

2017 年度 学士論文

# 資本市場改革における投資家の役割

2018 年 1 月 30 日

早稲田大学商学部 4 年

1F140095-8 伊藤 駿

## はしがき

「中学生から、8年間、長距離走を継続しており、マラソン大会の協賛など、企業の社会貢献活動を身近に感じていたため、CSR という研究分野に興味がありました。」

2016年の夏休みにゼミ面接の場で、話したことを今でも鮮明に覚えている。筆者の出身、山形県には県縦断駅伝という駅伝大会がある。これは、3日間で累計300キロ、山形県を1周する大規模な大会だ。この大会のために、山形県のような企業が協賛し、大会は毎年円滑に運営されている。私にとって、企業の社会貢献活動とは、幼少期から身近なものであった。このような活動が増えればもっと豊かに生活できると小さな頃からぼんやりと考えていた。もともとCSRに興味があったため、谷本ゼミには入る前からワクワクしていた。

あの日から、約800日がたった今、私は「資本市場改革における投資家の役割」という題で卒業論文の執筆を終えた。「企業の社会貢献活動」から始まったCSRの学習は、様々な紆余曲折を経て、本論文に帰着した。今振り返ると、自分自身にとって、大きな変化があった800日間であった。それは、日々の学習の中で、様々な分野を横断的に学習できたからであると強く思う。企業とステイクホルダーの関係性を考察するうえで、投資家・従業員・政府・消費者・サプライヤー・地域など、それぞれの主体に対して、広く理解を深めることができた。学習する過程で、興味を惹く分野とそうでない分野があったことは確かである。分野横断的な学習は、自分の好奇心を正直に映し出し、結果として、卒業論文を通して本当に明らかにしたいと思う分野に辿り着くことができた。

「物事のスタートに手遅れはない、変わろうと思った瞬間から行動する」

これは、筆者が座右の銘にしている言葉である。「マイナススタートでもがむしゃらに努力をすれば、結果は付いてくる。だから、不利な状況にでも挑戦していくべきである。」という意味を含んでいる。筆者は、大学2年時まで、陸上中心の生活をしており、不勉強を自覚していた。そのような状況で谷本ゼミの活動はスタートしたが、「がむしゃら」に向き合った毎日は、筆者に大きな変化を与えてくれたと思う。あの時、一步を踏み出そうと思い本当に良かった。

ゼミ活動を通して、多くの大切なものを手に入れ、充実したものにする事ができたのは、数多くの方のサポートのおかげであると、切実に思う。谷本ゼミでの学習を終えるにあたり、支えてくれた数多くの方々に感謝の気持ちでいっぱいである。そこで、感謝の意を記して、このはしがきを終えたい。台湾合宿や三井物産とのステイクホルダーミーティングなど様々なチャンスを私たちに与えてくれた谷本先生、法政大学での活動があり多忙な中、毎週パワフルに指導をして下さった土肥先生、陰でゼミ

運営を支えて下さった森塚さんをはじめとする研究室のアシスタントの皆様、本当にありがとうございました。また、4期生を始め、ゼミの先輩方にもたくさんのご指導をいただいた。先輩っ子だった私にとって先輩方との活動は本当に楽しいものだった。後輩の6期生のみんなには、力不足で迷惑をかけることが多く、今でも申し訳なさが残っている。残り1年間、充実したゼミ生活を送ってくれることを願っている。そして、何よりも同期のみんなへの感謝の気持ちが一番大きい。この2年間で最も多くの時間を共有し、共に成長することができた。これからも、お互いを高め合っていける存在でありたい。

様々な方の支えの下で、谷本ゼミでのゴールを迎えることができたこと、改めて痛感している。

「本当にありがとうございました。」

2018年1月30日

伊藤 駿

## 目次

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 第1章 投資家と企業の関係性を考え直す .....       | 1  |
| 第1節 テーマ選定と問題提起 .....            | 1  |
| 第2節 本論文の構成 .....                | 2  |
| 第2章 資本市場の全体像 .....              | 3  |
| 第1節 資本市場の定義 .....               | 3  |
| 第2節 インベストメント・チェーンの定義 .....      | 5  |
| 第3節 インベストメント・チェーンの構成者 .....     | 5  |
| (1) アセット・オーナー .....             | 5  |
| (2) 機関投資家 .....                 | 6  |
| (3) アナリスト .....                 | 6  |
| (4) 企業 (IR 部) .....             | 7  |
| (5) その他の構成者とまとめ .....           | 7  |
| 第3章 日本企業のコーポレートガバナンス体制の変容 ..... | 10 |
| 第1節 コーポレートガバナンス体制に着目する意義 .....  | 10 |
| 第2節 日本型コーポレートガバナンス体制の確立 .....   | 10 |
| 第3節 日本型コーポレートガバナンス体制の特徴 .....   | 11 |
| (1) 日本的雇用慣行 .....               | 11 |
| (2) 日本企業の資金調達方法 .....           | 12 |
| 第4節 日本型コーポレートガバナンス体制の崩壊 .....   | 13 |
| (1) 金融機関の機能不全と株主相互持合いの解消 .....  | 13 |
| (2) 日本的雇用慣行の崩壊 .....            | 13 |
| 第4章 2つのコードと伊藤レポート .....         | 15 |
| 第1節 ガバナンス改革の概観 .....            | 15 |
| 第2節 日本版スチュワードシップ・コード .....      | 17 |
| 第3節 日本版コーポレートガバナンス・コード .....    | 18 |
| 第4節 伊藤レポート .....                | 19 |
| 第5節 エンドポイント設定のための整理 .....       | 22 |
| 第5章 事例研究 .....                  | 24 |
| 第1節 機関投資家の分類 .....              | 24 |
| 第2節 インタビュー調査 .....              | 26 |
| (1) 企業概要 .....                  | 26 |
| (2) インタビュー実施内容 .....            | 27 |
| 第3節 考察 .....                    | 32 |

|                        |    |
|------------------------|----|
| 第 6 章 結論.....          | 35 |
| 第 1 節 システム変革のために ..... | 35 |
| 第 2 節 本論文の振り返り .....   | 36 |
| 文献一覧.....              | 38 |
| URL 一覧.....            | 39 |

## 第1章 投資家と企業の関係性を考え直す

### 第1節 テーマ選定と問題提起

会社とは、主に3つの市場と向き合いながら、経営活動を行っている。読者が真っ先に思い浮かぶのは、顧客がいて競争相手としてのぎを削っている「製品・サービス市場」ではないだろうか。残り2つの市場とは、「労働市場」と「資本市場」である。この3つの市場について考えてみると、日本においては「製品・サービス市場」と「労働市場」はある程度、発達してきたのではないか。日本の技術力は長い間、世界トップクラスといわれてきていた。企業も、消費者をだれよりも大切にし、消費者センターをはじめ多くのコストをかけ、消費者にとって効用の高い商品を生み出してきた。また、労働者に目を転じてみると、近年、過労死問題が騒がれてはいるが、高度経済成長の原動力となった質の高い労働力を労働市場は企業に対して供給している。欧米の経営者のように、桁違いの報酬を求めないモラルも従業員には存在する。

しかしながら、世界の企業と比較した際に、日本企業の「資本市場」との向き合い方はどうであろうか。これまで、長い間、メインバンク制度に守られてきた日本の資本市場は、世界全体と比較してみると、発達しているとは言い難い。この課題に対して、近年、様々な動きがみられている。

さて、大学生生活を振り返ると、商学部という学部が影響してか、マーケティングや消費者行動に関心を抱く友人が多かったように感じる。しかしながら、筆者はなぜか「資本市場」というマーケットに興味を引き寄せられていた。はじめは、その理由が自分自身でもわからずにいたが、研究を進める過程で少しずつその謎が紐解かれていった。資本市場とは、世界の様々な出来事を因果関係の連鎖によってつなげる場であるからだ。例えば、ウォール街でM&Aのニュースが流れれば、何かしらの形で日本企業の株価に影響を与えるだろう。また、シティで欧州企業の自社株買いが行われれば、日本国債の利回りは変化するかもしれない。このように世界の出来事を何かしらの因果関係のもとでつなげる資本市場という場所に、筆者は強い魅力を感じていた。

上述したように、日本の資本市場には様々な課題が存在している。投資家が、投資をしたいと思える魅力的な企業が存在しない。また、投資という資産運用の手法が、国民に対して馴染みが薄く、家計のマネーが十分に市場に供給されない。逆に、企業側も資本市場から、長期的にリスクを取れる資金を調達できず、事業への長期投資が停滞し、世界における競争力が低下している。現在の日本が抱えている低成長・将来への不安といった課題は、資本市場の構造的な問題が影響していることは明白である。こういった大きな文脈に触れることで、筆者は、「なぜ、日本では資本市場が機能的に働かないのか。資本市場を活性化させるためには、何が必要であるか」という非常に大きな問いに出会った。筆者は、谷本ゼミで、2年強の時間を学習した。このゼミでの学習の過程で、社会的責任という文脈の中で様々なテーマを扱った。企業と社会の

関係性、具体的には、企業と多種多様なステイクホルダーとの関係性について理解を深めてきた。そこで、本論文では、上記の問いに対して、「投資家」というステイクホルダーに焦点を当てながら、議論を進めていこうと思う。本論文のキーワードを「資本市場改革」と「投資家」の2つにする。これから、論文を読み進めるうえで、読者にはぜひこの2つのキーワードを頭の片隅に留めておいていただきたい。では、本論文の問題提起を以下の通りに設定し、執筆を始める。

**【問題提起】**

資本市場を活性化するために、投資家が果たすべき役割は何か。

## 第2節 本論文の構成

本論文は6つの章によって構成されている。章ごとにその内容を概観していく。

導入として、本論文の展望を記述した第1章に続き、第2章では、本論文において議論の中心となる資本市場とは何か、その概念について論じていく。資本市場において、実際に投資家から企業に資金が到達するまでには、複雑な投資の流れが存在している。この投資の流れを本論文においては、「インベストメント・チェーン」と呼ぶ。この投資の流れにはどのような関係者が存在しているのかを明らかにしていく。また、資本市場の構造的な課題が何かについても言及していく。第3章では、一度視点を変えて、日本企業のガバナンス体制の変遷について、考えていく。ここでは、ガバナンスという観点からガバナンス体制の変遷の歴史的背景を見ていく。これは企業と資本市場がどのような関わり合いをしてきたか、そしてなぜ投資家という存在が形骸化してきたかを明らかにするうえで、非常に重要な意味を持つ。第4章では、近年制定された2つのコードを扱う。さらに、資本市場の構造的な課題に示唆を与えている「伊藤レポート」について言及する。特に、「伊藤レポート」の内容は第2章で明らかにした資本市場の課題に対する答えを与えるものであり、本論文の核をなす。

第5章では、事例調査を通して、先進的な機関投資家の行動に着目する。「伊藤レポート」では、企業と投資家の対話の重要性を説いていた。そこで、筆者が重要視しているエンゲージメント型のファンドについて紹介する。日本において、エンゲージメント型の投資を行っている機関投資家の数は少ない。今回は、「みさき投資株式会社」にインタビューを行った。インタビュー調査の結果とインタビュー調査から得られた筆者の考察を記載した。最終章の第6章では資本市場改革を進めるためにこれから何が求められるかを結論付ける。資本市場システムをシステム変革という視点から考察する。最終節で、論文の全体像を振り返り、本論文を閉じる。

## 第2章 資本市場の全体像

### 第1節 資本市場の定義

本節では、本論文における主要なテーマである資本市場とは何かについて、論じていく。さらに、本論文における「資本市場」という単語が何を意味するかについて、ここで明確に定義づけていく。また、本論文において「資本市場」という単語をどのようにとらえていくのかに関する筆者の見解を、読者と共有することに本節の意義がある。

資本市場とは、「資本」という金融商品を売買するマーケットのことである。この資本市場は、いくつかの構成要素によって成り立っている。資金調達を目的にする「企業」、資金運用手段として参入する「投資家」、取引の場としての「取引所」、システムが円滑に実現されるための社会制御手段の組織として金融庁、資本取引を仲介する金融機関（証券会社）、およびその資本取引を円滑に行うための「情報仲介者」（セルサイド・アナリスト）が考えられる構成者である。

