



## 機関投資家の連携・協働により、 社会インフラとしての環境整備を図る ～企業の価値を共に創造するために～

スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードが導入され、ルールベース（細則主義）からプリンシプルベース（原則主義）に移行しつつある。企業が旧来のルールベースの発想に留まることなく、原則主義のもとに自律的にガバナンス向上に取り組むための契機としても、投資家の存在はとても重要であり、スチュワードシップ活動の重要性が改めて問われている。そこで、現状、日本におけるスチュワードシップ活動にどのような課題があるのか、日本企業と投資家とのエンゲージメントの今後のあるべき方向性をどのようにとらえておられるのか。一般社団法人スチュワードシップ研究会 代表理事の木村 祐基氏に聞いた。



話し手 一般社団法人スチュワードシップ研究会 代表理事 木村 祐基 氏



## 研究会設立の目的は、 投資家の自己研鑽のための ネットワークの場の提供と 広く社会への意見の発信

●木村さんは日本版スチュワードシップ・コードが公表された直後の2014年10月にスチュワードシップ研究会を設立されています。設立の目的を教えてくださいか。

**木村:**私はもともと証券アナリストで、その後、アセットマネジメント会社で企業調査と議決権行使の仕事に携わりました。さらに、2008年1月から2010年8月までは企業年金連合会の年金運用部でコーポレートガバナンスを担当しました。その後、金融庁で企業開示の視点等から政策の策定などにも関与させてもらいました。

これらの経験を通じて、感じたことが二つあります。

一つは、投資家自身が自己研鑽をする場として、投資家同士で知識を共有するネットワークの必要性です。投資家自身がさらに勉強し、自己研鑽を続ける必要があるということです。投資家の中には、個々に話をさせていただくと、とても高い見識を備えた方がたくさんいます。しかし、それがなかなか業界全体の知識として積み重なってはいません。そのような皆さんの高い知見や見識を、若いアナリストやファンドマネー

ジャーなどと共有できる形ができれば、業界全体としてのクオリティーが上がるのではないかと考えました。日本で導入されたスチュワードシップ・コードの中でも、原則7に「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」とあり、投資家がスチュワードシップ活動を行うための実力を備えることが期待されています。そのような背景を踏まえると、投資家自身の自己研鑽のためのネットワークのようなものがあると良い、と考えるに至りました。

もう一つは、投資家の考えや意見を社会に向けて発信することの必要性と重要性です。海外では投資家の人たちが集まった、いわゆる投資家団体が社会に向けた意見発信を活発に行っています。そして、それらが資本市場の政策などに反映されるプロセスができていますと私は感じていません。日本でそのような投資家の声が発信され、政策などに反映されているかといえば、疑問があります。投資家のスチュワードシップ活動が注目されてくる中で、投資家の考えや意見を社会全体に発信していくことや、政策に反映させていくような機能もこれからは必要になってくる考えました。

このような二つの思いから、過去に仕事の上でお付き合いのあった機関投資家の皆さんに声をかけさせていただいたところ、賛同していただける方がたくさんいらっしゃいました。皆さんの思いも同じだと強く感じ、皆さんのご協力のもとに、グループで始めてみましょう、とスタートしたところでした。

## スチュワードシップ責任は、 投資家が長期的な視点で 企業をモニターし、 受益者の利益を図ること

● 欧米ではショート・ターミズム(短期主義)の蔓延が問題視されています。このような現状と課題について、木村さんはどうお考えでしょうか。

**木村:** 難しい質問ですね。国によって、資本市場、投資家や企業が抱えている問題点は異なります。たとえば、欧米で今、コーポレートガバナンスについて一番の話題になるのは、経営者の高額報酬です。日本ではそこはあまり問題ではなく、逆に、経営者はもっと報酬をもらってもいいから業績を上げてほしいといった収益性や成長性の向上にフォーカスされています。

一方、ショート・ターミズムという批判と関係すると思いますが、米国などでは自社株買いが活発に行われています。企業の資本調達よりも、株主への還元のほうがはるかに大きくなっていて、企業の成長力を削いでいるかもしれない。ある意味、米国の企業は株主の声をよく聞き、株価に対する意識が高くなっているのだから、株価を上げる手っ取り早い方策として自社株買いを行うわけです。自社株買いをすることは間違いいではありませんが、例えば本当は研究開発への投資が必要なのに、研究開発費や設備投資を削ってまで自社株買いを行うことで、中長期の成長力が落ちているのであれば問題です。逆に日本の場合は、株価や株主のことを考えている経営者が少なすぎるくらいがあることが投資家の問題意識としては強いのです。このようにスチュワードシップ活動やコーポレートガバナンスの問題にしても、具体的なテーマや課題はそれぞれ国によって異なります。

