

# ESGについての展望と 日本企業がとるべき今後の対応

Vanessa Havard-Williams, Partner, Linklaters, London  
James Marlow, Associate, Linklaters, London  
外国法共同事業法律事務所リンクレーターズ 気候変動ESGグループ<sup>1</sup>

## はじめに

環境、社会及びガバナンス（以下「ESG」）への配慮は、急速に世界中の政府、投資家及び企業にとって重要な関心事となりつつあり、特に気候リスクに重点がおかれている。2016年発効のパリ協定は、気候変動問題に対抗し、低炭素社会に必要な活動と投資を促進・強化するという画期的な合意であった。

企業におけるESGへの配慮の重要性は、米国非営利団体のAs You Sow及びSustainable Investments InstituteならびにProxy Impactが2020年3月末に公表したProxy Preview 2020レポートにおける数値にも現れている。当該レポートによれば、2020年の議決権行使時期においてESG関連の株主提案が米国だけで429件提出されており、その3分の1近くが気候変動と環境問題に焦点を当てたものだった。これは2019年の同時期における366件から増加している。

この傾向は米国に限ったことではない。2020年3月中旬、アクティビスト投資家（いわゆる「物言う株主」）の気候ネットワークは、日本の上場企業に対し、初めて気候変動に関する株主提案を行った。この提案において気候ネットワークは、同企業の事業が直面している気候関連のリスクを開示し、世界の気温上昇を2度以上大幅に下回る軌道に乗せることを目指すパリ協定に沿った投資を、どのように行うかについて、計画を公表するよう求めている。この提案は、2019年12月に発表されたBankTrackの報告書において、同企業が2017年初めから2019年第3四半期末までの間に168億ドルの石炭プロジェクト資金を提供したと報告された後に行われている。また、同じ期間において、日本企業が新規石炭火力発電所への資金提供企業の上位3社を占めており、この傾向が続けば、近い将来におい

てさらなる株主提案がなされる可能性が高まると考えられる。

気候関連の株主提案の増加に象徴されるように、ESGが世界的な変化の一部として注目されていることを踏まえ、本稿ではグローバル市場の動向を概観し、日本の金融機関や上場企業が一般的に、そしてより具体的に予想される株主提案の背景にある投資家の懸念事項に対応するために、とるべき手段について述べる。

## ESGについての展望 — 法規制の整備

### EU及び英国の観点

EU及び英国では、ESG関連の課題に対処する新しい法的枠組みが次々に導入され、ESGへの取り組みの状況は急速に進展している。欧州委員会は、パリ協定で合意された目標を達成するためのプログラムの一環として、2018年3月に持続可能な金融に関するアクション・プラン（以下「EUアクション・プラン」）を採択した。このEUアクション・プランは、(i) 持続可能かつ包括的な成長を達成するために、資本の流れを持続可能な投資に向けること、(ii) 気候変動、環境悪化及び社会問題に起因する金融リスクを管理すること、ならびに (iii) 金融、経済活動における透明性及び長期的視点を促進することを目的としている。EUアクション・プランにおいて示された行動を実現するため、欧州委員会は2018年5月に持続可能な金融に関する規制パッケージを採択した。

持続可能な金融に関する規制パッケージは、異なる3つの規制から成り、2020年から2022年にかけて段階的に導入される。これらの規制、すなわちタクソノミー、開示及びベンチマーク規制は、金融機関や上場企業にESG関連の開示義務を課し、どの金融投資が持

1 田場洋史、宇波洋介、林花菜、中山佑華、松村悠人(以上弁護士)、浅香龍吉、Sarah Martin(以上外国法事務弁護士)及び長島絢子(シニアパラリーガル)

続可能な投資に寄与し、これを促進するものであるかを評価するための、より一貫性のある明確な情報を提供させることを目的としている。

これらの規制はほかの多数の立法措置とともに、特に金融セクターに焦点を当てて行われている。ほかの立法措置としては、(i) 欧州の資産運用会社やブローカー・ディーラーに影響を及ぼす第2次金融商品市場指令 (MiFID II: Markets in Financial Instruments Directive II)、(ii) ファンドマネージャーに影響を及ぼすオルタナティブ投資ファンド運用者指令 (AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive) と譲渡可能証券の集団投資事業 (UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) に関する指令、(iii) 保険会社及び再保険会社に焦点を当てたソルベンシーII指令、そして (iv) 保険代理店に焦点を当てた保険販売業務指令 (IDD: Insurance Distribution Directive) が含まれる。企業による情報開示については、さらなる規制案が準備されている。

