

ESG 情報開示基準と 企業における活用

「ESG 情報開示基準の設定と企業における活用」 研究プロジェクト 成果報告書

東京都立大学大学院 経営学研究科 2023.7.31

目次

1. 2	本プロジ	ェクトについて	4
1.1	. 本	プロジェクトの目的と背景	4
1.2	2. 本	プロジェクトの内容	5
1.3	3. 本	プロジェクトの成果	6
2. 1	企業によ	る ESG 情報開示と機関投資家	9
2.1	. 投資	資の観点から生まれた ESG という用語	9
2.2	2. ES	G 情報開示の目的 - コインの裏表 1	10
2.3	3. 企	業価値関連性とパーパス1	11
2.4	l. ES	G 情報開示における開示姿勢―誘導的な開示の限界	13
2.5	5. 機	関投資家の情報ニーズの高度化	15
2.6	5. 乾(いた開示とは何か1	18
3. E	ESG 🔨	の取組は業績を向上させるのか2	23
3.1	. 今[回の分析の狙い 2	23
3.2	2. 今回	回の分析における枠組みーCALC とは何か2	23
3.3	3. 今[回の分析対象業種とその理由2	24
3.4	l. 今[回の分析対象企業とその理由2	25
3.5	5. 分标	所対象とする財務指標とその理由2	25
3.6	5. 分标	所対象とする非財務指標とその理由2 2	26
3.7	7. 上均	場企業における業種全体での分析(製造業、卸売・小売、建設不動産業)	
	26		
3.8	3. 業種	種ごとの分析	0
3	3.8.1.	製造業の分析結果	0
3	3.8.2.	卸小売業の分析結果	. 1
3	3.8.3.	建設不動産業の分析結果	1
3 0	a ⊢†	是企業における小規模事業者の分析 (製造業のみ)	1

	3.10.	分	分析結果に対する考察(事例調査)	0
	3.11.	力	小括	3
4	l. 企業	業の取	又組と投資家の期待とのギャップを探る	0
	4.1.	本章	章の狙い	0
	4.2.	サス・	ステナビリティへの取組はなぜ重要か	1
	4.2	2.1.	重要と考える理由は何か	1
	4.2	2.2.	サステナビリティに関して重視している分野は何か	2
	4.3.	サス	ステナビリティ情報をどのように取得しているか	4
	4.3	8.1.	情報の入手経路	4
	4.3	3.2.	統合報告書で注力する内容	6
	4.3	3.3.	社外役員からのメッセージ	8
	4.4.	企業	業と投資家との建設的な対話-対話相手は誰か	9
	4.4	.1.	対話を引き受けているのは CFO	9
	4.4	.2.	独立社外取締役との対話	. 11
	4.4	.3.	何が対話を妨げているのか	. 12
	4.5.	対記	舌の質に満足できているのか	. 13
	4.6.	中小	小企業における取組はどのようになっているのか	. 15
	4.7.	小扫	舌	. 17
5	5. ES	G評値	価機関は何を見ているのか	. 20
	5.1.	評価		. 20
	5.2.	ESG	G 評価の利用者と利用方法	. 21
	5.3.	評価	西機関ごとの違い	. 23
	5.4.	ESG	G 評価の不一致の要因と影響	. 25
	5.4	.1.	(1)ESG 評価の不一致の現状	. 25
	5.4	.2.	(2) ESG 評価の不一致の要因	. 27
	5 4	. 3	(3) FSG 評価の不一致による影響	28

	5.5.	学術研究の動向	29
	5.6.	リサーチ・デザイン	31
	5.7.	分析結果	36
	5.8.	小括	44
6.	ESG	ら情報開示のプロフェッショナル育成のために	48
	6.1.	欧米先進企業に学ぶあるいは真似ぶ姿勢	48
	6.2.	基礎的知識の獲得	49
	6.3.	好奇心の持続とサステナビリティ・ガバナンス確立の必要性	52

1. 本プロジェクトについて

1.1. 本プロジェクトの目的と背景

ESG 投資は、国際金融市場におけるメイントピックとなりつつあり、東京に ESG 投資を呼び込めるか否かは、国際金融センターとしての今後の盛衰を左右するともいえる。ESG に関するステークホルダーの中でも、国際金融という文脈において最も重要なのは「株式投資家」である。ESG の各要素が中長期的な企業価値向上に実際につながるのかという点は、株式投資家にとって特に重要な関心事である。また、株式投資家のこうした関心事に応える ESG 投資に対する行動は、昨今ではサステナビリティへの取組として、自治体や企業といった組織形態の違い、あるいは組織の規模の違いにかかわらず、重要な経営戦略の一つとなってきている。

然るに、現状では株式投資家が望むような情報開示が企業から十分になされているかといえば、未だ発展途上であるといえよう。株式投資家側が企業側にどのように効果的にアプローチできるのか、という資本市場側の課題も多くある一方、企業側もどのような情報を出せばよいのか、そのために内部体制をどのように確立すればよいのかといった点など、一部の先進企業を除き未だ暗中模索の状態にある。投資家と企業との間には、開示すべき情報などについて様々な認識のギャップも大きい。そればかりではなく、サステナビリティへの取組が本当に中長期的な企業価値向上につながるのか、業績をどのように押し上げることが可能なのか、といった点についても、コンセンサスができているとは言い難い状況にある。こうした中、サステナビリティ関連の情報開示については義務化が急速に進んでいるが、増大する負担を受け止めるリソースの制約も大きな課題となってきている。加えて、本来であればガイドラインとなるべき各種の ESG 評価機関の情報評価基準も、機関によって大きな乖離が見られ、投資家・企業双方に混乱を招いている。

従って、本研究においては上記問題の解決に資することを目的とし、以下の三点を具体的な 取り組み内容として進めることとする。

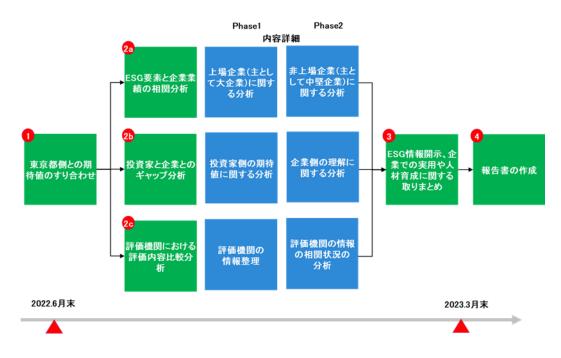
- ESG の各要素と業績との相関関係の整理・分析
- ・ 投資家側の期待と企業側の理解との間に存在するギャップの明確化
- ・ ESG 評価機関における情報評価基準の整理・分析

これらの分析の結果として、広く企業において検討可能な ESG 情報開示への対応、企業と投資家との間の建設的な対話を進める上での指針的な取りまとめを目指すとともに、こうした内容に精通した ESG 人材の育成と教育・普及に関する提言を行う

1.2. 本プロジェクトの内容

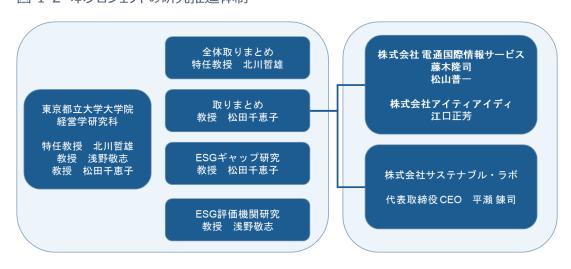
本プロジェクトに関しては、おおよそ以下のような流れで進められた。

図 1-1 本プロジェクトの具体的内容



研究推進体制は以下の通り。データ解析等を扱うことが多いため、東京都立大学において共同研究を担う3名の研究者に加え、複数のプロフェッショナルファームの協力を得て行った。概要は以下の通りである(敬称略、名称、肩書等はプロジェクト開始時のもの)。

図 1-2 本プロジェクトの研究推進体制



1.3. 本プロジェクトの成果

本プロジェクトは、2022 年 3 月末より、東京都からの要請に基づき研究の進め方について構想が練られ、東京都の承認および TMU サステナブル機構との調整、データ購入等の準備が整った同年夏~秋頃から本格的にスタートしている。期間としては短かったものの、注力すべき 3 つの分野において以下のような成果を収めた。詳細については各章で論じるが、おおよその概要は以下の通りである。

・ ESG の各要素と業績との相関関係の整理・分析において特筆すべき点

① 業種特性がある

財務に好影響を与える指標として、製造業と卸売・小売業は、E 指標は自然資本の有効活用(炭素効率、水効率、グリーン原料比率など)、S 指標では地域との関係強化(地域活動への投資額など)が重要であることが示された。一方、建設業は G 指標(役員の多様性や在任期間など)が重要な傾向が見られた。

② 規模特性がある

より小規模な企業において、収益性および安定性の観点では ESG 要素の影響が発現するのが相対的に遅い、または小さいことが分かった。一方、効率性および成長性の観点では E 指標の影響が相対的に大きい傾向にあることが製造業の分析から示唆された。

③ ごく一部では悪影響がある

数は少ないが、ESG 活動の中で財務に悪影響を与える事例もある。環境に良い設備導入が短期的な財務にマイナスの影響を与えうることも留意すべきである。

投資家側の期待と企業側の理解との間に存在するギャップの明確化について特筆すべき点

- ① 投資家側が最も関心を持っているサステナビリティテーマは「気候変動」である この点については企業、投資家ともにほぼ一致を見たが、投資家が事業と収益性の 関係やコーポレートガバナンスなどに関する関心が高いのに比べて、企業は社会的貢 献や人的資本、エコ製品やサービスなどへの取組の関心が高いことが判明した。
- ② 投資家のうち、企業との対話に満足している割合は半数に満たない

大きく不満を持っている層は少ないものの、満足している層も半数に満たず、中長期 的な見方の欠如やサステナビリティへの取組についての目的の不明確さ、事業の収益 等との結びつきの無さなどが不満足を生む原因として挙げられた。

③ 中小企業のサステナビリティへの取組については、活動に割くリソースが少ないとの見方が支配的

サステナビリティへの取組についての課題として、大企業は、業績との関連性の検証や評価機関による評価手法の透明化・統合などを望む一方、中小企業においては企業自身の開示不足や、その原因ともなり得るリソースの制約なども多く挙げられている。サステナビリティへの取組に詳しい人材育成が、特に中小企業においては急務と思われる。

· ESG 評価機関における情報評価基準の整理・分析

- ① 日本企業のサステナビリティ活動は年々高まり、サステナビリティ情報開示も年々拡充している
- ② ESG 評価は ESG 評価機関ごとに特色があり、同一企業の ESG 評価でも大きな 差が見られる
- ③ サステナビリティ情報開示の拡充は、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を縮いする
- ④ 特に環境分野と社会分野の情報開示の拡充が、ESG 評価の不一致の縮小に有効である

これらの内容について詳細を取りまとめ、研究年度終了にあたり、2023 年 3 月 23 日に研究内容を東京都に報告、研究を完了した。報告についてはパワーポイントによる資料を用いたが、より詳細な記述を心がけるため本資料を作成したものである。なお、一部のアンケート結果等は 3 月以降に明らかとなったためその点について補足を行っている。

また、本資料の他に、研究報告の成果は、既に書籍・論文等にて発表、広く社会への還元・ 貢献を行っている。詳細に関しては以下についても併せて参照されたい。支援を行って頂いた東京 都及び TMU サステナブル推進機構に深く感謝の意を表するものである。

- ・ 北川哲雄監修 (2023)『サステナビリティ情報開示ハンドブック』日本経済新聞社出版
- ・ 北川哲雄(2023)「乾いた開示と湿った開示 リアルワールドデータ時代の開示哲学とは」『CSR 企業白書』東洋経済新報社、pp.38-45.
- ・ 北川哲雄(2023)「サステナビリティ投資とモニタリング-解題」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会、pp.2-5.

- ・ 北川哲雄稿(2023)「情報開示哲学の再構築 急進的アクティビスムの台頭にどのように対応するか」『サステナビリティ情報開示ハンドブック』、日本経済新聞出版、pp.224-244.
- 浅野敬志 (2023)「サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価の不一致」証券経済 研究 第 122 号 pp.63-81
- ・ 松田千恵子・浅野敬志 (2023)「ESG 投資の隆盛に伴う資本市場の課題―ESG 情報開示の進展と ESG 評価機関の不一致―」証券アナリストジャーナル 61(2), pp.39-49.
- ・ 松田千恵子. (2023)「企業と株主とのコーポレートガバナンスにおける争点 (3)」旬刊商 事法務 (2326), pp.68-79

2. 企業による ESG 情報開示と機関投資家

2.1. 投資の観点から生まれた ESG という用語

ESG という言葉はすっかり多くの人にとって馴染みのある言葉となってきた。E が Environment の頭文字であり、すなわち「環境」を意味し、S が Social の頭文字であり、すなわち「社会」、G が Governance の頭文字であり、すなわち「ガバナンス」を意味していることは周知のとおりである。

そしてこの E S Gという言葉が「投資」の世界から使われ普及したことは意外と知られていない。 機関投資家側が社会の持続可能性の観点から気候変動問題や人権問題などの社会課題に 関心をもち投資意思決定にあたり考慮することを求められてきたことを意味している。

「責任投資原則(Principles for Responsible investment: PRI)は、ESG という言葉の生みの親である。…発足したのは2006年で、当時のアナン国連事務総長の機関投資家への呼びかけで始まった。」(傍点筆者)

発足して17年たつが今日では多くの機関投資家がこの原則に賛同しその結果ESG投資が急速に普及してきている。

これに対し「サステナビリティ」という言葉も馴染み深い。通常「持続可能性」と訳されている。そしてその持続可能性は「社会の持続可能性」と「企業の持続可能性」とに識者によって大別されることになる。前者においては企業活動における「社会への持続可能性」への貢献度合いを測定することが情報開示上必要となる。

以下、ここでは企業による「ESG 情報開示」というとき企業による「サステナビリティ(持続可能性)情報開示」と同義としよう。

さて「企業の持続可能性」とは企業がゴーイングコンサーン(本来は会計用語ではあるが、この言葉も古くから企業の持続可能性を意味することで知られている)であるか否かを問うていることと同義である。企業の持続可能性は株主の要求するコスト(資本コスト)を上回るリターンを常に確保することである。一定のリターン(キャッシュフロー)を確保することこそが「企業の持続可能性」を高めることになる。

このように考えると「社会の持続可能性」と「企業の持続可能性」は全く相反する考えと思われるかもしれない。このあたりの問題は次節において整理して述べることにする。

いずれにしても ESG 活動状況について企業が情報開示をどのように進めてゆき、これに対し機 関投資家が如何にそれらを受けとめてゆくかが近年大きな社会的課題となってきた。

2.2. ESG 情報開示の目的 - コインの裏表

ESG 投資と ESG 情報開示をどうとらえるかについて ESG(非財務)情報開示の類型化について世界経済フォーラム(World Economic Forum:以下 WEFと略称) が2020 年にまとめたリポートが参考になる。

同リポートでは企業の開示フレームワークを3つに類型化している。

- ① 第一は従来から開示されている「財務情報」である。
- ② 第二は組織体(企業)自身の価値創造に重要なサステナビリティ関連項目を開示する。
- ③ 第三は組織体(企業)による経済・環境・社会(人々)への重要な影響を開示する。
- ① は3つの財務諸表を中心とする従来からある財務情報開示を示す。具体的には「決算短信」「有価証券報告書」「決算参考資料」等に開示されているものである。財務情報を「主要財務諸表」に関する情報と限定するならば、有価証券報告書にはガバナンス項目、会社の沿革等様々な非財務情報も実は豊富にある。海外企業でアニュアルリポートとファイナンスリポートを分けて2分冊になっていることがあるが、この場合ファイナンスリポートの中には詳細な売上の中身、セグメント情報、費用項目の開示が含まれている。
- ② は今日アニュアルリポート(あるいは統合報告)と呼ばれる年 1 回発行される。アニュアルリポート自体は我が国企業においても一部企業で 1960 年代から作成されているが、その概要は、当初は企業紹介的なものであった。時は移ろい 30 年経ち今、アニュアルリポートは今日 ESG 情報を織り込むことを要請されている。そのように至った要因にはいくつかあるが一言でいえば「外部性」の変化である。パリ協定 の締結で加速化した環境問題への対処、SDGs 活動に関連

し途上国での各種支援活動、ジェンダー・ダイバーシティへの配慮等々が政府・国際機関・アセット・オーナー(公的・私的年金基金)、一部機関投資家からも要請されることになった。こういった問題にどう対処するかを企業は示す必要が出てきた。しかし、このタイプの開示は後述するようにどちらかと言えば③に絡まるものである。多くの企業はこの点の峻別ができていない。それでは②で要請される ESG 情報開示とは何か。冒頭示したように「企業価値関連性」を持つことが肝要となる。企業自身の発展、業績へのインパクトに関連付けて ESG 項目を考えることが必須である。

③ は企業が発行する刊行書としては「CSR 報告書」あるいは「サステナビリティ報告書」に書かれている内容を示す。②で述べたところの外部性にどのように対応するかあるいはしているかを示すものである。そしてより積極的に社会への貢献を示す行為も含まれる。例えば寄付行為もその一つであるが、グリーンボンドあるいはソーシャルボンドを発行して社会経済へのインパクトをもたらす行動もそのなかに含まれる。ボンドの発行は資本市場に関与することになる。

