

# 機関投資家が期待する企業価値向上の プリンシプル

## 「エンゲージメント活動」の意味と日本企業の課題

堀江貞之



金 惺潤



### CONTENTS

- I 多様な投資家の存在
- II エンゲージメント活動の内容
- III 投資家からの企業価値の見方
- IV プリンシプルを問われる企業経営
- V 日本企業が再考すべき真実

### 要約

- 1 機関投資家は、株主総会での議決権行使や株主提案以外にも、経営者と経営方針について議論を交わすなど、企業と多様なかわり方をしている。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。このような両者相互の働きかけは「エンゲージメント（Engagement）活動」と呼ばれる。最近この活動を通して、株式投資でリターンを高めようとする機関投資家が増加している。
- 2 エンゲージメント活動は、投資家の企業価値の捉え方で活動内容が異なる。その捉え方とは、①株式市場の時価総額、②事業価値、③無形資産——への着目である。③の考え方は、企業文化、社員のロイヤルティ（忠誠心）のような無形資産が企業業績へ与える影響度の評価であり、経営者の考え方に近い。このアプローチを取る投資家は、経営者の利害と一致する部分が多いと考えられる。
- 3 投資家の投資判断が長期の企業価値に着目した判断になることは、投資行動のプリンシプル（原理・原則）への回帰である。企業経営もそのプリンシプルに沿うべきであり、事業価値を最大化すること、経営の質を高める無形資産を最大化することが重要になる。また、コア（核）株主との関係構築は、企業価値を最大化させるうえで不可欠な土壌となる。
- 4 日本の投資家の制約、今後の投資活動の潮流を踏まえれば、日本企業が海外投資家と向き合うことは不可避である。企業だけではなく、投資家が正しく行動し、社会全体の生産性を高める資本主義経済のプリンシプルを再度認識し、企業と投資家とは共に前に進まなくてはならない。

## I 多様な投資家の存在

投資家が経営者に求めるものは何であろうか。株式投資の主目的は、高いリターンを獲得することであるが、リターンの源泉は2つある。購入したときよりも高い価格で売却することで得られるキャピタルゲインと、配当（インカムゲイン）である。

売買を繰り返し、キャピタルゲインをリターンの源泉と考える投資家から、長期保有を前提に利益の分配としての配当に重きを置く投資家まで、さまざまな投資家が存在する。短期的なキャピタルゲインをねらう投資家は、企業そのものではなく株価にのみ関心があり、経営者の活動に無関心な傾向が強い。一方、最近マスコミでもよく登場するようになった年金ファンドやアクティビストといった投資家は、「モノ言う株主」として経営者とのかかわりを強めようとしている。

多様な投資家が存在し、経営者への要求も異なるなか、経営者は投資家とどのように向き合えばよいだろうか。

本稿では、企業経営の目的を「長期の企業価値向上」と定義したうえで、その目的達成のために、企業が投資家とどのような関係を構築すべきかを考察してみたい。なかでも、機関投資家に絞って検討する。日本では、法人が上場企業の株式の約8割を保有しており、企業経営に対する影響力が強い。その法人のうち、本稿で特に、顧客からの資金を集め、運用によって収益を得ることを目的とする年金ファンドなどの機関投資家に焦点を当てるのは、彼らが経営者の活動に対して非常に高い関心を持っているからである。

本稿は以下のように構成する。まず経営者

の活動に関心を寄せる投資家について説明する。彼らは、株主総会での議決権行使や株主提案を行うほか、経営方針について経営者と議論を行うなど、多様なかかわり方をしている。投資家サイド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。このような投資家と経営者との相互に行う働きかけを、「エンゲージメント（Engagement）活動」と呼んでいる。エンゲージメント活動の内容を説明することで、投資家と経営者の関係を明確にしたい。

次に、投資家がなぜそのようなエンゲージメント活動を行っているのかを説明する。投資家の行動原理が理解できなければ、経営者が投資家と正しい関係を構築することは難しいと思われるからである。投資家の行動原理は、企業価値をどう捉えるかという基本的な考え方に基づいて決まっている。投資家が考える企業価値の捉え方と、エンゲージメント活動を関係づけることで初めて、投資家の行動の背景にある理由を理解することができる。

最後に、このような投資家の活動に対して、日本の経営者が実行すべき施策についての提案で締めくくる。

## II エンゲージメント活動の内容

近年、日本でも経営者にモノ言う株主が増加してきた。特に熱心な投資家として企業年金連合会などがよく知られている。たとえば、議決権行使は経営者の提案に対する投資家からの反応であり、エンゲージメント活動の一つである。逆に株主総会の前に経営者から投資家に対して議案内容を説明し、その反

表1 エンゲージメント（Engagement：経営者・投資家相互の働きかけ）活動の内容

| エンゲージメントの内容 |                | 内容とその特徴    | 公開・非公開             |
|-------------|----------------|------------|--------------------|
| 狭義のエンゲージメント | 低<br>企業価値への影響度 | ①議決権行使     | 公開                 |
|             |                | ②株主提案      | 公開（事前提案は非公開の場合も多い） |
|             |                | ③個別の議論・提案  | 非公開が中心             |
|             |                | ④株主間の意見調整  | 非公開                |
| 広義のエンゲージメント | 高              | ⑤経営および業務執行 | 非公開                |