2019年6月には、欧州委員会も気候関連情報の報告に関するガイドラインを採択した。かかるガイドラインは、従業員数が500人を超えるEUの上場企業、銀行及び保険会社を幅広く対象としており、非財務情報及びダイバーシティ (多様性) に関する情報の開示についての既存の指針を補完するものである。

金融セクターにおける健全性基準からEUグリーンボンド基準、金融商品に関する自主的なEUエコラベルに関する提案まで、ESGを組み込んだほかの多くの対策やイニシアティブが実施されている。より広い範囲でいうと、EUグリーンディール<sup>2</sup>にも炭素国境調整メカニズムのための提案が含まれている。提案されているメカニズムは、2050年までの気候中立 (温室効果ガスの排出実質ゼロ、以下「ネットゼロ」) を目指すEUの努力が、国際パートナーによるEU域外からの特定商品の輸入に対する炭素価格の設定により損なわれることを防ぐよう機能するものである。本案は、4週間にわたる当該案に対する各種企業、金融機関、公的機関、NGO及び市民個人からのフィードバック期間を経て、EUの立法手続における準備段階を終えたところである。本案については2020年第3四半期に市中協議が行われる予定である。本案が導入されれば、その潜在的影響は、EU域外に拠点をおきEU域内の企業

と定期的取引を行っている企業にとって重大なものとなり得る。また、2050年のネットゼロという目標はEUの気候法案にも明記されている。欧州委員会は、2030年までに国内の経済全体の温室効果ガス排出量を1990年比で少なくとも40%削減することを現行の目標としているが、本気候法案では、かかる目標を見直すことが提案され、50%から55%の削減という新たな目標を設定した場合の影響評価を2020年9月までに示すとしている。このことにより、企業や金融機関はさらなる精査とより厳しい行動が求められる可能性がある。

COVID-19の影響で2021年に開催が延期されたグラスゴーにおけるCOP26をイタリアとともに共同主催することとなっている英国でも、同様の動きがみられる。Bank of England (以下「イングランド銀行」) は2020年2月末にCOP26の議題を発表し、経済全体のネットゼロへの移行を支援するに当たり、民間金融機関が果たすべき役割があることを明確にした。イングランド銀行は2020年を「気候行動の年でなければならない」とし、財務に関する専門的な意思決定はすべて気候変動を考慮に入れる必要があり、あらゆる企業、銀行、保険会社及び投資家は、低炭素社会のためにビジネスモデルを調整する必要があると述べた。また、イングランド銀行は、気候関連の活動を支援することを表明し、低炭素経済への移行を支援するために多くの取り組みを実施してきた。これには、さまざまなストレステストの取り組みも含まれる。これらは昨今のCOVID-19の流行により若干の影響を受け、英国の主要な銀行及び住宅金融組合に対して行う年次のストレステストを、2020年においては中止することとした。しかしながらイングランド銀行は、気候リスクに関する隔年探索的シナリオ (biennial exploratory scenario、以下「BES」)<sup>3</sup> に関するディスカッション・ペーパー (意見公募) に寄せられた意見のレビューを中断することはしていない。このBESを用いて行われようとしているイングランド銀行による気候変動ストレステストは、気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク (以下「NGFS」) のシナリオの枠組みに基づいて実施されることが提案されており、イングランド銀行のとり手法が、他国の中央銀行や規制当局が実施するストレステストの事実上の標準となる可能性がある。日本でも、日本銀行及び金融庁がいずれもNGFSのメ

2 欧州のグリーンディールは、気候や環境に関する課題を機会へと転じることによりEUの経済を持続可能なものとするためのロードマップである。

3 BESとは、英国内の大手銀行や保険会社のビジネスモデル及びその他広範な金融システムの気候変動リスクに対する耐性を評価するための隔年シナリオである。

ンバーであるため、日本で同様のストレステストを導入することが決定された場合には、イングランド銀行の気候変動ストレステストの手法が標準とされる可能性がある。イングランド銀行は2020年夏にはBESの内容を公表する予定であり、注目すべきと考えられる。

