



高まるESG投資と 情報開示の高度化

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科
教授

北川 哲雄

1. はじめに

本日のテーマは、「高まるESG投資と情報開示の高度化」ですが、昨今の同テーマを取り巻く環境は急激に変化しています。投資そのものの世界もそうですが、企業の情報開示の側面もかなり進んできています。例えば先般小松製作所によるESG情報開示のプレゼンテーションがありました。欧米企業と比較してもかなり高いレベルだと感じました。同様の機会はオムロンでもありました。これらの会社には、投資家をエンゲージする意気込み

がありますが、すべての日本企業がそうかという温度差を感じます。今後の動向に注目しているところです。

私は2017年7月に東洋経済新報社から『ガバナンス革命の新たなロードマップ』という本を出しましたが、ガバナンス革命というのはよく使われるものの曖昧な言葉です。さらに2014年以降には、スチュワードシップコードが導入され、2017年5月に改訂版が出ました。こうした状況下で、いったい我々はどこに行くのか。何が問題で、企業と投資家はどうか対処すべきなのかを少し立ち止まって考える必要もあるだろうと思っています。

— 目 次 —

1. はじめに
2. ESGとトリプルボトムライン (TBL)
3. ESG投資の類型と投資家の情報開示
4. 企業による情報開示の重要性
5. 情報開示ツールの充実と対話

2. ESGとトリプルボトムライン (TBL)

経済産業省の伊藤レポートは、ロンドン大学のジョン・ケイ教授によるケイレビューを参考に行っている面があります。しかしイギリス

スと日本では状況が違うことを意識してか、そのまま反映されているわけではありません。ケイレビューの主眼は、イギリスの企業活動の活性化にあります。イノベーションを生み出しビジネスモデルを変革して、グローバルマーケットでの競争優位性を獲得する。それに対して金融機関が何をなすべきかという視点で、機関投資家とアセットオーナーがともにそれをアシストすることが重要だということを謳っています。

ケイレビューをよく読んでみると、アンチショートターミズムが強調され、日本のコーポレートガバナンス革命において論議されたROE、株主還元、余剰資金、資本構成の議論は一切ありません。すなわちイギリスの企業においては、これらは克服された問題なのでしょう。反面、日本ではこれらが強調されるあまり、本来のイノベーションを生み出す、ビジネスモデルを変革するといった問題は、企業と投資家の対話から抜け落ちている気がしてしょうがないのです。実は、こうした議論をするのは大変なことで、投資家は生半可な知識ではできません。企業もアナリストやファンドマネージャーと対峙する時にいい加減な話はできないはずで、本来は一番重要なことだと思うのですが、様々なガバナンス指南書を見ても明確な処方箋は書かれていません。

むしろROE等の問題も、依然として資本市場にとって由々しき問題です。ただあえていうと、資本効率が常に悪く改善されない会

社には積極的に物言う投資家が入ってきません。日本企業において、PBR（株価純資産倍率）が0.8倍の会社の経営者は非常事態と認識すべきです。そういったレベルの話と、日本経済をリードする会社をアシストする投資とは、まったく異なる観点で臨まないといけないのですが、そのあたりが曖昧になっている気がします。そういう意味で、私は投資家にとってROEや株主還元は、マイナーな関心事にそろそろなっているべきではないかと思います。今こそ対話すべき事項の本質を理解すべき時だと強く感じています。

もう1つは、欧州のほとんどの大企業とアメリカの過半の大企業は、アニュアルレポートやサステナビリティ報告書を読むと「レスポンシブル・ビジネスの遂行」という言葉が出てきます。一方で投資家側は、レスポンシブル・インベストメントという言葉を使います。また日本の機関投資家はエンゲージメントレポートを出しているケースは少ないですが、よく読むとスチュワードシップコードでは投資家に対してもエンゲージメントレポートの発行を促しています。いずれにせよ、企業側のレスポンシブル・ビジネス（責任ある企業活動）は、日本でも重要なテーマになっていくべきでしょう。

