



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 (2) —気候変動問題をはじめとする環境課題への対応と TCFD 等の環境関連情報開示— 執筆: 安井 桂大

1. はじめに

ESG 投資の潮流が加速する中で、企業における環境課題への対応に機関投資家の注目が集まっています。本ニューズレター 2020 年 9 月 23 日号¹で解説したとおり、資本市場全体の持続性・安定性に関わるシステミック・リスクとして機関投資家において最も意識されているのが、気候変動問題です。企業においても環境課題への関心が年々高まってきており、グローバル機関投資家も注目している世界経済フォーラム(WEF)の 2021 年版グローバルリスクレポート²では、発生可能性が高いグローバルリスクの上位 5 つのうち、感染症を除く上位 4 つを異常気象や自然災害等の環境関連リスクが占めました。また、現実化した場合にインパクトが大きいグローバルリスクについても、上位 5 位以内に 3 つの環境関連リスクが挙げられています。

こうした中、日本政府においても、2020 年 10 月に「2050 年カーボンニュートラル」を宣言し、同年 12 月に公表された「2050 年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」においては、気候変動問題への対応を新たな成長戦略と位置付け、脱炭素社会の実現に向けた取組みを加速していく方針が打ち出されました。日本企業の関心も高まっており、2020 年 6 月に経団連が脱炭素社会の実現に向けたイノベーションを後押しするイニシアティブとして「チャレンジ・ゼロ」を打ち出し、同年 11 月に公表された「新成長戦略」では、サステナブルな資本主義の確立に向けて、経済界としても積極的に取り組んでいく方針が示されています。

本稿では、サステナビリティ対応と ESG 情報開示に焦点を当てたシリーズの第 2 回目として、環境課題に対する機関投資家の視点、さらにはその背景にある特に気候変動問題に関する世界各国の政策・規制強化の動向を踏まえ、企業における気候変動問題をはじめとする環境課題への対応および TCFD 等の環境関連情報開示について解説します。

¹ 安井桂大「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—」[本ニューズレター2020年9月23日号](#)。

² World Economic Forum 'The Global Risks Report 2021' (2021).

本ニューズ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る必要があります。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。

本ニューズ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@nishimura.com)

2. 環境課題に対する機関投資家の視点

自社にとって適切な環境課題への対応を検討するにあたっては、環境課題に対する機関投資家の視点を念頭に置いておくことが有用です。もっとも、[本ニュースレター2020年9月23日号](#)で解説したとおり、機関投資家における ESG 投資の視点は必ずしも一様ではなく、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、環境課題への対応について重視するポイントも異なっていることに留意が必要です³。

(1) 年金基金等のアセットオーナーやパッシブ運用機関の視点

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や、そうしたアセットオーナーが運用委託先として多く採用しているパッシブ運用機関においては、長期にわたって幅広く分散して投資を行うため、様々な環境課題の中でも、特に資本市場全体の持続性・安定性に関わるシステミック・リスクに結びつく要因となるものを重視しており、そうした観点から最も意識されているのが気候変動問題です。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らぐ中で、気候変動問題は中長期的にそれと同等またはそれを超えるインパクトを及ぼしうる要因として捉えられており、次なる「グリーン・スワン」への警戒が一段と高まっています。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)においては、2018 年から気候変動問題に着目した 2 つの指数に対して投資を行っていますが、開始当初計 1.2 兆円であった投資額は、2020 年 3 月末時点では計約 2.7 兆円まで増えており、追加的な配分等により今後も投資額が増加していくことが見込まれています。当該指数においては、炭素効率性が高い企業の投資ウエイトが増やされる設計になっていますが、温室効果ガス排出に関して積極的に情報開示を行っている企業については、投資ウエイトを増加させる仕組みもあわせて採用されています。気候変動問題を巡っては、2050 年までに投資ポートフォリオの温室効果ガス排出量をネットゼロにする目標を掲げる「ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンス」へ参加する年金基金等のアセットオーナーも増加しています。

