

ESG 投資拡大のための情報開示

2021.10.28

経済新人会 金融研究部 G 班

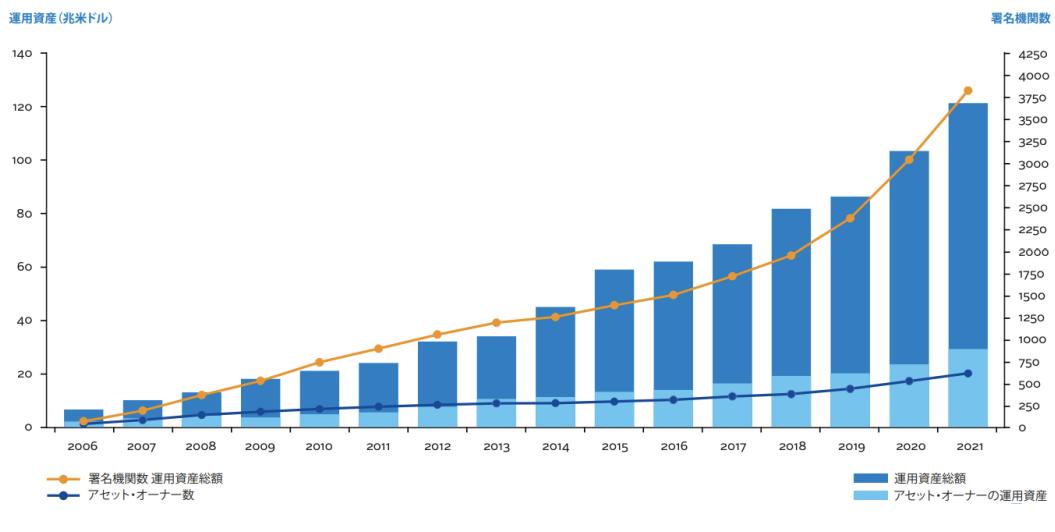
目次

1.導入	2
2. 現状分析	3
(1) 日本政府の取組	3
(2) ESG 投資の現状	4
3.問題意識	4
4.政策提言	6
(1) 統合報告書での情報開示	6
(2) ESG 情報の数値化	6
(3) 数値化にあたる課題及び開示先の検討	6
(4) 補足	10
5.効果	10
6.最後に	10
7.参考文献	11

1.導入

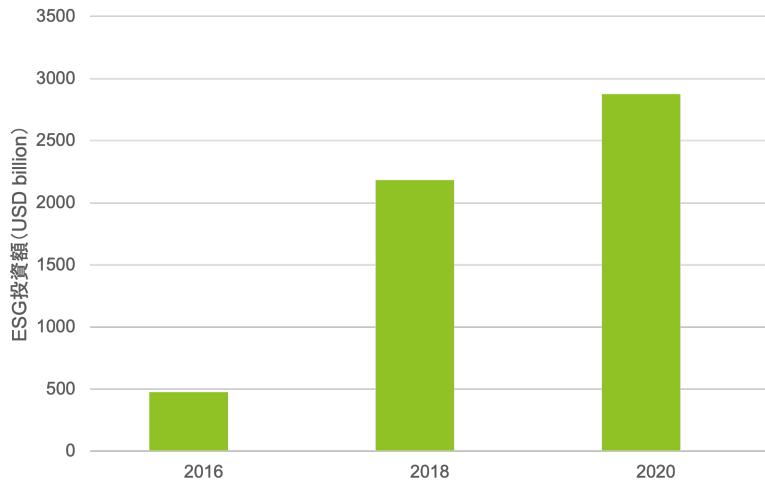
近年 SDGs 債、サステナブルファイナンス、ESG 投資といった言葉をよく耳にするようになった。図表 1 は PRI への署名数と PRI に署名した運用機関の資産について表したものだ。ESG 投資が世界的に拡大を続けていることが分かる。図表 2 より、日本でも 2016 年から 2020 年までの 4 年間でその総額は 6 倍に急増している。ESG 投資は国内外で重要性を増し、市場における存在感を高めている。

