



日本株月次レポート | 2026年5月

『会社はだれのものか』



中塚 浩二
株式, 日本CIO

コーポレートガバナンス・コードの第三次改訂に向けた議論が本格化するなか、企業の金融資産・実物資産の保有に関する開示・説明責任のあり方が論点の一つに浮上しています。現行の「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みから現預金・遊休資産などの保有に関する文言を切り離し、補助的な位置づけとなる解釈指針のなかで対応を促進しようとするものです（注1）。

これに対し、一部の機関投資家はガバナンス改革の後退につながりかねないと警戒感を示しています。2015年のコード制定から10年を経たなお、日本企業の過剰な内部留保が資本効率の停滞を招いているとの認識のもと、説明責任の緩和が改革の勢いを削ぐとの懸念です。たしかに株式を保有する立場としては、株価が早期に上昇するに越したことはありません。

しかし、ルールの強化によって企業行動を変えようとするアプローチには、慎重な姿勢で臨むべきだと考えます。現金保有の合理性は、業種・ビジネスモデル・成長ステージによって大きく異なります。一律に説明責任を課すルールは、かえって形式的な対応を誘発し、本質的な対話の機会を損なう恐れがあります。さらに危惧されるのは、規制の強化がアクティブ投資家にとって好都合な環境を醸成してしまうリスクです。コードの基準に照らして不足とみなされる点を追求しやすくなれば、短期的な資本還元要求を正当化するための手段として濫用される余地が生まれかねません。

経済学者の岩井克人氏は『会社はだれのものか』（注2）のなかで、会社は株主のものでも国家のものでもなく、「社会的なもの」と論じています。そして、企業の「社会的価値」を高めるためには経営者に「倫理性」が求められるとし、「自己利益の追求を原理とする資本主義は、逆説的に、その中核に倫理的な人間（経営陣）の存在を必要とする社会体制である」と述べています。

この視座に立てば、安易に政府のルールの強度に頼るのではなく、まずは投資家と経営者との間の対話の深さこそが問われるべきものと考えます。機関投資家は短期的な株価上昇を目的として現金の放出を迫るのではなく、“その現金で何を実現しようとしているのか”を問いかけ、経営者がその戦略的意図を誠実に語るといった双方向の対話を積み重ねてエンゲージメント対話の質の向上に励むべきと考えます。

“ESG活動を行うと、ポートフォリオのリターンは何%改善するのですか”という質問を、いまだに受けることがあります。運用会社が担うスチュワードシップ活動とは、短期的・功利的なものではなく、長期投資に資する企業活動が継続されていることを確認する取り組みであり、受託者責任に包含された責任の一つと当社は捉えています。岩井氏の指摘する「倫理的」視点がガバナンス体制に内在し、EおよびSに反映されることを確認できれば、投資家は当該企業の事業の持続性への信頼を深めることができるものと思います。短期的にいかにか収益が上がっていても、この基盤を軽んじれば、長期的な利益成長の土台に疑問符を付けざるを得ません。またこれに加えて、社外取締役が少数株主の代弁者として、中立的な視点でこうした社会的価値を志向した企業活動を監督する体制が整えば、ESGという基盤の上での持続的な利益成長、すなわち「企業価値向上への道筋」が企業と投資家の間で共有できるものと考えます。

CGコード改定をめぐる今般の議論は、スチュワードシップコードやアセットオーナー・プリンシプルに賛同した投資家自身の姿勢が問われる局面でもあると考えます。企業の事業構造・競争環境・経営陣の思想を深く理解したうえで、中長期的な企業価値向上に資する対話の質と厚みを自らの内側から培っていくことが肝要です。金融庁は参考資料の中で「会社の個別の状況を考慮することなくコードに文言・記載があることのみを理由に対応を迫ることは、適切ではない」、「中長期的な企業価値向上に向けた『緊張感のある信頼関係』に基づく対話を行うことが重要」と明記しています（注3）。制度への受動的な追従ではなく、企業のアニマル・スピリットを引き出す対話の力を、機関投資家自身が研ぎ澄ませていく必要があると考えます。

注1) 金融庁HP：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～（改定案）別紙2 原則4-2、
解釈指針 <https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260410/02.pdf>

注2) 平凡社、岩井克人、2005年6月、『会社はだれのものか』

注3) 金融庁HP：スチュワードシップコード署名機関のみなさまへ コーポレートガバナンスコードの改訂について 参考資料2-3
<https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260410/06.pdf>

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させて頂きますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご確認ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第424号
一般社団法人資産運用業協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入