

# 「新しい資本主義」が変える 企業と投資家の関係

政策調査部 鈴木 裕

## 要 約

岸田首相の唱える「新しい資本主義」は、上場企業の情報開示制度に重点を置いたコーポレート・ガバナンス改革のメニューを提示し、実現に向けてスピード感のある検討を重ねている。サステナビリティ情報開示の充実や四半期開示の見直しは、投資家の利便性の向上や企業の開示負担緩和につながるとの期待もある。

しかし、近年のコーポレート・ガバナンス改革は、株主総会における資産運用機関からの反対票を増加させることはあったが、改革の所期の目的が達成されているか疑わしい。「新しい資本主義」が掲げる改革メニューが効果をあげるか、行方を見守る必要があろう。

資産運用機関においては、顧客のためのエンゲージメントにとどまらず、顧客による直接的エンゲージメントを可能にするプラットフォーム構築の動きがある。

これまでのコーポレート・ガバナンス改革がどのような成果を生んだか、検証が十分に行われているとは言い難い。次のステップに進む前に、実施された施策についての説得力のある費用便益分析の提示が期待される。

## 目 次

はじめに

- 1章 ガバナンス改革がもたらしたもの
- 2章 新しい資本主義が求める変革とその帰結
- 3章 顧客指図型エンゲージメントの可能性
- 4章 上場企業側の受け止め

## はじめに

岸田首相の看板政策である「新しい資本主義」の道筋を示すグランドデザイン及び実行計画・フォローアップが2022年6月に公表された。2022年9月22日に行われた、ニューヨーク証券取引所での岸田首相の講演においては、「とても大切な政策の一つは、コーポレート・ガバナンス改革だ。(中略) 近々、世界中の投資家から意見を聞く場を設けるなど、日本のコーポレート・ガバナンス改革を加速化し、更に強化する。」との発言があった<sup>1</sup>。これを受けて、金融庁に「ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム」が設置され、それに関する説明資料<sup>2</sup>には、今後の課題と取り組みとして図表1の3点が挙げられている。

岸田首相が「とても大切な政策」と述べるコーポレート・ガバナンス改革の具体的な内容としては、「企業家精神の発揮に向け、執行側と監督側双方の機能強化を図るべく、経営戦略策定に関する枠組み、業務執行権限の移譲と独立性の高い監督の仕組み等についてのベストプラクティスを示すため、『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針』（CGSガイドライン）を

2022年夏までに改訂し、その普及・浸透を図る」とされている<sup>3</sup>。非財務情報開示の拡充、四半期開示制度の見直しといった、情報開示制度に軸足を置いた改革も既に内容が明らかにされている。これまでの対応は素早く、7月にはCGSガイドラインの改訂が公表され、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいては、非財務情報開示の拡充、四半期開示制度の見直しの具体的な方向性が早々と打ち出された。

CGSガイドラインは、2014年に作られた機関投資家<sup>4</sup>向けのスチュワードシップ・コード(以下、SSコード)と2015年の上場企業向けのコーポレートガバナンス・コード(CGコード)の二つと重なり合うところが多く、これらと合わせて、CGSガイドラインの普及・浸透が進められることになりそうだ。

CGSガイドラインは、CGコードの内容を踏まえ、これを敷衍する説明を付け加えるだけでなく、CGコードにはない事項も含んでいるため、上場企業としては目配りが必要になるろう。

もっとも、CGSガイドラインをどのように普及・浸透させていくか、上場企業側がどのように取り組んでいくかは、今後より一段の検討があり得るのではないだろうか。SSコードは、これに

図表1 ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムが示す今後の課題

- |   |
|---|
| <p>①人的資本投資や気候変動を含む非財務情報の開示形式を強化する。</p> <p>②コーポレート・ガバナンス改革が企業価値の向上に貢献しているかを検証し、その中身をさらに改善する。</p> <p>➢機関投資家のスチュワードシップ活動やスチュワードシップレポートの質を高める。</p> <p>➢企業による改訂コードの組込みの有効性を調べる(PDCAサイクルを回す)。</p> <p>③企業と投資家との対話を促進するため、大量保有報告制度を見直す。</p> <p>➢(i)「共同保有者」と(ii)「重要提案行為」の範囲を明確化。</p> |
|---|

(出所) 脚注2資料から大和総研による仮訳

1) 首相官邸「ニューヨーク証券取引所における岸田内閣総理大臣スピーチ」(2022年9月22日)

2) 金融庁「Corporate Governance Reform in Japan」

3) 新しい資本主義実現本部／新しい資本主義実現会議「フォローアップ」(2022年6月7日) p.70

4) 本稿では、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」を「資産運用機関」と記し、当該資金の出し手であるアセット・オーナーも含めて「機関投資家」と記す。資産運用機関の中で特定の業態を示す場合は、その業態(投資信託業者等)を記す場合もある。

賛同した資産運用機関、アセット・オーナー、サービス・プロバイダーなどの一覧とそれぞれの活動状況報告へのインターネット・リンクを金融庁が作成し公表している。CGコードは、東京証券取引所の上場規程の一部となっており、上場している以上、企業は対応していかなければならない。しかし、CGSガイドラインに関しては、企業の取り組みを促す仕組みや状況等を公表すべきとの要請は今のところない。

本稿は、これまでのコーポレート・ガバナンス改革の理想と現実、特に上場企業の株主総会に及ぼした影響を1章で概観した後、2章では新しい資本主義が普及・浸透を図ろうとするCGSガイドラインが資産運用機関の行動に及ぼす変化を考察する。次いで3章では、資産運用機関を間に挟まない、リテール投資家による上場企業との直接的なエンゲージメントがテクノロジーの進歩により可能となることについて展望する。そして最後の4章において、改革の影響を企業側はどう受け止めているかを見た上で、今後のコーポレート・ガバナンス改革への示唆を記す。

## 1章 ガバナンス改革がもたらしたもの

### 1. ガバナンス改革の理想と現実

資産運用機関、アセット・オーナー等の機関投資家が、投資先上場企業とエンゲージメントなどを行い、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る目的で2014年にSSコードが作られた。エンゲージメントとは、議決権行使をはじめとした建設的な対話等を機関投資家と上場企業が行うことを指す。翌年に作られたCGコードは、上場企業、株主をはじめ顧客・従業員・地域

