

## ESG情報開示の実態と課題

加藤 政 仁

### はじめに

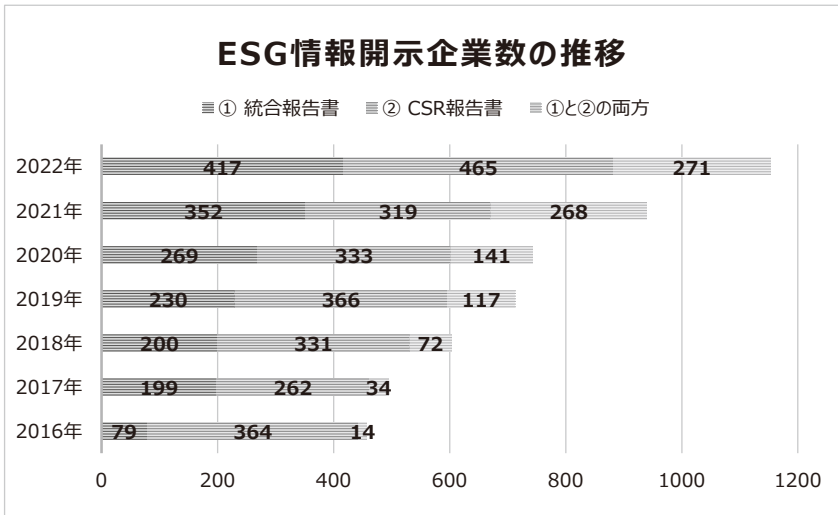
二〇二五年九月の国際連合総会において持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals: SDGs) が採択されたことを機に、持続可能な経済社会の形成を目指す動きが急加速した。経済社会の一主体である企業においても、環境 (Environment: E) 、社会 (Social: S) 、ガバナンス (Governance: G) を中心とした経営課題の解決を試みる企業が急増している。本エッセイでは、日本

の上場企業におけるESG情報開示がどのような変容を遂げたかを提示するとともに、ESG経営の問題点の一つとされるウォッシング行為についても触れていく。

### ESG情報開示の実態

企業のESG行動は千差万別である。紙幅の都合上、企業各社がどのようなESG行動に取り組んでいるかの事例を取り上げることはできないが、多くの企業に共通しているのは「環境(E)、社

表 1



〔出所〕 日経バリューサーチ取得データに基づき筆者作成

会・人材(S)、ガバナンス(G)の観点から、独創的な取り組みを実践しているのが特徴といえる。

企業のESG行動は、「統合報告書」や「CSR報告書」などの開示書類を介して、株主をはじめとするステイクホルダーに伝達されていく。<sup>(1)</sup>

表1は、二〇一六年一月から二〇二二年二月までの直近七年間に、「統合報告書」や「CSR報告書」を開示した上場企業数の推移を表したものである。<sup>(2)</sup> これらの報告書の公表企業ならびに公表日に関するデータは、日経バリューサーチより取得している。アニユアルレポートやコーポレートレポート、サステイナビリティ報告書や環境報告書など、ESG情報を掲載する他の報告書の分類については、日経バリューサーチの定義に依拠している。<sup>(3)</sup>

表1の棒グラフは三つのパートに分かれている。左から「①統合報告書のみを開示する企業」、

「②CSR報告書のみを開示する企業」、「③①と②の両方を開示する企業」である。まず、最下部の二〇一六年に注目していただきたい。こちらは

国際連合総会においてSDGsが採択された二〇一五年九月の直後の一年間における我が国上場企業のESG情報開示の状況を示している。この時期は、①統合報告書のみを開示する企業数が七九社、②CSR報告書のみを開示する企業数が三六四社、③両方の報告書を開示する企業が一四社であった。いずれかの報告書を介してESG情報を公開した企業が計四五七社存在しており、二〇一六年時点の上場企業の約二二・九%（＝四五七社／三、五三九社）に相当する。ESG情報を開示する企業は、その後増加の一途をたどっていく。二〇二〇年には上場企業の約五社に一家（一九・四%＝七四三社／三、八八二社）が統合報告書やCSR報告書の開示を行っており、直近の二〇二

二年にはその割合が三割目前（二九・三%＝一、一五三社／三、九三三社）にまで迫っていることがわかる。

## ESG情報と株価動向

企業のESG情報には、様々なステイクホルダーが注目している。特に株主は、株式の売買行動を介して企業のESG行動への評価をする。例えば、GPIFは二〇一七年九月に「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数（以下、MSCI指数）」や「FTSE Blossom Japan Index」、「MSCI日本株女性活躍指数」の三つのESG指数と連動したパッシブ運用を開始することを発表し、企業のESG行動を彼らの運用基準に織り込むことを表明している。近年では、「Net-Zero Asset Owner Alliance」や「Net-Zero

Banking Alliance」などの国際イニシアティブが誕生しており、カーボンニュートラル社会の実現に向けた投融资の在り方に賛同する機関投資家や金融機関が日本からも続々と現れてきている。<sup>4)</sup> 奥泉・加藤・砂川(二〇二三)は、MSCI指数の構成銘柄への採用と除外に対する株価動向を調査しており、構成銘柄への採用の際には正のアナウンスメント効果(CAR [-1 to 1]: 0.852%、CAR [-1 to 7]: 1.581%)が観測されること、構成銘柄からの除外の際には負のアナウンスメント効果(CAR [-1 to 7]: -0.833%、CAR [-1 to 7]: -1.122%)が観測されることを明らかにしている。