ただ、いずれにしても、世界的に株式市場での機関投資家の比率はどんどん上がってきており、株主としての機関投資家の責任はより強く意識されるようになるという大きな流れがあります。そのような中で、機関投資家は、フィデューシャリー・デューティ(受託者責任)を問われるようになっており、積極的にスチュワードシップ活動に取り組まなければならないと考えます。つまり、世界的に機関投資家が投資先

企業に対してモノをいうことが求められる時代になっているのではないのでしょうか。このような、投資家の企業に対する意見発信が、企業経営の短期主義をもたらしているのではないかと、という批判があるものと認識しています。

ただし、何ををもってショート・ターミズムというのかは、定義が難しいところです。企業価値とは長期にわたり企業が生み出すキャッシュフローの割引現在価値です。日々の株価は長期的な企業の収益性とキャッシュフローを反映したものになっているはずですし、投資家はそういうことを考えて、株価を評価していると思います。

「ショート・ターミズム」という言葉のイメージとして、例えば大幅な増配を要求して、配当だけもらって売り逃げるといったことがよく言われますが、理論的にはあり得ないことです。企業の長期的な成長に必要なキャッシュを払い出してしまったら、将来のキャッシュフローの評価が低くなり株価が下がってしまいます。配当をもらっても株価の下落で損をするという理屈になりませんから。

このようなことから、短期的なりターンを強く要求することだけでショート・ターミズムが助長されるという論理は必ずしも成り立たないというのが投資家の視点です。ただ、先ほどの話のように企業が株価や株主の意向を過剰に意識した結果、例えば、本当は投資家がそんなに短期的な



還元などを要求しているわけではないのに、企業はちょっと株価が上がらないとすぐに自社株買いを行ってしまう。その結果として長期的な投資が少なくなってしまうというメカニズムみたいなものが働いているとすれば、確かに問題です。それは誰かが要求しているというよりも、資本市場全体として株価は常に上がっていかねばならないという強迫観念みたいなものがあって、投資家がそのような要求をし、それに企業も過剰に反応しているとすれば、そのような流れを正す必要があるでしょう。

企業が自社株買いを発表すると目先の株価に反映するかもしれないので反対する投資家は少ないのですが、冷静に考えると長期的にはマイナスなのかもしれないということまで含めて、投資家が企業の行動を正しく評価し、エンゲージメントすることが必要だと思います。

今、求められているスチュワードシップ責任としては、もしかしたら企業が誤った考え方や誤った行動を取るかもしれないので、そこに対しては投資家が長期的な視点や考えを背景に、企業の考え方や行動に対してモノをいう、モニタリング・確認に努

めるということが必要なのではないかと思います。

## 新しい投資機会とリスク管理の両面でESGは重要

●投資家が企業の判断軸を正しく評価する必要があるということですね。そういう視点では、国連責任投資原則（PRI）ができたこともあって、欧米を中心にESG（環境、社会、ガバナンス）投資が伸びています。企業の行動の判断軸や投資のあり方として、どうお考えでしょうか。

**木村**：海外、特に米国では、フィデューシャリー・デューティ（受託者責任）、すなわち機関投資家の責任として受益者のリターンを第一に、というのが基本的な考え方です。そのような観点に立つと、企業の社会的な責任を考慮することは受益者のリターンを第一に考えていないのではないかと、という批判はかなり以前からありました。ただし、欧州でも米国でも、その考え方が変わりつつあり、いま日本でも変わりつつあ





ると思います。

昔も今も、企業は社会的な存在であり、企業の行動は社会に影響を与え、逆に社会の潮流から影響を受けます。だからこそ企業は自らの行動指針を策定し、社会的な責任を考慮した行動を取ろうとしています。しかし、投資の観点からは、企業が社会的な規範を守ることがどう投資のリターンに結び付くのかの評価が難しいとして議論されてきました。ただ、世の中の考え方が変わってきて、企業が長期的、持続的に生き残っていくためには、環境や人権などに配慮していないと、後から社会的に大きな制裁を受ける可能性がある。その結果として、企業の業績や投資のパフォーマンスにマイナスのインパクトが生じるという考え方が広がってきているということがあると思います。

