Ⅴ. コーポレートガバナンス改革と求められる企業経営の在り方

【要約】

◆ これまでの日本株式市場においては、外国人投資家の増加に、国内機関投資家のエンゲージメント強化の動きが加わり、いわゆる「物言う株主」の比率が上昇した。加えて、株主構成の変化や、ネット取引普及による個人投資家の変質・ヘッジファンド拡大等に伴い、投資家のニーズの幅が広がった。

◆ 一方で日本企業は IR の強化など株主の「プロセス」に対する期待に応える体制整備は進んだものの、企業業績・株価低迷により、株主の「結果」に対する期待には応えきれていない状況が継続してきた。

◆ 将来想定される株主の変化については、機関投資家比率の更なる上昇と、足下でみられる機関投資家によるエンゲージメント強化が不可逆的なものとして進展することが挙げられる。そして、エンゲージメント強化の進展は、エンゲージメントに係るコスト・リソースの問題から、エンゲージメントビジネスの生成・進展をもたらし、結果としてはエンゲージメントの更なる強化に繋がることが考えられる。

◆ このような株主の変化に対し、日本企業には資本効率をより強く意識した経営、エンゲージメントへの積極対応、及び投資家ニーズを踏まえた財務資本戦略の多様化が求められる。種類株式の活用等、財務資本戦略の多様化は、株主間の利害対立を複雑化させる可能性を否定できないが、最終的には企業価値を高めることでその利害対立を乗り越えて、結果として株主共同の利益を実現していくような、主体性と強い意志に基づく果断な財務資本戦略の遂行が求められる。

1. はじめに

株主のあり様の変化に対して、企業はどのように向き合うべきか考察

2012 年 12 月に発足した安倍政権は、アベノミクスの第三の矢としての「日本再興戦略」(2013 年 6 月)及びその後の改訂版において、日本企業の「稼ぐ力の向上」の実現に向けた政策パッケージの一環として、株主ガバナンスの強化を眼目とするコーポレートガバナンス改革(CG 改革)に取り組んでいる。今後、日本においてはステークホルダーにおける株主のプレゼンスの高まりが想定される。日本企業[1]が持続的成長を実現するためには、株主とどのように向き合っていくかが、重要な経営課題になっていると言えよう。本稿では、これまでの日本企業において株主のあり様がどのように変化してきたのかを整理するために、株主構成の「量的」変化と、機関投資家を中心とした株主の行動・要求における「質的」変化の両面から考察を行い、それらに対して企業がどのように向き合ってきたのかを振り返る。その上で、将来考えられる株主のあり様の変化と、その変化に対する企業としての向き合い方について考察する。

2. これまでの株主の変化

(1)日本株式市場の株主構成の変化

先ずは日本銀行「資金循環統計」に基づき株主構成の変化について整理する。株主は、預金取扱機関・保険・企業年金・公的年金・家計・投資信託・非金融民間企業・海外に区分する。

[1] 特に断りのない限り、本稿における日本企業とは、日本において証券取引所に株式を上場している企業を指す。

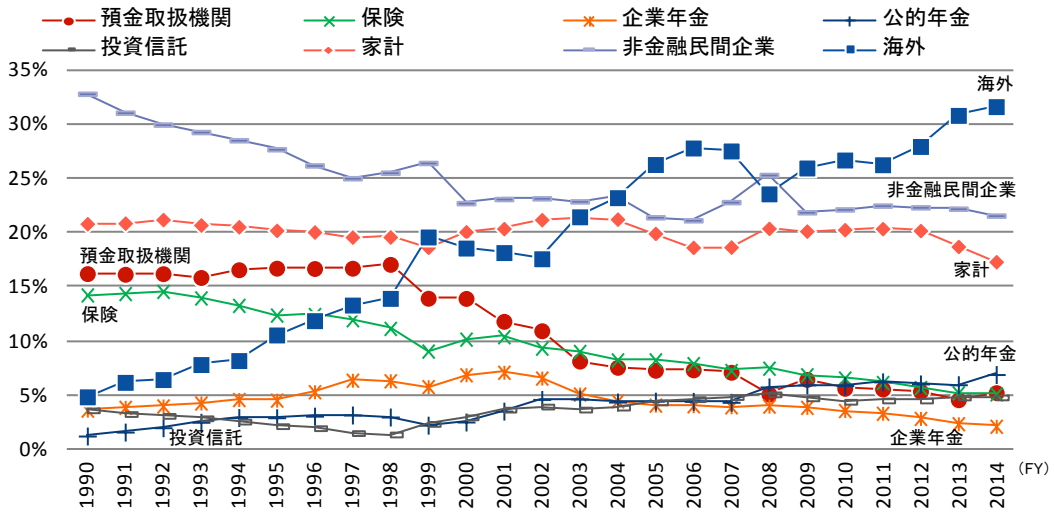
海外・公的年金が買い越す一方で、預金取扱機関・保険・企業年金・家計は売り手に回ってきた

株主別の投資フローの全体感としては、バブル崩壊以降の日本株の主な買い手は海外と公的年金であった。投資信託や非金融民間企業も2000年代前半以降は買い越しとなっているが、その額は海外・公的年金に比して少額であった。一方、預金取扱機関・保険・企業年金・家計については、概ね売り越しが続いてきた。

海外が筆頭株主となり、日本株式市場の株主構成は大きく変化

その結果、日本株式市場の株主構成は、大きく変化することになった(【図表1】)。1990 年度にシェア上位を占めていた非金融民間企業・家計・預金取扱機関・保険は、いずれもシェアを低下させた。入れ替わりにシェアを大きく伸ばしたのが海外であり、2005年以降は最大シェアを占める「筆頭株主」となり、2014年度におけるシェアは過去最高の31.7%に達している。

【図表 1】日本株式市場における株主構成の変化



(出所)日本銀行「資金循環統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

(2)国内投資家の「質的」変化

個人投資家と機関投資家が「質的」に変化

次に、株主としての行動や企業に対する要求の内容に現れる投資家ニーズの「質的」な変化を検証する。国内では、個人投資家(家計)と機関投資家(保険、公的年金、企業年金、投資信託を指し、アセット・オーナーとアセット・マネジャーに大別される[2])において、注目すべき「質的」変化が見られる。

個人投資家については、ネット取引の普及に伴い、保有期間の二極化という「質的」変化が見られるようになった。国内で2000年代前半頃から普及したネット取引を活用する個人投資家は、所謂デイトレーダーに典型的に見られる通り、短期売買を繰り返す投資家が多く、結果として平均保有期間が短い。一方、ネット取引を活用しない個人投資家は平均保有期間が長い傾向があり、10 年を超える投資家が約半数を占めるとのアンケート結果[3]もある。保有期間の二極化は、個人投資家の中でも、株価の動向や配当等への関心の度合い等、投資に関するニーズが大きく異なることを伺わせる。

[2] アセット・マネジャーとは、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う投資運用会社等の「資産運用者としての機関投資家」をいい、アセット・オーナーとは当該資金の出し手である年金基金や保険会社等の「資産保有者としての機関投資家」をいう。
[3] 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」(2014年10月)

国内機関投資家には「形式面」と「実質面」の 2 つの変化があった

機関投資家においては、1990 年代後半から 2013 年頃迄に約 15 年かけて進展した議決権行使体制・基準の整備という「形式面」での変化（【図表 2】左側・中央）と、2014 年以降の議決権行使の厳格化と企業との対話への取り組み開始という「実質面」での急速な変化という、2 つの変化が生じた。

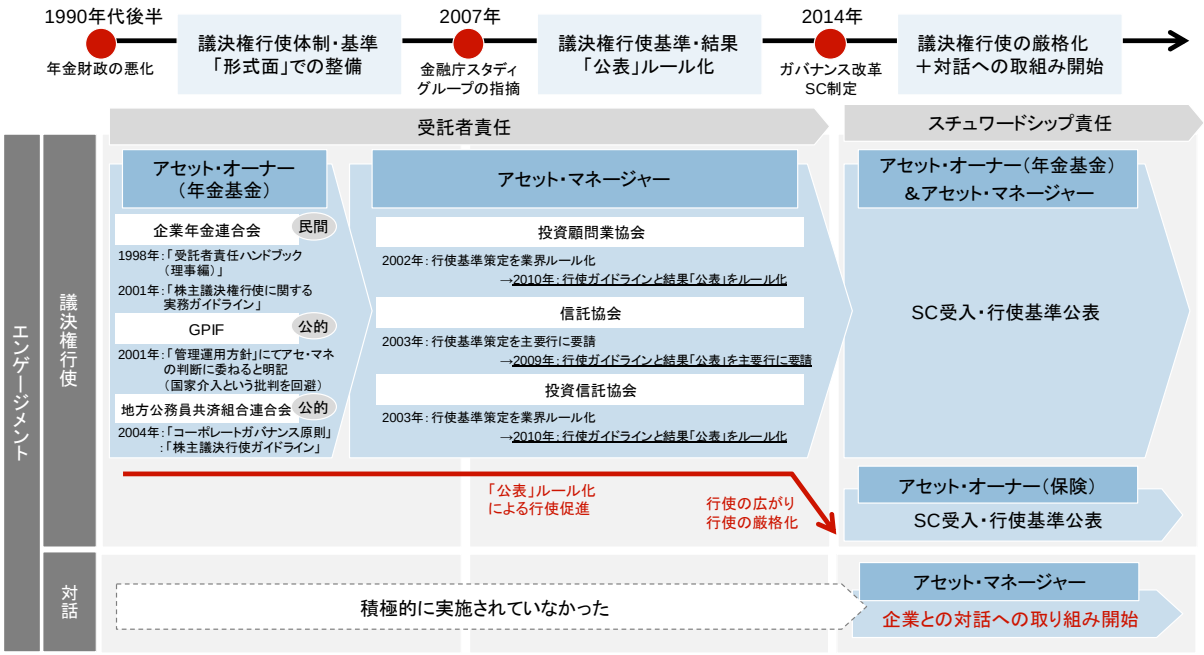
2014 年、「CG 改革」により、議決権行使厳格化などの「実質面」で急速に変化

