

*** 企業の ESG 情報開示支援セミナー ***

【講演】

ESG等の非財務情報を考慮した投資家行動の高まり

株式会社日本総合研究所 創発戦略センター・ESG リサーチセンター長 足達 英一郎氏

本稿は2010年9月16日に開催された「企業の ESG 情報開示支援セミナー」における講演の一部を編集したものである。
なお、本セミナー全体の構成は以下のとおりである。

企業の ESG 情報開示支援セミナー

テーマ：「日本企業の非財務情報開示の現状を考える」

【講演】 ESG 等の非財務情報を考慮した投資家行動の高まり

講師：足達英一郎氏 株式会社日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長

【講演】 欧米年金基金の ESG 動向（エンゲージメントを中心に）

講師：Ms. Karin Ri Hermes Equity Ownership Ltd.(HEOS)/アジア企業担当部長

【パネルディスカッション】 日本企業の ESG 情報開示のあり方

パネラー： Ms.Karin Ri HEOS/アジア企業担当部長

足達 英一郎氏 株式会社日本総合研究所/創発戦略センター・ESG リサーチセンター長

コーディネーター： 宮井 博 日興フィナンシャル・インテリジェンス/専務取締役

(社)日本証券アナリスト協会「企業価値分析における ESG 要因研究会」座長

みなさんこんにちは。日本総合研究所の足達でございます。

今日は、「ESG (環境・社会・ガバナンス)」という要因を中心とする非財務情報開示、そしてその情報を活用した投資家行動の高まりについて、お話を申し上げたいと思います。

この「非財務情報」という言葉ですが、昨今、経済産業省の研究会などでも議論をされているところでございます。財務分析では、通常財務諸表に表現された情報を通じて企業を評価するということをしているわけですが、財務諸表に表れない、記載されない情報、その重要性に注目が集まっているということがよく言われているところです。例えば、当該企業のコーポレートガバナンスの状況とか、当該企業が



日興フィナンシャル・インテリジェンス


どのように事業リスクを把握しているか、経営成績あるいは財務状況の実態をどのように自らが分析、判断しているのか、また、知的財産の問題というのも昨今、非常に注目を集めております。さらに企業社会責任の履行状況というものを非財務情報として取り扱うことが多くなってきました。こうした非財務側面でのパフォーマンスの管理能力、例えば、コーポレートガバナンスがきちんと機能しているのかどうか、社会責任が履行されているのかという点に注目が集まる理由としては、パフォーマンスの管理能力からくる将来の財務パフォーマンスの現出という、この道筋が多分存在するだろうという仮説の下で、投資家はそれを推し量りたいのだろうと思います。その典型として、こうしたうねり、動きの中心となっているのが国連の「責任投資原則 (PRI)」という呼びかけであろうと理解しております。

2006年の4月27日に、ニューヨーク証券取引所で、当時の国連のコフィ・アナン事務総長が、世界の金融界あるいは投資家に向けてこの原則への参加の呼びかけを行いました。既に2000年から「グローバル・コンパクト」というのが国連の主導で動いておりました。これは、世界の様々な環境・社会の課題に対して、民間企業の力を合わせてほしいという、国連からのメッセージだったわけですが、この金融版というかたちで2006年の4月スタートしたのが「国連責任投資原則 (PRI)」です。図表1に示してい

