



KPMG Insight

KPMG Newsletter

Vol. 16

January 2016

経営トピック①

株主との対話-コーポレート
ガバナンスと IR／SR 活動の今後（後編）

kpmg.com/jp



株主との対話 – コーポレートガバナンスとIR／SR活動の今後（後篇）

有限責任 あづさ監査法人

アドバイザリー本部

グローバル財務マネジメント IR／SR アドバイザリー担当

シニアマネジャー 土屋 大輔

「株主との対話 – コーポレートガバナンスとIR／SR活動の今後（前篇）」では、コーポレートガバナンスに対する機関投資家の期待は「株主資本コストを上回るリターン」であり、株主との対話の核となるIR／SR活動の目的は「資本コストの低減を通じた企業価値の顕在化である」といった点について考察しました。

一連のコーポレートガバナンス改革が想定している投資家は機関投資家です。アベノミクス相場の元において日本株は顕著に推移していますが、その背景にあるのがそれら機関投資家による買い増しです。

メディアでは、ここ数年株価を牽引してきたのは、外国人と国内公的年金による買い増しであると報じられてきました。それ自体は間違いではありませんが、実態はやや異なります。実際に日本株に投資している機関投資家の属性に着目すると、日本株の買い主体はパッシブであり、長期的観点から企業価値を評価する投資家ではない、という一面が見えてきます。また、これは「資本コストの低減を通じた企業価値の顕在化」を目指すIR／SRにおいても、その実現の難しさを浮き彫りにしているといえます。

本稿後篇では、機関投資家の日本株売買の実態や機関投資家が企業価値評価において着目している点を踏まえ、日本企業のIR／SR活動における課題について考察します。

なお、本文中の意見に関する部分については、筆者の私見であることをあらかじめお断りいたします。



土屋 大輔
つちや だいすけ

【ポイント】

- 日本企業における株主構成の約50%は機関投資家によって占められている。
- 機関投資家の売買の実態は大部分がパッシブ運用である。
- 長期的観点から企業価値を評価する機関投資家の日本株運用戦略は「少數銘柄・集中投資」である。
- 適正株価の実現のためには長期投資家による保有が必要不可欠である。
- 企業は自らの企業価値ドライバーを把握し、リターンの源泉を明らかにすることによって長期投資家による保有を促していくべきである。
- IR/SRは「活動」としての取組みから「企業価値向上」に資する取組みへ発展することが求められている。