年金財政の悪化に端を発した従前の取組みとは異なり、足下の議決権行使の厳格化と企業との対話への取り組み開始という「実質面」での急速な変化は、CG 改革の一環として 2014 年 2 月に金融庁が策定、公表した日本版スチュワードシップ・コード（SC）[4]を起点としている。SC はアセット・マネジャーやアセット・オーナー等の機関投資家が建設的な「エンゲージメント[5]」活動等を通じて「スチュワードシップ責任[6]」を果たすことを求めている。SC の策定は、日本企業が、機関投資家を中心とする株主から資本効率向上に向けた適切なプレッシャーを受ける環境を整えることで、経済好循環の起点となる「企業業績改善」への突破口にしようとした、政策的な意図が背景にあるものと推察される（【図表 2】右側）。

既に 200 社超が SC 受入れを表明

金融庁によれば、SC を受け入れた機関投資家は 2014 年 5 月末の 127 社から 2015 年 11 月末には 201 社に増加している。アセット・マネジャーの受入表明が先行したが、世界最大規模の年金基金を有する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）や保険会社等のアセット・オーナーも相次いで SC を受け入れた。また、企業経営者との面談を行う等、対話への取り組みも積極化し始めている。こうした足下の動きは、国内機関投資家のエンゲージメント強化への兆しと言えよう。

【図表 2】国内機関投資家の「質的」変化に係る動き



（出所）各種資料よりみずほ銀行産業調査部作成

[4] 金融庁「『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～」（2014 年 2 月）

[5] 議決権行使に加えて、機関投資家と企業との間で行われる経営（事業・財務戦略のみならず、ESG（環境・社会・企業統治）等を含む非財務的な観点を含む）に関する「対話」を指す。具体的には、「直接面談」「企業分析の結果やそれを踏まえた戦略提案に関する書簡を企業に提示」「電話やメールなどで企業から情報を収集する」等が行われることとなる。

[6] 機関投資家が、建設的な「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、顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を図る責任を意味し、従前の「受託者責任」より広い概念である。

(3)外国人投資家比率向上に伴う変化

海外では機関投資家が責任を負うとの考え方が浸透

米国においては年金受給者保護を目的として1974年に制定されたERISA法により、英国においては金融機関に対するガバナンスを強化する目的で2010年に導入されたスチュワードシップ・コード(英国 SC)により、機関投資家が顧客・受益者に対して責任を負うとの考え方が既に浸透している。多くの機関投資家が投資先企業との対話を日常的に実施しており、面談や電話等を通じて企業業績や ESG[7]等に関する議論を行っている。また、株主総会議案を分析し、どのように判断すべきかを推奨する議決権行使助言会社のサービスを利用する等して、厳しい基準で議決権を行使している。

日本企業に対しても積極的にエンゲージメント活動を実施

このような海外機関投資家の活動は日本企業に対しても例外ではない。海外投資家の増加に伴い、日本企業の株主総会で、会社側の議案に対して反対票が投じられる割合が増加している(【図表 3】)。株主総会での議決権行使内容を企業側に開示したうえで、改善を求める書簡を経営者向けに送付する等、積極的に対話を行う海外機関投資家も存在する。足下では、日本企業の資本効率の低さを問題視した議決権行使助言会社の ISS[8]が、2015 年版の日本向け議決権行使助言基準において株主資本利益率(ROE)が低い企業の取締役選任決議には反対を推奨するとの項目を追加した。その影響力を考えると、海外機関投資家における日本企業の資本効率に対する見方が厳しさを増していることは想像に難くない。

アクティビスト・ファンドは提案を「洗練化」

企業との対話を重んじる機関投資家といえば、2000 年代に日本株式市場において敵対的 TOB を活発化させた、いわゆるアクティビスト・ファンドが注目されることも多い。アクティビスト・ファンドの活動は、リーマンショック後に一旦沈静化を見たものの、近年再び日本での活動を積極化している[9]。しかし、近時のアクティビスト・ファンドの多くは、投資先企業の事業・財務の詳細な分析に基づいて、戦略面での具体的提案を打ち出す等「洗練化」しており、リーマンショック前に多かった短期志向のアクティビスト・ファンドと趣を異にしている。

アクティビスト・ファンドの「洗練化」は、米国では明らかな潮流として表れている。2013 年以降、アクティビスト・ファンドのターゲットとなった企業の顔ぶれを見ると、Apple、Microsoft、P&G と、時価総額 1,000 億ドルを超える巨大企業が並ぶ。アクティビスト・ファンドは、運用資産規模を 2008 年末 320 億ドルから 2014 年末 1,200 億ドルへと、近年大きく拡大している[10]とはいえ、単独で巨大企業の経営に影響力を持つには小規模である。従って、企業への提案を成功させるには、他の株主の賛同を得られるだけの説得力を持つ提案に「洗練化」せざるを得ない。他の機関投資家も、受託者責任の考えのもと、合理的な提案には賛同するケースが増えている。実際、アクティビスト・ファンドによる提案のうち約 7 割が、企業に少なくとも部分的に受け入れられており[11]、しかも、2013 年以降にアクティビスト・ファンドの投資対象となった企業の多くは、提案受け入れ後に株価が上昇している(【図表 4】)。アクティビスト・ファンドは、2015 年 10 月に発表された買収金額 640 億ドルに上る Dell による電子ストレ

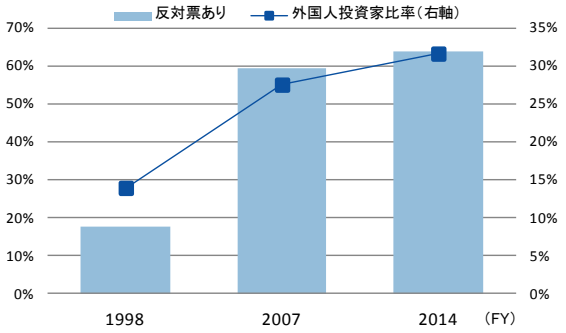
[7] 環境(Environment)・社会(Social)・企業統治(Governance)を指す。
[8] 全世界で 1,600 社を超えるクライアントを抱える議決権行使助言会社の最大手であり、機関投資家の判断に大きな影響を与えると言われている。
[9] 各種報道によれば、2013 年以降、米系アクティビスト・ファンドのサード・ポイントがソニー、IHI、ファナック等へ投資していることが明らかになっている。
[10] Alternative Investment Management Association による公表値。
[11] Activist Investing による公表値。

ージ企業 EMC 買収や、2015 年 12 月に発表された化学業界における大型再編である Dow Chemical と DuPont の統合に影響を与えたとされ、株式市場において無視しえない存在となっている。

日本株式市場における投資家ニーズの幅は拡大

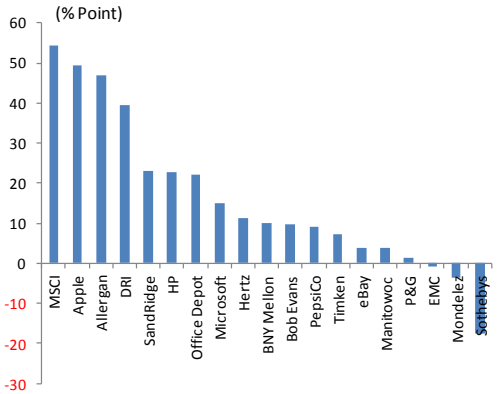
受託者責任やスチュワードシップ責任の考え方の浸透や、アクティビスト・ファンドの洗練化により、海外においては自ら積極的にエンゲージメント活動を行う機関投資家、すなわち「物言う株主」が定着している。一方で、もちろん海外機関投資家のスタイルは一様ではない。投資先の経営に不満があれば売却すればよいという、いわゆるウォールストリート・ルールの考え方も浸透しているし、アクティビスト・ファンド以外のヘッジファンドは、ファンド毎に個別性の強い投資スタイルを有しており、アルゴリズムトレードのように、エンゲージメント活動を必要としないものも存在する。日本株式市場における海外機関投資家の増加は、異なる投資スタイルを有するさまざまな投資家が参入しているということでもあり、投資家ニーズの幅の拡大をもたらしているとも言える。

【図表 3】議案に対して反対票を投じた投資家が「いた」と回答



（出所）商事法務、日本銀行「資金循環統計」より
みずほ銀行産業調査部作成

【図表 4】ターゲット企業の株価パフォーマンス



（出所）ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成
（注）アクティビストからの要求受け入れ発表月から 1 年以内の最高値月までの騰落率の INDEX 対比

