

令和元年度
証券ゼミナール大会

第2テーマ

「機関投資家のあるべき姿と証券市場」

立教大学 三谷ゼミナール 山川班

	はじめに.....	1
	第 1 章 機関投資家の台頭.....	1
	第 1 節 証券市場の変遷.....	2
	第 2 節 機関投資家に求められるスチュワードシップ責任.....	6
5	第 3 節 機関投資家の投資行動.....	7
	第 2 章 機関投資家によるスチュワードシップ活動.....	11
	第 1 節 持続的な企業成長をもたらす ESG 投資.....	11
	第 1 項 拡大する ESG 投資.....	11
	第 2 項 長期投資の指標としての ESG 評価.....	14
10	第 2 節 機関投資家によるエンゲージメント活動.....	17
	第 1 項 企業価値を創造するアクティビストファンド.....	17
	第 2 項 モノ言う株主としての議決権行使.....	18
	第 3 項 企業との建設的な対話.....	20
	第 3 章 企業改革の必要性.....	25
15	第 1 節 日本企業の低収益性.....	25
	第 2 節 コーポレート・ガバナンス改革の重要性.....	27
	第 1 項 企業を構成する人的資本.....	28
	第 2 項 中長期的な企業成長に資する経営者報酬制度.....	31
	第 3 項 建設的な関係の基礎となる企業情報の開示.....	34
20	第 4 章 企業の中長期的な価値創造へのアプローチ.....	37
	第 1 節 中長期的な企業価値を示すエクイティ・スプレッド.....	37
	第 2 節 健全な証券市場に向けて.....	40
	第 5 章 証券市場の健全化に向けての方策.....	41
	第 1 節 従業員エンゲージメント向上に資する経営者報酬制度.....	41
25	第 2 節 集团的エンゲージメント促進に向けたホワイト・リストの作成.....	44
	第 3 節 エンゲージメントの質向上に向けたプラットフォームの創設.....	46
	第 4 節 中長期的な企業価値向上に資する ESG スコア連動型報酬制度.....	47
	おわりに.....	49
	参考文献.....	51

はじめに

バブル崩壊以降の長期的なデフレから脱却し、日本経済を再生させるべく、第2次安倍政権は2013年よりアベノミクスを開始した。アベノミクスの第三の矢である日本再興戦略の一環として、2010年に英国で導入されたスチュワードシップ・コード（SSコード）を参考に、2014年2月に機関投資家に対し日本版SSコードが策定された。また、2015年6月には企業の行動原則を示したコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の適用が始まった。両コードが車の両輪として機能することで、企業の持続的な価値創造を促すことが求められている。こうした日本再興戦略が打ち出されてから5年が経過する中で、改訂版が公表されるなど、機関投資家と企業の取り組みが形式的なものからより実効的なものへ深化することに関心が集まっている。

また、近年では企業の非財務資本を重視するESG投資が広がりを見せている。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大きくなってきていることから、企業の持続的な成長を促す上で重要な役割を担っているESG投資は、本テーマにおいて重要な課題である。

本稿では、証券市場の健全化に向けた企業と機関投資家のあるべき姿について言及し、提言を明示していきたい。第1章では、国内証券市場の変遷と機関投資家の投資行動について論じ、求められるスチュワードシップ責任を確認する。第2章では、インベストメントチェーンの中で機関投資家が果たすべき受託者責任を、ESG投資やエンゲージメントの考察を踏まえ、現状抱える問題点について論じる。第3章では、現行のガバナンス体制の現状を考察し、企業が内包するコーポレート・ガバナンス上の問題点について論じる。第4章では、中長期的な企業価値としてエクイティ・スプレッドを定義し、証券市場の健全化に向けた企業と機関投資家の双方のあるべき姿について言及する。第5章では、本稿で挙げた問題点を踏まえ、中長期的な企業価値の向上、ひいては証券市場の健全化に向けた方策を企業と機関投資家の双方の観点から考えていきたい。

30 第1章 機関投資家の台頭

- 機関投資家とは、顧客から拠出された資金を運用、管理する法人投資家の総称である。個人投資家と異なり大規模資金を扱う大口投資家であるため証券市場に与える影響は大きい。機関投資家は、一般にアセットオーナーとアセットマネージャーに大別され、年金基金が代表するアセットオーナーはインハウス運用やアセットマネージャーに外部委託することで最終受益者のために受託資産の管理・運用に従事している。一方で投資顧問会社や信託銀行等のアセットマネージャーは、アセットオーナーからマネージャーストラクチャーを受け委託された資金をもとに企業へ投資を行うことで管理・運用する機関であり、投資先企業の議決権行使や対話等によるモニタリング活動を行っている。
- 5
- 10 運用方法で分類すると、主に日経平均株価などの市場平均に連動するパッシブ運用と市場平均を上回ることを目指すアクティブ運用の2つに分けられるが、近年それらの中間といわれるスマートベータ運用¹が登場している。2014年4月にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国内株式運用においてスマートベータ型アクティブ運用を採用したことで、日本でも注目が集まっている。
- 15
- このように機関投資家の役割や立ち位置は様々であり、企業価値の向上、ひいては証券市場の健全化を実現するためには各投資主体の投資行動が鍵となる。

第1節 証券市場の変遷

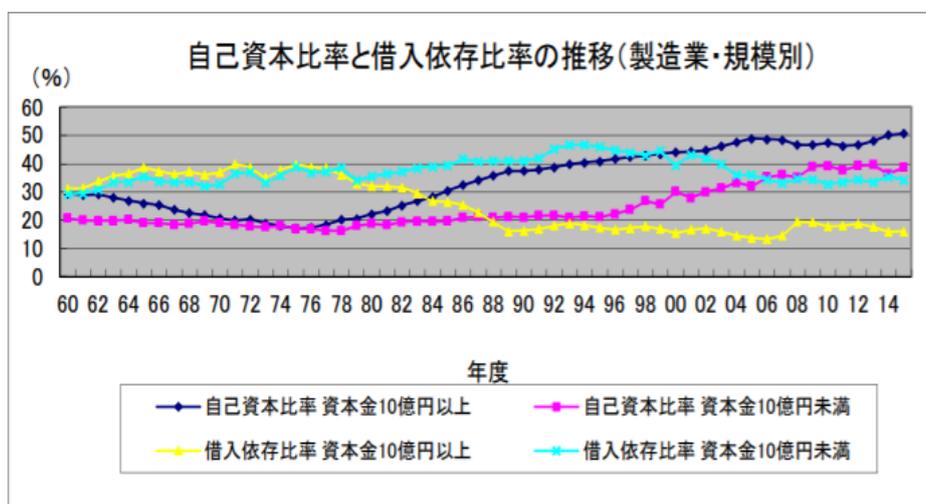
- 20 本節では、企業の資金調達方法の変化と株式市場における保有構造の変遷を述べていく。戦後より、日本企業は慢性的な資金不足主体であったため、主要取引銀行とメインバンク関係を形成し、安定した資金供給源の確保を行っていた。しかし、1970年代後半から高度経済成長とともに製造業における大企業の資本蓄積が進み資金余剰主体へとシフトしたことによって、証券形態での資金
- 25 調達の比率が徐々に拡大していった²。それを示しているのが図表1である。

¹ スマートベータは株式市場で堅調なパフォーマンスが見込まれる銘柄の財務指標などに着目した新たな市場ベンチマークである。コストを抑えつつ、伝統的な市場ベンチマーク（TOPIXなど）を上回る運用成果をあげることを念頭に開発された。

² 野村敦子（2013）8頁を参照されたい。

また石油ショックに起因する企業の減量経営により、借入削減が行われ³ 大企業の銀行離れが進んだ。企業が借入に比べて資金調達コストの低い社債や株式の発行を進める過程で、証券の発行に関する諸々の規制について緩和や撤廃を求めるようになるなど金融自由化への動きが生まれた⁴。そして、1996年以降に第二次橋本内閣のもとでフリー、フェア、グローバルの三原則を掲げた日本版金融ビッグバンが起こった⁵。こうした背景から、企業による資金調達は間接金融から直接金融へと傾斜していった。

図表1 自己資本比率と借入依存比率の推移



10

出所：財務総合政策研究所（2017）「キーワードでみる法人企業統計『自己資本比率』」2頁より引用。

次に日本の株式市場における株式保有構造の変遷を述べていく。図表2は1970年以降の主要投資部門別の株式保有比率の推移を示したものである。第2次世界大戦終了後、日本では財閥解体と企業による株式の保有制限が行われたことで、旧財閥が保有していた株式が分散し、その多くが個人の保有となった。このため、1949年度末時点において、上場企業の株式のうち、持ち株数ベース

³ 蟻川靖浩・宮島英昭（2015）23頁を参照されたい。

⁴ 長谷部孝司（2009）89頁を参照されたい。

⁵ 大村敬一・俊野雅司（2014）398頁を参照されたい。

で 69.1% が個人の保有となった⁶。また、投資信託や年金基金などの機関投資家が十分に育っていなかったため、個人投資家が株式市場で直接売買する機会が相対的に多かった⁷。こうした状況の中で、買収防衛策として旧財閥系企業では企業グループ間の株式持ち合いが行われ、独占禁止法の改正などにより企業
5 業の株式保有制限が緩和されたことが、持ち合いの動きに拍車をかけた。しかし、1990年代のバブル崩壊やITバブルに起因する企業の利益率低下が株式市場の低迷を招いた⁸ のと同時に BIS 規制により銀行が保有株式の売却を進めたことで、株式持ち合いの解消が進んだ⁹。

これら株式の受け皿となったのが国内外の機関投資家である。欧米の年金基金の規模拡大と、中東のオイルマネーの増加を背景とした米英の機関投資家の日本市場への投資拡大により、海外機関投資家の株式保有比率が増加した。それと同時に厚生年金基金の運用に関する「5・3・3・2規制」の撤廃、年金制度改正、年金資金運用基金（現・年金積立金管理運用独立行政法人）の設立により国内機関投資家の株式保有比率も増加した¹⁰。一方で、保有資産の 20%
15 強を株式で保有していた保険会社は、バブル崩壊後の失われた20年やリーマンショックの影響に加えて、企業が資金余剰主体へと変化したため貸付残高や株式保有残高を減少させた¹¹。時期を同じくして、事業法人による株式保有残高も減少している。

20 図表 2 主要投資部門別株式保有比率の推移

⁶ 西山賢吾（2012）36頁を参照されたい。

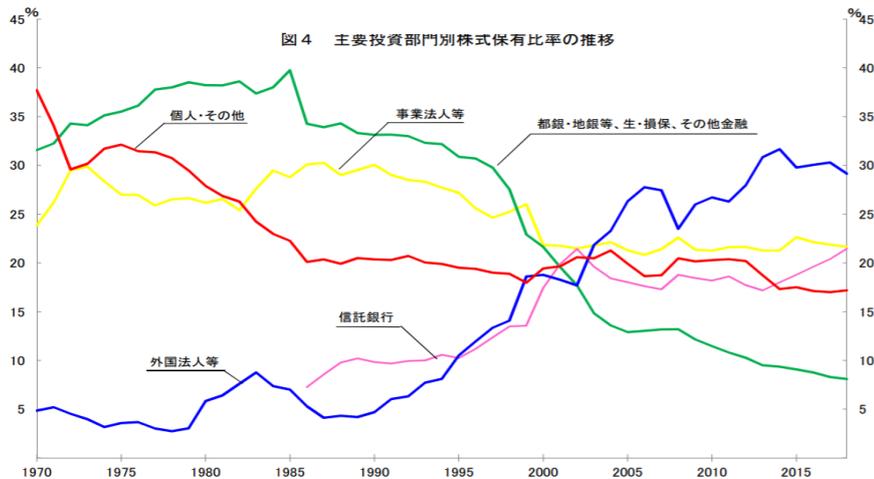
⁷ 大村敬一・俊野雅司（2014）336頁を参照されたい。

⁸ 金融庁（2014a）2頁を参照されたい。

⁹ 大和総研（2005）4-5頁を参照されたい。

¹⁰ 財務省財務総合政策研究所（2015）9-10頁を参照されたい。

¹¹ 神作祐之・小野傑・今泉宣親（2019）129-130頁を参照されたい。



出所：日本取引所グループ（2019）「「2018年度株式分布状況調査の調査」資料集」5頁より引用。

このように機関化現象が進む中で、証券市場における機関投資家の行動に変化が生じた。かつてのメインバンク制や株式持ち合いの下で安定経営を志向する企業や、1990年代以前の株式や土地の含み益に依存した拡大経営を行ってきた企業に対して、ROEを意識した経営を求めようになった¹²。一方で、2003年度から企業に対して四半期報告の開示が義務化されたことやHFT（High Frequency Trade）の普及等による、機関投資家の株式市場におけるショートターミズムが問題視されている¹³。2008年のリーマンショックに起因するグローバル金融危機を背景に、短期的な利益の追求ではなく、インベストメントチェーン全体の中長期的な価値向上に資する行動が求められている。

2014年より日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）の施行を受け、受託者であり、株式市場へ大きな影響を与えうる機関投資家のあるべき姿が問われている。これについては次節にて言及する。また、ポートフォリオ運用のインデックス化が進んだことで、企業の不祥事による株式の売却が困難となった¹⁴。そのため、近年では投資先企業へ積極的に関与することで企業経営の改善を促し、中長期にわたる建設的な関係を構築する必要性が生じている。

¹² 澤田茂雄（2010）を参照されたい。

¹³ 北川哲雄・林順一（2014）29-31頁を参照されたい。

¹⁴ 日興リサーチセンター（2014）11頁を参照されたい。

第2節 機関投資家に求められるスチュワードシップ責任

前節で述べたように機関投資家の影響力が増す日本の証券市場では、SSコードに準拠することが求められる。英国では2010年に世界で初めてSS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。そのため、初めに英国
5 でのSSコード策定の経緯を確認し、続いて日本版SSコードについて論じていく。

1980年代の英国では、BCCI銀行やマクスウェルなどの会社不祥事が次々と起こり社会問題に発展したため、不祥事の無い良好な経営環境の整備に取り組むことが必要となった。そこで、世界に先駆けてコーポレート・ガバナンスの規範が生まれた。2000年代に入り、コーポレート・ガバナンスの質向上のため、
10 企業の視点からだけでなく株主の視点からの議論が展開された。2009年11月にデビッド・ウォーカー卿によるウォーカー報告書が発表され、記載内容は金融機関にとどまらず、上場会社全体に敷衍できるものとして、スチュワードシップ・コード策定の基礎となった。次いで、機関株主委員会（ISC）は「機関投資家の責任コード」を策定し、英国財務報告評議会（FRC）は2010年に「スチュワードシップ・コード」を策定した。以降は2年ごとに改定が行われている。
15 アセットオーナーが運用委託契約締結の条件として、国際連合による責任投資原則（UNPRI）とともにスチュワードシップ・コードの採用を要請したこともあり、採用機関数が増加した¹⁵。

これに対して日本では、2013年6月に、アベノミクス第三の矢としての成長
20 戦略を定める日本再興戦略において、SSコードについて検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定された。そして同年8月、金融庁主導のもと議論が重ねられ、2014年2月にSSコードが策定された¹⁶。SSコードでは、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るため、機関投資家に対し、投資先企業との間で建設的な対話を行うことなどを求めている¹⁷。また、経済産業省はコーポレート・ガバナンス改革を推進するために、
25 2017年3月に「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」、5月にSSコード改訂と同時に「価値協創のための統合的開

¹⁵ 金融庁（2013）5-8頁を参照されたい。

¹⁶ 金融庁（2017b）1頁を参照されたい。

¹⁷ 金融庁（2014b）1頁を参照されたい。

示・対話ガイダンス-ESG・非財務情報と無形資産投資 - (価値協創ガイダンス)」、10月に価値協創ガイダンスを踏まえた「伊藤レポート 2.0 (「持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会」報告書)」を相次いで公表しており、企業と機関投資家に建設的な対話等への取り組みを一層促進している¹⁸。今後各機関投資家には、投資先企業との対話の充実を図るためSSコードの趣旨を踏まえた主体的な取り組みが期待される。

金融庁によると、令和元年9月現在 269 機関投資家がSSコードの受け入れを表明している。その内訳は信託銀行等が 6 機関、投信・投資顧問会社等が 187 機関、生命保険・損害保険会社が23機関、年金基金等が46機関、その他 (議決権行使助言会社他) が 7 機関となっている¹⁹。SSコードを適用している機関投資家は少しずつではあるが確実に増えていることが窺え、今後も増加していくことが予想される。一方で、アセットオーナーの性質からSSコードを表明しないという選択をとっている企業年金が多くあるのが現状である。日本の企業年金の資産残高は約80兆円であり、日本の時価総額上位10位の合計額に匹敵するなど企業や市場に与える影響は大きい²⁰。そのため企業年金を始めアセットオーナーには、SSコードにおいて重要性が説かれているように、アセットマネージャーのエンゲージメント活動をモニタリングすることで、主体的にスチュワードシップ責任を果たすことが期待されている。

