

TCFD の提言に基づく法定開示の動き ー大手資源会社 BHP ビリトンの事例を中心にー

板津 直孝

■ 要 約 ■

1. 気候変動が経済全体に大きな影響を及ぼすことが世界的に認識されるようになり、金融資本市場においても、気候関連のリスクが企業に与える影響に注目が寄せられている。企業は、自社事業に影響を及ぼす低炭素経済への移行政策を経営課題として捉え、企業の持続的成長の可能性を積極開示することで、ESG投資を進める機関投資家の支持を得る必要がある。
2. 化石燃料ベースのエネルギー・セクターは、低炭素経済への移行に伴う政策等の影響をより大きく受ける。機関投資家によるダイベストメント等の事例も、確認されている。そのようなセクターの先行事例として、世界最大手の資源会社である BHP ビリトンは、法定開示書類である年次報告書において、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った情報開示を網羅的にしている。
3. 石油、ガス、エネルギー用石炭の事業について大きな権益を有する同社であるが、持続的成長を実現できることを機関投資家に対し積極的に示すものとなっている。同社が開示した気候関連財務情報は、多くの企業にとって参考になるといえよう。
4. 日本においても、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」の提言と内閣府令の改正により、有価証券報告書を念頭に、非財務情報の開示の充実に向けた取組みが進められている。TCFD の提言に基づく法定開示の環境が、整備されてきており、気候変動に対する日本企業のレジリエンスを、法定開示によって積極的に示すことが、今後、期待される。

I 世界最大の資源会社を示す気候変動に対するレジリエンス

1. 企業の持続的成長を左右する気候変動問題

気候変動が経済全体に大きな影響を及ぼすことが、世界的に認識されるようになり、金融資本市場においても、気候関連のリスクが企業の財務に与える影響に注目が寄せられている。

企業に及ぶ気候関連のリスクには、自然災害の増加や平均気温の上昇等を通じた気候変動が企業に与える物理的リスクと、気候変動を抑制する政策が企業にもたらす移行リスクがある。特に、移行リスクについては、エネルギーや資源、自動車関連の企業に与える影響が大きいとされている。低炭素経済への移行を推進する G20 諸国が、温室効果ガス（GHG：Greenhouse Gas）排出量の多い石炭、石油、天然ガスなどの化石燃料から、再生可能エネルギーへシフトするエネルギー政策の転換を、世界的に展開しているためである¹。

企業にとっては、気候関連財務情報の積極的な開示をますます迫られることになる。自社事業に影響を及ぼす低炭素経済への移行政策を経営課題として対策を講じ、企業の持続的成長の可能性を積極開示することで、ESG 投資を進める機関投資家の支持を得る必要があるからである。つまり、気候変動に対する企業のレジリエンスを、情報開示によっていかに示すことができるかが、問われているといえる。

2. 移行リスクに対するレジリエンスの積極開示

こうした動向から、法定開示書類において、気候関連財務情報を積極開示する企業が現れ始めている。世界最大手の資源会社である BHP ビリトンは、気候関連財務情報の積極開示を推進する企業であり、年次報告書において、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言に沿った情報開示に対応している。

TCFD は、金融システムの安定化を図る金融安定理事会（FSB）が、2015 年 12 月に設置した民間主導のタスクフォースである。その目的は、投資家やその他のステークホルダーが、重要な気候関連のリスク及び機会が企業にもたらす財務インパクトを理解する上で、有用で任意かつ一貫性のある開示の枠組みを策定することにある。2017 年 6 月、「気候関連財務情報開示に関するタスクフォースによる提言（Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure）」の最終報告書が公表され、企業が気候関連財務情報を開示するうえでのグローバル・スタンダードとなりつつある。

気候関連の移行リスクの影響をより大きく受ける、化石燃料ベースのエネルギー・セクターには、特により踏み込んだ形での提言の適用を TCFD は推奨しており、これらのセクター向けの補助ガイダンスも公表している。TCFD の提言の適用は、あくまで任意であ

¹ 詳細は、板津直孝「世界的なエネルギー政策の転換と気候関連財務情報開示」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号を参照。

り、法的義務は課せられていないが、TCFD の設立経緯も踏まえ、資源世界最大手の BHP ビリトンが、他社に先駆けて、気候関連財務情報を法定開示書類において網羅的に積極開示している。

BHP ビリトンは、2018 年 9 月 18 日、米国証券取引委員会（SEC）へ提出した年次報告書（Form 20-F）において、自社の気候関連財務情報が、どのように TCFD の提言に沿っているかを具体的に開示している。石油、ガス、エネルギー用石炭の事業について大きな権益を有する同社の対応は、大規模なエネルギーシフトを伴う低炭素経済への移行においても、同社が持続的成長を実現できることを機関投資家へ示す積極的なものである。

本稿においては、気候関連の移行リスクの影響が大きいセクターの先行事例として、BHP ビリトンが開示した年次報告書（以下「BHP 20-F」という。）を取り上げ、TCFD の提言が法定開示書類にどのように織り込まれているかを整理する。

