

平成 29 年度証券ゼミナール大会

機関投資家の投資行動と証券市場

5



関西大学 田中ゼミナール 馬場班

馬場惇司・野田実紗子・友光優奈・脇亮太郎・斉藤貴祥

目次

	序章	p 2
5	第1章 証券市場について	
	第1節 証券市場とは	p 3
	第2節 証券市場の役割	p 4
	第3節 証券市場の背景	p 6
	第4節 証券市場の現状	p 7
10	第2章 機関投資家とは	
	第1節 機関投資家の定義・種類	p 8
	第2節 国内外の機関投資家の歴史と現状	p 10
15	第3章 企業と機関投資家の対話	
	第1節 コードの歴史	p 14
	第2節 コーポレートガバナンス・コードとは	p 16
	第3節 コーポレートガバナンス・コードの背景と事例	p 19
	第4節 コーポレートガバナンス・コードへの対応状況	p 24
20	第5節 スチュワードシップ・コードの定義と事例	p 28
	第4章 証券市場の活性化に向けて	
	第1節 収益性の向上の実現	p 30
	第2節 機関投資家の区分化	p 31
25	第3節 透明性の高いプロセスの構築	p 32
	第4節 投資信託の長期保有化	p 33
	終章	p 37
30	参考文献・資料	p 38

序章

証券市場は戦後日本の経済成長とともに成長してきた。1949年5月16日に東京証券取引所で株式の取引が再開され、戦後の日本株の歩みが始まった。日本経済が復興を遂げ、高度成長へと進むに伴い、取引所は人であふれた。87年10月、米国株の急落を引き金に世界の株式市場が大暴落した「ブラックマンデー」に見舞われた。しかし、日本経済は金融緩和を背景に急速な回復を見せ、バブル経済が形成された。最も証券市場が活発であったのが1989年12月の「バブル経済」である。89年12月29日、日本平均株価は終値で過去最高の3万8915円87銭に達した。東証1部上場企業の時価総額は590兆円を超えた。取引再開から40年で約3800倍に達した。バブル崩壊のきっかけは、日銀が行った金融緩和政策が原因だといえる。土地改革の高騰を抑制するための不動産向けの融資の総量規制だった。バブル崩壊以降、銀行の不良債権問題や2008年、アメリカで起こったリーマン・ショックなど多数の金融危機が起これ、証券市場、経済ともに停滞しており、「総合的かつ抜本的」な改革を実行しなければ、内外から求められる金融の役割と責任を十分に果たすことができなくなっているのが現状である。

その証券市場では、かつて高かった銀行や保険会社などの国内金融機関の保有比率は急速に低下してゆき、国内外の機関投資家の保有比率が増加することによって、彼らが証券市場に与える影響力は非常に大きくなってきている。それゆえ、株式を発行する企業とそれを保有する機関投資家、それぞれのあるべき姿が問われ始めているのである。現状としては、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードなどによって企業側と投資家側の双方から企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、ひいては経済全体の発展をも目指しているのである。しかしながら、上述した通り、証券市場、経済は停滞している。

そのため今回は、国内の証券市場を活性化させ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方策を議論していく。また対象となる証券を株式に絞り、機関投資家と企業の両視点か

ら考えていく。証券市場と機関投資家についての内容や背景や現状を述べ、企業と機関投資家にかかわる規制について述べる。

第1章 証券市場について

5

第1節 証券市場とは

10 一国経済において、貸手から借手へと資金融通がなされる場を金融市場という。そして、この金融市場は仲介手段の観点から間接金融と直接金融とに分けられる。間接金融とは、金融機関が貸手に対し間接金融と呼ばれる証書（預金証書等）を発行し、借手に対し本源的証券（借用証明書等）を発行することで資金を調達するという資金仲介である。一方、直接金融は、貸手が借手に対し直接的に株式や債券などの本源的証券を発行し、資金を調達するという資金仲介である。こうした金融市場の中でも、特に証券市場とは、直接金融による資金調達を行う場である。

15 証券とは、財産法上の権利を表すものであり、証券はその法的な効力に応じて有価証券と証拠証券に大別される。一般的には有価証券のことを証券と差す。有価証券とは、それ自体にある一定の財産的価値を有しているものである。例えば、株式や債券、投資信託のなどのことをいう。有価証券は株券、債券など投資に伴う諸権利請求権証券の資本証券、船荷証券、倉荷証券など財貨請求権証券の商品証券、手形、小切手など貨幣請求権証券の貨幣証券の3つに分類される。証拠証券とは、証券そのものには価値がなく、財産の証拠となる証券のことである。預金証書、借用書、受領書がこれに属する。

20 このうち証券市場において取引される対象となる証券は有価証券である。有価証券は「財政的価値ある私権を表章する証券であって、その権利の移転および行使が証券によってなされることを要するもの」と定義できる。この定義からすれば、例えば預金証書などは銀行への預金債権を表しているので、「財産的価値ある私権を表章する証券」ではあるが、一方で、「権利の行使」である預金の引き出しにあたっては必ずしも預金証書を必要としない。その点から有価証券とは言えず、これは証拠証券に当たる。また、有価証券もその表章する

30

権利の違いから、貨幣証券・商品証券・資本証券に分類することができる。貨幣証券は小切手や手形のように企業間信用などに基づいて貨幣を対替する証券であり、また、商品証券は輸送の対象となる商品に関する権利を表章し、その預かり証である倉庫証券や船荷証券についても譲渡性が認められたものである。

- 5 一方で資本証券とは企業などに対する株式や債券、ならびに付随する利子や配当に対する権利を表章している。

第2節 証券市場の役割

- 10 モノをやり取りするときに買いたい人と売りたい人がいなければ取引は成立しない。そこで、そのモノの取引を円滑に進めるため、多くの買いたい人と売りたい人を集め、互いの注文を付き合わせてマッチングさせる場を作り出すことが証券市場の役割である。また、証券市場は機能面から発行市場と流通市場に分類されており、互いに違った役割がある。

15

① 発行市場の役割

- 発行市場とは「プライマリーマーケット（一次市場）」とも呼ばれ、企業・国・地方公共団体などにより、新たに発行される株式や債券などの有価証券を投資家が購入する市場をいう。これは、企業にとって新たな資金を調達するための重要な場であり、投資家にとっては、新たな資金運用の場となっている。一般に発行市場は、資金調達の目的で、新規発行の株式や債券などの有価証券が発行者から直接あるいは仲介者に介して投資家に第一次取得される仕組みである。

- 例えば、株式の場合、新しく上場する会社の株式の売りだしや、既に上場している会社の増資に伴う株式の発行の際に利用され、その値段は発行会社と証券会社によって決められ、公募価格で証券会社から投資家へ売却されることになる。

② 流通市場

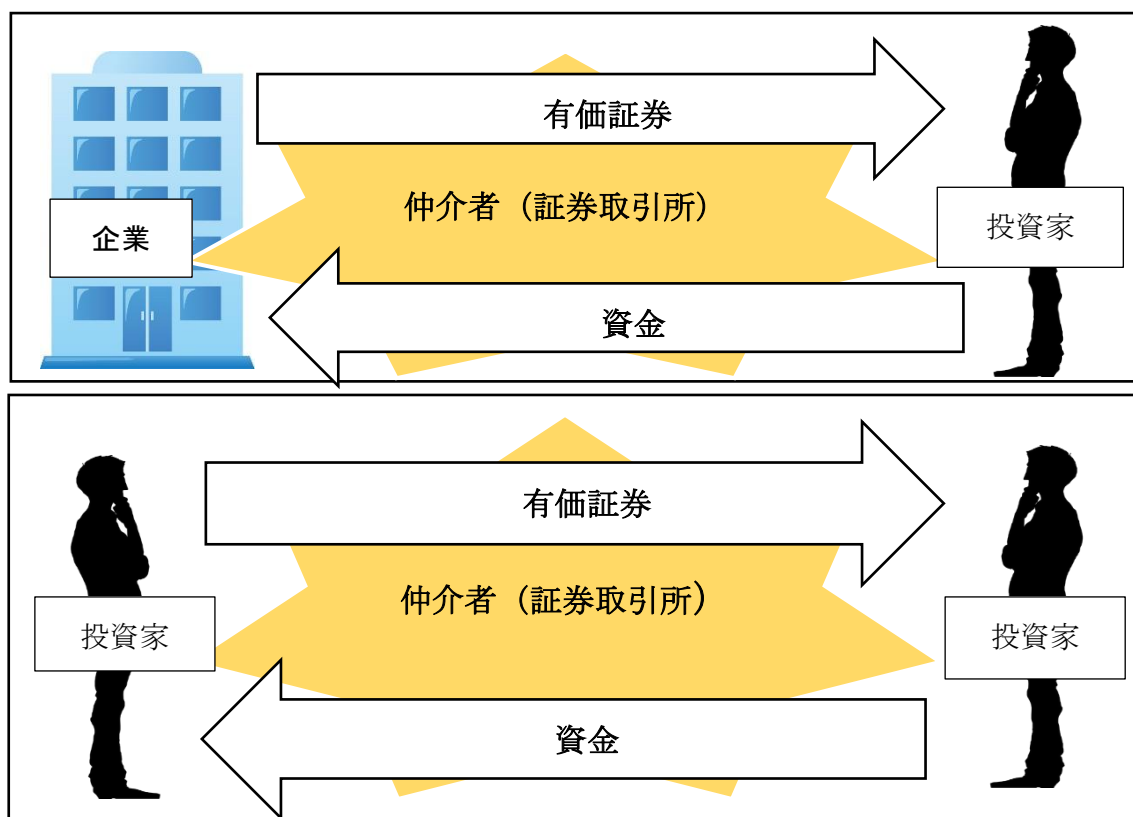
- 30 流通市場とは「セカンダリーマーケット（二次市場）」とも呼ばれ、すでに

発行されている株式や債券などの有価証券を取引する市場をいう。これは投資家と投資家の間でその時々（＝時価）の有価証券が売買される場で、取引所取引と店頭取引の二つがあり、投資家にとっては、資産運用を行う上で非常に重要な場である。一般に流通市場は、既発行の株式や債券などの有価証券が、投資家の間で転々と流通する市場である。

