

『証券経済学会年報』第51号別冊
証券経済学会創立50周年記念大会
学会報告論文

「ESG投資の動向と課題」
—重要性が高まる機関投資家の視点から—

「ESG 投資の動向と課題」

—重要性が高まる機関投資家の視点から—

酒巻雅純

東京証券取引所

はじめに —問題の所在—

ESG 投資とは、機関投資家 (Institutional Investors) が証券投資の意思決定プロセスに、売上高や利益などの会計情報 (accounting information) に加えて、環境 (E: Environment), 社会 (S: Social), 企業統治 (G: Governance) という非会計情報 (non-accounting information) も考慮して投資先企業の選別を行う投資活動である。足元では国際的な公的年金基金をはじめとする機関投資家の間で、投資先企業の選別基準に ESG を加えるブームともいえる状況になっている。

日本でも 2010 年に日本労働組合総連合会から「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」が公表され、ワーカーズキャピタル (企業年金, 公的年金, 労働組合の独自資金) の運用に際して、ESG を考慮することを求めている。さらに、運用資産が約 130 兆円 (そのうち, 約 30 兆円が日本株) という世界最大規模の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は、2015 年に国連責任投資原則¹⁾ (Principles for Responsible Investment: PRI) に署名し、ESG 要素を投資に取り入れる方針を示している²⁾。

機関投資家は、投資判断の際に投資先企業の議決権を背景に、株主総会外でも企業の経営陣との対話を通じて企業行動に大きな影響を与えている。これは、2014 年策定の日本版スチュワードシップ・コード (以下, SS コード) で「目的を持った建設的な対話 (Engagement)」と呼ばれるが、エンゲージメントの場面では、サステナブルな成長をキーワードに ESG をめぐる議論が広がりつつある。

ESG 投資が世界の潮流となり、このことが投資される側の企業に環境や社会的課題への取り組みを事業展開に結びつける姿勢を促している。企業の ESG に対する取り組みを開示し投資家と対話することは、企業価値の適切な評価にもつながり得る。投資家の意思決定には、ESG

情報が重要となる。しかしながら、現在のところ、投資家が利用する ESG 情報の開示をめぐる課題は多く、当該情報は独立した報告書上で財務報告を補完・包含するかたちで開示されている。

そこで、本稿では、ますます重要性が高まる機関投資家による ESG 投資をめぐる、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメント、さらには投資家の視点で ESG をどのように評価しているのかという側面からアプローチし、その意義や課題を中心に明らかにする。併せて、実際の ESG 情報の多様性という特性を踏まえた情報開示の要請・信頼性の保証等について考察する。なお、本稿での意見にわたる部分は筆者の私見であることを申し添える。

1) PRI は、2006 年 4 月に機関投資家向けに国連が策定した資産運用に際して、ESG 要因に配慮することを求める原則である。PRI は、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP-FI) と国連グローバルコンパクト (UNGC) によって策定されている。

機関投資家の運用パフォーマンスに ESG が影響を及ぼすという考え方に基づき、「投資分析と意思決定のプロセスに ESG 課題を組み込む」等の 6 つの原則を示し、署名機関に対してその実施を促すものである (2016 年 10 月現在で、317 の機関投資家と 1,046 の運用機関が署名)。

なお、国連は、PRI の他にも気候変動枠組条約締結国会議 (COP) など環境問題を中心に世界的な枠組み作りに取り組んでいる。

2) GPIF は、法令 (独立行政法人通則法, 年金積立金管理運用独立行政法人法及び厚生年金保険法) の規定により、管理運用の基本方針 (インベストメント・ポリシー) の作成を義務付けられている。

1. ESG 投資に対する考え方

ESG 投資の国際的な潮流は、投資される側の企業にも影響を与えている。そこで、ESG 投資の考え方及びその高まりの背景について整理する。

(1) ESG 投資の時代的要請

日本政府の成長戦略の中で策定された SS コードは、機関投資家が投資先企業の企業価値の向上を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図るに当たり有用と考えられる諸原則を定めている³⁾。日本では、ワークスキャピタルやGPIFの資産運用においてESGが強く意識されてきている。2016年12月27日現在で、SSコードの受け入れを表明した機関は、信託銀行等7、投信・投資顧問会社等152、生命保険会社18、損害保険会社4、年金基金等26、その他（議決権行使助言会社他）7、合計で214社となっている。