また、世界最大の運用資産規模を有するパッシブ運用機関であり、日本の株式市場でも一際目立つ存在となっているブラックロックにおいても、ラリー・フィンク CEO が 2020 年 1 月に世界中の経営者に宛てた「金融の根本的な見直し(“A Fundamental Reshaping of Finance”）」と題するレターの中で、気候変動に関するリスク認識が急速に変化しており、常に将来を見据えリスクを先取りして織り込む市場の性質を踏まえれば、近い将来、多くの人々が予想しているよりも早いタイミングで大規模な資本の再分配が起きる可能性があることを指摘した上で、運用機関として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。その後、2021 年 1 月に公表された同レターにおいては、そうした取組みをさらに具体化させ、投資先企業に対して、カーボンニュートラルの実現に向けてビジネスモデルをどのように適合させていくかについての計画の開示を求めていくことや、TCFD に基づく情報開示を求める方針等が表明されています。

環境課題については、気候変動問題に代表されるように多くの企業に共通の課題も多く、特に機械的にベンチマークに連動した運用を行うことを前提に運用手数料を低額に抑えるビジネスモデルを一般に採用しているパッシブ運用機関においては、追加的なコストを抑制する観点も相俟って、「Climate Action 100+」等の協働エンゲージメントも近年では盛んに行われています。

(2) 長期アクティブ運用機関の視点

一方、調査を通じて投資先企業を厳選し、そうした企業が事業を通じて企業価値を向上させていく中で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においては、環境課題についても、個別の投資先企業が営む事業内容等を踏ま

³ 機関投資家における ESG 投資の視点や各種手法等については、山本俊之＝安井桂大「ESG 投資の視点・手法と日本法における受託者責任」NBL1189 号(2021)21 頁、および同論考に対する神田秀樹「コメント」同 29 頁参照。

えた各企業にとっての収益機会・中長期的なリスク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、投資先企業においては、それぞれが有する強みや競争優位性を活かして重要な環境課題の解決に貢献していくことを通じて、中長期的に自社の企業価値を向上させていく取組みがまずは期待されます。日本においては、技術力を活かして省エネルギー化や環境負荷の軽減に貢献する製品・サービスを提供している企業も多く、気候変動問題に関しても、二酸化炭素(CO2)を回収・有効活用する技術の開発等も進んでいます。また、例えば、近年になって注目されている海洋プラスチック問題に対しては、自然環境下で分解される特殊なプラスチックの開発・実用化に成功している企業等もあり、こうした革新的な製品・サービスの開発によって環境課題に対するソリューションを提供することができる企業は、アクティブ運用機関から高く評価されます。

この点、GPIF においては、気候変動によって生じるコスト・利益両面の現在価値を算出する気候バリューアットリスク(Climate Value-at-Risk)と呼ばれる手法を用いて、気候変動が企業価値に与える経済的インパクト分析を行っています。日本企業においては、環境関連技術による収益機会がグローバル比較で最も大きく、パリ協定で目標として掲げられてる 2°Cシナリオを前提とした場合には、そうした収益機会が気候変動によって生じるリスクを上回るという結果が示されています⁴。日本企業においては、特に気候変動問題に関しては中長期的な企業価値の向上に資する多くの収益機会があると考えられ、アクティブ運用機関の目線からは、各社が有する環境関連技術等の強みや競争優位性を活かして、こうした収益機会を実現していくことが期待されます。

他方、環境課題のリスク面について適切に対応していくことも重要であり、事業に関連する既存の法規制を遵守することはもちろん、気候変動問題等の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環境課題については、将来の規制強化リスク、さらには対応を怠った場合に取引関係に及びうる影響等も踏まえ、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。

