

## 日本の上場企業の資本生産性向上に向けた提言

野村総合研究所  
上席研究員

堀江 貞之



みずほ証券経営調査部  
上級研究員

(京都大学経営管理大学院 特別教授)

杉浦 秀徳

日本の上場株式の資本生産性を高めるには、何が必要か。小林・中神論文では、日本の株式市場を活性化し資本生産性を向上させるには、年金ファンド等のアセット・オーナー、運用会社、投資先企業の全体を「責任連鎖」と捉え、それぞれが資本生産性を意識した行動を行うことが不可欠であると指摘した。本稿では、上場企業の株主である、アセ

ット・オーナーや運用委託を受けた運用会社が、企業価値向上を含む戦略事項について上場企業と対話を積極的に行うための施策について検討を行う。対話を通じ、企業経営者への監視機能を強化することが、長期の資本生産性も意識した経営を促すと共に経営規律を高め、資本生産性改善につながるとの仮説の下で、どのような対応策が考えられるのかを考察する。また企業側の資本生産性改善に向けた意識改革も必要である。そのためのガバナンス改革案についても触れてみたい。

まず日本の株式市場における投資家(株主)と投資先企業の間での対話の現状についてまとめ、その上でどのような方法で両者の対話を促進させることができるのかを提示する。

### 〈目次〉

1. 投資家と投資先企業の対話の内容
2. Engagement活動に熱心な機関投資家
3. 日本の株式市場における投資家分類
4. Engagement活動を活発化させる施策
5. 上場会社のコーポレートガバナンスコードの充実と導入促進

## ■ 1. 投資家と投資先企業の対話の内容

ここでは、投資家と投資先企業の対話を含む関わりを「Engagement活動」という言葉で表す。企業経営者の活動に関心を寄せる投資家は、株主総会での議決権行使や株主提案を行う他、経営者と経営方針について議論を行うなど、多様な関わり方を行っている。投資家側からの活動だけでなく、経営者が経営戦略に関して投資家に意見を求めることもある。Engagement活動といっても実に様々な内容が存在する。活動は大きく、「議決権行使」、「株主提案」、「個別の議論・提案」、「株主間の意見調整」、「経営・業務執行」の5つに分けることができる。多様なEngagement活動の中で、企業の資本生産性改善に資するものは何かを考えながら、その内容を確認しておきたい。

1番目の「議決権行使」と2番目の「株主提案」は、株主総会の議案に関連する。国により、株主総会で決議できる議案内容に差があること、また議決権行使を株主の権利としてどのように位置づけるかなどにも違いがあるため、その活動内容及び投資家の取り組み度合いは国によって大きく異なる。国際比較の観点からは、日本は株主総会での議案の内容が幅広い点に特徴がある。

この活動の中で、特に企業価値に関係があり各国の投資家が重要視しているのは、「取締役の選任」である。長期の企業価値を決める

要素として企業経営者の質は極めて重要であり、CEOなどの事業運営を行う経営者の選任権を有する取締役の質が特に企業価値に大きな影響を与えると考えられているからである。

3番目の「個別の議論・提案」は、日々の経営者の行動に影響を与える活動の一つである。この活動は非公開で行われることがほとんどである。企業経営者（取締役を含む）と投資家が経営に関する事項について相対で話し合い、経営戦略・資本構成等、多様なテーマを議論する。例えば、余剰資金の活用、ディスクロージャーの改善、債務レバレッジ比率の変更、成長戦略の提案など、株主総会の議案には直接関係しないが、企業価値に影響するテーマが多い。長期保有を前提としてアクティブ運用を行う運用会社は、定期的に経営者と会い、様々な経営課題について議論を行っており、その議論の内容を当該企業の長期の企業価値評価において重要な情報と考えている。

4番目の「株主間の意見調整」は、ある投資家が異なる意見を持つ投資家を説得し、自分の考え方が正しいことを納得させる活動を指す。投資家の経営方針に対する見方は一様ではなく、時により投資家間で意見の対立が生じることがある。意見が一致した場合には共同で企業に対して提案を行うこともあり、その場合は共同Engagement活動という言葉で呼ばれる。経営者を投資家が支援し、その経営方針に対立する投資家に対して、企業価値向上を目指す共通目標を持ち、共同で対応している例もある。