20 第3節 機関投資家の投資行動

本節では、機関投資家の投資行動を分析する。日本最大のアセットオーナーであるGPIFの運用資産額は 159 兆円であり、その全てが投資原則に基づく ESG を考慮している²¹。国内株式の市場運用分に占めるパッシブ運用が 90% まで拡大し、2018年度では資金規模が27兆円²² となっている。また2017年に、国内株式で3つの ESG 指数を選定してパッシブ運用を開始し、2018年にはグローバル

¹⁸ 三井住友信託銀行 (2017) 1 頁を参照されたい。

¹⁹ 金融庁HPを参照されたい。

²⁰ 日本経済新聞 (2018年12月6日) 「企業年金、当地改革後押し 投資家指針に署名相次ぐ 年金の責任 (下)」を参照されたい。

²¹ GPIF (2019a) 4 頁を参照されたい。

²² 日本経済新聞 (2019年3月16日) 「東証、優良企業にマネー誘導 上場絞り込み、「1部安住」にメス」を参照されたい。

環境指数を選定して投資対象を外国株式にまで拡大した²³。また、債券の ESG 投資に関する共同研究の実施や ESG 活動報告の公表など、さらなる ESG 投資の取り組みを進めている。このように、国際的な分散投資を行っていることから、ボトムアップによる個別企業の成長を追求するだけではなく、ユニバーサルオーナーシップに基づきサステナブルやSDGsにまで投資責任が拡張されている。

5 また、パッシブ運用は効率的な市場が前提条件であり、効率的な市場であるためにはアクティブ運用が必要不可欠である。そのため GPIF は、委託先のアクティブ運用期間が過去 3 年間において目標超過収益を達成できていないという現状を顧みて、新たな実績連動報酬を導入する²⁴ など、スチュワードシップ責任を果たす対象として、インベストメントチェーンのみならず、金融市場全体まで包括的にとらえた上で行動をとっている。環境・社会問題が深刻化する中で、機関投資家には負の外部性を最小化し、ポートフォリオの長期リターンの向上や金融市場全体の持続可能性への貢献が求められている²⁵。

15 国内生命保険会社が保有している資産は 387 兆円であり、資産構成は国債が一番多く 38.2%、続いて外国証券が 24.9%、国内株式が 5.6% となっている²⁶。バブル崩壊後の失われた 20 年やリーマンショックに加えて、企業が資金余剰主体へと変化したため貸付残高や株式保有残高の減少と同時に、政府が資金不足主体となったことから、円建て債券の保有残高が増加し、2013 年には国債の約 2 割を保有している²⁷。保険の支払い期日は不定であることが多いことから流動性の確保、加えて個人保険の約 8 割を死亡保険が占めている²⁸ ことから、中長期志向の資産運用が不可欠である。そのため生命保険会社の資産運用には、最終受益者である国民の受託者として安全性と収益性、流動性を踏まえた ALM (Asset Liability Management) が求められる²⁹。国内大手生命保険会社である日本生命は、ALM に基づきリスク抑制型バランス運用³⁰ や企業との建設的な対

²³ 野村総合研究所 (2018) 1 頁を参照されたい。

²⁴ GPIF (2018b) 2 頁を参照されたい。

²⁵ ニッセイアセットマネジメント (2019) 2 頁を参照されたい。

²⁶ 生命保険協会 HP (a) を参照されたい。

²⁷ 神作祐之・小野傑・今泉宣親 (2019) 130 頁を参照されたい。

²⁸ 生命保険協会 HP (b) を参照されたい。

²⁹ 神作祐之・小野傑・今泉宣親 (2019) 137 頁を参照されたい。

³⁰ 日本生命 HP (b) を参照されたい。

話を通じた中長期的な投資先企業の価値増大により、超過収益を目指すスチュワードシップファンドの運用を行っている³¹。

国内信託銀行の株式保有残高は、公的年金の運用に係る制度改革や日本銀行によるETF買い入れ政策を背景に増加した。GPIFの設立前は年金積立金の全額が資金運用部に預託される制度となっていたが、同基金の設立後は、積立金が市場において自主運用されるようになった。公的年金の資産は信託財産として信託銀行名義で管理されることとなるため、市場運用の拡大が信託銀行による株式保有の押し上げ要因となった³²。2018年では133兆円³³ほどの多額の年金資産を保有している信託銀行には、人口構成の垂直化を背景とする年金財政の厳しさを考慮すると、従来型アロケーションのみの投資戦略では限界が生じている。日本最大級のアセットマネージャーである三井住友信託銀行は、パッシブ運用においては国内債券、外国債券はともにセル（層）単位で銘柄を抽出する層化抽出法を採用している³⁴。中長期投資の運用商品の開発に注力し、運用力の強化を図ることで顧客の利益最大化を追求していることも窺える³⁵。このように、リスクを抑制しつつ、優良ファンドを組み入れるべく、幅広く運用会社の知見を活用することが求められる³⁶。

また、資産運用業界では世界的にM&Aが活発となっており、アセットマネージャーの大型化が進んでいる。近年、確定拠出年金が各国で政策的に後押しされている中で、分散投資やグローバル運用を実現する投資信託への需要が増大していることからリテール分野に強みを持つState StreetやBank of New York Mellon等の運用会社がM&Aを通じて成長している³⁷。また、アクティブ運用が苦境に立たされる中、ファンド数を減らし間接費・固定費を削減するなどの効率化によって、収益性の改善を図っていることが窺え³⁸、こうした動きが運用会社の大規模化に影響を与えている。

³¹ 日本生命HP（a）を参照されたい。

³² 財務者（2015）81頁を参照されたい。

³³ 日本取引所グループ（2019）4頁を参照されたい。

³⁴ 三井住友信託銀行HPを参照されたい。

³⁵ 三井住友トラスト・ホールディングス（2017）を参照されたい。

³⁶ GPIF（2018a）2頁を参照されたい。

³⁷ 関雄太（2015）6-7頁を参照されたい。

³⁸ 野村ホールディングスHPを参照されたい。

運用残高の上位3位に位置する BlackRock、Vanguard、State Street³⁹ による株式運用額の合計は約990兆円であり、2018年9月末における世界の時価総額の10.4%に当たる⁴⁰。3社に共通するのは低コスト運用が可能であるインデックス運用を主力としている点であり、ETFを含むインデックスファンドの世界市場シェアでは、約7割を保有していることから寡占状態にあるといえる⁴¹。また、BlackRockを筆頭に日本株式への資金流入が進み、大株主となっているケースも存在する⁴² ことから、日本の証券市場に与える影響は大きいと考えられる。

また、日本銀行は、金融政策の一部であるETFの大量借入を行っており、大口投資家であるという点から投資家の側面を持ち合わせているとも考えられる。日本銀行は、安倍政権のデフレ脱却目標である消費者物価指数（CPI）2%上昇を目指し、大規模な金融緩和政策を行っている。その中でとりわけ株式市場に影響を与えているのが、リスクプレミアムの縮小を目的とした上場投資信託（ETF）の買い入れ政策である。

2010年よりETFの買い入れが始まり、段階的に残高の上限は引き上げられ、2013年に量的・質的金融緩和が導入された際に、ETFの保有残高を年間1兆円相当ペースで増加させる方針が公表された。買い入れ対象では設備・人材投資に積極的な企業の支援をするETFを2016年に追加し、年間6兆円ペースで買い入れを行うなど株式市場における日本銀行の影響力は拡大している⁴³ など、巨額の投資を行っているという観点から機関投資家としての性格を持ち合わせていると考えられる。また株式追加型ETF純資産残高のうち、日本銀行の保有残高は75.7%となっているため、株式市場における市場価格の歪みや流動性、またガバナンス機能の低下などの副作用が考えられる⁴⁴。今後の追加緩和や出口戦略における日銀の動向は、株式市場へ大きな影響を与える可能性がある。

25

³⁹ Willis Towers Watson HPを参照されたい。

⁴⁰ 日本経済新聞（2018年10月24日）「資産運用3巨人 GAF株価も左右 世界市場の1割」を参照されたい。

⁴¹ 杉田浩治（2017）21頁を参照されたい。

⁴² Quick Money World HPを参照されたい。

⁴³ 三井住友アセットマネジメント（2018）1頁を参照されたい。

⁴⁴ 三井住友アセットマネジメント（2018）1-2頁を参照されたい。

第2章 機関投資家によるスチュワードシップ活動

第1章第3節では機関投資家の投資行動について述べたが、本章ではスチュワードシップ責任に基づく行動について言及する。第1節第1項では、企業の成長のみならず、持続可能な社会・経済を形成する上で不可欠である ESG 投資の現状について論じる。第2項では、ESG 評価機関を例にして、ESG スコアと長期投資の関係性について論じる。第2節では、機関投資家が中長期的な企業価値の向上のために果たすべきスチュワードシップ活動について、第1項ではアクティビストの視点の変化について論じ、第2項では、機関投資家の議決権行使におけるあるべき姿について論じる。第3項では、エンゲージメント活動の諸外国比較を行う。

第1節 持続的な企業成長をもたらす ESG 投資

第1項 拡大する ESG 投資

第1章第2節で述べた通り、機関投資家にはSSコードに基づき中長期的な企業価値の向上を促すことが求められている。企業による ESG 活動を評価し投資行動に反映させることは、スチュワードシップ活動の一環であると考えられる。

ESG 投資の概念は社会的責任投資（SRI）に始まる。SRI は1920年代に投資スポンサーが宗教上の教義に反するギャンブルやタバコ、アルコールなどを取り扱う企業を投資対象から除外したことがその起源とされている。両者とも似た概念ではあるが、SRI が主に倫理的な価値観の枠組みから始まったのに対して、ESG 投資は「環境・社会・ガバナンスを考慮することが長期的な企業価値の最大化に寄与する」といった長期的なリターンを追求するための手法であると理解されている⁴⁵。2006年に国際連合が責任投資原則（PRI）を立ち上げ、その中で ESG 投資を規定したことで ESG 投資は世界中に広まっている。また、同様の概念として2015年に国連で採択されたSDGs（持続可能な開発目標）があり、貧困や飢餓、気候変動や技術革新などのグローバルな環境や社会に関する17の目標と169の小目標で構成される。

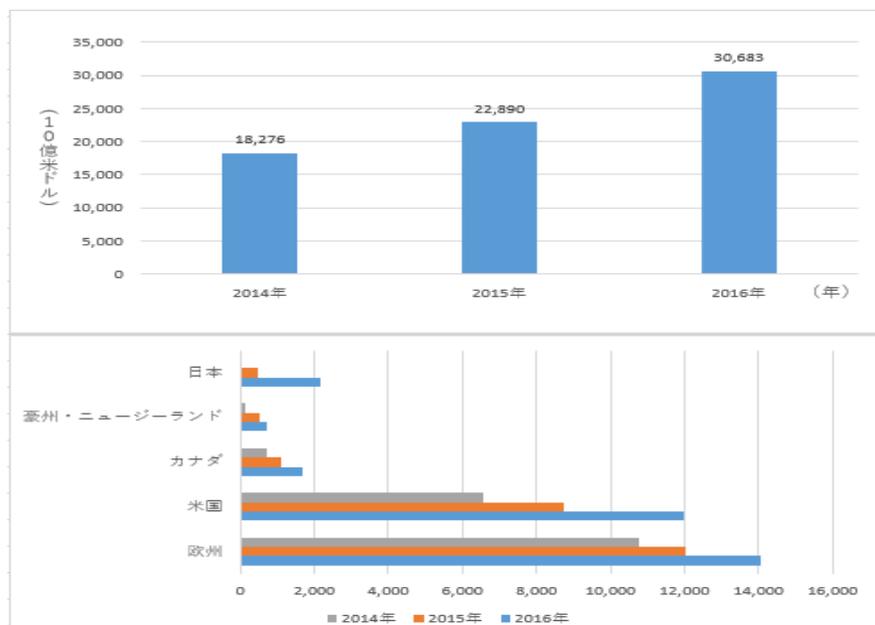
SDGsが全世界的に優先度の高い課題であり、世界共通の目標であることを考

⁴⁵ 三菱 UFJ 信託銀行（2016）2頁を参照されたい。

えると、投資家が各企業の ESG を評価する上でSDGsは一つの指標となりうる⁴⁶。

図表 3 より、2016年には世界の ESG 投資残高は30兆6830億ドルにまでのぼり、ESG 投資が拡大傾向にあることがわかる。国・地域別の ESG 投資残高では、欧州が全体の 45.9%、米国が全体の 39.1% を占めている一方で、日本の ESG 投資残高は年々増加しているものの、その割合は全体の7.1%と依然として低い水準にとどまっている。国・地域別の運用資産全体に対する ESG 投資の割合では、日本は急成長を見せているが相対的に低いレベルにとどまっている。一方で、資産残高こそ豪州・ニュージーランドより高いものの国・地域別の運用資産全体に対する ESG 投資の割合は欧米に大きく差をつけられている⁴⁷。

10 図表 3 世界の ESG 投資残高の推移と国・地域別の ESG 投資残高



出所：日興リサーチセンター（2019）「GSIA「2018 Global Sustainable Investment Review」を公表～世界の責任投資市場に関するレポート（2018年度）～」2頁より筆者作成。

ESG 投資には様々な手法が存在し、世界の投資手法別投資残高の大きい方から順にネガティブ・スクリーニング、ESG インテグレーション、エンゲージメ

⁴⁶ みずほ総合研究所（2018）2頁を参照されたい。

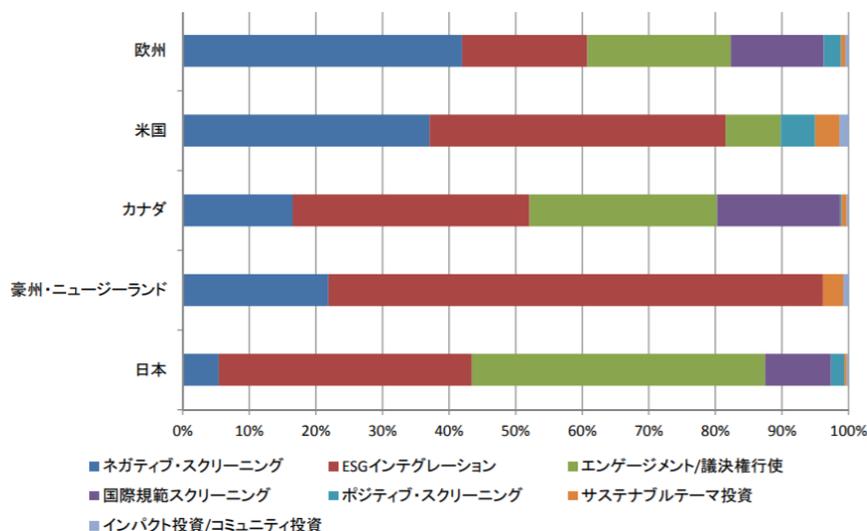
⁴⁷ 日興リサーチセンター（2019）2-3頁を参照されたい。

ント / 議決権行使、国際規範スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング、サステナブルテーマ投資、インパクト投資 / コミュニティ投資の7つが挙げられる⁴⁸。ネガティブ・スクリーニングとは武器、たばこ、ギャンブル、化石燃料など特定の業界や、関連する企業などを投資対象から除外する手法を指し、

5 国際規範スクリーニングは環境や人権など、国際的な規範への対応が不十分な企業などを投資対象から除外する手法を指す。それに対してポジティブ・スクリーニングは ESG 評価が相対的に高い業界や企業などに投資する手法のことをいう⁴⁹。図表 4 からわかる通り、海外と比較すると日本は ESG 情報も含めて評価し、投資対象を選定する手法である ESG インテグレーション、エンゲージメント（対話）や議決権行使を通じて、企業などに ESG への取り組みを促す手法

10 であるエンゲージメント / 議決権行使による ESG 投資の割合が大きくなっている。

図表 4 国・地域別の ESG 投資手法内訳



15 出所：日興リサーチセンター（2019）「GSIA「2018 Global Sustainable Investment Review」を公表～世界の責任投資市場に関するレポート（2018年度）～」5頁より引用。

海外の機関投資家では、ESG投資の手法としてネガティブ・スクリーニング

⁴⁸ 日興リサーチセンター（2019）4頁を参照されたい。

⁴⁹ 大和総研（2019）4頁を参照されたい。

に基づき、化石燃料関連産業へのダイベストメントを行い、企業に対し経営改善を促す事例が存在する。しかし、GPIFは投資撤退という形式で企業に規律付けする方法には批判的であり、ユニバーサルオーナーシップの観点にそぐわないことから、ポジティブ・スクリーニングを奨励している⁵⁰。またオンタリオ州教職員年金基金のように、企業を投資対象から外してしまうと株主としてスチュワードシップ責任を果たす機会を失ってしまうという観点から、エンゲージメントが有効であるとしている機関も存在する⁵¹。SSコードにおいてエンゲージメントの重要性が説かれていることから、機関投資家は投資先企業に積極的に関わることで ESG 活動の改善を促し、持続可能な社会・経済に資する行動が求められる。

