

*** 年頭提言 ***

わが国の機関投資家と企業のガバナンス改革推進のための課題と提言

日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社

理事 宮井 博

新年あけましておめでとうございます。

さて、アベノミクスの第三の矢である成長戦略を受けて、昨年からわが国企業を巡るガバナンス改革が進みつつある。具体的には、機関投資家向けの「日本版スチュワードシップ・コード」の策定と、企業向けの「コーポレートガバナンス・コード」の策定である。このガバナンス改革は、政府の成長戦略を具体化した日本再興戦略における「成長への道筋」の鍵になるものであり、株主（機関投資家）による直接金融の機能を活用した資本市場の大改革をもたらす可能性があると思われる。そこで、新年の年頭に当たり、ガバナンス改革で何が行われようとしているのか、それを推進するためには何が課題なのかを整理し、その課題を克服するための提言をしたいと思う。

1. ガバナンス改革の方向性

まず、わが国の機関投資家と企業のガバナンス改革に関して、機関投資家向けの日本版スチュワードシップ・コードと、企業向けのコーポレートガバナンス・コードについて概要と両者の関係を見てみよう。

金融庁は、昨年2月に「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）」（以下 JSC）を公表した。このコードにおいて、「スチュワードシップ責任」が定義され、機関投資家（資産保有者と資産運用者）が、投資先企業やその事業環境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向上や持続的成長を促すことにより、「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意味するとした。つまり、機関投資家は、期間収益の確保を目的とした短期的な鞘抜きによる投資に偏重するのではなく、中長期の観点で投資先企業の価値向上を図るような投資も要請されているのである。JSCについては、国の厚生年金保険を運用する GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）をはじめ代表的な公的年金と運用機関が受け入れを表明¹、ガバナンス改革がスタートした。

一方、金融庁と東京証券取引所は、12月に「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な

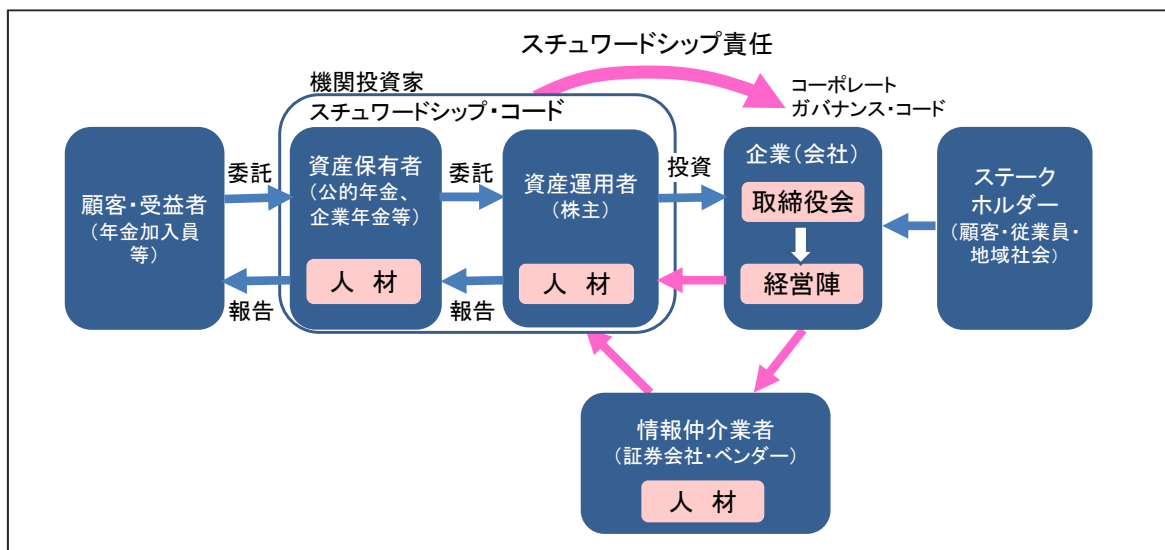
¹ 12月9日現在、大手機関投資家を中心に、175機関が受け入れを表明している。
<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20141209-1.html>

成長と企業価値の向上のために²（以下、CGC）を公表した。このコードにおいて「コーポレートガバナンス」とは、企業（会社）が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味するとしている。そして、JSCに基づく株主（機関投資家）と企業との間の建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）によって、中長期保有を目的とする株主とのパートナーシップの更なる充実を図ることが可能になるとしている。つまり、JSCとCGCは、「車の両輪」であり、両者が適切に相まって実効的なコーポレートガバナンスの実現が期待されているのである。