社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みとなるような企業内の意思決定構造等のモデルを示した。SSコードとCGコードは、ダブルコードと呼ばれたり、車の両輪と称されたりするが、相互に補完的で一体的なものとして、経済全体の成長を目指している。

しかし、ダブルコードによる経済の好循環の実現を目にするよりも前に、明らかな変化が生じたのは株主総会である。上場企業と資産運用機関のエンゲージメントが最も可視化される場が株主総会だが、二つのコード策定後、その株主総会が大きく変わった。

SSコードは、資産運用機関が株主総会の議案に対してどのような判断基準を持っているかを明らかにすることや、議決権行使結果の開示を求めている。議決権行使結果の開示内容は、2014年の策定時には集計結果の開示だった。例えば投資先企業100社で1,000名の取締役選任議案があれば、賛成割合や反対割合を開示すればよかった。多くの資産運用機関は、業界ルールに従い2010年から同様の開示を行ってきたため、2014年のSSコードは、特に変化を呼び起こすようなものではなかった。これが、2017年には個別議案ごとの賛否を開示することが求められるようになった。どの上場企業のどの議案に反対したかが開示されることとなったのである。役員候補一人ひとりに対する賛否が明らかにされるようになり、2020年には主要な議案の賛否の理由の開示も始まった。

こうした開示制度の充実によって、資産運用機関の議決権行使は外部からの目にさらされるようになったため、資産運用機関は外部の目を意識して、それまでとは異なる議決権行使を行うように

なった。また、そうした外部からの批判に耐えるように、中立的・客観的に見える議決権行使をサポートするコンサルティング業者、すなわち議決権行使助言業者を活用するようになり、その影響が広がることになった。

## 2. 買収防衛策の減少

企業経営に対する株主の期待といえば、株価の上昇や配当によって株主の利益の拡大を図ることだろう。SSコードが議決権行使開示を進めたことで、資産運用機関は顧客の利益を損なう恐れのある株主総会議案には厳しい議決権行使をするようになった。議決権行使結果を開示することになれば、精査に耐えられる議決権行使結果を残さなければ、顧客の信頼を失いかねない。資産運用機関がそれぞれ定める議決権行使基準に従って、厳格に賛否を検討することによって、株主総会での反対票が増えるようになった。

特に買収防衛策は、敵対的買収者が高値で株式を買い上げるチャンスをつぶすものであるため、顧客の利益を重視する資産運用機関であれば、反対すべきという判断になる場合が多い。買収防衛策議案に関する議決権行使結果も公表しなければならないのであるから、うかつには賛成できない。個別議案ごとの賛否公表が始まった2017年に、買収防衛策議案への国内資産運用機関からの反対票が大幅に増加したのは(図表2)、このような理由によるものだと考えられる。

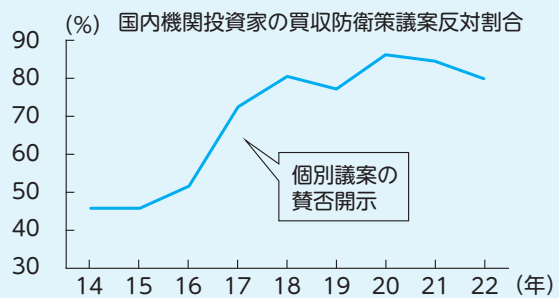
買収防衛策議案への反対票が増加したことにより、新たにそれを導入するための株主総会議案は提出すること自体難しくなっており、既存の買収防衛策の継続にも理解を得にくくなっている。買

収防衛策導入企業は減少を続けており、2008年末の569社から2022年4月には274社になっている<sup>5</sup>。

## 3. 取締役選任における反対票

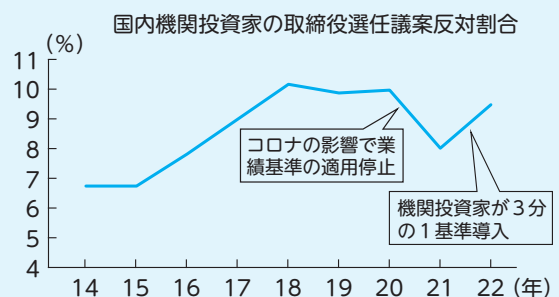
取締役選任議案に対する国内資産運用機関の反対割合にも、CGコード改訂の影響が見られる。2021年までは独立社外取締役を2名以上選任すべきというのがCGコードの要請だったが、2022年からプライム市場上場企業は3分の1以上にせよとなった。CGコードはコンプライ・オ

図表2 議決権行使結果開示の影響



(注) I C J が運営する議決権行使の電子プラットフォーム上で行使された議決権の中での反対割合  
(出所) 株式会社 I C J 資料「2022年総会シーズン 報告」から大和総研作成

図表3 CGコード改訂で反対割合が増加



(注) I C J が運営する議決権行使の電子プラットフォーム上で行使された議決権の中での反対割合  
(出所) 株式会社 I C J 資料「2022年総会シーズン 報告」から大和総研作成

5) MARR Online「買収防衛策導入状況 ～有事導入型の防衛策最多、対象会社との協議を経ずに大量株式取得事例が増加」(2022年4月27日)

ア・エクスプレインであり、コードの基準を遵守していない場合は、その理由を説明することになるが、説明したとしても遵守していないことには変わりはない。3分の1に達していない企業は、CGコードを遵守せずガバナンスに欠陥があるとみなされる状況である。そうした状況を放置しているのは経営トップの責任だということで、独立社外取締役が3分1に達していない企業の経営トップの取締役選任議案では反対割合が跳ね上がった。

SSコードの規定によって資産運用機関は議決権行使結果を公表するため、独立社外取締役を3分の1以上選任していない企業の経営トップの取締役選任議案に賛成すると、なぜ賛成するか説明を求められる可能性がある。つまり、CGコードとSSコードがともに影響を及ぼし合うと、CGコードの基準に満たない企業では資産運用機関からの反対票が多く投じられる現象が生じた。

