

ESGを巡る株主対応・コーポレートガバナンス



大江橋法律事務所
パートナー弁護士／ニューヨーク州弁護士
平井 義則

y-hirai@ohebashi.com

第1 はじめに

国連が、2006年に、投資家が取るべき行動の準則として責任投資原則(PRI:Principles for Responsible Investment)を発表し、ESG(環境/Environment、社会/Social、ガバナンス/Governance)に配慮した投資を提唱したことを契機として世界的に着目され始めたESG投資は、その後世界的な潮流となり、日本国内においても、昨今多大な注目を集めています。2020年3月に再改訂されたスチュワードシップ・コードにおいても、ESG要素を含むサステナビリティへの対応が明示されるに至り、投資家との間のESG・サステナビリティに関する対話の重要性が高まっています。

このようなESG投資の隆盛とともにESGへの関心が高まる中、企業の株主対応においても、ESGへの配慮が必須のものとなりつつあります。そこで、本稿では、まず、ESG要素に関するスチュワードシップ・コードの改訂内容をおさらいした上で(第2)、ESGを巡る株主の最近の動向を確認し(第3)、ESGへの関心を高める株主への実務対応についてコーポレートガバナンス・コードの改訂案^{注1}の内容を中心に解説いたします(第4)。

第2 スチュワードシップ・コードにおけるESG要素

2020年3月に再改訂されたスチュワードシップ・コードにおいては、ESG要素を考慮することが企業の継続的な成長につながるの考えのもと、各所にサステナビリティの考慮の必要性が明記されることとなりました。ESG・サステナビリティに関するコードの概要は以下のとおりです。

前文 指針1-1	「スチュワードシップ責任」を、投資先企業等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、企業価値の向上・持続的成長を促し、中長期的な投資リターンを拡大を図る責任と定義。
指針1-2	スチュワードシップ責任を果たすための方針の作成・公表に際して、運用戦略に応じて、サステナビリティを巡る課題をどのように考慮するかについて明確に示すことを要求。
指針4-2	サステナビリティを巡る課題に関する対話にあたっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識することを要求。
原則7 指針7-1	投資先企業の運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を行うための実力を備えることを要求。

ここでは、サステナビリティの意義を、ESG要素を含む中長期的な持続可能性と明記した上で、サステナビリティの考慮がスチュワードシップ責任の定義に盛り込まれている点が注目に値します(前文、指針1-1)。つまり、機関投資家としては、スチュワードシップ責任を果たすためには、サステナビリティの考慮が不可欠であり、企業の側からすると、機関投資家からサステナビリティに関する対話を求められることが不可避となることを意味します。また、サステナビリティを、単に、経済や環境、社会の持続可能性と定義するのではなく、サステナビリティの考慮が企業の中長期的

注1 2021年4月にコーポレートガバナンス・コードの改訂案が発表されています。本稿脱稿時点(2021年5月末)で、パブリックコメントの募集手続が終了しており、2021年6月を目途に改訂が実施される予定です(ただし、プライム市場の上場会社のみを対象とする改訂については2022年4月から適用される予定です。)

な企業価値の向上・持続的成長に結び付くものと定義づけている点が重要です(前文、指針1-1、指針4-2)。

第3 株主の動向

1 機関投資家の動向

(1) エンゲージメントの機会におけるESG要素に関する対話の状況

このようなスチュワードシップ・コードの改訂も受け、各企業においては、エンゲージメントの機会に機関投資家からESGをテーマとした対話を求められることが増加の一途を辿っています。例えば、日本生命が機関投資家としてE(環境)、S(社会)のトピックを織り交ぜた対話を実施した投資先企業の数、2017年は138社、2018年は195社、2019年は310社と年々増加しており、取り上げるテーマについても、環境問題への取組み状況と中長期対応方針、ダイバーシティ(女性役員／幹部の起用に関する考え方等)、働き方改革、健康経営、労働衛生など順次拡大していくことを明言しています^{注)2}。

後述のとおり、日本においては、現時点でESG要素に基づく株主提案がなされるに至るまでの事案はまだ数に限られていますが、水面下では、機関投資家から、ESG要素を含む対話の申入れが現になされ、かつ取り上げるテーマも多様化している状況にありますので、現時点でそのような対話の申入れを受けていない企業においても、近い将来対話を求められる可能性が高いという意識を持つておくことが重要です。

(2) 議決権行使基準

また、機関投資家の議決権行使基準についても、ESG要素が盛り込まれる例が増えてきています。従前より、不祥事やダイバーシティに関する議決権行使基準を設けることは一般的でしたが、近年のESG投資に対する関心の高まりを受けて、人権や環境、気候変動対応といったより多様な要素を考慮した議決権行使基準を設ける機関投資家が増えてきています。以下、いくつか具体例をご紹介します。