5番目の経営及び業務執行は、さらにコミ

ットメントの高い活動で、企業価値に与える影響が最も大きい。プライベート株式ファンドなどが、50%以上の株式を取得し支配権を握った上で会社を非上場化し、経営者交代、事業再編、策定した経営計画の実行など、企業価値向上につながると彼らが考える業務を支援するのである。

## ■ 2. Engagement活動に熱心な機関投資家

高い資本生産性を維持している、もしくは維持すると見込まれる企業を長期に亘り保有し、顧客に対して高リターンを提供しようとする投資戦略を採用している運用会社ほど、様々な形で投資先企業と熱心にEngagement活動を行う傾向が強い。その活動を通じて、投資先企業の企業価値をより深く理解することができ、また場合により企業経営者に対して価値向上に対するアドバイスも行うことができるからである。前述のEngagement活動のうち、5番目の活動は企業のインサイダーとして行う活動であり、機関投資家が行う一般的なEngagement活動とはなりえないので除外して考えると、その他の4つの活動はどれも企業価値に深く関係するもので、あらゆる機会を通じて企業と関わり合い企業価値を真剣に評価しようとしている。

ある企業経営者はこのような運用会社を、「優秀な社外取締役の役割を担ってもらっているように感じる。」という言葉で表現して

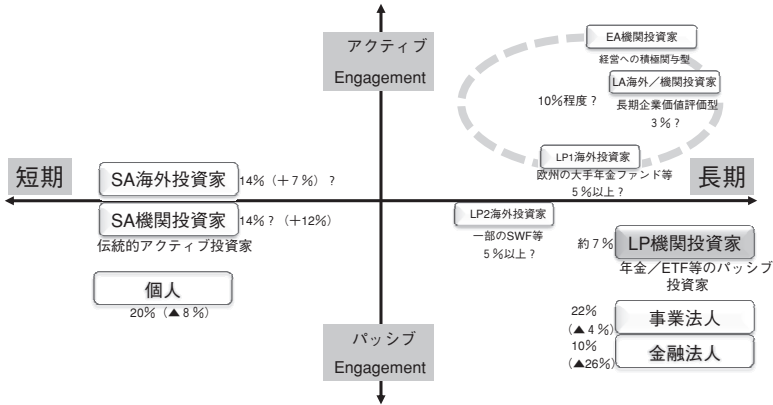
いる。優秀な運用会社は、企業価値に深い洞察力を持ち、優れた監督機能を果たすことができるということであろう。従って日本株式の資本生産性を向上させるには、このような長期に亘り企業とのEngagement活動を熱心に行う投資家を増やすことが重要である。

## ■ 3. 日本の株式市場における投資家分類

では現在の日本の株式保有者の中にそのような特徴を持った投資家がどの程度いるのだろうか。ここでは投資家の特徴を、保有期間とEngagement活動の活発度合い、という2つの軸で分けて考えてみたい。図表1は2つの軸で分けた場合の実際の投資家の分布状況を推計したものである。

一目見てわかるのは、日本の株式市場では、アクティブなEngagement活動を行っている投資家(図表の上半分)が少ないことである。全体で1割弱のレベルだと考えられる。もう1つの特徴は、長期で株式を保有する投資家(図表の右側)がかなり存在することである。全体で、半分弱は長期投資家ではないかと推計される。この比率は、欧米と比べて相対的に高いと考えられる。長期投資家は、長期保有を前提に投資をしており、企業と経営戦略等についてじっくりと話し合う動機が強く、Engagement活動に熱心なのではないかと考えられる。しかし、現実には長期投資家の多くは、Engagement活動にあまり積極的ではない。

(図表1) 保有期間とEngagement活動から見た日本株式の投資家分類と保有比率



(注1) 括弧内の数値は1981年との差

(注2) SA: 短期アクティブ運用、LA: 長期アクティブ、EA: Engagement型アクティブ、LP: 長期パッシブ運用  
(出所) 各種資料を下に野村総合研究所が作成

というのも、日本の長期投資家は持ち合いやパッシブ運用が多いからである。例えば、持ち合いでは、投資から高い経済リターンを求めるといふより、親子上場を含むビジネスでの関係強化を狙うといった理由で保有している。また株価指数に追随するインデックス運用では、運用報酬が低くあまりコストを掛けることができないため、Engagement活動を積極的に行うことが難しい。日本株式では、このような「物言わぬ長期投資家」が全体の約4割を占めると考えられる。