さらに、資本市場は、他の商品を売り買いする市場とは異なる特徴を有している。例えば、「青果市場（いちば）」や「魚市場（いちば）」では、取引の参加者は当日、生産者によって提供された「現物」を、購入者が平等に観察したうえで、個々のニーズや相場観に基づいて取引を行うことができる。対して、資本市場では「現物」に対する情報が市場（取引所）に存在しているわけではない。資本市場で取引される金融商品とは、単なる紙切れや電子媒体であり、この金融商品の価値とは発行元の企業に依存する。そこで、金融商品の適切な評価と売買をするために、購入者は発行元の企業に終始する必要がある。だからこそ、資本市場を機能させるために情報が鍵を握っており、資本市場に関する議論をするうえで、吟味する必要がある。

また、資本市場は経済社会の重要な機能の一つを担う「社会経済システム」でもある。北川（2000）は、資本市場を国民の資本が有効に使われるために重要な機能を担う社会システムであると主張している<sup>1</sup>。資本市場が、社会システムとしていかに役割を果たしているかに北川の考えをもとにしながら論じていく。資本市場とは国民の遊休資産の運用の場である。遊休資産が家計で眠っているということは、社会全体の資産活用という観点で考えると、非常に大きな損失である。遊休資産は、事業体である企業に投資され、企業が適切に経営を行うことで、初めて有効活用される。企業は、投資された資金をもとに事業を拡大させ、企業価値を高めていく。結果として、企業は社会全体に付加価値をもたらし、経済全体を拡大させる役割を果たすことになる。しかしながら、現実には全ての企業が投資家から託された資産を有効活用できるわけではない。適切な経営が行われ、企業価値が継続的に向上する企業がいれば、赤字経営を続け損失を溜め込む企業も存在する。マクロ視点で考えれば、遊休資産はより良い経営を行う企業に投資されるべきである。逆に、適切な経営ができない企業は資金

を調達できず淘汰されるべきである。経済学的には、経営能力の高い企業の投資は促進されるべきであり、経営能力の低い企業は資本市場から離脱するべきであると考えられている。

これらで構成される資本市場システムは、最終的な資金の提供者である国民に資金運用の場を提供し、最終的に資金を必要としている株式会社に資金調達の間を提供している。結果的に、このシステムが効率的に機能することは、国民の資金が有効に利用されるとともに、企業は事業を最大化し国家の経済拡大に寄与することができる。

では、資本市場システムが機能するとはどのような状態のことをいうのだろうか。資本市場システムが効率的に機能しているとは、投資家が発行済みの株式に対して、正確な将来価値の算定を行い、株式銘柄の売買を行うことである。将来価値が高まる企業の銘柄は投資家に市場のベンチマークを上回る収益を与える。さらに、将来価値向上の為に、企業側も事業活動の将来性を高めようと努力する。結果として、企業は社会全体に付加価値をもたらし、経済全体を拡大させる役割を果たすことになる。自己の収益を拡大する・自社の株価を高めるという利己的な活動は、最終的に、公共の役に立つ産業に資本が流入することを促進させるといえる。同一の産業の中では経営者が資本を有効活用しうる企業に流入すべきである。逆に、企業が相当期間利益を上げているならば、資本が現存する需要に役立つ産業の中で有効に使われている、といえる。この意味で、資本は有能なものの中に流入し、不要産業から流出する。この状態は、経済学的に見れば非常に望ましい状態である。

さらに、北川（2000）は、「資本市場システムの目標は、市場で取り扱われる商品に関する情報が、効率的に、公平に取り扱われることであり、その結果、価格形成が円滑に行われるということである」と述べている<sup>2</sup>。つまり、投資家が将来価値予想を適切に行い、銘柄選択するためには、情報交換が効率的かつ公平に行われる必要があるのだ。ここで、効率的な情報交換とは、投資銘柄を意思決定するための情報収集にコストをかけずに行うことができることを意味する。また、公平な情報交換とは、投資家全体に偏りなく情報が提供されることを意味する。

本節は、資本市場に対する本論文での捉え方を共有するために、存在している。本節のここまでの議論の流れを振り返るとともに、内容をまとめる。

- ・資本市場とは、金融商品の交換の場である。
- ・資本市場は、社会システムの一部であり、資本市場がシステムとして適切に機能すれば、国家の経済が最適成長する。
- ・資本市場が機能するとは、投資家が将来企業価値の評価を行い、資産が有効産業に投資されることである。
- ・資本市場の機能には、情報交換が不可欠であり、その実現のために様々な市場関係者が存在する。（※どのような市場関係者が存在するかについては、後述する。）

## 第2節 インベストメント・チェーンの定義

前節では、資本市場に関する理解を深めた。本節では、資本市場において、資金の出し手（投資家）から資金の使い手（企業）までに、実際にどのような経緯でお金が移動するのかを考えていく。投資の具体的な流れを明確にするとともに、投資の流れにどのような関係者が存在するのかについても言及していく。ここでは、投資の流れを「インベストメント・チェーン」という言葉を用いて、説明する。

近年、投資家と企業の関係性に注目が集められる中で、「インベストメント・チェーン」という言葉がキーワードになっている。これは、資本市場において、投資家から企業に対してお金が流れる投資の流れを意味している。伊藤レポートにおいて、インベストメント・チェーンとは、「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および各機能のつながり」と定義されている<sup>3</sup>。そこで、本論文では、基本的に伊藤レポートに述べられているこの定義を採用する。

インベストメント・チェーンとは、「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および各機能のつながり」を意味する。

## 第3節 インベストメント・チェーンの構成者

では、インベストメント・チェーンはどのような構成者によって形作られているのだろうか。本論文では、インベストメント・チェーンの構成者として、アセット・オーナー、機関投資家、アナリスト、企業（IR部）を主要な関係者として取り上げる。この他にも様々な市場関係者が存在するが、本論文では、この4者に絞って議論を進めていく。投資家という分類では、同一ではあるが、アセット・オーナーと機関投資家を分けた。これは、アセット・オーナーには資金の最終的な出し手として、通常の機関投資家とは異なる役割が存在しているからである。さらに、アセット・オーナー自体が企業と直接的に関わる機会は非常に少ないため、企業と投資家の関係性を見るという点で、機関投資家に着目しなかったのである。前節は、資本市場において適切な情報交換がなされる必要性について述べた。そこで、情報仲介機能についても着目する必要があると考え、アナリストを取り上げることにした。企業を扱うことは、自明のことであるので選定理由を省略する。

この4者以外にも様々な市場関係者が存在するため、これらの構成者に関しては、本節の末尾で扱う。

### (1) アセット・オーナー

アセット・オーナーは、大規模な資産の保有者となる機関（組織）のことである。受託者責任に基づき、インハウス運用またはアセット・マネージャーに外部委託するなどして、最終受益者のために受託資産の運用・管理に従事する業務を行っている。

インベストメント・チェーンにおいては、最終的な資金の出し手、つまり投資資金の元締めに位置している。主要なプレイヤーとしては、長期の退職金や保険および他の資産を保有している組織であり、具体的には、年金基金、ソブリンウェルスファンド、財団・基金、保険や再保険会社、その他資産を管理する金融機関が含まれる。日本で有名なのは、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）であり、その資産規模は世界最大であり 120 兆円にのぼる。

類似する概念として、インベストメント・マネージャーという概念が存在するが、本論文ではインベストメント・マネージャーという用語は使用しない。本論文におけるアセット・オーナーの認識は、アセット・マネージャーに運用委託する立場にある資産保有者に留める。これは、本論文で注目したい点が、アセット・オーナーにはアセット・マネージャーを選択する権利があり、アセット・マネージャーに対する影響力を持っているという点であるからだ。

## (2) 機関投資家

機関投資家とは、ファンド・マネージャーやアセット・マネージャーを意味している。機関投資家は、企業を乗っ取り、経営権を奪い、企業価値向上を行った後にバイアウトするようなハゲタカファンドといわれる機関投資家、社会的責任投資を志す個人投資家が自己資産を提供するような社会的責任投資型のファンド、インデックスに連動しマーケットの動きによる利ザヤを稼ぐパッシブ運用型ファンド等と、その種類は非常に多種多様である。その他にも、信託銀行や投資顧問会社も含まれる。それぞれの機関投資家は、自分たちの投資理念や経営方針に従い、投資先を決定する。

投資家の区分は、多くの人が明確に意識していないが、根源的な資金の出し手であるか、受託されている資金を運用しているのかという相違点を、本論文では重要視する。よって、機関投資家とは、基本的に受託された資金を運用する組織（機関）として考えていく。

さらに、機関投資家は、アセット・オーナーから運用資金を受託しているため、運用成績について、アセット・オーナーに対する説明責任があることを最後に付け加える。

## (3) アナリスト

本節で扱うアナリストとは、証券会社に所属しているセルサイド・アナリストのことを示している<sup>4</sup>。資本市場システムが最適化するために、「情報」に関して優位性を抱き、企業の将来性を的確に算定する必要がある。この情報を司るプレイヤーとして重要な役割を担うのが、アナリストである。

アナリストの役割とは、投資対象企業の将来性を的確に予想し、ファンド・マネー

ジャーや投資家にその情報を提供することで、投資家の投資行動を最適化するというものである。企業の将来予想を行う際に、社会にはフォーマルな情報とインフォーマルな情報が存在する。例えば、フォーマルな情報とは、証券取引所などの規制をもとに企業が必ず提出しなければならない有価証券報告書などの情報等、企業の過去を表す情報が基本である。なぜならば、企業の将来予想を行うことが投資家の役割であり、あくまで企業側が提示するのは将来予想を行うための材料にとどめるべきであるというのが通説であるからだ。一方で、インフォーマルな情報とは、アナリストが企業から招待されるインフォメーション・ミーティングやアナリストの個別ヒアリングで知りえた情報である。アナリストの役割とは、個別企業を十分に調査し、個別企業と対話を行い、有益な情報を入手し、正確な企業予想を行うことである<sup>5</sup>。

機関投資家は、すべからず証券会社を通じて売買を行っている。証券会社間で取引手数料率やトレーディング能力に大きな差異がない場合、アナリストのリサーチ能力あるいはサービスの質が大きな競争要因になる場合がある。アナリストは担当セクター、分析担当企業を有し、非常に深い調査を行う。調査の結果、担当企業の将来価値予想を行い、投資家に対して投資判断を提案する。基本的に、アナリストは所属証券会社の名義で頻繁にアナリストレポートをリリースしている。

#### (4) 企業 (IR 部)

上場企業にとって、広く投資家からの資金調達を得ようとする場合、株式市場で資金調達を行うのは非常に効率的な手段である。企業側は、投資家に適切な投資判断をしてもらうために、情報開示を行うことを法律で規定されている。また、投資家に対して、自社の価値を適切に判断してもらうために IR (Investor Relations) 活動を行っている。IR 活動を行うことで、株式市場における自社の企業価値評価が適切に行われ、株価の最適化につながる。

数ある世界の企業の中で最初に、IR 活動を始めたのは、1953 年に担当部署を発足させたゼネラル・エレクトリック (GE) であるといわれている。日本企業の IR の取り組みは 1990 年代後半から急速に活発化した。

IR の具体的な活動には、ホームページ上での情報開示、各種説明会やミーティングの開催、工場や施設見学会、年次報告書や投資家向け広報誌の刊行などがある。近年では多くの企業で統合報告書を発行する姿が見受けられるようになった。

