

『証券経済学会年報』第53号別冊
第89回全国大会
学会報告論文

「日本のコーポレートガバナンスと機関投資家」
－ 意識調査に基づくエンゲージメントの考察 －

「日本のコーポレートガバナンスと機関投資家」

－ 意識調査に基づくエンゲージメントの考察 －

村澤 竜一

明治大学大学院

1. はじめに

近年の日本におけるコーポレートガバナンス改革では、機関投資家と投資先企業との建設的な目的を持った対話（以下、エンゲージメント）を通じて、投資先企業の価値向上と持続的成長の促進を果たすことが期待されている。これは、日本企業の「稼ぐ力」を引き上げることを目的に、コーポレートガバナンス改革が政府の成長戦略の一環に位置付けられる中で、機関投資家による企業とのエンゲージメントが経営の規律を向上させるのみならず、株主の影響力を強化することにより企業の持続的成長を促進する手段として提唱されている。

機関投資家による投資先企業のコーポレートガバナンスへの関与は、企業内部におけるモニタリングシステム¹⁾や経営者の動機付けシステムといった内部コントロールによる規律に対して、経営者に対する外部コントロール・メカニズムとして従来から議論されてきた。外部コントロールは、株式売却（Exit）や敵対的買収の脅威などのコーポレート・コントロール市場と、議決権行使（Voice）など株主の権利行使による経営への直接的関与に分類することができ、エンゲージメントは後者に含まれる。すなわち、エンゲージメントは、株主としての発言権を行使して直接的に経営者の規律付けを可能にするものであり、株式売却や敵対的買収の脅威によって規律付けを行う伝統的なコーポレートガバナンスのパラダイムとは対照的に位置付けられる。

しかし、これまで日本企業のコーポレートガバナンスへの株主の関与や影響力は弱く、日本におけるエンゲージメントの歴史は浅い。また、一般に、一定以上の規模で株式を保有しない限り、投資先企業に対して株主の影響力は発揮できない。日本の上場企業の株式所有構造がインサイダー優位からアウトサイダー優位へと変化し

つつある²⁾ものの、依然として安定株主や株式持合いなどのインサイダー株主にイニシアティブがあるとする、ブロック保有していない機関投資家は、企業経営に対する影響力は限定的であり、株主としてのアクティブな行動やコストを費やしたモニタリングなど、企業が問題を抱えていたとしてもそれを解決しようとするインセンティブが働かないことが想定される。さらに、機関投資家の中には短期的な投資収益を最大化させることのみに関心があり、投資先企業の事業自体には関心を持たない投資家も存在する可能性がある。

こうした背景から、日本におけるエンゲージメントの検討にあたり、「機関投資家と投資先企業との間でコーポレートガバナンスに対する認識に乖離があるのではないか」というのが本稿での問題意識である。本稿では、日本の上場企業と機関投資家のエンゲージメントにおける論点に対する認識の実態を明らかにすることを試みる。その上で、エンゲージメントの在り方を考察することは、今後の機関投資家とコーポレートガバナンスの研究の進展に寄与すると考えられる。したがって、本稿は、2017年に日本の上場企業と機関投資家に対して実施した意識調査に基づき、双方の認識の異同を明らかにすることを通じて、エンゲージメントの在り方を考察するものである。第2章で先行研究を概観し、第3章で意識調査の概説と調査結果を分析した上で、第4章でエンゲージメントの在り方を考察し、最後にまとめと今後の課題を述べる。

¹⁾ 日本版スチュワードシップ・コードでは、エンゲージメントを「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」としている。

²⁾ 取締役会構成、社外役員との関与など。

³⁾ 村澤 [2018], p. 179.

2. 先行研究

日本における機関投資家とコーポレートガバナンスに関する意識調査の先行研究としては、2000年の財務省政策研究所による調査⁴⁾がある。同調査は、企業年金連合会などが議決権行使ガイドラインを公表するなど機関投資家のコーポレートガバナンスに対する意識が徐々に高まりつつある中で行われたものであった。同調査による結論として、日本の機関投資家のコーポレートガバナンスへの影響について、受託機関が投資先企業に対して株主権を行使する行動（株主アクティビズム）に意欲的であることを明らかにしている。その後、機関投資家による議決権行使が広く定着し、一部の機関投資家によって株主アクティビズムを含む積極的なエンゲージメントが行われるようになり、三和 [2014] は、2000年の財務省政策研究所による調査以降の機関投資家のコーポレートガバナンスに対する意識や行動の変化に係るアンケート調査を実施している。同調査の結果、日本の機関投資家の投資判断にコーポレートガバナンスに関する事項を考慮する姿勢がみられること、対話などを通じたエンゲージメントについても機関投資家は積極的な評価を示していることを明らかにした。さらに、三和 [2016] は、日本版スチュワードシップ・コードが策定された後、国内外の機関投資家に対してヒアリング調査を行い、国内外のエンゲージメントのプラクティスを比較分析している。同調査の結果、日本の資本市場において効果的なエンゲージメントを推進するためには、株主による規律付け効果として有効性の高い協働エンゲージメントを進めていく必要があると指摘している。これらの先行研究は、いずれも機関投資家を対象とした調査に基づき、機関投資家によるエンゲージメントの進展が明らかにされてきた。

本稿の問題意識に対して直接的な示唆を得るためには、機関投資家のみならず、企業に対しても同様の調査を行うことで比較分析する必要があると考えられる。田中 [2012]⁵⁾は、機関投資家と企業の双方に対する意識調査を実施している。同調査は、上場企業が重視しているステークホルダーの利益、買収防衛策を導入する目的、株主代表訴訟に対する評価に焦点が当てられており、本稿でのエンゲージメントの考察においては、より幅広い論点を調査対象とする必要があると考えられる。

この点につき、生命保険協会が1974年から継続的に行っている株式価値向上に関する調査は、取締役会の実効性、社外取締役の役割、役員報酬、経営戦略、資本効率、株主還元、建設的な対話、議決権行使など幅広い観点から意識調査を行っており、本稿の問題意識に対する調査項目としては関連性が高い。同調査は、企業と投資家が建設的な対話を通じて双方の課題意識を共有化することを目的に、企業と投資家に対する同一調査項目への回答を比較することで、双方の意識・行動の変化を分析している。同調査の結果からは、取締役会の実効性向上に向けた課題や資本効率を高める取組みなど、企業と投資家の間で認識の乖離が確認できる項目がある一方、調査項目に対する双方の意識の高まりは窺えるものの認識の乖離までは確認できない結果もみられる。その理由として、第一に、同調査はアンケート結果の分析に基づき株式価値向上に向けた提言を主な目的としていることから、調査対象が広範囲であり、調査の視点や項目も多岐にわたっていることが挙げられる。第二に、同調査における企業側と投資家側の対象者が特定されていないため、回答者の役職等の属性によっては企業間または投資家間でも回答にばらつきが生じ、明確な示唆が得られにくいことも理由として考えられる。

したがって、これまでの先行研究のみでは、本稿の問題意識に対して必ずしも直接的な示唆が得られるとは限らない。日本の上場企業と機関投資家のエンゲージメントにおける論点に対する認識の異同を明らかにし、エンゲージメントの在り方を考察するという本稿の目的からは、調査に際しては企業と機関投資家の双方における回答者の役職等を特定すること、また、エンゲージメントで主要な論点になると想定される項目に焦点を当てた分析を行うことが必要である。

