

ESG・SDGsとクラウドファンディング

〜コーポレートガバナンスを中心に〜

松尾 順介

はじめに

近年、ESGあるいはSDGsという用語が普及し、これに関連する取組も急速に広まっている。今やこれらの取組は、上場会社においては、一種のデフォルトとなっている感がある。これは、企業が社会的責任を果たして活動するという点で基本的に望ましいと言える。しかし、その反面では、ESG・SDGsを標榜すれば、その企業行動が正当化され、その内容が十分に吟味されているのか疑わしいものも含まれているように思われる。特に、最近ブームのように謳われている、ESG投資案件の中には、かつての証券会社の「シナリオ営業」を連想させる面もあるように思われる。

したがって、ESG・SDGsについて考える際には、観念的な理想論ではなく、その取組や内容を企業経営の立場から具体的かつ現実的に考察する必要がある。その際の基本的な問題関心は、以下のように整理できる。⁽¹⁾

第一に、ESG・SDGsは、企業経営の規範となりうるのかという点である。企業を「契約の束」と捉えたとき、ESG・SDGsもこれらの「束」に含まれるものでなければならぬ。しかしながら、ESG・SDGsとされる項目は、企業行動規範というには曖昧であり、ナイーブ過ぎるのではないか、という点である。

第二に、ESG・SDGsの取組は、企業経営にどのようなメリットをもたらすのかという点である。つまり、これらの取組には、どのようなインセンティブが企業に付与され、その取組が担保されるのかという点である。さらに言えば、ESG・SDGsの取組が企業経営の合理性を無視して進められるべきではないだろう。⁽²⁾

第三に、投資家や株主にとって、投資対象企業のESG・SDGsへの取組は、その投資リターンを向上させるものでなければならぬという点である。

なお、ESG・SDGsに関しては、上場会社を念頭においた議論が多く、非上場会社についてはやや等閑視されていたように見受けられるが、今後は非上場会社も議論の対象とすべきであろう。⁽³⁾

他方、すでに本誌で取り上げてきたように、世界的にクラウドファンディングの拡大傾向が見られる。クラウドファンディングには、寄付型、購入型、貸付型、投資型など、いくつかのタイプが存在するが、企業がESG・SDGsの取組を促進する際に、クラウドファンディングが様々な側面で寄与しているものと思われる。例えば、ESG・SDGsのうち、Eについては、風力、太陽光、小水力などの再生可能エネルギーファンド、Sについては、被災地支援、貧困削減、マイクロファイナンス、地域活性化プロジェクト、医療支援によるソーシャル・インパクトを目的とするファンドが挙げられる。⁽⁴⁾

そこで、本稿では、企業のESG・SDGsの取組とクラウドファンディングとの関係について、特に株式投資型クラウドファンディングとGとの関係を中心に考察する。

1 ESG・SDGsとは

近年、ESG・SDGsが普及している。

まず、ESGについては、その普及を促したきっかけは、二〇〇六年に国連責任投資原則：Principles for Responsible Investment (PRI)が導入され、これが一種のグローバル・スタンダードとされたことによるといわれる(図表1参照)。

なお、二〇一九年六月末時点で、二四五〇機関が署名しており、国・地域別では、米国四七五、英国・アイルランド四〇五、フランス二二三、オーストラリア・ニュージーランド一七二、カナダ一三〇、ベネルクス一七六、北欧二二六、南欧一一六、ドイツ・オーストリア・スイス二〇〇、アフリカ八〇、南米二二、日本七七、中国二八である⁽⁵⁾。また、二〇〇六年以降の署名機関数の増加は、図表2の通りである。

また、同原則が国内的に注目される契機となったのが、二〇一五年九月、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)による同原則への署名であるとされる⁽⁶⁾。GPIFがESG投資の取組を強化する背景的要因として、以下が挙げられる⁽⁷⁾。

