

【論説】

透明性の陥穽 ——コーポレートガバナンス、とりわけ ESG の取組み推進への 利用において留意すべきこと——

野田 博

- I はじめに
- II ESG 情報開示をめぐる国内外の潮流
- III 透明性要求により生じ得るマイナスの効果について
- IV 結び

I はじめに

今日の経営学やコーポレートガバナンスの文献、および国際的なコーポレートガバナンスの規制において、透明性（transparency）はキーワードの一つになっている。透明性は、上場会社等が直面する多くの問題について、その問題把握および解決策の両面において、資本市場への信頼を構築し、維持するための極めて重要な事項として研究者および規制者によって広く受け入れられてきた⁽¹⁾。そして、そのように今日において透明性が広範に活用されていることは、取引コストを減少させること、市場の情報を改善すること、および組織の効率性を増加させることへの関心と結びついている⁽²⁾。また、ビジネスの世界において、透明性は関係者に責任をもたせるように機能することも強調される⁽³⁾。

2021年6月11日に2度目の改訂がなされたわが国のコーポレートガバナンス・コードも、基本原則3において、「適切な情報開示と透明性の確保」の表題の下、「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである」と述べている。そして、その「考え方」の中で、会社の財

政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型的な記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘があることに言及しつつ、「取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある」とするとともに、適切な情報の開示・提供は、上場会社の外側において情報の非対称性の下におかれている株主等のステークホルダーと認識を共有し、その理解を得るための有力な手段となり得るものであり、いわゆる日本版ステュワードシップ・コードを踏まえた建設的な対話にも資するものであるとしている。

さらに、透明性の考え方は、ビジネスの分野のみならず、科学、政治、その他あらゆる人間活動でのグローバルな信頼性の危機に対する強い応答として現れ、それらに対する解決策とみられてきた⁽⁴⁾。今日、透明性を求めること自体に異を唱えることは、困難である。本稿が扱う ESG 開示の分野においても、2000 年代初頭に CSR が強調されるようになった時期から、開示の要請がなされるようになってきている⁽⁵⁾。そして、サステナビリティ報告または ESG 報告の基準が非常に多くの ESG 基準設定機関によって定められ、それらの任意のサステナビリティ報告または ESG 報告を通じて透明性および一貫性を促進しようとされてきた。その結果、多数の機関が様々な目的で ESG 情報を求めるため、会社は毎年のように多数の機関から類似の情報を、わずかに異なるフォーマットで要求されるという事態も生じた⁽⁶⁾。また、投資家等から、情報についてのアクセス可能性、比較可能性および信頼性を高める観点から、サステナビリティについての強行的な開示ルールを求める声が高まった⁽⁷⁾。

もちろん、開示規制の強化に際してはこれまでも、それに伴い個々の会社に見込まれる高いコスト等の問題が提起され、また考慮されてきた⁽⁸⁾。そして、近時における米証券取引委員会（SEC）のもとでの ESG 指標の開示についての強行的なルールの検討に対して事業会社側から示された反対論においても、その主要な論拠として、情報の重要性にかかる問題、情報提供のコストおよび開示責任の脅威の問題が挙げられた⁽⁹⁾。

しかし、本論文が「透明性の陥穽」という表題の下で検討しようとするのは、それらの問題点とは異なる。「ガバナンスを良くすれば企業は成長するという

単純な関係にはない」⁽¹⁰⁾のと同様、透明性は、それ自体としては望ましいとしても、より良い世界を生み出すことに向けての直接的な会社行動を増加させるという単純な関係にはない⁽¹¹⁾ことに改めて着眼する必要性を論じることを目的とするものである。そのことをよく認識しておかないと、透明性が真の問題への誤った解決策になるという弊害をもたらしかねないことを懸念するためである。

以下においては、まずⅡにおいて、サステナビリティないし ESG 関連情報の開示についての国内外の状況をまとめる。国際的にも大きく動いている分野であり、またその日本における取込みのための作業も開始されているが、国際的な動向に左右される面もある。ここでは、2022 年上半期における現状と国際的な作業の趨勢、とりわけ標準化の流れの把握に努めることを主眼とする。その上でⅢにおいて、透明性強調による ESG 取組みの推進について、副作用が大きい、目的とは逆の効果をもたらす等、かえってマイナスの影響をもたらす弊害はないかという側面の検討を行う。その際には、まず他の分野でこれまで透明性要求の是非について論じられた例を取り上げ（Ⅲ・1）、そののち、ESG 取組み推進についての透明性強調のマイナス面の検討を行う（Ⅲ・2）。なお、ESG について取り組むべき課題には、全企業に共通するものもあれば、各企業の事情に応じて異なるものも存在するが⁽¹²⁾、ここでは差し当たり、各企業の事情に応じて異なる取組みの面についての開示を主に念頭に置くことにする。最後に、Ⅳを結びとする。

Ⅱ ESG 情報開示をめぐる国内外の潮流

I に言及した 2021 年改訂コーポレートガバナンス・コードでは、ESG 要素の取組みについて、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・適正な処理、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（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）をめぐる課題への対応は、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とする（補充原則 2 - 3 ①）。そして、ESG 情報開示について補充原則 3 - 1 ③は、「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」とするとともに、特にプライム市場上場会社に向けては、「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」ことを定める⁽¹³⁾。コーポレートガバナンス・コードが採用するコンプライ・オア・エクスプレインのアプローチのもとで、ESG 課題への企業の取組状況は、東証規則に則って開示されるコーポレートガバナンスに関する報告書（以下「CG 報告書」という）に反映することが必要ということになる⁽¹⁴⁾。また従前から、ESG 課題への企業の取組状況は、サステナビリティ報告書や統合報告書において開示がなされている。このように ESG 情報開示については、任意開示書類（サステナビリティ報告書や統合報告書）や制度開示でも東証規則に則った CG 報告書が先行しているところであるが、その一方で、現時点で制度化されていない、ESG 課題の有価証券報告書での法定開示についても、諸外国の動向に照らした検討が進められているという状況にある。以下では、2022 年上半期までの時点での諸外国の制度化の流れの概要、およびそれらの日本への取込み等についての検討状況をまとめておきたい⁽¹⁵⁾。