#### (5) その他の構成者とまとめ

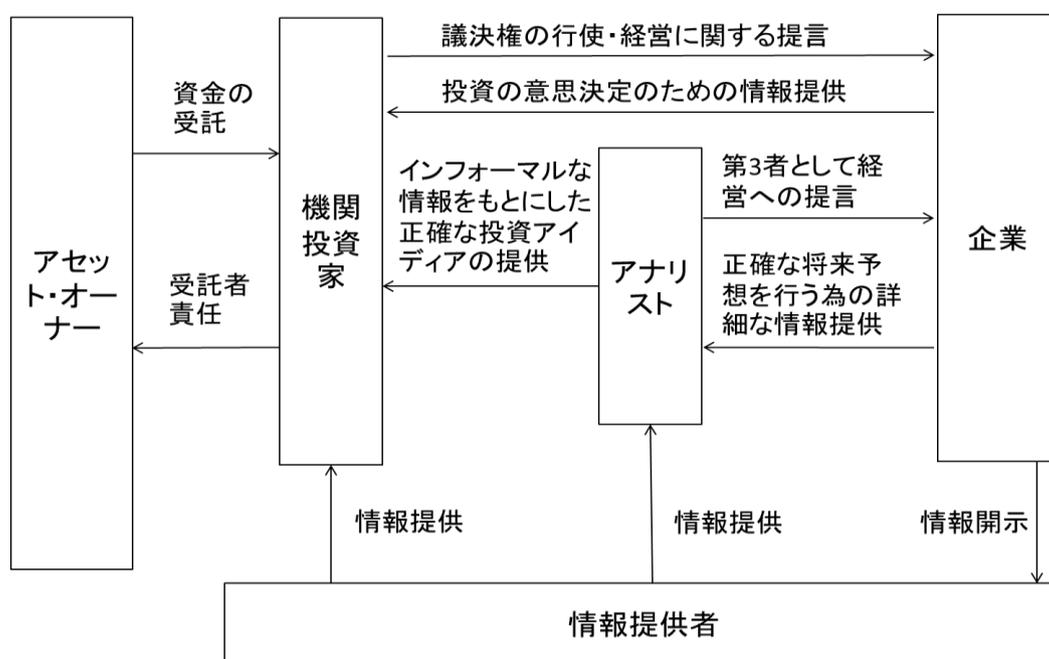
これら 4 者以外にも、様々な市場関係者が存在する。

例えば、企業側にとって開示義務がない情報を提供したり、非財務情報に担保を与えたりする役割を担う「情報ベンダー」である。近年、企業の情報開示の中で、非財

務情報の開示が求められるようになってきている。非財務情報を企業価値として評価し、投資判断の材料にする投資家も増えている。しかしながら、財務情報とは異なり、非財務情報に関する情報の適正性を担保するような公認会計士や監査法人は、まだ発達しているとは言い難い。このような非財務情報を提供する役割を担うのが、「情報ベンダー」である。

本論文では、基本的に先に紹介した4者をインベストメント・チェーンの構成者と定義して議論を進めていく。次項には、インベストメント・チェーンの構成者をまとめた図2-1を記載した。

図表 2-1 インベストメント・チェーンの構成者の関係性



出所：北川(2015)より筆者作成<sup>6</sup>

<sup>1</sup>北川 (2000) p.24

<sup>2</sup>北川 (2000) p.24

<sup>3</sup>「伊藤レポート」 <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf> p.8

<sup>4</sup>アナリストとは、運用機関側に所属し、運用ポートフォリオの最適化ために調査を行うバイサイド・アナリストも存在する。しかし、バイサイド側のアナリストは、本論文において、機関投資家の一部と捉えている。資本市場の情報仲介機能を担うのは、セルサイド側のアナリストである。そこで、本論文では断りがない限り、アナリストとは、セルサイド側のアナリストを指して使うことにする。

<sup>5</sup>しかしながら、実際にはすべてのアナリストに企業と対話する資格があるわけでは

---

ない。企業の IR 担当者は、事前の質問シートの内容を吟味したうえで、対話のメリットがあると考えアナリストとのみ対話を実現する。これは、企業側にも対話にはかかるコストがかかるからである。故に、アナリストには必然的に企業に対する調査に躍起になる必要性が出る。アナリストとの対話は企業にとってもメリットがある。多くのアナリストは個別企業のみではなく、同業他社の業界に対する調査を行っているはずである。このような能力を持ったアナリストとの対話は業界内の当該企業の次経営状況を客観的に理解する手助けになるはずである。

### 第3章 日本企業のコーポレートガバナンス体制の変容

#### 第1節 コーポレートガバナンス体制に着目する意義

本章では、日本企業のガバナンスシステムの形成背景と特徴、崩壊要因について考えていく。本論文では、投資家と企業の関係性に焦点を当てている。法的には企業の所有者は株主であり、株主が企業を規律づける役割がある<sup>1</sup>。時代の変化とともに現在は、株主が所有者として企業の規律づけを行うべきであるという考え方は通説となっている。しかし、これまでの日本企業の経営を振り返ると、株主の権利は軽視されてきており、株主以外の主体が企業の規律づけを行ってきた。これには、日本には、日本独自の経営慣行が存在し、機能してきたことが影響していた。日本のガバナンス体制が、どう機能してきたかを見ることは、現在、なぜ株主主体のガバナンスが重視されるようになったのかを知ることに繋がる。さらに、株主という企業に対して権利行使を行うべき主体が、なぜ形骸化してきたかの要因解明に近づく。上記の理由から、本章において「日本企業のコーポレートガバナンス体制の変容」について考察していく。

ところで、コーポレートガバナンスという言葉には、多様な意味が存在する。日本語では「企業統治」と訳されるが、企業をいかに統治するかという非常にぼんやりとした概念だ。また、何のために企業を統治するのかという目的もあいまいな部分がある。様々な場面で「コーポレートガバナンス」という用語は使われてはいるが、その正確な意味にばらつきがある。本論文においては、コーポレートガバナンスとは、「企業利潤のために経営者を規律付けるシステム」と理解して、議論を進めていく。本論文では、投資家に評価される企業像を考察していくため、この理解を採用した。

#### 第2節 日本型コーポレートガバナンス体制の確立

「日本的コーポレートシステムが確立するのは高度経済成長期であった」と、吉田(1996)は述べる<sup>2</sup>。経済の再建を目的とした戦後とは異なり、高度経済成長期には、欧米へのキャッチアップと外国資本の脅威への対抗を目的として、企業の成長が求められた。

まず、日本企業は、グローバルな市場に経営環境を広げようとしていたために、国際的な競争力を高める必要性があった。そのために、自社にコミットメントする優秀な労働力を必要とした。自社内で従業員への教育を充実させるとともに、終身雇用制度を確立することで雇用の維持を確保した。従業員に対して、終身雇用で働くインセンティブが発生するように様々な制度設計がなされた。このような雇用慣行は、日本的雇用慣行と呼ばれている。日本的雇用慣行がどのようにして、コミットメント型の従業員の育成に貢献したかは、次節で記述する。ところで、この終身雇用制度は、従業員を解雇しないため、経営環境が悪化した際には、企業経営を圧迫してしまう場合

もある。しかし、高度経済成長期に長期的な景気低迷は訪れることがなく、日本企業の業績は拡大していたため、「従業員を解雇する必要がなかった」といわれている<sup>3</sup>。

また、1964年に、日本がOECDに加盟したことで、日本企業は外国資本からの買収による乗っ取りという恐怖に晒されるようになった。当時の日本企業は、世界の企業と比較すると、株価が非常に割安であり、買収対象とされやすかったためである。外国資本による敵対的買収を防止するために、日本企業は安定株主工作を図り、買収防衛を図った。戦後の財閥解体によって、産業グループの形成は独占禁止法によって禁止されていたため、代替する形で銀行や取引先を中心とした株式相互持合いが発達していった。株式相互持合いによって、株主としては互いに経営に関与しない行動がとられ、株主はその役割と権利が形骸化していった。発言力を弱めた株主の代わりに、メインバンクによるモニタリングのシステムが取られるようになった。当時の日本企業の資金調達方法は、メインバンクシステムに依存する特徴的なものであった。

以上の文脈を整理すると、日本企業のコーポレートガバナンス体制は、日本的雇用慣行と資金調達に特徴づけることができる。次節では、日本型コーポレートガバナンス体制の特徴を2つに分類しながら、再度、明確にしていく。

### 第3節 日本型コーポレートガバナンス体制の特徴

#### (1) 日本的雇用慣行

日本的雇用慣行とは、長期雇用制度、年功序列賃金制度、労働組合により、特徴づけられる日本独自の雇用慣行である。終身雇用を前提とした長期雇用を実現するための賃金体制が設定された。さらに、企業ごとの労働組合が発達し、経営者と協調的な関係性を構築してきた<sup>4</sup>。この3つの制度に支えられながら、従業員は職務の定めがない中で、企業と強い共同意識を持って働くことを強いられた。日本企業の多くは、明確な職務契約を結ばずに、採用活動を行う。これは、職務ごとに採用を行う、欧米の労務体系とは異なっている。職務契約がないため、部署替えによる人員調整を容易に行うことができた。企業内での人員移動を行うことで、経営環境やビジネスモデルの変化に影響を受けずに、従業員を長期雇用することができた。さらに、年功序列型の賃金体系を設定することで、従業員には長期間、同一の企業に勤めるインセンティブを与えている。結果として、従業員の多くは、終身雇用で企業に勤めることになったが、これは企業へ忠誠心を持った社員を増やすというメリットを与えた。当時、企業と従業員の関係性は運命共同体と謳われるまでに、強固なものになった。企業と運命共同体である従業員は、企業の業績向上のために自己の業務へのコミットメントを強める。また、企業ごとの労働組合はそれぞれの企業に内在する問題に対応していた。経営者と協調的な関係で交渉活動を行うことができたため適切な役割を果たすことができた。

この日本的雇用慣行において、企業への入り口となる採用活動は非常に重要な意味をなす。日本企業の多くは、新卒一括型の採用活動を取り、大量採用を行っていた。大卒の新入社員に対して、OJT（On the Job Training）をはじめとする企業内教育を充実させることで、企業内で活躍できる人材へと育成した。企業側は、確定給付型の企業年金などを核とする安定的な雇用・分配システムを従業員に提供することで、従業員の満足度を高め、生産性を向上させることができていた。

## (2) 日本企業の資金調達方法

日本における「コーポレートファイナンスの特徴は、メインバンクを核とする相対型ファイナンスと企業集団などとの株式持ち合いにほぼ集約される」と大村編著（2003）は述べている<sup>5</sup>。特に、メインバンクシステムは、ファイナンス面で長期的に安定した関係を維持しただけでなく、取引先を紹介するなど、様々な面で貢献した。企業の資金ニーズに応えるばかりでなく、多様な形で企業経営に関与していた。「ファイナンス面に関連する事項ばかりでなく、投資プロジェクト案件の評価・選別、新たな事業展開や海外進出、企業財務、起債、増資などに関するアドバイスから株主総会对策に至るまで、メインバンクは企業の準インサイダーとして網羅的に機能していたともされる。一方で、メインバンクは、企業の決算勘定を通じて資金ポジションの変化を常に把握し、経営参加によって資金提供後の経営状況をチェックするモニタリングを行える立場にあった。その結果、債権者の代表として、債務不履行の回避はもとより、企業価値の維持、向上させることで付帯的利益も享受できるコーポレートガバナンス機能を担っていたともされる。」とも、大村編著（2003）は述べている<sup>6</sup>。このように、メインバンクシステムは企業の資金調達において、重要な役割を果たしてきたことがわかる。さらに、銀行借入れは借入コストも低かったため、メインバンクからの資金調達の恩恵は大きく、日本では市場型のファイナンスが浸透しなかった。

また、上場企業の株式構造は、金融機関や事業会社による安定保有によって特徴づけられてきた。「長期的な取引関係を基礎として、保有先企業の経営に株主として関与しない、また、非友好的な第三者に売却しないという、経営者間の暗黙の了解によって支えられていた。」と宮島編著（2011）は、株式相互持合いについて述べている<sup>7</sup>。また、谷本（2002）は、「企業間における株式の相互持合い関係は、実質的に自社株を有しているのと同じ効果をもたらし、主権者としての株主の役割は無機能化する。」と述べている<sup>8</sup>。株式相互持合い関係の中で、株主への配当が著しく少ないなど欠点も存在したが、株主を形骸化させることで、経営者が長期的な視点を持って経営を実行することを可能にした。OECD加盟直後の日本企業には、日本企業は世界の企業と比較すると、株価が割安であったため、必然的に自社の経営権を確保するために株式相互持合いは必要であったとも考えられる。

#### 第4節 日本型コーポレートガバナンス体制の崩壊

日本企業の長期成長を支えた日本的コーポレートガバナンス体制も 1980 年代に入ると、ひずみが出始めてくる。本節では、2つの理由に分類しながら、崩壊の要因を説明する。