例えば、株式については、証券取引所や私設取引システム（PTS）などに注文が集められ、スムーズに売買が行われている。また、債券については、銘柄数が数万以上あり、一部の取引所の銘柄を除けば、ほとんどが店頭取引で売買が行われており、今日においては、インターネットや情報技術の進展により、取引の利便性が一昔前と比べて格段に向上している。

＊証券市場とはこの発行市場と流通市場がうまく機能することで成立し、値段が正常に形成され取引を円滑におこなえるようになるのである。

「図1 発行市場」



出所 日本証券業協会 「発行市場と流通市場の違いって何ですか」より作成

http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock13.html

第3節 証券市場の背景

5

証券市場の現状を述べるうえでおおまかな証券市場の背景、歴史について簡潔に述べる。

17世紀末、大阪・堂島での米の先物取引が日本での証券取引の起源である。日本での証券取引は欧米とは全く違う形で始まった。17世紀末、大阪・堂島において米を扱う商人たちの間で自然発生的に米の先物取引が行なわれるようになり、これが日本の証券取引の起源とされていた。しかし当時の日本は民間の資本蓄積が不十分な上に、戦争や大規模プロジェクトがなかったことから資金の集約を可能とする株式・債券などの証券システムが発達することはなかった。

日本初の証券発行は1870年、明治政府がロンドン市場で起債した国債である。日本における本格的な証券市場の歴史は明治維新とともに始まり、1870年明治政府がロンドン市場で起債した国債が日本初の証券発行となった。1878年に「株式取引所条例」が制定されるとすぐに東京と大阪に株式取引所が開催されたが、これらの取引所は欧米のような会員制を取らず、株式会社の形態を採用し、取引方法も江戸時代からの米取引の手法を取り入れたことから、現物よりも先物の取引で、取引対象は国債が中心だった。

株式もあるにはあったが、鉄道や電力などのごく一部の企業に限られ、株式の自由発行市場は皆無であった。

大正後期から昭和前期は相次ぐ恐慌で、株式は暗黒時代となり、高度成長期には企業の資金需要は急増したが、企業の資金調達手段は1980年代半ばに至るまで銀行借入れによる間接金融が中心であり、株式市場を通じた直接金融は、まだまだ限られた範囲にとどまっていたのである。

¹ http://www.stock-traderz.com/market/market_torihiki.jo.html

² http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock13.html

³ http://www.stock-traderz.com/market/market_si.jo.html

⁴ <https://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar063.html>

株式市場も 1979 年の外為法改正で内外の資本取引が自由化されたことで、外国人投資家による日本株買いがブームとなり、さらに 1980 年代半ばには円高・低金利・原油安のトリプル・メリットで、空前の株式ブームが到来。市場環境も整ってきたかに見えたが、その後バブル崩壊。銀行による不良債権問題も浮上して、日本経済は先の見えないトンネルに突入したのである。⁵

第 4 節 証券市場の現状

日本の証券市場は日本経済と共に発展し、国民経済において大きな役割を果たしてきた。現在の日本では人口の高齢化を控え、個人金融資産は 1200 兆円にも上り、金融・資本市場に期待される役割は、資産の効率的な運用へと大きく傾斜しつつある。また、経済の成熟化に従い、資金調達面でも積極的なリスク負担を伴う様々な新規産業への資金供給が重要な課題となっている。こうした社会や経済環境の変化に伴い証券市場への期待が高まっている中で、日本はどのような期待に応えていけるのだろうか。現在の日本は中長期的な視点に立った証券市場全般の改革が求められている。また、日本の巨額な金融資産の蓄積を背景に、グローバルな観点からの効率的な資金配分についても日本の証券市場が大きな役割を果たすと期待されている。

しかし、現在の日本の個人金融資産は、圧倒的に預貯金が中心で有価証券保有の割合は低く、企業の資金調達も借入れが大きな割合を占めており、また、海外の投資家や企業などの参加も限られたものとなっている。こうした現状は以下に挙げられることが問題点ではないかと言われている。

問題点① 取引所や店頭市場において、取引執行コストを軽減させ、また、ニーズの変化に対応して提供する取引サービスを利用者にとってより便利で魅力あるものとしていく余地があるのではないか。

⁵ http://www.homemate-research-stock.com/useful/80339_stock_339/

問題点② 投資家が証券市場をより活用するようにするために、仲介者（証券会社・資産運用業者）がサービスの提供の点で創意工夫をするべきではないか。

- 5 問題点③ 証券市場を普通の人にもわかりやすいものとし、さらに長期株式保有を図れる土壌を作ることにより、投資家の視野を広げることが必要なのではないか。

- 10 問題点④ 日本の機関投資家やファンドマネージャーについてはその資産運用能力に疑問が投げかけられているだけでなく、その横並び的な投資態度が多様な个性的商品の提供を妨げ、市場における円滑な価格形成を阻害する原因の一つとなっているのではないか。

- 15 問題点⑤投資家に対し証券投資を魅力あるものにするために、証券の発行が市場情勢や企業の実態、また、格付けを的確に反映した発行条件で行われることが重要となるが、発行企業として、こういう点に一層配慮すべきである。

- 20 日本の証券市場の問題点は広範な原因に根差している。今後証券会社を国民のニーズにこたえていく存在とするためには、行政の在り方や規制の枠組みを変えていくことを出発点とし、市場の利用者・仲介者・運営者の意識や行動をも変革していく、根本的かつ総合的な改革が要求される。

第2章 機関投資家とは

- 25 第1節 機関投資家の定義・種類

- 30 個人投資家以外の投資家で大きな資金を運用するプロの投資家集団。長期的な売買を目的とするものがほとんどであるが、中でも、短期的な売買で繰り返し、利益を上げる人をヘッドファンドといわれる。例えば、「投資顧問会社」、「生命保険会社」、「損害保険会社」、「信託銀行」、「年金基金」などがあ

げられる。

以降にもこの言葉が登場するため、一つ一つ簡単に説明していく。まず「投資顧問会社」とは顧客に対して有価証券やデリバティブ（金融派生商品）取引への投資について助言や投資一任を受けることで、対価を得る企業のことである。

- 5 次に、「生命保険会社」とは有名なところでは、アフラックやアクサ生命、オリックス生命といったような保険会社を指す。「損害保険会社」とは予測不能な事故や火災などによって受ける損害に対して一定の金額を支払う保障をしている会社を指す。次に「信託銀行」とは信託業務（銀行が顧客の持つ財産を預かり、運用・保管・処分をして収益をあげること）を行う銀行を指す。最後に「年金基金」とは年金運用が目的で超長期的投資をおこない、ファンダメンタル分析（財務諸表、健全性、経営、競争優位性、競合相手、市場などを分析）に基づき投資を行うことである。次に、機関投資家になることによるメリット・デメリッ
- 10
- デメリットを図にまとめた。

15 「表1 機関投資家のメリット・デメリット」

メリット	デメリット
圧倒的な資金力	手仕舞う必要がある
情報入手のスピード	常識的な銘柄しか買えない
相場を動かせる	他のプロとの争い

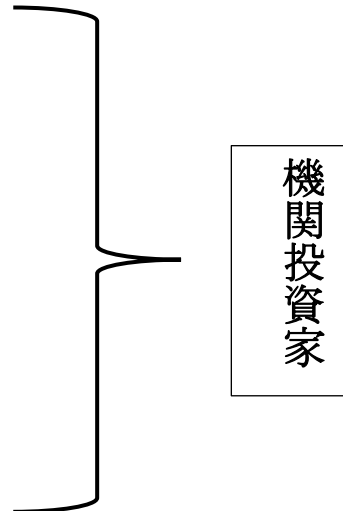
出所 スイングトレードの達人 「機関投資家の弱点」より作成

<http://swing-trade.net/tradecolumn/kikantoushika3>

- 以上のように機関投資家になることで様々なメリットが得られる反面、デメリットも少なくない。また、機関投資家と一応にいつてもその中には様々な種類
- 20
- があり、具体的には下図のようになっている。