#### 4. 政策保有株に対する批判的な視線

CGコードには、情報開示を求める趣旨の条項が多く含まれている。その一つにいわゆる政策保有株式に関する開示がある。上場企業が政策的に保有している他社の株式について、なぜ保有するのかその合理性を検証して説明することが求められている。情報開示の要請は、ある種の価値判断をその背後に置いていることが少なくない。政策保有株式については、それがそもそも好ましくないことであるのに、なぜそうしているのか、状況や理由を説明せよということだ。単に無色透明な情報開示の要求ではなく、他社の株式をなぜ政策的に保有するのか、自社に投資をしている株主の

利益になるか疑わしいことを続ける理由の説明が求められている。

今回の情報開示制度の見直しの中で、「政策保有株式については、その存在自体が、我が国の企業統治上の問題であるとの指摘もある」<sup>6</sup>と整理されており、政策保有株式に対する批判的な見解が強くなっている。政策保有株は、株主の利益を損なう恐れがあり得るので、その大きさによっては経営トップの取締役選任議案に反対票を投じることが、資産運用機関として適切な行動であると判断されるようになる。CGコードによって、政策保有株式が要開示事項として選取られたのであるから、政策保有株式を理由とした取締役選任議案における反対票の増加は、CGコードがもたらしたものと考えることができそうだ。

## 2章 新しい資本主義が求める変革とその帰結

### 1. 新しい資本主義は何を求めるか

上場企業と、その株式を投資対象として保有する資産運用機関の関係は、決して不変ではなく、企業の不祥事や新たな投資家の台頭などによって変わり続けている。そうした変化は今後も続くと思われるが、足元で変化を呼び起こす要因は、資産運用機関と上場企業の双方で進められる情報開示とテクノロジーの進歩だ。「新しい資本主義」でも、非財務情報開示の拡充、四半期開示制度の見直しを改革メニューの中心に置いており、情報開示の面では、大きな変化が生まれそうだ。

前章で記した通り、上場企業と資産運用機関双方で進められる情報開示の充実、議決権行使を

6) 「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて－」(2022年6月13日) p.21

はじめとするエンゲージメントを変えている。資産運用機関が利用できる情報が増加することによって、エンゲージメントの新たなテーマが生まれる。株主総会の議案として最も多い役員選任議案についていえば、候補者のプロフィールが詳しく説明されるようになり、役割や成果に相応しい報酬であるか、他の企業や組織との兼職の状況はどうか等について、資産運用機関が精査できるようになってきた。こうした情報開示の充実が、資産運用機関の行動に影響を及ぼすことは明らかである。

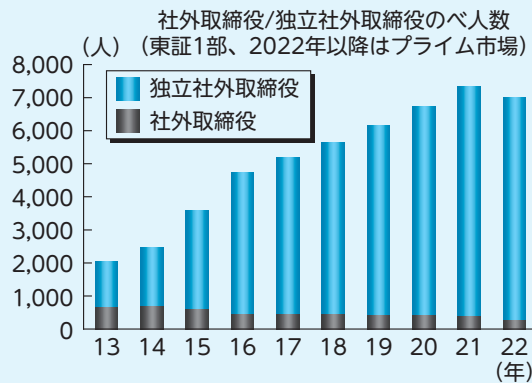
もう一つ予想される変化は、議決権行使をはじめとするエンゲージメントの透明化から生じる。資産運用機関のエンゲージメント活動に関する情報開示も、詳細になることがあっても簡略化されるとは考えにくい。金融庁に設置された「ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム」では、スチュワードシップ・レポートの質を高めることを今後の検討課題の一つに挙げている（図表1）。資産運用機関は、今まで以上に外部の目を意識して議決権行使等のエンゲージメントを行い、これをスチュワードシップ・レポートに記載するようになるはずだ。また、既に記した通り、資産運用機関の議決権行使関連の情報開示は、その濃度を高める方向で改訂が続いてきた。これは、資産運用機関の議決権行使状況が顧客から見て顧客の利益を尊重したものであるかを検証できるようにするためでもある。テクノロジーの進歩により、こうした検証をより効率的に行えるようになるし、将来的には3章で後述するように資産運用機関と顧客の関係を大幅に変える可能性も生じている。

## 2. 情報開示の充実がもたらす議決権行使の厳格化

資産運用機関は、上場企業が開示する役員候補者のプロフィールを読み込み、候補者の適格性を評価し、議決権行使に結びつけている。社外役員候補者については、資産運用機関それぞれが考える独立性基準が満たされているかをチェックするが、この独立性基準が複雑さを増している。

社外取締役が急増している事実（図表4）は、独立性基準への抵触を理由とする取締役選任議案に対する反対票の増加につながると予想される。既に記した通り、CGコードでは、当初、独立社外取締役を2名以上選任することを求めていたが、2021年からは、3分の1以上にすべきとなった。岸田政権が普及・浸透を図ろうとするCGSガイドラインの検討会では、「社外取締役を取締役会の過半数とし、グローバルスタンダードを目指していくべきではないか。」<sup>7</sup>と今後の検討事項

図表4 急増する社外取締役



(注) 東京証券取引所コーポレート・ガバナンス情報サービスを利用して作成。毎年8月1日に集計。  
(出所) 日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(2022年8月1日) p.4から大和総研作成

7) 経済産業省 CGS研究会（コーポレート・ガバナンス・システム研究会）「CGS研究会（第3期）における『今後の検討課題』」（2022年7月19日）pp.1-2

を示しており、社外取締役はますます増えることになる。上場企業の間で社外取締役候補者の需要が高まれば、人数の確保が難しくなり、いったん就任した社外取締役は、再任を繰り返すことになるだろうし、他社で社外取締役に就いている人物を自社の候補者にするようにもなるだろう。結果的に、同じ上場企業で長期間社外取締役としての任に当たるようになるし、多くの企業で兼任する社外取締役も増える。

一方で、同じ企業で長期にわたり社外取締役に就く場合には、独立性を疑うという考え方がある。CGSガイドラインが、「就任期間が長期に及ぶ社外取締役の再任の判断において、就任期間の長さによる利点と弊害の有無等を考慮した上でその適否を判断することを検討すべきである。」<sup>8</sup>としているのは、長期在任による弊害があり得ることを示している。CGSガイドラインが今後、普及・浸透することになれば、就任期間が長期に及ぶ社外取締役の再任に反対票が集まることになる。既に、少なからぬ資産運用機関が、上限を10年～12年程度として、それ以上の在任期間となる社外取締役候補者に原則として反対するとの議決権行使方針を持つようになっているが、今後、こうした判断基準は一層広がることになるだろう。

