

コーポレートガバナンス・コードと資本コスト

明田雅昭

一、はじめに

本年六月一日にコーポレートガバナンス・コード（以下、「企業統治コード」）改訂版が公表され、上場企業は本年末までに準拠状況の報告を求められることになった。投資家向けのスチュワードシップ・コードと共に「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指すための行動指針として、従来の形式的準拠傾向を排し、より実効性が高まることが期待されている。

本稿では、二節で今回改訂の内容を概観する。そして、企業統治コードの目的に鑑みると、最も重要な改訂内容は資本コスト概念の導入であると主張したい。資本コストに関する理解は関係者の間でバラツキが大きく、十分に共通言語化されていないことが危惧される。そこで、三節では、資本コストと企業価値創造の関係について理論的な解説を行う。四節では、現在の日本企業の価値創造状況や企業及び投資家が資本コストをどのよう認識しているかについて実証的に確認する。五節では、今後、「建設的な対話」が深められ、日

本企業の価値向上を強力に進めていくための提言を行う。⁽¹⁾

二、企業統治コードの概要と改訂内容

今回の改訂に伴い、企業統治コードは図表1に要約したように五つの基本原則と三一の原則および四二の補充原則で構成されることとなった。基本原則は変わっていないが、原則が一つ、補充原則が四つ追加され、加筆・修正された原則および補充原則は九つであった。図表1では変更があった箇所に★印を付した。今回の改訂では、新たに附属資料として「投資家と企業の対話ガイドライン」が追加された。これは建設的な対話において重点的に議論することが期待される事項をまとめたものである。

企業統治コードの目的に鑑みると、中心に位置すべきは企業価値向上に直結する指針であるべきだ。この核心的な指針はコード本体では今回加筆された「原則五―二、経営戦略や経営計画の策定・公表」に現れている。今回初めてここに「資本コスト」というキーワードが登場し、株主に対して資本コストを意識した経営戦略・経営計画の策定と公表を行うべきであるとした。策定・公表だけでなく実施要請も含めた内容が「投資家と企業の対話ガイドライン」の中に記述されている。具体的には、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか、そして中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているかを議論すべきであるとしている。この視点から新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組み

図表 1 企業統治コード改訂版の体系

基本原則	補充原則	基本原則	補充原則
1. 株主の権利・平等性の確保		4. 取締役会等の責務	
1-1. 株主の権利の確保	3	★ 4-1. 取締役会の役割・責務(1)	3
1-2. 株主総会における権利行使	5	★ 4-2. 取締役会の役割・責務(2)	1
1-3. 資本政策の基本的な方針		★ 4-3. 取締役会の役割・責務(3)	4
★ 1-4. 政策保有株式	2	4-4. 監査役及び監査役会の役割・責務	1
1-5. いわゆる買収防衛策	1	4-5. 取締役・監査役等の受託者責任	
1-6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策		4-6. 経営の監督と執行	
1-7. 関連当事者間の取引		4-7. 独立社外取締役の役割・責務	
2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働		★ 4-8. 独立社外取締役の有効な活用	2
2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定		4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質	
2-2. 会社の行動準則の策定・実践	1	★ 4-10. 任意の仕組の活用	1
2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題	1	★ 4-11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件	3
2-4. 女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保		4-12. 取締役会における審議の活性化	1
2-5. 内部通報	1	4-13. 情報入手と支援体制	3
★ 2-6. 企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮		4-14. 取締役・監査役のトレーニング	2
3. 適切な情報開示と透明性の確保		5. 株主との対話	
★ 3-1. 情報開示の充実	2	5-1. 株主との建設的な対話に関する方針	3
3-2. 外部会計監査人	2	★ 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表	

(注) ★は追加ないし加筆・修正があった原則

〔出所〕 企業統治コード改訂版（東京証券取引所、2018.6.1）より筆者作成

替えおよび設備投資・研究開発投資・人材投資も戦略的・計画的に行うことを求め、さらに資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理も議論すべきであるとしている。これらこそ企業価値向上に直結する施策である。

