

気候変動株主提案から見る 情報開示制度の在り方

金融調査部 兼 政策調査部 田中 大介／政策調査部 鈴木 裕

要 約

気温上昇の影響は世界規模で生じており、人間の活動が原因である以上、企業にも取り組みが求められる。日本ではコーポレートガバナンス・コードに気候変動に関する情報開示を促す内容が含まれ、米国やEUでも開示規制の検討・導入が進んでいる。どこまで重視しているかは不明瞭ながら、気候変動を意識した投融資方針を策定する機関投資家も散見される。

上場企業に環境関連開示を求める株主提案は、特に米国と日本で目立っている。ただ提案に対する機関投資家からの賛成票は日米ともに多くはない。株主共通の利益を拡大するためのものか、一部株主の特殊な関心を満たすための提案か、見解は一致していない。

いずれにせよ、環境関連の情報開示は不可逆的な動きとして、法制度上の検討段階に入っている。情報開示制度の整備が進めば、環境関連開示を求めるこれまでのような株主提案は減るだろう。だが、現在の取り組みが開示されれば、次はステークホルダーがより望ましいと考える企業の行動が提案されるだろう。意味のある開示制度を確立していくには、開示をする立場からの意見をこれまで以上に企業側が発信することも不可欠だろう。

目 次

- 1章 IPCC第6次評価報告書から読み解く気候変動問題
- 2章 企業活動による温室効果ガスの排出削減が求められる
- 3章 投資家の関心の高まり
- 4章 日米における環境関連株主提案の状況
- 5章 株主提案を巡る規制の変化
- 6章 今後の展望

1章 IPCC第6次評価報告書から読み解く気候変動問題

1. 研究者の大勢を示す IPCC第6次評価報告書

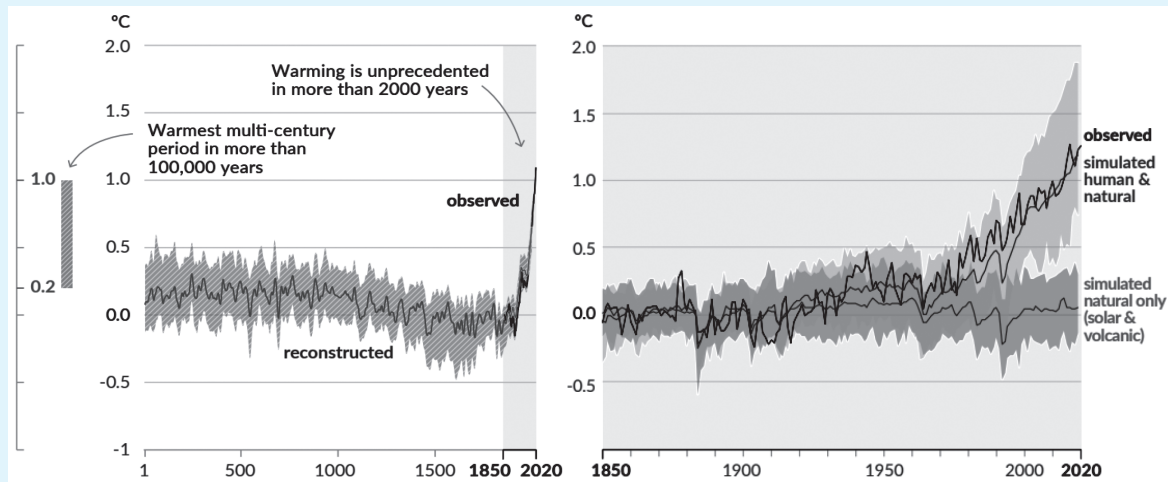
昨今、気候変動問題が衆目を集めている。契機となったのは、2015年にCOP 21（第21回気候変動枠組条約締約国会議）で合意されたパリ協定や国連で採択されたSDGs（持続可能な開発目標）だろう。これまでの各国政府が協調した取り組みは、気候変動による影響が地球規模で深刻化してきたこともあり、加速している。

ここで、気候変動に対する最新の知見を確認したい。2021年8月に公表されたIPCC（Intergovernmental Panel on Climate Change：気候変動に関する政府間パネル）の第6次評価報告書（AR6）Climate Change

2021: The Physical Science Basis¹では、“It is unequivocal that human influence has warmed the atmosphere, ocean and land.”（人間の影響が大気、海洋及び陸域を温暖化させてきたことには疑う余地がない。）と述べられている。この表現は、前回の第5次評価報告書に比べて語気が強くなっており、ここ数年間でこの主張の根拠となる学術論文が増えた、あるいは気候変動を専門とする研究者において主張を支持する人数が増えたことがうかがえる²。

加えて、同報告書では、観測できている期間の気温上昇は顕著であり、自然的要因（地球のサイクル）からは逸脱していることが示唆されている（図表1）。当然、これらは観測値を除けば推計値にすぎないが、各国の研究者の見解・大勢が示されるIPCCの報告書を軽視した施策はEBPM（Evidence Based Policy Making：証拠に基づ

図表1 世界の平均気温変化（左）と昇温要因（右）



(注1) 左図の気温変化は10年平均。グラフの観測値 (observed) は1850–2020年、復元値 (reconstructed) は1–2000年の世界平均気温の変化を示す
 (注2) 右図の気温変化は年平均。グラフは世界平均気温の変化における観測値 (observed)、人為的・自然的要因を考慮した推計値 (simulated human & natural)、自然的要因のみを考慮した推計値 (simulated natural only (solar & volcanic)) を示す
 (出所) IPCC, 2021: Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change (2021年8月9日) から抜粋

1) IPCCの第6次評価報告書（AR6）における第一作業部会（WG1）の報告書。2022年までに、WG2とWG3の報告書などが公表される予定。
 2) 第5次評価報告書の公表は2014年。第1次から第5次評価報告書までは5～6年間隔で公表されている。

く政策立案)とは言い難く、各国は第6次評価報告書を踏まえた気候変動への取り組みが求められるよう。

2. 気候変動問題へのアプローチ

気候変動対策は、緩和策と適応策に大別できる。前者は温室効果ガス（Greenhouse Gas、GHG）の排出削減を行うことで気候変動という事象を緩和することを、後者は自然災害など気候変動の影響による被害を減じることを目的とするアプローチである。多くの場合、緩和策によって改善が見込まれるのは広域的・部門横断的であり、適応策は地域限定的・個別的である。