諸外国の制度化の流れについて、上記のコーポレートガバナンス・コード補充原則 3 - 1 ③ が明示している TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures : 気候変動関連財務情報開示タスクフォース) から始めることとする。TCFD は民間主体で構成されたタスクフォースであり、2015 年に金融安定理事会 (FSB) の意向を受けて設立され、2017 年に TCFD 提言 (Final Report “Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures”) を発表した。同提言は気候変動関連情報を報告対象とし、あくまで任意的な情報開示のための原則主義の枠組みとして考案されたものであり、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」の 4 つの分野（さらに細分化され、計 11 のサブテーマとなる）での開示を推奨する。そして TCFD 提言は、民間のみならず⁽¹⁶⁾、後にも見るように、各国の気候変動に関する開示制度の中で開示内容について TCFD と連動させる動きも生じるようになっていく。

次に、TCFDが民間主体で構成されているのに対し、公的機関による取組みとして、EUの非財務報告指令（Non-Financial Reporting Directive：NFRD）がある。NFRDは2014年に制定され、域内の従業員500人以上の大規模上場企業が非財務情報—環境保護、社会的責任と従業員の処遇、人権の尊重、腐敗防止・贈収賄防止に関する方針、取締役の多様性に関する事項—の開示を法定開示の構成要素であるマネジメントレポートで2018年以降行うことを要求している（コンプライ・オア・エクスプレイン）。2017年に、指令を補足するものとして具体的で詳細な開示事項を示す非財務情報開示ガイドラインが公表された。2018年に欧州委員会が発表した「サステナブルファイナンスに関するアクションプラン（行動計画）」中には、「企業報告の透明性の向上や財務報告基準の再構成：TCFDの勧告とさらに整合させるため、非財務情報開示ガイドラインを改訂することを検討する」（アクション9）との項目が含まれ、2019年に「気候関連情報の開示に係るガイドライン」が追加された。ところで、上記行動計画の最優先課題としてタクソノミーが掲げられていた。タクソノミーは、たとえば「当社の〇〇の事業は気候変動問題の緩和に貢献している」といえるかどうかの判断基準であり⁽¹⁷⁾、開示のガイドラインと相互補完的な面がある⁽¹⁸⁾。上記行動計画に基づいて、欧州委員会は「サステナブル投資を促進するための枠組みの確立に関する規則」（以下「タクソノミー規則」という）を作成し、2019年に「金融サービスセクターにおけるサステナビリティ関連開示規則（Regulation on Sustainability-related Disclosures in the Financial Services Sector）」が採択された（適用は2021年3月10日から）。そして2021年4月に欧州委員会は、「持続可能な経済活動」の詳細な条件（①気候変動の緩和、②気候変動への適用に寄与する経済活動の詳細を明示）を規定した委員会委任規則（2021/2139）を公表するとともに、NFRDの改訂版として企業サステナビリティ報告指令（Corporate Sustainability Reporting Directive：CSRD）の案を公表するに至っている⁽¹⁹⁾。

その後においては、これまでサステナブル投資に向けて、投資判断のためのサステナビリティ開示の量・質を確保するために、様々なガイドラインが公表されてきたところ、それらの設定主体から公表されてきた開示指針の統一化を図る動きが顕著になってきている。2020年9月に、主要な民間団体である、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（Carbon Disclosure Project：

CDP), 気候変動開示基準委員会 (Climate Disclosure Standards Board : CDSB), グローバル・レポート・イニシアティブ (Global Reporting Initiative : GRI), 統合報告評議会 (International Integrated Reporting Council : IIRC), サステナビリティ会計標準理事会 (Sustainability Accounting Standards Board : SASB) の5団体は, 包括的な企業報告の実現に向けた協同を進めるとの共同声明 (Statement of Intent to Working Towards Comprehensive Corporate Reporting) を発表し, 同年12月には共同声明に基づく取組みの一つとして, 「企業価値に関する報告—気候関連の財務報告基準プロトタイプの例示 (Reporting on enterprise value: Illustrated with a prototype climate-related financial disclosure standard)」を公表した⁽²⁰⁾。2021年6月には, その中核であるIIRCとSASBが統合して, 価値報告財団 (Value Reporting Foundation : VRE) となった。

他方, 2021年11月, グラスゴーで開催された気候変動枠組条約締約国会議 (COP26) でIFRS財団評議員会がサステナビリティに関する情報開示の標準策定のための新組織である国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) の設立を発表した。この場では, 2022年6月までに, CDSBおよびVREとの統合を完了する予定であるという内容も伝えられた。また, 同財団が設置した技術的準備ワーキンググループ (Technical Readiness Working Group : TRWG) がサステナビリティ関連財務情報開示に関する全般的な要求事項のプロトタイプ (General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information Prototype) と気候関連開示のプロトタイプ (Climate-related Disclosures Prototype) を公表したが⁽²¹⁾, 実質的に5団体が示していた考え方を踏襲しており, 内容面でもIFRS財団の方向性を5団体が主導しているといえると評されている⁽²²⁾。そして, ISSBは, 2022年3月31日に, それらのプロトタイプをベースにして, 「サステナビリティ関連財務情報開示に関する全般的な要求事項」と「気候関連開示」に関する2つの公開草案を公表している⁽²³⁾。上記のようなIFRS財団を中心とする動きについて, 欧州のルール作りの根底には, 企業は, 財務上重要な情報以外に, 環境や社会へのインパクトにおいて重要な事柄も報告すべきとの考え方があるところ, 欧州委員会が重要と考える環境や社会へのインパクトの項目が決められて広がれば, 統合報告が目指すような企業固有の価値創造とは異なる観点からの世界の標準ができてしまうと