第 2 項 長期投資の指標としての ESG 評価

企業による ESG への取り組みは、企業の中長期的な成長を促進し、経済の持続的な発展へ貢献するものとなることで初めて意義のあるものとなる。そのような取り組みを客観的にランクづける ESG 評価機関が存在する。図表 5 の通り、国内外に多数存在し、評価基準やスコアの表現方法も様々であり、ESG 開示情報をスコア化したものや、専門アナリストが ESG 課題を評価しているケースもある。また、これら ESG 評価をもとにインデックス指数の開発も進んでいる。

MSCI ESG Research による ESG 評価を活用したインデックスである MSCI Japan IMI の銘柄は、MSCI Japan IMI トップ 700 指数の中から業種に偏りが出ないように ESG 評価の高い銘柄から選定されている。具体的には ESG 格付け基準が既存構成銘柄については ESG 格付けが B 以上、非採用銘柄については ESG 格付けが BB 以上であること、ESG 不祥事スコア基準が既存構成銘柄については不祥事スコアが 1 以上、非採用銘柄については不祥事スコアが 3 以上という制限が設けられている。この指数では親指数における GICS セクターの浮動株修正時価総額の 50% をカバーすることを目標としている⁵²。

FTSE ESG Ratings を活用した ESG インデックスも広まりつつある。

⁵⁰ 東京証券取引所（2019b）10 頁を参照されたい。

⁵¹ 大和総研（2017）6 頁を参照されたい。

⁵² MSCI（2018）3 頁を参照されたい。

FTSE4Good Japan Index の銘柄は総合 ESG 評価が 3.1 以上（2.5 未満で除外）とされ、その中でも特定の製品に関する企業が除外されている。FTSE Blossom Japan Index の銘柄は同様に総合 ESG 評価が 3.1 以上（2.5 未満で除外）かつ、FTSE Japan に対して業種ニュートラルで親インデックス（FTSE Japan）と 10 業

5 種の時価総額加重が同じウェイトになるように選定されている⁵³。

図表 5 主要な ESG 評価機関の概要

	対象企業数	情報源	スコアリング
Bloomberg ESG 開示スコア	東証一部上場企業のうち約1900社（2016）	ESG開示情報	最低限のESG情報開示の0.1～全項目開示の100までの値
FTSE ESG Rating	日本企業は約780社（2018）	公開情報	テーマ・エクスポージャーが1～3、テーマ・スコアが0～5
MSCI ESG Research（IJKLD）	MSCI ACWI指数採用銘柄をカバー	企業の開示情報	インダストリー内容相対評価、AAA～CCCで評価
トムソン・ロイター ESGスコア	日本企業は約460社	企業の開示情報	10カテゴリーに分けてトムソン・ロイターESGスコアを活用
東洋経済CSR評価	1501社（2019）（回答企業）	アンケート調査結果	AAA、AA、A、B、Cの5段階評価格付けと100点満点の得点

出所：湯山智教（2019）「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」11頁を参考に筆者作成。

10 ここからは、ESG 評価と企業の収益・投資リターンについて分析していく。PBR や PER などの投資指数を考慮せずに、MSCI 社の ESG 評価基準と株式リターンの関係性を分析したところ、欧州企業では2007年から2018年の間で ESG 評価の高い企業はリターンが高く、ESG 評価の低い企業はリターンが低いという結果となった⁵⁴。両者の間では、11年間で累計約 47%、年率で4%の格差が生じて

15 いる⁵⁵。このことから、企業が ESG に取り組むことは株価を押し上げる効果があり、機関投資家にとっては長期にわたる投資リターン獲得の源泉となりえることがわかる。また、ESG 評価が高水準であった企業と比べ、ESG 評価が改善し高評価となった企業の方が約10年間の間に累積超過リターンが大きい⁵⁶ ことから、機関投資家にとって企業の ESG を改善させる行動をとるインセンティブ

⁵³ FTSE Russell（2017）29-30 頁を参照されたい。

⁵⁴ 柳良平・広木隆・井出真吾（2019）192-3 頁を参照されたい。

⁵⁵ 同上 192-3 頁を参照されたい。

⁵⁶ 柳良平・広木隆・井出真吾（2019）198 頁を参照されたい。

となることが考えられる。

MSCI社のESG評価水準ごとに5つの企業群に分類し、ESG評価と企業の収益性の関係を分析したところ、評価が高い上位3グループの間では、両者間に正の相関があるという結果となった⁵⁷。また、ESG評価が高い企業群ほど相対的に株価が安定するという結果が報告されている⁵⁸。このことからESG優良企業へ投資を行うことは、長期投資を行う上でのリスクを最小化し、安定した投資リターンの獲得が可能なものと言える。

このような傾向は、欧州においては顕著であるが、北米や日本では欧州と比較すると小さい。ESG評価と株式リターンの関係が不明瞭であることが、欧州と比較して北米や日本では、ESG投資の割合が増加しない要因と考えられる。そのため、今後はESGをいかにして企業戦略へと落とし込み、企業の成長へとつなげるかが課題となっている。

こうした中、機関投資家によるESG投資が企業のESGに対する取り組みを促進している⁵⁹ことから、機関投資家の投資行動が企業経営に影響を与えうると考えられる。GPIFがESG評価機関であるMSCI社とFTSE社の指数を採用した2017年度から、ESG評価の過程で双方にコンタクトを持った企業が増加した⁶⁰。企業側の行動の影響もあり、実際にGPIFがESG指数の運用開始に伴い、企業のESGへの取り組みは活性化され、ESGスコアの上昇が確認されている⁶¹。

また、GPIFはESG評価機関がESG評価方法の変更や指数構築ルールなどを検討する際に行うコンサルティングにも積極的に参加し、評価や指数の改善に向けた取り組みを行っている。このことから、機関投資家とESG評価機関の意向は近いと考えられ、ESGスコアと企業業績の関係が弱い日本の現状を改善していくことが期待できる。このような機関投資家の活動に伴い、ESG評価が高い企業に資金が流入するような好循環を生むインデックスが増加することは、企業のESG活動を促進し、持続可能な社会・経済の形成に大きく貢献すると考えられる。

⁵⁷ 同上 196 頁を参照されたい。

⁵⁸ 日本経済新聞出版社（2019）196 頁を参照されたい。

⁵⁹ 日経 ESG 経営フォーラムHPを参照されたい。

⁶⁰ GPIF（2019b）22 頁を参照されたい。

⁶¹ 同上22 頁を参照されたい。

第2節 機関投資家によるエンゲージメント活動

エンゲージメントとは、投資家の発言権を行使して、直接的かつ柔軟に経営者の規律付けを可能にするものであり、株式の売却やその脅威によって規律付けを行うかつてのウォールストリートルールとは一線を画するものである。機関投資家によるエンゲージメント活動は、非公式的な目的を持った対話と株主総会時の議決権行使や株主提案の2つに分けられる。これらと企業業績との直接的な関連性は未だ研究段階ではある⁶²ものの、SSコードでも企業の中長期的な価値向上に資する議決権行使と建設的な対話が求められている。そのため、エンゲージメント活動は機関投資家が精力的に取り組むべきステewardシップ活動の1つである。

三和氏（2016）によると、機関投資家によるエンゲージメント活動は3段階に分けることができる。第1段階はComplianceと称され、機関投資家が議決権行使ポリシーを持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。第2段階はInterventionと称され、機関投資家は対話を行うが、短期的かつ単発的な行動を問うことを意味する。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の経営戦略とESG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。第3段階はStewardshipと称され、ステeward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。投資家は第2段階においてよりも深く企業を理解し、情報を獲得し企業と対話を行う必要がある。米国におけるヘッジファンド・アクティズムや日本において活動してい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は第3段階にあるとされている⁶³。

第1項 企業価値を創造するアクティビストファンド

2014年の日本版SSコードの施行を受け、対話を重視するエンゲージメント付

⁶² 三和裕美子（2016）4頁を参照されたい。

⁶³ 三和裕美子（2016）2頁を参照されたい。

ファンドと呼ばれるアクティビストが出現している。アクティビストヘッジファンドの資産運用残高は約14兆円に拡大し⁶⁴、日本株の保有額は1兆6000億円弱と過去最高水準にある⁶⁵。CGコードの施行により、企業統治改革が進行している日本に海外ファンドの注目が集まっている。かつてはハゲタカファンドと称され、増配や自社株買いなどの利益還元やリストラクチャリングの要求、また敵対的な公開買い付けを仕掛けるなど攻撃的な姿勢により⁶⁶、企業に対し企業買収防衛策の発動させるケースがあった。サード・ポイントは2013年にソニーに対して事業の分離や米国での上場を提案し、一部は否決されたが事業改革や収益向上策などに貢献した⁶⁷。米国のバリューアクト・キャピタル・マネジメントは、オリンパスに対して取締役員の派遣や取締役会設計の移行や事業の再編成などの企業改革プランに対話を通じて行っている⁶⁸。その他にも社外取締役の選任や買収防衛策の廃止、政策保有株式の売却、容易な監査等委員会設置会社への移行に反対などコーポレート・ガバナンスに関連する要求事項が増加してきている⁶⁹。このように企業価値の向上を通じた株主価値の最大化を企業に対して提案する機関投資家をアクティビストと捉えることができる。そのため既存の機関投資家がアクティビストに同調する傾向が見られるようになり、投資策に対するアクティビズムが成功するケースが目立つようになった⁷⁰ことも事実である。つまり機関投資家が中長期的な視点に立った株主提案を行うなどアクティビズムの姿勢が短期視点から中長期視点にシフトしたことで、企業との建設的な関係の増加をもたらしたのである。

第2項 モノ言う株主としての議決権行使

⁶⁴ 日本経済新聞（2018年5月28日朝刊）「アクティビスト 運用残高は14兆円」を参照されたい。

⁶⁵ 日本経済新聞（2018年5月28日朝刊）「進化する物言う株主 日本株の保有額最高」を参照されたい。

⁶⁶ 田中亘（2019）4頁を参照されたい。

⁶⁷ 日本経済新聞（2014年10月22日）「米ファンドのサード・ポイント、ソニー株を全て売却」を参照されたい。

⁶⁸ Bloomberg（2019年1月11日）「オリンパス、「物言う株主」バリューアクトから取締役受け入れへ」を参照されたい。

⁶⁹ 大和総研（2016）を参照されたい

⁷⁰ 大和総研（2014）3頁を参照されたい。

SSコードにある通り、機関投資家による議決権行使は単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなることが求められる。議決権行使の手段としては主に株主総会に参加し行使する方法、書面による行使、ネットでの行使の3つがある。ネットでの議決権行使は電磁的方法による議決権の行使として会社法の中でも認められており、2018年6月時点では上場企業の約4割が導入している⁷¹。これにより、直前まで議案の賛否を検討できるため、総会シーズンの多数の議案を検討する機関投資家の負担軽減にもつながる⁷²。このように、機関投資家の議決権行使における環境整備は現在進んでいると考えられる。そのため機関投資家による議決権行使は、投資先企業とのエンゲージメント内容を踏まえたうえで、単に形式的な判断にとどまるのではなく企業の中長期的な価値創造に資するものでなければならない。日本の証券市場への影響力が増す機関投資家には、インベストメントチェーン全体の価値向上のもとで、受託者責任の伴った行動が求められる。

日本においては、1990年代からの機関化の流れを受け、2000年代に議決権行使の基準が整備され、2001年には議決権行使助言会社であるISSが日本で活動を始めるなど大きな変化を見せた⁷³。現在では、形式から深化に向け、独自の議決権行使基準を定めて公表している機関投資家が存在するなど、積極的に企業経営に関与している様相が窺える。また、機関投資家の議決権行使基準の見直しが進められており、社外取締役の増員や、ROE基準、役員報酬制度などが議論の中心となっている⁷⁴。このように、企業経営に積極的に働きかけることで、攻めのガバナンスを後押し、企業の持続的な成長に貢献することが求められる。

一方で、パッシブ運用化が加速する中で機関投資家の議決権行使に係る量的な問題は深刻化することが考えられる。企業からは、機関投資家による議決権行使は形式的であるとの批判も存在しており、個別事情を勘案していないことから、議決権行使以外のテーマで建設的な対話を行うことが困難であると懸念

⁷¹ 日本経済新聞（2018年6月4日）「ネットでの議決権行使 上場企業の4割導入」を参照されたい。

⁷² 同上を参照されたい。

⁷³ 坂和秀晃（2015）4頁を参照されたい。

⁷⁴ 西山賢吾（2019）2-6頁を参照されたい。

されている⁷⁵。2017年のSSコード改訂により、「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである」⁷⁶という文言が追加され、多くの運用会社が理由の個別開示を始めた。また、議決権行使の結果だけでは効率的な企業活動の改善はできないことから、金融庁は機関投資家
5 に対して株主総会で議決権を行使した場合に判断理由を公表するよう促す行動指針をSSコードに組み込む方向で議論を進めている。しかし、金融庁によると議決権行使の結果を示す機関投資家は100社を超えるが、賛否の理由まで開示するのは40社程度にとどまっている⁷⁷と報告されている。

その中で、ISSとグラスルイスが代表する議決権行使助言会社の責任は重大なものとなっている。国内の機関投資家が議決権行使助言会社を参考にして
10 いる割合は約半数程度である⁷⁸が、ISSとグラスルイスによる議決権行使助言業のシェアが100%に近いことから、国内上場会社の株主総会議案においても、2社の賛否推奨動向が大きな影響を与えると考えられる⁷⁹。助言会社によるSSコードの適用は進んでいるとは言え、各機関投資家には、助言会社の意見を鵜呑
15 みにせず、企業の個別議案ごとに責任の伴った議決権行使が求められる。

第3項 企業との建設的な対話

前項にて述べた議決権行使と共に対話はエンゲージメント活動の一環である。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じて、投資先企
20 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⁸⁰。機関投資家が対話を行う対象は、モニタリングの結果が反映されている日本株式商品を構成する全銘柄が61.1%、投資候補銘柄が31.0%、個別にモニタリングが必要と判断した銘柄のみが21.2%⁸¹となっている。

図表6にある通り、機関投資家が投資先企業1社あたりに行う対話の頻度は
25 年に0～3回が多くを占めている。回数こそ少ないものの、中長期的な株式価

⁷⁵ 西山賢吾（2019）1頁を参照されたい。

⁷⁶ 金融庁（2017a）15頁を参照されたい。

⁷⁷ 金融庁（2019a）16頁を参照されたい。

⁷⁸ 金融庁（2017b）4頁を参照されたい。

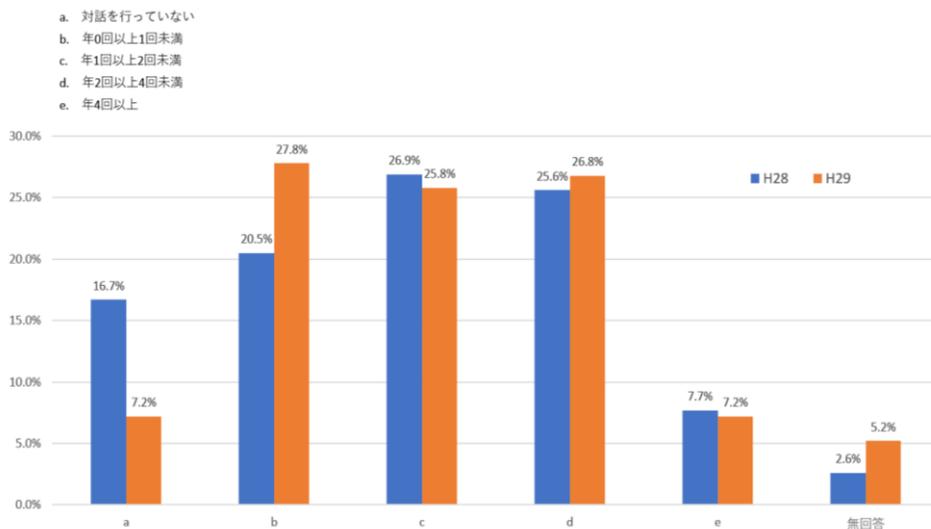
⁷⁹ 大和総研（2018）1頁を参照されたい。

⁸⁰ 金融庁（2017）8頁を参照されたい。

⁸¹ 一般社団法人日本投資顧問業協会（2018）22頁を参照されたい。

値向上につながる意味ある建設的な対話ができていると感じている企業は、69.0% と半分以上の企業が現状に満足していることがわかる⁸²。

図表 6 機関投資家による投資先 1 社あたりの対話の年平均回数



5 出所：一般社団法人生命保険協会（2018b）「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート投資家様向け」33頁より筆者作成。

また、対話の具体的内容については株主還元策を除く企業戦略、取締役会構成や資本構造を含むガバナンス体制、企業業績及び長期見通しなどについて多く議論されている⁸³。それに対して投資先企業の監査状況や企業価値向上に向けた取締役会の評価についてはそれほど重要視されていない。また、近年注目されている社会・環境問題については年々増加しているものの、37.9%と高いとは言えない水準にとどまっている⁸⁴。対話の方法としては個別対話（電話・書面を含む）が最も多く、次にスモールミーティング、説明会（ラージミーティングを含む）の順に行われている。また、経営者や取締役・執行役員ではなく主にIR担当者によって行われている企業が多い⁸⁵。

