拓殖銀行、山一證券、日本長期信用銀行の経営破綻を代表とする銀行危機が発生した。また、国際的に活動する銀行に対し、自己資本比率が 8%以上であること(海外拠点を持たない銀行は 4%)を求める BIS (Bank for International Settlements:国際決済銀行)規制が日本でも 1993 年 3 月末から適用された。銀行はこの BIS 規制に対応するために、保有株式の売却を行った。そして、「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」によりさらなる銀行の株式売却が進んだ。同時に事業法人による銀行株の売却も進んだ。以上のことから、1985 年において、20.9%を占めていた銀行の株式保有は 2017 年現在、3.3%へ縮小した。これらの銀行危機や BIS規制によりインサイダー型の保有構造からアウトサイダー型の保有構造へと大30 きく舵を切ることとなった。インサイダーによる株式保有比率が低下する一方

で、機関投資家を中心とするアウトサイダーの台頭が進んだ。その中で外国人投資家が著しく増加した。外国人投資家は、2008年のリーマン・ショックを契機に一時的に減少したものの、景気の回復にともない、再び堅調に増加している。2017年時点で国内株式の30.3%を保有しており、日本の証券市場における外国人投資家の存在感は増してきている。また、国内機関投資家においても、信託銀行や投資顧問会社などによる保有割合は増加している。その背景にはGPIF(Government Pension Investment Fund:年金積立金管理運用独立行政法人)による資産の市場運用開始にともなって、信託銀行などへの委託が進んだことによる影響があった10。

10

15

20

25

30

5

## 第3節 機関投資家の投資行動と国内市場に与える影響

前述した株式保有構造の変遷を踏まえて、第 3 節では 2000 年代より台頭した機関投資家がどのような企業に投資を行い、投資先の企業にどのような影響を与えているのかを考察する。

まず、機関投資家全体に共通している項目として、時価総額が高く、高 ROE (Return on Equity:自己資本利益率)、高い出来高回転率、高 PBR(Price Book -value Ratio:株価純資産倍率)といった特徴を持つ企業に投資を行う傾向がある。また近年は、インデックスを活用したパッシブ運用に重きを置く機関投資家が多いため、結果として上記の特徴を持つ企業が投資先になりやすい<sup>11</sup>。

次に、機関投資家が国内証券市場に与える影響について考察する。以下の【図表 4】から国内外の機関投資家が国内証券市場において年間売買株数の約7割を占め、売買金額においては約8割を占めていることが確認できる。特に海外機関投資家については、海外投資家の大部分を占めているうえ、第2節でも述べたように海外機関投資家による国内株式保有割合は、約3割を占めており、株数・売買金額についても全体の3分の2以上と非常に大きな割合を占めている。そのような海外機関投資家は、国内機関投資家と比較した場合、モニタリング能力が高く、企業のパフォーマンス向上にもつながる。しかし、形式的な銘柄選択を行うことから、企業に貢献する意思を持っておらず、短期志向に偏るという肯否双方の意見が存在する。そして、売買回転率が高い傾向があるた

め株価に与える影響も大きく、価格形成においても重要な役割を担っている12。

【図表 4】2017年における投資部門別株式年間売買株数と金額の割合(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

出所)日本取引所グループ(2017a)「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(2017b)「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

10 (URL)https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/n lsgeu000002vn18-att/stock\_vol\_1\_y17.pdf

(URL) https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock\_val\_1\_y17.pdf

## 15 第4節 機関投資家のあるべき姿

5

20

25

30

第4節では、スチュワードシップ・コードを参考にしながら、策定に至った 経緯を踏まえ、機関投資家のあるべき姿について言及する。

第2次安倍政権において、円高・デフレから脱却し、強い経済を取り戻すために掲げられた「第三の矢」の一つである「日本再興戦略」の要旨と 2010 年に英国で策定されたスチュワードシップ・コードの要旨との合致を見たうえで、「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」についての検討が進み、日本版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。この場として 2013 年 8 月、金融庁は「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」を設置した。その後、2014 年 2 月に金融庁より「『責任ある投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」が策定された。金融庁は本コードの目的を、機関投資家が、投資先企業のモニタリングや建設的なエンゲージメントを行うなどのスチュワードシップ活動を通して、企業側との適切な責務と相まって質の高いコーポレート・ガバナンスが実現され、企業

の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られることとしている<sup>13</sup>。2018 年 8 月現在、233 の機関投資家が本コードの受け入れを表明している<sup>14</sup>。

#### 【図表 5】日本版スチュワードシップ・コードの原則

		内容
	原則 1	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針
	/尔 只 1	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
	/尔 則 乙	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。
		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
10	原則 3	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。
		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
	原則 4	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。
		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
	原則 5	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
15		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
10		となるよう工夫すべきである。
		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
	原則 6	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。
		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
	医肌 7	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
	原則 7	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
20		るべきである。

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

(URL) https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf

25

30

5

また、本コードにおいては「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」という二つの方針が定められている。前者は、原則主義とも呼ばれ、詳細な規定を設ける細則主義と対をなし、抽象的で大まかな原則が設定されている。したがって、機関投資家は要旨と精神を確認・共有したうえで、自らの状況に応じて、スチュワードシップ責任を適切に

果たすことが望まれている。「プリンシプルベース・アプローチ」の考え方は、コーポレートガバナンンス・コードとスチュワードシップ・コードが整備されている各国で使用されている原則であるが、日本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・コードでは、あえてプリンシプルベースの意義が記載されている。これは、ルールベースの規律が一般的である日本において、「プリンシプルベース・アプローチ」の考え方に企業や利用者も慣れていないことを考慮したためである。後者は、機関投資家が自らの状況に照らして実施することが適切でないと考える原則がある場合は、実施しない理由について顧客・受益者の十分な理解が得られる説明が必要とされるものである<sup>15</sup>。そのため、スチュワードシップ・コードの受け入れ表明を行った機関投資家であっても、全ての原則を実施する必要はなく、法による強制力も持たない。

また、この日本版スチュワードシップ・コードにおいては、定期的な見直しが行われており、2017年5月に改訂版が公表された。この改訂において、アセットオーナーに対し、可能な限り、積極的にスチュワードシップ活動に取り組むべきであり、それ以外の場合も運用機関に対する実効的なモニタリングを推奨するという事項が追加された。一方で、運用機関に対しては、自身の利益相反管理をはじめとするガバナンスの強化や自己評価の実行および、公表が追加された。また、その他にも集団的エンゲージメントやESG要素、パッシブ運用における対話、議決権行使結果の個別開示、議決権行使助言会社などに関する項目の追加が挙げられる。つまり、この改訂版スチュワードシップ・コードは、アセットオーナーと運用機関の役割を明確にしたうえで、コードそのものを形式的なものから、実質的なものへと変化させ、機関投資家のスチュワードシップ活動がより、実効的で、可視的なものになることを促進している16。

## 第2章 諸外国における機関投資家

第1章にて機関投資家の役割やあるべき姿について述べたが、本章では、今後の日本が参考にすべきである英国と米国の機関投資家の取り組みについて考察する。第1節では過去20年の間に英国において公表された報告書を基に英国金融市場における変化、第2節では米国におけるモノ言う株主の歴史につい

て述べる。

## 第1節 英国における2つの行動規範

5

10

15

20

25

30

この節では、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの両コードを世界で初めて策定した英国において、策定に至った経緯に関して、過去20年間に英国にて公表された各報告書を軸として、株式保有構造の変化とともに言及する。そして、英国の証券市場が現在抱える諸問題とそれに対する提言をケイ・レビューに基づき考察する。

#### I.英国の証券市場における機関投資家の台頭

英国における機関投資家の代表格は、年金基金、保険会社、ユニット・トラスト、インベストメント・トラストである。この中で最も歴史が古いのは、年金基金であり、17世紀後半における東インド会社の私的年金基金設立や、公務員の年金制度が創設された 1810 年にまで遡ることができる。投資信託においても、英国を発祥とすることから歴史は 19世紀後半に遡ることとなる。また、同時期に保険会社も金融機関としての地位を確立している。

上記のように、英国では古くから機関化が進んでいたものの、1950 年代における機関投資家の本格的確立に至るまでは、株式のほとんどが富裕層の個人によって所有されていた。

そして、転換期となった 1950 年代は、第 2 次世界大戦の影響による、個人投資家の株式保有割合の低下と機関投資家の本格的市場参入が見られる時期である。個人投資家の保有割合低下の主因は、当時の公債保有分布において、相続税を課された個人が最も多く株式を保有していた状況下で、相続税の強化が富裕層に重くのしかかったこと、国債市況暴落による大幅なキャピタルロスを被ったことが挙げられる。特に、ポンド防衛のために公定歩合が引き上げられた50 年代後半に暴落し、個人投資家の衰退が進むなか、福祉国家への傾倒から年金基金・保険会社が成長し機関投資家として確立されてくる。一方で、株式市況は好調に推移していたことからも、機関投資家の株式市場への参入は容易で

あった。このような状況下において頭角を現した機関投資家は、年金基金であ った。年金基金が台頭した要因として、完全雇用体制下における個人の所得水 準向上と個人貯蓄の形成、高齢化の進展が挙げられる。英国の年金基金は、自 己管理型年金と保険型年金に大別される。後述する職域年金とは、主に前者を 指し、保険会社は後者を指す17。職域年金においては、第1次世界大戦期より 税制優遇の拡大などで鉄道会社を中心に民間企業による職域年金が先行的に発 展を遂げていた。その後、第2次世界大戦を経て、1946年に英国政府は、ベバ リッジ報告に基づき、国民保険法を制定した。これにより、公的年金制度が整 備され、英国財政は社会サービスに舵を切ったが、給付金の水準が低かったた めに、インフレーションの影響による目減りが見られた<sup>18</sup>。また、1950年代か ら 1960 年代には、前述の職域年金の台頭要因で述べたように、企業による職域 年金の拡充が図られ、さらなる職域年金の発展が起きた。次に、保険会社にお いては、保険型年金を扱うとともに、生命保険および、損害保険を扱う。保険 会社が年金業務に進出したのは1920年から1930年代にかけてであり、当時は、 自営業者対象の個人年金が中心であった。その後 1950 年代に、前述した公的年 金の低水準を背景に、保険料収入が増加し、それにともない総資産が増加した ために、保険会社による資産運用が盛んに行われた。しかし、運用資産におけ る国債の割合が最も多かったために、前述の個人投資家と同様に公定歩合の引 き上げにともなう国債の暴落により損失を余儀なくされた。これを契機に保険 会社は、株式市場に注視するようになり保有比率は増加した。その後も、高齢 化の進展や職域年金への税制優遇も相まって 1980 年以降も職域年金と保険会 社は発展をし続けた19。

5

10

15

20

25

30

英国国内における機関投資家の台頭は、以上の通りである。【図表 6】より前述の通り、機関投資家が存在感を増す中で、個人投資家の株式保有割合は大きく低下した。しかし、英国における個人の資産運用手段は、保険・投資信託によるものへとシフトしていることから、投資信託の株式保有比率は堅調に伸びている。また、英国内の機関投資家が株式保有割合を最も多く占めていたのは1990年代であり、同時期をピークに年金基金や保険会社は委託運用を始めたことにより株式保有比率は減少した。一方で、その委託運用を引き受けた運用機関のほとんどが米国系運用機関であったことから海外投資家の台頭を招くこと

となった。

5

20

25

30

【図表 6】英国の投資部門別株主保有割合の推移(単位:%)

(年\ 部門)	個人	年金基金	保険会社	投資信託	銀行	海外 投資家	その他
1963	54	6.4	10	1.3	1.3	7	20
1975	37.5	16.8	15.9	4.1	0.7	5.6	19.4
1981	28.2	26.7	20.5	3.6	0.3	3.6	17.1
1991	19.9	31.3	20.8	7.2	0.2	12.8	7.8
2001	14.8	16.1	20	2.9	1.3	35.7	9.2
2010	10.6	5.6	8.8	10.9	2.5	43.1	18.4
2016	12.3	3	4. 9	11.6	1.8	53.9	12.4

10 出所)Office for National Statistics(2017)'Share Ownership time series dataset'より作成

(URL) https://www.ons.gov.uk/economy/investmentspensionsandtrusts/datasets/shareownership

#### 15 Ⅱ.スチュワードシップ・コード策定と各報告書の歴史

前項では、英国金融市場に影響を与えてきた機関投資家の変化について整理をした。本項においては、日本をはじめとする諸外国から注目を集めるコーポレートガバナンス・コードおよび、スチュワードシップ・コードの両規則がいかにして策定に至ったのか、その経緯について述べていく。英国では、1980年代よりマクスウェルや BCCI 銀行などの企業による不祥事が社会問題となったことから、より良好な経営環境の整備に取り組むことを目的とし、1991年にキャドバリー卿を委員長とする委員会が財務報告評議会、ロンドン証券取引所および、職業会計士団体によって設置された。また、当委員会には機関株主委員会委員長も参加していることから、コーポレート・ガバナンスの発展初期からも機関投資家が関与していることが窺い知れる。同委員会は、1992年12月にキャドバリー委員会報告書「コーポレート・ガバナンスの財務的側面」を公表し、取締役会および、会計監査人のアカウンタビリティー強化や非業務執行取締役の役割強化による取締役会の実効性確保などを勧告し、英国の上場企業に対する行動規範としての「最善行動規範」が定められた。続く1995年のグリーンブリー委員会報告書では、取締役報酬制度の明示と適正な運用が勧告された。

そして、1998年ハンペル委員会報告書では、これまでの委員会の流れを踏まえた最終報告書として、それまでの報告書の統一化が勧告された。これを受けたロンドン証券取引所は「統合規範」を作成し、この「統合規範」は上場規則の一部となった。また、この統合規範を補足するガイドラインとして、ターンブル委員会が1999年「内部統制一統合規範に関する取締役の為のガイダンス」を公表し、統合規範の内部統制に関する実務指針を示した。同ガイダンスは、その後、コーポレートガバナンス・コードの前身となったことから、英国、そして日本における企業統治のあり方に大きな影響を与えた。

5

10

15

20

25

30

2000年代に突入すると、コーポレート・ガバナンス議論は、さらなる質の向 上を求めて株主の観点からの議論が進展した。2001年におけるマイナーズ報告 書がその始まりである。同書では、英国財務大臣からの諮問を受けて英国の機 関投資家の性質と役割について分析が行われた結果、運用上の課題が発見され、 その解決のために提言がなされた。機関投資家の受託者責任が促進されており、 エンゲージメントを通して企業に介入することで、企業価値を向上させること が求められた。その後、議論は停滞したものの、2009年に発生した前年の金融 危機を契機に機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割や責任の重 要性が再認識された。これを受けて同年 11 月、ウォーカー報告書が公表され た。同書は、金融機関にとどまらず、上場企業全体に対するものであり、スチ ュワードシップ・コード策定の基礎となった。主な勧告として、機関投資家の スチュワードシップ責任に関するベストプラクティスの明示、「統合規範」につ いて、企業のコーポレート・ガバナンスに関する事項と株主のスチュワードシ ップに関する事項を分割することで、互いに独立したコードとして明確化する ことが勧告された。そして、財務報告評議会の管理の下、「プリンシプル・アプ ローチ」、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の方針に基づいて、スチュワ ードシップ・コードが2010年に策定された。