いう懸念がもたれ、そのため世界で非財務情報開示に関する標準関連団体が動き出したという見方が示されている⁽²⁴⁾。

国際的な動きとしては、以上において欧州のものとはIFRS財団を中心とするものを中心にみてきたが⁽²⁵⁾、米国においても、Iでも言及したように、2022年3月には、SECが気候リスク開示規則案を公表するなどの動きがみられる⁽²⁶⁾。日本においても、上述したコーポレートガバナンス・コードの改訂のほか⁽²⁷⁾、財務会計基準機構(FASF)が、2021年12月、ISSBによる国際的なサステナビリティ開示基準に対して意見発信を行うことや国内基準の開発を行うための組織として、サステナビリティ基準委員会(SSBJ)の設置を公表し(2022年7月1日に設立)、さらに金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキンググループにおいて非財務情報開示の充実と開示の効率化等について検討が進められ、2022年6月には「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—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」が取りまとめられた。サステナビリティに関する企業の取組の開示について、同報告では、有価証券報告書においてサステナビリティ情報の『記載欄』を新設することが明示されている。そして、『記載欄』には、上述したTCFDの4つの構成要素に依拠し、「ガバナンス」と「リスク管理」はすべての企業が開示し、「戦略」と「指標と目標」については、各企業が重要性を判断して開示することとされた⁽²⁸⁾。また、人的資本について、「人材育成方針」、「社内環境整備方針」を記載項目に追加することとされ、多様性については、「男女間賃金格差」、「女性管理職比率」、「男性育児休業取得率」を記載項目に追加することとされている。

Ⅲ 透明性要求により生じ得るマイナスの効果について

1 本節での考察のねらいと方法

Ⅱにおいて概観したESG情報開示規制の国際的な動向、特に標準化の流れに関して、「ISSB産業別開示の要求に従って開示していくことで対応可能である」との理解を示すのがみられる⁽²⁹⁾。このISSBが策定する標準について、欧州がサステナブルファイナンスの判断基準とするため全企業に統一的なESG項目の開示を求めようとしていることと対照的であるとしつつも⁽³⁰⁾、「一般要求事項は自由度が高いとしても、分野別の標準や産業別の標準で開示項目が詳細化されていくと、結果的に、企業価値にとっての重要性の観点から自由

度のある開示ができなくなることが懸念される」とし、続けて、「経済産業省の非財務情報開示の研究会、(一社) ESG 情報開示研究会、(一社) WICI ジャパンなどの議論においては、社会市民としての企業の活動に必要な限定された数の項目(いわば social license to operate)については、『規定演技』的に全社(あるいは業界)共通に開示し、企業固有の価値創造に関する部分については、『自由演技』としてよりその会社の特徴が明確になるような開示をするのが適切との考え方が共有されつつある。この考え方と整合的なベースラインであり続けるのかどうかは心配なところである」との懸念も示す見解も存する⁽³¹⁾。

本稿も、このような懸念と問題意識を共通にしている側面があり、本節での考察は、そのような懸念をより具体化し、深める面があるのではと考えている。ところで、このようなテーマに関して、Finn Janning 氏、Wafa Khlif 教授、および Coral Ingley 准教授は2020年に、『コーポレートガバナンスにおける透明性の幻想 透明性は倫理的行動を促進するか、それとも妨げるか?』という刺激的なタイトルの書籍を公刊されている⁽³²⁾。ここでは、同書の関連部分を参考にしつつ、まず2においては、これまで他の分野において、透明性による副作用が大きい、または目的とは逆の効果をもたらす等、かえってマイナスの影響をもたらす弊害が論じられた例を取り上げる。そしてその上で、3において ESG 情報開示との関係での問題点を検討する。

2 透明性の問題点が論じられた他分野でのいくつかの例

ここで取り上げる2つの例はともに透明性のジレンマを描く。截然と区分することは困難な面もあるが、以下では、前者は透明性強化の副作用の問題を提起し、後者は本来の目的とは逆の効果をもたらすという問題点を提起しているという整理の仕方をしている。なお、そのような結果をもたらすメカニズムは、3で示される ESG 関連の開示の問題点を生み出すメカニズムと必ずしも一致しているわけではないが、もたらされる結果に着眼して、目的と結果の齟齬は、透明性と環境的・社会的取組みとの関係においても生じ得ることを指摘する中で、後者の事例への言及もみられるところである⁽³³⁾。

(1) 中央銀行の政策決定の透明性を巡って一副作用の問題

透明性が求められる場合の関心事として、取引費用を低下させること、市場

の情報の質を高めること、および組織の効率性を増加させることがあるのは、既述のとおりである。また、透明性が企業不祥事、不正行為への対処として持ち出されてきたことも観察されている。これは、透明性が企業および金融市場システムにおけるステークホルダーの信頼を回復する働きをすることを期待してのことであり、そのような透明性の浄化力が想定されることは十分受け入れられてきている。このように透明性は、情報の開示が全般的な信頼を改善すると信じられているため、根本的には関係性のプラスの特質と評価され、また、透明性は、専門家による業務遂行を公の監視のもとにおくといわれることから、信頼関係を築くための1つの指標とも考えられる⁽³⁴⁾。

Janningらは、以上のことを確認したうえで、透明性のジレンマを描くものとして、欧州中央銀行（European Central Bank：ECB）およびイングランド銀行（Bank of England）という2つの中央銀行が、透明性を求める傾向が拡大する中で直面したジレンマについて、2014年時点での1つの分析⁽³⁵⁾を紹介している⁽³⁶⁾。その分析によると、イングランド銀行は、1997年に英国の利子率を定める通貨政策委員会（Monetary Policy Committee：MPC）を設置して以降、MPCの議事録を公開していたが、会議における議論を、編集をあまり加えない形で利用できるようにすることについては抵抗していた。また、ECBは、理事会（Governing Council）の議事録を適時に公開することすらしていなかった。これらは、米国の連邦準備制度理事会が、5年のタイムラグを設けて連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee）の審議の逐語的な議事録を公開するのとは比べ、透明性が低い状態であった。一見して、上記2つのヨーロッパの中央銀行が採るべき方向ははっきりしているように思われるが、ここで最善の開示政策が何かを明らかにすることが簡単でないのは、考慮すべき事項として、透明性をより高めることが委員会のメンバーによる協議のなされ方によつてどのような効果を及ぼすかという問題を含むためである。たとえば連邦準備制度理事会のアラン・グリーンズパン議長も、上記のような議事録の公開が開始される前の1993年に、透明性がどのようにFOMCの会議に影響するかについて、「そのような状況（＝議事録の公開が求められる状況：筆者追記）において、公的な記録が、通貨政策の形成において求められる論議のレベルをほとんど表わすことのない、不毛な、一連のあたりさわりのない表明の羅列になることを危惧する」と発言していた。この観点からの透明性増大の功罪についての議論

