

【研究論文】

機関投資家によるESG投資とエンゲージメント

酒 卷 雅 純

論文要旨

本稿では、環境配慮や社会貢献、ガバナンスに優れた企業に投資するESG投資が世界的に広がる中、①機関投資家と投資先企業との中・長期的な視点からのエンゲージメント（目的を持った対話）の重要性、②機関投資家は、いかなるESG要因をどう評価しているのかに関して解明する。日本では、ESG投資が揺籃期にあるが、株主としての機関投資家の行動は、投資先企業とのエンゲージメントを通じた企業価値の向上を後押しすることが中核となる。これに対応して、企業においては投資適格性を得るためのエンゲージメントやESG情報開示という行動につながっていく。機関投資家と投資先企業は、共にエンゲージメントを通じた中・長期的な企業価値の向上に取り組むことが求められている。

1 はじめに

世界的に、投資決定に際して環境（E: environment）、社会（S: social）、ガバナンス（G: governance）に関する情報を考慮するESG投資が広がっている。2006年4月の国際連合の責任投資原則（Principles for Responsible Investment：以下、PRI）においては、機関投資家向けの6原則の1つとして「ESGの要素を投資の分析と意思決定に組み込むこと」（原則1）が提唱された（PRI 2016）。

機関投資家（institutional investors）の明確な定義はないが、本稿では、機関投資家とは、「受益者（beneficiary）から資金を受託し運用する機関、すなわち受託者責任（fiduciary duty）が求められる年金基金、生命保険（これらは年金等資産の名義上の保有者でありアセットオーナーと呼ばれている）及びそこから委託を受けて実際運用する運用機関（アセットマネジャー）」と定義する¹⁾。前述のPRIには2018年4月現在で、欧米を中心に2, 200超のアセットオーナーやアセットマネジャー等が署名している（PRI 2018）。日本でも、2015年9月に世界最大規模（約156

キーワード：ESG投資（ESG Investment）、機関投資家（Institutional Investors）、エンゲージメント（Engagement）、ESG情報開示（ESG Disclosure）

兆円を運用)の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人(Government Pension Investor Fund: 以下, GPIF)がPRIに署名した。この署名によりGPIFは、ESGを考慮した投資行動を行うと宣言したことになる。

2014年2月、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメント(目的を持った対話)を促すことを目的として、金融庁(2014)より、いわゆる「日本版スチュワードシップ・コード」(以下、SSコード)が策定された²⁾。SSコードでは、エンゲージメントとは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話(原則4の指針4-1)」と明記されている。そして、機関投資家は、①投資先企業の状況を適切に把握すべきであり、その把握する内容にESG要因のリスク側面が含まれること、②企業とのエンゲージメントを通じて長期的企業価値の創造に努めること、が明確に推奨された(原則3の指針3-3)。さらに、2017年のSSコードの改定においてはESG要因を収益機会としても捉えるべきとされた。一方、上場企業に対して2015年6月から適用開始の企業の組織や行動に関する原則を定めた「コーポレートガバナンス・コード(企業統治指針)」(東京証券取引所 2018)においても、機関投資家の対話の相手方としての視点から、株主とのエンゲージメントの重要性が示され、社会・環境問題に対する企業の対応がエンゲージメントの主要なテーマとなることが明確にされた(原則2の指針2-3)。

これまでに、Bauer *et al.* (2005)、UNEP Finance Initiative (2007)、企業価値分析におけるESG要因研究会(2010)、井口(2013)等、ESG要因と財務・株式パフォーマンスの関係を分析する多くの研究が行われている。しかし、機関投資家が株主として企業にESG要因の改善を働きかけるエンゲージメントの重要性や機関投資家がESG情報をどのように評価しているのかに焦点を当てた研究は、英国のBauer *et al.* (2013)、日本の三和(2016)以外は、限定的である。

以上の背景から本稿では、エンゲージメントの重要性や機関投資家がESG情報をどのように評価しているのかに関して説明することを目的とする。本稿の構成は、次の通りである。まず第2節で、ESG投資を巡る環境変化等を整理した後、第3節ではESG投資の意義に関して考察する。続く第4節で、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントの内容を明確にした上で、機関投資家を念頭に置いたESG情報の評価に関して具体的に検討する。第5節ではESG情報の開示・比較可能性という視点から、企業が情報開示にあたり依拠する基準について検討する。最後に、まとめと今後の課題を提示する。

