

# 取締役会とサステナビリティ

新井 弘 貴

## 要 旨

コーポレートガバナンス・コードにおいては、以前から原則4-7 (iv) において独立社外取締役に「少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に反映させること」が要請されていたが、2021年の改訂においてサステナビリティが重要な改訂課題となったことから、今後当該原則の規定内容がより重要なものとなることが予想される。本稿では、近年のサステナビリティを重視する潮流や直近のコード改訂の内容などを契機として、社外取締役や取締役会がサステナビリティ課題への取り組みの監督との関係で果たしうる役割について考察を加えた。昨今より広範なステークホルダーの利害調整に対応するためには取締役会の構成員に多様性が備わっていることが肝要であるが、特に社外取締役に念頭に置くと、①独立性及び多様なバックグラウンド、②サステナビリティに関する知見・経験などの点がサステナビリティ課題への取り組みの監督との関係で注目される。もとより、わが国においては社外取締役や取締役会という制度自体が過渡期にあり、監督の実効性確保に向けて様々な課題が存在することは周知の通りであるから、サステナビリティの分野に限られず各企業において社外取締役の機能向上に向けた地道な取り組みが望まれる。

キーワード：コーポレートガバナンス・コード、サステナビリティ、社外取締役、多様性

## 目 次

- |                       |                          |
|-----------------------|--------------------------|
| 1. はじめに               | 2.2.2 監督体制や方法の概観         |
| 2. 取締役会とサステナビリティ      | 2.3 取締役会の多様性との関係         |
| 2.1 サステナビリティ・ガバナンスの意義 | 2.3.1 ガバナンス・コードに規定される多様性 |
| 2.2 改訂版コードとサステナビリティ   | 2.3.2 サステナビリティ課題との関係性    |
| 2.2.1 重要課題の特定         | 3. 結語                    |

## 1. はじめに

2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、プライム市場上場会社において独立社外取締役を少なくとも3分の1以上（場合によっては過半数）選任すること<sup>1</sup>が要請されるなど、社外取締役により大きな期待を寄せる方向性が打ち出されている。このような潮流の中で社外取締役が果たすべき役割はどのようなものであろうか。

以前からコードでは独立社外取締役の役割について言及する原則4-7（iv）において「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること」と規定されており、社外取締役には株主のみならず様々なステークホルダーの利益をも考慮した職務遂行が期待されている面もある<sup>2</sup>。

原則4-7（iv）にみられるような社外取締役の役割は、2021年のコード改訂においてサステナビリティが重要な改訂課題となり、取締役会が向き合うべき課題として以前にも増してサステナビリティの優先度が高まったことから今後注目されることが予想される。

これまで特になが国においてはステークホルダーを重視する傾向がみられたけれども、現在問題とされているサステナビリティ課題はその射程範囲が広い。従来は主に企業と直接の関わりがある従業員、債権者、地域社会等がステークホルダーとして想定されていたが、近年

のサステナビリティ課題においては気候変動のような地球全体に影響を与える課題や（直接の取引関係にあるサプライヤーのみならず）サプライチェーン全体における人権問題のように必ずしも当該企業と直接の関わりが認められるわけではないステークホルダーにも配慮することが求められているのである<sup>3</sup>。

こうしたより広範なステークホルダーとの関係で問題となるサステナビリティ課題に適切に取り組むためには、より多様性の確保された取締役会での監督が重要になろう。本稿では、2021年改訂版コードを契機として、取締役会や社外取締役がこうしたサステナビリティ課題に対する監督との関係で果たしうる役割について考察を行う。

## 2. 取締役会とサステナビリティ

### 2.1 サステナビリティ・ガバナンスの意義

サステナビリティ・ガバナンスは、短期的な利益を重視するあまり、中長期的にみると財務的に悪影響を及ぼす可能性のあるサステナビリティ課題への取り組みを怠らないように取締役会がその監督を行っていく仕組み、といえる<sup>4</sup>。例えば、企業として中長期的に温室効果ガスの排出抑制に取り組まなければ、地球温暖化防止につながらないだけでなく、中長期的には規制等によるコスト（炭素税等）により企業に「財務的な悪影響」を及ぼす可能性があるが、

1 コーポレートガバナンス・コード原則4-8。

2 経済産業省（2020）、12頁も様々なステークホルダーの視点を取締役に反映させることの重要性を指摘する。

3 田村（2020）、176頁、宮島（2021）、99頁。また、対象となるステークホルダーはいわゆる「現役世代」のみならず「将来世代」まで含まれることも指摘される。

4 内ヶ崎ほか（2021）、153頁。

経営者としては短期的な利益を重視してそうした課題に取り組まないおそれがある<sup>5</sup>。したがって、取締役会においてサステナビリティ課題への取り組み状況をモニターする必要性が生じるのである<sup>6</sup>。

## 2.2 改訂版コードとサステナビリティ

### 2.2.1 重要課題の特定

2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいても、サステナビリティ課題の会社経営への取り込みが重要な論点となっている。補充原則4-2②においては、「取締役会は、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り組みについて基本的な方針を策定すべきである。」との規定が新たに盛り込まれているが、当該基本方針の策定過程においては、中長期的な企業価値向上の観点から自社が優先的に取り組んでいくべき「重要課題」を特定することになる<sup>7</sup>。そして、サステナビリティ課題を特定する上では、当該課題を解決することを通じて自社の「成長機