後者の例でいえば、適応策として集中豪雨に耐え得る水道インフラを構築した場合には、その地域における洪水リスクは減じられるが、その他の地域のリスクは減少しない。このように、適応策は個別的なアプローチといえ、個々の自然災害等に関する理解に基づいた、それぞれの状況に応じた取り組みが必要となる。

他方、GHGを削減すること自体を目的とした緩和策は、適応策に比べて取り組みの方向性が明確である。また、緩和策による恩恵を受けるのは取り組みを行った国・地域に限らず、世界中の地域である。外部性がより大きいゆえに、各国政府による協調が不可欠である。

また、人間の活動が気候変動に影響を与えていることに鑑みると、政府のみならず企業においても緩和策や適応策へのアプローチが求められる。ただ、適応策に関しては、国家単位で防災の観点から取り組むものがほとんどである。企業としては、所有する不動産などの実物資産への影響を減じるために、資産の所在地を分散させるなどの対

応が考えられるが、製造業等の企業が生産拠点を移動させることは容易ではない。自然災害等が実際に生じた際に顕在化するリスクの大きさも、国や自治体がどの程度効果的な適応策を実行できているか次第であり、企業が取り組むことができる適応策には限界がある。

しかし、緩和策については全企業が直接・間接的にGHGを排出しているため、業種を問わず、あらゆる企業が取り組める。加えて、気候変動問題に幅広いステークホルダーの関心が向いていることから、企業のレピュテーションを向上させる上でも有意といえよう。

2章 企業活動による温室効果ガスの排出削減が求められる

1. 企業活動と気候変動の関係

2019年度における日本のGHG排出量の内訳を見ると、化石燃料を用いて電力を生産・供給しているエネルギー転換部門や、化石燃料の工場等における燃焼時に発生するGHGが計上されている産業部門の割合が大きい（図表2-1）。そのため、日本が掲げる2050年カーボンニュートラル達成を実現するためには、企業におけるGHG排出削減が求められることは明白である。

また、世界でもESG投資³の拡大に伴い、金融資本市場における企業の評価項目として、気候変動への取り組みが重視されるようになっていく。投資家側の背景は第3章以降で述べるが、GPPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が採用するESG指数のうち、一部の指数は企業のGHG排出量と売上高の比率（炭素効率性）などから構成ウェイトが決定される。企業は炭素効率性

3) E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）を考慮した投資手法。

を向上させなければ、構成ウェイトの低下等を通じて、自社の株式が売却されるリスクを高めることになる。企業によるGHG排出削減への取り組みは、金融資本市場での企業としての評価を高める上で必須となりつつある。

2. 気候関連情報の開示規制の進展

企業に気候変動への取り組みが求められると同時に、その開示についても規制等を設ける国・地域が出てきた。以下、国内と海外に分けて整理する。

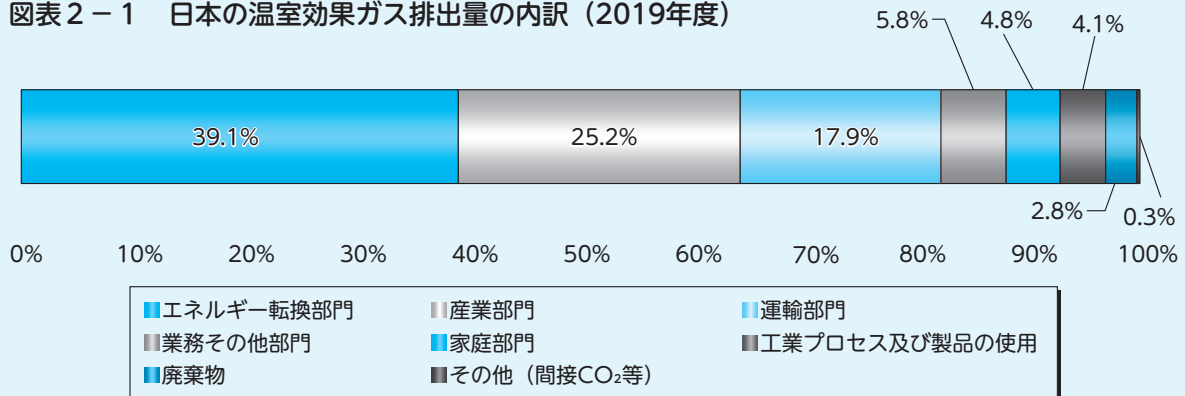
1) 国内

国内では、東京証券取引所（東証）が2021年6月に改訂したコーポレートガバナンス・コード

（以下、CGコード）で、2022年4月に誕生するプライム市場の上場企業に対し「TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」との文言を盛り込んだ（図表2-2）。

TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）は、2015年12月にBIS（国際決済銀行）に事務局を置くFSB（金融安定理事会）によって立ち上げられた。目的は、金融市場の参加者が保険引受先や投融資企業の気候関連リスクを理解する上で役立つ、一貫性のある情報開示の枠組みを構築することであり、2017年6月に公表された最終報告書で開示の枠組みが示された。TCFDに沿った取り組みは自主的なものであるにもかかわらず、世界中でTCFDに賛同する企業が増

図表2-1 日本の温室効果ガス排出量の内訳（2019年度）



（注）グラフの数字は、発電や熱の生産に伴うCO₂排出量を、その電力や熱の生産者（エネルギー転換部門）からの排出として計算した値。間接CO₂は、CH₄などが長期的に大気中で酸化（CO₂へ変換）されることを考慮し、これらの排出量をCO₂換算した値
（出所）国立環境研究所から大和総研作成

図表2-2 コーポレートガバナンス・コードのTCFD開示の該当部分

【補充原則3-1③】

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識し、かつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