2 重要性を増す機関投資家によるESG投資

本節では、グローバルな社会・環境問題の高まりを踏まえて、まず、ESG投資を巡る環境変化を、次に、機関投資家がESG投資をどう捉えているのかを簡潔に整理したい。

2.1 ESG投資を巡る環境変化

ESG投資とは、「環境や社会（ワーク・ライフ・バランス、女性雇用、貧困等）への取り組みやコーポレートガバナンスに配慮した企業を選別して投資する手法」（PRI 2018）である。ESG投資の根底には、利潤追求と社会的課題の解決を両立するという独自の投資哲学がある。例えば、米国では、カリフォルニア州職員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System: CalPERS）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な（material）影響を及ぼしうるリスクを考慮することを投資信条（investment belief）として取り入れている（CalPERS 2015, p. 10）。日本では、国内株式を約30兆円保有するGPIFは、これまでパッシブ（株価指数連動）運用を行い、議決権行使に消極的な「モノ言わぬ株主」と呼ばれてきた。しかし、GPIFは、2014年にSSコードを受け入れ、続く、2015年にPRIへ署名し、ESGを考慮した投資行動を行うと宣言した（年金積立金管理運用独立行政法人 2015）。さらに、GPIFは、2018年7月に「ESGの効果により、中・長期的なリスク低減効果や市場の平均利回りに対する超過収益（アルファ）の獲得が期待される指数」を選定し、ESGに取り組む企業を構成銘柄とする新たな株価指数を作成して、より直接的にESGを投資に反映する姿勢を強めている（年金積立金管理運用独立行政法人 2017）。

では、ESG投資の運用規模（投資残高）は、どのようであろうか。図表1は、世界持続可能投資連合（Global Sustainable Investment Alliance: GSIA）の調査による2012年末、2014年末及び2016年末時点での地域別（欧州、米国、カナダ、オセアニア、アジア）のESG投資残高の状況を示している。2016年末の投資残高は、世界全体で約22.8兆ドルと推計されている。欧米を中心に、2012年末の調査から2年間で約37ポイント、2014年の調査から2年間で約25ポイント増加し、規模の成長が継続している。

一方、日本のESG投資残高は、2016年末時点で約0.4兆ドルと推計される。ESG投資は、欧米以外の地域にも広がりつつあるが、世界全体における日本を含むアジア地域のESG投資の市場規模はきわめて小さい。なぜ、欧米との比較でESG投資が進まないのか。その背景として、日本を含むアジア地域においては、ESG投資を推進・実践する組織（年金基金をはじめとするアセットオーナーやセットマネジャー等）が一部に限られていることや、欧米でみられるような公的年金を中心としたESG投資の揺籃期に位置していることが挙げられる³¹。しかし、日本ではGPIFがPRIに署名し、ESG投資を開始したことから、その関心・認知度が向上している。こうした新たな動向は、他のアセットオーナー等にもインパクトを与え、今後のESG投資の広がりを促す契機になるものとみられる。

図表1 世界の地域別のESG投資運用規模

(単位：100億ドル)

	2012年末	2014年末	2016年末
欧州	875	1,078 (23.2%)	1,204 (11.7%)
米国	374	657 (75.6%)	872 (32.7%)
カナダ	58	73 (25.9%)	109 (49.3%)
オセアニア	13	14 (7.7%)	52 (271.4%)
アジア	4	4 (0.0%)	5 (25.0%)
日本	—	1 (—)	47 (4,700.0%)
合計	1,324	1,827 (37.9%)	2,289 (25.2%)

(注) 2014年末の () 内の数値は、対2012年末比での増加率を、2016年末の () 内の数値は、対2014年末比での増加率を示す。

(出所) GSIA (2015, p. 8) 及びGSIA (2017, p. 7) を基に筆者作成

2.2 機関投資家のESG投資に対する捉え方

ESG要因は、投資パフォーマンスにどう影響するのであろうか。ESG投資が超過収益を高める可能性の因果関係の明確な学術的研究は必ずしも多くないが、ESG投資とパフォーマンスの関係を検証した先行研究に、UNEP Finance Initiative (2007) や日本での井口 (2013) があり、ESG要因は企業のリスクであり収益機会でもあることから、ESGに取り組む企業は持続的成長の可能性を高め、長期的なパフォーマンス向上を高めると分析している。

日本ではGPIFがESGを考慮した投資行動を行うと宣言した。今後、GPIFは株主としてのエンゲージメントを通じて投資先企業におけるESG課題の改善を後押しするという。巨額の資金を運用する公的年金が動き始めたというインパクトは大きい。これを契機に、日本でも、ESG投資が認知されていくなれば、結果として超過収益の獲得も期待できる。このように機関投資家においては、ESGに配慮した企業に投資することが、長期的には良好な運用成績につながっていくと捉えているのである。

3 ESG投資の意義

機関投資家の投資意思決定において、ESG要因を考慮することが良好なパフォーマンスにつながるという捉え方が広がっている。そこで本節では、ESG投資の意義として、まずESG投資の変遷と投資手法、次に実際にどのようなESG要因が評価の対象となっているのかに関して検討したい。