また、社外取締役の兼任数については、兼任する社数が多くなりすぎると社外取締役としての役割が十分に果たせるか、疑わしくなる。社外取締役として適格な人でも、時間的な制約が大きくなれば、能力を発揮できなくなるかもしれない。CGコードで、「取締役・監査役が他の上場会社の

役員を兼任する場合には、その数は合理的な範囲にとどめるべきであり」（補充原則4-11②）とされているのは、そのような懸念があるからだ。社外取締役の兼任数の上限を5社程度として、それ以上の兼任となる社外取締役候補者に原則として反対するとの議決権行使基準を設ける動きが資産運用機関の中にある。CGコードやCGSガイドラインで上場企業に対する社外取締役増員の求めが強くなればなるほど、兼任は増加するだろうから、兼任を理由とした反対票も増えるはずだ。

### 3. サステナビリティ開示がもたらす機関投資家行動の変化

2021年のCGコード改訂では、サステナビリティ課題への取り組みや情報開示に関する事項が拡充された。同年10月に就任した岸田首相は所信表明演説で、「非財務情報開示の充実、四半期開示の見直しなど、そのための環境整備を進めます。」<sup>9</sup>と述べた。これを受けて、有価証券報告書にもサステナビリティ開示の欄を新設するとの制度改正が予定されている。

こうしたサステナビリティ関連の開示充実は、資産運用機関と上場企業とのエンゲージメント、特に議決権行使に影響を及ぼすことが予想される<sup>10</sup>。サステナビリティ関連の情報開示が不十分であると判断されると、取締役選任議案に反対投票をする場合があるとの議決権行使基準を持つ機関投資家は、既に現れている。

数あるサステナビリティ課題の中で、気候変動に関しては「(前略) Scope 1・Scope 2のGH

8) 経済産業省 CGS研究会(コーポレート・ガバナンス・システム研究会)「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」(2022年7月19日) p.71

9) 首相官邸「第二百五回国会における岸田内閣総理大臣所信表明演説」(2021年10月8日)

10) 鈴木裕「株主総会で増える反対票—影響大きなコーポレートガバナンス・コード改訂—」(大和総研コラム、2022年3月31日)

G排出量について、企業において積極的に開示することが期待される<sup>11)</sup>。また、CGコードでは、プライム市場上場企業に「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」（補充原則3-1③）ことを求めている。気候変動に関する開示は、義務ではないものになり強い要請といえる。

気候変動に関する開示について、議決権行使助言業者最大手のISS（Institutional Shareholder Services Inc.）は、日本の上場企業の株主総会議案に関する議決権行使助言方針（以下、助言方針）の改定案を公表した<sup>12)</sup>。もう一つの議決権行使助言大手であるグラスルイス（Glass, Lewis & Co.）もISSと同様の助言方針を導入することを明らかにした<sup>13)</sup>。新たな助言方針は、温室効果ガス排出量の多い企業の気候変動に関する取締役会の説明責任（アカウントビリティ）を取締役選任議案で考慮するというものだ。ISSとグラスルイスの新基準の対象となるのは、Climate Action 100+によって選定された企業であり、ウェブサイト（<https://www.climateaction100.org/whos-involved/companies/>）上で日本企業も10社含まれている（2022年11月9日時点）。議決権行使助言業者2社の助言方針がほぼ同じ内容に変更されたことからみて、機関投資家の議決権行使方針にも影響が及ぶだろう。機関投資家が議決権行使助言業者を直接利用していないとしても、公表されている助言方針を通じて、考え方が似通ってくる可能性は高い。将来的には、Climate Action

100+の選定企業以外にも、適用対象が広げられることもあり得よう。

サステナビリティ課題は、温室効果ガス排出量以外にも無数にある。有価証券報告書に2023年3月31日以降決算企業に関して新設されることになるサステナビリティ関連の情報開示では、人的資本に関して、「人材の育成に関する方針及び社内環境整備に関する方針」と「指標の内容並びに当該指標を用いた目標及び実績」は必須とされている。

2022年9月に政府が策定した「責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン」（ビジネスと人権に関する行動計画の実施に係る関係府省庁施策推進・連絡会議）は、企業による人権尊重の取り組み促進を目的としている。このガイドラインによると、自社製品等の「上流」「下流」のプロセスにおける人権との関わりを調査し、内容の積極的な情報開示が期待されている。

サイバーセキュリティは、ウクライナ情勢に関連して機関投資家が最も懸念を深めているサステナビリティ課題の一つだ<sup>14)</sup>。経済産業省と独立行政法人情報処理推進機構が2017年11月16日に公表した「サイバーセキュリティ経営ガイドライン Ver 2.0」では、平時及び緊急時のいずれにおいても、サイバーセキュリティリスクや対策に係る情報開示など、関係者との適切なコミュニケーションが必要であると指摘されている。米国SECがサイバーセキュリティ開示ルールを提案していることから見ても、機関投資家の関心は高

11) 「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて－」（2022年6月13日）p.12

12) ISS 「2023年版ISS議決権行使助言方針（ポリシー）改定に関するコメント募集」（2022年11月7日）

13) Glass, Lewis & Co. “2023 Policy Guidelines ESG Initiatives”

14) カナダロイヤル銀行グループRBC Global Asset Management “2022 Key Findings: Responsible Investment Survey 2022”（2022年11月21日）



ということだろう。

このように、サステナビリティの様々な課題が、情報開示の対象になろうとしている。気候変動開示に関する議決権行使助言業者の新方針に現れている通り、情報開示の水準が不十分であると判断されれば、経営トップ層等の取締役選任議案への反対投票に結びつく可能性があると考えべきだ。岸田政権が取り組む非財務情報開示の充実は、このような結果を生むことになるのではないかと。

#### 4. 四半期開示見直しによる作業負担の短期集中

岸田首相は、就任前から「企業が長期的視点にたって経営出来るよう、四半期開示の見直しやサプライチェーンにおける下請け取引の適正化など、経済社会の基本的なルールの見直しを検討します。」<sup>15</sup>と述べ、企業の情報開示のルールに対して強い関心を示してきた。就任後も、「人的投資が、企業の持続的な価値創造の基盤であるという点について、株主と共通の理解を作っていくため、今年中に非財務情報の開示ルールを策定します。あわせて、四半期開示の見直しを行います。」<sup>16</sup>と、その決意を明らかにしている。