企業統治コードは資本コストを基準にした業務遂行を効果的に行うための枠組みであると解釈したい。この視点に沿う順番で基本原則ごとに趣旨と改訂内容を紹介する。

価値向上の業務遂行を担う最良のCEOを選任し活躍の環境を整え監視・監督することを取締役会等に求めているのが「四、取締役会等の責務」である。今回の改訂では、CEOの選解任が会社における最も重要な戦略的意思決定であることを明記し、選解任プロセスの客観性・適時性・透明性を求めた。CEOの後継者育成計画や経営陣の

報酬、独立社外取締役の増員とジェンダーや外国人など多様性の強化も求める改訂となっている。

最良の取締役・監査役の選任を行うための枠組みが「一、株主の権利・平等性の確保」である。

今回の改訂で政策保有株式に関する原則が全面的に書き直され、従来の「保有方針」の開示要請が「縮減方針」の開示要請に強化された。政策保有株式売却に対する根強い抵抗を諫める内容の補充原則も追加された。政策保有株式は最良の取締役・監査役選任を妨げる重大な要因となろう。

ステークホルダーの位置づけを明らかにしているのが、「二、株主以外のステークホルダーとの適切な協働」であり、取締役会・経営陣に対して、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会等のステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けた指導力の発揮を求めている。企業価値向上は資本

コストを上回る利益率の達成で実現されるが、利益率は当面の水準ではなく永続的な水準が問われる。永続的な高い利益率を支えるのは、企業の経営理念・文化・風土であり、様々なステークホルダーの関与と信頼である。今回の改訂では重要なステークホルダーとしての企業年金に対して積極的な関与の要請が追加された。

取締役会・経営陣と株主が協働して価値向上を目指す枠組みが「三、適切な情報開示と透明性の確保」と「五、株主との対話」である。前者では、情報開示すべき内容にESG情報が追加され、経営陣幹部や取締役・監査役候補の「選任」という文言が「選解任」に修正された。後者では資本コスト概念が初めて導入され、その活用を株主との対話で説明すべきとした。

今回の改訂に関する新聞等の報道をみると、政

図表2 企業統治コードの主な改訂内容の株式市場活性化への効果

	証券会社	投資家	全体
政策保有株の縮減	1.74	1.92	1.84
CEO 選解任プロセスの明確化	1.43	1.61	1.52
企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮	1.63	1.77	1.70
資本コストを意識した適切な財務管理	2.17	2.13	2.15
取締役会の実効性の確保	1.43	1.71	1.58
有効回答数	70	77	147

(注) 回答は四択であったが、「効果がある」= 4点、「やや効果がある」= 2点、「効果なし」= 0点、「むしろマイナス」= -2点として、筆者が点数化した

〔出所〕 QUICK 月次調査〈株式〉、2018年6月調査

策保有株式の縮減が最も注目を浴びており、次で取締役会の多様性と経営トップの選解任の注目度が高いようだ。資本コストへの注目度はさほど高くない。しかし、改訂版公表直後に行われたQUICK社による市場関係者向け調査⁽²⁾では、図表2に示される通り最も注目度が高かったのは「資本コストを意識した適切な財務管理」であった。この調査は「株式市場の活性化への効果」を問うたもので、企業価値向上への効果とは若干視点が異なるが、この傾向は四ヶ月前に行われた同社の調査⁽³⁾でも同様であった。事前の検討会議⁽⁴⁾で取り上げられていた主要課題の中で、持続的な企業価値向上のために優先すべきものとして、「経営者の資本コストに対する意識の低さ」が四二％でトップを占めていた。二位は「過大な現預金の積み上がり」の三六％で、「CEOの選解任」、「政策保有株削減」、「企業年金のスキューワードシップ・コー

