

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 5 テーマ・B ブロック

『機関投資家の投資行動と証券市場』

～市場を担うメインプレイヤーの役割と建設的な対話～

明治大学 勝ゼミナール 細田班

[目次]

序章	3
第1章 証券市場とは	4
第1節 証券市場の意義・目的	
5 第2節 証券市場の活性化とは	
第3節 日本の株式保有構造の変遷	
第4節 株式市場の現状	
第2章 企業のあるべき姿	10
第1節 企業の資金調達手段	
10 第2節 企業価値とは	
第3節 企業の情報開示	
第3節 証券市場のメインプレーヤーである機関投資家	21
第1節 機関投資家の役割	
第2節 機関投資家の投資行動の現状と問題点	
15 第3節 諸外国の機関投資家を取り巻く環境	
第4章 インベストメント・チェーンと2つのコード	28
第1節 インベストメント・チェーン	
第2節 スチュワードシップ・コード	
第3節 コーポレートガバナンス・コード	
20 第4節 建設的な対話	
第5章 今後の証券市場活性化に向けた施策提言	35
施策1 社会的インパクト投資を取り入れた「建設的な対話」	
施策2 ROICを中心とした経営指標開示への枠組み作り	
終章	42
25 参考文献	44

序章

証券市場は、戦後日本の経済成長に伴い、成長を繰り返した。しかしバブル崩壊以降、株価は急落し、2008年に起きたリーマン・ショックを契機に、日経平均株価はさらに大幅に下落し、日本の証券市場は停滞した。その背景には、
5 長期にわたるデフレ状態が要因として挙げられる。リーマン・ショック以前から、日本は長期に渡るデフレ状態に陥っていた。デフレ脱却に向け、日銀はこれまで景気刺激策として、継続的な金融緩和を行ってきた。しかし2006年以降は緩和を辞め、金融引き締め策に転じたことでマネタリーベース残高は急落した。これに加え、リーマン・ショックの影響による円高の進行が、デフレを一層加速させたのである。
10

一方1990年代から2000年代にかけて株式保有構造は大きく変化した。国内金融機関の保有比率は減少する一方、国内外における機関投資家の保有比率は増加し、機関投資家が証券市場に与える影響は非常に大きくなっている。そのため、今後の証券市場においては、機関投資家が重要な役割を担うのである。
15 2014年の安倍政権の日本再興戦略により、「コーポレートガバナンス・コード」と「スチュワードシップ・コード」の2つのコードが制定された。そこで、企業と機関投資家は、相互の「建設的対話」を通じて、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促すことで、証券市場を活性化させることが目指されている。しかし、現状では相互の対話は上手く機能せず、証券市場は停滞状態にある。そのため、今後の証券市場活性化に向けた「対話」において、企業・機関投資家の在り方が強く求められる。
20

本稿では、証券市場の活性化として「モノ言う株主の増加と中長期的企業価値の向上」が定義されている。ここで言う「モノ言う株主の増加」とは、投資先企業の経営方針や、ガバナンスに対して自らの議決権を行使し、積極的に意見を表明する「株主」を増加させることを言う。「中長期的企業価値の向上」とは、機関投資家がステークホルダーの利益還元のみを目的とするのではなく、投資を通じた長期的視座での資金サポートを行うことで、企業価値を高めていくことを言う。我々はこの2つの目的を達成する上で、企業と投資家は今後どのように関わっていくべきか、その在り方を検討していく。
25

第1章 証券市場活性化の意義

日本の証券市場は、戦後の経済成長とともに発展してきた。しかしバブル崩壊以降、それを原因として生じた不良債権問題、2008年のリーマン・ショックの影響により株価は乱高下を繰り返し、証券市場は不安定な状態で低迷していた。企業の資金調達手段としての株価の比率は年々上昇しているが、近年、通信技術の進化に伴い、国内証券流通市場に対して国際化の波が押し寄せている。外国人投資家の日本株式保有比率の増加による市場の国際化は国内市場の取引量を増加させ、流動性を高めたが、同時に市場が外国人投資家に左右されるという不安定さをもたらした。本稿ではこのような背景を踏まえ、今後の証券市場活性化について論じる。本稿で取り扱う証券市場の活性化は、主旨文より「モノ言う株主の増加」と「中長期的な企業価値の向上」と定義する。

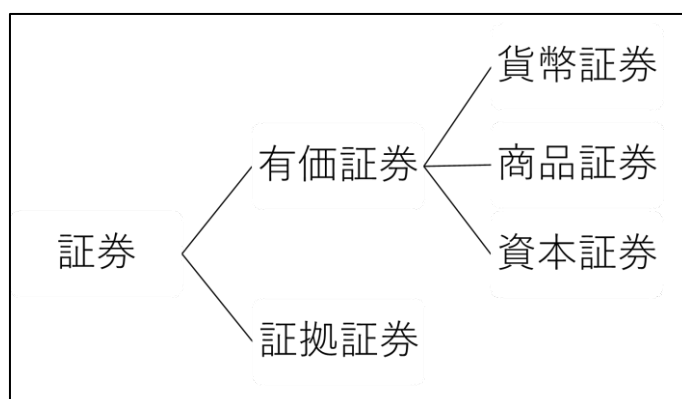
第1節 証券市場とは

企業が事業を行う際の必要資金の調達は「金融市場」で行われる。金融とは資金余剰主体である貸手から、資金不足主体である借手に資金融通が行われることであり、資金を融通する仲介手段の観点から「間接金融」と「直接金融」の2つに分類される。間接金融とは、貸し手と借り手の間を金融機関が仲介し、預金等を通じ集めた資金を融通する手段である。一方、直接金融とは貸し手が借り手に対し、金融機関を介さず直接有価証券を発行することによって資金を融通する手段である。この直接金融が行われる場が証券市場である。

故に証券市場とは「資金余剰主体である個人や企業から資金不足主体である政府や企業が経済活動できるよう、有価証券を通じて行われる資金融通の場」と定義できる。

まず証券市場において扱われる「証券」について確認する。図表 1-1 は証券の分類についてまとめたもので、この図より証券は「証拠証券」と「有価証券」に分類され、証券市場において取引される証券は有価証券である。有価証券とは「財産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」である。また有価証券は「貨幣証券」、「商品証券」、「資本証券」の3つに分類される。

図表 1-1 証券の分類



(出典)『図説 日本の証券市場 2016年版』p 5より筆者作成

有価証券のうち証券市場で取引されるのは「資本証券」である。資本証券とは、企業などに対する株式や債権、並びに付随する利子や配当に対する権利を表章しているものである。

本論文における「証券」とはこの「資本証券」のことを指し、その中でもとりわけ本節では「株式」を取り扱う「株式市場」について論じる。

株式市場において決定される株式の価格である「株価」は、投資家による企業の将来的な成長や収益への期待を反映する形で変動する。多様な投資家が取引に参加し、多様な投資家の価値観に晒されることで、その株価は適切な価格に収束する。株式を保有する株主は資金出資の対価として企業に対して様々な権利を有する。

「株主の権利」はその性質から「自益権」と「共益権」に分類される。「自益権」は企業から受ける経済的な利益に関わる権利で、自益権の例として、「残余財産分配請求権」や「株式買取請求権」などがあるが、最も重要視されているのは企業の利益剰余金の配当を受け取る権利である「配当請求権」である。一方、「共益権」は企業経営への参加に関する権利で、その中で代表的なものは「議決権」である。議決権とは株主の総意により会社の意思決定を行う機関である株主総会における議決権のことを指す。株主総会においては企業の取締役の選任や解任、その他企業の定款の変更などについての意思決定が行われるため、それらに対する議決権を有することで株主は企業経営に参加できる。議決権は

株主 1 人に対して 1 つの議決権が与えられるのではなく、保有する株式数に応じて議決権が与えられる。故に、株式を多く保有している程、企業的意思決定に対する影響力が大きくなる。

5 第 2 節 証券市場活性化とは

証券市場が活性化することで、家計、投資家が持つ資金を多くの成長企業に回し、日本経済の持続的な発展を促すことが可能となる。なぜなら、証券市場の役割とは、企業の持続的な成長を促すための資金調達手段を多様化し、株式等の流動性を供給することで公正な価格形成を図る役割を担い、企業と投資家の成長及び資産形成を助けるものだからである。そのためにも、発行市場と流通市場が相互作用し、双方の透明性が確保されることで企業、投資家などの各プレイヤーにとって、信頼できる市場を目指し、活性化させる必要がある。証券市場活性化において、まず割合が年々高まり、企業の重要な資金調達手段である株式を取り扱う株式市場の活性化に主眼を置きたい。本稿で証券市場活性化について論じることで日本経済の発展に寄与したい。

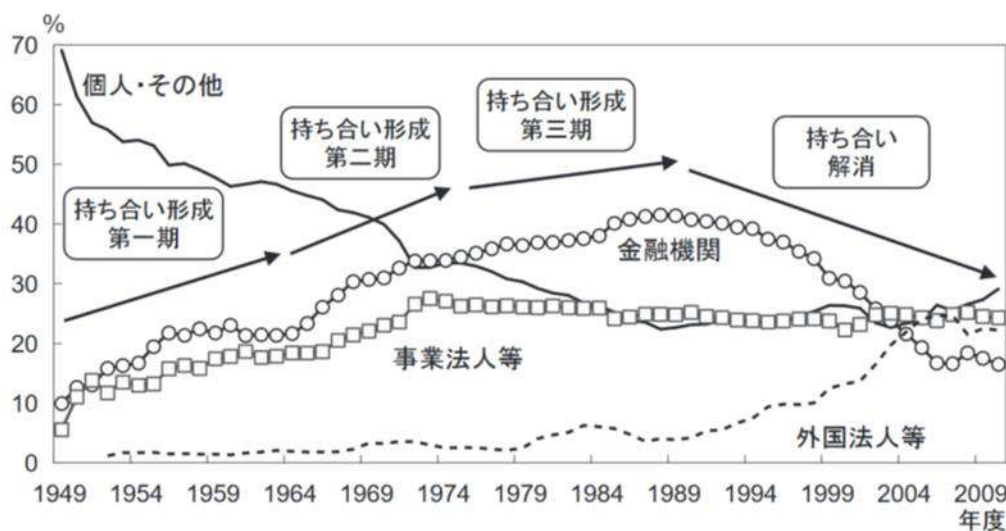
第 3 節 日本の株式保有構造の変遷

戦後の日本では、GHQ が経済システムの構造改革の一つである財閥解体を断行した。これにより株式の多くが個人に保有され、不安定な株式所有構造となった。そしてそのような不安定な株式を対象に買い占めが行われ、企業の乗取りが相次いだ。そのため買収予防策として株式持ち合いが進展し、これが後の日本特有の株式保有構造を特徴づける重要な要素となった。株式持ち合いは、複数の株式会社が相互に相手の株を所有するというものである。この構造の中で、安定株主間では、通常、支配権の相互放棄が行われ、経営者は大幅な自由裁量権を獲得することになる。このような株式の持ち合いを背景とする安定株主を中心にした株主構成は、経営者に対する監視・牽制機能が弱く、互いに「モノ言わぬ株主」の状態に陥り、高度経済成長期以降の日本ではコーポレートガバナンス不在を招き、企業経営は経営者の裁量のみ任されることとなった。

1990 年代に入り、バブルが崩壊すると、株価下落に伴い、持ち株株は含み損となって企業の会計を圧迫する負担要因となったため、持ち株比率は減少傾向

に転じた。図表 1-2 から明らかなように、バブル期の 1989 年には 50% あった持ち株比率はバブル崩壊以降大きく低下している。

図表 1-2 株式の持ち合い比率の推移



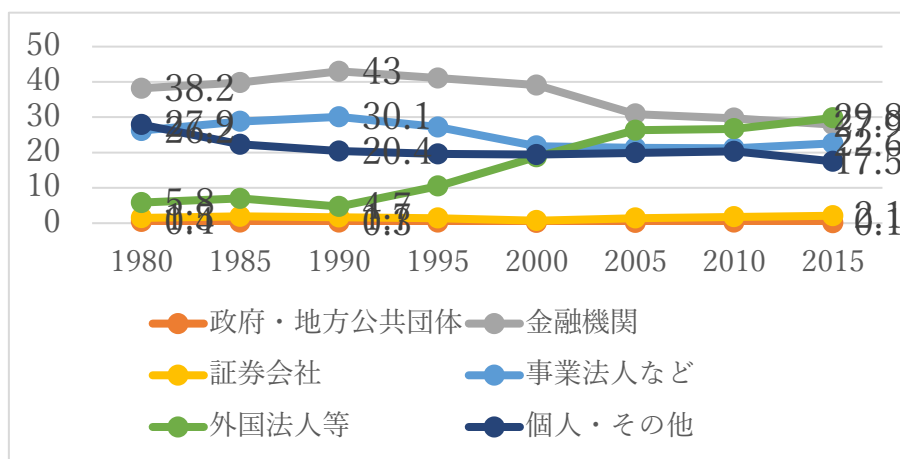
5

(出典) 全国 5 証券取引所「株式分布状況調査」より大和総研作成を引用

URL: <http://www.dir.co.jp/publicity/magazine/pdf/11072001.pdf>

そして 1990 年以降持ち合い比率が減少し始めると、国内金融機関（銀行・保
 10 険会社）の保有比率が急速に低下する一方、それに代わって国内外の機関投資
 家の保有比率が顕著に増加した。