さて、②と③の関係を筆者は「コインの裏表」と呼んでいる。例えば「ダイバーシティ」の問題を考えてみよう。③に即してみれば、社会の要請(30%クラブの台頭)の側面もあるも、一方で「ダイバーシティ」の推進こそが企業の発展になると経営者が考え、それが実証されてくると②に関係することになる。あるいは環境機器製造の会社が斬新な環境機器を開発することは本業に関わる分野でのイノベーションに基づき高利益成長が果たされることになる。外部性からの要請を果敢に見て取り開発に成功することにより社会に大きなインパクトをもたらすことになる。この例においても②と③は裏表の関係になる。

2.3. 企業価値関連性とパーパス

組織体の中でも「株式会社」は一定の「利益」を上げてこそ、存在意義があり事業を継続することができる。古くからある企業会計原則の一つにゴーイングコンサーン(継続企業)がある。 ESG 活動に熱心で様々な ESG評価機関やNPOから絶賛を浴びている企業であっても株価が低迷してPBR(株価純資産倍率=時価総額/純資産)が 0.5 倍程度に低迷しているケースがある。 すなわち時価総額は解散価値を下回っている。

ESG投資がいくら隆盛化しても企業自体の存続が危ういという市場評価では元も子もない。 そもそも企業が利益を獲得するということは、社会に意味のある財やサービスを提供して証左であり何ら恥ずべきことではない。 ここで各企業のパーパスが重要となる。この言葉は最近コーポレートガバナンスの領域でもよく取り上げられるが、翻訳すれば「企業活動の基本理念」「企業の存在価値」といったところであろう。

このように言ってもなかなか抽象的でわからないと思われる。筆者が例としてよく挙げるのはデンマークのある医薬品企業 NovoNordisk 社 のケースである。

私たちのパーパスは、変革を推進し、糖尿病やその他の深刻な慢性疾患を克服することです。それは長期にわたるコミットメントであり、とどまることなく追求してゆきます。私たちは、イノベーションの専門知識と治療領域の集約化に加えて卓越したコマーシャル(啓蒙・宣伝・販売)活動を活用し、私たちの製品を使用している何百万人もの患者の方々への利益につなげてゆきます。これが上手く行くことにより、私たちは社会に付加価値を与え、利益を生み出し成長する持続可能な企業になることができます。

ここで書かれていることは ESG 投資の隆盛化し様々なノイズ (騒音) を感じる我が国企業の経営者にとっても参考になる。本業を通じ、製品・サービスのイノベーションを通して、社会に貢献するという、いわば当たり前のことを再確認しているいるに過ぎない。世上、CSR 優良企業として20 年前から有名な企業の述べていることは常識的なことである。

同社の最新(2021 年)アニュアルリポートを見ると環境分野や社会分野においても様々な意欲的な Aspiration(同社の表現による)が示されているがあくまでも基本的なトーンは「長期的企業価値自体の増大の観点」から外部性への適応をどう行うかについて語られていることがわかる。 いわば情報開示姿勢としては前節の②のスタンスを貫いていている。

これに対し、ある欧州の大手食品企業の場合は、自社のパーパスについて③を意識した開示になっている。同社は社会的課題への対処にむけて事業を資金使途とするソーシャルボンドの起債を積極的に行っている企業として有名である。調達した資金を「サプライヤーや農業パートナーへの支援」、「健康・栄養分やの中小企業向け投資」等に振り向けている。長期的にはブーメラン効果として同社の業績に寄与する可能性はあるが、あったとしても時間軸でいえば相当先のことになろう。前章でいえば③を意識した活動となる。

この問題は以下の4点を分けて考えることにより明確になる。Aには「ファンダメンタルズの充実」をBには「ESG活動」を当てはめてみると良い。「ファンダメンタルズの充実」とは直截に言えば「本業の業績を押し上げる行動」と言って良いであろう。

- ① Not only A but also B.
- 2 Not only B but also A
- 3 Both A and B
- ④ A and B are almost in Concentric Circles (同心円)
- ① は従来の日本企業の大多数の姿勢であったと言えよう。「ESG活動」も世の中の情勢に鑑み充実させようというものである。
- ② は先ほどの食品企業のように「ESG活動」をどちらかと言えばプライオリティに置く考えである。
- ③ は両方とも力を入れるというスタンスをとる場合である。今日多くの日本企業はこのような 段階にあるのではないか。しかしこれは経営を八方美人的な方向に導く可能性がある。あらゆる 企業活動は行っている事業との関連性で考えられるべきである。
- ④ は「ファンダメンタルズの充実」と「ESG活動」が同心円状化している状態をさす。上記で紹介した医薬品企業の場合は私見によればそれを成し遂げていると思われる。このことはそれほど難しいことではないにも拘らず、何故か単純に考えようとしない企業も多い。

しかし、その「外部性」はプロアクティブ(能動的)に取り組む必要がある。早めに自社の事業との関係性の下に取り組むことにより外部との摩擦は防げるとともに、自社の事業活動におけるイノベーション、ビジネスモデルの変革に繋げることができる。この一連のピロセスを適切に投資家に開示することによりこれから勃興する真の長期投資家を醸成することになろう。

2.4. ESG 情報開示における開示姿勢―誘導的な開示の限界

これまで述べてきてように ESG 情報開示拡大の要請につれて企業側の開示はますます充実 してきている。企業側は様々な工夫を凝らして読者の要求に応えようとしている。しかしその対応 姿勢において大別「乾いた開示」を意図する企業と「湿った開示」を意図する企業とに大別される ように思える。 我が国においては企業の IR 姿勢に関して CEO がいかに企業価値創造プロセスあるいは社会価値への貢献を情熱的に語るかが重要とされてきた。しかし最近のデータサイエンスの発展と投資家サイドにおける分析力の高度化を考えて見ると湿った Inducemental (誘導的)な開示はもはや時代遅れで「乾いた開示」を心がけることこそ重要ではないかと思われる。

統合報告書やサステナビリティ報告書の作成目的につき企業の方々は「投資家」および「ステークホルダー」に対し有用な情報を提供するためだと述べることが常である。しかし読者の関心事は様々である。これに対し企業はどのように今後対処すべきであろうか。

現在の機関投資家のレベルや NGO の関心事項を考慮し筆者の率直な現在の意見を述べると以下の4点である。

- ① 一部企業の統合報告書に見られるアッピール型の記述は徐々に評価を下げるであろう。 特に企業価値創造プロセスの記述におけるエモーショナルで根拠に乏しい楽観的なシナリオ提示 は再検討すべき時期に来ている。
- ② サステナビリティ報告書における記述は ISSB や他の有力機関の開示要請を先取りしより内容を練り細分化して開示することを心がけるべきであろう。環境面では TCFD 開示への取り組みが我が国企業でも深化しているが、今後は日本企業が遅れていると思われる S(社会)と G (ガバナンス) において欧米先進企業並みの積極的開示が求められよう。 S についてはネガティブなメッセージとなりがちな項目につき我が国企業は消極的な面がこれまであったがむしろネガティブな情報をどのように読者に出すかの姿勢が試される時代となっている。
- ③ 想定される読者一機関投資家、ESG 評価機関、ESG 情報ベンダー、NGO/NPO 等 一の多くは①と②についての問題意識をすでに共有している。機関投資家に対しては様々な意見を持つ企業も多いと思われるが一部の投資家の認識(分かり易い威勢の良いアッピールを評価するといった類)は間違いであることをここで指摘しておきたい(この点については次節で述べる)。
- ④ それではどのような情報開示を心がけるべきかと言えば「乾いた情報」開示に努めるべきと言うことになる。その反対が「湿った情報」開示ということになる。後者はエモーショナルなあるいはスローガンを掲げている点に特徴がある。中期経営計画において ROE の飛躍的改善を掲げる企業は依然多いが、過去の実績をみると計画倒れになっている企業も多いし、そもそも計画の説明に実行可能性・論理的妥当性が乏しい場合がほとんどである。サステナビリティ項目の目標設定についても実現可能性に乏しい意欲的(?)KPIを掲げている企業も多い。数値が設定されてもその道筋を示さなければ意味がない。こういった曖昧さ・甘さをもった「湿った開示」は終焉を迎えつつある。それでは「乾いた開示」とは何か。その事例について 7 節において説明する。

2.5. 機関投資家の情報ニーズの高度化

機関投資家といっても長期アクティブ投資家とパッシブ投資家とでは非財務情報に対する情報ニーズは異なる。前者は企業価値の動向に主に関心があるし、パッシブ投資家は社会価値の動向に主に関心がある。

―長期アクティブ投資家の場合の情報ニーズ

長期アクティブ投資家の関心は「長期業績予想に基づくファンダメンタルズ価値」の測定にある。 その測定にあたって企業の ESG 活動に関しても当然考慮することになる。しかしアクティブであることが意味する通りその目的は「投資リターン」を優先して割安であると判断された株式を購入することにある。

例えば、非財務情報に即して言えば環境規制が数年後に厳しくなることが決まっているのに対し、その対応状況が芳しくないとなれば将来業績に大きなマイナスの影響を与えることは間違いない。このことを業績予想あるいは株価評価にどのように織り込むかはファンドマネジャー・アナリストの洞察力と言うことになる。

一方で企業側は様々な重要なサステナビリティ課題を認識し、将来の KPI(重要業績指標)を多くの項目において設定している。このような開示に対し冷静に企業評価を行うのは投資家の責務である。企業側が非現実的な対応策を設定していた場合企業インタビューの際に確認しネガティブな評価を与えることもあろう。

図 2-1 プレ財務指標の例

	プレ財務指標の種類(1~0)		非開示指標
全社および 各部門における 管理指標	新製品発売・適応拡大数 PCステージ移行数 自社創製品プロジェクト数(臨床) PoC取得数 ダイパーシティ&インクルージョン指標 人財育成関連指標(サーベイ・投資)*2	C〇2排出量・フロン/水使用量など 設備投資(研究施設投資、製薬施設投資) 戦略投資(技術・デジタル) 主要領域における売上シェア 顧客満足度 MR1人当たり国内売上高	人財採用関連指標(要員構成・投資 働きがい改革関連指標 全社要員生産性
モニタリング 指標	自社創製品プロジェクト数(前臨床) 研究実績に関する論文・学会発表数 特許取得件数	パイプラインプロジェクト数 労働安全衛生指標・2	

*2 一部非開示

出所) 中外製薬(2022) 『アニュアルレポート 2021 - 創造で想像を超える』88 頁

図 2-1 はある製薬企業が示している具体的な管理指標を示している。同社は「企業価値向上につながる財務成果と、これらの財務成果に影響をもたらす事業活動の重要指標を、それぞれの成果が表れる時間軸を踏まえて」リストアップしているとしさらに「これらの指標は、目標値を設定して PDCA を回していく「管理指標」と計画や定性目標の設定をもとに進捗を管理していく「モニタリング指標」に分けられる」としている。

これはいわゆる「プレ財務」を示唆している情報と見ることができる。「プレ財務」とは将来の財務 諸表(貸借対照表・損益計算書・キャッシュフロー計算書)に影響を与える可能性があることを 示唆している。

「プレ財務」という考え方は「投資家の責務と企業側の開示に関する責務」を考える上で重要な示唆を与える。一見この考えは投資家に対し不親切に思える。

ESG 説明会を企業が開催することが多くなってきているが、企業に対し、執拗に「具体的な数値によるインパクト」を質問するアナリストもいて困るという嘆きをある企業の IR 担当者から聞いたことがある。

この傾向は例えば、財務政策や中期経営計画に詳細な目標数値を求めることを執拗に求める何時の時代にも一定いる投資家とみることができる。しかし尊敬している長期アクティブ投資家のあるアナリストは「こういった高い見識を企業自らが堂々と示すべきである」と筆者に述べた。同感である。

筆者が現役のアナリスト時代(20年以上前)にもある外資系製薬企業の決算説明会に出席した時、あるアナリストが開発途上の開発品の「ピーク売上」について執拗に質問したとき当時の CEO が "It's your responsibility, next question" と答えていたのを思いだす。

またこれは 10 年ほど前になるが、ある食品企業の CEO との対談(専門誌)前の雑談時に「アメリカに海外 IR の際にファンドマネジャーに会ったおり優れた精神分析医の診断を受けたような気がした」と筆者に述べた。

そのファンドマネジャーはノートを開くこともなく、淡々と当該企業の置かれた状況、課題を述べたが、そこで語られたことは CEO として日頃の悩みを言い当たられたものであり、それゆえに自分自身が素直に経営の方向性を語ることができたと述べていた。よくよく後に考えてみるとシビアな指摘もあったのであるが、時間をおかず克服しなければならない問題ばかりであり、今日でいうサステナビリティ課題にまで踏み込んでいたとの由。

よく企業の経営者の方々は投資家を選べない、という言い方をする。それは極めて消極的な態度であり、今流行りの言葉で言えば価値を共創しようとする投資家に株主になってもらうということ

を目指さなければならない。それは自分のやりたいように経営をさせてもらうという投資家ではない (そんな投資家はどこにもいない)。常に建設的な批判者になっていただける投資家という意味 である。

これらのエピソードから言えることは投資対象企業のファンダメンタルズを分析し投資評価を行うのは投資家の役割であるということである。まさしく"It's our responsibility" なのである。

長期業績予想を行うための何らかのデータは必要である。財務データについては「決算説明資料」といった名目で投資家に向け開示されており大変貴重なものとなっているが非財務情報においても徐々に充実してきている。しかしその情報は誠実に作成されてモノでなければならない。

―パッシブ投資家の情報ニーズ―

パッシブ投資家の主な関心はサステナビリティ活動に関して企業価値関連に関してよりも社会価値関連情報により興味があるようである。パッシブ投資家は運用の性格上そもそもファンダメンタルズ価値に対する興味は希薄である。

しかし、近年 ESG 投資の隆盛化に伴い、主要機関投資家は企業のサステナビリティ評価を綿密に行い始めている。また彼らの多くは ESG 評価機関のデータを利用する。これら評価機関の評価は細部にわたりかつグローバルに展開しているため企業自体はその対応に追われることになる。

ここで求められる非財務情報は長期アクティブ投資家に対してのものよりもより詳細なフラグメンタルなものになろう。 開示項目はどんどん増えて行く宿命にありエスカレーションするであろう。

ただ求められる情報はより客観性と比較可能性を備えかつ検証可能性を備えたものとなろう。 図 2-2 はある企業のサステナビリティレポートであるが、まさにパッシブインベスターの期待に応える ものとなっている。

図 2-2 サステナビリティレポートの事例

目次

編集方針 2	正道を歩む
理念・戦略・体制 トップメッセージ 3 ESG 部門統括メッセージ 7 花王の企業理念 8 Kirei Lifestyle Plan -花王のESG 戦略- 9 ステークホルダー・エンゲージメント 30 新型コロナウイルス感染症への対応 32	実効性のあるコーポレートガバナンス 155 徹底した透明性 168 人権の尊重 175 人財開発 188 受容性と多様性のある職場 204 社員の健康増進と安全 220 責任ある化学物質管理 244
2021年の活動報告 企業理念の実践	Fundamental Section コーポレート・ガバナンス
快適な暮らしを自分らしく送るために 40 QOLの向上 40 清潔で美しくすこやかな習慣 45 ユニバーサル プロダクト デザイン 49 より安全でより健康な製品 56 思いやりのある選択を社会のために	レスポンシブル・ケア活動 275 品質保証 284 情報セキュリティ 292 戦略的デジタル・トランスフォーメーション(DX) 301 知的財産 306 租税戦略 312 生物多様性 316 生活者とのコミュニケーション 330
サステナブルなライフスタイルの推進 60 パーパスドリブンなブランド 71 暮らしを変えるイノベーション 76 責任ある原材料調達 83	保安防災 338 社会貢献活動 344 各事業場、グループ会社の主な社会貢献活動 370
よりすこやかな地球のために 94 脱炭素 94 ごみゼロ 113 水保全 131 大気および水質汚染防止 141 製品ライフサイクルと環境負荷 151 環境会計 153	付属書 Kirei Lifestyle Plan 中長期目標 解説 373 外部評価・外部表彰 379 独立保証報告書 381 GRI Standards 対照表 382 ISO26000 対照表 394 TCFD 対照表 396

出所) 花王『サステナビリティレポート 2022』1 頁

2.6. 乾いた開示とは何か

本節においては「乾いた開示」とは何かを英国の医薬品大手企業 2 社 (グラクソスミスクライン –以下 GSK 社と略称—とアストラゼネカ以下 AZ 社と略称) と日本国内の大手企業 7 社と比較して論じることにより浮き彫りにしたいと思う。

表 2-1 主要医薬品企業のアニュアルレポートと統合報告書の構成

	GSK	AstraZeneca	日本企業
総ページ数	311	232	94
財務データ	157	106	10
財務データ除く a	154	126	84
ガバナンス b	71	54	14
b/a	46%	43%	17%
戦略とサステナビリティ c	83	72	70
c/a	54%	57%	83%