I. 機関投資家による日本株投資の実態

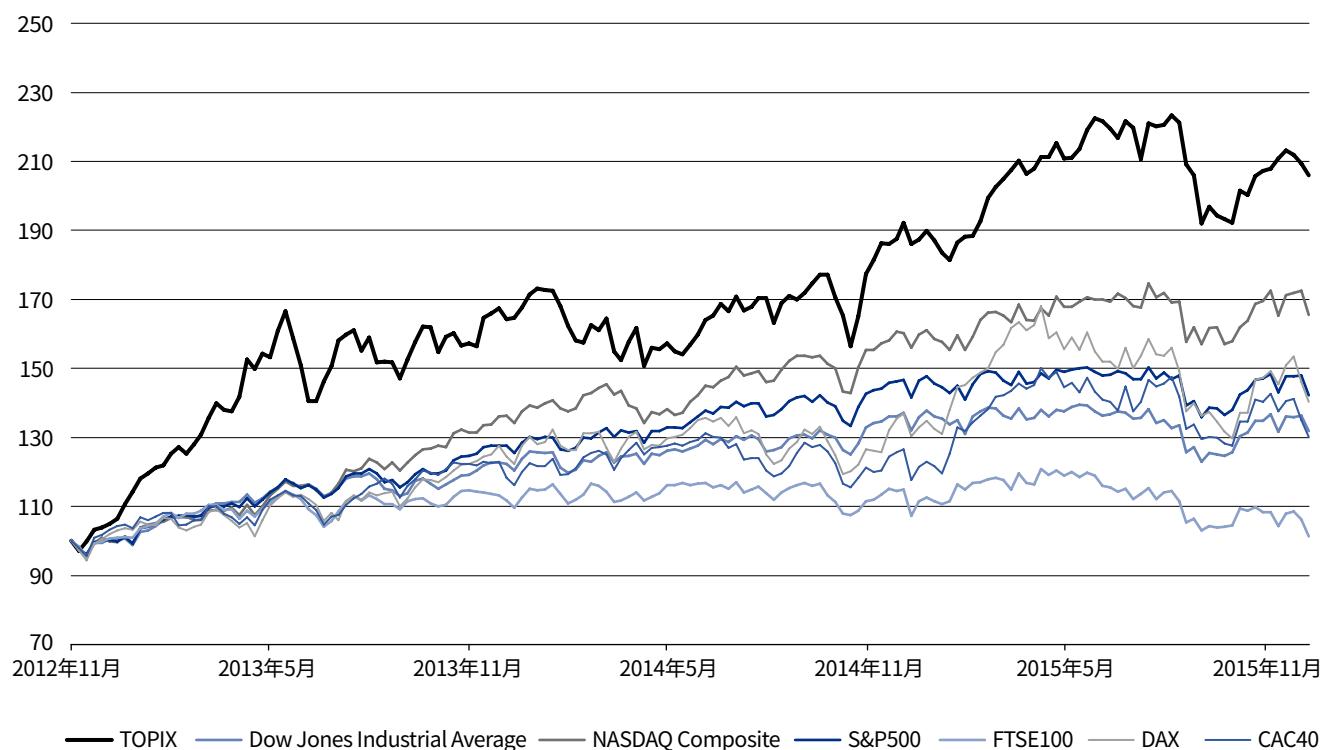
1. 日本株の過半数を機関投資家が保有

いわゆるアベノミクス相場が始まったといわれる2012年11月

14日から2015年11月末までの間、TOPIXは722.41から1,580.25まで上昇しました。当該期間のパフォーマンスは +118.7%、年率平均でみても 29.8%と他の市場を大きくアウトパフォームしました(図表1参照)。

株価上昇を牽引したプレーヤーは主にふたつ挙げられます。1つは株式の売買シェアの約7割を占める海外機関投資家に代

【図表1 主要な株価指数の動向(2012年11月2日～2015年12月11日 - 週次ベース)】



表される外国人です。そして、もう1つが国内機関投資家に代表される信託銀行(信託勘定)となります。つまり、国内・海外機関投資家が同時に買い増したことにより、日本株は大きく上昇し

