

終わりのないコーポレート ・ガバナンス改革

政策調査部 鈴木 裕

要 約

現在、コーポレートガバナンス・コードの改訂について検討が進められている。東証再編と同時進行となっている同コードの改訂では、東証再編で生まれるプライム市場上場企業に向けて、より高い水準の対応を求める方向である。また、スタンダード市場上場企業に対しても、これまでより多くの情報開示が求められる見通しだ。さらに、東証再編では上場株式の流動性をより高くするために、流通株式に関する基準が変更される。東証一部上場企業の多くの移行先となるプライム市場では、現在の東証一部と同じ流通株式比率 35%が必要だが、流通株式の定義が変わることで、政策保有株式の縮減に弾みがつくと予想されている。

一方、企業側からは、度重なるガバナンス改革に対して、効果の検証を十分に行いながら進めるべきではないかという声も聞かれる。コーポレート・ガバナンス改革が所期の成果を上げているか、実質的な検証が期待される。

目 次

- 1章 重要政策であり続けるコーポレート・ガバナンス改革
- 2章 2021年コーポレート・ガバナンス改革
- 3章 上場基準における政策保有株式の扱い
- 4章 政策課題としてのコーポレート・ガバナンス改革
- 5章 終わりに

1章 重要政策であり続けるコーポレート・ガバナンス改革

2013年に安倍内閣が閣議決定した「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」において、「コーポレートガバナンスを見直し、公的資金等の運用の在り方を検討する」¹とされて以来、成長戦略等の総合的な経済政策では、コーポレート・ガバナンス改革への取り組みが継続している。最新では、菅総理大臣が国会での施政方針演説で「コーポレートガバナンス改革を進め、我が国企業の価値を高めてまいります。我が国を代表する企業の役員の方の三分の一以上を独立社外取締役とし、女性、外国人、中途採用者の管理職への登用について目標の公表を求めることとします。」²と述べている。また、成長戦略の実行計画では、「コーポレートガバナンス改革は、企業価値を高める鍵となる。引き続き、取締役会の機能発揮を促すとともに、女性、外国人、異なる企業で働いた経験のある者等による多様性確保を図るなどのため、コーポレートガバナンス・コードの見直しを図る。」³とあり、独立社外取締役の増員やダイバーシティの一層の推進を政府主導で進めることが示されている。

コーポレート・ガバナンス改革は、改革そのものを目的としているわけではない。改革によって何をしようとしているかを忘れてはならない。成長戦略には、「雇用機会の拡大や賃金上昇、設備

投資や配当の増加等を通じて経済全般に還元する」⁴ことや「2020年までの対内直接投資倍増計画実現のためにも、コーポレートガバナンス改革は不可欠」⁵であるなど、様々な狙いがある。目的を達成するための手段としてのコーポレート・ガバナンス改革であろうが、果たして目的と手段が関連しているのか、疑問に感じられることも多くはない。コーポレート・ガバナンス改革自体が、多くの内容を含むため、ある改革が何を狙っているのか理解し難いことも多い。本稿では、今後短期的に実現しそうなコーポレート・ガバナンス関連の見直しの内容を紹介し、上場企業に何が求められることになるのか考察する。あわせて、これまでのコーポレート・ガバナンス改革が所期の成果を達成したといえるか、批判的な検討を行う。

2章 2021年コーポレート・ガバナンス改革

2021年は、東京証券取引所（以下、東証）の市場再編とコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）の改訂の検討が同時に進められており、どちらも上場企業にとっては遅れや誤りのない対応が必要だ。新型コロナウイルスの感染リスクを考え、様々な対策をとりながら準備を進める必要もあり、リモートワークが普及する中では、社内の関係者間の意思の疎通に十分に配慮す

1) 「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」(平成25年6月14日)

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf

2) 「第二百四回国会における菅内閣総理大臣施政方針演説」(令和3年1月18日) https://www.kantei.go.jp/jp/99_suga/statement/2021/0118shoshinhyomei.html

3) 成長戦略会議「実行計画」(令和2年12月1日)

https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/jikkoukeikaku_set.pdf

4) 「『日本再興戦略』改訂2014-未来への挑戦-」(平成26年6月24日)

<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/honbun2JP.pdf>

5) 自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」(平成26年5月23日)

https://grjapan.com/sites/default/files/content/articles/files/ri_ben_zai_sheng_biziyon-5-23-2014.pdf

べきだろう。特に今後実施が予想されるCGコード改訂は、取締役や管理職等の幹部人事に関わるものもあるので、候補者の能力、意欲、適格性を見定めるための作業をソーシャルディスタンスをとりながら進めなければならない。

1. CGコード改訂案の公表

金融庁に設けられた「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」(以下、フォローアップ会議)では、CGコード改訂の作業を進めており、2021年3月31日の第26回会議で、「コーポレートガバナンス・コード改訂案」が公表された⁶。この会合では、CGコードとスチュワードシップ・コードを補完し、機関投資家と上場企業の対話(エンゲージメント)の手引きとなる「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下、ガイドライン)の改訂案も提示された他、CGコードとガイドラインの改訂の全体的な趣旨を記した、「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイ

ドラインの改訂について(案)」(以下、改訂概要)も公表された。

改訂後のCGコードへの対応期限は2021年末までだ。3月決算の上場企業は、6月の定時株主総会終了後にコーポレート・ガバナンス報告書を東証に提出するのが通例だが、6月総会終了後に提出する報告書は、現行CGコードに対応したもので差し支えない。しかし、2021年内には東証再編に伴う市場選択手続きの中で、改訂後のCGコードへの対応が必要になる。2021年の9月から12月にかけて、上場各企業は再編後のどの市場に上場を希望するかを東証に届け出て、必要な書類を提出する。プライム市場とスタンダード市場では、再編後の各市場に対応したコーポレート・ガバナンス報告書が提出書類の一つとなっている。このコーポレート・ガバナンス報告書は、他の書類とは別に提出することもでき、12月30日が期限である。つまり、上場企業が改訂後のCGコードに対応するのは、遅くともこの日までということだ。

