



機関投資家の視点を踏まえたサステナビリティ対応と ESG 情報開示 (1) —サステナビリティ・デューデリジェンスによる優先課題の特定と ESG 情報開示のフレームワーク—

執筆者: 安井 桂大

1. はじめに

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が企業活動に大きな影響を及ぼす中で、資本市場においてはコロナ以前からの ESG 投資の潮流がさらに加速しています。新型コロナウイルスの感染拡大によって多くの社会課題が浮き彫りとなり、企業活動も中断を余儀なくされるなど短期的な業績見通しの不確実性が急速に高まったことで、多くの投資家がコロナ後を見据えて目線を長期化させており、こうした状況が、これまで年金基金等の長期投資家がリードしてきた持続可能な社会・資本市場の構築へ向けた資金をさらに強化する流れにつながっています。

こうした中、本年 7 月に公表された政府の成長戦略フォローアップおよび本年 8 月に公表された今年度の金融行政方針では、2021 年中のコーポレートガバナンス・コードの再改訂に向けて、コロナ後の経済社会構造も見据えた持続可能なビジネスモデルの確立につなげていく観点から、企業におけるサステナビリティの考慮についても論点として取り上げる方針が示されています。また、情報開示の観点からも、金融庁が有価証券報告書における情報開示の充実を促すことを目的として作成・公表している「記述情報の開示の好事例集」において、コロナの影響を踏まえた開示の好事例とともに、気候変動を含む ESG に関する開示の好事例を新たに収集し、今年度中に盛り込むこととされています。

そこで、本稿では、本号から計 3 回にわたり、サステナビリティ対応と ESG 情報開示に焦点を当て、機関投資家における ESG 投資の視点を踏まえ、コロナの状況下で各企業において求められるサステナビリティ課題への対応について解説します。まず本号では、採用する運用戦略等によって異なる機関投資家における ESG 投資の様々な視点をご紹介します。そうした視点を踏まえ、サステナビリティ・デューデリジェンスによる優先課題の特定を軸としたサステナビリティ課題への対応、効果的な ESG 情報開示を可能とするフレームワーク、さらにはそれらの取組みを支えるコーポレートガバナンスについて、それぞれ解説します。また、次回は、本号の内容を踏まえつつ、サステナビリティ課題の中でも、特に気候変動問題をはじめとする環境(E)課題への対応に焦点を

本ニュースレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めていただく必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

当て、より具体的な取組内容とTCFD等の環境関連情報開示について解説します。本連載の最終回では、社会(S)課題への対応と情報開示についても解説することを予定しています。

2. 機関投資家におけるESG投資の視点

自社にとって適切なサステナビリティ課題への対応を検討するにあたっては、機関投資家におけるESG投資の視点を念頭に置いておくことが有用です。ESG投資の潮流はグローバルに広がっており、国連責任投資原則(PRI)署名機関による運用残高は2019年3月末時点で80兆ドル超に達し、足元ではさらに増加傾向にあります。日本でも年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が旗振り役となって積極的にESG投資を推進しており、本年2月の積立金基本指針改正では、これまで「個別に検討する」とされていた公的年金によるESG要素の考慮について、「必要な取組を行う」との文言が新たに加えられました¹。また、本年3月に公表されたスチュワードシップ・コードの再改訂版においても、機関投資家の「スチュワードシップ責任」の定義に、「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」が新たに明記されており²、今後、日本においてもESG投資の潮流がさらに加速していくことが予想されます。

もっとも、機関投資家におけるESG投資の視点は一律ではなく、それぞれのインベストメントチェーンにおける立ち位置や採用する運用戦略によって、重視する視点が異なっていることに留意が必要です。

(1) 年金基金等のアセットオーナーの視点

近年のESG投資の潮流をリードしているのは、年金基金等のアセットオーナーです。資産規模が大きく、グローバル資本市場全体に幅広く分散して投資する「ユニバーサル・オーナー」である年金基金等が長期にわたって収益を得ていくためには、資本市場全体が持続的・安定的に成長していくことが欠かせません。資本市場全体をカバーするポートフォリオは、それぞれの企業活動から生じる環境や社会に対する負の外部性の影響から逃れられないため、長期的にリスク調整後のリターンを最大化する観点からESG要素に配慮して投資を行うことは、理にかなっていると考えられます。