ESG 投資とは従来の財務情報だけでなく、環境、社会、ガバナンスといった ESG 要素も考慮した投資のことを指す。地球温暖化をはじめとする気候変動や様々な社会問題への対応の必要性が高まるなか、ESG 投資は資本市場によって持続可能な社会の達成に貢献する手がかりとして、あるいはそういった社会の中で企業の持続的な成長を長期的な視点で検討する手段としての役割が期待されるようになった。本論では日本の ESG 投資について現状分析し、情報開示に重点を置いて問題提起、政策提言を行う。



(図表 1) PRI 署名機関数、運用資産総額、アセット・オーナー数、アセット・オーナーの運用資産額

出典：出典：PRI brochure 2021



(図表 2) 日本の ESG 投資額

GSIA report 2020 より作成

2. 現状分析

(1) 日本政府の取組

日本政府は令和 2 年 7 月に発表した成長戦略フォローアップで「ESG の拡大を強力に進め、ポスト・コロナの経済社会構造をより持続可能で強靭なものへと変革していくことが重要」という方針を明らかにした。また、図表 3 は、日本の投資家を取り巻く環境の変化についてまとめたものである。政府は機関投資家に向けての行動指針であるスチュワードシップコードや企業に向けたコーポレートガバナンスコード、グリーンボンドガイドライン等のガイドラインを作成し ESG 投資を推奨している。さらに今月には財務省が行う外貨為替資金の運用に ESG 要素を考慮する方針を決め、ESG 投資の拡大に努めている。

日本の投資家を取り巻く環境の変化	
2006年4月	PRI（責任投資原則）の公表
2014年2月	日本版スチュワードシップコード 導入
2015年6月	コーポレートガバナンスコード導入
2015年12月	パリ協定
2017年3月	環境省、グリーンボンドガイドライン作成
5月	経産省、価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス－ESG・非財務情報と無形資産投資を発表 伊藤レポート2.0
	スチュワードシップコード一部改訂
2018年6月	コーポレートガバナンスコード一部改訂 政府は「未来投資戦略2018」発表、ESG要素と企業価値向上を強調
2019年6月	G20大阪サミットでは日本が議長国としてSDGs達成のためのロードマップをまとめる
2020年3月	スチュワードシップコード改訂 ESGを含むサステナビリティの考慮と企業との対話を重視 グリーンボンドガイドライン改訂
10月	政府は2050年までのカーボンニュートラル達成発表
2021年6月	コーポレートガバナンスコード一部改訂

(図表 3) 日本の投資家を取り巻く環境の変化

根本直子、「ESG 投資を巡る課題」を参考に作成

(2) ESG 投資の現状

ESG 投資は実際どのようにして行われるのか。通常、企業は事業活動を行い、活動の内容や結果、費用や利益などを情報開示する。投資家はこの情報を基に投資を行うが、前述の通り投資に当たって ESG 要素を考慮するのが ESG 投資である。ここで、企業の ESG 情報を収集、調査して ESG に関する評価を行う評価機関が存在する。これらの会社は作成した ESG 評価を金融機関、投資ファンド等に提供することで利益を得ている。この際、それぞれの評価基準は公開されていない。機関投資家は、事業活動による財務情報に合わせて、ESG 評価機関による評価のデータや、企業の ESG について独自に行った評価に基づいて投資を行う。ESG 評価機関や機関投資家は、評価対象の企業について自ら調査を行う場合もあるが、基本的には企業が開示する情報に基づいて評価を行う。ESG 投資には企業が開示する情報が重要な役割を果たしていることが分かるだろう。このような ESG 投資の流れを踏まえ、企業が開示する ESG 情報に着目して、問題提起を行う。

3. 問題意識

前項で触れた通り、ESG 投資における企業の ESG 情報開示の重要性は明らかである。しかし、現時点では企業が開示する ESG 情報は投資判断に活用しにくい状態であるといえる。ここでは企業の ESG 情報開示についてより詳しく検討する。