首相の発言を受けて、四半期開示の見直しを検討していた金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループは、上場企業について、法令上の四半期開示義務（第1・第3四半期）を廃止し、取引所規則に基づく四半期決算短信への一本化を進めるべきと提言した<sup>17</sup>。焦点は、投資家の

判断に影響を与えるような重要事項が発生した時にその都度公表する適時開示制度を充実させる代わりに、一本化後に決算短信の開示義務が廃止されるかどうかである。廃止によって投資家が利用できる情報が減少し、投資家軽視の制度変更であるとしてかえって日本企業への投資を躊躇させることにならないか、反対論は根強い。そうした中で、2022年12月15日のディスクロージャーワーキング・グループでは、「…（省略）…当面は、四半期決算短信を一律に義務付けることが考えられる。」「…（省略）…四半期決算短信の任意化について幅広い観点から継続的に検討していくことが考えられる。」と、将来的には短信の開示義務を廃止を検討していくとの提案をとりまとめた<sup>18</sup>。

日本経済団体連合会や関西経済連合会などからは、以前から四半期開示義務の廃止を求める要望が出されていた（図表5）。ディスクロージャーワーキング・グループの方向性は、こうした産業界からの要望に応えるものであろう。自由民主党金融調査会によれば「四半期開示の在り方についても、現行の四半期決算短信と四半期報告書をコスト削減の観点から『一本化』することを求めました。」<sup>19</sup>とのことであり、重複感のあった決算短信と有価証券報告書を整理することで、上場企業の負担軽減を目指した制度変更という位置づけだ。

しかし、これが企業にとって実際に負担軽減となるかは、なお行方を見守る必要がありそうだ。

15) 衆議院議員岸田文雄公式サイト「2021 自民党総裁選出馬への想い」（2021年8月27日）

16) 首相官邸「第二百八回国会における岸田内閣総理大臣施政方針演説」（2022年1月17日）

17) 「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ報告－中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて－」（2022年6月13日）pp.25-26

18) 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（令和4年度）「金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ 報告（案）」（2022年12月15日配付資料）p.4

19) 自由民主党金融調査会企業会計に関する小委員会「企業の情報開示について提言を鈴木俊一大臣に申し入れ」（2022年3月30日）

図表5 四半期開示に関する経済団体からの改善要望

一般社団法人 日本経済団体連合会 [2017年度経団連規制改革要望] (2018年3月20日)	四半期開示について、四半期決算短信、四半期報告書それぞれが異なる制度を根拠としながら、開示が要請される項目の重複などがあるため、真に開示が必要な情報を再度整理すべき。また、将来的には欧州を初めとした諸外国（英、仏等）と同様に第1及び第3四半期開示義務を廃止すべき。
公益社団法人 関西経済連合会「四半期開示制度の義務付け廃止に向けた緊急提言」(2022年4月5日)	…(省略) …わが国においても、四半期ごとに、詳細な開示が求められることで上場企業が不利な競争条件に置かれなくするための、四半期開示の義務付けは廃止とすべきである。
「四半期決算報告制度に関する意見」(注)(2009年7月13日)	…(省略) …似て非なるルールが存在することにより、企業としては複数の決算書を作成しなければならず、多大な費用や労力の投入を余儀なくされている。

(注) 提出者は「社団法人 関西経済連合会」「社団法人 関西経済同友会」「大阪商工会議所」「京都商工会議所」「神戸商工会議所」の連名である。  
(出所) 標記資料から大和総研作成

任意化の時期は不明であり、その間は決算短信を開示し続ける必要がある。一見、経済団体からの要望に応えたようだが、「廃止」と時期不明な「任意化」には相当な違いがある。一本化によって四半期報告書の開示内容、虚偽記載に対するエンフォースメント、監査法人によるレビューの有無などが、四半期決算短信に引き継がれることになれば、開示時期が早まることになって、かえって企業側の事務負担が当面は増大しかねない。

上場企業には、海外投資家を含め多くの資産運用機関の投資対象となる巨大企業から、プライム市場上場とはいえ、時価総額数十億円で開示情報の利用者がさほど多くない企業まで様々ある。四半期決算の情報が株主や投資家にさほど利用されていないと考える企業にとって、決算短信の開示義務廃止は一見朗報であろう。だが、前記の通り一本化の具体的な在り方によっては、少なくとも当面の間は四半期報告書に記載していた情報を今より早く決算短信で開示するように要請されることになりかねない。

また、一本化によって開示事項が増えるため、決算短信の開示時期が今よりも遅くなることがあれば、投資家からも不満が出るだろう。

### 3章 顧客指図型エンゲージメントの可能性

資産運用機関と上場企業の間を考えると忘れてはならないのは、資産運用機関の行動は、顧客の利益のためのものだということだ。議決権行使をはじめとするエンゲージメントは、顧客の期待を考慮した、資産運用機関の具体的な行動である。顧客が多数になる投資信託などであれば、顧客の平均的な期待に応える行動を模索することになる。顧客は多様であり、ある顧客から見ると資産運用機関の行動は称賛に値するが、別な顧客の見方では、行動自体が不要であるとの評価や、逆に不十分な取り組みだと考えられてしまうかもしれない。この点で、テクノロジーの進歩によって、資産運用機関のエンゲージメントが大きく変わる可能性が生じている。

米国の投資信託大手のブラックロックは、Voting Choice というサービスを提供している<sup>20</sup>。これは、顧客から議決権の行使指図があった場合、その顧客に配分される株式については指図に従って議決権を行使するというものだ。これまで、大口顧客からの指図は受け付けていたが、これをリテールに広げる。同じく大手投資信託会

20) BlackRock “Empowering investors through BlackRock Voting Choice”

社のバンガードとステート・ストリートも同様の取り組みを進めており<sup>21)</sup>、近い将来実施される見通しだ。技術的な進歩によって、多くのリテール顧客からの行使指図を適切に処理できるのであれば、このような試みは歓迎されるだろう。