既にPRI（国連責任投資原則）に署名した会社は責任投資家と言われていますが、彼らはこの精神に則り、レスポンシブル・ビジネスを推進するためにレスポンシブル・インベストメント活動を行うことが当たり前になら

ざるを得ない。これが次のステップでしょう。

責任ある企業活動とは何か。私は複数の説明の仕方があると思いますが、今はESGという言葉を使っています。欧米では企業側は使わないようですね。企業のアニュアルレポートやサステナビリティ報告書では、「トリプルボトムライン (TBL)」や「CSV (Creating Shared Value)」と説明していることが多いです。確かにE・S・Gと並列してしまうと、ガバナンスと環境と社会が独立してあるように見える。企業活動からいうと奇異な話です。E (環境) とS (社会) が大事だということを誰が担保するかというと、G (ガバナンス) なのです。つまり取締役会が責任を持ってやらなくては、レスポンシブル・ビジネスを遂行することにならないというロジックになります。私の見解でも企業のガバナンスを判断しようといったときの機関投資家と企業の対話は、現状では特定の狭いテーマのみを深く探求しているように思えます。ESG情報開示が優れていると評価されている欧州の大企業では、ほとんどTBLで説明しています。これはごく自然なことです。

日本ではどういうわけか、ESGがアニュアルレポートにまで出てきて、少し違和感があります。そういう意味で、1997年にジョン・エルキントン (イギリス・サステナビリティ社社長) が提唱したTBLの中には、財務的なパフォーマンスが入っています。これが重要なのです。財務的パフォーマンスと環境、社会への配慮を先取りすることを同時に求め

ることが必要であり、これらを包括的に捉えるのは取締役会の大きな責務であり、そこに責任投資が生まれるわけです。

もう1つの問題意識は、今はいろいろな言葉が蔓延しています。CSR、ESG、CSV、そしてTBL、最近ではSDGsが出てきました。それぞれニュアンスは複雑に違っています。こういった動きに対して能動的に取り組みそれぞれの意義をきちんと消化して活動し、説明している企業が我が国でもあります。

私はこの中でTBLが企業のレスポンシブル・ビジネスの在り方を説明するには最適だと思っています。企業のステークホルダーのマテリアリティ分析には便利です。これは企業活動にとって重要なことと、社会活動にとって重要なことの両方の接点を合わせていく分析です。これは便利なのですが、そこにとどまっています。

そこでマテリアリティ分析が重要となります。しかし実はマテリアリティの特定は困難なものです。情報開示を大切と考える日本企業の多くはその特定にエネルギーを割いています。ところが先般私が出席したIIRC (国際統合報告評議会) では、そこに固執するのではなく、考え方のプロセスを投資家に開示してしまう方法もあるという話が出ました。舞台裏を見せてしまうわけです。それによって投資家と自分たちが情報を共有化してしまうということです。

日本では1980年代から議決権行使助言会社が活躍しています。彼らは基本的に会社のフ

ファンダメンタルズはわかりませんから、定量的に判定しやすいことをやっています。社外取締役がまったく入っていない時代には、1人は入れなくてはいけない、その次は2人だと。最近では女性役員が1人必要だと。これが企業価値とどう関わるのでしょうか。また、社外取締役の役員会への出席率は75%必要だとどこかの助言会社が言えば、うちは厳しく80%にしようとする機関投資家が言う——こういったことにエネルギーを割くことは、日本社会にとって何の意味もないと思います。7割はだめで75%なら合格点で、80%ならなお良いという理屈はありません。原則出席率は100%であるべきです。

では実質的に企業のガバナンスを判断する手法を開拓することは本来機関投資家に課された問題だと私は思っています。そういうことも含めて、今日本で起こっていることを論じていきます。

■ 3. ESG投資の類型と投資家の情報開示

繰り返しになりますが、企業にとってトリプルボトムライン（TBL）は違和感がないのですが、ESGという言葉には違和感があります。ESGは責任投資原則（PRI）からきています。ご承知のように、国連が2005年に提唱したもので、6つの原則から成り立っています。日本でもGPIFが署名する前から多くの機関投資家が署名していましたが、実際ど