Ⅱ BHP ビリトンによる気候関連財務情報開示の構成

1. TCFD の提言を踏まえた法定開示書類での開示の概要

TCFD は、「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」「指標と目標」を掲げ、企業の経営戦略の中核的要素である 4 つのテーマを中心に、提言を組み立てている²。これらの 4 つの包括的提言は、企業に影響を及ぼす気候関連のリスク及び機会の評価の仕方を、機関投資家等が理解する際に、役立つ情報を持った枠組みから構成されている。

BHP 20-F の構成は、米国証券取引委員会（SEC）に提出する Form 20-F において、既に開示が要求されている、重要性のある企業の持続可能性の開示項目毎に、TCFD の提言を織り込んでいるのが特徴である。TCFD が掲げる 4 つのテーマのそれぞれが、BHP 20-F のどの項目において開示されているかを示すために、冒頭の「戦略報告書（Strategic Report）」で、TCFD の提言との対応一覧を載せている（図表 1）。

戦略報告書は、中長期的な投資を行う投資家がその投資姿勢に適合する企業であるかを判断する上で有用であり、短期的な業績変動などに惑わされず、長期的な観点での投資を望む企業の持続的成長の可能性を示した開示項目である。気候変動によるより重大な企業への影響は、中期から長期の間に現れてくる場合が多く、そのタイミングや規模は不確かである。したがって、将来の展開を見据えた複数のパターンに基づくシナリオの下で、企業は、持続的成長の可能性を示す必要がある。戦略報告書での TCFD の提言との対応一覧の開示は、企業が、情報開示の構成を検討するうえで、参考になるといえる。

上記、対応一覧からは、TCFD が掲げる 4 つのテーマが、SEC の開示要件に則って、「戦略報告書」「ガバナンス」「報酬報告書」のそれぞれの開示項目に織り込まれていることが確認できる。気候関連財務情報を独立した項目で開示していないことは、TCFD が

² 詳細は、板津直孝「機関投資家が注目し始めた気候関連財務情報－ESG 投資拡大に伴い重要性が高まる積極開示－」『野村資本市場フォータリー』2018 年夏号を参照。

図表 1 BHP 20-F での TCFD の提言との対応一覧

TCFD の提言	BHP 20-F での開示箇所
ガバナンス — 気候関連のリスク及び機会に関するガバナンス	
a) 気候関連のリスク及び機会に関する取締役会による監視体制	1.6.4 主なリスク 2.8 気候変動に関するスキルと経験 2.13.4 サステナビリティ委員会の役割と焦点
b) 気候関連のリスク及び機会を評価・管理する上での経営者の役割	1.4.3 パフォーマンス及びリスクの管理 1.9.8 気候変動に関わるリスク及び機会の管理 2.13.4 サステナビリティ委員会の役割と焦点 3.3.2 CEO のインセンティブと成果
戦略 — 気候関連のリスク及び機会がもたらす事業・戦略・財務計画への現在及び潜在的な影響	
a) 企業が識別した短期・中期・長期の気候関連のリスク及び機会	1.6.4 外的リスク 1.6.4 オペレーショナルリスク 1.6.4 サステナビリティリスク 1.9.8 気候変動に関わるリスク及び機会の管理
b) 気候関連のリスク及び機会が事業・戦略・財務計画に及ぼす影響	1.6.4 外的リスク 1.6.4 オペレーショナルリスク 1.6.4 サステナビリティリスク 1.9.8 気候変動に関わるリスク及び機会の管理
c) 2°C 或いはそれを下回る将来の異なる気候シナリオを考慮した戦略のレジリエンス	1.9.8 気候変動に関わるポートフォリオのレジリエンスの評価
リスク管理 — 気候関連のリスクに対する識別・評価・管理の方法	
a) 気候関連のリスクを識別・評価するプロセス	1.4.3 パフォーマンス及びリスクの管理 1.6.5 サステナビリティリスクの管理
b) 気候関連のリスクを管理するプロセス	1.4.3 パフォーマンス及びリスクの管理 1.6.5 サステナビリティリスクの管理
c) 気候関連のリスクを識別・評価・管理するプロセスが、組織の総合的リスク管理にどのように統合されているか。	1.4.3 パフォーマンス及びリスクの管理 1.5.2 サステナビリティ KPI 1.6.5 サステナビリティリスクの管理
指標と目標 — 気候関連のリスク及び機会を評価・管理する際に用いる重要な指標と目標	
a) 気候関連のリスク及び機会を評価するために、戦略とリスク管理プロセスに沿って使用している指標。	1.5.2 サステナビリティ KPI 1.9.8 排出削減目標の実現 1.9.8 バリューチェーン排出の管理
b) Scope1、Scope2 及び当てはまる場合は Scope3 の GHG 排出量及び関連リスク	1.5.2 サステナビリティ KPI 1.9.8 排出削減目標の実現 1.9.8 バリューチェーン排出の管理
c) 気候関連のリスク及び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	1.5.2 サステナビリティ KPI 1.9.8 排出削減目標の実現 3.3.2 CEO のインセンティブと成果

(注) Scope1 排出量：企業自らによる GHG の直接排出量（燃焼、工業プロセス等）、Scope2 排出量：他社から供給された電気・熱・蒸気の使用に伴う間接排出量、Scope3 排出量：算定企業の活動に関連する他社の排出量