議決権行使助言業者からは、顧客からの指図受付を可能にするプラットフォームを資産運用機関向けに提供しようとする動きも現れている。Big 3と呼ばれるブラックロック、バンガード、ステート・ストリートの取り組みが顧客へのアピールになるのであれば、他の投資信託業者も同じようなサービスを提供するようになるだろう。そこで、議決権行使助言業者のISSは、Vote Preference という名称で、そのようなプラットフォームを投資信託業者向けに販売するとのことだ<sup>22)</sup>。

日本の会社法上、同一名義でも複数の実質株主が存する場合、不統一行使が可能であり、年金基金等の大口の顧客の意向に沿って、信託銀行や投資顧問業者が不統一行使を行うことがある。ブラックロック等のVoting ChoiceやISSのVote Preferenceは、こうした不統一行使をリテールに広げることであり、その必要性があり、コストを他に転嫁しないのであれば、顧客の意向をストレートにエンゲージメントにつなげる方法として前向きに評価できる。

リテール顧客から議決権行使指図を受ける手間やプラットフォーム構築のコストを考えると資産運用機関がこのような新たな顧客向けサービスの提供に積極的に取り組むとは考えにくくもあるが、資産運用機関を取り囲む環境の変化が、顧客

からの指図による議決権行使の実現を後押ししているものと思われる。特に資産運用機関の議決権行使結果の開示の充実が進んだことで、このような取り組みが資産運用機関にとってベネフィットを生むようになったと思えそうだ。

ベネフィットとして考えられるのは、資産運用機関が顧客のために行う議決権行使に対して現在沸き起こっている様々な批判を回避する方法となるということだ。資産運用機関による議決権行使は、顧客の意向に反する賛否判断が日常化していると様々な批判を受けている。

ESG投資の規模が拡大しているといわれる中<sup>23)</sup>で、投資信託等の資産運用機関は、投資先企業が環境や人権への取り組みを進めることで企業価値が高まり、顧客の利益を拡大できると考え、そうした取り組みを積極化すべきというエンゲージメントを投資先企業との間で行っていると広報してきた。しかし、近年ESG投資商品に関する宣伝・広告で、ESG投資への取り組みを実態以上に描いて、商品イメージをアップさせる、いわゆるグリーン・ウォッシュやESGウォッシュと呼ばれる問題が指摘されるようになってきている。

株主総会では、環境や人権への取り組みを企業に求める株主提案議案が日本でも毎年出るようになってきている。例えば、温室効果ガス削減のため石炭火力発電事業からの撤退を求めるような株主提案だ。米国では、日本よりもはるかに多くの環境や人権に関する株主提案がある。しかし、資産運用機関は、環境・人権関連の株主提案に必ずしも賛成しているわけではない。また、経営者への報酬支払いについて株主の承認を求める報酬関連議

21) The Vanguard Group, Inc. “Piloting proxy choice for individual investors” (2022年11月2日)  
State Street Corporation “State Street Global Advisors Extends Proxy Voting Choice to More Investors” (2022年12月13日)

22) ISS “ISS Launches ‘Vote Preference’ Solution” (2022年11月15日)

23) 鈴木裕「膨らむESG投資規模に疑問膨らむ」(大和総研コラム、2021年9月8日)

案もある。Say On Pay といわれるが、これにも資産運用機関は基本的に肯定的な判断をしている。特に米国において、経営者報酬の高騰が今も続いているのは、資産運用機関が Say On Pay を通じて企業側にプレッシャーを与えていないからだとも考えられる。

長期的な企業価値への影響を考えれば、経営者の自律的な判断を拘束するような株主提案に慎重な姿勢を見せることや、適切な金銭的インセンティブを経営者が持つべきだとする資産運用機関の判断は理解できなくもない。しかし、環境や人権問題に無関心で、従業員と経営者の所得格差を放置しているかのような資産運用機関の議決権行使への批判は鋭さを増している<sup>24</sup>。米国も日本同様、資産運用機関の議決権行使結果の開示が行われている。投資信託業者には、個別議案ごとの賛否開示が義務化されており、E S Gを標榜する投資信託が環境や人権問題に関する株主提案をどう判断しているか簡単にわかる。

その結果、投資信託業者による議決権行使にもグリーン・ウォッシュ批判が及んでいる。アドボカシー団体や運動家株主からは、E S G投資を謳いながら格差を拡大させ、地球を破壊する二枚舌だと批判されてきた。議決権行使結果開示の進展<sup>25</sup>は、こうしたグリーン・ウォッシュを可視化するものでもある。

資産運用機関の議決権行使に対する批判は、親E S G投資側からだけではない。E S G投資に反対する立場からは、投資リターンの追求に専念す

べき資産運用機関が、環境や人権問題といった投資リターン以外の事項に関心を向けるべきではないという主張がある。これについては、別稿<sup>26</sup>に記した通りであり、米国ではE S G投資の是非について深刻な対立が生じている。E S G投資に反対する行政官らは、共和党系の組織“State Financial Officers Foundation”を通じて、E S G投資が経済の成長や外交の安定を損ないかねない特定の政治的主張を助長しており、多くの米国民の利益を危険にさらしていると主張する情報サイトを設けている<sup>27</sup>。

米国連邦議会に共和党系の議員が提出したINDEX (Investor Democracy Is Expected、期待される投資家民主主義) 法案<sup>28</sup>は、資産運用機関による議決権行使に焦点を当てた新たな提案だ。INDEX法案では、株価指数連動型のパッシブ運用を行う資産運用機関に対して、顧客の指図に従って議決権を行使することを求めている。共同提案者の一人であるマルコ・ルビオ上院議員によると、大手の資産運用業者が常軌を逸した急進的な議案 (crazy progressive agendas) を支持している現状を改め、議決権を顧客の手に取り戻すことが、この法案の目的であると言う<sup>29</sup>。

このように、資産運用機関は、親E S Gからも反E S Gからも適切に議決権を行使していないと批判されている。資産運用機関としては、INDEX法案が記すよう、顧客に議決権行使指図を可能にすることで、両者からの批判を避ける狙いもあるのではないかと思える。議決権行使に強い関

24) ShareAction “Voting Matters 2021” (2021年12月)