れくらいこの原則に沿って運用していたのかについては定かではありません。欧州に比べると遅々とした歩みではなかったでしょうか。しかし2015年9月のGPIFの署名を切っ掛けとして状況が大きく変わりました。その結果、ESG投資は10年遅れました。バックデータは実質上ないに等しい状態です。欧州は10年前からの蓄積があり、MSCI（米・金融調査サービス会社）のデータを見ても興味深いデータが出ています。

次にESG投資の類型の話をしします。専門家の間で意見が分かれる領域ですが、私は4つのカテゴリーで考えています。ひとつはGPIFが採用した「ESGインデックス型」です。これは情報ベンダーによるESG格付けで、スマートベータ指数を使ったパッシブインベストメントと私は思います。ここで一番重要なことは、公表情報から緻密な分析を行い評価していることと業種特性をきちんと考慮したのになっているということです。公表情報も隅々まで見て、かなり網羅したデータベースを保持しています。

通常は、2つ目に紹介する「ESGインテグレーション型」で、情報ベンダーの情報を参考にしつつ付加価値のあるリサーチを行い、独自の格付けを行うものです。私はこれをアクティブESG投資と呼んでいます。財務的な観点、業績予想に基づくファンダメンタルズ調査も合わせてポートフォリオを構成するタイプのものもあります。

3つ目は、「ESG積極エンゲージメント型」。

(図表1) 国連の責任投資原則

1. 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
2. 私たちは活動的な（株式）所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習にESG問題を組み入れます。
3. 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

(出所) 国連 (United Nations)

エンゲージメントファンドを運用することで、アクティビストとはまた違うカテゴリーです。EとSとGそれぞれを項目別に分析して、さらに経営戦略（Strategy）の是非まで積極的にエンゲージメントします。

4つ目は、「長期投資家」による評価です。本来、DDM（割引配当モデル）法やDCF（割引キャッシュフロー）法を使って長期予想を立てる投資家は、財務的な観点だけを重視するようですが、それに加えてESG項目を無意識に考慮しています。この4分類以外にもあると思いますが、私はこういう形で整理しています。

現状のESG投資残高は私の計算では2014年から2015年くらいの水準で23兆ドルくらいとみています。日本では最近かなり伸びているという統計がありますが、何をもってESG投資かという定義が定まらないところもあり、一概には言えないところです。ただ、この流れは加速していくでしょう。

以上を整理すると、GPIFのESG投資の性格は、私は次のように見えています。情報ベン

ダーによるインデックスを採用し、規模は約1兆円。一種のテーマファンドとみられないこともない。最大の狙いは企業にハイレベルのESGに関する情報開示を促すことにあります。なぜかという、MSCIやFTSEが行うのは基本的に情報開示されている部分の評価するものですので、内実はきちんとしていても情報開示していなければ「していない」とみなされます。

代表的な情報ベンダーであるMSCIについてその紹介をしますと、同社の資料によればグローバルにアナリストが170人います。様々な実証分析を行い、大量のデータを保持しています。日本の機関投資家ではこういう組織は作れません。ちなみにMSCIの資料で格付けの分布図を見ると、日本企業はESG評価が真ん中に集中している傾向があります。海外の企業は比較的分散しています。

調査項目も多岐にわたっています。特に“KEY ISSUES”はよく考えられており、これをさらに業種別にやっています。それを鑑みると、GPIFのESGインデックスに採用さ

れるには、まず必要な情報開示項目を詳細に時系列に示す必要があります。また、業種特性に応じた重点的開示もしなければなりません。業種によってESGの各要素におけるウェートの掛け方が違うからです。当然、公表数値に対する信頼性も重要です。