会」につながるかという視点や当該課題が自社にとって「重要なリスク」になるかという視点が重要なポイントとなる<sup>8, 9</sup>。

「成長機会」や「収益機会」との関係においては、競争優位性や収益率等が優れているかという点も論点となる。例えば環境規制や環境負荷低減ニーズに対応した製品やサービスを展開していたとしても、収益率が低かったり、今後のシェア拡大（他社製品との差別化等）が見込めなかったりする場合には、（特にアクティブ）投資家からの評価は芳しくないものとなる<sup>10</sup>。

ステークホルダーの抱える課題が企業自身にとっての「機会」や「リスク」と関係することは従来の伝統的なCSR（企業の社会的責任）にかかる議論においても指摘されていたことであるが<sup>11</sup>、気候変動に対応するための各国・各地域におけるカーボンニュートラルに向けた動向<sup>12</sup>に代表されるように、課題の内容次第では以前とは比較にならないほどに経営ひいては株主価値にも大きな影響を与える状況となっている<sup>13</sup>。こうした点を踏まれば、サステナビ

5 内ヶ崎ほか（2021）、153頁。

6 なお、サステナビリティという用語はESGと同義で用いられることも多いが、E（環境）・S（社会）の課題に対して適切に取り組むためにはガバナンス体制（G）が適切に整備されていることが重要であるといわれる（この点については例えば経済産業省（2017）、28頁参照）。

7 安井（2021）、31頁。社会全体が抱えているサステナビリティ課題は多岐にわたっているため、一企業でそれらすべてを解決することは困難であるといえる。

8 安井（2021）、31頁。この点については改訂版コードの補充原則2-3①を参照（サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であることを指摘）。

9 「重要課題」を特定するためのより詳細なプロセスや検討ポイントについては、経済産業省SX研究会第2回事務局説明資料（2021年6月）参照。

10 林（2018）、226頁。

11 野村（2009）、7頁、野田（2019）、374～375頁。

12 環境省WEBサイト（[https://ondankataisaku.env.go.jp/carbon\\_neutral/about/](https://ondankataisaku.env.go.jp/carbon_neutral/about/)）によれば、120以上の国と地域が「2050年カーボンニュートラル（二酸化炭素をはじめとする温室効果ガスの「排出量」から、植林、森林管理などによる「吸収量」を差し引いて、合計を実質的にゼロにすること）」を目標として掲げているとのことである。

13 この点に関連して、カーボンニュートラルを巡ってはいわゆる「公正な移行」も問題となりうる。例えば、金融庁（2021）においては、カーボンニュートラルに向けた動きが大きな産業構造転換を伴うものであるため、その過程において公正な移行を確保するという視点も重要である旨が指摘されている。当該報告書においては「公正な移行」をめぐる欧州の取り組みに言及がされており、移行の影響を受ける労働者や若者に対する新たな仕事への移行準備のための再訓練等も含めた支援の重要性が示唆される。

## 取締役会とサステナビリティ

リティ課題が上場企業の経営者にとっての重要な検討事項としてコーポレートガバナンス・コードの規定に盛り込まれることは自然な流れであるといえる。

### 2.2.2 監督体制や方法の概観

#### 2.2.2.1 サステナビリティ委員会

サステナビリティ経営を監督するための体制については、対話ガイドライン1-3においても言及されているサステナビリティ委員会を設置するか否かが1つの論点となりうる。サステナビリティ委員会は、指名委員会・報酬委員会・監査委員会と同様に取締役会から派生した委員会であるが、当該委員会の現況をみると、欧米と日本ではその構成員や位置づけが若干異なっている。

すなわち、欧米では執行側を監督することで社外役員が中心になって監督側の委員会として活動しているが、日本では経営陣を中心とした執行側の委員会が多いといわれる<sup>14</sup>。例えば、花王では、社長が委員長を務め、専務・常務執行役員等が参加する形で構成されている「ESGコミッティ」がESG活動に関する方針や戦略等を実質的に策定する役割を担い、その上で最終的に社外取締役を含めた取締役会で審議・決議が行われているようである<sup>15</sup>。

この点、日本企業においても、取締役会のモニタリング機能強化、独立社外役員の量と質の向上、執行側のサステナビリティ活動の強化に伴って、段階的に監督側のサステナビリティ委員会が増えていく可能性も指摘されているところ

である<sup>16</sup>。2021年改訂版コードにおける社外取締役の位置づけなどを踏まえれば、今後このような方向で監督側の機関としてサステナビリティ委員会が発展していくことも十分考えられる。

当然のことながら、サステナビリティ委員会を形式的に設置するか否かよりも適切な監督が実効的に実施されるか否かの方が重要であるといえる。現に国外においてはサステナビリティ関連の委員会がない場合であっても取締役会全体または各委員会がサステナビリティに関する監督機能を発揮していることやサステナビリティ監督の体制については各企業の取締役会がそれぞれの状況に照らしてベストな選択をすることが望ましいことなども指摘されているところである<sup>17</sup>。しかし、取締役会における審議時間等の制約を考えるのであれば、可能な限り社外取締役を中心とした監督側の委員会についても設置することが望ましいといえよう。