25) 鈴木裕「議決権行使開示規則が変える投資家行動」(大和総研レポート、2022年11月8日)

26) 鈴木裕「E S G投資反対の動き—州経済への影響を懸念」(大和総研レポート、2022年9月15日)

27) “Our Money, Our Values”

28) 米国連邦議会 “S.4241 - INDEX Act”

29) Marco Rubio “Rubio, Colleagues Introduce INDEX Act to Return Shareholder Voting Power to Individual Investors” (2022年5月18日)

心を持ち、投資信託を通じて保有する株式について議決権行使指図を行う顧客の満足を得つつ、指図をしない他の大多数の顧客は資産運用機関に判断を委ねているといえるようになる。しかも、こうした工夫は顧客を重視しているという姿勢のアピールになるため、資産運用機関にとって不利益になることはない。

議決権行使をはじめとするエンゲージメントは、顧客のために顧客に代わって資産運用機関が行ってきたが、テクノロジーの発展によって顧客がエンゲージメントの主役になる道を開く可能性が生まれた。資産運用機関がわきに退くことになれば、資産運用機関と上場企業の間を大きく変えることになりかねない。

この章で紹介した資産運用機関の議決権行使における顧客指図の可能性について、日本では話題になることもほとんどない。しかし、米国投資信託のBig 3やISSが既に同じ方向で動いていることからみて、こうした動向が国内に及んでくることは想定しておくべきであろう。議決権行使のパススルーはテクノロジーの進歩の結果だ。DXへの取り組みを進める岸田政権の改革メニューになっても不思議ではない。

## 4章 上場企業側の受け止め

### 1. 手応えのないガバナンス改革

多くの上場企業は、求められるガバナンス改革を真摯に実現しようとしている。だが、それが改革の所期の目的である、企業価値の増大や投資家との対話促進に果たして結実しているかといえ、疑わしさを覚えているようだ。上場企業に自

社のコーポレート・ガバナンス報告書を機関投資家が利用していると思うかと問うた結果は、回答企業の7割が「大きな変化は見られない」「活用されていないように感じる」であり、調査の回収率も3割程度にすぎない<sup>30</sup>。

コーポレート・ガバナンス報告書は、上場企業がCGコードで求められていることを、自社でどう取り組んでいるか説明する報告書だ。上場企業としては、コーポレート・ガバナンス報告書の記述で、自社の取り組みに対する理解を求めようとしてもあまり読まれず、買収防衛策の有無や政策保有株式の大きさだけが注目されて、取締役選任議案への反対票が増加しているという不満があるのではないかと疑わしい。活用されているか疑わしいコーポレート・ガバナンス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。

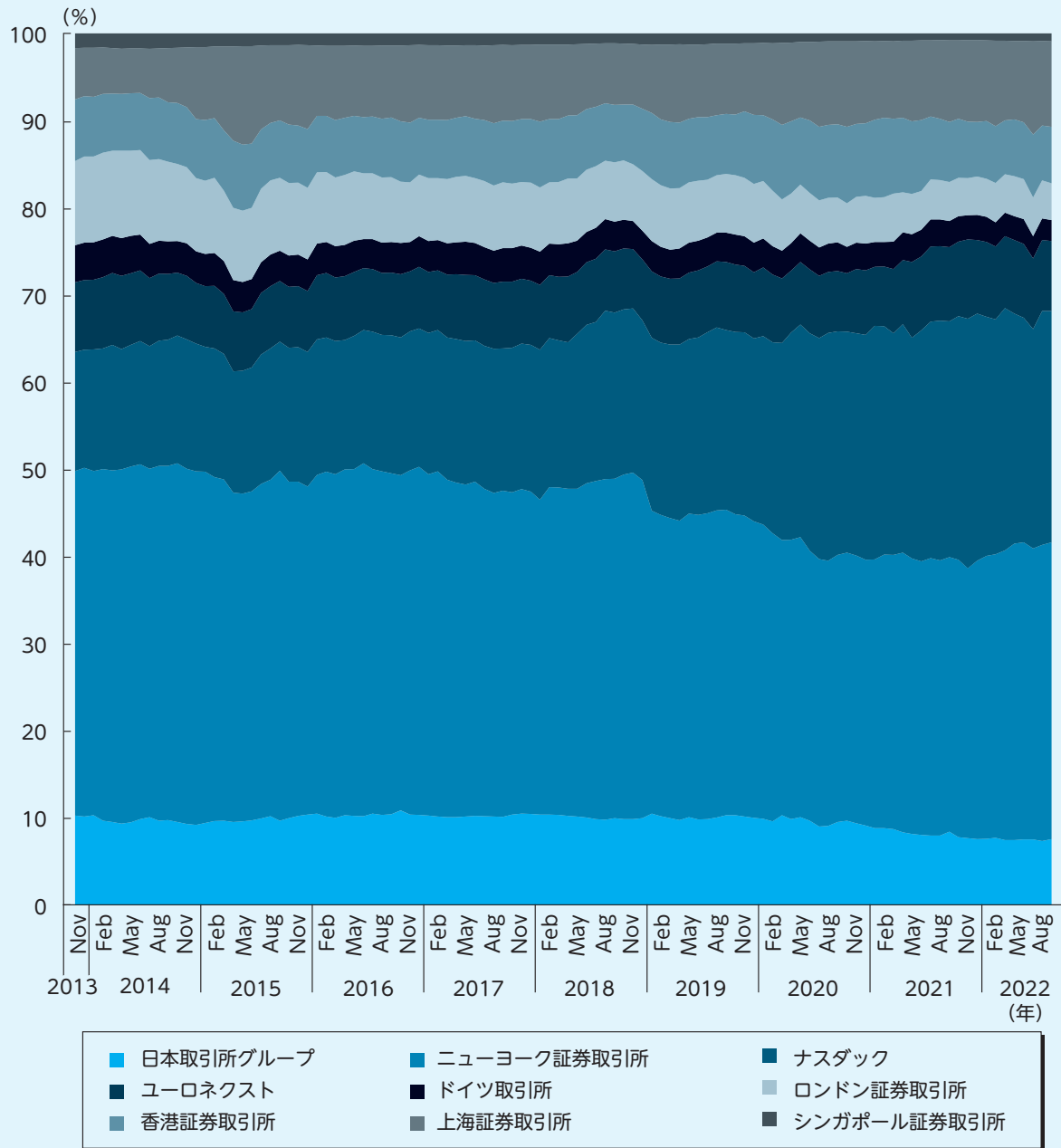
CGコードの基本原則1は、「少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」とし、さらに英文での情報開示を上場企業に求める規定を2か所設けている。外国人投資家への配慮の効果があつたか否か、つまり日本のガバナンス改革によって外国人投資家を呼び込めるとの想定が正しかったか、検証するべきであろう。