## 米国の観点

対照的に、米国ではESG関連の強制的な開示に関する包括的な規制の枠組みを策定する作業はほとんど行われていない。その代わりに、ESG関連情報を開示することが、投資家にとって投資対象企業の事業内容を理解するために重要であり、開示をしなければ財務状況や経営成績に重大な影響を及ぼす可能性がある、または重大なリスク要因であると当該投資対象企業自身が判断した場合に、自発的にESG関連情報の開示を行うという形がとられている。米国において今後とられるであろう進路は、2020年の大統領選挙の結果に影響される可能性が高い。

ESGを取り巻く状況を変えようという政治的意思が及ばないだけでなく、規制レベルでも、そもそも米国証券取引委員会（以下「SEC」）自体がESGの開示を義務付けることや、ESGの定義が統一されていないことから来る問題に対処することに関心を示していない。SECは、「持続可能性に関する開示の市場の発展」を妨げることを、そしてこの分野における開示及び企業自らの習慣を発展させる責任を負わせることを望まない旨を示している。

しかし、このように関与が行われていない一方で、企業が統計や数値を開示する際に誤解を招くことのないようSECが行動を起こす可能性はある。この点は、SECの最新のMD&A（財務・経営成績の分析）に関する指針で強調されており、SECはこの分野においていくつかの作業を行っている。第一に、SECは特定の投資につき、それがESG投資かどうかを投資アドバイザーがどのように判断し、ESGの観点がどのように投資に適用されるかを検討している。第二に、ファンドの名称が特定の種類の投資を示唆する場合、ファンドはその資産の少なくとも80%を当該示唆された種類の投資に振り向けなければならないという、いわゆる「名称に関する規則（Names Rule）」について、SECはパブリックコメントを求めている。SECは、「ESG」あるいは「持続可能」などの用語について、この規則がどのように適用されるべきかについての見解に関心をもっている。ESG資金への流入が大幅に増加することが予想され、こうした投資の状況を適切に精査しな

ればならないことから生じる課題を考えると、このことが重要な意味をもつ可能性がある。

## ESGについての展望

### 一 自発的な取り組みと企業への圧力

米国では、連邦政府レベルでの関与は行われておらず、主に州及び地方自治体ならびに資産運用会社、株主、代理助言会社などの民間主体から、ESG関連情報の開示に関する企業への圧力がかけられている。この傾向は、少なくとも短中期的には続くと考えられる。

米国の上場企業に対する民間主体からの圧力は、主として公的年金、資産運用会社、プライベート・エクイティ・ファンドを含む株主からかけられている。2017年には環境及び社会問題に関する株主提案が、初めてコーポレート・ガバナンスに関する提案の数を上回り、2018年にはInstitutional Shareholder Servicesが「環境及び社会のクオリティ・スコア（Environmental & Social Quality Score）」という評価手法を導入した。さらに、いくつかの州では、化石燃料企業への公的資金の投資を制限しようとする法案が審議中である。世界最大の資産運用会社であるBlackRockは、今後は持続可能性を投資アプローチの中心に据えると発表した。この方針には、燃料炭の生産がその収益の25%以上を生み出している企業の公募証券を、投資一任勘定から除外することも含まれる。BlackRockはまた、投資先企業に対し、気候関連のリスクを気候変動関連財務情報開示タスクフォース（以下「TCFD」）に沿って2020年末までに開示し、米国サステナビリティ会計基準審議会（以下「SASB」）が発行した業界固有のガイドラインに沿って、2020年末までに公表するよう求めるとしている。大手資産運用会社のState Street Global Advisorsも同様に、ESG指標に基づき、SASBのガイドラインを参照して開発された新しいスコアリング手法である「Rファクター」を導入した。State Street Global Advisorsは、次に訪れる議決権行使のタイミング以降、投資先の大企業の取締役会が当該スコアリング手法の観点から同業他社に後れをとり、その実績をどのように改善しようとしているのか説明できない場合、適切な議決権行使を行うと発表している。