（4）これまでの株主の変化について（小括）

これまで述べてきた株主の変化において、企業と株主の向き合い方を考える上では、以下 2 点が重要である。

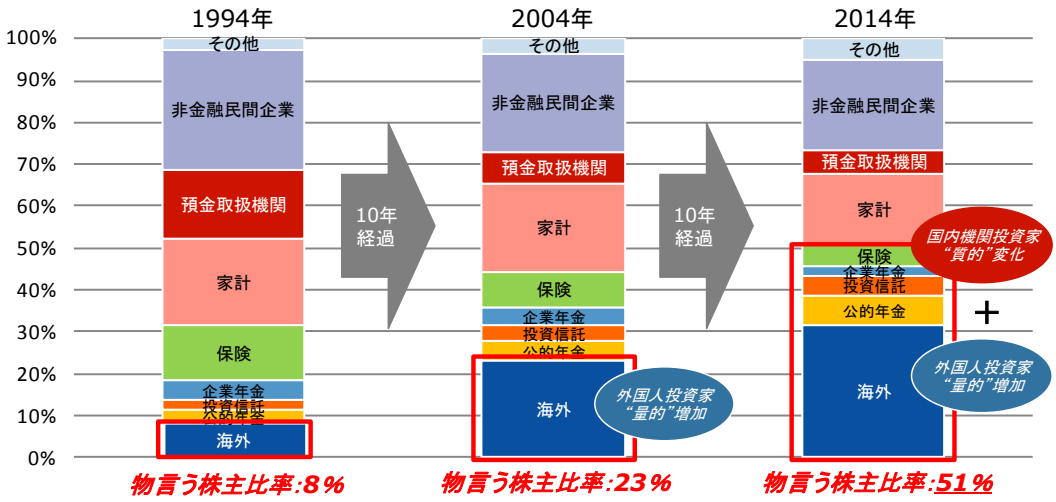
「物言う株主」が過半数を占める格好に

一つ目は、いわゆる「物言う株主」比率の上昇である。もともと「物言う株主」の色彩が強い外国人投資家比率の上昇という「量的」変化と、国内機関投資家のエンゲージメント強化という「質的」変化に伴い、足下の日本株式市場の株主構成では、「物言う株主」が過半数を占める格好になっている（【図表 5】）。米国における機関投資家比率は約 6 割であり、少なくとも外形的には日本株式市場は、米国株式市場に近い状況に変化した。

投資家のニーズの幅の拡大

二つ目は、投資家の多様性が高まり、そのニーズの幅が広がったことである。ネット取引の普及による個人投資家の変質や、株式持合いの減少、機関投資家比率の上昇、機関投資家の投資スタイルにおけるパッシブ化の進行、ファンド毎に独自性が強いヘッジファンド拡大等に伴い、インカムゲインとキャピタルゲインといった投資リターンや、議決権や対話といったエンゲージメントの必要性、投資の時間軸等に対するニーズの幅が広がり、日本株式市場は多様なニーズを有する投資家が混在するマーケットになっている（【図表 6】）。

【図表 5】日本株式市場における物言う株主比率の変化



（出所）日本銀行「資金循環統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 6】投資家毎の株式投資時の選好（イメージ）

	純投資							持合い
	個人		機関投資家					
		ネット取引	伝統的投資家			ヘッジファンド		
			パッシブ	アクティブ				
				グロース	バリュー	アクティビスト以外	アクティビスト	
インカムゲイン	○	△	△	△	△		○	△
キャピタルゲイン	○	○	△	○	○	○	○	△
議決権			○	○	○		◎	△
対話			△	△	◎		◎	
時間軸	短～長	短	長	短～長	短～長	短～長	短～長	長

（出所）みずほ銀行産業調査部作成
（注）◎：特に重視　○：重視　△：やや重視　空欄：重視せず

3. これまでの企業の変化

2000 年前後から、株主の「プロセス」に対する期待に応える「形式的」な体制整備は進んできた

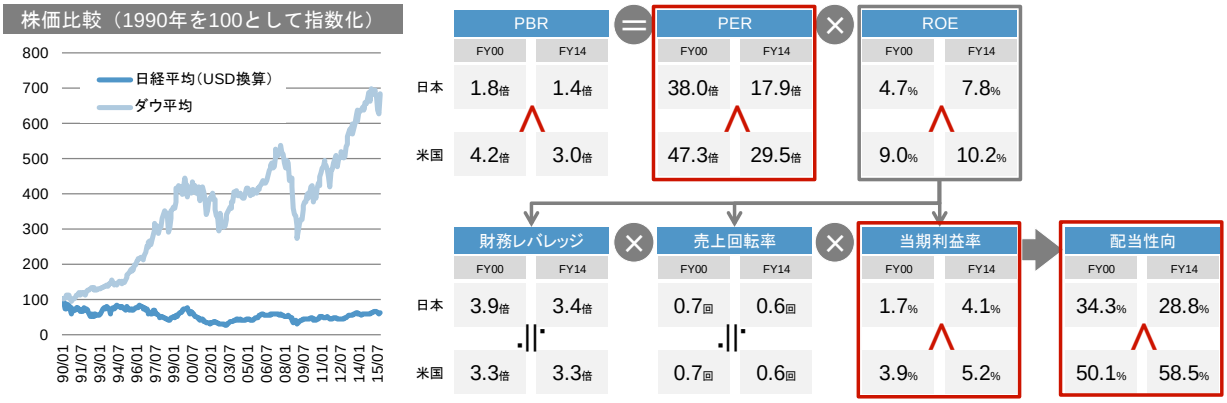
2000 年前後以降、外国人投資家比率の高まり等を背景として、日本企業は、投資家の事業内容に対する理解促進や、その結果としての適正株価形成のため、投資家向け広報（IR）への取り組み体制を整備して一般化した。また、投資家が株主総会に出席し、適切な議決権行使をしやすくするため、1995 年度には約 96%であった株主総会の特定日への集中率を 2015 年度には約 41%まで低下させた。つまり、株主の視点を企業経営に反映しやすくする仕組みを設けるという、株主の「プロセス」に対する期待に応えるため、企業は、まず「形式的」な体制整備を進めてきたものと言えよう。

企業業績・株価低迷により、株主の「結果」に対する期待には応えていなかった

ただし、これまでの日本企業は、株主の「結果」に対する期待には十分に応えていない状況が続いてきた。株主の「結果」に対する期待とは、言うまでもなく、インカムゲイン（配当金）増加とキャピタルゲイン（株式売買益）増大であり、その起点に企業業績の改善や資本効率の向上がある。

日米の株価推移と、日米上場企業群[12]の財務内容を比較すると、米国企業に比べて日本企業は株価が低迷し、株価純資産倍率（PBR）も低い。日本企業のPBRが低いのは、株価収益率（PER）に表象される成長期待とROEに表象される資本効率がともに低いためである。低い資本効率（ROE）は事業における収益力の低さが要因であり、その低収益から配当性向を抑えることにもなったと考えられる（【図表 7】）。つまり、日本企業は少なくとも約 15 年に亘り、株主の「結果」に対する期待には応えられていない状況が続いていたと言えよう。

【図表 7】日米上場企業における株価・財務比較



（出所）ロイター社データよりみずほ銀行産業調査部作成

変化の兆し①：株主視点を意識した「プロセス」の高度化

一方で、足下では、CG 改革を受けて変化の兆しがある。

変化の兆しの 1 つ目は「株主の視点を企業経営に実際に活用しようとする取組み」であり、具体的には大きく 2 つある。第一は、コーポレートガバナンス体制の変化である。東証 1 部上場企業の社外取締役導入比率は 2015 年に 9 割超、2 名以上の社外取締役導入比率は約 5 割まで上昇した（【図表 8】）。また、社外取締役の活用や執行と監督の分離を促進すべく 2015 年 5 月の改正会社法の施行により導入された「監査等委員会設置会社[13]」についても、2015 年 12 末時点で移行、もしくは移行を表明している企業は 297 社に上っている。第二は、資本効率への意識の高まりである。金融を除く日経 225 企業のうち、2015 年 5 月末時点で中期経営計画（中計）を公表している企業 178 社中、資本効率の代表的指標である ROE を経営目標として採用している企業の割合は、2015 年度開始の中計において 73%まで上昇した（【図表 9】）。

変化の兆し②：企業価値を意識した財務資本戦略の多様化

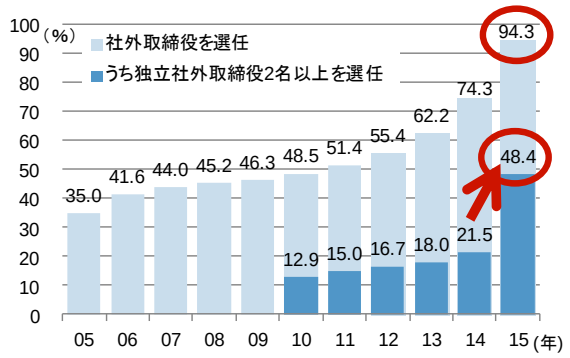
変化の兆しの 2 つ目は、「企業価値向上を意識した財務資本戦略の多様化」である。例えば、種類株式の活用である。2014 年には介護ロボットスーツを製造・販売するサイバーダインが譲渡制限付複数議決権株式を発行した上で上場を果たし、2015 年にはトヨタ自動車が、中長期視点での研究開発強化のため、中長期保有を志向する個人投資家の拡大を企図した AA 型種類株式を

