

第 9 章

ステークホルダー資本主義と
アジア各国のコーポレート・
ガバナンス施策の変化

はじめに

これまで、企業は株主のために利益を追求するという株主資本主義が主流な考え方とされてきた。しかし、欧米で経営者と従業員の報酬に大きな差が見られるなどの所得・富の偏在といった格差問題、温暖化の進行などの気候変動問題がもたらす影響が大きくなるにつれ、企業は従業員、顧客、サプライヤー、地域社会、株主を含む全てのステークホルダー（利害関係者）のために利益を追求すべきというステークホルダー資本主義の考え方が喧伝されるようになってきている。全世界的に流行した新型コロナウイルス感染症はステークホルダー資本主義を重要視する流れを大きく加速させたように見える。これらの動きは、ステークホルダーの視点をコーポレート・ガバナンス（企業統治）に反映させる動きを活発化させている。

コーポレート・ガバナンスは企業という大きな船を舵取りすることであり、企業が将来に向けて進路を間違えないようにすることが役割である。コーポレート・ガバナンスでステークホルダーが重視されるようになってきたことは大きな変化である。その変化は、現在進行形で国、企業、投資家を巻き込んで一大トレンドになっている。アジア通貨危機以降、アジアの企業のコーポレート・ガバナンスの対応は総じて強化されてきた。最近では、アジアの企業でも株主に加え、それ以外のステークホルダーの視点をコーポレート・ガバナンスに反映させる対応に迫られている。

本稿の目的は、アジアの規制当局が進めるコーポレート・ガバナンスの強化、特にサステナビリティ情報（非財務情報、ESG情報）¹の開示を中心とした施策を考察することである。その際、こうした施策が実施される全世界的な背景にも触れる。

1 本稿で使用する社会・経済の持続可能性に関わるサステナビリティ情報、財務以外の情報を指す非財務情報、環境・社会・ガバナンスに関わるESG情報は全て同義として使用する。なお、後述の図表9-3で示しているが、E（環境）は気候変動、資源枯渇、廃棄物、S（社会）は人権、労働条件、従業員関係、G（ガバナンス）は役員報酬、取締役会／理事会の多様性及び構成、贈賄及び腐敗などが該当する。

最初に株主資本主義とそこで指摘される弊害について整理し、企業が主なメンバーである経済団体や研究者によるステークホルダー資本主義の議論を概観する。次に、国際連合（以下、国連）が提唱した責任投資原則（Principles for Responsible Investment：PRI）で大きく変化した投資家のESG情報の扱い方やステークホルダーへの向き合い方に触れる。最後に、持続可能な社会や経済を作るべきという世界的な潮流を踏まえて、アジアの規制当局が実施したコーポレート・ガバナンスにおけるサステナビリティに関連する施策を見ていく。

第2節

ステークホルダー資本主義の考え方

I 株主資本主義の考え方とそれがもたらした影響

(1) 株主資本主義の考え方

ステークホルダー資本主義と対比される考え方として、アングロサクソン型の資本主義の支柱的な役割を果たしてきた株主資本主義がある。米国では、1970年代後半以降に機関投資家の株式保有比率が増大する中で、株主資本主義が複数の要因によって企業経営で強い影響力を持ったとされる。すなわち、小さな政府、規制緩和、市場重視、グローバル化を標榜したレーガン政権の新自由主義の推進、エージェンシー理論、ロースクールやビジネススクールでの教育、そしてMilton Friedmanの思想などである（林2021、57-58頁）。

Milton Friedmanの思想は「フリードマン・ドクトリン」として有名なものである。ノーベル経済学賞を受賞したMilton Friedmanが1970年に発表した“A Friedman doctrine- The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits”と題する論考で、いわゆる株主資本主義の考え方が示された。内容はタイトルそのもので、企業の社会的責任は利益を稼ぐことというものである。経営者は株主の被雇用者であり、雇用主である株主に対して直接の責任を負う。その責任は法律と倫理的慣習の両方で具体化された社

会の基本的なルールを遵守しながら、一般的にできるだけ多くのお金を稼ぐこととされている。自分の家族、国、教会などに対する経営者個人が担う社会的責任は、経営者が企業において対応するのではなく、個人として行うべきとする。例えば、環境問題を改善させるために企業にとって最善の利益を超えて、社会的目標の達成などに関わるべきではないとする。株主資本主義の考え方は米国のみならずアングロサクソンの国々で株主中心の経営システムの形成をもたらしたとされる。

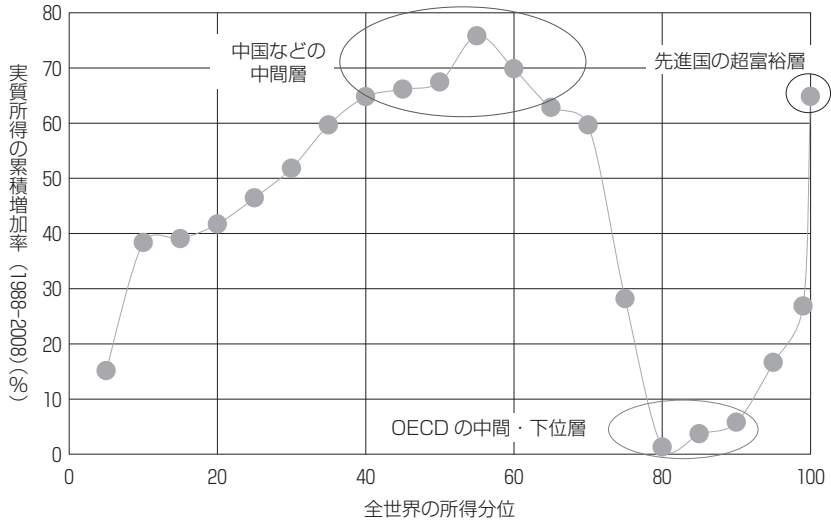
(2) 指摘される弊害

しかし、近年、株主資本主義に基づく企業経営の弊害が指摘され始め、ステークホルダー資本主義を重視する見解が増えてきている。すなわち、株主だけでなくステークホルダー全体の利益を追求すべきという考え方である。

株主資本主義からステークホルダー資本主義へと考え方の見直しに向けた声が大きくなったのは、一部の富裕層に資本や報酬が集中したことによる格差の拡大が挙げられる。米国のシンクタンクの Economic Policy Institute から発表された論文では、米国の上位350社の CEO の報酬と労働者の報酬の格差が調査されている。それによれば、1965年には報酬格差は21.1倍であったが2000年には365.7倍となり、直近の2020年には351.1倍になっている (Mishel & Kandra 2021、6 頁)。2000年から2020年にかけて、格差は若干縮小しているものの、非常に高い水準にある。なお、報酬の定義は給料、ボーナス、ストックオプションなどの株式報酬であり、ストックオプションなどは行使した価値で算出している。

経営層と労働者の比較ではなく、グローバルな所得格差を示したものとして、例えば、ブランコ・ミラノヴィッチが提唱したエレファントカーブがある。国・地域に関係なく、世界の貧困層から超富裕層を所得階層別に左から右へと横軸に並べて、1988~2008年の実質所得の累積増加率を縦軸に示した場合、折れ線グラフの推移が象のシルエットに見えることからエレファントカーブと呼ばれる (図表 9-1) (ミラノヴィッチ2017、18頁)。象の鼻先に当たる超富裕層と象の背中に当たる第40百分位から60百分位の間層が多く、多くの所得を得た第40百分位から60百分位の人々は中国