例えば、気候変動問題への対応については、2020年6月の株主総会でみずほフィナンシャルグループが環境NGOから受けた株主提案が注目を集めました。提案内容は、会社に対してパリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略等の計画開示を求めるといったものですが、気候変動問題に対する積極的な対応を期待する機関投資家の声が高まる中で、提案があくまでも会社の対応方針に関する情報開示を求めるもので、対応方針の具体的な内容については必ずしも会社側の裁量を過度に制約するものではなかったこともあり、アクティブ運用機関を含めた国内外の機関投資家から幅広い支持を集め、34%の賛成票が投じられる結果となりました。今後、重要な環境課題に対して一定の対応を求める株主提案が増加していくことが見込まれますが、提案内容次第では、アクティブ運用機関においてもそうした提案に賛成する可能性があり、企業においては、こうしたアクティブ運用機関の視点も踏まえ、重要な環境課題への対応に着実に取り組んでいく必要性が高まっています。

3. 機関投資家が注目する国内外の環境関連政策・規制の動向

機関投資家が環境課題への意識を高めている背景には、世界各国における環境関連政策および規制強化があります。例えば、温室効果ガス排出量が多いエネルギー産業については、高資本集約型の産業である一方で最終的な製品・サービスの差別化は必ずしも容易でなく、また、安全性等に対する社会からの高い要求水準に対応するために相応のコストを要するといった産業全体の特性から、温室効果ガスの排出抑制等のためのイノベーションに向けた民間投資が起きにくい構造にあることが以前から指摘されており⁵、こうした状況を打破する観点から、世界各国において政策・規制の導入が進められています。以下では、様々な環境関連政策・規制の中でも、特に機関投資家が注目している気候変動問題への対応およびTCFD開示に関する各国の政策・規制強化の動向をご紹介します。

⁴ GPIF「2019年度ESG活動報告」(2020)61頁。より詳細な分析結果については、GPIF「GPIFポートフォリオの気候変動リスク・機会分析」(2020)26頁以下参照。

⁵ Breakthrough Energy 'Advancing the Landscape of Clean Energy Innovation' (2019), 23.

(1) 気候変動問題への対応に関する政策・規制動向

近年、世界各国において、気候変動問題への対応として脱炭素化を宣言し、それを後押しするための大規模な経済対策や規制導入等を打ち出す動きが相次いでいます。その中でも特に積極的な動きを見せているのが EU です⁶。EU においては、2019 年 12 月に公表した長期戦略「欧州グリーン・ディール」の中で、2050 年までに気候中立(Climate Neutrality)を実現する目標を掲げ、気候目標を引き上げてクリーンエネルギーの活用等を促す狭義の環境政策にとどまらず、運輸や農業分野など、関連する幅広い分野をカバーした成長戦略を通じて、気候変動問題に取り組む姿勢を見せています。新型コロナウイルス感染症のパンデミックによって大きな打撃を受けている経済の再生へ向けても、同様の枠組みの下での「グリーン・リカバリー」を目指す方針が打ち出されており、総額 1.8 兆ユーロ規模の次期中期予算枠組みおよび復興基金のうち約 30%(復興基金の 37%)を気候変動対応に充当する方針が示されています。さらに、2020 年 12 月には、2030 年に向けた温室効果ガスの削減目標を少なくとも 50%から 55%(1990 年比)とすることを決定し、排出量取引制度の改正のほか、国境炭素調整の導入等も検討されています。また、EU を離脱した英国においても、気候変動法(2019 年 6 月改正)の中で 2050 年のカーボンニュートラル目標を規定し、温室効果ガス削減についても、2030 年に 68%(1990 年比)とする高い目標を掲げています。

一方、米国においては、トランプ政権の下で連邦政府レベルでの取組みはオバマ政権下よりも後退していましたが、2020 年 9 月には、カリフォルニア州において、2035 年に州内で販売される全ての新車を排ガスを出さない「ゼロエミッション車」にするよう義務付け、同年以降はガソリン車やディーゼル車の新車販売を禁止する方針が示されるなど、州レベルでは規制を強化しようとする動きも見られていました。2021 年 1 月に発足したバイデン政権においては、気候変動問題に積極的に取り組む方針が打ち出されており、就任初日にはパリ協定に復帰する大統領令に署名し、2035 年の 100%クリーン電源、2050 年のカーボンニュートラル等の目標が掲げられるなど、今後、関連する取組みが加速度的に進められていくことが予想されています。