SSコード改定によりアセットマネージャーによる対話活動も徐々に広がって

⁸² 一般社団法人生命保険協会（2018b）34頁を参照されたい。

⁸³ 一般社団法人日本投資顧問業協会（2018）32頁を参照されたい。

⁸⁴ 一般社団法人日本投資顧問業協会（2018）32頁を参照されたい。

⁸⁵ 一般社団法人生命保険協会（2018a）36頁を参照されたい。

- いる。三井住友トラスト・ホールディングスは、2017年7月から2018年6月にかけて約400社に対して対話行い、実施件数では570件に上る。この数値は、2018年3月に東証一部の時価総額の90%を網羅している。対話内容としては、
- 5 事業ポートフォリオやキャピタル・アロケーション等のビジネスモデルに関する議題やガバナンス状況、社会や環境問題に関連するリスクなど幅広いテーマを取り扱っている。実際に企業のアクションにつながった事例として、株主還元を含めたキャピタル・アロケーションの明確化の一環としての増配政策やダイバーシティの観点から社外取締役の増員、また赤字部門における他社との製造分野でのアライアンスや固定費削減策による黒字化などが挙げられる⁸⁶。
- 10 また、第1章第3節でも述べた通り BlackRock、Vanguard、State Street によるETFを含むインデックスファンドの世界市場シェアは寡占状態にある。
- エンゲージメント活動において、BlackRockは、テーマの67%をガバナンスや経営戦略としているが、250社に対して延べ345件のエンゲージメントを総合的内容で行っている⁸⁷。また約60%以上が役員以上の経営陣を含めたエンゲージメントとなっており⁸⁸、企業トップ層への直接的な働きかけとなっている。
- 15 Vanguardは、2018年度に721社に対してエンゲージメントを行っており、資産残高の47%をカバーしている⁸⁹。State Streetは、第1四半期において経営戦略やリスクマネジメント、サプライチェーン等をテーマとしたエンゲージメントを147件行っている⁹⁰。また英国や米国、オーストラリア、日本の700社に
- 20 対して1人以上の女性取締役の起用を求め、数十社に対してエンゲージメントを行うなどジェンダー・ダイバーシティに対して精力的に活動している⁹¹。
- 欧米のパッシブ運用では、比較的少数の企業に絞ってエンゲージメントが行われている。市場全体の価値の底上げを目指すという観点より、時価総額が大きな企業群から、不祥事案件がある場合や象徴的な問題を抱えていて企業価値
- 25 向上の度合いが大きいと予想される企業にフォーカスしていることが窺える⁹²。

⁸⁶ 三井住友トラスト・アセットマネジメント（2019）2.14-17頁を参照されたい。

⁸⁷ BlackRock（2018）10頁を参照されたい。

⁸⁸ 同上10頁を参照されたい。

⁸⁹ Vanguard（2018）9頁を参照されたい。

⁹⁰ State Street（2018）1頁を参照されたい。

⁹¹ 同上1頁を参照されたい。

⁹² 明田雅昭（2018）20頁を参照されたい。

また、運用資産額が全米第1、2位の公的年金基金である CalPERS と CalSTRS は、委託運用の銘柄も含めた全保有銘柄を対象に、両機関が株主として議決権行使や対話を行っている。議決権行使については、自社のコーポレート・ガバナンス原則に従い保有銘柄の全ての議案に行使することを目指しており、エンゲージメントでは優先度をつけて行っている⁹³。このような米国年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する株主行動は、パッシブ戦略においては市場に影響力の高い問題に取り組む、スピルオーバーが効果的であるとされている⁹⁴。

PwCによると、2016年時点で17%であった世界の運用資産に占めるインデックス運用の比率は2025年までに25%まで高まる見込みである。パッシブ運用では、資産規模が拡大するほど手数料の引き下げが可能となり、Vanguardが投資するトータル・ストック・マーケットETFの経費率は0.04%であるようにコストの低さが顕著である⁹⁵。パッシブ運用であれスチュワードシップ責任を負う機関投資家としては、投資先全企業に対してエンゲージメントを行うことが望ましいと考えられる。しかし人的、時間資源やコストの観点から不足していることが窺え、モニタリング機能の低下は避けられず、低コスト運用はスチュワードシップ責任の観点に立つと矛盾が発生していると考えられる。また「ここ数年で大分『時間軸の違い』、『投資家の求める理想と企業側の現実のギャップ』が解消されたが、引き続き双方にとって課題だと思う」⁹⁶などの意見もあり、今後もエンゲージメントにおいては量と質の両面での改善が必要である。

日本では、企業年金連合会やアセットマネジメント One が、パッシブ運用のエンゲージメント活動の一部をアウトソースする形でハーミーズ EOS と連携して集团的エンゲージメントを実行する旨を公表している⁹⁷。このように、単独で行うエンゲージメントから複数の主体でエンゲージメントに取り組む事例が存在する。また、先駆的に集团的エンゲージメントの活用が進んでいる欧州では、オランダの機関投資家ネットワーク団体であり、約70の機関投資家が参加

⁹³ 寺山恵（2017）19頁を参照されたい。

⁹⁴ 三和裕美子（2016）4頁を参照されたい。

⁹⁵ 日本経済新聞（2018年10月24日）「資産運用3巨人、GAF株価も左右 世界市場の1割」を参照されたい。

⁹⁶ GPIF（2019c）9頁を参照されたい。

⁹⁷ 明田雅昭（2018）22頁を参照されたい。

している Eumedion に代表されるように地域レベルでの機関投資家ネットワークが活発である⁹⁸。また英国では、2017年までの3年間で Investor Forum が30社の企業に対して集团的エンゲージメントを行っている⁹⁹。

5 英国における集团的エンゲージメントの議題は図表7の通りである。従来は、エンゲージメントテーマにおけるテーマの偏りやサステナブルな価値創造の観点の欠如が懸念されていたが、Investor Forum によるエンゲージメントでは複数の異なる議題に拡張されていることが窺える¹⁰⁰。

図表7 英国におけるエンゲージメントのアジェンダ

	最も重要と考える課題	最も頻繁に扱われた議題
1	企業業績	経営者報酬
2	リーダーシップ	企業業績
3	カルチャー・戦略	リーダーシップ
4	取締役会等の構成/サクセッション	カルチャー・戦略
5	経営者報酬	取締役会等の構成/サクセッション

10 出所：KPMG（2018）「機関投資家による集团的エンゲージメント」3頁より筆者作成。

集团的エンゲージメントのメリットとしては、一度に複数の機関投資家と対話を行うことで、企業側のエンゲージメントに係る時間の節約や機関投資家間の競争が促されることで対話の質が上がる¹⁰¹等の効果がある。このように新たなエンゲージメントモデルの取入は、現状抱えている資源不足を解消させる可能性もあるため、有益なものと考えられる。KPMGによると、日本において集团的エンゲージメントを実施している企業は3%であるが、実施していないが検討中、また機会があれば検討すると回答した機関投資家は70%を超え、团的エンゲージメントに対して前向きな志向を持っている¹⁰²ことが窺える。しかし、重要提案行為や共同保有者などの金融商品取引法上の問題やインサイダー取引に

15

20

⁹⁸ 公認会計士協会（2017）45頁を参照されたい。

⁹⁹ KPMG（2018）1頁を参照されたい。

¹⁰⁰ KPMG（2018）4頁を参照されたい。

¹⁰¹ GPIF（2019c）8頁を参照されたい。

¹⁰² KPMG（2018）2頁を参照されたい。

該当するなど法的な障壁が存在するため、日本では集团的エンゲージメントは普及しにくい状況と考えられる。

第3章 企業改革の必要性

5 中長期的な企業価値を創造するためには、機関投資家と企業が協創する必要がある。第2章では、様々な機関投資家によるスチュワードシップ活動を論じたが、本章では、変革が求められる日本企業の現状について論じていく。第1節では、バブル崩壊以降の日本企業の低収益性について、第2節では、企業が取り組むべきコーポレート・ガバナンス改革について、第1項では従業員エンゲージメント、第2項では経営者報酬制度、第3項では企業の情報開示を論じていく。

第1節 日本企業の低収益性

15 過去20年間にわたり、日本企業のROEの低さは問題視されている。2014年に発表された伊藤レポートでも指摘されているように、日本企業は世界的に見てROEが低く、資本コストはおおよそ7.5%強であることから、8%を上回るROEの計上が必要である¹⁰³ことが提言されている。日本企業がROEを改善させるためには、親子上場が存在する中でエクイティガバナンスが効く株主構成であるか、企業が内部留保の最大化を目指していないか、年功序列や終身雇用を重視した既存正社員の待遇最大化を目的とした経営が行われていないかの3点が重要とされている¹⁰⁴。

25 一方で、アベノミクスの第三の矢である日本再興戦略を背景に、日本企業のROE水準は改善傾向にあることが窺える。2018年度では、前年度より0.6ポイント低下し9.8%となっているが、ROEの8%を概ね達成していると言える¹⁰⁵。しかし、図表8より、ROEをROS（売上高利益率）、総資産回転率、財務レバレッジに分解し海外比較を行うと、総資産回転率、財務レバレッジには大きな

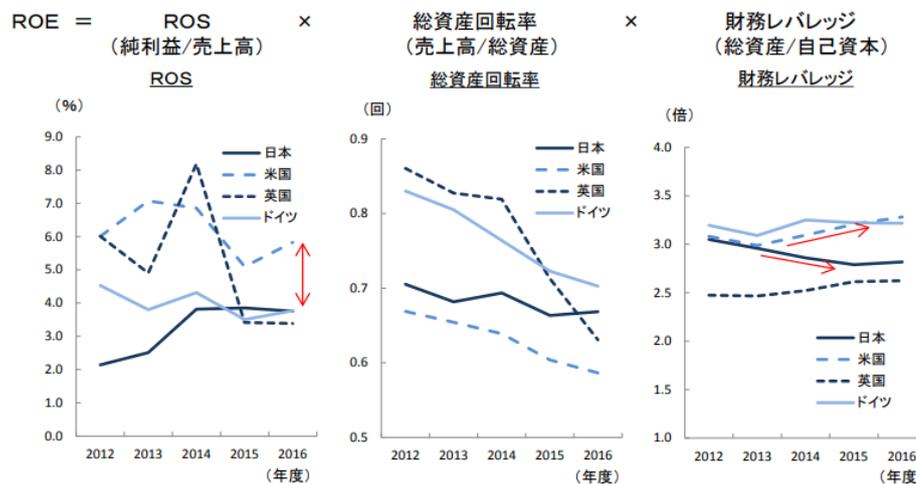
¹⁰³ 経済産業省（2014）13頁を参照されたい。

¹⁰⁴ 三井住友DSアセットマネジメント（2017）を参照されたい。

¹⁰⁵ 日本経済新聞（2019年1月7日）「ROE、3年ぶり低下 18年度は10%割れ」を参照されたい。

差が無いものの、売上高利益率においては米国に比べて大きく劣っていることが確認できる¹⁰⁶。

図表 8 ROE の要因分解と国際比較



- 5 引用：みずほ総合研究所（2017）「日本企業の稼ぐ力は高まったのか 企業収益の国際比較にみる日本企業の変化と課題」 3 頁より引用。

- さらに売上高営業利益率を売上高粗利益率、売上高販管費比率に分解すると、日本企業は粗利益率が 25% 未満の企業が全体の 6 割である一方、販売費比率はアジア諸国よりも相対的に高いという結果となった¹⁰⁷。それらの要因として、
- 10 第 1 に、ビジネスや事業領域をより付加価値を提供できる領域に絞り込むことができていない可能性がある。すなわち事業撤退や顧客フォーカスを十分に実践できていないのである。第 2 に、第 1 の点とも関係するが、サプライチェーン上で利益があがる活動や機能領域に自らをポジショニングできていないことがあげられる。第 3 に、顧客の期待を超えた機能・性能などの提供を通じて、
- 15 顧客に価値が訴求できるような、十分な差別化ができないにもかかわらず、そうした製品・サービスで、規模の大きなグローバルリーダーに対峙しようとしている点である。先進国では、新興国に比べてコスト競争力が低いため、より付加価値の高い事業や取り組みにフォーカスをあてる必要があるが、日本企業

¹⁰⁶ みずほ総合研究所（2017） 2-3 頁を参照されたい。

¹⁰⁷ 加賀谷哲之（2016） 7-8 頁を参照されたい。

は他の先進国企業と比べると、相対的にそうした取り組みが実践できていない可能性があることを示唆している¹⁰⁸。

5 以上より、日本企業の低収益性を克服するためには、前述した3つの要因を改善できるようなガバナンス改革を行う必要がある。それによって事業収益力を改善させ、中長期的な企業価値の向上を図らなければならない。また、企業の自助努力に加え機関投資家の持続的な支援なくしては、事業活動の継続は行えないため、双方による協創が必要不可欠である¹⁰⁹。

第2節 コーポレート・ガバナンス改革の重要性

10 日本では2004年に東京証券取引所によって「上場会社によるコーポレート・ガバナンス充実のための自発的な取り組みと、株主・投資者によるコーポレート・ガバナンス充実を求める諸行動とが、一体となって上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実に結びついていくために必要と思われる、共通する認識の基盤を提供すること」を目的として、1999年に制定されたOECDコーポレ
15 ト・ガバナンス原則の構成に準拠した形で上場会社コーポレート・ガバナンス原則が策定された¹¹⁰が、大きな影響を与えることはできず、日本企業のコーポレート・ガバナンスに対する取り組みに対し、特に海外投資家からの評価は低
20 かった¹¹¹。その後、2014年6月に第二次安倍内閣で閣議決定された日本再興戦略改訂2014で日本版コーポレート・ガバナンスの策定が決定された。SSコード
25 が機関投資家向けの行動原則であるのに対し、CGコードは上場会社向けの行動原則であり、上場会社に自律的な対応を促し、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を目指す攻めのガバナンスを重視している¹¹²。このコードでは株主の権利・平等性の確保、株主以外のステークホルダーとの適切な協働、適切な情報開示と透明性の確保、取締役会等の責務、株主との対話の5つの基本原則¹¹³が掲げられているが、原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）をとつ

¹⁰⁸ 加賀谷哲之（2016）8頁を参照されたい。

¹⁰⁹ 経済産業省（2014）5頁を参照されたい。

¹¹⁰ 東京証券取引所（2004）3-4頁を参照されたい。

¹¹¹ 内藤琢磨（2017）5頁を参照されたい。

¹¹² 東京証券取引所（2018b）6頁を参照されたい。

¹¹³ 東京証券取引所（2018b）15頁を参照されたい。

ており法的拘束力はない。また、コンプライ・オア・エクスプレインという方針のもと各原則を実施するか否かは会社の判断に委ねられている。2018年6月にはコーポレート・ガバナンス改革をより実質的なものへとする目的で、政策保有株式やアセットオーナーについて、CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

5 についてなどCGコードの原則及び補充原則の新設や改訂が行われた¹¹⁴。このように、日本企業に対して攻めのガバナンスの構築が求められ、稼ぐ力を再興するためのあるべき姿が問われている。

第1項 企業を構成する人的資本

10 企業のコーポレート・ガバナンスを考える上で、様々なステークホルダーが存在する。その中でも、企業を運営し収益をあげる主体である従業員への配慮は欠かせない。一般的に企業は、ヒト、モノ、カネによって成り立っていると

15 されているが、IT革命以降はとりわけ人材の重要性が増している。企業全体の成長の44%は人材が生み出す知識やアイデアによるものであり、2010年6月に発表された「新経済成長戦略」においても人材育成の重要性が強調されている¹¹⁵。このことから、企業が自社の価値を持続的に向上させるためには、従業員が働きやすい労働環境、人間関係の構築が重要であると考えられる。そこで、本項では従業員エンゲージメントに焦点を当てる。

20 本稿では、従業員エンゲージメントの定義として、様々な定義¹¹⁶を踏まえて考えられた橋場氏（2013）の「従業員が、仕事を通じ、組織に貢献しようという自発的な態度・意欲・姿勢と、実際に貢献可能な知識・理解・能力を併せ持つことで、成果につながる行動を取り得る状態」¹¹⁷という定義を支持したい。

従業員エンゲージメントのはじまりは、従業員満足度調査に対する反省によ

¹¹⁴ 同上20頁を参照されたい。

¹¹⁵ 独立行政法人経済産業研究所（2011）2頁を参照されたい。

¹¹⁶ Willis Towers Watsonでは、「エンゲージメントとは企業の成功に貢献しようという従業員の意欲とそのための能力」と定義している。また、Gallupはエンゲージメントが高い従業員を「engaged employees as those who are involved in enthusiastic and committed to their work and workplace」と定義している他、Netsurveyでは、従業員の仕事に対する心理状態を「Energy（活力）」と「Clarity（明瞭さ）」の2軸で説明しており、エンゲージメントが高い従業員は会社に満足している従業員よりさらに上位概念であるなどと決めている。