要するに企業の長期的な企業価値に影響を与えるような要素は、実は世の中のもの全てということになります。それを、国連がESGという分類で整理したので、企業が長期的、持続的に企業価値を向上させていく前提条件としてESGが考えられるようになったということだと考えています。ESGが新しい投資機会であるという側面として、「Eに取り組む企業はパフォーマンスがいい」「Sに取り組む企業はパフォーマンスがいい」といった分析も一部にあります。ESGを考慮した投資はパフォーマンスが上がる、という明確な答えは、現状では難しいのではないのでしょうか。しかし、ESGを考慮していないと、ある日突然、大きなマイナスが生じるリスクを抱えてしまう可能性もあるのです。新しい投資機会の側面と、リスク管理の側面の両面を含めて、ESGが重要であるということが世界的なコンセンサスになってきています。投資は、皆が重要だと思えば、それが重要な情報になるという側面があります。そのような観点からも、ESG情報が不可欠な要素になってきていると思います。

日本のESG投資は出遅れていましたが、2015年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がPRIに署名したことなどで、

その流れも変わりつつあります。海外投資家の比率も高まっていることから、これから急速に変化していくのではないかと思います。

● ESGを考慮した投資のパフォーマンスの評価は難しいかもしれないが、リスクの指標として重要だということですね。様々な事業が海外で展開されており、ESGという種類のリスクが高まっているということでしょうか。

**木村:**そうですね。ESGという種類のリスクです。リスクはアップサイドとダウンサイドの両面があるので、ESGが投資機会になっているのかもしれないのです。

● ESGについて、投資家の判断軸と企業側の戦略には違いがありますよね。

**木村:**Gは企業経営の話なので少し視点が違うかもしれませんが、EとSは社会的な現象のすべてを含んでいると思います。その中で、投資家が重視していることと、企業が経営を推進するうえで重視していることは、必ずしもすぐに一致するものではないかもしれません。だから、投資家と企業の対話の中で、何を重視するのか、どれが本当に重要な要素なのか、徐々に検討されていくものと思います。企業にとって大事なことが、投資家からみてどう評価できるのか、最終的にはどこかで一致していく部分があるということではないかと思います。

例えば、CSRレポートの中で川のゴミ拾いに参加しています、という記述があったとします。投資家がそれを企業のサステナビリティの重要な要素としてどう評価していくか、ということかと思いますが、ゴミ拾いも大事ですが、工場周辺の環境問題のほうがもっと重要ではないか、原料調達先の労働問題は大丈夫か、その方がより大事なのではないか、と投資家は指摘するかもしれません。お互いの対話が進んでいくと、より本当の意味での企業価値につながっていくような対話になるとと思います。

## 企業を理解し、 スチュワードシップ活動を通じて 課題を共有し、投資家としての 責任を果たす

●日本でのスチュワードシップ活動について、研究会を立ち上げられてから、企業、あるいは機関投資家が変わってきたと感じておられるのはどのような点でしょうか。

**木村:**この2年間でもっとも大きな変化は、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが導入されたことです。

企業のコーポレートガバナンス・コードへの対応も進んでいます。東京証券取引所の調査では、全73原則が対象となる市場第一部・二部上場企業のうち原則の9割以上をコンプライ(実施)している企業が約85%に達しています。また市場第一部上場企業に限ると、独立社外取締役を採用した企業は97%で、2人以上選任している企業も80%近くになっています。2年前まで、社外取締役は本当に必要なのかという議論をあちこちでしていたのがまさに夢のようです。指名委員会や報酬委員会を設置する企業も増えています。取締役会評価を行う企業も増えてきましたが、ガバナンス・コードができた頃には取締役会評価を知っていた人なんてほとんどいなかったのではないのでしょうか。

投資家の姿勢も変化しています。あるアナリストの方は「昔アナリストは、企業に取材に行っていました。今は対話に行きます」とおっしゃっていました。スチュワードシップ・コードの中で謳われたことは、機関投資家は企業の抱えている課題について、まず対話を通じて認識を共有し、問題の改善に努めるということです。これまで投資家は、企業にヒアリングをして、この会社はいいと思えばもちろん投資するし、そうではないと判断すれば投資しない、あるいは売却するという思考方法でした。しかし、スチュワードシップ・コードができたことによって、企業に問題があるなら、提言をするなり意見をいうことが投資家の責任である

という認識が強まってきました。それこそ、企業と投資家との対話のあり方が大きく変わりつつあると思います。

繰り返しになりますが、投資家側も企業についてきちんと理解していないと、適切な意見をいうことができません。そういう意味で投資家側も、実効的なエンゲージメント(目的を持った対話)を行うためには実力を養っていく必要があると思いますし、対話に向かうときには、企業の課題をきちんと分析するといった姿勢が大切です。企業側も、社外取締役を入れましたという形だけではなく、それが本当にガバナンスの改善に繋がっているかどうかが問われます。そういう意味で言えば、日本のコーポレートガバナンスやスチュワードシップは、形を整える第1ラウンドは終わり、いよいよ実質的な第2ラウンドが始まったと考えています。

●社外取締役を採用する企業が増えています。投資家から社外取締役にはどのような期待をしていますか?例えば社外取締役と対話する機会があれば何を確認されたいと考えておられますか?