##### (1) 金融機関の機能不全と株主相互持合いの解消

バブル期を通じた株価の好調を背景に、内外の直接金融市場からのファイナンスが拡大した、と大村編著(2003)は述べている<sup>9</sup>。つまり、企業の資金調達方法は、メインバンクからの借入のみに依存しない多様な手法に拡大していったのである。これまでのメインバンク頼みの資金調達に変化がみられた。

一方で、1990年代には、バブル崩壊により金融機関の多くは、不良債権の処理に追われることになった。バブル崩壊後の規制変更が影響して、銀行は自己資本比率を適正に保つことが求められるようになった。結果として、リスクの高い企業に対する貸出しが減少した。「貸渋り」や「貸剥がし」が見られたのもこの時期である。金融機関は不良債権問題の解決が長引いたことで、企業を規律づけるはずのメインバンクシステムは機能しなくなっていく。自行の不良債権問題に着手する必要がある、事業会社へのコンサルティング機能が低下していった。これらの経緯を経て、メインバンクを通じたモニタリングのシステムは崩壊していった。

また、バブル崩壊の影響は、株式相互持合いの解消にもつながった。1990年代後半には、金融機関を中心に株価が急降下した。株式相互持合いのために、株式保有を行うリスクが高まったために、事業会社—金融機関の株式相互持合いが減少した。さらに、2000年に入ると、BIS規制に準じた銀行等株式保有制限法が制定され、金融機関は事業会社の株式を大量に売却し、株式相互持合いは急速に解消した。この売却された株式の担い手として、海外機関投資家の保有率が拡大した。海外の機関投資家が、株式保有をすることで、配当要求などを積極的に行い、徐々にエクイティ型のモニタリングが普及していくようになった。

##### (2) 日本的雇用慣行の崩壊

バブル崩壊後に、多くの企業は業績の悪化に陥った。この長期不況下に、日本的雇用慣行の限界が見え始めてきた。日本企業の多くは、コスト削減と経営の効率化を実施する必要性があった。そのために、労働者を丸抱え的に雇用する体制を維持することは難しくなり、大規模な人員削減策が進んだ。これまで、当たり前であった終身雇用制度は変化を見せている。さらに、経営のグローバル化が進んだことも日本的雇用慣行に影響を与えたと考えられる。製造業では企業の海外現地生産が進み、サービス業においては国内での外国人労働者の採用が拡大した。日本企業は、日本人を高い給

料で雇う必要性がなくなったため、日本人の正社員採用は減少した。

日本的雇用慣行の崩壊は、メリットとデメリットの両方が存在すると、筆者は考察する。若年層の転職が比較的、頻繁に行われるようになったことは、外部労働市場が発達する点で雇用の多様化につながる。また、近年、若手・中堅社員に対して業績連動の年俸制を導入する企業が増加しており、従業員の生産性を向上させているという事実もある。しかし、一方で日本的雇用慣行の崩壊は、従業員と企業を運命共同体として結び付けていた、信頼関係の崩壊にもつながっている。これまで、「人々は頑張れば会社は報いてくれるという期待を持って働いてきたし、会社もそれにこたえることで、安定的な企業システムが作られてきた。」と谷本（2002）は述べているが、この暗黙の契約は崩壊し、従業員の企業への忠誠心は低下し始めている<sup>10</sup>。

しかし、長期雇用や終身雇用を完全に撤廃しているというわけではないようだ。日本の大企業では、現在も修正を加えながら、日本的雇用慣行を継続している企業は多い。このような企業では、非正規雇用者を増やすという形で対応がなされている。結果として、近年、日本企業における非正規雇用の割合は拡大した。

---

<sup>1</sup> しかしながら、Jonathan Charkham & Anne Simpson（1996）は「一群の株主が共同して行動し「力」を持つにいたる時、初めて我々が所有権の支配力と呼ぶところのものを行使することが可能となる。」と述べている。

<sup>2</sup> 吉田（1996） p.92

<sup>3</sup> 吉田（1996） p.92

<sup>4</sup> 欧米などでは、職務ごとの労働組合が結成されているが、日本においては非常に少ない。

<sup>5</sup> 大村編著（2003） p.77

<sup>6</sup> 大村編著（2003） p.78

<sup>7</sup> 宮島編著（2011） p.105

<sup>8</sup> 谷本（2002） p.97

<sup>9</sup> 大村編著（2003） p.78

<sup>10</sup> 谷本（2002） p.130

## 第4章 2つのコードと伊藤レポート

前章では、日本のガバナンス体制の変化について、振り返った。日本企業は、伝統的にメインバンクシステムによる金融機関による規律づけが行われてきた。しかしながら、これらのシステムが崩壊したため、企業経営をだれが規律づけるのかという点が、経済界や政界で、再三、議論されている。現在、日本ではアングロサクソン型の株主中心のガバナンス体制に変化しようとしている。このような動きがある中で、日本では近年、様々な改革がなされている。本章では、これらの流れの中で策定されたスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード、さらに「伊藤レポート」について理解を深めていく。特に、「伊藤レポート」は、インベストメント・チェーンの構造的な課題とその課題に対する提言を行っているので、注意してみたい。この「伊藤レポート」は、本論文の問いである資本市場のあるべき姿と投資家と企業の関係性について、重要な示唆を与えている。

### 第1節 ガバナンス改革の概観

近年の2つのコードの制定と「伊藤レポート」のリリースといった一連のガバナンス改革の流れは、政府主導で始まっている。安倍政権は、日本経済・産業競争力の復権に向けて、アベノミクスを発動した。これは、大胆な金融政策（第1の矢）、機動的な財政政策（第2の矢）、そして民間投資を喚起する成長戦略（第3の矢）である。これらのガバナンス改革の流れは、アベノミクス第3の矢の「日本再興戦略」の実行プランの一つである。日本再興戦略は毎年、6月に改訂されており、2013年から2017年まで5回の改訂が行われたが、ガバナンス改革に関する内容が毎年、盛り込まれている。

これまで、日本企業は長期間、ROEの低い経営を行ってきた。また、このような企業経営に対して、投資家側からも強い圧力がかからなかった。この構造的な問題を解決するために、日本再興戦略の一環で、日本版スチュワードシップ・コードが2014年2月に策定された。その後、日本版スチュワードシップ・コードの発表を受け、半年後の2014年6月に「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」（通称、「伊藤レポート」）が発表された。これは、インベストメント・チェーン全体の課題とその課題への提言をまとめたもので、投資家と企業へのメッセージを含んでいる。さらに、2015年3月には、日本版コーポレートガバナンス・コードが発表された。日本版スチュワードシップ・コードが投資家向けのメッセージであったのに対して、日本版コーポレートガバナンス・コードは企業側が、自社のガバナンス体制に対して説明責任を果たし、投資家との対話に応じることを求めるものであった。日本版コーポレートガバナンス・コードが求めていることは、「攻めのガバナンス」であり、企業が資本効率を高めた経営を行い、投資魅力を高めることを重要視し

ていた。

よって、これら 2 つのコードはガバナンス改革の両輪と認識されている。さらに、インベストメント・チェーン全体に視野を広げ、その課題認識を共有したものが「伊藤レポート」である。<sup>1</sup>さらに、2015 年 9 月には、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が全 13 回行われ、実効性や改善点について議論されている。これらのガバナンス改革によって、GPIF が運用ポートフォリオを変更するなど、様々な変化が起こっている。これらのガバナンス改革の一連の動きを、図表 4-1 にまとめた。

図表 4-1 ガバナンス改革の一連の動き

|             |   |
|-------------|---|
| 2013 年 6 月  | 「日本再興戦略」—Japan is Back—<br>・会社法を改正し、社外取締役の導入を促進する。<br>・スチュワードシップ・コードについて検討する。                                 |
| 2014 年 2 月  | 金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」策定   |
| 2014 年 6 月  | 平成 26 年改正会社法公布<br>(社外取締役を設置しない理由の開示を義務付ける・監査等委員会設置会社制度の創設)  |
| 2014 年 6 月  | 「日本再興戦略」改訂 2014—未来への挑戦—<br>・コーポレートガバナンス・コードについて検討する。<br>・企業と投資家が望ましい関係構築を促すためのプラットフォームづくりを推進する。               |
| 2014 年 8 月  | 経済産業省「伊藤レポート」(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) 公表  |
| 2014 年 10 月 | GPIF が運用ポートフォリオの見直しを行う (国内株式の構成比率が 12%から 25%に引き上げられる)   |
| 2015 年 3 月  | 金融庁・東京証券取引所「日本版コーポレートガバナンス・コード原案」公表   |
| 2015 年 6 月  | 「日本再興戦略」改訂 2015—未来への投資・生産性革命—<br>・スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの普及と定着を図る。<br>・企業から投資家への、統合的な情報開示のあり方について検討する。 |
| 2015 年 6 月  | 「日本版コーポレートガバナンス・コード」適用開始  |
| 2015 年 9 月  | 金融庁・東京証券取引所「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」発足   |

|         |                  |
|---------|------------------|
| 2015年9月 | GPIFが国連責任投資原則に署名 |
| 2016年7月 | GPIFが全保有銘柄を公表    |

出所：筆者作成

## 第2節 日本版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、2013年6月の「日本再興戦略」で策定が決定した。以下は、日本版スチュワードシップ・コードの原文である。日本版スチュワードシップ・コードの策定は、本章で扱うガバナンス改革のスタートともいえる。

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

出所：日本版スチュワードシップ・コード

(<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>) 原文から筆者作成

コードの特徴は、プリンシプルベース・アプローチ（原則主義）を採用し、機関投資家に形式的な行動を求めるのではなく、自らが設定した趣旨・精神に照らし合わせ、適切に判断することを促した。さらに、法令のように一律に義務を課するのではなく、機関投資家に対して、個別の原則ごとに、「原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか」を求める手法（コンプライ・オア・エクスプレインの原則）を採用した。

また、日本版スチュワードシップ・コードは、英国のスチュワードシップ・コード

を参考にして作られた。7つの原則のうち、原則1～6は、英国版スチュワードシップ・コードを踏襲した形になっている。原則7は日本版独自のものになっている。さらに、英国版に存在する「機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである」という原則がない。これは、日本の機関投資家の対話能力が発達段階であり、投資家同士の協調を行う能力を身に着けておらず、投資家の実力向上に努めるべきであるという現在の日本の投資家の現状を考慮している。

### 第3節 日本版コーポレートガバナンス・コード

日本版コーポレートガバナンス・コードは、2014年6月の「日本再興戦略」改訂2014で策定が決定した。本コードの制定にあたっては、外国人株式保有比率の上昇による海外投資家の影響もあった。上場企業の外国人株式保有比率が過去最高を迎えたこともあり、海外投資家に対して日本企業のコーポレートガバナンスに対する考え方をわかりやすい形でアピールするという目的があった。日本版コーポレートガバナンス・コードの概要は、以下のとおりである。

1. 株主の権利・平等性  
上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべきである。
2. 株主以外のステイクホルダー  
上場会社は、企業の持続的成長は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステイクホルダーの貢献の結果であることを認識し、適切な協働に努めるべきである。
3. 情報開示  
上場会社は、法令に基づく開示を適切に行うとともに、利用者にとって有用性の高い情報を適確に提供すべきである。
4. 取締役会等  
取締役会は、会社の持続的成長を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく以下の役割・責務を果たすべきである。
  - (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
  - (2) 経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
  - (3) 独立した客観的な立場から、実効性の高い監督を行うこと
5. 株主との対話  
上場会社は、持続的な成長に資するとの観点から、株主と建設的な対話を行うべきである。

出所：日本版コーポレートガバナンス・コード原文

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/code.pdf>) から筆者作成

日本版コーポレートガバナンス・コードは、責任ある投資家からの投資先に企業が

十分になりうるために、企業に対して、「攻めのガバナンス」を求めている。原則1では、株主平等の原則を提示し、どのような立場の株主であっても株主としての権利を尊重することを求めている。また、原則3では、企業側に対して適切な情報開示の実施を求めている。ここでは、非財務情報を企業経営のリスクに関わる重要な情報と認識して、開示を促したことが先進的である。原則4では、取締役会の責務を明確に提言した。取締役会の役割の重要性を述べるとともに、株主の意向を取締役会が反映できる環境整備を進めるために、独立社外取締役の導入を促した。本コードにおいては、建設的な対話のために、2名以上の社外取締役が必要であると主張した。原則5では、株主との対話の重要性について述べている。この対話の機会は株主総会に限定していない。また、企業側は株主に、経営方針をわかりやすく伝えることを求めている。