[12] 2000 年度から 2014 年度までデータを取得できる日本上場企業群（1,807 社）と米国上場企業群（1,347 社）を抽出した。
[13] 2010 年 4 月から 2012 年 8 月までの法制審議会会社法制部会において、社外取締役の更なる活用と、執行と監督の分離による外国人投資家への分かりやすさ向上等を議論した結果、新たに提案され、2014 年 6 月の改正会社法の成立により新たに創設された機関設計。一方で、同様の観点から既に導入されていた指名委員会等設置会社の企業数は、2003 年末の 44 社から 2014 年末に 59 社とわずかに増加したに止まっている（2015 年 10 月日本取締役協会公表）。

発行した[14]。また、種類株式の活用以外にも、2015 年には三菱商事が、2016 年には三菱地所が、資本性資金として公募型劣後社債を発行又はその予定を公表した。

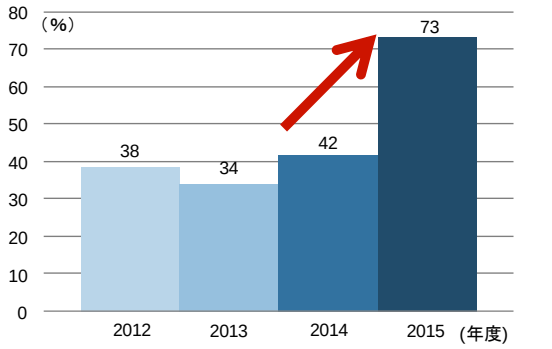
企業がこうした財務資本戦略の多様化を進める目的は様々[15]だが、そうした財務資本戦略の多様化を日本企業が選択可能となった背景には、それに応える投資家ニーズの多様化がある。投資家ニーズの幅の広がりが、財務資本戦略の多様化の実現を後押ししているとも理解できよう。

【図表 8】社外取締役選任企業の比率（東証1部）



（出所）東京証券取引所「2015/7/29 東証上場会社における社外取締役の選任状況＜確報＞」より
みずほ銀行産業調査部作成

【図表 9】ROE を中計目標として掲げている企業の割合



（出所）各社資料よりみずほ銀行産業調査部作成
（注）日経 225 企業（金融除く）のうち、2015 年 5 月末時点で対外公表中計（178 社）が集計対象

4. 株主の変化の将来展望

（1）機関投資家比率の更なる上昇

長期的に想定される株主別の今後の投資フローから、日本株式市場における株主構成の将来像を展望する。

預金取扱機関・保険・企業年金の売却は継続し、非金融民間企業も緩やかに売却

これまでの日本株式市場における売り越し主体であった預金取扱機関・保険・企業年金については、今後とも保有株式の売却を進めるため、投資フローはマイナスになるものと考えられる。預金取扱機関については、バーゼルⅢなど国際的に規制強化の方向にあり、政策保有株式の削減方針を打ち出している。保険会社においては、株式保有のリスクをより厳格に捉える規制の導入が議論されており、政策保有株式の売却促進が想定される。非金融民間企業については、コーポレートガバナンス報告書（CG 報告書）において、政策保有株式を「原則保有」とする企業が大宗を占めており、金融機関とは様相が異なる。しかし、資本効率やキャッシュフローを重視した経営を志向する企業が増える中、政策保有株式の削減を検討する企業も既に出てきており、全体として保有株式は横ばい乃至緩やかながら減少することが見込まれる。

[14] これらに先行する事例として、優先配当を期待する投資家を主な対象として、2007 年に東証 1 部に上場した伊藤園の無議決権優先株式の事例がある。

[15] 大別すれば、企業は、①資本コスト（WACC）を低下させるか、または②WACC は上昇するが、その分資本構成のリスク許容度を高め、リスクの高い事業に投資して事業リターンを高めることにより、企業価値向上を企図していると考えられる。なお、WACC（Weighted Average Cost of Capital）とは、負債コストと株主資本コストを資本構成により加重平均した企業全体の資本コストである。

公的年金は横這い圏と見込まれる

公的年金については、基本ポートフォリオ維持の観点より、株価変動に伴う株式売買は想定されるが、基本ポートフォリオは見直し後間もなく、その株式比率も国際的に遜色ない水準でもあることから、当面は株式比率が維持されると考えるのが現実的であろう。積立金の残高も当面は増加が見込まれないことから、公的年金の株式保有は概ね横這いで推移するものと推察される。

家計の株式投資は投資信託経由に

家計については、少子高齢化の更なる進展に伴う年金問題から、資産形成の必要性はこれまで以上に高まり、「貯蓄から投資へ」が一定程度進展することが想定される。ただし、これまでの日本の家計における投資対象は株式よりも投資信託が中心であったことに加えて、米国においても年金問題に伴う個人の資産形成ニーズの高まりが投資信託や確定拠出型年金の発展を促した 1 つの要因であったと言われており、今後の日本の家計における資産形成は、株式への直接投資よりも、投資信託や個人型確定拠出年金経由によるものが多くなるものと推察される。結果として、家計からの投資フローはプラスながら限定的となり、投資信託の投資フローがプラスを維持することが予想される。

最大の買い手は引き続き海外勢

海外については、今後とも日本株の最大の買い手となる事が想定される。IMF の「World Economic Outlook, October 2015」によると、2020 年には全世界の GDP 成長率が 4.0%であるのに対し、日本の GDP 成長率は 0.7%に留まるとの予測もあり、日本のプレゼンスは低下することが見込まれるものの、新興国を中心とした世界経済の成長により、新興国のマスリテール・個人富裕層・ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）を牽引役にグローバルベースでの資産運用残高の増加が予想されており、一定の日本株の比率を維持するために、投資フローのプラスが継続するものと見込まれる。

上記の投資フローの予想を踏まえると、日本株式市場においては、機関投資家比率、特に外国人投資家比率が更に上昇するものと考えられる。

（2）機関投資家によるエンゲージメント強化

質的な変化としては、足下で兆候がみられる機関投資家によるエンゲージメント強化の動きが、不可逆的なものとして進展することが挙げられる。

外国人投資家比率の更なる向上により、日本企業に対するエンゲージメントは強まる

前述の通り、外国人投資家の多くはエンゲージメント活動に積極的であり、外国人投資家の比率が上昇することは、結果として日本企業に対するエンゲージメントが強化されることに繋がろう。加えて、今後は洗練化されたアクティビスト・ファンドの投資対象となる日本企業が増えることも想定される。アクティビスト・ファンドの多くは米国に本拠を置き、投資対象も米国国内が中心と言われているが、日本企業には、依然として PBR1 倍割れの企業や欧米に比べて資本効率が低い企業が多く、事業戦略・財務戦略の再構築による改善が期待される等、アクティビスト・ファンドの投資スタイルに適すると考えられる企業が多いためである。

国内機関投資家の「物言う株主」化の進展

国内機関投資家の「物言う株主」化という質的変化は、足下における変化の兆しの契機となった SC について、その制定に至った背景が今後とも継続することによって更に進むものと考えられる。アベノミクスにおいて目指している企業業績の改善や投資の拡大を起点とした経済の好循環は、短期的に急激な効果をもたらす形で実現することが期待されるものではなく、中長期にわたり持続的に取り組まれることが想定されるものである。加えて、高齢者比率の更

なる上昇による年金財政悪化や長引く低金利の影響による年金基金の積立金運用リターンの持続的低迷等から、株式運用リターン向上の必要性が今後益々強まってくることが予想されている。斯様な問題の解決には企業の資本効率向上による企業価値向上が不可欠である。また、2015 年 9 月の GPIF による国連責任投資原則[16]への署名もあり、国内機関投資家における ESG への関心は今後高まるであろう(なお、ESG 投資については、「Column10. ESG 投資拡大と非財務情報開示の変革」において詳述している)。これらの動きに歩を合わせ、国内機関投資家はエンゲージメント強化に持続的に取組むこととなろう。

国内機関投資家と企業との対話は、より恒常的に

国内機関投資家のエンゲージメント強化の進展により、企業との対話がより積極的・恒常的に行われると考えられる。議決権行使については、スチュワードシップ責任に則り企業価値向上に資するか否かという観点から、従前よりも厳格に判断されるようになり、結果として、企業が上程する株主総会議案への反対も更に増加することが見込まれる。このような国内機関投資家の変化は、日本においてもその活動の活発化が想定される洗練化されたアクティビスト・ファンドの存在感を高めることにも繋がろう。アクティビスト・ファンドによる提案内容が中長期的な企業価値向上に資するものであれば、国内機関投資家が賛同する事例も増えることも予想される。

このような機関投資家によるエンゲージメントが強化されていくことで、将来的には「物言う株主」という言葉はもはや死語になり、「株主とは物言う存在である」という認識が広く浸透することになろう。