「表 2 機関投資家の割合」

個人投資家	24%
外国人投資家	35%
投資信託	0.2%
金融法人	8%
事業法人	2%
自己売買（※）	28%



5

6

7

第 2 節 国内外の機関投資家の歴史と現状

戦後の日本の株式市場は財閥の解体による個人株主の誕生から始まった。当時の個人株主の持ち株比率は 70% に迫り、大衆資本主義の始まりを予感させた。しかし、60 年代からの資本自由化で外資による買収の危機を感じた企業は株式を互いに持ち合うことによって市場に出回る株式を減らした。これを株式持ち合いという。法人資本主義の時代の幕開けだった。企業が株式持ち合いなどを通じて系列を形成し、その中心には銀行があった。

銀行を中心とする金融機関の持ち株比率は 80 年代から 90 年代にかけて 40% を上回った。大株主の金融機関は資金不足の企業に積極的に融資し経営全般を

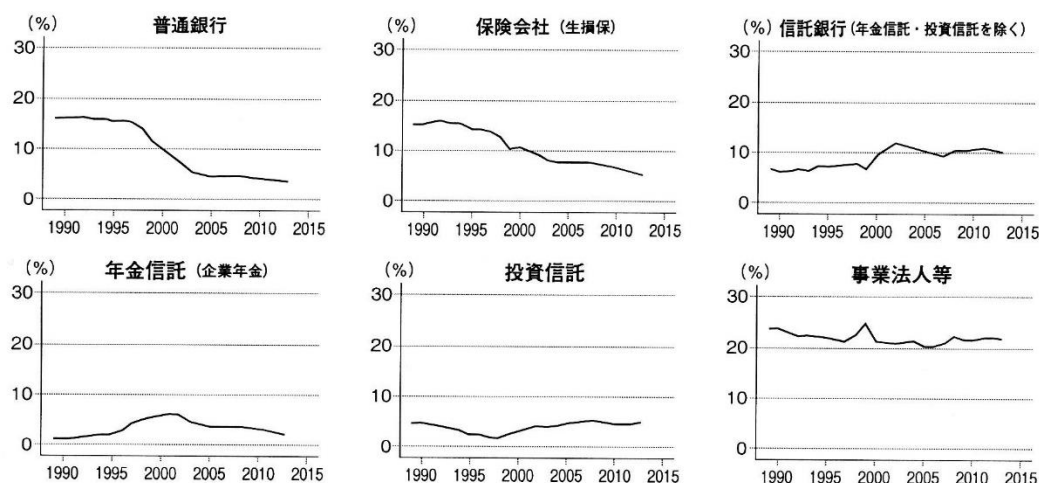
⁶<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihonlibrary/publications/issue/eyi/knowledge/fm/pdf/2016-11-04.pdf>

⁷ <https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=23093>

監視する人材も派遣していた。このような金融機関がトップ交代や再編を主導することも少なくなかった。この時代の銀行は企業統治の主役であったといえる。90年代終盤の金融危機により、銀行は持ち合い株式を手放し始めた。これにより企業の監視役が不在となった。また、日本企業の競争力が低下し、ガバナンスの空白による経営規律の緩みが指摘されるようになった。徐々に銀行により保有される割合が低下している間に、外国法人等による株式保有割合は上昇傾向をたどっていた。

次に1990年代以降の国内企業の株式所有構造の変化を見ていく。国内の株式の保有比率を機関投資家である普通銀行・保険会社・信託銀行・年金信託・投資信託・事業法人等に分けて説明する。普通銀行の株式保有比率は図表1にあるように、1990年代前半には約15%程度で横ばいであったが後半からは低下し、2004年頃から5%弱で横ばいとなった。そして2009年以降も緩やかに低下し、2013年度には3.5%となった。普通銀行の投資先企業を業種別にみると製造業と非製造業ではたいして差は見られず、株式保有比率が低下している。しかし、業種間の違いは見られる。1995年から2005年にかけて運送用機器は約21.5%から約3.3%、海運業は約17.0%から約5.9%、空運業では約16.6%から約5.0%と大きく低下したのに対し、陸運業は12.4%から8.7%と低下幅が小さくなっている。他と比べて陸運業が大きく低下しない理由は無店舗販売の急拡大を受けて、宅配需要が拡大している他、内需復活によって産業用貨物の輸送も増えているからだといえる。しかし、いずれにせよ低下しているのは確かである。この背景として考えられる制度はいくつかある。まずは1998年の金融システム改革法（銀行法改正）により、大口信用供与等規制が強化されたことが挙げられる。大口信用供与等規制とは、特定の企業・グループ等に対する貸出や出資などの信用供与を自己資本の一定割合以内に限るというものであり、信用供与の集中を抑制し、銀行資産の危険分散を図るとともに、銀行信用の広く適正な配分に資することを目的としている。そして、銀行等のトレーディング勘定への時価評価の導入、BIS規制（銀行の自己資本比率規制）に係る「マーケット・リスク規制」の本邦での適用開始、自己資本比率に基づく早期是正措置の導入、金融商品に係る時価会計の導入など、銀行の株式保有に影響を及ぼしうる改革が相次いで実施された。

「図3 投資主体別の株式保有比率の推移」



5

出典 東京証券取引所他「株式分布状況調査」

https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2015_08.pdf

保険会社の株式保有比率の推移は図3にあるように1990年代前半から15%程度で横ばいであったが、1995年から低下し始め、2000年度前半には10%程度となった後は、低下ペースは緩やかになった。しかし、2000年代後半には横ばいするが、また2010年度以降低下し5%程度となった。銀行は急激な変化が激しかったが、それに比べると保険会社は緩やかに低下していったといえる。業種別にみると、製造業は緩やかに低下しているが、非製造業は急激な低下がみられる。上で述べたように、保険会社の株式保有比率は1990年代後半と2000年代後半以降に低下している。この変化の背景には、健全性に関する規制の拡充が2度に分けて行われたことが考えられる。まず1996年に施行された保険業法に、株式保有に関連しているものが2つある。1つはソルベンシー・マージン基準が導入されたことである。ソルベンシー・マージンとは保険会社の経営の健全性を判断するための指標のことである。この導入を受け、価格変動する資産を保有すると価格変動リスクを計上することが求められることになり、株式保有の抑制要因といえる。その後2013年3月にソルベンシー・マージン比率の算出基準が見直され、価格変動等リスクの計測の厳格化が行われ、国内株式

のリスク係数が 10%から 20%に引き上げられた。もう 1 つは生命保険会社に区分経理が導入されたことである。区分経理とは事業分野や商品ごとに資産を区分けして管理し、運用することである。区分経理の導入により、区分ごとの負債特性に応じた運用に対する認識が高まり、円金利資産を中心とする運用が指向されるようになった。

信託銀行の株式保有比率の変化は図 3 にあるように 1990 年代には 7%程度の横ばい圏内で推移していたが、2000 年代前半に 10%強に上昇した。2000 年代後半以降はやや低下したがほぼ 10%前後にとどまっている。信託銀行が 2000 年代前半に株式保有が増加した背景は公的年金の運用に係る制度改革が考えられる。公的年金の資産は信託財産として管理されるため、信託銀行名義になる。2001 年 4 月に年金資金運用基金が設立された。設立前は年金積立金の全額が資金運用部に託されていたが、設立後は年金積立金が市場において自主運用されるようになったため上昇したといえる。

事業法人等の株式保有比率の変化は図表 1 にあるように 1990 年代に若干低下し、2000 年頃に変動した後、2000 年代後半にわずかに上昇した。期間を通じて大きな変化はなく、20%強程度で推移している。会計基準では、株式を含む金融商品に対する時価会計の導入、ディスクロージャー制度では、株式の保有目的に応じた情報開示を行うなどといった制度に関する見直しが行われた。会計基準は 2000 年 4 月 1 日以降には売買目的の有価証券等に時価評価を導入することにより、株価の変動が企業決算に反映されるようになった。これにより、政策投資目的の株式保有に何等かの影響があったと考えられる。

次に外国人の株式保有比率の推移について述べる。1990 年代初頭の約 5%から一部の期間を除き一貫して上昇を続け、最近では 30%を超えている。上昇した理由で大きく影響しているのは米国最大の公的年金であるカルパースなどの年金基金の海外運用の拡大がある。1990 年代初頭から海外投資に力を入れ、投資国として英国と日本を重視した。93 年には同機関海外株のうち日本株の組み入れ比率は 45%に達し、機関投資家としての行動が注目を集めた。また日本は「少子高齢化が進む国」であることを外国人投資家は知っている。近年成長率が高かった新興国の停滞が鮮明になり、資源急落でブラジルやロシアなどの資源国は大きなダメージを受けている。その中で、資源急落と円安で大きなメリット

を受けるのは日本であった。日本を低く評価し、日本株の組み入れを低くしていたグローバル投資家は、日本株のアンダーウエイトによってベンチマーク（基準ポートフォリオ）に対して負けが拡大するのを防ぐために、日本株を買っている面もあると考えられる。

5 89

第3章 企業と機関投資家の対話

第1節 コードの歴史

10

企業と投資家の対話を巡って、近年盛んに議論がなされている。議論の一覧を下記にあげる。

一つ一つ説明していく。スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードに関してはこの課題の重要な根幹の一部でもあるため詳しく説明していく。

15

「表3 近時の投資家との対話をめぐる動き」

公表年月日	コード・報告書	主な内容
H25 6/14	日本再興戦略	アベノミクスの3本の矢のうちの1つで、特徴としては企業の設備投資を促進する政策の強化など企業活動の活性化を目標とした。
H26 2/27	スチュワードシップ・コード	機関投資家の行動規範
H26 8/6	伊藤レポート	企業が投資家との対話を通じて企業価値を高めていくための課題分析および提言