¹¹⁷ 橋場俊展（2013）258頁を参照されたい。

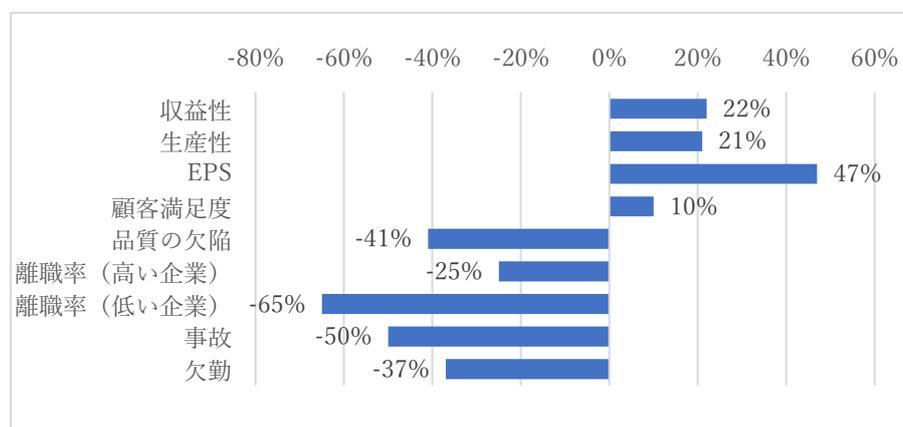
るものだとされている。従業員満足度は、個人の内面のやる気の状態に注目するものである。Gallup、Willis towers Watson等の調査会社は、長年従業員満足度調査を実施していたが、従業員の満足度が企業業績の向上につながっているという科学的な検証結果は得られなかった。その事実を顧みて、従業員満足度

5 に換えて従業員エンゲージメントを指標として調査したところ、各調査機関により企業業績向上との直接的な相関が相次いで見出された。組織に及ぼす影響を調査した初の本格的な研究をしたHarter¹¹⁸達は、従業員エンゲージメント指数が上位 25% の事業所は、下位 25% の事業所よりも利益率が1-4%高いと発表した。同様に、生産性についても上位の事業所は下位の事業所に比して毎月の収入・売上が平均して 80,000-120,000 ドル高かったのである。また、多様な産業

10 にまたがる93社のうち、従業員エンゲージメント指数が上位 25% の企業は ROA および収益性が共に +7% であったのに対して下位 25% の企業は各々 -5% と -4% であった。同様に63社のうち上位 25% の株主価値は下位 25% の2倍以上との調査結果が報告されている¹¹⁹。さらに図表9のようにGallup社の調査では、従業員

15 従業員エンゲージメントの向上が EPS を平均 47% 上昇させた。

図表9 エンゲージメントと企業業績の関係（Gallup社調査）



出所：新井佳英・松林博文（2018）「組織の未来はエンゲージメントで決まる」55頁より筆者作成。

また、従業員エンゲージメント指数が高い状態を作ることで、「従業員が組

¹¹⁸ Hater（2002）を参照されたい。

¹¹⁹ 橋場俊展（2013）263頁を参照されたい。

織や個人の目標を達成するうえで欠かせない創造力や問題解決力などを発揮しやすくなる」、「洞察力や記憶力が高まることで学習を促進し、成長スピードがはやくなる」、「より難易度が高い目標や新たな分野へ挑戦しやすくなる」といった3つの効果が創出されるとも考えられている¹²⁰。

- 5 以上の調査結果より、市場からの評価も高い世界の成長企業もエンゲージメントを導入している。Appleでは、従業員エンゲージメントを多面的に把握する仕組みを2007年から取り入れている。顧客ロイヤルティを可視化する指標であるNPSを店舗スタッフのエンゲージメント診断に応用し、店舗ごとに従業員エンゲージメントの改善に取り組んでいる。Googleはfortune誌で公表されている「働き甲斐のある会社」ランキングにおいて一位の常連である。勤務時間の20%を自分の熱中できるプロジェクトに自由にあてられる制度、職場に設けられたプールや遊び場の開放、経営陣に何でも質問できる毎週金曜日の全社会議を実施などして、従業員エンゲージメントの評価を高く保っている¹²¹。
- 10

- このように従業員エンゲージメントに対しての注目が高まる一方で、多くの国際調査では、10年以上日本企業で働く人のエンゲージメントの低さが報告されてきた。日本企業の従業員エンゲージメント指数は世界的に低くGallup社の調査によると、熱意のある社員の割合はアメリカでは31%であるのに対して、日本では6%であり、調査した169カ国中132位という結果となった¹²²。高度経済成長期において日本は終身雇用・年功序列・企業内組合といった日本的経営が機能しており、エンゲージメントが非常に高かったと考えられている¹²³。しかし、バブル崩壊後、長期不況に突入した1990年代から徐々にこのシステムは崩れ始め、人件費削減のために大規模なリストラが行われ、これと並行する形で雇用の非正規化が進んだ。また、成果主義やコンピテンシー経営など欧米の手法の導入に失敗したことも相俟って、日本企業は従業員からの信頼を失った¹²⁴。このような雇用保障の崩壊や人員削減は、企業で継続的に働く従業員に大
- 15
- 20
- 25

¹²⁰ KPMG（2019b）2頁を参照されたい。

¹²¹ 新井佳英・松林博文（2018）48頁を参照されたい。

¹²² Gallup（2017）133,183頁を参照されたい。

¹²³ 日本経済新聞（2017年5月26日）「「熱意のある社員」6%のみ 日本132位 米調査」を参照されたい。

¹²⁴ 新井佳英・松林博文（2018）76-80頁を参照されたい。

きな心理的ダメージを及ぼし、その影響はモラル低下やロイヤリティの消滅といった形で顕在化した¹²⁵。こうした背景が、現代の日本企業における従業員エンゲージメントに影響を与えたことで、従業員エンゲージメント指数が低水準に留まっていると考えられる。また、従業員エンゲージメント指数の調査方法

5 アンケート方式による自己評価であることから、日本人の国民性から、「そう思う」と断言せず、「どちらとも言えない」と曖昧な回答をする傾向があるとの指摘もある¹²⁶が、数多くの調査結果で日本が最低レベルであることは見過ごせない。これらの現状を踏まえ、企業の成長に資する従業員によるエンゲージメント状況の改善が、日本企業の収益性や中長期的な価値向上をもたらす

10 と考えられる。

第2項 中長期的な企業成長に資する経営者報酬制度

経営者は、企業的意思決定において重要な責任を負っているため、中長期的な視点に立って、経営戦略を推し進めていくことが求められる。その中で、経営者報酬制度は、コーポレート・ガバナンスの枠組みにおける内部コントロールの有効性を確保する点において、企業価値の持続的な成長の観点からも、極めて重要な問題であるとされている¹²⁷。このことから、企業に属する従業員の

15 トップである経営者に対し、中長期的な企業価値の創造に資するインセンティブを付与することは必要不可欠であると考えられる。そこで、本項では経営者報酬における日本企業の現状について論じていく。

20

インセンティブ報酬には、約1年を対象期間とし、その間での業績達成度に応じて報酬を支給する短期インセンティブと約3年を対象とする長期インセンティブに分類できる。図表10の通り、業績連動報酬の体系は、現金報酬やストックオプション制度、譲渡制限付株式報酬制度（RS/PS）など様々である。現金報酬の付与だけでは、業績達成時に企業の中長期的な成長に資する経営への

25 インセンティブが働かなくなる懸念がある。一方経営者に対し株式報酬を付与

¹²⁵ 橋場俊展（2013）270-275頁を参照されたい。

¹²⁶ あしたのチーム総研（2019）8頁を参照されたい。

¹²⁷ 堺睦（2017）1頁を参照されたい。

することは、権利行使後も中長期成長を意識した経営が期待できる¹²⁸。

図表10 業績連動報酬の体系と定義

ストックオプション型	RS/PS	勤務期間（もしくは評価期間）の起点において 譲渡制限を付けた現物株式を交付し、 当該期間の終点において確定した数の譲渡制限を解除するプラン
	RSU/PSU	勤務期間（もしくは評価期間）の起点において 仮想的なユニット（ポイント）を付与し、 当該期間の終点において確定した数の譲渡制限を解除するプラン
	SO	付与時の株価を基礎として権利行使価格を設定したストックオプション
	DDO	権利行使価格を1円に設定した株式報酬型ストックオプション
	持株会	持株会等への定時定額の金銭捻出を通じて自社株を取得するプラン
キャッシュ型	中長期キャッシュプラン	複数年の評価期間における業績目標の達成度に応じてキャッシュを支給するプラン
	SAR	株価の上昇益相当をキャッシュで支給するプラン
	ファントムプラン	各種の株式報酬を有していた場合と同等の価値をキャッシュにより支給するプラン

出所：Willis Towers Watson（2018）「2018年中長期インセンティブ（株式報酬等）の日米欧比較」4頁より筆者作成。

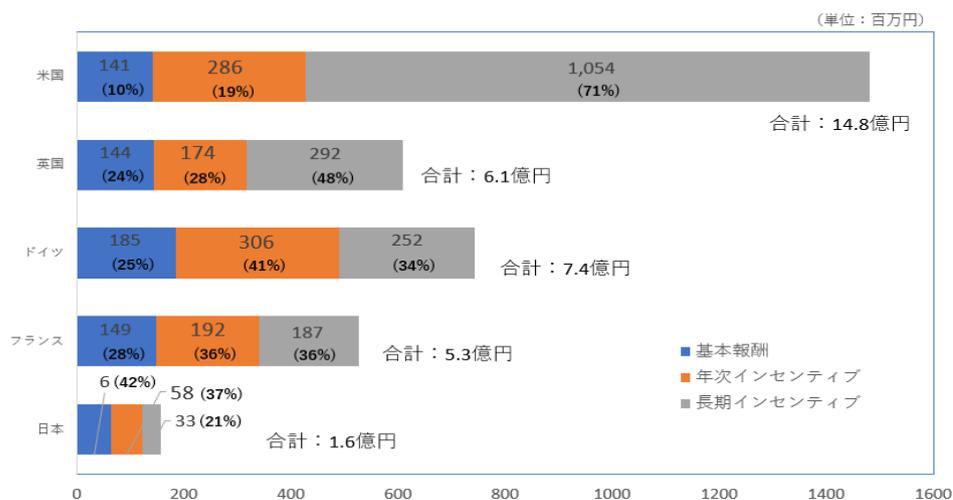
日本政府は、日本企業のROE等の資本効率の低さは経営者のリスクテイキングの度合いの低さに起因しているとし、業績連動型報酬制度の導入を法規制と税制の面から推進している¹²⁹。かつて日本の経営者への報酬は、固定報酬が多くを占めており中長期インセンティブによる報酬体系は導入が進んでいなかったが、こうした政府の後押しもあり、近年では経営者報酬制度に改善が見られる。業績連動報酬は拡大傾向にあり、経営者報酬における変動報酬は58%と昨年から6%上昇している状況からも確認できる。図表11の通り、日本の経営者の報酬額は欧米企業に着実に近づいている¹³⁰一方で、依然として低いのが現状である。

図表11 日米欧 CEO の報酬比較

¹²⁸ 経済産業省（2019a）15頁を参照されたい。

¹²⁹ 堺睦（2017）2頁を参照されたい。

¹³⁰ Willis Towers Watson HPを参照されたい。



出所：Willis Towers Watson HP 「ウイリス・タワーズワトソン、『日米欧 CEO 報酬比較』2019年調査結果を発表」より筆者作成。

- また東証上場企業のうち、経営陣に対しインセンティブ報酬を導入している
- 5 企業は 68.6%、その内ストックオプションでは 33.6%¹³¹となっている。こうした長期インセンティブの業績連動型報酬制度や株式報酬制度などは、経営者に対して企業の中長期的な企業価値向上を促す点で重要な役割を果たすと考えられる。しかし、ストックオプション等の業績連動型報酬制度の導入が進む現在では、それが経営者の過度なリスクテイキングを促すものであってはならない。
- 10 ところで、日本の経営者報酬の決定は取締役会に一任される場合が多く、報酬総額は株主総会の決議を得るものの、その配分は代表取締役が決定しているため、報酬決定要素はブラックボックス化されており不透明なものとなっている。こうした現状からCGコードの中で、指名委員会等設置会社の形態でない企業も任意の報酬委員会を設置し、報酬決定プロセスの透明化を図ることが求め
- 15 られている¹³²。現在東証1部・2部上場企業のうち約4割の企業が報酬委員会を設置しており¹³³、その割合は年々増加している¹³⁴。多くの企業が報酬についての独立性、客観性と説明責任の強化、報酬決定プロセスの安定性を高めるこ

¹³¹ 東京証券取引所（2019a）76頁を参照されたい。

¹³² KPMG（2019a）3頁を参照されたい。

¹³³ 経済産業省（2018）3頁を参照されたい。

¹³⁴ 日本経済新聞（2018年12月1日）「報酬委員会とは トップ「お手盛り」の報酬を抑止」を参照されたい。

とを目的としている¹³⁵。一方で、半数以上の企業が任意の報酬委員会の年間開催数は1～2回としており、依然として形式的な議論にとどまっていることが示唆される¹³⁶。このことを受け、2018年には金融庁が役員報酬の根拠を開示するように義務付けた。これにより役員報酬の総額や報酬が1億円以上の役員の氏名と金額だけではなく、報酬のうち固定分と業績連動分の区分や業績連動報酬の決め方や参考にする経営指標、社長など役職ごとの支払い方針が開示されるようになり、役員報酬の透明性の向上が期待される¹³⁷。

第3項 建設的な関係の基礎となる企業情報の開示

10 市場全体において、最適な資源配分を通じて持続可能な価値の創造が実現されるためには、投資家が企業の開示情報を基に長期的視点から企業価値を評価し、投資家行動につなげることができることが前提条件となる。さらに、投資家と企業対話を通じて相互理解を深めることも求められるが、対話の基礎となる情報を提供するという意味でも、企業による情報開示は重要な役割を担う¹³⁸。

15 そのため、本項では企業の情報開示の現状について論じていく。

企業情報には財務情報と非財務情報の2つがある。上場企業の財務情報については、投資家の判断材料となる情報を公平に提供するために、会社法や金融証券取引法、証券取引所の規則などで開示のルールが定められている。企業の主な開示情報には有価証券報告書、決算短信、招集通知、コーポレート・ガバナンス報告書、内部統制報告書がある。しかし、売上高やROE等の財務指数だけで中長期的な企業価値を判断することは難しく、非財務情報も考慮することが必要不可欠である。

英国では、2013年8月、英国2006年会社法（The Companies Act 2006）が改正され、アニュアルレポートの一部として、戦略報告書の作成と公開が義務化された。これはビジネスモデルの開示を義務化する最初の法規制となる。2014年6月には投資促進に向けたコーポレート・ガバナンスや企業開示の改善に向け

¹³⁵ 経済産業省（2018）5頁を参照されたい。

¹³⁶ デロイトトーマツコンサルティング合同会社（2018）5頁を参照されたい。

¹³⁷ 日本経済新聞（2018年12月5日）「役員報酬、「決め方」の開示義務付け 金融庁方針」を参照されたい。

¹³⁸ 日本公認会計士協会（2017）1頁を参照されたい。

た取り組みを行う独立機関である英国財務報告評議会（FRC）により企業向けの戦略報告書ガイダンスが公表された。情報開示に当たって、企業自身が自社におけるビジネスモデルの開示状況を把握するため、「投資家にとって有益な情報の包括的開示の有無」など、主要なチェック事項を示している¹³⁹。米国では1977年に Regulation S-K において年次報告書（Form 10-K）における非財務情報の開示事項や方法が規定され、2010年には気候変動関連開示に係るガイダンスが公表された。同年、2008年以降の金融危機を受けて、金融システムにおけるアカウンタビリティと透明性を向上させることでアメリカの金融の安定性を促進することを目的にドッド・フランク法が制定された。2018年にはアメリカにおける重要なサステナビリティ事項に関する企業の情報開示が不十分であるという状況に対応するために、2012年に設立された非営利組織である米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）によって、米国サステナビリティ会計基準（SASB基準）が策定された¹⁴⁰。また、2016年にはサステナビリティに関する国際基準の策定を使命とする非営利団体である GRI（Global Reporting Initiative）によって、組織が経済、環境、社会に与えるインパクトを一般に報告する際の、グローバルレベルにおけるベストプラクティスを提示するための規準である GRI スタンドアードが発表された。

日本においても非財務情報の開示の重要性が高まりつつある。CGコードの中でも、非財務情報について触れられている¹⁴¹。これを機に環境報告書や CSR 報告書、サステナビリティ報告書などの非財務情報に関する情報開示に取り組む企業が増加している¹⁴²。特に、企業の売上や資産など法的に開示が定められた財務情報に、企業統治や社会的責任（CSR）、知的財産などの非財務情報を加えた統合報告書に取り組む企業が増加している。統合報告書またはそれと同等の目的の機関投資家向け報告書を作成している企業は年々増加しており、2019年には 51.2% の企業が作成していると答えた¹⁴³。