① GPIFは、資本市場全体に幅広く分散投資するユニバーサル・オーナーであると同時に、世代をまたぐ投資家でもある。

② GPIFが長期的かつ安定的に収益を得るためには、資本市場全体が持続的かつ安定的に成長する必要がある。

③ そのためには、環境問題や社会問題による資本市場への負の影響を削減する必要がある。

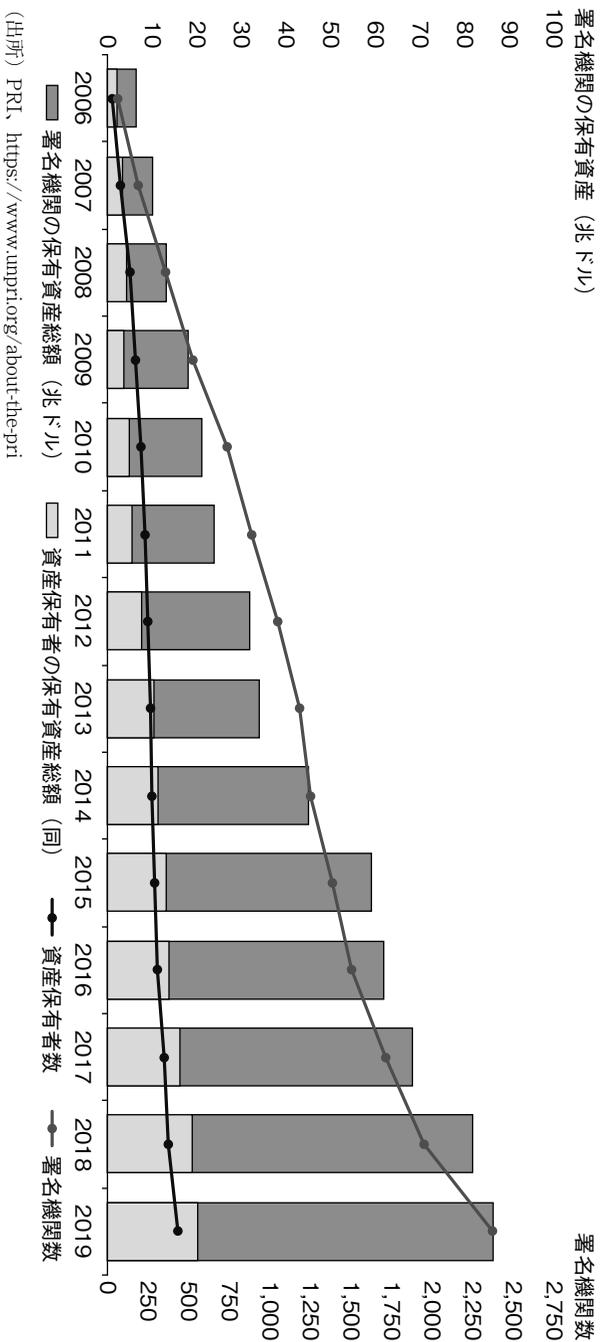
また、GPIFは、直接株式を保有せず、外部の運用会社に委託しているため、

図表1 PRI原則

- 1 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG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問題を組入れます。
- 3 私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての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) 国連PRI、<https://www.unpri.org/download?ac=6300>。

図表2 署名機関数の増加



委託先の金融機関に対して、ESGを考慮した投資を行うよう要請している。特に、二〇一五年三月、投資原則を下記のように定めている（二〇一七年一〇月、一部変更）。

さらに、GPIFは、ESG指数を採用し、これらの指数に連動したパッシブ運用を行うとともに、指数会社にその採用基準の公開を求めている。それは、採用基準を公開することで個別企業の情報公開を促す効果がある

との趣旨である。⁽⁸⁾なお、GPIFの採用するESG指数は、図表4の通りである。

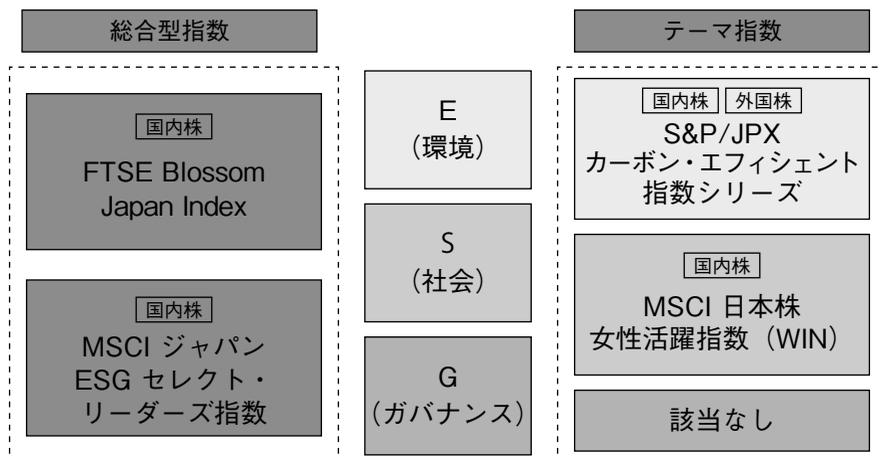
ただし、GPIFの採用指数について、G（ガバナンス）に対応する指数は、「該当なし」となっている。このことはガバナンスの状態を指数化することが容易ではないことを示唆しているように思われる。確かに、ガバナンスをめぐる論点は、多種多様であり、今年の株主公開議案からもそのことがうかが

図表3 GPIFの投資原則

- (1) 年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする。
- (2) 資産、地域、時間等を分散して投資することを基本とし、短期的には市場価格の変動等はあるものの、長い投資期間を活かして、より安定的に、より効率的に収益を獲得し、併せて、年金給付に必要な流動性を確保する。
- (3) 基本ポートフォリオを策定し、資産全体、各資産クラス、各運用受託機関等のそれぞれの段階でリスク管理を行うとともに、パッシブ運用とアクティブ運用を併用し、資産クラスごとにベンチマーク収益率（市場平均収益率）を確保しつつ、収益を生み出す投資機会の発掘に努める。
- (4) スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取り組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