図表 9-1 エレファントカーブ



(出所) Lakner, Christoph, and Milanovic, B. (2013), “Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession,” World Bank Policy Research Working Paper No. 6719. (p.31) より大和総研作成

などのアジア新興経済の中間層である。一方、象の鼻先に当たる超富裕層の多くは、先進国に存在している。図表 9-1 は実質所得の累積増加率であるが、このデータを実質所得の増加分の割合で示すと第40百分位から60百分位の人々はそれぞれ 1%～2%程度しか得られていない。一方で、象の鼻先に当たる超富裕層の95百分位から100百分位の人々は全体の44%程度を得ており、この期間に生み出された所得の多くが上位 5%の人々に分配されたことになる (同27～28頁)。国連は「先進国と途上国とともに、経済的苦悩や不平等の拡大、雇用不安が相まって、大規模な抗議行動に火がついている。所得格差と機会の欠如は世代を問わず、不平等、苛立ち、不満という悪循環を作り出している」(United Nations 2020、前書き 2 頁) と、格差が社会・経済の分断をもたらすとして問題視している。

また、温暖化に代表される気候変動の影響も、株主資本主義からステークホルダー資本主義へという考え方の見直しが進んだ要因として挙げられる。現在、地球が直面する気温上昇、海面の上昇、山火事、干ばつ、豪雨、洪水

などの問題は、人間の経済活動が環境への負荷要因になったことが大きな原因の一つと考えられる。環境を破壊する生産活動・資源利用・消費活動に依拠した企業活動は持続可能ではないことが明らかであり、見直していく必要がある。Swiss Re Institute は “The economics of climate change: no action not an option” (April 2021) で、2050年までに気温変化がなかったケースと気温が上昇したケースを比べて、GDP への影響を推計している (図表 9-2)。2015年に採択されたパリ協定に基づいて産業革命前からの気温上昇幅が2度よりも十分に下回る水準を達成できたケースと気温変化がなかったケースを比べると世界の GDP が4.2%減少、気温上昇幅が2度のケースは GDP が11.0%減少すると推計されている。気温の上昇幅が大きくなると、それだけ経済へのネガティブな影響が大きい。また、地域別では、先進国よりも新興国へのマイナスの影響が大きくなることが示されている。

さらに、2020年に世界中で流行した新型コロナウイルス感染症 (以下、新

図表 9-2 2050年までの気温上昇幅別の GDP への影響

(%)	上昇幅が 2度より十分低い	2度上昇	2.6度上昇	3.2度上昇
	パリ協定の目標	あり得る上昇幅		厳しいケース
世界	-4.2	-11.0	-13.9	-18.1
OECD	-3.1	-7.6	-8.1	-10.6
北米	-3.1	-6.9	-7.4	-9.5
南米	-4.1	-10.8	-13.0	-17.0
欧州	-2.8	-7.7	-8.0	-10.5
中東とアフリカ	-4.7	-14.0	-21.5	-27.6
アジア	-5.5	-14.9	-20.4	-26.5
アジア先進国	-3.3	-9.5	-11.7	-15.4
ASEAN	-4.2	-17.0	-29.0	-37.4
オセアニア	-4.3	-11.2	-12.3	-16.3

(出所) Swiss Re Institute. (2021), “The economics of climate change: no action not an option (April 2021)”, (p.2) より大和総研作成

型コロナ)は、ステークホルダー資本主義の考え方を浸透させることにつながったと思われる。コロナ禍では、自社の従業員や仕入先の安全が確保されなければ、モノやサービスを作ることが難しく、顧客も同様に安全でなければ、生産されたモノやサービスを購買することができないことが強く意識された。新型コロナが蔓延すれば経済が回らなくなり、経済が回らなくなれば、最も弱い立場の人々が職を失うことになる。企業は社員の感染を避けるために在宅勤務を推奨し、加えてマスクや消毒液などの医療物資を配布した。医療物資の製造を本業とする企業だけでなく、本業は異なるものの医療物資を製造する施設や知見がある企業は医療物資の製造に取り組んだ。国は生活困窮者や休業を余儀なくされた企業に給付金を配布した。

これまで世界は経済成長をしてきたが、その成長の恩恵が全員に行き渡ったわけではなく、さらに自然環境に負荷を強いた上で成り立っている。格差拡大や気候変動などが及ぼす影響は社会や経済を不安定化し、人々を分断する。このような状況では、企業が中長期的に企業価値を高めることはもちろん、事業を継続することすら厳しい状態になる。すなわち、株主以外のステークホルダーの利益をないがしろにすると、持続可能な社会や経済活動を行うことが難しくなる。

II ステークホルダー資本主義への修正

(1) 議論のきっかけになった経済団体の声明

弊害を指摘する声が大きくなる中で、ステークホルダー資本主義を重視する見解として注目されたのは、米主要企業の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブル (BRT, Business Roundtable) が2019年8月に公表した「Statement on the Purpose of a Corporation」(以下、BRT 声明)であろう。BRT 声明は米国企業の181人のCEOが署名し、企業は顧客への価値の提供、従業員の能力開発への取り組み、サプライヤーとの公平で倫理的な取引、地域社会への貢献、株主に対する長期的価値の提供を行うことを明示した²。ステークホルダーの視点をコーポレート・ガバナンスに取り入れることにコミットしたものと言えるだろう。企業の目的は株主利益の最大化であるとい

う1997年にBRT自らが打ち出した考え方を再定義した格好である。

2020年に行われたダボス会議（世界経済フォーラム年次総会）でも、ステークホルダー資本主義について議論が行われ、大きな話題になった。ダボス会議では、1971年の創設時に「企業は、株主だけでなく、すべてのステークホルダー（従業員、供給業者、地域社会など）に利益にもたらすべき（筆者注：原文ママ）」（Parker 2020）という基本理念が置かれていた。議論が行われた「ダボスマニフェスト2020」は、基本理念に基づき「公平な課税、反汚職、役員報酬、人権の尊重を含め、現代における重要な問題に言及するステークホルダー資本主義のビジョンを示すもの」（世界経済フォーラム2020）とされる。

日本では、日本経済団体連合会（以下、経団連）から持続可能な資本主義に関する提言として「。新成長戦略」（2020年11月17日）が公表された。タイトルにある「。」はこれまでの成長戦略路線に一旦終止符を打ち、新しい戦略を示すという意味が込められており、2030年に実現したい未来像を描写し、そのための方策が挙げられている。経団連は、これまでの利潤追求のみを目的とした経済活動の拡大が環境問題や格差問題を引き起こしたと考えており、現在を資本主義の転換期と見ている。資本主義が持続可能であるために、マルチステークホルダーの多様な価値を踏まえて、協力し合うことで、誰ひとり取り残さないインクルーシブな資本主義を志向している。

(2) 研究者の議論

研究者の中では、「フリードマン・ドクトリン」を問題視して、資本主義の再構築に言及する者もいる。焦点を絞り、ステークホルダーを考慮したコーポレート・ガバナンスを目指していくべきという見解も見られる。

