

CFA 協会ブログ

No. 523

2021 年 4 月 26 日

サステナブル・コーポレートガバナンス：企業活動へのサステナビリティ導入のインセンティブ創造 Sustainable Corporate Governance: Creating Incentives to Integrate Sustainability Interests into Business Operations

[ロベルト・シルベストリ](#)

欧州委員会は今後数ヶ月のうちに、株主とステークホルダーの利害をより一致させ、組織の意思決定プロセスにおいて長期的な視点を持つことを奨励する目的で、持続可能なコーポレートガバナンスに関する新たな立法措置とガイダンス案を発表する予定です。また、欧州委員会は、このテーマに関する意見募集を行っており、CFA 協会はこれに[コメント](#)を寄せています。

CFA 協会はこのほど、「[EU におけるコーポレートガバナンスと ESG 開示](#)」を発行しました。このレポートでは、過去数年間でコーポレートガバナンスの慣行がどのように進化してきたかを検証するとともに、EU で導入された「[新サステナブル・ファイナンス戦略と持続可能な成長への資金調達に関するアクションプラン](#)」の文脈における持続可能性に関する施策の影響を検討しています。また、企業が、企業の成功と株主価値の創造を追求し続けながら、市場の観点をどのように考慮するかにも焦点を当てています。

企業は、ステークホルダーの利益を考慮しつつ、長期的に株主の富を最大化することができます。長期的な視野を持つことで、株主価値やその権利を損なうことなく、社会のニーズを満たすことができるのです。最近では、より広く社会に利益をもたらす方法を検討し始める企業が増えています。例えば、フランスの多国籍企業であるダノンは、定款に[社会的使命](#)を追加しました。同社は、ステークホルダーの健康に貢献することで事業を展開していくと主張しています。しかし、同社は最近、短期的な利益を上げるために一連の投資や経営判断を行っていると批判されました。アクティビスト投資家からは、ダノン社の会長が数週間前まで最高経営責任者を兼任していたことなど、同社のガ

バナンスの悪さも指摘されています。

最近開催された CFA 協会のウェビナーでは、投資家やステークホルダーが、コーポレートガバナンスのフレームワークによって企業と社会のつながりを強化する方法について議論しました。CFA 協会のレギュラトリー・アウトリーチ部門 EMEA の責任者であるジョシナ・カマーリングは、株主とステークホルダーの両方が、組織や専門家がさらに環境問題や社会問題に取り組むことを期待しており、また、社会の利益のために活動すべきであると強調しました。

[2021 年のエデルマン・トラスト・バロメーター](#)では、政府が介入しない場合には、CEO が社会問題に対処するために行動することが期待されているとの見解を裏付けているようです。また、今回の調査では、CEO や企業は、株主だけでなく一般市民に対しても説明責任を果たすべきだと考えていることがわかりました。

VEB のサステナブル投資部門の責任者であるアーマンド・ケルステンは、組織は持続可能な価値があるとは言えない、もし長期的に持続可能な財務価値の創造がなければ、と強調しています。後者は、利益が資本コストを上回る場合にのみ得られるものです。

BETTER FINANCE のエグゼクティブ・ディレクターであるアレクサンドラ・マクジンスカは、企業は取締役会にもっと多くのサステナビリティの専門家を置くべきだと主張しています。企業のガバナンスを向上させるためには、より多様で知識豊富な、独立した取締役が必要です。また、企業は、従業員が長期的に会社に留まる効果が期待できる従業員持株制度を導入することで、サステナビリティの面でより良い結果を得ることができます。

ecoDa の政策委員会の委員長であるミシェル・ド・ファビアニは、企業は短期的にも長期的にも利益と業績を追求すべきだと述べました。取締役会には、サステナビリティに関するさまざまな経験と多様なバックグラウンドを持つ取締役を選任すれば、より多様性を高めることができます。また、取締役会、その小委員会、経営陣は、環境、社会、ガバナンスの専門家と定期的に協議し、企業が採用しうる持続可能なアプローチについて議論すべきです。

デュアルクラス・シェア

CFA 協会のレポートでは、ヨーロッパでデュアルクラス・シェア（議決権種類株式）の導入が進んでいることも紹介されています。フランス、イタリア、オランダなどいくつかの EU 諸国では、長期的なつながりを維持するために、このような株式の発行を認めています。しかし、複数の種類株式は、少数株主よりも支配株主に多くの利益をもたらします。この手段を使って、企業の創業者は、過半数の株式を保有していなくても、組織の支配権を維持することができます。逆に、非支配株主は十分な保護を受けることができません。