#### 2.2.2.2 報酬等との紐付け

また、サステナビリティ課題の監督との関係では、当該サステナビリティ課題に関係する指標と役員報酬や財務パフォーマンスとの紐付けも重要な論点である。役員報酬との紐付けについては、現に経済産業省（2019a）においても「非財務的な要素も企業価値に大きな影響を与えうるため、企業価値向上のために、ESGやSDGsに関する非財務指標をインセンティブ報酬のKPIとして設定することも有効であると考えられる」との指摘がなされているところで

14 北川ほか（2020b）、48頁（わが国企業で現在設置されている委員会については、独立社外役員が参加している委員会は少なく、社長の諮問機関としているケースが多い）〔内ヶ崎発言〕。

15 竹安ほか（2021）、39頁。

16 北川ほか（2020a）、53頁〔内ヶ崎発言〕。

17 高山ほか（2021a）、24～26頁。

ある<sup>18</sup>。

これらの紐付けにおいて特徴的なのは、企業の収益性に関する指標として近年のコーポレートガバナンス改革において重視されているROE（自己資本利益率）とサステナビリティ課題に関連する指標の組み合わせで評価が行なわれるケースがみられることである。例えば積水ハウスの2021年の有価証券報告書によれば、同社の業績連動型株式報酬における業績評価指標はROE：ESG経営指標＝80：20とされており、企業の収益性とESG関連指標のパフォーマンスの双方が報酬の算定基準として組み込まれている<sup>19</sup>。

一方、財務パフォーマンスとの紐付けについても、同様の評価方法が考えられる。脱炭素への適応度を示す指標にいわゆる「ROC（炭素利益率：リターン・オン・カーボン）」といったものがある。これは営業利益を二酸化炭素の排出量で割ることによって算出される指標であり、その算出過程からも明らかなようにこの指標の数字が大きければ大きいほど「低炭素排出でも稼げる企業」という評価を受けることになる<sup>20</sup>。当該指標についてもROEのパフォーマンスとROCのパフォーマンスの双方の相関関係で企業価値を評価する方法が注目されるようになっており、今後は役員報酬や財務パフォーマンスとの紐付けを通じたサステナ

ビリティ分野の監督が発展していくものと思われる。

### 2.2.2.3 紐付けに伴って生じうる問題点

この点、役員報酬や財務パフォーマンスとサステナビリティ課題に関連する指標を紐付けることは経営者の裁量を不当に広げることにつながらないであろうか。企業がステークホルダーの抱える課題を考慮することが経営者の裁量を広げ、そのアカウンタビリティを弱める点の問題視されることもあるが、成果の定量的な把握を行うための手続が比較的明確であり、かつ、特に社会や投資家からの取り組みに対する要請<sup>21</sup>が強いサステナビリティ分野については、経営者の裁量が消極的な意味で広がってしまうことは考えにくい。

一方で、サステナビリティ課題に関連する指標を役員報酬や財務パフォーマンスに紐付ける場合においては、サステナビリティ課題に取り組んでいると外見上見せかけながら実質的な取り組みを伴わない（あるいは取り組みが不十分である）、グリーンウォッシング（環境分野）やESGウォッシングといったことが懸念される<sup>22</sup>。例えば、役員報酬との関係でいえば、報酬のESG・SDGs連動部分を不正に受給するためにESG・SDGsの指標の達成度を偽ることが想定されうる<sup>23</sup>。

18 経済産業省（2019a），115頁。例えば、役員報酬であれば、セブン&アイ・ホールディングスは役員に支払う株式報酬について二酸化炭素の削減目標の達成度合いで変動する方式を採用している（2021年10月14日付日本経済新聞電子版「セブン&アイ、CO<sub>2</sub>排出量で役員報酬変動」）。

19 瀧谷（2021），79～80頁。

20 2021年9月28日付日本経済新聞電子版「（経済教室）従業員も問題解決の意識をサステナビリティ経営の現在」（長谷川直哉）。

21 田中（2020），15頁は「企業の環境対応に関連して今日顕著に見られる事象は、経営陣が株主の利益最大化要求に抗して環境に配慮した経営をすることではなく、むしろ、株主（特に巨大運用機関）の側が、そのコントロール権を背景に、企業に環境対応を求める動きである」と指摘される。

22 瀧谷（2021），79頁。なお、同文献の75頁以下では、サステナビリティ監督の手段として役員報酬を位置づけた上で具体的な事例が紹介されており、参考になる。

23 瀧谷・阿部（2021），84～85頁。

## 取締役会とサステナビリティ

したがって、役員報酬や財務パフォーマンスとの紐付けはそれ自体がサステナビリティ課題への取り組みの促進やその進捗状況の有力な監督手段でありながら、同時に社外取締役を中心とした取締役会や委員会による厳格な監督に服すべき事項でもあるといえる。

### 2.2.2.4 情報開示

改訂版コードは補充原則3-1③前段において「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の取り組みを適切に開示すべきである。」と規定した上で、さらに人的資本や知的財産への投資等に関する開示（同中段）、気候変動に関するTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）またはそれと同等の枠組みに基づく開示（同後段）、中核人材の多様性確保に関する開示（補充原則2-4①）<sup>24</sup>などを要請しているが、こうした情報開示はサステナビリティ課題への取り組みに関する投資家との対話において重要な役割を果たす<sup>25</sup>。