たといえます。

実は国内・海外機関投資家が同時に買うことは今まであまり見られない事象でした。それは、国内はアセットアロケーショ

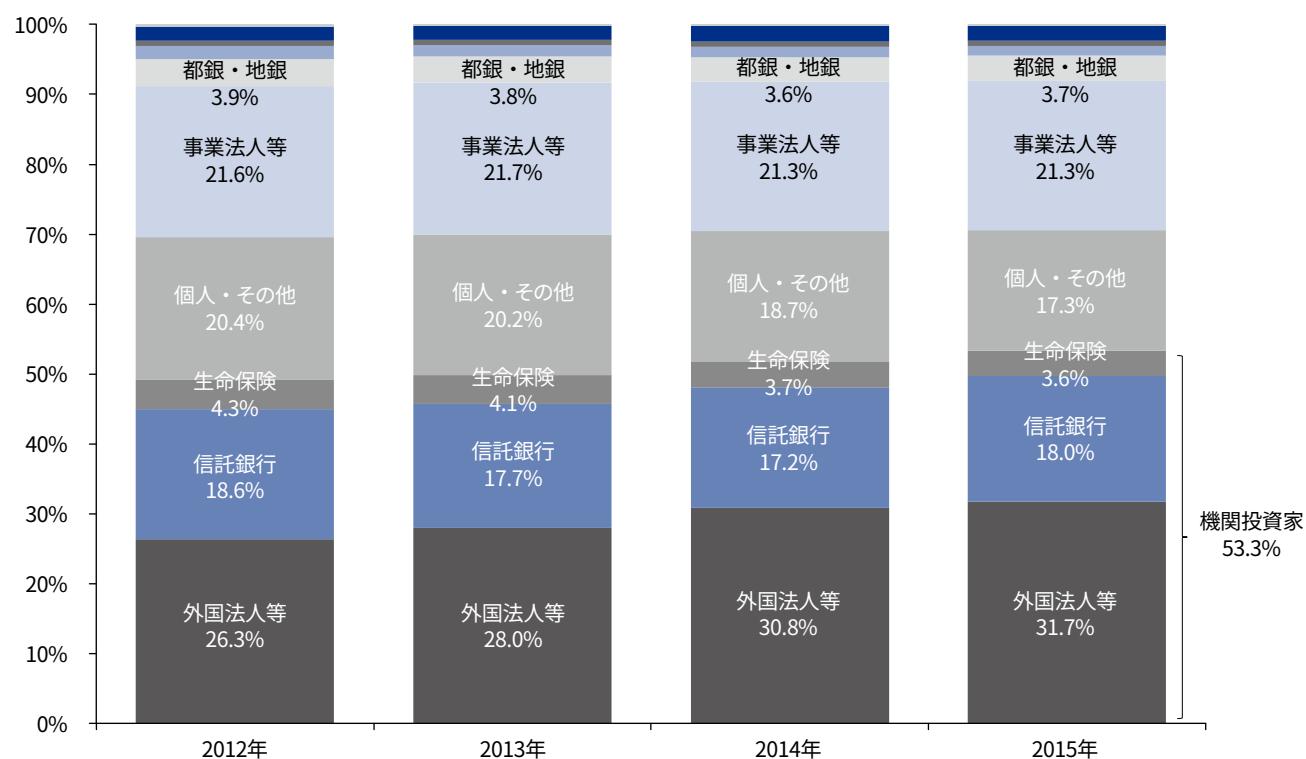
【図表2 TOPIX並びに投資部門別売買状況の推移】

(単位:億円)

年度	TOPIX	TOPIX リターン	外国人	信託銀行	投資信託	生損保	個人	事業法人	都銀等	その他 金融
2012年合計	859.80	-	28,264	▲10,192	459	▲6,977	▲19,111	3,803	▲1,181	▲629
2013年合計	1,302.29	51.5%	151,196	▲39,664	4,267	▲10,750	▲87,508	6,297	▲2,829	▲4,687
2014年合計	1,407.51	8.1%	8,526	27,848	▲2,104	▲5,037	▲36,323	11,017	▲1,290	85
2015年1月	1,415.07	0.5%	▲8,932	5,262	432	▲322	3,521	1,619	180	145
2015年2月	1,523.85	7.7%	2,014	2,809	▲1,120	▲821	▲16,528	630	▲274	133
2015年3月	1,543.11	1.3%	5,305	▲1,225	▲1,255	▲1,043	▲1,063	▲7	▲156	187
2015年4月	1,592.79	3.2%	19,953	▲4,307	▲1,273	▲1,153	▲15,227	▲617	▲655	▲426
2015年5月	1,673.65	5.1%	9,955	▲436	217	▲326	▲12,830	1,071	▲369	▲123
2015年6月	1,630.40	▲2.6%	▲1,713	676	▲1,192	▲258	532	2,629	▲47	117
2015年7月	1,659.52	1.8%	▲3,476	992	1,931	▲177	1,206	1,040	▲79	128
2015年8月	1,537.05	▲7.4%	▲11,582	2,699	854	187	5,851	4,761	▲19	440
2015年9月	1,411.16	▲8.2%	▲25,772	7,682	2,525	▲101	4,183	7,707	▲237	1,288
2015年10月	1,558.20	10.4%	4,630	3,000	▲557	▲486	▲9,077	922	▲427	241
2015年11月	1,580.25	1.4%	6,776	▲4,506	▲873	▲943	▲9,151	1,129	▲279	80