⁴⁾ 大村・首藤・増子 [2001]

⁵⁾ 同調査は機関投資家向けのアンケート調査であるが、その後、独立行政法人経済産業研究所（RIETI）が2012年5月から6月にかけて上場企業を対象としたコーポレートガバナンスに関するアンケート調査を行い、回答結果を比較検討している。（<https://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns/3/02.html>）

3. コーポレートガバナンスに係る意識調査

(1) 意識調査の概要

(a) 問題意識

KPMG ジャパンでは、筆者を含む各分野の専門家が、日本のコーポレートガバナンス改革の動向を調査・分析し、市場への提言を行っている。我々は調査・分析を通じて、日本企業の機関設計など形式的な取組みの進展は確認しつつあるが、実質面でも進化させる上でエンゲージメントが果たす役割は大きいと考えている。その実現の前提となるのは、コーポレートガバナンスに対する企業と機関投資家の双方の認識が合致していることである。

筆者らは、2017年に日本の上場企業と機関投資家に対して、コーポレートガバナンスに関する意識調査（以下、本調査）を実施した。本調査は、コーポレートガバナンス改革による日本企業の変化を概観することに主眼を置いているが、その背景には、「企業の変化と機関投資家の期待が必ずしも合致していないのではないか」という問題意識がある。

(b) 調査の方法と対象

本調査は、上場企業と機関投資家に対するアンケート調査方式により、双方のコーポレートガバナンスに関する意識調査を実施した。本調査の対象者は、上場企業は東証第一部・第二部上場企業のコーポレートガバナンス担当役員、機関投資家は日本版スチュワードシップ・コードを受入れ表明し、かつ日本に拠点を有する機関投資家の最高投資責任者（CIO）としており、双方における回答者の役職等を特定している（図表1）⁹⁾。

(c) 調査項目

本調査は、コーポレートガバナンス改革による日本企業の変化を概観するため、企業と投資家のそれぞれに対して広範囲にわたる項目でアンケート調査を実施した（図表2）。調査項目の中には、企業と投資家で共通または類似する質問を含めており、それらに対する回答結果を比較分析することで、同一の論点に関する双方の認識の異同を明らかにすることを意図している。

(d) 回答機関の属性

本調査による回答機関は、企業253社（回答率12.5%）、投資家34社（26.3%）である。回答企業の規模（連結売上高）や業種の分布に目立った偏りはなく、サンプルは概ね調査対象企業を代表しているものであると考えられる。また、投資家に関しては、前述のコストを費やしてまで企業をモニタリングするインセンティブが働かないという問題は、人的資源の不足が理由として考えられるが、回答投資家の規模（従業員数）は約半数が100名以上、200名以上も34%を占めており、また投資家についてもサンプルは概ね調査対象を代表したものであるため、実態を反映した有効な回答が得られると考えられる（図表3）。

(e) 本稿における位置付け

本調査は、コーポレートガバナンス改革による日本企業の変化を概観することに主眼を置いているものの、その背景にある「企業の変化と機関投資家の期待が必ずしも合致していないのではないか」という仮説は、本稿における問題意識と密接に関係する。また、本調査では、企業と投資家で共通または類似する質問を含めており、同一の論点に関する双方の認識の異同を明らかにすることを意図していることから、本稿の検討において本調査の結果を利用することが可能である。

本稿の目的は、日本の上場企業と機関投資家のエンゲージメントにおける論点に対する認識の実態を明らかにし、エンゲージメントの在り方を考察することである。そのため、本稿では、前述(c)の本調査の調査項目のうち、エンゲージメントで想定される主要な論点に焦点を当てた調査項目を検討対象として取り上げ（図表4）、エンゲージメントにおける論点に対する認識の異同を明らかにすることを試みる。

図表1 本調査の概要

	企業に対する意識調査	投資家に対する意識調査
調査対象	東証第一部・第二部上場企業 (2,023社)	スチュワードシップ・コードを受入れ表明し、かつ日本に拠点を有する機関投資家 (129社)
対象役職	コーポレートガバナンス担当役員	最高投資責任者 (CIO)
調査期間	2017年8月から9月	
調査方法	書面・ウェブサイトによる回答	書面による回答
回答数	257名 (253社) (回答率: 12.5%)	34社 (回答率: 26.3%)

(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表2 本調査の項目

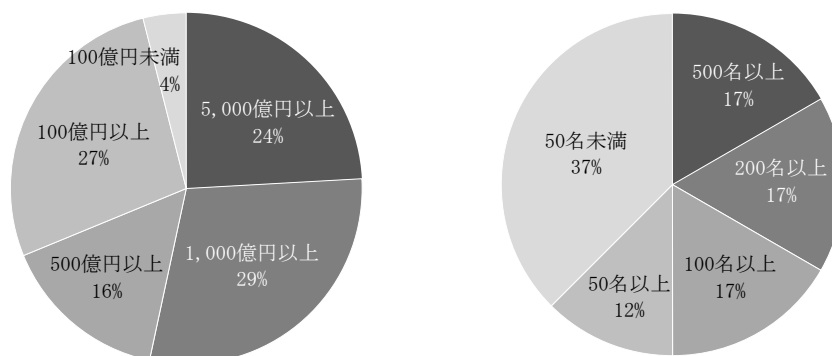
企業に対する調査項目	投資家に対する調査項目
<p>コーポレートガバナンス・コード導入による変化</p> <ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コード導入による取組みの変化 <p>取締役会運営</p> <ul style="list-style-type: none"> 監督機能強化の観点から効果を上げている取組み 審議の活性化に関する変化 審議時間が増加した項目 より充実したと考える議案資料や補足情報 社外取締役の意見が意思決定に与える影響 サクセッションプランについての議論 取締役会の実効性評価についての課題 子会社ガバナンスの課題 <p>株主価値、資本生産性を意識した経営</p> <ul style="list-style-type: none"> 株価の企業価値反映状況 資本生産性向上に向けて取組みを強化した点 <p>投資家との対話</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資家との対話において意識している事項 投資家との対話における時間軸の変化 コード導入後に重要性が高まった開示資料 改革後における統合報告書の位置付けの変化 開示の充実を図りたいと考える情報 環境・社会に関して投資家との対話で意識している事項 任意開示の統合報告書等の非財務情報に関する信頼性の付与 義務的な四半期業績の報告要否 議決権行使結果の個別開示による対話や議案設計への寄与 	<p>コーポレートガバナンス・コード導入による変化</p> <ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンス・コード導入による取組みの変化 <p>ガバナンス情報、取締役会運営</p> <ul style="list-style-type: none"> より充実させるべき開示情報 取締役会の構成についての説明への期待 サクセッションプランの開示への期待 取締役会実効性評価の開示への期待 日本企業における子会社ガバナンスの課題 <p>株主価値、資本生産性を意識した経営</p> <ul style="list-style-type: none"> 資本生産性向上に向け、企業が取組みを強化すべき点 <p>企業との対話</p> <ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ・コード導入前後の時間軸 重要性が高まった開示資料 統合報告書の位置付けの変化 コーポレートガバナンス報告書の活用状況 環境・社会について対話することのメリット 任意開示の統合報告書等の非財務情報に関する信頼性の付与 義務的な四半期業績の報告要否 議決権行使結果の個別開示 社外取締役や取締役会議長（非執行）との対話 <p>スチュワードシップ・コード</p> <ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ・コード導入に伴う変化 企業との対話に関する集团的エンゲージメントの実施状況 スチュワードシップ活動を行うための能力・経験 スチュワードシップ活動における改善点