アジアにおいても、中国は気候変動問題への対応を積極的に進めており、2020 年 9 月の国連総会において、習近平国家主席が 2060 年までにカーボンニュートラルを目指す方針を表明しました。中国においては、国家発展改革委員会や中国人民銀行等が主導して「グリーン産業ガイダンスカタログ」を策定・公表するなど、関連産業を戦略的に育成していく取組みも進められています。日本においても、「2050 年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」の下で、企業によるイノベーションを 10 年間継続して支援する 2 兆円規模のグリーンイノベーション基金やカーボンニュートラルに向けた投資促進税制の創設など、大規模な施策が相次いで打ち出されており、低効率な石炭火力発電所について段階的に廃止を進める方針を掲げたエネルギー政策を含め、今後のさらなる具体化へ向けた動きが注目されています。

(2) TCFD 開示に関する規制動向

気候変動問題に係る情報開示の枠組みとしてグローバルで最も注目されている TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: 気候関連財務情報開示タスクフォース)提言は、金融安定理事会(FSB)の意向を受けて設置されたタスクフォースによって 2017 年にまとめられたもので、主に企業を対象として、投資家等において気候変動問題の事業等への影響を理解することを可能にするための任意開示のフレームワークをまとめたものです。

近年では、TCFD 開示を各国の規制レベルで導入していく動きが活発化しており、機関投資家の注目を集めています。例えば、英国においては、2020 年 12 月、ロンドン証券取引所のプレミアム上場企業を対象に、年次報告書における TCFD に沿った情報開示を「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースで求める規制が導入されました。同年 11 月に公表されたロードマップでは、2025 年までの完全義務化を目指し、他の上場企業や大規模な非上場企業、さらには銀行や保険会社、年金基金、運用機関等の機関

⁶ 欧州における環境関連政策・規制強化の動向については、安井桂大＝高田祐貴＝中田マリコ「欧州における環境関連規制の最新動向 ―気候変動問題に関する規制動向を中心として―」[当事務所ヨーロッパニューズレター2020年10月28日号](#)参照。

投資家に対しても、順次 TCFD 開示を求めていく方針が示されています⁷。また、フランスにおいても、エネルギー移行法 173 条において、上場会社においては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースで気候変動による財務リスクやそうしたリスクの回避措置等について情報開示が求められていますが、当該開示内容を TCFD と連動させることが検討されています。その他、EU レベルでも、非財務情報開示指令(Non-Financial Reporting Directive)の下、従業員 500 名以上の上場企業においては環境保護に関する内容を含む ESG 情報の開示が求められており、同指令に紐付けられた気候関連情報の開示に関するガイドライン(Guidelines on Reporting Climate-related Information)では、TCFD 開示で求められる項目を概ねカバーするかたちで、推奨される具体的な開示内容が示されています。同指令については、規則(Regulation)に格上げするかたちでの法案化を目指して現在見直し作業が進められており、今後の動向も注目されます。

米国においても、バイデン政権においては、上場企業に対し、事業やサプライチェーンにおける気候変動リスクや温室効果ガス排出量の開示を義務付けることを公約としており、今後、開示規制が強化されていくことが予想されます。また、アジアにおいても、中国において上場企業に対する気候関連情報開示の義務付けが積極的に検討されているほか、日本においても、2020 年 11 月に金融庁によって作成・公表された「記述情報の開示の好事例集 2020」において、気候変動問題への対応を含む ESG に関する開示の好事例が新たに盛り込まれるなど、関連する情報開示の充実を目指した動きが見られており、今後、さらに踏み込んだ開示規制の強化等が検討される可能性もあるものと考えられます。