出所：東京証券取引所「投資部門別売買状況(2市場1部・2部等)」

【図表3 投資主体別株式保有状況(市場価格ベース)】



出所：東京証券取引所「株式分布状況調査」

ンに沿った運用を行う機関投資家が多く、株価上昇局面では保有比率を維持するために株式を売却し、また、株価下落局面では株式を買い増すことが一般的であるからです。たとえば2012年～2014年までの間、外国人の買い増しの局面でTOPIXは上昇していますが、信託銀行はその間、日本株を売り越しています(図表2参照)。

国内機関投資家は2014年半ばより本格的に買い越しに転じました。これは年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が基本ポートフォリオを変更したのに伴い、日本株の保有比率が引き上げられたことが示唆するように、国内の公的年金による資金流入があったため、と推察されます。アベノミクス相場が長く上昇しているのは、海外機関投資家の買い越しに次いで、公的年金を中心とした国内機関投資家による資金流入があったから、といえます。

同時に、日本の株主構成にも変化が見て取れます。東京証券取引所が毎年開示している「株式分布状況調査」によると、アベノミクス相場が始まる前の2012年3月末の投資主体別の株式保有状況(市場価格ベース)は、外国人が26.3%となっていました。2015年3月末の外国人の保有比率は31.7%であり、2012年対比で

5.4pts増加しています。信託銀行は2012年から保有を減少させており2014年3月末は17.2%でしたが、大手公的年金による買い越ししが入った後の2015年3月末は18.0%となり、1年間で0.8pts増加しています。外国人と信託銀行に生命保険会社の保有分3.6%を加えると、全体の53.3%を占めます。つまり、時価ベースでみて、日本株の過半数は機関投資家が保有しているといえるのです(図表3参照)。

2. 機関投資家の買い越しの実態はパッシブが中心

機関投資家といっても、その属性は実に様々です。その属性を見るうえでひとつ参考になるのが運用スタイルです。

運用スタイルは大きくアクティブ運用とパッシブ運用(インデックス)に大別できます。アクティブ運用はさらに「グロース」「バリュー」「オルタナティブ」等に分別できます(図表4参照)。

アクティブ運用は個別に銘柄を分析し、バリュエーションを算出したうえで株式の売買を行う運用スタイルです。グロースであれば銘柄のもつ成長性に、バリューであれば銘柄の割安性に着目しますが、本質的に投資対象企業を詳細に調査し、バ

【図表4 機関投資家の運用スタイル分類(例)】

大分類	中分類	小分類	説明
パッシブ	インデックス	Index	指数に連動する投資スタイル。インデックスに見合ったパフォーマンスを目指すため、インデックスとほぼ同様のポートフォリオを組む。個別銘柄の分析は行わない。主なベンチマーク:TOPIX、日経225、MSCI World、MSCI EAFE、MSCI Japan、FTSE All-World、FTSE Global All Cap、FTSE Japan 等。
アクティブ	グロース	Core Growth	過去の売上や利益の成長率がベンチマーク構成銘柄のトップクラスに属する銘柄や大型株、ブルーチップ銘柄に投資するスタイル。バイアンドホールドの戦略をとるケースが多く、長期投資の傾向が強い。
		Aggressive Growth	成長株投資。成長率が市場平均を著しく上回っている銘柄に投資する。
		Growth	成長株投資。成長率が市場平均を上回っている銘柄に投資する。Core Growth と比べると比較的売買回転率が高い。
		GARP	Growth at a Reasonable Price の略。株価が割安、かつ、期待成長率が市場平均を上回る銘柄に投資する。
アクティブ	バリュー	Core Value	バリュエーションの絶対水準が低い、あるいは市場平均や同一銘柄の過去水準と比較して低い銘柄に投資する。バリュエーションが市場平均値の近似値に達するもしくは超過するまで保有するため、投資期間は長期化する傾向が強い。
		Deep Value	バリュエーションの絶対水準が著しく低く、本源的価値を大きく割り込んでいる銘柄に投資する。コーポレートアクションを契機としてフェアバリューに回帰するケースもあり、機関投資家によっては投資先企業に対する要求水準が高くなるケースも見受けられる。
		Income Value/Yield	配当に期待できる銘柄への投資や配当水準からみてバリュエーションが割安であると判断される銘柄に投資する。
オルタナティブ	Hedge Fund	Growth や Value といった伝統的な運用手法とは異なる投資スタイル。Long Short 戦略やグローバルマクロ等様々な戦略があるが、絶対収益を追求する傾向が強く、売買も短期になります。	

