

2015年10月28日 全4頁

# ガバナンス改革に目を向ける海外投資家

## 日本のガバナンス改革を足がかりに企業との対話を求める海外投資家

金融調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 日本版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・コードの策定により、機関投資家と企業の対話を促す動きが活発化している。
- 海外の機関投資家の間でも、日本のコーポレートガバナンス改革に対する関心は高まりを見せている。

### 二つのコードが呼び起こす海外投資家の関心

2014年2月に機関投資家と投資先企業の対話を促すことを目的として、日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）が策定され、2015年3月には、企業の組織や行動に関する準則としてコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）が設けられた。二つのコードが作られたことで、企業と機関投資家の対話を活性化しようとする動きが力強さを増している。対話の活性化によって目指されているのは、企業価値の中長期的な増大だ。SSコードとCGコードに代表される企業のガバナンス改善への諸政策は、アベノミクスの「改革リストのトップアジェンダは、コーポレートガバナンスの改革である。」<sup>1</sup>と明言されている通りであり、成長戦略の重点課題となっている。

一方で、機関投資家行動の活発化は、企業側にとって株主総会運営を困難にする要因の一つにもなりかねない。また、企業側の経営計画と投資家側の関心に齟齬がある場合には、経営への思わぬ影響が生じることもあり得よう。

日本企業に投資をする機関投資家が、日本の投資家ばかりではないことは言うまでもない。国際分散投資の一環として日本株を持つ海外投資家は多い。年金基金や政府系ファンドといった、公的な資金は規模を拡大させる中で、日本株へのアロケーションも増やしており、日本株に占める海外投資家の持ち株比率は、30%を超えている。こうした海外投資家は、投資家と企

<sup>1</sup> 首相官邸「金融を中心とするビジネス関係者との対話 安倍総理スピーチ」（平成27年9月29日）  
[http://www.kantei.go.jp/jp/97\\_abe/statement/2015/0929business\\_speech.html](http://www.kantei.go.jp/jp/97_abe/statement/2015/0929business_speech.html)

業の対話の場面で、傍観者でいるわけではない。株式保有量が少なければ、わざわざ対話の主役を務めようとはしないだろうが、大きな保有があれば対話を主導する動機にもなる。対話の成果によって企業価値が増大すれば、株価も反応するが、株式保有量が多ければ多いほど利益も大きくなるからだ。また、コーポレートガバナンス改革が政策主導で進められていることも、海外投資家の行動を活発化させる理由となる。SS コードによって日本の機関投資家と企業の間に対話の機運が生まれれば、海外投資家との協調によって、企業への影響力を強めることができるからだ。

## 日本株への大きな配分

CalPERS (The California Public Employees' Retirement System) は投資先企業の経営への介入なども行う、いわゆる「もの言う株主」の代表格として知られている。1932年にカリフォルニア州職員のために設立された年金基金で、2014年12月末の資産額は約2958億ドル(35.5兆円)で米国最大規模の機関投資家だ。世界の多くの企業に投資を広げ、投資家として企業との対話に取り組んでいる。

図表1 CalPERSの国別株式投資(2015年6月30日現在)

国名	株式ポートフォリオに占める比率(%)	市場価値(億ドル)
米国	50.2	727
日本	9.9	143
英国	6.9	100
香港	3.4	50
カナダ	3.3	47
フランス	3.0	44
ドイツ	2.9	43
スイス	2.8	41
オーストラリア	2.0	30
韓国	1.7	25

(出所) CalPERS “Corporate Engagement Enhanced Focus List Program Strategy Update” (September 15, 2015)<sup>2</sup>をもとに大和総研作成

<sup>2</sup> CalPERS “Corporate Engagement Enhanced Focus List Program Strategy Update” (September 15, 2015)  
<https://www.calpers.ca.gov/docs/board-agendas/201509/invest/item07a-01.pdf>

## 企業価値の中長期的増大を目指すための投資信念

機関投資家は、自らの投資方針の基礎となる投資信念（“Investment Beliefs”）を設けることがある。これは、投資による果実の源泉がどのようなものから生じると考えているかを明らかにするものだ。機関投資家が、その顧客から投資方針への理解と賛同を得るには、証券市場をどのように見ているかを示し、その枠内で収益を獲得するためのプロセスを説明する際に、証券市場の動きの基礎的な仕組みを表現するものが投資信念である。

CaIPERS の投資信念は 10 項目からなるが、投資家として投資先企業の持続的な成長を目指して対話するための方針に関係する投資信念は次の 3 点である。

図表 2 CaIPERS の投資信念

投資信念 2	投資における長期的な視野は責務かつ優位性である
投資信念 4	長期的な価値の創造には金融資本、物理的資産、そして人材の 3 つの資本の効果的な管理が必要である
投資信念 6	戦略的なアセットアロケーションはポートフォリオリスクとリターン of の主要な決定要因である

(出所)図表 1 に同じ

## 対話のテーマは何か

CaIPERS の投資信念や日本の CG コードを基礎として、次の 5 つの事項が日本企業向けの改善点として示されている。対話のテーマもここから選び取られることが多くなるだろうと思われる。

- 取締役会の独立性、質、および多様性を改善すること
- 取締役会構成メンバーの独立性基準の定立
- 取締役会構成メンバーの履歴、得意分野、および専門知識に関する開示
- 取締役会構成メンバーの候補者探索の強化
- 株式相互保有の開示

(出所) 図表 1 に同じ

わが国では、会社法によって、社外取締役を少なくとも 1 名選任することが強く求められていることに加え、CG コードでは、2 名以上の独立社外取締役の選任が期待されている。CG コードでは、社外取締役の独立性基準の策定・公表も求めており、CaIPERS の関心が CG コードから導き出されていることは明らかだろう。

ここに示したようなテーマに関する対話が行われ、その対話の結果をもととして、さらに改善の進捗や企業の取り組みが評価されることになるだろう。その進捗の程度によっては、新たな対話の要否も検討され、企業との対話が重ねられることになるはずだ。

## 投資家との対話に備える

日本におけるコーポレートガバナンス改革の進展を見ながら、CalPERS は、日本企業との対話を重点課題に位置付けている。もっとも、投資をしている日本企業のすべてと対話をするわけではない。まずは、CalPERS の株式ポートフォリオの中で相対的に大きな比率を占める企業が対話の相手として選定されることになるだろう。また、日本企業に関しては、前記の通りの問題点が指摘されているのだから、この点での改善余地のある企業を対話の相手方として選択することもあるだろう。

今後、CalPERS では、独自に策定している国際ガバナンス原則の見直し<sup>3</sup>を進める一方で、日本企業との対話についてより効果的な方策を模索していくこととなる。日本株の回復傾向が続くとすれば、日本企業の株式に対する国際的な投資が活発化することは当然予想される。今後、海外の投資家との対話に備える必要性は一層高まろう。海外投資家の考える日本企業の問題点がどこにあるかを正しく理解することは、対話の準備の第一歩である。

---

<sup>3</sup> CalPERS “Global Governance Policy Ad Hoc Subcommittee Agenda” (October 21, 2015)  
<https://www.calpers.ca.gov/page/about/board/board-meetings/globalgov-201510>