

# サステナビリティ経営の戦略法務

－「人的資本」開示の実践に関する留意点等－

---

2023年10月16日（月）

西村あさひ法律事務所・外国法共同事業  
弁護士 安井 桂大

# 講師紹介



## 安井桂大

Keita Yasui

パートナー | 東京

Tel 03 6250 6636

k.yasui@nishimura.com

金融庁企業開示課においてコーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの改訂を担当。また、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従事した経験を有する。

これらの経験を踏まえた豊富な知見に基づき、コーポレートガバナンスやサステナビリティ対応、M&A、SR対応、株主/ステークホルダーアクティビズム対応等の幅広い案件において、多様なステークホルダーの利害を想定した戦略的視点を踏まえたアドバイスを提供。関連する企業実務課題に関する書籍・論文の執筆やセミナー・講演への登壇も多数。

金融庁/機関投資家での執務経験を有し、コーポレートガバナンスやサステナビリティ対応、M&A、SR対応、株主/ステークホルダーアクティビズム対応など、多様なステークホルダーを想定した戦略的対応を要する案件を手がける

## 書籍/論文

- ▶ 2023年 「改正開示府令等を踏まえた企業における実務対応」（旬刊商事法務2324号）
- ▶ 2023年 「IFRSサステナビリティ開示基準が企業実務にもたらす示唆」（資料版商事法務473号）
- ▶ 2023年 『「ビジネスと人権」の実務』（共著、商事法務）
- ▶ 2022年 『サステナビリティ委員会の実務』（共編著、商事法務）
- ▶ 2022年 「〔座談会〕『人的資本改革元年』と企業の実務対応」（共著、MARR338号）
- ▶ 2021年 『コーポレートガバナンス・コードの実践〔第3版〕』（共著、日経BP）

## 学歴

- ▶ 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.)

## 経歴

- ▶ 2016年 - 2018年  
金融庁総務企画局企業開示課  
(コーポレートガバナンス・コード/  
スチュワードシップ・コード担当)
- ▶ 2019年 - 2020年  
フィデリティ投信株式会社運用本部  
(エンゲージメント/議決権行使および  
サステナブル投資担当)

## 業務分野

- ▶ コーポレートガバナンス
- ▶ サステナビリティ
- ▶ M&A / 企業組織再編
- ▶ 上場会社M&A
- ▶ 敵対的買収 / アクティビスト対応
- ▶ 株主総会
- ▶ 一般企業法務