図表1 プライム市場のみに適用される原則

補充原則1-2④	【議決権行使の電子プラットフォーム】少なくとも機関投資家向けに議決権電子行使プラットフォームを利用可能とすべきである。
補充原則3-1②	【英文開示】開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。
補充原則3-1③	【気候変動に関する開示】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。
原則4-8	【独立社外取締役の人数】独立社外取締役を少なくとも3分の1以上選任すべきである。
補充原則4-8③	【子会社の場合の独立社外取締役の人数】支配株主を有するプライム市場上場企業は、独立社外取締役を過半数選任するか、または独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された特別委員会を設置すべきである。
補充原則4-10①	【各種委員会の構成方針等の開示】各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。

(出所) 脚注6資料を基に大和総研作成

6) 金融庁「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26回(令和3年3月31日)配付資料

また改訂概要には、「プライム市場上場会社のみ適用される原則等に関しては、準備期間等も鑑み、2022年4月以降に開催される各社の株主総会の終了後速やかにこれらの原則等に関する事項について記載した同報告書を提出するよう求めることが考えられる。」とも記されている。3月決算の企業であれば、2022年の6月株主総会以後を目途に、CGコードのうちプライム市場のみに適用される部分への対応を済ませればよい。

プライム市場上場企業のみ適用される原則等は、図表1の通りである。

また、改訂概要に「グロース市場上場会社においては、基本原則のみがコンプライ・オア・エクスプレインの対象となることが考えられるが、各社の置かれた状況に応じつつ、原則や補充原則にも沿いながらガバナンスの向上に向けた自主的な取組みが進められることが望ましい。」と記されていることから、グロース市場へ移行する場合は、今回

の改訂によって影響を受けることはない。とはいえ、改訂の趣旨を踏まえて、自社のガバナンス改善に自主的に取り組むべきことは当然であろう。

2. CGコード改訂の主な内容

CGコード改訂案の主な内容は、独立社外取締役の拡充、社内の多様性確保、サステナビリティへの取り組みの3つだ。また、開示を求められる事項がいくつか追加になっている。上場を予定する市場によって求められる原則は異なるものの、これまでと同様にコンプライ・オア・エクスプレイン（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）は変わらない。

1) 独立社外取締役の増員

プライム市場上場企業では、取締役の3分の1以上を独立社外取締役が占めることが求められる。

スタンダード市場では、これまでの東証1部・

図表2 独立社外取締役に関する人数・比率基準の改訂

改訂案		プライム	スタンダード	グロース		
支配株主の有無	無	3分の1以上	2名以上	数値基準無し		
	有	過半数	3分の1以上	数値基準無し		
		改訂案原則4-8 プライム市場上場会社は、…（中略）独立社外取締役を少なくとも3分の1（その他の市場の上場会社においては2名）以上選任すべきである。		改訂案「基本原則」には独立社外取締役に関する人数・比率基準は置かれていない。		
		改訂案補充原則4-8③ 支配株主を有する上場会社は、…（中略）…独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（プライム市場上場会社においては過半数）選任するか、または…（中略）…特別委員会を設置すべきである。		改訂案「基本原則」には独立社外取締役に関する人数・比率基準は置かれていない。		
現規定						
		東証1部	東証2部	JASDAQスタンダード	JASDAQグロース	マザーズ
		2名以上		数値基準無し		
		現規定原則4-8 上場会社は、…（中略）…独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。		現規定「基本原則」には独立社外取締役に関する人数・比率基準は置かれていない。		

（出所）改訂案・現規定のCGコードを基に大和総研作成

東証2部上場企業と同様に、2名以上の独立社外取締役の選任が求められる。改訂後原則4-8のカッコ書き「その他の市場の上場会社においては2名」が適用されるということだ。

また、支配株主が存在する上場企業には、上場市場の標準的な基準よりも厳しい基準が適用される（補充原則4-8③）。これは、親会社や支配株主がいる企業（典型的には親子上場の子会社）では、一般株主の利益が犠牲になる恐れが強いため、取締役会の中に独立性の高い取締役を多く置くことで、経営を規律づけようとする目的だ。プライム市場に上場する子会社等では、独立社外取締役を過半数とし、スタンダード市場に上場する子会社では3分の1以上の選任が求められる。もっとも、支配株主から一般株主の利益を守るための他の仕組みとして「特別委員会」を設けることで、独立社外取締役人数の加重要件を回避することはできる。特別委員会は、支配株主と少数株主の利益が相反する重要な取引・行為について審議・検討を行うため独立社外取締役を含む独立性を有する者で構成された会議体のことだ。

前記の通り、プライム市場上場会社のみ適用される原則等に関しては、2022年4月以降に開催される株主総会後に提出するコーポレート・ガバナンス報告書からの対応となる。従って、2021年12月までに提出する改訂後のCGコードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書においても、プライム市場のみに適用される部分は先送りが許されよう。つまり、プライム市場上場企業で、支配株主がいない場合は、2名以上の独立社外取締役がいれば、コンプライとなるだろう。支配株主がいる場合は、スタンダード市場上場企業と同じく、独立社外取締役が3分の1以上選任されていなければコンプライとはならない。

グロース市場には、基本原則のみが適用されるので、原則4-8のカッコ書きや補充原則4-8③にコンプライ・オア・エクスプレインで対応する必要はない。

2) ダイバーシティの拡充

2018年6月のCGコード改訂で、原則4-11に「取締役会は、…（中略）…ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。」とジェンダーや国際性という用語が付加された。今回の改訂では、原則4-11が「ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性」に改訂される。「職歴、年齢」が追加される。また、新設される補充原則2-4①が「上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。」と記し、取締役会だけでなく、管理職・中核人材レベルでの取り組みを求めている。

さらに、「多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。」と述べられていることにも注目だ。ダイバーシティについての「考え方」、つまり企業としての方針と「目標」、達成度などの「状況」の開示が求められており、企業側はこうした要請に応える準備をしなければならない。