出所)各社 2021 年度アニュアルレポートおよび統合報告より「日本企業」は武田薬品庫業、アステラス製薬、塩野義製薬、中外製薬、エーザイ、第一三共、大塚ホールディングス 7 社の平均。

統合報告書の作成は IIRC(国際統合報告評議会)の本部がロンドンにおかれたところから 英国企業がこぞって作成していると思われがちであるが英国企業の代表とも思われる 2 社は作成 していない。従来通りのアニュアルレポートを作成している。

これに対し日本企業7社(以下 7社と略称)は全社とも統合報告書を作成している。

先ず図表3から外形的な特徴に着目してみよう。5点挙げられる。

- ① 総ページ数の圧倒的差異: 7 社平均 9 4 頁に対し、GSK 社は 3 倍以上の 3 1 1 頁、AZ 社は 2 倍強の 2 3 2 頁。
- ② 詳細な財務データの有無: 7社平均10頁と簡単なサマリーに留まるが、GSK 社は157頁、AZ 社は106頁に上る。
- ③ ガバナンス関連の記述のページ数の圧倒的差異: 7 社平均 1 4 頁であるが、GSK 社は 71 頁、AZ 社は 54 頁に上る。
- ④ 戦略・ビジネスライン・サステナビリティ関連項目に関する記述はページ数で大きな差異はない: 7 社平均 70 頁、GSK 社 83 頁、AZ 社 72 頁。

⑤ レポートのレイアウト: 7 社のレポートの体裁ははカラフルであるが、AZ 社と GSK 社の体裁は記述中心で地味である。

これらの違いはどこから生まれたものであろうか。

先ず②にある詳細な財務データの有無については、日本企業の作成者がいくつかの点で統合報告書の在り方につき誤解している面があると筆者は推定している。その誤解とは統合報告書はコンパクトでなければならず 100 頁を超えるようなものは読んでもらえない、財務データについては他にツール(有価証券報告書等)もあるし大量のページ数が割かれる、と言うものです。

言うまでもなく統合報告書の想定すべき主要読者は機関投資家であり、とりわけアクティブ投資家向けには必須のものとされている。しかも GSK 社や AZ 社の財務データは決して無味乾燥な数値の羅列ではなく、両者の実態を把握するには必要十分な資料となっている。ボリュームが多いから読んでもらえないという考えには首を傾げてしまう。私自身のアナリスト時代の経験からは当然あってしかるべき開示項目と思われる。

次に③のガバナンス関連ページについての差異について考えてみたい。この項に関する GSK 社と AZ 社の記述は一見淡々とした報告書のように思える。この差は GSK では 6 つ、AZ 社では 5 つある「委員会レポート」が詳細にあることが特徴である。とりわけ報酬(Remuneration)委員会の詳細な開示は目を見張るものがある。社外取締役も含む取締役全員に関する報酬体系が明示されているが、この情報により評価の透明性が徹底的に図られていることが分かる。両社は我が国で言う指名委員会等設置会社であるが、委員会はすべて独立社外取締役で構成されている。そもそも執行兼務の取締役は両社とも 3 人に過ぎずいかなる委員会にも所属していない。

各委員会のレポートを読んで窺えることは社外取締役の役割と責務がとても重いと言うことがわ かる。委員会での決定事項はかなり企業の命運を左右することになるからである。

さらに④における「戦略・ビジネスライン・サステナビリティ関連項目」についてであるが割かれているページ数に各社差異がないが内容・記述スタイルにはかなり異なる印象がある。

第一に指摘したいのが GSK 社と AZ 社においては表紙・概観(At a glance)の後に登場するのが取締役会議長(Chairman)であるという点である。 当然 2 社とも社外取締役出身者である。 日本企業 7 社はいずれも CEO である。 アニュアルレポートであっても統合報告書であっても「投資家向け」報告書という前提であれば当然株主の負託を受けた最高責任者は取締役会議長でありその任にあるものが最初に代表してメッセージを発するのは当然ということになる。 日本企業 7 社にはその自覚がないということになろう。

第二に指摘したいのは「記述スタイル」が異なるという点である。GSK 社と AZ 社の記述は 淡々と事実(数値化できるものはなるべく数値化する)を積み重ねて精読することにより投資家 が活動の全容を理解できるということになる。ファンダメンタルズをよく理解しつつ ESG 課題について も鋭い見識を持ち合わせて初めて読了する意味があるレポートとなっている。

これに対し日本企業 7 社のものの多く (例外はあるものの) は投資家と言っても医薬品産業 に対し深い知識のない投資家にとっても分かり易いのになっている。成長イメージを髣髴とさせる右 肩上がりのチャートを好んで使用する。 つまり意欲的であることを強調しているわけである。

我が国では医薬品企業に限らず統合報告書というものはそういうもの、直截に言えば、価値創造ストーリーをダイナミックに分かり易く描き切ることが流行りになっているように思える。我が国の一部機関投資家の中にはこのスタイルを指示する向きもあるようである。そういうことでは投資家の望むところを忖度していることになるが筆者からみればピントがずれているとしか思えない。

従って⑤に述べたように、レポートのレイアウトは上記のことに連動するかのように日本 7 社はカラフルな写真、ダイナミックで劇画調あるいは派手な色調を駆使したものが多い。2 社 (AZ 社および GSK) 内の比較で言えば、前者がよりカラフルであるが色彩はよりダークなものに抑えられており日本企業ほど派手ではない。GSK 社の場合は「写真」すらない。全く愛想のない無機質なものにも思える図表も最低限にとどめている。

GSK 社の場合 82 頁までが「戦略・ビジネスライン・サステナビリティ関連項目」のカテゴリーとなるが、記述の順番は「ビジネスモデル」、「2021 年の業績サマリー」の後「議長」「CEO」のステートメントがあり、その後「業績サマリー」が続く。こののち「長期戦略」(2018 年に設定されたもの)において基軸となる「イノベーション」「パフォーマンス」「トラスト」という三つのキーワード(この 3 つの基軸は普遍的なものとなっており 2018 年のアニュアルレポートから記載されている)が紹介されている。長期戦略を支えるバックボーンとしてのカルチャーとパーパスが続いて説明されている。

その後、再び3つのキーワードの下に、2021年の状況報告が詳細に示されている。イノベーションとは企業価値の持続的拡大はイノベーションへの飽くなき追求によるものとする理念を表していることになるが研究開発の動向はこの中で語られることになる。パフォーマンスはビジネスの成果に対する構主に対する責務を示している。主要ビジネス分野の動向やサプライチェーン課題が詳細に語られている。最後のトラストとはヘルスケア企業としての社会的使命を全うすることを示している。医薬品アクセスや人事政策としての Modern Employer の推進等が記述されている。ESG 課題のうち当社にとって重要な項目につき詳細に語られている。

当社の分析を深くしたことのない人にとっては文章の羅列が続きそれを苦痛と思うかもしれないが、一定程度の経験のあるアナリストにとっては熟読玩味すべきものと言えよう。 つまり GSK 社は読者を選別しているのである。

ここまでで読者は「乾いた開示」とは何かが朧気ながらイメージが掴めたのではないか。過度な Inducement(誘導)を行わない開示とも表現できよう。AZ 社と GSK 社はこのようなアニュアル レポートの発行と同時にサステナビリティ報告書を開示している。長期アクティブ投資家とパッシブ 投資家が分析レベルを急速に上げてきている今日、筆者自身は両社のレポートスタイルがこれか らは主流になると確信している。

- 注) 本章の内容は一部、下記の書籍において論文としてその成果を公表・発表している。
- ・北川哲雄稿(2023)「乾いた開示と湿った開示 リアルワールドデータ時代の開示哲学とは」『CSR 企業白書』東洋経済新報社、pp.38-45.
- ・北川哲雄稿(2023)「サステナビリティ投資とモニタリングー解題」『証券アナリストジャーナル』日本証券アナリスト協会、pp.2-5.
- ・北川哲雄稿(2023)「情報開示哲学の再構築 急進的アクティビスムの台頭にどのように対応するか」『サステナビリティ情報開示ハンドブック』、日本経済新聞出版、pp.224-244.

3. ESG への取組は業績を向上させるのか

3.1. 今回の分析の狙い

投資家、とくに機関投資家のサステナビリティへの関心が高まる中、日本でも 2022 年 4 月から東証プライム市場が新設され、非財務指標の開示も必須になりつつある。サステナビリティを志向していくことが企業の必須事項となりはじめるなか、非財務指標と企業価値、つまり財務指標にはどのような関係性があるのだろうか。サステナビリティと資本主義を両立させる中で、この部分が企業活動において問われ始めている。

今回の分析では、サステナブル・ラボ社が持つ非財務指標データと、株式会社電通国際情報 サービスが株式会社ソニーコンピュータサイエンス研究所とクウジット株式会社と業務提携に基づき 提供している CALC という要因分析ツールを用いて、非財務指標と財務指標との関係性を分析 した。

日本では各企業で統合報告書などを通じて非財務指標の公表が進んではいるが、データセットとしてまだ集約が進んでいない。そこで、サステナブル・ラボ社が ESG/SDGs に特化した独自の非財務データを分析データとして利用した。サステナブル・ラボ社では、CO2 排出量や女性従業員・役員の比率、廃棄物排出量、水消費量、研究開発費、従業員満足度、労働分配率など、ESG/SDGs に関するデータを 1 社あたり 700~800 項目程度集めている。これらのデータを用いることで、非財務指標と財務指標の関係性を明らかにすることが可能となった。

3.2. 今回の分析における枠組み-CALCとは何か

CALC は株式会社ソニーコンピュータサイエンス研究所(以下、ソニーCSL)が開発した人工知能(AI)技術による大規模データ解析ソフトウエアだ。電通国際情報サービスが2017年より提供を開始し、製造業のほか、金融業、サービス業など様々な業種で活用されている。CALCの特徴は、従来の解析手法では推定が難しいデータ内の関係因子の直接的な相関が明瞭にできることにある。その結果、経営上の選択肢を明確化できるため、より確度の高い意思決定を行えるメリットがある。

CALCは、データドリブンで因果構造を推測する技術であり、観察データから変数間の因果関係(ネットワーク関係)を求める因果探索という分野の影響を強く受けている。同様の分析手法で

は、LiNGAM や PC アルゴリズムなどの統計的推測手法や、ディープラーニングを用いた因果探索などがある。しかし、現実のデータでは、上記の技術の背景にある前提・仮定が強いため、ビジネスに応用できるほどの完成度ではないことが知られている。そこで、ソニーCSL では、因果関係を知るための独自の理論とメソッド、アルゴリズムを開発し、それをソフトウェアに落とし込んだのが CALCである。CALCではデータ内の因果構造を明瞭化する際に、因果関係があるのか、中間因子によって結果的に相関が強く見られるのかをレポートする。

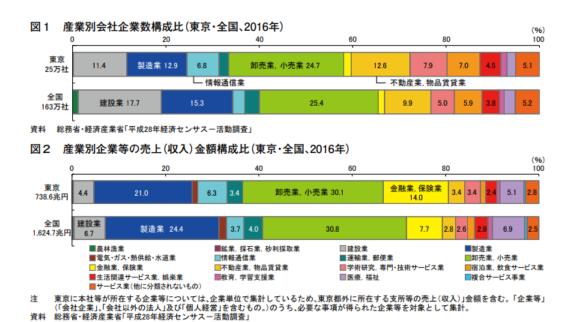
このように、CALCから財務情報と非財務情報との因果関係がわかれば、着目すべき因子がわかるため、どこに施策を打てばよいかもわかる。後の章では、CALCの分析結果から企業が取り組む非財務活動の提言をしているが、頑健性の観点から中間因子の存在の可能性が低い場合には推奨とし、そうでない場合には、検討・参照に留めている。

3.3. 今回の分析対象業種とその理由

中小企業の示唆だしをするために、非財務・財務のデータがある上場企業を用いて CALC での分析を行った。さらに、分析対象業種として卸小売業、製造業、不動・建設業を選定した。

これらの業種を対象にした理由は、東京都の中小企業の業種を広くカバーできるからである。 東京都産業労働局が発行している「東京の産業と雇用状況 2020」によると、東京都の中小企 業の組分けは、卸・小売業が全体の 24.7%を占め、次いで製造業が 12.9%、不動産業・物 品賃貸業が 12.6%、建設業が 11.4%を占めている。したがって、これらの分析対象業種で東 京都の約 60%の企業をカバーすることができる。

図 3-1 東京における産業別会社企業数構成比と売上金額構成比



(出所)「東京の産業と雇用状況 2020」 https://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.lg.jp/toukei/d0872e8939e118e62d38264dc28ca7c0.pdf

ただし、分析の都合上、不動産業・物品賃貸業と建設業を同じグループに入れた。これは、上場企業において不動産業・物品賃貸業と建設業は製造業と比べて企業の数がすくなく、さらに非財務データを公開している企業も少ないためである。したがって、サステナブル・ラボ株式会社のデータにも非財務項目が集まらず、統計分析を行う上で十分なサンプルサイズが確保できない問題があった。そこで、新たに不動産業・物品賃貸業と建設業を同じグループにいれサンプルサイズを確保し、不動産・建設業としてグループを作り分析を行った。

3.4. 今回の分析対象企業とその理由

分析には、2022 年 6 月時点の東証プライム上場企業から、上述の3つの対象業種に当てはまり、かつ十分な非財務データの開示がある企業を抽出し利用した。抽出した企業数は、製造業が489 社、卸・小売業が103 社、建設・不動産業が160 社であった。なお、このうち46 社は、その業態から製造業と建設・不動産業の両方に含まれるものとして扱った。したがって重複を除けば、分析対象は計752 社である。

3.5. 分析対象とする財務指標とその理由

企業にとって、非財務指標が財務指標の何に影響するのかを考察すべく、収益性、安定性、 効率性、成長性の4つの観点から分析を行った。 ここでは、収益性の観点から、利益を出す力の指標として代表的な営業利益率を用いた。次に負債の返済余力の高さが財務の安定性につながると考え、安定性の指標として負債比率と DE レシオを用いた。さらに、利益を効率的良く得られているのかを考察すべく、効率性の指標として、自己資本利益率(以下、ROE)を用いた。成長性の観点では、2つの指標、株価純資産倍率(以下、PBR)と売上高成長率を用いた。日本では、PBRがグロース株(成長株)を判断するうえで、馴染みが深いものの、マーケット関連の指標で中小企業に馴染みが薄い。そこで、中小企業にとっては、売上高成長率のような財務関連の指標の方が馴染み深いことから、PBRと売上高成長率の2つを成長性の指標として用いた。

分析では、それぞれの財務指標がどの非財務指標と影響があるのかを見るために、被説明変数のみに最新年の財務指標を用いている。これは、財務指標同士の関係性が非常に強く、ともすると CALC の分析結果の多くが、財務指標と財務指標の関係性に着目したものになってしまうからである。

3.6. 分析対象とする非財務指標とその理由

非財務指標については、ESG である環境・社会・ガバナンスの3つの主要な軸で分析を行った。

分析に使用する指標は、国際統合報告評議会(IIRC)・Global Reporting Initiative(GRI)・米国サステナビリティ会計基準審議会(SASB)等の非財務情報開示における 国際的なイニシアティブや、MSCI 等の ESG 評価機関が使用している項目を基本とし、日本企業が一定程度開示しており、非上場企業にも関係すると考えられるものを選定した。

使用した代表的な非財務指標としては、環境分野では CO2 の排出量や廃棄物のリサイクル量、社会分野では女性従業員比率や地域社会活動費、ガバナンス分野では最高経営責任者の年齢や取締役の平均在任期間が挙げられる。また、排出量など企業活動の規模によって変化する量については、企業の保有する資産額で除するなど、適宜調整を行い、大きさの異なる企業間での比較を可能とした。

3.7. 上場企業における業種全体での分析(製造業、卸売・小売、建設不動産業)

財務指標と非財務指標との関係性を CALC で分析した。被説明変数となる財務指標は最新年度のものを利用し、非財務指標は過去 5 年分を利用した。

別表として提示する表 3-1 から表 3-3 では、製造業、卸小売業、建設不動産での CALC の分析結果を載せている。各業種・業態「CALC」での分析で得られた重要変数を Positive, Neutral, Negative の 3 つに分類した。 Positive は非財務指標の取組が良い取組、すなわち社会・環境にインパクトが大きいものが、財務指標にも好影響をもたらすこと指す。 反対に Negative の行は非財務指標の取組が良いことであるにもかかわらず、財務情報に悪影響を与えることをさす。 また、Neutral の行は非財務指標の取組の良さを規定しづらいものを指している。

表では影響した非財務指標の時間を表すべく、項目の最後に影響した年度を付記している。 例えば、表中にある『排出量/水使用量(-4Y)』は、「4年前の排出量/水使用量が影響している」ことを指す。

CALC の分析結果から、表 3-1 から表 3-3 で最新年の財務指標に因果関係が見られた変数について、以下の3つのチェックポイントを設けて頑健性を確認した。まず、最新年の非財務情報を除いても依然として因果関係が確認できるのかについて考察した。社会科学の分野では最新年間の同時決定性を排除するために、時点をずらして実証分析を行う。例えば、最新年度の財務情報を被説明変数とするときには、説明変数にはその前年度の非財務指標を用いる。本研究でも頑健性の観点から、被説明変数である財務指標と同時点である最新年の非財務情報を除いても分析を行い、CALC で因果関係が見られるかを確認した。さらに、因果関係が見られる場合には、CALC の因果のパターンに着目してさらに場合分けを行い、最後に考察が加えられるかどうかで影響原因として推奨するか、検討するか、参照するかの基準を設けた。以下がそのフローチャートである。

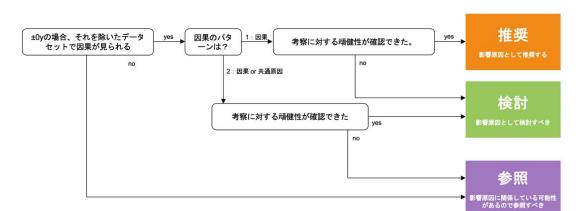


図 3-2 非財務情報の検討基準

分析の全体的な傾向としては、ESG 指標が良い(=社会・環境にインパクト大)ことは、基本的に財務に好影響することがわかった。とりわけ、「地域コミュニティとの関係資産」「環境効率」「長期

政権」「CEO が若い」「役員層の業績連動報酬」が好影響していることがわかった。特に、環境や 社会に対する指標が営業利益率、ROE、売上高成長率、PBR に影響していることもわかった。 「ガバナンス」の指標は、主に営業利益率、負債比率、PBR に影響し、不動産業では ROE に 広く影響していることがわかった。

(補論)当年データに関する計算機科学の因果性について

計算機科学分野では、グラフィカルモデルや LiNGAM、Bayseian Network などの因果探索分析において、変数間の独立性関係を評価・推測しこれを『因果関係(causal discovery)』として出力している¹。これらの研究分野では、従来の横断面分析に加えて、時系列分析・パネルデータ分析との関係性も整理され始めている。その結果、ファイナンスの実証分析では、同時点での効果の分析を組み入れた Structural VAR との関係性を整理し、駆動的に変数間の関係性を分析している²。

上記を踏まえて、本分析では当年のデータを入れ分析を実施している。

(https://www.shimizulab.org/lingam/lingampapers/applications-and-tailor-made-methods)

_

¹ "A Linear Non-Gaussian Acyclic Model for Causal Discovery", S. Shimizu et al, Journal of Machine Learning Research, vol. 7, pp. 2003-2030, 2006.

