

2021年3月

ESG 投資をめぐる最近の動向

弁護士 森下 国彦 / 弁護士 安達 理 / 弁護士 森本 真美

最近、種々の場面で ESG 投資が注目を集めている。「ESG」とは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の頭文字を合わせた用語であり、「ESG 投資」とは、一般に、投資先企業の価値を評価する際に、財務情報に加え、非財務情報である ESG 要素を考慮する投資のことをいう。ESG 投資の説明には、場合によって、「中長期的視点」や「持続可能性(Sustainability)」といった言葉が付け加えられることも多い。近年、関連省庁や民間団体が ESG 投資に関する基準やガイドラインを公表する等、ESG 投資の環境整備も急速に進んでいる。本ニュースレターでは、ESG 投資をめぐる最近の動向として、国内における注目すべきピックアップを紹介する。

1. 有価証券報告書における非財務情報の虚偽記載に係る課徴金納付命令

2020年1月31日、金融庁は、有価証券報告書等の虚偽記載について、提出会社に対して課徴金納付命令の発出を決定した¹。本件で注目されるのは、有価証券報告書等の財務情報の虚偽記載に加え、有価証券報告書中の「第一部 企業情報」・「第4 提出会社の状況」・「6 コーポレート・ガバナンスの状況等」・「(1)コーポレート・ガバナンスの状況」の項目における非財務情報について実態と異なる記載を行ったことが、課徴金納付命令の対象となる重要な事項についての虚偽の記載とされたことである。

有価証券報告書は、金融商品取引法に基づく法定の開示書類である。有価証券報告書のうちに、重要な事項について虚偽の記載があり、または記載すべき重要な事項もしくは誤解を生じさせないために必要な重要な事実の記載が欠けているとき、提出会社や役員等は、金融商品取引法に基づき、投資家に対して損害賠償責任を負い(民事責任)、その他、行政上の制裁(課徴金)や刑事責任を負うこともある。

有価証券報告書等の法定開示書類における非財務情報の開示は、ESG 情報の開示媒体として、近時、重要性を増し、注目されてきている。金融庁も、2019年3月、「記述情報の開示に関する原則」および「記述情報の開

¹ https://www.fsa.go.jp/news/r1/shouken/20200131_3.html

示の好事例集」を公表し²、2020年11月にも「記述情報の開示の好事例集 2020」を公表する³等、法定開示書類における非財務情報の開示の充実を促しているところである。他方で、有価証券報告書等の法定開示書類における開示には、上記のとおり法律に基づく責任が伴う。本件課徴金事例は、有価証券報告書等の法定開示書類における財務情報のみならず、非財務情報についても、虚偽記載として法的な責任が課される現実的なリスクがあることを改めて明らかにした。有価証券報告書等の法定開示書類において ESG 情報を開示する場合、提出会社は、その法的責任を再認識しつつ、適切な開示をすることが求められる。

2. 環境省「グリーンボンドガイドライン 2020 年版」及び「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2020 年版」

2020年3月10日、環境省は、国内におけるグリーンボンド・グリーンローン等の更なる普及のため、「グリーンボンドガイドライン 2020 年版」、「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2020 年版」を策定し、公表した⁴。国際的な目線との協調も踏まえ、「グリーンボンドガイドライン」は、国際資本市場協会(ICMA)による「グリーンボンド原則」との整合性に配慮しつつ、2017年3月に環境省が策定したものを改訂するものである。また、「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」は、ローン・マーケット・アソシエーション(LMA)等による「グリーンローン原則(2018年)」および「サステナビリティ・リンク・ローン原則(2019年)」との整合性に配慮しつつ、策定された。

これら環境省のガイドラインにおける定義によると、「グリーンボンド」とは、企業や地方自治体等が、国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために発行する債券であり、具体的には、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて発行後のレポーティングを通じ透明性が確保された債券である。「グリーンローン」とは、企業や地方自治体等が、国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達する際に用いられる融資であり、具体的には、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて融資後のレポーティングを通じ透明性が確保された融資である。また「サステナビリティ・リンク・ローン」とは、借り手が野心的なサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPTs)を達成することを奨励するローンであり、具体的には、①借り手の包括的な社会的責任に係る戦略で掲げられたサステナビリティ目標と SPTs との関係が整理され、②適切な SPTs を事前に設定してサステナビリティの改善度合を測定し、③それらに関する融資後のレポーティングを通じ透明性が確保されたローンを意味する。