図表 4 は国際石油開発帝石のサステナビリティレポート、図表 5 は丸井グループの ESG データブックの一部である。どちらも ESG についての情報開示を積極的に行っている企業である。企業が ESG 情報の開示を行う場合、ESG レポート、統合報告書、企業ホームページ等で開示を行うことが一般的だ。一定の企業に提出が義務付けられているコーポレートガバナンス報告書や有価証券報告書外での情報開示は企業の裁量に任されていて、開示方法がバラバラになっている。図表で示した 2 社を見ると、ESG 情報の開示を積極的に行っている企業間でも、開示方法が異なることがわかるだろう。また、ESG の定義も一定ではないため情報開示の質には差が生まれ、実体のない ESG 情報開示も存在する状態だ。さらに現状の情報開示は CSR、企業の社会的責任に重点を置きすぎて、企業価値判断に活用しづらくなっているという問題も指摘できる。つまり、果たすべき社会的責任に取り組むことがいかに財務にインパクトを与え、利益につながるのかが分かりづらい。

ESG は情報の開示方法や定義が定まっていないため、企業間の比較が難しく、実体のない ESG 情報も含まれる。さらに、CSR に傾倒し、企業価値判断に活用しにくいという問題が見えてきた。このような状況を改善し、中身のある ESG 投資を増やすために ESG 情報開示規制の見直しが必要である。



(図表4) 国際石油開発帝石 サステナビリティレポート 2021 p.72

ESGデータブック ESG DATA BOOK									
環境 Environment									
水 Water									
水方針	有	「丸井グループ環境方針」に含む							
Water Policy	Yes	http://www.010marubeni.co.jp/sustainability/theme03/environment_01.html#environment1	Included in the MARUI GROUP Environmental Policy						
		http://www.010marubeni.co.jp/sustainability/theme03/environment_01.html#environment1							
パワーディリーバンディリ	単位	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期			
Boundary	Unit	Fiscal Year Ended March 31, 2017	Fiscal Year Ended March 31, 2018	Fiscal Year Ended March 31, 2019	Fiscal Year Ended March 31, 2020	Fiscal Year Ended March 31, 2021			
水資源使用量★	グループ	1,455	1,443	1,463	1,490	1,128			
Total Water Used*	Group	Thousands of t							
排水量★	グループ	1,434	1,434	1,454	1,437	1,086			
Total Wastewater*	Group	Thousands of t							
コンプライアンス Compliance									
パワーディリーバンディリ	単位	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期			
Boundary	Unit	Fiscal Year Ended March 31, 2017	Fiscal Year Ended March 31, 2018	Fiscal Year Ended March 31, 2019	Fiscal Year Ended March 31, 2020	Fiscal Year Ended March 31, 2021			
環境違反金回数	グループ	0	0	0	0	0			
Number of Environmental Fines and Penalties	Group	Violations							
環境違反罰金額	グループ	円	0	0	0	0			
Total Cost of Environmental Fines and	Group	Yen							
グリーンボンド期中報告 Green Bond Fund Allocation Report									
	単位	再充当額* 1	再充当額* 2						
	Unit	Funds allocated* 1	Refinance amount* 2						
グリーンボンド 充当合計金額（累計）★2	総合役員の署名* 3	百万円	Appropriations to Be Used						
Total amount of funds allocated* 2	assertions by one of its directors* 3	Millions of Yen							
再生可能エネルギーから電力100%調達			4,616	1,605	3,779				
Sourcing of 100% of electricity from renewable power sources									
温室効果ガス排出削減			1,986	0	-				
Reduction of greenhouse emissions									
再生可能エネルギー発電			2,628	1,604	-				
Generation of renewable power									
★ 第三人検証項目 Items which received third-party verification			1.0	0.7	-				
★2 丸井グループ・グリーンボンドフレームワークとグリーンボンド原則2018との適合性、及びその環境面での貢献について、独立したESGの調査・分析機関であるサステナビリティクレジット入り、セカンドパーティ・オピニオンを取得しております。また、グリーンボンドの調達資金が丸井グループ・グリーンボンドフレームワークで定めた適格クライテリアを満たしたプロジェクトに充当されたことを確認致しました									
※サステナビリティクレジットのアニュアルレビュー参照									
MARUI GROUP has received a second-party opinion on its Green Bond Framework's environmental credentials and its alignment with the Green Bond Principles 2018 from Sustainalytics, an independent ESG research and analytics firm. Additionally, Sustainalytics confirmed that the projects funded through the green bond met the Use of Proceeds criteria outlined in the Marui Group Green Bond Framework. *Please refer to Annual Review from Sustainalytics									
* 1 2021年3月実績 March 2021 results									
* 2 調査期間：2016年10月～2018年9月（2021年3月期に温室効果ガス排出削減の再充当額を修正し、サステナビリティクレジットの再評価を受けています）									
Applicable period : October 2016 - September 2018 (Refinance amount of Reduction of greenhouse emissions has been revised and reevaluated by Sustainalytics in Fiscal Year Ended March 31, 2021.)									
* 3 グリーンボンドの調達資金が丸井グループ・グリーンボンドフレームワークで定めた適格クライテリアを満たしたプロジェクトに充当されたことを確認致しました。当社取締役 常務執行役員 CFO、IR・財務・サステナビリティ・ESG推進担当 加藤 浩嗣									
Confirmed that the net proceeds were allocated to projects that meet the Eligibility Criteria outlined in the Marui Group Green Bond Framework. Director, Managing Executive Officer, and CFO In charge of IR, Finance, Investment Research, Sustainability, and ESG Promotion Hirotugu Kato									