# 1 | サステナビリティ経営の 重要性の高まり

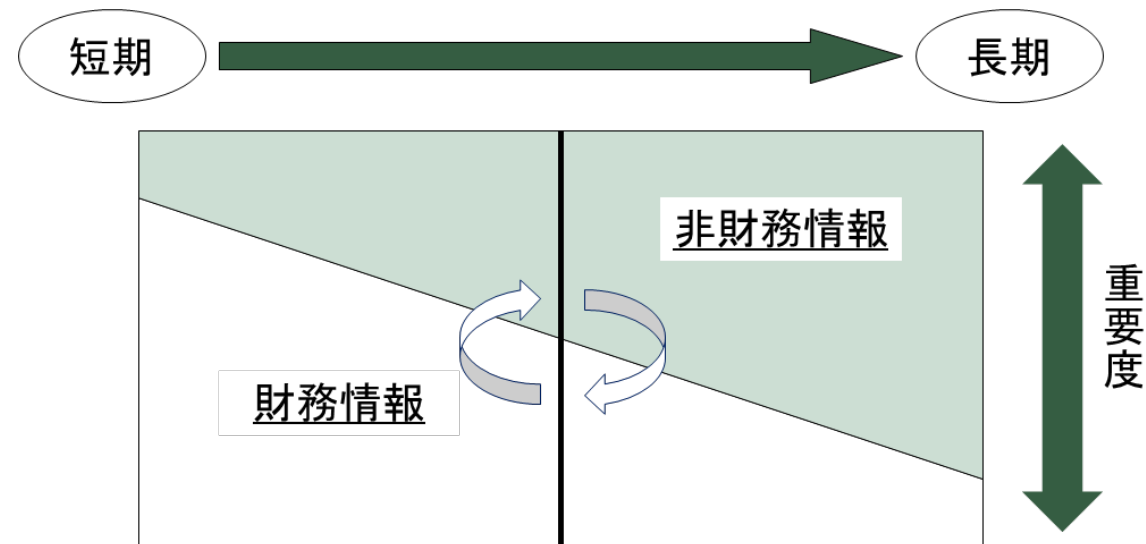
# サステナビリティ・ガバナンスの強化の流れ

- ▶ 2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂で、上場企業に対してサステナビリティ・ガバナンスの強化が求められた
  - ▷ 取組みに関する基本的な方針の策定
  - ▷ 情報開示の充実
  - ▷ サステナビリティ委員会の設置 等
- ▶ 2022年4月には、東証が市場区分再編を実施

プライム市場	スタンダード市場	グロース市場
多くの機関投資家の投資対象となりうる規模の時価総額(流動性)を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場	公開された市場における投資対象として一定の時価総額(流動性)を持ち、上場企業としての基本的なガバナンス水準を備えつつ、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場	高い成長可能性を実現するための事業計画及びその進捗の適時・適切な開示が行われ一定の市場評価が得られる一方、事業実績の観点から相対的にリスクが高い企業向けの市場
グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場	公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場	高い成長可能性を有する企業向けの市場

# 非財務情報・無形資産の重要性の高まり

- ▶ 近年になって、様々なルールや政府の指針等で非財務情報開示の重要性が強調されている
  - ▷ 資本市場との対話による「エクイティガバナンス」の潮流の中で、中長期的な企業価値向上へ向けた取組みを、「過去の実績」ではなく、「将来への投資」を軸にロジカルに語ることを求められている
  - ▷ サステナビリティが重要な経営課題となる中で、課題解決を機会としても捉えつつ、経営戦略を中長期視点で説明していくことが期待されている



出所：井口譲二『財務・非財務情報の実効的な開示』49頁（商事法務、2018年）を元に講師作成

▶ 無形資産への投資・情報開示も特に日本企業にとって大きな課題

「日本企業には、企業価値向上の原動力となる質の高い知財・無形資産の蓄積を企業戦略の中に組み込むとともに、…投資を促進し、投資家や金融機関に対する開示や建設的な対話を進めることで、企業価値を高める余地がある…。それにもかかわらず、…知財・無形資産に対する必要な投資と洗練された活用戦略による十分な実践が不足していたために企業価値の向上につながっていない『もったいない』状態に置かれている」

(参考) 知財・無形資産ガバナンスガイドラインの4つのプリンシプル (原則)

- ① 「価格決定力」「ゲームチェンジ」につなげる
- ② 「費用」でなく「資産」形成と捉える
- ③ 「ロジック/ストーリー」としての説得的な説明
- ④ 全社横断的な体制整備とガバナンス構築

## 2 | サステナビリティ情報開示 をめぐる近時の動向

# ディスクロージャーワーキング・グループ報告書

---

- ▶ 2022年、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ（令和3年度）」において、議論の結果を取りまとめた報告書（DWG報告書）が公表された
    - ▷ コーポレートガバナンスに関する開示、四半期開示をはじめとする情報開示の頻度・タイミング、「重要な契約」の開示などの個別課題等、幅広い企業情報開示をめぐる課題について、今後の方針が示された
    - ▷ サステナビリティ情報開示が特に重要な課題として議論され、DWG報告書においては、有価証券報告書におけるサステナビリティ情報開示の充実に向けた方針が示された
- ⇒ 2023年1月に開示府令等の改正が公表され、2023年3月期の有価証券報告書から開示が求められている