ハーバード・ビジネススクール教授のレベッカ・ヘンダーソンは、経済格

2 BRT 声明に対しては批判的な声もある。カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）などの米国のアセットオーナーがメンバーである米国機関投資家評議会（CII）は、「全ての人に対する説明責任を負うことは誰に対しても説明責任を負わないことを意味する」（Council of Institutional Investors 2019）とした。そのうえで、CIIはBRTがステークホルダーガバナンスに対して新たなコミットメントを明確にし、「(1)株主の権利の縮小に取組み、(2)他のステークホルダーに対して取締役会や経営層の説明責任を果たす新たなメカニズムを提案していない」（同上）と批判した。

差や大規模な環境破壊を目の当たりにし、資本主義の再構築が必要と述べている。企業の社会的責任は利益を稼ぐことという「フリードマン・ドクトリン」に対しては、私たちが直面する問題の主因と指摘し、ある特定の時期や場所など特定の制度的条件が揃わなければ、成立しないとしている（ヘンダーソン2020、27頁）。資本主義を再構築するために、①収益を上げるだけでなく、居住可能な地球と健全な社会という枠組みの中で繁栄を築き、自由を確保することを目指すべきという共有価値の創造（同43-49頁）、②目的・存在意義（パーパス）主導型の組織を構築する（同49-51頁）、③環境問題や社会問題を解決するためのコストとメリットを捉えた、監査が可能で複製可能な指標を使い、インパクト投資家などの新たな資金調達の見直し（同51-53頁）、④企業・第三セクター・政府がそれぞれ手を組み、協力体制をつくる（同53-56頁）、⑤社会の仕組みを創り変え、政府を立て直す（同56-58頁）、ことが必要とされている。

2014年にノーベル経済学賞を受賞したジャン・ティロールは、コーポレート・ガバナンスを経済学や法学の研究者が言及してきた株主の利益を防御する手段（the defense of shareholders' interests）ではなく、ステークホルダーの幸福（welfare）を内製化する経営にしていく、または推し進める機関構造と定義した（Tirole 2001、4頁）。すなわち、ステークホルダー全体を考慮したコーポレート・ガバナンスを提唱した。経営者の報酬規程や組織を制御する機関設計は、全てのステークホルダーに与える影響に説明責任を負うようにしなければならないとする。経営者による意思決定は投資家だけではなく、その他のステークホルダーにも大きな影響が及ぶため、ステークホルダーに配慮したコーポレート・ガバナンスを考えている。

第3節

投資家の対応の変化

I エポックメイキングになったPRIの提唱

投資家の企業への対応も変化している。大きなきっかけは2006年に国連か

ら提唱された PRI である。PRI の使命は、世界が格差や気候変動という課題に直面する中で、「経済的に報われると同時に、環境や社会全体に利益をもたらす持続可能な国際金融システム」（国連2021、3頁）の達成を目指すことである。PRI では、環境、社会、ガバナンスという ESG 情報を投資決定やオーナーシップに組み込む戦略や慣行を責任投資と定義する。投資分析、意思決定のプロセス、所有方針に ESG 要素を包含し、投資対象の主体に対して ESG 情報の適切な開示を求めるなどの責任投資 6 原則を定め、機関投資家やアセットオーナーへコミットメントを求めている（図表 9-3）。すなわち、これまでは投資対象の企業価値を企業が創出するキャッシュフローや利益などの財務情報に基づいて算定してきたが、ESG という非財務情報を加味して判断する方向へと変化が生じたということである。

国連の資料によれば、2022年6月30日時点で PRI の署名は世界で5,020機関であり、署名企業の純資産額は121.3兆米ドルに及ぶ。日本では年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2015年に署名したことで、保険会社や

図表 9-3 ESG 情報と責任投資 6 原則

ESG 情報		
環境	社会	ガバナンス
<ul style="list-style-type: none"> ・気候変動 ・資源枯渇 ・廃棄物 	<ul style="list-style-type: none"> ・人権 ・労働条件 ・従業員関係 	<ul style="list-style-type: none"> ・役員報酬 ・取締役会／理事会の多様性及び構成 ・贈賄及び腐敗
責任投資 6 原則		
<ol style="list-style-type: none"> 1. 私たちは、投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます 2. 私たちは、活動的な所有者となり所有方針と所有習慣に ESG の課題を組み込みます 3. 私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます 4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ実行に移されるように働きかけを行います 5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します 6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します 		

（出所）国際連合（2021）「責任投資原則」（4、6頁）より大和総研作成

アセットマネジメント会社といった機関投資家の署名が広がり、2022年6月30日時点で116機関が署名している（United Nations 2022、34-35頁）。

II 投資家から投資先企業への書簡

ESG情報を投資判断に際して加味することが広がる中で、PRIの使命と同様に持続可能な社会や経済にすることを目指すステークホルダー資本主義を積極的に説く投資家もいる。

世界最大の資産運用会社であるブラックロックのラリー・フィンク CEOは投資先企業のCEOに毎年書簡を送っている。2018年以降、企業がステークホルダーに資する取組みを行うべきことを述べている（経済産業省2021、85頁）。

2018年の書簡では、「企業が継続的に発展していくためには、すべての企業は、優れた業績のみならず、社会にいかに関与していくかを示さなければなりません。企業が株主、従業員、顧客、地域社会を含め、すべてのステークホルダーに恩恵をもたらす存在であることが、社会からの要請として高まっているのです。」と述べている。

2022年の書簡では、「株主に長期的な価値をもたらすには、企業はすべてのステークホルダーのために価値を創造し、またすべてのステークホルダーからその価値を認められなければなりません。」としている。ステークホルダー資本主義を有効に機能させることで、企業が持続的に収益を上げられるように、企業の資本が効率的に配分されるという。もっとも、市場が企業を判断する尺度はあくまで長期的な収益性であるということも強調している。

また、ラリー・フィンクはステークホルダーに対する施策の開示を求めている。2022年の書簡では、新型コロナの蔓延で雇用主と従業員の関係性が変わり、「従業員は雇用主に対し一段と高い柔軟性や仕事そのものの意義など、より多くを求める」ようになったとしており、投資家として、企業が従業員との絆を深めるための対策、従業員に想像力や生産性を発揮させるための対策を講じているかを理解したいとしている。従業員に関わるものだけでなく、気候変動問題やサプライチェーンなどについても開示を求めている

る。一連の書簡では、企業が持続可能な形で成長するためにステークホルダーの利益を踏まえることが重要であり、企業価値向上に向けて対策を行い、その対策の開示も要請している。

Ⅲ 機関投資家の ESG 情報の活用

では、機関投資家は上場企業から提供された ESG 情報をどのように活用しているのだろうか。ESG の視点での投資手法には「ネガティブ・スクリーニング」「ポジティブ・スクリーニング」「国際規範スクリーニング」「ESG インテグレーション」「サステナブル・テーマ投資」「インパクト/コミュニティ投資」「エンゲージメント（投資家行動）」の7つがある。の中で、投資資産残高が最大の戦略は「ESG インテグレーション」である（GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE 2021、11頁）。

この戦略は、財務分析において ESG に関する非財務情報の要素を考慮する投資手法である。企業価値を計算する方法として、企業が創出する将来キャッシュフローを現在価値に割引いて計測する DCF（割引キャッシュフロー）法がある。例えば、将来キャッシュフローを予測する際に、数年後の貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書を作成するが、「ESG インテグレーション」では非財務情報の中で重要な情報をその作成に織り込んで算出することが考えられる。