図表 1-3 投資部門別株式保有比率の推移 (%)



<資料>東京証券取引（2017）『2016 年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>』 p.10 をもとに筆者作成

URL:<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf>

5

図表 1-3 を見ると、1990 年以降、外国人投資家が急増している。1990 年度は 4.7%であった海外投資家の保有比率は 2015 年度には 29.8%と約 6 倍にもなっている。この図表では機関投資家の保有は低下しているように見えるが、これは株式保有の「比率」を表しているため、一見 機関投資家の株式保有は減少しているように見えるが、実際には増加している。2010 年には 66 兆 137 億円の保有から 122 兆 5,983 億円まで増加している。

10

そして、この際に売却された持ち合い解消株を主として購入したのが国内外の機関投資家である。前述した通り、株式持ち合いがバブル崩壊以降解消され始めたが、この持ち合い解消株を主に購入したのが外国人投資家（海外機関投資家）と国内の機関投資家であり、これを機に外国人投資家が急増していった。

15

機関投資家の投資目的は純粋な資産運用であるため、安定した投資収益率を実現するために、議決権を行使するなど経営に関与しようとする。保有比率の増加により「モノ言う株主」である機関投資家の株式市場での存在が大きくなったことは、コーポレートガバナンスの在り方に変化をもたらし、企業経営は経営者の裁量重視から経営効率化や株主重視への転換を余儀なくされた。

20

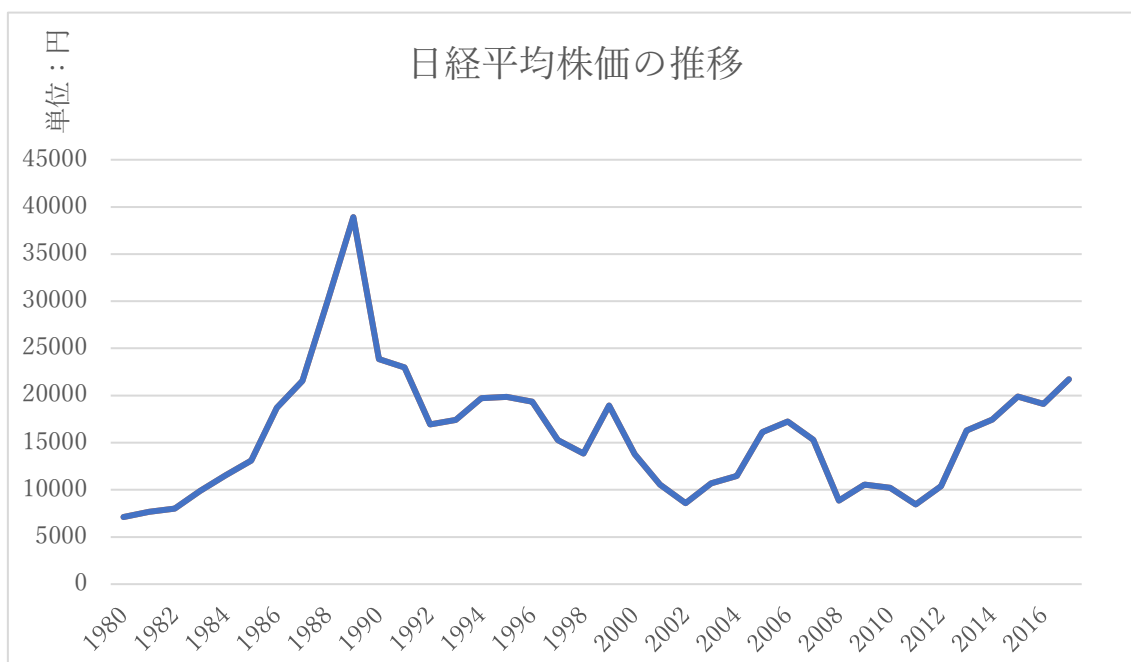
第 4 節 株式市場の現状

日本経済は「失われた 10 年」あるいは「失われた 20 年」と言われるまでの長期的な低迷期に突入しており、そのような日本経済の長期的低迷を映し出すように日本の株価も低迷が続いている。

25

30

図表 1-4 日経平均株価の推移(1980～2017年)



〈出所〉「日経平均プロフィール」より筆者作成

URL: <http://indexes.nikkei.co.jp/>

5

図表 1-4 はバブル期である 1980 年から 2016 年までの日経平均株価の推移を表したグラフであるが、1989 年には約 4 万円近くまであった株価が、アベノミクスの「日本再興戦略」の影響で回復したとはいえ約半分の 2 万円で推移している。企業の将来的な利益創出への期待が反映される株価が長期的に低迷しているということは、構造的な問題として前節の株主持ち合いの解消が背景にあるにも関わらず、投資家が国内企業の持続的な成長への期待感を持っていないことを暗示しているのである。

10

前節では株式保有構造の変遷により、企業経営は経営者の裁量重視から経営効率化や株主重視への転換をせざるを得ないと述べた。しかし株価は低迷しており、投資家の国内企業の持続的な成長への期待感が低いことは株価の推移より明らかである。証券市場活性化において企業の成長は不可欠であるが、企業は投資家の期待感を取り戻すためにどうあるべきか考える必要がある。

15

第2章 企業の在るべき姿

第1節 企業の資金調達手段

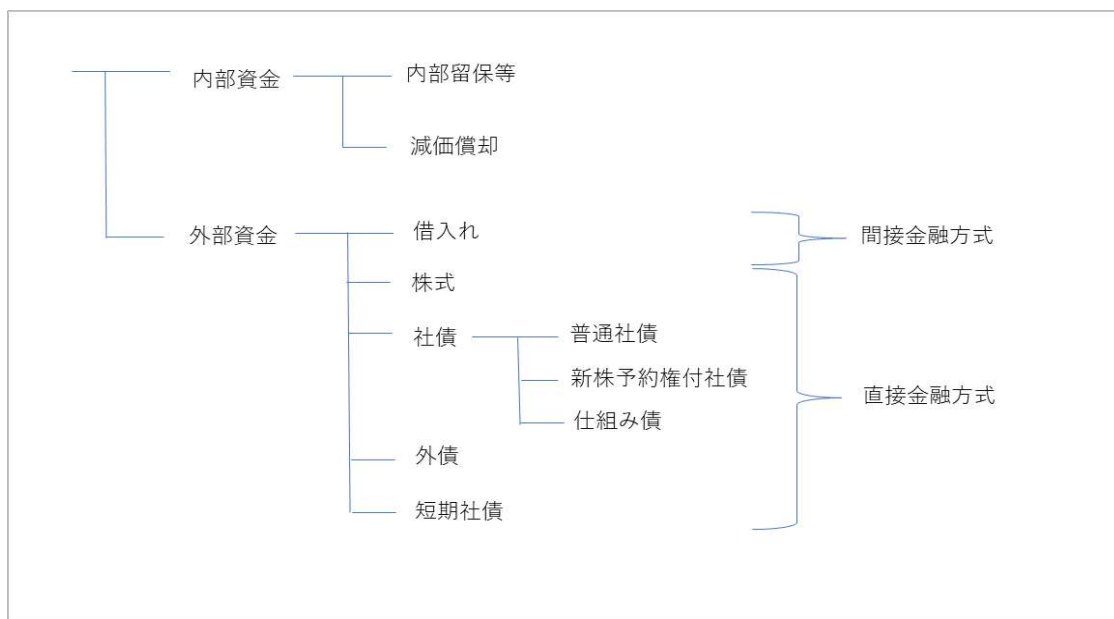
5 企業は、証券市場において資金を調達し、商品やサービスの生産・販売活動
を行い、利潤獲得を目的とする経済主体である。企業は生産・販売活動をする
ために、継続的な設備や在庫品などの実物資産への投資が必要である。その投
資には多くの資金が必要なため、法人企業はこれを様々な手段で調達している。

10 企業が調達する資金は、「内部資金」と「外部資金」とに分けられる。内部資
金とは、内部留保等と減価償却である。これらの資金は、返済や利子・配当金
の支払いが必要ないため、最も安定的な資金調達手段と言われている。一方外
部資金は、大きく分けて、借入れ、株式、社債の3つに分けられる。この中
で株式は、企業設立時のほか、業容拡張時などに株式を発行し、資金を調達す
る。株式によって調達された資金は返済および利子の支払いが必要ないため、
15 外部資金の中でも最も安定的な資金である。社債発行も株式と同様に、資本市
場からの調達手段であるが、償還期限の定めがあり、確定的な利子の支払いが
必要である。社債は、普通社債、新株予約権付社債、仕組債に大別することが
出来る。なお、株式または社債の発行には仲介するものがなく資金調達出来る
ため、「直接金融方式」による調達手段と呼ばれている。借入れは、主に金融
20 機関からの資金を調達する方法であり、金融機関を仲介することから、「間接金
融方式」による資金調達と呼ばれる。法人企業は内部資金だけでは実物資産へ
の継続的な投資を行うことが出来ないため、資金調達の多くを外部資金に依存
している。

25

30

図表 2-1 企業の資金調達手段



〈出所〉日本証券経済研究所(2016)『図説 日本の証券市場 2016年度版』p.5
を基に筆者作成

5

企業の外部資金調達の推移を金融負債残高の構成比で見ると、1980年代は借
り入れの割合が1番高く、次いで有価証券、企業間信用となっている。有価証
券の内訳を見ると、株式の割合が圧倒的に高く、次いで社債などの外債となっ
ている。しかし1990年代に入ると、主な資金調達方法が借り入れから有価証券
へ変化していき、2000年代後半には、株式による資金調達が、全体の約半分を
占めている。これは80年代以降の金融の自由化・国際化を受けて、株式・社債
市場における取引が活発化したことが要因である。2008年のリーマン・ショッ
クによる世界的な金融危機の影響から、一時的に借り入れの比重が高まったも
のの、現在も株式の割合が一番高い。

15

20

図表 2-2 企業の資金調達方法

	1985年	1990年	1995年	2000年	2005年	2010年	2014年
調達方法							
借入れ(%)	39.5	36.5	40.2	36.2	22.4	31.3	22.7
有価証券(%)	38.1	43.1	38.6	42	58.2	42.5	58.1
株式	33.9	37.3	32.7	35.2	52.9	35.2	52.9
社債等	2.6	2.3	3.8	5.3	4.1	5.8	3.8
外債	1.6	2.6	1.5	0.6	0.8	0.8	1
CP		0.8	0.6	0.9	0.4	0.7	0.4
企業間信用(%)	17	14.6	15.4	16.2	12.8	15.4	11.1
その他(%)	5.5	5.8	5.8	5.6	6.6	10.8	8.1
合計額(兆円)	760.6	1358.7	1351.7	1198	1421.8	1056.7	1521.3

〈出所〉日本証券経済研究所(2016)『図説 日本の証券市場 2016年度版』p.5
を基に筆者作成

5

図表 2-2 から、企業において株式による資金調達は資金調達の中で最も高い割合を占めており、重要な調達手段であることが分かる。

第 2 節 企業価値とは

10 本稿の目的の 1 つは、中長期的な企業価値の向上である。企業の評価を示すには、よく時価総額という基準が用いられる。図表 2-3 は、2017 年 10 月 18 日 18 時 40 分時点の企業の時価総額ランキングである。