(図表5) 丸井グループ ESG データブック 2021 p.3

4.政策提言

情報開示規制について、政府は2021年6月に改訂したコーポレートガバナンスコードにおいて「プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。」として、2022年3月からのTCFDに沿った開示を求めている。ここで、TCFDとは、気候変動関連リスクおよび機会に関する項目を開示、具体的には「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の4つの観点から将来の予想、財務的インパクトを含めた情報開示をすることを求めたものである。このコーポレートガバナンスコードによる開示要請は義務ではなく、現在環境省が発行しているガイドラインでもその開示先は定められていない。では、実体の伴わない「見せかけ」のESG投資を減らし、中身のあるESG投資増加を目指すにはさらにどのような政策を行えばよいのか。本論では二つの政策を提言し、その効果と問題点について検討する。尚、本論で行う政策提言は金融商品取引法を所管する金融庁及び経済産業省、TCFD開示について方針を定めている環境省を中心に政府に對して行うことと想定したものである。

(1) 統合報告書での情報開示

先述の通り、現在のESG情報開示の方法は様々である。本論では上場企業を対象に、統合報告書の作成を義務化し、ESG情報も統合報告書での開示を求ることで、非財務情報と財務情報を統合して確認できるようにすることを提案する。開示先として統合報告書を選択した理由とその効果については、第二節で二つ目の政策提言に言及したのち、第三節以降で述べることとする。

(2) ESG情報の数値化

これまで、ESG情報の開示方法は各企業の裁量に任されていたため、具体性のないESGへの取組も存在し、運用機関のESG評価にも影響してしまっていた。TCFDに沿った開示では戦略が企業経営に与える影響、リスク管理と提言目標などを開示、その際の費用、収益などを外部にも分かる形で数値化することを求めている。TCFDに沿った開示を義務化し、ESGが将来の経営に与えるインパクトを適切に数値化することにより具体的なESGへの対応を計画、実行できるだろう。

(3) 数値化にあたる課題及び開示先の検討

当然ESG情報の数値化が難しい場合もあるだろう。環境省が現時点で発行するTCFD開示ガイドラインでは数値の精度を追求しすぎない、とされているが、ESG情報開示の義務化にあたり一定の幅を持たせた基準が必要になる。この問題は本論でESG情報開示義務化に向けて開示先に統合報告書を提案する理由でもある。2021年6月政府が今後の気候変動

リスク開示の義務化に向けて有価証券報告書での開示を検討しているとの報道が日経新聞にてなされた。ではなぜ本論では有価証券報告書やその他の開示先ではなく、統合報告書を提案するのか、その理由を明らかにするため、簡単に有価証券報告書と統合報告書の特徴について説明しておきたい。