グリーンボンドへの投資は、ESG 投資の一つである。2014年に日本政策投資銀行が国内初のグリーンボンドを発行した後、国内におけるグリーンボンドの発行が拡大している。また、グリーンローン、サステナビリティ・リンク・ローンは、ESG 融資(環境(E)、社会(S)、コーポレートガバナンス(G)の要素に考慮して行う融資)の一種であると考えられる。グリーンローンによる資金調達も、国内において徐々に実績を増やしている。

² <https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190319.html>

³ <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20201106-3.html>

⁴ <http://www.env.go.jp/press/107803.html>

3. スチュワードシップ・コードの改訂

2020年3月24日、金融庁は、『「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』の再改訂版を公表した⁵。今回の改訂で、ESGの観点から注目されるのは、まず、本コードの名宛人である機関投資家が、スチュワードシップ責任として、「運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮」を求められることが明記されたことである。また、本コードは、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、スチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて、債券等、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能であるとされたことも注目される。

さて、機関投資家が、その投資運用にあたり、ESG要素を考慮することの是非に関しては、機関投資家の受託者責任(fiduciary duty)として問題提起されることが多い。機関投資家は、投信委託会社・投資顧問会社といった運用機関と、保険会社や年金基金といったアセットオーナーに大別されるが、いずれも、背後に、投資家、顧客、保険契約者、年金受給者といった受益者が存在し、機関投資家は、受益者から委託を受けた資金を、受託者として、受益者の利益のために投資運用するものである。各機関投資家の受託者責任の根拠や内容は、それぞれ投信法や厚生年金保険法等の適用法令、投信約款や運用委託契約等により異なるが、基本的には、受益者の経済的利益を追求することが原則であり、機関投資家はその投資運用にあたり、非経済的利益であるESG要素を考慮することが受託者責任に反しないかが問題とされるのである。

この点、ESG投資が長期的には経済的利益をも、もたらしうるものであること、また、受託者責任といっても、受託者の裁量を一切否定するものではないこと等から、当該投資が経済的利益を無視したり、害したりするようなものでなければ、経済的利益に加え、ESG要素も考慮することが、一概に受託者責任に反するとまでは考えられていない。スチュワードシップ・コードにおけるESG要素の考慮の明文化も、かかる考えを後押しするものと言えよう。この点、国際的にも議論が交わされており、受託者責任とESG投資について、国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)と責任投資原則(PRI)による21世紀の受託者責任プログラムの最終活動報告書(2019年)が、機関投資家は、受託者責任によって、ESG要素を考慮することが求められるとする一方で⁶、米国労働省によるERISA法の規則改正では、投資商品や投資手法を選択するにあたり、経済的利益のみを考慮するべきであり、受託者責任の観点から、ESG投資には慎重であるべきとしている⁷。

2020年1月の金融庁「金融行政とSDGs」では、金融庁としてもSDGs⁸の推進に積極的に取り組むとしつつ、「但し、その場合でも、SDGs推進のために各経済主体や金融市場における経済合理性が歪められることは適切でなく、金融庁としては、SDGsやESG金融の動きが、中長期的な投融資リターンや企業価値の向上につながる形で実現されるよう、各経済主体の自主的な対応を引き出すことを基本的な方向性とする」としているのも、上記のような受託者責任に関する議論を意識してのことと思われる⁹。

⁵ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>

⁶ <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>

⁷ <https://www.federalregister.gov/documents/2020/11/13/2020-24515/financial-factors-in-selecting-plan-investments>

⁸ SDGs(Sustainable Development Goals、国連による持続可能な開発目標)は、ESGとも関わりが深い、本ニュースレターでは両者の関係には立ち入らない。