【図表 7】からも分かる通り、日本版スチュワードシップ・コードと同じく原則は7つ存在する。日本とは異なり、原則5における集団的エンゲージメントに関する事項は、初版の公表時から記載されていた。また、英国においてスチュワードシップ・コードは、2年ごとに見直しがされており、2012年に改訂された内容として、スチュワードシップ活動の目的、アセットオーナーと運用

機関の役割の明確化や自己ガバナンス、情報開示の強化などがある。この改訂の内容は、ケイ・レビューにより指摘された英国株式市場における問題と同レビューにおける提言の影響を受けている<sup>20</sup>。また、2016 年 11 月時点で、77 のアセットオーナーと 171 の運用機関がスチュワードシップ・コードへの署名を行っている<sup>21</sup>。

#### 【図表7】英国スチュワードシップ・コードの原則

		内容
	压 111 4	機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかにつ
	原則 1	いての方針を公に開示すべきである。
0	国則の	機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反を管理する
	原則 2	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、スチ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。
5	可 n	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、
	原則 6	明確な方針を持つべきである。
	医肌 7	機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動につ
	原則7	いて、委託者に対して定期的に報告すべきである。

出所)上田亮子(2013)「英国スチュワードシップ・コードについて」、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」資料 資料 1(PDF) 金融庁より作成

(URL) https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf

#### Ⅲ. ケイ・レビュー

まずケイ・レビューとは、2011年に英国の経済学者であるジョン・ケイ氏が、 25 ビジネス・イノベーション・技能省(BIS)より委託を受け、英国株式市場の構造 上の問題、上場企業の行動、コーポレート・ガバナンスについて調査・分析を 目的とし、調査活動の結果を 2012年に公表した報告書である。

同報告書によると英国株式市場の問題として、短期主義の蔓延、海外機関投資家の台頭による株式保有の分散化、投資関係者間の信認の欠落やインセンティブの不一致などが挙げられた。同時に、企業の中長期的な成長を促すことが

5

15

20

30

できるような株式市場を育成するための 17 の提言が行われており、エンゲージメントに実効性を持たせるべく、株主構成の分散化を踏まえた集団的エンゲージメントの推進にともなう投資家フォーラムの創設や、四半期報告義務の廃止、企業や運用会社における利益相反や報酬制度の見直しなどが提言された<sup>22</sup>。ケイ・レビューにて詳述されている英国株式市場や英国企業、英国機関投資家の問題点と提言は、日本における「伊藤レポート」で挙げられている日本の株式市場参加者が抱えている問題とも重複する点も多い。これより、日本において今後、機関投資家の役割が増していくと考えられる中で、英国における機関投資家のあり方をめぐる議論の行方は日本の証券市場にとっても大いに参考になるのではないだろうか。

## 第2節 アクティビストを代表する米国機関投資家

5

10

15

20

25

30

米国機関投資家に関しては、投資先企業との間でコーポレート・ガバナンスの改善や経営改革を促すエンゲージメント活動が一般化している。米国機関投資家は、エンゲージメント活動を行う際、独自の方法を採用しているが、エンゲージメント活動の目的として「相互理解」と「受託者責任」という二つのキーワードが共通認識として認知されている。投資先企業と対話を継続的に行うことは、企業と機関投資家の「相互理解」を深め、その上で企業に対し、望ましいコーポレート・ガバナンスの構成を助言し、促すことが、中長期的な運用リターンの確立につながる<sup>23</sup>。

【図表 8】米国証券市場における資産残高と保有割合の推移(単位:%)

年	全体資産額 (10 億ドル)	個人	保険会社	年金基金	ミューチュアル ファンド	海外 投資家
1965	734. 9	83.8	2.9	5.9	4. 2	2.0
1975	839.4	69.6	5.0	15.8	4.0	4.0
1985	2270	54.0	5.8	27.1	6.0	6.0
1995	8481.3	53.0	3.1	22.4	14. 3	5. 7
2005	20600.5	40.0	2.2	19.4	24.5	10.3
2015	35766.8	39.1	1.7	12.9	24.1	15.6

出所) Federal Reserve Board (2016)' Financial Accounts of the United S

tates Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts Historical Annual Tables Corporate Equities 1965-2015'(PDF)より作成

(URL) https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1965 -1974.pdf

5

(URL) https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1975 -1984.pdf

(URL) https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1985 -1994.pdf

(URL) https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1995-2004.pdf

(URL) https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a2005-2015.pdf

米国金融市場における機関投資家の台頭は、1960年代以降、金融資産残高が 15 拡大し続けたことから進展してきた。この背景として、銀行の預貸業務活動の 相対的後退の一方で、金融市場を取り巻く環境が変化してきたことが挙げられ る。1980年以降も株式を中心に資産の拡大を続け、大規模な機関投資家に株式 所有が集中していった<sup>24</sup>。また、同時期において M&A ブームが到来し、機関投 資家と企業経営者などの利害関係者との間で対立が生じ、機関投資家はコーポ 20 レート・ガバナンスへの関与を増大させ、現在のアクティビスト的性格を持つ こととなった。それまでの米国機関投資家は、アクティビストとして認識され ておらず、投資先企業の業績が向上しない場合は、議決権行使による改善を図 るのではなく、株式を売却することで解決をする「ウォール・ストリート・ル ール」に基づいて「モノ言わぬ株主」として行動していた<sup>25</sup>。1980 年代におい 25 て敵対的買収ブームの到来により企業側がポイズン・ピルなどの買収防衛策を 行った結果、投資家との利益に反するとされ、1988年労働省はエイボン社に対 して、議決権行使を受託者責任の一部として、機関投資家にさらなる議決権行 使を促した「エイボン・レター」を公表した。また、1985年に設立された CII 30 (Council of Institutional Investors:機関投資家協議会)も機関投資家によ

る議決権行使や、株主提案などに関する機関投資家の意見をまとめ統合するこ とを目的に設立され、公的年金基金を中心に機関投資家によるアクティビズム が見受けられるようになった26。ここからは、米国機関投資家の代表たる公的 年金基金とミューチュアルファンドについて記述する。米国内において最大の 公的年金基金である CalPERS(The California Public Employees' Retirement System:カリフォルニア州職員退職年金基金)は、アクティビストとしての代 表格といえる。モノ言う株主である CalPERS がコーポレート・ガバナンスへ関 与する目的は、会社経営者の日常決定を妨げることなく、最終受益者への受託 者責任を果たすべく、投資の長期リターンの増加を目指すことにある27。そし て、CalPERS による外国企業への行動に関しても、基本的に国内での活動と変 わりはなく、取締役の構成、最高経営責任者と取締役会議長との非兼任、経営 者に関する報酬、独立した社外監査の要求、反テイク・オーバーの手段などが 挙げられる<sup>28</sup>。CalPERS によるアクティビストとしての活動に対する評価は、投 資対象企業の調査によると、1989 年から 1993 年までの CalPERS のコーポレー ト・ガバナンスに関する提案のうち、72%が採用され企業の運営機構を改革し、 企業の株価に好影響をもたらす一方、提案が成功しなかった場合、株価に悪影 響を及ぼす結果となった。1987年から 1993年までに、CalPERS が株主行動主 義のために要した費用は 350 万ドルであったの対し、それにより得られた収益 は 1900 万ドルであったと推定されている。一方で、株主行動が必ずしも企業の 業績に影響を与えるとは限らないことが示されている研究結果も存在し、1987 年から1993年における公的年金基金の株主行動によって、提案の40%が採用さ れたが株価との関連性は見られない。このように、株主行動は必ずしも企業業 績に好影響をもたらすとは限らないが、企業側に機関投資家によるモニタリン グが機能していることで、ガバナンスの強化につながったことは間違いない²ゥ。 また、このようなアクティビズムを行う公的年金基金も一部に限られるうえに、 企業年金においてはアクティビズムが行われなかったことも事実である。その 理由としては、企業年金基金が積極的に株主行動を行った際に、親企業とスポ ンサー企業との取引関係が悪化する恐れがあったからだ。この問題は、現在の 日本においてもパナソニックなどの一部の年金基金を除き同様であり、企業年 金によるスチュワードシップ活動の阻害要因となっている。

5

10

15

20

25

30

次にミューチュアルファンドについて述べる。ミューチュアルファンドとは、 米国の会社型投資信託のうち、一般的にオープンエンド型の投資信託を指し、 米国で最も普及している投資信託の形態である<sup>30</sup>。1980 年代から 2000 年代前 半にかけての機関投資家の発展の背景にはミューチュアルファンドの成長があ る。80年代においては、人口構成の変化が著しく、高齢化が進行したことによ り、老後の備えとして投資信託の利用が進んだ結果、【図表8】から分かるよう にミューチュアルファンドの株式構成割合が増加した。その後 90 年代から年 金基金による運用委託が増加したこともミューチュアルファンドの発展に寄与 し、投資活動の安定的財源となったことから、1985年から 2005年における年 金基金の保有割合の減少と投資信託の保有割合の増加という構造の変化が起き た31。2017年現在、米国の運用機関が世界における公募証券投資信託残高の約 50%を占めており、トップを走っている。2位以降の割合が1割を切ることから、 世界に与える米国運用機関の影響力の強さが伺える。また、パッシブ運用ファ ンドの運用残高は 1999 年末時点で米国内における投資信託残高のうち 1 割強 であったが、2016年末には4割に拡大していることから、米国内および、世界 におけるパッシブ運用への傾倒の一翼を担っていることが分かる32。

5

10

15

20

30

以上のように、エンゲージメントに関するスタンダードを持たない米国の機関投資家は、自らの運用方針や経営戦略を踏まえ独自のエンゲージメント活動を行っており、世界に対しても大きな影響力を保持している。わが国において、機関投資家と投資先企業が建設的対話を活発化させるためにも、英国におけるルールや原則を参考にしつつ、米国の機関投資家のエンゲージメントへの取り組みも参考にしながら、自らの経営方針にあった体制を構築していくことが望まれる。

## 25 第3章 企業価値向上に資するコーポレート・ガバナンス改革

第3章では、機関投資家のスチュワードシップ責任の1つである中長期的な企業価値の向上という概念に関して、企業側の視点より述べていく。第1節では、日本企業の企業価値が長期的に低迷し続けてきた背景に言及する。また、第2節では、そのような状況から脱却すべく、企業側の取り組みとしてコーポ

レート・ガバナンス改革を考察する。さらに、第3節においては、中長期的な 企業価値向上に必要不可欠な投資家と企業との建設的な対話の基礎となる企業 の情報開示制度に言及する。

## 5 第1節 長期に及ぶ日本企業の低収益性

日本企業の企業価値は20年にわたり低迷し続けていた。日本企業が好調だ った 1980 年代までは、短期志向の資本市場に対して収益性を約束する一方 で、経営は長期的な視点で行われてきたと考えられる。そして、それがかつて 10 の日本企業の競争力の源泉であるイノベーション創出に向けた長期的な投資の 流入につながっていた33。しかし、バブル崩壊を機に、1990年代半ば以降、投 資家が、企業が重要とする理念や価値観に目を向けず、短期的な財務数値のみ に着目し、自らの要求のみを主張するように変化したと企業側は指摘した。加 えて、投資家は企業を選べるのに対し、企業は投資家を選ぶことができないと いった不満を抱くようにもなった。その一方で、投資家側は、企業が投資家の 15 重要視する指標を考慮したうえで、経営を行っていないことや IR の機会など で投資家に対し、ROE や EVA(Economic Value Added:経済的付加価値)などにつ いて語る一方で、実際には、指標や数値の達成への実行力が低いことを批判し ていた34。このような投資家と企業の間に生じた溝やすれ違いの結果、投資家 20 の企業に対する期待は喪失し、資本市場での現金化(エグジット)と呼ばれる行 動に移ったことから、日本の平均株価水準は低迷し続けることとなった。日本 企業の低収益性が原因となり、長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続い た結果、短期の投資機会を追求することが経済合理性に合致した35。そのた め、日本企業が競争力の源泉であるイノベーションを生み出し、中長期的な企 業価値の向上を達成するためには、長期的な資金を確保する必要がある。しか 25 し、かつてのように機関投資家と企業の間で質の高い対話が行われなければ、 中長期的な視点から株式銘柄を選択する投資家の層が薄い日本において、長期 的資金を誘引することは困難であり、日本企業の長期的な競争力の向上は容易 ではなく、競争の激化している市場を生き抜くことが出来なくなるのである

30 36

そのような状況を回避するためには、上述した通り、機関投資家との建設的な対話に積極的に取り組む必要がある。企業が資本を調達・維持するために必要なコストを資本コストと呼ぶが、投資家はその資本コストを上回る収益性を期待する。収益性を表す指標は多数存在するが、投資家は最も有効な指標としてグローバルに通用する ROE を意識する 37。つまり、企業価値を生み出す大原則として、企業は中長期的に資本コストを上回る ROE を維持し続けなければならないのである 38。しかし、その ROE を海外と比較すると、日本企業の ROE は、近年上昇しているものの、他国に比べ、いまだ低い水準にある。その要因を探るため、ROE を売上高利益率、資本回転率、レバレッジに分解し、それぞれを日米欧で比較すると、【図表 9】より、回転率やレバレッジには大きな差がない。しかし、売上高利益率、つまり、事業の収益力において他国と大きな差があることが確認できる。

【図表 9】ROE の国際比較

5

10

25

15	国名	産業	ROE	利益率	回転率	レバレッジ
		製造業	4.6%	3. 7%	0.92	2.32
	日本	非製造業	6.3%	4. 0%	1.01	2.80
		合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
		製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
20	米国	非製造業	17.6%	9. 7%	1.03	2.88
		合計	22.6%	10. 5%	0.96	2.69
		製造業	15.2%	9. 2%	0.80	2.58
	欧米	非製造業	14.8%	8. 6%	0.93	3.08
		合計	15.0%	8. 9%	0.87	2.86

出所)伊藤邦雄(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〜」(PDF)経済産業省より作成

(URL) http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf

つまり、日本において続く、長期的な企業価値の低迷から脱却するためには、事業収益力を高め、中長期的に企業価値を向上させる必要がある。その持続的な企業価値の創造は、企業と投資家による「協創」によって実現できる。つまり、企業の努力に加え、投資家の持続的な支援があってこそ、持続的な企業価値は創造され、事業活動の継続が実現されるのである<sup>39</sup>。