もっとも、ここで注意を要するのは、こうした観点から行われるESG投資に際して重視されるのは、幅広いESG要素の中でも、特に資本市場全体の持続性・安定性に関わるシステムック・リスクであるという点です。このようなシステムック・リスクに結びつく要因としてグローバルで最も意識されているのが気候変動問題であり、国際決済銀行(BIS)とフランス銀行(Banque de France)が本年1月に公表したレポートでは、気候変動が金融のシステムック・リスクを招く可能性が指摘され、「グリーン・スワン」への警戒が促されています³。また、昨年公表された英国スチュワードシップ・コードの改訂版においても、システムック・リスクの具体例として特に気候変動問題が挙げられています⁴。同コードを策定した英国財務報告評議会(FRC)は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックによって世界経済全体の基盤が揺るがされている状況を受けて、新型コロナウイルス感染症に関連するリスクもシステムック・リスクと捉えるべきであるとして、機関投資家に対して、改訂版コードに基づく情報開示に際して現在のパンデミックへの対応状況についても説明することを求めています。

(2) パッシブ運用機関の視点

資本市場全体の持続性・安定性に重点を置くESG投資の考え方は、年金基金等のアセットオーナーが運用委託先として多く採

¹ 「積立金の管理及び運用が長期的な観点から安全かつ効率的に行われるようにするための基本的な指針」第三 十二。

² 日本版スチュワードシップ・コード前文。その他、指針1-1、1-2、4-2、原則7および指針7-1にも関連する内容が盛り込まれています。

³ Patrick Bolton, Morgan Després, Luiz Awazu Pereira da Silva, Frédéric Samama and Romain Svartzman, 'The Green Swan: Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change' (2020).

⁴ The UK Stewardship Code 2020, Principle 4.

用しているパッシブ運用機関にとっても馴染みやすいものです。パッシブ運用に際しては、それぞれカバーする地域等が限定される場合はあるものの、TOPIX等のベンチマークに連動する運用成果を目指して長期にわたって幅広く分散して投資を行うため、特に大規模なパッシブ運用機関は「ユニバーサル・オーナー」と類似の立ち位置にあります。

世界最大のパッシブ運用機関であるブラックロックにおいては、ラリー・フィンク CEO が本年1月に世界中の経営者に宛てた書簡で、気候変動問題に本格的に取り組んでいくことを表明しました。パッシブ運用機関は、機械的にベンチマークに連動した運用を行うことで手数料を抑えるビジネスモデルを採用しているため、従来はエンゲージメントや議決権行使等のスチュワードシップ活動には消極的でしたが、長期にわたって投資先企業の株式を保有し続ける運用手法であるため、運用委託元である年金基金等のアセットオーナーからの期待の高まりを受けて、近年ではこうした動きを積極化させています。

(3) 長期アクティブ運用機関の視点

他方、調査を通じて投資先企業を厳選し、ベンチマークを上回る運用成果を上げることを目指すアクティブ運用機関は、年金基金等のアセットオーナーやパッシブ運用機関とはやや立ち位置が異なります。

アクティブ運用機関にとっては、選別された投資先企業が事業を通じて企業価値を向上させていくことが超過収益の源泉であるため、ESG要素も、個別の投資先企業が営む事業内容等を踏まえ、それぞれにとっての中長期的なリスク・収益機会の視点から捉えられます。このようなアプローチの下では、システミック・リスクに関する課題も含め、まずは収益機会の面に着目し、投資先企業に対しては、それぞれが有する強みや競争優位性を活かし、そうした課題解決に貢献しながら、中長期的に企業価値を向上させていく取組みが期待されます。

他方、リスク面についても、それぞれの企業が営む事業内容等を踏まえた各リスクの程度や対応コストとの見合いも踏まえ、中長期的な企業価値の維持・向上につながる取組みが求められます。その中でも、気候変動問題をはじめとする環境問題、さらにはサプライチェーンにおける人権への配慮など、企業として一定の貢献・対応を示すことが社会全体から受容され続けるために必要な条件となりつつある重要なサステナビリティ課題については、関連する既存の法規制や将来の規制強化リスク、さらには取引関係に及ぼす影響等も踏まえ、それぞれのリスク水準を的確に把握しつつ、そうしたリスクを適切にコントロールしていくことが期待されます。長期アクティブ運用機関においても、運用委託元である年金基金等のアセットオーナーからの期待の高まりもあり、近年になってこうした問題への対応が強く意識されるようになっていきます。