# 背景としてのCGコード改訂

## <補充原則 3 – 1 ③>

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、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。

## <補充原則 2 – 4 ①>

上場会社は、女性・外国人・中途採用者の管理職への登用等、中核人材の登用等における多様性の確保についての考え方と自主的かつ測定可能な目標を示すとともに、その状況を開示すべきである。

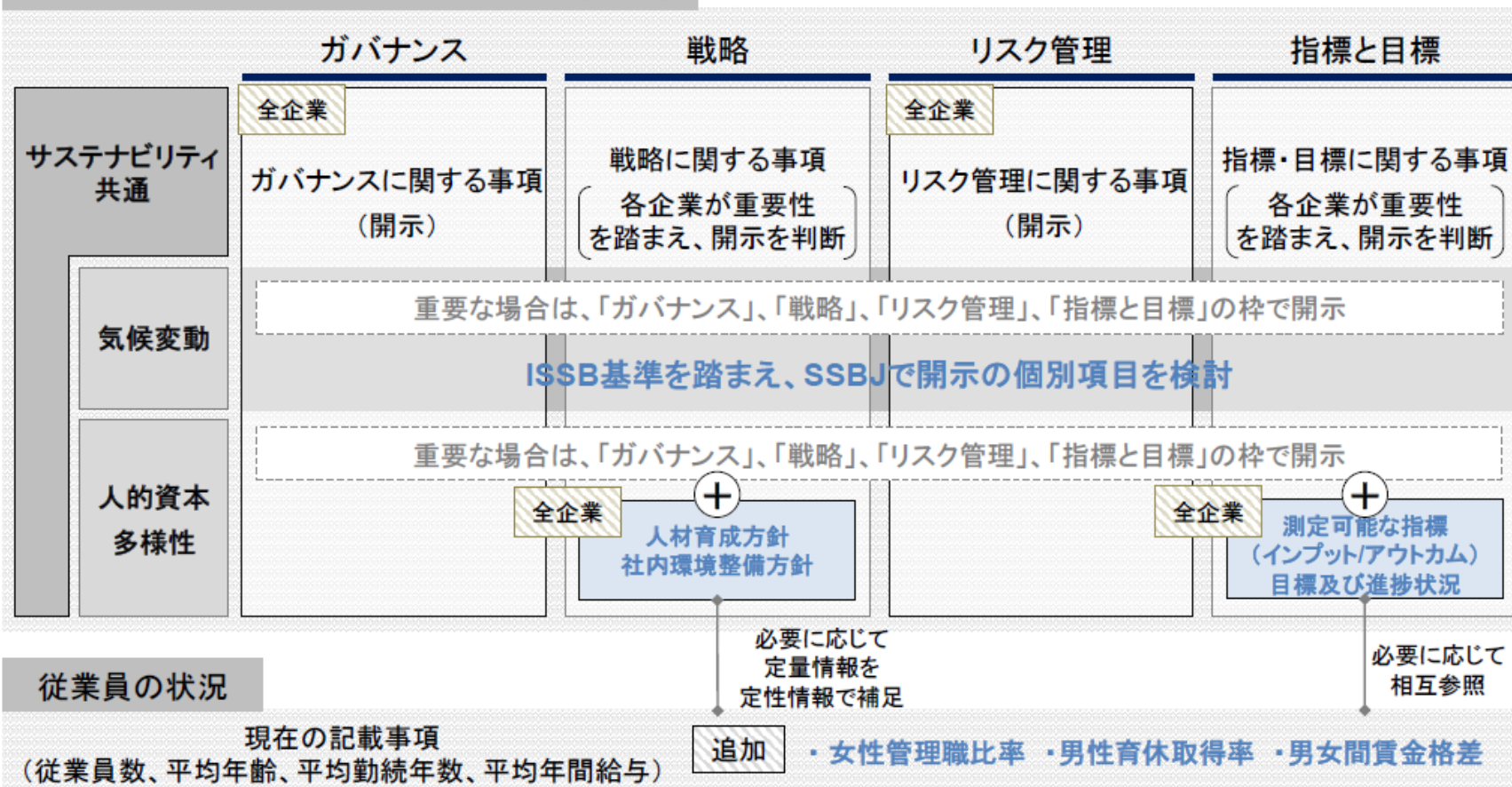
また、中長期的な企業価値の向上に向けた人材戦略の重要性に鑑み、多様性の確保に向けた人材育成方針と社内環境整備方針をその実施状況と併せて開示すべきである。