(出所) BHP Billiton, "FORM 20-F," September 18, 2018 より野村資本市場研究所作成

示す「情報開示の記載箇所と重要性」に則した構成であるといえる。

多くの G20 諸国の公開会社には、その財務報告において、重要性のある企業の持続可能性を示す情報を開示する法的義務が課されている。TCFD が示す「情報開示の記載箇所と重要性」は、企業が既存の開示義務をより効果的に満たせるようにすることを目的としている。したがって、同提言は、さまざまなセクターや国・地域で幅広く適用されるように構成されており、それぞれの企業に適用される開示要件より優先されるものと考えられるべきではないとしている。重要なのは、企業が、開示要件に則って、気候関連財務情報開示を行うべきだということである。将来的に気候関連のリスク及び機会が重要となり得る企業に対しては、重要となり得るまでの間は、財務報告書以外で開示を始めることを推奨している。つまり、統合報告書や CSR 報告書、環境報告書において、重要となり得るまでの間は、情報開示を積み上げるべきだということである。

BHP ビリトンは、GHG 排出量の多い化石燃料関連事業について大きな権益を有するため、低炭素経済への移行という、気候関連の移行リスクの同社に及ぼす影響が、特に大きい。世界最大手の資源会社が、自らの事業基盤の持続的成長の可能性を示すために、積極的な気候関連財務情報開示を展開していることが、BHP 20-F において確認できる。

2. シナリオ分析の有用性とポートフォリオへの影響

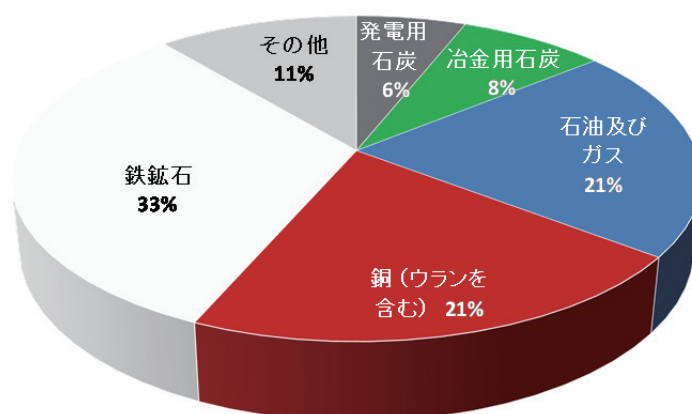
TCFD は、気候関連リスクに晒されるすべての企業が、(1) 戦略や財務計画立案に役立てるようにシナリオ分析を利用し、(2) 実現性の高いさまざまな気候関連シナリオに対して企業の戦略がどのように強靱であるかについて、開示することを検討すべきであるとしている。気候変動を緩和し、それに適応した前例がないことから、将来を見据えた分析に、より強い重点を置くように、企業に対して奨励している。

シナリオは、ある特定の傾向が継続したり、特定の条件が満たされたりした場合に、将来がどのようなものになるかについて、企業が分析するための手段を提供するものである。シナリオ分析は、仮定に基づき将来発生し得る事象の潜在的な影響を識別し評価するプロセスである。

気候関連の移行リスクの影響をより大きく受ける企業（化石燃料ベースの産業、エネルギー多消費型製造業、運輸事業等）には、特に、シナリオ分析のより踏み込んだ適用を TCFD は推奨している。気候関連の移行リスクに対するエクスポージャーは、企業自らのバリューチェーンの中で、GHG 排出量の多い資源集中的な企業との関連性が特に深い。GHG 排出削減を目的とした政策、技術、市場変化が、そのバリューチェーンに対して直接的な影響を及ぼし得るからである。

BHP ビリトンは、シナリオ分析を始めるに当たって、自社事業における気候関連の移行リスクの影響度合いを把握するために、現状の主要製品のポートフォリオに着目している。2014 年におけるグループ収益に占める製品構成の実績としては、鉄鉱石の割合が最も高く、化石燃料である石炭、石油及びガスが3割を超えている（図表 2）。

図表 2 グループ収益に占める製品構成（2014 年）



（出所）BHP Billiton, “Climate Change : Portfolio Analysis,” September 2015 より
野村資本市場研究所作成

BHP ビリトンは、将来的に事業に影響を及ぼす気候関連の移行リスクとして、製品構成の3割超を占める化石燃料を特定している。複数の気候関連のシナリオに基づいた主要製品のポートフォリオの変化を整理することで、財務に与える影響を分析するという方向性を明らかにしている。そして、シナリオ分析に当たって、BHP ビリトンとしての気候変動に関する見方を開示している。

持続的成長には、新興国経済の継続的な成長と顕著な GHG 排出量の削減の両方が求められている。また、世界的に気候変動対策が講じられているにもかかわらず、国際エネルギー機関（IEA : International Energy Agency）は、今後数十年の間、世界のエネルギー需要において化石燃料がある程度の構成割合を占め続けると予測している。したがって、これらの二面性を持つ目標に沿うためには、エネルギー効率を改善し、化石燃料の利用から排出される GHG を削減し、再生可能エネルギーや原子力を代表とする代替エネルギー源の割合を増やす道を探るべきであるとしている。つまり、BHP ビリトンとしては、二面性を持つ方向性のいずれか一方を選定するのではなく、両方に貢献する経営戦略を明確に示している³。