（出所）東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2021年6月11日）

加しており⁴、これを基に世界中の企業が開示を開始し始めている。

日本では、CGコードでTCFD等に基づく開示について記述されているものの、CGコードはコンプライ・オア・エクスプレイン（実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）であり、企業が一律に開示義務を負っているわけではない。またコンプライしたとしても、必ずしも企業がTCFDに沿った開示⁵を網羅的かつ精緻に行っていることを意味しないことには留意する必要がある。

2) 海外

米国では、2021年3月15日にSEC（米国証券取引委員会）が“Public Input Welcomed on Climate Change Disclosures”を公表した。その概要は以下に示す通りであり、気候変動関連情報開示の義務化に向けた検討に入っている。

- ① 気候変動関連に関する情報はいつどのように開示すべきか
- ② 温室効果ガス排出量の削減目標など、開示すべき内容は何か
- ③ 金融、石油・ガス、運輸など業種ごとに異なる開示義務を設定すべきか
- ④ 国際的に適用されている開示基準に準じた新たな基準を設けるべきか

EUでは、2018年からNFRD (Non-Financial Reporting Directive) が施行されており、気候変動のみならずESG全般について開示が求められている。対象は従業員が500人超の上場会社、銀行、保険会社などであり、概要は以下に示す通りである。

- ① ESG事項（少なくとも環境保護、社会的責任、従業員待遇、人権尊重、腐敗防止と贈収賄、取締役会の多様性等を含む）に関連する下記の非財務情報を経営報告書にて開示する
 - A) 事業のビジネスモデルの概要
 - B) ESG事項に関する企業の方針（デューデリジェンスプロセスを含む）
 - C) B) の成果
 - D) 事業におけるESG事項に関連するリスク（当該リスクのマネジメント方法等も含む）
 - E) 特定のビジネスに関連する非財務目標

- ② 上記のほか、企業がESG情報開示基準の設定期間の各種基準（GRIスタンダードなど）に準拠している場合、どの基準に準拠しているかを開示する

また、EUで議論されているタクソノミーを反映したCSRD（Corporate Sustainability Reporting Directive）の検討も進んでおり、企業には今後より詳細な開示が求められる方向にある。

3章 投資家の関心の高まり

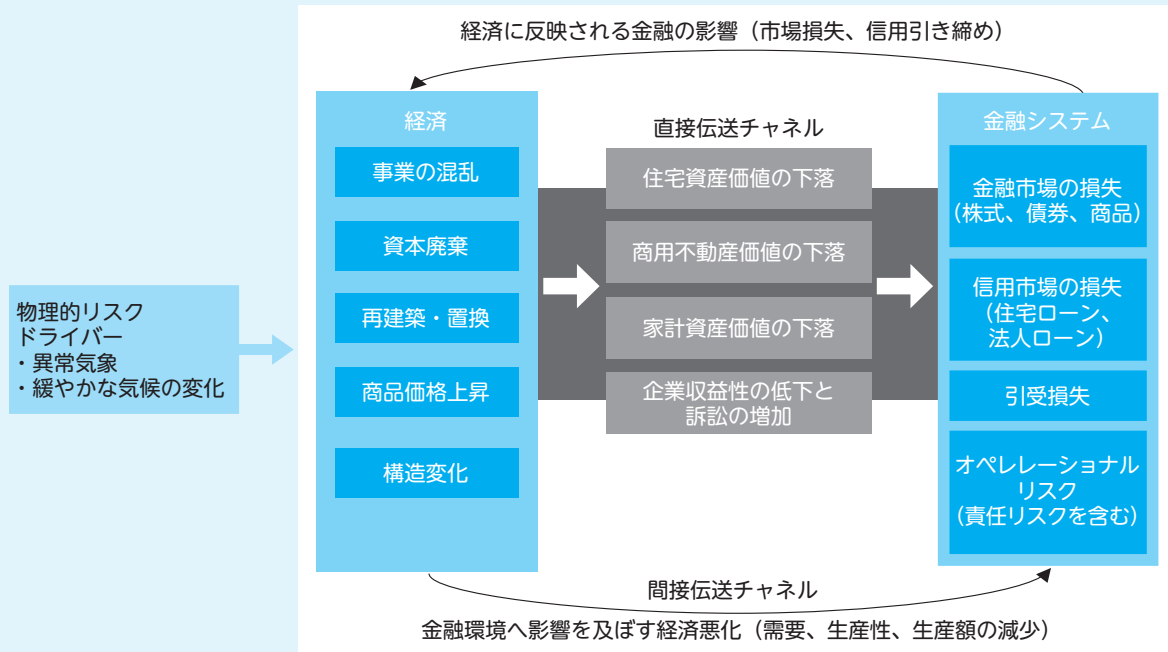
1. 気候変動がポートフォリオへ与える影響

気候変動リスクは、金融システムの不安定化を招くことも懸念されている。具体的には、物理的リスクと移行リスクが金融・経済に及ぼす影響が考えられる（図表3-1、3-2）。物理的リスクとは、熱波や干ばつ、洪水、暴風雨や海面の上昇など、気候変動によって発生する事象である。

