

日本の企業統治改革の進捗と今後の注目点

目 次

- | | |
|------------------------|-----------------------------|
| I. はじめに | 1. 重要度がさらに高まる議決権行使 |
| II. 改革がもたらした企業行動の変化 | 2. 企業統治改革の実効性を高める動き |
| 1. 成長戦略としての企業統治改革「前史」 | IV. 補論：企業統治改革と ESG 投資 |
| 2. 成長戦略としての企業統治改革の動き | 1. 日本でのサステナブル投資の現状 |
| 3. 改革による変化の「証拠」と「課題」 | 2. 社会的価値と経済的価値の両立を目的とする CSV |
| 4. ROE10%の「壁」は未だ越えられず | V. おわりに |
| 5. 国内企業同士の M&A に注目 | |
| III. 企業統治改革は「効果測定」の局面へ | |

野村証券エクイティ・リサーチ部 西山 賢吾

要約と結論

- 2013年より始まった日本の企業統治（コーポレートガバナンス）改革は、成長戦略の一環として位置づけられていることが特徴である。社外取締役を選任する企業の増加や、株主還元の過去最高更新など改革のエビテンス（証拠）が見られており、ここまでは一定の成果が表れているといえる。
- しかし、最も注目されている日本企業の ROE（自己資本純利益率）は 30 年以上にわたり 10%を下回る状況が続き、現状でも 8%近辺で頭打ちの状態であるなど、改革はまだ道半ばである。改革をさらに進め ROE を高めるためには、企業の収益性の向上が不可欠と考える。その意味から、国内企業、産業の再編を目指した国内企業同士の M&A（企業の合併、買収）の動向に注目したい。
- 15年6月より始まった「企業統治改革3年目」の動きとして、ここまで一定の成果を上げた改革の実効性をさらに高める目的で各種の会議体が設置され、議論が進められている。一方、GPIF（年金積立金管理運用特別行政法人）が ESG（環境・社会・企業統治）の取り組みを強化するなど、ESG 投資、サステナブル（持続可能）投資への意識もさらに高まりを見せている。こうした中では、社会的価値と経済的価値の両立を目指す CSV（Creating Shared Value：共通価値の創造）が企業や投資家からの関心を集めていくと考える。
- コーポレートガバナンス・コードとステュワードシップ・コードが出そろい、企業の持続的な成長に向けた投資家と企業の「目的を持った対話」が進められる。こうした取り組みにより、日本企業の ROE が国際的にも遜色のない 2 桁台に定着すれば、「成長戦略としての企業統治改革」が成功したとして世界的にも高く評価され、日本企業、株式市場の存在感もさらに向上すると考える。

I. はじめに

2012年に誕生した安倍政権の下で策定され、13年6月に公表された「日本再興戦略」において、コーポレートガバナンス（企業統治）が成長戦略の重要な柱として取り上げられてから3年が経過しようとしている。日本企業が「稼ぐ力を取り戻す」こと、そして持続的に成長することに焦点を当てた各種施策が実施される中で、日本企業、そして株式市場の「変化」を示す証拠（エビデンス）も見られるようになったことから、日本企業、そして、株式市場に対する国内外投資家の注目度も高まった。

しかし、日本のコーポレートガバナンス改革はまだ道半ばであり、先行き改革の動きが停滞してしまうことがあれば「期待」が「失望」に変わり、日本企業、株式市場に対する関心が再度失われてしまうリスクがあることもまた確かである。その意味では、コーポレートガバナンス改革は実効性を評価する段階に入ったということができるであろう。

本稿では、13年以降の「成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革」に焦点を当て、これまでの遂行された諸施策と、それに伴い見られてきた日本企業の変化のエビデンスや残存する課題についてまず整理する。次に、コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるために設置された各種会議体と、そこ

での議論や、投資家と企業が企業の中長期的、持続的な成長を目指した「目的を持った対話」を行う上で重要なコーポレートガバナンス・コードへの対応状況、及び投資家の議決権行使について概観する。さらに、補論として持続的な成長という観点からも世界的に関心を集めているESG（環境・社会・企業統治）を巡る動向や、社会的価値と経済的価値の両立を目的とするCSV（Creating Shared Value：共通価値の創造）も触れていくことにする。

II. 改革をもたらした企業行動の変化

1. 成長戦略としての企業統治改革「前史」

上述のように、現在、コーポレートガバナンス改革は成長戦略の文脈でとらえられているが、日本においては過去10年ほどの間にコーポレートガバナンスに関する議論が高まりを見せた時期が3回あり、各回ともその焦点は異なっていた。

(1) 第1期：株主アクティビズムとコーポレートガバナンスの時代（2005年～2008年頃）

1990年代以降株式持ち合いの解消が進み、株式保有構造が持ち合いを中心とした政策保有中心から機関投資家や外国人を中心とした純投資家へとシフトしていくとともに、彼らの存在感が高まっていった。その中で、株主総会において、これまではほぼ皆無であった、発行可能株式総数（いわゆる授權枠）を大幅に拡大する議案や、剰余金処分の取締役会授權などの会社議案が否決されるという事態が起きた（05年～07年）。

また、07年2月に企業年金連合会が、「過去3期連続してROE（自己資本純利益率）が8%を下回る企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明あるいは取り組みが認められない場合、取締役の再任議案には、肯定的

な判断はできない」とする「ROE8%基準」を制定した。これは、投資家にとりROEは重要であるということを改めて示すものとなったが、「企業は株主だけではなく様々なステークホルダーへも配慮する必要があることから、ROEだけが重視されるべきではない」、「ROEは業種により差があるにもかかわらず、8%という一つの数字で判断することには問題がある」などの意見も当時聞かれた。

さらに、いわゆる投資ファンドからの自社株買いの提案や、敵対的企業買収提案も見られるようになる中、日本企業のコーポレートガバナンスは、主に「企業は誰のものか」との観点から盛んに議論された。

しかし、このようなコーポレートガバナンスに関する議論の高まりは、投資ファンドの代表者が証券取引法（当時）違反容疑で逮捕された（06年）ことも手伝い、「企業は株主のものであるという、いわゆる株主主権の考え方は行き過ぎである」、さらには、「企業に『ものを言う』ファンドは、企業や他の株主のことは考えず、ただ自分たちのことをだけを考え、企業からキャッシュなどを引き出そうとしている」、との見方が支配的となった。そこで、従業員、取引先等のステークホルダーの利害も重視するということを理由として、事前警告型買収防衛策の導入や、一部企業間での株式持ち合いの「復活」が見られたりした。一方株主総会においては、ファンド

から出された増配、自社株買い等の株主提案は全て否決された。

コーポレートガバナンス改革が進み、投資家（少数株主）の考えが企業に反映されやすくなることで、日本の企業や日本の株式市場の魅力が高まることを期待した投資家から見れば、これら一連の動きはその期待とは逆行しているように映った。これに加え、世界金融危機の発生もあり、外国人を中心に日本の株式市場に対する関心が薄れる、いわゆる「ジャパン・パッシング」が話題に上った。

(2) 第2期：企業不祥事、コンプライアンスとコーポレートガバナンスの時代（2010年～12年頃）

10年11月には、企業年金連合会の「ROE 8%基準」が撤廃されたり、11年6月には、当時議論されていたIFRS（国際財務報告基準）の日本企業への強制適用が無期延期されたりした。これらは、日本企業や日本の株式市場における動きが、国際的に見て前向きではないとの印象をさらに強め、日本企業や日本の株式市場への投資意欲が高まらない要因となっていた。

その中で、11年には上場企業の役員らの行為に問題が指摘される事象が相次いで発生、報道された。これらの問題は、日本企業全体の問題ではなく、あくまでごく少数の個別企業の問題であったものの、日本企業のマネジメントの業務遂行における透明性に疑念を投資家に抱かせた。さらに、リーマンショック

に端を発する世界金融危機前後より、世界的にESGに対する関心も高まってきた中でこのような事態が起きたことにより、コンプライアンス（法令遵守）の観点から、日本企業全体のコーポレートガバナンスのあり方にも改めて疑問が投げかけられることになった。