においては、通貨の政策立案者が自らが明敏であるという評判に関心を持ち、この評判を守るため自らの行動を変えることによって可視性の増大に反応するという見方が前提になっている。そして、この関係での透明性の主なプラスの効果としては規律付け効果が挙げられ、主なマイナスの効果としては、上記のグリーンスパン議長の危惧と同様、体制順応効果、すなわちメンバーの間での体制順応的な姿勢を引き起こし、重苦しく、そして無益な論議に導くということが挙げられている。なお、ここで参照している分析では、連邦準備制度理事会の経験に基づく限りで、透明性がとくに連邦準備制度理事会において経験の浅いFOMCのメンバーに影響を与え、その際、より多くの情報を会議にもたらすとともに、より個性のない論議を伴うというように、規律付け効果と体制順応効果が同時に働くとの結果が導かれたとされている⁽³⁷⁾。

(2) CEOの過剰報酬と透明性要求—目的と結果の齟齬の問題

次にJanningらは、透明性の要求が真の問題への解決策にならないという問題を例示するものとして、米国におけるCEOの報酬高額化問題に関して、CEOらに支払われる「過剰な」役員報酬について透明度を高めることが問題の解決にはならないという議論を取り上げている⁽³⁸⁾。その議論でもっともよく知られているものは、役員報酬についての2002年ハーバードビジネススクール円卓会議での元デュポンCEO Edgar S. Woolard, Jr.の以下の発言であろう。

「CEOの報酬が毎年上がる理由は、取締役会が自社のCEOの報酬額を平均額よりは上にしておきたいと思うからでしょう。そうしておけば、とりあえず強い会社に見えますからね。ですから、2002年度にだれかが昇給すれば、たとえ業績が悪くとも私の給料も上がるというわけです。」⁽³⁹⁾

どの会社も自社のCEOが平均以下であることを認めたがらず、その結果、各会社はCEOの報酬が類似会社の報酬額の中央値以上であることを望むという説明であり、心理学の用語を援用し、ウォービゴン湖効果(Lake Wobegon Effect)とも呼ばれる。もちろんCEOの報酬高騰の原因をめぐってはさまざまな説明が存するが⁽⁴⁰⁾、その後において、報酬の透明性と報酬額増額の関係について、一定の条件の下でウォービゴン湖効果が起こりうるとする研究もみら

れる⁽⁴¹⁾。その研究では、市場参加者が報酬額に基づいて企業価値についての推論を働かせるゆえに、報酬が過剰になりえる状況が考えられており、逆に報酬パッケージのレベルが開示されない場合は、会社が短期的な市場価格を増加させるために報酬レベルを高める理由はないことも述べている⁽⁴²⁾。

3 ESG 要素の取組みにおいて透明性もたらす負の効果—Janning = Khlif = Ingley の分析を中心として

Janning らの研究はコーポレートガバナンスの幅広い分野における透明性の問題を扱う。その中で真の問題への正しい解決策であるかを問い、過度に高い期待が透明性に置かれているとの危惧を繰り返し述べている。その分析の示す問題点の指摘には、本論文が対象とする ESG 要素の取組み推進との関係にも妥当すると思われるものが少なくない。以下で挙げるのは、そのような指摘のいくつかである。なお、そこでは、企業の側に生じ得るマイナスの効果だけでなく、投資家側においても留意すべき問題点の指摘が含まれていると思われるため⁽⁴³⁾、以下では、まず企業および投資家に共通して生じ得るマイナスの効果として指摘されている点のみ、続いてとくに企業の側に生じ得るマイナスの効果のみをみることにする。

(1) 企業および投資家に共通して生じ得るマイナスの効果

透明性は、際限のない情報需要の循環に導く⁽⁴⁴⁾。そのことは、「われわれは多く知るほど、知りたいと望むことが増え、開示されねばならないことも増える」というメカニズムによって示される⁽⁴⁵⁾。ここでいわれる際限のない情報需要の循環は投資家、その他各種のステークホルダーが自らの決定を最善にするための必要性と関連し、そして企業の任意の開示という形で行われてきた⁽⁴⁶⁾。この際限のない情報需要の循環という透明性の特徴づけとの関係で、企業および投資家（または ESG 評価機関・データ提供機関）の双方に生じ得るマイナスの効果として、以下のような問題点が指摘されている。

まず第 1 に、情報を求める側が情報の殺到する状態に置かれると、重要な情報であっても、たんに「雑音」として無視してしまうという危険があることが挙げられる⁽⁴⁷⁾。このことは、情報を受ける側である投資家側におけるマイナス効果であるだけでなく、情報を提供する企業の側にもマイナスの効果を生み