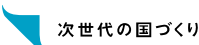
図表1 国連責任投資原則の項目

国連責任投資原則の6項目

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。



日本総研
The Japan Research Institute, Limited



次世代の国づくり

2

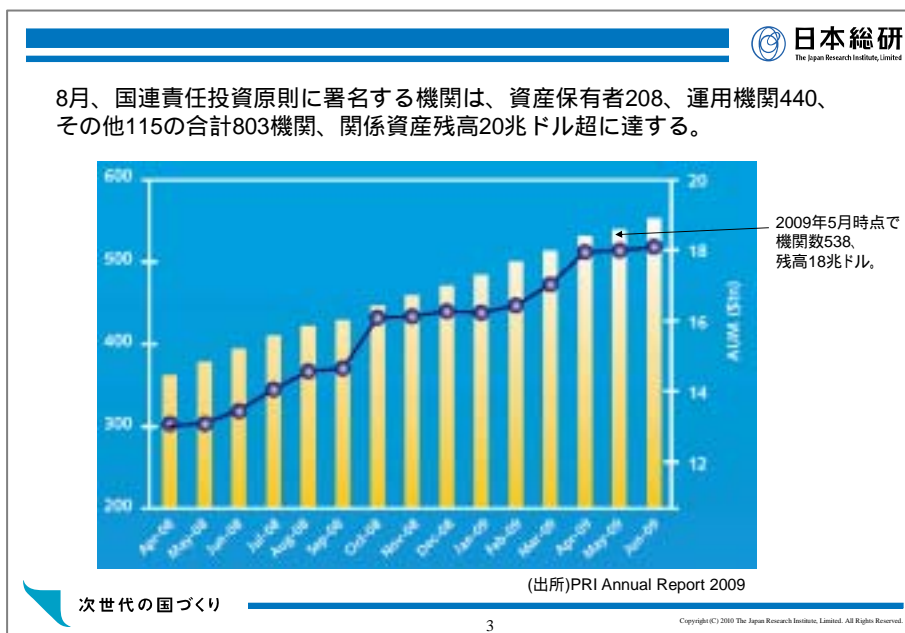
Copyright (C) 2010 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved.

(出所)株式会社日本総合研究所

ますが 6 つの条項がありまして、ここにまず「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」という第一文が出てきます。振り返ってみますと、PRI が出てきてこの「ESG」、つまり「環境」「社会」「ガバナンス」という組み合わせの言葉が普及し始めたといっても過言ではないと思います。そしてその意思決定に組み込むと同時に株式所有者の立場からも、こうした問題に取り組んでさらに情報開示を求める、運用業界に対してアセットオーナー、投資家として働きかけをする、さらに共に協働して情報開示を促していく、こういう 6 つの原則が定められまして、これに署名をする形でこの運動に参加をしていく、こういう動きの中から ESG 投資という概念が大きく広がってきていると言えると思います。

図表 2 は、PRI への署名機関数の推移を示しています。直近（2010年8月末）時点で、合計 803 機関、関係資産残高として 20 兆ドルという数字が手元にございました。いずれにせよ、大変大きな数の投資家、資産運用者、そしてその他の情報プロバイダーなどがこうした考え方に賛同している、ということをございます。ちなみに 2010年8月末の東京証券取引所第一部の時価総額を調べましたところ、273 兆円でした。20 兆ドルとしますと大体 1,700 兆円ですので、東証一部の約 6 倍のお金がこの責任投資原

図表 2 PRI への署名機関数の推移




(出所)株式会社日本総合研究所

則の署名機関によって担われていると、こういう感覚であるということを見てとっていただければと思います。毎年アニュアルレポートというものが出ており、1年間で署名機関の数がどう増えたかということもわかるようになっていっています。まだ直近の2010年のものは出ていませんので、これは去年のものですが、こういう右肩上がりの増大、増加をしてきているということです。

図表3は、世界の機関投資家のランキングで上位15の年金基金です。みなさんの中にはご存じの方もいらっしゃるかと存じますが、世界最大の年金基金は日本の公的年金のGPIFでありまして、2番目にきているのがノルウェーの政府年金、これはもともとペトロリアムファンド、石油基金と言っていたものです。3番目がオランダのABP、こういう順番で世界の巨大年金が並んでいます、ここにPRIの署名機関を色付けしてみました。上位15中、9つの年金基金が既にPRI署名機関になっている、ということです。こういうところからも、影響力がじわじわと高まっているということを見てとっていただけるかと思えます。