一方、保有期間が短いアクティブ運用を行う投資家はそもそもEngagement活動にはあまり熱心ではない。彼らは四半期といった短期の業績予想に焦点を当て、市場コンセンサスと自分の予想値の差に基づき、保有比率を決定する。市場に織り込まれた情報が何かを特定することに力を入れているため、短期の

業績にあまり関係のないEngagement活動に関心が薄いのである。

日本の上場株式の機関投資家の中で、Engagement活動に熱心な投資家が少ない状況をどう変化させていくのか。この割合を高めていけば、日本企業の資本生産性に関心の高い投資家が増え、資本生産性向上への経営規律が働くのではないかと考えられる。

#### 4. Engagement活動を活発化させる施策

日本の株式市場で、企業の資本生産性を高めるには、投資家のEngagement活動を活発化させ、企業経営者にこの課題の重要性を気づかせる経営規律を働かせることが重要である。そのためには、ここまで述べたような日本の事情を考慮した、実効性のある施策が必

要となる。ここでは以下の4つの施策を提案してみたい。

- (1) 公的年金ファンドのガバナンス改革
- (2) 運用会社自身のガバナンス改善
- (3) 日本版スチュワードシップコードの制定
- (4) アセット・オーナーの責任の自覚

### (1) 公的年金ファンドのガバナンス改革

日本は海外の株式市場に比べ長期投資家の占める割合が5割弱と相対的に高いが、「物言わぬ長期投資家」が全体の約4割を占めると先ほど述べた。この物言わぬ長期投資家の何割かをEngagement活動に熱心にさせることができれば、経営規律が高まり資本生産性改善に大きな役割を果たすだろう。

ここでは、推計総額で150兆円、日本株だけでも20兆円以上を保有する公的年金ファンドにおいてEngagement活動を積極化させる案を提案してみたい<sup>(注1)</sup>。公的年金ファンドの投資行動が変化することで、他の機関投資家に良い影響を与えることは間違いないからである。

現在の公的年金ファンドにはEngagement活動を積極的にできない制約条件がある。例えば、資産運用にあまりコストを掛けてはいけないことであったり、国が民間の経営に影響を及ぼさないように配慮することを優先し、年金ファンドとして個々の議案に対する判断を行わない、といった制約条件である。120兆円の厚生年金積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、厚生労働大臣の定めた中期目標<sup>(注2)</sup>の中で国

の個別企業の経営への関与を排除することが求められており、自らは議決権行使を行わず、委託先の運用機関が決めたガイドラインを承認する形式を取っている。

Engagement活動を活発化させるには、このような制約条件を取り払うように、公的年金ファンドのガバナンス構造を変更することが不可欠である。すなわち、公的年金ファンドは定められたリスクの下でリターンを最大化することを目的とする資産運用の専門機関と明確に位置づけ、国から独立した理事会がファンドを監督するガバナンス構造にすることが重要である。

ガバナンス改革により、公的年金ファンドはコストを支払った上でできるだけ高いリターンを上げるよう行動を変えるはずである。これはなにも巨額の資金をアクティブに運用し高いリターンを上げることを求めているわけではない。例えば、パッシブ運用を自ら行う場合、保有比率の高い企業の中で資本生産性などに課題の残る企業の経営者と課題について議論するようなEngagement活動が考えられる。

また運用会社に委託する場合であれば、パッシブ運用の評価基準の中にEngagement活動などによって投資先企業の企業価値を向上させる努力を行ったかどうかを組み入れる、といった変更をすればどうだろうか。日本は、コストを掛けず何もしないで株式市場全体の高いリターンが見込める状況ではなく、投資家が企業と協同して企業価値を上げる努力を



---

すべきだからである。

巨大な資金を運用する公的年金ファンドが国民から預かった資金を最大限活用して、企業価値を上げるように行動することは、「専ら年金加入者の利益のため、長期的な視点から安全かつ効率的に行う」という年金資産運用の目的に沿った投資行動であり、投資家としての当然の責任である。ガバナンス改革により、その当たり前の投資行動を促進すべきであろう。年金はリスクを最小化すべき（だからEngagementをやらずにパッシブな運用に徹すべき）との議論があるが、パッシブ運用でも元本割れリスクをとっていることに変わりはなく、Engagementをやらないことは、正当化できない。分散投資でリスクを分散すべきだが、個々の投資先に対してはEngagementをすべきであろう。