3.1 ESG投資の変遷と投資手法

ESG投資が広がる以前の1920年代には、欧米のプロテスタント教会の基金運用に端を発する社会的責任投資（socially responsible investment: SRI）が知られていた。SRIは企業が社会的責任を果たしているかを投資行動に反映させるものである。その投資方法は、投資主体の教義（平和主義、禁酒、禁煙等）から悪影響を及ぼす可能性のある特定の産業・企業（たとえば、アルコール、タバコ、ギャンブル、武器等）を投資対象から外すというネガティブ・スクリーニング（negative screening）である。

1960～70年代には、SRIは倫理・社会的な側面が強まり、宗教観や社会運動（欧米ではベトナム戦争への反戦運動、反アパルトヘイト、人権等であり、日本では水俣病や四日市ぜんそくをはじめとする公害問題）の一環であった（Eurosif 2012）。その後、1990年代には、社会的責任（corporate social responsibility: CSR）に優れた企業を選んで投資するものに変化してきた。そして、PRIの提唱を背景に機関投資家も本格的に参入し、前述のネガティブ・スクリーニングに加えてESGで高い評価を得た企業を選別して投資する手法であるポジティブ・スクリーニング（positive screening）も投資方法として採られるようになった（水口 2017, pp. 44-47）。

現在の機関投資家の具体的なESG投資の方法は、①投資先の選別（ポジティブ・スクリーニング及び財務情報と併せてESG要因を企業評価に活用するインテグレーション）、②除外（特定の企業・業種を投資先から外すダイベストメント）、③株主としてのエンゲージメント（中・長期的な視点からエンゲージメントを通じて投資先企業のESG課題の改善を進め、パフォーマンスの向上を目指すこと）、と整理できる（水口 2017, pp. 43-44）。これらの方法のうち本稿では、③のエンゲージメントがより重要と考え、研究対象としている。

また、林・小崎（2013）では、日本の資本市場には短期的な利益志向（short-termism）が存在するという実証結果を示している。短期的な利益志向とは、投資家が四半期報告書に見られる短期的業績をより高く評価する傾向をいう⁴⁾。確かに、機関投資家は、短期の運用成績に対するプレッシャーもあって企業の短期的業績を重視するきらいがある。しかし、資本市場における過度な短期志向は抑制されるべきである。SSコードの適用を受ける機関投資家においては、短期的な利益志向に陥ることなく、株主としてのエンゲージメントをより重視して、中・長期的な視点から投資先企業の企業価値の向上を後押しすることに重要な意義がある。

機関投資家は、株主としてのエンゲージメントと株主総会での議案提案・投票（engagement and voting）を行う。日本では、これまで機関投資家は、議決権すら行使していなかった。では、本稿で研究対象とするエンゲージメントは実際にどう行われているのであろうか。先行する欧米では、その方法は多岐にわたり、穏健なものがあれば、メディアでの声明や監督当局への告発等を含むアグレッシブなものもある。エンゲージメントに対して、アクティビスト型ヘッジファンドが行うような経営陣との対立・挑発的方法とは区別する捉え方もある（水口 2017, p. 206）。確かに、エンゲージメントとアクティビストが行う株式を高値で売り抜けるような行動とは目的

が異なる。しかし、欧米のケースでは、株主側の認識と企業側の認識が乖離していることも多い。さらに、各種提案を行い株主の賛成を引き出す形でのエンゲージメントが増加傾向にあるため、両者の区別が難しいのが実情である (Smythe *et al.*, 2015)。例えば、CalPERSは、アクティビストと呼ばれることも多い。したがって、エンゲージメントにはアクティビズムの側面もあり、だからこそ企業側の姿勢として、機関投資家とのエンゲージメントがますます重要になっていると考えられる。

3.2 ESG評価項目

機関投資家が、投資先企業とのエンゲージメントや企業価値評価を行う場合、どのようなESG要因が評価の対象となっているのが重要になる。まず、前提として欧米の機関投資家においては、エンゲージメントを自身の専門チームで行うだけでなく、エンゲージメント・オーバーレイ・サービス (エンゲージメントを代行する業者) へ外部委託することが多い。つまり、既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のである。このことは株主の発言力を高める方法として、第4節第1項で述べる複数の投資家が共同でエンゲージメントを行う取り組み (集団的エンゲージメント) にも見てとることができる。

では、次に、どのようなESG要因が評価の対象となっているのであろうか。欧米機関投資家においては、第4節第2項で述べるようにESGリサーチ会社の提供する情報を利用・活用している実態がある。そこで、英国の大手ESG評価会社であるE. Russell社が公開している評価項目を見てみよう (FTSE Russell 2015)。環境面では、気候変動、水使用、生物多様性 (生態系)、汚染と資源、サプライチェーンを評価の対象としている。社会面では、顧客責任、人権・地域社会、労働基準、健康・安全、サプライチェーンを、そして、ガバナンスの面では、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を対象としている。