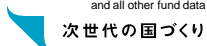
図表3 世界の機関投資家ランキングとPRI署名の状況



今日、世界の巨大年金基金の過半数は国連責任投資原則の署名機関である。

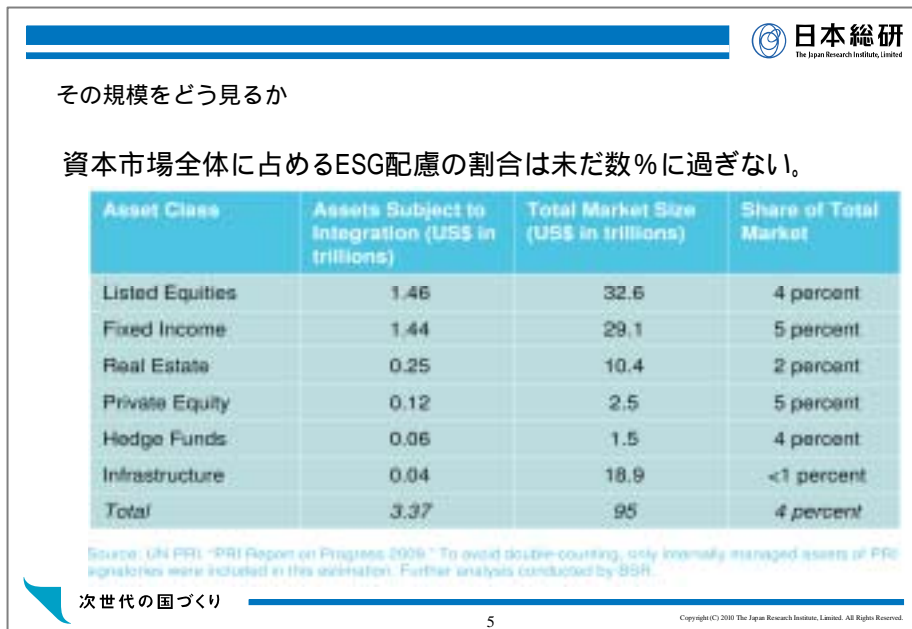
| 順位 | 年金基金名 | 所在国 | 投資額(百万USD) |
|----|-------------------------------|-------------|-------------|
| 1 | Government Pension Investment | Japan | \$1,072,429 |
| 2 | Government Pension | Norway | \$370,985 |
| 3 | ABP | Netherlands | \$314,969 |
| 4 | California Public Employees | U.S. | \$254,627 |
| 5 | National Pension | Korea | \$231,966 |
| 6 | Federal Retirement Thrift | U.S. | \$223,338 |
| 7 | California State Teachers | U.S. | \$176,270 |
| 8 | New York State Common | U.S. | \$164,363 |
| 9 | Local Government Officials | Japan | \$144,447 |
| 10 | Florida State Board | U.S. | \$142,519 |
| 11 | General Motors | U.S. | \$133,835 |
| 12 | New York City Retirement | U.S. | \$130,328 |
| 13 | Postal Savings Fund | Taiwan | \$129,397 |
| 14 | PFZW | Netherlands | \$128,615 |
| 15 | Canada Pension | Canada | \$123,903 |

(Source)P&I/Watson Wyatt World 300.
U.S. fund data are from the P&I 1,000, published Jan. 21, 2008; unless otherwise noted, Japan fund data are as of March 31, 2008, and all other fund data are as of Dec. 31, 2007.