具体的な開示内容については、サステナビリティ課題を対象とした多くの開示枠組みには一般に取組方針の策定、取組方針に基づく計画および目標（KPI）の設定、定期的な各目標（KPI）の達成状況確認等といった要素が備わっている<sup>26</sup>。例えば、今回のコード改訂で要求される

こととなった中核人材の多様性に関する開示においても、「中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方」や「多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針」といった取組方針に加えて、「自主的かつ測定可能な目標」や「その状況（目標の達成状況）」の開示が要請される<sup>27</sup>。

こうした一連の開示がコーポレートガバナンス・コードで要請されていることの意味は、社内の担当部署のみでこれらの取り組みを実施するのではなく、上場会社の取締役会・経営陣と事業部門が一体となってサステナビリティを経営課題として捉え、中長期的な企業価値向上の観点から取り組みを推進していくことを促す点にあるといえるだろう。この点は、TCFD開示において「気候関連のリスクと機会に関する取締役会による監督体制」や「気候関連のリスクと機会を評価・管理する際における経営者の役割」それ自体が開示事項とされていること<sup>28</sup>や経済産業省（2018）において「経営トップがダイバーシティ経営の『プロジェクトリーダー』として、取組の実行に責任を持つこと」が重要であると言及されていること<sup>29</sup>などからも明らかである。

したがって、当然のことながら、開示の対象となる各サステナビリティ課題への取り組み状

24 補充原則2-4①においては「上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。」と規定されている。

25 サステナビリティに関するストーリーや戦略を開示した上で投資家と対話を行うことによって長期視点の機関投資家（中長期的に企業の成長を支援してくれるビジネスパートナー）に株主となってもらうことが企業側の対応として好ましいことはよく指摘される場所である。この点については例えば内ヶ崎・神山（2020）、40頁参照。

26 安井（2021）、34頁。

27 安井（2021）、34～35頁。

28 CDSB・SASB（2019）、8頁は、TCFDの主な目標の1つとして「気候関連の問題を取締役会レベルに引き上げること」を挙げている。

29 経済産業省（2018）、9頁参照。

況や目標の達成状況が芳しくない場合には、それは取締役会や経営陣の責任とみなされるのであって、この点が外部への情報開示およびそれに基づく対話を通じた社内のサステナビリティ・ガバナンスに対する規律付け（さらにはサステナビリティ課題への取り組み推進の動機付け）になると考えられる。

## 2.3 取締役会の多様性との関係

### 2.3.1 ガバナンス・コードに規定される多様性

取締役会構成員の多様性についてコードの原則4-11は「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性、職歴、年齢の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべき」と規定し、知識・経験・能力といったスキル面からみた要素やジェンダーといった属性面からみた要素を具体的に挙げている。取締役会の多様性については、一般的に、より幅広い視野で多様な視点から監督を行うことが可能になるといった点や職務における独立性が確保できるといった点はその利点として考えられるところである<sup>30</sup>。

この点に関連して、2021年改訂の過程で公表された「コロナ後の企業の変革に向けた取締役会の機能発揮及び企業の中核人材の多様性の確保（案）」意見書（5）（2020年12月）においては、「企業活動と社会の持続可能性の両立」の観点から企業が従来の経営人材だけでコロナ後の経営課題に対応することが容易ではなく、事業環境の不連続性に対応するためには「取締役の知識・経験・能力、さらには就任年数に関する適切な組み合わせ」が重要であるという問題

意識が示された。そして、企業が「経営環境の変化」を見通し、経営戦略に反映させるうえで独立社外取締役がより重要な役割を果たすことが指摘され、「プライム市場上場会社における独立社外取締役の3分の1以上（場合によっては過半数）の選任」や「スキルマトリックスの公表」が提案された（改訂後のコードでは、前者は原則4-8、後者は補充原則4-11①において規定されている）。

このように、「企業活動と社会の持続可能性の両立」や「事業環境の不連続性への対応」といった観点から取締役会構成員の多様性が論じられていることは興味深い。また、同意見書においては、同様の理由から経営陣や取締役会・経営陣を支える管理職層（中核人材）における多様性確保の重要性も指摘されており、先にみた開示事項の要請（補充原則2-4①）へとつながっている。それでは、実際に取締役会構成員の多様性はサステナビリティ課題への対応という点でどのような意義を有しているといえるだろうか。

### 2.3.2 サステナビリティ課題との関係性

#### 2.3.2.1 独立性及び多様なバックグラウンド

まず、独立性及び多様なバックグラウンドに裏付けられたバランスのとれた監督という観点からみると、近年重要な課題とされている気候変動やサプライチェーン全体の健全性確保といった問題は、場合によっては企業のビジネスモデル等にも直接・間接に影響を与える事項であるため、内部出身の取締役であると社内のしがらみや短期的な収益にとらわれてこうしたサステナビリティ課題への取り組みに踏み切れな

30 この点については例えば経済産業省（2018）、11～12頁参照。

い可能性がある<sup>31</sup>。このような状況において、社外取締役には、株主その他の社外のステークホルダーの立場をも踏まえて、中長期的な視点から経営方針策定への関与や監督が期待されることになる。