## ESG情報開示の課題

企業のESG行動が株主をはじめとするステイ

クホルダーから評価されるにつれて、企業はステイクホルダーの期待や要求に応えなければならぬという圧力に直面することになる。そのため、企業は自社のESG評価が芳しくないと認識すると、好意的なイメージを創出するために、ESG行動に関する対外的なアピールを誇張したり、脚色したりする可能性がある。こうしたステイクホルダーを欺く行為は、環境配慮(Green)や社会配慮(Social)と、上辺を取り繕う(Wash)をそれぞれ組み合わせて、グリーンウォッシュやソーシヤルウォッシュと呼ばれる。海外を対象とした調査になるが、実際に環境保護を謳った製品の約九八%が「グリーンウォッシュの七つの罪」の一つ以上の罪を犯すことで、ステイクホルダーを欺いていることが報告がある(Frieseler et al. 2010)。

現に、企業がESG行動を目的とした社債発行

を発表すると、正のアナウンスメント効果が観測されること分かつている（加藤・砂川・米澤二〇二三）。通常の社債発行では、デフォルトリスクの向上やエージェンシー問題への懸念から、負のアナウンスメント効果が観測されることはよく知られている。つまり、ESG行動のための資金調達であるESG債発行では、社債発行のネガティブな影響は勿論発生するわけだが、それをはるかに凌駕する株主からの評価や期待（ポジティブな効果）が株価に現れることを示唆している。

このように、企業が自社のESG情報を少しでも良くするために何らかのウォッシング行為に手を染めてしまうことは、正直なところ筆者自身は大きな驚きはない。寧ろ昨今のESG行動に対する各種ステイクホルダーの評価を鑑みると、ウォッシング行為こそ企業にとつての最適行動であるとの幻想を抱くこともある。

しかし、こうしたウォッシング行為は、不正の事実が発覚した際に、信頼の損失やブランド価値の低下など、非常に大きな負の影響を被ることも忘れてはいけない。日本では、ESG関連のウォッシング行為が発覚した事例はそれほど多くなく、その影響がどの程度まで及ぶかはよく分かっていない。しかし、海外研究では、ウォッシング行為が発覚すると、その後的大幅な株価下落に見舞われることが報告されており（Duff 2015）、日本市場でも同様の反応が示されること が類推される。製品不正や会計情報の改竄などの不正を行った企業は、失った信頼を取り戻すために非常に大きな労力と長い年月を要する。中には失った信頼を回復できず、市場競争からの撤退を余儀なくされることもある。ESGのウォッシング行為は、こうした企業不正と同等、もしかするとそれ以上の影響を企業に及ぼす可能性があるこ

とを認識しておく必要がある。

(注)

(1) 二〇二三年三月期からは、有価証券報告書において「サステイナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄が新設され、一部のサステイナビリティ情報の開示が義務化されるに至っている。

(2) 統合報告書は、事業活動の成果である財務情報に加えて、ESG行動をはじめとする活動の成果（非財務情報）が盛り込まれた企業が開示する報告書類である。CSR報告書は、企業の社会的責任や持続可能性に基づく企業の取り組みをまとめた報告書類である。

(3) 「統合報告書」のカテゴリーには、統合報告書の他に、リアルレポートとコーポレートレポートを含んでいる。また、「CSR報告書」のカテゴリーには、CSR報告書の他に、サステイナビリティ報告書や環境報告書を含んでいる。

(4) NetZero Asset Owner Alliance は、二〇五〇年までに投資ポートフォリオを温室効果ガス排出量ネットゼロに移行することを約束する機関投資家グループであり、日本からは第一生命保険、明治安田生命保険相互会社、日本生命保険相互会社、SOMPOホールディングス株式会社、住友

生命保険の五社が加盟している（二〇二四年六月二日時点）。NetZero Banking Alliance は、二〇五〇年までに融資・投資・資本市場活動を温室効果ガスのネットゼロ排出に合わせることを約束する銀行のグループであり、日本からは三菱UFJフィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、野村ホールディングス、三井住友フィナンシャルグループ、三井住友トラスト・ホールディングス、農林中央金庫の六社が加盟している（二〇二四年六月二日時点）。

(引用文献)

Du, X., "How the market values greenwashing? Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, Vol.128, 2015, pp.547-574.

Fieseler, C., Fleck, M., and Meckel, M., "Corporate social responsibility in the blogosphere", *Journal of Business Ethics*, Vol.91, 2010, pp.599-614.

奥泉正樹・加藤政仁・砂川伸幸「ESG株価指数の銘柄入替と株価」MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数の採用と除外における株価の動向―、『証券アナリストジャーナル』、第六一号第二巻、二〇二三年、九四一―九五

頁。

加藤政仁・砂川伸幸・米澤恭子「SDGの債発行と株式市場の  
反応」、『日本価値創造E R M学会・第一七回研究発表大会  
予稿集』、二〇二三年、一三三―一四〇頁。

(かとう まさひと・中京大学経営学部准教授・  
当研究所客員研究員)