注）ESG：Environment（環境）、Sociality（社会適合性）、Governance（企業統治）

応を探るという行動は、経営者が主体となったエンゲージメント活動といえる。以下では投資家の経営者に対するエンゲージメント活動に焦点を当て、その内容を説明していく。

エンゲージメント活動の内容は多岐にわたる。表1は投資家の主なエンゲージメント活動の内容を示している。上から下に行くにつれて、企業価値に与える影響度合いが強くなるように活動を並べたものである。

## 1 株主総会に焦点を絞った活動

①の「議決権行使」と②の「株主提案」は、株主総会に関連するものである。国により、株主総会で決議できる議案の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、その活動内容および投資家の取り組み度合いは国ごとに大きく異なる。

たとえば、米国において議決権行使に対する投資家の考え方に大きな変化が現れ始めたのは、1980年代後半以降のことである。米国労働省は、1988年に年金基金が保有する株式の議決権の行使は受託者がなすべき資産運用行為に含まれるとの判断を下した。いわゆる「エイボンレター」の発表である。年金ファンドやその運用委託を受けた資産運用会社は、議決権行使に関するガイドラインを作成し、議決権を行使し始めた。

英国では、1999年にロンドン証券取引所が「コンバインド・コード（統合規範）」と呼ばれるコーポレート・ガバナンス（企業統治）の規程遵守を上場要件として以降、経営者がコーポレート・ガバナンスの改善に積極的に取り組むようになった。株主総会での議案内容を保有割合の高い投資家に総会前に非公開で説明し、意見を聞いて最終的な議案を決定

する。ちなみに、このスタイルは米国では大きく異なり、総会前にそのような会議は行わず、公開の場で議論するのが通例である。

この①と②の活動は、

- 1年に1回開催される株主総会での決議に関するものであること
- その内容は公開されることがほとんどであること
- 委任状争奪戦のような議案の賛否が株価に影響を与えることは例外的であること——などを考えると、企業価値にあまり大きな影響を与える活動であるとは考えられない。

## 2 非公開で行う企業価値を重視した活動

③の「個別の議論・提案」は、そのような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あることがほとんどである。経営に関する事項について経営者と投資家が相対して話し合い、経営戦略・資本構成など、多様なテーマを議論する。

たとえば、余剰資金の活用、ディスクロージャー（情報開示）の改善、債務レバレッジ比率（自己資本に対する借入金等の負債の割合）の変更、成長戦略の提案など、株主総会の議案にする必要はないが、企業価値に影響があるテーマは数多くある。経営者にとってあまり意味のない提案が多くては問題だが、企業価値向上に資する投資家とのエンゲージメント活動が多く企業で行われるほど、株式市場全体に良い影響を与えるであろう。

④の「株主間の意見調整」という活動は、経営者と投資家の関係を考えるうえで大変興

味深い。この活動は、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という活動を指す。経営方針に対する投資家の見方は一様ではなく、ときにより投資家間で意見の対立が生じることがあるからである。

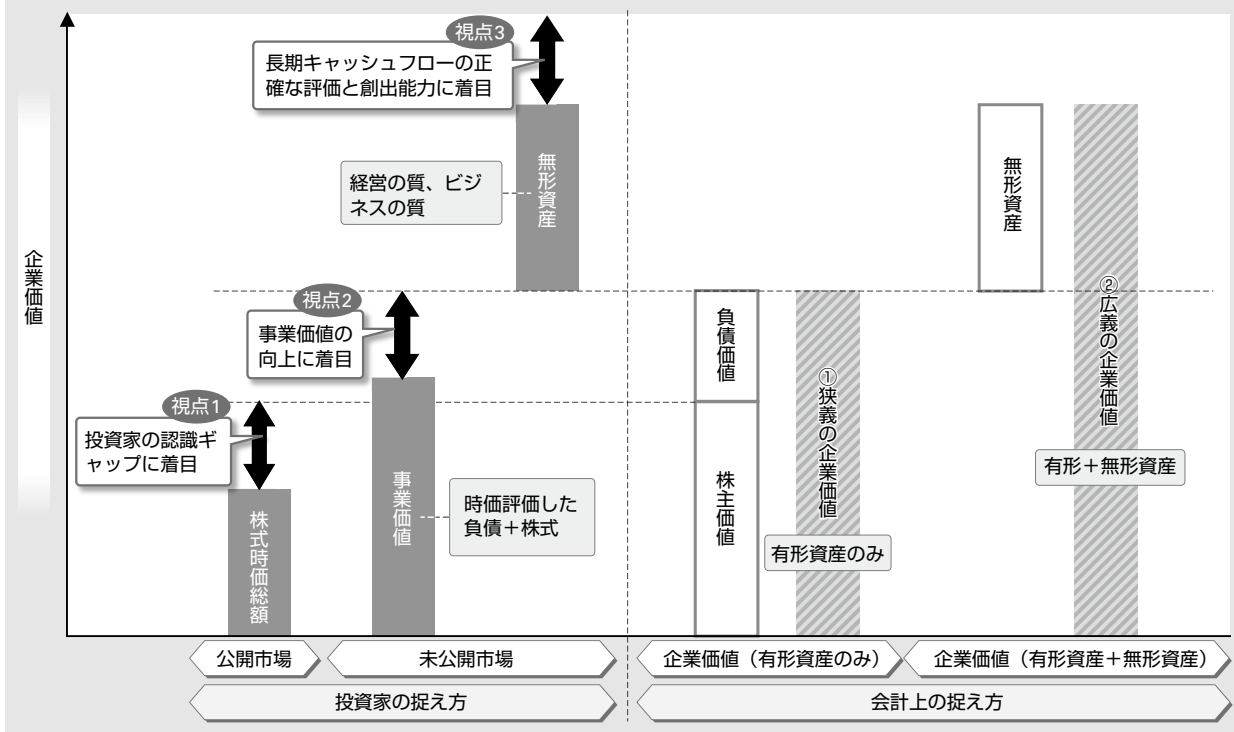
たとえば、世界的な通信会社であるボーダフォン（Vodafone）に対して、あるヘッジファンドが海外事業の売却を要求したケースで説明しよう。同じくボーダフォンに投資するある保険会社の運用子会社は、ボーダフォンの経営者と対話し、海外事業売却が短期的な株価の上昇をもたらすかもしれないが、結果的にその企業の長期の企業価値を損ねる可能性が高いと判断した。その結果、その運用子会社は売却を迫るヘッジファンドに対して「事業売却が長期の企業価値を損ねる可能性が高い」ことを説明し、売却要求を撤回するように促したというのである。

