

議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化

平成 30 年 11 月 29 日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化

(要約)

日本での運用会社の議決権行使の本格化は、2002年に投資顧問業協会が、2003年に投資信託協会が加盟会社に対して議決権行使に関する留意事項（指針）を発出したところから始まる。それ以来、各運用会社は議決権行使基準を策定し、それに則り議決権を行使して結果を協会に報告するようになった。そして、協会が集計結果を毎年公表する慣行が確立された。この集計結果を見る限り、資産運用会社の議決権行使状況に大きな変化はみられないようであり、深掘りした詳しい行使状況を外部者が知ることはできなかった。

この状況に変化をもたらしたのは2017年5月のスチュワードシップ・コード改訂である。事実上、運用会社に議決権行使結果の個別開示を義務化したのに等しく、2017年の後半から多くの運用会社が個別開示に踏み切った。本稿は、この個別開示データを使って、運用会社による議決権行使の現状を分析したものである。その結果、日本の上場企業が3極分化している可能性が浮き彫りになった。

第Ⅰ群企業は、文字通りの「建設的な対話」が実際に行われていると考えられる”対話実現企業”である。これらは東証一部上場の主要な3分の1ないし4分の1程度の企業が該当する。第Ⅱ群企業は「その他の東証一部企業」で、TOPIX構成企業であるがゆえに少なくとも15社の総合運用会社から議決権を行使されている。しかし、中には運用会社から対話を求められたこともなく、そのことに気がついていない企業もあるようだ。

個別開示データの分析により、第Ⅱ群企業に対する反対・棄権比率は第Ⅰ群企業に対するものより1.5倍以上高いことが分かった。これは運用会社を強く意識する第Ⅰ群企業とそうではない第Ⅱ群企業の企業統治改革に対する真剣さの違いを反映しているのかもしれない。第Ⅰ群企業でも第Ⅱ群企業でも運用会社からすべての議案に賛成されている企業は3%程度しかないことも分かった。

第Ⅱ群企業には主要な総合運用会社の個別開示情報を確認して、反対・棄権されている議案について問い合わせることを勧めたい。待つのではなく自ら行動することで対話が可能になるという意味で、第Ⅱ群企業は”対話圏内企業”と呼べるだろう。

第Ⅲ群企業は東証一部以外の上場企業である。第Ⅰ・Ⅱ群企業と比べて議決権行使を行う運用会社は激減し1社もない企業もある。実態としてそもそも対話の相手となる運用会社がないのかもしれないのだ。これらは象徴的に”対話圏外企業”と呼べるだろう。第Ⅲ群企業に投資する運用会社を増やすために、証券および資産運用業界が知恵を絞り何らかの施策を考える必要がある。

企業統治改革を進めるにあたり、今まで企業は一律のものであるという前提に立っていたように思われる。今後は、企業の三極化の可能性を認識した上で、調査・研究を行い、施策立案もそれぞれに相応しいものを検討すべきである。

議決権行使結果個別開示が示唆する企業の三極化

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

機関投資家による議決権行使結果の個別開示が2年目を迎えたが、様々な分析を行えるデータ環境が整いつつある。本稿では、議決権行使の歴史的経緯を振り返った後、本年3月決算企業に対する機関投資家による議決権行使結果の個別開示データを用いて、議決権行使の状況を分析した。その結果、機関投資家との対話において日本企業は、求めずとも対話になる企業（“対話実現企業”）、求めれば対話できる企業（“対話圏内企業”）、そもそも対話する相手がいない企業（“対話圏外企業”）の三極分化状態にあるようだ。企業統治改革をより実質化していくためには、この認識を基礎において調査・研究、施策立案していくことが重要になるろう。

1. 議決権行使の歴史的経緯

米国では、経営者が年金基金の議決権行使に圧力をかけたことを端緒として、労働省がエイボン社など複数の年金基金における議決権行使状況を調査することになり、その結果、1988年5月にエイボン社年金基金の受託者に対して、経営者の圧力行使を警告する書簡（エイボン・レター）を発出することになった。このレターにより、受託者は加入者の利益のためにのみ議決権を行使しなければならず、その受託者責任は年金基金から資産運用を委託された年金運用会社にも適用されることになった。さらに、2003年1月には証券取引委員会が規則を定め、投資信託運用会社についても議決権行使に関する受託者責任が明確化され、議決権行使の方針および結果の開示が義務化された。

日本では、企業年金連合会が1997年頃から議決権行使の研究会を組織して幅広い検討を行い、2001年10月に運用会社¹に対して議決権行使を要請するに至った。これを受けて、投資顧問業協会²は2002年4月に「投資一任契約に係る議決権行使指図の適正な行使について」を、投資信託協会は2003年3月に「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」を発出した。これらは議決権行使を行う際の留意・遵守すべき事項（指針）を提示するもので、主な内容は、①顧客/受益者の利益を図るためにのみ実施、②顧客の利益とは企業価値（株式価値）の増大または毀損防止、③判断基準（ガイドライン）を設けプロセス・権限・責任所在を明示、④ガイドラインを自社ホームページ等に公表、⑤根拠データの5年間保存、などであった。これ以降、運用会社は各社各様の基準を制定してホームペ

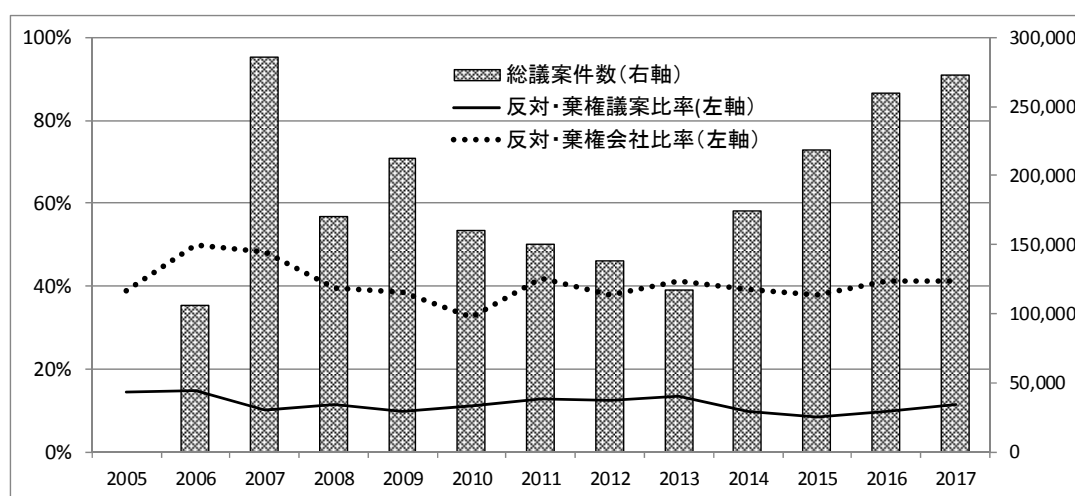
¹ 一般に機関投資家とは運用機関とアセットオーナーの両方を含むものだが、本稿では前者に限定した内容の記述を行う場合は「運用会社」という用語で統一した

² 正式名称は「日本投資顧問業協会」であるが、本稿では「投資顧問業協会」で統一した

ージに公表することになり、議決権行使の結果を協会に報告するようになった。そして、協会が集計結果を毎年公表する慣行が確立された。

図表1と図表2は投資顧問業協会が加盟会社の議決権行使結果を集計したものである³。図表1をみると、総議案件数は少なくとも10万あり、最近では25万を超えている。これらの議案について反対・棄権された議案の比率は10%前後で推移しており、この傾向は10年以上変わっていない。反対・棄権会社比率とは、運用会社が議決権行使した結果、少なくとも一つの議案に反対・棄権した会社の割合であるが、概ね40%で推移しており、これも安定的な傾向を示している。