⁸ https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2015_08.pdf

⁹ <https://t21.nikkei.co.jp/g3/CMNDF11.do>

H27 4/23	対話促進研究会報告書	企業と投資家が質の高い対話を通じて相互理解を深め、中長期的な企業価値創造を行うための環境作りを提言
H27 5/13	コーポレートガバナンス・コード	上場企業の行動規範
H27 6/30	日本再興戦略改訂 2015	攻めのコーポレートガバナンスの更なる強化、持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進

出所 経済産業省 「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」 より作成

<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002.html>

上記の表 3 の内容を詳しく説明する。

5

・日本再興戦略

第二次安倍内閣が掲げる成長戦略の一つで、アベノミクス 3 本の矢のうちの 1 つである。

10 具体的に企業に関連しているところでいえば、企業などの供給サイドに働きかけることで企業収益を改善させ、そして雇用増、賃金上昇を通じて家計の所得を増加させ、家計を押し上げて企業投資を刺激する需要につなげるという方法だ。

・伊藤レポート

15 企業が投資家との対話を通じて、持続的成長に向けた資金を獲得し、企業価値を高めていくための分析・提言を行ったものである。個々の企業の「稼ぐ力（収益力）」を高めることが重要であり、企業は資本効率を意識した経営絵の転換を図るため、ROE（自己資本利益率）向上を目指すとともに、グローバルな投資家と対話する際の最低ラインとして、8%を上回る ROE 達成をコミットすべ

20 きとしており、また持続的な企業価値創造は企業と株主による「協創（協調）」の成果であるため、経営者は株主が成長するのを後押しする存在であることを

認識し、さらに「建設的で質の高い対話」を行うために、企業には資本コストや企業価値向上を意識した経営が、投資家には中長期的な視点による適正な評価が求められる。

5

・対話促進会研究報告書

この報告書では、企業と投資家が対話を通じて相互理解を深め、持続的成長あるいは中長期的な企業価値の向上という目的を達成するため、国際的に見ても質の高い対話環境を目指すべきとしている。このため、対話環境を形づくる様々な要素、たとえば企業情報開示や監査、株主総会の日程や付議事項、電子化の促進等を総合的に検討し、全体最適を図るための方策を提案する。特に、高い水準の情報開示が対話の質を高め、質の高い対話が情報開示の充実を促すという相互作用、相乗効果を高めることの重要性を指摘している。

10

15 ・日本再興戦略改訂 2015

2013年の日本再興戦略に比べて、攻めのコーポレートガバナンスのさらなる強化を行った。具体的にはコーポレートガバナンスの趣旨に沿った企業と株主の対話が円滑に進むように取引所と連携し、上場企業と株主の対話の全般的な状況把握を行い結果公表、また取締役会への上程事項、社外取締役が社外性を失う業務執行の範囲に関する会社法の解釈指針・事例集を作成し公表する

20 とした。また、持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進に関しては会社法、金融商品取引法、証券取引所規則に基づく開示を検証し、四半期開示の一本化、中長期計画の開示充実を含め、統合的な企業情報開示の在り方を検討、株主総会プロセスの見直しを図った。

25

第2節 コーポレートガバナンス・コードとは

¹⁰ <http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002.html>

コーポレートガバナンス・コードは、東京証券取引所が上場規則として 2015 年 6 月から適用を開始した。コーポレートガバナンスの定義は「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・果断な意思決定を行うための仕組み」とする。この仕組みが適切に実施されることは、「それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。」と書かれている。コーポレートガバナンス・コードは、企業経営に多様な視点を組み入れ、企業経営者の戦略的な意思決定をよりの確に行うことで、中長期の企業価値向上を図るための大まかな仕組みを示すことが目的である。コーポレートガバナンス・コードは 5 つの基本原則、30 の原則、38 の補充原則から構成されている。コーポレートガバナンス・コードの根幹部分である基本原則を紹介する。

（基本原則 1）株主の権利・平等性の確保

上場企業は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。また、上場企業は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

（基本原則 2）株主以外のステークホルダーとの適切な協働

上場企業は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

(基本原則 3) 適切な情報開示と透明性の確保

- 上場企業は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、
- 5 リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。
- 10

(基本原則 4) 取締役会等の責務

- 上場企業の実効性の高い監督を行うこと
- 15 取締役会等の責務は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、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・資本効率等の改善を図るべきである。

①企業戦略等の大きな方向性を示すこと

②経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと

③独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・

- 20 取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務を適切に果たすべきである。こうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。

25

(基本原則 5) 株主との対話

- 上場企業は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に
- 30

耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスの取れた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

5

この5つから構成されている。このコードの特徴は「コンプライ・オア・エクスプレイン（原則を遵守するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）」という原則主義が採用されている。ソフトローであり遵守義務はないため、企業の置かれた状況に応じて、どのような対応を行うべきか工夫して考え、
10 それぞれ適切なコーポレートガバナンスを実現することができる。ただしコードを遵守しない場合には、なぜ遵守しないかという理由が求められる。「コンプライ・オア・エクスプレイン」はスチュワードシップ・コードにおいて、日本で初めて採用されたもので、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは車の車輪と言われている。両コードは、ともに政府の成長
15 戦略の一環として策定されているもので、中長期にわたり企業の収益力を高め、企業価値を向上させることを目的としている。企業の「稼ぐ力」を取り戻し、その収益を労働者や株主などの関係者に還元し、そのお金が社会で使われることで経済が活性化することを期待している。この中長期の企業価値向上という共通目標に向けて、企業経営者は中長期の企業価値向上に関係する適切な情報
20 開示や機関設計などを行い、投資家はそれを基に経営者と建設的な対話を行う。このように両者の間で活発な議論が行われ、企業価値向上に向けての良いアイデアが生まれてくると期待されていることが車の車輪と言われている理由である。

25 第3節 コーポレートガバナンス・コードの背景と事例

・事例（オムロン）

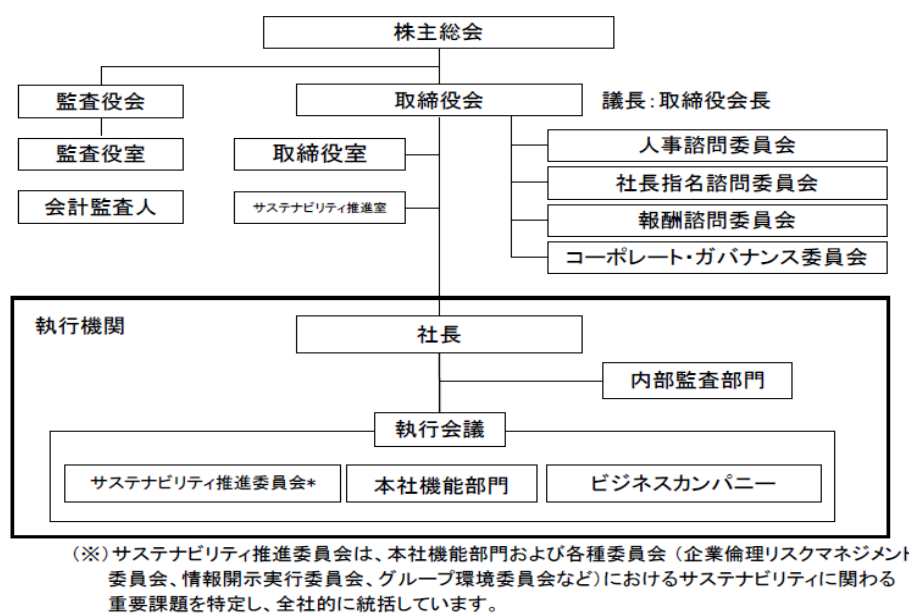
実際に上場企業がどのような対応をとっているのか事例を挙げてみる。ここで
30 挙げる企業はオムロンである。オムロンは1933年創業、制御機器・電子部品事

業などを営む東証1部上場企業である。2015年6月の取締役会でオムロンとしてのコーポレートガバナンスに関する考え方をまとめた「コーポレートガバナンス・ポリシー」を制定、公表した。コーポレートガバナンス・ポリシーは総則、ステークホルダーの関係、情報開示の充実、コーポレートガバナンスの体