(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表3 本調査の回答機関の属性（規模）

（企業）回答企業の規模（連結売上高）

（投資家）回答投資家の規模（従業員数）



（出所）KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表4 本稿で検討対象とする調査項目

	企業に対する調査項目	投資家に対する調査項目
a	取組みを強化した事項	企業が取組みを強化した／変化があったと感じる事項
b	取締役会の実効性評価における課題	取締役会実効性評価の開示への期待
c	サクセッションプランの議論の仕方	サクセッションプランの開示への期待
d	株価の企業価値反映状況	N/A（左記調査項目に基づき分析）
e	資本生産性向上に向けて取組みを強化した内容	資本生産性向上に向けて企業が取組みを強化すべき内容
f	環境・社会に関する投資家との対話で意識している点	環境・社会に関する企業との対話で意識している点
g	コード導入後に重要性が高まった開示資料	企業分析や対話において重要性が高まった開示資料
h	開示の充実を図りたいと考えるガバナンス情報	企業がより開示を充実させるべきガバナンス情報

（出所）筆者作成

本稿では、まず、(a) コーポレートガバナンス・コードの導入による日本企業の取組みの変化に関する認識を確認する。その上で、経営者に対する内部コントロール・メカニズムの核心の一つである取締役会に係る論点を考察する。日本の会社法第362条は、取締役会の権限を、①業務執行の決定、②取締役の職務の執行の監督ならびに③代表取締役の選定および解職と規定しており、また、コーポレートガバナンス・コードでは、取締役会は「独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと⁷⁾」を主要な役割・責務の一つと捉えている。これらを踏まえ、本稿では (b) 取締役会の実効性、および (c) 経営者等の後継者計画（以下、サクセッションプラン）に対する認識を確認する。

次に、企業価値に係る論点を考察する。近時の日本のコーポレートガバナンス改革の特徴の一つは、全体としては2つのコードを柱とする株主価値最大化（株主主権）アプローチの方向にあることである。株主以外のステークホルダーとの協働の必要性は認識されているものの、これまで日本においては弱かった株主による影響力を強化するとの立場から、株主を重視した経営政策の採用を促進することで、企業の持続的成長が実現できると想定されている。これは、出資者である株主の利益を最大化させることが経営者の役割であるという見解を重視する、エージェンシー理論に依拠した伝統的な経済学におけるコーポレートガバナンスである⁸⁾。この株主主権アプローチは企業のステークホルダーとして株主のみを想定し、企業が将来に生み出す価値はすべて株主のものであると考えることから、企業価値は株主価値を意味することになる。そこで、株主価値最大化の観点から、まず (d) 株価の企業価値への反映状況に対する企業の認識を確認する。また、企業価値向上の文脈として、コーポレートガバナンス・コードでは、企業の「持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率の改善」を図ることを取締役会等の責務としており⁹⁾、スチュワードシップ・コードでは、機関投資家に「中長期的視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を果たす」ことを求めている¹⁰⁾。つまり、日本のコーポレートガバナンス改革は、資本生産性の改善・向上を通じた企業価値の向上であるため、(e) 資本コスト（投資家の期待収益率）に対する認識を確認する。

しかし、株主が唯一の残余請求権者となり、株主利益の最大化を経営の目的とする株主主権アプローチにお

いては、株主以外のステークホルダーの利益が完備契約によって守られていることが前提になるが、現代企業がこれを実現するのは困難である。こうした契約の不完備性の下では、株主以外のステークホルダーも企業の残余請求権者となる。Freeman [1984] らが現実における妥当性を示唆するステークホルダーアプローチでは、企業の目的は企業に貢献するステークホルダーのために有形無形の価値を創造することであり、企業価値は、株主以外のステークホルダーがもつすべての価値の合計と捉えることになる¹¹⁾。このようなステークホルダー理論¹²⁾の考えに基づくと、企業を株主以外のステークホルダーを含む社会的なシステムとして捉え、その健全な発展に資するために長期的な視点から環境や社会に配慮することが、企業の持続的成長（企業価値の向上）に資するとの見方に立つ。実際、2015年9月に国連が持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals, 以下、SDGs）を採択したことなどを契機に、持続可能な地球の実現に向けた取組みの推進が世界的な潮流となっている。企業も投資家も自らの取組みで環境・社会の課題に対処することが、企業の持続的かつ中長期的な成長につながると捉え、企業の事業活動を通じたSDGs等への取組みの促進や、投資家によるESG投資¹³⁾が拡大している。では、株主主権アプローチを軸とするコーポレートガバナンス改革において、株主以外のステークホルダーを考慮することにつき、企業と投資家はどのような捉えているのか。本稿では、(f) 環境・社会の考慮に焦点を当て、それらに対する企業と投資家の認識を確認する。

最後に、このような企業の価値を投資家が評価できるための情報開示の論点を考察する。情報の開示書類を作成する企業とそれらを活用する投資家における認識の異同を確認することは、エンゲージメントを進展させる上で重要となる。特に、環境・社会・ガバナンスといった非財務情報の開示に対する関心が高まっている。ただし、非財務情報の性質によっては、考慮すべき時間軸が異なる点には留意を要する。例えば、環境・社会の要素が企業価値に反映される時間軸を考えると、それらは長期的に捉えるべきものであるが、ガバナンスはそれらを含む事業戦略を決定する取締役会や経営者に対する監督であり、環境・社会の要素を考慮する前提となる要素として位置付けることができる。そこで、本稿では、環境・社会といった要素を含む (g) 開示情報全般に対する認識を確認した上で、非財務情報の中でもそれらを考慮する前提となる (h) ガバナンス関連の情報に焦点を当てた開示に対する認識を確認する。

以下では、エンゲージメントで主要な論点になると想定されるこれら8つの調査項目に係る調査結果に基づき、企業と投資家の認識の異同を分析する。

(2) 意識調査の結果

(a) 取組みの変化に関する認識

コーポレートガバナンス・コードの導入により、企業はどのような取組みを強化し、投資家は企業の取組みにどのような変化があったと認識しているのか。調査の結果(図表5)、企業は「取締役会運営の充実」や「ガバナンス体制の強化」の回答割合が高く、機構・組織面を強化したと認識していることが窺える。しかし、「取締役会運営の充実」については、企業と投資家で回答に乖離がみられる。この乖離の詳細は、後述(b)で確認する。

また、投資家の回答によると、企業が「株主価値、資本生産性を意識した経営」の取組みを強化した、または変化があったと感じるとの回答割合は相対的に低い。この結果からは、投資家は、企業が投資家目線での経営への取組みはまだ十分ではないと感じていることが窺え、企業の変化が投資家の期待に合致していない可能性が高い。この点の詳細は、後述(e)で確認する。