⇒ 改定版コードでは、サステナビリティへの基本的な取組方針を策定し、サステナビリティ情報開示を充実させることが求められた

# サステナビリティ情報開示の枠組み

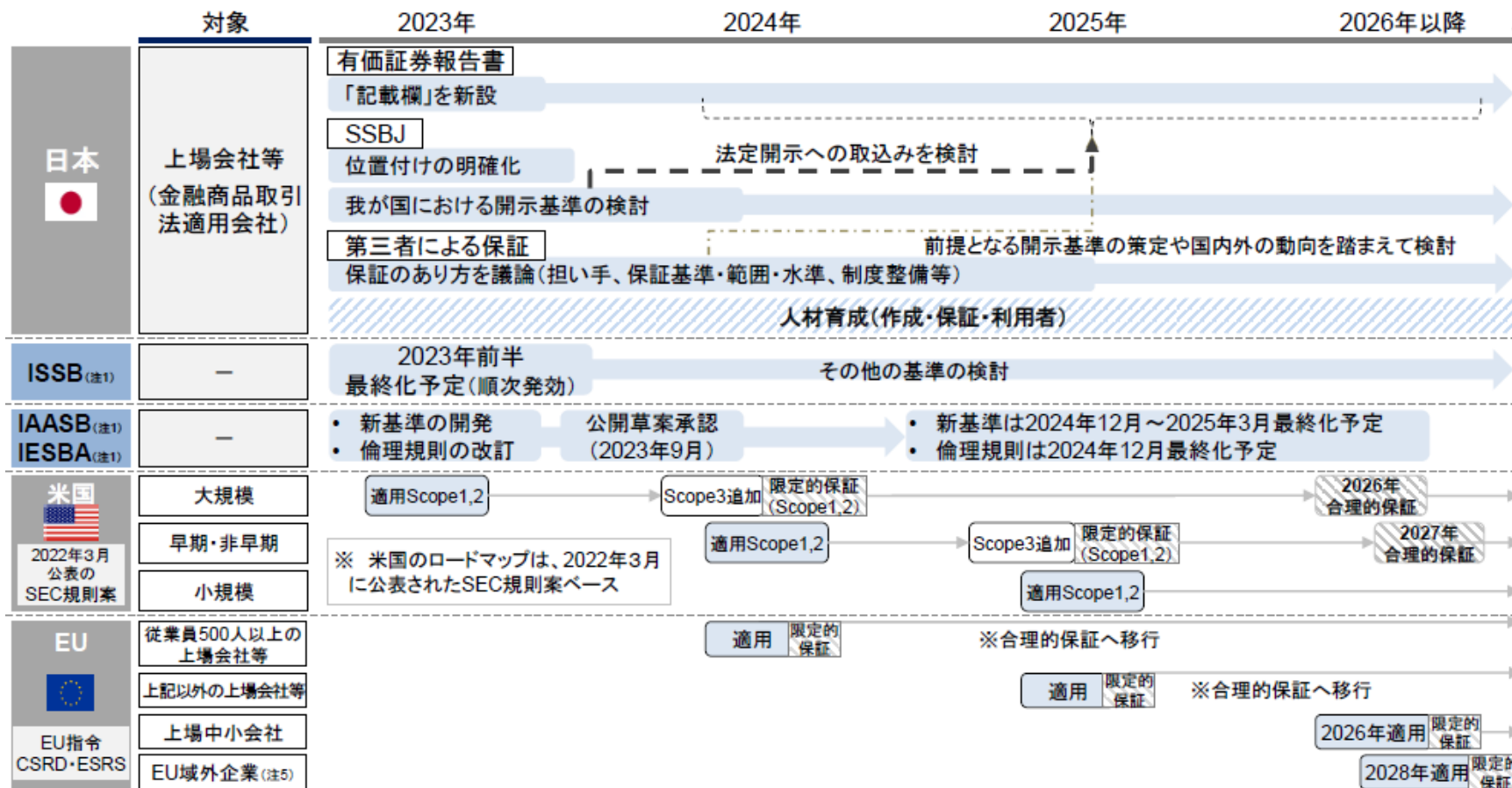
□ 有価証券報告書の「サステナビリティに関する考え方、取組み」と「従業員の状況」に以下の事項を記載