- 5 制の4章からなっている。1つ目の総則では基本的な考え方として、企業理念と経営のスタンスが説明されており、持続的な企業価値の向上を実現するために、コーポレートガバナンス原則が制定されていることが述べられている。企業理念では「われわれの働きで、われわれの生活を向上し、よりよい社会をつ
- 10 くりましょう」とし、経営のスタンスとして、①長期ビジョンを掲げ、事業を通じて社会的課題を解決します、②真のグローバル企業を目指し、公正かつ透明性の高い経営を実現します、③すべてのステークホルダーと責任ある対話を行い、強固な信頼関係を構築します、の3つを挙げ、経営者と従業員が共有し事業を運営している。この企業理念をベースとして、長期視点で経営の舵取りを行い、事業価値・株主価値・ブランド価値をバランスよく高めるために、企
- 15 業価値向上において下記の事項を重視して経営を行っているとしている。①確固とした経営理念に基づく経営、②透明性・実効性の高いコーポレートガバナンス、③事業部門制を前提としたマトリックス経営、④ROICをKPIとした事業ポートフォリオ運営、⑤10年の長期ビジョンと中期経営計画の開示、⑥自発的な情報開示に基づくステークホルダーとの建設的な会話、⑦取締役会に対する
- 20 報酬面での短期・中期業績連動インセンティブ付与、⑧経営陣・社員一丸となった経営理念・事業戦略の共有、の8つである。④のROICをKPIとした経営は、ROICを要因分解し、その項目ごとに具体的な数値目標を設定、現場レベルまでつながった、PDCAサイクルが実現するような運営の仕組みが構築されている。コーポレートガバナンス・ポリシーの2つ目のステークホルダーの関係では、
- 25 株主等との関係、従業員との関係、顧客との関係、取引先との関係、社会との関係といったすべての利害関係者との関係について基本的考え方が書かれている。株主等との関係では、コーポレートガバナンス・コードの（基本原則1）「株主の権利・平等性の確保」の内容をほぼすべて網羅した記述となっている。
- 3 3つ目の情報開示の充実では、情報開示の基準を「公正かつ透明性の高い経営
- 30 の実現」として積極的に情報開示を行うことを宣言している。4つ目のコーポ

レートガバナンスの体制では、取締役会を含むオムロンの機関設計の全体像が示されている。オムロンの取締役会は、取締役会の下に4つの委員会を設け、独立社外取締役がCEOを筆頭とする執行機関を監督する強い権限を有している。取締役会議長は会長が務め、CEOと分離しており、4つの委員会はすべて独立社外取締役が委員長を務め、CEOはいずれの委員会にも属していない。コーポレートガバナンス委員会は、全員が独立社外取締役で、経営陣幹部の選任方針・手続きは、社外目から高い透明性をもって説明されており、投資家の視点に立った取締役会の機能が確立していることは明らかである。紹介したコーポレートガバナンス・ポリシーはごく一部だが、企業価値向上という目的の大切さが再確認できる。

「図4 オムロンのコーポレートガバナンス体制」



¹¹出所 OMRON 「コーポレートガバナンス体制」

¹⁵ <http://www.omron.co.jp/about/corporate/governance/chart/>

¹¹ <http://www2.tse.or.jp/disc/66450/140120150624428999.pdf>

・事例（エーザイ）

エーザイは、1936 年創業の医療品メーカーである。2015 年 3 月期の売上は約 5 千 5 百億円、ROE は 7.7% である。医療品業界は、新薬開発の競争が激しく、また調査研究から新薬開発に至るまでのリードタイムが長いなど、その競争優位性を判断し、企業価値を評価することが相対的には難しいと考えられている。そのような業界の中で、エーザイは統合報告書において、利害関係者にできる限り企業価値を正確に評価できる情報を提供しようとしている点が特徴である。統合報告書とは、国際統合報告審議会が定めた、財務諸表や非財務諸表を束ね、企業価値に関わる情報をすべて一元的に閲覧できることを目指したレポートといえる。内容は、企業価値・ビジネスモデル、リンクと機会を含む事業活動の状況、戦略目標および当該目標を達成するための戦略、ガバナンスと報酬、業績、将来の見通し、などを主要な構成要素としている。エーザイの統合報告書の特徴をいくつか挙げる。①企業理念の重要性の主張②企業理念と企業価値の関係を、IIRC が提示した 6 つの資本（知的資本、製造資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本、財務資本）をどう活用して企業価値向上を行っているかという形で説明③財務資本の説明の中で財務戦略を明確に説明し ROE 経営や株主還元策の意図を明確化④コーポレートガバナンスの体制強化の内容と実効性の説明 いずれの項目も、企業価値と密接に関連した項目であり、企業価値向上という視点を強く意識した内容になっていることを確認できる。コーポレートガバナンスについては、エーザイは企業価値最大化の礎になるとの考え方をかなり以前から持っており、2000 年から社外取締役選任を始め、2004 年に指名委員会等設置会社（当時は委員会設置会社）に移行するなど、日本企業の中でも最先端を走ってきた企業である。エーザイのコーポレートガバナンスの基本は、①経営の監督機能と業務執行機能の明確な分離②社外取締役の独立性・中立性の確保③継続的なコーポレートガバナンス・コード充実のための仕組みの検討の 3 つである。社外取締役の活用はかなり進んでいるが、コーポレートガバナンスの改善をさらに進めるため、社外取締役だけからなる、通称エグゼクティブ・セッションと呼ばれるミーティングを開催し、コーポレートガバナンスの現状やあるべき姿を議論する場を設けている。コーポレート

ガバナンスを実現する指針として、「コーポレートガバナンス・ガイドライン」を制定し情報開示を行っている。コーポレートガバナンス・コードの制定に伴い、新たなガイドラインを制定する予定である。このようにエーザイは、統合報告書を見れば、投資家はコーポレートガバナンスを含む企業価値に関連する
5 かなり幅広い情報を手に入れることができるわけである。

「コーポレートガバナンス・コード」が取りまとめられた背景

10 「コーポレートガバナンス・コード」が取りまとめられた背景として、2000年以降、企業の収益力（企業そのものの力）を意識した経営努力があまり進まず、日本企業の収益力がグローバルに見て相対的に落ちてきた。そして収益力の低下は日本企業の競争力を相対的に弱めた大きな要因の1つになる。企業が利益を上げないと、従業員に十分な給与を支払うことができない。また、利益
15 の中から投資家に配当を十分に支払うこともできない。よって、収益力の低下こそが、日本経済が長年にわたって停滞してきた理由の一つになっていると考えられる。そこで一度、収益力を全体的に高めるための経営のフレームワークをコーポレートガバナンス・コードという形で提示することによって、企業の自律的な収益力改善努力をサポートすることが重要であることから、コー
20 ーポレートガバナンス・コードが取りまとめられるようになった。

収益力改善とコーポレートガバナンスにはどのような関係があるのかというと、まず、収益力を上げるのは企業そのものの力（従業員や執行役員を含む経営者の努力、事業に関連する協力企業の努力等）である。企業の自律的な努力が高い収益力の源泉であることは紛れのない事実である。その中で、取締役会
25 を含む経営陣の意思決定は収益力を決定する上で極めて大切な要素である。コーポレートガバナンス・コードでも、企業の重要な意思決定機関である取締役会の機能が大変重要だと考えている。取締役会は、大きく分けて経営の執行機能と監督機能の2つの機能を持つ。取締役会にはできる限り多様な視点を取り込むことが大変重要である。結果が長期に及ぶ経営判断を行う際に、様々な視
30 点からのリターンやリスクの評価を実行でき、的確な意思決定を行う確率を高

めることができると考えられるからだ。つまり、取締役会の構成員の多様性や独立性を高めるとともに、投資等の是非を判断できる資質を持った取締役を取締役に置くことが、的確な経営判断をすることにつながり収益力の改善をもたらす1つの条件だと考えられる。これがコーポレートガバナンスの改善が収益力と関連する理由である。

コーポレートガバナンス・コードはなぜすべての企業ではなく、上場企業だけに適用されているかというと、上場企業は非上場企業とは異なる特別な責任を負っている。上場企業は、不特定多数の投資家からの資金を受け入れ、株式市場で所有権が時価で取引されており、経営に対して高い透明性が求められる。日本は海外の先進国と比較して、事業規模の大きな企業の大多数が上場企業であり、すべての日本企業の規範になる事例を示す重要な役割を担っているからこそ、コーポレートガバナンス・コードの適用対象となっているのである。

既にコーポレートガバナンス・コードは2015年6月の株式総会に大きな影響を与えた。例えば、トヨタ自動車が「AA型種類株式」と呼ばれる個人投資家の長期保有を増加させることを主たる狙いとした優先株式の発行を求める定款変更を株式総会に諮った。コードの趣旨に沿った種類株式の発行であるという会社側の説明に対して結果的に約75%の賛成票で可決されたものの、海外の機関投資家から、安定株主が増えると経営規律が失われる恐れがあるといった反論もあり、コーポレートガバナンスのあり方に関して、株主総会だけでなくメディアでも大きな議論が起こっている。また、独立社外取締役を採用している上場企業数が2015年6月時点で東証第一部上場企業の8割を超え、また2名以上の選任企業も45%も超えた。コードの適用開始をにらみ、持ち合い株式の解消を進める事業会社も増えるなど、企業経営に大きな影響を与えている。