この事例が興味深いのは、経営者と投資家を、対立軸ではなく長期の企業価値向上に資するかどうかという関係で捉えているからである。投資家が経営者を支援し、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のである。

⑤の「経営および業務執行」は、さらにコミットメント（事業活動への関与）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・エクイティ・ファンドなどが50%以上の株式を取得し、支配権を握ったうえ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。



図1 投資家と会計からの企業価値の見方



### Ⅲ 投資家からの企業価値の見方

経営者が長期の企業価値向上を目指して業務遂行するなか、これら多くのエンゲージメント活動がどう影響してくるかを正確に理解するには、活動の裏に隠された投資家の行動原理を理解することが必要である。この行動原理は、投資家が企業価値をどう捉えているかという考え方に大きく関係している。

ここでは、保有期間を中長期（3年以上）に想定して株式投資を行っている投資家を対象に、彼らの運用手法の違いを企業価値に対する考え方と対比させながら説明していく。

図1は、右側に主として簿価評価ベースの会計上の企業価値、左側に投資家の企業価値の見方を示している。

まず右側の会計上の企業価値は、狭義と広

義の企業価値に分かれる。狭義の企業価値は、有形資産のみから構成され、株主に帰属する「株主価値」と「他の関係者（債権者など）に帰属する価値」に分けることができる。会計の視点から見ると、企業価値は「株主価値+負債価値」であり、貸借対照表の左側に現れる企業資産の合計値と考えることができる。広義の企業価値は、有形資産と無形資産から構成される。無形資産には、借地権、営業権、商標権などを含む。ブランドやノウハウなどの知的資産および特許権・著作権などの知的財産があるが、会計上は取得原価などが明らかなものについてのみ資産計上されている。

一方、投資家が捉える企業価値（図1の左側）は、時価ベースが基本である。一番左は、株式市場での時価評価額である「株式時

価総額」である。その右横にある「事業価値」とは、資産・負債・株式などをすべて時価評価した場合の買収価格と一致する性格のものである。投資家から見た「無形資産」とは、企業の長期キャッシュフローを生み出す源泉としての経営者の質やビジネスの質などを指す。きわめて捉えにくいものだが、キャッシュフロー創出能力を計る代理変数として考えられている。

以下、この3つの異なる企業価値に注目した投資家の運用手法を説明し、エンゲージメント活動との関係を論じる。

## 1 株式時価総額への着目

第1のアプローチ（図1の視点1）は、株式時価総額に着目する運用手法である。たとえば、簿価評価した株主価値に比べ、株式市場での時価総額が低い場合を考える。企業へのエンゲージメント活動を強めることで企業の外部への見え方を変え、投資家の認識を変化させ、その時価総額を上げてリターンを獲得する運用手法である。この方法は、投資家が考える本来の株主価値と、市場で認識されている株主価値のギャップを埋める活動と考えられ、実行にはいくつかの方法が考えられる。

たとえば、企業が投資家との対話不足のために実力よりも低い評価を受けていると想定する。この場合、外部に公表可能な経営計画の策定やディスクロズの改善などで企業の実力と投資家の評価を埋めるような活動は、その例である。また、外部の独立取締役の採用を促し、経営規律を効かせることで不祥事が起こるリスクを少なくし、投資家からの評価を高めるといった方法も考えられる。さら

に、株主の権利を損ねる買収防衛策の導入を取りやめさせるといった方法もあるだろう。

日本で「経営者支援」的なファンドを運用している資産運用会社は、活動の一つとしてこのような手法を採用している。企業が長期的に利益を生み出す力を高めるというよりも、「株主価値」と時価総額に表れた投資家の認識ギャップを埋めようとするのがこの運用手法の特徴である。