ド受け入れ」はいずれも一〇%未満であった。

市場関係者の期待は大きいのが、理解の度合いが異なるという指摘も多くあることから、資本コストに関するより正確な知識を共有していくことが重要である。

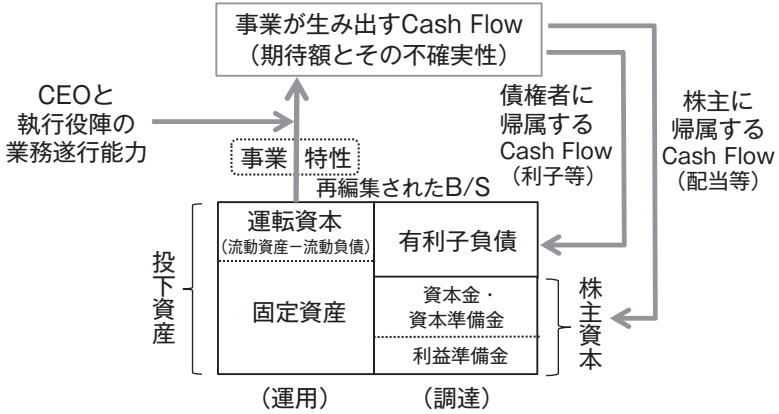
三、資本コストと価値創造の原理

本節では資本コストと企業価値の関係について解説する。⁵⁾

企業価値とは会社を百%支配するために要する金額と見なせる。このためには発行済み株式をすべて取得し、社債や融資などの負債（有利子負債）をすべて返済しなければならぬ。つまり、企業価値とは負債価値と株主資本価値の合計である。一般に、負債価値は負債元本とみなせるが、株主資本価値は株主資本額とは大きく異なる。

企業価値評価の視点に立って、貸借対照表を組み直したのが図表3の「再編集されたB/S」である。債権者から有利子負債により資金調達を行う。株主資本は株主からの資本金・資本準備金と利益準備金から構成される。これらの調達資金を元手にして事業を行うための資産を構成する。事業用の資産は運転資本と固定資産から成り、これらをまとめて投下資産と呼ぶ。この投下資産を稼働させて事業を行い、将来のキャッシュフロー（以下、「CF」）を生み出す。事業を行って獲得するCFは期待額であり、高い不確実性がある。期待額の水準と不確実性は、事業の特性とCEOおよび執行役陣の業務遂行能力に依る。事業が生み出すCFは、債権者に帰属するCF（利子等）と株主に帰属するCF（配当等）に分割される。投下資産＝負債＋株主資本であるから、企業価値は投下資産の価値であり、投下資産の価値は、

図表3 事業活動とキャッシュフロー



〔出所〕 筆者作成

投下資産が生み出すと期待される将来CFの価値として算定される。これから負債額を引くことにより、株主資本の価値が算定される。株主資本の価値は株主に帰属するCFの価値としても算定されるが結果は同じ金額になる。

将来CFの価値は期待額が大きいほど高くなり、不確実性が大きいほど低くなる。投資家は企業が行う事業の特性から不確実性を見積もり、その不確実性の見返りとして株主資本に対する利益率(ROE)が「ある値」を超えていなければ株式保有を正当化できないと考える。ROEが「ある値」以下なら国債保有か銀行預金にした方がよいと考え、同様な事業をより効率的に行っている他の企業への投資を検討する。この「ある値」が株主資本コスト(ke)である。そして、CFを生み出すより本質的な根源である「投下資産に対する利益率(ROIC: Return on Invested Capital)」

が別の「ある値」を超えなければ株式保有は正当化できないとも考える。ROI Cに対応する「ある値」が加重平均資本コスト (WACC: Weighted Average Cost of Capital) である。投下資産が生み出すCFは債権者と株主に帰属するので、WACCは負債コスト (利子率) と株主資本コストを加重平均したものになる。

取締役や執行役は資本コストの理論の詳細を知らなくてもよいが、株主が考える資本コストの水準を認識していなければならぬ。keは事業特性によるが一般的に五〜一〇%の水準である。WACCは資本構成によって異なってくるが、負債コストより高くkeより低い水準である。