ROEに代表される日本企業の収益性の低さは第1期のコーポレートガバナンス議論が高まる以前より長年指摘され、その中で、社外取締役の選任を始めとしたコーポレートガバナンスの改革の必要性が訴えられていた。

これに対し、企業側からは、「社外取締役の選任と企業価値向上との関係が明確ではない」、「日本には監査役（会）制度があり、その役割の似ている社外取締役を置くことにはあまり意味がない」、「コーポレートガバナンスは形式だけを整えても意味はなく、実質（実際に機能するかどうか）が重要であることから、必ずしも社外取締役を設置する必要はない」といった見解が少なくなかった。当時新興国では社外取締役やIFRSの採用が進んでおり、それらの国々と比較しても日本のコーポレートガバナンスは劣後しているという見解への反論という形で、日本企業のガバナンス機能は現状でも十分機能しているという意見が、特に企業側からは聞かれることも少なくなかった。すなわち、社外取締役を「置くか、置かないか」が議論の中心であった。

他国に比べ収益性が低い日本企業が投資家

から一定の関心を持たれるためには、相対的には低いリターンであっても、そのリターンを得られなくなる可能性、すなわちダウンサイドリスクも低いことが非常に重要であろう。よって、日本企業にとって、高いコンプライアンス（法令順守）意識を有していることは非常に重要であった。ところが、当時の企業経営陣による一連の企業不祥事は、上述のような日本企業のリターンのダウンサイドリスクが低いという見方を「ハイリスク、ローリターン」に変え、投資対象としての魅力を薄れさせてしまう可能性すら生じさせた。「ローリスク、ローリターン」であれば、リスクが低いことで投資対象として検討される可能性はあるものの、「ハイリスク、ローリターン」では投資対象にはならないからである。

以上のように、コーポレートガバナンス議論が高まりを見せた第2期は、一部の企業の事象であったとはいえ、一連の企業不祥事で日本企業の信頼を失うリスクが高まったことから、コンプライアンスに重きが置かれた。例えば、当時議論されていた会社法改定における社外取締役の設置の必須化は、コンプライアンスの観点から、経営陣と利害関係のない、独立した社外からの意見を経営内部に入れるべきであるという点から主に求められていた。結果的には選任義務化にはならなかったものの、議決権行使助言会社のISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・

サービシーズ）が社外取締役の存在しない企業の経営トップの役員選任議案への反対を助言することを11年10月に決定した（施行は13年2月より）。また、金融庁や東京証券取引所は内閣府令や上場規則を見直し、社外取締役の独立性に対する企業側の考えをより詳細に説明することを求めるなど、コンプライアンスを意識した諸制度の見直しが進められた。

(3) 第3期：成長戦略とコーポレートガバナンスの時代（2013年～）

上述のような、不祥事への対応に端を発した、コンプライアンスの観点からコーポレートガバナンスの問題が議論されてきた。例えばエンロン事件後の米国や世界金融危機後の欧米諸国でも、コーポレートガバナンスはコンプライアンスの観点から論じられた。しかし、12年12月に成立した安倍政権は、コーポレートガバナンスを成長戦略上の重要な柱と位置付け、現在進行する「成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革」が始まった。

2. 成長戦略としての企業統治改革の動き

(1) 1年目（13年6月～14年6月）の主要政策

現在進められている成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革においては、表1に示したような施策が実行されたり、会議体が立ち上げられたりしている。

まず、改革の1年目（13年6月～14年6月）では、主に企業の「外」から企業に対し改革を促す仕組みづくりに重点が置かれた。

① JPX 日経インデックス 400

14年1月に算出が始まったJPX日経インデックス400は、ROE（自己資本純利益率）を構成銘柄の選定要素の1つとし、企業に対し資本効率の重要性を示した。同時に独立社外取締役2名以上の採用や、英文での決算情報開示といったコーポレートガバナンス、ディスクロージャー（情報開示）の要素も加味することで、企業に対しこれらの改善を促している。

② 日本版スチュワードシップ・コード¹⁾

14年2月に適用が始まった日本版スチュワードシップ・コードは、後述するコーポレートガバナンス・コードとともに「車の両輪」として、対話（エンゲージメント活動）を通じて企業に持続的成長を促す責任（ス

チュワードシップ責任）があり、これ（スチュワードシップ活動）を遂行する上での行動規範ともいうべきものである。日本版スチュワードシップ・コードにおいて、「機関投資家」とは、運用会社（アセットマネージャー）だけではなく、年金基金などのアセットオーナーや議決権行使助言会社なども含まれている。コードは法制度ではないため、これを受け入れるかどうかは各機関の判断に委ねられているが、16年2月時点で205機関が同コードの受け入れ表明（サインイン）をしている。

③ 改正会社法

14年6月には改正会社法が公布された。コーポレートガバナンスに関連した改正として、かねてから議論のあった社外取締役の設置について、社外取締役を置いていない企業に対し「置くことが相当でない理由」の開示を求めた。これにより、事実上社外取締役最

表1 コーポレートガバナンス改革—ここまでの主な取り組み

1年目 (2013年6月～ 2014年6月)	主に企業の「外」から改革を促す仕組みづくり <ul style="list-style-type: none"> ・14年1月：JPX日経インデックス400算出開始 ・14年2月：日本版スチュワードシップ・コード適用開始 ・14年6月：改正会社法公布（施行は15年6月）
2年目 (2014年6月～ 2015年6月)	企業に「直接」改革を促す仕組みづくり <ul style="list-style-type: none"> ・14年8月：伊藤レポート公表 ・15年6月：コーポレートガバナンス・コード適用開始
3年目 (2015年6月～)	企業統治改革の「実効性」を高める仕組みづくり <ul style="list-style-type: none"> ・15年6月：経営者・投資家フォーラム第1回会議 ・15年8月：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第1回会議 ・15年11月：ディスクロージャーワーキング・グループ第1回会議 ・15年11月：株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会第1回会議 ・16年2月：持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会第1回会議

出所) 各種資料より野村作成

低1名の選任を企業は求められることになった。またこれと合わせ、社外取締役、社外監査役になれる要件（社外性要件）も見直された。

(2) 2年目（14年6月～15年6月）の主要政策

コーポレートガバナンス改革の2年目においては、主に直接企業に改革を促す施策が打ち出された。

①伊藤レポート²⁾

伊藤レポートは、経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家との望ましい関係構築」プロジェクトが、14年8月にまとめた最終報告書である。ここでは、個々の企業の資本コスト水準は異なることを認めた上で、(1)グローバルな投資家から認められるには、まずは第一ステップとして最低限8%を上回るROEの達成に各企業はコミットすべきであること、さらに、(2)ROE8%はあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきであることが示された。

さらに、伊藤レポートでは、日本企業のROEが欧米企業と比べて低いことは、レバレッジではなく事業収益性（売上高利益率）の低さに起因するところが大きいこと、よってROEを向上させるためには、本業の収益性をいかに高めるかが課題となることも併せて示した。

②コーポレートガバナンス・コード³⁾

コーポレートガバナンス・コードは前述の日本版ステュワードシップ・コードと「車の両輪」となり、持続的に企業価値を高めていく上での企業の行動規範といえるものである。ステュワードシップ・コードと同様、同コードは法律のような強制力はなく、これを受け入れ、実施するかどうかは企業の判断に任されている。ただし、実施しない場合はその理由の説明が求められる（コンプライ・オア・エクスプレイン）。

ただし、東京証券取引所の上場規則により、本則市場（1、2部）上場企業に対し同コード（基本原則、原則、補充原則の計73原則全て）を実施しない場合はその理由の開示が求められる。これは、企業行動規範の「遵守すべき事項」に規定し、実施しない理由の開示を行わない場合は実効性確保措置（社名公表措置、上場契約違約金の徴求、改善報告書・改善状況報告書の徴求、特設注意市場銘柄への指定など）がとられている（外国会社は除く）。なお、マザーズ・JASDAQ上場会社については、同コードの基本5原則についてのみ、実施しない場合の理由の開示を求めている。

日本版ステュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードにより投資家、企業双方とも持続的な企業価値向上に向けた「目的を持った対話」を行うことが規律づけられたと言える。