## 2 事業価値への着目

第2のアプローチ（図1の視点2）は、企業を時価評価した「事業価値」を向上させる運用手法である。事業価値は、基本的には現時点もしくは将来のある時点（5年以下が普通）で、売却できる価格として計算する。この計算上、従業員の優秀さといった、評価が難しい無形資産まで幅広く含めている例はさほど多くない。フォーカスファンド（少数銘柄に集中投資を行うファンド）、アクティビスト、プライベート・エクイティ・ファンドなどは、この事業価値向上を目指した手法を用いる場合が多い。

たとえば、資本構成変更、経営戦略変更、事業売却などを含む経営計画を経営者に提案することから、経営者がその提案に従わない場合は、敵対的な立場に立って経営者交代などを行う場合もある。事業売却などで事業価値を向上させるには時間がかかるため、会社を非公開としたうえで計画を実行に移す場合もある。

第1のアプローチよりも価値向上に必要となる期間は長くなり、投資から売却まで平均して3～5年程度かかる場合が多い。

### 3 無形資産への着目

第3のアプローチ（図1の視点3）は、「長期キャッシュフロー創出能力」としての「無形資産」に着目した運用手法である。社会学者のピーター・F・ドラッカー氏が定義した3番目の経営者の責任、「富の創出能力の最大化」（『The Pension Fund Revolution』Transaction Publishers、1996年）に注目した運用手法と言い換えることも可能である。

「サステナビリティ投資」や、著名な投資家であるウォーレン・バフェット氏の投資手法はこのアプローチに属すると考えられる。サステナビリティ投資とは、いわゆる「ESG（Environment〈環境〉、Sociality〈社会適合性〉、Governance〈企業統治〉の頭文字を取ったもの）分析」と、伝統的な株式分析を統合した、長期のリターンの最大化を目的とした運用手法の一つである。キャッシュフロー創出能力を向上させるには、非常に長い時間がかかり、想定される投資期間は、第1や第2のアプローチよりもさらに長くなる。

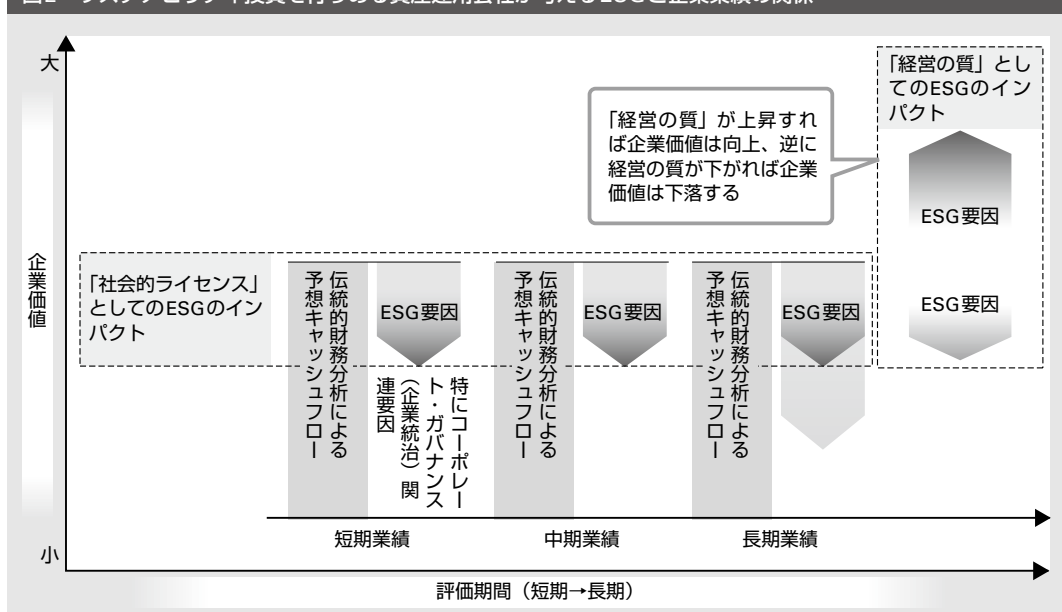
サステナビリティ投資を例に取り、どのようなプロセスでキャッシュフロー創出能力を評価しているか説明してみたい。

ある運用会社は、「長期の企業業績」と「経営チームやビジネス品質」には強い関係があるとの投資信念を持っている。この投資信念に従い、ESG項目が経営およびビジネス品質の代理指標になりうると考え、企業の評価を行っている。本来、経営の質を高める無形資産は業種ごとに異なる。この運用会社は、業種・投資期間別にキャッシュフロー創出能力に関するESG項目が何かを明らかにしている。

図2に、ESG項目と企業業績の関係に対するサステナビリティ投資の考え方を示した。ESG項目は、企業業績にさまざまな影響を及ぼす。

たとえば、貧弱なコーポレート・ガバナンス構造と短期間の企業価値の下方リスクの関係を考えてみる（図2の中央左側）。コーポレート・ガバナンス構造が貧弱なために不祥事が起こり、企業価値が瞬時に毀損すること

図2 サステナビリティ投資を行うある資産運用会社が考えるESGと企業業績の関係



は日本でもよく見られる。これはESG項目の1つであるコーポレート・ガバナンスが企業価値の下方リスクに深く関係していることを示している。

図2に示した「社会的ライセンス」とは、社会で企業活動を行うため最低限果たさなければならない必要条件と定義している。「社会的ライセンス」としてのESGのインパクトとは、ESG項目の条件を守れない場合は、下方リスクとなって、企業価値低下を招くことを示している。つまり、「社会的ライセンス」とは、企業価値に与える下方リスクに注目した見方である。