## 第2節 コーポレート・ガバナンス改革の必要性

本節では上述した日本企業の低収益性からの脱却、中長期的な企業価値や持 10 続的な企業の稼ぐ力の向上という課題に対する企業側の取り組みに言及する。 2013年より、アベノミクス3本目の矢(日本再興戦略)として、中長期的に 企業価値を向上させるために、会社法の改正やコーポレートガバナンス・コー ドの策定といった制度整備が積極的に進められてきた。また、第1節で言及し たように、機関投資家に対しエンゲージメントの実施を要求したスチュワード シップ・コードはコーポレートガバナンス・コードに先立ち策定されていた。 15 この流れを受け、東京証券取引所は、コーポレートガバナンス・コードを上場 規程に組み入れ、2015年6月1日から適用を開始した40。本コードが定義する コーポレート・ガバナンスとは「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社 会などの立場を踏まえたうえで、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行う ための仕組み」である41。本コードは、経営者が会社の事業に対して守らなけ 20 ればならない制約を設けることを目的としているのではなく、経営者の責務に 関する説明責任を果たすことを含め、会社の意思決定の透明性・公平性を担保 することで経営者を経営責任から解放し、企業家精神を発揮して経営手腕を振 るえる環境を整備することを目的としている。これを前提とした経営陣の迅 速・果断な意思決定を促すことを通じて、「攻めのガバナンス」が実現される 25 ことが望まれている42また、本コードもスチュワードシップ・コード同様、 「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」の方針により定められている。コーポレートガバナンス・コードが規定す る原則は以下の【図表 10】に示す 5 原則である<sup>43</sup>。

5

【図表 10】コーポレートガバナンス・コードの基本原則

	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)金融庁(2014)「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方

(案)」(PDF) より作成

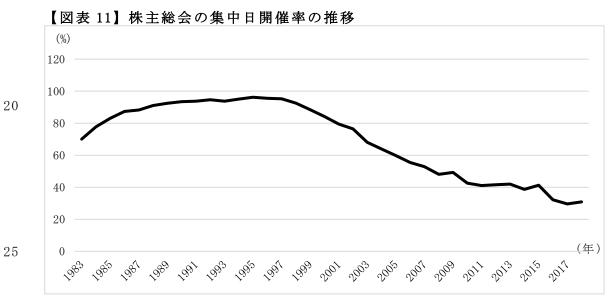
(URL) https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20141212/01.pdf

10

15

5

上記にある5つの原則を考察していく。原則1では、株主の権利・平等性の確保という観点から、株主総会の適切な情報の通知などの株主の議決権行使に係る環境整備、適切な株主総会の日程の設定や政策保有株式、買収防衛策などに言及されており、株主の権利が実質的に確保されなければならないことが明記されている44。



出所)日本取引所グループ(2018b)「3月期決算会社株主総会情報」(PDF)より 作成

(URL)https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tv divq000000011x-att/graph\_2018.pdf

しかし、【図表 11】より、実際は、多くの会社の株主総会が集中していることが確認できる。その原因として、議決権行使の基準日と決算日が同日に設定されていることが挙げられる。多くの会社が事業年度を 4 月 1 日から翌年の3 月 31 日までとしており、その事業年度が終了すると、会社法の定めにより、3 カ月以内に株主総会を開催することになっている。その結果、定時株主総会が 6 月下旬に集中するのである 45。

5

10

15

20

25

株主総会の集中日開催は、2017年3月期決算の東証一部上場会社の場合、2 9.6%となっている。集中日に株主総会を開催する会社の減少傾向には、ここ数年大きな変化はなく、限界に到達していると言える。株主総会の開催の集中を避けるためには、決算日とは別に基準日を設定することが求められるが、基準日の変更には課題が存在する。有価証券報告書および、事業報告では、決算日を基準として大株主の状況を記載することが定められており、議決権行使基準日が決算日と別の日となると、株主の確定を2度行わなければならず、事務コストが増加することがある。また、7月に株主総会を開催する場合、株主総会準備と第1四半期決算準備のタイミングが重複するため、会社として対応が困難になる恐れがあることから、株主総会の集中日開催は依然として避けられない現状がある46。

原則2では、従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先などの社外の関係者のような株主以外のステークホルダーと協働するために、経営理念の策定や、サステナビリティをめぐる課題について真摯に取り組むことや社内の多様性を確保することなどについて記されている<sup>47</sup>。

原則3では、企業の情報開示に言及しており、企業は会社の財政状態や経営 成績などの財務情報のみならず、経営戦略や経営課題、リスクやガバナンスに 関する非財務情報を投資家に対し、正確かつ分かりやすく提供すべきであると 明記されている<sup>48</sup>。

原則 4 では、取締役会に関して記載されており、取締役会は、株主に対し会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率などの改善に努めるべきであることが明記されている。具体的には、経営者報酬を中長期的な業績と連動する現金報酬と自社株報酬を適切に組み合わせたものに

すべきであることや、独立社外取締役を特別な理由がない限り2名以上選任すべきであることなどが記されている<sup>49</sup>。

最後に原則 5 では、上述したスチュワードシップ・コードと「車の両輪」を成すために、企業側も株主総会以外の場においても積極的に株主と対話すべきであるということが明記されている<sup>50</sup>。

5

10

15

20

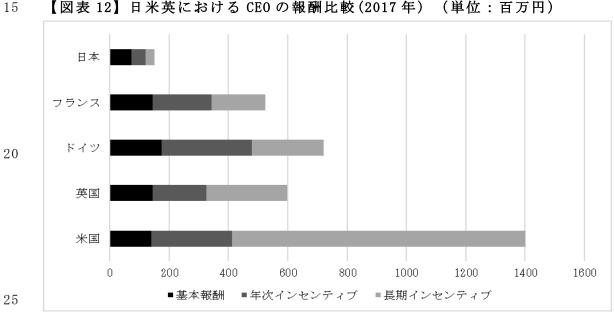
しかし、コーポレートガバナンス・コード発行以降も、コーポレート・ガバナンスに関する問題意識は多数あり、コード自体が形式的なものにとどまっているという声が多くあがった。こうした指摘を踏まえ、コーポレート・ガバナンス改革をより実質的なものにするために、2018年6月にコーポレートガバナンス・コードの改訂版が発行された。この改訂版コーポレートガバナンス・コードにおいて、我々は着目すべき点が2点あると考える。

1点目は、アセットオーナーに関する記述である。スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家による投資先企業との中長期的な企業価値向上を目的とした建設的な対話において、運用機関に対するアセットオーナーからの適切なモニタリングが重要であるが、企業年金などはそのような活動を行うことが困難であるということは前述した通りである<sup>51</sup>。このような問題意識から、母体企業は、企業年金の運用が従業員の資産形成や自らの財政状態に影響を与えることを十分に意識し、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を適切に発揮できるように、企業自らが人事面や運営面に対して、積極的に取り組みを行うべきであるとされた。そして、今回の改訂版では、母体企業である上場会社は企業年金が運用の専門性を発揮してアセットオーナーとして機能を発揮できるように、運用に携わる適切な資質を備えた人材の計画的な登用や配置などの人事・運営面における取り組みを行い、その内容を開示すべきであるとの原則が新設された(原則 2-6) <sup>52</sup>。

25 続いて 2 点目は、経営者の役員報酬に関する記述である。経営陣に持続的な企業価値の創造を引き出すためのインセンティブを付与することは、経営陣に対して果断な経営判断を促すうえで有効的な手段となる。つまり、本コード原則 4 でも述べられているように、経営者の報酬は、持続的な成長に向けた健全なインセンティブの一つとして機能するように、中長期的な業績と連動する報 30 酬の割合や、現金報酬と自社株報酬との割合などが適切に設定されるべきであ

る。日本企業のインセンティブ構造を見ると、以下の【図表 12】より、欧米 企業と比べて全般的に報酬水準が低く、業績連動部分が少ない傾向にあること が確認できる。この背景として、従業員との連帯を重視し、低水準の報酬を受 け入れる土壌があることや、使命感や責任感、社会的信頼度の向上などの非金 銭的なインセンティブが果たす役割が大きいことなどがある。これを受けて改 訂版コードでは、取締役は、客観性や透明性のある手続に従って、報酬制度を 設計し、具体的な報酬額を決定すべきであることが加えられた 。つまり、強 く根付く日本の企業風土に対し、積極的なコーポレート・ガバナンス改革を行 い、その一環として経営陣に中長期的に企業価値を向上させるようなインセン ティブを与えることが、経営陣の意識をあげ、低収益性からの脱却への第一歩 となる。本節で述べたように、コーポレート・ガバナンス改革と機関投資家の スチュワードシップ活動は表裏一体であり、今後の企業の持続的な成長には、 企業自身の取り組みによる「攻めのガバナンス」が欠かせないのである。

#### 【図表 12】日米英における CEO の報酬比較(2017年) (単位:百万円)



出所)Willis Towers Watson(2018)「ウイリス・タワーズワトソン、『2017年 度 日米欧 CEO 報酬比較』 結果を発表」より作成

(URL) https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2018/07/japan-us-e urope-ceo-compensation-comparison-2017

5

10

## 第3節 「協創」関係の基礎となる情報開示

上述した通り、中長期的な企業価値の向上は企業の取り組みだけでは達成されず、投資家との「協創」によってこそ達成される。それには第2節で述べたコーポレートガバナンス・コードの原則5で言及されている「株主との対話」が欠かせない。しかし、そのような投資家と企業との対話には、投資家が投資先企業の経営状態を十分に理解することに加え、企業側からの投資家の投資方針への理解も必要不可欠となる。投資家が自らの投資方針に合致した投資対象としての企業を選別すると同様に、企業側も自社の経営方針に合致した投資家を選別していくことによって、より深い協創関係が構築される。そのような対話を行うためには、企業により開示される情報がその基盤として重要であり、その情報開示のあり方を考察する必要がある。よって、本節では、企業の情報開示制度の現状やあり方を財務情報と非財務情報に分けて言及する。

#### **I.財務情報**

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、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。投資家にとって、財務情報は投資先企業の1年間の業績を見るうえで重要な判断材料となる資料である5%。しかし、現在の日本において会社法、金融商品取引法、取引所規則の各規則によって多数の報告書を作成・開示しなければならず、企業への負担とともに投資家にとっても複数の報告書を読み込む必要があることから、負担が大きい。中でも、四半期開示において、確報としての四半期報告書と速報性を重視した四半期短信が存在する。その両者の開示時期の差は平均して1週間ほどしかなく、内容についても多くが重複していることから多数の銘柄に投資する投資家は、四半期報告書を読まず、四半期報告書に基づいて作成されている四半期短信のみを読むことでより多くの企業情報を読み込み、投資判断の基礎としている5%。これらの状況から「未来投資戦略 2017」において、「『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」に言及され、その中で、新たに講ずべき具体的施策として「中長期的な企業価値の向上に向けた取り組みの一層の推進」が挙げられており、企業の情報開示に関する総合的な検討・取

り組みが進められている。

また、近年では日本の会計基準として新たに世界基準で広く使われている I FRS (International Financial Reporting Standards:国際財務情報基準)の強制適用を実施しようとする動きが見られたが、実現はされていない。しかし、2018 年 6 月の時点で適用企業は 161 社、適用を決定・予定している企業は 43社へと延びており、コーポレートガバナンス・コード施行前と比較して、約 3倍の企業に適用されている。また、適用企業と適用予定企業の双方を合わせると東証上場企業の時価総額の 33%を占めており、国際的に活動する企業や外国人投資家による株式保有割合が多い企業において適用が進んでいることが特徴である。つまり、世界基準である IFARS の適用企業が増加することによって、投資家による国内外企業の財務情報の参照・比較を容易にし、適切な投資判断の材料となることで、財務諸表における適正性と比較可能性の向上への貢献が望まれる55。

#### 15 Ⅱ.非財務情報

5

10

20

25

30

非財務情報とは、貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書などの財務情報以外の情報を指す。従来は、財務情報が企業の情報開示において重要視されていたが、近年では、この非財務情報が企業経営を判断する際の情報として重要視されてきている<sup>56</sup>。本来、企業が作成する報告書というものは、財務情報のみを開示するものであった。しかし、近年では、特許やブランド価値、経営者の資質、従業員の技能などといった、数値として表されることのなかった、無形資産(見えない資産)が企業価値を構成する重要要素となってきており、これらの情報の開示の重要度が高まっている。つまり、投資家は企業の価値や、中長期的な成長性を判断するための要素として非財務情報を重要視するようになってきているのである<sup>57</sup>。

近年、経済がグローバル化する中で、企業間の競争が激しくなっており、企業が安定的に利益を出し続けることが困難となってきた。そんな中、米国大手投資銀行であったリーマンブラザーズの破綻により生じた、世界金融危機や米国エネルギー会社であったエンロン社による会計不祥事など、企業経営の継続において重大な危機となるリスク事象が頻発する事態が発生した。さらに、東

日本大震災などの自然災害への対応や、環境との共生、資源・エネルギーの有限性への適応、循環型社会の構築などが求められる社会になってきている中で、企業は、過去の財務情報にとどまらず、将来発生するリスクを予測した事前対策や事業戦略、中長期の経営方針などの非財務情報を説明することが極めて重要になってきている<sup>58</sup>。そのような非財務情報の中でも、環境・社会・企業統治(ESG)への取り組みに関する情報の重要性が増してきている。これは、機関投資家がこれらの情報を考慮して、投資をする動きが強まっていることが背景にある。

上述したような、環境のめまぐるしい変化に対し、環境省は、投資家をはじめとするステークホルダーにとって、環境に関する情報が認識しやすくなるよう、企業に環境情報の積極的な開示を促してきた。実際に政府は、「環境報告ガイドライン」や「環境報告書の記載事項等の手引き」などを策定し、環境報告書作成における基準作りを進めている。しかし、日本企業による ESG 情報開示においては問題点が淡々と記載されているだけであり、環境や社会的課題の解決に取り組むことが自社の経営にどのようにつながるのかが不明なものが多いとの課題が残っており、情報開示の質の向上が求められている。このように、ESG 情報の開示が進むにつれて、開示情報の信頼性がこれまで以上に問われている。

そのため、各企業がサステナビリティー報告書やCSR報告書を充実させることにより信頼性を高める必要がある。その方法の一つとして、企業によるマテリアリティ(重要性)の特定が挙げられる。ステークホルダーにとっての重要度が高い課題や、企業の事業活動と関連性の高い課題を抽出することにより、企業が取り組むべき課題を明確にし、長期的成長に向けた経営戦略を立てることができる。つまり、マテリアルな項目に基づいた情報開示を行うことによって、充実した情報開示が可能になり、投資家のさらなる企業理解を促すことが可能になる。このように、近年では、企業の情報開示制度を取り巻く環境が大きく変化しており、投資家は財務情報のみならず、非財務情報も参考にしたうえで投資を行うようになってきている。このような潮流の中で、財務情報と非財務情報とを融合させた統合報告書を発行する企業が増えてきている。統合報告書のメリットとしては、企業が1冊でその企業の長期的な価値創造プロセス