第4節 コーポレートガバナンス・コードへの対応状況

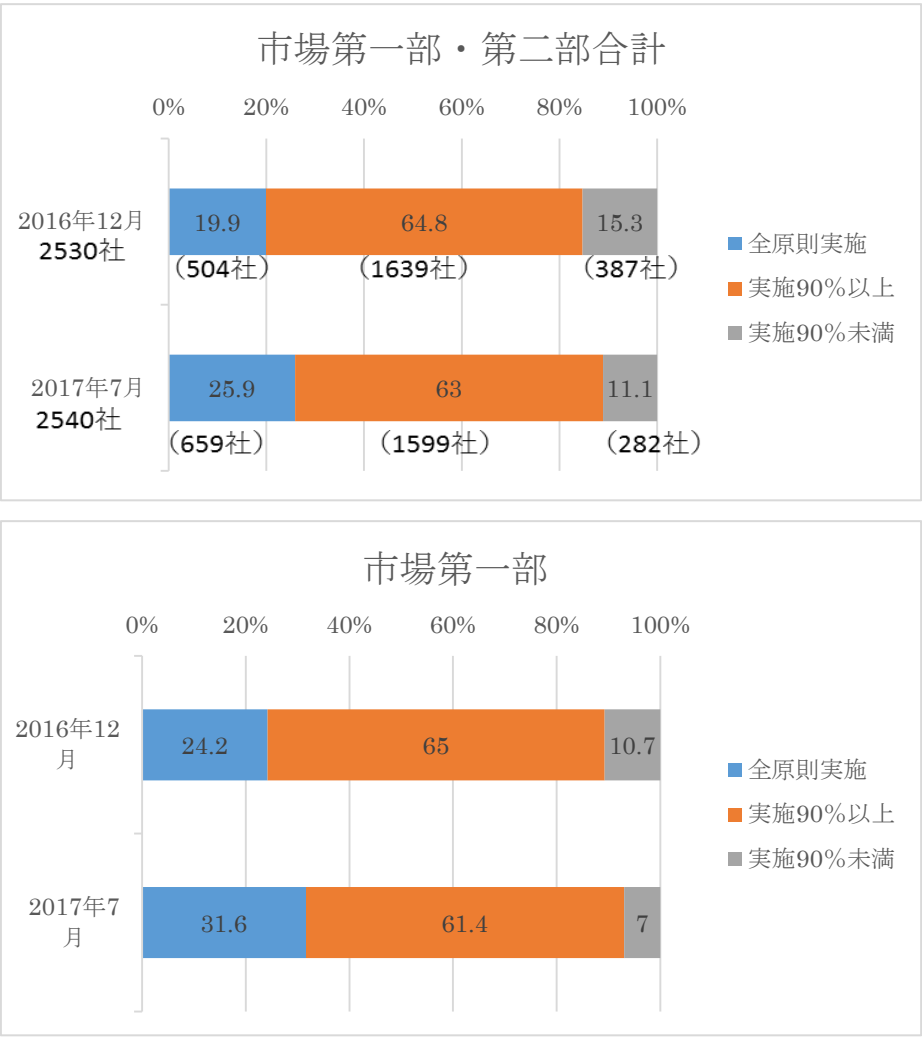
集計基準日までに、市場第一部・第二部の2540社がコードへの対応状況を開示（2016年12月と比べると10社増加）

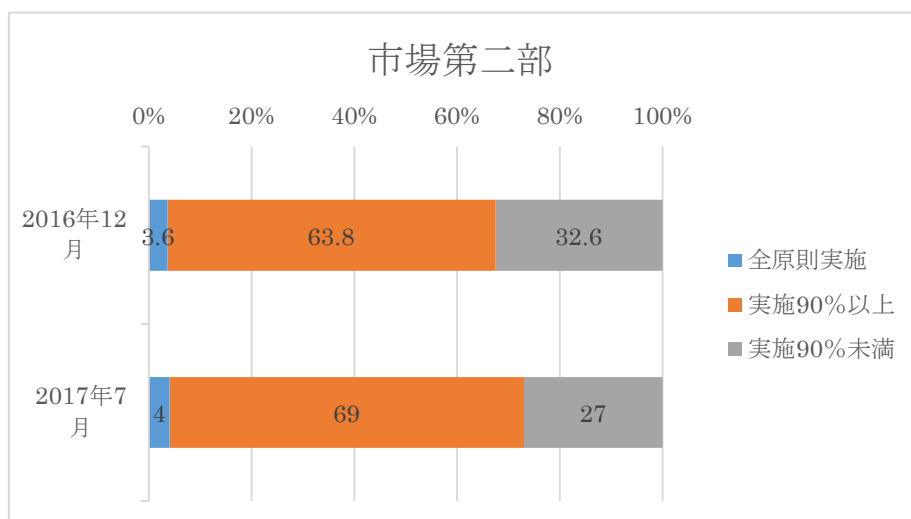
このうち、全73原則をコンプライ（実施）している会社 25.9%（659社）に対し一部原則をエクスプレイン（説明）している会社 74.1%（1881社）

うち、コンプライ（実施）している原則の数 90%以上 63.0%（1599社）に対し、90%未満 11.1%（282社）である。また原則のうち、全社が実施している原則は7原則であり、一部の会社が説明している原則は66原則である。うち実施率90%以上が55原則であり90%未満が11原則である。

5

< 図 5 市場区分別の実施状況 >





出所 株式会社東京証券取引所 「会社別の見たコードの実施・説明状況」

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000002nrg9.pdf>

5

- 説明率が高い原則

「表4 説明率が20%を超える原則」

補充原則	内容	実施会社数	説明会者数	説明率
1-2④	議決権の電子行使のための環境整備 招集通知の英訳	1122社	1418社	55.80%
3-1②	海外投資家等の比率等を踏まえた英語 での情報の開示・提供の推進	1794社	746社	29.40%
4-2①	中長期的な業績と連携する報酬の割 合、現金報酬と自社株報酬との割合の	1800社	740社	29.10%
4-11③	取締役会による取締役会の実効性に関 する分析・評価・結果の概要の開示	1812社	728社	28.70%
4-10①	指名・報酬等の検討における独立社外 取締役の関与・助言	1948社	592社	23.30%

10

表5「2016年12月末時点では説明率が20%以上だったが今回は下回った原則」

	内容	実施会社数	説明会者数	説明率
原則4-8	独立社外取締役の2名以上の避任	2153社	387社	15.20%

出所 株式会社東京証券取引所 「説明率が高い原則」より作成

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000002nrg9.pdf>

● 説明の内容

5 66 の原則に対して、1181 社により、のべ 8142 件の説明が記載されている。

【説明の内容による分類】

今後実施の予定 9.5%

実施するかどうか検討中 35.6%

10 実施予定なし 54.8%

● 集計対象

15 2017 年 7 月の数値は、2017 年 7 月 14 日までに、市場第一部・第二部の会社（2540 社）が提出したコーポレートガバナンス・コードに関する報告書におけるコードへの対応状況の開示をもとに集計。

比較対象としている 2016 年 12 月の数値は、2017 年 12 月 31 日までに、市場第一部・第二部の会社（2530 社）が提出したコーポレートガバナンスに関する報告書におけるコードへの対応状況の開示をもとに集計。

20

「表 6 コードへの対応状況」

市場区分	開示会社数		コンプライ・オア・エクスプレイン
	2017年7月	2016年12月	
市場第一部	2021社	2002社	全73原則
市場第一部	519社	528社	
マザーズ	240社	227社	基本原則 5原則
JASDAQ	753社	755社	
合計	3553社	3512社	

出所 株式会社東京証券取引所 「集計対象」より作成

12

12

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu00002nrg9.pdf>

第5節 スチュワードシップ・コードの定義と事例

5

スチュワード(steward)とは執事、財産管理人の意味を持つ英語。スチュワードシップ・コードは、金融機関による投資先企業の経営監視などコーポレート・ガバナンス（企業統治）への取り組みが不十分であったことが、リーマン・ショックによる金融危機を深刻化させたとの反省に立ち、英国で2010年に金融機関を中心とした機関投資家のあるべき姿を規定したガイダンス（解釈指針）のことである。

投資先企業の企業価値を向上し、受益者のリターンを最大化する狙いの下、機関投資家は（1）受託者責任の果たし方の方針公表、（2）利益相反の管理に関する方針公表、（3）投資先企業の経営モニタリング、（4）受託者活動強化のタイミングと方法のガイドラインの設定、（5）他の投資家との協働、（6）議決権行使の方針と行使結果の公表、（7）受託者行動と議決権行使活動の定期的報告、を行うべきとする7つの原則で構成されている。

また、本年5月には改訂版が公表された。株主総会における議決権行使の透明性向上を重視し投票結果の個別開示を求めている。運用会社と同じグループに属している証券会社や銀行ではなく、顧客である年金や個人投資家の利益を追求するように監視する制度の導入も促している。

25 スチュワードシップ・コードの主な改定点

（1）年金など「資金の出し手」の責任

<http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf>

運用委託先と企業の対話状況をチェック

(2) 運用機関のガバナンス強化

総会の投票行動を監視する第三者委など設置

5

(3) 指数連動型（パッシブ）の運用者

中長期視点の対話や議決権行使で企業の問題改善

(4) 議決権行使結果の開示充実

10 総会後に企業の議案ごとに賛否を公表

スチュワードシップ・コードには強制力はないが、企業が事業を続けるためには必要な条件との認識が高まりつつある。例えば、世界最大の年金基金、年金
15 積立金管理運用独立行政法人（G P I F）は国内外での株式運用の委託先に対し、投資先企業への議決権行使を含むスチュワードシップ活動を強化するための原則を初めて策定し、公表した。

G P I Fの資料によれば、同法人は運用委託先に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れや内部統治体制の整備と監督、利益相反の防止、E S G
20 （環境、社会、ガバナンス）への考慮などを要求。議決権行使については、長期的な株主利益の最大化に資する行使方針の策定や妥当性を確保する仕組みの構築、判断理由・結果の公表などを求めている。