[&]quot;DirectLiNGAM: A Direct Method for Learing a Linear Non-Gaussian Structural Equation Model", S. Shimizu et al, Journal of Machine Learning Research, vol. 7, pp. 2003-2030, 2006.

 $^{^2}$ "Estimation of a Structural Vector Autoregression Model Using Non-Gaussianity", A Hyvarien et al, Journal of Machine Learning Research, vol. 11, pp1709-1731, 2010

[&]quot;Causal Inference by Independent Component Analysis: Theory and Application", A Moneta et al, OXFORD BULLETIN OF ECONOMICS AND STATISTICS, 0305-9049

分析事例は下記のページを参考

表 3-1 製造業の CALC 分析結果

	収益性 安定性		定性	効率性	成長性	
	営業利益率	負債比率	DE レシオ	ROE	売上高成長率	PBR
財務に	地域社会活動費/資産	地域社会活動費/資産	排出量/水使用量(-4Y)	地域社会活動費/資産	地域社会活動費/資産	
よい非財	(0Y)	(0Y)	環境社会的認定の原材料	(0Y)	(0Y)	
務活動	スコープ 3GHG 排出量/		使用率(0Y)			
	資産(0Y)		水使用量/エネルギー使用			
	環境社会的認定の原材料		量(-1Y)			
	使用率(OY)					
どちらと	取締役会長の在任期間	執行役員報酬総額/資産	執行役員の平均在任期間	執行役員報酬総額/資産	パートタイム従業員比率(-	取締役会における独立取
も言えない	(0Y)	(0Y)	(-2Y)	(0Y)	2Y)	締役比率(0y)
			執行役員報酬総額/資産			執行役員報酬総額/資産
			(0Y)			(0y)
			元代表取締役社長等の相			
			談役顧問等の人数(-3y)			
財務に		Sox 排出量/資産(-2Y)				水使用量/エネルギー消費
よくない非						量(-2y)
財務活動						地域社会活動費/資産
						(0y,-2y)

表 3-2 卸売・小売業の CALC 分析結果

	収益性	収益性 安定性		効率性	成長性	
	営業利益率	負債比率	DE レシオ	ROE	売上高成長率	PBR
財務に	地域社会活動費/資産(-		スコープ 1GHG 排出量/	排水量/水使用量(-1y)	地域社会活動費/資産	地域社会活動費/資産(-
よい非財	1Y)		資産(-4y)	地域社会活動費/資産	(0Y)	4y)
務活動				(0Y)	排水/水使用量(0y)	
					水リサイクル率(0y)	
どちらと		最高経営責任者の固定報	役員の持株比率(-4y)			最高責任者の年齢(0y)
も言えない		酬総額/資産(-2y)				
財務に						
よくない非						
財務活動						

表 3-3 建設不動産業 CALC 分析結果

	収益性	収益性 安定性		効率性	成長性	
	営業利益率	負債比率	DE レシオ	ROE	売上高成長率	PBR
財務に	地域社会活動費/資産			監査済サプライヤー比率(-	スコープ 2GHG 排出量/	
よい非財	(0Y)			3y)	資産(0y)	
務活動					執行役員の業績連動報酬	
					額(第1位最高額)/資産	
					(0y)	
どちらと	最高経営責任者の在任期	パートタイム従業員比率(-	他の上場企業 3 社以上で	取締役の平均在任期間		最高経営責任者の合計在
も言えない	間(-4y)	1 y)	取締役を務める非業務執行	(0y)		任年数(0y)
	執行役員のその他の報酬	最高経営責任者の報酬総	役員数(-4y)	取締役会長の在任期間		最高経営責任者の持株比
	総額(第1位最高額)/資	額/資産(0y)	指名委員会における独立	(0y)		率(0y)
	産(0y)	執行役員の固定報酬額	取締役比率(-1y)	取締役の最長在任期間		取締役の平均在任期間
		(第1位最高額)/資産		(0y)		(0y)
		(0y)		執行役員の持株比率		
				(0y)		
				指名委員会における非業		
				務執行取締役比率(0y)		
				取締役会長の年齢(0y)		
				最高経営責任者の固定報		
				酬業績連動報酬総額/資産		
				(0y)		
財務に				水リサイクル率(0y)		水リサイクル率(-4y)
よくない非						
財務活動						

3.8. 業種ごとの分析

3.8.1. 製造業の分析結果

表 3-1 は製造業における CALC の分析結果である。製造業で特徴的な傾向は、環境への 取組が、「収益性」、「安全性」「効率性」、「成長性」に影響していることである。

特に、「収益性」に関しては、「スコープ 3GHG/資産」の良い取組が、営業利益率をあげることがわかった。このことは、環境性能の追求が製造コスト低減にも効き、収益性に寄与する可能性がある。さらに、排出量の抑制を通して、環境基準の厳しい企業・国との大口取引が可能となり収益力が向上するのではないかと考えられる。「環境社会的認定の原材料比率」の増加が営業利益率を向上させる効果も確認されており、規制(ISO20400:持続的な調達)等の影響でCSR・グリーン調達が進む中、積極的な取組が取引額の減少や取引中止といったリスクを低減し、寄与すると考えられる。

環境の取組だけではなく、社会の取組も重要で、「地域社会活動費/資産」が営業利益率と 因果関係があることもわかった。地域社会との関係強化、また地域経済への寄与がステークホルダーとの関係構築に繋がり、高い LTV や粗利率を通して効率性に寄与すると考えられる。「地域社会活動費/資産」の項目は、営業利益率のみならず、PBR とも強い関係が見られ、ともに推奨する項目となっている。

ガバナンスの変数では、「取締役会長の在任期間」が収益性に影響していることもわかった。製造業では、数十年単位のプロジェクトも多く、中長期的・本質的な企業運営がより求められると考えられる。また近年は社会の変化が激しいため、この傾向がさらに強まると考えられ、製造業においては、長期政権がものづくりとそれを支える文化や体制構築に資すると考えられる。

「安全性」の DE レシオには、「排水量/水使用量」が好影響を与えている。このことは、イメージ向上とコスト低減を両立させることで、安全性に寄与すると考えられる。さらに、DE レシオには、ガバナンスの変数である、「執行役員の平均在任期間」が影響していることもわかった。このことは、製造業においては長期政権がものづくりとそれを支える文化や体制構築に資することで、製造コスト低減や製品競争力に繋がるのではないかと考えられる。

一方で、「成長性」の PBR へのネガティブな影響として、「水リサイクル率」が影響していることがわかった。このことは、リサイクル率を高めるための設備導入・保守コストが、イメージ向上やコスト低減などに結びつきづらく単に財務負担のみに留まっているのではないかと考えられる。

3.8.2. 卸小売業の分析結果

表 3-2 は卸売・小売業における CALC の分析結果である。卸売小売業でも製造業と同様に、「社会」の指標として「地域社会活動費/資産」が営業利益率、ROE、売上高成長率、PBR に影響を与えていることがわかる。また、「環境」の変数として特徴的なのは、水資源に関わる非財務指標が財務指標に影響を与えている点である。具体的には、「排水量/水使用量」や「水リサイクル率」が財務指標に良い影響を与えている。大企業の具体的な取組例を次章で紹介する。

「成長性」の PBR には、「役員年齢」が影響しており、この年齢が若いほど、成長性が高いことが示された。 卸売・小売業では、トレンド変化への対応速度が他業界よりも求められるため経営層の感度・柔軟性・速度感などが重要であり、その代替変数として若さが示されているのではないかと考えられる。

3.8.3. 建設不動産業の分析結果

建設不動産業では、製造業、卸小売業と比べると、ガバナンスの指標の影響が大きいことがわかる。特に、「最高経営責任者の在任期間」は、建設・不動産業は一般に重厚長大になりがちなプロジェクトや組織を効率よく運営することが必要とされ、さらに受注型売上が多いため、経営層の経験値や人的繋がりが重要であり、その結果長期政権が収益性に寄与すると考えられる。そのほかにも、「他の上場企業3社以上で取締役を務める非業務執行役員数」は、視野の広い非業務執行役員が増えることは新たな取組を促進することにも繋がりやすい反面、新規投資も促進させ、結果として短中期ではDEレシオを悪化させると考えられている。「監査済みサプライヤー比率」は、社会生活の基盤、公共事業が多いといった特性から、CSR監査等に対応することで取引額の減少や取引中止といったリスクを低減し効率性に寄与すると考えられる。

負債比率には、「パートタイム従業員比率」が影響していることがわかり、この値が低いほど安全性が高いことも示された。一般に、建設・不動産業は受注型業種であることから、時期による業務量の大小が相対的に出やすい。そのためパートタイム従業員比率を高めることで需給の調整弁にしていると考えた場合、調整弁たるパートタイム従業員比率が低い状態で需給をバランスできていることは良好な経営効率(安全な財務運営)を示唆しているのではないかと思われる。

3.9. 上場企業における小規模事業者の分析 (製造業のみ)

サンプル数が比較的多い製造業では、中堅企業(従業員規模が3455人以下)にサンプルを絞った分析を実施した。表3-4がその結果である。

製造業で特徴的な傾向は、環境への取組が、収益性、効率性、成長性に影響していることである。収益性の分析結果を見ると、「スコープ 3GHG/資産」の良い取組が、営業利益率をあげることがわかる。また、「効率性」、「成長性」のネットワークでは、「環境社会認定の原材料比率」が好影響を与えていることもわかる。また、「環境社会認定の原材料比率」には、「古紙リサイクル率」が影響していることから、環境に配慮した経営が求められていることがわかる。大企業の場合と同様に、「地域社会活動費/資産」が中堅企業においても重要であることが示された。

表 3-4 製造業(小規模)CALC 分析結果

	収益性	安定性		効率性	成長性	
	営業利益率	負債比率	DE レシオ	ROE	売上高成長率	PBR
財務に	地域社会活動費/資産			地域社会活動費/資産	地域社会活動費/資産	環境・社会的認定の原材
よい非財	(0Y,-1Y)			(0y, -1y)	(0Y)	料使用比率(0y)
務活動	スコープ 3GHG 排出量/			環境・社会的認定の原材	環境・社会的認定の原材	排水量/水使用量(0y)
	資産(0Y)			料使用比率(0y)	料使用比率(0y)	
	排水量/水使用量(0y)					
どちらと	取締役会長の在任期間(-	報酬支給対象の執行役員	取締役会における女性の			
も言えない	3y)	人数(0y)	人数 (0y)			
		取締役の平均在任期間(-				
		4y)				
財務に						
よくない非						
財務活動						

3.10.分析結果に対する考察(事例調査)

考察に関する事例の調査

これまで得られた分析結果の指標について、大企業や中小企業がどのような取組を行っているかを、具体的な事例を挙げて紹介する。

地域社会活動費/資産(製造業、卸小売業、建設不動産業)

地域社会活動として、施設・所有地の提供、職員の環境教育への派遣、ボランティア活動など 地域社会への貢献、NPO等やその活動への資金提供、災害被災地支援などがあげられる。大 企業は、環境保護や文化支援人権保護、女性地位向上などの分野が多く、今後はさらに貧困 や疾病など、グローバルな視点での社会貢献活動も増えてくると予想される一方、中小企業の社 会貢献活動は「地域密着型」がメイン。例えば社会教育、健康、医学、スポーツ、学術・研究、 地域社会の活動や史跡・伝統文化の保全、文化・芸術に貢献する活動が盛んである。

中小企業庁が発行する『中小企業白書・小規模企業白書』によると、地域の課題解決に中心的な役割を担うことが期待される者として、『地域内の小規模事業者』が35.0%と『地方自治体』の36.1%に次いで2位となっており、高い期待が現れている。

また、自地域にはないインフラを提供することで、地域課題解決に向けた連携をより効率的に 進めている企業も存在する³。このように、地域社会との関係強化、また地域経済への寄与がステークホルダーからの支援に繋がり収益性・効率性・成長性に寄与すると考察される。

スコープ 3GHG 排出量/資産(製造業)

製造業においては、他業種と比べても炭素排出量が多い傾向にあり、自社だけでなくサプライチェーン全体でのカーボンニュートラルを目指して取組を行うグローバル大企業が現れはじめている。例えば、米国の Apple では、2030 年までにサプライチェーンのカーボンニュートラルを実施するアナウンスを 2020 年 7 月に行っている。また、サプライヤーが Apple 製品の製造時に使う電力に対しても、2030 年までに再生エネルギー100%を目指すとの目標を掲げている。この要求に

^{3 『}中小企業白書・小規模企業白書』では徳島県徳島市にある株式会社とくし丸を例としてあげている。とくし丸では移動販売車がスーパの無い地域をまわり、移動困難な高齢者が自宅で買い物ができるようにしている。

応じたサプライヤーは 2020 年 7 月時点では、71 社であり、このうち国内企業は計 8 社である。このように、ものづくりの現場では、サプライヤーを巻き込んだカーボンニュートラルの実施が加速している。

その背景にあるのは、Science Based Targets(SBT)である。SBT は、パリ協定(世界の 気温上昇を産業革命前より 2℃を十分に下回る水準(Well Below 2℃)に抑え、また 1.5℃ に抑えることを目指すもの)が求める水準と整合した、5 年~15 年先を目標年として企業が設定する、温室効果ガス排出削減目標のことである。SBT 目標承認を受けた企業数は国内で増加の傾向であり、2021 年度に 69 社が認定を取得し、認定企業数では世界 3 位を維持している。中小企業の SBT 目標認証を受けている企業も増えており、2020 年には 4 件だった認証数が、2021 年には 37 件と増加している。

中小企業向け SBT も登場しており、脱炭素経営を通じて、新たな企業との取引を増やし、売上の増加をといった多くのメリットがあったという事例もある。4脱炭素に取り組むことは、環境性能に対する優位性獲得とコスト低減を両立させ、自社の業績向上に寄与すると考察される。

環境・社会的認定の原材料使用比率(製造業)

ESG 投資の伸長や規制 (ISO20400:持続的な調達)から CSR・グリーン調達が進んでいる。 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングの「中小企業とサステナビリティ (CSR 調達・健康経営の観点から) の中小企業とサステナビリティの観点から」によると、中小企業は大企業のサプライチェーンに組み込まれている企業も多いことから、CSR 調達への対応が取引額の減少や取引中止といったリスクを抑える上で重要であるとのレポートを発行した。 5

更に環境省の HP⁶では、グリーン調達の取組を行っている中小企業の一覧がある。このように徐々にではあるが、大企業が注力していたグリーン調達が中小企業にも浸透していることが分かる。

排水量/水使用量(製造業、卸小売業)