3) サステナビリティの取り組み

CGコード改訂案では、サステナビリティに関する言及が著しく増加している。国連の持続可能な開発目標（SDGs）への署名機関数や、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）へ

の賛同を表明する企業の増加を反映した改訂のようだ。

補充原則 2-3 ①では、改訂前から取締役会の責務としてサステナビリティ課題への取り組みを求めていたが、今回の改訂では、サステナビリティの内容を具体的に例示している。「気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など」がサステナビリティ課題であると例示し、これらの課題への取り組みを深化させるべきであるとした。

新設の補充原則 3-1 ③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」と規定し、これはプライム市場とスタンダード市場に適用される。プライム市場向けにはこれに加えて「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。」と記している。環境関連の国際的な開示枠組みに従った「開示の質と量の充実を進めるべき」とのことだが、これが「開示をすべき」となっていないことに何らかの意味があるかは、今後のパブコメ等で明確にする必要があるだろう。

また、TCFDは、気候変動に特化した開示の枠組みであるから、補充原則 2-3 ①で例示される気候変動以外の多様なサステナビリティ課題は、どのような開示が適切かも、今後検討されるべきだ。「国際会計基準の設定主体であるIFRS財団において、TCFDの枠組みにも拠りつつ、気

候変動を含むサステナビリティに関する統一的な開示の枠組みを策定する動きが進められている。」(改訂概要)とのことなので、将来的には何らかの開示枠組みがCGコードに例示されるかもしれない。

4) 開示・公表項目の増加

改訂CGコードでは開示項目がかなり増加している。プライム市場上場企業向けだけでなく、スタンダード市場にも適用される原則等でも開示事項は増やされている。主なものを拾い出せば次の通りだ。

①取締役のスキル構成の開示

取締役会の構成について、企業が取締役に求める能力・経験等を特定して一覧表にし、その充足の状況を示すことが求められ、その表示方法としてスキル・マトリックスが例として挙げられている(補充原則 4-11 ①)。上場企業は、東証に提出するコーポレート・ガバナンス報告書のためにスキル・マトリックスを準備しておくことが望ましい。スキル・マトリックスは、取締役の知識・経験・能力等を一覧化するための手法の一例であり、これ以外の方法も有り得るだろうが、現在、大企業を中心に利用が広がっており、これを作成することは、コンプライのための選択肢となるだろう。

②プライム市場上場企業による任意の委員会の構成方針の開示

現在の補充原則 4-10 ①は、独立社外取締役が過半数に達していない上場企業に、独立社外取締役を主要な構成員とする任意の委員会の設置を求めていたが、今回の改訂では、ここに「特に、プ

プライム市場上場会社は、各委員会の構成員の過半数を独立社外取締役とすることを基本とし、その委員会構成の独立性に関する考え方・権限・役割等を開示すべきである。」との規定を追加した。「開示」とあるので、コーポレート・ガバナンス報告書への記載が必要だ。

③プライム市場上場企業による英文開示

現在も補充原則 3-1 ②で、「上場会社は、自社の株主における海外投資家等の比率も踏まえ、合理的な範囲において、英語での情報の開示・提供を進めるべきである。」とある。改訂CGコードでは、これに「特に、プライム市場上場会社は、開示書類のうち必要とされる情報について、英語での開示・提供を行うべきである。」との規定を追加している。

重要なのは改訂前からある「英語での情報の開示・提供を進めるべき」と改訂後に追加された「英語での開示・提供を行うべき」の意味の違いだ。前者は、「開示…（中略）…を進めるべき」であり、開示はしていなくても、開示をする方向で検討が進んでいけばコンプライしていることになりそう。しかし、後者は開示していなくてはコンプライとはならないだろう。つまり、プライム市場上場企業には、英文開示が必須となる、もっとも、「開示書類のうち必要とされる情報」については、各上場企業の合理的な判断に委ねられる。

④事業ポートフォリオ見直し状況の公表

補充原則 5-2 ①が新設され、「経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである。」とされる。「開示」で

はなく「示す」という用語であるから、コーポレート・ガバナンス報告書に記載する必要はなく、中期経営計画等の経営戦略における記載事項の一つとして対応することになる。

3. 上場企業への影響

1) 独立社外取締役 3分の1 基準への対応

大和総研の試算では、すべての東証一部上場企業がプライム市場の基準にコンプライし、独立社外取締役 3分の1 以上を達成するには、約 1,300 人の独立社外取締役を追加で選任する必要がある。さらに過半数にするとすると、5,000 人以上が必要となる。社外取締役として実績のある人には、候補者としてのオファーが重複することが考えられるが、社外取締役の兼務数が多くなることを嫌う機関投資家は少なくない。社外取締役の兼務数が多くなると選任議案に対する反対票が増えるため、候補者選定を難しくすることになる。

独立社外取締役に求められる独立性の具体的な要件としては、東証が独立役員基準を設けているものの、機関投資家は、東証よりも厳しい独立性判断基準を設けることが多い。社外取締役を独立役員として東証に届け出たととしても、機関投資家の基準に抵触すれば、取締役選任議案では反対票が投じられる。補充原則 4-11 ①の「その際、独立社外取締役に、他社での経営経験を有する者を含めるべきである。」との追記は、各上場企業の独立社外取締役の候補者選定に強い影響を及ぼすと考えられる。経営経験のある社外取締役候補者として、まずは自社と取引のある企業の経営者等が浮かぶだろうが、機関投資家の多くは取引先出身者には独立性を認めないため、その選任議案には反対票が膨らむ。自社と関係がある企業での経営経験を有する者を社外取締

役候補者にしようとするれば、機関投資家が反発するということだ。

独立性を重視して弁護士・会計士・大学教授等を社外取締役に選任してきた企業は、数多い。しかし、改訂CGコードの求めは「他社での経営経験を有する者」であり、独立性がありながらも経営経験豊かな候補者を見つけ出すことが求められる。