スチュワードシップ活動とは、機関投資家が投資先企業との建設的な対話などを通じ、企業の価値向上や持続的成長を促すものだ。金融庁の有識者検討会
25 は今週、投資と対話を通じて企業の持続的な成長を促すため、「責任ある機関投資家」の諸原則とした報告書をまとめた。

G P I Fの運用資産は昨年末に 144.8 兆円と最高を記録。厚生労働省の年金特別会計が管理する約 2.5 兆円も含めた積立金全体に占める国内株式の割合は
30 23.76%、外国株式は 23.16%だった。ブルームバーグの試算ではそれぞれ約 35 兆円、約 34.1 兆円で、合計 70 兆円近くに上る。

G P I F は 2014 年、金融庁の有識者会議が英国の事例を参考に策定した日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明。翌年には資金運用で E S G（環境、社会、ガバナンス）の視点を反映させる国連の責任投資原則（P R I）に署名した。

- 5 昨年 4 月には機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケートの集計結果を公表。7 月には中長期的な株式投資の収益拡大を図るため、国内企業や海外の年金基金との定期的な意見交換の場を設けると表明した。10 月には市場運用部にスチュワードシップ推進課を設置。今年 1 月の報告書では、国内株の運用委託先による企業との対話で「実績作りのためと思われる形式的・画一的質問が増えた」といった問題点も指摘した。

- 10 G P I F がスチュワードシップ活動の強化を図るのは、運用規模が大きく広範な資産を持つ上、100 年後までを視野に入れた年金財政の一翼を担っているからだ。環境・社会問題等の最小化による市場全体の持続的かつ安定的な成長が不可欠だと認識。運用委託先と投資先企業の建設的な対話を促進し、中長期
15 的な企業価値の向上が日本経済全体の成長を通じて G P I F の収益向上につながると期待している。

第 4 章 証券市場の活性化に向けて

20

第 1 節 収益性の向上の実現

- 25 企業はコーポレートガバナンス・コードを踏まえて、稼ぐ力を強化しなければならない。そこで企業がすぐに行うべきことは、資本コストを上回る収益力をつけることである。なぜなら企業が安心して中長期の経営に集中するためには、企業価値評価型の投資家に多く株を所有してもらう必要があるからである。企業価値評価型の投資家は将来キャッシュフローを生み出す能力を見極め、中長期の企業価値の評価に焦点を当てている。高いキャッシュフローを生成する能力を企業が維持できると判断すれば、10 年以上保有することも珍しくない。
30 しかしそのような投資家に保有してもらうための選定基準は厳しい。下の表は、

その投資プロセスの一例である。

5 「表 6 企業価値評価型の投資家の投資プロセス」

企業の選定基準				
①定量スクリーニング	②過去データ分析	③将来機会の分析	④価格	⑤ポートフォリオ構築
投資すべき企業の定量スクリーニング	過去のビジネスと利益の品質の理解	現在の利益を将来も継続できるか否か	本質的価値から25%株価が割安か否か	実際のポートフォリオへの組入
ユニバース全企業対象	対象は千以下に減少	500企業以下	100～300企業	30～70企業(100以上の場合も)
・高ROE/ROA	・保守的なフランチャイズ	・利益を維持できる能力	・レバレッジの高低、本質的価値の内容(成長するか否)、業種の差などを考慮して、安全性マージンを計算	・チーム全員で決定する場合もある
・高ROIC	・価格決定力	・高ROEを維持できる能力		
・高いフリーキャッシュフロー	・低い必要資本額	・低レバレッジの維持		
・安定的な収益、営業利益率	・一貫性あるビジネス戦略	・資本を拡大しながら高ROEを獲得できる能力		・売却は一人の反対で実施するケースもある
・低レバレッジ	・高透明性の会計			

出所 「コーポレートガバナンスコード」堀江 貞之 日経文庫 2015 年出版より作成

- 10 安定した収益をあげていないと投資対象の中に入ることができないので、一定以上の収益力をつけることは不可欠である。稼ぐ力をいかにつけるかということが企業の考えるべき最優先事項なのである。企業が着実に収益をあげている限り、短期の視点で肝心の時に株を売却してしまう投資家ばかりでなく、多額の投資をしてくれる企業価値評価型の投資家が、企業価値向上に向けてパートナーになってくれるだろう。優れた投資家は多様な視点で刺激を与えてくれるため、議論することで経営の手助けになり大切な存在となる。
- 15

第 2 節 機関投資家の区分化

- 20 国内の証券市場を活性化させるために、上場企業が自律的に変えるべき点は機関投資家との関係である。本来、優れた投資家は上場企業にとって、事業内容を冷静に分析して時に適切なアドバイスをくれる貴重な存在のはずである。

しかし、日本の企業の多くは機関投資家の投資戦略に対する理解が不十分で、中長期の企業価値に関する建設的な議論ができでいないのが現状である。この機関投資家との関係を変えていけば、企業に独立社外取締役や外部コンサルタントのような有益な役割を果たす存在として活躍してもらえるに違いない。

- 5 具体的には企業はこれまで機関投資家をあまり区分していなかったので、まずは投資家をよく知るという点で「長期保有」と「長期視点かつ企業価値重視」の区分ををするという点である。この区分がうまくされていないため、投資家との関係をうまく築けていないのである。この「長期保有」という言葉は正確には、「長期視点かつ企業価値重視」と置き換えるべきである。「長期保有」という投資家の属性はいわば、企業が投資家に期待する「願望」のようなもので、企業は長期保有してくれる投資家に株式をもってもらいたいと考えるはずである、このような投資家が大多数であれば彼らが経営をサポートしてくれ、企業は安心して長期視点から事業経営を行うことができると考えており、このように真に経営をサポートしてくれるのは、長期の企業価値を分析した上で、現在の経営陣が価値向上を成し遂げると信じ投資をしている投資家のはずである。
- 10 企業経営者が自ら議論するのは、このような投資家であるべきである。このような「長期視点」を持ち、かつ「企業価値評価に注力する」投資家こそが、企業の長期戦略に関心を持ち、企業価値を見極めるために事業内容を真剣に把握しようと考えている。彼らは企業が置かれた競争条件をグローバルな視点から見極めようとしており、グローバル土俵で戦っている企業の経営者と同じ目線で事業をとらえているので、企業はいち早くそこに気づくべきである。
- 15 20

- しかし、このような投資家は、必ずしも「長期保有」であるとは限らない。確かに、中長期の企業評価を行う投資家は、企業価値向上が見込める企業を割安な株価で購入し、株価が彼らの考える企業価値に上昇するまで我慢強く持ち続ける傾向が強いため、長期保有であることが多いのは事実である。ただ、そのような投資家でも、投資信託の運用を行っている場合には個人からの売却が多く運用資産が減れば、株式を売却しなければならないし、また、顧客に対して高いリターンを提供しようと考えている投資家は、より魅力的な企業が見つければ、株価が上昇した段階で一定割合の株式を売却するかもしれない。このような投資家は、平均すると売買回転率は低い、株価動向や他社比較の状況
- 25 30

次第で時として売買回転率が上昇することがある。

このような投資家は、四半期の業績予想にはあまり関心がなく、短期の配当政策にも興味がない場合も多いと思われる。中長期の企業価値を評価する場合に重要なのは、短期の業績や財務戦略ではなく、その企業が中長期的に競争優位性を保てるかどうかであるからである。

つまり、企業が投資家の属性として期待している「長期保有」や「短期業績まで含めた詳細まで知っている」という点を、企業価値評価型の投資家に求めることができるかどうかは難しいため、企業は投資家を詳しく分析し区分する必要があるのである。

第3節 透明性の高いプロセスの構築

また証券市場を活性化するためには、企業理念を明確にした上で企業価値向上のプロセスを投資家が納得のいくように説明することが大切である。プロセスが明確であれば、どのような原因によって損失がもたらされたのかが明確になり、意思決定過程の合理性を示すことができる。そのように透明性の高いプロセスを構築することで、企業の透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を促す効果が期待できるだろう。また、投資家がより証券市場に参加しやすくなるためには、証券市場及び市場仲介者である証券会社の公正性、透明性の向上、さらには信頼性の確保が不可欠な要件である。このため市場仲介者においては、法令・自主規制規則遵守の徹底や、コンプライアンス態勢の整備はもとより、顧客ニーズに適合した多様で魅力ある金融商品・サービスの提供が求められる。

その中で我々が重視したのはインベスター・リレーションズ（IR）である。IRは企業が投資家に向けて経営状況や財務状況、業績動向に関する情報を発信する活動のことをいう。株主や投資家はIRの内容を元にして投資の判断をすることができ、企業にとっては重要な活動の1つになる。個人株主向けは個人を対象とした情報が発信され、企業にとっても、個人に安定した長期保有者になってもらうことで独自の経営方針を打ち出すことができ、安定株価の形成につながる事が可能となる。一般的に個人株主の場合には保有株数も少なく、保有期間も不安定とされているが、多くの個人株主がいることで特定の大株主に

影響されにくくなるメリットがあり、個人投資家からの様々な意向に配慮をすることで市場での評価も向上させることができるようになる。また、企業にとって評価が上がることは株価や時価総額の改善につながることであり、この場合、時価総額が上がることで買収などのリスクも下げることが可能となる。このように、個人投資家が IR によってより安心して投資を行える証券市場を作っていけば、証券市場にも好影響を見込めるのではないかと考える。