を説明できることが挙げられ、2017年の統合報告書発行企業数は前年比、50 社増の全341社となり、その認知度は高まってきている<sup>59</sup>。しかし、発行企業 数のうち、その93%を東証一部上場企業が占めていることや、東証一部上場企 業の占める統合報告書発行企業の割合は、発行企業数でみれば全体の15%に過 ぎないことを踏まえても、未だ統合報告書が浸透しているとは言えない。この 要因には、自社の経営戦略などに財務情報や非財務情報を関連付けさせるため のノウハウが不足していることや、開示情報が膨大になることによる企業負担 の増大などが背景にある。このような問題を解決するために企業は、まず、統 合報告書の読み手を定め、重要な情報を簡潔に伝えるべく、戦略的なストーリ 一を創造することを意識しなければならない<sup>60</sup>。しかし、統合報告書の作成を 促進する以前に重要なことは、非財務情報の開示が企業のイノベーションにつ ながることを企業が意識し、非財務情報を充実させることである<sup>61</sup>。

本節で言及してきたように、企業が財務情報や非財務情報を充実させ、情報 開示を行うことによって、投資家とのエンゲージメントは活発になり、前節で 述べた企業と投資家の「協創」による日本企業の持続的な企業価値が創造され るのである。

## 第4章 機関投資家の果たすべき受託者責任

20 第4章では、建設的な対話のあり方を主軸として、機関投資家のとるべき投資行動に関して詳述していく。第1節において、スチュワードシップ・コードより提唱されたエンゲージメントの有効性について述べ、第2節にて機関投資家の採用する運用手法に起きている変化について述べたうえで、それぞれの運用手法における対話のあり方について述べる。その後、第3節において機関投資家のからを変を明らかにしていく。そして第4節において、近年重要視されている議決権行使による対話の現状やあるべき姿について言及する。

5

10

15

## 第1節 建設的な対話の重要性

第3章にて、日本企業における ROE の低さが問題視されており、企業価値の向上のためには、資本コストを上回る ROE を維持または向上する必要があると述べた。これを受けて、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが策定されたことは前述した通りであり、企業側と機関投資家側双方による「目的を持った対話」、すなわち「エンゲージメント」の重要性が高まっている。また、アセットオーナーと運用機関の関係において、アセットオーナーがスチュワードシップ活動に関して運用機関に求める事項や原則を明示すべきとされ、双方向のコミュニケーションを重視したエンゲージメントへの転換や ESG 要素の考慮などの動きが見られる。

「エンゲージメント」の定義にはさまざまな考え方があるが、「『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)」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ことを目的とした対話」を「目的を持った対話(エンゲージメント)」とし、議決権行使や対話を含むアクティビズムと呼ばれる活動を包括する概念である。「企業価値」の解釈について広狭かなりの差が企業と機関投資家の間には存在する。そして、エンゲージメントには、この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うえで企業価値向上に向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62。

次に示すエンゲージメントの段階を3段階に分類化したものは一つの参考として挙げられる。第1段階はComplianceと題される。コンプライアンス・エンゲージメントとは、機関投資家が議決権行使ポリシーをもつことや議決権行使助言会社の助言に基づき議決権行使を行うことをいう。この段階では機関投資家は積極的に企業価値を向上させることまでは考えない。次に、第2段階はInterventionと題される。関与によるエンゲージメントにおいては、機関投資家は投資先企業と対話を行うが、短期かつ単発的な行動をとることを意味し、関与内容は、投資先企業の企業価値向上を目指して事業分割などに関する経営戦略、とESG(環境、社会、ガバナンス)の分野にわたる。ESG関連の株主提案は

この段階のエンゲージメントと考えられる。第2段階の活動を行うには、コンプライアンス・エンゲージメントよりも、投資先企業に対する理解、幅広い知識などが必要となる。最後に第3段階は Stewardship と題される。これには、スチュワードシップ・エンゲージメントが位置づけられる。この段階のエンゲージメントにおいては、前段階と同じく企業戦略、ESG 問題全般に関与し、企業の長期的な価値向上を目指し、継続的に関与することが求められている。投資家は第2段階よりも、深く企業を理解し、情報を獲得したうえで企業と対話を行う必要がある。米国やわが国におけるアクティビスト・ファンドは第2段階にあるとされ、欧州の年金基金などが第3段階にあるとされている<sup>63</sup>。

5

30

エンゲージメントにはさまざまな方法がある。投資家による経営者や社外取 10 締役と双方向の対話、議決権行使、集団的エンゲージメント、取引所や規制当 局との対話などが挙げられる。また、投資家と企業の対話の場として、株主総 会を活用することは重要であり、総会前に実質株主や議決権行使助言会社と、 議案の説明などに関する意見交換を通して、議論を行い、重要議題における意 見のすり合わせを行う企業も近年増えていることから、エンゲージメントの有 15 効な手段の一つとして捉えられる。この場において、意見が合意に至らなかっ た場合、議決権行使において反対票を投じることもある64。依然として、企業と 投資家のエンゲージメントの効果的な実施方法については、機関投資家を中心 に各国や国際機関でも議論が行われており、英国やオランダ、国際連合などに おいてベストプラクティスや、枠組みづくり、投資家ネットワークの構築が進 20 められている。日本においても、伊藤レポートをはじめとして、機関投資家と 企業の双方による企業価値のさらなる向上に向けてのエンゲージメントの方法 が探られている65。

## 25 第2節 アクティブ運用とパッシブ運用における対話のあり方

資産の運用手法は、基本的にアクティブ運用とパッシブ運用に大別される。 前者は、市場平均を超過するリターンを求める運用手法であり、後者は、市場 全体のパフォーマンスに連動したリターンを得ることを目的とした運用手法で ある<sup>66</sup>。近年では、アクティブ運用からパッシブ運用へ移行する流れが見受け られるが、その背景には、アクティブ運用における長期的な実績の低迷がある。

アクティブ運用は、市場平均を超えるアルファを追求する運用手法であるため、ポートフォリオ組み入れ銘柄選定のための専門家による市場調査を必要とすることに加え、売買頻度が高いことから、運用コストが高く、顧客に求める運用手数料がパッシブ運用に比べ、高額になることが避けられない<sup>67</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、市場平均をアウトパフォームすることが困難になっている。一方、パッシブ運用においては、前述した通り市場平均に沿うリターンを追求する運用方法であるため、恒常的に銘柄の売買をすることが無いことから、手数料は極めて低く、低コストでリターンを得ることができる。またパッシブ運用おいては、市場全体のパフォーマンスに連動したリターンを得ることが可能であるため、アクティブ運用とは反対に強気相場においては、安定的なリターンを確保できることが特徴である<sup>68</sup>。このような事情を背景とし、世界的にパッシブ運用資産額の肥大化が進んでいる。

5

10

30

アクティブ運用が主流であった米国においても、1982年の株式情勢を底とし 15 て、長期的に市況が上昇し続ける中で、投資家のインデックス投資の収益性に 対する確信が深まり、コストに対する意識も高まったことから、パッシブ運用 への資産の流入が起きている。このような傾向の中で、運用機関の運用資産額 にも変化が起きている。アクティブ運用で名を馳せるフィデリティ社は、2009 20 年の時点で投資信託運用資産額は1兆2,877億ドルであり、これは米国最大で あった。一方、パッシブ運用で有名なバンガード社は当時第2位で運用資産額 は1兆2,872億ドルであった。しかし、パッシブ運用への多額の資金の流入が 見られるようになった 2009 年以降、この序列に大きな変化が起きたのである。 2014 年末のデータによると、フィデリティ社の運用資産額は 1 兆 6,750 億ド ル、バンガード社においては、2 兆 4,421 億ドルとパッシブ運用に力を入れた 25 運用機関においては、資産額が大きく増加したのである69。 世界最大の運用機 関と呼ばれるブラック・ロック社においても、アクティブエクイティ部門を縮 小する動きが見られており、パッシブ型投資に流入している資金の受け皿にな ろうとしている70。

このような世界的潮流の中、日本においては、このトレンドが進行しすぎた

結果、日本株を保有する機関投資家の多く(70-80%)がパッシブ運用に偏重し、中長期的な視野を持つ投資家層が薄いことが指摘されている<sup>71</sup>。中長期的な企業価値の向上を建設的な対話を通じて、機関投資家が促進しなくてはならない現代において、市場全体のインデックスに連動する運用手法では、企業と投資家の「協創」や「対話」促進の妨げとなる懸念がある<sup>72</sup>。 一方で、アクティブ運用に関しても、コストやリターンの問題が依然として残るために、どちらか一方を推進するというわけではない。

このような状況下において、昨年度、スチュワードシップ・コードの改訂が 行われ、パッシブ運用による中長期的な視点に立った、積極的な対話が促進さ れた。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に、 中長期的なリターンの獲得には、株式市場全体の底上げが欠かせないことを踏 まえ、実効性のあるエンゲージメントを行う必要があるマ³。 つまり、アクティブ 運用と比べ保有期間が必然的に長くなる以上、中長期的な企業価値の向上には、 アクティブ運用以上に投資先企業に対して強い関心を持つ必要がある。そのた めに、アクティブ運用とパッシブ運用では、エンゲージメントの内容も変わっ てくると考えられる。アクティブ運用においては、投資対象の少なさから企業 固有の問題に対しての対話が行われるが、パッシブ運用では、市場全体が抱え る共通の課題に重きが置かれることが予想される。このため、企業統治や社会、 環境といった企業だけに限らず、社会全体の持続性に関わる ESG 課題や他の企 業への波及効果の高い内容が重視される<sup>74</sup>。パッシブ運用におけるエンゲージ メントのあり方に関しては未だ賛否両論の意見が存在するが、投資家として受 託者責任を負う以上、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 リターンの確保のためにも、パッシブ運用においては深度のある建設的な対話 を実施することが重要なのである。

25

30

5

10

15

20

### 第3節 ESG 投資における対話のあり方

近年、世界的な資源の枯渇や気候変動などの深刻化による規制の強化、労働者の人権などに関する社会全体の規範意識が高まっている<sup>75</sup>。 その中でも、気候変動問題が世界的に関心を集めており、2015年2月には、諸外国が参加する

気候変動に関する国際的枠組みとしてパリ協定が採択された。同協定においては、2 化目標(世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2 化より十分低く保つことを追求する)が定められ、それに従って、温室効果ガスの排出規制が大幅に強化されたことから、化石燃料の大半が使用制限対象になり、企業価値の毀損につながる可能性が指摘されている $^{76}$ 。このような課題が中長期的な企業の売上やコストへの悪影響を及ぼすとのことから、機関投資家の中長期的なリターンに対する影響が同時に危惧されている。

5

10

15

20

25

30

このような世界的な潮流の中で、ESG 投資という考えが今まで以上に重要と なっている。ESG 投資とは企業に投資をする際、利益率やキャッシュフローな どの伝統的な財務情報に限らず、Environment(環境)、Social(社会)、Governa nce(企業統治)といった3つの要素に基づいて、「優れた企業」を選択し、投資 することを言う。社会や環境を考慮する投資としては、従来から社会的責任投 資(SRI:Socially Responsible Investment)が存在するが、これは 1920 年代に キリスト教会の資金を運用する際に倫理観に反する投資を行わないという考え 方の下、酒・たばこ・ギャンブルなどに関する企業を投資対象から除外したこ とが発端とされる。その後、環境や社会問題に配慮する企業へ投資をすること は、中長期的な観点で見れば、投資利益に貢献するという考え方が広がった。 このような社会的責任投資の拡大の中で、2006年4月に国際連合によって安定 的で持続的な金融システムの構築に向け、機関投資家に対して、責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)と呼ばれる、ガイドラインが 公表された。 この公表を受けて、ESGという概念は、世界的に定着していった 『『。非財務情報を投資判断に考慮するという点で、SRIと ESG の両者は一致して いるが、前者は倫理的な価値観に基づき普及したのに対して、ESG 投資は、PRI の前文にも記載がある通り、環境・社会・ガバナンスを考慮することが長期的 なリターンを追求するための手段であると理解されている78。

以下の【図表 13】より、近年の研究によると、ESG 関連のインデックスに投資することは、それらを考慮していないインデックス投資に比べて、長期的に得られるリターンが高かったことが示されている。しかし実際は、ESG 投資が市場平均に対する超過リターン(アルファ)を高めるという因果関係を示した明確な学術的実証研究はない。さらに、環境や社会に対して取り組みを進めるこ

とは、コストが掛かるために、株主利益に反するという考え方がある。しかし一方で、機関投資家の多くは、企業の主要なステークホルダーであることや、受託者責任に基づいて、投資先企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に貢献すべきであるとの考えをもっており、この考えは、中長期的に見れば株主利益と一致するとの概念に基づいている。

#### 【図表 13】ESG 指数の推移



出所)S&P Dow Jones Indices(2018a)「S&P/TOPIX 150 指数」、S&P Dow Jones Indices(2018b)「S&P/TOPIX 150 ESG ファクター・ウェイト指数」より作成 (URL)https://japanese.spindices.com/indices/equity/sp-topix-yen (URL) https://japanese.spindices.com/indices/equity/sp-topix-150-factor-weighted-esg-index

25

30

5

このような流れを受けて、企業価値の向上のみならず、市場や社会全体の価値向上を目的とし、ユニバーサルオーナーと呼ばれる極めて資産規模の多い CalPERS やノルウェー政府年金基金を中心に ESG 投資は普及しており、欧州・米国における ESG 市場の規模が拡大している 79。日本においても、2014 年に策定された、日本版スチュワードシップ・コードにおいて、投資先企業の ESG 課題

への対応状況の把握や対策強化が促進され、日本における ESG 投資の概念が普及し始めている。実際、2015 年 9 月に GPIF が PRI に署名して以来、日本国内において ESG 投資への関心が高まっているが、諸外国と比べるとその規模は、依然として小さく、十分に浸透しているとは言えない<sup>80</sup>。そのような中で、2017年7月に GPIF は国内株式を対象とした FTSE Blossom Japan Index や MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数といった ESG 関連インデックスを採用し、同指数に連動したパッシブ運用を開始したことから、さらなる ESG 投資の普及・拡大が見込まれる<sup>81</sup>。

第2節において詳述した通り、日本におけるパッシブ運用の比率は非常に高い。そのようなパッシブ運用における ESG 投資のアプローチ方法は、企業へのエンゲージメントが中心であることが明らかになった。 つまり、機関投資家は深度ある建設的な対話によって、投資先企業の ESG 改善を促すように働きかけることにより、課題の改善に繋げ、企業の持続的成長、社会の持続性に貢献するべきなのである。それは、結果として、受託者責任を果たすことに関係し、中長期的な企業価値の向上を通じて、中長期的な投資リターンの確保を可能にする。