この点に関連して注目すべきは冒頭で紹介したコードの原則4-7 (iv) である。同原則では、独立社外取締役は「経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること（下線筆者）」が期待されている<sup>32</sup>。ここで想定されている「ステークホルダー」の範囲が問題となるが、コードの基本原則2の考え方や補充原則2-3①の規定、さらには対話ガイドライン1-3の規定の内容に照らせば、そこには地球環境やサプライチェーン全体といった企業とは必ずしも直接の関係性が認められない広範なステークホルダーも含まれると解することが自然である。

今回のコード改訂にみられるような「企業活動と社会の持続可能性の両立」や「事業環境の不連続性への対応」といった観点から取締役会構成員の多様性を捉える観点からすれば、現代

においては、社外取締役には以前にも増してより多様かつ広範なマルチステークホルダーの利害調整という視点から経営を監督していくことが期待されているといえる<sup>33, 34</sup>。

もっとも、わが国においては長年にわたり内部のステークホルダーが重視されており、一般株主の利益にあまり関心が持たれてこなかった歴史が存在することなども踏まえると、決して株主の利益が軽視されてよいというわけではない<sup>35</sup>。ただ、先に触れたように、近時は株式市場において大きな影響力を有している株主自身（大手の運用機関等）が気候変動等のサステナビリティ課題に強い関心を有していることを念頭に置く<sup>36</sup>、「株主像」も決して一枚岩ではなく<sup>37</sup>、この点からもより多様性の確保された会議体が重要になろう。

### 2.3.2.2 サステナビリティ課題に関する経験や知見

また、近年はサステナビリティ課題について経験・知見を有する取締役の存在も求められるようになってきている。海外の事例であるが、2021年のエクソン社株主総会において株主側から提

31 経営を取り巻く環境が厳しくなり、大きな方針転換をしなければならない場面において、同質的な組織は軋轢や不協和音を生む事業の撤退や売却が苦手であることが以前から指摘されるところであるが（後藤（2020），172頁），サステナビリティ課題についてもその影響度や経営環境次第では同様の問題が生じうるだろう。この点については、鈴木（2021），138頁も参照。

32 船津（2015），51頁は、原則4-7（iv）を参照した上で、わが国のコードの下では株主とそれ以外のステークホルダーの利益が一致しない局面について株主以外のステークホルダーの利益は独立役員を通じて反映させることが想定されていると指摘する。

33 この点については経済産業省（2020），12，20～21頁も参照。

34 関連して、実務指針とともに公表された社外取締役に関するアンケート調査の結果（図表15）によれば、社外取締役として「（株主を除く）様々なステークホルダーのために行動している」という回答の割合が最多であった。また、江川（2022），61頁も同様の状況を示唆する。

35 特にわが国では「近視眼の弊害は相対的に軽微」（宮島（2021），98頁）、「行き過ぎた株主資本主義が起こっている」とみるのは早計」（伊藤（2021），592頁）といった評価が有力であり、未だこの点について改善の余地があることが示唆される。

36 いわゆる「株主主導のステークホルダー主義」と呼ばれるものである。この現象については例えば田村（2020），170頁以下を参照。

37 サステナビリティ課題やESG投資に関心を有している投資家の間においてさえも①大規模なアセットオーナー（ユニバーサルオーナー）やそこから運用の委託を受けることも多いパッシブ運用機関と②長期のアクティブ運用機関では投資の視点や関心が異なっていることはよく指摘されるところである（安井（2021），28～30頁参照）。

出された「エネルギー分野についての知見を有する取締役候補者の提案」は記憶に新しいところである<sup>38</sup>。

本事例では、エクソン株式の保有割合がわずかに0.02%にとどまる株主が行った提案がブラックロック等の大手運用機関の支持を受けた点が注目されている<sup>39</sup>。最終受益者におけるサステナビリティ課題への関心の高まりやアセットオーナーの意向を汲み、ブラックロック等の運用機関はサステナビリティ課題への配慮を示すようになってきていることが指摘されるところであるが、本事例においても株主から提案された候補者のうち、エネルギー産業等の経営経験を有する者については賛成の立場を示したということである<sup>40</sup>。

この点に関連して、わが国においても近年気候変動関連の株主提案が散見されることに加え、国内運用機関の議決権行使基準においては、エンゲージメントにより課題を指摘して対応を促したにもかかわらず、適切な取り組みが行われなかった場合等に取締役選任議案に反対するという基準が散見されるようになっていく<sup>41</sup>。したがって、国内においても、今後株主総会における議決権行使という手段を用いたサステナビリティ課題への取り組みの圧力が強まっていくことが予想される。

こうした国内外の動向をみる限りでは、取締役会においてサステナビリティに関連する知見や経験を有した取締役の需要は高まっていくと考えられる。ただし、サステナビリティや

ESGに精通した社外取締役の人材がそもそもかなり限定されるという現状も認められることから<sup>42</sup>、多くの場合にまずは外部専門家の助力を得るという方法が現実的であろう。

