HITOTSUBASHI 150th

一橋大学は2025年に
創立150周年を迎えます。

2023年度 第2回一橋大学政策フォーラム

日本の企業金融と資本市場の役割

ガバナンス改革とESGの推進に向けて

企業金融の変化と可能性

一橋大学は21世紀の諸課題に対応できる新たな社会づくりを目指して、政策発信を行う「一橋大学政策フォーラム」を開催している。2月16日に都内で開いた2023年度第2回のフォーラムでは、同大学の金融・ファイナンス分野の研究者が参加した東京経済研究センター（TCER）での研究をまとめた『日本の金融システム　ポスト世界金融危機の新しい挑戦とリスク』（東京大学出版会）を手掛かりに、企業金融の変化と可能性を探った。

挨拶

一橋大学
経済研究所長 教授
祝迫 得夫氏

実務への寄与に期待

一橋大学政策フォーラムは、本学研究者による学術研究の成果を広く社会に発信する機会だ。今回は本学研究者が参加したTCERでの研究プロジェクトから、コーポレートガバナンス（企業統治）とESG（環境・社会・企業統治）投資に関する研究成果を報告する。

企業に限らず大学にとってもガバナンスの在り方は検討を要する課題だ。ESG投資はその重要性が認識される一方で、欧米ではバックラッシュ（揺り戻し）も起きている。より良い社会づくりのために、今回の研究成果が実務の中で生かされることを期待したい。

講演

九州大学
経済学研究院 教授
内田 交謹氏

生え抜き重視する日本型ガバナンス

日本型のコーポレートガバナンスは、金融と内部のガバナンスが制度補完的に機能してきたといわれる。金融面はメインバンクを中止とした借り入れ依存や株式持ち合いに特色があり、内部面は終身雇用・年功序列制における従業員の長期昇進トーナメントを特徴とする。

1984年度時点における借入金比率と金融機関持ち株比率を用いて、金融面で日本型ガバナンスの特徴を持つ企業（タイプJ）とそうでない企業（タイプN）を分類し、バブル期以降の長期的なガバナンス動向を分析した。

その結果、タイプJ企業の経営者はタイプN企業に比べて入社から取締役・経営者に就任するまでの期間が有意に長かった。タイプJ企業は経営者を外部から招く確率も低い。金融と内部のガバナンスが制度的補完性を持っていることが分かる。

タイプJ企業では時間の経過とともに借入金比率が低下するなど金融ガバナンスは弱体化してきた。しかし、長期昇進トーナメントは健在だ。このことから日本型ガバナンスは内部が主で、金融は従だったと考えられる。

長期昇進トーナメントは、時間をかけて人物を評価できる。大企業に限られるが、今後も残るだろう。そうした企業が自社を買収から守るには企業価値の向上が欠かせない。長期昇進トーナメントがそれに寄与するのか評価し、若年世代の人的資源管理の在り方を考えるべき時が来ている。

● パネルディスカッション

パネリスト

早稲田大学
商学学術院 教授
久保 克行氏

日興リサーチセンター
社会システム研究所 所長
杉浦 康之氏

九州大学
経済学研究院 教授
内田 交謹氏

司会

一橋大学
経済研究所 教授
植杉 威一郎氏

従業員と企業は新しい関係へ

2022年12月末時点のデータでは、国内・グローバル双方の基準において「取締役会の責務」「リーダーシップと独立性」「リスクの監視」が弱い。取締役会の責務は何か、経営者は何を執行するのかを明確にしなければならない。

経営者の昇進トーナメントや指名委員会の後継計画を示してモニターしていけば、より経営戦略や長期ビジョンに合致した経営者が選ばれるようになるのではないか。

内田　長期昇進トーナメントは、一定割合以上の従業員間でインセンティブメカニズムとして機能していると思う。株式ベース報酬でインセンティブ付けができるならそれもいいだろう。価値創造のための人的資源管理の在り方を検討し、長期的に変化させていくステージにある。誰のためのガバナンスであれ、業績が向上し、すべてのステークホルダー（利害関係者）が満足できるようにすることが重要だ。

植杉　ステークホルダー全体の経済厚生を増進する良いガバナンスとは。

杉浦　従業員の満足度や経済厚生を高めるには、取締役会など経営の仕組みの中で推進・監督する必要がある。重要業績評価指標（KPI）を定めて取り組むことが重要だ。

久保　今後、長期雇用を前提とした仕組みは維持が難しくなるだろう。企業は従業員の「エンプロイアビリティ＝雇われる力」を高める支援に注力することで、エンゲージメントやスキルレベルを向上させることが求められる。従業員と企業の新しい関係と言える。

内田　スキルアップしながら企業を渡り歩く人材が増える一方で、安定した人生設計を望む優秀な人材もいるだろう。長期昇進トーナメントの中で男女問わず人材を適正に処遇する仕組みができればうまく機能するのではないか。

杉浦　機関投資家は社会全体の経済厚生を高め、企業や国家の価値を押し上げられる可能性がある。海外では年金基金が労働組合と連携し、企業に要望を伝えている例もある。環境課題だけでなく人的資本の課題についてもエンゲージメント（働きかけ）をしてほしい。

内田　人材について機関投資家がモニターする必要がある。長期昇進トーナメントを前提とするなら長期投資の機関投資家が重要な役割を果たすだろう。

久保　人材開発は経営の仕事だ。まずトップマネジメントチームの改革として、専務や常務などの職務内容を明確に定義してほしい。最終的には職務経歴を基に人を処遇する仕組みをつくることが重要だ。