米国では、公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）は、長期投資家として、気候変動や天然資源の可用性（natural resource availability）といった企業やポートフォリオに重要（material）な影響を及ぼしうるリスク要因を考慮することを投信念念（Investment Belief）に採用している⁴⁾。

もっとも機関投資家の資産運用は市場に連動するパッシブ運用が多い。つまり、日経平均株価や東証株価指数など市場全体の動き（ベータ）と連動することを目指した運用を行っている。この割合が過度に高いと、個別銘柄について中長期的な企業価値に基づく株価が形成されず、運用自体の合理性が失われる懸念もあるが、パッシブ運用は日本だけでなく国際的にも増加傾向にある。日本では特に顕著で、たとえば、GPIFは資産全体の8割をインデックス運用している。パッシブ運用は、市場全体が成長しなければ、運用成績が向上しない。そのため機関投資家は、投資先企業とのエンゲージメントを通じて、企業価値を向上する取り組みを促す必要がある。

実際、GPIFは、2014年にSSコードの受け入れを表明し、委託先である運用機関に対してエンゲージメントへの取り組みを促している。さらに、GPIFは、2015年に国連のPRIに署名し、運用機関によるESGを考慮したエンゲージメントへの取り組みを運用機関の評価に組み込むことや、2016年には国内株式を対象としたESG関連の指数を公募するなど、資産運用におけるESGの考慮を強めている。

こうしたESG投資の高まりの背景には、PRIによる後押しが大きいと考えられる。たとえば、地球温暖化につながる石炭火力発電のような企業活動は社会的コスト（企業自身は負担しないコスト）を発生させている。現代社会が抱える外部不経済に対して、どのように内部化していくのが問題となる。これは一企業での対処は限られるため、政府・企業を含めて考える社会の大きな課題として捉えるべきである。したがって、国・政府を超えた国連のような国際機関によるESGへの取り組みが不可欠となる⁵⁾。

(2) ESG への企業と機関投資家の取り組み

環境や社会にやさしい姿勢は、コストがかかるため、株主利益に反するとの意見がある。さらに、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility：CSR）に関しては、良き企業市民活動（寄付、メセナ、フィランソフィー、ボランティア）や従業員の福利厚生の実現に留まり、具体的なESGのテーマを戦略的に本業に取り入れようとする姿勢は稀であるとの見方もある。

機関投資家は、企業の主要なステイクホルダーとして、投資先企業の持続的成長と企業価値向上に貢献すべきとの意見がある。これはESGで優れた企業は持続的な成長を可能にし、長期的に見れば株主利益とも一致するという考え方に基づいている。

重要なことは、ESGを特別なものとして捉えず、日本の企業、投資家、運用機関が主体的・継続的にどのようにESGを受け入れていくか、という点にあると考える。

では、確かにESGは重要だが、実際の投資パフォーマンスにどのような影響があるのだろうか。カルパースは、日本企業を含む投資先企業に対して、そのESGへの取り組み姿勢をただし、その結果、企業の株価がベンチマークを上回る効果があること（カルパース効果）を報告している。しかし、ESG投資が市場平均に対する超過リターン（アルファ）を高めるという因果関係の明確な学術的な実証研究はない⁶⁾。現実には、ESGを考慮してどのように長期投資のリスクを軽減し、リターンの改善に繋げていくのか（リスクの低減効果）が焦点となる。したがって、運用成績が問われる機関投資家は、非会計情報の評価方法をいかに体系化し、その評価を運用成績の向上に繋げるのか、という難題に直面している。

複雑さを増す現代社会と企業との関係性の中で、企業にとってサステナブルな成長を目指す責任があるとすれば、マルチステイクホルダーに向けての価値を高めてい

く取り組みが求められる。さらに、企業には機関投資家とのエンゲージメントの充実、特に ESG の要素が企業の将来の業績にどのように関連するのかを理解してもらうことが必要になってきている。同時に、機関投資家には、エンゲージメントを通じ、株式市場や企業経営の長期的視点を欠いたショートターミズム (short-termism) を回避し、投資先企業のサステナブルな企業価値創造を促す働きかけが求められる。

3) SS コードの原則3では、機関投資家が投資先企業の状況を把握すべき内容として、「投資先のガバナンス、企業戦略、資本構造、リスク(社会・環境問題に関連するリスクを含む)の対応など、非財務面の事項を含む様々な事項」を想定している。