(3)エンゲージメントビジネスの誕生

アセット・オーナーにおけるエンゲージメントへの意識向上

現状の日本においては、アセット・マネジャーにおけるエンゲージメントへの取り組みが先行している感があるが、インベストメントチェーンにおける最上流に位置し、資産保有者として投資の最終責任を負うのはアセット・オーナーである。アセット・マネジャーは、アセット・オーナーからの資金の運用等を受託する立場としてスチュワードシップ責任を負い、エンゲージメントへの取組みが求められることになる。実効性の高いエンゲージメント活動が持続的に行われるか否かは、アセット・オーナーの意識が重要となるが、今後は日本のアセット・オーナーにおいても、エンゲージメントの必要性・有効性に対する理解・認識が深まることが予想される。例えば、年金基金については前述の通りの年金問題から、株式運用リターン向上の必要性が今後益々強まってくることが予想されている。その結果、株式運用リターン向上のための重要な手段として、投資家と企業が信頼関係を構築し、建設的な対話を通じて中長期的な企業価値向上に共に取組んでいくエンゲージメントの必要性や、エンゲージメントに係るコストを負担したとしても、企業価値向上を通じて結果的には運用リターン向上に資するという有効性に対する理解・認識が深まることになろう。

アセット・オーナーにおけるエンゲージメントへの取組みは、①内部に専担組織を設けて自らエンゲージメントを行うもの、②アセット・マネジャーにエンゲージメントの実施を求めるもの、③外部からのサービス提供を受けるものに大別されるが、日本においては、①、②の取組みには以下諸点から限界があり、結

[16] PRI(Principles for Responsible Investment)。2006 年 4 月にアナン元国連事務総長によって公表されたもので、機関投資家が投資の意思決定プロセスや株式所有方針の決定に当たり、ESG に関する課題を組み込み、受益者のために長期的な投資効果を向上させることを目的とした原則。

果として③の外部のサービス、すなわち、エンゲージメントビジネスの生成・発展につながると予想される。

全てのアセット・オーナー、アセット・マネジャーによる実効性の高いエンゲージメントには限界

①アセット・オーナー内部での対応については、エンゲージメントのコスト・リソースの問題が挙げられる。エンゲージメント活動には、マクロ経済環境・業界環境・事業戦略・財務戦略といった広範かつ詳細な分析が必要であり、その分析結果に基づき対話内容の検討を行って初めて企業との実際の対話に至ることができる。このような活動には、かなりのリソース(特に人的リソース)を固定的に投入しなければならない。実際にエンゲージメントに係るコスト・リソースの問題は、SC 制定時のパブリックコメントや日本投資顧問業協会のアンケートにおいても指摘されている[17]。リソース不足の問題は、中小規模のアセット・オーナーにおいて特に顕著だが、日本では大規模なアセット・オーナーといえども例外ではなく、今後急速に解消することは難しいと見込まれる。②のアセット・マネジャーにおけるエンゲージメントについても、同様にコスト・リソース及びスキルの問題が挙げられる。特に、日本においてはアセット・マネジャーに対する報酬水準が、海外と比較して低いと言われており、仮にエンゲージメント活動に対する追加的な報酬が支払われたとしても、アセット・マネジャーが十分な質・量のエンゲージメント活動を行うことは難しい可能性がある。加えて、アセット・マネジャーの投資スタイルによって、エンゲージメントの必要性・有効性に差異があるという問題も挙げられる。アクティブ投資家やアクティビストにとっては、エンゲージメントは運用リターン向上のための重要な手段であり、その投資スタイルからして必要な活動である。一方、パッシブ投資家にとっては、一投資家として市場リターン向上に与えられる影響は極めて限定的であり、その費用対効果は低いと言わざるを得ない。それにもかかわらず、スチュワードシップ責任に基づきエンゲージメント活動を求められることの負担は大きい。このように、投資スタイルによってエンゲージメントの必要性・有効性に差異があるなかで、全てのアセット・マネジャーが同様の質と量のエンゲージメント活動を、同じようにコスト・リソースを負担して行うことは難しい。SC の制定はエンゲージメントの重みを増す一方で、その「責任・負担と効果・効率のギャップ」をよりクローズアップすることにもなろう。結果として、日本においてエンゲージメントへの取組みが先行している感のあるアセット・マネジャーだが、全てのアセット・マネジャーが実効性の高いエンゲージメントを行っていくことには限界があると考えられる。

コスト・リソース問題を背景とした、エンゲージメントビジネスの誕生

このような要因を背景として、一部の大規模アセット・オーナーでは自力でのエンゲージメントへの取組みが進むが、それ以外のアセット・オーナーを中心として、エンゲージメント活動の外部委託ニーズが高まり、アセット・オーナーからエンゲージメント活動を受託するエンゲージメントビジネスが生成・発展していくことが考えられる(【図表 10】)。

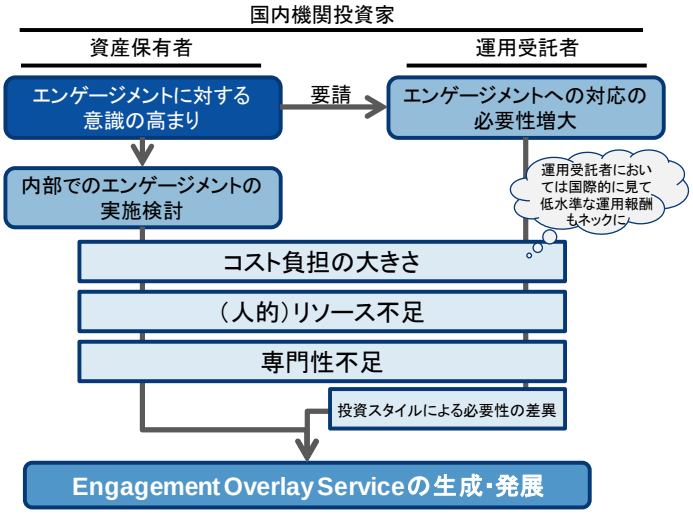
英国ではエンゲージメントビジネスが生成・発展している

実際に、機関投資家によるエンゲージメントで先行している英国においては、アセット・オーナーにおけるエンゲージメントの必要性・有効性に対する理解・認識の高さと、エンゲージメントのコスト・リソースの問題が相まって、Engagement Overlay Service(EOS)というエンゲージメントビジネスが生成・発展している(【図表 11】)。英国においては主に、高いクオリティのエンゲージメ

[17] 2014 年 4 月に「SC に関する有識者検討会」が行ったパブリックコメントにおいて、SC 対応に要する運営コストについてのコメントが提出されている。2014 年 12 月に日本投資顧問業協会が会員に対して行ったアンケートにおいても、SC に沿った運営を実施していく上での課題・検討事項として、「活動に係るコスト」を選択した会員が 67 社(56%)と最も多く、次いで「人材確保」を選択した会員が 50 社(42%)と多い結果になっている。

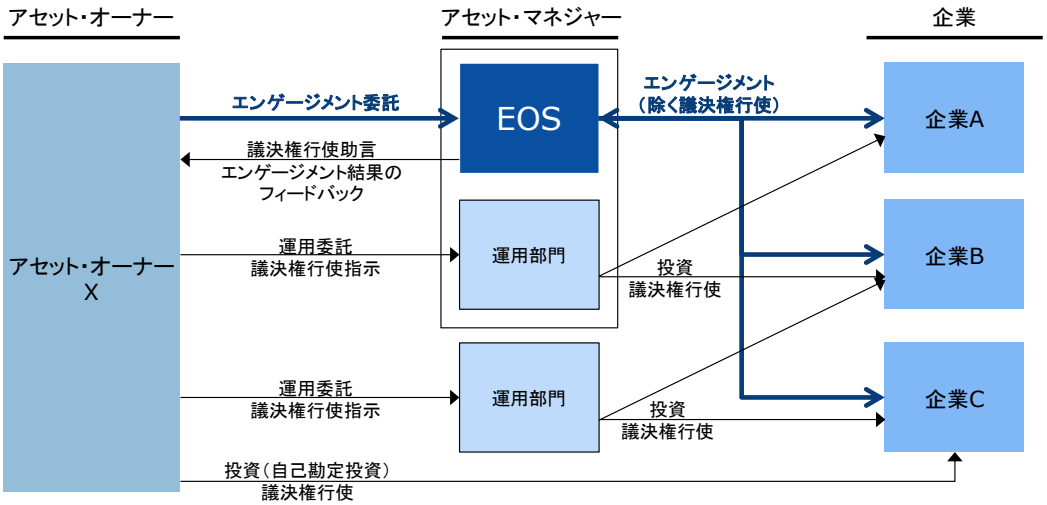
ントを求める大規模アセット・オーナーや、内部でエンゲージメントを行うスキル・リソースを持たない中規模アセット・オーナーが EOS を利用している。ただし、英国においてはエンゲージメントの実効性を高めるためにEOSを活用している面がある一方で、アセット・オーナーが理事会等へのエンゲージメントに関する報告書作成といった実務面での支援も利用動機の一つとなっているようである。

【図表 10】エンゲージメントビジネスの生成・発展の背景



(出所)みずほ銀行産業調査部作成

【図表 11】エンゲージメントビジネス(イメージ図)