図表 2-3 企業の時価総額ランキング

順位	市場	名称	時価総額 (百万円)
1	東証一部	トヨタ自動車(株)	22,795,300
2	東証一部	日本電信電話(株)	11,157,011
3	東証一部	ソフトバンクグループ(株)	10,822,793
4	東証一部	(株)NTTドコモ	10,349,440
5	東証一部	(株)三菱UFJフィナンシャルグループ	10,182,704

15

〈出所〉Yahoo!ファイナンス HP (<https://info.finance.yahoo.co.jp/ranking/>)
を基に筆者作成

ここでいう時価総額とは、上場企業が発行している全ての株式数に、現在の株価を掛けて算出された金額のことである。この時価総額は、証券市場での評価が大きく反映されたものである。では企業の評価基準について、詳しく見ていく。

5

1. 理論的企業価値

まず理論的な企業価値を考える。1つ目は、「バランスシートアプローチ」である。これは、会計でも用いられる貸借対照表を使った手法である。企業が持つ全ての資産と負債を時価評価し、資産から負債を引いて得られる額を理論的な時価総額と考える手法である。つまり、貸借対照表上の純資産に当てはまるものが時価総額であるという考え方である。この時価総額に、借入金と社債の金額を加えたものが企業価値となる。この考え方は、企業を清算することを前提としたものであり、今後も継続する企業価値を評価する際には、あまり用いられない。

2つ目は、「マーケットアプローチ」である。これは、評価する企業と類似する上場公開企業から、対象企業の企業価値を判断する手法である。バランスシートアプローチとの類似点は、主に事業の規模や内容を見ることである。同じような事業内容、企業規模であれば、財務情報と株価の比率は類似するという考えから、類似企業で見た、財務情報と株価の比率を対象企業にも当てはめ、対象企業の企業価値を定める。このうち代表的な方法の1つが、PER（株価利益倍率）である。利益と株価の関係に着目したもので、これにより計算された一株当たりの金額に、発行部数を掛けると、理論的な時価総額が計算できる。そして、これに借入金や社債の金額を加えたものが企業価値となる。この考え方は、買収金額の評価や上場公開企業の理論的な株価などの計算の際に用いられるが、対象企業そのものの企業価値を評価しているとは言い難い。そのため、大体の金額を割り出し、売買交渉や理論株価の参考として用いられることが多い。

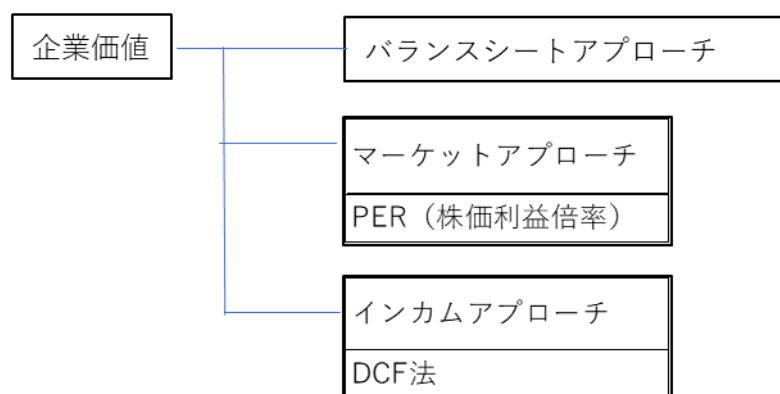
最後は「インカムアプローチ」である。これは、将来得られると想定させる企業の収益性に注目した評価方法である。この中の代表的な方法が「DCF法」である。これは、将来行っている事業から生み出せると想定されるキャッシュ

30

フローの合計を、金利やリスクを踏まえ、現在価値で割り引く方法である。これはマーケットアプローチとは異なり、評価したい企業自身の将来の収益性を基に評価するため、最も理論的であると言える。しかし見積もりの要素が多く、恣意的になりやすいことや、将来の想定がベースとなるため、不確実性がある

5 といった問題点もある。

図表 2-4 理論上の企業価値



〈出所〉日経 BP ネット “MBA 講座：企業価値ってな～んだ？”

10 (<http://www.nikkeibp.co.jp/article/column/20121108/329843/>)を基に筆者作成

2. 一般的企業価値

これまで理論上の企業価値の求め方について述べてきたが、企業価値の考え

15 方で最も一般的なものは、「負債＋株主価値」である。「株主価値」とは、株主の現在の発行部数と現在の株価を掛け合わせたもので、節の初めに述べた時価総額の合計を指す。企業は資本を用いて利潤を生み出す経済主体であるため、利潤を生むことのできる資本の合計を企業価値と呼ぶ。ここでいう資本には、負債も含まれることから、この考え方では、負債も利潤獲得のための資本である

20 と言える。そして、負債の貸出人である銀行や債権者も企業の利潤に対して権利を持つと考えられている。

つまり一般的に企業価値は、株価を基にした時価総額と負債で評価される。これは証券市場での評価を基に、企業価値を算定するということである。この

証券市場での評価を決めるのは投資家である。そのため、投資家が企業に投資するか否かを判断する際には、どのような指標を参考にするか見定める必要がある。

5 3. 投資家にとっての企業価値

投資家の企業価値の指標は様々である。投資家によって、どのような企業に投資したいかは当然異なるため、その際に用いる指標も異なる。本節では、最も一般的な指標と考えられる ROE（自己資本利益率）を取り上げる。ROE とは、純利益を株主資本で割ることで求められる。つまり、株主の出資分である株主資本で、企業がどれくらい利回りを出すことが出来ているのかを表している。この ROE が高いほど、株主から集めているお金をより効率的に運用できているということになる。資本家が長期投資できる企業とは、持続的な成長により、中長期的に資本コストを上回る利益を創出できていると見込まれた企業である。ROE は経営の目的ではなく結果であり、持続的成長への競争力を高めた結果として上昇するため、多くの投資家がこの ROE を指標として企業を評価するのだと考えられる。

ROE が注目される背景には、海外投資家の台頭がある。これまで、株式による資金運用が活発でなかった日本では、海外投資家の存在が大きくなり、注目度が一気に高まった。海外では、ROE を指標とすることが一般的であったことから、増加してきた海外投資家に合わせて、企業が ROE を意識するようになった。これらを背景に、日本の証券市場でも ROE が重要視されるようになったのである。2014 年 1 月に、これまで日本の投資の指標としては有用性が低かった ROE を主要な算定基準に採用した、JPX 日経インデックス 400 が始まった。日本取引所グループ¹⁾は、JPX 日経インデックス 400 を、資本の効率的活用や投資者を意識した経営観点など、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした、「投資者にとって投資魅力の高い会社」で構成される新しい株価指数を創出し、日本企業の魅力を内外にアピールすると共に、その持続的な企業価値向上

¹⁾JPX 日経 400・JPX 日経中小型。日本取引所グループ。(オンライン), <http://www.jpex.co.jp/markets/indices/jpx-nikkei400/>. (参照 2017-10-19) .

を促し、株式市場の活性化を図る目的があるとしている。

図表 2-5 は、平成 26 年度の生命保険協会により調査された、機関投資家・企業双方の意識を表した表である。このアンケートでは、複数事項を回答可としている。

5

図表 2-5 目標とする経営指標

	投資家が要望	企業が重視
ROE	93%	59.10%
配当性向	54.70%	47.50%
総還元性向	43%	10.40%
利益額・利益額の伸び率	38.40%	61%
売上高利益率	32.60%	58.70%
ROIC	29.10%	7.80%
ROA	26.70%	28%
FCF	25.60%	20.40%

〈出所〉一般財団法人 生命保険協会 “平成 26 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて”

10 (http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_1.pdf) を基に筆者作成

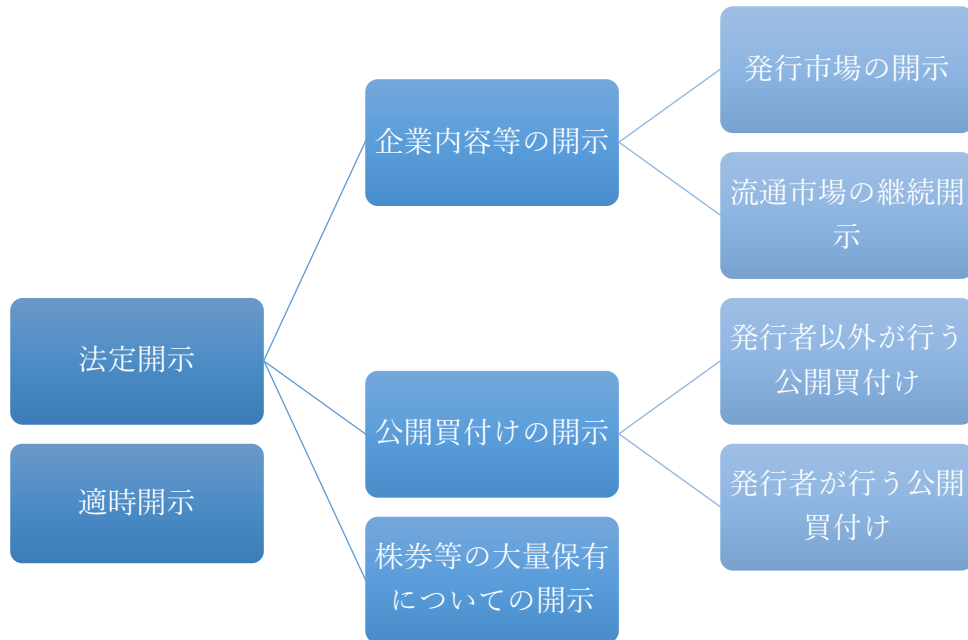
この表から、93%の投資家が「ROE」を経営目標として重視することが望ましいと考えていることが分かる。一方企業側の意識としては、利益額・利益額の
15 伸び率を最も重視している。しかしそれに次いで、半数以上の企業が ROE も重視していることが分かる。この点からも分かるように、ROE という指標は、日本の投資家・企業双方が重視する指標であり、日本の証券市場全体において重要なものであると言える。

20 第 3 節 企業の情報開示

前節では企業価値そのものの理論と現在注目している企業価値について述べた。その企業価値を向上させるために、上場企業はそれぞれ情報開示を行うこ

とで価値向上に尽力している。

図表 2-6 証券市場の情報開示制度



- 5 (出所) 日本証券経済研究所(2016)『図説日本の証券市場』p.263 を基に著者作成

証券取引所では、企業内容に関して、ある一定の情報を開示しなければならない。この規則を開示（ディスクロージャー）規制と呼び、この開示規制には
10 金融商品取引法が求める「法定開示」と証券取引所が求める「適時開示」があり、上記の表のように二つに大別される。

法定開示はさらに有価証券の発行者が義務付けられるものとして、発行市場で企業の情報の開示を行う「発行開示」と、流通市場において一定の情報について継続的な開示を行う「継続開示」の二つに分けられる。他方有価証券の発
15 行者が開示を行う必要は無いが、金融商品取引法によって情報開示を定められているものが存在する。それは公開買付けの開示と株券など多数保有する場合についての開示である。

一方、適時開示は証券取引所が企業の様々な情報を投資する者に対して届けることを目的として設けたものである。適時開示には、①報道機関を通じて行
20 う、②広範囲に対し適宜に且つダイレクトに行う、という特徴がある。また投

5 資者に届けられる上場企業やその子会社等に関する情報は、決定事実や発生事実の他に決算情報や業績予想等に分けられる。現在法定開示や適時開示の両者とも、インターネット等による電子開示システムを活用しており、法定開示はEDINET、適時開示はTDnetを利用して行われる。これらにより、情報伝達は包括的に管理され、より公平且つ円滑に開示を行うことが出来る。

さらに企業は、会社法の定めにより会社の情報開示を行う必要がある。計算書類等の開示には①株主や会社債権者の利益を保護すること、②配当可能額を規制すること、という2つの狙いがあり、会社法によって開示を必要とされている。これに対し、金融商品取引法や証券取引法の規則が必要とする情報開示の狙いは、①会社の経営状況の開示、②投資者が適切な投資を判断する際に役立つものであり、目的に相違点が生じている。

我々が特に考慮する点は、株式を多数保有する場合の開示である。上場企業の株式のうち、5%を超えて保有する者は、5%を超えることが決まった日から5日以内（営業日のみで計算）で内閣総理大臣に対して「大量保有報告書」を提出する必要がある。これをいわゆる「5%ルール」と呼んでいる。また提出者は①保有割合が1%以上増減、②提出した報告書に変更点が発生の場合、変更報告書を提出しなければならない。大量の株式が特定の者によって保有されると、市場における株価が大幅に変動する恐れがあるため、このような規定が定められている。