一方、図2の右にある「経営の質」としてのESGのインパクトとは、優れた経営者こそが長期的な無形資産の形成ができ、キャッシュフローの創出能力を高めることができるという考え方を示している。主として、企業価値の上方ポテンシャルに注目した見方である。

優れた経営者とは、経営理念を利害関係者すべてに浸透させ実際の企業活動のなかにも理念を活かせること、天然資源の制約・規制動向などのビジネスの競争環境の変化に合わせて企業を機動的に運営すること——といった能力を持つ人（やグループ）を想定している。また対象とするビジネスの参入障壁が高く、その分野で高いブランド力を維持しているといった「ビジネス品質」についても投資家は評価している。

この運用手法の特徴の1つは、「マテリアリティ評価」を行っている点である。マテリアリティ評価とは、どのESG項目が企業業績にどの程度影響を及ぼすかの価値判断を指す。企業価値に影響を与える重要な項目が何

であるかを評価しているからこそ、この投資家の利害が経営者の利害と一致すると考えられるのである。それに対して、第1のアプローチ「株式時価総額への着目」や第2のアプローチ「事業価値への着目」は、「長期のキャッシュフロー創出能力に着目」する第3のアプローチの必要条件、もしくは部分集合といえることができるであろう。

## IV プリンシプルを問われる 企業経営

ここまで述べたことは、機関投資家が原点に回帰していることだと言い換えられよう。すなわち、長期的に付加価値を生み出す企業に投資を行う投資活動のプリンシプル（原理・原則）が再び実践されていると捉えられる。すべての機関投資家がこのプリンシプルに則って投資活動を行うわけではないが、長期投資を志向する機関投資家は徐々に増加するものと期待される。

こうした機関投資家の期待に応えるには、企業経営もプリンシプルに則ったものでなければならない。つまり、企業価値を長期視点で最大化する経営を実践しなくてはならない。本章では企業経営が遵守すべきプリンシプルを3つに分けて説明したい。

### 1 短期・擬似ビジョンからの脱却

当たり前のことであるが、成長の絵姿が描かれ、それが実践されることによりキャッシュフロー創出能力が高まらなければ、投資家の信任を得て資金を投下してもらうことはできない。しかし、現在の日本企業はこの当たり前のことが十分にできておらず、キャッシ



キャッシュフロー創出能力は海外企業に比べ低い<sup>注1</sup>。

また、日本企業の描くビジョンが短期化・曖昧化していることにも警鐘を鳴らすべきであろう。多くの企業の中期計画は3年程度であり、それ以降の計画や成長イメージは描かれていないことが多い。短期目標をビジョンと称しているケースも散見される。

長期の成長イメージを説明する場合も非常に曖昧にしか語られないケースが多い。10年後のビジョンを明確に示している企業は少ない。曖昧なビジョンだけでは長期投資家は成長を判断できない。成長を判断できないビジョンは擬似ビジョンといわざるをえない。短期的成果を要請する昨今の資本市場に譲歩しすぎるあまり、長期投資家への訴求力が低下していることが懸念される。

長期の明確なビジョンの宣言と戦略の策定・実践は事業価値を最大化させる取り組みと同義であり、22ページの図1の視点2に相当する。

## 2 経営の質を高める無形資産の定義と最大化

日本企業は、無形資産を海外企業よりも持ち合わせているといった主張がある。しかし、その実態は定かでない。

日本における無形資産の研究の多くは、「日本企業としての無形資産」という枠組みであり、業種や企業規模、成熟度といった観点が含まれることは少ない。したがって、協調性を尊ぶ文化、社員の勤勉さなど、概念的な枠組みで無形資産が説明されることが多い。あるいは、無形資産の価値を高める具体的な取り組みとしては、技術革新力を高めること、そのために人材開発を重視することな

どに偏りがちである。

先進的な機関投資家は、無形資産を評価するポイントを業種ごとに決めており、それを「ESGファクター分析」として行っている。このESGファクター分析では、日本企業は低い評価を受けている事例が多い<sup>注2</sup>。機関投資家の評価がすべてではないが、一つの考え方としてこのような分析があることも理解すべきである。

日本企業が取り組むべきは、自社の無形資産の総点検であり、自社の経営の質を高める無形資産を定義し、より積極的に強化することである。また、それを機関投資家と共有することも重要であろう。こうした取り組みは、22ページの図1の視点3に相当する。

## 3 コア株主との信頼関係構築

ここで述べる株主との信頼関係構築とは、投資家の認識ギャップを埋めようといった考え（22ページの図1の視点1）とは一線を画す。

本来、投資家との相互理解や意識合わせというプロセス自体は企業価値を向上させるものでない。投資家が企業を十分に見極めて投資を行ったとしても、改善するのは株価のみで、企業が生み出すキャッシュフローが増大するわけではない。つまり、企業価値は向上しないのである。

一方で、長期で資金を投下してくれるコア（中核）株主と経営者とが良好な関係を構築し信頼し合うことは、より重要な意味を持つ。両者が手を握り合うことは、企業価値を向上させる戦略を実践するうえで必要な土壌となるからである。経営者は短期投資家のノイズに惑わされることなく、企業価値向上に