株主資本は株主が会社に預託した資金の額 (簿価) である。株主資本の価値が簿価よりも大きい場合、その企業は価値を生み出しており、存在意

義があるということである。逆の場合は、価値毀損を起こしていることになる。株主資本の価値を簿価で割った指標が株価純資産倍率PBRである。ROI C > WACC である場合 (同じことであるが、ROI > ke である場合) に PBR > 1 となり、ROI C と WACC の差 (あるいはROI E と ke の差) が大きいほどPBRは大きくなる。ROI C > WACC (ROI > ke) の場合は、投資家はその企業は価値を毀損していく機関であると認定していることになり、PBR < 1 となる。PBRは市場から届けられた経営者の通信簿である。

企業価値 (あるいは株主価値) 向上を目指すCEOは「利益率 > 資本コスト」事業を強化・拡大し、「利益率 > 資本コスト」事業はテコ入れするか整理すべきである。新規事業の取捨選択も資本コストを基準に行うべきである。

四、価値創造に関する企業と投資家の認識

今回改訂案に対するパブリックコメントでは、「資本コストへの言及」について賛成し評価する声と共に批判的な意見も多かった。概念的な難しさに加えて、誰もが納得する計算方法がないことに対する批判もあった。資本コストの値の正確性を追求するのには限界があるが、当該企業の利益率が資本コストを上回っているか否かはPBRで簡単に判定できる。

それでは、最近の東証一部上場企業には、どの程度、価値創造企業があり、価値毀損企業があるのだろうか。株価は毎日変動しており、日々、PBRが一を上回ったり下回ったりしている企業もある。そこで、最近の一二月間で一度もPBR

が一を下回ったことがない企業を「価値創造企業」、同じ期間に一度もPBRが一を上回ったことがない企業を「価値毀損企業」とし、PBRが一を上下している企業を「境界企業」と定義してみた。二〇一七年十二月末においては母集団二〇六〇社のうち、価値創造企業は一一五二社（五六％）、価値毀損企業は五三〇社（二六％）で、境界企業は三七八社（一八％）であった。

図表4は価値創造・毀損状況を業種別に確認したものである。価値創造企業が四分の三以上ある業種は食品、医薬品、鉄道・バス、サービス業の四つであった。企業数が二〇以上あり、価値毀損企業が価値創造企業より多い業種は、繊維、鉄鋼業、商社、銀行、倉庫の五つであった。これらの中で突出しているのは銀行である。八〇行のうち価値創造はわずか三行にすぎない。この三行は各々が特徴のある事業展開で有名な中堅銀行であ

図表4 業種別にみた価値創造企業と価値毀損企業

NEEDS 業種中分類 (一部を統合)	企業数	企業数			構成比 (%)		
		価値創造	境界	価値毀損	価値創造	境界	価値毀損
水産	7	5	2	0	71%	29%	0%
鉱業	7	0	2	5	0%	29%	71%
建設	100	43	37	20	43%	37%	20%
食品	80	61	9	10	76%	11%	13%
繊維	33	8	11	14	24%	33%	42%
パルプ・紙	12	4	3	5	33%	25%	42%
化学	134	77	28	29	57%	21%	22%
医薬品	41	36	3	2	88%	7%	5%
石油、ゴム	20	9	3	8	45%	15%	40%
窯業	32	12	10	10	38%	31%	31%
鉄鋼業	32	3	6	23	9%	19%	72%
非金属および金属製品	64	24	18	22	38%	28%	34%
機械	135	73	33	29	54%	24%	21%
電気機器、造船	163	88	44	31	54%	27%	19%
自動車・自動車部品等	61	24	18	19	39%	30%	31%
精密機械	32	20	7	5	63%	22%	16%
その他製造業	57	32	7	18	56%	12%	32%
商社	180	66	39	75	37%	22%	42%
小売業	147	91	24	32	62%	16%	22%
銀行	86	3	2	81	3%	2%	94%
証券、保険、その他金融業	56	23	15	18	41%	27%	32%
不動産	64	34	18	12	53%	28%	19%
鉄道・バス	23	21	1	1	91%	4%	4%
陸運、海運、空運	31	12	7	12	39%	23%	39%
倉庫	23	6	5	12	26%	22%	52%
通信	22	15	0	7	68%	0%	32%
電力、ガス	19	7	3	9	37%	16%	47%
サービス業	399	355	23	21	89%	6%	5%
合計	2060	1152	378	530	56%	18%	26%