(出所) GPIF「投資原則」、https://www.gpif.go.jp/about/philosophy/pdf/philosophy_03.pdf

図表4 GPIF採用ESG指数一覧



(出所) GPIF「採用ESG指数一覧」<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#c>

える。そこで、次節では、今年の株主総会議案のうち、ガバナンス関連で注目される議案を見てみよう。

2 最近のガバナンス関連議案

今年の株主総会では、株主提案を受けた企業が五四社と過去最多となった。⁽⁹⁾このことは、投資ファンドなどの機関投資家の経営陣への厳しい姿勢を示すものとされる。⁽¹⁰⁾また、今年の株主総会では、自社株買いなどの株主還元やガバナンス関連が目立ったと報じられているが、ガバナンスに関係するものとして、以下が挙げられる。⁽¹¹⁾

① 社外役員…社外取締役などの社外役員の選任について、グループ中核企業、取引金融機関、大株主企業からの派遣に反対票を投じられる事例が相次ぎ、棄権・無効を含めて反対票を集計すると、三〇%を上回る事例もあったことが報じられている。⁽¹²⁾例えば、フィデリティ投信の「議決権行使ガイドライン」では、「会社と社外取締役あるいは社外監査役候補との関係を精査し、当該候補者の独立性が不十分の場合、反対票を投ずる」としている。⁽¹³⁾また、ブラックロックは、社外取締役選任について、「指名委員会等設置会社において、株主構成が分散している場合には、独立と認められる社外取締役が取締役全体の過半を占めることが望ましい。独立社外取締役の数が取締役総数の半数に満たなければ、社外取締役のうち独立と認められない者の選任に反対する」⁽¹⁴⁾などとしている。

② 社長交代…日本経済新聞社の調査（対象は上場企業と非上場企業の大手）によると、二〇一九年一月～六月の主要企業の社長（頭取を含む）交代は、前年から七〇社増加し、七一〇社となったと報じている。⁽¹⁵⁾ただし、交代した社長の平均年齢は、五・九八歳であり、前年の五・六二歳とほぼ変わらなかったようであるが、ここで興味深いのは、年齢別構成では、五〇歳代が四六・〇六%と前年比四・八八ポイント低下した半面、六

○歳代と四○歳代がそれぞれ三九・〇一%、一〇・八五%と増加しており、その要因として社長交代の背景として、業績安定・既定路線維持と事業変革・若返り志向との二極化があると指摘している。⁽¹⁶⁾

- ③ 個別開示・役員報酬についても、有価証券報告書における役員報酬虚偽記載の容疑による、日産のゴーン社長逮捕をきっかけに経営監視の目が厳しくなったことが報じられている。さらに、金融庁は、「企業内容等の開示に関する内閣府令」を改正（二〇一九年一月三十一日付）し、建設的な対話の促進に向けた情報提供の一つとして、「役員の報酬について、報酬プログラムの説明（業績連動報酬に関する情報や役職ごとの方針等）、プログラムに基づく報酬実績等の記載」を求めるとした。ただし、開示対象は、提出会社の役員としての報酬等（「連結報酬」）の総額が一億円以上である者に限ることができるとされている。⁽¹⁷⁾ その結果、開示該当者は五五七名（二七三社）であり、役員報酬の基準や算定式を公表する企業も現れ、さらに報酬決定までのプロセスを収集通知に記載した企業の割合は、日経二二五銘柄の六一%（前年五一%）であったことが報じられている。⁽¹⁸⁾

- ④ クローバック (clawback)：回収、返還) 条項：この条項で注目されたのは、武田製薬の株主総会において、同条項の株主提案が五二%の賛成を集めたことであろう。ただし、同社の当該議案は、定款変更を要する案件であり、特別決議が必要であったため否決された。一般的に、クローバック条項は、何らかの経営判断ミスを理由とした損失発生、業績の下方修正、あるいは経営陣による不正行為の発覚などが生じた場合、当該経営陣に対して在任中の報酬の返還ないし減額を求める条項とされ、すでに日本企業でも導入事例があり、米国では、金融関係を中心に導入例が相次ぎ、二〇一七年時点では製造業の九一%が導入しているとされ、英国のコーポレート・ガバナンス・コードにも採用されている。⁽²⁰⁾ なお、同社の議案は、「業績連動型報酬において報酬額算

定の基礎となる業績指標等の数値が誤っていた場合または長期インセンティブプラン（株式報酬）において、株価が誤った情報を反映して不当に高くなつたために報酬額もそれに比例して高くなつた場合（例えば、過去の過大投資の減損損失が出たり、過年度決算の修正が起きたりした場合等）には、正しい指標等に基づいて報酬額を算定し直し、差額の報酬を会社に返還または減額（もしくは不支給）させるものとし、その内容の詳細については、内規にて規定し、各取締役と会社間の委任契約書へ記載するものとする」（第八号議案²¹）というものである。総会では、当該議案は否決されたものの、同社は同条項の内規としての導入を検討しているとされる。²²