⁹ https://www.fsa.go.jp/policy/sdgs/FSAStrategyforSDGs_rev2.pdf

4. 東京証券取引所「ESG 情報開示実践ハンドブック」

2020年3月31日、東京証券取引所は、「ESG 情報開示実践ハンドブック」を作成、公表した¹⁰。これから ESG 情報の開示を始めようと考えている上場会社を主に念頭に置きつつ、全上場会社にとって参考となるものとして作成されたものである。ESG 情報の開示に関するスタンダード・基準、フレームワーク、ガイダンスは、既に、国内外の様々な主体が策定したものが存在するが、本ハンドブックは、特に、①サステナブル・ストックエクスチェンジ (SSE)イニシアティブ「ESG 情報の報告に関する企業向けモデルガイダンス」、②経済産業省「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスーESG・非財務情報と無形資産投資ー(価値協創ガイダンス)」¹¹、③気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)提言、④サステナビリティ会計基準審議会(SASB)スタンダード、⑤国際統合報告評議会(IIRC)国際統合報告フレームワーク、⑥グローバル・レポーティング・イニシアティブ(GRI)スタンダード、⑦世界取引所連合(WFE)ESG Guidance and Metrics を参照したものである。

なお、2020年9月、IIRC、SASB、GRI等5団体が包括的な事業報告の実現に向けて連携すると発表した¹²。また、同月、国際会計基準審議会(IASB)の母体であるIFRS財団が統一的なESG基準づくりをする新組織設立の提案を公表し、金融庁が事務局を務めるIFRS対応方針協議会は、支持を表明した¹³。ESG情報開示の枠組みをめぐる動きは、目まぐるしく、引き続き注目される。

5. 気候変動に関する株主提案

2020年6月25日、株式会社みずほフィナンシャルグループに対して、気候変動に関する株主提案がなされ、34%の賛成を集めた¹⁴。株主提案の内容は、定款の一部変更で、「当社がパリ協定および気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に賛同していることに留意し、パリ協定の目標に沿った投資を行うための指標および目標を含む経営戦略を記載した計画を年次報告書にて開示する。」という条項を定款に規定するというものであった。

本件は、株主総会で否決されたが、今後日本国内でも、金融機関等を中心に、環境アクティビスト等による株主提案がなされるケースが増加することが見込まれ、情報開示以外の提案がなされる可能性も否定できない。

6. 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」

経済産業省が2018年12月に策定した「気候関連財務情報開示に関するガイダンス(TCFD ガイダンス)」について、民間主導で設立されたTCFDコンソーシアムがその改訂作業を引き継ぎ、2020年7月31日、「TCFD ガイダンス 2.0」として公表された¹⁵。本ガイダンスでは、情報開示の方法や進め方等に加え、業種毎にどのように戦略を示し、情報開示に取り組んでいけばよいかを解説している。TCFDコンソーシアムには、経済産業省、金融

¹⁰ <https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esg-investment/handbook/index.html>

¹¹ <https://www.meti.go.jp/press/2017/05/20170529003/20170529003.html>

¹² <https://29kjwb3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>

¹³ <https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20201130-2/20201130-2.html>

¹⁴ 同社第18期定時株主総会招集ご通知(第5号議案)、2020年6月30日付臨時報告書。

¹⁵ <https://www.meti.go.jp/press/2020/07/20200731002/20200731002.html>

庁、環境省がオブザーバーとして参加している。TCFD コンソーシアムは、この他にも、2019年10月8日、「グリーン投資の促進に向けた気候関連情報活用ガイダンス」(グリーン投資ガイダンス)を公表している¹⁶。

7. 日本初となるサステナビリティ・リンク・ボンド

2020年10月15日、ヒューリック株式会社が日本初となるサステナビリティ・リンク・ボンドを発行した¹⁷。発行体によれば、本社債は、環境省とその請負事業者により環境省の「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」および国際資本市場協会(ICMA)の「サステナビリティ・リンク・ボンド原則」への適合性等についての確認を受けているとのことである。本社債において特徴的なのは、発行体の設定するサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPTs)が社債の発行条件に連動する仕組みとされ、SPTsのいずれかが未達の場合、SPTs達成の場合よりも社債の利率が上乘せ(クーポンステップアップ)されることである。

クーポンステップアップに関して、発行体から見れば、SPTs達成に向けたインセンティブとして働くものであるが、投資家から見た場合、SPTs未達の場合に、より高い利回りが得られることに違和感を覚える向きもあるかもしれない。他方で、機関投資家の受託者責任の観点からは、投資対象として、経済的条件がよいに越したことはないであろう。発行体と投資家双方の動機付けとして、いかなる商品設計が適切か考えさせられるところである。ESG投資の盛況に伴い、様々なESG投資商品が生み出されており、大変興味深い。