EU及び英国においては、TCFD及び（それよりは少ないものの）SASBの両方が報告基準として広く採用されている。TCFDは、2016年にOECDの金融安定理事会によってパリ協定の後に制定され、(i) ガバナンス、(ii) 戦略、(iii) リスク管理及び (iv) 指標と

目標という4つの柱について規定している。SASBのガイドラインは、11のセクターと77の産業を対象とする新しい産業別分類システムをもとに公表されている。このシステムの目的は、合理的に考えて企業の財政状態または経営成績に影響を与える可能性が認められる、または財務的に重要な持続可能性についての問題を特定することに努めている企業を支援することである。

前節で述べたEU及び英国レベルでの法的な取り組みの多くは、上場企業、大規模な資産所有者及び一部の規制対象金融機関がTCFD型の報告を必須とすることに役立っている。英国政府は、グリーンファイナンス戦略の中で、2022年末までにこれらの企業のTCFD報告を義務付けることを目標とする旨を公表しており、英国の金融行為規制機構（FCA）が2020年3月6日に公表した諮問書では、まず英国の優良上場企業<sup>4</sup>に対してTCFD報告を義務付けることが提案されている。これは、いずれ標準的な上場企業にも拡大される可能性がある。また、当該諮問書は、既存の報告義務についてのFCAの解釈も述べている。これは、既存の報告義務が気候変動に関連する金融リスクに適用される可能性があるためである。

## ESGについての展望 — 株主の行動

BlackRockやState Streetの発表が示すように、状況が変わり、ESG問題への関心が高まることによって、企業に対するステークホルダーからの圧力が高まっている。米国、EU及び英国では、気候変動に対処する株主提案が数多く行われており、多くの場合、パリ協定に沿った企業目標や戦略の公表を求めたり、気候変動に関するリスクや機会に関する開示の強化を求めたりしている。

2019年にFollow This<sup>5</sup>がさまざまなエネルギー関連企業に対して行った株主提案もその例のひとつである。同株主提案は、BP、Shell及びEquinorを対象とし、パリ協定に沿った温室効果ガス排出目標の設定を推し進めるよう求めるものであった。このうちShellとEquinorは投資家と気候目標を合意する結果に至った。BPはこの株主提案を否決した一方で、2050年までにネットゼロ企業になることを目指すと2020年2月に発

表した。これは、BPの戦略がいかにパリ協定の目標と整合しているかを、その報告書において説明するというBPの打ち出した目標に基づいており、この目標は、2019年の定時株主総会決議において、株主提案を行ったClimate Action 100+<sup>6</sup>の参加投資家との間における建設的な取り組みの結果として示されたものである。

同様に、鉱業セクターでは、Climate Action 100+の株主提案を受けて、Glencoreは、(i)より長期的な排出削減予測の開示を開始すること、(ii)石炭生産量の上限を定めること及び(iii)パリ協定に沿った措置を講じることに合意した。一方でBHPもまた、パリ協定に合致しないロビー活動、広告活動、アドボカシー活動を行っている業界団体におけるBHPの会員資格を停止するように求める株主提案を受けたが、否決された。

直近では、株主の関心は、環境負荷の高い事業に資金を提供していると思われる金融機関に向けられている。これには、2020年1月に機関投資家11名がBarclaysに提出した、パリ協定の目標である1.5度目標（世界の平均気温上昇を1.5度に抑え込むという目標）に沿っていないエネルギーセクターや電力・ガス会社に対する融資からの段階的撤退を求める株主提案も含まれる。J.P. Morganも、多くの気候関連資産売却における取り組みの一環として、とりわけ石炭採掘から収益の大部分を得ている企業に対しては、今後助言や融資を行ない旨を今年発表した。これらの売却資産はBlackRock、BNP Paribas Asset Management及びNorgesによって売却が発表された気候関連資産にも含まれている。

この傾向は米国でもみられる一方、SECは、ESG関連の提案を含む株主提案を進めることが、株主にとって著しく困難となる議決権行使規制の変更案を最近発表した。この変更案は、ここ数十年における株主と企業との関わり方の変化の結果、SECにより提案されたものである。SECは、この変更が「すべての株主と公の資本市場が恩恵を受ける方法で、長期的な株主による建設的な関与を促進する」ことを期待している。Sustainable Investments Instituteは、これらの新たな適格要件が導入された場合、新しい規制のもとでは2010年から2019年の間に提起された614件のESG関連株主提案が行えないことになると報告している。これは現在の規制で除外された206件の株主提案の3倍