3分の1基準達成には、社外取締役を増員する以外に、機関設計を変更するという方法もある。監査役設置会社では、3名

以上いる監査役の半数以上は社外監査役だ。これが監査等委員会設置会社へ移行し、社外監査役を新たに監査等委員である社外取締役に選任することで、3分の1基準達成を目指す企業が出てきそう。図表3に記した通り、監査等委員会設置会社の方が3分の1基準の未達率が低いのは、機関設計の影響が大きい。CGコードに数値基準が明記される影響は大きく、機関設計を変更し、監査等委員会設置会社にして3分の1基準の達成を目指す企業が現れることは十分に考えられる。しかし、各上場企業の機関設計は、CGコード対応のための数合わせであってはならないのは当然だ。自社にとって最適な選択を突き詰めるべきであるが、プライム市場のCGコードにコンプライするための機関設計の変更とみえるような対応が多くなるのではないだろうか。

2) ダイバーシティへの対応

今回の改訂によって各企業では、取締役や管理

職等、企業の各層でのダイバーシティを一層進めることが求められることになろう。経営人材のダイバーシティを進めることで、経営に多様な価値観が反映され、事業を成功に導くとともに、経済全体が活性化すると期待されている。欧州では既に多くの国々で上場企業に女性取締役を一定比率選任すべきとする法規程や企業行動規範が策定されている。米国でも、カリフォルニア州をはじめとして女性取締役の選任を義務化する州が増えつつある。特に、カリフォルニア州では、2020年に上場企業の取締役選任で、女性（ジェンダー）だけでなく、人種・民族、LGBTの面でのダイバーシティへの取り組みが義務化された。

カリフォルニア州では、適用対象企業を州内に本社機能を置く上場企業としているが、州務長官が2021年3月に公表した“Women on Boards”では、興味深い事実が明らかになっている。過去1年にカリフォルニア州内に本社機能を移した上場企業が6社であるのに対して、州外

図表3 CGコード改訂にコンプライするための独立社外取締役必要人数（試算）

	独立社外取締役の人数基準	東証一部(全)	監査役設置会社	監査等委員会設置会社	指名委員会等設置会社
今後必要となる独立社外取締役の人数	過半数	5,028	3,530	1,467	31
	3分の1または2名	1,291	996	294	1
基準を未達の会社数	過半数	2,043	1,404	618	21
	3分の1または2名	898	692	205	1
現在の未達比率	過半数	94%	97%	92%	32%
	3分の1または2名	41%	48%	31%	2%
社数		2,179	1,443	670	66

(注) 試算は、2020年12月8日時点のデータより、現在の取締役総数は変えずに、独立社外取締役を増やした場合で試算した。例えば、取締役の総人数が現在9人で独立社外取締役が2名いる企業が3分の1基準を達成するには、2/9を3/9にするという方法で試算した。つまり、社内取締役を1名減員して、独立社外取締役を1名増やすという方法だ。これ以外に、社内取締役の人数（今の例だと7名）は変えずに独立社外取締役を増やす方法では、4/11にするため独立社外取締役を2名増員することになるので、実際の必要人数はこの試算よりも多くなると予想できる
(出所) 日本取引所グループ「コーポレート・ガバナンス情報サービス」を基に大和総研作成

に移転した上場企業は22社であったという⁷⁾。本社機能の移転とダイバーシティを推進する法律との関連は不明だが、州経済への影響は気になるところだ。

日本のCGコード改訂案では、ダイバーシティの要素として「ジェンダー・国際性・職歴・年齢」「女性・外国人・中途採用者」を掲げているが、このうち特に「職歴」や「中途採用者」を含めるのは、我が国に特有の問題があるからなのかもしれない。産業構造や働き方が変わり、転職や中途採用が珍しくなくなっている中で、取締役や管理職・中核人材としての登用に差異があるのであれば、制度的な対応が必要であるとも考えられる。ただ、「ジェンダー」「女性」については、こうした対応の必要性について多くのエビデンスがあるものの、その他のダイバーシティの要素についてCGコードで対応を促されるほどの問題は存

在しているのであろうか、いささか疑問だ。

「女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況の公表を求めるべきである。」との補充原則2-4①の狙いは、ダイバーシティ推進策の実効性を確保する目的であろう。

女性活躍推進法に基づき、管理職に占める女性労働者の割合を把握した上で目標を設定し、計画を公表することなどの対応を既に多くの上場企業はとっている。中途採用についても、法的な開示義務が定められた。すなわち、2021年4月1日に施行された労働施策総合推進法の改正によって、常時雇用する労働者の人数が301人以上の企業に対して、中途採用比率の公表が義務化された。CGコード改訂は、これらの法的な開示制度を超えた対応を上場企業に求めるものとなってい



7) California Secretary of State “Women on Boards March 2021 Report” <https://bpd.cdn.sos.ca.gov/women-on-boards/wob-report-2021-02.pdf>

図表4 政策保有株式に関する開示制度の変遷

2010年	<p>【有価証券報告書】</p> <p>①純投資目的以外の目的で保有する株式について、(a)資本金の1%を超えるもの、(b)貸借対照表計上額の上位30銘柄に該当するもの、のいずれかに該当する銘柄、株式数、保有目的、貸借対照表計上額を開示する。</p> <p>②純投資目的で保有する株式について、上場・非上場に区分して、貸借対照表計上額の合計額、受取配当金の合計額、売却損益の合計額、評価損益の合計額を開示する。</p>
2014年	<p>【有価証券報告書】</p> <p>単体財務諸表固有の開示項目として有価証券明細表が作成されていた（連結財務諸表に関する開示はない）が、2014年から上場会社では、作成を免除した。（これにより、純投資の保有株式の個別情報が開示されなくなった。）</p>
2015年	<p>【コーポレート・ガバナンス報告書】</p> <p>いわゆる政策保有株式について、①「政策保有に関する方針」の開示、②「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証と、「これを反映した保有のねらい・合理性」の説明、③「政策保有株式に係る議決権の行使」基準の策定・開示を求めた。</p>
2018年	<p>【コーポレート・ガバナンス報告書】</p> <p>①政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示、②保有目的の適切性、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査・検証し、検証の内容について開示、③「政策保有株式に係る議決権の行使」に関する具体的な基準の策定・開示を求めた。</p>
2019年	<p>【有価証券報告書】</p> <p>従来の開示に加え、①純投資と政策投資の区分の基準や考え方、②政策保有に関する方針、目的や効果。政策保有株式の保有の合理性を検証する方法や取締役会等における議論の状況、③政策保有株式の、減少・増加の銘柄数、売却・買い増した株式それぞれの理由等、④個別の政策保有株式の保有目的・効果について、提出会社の戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果（記載できない場合には、その旨と保有の合理性の検証方法）を含めたより具体的な説明、⑤個別銘柄の開示対象の拡大（30銘柄→60銘柄）、⑥政策保有の相手方が自社の株主となっているか等を開示する。</p>