このように、機関投資家におけるESG投資の視点は様々であり、この他にも、近年では短期のアクティビスト投資家等もESG要素に着目した動きを見せつつありますが、各企業においてサステナビリティ課題への対応を検討するにあたっては、長期経営を志向する企業にとって重要なパートナーとなる長期アクティブ運用機関の視点を特に意識しておくことが有用と考えられます。次の3.では、こうした機関投資家の視点を踏まえた企業におけるサステナビリティ課題への対応とESG情報開示のあり方について、それぞれ解説します。

3. 機関投資家の視点を踏まえたサステナビリティ課題への対応とESG情報開示

(1) 企業におけるサステナビリティ課題への対応 — 機関投資家の視点を踏まえたサステナビリティ・デューデリジェンス

現在の資本市場では、一定の事業等に関わる企業からのダイベストメント(投資撤退)など、どちらかといえばサステナビリティ課題のリスク面を重視した視点が株価形成に影響を及ぼすケースが多くみられています。その一方で、ESG評価機関による格付けに依拠したインデックスの影響も大きくなってきており、こうした状況を株価材料視した動きがみられるなど、やや形式的な要因が目立って注目されやすくなっている状況にあります。

企業においてサステナビリティ課題への対応を検討する際には、このような資本市場の動きにも留意する必要がありますが、他方で、そうしたやや形式的な視点に基づく対策が企業価値向上へ向けた経営戦略と結びつかないかたちで行われてしまうと、自

社の企業価値の維持・向上につながらず、結果としてそのような取組みを持続的にやっていくことが困難になってしまいかねません。サステナビリティ課題への対応を持続的にやっていくためには、そうした課題解決への貢献を通じて中長期的に自社の企業価値を向上させていくことが不可欠であり、その意味で、サステナビリティ課題を成長機会と捉える視点がまずは軸となるべきでしょう。

もっとも、成長機会の面に着目した対応のみでは不十分です。特に近年の ESG 投資の潮流をリードしている年金基金等のアセットオーナーの視点は重要であり、持続可能な社会・資本市場を構築していくために不可欠な気候変動問題等のシステミック・リスクへの対応を怠ると、現在欧州を中心に進んでいる関連法規制の強化や将来のさらなる規制強化リスク等を踏まえれば、長期的には企業の存立基盤自体が揺らいでしまうおそれがあります。企業として一定の貢献・対応を示すことが社会全体から受容され続けるために必要な条件となる可能性が高い重要なサステナビリティ課題については、そうした対応に要する時間やコストも念頭に、少しずつでも着実に取組みを進めていく必要があります。

こうした①自社に成長機会をもたらす、または②中長期的な重要リスクとなるサステナビリティ課題は、それぞれの企業が営む事業内容や有する強み・競争優位性等によって各社ごとに異なり、必ずしも一様ではありません。そこで、自社にとって適切なサステナビリティ課題への対応を検討するにあたっては、機関投資家の視点を踏まえたサステナビリティ・デューデリジェンスを行い、優先して対応すべき課題を見極めることが重要になります⁵。その際、②の中長期的な重要リスクの視点からは、自社が営む事業内容やサプライチェーンを含めた事業展開地域、会社の規模等に応じた社会からの期待の大きさや将来の規制強化リスク等を踏まえ、様々なサステナビリティ課題に関するリスク水準を的確に把握した上で、自社の強み・競争優位性や成長戦略の方向性も踏まえつつ、特に重要なサステナビリティ課題(マテリアリティ)を特定するデューデリジェンスが必要となります。また、①の成長機会の視点からも、自社が有する強みや競争優位性等を踏まえた成長戦略の策定に際して、事業に関連するサステナビリティ課題を把握した上で、関連分野における自社の成長可能性を模索していく必要があり、サステナビリティ・デューデリジェンスは、そうした検討プロセスの一環として位置付けられます。