## (2) 運用会社自身のガバナンス改善

運用会社自身のガバナンス改善も投資先企業の資本生産性改善に効果があると考えられる。自らの投資行動の透明性を高めることが、投資先企業に対して積極的にEngagement活動を行う条件だと考えるからである。

運用会社が投資先企業に対してガバナンス改善を求めるのであれば、利益相反のディスクロージャーの開示など、自らのガバナンスについて改善するのが先である。運用会社において、自社の利益と顧客の利益が相反することは避けられない。例えば、運用資産額を増加させると運用収入が増加するが、一方で投資戦

略によっては運用規模の増加によって運用自体が制約を受けリターンを高めることが難しくなり顧客のためにならないこともある。

またある顧客の利益とリターン向上という投資目的の間で齟齬が生じる場合もある。例えば、ある事業会社の年金ファンドが顧客のケースを考えてみる。運用会社とその年金顧客のスポンサーである企業に投資しており、経営戦略の実行が長期の企業価値を損ねると運用会社が判断したとしよう。しかし、スポンサー企業の経営者は、その年金ファンドを通じて、運用会社に対して経営戦略に賛成するように要請することもあるだろう。

運用会社の多くは株式会社であり自らの利益を増やすことは当然のことだが、同時に他人の資金を運用するために生じる重い受託者責任を負っている。従って、公開企業以上に、顧客利益を最優先させる経営方針が不可欠であり、それを対外的に説明する責任を負うと考えるべきである。例えば、取締役の中に運用会社の利益ではなくもっぱら顧客利益を優先させる専門家を招き、経営方針に反映させるといった努力をすべきなのではないか。通常の事業会社と同じく、対外的な顧客視点を入れて経営を行うことが、運用会社に求められていると言える。

## (3) 日本版スチュワードシップコードの制定

運用会社のガバナンス内容は、できれば対外的に公表し、外部からその内容を確認でき

る形にしておくことが望ましい。例えば、英国スチュワードシップコードでは、運用会社は利益相反に対処する頑健な方針を持ち、対処方法を公表すべきとの規定がある。すべての顧客・受益者の利益を優先して投資することが機関投資家の義務であるが、上記のように様々な活動での利益相反は避けがたい。従って、利益相反政策を制定および管理しその政策を公表すべきであるとしているのである。日本においても運用会社が自らのガバナンス構造に関わる規定を設け、投資行動の透明性を高めることはEngagement活動を促進させる上で重要なのではないか。その上で、投資先企業に対して、どのようなEngagement活動を行うのかの方針を開示することが、投資家責任を果たす1つの条件になると考えられる。

利益相反関係についてはすべての運用会社が一律に開示すべきものと考えられるが、投資先企業に対するEngagement活動は、すべての機関投資家が一律に実施すべきというものではない、という点には注意が必要である。ヘッジファンドのように主として短期のトレーディングによって収益の源泉を得ている運用会社にとって、投資先企業に対し長期のEngagement活動をすることは理に適ったこととは思えない。英国と同じように「Comply or Explain<sup>(注3)</sup>」のルールに従い、Engagement活動をしないことを明確にした上で、その理由を説明する、といった柔軟な考え方でルール化しておくことが実効性を担保する上で重要である。

英国の運用会社は、Engagement活動はあくまで顧客のリターンを高めるために行うことを明確にしている。投資金額が大きい企業や保有比率が高い企業など、リターンに与える影響が大きい投資先を優先してEngagement活動を行う、といった優先順位付けを行っているのである。何らかのルール化をするにしても、「年に1回はCEOに会うべき」といった、企業価値をあまり意識しない形での一律の文言は避けねばならない。

