

サステナビリティ経営に資する ガバナンスの構築

著者：坂野 孔一、藤好 鴻太郎、玉越 豪

ルール整備が続く 日本のコーポレートガバナンス

過去5年間、コーポレートガバナンス面における日本企業の改革は急速に進んでいるが、その背景には顕著なスピードで整備が進むルールが存在がある。一方、2014年2月に公表されたステewardシップ・コード¹が、資金の出し手である機関投資家側に対して、中長期的視点から投資先企業の成長を促すことを求めてきた。他方で、2015年6月に公表されたコーポレートガバナンス・コードが、企業側に対して、多様なステークホルダーを意識して持続的な成長を志向することを求めている。

これらのガバナンス上のルール整備が、投資家、企業双方の行動を変えつつある。伊藤(2017)は、昨今のコーポレートガバナンス強化の背後には、投資家が重視する収益性指標であるROE(自己資本利益率)に関して日本企業と欧米企業の間に明確な差があり、日本企業の収益性を海外の機関投資家が想定する資本コストを上回る水準(例えば、ROE 8%以上)に高めていく意図が存在したと述べている。実際、最近の金融庁による調査(金融庁企画市場局「コーポレートガバナンス改革について」、2018年11月27日)²によれば、東証一部上場企業の平均ROEは、2014年3月期の7.2%水準から2018年3月期には8.8%水準にまで上昇したとされる。コーポレートガバナンス面の一連の制度改革が、日本企業の相対的に低い収益性とい

う課題に対して、資本市場からの圧力に応える方向に一定程度作用してきたと考えられる。

直近では2019年に公布された「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正³」においても、投資家と企業との建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供が主な改正内容の一つとして掲げられている。具体的には、以下の二つの面でのガバナンス関連情報の拡充が求められている。一つは、経営陣の報酬内容・報酬体系と経営戦略や中長期的な企業価値向上とのリンクを検証できるように、役員報酬の決定・支給方法やその考え方に関する記載を求めている点である。もう一つは、保有の合理性や効果が検証しにくいといわれる政策保有株式に関して、その保有に関する方針、目的、効果について十分な開示を求めている点である。こうした要請は、ガバナンス関連のルール整備が、今後は企業に対して開示情報の質的な内容の充実も求めるような段階に入っていることを示唆しているといえるだろう。

概して長期投資家は、ESG(環境、社会、ガバナンス)要素の中でもとりわけ“G”の部分、すなわちガバナンスについて高い関心を有している。例えば、長期投資家の代表格であるブラックロック・ジャパンは、ESG要素が企業の競争優位性を高めるのに重要であるとの考えを示した上で、ESGの中でも重視しているのがガバナンスであり、その理由として取締役会などのガバナンス体制が整っていれば、企業の長期的成長に必要な環境や社会面も議論されて取り組みが進むことを挙げている⁴。

1: 金融庁, 2014.「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステewardシップ・コード》。

<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

2: 金融庁, 2018.コーポレートガバナンス改革について。

<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20181127/01.pdf>

3: 金融庁, 2019.「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正。

<https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131.html>

4: 「News ESG 投資～ブラックロックに聞く」『日経ESG』, 第227号, 2018年5月

坂野 孔一 (ばんの・こういち)
koichi.banno@pwc.com

PwCコンサルティング、Strategy&のマネージャー。通信、製造業を中心に全社戦略、事業戦略、ビジネスデューデリジェンスなど幅広いプロジェクトに携わる。

藤好 鴻太郎 (ふじよし・こうたろう)
kotaro.fujiyoshi@pwc.com

PwCコンサルティング、Strategy&のアソシエイト。これまで製造・防衛・ヘルスケア分野のプロジェクトに従事。サステナビリティに関しては、Strategy&参画前に、英国環境格付け機関Global Canopy Programmeにおけるコンサルティング業務経験を有する。

玉越 豪 (たまこし・ごう)
go.tamakoshi@pwc.com

PwCコンサルティング、Strategy&のディレクター。自動車、産業材、製薬などの業界に対して、全社中長期戦略、製品開発マネジメント、新規事業開発、アフターセールス戦略、オペレーション変革などの豊富なプロジェクト経験を有する。

つまり、いくら現場レベルで環境面・社会面で企業価値に資するようなサステナビリティの取り組みが考案されたとしても、それらを適切に議論し判断するコーポレートガバナンスの仕組みがなければ実行が担保されないため、特に海外の機関投資家は日本企業のガバナンス面を重視しているであろう。