サステナビリティに関する考え方、取組み[新設]



# サステナビリティ情報開示のロードマップ

□ 我が国のサステナビリティ開示の充実に向けて、将来の状況変化に応じて随時見直ししながら、以下のような取組みを進めていくことが考えられる



出所：「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」（2022年12月27日公表）別添「我が国におけるサステナビリティ開示のロードマップ」

# IFRSサステナビリティ開示基準

- ▶ 2023年6月、IFRS財団の下に設置された国際サステナビリティ基準審議会（ISSB: International Sustainability Standards Board）において、国際開示基準が公表された
  - ▷ 「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」（S1基準）及び「気候関連開示」（S2基準）が示された
  - ▷ 全般的要求事項であるS1基準はサステナビリティ開示全般に適用される基準であり、気候関連開示に関するS2基準を含むテーマ別基準に基づく個別の開示を行う際にも、あわせて従う必要があるものとされている
  - ▷ SSBJにおいてIFRSサステナビリティ開示基準を踏まえた国内開示基準の開発が進められており、遅くとも2026年3月期に係る有価証券報告書から、日本法の下でも開示が求められることが見込まれる
  - ▷ CGコードとの関係でも、補充原則3-1③でプライム市場上場企業が気候関連開示を行う際に依拠することが求められるTCFDまたは「それと同等の枠組み」に、IFRSサステナビリティ開示基準が該当する

---

## ▶重要性（マテリアリティ）の考え方

- ▷ 主要な利用者（現在のおよび潜在的な投資者、融資者、その他債権者）が企業への資源提供に関連する意思決定を行う際に有用なサステナビリティ関連のリスク・機会に関する情報の開示を要求
- ▷ 重要性の判断は企業ごとに個別具体的に行うことが求められているが、情報が商業上の企業秘密に該当する場合の開示の免除に関する規定など、具体的な規範も定められている

## ▶一般的な記載枠組み

- ▷ 「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」の4つの構成要素に基づく情報開示が求められる

## ▶気候変動に関する開示

- ▷ 温室効果ガスの排出量（スコープ1・2・3）について開示を要求
- ▷ 産業横断的な指標に加えて産業別指標についても開示を要求し、その際に参照すべき産業別ガイダンスを併せて策定

## (参考) 今後に基準が策定され得るテーマ

- ▶ 2023年5月、ISSBにおいて、今後に基準開発を進める候補テーマに関するコンサルテーションを開始
- ▶ これらのテーマについても、今後に国際開示基準が策定される可能性がある（※下記の他にも対象となりうるテーマが複数挙げられている）

- ① 生物多様性・生態系および生態系サービス
- ② 人的資本
- ③ 人権

出所：IFRS財団「Request for Information: Consultation on Agenda Priorities」を基に作成

# 3 | サステナビリティ経営の 戦略法務

# ① サステナビリティ重要課題の特定・見直し

## <CGコード補充原則 2 – 3 ①>

取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害等への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである。