4. 機関投資家の視点を踏まえた環境課題への対応と TCFD 等の環境関連情報開示

(1) 企業における環境課題への対応

企業において環境課題への対応を検討する際には、前述のような環境課題に対する機関投資家の視点や、さらにはその背景にある世界各国における環境関連政策・規制強化の動向を踏まえ、様々な環境課題が①自社に成長機会をもたらし、または②中長期的な重要リスクといえるか否かを見極める視点が重要になります。

[本ニューズレター2020年9月23日号](#)で解説したとおり、上記①の成長機会の視点からは、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、事業に関連する環境課題を把握し、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できる成長機会を模索していくことが重要と考えられます。また、上記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展開地域、将来の規制強化リスクや対応を怠った場合に取引関係に及びうる影響等も念頭に、様々な環境課題に関するリスク水準を的確に把握した上で、そうしたリスクを適切にコントロールしていくことが必要になります。優先して対応すべき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、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できます。

この点、環境課題について特に留意すべき点として、気候変動問題の位置付けがあります。気候変動問題は、資本市場全体の持続性・安定性に関わるシステミック・リスクの代表格として捉えられており、前述の各国における関連政策や規制強化の動向等を踏まえれば、自社が営む事業をカーボンニュートラルの社会・経済に適合させていくことは、少なくとも長期的には、企業の存立自体に関わりうる重要な課題となってきています。また、近年では、アップルが 2030 年までに全製品をクリーンエネルギーによって製造する目標を掲げ、部品等の全てのサプライヤーに対して再生可能エネルギーの使用を求めるなど、大手グローバル企業においては、取引先の選定にあたって購買電力の状況等を考慮する動きも見られるようになっており、気候変動問題への対応を怠った場合には、短期的または中期的にも、重要な取引関係に悪影響が及ぶ可能性等に留意が必要です。気候変動問題については、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り、自社が営む事業内容との関連性を踏まえつつも、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るものと考えられます。

⁷ 詳細については、渡邊純子「サステナビリティと気候変動 - 英国の TCFD 情報開示の義務化に関する公表 -」[本ニューズレター2020年12月2日号](#)参照。

このほか、自社において優先して対応すべき環境課題は、サステナビリティ・デューデリジェンスを通じて各社ごとに特定していく必要があります。例えば、上記①の自社の成長機会の観点からは、環境課題の解決に貢献するテクノロジーへの期待がグローバルに高まっており、気候変動問題の解決に貢献する電気自動車や電池等の関連部品はもちろん、海洋プラスチック問題等の解決に貢献する化学的なテクノロジーや、近年では「グリーンビルディング」と呼ばれる環境性能を高めた建物の設計等にも注目が集まるなど、幅広い業種で自社の成長に繋げうる機会が広がっています。他方、上記②の中長期的な重要リスクの観点からは、化学企業や鉱山企業等において化学物質・有害物質の管理が重要になるといった基本的な対応のほか、近年、特にグローバルでは水の問題が注目されています。日本のように水資源が豊かな国や地域は世界では希であり、むしろ水が希少な資源となっている国や地域が少なくなく、飲料を含む食品や衣類、鉄鋼、化学といった幅広い業種で、水資源への負荷を可及的に少なくする取組みが求められるケースが増えています。その他、廃棄物も問題になりやすく、各種製品等の容器・包装材や電気機器、衣類等については、欧州をはじめとする国や地域の規制で、使い捨て材の使用禁止や修理・リサイクル対応等が要求されるケースが増えており、幅広い業種で留意が必要です。近年では環境関連の訴訟もグローバルで増加傾向にあり、自社の成長機会を追求しつつも、関連するリスクを適切にコントロールしていくことも重要になっています。この点、こうしたリスクの洗い出しに際しては、ESG 評価機関等の評価項目を参照することも有用であると考えられ、下記では、参考として代表的な ESG 評価機関の一つである MSCI の環境関連評価項目を示しています。

