



# Viewpoint

在日米国商工会議所意見書

日本の上場企業はESG関連のリスクと  
目標に関する事実情報の開示を  
Require Listed Japanese Companies  
to Disclose Factual Information  
Regarding Their Environmental,  
Social, and Governance (ESG)  
Related Risks and Objectives

オルタナティブ投資委員会  
Alternative Investment Committee  
2021年12月まで有効  
Valid through December 2021

英語正文

在日米国商工会議所 / **The American Chamber of Commerce in Japan**

〒106-0041 東京都港区麻布台 2-4-5, メソニック39MTビル10階  
Masonic 39 MT Bldg. 10F, 2-4-5 Azabudai, Minato-ku, Tokyo 106-0041

Tel +81 3 3433 7358  
Fax +81 3 3433 8454  
external@accj.or.jp

<http://www.accj.or.jp/advocacy-papers-1>

# ACCJ Viewpoint

## RECOMMENDATION

The American Chamber of Commerce in Japan (ACCJ) urges the Japanese Government amend the Financial Instruments & Exchange Act to require publicly listed companies to report to shareholders, at least annually, on specific environmental, social, and governance factors that could impact their business and the measures they are taking to address material ESG issues and to manage ESG related risks. Firms that fail to adequately report on such matters should face a series of progressively tougher consequences, commencing with public notice of insufficient disclosure by the Japan Exchange Group (JPX).

### Positive Developments to Date

The ACCJ supports the actions of JPX and the Japanese government to date to encourage more ESG disclosure, including JPX joining the Sustainable Stock Exchanges Initiative as a Partner in December 2017, as well as revisions to the Corporate Governance Code and the Guidelines for Investor and Company Engagement, published in June 2018.

The ACCJ also appreciates the active involvement of the Cabinet Office, METI, and other Japanese ministries and agencies in promoting the UN Sustainable Development Goals (SDG). ESG-related disclosures are separate and distinct from the UN's SDG initiative. At the same time, the disclosures are a precursor to the development of Japan as a leader in sustainable business, from an economic, environmental, and social perspective.

### Stronger Guidance Needed about ESG Disclosures

Additional, formal action is required to enhance ESG disclosure frameworks because many Japanese companies lack knowledge regarding the expectations of global investors about ESG disclosures.

While substantial progress has been made on the issue of governance through the introduction and revision of the Japan Corporate Governance Code and the Stewardship Code, additional measures are required to ensure that investors are provided with the ESG information they need to make wise investment decisions. Such measures are essential to creating a "virtuous cycle in capital markets" that promotes the growth of financial services in Japan and Tokyo's position as a global financial center.

ESG Disclosure measures should: (i) clearly delineate the scope of disclosure expected; (ii) establish benchmarks that will enable investors to make "apples to apples" comparisons of ESG compliance;

## 提言

在日米国商工会議所(ACCJ)は、日本政府に対し、早急に金融商品取引法を改正するよう要請する。改正内容は、日本の上場企業に対して、事業に影響のあるESG(環境・社会・ガバナンス)ファクターおよび重要なESG課題に対する取組みについて、少なくとも年1回、株主に報告すること、およびESG関連リスクの管理を行うこと、の2点を義務付けることである。こうした事項に関する十分な報告を怠った企業については、情報開示が不十分であることを日本取引所グループ(JPX)が公表するなど、段階的に厳しい措置を課すべきである。

### これまでの進展

2017年12月、JPXが「持続可能な証券取引所イニシアティブ」にパートナーとして参加することを決定、2018年6月にはコーポレートガバナンス・コードの改訂や「投資家と企業の対話ガイドライン」の発表を行うなど、JPXと日本政府が行ってきたESG情報開示の推進に向けた取組みをACCJは支持する。

また、内閣府や経済産業省などの省庁が国連の持続可能な開発目標(SDGs)の推進に向けて積極的に行動している点についても、ACCJは評価する。ESG関連の情報開示は、国連のSDGsの取組みとは別個のものであるが、こうした情報開示の動きは、経済、環境、社会の観点から、持続可能な経営の分野で日本がリーダーとして成長を遂げる兆しでもある。