⑤ 企業防衛策・株式持ち合い・買収防衛策導入会社数が年々減少しており、対前年三四社減となり、三四二社（五月二二日現在）であつたことが報じられている。²³ この要因の一つとして、金融庁が二〇一四年に策定した「スチュワードシップ・コード」の影響があるとともに、資産運用会社のガイドラインでも取り上げられていることが指摘できる。また、政策保有株式の見直しについても、前述の金融庁の府令改正において、「保有の合理性の検証方法等について開示を求めるとともに、個別開示の対象となる銘柄数を現状の三〇銘柄から六〇銘柄に拡大」した²⁴ことなどが影響していると考えられる。

なお、総会議案としては目立つたものではないが、女性役員比率についても触れておく必要がある。上田（二〇一八）によると、取締役会の女性比率は、フランス三九・八％、イタリア三二・二％、英国二七・七％、カナダ二六・六％、ドイツ二六・〇％、米国一七・九％などに対して、日本三・七％である。²⁵ なお、商工リサーチによると、二〇一九年三月決算上場企業二三一六社の総役員数二万六六六四人のうち、女性役員は二三一九人（四・九％、前年比一・一ポイント増）であるとともに、女性役員ゼロは、一三三六社（五七・六％）であつた。²⁶ 女性

役員の増加は、ESG投資などの観点からも重要な課題であるとともに、人材育成プールの拡大が必要であることが指摘されている。⁽²⁷⁾さらに、江川(二〇一七)は、女性の社外取締役は、多様性の向上を通じて、ガバナンス改善に貢献していることを指摘している。⁽²⁸⁾

ところで、上記のようなガバナンス上の課題は、もっぱら上場企業もしくは一部の大手非上場企業を中心に論じられており、非上場企業は等閑視されているように思われる。しかし、非上場企業においてもESGは重要な課題であり、ガバナンスについても、所有と経営が一定程度分離すると、この課題の重要性が高まるものと考えられる。そこで、以下、株式投資型クラウドファンディングを取り上げ、ガバナンスの重要性について検討する。

3 株式投資型クラウドファンディングの成長

国内における株式投資型クラウドファンディングのプラットフォームについては、二〇一六年一〇月、日本クラウドキャピタルが、日本で第一号となる第一種少額電子募集取扱業の登録承認を受け、二〇一六年十二月、「FUNDDINNO」という名称のプラットフォームで投資家登録申請の受付を開始した。さらに、二〇一七年七月、DANベンチャーキャピタルが第一種少額電子募集取扱業の登録を終え、二〇一七年九月から「GoAngel」という名称のプラットフォームを開設した。さらに、同年九月、エメラダ株式会社が第一種少額電子募集取扱業者に登録完了し、「エメラダ・エクイティ」というプラットフォームでの取組を開始した。なお、エメラダ・エクイティは、エメラダ型新株予約権というスキームを使った、株式投資型クラウドファンディングを導入している。したがって、現在三つのプラットフォームが稼働している。

二〇一九年七月二六日時点における、三つのプラットフォームの実績は、

- ① FUND INNOC : 累計成約額二億七三四八万円、ユーザー数一万七三二四人、累計成約数六〇件
- ② GoAngel : 累計成約数一億一二三〇万円、累計成約数八件
- ③ EMERADA EQUITY : 累計成約額三億一四〇五万円、応募者数一四一五人、累計成約数九件
となつてゐる。⁽²⁶⁾

これらのプラットフォームでの募集案件については、日本証券業協会が月次及び年次ベースで集計結果を公表している。この集計結果をまとめたものが、図表5である。これによると、株式型については、第一号案件の募集開始日(二〇一七年四月二四日)以降、二〇一九年六月一五日公表時点までに、六三件、総額二億三九六八万五〇〇〇円の資金調達を達成している。年次の推移をみると、二〇一七年一七件(募集件数一七件)、四億七二七四万円、二〇一八年三五件(同五一件)、一二億七五四四万五〇〇〇円、二〇一九年六月末時点で一一件(同一六件)三億九一五〇万円となつている。他方、新株予約権型は、二〇一七年一件(同一件)、四二〇〇万円、二〇一八年七件(同八件)、一一億三三三二万四〇〇〇円、二〇一九年六月末ゼロ件であり、この間の総計は、八件一一億四五三二万四〇〇〇円である。なお、両者を合計すると、七一件、一三億七六六三万五〇〇〇円である。