向けた取り組みを実践できる。

しかし、今日の日本企業の多くは株主との対話に消極的であり、経営になるべく介入されないよう距離を保っている。特に、アクティビストなどが注目される昨今は、株主を警戒する声が強い。

今後、日本企業は株主との「相互エンゲージメント（相互の働きかけ）」に取り組まなくてはならない。相互エンゲージメントとは、互いに話しかけ、理解し合い、方向性を共有し、前に進むことを約束し合うプロセスである。前述のとおり、モノ言う株主すべてが経営陣に敵対的であるということはない。長期投資家は確実に存在し、そうした投資家は経営者との関係構築を望んでいる。日本企業の多くが長期視点での経営を重視するのであれば、このテーマこそ重要な経営課題といえるであろう。

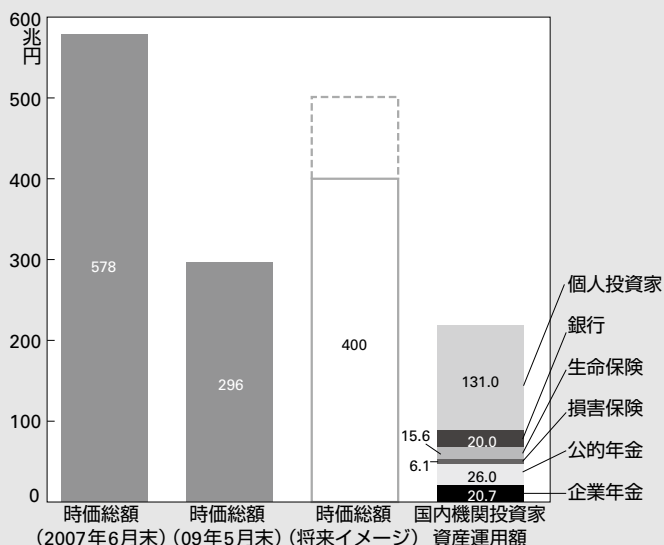
## V 日本企業が再考すべき真実

プリンシプルに則った経営を実践することは、日本企業が存続・成長するうえで避けて通れない道である。ここでは、なぜ避けて通ることができないかを、日本企業が直面している現実と、資本主義経済を成立させる基礎原則の両面から説明する。

### 1 国内投資家の量的限界

2009年6月現在、株式市場は大きく低迷している。東京証券取引所3市場（第一部、同二部、マザーズ）の時価総額は、2007年7月末の578兆円から、09年5月末には296兆円へと減少している。仮に、今後の日本企業の成長性が低かったとしても、昨今の金融危機が

図3 東証3市場の時価総額と国内投資家の資産運用規模との比較



注) 東証3市場：東京証券取引所第一部、同二部、マザーズ  
出所) 野村総合研究所「日本の資産運用ビジネス2008」2008年11月、東京証券取引所、生命保険協会、日本損害保険協会などより作成

収束すれば400～500兆円へと回復するのではないかといった期待が一般的な見方であろう。

ところが、日本の機関投資家が運用している資産はその時価総額に対して十分ではなく、図3に示すとおり日本の機関投資家だけで日本企業が必要とする資金を供給することはできない。

代表的な機関投資家の資産運用状況を簡単に説明しよう。国内の企業年金が運用している資産は約90兆円であるが、そのうち国内株式が占める割合は23%の約20兆円である。今後は団塊世代の退職などに伴って年金基金の取り崩しが進み、企業年金の運用資産は伸びないと考えられている。公的年金の資産運用総額は約200兆円であるが、国内株式の占める割合は13%の約26兆円である。運用利回りの目標値4.1%を確保するために、リスクを取った運用をすべきという考えと、昨今の金融

危機における損失拡大からリスクを取るべきでないという考えが錯綜し、方向性は定まっていないかのように見える。

国内の生命・損害保険会社の運用資産は約230兆円であり、そのうち国内株式は11%弱の約21兆円を占めている。運用資産が増加するなかで、国内株式の比率は低下傾向にあり、絶対額も減少している。

国内銀行の有価証券運用額は約200兆円弱で推移しているが、このうち株式はおよそ20兆円である。今後は政策投資株の売却などにより、この額は減少していく可能性がある。みずほフィナンシャルグループは政策投資株を2年間で20%圧縮することをすでに発表している。

こうした機関投資家ではなく、個人投資家に期待する声もあるが、個人投資家の株式投資額は投資信託を含めて約131兆円である。個人投資家の株式投資額が2倍に増えたとしても、前ページの図3に示したとおり、日本の資本市場を日本国内の投資家だけで支えることはできない。

したがって、日本企業が成長を果たしていくためには、あるいは現在の事業規模を維持するためには、海外の投資家に株主になってもらうことが必然である。海外の個人投資家が日本への理解が十分でなく、存在感のある投資主体にならないことを考えれば、海外の機関投資家は必要不可欠な存在である。

昨今、米国型企業経営の問題点が指摘されるなか、日本的経営のあり方が議論されることが多い。このなかでは、日本企業は日本の投資家とだけ付き合えばよいといった論調も見受けられる。日本企業の株主を日本の投資家だけに閉じるべきという「鎖国論」も散見