⁴『中小規模事業者のための脱炭素経営ハンドブック』では、株式会社大川印刷が SBT 目標に取り組む過程で売上増とコスト 低減を同時達成した事例が記されている。

⁵ MUFG 中小企業とサステナビリティ(CSR 調達・健康経営の観点から)

https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2019/06/cr_190624.pdf

⁶ 環境省 (https://www.env.go.jp/policy/hozen/green/g-law/jirei_db/TJD006.html)を参照

排水量/水使用量が製造業の財務指標にポジティブな影響を与えることは直観的ではある。 大企業のみならず、中小企業でもその流れは浸透しており、いくつかの事例が経済産業省近畿 財務局のホームページで確認することができる⁷。卸小売業では、例えば本社ビルでの水のリサイク ルを通じて、水資源の効率的な利用を目標謳っている社が確認できる⁸。このように、排水量/水 使用量を抑えることで、コスト低減を促し、自社の業績向上に寄与すると考察される。

監査済みサプライヤー比率

建設不動産業では、社会生活の基盤を担う公共事業を多く担当しており、事業者選定の際に、自社だけでなく外部(取引先や委託業者)の事業運営に問題がないかといった関心が高い傾向にある。自社において「CSR 調達が実施されていることを証明する手段」として、取引先のサプライヤーの業務実態を監査する「CSR 監査」がある。CSR 監査は、ISO 審査と違い、取引先の安全衛生、労働者の権利、環境、ビジネス倫理を統合的に確認する。より客観的で厳格な判断を行うことで、取引額の減少や取引中止といったリスクを低減し効率性に寄与すると考察される。建設不動産業における具体的な事例としては、国土交通省が報告する資料。で、三菱地所の事例が挙げられており、建設資材である型枠コンクリートパネルに使用する木材に対して調達する木材が生産過程において人権侵害(児童労働や先住民の都市収穫等)の問題に対応していることをトレースできる仕組みを開発し、第三者認証を取得している。中堅、中小企業においては、調達元となるケースもあり、監査に対応する仕組みの構築または協力を行なっていくことが重要と考えられる。

執行役員の業績連動報酬額 (第1位最高額) (建設不動産業)

近年、経営の安定化や従業員のモチベーション向上を目的とした従業員に対する業績連動型 賞与の導入が増加傾向にあり、約6割の会社が導入に踏み切っている。一方で、役員報酬に 対する業績連動報酬額は、株主重視のトレンドが進むことなか、背景に「株主と経営者の利害 共有」と「株主に対する透明性」を持たせ、企業の成長性に対する役員のミッション及びコミットメ ントがクリアになり、好影響を与えていると考察される。

⁷「令和 3 年度 中小企業等における排水の適正処理による水資源の有効活用をとおした環境負荷低減に向けた事例調査事業」事例集について(https://www.kansai.meti.go.jp/3-6kankyo/R3fy/mizu-report03.html)

⁸ 伊藤忠商事ホームページ(https://www.itochu.co.jp/ja/csr/environment/water_resources/index.html)より

⁹ 不動産分野の社会的課題に対応する ESG 投資促進検討会 中間とりまとめ 参考資料 (令和 4 年 3 月 30 日) (https://www.mlit.go.jp/tochi fudousan kensetsugyo/content/001473605.pdf)

3.11.小括

上場企業で非財務と財務データ間の因果を CALC と呼ばれる手法を用いて分析を実施した。東京都における製造業、卸売・小売業、建設・不動産業ごとに収益性、安定性、効率性、安定性、成長性を示す財務指標に因果を持つ非財務指標を導出した。この分析では、非財務指標は規模の影響を排除するため例えば活動費用は資産額で除算するといった処理を行なっている。このことにより事業規模の影響を受けず、比較的規模が小さい企業においても該当する分析を行った。さらに、分析結果の検証と、中堅・中小企業が取り組めることを事例ベースに調べている。

本章のまとめとして、下記を提言する。それぞれの業種、ESG の活動において推奨する、検討に入れるべき、参照すべきかを分類し、解釈を付与している。参考にして頂き今後の活動に繋げていただけると幸いである。

	E(環境)	S(社会)	G(ガバナンス)
推奨する	・スコープ 3GHG 排出量	・地域社会活動費/資産の増加	・執行役員の平均在任期間の長期化
	⇒ 環境性能の追求とコスト低減の両立	⇒ 地域との関係強化を通じて利益率・	⇒役員の在任期間が DE レシオの低さと
	により利益率が向上(短期的な傾向)	ROE が向上(短期的な傾向)	関係(中期的な傾向
	·排水量/水使用量		
	⇒ 環境性能の追求とコスト低減の両立		
	により DE レシオが低下(中期的な傾		
	向)		
検討に入れるべ	・環境社会的認定の原材料比率		
き	⇒取引先の拡大により利益率が向上(短		
	期的な傾向)		
	・水使用量/エネルギー消費量用量		
	⇒環境性能の追求とコスト低減により		
	PBR 向上(中期的な傾向)		
参照すべき	・古紙リサイクル率		・取締役会長の在任期間
			·執行役員報酬額/資産
			・執行役員の平均在任期間
			・取締役会における独立取締役比率少
			数

	E(環境)	S(社会)	G(ガバナンス)
推奨する			
検討に入れるべ		・地域社会活動費/資産の増加	・取締役会長の在任期間の長期化
き		⇒地域との関係強化を通じて利益率・	⇒中長期的な経営が利益率を向上
		ROE が向上(短期的な傾向)	(中期的な傾向)
参照すべき	・スコープ 3GHG 排出量		
	・環境・社会的認定の原材料使用比		
	率		

	E(環境)	S(社会)	G(ガバナンス)
推奨する	・排水量/水使用量の低下	・地域社会活動費/資産の増加	
	⇒販管費を押し下げる効果(短期的な	⇒地域との関係強化を通じて利益率が	
	傾向)	向上(短期的な傾向)	
		・地域社会活動費/資産の増加	
		⇒社会貢献活動を投資家が評価して	
		PBR が向上(中期的な傾向)	
検討に入れるべ			
a			

参照すべき	・スコープ 1GHG 排出量/資産	・最高経営責任者の	の固定報酬総額/
		資産の増加	
		・最高責任者の年齢	静

	E(環境)	S(社会)	G(ガバナンス)
推奨する	・監査済みサプライヤー比率の増加		・最高経営責任者の在任期間の長
	⇒取引リスクの低減と売上高の向上(中		期化
	期的な傾向)		⇒中長期的な経営が利益率を向上
			(中期的な傾向)
			・他の上場企業 3 社以上で取締役を
			務める非業務執行役員数
			⇒視野の広い非業務執行役員が増える
			ことで DE レシオの良化に貢献(中期的
			な傾向)
検討に入れるべき			
参照すべき		·地域社会活動費/資産	・執行役員の報酬総額(第一位)
			/資産
			・最高経営責任者の報酬総額/資
			産

4. 企業の取組と投資家の期待とのギャップを探る

4.1. 本章の狙い

本節では、サステナビリティを巡る企業と投資家との間の認識のギャップを明らかにすることを試みる。サステナビリティに関する情報開示の義務化なども進んできたが、企業が取り組んでいる内容について投資家の理解は深まっているのだろうか。あるいは、投資家の期待を企業は的確に把握し、応えているのだろうか。今回の研究委託を受けて行ったアンケートをもとに、現在のリアルな実態を考察してみたい。アンケートの実施詳細は章末に記すが、実施にあたっての狙いは以下のとおりである。

第一に、企業、投資家の両者がサステナビリティへの取組についてなぜ 重要と考えており、特にどのような領域について重点的に取り組んでいるかを明らかにする。この点について企業と投資家との間にギャップがあった場合、投資家が期待している点について企業が見過ごしていたり、企業の取組が投資家に理解されていなかったり、という可能性が考えられる。いずれにせよ、こうしたギャップは、企業と投資家との間の建設的な対話を妨げ、企業の取組がもたらす成果を減じる可能性が高いため、今回のアンケートにより可視化を試みる。

第二に、企業においては取組にあたって必要な情報を、投資家においては企業の取組を評価するのに必要な情報をどのように取得しているかを分析する。特に、近年では統合報告書などを使った開示が進んでいるが、そうした取組努力は投資家に届いているのか、改善点があるとすればどのようなものか、といった点に重点を置いて調査を行う。この結果を生かすことで、企業における情報開示の改善につながることが期待される。

第三に、企業と投資家との建設的な対話が、実際にどの程度進んでいるのかについて焦点を当てる。両者それぞれにおいて、対話の質に満足できているのか、どのような階層が対話を行い、また対話を行うことが期待されているのかという点を明らかにする。企業と投資家との建設的な対話の必要性は、コーポレートガバナンス・コードにおいても強調されているが、対話の実態については、十分な分析が行われていないのが現状である。本節では、その一端なりとも明らかにしようと試みている。

加えて、中小企業の状況についても追加的な分析を行う。中小企業については、ESG 投資の 波に取り残され、対象として考慮されていないような印象を受けるとの声も多い。これを受けて、ア ンケートでは企業規模別に上記の回答がどのように異なってくるのか、中小企業向けに ESG 投資があまりなされていないように見えるとしたらそれはなぜなのか、といった分析も実施する。

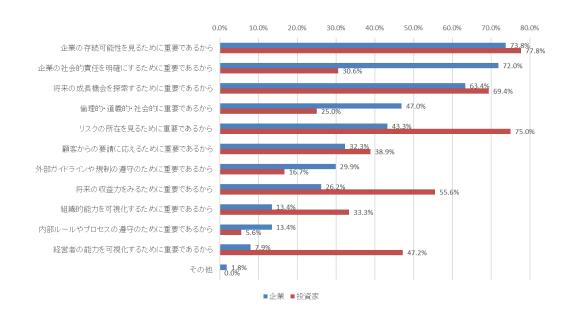
なお、本アンケートに関する詳細については、北川他(2023)、松田・浅野(2023)、松田・浅野(2023)、松田・浅野(2023)、松田(2023)等に掲載されているため、併せて参照されたい。

4.2. サステナビリティへの取組はなぜ重要か

4.2.1. 重要と考える理由は何か

企業、投資家双方とも、サステナビリティへの取組についてはほとんどの回答者が「とても重要である」「相応に重要である」と答えている。では、なぜ重要なのだろうか。企業、投資家のそれぞれに質問した結果が図 4-1 である。

図 4-1 サステナビリティへの取組が重要である理由



「企業の存続可能性を見るために重要である」点については、企業・投資家ともに 80%近い回答者が首肯している。また、「企業の存続可能性を見るため」あるいは「将来の成長機会を探索するため」に重要であるという認識は比較的高い一致を見ている。一方、ギャップが見られる点もある。企業は重要と考えているが、投資家があまり重要視していないのは「企業の社会的責任を明確にするために重要である」「倫理的・道義的・社会的に重要である」といった点である。また、企業においては「外部ガイドラインや規制の遵守のために重要である」「内部ルールやプロセスの遵守のために重要である」といった回答も投資家に比べて倍以上多い。サステナビリティへの取

組は企業にとって、経済的責任よりも社会的責任の側面を重視したものになりがちであり、場合によっては「ルールが決まっているから」といった本末転倒な取組に陥る危険性も見て取れる。

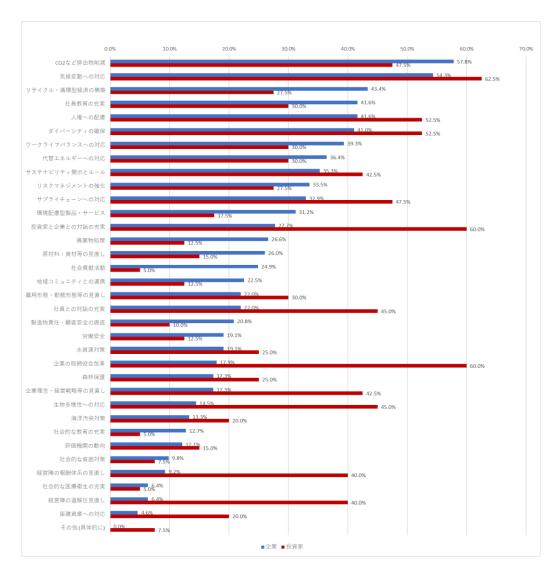
こうした企業の状況に比べて、投資家がサステナビリティを重要と考える理由はより生々しい。「企業の存続可能性」に次いで重要視されているのは「リスクの所在」であり、「将来の成長機会」「将来の収益力」と続く。ビジネスにおける将来のリスクと機会、そしてそこから得られるリターンが知りたいのだということが明確に伝わってくる結果である。また、「経営者の能力を可視化するために重要である」という回答も多い。この項目は、企業と投資家との間で最もギャップが大きかった項目である。企業の側はほとんど意識してさえいないように見えるが、投資家との対話において、知らないうちに自社の経営に関して不利な対応をしている可能性については留意すべきだろう。

全体として、同じように「サステナビリティへの取組は重要である」と考えていたとしても、なぜ重要なのか、どのような取組を行うべきなのか、といった点について、認識の差は相当大きい。お互いに認識のずれに気が付かないまま対話を行っていれば、投資家は「将来のリスクと機会について知りたいのに企業側からは延々と綺麗ごとを聞かされた」ともどかしく感じ、企業は「社会的な意義について語っているのに、投資家はおカネの話ばかりする」と嫌がるといった、よくあるすれ違いが起こるのも無理のないところである。

4.2.2. サステナビリティに関して重視している分野は何か

より具体的に、サステナビリティに関連する各分野についての関心度を見てみよう。図 4-2 は、企業・投資家それぞれにおいて重要と考えるサステナビリティ関連分野を挙げてもらったものである。

図 4-2 サステナビリティへの取組のうち重要と考える分野



企業・投資家双方とも、「CO2 削減」「気候変動への対応」「ダイバーシティの確保」「人権への配慮」といった、おなじみとも言える分野についての関心は高い。これは当然のこととも言えよう。関心の高い分野を上位 5 位までまとめた表 4-1 を見るとより鮮明に理解できる。一方、ここからは、企業と投資家の関心の違いも見えてくる。企業は社員教育の充実といった従業員向けの取組に力を入れているが、投資家の眼は何と言っても対話の充実、そして取締役会改革に向けられていることが分かる。こうしたギャップは、関心があると答えた回答率の差(表 4-2)を見るとより明らかになる。企業は、ここでも社会貢献という側面を重視している割合が非常に高い。また、社員教育の他にはリサイクル・循環型経済の構築や環境配慮型製品・サービスの提供、原材料・資材等の見直しといった、事業活動のオペレーション部分に関してより「エコ」になるような取組に関心を寄せているが、投資家の目線はこうした分野には全く向いていないようだ。

一方、投資家の関心の高いコーポレートガバナンス関連の取組に関しては、企業はほとんど関心を寄せていない。コーポレートガバナンス関連のコードやガイドラインをいくら強化したところで、そもそもの関心のギャップがこれほど大きいと、なかなか投資家が満足するようなコーポレートガバナンス

の進捗は難しいようにさえ思えてくる。また、生物多様性については投資家が注目している一方で、企業の関心はそれほど高いとは言えない。気候変動や人権と並んで重視され、ルール化等の対象にも挙げられている項目だけに、企業における関心の低さが対応の遅さにつながらないか懸念されるところでもある。

表 4-1 サステナビリティへの取組のうち重要と考える分野:上位 5位

順位	企業の関心が高い課題	回答率(標準化)	順位	投資家の関心が高い課題	回答率(標準化)
1	CO2など排出物削減	2.355	1	気候変動への対応	1.886
2	気候変動への対応	2.109	2	投資家と企業との対話の充実	1.743
3	リサイクル・循環型経済の構築	1.330	2	企業の取締役会改革	1.743
4	人権への配慮	1.207	4	人権への配慮	1.317
4	社員教育の充実	1.207	4	ダイバーシティの確保	1.317

表 4-2 企業と投資家との間で関心に差の大きい分野:上位 5 位

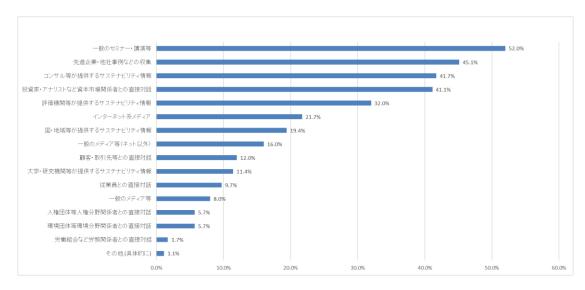
順位	投資家よりも企業の関心が高い課題	ギャップ	順位	企業よりも投資家の関心が高い課題	ギャップ
1	リサイクル・循環型経済の構築	1.436	1	企業の取締役会改革	2.217
2	社会貢献活動	1.404	2	経営陣の選解任見直し	1.898
3	CO2など排出物削減	1.323	3	経営陣の報酬体系の見直し	1.694
4	社員教育の充実	1.171	4	生物多様性への対応	1.609
5	環境配慮型製品・サービス	1.144	5	投資家と企業との対話の充実	1.520