図表1 投資顧問会社議決権行使の総議案件数および反対・棄権比率



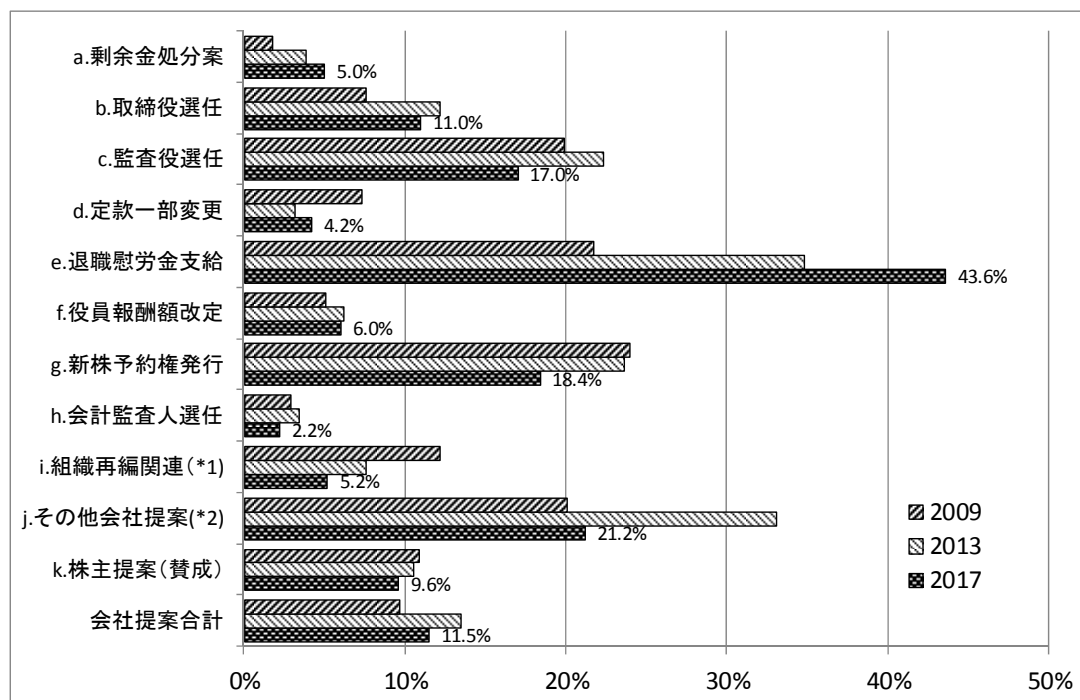
(出所) 投資顧問業協会

図表2は議案種類別に集計した反対・棄権比率を示したものである。2009年、2013年、2017年の3年分の表示にとどめたが、退職慰労金支給をはじめとして、監査役選任や新株予約権発行、株式発行や買収防衛策に対する反対・棄権が高い傾向は一貫している。剰余金処分案と退職慰労金支給に関しては議決権行使判断の厳しさが増しているかもしれないが、会社提案合計の反対・棄権比率は10%強、株主提案への賛成比率も10%程度である。全体的には、日本の運用会社は過去10年以上にわたり、同様な議決権行使を行ってきたような印象である。

議決権行使に関して一般の投資家や企業が把握できるのは、図表1や図表2のような集計情報だけであり、細部に踏み込んだ議決権行使の実態は知るよしもなかった。

³ 投資信託協会も加盟会社からの報告を受けて同様な統計を毎年公表している

図表2 投資顧問会社による議案種類別の反対・棄権比率



(*1) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(*2) 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策等

(出所) 投資顧問業協会

2. 議決権行使結果の個別開示と分析用データ

2013年6月に安倍政権は日本再興戦略を公表し、緊急構造改革プログラムの一つとして企業統治改革を打ち出した。この改革を推進するための両輪が、機関投資家が遵守すべき規範であるスチュワードシップ・コード⁴（以下、「SSコード」）と企業が遵守すべき規範であるコーポレートガバナンス・コード⁵（以下、「CGコード」）である。スチュワードシップとは「財産管理人の地位」を意味し、スチュワードシップ責任とは「機関投資家が建設的な「目的を持った対話」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の拡大を図る責任」のことである。SSコードは2014年2月に7つの原則と21の指針として制定され、主立った運用会社は、ほとんどすべてが即座に準拠表明を行った。

SSコードの原則5は「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるの

⁴ 日本版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<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〜」、平成26年2月26日。このコードの改訂版は平成29年5月29日に公表されている

⁵ 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向上のために〜」、2015年6月1日。このコードの改訂版は2018年6月1日に公表されている

ではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」というものであった。この指針5-3では、機関投資家は図表2のような議案種類別の行使結果集計を公表すべきとしたが、個別議案の行使結果開示までは踏み込まなかった。3年後の2017年5月には当初からの計画通りにSSコードの改訂が行われ、指針5-3に「機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業および議案ごとに公表すべきである」という文章が追加された。これはSSコード準拠運用会社にとって事実上の義務化⁶に近く、2017年6月の株主総会シーズンが終わった後、多くの運用会社が個別開示を始めた。

一橋大学大学院の円谷昭一研究室がこれらの運用会社による3月決算企業に対する議決権行使結果の個別開示データを収集し、EXCELデータの形でホームページ上に公開している。公開データは「保有銘柄一覧 (portfolioファイル)」と「個別行使結果 (resultファイル)」の2種類である。前者は企業がどの運用会社から議決権行使をされたかだけを表示した比較的小さなファイルである。運用会社からみれば、自社のポートフォリオが保有している銘柄の一覧表ということになる。後者は子議案ごとに運用会社ごとの賛成・反対・棄権・非行使 (非保有) の情報を集約した巨大なファイルで、子議案別、親議案別、企業別の賛成・反対・棄権比率などが計算できる。

運用会社の情報開示タイミングは会社ごとに異なるため、2017年3月決算企業を対象にしたデータが最終確定したのは2018年2月22日であったようだ。本稿の分析では2018年3月決算企業を対象にした10月15日付け更新データを使用し、これらのデータファイルを「円谷ファイル」と総称する。まだ最終確定ではないようだが、主要運用会社は、大方、カバーしているといえる。具体的には、主要4信託銀行、投資信託純資産残高の上位15社のうちの12社 (野村アセットマネジメント (以下、アセットマネジメントは「AM」と略す)、日興AM、大和証券投信委託、AM Oneを含み、フィデリティ、ゴールドマンAM、ブラックロックは含まない) を含む投信投資顧問40社、契約資産上位5社のうちの3社を含む生命保険10社⁷ (かんぽと日本生命は含まないが、明治安田、第一、住友を含む) から構成される54社である。一方、企業については、3月決算企業を対象としており、全部で2,394社を収録している。2018年3月末の東証上場企業数は約3,600社であるから、その3分の2が3月決算企業であるということだ。

この2,394社から構成されるportfolioファイルを観察したとき、際だった特徴として気がつくことは、運用会社から受けた議決権行使の数が0ないし数件である企業が多くある一方で、15件を超える企業も多くあり、むしろ後者の方が明らかに多いということだ。運用会社側からみると建設的な対話が可能な企業数は数百程度であり、多くみても500くらいという声がよく聞かれる。この一見、矛盾する状況は、TOPIXインデックス運用によるのではないかと思われる。つまり、東証一部企業はTOPIXインデックス運用を行う運用会社に

⁶ SSコードは Comply or Explain が基本原則であるから、理由を説明して個別開示を行わないことも許容され、実際に少数であるが主要運用会社の中に個別開示をしていない会社も存在する

⁷ 明治安田生命は一般勘定と特別勘定を別々に公表しているため、正確には9社10主体である

よって保有されており、そのような運用会社が15社を超えるということを示唆しているのではない。東証一部企業は、真剣な建設的な対話の対象となった上で議決権行使を受ける数百社と、インデックス運用の関係で保有されて議決権行使を受けるその他の企業に二分されているかもしれない。一方、東証一部以外の企業はTOPIXの対象外であり、その企業規模から運用会社の投資対象にはなりがたく、例外を除いて、ほとんど保有されておらず、従って、議決権行使もほとんどないのかもしれない。このように議決権行使という視点からすると日本の上場企業は3つに類型化されているかもしれない。