4 優良上場企業（premium listed company）とは、英国で最も厳しい規制及びコーポレート・ガバナンスの基準を満たすことが求められる企業をいう。

5 Follow Thisは、業界の最大手企業にパリ協定に沿った全排出量（スコープ1、2及び3）の目標を設定させるため、石油・ガス企業において責任を有する株主による運動として2015年に創設された。

6 Climate Action 100+は、世界最大手の温室効果ガス排出企業が気候変動に対して必要な行動をとることを確保するための投資家の取り組み（イニシアティブ）として2017年12月に立ち上げられた。

である。

なお、これらの株主提案を主導しているのがNGOだけではないということに留意すべきである。機関投資家はこの分野において企業活動に大きな影響を与え続けている。大手資産運用会社の上位10社（運用資産別）のうち8社は米国に本社をおいているものの、その大半は欧州でもかなりの規模の事業を展開しており、EUのESG関連規制の適用範囲内となる。このことは結果的に、大手資産運用会社のポートフォリオに含まれる投資先企業にも影響を与え、投資先企業はESG関連の情報開示を増やす必要に迫られている。資産運用会社や機関投資家の複雑かつ難解な委託体制を考えると、影響はこれだけにとどまらない。多くの関係者が、EU及び英国におけるESG関連規制へのコンプライアンスを確保するように、グローバル・ポートフォリオを管理するほうが容易と考えるようになることが予想される。つまり、EU及び英国のESG関連規制が、資産運用会社や機関投資家が世界規模で説明責任を果たすための最低基準となる可能性がある。

ESG問題に関する近年の株主運動の変遷は、株主がどこまで問題に踏み込もうとしているのか、そして、実現できない目標を設定している企業に、株主はもはや懐柔されないということを示している。そのため、企業は、自社が設定したと主張する目標や基準に従っていないことを理由として、こうした抗議（法的手段を含む）がなされるリスクを認識する必要がある。その認識により、気候関連のリスク管理及び機会管理に対する戦略的アプローチが大幅に調整されることが見込まれる。

## ESGに関する展望 — 訴訟リスク

株主運動のリスクだけでなく、企業に対してESG関連の訴訟が提起されるリスクも増大している。

これは米国において最も顕著にみられ、州及び地方自治体ならびに株主が、気候変動に関連する訴訟を数多く提起している。企業は多くの法的課題に直面しており、かかる傾向はまだ初期段階にある。このような訴訟の当事者となることが事業及び世評に広範な影響を及ぼすことを考えると、当該訴訟の効果及び成功については、その主張が認められたかどうかという観点だけで評価すべきではない。すなわち、「勝訴」は、多くの場合、原告の主要な（あるいは唯一の）目的ではない。米国では、公的及び私的不法妨害、過失、警告違反、不法侵入、不当利得、消費者保護法違反など、数多くの責任論に基づく訴訟が進行している。

同様の傾向はEU及び英国でもみられ、政府機関による気候政策に関する目標及びその実施に対して異議を唱えるために、さまざまな法理論が用いられている。これには、オランダの国家的な温室効果ガス排出目標に関する訴訟、ドイツの排出量削減実績及びその生命、健康、財産及び職業の自由の権利に対する影響に関する申立て、大規模なガス製造プラントを認可するという英国政府の決定に対して、当該プロジェクトが英国政府の掲げる2050年ネットゼロ目標と矛盾することを理由とする異議申立てなどが含まれる。また、同じく英国にてヒースロー空港の拡張計画に関しても同様の申立てが成功裏に終わった。

最後にあげた、政府の決定を目標とする類の申立ては、エネルギーまたはインフラに関するプロジェクトの実施またはプロジェクトへの融資を検討している企業及び団体に特に大きな影響を及ぼす可能性がある。EUにおける最近の申立ても一歩進んだものとなっており、企業に対する直接の訴訟が提起されている。たとえば、ポーランドの発電所操業者に対して環境への損害に対する責任を問う訴訟や、タンザニアとウガンダでの石油プロジェクトにおいて、フランス企業注意責任法のもとで必要とされる人権及び環境にもたらす脅威を適切に評価しなかったことによる、フランスの大手石油会社に対する訴訟があげられる。