4
Copyright (C) 2010 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved.

(出所)株式会社日本総合研究所

図表4 資本市場全体に占める ESG 配慮の割合

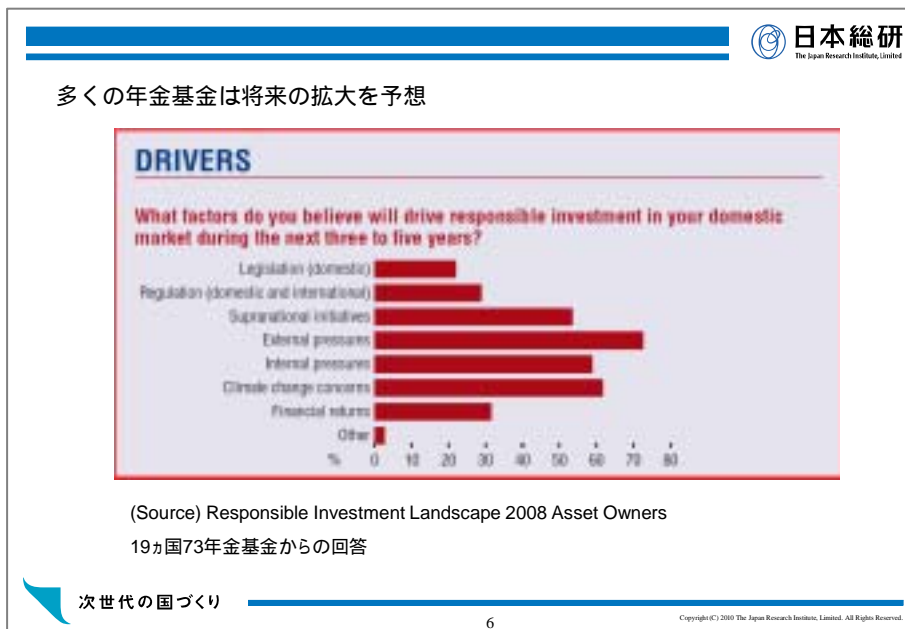


(出所)株式会社日本総合研究所

しかし、よく質問を受けますのに、欧州に株主説明、ロードショーに行ったけれども ESG に関する質問は一回も出なかったよ、ということをおっしゃる企業の IR 担当の方によくお目にかかります。先程の、例えば 20 兆ドルという数字は、A というアセットオーナーがいて、その持っている総資産、それを運用している先の何々アセットマネジメントというところが運用している金額の総資産等を全部足し合わせて計算していますので、確かに少し過大評価されています。そこのところをアメリカの BSR (Business for Social Responsibility) という団体が、かなり精査をして、一体資本市場全体に占める割合が何パーセントぐらいか、というのを試算した結果が図表 4 です。一番下の欄がトータルですが、数字で見ますと、これはやや古い 2009 年の数字になりますが、全体の資本市場(ここには個人の投資家が株を持っているところも全部含みます)に対して、責任投資原則署名機関のアセットがだいたい 4% ぐらいと計算されております。この 4% がいま、どんどん大きくなろうとしている、一番控え目にみるとこういう状況だということをご理解いただければと思います。

図表5は世界の年金基金、19カ国73年金基金に意見を聞いたというアンケート調査のまとめですが、向こう3年から5年ぐらいの間にどういう要素が促進材料となって、この責任投資という考え方があなたの国の中で増えていくと考えますか、という設問の結果です。一番多かったのが、“External Pressures”、外部からのプレッシャーという回答でした。約7割を超える年金基金の皆さんが、向こう3~5年で、この責任投資というものにドライブがかかっていくだろう、という予測をしています。想像しますに、外部からのプレッシャーとはどんなことかといいますと、ひとつは国連が主導するそういう呼びかけ自体も外部からのプレッシャーでしょうし、海外でよく耳にするのは、年金の受益者もしくは受給者、つまり最終的に年金を受け取る個人から、うちの年金はこういうふうに株式を運用してないだろうね、という声も年金基金の側に届いているということも聞いたことがあります。あるいは政府の動き、あるいは同業の他年金の動きというものも、ここでいう外部プレッシャーになってくるだろうと思います。興味深いのは、その次に大きな要素として、“Climate Change Concerns”があがっているということです。気候変動に関する懸念は確実に高まっており、企業の財務パフォーマンスに影響を及ぼす可能性があるのではないかと、こんな理由を掲げる方も6割強いらっしゃ

図表5 19カ国73年金基金へのアンケート調査結果



(出所)株式会社日本総合研究所

る、こういう結果も出ております。いま足元のところでは全体の資本市場の10%にも満たない、そういう存在かもしれませんが、これが徐々に大きくなっていくという方向性は、多分間違いないだろうというのが、昨今のESG情報を活用した投資家の動き、あるいは非財務情報開示の見通しだと思っています。

国内の状況に目を転じましても、この2年くらいの間に公務員年金で、ESGのファクターを活用した運用を試行的に活用されていますし、労働組合の全国組織である連合が、今、「社会的年金積立金運用ガイドライン(仮称)」というのを作っておられます。これは、「ワーカーズ・キャピタル」という考え方で、年金基金のお金というのは、労働者がそれぞれコツコツと働いて貯めたお金が一部積み立てられているわけだ、と。これを「ワーカーズ・キャピタル」「働く人たちの資本」だと称して、その運用の仕方について、いろいろ考えを反映させていこうという着眼です。各企業年金の中に、労働側の理事という方がいらっしゃると思いますけれども、こういう皆さんが社会的責任投資、あるいはESG投資という考え方を知って、働きかけをしていくためのツールを作っていくということです。