しかしながら、日本企業のガバナンスに関する開示状況は海外企業と比べてもまだ大きなギャップがあるように思われる。ガバナンス情報の開示は、通常は統合報告書やコーポレートガバナンス報告書などにその記載が見られるが、基本方針や機関設計、社外取締役の会社との関係など表層的な内容にとどまっているケースが多い。例えば、米国の上場企業に見られるように、重要なリスクと対処手法、各社外取締役の専門性、企業業績と役員報酬との連動性、役員報酬水準の同業企業との比較などの質的な内容の開示が見られることは稀である。サステナビリティ情報を投資意思決定に用いる長期投資家に対して、日本企業は制度的なルールにどうキャッチアップしていくかを意識することは当然として、自社のサステナビリティ戦略の実行を担保する形でガバナンスの仕組みの設計を行い、それを訴求する形で十分に説明していくことが求められているのではないだろうか。

サステナビリティ戦略の実行担保に資するガバナンスとは

サステナビリティ戦略の実行を担保するには、ガバナンスの仕組みを構築する必要がある。本稿では図表1に示すように、そうしたガバナンス構築のための五つの視点を紹介したい。

第一に、経営の意思決定における上位機関・組織を、サステナビリティを所管する機関・組織として明確に設定することが考えられる。例えば、サステナビリティ戦略の実行に責任を持つ取締役を任命する、または取締役会の委嘱を受ける形でサステナビリティ委員会を設置するといった方法が考えられる。コーポレートガバナンス専門のコンサルティング会社であるプロネッドは、「独立取締役会の会⁵」の提言の中で取締役会の果たすべき重要な役割の一つとしてサステナビリティのモニタリングを指摘している。同会は、急速に社会・経営環境が変化する中で会社が持続的な成長と企業価値の向上を実現するためには、取締役会がサステナビリティの観点から経営執行を適切にモニタリングすることが不可欠としている⁶。また、サステナビリティ専門の非営利団体である米国のBSRは、サステナビリティにかかわる目標達成に関して企業が本気であることを対外的に示すためには企業トップのコミットメントが必要とし、その上でサステナビリティ委員会が社長・取締役などにレポートする体制は、効果的な経営と社内の融合に貢献しているとしている⁷。

5: 「独立取締役会の会」はプロネッドの呼びかけの下、元経営トップが参加し、独自のガバナンス改革に関する提言を行う会である。

6: プロネッド, 2017. 取締役会の果たすべき重要な役割。

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180509a5.pdf

7: BSR, 2017. “How to Build Effective Sustainability Governance Structures”

<https://www.bsr.org/en/our-insights/blog-view/how-to-build-effective-sustainability-governance-structures>

図表1
サステナビリティ戦略の実行担保に資するガバナンス設計の五つの視点

各視点における切り口	
1 サステナビリティを所管する機関・組織としての取締役会	・ 経営の意思決定における上位機関・組織を、サステナビリティを所管する機関・組織として明確に設定する(例: サステナビリティ戦略の実行に責任を持つ取締役を任命する、または取締役会の委嘱を受ける形でサステナビリティ委員会を設置する)
2 取締役会でのサステナビリティ観点の長期戦略およびサクセッションプランの議論	・ 取締役会において、持続可能な長期戦略のあり方について議論する ・ また、経営者のサクセッションプランの議論に社外取締役を関与させ、後継者育成にサステナビリティの観点を織り込む
3 サステナビリティの専門的見地を提供できる社外取締役の登用	・ 取締役会に対して、サステナビリティの観点から専門的な知見・示唆を提供できる社外取締役を登用する
4 サステナビリティにかかわるKPI設定と役員報酬への反映	・ 取締役会の承認の下でサステナビリティにかかわる定量的なKPIを設定し、その達成度を役員報酬に反映させる
5 監査役および内部監査人によるサステナビリティリスクの管理	・ 監査役および内部監査人の監査対象に、サステナビリティリスクの管理を含める

出所: Strategy&分析

第二に、近年、機関投資家や証券取引所は、長期的な株主価値向上を目的に投資先企業に対して取締役会で長期的な経営戦略や人材育成のあり方を議論することを要求する傾向にあり、そうしたニーズに応えるには、取締役会において持続可能な長期戦略や経営陣のサクセッションプラン(後継者育成計画)を議論する必要がある。前述のブラックロック・ジャパンは、2018年1月、日本企業450社に書簡を送り、「長期的な経営戦略を策定して人や設備への投資を実行することやそれを取締役会で議論すること」などを要求した⁸。同様に、日本取引所グループは、スチュワードシップ・コードおよ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において「取締役会で