(b) 取締役会の実効性に対する認識

取締役会に係る論点として、まず取締役会の実効性に焦点を当て、企業に対しては実効性評価における課題を確認し、投資家に対しては実効性評価の開示への期待を確認した。調査の結果(図表6)、企業は取締役会の実効性の評価自体の客観性や評価基準について問題意識を持っている。一方、投資家は、実効性の評価方法や客観性の開示を期待するとの回答割合は低く、むしろ「取締役会の実効性と企業価値向上との関係性」の開示を強く期待している。取締役会の実効性に関しては、企業の課題認識と投資家の期待に乖離がある。

前述(a)でみられた「取締役会運営の充実」に対する企業と投資家の認識の乖離は、企業は取締役会運営を形式面では強化したと評価しているが、投資家はその実質面までの充実を期待しており、その認識の乖離が表面化したものと解釈することができる。

(c) サクセッションプランに対する認識

サクセッションプランに関しては、企業に対しては議論の仕方を確認し、投資家に対してはその開示への期

待を確認した。調査の結果(図表7)、企業における議論では、経営者の専権事項である傾向が顕著であるとともに、3割を超える企業が「議論していない」「わからない」と回答している。一方、投資家はサクセッションプランの内容や検討・決定方法に関する説明への期待が高く、「候補者の詳細な選任理由」の開示よりも選任プロセスの透明性の確保を期待している。サクセッションプランに関しては、企業における議論の現状と、投資家が期待する開示の内容に乖離がある。

(d) 企業価値の認識

企業価値の認識については、まず企業価値の株価への反映状況に対する認識を企業に対して確認することで、株主である投資家の認識との異同を確認する。調査の結果(図表8)、企業の52%が「中長期的にみて適切に反映している」と回答し、31%が「反映していない(株価は企業価値に対して割安である)」と回答している。企業価値に対して株価は割安であると感じる理由として、30%は「投資家は自社の経営パフォーマンスについて十分に理解していない」、26%は「投資家は総じて短期主義で自社の長期的な価値創造について十分に理解していない」と考えている。つまり、過半数の企業は、投資家が自社の企業価値の創造プロセスを理解していないと感じている。また、「その他」の割合が19%と高く、その内訳をみると中小型株銘柄として位置付けられる企業を中心に、そもそも投資家に認知されていないと考える企業も多い。

さらに、10%の企業はそもそも「自社と投資家とでは企業価値の定義が異なっている」と回答している。株主主権アプローチでは、株主が唯一の残余請求権者となる。この場合の企業価値¹⁴⁾は、財務資本提供者にとっての企業価値であり、株式会社の場合は株主価値と狭義に定義できる。これに対して、ステークホルダーアプローチのように、財務資本提供者にとっての価値に限定せず、企業が生み出すキャッシュフロー以外の価値にも着目した場合の企業価値は、事業を通じて創造する価値と広義に定義することになる。企業にとっての企業価値の定義や捉え方は異なる可能性もあるが、少なくとも投資家である株主の価値最大化の観点からは、企業と投資家の企業価値の認識が合致しないケースもあるといえる。

(e) 資本コストの認識

株主にとっての企業価値向上の文脈からは、資本生

産性の向上が必要となる。本調査では、企業の資本コストに対する認識として、資本生産性向上に向けて企業が取組みを強化した（または強化する予定のある）内容を確認した。調査の結果（図表9）、企業は「ROE、ROICなど資本生産性指標を活用したKPI設定と社内での運用」とする回答が最も多く、投資家もその取組みを強化すべきであるとする回答が最も多い。また、投資家は「経営層における資本コストに対する意識の共有」や「事業ポートフォリオの再構築・事業別採算管理」とする回答も多いことから、投資家は、資本コストを軸としたKPI設定や事業ポートフォリオ管理の実施に対する期待が高い。

企業と投資家ともに、「ROE、ROICなど資本生産性指標を活用したKPI設定と社内での運用」の強化に対する認識は共通しているものの、回答割合は投資家が82%であるのに対し、企業は43%とその乖離が大きい。この結果は、経営の現場において資本生産性指標が業績管理指標として徐々に浸透しているが、企業と投資家との間で問題意識の大きさが異なるものと解釈することができる。こうした問題意識の大ききの乖離は、「経営層における資本コストに対する意識の共有」への回答割合が投資家は79%であるのに対し、企業は25%にとどまっているという結果にも表れている。

ROEやROICといった資本生産性指標は、対応する資本コストとの対比で評価すべき指標であるため、そもそも資本コストが認識できていないと業績評価には活用できないという側面がある。投資家の回答結果が示唆するのは、資本生産性指標を業績評価に活用するための前提として、まずは経営層が資本コスト（投資家の期待収益率）を強く意識すべきという点であると考えられる。

(f) 環境・社会に対する認識

次に、企業を株主以外のステークホルダーを含む社会的なシステムとして捉え、長期的な視点から環境や社会に配慮することが企業価値の向上に資するとの見方に立ち、企業と投資家が、環境・社会に関する対話において意識している点を確認する。

調査の結果（図表10）、最も回答が多かったのは、企業は「自社製品・サービスで貢献できる環境・社会問題」であるのに対し、投資家は「事業に影響を与える環境・社会リスク」であり、企業と投資家との間で、環境・社会の要素に対する捉え方に相違がみられた。企業と投資家ともに、「自社製品・サービスで貢献できる環境・社会問題」の回答が同水準で高いことから、いずれ

も環境・社会の要因による収益機会の側面を捉えている傾向がみられるものの、投資家は、企業が対処すべき環境・社会関連リスクとしてより強く意識していること意味している。また、投資家は「サプライチェーンへの対応」を意識していることから、投資先となる企業の事業全体に及ぼす影響を把握しようとしていると考えられる。

ただし、環境・社会の要素は、他の非財務情報とされる要素と同様、その性質や課題の内容によっては、時間の経過とともに捉え方も変化する可能性があることには留意を要する。例えば、環境関連制度の導入段階では、企業と投資家ともに、規制への対応コストや事業継続のリスクとして捉えていたとしても、時間の経過とともに、企業の成長力や価値創造の源泉として捉えられる可能性がある。また、環境・社会の要素は非財務情報として扱われることが多いが、本稿で想定している長期的な視点を前提とするESG投資においては、長期的な時間軸の中で、将来的には財務的なリスクへと転化する財務的にも重要な要素（潜在的な財務リスク）として捉えることもできる。

(g) 開示情報に対する認識

情報開示の論点として、まず、環境・社会の要素を含む開示情報全般に対する認識を確認する。調査の結果（図表11）、企業がコーポレートガバナンス・コード導入後に重要性が高まった開示資料として「コーポレートガバナンス報告書」を挙げる回答が圧倒的に多かった。これは、コーポレートガバナンス・コード導入により同報告書の開示が新たに要請されたことが背景にあると考えられる。一方、投資家の回答で最も多かったのは「統合報告書¹⁵⁾」であった。企業の回答からは、環境・社会の要素を含む同報告書に対して、重要性が高まったと強く認識されている傾向はみられない。