それから国内の運用機関においても、今までは「SRIファンド」という、ある投資信託を運用するために、あるいは企業年金からお預かりした一部のお金をSRIという考え方で運用するために、うちはこんなファンドマネージャーを置いていますとか、こんなアナリストがいます、というところがほとんどでした。それが最近では、わが社の運用機関全体のプロセスに環境・社会・ガバナンス、ESGのファクターを反映させます、と明言する運用機関も出てきました。ですから、そういう運用機関が扱う投資信託、あるいは年金の受託運用は、その機関が扱えば全てESG投資というわけです。まだまだ数は少ないですが、そういう日本の運用機関も現れてきたと、今はこういう時代だろうと思います。

そうなりますと、企業のIR活動においても、非財務情報の開示の意義というのが徐々に増してくると思われれます。今まではCSRレポートをIR情報だと捉える企業は必ずしも多くなかったと思いますが、今後はそうした関心も高まってくるのだろうと考えられます。ここでは4点ほど、その非財務情報開示をめぐる最新の動きをご提供したいと思います。

一つ目は、図表 6 に示しますように、米国の証券取引市場に上場されている企業の IR の方は当然ご存じだと思いますが、今年の 1 月でしたが、アメリカの証券取引委員会が新たなガイダンス、指針を公表しました。それは、「アメリカの上場企業は投資家に、事業リスクを開示する際に、温暖化の影響や気候変動を抑制する取組みについて考慮する必要がある。いわばこうした情報開示を行うべきだ」という内容のガイダンスです。実際このガイダンスは翌 2 月から発効しておりまして、Buckeye という、セルロースの製造会社の事例をここでは掲げました。SEC のホームページから調べてみますと、この 8 月に 10-K レポートを開示した当該企業では、こんな形で温室効果ガス、特に制度、規制との関係でステートメントが述べられており、自社の事業にどんな影響があるかということの情報開示がなされています。これは今、ニューヨーク証券取引所に上場している日本企業約 20 社にもかかってくる規制ということになります。アメリカはこういう温暖化とか CSR の問題に必ずしも熱心ではない国だ、特に政府が色々なことを言わない国だという常識がありましたけれども、今年になりまして、そのアメリカでも変化が出てきているということの象徴的な出来事だったと思います。

図表 6 米国証券取引委員会の新たなガイドライン

日本総研
The Japan Research Institute, Limited

米国証券取引委員会の新たなガイドライン

- ・ 1月27日、米企業が投資家に事業リスクを開示する際、温暖化の影響や気候変動を抑制する取組みについて考慮する必要があるとの指針を発表。
- ・ 環境保護関連の法規制による利益や業務への潜在的なリスクに関する十分なデータを企業が提供していないとする投資家の指摘が背景に。
- ・ 規則S-KのItem303「経営者による財務・経営成績の分析(MD&A)」やItem503(c)「リスク要因」といった各要求事項における適用と、気候変動情報の開示が必要となる場合を示している。国際協定や温暖化ガス排出関連の間接的影響、海面上昇による沿岸地域の保険金支払い請求の潜在的な増加など物理的影響などを具体的に列挙。
- ・ 今後、開示状況のレビュー、投資家諮問委員会からの意見、公開会議の結果を判断材料に、さらに気候変動情報開示に関する指針や規則策定の必要性を検討していくとしている。