各企業においては、コロナの状況下で将来の業績等が見通しづらくなっている中、投資をより戦略的重要性の高いところへ集中する動きが広がっていますが、サステナビリティ課題への対応に際しても、同様の視点が必要になります。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りますが、一企業でそれら全てを解決することは困難です。優先すべき課題をまずはしっかりと選別し、一つ一つにしっかりと取り組んで着実に成果を出していくことで、自社の中長期的な企業価値の維持・向上に結びつけていくことが重要です。こうした取組みは、前述の長期アクティブ運用機関の視点にも沿うものであり、着実に取組みを進めていくことで、長期経営を志向する企業にとって重要なパートナーとなる長期アクティブ運用機関を株主として獲得することにもつながります。

(2) 優先課題への取組みと ESG 情報開示

サステナビリティ・デューデリジェンスによって特定された優先課題について具体的な取組内容を検討するにあたっては、機関投資家が期待する ESG 情報開示のポイントを念頭に置いておくことが有用です。特に日本企業においては、情報開示が不十分であるために機関投資家や ESG 評価機関等から実態よりも低く評価されてしまっているケースが少なくなく、関連する取組みを進めるにあたっては、機関投資家や ESG 評価機関等からも評価される分かりやすい情報開示のポイントを意識しておくことが重要になります⁶。

⁵ 具体的なサステナビリティ・デューデリジェンスの実施プロセスについては、OECD が策定した「責任ある企業行動のための OECD デュー・デリジェンス・ガイダンス」等が参考になります。

⁶ 機関投資家においても参照されている ESG 評価機関の評価については、そうした機関と積極的に対話を行っている企業ほど評価が改善しているとする調査結果もあります(GPIF「2019 年度 ESG 活動報告」(2020)26 頁)。ESG 情報開示にあたっては、法定開示書類や統合報告書等における開示にとどまらず、機関投資家や ESG 評価機関に対して取組内容等を直接説明し、フィードバックを得ることも有用と考えられます。

機関投資家が期待する具体的な取組みおよび情報開示のフレームワークは、以下のとおりです。

- | | |
|---|---------------------|
| ① | 取組方針の策定 |
| ② | 取組方針に基づく目標(KPI)の設定 |
| ③ | 定期的な各目標(KPI)の達成状況確認 |
| ④ | 目標達成状況に係る第三者認証の取得 |

各企業においては、上記①～④のプロセスをまわし、各要素について分かりやすく開示していくことが求められます。

①について、日本企業においては「当たり前」のことをあえて方針として策定・開示することに違和感を感じることも少なくありませんが、特にグローバル機関投資家やそうした視点を重視する ESG 評価機関の見方では、方針の策定は取組みの土台となるものであり、その内容が明確に開示されていない場合には、取組み自体が全く行われていないか、あるいは真剣に取り組んでいないのではないかと懸念を生じさせてしまうこととなります。また、②の目標(KPI)の設定については、具体的な数値目標を達成期限とあわせて開示することが期待されます。具体的な数値目標の設定に際しては、関連する政府や国際機関の取組目標等を参照することが考えられますが、例えば、「持続可能な開発目標」(SDGs)においては 17 の目標の下に具体的な 169 のターゲットが示されており、これらに紐付けた数値目標を掲げれば、多くのステークホルダーから受け入れられやすくなると考えられます⁷。その上で、設定された各目標(KPI)については定期的に達成状況を確認し、具体的な数値とともに、取組みの進捗度合いを分かりやすく開示することが求められます(③)。さらに、自社の成長戦略等にとって特に重要性が高く、社会全体の関心も高いサステナビリティ課題への取組みについては、④目標達成状況に係る第三者認証の取得も検討すべきでしょう。認証を得るためには相応のコストがかかるため、全ての取組みについてこうした対応が求められるものではありませんが、第三者の認証を得ることで、取組みに対する信頼性をより高めることができます。

具体的に取り組むべき内容はサステナビリティ課題によって様々ですが、こうした上記①～④のフレームワークに沿って取組みを進め、関連する情報開示を積極的に行っていくことで、機関投資家や ESG 評価機関等からの評価・信頼を得ながら、そうした取組みを自社の中長期的な企業価値の維持・向上に結びつけていくことができます。

4. 取組みを支えるコーポレートガバナンス

サステナビリティ課題への対応を継続的かつ実効的に進め、自社の中長期的な企業価値の維持・向上に結びつけていくためには、そうした取組みがコーポレートガバナンスによって支えられていることも重要になります。