このように実際の評価項目は多岐にわたるが、重要項目として次の2点を挙げたい。

第1に、ガバナンスに関する項目が重要である。なぜならば、ガバナンスの質が高ければ、企業の戦略における社会・環境問題に対する適切な対応がなされるからである。さらに、世界的にも巨額の不正事件や金融危機等が問題視され、経営陣の暴走を止める仕組みや高額な経営者報酬の情報開示強化が求められているからである。日本では、株式持ち合いや相談役・顧問制度の弊害といった日本特有の問題に改めて関心が集まっている。

第2に、環境とりわけ気候変動に対応する脱炭素化 (decarbonize) を進めているか (リスクと事業機会の情報開示を含む) が重要である。なぜならば、環境問題の解決を事業に結びつけ、企業と社会の両方に価値を生み出す共通価値の創造CSV (creating shared value) につながるからである (Porter *et al.*, 2011)。例えば、CSVが経営の根幹となり、百年に1度の変革期とされる自動車産業においては、脱炭素社会 (decarbonized society) に向け、EV (electric vehicle: 電気自動車) の普及に動き出している。実際に、環境意識の高い米国カリフォルニア州では、販売

する自動車の一定割合をEVやFCV（fuel cell vehicle: 燃料電池車）とするZEV（zero emission vehicle: 二酸化炭素を全く排出しない車）規制が段階的に強化され（日経Biz Gate 2017）、中国でも同様の規制が始まる見通しである（三井住友銀行 2017, p. 1）。また、中国自動車メーカー傘下のボルボは2019年以降に発売する全車種を電動化の方針を公表している（ボルボ・カー・ジャパン 2017）。

4 機関投資家と企業とのエンゲージメント

機関投資家の株主行動としてエンゲージメントと株主総会での議案提案・投票があるが、そのうちエンゲージメントの内容に関して必ずしも明らかではない。当然ながら、良好なパフォーマンスが問われる機関投資家においては、ESG情報の評価基準を体系化し、エンゲージメントの質及び運用成績の向上を図ることが不可欠となる。そこで、本節では、エンゲージメントの内容を明確化した上で、その質を深化するためのESG情報の評価に焦点を当て検討したい。

4.1 エンゲージメントの視点・主要な担い手

機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントの内容を明確化するためには、その視点及び担い手という側面から、次の2点が重要になる。

第1に、エンゲージメントは、中・長期的な視点での企業価値の創造を目標としていることである。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、エンゲージメントを実施する。実際のエンゲージメントの場面では、議決権行使に加えて、ESGに対する懸念がある場合に優先度をつけて行うこと、一度限りではなく投資先企業との関係構築につながることを念頭に置いて実施することが重要になる。

第2に、実際のエンゲージメントの場面で、いったい誰がエンゲージメントの担い手となるのかが重要である。

その担い手として、企業側では、機関投資家に対して情報提供や意見交換を実質的に統括することができるのが要諦となる。したがって、主要な担い手としてはCEO、CFO等の経営陣・取締役（社外取締役を含む）が適切であると考えられる。一方、機関投資家側では、アナリスト、ポートフォリオ・マネジャー、議決権担当者等が適切であろう。ただし、ESGの真の理解には、専門性をもつリサーチャーの育成が必要である。この点は、海外と比べてわが国の機関投資家は遅れを取っている（三和 2016, p. 2-8-14）。また、海外のケースを見ると、単独でのエンゲージメント専門チームを備えるハードルが高い（人的リソースがない）ため、多くの機関投資家は、エンゲージメント代行業者へ外部委託することが多い（三和 2016, p. 2-8-1及びp. 2-8-9）。他にも、株主の発言力を高める方法として、複数の投資家が共同することにより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）がある。これは共同により、ノウハウの蓄積だけでなく、コスト負担の低減、企業に対する影響力の増大、さらには利益相反の回避が可能となるものと評価できる。

4.2 機関投資家によるESG情報の評価

投資の意思決定にあたっては、企業のビジネスモデルや財務分析、投資分析が不可欠である。これに加えて、ESG情報を関連付けることで投資先企業の持続的な成長力を見極め、評価の精度が上がると考えられる。

ESG投資においては、機関投資家は企業が作成・開示している単独レポート（「環境・社会報告書」、「CSR報告書」、「サステイナブル報告書」と称され、名称は様々である）や統合報告書（「アニュアルレポート」と呼ばれる場合もある）等からESG情報を読み取らなければならない。しかし、現在のところ、財務情報とESG情報とを関連付けて開示している企業はまだ少ない。したがって、機関投資家においては、ESG要因をどう財務情報に結びつけて企業価値を評価して、エンゲージメントの質及びパフォーマンスの向上を図っていくかという難題が残されている。