## <CGコード補充原則 4 – 2 ②前段>

取締役会は、中長期的な企業価値の向上の観点から、自社のサステナビリティを巡る取組みについて基本的な方針を策定すべきである。

⇒ サステナビリティ対応に関する基本方針の策定・見直しにあたって、自社が優先的に取り組んでいくべき課題を特定することが必要



- 
- ▶ サステナビリティ課題は多岐にわたっており、一企業でそれら全てを解決することは困難であるところ、それらを広くカバーするESG評価機関による格付け等にも一定の留意は必要だが、形式的な視点に基づく対策が企業価値向上へ向けた戦略と結びつかないかたちで行われてしまうと、自社の企業価値向上につながらない
  - ▶ 機関投資家（特に長期アクティブ運用機関）の視点を踏まえて、
    - 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なるサステナビリティ課題を選別することが必要
  - ▶ 特定された重要課題（マテリアリティ）に着実に取り組んで成果を出していくことで、自社の企業価値の向上に結びつけていく

---

▶ 様々なサステナビリティ課題と自社との関連度合いを精査

- ▷ 関連分野における自社の成長可能性を探索
- ▷ 各課題に関するリスク水準を的確に把握

▶ 検討の際の考慮要素

- ▷ 事業内容との関連性
- ▷ 自社の強み・競争優位性
- ▷ 成長戦略の方向性
- ▷ 事業を展開している地域
- ▷ 各地域における関連法規制と将来の規制強化の可能性
- ▷ 社会からの期待／与えるインパクトの大きさ

## ② 気候変動対応に関する取組み

### ▶ TCFDで推奨される開示項目

ガバナンス	戦略	リスク管理	指標及び目標
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及び目標を、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

# ガバナンス／リスク管理

---

- ▶ 改正開示府令では、TCFDの4つの開示項目のうち、まずは「ガバナンス」と「リスク管理」の開示が全ての上場会社に求められている
  - ▶ 気候変動問題への対応には長期間を要するため、戦略的かつ継続的に対応を進めていくためには、関連する取組みがガバナンスによって支えられていることが、一つの重要な鍵になる
- ⇒ 対話ガイドライン 1 – 3 後段で示されているサステナビリティ委員会の設置等によるガバナンス／リスク管理体制の整備
- ▶ サステナビリティ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気候変動問題への対応について委員会で集中的に議論・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できる

# 戦略／指標及び目標

---

- ▶ 改正開示府令では、TCFDの4つの開示項目のうち、「戦略」と「指標及び目標」については、企業において気候変動への対応が重要であると判断する場合に開示が求められることとされた
  - ▶ 他方、IFRSサステナビリティ開示基準においては、「戦略」と「指標及び目標」についても、全ての上場企業に対して開示が求められている
  - ▶ 機関投資家（特に長期アクティブ運用機関）からは、シナリオ分析をはじめとするリスク・機会の視点からの定量的な分析結果の開示が期待されている
- ⇒ 気候変動問題の自社にとっての重要性（マテリアリティ）を踏まえつつも、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ことが重要

### ③ 人的資本等に関する取組み

---

- ▶ IFRSサステナビリティ開示基準では、全てのサステナビリティに関する情報について、「ガバナンス」、「戦略」、「リスク管理」、「指標及び目標」の4つの側面からの情報開示を求める枠組みが示されているが、改正開示府令では、基本的に同様のアプローチをとりつつ、「ガバナンス」と「リスク管理」に関する開示が全ての企業に対して求められている
  - ⇒ まずは「ガバナンス」と「リスク管理」について体制を整備する必要
- ▶ 他方、特に気候変動以外のサステナビリティ課題への取組みに関する「戦略」と「指標及び目標」の開示については、現状では様々な枠組みが存在しているが、実務的には、まずはそうした枠組みに共通する機関投資家が期待する基本的なフレームワークを意識して取組みや情報開示を行っていくことが考えられる

