



## 「国際サステナビリティ情報開示（ISSB）基準導入は 非財務情報開示で悩む上場企業にとって朗報です！」 - 3つの提言 -

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷正彰

### 必要な資金を、必要な企業に、必要なタイミングで

40年ほど前、筆者が資本市場に足を踏み入れた際、先輩社員から教えられたことは沢山あるが、その中で原理原則ともいえる教えは「資本市場は必要な資金を、必要な企業に、必要なタイミングで供給できないと意味はない」というものであった。この40年で証券市場バブルが起り、はじけ、金融危機が起り、ゼロ金利が長期間続き、投資家の視点は有形資産から無形資産に移り、ガバナンスの重要性、そして環境や社会的課題に対する向き合いも必要となるなど大きく変化してきた資本市場である。果たして「必要な資金を、必要な企業に、必要なタイミングで」供給できる市場になったのであろうか。

### レモン市場は改善したか

昨今、テレビCMでもよく目にした中古車販売グループの不正がメディアを賑わしている。米国では質の悪い中古車を俗語でレモンカーということもあり、中古車のように、実際に購入しなければ真の品質を知ることができないアセットが取引される市場をレモン市場というらしい。ノーベル経済学賞受賞者のジョージ・アカロフ教授（George Arthur Akerlof）がこの語源となる「The Market for Lemons」という論文を発表したのは1970年。レモン市場を取り上げ、その問題点が情報の非対称性にあることを指摘した議論はすでに半世紀を超えている。今回の中古車販売グループの問題を見ながら、未だ中古車市場は変わっていなかったのではあろうかと思いつつ、資本市場はどうであろうと考えた。当研究所の2022年12月末現在の調査では、任意であるにも

かかわらずコストを掛けて統合報告書を発行している企業数は10年前の2012年61社から872社と14.3倍、年率30%を超える伸びとなっている。同期間の東京証券取引所上場企業数は2,303社から3,869社なので1.7倍、年率5%程度の増加率なので、どれだけ多くの企業が情報開示による経営者と投資家の情報の非対称性を解消させようと努力しているかは明らかだ。この数字から見ると、少なくとも資本市場は中古車販売市場とは異なり、自助努力においてレモン市場からの脱却を進めているのではなかろうか。

### 企業の情報開示とESG投資

このように、統合報告書の「質」の差はあるとはいえ、東証に上場する企業の2割強が、統合報告書を発行している。全体の2割は数として少ないようにも見えるが、時価総額ベースでは東証上場企業の時価総額のかなりの部分を占める。ここまで非財務情報開示を含む統合報告書の発行が進んだのは、財務数値のみだけでは投資家が正しい企業価値を導けない、つまり経営者と投資家の間における情報の非対称性を解消することはできないという経営者の強い思いからではないだろうか。1990年代、グローバルな投資家に企業価値を正しく評価してほしいという思いから米国会計基準を採用するため米国上場を目指した日本企業が少なからずあった。この時代、日本の会計基準と米国や国際会計基準との差異が大きく、日本の会計基準開示では正しい評価を得られないという認識だったと思う。時代が進み米国会計基準、国際会計基準、そして日本の会計基準の差異も減少し、また、その差異をきっちり認識していることを踏まえて

会計基準の変更という方法による情報の非対称性解消という思想から、無形資産の積極的な開示によって情報の非対称性を解消し、評価を高めたいという思いからの統合報告書作成企業数の増加であると思われる。

投資の側面からはどうだろう。ESG投資に関しては様々な調査があるが、ESG業界を代表する米国の業界団体「The Forum for Sustainable and Responsible Investment（サステナブルな責任投資のためのフォーラム：一般的にUS SIFと呼ばれている財団）」が行っているESG投資のトレンド調査の数値がこれを解き明かすのに参考になる。このUS SIFは2年に一度、ESG投資に関するトレンドレポートを発行している。これによると2020年版調査時のESG投資総額は17.1兆ドルと調査開始の1995年から右肩上がりの急増を見せていた。しかし、直近の2022年版は2022年12月13日に発行されたものだが、この最新の調査ではその総額は8.4兆ドルと17.1兆ドルから半減している。