#### (4) アセット・オーナーの責任の自覚

ここまで主として運用会社に投資先企業に対するEngagement活動を活発化させるための施策について述べてきたが、別の課題もある。大きな課題は、アクティブに運用を行っている運用会社の多くが、何らかのベンチマークを意識した短期運用を行っていることである。ベンチマークとの相対運用と短期運用が主流の日本では、長期の企業価値に対するポートフォリオ・マネジャー（PM）の関心が薄いだけでなく、相対リターンが悪化するリスクを考え、ベンチマークの時価総額に基づき業績に見通しを持たない企業にまで分散投資を行い、個々の企業への投資割合が低くなる傾向が強い。

このような運用が多いのは、運用会社だけでなく、運用を委託するアセット・オーナーの責任でもある。つまり、四半期といった短期でパフォーマンス評価などを行うため、解約になることを恐れ、運用内容が短期化して

いるのではないか、という問題である。

運用会社の顧客であるアセット・オーナーには投資を短期で評価する制度的な要因が存在する。例えば、企業年金ファンドは、年金ファンドの運用結果がスポンサーである企業の決算に影響を与える。そのため、単年度の企業決算を意識し、どうしても毎年の運用成績にこだわる傾向がある。3から5年間といった中長期の投資を行うように運用会社に言葉で言うのは簡単だが、現実には単年度の運用成績を気にせざるを得ないのである。

このような課題を克服することは容易ではないが、幾つかの手立てが考えられる。1つの方法は、投資家として日本企業の資本生産性を上げ、最終的には株式投資のリターンを上げることに責任を負っていることを意識してもらうことではないか。例えば、意識の高い企業年金ファンドの運用管理担当者は、長期的な観点から優良な企業に資金を配分し、短期的に大きな変動を甘受して長期リターンを高めることが重要だと考えている。このような企業年金ファンドを増やすには、英国のように、アセット・オーナーにもスチュワードシップコードのような運用委託の指針を設定し、Engagement活動への意識を高めてもらうことも効果があるかもしれない。

また運用委託の指針の中に、委託先の運用会社に対し長期の視点を意識するように動機付ける内容を組み込むことも効果があるかもしれない。例えば、あらかじめ決めた長期の絶対リターンに対して超過リターンを得れば

成功運用報酬を支払うといった、長期投資を促す動機付けをすることも効果があるだろう。ICGN<sup>(注4)</sup>では長期投資を促進させるための投資ガイドラインの雛形を作成しており、日本の機関投資家が参考になる部分もあると考えられる。

企業会計制度の変更を促し、長期の株式投資を奨励する手立ても考えられる。例えば、年金ファンドで長期の株式投資を行っている部分について、企業会計上、損失額を繰り延べるオプションを追加する、といった方法が考えられるのではないか。

## ■ 5. 上場会社のコーポレートガバナンスコードの充実と導入促進

アセット・オーナーと運用会社の、企業監視機能の強化を中心に、企業の資本生産性向上に対する改善策を考えてきたが、企業自身が資本生産性向上に前向きになることが目的を達成するために最重要であることは明らかである。例えば、英国スチュワードシップコードの前文にも、上場会社に関するスチュワードシップの責任は取締役会と投資家が共有するが、第一義的な責任は、経営陣の活動を監視する取締役会であることが明記されている。ここでは、上場企業が、コーポレート・ガバナンスをどう改善させて、資本生産性向上に寄与すべきか、論点を整理してみたい。

日本におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論は2009年にいったん収束に向かっ



た経緯がある。その年に金融庁の金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」、経済産業省「企業統治研究会」、東京証券取引所「上場制度整備懇談会」がそれぞれ報告書をまとめ、12月に東京証券取引所から「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の改訂版（初版は2004年）が公表された。その内容は2004年に公表されたOECDコーポレート・ガバナンス原則を踏まえたものであった。ソフトローを中心とする規制の流れ、内外投資家の考え方を意識した原則、は既に存在していると言える。また、企業側の動きとしては経団連が同年4月に「より良いコーポレート・ガバナンスを目指して（主要論点の中間整理）」を公表し、「コーポレート・ガバナンスについての基本的考え方」として以下の内容を示している。

- ・①不正防止、②競争力・収益力向上の観点から、長期的な企業価値の増大に向けた企業経営の仕組みをいかに構築するか、という問題
- ・企業の多様かつ自主的な取り組みを活かすことができる柔軟性の高い枠組みが必要
- ・形式でなく、実質に着目した実効性のある取り組みが求められる