人的資本に関する非財務情報の活用方法の一例として、新分野進出・新製品の開発などを行う経営戦略に対する評価が挙げられる。企業がプロジェクトを立ち上げ、新たな人材の確保と既存人材に対する教育が必要になる場合、投資家は企業評価の際に新たなプロジェクトの意義を明確化し、必要とされる人材の定義・人数、プロジェクトのタイムラインごとの施策を確認する。投資家は、その情報を用いてプロジェクトの実効性が高いと判断する場合、将来の売上高や利益などの業績予想と目標株価を引き上げ、その銘柄に対して「買い」の判断を行う（井口2022、1～2頁）。

1 四半期先などの短期の業績予測期間で投資判断するというより、数年先の業績予想に基づいて投資判断する際に、当然に考慮しなくてはならない情

報が非財務情報には含まれていると言えそうである。

第4節

アジア各国のコーポレート・ガバナンス関連施策の変化

I 国際的な動き

こうしたステークホルダーの利益を踏まえた企業の行動や非財務情報の開示を求める投資家の動きに呼応する形で国際機関や国でも様々な施策が実施されている。

気候変動分野に限ったものとして、企業に取組みを情報開示させる気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures：TCFD）がある。G20の要請を受け、主要国地域の中央銀行、金融当局、国際機関等で構成される金融安定理事会（FSB）により、気候関連の情報開示及び金融機関の対応を検討するために設立された。TCFDは2017年6月に最終報告書が公表され、企業に対して気候変動が及ぼすリスクと機会について開示することを推奨した。具体的な要求項目は図表9-4に示した。ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標に分け、推奨される開示内容が示されている。

上述した2020年のダボス会議では、世界の企業経営者が自社の年次報告書の中で主要な計測方法を調整して、温室効果ガスの排出量、ダイバーシティ、従業員の健康などの非財務情報に関する開示をすることを支持した。投資家などが企業の持続可能なパフォーマンスを評価するにあたって、比較可能な非財務情報に関するレポートがないという現状に合わせた対応である。その後、2020年9月には、企業が開示すべき非財務情報を「ガバナンス」「地球環境」「従業員」「持続的成長」の4項目に分け、21個の指標を示した非財務情報開示のあり方について提言がまとめられた。

直近では、国際会計基準（International Financial Reporting Standards：IFRS）の策定に関わるIFRS財団が、2021年11月に国際サステナビリティ

図表9-4 TCFDの要求項目

要求項目	ガバナンス	戦略	リスク管理	指標と目標
項目の詳細	気候関連のリスク及び機会に係る組織のガバナンスを開示する	気候関連のリスク及び機会が組織のビジネス・戦略・財務計画への実際の及び潜在的な影響を、重要な場合は開示する	気候関連のリスクについて組織がどのように選別・管理・評価しているかについて開示する	気候関連のリスク及び機会を評価・管理する際に使用する指標と目標を、重要な場合は開示する
推奨される開示内容	a) 気候関連のリスク及び機会についての取締役会による監視体制の説明をする	a) 組織が選別した、短期・中期・長期の気候変動のリスク及び機会を説明する	a) 組織が気候関連のリスクを選別・評価するプロセスを説明する	a) 組織が、自らの戦略とリスク管理プロセスに即し、気候関連のリスク及び機会を評価する際に用いる指標を開示する
	b) 気候関連のリスク及び機会を評価・管理する上での経営者の役割を説明する	b) 気候関連のリスク及び機会が組織のビジネス・戦略・財務計画に及ぼす影響を説明する	b) 組織が気候関連のリスクを管理するプロセスを説明する	b) Scope1, Scope2及び該当するScope3のGHGについて開示する
		c) 2℃以下シナリオを含む様々な気候関連シナリオに基づく検討を踏まえ、組織の戦略のレジリエンスについて説明する	c) 組織が気候関連リスクを識別・評価・管理するプロセスが組織の総合的リスク管理においてどのように統合されるかについて説明する	c) 組織が気候関連リスク及び機会を管理するために用いる目標、及び目標に対する実績について説明する

【原典】気候関連財務情報開示タスクフォース「気候関連財務情報開示タスクフォースによる提言（最終版）」(2017)

(出所) 環境省「TCFDを活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド ver3.0～」(2021年3月)より大和総研作成

基準審議会（International Sustainability Standards Board：ISSB）の設立を公表した。ISSBは既存のサステナビリティ開示基準を統一しつつ、国際的に比較可能な情報を開示するための基準の提供を目指している。本稿執筆時点では2つの草案を公表しており、2023年前半にサステナビリティ開示基準の最終化を目指している。

II シンガポール、マレーシア、日本の動向

欧米をはじめとした各国の金融当局や証券取引所でも非財務情報の開示やステークホルダーの視点を取り込むための行動があり³、それはアジアでも見られ始めている。ここでは、東南アジアの中でも先進的な取り組みを行っていると言われるシンガポール、マレーシア、そして日本の施策について言及する⁴。これらの国々では証券取引所がコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）を作成して、程度は異なるものの上場企業に遵守を求めている。以下では、各国のCGコードの制定の背景に触れた後、現在、企業に求められるCGコードへの対応や非財務情報の開示などの内容を考察する。

3 米国では、SECが2022年3月に気候関連情報の開示を強化・標準化する規則案を公表した。原稿執筆時点では、成案に至っていないものの、規則案では企業に対して気候変動が戦略・ビジネスモデル・将来見通しに与える影響、気候関連リスクのガバナンスやリスク管理、財務指標への影響などの開示が求められる。欧州では、欧州委員会が2018年から非財務情報開示指令（Non-Financial Reporting Directive：NFRD）を施行し、従業員500名以上の上場企業、銀行、保険会社等を対象に環境問題、社会的問題、従業員の待遇、人権の尊重、腐敗防止及び贈収賄、取締役会の多様性に関する情報の公開を義務付けた。2021年4月にはNFRDを基として企業サステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive：CSRD）案を公表した。対象企業の拡大、開示情報の監査・保障の要求、開示事項の詳細化などが主な内容である。2022年11月に欧州議会とEU理事会で最終承認された。

4 Asian Corporate Governance Association（ACGA）が隔年で公表するアジア太平洋の12か国・地域のコーポレート・ガバナンスを調査して順位付けした“CG Watch 2020: Future Promise”では、上位5か国にシンガポール（2位）、マレーシア（同率5位）、日本（同率5位）が位置する。なお、1位はオーストラリア、2位は香港、4位は台湾（19頁）である。

(1) シンガポール

① CG コードの制定背景

シンガポールのコーポレート・ガバナンスが強化された大きなきっかけは、1997年から1998年に起きたアジア通貨危機とされる（中村、2021年、27頁）。アジア通貨危機のシンガポール経済への影響はアジアの他の国よりも比較的軽微であったものの、国内の企業などが変化と競争に備えていなければ、新しいグローバルな環境において生き残るための重要な機会を失うという意識が醸成され、アジア通貨危機の最中であっても改革の動きは中断されなかった（Monetary Authority of Singapore 1999、52頁）。