米国SECは昨年5月、ファンドの名称が示唆する資産に資産の80%を投資しなければならないという要件をESGに拡大する「名称ルール」の変更を提案した。この変更は、投資家に誤解を与えるようなファンド名を排除することを目的としており、2020年以降に検討されていた。US SIFトレンドレポートも「ESGファンドの減少は、金融市場全体の低迷を反映していることに加え、規制当局の圧力が原因である可能性が高い」としている。

### あっちを立てればこっちが立たず

7月中旬、大手経済紙の一面に「全国の太陽光発電設備（500キロワット以上）の2割が土砂災害リスクの高いエリアに立地していることが分かった」とした独自調査記事が記載された。

太陽光発電の増加は教科書的には気候変動リスクを助長する化石燃料使用と温室効果ガスの排出を抑制する「地球に優しい発電方式」であるはずだった。しかし、この記事が事実だとするとどうだろう。こういった災害を助長する可能性のある設備投資に資金を付ける金融機関の貸付や投資家における投資はグリーンという認識を受けるのであろうか。豪雨災害で流された太陽光発電の廃棄物の処理はどのようになるのであろうか。或いは、太陽光発電の一番重要な発電施設や蓄電池の部品に海外のサプライチェーンでの奴隷労働による製品が混入している可能性まで考えると本当にキリがない。

欧州では今年4月欧州金融監督機構（European Supervisory Authorities : ESAs）が「PAIおよび金融商品の開示に関するSFDR委任規制の見直しについてのレビュー（以下レビュー）」と題したコンサルテーション・ペーパーを発表した。2021年金融機関に向けた欧州サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が適用開始となったことから、欧州でファンドにESGという名称を冠する際には一定の基準が設けられるようになった。このSFDRに従わないとESGブランドは使えない。しかし、その際の基準に忠実に従うと、「あっちを立てればこっちが立たず」があちこちで起こるため運用者が判断できずに機能不全に陥るケースが増加している。このため、SFDRに一定のセーフハーバーを設けないと運用できないことを問題視した結果の対案が今回のレビューである。しかし、本来はESGに反するはずの原子力や天然ガスに対する資金供与が、ロシアのウクライナ侵攻によって生じたエネルギー危機によっていつの間にかグリーン認定することとなったように、このようなセーフハーバーの導入によって、SFDRの本来の目的が全く機能しなくなる事態が出現しているという意見も散見される。

## ESG格付は信頼できるのか？

2019年8月に米国で発表された「Aggregate Confusion : ESG 格付けの乖離 (Berg, F., Koelbel, J. and Rigobon, R著)」によると、「Moody'sとS&P Ratingsの主要な信用格付けは1に近い相関があり、ほぼ常に一致しているが、ESG格付けに関しては、6つの格付け機関による924社の格付け間の平均相関が0.54であった。このように、あるESG格付機関からは非常に高く評価され、別のESG格付機関からは非常に低く評価される企業がたくさんある」としている。このように、ESG格付によって投資家が企業のパフォーマンスを比較することはほぼ不可能であり、ひいては、より高いESGパフォーマンスによってリターンが高くなるという因果関係を結びつけるのは無理があるともいわれている。

7月上旬、アメリカ経済政策研究センター (Center for Economic and Policy Research : CEPR)が発表した論文がちょっとした話題になった。これは前述のように、昨年米国SECがファンドの開示規則をグリーンウォッシュ排除のため改訂し、ESGフォーカスファンドの認定には80%以上のESG銘柄の保有が必要になった。この規制に対応するためESGを冠したファンドでは、SEC開示前にESG銘柄を買い付け、開示後にそれらを売却するような動きを明らかにしたものである。このようなグリーンウォッシュ排除のための政策によって、ESG銘柄はESGファンドの開示前の買い付けにより、急激に株価が上昇し、開示後急激に株価が元に戻り、逆に、ESGに優しくない銘柄は開示前に急激に下がり、開示後には元の株価に戻るといった現象が起こっている。この話題になった論文は、こういった操作されたESGファンドが高格付けを取得しているということに対する問題提起だ。