有価証券報告書とは財務情報を軸として企業の概要、事業の状況などを年度ごとに開示するもので、一定の上場企業などに発行が義務化されている。図表6は積水ハウスの2020年度の有価証券報告書の一部である。一方統合報告書は発行が任意であり、財務情報と非財務情報の2つの観点から、企業の強みや経営ビジョン、今後の事業展開について説明するものである。有価証券報告書に比べて経営者の意思を反映した情報開示ができる一方、問題提起で見たようなCSRに重点を置きすぎてしまうという問題もある。図表7は同じく積水ハウスの2021年1月に発行された統合報告書の一部だ。積水ハウスは有価証券報告書で自社が統合報告書やサステナビリティレポートを発行していることに言及し、詳細はそれらの報告書に記載している。このように、現在統合報告書を発行している企業の多くは有価証券報告書で取組の概要を説明し、詳細は統合報告書に記載する、あるいは統合報告書で取組の概要に触れて取組自体を各種レポートに記載するという形をとっている。



(図表6) 積水ハウス 2020 年度 有価証券報告書 p.55

当該ページにおいてESG取り組み内容について統合報告書及びサステナビリティレポートの発行している旨を記載



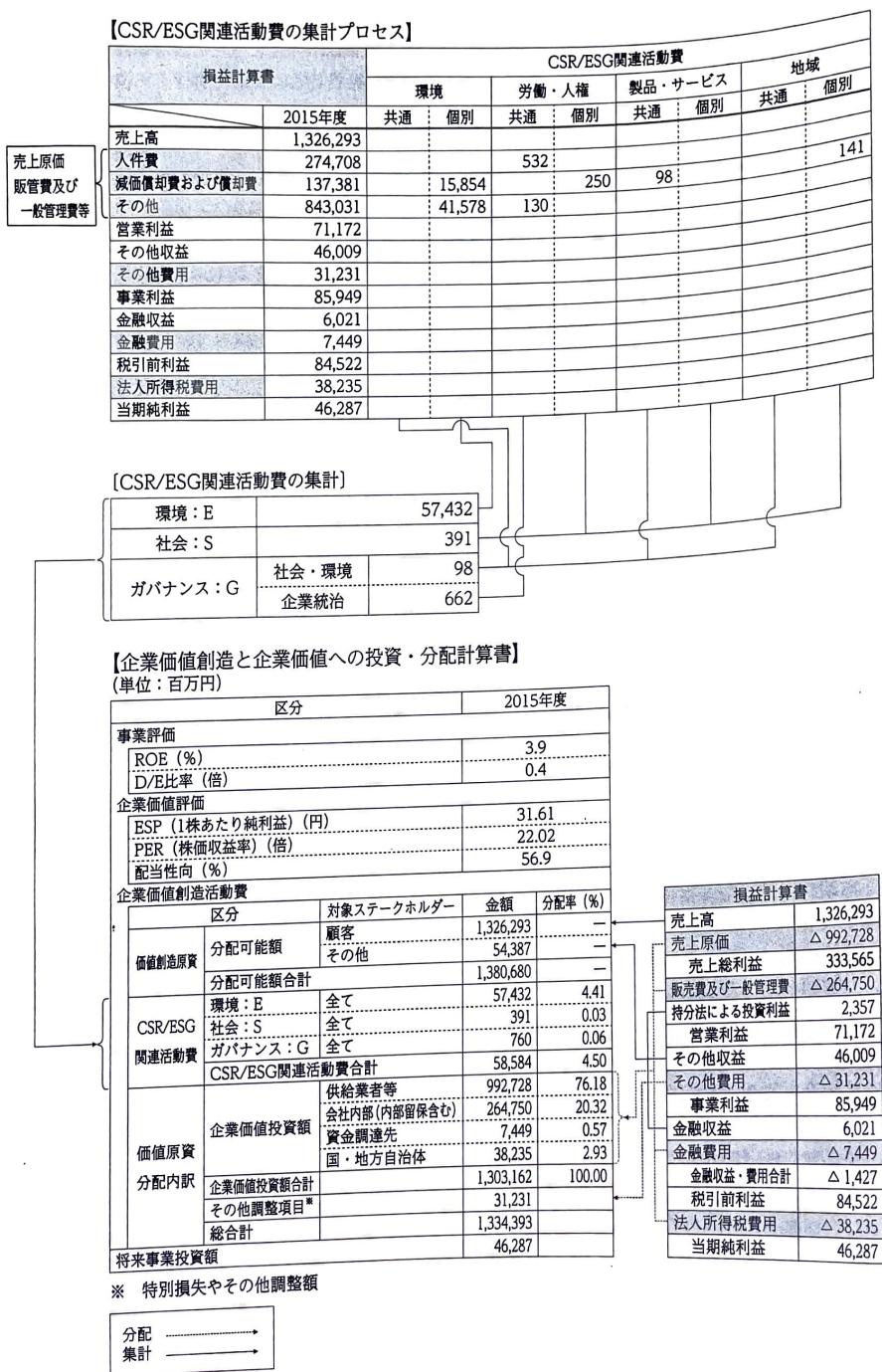
(図表7) 積水ハウス 2021年1月期 総合報告書 p.61-62

ESG情報開示を具体化し、将来財務に与える影響を投資家が活用しやすい形で示すために数値化するべきであるが、あくまで将来の計画のため、適切な情報開示のためには非財務的な観点からのフォローによってその不正確性をカバーする必要がある。そのため、有価証券報告書ではなく、統合報告書でCSR・ESG情報を連絡させて情報開示を行うことで財務情報と非財務情報の統合が可能になると考える。

政府が統合報告書、あるいはその他の開示方法ではなく有価証券報告書での開示を検討している理由は、有価証券報告書は一定の企業に既に提出が義務化されているため、変更が簡単で、新たな開示をしなくてはならない企業にとっても負担が小さいことが挙げられる。本論で想定している統合報告書での開示は、義務化とはいえ、それほどコストの大きいものではない。現時点での統合報告書の、非財務的な観点も反映できるというメリットを残したまま、非財務情報と財務情報を統合的に一般に向けて開示するというのだ。コスト面も有価証券報告書とほぼ変わらないため、非財務情報によるフォローができる統合報告書の方が情報開示に向いているだろう。統合報告書を発行している企業が10年連続で増加していくことからも、発行にかかるコストより、統合的な情報の必要性が大きいと言える。