10-Kレポート例(Buckeye Technologies Inc.)¹Item A Risk Factors,にて以下の記述がある。
The impacts of climate-related initiatives, at the international, federal and state levels, remain uncertain at this time. Currently, there are numerous international, federal and state-level initiatives and proposals addressing domestic and global climate issues. Within the U.S., most of these proposals would regulate and/or tax, in one fashion or another, the production of carbon dioxide and other "greenhouse gases" to facilitate the reduction of carbon compound emissions to the atmosphere, and provide tax and other incentives to produce and use more "clean energy." For example, in 2009 the U.S. House of Representatives passed the Markey-Wasman bill (HR 2454), which would establish a so-called "cap and trade" regime and new permitting requirements to regulate greenhouse gas generation, as well as provide an incentive for the production and use of clean energy. To date, the U.S. Senate has not passed any comparable legislation. In sum, we believe that the potential for climate change legislation on the federal level is unknown. In addition, in late 2009, the U.S. EPA issued an "endangerment finding" under the Clean Air Act ("CAA") with respect to carbon dioxide, which could lead to the regulation of carbon dioxide as a criteria pollutant under the CAA and have significant ramifications for us and the industry in general. On the international front, the United Nations Climate Change Conference in Copenhagen, which took place in December 2009, did not result in any significant progress toward a binding agreement to replace the Kyoto Protocol, which expires in 2012.

次世代の国づくり

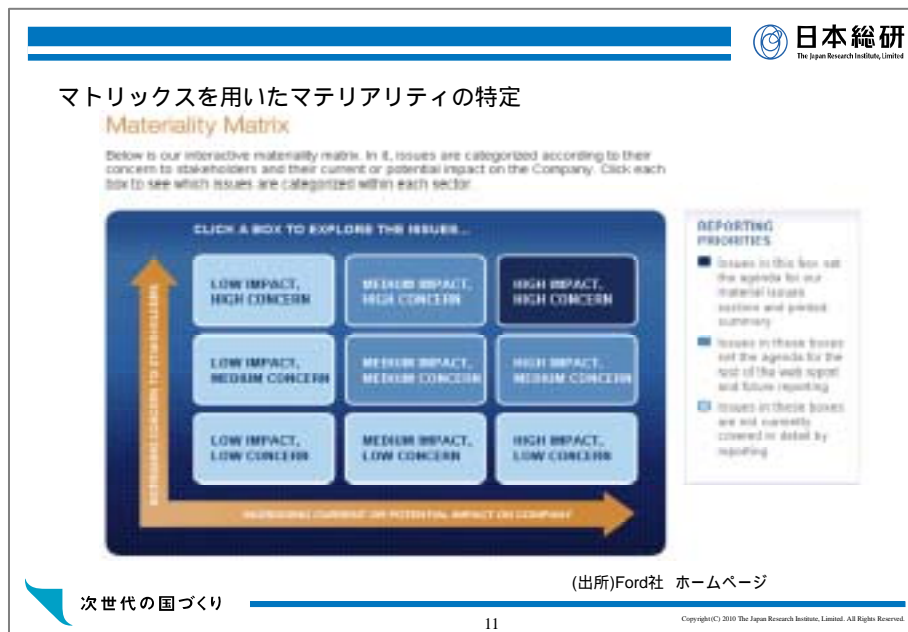
9

Copyright (C) 2010 The Japan Research Institute, Limited. All Rights Reserved.

(出所)株式会社日本総合研究所

もうひとつ、7月21日にオバマ大統領が署名をした金融規制改革法のトピックスをあげます。日本では、ヘッジファンドの規制だとか、格付け機関の在り方をめぐる規制であると内容が報道されておりますが、実はこの法律の中にこんな条項があります。米国に上場している企業は証券取引委員会に対して、輸入した希少金属、レアメタルがコンゴ民主共和国と周辺国で産出されたものかどうかを明記した年次報告書を提出しなければいけない、というのです。一体これは何かと申しますと、このコンゴ民主共和国というところでは長年内戦がおさまらないわけです。国連も制裁決議を出したり、治安維持軍を派遣したりしていますが、なかなか紛争がおさまらない。この紛争がおさまらないことの理由の一つに、武装組織の資金源として、コンゴの周辺で産出するレアメタルの売却収入が流れている、ということがよく言われております。アメリカ政府は、なんとかこの問題を解決するためにいろいろの方策を考える中で、それでは「アメリカに上場する企業はこんなところから輸入してはいかん」というふうにするれば、それで資金が絞られるだろう、そしてその武装組織の資金源を絶てるだろう、というシナリオを立てたのだらうと思います。証券取引委員会への報告義務とあわせて、罰則規定はついていませんが、自社のホームページでも開示をしなければいけないという義務づけもなされ