このように非財務情報の発行に取り組む企業は増加していることがわかる一

¹³⁹ 経済産業省（2017a）3-4,9 頁を参照されたい。

¹⁴⁰ 金融庁（2019b）5-9 頁を参照されたい。

¹⁴¹ 東京証券取引所（2018a）2 頁を参照されたい。

¹⁴² PWC（2016）HPを参照されたい。

¹⁴³ GPIF（2019c）16 頁を参照されたい。

- 方で、形式的な開示にとどまらず、開示内容の質の向上も同時に求められる。非財務情報の開示を行っている半数以上の企業が「非財務情報を将来の企業価値と結び付けて開示・説明すること」、「本業のビジネスと非財務情報を関連付けること」を課題に感じており¹⁴⁴、投資家が求める情報に対して企業の開示状況が追い付いていない。実際に非財務情報を長期的な価値創造のストーリーと結び付けて説明している企業は 30.7% と低い水準にとどまっている。同時に、投資家の半分以上が中期経営計画の内容充実に向けて、企業が改善すべき点として、「事業環境や見通しに関する分析を踏まえた戦略の作成」、「長期的な経営ビジョン・スタンスの説明」をあげている¹⁴⁵。
- 5
- 10 以上より、非財務情報の報告書において企業の価値創造ストーリーと事業の関連性が薄いことが問題点として挙げられる。具体的な要因としては、ノウハウを取得できていないことや非財務的取り組みが事業と関連しておらず形式的なものとなっていることなどが考えられる。前者の場合は、経済産業省によって開催されている「価値協創ガイダンス」¹⁴⁶を参考に企業の自助努力が求められる。後者の場合は、非財務活動の意義を再認識し直す必要がある。また、国際的な非財務情報の開示の枠組みづくりへの参加についても、日本企業のうち参加したことがあると回答したのは 10.7% であったのに対して、欧州企業は
- 15 41.7% が参加したことがあると回答しており¹⁴⁷、日本国内では非財務情報の開示の重要性は高まっているものの、国外と比較するとその内容の精度や国際的な取り組みへの参加率は高いとは言えない。
- 20 統合報告書以外では環境報告書の発行も進んでいる。GPIFによるアンケートによると、企業の任意での非財務情報開示において約 3 割もの企業が環境報告書ガイドラインを参考にしている¹⁴⁸。「環境報告ガイドライン2018年版」は、報告事項と報告に際しての留意点のみ示され、ガイドラインの理解を助け、ガイドラインに沿った環境報告が行いやすくなるよう、「環境報告のための解説書～環境報告ガイドライン2018年版対応～」が別に示されている。後者は、具
- 25

¹⁴⁴ 一般財団法人企業活力研究所（2018）31頁を参照されたい。

¹⁴⁵ 一般社団法人生命保険協会（2017）11頁を参照されたい。

¹⁴⁶ 経済産業省（2017b）5頁を参照されたい。

¹⁴⁷ 一般財団法人企業活力研究所（2018）37頁を参照されたい。

¹⁴⁸ GPIF（2019c）13頁を参照されたい。

体的な書き方の事例の掲載もあり、自社に非財務情報を開示するノウハウがない企業や統合報告書を発行するには負担が大きな中小企業にとって非常に取り組みやすいものと考えられる。しかし、環境報告書の発行企業数は非上場企業を中心に伸び悩んでいる¹⁴⁹。

- 5 この通り、日本企業における情報開示は量的には今後も少しずつではあるが拡大することが予想される。一方で、質の向上に繋がるために、機関投資家による建設的な「対話」を重ねていくことで機関投資家と企業の価値観のギャップを減らすことが求められる状況にある。

10 第4章 企業の中長期的な価値創造へのアプローチ

ここまで、SSコードとCGコードを踏まえた上で機関投資家と企業について主に分析を行った。それを踏まえて、第1節では、両コードで求められている中長期的な企業価値を分析し、定義する。第2節では中長期的な企業価値と証券市場の健全化の結び付きを論じる。

15

第1節 中長期的な企業価値を示すエクイティ・スプレッド

- 企業価値とは、経済的価値を生み出す事業価値に加えて、事業以外の非事業資産により生み出される社会的な価値を包括した企業全体の価値¹⁵⁰を意味するものである。このことから、財務情報だけでなく非財務情報を複合的に捉えて、
20 企業の将来性や長期的な成長を見据える必要があると考えられる。

- 時価総額が会計上の純資産の何倍に値するかを示す株価純資産倍率（PBR）では、1倍未満であると解散価値を下回る価値破壊の状況と解される。反対にPBRにおける1倍の超過分は、帳簿上の価値を上回る部分であり、市場付加価値（MVA）として企業の追加的な価値創造を示すと解釈できる¹⁵¹。図表12より、
25 残余利益モデルではPBR（株価純資産倍率）はエクイティ・スプレッド（ES）の影響を受けることがわかる。ESとは、ROEから株主資本コストを差し引いたものであり、正であればMVAが生み出され、価値創造を表すPBRが1倍以上と

¹⁴⁹ 環境省（2019）を参照されたい。

¹⁵⁰ 日本公認会計士協会（2013）25頁を参照されたい。

¹⁵¹ 柳良平（2017）5頁を参照されたい。

なる傾向があり、逆も然りである。残余利益モデルでは、長期の ROE、ES を示すものであるため、短期主義ではなく中長期的な企業の価値を示す指標¹⁵²と捉えることができる。

- 5 PBR は各モデルによって異なる要素から構成されていることから Intrinsic Value モデル、IIRC-PBR モデル、残余利益モデルのそれぞれにおける PBR が 1 倍以上、つまり企業価値創造の源泉となる部分の内訳と関連性を示していく。

図表12 残余利益モデル

$$\text{株主価値} = \text{株主資本簿価 (BV)} + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{当期利益}_t - \text{CoE} \times \text{BV}_{t+1}}{(1 + \text{CoE})} \right)$$

この等式をクリーンサープラスと定常状態を前提に簡素化して、両辺を BV で除すると以下の通りになる。

$$\text{PBR} = 1 + \frac{\text{エクイティ・スプレッド}}{\text{CoE} - g}$$

BV: 株主資本簿価 CoE: 株主資本コスト g; 成長率

- 10 出所：柳良平（2016）「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの考察」4頁より筆者作成。

- 図表13の等式のように、企業の代理変数としての PBR に基づく市場付加価値を共通項とすると、残余利益モデルの現在価値の総和としての ES と IIRC-PBR モデルの 5 つの非財務資本は、理論上相互補完的であることがわかる¹⁵³。これは、非財務資本と ES の同期化モデルの理論を表しており、相互に影響を与え合うものであることを示唆している。また非財務資本は、経理計上できない付加価値であり市場付加価値と関連を持つとされているが、図表13から ES が代替指数として表すことができることを示している。ES は株主資本コストを控除した後の ROE であるため、市場付加価値は将来の ROE の関数となる¹⁵⁴。これらのことから、非財務資本と ES の同期化モデルは、理論上成り立ち、ES が長期的な企業価
- 15
- 20

¹⁵² 柳良平（2016）5頁を参照されたい。

¹⁵³ 柳良平（2017）6頁を参照されたい。

¹⁵⁴ 柳良平（2017）12頁を参照されたい。

値を示していることがわかる。

図表13 非財務資本とESの同期化モデルから見いだせる市場付加価値

<p>【 Intrinsic Value モデル】 市場付加価値 = PBR1 倍越の部分 = 非財務資本関連 = 「組織の価値」 + 「人の価値」 + 「顧客の価値」 + 「 ESG/CSR の価値」 (資本コスト低減効果)</p> <p>【 IIRC-PBR モデル】 株主価値 = 長期的な時価総額 = 株主資本簿価 + 市場付加価値 株主資本簿価 = PBR1 倍以内の部分 = 「財務資本」 市場付加価値 = PBR1 倍越の部分 = 非財務資本関連 = 「知的資本」 + 「人的資本」 + 「製造資本」 + 「社会・関係資本」 + 「自然資本」 ※遅延して将来の「財務資本」に転換されるもの = 自己創設のれん</p> <p>【 残余利益モデル】 市場付加価値 = PBR1 倍越の部分 = エクイティ・スプレッド (ROE - 株主資本コスト) の金額 (残余利益) 流列の現在価値の総和</p>

出所：柳良平（2017）「人的資本・知的資本と企業価値（PBR）の関係性の考察」5頁より筆者作成。

5

ここからは企業の非財務資本に対する投資と、企業価値創造の源泉であるESの構成要因に与える影響を実証分析に基づき述べていき、非財務資本とESの同期化モデルの妥当性について確認していく。ここでは、企業による知的資本、人的資本に対する研究開発投資の増加と将来のROE、株価との関係の分析を用いることとする。なお、TOPIX構成銘柄のうち製造業かつ3月決算企業を分析データとして用いる。対象とした企業群における研究開発費÷売上高の変化率は基準年度とその3年前を比較対象とし、基準年度とその2年後のROEとの差について12年間分の相関関係を分析した。2002年度から2013年度を基準年度とし、各年でROEと研究開発費÷売上高の変化率における相関関係を調査した結果、正の相関が確認でき、研究開発費が遅延してROE向上に影響を与える傾向が確認できた¹⁵⁵。また、基準年度とその5年前の研究開発費÷売上高の変化率の高い企業群から順に10分位し、変化率の低い企業群である第1分位と変化率の高い企業群である第10分位を構成する企業群の10年先のリターンを分析したところ、変化率が大きい企業群が変化率の低い企業群より平均で16.9%リター

10

15

¹⁵⁵ 柳良平（2016）9頁を参照されたい。

ンが高いという結果となった¹⁵⁶。

人的資本の代理変数としての従業員エンゲージメント指数と企業業績との間にも相関関係が見られることは、第3章第2節第1項の通りで明らかである。これらのことから、人的資本や知的資本等の非財務資本は即時性こそ持たないが、中長期的な視点に立つと企業の財務指数の向上に寄与し、ESの拡大をもたらしていると考えられる。また、非財務資本の中で、企業のサステナビリティやESGに対する取り組みにおいては、資本コストを低下させる傾向が見受けられる。El Ghoul et al. が2011年に米国企業を対象に検証を行った論文では、MSCIスコアが高い企業ほど資本コストが低いことを指摘している¹⁵⁷。以上のことからESは非財務資本と同期が可能なものであり、中長期的な企業価値を示すものであると考えられる。

第2節 健全な証券市場に向けて

前節では中長期的な企業価値について定義したが、本節では中長期的な企業価値を持続的に向上させていくことが、証券市場の健全化につながる経路を論じていく。本稿では、証券市場が健全であるということは「本質的な企業価値によって株価が形成され、それに基づき情報の非対称性が無く効率的な証券市場が形成されること」と定義する。ここで言う本質的な企業価値とは、ROEなどの財務指標だけでなく、ES等の非財務指標を含む中長期的な企業価値を指す。株価値の形成要因には、企業業績・経済的要因・政治的要因・市場の内部的要因¹⁵⁸がある。実際は、様々な要因によって株価が形成されるため、証券市場が完全に健全になることは現実において不可能である。情報の非対称性においても、企業と投資家の保有する情報に完全な量や質の差がなくなることも不可能であるため同様のことがいえる。

しかし、限りなく理想に近付ける必要もある。証券市場の健全化については、市場の区分や取引所の監視能力など考慮すべき点は様々存在するが、本稿では特に機関投資家と企業の行動に着目する。機関投資家は企業をモニタリングで

¹⁵⁶ 柳良平（2016）10頁を参照されたい。

¹⁵⁷ 湯山智教（2019）18頁を参照されたい。

¹⁵⁸ 植田英三郎（2007）1頁を参照されたい。

きる立場にある。企業が開示する情報を理解し、中長期的な企業価値の向上に資する建設的な対話を行うことや議決権を行使することでモノ言う株主であることが求められる。つまり、SSコードを準拠し企業の中長期的な企業価値の向上に資する行動をとるべきである。一方、企業は投資家などの様々なステークホルダーに対して、自らの財務情報・非財務情報の開示の透明性を高め、説明責任を果たすことが求められる。また、開示するだけでなく、機関投資家との対話を参考にしながら、CGコードに準拠した経営が求められる。このように、SSコードとCGコードが車の両輪として機能し、中長期的な企業価値、つまり本稿で定義したESの創造に企業と機関投資家の双方から働きかけることが、証券市場の健全化に貢献できると考えられる。次章では、証券市場の健全化、また中長期的な企業価値向上のための方策を現実と理想のギャップを把握した上で論じていく。

第5章 証券市場の健全化に向けての方策

第2章では、機関投資家によるスチュワードシップ活動を分析し、機関投資家と企業が協創して中長期的な企業価値の向上を志向することが求められると考えた。第3章では、近年日本企業に求められているコーポレート・ガバナンス改革において、企業価値を創造する人的資本の重要性が高まっている現状から、特に従業員エンゲージメントと経営者報酬制度について論じた。

よって本章では、第2章、第3章の考察を踏まえてSSコードとCGコードを形式から実質へ深化させ、証券市場の健全化を図るための企業と機関投資家の双方のあるべき姿について論じていく。

第1節 従業員エンゲージメント向上に資する経営者報酬制度

第3章第2節第1項でも論じた通り、日本企業の従業員エンゲージメント指数は世界的に低い。従業員エンゲージメント指数と企業業績には相関がみられることから、組織の変革は企業が取り組むべき課題である。

現在、従業員エンゲージメントを計測する様々なクラウドサービスが存在し、評価方法も多様である。サービスの1つであるWEVOXでは、スマートフォンのアプリやパソコンを利用した3分程度で行うことができるアンケートによって、

回答結果は数値化され、レーダーチャートで確認できる。導入企業によってアンケート頻度は異なるが、隔週の企業もあれば毎月実施している企業もある。

これにより、従来の従業員エンゲージメントの調査が、年に2回から2年に1回¹⁵⁹程度であることと比較すると、より細かいイベント毎に従業員の状況を把握できると考えられる。また、DIOを活用し部署間や企業間での事例共有を行うことで、アンケートにより見つかる課題を改善事例も併せて提案することが可能である。しかし、すべての事例や企業特性に合わせた改善策の提案を行うことが可能であるかは明確ではないため、企業の自助努力による従業員エンゲージメントの向上が欠かせない。以上のことから経営者報酬制度のLTI指標
10 におけるKPIへの従業員エンゲージメント指数の組入を提言したい。

経営者報酬とは、経営者が経営ビジョンを未来社会に向けてストーリー性を持って語り、社会からの信頼を得て、リスクテイクした攻めの経営を行うための重要なコミュニケーションツールである¹⁶⁰。しかし、第3章第2節第2項でも述べた通り、経営陣に対して中長期インセンティブ報酬を導入している企業
15 は増加している一方で、図表14の通りその多くが収益性指数や資本効率性等の財務指標をKPIとしていることが窺える¹⁶¹。

図表14 経営陣幹部の業績連動報酬決定のためのKPI



20 出所：経済産業省（2019）「「攻めの経営」を促す役員報酬～企業の持続的成

¹⁵⁹ 経済産業省（2019b）14頁を参照されたい。

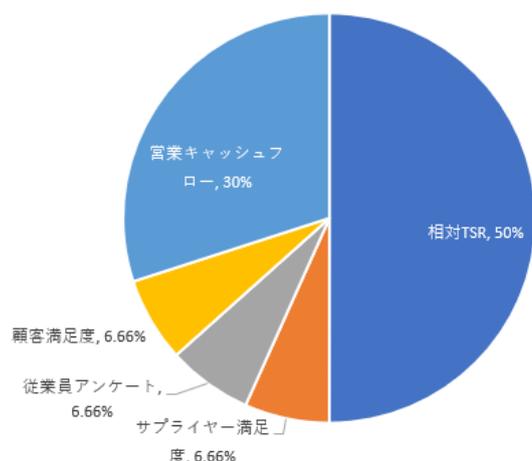
¹⁶⁰ KPMG（2019c）2頁を参照されたい。

¹⁶¹ 経済産業省組織課（2019）7頁を参照されたい。

長のためのインセンティブプランの導入の手引き」 7 頁より筆者作成。

図表15から、英国企業では LTI の KPI として、顧客満足度やサプライヤー満足度、従業員アンケート等の非財務的指標を導入しているケースが存在していることがわかる¹⁶²。このように、企業の経営を主導する経営者に対しては、足元の業績に注視するのではなく、コーポレート・ガバナンスを改革する上でも企業の中長期的な成長へのインセンティブを発揮させることは、必要不可欠である。企業価値の源泉の80-90%は、非財務資本に影響されている¹⁶³ことから、特に非財務資本を生み出す従業員のエンゲージメント状況は無視することのできないものである。

図表15 英国の LTI における KPI の事例



出所：KPMG（2019c）「攻めの経営者報酬ガバナンスの行方～欧米の報酬プラクティスを踏まえた日本企業への示唆～」 4 頁より筆者作成。

経営者における報酬制度の KPI に従業員エンゲージメントを組み入れることで、企業による自発的な活動を促すものになると考えられる。実際に、日本の上場企業では経営者が自社株を多く保有する企業ほど、人的投資や設備投資、

¹⁶² KPMG（2019c） 4 頁を参照されたい。

¹⁶³ 同上 5 頁を参照されたい。

R&D 投資などが増加する傾向がみられる¹⁶⁴。このことから、ストックオプション等の株式報酬の KPI に従業員エンゲージメント指数を導入することで、世界的に低水準である従業員エンゲージメントの改善が期待でき、企業の中長期的な成長へと貢献できるものになると考えられる。