2014年のSSコード策定に始まるガバナンス改革が進展する中で、東京証券取引所上場株式に占める外国法人等の所有比率は、30%程度で足踏み状態だ<sup>31</sup>。外国人投資家が活用すると考えて英文開示を行ったとしても、海外からの投資が全く増加しない状況を上場企業はどう受け止めれば

30) 年金積立金管理運用独立行政法人「第7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」(2022年5月12日)

31) J P X「調査レポート株式分布状況調査(市場価格ベース)」

図表6 世界の主要証券取引所の株式時価総額シェアの推移



(出所) World Federation of Exchanges “Statistics Portal” から大和総研作成

いいのだろうか。

ガバナンス改革が進む中で、日本の株式市場の世界的なプレゼンスはむしろ低下している。図表6は、日本取引所グループ、ニューヨーク証券取引所、NASDAQ、ロンドン証券取引所、ドイツ証券取引所、ユーロネクスト証券取引所、香港証券取引所、上海証券取引所、シンガポール証券取引所の時価総額シェアの推移を示したものだ。ドル換算値であるため、為替レートの影響も無視

ではないが、日本のシェアは低下していると考えて

よさそうだ。また、日本が二つのコードを策定する際にモデルにした英国ロンドン市場のプレゼンスも高まっていない。英国のガバナンス改革は、成功しているのではなく、失敗の積み重ねだ<sup>32</sup>。失敗から学ぶものは多いはずだが、失敗を真似る必要はない。

二つのコードの策定に先行して、内閣府から公表された「目指すべき市場経済システムに関する報告」（平成25年11月1日）には、「（前略）日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードが策定されることが望まれる。」と記されている。英国の失敗に学びつつ、「日本の実情に応じた」検討が、今こそ期待される。

## 2. 効果検証を求める声

企業からは、CGコードやSSコードを作ったもともとの狙いが達成されているかを検証して、二つのコードの見直しを行ったかどうかという問題提起もある。二つのコードが株主総会での反対票を増やすだけでなく、果敢な企業経営を実現し、企業価値を高めているのか、投資家の満足する投資リターンを生み、新たな投資家を日本市場に呼び込む助けになっているか、そうした検証が求められている。

費用対効果の検証を、例えばサステナビリティ関連の情報開示についていえば、開示に要するコストがどの程度で、ベネフィットがどの程度かを比較することになる。日本では、開示すべきサステナビリティ課題を人的資本関係以外は特定していないため、コストの推計さえも難しい。積極的な開示が期待されているGHG排出量の情報については、米国の証券取引委員会（SEC）のコスト推計では、1社当たり初年度で49万ドルから64万ドル（企業規模によって異なる）、2年目以降は42万ドルから53万ドル（同）とされている<sup>33</sup>。わが国でどの程度になるかわからないが、僅少とはいえまいだろう。上場企業のうちどれほどが気候変動関連開示を行うかも不明だが、トータルのコストは相当なものになるのではないか。一方のベネフィットはSECも具体的な推計はしておらず、数値化が難しいところだ。資産運用機関や個人の投資家、上場企業の顧客等のステークホルダーが受けるベネフィットはどれほどか。上場企業自身も情報開示によるメリットを受ける可能性はあるが、それはコストに見合うものか。気候変動開示を行うことで、将来の地球温暖化を抑えることができればベネフィットは絶大だといえそうだが、上場企業の情報開示にそのような期待

図表7 効果検証を求める経済団体からの指摘

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)	…(省略)…費用対効果を十分に考慮しているとは言い難い。
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)	…(省略)…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。

(出所) 標記資料から大和総研作成

32) 鈴木裕「お手本の国の企業統治 英国の何を学ぶ？」時事通信社『金融財政ビジネス』2017年1月19日 pp.4-8

33) SEC “The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors” (2022年3月21日) p.373

ができるか疑問もあろう。

上場企業の活動が経済だけでなく社会や環境の問題と複雑に結びついているのは、確かだろう。そのため、上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する様々な規制が、広くベネフィットをもたらす可能性はある。企業活動が原因となって環境破壊や気候変動が続けば、国境を越えて世界的な危機を招くことも十分にあり得る。膨大な富が失われることになるため、それを避けるための政策であれば、コストを上回るベネフィットが期待できるとの結論は得やすい。しかし、それを定量的に示すことは極めて難しい。いつ来るかわからぬ危機に備えるためにコストを費やし続けることにも、反発は生じよう。また、めったに起こらぬ危機への備えとして、提案される規則が効果を持つのかを実証的に吟味することもできない。こうした不明確さを埋めるため、まさに丁寧な説明が期待されるところだ。

企業と投資家の間で企業価値を高めるような対話を作り出すためにSSコードとCGコードが策定され、経済全体の成長をも実現することが期待された。しかし、企業側からは、CGコード通りにしていないと資産運用機関から多くの反対票が出る上、CGコードに沿って企業の状況を説明しても、資産運用機関の関心を惹けないという不満はあろう。今後もCGコードの改訂は続く上、「新しい資本主義」の下でCGSガイドラインの役割が拡大すれば、上場企業には新たに向き合わなければならない課題が増えることになる。単に開示事項を増やしたり、社外取締役を増やしたりするのではなく、今までの効果を検証してから次の有効な手立てを考えるべきという指摘にも耳を傾けるべきではないか。本稿の冒頭に記したように金融庁に設置された「ジャパン・コーポレート・

ガバナンス・フォーラム」では、コーポレート・ガバナンス改革が企業価値の向上に貢献しているかを検証し、その中身をさらに改善するとの方針を示している。検証に当たっては、自画自賛を戒め、説得力のある費用便益分析が行われることが期待される。

[著者] \_\_\_\_\_

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