また、日本版コーポレートガバナンス・コードは日本版スチュワードシップ・コードと同様に「コンプラオアエクスプレイン」アプローチを採っており、会社法や金融商品取引法といった法律とは異なり法的拘束力を有するものではない。また、プリンシプルベース（原則主義）を採用している点も、日本版スチュワードシップ・コードと共通している。一律の規制を企業に対してかけるのではなく、会社の個別の状況を尊重している。また、コードの適用市場は、市場第一部と市場第二部に限定されている。これは、新興市場に対する適用には、一定期間の考慮が必要であるという東京証券取引所側の配慮の影響であった。基本的に、上場企業がガバナンスに対する真摯な取り組みをすることで、ロールモデルとなり、企業全体に広げていきたいという考えが存在した。

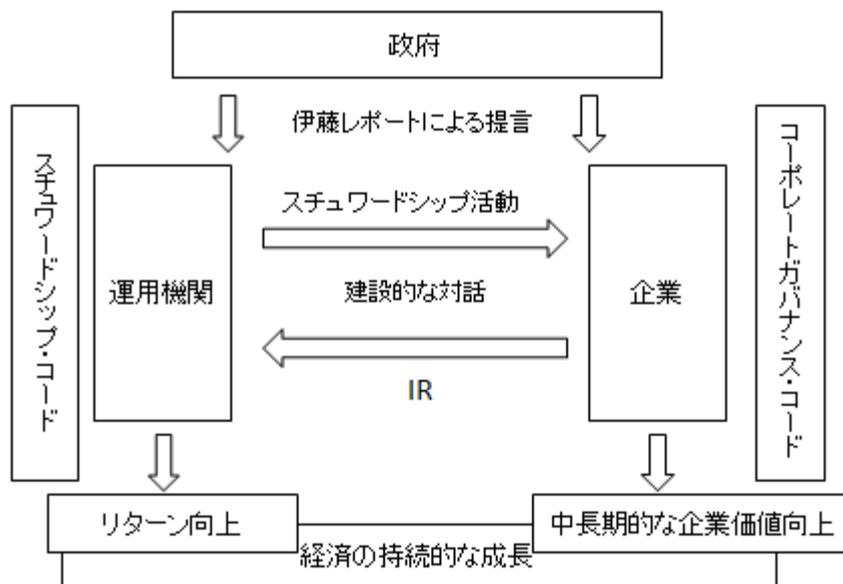
現状としては、コーポレートガバナンス・コードの導入に対する各企業の対応は分かれている。上場企業の多くでは、コードを採用し、コーポレートガバナンス・コードに対する方針の制定に着手している。しかし、本質的なコーポレートガバナンス・コードに対する認識には大きな格差が存在している。コーポレートガバナンスを「稼ぐ力」に転換した企業は確かに一定数存在する。その一方で依然コーポレートガバナンスと「稼ぐ力」を別物としてとらえ、形式的な対応にとどまっている企業も少なくない。

#### 第4節 伊藤レポート

伊藤レポートとは、日本版スチュワードシップ・コードに遅れること約半年後に開示されたプロジェクトの最終報告書である。このプロジェクトは、一橋大学の伊藤邦雄教授を座長に構成され、正式名称は、「持続的成長への競争力とインセンティブー企業と投資家の望ましい関係構築」である。日本版スチュワードシップ・コードが機関投資家向けのメッセージ、日本版コーポレートガバナンス・コードが企業向けのメッセージであったのに対して、「伊藤レポート」では、企業と投資家にその対象を広げ

ている。2つのコードと「伊藤レポート」の関係性は以下のように考えられる。

図表 4-1 2つのコードと「伊藤レポート」の図式



出所：GPIF レポート「インベストメントチェーンにおける Win-Win 環境の構築を目指して」より筆者作成

また、上記のプロジェクトを主催した経済産業省は以下のように、レポートの策定背景を述べている。策定背景部分を筆者が以下の通り要約した<sup>1</sup>。

投資家や企業の短期主義是正やコーポレートガバナンスの強化とともに、企業と投資家の対話（エンゲージメント）や企業開示・報告のあり方の見直し等が、国際的な議論となっている。具体例としては、英国における「ケイ報告（Kay Review）」の公表や、米国における「アクティビスト」あるいは「物言う株主」の存在感の高まりである。日本においても、企業が中長期的な収益構造を確固たるものにし、そのような企業への投資を通じて資本市場において持続的な利益を得られるような好循環を生み出していくことは、今後の成長に向けた課題である。また、これから日本の資本市場における海外機関投資家の影響力はさらに拡大すると想定される。国際的な課題を日本の文脈で検討し、日本国内での閉じた議論にとどめることなく、海外の機関投資家を含む世界の関係者に対し、積極的に問いかけ、発信し、対話を行わなければいけない。このような経緯から、2013年7月16日、「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～」プロジェクトが立ち上げられた。

「伊藤レポート」は大きく3つの分野から構成されている。「I. 持続的成長への

経営改革に向けて」、「Ⅱ．インベストメント・チェーンの全体最適に向けて」、「Ⅲ．企業と投資家の対話を通じた企業価値向上に向けて」の3つである。日本企業の低成長の原因を特定し、この問題を解決するためにインベストメント・チェーンを構造的に改革する必要があると述べている。そして、この構造的な改革のための対話の必要性について言及している。

「伊藤レポート」では、①企業経営、②インベストメント・チェーン、③企業と投資家の対話という3つの観点について、「1. 問題意識と仮説」→「2. 議論と現状・エビデンス」→「3. 提言・推奨」という形で論が進められている。そこで、本論文では、①～③について、課題と提言に着目しながら、まとめていく。

#### ①企業経営

企業と投資家の間には、ROE をめぐる認識のミスマッチが存在する。ROE は、投資家が企業価値判断をする際の重要な指標の一つである。しかし、ROE とは経営の目的ではなく、あくまで経営の結果である。そのために、企業側は重要な指標であると認識しているものの、経営目標として現場に落とし込むことが実現できていない。一方で、投資家側は ROE 向上の経営改善ばかりを要求している。投資家と企業側の認識のずれは、ダブルスタンダード経営によって、企業側が企業内部と投資家に対して、二枚舌の経営を行ってきたことにも原因がある。

そこで、資本コストと ROE に関する認識のずれを是正するために、早急に投資家と企業間の高質な対話が求められる。また、企業価値経営を実現させる必要もある。企業価値経営とは、「中長期的な ROE 向上を経営の中核目標にする・目指すべき ROE 水準と資本コストへの認識を高める・企業価値向上の観点から資本政策を語る・CFO 人材を強化育成する・ROE 等を現場に落とし込む」といった内容である。

#### ②インベストメント・チェーン

長期にわたって株価上昇期待が薄い状態が続き、短期の投資機会を追求する行動を投資家はとったことがインベストメント・チェーン全体の短期志向を助長した。長期投資を促すには、長期的な企業の収益性が高め、株価上昇への期待を高めることが重要である。しかし、インベストメント・チェーン全体には投資家の短期志向を助長する構造的な問題が存在する。インベストメント・チェーンの各プレイヤーの課題は以下の通りである。

アセット・オーナーは、運用面での人員の少なさや専門性の低さが課題である。本来長期視点で投資収益性を見るべきであるが、月次や四半期等の短期実績でアセット・マネージャーを評価する傾向が見られる。アセット・マネージャーは、金融機関系列が中心であり、ローテーション人事による長期経営や専門性確保のしにくさがあ

る。さらに、長期業績との連動が薄い報酬体系が設定されており、適切なインセンティブが働いていない。セルサイド・アナリストは、長期的投資家よりも手数料が多く得られる短期志向の投資家にサービスを増やすインセンティブが存在している。また、中長期的なファンダメンタルズ分析や企業との本質的な対話が不足している。

そこで、インベストメント・チェーンを最適化するインセンティブ構造を構築する必要がある。それぞれの市場関係者が適切な行動を行うようなインセンティブ構造を設定しなければならない。近年、アナリスト規制の改訂など、規律づけの変化が行われている。特に、インベストメント・チェーンの元締めとなるアセット・オーナーに対して、新たな規律づけを行うことが有効である。

### ③企業と投資家の対話

現状では、投資家と企業の間では、中長期的な企業価値向上を目標とする「高度な対話」が実現されているとは言い難い。その要因は、企業価値をめぐる考え方に認識のずれが生じていることと、中長期的な企業価値を判断するための開示が不足していることが考えられる。

そこで、企業側と機関投資家側がそれぞれ改革を行っていかねばいけない。企業側は、アナリスト重視の情報共有活動を、機関投資家との関係構築にシフトすべきである。また、機関投資家側との対話を IR 部に留めるのではなく、経営陣で共有する。さらに、投資家側をより深く分析して、どの投資家と対話・エンゲージメントを行うかを意識し、自社の企業価値を高める対話を実現することも有効である。

一方、機関投資家側は、企業への「深い理解」を持つために、ポートフォリオ・マネージャーの実力向上が必要である。「深い理解」の実現のためには、中長期的な企業価値の算定が求められる。独自の投資評価手法を確立するとともに、この投資評価手法を広く、企業とアセット・オーナーに公開しなければいけない。また、幅広いポートフォリオ投資ではなく、少数の銘柄に集中投資することで、機関投資家が対話やエンゲージメントを行うメリットが高まる。インデックス運用などに頼らない少数投資先への投資への挑戦が求められる。機関投資家同士の関係性という観点では、投資家間で議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することが重要である。このようなプラットフォームは、企業との対話に向けた「実力」を高めるために、有効に働く。最後に、エンゲージメントを誰と行うのかをしっかりと吟味すべきである。エンゲージメントは可能な限り取締役層の人材と行うべきであり、対話を経営陣に対して要求することも必要である。

## 第5節 エンドポイント設定のための整理

ここまで、2つのコードと「伊藤レポート」について考察した。日本版スチュワー

ドシップ・コードの策定により、投資家側の責任意識は高まっている。また、日本版コーポレートガバナンス・コードの策定により、投資家側へのガバナンス状況の開示も進んでいる。しかし、まだこれらの改革は導入段階であり、不十分な点が多いことが「伊藤レポート」を通して分かった。未だに、インベストメント・チェーンには投資家の短期志向を助長する要因が数多く存在する。この問題はそれぞれの市場関係者が独自の課題を抱えている構造的な問題であり、その改革には時間がかかる。「伊藤レポート」では、投資家と企業の認識のずれを解消するための「高度な対話」の必要性を主張していた。

短期志向を改善し、企業価値向上を目的とした対話を行うことができる投資家になるために、投資家が取るべき行動をまとめる。

- ①企業への「深い理解」を実現するための、機関投資家側の質向上。
- ②投資評価手法の確立と公開。
- ③少数銘柄への投資。
- ④機関投資家同士のプラットフォーム作り。
- ⑤経営人材との対話の要求。

本論文における問題提起「資本市場を活性化するために、投資家が果たすべき役割は何か。」であった。この問題提起の答えとして「資本市場を活性化するために、投資家は①～⑤の変化を実現すべきである。」と結論付けることができる。つまり、投資家が企業と対話を行い企業価値向上に協力し、インベストメント・チェーンに存在する短期志向を断ち切ることで、資本市場が活性化するのである。

---

<sup>1</sup>経済産業省 HP 「3. 本プロジェクトの背景」から筆者作成

<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>

## 第5章 事例研究

前章では、インベストメント・チェーンにおける機関投資家の役割を「伊藤レポート」をもとに結論付けることができた。資本市場における現在の課題を解決し、適切な資本市場の構築するためには、投資家と企業が対話をしていく必要がある。では、日本には対話による企業価値向上を実現できている投資家は存在しているのだろうか。本章では、日本において企業との対話に注力している機関投資家に焦点を当てる。先進的な機関投資家としてエンゲージメント型ファンド 1 社へのインタビュー調査をもとに議論を進めていく。