なお、一件当たりの平均調達金額は、三三四七万三七三二円となつている。つまり、投資型クラウドファンディング規制による上限額は一億円と定められているが、大半の案件は、それをかなり下回る募集金額となつている。また、申込期間の日数を見ると、最短一日である反面、最長は二ヶ月超となつており、かなりばらつきがあることがわかる。特に、一日で目標金額を達成した事例は、いわゆる瞬間蒸発を意味しており、その投資家属性に関心をもたれるところである。

当初、株式投資型クラウドファンディングについては、非上場企業の株式発行ニーズがどの程度あるのか、あ

るいはこれらの企業の株式に対する投資ニーズがどの程度あるのかという点から、案件数が積みあがるかどうか、疑問視する向きもあったが、案件数や募集金額などの点で、結果的には好調に推移しているといえる。

なお、最近、株式投資型クラウドファンディングの新プラットフォーム設立の動きがある。

そのひとつは、大和証券グループの動きであり、同社の公表資料によると、同グループの子会社Finintech（フィインターテック）株式会社が株式投資型クラウドファンディングへの参入を目指すイークラウド株式会社へ出資した。なお、出資の目的としては、「スタートアップ企業による資金調達の新たなチャネルの創出・拡大と、個人投資家がインターネットを通じて誰でも簡単に非上場のスタートアップ企業などの株主になることのできる環境の構築」を目指すとしている³⁰。

もうひとつの動きとしては、ユニバーサルバンク株式会社による参入が挙げられる。同社は、二〇一五年五月、東京都港区に設立され、「挑戦者にお金が行く仕組みを創

図表5 株式投資型クラウドファンディングの推移

株式型							
年	取扱件数 (単位:件)		目標募集額 (単位:円)		新規発行 株式数 (単位:株)	募集価格の 総額 (単位:円)	発行価額の 総額 (単位:円)
		うち成立 案件		うち成立 案件			
2017	17	17	325,780,000	325,780,000	9,620,696	477,975,000	472,740,000
2018	51	35	1,103,324,000	709,920,000	3,170,709	1,279,605,000	1,275,445,000
2019 (6月末現在)	16	11	288,080,000	203,000,000	767,411	391,500,000	391,500,000
新株予約権型							
年	取扱件数 (単位:件)		目標募集額 (単位:円)		新規発行新株 予約権個数 (単位:個)	募集価格の 総額 (単位:円)	発行価額の 総額 (単位:円)
		うち成立 案件		うち成立 案件			
2017	1	1	42,000,000	42,000,000	600	42,000,000	42,000,000
2018	8	7	244,930,000	194,950,000	2,785	194,950,000	194,950,000
2019 (6月現在)	—	—	—	—	—	—	—

(出所) 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」

http://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html?_ga=2.116519567.861250828.1564880765-132529215.1415842793 (2019年8月4日アクセス)

る」をミッションとしており、事業として、投資型クラウドファンディングサービスの運営（第一種少額電子募集取扱業）を行い、投資型クラウドファンディング・プラットフォーム「Angelbank（エンジェルバンク）」（第一種少額電子募集取扱業者）の開発を進めている。

このような新プラットフォームの設立によって、株式投資型クラウドファンディングの市場構造や競争の在り方などのような影響が生じるのか、注目される。

4 株式投資型クラウドファンディングと非上場企業のカバナンス向上

株式投資型クラウドファンディングは、非上場企業の資金調達手段であるだけでなく、「集合知」を結集する手法としての可能性が指摘できる⁽³¹⁾。ここでいう集合知とは、「広義には、生命体の群れのなかに宿る知」といわれるが、狭義では「人々の『衆知』、とくにインターネットを利用して見ず知らずの他人同士が知恵を出し合って構築する知」とされる⁽³²⁾。ただし、ここで「集合知」として指摘したのは、いわゆる「目利き力」という点である。つまり、従来、ベンチャー企業の成長可能性の識別は、それぞれの専門的な学識や知見を有した専門家の役割と考えられてきた。特に、ハイテク系の専門技術に関しては、高度な専門性が必要とされ、クラウドファンディングの投資家のような一般の個人は、識別能力がないと考えられた。ところが、「集合知」という概念を適用すれば、ベンチャー育成において、当該企業の成長性や市場性に関する識別あるいは選別能力、いわば「目利き力」をクラウドファンディングが発揮する可能性が考えられる。つまり、専門家による識別・選別よりも、ネット上の集合的な識別・選別のほうがより正確な判断を下すことができるという可能性である。最近、購入型クラウドファンディングを新商品のマーケティングとして利用する、つまりクラウドファンディングでの資金調達を新商

品の市場性の目安とするような利用が見られる。これを投資型クラウドファンディングに当てはめると、投資型クラウドファンディングは、企業自体あるいはビジネスモデルそのものを対象としたマーケティングであり、ここには集合知が表現されているという見方もできる。ただし、このような可能性が発揮されるためには、下記の課題もある。

① 現状では、投資型クラウドファンディングは、通常のIPO投資に参加できなかった投資家層が流入しているだけに過ぎないという見方もできるため、必ずしも集合知を表現するものではないという見方もできる。