植杉　内田教授の講演を踏まえてコメントを。

久保　日本企業の内部ガバナンスは変化している。コーポレートガバナンス改革により、監督と執行の分離はある程度進んだ。年齢と賃金の関係も弱まっている。子会社・海外会社の比率が高まり、非正規従業員が増え、長期昇進トーナメントの対象となる本社従業員は減少している。

長期昇進トーナメントは、望ましい人物が経営者に選ばれて企業価値を生んでいるかがポイントだ。しかし、日本企業の人事は経営者を育成する仕組みになっておらず、経営スキルを備えた経営者は少ない。グローバルな環境で日本型ガバナンスを続けることが最適なのか考える必要があるだろう。

杉浦　当社は日本企業のコーポレートガバナンスの強さを国内基準（コーポレートガバナンス・コード）とグローバル基準（ICGNグローバル・ガバナンス原則）からの距離で測る「GRスコア」を提供している。

講演

青山学院大学
経済学部経済学科 教授
白須 洋子氏

ESGの広がりに機関投資家が役割

ESG投資の中心は機関投資家だ。機関投資家は最終受益者の利益となるように長期的視点から投資を行い、透明性を高め、受益者のチェックが働くように動く。エンゲージメントやダイベストメント（投資撤退）で企業の社会的投資活動を促し、ESGのパフォーマンスを高める。

機関投資家の中でも外国人投資家や長期投資家は企業の長期投資を促し、イノベーションを増加させることが分かってきた。外国人投資家は短期の成果を求めがちといわれるが、日本市場においては長期投資家と同様に企業の長期投資を補完的に促す役割を果たしている。

責任投資原則（PRI）に署名した投資家比率が高いと企業のESG活動は活発化するといわれる。しかしアセットマネジャーがPRI署名しても、アセットオーナーの賛同がなければESGの推進は難しい。日本ではアセットオーナーである年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がPRI署名し、国内のESG推進に大きな役割を果たしたと言える。

ESGのスコア評価は、格付け機関により異なる。オリジナルデータでESGの成果を見るのも有効ではないか。

例えば二酸化炭素（CO_2）排出量は、機関投資家の株式保有比率に影響を与える。欧州や北欧の投資家は排出量の多い企業をダイベストメントし、排出量の少ない企業を好む傾向がある。企業のESGを分析する際は機関投資家の非同質的な特性を考慮することが重要だ。

● パネルディスカッション

パネリスト

筑波大学
システム情報系 准教授
作道 真理氏

ニッセイ基礎研究所 取締役
ESG 推進室長
徳島 勝幸氏

青山学院大学
経済学部経済学科 教授
白須 洋子氏

司会

一橋大学
経営管理研究科 教授
安田 行宏氏

安田　白須教授の講演を踏まえて考察を。

作道　世界市場を分析した海外の類似研究によると、外国人投資家の株式保有比率が高まるほど設備投資や研究開発（R&D）、イノベーションが増加する。特に長期外国人投資家の保有比率が高まると長期投資が増える。日本市場では長期外国人投資家のみイノベーションと相関が見られるので、ESG推進の長期投資に役割を期待できるかもしれない。

機関投資家の株式保有比率とCO_2排出量の関係については、世界3大運用会社に注目すると、特に長期投資を行う場合に排出量削減に貢献できる可能性が指摘されている。しかし、日本市場で同様の相関が期待できるわけではなさそうだ。

中長期の投資育てる意識必要

徳島　実務の立場から見ると、ESGは持続可能な開発目標（SDGs）と統合的に考えることが大切だ。それは地球環境全体を意識した幅広いステークホルダーのための活動であり、機関投資家や企業のためだけに取り組むものではない。

ESG投資は短期的な超過収益の源泉ではない。中長期的な取り組みであり、投資の根本的な姿勢を示すものだ。ESGは善であるという信念に基づいて、単年度で十分なパフォーマンスが出なくても、長い目で育てていくことが必要だろう。

ESGに対する投資家の姿勢には温度差があるが、エンゲージメントを中心にウィンウィンを目指すのが妥当だろう。様々な指標やスコアを使い分けて取り組みを評価することが重要だ。実務家の注目はインパクト投資やサステナブル投資に移りつつあるが、ESG投資は形を変えながら生き残っていくだろう。

白須　今後、中長期的なESGを考える中でバンクローンが果たす役割も重要になるだろう。ESGはすでに特別な取り組みではないという認識も広がりつつある。当然のものとして企業活動に組み込まれていくと思う。

安田　ESGのEの推進に機関投資家はどんな役割を果たすべきか。

作道　幅広く分散投資を行う機関投資家は、問題を企業に認識させるようなポートフォリオを組みやすい可能性がある。その点に期待したい。

徳島　大規模な機関投資家の発言力は大きい。石炭火力発電の事業者には投資しないと言ったら相当なインパクトがある。

白須　日本の環境政策はイノベーションを通じて課題解決を図ろうとする点に特徴がある。先端技術の開発や導入には多額の資金が必要だ。レギュレーションを整備するなど機関投資家が安心して投資できる環境をつくることが求められる。

安田　Eの推進は非上場企業を含む日本経済全体を巻き込まなければならない。考えを聞きたい。

作道　少し規模が小さな企業にも情報開示を義務化する方法が考えられる。

徳島　銀行によるグリーンファイナンスが重要になる。

白須　イノベーションは大企業だけでなく、新規株式公開（IPO）前のベンチャーなども重要な役割を果たす。資金調達にプライベートエクイティ（未公開株）を有効活用できるようになるとよい。

主催：一橋大学　　共催：東京経済研究センター（TCER）

一橋大学政策フォーラム（一橋大学と社会をつなぐ講座シリーズ）　https://www.hit-u.ac.jp/kenkyu/project/forum.html

広　告