### 第1節 機関投資家の分類

資本市場には、様々な機関投資家が存在する。例えば、企業を乗っ取り、経営権を奪い、企業価値向上を行った後にバイアウトするようなハゲタカファンドといわれる機関投資家、社会的責任投資を志す個人投資家が自身の資産を提供するような社会的責任投資型のファンド、インデックスに連動しマーケットの動きによる利ザヤを稼ぐパッシブ運用型ファンド等と非常に多様な種類が存在する。それぞれの機関投資家は、自分たちの投資理念や経営方針に従い、投資や投資先企業との関係構築を行っている。投資家が企業に対して行う対話（エンゲージメント）の目的は多様であり、その手法も様々な存在する。そこで、投資家のエンゲージメントの取り方にはどのような種類が存在するのかを分類しながら見ていきたい。その際に、経営への関与度と具体的な内容、エンゲージメントが公開であるか非公開であるか、に注目して考えていく。

図表 5-1 エンゲージメントの種類分類

| エンゲージメントの内容 |       | 経営への関与  | 内容とその特徴   | 公開・非公開 |
|-------------|-------|---|---|--------|
| 狭義のエンゲージメント | 議決権行使 | 浅い<br> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主総会において、企業の提案に対して賛否を表示</li> <li>・提出可能な議案の内容は各国により大きく異なる</li> <li>・議案は取締役選任、ガバナンス構造の変更、資本構成変更（増資等）、配当政策、経営者報酬 等</li> <li>・議決権行使代行のプロバイダーを活用し、お茶を濁すケースも多い</li> </ul> | 公開     |
|             | 株主提案  |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主自らが株主総会において議案を提出</li> </ul>   | 公開     |

|             |          |         |  |        |
|-------------|----------|---------|--|--------|
|             |          | ↓<br>深い | <ul style="list-style-type: none"> <li>・議決権行使が経営者の提案に対するパッシブな行動であるのに対し、よりアクティブな行動と考えられる</li> </ul>   |        |
|             | 個別の議論・提案 |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>・一般的には、個別に企業経営者と投資家が経営に関する事項について相対で議論、経営戦略・資本構成等多岐に亘る議題を議論</li> <li>・狭義のエンゲージメント活動の中では、最もアクティブな活動</li> <li>・内容が専門的になるため、専門性を持った人的資源（+コスト）が必要</li> </ul> | 非公開が中心 |
|             | 株主間の調整   |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>・株主の間での意見調整及び協調体制の確立</li> <li>・意見の異なる株主の説得</li> </ul>   | 非公開    |
| 広義のエンゲージメント | 経営及び業務執行 |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>・取締役・執行役の選任及び送り込み</li> <li>・事業再編計画の立案</li> <li>・業務内容の遂行 等</li> </ul>  | 非公開    |

出所：堀江 貞之（2013）「日本企業の企業価値向上に向けた提言（案）—機関投資家と企業経営者双方をパートナー化するには—」（2013年10月22日『山を動かす研究会』メンバーによるワークショップ時の発表資料）より筆者作成

筆者が、最も重要視しているエンゲージメントとは、図表 5-1 内の「個別の議論・提案」活動である。このエンゲージメント活動は、非公開が中心で、投資家側は企業価値向上を目的に行うことが多い。エンゲージメントコストはかかるものの、長期的に企業価値を向上させることで、配当利回りの向上や株価向上を通して、投資利益を回収するのである。

「個別の議論・提案」は、「議決権行使」や「株主提案」のように株主総会での発言にとどまらず、日々の継続的な関係性を必要とする。一方で、「経営及び業務執行」のように経営者を投資先企業に送り込み、強制力を行使するわけでもない。だからこそ、投資家側と企業の間で長期的な信頼関係を築いていかなければいけない。そのためには、投資家側も企業に対して有益な情報提供を行うために専門性を高める努力を行わなければいけないのだ。さらに、企業側も社外の意見を取り入れることを厭わないオープンなマインドが必要である。

エンゲージメントの種類と内容と特徴については理解することができた。では、本

章で扱うエンゲージメント型ファンドとはどのようなファンドであるのだろうか。日本において、エンゲージメント型ファンドに関する明確な定義は存在していない。また、投資先企業の企業価値向上のために十分な対話を行っている機関投資家自体が非常に少ないと感じる。そこで、本論文におけるエンゲージメント型ファンドという概念に対する認識について『山を動かす』研究会（2017）の言葉を用いながら、説明していく<sup>1</sup>。

まず、エンゲージメント型ファンドを理解するために、ファンドの違いを大きく左右する株式投資戦略の違いを理解していく。株式投資では様々な投資戦略が存在するが、ここでは2つの軸をもとに分類していく。1つ目は「ファンダメンタルズ派」と「バリュエーション派」の分類である。両者の違いは、「企業」を重視しているか、「株式を売買している株式市場」を重視しているのかという違いである。この重視する対象の違いは、投資機関にも影響を与える。ファンダメンタルズ派の投資機関が5年とといった比較的長期間であるのに対して、バリュエーション派の投資機関は1年程度が主流である。

長期の企業価値を見極めるエンゲージメント型の投資スタイルは、ファンダメンタルズ派に属している。投資の特徴としては、中長期的な企業の将来キャッシュフローを推計して企業価値を計算し、現在の株価と比較して企業価値が割安な企業に投資をし、株価が企業価値に近づくまで保有し続けるというものである。

また、投資戦略のもう一つの分類の方法は、投資先企業の経営者とのかかわり方による分類である。これは、投資先企業の経営者に対して経営戦略などの議論を行うだけでなく、「提案行為も行う」のか否かという点である。次節で扱う「みさき投資株式会社」は、提案行為も行って企業価値を高める努力をしている投資家である。

## 第2節 インタビュー調査

### (1) 企業概要

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・会社名： みさき投資株式会社<br/>(英語表記 Misaki Capital Inc.)</li><li>・事業概要： 投資運用業、投資助言業・代理業</li><li>・加盟原則： 国連責任投資原則 (PRI)、環境省「21世紀金融行動原則」</li><li>・代表取締役社長： 中神 康議</li><li>・資本金： 1億2,700万円 (2015年12月10日現在、資本準備金を含む)</li><li>・本社所在地： 〒107-0062 東京都港区南青山5-11-1 櫻井ビル3F</li></ul> |
|--|

枠線内は、みさき投資株式会社 HP より筆者作成

## (2) インタビュー実施内容

2017年11月27日(月) 14:00-15:15 @みさき投資株式会社 本社

みさき投資株式会社 リサーチ・オフィサー 楨野 尚氏

みさき投資株式会社は、『働く株主®』を投資哲学に掲げ、長期にわたり事業戦略や経営改革を支援し、投資先企業の企業価値向上に努めるエンゲージメント型のファンドである。

今回のインタビュー調査では、①みさき投資株式会社のエンゲージメント手法・経営がどのように行われているか ②アセット・マネージャーの立場として、インベストメント・チェーン全体にどのような問題意識を感じているか ③資産運用業界全体の拡大に何が必要であるか という3つの視点から質問をした。

①では、みさき投資株式会社の具体的な投資状況や経営方針についてお尋ねした。エンゲージメント型ファンドが実施にどのように経営されているか、投資家が企業に対してエンゲージメントを行うとはどのようなことかを明らかにするためにこの視点を設定した。

②では、インベストメント・チェーンの中のアセット・マネージャーという立場にあるみさき投資株式会社が、インベストメント・チェーンの一員としてどのような課題意識を持っているかを明らかにするために設定した。インベストメント・チェーンの課題は、本論文でも「伊藤レポート」を中心に記述したが、実際にアセット・マネージャーがどのような認識を持っているか、学問的な理解とずれがないかということを検証していく。

③では、みさき投資株式会社のみではなく、資産運用業界に視点を広げて質問をした。みさき投資株式会社の存在は、資産運用業界に新しい風を吹かせ、資本市場に変化を与えるものであると認識している。しかしながら、現実的には資産運用業界は参入障壁が高く、業界全体の活性化がなかなか進みにくい。この点について、ファンド設立時にどのような課題が存在したのか、資産運用業界の先駆者として業界の活性化には何が必要であるかという点をお尋ねした。

### ① みさき投資株式会社のエンゲージメント手法・経営状況

現在、みさき投資株式会社では、10数社の投資先に対して合計で約600億円の投資を行っている。基本的に機関投資家の多くは、為替エクスポージャーの最適化やリスク調整のために、分散投資型のポートフォリオを組むことが多い。しかし、みさき投資株式会社では、投資先のポートフォリオを組む際に、エンゲージメントを行わないことを前提とした投資先選択は行わないようだ。つまり、現在の投資先企業の10数社には全てエンゲージメントを実行している。

#### ・投資先企業選択

みさき投資株式会社では、投資先企業の選定を非常に重要視している。基本的に、みさき投資株式会社では、エンゲージメントに対応する能力を持った企業にしか投資をしないと考えているからだ。投資先に対して、議決権行使などの形で強制的な要求を行うことはめったになく、企業価値の向上を目指す経営者の支援という認識を持っているからだ。だからこそ、現在の投資先とのエンゲージメントにおいて経営者との意見の食い違いによるエンゲージメントの失敗が起こることはまずない。そのため、投資先企業の選択は、重要性が非常に高い。

投資先銘柄の選択では、経営者とのリレーションを最も重要視していた。勿論、投資先企業選択の第一歩として、財務情報やリスク情報を基にした定量的なスクリーニングは行う。しかし、最終的に投資先企業を決定する際は、投資先企業の経営者が信頼できる人間か否かという定性的な部分にウエイトを置いていた。投資を実行する前に、投資先企業の経営者と意見交換を行い、お互いの認識のずれがないかの確認まで行っている。

投資先企業の選定を担う担当者は、企業の人事の変化に着目し、新たな優良投資先発見に努めている。この際に、東京証券取引所の適時開示システムを利用していることは印象的であった。人の変化から投資のスタートを行うことが多く、人の変化を把握する日々の取り組みも十分になされていた。そして、関心のある人の変化があった場合には、社外取締役軽油や IR 経由で社長や経営者とのリレーションの構築を図るそうである。例えば、これまで技術職系の人材が代々社長を務めていた企業で、営業職系の人材が社長になった場合には、企業の経営が大きく変化すると期待するのである。

#### ・エンゲージメント

みさき投資株式会社は、半期に1回は必ず投資先企業の経営者と経営状況に対する議論を交わす。この機会を通して、これからの経営や中期経営計画の策定に対する助言を行う。また、事業部ごとの大規模なプロジェクトや、買収案件などの経営に影響を与える事案に関しては、プロジェクトチームに参加することもある。例えば、これまで培ったノウハウをもとに実際に、買収先企業のデューデリジェンスに協力する場合も多々ある。さらには、海外でのマーケティング戦略など、企業側が苦手としやすい分野の市場調査を行い、経営への提案を行う。

会社のトップマネジメントに関わることも多いが、コンサルタントのような形で助言に対するフィーをもらうことは絶対でない。みさき投資株式会社が企業の経営に協力するのは、あくまで企業価値向上を実現するためであって、株価上昇による利益以外は目的としていない。

このような経営参画を行っている場合、企業経営のインサイダー情報を入手してしまう可能性がある。そこで、インサイダー取引を防ぐために、重要プロジェクトが進行している場合などには、株式の取引を一時的に止めることがある。この期間は株の売買は行わず、インサイダー情報を含めた情報提供を受けたうえで、積極的な経営参画を行う。

企業経営への影響力を強めるために、アクティビストファンドの中には企業に対して経営者を派遣することがある。現状としては、みさき投資株式会社が、経営者の派遣を行っている投資先は存在しない。しかしながら、経営への深い関与を目的に、経営者の派遣が可能であれば、実現させたいとも語っていた。現在の投資先企業ではないが、以前の投資先企業であるピジョン株式会社では、みさき投資株式会社の社員が、現在も社外取締役になっている。

#### ・売却

基本的に、投資先企業選択の段階で経営者と深いリレーションを築いているために、経営上の意見の食い違いが起こることは少なく、友好的な協力関係を築いている。しかしながら、経営方針にどうしても納得できない場合や経営者との関係性が悪化した際には、株式の売却を行う。この株式売却のことを、みさき投資株式会社ではエンゲージメントロスカットと表現していた。一方で、企業の経営状況に応じて、株価を適正に保つために日々の保有量の調整を行っていた。例えば、投資先企業の株価が割安であると判断すれば、株式の買い増しを行うことがある。逆に割高と判断すれば、株価の適正化のために株式の売却を行うことがある。