前述のとおり、サステナビリティ課題への対応を経営戦略に統合し、経営陣・取締役会において関連する取組方針・目標(KPI)を定めることで、会社としてのコミットメントを示していくことがまず重要になります。この点、そうしたコミットメントに対する信頼性をより高める観点からは、設定されたサステナビリティ対応に係る目標(KPI)を役員インセンティブ報酬の評価基準と連動させることが考えられます。機関投資家においても企業に対してこうした対応を求める動きが広がりがつつあり、そうした状況を受けて、例えば、国内外のエネルギー大手においては、温室効果ガスの排出削減量を役員報酬と連動させる企業が増えています。

他方、関連する取組みを全て経営陣・取締役会で直接フォローしようとする、経営陣・取締役会の役割として本来期待される経営戦略の策定・随時の見直しといった対応を圧迫してしまうおそれもあります。そこで、欧米企業においては、社会の多様なステークホルダーの視点を持った独立社外役員・外部有識者等のメンバーで構成されるサステナビリティ委員会を設置する企業が増えています。委員会が主体的にサステナビリティ課題への対応状況をモニタリングし、随時状況を経営陣・取締役会へ報告しつつ、必要に応じて改善提案等を行う取組みが進んでおり、近年では日本企業においてもこうした取組みがみられるようになっていきます。少人数かつ専門性の高い委員会で集中的に議論・検討を行うことで、経営陣・取締役会の負担を軽減しつつ、より実効性

⁷ 欧州では、ESG 情報の開示を求める EU 非財務情報開示指令に関するガイドライン(Guidelines on non-financial reporting (2017/C 215/01))が策定されています。ガイドラインにおいては、各種サステナビリティ課題について設定することが考えられる目標(KPI)の例が示されており、特に欧州で事業を展開する企業においては、これらを参照することも有益と考えられます。

の高い取組みにつなげることが期待でき、今後、日本企業においてもこうした委員会を活用していくことが考えられます。

5. まとめに代えて

本稿では、機関投資家における ESG 投資の様々な視点をご紹介し、そうした視点を踏まえたサステナビリティ課題への対応・ESG 情報開示と、それらの取組みを支えるコーポレートガバナンスについて解説しました。コロナの状況の中、自社にとっての優先課題をサステナビリティ・デューデリジェンスを通じてまずはしっかりと選別した上で、機関投資家の期待を踏まえたフレームワークに沿って取組みを進め、関連する情報開示を積極的に行っていくことが重要です。そうした取組みや情報開示を着実に進めていくことで、長期経営を志向する企業にとって重要なパートナーとなる長期アクティブ運用機関をはじめとする機関投資家からの評価・信頼を得ながら、自社の中長期的な企業価値の維持・向上に結びつけていくことができます。また、そうした取組みを継続的かつ実効的に進めていくためには、それを支えるコーポレートガバナンスも重要な役割を果たします。

次回では、本号の内容を踏まえつつ、サステナビリティ課題の中でも、特に気候変動問題をはじめとする環境(E)課題への対応および TCFD 等の環境関連情報開示に焦点を当てて解説します。



やすい けいた
安井 桂大

西村あさひ法律事務所 弁護士

k.yasui@jurists.co.jp

2010 年弁護士登録。2009 年東京大学法科大学院(J.D.)、2019 年 The London School of Economics and Political Science (LL.M.)。2016-2018 年に金融庁総務企画局企業開示課に出向し、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの改訂を担当。また、2019-2020 年には世界有数の長期アクティブ運用機関であるフィデリティの日本拠点(フィデリティ投信株式会社運用本部)へ出向し、エンゲージメント・議決権行使およびサステナブル投資の実務に携わった経験も有する。これらの経験を活かし、コーポレートガバナンスやサステナビリティ対応を中心に、企業法務全般を幅広く手掛ける。

西村あさひ法律事務所では、M&A・金融・事業再生・危機管理・ビジネスタックスロー・アジア・中国・中南米・資源/エネルギー等のテーマで弁護士等が時宜にかなったトピックを解説したニューズレターを執筆し、随時発行しております。

バックナンバーは<<https://www.jurists.co.jp/ja/newsletters>>に掲載しておりますので、併せてご覧ください。

(当事務所の連絡先) 東京都千代田区大手町 1-1-2 大手門タワー 〒100-8124

Tel: 03-6250-6200 (代) Fax: 03-6250-7200

E-mail: info@jurists.co.jp URL: <https://www.jurists.co.jp>

© Nishimura & Asahi 2020