(出所)みずほ銀行産業調査部作成

具体的な担い手としては、大手資産運用会社である Hermes Investment Management(Hermes)や F&C といったアセット・マネジャーが、別会社や専担組織を設けて EOS を提供している。エンゲージメント活動に係る費用は固定費が中心で、かなりのリソース投入が必要になるため、リソースを十分に有する大規模なアセット・マネジャーが複数のアセット・オーナーから受託を受けて規模の経済を働かせることで成立している。

海外 EOS 事業者の参入により、日本でもエンゲージメントビジネスが広がる可能性

今後の日本においては、海外 EOS 事業者による日系アセット・オーナー向けのビジネスの開始が、日本におけるエンゲージメントビジネス生成の端緒となることも考えられる。将来的には、リソースを有する大規模日系アセット・マネジャーが独立・専担組織を設けて規模の経済を働かせたビジネスを行うケースも想定される。ビジネスが一定の規模を有するようになれば、当該組織や人員が独立・移籍等をして、エンゲージメント活動のみを行う会社が登場することも考えられよう。実際に、英国においてはエンゲージメント活動のみを行う EOS 事業者も登場している[18]。

エンゲージメントビジネスには、議決権行使助言ビジネスとは異なる知識・スキルが求められる

エンゲージメントビジネスは、エンゲージメントに係るコスト・リソース負担に起因するアウトソーシングビジネスという観点からは、議決権行使の負担軽減ニーズから発展した先述の議決権行使助言サービスと共通する点がある。しかしながら、両者はサービスの提供内容・範囲とその提供形態が異なり、エンゲージメントビジネス事業者には、議決権行使助言会社に比べて企業の経営全般に係る広範な知識に加え、発行体企業と対峙するコミュニケーション能力といったスキルが求められるという相違点がある(【図表 12】)。

【図表 12】議決権行使助言ビジネスとエンゲージメントビジネスの比較

	議決権行使助言ビジネス	エンゲージメントビジネス
サービス内容	・株主総会決議事項の判断推奨 ・判断材料となる情報・分析結果提供 ・議決権行使実務支援	・発行体企業との対話
サービス範囲	・コーポレートガバナンス関連が中心 （取締役選任・役員報酬等） ・戦略面は株主総会決議が必要となるような一部の M&A等に限られる	・経営全般に係る事項 （コーポレートガバナンス・事業戦略・財務戦略・ESG等）
提供形態	・機関投資家向け助言・レポート提供 ・発行体企業との直接的な接点は限定的 （発行体企業からの面談申し入れへの対応等）	・機関投資家向け助言・レポート提供 ・発行体企業との双方向コミュニケーション
求められる知識・スキル	・コーポレートガバナンス関連	・経営全般に係る広範な知識 ・発行体企業と対峙するコミュニケーション能力
顧客カバー率	・広範な発行体企業をカバー可能	・人的リソース負担が大きく、カバー可能顧客は限定的

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

エンゲージメントビジネスの発展は、エンゲージメントの更なる強化に

本節で述べてきたエンゲージメントビジネスの生成・発展は、エンゲージメントの更なる強化をもたらす結果となろう。エンゲージメントビジネスの生成・発展により、エンゲージメント活動が広範な投資家によって幅広く行われる活動ではなく、エンゲージメント能力に優れるプロフェッショナルな存在に集中することになる。多くの機関投資家がそのプロフェッショナルに同調的な行動をとることで、結果としてエンゲージメントにおけるプロフェッショナルの発言力・影響力が増し、企業と株主の対話の内容は高度化していくものと考えられる。

5. 企業は株主とどう向き合うべきか

企業が中長期的に持続的成長を実現するためには、円滑なリスクマネー調達を行って積極的な事業運営を行うとともに、中長期目線での事業運営を行

[18] 英国の GES は、独立・専業の EOS 事業者である。

うべく経営の安定性を高めることが必要である。エクイティによる円滑なリスクマネー調達のためには、エンゲージメントに対応するとともに、株価の向上によって株主からの「結果」に対する期待に応え続けることが必要となる。それに加えて、経営の安定性を高めるためには、株主構成も重要である。市場での流動性を生み出す活発な売買とのバランスを取りながらも、いかにして中長期保有を志向する投資家に自社の株式を保有してもらうかが重要である。斯様な観点を踏まえると、将来的な株主の変化に対して企業としては、資本効率をより強く意識した経営、エンゲージメントへの積極対応、及び投資家ニーズを踏まえた財務資本戦略の多様化が求められよう。

（1）資本効率向上をより強く意識した経営

まずもって資本効率の向上が不可欠

まず求められるのは、資本効率の向上である。資本効率の代表的指標であるROE は、中長期的に株式運用リターンとの相関が高いという実証研究があり、外部資金調達を行わずに内部投資だけで財務健全性を維持しながら実現できる成長率であるサステナブル成長率（ROE×（1-配当性向））の構成要素でもあることから、持続的な株価の向上には資本効率向上が不可欠と言えよう。株式が中長期的に高い運用リターンを実現できなければ、投資対象としての魅力に欠け、中長期保有の対象にならないことは論を俟たないであろう。

資本コストをより強く意識した意思決定

伊藤レポート[19]や ISS の議決権行使基準等の影響から、日本企業の資本効率向上への意識は高まりつつあり、中期経営計画において ROE 目標を掲げる企業も増えているが、具体的な意思決定が資本コストに基づき行われている企業は少ない。今後、日本企業には資本効率向上をより強く意識した経営に、実際に取り組んでいくことが求められる。その具体的取組みとしては、事業運営における投資意思決定、事業ポートフォリオ管理、事業部門への経営資源配分や業績評価等において、資本コストを明確に織り込んだ意思決定の仕組みを導入することが必要であろう（【図表 13】）。産業競争力会議において、日本産業の構造的な問題の一つとして、国内における過当競争が挙げられているが、それを一つの要因として収益性やグローバル競争力の低下に陥っている業界においては、資本コストを明確に織り込んだ意思決定の仕組みを導入することにより、業界再編や事業再構築を断行することも求められよう。足下でも、三菱重工業、三菱電機、オムロンなど、資本コストを踏まえた事業ポートフォリオ管理を行う企業が増えてきている。多くの日本企業において、同様の取組みが進展し、資本コストをより強く意識した意思決定が行われることが予想される。

ただし、日本企業の資本効率向上の実現には、企業の取組みを妨げる様々な課題の解決が前提

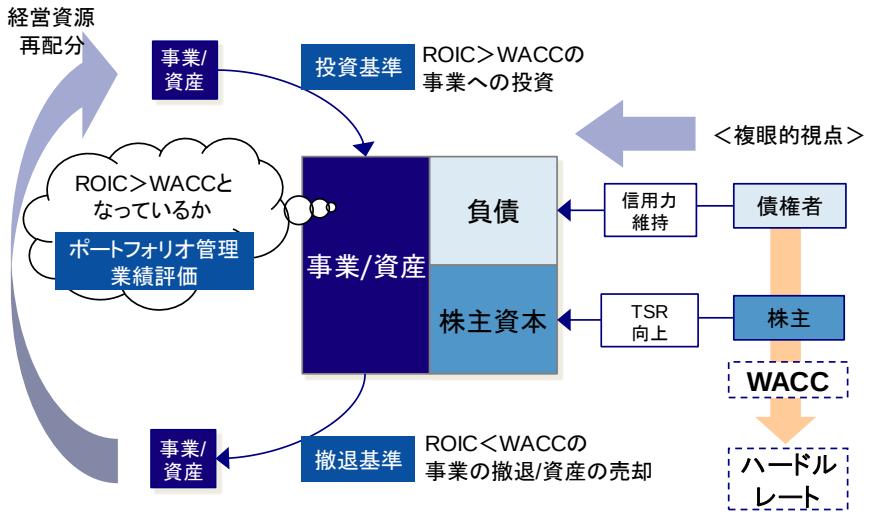
しかしながら、これまで日本において業界再編や事業再構築の進展が緩慢であった要因としては、株主からの低収益や低成長の改善に向けた取組みを経営者に促す圧力が海外対比低かったことだけではなく、独占禁止法等の規制面での課題や競争力の低い企業への間接的な支援等のある種のディスインセンティブが働いていたことも挙げられる[20]。今後は、国内外機関投資家のエンゲージメント強化によって株主からの圧力は高まると予想されるが、他の課題等も併せて整備しない限り、資本効率向上や成長実現への取組みが

[19] 2014 年 8 月に発表された、経済産業省のプロジェクト（座長：一橋大学大学院商学研究科の伊藤邦雄教授）による最終報告書「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」のこと

[20] 2013 年 5 月 24 日「みずほ産業調査 42 号」日本産業の競争力強化に向けて（【補論 2. 競争力強化を促す産業再編のあり方に関する考察】）において、「産業再編が進みにくいと考えられる諸要因」として、上記の 3 点以外にも、①日本の市場規模が相応に大きく、停滞基調であることや、②（統合を推進する）競争力のある強者が不在、を挙げている。

遅々として進まない懸念がある。その懸念が現実となった場合には、前節の想定に反して、日本企業の株式に対する国内外機関投資家からの資金流入が滞る虞もあろう。日本企業の資本効率向上は、企業経営における意識の高まりだけで実現できるものではなく、業界再編や事業再構築等の取組みを妨げる様々な課題を解決することが必要であることは言を俟たない。