4) CalPERS Investment Belief 9

5) もとより、その取り組みは投資だけに限らない。我々市民(消費者)が消費を行う際に製品・サービスの価格・品質に加えて、その生産背景(生産プロセスや社会的配慮などの企業姿勢)も評価して意思決定を行うエシカル消費 (ethical consumption) という行動もある。

6) ESG 投資と投資パフォーマンスの関係について分析した先行研究に、UNEP Finance Initiative(2007)や日本では井口(2013)などがあるが、ESG を考慮した方が、パフォーマンスが高いという結論が多い。ただし、ESG 要因のみのパフォーマンス寄与度を算定することは難しいので、一定の限界がある。

2. ESG 投資の定義

ESG 投資の前には社会的責任投資 (Socially Responsible Investment :SRI) としてよく知られていた。従来の SRI は社会的側面が強かった。ここでは、ESG 投資とは何かを定義した上で、ESG をめぐるリスクファクター・機会という考え方を論及する。

(1) ESG 投資の定義

本稿での ESG 投資の定義は、「機関投資家が証券投資の意思決定プロセスにおいて会計情報に加えて、ESG に考慮して投資先企業の選択を行う投資活動」をいう。ここで機関投資家とは、顧客から資金を受託し運用する機関、すなわち受託責任が求められる「プロの投資家(年金基金、運用機関等)」である。

ESG 投資の前には欧米のプロテスタント教会の資金運

用に端を発する SRI が注目されたこともあった。しかし、その広がりには欧州の一部にとどまっている。

SRI は、約 100 年の歴史があり、キリスト教倫理を投資行動に反映させる投資である。その投資手法は、主として投資主体の教義(平和主義、禁酒、禁煙)から悪影響を及ぼす可能性のある特定の産業および企業(アルコール、タバコ、ギャンブル、武器など)をあらかじめ投資対象から外すというネガティブ・スクリーニングである。ESG 投資もネガティブ・スクリーニングから始まったとされる。たとえば、カルパースは 2001 年以降、保有資産からタバコ会社を除外(ダイベストメント)してきた。

SRI は、宗教観や社会運動(欧米ではベトナム戦争への反戦、アパルトヘイトへの反対、人権等であり、日本では公害問題)の一環としての位置づけから CSR に基づいたものに変遷してきた。これに伴って運用成績自体も重要視されるようになり、ネガティブ・スクリーニングに加えてポジティブ・スクリーニング(ESG 評価が相対的に高い企業へ投資する手法)も用いられるようになり、今日の ESG 投資に至っている⁷⁾。

図表 1 は、2012 年及び 2014 年の世界の地域ごとの ESG 投資額の状況を示している。欧州・米国を中心に市場規模の増加傾向がみられ、2014 年の合計で約 21 兆ドル(世界の運用資産の約 30%)に上っている。一方で、日本を含むアジア地域では欧米と比較して ESG 投資の市場規模が極めて小さく、十分に浸透しているとはいえない⁸⁾。

図表 1 世界の ESG 投資の市場規模

(単位:100 億ドル, %)

	2012 年	2014 年
欧州	875	1360 (63.7)
米国	374	657 (30.8)
カナダ	58	94 (4.4)
オセアニア	13	18 (0.8)
アジア	4	5 (0.2)

(注) 2014 年の () 内の数値は、市場シェアを示す

(出所) GSIA2014 Global Sustainable Investment Review

(2) リスクファクター・機会としてのESG

企業は、ESGに取り組むことで、企業価値向上を寄与させることも可能となる。このことをリスクファクター・機会という考え方から考えてみたい。たとえば、気候変動など環境問題や社会問題については、国際的な規制の導入の影響等によって重大なビジネスリスクになる可能性がある。このほかにも企業は、製造・販売拠点を海外に求めているが、製品の安全性を確保するためのサプライチェーン・マネジメントの構築や、途上国での人権問題などへの対応を看過することも大きなリスクファクターになり得る。