これに対しアクティブインベスターの場合は非常に細かくヒアリングをすることになります。自社にとって都合のいい情報だけを出そうとするのではなく、開示にあたっての網羅性も非常に必要だと思います。調査対象となる側が自らの情報開示ポリシーを明確に持たないといけません。加えて投資家との対話を通じて、相互理解に努めることはもっと重要です。ESG活動には完成がありません。100点満点のESG活動をしている会社は、実在し得ないのです。従って、常に足らざるを自覚して、真摯に一流のESG投資家との対話に応じることが必要です。むしろ企業側から対話を持ち掛けることに積極的に行うという精神で欧州の企業はやっています。日本の場合は、投資家が対話を企業に求めて、企業はおどおどしながら内向きに考えながら何を言われるのだらうと思っているように見受けられます。本来は一部の企業がやっているように、自ら歩み寄り関係構築をしなければならないのです。なぜかという、特に日本の機関投資家はこの点について未成熟ですが、海外の機関投資家は深く詳細な質問を投げかけてくる。外国人投資家に慣れている会社ほど、洗練されており、ますます差が出てきます。

日本の機関投資家のレベルアップが求められますが、日本企業についても国内外の先行企業に後れをとらないようにしなければなりません。

別の例ですが、フランスの機関投資家Amundi社の資料をみると投資手法はシンプルで、ESGのレーティングを付けるリサーチ部門と、ファンダメンタルズを評価する部門があります。両サイドで評価したものでマトリックスを作り、両方の評価が良好なものでポートフォリオを作ります。これはリーズナブルなやり方です。しかしこういった判断を行うことは実は大変なことなのです。グローバルにESGを評価するファンドを持っているので、おそらくこうしたチーム編成には、アナリストだけでも相当な人数が必要です。アセットオーナーの立場ではこうした機関投資家でないと資金は預けられないという話になります。

そして機関投資家はエンゲージメントレポートを作っています。それをウェブサイトで誰でも見られるようにしています。1年間のPDCA即ち自分たちは企業とこういう議論をしたうえで、こう評価しましたという過程まで公表しています。これは大変なことです。企業のESGの評価を定性的な面まで含め緻密に行うことは生半可ではできません。一流企業に対して、「我々はこれについては足りないと思う」「1年前に比べてこれは良くなった」「これは問題なのでダウングレードしました」、そのようなことを公表しています。

おそらく我が国のコーポレートガバナンスコードとスチュワードシップコードの行き着く先はここにあるのではないのでしょうか。企業にだけ開示を求めて、機関投資家はどのように評価をしているのか、企業からフィードバックを求められることは自然なことです。十分に調査しないで評価点をつけているなどと疑いをもたれたら終わりです。グローバルでは、既にそういう世界に入ってきています。

シュローダー（イギリスの機関投資家）もESG投資家として有名です。“We facilitate the integration of ESG into the mainstream investment process”という同社のステートメントは、日本法人でも貫徹されています。

それからこれもイギリスが本拠ですが、いわゆる積極エンゲージメント型の機関投資家「ハーミーズ（HERMES）」の例を紹介したいと思います。ここは集中投資型で、日本でエンゲージメントというと、ガバナンス中心のエンゲージメントに陥りがちですが、彼らのエンゲージメントは多岐にわたっています。環境、社会、ダイバーシティの問題も含めて、あるいは人権問題の側面にもエンゲージしています。むろんガバナンスもありますが、ストラテジー、リスク、コミュニケーションも入っています。だから私は対話といったときに、これら領域が入らない議論はナンセンスだと思っています。東証に出すコーポレートガバナンス報告書にあることだけをチェックに来るのが対話とは考えていません。

それはメールでやりとりをすれば済む話です。

現在のグローバルな海外の運用機関のスタッフの雰囲気やスキルは、以前とは様変わりしました。研究者然としていて環境学博士や生命倫理学博士といったキャリアをもった人がいます。日本でも近いうちにそうなるはずです。いや、そうならなければいけません。

■ 4. 企業による情報開示の重要性

次に企業側の情報開示について説明します。先ほどからお話ししているように投資家のタイプは様々です。情報開示を行うレポート名は、会社によって違いますが、以下の3つのタイプのレポートを作成すべきだと思います。1つ目はサステナビリティ報告書。会社によってはCSRレポート、CSR報告書とも言います。2つ目はアニュアルレポート。これは最近では統合報告書という言い方をしています。アニュアルレポートは、どちらかというと株主価値のバリュエーションプロセス（価値創造プロセス）をESGファクターも織り交ぜながら描くものです。3つ目は財務ファクトブックです。統合報告時代になったら、3つあったものがワンレポートで済み会社の経費節減になります、と一部のコンサルタントが言っていましたが、それは間違っています。私は3つ必要と思います。特に財務ファクトブックは、アナリストが過去