4) 2021年9月14日時点の賛同数は2,300以上。

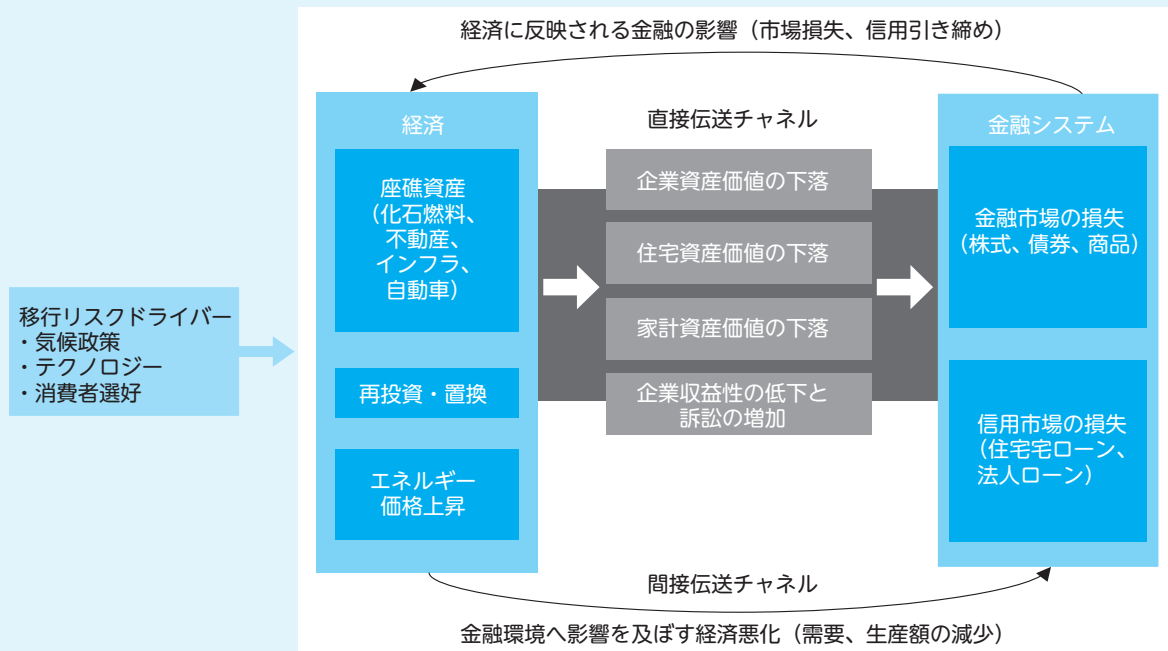
5) 中核的要素（①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標）に対応する開示推奨項目が計11項目ある。

図表3-1 物理的リスク



(注) 大和総研意識
 (出所) Network for Greening the Financial System "A call for action Climate change as a source of financial risk" (2019年) から大和総研作成

図表3-2 移行リスク



(注) 大和総研意識
 (出所) Network for Greening the Financial System "A call for action Climate change as a source of financial risk" (2019年) から大和総研作成

一方、移行リスクとは低炭素社会に向かう調整の過程で発生する事象である。

物理的リスクの顕在化は、例えば道路や電気・ガス・水道など社会インフラの毀損、住宅や商業用不動産などの価値の下落、企業の収益性低下などを招くと考えられる。これらは経済活動や貿易の混乱、資源の枯渇による商品価格の上昇、災害復興が優先されて技術革新やイノベーションといった生産的な活動に資金が投じられなくなるなど、様々な点で経済に悪影響を及ぼす可能性がある。また、金融システムに対しては、市場リスクの面（株式や債券、コモディティ価格の下落による損失の発生等）や信用リスクの面（住宅ローンや企業向け貸し付けの不良債権化、担保不動産価値の下落等）から悪影響が及ぶ。さらに、店舗やシステムにトラブルが発生し業務が行えなくなるといったオペレーショナルリスクが露見するなど、物理的リスクは様々な観点から不安定化をもたらす要因になり得る。

一方、移行リスクが顕在化する例としては、低炭素社会に移行する過程におけるパリ協定を達成するための政策の施行、気候変動対策としての技術革新や消費者行動の変化などにより、企業部門が保有する生産のための資産の価値下落や収益性の低下が考えられる。また、住宅ストックの資産価値下落も懸念される。こうした経済への悪影響

が、市場リスク・信用リスクの顕在化を通じて、金融システムの不安定化につながる可能性がある。

このように、物理的リスクや移行リスクが表面化すれば、金融システムが不安定化する恐れがある。両リスクとも、資産あるいは企業が所在する国・地域によって影響の程度は異なるだろうが、少なからず投資家のポートフォリオへ影響を及ぼすと考えられる。

2. 機関投資家の投融資方針は気候変動を意識している

そのため、昨今は機関投資家が気候変動による影響を意識した投融資方針を定めるケースが散見される。例えば、2021年4月に改訂されたアムンディ・ジャパンの責任投資方針2021では、ESG全般に関する取り組みのほか、明確な除外方針が設けられており、その中では多量のGHGを排出する石炭が取り上げられている。同社は2016年から石炭に関する基準に該当する企業および発行体を投資対象から除外しており、除外方針は定期的に更新されている。2020年には、新たな石炭鉱山の開発またはそれを計画している企業を石炭開発企業として除外対象に加えた（図表3-3）。

投資方針におけるESGや気候変動問題の考慮は国内外を問わず、多くの機関投資家が行ってい

図表3-3 アムンディ・ジャパンの除外方針（石炭）

以下に該当する企業を除外

- ・新たに炭田を開発する、または開発を計画している石炭開発企業とそのバリューチェーン全体（採掘、生産、公益事業、輸送インフラストラクチャー）。
- ・石炭採掘の売上比率が25%を超える企業。
- ・年間石炭採掘量が1億トン以上で、削減意向を示していない企業。
- ・石炭採掘と石炭火力発電を合計した売上の比率が50%を超える全企業。
- ・石炭火力発電と石炭採掘を合計した売上の比率が25%から50%で、エネルギー移行スコアが悪化している全ての石炭火力発電企業と石炭採掘企業。

（出所）アムンディ・ジャパン「責任投資方針2021」（2021年4月20日改訂）から大和総研作成

る。日本に関しては、2020年3月に改訂された日本版スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）において、「機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。」と記された（指針4-2）。これまで投資方針を策定してこなかった機関投資家においても、SSコードの改訂により方針策定が後押しされると考えられよう。

また、銀行グループにおいても同様の動きが見られる。例えば、フランスのBNP Paribasは、セクター別にファイナンスの方針を設けており、石炭火力事業については概ねダイベストメント（投資撤退）を行うとしている（図表3-4）。この方針は、商業銀行部門だけでなく、投資銀行部

門が提供するプロダクトやサービス（融資、保証、引受、アドバイザー等）のほか、アセットマネジメント事業（インデックスに連動する商品等を除く、自己勘定および他人勘定での運用）にも幅広く適用すると明記されている。

内容としては、石炭火力発電設備の新設、改修のプロジェクトには、ファイナンスしない、また金融支援の継続を希望する電力会社には石炭火力発電からの撤退戦略を要求することなどが挙げられている。なお、アセットマネジメント事業については、電力会社の炭素強度を指標として投資範囲を決めるなど、商業銀行や投資銀行部門とは異なった基準で方針を定めている。その背景には、融資などの相対取引では契約によって情報開示を求めることができる一方、投資活動では開示資料からの情報入手やエンゲージメント（建設的な目