# 第4節 議決権行使上の問題点

5

20 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、加えて、顧客(受益者)の中長期的な投資リターンの最大化を図ることを目的とするものである。投資家は投資先企業の状況や当該企業とのエンゲージメントの内容などを踏まえたうえで、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(ひいては顧客(受益者)の中長期的な投資リターンの最大化)に資するかどうかを総合的に判断し、議決権を行使する必要がある。また、機関投資家は議決権行使において、持続的成長に向けた効率的な株主資本の活用とともに、経営の監督機能の分離と社外役員の独立性の確保など、株主利益を尊重した適切なコーポレート・ガバナンス体制の構築を進んで行うことを、投資先企業に求め、そのような高い水準の企業統治の下で、環30 境・社会にも十分に配慮した、適切な企業活動を求める必要がある。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、不祥事、または中長期的な業績不振などの企業価値の毀損が発生した場合には、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、コーポレート・ガバナンスの改善に資する内容で議決権を行使し、不祥事が発生した企業には、再発防止策や改善策の実施状況、コーポレート・ガバナンス向上に向けた取り組みについて十分な説明を求め、その内容を踏まえた行使判断を行うべきである<sup>82</sup>。しかし現在、その議決権行使においてさまざまな問題が存在している。

まず、議決権行使における利益相反の問題である。日本では、金融グループ系列の運用機関が多くみられ、こうした運用機関においては、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていないという懸念がある。また、2017年5月に改訂されたスチュワードシップ・コードにおいて、そのような議決権行使における利益相反に関して、個別の議決権行使結果を公表することが重要であると述べられている。その個別開示の結果から、利益相反の疑念を払拭する動きが広がっている。実際、三菱 UFJ 信託銀行による個別開示では、同じ三菱グループである企業に対して、不祥事を起こしたことを理由に 4 人の取締役選任議案に反対票を投じた。三菱 UFJ 信託銀行は議決権の行使基準として、不祥事が起きた企業の取締役の再任について、不祥事行為に関与したか、それに対する責任があると判断した場合に反対するとしている。不祥事を起こした企業に対し、グループに関係なく機関投資家として責任を追及する姿勢を明確にしたのだ83。一方で、日本生命は企業との対話への影響や反対先企業の株式を売却するという臆測による株価下落を招くリスクなどから、議決権行使個別開示を見送るなど、議決権行使の個別開示に慎重な意見も存在している84。

次に、機関投資家が議決権を行使する際、議案を検討するための十分な期間を確保できていないことが挙げられる。日本の場合、機関投資家を前提とすると、名簿上の株主である管理信託銀行から実質株主である各機関投資家に書面で議決権行使書類が転送されている。そのため、書類を受け取るまでに日数を要し、議案の検討の日数が限られてしまうということが起きている<sup>85</sup>。したがって、株主総会が集中すると、複数の銘柄を所有する機関投資家は、所有する株式の株主総会全てに参加することは困難になる。つまり、同時期に複数の会

社の招集通知が到達することおよび、議案検討期間が短いことは、機関投資家 が議決権行使助言会社に依存する一因なのである<sup>86</sup>。

議決権行使助言会社とは、株主総会の議案を分析し、議案賛否推奨レポートを機関投資家に提供する会社のことを指す。コーポレート・ガバナンス改革にともない、議決権行使助言会社の存在感が急速に高まってきた。その背景には、機関投資家側の株主総会各議案別の議決権行使結果とその理由の開示が進んだことが背景にある。また、2017年5月に改訂されたスチュワードシップ・コードには議決権行使助言会社についての項目が新たに加えられた。

議決権行使助言会社である ISS(Institutional Shareholder Services In c.) やグラスルイスは議決権行使助言方針の見直しを毎年行っている。グラス ルイスの基本理念は、中長期的な株主価値の最大化と投資リスクの最小化、そ して株主価値の向上につながるコーポレート・ガバナンスの構築を推奨するこ とである。この基本理念に基づき、各市場の行政、規制、そして市場慣行を考 慮し、各市場に合わせた議決権行使助言方針を設定している<sup>87</sup>。ただし、議決 権行使助言方針は、あくまでも基本的なガイドラインであるため、各企業が置 かれている環境などを考慮する必要がある。また、議決権行使助言会社には次 のような問題点が挙げられる。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・不適切なものになりうるという懸念 や、議決権助言会社である ISS とグラスルイスの 2 社のみで世界シェアの 97% を占めることから、市場が寡占状態となり、競争原理が機能していないとの批 判が存在していることである。一方で、上場会社向けのコンサルタント業務を 行っている助言会社も一部あり、顧客名を開示してはいるものの、利益相反の 懸念もある。このことから、議決権助言会社において助言プロセスの透明性と 妥当性の向上は、今後の課題となる88。

25

30

5

10

15

20

## 第5章 証券市場の活性化を促す施策提言

本章においては、前節で言及した証券市場の課題に対し、機関投資家と企業 のあるべき姿や証券市場の活性化に向けた施策・提言を行う。また、証券市場 の活性化を「モノ言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 四半期情報開示の一本化

四半期情報開示における、企業の実務負担の軽減による機関投資家とのエン ゲージメントの機会を増やすことを目的に、四半期短信と四半期報告書の一本 化の推進を提言する。本来、四半期開示は事業の進捗状況を把握するためには 5 非常に有用である。しかし、現状、四半期短信と四半期報告書を同日に提出し ている企業は 353 社であり、1~2 日のずれをもって提出している企業は 409 社と、合計すると 700 社位が 1~2 日しかずれずに四半期報告書を提出してい る89。このことは、企業のコスト負担が大きく、投資家は読む情報量が膨大と いう点で、双方にとって負担が大きいという問題を生じさせている。このよう 10 な問題意識がある中で、2014年から企業情報開示検討分科会にて、四半期情 報開示に関する議論が議題の一つとして注目を集めている。同検討会において も、四半期短信と四半期報告書の一本化に賛成する声が強いが、一本化に対す る賛否や四半期開示そのものの廃止など、さまざまな認識や意見が存在し、公 平で客観的に多角的な議論が必要なことから具体的な提言にまでは至っておら 15 ず、四半期情報開示制度の大幅な見直しは行われていない90。現在、上場企業 の 91%は、義務付けられていないにも関わらず、自身が開示する財務情報に確 実性をもたせるために、監査人の承諾を得てから決算短信を開示している。こ のことが、決算短信と報告書の同時期開示の原因である<sup>91</sup>。これに対し、反対 側は、本来の決算短信の性質である「速報性」を高めるために、企業は公認会 20 計士による監査レビューを待たずに決算短信を開示すべきだと主張している。 タタしかし、監査レビューを待たずに、決算短信を開示することは、情報の信憑 性が希薄化するため、企業と投資家の双方にとって適切な情報開示とは言えな い。つまり、投資家が実際投資材料とする網羅性と適格性を満たした財務情報 の開示には、監査人による承諾は欠かせないのである93。よって決算短信の開 25 示時を早めることは、本来の情報開示のあるべき姿ではないと言える。一方 で、上述したように、現在多数の企業が監査人の承諾を得てから決算短信を公 表していることから、四半期報告書をベースに決算短信と報告書を一本化する ことにより、監査レビューによる情報の信憑性を維持し、投資家の投資判断に 必要な情報の欠落を防ぐこともできるうえに、企業の実務負担は軽減される。 30

また、昨年、四半期短信の開示項目の義務に関する変更が行われ、四半期短信の自由化と差別化によって企業の実務負担が図られた。しかし、開示時期については変化がないうえに、簡略化を進めるだけでは、投資家にとって必要な事項が四半期短信に記載されなくなる恐れがあり、投資判断に支障をきたすという懸念が示された<sup>94</sup>。また、機関投資家の意見としては、比較可能性の観点から、一律に同一の開示が望ましいとの声が多く、情報の網羅性においても、できるだけ全ての企業が足並みをそろえることが望まれている<sup>95</sup>。現在「未来投資戦略 2017」では、「中長期的な企業価値向上に向けた取り組みの一層の推進」が挙げられており、その中で企業情報の開示に関する総合的な検討・取り組みが行われており、金融庁と法務省により事業報告書と有価証券報告書の一元化が積極的に進められている。開示内容の共通化が可能であると明確化されたことは大きな前進であると評価できる<sup>96</sup>。したがって、四半期開示においても同様の議論を進めることで、企業の実務負担が軽減されるとともに、投資家の判断材料となる情報を適切に提供できる制度が構築される<sup>97</sup>。

以上より、四半期情報開示制度の一本化による企業の実務負担の軽減によって、株主総会前の短期間における企業と投資家との対話を充実することが期待でき、対話を通して4章1節でも述べたように、エンゲージメント活動の深化を図り、エンゲージメントレベルの向上に繋がり、相互理解を進めることで株主総会の質の向上を通して、中長期的な企業価値の向上が期待できる。

20

25

15

5

10

# 第2節 GRI スタンダード対照表導入の促進

3章3節でも述べた通り、近年、企業の情報開示において、非財務情報の重要性は高まっており、企業価値の説明要因に占める非財務情報の割合は8割にまで上る。企業の情報開示制度において、財務情報はもとより、すでに多くの企業で非財務情報についても開示されているが、それぞれの情報の関連付けがされておらず、投資判断の材料としては有効性に乏しいと指摘されている。よって、企業が投資家から適切な評価と理解を得るためには、非財務情報を体系的に整理し、分かりやすく説明するといった戦略的な開示が必要である98。

そこで、非財務情報のガイドラインである GRI スタンダードの活用を提言する。社会的課題の解決に向けた企業の取り組みを、簡潔かつ比較可能な形式で情報を発信することは、ステークホルダーとの対話やイノベーションの創出につながる。GRI (Global Reporting Initiative)は、サステナビリティに関する国際基準の策定を行っている非営利団体であり、UNEP (United Nations Environment Programme:国際連合環境計画)の公認団体である<sup>99</sup>。GRI が策定したガイドラインは、90 か国以上数千社の企業に参照されており、事実上の国際基準である。

5

これまでの G4 ガイドラインから、2016 年 10 月に新たに公開された「GRI ス 10 タンダード」が 2018 年 7 月から適用され始めた。その背景に、EU の非財務情 報開示指令が非財務情報の開示を義務付けるなど、法制化の動きが出てきてお り、そのような制度開示に財務情報のような開示基準を目指したということが ある。また、GRI スタンダードの基本的な内容には G4 を踏襲しているが、大き な変化としてモジュール化が挙げられる。ESG やサステナビリティレポートを 取り巻く目まぐるしい環境の変化に対して対応できるようにモジュール化を用 15 いることで、柔軟な内容の変更を可能とした。GRIスタンダードは3つの一般 基準と 33 の特定基準の合計 36 冊に分かれる。一般基準は基本的にガイドライ ンを参照する全ての企業に対して開示を求めており、GRIスタンダードの使用 方法の説明を筆頭に、報告組織に関する背景情報、マテリアルな項目に関する 20 組織のマネジメント手法などを報告する際の指針となっている。一方、特定基 準は、企業が自己にとってマテリアルな項目 (経済、環境、社会)について報告 を行うため、第3章で述べたように、各企業がマテリアリティ(重要性)を特定 したうえでの報告が前提となるものである。したがって、項目別の GRI スタン ダードの中から該当するものを選択することで、サステナビリティレポートを 作成していく仕組みとなっている。一般基準と特定基準を併用することで、組 25 織がマテリアルな項目に焦点をあてたサステナビリティレポートの作成が可能 になるように策定されている。GRI スタンダードに準拠してサステナビリティ レポートを作成することにより、企業のマテリアルな項目と、それに関連する 影響やその影響のマネジメントについて、バランスの取れた情報開示を可能に する<sup>100</sup>。GRI ガイドラインは、「Comprehensive (包括)」および「Core (中核)」 30

という 2つの準拠基準を導入している。準拠基準として「Comprehensive (包 括)」を選択した場合には、「Core(中核)」を選択した際に記載すべき項目 を満たしたうえで追加的な項目の開示が求められるが、自社にとって重要では ない側面については記載する必要はない101。また、「Core (中核)」を選択し た場合、特定した重要な側面であるマテリアリティにおけるいくつかの"indi cators (指標)"のうち少なくとも1つを開示すれば「準拠」していることに なるのに対し、「Comprehensive(包括)」を選択した場合には、特定した重要 な側面におけるすべての"indicators (指標)"を開示しなければならない。 また、GRI スタンダードでは、上記の「Comprehensive (包括)」および「Cor e(中核)」という準拠基準を継承しつつ、これらの準拠基準を満たさない企業 が、特定の情報を掲載する場合には、「GRI-referenced (GRI 参照)」という オプションの選択が可能であることも認められている。これは GRI として、 企業が情報開示の精度を高め、将来的に準拠基準で開示ができるよう働きかけ るためのものである102。2018 年 1 月時点で、日経 225 の構成銘柄となっている 225 社の日本企業が 2017 年に発行したサステナビリティレポートを対象とす る調査によると、GRI スタンダードもしくは G4 を利用している企業は 168 社に 上った。GRI ガイドラインを「Comprehensive(包括)」の水準で準拠している企 業は 2 社、「Core(中核)」の水準で準拠している企業が 29 社にとどまってお り、多くの日本企業は準拠基準を満たさない形で GRI ガイドラインを利用して いる。GRIの Reports List によれば、世界的には準拠基準を満たさない形で G RI ガイドラインを利用する企業は少数派であることから、日本企業による GRI ガイドラインの利用方法は特異であるといえる103。この背景には、企業側に、 これまで開示したことのない情報・データを開示することに対する、抵抗感が あることが挙げられる。この課題を克服した企業に日本たばこ産業株式会社(J T)がある。JTは、東京の JT 本社メンバーとジュネーブに本拠を置く JTI メンバーが加わる共同プロジェクト体制でサステナビリティレポートを制作し ている。プロジェクトの海外メンバーから「開示できない理由」などを問われ ることにより、議論が進み、開示の促進につながった。G4 のコア準拠を掲げ、 3年かけて達成することができた104。このように、日本企業においても GRI ガ イドラインの準拠基準を目指す企業があり、今後そのような企業が増えていく

5

10

15

20

25

30

ことで、企業の戦略と関連づけた有効性のある報告書を作成する企業が増え、 対話の基礎である情報開示の充実につながる。企業が、国際的に信頼性のある 基準に沿って非財務情報を公表することは、投資家の企業比較を容易にするこ とに加え、有益な投資判断の材料となることから GRI スタンダードに準拠した サステナビリティ報告書の作成を推進すべきである。