図表8は倍和博氏と齊藤香織氏がAGC株式会社のデータを使用してCSR・ESG活動の影響を計算、開示するプロセスを提案したものだ。これは一例であるが、現在政府が掲げているTCFDに沿った情報開示のガイドラインはベストプラクティスに近く、義務化に向けて導入しやすい現実的な基準の作成も必要だろう。

図1 企業価値創造と企業価値投資・分配計算のプロセス



(出所) 筆者作成。

数値化のコストを下げるためには、外部機関の評価も活用できるのではないか。例えば、横浜銀行が SDGs の達成状況を無料で評価、助言を行なっている。もちろんこれは TCFD が求める将来の計画ほど詳しいものではない。しかし、このように外部機関の評価も活用し、企業が開示をしやすい仕組みづくりも必要ではないか。

(4) 補足

そもそも ESG 対応、ESG 投資が本当に利益につながるのかについて少し触れておく。ESG 対応によるリスクマネジメントについての研究は多数行われていて、日本政府もその効果を謳っている。ただし、投資とその利益について、正の相関を示すデータは多数存在するものの、ESG 投資が必ずしも利益につながるという明確な研究結果は出ていない。情報開示規制の見直しによって ESG 情報が確かなものになることで ESG 対応、ESG に関する情報開示の効果を増幅することができるのではないかだろうか。

5.効果

情報開示規制見直しによる効果を検討したい。機関投資家は、独自で ESG 評価を行なっている運用機関、ESG 評価機関の ESG 評価の正確性が増し、ESG 投資がより実体のあるものになることで、ESG 投資の利益増加を見込める。また、現在 ESG 投資は機関投資家が中心だが、個人投資家も ESG を考慮しやすくなり、個人の ESG への関心の高まりに応えることが可能となるだろう。企業は、投資家の層が増え、資金調達に役立てられる、また ESG により実践的に取組み、リスクを計算することで利益増加を見込める。政府は、SDGs 達成、ESG 投資拡大、TCFD に沿った開示等、政府の掲げる目標の達成に貢献できること、また岸田内閣が述べている「非財務情報の充実」にも寄与することができる。