図表3-4 BNP Paribasの石炭火力発電事業向けファイナンス方針

プロジェクト ファイナンス	以下について金融プロダクト・サービスを提供しない <ul style="list-style-type: none"> 石炭火力発電設備を新設するプロジェクト（地域を問わない） 石炭火力発電設備の修繕、容量の拡大を行うプロジェクト
コーポレート ファイナンス	必須要件 金融プロダクト・サービス：以下の条件を満たす電力会社のみサービスを提供 <ul style="list-style-type: none"> 2030年（EU・OECD各国）または2040年（その他の国）までに石炭火力発電から撤退する戦略を策定する 石炭火力発電の容量を増強しない 労災等の安全性についてのデータを開示/提供する 排出ガスや水消費量、石炭灰の処理についてのデータを開示/提供する アセットマネジメント：以下の条件を満たす電力会社のみ投資対象とする <ul style="list-style-type: none"> 発電事業の炭素強度が491 g-CO₂/kWh以下の企業 2025年に炭素強度が491 g-CO₂/kWhに達する経路で削減を行う企業
	評価クライテリア 以下の項目について分析を行うことがある <ul style="list-style-type: none"> ESG要素について継続的に批判を受けていないか、批判に適切に対応しているか 労働者の安全対策を行っているか 発電設備の開発に際して地元コミュニティと協議を行っているか 環境、社会、健康、安全について十分なトラックレコードがあるか
	例外 トランジションを支援するという観点から、目的をグリーン発電に限定した場合、上記必須要件を満たしていなくてもサービスの提供は可能
新規顧客	以下のいずれかが該当する新規顧客とは取引を行わない <ul style="list-style-type: none"> 収益の25%以上が石炭火力発電によるもの 期限までに石炭火力発電から撤退する戦略を示していない 石炭火力発電の容量増強を計画している

（注）和訳は大和総研
 （出所）BNP Paribasグループ開示資料から大和総研作成

的をもった対話)によるアプローチに限られると
いうことがあるためと考えられる。

3. 機関投資家がESGを重視している かは不明瞭

機関投資家は責任投資方針を定めているほか、ESG要素を考慮したポートフォリオを構築するなどESG投資の運用額を増やしている。2021年7月にGLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCEが公表した“GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020”によれば、主要国の2019年末時点におけるサステナブル投資残高の合計は約35兆ドルと、前回調査(2017年末)から15%増加している。実際、世界最大の資産運用会社であるブラックロックも、ESG指数ファンド数を50%以上増加させ、再生可能エネルギーや天然ガスなどへのエネルギー移行を後押しする分野を投資対象とするファンドで51億ドルを集めたことが報告されている⁶。

一方で、2021年7月21日にSECのヘスター・M・パース委員は、スピーチの中で企業のESGに関する取り組みに対する最大の支持者は投資家ではなく、幅広いステークホルダーであると指摘した⁷。投資家が真にESGの要素を重視して、ポートフォリオを変化させているかどうかは判然としないということだろう。事実として、SRI(社会的責任投資)あるいはESGファンドに関

して分析・考察した学術論文の中には、ESGファンドが構成企業のESG要素を考慮しているかについて、肯定的な主張もあれば否定的な主張もある。

ESG投資が拡大してきたのは最近のことであるため、論文の公表時期に差があれば、見解が異なることも理解できるが、そういうわけではない。例えば、同じ2021年の論文に、Davidson et al.(2021)⁸とAneesh and Rajgopal(2021)⁹がある。両者とも米国のファンドを対象としているにもかかわらず¹⁰、それぞれ主張が異なる。

すなわち、Davidson et al. (2021)では、SRIファンドが企業の行動改善に寄与しているとは言えないが、環境および社会基準の高い企業を選択しており、ファンドの目的に沿ったポートフォリオへ投資されているとしている。他方、Aneesh and Rajgopal (2021)では、ESGファンドは非ESGファンドに比べて、炭素排出量のパフォーマンスの開示率が高い株式だけでなく、収益あたりの炭素排出量が多い株式にも投資されているという。加えて、ESGファンドは同じ資産運用会社の他のファンドや同時期に運用されたファンドに比べて財務的なパフォーマンスが低く、より高い手数料が顧客に請求されているという。確かに、ESGファンドに組み入れられた企業の中には、その姿勢は示していたとしても、ESGへの取り組みが十分でない企業が含まれている可能性は否定できない。

6) BlackRock「2020年サステナビリティに対する取り組み」(<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/literature/publication/our-2020-sustainability-actions-ja-jp.pdf>)

7) SEC“Chocolate-Covered Cicadas”(July 20, 2021)

8) Davidson Heath, Daniele Macciocchi, Roni Michaely, Matthew C. Ringgenberg“Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior?” SSRN, Sep 13, 2021

9) Aneesh Raghunandan, Shivaram Rajgopal“Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments?” SSRN, May 13, 2021

10) 分析対象年は、Davidson et al. (2021)が2010-2019年、Aneesh and Rajgopal (2021)が2010-2018年である。

4章 日米における環境関連株主提案の状況

1. 日本における気候変動関連の株主提案

既に記した通り、上場企業に対する環境関連の情報を開示すべきという要求が高まりを見せている。日本でも、CGコード改訂後に金融庁の金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループが再開され、気候変動対応に関する情報開示が主要な検討事項の一つに掲げられた。

CGコードは全ての企業を対象とするものではなく、東証の上場規程であり、金融審議会での検討も基本的には上場企業を念頭に置いたものだ。では、上場企業の株式を保有する投資家が、そうした環境関連の情報を望んでいるかといえば、疑わしくもある。上場企業が2020年と21年に開催した株主総会では、気候変動に関する情報開示を求める株主提案議案がいくつか付議されたが、どれも否決されている。株主提案議案の賛成率としては高い方だがそれでも20%前後で、高くても3分の1程度だ(図表4-1)。多くの機関投資家が賛成しない理由としては、定款で定める必要はないこと、会社側の現在の開示姿勢を高く評価していること、株主提案通りの内容では経営に不必要な制限が及ぶ懸念があること等だ。