## 第3節 業績条件付株式報酬型ストック・オプションの導入

5

15

20

25

30

経営者の短期志向化の問題を解決し、企業の持続的な成長を促すことを目的 10 とし、業績条件付株式報酬型ストック・オプションの導入を提言する。

わが国における経営者への報酬制度は、その大部分を基本報酬が構成しており、中長期インセンティブによる報酬体系がほとんど取られていない。一方でアメリカやイギリスを中心とする欧米においては、基本報酬が少なく、それに対する中長期インセンティブによる報酬制度が十分に取られている<sup>105</sup>。

近年、日本企業経営の短期志向化が問題視されている中で、経営者に中長期的な企業価値の向上に対するインセンティブを与え、日本企業の「稼ぐ力」を向上させることは喫緊の課題となっている。そのため、2015 年に策定されたコーポレートガバナンス・コードにおいても、日本企業の役員報酬体系は企業の中長期的な業績や潜在的なリターンを反映させたものを採用するべきであるとされた106。その報酬体系として、企業業績に連動した現金報酬や自社株報酬があるが、我々は自社株報酬としてのストック・オプションを推進していくべきであると考える。現金報酬に効果がないわけではないが、業績達成時に現金を報酬としてもらうことにより、中長期的な視点に基づいた経営を継続することに対するインセンティブがそれ以降、働かなくなる懸念がある。一方でストック・オプションによる報酬体系においては、権利行使後も中長期的な視点に基づいた経営の継続が期待できる107。

しかし、自社株報酬がこれまで日本企業に浸透しなかったのには、導入にあたってのノウハウが不足していることや実務上の作業の手間、役員本人への説明などに関する問題があったからである<sup>108</sup>。企業のトップを含めた取締役などの役員自身は、コーポレート・ガバナンスの重要性を認識してはいるものの、

業績や株価次第で自身の報酬が目減りする可能性があることを懸念し、最終的な意思決定を先送りにしてしまうといったケースは実際に存在している。しかし、コーポレートガバナンス・コードの策定を受けて、自社の役員報酬のあるべき姿を模索する企業は増えてきている。TOPIX100の構成銘柄に限って言及すれば、約42社が2015年時点で自社株報酬制度を採用しており、日本でも着実に同制度の定着が進んでいる<sup>109</sup>。

5

10

そこで我々は、業績条件付株式報酬型ストック・オプションの導入を推進する。本ストック・オプションは、通常のストック・オプションとは異なり、企業が定めた、業績などの目標指標を達成した場合にのみ、与えられた権利を行使することが認められる株式型報酬体系であり、経営者による中長期的な企業価値の向上に対する意識が高まることが期待される。したがって、現在指摘されている経営の短期志向化の課題を解決することに効果を発揮することが期待できる。

加えて、役員報酬を企業の目標指標と連動させる以上、目標指標の策定プロ セスが明確であることが求められる。中期経営計画などの策定時には外部環境 15 と企業自身の状況を見極め、価値創造ストーリーを描きながら目標数値を決定 しなくてはならないが、多くの企業が実績数値に感覚的な期待を含んだ目標を 設定している110。国内外の機関投資家は長期的な視点で対話を行うための土台 として中期経営計画などの作成や開示は有用であると評価していることもあり、 計画の策定には、十分な配慮が必要となる111。そのため、目標指標の設定を自 20 身の報酬と関連付けることによって、このプロセスがより現実的で実効性のあ るものになることが見込まれる。根拠に基づかず高い目標を設定してしまって は、自身が得ることのできる報酬を毀損する可能性を高める一方で、目標値を 低くすることは、投資家からの反対意見を招きかねない。つまり、本制度の導 入は、質の高い目標指標の策定を促し、海外機関投資家を含めた、投資家との 25 長期的な視点での対話を促進する土台を確立するうえで役割を果たすのである。 さらに、経営者自身が自社株をどの程度保有しているかどうかは機関投資家 の投資判断における材料となっており、経営者の報酬体系を見直し、現金報酬 型から株式報酬型へ移行することは、機関投資家の日本企業に対する魅力の向 上につながり、それは結果として、証券市場の活性化に貢献すると考えられる 30

112。さらに、株式報酬は、経営陣に株主の視点に基づいた経営を促進させる効果が期待できるうえに、中長期にわたる業績向上へのインセンティブを与えるといった利点があり、企業価値の向上に大いにつながることが期待される。

## 5 第4節 議決権電子行使プラットフォームの拡充

10

15

20

第4章第4節で提示した株主総会の議案の検討期間が短いという問題への改善策として、議決権電子行使プラットフォームの拡充を提言する。日本における議決権電子行使プラットフォームは株式会社東京証券取引所と Broadridge Financial Solutions, Incの合併会社である株式会社 ICJが運営を行っている。2015年6月に施行されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、議決権電子行使プラットフォームの利用が株主総会における議決権行使の環境整備に対する有効な施策として例示されたこともあり、議決権電子行使プラットフォームに参加する上場企業の数は拡大傾向である。実際、2018年10月時点では、933社がこのプラットフォームに参加している。一方で、日本における電子行使率は諸外国と比べると低調である。したがって、議決権電子行使プラットフォームの利用を促進し、議決権行使の効率化を図る必要がある113。

議決権電子行使プラットフォームに参加するメリットを以下で述べていく。 プラットフォームに参加すると、発行会社の招集通知はプラットフォーム上に 掲載され、機関投資家は招集通知発送日当日から閲覧および、議決権行使が可 能となり、議決権行使の期限は株主総会前までとなるため、議案検討期間の拡 大が見込める。具体的に、議案検討期間は、ICJを利用しない場合と比較して、 国内機関投資家で+6~8営業日程度、海外機関投資家で、+7~10営業日程度 拡大することが見込まれる。

25 また、ICJ に参加すると、発行企業においては、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、把握できるようになる。つまり、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・説明など、議案への理解を求めるべくさまざまな行動をとることができ、結果として、対話の充実・質の向上が期待できる。また、期限内であれば、議決権行使の再指図が可能であるため、反対票を投じた後に得られた追加情報などを踏まえ、賛成票に変更す

ることも容易となる<sup>114</sup>。このように、プラットフォームの利用は機関投資家にとっても、参加企業にとっても有益である。しかし、議決権行使電子行使プラットフォームには、コストパフォーマンスに疑問を感じている企業が存在するという課題がある<sup>115</sup>。一方で、電子投票の比率が高まるほど、議決権行使書の返送にともなうコスト効果は大きい<sup>116</sup>。つまり、企業に対してICJを利用するメリットを理解してもらい、多くの企業が議決権電子行使プラットフォームに参加し、機関投資家による電子行使率が上昇することで企業のコスト削減や先述したような対話の充実にもつながる。

5

20

25

30

以上より、議決権電子行使プラットフォーム活用の拡充は、議決権行使プロ 10 セスの全体が効率化されることに加え、議決権行使環境の整備や、形式的では ない、より実質的な議決権行使を可能にする。

## 第5節 集団的エンゲージメントを促すフォーラムへの参加促進

15 我々は、集団的エンゲージメントを通じた、さらなる国内証券市場の発達を 促進することを目的として、機関投資家に対する対話フォーラムへの参加促進 を提言する。

第4章において言及した通り、中長期的な企業価値の向上には、機関投資家と企業間の深度あるエンゲージメントが重要になる。エンゲージメントの種類に関しては、前述した通りであるが、その中でも、集団的エンゲージメントの効果は、数ある方法の中でも最も効果的であるとされている。集団的エンゲージメントに注目が集まったのは、2012年に発表された「ケイ・レビュー」が要因であるとされている。国際的な株式所有および、分散した株主の増加を背景にパッシブ運用におけるエンゲージメントがイギリスにおいて阻害されていたことから、集団的エンゲージメントの実効性が説かれた「117。さらに、機関投資家間において集団的エンゲージメントを実行する際の規制に対する理解不足などがあったことから、「インベスター・フォーラム」を通じた集団的エンゲージメントが提言された。これを受け、2014年にイギリスにおいて、正式にフォーラムが設立された。その後、集団的エンゲージメントが実行に移され、多くの企業が価値を享受したとされている「118。日本においては、2017年のスチュワー

ドシップ・コード改訂を機に集団的エンゲージメントの有用性が説かれ、この 概念が定着し始めている。従来のスチュワードシップ・コードにおいては、パ ッシブ運用におけるエンゲージメントの必要性には言及がされていなかった 119。その背景には、金融商品取引法において規定されている大量保有報告制度 などの問題があった。機関投資家の多くは、特例報告制度による報告を行って おり、集団的エンゲージメントを行うことによって、共同保有者とみなされる と、特例報告制度が適用されなくなることから、日本における大量保有報告制 度が集団的エンゲージメントの阻害要因として懸念されていたこともあり、初 版のスチュワードシップ・コードには記載がされていなかった<sup>120</sup>。しかし、企 業との対話のあり方が形式的なものから、実質的なものへと変化する必要があ るとされたことにより、機関投資家が投資先企業との間で対話を行う際、集団 的エンゲージメントが有益な場合もあるとされた。その後、日本においても 20 17 年 10 月に「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、企 業年金連合や三菱 UFJ 信託銀行をはじめとするパッシブ運用での長期運用を行 う機関投資家による、集団的エンゲージメントが始動した。当対話フォーラム において行う協働対話とは、短期的な株主利益の追求ではなく、企業の持続的 成長と中長期的な企業価値の向上に資することが目的とされている。また、こ の対話フォーラムにおいては、参加する機関投資家に対して、重要提案行為や、 協働での議決権行使などに係る合意やこれに準ずる行為を禁止しており、投資 家の考えを一方的に押し付けるようなエンゲージメントを行わないことが特徴 である121。つまり、上述したようなエンゲージメントに係る問題点を当対話フ ォーラムは解決し、日本において停滞していた集団的エンゲージメントの促進 に大きく影響を与えたのである。しかし、依然として参加機関投資家数は、少 数であり、機関投資家によるエンゲージメントを拡大するには、より多くの機 関投資家が参加する必要がある。当対話フォーラムによって集団的エンゲージ メントが促進されることは、機関投資家と企業における関係性の構築に限らず、 アセットオーナーと運用機関間の関係性を改善することにも影響を与える。つ まり、当対話フォーラムによる集団的エンゲージメントを促進することは、証 券市場の活性化のみならず、インベストメント・チェーン全体の健全化につな がることが期待される。

5

10

15

20

25

30

## 終章

5

15

20

日本企業の低成長が継続する中で、企業や機関投資家の行動は徐々に短期志向化してきた。それは日本の証券市場の活性化を阻むという点において障壁となっている。このような状況下において、株式市場の活性化を図るべく、日本は、機関投資家と企業の行動規範を定めたスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードを策定した。両コードの策定を受けて、機関投資家・企業それぞれのあるべき姿が問われているが、本論文において言及したようにそれぞれが抱える問題は、依然として多い。

10 したがって、我々は本論文において機関投資家、企業の双方が現在抱える問題や課題を整理し、今後の証券市場の活性化に向けた提言を行った。

まず、四半期報告書の開示と株主総会までの期間が短いことは、質の高い目的を持った対話を阻害する。よって、我々は、四半期短信と四半期報告書の一本化を提言した。四半期報告書をベースに四半期短信と四半期報告書を一本化することで、情報の信憑性を担保でき、さらに企業側の実務負担の軽減や投資家側の情報の処理のしやすさにつながり、結果エンゲージメントの機会が増加することが期待できる。

続いて、企業の情報開示において、非財務情報は、断片的なものとなっており、経営戦略や事業目標と関連付けられた形での情報開示となっていない。これは、機関投資家の投資活動を萎縮させる効果を持つ。よって、我々は、GRIスタンダード対照表による情報開示ガイドラインの推進を提言した。これにより、投資家による企業比較、検討が可能になることから、機関投資家の投資判断、行動に大きな影響を及ぼし、情報開示に基づいた建設的な対話の促進につながることが考えられる。

25 また、日本企業の経営者は、中長期的な視点にも基づいた経営を行うことを 求められているが、依然として、企業の短期志向な経営行動が企業の不祥事の 発生などから伺える。よって、我々は、業績条件付株式報酬型ストック・オプ ションの導入を提言した。この報酬体系は、経営者の行動に中長期的なインセ ンティブを働かせるだけにとどまらず、株主目線に基づく経営活動が行われる 30 ことが期待できる。さらに目標指標の設定の際に、投資家との対話の促進も期 待できることから、建設的な対話の促進を通じた、モノ言う株主の増加も見込まれる。

さらに、機関投資家のエンゲージメントにおいて重要な役割を果たす議決権 行使手段としての議決権電子行使プラットフォームの拡充を提言した。議決権 行使の検討期間が拡大することにより、形式的なものにとどまらず、実質的な 議決権行使が行われることが期待できる。

5

10

15

最後にパッシブ運用に基づき長期的な視野を持つ機関投資家による集団的エンゲージメントを推進するべく、対話フォーラムへの参加促進を提言した。中長期的な企業価値の向上を図るためには、本論文でも言及したように、エンゲージメントが効果的である。しかし、パッシブ運用という性質上、個別の機関投資家だけでは、企業に及ぼすことができる影響に限界があることに加え、金融商品取引法に係る問題など、エンゲージメントを阻害している解決すべき課題がある。しかし、対話フォーラムに基づく集団的エンゲージメントは、そのような課題を障壁とせずに企業への実効的なエンゲージメントの実現を可能にする。この活動が拡大すれば、企業にとっての、モノ言う株主の増加につながるだけでなく、投資活動の活発化による証券市場の活性化につながることが期待できる。

以上の提言より、我々は日本の証券市場が活性化することを望んでいる。インベストメント・チェーン全体の健全化を通じて、企業や投資家のみならず、 20 最終受益者である顧客が中長期的に利益を得ることができることを願って、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。