出すことになるであろう。たとえば金融庁が国内で ESG 関連の投資信託を提供する資産運用会社 37 社を調査したところ、約 4 割で ESG 担当の専門人材がないことがわかったとの報道がみられるが⁽⁴⁸⁾、そのような状況下では、その危険はますます大きくなると思われる⁽⁴⁹⁾。第2に、負荷をかけすぎた状態は、企業側にも投資家・ステークホルダー側にも、より内容の乏しい、より性急な意思決定に帰する可能性が大きいというマイナスの効果が挙げられる⁽⁵⁰⁾。開示の定型化という弊害について、たとえばサステナビリティ関連情報開示の特徴や国際的な開示基準の策定により企業の創意工夫の余地が狭まることへの言及がみられるが⁽⁵¹⁾、それに加えて、ここで指摘されている観点(過重な負荷の問題)は無視できないであろう。そして、上記の性急さに関して、情報を分かち持つことと知識の形成とは同じではなく、情報を知識に転換するためには時間を要することにも言及がなされている⁽⁵²⁾。このようにして、Janning らは、透明性がそれだけでは会社の意図や信頼性の評価のための真の知識を生み出すことに資するものではないことについて注意を喚起している。

(2) 企業の側に生じ得るマイナスの効果

(i) まず、会社は、表面上は透明性要求に合致しているが、その実、自らに向き合っているのではなく、主な投資家の望み、期待に沿う会社イメージに合うようにし、競争者との比較において自らの評判やイメージを保護することを優先したものになる可能性が指摘される⁽⁵³⁾。これは、会社が ESG 要素の取組みにおいて、外在的な規範のベースラインに従って行動すること自体を無責任な会社行動であるとして否定するものではない。ベースラインとしての規範や基準の多くは、道理に叶ったものであろう⁽⁵⁴⁾。しかし、上記指摘に関わる問題点として、以下のような諸点が挙げられる。

第1に、会社は、より複雑な問題を戦術的に隠しまたは回避する方向に傾きがちであるかもしれないことである⁽⁵⁵⁾。この関係で、「透明性は、会社が、より深くより扱いにくい道徳的問題、倫理的ジレンマ、および今日それらを定義する課題を認識し、それらに取り組むことを避ける傾向を有する」ともされている⁽⁵⁶⁾。この問題点は、しばしば指摘される開示の定型化、チェックボックス的な対応、その所在を探り出すだけが必要な出来合いの解決等という問題とも共通するであろう。第2に、会社が外生的に生み出された透明性の要求によっ

でのみ駆り立てられるなら、従前の決定枠組が通用しないかもしれない予期せぬ課題に直面した場合に、その課題に責任のあるように取り組むことを可能にする向き合い方をはぐくまず、かえって会社を脆弱にしまうおそれのあることが挙げられる⁽⁵⁷⁾。会社は、自身が行っているものが何かということを突き詰めて考え、分析することが必要であるが、その行為が社会的に合意された規範に従っている場合には、それらのことは往々にして行われないのである⁽⁵⁸⁾。第3に、比較可能性の担保という要請が高まっていることに関連する事項になると思われるが、いわば実績対比一覧表によって管理することは、真に責任のある行動になるよりも、実績対比一覧表それ自体をどうにかうまく処理することになるとの懸念があることも挙げられている⁽⁵⁹⁾。第4に、会社が、自らが「よいことをしている」と信じているなら、この信念は透明性と密接に結びついて、容易に自己増強、固定化し、その結果、疑うことのできない立場として受け入れられることになることも問題点として挙げられている。その結果として、会社は、状況に挑戦し、変えるようには動機づけられない。むしろ、行っていることがその信念と合致しているかどうかを問うよりも、よきことをしているというイメージを正当化し、維持するために透明であることに精力が費やされるとされる⁽⁶⁰⁾。

(ii)次に、透明性は、会社の自己認識 (self-knowledge) に資することも、ステークホルダーおよび会社が抜けがたくその部分を構成する世界との共感と思いやりの関係構築に資することもないということが指摘される⁽⁶¹⁾。ここでは、取締役会とその地域社会との関係構築および問題解決への好事例として紹介されている取組みの一例をみることを通じて⁽⁶²⁾、上記指摘の背後にあるステークホルダー等との間の関係構築の考え方および過程についての理解を深め、上記指摘の意味するところを明らかにする一助にしたいと考える。

さて、ここで紹介する事例分析は、エネルギー会社とその地域社会との間の長期的な紛争の解決における取締役会の役割を例示する。ニュージーランドの電気および天然ガスの生産販売を業とする多角化されたエネルギー会社である Genesis Energy は、8つの発電所から構成される3つの水力発電体制を有していた。それらの発電所は、いくつかのケースにおいては、川から水を引くやり方で操業されていた。その周辺に住んでいるマオリ族は、計画された水路変更に反対した。その水路変更は自然環境に大きく影響することに加え、その川

(Whanganui River) がマオリ族の人々にとって精神上も文化的にも重要であったことが作用している。1991年以降長期にわたった紛争は、2011年に解決を見た。物語風の描かれたストーリーからは、①マオリ族共同体との関係に対する将来を見越した深慮、②当該共同体に対する誠実な関心、③当該共同体との直接のやりとりへの積極的な関与が、ここでのステークホルダーであるマオリ共同体（地域社会）における会社に対する信頼を強めたことが読み取れる。①に関しては、その解決に大きな役割を果たした Genesis Energy 取締役会議長がその就任後、会社の弁護士らから説明を受けた結果、われわれは訴訟には間違いなく勝利するとしても、日々ビジネスをしなければならない人々を相手にしていることを想起すると、結局は争いの敗者になることが明らかになったとして、マオリのリーダーである故 Sir Archie Tairaroa に電話を掛け、もう弁護士に支払うのが嫌だと伝えたことが述べられている。Archie は、長年にわたって戦い、ともに仕事した人物である。また②、③に関しては、その電話の際の Archie の勧めに従って、ヘリコプターを雇い、CEO も同行して、Archie の案内のもと、Ruapehu 山の頂上へと飛び、Whanganui 川の出発点を見、その後、山に着陸してから Taumarunui において部族と会った。そしてその際、なぜマオリ族の共同体が同意の約束をできなかったかの話を聞き、彼らの関心の核心は、Genesis Energy が、Whanganui River に自然に流れる支流を水路変更し、Taupo 湖に流れるようにしたことであり、そのことがマオリ族にとって極めて深刻な問題であることを認識するに至ったとされる。Genesis Energy は17の支流から取水していたが、取締役会議長とマオリ族側との、「水を元に戻すことはできず、法的な制約のもとにもあるが、我々が何をできるか、私に言ってくれ」、「4つの小さな支流があり、それらは細く流れるにすぎないが、感情的…に重要である」とのやり取り等を経て、Archie が言い続けていたフレーズ、「Jenny (=取締役会議長)、もしわれわれが心を合わせることに至る道を唯一見つけ得るとすれば…」が非常に重要なコンセプトになったこと、対策に費用と2年半の時間を要し、その過程で Archie が亡くなったが、Genesis Energy の権利について35年間の同意を得るに至ったことが述べられている。