図表7 マトリックスを用いたマテリアリティの特定



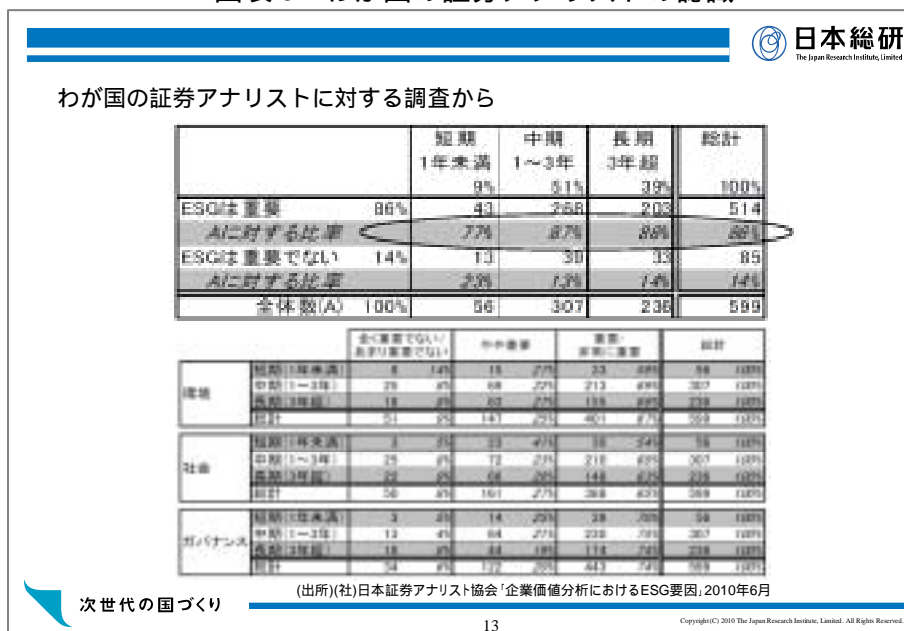
(出所)株式会社日本総合研究所

ました。これもひとつの、ESG ファクターの非財務情報開示の流れです。

企業自らも非財務情報開示に工夫を講じ始めています。図表 7 は自動車メーカーのフォードからの例を取ってきました。「マテリアリティ」と呼ばれる「重要性を特定してそのことを重点的に開示していきましょう」というものです。このマトリックスは社会的な課題を考えると、ステークホルダーからの関心事という縦軸と、その自社の事業にもたらすインパクトという横軸をとり、例えば、児童労働の存在というのであれば、それがステークホルダーからの関心も高く、自社の事業へのインパクトも大きいとすれば、右上の領域の事項を積極的に情報開示していきましょう、という考え方です。実際、フォード・モーターズの報告書をご覧くださいますと、こういうロジックの中で、それぞれの事項について「わが社は丁寧に説明します」という報告書の形式になっております。

業種別にどのような事項が大事なのかという「KPI」、つまりキー・パフォーマンス・インジケータの探究、特定というものもずいぶんこの1、2年で進んできました。ヨーロッパのアナリスト協会が今年公表しました報告書では、114の産業セクター別に、どのようなキー・パフォーマンス・インジケータが重要であるかということがまとめ