# サステナビリティ情報開示のフレームワーク

- ① 取組方針の策定
- ② 取組方針に基づく計画及び目標(KPI)の設定
- ③ 定期的な各目標(KPI)の達成状況確認
- ④ 目標達成状況に係る第三者認証の取得

- ① 取組方針は関連する取組みの土台として評価されるため、日本の商慣習において「当たり前」と感じられることでも、方針として示すことは重要
- ② 具体的な計画及び数値目標(KPI)を達成期限とあわせて設定
- ③ 目標(KPI)の達成状況について定期的に進捗度合いを開示
- ④ 取組みに対する評価・信頼を高める観点からは、特に重要な目標(KPI)の達成状況については第三者認証の取得も要検討

# (参考) 価値協創ガイダンス2.0

- 価値協創ガイダンスは、各社固有の価値創造ストーリーに関する企業と投資家の対話の手引きとして編集されている。
- 自社の価値観、社会への長期的な価値提供に向けて目指す姿（長期ビジョン）や、持続的な競争優位を確保するためのビジネスモデル、経営上のリスクと機会などの各要素と、自社の人的資本への投資や人材戦略がどのように結び付いているのか、確認をしながら議論を進めることで、自社の経営戦略と人的資本への投資・人材戦略の関係性が明確なものとなる。

## 価値協創ガイダンス（改訂版）の全体像





## ④ 情報開示の際の法的留意点

- ▶ 有価証券報告書等の法定開示書類において情報開示を行う場合には、重要事項について虚偽記載がないことを確保し、情報を利用する投資家等において誤解を生じさせる記載とならないよう留意する必要
  - ▷ 近時、非財務情報についても、コーポレート・ガバナンスの状況等に係る虚偽記載について、課徴金が課された事例が複数生じている
  - ▷ この点について、改正された企業内容等開示ガイドラインで具体的に留意すべき点が明確化された  
「一般的に合理的と考えられる範囲で具体的な説明が記載されている場合には、…記載した将来情報と実際に生じた結果が異なる場合であっても、直ちに虚偽記載等…の責任を負うものではないと考えられる。当該説明を記載するに当たっては、例えば、当該将来情報について社内で合理的な根拠に基づく適切な検討を経たものである場合には、その旨を、検討された内容（例えば、当該将来情報を記載するに当たり前提とされた事実、仮定及び推論過程）の概要とともに記載することが考えられる。」

---

▶ 任意開示書類における開示

▷ 同様に、企業内容等開示ガイドラインの改正で留意点が明確化された「参照先の書類に虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があっても、当該書類に明らかに重要な虚偽の表示又は誤解を生ずるような表示があることを知りながら参照していた場合等当該書類を参照する旨を記載したこと自体が有価証券届出書の虚偽記載等になり得る場合を除き、直ちに有価証券届出書に係る虚偽記載等の責任を負うものではない」

⇒ 情報開示の中で用いる用語の定義等について、投資家等が正確に理解するために必要な説明を加えることが重要その上で、目標の設定やその達成状況等の開示についても、数値算定の際の前提条件や仮定を含む算定方法等について、同様の説明が必要になるこうした確認を適切に行うことができる体制整備も重要

ご清聴ありがとうございました

\*ご質問等があれば、お気軽に

[k.yasui@nishimura.com](mailto:k.yasui@nishimura.com)までご連絡ください



# ご留意事項

---

本講演内で示される説明等のうち意見にわたる部分は講師個人の見解であり、講師が過去または現在において所属するいかなる組織の見解を示すものではありません。

本講演は、具体的な案件や法律問題に対する法的助言ではありません。本講演内で示される説明等は法的助言を構成するものではなく、講師は貴社その他関係者に生じうる不利益について一切責任を負いません。個別の案件に関する法的助言をご希望の場合は、別途講師までお問い合わせください。

本資料について、講師の事前の許可なく複製、引用、転載等を行うことを禁止いたします。



西村あさひ法律事務所・外国法共同事業

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