【ESG 評価機関の環境関連評価項目例⁸⁾】

GICS Sector	GICS Sub-Industry Code	GICS Sub-Industry Name	Environmental											
			Carbon Emissions	Product Carbon Footprint	Climate Change Vulnerability	Water Stress	Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing	Financing Environmental Impact	Toxic Emissions & Waste	Packaging Material & Waste	Electronic Waste	Opportunities in Clean Tech	Opportunities in Green Building
Energy	10101010	Oil & Gas Drilling												
	10101020	Oil & Gas Equipment & Services												
	10102010	Integrated Oil & Gas												
	10102020	Oil & Gas Exploration & Production												
	10102030	Oil & Gas Refining & Marketing												
	10102040	Oil & Gas Storage & Transportation												
	10102050	Coal & Consumable Fuels												
Materials	15101010	Commodity Chemicals												
	15101020	Diversified Chemicals												
	15101030	Fertilizers & Agricultural Chemicals												
	15101040	Industrial Gases												
	15101050	Specialty Chemicals												
	15102010	Construction Materials												
	15103010	Metal & Glass Containers												
	15103020	Paper Packaging												
	15104010	Aluminum												
	15104020	Diversified Metals & Mining												
	15104025	Copper												
	15104030	Gold												
	15104040	Precious Metals & Minerals												
	15104045	Silver												
	15104050	Steel												
15105010	Forest Products													
15105020	Paper Products													
Health Care	35101020	Health Care Supplies												
	35102010	Health Care Distributors												
	35102015	Health Care Services												
	35102020	Health Care Facilities												
	35102030	Managed Health Care												
	35103010	Health Care Technology												
	35201010	Biotechnology												
35202010	Pharmaceuticals													
35203010	Life Sciences Tools & Services													
Utilities	55101010	Electric Utilities												
	55102010	Gas Utilities												
	55103010	Multi-Utilities												
	55104010	Water Utilities												
	55105010	Independent Power Producers & Energy												
	55105020	Renewable Electricity												

⁸⁾ MSCI 'Deconstructing ESG Ratings Performance' (2020), 19.

この点、特に上記②の中長期的な重要リスクへの対応は、各事業のリスクとリターンをバランスさせるという意味で財務管理上も重要な取組みといえますが、そうした対応は必ずしも短期的なリターンの増加に結びつくものではないため、取組みに要する追加コストをどのように手当てすべきかが課題となります。この点、日本企業においては、配当の削減等を通じてそうしたコストを捻出しようとする動きも見られていますが、そうした対応は機関投資家の目線に必ずしもそぐわないと考えられる点に留意が必要です。機関投資家の目線から見れば、中長期的な重要リスクに十分に対応できていない状況は、資本コストを上げる要因として捉えられます。先行きが必ずしも見通せない中で長期の機関投資家から継続してサポートを得るためには、むしろ安定的な配当によって資本コストの一定割合をカバーする姿勢を示していくことが効果的と考えられます⁹。バランスシートマネジメントの観点からは、例えばグリーンボンドやサステナビリティボンドの発行等を通じた資金調達によってそうした追加コストを手当てし、リスク・リターンプロファイルをバランスさせる対応等が考えられます。

(2) TCFD 等の環境関連情報開示

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環境課題への取組みについて、機関投資家やESG評価機関等から評価・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ためには、機関投資家が期待するESG情報開示のフレームワークを意識し、関連する情報開示を積極的に行っていくことが重要になります。具体的には、[本ニューズレター 2020年9月23日号](#)で解説したとおり、各優先環境課題ごとに、①取組方針の策定、②取組方針に基づく目標(KPI)の設定、および③定期的な各目標(KPI)の達成状況確認のプロセスをまわし、それぞれの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。また、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環境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についても検討することが考えられます。この点、国内外のESG評価機関等から幅広く評価を得る観点からは、GRI(Global Reporting Initiative)等のグローバルに通用している包括的なESG情報開示枠組みを参考に網羅的な情報開示を行うことも有益ですが、関連する取組みを着実に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観点からは、まずは上記のような基本的なESG情報開示フレームワークに沿った情報開示を充実させていくことが重要と考えられます。