中長期的な戦略を議論するために必要な経営・財務情報を、適時に取締役会に対して報告する」取り組みが必要と提言している⁹。また、経営者のサクセッションプランの議論に社外取締役を関与させ、後継者育成にサステナビリティの観点を織り込むことも有益であると考えられる。コーポレートガバナンス・コードも補充原則4-1^③で、サクセッションプランについて取締役会が適切な監督を行うべきとしている。通常取締役は、IRロードショー(経営陣による連日の投資家訪問)などにおいて投資家と対話する必要があると考えられるため、本稿ではサクセッションプランの対象者を取締役以上とすることを提言したい。

8: 「ブラックロック、日本企業450社に書簡」『日本経済新聞』2018年2月28日 <https://www.nikkei.com/article/DGXMZ027455990X20C18A2DTA000/>

9: 東京証券取引所、2016.会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方 <https://www.jpex.co.jp/news/1020/nlsgeu000001ga9h-att/20160218-1.pdf>

第三に、取締役会がサステナビリティに責任を負うという前記の方向性に加えて、責任を負う主体に対して専門的見地から助言できる社外取締役を登用することも考えられる。スキルマトリクスの活用などにより社外取締役のスキル・専門性の多様性を確保し、特にサステナビリティの観点からの示唆を提供できる社外取締役の登用を促進することが必要である。日本取引所グループは、スチュワードシップ・コードおよ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において「取締役会は、必要とされる資質・多様性を備えるとともに、独立性・客観性を確保していくことが重要である」と提言している。サステナビリティ戦略が取締役会での重要な議論テーマになるのであれば、専門的見地から必要なインプットを行い、客観性を担保できる社外取締役が必要となるだろう。田村(2018)も「取締役会スキルマトリクス」を活用することで、取締役会の知識・経験・能力の多様性を確保することや取締役会全体として必要な経験やスキルを網羅することの重要性を指摘している。

第四に、取締役会がサステナビリティに責任を持つという仕組みを強化するためには、モニタリングの仕組みと取締役個人のコミットメントを高める施策も必要となる。具体的には、取締役会の承認の下でサステナビリティにかかわる定量的な評価指標(KPI)を設定し、その達成度を役員報酬に反映させる仕組みが効果的と考えられる。2019年1月施行の改正開示府令(企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令)は、業績連動報酬とそれ以外の報酬などを巡る支払割合の決定方針の内容、当該業績連動報酬にかかる指標、当該指標を選択した理由、当該業績連動報酬の額の決定方法、直近事業年度における当該業績連動報酬にかかる指標の目標・実績の開示を求めている。コーポレートガバナンスなどに関する独立した監督機関である英国FRC(Financial Reporting Council)も、企業がStrategic Reportにおいて報酬とKPIの連動性について説明することを求めており、役員報酬に関するディスクロージャーの文脈では、サステナビリティにかかわる指標の達成度を役員報酬に

反映する場合、KPI指標の選択の合理性や報酬に反映する仕組みの透明性が求められている¹⁰。

最後に、取締役会のガバナンス強化以外の施策として、監査役および内部監査人の監査対象に、サステナビリティリスクの管理を含めることを提言したい。サステナビリティに関する企業の取り組み状況の監査の実施およびその結果の開示は、企業のサステナビリティにかかわる取り組みの精度向上につながると思われる。特に、日本独自に進化した監査役の強い監査権限を活用して、サステナビリティ戦略の実行を担保することは有効と考えられる。

先駆的な企業事例

前項で説明した五つのガバナンス構築の視点それぞれに関して、その導出のヒントとなった企業の事例を紹介したい。その概要は、図表2に示している。

第一に、取締役会またはその委嘱を受けた機関がサステナビリティを所管している企業としては、セメントやコンクリートを本業とするメキシコの建築資材メーカーであるCEMEXが挙げられる。CEMEXは、持続可能性を考慮した建築資材を提供することを、自社の主要なケイパビリティの一つであると見なしている。CEMEXでは、3人の取締役会メンバーを含むメンバー構成であり、CEOに報告する機関であるSustainability Committeeが中心となり、サステナビリティ関連の取り組みを進めている。Sustainability Committeeが責任を持つ範囲としては、同社の短期、長期の戦略に持続可能な開発という概念が反映されるようにすること、取締役会に対してサステナビリティ戦略に関するガイダンスを提供すること、サステナビリティ上の取り組みの優先順位やKPIを承認すること、取り組みの効果や実行状況を評価することなど、多岐に渡っている。同社は、世界の各業界大手企業のESG格付けを提供するRobecoSAMのSustainability Yearbook構成企業に、業界大手トップ15%企業として3年連続で選定されている。その他にも、FTSE4Good、Dow Jones Sustainability Mila Pacific