こうしてみると、情報開示のスタンスが積極的であり高い評価を得る企業においてもESG格付機関によって大きな差があり、且つ、ファンド運用

においてもESGブランドを利用しているファンドでさえ、ESG銘柄を揃えるのは開示前の一時であることを鑑みると企業側も運用側も混乱しているのではないだろうか。このような混乱の一例として8月上旬、米国の大手格付機関は、ESG格付における新たな採点や点数の更新を中止したと発表した。

## ISSBにおける非財務情報開示の標準化が示している重要なポイント

7月5日付の当研究所のウェブサイトにはアップされた研究員コラム95号「国際サステナビリティ情報開示基準と日本におけるサステナビリティ情報開示の今後を整理する」でも報告されているが、6月26日にISSBがグローバルなサステナビリティ情報開示標準化の指針IFRS S1とS2を発表した。そして、7月25日マドリードで開かれた証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions : IOSCO) の会議でこのIFRS S1およびIFRS S2が正式に承認されたとの発表があった。世界の金融市場の95%以上を規制する130のメンバー国・地域をカバーするIOSCOの承認をもって、グローバルな非財務情報開示のスタンダードはIFRS S1とS2となった。そのIFRS S1とS2、また、7月25日にIFRS財団が発表した「IFRS S1およびIFRS S2導入に向けた各国・法域におけるガイド」でも以下の2点が確認されている点がとても重要だと筆者は考えている。

1. 過度のコストや労力をかけずに、報告日時点で企業が入手可能な、合理的かつ裏付け可能なすべての情報を使用すること
2. 開示を作成するために企業が利用できる技術、能力及びリソースに見合ったアプローチを使用すること

更に、IFRS S1とS2の各々のAppendix Aの用語において「実行不可能：企業が合理的な努力を尽くしても適用できない場合、要求されて



いる事項の適用は実行不可能である」とした定義が挿入されたことも同様の流れがあると感じる。投資家視点からは、積極的な開示によって企業価値が向上するのであれば意味はあるが、「過度なコストや労力をかける」ことは企業価値にマイナスに働くと考える点がかかなり鮮明に打ち出されている点は大変重要だと思われる。

## ISSB導入は非財務情報開示で悩む上場企業にとって朗報

当研究所の親会社である宝印刷は、1952年大蔵省を飛び出した青年が中心となって創業した開示コンサル企業である。戦後復興の資金を銀行の間接金融のみならず直接金融から賄うために日本は多くの上場企業を誕生させる必要があった。そして公布されたばかりの証券取引法（現 金融商品取引法）から実際に有価証券報告書や目論見書を作成するためのアドバイスが必要だと感じ、株式実務専門家チームによる証券研究会を立ち上げ、複雑な書類作成に苦勞する事業会社の人たちを支援するビジネスを開始した。宝印刷は、産業や業態に応じて様々な開示事例を作成し、より簡易に開示書類を作成することを支援するというビジネスモデルから変遷し現在、情報開示の総合コンサル企業として継続している。筆者はSASBスタンダードを3年ほど前から追いかけて、年々採用企業が増加している状況を垣間見て、これこそ資本市場黎明期における宝印刷のビジネスモデルであったひな型開示の非財務情報版だと感じた。理想的にはより深く、独自性をもちつつ非財務情報開示を行うことが好ましい。しかし、前述の「ポイント」でも述べたように過度な負担を企業に強いることで、企業のキャッシュフローが毀損するようなことになるのでは元も子もない。宝印刷が上場企業と共に開示情報の標準化を進めて今や上場企業数は3,869社となった。財務情報開示の直近動向は標準化されたひな形開示から自分の言葉で語ることが求められるようになった。当然、標