4.3. サステナビリティ情報をどのように取得しているか

4.3.1. 情報の入手経路

関心の高い重要課題に取り組むために、企業・投資家はそれぞれどのようにサステナビリティに関する情報を取得しているのだろうか。図3は、企業におけるサステナビリティ情報の入手経路である。投資家やアナリストなど資本市場関係者との直接対話による情報入手も多いが、一般のセミナーや講演、先進企業や他社事例などに強く依拠していることが分かる。「他はどうやっているのだろうか」という声が聞こえてくるようでもある。また、コンサルタントからの情報や評価機関の情報などにも頼る割合は高い。一方で、顧客や取引先、従業員との直接対話といった一次情報に触れる機会は少なく、多くは二次情報に頼っている。多様なステークホルダーの声という生のデータに直接触れたとしても、どのようにそれを自社の取組に資する「情報」のレベルに格上げできるかは確かに難しいところではあるが、自社ならではの現状を一次情報からしっかりと把握するというのも重要なことではないだろうか。

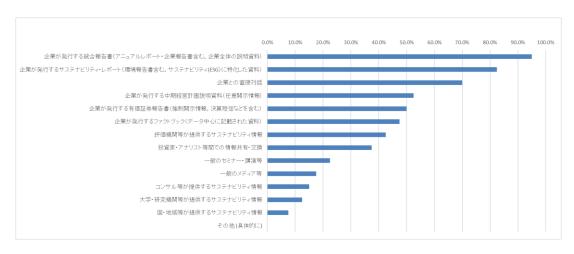
図 4-3 サステナビリティ情報の入手経路(企業)



投資家の側は、もちろん企業からの情報入手への依存度が圧倒的に高いわけだが、どのような 媒体を特に重視しているのだろうか。企業からの情報入手経路を、企業が発信している情報媒体 別の設問を含めて聞いてみたのが図 4 である。これを見ると、統合報告書というものは、すでに情 報開示の重要ツールとして不動の地位を占めていることが分かる。実に 9 割以上の投資家が統 合報告書から企業の情報を入手している。統合報告書の発行企業はここ十数年間で急増して おり、2022 年末で 884 社を数えている。特にこの数年は毎年約 100 社ずつ増えている状況 にある。今後も引き続き増加が見込まれるだろう。

ただ、現状これだけの企業が発行していても、いまだプライム市場の全企業における発行企業数の割合は43%にすぎない。この数字を高いと見る向きもあるだろうが、投資家の9割が依拠している情報媒体を、プライム市場というグローバルに活躍する企業が集まる市場に上場している企業の過半数が発行していないというのは、少々違和感を覚える。未発行の企業においては、投資家に理解を求める絶好の機会を逃していることへの認識を深めてほしいところである。

図 4-4 サステナビリティ情報の入手経路(投資家)



4.3.2. 統合報告書で注力する内容

もちろん、あまりに質の低い統合報告書ならば焦って出しても逆効果になりかねないのでこちらも注意が必要である。投資家はどのような内容に注目して統合報告書を読み込んでおり、企業はどのような内容に注力して発信しているのだろうか。投資家が現在注目している内容、および今後企業に発信をさらに期待している内容を聞いた結果を図 4-5 に示す。一方、企業が注力して発信している内容、および今後さらに発信を強化しようと考えている内容は図 4-6 のとおりである。

図 4-5 投資家における統合報告書内容への期待

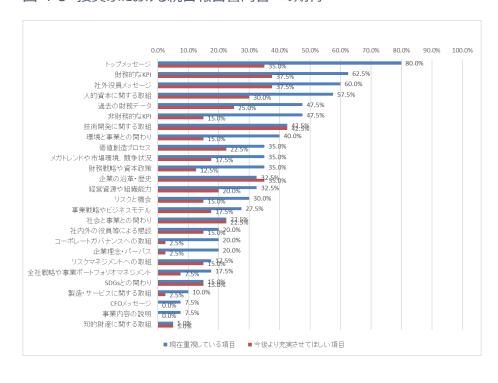
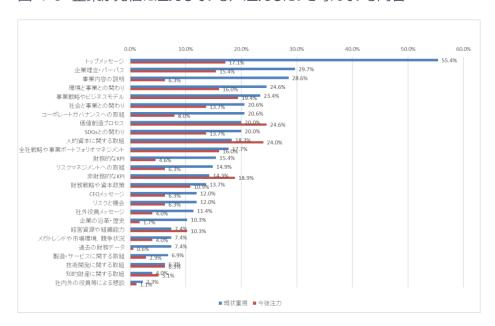


図 4-6 企業が発信に注力している/注力したいと考えている内容



双方とも、トップメッセージへの注力は変わらない。この点は驚くほどの一致を見ており、企業にと ってはいくら力を入れても無駄にはならない分野であると言えるだろう。それだけに、経営トップが積 極的に統合報告書等を通じた発信に関わっているのか否かが厳しく問われるということでもある。 企業の事務方に聞くと、経営トップの統合報告書への関わり方は様々である。自ら原稿を作り、 赤入れをするようなトップもいれば、すべて事務方任せで何が発信されているのかよく理解していな いトップもいる。ただ、投資家の注目度を考えれば、後者のような企業が投資家をはじめとしたステ ークホルダーからの理解や信頼を失っていくのは自明であろう。2 位以下の項目は、あまり一致を 見ていない。双方ともにそれなりに関心が高いということで一致しているのは人的資本に関する取 組程度である。財務および非財務の各種項目に関する開示が重要であるという認識についても 共通しているようではあるが、投資家の側は、そもそも財務的な KPI 自体がいまだ発信不十分だ と考えている。一方で企業は、その点に関する問題意識は少なく、それよりもパーパスや価値創造 プロセスなど、非財務的な内容の説明に注力しているようである。この違いはどこから来るのであろ うか。推測するに、「財務的な KPI」に求める水準や内容が、投資家と企業では異なるのではなか ろうか。双方に聞いた、重要視する財務 KPI の内容を見てみると、その点がより明確になる。最 近は、それなりの企業であれば ROE などを相当意識するようになってきたが、それにしても投資家 の「資本効率」への志向と、企業側の「収益性」への志向の乖離はいまだ存在するようだ。企業側 が重要視している営業利益率や売上高規模に着目する投資家は皆無である。投資家の関心は やはり、株主からの投資にどの程度報いているのかということが明示される ROE であったり、株主か らの投資に債権者からの借金を加えた調達額に対してどの程度儲けたかという ROIC といった指 標である。企業価値や株主価値、要は将来キャッシュフロー生成能力はもちろん重要であるし、 成長性という点も結構見ているようだ。企業の側でもよく見ると、EVA を使ったり、EBITDA 倍率

を見たりといった回答も見受けられるのだが、一目で分かる回答のばらつきの大きさは、企業側が 投資家の視点をまだ受け止め切れていない証左とも感じられる。

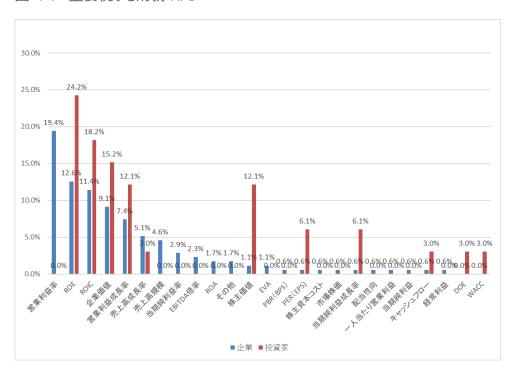


図 4-7 重要視する財務 KPI

4.3.3. 社外役員からのメッセージ

統合報告書の内容に関するギャップに戻る。投資家が期待している一方で企業がさして認識していない内容がもう1つある。「社外役員からのメッセージ」である。気の利いた企業であれば、今や統合報告書に社外役員のメッセージを載せるのは定番とも言えるコンテンツとなっているが、投資家としてはまだ不足感を感じているようである。社外役員はいわば株主の名代であるので、そうした立場におり、取締役会に出席して監督機能を果たしているはずの社外役員が、企業に対して何を発言するのか、これは投資家にとっては大変興味深いことと言えよう。社外役員も、そういった期待値を正しく認識しているならば、統合報告書に載るような情報については正しい発信をするはずだ。したがって、社外役員からのメッセージは、たとえば取締役会の実効性や、委員会の活動状況などを知る良い手掛かりになる。一方、前述したような先進企業を除いては、こうした取組にはまだ尻込みする企業も多い。その多くは「社外役員に時間を取って頂くのは申し訳ない」といった理由を挙げるが、その実「何を喋られるか分からない」という不安によって一歩踏み出せないという面もあるのではないだろうか。この点については後述する。

また、意外にも見える企業と投資家との間のギャップをもう2点挙げておく。ひとつは、「会社の 沿革や歴史」に関する関心の差である。実は、この点に関しては投資家の関心がはるかに高い。 そもそもの成り立ちや創業者の思い、事業の変遷などをじっくり繙くことで、なぜ今このような事業ポートフォリオを持つに至っているのか、なぜこうした企業理念を掲げているのか、といった、「会社の本質」が見えることが多い。一流の投資家やアナリストには社史好きが多いように思われる。その企業の本質を理解しようとするからだろう。一方、企業にとってはあまりにも当たり前のことだからか、こうした重要情報を統合報告書にしっかりと記載していない企業は多い。自社への理解を促すうえで大変もったいないことのように思われる。ぜひ充実を望みたい。

もうひとつ、投資家の関心が企業をはるかに上回るのが、「技術開発に関する取組」の状況である。投資家としては、今後の成長の種を見極めるにあたって非常に重要な情報であると言える。一方、企業の取組においてはさほど重視されていない。これも同様に非常にもったいないことに見える。技術開発については、競合他社への情報漏洩に関する警戒意識なども働こうが、機密情報を載せなければならないというわけでもない。まだ実用化・商用化に至っていない状況で不確かなことを記載したくないという思いもあるかもしれないが、そうした将来の可能性こそを投資家は探りたいのではなかろうか。自社の競争優位性に直結する内容であるからこそ、魅力的な記載を望みたいところである。

4.4. 企業と投資家との建設的な対話 - 対話相手は誰か

4.4.1. 対話を引き受けているのは CFO

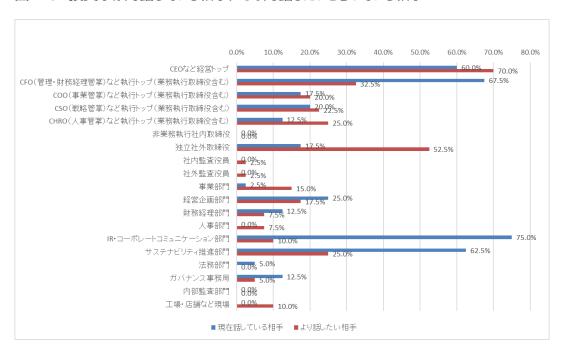
企業と投資家との建設的な対話の促進はつとに要請されるところだが、投資家は企業の「誰」と実際に対話をしているのだろうか。あるいは、より対話が必要だと思っている相手は誰なのだろうか。企業と投資家の双方に聞いてみた結果が、図 4-8 および図 4-9 である。

ここからはいくつかの興味深い実情が読み取れる。まず、企業の経営トップはそれなりに対話に参加している。ただ、将来さらにそうした機会が増えるかについては、投資家の期待はより強く、企業はそこまでではない。また、現在において対話の主要な相手となっているのは主に CFO (Chief Financial Officer、最高財務責任者) およびその傘下にあることの多い IR・コーポレートコミュニケーション部門やサステナビリティ推進部門である。ただ、これらの部門に将来さらなる対話の深化を求めている度合いは投資家、企業ともにそう高くはない。こうした部門においては、現状でのコミュニケーションをしっかりやり続けてほしいということであろう。

図 4-8 企業が投資家との対話を行っている相手/より対話に出したいと思っている相手



図 4-9 投資家が対話している相手/より対話したいと思っている相手



4.4.2. 独立社外取締役との対話

一方、企業と投資家との間に顕著な差が見られるのは独立社外取締役との対話である。 2021 年度の CG コード改訂において、株主と独立社外取締役との対話についてはその必要性 が明記されたところでもある。

表 4-3 コーポレートガバナンス・コード (下線筆者による)

補充原則 5 - 1 ①

株主との実際の対話(面談)の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部、<u>社外取締役を含む</u>取締役または監査役が面談に 臨むことを基本とすべきである。

この点についての投資家の期待は高い。前述したとおり、独立社外取締役は株主の名代であるので、そうした立場の者が株主の関心分野についてどう考えているのかについては対話を行いたいのが当然というものであろう。だが、企業はあまり乗り気ではないようである(表 4-4)。少数の先進企業においてはすでに定着しているコミュニケーションのようにも見える一方、多くの企業においてはいまだ検討中であったり、今後も行う予定はないとしている。これらの企業が、上記のコーポレートガバナンス・コードについてコンプライしているのかは定かでないが、実に半数近い企業が、今後も行う予定がないと回答しているのは、投資家にとってはひどく残念な結果であろう。

表 4-4 独立社外取締役・監査役と投資家との対話の実施状況

回答内容	回答企業数
行ったことがなく、今後も行う予定は無い	62
行ったことはないが、実施することを検討中	37
毎年定期的に行っており既に定着している	13
試験的に1、2回行ってみたところ	9
これまでに3~5回行っている	5
投資家から適正な要請があればいつでも受け入れており、既に定着している	5
これまでに6~10回行っている	1
<u>その他・不明</u>	12
<u> 合計</u>	144

なぜ企業は独立社外取締役・監査役と投資家との対話を避けたがるのだろうか。理由について聞いた結果が図 4-10 のとおりである。なお、「試験的に 1、2 回行ってみたところ」および「これまでに 3~5 回行っている」との回答を「試行中」、「毎年定期的に行っており既に定着している」お

よび「投資家から適正な要請があればいつでも受け入れており、既に定着している」との回答を「定着」とまとめたうえで、それぞれに回答した企業が感じる課題を挙げている。

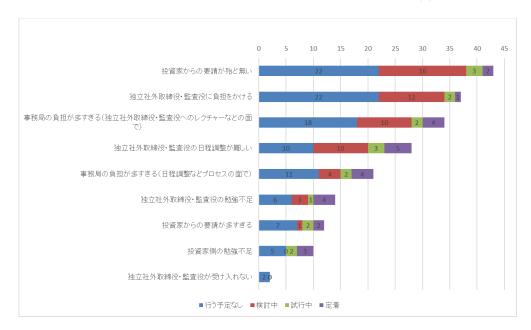


図 4-10 独立社外取締役・監査役と投資家との対話を行ううえでの課題

4.4.3. 何が対話を妨げているのか

これを見る限り、独立社外取締役・監査役と投資家との対話が進まない理由は、「投資家が要請しないから」ということのように見える。意外なもあるが、投資家におけるリソースの制約(後述)やパッシブ投資の隆盛などを考えれば、頷ける感もないではない。企業側の話を聞いても、投資家が注目するのはごく一部の超優良巨大企業ばかりであり、少し規模が小さくなるとすぐにアナリストカバレッジさえ失ってしまうという声をよく耳にする。いわゆるアンダーバリュー仮説が成り立っている状況にも見える。しかし、こうした状況は、インベストメントチェーンの健全な発展とはほど遠いと言えよう。こうした状況を生む要因の1つには、上場企業の多さも影響していると思われる。したがって、近時の東証におけるPBR1 倍割れ企業への強い要請等の措置は健全化のために有効であろう。また、投資家側のリソースの充実も待たれるところである。

また、対話を妨げている理由としては、「独立社外取締役・監査役に負担をかける」というものもある。まさに忖度の賜物であろう。独立社外取締役としては、自ら行うべき業務の重要な1つであるし、こうした対話を行うことによって自らの監督機能の発揮にも役立つのは自明である。そうした絶好の機会を事務方の忖度により潰しているのであれば、これほどもったいないことはない。現実的

に日程調整が難しいという側面は否定しないが、そうした具体的な設定を考える以前の段階で、 つまらない忖度を行い自社のコーポレートガバナンスの発展の芽をつぶすようなことは避けるべきで あろう。また、少数ながら「独立社外取締役や監査役が(投資家との対話を)受け入れない」と いう回答もあった。これは投資家との対話を「行ったことがなく、今後も行う予定はない」と回答した 企業のみであるが、自らの責務を放棄しているかのような社外役員が、企業のコーポレートガバナ ンスの発展を阻害している状況とも見える。迅速な改善が必要であろう。

4.5. 対話の質に満足できているのか

企業と投資家との間で行われる対話の質に、お互いは満足できているのだろうか。図 4-11 を 見る限りにおいては、どちらも似たような感想を持っているようである。すなわち、「満足しているわけ ではないが、我慢できないほどではない」といったところである。満足・不満足を生む理由も、企業と 投資家の間で大きく変わるものではない。同じ項目が、満足を生む理由としても、不満足を生む 理由としても挙げられている(表 4-5、表 4-6)。ここに掲げられているような項目が、企業にとっ ても投資家にとっても重要視している項目であり、これらが充実していることが対話の質に満足を 生み、逆も真なりということであろう。