(3) 3年目（15年6月～）の主要政策

3年目は1年目、2年目で実施された諸施策の実効性を高める上での課題や問題点などを洗い出し、それらを改善することを主目的に、「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」等各種会議体が設置された。各会議体とも、ここまで数回にわたる議論が行なわれているが、これらについては後述する。

3. 改革による変化の「証拠」と「課題」

このような改革に向けた施策が打ち出される中、変化のスピードが「遅い」と投資家から指摘されることの多かった日本企業でも、目に見えた変化が見られるようになった。変化のエビデンス（証拠）となる代表的な事象としては、以下を挙げることができる。

(1) 社外取締役の選任割合

東証1部上場企業の社外取締役選任の状況について時系列推移をみると、04年時点では70%の企業では社外取締役が置かれておらず、1名以上の社外取締役を選任するのは約30%に過ぎなかった。しかし、その後は選任する企業が増加している。特にここ数年選任する企業の割合が大きく上昇しており、13年では約62%、14年では約75%、そして15年では95%の企業で社外取締役を選任している（図1）。

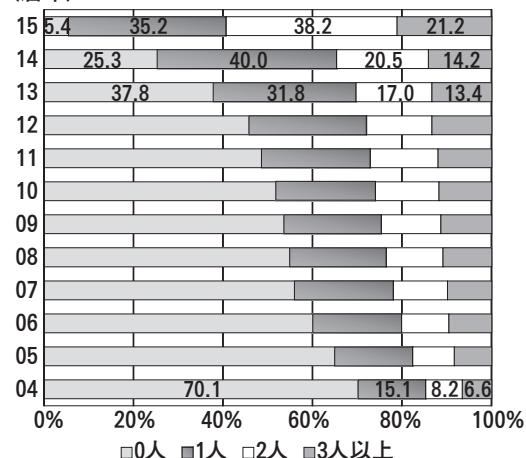
社外取締役の選任に関する議論は、前述のように企業不祥事の発生でコンプライアンス

がコーポレートガバナンス議論の主題であった2009年ごろに高まったが、前述のように、そこでの議論の主題は、「社外取締役を置くか、置かないか」であった。

しかし、成長戦略の中でコーポレートガバナンスが議論される中、コンプライアンスの重要性は変わらないものの、企業価値向上を「後押し」する役割が重要視されようになったこと、05年施行の会社法改正で事実上社外取締役の選任が求められたことから、社外取締役に関する議論は「置く、置かない」から、「置いた上で、期待された役割を果たすためにはどうすべきか」に移ったといえる。

さらに、コーポレートガバナンス・コードでは原則4-8において独立性の高い社外取締役2名以上の選任を求め、置かない企業にはその理由の開示が求められるようになった

図1 1社当たり社外取締役の選任数の割合の推移（東証1部上場企業）（暦年）



（出所）東京証券取引所資料より野村作成

(ジャスダック、マザーズ上場企業は除く)ため、特に14年から15年には社外取締役を複数選任する企業が約35%から60%へ急速に上昇した。16年以降も複数選任割合の上昇傾向はさらに進行するであろう。

(2) 過去最高を更新した株主還元

株主還元に対する姿勢にも変化が見られてきた。図2は日本国内の4株式市場(新興市場を含む)に上場する内国企業を対象に集計した、配当額と自社株買い実施額(普通株ベース)とを合わせた総還元額の推移である。

日本企業による株主還元は2000年代の半ば、すなわちアクティビストの活動が盛んであった時代に拡大した。07年度には総還元額が12.3兆円に達し、当時のピークを迎え

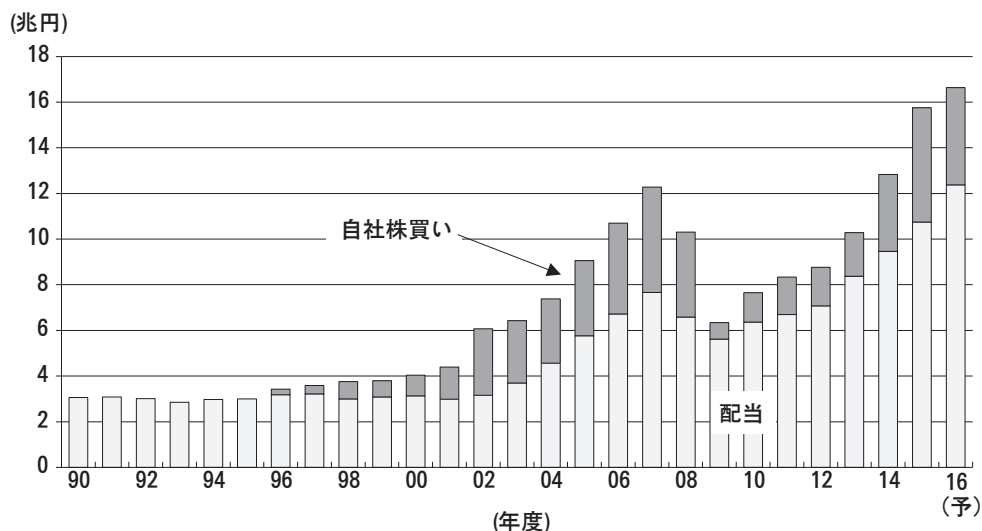
た。その後、世界金融危機に伴い還元額は大きく減少し、09年度には6.3兆円まで落ち込んだものの、10年度以降は再び回復に転じた。

そして、配当額は13年度に8.4兆円に達し、07年度の7.7兆円を上回り過去最高を更新し、総還元額も14年度に07年度を上回る12.8兆円に達し、過去最高を更新した。自社株買いについても、15年度の実施額は初めて5兆円を超え、07年度の4.6兆円を上回り過去最高を更新することとなった。

さらに、配当額も3年連続して過去最高を更新すると推定される事から、15年度の総還元額は16兆円程度まで拡大し、過去最高を更新すると推定される。

企業の資本効率や株主還元に対する意識の

図2 日本の上場企業の株主還元額推移



- (注) 1. 自社株買いは整理回収機構からの購入、優先株式の買戻し等を除く普通株式ベース
 2. 15年度、16年度の配当、自社株買いの予想は野村
 (出所) 各社開示資料、及び東洋経済新報社資料より野村作成

高まりに加え、企業と投資家との「目的を持った対話」において企業の資本効率が主題となると見込まれる中で、短期的ではなく、中長期的な（人口高齢化など社会的な変化を含む）観点から必要とされる株主還元を意識する企業が増えていることから、総還元額の拡大傾向は今後も継続すると考えられる。

4. ROE10%の「壁」は未だ越えられず

このように、日本企業の「変化」を示すエビデンスが見られるようになり、投資家からの日本企業に対する変革期待はかつてなく高まっている。さらに、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの2つが適用開始され、投資家と企業との「目的を持った対話」に注目が集まる

中、これまで投資家に対する情報の提供、開示に消極的であった企業において積極的な開示姿勢に転じようとする企業も見られてきていることも確かである。

しかし、日本企業の「稼ぐ力を取り戻す」という観点から最も注目されているROEの推移をみると、改革はまだ道半ばという印象を受ける。

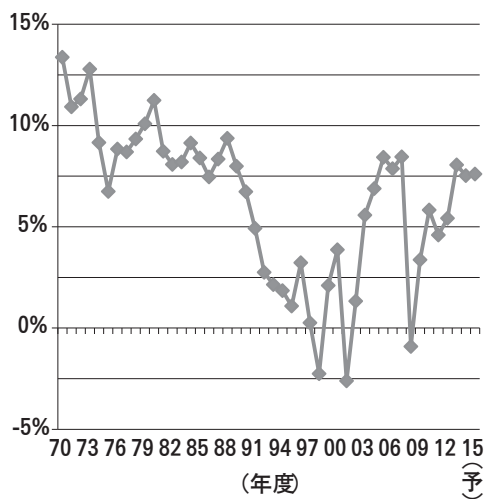
図3は内国市場に上場する全企業ベースの1970年度からのROE推移を示したものである。これを見ると、1970年代前半は日本企業のROEは10%を超えていたが、第一次石油ショック後の74年度には10%を下回り、75年度も低下を続けた。その後、70年代後半には回復基調となり、79年度、80年度は10%を上回った。