機関投資家のESGの評価基準（クライテリア）については、実は確立した統一基準は存在していない。機関投資家が行うESG評価の実態として、①インハウスの専門調査チームが行う、②外部のESGリサーチ会社を利用・活用するという2つに整理することができる。専門調査チームがESG評価を行うことが前提であるが、その支援ツールとして、②のようにESGリサーチ会社も利用している。実務では、情報提供についてのサービス競争が激化していること、ESGリサーチ会社が調査項目を独自に開発してESG要素をスコアリングして定量的に分析・評価（いわゆるESG格付け）していることから（水口 2017, pp. 193-195）、そのサービスの質に十分な留意をして利用している。そして、機関投資家の専門調査チームは、ESGリサーチ会社の提供する情報を利用・活用しながら、評価項目を分類し、どのような視点で評価するかの基準を自ら定めて、それらを総合して評価を実施している。併せて、ESG要因を考慮することが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も、検証しつつ評価している。当然ながら、評価のウエイトの置き方によって評価結果の相違が生じることも多いことから（水口 2017, p.196）、評価手法の改善の余地は常にあると考えてよいであろう。

5 ESG情報の開示

投資家は、マクロ経済環境、投資先企業の過去の財務データ、経営理念、ビジネスモデル等の多岐にわたる情報を分析して、投資先企業を絞り込んでいく。加えて、機関投資家にはエンゲージメントを念頭に、リサーチ会社が提供するESG情報及び企業が開示するESG情報等を入手し、

それらを統合して比較評価する。そこで本節では、企業が開示するESG情報に焦点を当て、ESG情報開示の制度化に向かう海外の動向から、「国際統合報告フレームワーク」及び米国の「持続可能性会計基準」を手掛かりに比較可能性という視点から検討したい。

5.1 国際統合報告フレームワーク

日本でも、統合報告書の発行が増加している。2016年の発行企業数は、前年比59社増の279社となり、このうち94%が東証1部上場企業である（KPMGジャパン 2017, p. 3）。こうした統合報告書の発行増加は、ESG情報開示に対する企業側の努力はもとより資本市場におけるESG投資に対する関心・認知度の高まりを反映している。すなわち、機関投資家が企業とのエンゲージメントを積極化する動きに対応して、統合報告書がエンゲージメントの1つの有力なツールであることを示すものである。

しかし、統合報告書は、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（日本公認会計士協会 2014）。日本企業の統合報告書を見ると、自社の戦略と社会・環境問題の解決の取り組みとの関係性までに言及しているかに関して、企業によってかなりの差があるものと評価される。

さらに、ESG情報の多くが定性的、記述的な情報であるため、定量的な情報によって、定性的な情報を補完することが必要とされている。例えば、重要業績指標（key performance indicators: KPI）等の定量的指標を含めた開示によって、企業価値向上のプロセスを投資家と共有することも可能となると考えられる（IIRC 2013, 1.11及び3.8参照）。

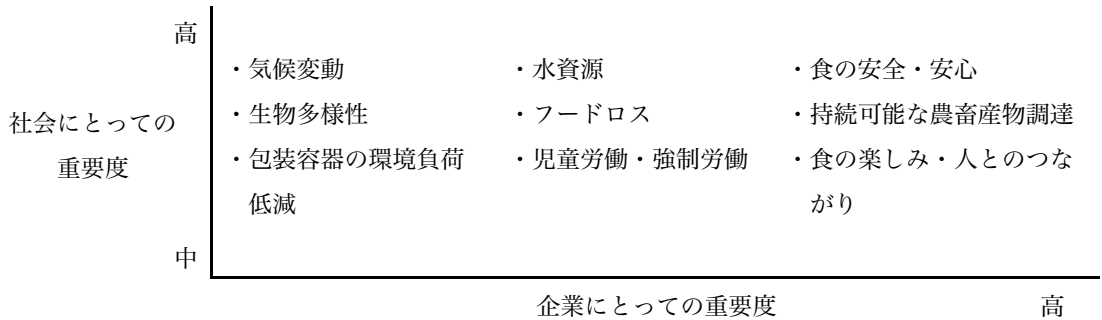
機関投資家が投資意思決定するときに、財務情報だけでは間違った決定をする可能性もある。そこで、財務情報とESG情報を含めた非財務情報を開示する統合報告が求められている。2013年12月にイギリスに本拠を置く国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council: IIRC, 以下、IIRC）は、『国際統合報告フレームワーク』（*The International Integrated Reporting Framework*）を公表した。これによると、統合報告とは、財務情報と非財務情報の統合を超えて、「企業をめぐる外部環境を踏まえて、企業の戦略、ガバナンス、実績及び見通しが、短・中・長期の価値創造にどのように結びついているかについての簡潔（concise）な表現」（IIRC 2013, par. 1.1）と定義している⁵⁾。