の財務データを見てきちんと把握したうえで、将来どうなるかを見通すために必要なものです。キャッシュフロー計算書ひとつ予想するのも、相当力を入れて読まないといけません。ファクトブックが整備されていない会社もありますが、きちんとした会社は内容が精査され整理されたファクトブックを持っています。もちろんサステナビリティ報告書も絶対に必要です。これはESGの投資家が読むものだと言われていますが、実は一般的な長期投資家にとっても重要なことがたくさん書いてあります。

企業側の問題は、自分たちは良かれと思ってアニュアルレポートを投資家向けに書いても、実際は長期投資家やESG投資家がサステナビリティ報告書を参考にしてしていることがあります。つまり企業が重要だと思っていることと、投資家が本当に欲しがっているものにはギャップがあります。そういう意味では網羅性を考慮した情報開示が必要です。また財務データの重要性は今でも消えていないと思います。ESG等の非財務情報の重要性が叫ばれますが、財務情報の重要性も変わりありません。

さて議決権行使をする際には、形式基準にこだわっていることの弊害があります。過去5年間ROEが駄目だったといっても、これまでの先行投資期の結果、来年から良くなるかもしれません。過去を罰せざるを得ないのは、議決権行使する側のリサーチ能力が備わっていない場合です。時間軸は重要で、イノ

ベーションやビジネスモデルを中心にTBLという目で見るのが対話の際に必要です。

それでは企業側を見る場合に、どういう会社のどういう情報開示をひとつの手本として見るべきでしょうか。例示した味の素、小松製作所、オムロン、エーザイなど、これらの会社（敬称略）はむしろ自分たちが投資家に対してエンゲージするつもりでやっているのではと思うくらいです。繰り返しになりますが、これらの会社は、アニュアルレポートやサステナビリティ報告書の中身も傑出しています。データにきわめて網羅性があります。まさに全方位でやっています。

それからSASB（Sustainability Accounting Standards Board＝米サステナビリティ会計基準審議会）の影響力も見ごせません。SEC（米証券取引委員会）の年次報告に将来、SASBに基づく非財務情報開示が追加的に織り込まれる可能性もあると言われます。SASBの強みは、既に79のセクターごとの非財務情報開示がある程度できています。しかもSASBはESGリサーチャーの養成講座を最近始めました。欧州にも成熟したESGアナリストを養成しようとする機運がどんどんできています。ところが日本ではこれができていません。

さて、企業側に申し上げておかなければならないのはESG活動の評価が高いからと言って安穩とできないということです。企業業績自体も長期的に成長しなければならない。すなわち投資家の判断は“And”条件だという

ことを忘れてはいけないということです。優れたESG活動を行っているからROEが低くてもいい、業績が悪くてもいいとは絶対になりません。ESG情報開示を明確にやったうえで、経営者の発言のピントがずれていない、バリュークリエーションの抱負がしっかりしている、それがあってポートフォリオに組まれるのだと考えなければいけません。どちらかが欠けてもいけないのが常識だと私は思っています。

企業サイドは GRI (Global Reporting Initiatives)、SASBあたりを先ずよく勉強されておくのが良いと思います。SDGs (持続可能な開発目標) も重要です。GRIやSASBと異なり、むしろ企業に事業機会を与えるものとして理解すべきです。

ESG活動やCSR活動の効果は、よくオポチュニティとリスクマネジメントに分かれると言われています。すなわちESG活動の進展が企業にとって大きな事業機会になること、もう1つはリスクマネジメントに役立つことがあるのですが、SDGsはどちらかというオポチュニティだと考えます。例えばSDGsの対象となり得るアフリカのマーケットを考えると、ときには主体的に捉え、想像力を持って会社が考えられるかどうか。この測定はESGやCSRの評価よりも、実はファンダメンタルズ評価なのかもしれません。それくらい速いスピードで消化していかなければならない時代になっています。