次章以降ではこの検証を行う。

3. TOPIXインデックス運用の対象企業と運用会社

2018年3月末の東証一部企業の数⁸は2,081社であるが、これらがすべてTOPIXを構成する企業（以下、「TOPIX企業」）になっているわけではない。東証指数算出要領⁹によれば、市場第一部への新規上場（直接上場、他証券取引所経由）企業が、指数に組み込まれるのは新規上場日の翌月末（最終営業日）である。つまり、3月中に新規上場された企業は、3月末時点で東証一部企業であってもTOPIX企業ではない。また、4月以降に東証一部へ新規上場となった企業も当然3月末時点ではTOPIX企業ではない。このような点に注意し、3月決算企業に絞って2018年3月末時点におけるTOPIX企業を確認すると1,454社であることが分かった。

portfolioファイルで確認したところ、この1,454社すべてを保有している運用会社は主要4信託銀行を含めて11社あった。さらに三井住友トラストAMと第一生命保険は1,453社であったが、足りない1社は、前者が三井住友系であるMS&ADインシュアランスグループホールディングスであり、後者は第一生命保険自らであった。この2つの運用会社は事実上前述の11社と同等と見なせるだろう。他にも1,400社以上を保有している運用会社が3社あった。

次に、TOPIXインデックス運用を行っている運用会社とその運用資産規模を確認する。運用資産規模を確認するのは、ある程度の規模があれば完全法¹⁰の運用となり、TOPIX企業をすべて保有するようになると考えられるからである。TOPIXインデックス運用を行っている運用会社を特定しやすいのは、年金分野では年金合同口（信託銀行合同口および生命保険会社特別勘定¹¹）、GPIF¹²、GPIF以外の主要8公的年金¹³などである。個人投

⁸ 日本取引所グループのホームページ掲載統計による

⁹ 東京証券取引所、「東証指数算出要領（市場別指数編）」、2018年7月23日版

¹⁰ 指数構成銘柄すべてを指数構成ウエイトで保有するインデックスファンドの構築方法

¹¹ 信託銀行で「TOPIX連動」と明示している合同口は、年率のトラッキングエラーが少数点以下2桁レベルであることから完全法による運用とみられる。生命保険会社で「TOPIXベンチマークの市場連動型運用」とか「最適化法によるパッシブ運用」と記述されている特別勘定が4社で確認できた。これらは完全法ではないかもしれないが、トラッキングエラーなどから判断して非常に多くのTOPIX企業に投資しているのは確実である

資家向けではETF¹⁴、公募投資信託¹⁵、DCおよびSMA¹⁶で運用会社の特定が容易である¹⁷。この範囲で調べたところ25社が特定された。

2018年9月末では、東証一部企業（3月決算に限定されないすべての上場企業）は2,107社でTOPIX企業も同数であったが、このうち8社の指数構成ウエイトが0.0000%とされていた¹⁸。つまり、0.0000%より大きいウエイトがあったのは2,099社である。投資信託の運用報告書を調べてみると、TOPIXインデックスファンドの保有銘柄数はAM Oneで2,100社、野村AMで2,091社、日興AMで2,101社、ステートストリートグローバルで2,100社であった。若干バラツキはあるが、ほとんど完全法の運用と見なせよう。

図表3は、①TOPIXインデックス運用会社、あるいは②3月決算のTOPIX企業を1,000社以上保有している運用会社、のいずれかの条件を満たしている27社について、TOPIX企業の保有社数の大きい順に掲載したものである。大和住銀投信投資顧問とマニユライフAMはTOPIXインデックス運用が確認できなかったが、パーツとして、インデックスファンドを持っているのかもしれないし、インデックス+ α やスマートベータ戦略などにより、結果的にTOPIX企業をほとんど保有しているのかもしれない。世界的なインデックス運用の代表的会社であるブラックロックは2017年3月分については個別開示を行っているが、10月15日時点では2018年3月分の個別開示はまだ公表していなかった。

図表3に掲載した資産額は、年金については2018年3月末時点であるが、ETFなど個人投資家向けのデータは10月に入って取得しており、タイミングが異なる。このため各時点のTOPIX値を使ってタイミング調整係数を計算し、2018年3月末に合うよう水準調整を行った上で合算した金額を「合計」としている。このような計算の結果、例えば東京海上AMの10月の218億円は3月末では222億円に換算されている。この合計額はあくまで目安としてご覧頂きたい。

¹² GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の平成29年度業務概況書で確認すると、TOPIXインデックス運用を委託しているのは2つの信託銀行と2つの投資顧問会社であった。各社とも委託資産額が3兆円以上であり、完全法あるいはほとんど完全法に近い運用であることは確実である

¹³ 主要8公的年金のうちTOPIXインデックス運用が確認されたのは、地方公務員共済連合会、全国市町村職員共済組合連合会、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、国家公務員共済組合連合会の6つであった。日本私立学校振興・共済事業団はベンチマークがRussel/Nomura指数であり、地方職員共済組合は株式運用を行っていないため、TOPIXインデックス運用はなかった

¹⁴ 純資産額が10億円以上あるTOPIX-ETFを運用している会社は6社だけであった。特に上位4社では純資産額1兆円以上の巨大ファンドになっている（日本銀行ETF買いによるのは間違いない）

¹⁵ TOPIXインデックス公募投信の純資産額を運用会社ごとに集計したところ10億円以上あったのは11社であった。複数のTOPIXインデックス投信を運用しているのが一般的であるが、ファミリーファンド形式で親ファンドは一本であることも多く、ここでは運用会社ごとに集計した純資産額で認識した

¹⁶ 確定拠出年金(DC)とラップ(SMA)用に運用されているTOPIXインデックスファンドを運用会社ごとに集計して純資産額合計が10億円以上ある運用会社は12社であった。TOPIX連動を唱っているが必ずしも完全法とはみなせないファンドもいくつか散見される。DCとSMAは歴史が浅く規模は小さい

¹⁷ 規模の小さい公的年金や一般の企業年金における年金合同口以外での専用のTOPIXインデックス運用の特定は試みなかった

¹⁸ 日本取引所グループのホームページの「TOPIX(東証株価指数)」のページによる

本章の結論は、(3月決算企業に限定されるが)東証一部企業は三菱UFJ信託から第一生命保険までの13社に必ず保有されていて、加えて大和住銀投信投資顧問からしんきんAMまでの7社にも保有されている可能性が高いということである。特にアムンディまでの16社に保有されている可能性は極めて高いと考えるべきだ。

図表3 TOPIXインデックス運用会社と保有社数

(金額単位: 億円)

番号	運用機関 (タイミング調整係数)	年金 合同口	GPIF	8公的 年金	ETF	公募 投信	DCと SMA	合計	TOPIX企業 の 保有社数
		1,000	1,000	1,000	1,008	1,008	1,017		
1	三菱UFJ信託	6,751	70,602	12,795				90,148	1,454
2	三井住友信託	7,032	38,520	32,839				78,391	1,454
3	りそな銀行	2,299		9,855				12,154	1,454
4	みずほ信託	4,145		3,412				7,557	1,454
5	アセットマネジメントOne		95,623	13,781	1,559	175	1,485	112,662	1,454
6	野村AM				82,637	105	2,444	85,900	1,454
7	大和証券投信委託				39,048	114	988	40,485	1,454
8	日興AM				36,070	403	450	37,227	1,454
9	三菱UFJ国際投信				10,482	811	1,214	12,619	1,454
10	りそなAM						170	173	1,454
11	ステートストリートグローバル						54	55	1,454
12	三井住友トラストAM					399	1,334	1,759	1,453
13	第一生命保険	271						271	1,453
14	大和住銀投信投資顧問							0	1,432
15	マニユライフAM							0	1,428
16	アムンディ					23		23	1,411
17	ニッセイAM					322		325	1,393
18	三井住友AM					45	263	313	1,255
19	住友生命保険	323						323	1,254
20	しんきんAM					35		35	1,237
21	明治安田AM						72	73	1,000
22	東京海上AM						218	222	901
23	富国生命保険	104						104	513
24	ブラックロック		69,607		2,062			71,686	未開示
25	農中全共連AM					542		546	非開示
26	日立投資顧問						186	189	非開示
27	日本生命保険	74						74	非開示