日本でも2015年の企業統治指針の導入後、ESGのGに相当するガバナンスへの関心が高まっている。たとえば、ある自動車メーカーでは、排ガス等の環境規制を遵守しなかったという企業不祥事対応の観点からESGに取り組んでいる。これを契機に、真剣にESGに向き合い、ESG要因を経営戦略と繋げていけば、長期的な企業価値を高めることも可能と考えられる。また、機関投資家のESG情報の分析において、リスクファクターだけではなく、収益を伸ばす機会を見つけ出すことも必要となる。

ただし、ESG投資に対して留意すべき点も考えられる。それは、日本は欧州等と異なり、まだESGがバリュエーションに織り込まれていない。ESG評価が超過リターン（アルファ）の源泉となるとして、リスク・リターンへの影響が大きい要因のみを限定的に投資に反映するという懸念がある。この点につき、第一に、ESG投資が長期投資の運用であること、第二に、ESG投資に対する考え方が企業選別というよりも企業への働きかけに重きがある、というポイントを踏まえることが必要であると考えられる。

7) 機関投資家のESG投資対象は、株式以外にも、債券、不動産までに拡大している。たとえば、地域の再生可能エネルギーの事業会社への出資、環境保全のためのプロジェクトに用途を限定する債券（グリーンボンド）や環境認証を取得している不動産（グリーンビルディング）への投資等である。

8) 日本のESG投資の先駆けとして1999年以降設定されたエコ・ファンドがある。しかし、これはポジティブ・スクリーニングファンドで個人投資家向けの投資信託である。

また、欧米では、個人でも1980年代以降に生まれた若いミレニアル世代は消費・投資行動に環境や社会問題の要因を反映させる傾向が強く（グリーン・コンシューマー層の拡大）、ESGを投資基準とする投資信託、上場投資信託（ETF）の人気の高さにつながっている。

3. エンゲージメントとESG評価

機関投資家は、投資先企業にESG改善を促すような働きかけを実施している。これはエンゲージメントと呼ばれるが、その考え方や内容、さらにESG情報の評価について論究する。

(1) エンゲージメント

ESGの要素を考慮する投資手法としては、①将来のESG改善を予想してアルファを得るアクティブ運用、②ESGスコアの高い企業を母集団としてアクティブ投資でアルファを得る、③ESGスコアの高い企業への長期投資でリスクの低減を図る、④投資先企業のESG改善を促すように働きかけ（エンゲージメント）、その結果としてアルファを得る等が考えられる。ここでは、特に、④に着目して、エンゲージメントを考察の対象としたい。

機関投資家は、投資先企業の株主総会で行使する議決権を背景に、株主総会の外でエンゲージメントを実施している。機関投資家によるエンゲージメントは、主に米国で一般的なアクティビスト・ファンドが行う対立・挑発的手法とは異なるという意見もある。しかし、投資家側の認識と企業側の認識が乖離しているケースが多く、さらに、各種提案を行い、機関投資家の賛成を引き出す手法が増えているため、実際に両者の区別は難しい。また、両者は、長期の視点で企業価値の創造を目標としている点で共通している。したがって、エンゲージメントは株主アクティビズムの一環であると考えられる。だからこそ企業の姿勢として、集中的な議論の場を持つなど様々なコミットメントのレベルがあるものの、機関投資家とのエンゲージメントを重視すべきなのである。

それでは、現実の企業と機関投資家のエンゲージメントの場面で、誰（エンゲージメントの当事者）がどのようなテーマを議論し合うのであろうか。

誰については、企業側では、CEO、CFO等の経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）である。投資家側は、アナリスト、ポートフォリオ・マネジャー、議決権担当者等になる。また、海外の機関投資家においては、エンゲージメントを専門チームで実施するだけでなく、エンゲージメント・オーバーレイ・サービス（エンゲージメント代行業者）へ外部委託している。

先行する欧米機関投資家では、すでに投資先企業に対して「いかに効率的、効果的に対話するのか」がポイントとなっている。このことは株主の発言力を高める手法

として、複数の投資家が共同で投資先企業と対話する取り組み（集团的エンゲージメント）にみてとれる。

エンゲージメントの場面では、機関投資家は、事業面や財務面の戦略・業績のみならず、ESG もテーマに据えている。ESG のテーマは様々な要素を含むが、気候変動を引き起こす二酸化炭素（CO₂）の排出量や水使用量の低減など環境面、社会貢献、女性役員数、人権政策対応などの社会面、ガバナンスでは社外取締役を設置してきちんと機能しているか、取締役会やインセンティブ（報酬）のあり方や情報開示に前向きか、などが代表例である。