される。しかし、これまで述べてきた量的な限界を理解すれば、そういった考えは現実的ではないことがわかる。

## 2 グローバル化せざるをえない 資本市場

量的な限界に加えて、今後の機関投資家の投資行動の質的变化が、上述の鎖国論のハードルとなる。本節では質的变化の一例として、機関投資家に広まりつつある「グローバル・セクター・アプローチ」について述べる。

グローバル・セクター・アプローチを一言で説明すれば、投資先を、地域ではなく業種・業態に分けるという考え方である。すなわち、欧州市場、北米市場という分け方にはもはや意味がなく、自動車市場、精密機械市場といった捉え方をすべきという発想である。

グローバル・セクター・アプローチが拡大しつつある背景には、企業活動のグローバル化が大きく影響している。たとえば、北米市場の自動車メーカーへ投資しようといった考えはすでに成立しない。日本メーカーも欧州メーカーも、世界中の市場で事業を展開しており、特定の地域だけを市場とする業種は限定的になりつつある。この考え方は輸出型企業だけに当てはまるものではない。電力・ガス、小売り・流通といった内需型企業の事業活動も、徐々にグローバル化しつつある。

別の表現をすれば、トヨタ自動車に投資することは日本市場へ投資することにならない。同様に、ロイヤル・ダッチ・シェルに投資することは英国やオランダの市場に投資することでもないし、Google（グーグル）に投

資することも米国市場に投資することではない。もはや国内と海外とを分けることに無理があり、分けるべきではないといった考え方が主流となりつつある。

この発想の転換は、これまでの「ホーム・カンントリー・バイアス」を解消していく。ホーム・カンントリー・バイアスとは、経験と情報量が豊富な自国内に投資が集中してしまうことである。グローバル・セクター・アプローチの採用は、グローバル市場の「縮図」を投資家のポートフォリオ内に築くことになる。地域ごとの資本市場の時価総額が、仮に北米4・欧州3・アジア2・その他1とすると、機関投資家の資産配分もこれと同比率になる。簡単にいえば、自国への投資比率は下がるのである。

すでに欧米の先進的な機関投資家は、グローバル・セクター・アプローチの考えに沿った投資行動に変え始めており、日本の機関投資家も早晚、同様の投資行動に出ざるをえない

い。そうしなければ、将来必要な年金や保険の原資を確保できないであろう。

日本の機関投資家がグローバル・セクター・アプローチを採用する過程で、年金基金などが委託する資産運用会社も、国内企業からグローバル企業へと転換する可能性がある。投資先企業をグローバルで評価する場合、日本市場しか見えない東京ではなく、世界中の情報や人材が集約されるニューヨークやロンドンが適しているという考え方が広がりつつあるためである。

図4に示すとおり、製品市場がグローバル化しつつあるのと同様に、資本市場もグローバル化へと進まざるをえない。日本企業が海外の機関投資家と向き合わなくてはならない理由は増えていく。

### 3 資本主義経済のプリンスプル

モノ言う株主やアクティビストといった言葉が飛び交い、株主と経営者との確執が散見

図4 資本市場のグローバル化によるホーム・カンントリー・バイアスの解消

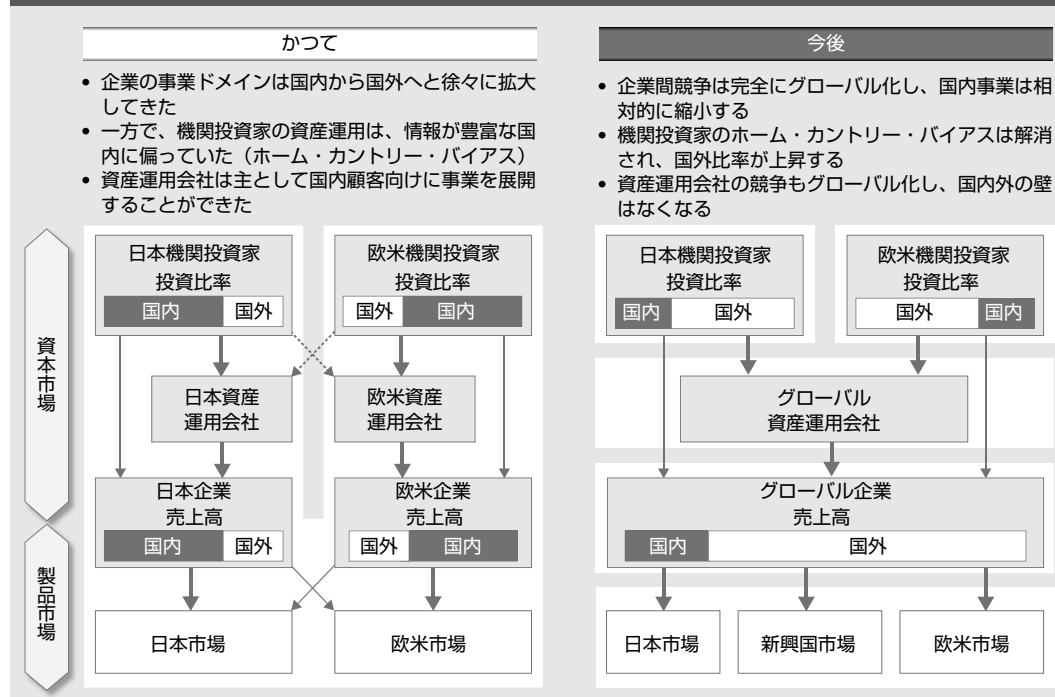
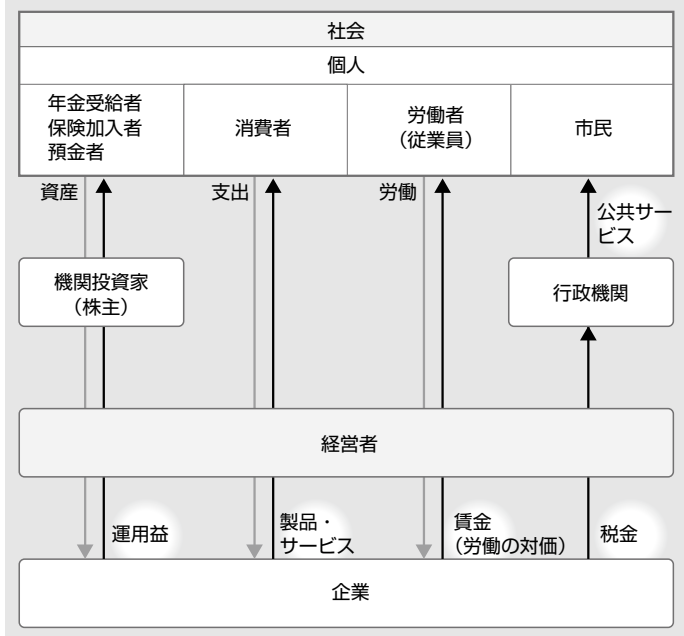