20

第4節 企業のあるべき姿

企業は資金調達において外部資金を重視しているため、投資家からの投資は非常に重要である。企業のあるべき姿は、投資家にとっても好ましいものでなければならない。つまり、①投資家がサポートできるよう、持続的に企業価値が向上すること、②投資家が利回りを得られるように中長期的に資本コストを上回る利益を創出すること、③投資家が重視する情報を開示していることの3つを満たすことが企業のあるべき姿と言える。

1. 持続的な企業価値の向上

30 企業価値向上は、第2節の2で述べた、一般的な企業価値が当てはまる。一

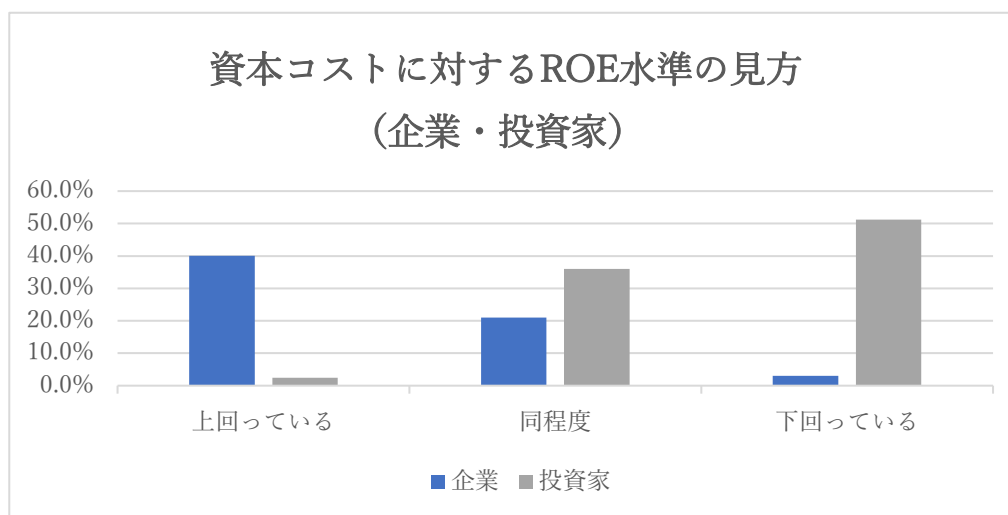
一般的な企業価値とは、「時価総額＋負債」であるため、企業は時価総額を増やす努力をしなければならない。そのためには、投資家を多く確保する必要がある。

2. 中長期的に資本コストを上回る利益の創出

- 5 中長期的に資本コストを上回る利益を創出することは、第2節の2の最後にも述べたが、ROEという指標を用いて考えることが出来る。ROEは、企業の利益創出の可能性を計るため、企業は、ROEをより重視する必要がある。しかし、ROEには問題点がある。

- コーポレート・ガバナンスが改革された2015年には、中長期的経営計画で
- 10 ROEの目標水準とする上場企業の数大幅に増加した。しかし、平成27年度
- 生命保険調査では、国内全体の40.1%の企業が「ROEが実質、資本コストを上回っている」と考えている。しかし同じ設問に対して、投資家は2.4%と答えている。一方、「ROEが資本コストを下回っている」と答えた投資家は51.2%となっている。ここから、投資家は日本企業のROE水準に満足しておらず、企業・投
- 15 資家間での認識の差が生じていることが分かる。

図表 2-7 資本コストに対する ROE 水準の見方（企業・投資家）



- 〈出所〉生命保険調査『平成27年度 資本コストに対する企業・投資家のROE
- 20 水準の見方』を基に筆者作成

URL: <https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2017/01/roickpi2017013ml>

日本企業の ROE 水準は、欧米と比較して低い水準にあることが現状である。その要因としては、回転率やレバレッジではなく、「売上高利益率」が低い点にあることを指摘している。

5 図表 2-8 ROE の比較

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

	↓	↓	↓
	マージン	回転率	レバレッジ
日本	3.8%	0.96	2.51
米国	10.5%	0.96	2.69
欧州	8.9%	0.87	2.86

10

〈出所〉伊藤レポート『日米欧の資本生産性分解 2012 年暦年の本決算実績ベース』を基に筆者作成

15 URL: <https://home.kpmg.com/jp/ja/home/insights/2017/01/roickpi201701311>

確かに外国人投資家は ROE を指標の 1 つとして重視するが、投資家の多くは日本企業の ROE 水準に満足していないのである。この点から分かるように、日本の証券市場において将来の利益創出を計る指標は、ROE だけではなく他の指標も用いる必要があると考えられる。

20

3. 適切な情報開示

企業の情報開示は、第 3 節で述べた情報開示である。しかし先程述べた情報開示は、法律により定められた情報を開示しなければならないのであり、これだけでは、企業の内部の情報まで、投資家は見る事が出来ない。企業の情報には、大きく分けて「財務情報」と「非財務情報」の 2 つがあるが、第 3 節で述べた情報開示は、主に、財務情報の開示である。企業は、財務情報だけでなく非財務情報を公開し、数字だけでは見る事の出来ないガバナンスについても、投資家に開示する必要がある。

25

非財務情報の具体例として、気候変動や人口動態、貧富の格差などの環境・社会全体で抱える問題に対して、企業がどのように対峙するかに関する情報が挙げられる。また、経営のリーダーシップや経営文化など、企業のガバナンスに関する情報も非財務情報に含まれる。とりわけ、長期の収益環境に影響を及ぼすものとして、環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) (Corporate Governance) といった諸課題に関する情報が多くを占めているのである。つまり長期投資を行うに当たり、現代において企業は、「ESG 課題」への対応を示した情報開示を行い、投資側は財務情報に加え、ESG 情報も考慮に入れて投資判断を行っていくことが不可欠な取り組みとなってくる。

10 企業は、①～③の条件が整っている姿が望ましいといえる。しかし現状では、用いる指標や情報開示の在り方について、課題が多い。そのため、この①～③の条件をどのように明確にしていくかを考える必要がある。

15 企業価値、利益創出、情報開示の全てにおいて、企業は株主の存在を強く意識しているのである。その株主の中でも大量の資金を有し、株式や債券で運用を行っている大口の投資家、つまり機関投資家が重要な役割を担う。そして機関投資家の投資行動が企業の価値を大きく左右するのである。

第3章 証券市場のメインプレーヤーである機関投資家

20 第1節 機関投資家の本来の役割

25 機関投資家とは、顧客の資金をまとめて巨額の投資を行い、運用する法人である。具体的には、国民年金基金、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、普通銀行等が挙げられる。保険会社の場合は、契約者から集めた保険料を基に運用管理し、銀行の場合は預金者から集めた預金を運用管理する。機関投資家は拠出金をまとめて運用管理するため、1つ1つの取引額が多く、個人投資家に比べ、市場に与える影響力が大きいことが特徴である。

30 機関投資家に限らず、投資家は企業の経営を資本面で支えている。企業の事業拡大には資金が必要であり、多くの企業は資金を株式などの外部資金から補充する。投資家が存在しなければ企業の事業拡大も経営も困難になる。投資家の役割は、投資を行う際に企業の見定めをすることから始まる。投資リターン

は企業が成長しなければ受け取れないため、投資家は企業の成長性を見定めなくてはならない。これが企業の目利きである。将来の成長を期待できる企業に対して、投資家は自分の利益のために投資を行う。この投資が企業側から考えるとファイナンス面での支援になる。企業が期待通り成長し、企業価値が向上すると、投資家がリターンを得ることが出来る。

5

企業価値の向上にも機関投資家は大きく関わる。1章で述べた「株主の権利」に、株主総会での議決権等、会社の経営に参加する権利があることから分かるように、投資家は企業に意見を述べ、経営に直接的に関わることが出来る。投資家としての理想は、投資の際に優良企業を見定め投資することで資金面をサポートし、株を保有した後には企業に適切な意見を述べ経営面をサポートし、資金・経営面の双方から企業価値向上に努めることである。

10

また、機関投資家には資金の提供者である受益者に対し受託者責任がある。受託者は受益者に対し利益を配当しなければならないというものである。利益を受益者に配当するということは、受益者の財産を増加させることである。つまり、適切な機関投資家は企業の価値向上においてだけでなく、国民の財産拡大にも影響することになる。

15

第2節 機関投資家の投資行動の現状と問題点

機関投資家の現状としては、過度な短期志向（ショートターミズム）が挙げられる。つまり、機関投資家の投資スパンが平均して短くなっているのである。特に機関投資家に情報を与える役割を持つセルサイド・アナリストの短期志向化は顕著である。経済産業省が2007年に発表した『知的資産経営の視点と開示実証分析調査』報告書では、アナリストにアンケートした結果について次のようにまとめている。

20

企業評価の期間として平均3年～5年程度という中期的な視点をあげる声が多く聞かれた（3年程度の中期が50.2%、5年程度の長期が23.2%）。これを評価者別に捉えると、特に「セルサイド・アナリスト」について「短期」を選択した回答者が約3分の2（64.7%）に上り、さらに「長期」を選択した回答者はいないことから、セルサイド・アナリストのスパンは短期傾向であることがいえる。

25

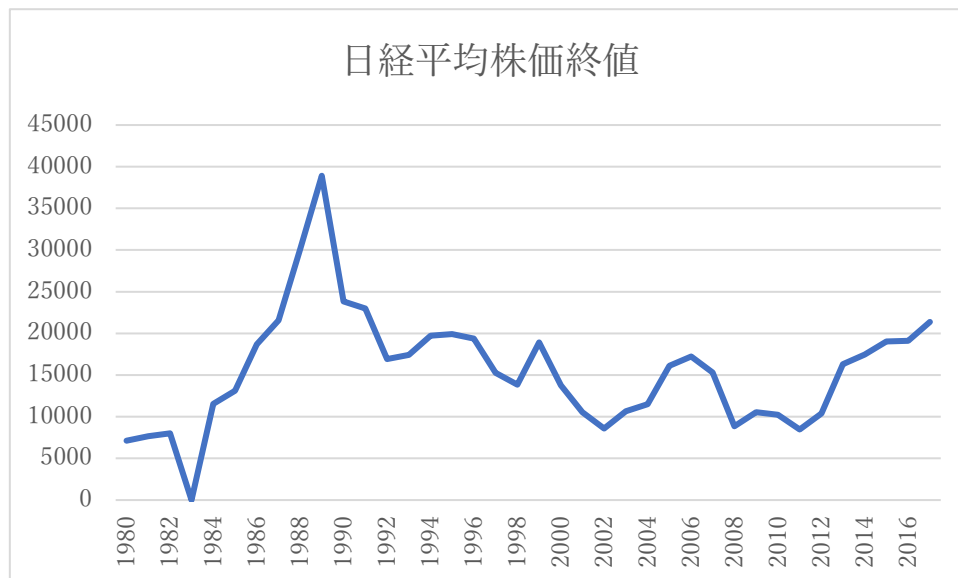
30

逆に、「格付機関アナリスト」が「中期」(90.0%)を、「バイサイドアナリスト」が「長期」(37.5%)を選択した回答が多く、中長期的な視点を持つ企業評価者もみられる。〈…中略…〉さらに、短期志向の要因としては、当該アンケート結果によると、「(所属する)会社から短期的な価値評価を任されている」(39.2%)、「運用成績が短期的に評価されている」(33.3%)など、所属する会社からの仕事の与え方や自らの運用評価が短期的な視点で行われること、また、「中長期の将来性の評価は困難」(19.6%)といった技術的な問題が挙げられていた。(1)

前述したように、機関投資家は扱う金額が大きいため自身の売買インパクトの株価への影響から、中長期的な運用を基礎としなければならない。しかし、機関投資家に情報を提示する役割を持つセルサイド・アナリストは短期志向に陥っている。このアンケート結果から、機関投資家は短期寄りにならざるを得ないことが分かる。機関投資家が短期志向に陥ると、資本の移動が起こり企業は安定した資産の確保が困難になるため、事業の展開に支障をきたすのである。