(注1) 8公的年金とは、地方公務員共済連合会、全国市町村職員共済組合連合会、公立学校共済組合、警察共済組合、東京都職員共済組合、国家公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団、地方職員共済組合(ただし、最後の2年金ではTOPIXインデックス運用は確認できなかった)

(注2) データ日付けは年金合同口・GPIF・他公的年金は2018年3月31日、ETFと公募投信は2018年10月12日、DCとSMAは2018年10月16日

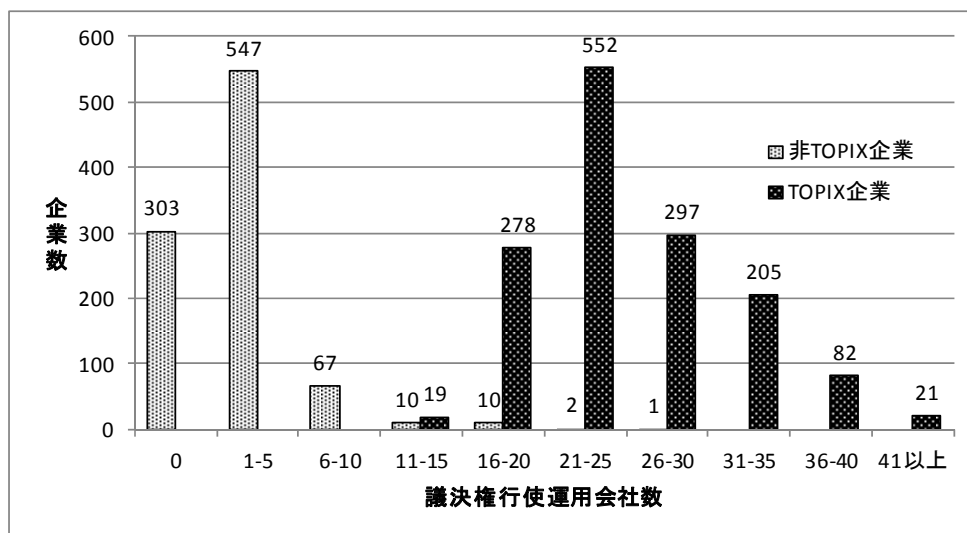
(出所) 年金合同口は年金情報No.766(2018.5.7)と年金情報No.768(2018.6.4)、GPIFは平成29年度業務概況書、他公的年金は各基金の平成30年度積立金運用報告書、ETFと公募投信およびDCとSMAはモーニングスター社のホームページから取得したデータから筆者が計算。TOPIX企業保有社数は円谷ファイルから筆者作成

4. 東証一部以外の企業の議決権行使

TOPIX企業とそれ以外の企業(以下、「非TOPIX企業」)で議決権を行使した運用会社の数を確認する。図表4はportfolioファイルを用いて、3月決算企業に対する議決権行使運

用会社数の分布をTOPIX企業と非TOPIX企業で比較したものである。

図表4 3月決算企業の議決権行使運用会社数の分布



(出所) 円谷ファイルから筆者作成

TOPIX企業では議決権行使の運用会社数の最小値は14で該当企業は5社であった。そして、16社以上の運用会社から議決権行使された企業はTOPIX企業1,454社の98.7%にあたる1,435社であった。一方、非TOPIX企業の940社のうち、98.6%にあたる927社が議決権行使の運用会社数が15以下であった。運用会社の議決権行使が全くない企業が303社、議決権行使の運用会社数が1の企業が227社、2の企業が145社であった。非TOPIX企業で議決権行使の運用会社数が16以上あるのは13企業にすぎず、4月以降に東証一部上場になったのが2社、東証二部上場が2社、マザーズが2社、JASDAQスタンダードが7社であった。

TOPIXは年金資産運用で日本株式のベンチマーク指数になっている。インデックス運用が隆盛である昨今、TOPIX企業であれば、多くの運用会社に安定的かつ継続的に保有されることになる。一方、非TOPIX企業を保有する運用会社は小型株運用に特化した数少ない会社限定されよう。そして小型株運用担当者のアクティブ判断によって、対話するよりは売却されることになり、継続的に保有されるとは限らないだろう。多くの非TOPIX企業は、企業統治の体制を整えて、CGコード基本原則5の「株主総会の場合以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである」に対応しようとしても、対話する相手の運用会社がほとんどいない状況にあると思われる。本稿ではこれらの企業を第Ⅲ群企業（「いわゆる対話圏外企業」。以下では”対話圏外企業”と表示）と呼ぶことにする。ただし、これらの企業は5章以下の分析では対象外としている。

5. TOPIX企業内での分化の可能性

本章では、TOPIX企業の中でも実際に対話が行われている企業とそうではない企業の分化がある可能性を調べる。

2017年5月に公表されたS Sコード改訂版で、指針4-2「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」が追加された。この「パッシブ運用」は事実上、構成銘柄が2,000を上回るTOPIXインデックス運用のことであり、指針4-2の追加を議論した金融庁のフォローアップ会議では、2,000社に対する対話は不可能であると指摘する声が何度も上がった。そして、TOPIX企業の中には投資対象として、あるいは対話の対象として価値があるとはとても思えない企業や、対話意思が全くなく協力して企業価値向上を目指す考えがみられない企業が数多く存在するとの指摘もあった。意味のある企業に絞るためにベンチマーク指数を構成企業が少ないものに変えるべきであり、具体的な銘柄数としては、例えばMSCI World Index Japanの300、JPX400の400、S&P500の500を目処にして200から500程度にすれば良いという意見も出ていた¹⁹。このような意見が多く出てくるのは、実際に運用会社が対話を行っている、あるいは行える企業数はせいぜい500社程度という意識の裏返しではないだろうか。

投資顧問業協会のアンケート調査²⁰によれば、投資顧問会社がエンゲージメント活動対象としている銘柄数を「500銘柄以下」と答えたのは、回答111社のうちアクティブ運用では99社（89.2%）、パッシブ運用では104社（93.7%）であった。「1,001社以上」と回答したアクティブ運用が1社、パッシブ運用が6社あった。多くの運用会社がエンゲージメント対象としているのは500社以内だが、1,000社を超える運用会社も存在する。東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017によると、建設的な対話を実施している企業は2,230社ある。CGコードの補充原則5-1②では個別面談以外の対話の手段の開示を求めているが、「決算説明会」と回答したのが1,230社、「株主総会」と答えたのが363社であった²¹。これらの統計によると建設的な対話が1,000社以上で行われていることになるが、証券アナリスト協会が主催する「アナリスト向けIRミーティング」のように、必ずしも双方向的でない「対話」も多く含まれている可能性がある。

次に、企業のIR活動アンケートから、専任部署を設置した上で活発なIR活動を行っている企業数を推定してみた。結果を要約したのが図表5である。

¹⁹ これらの意見や指摘は、金融庁「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の第1回～第10回議事録」などで確認できる

²⁰ 投資顧問業協会、「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第4回）の結果について（平成29年10月実施分）」、2017年12月20日

²¹ 東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017は2017年3月発行でデータは2016年7月時点。本稿で引用した企業数は図表118による。この白書の次の発行は2019年3月と見込まれる

日本IR協会は毎年IR活動の実態調査を行っているが、最新の第25回調査は、企業と株主・投資家との対話の進展状況やその周辺に関する各種テーマに焦点を当てたこととであった²²。調査は2018年1月現在の全上場企業3,707社に対して実施され、回答したのは1,006社で、そのうちIR実施企業は981社であった。IRの専任部署がある企業は54.3%（533社）で、専任者は平均2.1人であった。