しかし、第二次石油ショックとそれに伴う景気後退局面となった81年度に10%を下回って以降、30年以上ROEが10%を超えていない。80年代半ば～後半と2000年代半ばには10%に近づいたが、その後ROEは低下してしまい、ROE10%の「壁」をなかなか越えられない状況である。

さらに、現状を見ても、リーマンショック後の企業業績悪化に伴い、13年度のROEは8.1%と、リーマンショック前の水準まで回復した。しかし、コーポレートガバナンス改革が進んにもかかわらず、14年度、15年度とROE7%台後半で頭打ちとなっている。

中長期的には、日本企業のROEが国際的

図3 「ROE10%の壁」を越えられない日本企業



(注) 1. 内国市場に上場する全企業ベース、
2. 15年度の予想は野村
(出所) 各社開示資料より野村作成

な水準にほぼ匹敵する10%を上回り、2桁の水準が定着することが求められるであろう。

5. 国内企業同士のM&Aに注目

現在頭打ちになっているROEが向上するには、株主還元だけではなく、伊藤レポートで指摘された「収益性の向上」が必要不可欠である。そのためには国内における産業、企業の再編の進行が鍵となるであろう。そうした観点から注目したいのが「国内企業同士のM&A（企業の合併、買収）」である。

図4は、野村がBloombergのデータを基に集計した、日本企業が関連する金額ベースで見たM&Aの推移である。15年10-12月期は、前年同期に比べ205.3%増加して8.575兆円となった。内訳を見ると、国内企

業等同士のM&A（IN-IN型）、国内企業等による海外企業等のM&A（IN-OUT型）に加え、海外企業による日本企業のM&A（OUT-IN型）のM&Aも増加し、14年10-12月期以降5四半期連続で3形態とも前年同期を上回った。

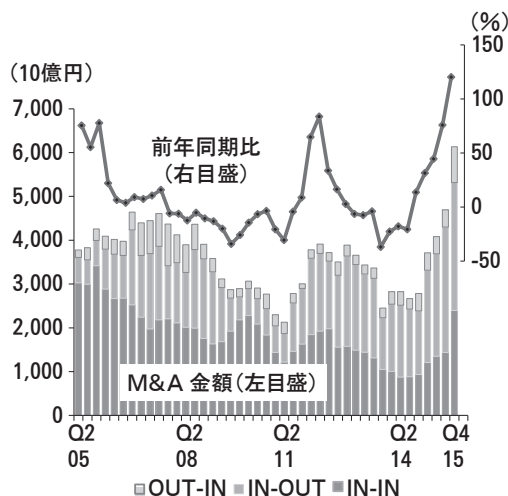
なお、「企業等」には、上場企業だけではなく非上場企業やREIT（不動産投資信託）、不動産、個別事業などが含まれる。

また、15年全体でみると、M&Aの金額は同120.2%増の24.535兆円となった。前年比での増加は2年連続であり、IN-OUT型、IN-IN型とも大型なM&Aが増えた。

日本企業等が関係するM&Aはここ数年、日本企業による大型の海外企業の買収が多く見られ、IN-OUT型の動向が目立っていた。停滞傾向にあったIN-IN型のM&Aにも、15年は底打ち、増加の傾向が見られるようになってきた。ただし、IN-IN型のM&Aは、件数ベースでは全体の60%を超えるものの、金額ベースでは40%弱に留まっており、現状ではIN-OUT型に比べ相対的に小型のM&Aが多いという印象である。

しかし、今回のコーポレートガバナンス改革の目指す「稼ぐ力を取り戻す」ためには、日本企業の収益性を高めることが重要であり、そのためには産業の再編や事業再構築が必要不可欠である。日本企業のガバナンス改革進行のエビデンスとして、社外取締役の増加や株主還元の活発化に続くものとして、16

図4 日本関連のM&A（金額ベース）



(注) 4 四半期移動平均

(出所) Bloomberg より野村作成

年は国内企業同士の M&A が活発化するかどうか注目される。

Ⅲ. 企業統治改革は「効果測定」の局面へ

1. 重要度がさらに高まる議決権行使

(1) 16 年国内機関投資家の議決権行使ガイドラインの注目点

16 年の株主総会は、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの 2 つが揃い、企業と投資家との「目的を持った対話」が本格化する初年度となる。こうした状況下での機関投資家による議決権行使では、15 年 6 月に適用が始まったコーポレートガバナンス・コードで企業に“コンプライ・オア・エクスプレイン”という形で要請している内容をガイドラインに取り入れていくかどうかを中心に、以下のような点が見直しのポイントになるであろう。

① 社外取締役の複数選任

コーポレートガバナンス・コードにおいては、原則 4-8 において「独立社外取締役 2 名以上の選任」が求められている。また、独立性は問わないものの、議決権行使助言会社の ISS でも、16 年 2 月開催の株主総会より 2 名以上の社外取締役の選任を求めている。こうした中で、国内の機関投資家において、複数の社外取締役の選任を議決権行使ガイドラインの中で求めていくかどうか注目される。

これについては、野村が主に国内を中心と

した主要機関投資家の議決権行使担当者、ガバナンス担当者に対し行ったインタビューから考えると、一部を除いては、最低1名の社外取締役の選任は求めるが、複数の社外取締役を求めるまでには至らない模様である。

その理由としては、(1)15年に改正会社法の施行に合わせ「社外取締役の最低1名以上選任」を求めたばかりであり、2年連続して社外取締役に関する基準を引き上げるのは時期尚早である、(2)東証1部ベースでは60%程度の企業が社外取締役を複数選任しているものの、東証2部、地方、新興市場上場企業になるとまだ十分普及しているとは言いがたく、当面普及の状況を見ていく必要がある、などの意見が聞かれた。

②社外取締役の独立性の議決権行使への反映

国内の機関投資家の多くでは社外役員の独立性に関する基準を有している。しかし、社外監査役にはその基準を適用するものの、社外取締役に対し、独立性は特に判断基準に入っていないところも見られる。これは、社外取締役を「置くか、置かないか」が議論の中心であった頃に、社外取締役の設置を普及させる上で、独立性をあまりに厳しく判断すると、社外取締役のなり手が少なくなってしまうことを配慮したものであった。

15年の改正会社法の施行により、社外取締役の最低1名以上の選任が事実上法制度面からも求められるようになった。社外取締役が取締役会の中で期待される役割を果たす上

では独立性は重要であることから、「普及が進んだのであるから社外取締役の独立性についても選任の判断材料とする」と考える機関投資家と、「社外取締役の複数選任が求められるようになる一方で、企業価値の向上に資する社外取締役に多く選任してもらう上で、独立性をあまりに厳しくすると形式要件のみを満たした社外取締役が多く選任される懸念がある」として、引き続き社外取締役の独立性についてあまり厳格に見ない、とする投資家に二分されている。

また、東京証券取引所の規定する「独立役員」として届け出られているのであれば独立性があると判断する投資家や、当該企業を退職してから一定期間が経過すれば独立性があると考える投資家も見られる。

③ROE基準の見直し

「稼ぐ力」を取り戻すことが日本企業の課題とされる中、「ROE」への関心が引き続き高い。ROEについては、15年にISSがいわゆる「5%基準」を取り入れ、「過去5期の平均のROEが5%を下回る場合、経営トップ（の役員選任議案）に反対を推奨する」ことになった（ただし、過去5期の平均ROEが5%未満でも、直近の会計年度のROEが5%以上ある場合は反対を推奨しない）。これに合わせる形で、国内の主要機関投資家でも、(1)既に5%以上のROE基準を有しているところは不変、(2)5%を下回る基準を有していたところは5%に引き上げ、(3)従来

ROE 基準を有していなかったところは新規に ROE 5% 基準を設定する、という動きが昨年見られた。

日本企業の業績が回復軌道に乗ってきたことから、基準とする ROE の水準の引き上げも検討課題とするところもあるが、野村で行ったインタビューからは、少なくとも 16 年には ROE 水準の引き上げまでは実施しないと考えられる。ただ、例え ROE が 5% を下回っていても、直近増益基調であれば経営トップの役員選任に反対しないなどの「緩和基準」を有している場合は、その基準の見直しなどで「実質的な厳格化」を行うことを検討するという意見も聞かれた。