なぜ短期志向に偏っているのだろうか。その大きな要因の1つ目に、日本の株式上昇の期待値の低さが挙げられる。図表3-1は日経平均株価の1980年から2016年の推移である。一方、図表3-2はアメリカのNYダウの1980年から2016年の推移である。NYダウのグラフはリーマン・ショックの影響を受け多少下落した年もあったものの、長期的にみるとおおよそ右肩上がりのグラフになっている。つまり、安定した価値の向上が見込まれる。一方、日経平均株価はリーマン・ショックの如何に関わらず、中長期的にみるとほぼ横ばいである。これでは、中長期的に保有せず多少の上下を予想し利益を上げる短期志向に寄らざるを得ない。安倍首相が「3本の矢」を掲げ経済政策を行った2012年から2016年では、株価は2.06倍になっており日本の株価は着実に上昇しているように見える。しかしアメリカのNYダウを見てみると、1980年から2016年で約4倍になっており、海外と比較すると日本の株価上昇率は特段と低い。

図表 3-1 1980 年以降の日経平均株価の推移（円）

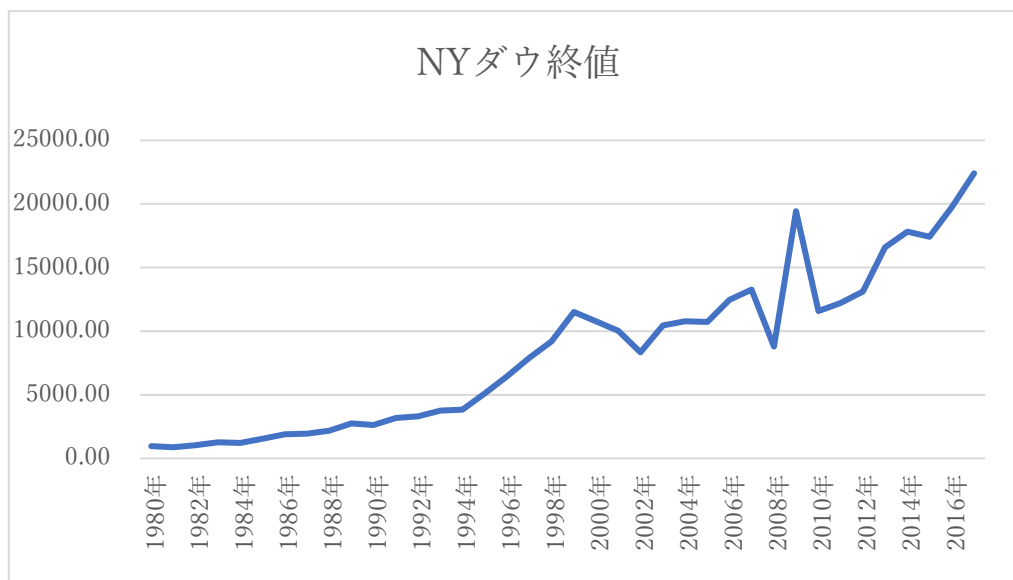


<出所> 日本経済新聞所のデータを基に著者作成

URL: <https://www.nikkei.com/markets/kabu/>

5

図表 3-2 1980 年以降の NY ダウ値の推移



<出所> ヤフーファイナンス NY ダウ過去データを基に著者作成

URL: <https://finance.yahoo.com/quote/%5EDJI?1tr=1>

10

要因の 2 つ目として、四半期決算がある。四半期決算は東京証券取引所のルールとして 2003 年に導入され、2008 年の金融商品取引法制定に伴い義務化さ

れた。四半期決算の本来の役割は、投資家に対して適切に開示し、投資家の投資行動を手助けすることである。しかし、この制度は企業の経営の実態とは関係なく、株価が変動する事象を生じさせた。問題は大きく2つある。

5 1つ目は、開示情報の多さである。情報開示を行う上で、本来企業は情報を整理して必要な情報を提示する。しかし、四半期決算では、情報の開示周期が3か月と短いため、十分な情報整理が行われない状態で情報開示が行われる。投資家にとって不要な情報も開示されるため、投資家は真に必要な情報を見逃してしまい、適切な企業価値を判別出来なくなる。情報が多いために適切な情報の取捨選択が出来なくなっているのである。

10 2つ目は、株価の変動にある。四半期決算では数字に基づいた情報開示が行われる。数字が公開されると投資家も少なからず数値の影響を受けて株式売買を行うこととなる。その結果株価の変動が生じ、企業は株価の変動を意識せざるを得ない状況となる。そのため企業は、四半期決算の時期に向け企業価値を上昇させようとする。こうした状況の下では、中長期を目指していてもアナリストの企業評価は、短期的なものとなる。企業においても、短期的な企業業績の向上を図るという悪循環に陥る。

15 こうした状況を見かねた政府は、短期志向を解消するため、四半期決算のルールにおいて2011年から大幅な簡素化を進めた。しかしそれでもなお、企業の情報整理は追いついておらず、依然問題点として残っている。

20

第3節 諸外国の機関投資家を取り巻く環境

25 日本でショートターミズムが進んでいるが海外ではどうなのか。日本版スチュワードシップ・コードの手本となったイギリスを例にとる。イギリスのケイ報告書では、機関投資家のショートターミズムが指摘されている。次は北川哲雄氏によるケイ報告書の概要である。

金融システムが1970年以降、グローバル化、規制緩和、再規制のなかで変容してきていること。これらの進展によって、英国の金融機関のカルチャーや主要な参加者の主体性・行動も変容したこと。信頼関係を重視した関係は短期取引至上主義に置き換わった(2)。

30 ケイ氏は同報告書にて「提言7」として「欧州連合および各国の規制当局は、

他人の投資に関する裁量権を持ち、または投資の意思定に関し助言を行うインベストメント・チェーンの全関係者に fiduciary standards を適用すべき(3)」と述べている。英国は証券市場の分野において世界の先駆けであり、日本の見習うべき手本と言える。そのイギリスはインベストメント・チェーンを重視しているため、日本も習うべきと考える。では、インベストメント・チェーンとは何かを次章で述べる。

第4節 世界の ESG 投資への取り組みと日本の比較

近年ガバナンス改革が進む中、機関投資家の中で ESG 投資が活発化している。

10

図表 3-3 世界の ESG 投資額

国／地域	2014 年	2016 年	成長率 (2014~2016)	年平均成長 率
欧州	\$10,775	\$12,040	11.7%	5.7%
米国	\$55,772	\$8,723	32.7%	15.2%
カナダ	\$729	\$1,086	49.0%	22.0%
オーストラリア／ニュージーランド	\$148	\$516	247.5%	86.4%
アジアー日本除く	\$45	\$52	15.7%	7.6%
日本	\$7	\$474	6689.6%	724.0%
合計	\$18,276	\$22,890	25.2%	11.9%

〈出所〉GSIA” 2016 Global Sustainable Investment Review” 「世界の ESG 投資額」データより筆者作成

URL: <https://sustainablejapan.jp/2017/03/29/gsia-review-2016/26221>

15

図は 2014 年から 2016 年にかけて、各国の ESG 投資額の推移を表している。この 2 年間で全体の投資額は 25.2% の上昇が見られ、投資額は日本円に換算すると、2500 兆円を超えている。国別では、ヨーロッパ諸国で ESG 投資に関する

高い関心が見られ、積極的に投資が行われている。中でも、ノルウェー政府年金基金-グローバル（GPF）が最大で、91.8兆円を運用し、投資対象の全てをESG投資方針の適用範囲としている。また、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）の運用資産も30兆円を上回っている。日本においては、

5 世界最大の年金基金である、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、運用資産総額130兆円を超えるにも関わらず、2016年時点におけるESG投資に関する取り組みは、他国と比較して浅く、投資規模は、先進国の中でも非常に低い位置にあることが現状である。

なぜ海外では年金基金を中心に、これほどまで機関投資家はESG投資に積極

10 的であるのか、そこには主に、2つの要因が考えられる。

1つ目は、年金基金が「受託者責任」を要する長期投資家である点が挙げられる。年金基金は、将来安定的に受給者に年金を与えるよう、必要な資金を確保する必要があるため、長期的な視座の下、資産運用を行うことが求められる。そのため、必然的に長期パフォーマンスに影響を与える要因を考慮する必要に

15 迫られるのである。

2つ目は、特に欧州・米国においては先進的なESG情報提供機関も存在もあり、長期投資としてのESG投資が普及しやすい環境にあったことで、環境破壊や資源枯渇、企業のサプライチェーンといった社会・環境問題など、ESG課題に対する企業の対応が、長期的パフォーマンスに影響されるという考えが、す

20 でに機関投資家に広く浸透していることが挙げられる。

前述したように欧米では、大手年金基金を中心に、ESG投資が長期的に運用パフォーマンスに影響を与えることを述べた。実際ESG投資の目的として、多くの大手年金基金では、運用リスク低減を期待している可能性が高い。その一つの例として、カリフォルニア教職員退職年金基金（CalSTRS）では、2008年の

25 ESG投資方針として、「Investment Policy for Mitigating ESG Risks」を策定している。ここでは、長期投資の際に、社会・環境といった、21のESGリスク要因を列挙し、投資意思決定の際に考慮することを要請している。さらに、オーストラリア退職年金（Au Super）でも、ESG課題を投資におけるリスクとみなすと述べ、投資判断の際、ESG情報を基にリスク考慮している。特に、テ

30 ール・リスク（発生の確率は極めて低い）が、発生すれば甚大な損失をもたらす

リスク) の低減効果もあることが主張されている。

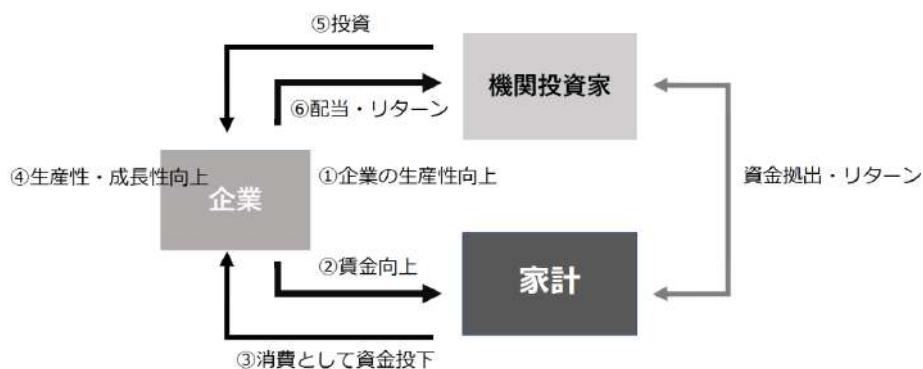
第4章 インベストメント・チェーンと2つのコード

証券市場活性化を行うに当たり、「インベストメント・チェーン」(投資の連鎖) の全体最適化は重要な視点であると言える。政府はこのチェーンの中で重要な役割を担う企業と機関投資家に向け、2つのコードを提示した。本章ではインベストメントチェーンの考え方に基づいて企業、機関投資家の関わり方について論じる。

10 第1節 インベストメント・チェーン

インベストメント・チェーンとは、伊藤レポート²において「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり」と定義されている。インベストメント・チェーンの概要は、企業の生産性向上によって家計に賃金向上をもたらし、潤った家計の資金が消費という形で企業に投下され、企業の収益・成長性は増大する。企業価値向上により、投資において魅力的な対象となることで投資が促進され、企業は資本の拡大を通じて生産性が高まるという循環である。

図表 4-1 インベストメント・チェーンの概要



20

< 出典 > 伊藤レポート p 8、p 9 より筆者作成

² (『『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～』プロジェクト最終報告書(伊藤レポート)』・ 経済産業省・2014年)

この仕組みにおいて、家計は投資家(機関投資家)に資金を供給し、企業価値向上の投資リターンを受け取る。この循環により企業価値向上と投資の活性化が永続的に続くと考えられる。日本経済を継続的な成長軌道に乗せていくためには、企業が「稼ぐ力」を高め、持続的に価値を生み出し続けることが重要である。そのために長期的な投資からリターンを得られ、国民の福利厚生が長期的に高め国富の形成を促す仕組みであるインベストメント・チェーン全体最適化を図っていく必要がある。その目的の中に中長期的な企業価値の向上があるが、それに寄与することが期待されているのが「モノ言う株主」の活動である。

モノ言う株主とは、株主としての権利を行使し、経営陣へ積極的に提言することで、企業価値の向上を目指す投資家のことを指す。経営効率を高めて株価や配当を引き上げることを目的とし、企業に対して働きかけを行う。日本においてモノ言う株主の活動が活発化している背景には、安倍政権の主導する「コーポレートガバナンス改革」がある。2014年に制定されたスチュワードシップ・コード及び、2015年に施行されたコーポレートガバナンス・コードは、株主と企業との間での「建設的な対話」を促しており、モノ言う株主の活動は、今後ますます活発になっていくと考えられる。一連のコーポレートガバナンス改革の中で、機関投資家は、株主総会での議決権行使基準を厳しくするなど、変化を見せ始めている。機関投資家は株式保有を通じて、中長期的に投資先企業と関わりを持つことを役割としているため、企業の重要なパートナーとして捉えられている。