調査結果からは、投資家は企業との対話や投資判断にあたり有用な情報の開示を求めているものの、そのような視点で重要性を感じている企業が少ない、または企業と投資家で環境・社会の要素に対する捉え方が異なることが想定される¹⁶⁾。例えば、気候変動を考えた場合、異常気象や海水面の上昇で設備の損傷・農作物の被害による原料調達への影響といった物的リスク、環境税（炭素税）や排出量取引制度の導入による規制リスク、市場の変化への対応に対する社会的な評価としてのレピュテーションリスクなど、企業の事業活動における各種のリスクが考えられる。企業の持続可能性の危機は、投資

家にとってもリスクとなるため、投資家は投資判断に際して、企業の事業活動におけるリスクの認識と対応の開示を必要としている。また、企業価値を、事業を通じて創造したすべての価値の合計と広義に定義した場合、投資家は、企業の価値創造能力を効果的に把握することが可能な情報の開示を求めることとなる。

(h) 開示情報（ガバナンス）に対する認識

最後に、ガバナンスに関連する情報に焦点を当て、企業が開示を図りたい情報、投資家が企業による開示を充実させるべきと考える情報の認識を確認する。

調査の結果（図表12）、企業による回答は「取締役の実効性評価」や「取締役等の選任理由」という特定の項目に集中しており、「役員報酬の方針」や「社外取締役の発言状況」などへの回答は少ない。一方、投資家による回答は、複数の項目に分散していることが特徴であり、幅広い開示の充実を望んでいるとともに、企業による開示の現状には満足していないことが想定される。

また、企業の25%が「特に充実が必要なガバナンス情報はなし」と回答しており、現状の開示で十分であると考えている企業が一定数存在している。「特になし」と回答した投資家は存在しておらず、企業の現状認識と投資家の期待には乖離があるといえる。

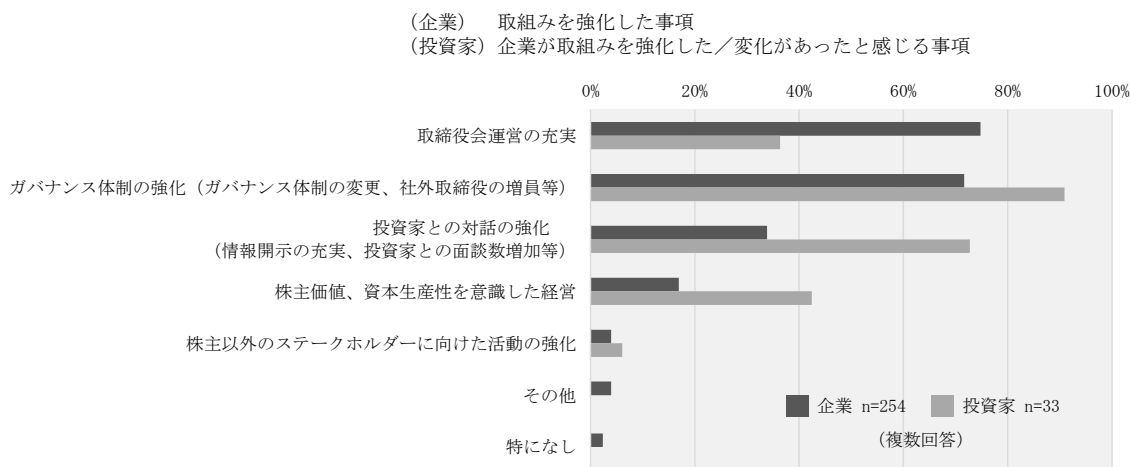
(3) 調査結果の分析

本調査を通じて、企業と投資家のエンゲージメントにおける論点には認識の乖離が存在している実態が明らかになった（図表13）。これらの乖離は概ね、企業の認識と投資家の期待との乖離であり、いずれもエンゲージメントを通じた解決が期待される。

ただし、「(f) 環境・社会に対する認識」と「(g) 開示情報に対する認識」の分析では、企業と投資家の間で非財務情報の捉え方に相違があることも明らかになった。次章では、この分析結果を踏まえ、エンゲージメントの在り方を考察する。

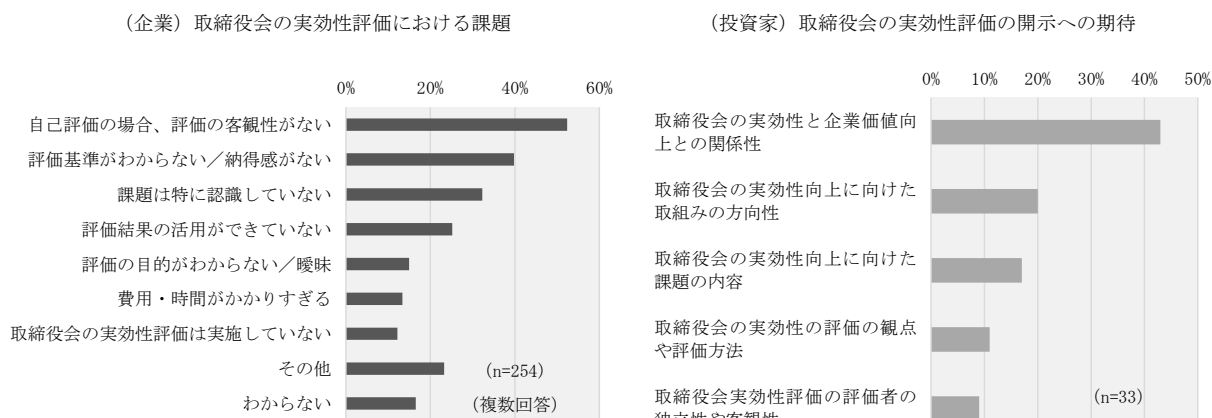
- 6) 本調査に関する箇所における「企業」および「投資家」は、それぞれ本調査における調査対象機関を指す。
- 7) コーポレートガバナンス・コード 原則4.3. 取締役会の役割・責務 (3) .
- 8) Jensen and Meckling [1976]、Fama and Jensen [1983] は、株主主権型モデルを企業組織の理論として発展させた。
- 9) コーポレートガバナンス・コード 基本原則4.
- 10) 日本版スチュワードシップ・コード 原則3 指針3-1.
- 11) Allen and Gale [2000]、Zingales [2000]、Tirole [2001] などは、企業価値をこのように広く定義した場合の望ましいコーポレートガバナンスのメカニズムについて論じている。
- 12) ステークホルダー理論 (Ansoff [1965]) は、企業をステークホルダーが活動するためのシステムと捉え、その目的はステークホルダーのために価値を生み出すことであるとする理論である。
- 13) ここでは、環境・社会・ガバナンスの要素を考慮し長期的視点に立った投資手法を指す。
- 14) 一般に、将来のキャッシュフローを割引率で割り戻して現在価値を求める。
- 15) IIRC (International Integrated Reporting Committee, 国際統合報告評議会) は、統合報告を「組織が事業、社会および環境上のコンテキストを反映しつつ、組織の戦略、ガバナンス、業績および将来の見通しに関する重要な情報を一つにまとめたもの」と定義し、それにより、組織がスチュワードシップをどのように果たしているか、また、組織がどのように価値を創造・維持するかに関して明瞭かつ簡潔に表されることになっている。
- 16) IIRC が提唱する統合報告は、非財務情報の拡充・再編の延長にあるものではなく、価値創造プロセスを財務情報と非財務情報を一体化させてその道筋を説明するという思考に基づいており、主たるターゲットを財務資本の提供者に置いていることから、投資判断の一つとして役立てようとするものである。