この気候変動に対する戦略は、OECD が公表した気候変動対策に調和した成長政策と、それに対応した日本の第5次エネルギー基本計画において、同様に確認できる。

OECD が、2017 年 5 月 23 日に公表した「気候への投資、成長への投資（Investing in Climate, Investing in Growth）」では、気候変動対策は、経済成長を損なうことなく実現可能なものであり、気候変動対策に調和した成長政策は、経済面で短期的な恩恵をもたらすばかりでなく、気候変動による物理的、経済的損害を抑制することで、今世紀後半に向けた力強い成長の土台になるとしている。

³ BHP Billiton, “Climate Change : Portfolio Analysis,” September 2015, “Climate Change : Portfolio Analysis Views after Paris,” September 2016.

2018 年 7 月 3 日に、閣議決定された「第 5 次エネルギー基本計画」では、2030 年に向けた方針としては、石炭火力発電を含む既存技術による最大限の対応を念頭に、エネルギーミックスの確実な実現へ向けた取組みの更なる強化を行うこととしている。日本のエネルギー事情に配慮し、再生可能エネルギーや原子力だけではなく、既存の不効率な火力発電設備を、新たに導入する高効率な設備へ置き換えることで、GHG 排出量を抑制することが示されている。2030 年のエネルギーミックスは、パリ協定第 4 条に基づく「国が決定する貢献（NDC : Nationally Determined Contribution）」と統合的なエネルギー政策となっている。2030 年度に GHG 排出量を 2013 年度比△26.0%とする削減目標が、日本の NDC として国連気候変動枠組条約（UNFCCC）事務局に提出されており、2030 年の電源構成において 26%の石炭火力発電を維持したうえでの削減目標となっている。

3. 気候関連のシナリオの選定と分析

企業が気候関連のシナリオを選定するに当たって、TCFD は、企業の事業に最も関連性の深い 2、3 のシナリオに加え、パリ協定に基づく気温上昇を 2℃未満に抑える 2℃シナリオも使用することを推奨している。BHP ビリトンは、各国の協調度合いと技術向上の度合いにより、2℃シナリオを含む 4 つの長期シナリオを選定している（図表 3）。

同社の 20 年の長期事業計画は、セントラル・ケースを前提として策定されており、複数の長期シナリオとショックイベントの両方を利用して、同社は主要製品のポートフォリオのレジリエンスを分析している。セントラル・ケースは、堅調な米国経済、中国とインドの漸進的な発展、多極的な経済環境への新興諸国経済の融合、各国の政策を中心とした気候変動政策を仮定している。そして、産業革命前と比較して、世界は 3℃の気温上昇に向かうと見積もっている。ショックイベントは、シナリオ C を基に、2℃シナリオよりはるかに迅速な低炭素経済への移行を描いている。ショックイベントは、可能性が低く、極端な事象であり、典型的には短期的影響であるが、長期的な影響に関係する可能性もあるとしている。

図表 3 BHP ビリトンが選定した気候関連のシナリオ

シナリオ A (A New Gear)	イノベーションが先進国経済に段階的発展をもたらすシナリオ
シナリオ B (Closed Doors)	ナショナリズムや保護貿易主義から低成長の経済政策となるシナリオ
シナリオ C (Global Accord)	2℃目標に向けて各国が協調しつつ技術開発が進み、世界の活動が気候変動の抑制へ収斂していくシナリオ
シナリオ D (Two Giants)	米中を基軸にテクノロジーが成長を実現させるシナリオ

（出所）BHP Billiton, “Climate Change : Portfolio Analysis,” September 2015 より野村資本市場研究所作成

将来発生し得る主要製品のポートフォリオの潜在的な影響を理解するために、セントラル・ケースに基づく 20 年計画を、最大限に利用する一方で、実現可能性のある将来の範囲に亘って、複数の長期シナリオやショックイベントを利用して、シナリオ分析をしている。複数のシナリオ分析をすることで、世界が特定のシナリオに向かった場合、同社と機関投資家が、同社の事業に及ぼす影響を理解するのに役立つ。