### ESG情報開示で求められる指導強化

世界の投資家がESG情報開示に寄せる期待について、まだ十分に理解していない日本企業は多い。そのためESG情報開示の枠組みの強化に向けて、さらなる公的措置が求められる。

ガバナンスについては、日本版コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードの導入・改訂を通じ、大きな進展が見られるが、投資家が賢明な投資判断を下すうえで必要なESG情報が適切に提供されるようになるためには、さらなる方策が求められる。そうした方策は、「資本市場における好循環」を生み出し、日本の金融サービスの成長促進と、世界の金融拠点としての東京の地位向上を図るためには不可欠である。

ESG情報開示においては、(i)期待される開示範囲を明確に示すこと、(ii)投資家がESGコンプライアンス状況を同一条件で比較できるようにベンチマークを確立すること、(iii)各社が直面するESGリスクを管理することにより、透明性のある定性的評価を導入すること(収益予想の目的で提供される評価と同様)、の3つが求められる。

# ACCJ Viewpoint

and (iii) require a transparent qualitative evaluation by management of ESG risks facing their businesses (similar to that provided for “earnings guidance”).

## ISSUES

The need for additional measures (guidelines, regulations, etc) in Japan to ensure that investors in listed Japanese companies receive full and fair disclosure of ESG related issues (“ESG Legislation”) is essential to creating a “virtuous cycle in capital markets” consistent with the recommendations of the Disclosure Working Group Report of the Financial Council. The need for enhanced ESG measures is timely now because of the combined impact of developments in international investor markets.

### A. Mounting Evidence that ESG Disclosure Can Be as Important as Financial Disclosure to Investment Decisions by Institutional Investors

Because there is a mounting body of empirical evidence<sup>1</sup> that corporations with strong ESG compliance cultures substantially outperform those with weak ESG compliance cultures, periodic ESG risk disclosure will ensure that investors will make better investment decisions. Many studies have indicated that a corporation’s ESG posture has been shown to impact the economic success of that corporation.<sup>2</sup> Thus, evaluating a corporation’s pursuit of ESG best practices may be as material to many investors’ investment decisions as are the prior quarter’s revenue and profit information.<sup>3</sup>

### B. Growing Recognition Among Analysts that Companies with Weak ESG Awareness and Policies Create a Major Investment Risk Factor

Investors, both foreign and domestic, expect to see ESG factors disclosed and explained in periodic reporting by listed issuers because ESG related risks, such as respect for human rights, recognition of the potential and contingent liabilities, and challenges associated with climate change and the direct impact of weak corporate governance on corporate performance and failure, are now among the most important risk factors to be evaluated when investing in Japanese

## 問題点

金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」報告での提言においても言及されている「資本市場における好循環」を生み出すには、日本の上場企業に投資する投資家が ESG関連の課題について完全かつ公正な情報を確実に入手できるようにするための指針や規制などの追加措置(以下「ESG法案」)が必要である。国際的な投資市場の動向による影響を考えれば、ESG情報開示への取組み強化は時機を得たものと言える。

### A. 機関投資家による投資判断において、ESG情報開示が財務情報の開示と同様に重要視され始めている

強固なESGコンプライアンス文化を持つ企業が、そうでない企業を業績面で大きく上回る経験的証拠<sup>1</sup>が増加している。そのためESGリスクが定期的に開示されれば、投資家は確実によりよい投資判断を下すことができる。多くの調査が示しているように、ESGへの取組み姿勢は企業の経済的な成否に影響を与えている<sup>2</sup>。ESGのベストプラクティスを追求する企業の姿勢を評価することは、前四半期の収益や利益に関する情報と同じように、多くの投資家の投資判断に重要な意味を持つと言える<sup>3</sup>。

