

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第三小委員会委員長 光 定 洋 介 CMA

企業の目的について、近年では、単なる利益の追求だけではなく、利益ある形で環境や社会などの社会問題を解決することを目的とすべきだという考え方へのシフトが起こっている。地球や人に害をもたらす企業行動から利益を得ることへの批判は今後も大きくなっていくであろう。こうしたビジネス倫理の変化が現在のESG投資やSDGsにつながっているのだろう。

企業が環境や社会に害を与えていない（または改善している）ことを証明するために、各企業はESG情報の開示を行っており、その重要性については言をまたないだろう。しかし、ESG開示の5W1H、すなわち、どのような基準でESG情報を開示すべきか、また、いつ、誰のために、何の目的で、どの媒体を通してESG情報を開示すべきかなどについては、実務的には現状では企業ごとに様々である。例えば、投資家がみて当該企業にESG的な視点からリスクや機会がないかどうかを確認するためだけなのか、それとも、従業員などを含む様々なステークホルダーに向けて自社の経営が正しいことをやっていると訴求する手段としてESG情報を開示すべきなのか、その目的も複数あるであろう。中にはESG指数への採用を狙った開示も行われているとも聞く。しかし、ESG開示の本来の理念的目的は、企業が利益ある形で

環境や社会問題を解決している、といったその存在意義の正しさを証明するためだと考えている。

今回の特集ではESG開示について、実務的な視点からいくつかの事例を交えて紹介することで、改めて良いESG開示の5W1Hを考察するきっかけを提供したい。具体的には、情報開示の国際的なスタンダードの動向、国内外の良いESG開示の事例、ESG開示情報を用いた海外の主要なESG投資家のエンゲージメントという三つの角度から現状を分析する。こうした分析が、今後、わが国の企業や投資家がどのようなESGの情報開示を行い、それをどのように利活用していくべきか考える一助になることを期待している。以下では、4論文の簡単な紹介をしたい。

まず、藤野論文「ESG情報開示に関する国際的な動向と示唆」では、現状では複数のESG開示基準が乱立し、それぞれの開示基準には異なる目的があること、開示基準についても開示すべき項目やデータの算定方法について詳細なルールのある「細則主義」と基本的な開示原則だけを示し具体的な内容は開示企業に委ねられる「原則主義」があること、などが整理されている。一方で、現状では複数の基準があるために企業は各開示基準を理解し、開示資料を作成する負担が生じ、投資

家にとってもESG情報を単純に横比較することが困難になっている。そこで、足元では、ESG情報開示基準の統一化に向けた検討が行われている。その中で、気候変動に関してはTCFDの提言が軸となり得ることが示唆されている。また、IFRS財団は2021年11月に開催されるCOP26に合わせて、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）を設立することになっており、まずは投資家に向けたシングルマテリアリティの気候変動に関する情報の開示基準を、TCFD提言を参考に進めていくことを想定している。シングルマテリアリティとは、環境・社会問題が企業業績に与える影響を開示すべき重要な情報とする考え方を指す。対する言葉であるダブルマテリアリティとは、それに加えて企業活動が環境・社会に与えるインパクトも重要な情報として開示するという考え方である。EUでは、2018年から非財務情報開示指令が施行され、上場大企業などではESGに関する方針やリスク、KPIなどの開示が求められている。英国では、TCFD提言に沿った情報開示を2025年までに経済全体に義務付けるというロードマップが示され、2021年1月にはロンドン証券取引所のプレミアム市場上場会社に対して、TCFDに沿った情報開示を行うか、行わない場合はその理由を説明することが義務化された。また、会社法に基づいて、上場会社や大企業などに対してTCFD提言に沿った開示が法令上義務化される予定もある（2022年4月以降）。米国では、バイデン政権発足後、2021年3月にSEC（米国証券取引委員会）が気候変動とESG関連リスクの情報開示に係るタスクフォースを設置している。日本でも、再改訂されたコーポレートガバナンス・コードで、プライム上場企業に対してTCFD提言などへの対応が求められている。このように、現状のところでは、特に環境問題に関する情報開示が優先されている。

三井論文「良いESG開示は経営そのもの」では、良いESG開示とは何か、ということを改めて考えさせられる。2017年にはESGレーティングやインデックスが世界中に249個もあり、それぞれ独自のポリシーに基づき、環境のために企業のESG対応を調べたり、運用のためのESG要素で企業価値を評価するメトリクスを開発したりしているという。これに対応する企業の負担は相当なものであり、また、負担だけでなく、各社の評価結果が異なることにも企業は不満を高めている。一方で、企業側には、2017年に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がESG系の指数運用を始めたことから、これらの主要指数ベンダーのESGレーティングを上げるためにESG開示を行おうとしているところもある。反対に、運用サイドからみると、ESG情報がレギュレーターによって標準化されていた方が、ESG情報の収集や利用が行いやすいという意見もある。欧州委員会では2018年から産業ごとに環境に貢献する事業の定義をまとめたタクソノミを作成し、グリーンと分別される基準を策定している。しかし、個別の企業をみていくと、こうした基準には当てはまらないものの、企業経営そのものの根幹をなすESGに関する開示・情報発信をウェブサイト、SNS、ユーチューブ、決算説明会などで行っている企業もある。論文内では、新型コロナ禍におけるマネジメントの見積りの前提条件、アフターコロナへの企業としてビジョンを示した事例、気候変動への企業の本気度を示した事例、従業員へのケアを示した事例などが、具体的な日本企業名とともに紹介されており、読み応えがある。こうした経営の根幹をなすと思われるESG開示は、レギュレーターが指定するボイラープレートには入らないかもしれないが、投資家にとって有用な情報であり、良いESG開示なのだが、投資家の分析範疇には入らず無視