図5 資本主義経済における企業価値最大化の社会的意味



される昨今、日本ではどうしても投資家は「悪者」になりがちである。投資家悪玉論は最近生まれたのではなく、「投資家＝金持ち＝庶民の敵」という発想は古くからあるであろう。しかし、投資家を悪者にしても社会は良くならない。現在の資本主義経済においては、万民が投資家となり、利益を享受することが基本的思想となっている。

われわれの社会が資本主義であることを前提とすれば、付加価値を創出できる企業への投資は、社会全体の生産性、すなわち投資対効果を高めていくことを意味する。投資によって社会全体が富を得るとというのが資本主義経済の基本的メカニズムである。

日本においては、従業員と企業との関係、あるいは消費者（顧客）と企業との関係には常に注意が払われるものの、資産運用者としての個人と企業との関係は忘れられがちである。すなわち、図5に示すとおり投資家であ

り、消費者であり、労働者である個人の多面性がセットになって捉えられていない。

われわれ個人は企業と多面的にかかわっている。そして、そのあらゆる面から見て、企業価値の最大化は望ましい。なぜならば、そうなることにより労働者は賃金が増え、消費者にとっては製品・サービスの質が向上し、投資家にとってはより多くの運用益が得られるからである。経営者はそのバランスをマネジメントする重大な責務を担った社会的存在、社会的受託者である。経営者が資本主義経済において果たす役割はきわめて大きい。

同様に機関投資家も社会の一部であり、責任を果たすべきであり、権利を持つべきである。年金や保険といった社会全体にかかわる大きな資金の投資先を決定する存在として、正しい行動を取らなくてはならない。誤りがあれば非難を受け、正しいことをするために意見もすべきであろう。そのように考えれば、「モノ言う株主」という言葉が生まること自体がおかしい。逆に、何ら主義・主張を持たず、資産を無意味に運用している「モノ言わぬ株主・考えぬ株主」がいれば、それこそが批判されるべきである。

この資本主義経済の基本メカニズムを、われわれの社会のプリンシプルとしてもう一度共有すべきであろう。そして、そのなかでプリンシプルに則った企業経営が行われることを、日本企業に期待したい。

#### 注

- 1 日本企業のキャッシュフロー創出能力が低いことを示唆する研究の一例に、丸茂明則氏による日米の資本ストック利潤率の比較がある。同比較によれば、1990～2004年で日本の資本ストック利潤率は7%台から3%台に低下しているの

に対し、米国では8%台から11%台に上昇している。なお、資本ストック利潤率の計算には以下が用いられている

【日本】国民所得統計の企業利潤の法人企業資本ストックに対する割合

【米国】同様に法人利潤の法人企業ストックに対する比率

- 2 2007年6月のゴールドマン・サックスの「グローバル・インベストメント・リサーチ」によると、日本企業のESG評価は低い。ES（環境、社会適合性）ファクターのスコアは50%台であり、60%台のスコアを獲得しているノルウェー、フィンランド、デンマーク、フランス、スイス、カナダ、オーストラリア、南アフリカ、ブラジルなどに大きく劣っている。G（ガバナンス）ファクターのスコアは40%台であり、ロシア、

中国を除く他の主要国のなかでもっとも低い評価となっている

#### 著者

堀江貞之（ほりえさだゆき）

金融市場研究室上席研究員

専門は資産運用関連の先端動向調査・研究

金 惺潤（きんせいじゅん）

コンサルティング事業推進部主任コンサルタント

専門は不動産、エネルギー、エンジニアリング、総合商社などの業種に関する事業戦略策定、事業開発、リスクマネジメント。また、機関投資家による不動産、インフラ、森林、農地などへのリアルアセット投資動向も研究対象としている