では、日本の機関投資家の関心はどこにあり、投資判断として重視しているのだろうか。その手掛かりとして、日本投資顧問業協会が実施したアンケート（SS コードへの対応等に関するアンケート；2015 年 10 月実施）によれば、企業との対話で最も重視するテーマ（回答数 96 社で複数回答）は、企業戦略が 83%、ガバナンス体制が 59% となっており、これらに関心が高いことが分かる。すなわち、ESG の中で重要なのが G であり、よく統治された企業は環境や社会にも配慮した経営が可能と考えているのであろう。質の高い企業統治を確立し、本業を通じて環境や社会に良い影響を与える社会的責任を果たす取り組みをする企業は、長期的に企業価値のサステナビリティが高いという考え方が広範に定着していくならば、時間が必要になるかもしれないが、ESG 投資の市場規模の拡大に繋がると考えられる。

一方、社外取締役の有無・役割が 10%、取締役報酬は 3%にすぎない。社会環境問題を重視するとの回答は、わずか 2%であった。したがって、エンゲージメントのテーマとして中長期的な企業価値に大きく影響する環境や社会問題に対する関心が低いという課題が残されている。

(2) ESG 評価

一般に証券投資の意思決定は、企業業績などの会計情報を分析する。しかし、会計情報だけでは企業のサステナブルな成長力を見極めることは難しい。したがって、ESG 投資を行う場合、投資家は企業が作成・開示している単独レポート（環境報告書、CSR 報告書、サステナブル報告書）や後述する統合報告書（integrated reporting）などから個々に ESG 情報を読み取らなければならない。さらに、企業が会計情報と ESG 情報とを関連付けて開示することは稀であるから、投資家には 2 つの情報を結び付けて評価する分析力が求められる。

機関投資家には、長期投資家として ESG 評価を含む考

え方を投資先企業に伝えることが最優先課題となる。では、ESG 情報として、どのようなテーマ（項目）が評価の対象となるのであろうか。

図表 2 は、英国の ESG 評価会社である FTSE Russell が公表しているマテリアル（重要なリスク）と考えるテーマを示している⁹⁾。

図表 2 FTSE Russell の ESG に関する評価項目

E ; 気候変動, 水使用, 生物多様性 (生態系), 汚染と資源, サプライチェーン
S ; 顧客責任, 人権・地域社会, 労働基準, 健康・安全, サプライチェーン
G ; 腐敗防止, リスクマネジメント, 税の透明性, コーポレートガバナンス

(出所) FTSE Russell Integrating ESG into investments and stewardship, 2015

ESG 情報の評価については、統一基準として確立した基準は存在しない。その評価に際しては、①インハウスの専門調査チームが行う形態、②外部の ESG 調査・評価会社を活用する形態がある。②のように ESG 評価を支援するツールの 1 つとして、ESG 調査・評価会社の情報サービス（ESG 格付）を活用することも有益であろう。ただし、情報提供に係るサービス競争が激化していること、調査項目を独自に開発して ESG 格付け（ESG 要素をスコアリングして定量的に分析・評価する）を実施していることから、そのサービスの品質が問われる（海外の大手証券会社では、環境情報を投資家に提供し、この他にもグローバルな ESG 専門調査機関や経済・金融情報配信会社でも ESG データの提供を行っている）。しかし、機関投資家には、これらのテーマをどのように会計情報に結びつけて企業価値を評価し、運用成績向上に繋げていくのかという課題が残されている。

このように評価基準が未確立、多様であるため、運用成果に結びつくかは明確な結果がでないことに留意すべきである。したがって、ESG 課題を考慮することによって、ベンチマークや企業価値にどの程度のプラスの影響が得られるのかという課題については、さらなる研究蓄積が必要であると考えられる。

では、日本企業の ESG の取り組みは、どのように評価されているのであろうか。前述のように国際的な ESG 調

査・評価会社は、ESG の取り組みを格付けしている。その格付けによれば、ESG の中でも E については優れており（格付けが高い）、2015 年 12 月に COP21 パリ協定¹⁰⁾ が採択されたことも影響して、その取り組みが評価されているようである。