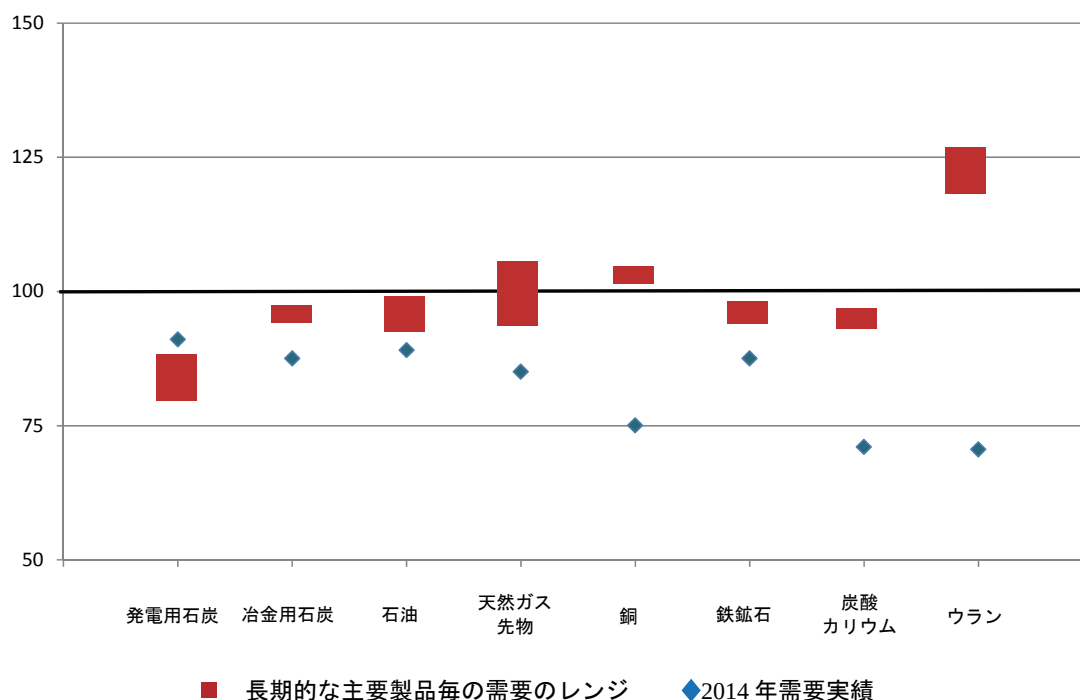
4. BHP ビリトンによる具体的なシナリオ分析

長期的な主要製品毎の需要のシナリオ分析については、20 年の長期事業計画策定的前提となるセントラル・ケースを基準として、2014 年の需要実績と比較している。シナリオとしては、シナリオ C とショックイベントを利用して、長期的な主要製品毎の需要レンジを分析している（図表 4）。

ここでは、4 つのシナリオのうち、シナリオ C が、パリ協定に基づく合意と整合するため、主要製品毎の長期的な需要のシナリオ分析に利用されている。シナリオ C の分析によると、セントラル・ケースよりは緩やかなペースではあるが、ほとんどの主要製品に対する長期的な需要の増加を予測している。

発電用石炭と原油は、世界的な GHG 排出の主要な出所であり、厳しい環境規制と燃料間の増加する競争に直面する可能性があることから、パリ協定に基づくシナリオ C において最も影響を受ける。しかし、発電用石炭の需要は、需要減が見込まれるにも係わらず、

図表 4 長期的な主要製品毎の需要のシナリオ分析



(注) セントラル・ケース=100

(出所) BHP Billiton, "Climate Change : Portfolio Analysis," September 2015 より野村資本市場研究所作成

同社の製品が高品質で低価格であることから、著しくは減少しないと分析している。

新たなビジネス・チャンスを生み出す気候関連の機会に対する分析としては、シナリオ C では、発電用製品における再生可能エネルギーのシェアが、セントラル・ケースと比較して、およそ 25%増加すると予測している。また、ショックイベントにおいても、GHG 低排出のベースロード電源としての原子力発電の増加により、50%以上のウラン需要増をもたらす可能性があると分析している。

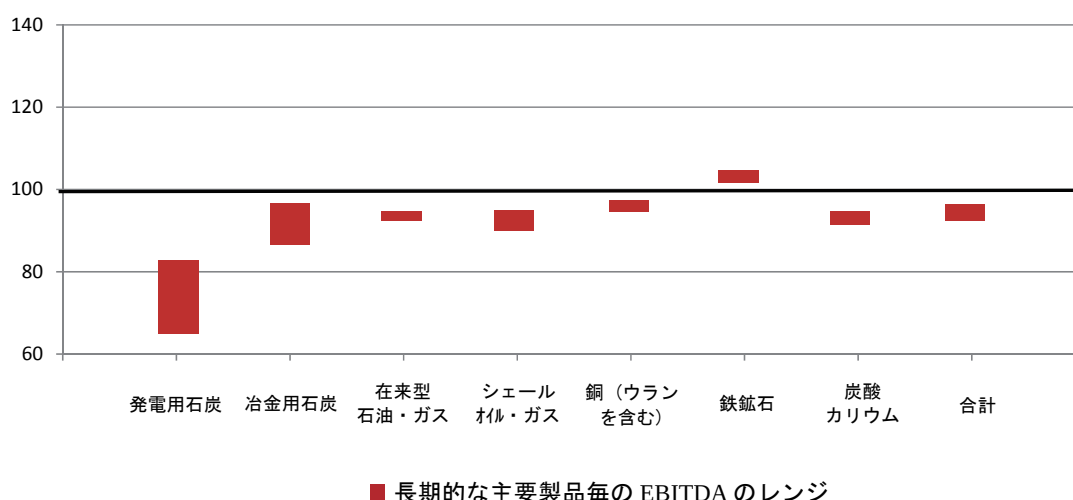
長期的な主要製品毎の EBITDA⁴のシナリオ分析においても、主要製品毎の需要のシナリオ分析と同様に、セントラル・ケースを基準とし、シナリオ C 及びショックイベントを利用して、長期的な主要製品毎の EBITDA のレンジを分析している（図表 5）。グループ全体としては、著しい影響を受けず、主要製品のポートフォリオのレジリエンスが示された分析結果となっている。