気候変動関連の情報開示を求める株主提案に反対票を投じることは、機関投資家にとってはレピュテーション上のリスクとなり得る。ESG投資やSDGsの考慮を常日頃広報している機関投資家が気候変動に関する開示の要求に同意しないのは、言行不一致であると疑われるからだ。反対投票の詳細な理由が説明されれば二枚舌ではないことが理解されるだろうが、反対投票という結果

だけから批判を受ける可能性がある。

わが国では、2017年に機関投資家向けの行動原則であるSSコードが改訂になり、株主総会における個別議案ごとの賛否を公表することが、SSコードに賛同する機関投資家に求められるようになった。SSコードは、コンプライ・オア・エクスプレインであり、賛否公表を行わないという選択も可能であり、実際、個別議案ごとには公表していない機関投資家もある。しかし、SSコードに賛同した機関投資家の多くは賛否を公表している上、2021年からは重要な議案については賛否の理由の開示も求められている。そのため、気候変動関連情報の開示を重要な議案であるとする機関投資家は、賛否の理由を明らかにしている。機関投資家の議決権行使結果に関するわが国の状況は、国際的に見ても透明性は高いといえるだろう。

2. 米国における気候変動関連の株主提案

米国では日本以上に多くの株主提案がなされており、議案の内容も多様である。最近の流行は、政治献金やロビー活動に関する開示、雇用におけるダイバーシティの状況やその方針の開示を求める提案だ。環境関連の株主提案も件数は多いが、環境関連の議案は、決議件数が提案件数よりもかなり少ないことが特徴の一つである。株主提案は、企業側がSECから許可を得て決議議案に含めない場合や、提案者と企業側の間で何らかの合意を得て提案を取り下げる場合が多い。株主行動に取り組む非営利団体の“As You Sow”は、41件の環境関連議案を提案したが、21件を取り下げている。ニューヨーク州の公務員年金を管理するニューヨーク州管理官(New York State

図表4-1 日本における気候変動開示を求める株主提案と機関投資家の賛否

	2020年		2021年		
	みずほFG	三菱UFJFG	住友商事	東洋製罐GHD	関西電力
	【定款変更】 パリ協定の目標に 沿った投資のため の経営戦略を記載 した計画の開示	【定款変更】 パリ協定の目標に 沿った投融資を行 うための経営戦略 を記載した計画の 策定・開示	【定款変更】 パリ協定の目標に 沿った事業活動の ための事業戦略を 記載した計画の策 定、及び開示	【定款変更】 TCFDを踏まえ た経営戦略を記載 した計画の開示	【定款変更】 CO ₂ 削減計画の策 定・開示 TCFDを踏まえ た開示
三菱UFJ信託	×	×	×	×	×
みずほ信託	○	○	○	○	×
三井住友トラストAM	×	×	×	×	×
りそなAM	×	○	○	○	○
三菱UFJ国際投信	×	×	×	×	×
アセットマネジメントOne	○	○	○	○	×
三井住友DSAM	×	○	○	○	×
野村AM	○	○	×	×	×
大和AM	×	×	×	×	×
日興AM	×	×	×	×	×
日本生命	×	×	×	×	×
第一生命	×	×	×	×	×
明治安田生命	×	×	×	×	×
東京海上AM	○	○	○	○	×
ブラックロック	×	×	×	×	×
アムンディ	○	○	○	○	○
ゴールドマンサックスAM	○	×	×	○	×
フィデリティ	○	×	○	×	×
NBIM-GPFG	×	×	×	○	×
CalPERS	○	×	×	○	×
賛成率	34%	22.71%	20.00%	14.31%	18.30%

(出所) 各社の開示資料を基に大和総研作成

Comptroller) は、企業側と合意が成立したことで7件の提案を取り下げた。

議案の取り下げや削除がなく、採決に至った気候変動関連の情報開示を求める米国における株主提案は、平均で35%程度の賛成を得ている(図表4-2)。機関投資家が賛成を投じていたのであれば、賛成率はもっと高く出るはずである。米国のミューチュアル・ファンド(投資信託)など機関投資家は、日本と同等かそれ以上にESG投資に前向きであることをアピールしているが、気

候変動関連の株主提案への賛否を見て、その姿勢にそぐわないと批判を受けることがある。

ミューチュアル・ファンドの議決権行使結果が開示されるようになったのは比較的最近のことだ。2001年に大規模な会計不正が発覚したエンロン事件後に機関投資家の議決権行使の適正化が推進され、SECは、ミューチュアル・ファンドが保有する株式に関する議決権行使について新たな書式であるForm N-PXを制定し、組入株式に関する議決権行使の方針や個別議案への賛否状況

図表 4-2 意外と低い環境開示関係株主提案への賛成率

	提案件数		決議件数		平均賛成率		賛成多数件数	
	2021 Y T D	2020	2021 Y T D	2020	2021 Y T D	2020	2021 Y T D	2020
社会／政治関連	293	231	114	133	30%	28%	18	12
ガバナンス関連	277	328	199	231	40%	34%	36	29
環境関連	115	89	33	26	41%	32%	12	5
気候関連	85	48	28	14	41%	33%	11	3
行動要求	52	16	8	3	62%	23%	6	0
気候関連 情報開示	27	32	17	11	35%	36%	5	3
株主参加	6	0	3	0	25%	—	0	0
サステナビリティ 情報開示	30	41	5	12	36%	31%	1	2
報酬関連	48	58	24	29	20%	23%	0	1
合計	733	706	370	419				

(注) Y T Dは、year to dateの略で、調査期間までの集計値。和訳は大和総研
(出所) Sullivan & Cromwell “2021 Proxy Season Review: Part1 Rule 14a-8 Shareholder Proposals” (July 27, 2021)