【図表 13】資本コストをより強く意識した経営の仕組み（概観図）



（出所）みずほ銀行産業調査部作成

（2）エンゲージメントへの積極対応

今後益々強化・高度化されていく株主におけるエンゲージメントに、真摯かつ積極的に向き合っていくことは、中長期的な企業価値向上という目的やその実現プロセスを共有することで、株主との間で信頼関係を構築し、株価の向上の実現及び株式の中長期保有を促していくために必要不可欠となろう。

「ソフト」面への取組み強化が求められる、CG 改革の進展

そのためにまず求められるのは、CG 改革の進展である。社外取締役導入比率の高まりや CG 報告書の作成・開示を含むコーポレートガバナンス・コードへの対応等、体制・対話ツールといった「ハード」面における改革への取組みは、既にある程度進展しつつあると言えよう。今後求められるのは、整備が進んだ「ハード」をいかにして実効性を高めて運用するかという「ソフト」面への取組み強化である。取締役会で何を決定し、何を経営陣に委ねるのかを明確化して経営戦略や経営計画等の議論の深化を図ったり、社外取締役の活用によって、株主を中心とする外部の視点を含む多様な意見を取り入れ、取締役会での議論の活性化を図ったりすることで、会社の目指すところ（経営理念）に基づいた戦略を果断に実行していくための取組みが求められよう。CG 報告書も、形式的な内容に止まらず、株主との重要なコミュニケーションツールとして、記載内容の充実に不断の努力が期待される。

株主との不定期かつ双方向型コミュニケーションへ対応しうる体制の構築

次に求められるのは、株主とのコミュニケーション強化である。そのためには、先ずは株主との建設的な対話を行っていくのに適した体制整備が求められる。今後、株主におけるエンゲージメント活動が本格化するに連れ、従来のように予め決められたスケジュールでの入念な事前準備に基づく IR 説明会や海外ロードショウに止まらず、株主からの積極的・恒常的な申し入れに対する不定

期かつ双方向型でのコミュニケーションが求められる。こうした変化に対して、経営陣を含めて臨機応変に対応できる体制の構築や、突然の面談や問合せにも耐えうる準備を常日頃から行う必要があろう。そのためには、伊藤レポートでも指摘された「ダブルスタンダード経営[21]」ではなく、企業価値や資本効率を意識した意思決定を行うこと、中期経営計画等の計画策定においては、経営理念から事業戦略・財務戦略までが一気通貫で整合的な計画を策定し、それらがどのような実現プロセスを経ることで、経営指標の目標達成に至るのかというストーリーを説明することが求められよう。また、実務的には、社内の事業・財務に係る最新情報を IR セクションへ集約するために、経営陣・本社コーポレート部門のみならず事業部門まで巻き込んだ社内の協力体制の構築が必要となるだろう。

エンゲージメント強化は、プロ CFO マーケットの拡大につながる可能性

エンゲージメント強化により、企業と株主の双方向型でのコミュニケーションの重要性が高まることから、財務部門のトップである最高財務責任者（CFO）に求められる素養・資質も変化することになる。経理・資金調達はもとより、株主との共通言語としてのコーポレートファイナンス理論を踏まえた上で、株主と企業価値向上に関する丁々発止の議論を行い、更には社内においては株主目線での規律を効かせることが、CFO に求められる重要な要素の一つとなるに違いない。CFO 候補となる人材の育成・登用のあり方についても見直す必要が生じる可能性がある。また、こうした素養・資質は、必ずしも生え抜きの人材でなければ習得できないものではないため、結果として、プロ CFO マーケットの拡大をもたらす原動力の一つになることも考えられる。

（3）投資家ニーズの広がりを踏まえた財務資本戦略の多様化

投資家ニーズの広がりに対し、肌理細やかなニーズの把握が重要に

第 2 節で述べた通り、株主の量的・質的変化に伴い、日本株式市場における投資家のニーズ、即ち投資選好や企業に対して求める期待の種類や時間軸等は広がっている。今後は、SC に伴うエンゲージメントの必要性・有効性についての認識のギャップの拡大、機関投資家比率の更なる向上、ヘッジファンドやソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）等の非伝統的な投資家の拡大、洗練化されたアクティビストの台頭等により、これまで以上に投資家のニーズの幅は広がることも想定される。このような状況においては、どのような属性の株主がいかなるニーズを有しているのか、肌理細やかなニーズの把握が重要になるだろう。例えば、エンゲージメントが強化されると「声の大きい一部の株主の主張が優先されて、結果として株主共同の利益が実現されない」といったことも現に懸念されるところだが、こうした事態を回避するには、投資家のニーズを丁寧に把握する必要がある。ニーズが広がれば、株主間で意見や利害が異なることは当然にして起こりうることであり、声の大小に拘わらず、そもそも全てのニーズに応えることは困難になる。まずは、企業が自らの事業戦略を踏まえてあるべき財務資本戦略を明確に描き、株主のいかなるニーズに応えることが、企業価値を高め、株主共同の利益に資するのか、企業としてしっかりと見極めるとともに、IR や対話を通じ、企業自身や他の株主と意見や利害を異にする株主に対しては、丁寧かつ力強く説明を続けることが求められる。

[21] 伊藤レポートでは、「IR の機会などで投資家に対して ROE（自己資本利益率）や EVA（経済的付加価値）等の資本市場が重視する指標について語るようになった一方で、社内ではそうした経営指標に言及することなく、社内の論理を優先したり他の指標を掲げ」る動きを、悪しき「ダブルスタンダード」経営と称し、1990 年代後半以降、日本企業の資本効率や企業価値向上という視点の欠如ないし希薄化をもたらした要因となったとして批判している。

これまでの株式に係る財務資本戦略は、投資家ニーズの広がりを踏まえたものではなかった

これまでの日本企業の株式に係る財務資本戦略は、必ずしも株主や投資家のニーズの広がりを踏まえたものではなかった。負債については、銀行からの相対借入のみならず、直接市場における社債・コマーシャルペーパー、市場型間接市場調達としてのシンジケートローン、その他にもデリバティブの活用やコミットメントライン・ノンリコースローン・流動化等、調達手法の多様化が大きく進展しており、投資家ニーズを踏まえた上で、どのような調達手法を活用するかということが、重要な検討課題となってきた。しかし、株式については上場企業における種類株式等の活用は極めて少なく、一部の限られた事例を除いては、専ら普通株式による対応が続いてきた。

海外では、株式における多様な形での資金調達

一方、海外では種類株式等を活用して、株式においても多様な形での資金調達が行われている。例えば、米国においては 400 銘柄を超える優先株式が上場されており、優先株式による増資が一般的な資金調達手法として活用されている。Google や Facebook に代表されるように、IPO における複数議決権株式の活用も数多く行われている。欧州では、中長期保有株主に対する優遇策の導入が検討されたり、実際に導入されたりしている。2014 年にはフランスが 2 年以上株式を保有する株主の議決権を 2 倍にするフロランジュ法を制定した他、イタリアも同様の制度を設けた。EU においても株主の権利指令改正案の採択により、加盟各国で中長期保有優遇策（議決権追加付与や配当・キャピタルゲインに対する税制優遇等）の導入義務付けが議論されている状況にある。

これまで、日本企業における種類株式の活用が米国に比べて限定的なものに止まっているのは、法制度が整備されてから、まだ間もないということが考えられる。米国では、多くの州が会社法のモデルとしている規範事業会社法においては、従来から、定款での規定により種類株式の柔軟な制度設計が認められていた。上場制度についても、1988 年に制定された SEC 規則により、IPO 時に議決権種類株式を自由に活用することが認められていた。一方で、日本において多様な種類株式が発行可能になったのは、2001 年の商法改正、2005 年の会社法制定を経てのことである。また、東証における種類株式上場制度の整備は、2006 年に検討が始まり、2008 年に公表された「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」において具体的方針が定められ、制度整備が初めて行われた[22]。この制度に対しては、上場審査基準が不明確で制度の利用を妨げているとの指摘もあったため、上場審査基準の明確化が行われたが、その実現は 2014 年のことである。

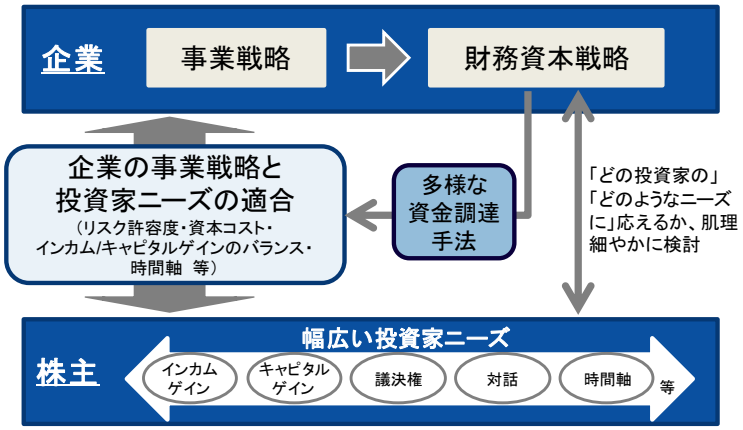
投資家ニーズの広がりを踏まえた財務資本戦略の多様化が求められる

今後は、それら法制度の定着を踏まえ、日本においても投資家ニーズの広がりを踏まえた多様な財務資本戦略を検討していくことが求められる（【図表 14】）。先ず企業が自らの事業戦略を踏まえてあるべき財務資本戦略を明確に描く必要があることは言うまでもない。その上で、具体的な資金調達手段を決定する際に、従前よりも多様な選択肢を想定し、「どの投資家の」「どのようなニーズに」応える手段が財務資本戦略に最も資するのかを、肌理細かく検討する事が重要になる。逆に言えば、多様な選択肢を採りうることを前提に、財務資本戦略を策定する必要があるともいえよう。この様な取組みは、結果として、リスク許容度や、資本コスト、投資家に報いる際のインカムゲインとキャピタルゲインのバランス、投資家に期待する時間軸など様々な観点で、企業の