さて、ここでの透明性についての問題点の上記指摘によると、このエネルギー会社の事例にみられる会社行動には透明性は資することがないということになるが、そのようにいうことはできるであろうか。当該指摘は、その問題点につ

いて、透明性要求が会社の生産品や、現に行っているまたは行おうとする活動に目を向けがちである一方、進行中の意思決定の過程自体や決定に導く真の動機、あるいは自省により学び取ることといった事項には注意が払われにくいことに起因すると述べている⁽⁶³⁾。エネルギー会社の事例も、透明性要求において注意が払われにくいとされる意思決定の過程等の事項がステークホルダーのネットワークとの信頼関係・開かれた関係の構築に役立ったことを示しており、このような事例との関係では、少なくとも上記の指摘が前提とする枠組みのもとでの透明性要求は資するところが少ないといえそうである。ただし、指摘される問題点は、要求される開示の基準ないし枠組みに依存するところが大きいと考えられ、この問題点を固定的に捉えることはできないであろうことにも留意が必要である⁽⁶⁴⁾。

IV 結び

ESG について取り組むべき課題には、全企業（あるいは業界）に共通して求められるものと、その固有の事情に応じて企業ごとに異なるものがあるが、本稿では、主に後者を念頭に置き、透明性要求がもたらしうるマイナス面についての検討を行った。ただし、ESG 開示の仕組み全体が、各企業固有の取組みに影響を与えることがありうることにも留意すべきことは、いうまでもない。そしてⅢの3においては、ESG 関連の開示における弊害や限界の諸点を示したが、その際には、開示の定型化、チェックボックス的な対応、その所在を探り出すことだけが必要な出来合いの解決等、これまでもしばしば指摘されてきたものと共通するものも含め、可能な限り、透明性要求がどのようにしてそうした問題を生み出すかの整理を試みた。今日、透明性は ESG 要素の取組み推進において極めて重要な位置づけが与えられている。それに照らして、透明性の真の有用性を吟味し、またその限界を探るという作業も重要性を増してきていると考える。

ESG 開示について、Ⅱにおいて概要を示した取組みをはじめとして、ESG 評価機関・データ提供機関を対象とした行動規範やインパクト指標の策定など、質の高い情報開示を実現するとしてさまざまな取組みが進められている。しかし、少なくとも各企業における ESG 要素の取組み推進という目的との関係では、過度に高い期待が透明性要求に置かれると、かえってマイナスの効果をも

たらしかねないということも危惧される。今後も試行錯誤の検討が重ねられると予想されるが、そのような検討において、本稿でのささやかな考察が、幾ばくかでも資するところがあるとすれば、幸甚である。

- (1) Finn Janning, Wafa Khelif, and Coral Ingley, *The Illusion of Transparency in Corporate Governance—Does Transparency Help or Hinder True Ethical Conduct?*, (palgrave macmillan, 2020), 3.
- (2) *Id.* at 60.
- (3) *Id.* at 126.
- (4) *Id.* at 7.
- (5) CSR 報告につき、GRI (Global Reporting Initiative) が報告内容の準則を策定し、多くの企業が活用した。藤井敏彦『サステナビリティ・ミックス CSR、ESG、SDGs、タクソノミー、次に来るもの』(日科技連, 2019 年) 2 頁, 野田博『CSR と会社法』江頭憲治郎編『株式会社法大系』(有斐閣, 2013 年) 49 頁。
- (6) Andrew W. Winden, *Jumpstarting Sustainability Disclosures*, 76 *Bus. Law.*, 1215, 1224-25.
- (7) *Id.* at 1237.
- (8) 伝統的な財務情報の開示との関係でも、強すぎる情報開示規制について、そのコストを最終的に負担する株主の利益に反する可能性はもちろん、経営者に情報操作を行うインセンティブを与えたり、適切なリスクをとるインセンティブを阻害する可能性も指摘される。宍戸善一=大崎貞和『ゼミナール金融商品取引法』(日本経済新聞出版社, 2013 年) 53 頁。
- (9) Winden, *supra* note 6, at 1233-36. また、「惑うグリーンマネー 4 開示基準『守らぬ企業出る』」日本経済新聞 2022 年 4 月 29 日 2 面参照。
- (10) 神田秀樹ほか「座談会 コーポレートガバナンス改革と上場会社法制のグランドデザイン [I]」商事 2294 号 (2022 年) 11 頁 [神田秀樹発言]。
- (11) Janning et al. *supra* note 1, at 3.
- (12) 浜田宰=水口美弥「コーポレートガバナンス・コードと対話ガイドラインの改訂について」ジュリ 1563 号 (2021 年) 19 頁。
- (13) その他、補充原則 2-4 ①は、「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」と規定している。
- (14) 小谷正彰=高橋将光「統合報告書における ESG 情報開示の最新動向」資料版商事 458 号 (2022 年) 52 頁。
- (15) 以下の概要の把握においては、主に、瀧澤裕也「非財務情報開示をめぐる世界の動向—「非財務情報の開示指針研究会」中間報告の前提として—」商事 2282 号 (2021 年) 32 頁, 小谷=高橋・前掲注⑭ 50 頁, 宮下優一「IFRS 財団 (ISSB) による気候変動開示基準案の概要の解説」資料版商事 457 号 (2022 年) 34 頁, 住田孝之「ISSB (国際サステナビリティ基準審議会) 発足のインパクト」企業会計 74 巻 4 号 (2022 年) 81 頁, 阪智香「高まりつつ