【アクサ・インベスト・マネージャーズ】

取締役の選任について、環境・社会・ガバナンス(ESG)に関する事項について適切に監視されていない疑いがある場合、反対する。

【朝日生命】

取締役候補者が、ESG課題(企業が対処すべき環境・社会・ガバナンスに関する課題)に対し、著しく不適切な対応をとっている場合、個別精査する。

【第一生命】

投資先企業毎の課題もしくは対話活動の重点テーマとしたESG課題(気候変動対応等)について、継続的な対話をふまえても改善が見られず、今後の改善も見込めないと判断される企業の代表取締役再任について、原則として反対する。

このとおり、既に、ESG課題に対する取組みが不十分な場合、代表取締役候補者・取締役候補者の選任議案について反対票を投じることを議決権行使基準の内容として定める例が見られるところであり^{注)3}、今後、ますますESG要素への対応状況を議決権行使基準の内容に組み込む例が増加していくことが予想されます。各社においては、ESGへの取組体制が議案の成否・賛成率に影響し得ることを十分に認識しておく必要があります。

2 ESGに関する株主提案

2020年6月株主総会において、NPO法人気候ネットワークがみずほフィナンシャルグループに提出した定款変更議案が、「日本初の気候変動に関する株主提案」として注目を集めました。当該株主提案は、みずほフィナンシャルグループが「パリ協定及び気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に賛同していることに留意し、パリ協定の目標に沿った投資を行うための指標および目標を含む経営戦略を記載した計画を年次報告書

^{注)2} 日本生命「スチュワードシップ活動報告書」(2020年)。

^{注)3} その他、株主提案に関する判断基準の中でサステナビリティ(環境、社会、人権)に言及する例もあります(ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント、JPモルガン・アセット・マネジメント)。

にて開示する]という条項を定款に追記することを求めたものです。当該株主提案は、最終的には否決されたものの、複数の機関投資家も賛成票を投じ、賛成比率が34.7%にものぼりました。

また、2021年6月総会に向けても、気候ネットワーク及び環境NGOに所属する個人株主3名が三菱UFJフィナンシャル・グループに、また、オーストラリア拠点のNPO法人に所属する個人株主が住友商事に対して、パリ協定目標と事業活動を整合させた投融资計画を策定し年次報告書にて開示する旨の定款変更議案を提出し、本年もESG要素を含む株主提案に注目が集まっています。

日本においてはESG関連の株主提案がなされる事例はまだまだ限定的ですが、脱炭素など環境意識の高まりなどを受け、今後、同様の株主提案が増加していくことが予想されます。

3 アクティビストファンドの動向

ESG関連の株主提案が積極的になされている海外諸国においても、ESG関連の株主提案は、社会的インパクトを投資目的とするNPO団体等が中心であり、アクティビストファンドが積極的に関与してきたわけではありませんでした。

しかし、米欧の年金基金や大学の財団等のアセットオーナーがESGを重視する意向を強めていることに加え、気候変動や従業員対応といったESG要素が株価に影響を与える問題であるという認識が強まるにつれて、アメリカやヨーロッパにおいて、アクティビストファンドがESG要素をアクティビズムに取り込む事例が発生しており、今後、さらに増えることが予想されています。

このような傾向は日本においても同様であり、日本における代表的なアクティビストファンドの1つであるストラテジックキャピタルは、本年1月、国連責任投資原則(PRI)に署名し、ESG投資の進展に貢献すると明言し、注目を集めました。同ファンドの代表は、日経新聞のインタビューに対して、本年1月以降、投資先企業に対して、E(環境)やS(社会)についての17~18頁に及ぶ質問状を送付しており、企業と対話をしていることを明かしたうえで、今後、環境や社会問題についての株主提案を行う可能性も否定していません^{注)4}。

また、2019年6月総会において、オアシス・マネジメントが、工

事現場において重大事故が発生した安藤・間に対して、安全衛生管理の徹底に関する条文を定款に新設する株主提案を行い、約30.1%の賛成を得ています。かかる株主提案は、S(社会)に関連するものと言え、従前のアクティビストファンドが行ってきた資本政策や株主還元、ガバナンスに関する株主提案とは一線を画するものとして注目に値します。ESG要素を取り込んだ株主提案については、機関投資家の賛同も得やすいため、アクティビストファンドのESGへの姿勢については注目していく必要があります。

第4 コーポレートガバナンス・コードの改訂案を踏まえた株主対応

1 コーポレートガバナンス・コードの改訂

注)1のとおり、2021年4月、コーポレートガバナンス・コード改訂案が発表されました。同改訂案では、ESGを含むサステナビリティの重視が色濃く打ち出されています。もちろん、コーポレートガバナンス・コードは、コンプライ・オア・エクスプレインという手法を採用し、コードの内容を全て実施しなければいけないというわけではありません。しかし、コーポレートガバナンス・コードは日本企業が目指すべきコーポレートガバナンスの方向性を示しているものであることからすると、ESG要素を含む株主からの要望に対応するにあたっては、その内容を十分に理解し、実践を目指すことが重要となります。