6.最後に

金融に求められる役割が大きくなるなか、ESG 投資の土台となる適切な情報開示が今まで以上に求められるようになる。ESG 情報開示規制の見直しを行うことで、見せかけの ESG の削減と正確な評価が可能になるだろう。ESG 投資の利益増加を達成し、ESG 投資の増加と ESG 推進の実現を目指したい。

7.参考文献

論文内で使用

- PRI. PRI brochure 2021.
([file:///Users/mami/Downloads/d957a05c0e04d218c761341d05210c2c%20\(1\).pdf](file:///Users/mami/Downloads/d957a05c0e04d218c761341d05210c2c%20(1).pdf))
2021年10月28日最終閲覧
- GSIA. Trends report 2020.
(<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>)
2021年10月28日最終閲覧
- 内閣官房.成長戦略フォローアップ.2020年. p.56.
(<https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/seicho/pdf/fu2020.pdf>)
2021年10月28日最終閲覧
- 根本直子. 「ESG 投資を巡る課題」.
(<https://www.mof.go.jp/pri/research/seminar/fy2021/lm20210622.pdf>)
2021年10月28日最終閲覧
- 国際石油開発帝石.サステナビリティレポート 2021. p.72.
(https://www.inpex.co.jp/csr/pdf/INPEX_SustainabilityReport2021_J.pdf)
2021年10月28日最終閲覧
- 丸井グループ. ESG データブック 2021年3月期. p.3.
(<https://www.0101maruigroup.co.jp/sustainability/pdf/esg/esg2021.pdf>)
- 日本取引所グループ.コーポレートガバナンスコード. p.12.
(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lne9.pdf>)
2021年10月28日最終閲覧
- 環境省. TCFD を活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド ver3.0～.
(https://www.env.go.jp/policy/policy/tcfid/TCFDguide_ver3_0_J_2.pdf)
2021年10月28日最終閲覧
- 中空麻奈. 企業の気候変動リスク、開示を義務付けへ 金融庁検討.日本経済新聞. 2021年7月26日.
(https://www.lib.keio.ac.jp/hiyoshi/files/10_haihu2021.pdf)
2021年10月28日最終閲覧
- 積水ハウス. 2020年度有価証券報告書.p55.
(https://www.sekisuihouse.co.jp/company/financial/library/ir_document/2021/yuho_70.pdf)
2021年10月28日最終閲覧
- 積水ハウス. 2021年1月期統合報告書. p.61、62.
(https://www.sekisuihouse.co.jp/company/financial/library/ir_document/2021/2021_togo/00_2021_annual_report_all.pdf)
2021年10月28日最終閲覧

- 倍和博,齋藤香織. SDGs 実現に向けた企業価値評価と情報開示の新たな視点.ディスクロージャー&IR.2019 年, vol.11, p.124-132.

その他の参考文献

- KPMG ジャパン.日本企業の統合報告に関する調査 2020.
(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/sustainable_sx/pdf/001_06_01.pdf)
2021 年 10 月 28 日最終閲覧
- 日本経済新聞. 非財務情報 企業価値を左右. 2021 年 10 月 14 日,朝刊. p.34.
- 根本直子.看板の掛け替えで急増する ESG 投資、より良い基準作りを急げ.金融財政事情.2021 年,第七二巻,第三四号,p.12-15.
- 野田健太郎. ESG 情報の開示効果を巡る論点について. ディスクロージャー&IR. 2019 年, vol.11,p.115-123.
- 朴恩芝.ESG 投資の拡大と受託者責任. 香川大学経済論叢. 2021 年, 第 93 卷, 第 4 号, p.107-119.
- 花村信也. ESG 投資のリスクプレミアム. 立命館経営学. 2020 年, 第 59 卷, 第 1 号, p.13-35.
- 松原稔. 気候変動リスクと情報開示-TCFD 開示を中心に-.ディスクロージャー&IR, 2019 年, vol11, p.133-138.
- 水口剛. ESG 投資が変える社会. 世界. 2021 年, 第九四八号, p.88-95.
- 宮川壽夫. ソーシャルキャピタル論から見た ESG 投資の効果~新たな企業価値の創造プロセス~. 月刊資本市場. 2019 年, No.403, p.24-33.