図表5 IR専任部署がある企業数の推定

		日本IR協議会	生命保険協会	GPIF
対象企業 (アンケート送付先)		全上場企業 (2018年1月現在) 3,707	上場企業 1,136	東証一部上場 (2017.12.15時点) 2,052
回答期間	開始	2018/1/25	2017/10/4	2018/1/10
	終了	2018/3/6	2017/11/6	2018/2/23
回答社数		1,006	581	619
IR活動実施		981	(581)	(619)
独立したIRの専任 部署がある企業		54.3% 533	61.8% 359	(383)

(注) 括弧付きの整数は概算推計値であることを示している

(出所) 日本IR協議会、「第25回「IR活動の実態調査(2018年)」調査結果の概要」、2018年4月
 生命保険協会、「平成29年度 株主価値向上に向けた取り組みについて」、平成30年4月20日
 GPIF、機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果、平成30年4月4日

生命保険協会は昭和49年度より44年間に亘り、株主・投資家の立場から、「株主価値向上に向けた取り組み等についてアンケート」を株主・投資家向けと企業向けに同時に実施してきた。最新の平成29年度調査²³では企業向けには上場企業1,136社にアンケートを送付し、581社の回答を得ている。投資家との対話について、対話活動に携わる人員（補助的な業務のみを行う人員を除く）を問うたところ、最頻解答は「2～3人」で46.3%を占めていた。また、対話活動を専任で行う人員については「0人（なし）」の38.2%が最頻回答であり、次は「2～3人」の31.5%であった。専任者を抱えて株主・投資家と対話を行っているのは359社（ $=581 \times (1 - 0.382)$ ）ということになる。アンケート送付先の母集団1,136社をどのように選んだのかの記述はなかったが、主要企業ということで東証一部企業が中心と考えてもそう間違いはないだろう。

GPIFは「目的を持った建設的な対話」（エンゲージメント）の実態把握も主要目的の一つとしたアンケートを行っている²⁴。最新の第3回調査は2017年12月15日時点の東証一部企業を対象に実施され、回答社数は619社（30.2%）であった。このアンケートは、IR活動での面談件数に加えて、「SSコード改訂以降のIRミーティング等での変化」とか「IRミーティングでの機関投資家の議論の時間軸」など、運用会社と面談していること

²² 日本IR協議会、「第25回「IR活動の実態調査(2018年)」調査結果の概要」、2018年4月

²³ 生命保険協会、「平成29年度 生命保険協会調査 株主価値向上に向けた取り組みについて」、平成30年4月20日

²⁴ GPIF、「第3回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」、平成30年4月4日

を前提にしている、運用会社との面談がない企業は答えることが難しい構成になっている。独立した I R の専任部署を持つ企業の割合として生命保険協会アンケートの値61.8%を転用すれば、 $619 \times 0.618 = 383$ 社が独立した I R の専任部署を持つ企業と推計される。

生命保険協会と G P I F のアンケートは主要企業と東証一部企業向けであり、I R 専任部署を持つ企業は積極的に回答するだろうから、回答をしなかった企業を含めた場合に I R の専任部署を持つ企業数が2倍になるとは考えにくい。概算ばかりという感は否めないが、独立した専任部署を持って I R 活動を行っている東証一部企業数は400~600程度ではないだろうか。C G コードと S S コードが想定するような建設的な対話が行われた上で議決権行使がされる企業は、せいぜい東証一部企業の3分の1程度ではないかと思われる。また、I R 活動がほとんど行われていない企業も3分の1以上は存在していて、残りが中間的な性格の企業であると仮定してもそれほど間違いではないように思う。

6. アナリスト数と対話の活性度

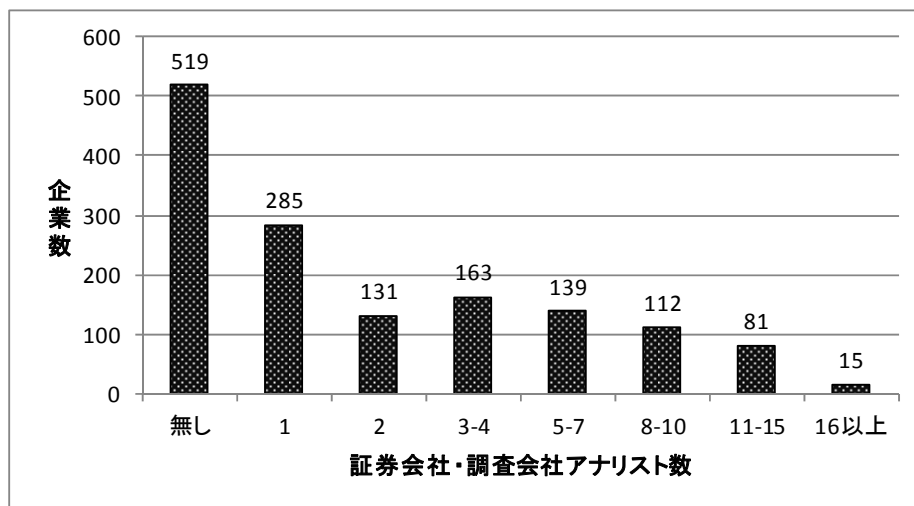
証券会社は、多くの運用会社が投資対象として継続的に分析する企業についてアナリスト・リサーチレポートを発行する。これはリサーチ情報を提供することで、運用会社の売買を活性化し、売買委託ビジネスでの手数料収入を得るためである。S S コード準拠の多くの運用会社が分析し投資する企業では、活発な対話が行われ、その上で議決権行使がされることになるだろう。逆に、証券会社アナリストのリサーチレポートがない企業は、継続的な投資対象と見なしている運用会社がないか、あるいはいたとしても少ないことを意味する。このような企業はごく少数の小型株運用のアクティブマネージャーが、証券会社に頼ることなく独自に分析して、投資するものである。そして、アクティブマネージャーは、物言う株主として脚光を浴びる稀なケースを除いて、投資企業の魅力が無くなったと判断すると、企業と対話することなく売却してしまう。このような実情から考えて、その企業を担当するアナリストの数は、建設的な対話の活性度合いを表す代理指標として使うことができるだろう。

図表6はQUICKコンセンサス²⁵から取得した企業ごとの証券会社・調査会社の担当アナリスト数の分布である。この情報取得は2018年9月末に行ったが、この時点で、2018年3月末時点の3月決算のTOPIX企業1,454社のうち9社が上場廃止になっているため、企業数の合計は1,445社である。全体の35.9%に当たる519社に対して、どの証券会社・調査会社も業績予想を行っていない。一方、業績予想を行っている証券会社・調査会社が3社以上ある企業は510社で35.3%を占める。業績予想が1社ないし2社の中間的な企業は416社で28.8%であった。本稿では、これ以降、図表6の「3社以上の企業」を第I群企業と呼び、「無し

²⁵ 証券会社や調査会社などのアナリストによる各企業の業績予想を QUICK 社が集計して平均値などを算出し提供するサービスであるが、同時に業績予想を発表したアナリストの数も開示している

の企業」を第Ⅱ群企業と呼ぶことにする。「1社ないし2社の企業」は中間的な性格の企業で、以後の分析ではほとんど言及することなく、図表の中で「中間企業」として引用するのにとどめる。