### B. 「ESGに対する意識が低く確固とした方針を持たない企業には重大な投資リスクファクターが生じる」との認識がアナリストの間で広がっている

国内外の投資家は、上場企業が定期的にESGファクターの開示・説明を行うことを期待している。人権の尊重、潜在的債務および偶発債務の認識、気候変動に伴う課題、脆弱なコーポレートガバナンスが業績や事業失敗に直接与える影響など、ESG関連のリスクは、今や日本企業に投資を行う際に評価される最重要リスクファクターの1つになっている。アナリストの間では、確固たるESG方針を持たない日本企業は、ESGに積極的に取り組む企業と比べてリスク特性が高いと受け止められることが多い。

### C. 年金機構や政府系ファンド、企業年金管理機関、基金など、世界の受託投資機関は、ESGコンプライアンス情報の開示が不十分な日本企業に対して、投資を控える傾向が強まっている

顧客から投資運用を委託された投資マネジャー(以下「フィデューシャリーマネジャー」)は、投資受益者のために行動する

1. See <https://www.msci.com/www/research-paper/foundations-of-esg-investing/0795306949>  
2. <https://hbr.org/2016/10/the-comprehensive-business-case-for-sustainability>; “Assessing Risk Through Environmental, Social and Governance Exposures.” AQR research paper, [WWW.AQR.COM](http://WWW.AQR.COM); “The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: an Empirical Test of the Risk Management Hypothesis.” *Strategic Management Journal*, Vol. 30, pp. 425–445. Khan, M., G. Serafeim and A. Yoon. (2015). “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality.” *Accounting Review*, Vol. 91, No. 6, pp. 1,697–1,724; Krueger, P. (2015). “Corporate Goodness and Shareholder Wealth.” (2015). *Journal of Financial Economics*, Vol. 115, No. 2, pp. 304–329  
3. *Forbes* reports that more than US\$21 trillion of investment decision are made in whole or in part in consideration of ESG factors and this is likely to grow.

1. <https://www.msci.com/www/research-paper/foundations-of-esg-investing/0795306949>を参照  
2. <https://hbr.org/2016/10/the-comprehensive-business-case-for-sustainability>; “Assessing Risk Through Environmental, Social and Governance Exposures; (AQR research paper) [WWW.AQR.COM](http://WWW.AQR.COM); Khan, M., G. Serafeim・A. Yoon [The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: an Empirical Test of the Risk Management Hypothesis] (Strategic Management Journal (2015) 第30巻425~445ページ)、Krueger, P [Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality] (Accounting Review (2015), 第91巻第6号1697~1724ページ)、「Corporate Goodness and Shareholder Wealth」(Journal of Financial Economics (2015), 第115巻第2号304~329ページ)  
3. 『フォーブズ』誌によれば、すべてまたは一部のESGファクターを考慮して投資を判断した額は[21]兆米ドル以上にのぼり、今後も増加する見込みである。

# ACCJ Viewpoint

corporations. Thus, Japanese corporations with poor ESG policies are often perceived by analysts to present a relatively higher risk profiles than firms with strong ESG governance cultures.

## C. Global Fiduciary Investors Including National Pension Systems, Sovereign Wealth Funds, Corporate Pension Managers and Endowments Increasingly Are Limited in Their Ability to Invest in Japanese Companies with Weak ESG Compliance Disclosure

Investment Managers for fiduciary accounts (Fiduciary Managers) have increasingly become bound by investment guidelines and policies that require them to review ESG-related information as part of their fiduciary duty to act as a “good manager” for their investment beneficiaries.

Moreover, the need for a positive ESG profile as pre-condition to the ability of Fiduciary Managers to continue to invest in Japanese companies is growing, and this trend is anticipated to grow and expand throughout the world as part of the recognition of the negative externalities resulting from poor ESG compliance. Due to these developments, Fiduciary Managers need ESG Disclosure—if they cannot obtain such information from Japanese listed companies, it may be difficult for the managers to continue to invest here in Japanese companies.