10: Financial Reporting Council, 2018. "Guidance on the Strategic Report"

<https://www.frc.org.uk/getattachment/fb05dd7b-c76c-424e-9daf-4293c9fa2d6a/Guidance-on-the-Strategic-Report-31-7-18.pdf>

図表2
ガバナンス設計の五つの視点の企業事例

事例の詳細	
1	<p>サステナビリティを所管する機関・組織としての取締役会</p> <ul style="list-style-type: none"> CEMEXでは、3人の取締役会メンバーを含むSustainability Committeeが中心となってサステナビリティ関連の取り組みを進めており、サステナビリティ戦略に関するガイダンス提供、取り組みの効果や実行状況の評価などを行い、CEOに報告している
2	<p>取締役会でのサステナビリティ観点の長期戦略およびサクセッションプランの議論</p> <ul style="list-style-type: none"> サステナビリティ観点でサクセッションプランを議論する事例はまだ稀少ではあるが、みずほ銀行が「経営者がESGを深く理解して持続可能な経営を志向すべき」と提言している NIKEでは、3人以上の取締役と社外メンバーから成る委員会がサステナビリティ目標に対して実行責任を持ち、事業活動をどうサステナブルなものにするかを議論し、サステナビリティ活動の進捗評価も行う
3	<p>サステナビリティの専門的見地を提供できる社外取締役の登用</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本ユニシスは、サステナビリティ関連専門家を社外取締役に選任しており、サステナビリティの観点からの知見・示唆を取締役会の議論に取り込む目的があると推察される
4	<p>サステナビリティにかかわるKPI設定と役員報酬への反映</p> <ul style="list-style-type: none"> オムロンは、「太陽光発電/蓄電システム累積出荷容量」、「エコ製品搭載台数」など、サステナビリティに関する定量的なKPIを設定し、その達成度を役員報酬に反映している
5	<p>監査役および内部監査人によるサステナビリティリスクの管理</p> <ul style="list-style-type: none"> Novo Nordiskは、世界の全社員を対象にThe Novo Nordisk Wayという自社の行動指針（サステナビリティに配慮をすることも含む）をどの程度遵守しているかについて、内部監査チームが監査している

出所：企業の公開情報を基にStrategy&分析

Alliance Index、MSCI ESG Leaders Indexといった、主要なサステナビリティの格付けやインデックスで高得点を獲得するなど、ESG観点で高い評価を受けている。

第二に、取締役会レベルでサクセッションプランを扱う企業としては、経営者に必要な要件を開示している企業はまだ少ないが、みずほ銀行が「経営者がESGを深く理解して持続可能な経営を志向すべき」であると提言している¹¹。また、取締役会レベルでサステナビリティの観点から見た長期戦略を議論する企業として、NIKEが挙げられる。NIKEは、取締役などで構成される委員会“Corporate Responsibility, Sustainability &

Governance Committee”において、定期的にNIKEの重要戦略、サステナビリティにかかわる経営課題、行動、ポリシーやそれらのインパクトを議論している¹²。同委員会は、2012年に取締役会の任免権の下に設立され、取締役会から指名された3人以上の取締役と多くの社外メンバーから構成されており、イノベーション、商品開発、製造、購買、オペレーションなどの様々な視点から事業活動をどうサステナブルなものにしていくか、広範な議論を展開している。また、重要戦略の見直しやサステナビリティにかかわる活動の進捗評価を毎年行っている。さらに2年に1回、CEO名義で“Impact Report”を発行して

11：みずほフィナンシャルグループ、「One シンクタンクレポート Mizuho Research & Analysis ESGと企業経営について」

『みずほフィナンシャルグループリサーチ&コンサルティングユニット』、2018年5月

12：Nike, Inc. “FY 16/17 Sustainable Business Report”

いる。加えて、同委員会は、2011年に同社が掲げた長期戦略である“2020 Sustainability Target”の実現責任を負っており、その目的達成のために2014～2015年にかけて自社のサステナビリティに関する400項目の課題を洗い出し、その中で最重要とされた12項目に対しての社内の取り組みを監督している。

第三に、サステナビリティの観点からの示唆を提供できる社外取締役を登用している企業としては、日本ユニシスが挙げられる。日本ユニシスは、サステナビリティの専門家である園田綾子氏を社外取締役に選任するなど、社外取締役のスキル・専門性の多様性を確保しており、特にサステナビリティの観点からの示唆を取締役会の議論に取り込む目的があると推察される。その結果として、同社は2018年にESG評価に優れた企業で構成する「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」の構成銘柄に選定されている¹³。