準化された非財務情報開示は年を経る過程で財務情報開示が辿ってきた道と同じようになるであろう。

以上のことから非財務情報開示を検討する企業への筆者の提言は以下の3点である。

1. ISSB基準の公開したIFRS S1「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的要求事項」は企業の経営者が非財務情報におけるマテリアリティ特定のための一つの道しるべである。これは非財務情報開示における企業経営者の考え方の要諦であるのでCEOを含む企業経営者が心して熟読し、取締役会で議論することが求められる。
2. 一方、IFRS S2は「気候変動」に関連した産業別ひな型的な開示事例を示した標準化指標である。今後、気候変動以外にもS3、S4・・・と続くであろう。6月26日に発表されたIFRS S2には「Part B IFRS S2のための産業別ガイダンス（以下ガイダンス）」と題した気候変動に関連した開示トピックと評価基準が産業別（11セクター・68業種）として事細かに示されている。SASBスタンダードは米国基準であり国際的には見直しの必要があるという指摘はあるが、実際にガイダンスを見ると気候変動に関連してはほぼSASBスタンダードを踏襲したものである。従って、企業の事務局サイドはこれらS2及びそのガイダンスを十分に読み込んで欲しい。（ISSBではこのガイダンスのみならず「今後教材を作成し提供する」ともしている）
3. 添付した参考資料「ISSB基準による気候変動関連開示の業種別負担比較」は上記2で示した68業種の「ガイダンス」のページ数を多いものから順番に列挙したものである。単純にページ数が多いから大変だというつもりはないが、ページ数が多いほど開示項目が多岐にわたるのは事実である。筆者は多くの産業における開示の現場を見ている中で、

グローバルな顧客をもつ部品産業等は開示をしているか、していないかにかかわらず、多くの数値を把握していると感じている。一方で、BtoC企業の一部では「安全安心」を謳っているがBtoBの部品製造業等と比較して数値の把握が劣後していると感じる。そういう意味では下記添付参考資料「ISSB基準による気候変動関連開示の業種別負担比較①」の「肉類、家禽類、乳製品（Volume23）」、

「農業製品（Volume20）」、「食品小売業者および流通業者（Volume22）」等に分類される企業は工業製品の製造業者とは違いIFRS S2に関連した数値の把握等の準備は早めに実施した方がよいのではないだろうか。また、REIT主体の「Real Estate（Volume36）」は数値の把握はしていると感じるがボリュームが多いので数値の整理をあらかじめしておく方が良いと感じる業種である。

非財務情報開示の羅針盤をもたない多くの日本企業の経営者にとって、以上3点を認識いただきつつ、IFRS財団が推し進めるISSBスタンダードによる開示の原理原則を今の時点で理解することが、必要な資金を必要な企業に必要なタイミングで流せる資本市場を維持する非財務情報開示においても重要であろう。ISSBスタンダードの登場は、多くの準備が整っていない日本企業にとって朗報ではなかろうか。

#### 添付参考資料: ISSB基準による気候変動関連開示の業種別負担比較①

	セクター	業種	ボリューム
Volume 36	Infrastructure Sector	Real Estate	34
Volume 32	Infrastructure Sector	Electric Utilities & Power Generators	24
Volume 11	Extractives & Minerals Processing Sector	Oil & Gas - Exploration & Production	20
Volume 23	Food & Beverage Sector	Meat, Poultry & Dairy	19
Volume 39	Infrastructure Sector	Water Utilities & Services	19
Volume 43	Renewable Resources & Alternative Energy Sector	Pulp & Paper Products	18
Volume 8	Extractives & Minerals Processing Sector	Construction Materials	17
Volume 20	Food & Beverage Sector	Agricultural Products	17
Volume 48	Resource Transformation Sector	Containers & Packaging	17
Volume 33	Infrastructure Sector	Engineering & Construction Services	16
Volume 47	Resource Transformation Sector	Chemicals	16
Volume 17	Financials Sector	Insurance	15
Volume 22	Food & Beverage Sector	Food Retailers & Distributors	15
Volume 24	Food & Beverage Sector	Non-Alcoholic Beverages	15
Volume 25	Food & Beverage Sector	Processed Foods	15
Volume 7	Extractives & Minerals Processing Sector	Coal Operations	14
Volume 9	Extractives & Minerals Processing Sector	Iron & Steel Producers	14
Volume 40	Renewable Resources & Alternative Energy Sector	Biofuels	14
Volume 44	Renewable Resources & Alternative Energy Sector	Solar Technology & Project Developers	14
Volume 57	Technology & Communications Sector	Semiconductors	14
Volume 3	Consumer Goods Sector	Building Products & Furnishings	13
Volume 13	Extractives & Minerals Processing Sector	Oil & Gas - Refining & Marketing	13
Volume 21	Food & Beverage Sector	Alcoholic Beverages	13
Volume 34	Infrastructure Sector	Gas Utilities & Distributors	13
Volume 35	Infrastructure Sector	Home Builders	13
Volume 10	Extractives & Minerals Processing Sector	Metals & Mining	12
Volume 38	Infrastructure Sector	Waste Management	12
Volume 41	Renewable Resources & Alternative Energy Sector	Forestry Management	12
Volume 4	Consumer Goods Sector	E-Commerce	11
Volume 14	Extractives & Minerals Processing Sector	Oil & Gas - Services	11
Volume 15	Financials Sector	Asset Management & Custody Activities	11
Volume 26	Food & Beverage Sector	Restaurants	11
Volume 28	Health Care Sector	Health Care Delivery	11
Volume 58	Technology & Communications Sector	Software & IT Services	11
Volume 60	Transportation Sector	Air Freight & Logistics	11
Volume 1	Consumer Goods Sector	Apparel, Accessories & Footwear	10
Volume 12	Extractives & Minerals Processing Sector	Oil & Gas - Midstream	10
Volume 18	Financials Sector	Investment Banking & Brokerage	10