モノ言う株主の活動はリーマン・ショック以後大きく変化した。リーマン・ショック以前は、企業に対して増配や自社株買いを要求し、高値で株式を売り抜けることで短期的な利益を手にするを目的としていた。企業に株式公開買い付けを行うなど、強気な姿勢を見せていたが、リーマン・ショック以後のモノ言う株主は「対話」を重視し、中長期的な利益を志向しているという特徴がある。企業に対して株主提案を行うなど、直接的な接触は避け、非公式に経営陣との面会を求めることや、意見書の送付などを通して、会社経営陣との対話を試みる方法を採用するのである。また企業に対して提言する内容も、自己資本利益率(ROE)の改善や株主還元の充実など、経営状況やガバナンスの改革につながる内容であることが多い。日本において、モノ言う株主の活動が活発化し

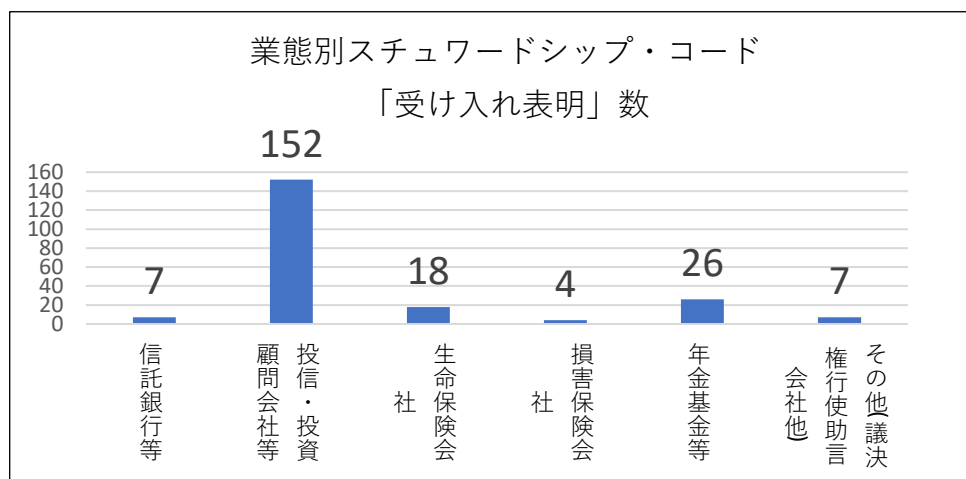
始めた背景には、これら2つのコードが存在しており、それぞれの行動規範が明確に示されたことがある。コーポレートガバナンス改革が、機関投資家に及ぼした影響として、まず日本版スチュワードシップ・コードが重要である。

5 第2節 スチュワードシップ・コード

日本版スチュワードシップ・コードは、責任ある機関投資家として企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則である。このコードの受け入れを表明した機関投資家は、スチュワードシップ責任（機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、受託者責任（顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任）を果たすことが求められる。

2016年12月27日時点で、214の機関投資家がこのコードの受け入れ表明をしている（図表4-2参照）。国内の機関投資家のほとんどが受け入れをしている点で、このコードの影響力は十分に発揮できると考えられる。

図表4-2 業態別スチュワードシップ・コード「受け入れ表明」数



<出所>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（2016年12月27日更新）より筆者作成

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

株主持ち合いに伴う馴れ合いで失われてきた「投資家と企業との積極的な対話」を促すためにコードの内容は当該企業の状況把握や利益追求等についてまとめられている。主な内容は図の通りである。

5

図表 4-3 スチュワードシップ・コードの概要

基本原則	具体的な内容
機関投資家の基本方針	インベストメント・チェーンにおける役割を把握
利益相反の適切な管理	顧客や受益者の利益の適切な管理
投資先企業の状況把握	企業戦略や資本についてなどを把握
建設的な対話	投資先の企業と建設的な対話を通じた共有認識
議決権行使の方針	投資先の企業との状況を踏まえた行使結果の公表
顧客や受益者に対する定期的な報告	スチュワードシップ責任を報告
投資先企業の理解	投資先企業との理解による適切な対話と判断

〈出所〉『日本版スチュワードシップ・コード』（金融庁、2014）より筆者作成

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

10

日本版スチュワードシップ・コードが機関投資家に及ぼした影響は大きく、第1に議決権の行使がある。日本における代表的な機関投資家といえる生命保険会社が、株主総会での議決権行使基準を定め、議決権行使に先立ち積極的に企業との間で対話を行うようにしている。機関投資家はかつて「モノ言わぬ株主」と言われる安定株主であったが、ガバナンス改革によって「モノ言う株主」化が進み、その増加は企業経営の在り方に変革をもたらしている。

15

ガバナンス改革で変化したのは機関投資家だけではない。機関投資家の対話の相手方となる企業側も大いに変わりつつある。その大きな要因の一つが、コーポレートガバナンス・コードである。

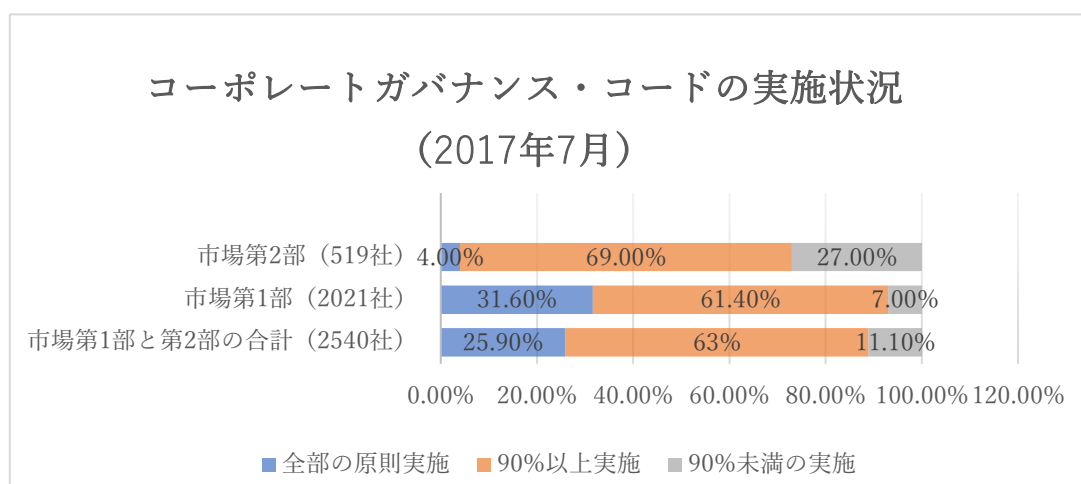
20

第3節 コーポレートガバナンス・コード

バブル崩壊後日本経済が低迷し、国内の企業の収益が低いままである原因の一つとしてコーポレートガバナンスが弱いという点が挙げられていた。コーポレートガバナンスとは「企業統治」と訳され、一般的には企業経営の非効率性を排除して、企業価値を高めるメカニズムを指す。

コーポレートガバナンス・コードは2017年7月時点で、市場第1部、第2部合計2540社が実施している。当コードの概要は図表4-5の通りである。

図表4-4 コーポレートガバナンス・コードの実施状況



10

〈出所〉東京証券取引所データより筆者作成

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

15

20

図表 4-5 コーポレートガバナンス・コードの概要

基本原則	留意点
1. 株主の権利、平等性	<ul style="list-style-type: none"> ・株主の権利確保の対応や適切な権利行使の環境の整備 ・株主の平等性
2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働	<ul style="list-style-type: none"> ・様々なステークホルダーとの協働 ・社会や環境問題に対する取り組み
3. 適切な情報開示と透明性の確保	<ul style="list-style-type: none"> ・法に基づいた非財務情報の適切な開示
4. 取締役会等の責任	<ul style="list-style-type: none"> ・企業の収益力や資本効率等の改善を行うために定めた役割や責任の適切な果たし方
5. 株主との対話	<ul style="list-style-type: none"> ・株主との建設的な対話

〈出所〉『コーポレートガバナンス・コード ～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』より筆者作成

- 5 URL: <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/code.pdf>

基本原則 5 において、株主との対話に関し、「上場会社は、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」としている。特に、中長期に渡り、企業の株式を保有している株主は、市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しており、かつガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことが出来るため、企業にとって重要なパートナーとなり得る。企業に対し、そのような重要なパートナーである株主との間で建設的な「目的を持った対話」を行うことを求め、自社のガバナンス上の課題を自律的に解決していくことを期待しているのである。

日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは、機関投資家と上場会社との間での建設的な対話の実現、それによって中長期的な企業価値の向上を目指しているのである。

20

第 4 節 建設的な対話

第 2 節、第 3 節で 2 つのコードに関して述べたが、この二つに共通する目的

として「建設的な対話」がある。建設的な対話を通して、相互理解を促進すると共に、企業価値を高め、企業と中長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらすことで日本経済の発展に寄与するのである。対話・エンゲージメントの在り方は多様であるが、中長期的な投資を促進すると考えられるのは、「内部的なエンゲージメント」である。内部的なエンゲージメントとは、ファンダメンタルな情報分析や議決権行使を通じたエンゲージメントのことである。企業評価の際、中長期的視点を有する投資家は、短期的な視点を持つ投資家よりも非財務情報に強い関心を持つ傾向にある。内部的なエンゲージメントを通じて機関投資家が提案した事項を企業が採用すれば、当該企業の財務数値やガバナンス体制に改善がみられ、中長期的投資家の保有割合が増加すると考えられる。対話を継続的に実施することは、機関投資家による企業の監視に繋がる。その結果、企業の不正行為が抑制されガバナンスが強化されることで、経営者は株主価値を増加する方針を選択するようになる、ということが MIF の調査³より示されている。

15 では内部的なエンゲージメントを機関投資家、企業双方の関わり方として定着させるにはどうすればよいのか。現状、企業側と機関投資家側に必要情報のギャップが生じている。これは企業と機関投資家の目指す方向性の違いによって起こるもので、その方向性の違いを互いに認識した上でいかに対話をするかということが重要である。このような考え方をもち、情報開示の内容等を工夫

20 することで、双方のギャップは徐々に解消されていくと考えられる。

またエンゲージメントが適切に行われているかどうか、その効果に関しては評価が困難である。なぜなら同じエンゲージメント内容であっても、正反対の評価が可能な場合があるからである。ROE 向上に関する投資家からのエンゲージメントについては、企業に配当や自社株取得を求めることが、企業の設備投資余力を削ぐという結果になることもある。この場合、企業の持続的な成長に

25 貢献する長期投資にはふさわしくない手法と非難される可能性がある。

このような問題点を踏まえ、機関投資家と企業の適切な対話を実現するには、

³ 平成 26 年度総合調査研究 経営者・投資家フォーラム (Management-Investor Forum :MIF) (仮称)及び企業報告ラボに関する調査研究報告書

対話を重ねていくことで互いに試行錯誤し、よりよい対話へと昇華させるべきであるとする。

第5章 今後の証券市場活性化に向けた施策提言

- 5 第3、4章より「中長期的投資による持続的低収益性」や、「短期志向に傾くインセンティブ構造」、「企業の中長期的企業価値判断のための情報開示不足」等といった現状・問題点が見えてきた。現状では、企業・機関投資家相互における対話が十分なされているとは言い難い状況にある。そこで今後、中長期的な目線で企業への投資が行われ、証券市場を活性化させる上では、企業と投資家、双方が『建設的な対話』を通じて互いの理解を深め、価値協創に向けた行動を行っていくことが求められる。この命題を実現する上で、以下に我々の考えた施策とその方針を示していく。