製品別では、とりわけ化石燃料が、他の製品よりもより影響を受ける可能性があるが、この影響は、鉄鉱石の価格上昇の見込みから相殺されると分析している。同社の製品が高品質であることから、GHG 排出量を削減しようとする製鉄業からの需要が見込まれるとしている。

上記は、複数のシナリオ分析のうちの 2 つの例である。気候関連のシナリオ分析の結果、パリ協定に基づく 2℃シナリオへの移行においても、同社は、顕著な価値を創造し続けることができ、企業の持続的成長の可能性を、投資家に対して、明確に示している。

BHP 20-F では、TCFD の提言の中核的要素と対比させ、法定開示書類で要請された開示項目毎に、一覧性ある形で気候関連財務情報を開示している。同社の具体的なシナリオ分析手法と合わせ、TCFD 提言に基づく先行開示の事例として、有用であるといえよう。

図表 5 長期的な主要製品毎の EBITDA のシナリオ分析



（注） セントラル・ケース＝100

（出所） BHP Billiton, “Climate Change : Portfolio Analysis,” September 2015 より野村資本市場研究所作成

⁴ 税引前当期純利益に、支払利息及び減価償却費を加算した値（Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization）。

Ⅲ 日本における開示の充実に向けた注目点

1. 気候関連の情報開示に関する日本の現状

多くの G20 諸国では、株式や債券を発行する企業に、財務報告において重要なリスクを開示する法的義務を課している。年次報告書における情報開示は、気候関連のリスク及び機会について、投資家の理解を深めさせ、気候関連の企業の取組みに対して、株主としての投資先への関与を含めた、広範な開示情報の利用を促進するものと、TCFD は期待している。

フランスでは、エネルギー移行法第 173 条により、2016 年の事業年度から気候関連財務情報開示の法制度化が実施されている。つまり、年次報告書の中で開示することが義務付けられている⁵。EU 全体においても、2017 年 1 月以降に始まる事業年度より適用される EU 非財務報告指令（2014/95/EU）は、従業員数 500 人超の特定の大企業に対して、重要な環境社会情報に関する非財務情報開示を義務付けている⁶。同指令に基づき、欧州委員会（EC）が 2017 年 6 月に公表した「環境及び社会課題に関する情報開示を促進させるためのガイドライン」は、TCFD の提言等を組み入れて作成されている⁷。

日本におけるこれまでの気候関連の情報開示は、法定開示ではなく、企業による自主的な任意開示の位置づけであった。気候関連財務情報において、GHG 排出量は、リスク管理の開示内容の一要素として TCFD が推奨する開示情報であるが、日本企業の GHG 排出量に関する情報開示率は、主要諸国と比較して、低水準に留まっているのが現状である（図表 6）。

こうした現状の中、2018 年 9 月 25 日、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、グローバル環境株式指数として、S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数（国内株）及び S&P グローバル大中型株カーボン・エフィシエント指数（外国株）を選定し、約 1.2 兆円規模で、その指数に基づくパッシブ運用を開始している⁸。

グローバル環境株式指数は、ポートフォリオ全体の GHG 排出量を大幅に削減し、気候関連のリスクの低減を実現しており、また、従来の ESG 指数では評価対象となっていなかった比較的規模の小さい上場企業にも、採用の機会が開かれており、市場全体の持続可能性向上と底上げを図っている。

具体的なグローバル環境株式指数の主な特徴は、以下の通りである（図表 7）。

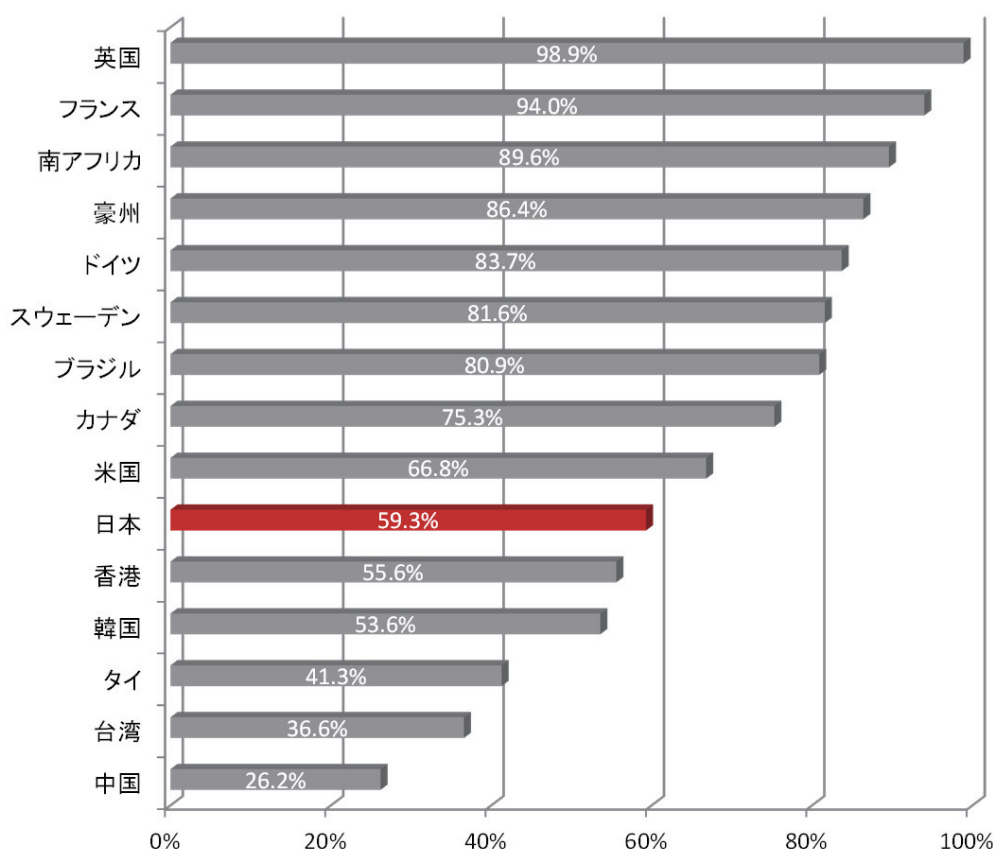
⁵ 環境省「企業との対話環境を巡るグローバルな変化」2018 年 2 月 9 日、「仏、温暖化対策に積極姿勢 規格作り主導や国債も」『日本経済新聞』2017 年 5 月 1 日