他方、特に気候変動問題に関する情報開示については、前述のとおりTCFD開示がグローバルに広がっており、日本においても、世界最多となる334機関(2020年12月末時点)が賛同を表明しています。機関投資家の注目度も高いCDP(Carbon Disclosure Project)による評価においても、気候変動Aリストに選定された日本企業の数も米国と並び世界一となっており、日本企業においては、気候変動問題に関する情報開示に積極的に取り組んでいく動きが見られています。こうした積極的な情報開示は、機関投資家の投資判断はもちろん、議決権行使判断にも影響を及ぼします。例えば、前述のみずほフィナンシャルグループの株主提案のケースでは、会社において事前に詳細なTCFDレポートを開示していたため、一部の機関投資家においてはこうした取組みを評価し、株主提案に対して反対票を投じています¹⁰。他方、このような積極的な取組みは、現時点では大企業を中心に進んでおり、今後さらなる裾野の拡大が期待されています。また、TCFDに賛同を表明しつつも未だ十分な情報開示に至っていない企業も少なくなく、今後は具体的な開示内容についても機関投資家からの注目が集まっていくものと考えられます。

TCFDで推奨されている開示項目は下記のとおりですが、戦略についてリスクと機会の視点から定量的なシナリオ分析を踏まえた説明が求められる点に最大の特徴があり、そうした検討を踏まえ、リスク管理の在り方や具体的な指標・目標について開示が求められるほか、そうした取組みを支えるガバナンスについてもあわせて説明することが求められています¹¹。

⁹ 具体的には、例えば、DOE(株主資本配当率)の観点から、資本コストの一定割合を、投資家から見るとインカムゲインとして捉えられる配当によって安定的にカバーしていく方針を示すことで、長期の機関投資家をつなぎとめるための有力な説得材料とすることができると考えられます。こうした取組みを通じて機関投資家に一定の安心感を与えることができれば、結果として資本コストを下げる効果も期待することができます。

¹⁰ 例えば、ブラックロックは、「会社のこれまでの対応に鑑み提案が適切と認められない」ことを理由に、株主提案に対して反対票を投じています(議案別議決権行使状況(国内株式)2020年4月～6月参照)。

¹¹ 具体的な開示例については、TCFDコンソーシアム「気候関連財務情報開示に関するガイダンス 2.0 [TCFDガイダンス 2.0]」参照。

【TCFD で推奨される開示項目】

ガバナンス	戦略	リスク管理	指標と目標
気候関連のリスクと機会に係る組織のガバナンスを開示する	気候関連のリスクと機会がもたらす組織の事業・戦略・財務計画への実際の影響及び潜在的な影響を、そうした情報が重要な場合に開示する	気候関連リスクについて、組織がどのように識別・評価・管理しているかについて開示する	気候関連のリスクと機会を評価・管理する際に用いる指標と目標を、そうした情報が重要な場合に開示する
推奨される開示内容	推奨される開示内容	推奨される開示内容	推奨される開示内容
a) 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を説明する	a) 組織が識別した短期・中期・長期の気候関連のリスクと機会を説明する	a) 組織が気候関連リスクを識別・評価するプロセスを説明する	a) 組織が、自らの戦略とリスク管理プロセスに即して、気候関連のリスクと機会を評価する際に用いる指標を開示する
b) 気候関連のリスクと機会を評価・管理する上での経営陣の役割を説明する	b) 気候関連のリスクと機会が組織の事業・戦略・財務計画に及ぼす影響を説明する	b) 組織が気候関連リスクを管理するプロセスを説明する	b) Scope 1、Scope 2及び該当する場合はScope 3の温室効果ガス（GHG）排出量と関連リスクについて開示する
	c) 2℃或いはそれを下回る将来の異なる気候関連シナリオを考慮し、組織の戦略のレジリエンスを説明する	c) 組織が気候関連リスクを識別・評価・管理するプロセスが、組織全体のリスク管理にどのように統合されているかについて説明する	c) 組織が気候関連のリスクと機会を管理するために用いる目標及び目標に対する実績を説明する