[22] 当該報告書において、「従来は、上場株式は、議決権種類株式でないことが暗黙の前提とされてきた」との指摘もなされている。

戦略と投資家のニーズを適合させ、いわゆるエージェンシー問題[23]を緩和することにもなろう。現行の種類株式制度や上場制度といった枠組みでも、投資家ニーズの広がりを踏まえた財務資本戦略の多様化は可能になっており(【図表 15】)、今後は斯様な制度の積極活用が求められよう。

【図表 14】投資家ニーズの広がりを踏まえた財務資本戦略の多様化



(出所)みずほ銀行産業調査部作成

【図表 15】企業・投資家のニーズ・判断軸と対応する株式の種類

ニーズ・判断軸	対応する株式の種類	
インカムゲイン	剰余金の配当	剰余金の配当につき異なる定めを規定 (優先配当・多額配当 等)
キャピタルゲイン	取得請求権付株式	予め取得価格を定めることで価格下落リスクを除去
残余財産分配権	残余財産の分配	残余財産の分配につき異なる定めを規定 (優先・劣後 等)
議決権	議決権制限株式 (含む無議決権株式)	株主総会において議決権を行使できる事項について異なる定めを規定
	複数議決権株式	議決権数の異なる株式の発行(単元株制度を活用して、IPO時にのみ活用可能)
時間軸	譲渡制限付株式	譲渡による当該種類株式の取得について当該株式会社の承認を要することの定めを規定

(出所)各種資料よりみずほ銀行産業調査部作成

例えば、エンゲージメントの必要性・有効性についての認識のギャップの拡大といった投資家の変化に対しては、保有者において議決権行使の負担がない無議決権株式を活用するといったことも考えられる。無議決権株式は、議決権行使負担をなくすことにより、投資コスト低減を実現する。無議決権株式もインデックスに採用される事になれば、パッシブ投資家も投資可能になり、流動性も確保されることになる。パッシブ投資は運用リターンによる差別化が難しく、コスト競争力が重要な差別化要因となるため、無議決権株式の活用はパッシブ投資家のコスト低減ニーズに応えるとともに、企業の資金調達手法の多様化に繋がると考えられる。

[23] 株式会社においては、プリンシパルである株主が、エージェントである経営者に企業経営を委任するというエージェンシー関係が成り立っているが、この関係性において株主と経営者の利害の不一致が発生すること。

財務資本戦略の多様化による、中長期保有株主の拡充

また、投資家ニーズの広がりを踏まえた財務資本戦略の多様化は、中長期保有を志向する株主を増やして経営の安定性を高めることで、企業の中長期目線での事業運営を可能にすることにも繋がろう。例えば、第3節で述べたトヨタ自動車の AA 型種類株式の発行は、その先駆的取り組みと言えよう。発行価額での取得請求権や、毎年 0.5%ずつステップアップする優先配当の付与、5年間の譲渡制限等を組み合わせることにより、次世代技術に投資し新たな成長フェーズを創出しようとする中長期目線での事業運営方針に適した資金調達を実施した。当該株式には個人投資家から募集の 5 倍の需要があったとされており、企業の事業戦略と投資家ニーズの適合が図られたとも言えよう。当社は普通株式の自己株取得も同時に実施しており、その目的は希薄化の回避とされているものの、中長期目線の個人投資家を拡充し、その他投資家と入れ替えるという、株主構成についての主体的なマネジメントの意図をも読み取ることができよう。

これまでも、日本企業は個人投資家拡充に向けた個人 IR や、海外機関投資家に対しても投資家属性を踏まえたターゲッティングに基づく IR など、株主構成をマネジメントするための取組みを実施してきた。しかしながら、先述の通り今後の日本企業の株主構成は、株主別の投資フローという外部環境に大きな影響を受けることにもなる。このような流れもある中で、企業が自社の株主構成を、事業戦略により適したものに近付けていくには、IR への取組みに止まらず、財務資本戦略の多様化による、より積極的な取り組みも重要になろう。

企業価値向上により、結果としての株主共同の利益を実現

一方で、財務資本戦略を多様化することが、押し並べて全ての株主から歓迎されるとは限らない。例えば、種類株式を発行した場合、投資家のニーズに合致して円滑に発行できたとしても既存株主の一部に不満が生じる可能性や、その設計如何によって株主間の利害対立を複雑化させることの可能性を否定できないのは事実である。実際に、先述のトヨタ自動車の AA 型種類株式においても、最終的には株主総会において 75%の賛成でその発行が可決されたが、海外機関投資家からの反対の声は多く、議決権行使助言会社においてもグラスルイスが賛成を表明する一方で ISS は反対を推奨するなど評価は分かれた。しかし、種類株式の活用が企業価値向上に向けた事業運営を支えるために真に必要なものであるならば、株主共同の利益に資するものとして肯定され得るものであろう。財務資本戦略の多様化による企業価値や資本効率の向上に取り組む企業には、最終的に企業価値を高め、結果として株主共同の利益を実現していくために、対話を通じて企業と株主との意見の相違や株主間の利害対立を克服しようとする主体性と強い意志が必要である。

中長期保有促進策導入検討は一考の余地あり

財務資本戦略の多様化は、政策的な制度改正によってももたらされうる。例えば、東証の上場制度については、議決権種類株式の上場審査基準の明確化が実現はしたものの、その対象となりうるのは、事実上一部の特殊な会社に限られている面は否めない[24]。投資家ニーズの幅が広がっていることを踏まえると、上場時に厳格に審査するよりも、米国のように投資家の判断に委ねるといった、スタンスの柔軟化も求められよう。加えて、フランスのフロランジュ法に代表される昨今の「中長期保有促進策導入」の議論は、政策的な財務資本戦略の多様化として理解されるべきものであり、日本においても一考の余地はある

[24] 2013年11月・12月に、議決権種類株式の上場制度の見直しを目的として開催された東証の上場制度整備懇談会においては、「利用する会社がいたずらに増加することは望ましくない。利用できるのは、事実上一部の特殊な会社に限られることが分かるようにすべき」との意見が出されていた。

ものと考えられる。

議決権優遇は将来に係る責任負担とのセットでの検討

しかしながら、フロランジュ法のように、過去の保有期間に応じて議決権を優遇する制度には問題がある。議決権は将来に影響を及ぼす意思決定に係る権利である。過去において中長期にわたり保有していたからといって、明日売却することを考えているかも知れない投資家も含めて一律に、将来に係る権利を優遇することは、必ずしも合理的とは言い難いと考える。エンゲージメントについての「責任・負担と効果・効率のギャップ」等から議決権に対するニーズも一様ではなくなる状況においては、全ての投資家が議決権優遇を望むとも限らない。将来に係る権利である議決権で優遇すべき株主がいるとすれば、将来の一定期間において株式を保有し続けることを確約し、経営者と共同で企業の将来に責任を負担する意思のある株主であろう[25]。こうした株主を優遇しようとするならば、譲渡制限と議決権を連動させた設計の種類株式を発行する等、企業毎の取組みによって実現する動きを、政策としては配当やキャピタルゲインへの税制優遇等で支援すべきではないだろうか。

6. 最後に

今後想定される株主の変化に対し日本企業には、資本効率の向上や、エンゲージメントに対する真摯かつ積極的な対応や、投資家のニーズの広がりを踏まえた財務資本戦略の多様化といった取組みが求められる。

ステークホルダーにおける株主のプレゼンスが高まる状況下においては、斯様な株主のあり様の変化に対する対応力の巧拙が、経営の安定性の確保や、エクイティによる円滑なリスクマネー調達の遂行の可否を通じて、企業が持続的成長を実現できるか否かの分水嶺となろう。

日本企業が、エンゲージメントへの対応に伴い株主との間で信頼関係を構築し、「結果」としても株主の期待に応えることで株主との調和を実現することにより、製品・サービス市場のみならず、資本市場からも高く評価される、真のグローバルエクセレンス企業となることを期待したい。

みずほ銀行産業調査部
事業金融開発チーム　矢澤　一平
中　美尋
総括・海外チーム　大野　真紀子
ippei.yazawa@mizuho-bk.co.jp

[25] こうした株主には、経営者自身や創業家等、経営を直接担う株主も含まれよう。

みずほ産業調査 ／ 54　　2016　**No.** 1　　平成28年 3 月 1 日発行

© 2016　株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社
本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。
本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

編集／発行　みずほ銀行産業調査部　　東京都千代田区大手町1-5-5　Tel.(03)5222-5075