② 一部の投資家の発言や情報発信が、他の投資家の投資判断に影響を及ぼす場合には、集合知による選別は機能しにくくなる。⁽³³⁾

③ 資金調達者やプラットフォーム運営会社によって、意図的な情報操作を適切に規制する必要がある。⁽³⁴⁾

さらに、集合知は専門知を上回る優位性を持つのか、集合知には衆愚に陥る危険性はないのか、集合知をどのように実現するのか等々、集合知をめぐる理論的な深化が必要と思われるが、以下の点において、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達企業にとって、ガバナンス向上に資する可能性があると思われる。

まず、株式投資型クラウドファンディングによる資金調達企業にインタビュー調査を行ったところ、クラウドファンディングの投資家は、知人・取引先・縁故者など、旧知の人間関係である場合が多いという会社が少なく⁽³⁵⁾なかった。しかし、ここで興味深い点は、次のような発言である。

「従来は大株主一名のほか家族で株式を所有しており、同族経営であったが、今回約三〇名の株主が新しく加わった。これら株主は友人、知人、取引先などである。このような方々は旧知の関係であるが、株主という立場になったことで、立場が変化し、当社経営について厳しい意見も出るようになった。これは負担増という面もあ

るが、従来のような独断での経営判断が許されなくなり、説明責任や経営の透明性が問われるようになった。」

「新規の株主を得たことで、『公開会社』という意識が強まった。今までは、身内が株主であったため、『自分の会社』という意識が強かったが、株式投資型クラウドファンディングを行ったことで、その意識が払拭された。これは経営陣だけでなく、会社全体として意識の変化が見られた。」

「企業経営について『透明度』を重視するようになった。取引先の選定なども、株主に対する説明責任を意識するようになった。」

これらの発言をもって株式投資型クラウドファンディング企業全体に一般化することはできないが、これらの発言は、ガバナンスの在り方に関して経営者の意識の変化があったことを示しており、ガバナンス向上の可能性が示唆される。

他方、インタビュー調査によって、株式投資型クラウドファンディング企業の経営者たちは、自社のIPOを目指すとともに、株主もその期待を有すると見ていることも示唆された⁽³⁶⁾。特に、新株予約権型の場合、投資家はIPOによって利益を獲得できるため、その期待感⁽³⁷⁾は当然のものといえる。また、以下の発言は、株式投資型クラウドファンディング企業の経営者がIPOに積極的に取り組んでいることを示唆している。

「株式投資型クラウドファンディングを選択したのは、資金調達よりもIR面を考慮した。……取引先に株主となってもらうこと⁽³⁸⁾によって、IRを通じた情報開示を行うことができるようになり、これが信頼感の向上につながる⁽³⁹⁾と判断した。」

「株式投資型クラウドファンディングを実施したことで、……今後の取引所上場に向けたステップとして、会社の組織体制や事業計画等を見直す良い機会となった。」

このような発言も、一般化することはできないが、株式投資型クラウドファンディング企業のなかには、当初からIPOに向けた取組を行っている企業が含まれていることが明らかとなり、この点でもガバナンス向上に資するものと思われる。

まとめ

本稿では、今やESG・SDGsが企業経営のデフォルトとなつていることを踏まえた上で、ガバナンスの在り方に大きな変化が現れていることを概観した。その一方で、非上場企業にとつて、株式投資型クラウドファンディングがガバナンス向上に資する可能性を示唆した。ただし、株式投資型クラウドファンディングの導入以降の期間が短いため、それを判断するには時期尚早であろう。また、ガバナンスの向上を客観的に測定することは難しく、非上場企業の場合、情報量が限定的であるため、さらに困難である。しかし、非上場株式市場にポテンシャルがあるとすれば、非上場企業のガバナンス向上が要求されることになろう。

注

- (1) この整理については、大杉(二〇一九)一五五頁、に依拠している。
- (2) 前掲、大杉(二〇一九)は、ESG・SDGsの取組は、企業経営にとつての合理性という視点を無視してまでも推進すべきものではなく、政治ルートや公的規制で実現されるべき課題もあることを指摘している。ただし、どのような課題が企業レベルでのESG・SDGs取組によって解決され、どのような課題が公的規制によるべきなのかについては、必ずしも明確でない。