(注) 「価値創造」、「境界」、「価値毀損」は、月次平均PBRデータを用いて2017年12月を含む過去12ヶ月の値で判定した。対象母集団は2018年1月現在の東証一部上場銘柄のうち、REIT（投資法人）を除いたものとした

〔出所〕 明田雅昭「『建設的な対話』は原則を重視して」、スチュワードシップ研究会ホームページ掲載、2018年2月2日

る。

銀行やサービス業など一部の業種を除くと、多くの業種で濃淡はあるものの価値創造、境界、価値毀損の企業が比較的万遍なく分布している。価値創造企業を一層伸ばしていくことが重要であるが、境界企業および価値毀損企業の全業種的な底上げも強く求められる。

次に、企業経営・価値創造に関する企業と投資家の認識のズレを確認する。

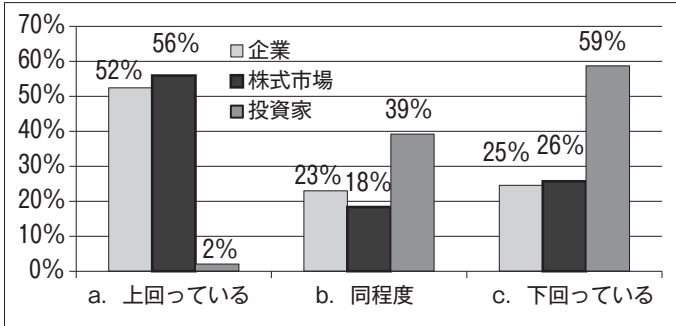
生命保険協会は毎年「株式価値向上に向けた取り組み」に関する調査⁶⁾を行っているが、同じ指標を提示して、企業には中期経営計画で公表している指標を、投資家には経営指標として重視している指標を問うている。

企業は売上高と売上高の伸び率、利益額と利益の伸び率を重視している。ROEも同じ程度に重

視しているが、全般に成長重視で規模拡大を目指す傾向が見られる。投資家はROEが圧倒的な一位であり、次いでROICやCF、資本コストにも大いに注目している。配当性向や総還元性向という資本政策についての関心も企業より高い。この結果からは、低い水準の利益率で成長することは価値毀損になるということを経営者が理解しているか不安を感じる。一方、投資家は成長ではなく価値創造の原理を意識しているようにみえる。

企業と投資家の認識のズレについても一つの興味深いデータを紹介する。生命保険協会の調査では、企業に「貴社のROE水準は資本コストを上回っていると思われるか」、投資家に「日本企業のROE水準は資本コストを上回っていると思いますか」という質問をしている。回答選択肢のうち「分らない」等を除いて、「上回っている」、「同程度」、「下回っている」と回答した分だ

図表5 資本コストに対する ROE の水準



(注) 「企業」と「投資家」は生命保険協会が2017年10月に実施した調査による。「株式市場」は2017年12月時点で過去12か月の平均PBRから算出

[出所] 生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みについて」の平成29年度調査、および明田雅昭「建設的な対話」は原則を重視して」、スチュワードシップ研究会ホームページ掲載、2018年2月2日

けで比率を計算してみたのが図表5である。企業の五二%が「上回っている」と回答し、投資家の五九%が「下回っている」と回答していて、認識に大きな違いがある。

これはあたかも企業の認識が甘く、投資家が合理的であるかのようにみえるかもしれない。図表5の「株式市場」はPBRを用いて株主資本コストに対するROEの水準を判定した結果だが、株式市場の認識は驚くほど企業側と一致している。投資家の認識のズレは質問の仕方にも原因があるかもしれない。企業は自社を想定して答える一方で、投資家は全体感で答えざるを得なかったからである。それにしても投資家の「上回っている」との回答が二%というのでは、投資家の資本コスト水準に関する理解に懸念が生じる。