ここで、JSCとCGCが対象とする「顧客・受益者」、「機関投資家（資産保有者、資産運用者）」、「会社（投資対象企業）」、「顧客・従業員・地域社会等（ステークホルダー）」の関係を図示してみよう（下図参照）。図には、JSCとCGCの関係をより実効的なものにするために必要不可欠な「情報仲介業者」を加えて関係を示している。

この図において一番左に位置する「顧客・受益者」は、機関投資家である「資産保有者」に資産運用を委託することから、「顧客・受益者」は「委託者」であり、一方、「資産保有者」は「受託者」という関係にある。つまり、「資産保有者」には「受託者責任」が発生する。ここで「受託者」が生命保険会社等の場合は、自らが資産運用を行うが、受託者が公的年金や企業年金の場合、わが国では年金積立金の多くを「資産運用者（運用機関）」に運用委託している。従って、この場合、公的年金や企業年金が「委託者」となり、一方、運用機関は「受託者」という立場になる。JSCは機関投資家として「資産保有者」と「資産運用者」の両方を認識し、それぞれの受託者責任と中長期投資家としての役割を具体的に示したものになっている。

図 JSCとCGCの関係



(出所) 各種資料より NFI 作成

² コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議（12月17日）
<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20141217-4.html>

この受託者責任は、具体的なスチュワードシップ責任に基づく活動を通じて実行されることになる。すなわち、機関投資家は株主として「企業」に投資しており、提供した資金が適切に事業活動に使われ、利益を生むような経営が行われることと、経営陣・取締役に対する監督（ガバナンス）を取締役に委託している。ここで、取締役会等によるガバナンスが適切に機能しないと、「企業」経営陣は自らの利益を優先し、企業価値向上に真剣に取り組む意思決定を行わない可能性が生じる。また、企業が持続的な成長を続けるためには、株主以外の顧客・従業員・地域社会といったステークホルダーとの関係にも配慮しなければならない。

2. ガバナンス改革の実践課題と提言

次に、スチュワードシップ責任がどのように実行されることになるのか、GPIFの例を引きつつその課題と対応策を考えてみよう。

(1) 資産運用者の運用スタイル

GPIFは、上記のような役割を具体的にどのように実行するかについて、JSC受け入れの表明に合わせて基本的な考え方やコードへの対応を明らかにするとともに、スチュワードシップ責任を果たすための方針を公表している³。そして、すでに委託運用機関のJSC対応についてヒアリングを開始しているという。ただし、委託運用機関におけるスチュワードシップ責任の実践方法は、運用スタイルによって異なることから、運用スタイルごとにどのように果たすべきかの考え方を明らかにしている。

例えば、GPIFが昨年3月に新たに採用したエンゲージメントファンドは、エンゲージメントによる企業価値向上を目指す運用スタイルなので、JSCの原則に沿ったエンゲージメントがどのように行われているかが確認されることになろう。しかし、他のアクティブ運用機関やパッシブ運用機関においては、運用スタイルに則したスチュワードシップ責任の果たし方を新たに策定するとともに、実践する組織体制と仕組みが問われることになろう。すなわち、「受託者」である資産保有者が運用委託する資産運用者（運用機関）に対してアクティブ運用の銘柄選択や売買行動といった個別具体的な内容の開示を求めることになる。また、パッシブ運用機関においてもベンチマークへの連動だけでなく、投資対象企業のガバナンス項目等についての評価を反映することによってベンチマークからの乖離が生じる場合は、その開示が求められることになろう。

これは、資産保有者サイドと資産運用者サイドの双方において、運用スタイルとスチュワードシップ責任の実践に関して、十分なコミュニケーションと深い理解が必要になることを意味している。しかし、それを実践しうる人材が両サイドにいるだろうか。あるいは、この関係をサポートするような新たなコンサルタントのニーズが発生する可能性があるが、この場合もコンサルタントは適切に対応できるだろうか。また、資産保有者サイドは委託者（顧客・受益者）に対して今まで以上に丁寧に適切な情報開示