図表 8 わが国の証券アナリストの認識



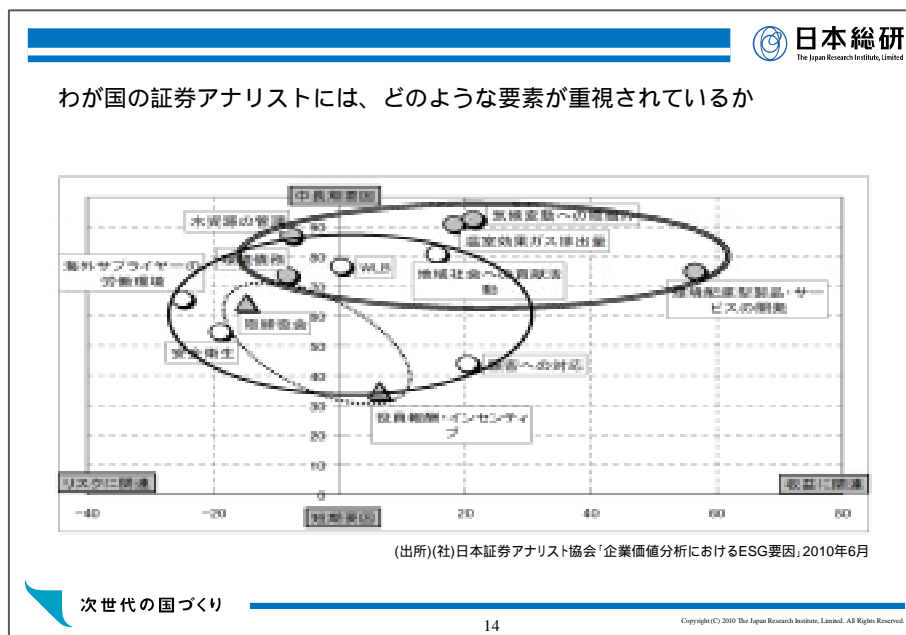
(出所)株式会社日本総合研究所

られています。例えば、資源探査セクターの例ですと、“Energy Consumption”、エネルギー消費量のトータルと原単位といった項目が並んでいます。どのような項目が、非財務情報の中のキー・パフォーマンス・インジケターなのか、ということが議論されておりまして、これが114の産業セクター別で既に出来上がっています。

もうひとつ、今年ドイツの環境省が出した報告書があります。これは68業種です。その資料も公表されています。こういうものが証券業界、運用業界の中で使われはじめているということです。

3番目は、証券アナリストの認識です。図表8は日本の証券アナリストの方々が、ESGというファクターに、どんな関心を持っているのか、どの程度関心を持っているのかを、ウェブベースで調査したものです。全体で599の回答があったということです。その中の86%の方が、「ESG情報は重要」とお答えになっています。これは2万人近い証券アナリストの中から、このアンケート調査に回答してください、と呼びかけて回答して下さった方約600人を母集団にしていますから、意識が高い方々のバイアスがかかっていると見ていただくのが妥当だと思いますけれども、それでも8割、9

図表9 わが国の証券アナリストが重視している要素



(出所)株式会社日本総合研究所

割の皆さんがこの ESG 情報は重要だと考えておられます。その項目別にも興味深い結果が得られています。どの項目が企業の将来的な収益に関係するものとして重要なのか、あるいはリスクに関係するものとして重要なのか、それが短期的なスコープでも重要なのか、いやいや長期で効いてくる話なのかという回答の傾向を分析したものが図表 9 です。いちばん長期の収益に関係している、というかたちで皆さんの関心が高かったのは環境配慮型の製品サービスの開発状況でした。こういう非財務情報についてはぜひ知りたいという声が多くあがるということでしょう。逆にリスクに関係する左のほうですと、海外サプライヤーの労働環境の状況というものが企業のリスクに関係する非財務情報として関心が高い、という結果も出てきています。これについては、日本証券アナリスト協会の報告書をご参照いただければと思います。

さて最後に、まだ中味が必ずしも明らかではありませんが、気になる動きが 8 月にとびこんでまいりました。8 月 2 日に「国際統合レポーティング委員会」という組織の設立がアナウンスされております。名を連ねているのが、英国の勅許公認会計士協会、あるいは国際会計士連盟、グローバル・アカウンティング・アライアンス、それから国際会計基準審議会、これは国際会計基準 IFRS を作った皆さんですね。それから四大会計法人、国連、NGO というような人たちです。何をやるのかといいますが、比較可能なフォーマットで財務、環境、社会、ガバナンス、まさに従来ある財務情報と非財務情報を一つのところに集めてくる動きを作っていこうというということです。何を落としどころにするのかとか、どういうアウトプットがいつ頃出てくるのかということの情報はまだ伝わってきていませんが、ひとつの大きなうねりとして、こういうニュースも伝わってきております。これからも、この ESG を中心とする非財務情報の開示という問題が、どのように進んでいくのかということをご一緒と考えていきたいと思っております。

ご静聴ありがとうございました。(了)