（出所）大和総研作成

る。

CGコードの改訂によって独立社外取締役の増員やダイバーシティの一層の推進が求められることになるが、コロナ禍の中では、候補人材の選定を普段と同じようにできるか、上場企業には工夫が求められよう。また、ほとんどの上場企業は、現時点で外国人や中途採用者の登用について、公表できるような方針を策定しているとは考え難いが、このような方針を経営戦略に関連付けて策定するための新たな努力が求められている。しかし、こうした目標策定が所期の効果を上げるものとなるか、疑問もある。目標を示せとなると、達成可能な数字から目標を逆算することも考えられるが、そのような取り組みではかえってダイバーシティ推進に逆行しかねない。自発的な取り組みではなく、押し付けられた方針策定であると企業側が考えることがあれば、表面的な対応に陥る恐

れがあろう。

「中途採用者」をダイバーシティの要素として明示する日本の取り組みは世界的に見るとかなり珍しい。投資家の関心をかえって引くことになれば、自社にとってこうした要素がなぜ重要かを説明するための準備が必要になる。単にCGコードへの対応というだけでなく、自社にとってのダイバーシティの具体的な内容、目的や実績を確認しておくべきだ。

3章 上場基準における政策保有株式の扱い

政策保有株式に関しては、CGコードに対応したコーポレート・ガバナンス報告書、有価証券報告書による開示充実が短期間に進んでいる（図表4）。大げさに言えば毎年のように開示制度が

変化しているほどの状況だ。開示を進めることによって、政策保有を行っていることへの批判を喚起し、その解消の圧力として活用しようとしているものと考えられる。政策保有株式の解消を進める狙いは、経済の活性化にある。自由民主党日本経済再生本部「日本再生ビジョン」⁸で、「株式持ち合いや銀行等金融機関などによる株式保有は、長らく我が国における企業経営から緊張感を奪い、産業の新陳代謝が停滞する一因となってきた。」「我が国企業の収益性を向上させ、新陳代謝の促進と経済活動の活発化を通じて潜在成長力の抜本的な底上げを図るには、コーポレートガバナンス（企業統治）改革の一環として、『株式持ち合い』や『物言わぬ株主による株式保有』を解消する必要がある。」との認識が示されている通りだ。

こうした開示政策の進展と時を同じくして、政策保有株式の状況が外見上変わったことは確かである。フォローアップ会議で配布された資料には、「政策保有株式の総数は、2010年代半ば以降減少傾向。」「特に、金融機関が保有している政策保有株式の比率は減少しているが、事業法人間等での同比率は依然として高い水準にある。」⁹と記されている。金融機関、特にメガバンクの株式保有は激減しているが、これが政策保有株式開示の充実による成果かといえれば疑わしい。むしろ国際業務を営む銀行に対する資本規制（バーゼルⅢ）の影響が強そうだ。

バーゼルⅢでは、銀行が保有する株式のリスク・ウェイトが従来の100%から250%に段階的に引き上げられる。株式については、融資や債券よりも価格変動リスクが高いことを考えると、リス

ク・ウェイトがこれらよりも高くなることは規制の目的上やむを得ない。株式のリスク・ウェイト引き上げは、既に2017年12月のバーゼルⅢ最終化において合意されていたが、規制対応で保有株式の削減につながることは当然の想定だ。

「事業法人間等での同比率は依然として高い水準にある」のは、バーゼルⅢと無関係な上場企業には政策保有株式縮減の必要がなかったからだろう。つまり、開示規制の強化によって政策保有株式を減らすという期待が現実化したといえるか疑問だということだ。

しかし、現在進められている東証再編に伴っては、次に述べるように、バーゼルⅢの適用対象ではない上場企業が政策保有株式を縮減することに取り組む強い動機となるような規制が設けられる。

1. 東証再編における政策保有株式

東証再編では、政策保有株式の扱いが注目点となっている。プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3市場に再編後の各市場には、それぞれ流通株式比率や流通株式時価総額に関する数値が上場基準として設けられている。プライム市場では、上場株式数に対する流通株式の比率が35%以上、流通株式時価総額100億円以上だ。この流通株式の定義が今回の市場再編後には大きく変わり、図表5の④にあるように、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等の保有株式は、原則として流通株式としてカウントしないことになる。再編以前の定義ではカウントできていたものだ。銀行、保険、事業法人等の有する株式には政策保有株式と純投資株式があるが、純投資である

8) 脚注5参照

9) 金融庁「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23回）配付資料「グループガバナンス／株式の保有構造等」（令和3年1月26日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20210126/01.pdf>

図表5 流通株式の定義変更

上場基準における流通株式の定義の変更
 流通株式数 = 上場株式数 - 【①主要株主が所有する株式（10%以上所有）+ ②役員等（役員以外の特別利害関係者を含む）所有株式数 + ③自己株式数 + ④国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式（注） + ⑤その他取引所が固定的と認める株式】
 □ で囲った部分が今回の上場基準で変更があったところ

（注）ただし、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式は流通株式に含まれる

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項）（参考）流通株式の定義見直しについて」（2020年12月25日）を基に大和総研作成