**木村:**取締役会の役割は、基本的には経営理念とか経営方針を定めて、その経営の執行を監督することですが、社外取締役が一般株主の視点でどこまで考えてくれるのか、というのが大きなポイントであり、また





期待感だと思います。そのため、確認したいことの一つは、会社の基本的な方向性をどう考えているかということです。社内、社外にかかわらず取締役にとって一番大事なことなので、社外取締役としてどう考えているか、は確認したい第一のポイントです。

もう一つは、社外取締役の視点で今の経営の執行の状況をどのように評価しているか、ということです。株主の利益についてどのような形で配慮して、それが実際に経営に反映されているのかということがポイントです。

いずれにしても、これからの課題として社外取締役の方との対話は大きなテーマです。第2ラウンドに進むには、やはり社外取締役の方と投資家との対話はとても重要だと思います。

●第2ラウンドを効果的に進めるために、これからの機関投資家への期待についてお聞かせください。日本の投資家は企業の経営に口を挟むことに控えめだとも言われますが、どのあたりまで口を挟んでいくべきだとお考えですか。

**木村:**基本的にスチュワードシップ活動やコーポレートガバナンスの目的は、長期的・持続的な企業価値の向上なので、この観点から必要なことであればモノを上げるし、関係ないことであれば申し上げない、ということです。そのようなスタンスで臨むことが投資家に期待されていることだと思います。日本の投資家があまりモノを言わない要因の一つは株主構成です。以前は持ち合いの安定株主で、モノを上げても企業は変わらない、つまり、モノを言うインセンティブが少なかったのだと思います。

今、日本全体の株主構成で見ると、外国人が3割です。国内の機関投資家の比率は2割程度しかありません。でも海外投資家と国内の機関投資家を足すと5割になります。ですから、国内の機関投資家のスチュワードシップ活動を効果的に行っていくには、海外の投資家など機関投資家間の連携が大事です。

海外では機関投資家が集まって皆で企業にモノを申し上げるという意味での共同エンゲージメントが活発に行われています。



左から、トーマツ山内、松下、一般社団法人スチュワードシップ研究会 木村氏、トーマツ北爪

ところが日本では今のところほとんど行われていません。今後はそれを効果的に、かつ正しく使って、企業との対話を進めていくことも一つの課題になると思います。

私たちも、機会があれば、海外の機関投資家との間で情報交換はしています。例えば、問題を抱える会社があったとして、海外投資家の人たちはどう思っていますか、ということを経験交換することはとても有益です。

●共同エンゲージメントにはインフラが必要です。スチュワードシップ研究会が、インフラ作り貢献するということです。

木村: そうですね。今のところスチュワードシップ研究会自身が、共同エンゲージメントをアレンジするというようなことは考えていません。ただ、共同エンゲージメント

の環境を整えることは大事だと思っています。投資家は、ある意味、他の投資家と競争しているので、共同エンゲージメントは、自分の手の内を見せるみたいなのところもあります。そのため、単純に一緒にやるということは難しいので、うまく実施していくための環境作りが必要だと思います。また、大量保有報告とかTOB規制の中で共同保有者に該当しないかどうか、といった法的な面の確認も必要でしょう。

私たちの研究会でも、投資家が一緒に行動しやすくなるような環境作りに貢献できることはないか、と考えているところです。

●社会インフラとしての環境整備に向けたとても意義深い活動だと理解しました。今日はありがとうございました。 必

**木村 祐基**(きむら ゆうき)氏

一般社団法人スチュワードシップ研究会  
代表理事

野村総合研究所入社後、企業調査部にて証券アナリスト業務に従事。第四企業調査室長、野村総研香港社長、エマージング企業調査部長を経て、1996年野村投資信託委託(現野村アセットマネジメント)に移籍。企業調査部長兼経済調査部長、参事コーポレート・ガバナンス担当などを歴任。2008年1月から2010年8月まで、企業年金連合会年金運用部コーポレート・ガバナンス担当部長。2010年11月から2014年7月まで、金融庁総務企画局企業開示課専門官。2014年10月から現職。

聞き手 有限責任監査法人トーマツ パートナー **北爪 雅彦**  
 パートナー **松下 欣親**  
 シニアマネジャー **山内 達夫**