なお、外部の専門家の助力を得ることになると、特に外部出身者である社外取締役との差異がどのような点にあるのかということが問題である。この点については、やはり近年社外取締役の職務に期待が集まっている少数株主のキャッシュアウトに関する議論が検討の手がかりとなる。経済産業省(2019b)においては、利益相反の伴うMBOや支配株主による従属会社の買収において設置される特別委員会の構成員について、社外の有識者よりも社外取締役の方が適任であることが指摘されているが、その理由としては、①会社に対して法律上の義務と責任を負い、責任追及の対象ともなりうること、②取締役会の構成員として経営判断に直接関与することが本来的に予定されていること、③対象会社の事業にも一定の知見を有していることが挙げられている<sup>43</sup>。

すなわち、社外有識者を活用する場合と比較した社外取締役の長所は、事業内容や経営戦略に対する理解を前提として職務に当たることが期待できる点と責任追及による規律付けの点にあるといえる。MBOや支配株主による従属会社の買収といった当事者間の利益相反の度合いが大きく、各種訴訟に発展することも多い分野における議論であることには留意が必要であるが、昨今のサステナビリティをめぐる議論が会

38 本事例については、近澤(2021)、27頁以下で詳細に紹介されている。

39 近澤(2021)、29頁。

40 近澤(2021)、29頁。

41 安井(2022)、65頁以下。

42 2021年8月27日付日本経済新聞電子版「社外主導で経営課題管理 ESGや技術開発など」においては、環境など専門的な知識や経験を持つ社外取締役の候補者を確保することが必ずしも容易ではないことが指摘されている。

43 経済産業省(2019b)、23～25頁。

社の事業活動に及ぼしている影響度や株主の動向などをみる限りでは、各社の置かれた経営環境等にある程度精通しつつ、サステナビリティ自体についても知見と経験を有している取締役の存在が近い将来必須となるのではないだろうか。

### 2.3.2.3 取締役の注意義務との関係

取締役の注意義務との関係では、①「サステナビリティを考慮することが取締役の義務違反となるか？」という問題と②「サステナビリティを考慮しないことが取締役の義務違反となるか？」という問題が従来検討されてきた。このうち、まず前者のサステナビリティを考慮することが取締役の注意義務違反や損害賠償責任との関係で問題となるかという点については、原則として問題はないと考えられる。すなわち、経営判断としてステークホルダーの利益を考慮することは、それが中長期的な株主の利益に結びつけられる状況であればもちろんのこと、仮に株主利益と直接の結びつきが認められない場合であっても、それが直ちに取締役の善管注意義務違反とはならないという考え方が有力<sup>44</sup>、<sup>45</sup>である。

次に2つ目の②「サステナビリティを考慮しないことが取締役の義務違反となるか？」という点についてみてみたい。この点について、法規制を離れた社会的課題であったとしても、

「事業リスク」が認識されるのであれば、内部統制システムやリスク管理体制を通じて組織的に対応する必要が生じ、対応を誤った場合には法的責任が生じることが従来から指摘されるところである<sup>46</sup>。例えば気候変動の文脈において、温室効果ガスの排出量が多く、それに伴うリスクによって生じうる財務的影響が大きい会社の取締役会が、気候変動リスクについて全く対処しない場合（またはリスク管理体制が一応は構築されていたが、リスク管理体制の管理・運用を怠り、その結果としてリスクや問題を示す重大な情報を見落としていた場合）には善管注意義務違反が認められる可能性が高いことが示唆されている<sup>47</sup>。

さらに、「遵守」と「説明」を選択することが可能であり、一般的にソフトローとして位置づけられるガバナンス・コードの規定についても、一度コードの規定による原則の遵守を企業が選択した場合には、取締役らはそれを遵守するか否かについて選択権が与えられない（＝それを遵守することが注意義務の内容となる）ことがいわれる<sup>48</sup>。このような考え方によるならば、例えばガバナンス・コードにおける気候変動関連の規定を「遵守」しておきながら、持続的成長のための戦略策定に際して中長期の気候リスク・機会を考慮しないことは注意義務違反であると主張される可能性がある<sup>49</sup>。

以上の場面でも取締役会構成員の多様性は活

44 例えば、社会貢献活動が会社の評判等を向上させることによって中長期的には会社や株主の利益につながるのであれば、株主価値の最大化に重きを置く立場からも問題はなく、問題は「株主の取り分を減少させてまで」ステークホルダーの利益を追求することの位置づけであることが指摘される（松元（2021）、13頁）。

45 この点、江頭（2021）、23～24頁は、企業の社会的責任の分野における取締役らの裁量は大きく、寄付行為であれば、「それが社会の期待・要請にこたえるものであり、かつ、会社の規模、経営実績、相手方等を考慮し応分の金額のものである限り、取締役・執行役に義務違反の責任が生じることはない」とされる。すなわち、（会社の評判や信用の向上という意味においても）株主の利益に寄与しない寄付行為等を取締役らはなしうるということが示唆される。

46 野田（2019）、384頁。

47 梅村（2020）、41頁。

48 山田ほか（2021）、22～25頁。

かされよう。まず、内部統制システムとの関係でみると、サステナビリティ課題に関連するリスクについても、国内外におけるサステナビリティ課題をめぐる議論の動向や国内外の同業他社がどのような管理体制を採用しているかといった点につき最新の知見や経験を有している社外取締役が、当該企業の事業やそれを取り巻く環境を踏まえながらその管理体制の構築・運用状況を監督することが有用である<sup>50</sup>。