ということが明らかでなければ流通株式にカウントできない。この定義変更によって、上場基準の達成に危うさが生まれる上場企業は少なくない。

上場基準を充足していなくとも、基準達成に向けた改善計画書を提出すれば、現在の東証1部上場企業はプライム市場に当面は上場できる。プライム市場に上場する道がありながら、上場基準充足が困難という理由で、プライム市場以外の市場を選択する場合は、株主の納得を得るための説明を考えておく必要があるだろう。PBR（株価÷一株当たり純資産）は東証1部が1.3倍で東証2部は0.7倍くらいで差が大きい。PER（株価÷一株当たり純利益）も東証1部が25.7倍で東証2部は17.5倍ほどだ（どちらも2021年3月末）。東証再編後のプライム市場とスタンダード市場が現在の東証1部と2部と同じような関係になるか予想は難しいが、PBRやPERから見た株価形成がこれだけ違っていると、プライム市場を選択すべきという声が投資家から強く上がるのではないかと。市場選択によっては、株価への影響も生じ得るため、投資家からの質問への回答を準備しておく必要性は高い。

上場基準の流通株式比率や流通株式時価総額が未達の上場企業には、流通株式を増やすよう圧力が強まると予想される。市場移行日が近づいたがって、政策保有株式を縮減するよう投資家からの要求が強まるだろう。上場企業としては、そうした要求に応えるために、自社の株式を保有している銀行、保険、事業法人等に、株式を手放すように働きかけることになる。

政策保有株は、保有している側と保有されている側が馴れ合うことで、他の一般株主の利益が損なわれる恐れが強いとして批判的になってきたが、東証再編に際しては上場市場の選択や、そこでの株価形成の面からも縮減を求める投資家の声が一層高まると思われる。これまで政策保有株の縮減を投資家から求められても、事業戦略上必要だとして応じようとしなかった企業が多かった。しかし、上場市場の選択に関わるとなれば、最上位市場上場というレピュテーションにも関係してくる。コーポレート・ガバナンスに関心の薄い投資家も、市場選択が株価の水準に影響するならば、関心を持つようになるだろう。ガバナンスの良し悪しではなく、株価への影響ゆえに政策保有株式の解消が求められることとなる。

東証再編における流通株式の定義変更は、フォローアップ会議からも歓迎されているが、予想される企業側の対応についていささか不満のような声も上がっている。「…政策保有株式については、東証のほうで流通株式の計算方法を変えることによって、今起こっているのは、一層の政策保有株式の縮減です。」「…流通株式の定義は大変幅広くて…（中略）…市場からは大変前向きな、恐らく企業さんにとっては厳しい規律の方向性かと思っております。」「…流通株式から除かれるということになったら売却が進むということ、

じゃあ、今まで何だったのかという意見には、まさしく私もそう思っております。」¹⁰とフォローアップ会議の少なからぬメンバーが今回の流通株式の定義変更により政策保有株式の縮減が進むだろうと予想している。図表4に示したCGコードや有価証券報告書における政策保有株式に関する開示の度重なる強化にもかかわらず大きな変化を見せなかった事業法人の政策保有株式が、これまでとは異なる様相を見せるようになるかもしれない。プライム市場の上場維持が困難になるという不利益を課すことによって、政策保有株式の縮減は進展を見せそうだ。

2. 政策保有株式と「流通株式」

東証再編における流通株式の定義変更は、「流動性の向上により、株式の円滑な流通と公正な価格形成を確保する観点から」¹¹行われるものだ。政策保有株式の縮減を直接の目的としたものではないだろうが、結果的には縮減を進めるエンジンになり得ることは、前記のフォローアップ会議メンバーの発言からもわかる。証券市場に流通する可能性の低い株式は、流通株式から除外し、流通株式が一定の数量、比率に達していない場合は、上場基準に抵触する恐れが生じるという不利益を受ける。つまり、上場企業は政策保有によって受ける利益よりも、上場基準抵触の不利益の方が大きければ縮減を進めることになるわけであり、コスト/ベネフィットの比較を通じた合理的な判断だともいえる。

しかし、上場企業側がコスト/ベネフィットを判断する場合の重要な情報である、流通株式の数

量、比率を算出するのは容易ではない。流通の可能性があるというのは、どういうことであるか定義しておかなければならない。そこで、基準を設け、機械的に算出する対応にならざるを得ない。既に記した通り、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式は流通株式とは認めないが、「直近の大量保有報告書等において、保有目的が『純投資』と記載されている株式は流通株式と認められる」とする例外が設けられている。

この「純投資」である事実をどのような書類で確認するかが、大きな問題となっている。「大量保有報告書等」の「等」に有価証券報告書が含まれているとしても、有価証券報告書には「純投資」の個別銘柄を記載する場所はない（図表4の2014年の欄参照）。大量保有報告書は、通常発行済み株式の5%超でなければ提出されない。純投資株式であっても、それを確認する方法がなければ、流通株式の計算上、流通株式にカウントできなくなりそうなのだ。株式を保有している企業が保有目的を純投資として有価証券報告書等に任意で記載するなどの対応も考えられるが、そうするとかえって、保有側と被保有側での馴れ合いが疑われかねない。

株式を保有している銀行、保険、事業法人等が、純投資を意図しているとしても、流通株式としてはカウントされないと不都合なことになりかねないが、他にも「流通株」の計算はなかなか理解し難いところがある。例えば、退職給付信託に信託されている株式の扱いがその一つだ。退職給付信託に信託されている株式については、フォローアップ会議でもたびたび批判的な指摘がなされ

10) 「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23回）議事録」（令和3年1月26日）

<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20210126.html>

11) 日本取引所グループ「上場会社向けナビゲーションシステム」管理番号7668 <https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7668.html>

ている。しかし退職給付信託は、流通株式の定義上、企業側にとって有利と思える扱いが維持される。「株主名簿上は『信託銀行』名義で保有されていることを踏まえ、上場株式数の10%以上が所有される場合を除き、流通株式として取り扱います。」¹²とされる。