図表5 取組みの変化に関する認識



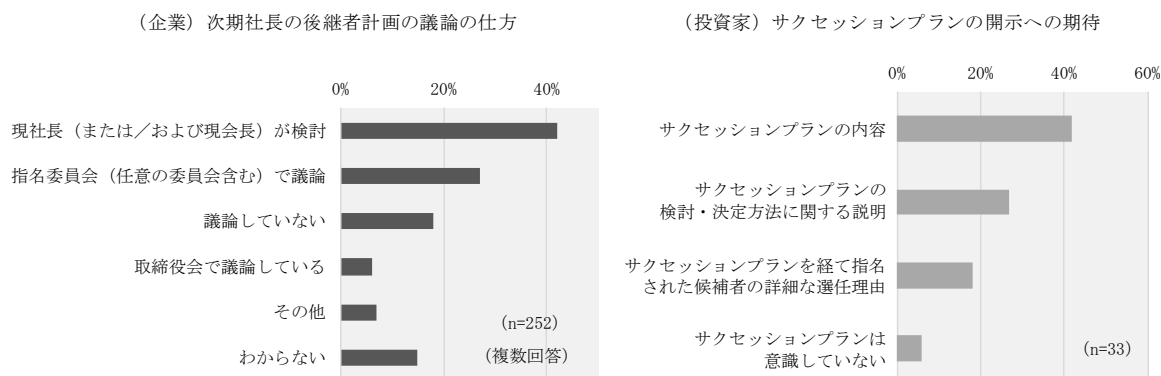
(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表6 取締役会の実効性に対する認識



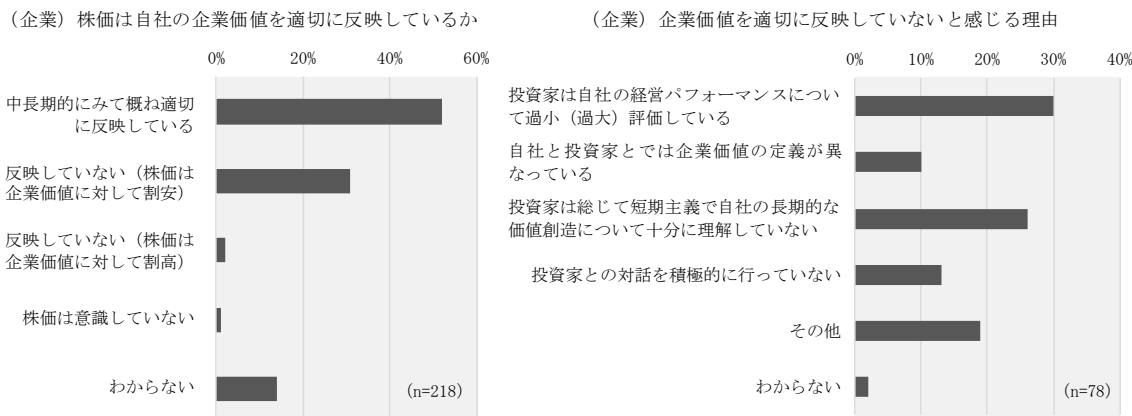
(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表7 サクセッションプランに対する認識



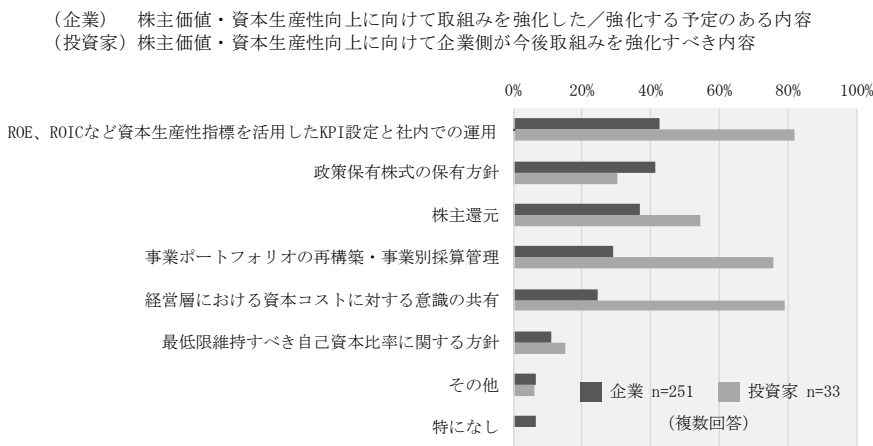
(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表8 企業価値の認識