具体的には、1997年後半に中央銀行にあたるシンガポール通貨庁（Monetary Authority of Singapore：MAS）が金融セクターを発展させるために関連した政策を抜本的に見直したことから始まる。MASは1998年2月に投資家にとって友好的な規制環境の構築を含む一連の金融セクター改革を打ち出した。さらに、金融セクターに対する提言を行うために、銀行開示委員会（the Committee on Banking Disclosure：CBD）とコーポレートファイナンス委員会（the Corporate Finance Committee：CFC）、シンガポール証券取引所レビュー委員会（the SES Review Committee：SES）などの委員会が創設された。この中のCFCが企業に対する法規制のフレームワーク、開示・会計基準、コーポレート・ガバナンスを検討するため、企業法制・ガバナンスポリシー委員会（the Corporate Regulation and Governance Policy Committee：CRGP）を1999年12月に設置した。CRGPが設置されたのは、企業に対する規制とコーポレート・ガバナンスが経済をうまく機能させるための重要な分野と認識されたことに加え、シンガポールのコーポレート・ガバナンスの水準はアジアでは高いと認識されているものの、英国・米国・豪州よりも劣後しているという評価がなされていることから、国際的な開示基準やコーポレート・ガバナンスの水準を高めることにある（Hu 2001）。シンガポールでの初めてのCGコードの作成はCRGP傘下のコーポレート・ガバナンス委員会（the Corporate Governance Committee：CGC）で行われ、2001年に制定された。その後、CGコード（Code of Corporate of Governance）は2005年、2012年、2018年に改訂されている。

② CGコードと非財務情報

現状、上場企業はCGコードへの対応や非財務情報の開示を行う必要がある。2021年には、シンガポール取引所（Singapore Exchange：SGX）が気候変動に関する開示と取締役会でのダイバーシティの強化を義務付けており、非財務情報の開示とステークホルダーの視点を取り込む動きが活発化している。

CGコードはSGXの上場規程で対応が求められており、上場企業は年次報告書で自社のコーポレート・ガバナンスの状況を開示する。2018年改訂CGコードは、広く受け入れられている優れたコーポレート・ガバナンスである「原則」（principles）と、原則の遵守をサポートするように設定された「規定」（provisions）で構成される。上場企業はCGコードを「comply or explain」という、“遵守する、または遵守しないのであれば説明する”ことが求められる。企業は、「原則」と「規定」の両方を参照しながら、自社のコーポレート・ガバナンスについて、「原則」にいかにか適合しているかを説明することが要求される。企業は、「原則」を遵守しなければならず、「規定」を遵守することが期待されている。企業が、自社のコーポレート・ガバナンスが当該「原則」の目的および理念との整合性を説明する限りにおいて、「規定」の内容との相違は容認される。

2018年改訂CGコードは「Introduction」に加えて、「原則」が13、「規定」が51で構成される。「Introduction」では、長期的な株主価値を高めること、その他の利害関係者の利益を考慮することが期待されている。CGコードの概要は図表9-5の通りである。

2021年8月には、SGXで取締役会の多様性に関わるコンサルテーションペーパーが公表され、意見募集が実施された。この結果、2022年から年次報告書で性別、スキルと経験、および多様性などに対処する取締役会の多様性ポリシーを設定しなければならない。また、取締役会の多様性に関する方針と、多様性の目標、計画、タイムライン、進捗状況などの詳細を年次報告書に記載する必要がある。

シンガポールではCGコードに加えて、2011年からサステナビリティ報告書の公表が任意で推奨されてきた。2016年には、SGXの上場規則において

図表 9 - 5 シンガポールの CG コードの概要

- 取締役に関する事項
 - ・独立取締役の選任（取締役会議長が独立取締役ではない場合、独立取締役が取締役会の過半数を占める）
 - ・スキル・知識・ジェンダー・年齢などの多様性を適切に組み合わせた取締役会の構成
 - ・取締役会の多様性方針と目標を含む取締役会の多様性方針の実施に向けた進捗状況を年次報告書で開示
 - ・指名委員会の役割・構成
 - ・取締役会の実効性評価
- 取締役会と主要なマネジメントの報酬に関する事項
 - ・報酬委員会の役割・構成
- 説明責任と監査
 - ・内部統制、リスク管理
- 株主の権利と責任
 - ・株主総会、IR
- 株主とのエンゲージメント

（出所） Monetary Authority of Singapore, & Singapore Exchange. (2018), “Code of Corporate Governance” (6 August 2018) より大和総研作成

サステナビリティ報告書の「comply or explain」ベースでの開示が義務化された。SGX は、財務報告と非財務情報を組み合わせることで、上場企業の財務見通しと経営の質をより適切に評価でき、ビジネスがどのように行われているか、および現在のビジネスが将来にわたって持続可能かどうかという判断が補完されるとしている（Singapore Exchange “Mainboard Rules Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide”）。SGX は「シンガポール市場では、サステナビリティ報告が企業の市場価値と正の関係にあることを示唆する実証結果がある」（Singapore Exchange “Sustainability Knowledge Hub”）としており⁵、実証結果もサステナビリティ報告書の義務化につながっていると推測される。

5 例えば、Lawrence Loh, Thomas, T. & Wang, Y. (2017), “Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from Singapore-listed Companies,” Sustainability 2017, 9 (11), がある。

2021年には、上場企業に対してサステナビリティ報告書の中でTCFDに基づいた気候変動関連開示を義務付けることも決まった。2022年から開始される会計年度では、全ての上場企業が「comply or explain」ベースで開示する必要があり、2023年から開始される会計年度では金融、農業・食品・林業、エネルギーで気候変動関連の開示が義務化される。2024年から開始される会計年度は資材・建築、運輸で開示が義務化される。2023年と2024年にそれぞれ挙げた以外の業種は、「comply or explain」ベースでの開示が引き続き必要になる。

サステナビリティ報告書での報告内容は図表9-6の通りである。

図表9-6 シンガポールのサステナビリティ報告書の概要

- | |
|--|
| <p>(a) 重要な ESG 要因
重要な ESG 要因を特定し、ビジネス、戦略、財務計画、ビジネスモデル、および主要な利害関係者への関連性または影響を考慮して、選択の理由とプロセスの両方を説明</p> <p>(b) 気候関連の開示
TCFD の提言に沿って、気候リスクと機会に関連する開示</p> <p>(c) ポリシー、慣行、およびパフォーマンス
特定された重要な ESG 要因に関連するポリシー、慣行、およびパフォーマンスを示し、説明と定量的な情報を示す。パフォーマンスは、以前に開示された目標に照らして説明</p> <p>(d) ターゲット
特定された重要な ESG 要因に関連した目標を設定。目標は短期、中期、および長期の期間について検討する必要があり、経営戦略および財務報告に使用される目標と一致しない場合は、不一致の理由を開示</p> <p>(e) サステナビリティ報告の枠組み
サステナビリティ報告の枠組みを業界およびビジネスモデルに沿って選択（気候関連はTCFDに基づいて報告）し、その理由を説明</p> <p>(f) 理事会の声明
重要な ESG 要因を特定・管理・監視に関する取締役会の声明を開示。サステナビリティを巡る課題に対するガバナンスにおける取締役会と経営陣の役割を説明</p> |
|--|

(出所) Singapore Exchange. “Mainboard Rules Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide”. より大和総研作成

また、サステナビリティ報告書とは別に上場企業に対して Core ESG Metrics という27の ESG 指標のリスト作成も推奨されている。温室効果ガスの排出、エネルギー消費量、水消費量、ジェンダー、雇用などが指標に含まれる。上場企業が共通で標準化された形で情報を提供でき、投資家も整備された情報へアクセスすることが可能になる。