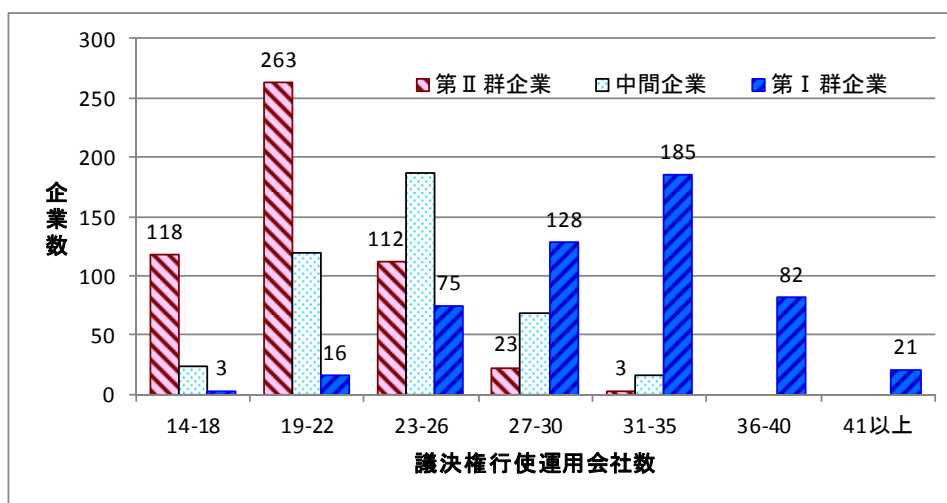
図表6 アナリストによる企業分析のカバレッジ



(出所) QUICKコンセンサスから2018年9月末に筆者作成

図表7は3月決算のTOPIX企業について、第Ⅰ群企業、第Ⅱ群企業、中間企業別に、議決権行使運用会社数の分布を調べた結果である。第Ⅰ群企業は議決権行使の運用会社は31-35社の区間が最も多く、27社以上が81.6%を占める。一方、第Ⅱ群企業は19-22社の区間が最も多く、26社以下が95.0%を占める。証券会社・調査会社アナリストのカバレッジは運用会社の投資対象としての関心と整合的であることが分かる。

図表7 企業群別の議決権行使運用会社数の分布



(出所) QUICKコンセンサスと円谷ファイルから筆者が作成

第Ⅰ群企業は「建設的な対話が実際に行われている」と考えられる企業群であり、「対話実現企業」（いわゆる対話実現企業）と呼ぶことができるだろう。第Ⅱ群企業は「多数の運用会社に保有され議決権行使もされているが、運用会社との対話が行われているか疑問である」と考えられる企業群である。実際に、筆者が知る第Ⅱ群企業の中には運用会社との対話をしたことがなく、多数の運用会社から議決権行使されていることに気がついていない企業がいくつかあった。そして、運用会社の議決権行使結果を調べていない企業もあった²⁶。やや飛躍しすぎているかもしれないが、第Ⅱ群企業は、運用会社との対話が今のところ無かったとしても、現実に15社以上の運用会社が保有している²⁷のだから、対話を行う意思があれば対話が可能であるという意味において「対話圏内企業」（いわゆる対話圏内企業）と呼んでもよいだろう。

7. 議決権行使結果の特徴と企業群ごとの相違

本章では、円谷ファイル（resultファイル）を用いて、運用会社による第Ⅰ群企業と第Ⅱ群企業への議決権行使がどのように異なるかを検証する。

最初に会社提案に対する株主全体の賛成比率と運用会社の賛成比率を比較してみたのが図表8である。「全株主賛成率」とは各社毎に子議案の賛成率の平均を計算したものである。「運用会社賛成率」とは、子議案ごとに、賛成した運用会社数と反対・棄権した運用会社数を数えて、同一企業内ですべての子議案について合計した後に、賛成比率を計算したものである。なお、株主提案については賛成を反対・棄権に、反対・棄権を賛成に読み替えた上で、集計に加えている。図表8では図の見やすさを優先したため、中間企業は省き、第Ⅰ群企業と第Ⅱ群企業だけを表示対象とした。

図表8からいくつかの示唆が得られる。第一に、これら2つの賛成率の関連性はそれほど高くない。相関係数を計算してみると、全1,451社²⁸では0.501、第Ⅰ群企業では0.467、中間企業では0.467、第Ⅱ群企業では0.673であった。第二に、全株主賛成率では90%以下は少ないが、運用会社賛成率では90%以下がかなりある。一般の株主と比べて運用会社の議決権行使は厳しいことがわかる。第三に、第Ⅰ群企業と比べて第Ⅱ群企業の方が、運用会社賛成率が低そうである。逆にいえば、運用会社の反対・棄権比率が高いかもしれない。これは第Ⅰ群企業と第Ⅱ群企業で議題の種類の違い（第Ⅱ群企業の方が反対されやすい議題が多い可能性等）を反映しているだけかもしれないが、データの制約もあり本稿ではそこまで踏み込まず、賛成あるいは反対・棄権比率だけで分析を進める（以下の分析も同じ）。第四に、図表8は企業毎の集計データを表示したものであるが、子議案ベースでみた場合、

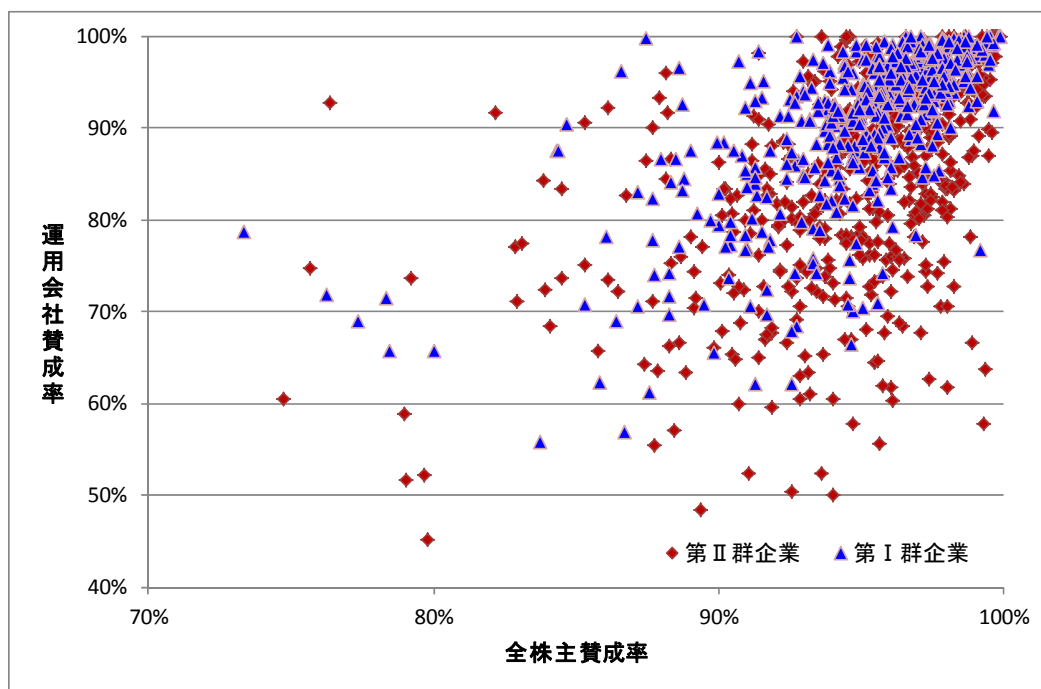
²⁶ もちろん、信託銀行やI Rコンサルティング会社に依頼して、運用会社の議決権行使を把握している企業もあった

²⁷ 図表4でTOPIX企業のうち保有運用会社数が最小の14社である企業が5社あったが、11月7日付け更新の円谷ファイルで確認したところ、新たに加わったブラックロックがこれら5社を保有していた