(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

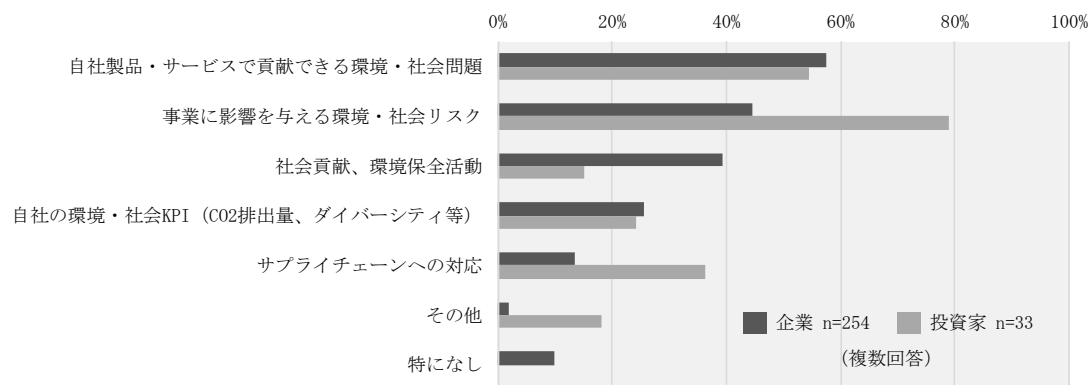
図表9 資本コストの認識



(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

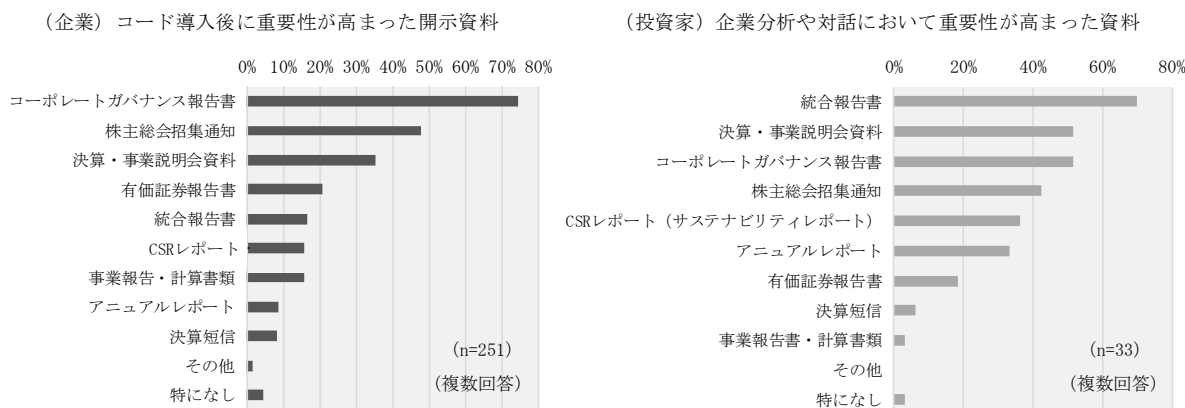
図表10 環境・社会に対する認識

(企業/投資家) 環境・社会に関する対話において意識している点



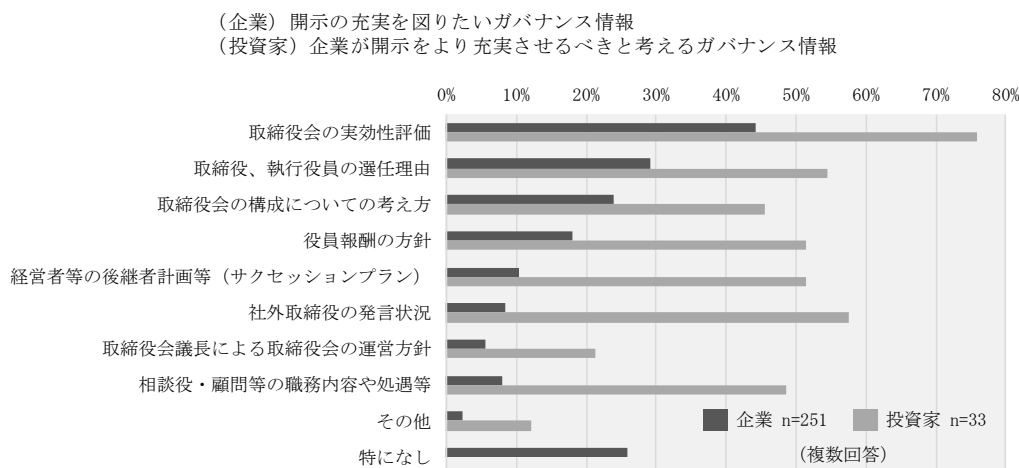
(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表11 開示情報に対する認識



(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表12 開示情報 (ガバナンス) に対する認識



(出所) KPMG [2017] に基づき筆者作成

図表13 調査結果の分析

調査項目	企業の認識	投資家の認識
a 取組みの変化	機関設計・形式面の取組み強化	実質面 (投資家目線での経営) に課題
b 取締役会の実効性	客観性や評価基準に課題意識	企業価値向上との関係性を期待
c サクセッションプラン	経営者の専権事項、議論不足	透明性の確保を期待
d 企業価値	投資家は短期主義、過小評価	評価は株価に反映
e 資本コスト	浸透しつつある段階	資本コストへの高い意識を期待
f 環境・社会の考慮	収益機会として意識	リスクの側面をより強く意識
g 開示情報	コーポレートガバナンス報告書が重要	非財務情報を含む統合報告が重要
h 開示情報 (ガバナンス)	特定項目の開示を充実/既に十分開示	幅広い開示の充実を期待

(出所) 筆者作成

4. エンゲージメントの在り方の考察

エンゲージメントにおける論点には、企業の認識と投資家の期待との乖離のみならず、双方の捉え方に相違がある論点も存在していた。後者の認識相違、特に、非財務情報の捉え方の相違を解決することが、効果的なエンゲージメントの前提となる。本章では、この問題解決の検討を通じて、エンゲージメントの在り方を考察する。

(1) 機関投資家による投資先企業のリスクの把握

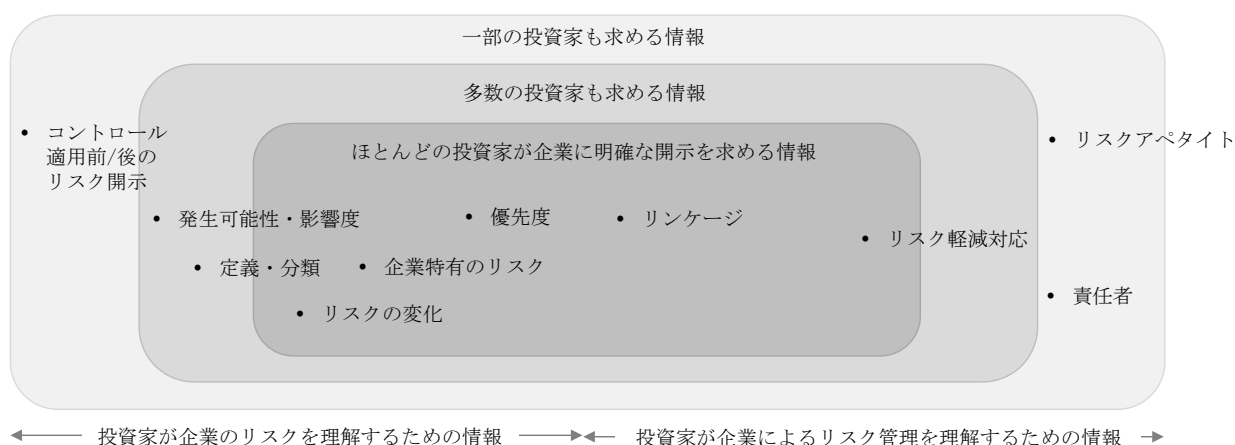
まず、環境・社会の要素の捉え方として、投資家は収益機会よりもリスクの側面を強く意識している点が、企業の見方と異なっていた。

ステークホルダーアプローチでは、企業の目的は企業に貢献する株主以外を含むステークホルダーのために有形無形の価値を創造することであり、企業価値向上の観点からは、環境・社会の要素を収益機会として捉えることには合理性がある。他方、機関投資家は、資金の受

託者として顧客の利益最大化に努め、投資リターンを実現するためには、投資先企業のビジネスモデルや戦略の達成を阻害し、企業価値の向上を妨げるリスクを見極めて投資判断をする。そこには、環境・社会の要素を考慮しないことにより企業が被るリスクも含まれる。ESG投資と呼ばれる投資¹⁷⁾の動機として、ESG要因を超過収益の源泉（収益機会）と捉える場合もあれば、ESG要因が長期的にレピュテーションや規制などのリスクの回避につながるも捉える場合もあり、また、アクティブ運用のスクリーニングやインテグレーションでもリスクの側面を考慮することは可能である¹⁸⁾。

環境・社会の要素など、非財務情報の利用動機は機関投資家によって多様であり、「事業機会の拡大や企業価値の向上につながる」との見方も広がりつつあるが、投資運用のメカニズムに鑑みると、「中長期的には社会的課題の解決が事業リスクや投資リスクの低減につながる」と捉えるのが基本的な見方である。そのため、機関投資家は、投資判断にあたり、企業のリスクやそのリスクへの対応を理解し、投資先企業としてのリスクを把握する必要がある（図表14）。

図表14 投資家が必要とする企業固有のリスクに関する情報



(出所) FRC [2017], p.12. を参考に筆者作成

(2) 機関投資家が必要とする企業の開示情報

また、企業による開示情報につき、投資家は環境・社会の要素を含む統合報告書を、重要性が高まったと強く認識している点が、企業の見方と異なっていた。これは、前節同様、環境・社会の要素を含む非財務情報の捉え方が異なる可能性があることも示唆している。