他方、こちらはやや繰り返しになるが、サステナビリティ課題に対応するための事業ポートフォリオの再編等実施が取締役の注意義務の内容となるのであれば、やはり、社内のしがらみや短期的利益にとらわれないという観点（注意義務をより履行しやすくするという観点）から、取締役会構成員が同質的であることは望ましくない<sup>51</sup>。

#### 2.3.2.4 「独立性」と「監督の実効性」のトレードオフ

サステナビリティ課題という文脈のみならず、社外取締役という制度が一般的に抱えている課題として、「独立性」と「監督の実効性」の両立という問題がよく指摘されるところである<sup>52</sup>。すなわち、社外取締役が監督機能を適切に担うためには利益相反等の存在しない人物を

選任する必要があるが（独立性の観点）、他方で監督の実効性を高めるためには業界の動向や社内の状況を深く理解していなければならない<sup>53</sup>。

この点、在任期間が短い場合には経営陣からの独立性は確保されつつも社内の事情に疎く、一方、在任期間が長い場合には逆の状況が想定されうる。したがって、先に事業ポートフォリオ再編等における独立性の有用性を指摘する一方で、社外の専門家・有識者と比較した場合に社内の事情に通じていることも指摘したが、これらの点はある程度トレードオフの関係にあるということがいえる。

この問題については、在任年数の点からも多様性を確保することによって調整することが考えられる<sup>54</sup>。例えば、取締役の在任期間を考える際に「1～3年の短期」「4～6年の中期」「7～9年の長期」という3つの区分でそのバランスを考慮することなどが提案されている<sup>55</sup>。

### 3. 結語

本稿では、2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードの内容を契機として、取締役会や社外取締役がサステナビリティ課題に対する取り組みの監督との関係で果たしうる役割

49 山田ほか（2021）、23頁。より具体的には、例えば、事業ポートフォリオ・投資ポートフォリオの中で化石燃料事業・投資の占める割合が非常に高い会社の取締役は、持続的成長を達成するためのビジネスリソースを化石燃料から新規の機会に再配分する中長期戦略を策定し、その戦略を中期事業計画に組み込む義務があるとされる。

50 社外取締役が有する内部統制システム構築・運用やSDGs・ESGに関する視点・知見を取り入れることの有用性については経済産業省（2020）、20～21頁等参照。

51 社内のしがらみや人間関係にとらわれない社外取締役の言動の例として、江川（2018）、171頁は、ソニー会長である盛田昭夫が倒れて病気療養中に会長職から退くように促したのが社外取締役を務めていたピーター・ピーターソン（ブラックストーン・グループの創業者で元米商務長官）であったというエピソードを例示する。すなわち、ソニー社内の人間では会長本人に退職を勧めることができなかつたであろうというわけである。

52 江川（2018）、175頁。

53 江川（2018）、175頁。

54 内ヶ崎ほか（2021）、167～168頁。

55 内ヶ崎ほか（2021）、167～168頁。

## 取締役会とサステナビリティ

について若干の考察を試みた。より広範なステークホルダーを対象とするサステナビリティ課題に対応するためには、従来よりも様々な観点で多様性の備わった取締役会によって監督が行われることが重要になる。もっとも、わが国においては取締役会や社外取締役という制度自体の在り方が過渡期にあることもあって、サステナビリティ課題が問題となる場面に限らず、未だ改善すべき課題も多い。関連する課題に対する詳細な検討については他日を期したい。※本稿は、日本証券業協会の客員研究員としての研究成果である。

## 引用・参考文献リスト

- 伊藤邦雄 (2021) 『企業価値経営』日本経済新聞出版。
- 内ヶ崎茂・神山直樹 (2020) 「先進事例に学ぶサステナビリティ・ガバナンス」『企業会計』中央経済社、第72巻第9号、34-43頁。
- 内ヶ崎茂ほか (2021) 『サステナビリティ・ガバナンス改革』日本経済新聞出版。
- 梅村悠 (2020) 「気候変動リスクと企業法の課題」『上智法学論集』上智大学、第63巻第4号、17-54頁。
- 江頭憲治郎 (2021) 『株式会社法〔第8版〕』有斐閣。
- 江川雅子 (2018) 『現代コーポレートガバナンス戦略・制度・市場』日本経済新聞出版。
- 江川雅子 (2022) 「独立社外取締役の役割と取締役会の実効性向上」『Disclosure & IR』ディスクロージャー & IR 総合研究所、Vol.20、54-65頁。
- 神田秀樹ほか (2021a) 「<座談会>2021年コーポレートガバナンス・コード改訂〔上〕」『旬刊商事法務』商事法務、第2266号、23-38頁。
- 神田秀樹ほか (2021b) 「<座談会>2021年コーポレートガバナンス・コード改訂〔下〕」『旬刊商事法務』商事法務、第2267号、30-48頁。
- 北川哲雄ほか (2020a) 「<座談会>サステナビリティ委員会の先端実務と諸論点〔中〕」『旬刊商事法務』商事法務、第2249号、53-56頁。
- 北川哲雄ほか (2020b) 「<座談会>サステナビリティ委員会の先端実務と諸論点〔下〕」『旬刊商事法務』商事法務、第2250号、46-49頁。
- 金融庁 (2021) 「サステナブルファイナンス有識者会議報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」(2021年6月18日)。
- 経済産業省 (2017) 「伊藤レポート2.0 持続的成長に向けた長期投資 (ESG・無形資産投資) 研究会報告書」(2017年10月26日)。
- 経済産業省 (2018) 「ダイバーシティ2.0 行動ガイドライン」(2018年6月改訂)。
- 経済産業省 (2019a) 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」(2019年6月28日)。
- 経済産業省 (2019b) 「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019年6月28日)。
- 経済産業省 (2020) 「社外取締役の在り方に関する実務指針 (社外取締役ガイドライン)」(2020年7月31日)。
- 後藤元 (2020) 「企業統治に関する最近の会社法制の動向」『司法研修所論集』法曹会、第129号、137-197頁。
- 澁谷展由・阿部直彦 (2021) 「役員報酬を ESG, SDGs 指標と連動された開示例の分析 (2020年開示版)」『資料版商事法務』商事法務、第443号、77-85頁。
- 澁谷展由 (2021) 「TOPIX100社の2021年報酬開示の分析」『資料版商事法務』商事法務、第453号、68-84頁。
- 島崎征夫ほか (2021) 「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂の解説」『旬刊商事法務』商事法務、第2266号、4-22頁。
- 鈴木仁史 (2021) 「コーポレートガバナンス・コード等の改訂とサステナビリティ課題 (環境・人権等) への対応」『Disclosure & IR』ディスクロージャー & IR 総合研究所、Vol.18、137-143頁。
- 高山与志子 (2021) 「環境・社会の課題に対する企業