④監査等委員会設置会社における監査等委員等の人選

15 年の改正会社法で認められた監査等委員会設置会社は、予定を含めた移行社数が 300 社を超えた。16 年の株主総会でも、同制度への移行はさらに進むことが見込まれる。

監査等委員会設置会社に関しては、特に監査役会設置会社時代の社外監査役を監査等委員会設置会社の社外取締役「横滑り」させることに関し慎重な見解を示す投資家も見られたものの、15 年の議決権行使においては、結果的にあまり反対は見られなかった。しかし、上述のように監査等委員会設置会社への移行がさらに進むことが想定される中では、実効性を確保し、高めるため、例えば、「監査等委員以外にも社外取締役を置くなどの基

準も検討に値する」という意見も聞かれており、監査等委員を含めた社外取締役の人選への関心がさらに高まるであろう。

⑤買収防衛策への見方はより厳格に

買収防衛策については、導入、更新議案に対する賛成比率は平均で 70% を下回っていること、導入や更新に関し株主総会での承認をとらないスキームである場合は、経営トップ等の取締役選任議案に反対する機関投資家も少なくないなど、既に厳しい目が注がれている。

各年の買収防衛策の導入、更新企業数と、買収防衛策を導入している企業の時系列推移を見ると、15 年の新規導入、更新議案は 121 件と少なかったが、各社の設定する更新期限などから考えると、16 年は 176 件に増える見込まれる。その一方、買収防衛策の廃止を選択する企業もあり、導入企業総数としては純減傾向が続いている。

こうした中、後述するように、ISS は買収防衛策に対する賛成推奨に関する基準を従来より厳格にする。また、国内機関投資家でも、経営陣の恣意的な発動がなされないか、という観点から判断を進めており、賛同を得ることはさらに難しくなると見込まれる。また、コーポレートガバナンス・コードの原則 1-5 において、「その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保する

とともに、株主に十分な説明を行うべきである」とされた。

これに対し、企業側でも買収防衛策を見直す動きが見られる。一例として新日鐵住金を挙げる。同社は16年3月1日、買収防衛策のスキームを見直すことを公表した。これまでの同社のスキームは(1)買収防衛策の有効期間が6年と、多くの企業が採用する3年より長いことや、(2)買収防衛策の更新に関し、株主総会での承認を得ず取締役会のみで決定していたこともあり、同社の経営トップの取締役選任議案に対する賛成比率は平均より低い傾向があった。こうした状況を勘案し、a. 買収防衛策の有効期間を3年とする、b. 買収防衛策の更新に当たり株主総会の承認をとる、というスキームに変更する。

このようなスキームの見直しだけではなく、買収防衛策そのものを廃止する企業が増え、買収防衛策を導入している企業数の減少がさらに進むかにも引き続き注目したい。

以上を考えると、国内機関投資家の議決権行使ガイドラインは、検討すべきポイントは少なくないものの、ガイドラインそのものについては概ね15年と同じか、見直しがあっても小幅に留まると考えられる。

(2) ISSの議決権行使助言方針変更⁴⁾

ISSは16年2月以降開催される株主総会より、同社の議決権行使助言方針を一部変更した(表2)。まず、社外取締役について、「複数の社外取締役がいない全ての企業の経営トップに反対を推奨する」方針とした。ただし、同社の有する独立性基準の適用は見送った。社外取締役の増員は望ましいが、その一方で、形式上の独立性には問題はないが、社外取締役に期待される役割を果たすことが疑問視される候補者が増える懸念があることが、このような基準改定に至った背景と考えられる。

また、買収防衛策導入、更新については、ISS基準を満たした「独立」社外取締役の取

表2 ISS議決権行使助言方針改定の概要

現行	改定(16年2月株主総会より)
1. 取締役会構成要件の厳格化	
社外取締役が1人もいない企業の経営トップの役員選任議案に反対を推奨	取締役会に複数の社外取締役がいないすべての企業の経営トップの役員選任議案に反対を推奨
2. 買収防衛策ポリシーの厳格化	
ISS基準に基づき独立しており、かつ出席率に問題のない社外取締役が取締役の5分の1以上(かつ2名以上)を占める	ISS基準に基づき独立しており、かつ出席率に問題のない社外取締役が取締役の3分の1以上(かつ2名以上)を占める
買収提案を評価する特別委員全員がISS基準に基づき独立している	買収提案を評価する特別委員全員がISS基準に基づき独立しており、かつ出席率に問題のない社外取締役もしくは社外監査役である
招集通知が総会の3週間以上前に発送されている	招集通知が総会の4週間以上前に証券取引所のウェブサイトに掲載されている

(出所) ISS「2016年版 日本向け議決権行使助言基準」より野村作成

締役全体の3分の1以上選任など、表2に示した3点を改定した。いずれも、取締役会や特別委員会の構成といった買収防衛策をめぐる現状を意識しつつ、現行方針よりも厳格化する方向である。3点とも、買収防衛策が経営陣の恣意的な判断により発動されないことを意識し、基準を厳格化したと考えられる。

(3) 「コーポレートガバナンス・コード対応」の開示と機関投資家の見方

東証、及び名古屋証券取引所（以下名証）が行った上場規程の改定により、15年6月1日より東証、及び名証1,2部上場企業は株主総会終了後6カ月以内に、コーポレートガバナンス・コードの73原則への対応について、取引所に提出するコーポレート・ガバナンス報告書での開示が求められた。

3月決算の企業はその大部分が6月に株主総会を開催することから、これらの企業は15年12月末日までに対応、開示の期限を迎えた。15年12月30日現在、1,865社が開示を終えた。これに、6月以外の株主総会開催企業分45社を加えた1,910社がコーポレートガバナンス・コード対応の開示を行っている。

内容を見ると、全ての原則を受け入れた企業は全体（1,910社）の11.4%に相当する218社である一方、88.6%の1,692社はエクスペインを行った原則があった。エクスペインが最も多いのは補充原則4-11（3）（取締役会の実効性分析・評価）の63.4%

表3 「エクスペイン」の多い主な原則

原則	エクスペイン企業数	対開示企業数比
補充原則4-11③（取締役会の実効性分析・評価）	1,210	63.4%
補充原則1-2④（議決権電子行使関連、招集通知の英訳）	1,069	56.0%
原則4-8（独立社外取締役2名以上の選任）	807	42.3%
補充原則4-2①（業績連動報酬の割合等の適切な設定）	578	30.3%
補充原則4-10①（指名・報酬の検討における独立社外取締役の関与、助言）	557	29.2%

(注) 15年12月30日現在
(出所) 各社開示資料、及びQUICK ESG研究所資料を基に野村作成

(1,210社)で、これに、補充原則1-2（4）（議決権電子行使関連、招集通知の英訳）の56.0%（1,069社）、原則4-8（独立社外取締役2名以上の選任）の42.3%（807社）が続く（表3）。

コーポレートガバナンス・コードは法律ではないため、全ての原則を受け入れることが前提になっているわけではない。各企業にはその実情に合わせ「エクスペイン」という選択肢があり、「エクスペイン」をする企業が全体の9割近いということ自体は悪いことではない。ただ、「エクスペイン」の内容を見ると、原則そのものを受け入れないという事例は少なく、例えば、『今年度末までに取締役会の実効性について分析・評価を実施し、実施後直ちにその結果を開示する予定です（原則4-11を実施しない理由の説明）』など、原則そのものは受け入れるが、