添付参考資料: ISSB基準による気候変動関連開示の業種別負担比較②

	セクター	業種	ボリューム
Volume 42	Renewable Resources & Alternative Energy Sector	Fuel Cells & Industrial Batteries	10
Volume 49	Resource Transformation Sector	Electrical & Electronic Equipment	10
Volume 55	Technology & Communications Sector	Hardware	10
Volume 59	Technology & Communications Sector	Telecommunication Services	10
Volume 65	Transportation Sector	Cruise Lines	10
Volume 66	Transportation Sector	Marine Transportation	10
Volume 5	Consumer Goods Sector	Household & Personal Products	9
Volume 37	Infrastructure Sector	Real Estate Services	9
Volume 46	Resource Transformation Sector	Aerospace & Defence	9
Volume 50	Resource Transformation Sector	Industrial Machinery & Goods	9
Volume 52	Services Sector	Hotels & Lodging	9
Volume 56	Technology & Communications Sector	Internet Media & Services	9
Volume 61	Transportation Sector	Airlines	9
Volume 67	Transportation Sector	Rail Transportation	9
Volume 68	Transportation Sector	Road Transportation	9
Volume 16	Financials Sector	Commercial Banks	8
Volume 45	Renewable Resources & Alternative Energy Sector	Wind Technology & Project Developers	8
Volume 54	Technology & Communications Sector	Electronic Manufacturing Services & Original	8
Volume 62	Transportation Sector	Auto Parts	8
Volume 63	Transportation Sector	Automobiles	8
Volume 2	Consumer Goods Sector	Appliance Manufacturing	7
Volume 6	Consumer Goods Sector	Multiline and Specialty Retailers & Distributors	7
Volume 19	Financials Sector	Mortgage Finance	7
Volume 27	Health Care Sector	Drug Retailers	7
Volume 31	Health Care Sector	Medical Equipment & Supplies	7
Volume 51	Services Sector	Casinos & Gaming	7
Volume 53	Services Sector	Leisure Facilities	7
Volume 64	Transportation Sector	Car Rental & Leasing	7
Volume 29	Health Care Sector	Health Care Distributors	6
Volume 30	Health Care Sector	Managed Care	6
	Consumer Goods Sector	Toys & Sporting Goods	0
	Financials Sector	Consumer Finance	0
	Financials Sector	Security & Commodity Exchanges	0
	Food & Beverage Sector	Tobacco	0
	Health Care Sector	Biotechnology Pharmaceuticals	0
	Services Sector	Professional & Commercial Services	0
	Services Sector	Media & Entertainment	0
	Services Sector	Education	0
	Services Sector	Advertising & Marketing	0

出典：ISSBウェブサイトより当研究所が作成

注：（左端）「Volume1～68」はISSB IFRS S2ガイダンスによる分類番号、右端「ボリューム」はページ総数