(2) マレーシア

① CG コードの制定背景

マレーシアでCGコード（Malaysian Code on Corporate Governance）が初めて制定されたのはシンガポールよりも早い2000年であり、アジア通貨危機が大きな契機となった。

シンガポールに比べて、マレーシアはアジア通貨危機による経済への影響が非常に大きかった。本国通貨の投機的な売りと資本流出によって、通貨が大きく減価し、株価も短期間で大きく下落した。マレーシア当局は、本国通貨と米ドルのペッグ、居住者と非居住者による国外へのリング資金の送金に対する制限、非居住者保有のリング建て証券の売却代金および満期償還金を1年間リング建て預金で保有（外貨への転換禁止）、海外の銀行などに対する居住者による信用供与禁止などの厳しい規制を実施した。一連の規制によって、本国通貨は安定し、経済は回復過程に入った。

しかし、マレーシア市場に対する投資家の信頼は大きく棄損した。上述の資本規制に加えて、アジア通貨危機で急速に経営が悪化したレノングループの政府による救済も要因とされる。国内最大のコングロマリットであるレノングループはアジア通貨危機で巨額の債務を抱えて経営が悪化した際に、破綻を回避するために政府が同社の子会社である UEM（United Engineers Malaysia）による救済買収を支援した。親会社が子会社に救済されたことや、買収に当たっての情報開示、株主承認などの手続きが行われなかったことで投資家によるレノングループへの不信をもたらした。UEM の株価は大幅に下落し、一般株主は大きな損失を被った（金京2010、69頁、Kamarudin & Wan Ismail 2018、27頁）。

こうしたことを背景にコーポレート・ガバナンス改革に向けた機運が高

まった。1998年に財務省によって the High Level Finance Committee on Corporate Governance が設置された。アジア通貨危機で露呈したコーポレート・ガバナンスの脆弱性を特定し、詳細な調査を実施した。他方で、マレーシアの証券取引所であるブルサマレーシアなどは公開企業のコーポレート・ガバナンスを調査し、マレーシアでのコーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを推奨した。その結果はレポートとしてまとめられ、2000年に制定されたCGコード（MALAYSIAN CODE ON CORPORATE GOVERNANCE）につながった。その後、2007年、2012年、2017年、2021年にコードが改訂されている。

② CGコードと非財務情報

シンガポールと同様に、直近ではCGコードへの対応や非財務情報の開示が強化されている。

CGコードはブルサマレーシアの上場規程で対応が求められており、上場企業は自社のコーポレート・ガバナンスの状況を年次報告書などで開示する。2021年改訂CGコードでは重要な原則（Principles）として(a)取締役会のリーダーシップと効率性、(b)効率的な監査とリスクマネジメント、(c)誠実な報告とステークホルダーとの意義のある関係、が挙げられている。これらを土台にして、会社に達成を期待する内容を示した「意図した成果」(Intended Outcome)、「意図した成果」を達成するための行動・手続きなどを示した「慣行」(Practices)、「意図した成果」を達成するために慣行を適用する際に企業の役に立つ「ガイダンス」(Guidance)でCGコードは構成される。自社の事業活動、規模、ビジネスの複雑さなどを考慮に入れて、「慣行」を「apply or explain alternative」する、すなわち適応するかまたは代替案を説明することが求められる。マレーシアでは2012年改訂CGコードまではシンガポールと同様に「comply or explain」が採用されていたが、2017年改訂CGコードから「apply or explain alternative」に変更された。「apply」は、単にルールを遵守するというのではなく、実質的に好ましいコーポレート・ガバナンスに適応するという意味があるとされる。チェックボックスのようにCGコードの形式的な遵守ではなく、企業の考え方や文化を変えるような取り組みが求められるのが「apply」とされる。「慣行」を実

施できなければ、取締役会は「意図した成果」に合うように適切な代替策を採用しなければならない。CG コードの対象は全上場企業であるが、「慣行」の中には対象を大企業に限定したものがある。大企業とは FTSE Bursa Malaysia Top 100 Index の構成銘柄と20億リング以上の時価総額のある銘柄である。

2021年改訂 CG コードは「意図した成果」が13、「慣行」が48、「ガイダンス」が44で構成される。改訂内容は独立取締役の在職期間、取締役会議長の監査・指名・報酬委員会の兼任不可などに加え、サステナビリティを巡る課題への対応、取締役会における女性の割合に関する事項など多岐にわたる。図表9-7では2021年のCGコードの全体の概要を示している。

非財務情報については、2015年に上場規定が改められ、年次報告書で経済、環境、社会に関するリスクと機会の管理方法を示すことになった。企業に対して社会的責任を求める考え方から、企業の持続可能性の強化へと視点を移したものであり、経営戦略の中に持続可能性を組み込むことで、リスクを適切に管理すると同時に機会を活用して、利害関係者の期待に応えることが目的とされる。競争力を高め、企業が長期的に成長していくことが期待されている。

シンガポールは全ての上場企業に対して「comply or explain」を求めているが、マレーシアでは大企業を中心とした Main Market と新興企業向けの ACE Market で課される項目が異なり、それぞれの項目について自社の対応を説明させる形式である。Main Market で年次報告書に開示が義務付けられた内容は、「経済、環境、社会に関するリスクと機会」(sustainability matters) を管理するためのガバナンス構造、年次報告書の対象範囲、重要な sustainability matters の特定とその理由、sustainability matters への対応方法である。ACE Market では、sustainability matters を年次報告書で開示をすべきとされる。

2022年9月には、ブルサマレーシアで非財務情報の開示が強化された。投資家を含めたステークホルダーによるサステナビリティ情報に対する需要の強さや、開示の質に関する改善を意識したものである。上場企業に新たに求められるのは次の図表9-8の通りである。

図表 9-7 マレーシアのCGコードの概要

- 取締役会の責任
 - ・企業の行動規範や戦略的目的の設定
 - ・取締役会議長の人選・役割
 - ・サステナビリティ戦略・目的の設定などの管理に責任を持つ
 - ・サステナビリティ戦略、優先事項、目標、およびそれらの目標に対する実績が、社内外の利害関係者に確実に伝達される
 - ・気候関連のリスクと機会を含めたサステナビリティを巡る課題を把握し、適切に対処
 - ・取締役会と上級管理職の業績評価に、持続可能性のリスクと機会の管理を含める
- 取締役会の構成
 - ・独立取締役の導入
 - ・独立取締役の任用期間の設定
 - ・取締役会・経営層の選任
 - ・取締役会における女性取締役の割合を少なくとも30%
 - ・取締役会の実効性評価
- 取締役の報酬
 - ・取締役会による報酬指針と手続きの決定
 - ・報酬委員会の設置
 - ・取締役個人への報酬の開示
- 監査委員会
 - ・監査委員会の議長の人選
 - ・監査委員会の方針・手続きの内容
- 効率的な監査とリスクマネジメント
 - ・リスクマネジメントと内部監査フレームワークの設定
- 株主とのエンゲージメント
 - ・株主と効率的で定期的なコミュニケーション
- 株主総会の実施
 - ・株主総会の開催告知
 - ・全取締役の株主総会の参加
 - ・バーチャル株主総会の実施

(出所) Securities Commission Malaysia. (2021), “Malaysian Code on Corporate Governance,” より大和総研作成