リューションを分析するという点で相違はありません。

対して、パッシブ運用は指数連動型運用です。ベンチマークとする指数(たとえばTOPIX等)に連動するように運用するため、その指数の構成銘柄を時価総額のウェイトに応じて保有することが一般的です。このスタイルでは個別の企業価値評価は行いません。

【図表5 海外機関投資家の運用スタイル別保有状況の推移】

スタイル	2014年	2015年	増減
Index	27.0%	30.7%	+3.7%
Core Value	21.4%	19.1%	▲2.3%
Core Growth	21.2%	20.2%	▲1.0%
GARP	16.1%	16.1%	+0.0%
Deep Value	4.9%	4.7%	▲0.3%
Hedge Fund	1.9%	2.1%	+0.2%
Growth	2.6%	1.9%	▲0.7%
Broker-Dealer	1.5%	1.7%	+0.3%
Aggres. Gr.	1.1%	1.1%	+0.1%
Sector Specific	1.2%	0.9%	▲0.2%
Income Value	0.2%	0.2%	+0.0%
Yield	0.2%	0.2%	+0.0%
その他	0.9%	1.0%	+0.2%
総計	100.0%	100.0%	0.0%

出所：Thomson Reuters. 時価総額5,000億円超の企業の実質株主情報をKPMGにて集計
※ 数値は、小数点第2位以下を四捨五入したものです。

実は、アベノミクス相場を牽引した海外機関投資家の実態は、大部分がパッシブ運用による投資であると考えられます。KPMGが独自に集計したデータによると、2014年から2015年にかけて保有比率が上昇していたのはパッシブ運用(27.0%⇒30.7%)であり、バリューは株価上昇局面において売却、グロースはほぼ横ばいといった結果が出ました(図表5参照)。

これらが示唆することは、機関投資家は日本株を買っているといつても個別銘柄を買っていたのではなく、日本市場全体を買っていたということです。つまり、一連のコーポレートガバナンス改革等の期待から日本株に対する見方が改善し、日本株のアロケーションを引き上げたものの、個別企業への投資には至っていないということを意味しています。

国内機関投資家にも同様の傾向がみられます。たとえば、GPIFの運用委託先を集計すると委託額の87.6%がパッシブ運用となっています(2015年3月時点)。つまり、基本ポートフォリオの変更により日本株の保有比率は引き上げたものの、実態として資金の殆どが指数連動型運用に流れた、といえます。パッシブ運用は企業価値評価を実施しないため、IR活動の対象にはなりません。

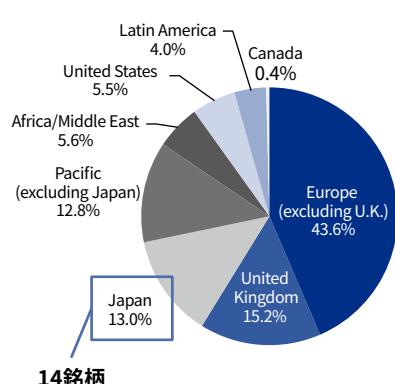
3. 長期投資家が保有する日本株は20銘柄程度

アクティブ運用戦略を取る機関投資家は、現在、投資する日本株銘柄を厳選しています。

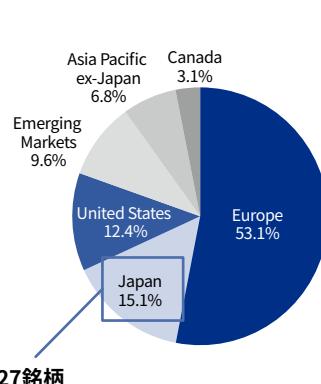
図表6は大手米国機関投資家のポートフォリオの内訳を表したものです。主に International Fund をサンプリングしてい