³ <http://www.gpif.go.jp/public/policy/pdf/ukeirehyoumei.pdf>

を行うことが求められている。受託者は、広報担当者を置くなどして委託者への情報開示に努めるべきであろう。

一方、「顧客・受益者」サイドにも課題がないわけではない。筆者は海外の公的年金に ESG 投資についてヒアリングした経験がある⁴。海外の「顧客・受益者」は押しなべて、公的年金の運用について関心が高く、その運用手法や銘柄選択に関する問い合わせが公的年金に多く寄せられるという。わが国ではこのような問い合わせはほとんどないということだが、わが国と海外では、投資に関して歴史的文化的な違いが背景にあるようだ。海外では、自分たちの年金資産の運用のあり方については、自分たちが「委託者」としての意識を持って働きかけるべきだとの考え方が一般的になっている。わが国でも、2010年に日本労働組合総連合会（連合）が「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」⁵を策定して、委託者として資産運用のあり方に関与しようとしている。そのため、下部組織において加入員向けの年金資金の運用について関心を高めるような研修活動を行っているという。このような活動によって、委託者である「顧客・受益者」が資産運用に関する知識を深めるとともに、委託者としての意識を持つことが望まれる。

提言1：機関投資家（資産保有者）は、運用スタイルに応じたステewardシップ責任を実践するため、機関投資家（資産運用者）と十分なコミュニケーションを図る必要がある。そのため、その内容を深く理解できる人材を配置し、必要に応じてコンサルタントの活用を考えるべきである。また、顧客・受益者に対して適切な情報開示ができる広報担当者の配置を検討するべきである。

(2) 企業状況の把握とエンゲージメント

運用機関と投資対象企業の関係はどのような変化がおきるだろうか。JSC に対応して、CGC では株主以外のステークホルダーとの適切な協働、適切な情報開示と透明性の確保、株主との対話等が掲げられている。ここで問題は、運用機関は対象企業から開示された財務情報の他、非財務情報を用いて企業の状況を適切に把握することができるかであろう。非財務情報の利用については、杉浦・宮井(2014)⁶が運用機関にヒアリング調査を行い、非財務情報を企業価値評価にどのように結び付けているかの経路を分析している。そして、非財務情報を ESG の要因に分類して企業価値評価の手順を検討しているので、参考になるだろう。また、弊社は、昨年5月にエンゲージメント先進国である欧州の機関投資家を訪問し、エンゲージメントの実例を報告書にまとめた（杉浦(2015)⁷）。今後わが国でエンゲージメントを実践していく上で参考になるだろう。

一方、運用機関のキャパシティの問題もある。運用機関が投資ユニバースとしている全企業について、

⁴ 年金シニアプラン総合研究機構(2009)：「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究」報告書。
http://www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h21/H_21_02.pdf

⁵ http://www.jtuc-rengo.or.jp/kurashi/sekinin_toushi/

⁶ 杉浦康之・宮井博(2014)：「企業価値分析における ESG 要因～運用機関の ESG 情報の活用例～」、証券アナリストジャーナル、2014年10月号

⁷ 杉浦康之(2015)：「欧州機関投資家によるエンゲージメント事例の紹介と日本への示唆」、NFI リサーチ・レビュー、2015年1月

財務情報に加えて非財務情報を細かく分析して、さらにエンゲージメントを行うとなると、追加的なコストがかなりかかることになる。エンゲージメントを中心に行っている運用機関では、1人のアナリストが分析できるキャパシティは5~10銘柄だといわれている。仮にアクティブ運用機関のユニバースが300銘柄だとするとアナリストは30~60人必要になり、コストがかかり過ぎて現実的ではない。そこで、図に示したような情報仲介業者が重要な役割を担うことになると思われる。ここで、情報仲介業者とは、証券会社や情報ベンダーである。前者の証券会社はセルサイドアナリストを抱えており、コア銘柄について従来の財務情報に加えて非財務情報の分析を担うことが考えられる。そうすれば、運用機関のバイサイドアナリストは、当該運用機関の運用スタイルを遂行する上で欠かせない銘柄について非財務情報を用いた分析に集中することが可能になる。

ここで重要なのは、非財務情報を用いて企業価値をどのように把握するかである。日本証券アナリスト協会(2010)⁸や宮井・菊池・白須(2014)⁹の分析によれば、情報ベンダーが提供する企業のESGスコアは企業価値と必ずしも結びついていない可能性を示唆している。すなわち、CSRに積極的に取り組み、ESGスコアが高い企業は、統計的にみて財務パフォーマンスが良くないのである。これは、企業が企業価値に結び付くようなCSR活動を行っていない可能性や、スコア算出機関や情報ベンダーが企業のCSR活動に掛けているコストに注目するあまり、企業価値に結び付いたスコアになっていない可能性が指摘されている。他方、ESGスコアが高い企業はリスクが低い可能性のあることも指摘されている。このように、運用機関が情報ベンダーの情報を利用するとしても、運用機関にその利用方法に関して十分吟味できる人材が欠かせない。これについては、JSCにおいても、「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」としている。