なお、日本IR協議会の調査¹⁷⁾によれば、四九%の企業が「自社の資本コストの水準を認識してい

る」と回答しており、そのうち六〇%が「資本コストの計算根拠を有している」、六七%が「エクイティ・スプレッド（ROE―株主資本コスト）を意識している」と回答している。資本コストについて戸惑う企業が多々あると聞くが、一方で、多くの企業が資本コスト計算はクリアしているともいえる。

企業の資本コストに関する認識を統合報告書で確認してみよう。⁽⁸⁾

GPIFは国内株式の運用を委託している一六機関に対して、「優れた統合報告書」の選定を最大一〇社以内で依頼した。⁽⁹⁾ その結果、延べ七〇社が選定された。統合報告書を作成し運用機関から優れていると評価される企業は、投資家を強く意識し、企業価値向上に努力している可能性が高い。そこで、優れた統合報告書企業が一般の企業

と比べて企業価値創造度が高いかを確認してみた。

優れた統合報告書企業と東証一部上場企業のPBRを比較してみると平均値は二・〇〇と二・〇三で後者が優位、中央値は一・六一と一・二九で前者が優位であった。統合報告書が優れていることが、必ずしも企業価値創造度と高い相関があるわけではないようだ。次にこの七〇社の統合報告書のうち資本コストに関する記述がある企業に限定してPBRを調べてみると、平均値は二・〇八、中央値は一・七二となつて共に東証一部上場企業を上回っている。この差は期待していたよりも小さい。資本コストという単語があつても、お題目だけで実際の企業行動を伴っていない可能性もあるだろう。

資本コスト記述あり企業は二七社であったが、資本コストの記述内容には大きな濃淡があり、

図表6 優れた統合報告書における資本コストの記述

GPIF 委託先が選んだ「優れた統合報告書」企業	70
資本コストの記述がある統合報告書	27
使用している資本コスト	
株主資本コスト	17
加重平均資本コスト	5
加重平均資本コストと推定される	5
資本コストの数値の提示がある	8
資本コストの使用法	
全体の資産効率の基準	23
個別の投資案件の採用基準	10
総合評価（価値創造の議論に資する資料として）	
A. 実効性がある高度な議論が可能	4
B. 実効性がある議論が可能	2
C. 実効性がある議論ができる可能性がある	11
D. 抽象的な議論にならざるを得ない	10
資本コストの記述がない統合報告書	43

〔出所〕 各社統合報告書より筆者作成

一、二行の文章に現れるだけの企業も多い。その様子をまとめたのが図表6である。資本コストの種類としては、株主資本コストも加重平均資本コストも使われており、数値を提示している会社も八社あった。資本コストの使用方法として、企業価値創造への経営意思を感じることもできるのは個別投資プロジェクト採用の可否基準として用いている場合であるが、それが確認できたのは一〇社に過ぎなかった。主観的な判断になるが、統合報告書が価値創造の議論に資する資料となるかを総合評価してみると、実効性がある高度な議論が出来そうに思えたのは四社だけであった。これらの会社の統合報告書では、CFOが資本コストと価値創造の原理を意識して投資の可否のルールや財務戦略について語っていた。

企業の資本コスト認識についてまとめる。IR

協議会の調査からは現場部門にはある程度浸透している様子が窺えるが、中期経営計画や統合報告書の記述をみる限り、経営層レベルで資本コスト概念が認識されているケースは希なのではないかと思われる。

最後に、運用会社側の資本コスト認識について確認する。

年金運用受託会社のうちスチュワードシップ・コードの受け入れを表明している受託残高上位三社⁽¹⁰⁾について、コード準拠の方針を調べてみた。

コードの原則三は当該企業の状況を的確に把握することを、原則四は投資先企業との建設的な「目的を持った対話」⁽¹¹⁾を行うことを求めている。そこで、各社の原則三および原則四への方針を調べてみると、資本コストに言及があったのはわずか二社だけであった。一社は「企業価値評価の基準と

しては、中長期的に資本コストを上回るリターンを創出できるかどうかを重視しており、エクイティ・スプレッド（ROE－株主資本コスト）を参照しています」としていた。もう一社もほぼ同じ内容であり、価値創造の原理に沿った表現になっている。この二社以外の方針の説明では、資本コストという単語がないだけでなく、価値創造の原理を意識した上で「目的を持った対話」をしようとしている姿勢を読み取ることができなかった。