機関投資家が必要とする非財務情報は、開示事項がどのように相互に関わりあっているのか、そして企業価値向上とどのように関係しているのかが、明瞭かつ簡潔に表されているものである。つまり、開示情報のリンケージ (Linkage) と一貫性 (Consistency) を求めている。この観点からは、財務情報と非財務情報を一体化させて価値創造プロセスの道筋を説明するという統合報告の思考に基づく報告書は、機関投資家の投資判断における有益な開示情報の一つとなり得る。

企業固有のリスクに関する情報を含む開示情報と、企業価値との結びつきを機関投資家も把握できれば、エンゲージメントを通じて企業が抱える問題を発展的に解消することが可能となる。

(3) エンゲージメントの在り方

本稿で想定する機関投資家は長期投資を前提とする投資家である。長期の機関投資家の基礎をなすのは、企業による開示情報やエンゲージメントを通じて、倫理や環境・社会への影響も含めた企業の価値観を認識し、それが投資後の長期的な時間軸の中で具現化され、企業価値向上と投資リターンが実現されるという考え方である。

コーポレートガバナンスにおいて経営者と株主以外のステークホルダーを考慮するならば、企業活動に一定の方向付けを与え、それに従って企業経営の効率性が改善されるためには、ステークホルダー間の利害調整メカニズムが組み込まれなくてはならない。このメカニズムが上手く設計できれば、たとえ株主利益の最大化を目標としたとしても、他のステークホルダーの利益にも適うことになると考えられる。

機関投資家が、企業の長期的な価値向上を目指し継続的に関与することを想定すると、機関投資家による意思決定の社会的影響力と効果は非常に大きい。そのため、多くのステークホルダーの利害にも影響を与えることを考えると、機関投資家は代表的ステークホルダーとして広く自らの行動について説明してゆかなければなら

ず、説明責任としての情報公開とともに、ステークホルダー間の利害の調整、すなわちエンゲージメントを行うべき主体は機関投資家である。

本稿で明らかになった企業と機関投資家の認識相違を解決するためには、機関投資家それぞれが、投資先企業のリスクの把握の必要性とそのために必要な開示情報の捉え方を、企業をはじめとするステークホルダーに対して主体的に説明する必要がある。

¹⁷⁾ 水口 [2017] は、ESG 投資を「ある単一の投資手法のようなものではなく、さまざまな方法を含む幅広い概念」としており、財務的な動機としては「投資のリスクや機会に関わるという直接的なものと、ユニバーサル・オーナーシップに分かれる」としている。(pp. 30-44.)

¹⁸⁾ 水口 [2017] , p. 49.

5. おわりに

本稿では、日本の上場企業と機関投資家に対して実施した意識調査の結果に基づき、双方の認識の異同を明らかにすることを通じて、エンゲージメントの在り方を考察した。本稿での発見事実は以下の3点に要約できる。

- ① エンゲージメントにおける論点には、企業の認識と投資家の期待との乖離のみならず、双方の捉え方に相違がある論点も存在していた。後者の認識相違、すなわち、非財務情報の捉え方の相違を解決することが、効果的なエンゲージメントの前提となる。
- ② 機関投資家は、投資判断において企業固有のリスクを把握する必要があり、開示情報にはリンケージ (Linkage) と一貫性 (Consistency) を求めている。
- ③ 機関投資家は代表的ステークホルダーとして、自らの行動についての説明責任を負っており、投資先企業のリスクの把握の必要性とそのために必要な開示情報の捉え方を、企業をはじめとするステークホルダーに対して主体的に説明する必要がある。

本稿は、エンゲージメントで主要な論点になると想定される項目に焦点を当てた分析を行うことで、先行研究では直接的な示唆が得られなかったエンゲージメントにおける論点の認識の異同の実態を明らかにした。その上で、エンゲージメントの在り方を考察した本稿は、今

後の機関投資家とコーポレートガバナンスの研究の展開において一定の貢献を図ることができたと考えられる。

ただし、第4章で考察したエンゲージメントの在り方は、コーポレートガバナンスに関して議論されてきた日本固有の特性に十分配慮できているとは限らない。例えば、機関投資家は、市場型間接金融という形態でリスク分担機能を円滑にする経済的な役割を担うが、日本においては株式持合という形で企業のリスク・シェアリングが行われてきた。また、1980年代までの日本企業のコーポレートガバナンスは、金融機関との長期的関係と内部規律付けを基本とし、特にメインバンクが重要な役割を果たしてきた。1990年代以降は、メインバンク関係の影響力は後退したものの、内部者によるコーポレートガバナンスにより、経営者が短期的な株式市場の圧力にさらされず長期的視野のもとで投資や意思決定を可能にすることで、日本企業の競争力に貢献してきた。こうした史的展開がエンゲージメントの在り方に及ぼす影響までは考慮できていない。さらに、日本の機関投資家が抱える固有の問題も存在する。例えば、運用会社の系列金融機関への依存的関係により、ステークホルダー間の情報格差と複雑なエージェンシー問題がファンドマネジャーの行動を歪め、長期投資家に期待される株主行動とは異なる行動原理が働く可能性を孕んでいる。

日本企業の組織特性との整合を図りながら、最適なコーポレートガバナンスのメカニズムを漸進的に整備するために、機関投資家によるエンゲージメントの在り方の更なる考察が必要であり、今後の優先的な研究課題とする。

参考文献

大村敬一・首藤恵・増子信 [2001] 「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所, pp. 5-42.

KPMG ジャパン コーポレートガバナンス センター・オブ・エクセレンス [2017] 「コーポレートガバナンス Overview2017 深化するコーポレートガバナンスと今後の展望」

生命保険協会 [2017] 「平成29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/2018/pdf/20180420_3.pdf)

田中亘 [2012] 「機関投資家向けコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査 結果報告」東京大学

社会科学研究所ウェブサイト (<http://web.iss.u-tokyo.ac.jp/gov/survey-cg.html>)

水口剛 [2017] 『ESG 投資 ―新しい資本主義のかたち』日本経済新聞出版社

宮島英昭編著 [2017] 『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社

三和裕美子 [2014] 「わが国機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査 (2012年)」『明大商学論叢』第96巻第4号, 3月, pp. 89-99.

三和裕美子 [2016] 「国内外の機関投資家のエンゲージメント活動に関する考察 ―機関投資家へのヒアリング調査をもとに―」『明大商学論叢』第98巻第3・4号, 3月, pp. 17-46.

村澤竜一 [2018] 「わが国における機関投資家の役割の再考 ―ステークホルダー間の利害調整機能に着目して―」『商学研究論集』第48号, 明治大学大学院商学研究科, 2月, pp. 167-183.

Fama, E. F. and M. C. Jensen [1983] “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, pp. 301-325.

Financial Reporting Council [2015] “Clear & Concise, Developments in Narrative Reporting”

Financial Reporting Council [2017] “Lab project report: Risk and viability reporting”

Freeman, R. E. [1984] *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman.

International Integrated Reporting Committee [2011] “Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century,” *Discussion Paper*.

Jensen, Michel C., and William H. Meckling [1976] “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.

The Investment Association [2015] “Adherence to the FRC’s Stewardship Code at 30 September 2014”

Tirole, J. [2001] “Corporate Governance,” *Econometrica*, Vol. 69, No. 1, pp. 1-35.