提言2：機関投資家（資産運用者）は、スチュワードシップ責任を果たすために、企業の状況を財務情報のみならず非財務情報も用いて的確に把握し、エンゲージメントを実践できる人材を配置すべきである。その際、情報仲介業者（証券会社や情報ベンダー）による企業の非財務情報に関する分析情報を適切に活用すべきである。

(3) 企業の情報開示

CGCは、取締役会の責務に関して具体的な要件を提示している。すなわち、独立社外取締役を2名以上選任することや、自主的な判断により少なくとも3分の1以上の独立取締役を選任すること、独立社外取締役の独立性判断基準の策定・公表、取締役会構成員のバランスや多様性などである。このような組織体制とともに、実効的な仕組み、実践状況に関する情報開示が求められることになる。組織体制等についてはチェックボックス形式で省力化し、コーポレートガバナンスに関する実効的な仕組みや実践状況について個別企業の独自性を出すことが重要ではないかと思われる。これには、ガバナンス項目

⁸ 日本証券アナリスト協会(2010)：「企業価値分析におけるESG要因」報告書、ESG要因研究会

⁹ 宮井博・菊池俊博・白須洋子(2014)：「第3章 わが国企業の社会的パフォーマンスと財務パフォーマンスの関係分析に基づくESG投資の検討」、「サステナブル投資と年金—持続可能な経済社会とこれからの年金運用—」所収、年金シニアプラン総合研究機構

だけではなく、ESG 要因についても企業財務に重大な影響を及ぼすマテリアルな非財務情報の開示が必要になるだろう。

提言3：企業は、ガバナンス等の非財務情報の開示について、企業財務に重大な影響を及ぼすマテリアルな情報の開示に注力すべきであり、組織体制や制度の整備状況などはチェックボックス形式で省力化すべきである。

(4) ガバナンス実践のための人材育成

伊藤レポート¹⁰でも指摘されているように、現在のアナリストは企業財務情報の四半期開示によって、企業の収益予想との短期的なサプライズを追い求めるような分析で手一杯の状況だという。これにはバブル崩壊後、年金基金等の資産保有者が、株式が低迷する中で短期的な期間収益に重きを置かざるを得なかったという事情や、TOPIX を唯一のベンチマークとする年金運用の偏重が災いし、TOPIX からの乖離を許容するような中長期的な運用が難しかったことが原因かもしれない。しかし、JSC や CGC の受容を通じて、中長期的な資産価値増大を目標に公的年金改革が進んでおり、これまでどちらかといえば短期志向的な運用から、中長期の視点を入れた運用に見直す絶好の機会である。問題は、この機会を捉えて中長期的な観点で持続可能な成長企業への投資を実践する人材が不足していると思われることである。

CGC には取締役・監査役のトレーニングが盛り込まれたが、受託者サイドについてもトレーニングが必要だろう。実務業界（アナリスト協会、投資顧問業協会、証券業協会など）と大学等のアカデミックが協働して人材育成を行うプログラム等が必要ではないか。また、資産保有者と資産運用者の間や、情報仲介業者やコンサルタントとの人材交流による問題意識の共有化やスキルアップ、知識向上も検討されるべきだろう。

さらに、直接金融を活用したわが国の資本市場改革を進めるための基盤として、「顧客・受益者」すなわち個々人の運用委託者としての意識を高め、金融リテラシーの向上を図る必要がある。それには学校教育等を含めた改革が必要ではないか。成長戦略の鍵は、結局のところ人材育成戦略といえよう。2015年は、わが国のガバナンス向上に向けた人材育成プログラムが具体化されることを期待したい。

提言4：わが国の機関投資家と企業のガバナンス改革を進めるためには、資産保有者、資産運用者、企業、情報仲介業者のトレーニングが必要であり、実務業界と大学等のアカデミックの協働による人材育成を検討すべきである。また、顧客・受益者個々人が委託者としての意識を持ち、資産運用に関する理解を深めるためには、政府による国民的な投資教育の推進や、学校教育改革を通して国民全体の金融リテラシーの向上を図るべきである。

¹⁰ 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～」プロジェクト「最終報告書」、<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002.html>