そこで、以下では、コーポレートガバナンス・コード改訂案の内容を中心に、株主からの要望に備えるために、主に取締役会において平時からとるべき対応について解説いたします。

2 取締役会によるESG課題への積極的な対応

(1) 取締役会における積極的・能動的な対応

コーポレートガバナンス・コード改訂案・基本原則2の「考え

注)4 日経新聞電子版2021年4月7日「物言う株主、ESGに急接近「環境も企業統治に直結」」

方]において、「サステナビリティ課題への積極的・能動的な対応を一層進めていくことが重要である」と明記されているとおり、ESG要素を含む株主からの提案に応えるためには、何よりも、取締役会が自社のサステナビリティ課題について、積極的・能動的に取り組んでいくことが重要です。コーポレートガバナンス・コード改訂案においては、スチュワードシップ・コードと同様、サステナビリティを「ESG要素を含む中長期的な持続可能性」と定義した上、サステナビリティ課題への取組みが中長期的な企業価値の向上につながるものと位置付けており、取締役会においては、ESGを含むサステナビリティ課題が、リスクとしてのみならず、収益機会をも意味することを十分に認識した上、自らがESG課題に対して積極的に取り組むことについてのリーダーシップを発揮することが求められています(補充原則2-3①)。

(2) 取締役会によるESG課題の基本的な方針の決定・監督

もっとも、ESGやサステナビリティという概念について具体的な内容は必ずしも明確ではなく、また、ESGに含まれるとされる要素のうち自社にとって何が重要かは各社により様々です。従前、ESGの内容としては、気候変動など環境(E)への関心が中心でしたが、最近では、働き方改革、労働衛生、ダイバーシティ、ハラスメント対応、内部告発制度、ビジネスと人権など、社会(S)に属するトピックへの注目も高まっています。コーポレートガバナンス・コード改訂案においても、「気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理」(補充原則2-3①)をサステナビリティの構成要素として例示する改訂が行われています。

そのため、各企業においては、自社の事業内容や事業戦略に照らした、自社にとって重要なESG課題の洗い出し(マテリアリティの特定)が必要となります。このような作業は、通常、執行側で行うこととなりますが、上記のとおり多様な要素を含むESG課題の重要性の評価は主観的なものとなる懸念もあり、適切な監督が必要です。

そこで、取締役会においては、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定しておくことが必要となります(補充原則4-2②)。

その上で、取締役会による監督の客観性・実効性を高めるべく、サステナビリティ課題への社外取締役の積極的な関与を求めるということが考えられます。

このような客観的な監督を制度として担保するための仕組みとして、取締役会の諮問機関として、社外取締役を中心としたサステナビリティ委員会注)5を設けることが考えられます。例えばアメリカやイギリスでは、監督、指名、報酬の3委員会に並列する第4の委員会としてサステナビリティ委員会を設置する企業が多く、日本においても、サステナビリティ委員会の導入議論が活発化しています注)6。他方、サステナビリティ課題は数名の外部者で議論すべき事項ではなく、経営トップのコミットメントを示し、全社的に取り組むべく、まずは執行側の委員会として設けるべきという意見もあります。サステナビリティ委員会を経営陣の側に位置付けるか、監督の側に位置付けるかは各社のガバナンスやESGに対する考え次第で、いずれもあり得るところですが、サステナビリティ委員会を執行側の委員会と位置付ける場合は、取締役会による適切な監督という観点から、取締役会における議論とサステナビリティ委員会の活動をリンクさせる仕組みづくりを工夫することが重要と言えます。

(3) ESGスキルを有する取締役の選任を含む取締役会の多様性

また、ダイバーシティ・多様性はESGのトピックの一つですが、取締役会の構成そのものも、多様性に富むべきです(原則4-11)。その際、取締役会によるESG要素のガバナンスという観点からは、取締役会の構成員にESGスキルに富む人物が選定されていることが有効となります。

加えて、補充原則4-11①では、「取締役会は経営戦略に照らして自らが備えるべきスキル等を特定した上で、取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性及び規律に関する

注)5 コーポレートガバナンス・コード改訂案においてサステナビリティ委員会の設置に言及することは見送られましたが、投資家と企業の対話ガイドラインの改訂案の1-3が、「例えば、取締役会の下又は経営陣の側に、サステナビリティに関する委員会を設置するなど、サステナビリティに関する取組みを全社的に検討・推進するための枠組みを整備しているか」と規定し、機関投資家と企業との間で対話すべき内容の一つとしてサステナビリティ委員会の設置があり得ることが記載されることとなりました。