#### ・他の投資家との関係性

エンゲージメントに関して議論となるのは、エンゲージメントを行った投資家以外も利益享受してしまうというフリーライダーの問題である<sup>2</sup>。他の投資家がエンゲージメントコストを払わずに、フリーライダーになることに対してみさき投資株式会社は次の二つの考えを持っていた。1つ目は、適正なタイミングで購入と売却を行うことで利益を享受することができる。エンゲージメントファンドは長期間、企業の株式を保有するが、その期間で全く株式の場以内を行わないわけではない。投資先企業を深く調査し理解することが、本当に適切なタイミングでの売り買いを可能にしている。この株式売買はみさき投資株式会社に利益を当てている。他の投資家では、この売り買いは難しいのだ。2つ目は、他の投資家に対して、利益の共有を積極的に行おうと考えている。もともと、みさき投資株式会社の設立は、資本市場に変革を与えるという大義の下で行われた。だからこそ、自分たちが、投資先企業の企業価値を向上させ、エンゲージメントの有効性を実証することは、資本市場全体にプレッシャーを

与えることを大切にするマインドが存在した。みさき投資株式会社の投資スタイルに賛同してくれる投資家が増えれば、資本市場が活性化するのである。

## ② インベストメント・チェーンへの問題意識

みさき投資株式会社は、インベストメント・チェーンの中では、アセット・マネージャーの立場にあたる。これは、アセット・オーナーから、資金を受託し、実際に企業に対して投資を行う役割である。前章で説明したインベストメント・チェーンの構造的な問題点については、ある程度理解が一致していた。

### ・アセット・オーナーに対する課題意識

みさき投資株式会社が問題意識を持っていたのは、アセット・オーナーの責任についてであった。日本では、極端にアセット・オーナーの質が低いと問題意識を持っていた。アセット・オーナーとは、企業年金や公的年金、大学などの教育機関といった存在を指す。これらを担当するのは、基本的に日本では人事部や総務部上がりのポストになっている。そのために、投資や資本市場に精通した人材が存在しておらず、アセット・オーナーとしての責任を自覚していない。アセット・マネージャーとは、基本的にアセット・オーナーから資金の受託を受けて、投資先企業に投資を実行する。そのために信頼できるアセット・オーナーから資金を受託することが重要なのである。エンゲージメント型ファンドは基本的に長期投資を志しているが、アセット・オーナーが長期の時間軸でアセット・マネージャーに資金を受託してくれなければ、長期投資は実現しないのである。

このような経緯から、みさき投資株式会社では、自分たちの投資手法に賛同してくれるアセット・オーナー以外からは投資資金の受託を受けないそうだ。アセット・マネージャーの収益源とは、受託報酬と成果報酬に分けられる。受託報酬は、受託を受けたら成果に関わらず一定割合の利益を享受できるというものである。一方で、成果報酬とは運用の結果によって得られる利益である。受託資産が大きくなればなるほど、受託報酬が高まり、ファンドとしての経営はうまくいくことになる。本来、受託報酬を拡大するために多くのファンドが、受託資金を大きくしようと努力している。しかし、考えがあわないアセット・オーナーがいると経営がやりにくくなってしまいうため本当に預かりたいと思っているアセット・オーナーだけから資金を預かっているそうだ。だからこそ、急激にファンドの利益を上げることができず、ファンドの成長は緩やかに行っていこうという意識を持っている。

みさき投資株式会社では、6-7割の資金を海外のアセット・オーナーから受託している。海外のアセット・オーナーの方が、エンゲージメント型ファンドに対する理解が深い。このようなアセット・オーナーの意識の違いが海外と国内の資本市場の厚み

の違いに影響していると述べていた。

- ・市場関係者とのリレーション

インベストメント・チェーンに関わる市場関係者の中で、どの市場関係者と関わりが深いかという質問について回答していただいた。アセット・マネージャーにとって直接の顧客となるのは、アセット・オーナーである。しかし、日々の業務の中で関わることが多いのは投資先の企業側であることが多い。企業価値向上のために投資先企業とか関わっているが、かかわりを持つのは、トップマネジメントを行う経営者のみではない。事業部の社員に直接かかわることもあるそうだ。また、みさき投資株式会社独自で、リサーチを行い、戦略を立てることもあるため、同業他社やバリューチェーンの関連会社と関わり合うことも多い。

また、みさき投資株式会社側には日本でエンゲージメント型投資を高めようという意識を持ち、資本市場全体に課題意識を抱いている。そこで、金融庁や経済産業省、東京証券取引所などとは日々、意見交換を活発に行っている。

### ③資産運用業界全体への課題意識

資産運用業界は参入障壁が高く、業界の多様性を高めることが難しいといわれている。そこで、みさき投資株式会社がどのようにして企業の設立を行い、軌道に乗ったのかについて質問した。また、資産運用業界が拡大するために何が必要であるかについても意見をいただいた。

- ・みさき投資株式会社設立時の成功要因

みさき投資株式会社の設立は、特殊であったとおっしゃっていた。もともと、あすかアセットマネジメントというファンドの一部であり、そこからスピアウトしたのである。だからこそ、投資をしたい人だけでなく、それを支えるコンプライアンスやトレーディング業務を担うミドル・バックオフィス人材を確保することができたという。しかしながら、新たにファンドを設立する際には、免許を得る必要があり、その取得までに時間がかかったという。一方で、アセット・オーナーからの資金の受託は、代表の中神が関係各所とリレーションを持っていたことから、比較的容易に実現することができたそうである。しかしながら、通常ではファンド設立時は、受託資金をどこから得るかということが最も大きな課題になるとおっしゃっていた。

- ・アセット・オーナーの支援の重要性

新規のアセット・マネージャーが活躍できるような環境づくりにはアセット・オーナーの協力が必要不可欠である。海外においては、アセット・オーナーがアセット・

マネージャーを育てるという責任を果たしている。例えば、海外の大手アセット・オーナーは、毎年運用資金の一定割合を新規参入したアセット・マネージャーに受託するようにしている。これは、資産運用業界への新規参入を促進させ、機関投資家の多様化を推し進めている。しかし、これらの動きが日本では全くみられていない。むしろ、新規のアセット・マネージャーはその理由のみでアセット・オーナーの運用ポートフォリオから外されることがある。日本においては、アセット・マネージャーが資産運用業界に新規参入し、アセット・オーナーに認められて、運用資金を確保していくことは難しい状況にある。

#### ・既存の大手機関投資家の意識改革

資産運用業界の全体像を考えると、依然として日系大手の機関投資家が多いことは事実である。これらの機関投資家に大きく変化を求めることは難しい。なぜならば、彼らは、彼らなりの取引関係や利害関係が存在するからである。彼らが既得権益を守ろうとしながら行う投資活動は、市場の効率性を阻害することがある。そこで、新規参入者が少しずつ増え、既存の大手の機関投資家に変化の圧力を与えることが必要である。新規参入者が適切な投資活動を行い、その投資活動が評価を得ることで大手の機関投資家は、投資手法の変更につながる。

### 第3節 考察

今回のインタビュー調査では、エンゲージメント型ファンドの実際の経営スタイルや、エンゲージメント手法などを具体的に理解することができた。インタビュー調査で筆者が考察した内容は、以下の4点である。

#### ①エンゲージメント型ファンド設立の現実性

みさき投資株式会社は、様々な企業の企業価値向上を果たした成功モデルであると筆者は認識している。これまでの投資先は、中堅企業から日本を代表するような企業に成長を果たしている。さらに、海外のアセット・オーナーからは一定の評価を得ており、ファンドの資産規模も拡大している。しかし、現実的にはまだまだエンゲージメント型のファンドが設立されることには、いくつかの壁が存在すると、筆者は認識する。設立時の最も大きな問題は、バックオフィス業務やミドルオフィス業務を担う金融人材の確保が難しいという点である。投資家として、企業価値向上を経営者に促す能力を持った人材は一定数存在するのかもしれない。しかしながら、トレーディングやコンプライアンスのセクションを担う高度な金融人材の調達は今ではかなり難しい。みさき投資株式会社の設立の成功は、カリスマ性を持った中神代表の信念とそれを支える金融人材が存在したという好機が重なったものであった。みさき投資株

式会社はスピンアウトのファンドであったことから、この問題に直面しなかった。

また、ファンド経営を適切に継続することにも課題が存在している。現状、日本でエンゲージメント型のファンド運営を行っている機関投資家は非常に少なく、エンゲージメントコストのフリーライダー問題に対する解決策は出ていない。みさき投資株式会社は資産運用業界から日本の資本市場を変えるという強い思いの下で設立されていた。だからこそ、自社のエンゲージメントコストに他の機関投資家がフリーライダーすることに関しても、否定的には受け取っていなかった。むしろ、他の機関投資家が自分たちの投資活動に共感し、投資家全体の質が高まることを期待していた。このように社会への課題意識を持ったメンバーが揃ったからこそ、今も適切なファンド運営が実現されているのである。利益のみにとどまらないこのような社会への課題意識を持った人材の影響が強いと痛感する。このように、資本市場全体に対する課題意識を持った人材が出現しなければ、エンゲージメントコストのフリーライダー問題の解決は難しい。

## ②経営者との関係性の重要性

みさき投資株式会社が投資先を決定するうえで、企業の経営者をとても詳しく調査していた。投資活動を実行する前に必ず、経営者と関係構築を行っており、お互いの認識のずれがない状態で日々のエンゲージメントを継続していた。ファンドと企業の関係性とは法人格同士の無気質なものであるとインタビュー調査の前まで、筆者は想定していた。しかし、エンゲージメントが機能するか否かは、経営者側の姿勢に大きく左右されるため、経営者の人柄は非常に重要であった。経営者が投資家という企業外部の存在の意見を取り入れるオープンなマインドを持っていないとエンゲージメントが実現することは難しい。投資家側は、エンゲージメントの実効性を高めるために、経営者側の姿勢を十分に理解したうえで、投資活動を開始しなければいけない。

また、同時にエンゲージメントを実施した後に、経営者が自社の経営に組み込んでいくことも必要不可欠である。「伊藤レポート」でも、対話は経営の変化につなげるために、取締役層と行うことが望ましいと述べていた。投資家側は適切な担当者とエンゲージメントができるように働きかける努力を継続しなければいけない。

## ③インフォーマルなプラットフォームの実効性

筆者は、みさき投資株式会社の一部の役員が所属している『山を動かす』研究会という存在をインタビュー調査後に知った。これは、みさき投資株式会社にとどまらず、他の機関投資家やシンクタンク、事業会社の役員によって構成される研究会である。日本企業のROEの低さに対して、共通の問題意識をもって共有している組織である。講演活動を行うほかに、著書も執筆している。前述したように、みさき投資株式会社

に所属する社員には「資本市場の課題に向き合う」という強い信念があった。この問題意識を外部と共有し、取り組んでいた。

「伊藤レポート」では、機関投資家同士が意見を交換し合うプラットフォームの設立を提言していた。これは、対話促進のために政府主導のフォーマルなものである。しかし、筆者は『山を動かす』研究会のようなインフォーマルなコミュニティこそ、実効性の高いものになるのではないかと筆者は考える。確かに、政府主導のプラットフォームは、機関投資家の主要プレイヤーが参加し、大きな規模間で運営されるかもしれない。しかし、規模に対して実効性が不十分のままになるのではないかと、筆者は懸念する。主体性を持ったメンバーによって構成されるインフォーマルなプラットフォームの促進やそのプラットフォームが活性化するための補助が必要である。柔軟な形でプラットフォーム作りを促進していくことが真に求められている。