- 5 また第 4 章第 1 節で示した通り非財務資本への投資は企業の中長期的な企業価値を示すESへ織り込まれることから、企業のトップである経営者が主導となって、取り組むことが求められる。

第 2 節 集团的エンゲージメント促進に向けたホワイト・リストの作成

- 10 現在、資産運用業界に対しバリュー・フォー・マネーへの圧力が強まり、運用報酬の引き下げが進んでいる。そのため、資産運用残高におけるコスト比率の低下のための資産運用業務の効率化と商品価格の引き下げが求められており、アクティブ運用では運用収益に連動した報酬モデルへの移行が見受けられる。パッシブ運用では、報酬率の低い商品開発の競争激化によりスマートベータ等のオルタナティブな投資戦略へと移行が始まっている¹⁶⁵。

- 15 一方で、かんぽ生命が顧客に対し、約 2 万 2 千件に渡り新旧契約の保険料を二重徴収し、不当な利益を得ていたことが明らかになった¹⁶⁶。郵便局員への過剰なノルマ制度が不正へとつながったと考えられ、制度の見直しを検討している¹⁶⁷。受託者責任の伴った経営が求められる現代では、SSコードに準拠し、インベストメントチェーン全体の価値を向上させることは機関投資家の経営体制においても重要事項である。

- 20 また、世界規模でパッシブ化が加速する現在では、パッシブ運用の前提条件である効率的な市場が損なわれかねない。そのため、各機関投資家は企業情報を把握し、建設的な対話や議決権行使の実施を数と質の両面で充実させる必要
25 がある。SSコードの施行により、機関投資家はエンゲージメント活動を通して

¹⁶⁴ KPMG (2019c) 4 頁を参照されたい。

¹⁶⁵ PwC (2019) 3 頁を参照されたい。

¹⁶⁶ 日本経済新聞 (2019 年 7 月 9 日) 「かんぽ生命、2 万 2 千件で保険料の二重払い」を参照されたい。

¹⁶⁷ 日本経済新聞 (2019 年 7 月 10 日) 「かんぽ生命、ノルマ偏重を見直しへ 植平社長が謝罪」を参照されたい。

如何に企業の中長期的な価値創造に貢献するかが問われる。しかし、前述のとおりパッシブ運用が拡大している現状から、エンゲージメントに割く時間や人員、費用の面で不足していることが明らかであり、単独の機関投資家のみでエンゲージメント活動を行うには限界があると考えられる。そのため、エンゲージメント活動においては、集团的エンゲージメントを活用することが求められる。

英国では、2013年にESMAが集团的エンゲージメントにおける共同行動の定義を明確にするパブリック・ステートメントを公表し、その中で共同行動に該当しないホワイト・リストが示された。例としては、取締役の指名については共同行動に該当することが明確になったが、報酬、会社資産の譲受・処分、資本政策等の問題は株主提案、臨時総会の招集、議決権の共同行使を行った場合も共同行動とはみなされないとしていることがあげられる¹⁶⁸。

これらのことを考慮し、日本においても同様に、集团的エンゲージメントにおけるホワイト・リストの作成することを提言したい。改訂版SSコードにおいて、集团的エンゲージメントの有用性が示唆されたことで、現在日本では様々な取り組みが始まっている。5社が参加する協働対話フォーラムの設立や生命保険協会によるワーキンググループの設立が行われている。エンゲージメントのプロセスとしては、機関投資家がアジェンダの設定と共通見解をまとめ、それらを企業へ送付している。これは、事業活動の重大な変更を要求することや、投資先企業の経営の細部に介入することを意図するものではない。企業が抱える課題に関して、機関投資家と企業との認識の共有を図ることを通じて、企業の主体的な経営方針に基づく経営を支援するためのものである¹⁶⁹。しかし、日本では重要提案行為やインサイダー情報の取扱い等の法制度により、集团的エンゲージメントが深度ある対話となることを困難にさせている要因だと考えられる。そのため、ホワイト・リストの作成により共同行動に該当するか否かが明確になり、企業に対してより深い集团的エンゲージメントを可能なものにすると考えられる。

¹⁶⁸ 藤川信夫（2014）88頁を参照されたい。

¹⁶⁹ 協働対話フォーラムHPを参照されたい。

第3節 エンゲージメントの質向上に向けたプラットフォームの創設

前節で述べた通り、パッシブ化が進む中では機関投資家による単独でのエンゲージメント活動には様々なコスト面から限界が生じていると考えられる。また、海外機関投資家と比較し、日本の機関投資家によるエンゲージメントの質が低いことが指摘されている¹⁷⁰ことから、国内機関投資家全体の問題として認識し改善に向けた行動をとるべきである。

よって本節では、機関投資家によるエンゲージメント活動内容の情報を集積することで、エンゲージメントの質の向上を図ることを目的としたプラットフォームの創設を提言したい。

10 当プラットフォームの創設目的は、エンゲージメント内容の情報開示を進めることによる情報の流動化と当該情報の共有による機関投資家間のエンゲージメント活動の競争を促すことである。当プラットフォームでは、各機関投資家が行ったエンゲージメントの報告レポートを集積し、全機関投資家、市場関係者等によるアクセスが可能となるものを想定する。このように、エンゲージメント情報の流動化を図ることで、機関投資家間で企業の問題点の共有が行われ、競争して共通課題の解決に取り組むことが可能になると考えられる。

また日本における機関投資家は、スチュワードシップ活動報告書の発行は進んでいるものの、エンゲージメントレポートを発行しているケースは少ないことが窺える¹⁷¹。一方、欧州の機関投資家では、エンゲージメントレポートの内容が充実しており、エンゲージメント内容に基づき、ES項目に限られるが、企業に対して改善すべき点や機関投資家が重視する点を開示している¹⁷²。フランスの機関投資家であるアムンディはEngagement Report 2016で、サプライチェーンや人権問題など様々なテーマに対するベストプラクティスの開示を行っている¹⁷³。これらベストプラクティスは、アムンディが複数の同業他社やNPOなど多様な情報源に取材を行い、独自に考案したと考えられる。当プラットフォームを通じて、エンゲージメントレポート等のデータを蓄積し共有することで、

¹⁷⁰ 北川哲雄（2018）9頁を参照されたい。

¹⁷¹ 北川哲雄（2018）5頁を参照されたい。

¹⁷² 光定洋介（2018）15頁を参照されたい。

¹⁷³ 同上16頁を参照されたい。

各機関投資家は企業に対して様々な視点から課題解決に向けてアプローチをかけることが期待できる。そうすることで、課題ごとにエンゲージメント方法や最善策の発見、考案が効率的かつ高度なものになると考えられる。

5 伊藤レポートにおいても、持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すために、産業界と投資家、市場関係者や関係機関等からなるプラットフォームの創設が求められている¹⁷⁴。現在では、ESG 対話フォーラムが設立され、エンゲージメント環境の整備は行われているが、エンゲージメントはクローズドな環境で行われており¹⁷⁵、エンゲージメント内容の質の向上のためには、機関投資家による情報開示が求められる。また、前節で述べたホワイト・リストの作成と当プラットフォームの創設により、エンゲージメント活動の効率化が図られる。これによりエンゲージメントの対象企業が拡大し、パッシブ運用による株主の空洞化も解決できるものとなるだろう。当プラットフォームを介して情報の共有を行うことで競争が生まれ、日本の機関投資家は深度ある対話の促進やベストプラクティスの考案が促進されると考える。

15

第4節 中長期的な企業価値向上に資する ESG スコア連動型報酬制度

SSコードとCGコードの施行により中長期的な価値創造を求める動きが高まっている中で、持続可能な経済を形成する必要がある。そのため企業の ESG のへの配慮は欠かすことはできず、長期視点に立った企業経営と投資行動の双方が求められる。日本においては2015年に、GPIFがPRIへ署名したことで企業の ESG に対する取り組みは進んできている。しかし、図表16より国際比較をみると、日本企業の ESG スコアは相対的に高いものの、改善率が低いことが見受けられ¹⁷⁶、今後の ESG への取り組み次第では、世界各国に後れを取ることが予想される。このことから企業の ESG への取り組みを活性化し、中長期的な企業の価値創造、ひいては証券市場の健全化を図ることを目的として、ESG スコア連動型報酬制度の導入を提言したい。

25

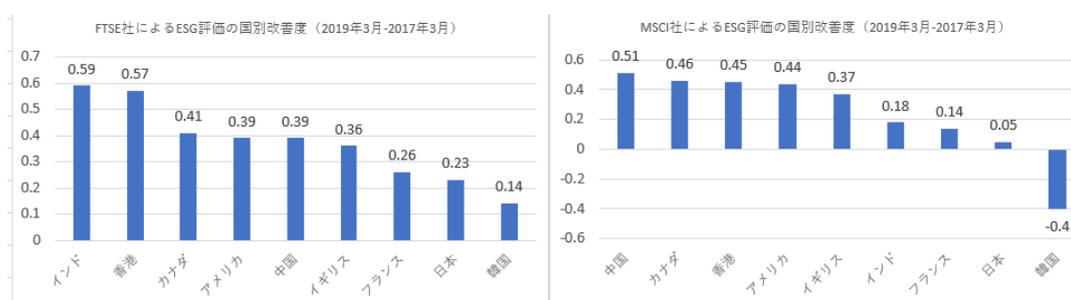
¹⁷⁴ 経済産業省（2014）96頁を参照されたい。

¹⁷⁵ 光定洋介（2018）14頁を参照されたい。

¹⁷⁶ GPIF（2019b）36頁を参照されたい。

図表16 ESGスコアとスコア改善率の諸外国比較

FTSE社				MSCI社			
2017年3月	2018年3月	2019年3月	(直近値)	2017年3月	2018年3月	2019年3月	(直近値)
フランス	フランス	フランス	3.64	フランス	フランス	フランス	7.19
イギリス	イギリス	イギリス	3.63	イギリス	イギリス	イギリス	6.93
カナダ	カナダ	カナダ	3.15	カナダ	カナダ	カナダ	5.67
アメリカ	アメリカ	アメリカ	2.87	日本	日本	日本	5.19
インド	インド	インド	2.83	アメリカ	アメリカ	アメリカ	4.95
日本	日本	香港	2.49	韓国	インド	香港	3.99
香港	香港	日本	2.18	インド	香港	インド	3.96
韓国	韓国	韓国	1.85	香港	韓国	韓国	3.42
中国	中国	中国	1.54	中国	中国	中国	2.69



出所：GPIF（2019b）「2018年度 ESG 活動報告」36頁より筆者作成。

- 5 ESGスコア連動報酬制度では、ポートフォリオ構成銘柄のスコア上昇率に基づいた変動報酬をアセットマネージャーに支給するものとする。前述の通り ESGスコアが高い水準にある場合、長期的に株式投資リターンの拡大が期待できるため、ESGスコアの改善や高水準の維持を目的とした ESGスコア連動報酬制度は、企業の ESG改善に向け積極的に関わるインセンティブとなるだろう。
- 10 特に ESGスコアが改善された企業は、高水準を維持している企業と比較し株式リターンが高いことから、機関投資家としても企業の ESGスコアを改善させる行動をとることは、大いに意義のあるものである。

また、機関投資家が ESG指数に基づく運用を行うことで、企業は ESGに対する活動を促進させると考えられる。実際に GPIF の ESG 指数運用の開始に伴い、

15 企業の ESG に対する取り組みは活性化され、ESGスコアの上昇が確認されている¹⁷⁷。ESG評価機関とコンタクトを取る企業数は増加傾向にあり、中でも指数組み入れ予備軍である ESG評価が中位の企業群においては、ESG評価機関とコ

¹⁷⁷ GPIF（2019b）22頁を参照されたい。

5 ンタクトを取る件数が増加している。このことから、企業は環境指数への組み入れが自社の社会的地位の向上に繋がると認知しており、ESG 指数への採用を意識していることが窺える¹⁷⁸。このように、ESG スコア連動型報酬制度を組み入れたインデックスの創設によって、機関投資家と企業の双方が ESG スコア向上という目的の一致がなされるため、ESG への取り組みが促進されるはずである。企業の ESG に対する取り組みは株主資本コストの引き下げ効果も期待できるため、本稿中に示したエクイティ・スプレッドの拡大につながり、中長期的な企業価値を創造するものとなるはずである。

10 現在、実績連動型報酬制度の導入例は存在するが、ESG 等の非財務情報に対する連動型報酬制度は存在しない。しかし、企業の中長期的な成長を促すうえでは足元の業績のみならず、将来の企業価値創造の源泉である非財務情報を考慮することは必要不可欠である。そのため、ESG スコア連動型報酬制度の活用促進を提言とする。

15 おわりに

本稿では、機関投資家の影響力が増している日本の証券市場の実態を考察することで、機関投資家と企業が協創して証券市場の健全化を目指し、中長期的な企業価値を向上させる必要性を論じた。第 1 章では、国内株式保有構造の変遷を確認した上で、機関化に伴う証券市場での短期主義が問題視されてきた経緯から、機関投資家はSSコードに準拠する必要性があることを述べた。それらを踏まえ、各機関投資家の投資行動を分析し、市場に与える影響を考察した。第 2 章では、機関投資家によるスチュワードシップ活動を分析し、企業の持続的な成長を促すには ESG に留意することが必要であることを述べた。また、世界的にパッシブ運用が拡大する現代では、従来の単独の機関投資家によるエンゲージメント活動の限界に言及し、共同で取り組むモデルの重要性を述べた。第 3 章では、日本企業の低収益性を改善するためには、コーポレート・ガバナンス改革が必要性であり、特に従業員エンゲージメント、経営者報酬制度、企業による情報開示に焦点を絞り現状を分析し、問題を提起した。前述した問題

¹⁷⁸ GPIF (2019b) 22 頁を参照されたい。

点を踏まえ第4章では、中長期的な企業価値を特に非財務資本を重要視したESと定め、証券市場が健全であることを「本質的な企業価値によって株価が形成され、それに基づき情報の非対称性が無く効率的な証券市場が形成されること」と定義した。

- 5 以上のことを踏まえ、第5章では証券市場の健全化に向けた方策を提言した。第1節では、日本の従業員エンゲージメント指数が低いことを顧みて、企業のトップである経営者が主導となってコーポレート・ガバナンス改革を行う必要があると考え、従業員エンゲージメント指数をLTIのKPIへ組み込むことを提言した。第2節では、集团的エンゲージメントの深化に向けホワイト・リスト
- 10 トの作成を提言し、日本の法制面における課題の解決を図った。続く第3章では、エンゲージメントの質向上を目指し、機関投資家がエンゲージメント情報を集積し、共有するプラットフォームの創設を提言した。第2節と第3節の提言が同時に実現することで、機関投資家間での情報共有が進み、エンゲージメント活動の効率化が達成でき、現在進行するパッシブ運用化によるエンゲージ
- 15 メント活動の量と質の両面の解決を図った。第4節では、機関投資家と企業の双方がESG活動の一層の促進を図ることを目的とし、アセットマネージャーへのESGスコア連動型報酬制度の導入を提言した。

- 企業と機関投資家には、長期にわたる経済発展に貢献する必要性が求められるため、短期的な収益に注視するのではなく、持続的な成長へ貢献することは
- 20 必要不可欠である。以上をもって、本稿で明示した提言が中長期的な企業価値の向上に寄与し、国内証券市場の健全化へとつながることを期待して本稿の結びとする。

25

30

〈参考文献〉

【書籍】

- ・新井佳英・松林博文（2018）「組織の未来はエンゲージメントで決まる」栄治出版
- 5 ・大村敬一・俊野雅司（2014）「証券論」有斐閣ブックス
- ・北川哲雄（2019）「バックキャスト思考とSDGs/ESG投資」同文館出版
- ・神作祐之・小野傑・今泉宣親（2017）「資産運用の高度化に向けて インベ
ストメントチェーンを通じた経済成長」金融財政事情研究所
- ・柳良平・広木隆・井出真吾（2019）「ROEを超える企業価値創造」日本経済
10 新聞出版社

【新聞】

- ・日本経済新聞

15 【インターネット】

- ・一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムHP「協働対話フォーラム」
<https://www.iiccf.jp/>
- ・金融庁HP「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（令和元年9月30日時点）」
20 <https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html>
- ・生命保険協会HP（a）「生命保険事業概況（平成30年度決算）」
<https://www.seiho.or.jp/data/statistics/summary/xls/toukei2018.4-3.xls>
- ・生命保険協会HP（b）「生命保険事業概況（平成30年度 保険種類別契約
高）」
25 <https://www.seiho.or.jp/data/statistics/summary/xls/annual/bqkt2019.3.xls>
- ・日経 ESG 経営フォーラムHP「日本企業の ESG 評価が上向き」
<https://project.nikkeibp.co.jp/ESG/atcl/news/090400020/>
- ・日本生命HP（a）「日本生命の資産運用について」
https://www.nissay.co.jp/kaisha/otsutaeshitai/shisan_unyou/houshin/
- 30 ・日本生命HP（b）「豊富な商品ラインナップ」