IIRCのフレームワークは、原則主義アプローチ（principles-based approach）を採っていることから、詳細な開示項目や測定基準は示されていない。しかし、フレームワークの中で開示原則（guiding principles）の1つとしてマテリアリティ（materiality）という考え方を提示し、企業価値創造に重要な影響を及ぼす重要課題（原因）として、非財務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簡潔に開示することを提唱している。これは企業ごとに個別の状況に相違があることを認識した上で、比較可能性を可能にすることを狙いとするものである（IIRC 2013, par. 1.9）。

企業が機関投資家を念頭に置いてESG情報を開示する場合、比較可能性がなければならない。そもそもESG情報の特徴として、①定性的・記述的な情報が中心であること、②評価対象となるテーマやステイクホルダーが広範であることが挙げられる。そのため、情報量が過多になる傾向がある。加えて、企業が創出する価値は、それぞれに異なり、これに影響を与える要因も企業によって異なる。したがって、企業自らマテリアリティの抽出・決定（企業の価値創造に与える影響の優先順位づけ）を行うことが不可欠となる。

図表2は、マテリアリティ項目の抽出についての日本の上場企業A社（食料品業）の事例である。A社では、環境・CSRに関する取り組みをまとめた持続可能性白書「サスナビリティ データブック2017」を発行している。同報告書内で、縦軸に「社会にとっての重要度」、横軸に「企業にとっての重要度」を評価軸にしたマッピングを基に、双方の優先度が高い開示項目を選択する「マテリアリティ・マトリックス」を作成・開示している。マテリアリティの判断基準・評価軸を抽出するのは企業自身であるが、社内外の対話を通じたマテリアリティ項目の抽出によって一定の比較可能性があると評価できる。図表2に示すように「マテリアリティ・マトリックス」には、ESG要因が明示的に含まれているため、他の日本企業においてもこうした開示が広がることを期待したい。

図表2 A社のマテリアリティ・マトリックス



(出所) A社「サスナビリティ データブック2017」に基づき筆者作成

5.2 持続可能性会計基準

2011年に設立された米国サンフランシスコに本部を置く非営利団体である持続可能性会計基準機構（Sustainability Accounting Standards Board: SASB）は、広範なステイクホルダーに企業価値を適切に表現する観点から、財務・非財務情報を統合したサステナビリティ・レポート（sustainability reporting）に基づく開示・報告の提唱を推進している⁶⁾。

SASBは、年次報告書（Form-10K, Form-20F）に記載すべき非財務情報の持続可能性会計基準（Sustainability Accounting Standard: SAS）において、10の産業カテゴリー（ヘルスケア、金融、テクノロジー&コミュニケーション、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)と、それらをさらに79の業種セクターごとに標準化した暫定版基準書 (provisional standard) としてESG開示の雛形を2016年4月に公表している。セクターごとの開示基準では、「最も重要であると考えられる課題」を定め、この課題に対応した開示すべき定性・定量の成果指標が示されている。また、SASは、米国証券取引所の上場企業をターゲットとしているが、前述したIIRCのように自社でマテリアリティ項目を抽出するのではなく、予めマテリアルな課題と関連する指標を特定している。なお、今後、現在の暫定的な位置づけである基準について有効性・費用対効果の検討が予定されている。

SASB (2016b) の開示実態調査によれば、米国上場企業のうち、持続可能性に関する内容における開示の75%以上について持続可能性会計基準を用いて説明できる企業が69%あるという調査結果が示されている。したがって、持続可能性会計基準に倣い産業カテゴリー・業種セクター別の基準を設ければ、業種セクター別内での比較可能性がより高まると考えられる。機関投資家はそれぞれ独自の評価の視点を有しているが、例えば、医薬品業、食料品業、石油化学業といった業種内での比較可能性が高まると評価できる。機関投資家がESG情報を評価するに当たり、それぞれの企業が有する「最も重要であると考えられる課題」についての相違の解消ができれば、エンゲージメントのさらなる深化 (認識の共有・問題の改善) につなげることも期待できる。

ただし、SASが示す「最も重要であると考えられる課題」は、米国上場企業を前提に選定されている。そのため、日本企業の課題として必ずしも当てはまるという保証はない。しかし、サステナビリティ・レポートを作成する企業の示唆となり得るものであると評価できる。そして、SASは、最低限の基準であることから、あくまで企業自身が重視するESG情報を開示することが望ましい。

6 おわりに

本稿では、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントの重要性及び機関投資家がESG情報をどう評価しているのかに関して明らかにした。機関投資家には、エンゲージメントを通じて投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促す投資行動が求められている。機関投資家がESG要因を考慮する意義は、投資先企業に対するESG情報開示を促し、結果として、企業の社会・環境問題の取組みを後押しすることにある。