他にも国際的なサステナビリティ評価会社のスイス・ロベコ SAM は、ESG への取り組み実績を示すガイドブックである「サステナビリティ・イヤーズブック 2017」において、49 か国 60 業種の 2,473 社について評価を実施している。日本企業では、3 社が最上位のゴールド・クラスに位置付けられている。

9) FTSE Russell は、英国フィナンシャルタイムズとロンドン証券取引所との共同出資子会社(1995 年設立、本社ロンドン、アジアでは東京、上海、北京、シンガポール、シドニー等世界 13 国にオフィスを持つ)で、インデックス (指数) を作成・管理する大手プロバイダーである。社会的責任投資指数のひとつとして FTSE4Good 指数を 2001 年から算出している。

10) パリ協定は、京都議定書に代わって 2020 年からの実施を目指す新たな地球温暖化対策の国際枠組みである。

世界 196 の国・地域が参加し、産業革命前からの世界の平均気温上昇を 2 度未満に抑え、さらに平均気温上昇 1.5 度未満を目指すことで合意した。2016 年 11 月 4 日に発効、日本も 11 月 8 日に批准した。

4. ESG 情報開示の課題

企業の ESG に対する取り組みを開示し、投資家と対話することは、企業価値の適切な評価につながり得る。ここでは ESG の取り組み状況に関する信頼性の高い情報の開示が重要となる。以下では、ESG 情報の多様性を踏まえた情報の信頼性の保証等について考察する。

(1) ESG 情報の開示

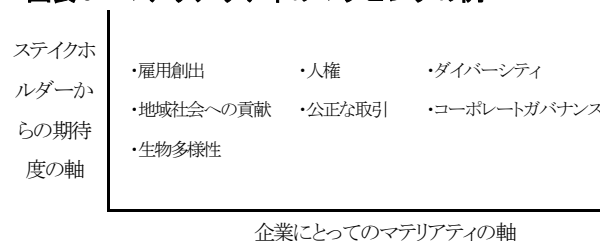
環境情報に関しては、財務報告内では、たとえば、資産除去債務、排出権、引当金等として測定されている。また、財務報告とは独立に貨幣的に測定するための会計（たとえば、環境省の環境会計）も生まれている。

日本では、1997 年に環境庁（現環境省）が「環境報告書ガイドライン」を整備し、これに準拠した環境情報の開示が始まった。その後、2004 年に「環境情報の提供の促進等による特定事業者等の環境に配慮した事業活動の促進に関する法律（環境配慮促進法）」によって環境報告

書の作成が義務化されている。しかし、その対象は独立行政法人等であり、企業に対しては作成の推奨にとどまっている。

環境を含む ESG 情報は独立した報告書としての開示が一般的である。しかし、近年、財務報告内での補完的役割ではなく、財務報告と ESG 情報を統合して開示する動きがある。たとえば、2013 年に国際統合報告評議会 (International Integrated Reporting Council: IIRC) は、そのガイドラインである「国際統合報告フレームワーク (IIRC, International Integrated Reporting <IR> Framework) を公表している。IIRC では、マテリアリティ (Materiality: 重要性の原則) という考え方をとっている。これは財務に重要な影響を及ぼす重要課題 (原因) について開示することであり、幅広いステイクホルダーを想定しながら、非会計情報の中から企業にとって重要なテーマに関する情報を開示するものである。マテリアリティの実際例として、たとえば、図表 3 に示すように、幅広いステイクホルダーからの期待度と企業にとってのマテリアリティを軸にしたマッピングを基に、双方の優先順位が高いテーマ (情報) を絞り込むことになる。

図表 3 マテリアリティのマッピングの例



(出所) 筆者作成

日本でも、企業がどのように価値を創造していくかの開示媒体として、統合報告書の作成が増加している (2015 年度は上場企業の 205 社が発行)。こうした統合報告書の発行企業増加は、日本の株式市場での ESG の関心の高まりを反映するものである。企業が投資家とのエンゲージメントを積極化しようとする動きに対応して、統合報告書が有力な情報伝達手段となってきた。

しかし、統合報告書については、多くの国で制度的な規制を受けない任意開示の段階に過ぎない¹¹⁾。その報告形態は多様であり、残念ながら統合報告書における ESG 情報を観察すると、ともすれば断片的 (事実の羅列が中心) で環境や社会的課題の解決に取り組むことが事業展開に結びついているのか不明なものが多いようである。