8. 金融庁「記述情報の開示の好事例集 2020」

金融庁は、2019年3月に「記述情報の開示に関する原則」および「記述情報の開示の好事例集」を公表した¹⁸のに引き続き、2020年11月6日、「新型コロナウイルス感染症」、「ESG」に関する開示の好事例を取りまとめた「記述情報の開示の好事例集 2020」を公表した¹⁹。「記述情報の開示の好事例集」は、ルールへの形式的な対応にとどまらない開示の充実に向けた企業の取組みを促し、開示の充実を図ることを目的として、有価証券報告書における開示例を中心に好事例を取りまとめたものである。今後、経営戦略、リスク情報、コーポレート・ガバナンス情報等の項目について公表することが予定されている。

9. コーポレートガバナンス・コードの改訂に向けた動き

2020年12月8日、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(第22回)が開催され、2021年春のコーポレートガバナンス・コード改訂に向けた意見書案が公表された²⁰。意見書案によると、2022年の新市場区分移行後の「プライム市場」の上場企業に対し、独立社外取締役の3分の1以上の選任を求めるべきであり、さらに、それぞれの経営環境や事業特性等を勘案して必要と考える企業には、独立社外取締役の過半数の選任を検討するよう促すべきであるとしている。現コードでは、独立社外取締役を少なくとも2人以上、また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3

¹⁶ https://tcfcd-consortium.jp/news_detail/19100802

¹⁷ https://www.hulic.co.jp/sustainability/ecology/management/linked_bond.html

¹⁸ <https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190319.html>

¹⁹ <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20201106-3.html>

²⁰ <https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryoku/20201208.html>

分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきとしているところから、さらに厳しくなる。

本コードは、スチュワードシップ・コードと同様ソフト・ローであり、法的強制力はないが、従わない場合には、投資家に対しその理由の説明が求められる(コンプライ・オア・エクスプレイン)。なお、2021年3月1日に施行された改正会社法では、上場会社は、社外取締役の設置が義務付けられている。

10. 日本初のSDGs-IPO

2020年12月21日、株式会社ポピンズホールディングスが東証一部に上場した。本IPOは、その資金用途および発行体について第三者評価機関である株式会社日本総合研究所から、国際資本市場協会(ICMA)の「ソーシャルボンド原則2020年版」への準拠性、SDGsへの貢献可能性およびESGの取組み状況等についてセカンドパーティ・オピニオンを取得した、日本で初めてとなるIPO(SDGs-IPO)とのことである^{21,22}。今後の投資家の同社への評価や、同様の案件が続くかが注目される。

11. ソーシャルボンド実務指針の策定に向けた動き

2020年12月25日、金融庁は「サステナブルファイナンス有識者会議」を設置し、今後、同有識者会議の下に、企業等がソーシャルボンドの発行に当たって参照できる実務的な指針の策定を検討する会議体を設置する予定であることを公表し²³、2021年1月以降、同有識者会議が開催されている。

ソーシャルボンドの発行基準に関しては、国際資本市場協会(ICMA)による「ソーシャルボンド原則」が存在する。同原則における定義によると、「ソーシャルボンド」とは、調達資金の全てが、新規または既存の適格なソーシャルプロジェクトの一部または全部の初期投資またはリファイナンスのみに充当され、かつ、ソーシャルボンド原則の4つの核となる要素(調達資金の用途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティング)に適合している様々な種類の債券である。

以上

²¹ <https://www.poppins.co.jp/hldgs/wp-content/uploads/2020/11/bcdef364beda2d58832a84808460bd4c-2.pdf>

²² <https://ssl4.eir-parts.net/doc/8601/tdnet/1907026/00.pdf>

²³ <https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20201225-5/20201225-5.html>

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

 - 本ニュースレターの執筆者は、以下の通りです。
弁護士 森下 国彦 (kunihiko.morishita@amt-law.com)
弁護士 安達 理 (osamu.adachi@amt-law.com)
弁護士 森本 真美 (mami.morimoto@amt-law.com)

 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。

 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。