2011年に発生した大王製紙、オリンパスの不祥事は、コーポレート・ガバナンスに関する議論を再燃させると同時に、「①不正防止」の観点から「形式でなく、実質に着目した実効性のある取り組みが求められる」ことを浮き彫りにした。また、「日本再興戦略」につ

ながる成長戦略策定の流れの中では「②競争力・収益力向上」の観点からもコーポレート・ガバナンスのあり方に関する議論が進められている。例えば社外取締役導入の議論においても、第三者の視点を入れることで不正防止を目指す視点に加えて、多様性を確保することで企業成長に貢献することも期待されている。前述の日本版スチュワードシップコードの項目において「英国の運用会社は、Engagement活動はあくまで顧客のリターンを高めるために行う」ことを指摘したのと同様に、コーポレート・ガバナンスを再考するにあたっては、競争力・収益力向上を通して投資家（株主）のリターンを高める、との視点は不可欠であろう。既存の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則（東証2009年12月22日改訂版）」（以下「CG原則」）をさらに充実させ、実効性を高めるために以下の3つの施策を提案したい。

- (1) CG原則に株主が要請する内容を追加する
- (2) CG原則導入に関する上場規則を強化する
- (3) 企業経営者の資本生産性向上へのインセンティブを高める

#### **(1) CG原則に株主が要請する内容を追加する**

##### **資本生産性向上**

CG原則における「1. 株主の権利、○留意点、①株主の基本的な権利の尊重、b. 株主への利益還元の機動的な実施」の項目に「資本生産性の向上」を明示することを提案した

い。CG原則は冒頭で「上場会社の企業活動は、収益を上げ、株主にとっての企業価値を高めることを主要な目的として行われる」と述べている。株主が最も重視する利益指標はROEである。資本生産性を向上させ、エクイティスプレッド（ROE－資本コスト）を中長期的に拡大することで、初めて「株主への利益還元の機動的な実施」が可能となる。東京証券取引所は2012年に企業価値向上表彰を新設し、資本コストを意識した経営の実践等を基準に高評価の企業を表彰している。また2013年に入りROEを主な基準とする新株価指数の導入に向けて準備を進めている。CG原則の中で、具体的な「資本生産性の向上」の内容については表彰や新株価指数採用の評価基準を参照すること、とすれば環境に合わせた基準変更も可能となろう。

#### 株主の意思の取締役会・監査役（会）等への反映

CG原則における「5. 取締役会・監査役（会）等の役割、○留意点①取締役会・監査役（会）等による経営のモニタリング」の項目として「株主の意思の取締役会・監査役（会）等への反映」を加えることを提案したい。経営のモニタリングをする主体に、株主の意思をダイレクトに反映させたいとの意図である。上田・杉浦論文で見たようにドイツでは、取締役会の上位にある監査役会が株主代表と労働者代表の半数ずつで構成されている。スウェーデンでは、株主代表による指名委員会が取

締役会の候補者リストを作成し、株主総会に諮るとともに取締役報酬の決定権限も持つ。日本企業のように社内出身者が中心の取締役会が、役員候補者を提示し、株主がその候補者に賛成・反対の意思を示すのみでは、株主の意思が取締役会・監査役（会）等に反映されるとは言えない。取締役候補指名のプロセスに株主（あるいはその役割を代行する独立社外取締役）が関与することが望ましい。しかし、次善の策として社外取締役が事後的に取締役の適正をチェックする役割を担うのであれば、当然一定の基準以上の独立性と、一定の影響力を持つ人数が必要ということになる。

#### (2) CG原則導入に関する上場規則を強化する

現在、東京証券取引所は「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」の基本的な考え方と留意点を示し、「有価証券上場規定」の第4節「企業行動規範」の第2款「望まれる事項」に区分しているが、これを第1款「遵守すべき事項」に区分変更することを提案したい。英国と同様に「遵守か説明か」の原則とすれば、企業の多様かつ自主的な取り組みは尊重したうえで、株主への説明責任を強化することができる。ドイツにおいては会社法で導入を義務化したうえで、その内容は民間の専門委員によって策定される。現在、日本では経済財政諮問会議の専門部会で公益を重視する「目指すべき市場経済システム（いわゆる『日本型資本主義』）」が議論されている。