²⁸ 3月決算の東証一部企業は1,454社であったが、うち3社は株主賛成比率データが未公表だった

全株主賛成率が90%以上あっても運用会社賛成率が極端に低いケースがあるかもしれない。以下では第三と第四の点の確認を行う。

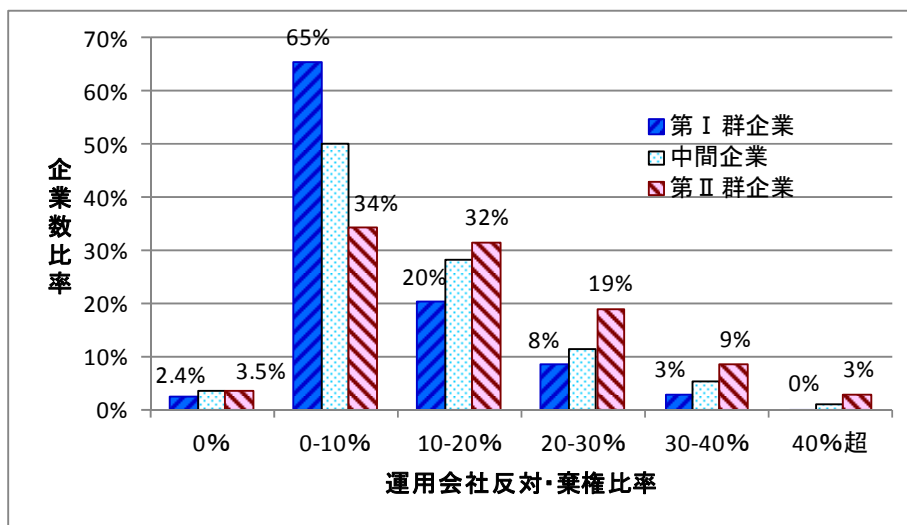
図表8 会社提案に対する全株主と運用会社の平均賛成率の比較



(出所) QUICKコンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

図表9は会社提案議案に対する運用会社の議決権行使での反対・棄権比率の分布である。第II群企業は第I群企業に比べて反対・棄権比率が大きい方向にずれていることが確認できる。図表9は建設的な対話を活発に行っている企業ほど、議決権行使において反対・棄権される割合が小さくなる可能性を示唆しているといえよう。反対・棄権比率がゼロの企業、すなわち、子議案すべてについて運用会社の反対・棄権が一つもない企業（すべての子議案がすべての運用会社から賛成されている企業）は、わずか3.2%（46社）であり、第I群企業では2.4%（12社）、第II群企業では3.5%（18社）に過ぎなかった。逆にいえば97%の企業が、少なくとも1社の運用会社から一部の子議案に反対・棄権されているのである。これは図表1の反対・棄権会社比率が40%程度であることと矛盾していると感じるかもしれない。しかし、個別の運用会社が100企業のうち40企業の議案の一部に反対・棄権している状況のとき、議決の賛否が大きく違う3社の運用会社があれば、100社の企業すべてが、少なくとも一つの議案で反対・棄権されることがありえるということを考えれば矛盾しないことが理解できよう。東証一部企業は、ほとんど間違いなく、少なくとも1社の運用会社から一部の議案で反対・棄権されているということを確認すべきである。

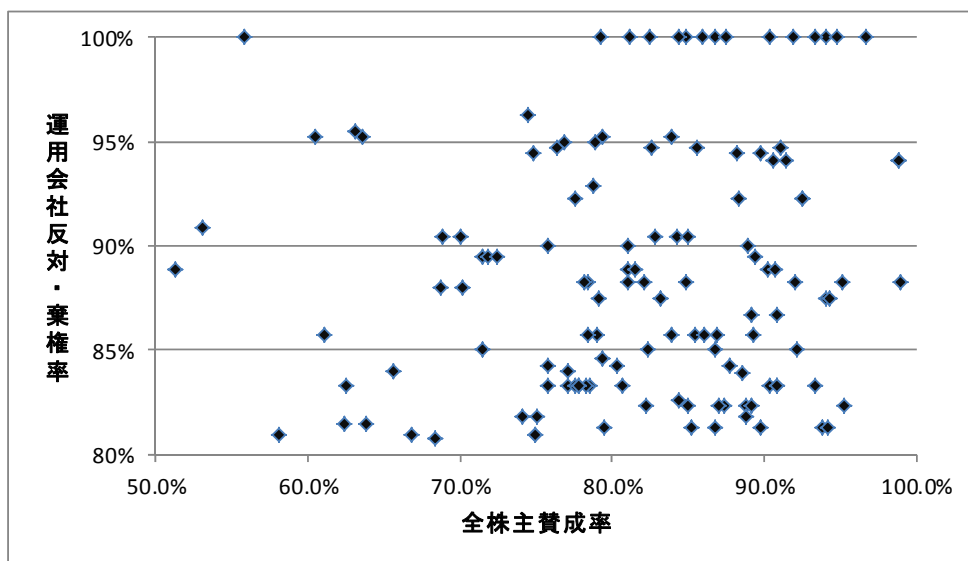
図表9 企業群別の運用会社反対・棄権比率の分布



(出所) QUICKコンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

図表10は運用会社の反対・棄権比率が80%を超える子議案について、その全株主賛成率と対比したものである。表示されている点(子議案)は129のみであるから非常に稀な例であるが、縦軸100%の線上にある15の点は、議決権行使をした運用会社の全社が反対している子議案である。このうち6つは全株主賛成率が90%以上になっている。企業は全株主が90%以上賛成しているからといって安心するのは早計である。

図表10 運用会社の反対・棄権比率が高い子議案の全株主賛成率



(出所) 円谷ファイルから筆者作成

次に、企業群別・運用会社種類別に反対・棄権比率の平均値の様子を確認してみたのが図表11である。企業ごとに提案議案のすべてについて運用会社の賛成社数と反対・棄権社数を数えて反対・棄権比率を計算した結果の統計が「企業全体」のブロックである。「子議案」のブロックは、子議案ごとに運用会社の反対・棄権比率を計算した結果の統計である。運用会社の種類は「総合19社」と「アクティブ」の2種類とした。前者は図表3の三菱UFJ信託からしんきんAMまでの20社のうち三井住友トラストAMを除いた19社である。これら19社はTOPIXインデックスファンドという商品も持ち、アクティブ運用も行う総合的な運用会社である。後者は総合19社を除く32社である²⁹。これらの32社は、TOPIXインデックス運用はしていないアクティブ運用専用の会社である。

「企業全体」で見ると、総合19社による反対・棄権比率は全企業合計では12.7%であるが、第I群企業と第II群企業に分けてみると、前者は9.4%で後者は16.3%となっている。第II群企業は第I群企業より約1.7倍だけ反対・棄権されている。一方、アクティブでは、反対・棄権比率が第I群企業で8%台、第II群企業で9%台となっており、第II群企業の方が若干高いものの似たような水準になっている。合計列は、総合19社とアクティブ32社を一緒にした統計であるが、議決権行使の数は総合19社の方がアクティブより多いため、総合19社に似た結果になっている。

「子議案」ベースの統計は「企業全体」ベースの統計とほとんど同じである。一つの企業における子議案の反対・棄権比率の平均は、その企業全体での反対・棄権比率に極めて近いはずだから当然の結果である。

図表11 運用会社議決権行使の平均反対・棄権比率

	企業全体			子議案		
	合計	総合19社	アクティブ	合計	総合19社	アクティブ
第I群企業 “対話実現企業”	9.1% (510)	9.4% (510)	8.2% (508)	9.1% (5,986)	9.4% (5,986)	8.3% (5,978)
中間企業	11.9% (416)	12.3% (416)	9.1% (386)	11.9% (4,227)	12.3% (4,227)	9.7% (3,952)
第II群企業 “対話圏内企業”	15.8% (519)	16.3% (519)	9.1% (385)	15.6% (4,977)	16.1% (4,977)	9.2% (3,763)
全企業合計	12.3% (1,454)	12.7% (1,454)	8.8% (1,287)	12.1% (15,272)	12.4% (15,272)	9.0% (13,772)

(注) 括弧内は企業数あるいは子議案数。全企業合計は2018年9月までに上場廃止の9社を含む
(出所) QUICKコンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

最後に、取締役・監査役の選任議案とそれ以外の議案（一般議案）で、企業群毎に議決権行使がどのように異なるかを確認する。通常、取締役あるいは監査役の選任議案は親議案の下に、具体的な役員名が書かれた子議案が配置されている。今回の分析では、このような構成になっている議案を「役員選任議案」とみなし、それ以外の親議案は「一般議案」

²⁹ 三井住友トラストAM、Hermes、Legal & Generalの三社は portfolio ファイルにはあったが result ファイルにはなく、反対・棄権比率の分析は51社を対象として行った

と見なした。一般議案には剰余金処分案や退職慰労金支給や新株予約権発行などが含まれるが、データの制約によりこれらを分離・認識することはできなかったため、一般議案として一括した。図表12が親議案ベースで計測された反対・棄権比率の統計である。