- (3) 非上場会社のESG・SDGsに関しても考察の対象とすべき理由としては、以下が挙げられる。①わが国において、圧倒的多数は非上場会社であること、②米国の非上場株式市場が拡大していること、③アジアや欧州でも非上場株式市場あるいはそれに類似する市場が存在していること、などである。ただし、上場会社と非上場会社では、ステークホルダーからの圧力が著しく異なり、同列に論じることにはできない。また、非上場の中小企業やベンチャー企業については、入手可能なデータが乏しく、初歩的な調査から着手する必要がある。
- (4) 最近、いわゆるソーシヤル・インパクト・ボンドがクラウドファンディングで資金調達されている。
- (5) PRI, PRI update Q3 2019, <https://www.unpri.org/download?ac=6567> (二〇一九年八月一日、アクセス)
- (6) 河口(二〇一五)、参照。
- (7) GPIF「GPIFのESG投資への取り組み」<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#a> (二〇一九年八月二日、アクセス)
- (8) 前掲、<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/#c> (同)
- (9) 「株主提案、最多五四社に、企業統治や株主還元問う、ファンド目立つ(株主総会二〇一九)」『日本経済新聞』二〇一九年六月八日、朝刊、二頁。なお、この集計は、アイ・オールジャパンのデータに基づいて、同新聞社が三月期決算企業の株主提案数を集計したものとされている。なお、この記事では、株主から議案の提案を受けた企業数は、七月時点で五四社となり、二〇一八年の四二社を二二社上回ったと報じている。
- (10) 前掲、参照。なお、同記事では、アメリカの資産運用会社ファットリ・パートナーズやウルグアイの投資ファンド、ホライゾン・キャピタル・マネジメントなど七社が二二企業に提案していると報じている。
- (11) 前掲、参照。

- (12) 「社外役員、取引先出身や低出席率で三割超える反対―検証株主総会二〇一九(上)」『日本経済新聞電子版』二〇一九年七月九日、参照。
- (13) フィデリティ投信株式会社HP「議決権行使ガイドライン」
<https://www.fidelity.co.jp/about-fidelity/policies/investment/governance>
- (14) ブラックロックHP「議決権行使に関するガイドライン(日本株式)」
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blki-proxy-voting-guideline-jp-ja.pdf>
- (15) 「上期社長交代 本社調査 七年ぶり七〇〇社超える」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年七月二五日、一四面、参照。
- (16) 前掲、参照。
- (17) 金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」、参照。https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20181102_2/01.pdf (二〇一九年八月三日アクセス)
- (18) 「検証株主総会二〇一九(中) 役員報酬、監視厳しく―強まる個別開示の圧力」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年七月一〇日、一五面、参照。
- (19) 「武田への提案、注目呼ぶ、取締役の報酬返還、クローバック条項、米製造業九割導入(株主総会二〇一九)」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年六月六日、一七頁、参照。
- (20) 上田(二〇一八)によると、当該条項は「不遵守の多い項目」の六位に挙げられている。二六頁、参照。
- (21) 武田製薬HP「第一四三回定時株主総会招集の通知」、二八頁、参照。
https://www.takeda.com/sitessets/jp/home/investors/report/shareholders-meetings/sm_143_01_jp.pdf (二〇一九年八月三日アクセス)

- (22) 「不正時の報酬返還提案に過半の賛成、武田、統治に厳しい目。」『日本経済新聞』朝刊二〇一九年七月三日、一三三頁、参照。
- (23) 「買取防衛策廃止相次ぐ」『日本経済新聞』朝刊、二〇一九年五月二日、一五面、参照。
- (24) 先日、アクティビストとされる投資ファンドに対して、投資先の選別についてインタビュー調査を行った際、ガバナンスの悪い会社をターゲットとしており、その基準として買取防衛策導入が挙げられるとの回答を得た。ここでは、買取防衛策は、アクティビストの「呼び水」という役割を担っているようである。
- (25) 前掲、上田(二〇一八)三一頁、参照。
- (26) 商工リサーチ「二〇一九年三月期決算上場企業二三二六社「女性役員比率」調査」、参照。
https://www.isr-net.co.jp/news/analysis/20190801_03.html
- (27) 菅原(二〇一九)、参照。
- (28) 江川(二〇一七)、四八頁、参照。
- (29) 各社HPによる(二〇一九年七月二六日アクセス)。
- (30) 株式会社大和証券グループ本社など「大和証券グループ本社の一〇〇%子会社であるFinertechが株式投資型クラウドファンディングへの参入を目指すイークラウドへ出資」
http://www.daiwa-grp.jp/data/attach/2653_148_20181121a.pdf (二〇一九年八月四日アクセス)
- (31) 拙稿(二〇一七)、七二頁。
- (32) 西垣通(二〇一三)、一九～二〇頁。
- (33) 松尾健一(二〇一八)、六～七頁。

- (34) この点について、拙稿(二〇一五)、一五～一六頁、において、英国の規制当局のレポートを紹介している。
- (35) 拙稿(二〇一八a)、二九～三三頁。
- (36) 拙稿(二〇一七)、六七～七〇頁。
- (37) 拙稿(二〇一八b)、三六～三八頁。