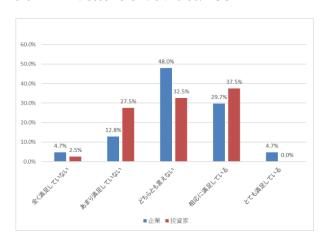


図 4-11 対話の質に対する満足度

表 4-5 企業において、対話の質に満足・不満足を生む理由

満足している理由		不満足である理由	
1 自社のサステナビリティ活動への理解が明確だから	16.2%	1 自社のサステナビリティ活動への理解が不明確だから	25.7%
2 自社の戦略や事業の方向性への理解が明確だから	15.5%	2 自社の戦略や事業の方向性への理解が不明確だから	17.6%
3 自社の企業理念やビジョンへの理解が明確だから	13.5%	3 自社の将来の成長機会に関する内容への理解が不明確だから	16.2%
4 自社の将来の成長機会に関する内容への理解が明確だから	9.5%	4 自社の企業理念やビジョンへの理解が不明確だから	10.1%
4 自社が提供する財務情報をよく理解しているから	9.5%	4 中長期的な見方をしていないから	10.1%

表 4-6 投資家において、対話の質に満足・不満足を生む理由

満足している理由		不満足である理由	
1 中長期的な見方をしているから	53.3%	1 中長期的な見方をしていないから	48.0%
2 将来の成長機会に関する内容が明確だから	46.7%	2 将来の成長機会に関する内容が不明確だから	44.0%
3 戦略や事業の方向性が明確だから	40.0%	3 サステナビリティ活動に取り組む目的が不明確だから	40.0%
3 情報開示に対してオープンであるから	40.0%	4 戦略や事業の方向性が不明確だから	36.0%
3 相手方が持つサステナビリティに関する知見の質が高いから	40.0%	4 将来収益力への影響が不明確だから	36.0%

加えて、企業と投資家双方に、サステナビリティへの取組に関して感じる課題について聞いた。 結果は図 4-12 のとおりである。企業・投資家双方とも、開示ルールの未整備についての課題認 識は高い。この点については、サステナビリティ情報開示の義務化や、ISSB のルール整備などで 徐々に解消されていくだろう。ただ、そうした枠組みの中で決められたことだけ開示すればよいといっ た受動的な対応が目立つようになっては逆効果である。中長期的な自社の経営戦略や収益性と の関連においてサステナビリティへの取組が構築され、発信され、評価されることを願いたい。

10.0% 20.0% 40.0% 50.0% 60.0% サステナビリティ関連情報の開示ルール未整備 業績との関連性についての検証不足 50.0% 企業側におけるリソースの制約 サステナビリティ関連情報に関する企業側の開示の不足 45.0% 用語の混乱 評価機関による評価手法の透明性欠如 40.0% 企業の間での取り組みの差 評価機関の間での評価・スコアのばらつき 32.5% グリーンウオッシュ・ESGウオッシュへの対策不足 サステナビリティ関連情報に関する投資家側の認識不足 投資家の間での取り組みの差 5.1% 投資対象の一部大企業への偏り 2.3% 投資家側におけるリソースの制約 1.1% 32.5% その他(具体的に) 1.1% ■企業 ■投資家

図 4-12 サステナビリティへの取組に関して感じる課題

業績との関連性については、学術分野においても、実務分野においても注目度の高い点である。世界各国において様々な研究成果が蓄積されつつあり、こうした成果が実務分野に着実に還元されていくことが必要であろう。本研究プロジェクトにおいても、前章において、非財務指標としてあらわされる企業のサステナビリティへの取組と、財務指標との関係について分析を行っている。

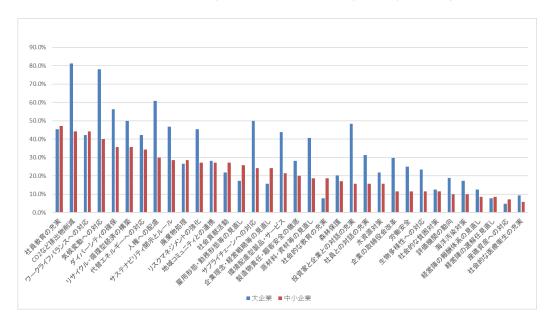
企業がほとんど課題として認識していない一方で、投資家が強く課題認識を持っているのは、 投資家側におけるリソースの制約である。昨今、サステナビリティ関連分野には経営資源を手厚く 配分する投資家が目立つが、それでも足りない、あるいはそれによって本来的な企業分析業務が 手薄になりがちであるという声を聞くことがある。実は多くの投資家がリソースの制約に悩んでいる。 そのことが、サステナビリティ情報に関する認識不足や、投資対象の偏りといった現象を生んでいる可能性もある。

企業側のリソース不足についてはつとに知られたところとなっており、本アンケートにおいても企業・ 投資家双方の課題認識は強い。今後のサステナビリティ関連分野の成長余地を考えると、企業・ 投資家双方において同分野に詳しいプロフェッショナル人材の育成が急務となろう。この点は、企 業と投資家との間に共通の解決すべき重要課題といってよいだろう。

4.6. 中小企業における取組はどのようになっているのか

最後に、企業側のサステナビリティへの取組において、企業規模による違いがあるのかについて 分析を行った。まず、サステナビリティへの取組について重視する課題を規模別にみたのが図 4-13 である。

図 4-13 サステナビリティ関連要素のうち重視している要素(企業規模別)



これを見ると、大企業においては、気候変動や排出物削減、人権やサプライチェーンへの対応といった、世界的にも優先順位の高い課題として挙げられている要素が突出して関心を弾いているのが分かる。これらの要素はサステナビリティに関する情報開示の義務化においても優先順位高く取り上げられているものであり、大企業がこうした動向に関して敏感に反応していることが分かる。また、情報開示も含め、投資家と企業との対話の充実といった、資本市場を意識した回答も大企業に目立った。

一方、中小企業においてはこれらの要素についても関心は高い一方で、社会貢献活動や雇用 形態・勤務形態等の見直し、社会的な教育の充実などについての関心が大企業よりも高いこと が特色であった。社会貢献活動を重視する傾向は、サステナビリティへの取組と CSR(企業の社 会的責任)活動が未だ分化していないことを表している可能性もある。また、気候変動や排出 物削減、人権やサプライチェーンへの対応といった、金銭的にも人的にもリソースのかかる活動より も、身近な社員教育や働き方改革といったところに関心が集まっている傾向も明らかとなった。

次に、サステナビリティへの取組について課題と感じている内容について規模別にまとめた結果を 図 4-14 に示す。

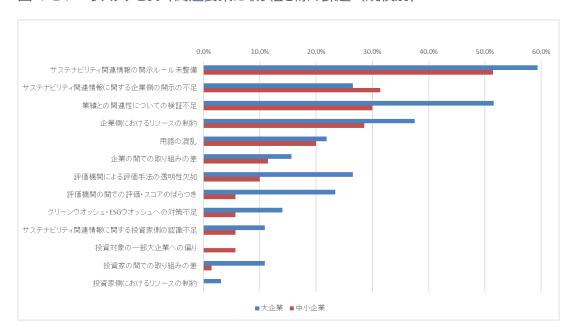


図 4-14 サステナビリティ関連要素に取り組む際の課題 (規模別)

傾向としては、大企業と中小企業において大きな乖離は無いが、中小企業の場合、自社自体がサステナビリティ関連情報に関する開示不足を実感している傾向にある。用語に関する混乱といった指摘が比較的多いのも、サステナビリティ分野の情報開示に精通していないことの表れとも言えるかもしれない。この辺りは、特に中堅・中小企業に向けてサステナビリティ分野の情報開示に関するサポートや周知活動が求められるところでもあろう。また、投資対象が一部大企業に偏っているという指摘も少数ながら存在した。

それでは、投資家の方はどのように考えているのだろうか。投資家に対して、ESG 投資活動において対象としている企業の売上高規模のターゲットを聞いたうえで、中小企業に対する ESG 投資が大企業へのそれに比べて不活発であると考えられるとすればその理由はなぜかを問うた。ターゲット投資規模別の回答を以下に示す。

20.0% 30.0% 40.0% 50.0% 60.0% 活動に割くリソースが無いように見えるから 非財務的な情報開示が少ないから 非上場が多いから オーナーが積極的でないように見えるから 財務的な情報開示が少ないから サステナビリティに取組んでいないように見えるから リスクが高いように見えるから 企業理念やパーパスが不明確だから 経営戦略が不明確だから コーポレートガバナンスが不安だから 特に中小企業向けの投資が不活発だとは思わない ■大企業のみ ■中小含む ■全体

図 4-15 中小企業向けの ESG 投資が不活発である理由

大企業に限って投資を行っている投資家が特に指摘するのは、やはり中小企業におけるリソースの制約である。そのため、財務・非財務の情報開示とも十分なレベルに達しておらず、それが投資家を遠ざけている可能性がある。ここでも、非財務のみならず、財務的な情報開示の少なさを指摘する声が目立っている。中小企業の場合には非上場企業が多いこともあり、有価証券報告書レベルの開示情報に事欠くことも多い。これが理由で、投資家が中小企業への投資に消極的になるということは当然あり得るだろう。

一方、中小企業がサステナビリティ活動に活発でないように見えるという回答も結構目立った。 実際には行っているつもりでも大企業に比べると見劣りしたりすることもあるだろう。また、先述した 通り、社会貢献活動といった分野ばかりにフォーカスを当てる活動をしていては、投資家としては魅 力ある投資先とは映らないこともあろう。中小企業はそもそもあまりサステナビリティ活動に関心が 無いだろうというステレオタイプ的な見方が混じっている可能性も否定できないが、この結果からは、 本研究で挙げたような投資家の要請に対して的確に対応していくことで、投資対象として評価さ れる可能性もあり得るように思われる。もちろん、そのためには何と言ってもリソースの制約を乗り越 える必要があり、これは大きな課題として残るだろう。

4.7. 小括

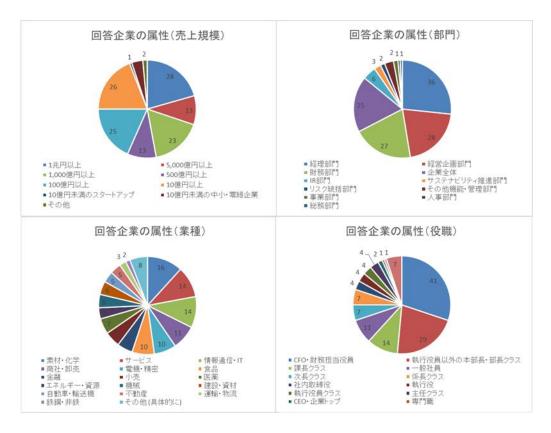
ここまで、企業および投資家に対するアンケートを基に、サステナビリティへの取組に関する双方の認識の一致点や相違点を見てきた。関心分野の動向など一致点も多く見られたものの、ギャップも大きいという結果となったと言えよう。特に、企業がともすれば社会貢献や人的資本といった分野に注力しがちであるのに対し、投資家はより事業の将来やコーポレートガバナンスに関心を持っ

ているという傾向が明らかになったことは本研究の成果といえるだろう。特にこの傾向は中小企業において強く、これが中小企業への ESG 投資を妨げる一因となっている可能性もある。

一方、企業と投資家の双方において挙げられたサステナビリティ分野における課題として、それぞれのリソースの制約が挙げられる。特に中小企業における不足ぶりは顕著であるが、投資家側におけるリソースの制約についても指摘は多く、そのことが、サステナビリティ情報に関する認識不足や、投資対象の偏りといった現象を生んでいる可能性もある。今後のサステナビリティ関連分野の成長余地を考えると、企業・投資家双方において同分野に詳しいプロフェッショナル人材の育成が急務となろう。この点は、企業と投資家との間に共通の解決すべき重要課題ともいえる。

【参考】アンケートに関する詳細

<回答企業の属性>



<回答投資家の属性>



企業向けアンケートは、日本 CFO 協会の協力を経て、2023 年 3 月~4 月に実施。 有効 回答数 175 件。 投資家向けアンケートは、研究者間のネットワークを活用し、2022 年 10 月 ~2023 年 1 月にかけて実施。 有効回答数 40 件。

【参考文献】

北川哲雄監修(2023)『サステナビリティ情報開示ハンドブック』日本経済新聞社出版 KPMG サステナブルバリューサービス・ジャパン(2023)「日本の企業報告に関する調査」

松田千恵子・浅野敬志 (2023)「ESG 投資の隆盛に伴う資本市場の課題―ESG 情報開示の進展と ESG 評価機関の不一致―」証券アナリストジャーナル 61(2), pp.39-49.

松田千恵子. (2023)「企業と株主とのコーポレートガバナンスにおける争点 (3)」旬刊 商事法務 (2326), pp.68-79

5. ESG評価機関は何を見ているのか

5.1. 評価機関の概要

サステナブルファイナンスの急速な拡大を受けて、ESG評価機関の影響力が大きくなっている。ESG評価機関とは、企業のサステナビリティに対する取組やその効果、情報開示状況といった様々なパフォーマンスに関する情報を収集し、評価する機関である。例えば、企業が環境に配慮しているか、社会的責任を果たしているか、ガバナンスの仕組みが適切かなどについて評価し、その評価結果をレーティングや点数といったわかりやすい定量的な尺度(ESGスコア)で提供する。ESGスコアは多種多様な非財務パフォーマンスを1つのスコアに集約した指標であり、概念的には財務パフォーマンスの集約指標である利益に似ている。

ESG 評価機関は 2018 年時点で世界中に 600 以上存在し、その後も数が増え続けていると言われている(SustainAbility 2020, p.6)。その一方で、Moody's による Vigeo Eiris の買収(2019 年)、S&P による RobecoSAM の ESG 格付け事業を買収(2019 年)、Morningstar による Sustainalytics の買収(2020 年)、ドイツ証券による ISS の買収(2020 年)など、金融サービス会社による大手 ESG 評価機関の買収が見られ、生き残りをかけた熾烈な競争がすでに始まっている。

図表 6-1 は、主要な ESG 評価機関の概要をまとめたものである。機関投資家が注目する ESG 評価機関には、MSCI、FTSE Russell(FTSE)、Sustainalytics、Bloomberg など がある。ESG 評価機関の ESG 評価にはそれぞれ特徴があり、①評価対象が開示型かパフォーマンス型か、②評価範囲がテーマ型か総合型か、③情報源(ソース)が質問票調査による評価 か公表情報による評価か、といった点で違いが見られる。

①の評価対象について、Bloomberg はサステナビリティ情報開示量を評価する開示型に該当するのに対して、他の ESG 評価機関は、サステナビリティの取組を評価するパフォーマンス型に該当する。②の評価範囲について、CDP は環境分野に特化した評価を行うテーマ型に該当するのに対して、MSCI や FTSE など他の ESG 評価機関は、環境、社会、ガバナンスの各分野に加え、サステナビリティ全体を評価する総合型に該当する。③の情報源について、S&P Global と SDP は独自の質問票調査に基づく情報により評価するのに対して、他の ESG 評価機関は一般に公開された情報により評価する。このように、評価対象、評価範囲、情報源が ESG 評価機関によって異なっているため、ESG 評価機関の特徴を把握したうえで ESG スコアを活用することが求められる。

表 5-1 主要な ESG 評価機関の概要

ESG評価機関	ソース	カバレッジ	尺度	特徵
FTSE	公表情報	約7,200社	0~5	・BSGについて14の評価項目毎に評価。個々の評価項目について20~30の調査項目の開示状況で評価し、セクターごとに重要性で重み付けし評価している・5点満点中3.3点以上の評価でインデックスに組み込み(FTSE Blossom Japan等の場合)
S&P Global	アンケート 公表情報	約4,700社	0~100	・財務上のマテリアリティに重点。企業のサステナビリティに 係る機会の認識、活用能力を毎年評価 ・61の異なるセクター個別のメンドロジーも整備
Sustainalytics	公表情報	約9,000社	0~100	・企業の重大なESG無題へのエクスポージャーを評価 ・ESGリスク管理能力に応じてスコアリング。なお、企業が直接管理できるリスクのみを考慮(例:石炭関連会社におけるスコープ3排出量は評価対象外)
MSCI	公表情報	約7,000社	AAA~CCC (7段階)	・企業のESGリスクと機会を7段階で評価。高評価を受けた企業 はインデックスへ組み込み ・機関投資家向けにパフォーマンス調整済みに設計。毎年更新
CDP	アンケート	約7,000社	A~D- (8段階)	・企業より提出されるアンケートに基づき、環境対応に関する 透明性とサステナビリティ指標のパフォーマンスを評価。毎年 実施・夏新 ・気候変動、森林、水の安全という3つの主要なカテゴリを評価。スコアリング方法はセクターごとに異なるが、共通カテゴ リとしてガバナンス、リスクと機会、目標とパフォーマンス、 開示、排出方法を設定
ISS ESG	公表情報	約6,300社	1~10 (10段階)	・企業の関示責行を測定し、特に環境および社会指標に無点 ・スコアは主に報告されるデータ量によって決定されるが、各 種リスク軽減のための対策およびリスクに対する将来的な責任 へのコミットメントに対して強い重み付け ・GRI、SASB、TCFDの関示拡充は、ISSのランキング向上へ寄 与
Vigeo Eiris	公表情報	約4,500社	0~100	・国際枠組みに基づく38の基準を設定し、分析のためリスク ファクターにより6つの領域に分類。さらに、各セクターとBSG 要素の関連性・重要性を避みて重み付けし、300極の指標を通じ で評価 ・ユーロネクストと共同でESGインデックスを組成
Bloomberg	公表情報	約11,500社	0~100	 ・企業の環境データのBloomberg端末フィールドのカバー量を評価 ・開示量のみにフォーカスし、パフォーマンスはスコアリングに考慮されない