(注) 太字は定量情報が求められる開示項目

この点、特に機関投資家が TCFD を有用な情報開示枠組みとして投資先企業に対して活用を促している理由は、①定量的な分析と②ガバナンスの 2 点の開示にあると考えられます。TCFD 開示においては、シナリオ分析をはじめ、リスクと機会の視点に着目した定量的な分析結果の開示が求められており、前述の機関投資家が一般に期待する ESG 情報開示フレームワークに沿いつつ、個別企業ごとの成長機会および中長期的リスクを重視する長期アクティブ運用機関の期待にも応えるものとなっています。各企業において TCFD 開示の内容を検討するにあたっては、こうした機関投資家の視点を意識しておくことが有用であり、特に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からの評価・信頼を得る観点からは、気候変動問題に関連する自社の成長機会および中長期的リスクについて、可能な限り具体的かつ定量的な分析結果を示していく姿勢が重要になります¹²。

また、機関投資家においては、関連する取組みがガバナンスによって適切に支えられていることも重要視しています。気候変動問題への対応には長期間を要するところ、ガバナンスを通じて社内外に企業としてのコミットメントを示していくことが特に重要になります。この点、[本ニュースレター2020年9月23日号](#)で解説したとおり、まずは経営陣・取締役会において関連する取組方針・目標(KPI)を明確に定めることが重要になりますが、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効果的です。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つつあり、例えば気候変動問題への対応については、機関投資家の協働エンゲージメント団体である「Climate Action 100+」においても、こうした視点から温室効果ガスの削減目標等と役員報酬制度との連動を求めており、近年になって、国内外の企業においてそうした報酬枠組みを導入する事例が増加しています。また、サステナビリティ委員会を活用することも有用です。欧米ではサステナビリティ委員会を独立社外取締役や外部有識者を中心に構成し、監督機能を強化する目的で設置している例が多い一方で、日本企業においては経営陣・取締役会に紐付けられた執行側の委員会として設置されている例が多くなっていますが、いずれにしても、こうした委員会を設置することで、社内外に自社の取組み姿勢を「見える化」しつつ、事業分野を横断する課題への対応を含め、多様なステークホルダーの視点を取り入れながら集中的に議論・検討を行うことで、より実効性の高い取組みにつなげていくことが期待できるものと考えられます。

¹² 定量的な分析結果を開示するには、開示情報が機関投資家による投資判断等に利用される可能性があることを想定し、分析の手法や前提条件等に関する適切な注記を付すことで、法的リスクを適切に回避する工夫も重要となります。

5. おわりに

本稿では、環境課題に対する機関投資家の視点、さらにはその背景にある特に気候変動問題に関する世界各国の政策・規制強化の動向をご紹介します。企業における環境課題への対応およびTCFD等の環境関連情報開示について解説しました。気候変動問題をはじめとする環境課題へのリスク認識が急速に高まる中で、日本企業においても、自社にとっての優先環境課題をサステナビリティ・デューデリジェンスを通じてしっかりと選別した上で着実に取組みを進め、TCFD等の環境関連情報開示を積極的に行っていくことが、自社の中長期的な企業価値の維持・向上のために一段と重要になっています。

今回は、本シリーズの最終回として、サステナビリティ課題の中でも、特に社会(S)課題への対応と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@nishimura.com

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・コードおよびステeward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、企業価値向上へ向けた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、M&A、株主アクティビズム対応等を含む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スレターを執筆し、随時発行しております。

バックナンバーは<<https://www.nishimura.com/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@nishimura.com URL: <https://www.nishimura.com>

© Nishimura & Asahi 2021