- の取組みと投資家との対話」『旬刊商事法務』商事法務, 第2268号, 31-35頁。
- 高山与志子ほか (2021a) 「サステナビリティ経営と取締役会〔上〕」『旬刊商事法務』商事法務, 第2267号, 17-27頁。
- 高山与志子ほか (2021b) 「サステナビリティ経営と取締役会〔下〕」『旬刊商事法務』商事法務, 第2268号, 41-48頁。
- 武井一浩 (2021) 「社外取締役のコーチング機能」『法律時報』日本評論社, 第93巻第9号, 47-52頁。
- 武井一浩ほか (2021) 『コーポレートガバナンス・コードの実践〔第3版〕』日経BP社。
- 竹安将ほか (2021) 「サステナビリティ委員会の実務〔I〕」『旬刊商事法務』商事法務, 第2270号, 38-42頁。
- 田中亘 (2020) 「株主第一主義の意義と合理性—法学の視点から—」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会, 第58巻第11号, 7-17頁。
- 田村俊夫 (2020) 「株主主導の新ステークホルダー主義—ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス—」『資本市場リサーチ』みずほ証券/日本投資環境研究所, Vol.56, 134-183頁。
- 近澤諒 (2021) 「エクソン・モービルにおけるESGアクティビズムとその教訓」『旬刊商事法務』商事法務, 第2265号, 27-30頁。
- 中村直人 (2017) 『ケースから考える内部統制システムの構築』商事法務。
- 野田博 (2019) 「ESG重視の潮流と会社法」『名城法学』名城大学, 第69巻第1・2号, 369-391頁。
- 野村修也 (2009) 「企業の社会的責任」浜田道代・岩原紳作編『会社法の争点』有斐閣, 6-7頁。
- 林寿和 (2018) 「ESGインテグレーション」加藤康之編著『ESG投資の研究』一灯舎, 207-230頁。
- 広田真一 (2012) 『株主主権を超えて』東洋経済新報社。
- 松津浩司 (2015) 「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」『企業会計』中央経済社, 第67巻第7号, 48-55頁。
- 松元暢子 (2021) 「会社の目的」『法学教室』有斐閣, 第493号, 10-14頁。
- 宮島英昭 (2021) 「COVID-19と日本の企業統治: 株式会社の目的の再定義と取締役の役割」『Disclosure & IR』ディスクロージャー&IR総合研究所, Vol.17, 93-103頁。
- 安井桂大 (2021) 「改訂コーポレートガバナンス・コードを踏まえたサステナビリティ対応に関する基本方針の策定とTCFDを含むサステナビリティ情報開示」『資料版商事法務』商事法務, 第448号, 27-40頁。
- 安井桂大 (2022) 「ESGアクティビズムの動向と対応上の留意点」『資料版商事法務』商事法務, 第456号, 62-75頁。
- 山田泰弘ほか (2021) 「日本における気候変動に関する取締役の義務」COMMONWEALTH Climate and Law Initiative ([https://japan-clp.jp/wp-content/uploads/2021/02/Directors-Duties-Regarding-Climate-Change-in-Japan\\_JP.pdf](https://japan-clp.jp/wp-content/uploads/2021/02/Directors-Duties-Regarding-Climate-Change-in-Japan_JP.pdf))。
- CDSB・SASB (2019) 「気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) 実務ガイド」([https://www.cdsb.net/sites/default/files/sasb\\_cdsb-tcdf-implementation-guide\\_japanese.pdf](https://www.cdsb.net/sites/default/files/sasb_cdsb-tcdf-implementation-guide_japanese.pdf))。

(大東文化大学法学部准教授)