

基本的な内容から投資家・企業のガバナンスまで体系的に網羅

# ESG投資の論点総まとめ

本連載の第1回で述べた通り、ESG要因への関心の高まりは2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレートガバナンス・コード、それぞれの制定がきっかけとなった。いずれも投資家・企業のガバナンスについての規範である。最終回である本稿ではガバナンスについて述べることで本連載を締め括ることにしたい。 文・黒田一賢

本連載の第1回では投資家・企業のそれぞれにおいて外部環境が後押しする形で、ESG要因への関心が高まったことを述べた。簡単に振り返ると、投資家については2014年公表のスチュワードシップ・コードの指針3-3においてESG要因のリスク側面としての考慮が明確に推奨された。2017年の同コードの改訂においてはESG要因を収益機会としても捉えるべきとされた。一方企業については2015年にコーポレートガバナンス・コードにおいてESG要因の考慮が示され、2018年にその改訂案が示されている(表1)。

## コーポレートガバナンスとは

2015年公表のコーポレートガバナンス・コードにおいてESG要因がどのように取り上げられているかを確認しておきたい。そもそもコーポレートガバナンスとは何かという問いに対して、同コードでは最初に定義を示している。それは「会社が、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」である。またESG要因について詳述している第2章冒頭の【基本原則2】「考え方」には「上場会社が、こ

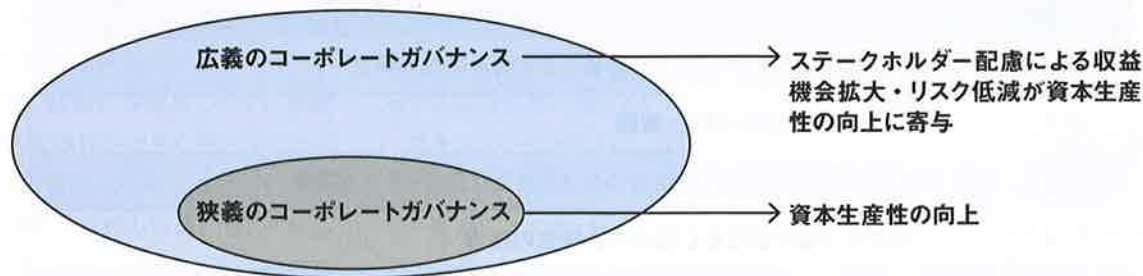
うした(ステークホルダー配慮)認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである」とある。ここで会社自身にもたらされる利益とは、伝統的なCSRで強調された非財務的な便益ではなく、財務的な利益である。すなわち収益機会の獲得やリスクマネジメントという経営の中核においてステークホルダー配慮を統合せよというのが、コーポレートガバナンス・コードのメッセージなのである。

表1 コーポレートガバナンス・コードにおける定義及び全体の構成(2018年改訂案)

コーポレートガバナンスの定義	コーポレートガバナンス・コードの構成	
本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、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を意味する。	第1章	株主の権利・平等性の確保
	第2章	株主以外のステークホルダーとの適切な協働
	第3章	適切な情報開示と透明性の確保
	第4章	取締役会等の責務
	第5章	株主との対話

出所：金融庁「コーポレートガバナンス・コード原案～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～(改訂案)より日本総合研究所作成

図1 広義と狭義のコーポレートガバナンス



出所：日本総合研究所作成

このコーポレートガバナンスの定義は比較的新しく、広義のコーポレートガバナンスとも呼ぶべきものである。伝統的、または狭義のコーポレートガバナンスでは企業の経営陣は出資者である株主の代理として資本生産性の向上、企業収益の最大化に努力しなければならないとされてきた。株主の視点からは自らが拠出した資金を効率的に投資し、株価上昇や配当増額等に積極的な企業が魅力的に映るというものである(図1)。この狭義のコーポレートガバナンスは2つの点で修正を余儀なくされ、広義のコーポレートガバナンスが望ましいと考えられるようになってきた。第一にコーポレートガバナンス・コードでも言及されている通り、ステークホルダー配慮は収益機会の獲得、リスクマネジメントに有益な示唆をもたらす。第二に主要な株主が個人投資家から年金基金や運用機関といった機関投資家に移行してきたことで、機関投資家の最終受益者が結果的に企業のステークホルダーにもなり得るという観点が必要になってきたことである。すなわち株主とその他のステークホルダーを明確に分けることは困難で、直接の株主が年金基金や運用機関であっても、その背後にいて投資リターンを受け取る最終受益者は自社の配慮すべき