■ 5. 情報開示ツールの充実と対話

IIRC (国際統合報告評議会) の統合報告書作成基準をよく読むと、ロードマップを示せ、ビジネスモデルを明確化する等々オーソドックスで至極真つ当なことが書いてあります。ただその中でマテリアリティの箇所には注釈があるでしょう。マテリアリティの特定も重要ですが、社内論議の経緯の開示とKPIのPDCAサイクル化が必要だという点です。つまりESGの目標をいろいろ立てる会社が多いのですが、精神論でとどまっているところがあります。あるいはKPIにしやすい項目だけKPIにしています。例えば残業目標であるとか。もっと言うと、自分の都合の良いところだけ出しています。そうではなく欧州の企業で行われているのは、一見定性的なものの定量化への努力です。例えばSの項目では、従業員のモチベーションや会社に対するロイヤリティを数値化しています。これらのサーベイ結果を、外部の機関に委託し客観的なものにしています。

目標設定をして、それに対してどうだったかを議論する。これがPDCAで回すということです。最後はこれらを全部盛り込んだマネジメントメッセージはあるかが問われます。優れた統合報告書を読んでいると、CEOや社長が明確に把握して自分の言葉で語っているかどうかだいたいわかります。そういうこ

(図表 2) 優れたアニュアルレポートの11要件

① 企業価値向上プロセスの明示 ② ビジネスモデルの明確化 ③ ①を達成する経営戦略とロードマップ ④ ③を達成するための自社についての冷静なSWOT分析 ⑤ トリプルボトムライン (TBL) への配慮 ⑥ TBLを全面的に促進するための強力なガバナンスシステムの確立 (TBL+G) ⑦ TBLを具体的に推進するためのKPIsの決定 ⑧ 設定されたKPIsを設定するためのマテリアリティ・マトリックス分析 (MM分析) ⑨ マテリアリティを抽出するための社内論議の経緯の開示 ⑩ 設定されたKPIsのPDCAサイクルによる自己評価公表 ⑪ 以上のすべてを織り込んだマネジメントメッセージの公表	留意点 ・MM分析においてX軸は企業にとってのMとするとY軸に何を持っているかが問題である。長期投資家とESG投資家では関心が異なるかもしれない。 ・⑨は「演劇論」におけるプレヒトが提起したV effect (異化効果) をもたらすことを意図している。企業意思決定の共通社会情報化 (みえる化) である。これにより、投資家との更なる「高質の対話」を誘導することができるかもしれない。 ・なぜESGではなくTBL+Gなのか。日本ではとりわけGがTBL経営の土台であるという意識が希薄であるからである。
---	--

(出所) 筆者作成

とが重要です。

最後に我が国において上場企業と機関投資家が協働して対話をすることを促進するフォーラムができたということに注目したいと思います。対話に慣れていない上場企業と機関投資家が対話をマスターするのが目的です。これは「高質な対話」といったときに、1つの試金石になるのではないのでしょうか。現在のところ日本の大きな機関投資家が4社とアセットオーナーが1機関参加を表明しています。

繰り返しになりますが、最後に上場企業はすべからくアニュアルレポート、サステナビリティ報告書、財務ファクトブックの3つの開示を充実させなければいけない、中身も充実させなければいけないと申し上げたい。そこには魂も入れないといけない。そのうえでハイレベルな長期投資家、ESG投資家、ESG情報ベンダーとの情報相互作用を深めな

ければいけません。企業に常に緊張感があればこそ好循環を生むわけです。これらが最も望ましい株主構成につながり、ステークホルダーとの関係も良くなる効果が生まれます。今の日本には、内向きの企業が非常に多い。時価総額が大きく、産業の基盤となっている企業でもまだそういう会社があります。こういった点は早急に改まって欲しい。

以上です。本日はご清聴ありがとうございました。

