

サステナビリティと2021年コーポレートガバナンス・コード改訂

学習院大学 教授 神田秀樹

20世紀と21世紀の法規制の パラダイム変化

金融事業者の規制についてみると、銀行の規制は20世紀にパラダイムの転換が起きた。どこの国でも、当初は、銀行は競争させないという事前規制であったのが、競争は善という事後規制に転換した。このため、当初は金利が規制され、出店が規制されていたが、これらの規制はセーフティネットを置いたうえで撤廃され、20世紀の言葉でいうと金融の自由化が進展した。しかし、21世紀に入ってから金融事業者の規制のパラダイムは別次元で転換しつつある。それは、直接規制から間接規制への転換である。規制には私人の行動を直接規制する手法（直接規制）と間接的に規制する手法（間接規制）とがあるが、なぜ間接規制が使われるかといえば、直接規制だけでは規制の目的を十分に達成できないことが経験を通じて明らかになってきたからである。具体的には、金融事業者の規制において、間接規制とは、透明性の向上（情報開示）、適切なリスク管理、そして適切なガバナンスを求める規制である。そして、規制産業以外の事業者一般についても、透明性の向上（情報開示）、適切なリスク管理、そして適切なガバナンスを求める制度がどこの国でも急速に普及しており、上場企業に適用され2021年6月に改訂された日本のコーポレートガバナンス・コードはこのことを端的に示している。

21世紀における重大リスク

地球規模において20世紀から生じている環境変化の潮流として、高齢化（人口構成の変化）、富の偏在、経済社会のデジタル化という3つが重要である。これらのうちで、富の偏在は、格差を生み出すとともに、近年ではゼロ金利状態をもたらしている。これらの潮流に加え

て、21世紀に入ってから、人類の存続を脅かしかねないような3大リスクが生じている。それは、自然災害（より広い気候変動）のリスク、疫病のリスク、そしてサイバーセキュリティに関するリスクである。自然災害は日本では台風や地震が大きい、外国では山火事もある。疫病には、いうまでもなく現在の新型コロナウイルス感染症の感染拡大があるが、これ以外にも地球では今世紀に入ってから他の重大な疫病が一部の地域で蔓延した。サイバー攻撃やサイバー不正も被害が後を絶たない。こうした環境のなかで企業は経営を続けているというのが現状である。

サステナビリティと制度

サステナビリティとは、上記のようなリスクの中での持続可能性を意味するが、投資家から見てESG（環境・社会・ガバナンス）、国連から見てSDGs（持続可能な開発目標）というのも、サステナビリティと同じことを意味しているといつてよい。要するに、どのような経済主体であってもサステナビリティに対応しないとやっていけない時代になっているということである。そして、ここでも、企業に対する制度としては間接規制の手法が採用されつつある。すなわち、サステナビリティへの取組みを開示すること、リスク管理を適切に行うこと、そして取組みの実施への仕組みを適切に作ること（ガバナンス）である。2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下「コード」と略す）と「投資家と企業の対話ガイドライン」（以下「対話ガイドライン」と略す）も、上場企業に対してサステナビリティへの取組みを求めているが、コードの規範は「コンプライ・オア・エクスプレイン」規範とされており、各企業に規範を実施するか説明するかの判断をゆだねている。ただし、情報開示については、今回のコード改訂で規範化されているが（コー



ドの補充原則3-1③)、先進諸外国の動向にかんがみると、近い将来、日本でも制度開示（法制度が開示を求める）となることが予想される。

サステナビリティ経営のポイント

サステナビリティにはいくつかの基本的な留意点がある。まず第1に、サステナビリティの主語は誰かという問題がある。たとえば今回のコード改訂で「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組みについて基本的な方針を策定」することが求められることになった（コードの補充原則4-2②）。この「自社の」という言葉は「サステナビリティ」にかかるのか「取組み」にかかるのか。個人的意見にすぎないが、「取組み」にかかるほうがよいと筆者は考えている。日本語としては不自然になるが「サステナビリティを巡る自社の取組みについて」と理解するほうがベターであると思う。なぜなら、サステナビリティという場合、自社がサステナブルであればよいというものではなく、社会がサステナブルでなければならないからである。その結果、自社もサステナブルになるということである。企業はそういう姿勢で取り組むことが大事ではないかと思う。

第2に、情報開示の面でよく使われる言葉でいうと、シングル・マテリアリティかダブル・マテリアリティかという問題がある。シングル・マテリアリティは、外部環境で企業の業績や企業価値に重要な影響を与えるものに焦点をあてた開示であり、ダブル・マテリアリティはそれだけでなく企業活動が外部環境に与える重要な影響についての情報を含んだ開示である。今回のコード改訂は中長期的な企業価値向上の観点に立っており（上記の補充原則4-2②参照）、どちらかというシングル・マテリアリティに親和的なスタンスとなっている。

第3に、ガバナンスの形式の話として、各企業の中で誰が取組みを決めるのかという課題がある。取締役会なのか執行側かという問題である。サステナビリティ委員会というものを置いている企業もすでに存在する。その場合に委員会を執行側に置くのか取締役会に置くのかという難問がある。実際には両方の例が存在する。各企業が考えて決めることではあるが、実務上は重要な点である。今回のコード

改訂は、取締役会が取組みの基本的な方針を策定すべきとしており（上記の補充原則4-2②）、取締役会のリーダーシップを求めている。

第4に、ESGでいうと「E以外問題」がある。E以外、とくにSは難しい課題が少なくない。今回のコード改訂は、EとE以外に共通して「取り組んでください。その取組みを開示してください。」としている。ただ、中身は難しいので、グローバルに指摘されている比較的穏当なところ（具体的には、Eを含めて、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など）がコードの補充原則2-3①に書かれており、もう少し幅広いところを含めて対話ガイドラインに書かれている。その意味で、コードと対話ガイドラインの両方を合わせて読む必要がある。なお、上述したように、サステナビリティに関する取組みを推進する形としては、委員会という形もちろんあるが、取組みを全社的に検討・推進する枠組みを整備しているかが対話ガイドラインに入っているため、その目線で企業と投資家の対話が行われ、企業には委員会の設置や取締役会による監督などが求められることになる。これは今回の改訂でコードと対話ガイドラインが大きく踏み出した点であり、EだけではなくSにも踏み出したことは重要である。

むすびに代えて

21世紀に入ってからの環境の激変によって企業経営は難しいかじ取りを求められている。新しい時代において企業の経営を支える中核は、透明性の向上、適切なリスク管理、そして適切なガバナンスである。これらの巧拙が今後の企業経営の帰趨を左右することになりそうである。

<参考文献>

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「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について」（2021年4月6日）
東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」（2015年策定、2018年および2021年改訂）
金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」（2018年策定、2021年改訂）