したがって、ESG 情報は外から見えにくいという特性が

あるため、企業価値との関係性を分かりやすいストーリーで説明する必要があると考える（たとえば、自動車メーカーの環境技術であれば、排ガス対応や人の安全といった情報が必要であろう）。さらに、バランス・スコアカードが展開される中で KPI (Key Performance Indicators; 重要業績指標) が、実務において普及しつつあり、KPI という定量的指標(目標指標である成果 KPI 及び管理指標であるプロセス KPI) を含めた開示も有用であると考えられる¹²⁾。

(2) ESG 情報の信頼性の保証

当然ながら、ESG に代表される非会計情報についても、ただ開示すればよいわけではない。すなわち、その記載内容や数値の信頼性と比較可能性が求められる。日本では、非会計情報の開示すべき範囲や内容が定まっておらず、作成と評価に関する確立された規範・ガイドラインは存在していない。つまり、非会計情報は、制度的な規制を受けない任意開示という特徴がある。したがって、その情報の信頼性の保証という課題が残されている。これは掘り下げて検討すべき今後の研究課題であるが、以下では現状を整理するに留めておきたい。

会計情報については、(会計) 監査人が監査報告書に、財務諸表が適正か否かの意見に加えて、内部統制が有効かどうかの意見を記載する。

一方、統合報告書において非会計情報が開示された場合の信頼性を確保する方法として、第三者による保証提供がある。これは、利害関係のない専門知識を有する第三者保証の提供機関が認証するものである。しかし、環境情報の集計範囲や集計結果の妥当性の検証に係る定義や手法、手続、保証レベルに課題が多いと指摘されている。さらに、信頼性保証の先進事例として、欧州では監査人によるレビューを受けている企業が多くある。レビューなので作成プロセスに着目した限定的保証に止まり、監査のような合理的保証(妥当性)が付与されるわけではないが、情報そのものの信頼性の評価のみならず、情報作成・提供のプロセスに着目して信頼性を担保する一定の意義があると考えられる。

(3) ESG 情報の比較評価(サステナビリティ会計基準)

現在のところ、企業は自社の Web サイト上に環境報告書等を公開する程度である¹³⁾。投資家にとって ESG 情報を比較評価する場合、環境や社会要因の定量的指標は

容易ではない。

米国では、幅広いステイクホルダーに対して企業価値を適切に表現する観点から、財務報告を超えたレーポティングに関する検討が行われている。たとえば、サステナビリティ会計基準審議会(Sustainability Accounting Board : SASB) は、企業が米国証券取引委員会(Securities and Exchange Commission : SEC) に提出する開示書類の中で ESG 情報を記載するためのガイドライン作りを進めている。すなわち、「年次報告書(Form-10K, Form-20F) に記載すべき非財務情報の開示基準」がある¹⁴⁾。同基準では、10 の産業セクター(ヘルスケア、金融、テクノロジー、再生不能資源、運輸、サービス、資源加工、消費財、再生可能資源・代替エネルギー、インフラストラクチャ) と、それをさらに 79 の業種ごとに標準化した開示基準を示している。産業・業種ごとに定めて基準を設けることで、定性的な要因に関して同業他社での比較が容易になると考えられる。なお、前述の IIRC のアプローチとは異なるルールベースの色彩が強い基準であるという特徴がある。

11) 日本公認会計士協会(2013) 参照。

Kaplan, Robert, and David Norton (1996) では、会計情報と併せて非会計情報も活用するという統合経営の考え方(財務の視点、顧客の視点、内部プロセスの視点等)が示されている。

12) IIRC (2013) 1.11, 3.8 参照。

13) 情報提供側と情報利用側との効率的な情報共有という課題に対して、環境省の「環境情報開示基盤整備事業」は、世界で日本が先進するケースである。2013 年度から環境省により ESG 投資促進に向けた環境情報開示システム(XBRL (eXtensible Business Reporting Language) の適用、環境情報フォーマットの検討等)が整備され、2016 年度から 2019 年度まで実証運用期間となっている。同システムでは、企業が環境情報を入力する基準がある程度そろうため、同業他社との比較が容易になる。

なお、XBRL は、標準化された XML 規格のコンピュータ言語であり、ユーザーがデータ構造を自由に定義でき、データの自由処理が可能となり、情報提供側と情報利用者との効率的な情報共有が実現できる。