【図表6 International Fund のカントリーアロケーションと日本株保有銘柄数】

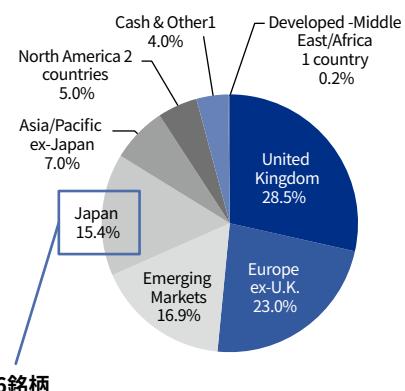
A社(バリュー)
全83銘柄



B社(グロース)
全244銘柄



C社(グロース)
全155銘柄



出所：各ファンドのウェブサイト掲載情報より作成
※ 数値は、小数点第2位以下を四捨五入したものです。

ます。International Fund は主として米国以外のグローバル銘柄を組み入れるファンドです（米国企業を組み入れられない訳ではない）。ベンチマークはMSCI EAFEとなります。MSCI EAFEにおける日本株のウェイトは22.2%です。

3つのファンドに共通していることは日本株の保有銘柄数の少なさと、ポートフォリオ全体に占める日本株ウェイトの低さです。たとえばBファンドはグローバルで244銘柄に投資していますが、日本株は僅か27銘柄にすぎません。また、日本株のアロケーションは15.1%であり、ベンチマークにおける日本株ウェイトである22.2%を大幅に下回っています。他のファンドにも同様の傾向が見受けられます。運用スタイルでみても特にグロース、バリューで差はありません。

また、Global Fund（米国株を含む全世界に投資するファンド）では、日本株の保有銘柄数は3~5銘柄程度、というのも決して珍しくはありません。

この内容が示唆しているのは、確かに日本株に対する見方は改善しているものの、アクティブ投資家は日本株を総じてアンダーウェイトに見ており、保有する銘柄を厳選しているという事です。日本市場それ自体が改善しそうだからといって闇雲に日本株に投資するのではありません。グローバルに見渡して、最も超過リターンが上がりそうな銘柄を厳選した結果、選ばれた日本株が20銘柄程度（Global Fundでは数銘柄）に留まった、ということです。

上記サンプリングは主としてInternational Fundですが、日本株に特化して運用する Japan Fund における保有銘柄数も大凡40銘柄~60銘柄に留まります。つまり、日本には約3,500社の企業が上場していますが、その内、企業価値を評価する機関投資家によってもたれているのはGlobal/International Fundで5~20銘柄程度、Japan Fundでも僅か50銘柄程度、という事です。彼らの目から見ると、企業価値を高めている企業 = リターンを上げている企業は日本ではまだまだ少ないのです。

したものです。

米国A社（グロース/Global Fund）

- ・市場平均と比較して高い成長率を見込むことができる
- ・投下資本に対して高いリターンを創出している
- ・持続可能な競争優位性を有する
- ・強固なキャッシュフロー創出力を有する
- ・健全なバランスシートを有する

米国B社（グロース/Global Fund）

- ・短期的にPERやPBRでみたバリュエーションが割安でなくとも、長期のフリーキャッシュフローの創出力とその持続性からみて割安である
- ・キャッシュフローの創出を持続可能とするうえで、業界における優位性を有する
- ・健全なバランスシートを有する