## 日本企業がとるべき今後の対応

現在、EU及び英国は、企業及び金融機関を気候関連の目標に沿わせるため、急速かつ一見革命的ともいえる強制的な法的義務を課して、ESGに対する取り組みを主導している。この進展速度と比べると、米国は連邦政府レベルでは後れをとっているが、役員会の場であれ法廷の場であれ「草の根」のステークホルダーレベルでは変化をもたらそうとする勢いがあるのは明らかである。たとえば世界規模で支配力を有し、米国に本社をおく資産運用業界における主要企業が一段階踏み込み、投資基準を変更し、投資先企業に新たな報告義務を課すことが、欧州で法制化されているのと同様の変化をもたらすだろう。

世界的な変化が示されていくなかで、気候変動そのものと同様、気候変動関連の情報開示については、もはやそれを行うべきかどうかでなく、いつ、どこで、どのような形式で行うかが問題となっている。本稿の冒頭で言及した日本企業に対する株主提案は、日本の企業・業界に対し、そのような事実が日本の企業にもあてはまることを最初に示した事例といえるだろう。

また、日本取引所グループ及び東京証券取引所は、ESGの開示に関するガイダンスを記載した「ESG情報開示実践ハンドブック」を公表しており、日本の上場企業はこれを検討し、よく理解しておく価値がある。

EU及び米国で見られるのと同様の進展を見越し、これに備えるために、日本の金融機関及び企業においては、以下のような対応を検討されたい。

## ガバナンス<sup>7</sup>

- ・ ESG、特に気候変動に関する議題が役員会に確実にあがるようにすること及び役員がESGに関連する動向及び問題について関連部署等から報告を受け、確実に把握するようにすること（必要に応じて専門的アドバイザーによる研修を開催することを含む）。
- ・ ESG及び気候変動に関する課題への取り組みを主導する責任者として、役員のうち1名を割り当てること。
- ・ ESG及び気候変動に関する課題について、役員会への報告及び上程を確実にするため、所轄する委員会又は部署を割り当てる、または新設すること。
- ・ 重要な中間目標及び業績指標を含めた行動計画を策定し、実施すること。

## 現状の把握

- ・ ESGに関して予期される展開に向け、必要な対策が何であるかを特定するため、またさまざまな気候変動シナリオにおける組織の強みと弱みを評価するための、分野横断的なビジネスチームを設立すること。
- ・ ESG、特に気候変動に関連する課題のうち、事業に特に顕著な影響を与えている事項についてすでに自社で行っていることを開示すること。
- ・ 世界的または地域的に主要なイニシアティブ（たとえばTCFD）と比較し、差異を特定するために、自社の方針及び手続きを見直し、関連性、重要性及び提供の容易さの観点からこれらの差異を解決する優先順位をつけること。

## ステークホルダー・エンゲージメント (利害関係者とのコミュニケーション)

- ・ 資金提供者である銀行及び金融機関、格付機関その他関係する企業の主要担当者との対話し、ESG、特に気候変動に対する取り組みについて互いに理解を深めること。
- ・ 投資家が期待すること、求めている情報、役立つ情報及びそのスケジュールについて、投資家の話に耳を傾けること。
- ・ ESGに関して自社が懸念する分野（たとえば温室効果ガス排出等）に関し、同業企業及び規制当局との対話し、協力すること。

この掲載記事に関するご質問は、Tokyo\_ClimateChangeInitiative@linklaters.comまでお問い合わせ下さい。

英語原文記事もJOIウェブサイトに掲載しています。



JOIでは、ESGに関連したコーポレートガバナンスや訴訟リスクなどの企業向け研修やセミナーアレンジを行っております。ご照会は、JOI総務部（03-5210-3311）までお問合せ下さい。

<sup>7</sup> 欧州では、気候リスクへの取り組みに関する主要な会計事務所の監査機能が規制当局の精査事項として注目されているため、これらのガバナンス措置は監査役によって検査され始めている。