CG原則に「資本生産性向上」を加えたとしても、株主のみでなく公益やステークホルダー全般を重視する経営を行うべきとの反論はある。その場合でもCG原則とは異なる（遵守しない）考え方を明確に説明することが望ましい。その経営方針に共感する投資家を集めるアナウンスメント効果も期待できる。

東京証券取引所は2006年から「コーポレート・ガバナンス報告書」の提出・開示を要請し、2007年から「コーポレート・ガバナンス白書」を隔年で発行することで内容の分析を進め、投資家に周知している。「遵守すべき項目」としてCG原則導入を強制することが難しいのであれば、CG原則の採用状況や採用企業における原則遵守と独自基準採用の分類等について情報開示が望まれる。その情報はEngagement活動を促すうえで一定の貢献が期待できる。

日本企業が重要視する「多様かつ自主的な取り組みを活かす」、「形式ではなく、実質に着目した実効性のある取り組みを求める」との内容は、東証がCG原則導入を強く促すことによって損なわれることはない。市場という公共財を使い、不特定多数の投資家が株主（あるいは潜在的株主）となる以上、説明責任は強く意識する必要がある。CG原則を通して自社の考え方を積極的に開示することが望まれる。

### (3) 企業経営者の資本生産性向上へのインセンティブを高める

上場企業が資本生産性を上げ、株式のリタ

ーンを上げることは、日本の経済的な発展と個人（国民）の生活水準の向上につながる。株式市場は国民富の運用の場である。企業経営者はEngagement活動を通して投資家との共同作業を進めることで国民の老後を明るくすることができる。個々の企業は再投資だけではなく、市場に資金を還元することによっても資本生産性を上げることができる。経営者は公共財としての市場の維持・発展に貢献する責任がある。

また、経営者と株主の利害を一致させ、経営者のモチベーションを高めるためには役員報酬の設計は重要である。単に報酬水準を上げ、業績連動を高めるだけでは、経営者の短期主義を誘発する懸念があり、日本企業の実情にも合わない。よって中長期的な資本生産性向上のため以下の要素を満たす役員報酬の導入を望みたい。

- ・固定報酬を半分以下に抑える
- ・業績連動は資本生産性指標を基準とする
- ・株式報酬型ストックオプション<sup>(注5)</sup>を用いる
- ・権利行使期間は一定期間後（例えば3年）とする

立派なCG原則を作成し、その形式要件を満たすだけで企業価値向上を期待することはできない。企業経営者の大きな視点と直接的なインセンティブによってCG原則運用の実効性を高めることが重要であろう。

## ■ 6. 資本生産性倍増に向けた政策支援

小林・中神論文で示された資本生産性の倍増（「低資本生産性の山」を10ポイント右方に動かす）のためには、当局による政策支援も一体となって進める必要がある。「日本再興戦略」に示された「グローバルメジャーあるいはグローバルニッチトップ」増加を目指す考え方、「開業率・廃業率を米国・英国レベルの10%台とする（現在の4.5%から倍増する）」とのKPI（Key Performance Index）の達成はとりわけ重要である。小林・中神論文の図3では日本市場は企業数が若干増加する中で、平均時価総額が増えていないという状況が示された。当局はこの状況を抜け出すために企業の新陳代謝を促進する施策を進めていくことが求められる。例えば企業再編を支援することで平均時価総額を増やす、倒産法を整備することで非効率な企業の退出を後押しするといったことが考えられる。すべての企業を残しながら資本生産性を倍増することはできない。

また、同じく「日本再興戦略」に示された「設備投資を年間70兆円に回復させる（2012年度の約63兆円から10%増加）」とのKPIは過剰設備・過剰在庫を招く懸念がある。今後、設備投資減税を行うのであれば、同時に「株主還元還付税」も検討すべきである。これは例えば企業の株主還元に対して10%の税金の

還付を行うといったことである。企業の過剰投資を抑えるとともに株主還元へのインセンティブを与える効果がある。当初財源として必要な資金は株主還元による株価上昇と還元された資金の消費効果によって回収できる可能性が高い。最終的な財政負担は設備投資減税と変わらない（注6）。