14) SASB (2013) pp. 8-10 参照。なお、Form-10K, Form-20F は、SEC が上場企業に提出を義務付けている法定開示書類である。

おわりに

ESG 投資は時代の要請であり、一時のブームに終わらせるのではなく、普遍的なコンセンサスになるべきである。日本では、これまで環境や社会などにやさしい企業経営は、コストがかかるなどの株主利益に反すると考えられてきた。しかし、企業の役割として大切なことは、利潤追求という「経済価値」と、社会的課題の解決という「社会価値」との両立にある。そして、この要請こそが ESG 情報について財務報告を補完する形から統合報告という新たな開示形態に至っているものと考えられる。

機関投資家が投資に際して ESG を考慮する意義は、社会的存在である企業に対して積極的な情報開示を促し、結果として、企業が持続的に成長するための長期的な課題の取組みを後押しすることにある。つまり、機関投資家は、株式保有企業の ESG 改善を促すように働きかけることによって課題の改善に繋げ、企業や社会のサステナビリティに貢献すべきである。

ワーカーズキャピタルや GPIF の資産運用において ESG が強く意識される中で、機関投資家には、投資先企業の企業価値向上とサステナビリティに貢献すべき社会的役割がますます重要になると考える。

参考文献

CalPERS, *Towards Sustainable Investment, taking responsibility*, 2012

FTSE Russell, *Methodology overview: Integrating ESG into investments and stewardship*, 2015

GRI (Global Reporting Initiative) , *Sustainable Reporting Guidelines (G4)*, 2013

GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) , *Global Sustainable Investment Review*, 2012

GSIA, *Global Sustainable Investment Review*, 2014

IAASB (International Auditing and Assurance Standards Board), *International Standards on Assurance Engagements (ISAE) 3000 Revised , Assurance*

Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information , 2013

IIRC (International Integrated Reporting Council), *Discussion Paper , Towards Integrated Reporting, Communicating Value in the 21st Century* , 2011. (日本公認会計士協会仮訳 (2011) 「統合報告に向けて-21 世紀における価値の伝達」)

IIRC, *International Integrated Reporting, <IR> Framework*, 2013

IIRC, *assurance on <IR> -An Introduction to the Discussion-*, 2014

Kaplan, Robert, and David Norton, *The Balanced Scorecard ; Translating Strategy Into Action* , Harvard Business School Press.1996 (吉川武男訳 (2011) 『バランス・スコアカード (新訳版) -戦略経営への変革-』生産性出版

PRI (Principles for Responsible Investments) , *Principle for Responsible Investments*, 2013 URI :<https://www.unpri.org/>

Porter, Michael , and Marker Kramer, *Strategy and Society ; The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility* , Harvard Business Review, December pp.78-94.2006 (村井裕訳 (2008) 「競争優位の CSR 戦略」 DIAMOND ハーバード・ビジネスレビュー1月号, 36-52 頁)

Porter, Michael, and Marker Kramer, *Creating Shared Value*, Harvard Business Review, January-February pp.62-77. 2011 (編集部訳 (2012) 「共通価値の戦略」 DIAMOND ハーバード・ビジネスレビュー6月号, 8-31 頁)

Robeco SAM, *Sustainability Year Book* , 2017

SASB (Sustainability Accounting Board) *Conceptual Framework*, 2013

Securities and Exchange Commission, :
URI :<https://www.sec.gov/>

UNEP Finance Initiative, *Demystifying Responsible Investment Performance*, 2007

井口謙二 (2013) 「非財務情報 (ESG ファクター) が企業価値に及ぼす影響」 『証券アナリストジャーナル』 51 (8) pp.36-44.

企業活力研究所（2010）「CSR の動向と新たな潮流に関する調査報告書（概要）」

企業活力研究所（2012）「企業における非財務情報の開示のあり方に関する調査報告書（概要版）」

金融庁（2014）『「責任ある投資家」の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）』

内藤文雄編著（2014）『監査・保証業務の総合研究』中央経済社

日本公認会計士協会（2011）「投資家向け報告におけるサステナビリティ課題の識別と重要性評価 -開示課題を特定するための考え方と方法論の検討-」（経営研究調査会研究報告第 44 号）

日本公認会計士協会（2013）「統合報告の国際事例研究」（経営研究調査会研究報告第 49 号）