第四に、取締役会承認の下でサステナビリティにかかわる定量的なKPIを設定し、その達成度を役員報酬に反映している企業として、オムロンがあげてはまる。オムロンは、サステナビリティ関連のKPI(例えば、「エコ製品搭載台数」など本業にかかわる指標に加えて、「太陽光発電/蓄電システム累積出荷容量」などの環境指標や「オムロングループのグローバル全拠点浸透」などのガバナンス指標が採用されている)を設定し、取締役および執行役員の中長期業績連動報酬に反映している。KPIは、オムロンの中期経営目標「VG2.0」¹⁴と整合する目標に設定されており、KPIの達成度は、第三者機関の評価により測定されている。

最後に、監査役および内部監査人によるサステナビリティ監査実行の事例としては、Novo Nordisk(デンマーク)を紹介したい。Novo Nordiskでは16人の社員による「価値の監査チーム」が、全世界に散らばる社員に対してサステナビリティにかかわる行動指針を遵守しているかを監査している。背景にあ

るのは、同社が重視するThe Novo Nordisk Wayという社員の行動指針であり、その中で規定された“The Triple Bottom Line(環境、社会、財務の三つのサステナビリティに配慮する)”の遵守が監査されることになる。監査チームは、1年かけて世界中の3,500人の社員に対してインタビューを行い、社員に対してThe Triple Bottom Lineを理解しているか、The Triple Bottom Lineに基づき行動しているかをヒアリングしている。Novo Nordiskによれば、これらの取り組みは、社員のThe Triple Bottom Lineに対する理解度を高め、社員が企業価値について考えるという効果を生んでいる¹⁵。

制度的枠組みの先を見据えて

近年の日本のコーポレートガバナンス改革が、表向きには長期的に企業価値向上を高める視点からの投資家と企業の対話を促すことを掲げて進行しながらも、その背後に厳然と存在した意図として、日本企業のROE水準を短期的に底上げすることをかなり意識したものであったことは興味深い。したがって、必ずしも法的拘束力があるわけではないソフトローであるコーポレートガバナンス・コードが触媒となりながらも、少なくとも情報開示面で企業側に求められる対応は、半強制的に早期のキャッチアップを要請される性格のものとなったことは想像に難くない。

一方で、ガバナンス面を含む非財務情報の開示状況に関しては、2018年6月1日公表の東京証券取引所の改訂版コーポレートガバナンス・コード¹⁶(pp.11)においても、「我が国の上場会社による情報開示は、計表などについては、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項(いわゆるESG要素)などについて定性的な説明などを行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的

13: 日本ユニシスグループ, 2018. 2017年度サステナビリティ報告.

https://www.unisys.co.jp/csr/pdf/sustainability_acv2018_1_all.pdf

14: オムロン, 2017. 2016年度決算新中期経営計画「VG2.0」.

https://www.omron.co.jp/ir/irlib/pdfs/20170427_presentation_j.pdf

15: 日経BP, 「SDGsは新規ビジネスにつながる」『Nikkei ESG』, 2018年9月

16: 東京証券取引所, 2018. コーポレートガバナンス・コード.

<https://www.jpex.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>

な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない」との認識が明示的に加えられている。このような東証の指摘を裏付けるように、ESG要素を考慮して判断を行う投資家の存在を意識するようになった多くの日本企業では、まずはコーポレートガバナンス・コードや各種ESG関連ガイドライン・評価機関などが求める非財務情報を形式的に揃え、広く浅く開示し始めているというのが実態だろう。

今後の日本企業が、長期投資家によるガバナンスに関する強い関心および情報開示ニーズを真に満たそうとした場合には、どのようなコーポレートガバナンス体制の採用が、自社のサステナビリティ関連の取り組みを実効性の高いものにし、ひいては企業価値の向上につながるかという側面を意識することが不可欠である。そのためには、自社の長期的なサステナビリティの取り組みを阻害し得るボトルネックは何か（すなわち、組織・機関設計の問題か、人の問題か、オペレーションの問題か）を適切に見極めながら、目先の制度変更に順応していくよりも一歩高い視点でのガバナンス構築が望まれている。

[参考文献]

伊藤邦雄, 2017, 「コーポレートガバナンス改革のPDCA 何を企画し、何が変わり、今後の課題は何なのか」『一橋ビジネスレビュー』2017 Winter, pp.8-31.
田村俊夫, 2018, 「日米エンゲージメントの新潮流」『月刊 資本市場』2018. 4 (No.392), pp.26-34.