五、今後に向けた提言

前節までの議論を踏まえて、企業統治コードの目的である「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を強力に推進するために五つの提言をしたい。

第一に、企業は役員とのトレーニンング・メニューに「資本コストの理解」を加えるべきである。詳細な知識は必要ではなく、役員として知っておくべき要点を整理して理解しておけばよい。

第二に、中期経営計画や統合報告書などの開示資料の中で、あるいは建設的な対話の中で、CF Oは資本コストを基準にした財務管理や業務遂行について自らの言葉で語るべきである。

第三に、運用会社は「スチュワードシップ・コードの取り組み方針」を価値創造の原理を踏まえた形で再構成すべきである。現状の取り組み方針では対話内容がどのように企業価値向上に結びつくのか曖昧な会社が多いからである。

第四に、企業と運用会社は建設的な対話の第一歩として資本コストの水準について合意形成をすべきである。資本コストは別名が「投資家の要求収益率」であることから分かるように、筋論と

しては投資家が企業に提示すべきものだ。運用会社が第三者的に企業に問いたただきというのはおかしい。運用会社がその専門知識を活かして企業の資本コスト推計を支援すべきである。

第五に、企業と投資家の建設的な対話は、常に価値創造の原理を底流で意識しながら行うべきである。企業価値創造にあたり資本コストと対比される利益率は数十年にわたる潜在的な長期指標である。それゆえに企業理念・文化、経営者のビジョンや指導力、後継経営者の育成、ステークホルダーの関与など広範なテーマを論じる必要がある。しかしながら、広範な議論を行う際に、常に底流で価値創造の原理を意識しておかないと、価値向上とは関係のない議論に時間を浪費してしまう危険性が生じよう。

(注)

- (1) 本稿は明田雅昭(二〇一八)を要約したものである。本稿中の事実認識・意見・提言はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではない。
- (2) QUICK月次調査△株式▽二〇一八年六月調査、二〇一八年六月一日
- (3) QUICK月次調査△株式▽二〇一八年二月調査、二〇一八年二月五日
- (4) 今回の改訂にあたっては金融庁主催の第一回から第一五回までの「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」で実質的な内容の検討が行われた。
- (5) より詳細な解説と数値例については明田雅昭(二〇一八)を参照のこと。
- (6) 生命保険協会、「株式価値向上に向けた取り組みについて」平成二九年度調査、平成三〇年四月二〇日
- (7) 日本IR協議会、第二五回「IR活動の実態調査(二〇一八年)」調査結果概要、二〇一八年四月一八日
- (8) 二〇一七年度の各社統合報告書あるいはこれに相当するアナユアル・レポート等を対象にした。
- (9) 年金積立金管理運用独立行政法人、「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」と「改善度の高い

統合報告書」、二〇一八年一月一九日。本稿では「優れた統合報告書」企業に絞って分析した。

(10) 二〇一七年二月末時点での年金運用受託会社の受託残高ランキング(年金情報、七六三号掲載)をみると、残高が五千億円以上ある上位三七社で残高合計一八四兆三五二一億円のうちの九七・二%を占めている。これら三七社のうちコードの受け入れを表明していない運用会社が四社ある。

(11) 二〇一八年五月下旬から六月初旬にかけて各社のホームページから情報を取得した。

(12) 企業統治コードでは「建設的な対話」という表現が多いが、スチュワードシップ・コードでは「建設的な「目的を持った対話」という表現が多く使われている。

(参考文献)

- 明田雅昭(二〇一八)「企業統治ダブルコードの核心」資本コストの意味と活用」、日本証券経済研究所、トピックス
- 東京証券取引所、「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」、二〇一八年六月一日
- 金融庁、「投資家と企業の対話ガイドライン」、平成三〇年六

月一日

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会、「責任ある機関投資家」の諸原則へ日本版スチュワードシップ・コードⅤⅤ投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」、平成二九年五月二九日

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)