- 2 新田(2010)を参照。
- 3 蟻川・宮島(2015)、pp. 21-22 を参照。
- <sup>4</sup> 川井・嶋谷・馬場(2005)、pp. 5-8 を参照。
- <sup>5</sup> 若林(2004)、p.8を参照。
- <sup>6</sup> 日本証券経済研究所(2018)、p.14を参照。
- <sup>7</sup>日本証券経済研究所(2018)、p.50を参照。
- <sup>8</sup> 宇野・大村・川北(1998)、p. 66 を参照。
- 9 野村(2013)、pp. 9-16 を参照。
- 10 石本(2015)、p.81を参照。
- 11 新谷(2017)、p. 38 を参照。
- 12 小川・保田・宮島(2015)を参照。
- <sup>13</sup> 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者報告会 (2014)、pp. 1-2 を参照。
- 14 金融庁(2018)を参照。
- <sup>15</sup> スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)、pp. 5-6 を参照。
- 16 横山(2017)、pp. 67-69 を参照。
- 17 代田(1995)、pp. 41-50を参照。
- 18 藤森(2016)、p. 184 を参照。
- 19 代田(1995)、pp. 51-59 を参照。
- <sup>20</sup> 上田(2013)、pp. 5-30 を参照。
- 21 企業年金連合会(2017)を参照。
- 22 経済産業省(2013)を参照。
- <sup>23</sup> 岩井(2014)、p.2を参照。
- <sup>24</sup> 三和(1999)、p. 128 を参照。
- <sup>25</sup> 三和(1999)、p.1を参照。
- <sup>26</sup> 三和(1999)、pp. 133-134 を参照。
- <sup>27</sup> 三和(1999)、p.164を参照。
- <sup>28</sup> 三和(1999)、p. 165 を参照。
- <sup>29</sup> 三和(1999)、p.172を参照。
- 30 三和(1999)、p.55を参照。
- 31 三和(1999)、p.65を参照。
- 32 杉田(2018)、p. 42 を参照。
- 33 伊藤(2014)、p.1を参照。
- 34 伊藤 (2017) pp. 1-2 を参照。
- 35 伊藤(2014)p.15 を参照。
- 36 伊藤(2014)p.2 を参照。
- 37 伊藤(2014) p. 5 を参照。
- 38 伊藤(2014)p.6を参照。
- 39 伊藤(2014)p.5を参照
- 40 渡邊(2015)p. 78を参照。
- <sup>41</sup> 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)、p. 6 を参照。
- 42 金融庁(2014)を参照。

- <sup>43</sup> 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)、
- p. 12 を参照。
- <sup>44</sup> 株式会社東京証券取引所(2018a)、pp. 5-7 を参照。
- 45 株式会社共同通信社(2018)を参照。
- <sup>46</sup> 福本(2017)、p. 85 を参照。
- <sup>47</sup> 株式会社東京証券取引所(2018a)、pp. 8-10 を参照。
- <sup>48</sup> 株式会社東京証券取引所(2018a)、pp. 11-13 を参照。
- <sup>49</sup> 株式会社東京証券取引所(2018a)、pp. 14-21 を参照。
- <sup>50</sup> 株式会社東京証券取引所(2018a)、pp. 22-23 を参照。
- $^{51}$  有限責任監査法人トーマツ GRC(ガバナンス・リスク・コンプライアンス) 事務局(2018)を参照。
- 52 太子堂(2018)を参照。
- <sup>53</sup> 田中(2008)、p. 91を参照。
- <sup>54</sup> 経済産業省(2014a)を参照。
- <sup>55</sup> 日本経済新聞社(2018a)を参照。
- 56 後藤(2014)を参照。
- <sup>57</sup> 佐原(2014a)を参照。
- 58 佐原(2014a)を参照。
- <sup>59</sup> KPMG (2018) を参照。
- 60 佐原(2014b)を参照。
- 61 後藤(2014)を参照。
- <sup>62</sup> 伊藤(2014)、pp.83-84 を参照。
- <sup>63</sup> 三和(2016)、p. 2-8-2 を参照。
- <sup>64</sup> 三和 (2016)、p. 2-8-10 を参照。
- 65 伊藤(2014)、pp. 85-86 を参照。
- <sup>66</sup> バンガード・インベストメント・ジャパン(2013)、p. 10 を参照。
- <sup>67</sup> バンガード・インベストメント・ジャパン(2013)、p.5 を参照。
- <sup>68</sup> バンガード・インベストメント・ジャパン(2013)、p.8を参照。
- <sup>69</sup> 杉田(2016)、p. 182 を参照。
- <sup>70</sup> Blomberg (2018)を参照。
- 71 伊藤(2014)、p. 57 を参照。
- 72 伊藤(2014)、p.16を参照。
- <sup>73</sup> 明田(2018)、p. 14 を参照。
- <sup>74</sup> 明田(2018)、pp. 19-20を参照。
- 75 室田(2018)、p.1を参照。
- 76 経済産業省産業技術環境局(2016)を参照。
- 77 齋宮・星野(2016)、pp. 1-2 を参照。
- 78 みずほ総合研究所(2017)を参照。
- 79 齋宮・星野(2016)、pp. 1-2 を参照。
- 80 酒巻(2016)、p.1-15-3を参照。
- <sup>81</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人(2017)、p.1を参照。
- 82 三井住友信託銀行(2018)、p.2 を参照。
- 83 日本経済新聞社(2018b)を参照。
- 84 日本経済新聞社(2017)を参照。
- 85 経済産業省(2014c)、p.3 を参照。
- 86 福本(2017)、p.83を参照。
- 87 上野(2018)、p. 33を参照。

- 88 郷右近(2018)、p20を参照。
- 89 経済産業省(2014b)を参照。
- 90 金融庁(2018a)、pp. 22-23 を参照。
- 91 久保(2015)、p. 67 を参照。
- 92 株式会社東京証券取引所(2018b)、pp. 4-5 を参照。
- 93 久保(2015)、pp. 71-72 を参照。
- 94 吉井(2017)、p.4を参照。
- 95 万里(2017)、p.62を参照。
- 96 吉井(2017)、pp. 2-3 を参照。
- 97 金城・平澤(2017)、p.2を参照。
- 98 財団法人 企業活力研究所(2012)、p. 18 を参照。
- 99 東京海上日動コンサルティング(2017)、p.1 を参照。
- 100 Global Reporting Initiative (2017)を参照。
- 101 KPMG(2013)を参照。
- 102 東京海上日動コンサルティング(2017)、pp. 5-6 を参照。
- <sup>103</sup> KPMG(2018c)、p.9を参照。
- 104 一般財団法人 企業活力研究所(2018)、pp. 88-91 を参照。
- 105 経済産業省組織課(2017)、p.6を参照。
- 106 株式会社東京証券取引所(2018a)、p. 15 を参照。
- 107 経済産業省組織課(2017)、p.13を参照。
- 108 小針(2016)、p.3を参照。
- 109 小針(2016)、pp. 7-8 を参照。
- 110 小林(2016)を参照。
- 111 小林(2016)を参照。
- <sup>112</sup> 経済産業省組織課(2017)、p.7を参照。
- 113 日本取引所グループ (2018a)を参照。
- 114 経済産業省(2015)、pp. 6-11 を参照。
- 115 経済産業省(2015)、p.10を参照。
- 116 東京株式懇話会(2017)、p. 33 を参照。
- 117 経済産業省(2013)を参照。
- 118 村澤(2018)、pp. 3-4 を参照。
- 119 金融庁(2017)、p.13を参照。
- 120 横山(2017)、pp. 15-19を参照。
- 121 西山(2018)、pp. 17-18を参照。

#### 【参考文献·参考資料】

明田雅昭(2018)「パッシブ運用のエンゲージメント~論点整理と提案」『CGSA フォーラム』第 16号 CGSA 中央大学大学院国際会計研究科

アセットマネジメント One 株式会社(2018)「国内株式パッシブ運用におけるエンゲージメント活動」(PDF) 経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/tougou\_houkoku/pdf/004\_11\_00.pdf 〉 20 18 年 10 月 25 日最終アクセス

蟻川靖浩・宮島英昭(2015)「銀行と企業の関係:歴史と展望」『組織科学』Vol.49 No.1 特定非営利活動法人組織学会

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』平成 27 年 8 月号

#### 財務省

伊藤邦雄(2014)「『持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜』 プロジェクト(伊藤レポート) 最終報告書」(PDF) 経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf 〉 2018年 10月 25日最終アクセス

伊藤邦雄(2017)「伊藤レポート 2.0」 (PDF) 経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/press/2017/10/20171026001/20171026001-1.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム(2018)「協働対話アジェンダ「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題(マテリアリティ)の特定化と開示」のご紹介」(PDF) 環境省

〈 https://www.env.go.jp/council/44esg-kinyu/y440-02/mat04.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

一般財団法人 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~」 経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\_innovation/kigyoukaikei/pdf/csrreports30report. pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

一般社団法人 日本経済団体連合会(2018)「非財務情報や SDGs に関する報告書の作成基準の動向について聞く」、週刊 経団連タイムズ No.3346

 $\langle$ http://www.keidanren.or.jp/journal/times/2018/0118\_04.html?v=s  $\rangle$  2018 年 10 月 25 日最終アクセス

一般社団法人 日本 IR 協議会(2016)「2016 年度『IR 活動の実態調査』 結果まとまる-日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードに則した IR 活動が着実に浸透-」(PD F)

〈 https://www.jira.or.jp/file/topics\_file1\_27.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

岩井浩一(2014)「米国機関投資家によるエンゲージメント活動の実態」『野村資本市場クォータリー』 2014 年春号 Vol.17-4 SPRING 野村資本市場研究所

岩壷健太郎・外木好美(2007)「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係-分散不均一性による同時方程式の識別-」『経済研究』 第58巻 第1号 一橋大学経済研究所(岩波書店)

上田亮子(2013)「英国スチュワードシップ・コードについて」、金融庁「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」資料 資料 1(PDF) 金融庁

〈 https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf 〉 2018 年 10 月 25 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 公益社団法人 商事法務研究会

宇野淳・大村敬一・川北英隆(1998)「株式持ち合いの変化と市場流動生」『金融研究』 第 17 巻第 5 号 日本銀行金融研究所

小川亮・保田隆明・宮島英昭(2015)「日本企業の所有構造の多様化をいかに理解するか:海外機関投資家の銘柄選択と経営の規律付け効果」、ノンテクニカルサマリー 独立行政法人 経済産業研究所

〈 https://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/15e078.html 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

株式会社共同通信社(2018)「【会社法入門講座①】株主総会はなぜ 6 月下旬に集中しているのか」 〈 https://www.kyodo.co.jp/b/2018-06-14\_1818559/ 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

株式会社東京証券取引所(2018a)「コーポレートガバナンス・コード〜会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために〜」(PDF)日本取引所グループ

〈 https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000000xbfx-att/20180601.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

株式会社東京証券取引所(2018b)「決算短信・四半期決算短信作成要領等」(PDF) 日本取引所グループ

〈 https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/format/summary/tvdivq000004wuh-att/tvdivq000000up10.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

鎌田信男(2008)「米国金融市場における機関化の帰結と日本への示唆」『現代経営経済研究』第2巻 第2号 東洋学園大学現代経営学部

神山哲也(2013)「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」『野村資本市場クォータリー』 2013 年夏号 Vol.17-1 SUMMER 野村資本市場研究所

川井秀幸・嶋谷毅・馬場直彦(2015)「わが国企業による資金調達の選択問題:多項ロジット・モデルによる要因分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.05-J-3(PDF) 日本銀行

〈 https://www.boj.or.jp/research/wps\_rev/wps\_2005/data/wp05j03.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

川北英隆(2004)「証券市場における機関投資家の役割-年金と証券投資信託の役割について-」 『ファイナンシャル・レビュー』 September-2004 財務省財務総合研究所

企業年金連合会(2017)「英国の企業年金におけるスチュワードシップ・コードの署名状況等について」(PDF)

〈 https://www.pfa.or.jp/kanyu/shiryo/stewardship/files/stewardship\_290209\_3.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

金城琢磨・平澤優(2017)「決算短信の簡素化」、Seiwa Newsletter Feb.2017 (Vol.20) (PDF) RSM 清和監査法人

〈 http://www.seiwa-audit.or.jp/newsletter/1702\_SeiwaNewsletter.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

金融庁(2014)「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方(案)」(PDF)

〈 https://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/siryou/20141212/01.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

金融庁(2018a)「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告-資本市場における好循環の実現に向けて-」(PDF)

〈 https://www.fsa.go.jp/singi/singi\_kinyu/tosin/20180628/01.pdf 〉2018 年 10 月 25 日最終アクセス

金融庁(2018b)「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について (平成 30 年 8 月 31 日時点)」

〈 https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

久保幸年(2015)「決算短信の監査の必要性一適時開示の信頼性」『研究年報』 第 11 号 大原大学院 大学

経済産業省(2013)「英国ケイ・レビューの要約」(PDF)

〈 http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\_innovation/kigyoukaikei/corporate/130716\_IPJ\_6\_2.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

経済産業省(2014a)「企業情報開示検討分科会(第1回)-議事要旨」

〈 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kigyo\_johokaiji/001\_giji.html 〉 2018 年 1 0 月 25 日最終アクセス

経済産業省(2014b)「企業情報開示検討分科会(第3回)-議事要旨」

〈 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kigyo\_johokaiji/003\_giji.html 〉 2018 年 1 0 月 25 日最終アクセス

経済産業省(2014c)「第 4 回 『株主総会のあり方検討分科会』議事概要」(PDF)

〈 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushi\_soukai/pdf/005\_s01\_01.pdf 〉 2018 年 10 月 25 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)

〈 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/kabunushisoukai\_process/pdf/002\_07\_02.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

経済産業省(2018)「第4回フォーラム議論のまとめ」(PDF)

〈 http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/tougou\_houkoku/pdf/004\_giji.pdf 〉 2018

年 10 月 25 日最終アクセス

経済産業省 産業技術環境局(2016)「地球環境政策について」(PDF) 経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo\_gijutsu/pdf/004\_04\_00.pdf 〉2018 年 10 月 25 日最終アクセス

経済産業省組織課(2017)「『攻めの経営』を促す役員報酬~企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引~(平成 29 年 9 月時点版)」(PDF)経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170929004/20170929004-1.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

郷右近養一(2018)「2018 年 6 月株主総会に向けて〜ガバナンス改革で問われる議決権行使助言会社の存在〜|『投資信託事情』第 61 巻 第 4 号 4 月号 投資信託事情調査会

公益財団法人 日本証券経済研究所(2018)『図説 日本の証券市場』公益財団法人 日本証券経済研究 所

後藤俊彦(2014)「企業における非財務情報開示の動向~企業の持続的成長と日本経済へのインパクト~」 NTT データ

〈 http://www.nttdata.com/jp/ja/insights/opinions/2014052902.html 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

小林一樹(2015)「業績条件付き株式報酬型ストック・オプションの設計時に留意すべきこと」 大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/consulting/compensation/20150930\_010167.html 〉2018 年 10 月 25 日最終アクセス

小林一樹(2016)「中長期経営計画の達成を行使条件とした株式報酬型ストック・オプション」 大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/consulting/compensation/20160309\_010715.html 〉2018 年 10 月 25 日最終アクセス

小針真-(2016)「役員報酬改定に取り組む企業の本音と建て前~コーポレートガバナンス・コードで風向きがが変わった日本の役員報酬」(PDF) 大和総合研究所

 $\langle$ https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20160331\_010778.pdf  $\rangle$  2018 年 10 月 25 日 最終 アクセス

財団法人 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) 経済産業省

〈 http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate\_accounting/pdf/120713\_PC1\_5.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

齋宮義隆・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 信託資産運用情報 2016 年 1 月号(PDF) 三菱 UFJ 信託銀行