施策I 「社会的インパクト投資」を取り入れたESG投資の充実化

15

1. 2017年日本におけるESG投資取り組みの拡大

- 前述したように、2016年までの段階では日本は世界と比較して、ESG投資への取り組みは浅いものであった。しかし2017年7月3日、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、ESG投資に積極的に取り組む日本企業を構成銘柄として、1兆円規模でのパッシブ運用を開始した。そしてGPIFの新たな取り組みとしては、「ESG指数」を採用し、企業が公開する情報開示を基に、ESG要素を加味して銘柄を組み入れる株価指数3つを選定した。具体的には、①MSCIが算出する「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」、②英国の国際的指数算出会社、FTSE ラッセルの「FTSE ブロッサムジャパン指数」、また、個別のテーマとして『女性進出』を取り上げ、③「MSCI 日本株女性活躍指数」も含めた3つを、評価の対象とすることで、国際的に、本格的な「ESG投資」に向けた動きを示したのである。そしてこの指数は現在、「ポジティブ・スクリーニング」の投資手法によって採用されている。この取り組みを通じて企業側の情報開示を促すことで、株式市場全体の価値向上へとつながる効果が期待されている。このように、日本でも本格的にESG投資に対する取り組みが拡大を見せ

たことで、その効果の期待はさらに高まっていくと考えられる。

そして我々も、過度なショートターミズムからの脱却、そして中長期的な視座での企業価値向上に向け、財務情報など定量的な情報だけでなく、定性的な情報を活用した「ESG 投資」の重要性に目を向けた。そこで今後さらなる ESG 投資の拡大、そして最終的な証券市場活性化に向けて、我々は今回、投資手法に
5 焦点を当てた。現在 GPIF の ESG 投資手法では、「ポジティブ・スクリーニング」が採用されている。これに加え、我々は投資手法の一つである「インパクト投資」に目を向け、現在世界的に注目されつつある「社会的インパクト投資」を、GPIF を中心とした機関投資家の投資手法として採用していくことを提言する。

10

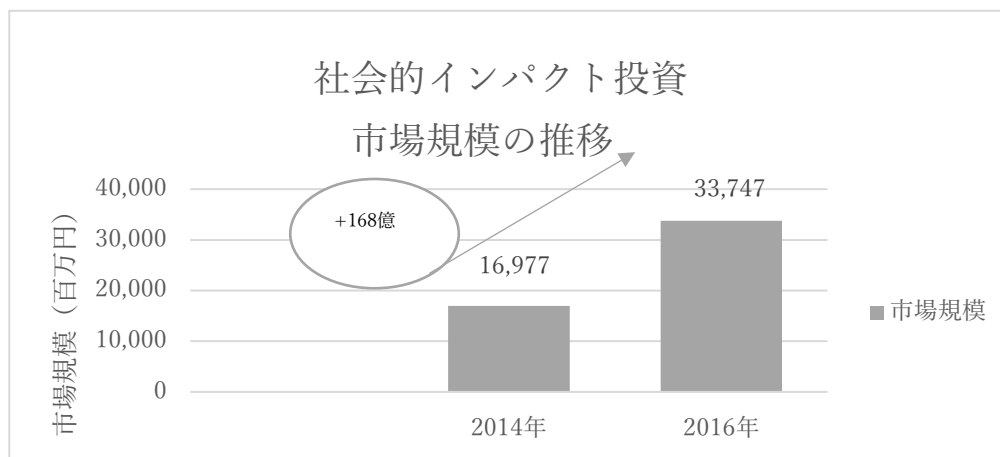
2. 社会的インパクト投資を取り入れた「建設的な対話」

Global Impact Investing Network(GIIN)の定義する「社会的インパクト投資」では、投資を通じて、経済的リターンを生み出すこと、そして環境的・社会的な問題解決のインパクトをもたらすこと、この2点を同時に達成することを目的としている。2013年6月における先進国首脳会議で、英国のキャメロン首相の呼びかけにより、「G8 社会的インパクト投資タスクフォース」が創設された。英国では財政難に陥る中、貧困層支援など、社会福祉事業の拡大を効率的かつ、効果的に実施するため、政府が積極的に推進している。日本でも現在、
15 人口減少や、少子高齢化による社会保障費の増加、格差の広がる社会構造、地震など災害国家としての背景など、様々な問題を抱えている。我々は、このような日本社会の抱える問題の解決に向けた積極的な姿勢を見せる企業に対して、機関投資家は投資対象として目を向けていくことで、企業の社会貢献に加え、
20 ひいては企業価値の向上に繋がるのではないかと考えた。

25

30

図表 5-1 社会的インパクト投資市場規模の推移



〈出所〉 G8 社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会 “日本における社会的インパクト投資の現状 2016”

5 (<http://impactinvestment.jp/images/sii2016.pdf>) を基に筆者作成

図表 5-1 は、2014 年から 2016 年にかけて日本における「社会的インパクト投資」の市場規模の推移を表している。この 2 年間で、市場規模は 2014 年の約 170 億円から、2016 年には約 337 億円と、約 2 倍に拡大している。ここから、
10 少なくともこの 2 年間で、日本の取り組みは拡大傾向にあることが分かる。実際この投資手法により、経済的リターン・社会的リターン両方の面から社会的事業の創出・拡大の可能性が生じる。それに加え、投資行動を通じてエコシステムに関わる様々な主体の相互作用を促すことにより、サービスにおけるイノベーションを誘発することで資源を有効活用し、社会公益の最大化に繋げる。
15 ではなぜ、中長期的な企業価値向上において社会的インパクト投資が必要であると考えたか。

前述したように、現状の少子高齢社会の進行、産業構造転換による衰退地域の発生、地球環境や、資源問題、貧困格差といった問題は、現代社会の抱える深刻な課題である。現状これらの課題には、政府部門が対応しているのだが、
20 営利目的ではない政府の取り組みでは、「公平かつ、均等なサービス」が求められる。しかしこれは、政府部門での期待であると同時に、限界でもある。「公平かつ均等なサービス提供」は時に非効率的なものとなり、急激な社会環境の変化に対し、緊急の措置が取れない等、障害が生じてくる。ハーバード・ビジネ

ス・スクールの発行した「Capitalism at Risk」では、気候変動や格差、人の移動など 10 項目の資本主義の崩壊要因を挙げており、これらの要因が自由市場の崩壊を招く恐れがあることを指摘している。そしてその解決にあたり、中核的役割を果たすよう、期待されているのが企業であり、現在、経済システムの安定に直接的に関与する必要に迫られている。そして近年の日本社会では、民間企業が市場性を考慮しながら、社会課題解決に参画できる環境の維持が重要となってくるため、企業のソーシャルビジネスの実施、そして社会的企業の活躍への期待が高まっている。このような背景から、現在、社会的インパクト投資への取り組みが、大きく注目されているのである。

10 このような現状から、機関投資家は、今後も投資判断において、環境や社会、企業統治等に対する企業の取り組みを示した ESG 情報を活用していくことが必要になってくる。それに加え、深刻な社会的課題解決に向け、インパクトをもたらす可能性のある企業か否かの点も投資判断の要素として考慮することで、「経済的・社会的」相互の面でリターンをもたらす可能性が高まってくる。

15 企業は、ESG 情報開示によるリスク低減効果、そして経済・社会貢献、双方の達成に向け、社会的インパクトを与えるための中長期的な経営戦略の開示による非財務情報の充実化を図ることで、より鮮明に機関投資家に向けた中長期的期間での経営イメージを仰ぐことが出来ると考える。

20 このように、社会的インパクト投資の手法を活用した対話は、企業・機関投資家の関係をより密接なものとする可能性を秘めている。そのため、今後の企業・機関投資家の関わり方においては、①財務情報による定量的評価、②非財務情報（ESG 情報）を活用した定性的評価によるリスク低減、そして、③社会的課題にインパクト（イノベーション）を与える経営であるか、この 3 つを軸とした「建設的な対話」を通じた投資判断を行うことで、今後の証券市場活性化に向けた中長期的な企業価値の向上へと繋がると我々は考えた。

施策Ⅱ ROIC を中心とした経営指標開示への枠組み作り

30 第 2 章で、日本の経営指標の開示は不完全なものであり、近年日本で経営指標として重視されている ROE の構造上の問題、そして ROE がそれ単体で経営指

標として重視されることへの問題点を、第4章では建設的な対話が中長期的な企業価値向上に必要であること指摘した。

このような背景を踏まえ、投資家が円滑に企業の経営評価を行い、対話において適切な経営の在り方を議論するためには、資本コストや経営効率を比較し易くするため、企業が公表すべき経営指標の共通フォーマットである「資本コストおよび経営透明化に向けた経営情報報告書」（以下、経営指標報告書とする）の作成と共に、開示することをコーポレートガバナンス・コードに明示することを提言する。具体的には、KPI(重要経営評価指標)としてROIC(投下資本利益率)、WACC(加重平均資本コスト)等開示すべき基本項目として数種類の経営指標を設定することである。このように国内企業全体として経営指標の開示形式を統一することで比較を容易にし、情報開示の質を国際水準に高めることで、より海外投資家の投資も呼び込むことを目指す。機関投資家のショートターミズム(短期志向)化の要因として、企業の情報開示の不相当さがあることを述べたが、この統一された経営指標開示形式によって、機関投資家が成長企業の選定を容易にし、中長期的な企業への投資が活発化すると考えられる。また適切に情報が開示されることにより、経営状況の把握が容易になるため、モノ言う株主が積極的に企業に対して働きかけを行うことが期待できる。

また共通の基本項目の他に、企業間で差別化の余地を残すべく、自由開示項目を設定する。基本項目で経営状況を示すこと以外にも、企業ごとに重視する指標を開示することで企業の独自性をアピールすることが出来、それが企業経営の在り方の多様化に繋がる。この施策の目的は、日本における企業価値評価の理解を深め、KPIがROEからROIC、あるいは株主資本コストを反映した財務指標へシフトすることである。この施策を実施し、提示した基本項目以外に企業が重視する項目があれば、それは対話により、企業・機関投資家が新たに評価し始めた項目であり、その時の経済情勢に沿ったものであると判断出来る。それが報告書の項目を見直すことに繋がる。その時の市場状況に合わせて柔軟に対応することにより、時代・状況に即した適切な報告書として在り続けるのである。

ROICを経営情報報告書の中心とした理由としては、この指標が、事業活動のために投じた資金(投下資本)を用いて、企業がどれだけ効率的に利益に結び

つけているかを示すものだからである。また WACC（加重平均資本コスト）と併用することで、正確に企業の収益性を図ることが出来る。ROIC は負債を含めて計算するため、ROE より正確に収益性を表し、そして資金調達コストを表す WACC を上回れば、税引後営業利益を資本コスト以上に生み出していることになるため、その企業には「経済的な付加価値がある」と判断出来る。ROIC を改善するためには、税引後営業利益を増加させるか、もしくは投下資本を減少させる必要がある。投下資本に収益性の低い事業資産が含まれている場合には、これらを処分することにより、ROIC を改善させることが可能となる。このように ROIC の改善を意識することにより、バランスシートのスリム化が進む効果も期待できるため、事業ポートフォリオ・マネジメントを効果的に行うことが可能となる。

ROIC は企業の正確な評価に効果的であるといえるが、実際に活用している企業は現状多くない

15 図表 5-2 目標とする経営指標

	投資家が要望	企業が重視
ROE	93%	59.10%
配当性向	54.70%	47.50%
総還元性向	43%	10.40%
利益額・利益額の伸び率	38.40%	61%
売上高利益率	32.60%	58.70%
ROIC	29.10%	7.80%
ROA	26.70%	28%
FCF	25.60%	20.40%

〈出所〉「平成 26 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて 一般社団法人生命保険協会

(http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_1.pdf). 2017-10-19」

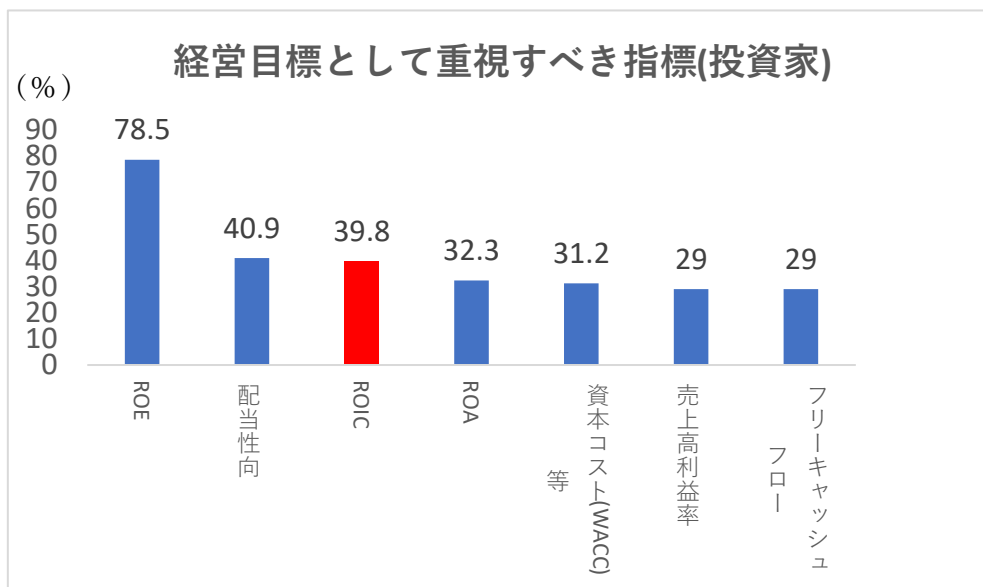
20 を基に筆者作成(第 2 章 図 2-5 より再掲)