第4節 投資信託の長期保有化

機関投資家の中でも投資信託に力を入れることが証券市場の活性化にいち早くつながると考える。現在、低金利時代・少子高齢化・年金問題などが問題となっており、資産を蓄積するのではなく、運用する必要性が高まっている。しかし、個人で運用することに不安を抱えている人も多い。投資信託は個人の投資家の資金を集めて専門の機関が運用し、その運用成果を投資家に配分するため、投資に対する知識があまりなかったり、忙しくて投資に多くの時間をさけられなかったりする人でも安心して利用できる。他にも、投資信託を活用すると様々なメリットがある。投資信託は 100 円からという少額から投資ができ、複数の銘柄に投資ができる分散投資であるため、値下がりなどのリスクを軽減できる。また、投資信託は国内外の株式や債券を投資対象とした商品が多くあるため、個人では投資しにくい発展途上国に投資ができる。しかし、その分デメリットもある。投資信託は運用のプロに投資を任せるため、運用する人などに対して費用を払う必要がある。その費用とは販売買付手数料、運用管理費用（信託報酬）、信託財産留保額の三つである。また、元本保証がないため、運用実績が上がらず購入金額よりも売却額が下回る可能性もある。では、どのようにすれば資産を保有している人が投資信託を利用してもらえるようになるのだろうか。

投資信託をする際にかかるコストが高すぎるのが問題だと考える。まず上で述べた、販売買付手数料・運用管理費用（信託報酬）・信託財産留保額について詳しく述べる。販売買付手数料は購入時に販売会社に支払う費用のことであり、申込価格の数%をその費用として支払う。運用管理費用（信託報酬）は

投資信託を保有している間、投資信託の保有額に応じて日々支払う費用のことであり、年率でいくら払うのか目論見書などに記載されている。信託財産留保額は投資信託の追加設定や解約する際に手数料とは別に徴収される費用のことであり、販売会社が受け取るのではなく信託財産に留保される。日本は一人当たりの平均保有期間が日本経済新聞によると2016年度で約3.2倍だと述べている。これは少額投資非課税制度（NISA）が浸透しつつあり、投資信託を長く保有するようになったといえる。しかし、最低でも保有比率5年は必要とされています。最低でも5年は必要とされている理由は、もし3年間で売却してしまうと景気のピーク前で売却してしまう可能性が高くなるからだ。日本人は少しでも利益が出れば売却してしまう、損失が出てしまうと他の商品に乗り換えてしまうという傾向にある。投資信託は「信託期間」といって、あらかじめ運用期間が決められているものと無期限のものがある。期間が決められているものは投資信託の種類によってことなるが10年程度が一般的である。図表1は保有期間が長くなればなるほど、1年あたりの投資家の支払うコストが低くなることを表している。販売手数料3%、信託報酬率1%、信託財産留保額0.3%として考える。

20

「表7 長期保有によるコスト削減比率」

保有期間	購入手数料	信託報酬	信託財産留保額	コスト合計	1年あたりの負担率
1年	3%	1%×1	0.3%	4.3%	4.3%
2年	3%	1%×2	0.3%	5.3%	2.65%
3年	3%	1%×3	0.3%	6.3%	2.1%
4年	3%	1%×4	0.3%	7.3%	1.83%

5 年	3%	1%×5	0.3%	8.3%	1.66%
6 年	3%	1%×6	0.3%	9.3%	1.55%
7 年	3%	1%×7	0.3%	10.3%	1.47%

出典 「一般社団法人 投資信託協会」

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

1 年で売却してしまうのと 7 年で売却するのでは大きく差があるのがわかる。

- 5 長期保有することによってかかるコストが低くなることは分かったが、金融庁のデータによると、1 年あたりの収益率を日本とアメリカで比べると、日本は手数料が高いため-0.11%であるのに対し、アメリカは手数料が非常に安いいため 5.20%と大きく差がある。

- 10 以上で述べたように、日本の投資信託の問題点は投資信託をする際にかかるコストと短期で売却してしまう投資家がいることがあげられる。購入手数は投資信託を購入する際に、信託財産留保額は投資信託を売却する際に一度だけ払う。信託報酬は毎年払わなければならない。しかしコストを安くするだけでは、投資信託を活用する投資家は増えるが、長期保有者が増えるとは限らない。

- 15 そのため、1 年で売却する投資家と 10 年で売却する投資家が払うコストの割合を分けるべきである。また、何年以上保有している投資家は、長期保有しているということにかかるコストを 0 にするという制度を作ることによって、投資信託の大きな問題であるコストもかからないため投資してみようとする人も増える。運用する側も長期保有してもらうことにより、安定が図れる。以上のことを行えば、証券市場が活性化されると考える。

20 1314151617

¹³ <https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/merit.html>

¹⁴ <https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/costtax/cost/>

¹⁵ <https://www.morningstar.co.jp/moneyschool/fund/b05.html>

¹⁶ <https://www.morningstar.co.jp/moneyschool/fund/d09.html>

¹⁷ https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

終章

本論文では国内の証券市場を活性化させるためには機関投資家と企業がどうあるべきか、その姿や証券市場を活性化させるための方策を議論してきた。

- 5 現在、低金利時代・少子高齢化・年金問題などが問題となっており、資産を蓄積から投資の時代へと移行が求められている。投資信託を運用する際にかかるコストを削減することで証券市場の活性化をはかる。現在の投資信託は長期で売却しても短期で売却しても、多額のコストがかかる。そのため、投資家は少しでも利益が出ると売ってしまったり、マイナスになれば他の商品へと乗り換えたりしてしまう。そうなれば、投資信託の安定性ははかれなくなり、企業をも不安定にさせる。そのため短期で売却する投資家と長期で保有している投資家にかかるコストに大きく差をつけることが重要となる。長期で保有する投資家を優遇することにより、短期で売却する投資家の数を減らす。そうすることで、証券市場を活性化させることができると考える。
- 10 他の方策として、機関投資家というのは事業内容を冷静に分析して時に適切なアドバイスをくれる貴重な存在のはずである。しかし、日本の企業の多くは機関投資家の投資戦略に対する理解が不十分なため、中長期の企業価値に対する建設的な議論ができていない。なので、上場企業は今まで以上に機関投資家について、分析し機関投資家をカテゴリーごとに区分化する必要がある。区分化することによって、企業は「長期視点かつ企業価値重視」であり、企業の長期戦略に関心を持ち、企業価値を見極めるために事業内容を真剣に把握しようと考えている投資家に出会うことができるのだ。また、「長期保有」でない投資家にしても、投資信託の運用を行っているなど企業が投資家の属性として期待している機関投資家を認知することができ、そういった機関投資家が自社の
- 20 企業の事業内容を冷静に分析して適切なアドバイスをくれるのだ。

企業が他にすべき方針としては、資本コストを上回る収益力をつなげることである。企業が安心して中長期の経営に集中するためには、企業価値評価型の投資家に多くの株式を保有してもらうことだ。そうすることにより、企業の透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を促す効果が期待できるようになるのだ。

参考文献・URL

証券取引所の役割と種類

http://www.stock-traderz.com/market/market_torihikiyo.html

5

発行市場と流通市場って何ですか？ | 日本証券業協会

http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock13.html

株式投資の流通市場と発行市場

10

http://www.stock-traderz.com/market/market_sijo.html

流通市場とは | 金融経済用語集

<https://www.ifinance.ne.jp/glossary/market/mar063.html>

15 日本の株の歴史（戦前・戦後） | カブガイド

http://www.homemate-research-stock.com/useful/80339_stock_339/

企業価値向上のためのコーポレートガバナンス

20

<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihonlibrary/publications/issue/eyi/knowledge/fm/pdf/2016-11-04.pdf>

アジアにおける機関投資家育成の意義と現状 | 日本総研

<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=23093>

25 日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景

https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2015_08.pdf

30

企業統治、重み増す機関投資家 2011/09/26 日本経済新聞 朝刊 19 ページ
揺れる企業統治変わる「ニッポン株式会社」、監視の主役、外国人に改革と構造変化、共振 日本経済新聞 2016/07/08 朝刊 12 ページ

<https://t21.nikkei.co.jp/g3/CMNDF11.do>

35

「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」報告書 | 経済産業省

<http://www.meti.go.jp/press/2015/04/20150423002/20150423002.html>

5 コーポレートガバナンス | オムロン株式会社

<http://www2.tse.or.jp/disc/66450/140120150624428999.pdf>

コーポレートガバナンス・コードへの対応状況 (2017 年 7 月 14 日時点) | 株式会社東京証券取引所

10 <http://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000002np5n-att/nlsgeu000002np88.pdf>

投資信託のメリットとデメリット

<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/fund/learn/about/merit.html>

15

投資信託のコスト | 投資信託協会

<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/costtax/cost/>

モーニングスター 投資信託講座

20 <https://www.morningstar.co.jp/moneyschool/fund/b05.html>
<https://www.morningstar.co.jp/moneyschool/fund/d09.html>

長期投資のメリットとは | 投資信託協会

https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/specialist/vol_03/

25

「コーポレートガバナンス・コード」 堀江貞之 日経文庫 2015 年出版