- あるサステナビリティ情報の説明力—日本の開示が持つポテンシャル」企業会計 74 巻 6 号 (2022 年) 14 頁, 小西健太郎 = 桐原和香「IFRS 財団 TRWG によるプロトタイプの概要」企業会計 74 巻 6 号 (2022 年) 21 頁, 川西安喜「SSBJ の設立と今後の活動」企業会計 74 巻 6 号 (2022 年) 56 頁, 藤井・前掲注(5) 119 頁以下, 神田ほか・前掲注(10) 14 頁以下, 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—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」(2022 年 6 月 13 日) を参考にした。
- (16) 早い段階では、たとえばブラックロックは 2017 年 12 月に気候変動リスクの大きい投資先企業約 120 社に対して TCFD 提言に沿う情報開示を要請している。一般社団法人環境金融研究機構 2017 年 12 月 15 日記事 <https://rief-jp.org/ct6/75305>
- (17) 藤井・前掲注(5) 111 頁。ESG 投資と標榜しながら、実際には結果的に ESG 要素に悪影響を与えてしまうような投資、インパクトがないような投資は、「ESG ウォッシュ」「グリーンウォッシュ」(うわべだけの欺瞞的な ESG ないし環境訴求)と呼ばれ、問題視される。湯山智教『ESG 投資とパフォーマンス—SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』(金融財政事情研究会, 2020 年) 78 頁。
- (18) 各種の開示ガイドラインが「書くべきこと」を規定するのに対し、タクソミーはむしろ「書いてはいけないこと」を規定する面があることにつき、藤井・前掲注(5) 111 頁。
- (19) 主な改訂点としては、①対象企業の拡大、②開示内容の追加や詳細化、③監査・保証の義務化などがある。②については、2021 年 9 月に欧州財務報告諮問グループ (EFRAG) のプロジェクトタスクフォースが議論の出発点として公表した「気候基準プロトタイプ」に関する作成文書によると、その主要な目標は、(i) 投資家およびその他のステークホルダーへの透明性の提供、(ii) CSRD、タクソミー規則、SFDR といった EU の目標への対応、(iii) 国際的なイニシアティブとの互換性の確保、の 3 点とされており、3 つの報告分野 (戦略, 実行, 実績測定) が 10 の開示分野を通じて具体化されている。瀧澤・前掲注(15) 36-37 頁。
- (20) このプロトタイプでは、TCFD 提言の 4 つの分野 (ガバナンス, 戦略, リスク管理, 指標と目標) の構造を、組織の中核要素が表されるものであり、市場で広く受け入れられているとの考えに基づき採用している。瀧澤・前掲注(15) 33 頁。
- (21) これらのプロトタイプの概要につき、小西 = 桐原・前掲注(15) 24 頁以下参照。
- (22) 住田・前掲注(15) 83 頁。
- (23) これらの公開草案の概要につき、宮下・前掲注(15) 34 頁以下。
- (24) 住田・前掲注(15) 82 頁。この動きの考え方は、「欧州が重視する企業活動の社会や環境へのインパクトについては、それが逆に企業のビジネスモデルに正負の影響をもたらし、企業価値や財務資本の提供者のリターンに影響を与える場合 (だけ) は、サステナビリティ関連財務情報として開示すべきとし、環境価値や社会価値自体を重視する欧州のアプローチとは顕著に異なる」と指摘される。同 85 頁。こうして、ISSB 開示基準では、各開示のタイミングでその時々状況等を踏まえて重要性の判断を行わなければならないとされ、いわゆるダイナミックマテリアリティの考え方が採用されているが、これは、いわゆるシングルマテリアリティ (「気候変動が企業に与える影響」) についての重要性を基準とする考え方

- を採用するものであり、ダブルマテリアリティ（「気候変動が企業に与える影響」に加えて「企業が気候変動に与える影響」の重要性も基準とする考え方）を採用するものではない。宮下・前掲注⑮37頁。
- (25) 住田・前掲注⑮83頁は、世界の動きは、この2つに収れんすることになったとみている。
- (26) また、2022年5月には、SECがESG投資に関する情報開示で統一基準を導入するための規制案を提案するという動きもみられる。
- (27) コーポレートガバナンス・コードで求めているESG情報開示について、以上にみた国際的な動向、特に標準化の流れを理解すると、ISSB産業別開示の要求に従って開示していくことで対応可能であるとの理解を示すものとして、小谷＝高橋・前掲注⑭52頁。
- (28) なお、『記載欄』においては、必要に応じて任意開示書類に記載した詳細情報を参照することが考えられるところ、その際の虚偽記載の責任の考え方について、企業の開示姿勢の萎縮化を防ぐ観点から整理されている。
- (29) 小谷＝高橋・前掲注⑭52頁。この点は、前掲注⑳でも言及している。
- (30) 一般要求事項のプロトタイプでは、ガバナンス、戦略、リスクマネジメント、数字や目標に焦点を当てた情報の開示を求め、具体的な開示項目は特定していないこと、利用者が企業価値を評価するうえで必要であれば、この要求事項以上のものを提供することを考慮すべきとしていることにつき、住田・前掲注⑮86頁。
- (31) 住田・前掲注⑮86頁。また、同様の問題意識は、「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて—『非財務情報の開示指針研究会』中間報告』（2021年11月12日）にもみられる。瀧澤裕也「質の高いサステナビリティ関連情報開示実現のための四つの提言」商事2281号（2021年）26頁、27頁参照。
- (32) 注①に掲げた文献を指す。
- (33) Janning et al., *supra* note 1, at 109.
- (34) Janning et al., *supra* note 1, at 58-59.
- (35) Michael McMahon, *The Conversation: ECB drama highlights the central bank transparency dilemma*, 6 June 2014. <https://theconversation.com/ecb-drama-highlights-the-central-bank-transparency-dilemma-27351>
- (36) Janning et al., *supra* note 1, at 59. 対比されている米国の連邦準備制度理事会では、グリーンズパンの議長時代である1994年以降に情報開示が段階的に進み、2002年から個々のメンバーの賛否までプレスリリースに盛り込み始めた。セバスチャン・マラビー（村井浩紀訳）『グリーンズパン—何でも知っている男—』（日本経済新聞出版社、2019年）439頁。
- (37) ただし、体制順応効果を補って余りある規律付け効果があると解されることも述べられている。
- (38) Janning et al., *supra* note 1, at 41.
- (39) “*What’s Wrong with Executive Compensation?*” (A roundtable moderated by Charles Elson), 2003 Harvard Business Review, 68, 72. また、同じ席上、以下の発言もみられる。「トップクラスのエグゼクティブたちは競争心が非常に強く、彼らの関心事の一つはもちろ