現時点では対応を準備しており、準備出来次第実施するという事例が多い。

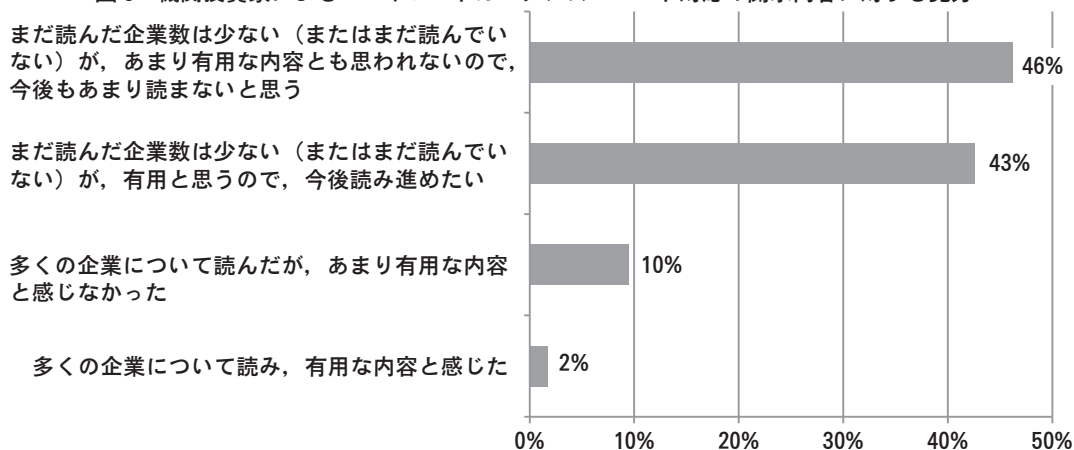
すなわち、企業は「実施しない（あるいは別のことを実施した）方が企業価値を高める上で有用」であるため、というよりは、全原則の実施を前提に対応を進めているが、まだ準備が整わないためにエクस्पラインしているように見える。さらに、コーポレートガバナンス報告書において開示された内容を見ると、個別企業の独自性はまだまだ見られず、一般的な説明が多く、今後「形式的な対応」に終始してしまう懸念も感じられる。

一方、投資家サイドのコーポレートガバナンス・コードに対する関心や評価についても、今後「目的を持った対話」を進めていく上では懸念を抱かせる。図5は、野村が16年1月5日に開催した「新春野村インベストメントセミナー2016」に参加した機関投資

家に対し、コーポレートガバナンス報告書におけるコーポレートガバナンス・コードへの対応の内容について、図5に掲げた4つの選択肢から1つを選択する方法でアンケートを行った結果である。

結果を見ると、「まだ読んだ企業数は少ない（またはまだ読んでいない）」という回答が88%余りに上った。この点については、15年12月半ば以降多くの企業が内容を開示したことを考えると、致し方ない部分もあろう。しかし、4つの選択肢のうち、「まだ読んだ企業数は少ない（またはまだ読んでいない）があまり有用な内容とも思われないので、今後もあまり読まないと思う」との回答が最も多く46%であること、さらに、多くの企業開示内容を実際に読んだ回答者においても、「あまり有用な内容と感じなかった」が10%と、「有用な内容と感じた」の2%を

図5 機関投資家によるコーポレートガバナンス・コード対応の開示内容に対する見方



(注) 有効回答数は169
(出所) 野村

上回ったことは気になる点である。

現状での開示内容や、機関投資家による開示内容の評価、感想からは、コーポレートガバナンス・コード関連の開示を基に「目的を持った対話」を行うには、投資家、企業双方のかなりの努力が必要であり、「形式のみの対応」に終始する懸念が低くないことが示唆されているといえるだろう。

コーポレートガバナンス・コードにおける開示内容に関し実効性を高めていく上で、投資家側では自分たちが特に重要と考える原則について、実施状況などに関し積極的に質問して企業からの説明を求めることや、企業に参考にしてもらいたい開示事例を「グッド・プラクティス」として積極的に取り上げることなどが必要と考える。

また、企業も、開示が要請されていない「コンプライ」した原則についても、その実施内容を自主的に開示、説明するなど、投資家に対しコーポレートガバナンス・コードへの対応について積極的に伝える工夫が必要と考える。こうした投資家と企業の不断の取り組みを通じ、相互理解を深めることが非常に重要であろう。

(4) 「目的を持った対話」の深化が議決権行使の重要性をさらに高める⁵⁾

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの「車の両輪」が揃ったことにより、コーポレートガバナンス改革の動きは今後さらに加速すると期待される。

その一方で、議決権行使ではともすれば表面的、形式的な基準で賛否を判断しているとの批判があるため、2つのコードが実施に移され、「目的を持った対話」が重視されるようになると、議決権行使の位置づけは低下するとの見方がある。

しかし、実際には「目的を持った対話」の深化はむしろ議決権行使の重要性を高めると考える。なぜなら、対話を経て投じられた議案への賛否は形式、表面的ではない意思決定であり、個別議案への賛否に込められた投資家の意思はこれまで以上に強くなるはずだからである。このため、企業側も、上程議案が単に可決されれば良いと考えるのではなく、株主、投資家からの信任を対話により深めて、いかに賛成比率を高くするか（あるいは反対比率を低くするか）が重要な課題となるであろう。

一方、投資家側も、企業に反対の理由を明確に示すことが必要と考える。Website等で開示されている機関投資家の議決権行使ガイドラインは、概要のみを記したものが少なく、議案への反対理由が必ずしも明確ではないとの意見が従来からあり、これが機関投資家に対する不信感につながっている可能性がある。その意味では、投資家、企業との認識ギャップを埋める意味でも、投資家はより詳細なガイドラインの開示を検討する必要があると思われる。

この観点からは、投資家の議決権行使にお

いて、「情報、説明不足」が議案への反対に結び付くことがさらに増えると想定される。このため、一定の反対が見込まれる議案を中心に、企業側の考え方を積極的に開示、説明し、理解を求めることも「目的を持った対話」の一つとなる。議決権行使における企業と投資家との認識ギャップを埋めるための企業側の開示、説明の事例として、花王が16年2月29日に株主に宛てた文章が（英語でも同内容を開示）参考になるであろう。

これは、16年3月25日開催の株主総会において、前年（15年）の株主総会では賛成率が79.6%に留まった取引銀行出身の社外取締役の再任に関し、同社が定める独立性基準に該当することを説明する（同社の独立性基準はニューヨーク証券取引所の基準に準拠している）ものである。具体的には(1)当該銀行からの借入金残高が同基準を下回ること、(2)当該候補者は独立役員として東証に届出を

行うこと、(3)当該候補者の金融機関の経営者としての経験、海外での経験が当社に有益かつ、必要不可欠であること、(4)15年度を取締役会への出席率が100%であり、16年度に関しても、重要会議の開催予定を把握した上で社外取締役就任の内諾を得ていること、である。

もちろん、こうした説明で全ての投資家が納得するわけではないであろう。しかし、企業として「なぜこの人を社外取締役候補としたか」を明確に説明する姿勢を見せていること、文章の公表も総会の26日前であり、株主が判断するに十分な時間をとった点なども参考になると思われる。

2. 企業統治改革の実効性を高める動き

ここまで述べてきたように、日本が取り組んでいる成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革は、一定の成果を出してきたとい

表4 コーポレートガバナンス改革関連で現在稼働する主な会議体

<p>・金融庁・東証「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」 2つのコードの実効性を検証、取締役会の機能、機関投資家の「対話」の質的向上、政策保有株式などを議論</p>
<p>・金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」 会社法、金融商品取引法、証券取引所上場規則それぞれが定める情報開示ルールを見直し、統合的な開示のあり方について検討</p>
<p>・経産省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」 株主総会集中の問題の解決、招集通知関連書類や議決権行使の電子化等を通じて徹底的なプロセスの合理化が図られる環境整備について検討</p>
<p>・経産省「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」 持続的な価値創造に貢献する投資のあり方について、ESG、非財務的な要素も含む経営、投資、企業と投資家との対話の現状やあるべき姿などについて、国際的な議論等を踏まえつつ検討</p>
<p>・経産省「経営者・投資家フォーラム」 日本企業の経営トップと内外の機関投資家等の代表が、中長期的な企業価値向上や建設的な対話の促進、効果的な情報開示等に向けた課題や方策を検討</p>

(出所) 経済産業省、金融庁資料などより野村作成

えるであろう。しかし、一定の成果を出してきたからこそ、さらなる改革の進行に対する投資家等ステークホルダー（利害関係者）からの期待は一段と高まっている。その意味ではコーポレートガバナンス改革の期待の「ハードル」は高くなったと言える。こうした中では、改革の「実効性」をいかに高めていくかが重要となる。