注)6 例えば、イギリスではFTSE150の企業のうち、21.4%の企業が取締役会の下にサステナビリティ関係の委員会を設定していますが、日本では、JPX400の企業のうち、サステナビリティ関係の委員会を設けている企業は55社にとどまり、取締役会直下の委員会とされているのは8社にとどまる状況です(スチュワードシップ・コード及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(第24回)資料3-29頁)。

考え方を定め、各取締役の知識・経験・能力等を一覧化したい
いわゆるスキルマトリックスをはじめ、経営環境や事業特性等に
応じた適切な形で取締役の有するスキル等の組み合わせ」を開示
すべきとしています。スキルマトリックスを採用している企業自体
がまだ多数派とは言えない状況ですが注7、投資家からのスキル
マトリックス掲載の要望は強く、その中に、例えば、「環境」や「人
材育成／ダイバーシティ」、「サステナビリティ」といったESG要
素を組み込み、かつ該当する人材を取締役候補者として選定す
ることは、投資家に対して自社のサステナビリティへのコミットの
姿勢をアピールするに際して有益な手段となるでしょう。

(4) 役員報酬制度へのESG要素の組み込み

取締役に対してESG課題への取組みへのインセンティブを付
与すべく、日本においても、近時、ESG要素を役員報酬評価に
取り組む動きが進んでおり注8、その内容を開示する企業も現れ
てきています。

役員報酬とESG要素を連動させる手法として、外部評価機関
の指標を活用するケース注9と、自社で独自に評価指標を設定
するケース注10があります。インセンティブ報酬はあくまでも企業
の目標を達成するための手段ですので、どのような指標を導入し
どのように役員報酬を設計するかを議論するにあたっては、前提
として、自社のESG経営の方針が議論され、自社にとってどのよ
うなESG課題が重要か決定されていることが必要です。その上
で、外部評価機関の指標を採用するのであれば当該指標が自
社のESG課題の達成具合を適切に評価し得る内容か、自社内
で指標を設定し評価する場合には、外部に対して客観的に透明
性をもって評価結果を説明できる体制が社内ですべて揃っているか
といった点を検討することが重要となります。

3 情報開示

投資家に対して自社の取組みを理解してもらうためには、株主
のニーズを踏まえたESG情報の開示を行うことが重要です。コー
ポレートガバナンス・コード改訂案補充原則3-1③は、「上場会
社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティにつ
いて取組みを適切に開示すべき」であるとされ、「特に、プライム
市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社
の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの
収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである
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
を進めるべきである」と明示されるに至っています。情報開示にあ
たっては、サステナビリティが長期的観点から利益につながると
いう考えに基づき、リスクだけでなく、自社の収益機会との結びつ
きを意識することが重要といえます注11。

また、上記第3・2のとおり、2020年6月総会においては、
NPO法人からみずほフィナンシャルグループに対して、気候変動
に関する開示についての株主提案が行われたところ、当該株主
提案に反対した機関投資家の反対理由として、「TCFDレポート
を発行するなど、同社の対応に特段問題がないと考えることか
ら、反対」（三菱UFJ信託銀行）、「株主提案の内容は特に問題
ないが、企業の情報開示水準を考慮し判断」（りそなアセットマネ
ジメント）など企業側が十分に情報開示を行っていることを根拠
とするものが複数見られます。情報開示は、株主提案という有事
を見据えた対応としても重要な意義を持ちます。

以上

注7 東証1部上場企業で売上高5000億円以上の296社を対象とした調査において、スキルマトリックスを公表している企業は67社と4分の1程度（23%）という調査結果があります（日経新聞電子版2021年4月26日「専門性、社外取締役に依存?『スキルマトリックス』公開4社に1社どまり」）。

注8 2020年3月期の有価証券報告書をベースにした調査では、日経500種平均株価を構成する企業で役員報酬の評価項目にESG関連を採用するのは1割弱の33社であったとのこと（日経新聞電子版2020年12月5日「役員報酬、ESGと連動 世界で導入広がる」）。

注9 例えば、オムロンは、経済・環境・社会の3つの側面から世界各国の大手企業を評価する指標であるDow Jones Sustainability Indexの結果を

長期インセンティブの評価指標の一つとしています（2020年6月24日付有価証券報告書）。

注10 例えば、安川電機は、株式報酬として株式交付信託を採用し、その評価指標として、営業利益等の財務指標のほか、CO2排出量削減目標達成度というESG指標を設定しています（2020年5月28日付有価証券報告書）。

注11 ESG情報の開示枠組みやその実務対応については、当事務所の弁護士澤井俊之が、Business Lawyers ウェブサイト（<https://www.businesslawyers.jp/articles/974>）「コーポレートガバナンス・コード改定案を踏まえたESG開示の実務」で解説していますので、ご参照ください。