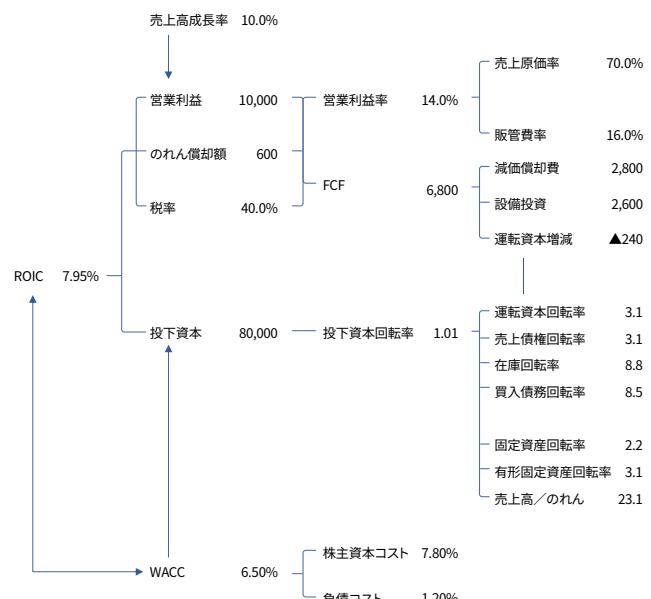
米国C社（バリュー/Global Fund）

- ・会計上の利益はミスリーディング。キャッシュフローの創出力に着目
- ・バランスシート、キャッシュフローからみた内在価値の割安性を評価
- ・キャッシュフローが表す成長ポテンシャルを注視

英国D社（グロース/Japan Fund）

- ・マーケットは短期志向であり、持続的なキャッシュフローの創出力、利益の成長性を過小評価
- ・収益性、マージン
- ・投下資本に対するリターン

【図表7 ROICツリーを活用した企業価値ドライバーの分解（例）】



II. 機関投資家の着眼点

本稿の前篇では、機関投資家のなかでも、コーポレートガバナンスを重視するのは「長期的観点から企業価値を評価する投資家」=「長期投資家」であると考察しました。また、長期投資家が期待するのは「株主資本コストを上回るリターンを創出する=企業価値を上げる」ことであり、バリュエーションの算定に当たっては相対価値評価よりも絶対価値評価、つまりDCF法やその応用モデルを活用した将来キャッシュフローの割引現在価値に重きを置いています。というのはご案内のとおりです。

下記は実際に長期投資家がどのような観点から企業価値を評価しているのか、アニュアルレポート等から要素のみを抽出

- ・強固なバランスシート
- ・マネジメントの資質（キャッシュフローの配分）

長期投資家は様々な観点から企業価値を評価していますが、共通している事項は「フリーキャッシュフローの創出力とその持続性」「投下資本に対するリターン」「強固なバランスシート」であるといえます。

つまり、財務健全性が保たれていることを前提として、投下資本をいかに有効的に活用できているか、キャッシュフローを生み出しているか、という点が長期投資家にとってのリターンの源泉なのです。

III. 企業価値ドライバーを明らかにする

IR/SR活動の目的は「資本コストの低減を通じた企業価値の顕在化・適正株価の実現」です。適正株価の実現のためには長期投資家による保有が不可欠ですが、前述のとおり、長期投資家の日本株投資に対するスタンスは「少数銘柄・集中投資」であり、容易には保有してくれません。

長期投資家の保有を促進するために業績を上げることはもちろんですが、コーポレートガバナンスの観点からより重要なのは、経営として、長期投資家目線で現株価に織り込まれている自社の企業価値ドライバーを分析したうえで、それぞれの企業価値ドライバーが自社株価に与えるインパクトを明らかにすることです。

前述のとおり、長期投資家は財務健全性の維持を前提とし

【図表8 企業価値ドライバーが株価に与えるインパクトの分析（例）】



て、「フリーキャッシュフローの創出力と持続性」「投下資本に対するリターン」を重視しています。逆説的に言えば、フリーキャッシュフローならびに投下資本の構成要素に企業価値の源泉、つまり、企業価値ドライバーがあると考えられます。

フリーキャッシュフローならびに投下資本はROICツリーを活用することで要素別に分解することができます（図表7参照）。

企業価値ドライバーは業種や業態によって異なりますが、自身の企業価値において重要と考えられる要素に分解することが重要です。特に同業他社やピア比較企業との比較分析を通じて、長期投資家目線で見た自社の強み・弱みを把握することが最も肝要です。

無形価値がどのような形で企業価値ドライバーに影響しているかを考察することも必要です。企業価値の構成要素は必ずしも定量化に馴染むものばかりではありませんが、ESGの各ファクターがフリーキャッシュフローや投下資本にどう影響するのか、つまり、どの企業価値ドライバーに関連するものなのか、明らかにしていく必要があると考えます。