を開示することを2003年に義務付けた。機関投資家が投資先企業を適正にチェックすることが、企業を規律づけるだろうとの考えから、企業と機関投資家の対話を可視化するために株主総会議案への議決権行使結果を開示させたわけである。これによって、気候変動関連の株主提案についても、ミューチュアル・ファンドが賛成しているか反対しているか、誰でも容易に分かるようになっていく。米国ではミューチュアル・ファンドの規模が拡大する中で、こうした開示情報への関心は、開示制度制定当時よりも高まっていると考えられる。

SECは、現在この議決権行使結果の開示ルール改正案を提案し、意見を募集中だ¹¹⁾。これは、どのような議案に賛成したか反対したかを、明確に開示することを求めるものだ。例えば、株主提案であれば「株主提案議案 反対」ではなく、どのような内容の議案であるかを類型化して明示し、賛否を開示させることになる。また、データ

分析が容易な形式で開示することも規則改正案には含まれている。ミューチュアル・ファンドにおける議決権行使結果開示は一層透明化されるだろう。

3. 議決権行使を変えた行使結果開示要求

日米ともに機関投資家が個社の議案ごとの賛否まで公表するようになったのは、機関投資家が受託資産の管理者であることが改めて強調されるようになったからである。受託者として委託された資産を適切に管理していることを、委託者に報告する必要がある。受託資産に株式があれば、その議決権を適切に処理して、議決権行使結果を委託者に伝えることも当然である。投資信託等を購入した投資家が、自分の持っている投資信託に組み入れられている株式の議決権がどのように行使されているか、環境関連の開示を求める提案がどの

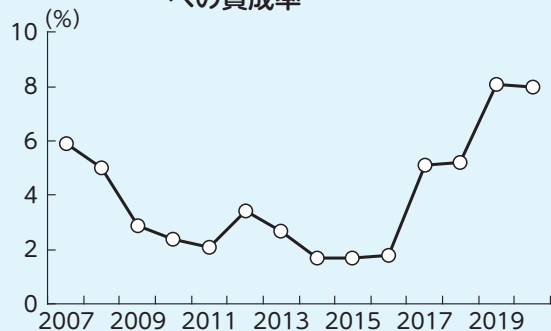
11) SEC “SEC Proposes to Enhance Proxy Voting Disclosure by Investment Funds and Require Disclosure of “Say-on-Pay” Votes for Institutional Investment Managers” (2021年9月29日)
<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-202-0>

ように判断されているか関心を持っている場合、その行使内容や判断が自身の志向にそぐわなければ、他の金融商品に乗り換えることもできる。

しかし、他方で、議決権行使結果を開示することの問題点もある。行使結果を開示すれば、投資信託等の金融商品を購入した委託者以外にもその情報は伝わる。議決権行使の対象の議案について、影響力ある圧力団体が存在する場合、機関投資家の議決権行使への影響が危惧される。株主一般の利益とは関係の薄そうな政治的・社会的な内容を含む株主提案であれば、判断のためのコストを費やすこと自体が株主への背信であるが、棄権や反対をすれば圧力団体の行動によって機関投資家のレピュテーションに傷がつく恐れもある。株主提案の内容によっては、上場企業が政治的・社会的な摩擦に巻き込まれることがあるだろう。議決権行使結果の開示は、機関投資家をもそうした場面に立たせる可能性があるのではないかと。

株主提案議案に対する国内機関投資家の賛成率は、図表4-3に記した通り、2017年に大幅に上昇した。個別議案ごとの賛否開示がS Sコードに定められた年だ。株主提案を受ける企業は毎年同じというわけでもなければ、議案の内容も様々ではない。賛成率の単純な比較には注意が必要だ

図表4-3 国内機関投資家の株主提案議案への賛成率



(出所) 株式会社ICJ資料「6月総会動向」を基に大和総研作成

が、議決権行使結果の開示要求は、機関投資家の賛否判断に影響を及ぼしていると考えてもよいのではないかと。

5章 株主提案を巡る規制の変化

そもそも株主提案権は、株主総会の議案を株主から提案できる権利で、多くの国々で導入されている。この権利が行使されると、株主が株主総会に諮るべきと考える議案を株主総会招集通知に記載し、会社側の費用で株主に周知するとともに、会社側の事務負担によって賛否を集計することとなる。

権利の内容は各国でかなりの違いがあり、相当量の株式を保有する株主でなければ権利を与えられない欧州の国々では、法律上規定があったとしても絵に描いた餅にすぎないことがある。他方、米国と日本は保有株式要件が緩く、比較的自由に様々な提案が株主から出される国だ。それだけに独りよがりな株主提案が多く見られ、株主一般の利益に反する恐れがあるものや、さほど多くの株主の関心をひかないものもある。果たして費やしたコストに見合うだけのベネフィットが株主提案にあるのか、疑問視もされている。

わが国では、株主総会実務担当者の団体である全国株懇連合会が、株主提案について「一部の株主により濫用的ともいえる行使がなされることによって、当該一部の株主以外の大多数の株主と企業との建設的な対話が阻害されるおそれがある」と指摘している（「企業と投資家の建設的な対話に向けて～対話促進の取組みと今後の課題～」2016年10月、p.77）。また、米国では、大企業の社長をメンバーとするBusiness Roundtable（以下、BRT）が2016年10月に“Responsible

Shareholder Engagement and Long-Term Value Creation（責任ある投資家と長期的価値創造）”を公表し、株主提案権の適正化を訴えた。トランプ政権時代の国家経済会議に対してBRTが発出した2017年2月の書簡でも、「株主一般の利益と関係のない社会的政治的な議案」があり、SECによる対応と必要があれば立法的解決を進めるべきと提案した。

その後、日本では2019年の会社法改正によって、2021年3月以降、一人の株主が提案できる議案の数が、株主総会ごとに10個に制限されることになった。また、SECは、2020年9月に株主提案を難しくする規則改正を決定した¹²。改正前は、2,000ドル相当の株式を1年以上保有していれば株主提案を行うことができたが、これを25,000ドル相当の保有に引き上げた。もっとも、従前の2,000ドル基準も廃止されるわけではなく、3年以上の保有であれば2,000ドル相当の株式保有でも株主提案は可能だ。また、同一の議案を次の株主総会で再提案する場合、一定量の賛成票を得ていることが必要とされるが、この一定量の基準も引き上げた。ただ、株主提案権の制限を2022年から実施する予定だったが、米国の政権交代によって大きな変化が生まれそうだ。バイデン政権下で就任したSEC委員長は、この株主提案規則の再度の見直しを優先的な検討課題の一つに挙げている¹³。おそらく規則の実施前に廃止か、規則の執行停止となるのではないだろうか。