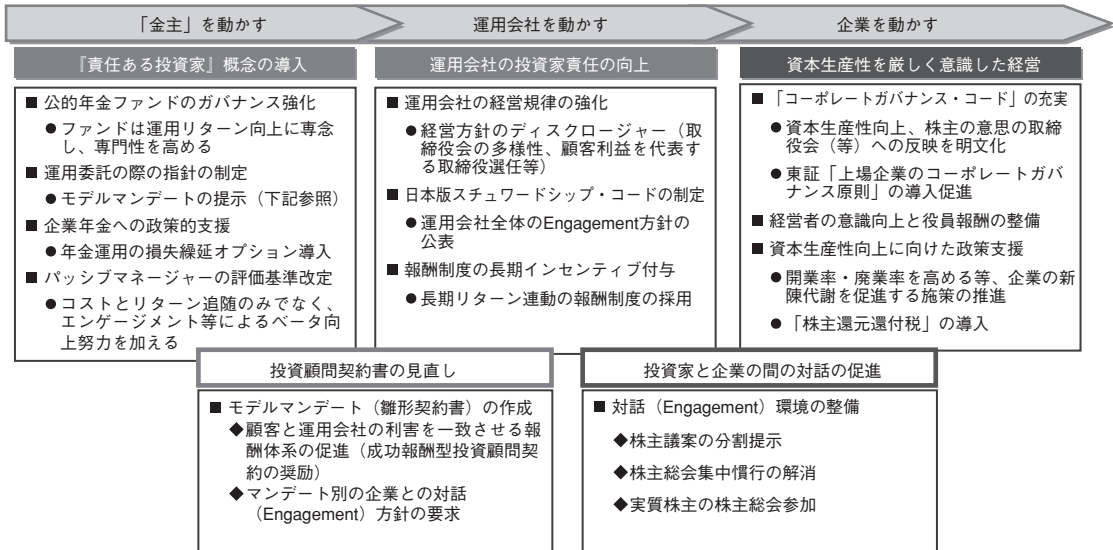
## ■ 7. 企業価値向上という共通目的の達成に向けて

これまでの提言をまとめたのが、図表2である。日本の上場企業の資本生産性を向上させるには、投資家と企業経営者双方が、資本生産性の向上に向けて、お互いをパートナーと認識して協力していくことが不可欠である。企業価値を長期に亘って向上させていくことが両者の共通の目的であることは明らかである。

過去10年以上に亘り、運用会社は日本株式投資においてどちらかと言えば価格競争に明け暮れ、投資家への価値を提供することができなかった。今後は公的年金ファンドの改革も視野に入れながら、差別化を意識した価値競争を行っていくことが不可欠である。その価値競争を通じて、顧客に付加価値を提供することが可能になり、日本企業の資本生産性が高まることにつながるだろう。一方、企業は高いキャッシュフローを継続的に生み出すことで、税金を支払い、雇用を拡大し、社会に貢献することが可能となる。

アセット・オーナー、運用会社、企業がそ

(図表 2) 日本の上場企業の資本生産性向上に向けた提言群



(出所) 『山を動かす』研究会

それぞれの本来の目的を明確に意識し、そのための行動を起こすことが鍵となる。そのためには、ここで提言した様々な改革を行い、企業価値向上に向けたバリューチェーンをポジティブに回していくことが不可欠なのである。

ここで述べた意見は筆者の個人的見解に基づいており、所属する団体とは無関係である。

(注1) 日本政府が成長戦略の中で公的年金ファンドを含む公的・準公的資金のガバナンス体制の改善などを求めており、改革機運が盛り上がっていることも提言を行う理由の1つである。

(注2) 「民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮すること」、「企業経営等に与える影響を考慮しつつ、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から、株主議決権の行使などの適切な対応を行うこと。」という目標が定められている。

(注3) 「Comply or Explain」とは、基準に対する準拠方針に従うかどうかを表明し、従わない場合はその理由を説明することを求めるもの。

(注4) International Corporate Governance Networkの略で、企業のコーポレートガバナンス改善を働きかける国際機関。

(注5) 通常型ストックオプションが株価上昇へのインセンティブが強いのにに対し、株式報酬型ストックオプション（いわゆる1円オプション）は株価下落時にも痛みが共有され株主との利害が一致しやすい。

(注6) 例えば投資減税において減価償却の一括計上を認めた場合は一定の条件のもとで投資額に対して、約5～10%の減税となる（早期費用計上による時間的価値）。