## D. Major Foreign Investors Expect Full and Fair ESG Disclosure

Increasingly, the vitality of Japanese capital markets depends on foreign investment, and foreign investors increasingly expect to receive full disclosure of ESG matters as part of the corporate disclosure process and are receiving this information routinely in other jurisdictions. Unfortunately, Japanese corporations have not responded to these investor needs voluntarily. Japan should act now by adopting strong ESG legislation to ensure that Japanese corporations and markets are not left behind by global investors and global capital markets.

There are numerous examples of other markets that use either specific disclosure requirements or a “comply or explain” approach to ESG reporting, including, but not limited to, the EU, Norway, Denmark, India, China, Hong Kong, Malaysia, Brazil, and South Africa. It is important that Japan not be viewed as an “outlier” in ESG Disclosure if it wishes to build a strong, internationalized, capital market.

「グッドマネジャー」としての受託者責任を果たすため、ESG関連情報の検討を求める投資指針・方針にますます縛られるようになっている。

さらに、フィデューシャリーマネジャーが日本企業への投資を継続する前提条件として、良好なESG特性を挙げる傾向が強まっている。ESGコンプライアンスへの取組みが不十分であることが負の外部性を引き起こすという認識もあるため、今後この傾向は世界的にさらに強まり、拡大していくものとみられる。こうした背景から、フィデューシャリーマネジャーはESG情報開示を必要としている。情報を入手できなければ、日本の上場企業への投資継続は困難になりかねない。

## D. 主要な海外投資家は完全かつ公正なESG情報開示を期待

日本の資本市場が外国からの投資への依存度を高める中、海外投資家の間では企業による情報開示の一環としてESG関連事項の完全な開示を期待する声が高まっており、すでに日本以外の地域ではこうした情報が定期的に提供されている。残念ながら日本企業はこのような投資家のニーズに自発的に応えてこなかった。今こそ日本は強力なESG法案を採択し、日本の企業と市場が世界の投資家や資本市場から取り残されないようにすべきである。

EU、ノルウェー、デンマーク、インド、中国、香港、マレーシア、ブラジル、南アフリカをはじめとする海外市場では、具体的な開示要件が定められているか、ESGレポートでの「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」方式が採用されている例が多数見られる。日本が国際化された強固な資本市場の構築を望むのであれば、ESG情報開示において“規格外”扱いされることがあってはならない。

## E. グローバル・ベストプラクティスに則った情報開示の枠組みとの整合性を図ることが望ましい

EU加盟国と英国は、ESG情報開示の枠組み強化とスチュワードシップ<sup>4</sup>指針を通じて、持続可能な金融の総合的な体系づくりを進めている国々の一つである。これらの国々が進めている取組みを踏まえると、現在日本は国際的な金融拠点としてトップレベルの地位を回復しようと取り組んでいるが、強制的なESG情報開示の枠組みこそが、日本の資本市場がアジアで持続可能な金融を進めていくための成功の鍵を握っていると、ACCJは確信している。ESGレポートは21世紀にふさわしい企業情報レポートの自然な発展形であり、日本はその潮流の最前線にあるべきである。

4. [https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en)  
<https://www.idsupra.com/legalnews/companies-must-carefully-consider-esg-99201/>

# ACCJ Viewpoint

## **E. The Desirability of Consistency with Global Best Practices**

Both the EU and the UK are among those designing comprehensive taxonomies for sustainable finance through enhanced ESG disclosure frameworks and stewardship guidelines.<sup>4</sup> In light of this and related developments, the ACCJ believes that a mandatory ESG disclosure framework will be a core success factor for the Japanese capital markets to advance sustainable finance in Asia, especially at a time when Tokyo is seeking to restore its position as a top tier international financial center. ESG reporting is part of the natural evolution of corporate information reporting in the 21st century and Japan should be at the forefront of this trend.

---

<sup>4</sup> [https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180524-proposal-sustainable-finance_en)  
<https://www.idsupra.com/legalnews/companies-must-carefully-consider-esg-99201/>