このような状況を踏まえ、2015年6月から始まった3年目のコーポレートガバナンス改革では、過去2年見られたような大きな改革ではなく、その実効性を高めていく上で重要となる論点について議論し、必要な施策を打ち出すことを目的に、表4に示したような各種会議体が立ち上がっている。

(1) 金融庁・東証「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」

金融庁と東証が共催する「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」は、15年8月に第1回会議が開かれて以降、ほぼ月1回のペースで開催されている。ここでは、両コードの実効性を検証しつつ、コーポレートガバナンス改革をさらに進めていく上で必要とされる論点を取り上げて議論し、それを意見書等の形で広く情報発信している。

15年9月には1回目の意見書を公表し、取締役会の機能、機関投資家の「対話」の質的向上、政策保有株式などについて問題提起

を行った。そして、16年2月18日には、2つ目の意見書となる「会社の持続的成長と中長期的企業価値の向上に向けた取締役会のあり方」を取りまとめ、同日公表した。

2回目の意見書の目的は、今後の株主総会に向け経営トップや取締役候補の検討、取締役会の実効性評価の準備等にその内容を役立ててもらうことである。「意見書」では経営環境の変化、経営上の課題の複雑化に的確に対応し、実効性のあるコーポレートガバナンスを実現する上での取締役会のあり方について、重要と考えられる諸点に言及している。

具体的には、(1)社長、CEO（最高経営責任者）の選任、解任が取締役会の役割として特に重要であり、そこでは「プロセスの透明性」が重視されること、(2)取締役会の構成では「資質・多様性、独立性、客観性」が重要であること、(3)取締役会の運営では「戦略的方向付け、適切な業績評価に対する議論の充実」が重要であること、(4)取締役会の実効性の評価では「取締役会の構成、運営状況等の実効性に対する適切な評価と、ステークホルダーへの分かり易い情報開示、説明」を重視すること、などに言及している。

さらに、参考事例として一部企業が既に実施している取り組み（グッド・プラクティス）も示された。ただし、これらの事例は「コードの実効性を確保していく上で重要と考えられる事項に関し、『フォローアップ会議』において紹介された事例を参考として示し

たもの』であり、これらが『新たに形式的なルールとならないように留意する必要がある』とされている。

(2) 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」

「ディスクロージャーワーキング・グループ」は15年11月よりスタートした。ここでは、会社法、金融商品取引法、証券取引所の上場規則がそれぞれ定める情報開示ルールを見直し、統合的な開示のあり方について議論している。

ここでは、現在企業に求められている開示書類である決算短信（取引所規則）、事業報告・計算書類（会社法）、有価証券報告書（金融商品取引法）について、効果的、効率的な開示を行うために、同様、重複した内容の共通化や、記載内容が分散化しているものの合理化などが検討されている。また、最近関心を集めているESG等の非財務情報の開示の充実についても検討が行われている。

(3) 経産省「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」

「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会」は株主総会集中の問題の解決、招集通知関連書類や議決権行使の電子化等を通じて徹底的なプロセスの合理化が図られる環境整備について検討することを目的に、15年11月より始められた。

ここでは、「招集通知関連書類の電子提供の促進」として、(1)株主に発送する前の

Web開示の促進と、(2)招集通知関連書類の電子提供の拡大を、そして「議決権行使プロセス全体の電子化の促進」として、(1)上場企業の議決権電子行使プラットフォームへの参加拡大、(2)議決権電子行使プラットフォームのシステム連携、(3)アセットオーナーからの同意取得、などが検討されている。

さらに、「株主総会関連の適切な基準日設定」として、議決権行使基準日と決算日を別に設定することを円滑に行えるようにするための環境整備等についても検討されている。

(4) 経産省「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」

「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」は16年2月よりスタートしている。ここでは「国際的な動向や議論を把握しつつ、企業側・投資家側それぞれから見たESGや人的資本、知的資本など非財務的な要素も含む経営や（企業及び投資家の）投資、対話の現状やあるべき姿について検討し、より良い行動を促すための環境のあり方を検討することを目的」に、以下のような項目が議論のテーマとされている。

(1)企業（経営者等）が、持続的価値創造に向けて、様々な「資本」を有効に活用し、未来に向けた投資判断を行うための方策は何か、(2)投資家が、長期的な企業価値を判断する視点や評価軸は何か。そのために必要となる情報や対話のあり方はどのようなものか、(3)上記を踏まえた企業と投資家の行動や対

話、環境整備のあり方はどのようなものか。

(5) 経産省「経営者・投資家フォーラム」

15年6月に第1回が開催された「経営者、投資家フォーラム」は、日本企業の経営トップと内外の機関投資家等により、中長期的な企業価値の向上や建設的な対話の促進、効果的な情報開示等に向けた課題や方策を検討する場として位置づけられている。

(6) 投資家フォーラム等の自発的活動

上記のような、取引所や官庁が主催する会議体の他に、機関投資家が投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的とした「投資家フォーラム」など、コーポレートガバナンス改革を推し進めていくために、任意、自発的に立ち上げられた会議体も活動している。

IV. 補論：企業統治改革と ESG 投資

1. 日本でのサステナブル投資の現状⁶⁾

コーポレートガバナンス改革が進む中で、企業の中長期的、かつ持続的な成長を促すとともに、それらを評価していく上で、財務情報だけではなく ESG 情報をはじめとした非財務情報の重要性も高まってきた。また、15年9月に GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が国連の責任投資原則（PRI）に署名し、彼らがスチュワードシップ責任を果たす一環として ESG への取り組みを強めることが示されたことにより、運用委託先である

表 5 サステナブル投資の国際比較

	サステナブル 投資残高 (10億ドル)	総運用資産 に対する比 率(%)
欧州	13,608	58.8
米国	6,572	17.9
カナダ	945	31.3
オーストラリア/ ニュージーランド	180	16.6
アジア	53	0.8
合計	21,358	30.2
日本	238	11.4

(注) 日本は2015年にNPO法人社会的責任投資フォーラムが行ったアンケート調査結果、他はThe Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)が2014年に行った調査結果。なお、GSIA調査の「アジア」の中には従来調査による金額約8000億円(70億ドル)が日本の分として含まれている。

(出所) NPO法人社会的責任投資フォーラム、及びGlobal Sustainable Investment Review 2014(The Global Sustainable Investment Alliance)より野村作成

運用会社のスチュワードシップ活動への評価をこれまで以上に重視すると考えられる。

一方、日本における資金運用において、ESG投資などを含むサステナブル（持続可能）投資が諸外国に比べ著しく少ないとの指摘がなされることがある。実際、Global Sustainable Investment Allianceが2014年に行ったサステナブル投資に関する国際比較調査においては、世界全体のサステナブル投資残高21兆ドルのうち、日本は約70億ドル程度に過ぎなかった。

しかし、この数字は主に個人向けの環境関連投資信託や債券の残高のみとなっており、機関投資家の運用分は含まれていない。一方、成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革が始まる前から、既に国内の主要運用会社ではESGを意識した取り組みを進めてきており、上記の数字は実態を表していないとの指摘もあった。

こうした状況に鑑み、NPO法人社会的責任投資フォーラムでは2015年11月から12月にかけて、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている59の機関投資家に対しサステナブル投資に関するアンケートを行った。その結果、24機関から運用資産総額の開示があり、その残高は26.6兆円（約2,380億ドル）余りで、回答した運用会社の運用資産の11.4%占めることが明らかになった。これは、アジアの中では最大であるとともに、オーストラリア/ニュージーランドを

上回るものである（表5）。

この結果、日本のサステナブル投資は世界的にも一定のプレゼンスがあることが示されるとともに、日本のサステナブル投資に対する「誤解」を解き、より実態に近づいたものとなった。今回のアンケートでは回答がなかった国内の大手運用機関もあるため、実際の残高はより多額に上ると考えられる。

ただし、日本のサステナブル投資の運用資産に占める割合は11%余りと、欧州や米国に比べてもまだ低いこともまた事実である。この理由の一つとして、年金基金等アセットオーナーから委託を受けた場合、その投資にESGを考慮することは、「専ら受託者の利益のために運用を行う」という受託者責任に反するという考え方が、日本だけに限らず一般的にあることが挙げられる。