トランプ政権下での株主提案制度の見直しは、環境や社会問題に関する提案が増加していることが原因となっている。株価への影響を押し量り難いこの種の提案について、影響を精査しようとする

れば時間と手間がかかる。そのコストが軽視できなくなっていることから、株主提案権の行使のためのハードルを引き上げることになった。しかし、株主提案を出そうとする投資家側からはこれに強い反発がある。環境や社会問題に企業の取り組み姿勢が企業価値に影響を及ぼし得るとすれば、株主提案をできるだけ制限すべきではないとも考えられる。

米国の政権交代は、上場企業による環境関連の情報開示についても大きな影響を与えている。トランプ大統領時代のSECは、ESG情報のうち、特に環境（E）や社会（S）に関する情報が投資情報として有用であるかを疑問視し、開示規定の検討に後ろ向きだった。企業が任意に開示するのは問題ないが、EやSの要素を法定開示とはしなかったのである。気候変動に関する取り組みは、各企業がそれにマテリアリティ（重要性）があると考えるのであれば、開示することは当然だが、義務化したわけではない。開示する場合も、特定の様式は求めている。

政権交代でこれが一変した。環境関連の開示を上場企業に義務付ける取り組みについては、バイデン氏の勝利が決まった直後にSECの民主党系委員が検討委員会を立ち上げ、政権発足後に意見募集を開始した。既述の通り、気候変動関連に関する情報はいつどのように開示すべきか、温室効果ガス排出量の削減目標など開示すべき内容は何か、金融・石油・ガス、運輸業界など業種ごとに異なる開示義務を設定すべきか、国際的に適用されている開示基準に準じた新たな基準を設けるべきか等、多岐にわたる意見を広く求めた。

環境関連や気候変動関連の情報開示を上場企業

12) SEC “SEC Adopts Amendments to Modernize Shareholder Proposal Rule” (Sept. 23, 2020)

13) <https://www.skadden.com/en/insights/publications/2021/06/sec-chair-genslers-insight>

に求める株主提案は、株主が賛否を判断するが、開示規定を設けるべきかどうかは、法令に基づく規制当局の権限である。情報開示規定が設けられればもはや株主提案で開示を求める必要はなくなる。しかし、開示規定が策定され、施行されるまでは、この種の株主提案は続くであろうし、規則策定の検討が進められている中では、一層注目されるようになるはずだ。

6章 今後の展望

気候変動の主たる原因が人間の活動である以上、企業活動も相応の要因になっている。企業に気候変動対策が求められるのには理由がある。

本稿で述べた気候変動対策のアプローチのうち、シェアホルダー的には企業が備えるべきは適応策であると考えられる場合が多いだろうが、広くス

テークホルダーの立場からは緩和策への取り組みに関心が持たれているといえるだろう。そして、いずれのアプローチにせよ、上場企業にはどのように取り組んでいるのかの開示が求められている。

開示がもはや制度的な要求になっていることはTCFDが示されていることなどから明らかだ。ただ、制度の構築と適正な運用の確立までには時間がかかるため、それを待たずして株主からの提案によって開示が求められるようになっている。日本と米国の両国で、気候変動に関する様々な株主提案が出ていることは、本稿で述べた通りである。開示制度が確立されれば、関連する情報開示を求めるこれまでのレベル感での株主提案は大幅に減ると見込まれる。

では、開示制度ができれば企業側にとって望ましい状況になるのかといえば、そうではあるま



い。現在の取り組みが開示されれば、その次にはステークホルダーがより望ましいと考える行動を求められるはずであり、目標の設定や評価が求められるようになることも考えられる。情報開示には、その先の行動の変化を促される効果もある。再発を防ぐための省察を求める目的から事故の顛末書の提出が求められるのと同じように、現況の開示に先を見据えた要素を含めることを一層要求されていくのではないかと。この意味では、環境に関するより充実した情報開示を求める株主提案は減らないかもしれない。そうした要求が機関投資家や機関投資家に運用を委託している人々が求めているものへとになっていくかは、日米の議決権行使結果を見る限り、現時点では疑問がないではない。しかし、一連の動きは不可逆的に進むだろう。上場企業は、開示の次にくる行動の要求にどう応えるか準備する必要がある。

日本、欧州、米国で気候変動関連の開示規制作りが進められているが、その適用対象が概ね上場企業であることにも疑問を抱く余地がある。気候変動問題はあらゆる企業に関係しており、未上場企業や公的企業による対策の実行や開示が不要ということではないはずだ。また、各国とも基本的には自国の証券市場の上場企業を適用対象としているが、気候変動に国境はない以上、自国内で活動する外国企業をどのように取り扱うべきかも課題である。米国では、気候変動関連の情報開示規定を検討しているのがSECであることにも疑問が呈されている。SECではなく環境保護庁（日本で言えば環境省）の所管とするのがふさわしいのではないかとこの考え方である。SECが担当すれば、適用対象は自ずと公開企業に限定されてしまう。

また、今後は開示をするための情報収集・分

析に要するコストと開示によって得られるベネフィットの比較分析に比べられるかも知れないであろう。今のところ、環境関連開示を求める株主提案への賛成率がさほど高くないことは、開示された情報は結局利用されないことを示唆している。開示することが目的化してコストだけを膨らませるようなことになっては主客転倒である。

急ピッチで進められていくであろう気候変動対策に関する開示規定の策定に当たっては、以上で述べたような課題を踏まえることが求められる。意味のある開示の仕組みと運用としていくには、企業はこれまで以上に関心を持って、開示をする立場からの意見を発信することも不可欠であろう。

[著者]

田中 大介 (たなか だいすけ)



金融調査部
SDGs コンサルティング室 兼
政策調査部
研究員
担当は、ESG投資、環境・
エネルギー政策

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部
主席研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動