これに応じて、投資される側の企業においては、投資対象としての適格性を獲得するためのESG情報の開示に対するインセンティブにつながっていく。このようにESG情報開示を通じてエンゲージメントの深化が期待できる。また、企業のESG情報の開示・比較可能性という視点から、国際統合報告フレームワーク及び米国の持続可能性会計基準は、サステナビリティ・レポートを作成しようとする日本企業にとって有力な示唆を与えるものと位置づけられる。

最後に、日本ではESG投資が揺籃期にあるが、これを特別なものとして捉えるべきではないと考える。時代の要請として機関投資家や企業が共にどうESGを主体的・継続的に取り入れていくのか、我々が考えていかなければならない大きな課題である。

注

- 1) 機関投資家は、個人投資家に対立する概念であり、「有価証券投資を業務とする法人ないし団体」と定義されている（証券経済学会編 2017, p. 49）。これに倣い、本稿では、具体的に定義した。
- 2) 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なる諸原則を定めている。SSコードの原則3の指針3-3では、機関投資家が投資先企業の状況を把握すべき内容の例として、「投資先のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項」としている。なお、金融庁（2014）によれば、2018年4月5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6、投信・投資顧問会社等162、生命保険会社18、損害保険会社4、年金基金等30、その他（議決権行使助言会社他）7、合計で227社である。
- 3) 日本におけるESGに関するGPIFの取り組みについては塩村（2017）、年金基金・運用機関の取り組みについては三菱信託銀行（2017, pp. 10-14）を参照。
- 4) 短期的な利益志向と投資経路の問題に関して、イギリスのケイ・レビュー（Kay 2012）がある。ケイ・レビューは、投資家に対する長期的な視点から企業へのコミットメントを促している。
- 5) 統合報告は広範な資本に関する説明責任及びスチュワードシップを高めるとしているが、その主要な目的が資本の提供者（投資家）に向けてとされている（IIRC 2013, par. 1.7）。
- 6) SASBの活動については<https://www.susb.org/>を参照。

参考文献

- Bauer, R., Koedijk, K. and Otten, R. (2005) “International evidence on ethical mutual fund performance and investment style,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29 No.7, pp. 1751-1761.
- Bauer R., Clark, G. and Viehs, M. (2013) *The Geography of Shareholder Engagement: Evidence a Large British Institutional Investor*. (Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2261649>, 2018年8月26日確認)
- California Public Employees’ Retirement System (CalPERS) (2015) *2014-2015 Comprehensive Annual Financial Report*. (Available at CalPERS: <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/cafr-2015.pdf>, 2018年8月26日確認)
- Eccles, R. G. and Krzus, M. P. (2014) *The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*, John Wiley & Sons. (北川哲雄監訳 (2015) 『統合報告の実際－未来を拓くコーポレートコミュニケーション』日本経済新聞社.)
- European Sustainable Investment Forum (Eurosif) (2012) *European SRI study 2012*. (Available at Eurosif: http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/05/eurosif-sri-study_low-res-v1.1.pdf, 2018年8月26日確認)
- FTSE Russell (2015) *Methodology overview: Integrating ESG into investments and stewardship*.
- Kay, J. (2012) *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making: Final Report*,

- (Available at ECGI: http://www.ecgi.org/conferences/eu_actionplan2013/documents/kay_review_final_report.pdf, 2018年8月26日確認)
- Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) (2013) *Global Sustainable Investment Review 2012*. (Available at GSIA: [http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global Sustainable Investment Alliance.pdf](http://gsiareview2012.gsi-alliance.org/pubData/source/Global_Sustainable_Investment_Alliance.pdf), 2018年8月26日確認)
- (2015) *Global Sustainable Investment Review 2014*. (Available at GSIA: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2015/02/GSIA_Review_download.pdf, 2018年8月26日確認)
- (2017) *Global Sustainable Investment Review 2016*. (Available at GSIA: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf, 2018年8月26日確認)
- International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) (2013) *International Standards on Assurance Engagements (ISAE) 3000 Revised, Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information*. (Available at IAASB: [https://www.ifac.org/system/files/publications/files/ISAE 3000 Revised – for IAASB.pdf](https://www.ifac.org/system/files/publications/files/ISAE_3000_Revised_-_for_IAASB.pdf), 2018年8月26日確認)
- International Integrated Reporting Council (IIRC) (2011) *Discussion Paper , Towards Integrated Reporting, Communicating Value in the 21st Century*. (http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf, 2018年8月26日確認) (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』 <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2012/08/Summary-of-Responses-translated-in-Japanese.pdf>)
- (2013) *International <IR> Framework*. (<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>, 2018年8月26日確認)
- (2014) *Assurance on <IR>: An Introduction to the Discussion*. (Available at IIRC: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/07/Assurance-on-IR-an-introduction-to-the-discussion.pdf>, 2018年8月26日確認)
- (2015) *Materiality in <IR>: Guidance for preparation of integrated Reports*. (Available at IIRC: https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/11/1315_MaterialityinIR_Doc_4a_Interactive.pdf, 2018年8月26日確認)
- Principles for Responsible Investment (PRI) (2016) *Principle for Responsible Investments*, PRI Association. (日本語版を以下より入手できる: <https://www.unpri.org/download?ac=1541>, 2018年8月26日確認)
- (2018), *Annual Report 2018*, PRI Association. (Available at PRI: <https://www.unpri.org/annual-report-2018/>, 2018年8月26日確認)
- Porter, M. and Kramer, M. (2011) “Creating Shared Value,” *Harvard Business Review*, January – February, pp. 62-77. (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, pp. 8-31)
- Sustainability Accounting Standards Board (SASB) (2013) *Conceptual Framework*, Sustainability Accounting Standards Board. (Available at SASB:

- <https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2013/10/SASB-Conceptual-Framework-Final-Formatted-10-22-13.pdf>, 2018年8月26日確認)
- (2016a) *Revision: Conceptual Framework*, Sustainability Accounting Standards Board. (Available at SASB: <https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2016/04/SASB-Conceptual-Framework-04.04.2016.pdf>, 2018年8月26日確認)
- (2016b) *State of Disclosure Report 2016*, Sustainability Accounting Standards Board. (Available at SASB: <https://library.sasb.org/state-of-disclosure-annual-report/>, 2018年8月26日確認)
- Smythe, T. L., McNeil, C. R. and English II, P. C. (2015) “When Does CalPERS’ Activism Add Value?” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 39, pp. 641-660.
- Sparkers, R. (2002) *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, John Wiley & Sons.
- UNEP Finance Initiative (2007), *Demystifying Responsible Investment Performance: A Review of Academic and Broker Research on ESG Factors*. A joint report by The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative and Mercer. (Available at UNEP Financial Initiative: http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf, 2018年8月26日確認)
- 井口譲二 (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』Vol.51 No.8, 36-44頁。
- KPMGジャパン (2017) 『日本企業の統合報告書に関する調査2016』KPMGジャパン。
(<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-integrated-reporting-20180323.pdf>, 2018年8月26日確認)
- 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)』経済産業省。
(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/CSR/reports/21summary.pdf, 2018年8月26日確認)
- 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)』経済産業省。
(http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_accounting/pdf/120713_PC1_5.pdf, 2018年8月26日確認)
- 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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』金融庁。(https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf, 2018年8月26日確認)
- 東京証券取引所 (2018) 『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』(https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf, 2018年8月26日確認)
- 塩村賢史 (2017) 「GPIFによるESG投資への取り組みと今後の展望」『金融財政事情』Vol. 68 No. 27, 17-21頁。
- 証券経済学会・日本証券経済研究所編 (2017) 『証券事典』きんざい。
- 古川修 (2017) 「EVが主流となるとガソリン車は消える？」『日経BizGate』2017年10月2日号。
(https://bizgate.nikkei.co.jp/article/DGXMZO2843857022032018000000, 2018年8月26日確認)
- 企業価値分析におけるESG要因研究会 (2010) 『企業価値分析におけるESG要因』日本証券アナリスト協会。
- 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。
https://jicpa.or.jp/specialized_field/44.html，2018年8月26日確認)
- (2014)「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，日本公認会計士協会。(なお現在では第49号は廃止され第55号が公表されている。
https://jicpa.or.jp/specialized_field/55.html，2018年8月26日確認)
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) (2015)『国連責任投資原則への署名について』
http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf，2018年8月26日確認)
- (2017)『ESG指数選定結果について』
https://www.gpif.go.jp/operation/pdf/esg_selection.pdf，2018年8月26日確認)
- 林寿和・小崎亜依子 (2013)「日本の株式市場におけるショート・ターミズム (短期主義) の実証分析」『証券アナリストジャーナル』Vol. 51 No.12, 106-117頁。
- ボルボ・カー・ジャパン (2017)「ボルボ・カーズ，2019年から全モデルを電動化へ」『プレスリリース』
 2017年7月5日。<https://www.vcj-press.jp/pressrelease/20170705>，2018年8月26日確認)
- 三井住友銀行 (2017)「拡大する中国新エネルギー車市場」『マンスリー・レビュー』2017.4号，8-9頁。
- 三菱UFJ信託銀行 (2016)「グローバルなESG投資の潮流と日本の展望」『三菱UFJ信託資産運用情報』2016年1月号，1-16頁。
- 三和裕美子 (2016)「機関投資家のエンゲージメントとはなにかー国内外の機関投資家の調査をもとにー」『証券経済学会年報』第50号別冊，2.8.1-2.8.21頁。
- 水口剛 (2017)『ESG投資 新しい資本主義のかたち』日本経済新聞社。

(筆者：東京証券取引所)

(2018年8月27日 採択)