〈 https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601\_1.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

財務省(2017)「法人企業統計 時系列データ」

〈 https://www.e-stat.go.jp/dbview?sid=0003060791 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

酒巻雅純(2016)「『ESG 投資の動向と課題』-重要性が高まる機関投資家の観点から-」『証券経済学会年報』第 51 号別冊 証券経済学会創立 50 周年記念大会学会報告論文 証券経済学会

佐原珠美(2014a)「企業の価値創造プロセスを伝える『統合報告書』とは 1)非財務情報の重要性の高まりと統合報告の背景」 野村インベスター・リレーションズ

〈 http://www2.nomura-ir.co.jp/irweb/column/integratedreport01.html 〉2018年 10月 25日最終アクセス

佐原珠美(2014b)「企業の価値創造プロセスを伝える『統合報告書』とは 2)日本の統合報告の現状と策定のポイント」 野村インベスター・リレーションズ

〈 http://www2.nomura-ir.co.jp/irweb/column/integratedreport02.html 〉2018年 10月 25日最終アクセス

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=Stewardship code & corporate governance code=』 同友館

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

新谷理(2017)「機関投資家に選ばれる銘柄」『財界観測』2017年秋号 第80巻 第4号 野村證券

新日本有限責任監査法人、EY 弁護士法人、総合研究所株式会社(2015)『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード-持続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

杉田浩治(2016)「発足から 40 年を迎えるインデックスファンド-その奇跡と今後の課題-」『証券レビュー』 第 56 巻第 1 号 公益財団法人 日本証券経済研究所

杉田浩治(2018)「世界の投資信託の動向と日本の課題」『月刊資本市場』 No.391 公益財団法人資本市場研究所

鈴木裕(2015)「2016 年株主総会向け議決権行使方針動向 議決権行使助言業者の新方針は、社外取締役の複数選任が焦点に」(PDF) 大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20151207\_010404.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2017)「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》~投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために~」(PDF) 金融庁

〈 https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/02.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

太子堂厚子(2108)「2018 年コーポレートガバナンス・コード改訂の 7 つの重要ポイント」 The Finance

〈 https://thefinance.jp/law/180820 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

代田純(1995)『ロンドンの機関投資家と証券市場』 法律文化社

高岡和佳子(2008)「(年金運用):機関投資家の投資行動と金融資産価格」、ニッセイ年金ストラテジー (Vol.143) May 2008 (PDF) ニッセイ基礎研究所

〈 http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37707\_ext\_18\_0.pdf?site=nli 〉 2018 年 10 月 25 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』 株式会社税務経理協会

月村拓央(2016)「企業の情報開示の見直しの方向性 企業と投資家の建設的な対話を促進」、調査レポート(PDF) みずほ総合研究所

〈 https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl160426.pdf 〉 2018 年 10 月 2 5 日最終アクセス

壷内慎二(2015)「外国人株主の増大が雇用と配当に及ぼす影響」『証券経済学会年報』第 50 号別冊 第 83 回春季全国大会 学会報告論文 証券経済学会

東京海上日動リスクコンサルティング(2017)「GRI Standards の公表~企業に求められる対応~」、 リスクマネジメント最前線 2017 No.6(PDF)

〈 http://www.tokiorisk.co.jp/publication/report/riskmanagement/pdf/pdf-riskmanagement-188. pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

東京株式懇話会(2017)「株主総会プロセスの電子化について~株主実務からの一考察~」(PDF) 〈 https://www.kabukon.tokyo/activity/data/study/study\_2017\_03.pdf 〉2018 年 10 月 25 日最終 アクセス

西山賢吾(2018)「さらに歩みを進める企業統治改革」『財界観測 』 2018 年春号 第 81 巻 第 2 号 野村證券

日興リサーチセンター 社会システム研究所(2014)「海外投資家のエンゲージメント~欧州機関投資家のヒアリング調査より」 日興リサーチセンター

〈 https://www.nikko-research.co.jp/library/5423/ 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

新田敬祐(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」、ニッセイ年金ストラテジー(Vol.173) November 2010(PDF) ニッセイ基礎研究所

〈 http://www.nli-research.co.jp/files/topics/38992\_ext\_18\_0.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

日本経済新聞社(2017)「議決権の開示、悩む運用会社、日生、当面見送りへ、株売買の材料視懸念。」『日本経済新聞社』7月5日 朝刊7面

日本経済新聞社(2018a)「国際会計基準、200社迫る、IFRS、トヨタ・ソニー導入検討。」『日本経済新聞』4月14日 朝刊2面

日本経済新聞社(2018b)「三菱マテリアルの役員選挙、三菱 UFJ 信託が反対、株主総会、品質不正受け。」『日本経済新聞』8月30日 朝刊7面

日本政策投資銀行(2004)「企業の資金調達動向-銀行借入と代替的な資金調達手段について-」(PDF)

〈 https://www.dbj.jp/reportshift/report/research/pdf/65\_s.pdf 〉 2018年10月25日最終アクセス

日本取引所グループ(2017a)「投資部門別 株式売買状況 東証第一部 [株数] 全 52 社」(PDF) 〈https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock\_v ol\_1\_y17.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

日本取引所グループ(2017b)「投資部門別 株式売買状況 東証第一部 [金額] 全 52 社」(PDF) 〈 https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/nlsgeu000002vn18-att/stock\_val\_1\_y17.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

日本取引所グループ(2017c)「2017 年度株式分布状況調査〈資料編〉」(PDF)

〈 https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

日本取引所グループ(2018a)「議決健行使プラットフォームの運営」

 $\langle$ https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/voting-platform/index.html  $\rangle$  2018 年 10 月 25 日最終アクセス

日本取引所グループ(2018b)「3月期決算会社株主総会情報」(PDF)

〈 https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/tvdivq000000011x-att/graph\_2018.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

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

〈 https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

年金積立金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 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

野村敦子(2013)「銀行の出資規制緩和を巡る議論」、JRI レビュー 2013 Vol.2,No3(PDF) 日本総合研究所

〈 https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/6575.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

林寿和(2015)「世界の ESG 投資の拡大とそれを後押しする 3 つのトレンド」、日本総研ニュースレター 2015 年 5 月号 日本総合研究所

〈 https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=27082 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

バンガード・インベストメント・ジャパン(2013)「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 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

万里一月(2017)「決算短信の簡素化が実務に及ぼす影響」『旬刊 商事法務』2017年5月25日 No. 2134 公益社団法人 商事法務研究会

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 公益財団法人 日本証券 経済研究所 藤野大輝(2018)「企業情報の一体的開示への第一歩 事業報告等と有価証券報告書の一体的開示の 動向と今後の行方」(PDF) 大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20180619\_020156.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

藤森克彦(2016)「[各国の年金制度] イギリスの年金制度」『年金と経済』 第 137 号 Vol.35 No.1 公益財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

みずほ総合研究所(2017)「注目高まる ESG 投資」、年金ニュース 2017 年 7 月 18 日(PDF)

〈 https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl\_info/pension/pdf/pension\_news201707.pdf 〉 2018年 10月 25日最終アクセス

三井住友信託銀行(2017)「注目される ESG への取組み-統合報告書が企業価値向上に役立つ-」、証券代行コンサルティング(第 44 号)(PDF)

〈 https://www.smtb.jp/business/agency/consulting/pdf/no2-044.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

三井住友信託銀行(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.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

宮井博・美和裕美子(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 〉 20 18 年 10 月 25 日最終アクセス

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 証券経済学会

村澤竜一(2018)「機関投資家による集団的エンゲージメント」(PDF)、KPMG Insight Vol.29/2018年3月号 KPMG

〈 https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-institutional-investor-engagement-20180315.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

室田真希(2018)「企業に期待される ESG 情報開示『価値協創ガイダンスを踏まえて』」、損保ジャパン日本興亜 RM レポート Issue 169(PDF) SOMPO リスクマネジメント

〈 http://www.sjnk-rm.co.jp/publications/pdf/r169.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

有限責任監査法人トーマツ GRC(ガバナンス・リスク・コンプライアンス)事務局(2018)「コーポレートガバナンス・コード改訂の解説~大きな環境変化と課題を超克し、企業価値を向上させていくために」 (PDF) デロイト トーマツ

〈 https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/risk/srr/jp-srr-revision-of-c gc-1.4.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

横山淳(2017a)「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集団的エンゲージメントを巡る論点」(PDF)大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809\_012204.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

横山淳(2017b)「改訂日本版スチュワードシップ・コード~3 つの論点とその対応~」『大和総研調査季報』 2017年 秋季号 Vol.28 大和総合研究所

吉井一洋(2017a)「企業開示と監査、大規模な見直しへ 非財務情報拡充、四半期決算短信の見直し、 監査報告書透明化」(PDF) 大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20171017\_012373.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

吉井一洋(2017b)「決算短信簡素化、サマリーのみ開示も可? 業績予想の開示も見直し」(PDF) 大和総合研究所

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/commercial/20170329\_011865.pdf 〉 2018 年 10 月 25 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

若林良之助(2004)「企業の資金調達構造の変化について--法人企業統計による分析--」(PDF) 公益 財団法人 日本証券経済研究所

〈 http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/0409\_01.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

Bloomberg (2018)「アクティブ投資家、パッシブ投資か-QuickTake」

〈 https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-02-16/P46I0K6JTSE801 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

Federal Reserve Board (2016a)'Financial Accounts of the United States Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts Historical Annual Tables Corporate Equities 1965-1974'(PDF)

〈 https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1965-1974.pdf 〉 2018 年 10月 25日最終アクセス

Federal Reserve Board (2016b)'Financial Accounts of the United States Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts Historical Annual Tables Corporate Equities 1975-1984'(PDF)

〈 https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1975-1984.pdf 〉 2018 年 10月 25日最終アクセス

Federal Reserve Board (2016c)'Financial Accounts of the United States Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts Historical Annual Tables Corporate Equities 1985-1994'(PDF)

〈 https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1985-1994.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

Federal Reserve Board (2016d)'Financial Accounts of the United States Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts Historical Annual Tables Corporate Equities 1995-2004'(PDF)

〈 https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a1995-2004.pdf 〉 2018 年 10月 25日最終アクセス

Federal Reserve Board (2016e)'Financial Accounts of the United States Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts Historical Annual Tables Corporate Equities 2005-2015'(PDF)

〈 https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20160609/annuals/a2005-2015.pdf 〉 2018 年 10月 25 日最終アクセス

Global Reporting Initiative(2017)「GRI STANDARDS DOWNLOAD CENTER - 日本語版(JAPA NESE TRANSLATIONS)」

〈 https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-japanese-translations-download-center/ 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

KPMG(2013)「GRI ガイドライン第 4 版 (G4 ガイドライン)の発行」

〈 https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2013/10/20130530-gri-g4.html 〉 2018 年 10 月 2 5 日最終アクセス

KPMG(2018)「日本におけるサステナビリティ報告 2017」(PDF)

〈 https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-sustainability-report-survey-2017.pdf 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス

KPMG ジャパン 統合報告センター・オブ・エクセレンス(2018)「日本企業の統合報告書に関する調査 2017」(PDF) KPMG

〈 https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20180323.pdf 〉 2018年10月25日最終アクセス

Office for National Statistics(2017)'Share Ownership time series dataset'

〈 https://www.ons.gov.uk/economy/investmentspensionsandtrusts/datasets/shareownership 〉 2018年10月25日最終アクセス

```
https://japanese.spindices.com/indices/equity/sp-topix-150-factor-weighted-esg-index > 2018
年 10 月 25 日最終アクセス
Willis Towers Watson(2018)「ウイリス・タワーズワトソン、『2017 年度 日米欧 CEO 報酬比較』
結果を発表」
( https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/press/2018/07/japan-us-europe-ceo-compensation-
comparison-2017 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセス
一般社団法人 日本経済団体連合会 HP
                                       http://www.keidanren.or.jp/
一般社団法人 日本 IR 協議会 HP
                                       https://www.jira.or.jp/
                                       https://www.kyodo.co.jp/
株式会社共同通信社 HP
環境省 HP
                                       http://www.env.go.jp/
企業年金連合会 HP
                                       https://www.pfa.or.jp/
                                       https://www.fsa.go.jp/
金融庁 HP
                                       http://www.jsri.or.jp/
公益財団法人 日本証券経済研究所 HP
経済産業省 HP
                                       http://www.meti.go.jp/
                                       https://www.dir.co.jp/
大和総合研究所 HP
                                       https://www2.deloitte.com/jp/ja.html
デロイト トーマツ HP
東京海上日動リスクコンサルティング HP
                                       http://www.tokiorisk.co.jp/
東京株式懇話会 HP
                                       https://www.kabukon.tokyo/
独立行政法人経済産業研究所 HP
                                       https://www.rieti.go.jp/jp/index.html
                                       https://www.nli-research.co.jp/
ニッセイ基礎研究所 HP
日興リサーチセンターHP
                                       https://www.nikko-research.co.jp/
                                       http://www.boj.or.jp/
日本銀行 HP
日本政策投資銀行 HP
                                       https://www.dbj.jp/
                                       https://www.jri.co.jp
日本総合研究所 HP
日本取引所グループ HP
                                       https://www.jpx.co.jp/
                                       https://www.gpif.go.jp/
年金積立金管理運用独立行政法人 HP
                                       http://www.nomura-ir.co.jp/ja/index.html
野村インベスター・リレーションズ HP
バンガード・インベスト・ジャパン HP
                                       https://www.vanguardjapan.co.jp/retail/home.ht
m
みずほ総合研究所 HP
                                       https://www.mizuho-ri.co.jp/index.html
                                       https://www.smtb.jp/
三井住友信託銀行 HP
三菱 UFJ 信託銀行 HP
                                       https://www.tr.mufg.jp/
                                       https://www.bloomberg.co.jp/
Bloombarg HP
Federal Reserve Board HP
                                       https://www.federalreserve.gov/
                                       https://www.globalreporting.org/Pages/default.a
Global Reporting Initiative HP
KPMG ジャパン HP
                                       https://home.kpmg.com/jp/ja/home.html
NTT データ HP
                                       http://www.nttdata.com/jp/ja/index.html
Office for National Statistics
                                       https://www.ons.gov.uk/
RSM 清和監査法人 HP
                                       http://www.seiwa-audit.or.jp/
S&P Dow Jones Indices HP
                                       https://japanese.spindices.com/
                                       https://thefinance.jp/
The Finance HP
Willis Towers Watson HP
                                       https://www.willistowerswatson.com/ja-JP
```

〈 https://japanese.spindices.com/indices/equity/sp-topix-yen 〉 2018 年 10 月 25 日最終アクセ

S&P Dow Jones Indices(2018b)「S&P/TOPIX 150 ESG ファクター・ウェイト指数」

S&P Dow Jones Indices(2018a)「S&P/TOPIX 150 指数」