しかし、特にそうした考え方の強かった米国では、15年10月に米国労働省が示したエリサ（従業員退職所得保障）法の解釈に対する新しい指針が出され、ESG投資は年金基金の受託者責任に反するものではないことが示された。この解釈の変更は、ESG投資を含むサステナブル投資が、米国だけではなく世界的にもさらに拡大することにつながる可能性があるため、注目される。日本でも、GPIFの動きと相まって、ESG投資への取り組みが今後さらに進み、運用資産に占めるサステナブル投資の割合が高まるとともに、企業の持続的成長に向けた機関投資家の活動

もさらに活発化すると期待される。

2. 社会的価値と経済的価値の両立を目的とする CSV

前述のような受託者責任との関係を考えるまでもなく、ESG 投資を推進する中で常に問われるのが、「ESG 投資は超過収益を生み出すのか」である。ESG 投資への関心が高まる中で実証研究なども進められているが、今のところ、ESG 投資はポートフォリオのリスクを低減するという結果は見られてきたものの、超過収益の源泉になるという明確な結果はまだ得られていない模様である。

実際、GPIF でも ESG を考慮したスマートベータやアクティブ運用については、「過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に取り組むこととし、研究を継続」と

いうスタンスであることから、ESG 投資そのものを即時に積極化することは考えにくい。

投資パフォーマンスとの関係は、SRI (Social Responsible Investment : 社会的責任投資) や CSR (Corporate Social Responsibility : 企業の社会的責任) においても常に問題とされてきた。企業が環境や社会を意識することには論を待たないが、企業の社会的な貢献は、利益と関係のないボランティア活動的なものから一歩進んで、企業の利益につながり、持続的な成長をもたらすものである必要があると考える。

また、企業の持続的な価値向上を促す投資は、投資家からすれば「責任投資 (Responsible Investment : RI)」であり、サステナビリティ投資であるはずである。いくら ESG を意識していても、それが企業価値

表 6 CSR と CSV の比較

CSR Corporate Social Responsibility	CSV Creating Shared Value
価値は「善行」	⇒ 価値はコストと比較した経済的便益と社会的便益
シチズンシップ、フィランソロピー、持続可能性	⇒ 企業と地域社会が共同で価値を創出
任意、あるいは外圧によって	⇒ 競争に不可欠
利益の最大化とは別物	⇒ 利益の最大化に不可欠
テーマは、外部の報告書や個人の嗜好によって決まる	⇒ テーマは企業ごとに異なり、内発的である
企業の業績や CSR 予算の制限を受ける	⇒ 企業の予算全体を再編成する
例えば、フェア・トレードで購入する	⇒ 例えば、調達方向を変えることで品質と収穫量を向上させる

(出所) マイケル・E・ポーター、マーク・R・クラマー『共通価値の戦略』(DIAMOND バーバード・ビジネス・レビュー 2011年6月号)を基に野村作成

値向上とどのように結びつくかが明確ではない企業は、投資家にとって魅力があるとは言いがたいであろう。

こうした観点から注目されるのがCSV（共通価値の創造）である。これは、経営学者として著名なマイケル・ポーターが06年に提唱した。

CSVとCSRとを比較した表6を見ても分かるように、CSVは決してCSRの延長線にあるものではない。CSVは「利益を生み出し、最大化のために必要不可欠な競争戦略」として位置づけられており、その文脈から社会的価値と経済的価値の両立が意識される。企業と地域社会が共同で価値を創出するという点では、日本における「地方創生」にも一脈通じる考え方といえるであろう。

日本においてESGは、成長戦略との関係からガバナンスが特に強く意識されてきたが、今後は、ガバナンスだけでなく、環境や社会と企業との関係も投資における重要なテーマとなることを見込まれる。そのような環境変化の中では、社会的価値と経済的価値との両立を意識しつつ利益の最大化を目指し、持続的な成長を果たすための企業戦略として、CSVは投資家、企業双方からの関心を集めることと考える。

v. おわりに

コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードが求める投資家と企業との「目的を持った対話」が成果を上げれば、日本企業の国際競争力、日本の株式市場の魅力をもとに高めることにつながる。その過程において、企業の稼得した資金（キャッシュ）が従業員（賃金）、企業の成長（設備投資など）、そして株主（配当、値上がり益）に適切に分配される「良いお金の流れ」を生み出すことになるであろう。

その結果、国内外からの投資資金が日本の株式市場に潤沢に流れ込み、企業が中長期的、持続的な成長に使う資金を調達しやすくなる。そして、株式市場から調達した資金を有効活用して企業の成長につなげる、という形で日本経済を活性化することが期待される。

日本企業の経営そのものの実力は世界的にみても高いと考えられるし、多くの日本の企業経営者もこの点には自信を持っているであろう。しかし、このような日本企業の強みは、残念ながら資本市場に十分伝わっていない。企業は投資家との対話に向け、自分たちの強みを理解させるべく、「多くを語らずとも分かってもらえる」という姿勢を脱し、情報開示を通じ自社の魅力を積極的に伝えることが期待される。

そうした過程を経て、日本企業の ROE が国際的にも遜色のない 2 桁台に定着すれば、日本の「成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革」が成功したとして、世界的にも高く評価され、日本企業、株式市場の魅力はさらに高まると考える。

《注》

1. 内容の詳細は金融庁（2014）を参照
2. 内容の詳細は経済産業省（2014）を参照
3. 内容の詳細は東京証券取引所（2015）を参照
4. ISS に次ぐ議決権行使助言会社であるグラス・ルイスでは、2016 年 1 月以降開催される株主総会より助言方針を一部改定した。具体的には、社外役員の独立性を判断する一項目である顧問契約や弁護士報酬といった「専門的サービス提供報酬額の独立性基準」について、個人は 500 万円、組織では 1200 万円以上（または報酬額が該当事務所の年間売上の 1% 超）受け取っている場合は独立性がないとして、役員選任反対助言の対象とする。この金額は、大学、研究施設などに対する寄付金にも適用する。「金額が些少」等として報酬金額が非開示の場合にも「独立性がない」と判断する。
なお、グラス・ルイスでは、監査役設置会社に対しても 2 人以上（構成人数 10 人以下の場合）、または 20% 以上（構成人数が 11 人以上の場合）の独立社外取締役の選任を求めている点が ISS とは異なる。
5. 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れた「機関投資家」側の動きとしては、27 ページに示した GPIF とともに、企業年金連合会（PFA）の動きも注目される。PFA はスチュワードシップ活動について英国ハーミーズ・エクイティ・オーナーシップ・サービスズ（HEOS）に外部委託する。HEOS は欧州の大手公的年金基金などからも、同様の業務を受託している。
6. 「サステナブル投資」の内訳やその定義などについては、社会的責任投資フォーラム（2016）を参照。

《参考文献》

- ・名和高司（2015）「CSV 経営戦略」東洋経済新報社
- ・西山賢吾（2014）「成長戦略と企業統治：2 年目の注目点」（財界観測 2014 年夏号）野村證券、野村資本市場研究所
- ・金融庁（2014）「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》
- ・経済産業省（2015）「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家との望ましい関係プロジェクト」（伊藤レポート）最終報告書
- ・東京証券取引所（2015）「コーポレートガバナンス・コード」
- ・社会的責任投資フォーラム（2016）「JSIF は日本の機関投資家によるサステナブル投資の初のアンケート調査を実施」

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク (「NSI」)、インスティテット LLC (「ILLC」)、香港の野村国際(香港) (「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国) (「NFIK」) (韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド (「NSL」) (登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド (「NAL」) (ABN 48 003 032 513) (オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティス・インドネシア (「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd. (「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店 (「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ (インド) プライベート・リミテッド (「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリッド支店 (「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド (「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報も正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されております。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイ

本の数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定した簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義するベンチマークとしての使用を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーク、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ：本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて：本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合)、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は 2,808円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75万円以下の場合)は最大 7,668円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合)は 2,808円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品賃料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は 4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から 1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動 10年:直前 2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定 5年、固定 3年: 2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685) 物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成 35年度以降に償還するもの(第 17回償還以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大 2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れている場合があり、取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れている担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れている必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があり、取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。

また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいたしません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.