図表 9-8 マレーシアで新たに求められる非財務情報の開示内容

- (a) 全てのセクターに対して腐敗防止、社会、多様性、エネルギーマネジメント、健康と安全、労働慣行と標準、サプライチェーンマネジメント、データプライバシーとセキュリティ、水という9項目の関連するデータ
- (b) TCFD に基づいた気候変動関連情報の開示
- (c) 定量的な情報の開示を強化するために、少なくとも3会計期間のデータ、目標、サマリーの開示

(出所) Bursa Malaysia. (2022), “Amendments to Bursa Malaysia Securities Berhad Main Market Listing Requirements in relation to Enhanced Sustainability Reporting Framework (“Enhanced Sustainability Disclosures”)”,. より大和総研作成

(3) 日本

① CG コードの制定背景

日本のCGコードの制定は2015年であり、シンガポールやマレーシアよりもだいぶ遅かった。2012年末に成立した第二次安倍内閣が、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」を3本の矢とするアベノミクスを実施し、コーポレート・ガバナンスの強化は第3の矢である成長戦略の中心に位置づけられた。

安倍政権発足から半年後の2013年6月に公表された「日本再興戦略－JAPAN is BACK－」で、「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」(12頁)とされた。コーポレート・ガバナンスを見直す背景は「株主等が企業経営者の前向きな取組を積極的に後押しするようコーポレートガバナンスを見直し、日本企業を国際競争に勝てる体質に変革する」(3頁)ことにある。「『日本再興戦略』改訂2014」において、「東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する」(31頁)との施策が盛り込まれ、2015年のCGコード制定に至った。その後、安倍政権の成長戦略ではコーポレート・ガバナンスの強化が欠かさず触れられていた。

安倍内閣退陣後の菅内閣の成長戦略である「成長戦略実行計画」でも16章のうちの一つの章がコーポレート・ガバナンス改革であった。さらに、その後の岸田内閣の経済政策である「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」ではコーポレート・ガバナンスの文字は見受けられないが、株主との意思疎通の強化のための人的資本などの非財務情報の見える化や、人権、気候変動、ダイバーシティなどの社会面・環境面での責任を企業が果たすことなどが触れている。2022年9月にニューヨーク証券取引所で行われた岸田総理のスピーチでは、大切な政策としてコーポレート・ガバナンス改革が取り上げられた。これを受けて、2022年9月に金融庁において「ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム」が設置された。海外投資家を含めたステークホルダーから意見を聞き、さらなる改革を推し進めるとしている。

第二次安倍内閣以降、コーポレート・ガバナンスは経済政策の一翼を担う存在である。2015年に初めて制定されたCGコードは2018年、2021年と3年に1度改訂されており、改訂されるたびに上場企業に求められるガバナンスの水準は上がっている。

② CGコードとサステナビリティ情報

シンガポールやマレーシアと同様に、直近では非財務情報開示を含めた施策の改訂が行われた。

CGコードは東京証券取引所（以下、東証）の上場規程で対応が求められており、コーポレート・ガバナンス報告書で状況を開示すべきとされている。「基本原則」「原則」「補充原則」で構成されており、新興企業向けの市場であるグロース市場は「基本原則」のみ、プライム市場とスタンダード市場は「基本原則」「原則」「補充原則」の全てをコーポレート・ガバナンス報告書で「comply or explain」で示さなければならない。「原則」「補充原則」の中にはプライム市場のみに対応が求められる項目もある。市場ごとなどで対応する内容が異なるのはマレーシアと似ている一方で「comply or explain」という方式はシンガポールと同じである。

2021年の改訂後のCGコードは、「基本原則」が5、「原則」が31、「補充原則」が47で構成されている。改訂内容は独立社外取締役の拡充、株主との

図表9-9 日本のCGコードの概要

- 株主の権利・平等性の確保
 - ・株主が権利を適切に行使できる環境整備
 - ・政策保有株式に関する方針の開示
- 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
 - ・サステナビリティを巡る課題について対応
 - ・女性・外国人・中途採用者の管理職への登用、中核人材の登用、人材育成方針・社内整備方針を実施状況も含めて開示
- 適切な情報開示と透明性の確保
 - ・経営戦略・経営計画などの開示
 - ・サステナビリティに関する取組みを開示、TCFDに基づいた開示
- 取締役会等の責務
 - ・取締役会が経営理念や戦略的方向付けを行う
 - ・取締役会は経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行う
 - ・取締役会はサステナビリティに関する取り組みについて基本的な方針を策定
 - ・取締役会はジェンダー、国際性、職歴、年齢などを勘案して構成
 - ・独立社外取締役の増員
- 株主との対話

(出所) 東京証券取引所「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～」(2021年6月11日)より大和総研作成

対話、株主総会などに加えて、取締役会や管理職・中核人材での多様性、気候変動を含むサステナビリティを巡る課題への対応などである。図表9-9では2021年のCGコードの全体の概要を示している。

CGコードに加えて、2022年6月に公表された「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－」では有価証券報告書での気候変動、人的資本・多様性を含むサステナビリティ情報の拡充が示された。これを受けて、2022年11月に金融庁から「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案が公表された。新たに求められたのは、有価証券報告書でのサステナビリティに関する情報の記載欄の新設、人材の多様性の確保を含む人材の育成に関する方針

などの人的資本に関する情報の記載、女性管理職比率・男女間賃金格差などの多様性に関する情報の記載である。開示拡充は2023年3月31日以後終了する事業年度に係る有価証券報告書から適用される予定である。

第5節

まとめ

ステークホルダー資本主義の考え方に基づいて、コーポレート・ガバナンスでステークホルダーを重視する動きは、その実施の程度には様々な違いがあるものの、当面は大きなトレンドであり続けることは疑いの余地はなさそうである。企業が中心となる経済団体からは、自らステークホルダーを重視していくべきという提言があった。研究者からもステークホルダーを考慮したコーポレート・ガバナンスを考えていくことに加え、資本主義を再構築していくべきという意見があった。投資家も企業の継続的な発展のためには、ステークホルダーに価値を創造しなければならないとしており、同時に、サステナビリティに関する情報開示を求めている。国際的な動きも活発で、非財務情報の比較可能な開示基準も今後成案になることが見込まれる。シンガポール、マレーシア、日本のいずれにおいても非財務情報の開示やステークホルダーへの対応やその視点を取り込む動きが見られている。

ただ、共通する部分がある一方で、異なる部分もあった。CGコードや非財務情報の開示対応については、3か国の上場企業は共通して行う必要があるものの、方法に違いがあった。シンガポールと日本では「comply or explain」が採られ、マレーシアではCGコードが「apply or explain alternative」、非財務情報を説明する形が採られている。シンガポールと日本でも異なり、シンガポールではCGコードは「原則」は遵守が求められ、「規定」は遵守できない場合は説明することになるが、日本は「基本原則」「原則」「補充原則」ともに遵守できない場合は説明することになる。

内容では、サステナビリティを巡る課題に対応するガバナンス、経営戦略の中でのサステナビリティを巡る課題への対応、目標の設定、TCFDに沿った開示など共通する部分が見られた。一方で、取締役会の女性比率を少

なくとも30%にするというマレーシアのCGコードはシンガポールや日本と比べてドラスティックな部分もある。また、非財務情報に関する定量的なデータの開示の実施はシンガポールとマレーシアで共通するものの、シンガポールは推奨ベースであるが、マレーシアは開示が求められるという点で異なる。このように、上場企業にとってマレーシアはCGコードへの対応や非財務情報の開示などの要請度合いが強い一方で、シンガポールと日本は裁量が比較的大きいように見える。