⁶ 環境省「第 2 回環境情報と企業価値に関する検討会－環境情報と企業価値に関わる主な開示フレームワーク」2017 年 9 月 20 日

⁷ ESG 研究所「欧州委員会、非財務情報開示ガイドラインを採択」2017 年 7 月 25 日

⁸ GPIF「グローバル環境株式指数を選定しました」2018 年 9 月 25 日

図表 6 主要 15 カ国における GHG 排出量の情報開示率



(注) 集計対象：2018 年 8 月 31 日時点の S&P グローバル大中型株指数構成銘柄

(出所) GPIF「グローバル環境株式指数を選定しました」2018 年 9 月 25 日より
野村資本市場研究所作成

図表 7 グローバル環境株式指数の主な特徴

- ① 同業種内で炭素効率性が高い企業と GHG 排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウエイトを高めている。
- ② 業種毎の環境負荷の大きさに応じて、①による投資ウエイトの格差を調整（環境負荷の大きい業種ほど、炭素効率性の改善や情報開示のインセンティブが大きくなる仕組み）。
- ③ S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数の採用対象は、東証 1 部上場企業全社（一部の低流動性銘柄等を除く）であり、一般的な ESG 指数に比べて幅広い企業が対象となっている。

(注) 炭素効率性が高いとは、企業の温室効果ガス排出量を売上高で除した値が小さいことをいう。

(出所) GPIF「グローバル環境株式指数を選定しました」2018 年 9 月 25 日より野村資本市場研究所作成

GPIF は、グローバル環境指数選定における評価に当たって、公表情報を重視している。企業の GHG 排出量やクリーン技術関連製品の売上高について、現行の企業の開示は十分でなく、完全に開示情報のみで指数構築を行うことは困難であることから、グローバル環境株式指数には、企業自ら GHG 排出量の開示を行っている企業のウエイトを高めるルールが採用されており、気候関連の情報開示を促進する仕組みが組み込まれている。

2. 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの提言

気候関連の情報開示の促進が求められる中、金融庁が設置した金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（以下「金融審 DWG」という。）は、2018 年 6 月 28 日、「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」を公表した。

同報告書では、欧米をはじめとする諸外国において、非財務情報を含む開示の充実に向けた取組みが進められていることなどから、有価証券報告書における開示を念頭に、開示の充実を提言している。

非財務情報は、①投資家が経営者の視点から企業を理解するための情報を提供し、②財務情報全体を分析するための文脈を提供するとともに、③企業収益やキャッシュ・フローの性質、それらを生み出す基盤についての情報提供を通じ、将来の業績の確度を判断する上で重要であるとし、投資判断に必要と考えられる非財務情報が、有価証券報告書において、適切に開示されることを求めている。

経営者が、非財務情報について明確な考えを持っていれば、その考えを反映した開示を行うことができる。そして、そのような開示は、投資家による適切な投資を促すとともに、投資家との建設的な対話をより深度あるものとし、対話を経てよりよい経営戦略を確立するという好循環が生まれるとしている。

経営戦略・ビジネスモデル、経営者による財政状態及び経営成績の検討と分析（MD&A：Management's Discussion and Analysis）、リスク情報、重要な契約、ガバナンスに関する情報等の非財務情報は、TCFD の提言において、中核的要素を構成する 4 つのテーマである、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標を織り込める開示項目であり、日本において、今後、開示の充実が期待される。

1) 経営戦略・ビジネスモデル

金融審 DWG は、提言に当たり、日本企業の非財務情報開示の現状について、いくつかの課題を挙げている。日本企業の経営戦略に関する開示については、全体としてみると、企業の中長期的なビジョンに関する具体的な記載が乏しく、MD&A やリスク情報との関連付けがない等の企業が相当程度みられると指摘している。