されてしまうかもしれない。

三井論文は、誰に対して、どのような方法でESG開示をするのが、すべてのステークホルダーにとって良いものかを改めて考えさせられる契機となる。企業にとってもそうした開示記録をどのような媒体でまとめて発信するべきかを考える契機となろう。特に、大企業になるほど、各部門が取り組むすべてのESG活動を網羅的に把握することが難しくなるだろう。本来は企業経営の一環として日常的に行っているESG活動も含めて、統合的に情報収集・開示する体制が企業に必要なだろう。

小野塚・貝沼論文「ESG開示からみる統合報告書のあり方」では、統合報告書をシェアホルダー（株主）およびステークホルダー（関係者）マネジメントのためのツールの一つとして位置づけている。長期的な価値創造のためには、ステークホルダーごとの固有周期（ここでは、投資ホライズン、人材開発、事業や製品、環境対策などに固有の期間軸を指す）とステークホルダー間のバランスを意識するステークホルダーマネジメントが重要であると指摘する。本論文の中では、統合報告書におけるESG開示に焦点を当て、ステークホルダーマネジメントの観点を持っていることを「良い」開示としている。ステークホルダーマネジメントの観点とは、各ESG要素に関わるステークホルダーを挙げ、それぞれの固有周期を想定して各ESG要素の取り組みの結果に至るまでの時間軸を示すことである。これによって、企業と、投資家などの統合報告書の読み手との認識を合わせることが可能となる。その背景には、「どのステークホルダーがシェアホルダーに長期的な価値をもたらすか見極めるべき」という考え方がある。その上で、ESGの観点から長期的な価値創造、お

よび、各ステークホルダーの固有の時間軸を考慮に入れて作成されている統合報告書の好事例を複数社紹介している。好事例として紹介されている複数社の国内外の統合報告書では、経営者がステークホルダーが持つ固有周期を捉えて、ステークホルダー間で固有周期の違いを可視化している。投資家はこうした統合報告書をみることで、企業が決めるESGの優先順位を理解した上で納得して投資を行うことが可能となろう。

田中・濱田論文「欧米でのESG開示を用いたエンゲージメント活動」では、社会全体として温暖化問題・地球環境問題などへの意識が高かった欧米（主として欧州）の投資家が投資先企業にどのようなエンゲージメント活動を行ってきたのか、欧米の主要な投資家のスチュワードシップ報告書を分析してその概要をまとめている。まず、欧州における投資家の交渉力・交渉手段を整理する枠組みとしてセイリエンス理論が紹介されている。その理論では、投資家が企業にESGエンゲージメントを行うには、①パワー、②要求の正当性、③経営者の即座の対応を求める緊急性、の三つの要素が重要だとされている。そして、これらの三つの要素を持っているエンゲージメント活動を欧米での投資家が行っている傾向があるとしている。その上で、主要なESG投資家10社のうちスチュワードシップ・サステナビリティレポートが入手可能な8社のレポートを分析して、その特徴を抽出している。ここでは紙幅の関係から、日本との比較で示唆となり得るもの、一般的な理解と異なり新たな発見となったと解題者が判断した次の4点を紹介したい。第一に、ESGの各要素に分解した場合、E（環境）・S（社会）は増加傾向にあるものの、G（ガバナンス）に関するエンゲージメントが半数を超えている投資家が多い。第

二に、Eの中では気候変動が圧倒的である。第三に、気候変動目標（E）と経営者報酬（G）のリンクを要求するケースもある。第四に、気候変動に関しては、その緊急度の増加が背景にあることから、問題のある企業についてその個別企業名をレポートで公表するなど強いエンゲージメント活動に発展しているケースもある。これらの特徴は、今後の日本でのESGエンゲージメント活動にも応用される可能性がある。具体的には、ESGエンゲージメント活動を有効にしていくために、個別企業名を入れたエンゲージメントケース公開、議決権行使とESG課題を結びつける基準の制定などが本論文の中で例示されている。ESG投資家も社会の一員であることから、ESG投資家自身の基準作りが

必要であるとともに、日本の企業社会におけるESGエンゲージメントスタイルのあり方について合意形成がなされることを著者らは期待している。

本特集では、制度面での動向をフォローした上で、国内や海外のESG開示事例などを参考に、果たしてどのような開示が良いものなのか、また、その開示情報の活用方法に関して実務的にどのように利活用し得るのかについて、複数の論者からの視座と多くの事例紹介をいただいた。ESG開示が、企業が利益ある形で環境や社会問題を解決しているといったその存在意義の正しさを証明するためのものに近づくことを期待したい。