参考文献

- ・秋山をねⅡ大崎貞和Ⅱ神作裕之Ⅱ野村修也(司会)(二〇〇四)「座談会 いまなぜCSRなのか」『法律時報』七六卷一二号、通巻九五〇号、四～二六頁
- ・上田亮子「英国コーポレートガバナンス・コード改訂と日本への示唆」『月刊資本市場』二〇一八年七月、No. 三九五、二四～三四頁
- ・江川雅子「社外取締役の役割―取締役会改革、女性社外取締役の現状分析―」『証券経済研究』第一〇〇号、二〇一七年二月、三七～五四頁
- ・NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム(二〇一八)「日本サステナブル投資白書 二〇一七」(同フォーラムのウェブサイト <https://www.jsif.jp/net/wp/> で一部閲覧可能)
- ・江良明嗣(二〇一七)「世界最大の運用受託機関が実践するESG投資戦略…事業に直結するESG情報は、企業の長期的な価値評価において重要な要素」『金融財政事情』六八卷二七号、通号三三二二二号、二二～二六頁
- ・大杉謙一(二〇一九)「ESG経営・ESG投資の現状と仮説…日本と欧米」『デイスクロージャー&IR』第九巻、一五五～一六八頁

- ・大杉謙一(二〇一〇)「会社法と金融規制等との関係」『法律時報』八二卷一二号、通号一〇二八号、五一～五六頁。
- ・大杉謙一(二〇一四)「会社は誰のものか」飯田秀総ほか編『商法の新しい礎石』(有斐閣)、一～三六頁
- ・大杉謙一(二〇二二)「書評『株主主権を超えて…ステークホルダー型企業の理論と実証』(広田真一著、東洋経済新報社)」『証券経済研究』第八〇号、九七～一〇九頁
- ・尾関幸美(二〇一七)「変容し続けるESG投資の現在地」『ビジネス法務』一七卷一二号、一四四～一四八頁
- ・加藤康之(編著)(二〇一八)『ESG投資の研究』(一灯舎)
- ・河口真理子(二〇一五)「GPIFの国連責任投資原則(PRI)署名のインパクト」(コラム)大和総研グループ、https://www.dir.co.jp/report/column/20151002_010176.html
- ・河口真理子(二〇一七)「ESG投資は一過性のブームなのか?」『大和総研調査季報』第二八卷、二〇一七年秋季号、四～九頁
- ・KPMGジャパン(二〇一九)「日本企業の統合報告書に関する調査 二〇一八」
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2019/03/integrated-reporting.html> (二〇一九年八月四日アクセス)
- ・菅原佑香「内部昇進の女性役員が多い業種はどこか」『DIR』(大和総研)、二〇一九年一月二八日、一～七頁
- ・高柳彰夫・大橋正明(二〇一八)『SDGsを学ぶ』(法律文化社)、一～二九四頁
- ・中神康議(二〇一七)「投資される経営、売買される経営」『旬刊商事法務』、二二三六号、三四～四一頁
- ・松井智代(二〇一九)「労働法と会社法…雇用・役務提供契約と会社経営者のリスク認識」論究『ジュリスト』二八(二〇一九年冬)号、四三～四九頁
- ・松尾健一(二〇一八)「株式投資型クラウドファンディングのビジネスモデルと規制の方向性」(日本証券業協会、第二期)JS

DAキャピタルマーケットフォーラム第五回、二〇一八年二月二八日発表論文)、一〜一四頁

<http://www.jsda.or.jp/about/natsuronbun.pdf>

- ・松尾順介「ファンドスキームの様々な取り組み―地域・環境再生との関連を中心に―、『桃山学院大学総合研究所紀要』第三六巻第三号、二〇一一年三月、九一〜一一〇頁
- ・松尾順介(二〇一五)「英国の投資型クラウドファンディング規制」『証研レポート』一六九二号、二〇一五年一〇月、一〇〜二二頁
- ・松尾順介「投資型クラウドファンディングとベンチャー育成」『証券経済研究』第一〇〇号、二〇一七年一二月、五五〜七四頁
- ・松尾順介(二〇一八a)「日本におけるクラウドSAFEの試み」『証研レポート』一七〇七号、二〇一八年二月、二八〜四九頁
- ・松尾順介(二〇一八b)「拡大する国内株式投資型クラウドファンディング」『証研レポート』一七〇七号、二〇一八年四月、一〜三六頁
- ・柳良平⇨半澤智(二〇一九)「日本企業の価値は二倍にできる」『日経ESG』二〇一九年四月号、一〇〜二二頁
- ・Aswath Damodaran (1999?) "Value Creation and Enhancement: Back to the Future," NYU Working Paper No. FIN-99-018, available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1297053 and <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/valcre.pdf> (おおよそ一九九九年に公表されたもの)。
- ・Amir Amel-Zadeh & George Serafeim (2017) "Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey," at <https://papers.ssrn.com/abstract=2925310> (July 2017).

- ・ Manapon Linkiangkrai, Szekee Koh and Robert B. Durand (2017) "Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence," *International Review of Finance*, 17.3, 2017: pp. 461-471.

(まじお じゅんすけ・客員研究員)