信託財産となっている株式は流通株式として扱われるため、信託の一種である退職給付信託を通じて保有されている株式も流通株式とされる。しかし、有価証券報告書ではそうした株式は特定投資株式とみなされる「みなし保有」の扱いだ。特定投資株式＝政策保有株式であると考えるのが実務的には一般的であろう（「政策保有株式」の法的な定義がないので、このような歯切れの悪い表現になる）から、退職給付信託の株式は政策保有株式であると一般には考えられている。退職給付信託では、信託した株式の名義が受託者である信託銀行へ移っても、議決権は委託者側（企業）の指図に基づき、受託者（信託銀行）が行使する。委託者側が指図できるということは、実質的に政策保有の効果を維持できるということに他ならない。退職給付信託の契約上、委託者からの指示を受託者が拒否できないとなっているわけではないが、顧客である企業側からの指示を拒否することは考え難い。そこで、名義は信託銀行に移っていても、実質的には政策保有株式と変わらず、企業側が保有しているのと同様だとみなすということで、「みなし保有」と呼ばれる。つまり、退職給

付信託を通じて保有されている株式は、有価証券報告書では政策保有株式とみなされるが、流通株式の定義上は、流通株式に算入されるという捻じれが生じる。

これまでも政策保有株式に関しては、フォローアップ会議でたびたび問題提起されている。「企業年金の運用資産に占める政策保有株式が過大となっている例がある」¹³との指摘に関して、「退職給付信託のことと思います。ここに記載されておりますことは、企業側の課題であることに違いありません…」¹⁴との意見がある。東証再編に関連して流通株式の定義変更が明らかになった後も、「退職給付信託と年金資産の関係とか、その管理責任について実態調査を行って是正策を検討すべきだと思います。」「持ち合い株式を、これを退職給付信託に振り替えてみなし保有という形にしてしまうようなケースもあるのではないかと推測します。といった場合に、特にこの政策保有株式の場合には、母体企業に議決権が留保されているケースが多くなりますので、まさに利益相反そのものに関する部分になろうかと思えます。」¹⁵と退職給付信託が実質的には政策保有株式であるとの観点から、何らかの対応の必要性がフォローアップ会議で指摘されている。退職給付信託は、企業が対処すべき新たな課題として問題になる可能性がありそうだ。

12) 株式会社東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について－第二次制度改正事項に関するご説明資料－」（2021年2月15日作成）<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu000005b3hm.pdf>

13) 「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性 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 意見書（4）」（平成31年4月24日）https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_4.pdf

14) 「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19回）議事録」（平成31年4月10日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20190410.html>

15) 「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24回）議事録」（令和3年2月15日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20210215.html>

4章 政策課題としてのコーポレート・ガバナンス改革

企業も投資家も、またその他のステークホルダーの多くも、経済成長の実現という成長戦略の目的や、目的達成のためのコーポレート・ガバナンス改革の必要性について異論はないだろう。問題は、目的達成のための手段として、これまでの取り組みが効果的だったのか、今後の改革の有効性を期待できるのかということだ。「…現コードの導入により、わが国企業の中長期的な企業価値向上にどのような成果をもたらされたのか、逆に、どのような成果が得られていないのか、その要因はコーポレート・ガバナンスの問題なのかなどについて、客観的・包括的な検証を着実に行う必要がある。」¹⁶と、これまでの取り組みの効果を検証した上で、改訂の可否や内容を検討するべきとい

う意見を経済界は公にしている。

1. 政策の影響評価の課題

日本では、2002年4月からは、「行政機関が行う政策の評価に関する法律」（行政評価法）に基づき、政策評価が行われるようになっている。政策評価は、各府省がその所掌する政策について、自ら行う。各府省の各部局で評価が行われ、政策評価担当課が取りまとめ、評価書として公表される。

スチュワードシップ・コードは2013年の政府の成長戦略で、CGコードは2014年の成長戦略で、策定が求められた。従って、政策評価においては成長戦略への貢献という視点が必要だと考えられる。しかし、金融庁の政策評価では、図表6に示したように、任意の委員会を設置した企業数や、議決権行使結果を公表する機関投資家数と

図表6 コーポレート・ガバナンス改革に関する金融庁の政策評価（指標と実績）

2018年度	①独立社外取締役を2名以上選任する企業数（東証1部） ②スチュワードシップ・コードを受け入れる機関数及び、そのうち個別の議決権行使結果の公表を行う機関数	①91.3%（2017年88.0%） ②スチュワードシップ・コードを受け入れる機関239機関（2017年219機関）、個別の議決権行使結果の公表を行う機関109機関（2017年76機関）
2019年度	①指名・報酬委員会（任意の委員会を含む）の設置状況 ②独立社外取締役を2名以上選任する企業数（東証1部） ③買収防衛策の状況 ④スチュワードシップ・コードを受け入れる機関数及び、そのうち個別の議決権行使結果の公表を行う機関数	①指名委員会49.7%（2018年34.3%）、報酬委員会52.4%（2018年37.7%） ②93.4% ③国内機関投資家の買収防衛策反対率77.2%（2018年80.5%） ④スチュワードシップ・コードを受け入れる機関280機関、個別の議決権行使結果の公表を行う機関124機関
2020年度（実施計画）	①指名・報酬委員会（任意の委員会を含む）の設置状況 ②独立社外取締役を2名以上選任する企業数（東証1部） ③買収防衛策の状況 ④スチュワードシップ・コードを受け入れる機関数及び、そのうち個別の議決権行使結果及び結果の公表を行う機関数	

（出所）金融庁「政策評価について基本計画等/実績評価」を基に大和総研作成

16) 一般社団法人 日本経済団体連合会「コーポレートガバナンス・コード改訂案及び投資家と企業の対話ガイドライン案への意見」（2018年4月17日）<https://www.keidanren.or.jp/policy/2018/031.html>

いった、形式的な評価指標を用いているにとどまっている。二つのコードの改訂の要否を検討するためには、アウトカムに踏み込んだ政策効果の実質的な評価を行うべきではないかと思われる。