また、英国では、デュアルクラス・シェアに対するアプローチを変更する可能性があります。ロード・ジョナサン・ヒルはこのほど、財務省が 2020 年 11 月に開始したプロセスである「UK Listing Review」に関する[提言](#)を発表しました。英 EU 離脱（ブレグジット）後、英国の資本市場をより強く、よりダイナミックにするために、英国の上場要件の緩和を提案しています。特に、提言の一つとして、プレミアム上場セグメントでのデュアルクラス構造を認めることを提案しています。報告書では、デュアルクラス・シェアに対するいくつかの制限（例えば、5 年間の最長期間）も提起されていますが、この措置は英国資本市場のコーポレートガバナンス慣行を害するリスクがあります。英金融行為監督機構（FCA）は、この夏、提言の一部についての協議を開始する予定です。

英国の規制緩和アプローチは、金融サービスを対象とした現在進行中のブレグジット合意に影響を及ぼし、EU 規

制当局がそれに対して反応する可能性があります。我々の報告書の主なポイントの一つは、EU 加盟国はむしろガバナンス基準の改善を継続すべきだということです。

サプライチェーン全体でのデューデリジェンス

欧州委員会はまだ、企業のデューデリジェンス義務を導入するかどうかについて査定しています。デューデリジェンス義務とは、気候変動や人権を含む健康や環境問題を予防、緩和、報告するために、企業が自社の事業やサプライチェーンにおいて適切なデューデリジェンスプロセスを確立し、実施することを義務付けるものと定義されています。すでに 2020 年 1 月には、欧州委員会が徹底した「[サプライチェーンを通じたデューデリジェンス要件に関する研究](#)」を発表しており、さまざまな規制の選択肢により起こり得る影響を検討しています。最も効果的な対策は、デューデリジェンスの報告義務を取締役が取り組むべき注意義務に含めることであり、これが最も大きな社会的影響をもたらすでしょう。しかし、企業側は、より負担の少ない、原則に基づいた自主的なアプローチでも、良い結果をもたらすと考えています。

フランス私企業協会（AFEP）の社会的責任・国際問題担当ディレクターであるエリザベス・ガンベールは、デューデリジェンスに関する原則ベースのアプローチに賛成であると強調しています。ガンベールは、報告義務は企業の活動に関連する主要なリスクのみを対象とし、企業の規模に比例したものであるべきだと述べています。

逆に、CFA 協会ドイツ支部のメンバーであるマティアス・マイトナーは、多くの投資家が、優れたスチュワードシップを奨励するような法的要件を望んでいると強調しています。現在、企業はデューデリジェンス活動を報告するモチベーションが低く、自主的なメカニズムが機能しない可能性があります。このような報告に対する消極的な姿勢に対抗するため、ドイツ政府はデューデリジェンスの義務化を[提案](#)しており、今夏中には法制化される見込みです。

CFA 協会イタリアのメンバーであるルカ・グラサドニアは、企業（特に多国籍企業）にとって、サプライチェーンのす

すべての層を調べ上げることはとても大変であると強調しています。さらに、大企業にとってサプライチェーンはグローバルなものであるため、EU 域外で発生したプロセスを規制することは不可能です。自主的な開示システムの方が実現可能性が高く、問題も少ないでしょう。

株主とその権利の保護に関する現行法である[株主権利指令 II](#) は、新たな[資本市場同盟アクションプラン](#)のもとで今後数年のうちに改訂される予定であるため、コーポレートガバナンスに関する議論は EU の政策立案者の最重要課題となることが予想されます。同指令が、国境を越えた委任状投票の方法を確立するなど、いくつかの問題に対処しているものの、少数株主の保護については依然として不十分であることが分かりました。我々の報告書は、EU の規制当局は、株主権の行使と小口投資家に対する説明責任に関する規則を改善すべきであると結論づけています。

執筆者

ロベルト・シルベストリ

(翻訳者: 井上佐知子)

英文オリジナル記事

<https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2021/04/26/sustainable-corporate-governance-creating-incentive-s-to-integrate-sustainability-interests-into-business-operations/>

注) 当記事は CFA 協会(CFA Institute)のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。