- ん「最高報酬取得者」でしょう。93年に法人税法が変更された時、ブロックシー・ステートメントに経営者報酬について詳細に開示する義務が課されたことはみなさんご存じのはずです。これは、「詳細なる開示を義務付けることで、CEOたちはごまかしがきかなくなり、問題が解消されるはず」という着想でした。ところが実際のデータを見ると、「CEO報酬加速法」なるものが成立したかと思紛うほどに、その直後から報酬が上がり始めているのです。つまり、他社の金額が明らかとなって、エグゼクティブ間で競争が始まったと考えられます。」(Brian Hall 発言)。*Id.*, at 77. なお、邦訳につき、Diamond Harvard Business Review (April, 2003) 129頁以下(西尚久訳)を参照。
- (40) 中村友哉「経営者報酬の高額化に関する研究動向」金融庁金融研究センター「FSA リサーチレビュー」第7号(2013年)10-18頁。
- (41) Rachel M. Hayes and Scott Schaefer, *CEO pay and the Lake Wobegon Effect*, Journal of Financial Economics 94 (2009), 280.
- (42) *Id.* at 281.
- (43) なお、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—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」(2022年6月13日)も、「有価証券報告書以外の任意開示等において、企業の創意工夫を生かしつつ、気候変動対応をはじめとするサステナビリティ開示の質と量の充実が進むよう企業を促すとともに、投資家も含め、サステナビリティ開示の適切な評価・分析、さらにはそれを活用した対話が進むよう促すこと」を、取り組むべき課題の一つとして挙げており、投資家への言及がみられる。
- (44) Janning et al., *supra* note 1, at 61.
- (45) Fiammetta Borgia, *Corporate Governance & Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes?* Working Paper, American University Transnational Crime and Corruption Center (TRACCC), School of International Service, June 1, 2005, at 22.
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.457.722&rep=rep1&type=pdf>
- (46) Janning et al., *supra* note 1, at 61-62.
- (47) *Id.* at 62.
- (48) 「運用会社の4割 ESG 人材ゼロ」日本経済新聞 2022年4月26日3面。
- (49) また、ESG 評価機関の中には、企業への質問票に対する回答や公開情報からデータを集めるが、これをもとにどう評価スコアを算出しているか明らかにしていないケースが多いとされる。「ESG 格付け評価法公開へ」日本経済新聞 2022年3月9日9面。
- (50) Janning et al., *supra* note 1, at 63.
- (51) 瀧澤・前掲注(3) 26頁, 27頁。
- (52) 知識の形成は、受け取った情報の正確さ、誠実性および有用性について問い、検証するというプロセスから生まれるものであるとされる。Janning et al., *supra* note 1, at 63.
- (53) Janning et al., *supra* note 1, at 74, 84-85.
- (54) ただし、そのようなベースラインは、過去の経験の上に立てられていることも多く、地域

によってさまざまであり、そして公正無私な第三者によって判断されることはあまりないことも指摘される。*Id.* at 74. なお、最後の点についても、ESG 問題への積極的・能動的な取組みと収益性の関係についての実証研究は、正の相関関係を示すものばかりではなく、統一的な見解はみられていないのが実情である(湯山・前掲注⑴711頁以下)ことからすると、ある立場に立つものであることは否定できないように思われる。

(55) Janning et al., *supra* note 1, at 83.

(56) *Id.* at 134.

(57) *Id.* at 85.

(58) *Id.* at 112. また、「会社との関係で、想像を働かせる自由、および他の選択肢を生み出すための作用は、社会規範に盲目的に従うことによって妨げられる」とも指摘されている。*Id.* at 115.

(59) *Id.* at 139.

(60) 以上につき、*Id.* at 123-124.

(61) *Id.* at 129.

(62) 例示するストーリーは、Monique Cikaliuk et al., *Board of directors: building relationships with non-shareholder stakeholders*, in: Jonas Gabrielsson, Wafa Khelif, Sibel Yamak (eds), *Research Handbook on Boards of Directors* (Edward Elgar, 2019), 209-228 に描かれたストーリーを簡略にしたものである。同研究は、様々なガバナンス状況において生じた取締役会のリーダーシップをより良く理解することを主要な目的とし、ニュージーランドにおける6つの会社の70人以上の取締役および業務執行者とのインタビューに基づき、組織の内外での取締役会とステークホルダーとの関係構築における取締役および経営者のエンゲージメントを例示している。そして、以下に紹介する事例のほか、航空会社の取締役会と組合/従業員との間に生じた問題の解決へのアプローチ、および銀行にとってのジェンダーダイバーシティ戦略の発展における取締役会のエンゲージメントが物語風に描写されている。

(63) Janning et al., *supra* note 1, at 129.

(64) 付言すると、Cikaliuk et al., *supra* note 62, at 217 は、紹介したエネルギー会社の取組みについての取締役会の意図は重要なステークホルダーたる地域社会の期待を優先したもので、いわば「社会中心」であったと指摘している。このような取組みは、特に欧州のアプローチが重視するものである。本論文注⑵④に対応する本文参照。