<https://www.nam.co.jp/institutional/lineup.html>

・野村ホールディングスHP「アセットマネージャーの大型化とグローバル資産運用業界の潮流」

https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/w_201903_03.html

5 ・三井住友信託銀行HP「プロダクトラインアップ パッシブ運用」

<https://www.smtb.jp/business/instrument/operation/lineup/passive.html>

・三井住友DSアセットマネジメントHP「日本企業の低ROEが継続してきた3つの理由」

<https://www.daiwasbi.co.jp/market/column/22/backnumber/detail/1922/>

10 ・Bloomberg HP「オリンパス、「物言う株主」バリューアクトから取締役受け入れへ（2019年1月11日）」

<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2019-01-11/PL5HPI6KLVR501>

・Quick Money World HP「10月の主役、欧州マネーは日本でも大株主 データでみる「株式会社ニッポン」の大株主②」

15 <https://www.quick.co.jp/5/article/13033>

・Willis Towers Watson HP「ウイリス・タワーズワトソン、『日米欧CEO報酬比較』2019年調査結果を発表」

<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/News/2019/08/report-fy2018-japan-us-europe-ceo-compensation-comparison>

20 ・Willis towers Watson HP「世界の大手運用会社の運用資産が初の80兆米ドル越え」

<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/News/2017/10/Assets-of-worlds-largest-fund-managers-passes-US-80-trillion-for-the-first-time>

25 ・Willis Towers Watson HP「2018年中長期インセンティブ（株式報酬等）の日米欧比較」

<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/News/2019/08/report-fy2018-japan-us-europe-ceo-compensation-comparison>

【ディスクロージャー誌とCSRレポート】

30 ・Black Rock（2018）「スチュワードシップ・レポート」

- https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2018_investment_stewardship_annual_report.pdf
- ・ GPIF (2019a) 「事業概要書 2018」
https://www.gpif.go.jp/operation/annual2018_report_q4.pdf
- 5
- ・ GPIF (2019b) 「2018年度 ESG 活動報告」
https://www.gpif.go.jp/investment/190819_Esg_Katudohoukoku.pdf
 - ・ State street (2018) 「スチュワードシップ活動レポート」
<https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/03/stewardship-activity-report-q1-2018-jp-state-street.pdf>
- 10
- ・ Vanguard (2018) 「*Investment Stewardship Annual Report*」
<https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2018/03/stewardship-activity-report-q1-2018-jp-state-street.pdf>
- 【論文】
- 15
- ・ 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～」
https://chuo-u.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=8919&file_id=22&file_no=1
 - ・ あしたのチーム総研 (2019) 「業績を高めるエンゲージメント向上の取組み」
https://inouz.jp/times/wp-content/themes/inouztimes/pdf/ashita-team_3.pdf
- 20
- ・ 蟻川靖浩・宮島英昭 (2015) 「銀行と企業の関係：歴史と展望」『組織の科学』 Vol. 49 No. 1:19-31
https://www.jstage.jst.go.jp/article/soshikikagaku/49/1/49_19/_pdf
 - ・ 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(概要版)」
http://www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/75404718.pdf
- 25
- ・ 一般社団法人生命保険協会 (2018a) 「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成29年度版) 企業様向け」
https://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_4.pdf
 - ・ 一般社団法人生命保険協会 (2018b) 「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成29年度版) 投資家様向け」
- 30

- https://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_5.pdf
- ・植田英三郎（2007）「時系列解析による株価予測」
https://opera.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=1136&file_id=19&file_no=1
- 5
- ・加賀谷哲之（2016）「日本企業のコーポレートガバナンス改革の現状と展望」
<http://www.camri.or.jp/files/libs/197/20170324192135103.pdf>
 - ・環境省（2019）「平成30年度環境にやさしい企業行動調査結果【概要版】」
http://www.env.go.jp/policy/H30_gaiyo.pdf
 - ・北川哲雄（2018）「高まる ESG 投資と情報開示の高度化」『月刊資本市場』
10 No. 390
<http://www.camri.or.jp/files/libs/1051/201803050905103410.pdf>
 - ・北川哲雄・林順一（2014）「投資情報開示とインベストメント・チェーン～
ケイ報告書の意義」『商学研究』第54巻第2・3号
http://kiyou.lib.agu.ac.jp/pdf/kiyou_05F/05_54_2-3F/05_54_2-3_27.pdf
- 15
- ・金融庁（2013）「英国のステュワードシップ・コードについて」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf>
 - ・金融庁（2014a）「機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係」2014-3
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2014/03.pdf>
 - ・金融庁（2014b）「日本版ステュワードシップ・コードの策定を踏まえた法
20 的論点に係る考え方の整理」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>
 - ・金融庁（2017a）「資料」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170217/01.pdf>
 - ・金融庁（2017b）「「責任ある機関投資家」の諸原則 《日本版ステュワー
25 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～」
<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>
 - ・金融庁（2019a）「ステュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等につ
いて」
<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20191002/03.pdf>
- 30
- ・金融庁（2019b）「ESG要素を中心とする非財務情報に係る諸外国の開示

制度等に関する調査報告書」

<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190329/01.pdf>

・経済産業省（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）

5 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf

・経済産業省（2017a）「英国における議論」

https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/006_s01_00.pdf

10 ・経済産業省（2017b）「価値創造のための統合的開示・対話ガイダンス－ESG・非財務商法と無形資産投資－」

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/Guidance.pdf

15 ・経済産業省（2018）「指名委員会・報酬委員会に関する参考資料（企業アンケート等の結果）」

<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20180313/08.pdf>

・経済産業省（2019a）「「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～」

<https://www.meti.go.jp/press/2019/05/20190531001/20190531001-1.pdf>

20 ・経済産業省（2019b）「平成30年度 産業経済研究委託事業（企業の戦略的人事機能に強化に関する調査）」

https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jinzai_management/pdf/002_02_00.pdf

・坂和秀晃（2015）「機関投資家が市場流動性に及ぼす影響に関する実証分析」

<http://www.yu-cho-f.jp/wp-content/uploads/sakawa26.pdf>

25 ・澤田茂雄（2010）「機関投資家と投資先企業の関係」

http://www.sess.jp/meeting/report_73/12.pdf

・財務省（2015）「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」『シリーズ日本経済を考える』51

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

30 ・財務省財務総合政策研究所（2015）「株式所有構造と企業統治 ―機関投資

- 家の増加は企業パフォーマンスを改善したのかー」『フィナンシャル・レビュー』平成27年第1号（通巻第121号）
- https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r121/r121_02.pdf
- 5 ・財務省財務総合政策研究所（2017）「キーワードでみる法人企業統計『自己資本比率』」
- https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/keyword/keyword_01.pdf
- ・堺睦（2017）「日本企業の長期インセンティブの高度化ー株式報酬導入の観点からー」『桜美林経営研究』第8号
- 10 https://obirin.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=1957&file_id=22&file_no=1
- ・杉田浩治（2017）「拡充をつづける世界のETF（その現況と成長の背景、今後の展開）」
- http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1701_01.pdf
- 15 ・関雄太（2015）「世界の機関投資家の変貌と日本の課題」『月刊資本市場』No. 354
- <http://www.camri.or.jp/files/libs/423/201703271639119857.pdf>
- ・大和総研（2005）「～制度調査部情報～戦後日本の株式持合いとその解消（早分かり版）」
- 20 <https://www.dir.co.jp/report/research/lawresearch/securities/05031801securities.pdf>
- ・大和総研（2014）「米国アクティビスト動向と日本企業への示唆」
- https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20140610_008629.pdf
- ・大和総研（2016）「コンサルティングレポート『アクティビスト投資家進化論～多様化するアクティビスト手法と企業側の対応の在り方』」
- 25 https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20161026_011350.html
- ・大和総研（2018）「ISSの議決権行使助言方針改訂」
- https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/asset/20191016_021078.pdf
- ・田中亘（2019）「日本におけるアクティビズムの長期的影響」
- 30 <http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/JCMF/gototanakaranbun.pdf>

- ・ 寺山恵（2017）「米国のシェアホルダー・エンゲージメント」『月刊資本市場』 No. 379

<http://www.camri.or.jp/files/libs/795/201704061259007046.pdf>
- 5 ・ デロイトトーマツ（2018）「『役員報酬サーベイ（2018年度版）』の結果を発表」

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20181120.pdf>
- ・ 東京証券取引所（2004）「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j6d-att/governance.pdf>
- 10 ・ 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の向上のために～」

<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000000xdn5.pdf>
- 15 ・ 東京証券取引所（2018b）「コーポレートガバナンス・コードの改訂に伴う実務対応」

https://www.kabukon.tokyo/activity/data/study/study_2018_03.pdf
- ・ 東京証券取引所（2019a）「コーポレート・ガバナンス白書」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000003zc0h-att/nlsgeu000003zc32.pdf>
- 20 ・ 東京証券取引所（2019b）「GPIFのESG投資とグローバル環境株式指数への期待」

<https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/news-events/nlsgeu000003u3cc-att/20190212gpif.pdf>
- ・ 独立行政法人経済産業研究所（2011）「日本企業の人的資源管理と生産性—インタビュー及びアンケート調査を元にした実証分析—」

25 <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j035.pdf>
- ・ 内藤琢磨（2017）「コーポレートガバナンス・コードを契機としたガバナンス改革の模索」

30 <https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/chitekishisan/2017/01/cs20170102.pdf?la=ja-JP&hash=F68DFC8C41CDCF91362F9373B32FEF1A4B9CC0ED>

- ・西山賢吾（2012）「第2期持ち合い解消下での株式保有構造の変化」野村証券
https://www.nomuraholdings.com/jp/services/zaikai/journal/pdf/p_201210_02.pdf
- ・西山賢吾（2019）「2019年株主総会における主要議案議決権行使のポイント」
 5 『野村資本市場クォータリー』2019 Spring
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2019/2019spr03web.pdf>
- ・日興リサーチセンター（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」
[https://www.nikko-research.co.jp/wp-](https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20141130.pdf)
 10 [content/uploads/2016/09/download20141130.pdf](https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/09/download20141130.pdf)
- ・日興リサーチセンター（2019）「GSIA「2018 Global Sustainable Investment Review」を公表～世界の責任投資市場に関するレポート（2018年度）～」
https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2019/04/rc201904_0002.pdf
- ・ニッセイアセットマネジメント株式会社（2019）「ESGに関する情報開示に
 15 ついての調査研究」
https://www.gpif.go.jp/investment/research_2019_full.pdf
- ・日本公認会計士協会（2013）「企業価値評価ガイドライン」
https://jicpa.or.jp/specialized_field/publication/files/2-3-32-2a-20130722.pdf
- ・日本公認会計士協会（2017）「長期的視点に立った投資家行動に有用な企業
 20 報告～非税務情報に焦点を当てた検討～」『経営研究調査会研究報告』第59号
https://jicpa.or.jp/specialized_field/publication/files/2-3-59-2-20170515.pdf
- ・日本生命保険相互会社（2018）「サマリー版ステewardシップ活動報告書（2018年）」
https://www.nissay.co.jp/kaisha/otsutaeshitai/shisan_unyou/ssc/pdf/stewardship
 25 [_hokoku2019_summary.pdf](https://www.nissay.co.jp/kaisha/otsutaeshitai/shisan_unyou/ssc/pdf/stewardship_hokoku2019_summary.pdf)
- ・日本投資顧問業協会（2018）「日本版ステewardシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第5回）の結果について」
http://www.jiaa.or.jp/osirase/pdf/steward_eng30.pdf
- ・日本取引所グループ（2019）「「2018年度株式分布状況調査の調査」資料集」
 30 <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics->

- [equities/examination/nlsgeu0000043n00-att/j-bunpu2018.pdf](https://www.nlsgeu0000043n00-att/j-bunpu2018.pdf)
- ・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 No.3
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/6575.pdf>
- 5
- ・野村総合研究所（2018）「複数評価機関の指数やデータベースを活用して、ESG 関連のコンサルティングサービスを強化」
https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/news/newsrelease/cc/2018/180704_1.pdf
- ・橋場俊展（2013）「高業績を志向する管理の新潮流 —従業員エンゲージメント論の考察—」
http://www.biz.meijo-u.ac.jp/SEBM/ronso/no13_4/19_HASHIBA.pdf
- 10
- ・長谷部孝司（2009）「1980年代日本の金融自由化の論理—産業構造の転換の遅れと金融改革の遅れ—」
<https://www.tsu.ac.jp/Portals/0/research/21/083-117.pdf>
- 15
- ・藤川信夫（2014）「英国スチュワードシップ・コードの理論と実践—Approved persons と域外適用ならびに監査等委員会と非業務執行取締役、米国の忠実義務の規範化概念と英国会社法の一般的義務等の接点—」
https://cuc.repo.nii.ac.jp/?action=repository_uri&item_id=5029&file_id=18&file_no=1
- 20
- ・みずほ総合研究所（2017）「日本企業の稼ぐ力は高まったのか 企業収益の国際比較にみる日本企業の変化と課題」
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp171002.pdf>
- ・みずほ総合研究所（2018）「SDGs と ESG 投資」
[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/pension/pdf/pension_news201811.pdf)
- 25
- ・三井住友信託銀行（2017）「証券代行ニュース第71号」
<https://www.smtb.jp/business/agency/consulting/pdf/no1-071.pdf>
- ・三井住友アセットマネジメント（2018）「改めて考える日銀のETF 買い入れ政策」
<https://www.smam-jp.com/documents/www/market/ichikawa/irepo180806.pdf>
- 30

- ・三井住友トラスト・アセットマネジメント（2019）「STEWARDSHIP REPORT 2018/2019」
https://www.smth.jp/csr/report/2018/ss_all.pdf
 - ・三井住友トラスト・ホールディングス（2017）「資産運用機能の分割・統合に関する基本方針について」
<https://www.smth.jp/news/2017/170727-2.pdf>
 - ・光定洋介（2018）「投資家から見た企業の ESG の在り方—海外事例の紹介も含めて—」
[https://cs2.toray.co.jp/news/tbr/newsrrs01.nsf/0/904FDC0204865F9649258326004D0D76/\\$FILE/sen_202_01.pdf](https://cs2.toray.co.jp/news/tbr/newsrrs01.nsf/0/904FDC0204865F9649258326004D0D76/$FILE/sen_202_01.pdf)
- 5
- ・三菱 UFJ 投資信託銀行（2016）「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201601_1.pdf
 - ・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ヒアリング調査をもとに」『証券経済学会年報』第 50 号別冊
http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv50/m84_08.pdf
- 10
- ・柳良平（2016）「非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの考察」
<http://www.camri.or.jp/files/libs/144/201703241647339179.pdf>
 - ・柳良平（2017）「人的資本知的資本と企業価値（PBR）の関係性の考察」
<https://www.nam.co.jp/news/ppdf/171113.pdf>
- 15
- ・湯山智教（2019）「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」
<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/wp-content/uploads/2016/09/GraSPP-DP-J-19-001.pdf>
 - ・FTSE（2017）「FTSE Russell ESG Ratings FTSE4Good Japan Index FTSE Blossom Japan Index Information for companies」
<https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse-russell-esg-presentation-for-jp.pdf>
- 20
- ・Gallup（2017）「State of the Global Workplace」
<https://www.slideshare.net/adrianboucek/state-of-the-global-workplace-gallup-report-2017>
- 25
- ・GPIF（2018a）「資産運用会社のビジネスモデルに関する調査研究」
- 30

- https://www.gpif.go.jp/investment/research_2017_3.pdf
- ・ GPIF (2018b) 「GPIFの新しい実績連動報酬」
https://www.gpif.go.jp/investment/pdf/20180611_new_performance_based_fee_structure_jp.pdf
- 5
- ・ GPIF (2019c) 「第4回 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集計結果」
https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship_questionnaire_04.pdf
 - ・ Harter ・ Schmidt ・ Hayes (2002) 「Business-Unit-Level Relationship Between Employee Satisfaction, Employee Engagement, and Business Outcomes: A Meta-Analysis」
https://www.factorhappiness.at/downloads/quellen/S17_Harter.pdf
- 10
- ・ KPMG (2012) 「四半期報告制度」
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2013/10/quarter.html>
 - ・ KPMG (2018) 「機関投資家による集团的エンゲージメント」
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2018/03/institutional-investor-engagement-20180315.html>
- 15
- ・ KPMG (2019a) 「企業価値を向上させる役員報酬制度設計」
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/2019/jp-executive-compensation-system-20190917.pdf>
- 20
- ・ KPMG (2019b) 「従業員エンゲージメント～脳科学視点からの活用効果と今後の展望」
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2019/05/employee-engagement-20190515.html>
 - ・ KPMG (2019c) 「攻めの経営者報酬ガバナンスの行方～欧米の報酬プラクティスを踏まえた日本企業への示唆～」
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/2019/jp-interview-executive-compensation-20190917.pdf>
- 25
- ・ MSCI (2018) 「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数～メソドロジー～」
https://www.msci.com/documents/1296102/3556282/2019Aug_Japanese+methodology_ES
- 30

[G+Select+Leaders.pdf/](#)

- ・ PwC HP 「コーポレートサステナビリティと非財務情報の重要性」

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/column/sustainability/160108.html>

- ・ PwC HP 「資産運用業界における変革への対応 収益性に対する圧力」

5 <https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2019/assets/pdf/asset-management-industry1907.pdf>

10