図表 5-2 で示すように、コーポレート・ガバナンス改革により ROE への意識は高まっているが、多くの企業の意識はまだ ROIC まで及んでいない。

日本において ROIC が重視されていない原因として、(1) 資本コストや資本効率の内容や必要性が経営層に十分理解されていないことから、必要な情報が開示されておらず ROIC の計算に必要な投下資本を把握できない、(2) ROE や ROA に比べて計算式が複雑である、の 2 つが挙げられる。日本では、コーポレートファイナンス理論が十分に普及しているとは言えず、投下資本利益率 (ROIC) や加重平均資本コスト (WACC) といった概念が十分に浸透していない。そのため、入手しやすい公式情報のみで簡単に算出できる ROE 指標が重視され、ROIC の重要度が低いという現状がある。ROIC を算出する際に必要な投下資本を計算するには、資産ベース、負債ベースといった 2 つのアプローチがあり、「運転資本 (売上債権 + 在庫 - 支払債権) + 固定資産」、「有利子負債」と「株主資本 (自己資本)」等、様々な情報が必要となり、計算もやや複雑であるという理由から、企業は ROIC 重視に至っていない。

しかし投資家は ROIC を投資において重要な指標であると認識し始めている。

15 図表 5-3 経営目標として重視すべき指標 (投資家)



(出典) 「平成 28 年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」一般社団法人生命保険協会 P22 より筆者作成

URL: http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_1.pdf

20 平成 28 年度生命保険協会調査では、経営目標として ROIC は 39.8%と約 4 割

の投資家が重視すべきだと判断している。企業と投資家とで認識の齟齬が生じている状態では、適切な対話は実現されないため、企業は早急に ROIC に目を向ける必要がある。

5 この経営情報報告書の作成をコーポレートガバナンス・コードに明示する狙いとして、同コードの枠組みの1つであるプリンシプルベース・アプローチによって情報開示の在り方を構築したいという狙いがある。日本では元来、ルールベース・アプローチが根付いており、企業は常に細かい目標値を考慮し順守することで適切な経営が行われていると判断してきた。しかし与えられた目標値を超えることだけでは、競争、独自性を通じた企業価値の向上は達成出来ない。そこで、コーポレートガバナンス・コードにこの報告書の作成を明示すること
10 ことで、情報開示の方向性を示し、開示事項に関しては企業の判断に委ねることで企業の独自性の多様化、企業価値の向上に寄与する。

ROIC のような、算出が複雑かつ高度な経営指標を用いた報告書を作成することは、記載項目が多いことから企業にとっては負担となるため、決して容易なことではない。しかし現在、投資家が本当に必要としている情報が開示されていないことや、情報過多で混乱を招いているといった問題があることを考慮すれば、それらが報告書という1つの形式にまとめられれば、企業としては開示すべき情報が明確となる。そのため多少の負担はあっても、このような報告書の作成を通して、企業・機関投資家双方から企業価値向上に向けたより正確な
15 判断が出来、それはモノ言う株主の増加にも繋がると考えた。

終章

本稿では、現状停滞する証券市場活性化に向けて「機関投資家」をメインプレイヤーに焦点を当て、施策を考えた。今回の証券市場の活性化の定義とされる「中長期的企業価値の向上とモノ言う株主の増加」の達成において、我々は
25 まず、なぜこの2点が活性化において不可欠な要素となるかに焦点を当てた。

この点を理解する上で、第1章では証券市場全体について、株式保有構造の変遷と共に、その意義や目的を確認し、株式市場の現状を洗い出した。続く第2章では、活性化の核となる「企業価値」を視点に、企業の在るべき姿を追求
30 した。その際、資金調達手段や情報開示の在り方を分析することで、価値向上

に向けた現状の企業の取り組みを確認した。そして、こうした企業価値向上には、企業自らの取り組みに加え、機関投資家が重大な位置を占めることを示した第3章では、機関投資家の役割や投資行動の在り方について述べた。その中で、日本のショートターミズム化を問題とした。その点について、諸外国の状況と日本を比較するため、証券市場の先進国と言えるイギリスを取り上げ、その施策を考察した。そして第4章では、第2章・第3章でそれぞれ企業・機関投資家の述べた現状、問題点を踏まえ、インベストメント・チェーン全体最適化に向け、建設的な対話を促すことを目的に、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの2つのコードが制定されたことを示した。

5

10

しかし現状では、これら2つのコードは、強制力の不在もあることから、十分機能しているとは言えず、証券市場の活性化には繋がっていない。この実態を踏まえ第5章では、企業と機関投資家の対話を促すことに焦点を当て、2つの施策を提言した。

1つ目は、企業の情報開示において現在世界で注目を集めるESG情報を活用すること、そしてその中でも手法として「社会的インパクト投資」に目を向けることである。

15

2つ目はガバナンスの観点から、ROEの指標の改善に向け、企業の「稼ぐ力」を示すROICを中心とした指標の枠組みを作ることである。

我々はこれら2つの施策を通じることで、より「建設的な対話」を促し、ひいては証券市場活性化に繋がると考えた。

20

25

30

参考文献

- ・一般財団法人 生命保険協会 “平成26年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて”
http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_1.pdf (2017-10-19
5 参照)
- ・金子裕子 “一直前総まとめ—四半期報告制度の総合解説”
<https://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/info-sensor/pdf/info-sensor-2008-02-02.pdf> (2017-10-27 参照)
- ・株式会社東京証券取引所 “コーポレートガバナンス・コード～会社の持続
10 的な成長と中長期的な企業価値向上のために～”
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>
(2017-10-25 参照)
- ・株式会社東京証券取引所 “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)”
15 <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20171018/03.pdf> (2017-10-
25 参照)
- ・関西経済連合会 経済人 “close up 四半期決算報告の大幅な簡素化が実現 “
<http://www.kankeiren.or.jp/keizaijin/pdf/closeup11.5.pdf> (2017-10-27
20 参照)
- ・北川哲雄 『スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2つのコード
が変える日本の企業・経済・社会』, 東洋経済新報社, 2015,
・金融庁 “「企業と機関投資家との建設的な対話」に関する海外機関投資家の
意見の概要”
25 <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20160923/01.pdf> (2017-10-
27 参照)
- ・金融庁 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 “「責任ある機
関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通
じて企業の持続的成長を促すために～”
30 <http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf> (2017-10-27 参照).

- ・ 経済産業省 “平成 26 年度総合調査研究 経営者・投資家フォーラム (Management-Investor Forum :MIF) (仮称)及び企業報告ラボに関する調査研究報告書”

http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000501.pdf
- 5 ・ 経済産業省知的財産政策室 “知的資産経営報告の視点と開示実証分析の調査報告書～「強み」の開示とステークホルダーとの対話～” 2007 年 3 月

http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/shitenn/zentai.pdf (2017-10-27 参照).

 - ・ 公益財団法人 日本証券経済研究所 『図説 日本の証券市場, 2016 年版, 公益財団法人 日本証券経済研究所』, 2016, xi, 262-272, 328p
 - ・ 小平龍四郎 『起業の真価を問うグローバル・コーポレートガバナンス』, 日本経済新聞出版社, 2016, 212p.
 - ・ 財務省 関東財務局 “EDINET (電子開示)”

<http://kantou.mof.go.jp/disclo/.pagekthp00400041.html> (2017-10-26 参照)
- 15 ・ 柴田 努 “アメリカにおける株主価値重視の企業経営への転換”

http://ci.nii.ac.jp/els/contentscinii_20170512221019.pdf?id=ART0009787474 (2017-10-26 参照)

 - ・ 大和総研 “米国アクティビスト動向と日本企業への示唆”

http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140610_008629.pdf (2017-10-26 参照)
- 20 ・ 東洋経済 ONLINE “個人が機関投資家より「圧倒的」に有利な点” 2015 年 10 月 09 日

<http://toyokeizai.net/articles/amp/87265?page=2> (2017-10-27 参照)

 - ・ 西山 茂 “MBA 講座：企業価値ってな～んだ？” nikkei BPnet 〈日経 BP ネット〉

<http://www.nikkeibp.co.jp/article/column/20121108/329843/> (2017-10-17 参照)
- 25 ・ 新田 敬祐 “株主構成の変容とその影響”

http://www.nli-research.co.jp/files/topics/37539_ext_18_0.pdf (2017-10-27 参照).
- 30

- ・ 日本銀行 Bank of Japan “資金循環”
<https://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm/> (2017-10-19 参照).
- ・ 日本取引所グループ “会社情報の適時開示制度”
<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/disclosure/index.html> (2017-10-25 参照).
- ・ 日本取引所グループ “2016 年度株式分布状況調査結果の概要”
<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu000002ini6-att/report2016.pdf> (参照 2017-10-27)
- 10 ・ 日本総研 “ESG 投資(1)「新たな ESG 投資に必要な視点「Value Creation」(価値創造)」”
<http://impactinvestment.jp/impactinvestment/> (2017-10-25 参照)
- ・ 年金積立金管理運用独立法人 “国連責任投資原則への署名について”
http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf
- 15 (2017-10-25 参照)
- ・ 野村証券証券用語解説集 “機関投資家”
<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ki/kikantou.html> (2017-10-26 参照)
- ・ 野村証券証券用語解説集 “5%ルール”
<https://www.nomura.co.jp/terms/english/other/5percent.html> (2017-10-26
- 20 参照)
- ・ 長谷川 充弘 “証券取引等監視委員会 中期活動方針(第9期)” 日本監査役協会
<http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/20170913-1.pdf> (2017-10-26
- 参照)
- 25 ・ 三菱 UFJ 国際投信 “【投信調査コラム】日本版 ISA の道 その 149”
https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160719.pdf (2017-10-26 参照)
- ・ 吉川 英徳 “《実践》コーポレートガバナンス米国アクティビストの動向と日本企業への示唆
[http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140610_0086](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140610_008629.pdf)
- 30 [29.pdf](http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140610_008629.pdf) (2017-10-27 参照)

- ・ SMBC 日興証券 “機関投資家 | 初めてでもわかりやすい用語集”
<https://www.smbenikko.co.jp/terms/japan/ki/J0092.html> (2017-10-25 参照)
- ・ Sustainable Japan “ESG (環境・社会・ガバナンス)・ESG 投資とは・意味”
<https://sustainablejapan.jp/2016/05/14/esg/18157> (2017-10-25 参照)
- 5 ・ Sustainable Japan “インパクト投資とは/G8 インパクト投資タスクフォー
 ス 日本国内諮問委員会
<http://impactinvestment.jp/impactinvestment/> (2017-10-25 参照)
- ・ Sustainable Japan “【金融】世界と日本の ESG 投資~Global Sustainable
 Review 2016 まとめ~”
- 10 <https://sustainablejapan.jp/2017/03/29/gsia-review-2016/26221> (2017-
 10-25 参照)
- ・ Yahoo!ファイナンス “値上がり率：株式ランキング” Yahoo!ファイナンス
<https://info.finance.yahoo.co.jp/ranking/> (2017-10-19 参照)
- 15 ・ 引用
- (1) 経済産業省知的財産政策室“知的資産経営報告の視点と開示実証分析の
 調査報告書～「強み」の開示とステークホルダーとの対話～” 2007 年 3 月
 “第 3 章アナリストの現状”
- 20 [http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/shitenn/zentai.
 pdf](http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/shitenn/zentai.pdf)
- (2) 北川哲雄 スチュワードシップとコーポレートガバナンス 2 つのコ
 ードが変える日本の企業・経済・社会, 東洋経済新報社, 2015, 60 p
- (3) ・三菱 UFJ 国際投信 “【投信調査コラム】日本版 ISA の道 その 149
- 25 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160719.pdf