ステークホルダーと同一である可能性があるということだ。これは「社会・経済全体に利益を及ぼす」という表現に含蓄されていると考えるべきだろう。

### コーポレートガバナンス・コードにおけるESG要因の言及

先述の通り、コーポレートガバナンス・コードの第2章がESG要因について触れているが、その見出しをまとめたものが表2である。直接的にESG要因に言及しているのは原則2-3であり、その他の原則では具体的な適用について述べている。

原則2-1、2-2では経営理念及び行動準則においてESG要因を統合することを求めている。経営理念において顧客を中心としたステークホルダーに言及することは一般的であるものの、それを役員向けの規則である行動準則において国内外の事業活動の第一線における浸透を求めていることが重要である。昨年から今年にかけて優れたESGへの取組があると見られていた企業においても、現場ではその精神が浸透していないことを露呈した不祥事案が相次いだ。大企業を中心にESG要因を盛り込んだ行動準則を掲げる企業が多いものの、それが日常業務でも実践されて

初めて意味を持つことを再認識すべきであろう。また行動準則においてESG要因を統合するということは、法令順守は当然のこととして、法令となっていなくてもステークホルダーに必要な配慮を実行に移すべきということである。言い換えると、法令順守のように企業に求められる行動は一定ではなく、社会情勢に応じて自主的に行動を改善することが求められている。そのため法令順守において重視すべき規制当局のみならず、その他のステークホルダーとのコミュニケーションも欠かさず、彼らのニーズを把握する必要がある。

当然ニーズは多岐に渡ることが容易に想定でき、それに対応するのが原則2-4である。同原則では社内に異なる経験・技能・属性を反映した多様な視点や価値観を保持することの重要性に焦点を当てている。社内に存在する多様性は多様なステークホルダーのニーズの把握を容易にし、新たな収益機会・リスクの発掘及びその利用・対処に有益というわけである。本連載の第2回では特定の顧客属性への対応により独自性の高い新規市場の開拓が可能であり、女性やシニア、文化や宗教、個人的な信条等に注目した製品・サービスについて触れた。その実現に当たっては多様な潜

表2 コーポレートガバナンス・コード第2章の構成(2018年改訂案)

原則	タイトル
2-1	中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定
2-2	会社の行動準則の策定・実践
2-3	社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題
2-4	女性の活躍促進を含む社内の多様性の確保
2-5	内部通報
2-6(新設)	企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮

出所：金融庁「コーポレートガバナンス・コード原案～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～(改訂案)より日本総合研究所作成

在顧客群が存在することを把握し、自社の既存資源と照らし合わせて製品・サービス化していく能力が社内において必要となる。それを察知できるようにするためには多様な人材を社内において保持する必要があり、そのためには1)時間、2)場所、3)金銭等の面での制約緩和が必要であると本連載の第3回で述べた。

その一方で伝統的な労働慣行に慣れた管理職層から不適切な扱いを受ける可能性がないとは言いきれない。原則2-5で定めている内部通報は労働問題を含め不適切行為の是正のため必要なシステムである。多くの企業がこのシステムの利用者として想定しているのは従業員であり、違法行為、違法でなくても不適切と考えられる行為の通報である。より先進的な企業では連載第3回で触れたビジネスパートナー(サプライヤー、下請、代理店)や非正規従業員による通報も可能にしている。またこのシステムを通して違法行為・不適切行為が是正されることが目的であることを考えると、その障害となり得る要因への対策が肝要である。すなわち違法行為・不適切行為の主体から独立した通報先及び通報

者の保護である。伝統的には社内の通報窓口のみならず社外の法律事務所等にも通報窓口を設けることが一般的な対応とされてきた。コーポレートガバナンス・コードにおいてはさらに社外取締役と監査役による合議体等経営陣から独立した窓口の設置により、効果的に取締役に問題行為が伝達されるべきとしている。

2018年の改訂では原則2-6が追加されることが検討されている。同原則はこれまでの事業活動に関するESG配慮の原則とは一線を画しており、企業年金の積立金の運用という財務活動に関する原則である。その内容は先述のステュワードシップ・コードと類似しているため、企業年金運用においてもESG要因の統合が望まれていると考えてよいだろう。またこれは先述の狭義のコーポレートガバナンスから広義のコーポレートガバナンスへの移行の第二の背景とも関連している。すなわち株主とその他のステークホルダーを明確に分けることは困難で、企業年金運用におけるガバナンスを改善させることで、投資リターンを受け取る最終受益者たる従業員に対して

配慮すべきであるということである。同原則を通してESG要因の考慮を経営理念や行動準則での表明、事業活動での実践だけでなく、財務活動においても実行すべきであるとコーポレートガバナンス・コードは求めようとしているのである。