上述した状況を俯瞰すると、現状は開示内容の増加やステークホルダーへの対応など、これまであまり行われてこなかったことへの対応という面が強いように思われる。いわば、企業は株主のために利益を追求するという方向に振り切っていた針を、格差や環境問題などを発端として、それらの解決に向けてステークホルダーの利益を追求する方向に戻している状況にある。今後はその針をどこまで戻すのかということに興味や関心が移るだろう。つまり、企業にどこまで情報を開示させるのか、ステークホルダーへの対応をどこまで行うのかということが焦点になる。その際に考慮すべき重要な点は、利用者である投資家がどのような情報を求めており、どのように情報を使うのかという視点である。およそサステナビリティに関係しそうな全てのことを開示させるなどの闇雲な対応は、企業に無用な負担を強いるだけになる。企業、投資家、その他のステークホルダーにとって適切な状況を模索する動きが出てくることを期待したい。

<参考文献>

- ・井口讓二（2022）「ESG投資の潮流と『望ましい人的資本の開示』」非財務情報可視化研究会（第2回）資料4（2022年3月7日）
- ・小野沢純（2001）「転機に立つマレーシアのUMNO系プミプトラ企業群」『国際貿易と投資』Autumn 2001/No.45、20-23頁
- ・環境省（2021）「TCFDを活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド ver3.0～」(2021年3月)
- ・金融庁（2022）「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

4年6月13日)

- ・金京拓司 (2010)「東アジアのコーポレート・ガバナンス改革－タイ、韓国、マレーシアの事例を中心に－」『神戸大学経済学研究年報』第56号、59-76頁
- ・経済産業省「第1回 サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会 (SX 研究会) 資料5 事務局説明資料」(2021年5月31日)
- ・国際連合 (2021)「責任投資原則」
- ・柴田努 (2022)「株主第一主義の転換と企業支配構造」『比較経営研究ポスト株主資本主義の経営－ポスト株主資本主義とポストコロナの経営 (学)の探究－』第46号、3-23頁
- ・首相官邸 (2013)「日本再興戦略-JAPAN is BACK-」(2013年6月14日)
- ・首相官邸 (2014)「『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－」(2014年6月24日)
- ・首相官邸 (2021)「成長戦略実行計画」(2021年6月18日)
- ・首相官邸 (2022)「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」(2022年6月7日)
- ・世界経済フォーラム (2020)「ステークホルダー資本主義：持続可能で団結力ある世界を築くための宣言」(2020年1月14日)
- ・東京証券取引所「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～」(2021年6月11日)
- ・ブランコ・ミラノヴィッチ (2017)『大不平等エレファントカーブが予測する未来』(訳者：立木勝) みすず書房
- ・内閣官房 (2021)「新しい資本主義実現会議 (第1回) 資料4 新しい資本主義 (ステークホルダー論) を巡る識者の議論の整理」(2021年10月26日)
- ・中村みゆき (2021)「シンガポール国家持株会社 Temasek 社におけるコーポレート・ガバナンス－公企業 (SOEs) の所有とガバナンスの関係を探る」『創価経営論集』第45巻第1号、23-47頁
- ・日本経済団体連合会 (2020)「。新成長戦略」(2020年11月17日)
- ・日本証券業協会 (2022)「ステークホルダー資本主義－企業の付加価値の

- 分配と新しい資本主義－」（2022年4月）
- ・ 林順一（2021）「英国・米国における『会社の目的』に関する最近の議論とわが国への示唆－株主のための会社か、ステークホルダーのための会社か－」『日本経営倫理学会誌』第28号、51-64頁
 - ・ ラリー・フィンク（2018）「LETTER TO CEO 2018：A Sense of Purpose」
 - ・ ラリー・フィンク（2022）「2022 letter to CEOs：資本主義の力」
 - ・ レベッカ・ヘンダーソン（2020）『資本主義の再構築公正で持続可能な世界をどう実現するか』（訳者：高遠 裕子）日本経済新聞出版
 - ・ Asian Corporate Governance Association. (2021), “CG Watch 2020: Future Promise.”.
 - ・ Business Roundtable. (2019), “Statement on the Purpose of a Corporation.”.
 - ・ Bursa Malaysia. (2022), “REVIEW OF THE SUSTAINABILITY REPORTING REQUIREMENTS UNDER THE MAIN MARKET AND ACE MARKET LISTING REQUIREMENTS,” CONSULTATION PAPER NO. 1/2022.
 - ・ Bursa Malaysia. (2022), “Amendments to Bursa Malaysia Securities Berhad Main Market Listing Requirements in relation to Enhanced Sustainability Reporting Framework (“Enhanced Sustainability Disclosures”),”.
 - ・ Parker, Ceri. (2020) 「世界経済フォーラム50年の軌跡とこれから：年次総会のハイライト、そしてその先へ」（2020年1月21日）
 - ・ Lakner, Christoph, and Milanovic, B. (2013), “Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession,” World Bank Policy Research Working Paper No. 6719
 - ・ Council of Institutional Investors. (2019), “Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose.”.
 - ・ Friedman, Milton. (1970), “A Friedman doctrine-- The Social Respon-

- bility Of Business Is to Increase Its Profits,” The New York Times, Sept. 13, 1970.
- GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. (2021), “GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020”.
 - Kamarudin, Khairul Anuar, and Wan Ismail, W.A. (2018), “The history of corporate governance and control in Malaysia,” ACCOUNTING BULLETIN Faculty of Accountancy UiTM Kedah 2018. Faculty of Accountancy, UiTM Kedah, pp. 26-28.
 - Mishel, Lawrence, and Kandra, J. (2021) “CEO pay has skyrocketed 1,322% since 1978-CEOs were paid 351 times as much as a typical worker in 2020,”.
 - Loh, Lawrence, Thomas, T, and Wang, Y. (2017), “Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from Singapore-listed Companies,” Sustainability 2017, 9 (11).
 - Monetary Authority of Singapore. (1999), “Annual Report 1998/99,”.
 - Monetary Authority of Singapore, & Singapore Exchange. (2018), “Code of Corporate Governance” (6 August 2018).
 - Hu, Richard. (2001), “Opening Address by Minister For Finance, Singapore, Dr Richard Hu at the Third Asian Roundtable On Corporate Governance,”.
 - Securities Commission Malaysia. (2021), “Malaysian Code on Corporate Governance,”.
 - Singapore Exchange. “Mainboard Rules Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide,”.
 - Singapore Exchange. “Sustainability Knowledge Hub,”.
 - Swiss Re Institute. (2021), “The economics of climate change: no action not an option (April 2021),”.
 - Tirole, Jean. (2001), “Corporate Governance,” Econometrica, 69, 1 (2001) :pp.1-35.
 - United Nations. (2020), “WORLD SOCIAL REPORT 2020 INEQUALI-

TY IN A RAPIDLY CHANGING WORLD,”.

- United Nations. (2022), “Signatory Update April to June 2022,”.
- Mak, Yuen Teen, and Chng, C.K. (2000), “Corporate Governance Practices and Disclosures in Singapore,” OECD/World Bank 2nd Asian Roundtable on Corporate Governance, Conference paper.