また、日々の個別取材のなかで、長期投資家から指摘されているポイントと各企業価値ドライバーとの関連性を見出すことも重要です。

次に、企業価値ドライバーの改善が株価に与える影響を分析します。企業価値ドライバーが改善するとROICが高まると同時にフリーキャッシュフローの創出力が高まります。その結果として株価へのインパクトを分析することにより、企業価値ドライバーと株価の因果関係を明らかにしていきます（図表8参照）。

かかる分析は必ずしも正確に株価を予想するものではありませんが、株価に織り込まれるであろう価値とその源泉である企業価値ドライバーを明らかにすることが目的です。つまり、フェアバリューの実現に向けて長期投資家の観点から、何をどう改善すれば企業価値向上の可能性が高まるのかを要素分解することが本分析の主眼です。その要素である企業価値ドライバーが明らかになれば、経営として改善すべきポイントや、株主との対話において重視すべきポイントが明確になります。

企業価値ドライバーが明確になったら、それを自らの言葉でマーケットに対してシンプルに発信していくことです。それはIR/SRにおける取材時のみならず、アニュアルレポートや統合報告書、コーポレートガバナンス報告書といった各種開示媒体を含みます。

また、企業価値ドライバーの説明に当たっては、ROICツリーをそのまま使用するのではなく、ROEとの関係を明確にしたうえで行う必要があります。ビジネスそれ自体は投下した資本（株式・負債の両方）を活用してリターンを上げることが命題ですが、株式に投資する投資家が重視するのはあくまでもEquityに対するリターンです。企業価値ドライバーの説明とROEとの

説明が連動しなければ、長期投資家は納得しないでしょう。

かかる分析や情報発信を受けて、中長期的に企業価値向上に対する確信が高まれば、長期投資家の保有が定着し、時価総額の増大と合わせてパッシブ投資も増加します。それは株価のボラティリティの低減、ひいては、資本コストの低下⇒適正株価の実現に近づきます。また、有事局面における議決権行使では賛成票の確保がし易くなります。

日本でIR／SR活動が普及し始めて20年以上の月日が経ちました。今では日本企業の9割以上が何かしらIR／SR活動を実施しているといわれており、ベストプラクティスの蓄積も進んできていると思われます。言い換えれば、「活動」としてのIR／SRは日本企業において十分に認識されているといえます。

これからのIR／SRはより「企業価値」を意識した取組みにシフトしていく必要があります。すなわち、それは長期投資家の目線に立って自社の価値の源泉=企業価値ドライバーを明らかにし、経営改善を促す土台を構築することに他なりません。そして、これは決して投資家に迎合することを意味しているではありません。

IR／SRは「活動」を中心とした取組みから「企業価値向上」に資する取組みに発展していくことが今まさに求められていると考えます。

【バックナンバー】

コーポレートガバナンス・コードを読み解く

- 第1回 OECD原則からみる日本のコーポレートガバナンス・コード
(KPMG Insight Vol.10/ Jan 2015)
- 第2回 諸外国におけるコーポレートガバナンスに係る議論との比較からみる日本のコーポレートガバナンス・コード
(KPMG Insight Vol.11/ Mar 2015)
- 第3回 コーポレートガバナンス・コードへの対応に関する誤解と実施手順
(KPMG Insight Vol.12/ May 2015)

経済産業省「持続的成長に向けた企業と当以下の対話促進研究会報告書」について(前編) (KPMG Insight Vol.13/ July 2015)

経済産業省「持続的成長に向けた企業と当以下の対話促進研究会報告書」について(後編) (KPMG Insight Vol.14/ Sep 2015)

コーポレートガバナンス・コードが求める「取締役会評価」とは(KPMG Insight Vol.14/ Sep 2015)

株主との対話—コーポレートガバナンスとIR／SR活動の今後(前篇) (KPMG Insight Vol.15/ Nov 2015)

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願ひいたします。

有限責任 あずさ監査法人

アドバイザリー本部 グローバル財務マネジメント

IR／SR アドバイザリー担当

シニアマネジャー 土屋 大輔

TEL : 03-3548-5125 (代表番号)

daisuke.tsuchiya@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com
www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2016 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2016 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.