### 望まれる取締役会でのESG要因検討

コーポレートガバナンス・コードがますますESG要因の考慮を求めており、同コードはその主要な担い手として取締役会を想定している。コーポレートガバナンス・コードの半数近くの原則が取締役会等に関するものであることからそれは読み取れる。そのため取締役会等の実効性確保こそコーポレートガバナンス強化において大変重要だといえる。しかしほとんどの企業は現職の取締役・監査役による自己評価に終始しており、取締役人材の適切性については十分な議論がなされているとはいえない。特に海外機関投資家は、日本企業の取締役会の多様性に疑問を感じている。1)独立社外取締役選任への消極性、2)経営

経験のない独立社外取締役の選任、3) 男性のみで構成された取締役会に対し批判的な声も聞かれる。

しかし筆者は独立性やジェンダーといった外形的な属性だけではなく、個人の素養・経験の多様性こそが、取締役会等の実効性を大きく左右すると考えている。先述の海外投資家も外形的な属性が唯一絶対の指標と考えているというよりは、むしろ多様性の代理変数として外形的な属性に頼らざるを得ない、と考えるのが適切だろう。取締役等の素養・経験のバランス、及び取締役会等の機能を客観的に確認するため、2000年代後半の国際金融危機後に北米を中心に始まったスキルマトリックスは大いに有益である(図2)。コーポレー

トガバナンスに関する企業へのエンゲージメントに定評のある、カナダの機関投資家団体 Council of Institutional Investors (CII) が2014年2月にベストプラクティスとして推奨して以来、北米では採用企業が増えている。

スキルマトリックスは、取締役の素養・経験及び取締役会におけるバランスを一覧表にまとめたものである。その目的は企業が必要とする取締役の素養・経験と、現職取締役・取締役候補の素養・経験とを対照させ、取締役選任の適切性を開示することにある。保険会社のパルデンシャルもスキルマトリックスを開示している1社である。縦軸に企業が必要とする経験や素養を、横軸には取締役名を取る。そして各取締役が取締

役会に貢献できる、と判断される素養・経験に「●」を付与する。ただし空欄は必ずしも素養・経験が無いというわけではなく、「●」は該当取締役が特に顕著に取締役会に貢献できる素養・経験という前提である。したがってスキルマトリックスは、全ての取締役が縦軸に示された全ての素養・経験を持つように促すためのツールではなく、特定領域に強みを持つ人材を幅広く採用することで、取締役会の多様性を促すためのツールだと言える。

昨年の株主総会シーズンから、株主総会招集通知にスキルマトリックスを公表した上場企業が出現した。背景には先述の海外機関投資家からの要請に加え、経済産業省が2017年3月にまとめた「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)」で取り組み例として取り上げられたことがある。そこではスキルマトリックスとの名称には言及されていなかったものの、取締役の指名に当たって足りない資質等を検討している取組例としてスキルマトリックスが取り上げられている。このように普及が始まったスキルマトリックスだが、ESG要因が明示的に含まれていないことも多く改善の余地はまだあると考えてよいだろう。

本連載では4回に亘り、ESGという単語で語られる主な論点について紹介してきた。少しでも読者の参考となったならば幸いである。

図2 海外企業のスキルマトリックス例

経験・素養 / 取締役	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
学術研究						●		●	●			
ビジネス倫理		●	●								●	
部門長・管掌経験	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
事業執行	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
コーポレートガバナンス	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
環境・サステナビリティ・企業の責任		●	●		●						●	
財務・資本配分			●	●	●	●	●	●		●	●	●
財務の専門知識・リテラシー	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
金融業界経験			●	●		●	●	●		●	●	
政府・公共政策における経験		●	●			●	●	●				●
保険業界経験			●			●	●					
グローバル			●	●	●	●			●		●	●
投資	●	●		●		●				●	●	
マーケティング・セールス									●			●
不動産	●				●					●		
リスクマネジメント		●	●	●	●	●	●	●		●	●	●
人材マネジメント	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
テクノロジー・システム			●		●						●	

出所: Prudential Financial, Inc. "2017 Proxy Statement" より日本総合研究所作成



黒田一賢氏(くろだかずたか)

株式会社日本総合研究所創発戦略センタースペシャリスト。青山学院大学経済学部卒業後、岡三証券(株)、EIRIS(英ESG調査機関)にて、それぞれ財務面、非財務面での企業調査に従事。現在はESGリサーチセンターにて株式運用のための非財務面での企業評価業務などに従事。運用機関向け調査会社の格付会社Extel及びNGOのSRI-CONNECTが主催する独立系調査機関所属非財務アナリストランキングIRRI 2012で世界4位、世界の主要機関投資家を購読者に持つ投資情報サイトResponsible Investorの定期コラムニスト。