コーポレート・ガバナンス改革では、企業側に対して形式的な対応にとどまることなく、実質的な改善を見せるよう求められている。従って、政策評価においても、実質的にどのような変化もたらされたかを明らかにするような評価を行うことが期待される。ガバナンスの質を改善するための努力が実を結んだか、適切な評価を受けることができれば、上場各企業でもさらに質を上げていこうという意欲が高まるのではないだろうか。CGコードに対応するために、上場企業は苦労を重ねている。努力と苦労が報われ、ガバナンスの質は高まったのか、検証するための方法を検討する必要があろう。

2. 定期的改訂の硬直性

スチュワードシップ・コードの策定時には、「本検討会は、機関投資家による本コードの実施状況（受入れ・公表を含む）や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善が図られていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年ごとを目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。」と3年に一度の見直しを予定していた。一方、CGコードでは、「目まぐるしく変化する経済・社会情勢の下で、本コード（原案）がその目的を果たし続けることを確保するため、本有識者会議は、本コード（原案）が定期的に見直しの検討に付されることを期

待する。」とあり、3年ごとに見直すことを求めているわけではない。しかし、現在ではスチュワードシップ・コード改訂の翌年にCGコードを改訂するようになっている。だが、定期的な見直しが慣例になってしまうと、見直すこと自体が目的となって不必要な改訂が行われる恐れがある。

もっとも、規程の見直しを定期的に行うことには、利点もある。大きな企業スキャンダルがコーポレート・ガバナンス関連の諸規程（例えば会社法）の改正の契機となることは多くあるのだが、その時の制度的対応が事後的にも適切であるといえるかは疑問になることがある。国民の反発を買いのような極端な事例に対する極端な反応となる恐れがあるからだ。定期的な見直しをするという方針であれば、普段の企業行動を冷静に評価した上で、諸規程の改訂にあたることができるだろう。

このように定期的な見直しには利点もあるが、改訂のために改訂になったり、検証が不十分なままの改訂につながったりする恐れは残る。特に大企業のスキャンダルが相次ぐ中で、CGコードを改訂しようとする、対応のために過大なコストを要する改訂が決定される恐れがある。大企業であれば、コスト/ベネフィット比較でベネフィットが大きくなりそうな改訂であっても、企業規模が小さな場合は、十分なベネフィットにつながらない場合もあろう。企業側が一連のガバナンス改革に形式的な対応で済ませているという批判は、このような対応に要するコストを上回るベネフィットを得られないがゆえの、企業側の反応ではないだろうか。CGコードの適用対象である企業側から「費用対効果を十分に考慮しているとは言い難い。」¹⁷⁾という指摘が出ていることは今後の

17) 公益社団法人 関西経済連合会「わが国のコーポレートガバナンスの強化に関する意見～企業と投資家との実効的な対話促進に向けて～」(2019年3月18日)
<https://www.kankeiren.or.jp/material/190318ikensho.pdf>

改訂において重く受け止めるべきではないだろうか。

3. 外国人投資家はガバナンス改革を支持したか？

CGコードの基本原則1は、「少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」とし、さらに英文での情報開示を上場企業に求める規定を2か所設けている。外国人投資家への配慮の効果があつたか否か、つまり外国人投資家がコーポレート・ガバナンスを重視していることからガバナンスの改善によって投資を呼び込めるとの想定が正しかったか、検証するべきではないか。脚注5の資料で

はコーポレート・ガバナンス改革を通じて「対内直接投資倍増計画実現」を図るとされていたが、2020年の日本の対内直接投資（ネット、フロー）は速報値で約7.3兆円と、比較可能な2014年以降では最も大きかった¹⁸。対内直接投資が増えたという事実は確認できるが、それがCGコード等によるガバナンスの改善によるものであるのかは不明である。

上場企業にのみ適用されるCGコードの改訂の効果は、別の方法で測定するべきであるかもしれない。上場企業を念頭に置くのであれば、直接投資ではなく外国人の株式保有比率（証券投資）という指標が考えられる。図表7は、TOPIXと外国人の株式保有比率の推移を示したものだ。これを見る限り、一連のガバナンス改革によって外国人が上場企業への株式保有比率を増やすように



18) 財務省「対外・対内直接投資の推移」(6d-1-1 対内直接投資【暦年】1996年以降) https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/bpfdi.htm

19) 年金積立金管理運用独立行政法人「『第5回 機関投資家のステewardシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果』の公表について」(2020年5月8日) https://www.gpif.go.jp/investment/stewardship_questionnaire_05.pdf

図表7 TOPIXと外国人投資家の株式保有比率



(出所) 日本取引所グループ「調査レポート株式分布状況調査 (市場価格ベース)」、Haverを基に大和総研作成

30.6%とあまり高くはないところも気になる。活用されているか疑わしいCG報告書の作成に費やした企業側の労苦は報われているのであろうか。

3年ごとのCGコード改訂のたびに上場企業にも様々な対応が求められる。綻びを繕うようなガバナンス規制が真に効果をあげているか、厚みを増すばかりの企業の情報開示は有効に利用されているのか、改めて検証することを考えるべきではないか。

なったとは言い難いのではないか。

5章 終わりに

今後もコーポレート・ガバナンスに関連してさらに多くの取り組みや情報開示が企業には求められそうだ。開示される情報は、機関投資家と上場企業とのエンゲージメントに役立つと想定されている。しかし、主要な開示情報であるコーポレート・ガバナンス報告書でさえ、読まれているのか、活用されているのか、疑わしい。GP I F (年金積立金管理運用独立行政法人) が2020年5月に公表した「第5回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」¹⁹で、「コーポレート・ガバナンス報告書の機関投資家による活用」の状況を上場企業に問うたところ、71.8%が「大きな変化は見られない」と回答している。前回74.7%、前々回76.7%からはわずかに改善しているが、依然として回答企業の7割以上が機関投資家によるコーポレート・ガバナンス報告書の利用があまり進んでいないと感じているようだ。このアンケート調査は、東証1部上場企業に向けた調査であるが、回答率が

[著者]

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部
社会システム調査グループ
主任研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動