図表12 運用会社議決権行使の議案種類別の平均反対・棄権比率

	一般議案			役員選任議案		
	合計	総合19社	アクティブ	合計	総合19社	アクティブ
第Ⅰ群企業 “対話実現企業”	6.4% (837)	6.5% (837)	5.6% (837)	9.7% (893)	10.2% (893)	8.2% (893)
中間企業	10.0% (618)	10.5% (618)	6.5% (618)	12.8% (760)	13.3% (760)	9.3% (760)
第Ⅱ群企業 “対話圏内企業”	13.8% (738)	14.3% (738)	6.2% (738)	17.3% (945)	17.9% (945)	8.6% (945)
全企業合計	9.9% (2,210)	10.2% (2,210)	6.0% (2,210)	13.4% (2,610)	14.0% (2,610)	8.7% (2,610)

(注) 括弧内は議案の数。全企業合計は2018年9月までに上場廃止の9社を含む
(出所) QUICKコンセンサスおよび円谷ファイルから筆者作成

図表12から分かることを列挙する。第一に、役員選任議案の方が一般議案よりも反対・棄権比率が高い。第二に、総合19社の方がアクティブよりも反対・棄権比率が高い。第三に、一般議案でも役員選任議案でも第Ⅰ群企業より第Ⅱ群企業の方が反対・棄権比率が高く、その傾向はアクティブより総合19社においてより顕著である。

本章の検証結果を要約すると以下のようなになる。

- ① 運用会社からの議決権行使において、第Ⅱ群企業は第Ⅰ群企業よりも高い反対・棄権比率になっている
- ② その傾向は、TOPIXインデックス運用商品を持つ総合19社の方が純粋アクティブ運用会社よりも顕著である
- ③ その傾向は、役員選任議案でも一般議案でも同様であるが前者の方が反対・棄権比率の値が大きい
- ④ 東証一部企業のうち約97%の企業は少なくとも1社の運用会社から少なくとも一つの子議案に反対・棄権議決されている
- ⑤ 全株主の賛成比率が高くても運用会社の反対・棄権比率が高いことがある

8. 企業の三極化に関する認識と業界としての対応

前章までの分析に基づくと、議決権行使を通じた企業と運用会社の関係において、日本の上場企業は3極分化している可能性が高い。その様子を概念的に示したのが図表13である。

図表13 日本の上場企業の類型化

企業の類型	証券取引所	アナリストの 継続的調査	運用会社	
			アクティブ運用	パッシブ運用
第Ⅰ群企業 “対話実現企業”	東証一部	対象	保有	継続保有して 議決権行使
第Ⅱ群企業 “対話圏内企業”		ほとんど 対象外	保有する こともある	
第Ⅲ群企業 “対話圏外企業”	上記以外			非保有

(出所)筆者作成

第Ⅰ群企業は、東証一部の上位3分の1ないし4分の1の主要企業で、パッシブからアクティブまで幅広い運用会社の継続的な投資対象となっている。これらはIR専任部署を持ち、運用会社との間でCGコードとSSコードが想定する「建設的な対話」が実質的に行われていると考えられる“対話実現企業”である。

第Ⅱ群企業は、東証一部上場であるが第Ⅰ群企業には属さず、担当するアナリストもほとんどいない企業である。日本における株式投資のベンチマーク指数がTOPIXであること、資産運用におけるインデックス運用の割合が顕著に高まっていることから、最低でも15社の総合的な運用会社の継続的な投資対象となっている。企業によっては、15社以上の運用会社に議決権行使されていることに気がついていないかもしれず、実質的な意味での「建設的な対話」が行われていない可能性が高い企業である。仮に「建設的な対話」が行われていなかったとしても企業が運用会社に要請すれば「建設的な対話」が可能になる”対話圏内企業”である。

もちろん、第Ⅰ群企業と第Ⅱ群企業の中間的な特徴を有する企業もある。

第Ⅲ群企業は、東証一部上場以外の企業で、インデックス運用の対象になっておらず、小型株のアクティブマネジャーによって折々に投資されることがある企業である。継続的に保有されるとは限らず、アクティブ判断によって、対話以前に売却されてしまうことも多いだろう。3月決算企業のうち2018年3月時点において投資している運用会社がない企業も約300社あった³⁰。第Ⅲ群企業は、継続的な対話の相手となる運用会社がほとんどいない”対話圏外企業”である可能性が高い。

³⁰ 議決権行使結果の個別開示を行った運用会社51社ベースの統計である

本稿の最後にいくつかの提案を行いたい。

第一は、企業統治改革の進め方に関するものである。建設的な対話や議決権行使など多くのテーマで様々なアンケートや調査・研究が行われ、様々な施策が立案されているが、これまで企業は一律のものであるという前提に立っていたように思われる。本稿の分析で浮き彫りになったように、株主との関係において企業には少なくとも3つの異なるタイプがあるようだ。このような認識の下でアンケートや調査・研究を行い、施策立案もそれぞれに相応しいものを検討すべきである。

第二は、第Ⅱ群企業に対してである。GPIFアンケートに回答した619社は、第Ⅰ群企業が中心であると思われるが、自社に対する機関投資家の議決権行使状況について、「主要（大株主）機関投資家にだけ確認した」が53.8%（333社）、「確認していない」が16.7%（103社）であった。第Ⅱ群企業では「確認していない」の割合はもっと高いだろう。投資顧問会社の場合、名義が信託銀行になっているため、実際に議決権行使の意思決定を行っている「実質株主」がすぐには分からない。実質株主を調査するためにはコストがかかるという理由もあって調べていないこともある。しかし、運用会社の議決権行使結果の個別開示が定着した現在、図表3の上位13社には必ず保有されており、上位20社にも保有されている可能性は極めて高い。この20社のホームページから個別開示データをダウンロードして調査すれば、容易に行使状況を確認することができる。そして、第Ⅰ群企業よりも多く反対・棄権されている傾向があり、ほとんど確実に少なくとも一つの反対・棄権議案がある。運用会社は議決権行使の基準も公表しているため、反対の理由もほぼ確実に把握できる。反対の理由が分からない場合、あるいは納得がいかない場合は、当該運用会社に説明を求めるのがよいと思う。GPIFアンケートでは、「機関投資家に議決権行使結果の詳細な説明を要請したものの断られたケースはありますか？」との問いに対して「ない」という回答が98.5%であった。筆者が知るある第Ⅱ群企業が反対議決の運用会社に理由を問い合わせたところ、結果的に「初めてかつ非常に有意義」な建設的な対話になったという事例もある。第Ⅱ群企業で、今まで実質株主調査をしたことがない企業には、個別開示データで運用会社の議決権行使状況を確認し、反対理由のヒアリングを行うことを勧めたい。

第三に、第Ⅲ群企業に関するものである。第Ⅲ群企業では、運用会社の継続的な分析および投資対象になっている企業は極めて少ない。中には証券会社・調査会社のアナリストが1人もおらず、運用会社の保有も確認できない企業もある。CGコードやSSコードが求める「建設的な対話」をする相手が、そもそもいない状況にあると考えられる。この状況を改善するために証券および資産運用業界として何らかの施策が必要ではないか。まずはアナリストによる分析レポートを増やす必要があると思う。現在、東京証券取引所が「上場会社情報」のページで提供しているような独立機関によるアナリストレポートを増やす

ことなど検討したらどうか。折しも「意欲ある高齢者の就業機会の確保」が社会的に要請されている時代である。引退した60歳代の元アナリストや元ファンドマネジャーを組織化するなどして、品質が高く廉価なサービスを提供する独立アナリスト会社というジャンルを確立できないだろうか。筆者には他にこれといったアイデアはないが、証券および資産運用業界の知恵の出どころだと思う。

【謝辞】本稿の分析は、一橋大学大学院の円谷昭一研究室が収集したデータに全面的に依存しています。このようなデータを公開し、自由利用を許可していただいていることに対し、心より御礼申し上げます。なお、本稿に何らかの間違ひが見つかった場合、その責任は全面的に筆者個人が負うものです。

以上