金融審 DWG が、経営戦略・ビジネスモデルについて開示の充実を提言した内容は、以下の通りである（図表 8）。

図表 8 経営戦略・ビジネスモデルの開示の充実

経営戦略	企業構造、事業を行っている市場、市場との関係性等とも関連付けながら企業の事業計画・方針を明確に説明し、経営戦略が目的を達成する上で適切であるかどうかの判断や、企業の成長、業績、財政状態、将来の見込みの評価に資するような情報が提供されるようにすべきである。
ビジネスモデル	企業がどのように事業を行い、どのように中長期的な価値創造に取り組んでいるのかを明確にするとともに、企業の目的や経営戦略と関連付けて説明し、投資家による経営戦略の適切性や実現可能性の考察にも資するものとすべきである。

(出所) 金融審 DWG「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」
2018 年 6 月 28 日より野村資本市場研究所作成

TCFD は、気候関連のシナリオ分析によって経営戦略を明らかにすることを求めている。TCFD の提言との対応一覧を開示した、BHP 20-F における戦略報告書は、気候変動について、BHP ビリトンの中長期的なビジョンと、MD&A やリスク情報との関連付けを示したものだといえる。経営戦略は、2017 年 3 月 31 日以降に終了する事業年度から、日本においては、有価証券報告での開示が求められている。日本で適用間もない経営戦略の開示には、気候関連財務情報に関して、戦略報告書に匹敵するアプローチが求められているといえよう。

2) MD&A

MD&A は、経営者が財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況を分析したものである。日本の開示に対しては、諸外国における開示と比較して、計数情報をそのまま記述しただけの記載や、紋切り型の記載が多いとの指摘もあり、更なる取組みが必要であるとしている。

金融審 DWG が行ってきた審議を踏まえ、金融庁は、2018 年 1 月 26 日、開示内容の共通化及び合理化に加え、非財務情報の開示充実を目的として、内閣府令を改正した。経営成績等の状況の分析・検討の記載を充実させる観点から、以下の 2 点についての開示が求められる（図表 9）。

図表 9 MD&A の開示の充実

- (1) 経営成績等に重要な影響を与えた要因について、経営者の視点による認識及び分析。
- (2) 経営者が、経営方針・経営戦略等の中長期的な目標に照らして、経営成績等をどのように分析・評価しているか。

(出所) 金融庁「「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案に対するパブリックコメントの結果等について」2018 年 1 月 26 日より野村資本市場研究所作成

改正後の規定は、2018 年 3 月 31 日以降に終了する事業年度を最近事業年度とする有価証券届出書及び当事業年度に係る有価証券報告書から適用される。

MD&A は、経営者からの情報を提供し、投資家の企業に対する理解を深めるための、経営の根幹に関わる情報であることから、経営者自身が早期から関与し、経営者としての説明責任を果たしていくことが求められている。

3) リスク情報

リスク情報に関する開示制度は、2003 年 3 月期から導入され、投資家の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載することが求められている。しかしながら、一般的なリスクの羅列となっている記載が多く、外部環境の変化にかかわらず数年間記載に変化がない開示例も多いほか、経営戦略や MD&A とリスクの関係が明確でなく、投資判断に影響を与えるリスクが読み取りにくいことが指摘されている。

投資判断に当たっては、企業固有のリスク、リスクが顕在化した際の影響度、リスクへの対応策等の開示が重要であることから、金融審 DWG は、以下を提言している（図表 10）。

図表 10 リスク情報の開示の充実

リスク情報

経営者視点からみたリスクの重要度の順に、発生可能性や時期・事業に与える影響・リスクへの対応策等を含め、企業固有の事情に応じたより実効的なリスク情報の開示を促していく必要がある。

（出所）金融審 DWG「ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」
2018 年 6 月 28 日より野村資本市場研究所作成

3. 法定開示書類での気候関連財務情報開示

BHP ビリトンが開示した気候関連財務情報は、TCFD が示す「情報開示の記載箇所と重要性」に則し、企業が、既存の開示義務である法定開示書類において、より効果的に TCFD の提言を満たせることを具現化している。

TCFD は、G20 諸国の公開会社に適用されている財務報告要件のレビューを行ったうえで、重要な気候関連財務情報を、年次報告書に織り込むべきであると提言している。気候関連財務情報が重要かどうかを判断する際、企業は、その財務報告に含める他の情報の重要性を判断する方法と、一貫性を持って気候関連情報の重要性を判断すべきであるとしている。一部の気候関連のリスクが長期に亘るものであるという性質だけを取り上げて、気候関連のリスク及び機会は重要でないと判断することは、拙速であると、TCFD は注意を促している。

G20 が先導する低炭素経済への挑戦が、化石燃料関連企業のみならず幅広い産業を巻き

込んで加速しつつある。自社事業に影響を及ぼす気候関連のリスク及び機会を具体的に特定し、気候関連のリスク及び機会と関連付けた経営戦略の開示を充実することが、ほぼ全てのセクターに求められている。その上で、重要性のある気候関連財務情報を、適用される法定開示要件に則って織り込むことにより、企業に対する投資家の理解が深まり、中長期的な企業価値向上に向けた投資家と企業との対話が促進されれば、TCFDの提言が、より実効性を伴うものになっていくといえよう。