#### ④アセット・オーナーの責任の大きさ

みさき投資株式会社の投資手法に賛同し、資金を受託するアセット・オーナーは日本には少なかった。みさき投資株式会社の資金は海外のアセット・オーナーからの受託が多いという状況であった。インタビュー調査を通して、アセット・マネージャーの多くが、日本のアセット・オーナーのレベルの低さを感じていることに気付いた。アセット・オーナーとは、インベストメント・チェーンの元締め的位置におり、インベストメント・チェーンの方向性を決定する影響力を持っている。アセット・オーナーがどのようなアセット・マネージャーを評価するかによって、アセット・マネージャーの投資スタイルは変化していく。現在、挙げられているインベストメント・チェーンの構造全体の問題解決には、アセット・オーナーが重要な役割を担っているのだ。

しかし、アセット・オーナーとして、業務に従事する人材の多くはインベストメント・チェーンの課題を認識していない。日本におけるアセット・オーナーは、企業年金や公的年金が中心であるからだ。企業年金を扱う各企業の部署は、人事部関連の人材が多く、年金の投資手法が社会に大きな影響力を与えているとは認識していないだろう。海外のアセット・オーナーはアセット・マネージャーの成長の促進にイニシアチブを果たしており、非常に先進的な取り組みを行っている。企業年金が多いアセット・オーナーの変革には時間がかかるかもしれないが、海外の取り組みを見習いながら、質の高いアセット・オーナーへと発展していかなければいけない。

---

<sup>1</sup> 『山を動かす』研究会（2017） pp.144-146

<sup>2</sup> エンゲージメントコストのフリーライダー問題とは、エンゲージメントを行わない投資家もエンゲージメントによって、企業価値向上した際に利益を享受してしまうという問題である。エンゲージメントを誰かが行い、その結果に自分も乗じようとする投資家が増えれば増えるほどに、エンゲージメントを行おうという動機を持つ投資家は少なくなる。

## 第6章 結論

### 第1節 システム変革のために

本論文を通して、日本の資本市場には構造的な課題が存在していることが分かった。最終章では、資本市場の構造的な問題をシステムの変革という視点から考え、本論文の結論としたい。

資本市場に関する一連の変化が始まったが、この改革は未だ導入段階であり、実効性が不十分である。改革を行うことが明確にポジティブな結果をもたらさないという不確実性を伴っているため、各市場関係者も対応に躊躇している。例えば、企業がコーポレートガバナンス・コードに順じた経営を行い、ガバナンス優良企業に変身したとしてもそれが評価されるかはわからない。企業側が痛みを伴う変革に向き合おうとする動機は弱まる。一方で、投資家側も対話をもとにした企業との関係性構築を行っても、投資リターンが向上するのかが明確ではないというのが現状である。資本市場の課題がそれぞれの市場関係者の個別の課題ではなく、構造的な課題であるため、個別に対応を行ってもその結果が不確実性を伴うという事実が存在する。資本市場に関わるアセット・オーナー、機関投資家、アナリスト、企業の各主体が同時並行的に改革に向き合っていかなければ、変革の実効性は高まらない。本論文において、それぞれの市場関係者が取り組むべき具体的行動については言及した。そこで、本節では、システムが構造的に変革するために求められることは何かについて、筆者の考えを述べる。

抽象的な議論になるが、資本市場システムに関わらず、システムとは、悪い均衡に陥る危険性を有していると、筆者は考える。システムとは、システム内に存在する人やモノに対して、安定を与える。この安定が常に良い均衡を維持しているとは限らない。なぜならば、システムの多くは、既得権益者の利益を維持し続けようとする特徴がある。たとえ、システムが悪い均衡に陥っていたとしても、システム内で有利な立場の存在は、システム変革には否定的になるはずだ。むしろ、システムの欠点を認識し、発信、改革しようとする存在がいれば、権力を持った既得権益者たちはその改革を阻止しようとするだろう。これらの理由から、筆者は、システム改革には、システム外の強制力を持った主体が規律づけを行う必要があると考える。システム外の第三者が、既得権益者を適切に規律付けながら、良い均衡に導いていかなければいけない。

資本市場システムに話を戻して考えれば、規律づけを行う存在とは、政府や監督機関である。国家にとって、資本市場システムとは、非常に重要なシステムである。国家の経済や未来に直結するものである。現在の一連の資本市場改革の動きは、政府主導のものであり、外部の主体が適切な役割を果たしており、実効性が期待できる。

筆者が、システム変革に重要であると主張したい点がもう1点ある。それは、システムの内在者によるシステムの自己改革である。上述したが、システムの変革を行お

うとする存在には、既得権益者からの非難が向けられると考えられる。しかし、社会変革的な理念や強い正義感を持つシステム内在者も一定数存在するはずだ。このようなカリスマ的な存在が、評価を得ていくことでシステム改革は加速する。特に、日本人は、横並び意識の高い人種であり、周りがやっているから自分もやらなければいけないという圧力を感じることが多い。だからこそ、カリスマ的な人物が評価を得ることができれば、その行動はシステム内でスタンダードとなり、システム内在者全体に影響を与える。このようなシステムに問題意識を持つカリスマ的な存在の出現の必要性を、筆者は強く認識している。本論文におけるみさき投資株式会社のような存在である。

よって、現在の資本市場改革は、適切な規律づけが継続的に実行され、みさき投資株式会社のような存在が新規参入し、評価を拡大することで、成功すると結論付ける。

## 第2節 本論文の振り返り

本論文では、「資本市場」と「投資家」という2つのキーワードの下で「投資家が資本市場で果たすべき役割は何であるか」という問題提起を出発点に議論を進めてきた。第2章では、「資本市場」という概念と資本市場における投資家の立ち位置・その他の市場関係者とのつながりについて理解した。また、第3章で日本のガバナンス体制の歴史を概観することで、日本において投資家という存在が軽視されてきた構造的な要因について理解することができた。

第4章では2つのコードと「伊藤レポート」に着目し、インベストメント・チェーンの構造的な課題について考察した。「日本再興戦略」という政府主導の取り組みの中で、市場関係者がそれぞれの課題解決に向き合っている。特に、機関投資家がどのように行動していくべきかを「伊藤レポート」から考えた。①企業への「深い理解」を実現するための、機関投資家側の質向上。②投資評価手法の確立と公開。③少数銘柄への投資。④機関投資家同士のプラットフォーム作り。⑤経営人材との対話の要求。という5点の変化が、「伊藤レポート」では求められていた。しかしながら、資本市場という大きなシステムの改革を行うためには、様々な関係者が共通の問題意識を持ち、それぞれが内在する課題に向き合っていかなければいけない。

第5章では、第4章とは一変して、個別のエンゲージメント型ファンドにインタビュー調査を行い、ミクロな視点からどのような変化が起こっているのかについて考察した。「みさき投資株式会社」は、資産運用業界全体を変えようという意識の下で、少数企業に対してエンゲージメント型の投資を行い、数々の企業の企業価値向上を果たしてきた。自社が企業価値向上を果たすことで、他の機関投資家もエンゲージメント型投資の重要性に気付くはずだと考えていた。他の機関投資家が、エンゲージメントコストを支払わずに、フリーライダーとして利益享受することをむしろ容認していた。

このような社会変革的な理念を抱く、機関投資家が資本市場に新たな風を吹き込むと筆者は大きな期待を寄せてやまない。

しかし、同時に「みさき投資株式会社」の誕生が多くの幸運に恵まれた奇跡的なものであったとも理解した。現状の資産運用業界には、様々な参入障壁が存在するのだ。「みさき投資株式会社」のようなエンゲージメント型ファンドを設立しようとしても様々な壁が存在している。筆者が特に問題視しているのは、①ファンド運営のためのミドル・バックオフィス人材が不足している。②アセット・オーナーが長期投資の投資スタイルに賛同していない。の2点である。①とは、決済業務などを行う高度な金融専門職の人材が日本に不足しているという問題である。そのために、エンゲージメントによる企業価値向上を実現する能力を持った人材が存在しても、なかなかファンドを設立することができないという現状がある。この問題に関しては、日本証券業協会を中心とした「資産運用等に関するワーキンググループ」で、ミドル・バックオフィス人材のプラットフォームづくりが検討されている。さらに、各種教育機関で金融教育の充実を図る取り組みがなされている。②に関しては、日本の主要なアセット・オーナーである公的年金基金や企業年金が、エンゲージメント型ファンドに賛同していないという問題である。GPIFなどで様々な改革が進められているものの、企業年金の多くは、未だ改善が見られないというのが実情だ。企業における企業年金担当部署は、人事畑を歩んできた人材が担当することが多く、投資分野での知識が乏しい。エンゲージメント型ファンドに対する理解や中長期的な投資の意義を理解していないことが多い。この点は、未だ改革が進んでいない課題点といえる。これらの主要な問題点の解決が果たされ、様々なエンゲージメント型ファンドが設立されれば、資本市場改革は加速化する。

そして、最終章である本章の前節では、システム変革に関する筆者の考えを述べた。システムが変化することは非常に長い時間を要する。さらに、そのシステムに関係する様々な構成者の利害関係を考える必要が出てくる。だからこそ、本論文で扱った「資本市場」の変革には長い時間がかかるのかもしれない。しかし、政府主導でインベストメント・チェーン全体のマクロな改革が実行され始め、みさき投資株式会社のような先進的な取り組みを行うエンゲージメント型ファンドも活躍し始めている。楽観的ではあるが、資本市場改革はこれから実効性を高め、資本市場が日本経済の発展を支えるシステムとして機能することを、筆者は大いに期待する。

## 文献一覧

1. 伊藤邦雄 (2014) 『新・企業価値評価』 日本経済新聞出版
2. Jonathan Charkham & Anne Simpson (1996) 『Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility』 (奥村有敬訳『株主の力と責任』 日本経済新聞社、2001年)
3. 柏木仁 (2005) 「スチュワードシップ理論:性善説に基づく経営理論 一理論の解説、先行研究の整理、今後の研究の方向性一」 『Japanese Journal of Administrative Science Volume 18, No.3, 2005, 235-244. 経営行動科学第18巻第3号,2005,235-244.』
4. 北川哲雄 (2000) 『アナリストのための企業分析と資本市場』 東洋経済新報社
5. 北川哲雄 (2007) 『資本市場ネットワーク論』 文眞堂
6. 北川哲雄 (2010) 『IR ユニバーシティ』 国際商業出版
7. 北川哲雄編著 (2015) 『スチュワードシップとコーポレートガバナンス:2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』 東洋経済新報社
8. 北川哲雄編著 (2017) 『ガバナンス革命の新たなロードマップ—2つのコードの高度化による企業価値向上の実現』 東洋経済新報社
9. 宮島英昭編著 (2011) 『日本の企業統治【その再設計と競争力の回復に向けて】』 東洋経済新報社
10. 水口剛 (2013) 『責任ある投資 資金の流れで未来を変える』 岩波書店
11. 中神康議 (2016) 『投資される経営 売買される経営』 日本経済新聞出版社
12. 中村信男編著 (2014) 『ビジネス法入門』 中央経済社
13. 日本証券アナリスト協会 (2013) 『証券アナリストのための企業分析』 東洋経済新報社
14. 岡林秀明 (2014) 『投資ファンドの基本と仕組み』 秀和システム
15. 奥平康司編著 (2000) 『現代の企業システム』 税務経理協会
16. 大村敬一編著 (2003) 『日本企業のガバナンス改革—なぜ株主重視の経営が実現しないのか—』 日本経済新聞社
17. 谷本寛治 (2002) 『企業社会のリコンストラクション』 千倉書房
18. 谷本寛治編著 (2003) 『SRI 社会的責任投資入門』 日本経済新聞社
19. 谷本寛治編著 (2007) 『SRI と新しい企業・金融』 東洋経済新報社
20. 『山を動かす』研究会 (2017) 『ガバナンス改革 先を行く経営 先を行く投資家』 日本経済新聞出版社
21. 米澤康博 (2003) 『証券市場読本』 東洋経済新報社
22. 吉田和男 (1996) 『解明 日本型経営システム』 東洋経済新報社

## URL 一覧

1. 経済産業省 <http://www.meti.go.jp/>
2. 金融庁 <http://www.fsa.go.jp/>
3. みさき投資株式会社 <http://www.misaki-capital.com/>
4. 内閣府 <http://www.cao.go.jp/>
5. 日本証券業協会 <http://www.jsda.or.jp/>
6. 日本取引所グループ <http://www.jpx.co.jp/>
7. 野村総合研究所 <http://www.nri.com/>