(出所) 吉川 (2020) 5 頁より著者作成

5.2. ESG 評価の利用者と利用方法

企業のサステナビリティ情報は膨大で多種多様であり、かつ非財務情報が中心である。情報利用者からすると、情報収集・整理に労力がかかるうえ、ESGパフォーマンスの評価には困難を伴う場合も多い。そのため、ESG評価機関が提供するESGスコアへのニーズは高く、現状において、投資家など多くのステークホルダーによって様々な用途に利用されている。

投資家は、企業が開示する統合報告書やサステナビリティレポートの他に、ESG スコアを重要な情報源としている。SustainAbility(2020)によると、投資家が ESG パフォーマンスの評価に最も有用と考える情報源は ESG スコア(55%)と企業との対話(55%)で、次いでサステナビリティレポート(50%)、社内調査(41%)、企業の ESG ランキング(23%)、企業提出書類(18%)、メディア(14%)、その他のソース(9%)である(SustainAbility 2020, p.17)。また、資産運用会社のうち資産規模上位 50 社に関する調査報告(Hirai

et al. 2021) によると、50 社のうち 46 社、割合にして 92%の資産運用会社が、少なくとも 1 社以上の ESG 評価機関を活用しているという。 複数社を活用することも珍しくなく、4 社以上を活用している資産運用会社が 50 社中 20 社を占めている。 このように、投資家による ESG スコアの活用は相当程度広まっているのが実態といえる。

ESG スコアは ESG 指数に組み入れる銘柄選定にも活用されている。ESG 指数とは、指数会社から「サステナビリティに配慮した経営に取り組んでいる」と高く評価された企業で構成される株価指数である。例えば、世界最大級の機関投資家として有名な年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、日本企業の ESG 評価・対応を底上げするため、2017 年に 3 つの ESG 指数(FTSE Blossom Japan Index、MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数)を選定し(図表 6-2)、現在も 8 本の ESG 指数を採用している。FTSE や MSCI など ESG 評価機関の多くは独自に ESG 指数を作成しており、指数の構成銘柄の選定や投資ウエイトの決定において ESG スコアを活用している。

企業も ESG スコアを活用しており、ステークホルダーへのパフォーマンス提示という本来の目的だけでなく、最新のサステナビリティのテーマやトレンドを把握するためのマネジメントツールとして活用している。また、ESG スコアを役員報酬の KPI(評価指標)に採用する企業が国内にも現れ始めている。日本総研の調査によると、2021 年 12 月末日時点での TOPIX100 企業のうち、11 社が外部評価機関による ESG 指標を役員報酬に採用している。具体的には、8 社が FTSE、MSCI、S&P Global などの ESG 指標を、4 社が CDP の環境指標を、1 社が企業倫理や企業の社会的責任を専門に研究する米国シンクタンクである Ethisphere Institute の社会指標を採用している(日本総研 2022)。

表 5-2 GPIF が 2017 年に採用した国内株式 ESG 指数

	FTSE Blossom Japan Index	MSCIジャバンESGセレクト・ リーダーズ指数	MSCI日本株女性活躍指数
指数のコンセプト	FTSE4Good Japan IndexのESG評 価スキームを用いて評価。	たESG総合型指数 ・業種内でESG評価が相対的に高	・女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを 算出、各業種から同スコアの高い 企業を選別して指数を構築 ・当該分野で網羅的に構築した初 の指数
指数組入候補 (親指数)	FTSE Japan Index(509銘柄)	MSCIジャバンIMIのうち時価総額 上位500銘柄	MSCIジャパンIMIのうち時価総額 上位500銘柄
指数構成銘柄数	149	252	208
構成銘柄比率の考え方	時価能額加重 (業種ごとの比率を親指数と同時 に調整し業種バイアスを最小化)	時価総額加重	「時価総額×総合スコア」で加重 (総合スコア:業種調整後性別多 様性スコア×業種調整後クオリ ティ・スコア)
運用資産額	5,266億円	6,229億円	3,884億円

5.3. 評価機関ごとの違い

ESG スコアの評価にあたり、ESG 評価機関は、i)評価の対象とする環境・社会・ガバナンスなどの評価項目を更に詳細な調査項目にブレークダウンし、ii)項目ごとに評価の視点を決め、iii)それぞれの視点に沿って情報を集め、iv)項目別に点数を付与したうえで、v)あらかじめ定めた項目ごとのウエイトに応じて合計し、vii)最終的な評価を決める、といった手順に沿う場合が一般的である。

ただし、評価・調査項目、評価の視点、使用する情報、項目ごとのウエイト、業種ごとのウエイトなどが ESG 評価機関間で異なっている。これは、「評価の質的向上を目指すべき部分」と「企業情報開示に起因する部分」による影響もあるが、各項目の評価においてリスクや機会への影響をどう考慮するのか、リスクや機会への影響が発現するまでの時間軸をどう想定するのかといった「ESG 評価機関が売りとしている評価上の特色に起因する部分」による影響も大きい(松田・浅野 2023, p.46)。

ここでは代表的な ESG 評価機関である 3 社 (MSCI、FTSE、Sustainalytics) を取り上げ、①評価・調査項目、②評価の視点、③使用する情報、④項目ごとのウエイト、⑤業種ごとのウエイト、といった 5 点の違いを確認する。なお、これら 3 社には、評価対象がパフォーマンス型、評価範囲が総合型、情報源が公表情報といった共通点があることを付記しておく。

①評価:調査項目

図表 6-3 は 3 社の ESG 評価項目を比較したものである。MSCI は評価項目(テーマ)を 10 個設定し(環境が 4 個、社会が 4 個、ガバナンスが 2 個)、各項目の下に詳細な調査項目(キーイシュー)を 2~6 個設定している。MSCI の調査項目は合計で 35 個あり、業種に応じて選定している。FTSE は 14 個の評価項目(テーマ)(環境が 5 個、社会が 5 個、ガバナンスが 4 個)と、その下に 20~30 個の調査項目(インジケーター)を設定している。FTSE の調査項目は合計で 300 個以上に上り、業種に応じて選定している。Sustainalytics は 21 個の評価項目(マテリアル ESG イシュー)を設定し、その下に 250 個以上の調査項目(インジケーター)を設定している。業種ごとに 3~10 個の項目を選定し、コーポレートガバナンスのみすべての業種で選定している。

3 社の評価項目を比較すると、数や内容の違いはもちろんのこと、MSCI と FTSE は評価項目を3分野(環境、社会、ガバナンス)に分けて設定しているのに対して、Sustainalytics は

3 分野に分けておらず、また、「製品・サービスの環境・社会的影響」など複数の分野にまたがる項目を設定しているという点でも異なっている。

表 5-3 ESG 評価機関の評価項目比較

	MSCI	FTSE	Sustainalytics
	項目:10個 (E:4個、S:4個、G:2個)	項目:14個 (E:5個、S:5個、G:4個)	項目:21個
環境(E)	気候変動 自然資源 汚染と廃棄 環境の機会	気候変動 水の安全保障 生物多様性 汚染と資源利用 サプライチェーン (環境)	製品・サービスの環境・社会的影響 排出物・廃液・廃棄物 炭素:自社事業 製品・サービスの炭素 土地利用と生物多様性 土地利用と生物多様性:サプライチェーン 資源利用
社会 (S)	人的資本 ステークホルダーへの対応 製造責任 社会の概会	人権の地域社会 労働基準 顧客に対する責任 健康と安全 サプライチェーン (社会)	資源利用:サプライチェーン 人権 基本的なサービスへのアクセス 地域社会との関わり:サプライチェーン 人権:サプライチェーン 人的資本 労働安全衛生
ガパナンス (G)	企業行動 コーポレートガバナンス	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 腐敗の防止	コーボレートガパナンス データプライパシーとセキュリティ 企業倫理 贈収賄と汚職 ESGインテグレーション:財務 プロダクトガパナンス レジリエンス

②評価の視点

MSCI は環境分野と社会分野の項目を、ESG のリスクおよび機会にさらされている程度(エクスポージャー)とそれらを管理している程度(マネジメント)の視点から評価しているのに対して、ガバナンス分野の項目については、ガバナンスの程度に応じて評価している。FTSE は、環境、社会、ガバナンス分野の項目を、ESG のリスクにさらされている程度(エクスポージャー)とそれに対する取組(スコア)の視点から評価している。ESG の機会を考慮しない点と、ガバナンスに位置づけられる項目についても、リスクにさらされている程度と取組の両視点から評価している点がMSCI と異なる。Sustainalytics は企業がリスクにさらされている程度(エクスポージャー)とそれに対する取組(マネジメント)の視点から評価項目の未管理リスクを評価している。Sustainalytics が算出するのは ESG Risk Rating であり、MSCI と FTSE が算出する ESG Rating とは大小が逆になるという点で異なっている。

③使用する情報

MSCI と Sustainalytics が使用する情報は、企業の開示情報(アニュアルレポート、サステナビリティレポートなど)やマクロ経済データに加えて、ニュース、その他メディアからの情報、NGO発行のレポート、その他ステークホルダーの情報なども含まれる。FTSE は調査項目に関連する公開資料(統合報告書、サステナビリティレポート、CSR 報告書、コーポレートガバナンス報告書、

有価証券報告書、議決権行使結果、アニュアルレポート、ウェブサイト全般など)から情報を収集している。公表情報を用いる点は3社で共通しているものの、公表情報の範囲は若干異なっている。

④項目ごとのウエイト

MSCI は詳細な項目(キーイシュー)のウエイトをその重要度に応じて設定している。例えば、環境・社会インパクトに対する業界の影響度が大きく、そのリスク・機会が発現するまでの時間軸が短いと判断される項目は、影響度が小さく時間軸が長いと判断される項目の 3 倍のウエイトを持つように設定している。FTSE は評価項目(テーマ)のウエイトを、リスクにさらされている程度(エクスポージャーレベル)に基づき設定している。例えば、ある評価項目においてリスクに対する取組(スコア)がベストプラクティスだったとしても、そのエクスポージャーレベルが低い場合には、ウエイトを低く設定している。Sustainalytics は調査項目(インジケーター)のウエイトをその重要性に応じて設定している。計算された加重スコアは管理スコアとして、評価項目(マテリアル ESGイシュー)の管理可能なリスクから管理済みリスクを求める際に利用される。このように、どの項目にどのようなウエイトを設定するのかについて 3 社で異なっている。

5.4. ESG 評価の不一致の要因と影響

5.4.1. (1) ESG 評価の不一致の現状

複数の評価機関が同一の企業に付した ESG 評価に大きな差が生じるケースが散見されている。例えば、テスラ社に対する ESG 評価の不一致は広く引用されるケースである。2018 年から2019 年にかけて、MSCI はテスラ社を模範的と高く評価していたが、FTSE は同社を非常に低く評価し、Sustainalytics の評価は MSCI と FTSE の中間だった。これは、MSCI が同社の製品である電動自動車からの温室効果ガス排出量に注目する一方、FTSE はそれを無視し、工場からの温室効果ガス排出量のみに注目することで生じた不一致である。このように、評価項目が同じ「汚染」でも、注目する指標の違いによって評価が異なる場合があることがわかる。

世界の主要企業を対象に ESG 評価の不一致を示した Dimson et al. (2020) の分析も有名である。図表 6-4 は、世界主要企業 6 社を対象に、ESG 評価機関 3 社の ESG スコアおよび分野別スコア (2019 年時点) を比較したものである。Facebook (現 Meta) をみると、環境スコアは MSCI が非常に高く Sustainalytics が非常に低いのに対して、社会スコアは MSCI が非常に低く Sustainalytics が高く評価しており、真逆ともいえる評価が観察されている。また、3 社 (JPMorgan Chase、Wells Fargo、Pfizer) のガバナンススコアをみると、

MSCI の評価が非常に低いのに対して Sustainalytics の評価が非常に高く、大きく割れた評価が観察されている。総合スコアである ESG スコアについても、Wells Fargo に対する MSCI の評価は低く、FTSE の評価は非常に高いなど、ESG 評価の不一致が観察されている。

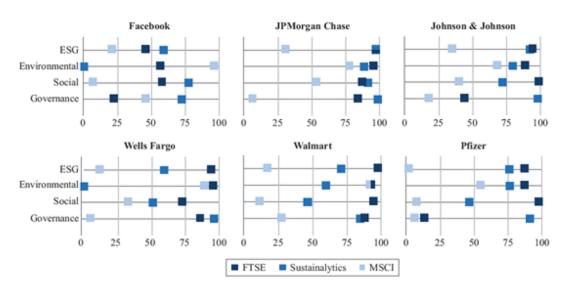
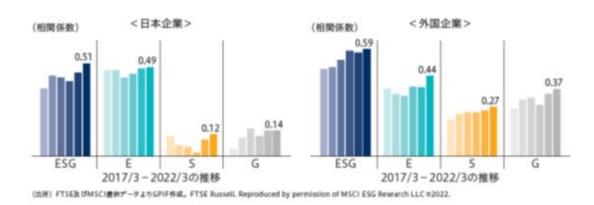


図 5-1 世界主要企業における ESG 評価の不一致

(出所) Dimson et al. (2020) 77 頁

ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致は日本企業でもみられ、GPIF は 2017 年 7 月に国内株式の ESG 指数を選定した際のプレスリリースでその存在を初めて指摘した。パッシブ運用が中心の GPIF にとって、ESG 評価機関による ESG 評価の精度は運用の成否を決める重要なものである。 ESG 評価手法を改善し長期的な運用パフォーマンスを向上させるため、GPIF は MSCI と FTSE の ESG スコアの相関を 2017 年から毎年モニタリングしている。 図表 6 – 5 はその相関係数を時系列で示したものであり、日本企業、外国企業ともに相関係数が年々高まっているものの、特に日本企業の社会スコアは 2022 年が 0.12 と極めて低く、ESG 評価の不一致は依然として大きいといえる。

図 5-2 MSCI・FTSE 間の ESG 評価の相関係数の推移



(出所) GPIF (2022) 46 頁

5.4.2. (2) ESG 評価の不一致の要因

ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致は、ESG 評価機関の評価手法の違いに起因する部分と、企業のサステナビリティ情報開示の質の低さに起因する部分の 2 つで説明される場合が多い。GPIF は、財務情報に基づく企業評価でもアナリストの判断が分かれるなかで、非財務情報(サステナビリティ情報)に基づく ESG 評価がアナリスト間で完全に一致する世界が訪れることはないとしながらも(GPIF 2020、p.33)、企業のサステナビリティ情報開示の拡充や ESG 評価手法の改善によって ESG 評価の精度が改善されれば、その評価は一定程度収れんする方向に向かうとしている(GPIF 2018、p.37)。

ESG 評価機関間で ESG スコアの評価手法が異なることは前述したとおりである。Berg et al. (2022) は ESG 評価の不一致の要因として、①評価・調査項目要因(評価・調査項目が異なる)、②測定指標要因(同じ項目でも指標が異なる)、③ウエイト要因(複数の項目の評価を統合する際の重み付け(ウエイト)が異なる)といった 3 つを挙げている。そして、6 つの ESG 評価機関の合計 709 個の指標を 64 個の項目に分類した上で分析し、ESG スコアの不一致への影響度は、評価・調査項目要因が 38%、測定指標要因が 56%、ウエイト要因が 6%であると示している。

ESG 評価は企業の信用力を審査する信用格付の仕組みと似ているものの、信用力がデフォルトの確率として比較的明確に定義されているのに対して、ESG パフォーマンスは多様かつ時代に応じて変化する価値観に基づく概念であり、明確に定義されているわけではない(Berg et al. 2022、p.1319)。ゆえに、ESG 評価機関間で ESG 評価に使用する項目・指標が異なり、その解釈についても共通理解が高まらないのは当然かもしれない。

次に、企業のサステナビリティ情報開示には、国際財務報告基準(IFRS)のような高品質の一組のグローバルスタンダードが存在せず、多くの開示基準や開示枠組み(以下、開示基準等)が乱立状態にある。その結果、それぞれの開示基準等の中で一定の一貫性が確保されているものの、異なる開示基準等の間では一貫性と比較可能性が十分に確保されているとはいい難い。また、将来情報を含むサステナビリティ情報には企業の独自性(自由演技)が求められ、現時点では第三者による保証も強制されていないことから、開示項目、開示時期、情報の質(信頼性)などにおいて裁量余地が大きい。環境への取組を誇張してアピールするような情報開示(グリーンウオッシュ)もみられる。

大手企業を中心に、統合報告書やサステナビリティレポート(ESG レポート)を作成している 企業が増加しており、気候変動リスク・機会の開示に関しては、気候関連財務情報開示タスクフ オース(TCFD)の枠組みに沿った開示を行う企業が増えるなど、前向きな変化がうかがえるもの の、上述の理由により、企業のサステナビリティ情報の質は低いと言わざるを得ない。

5.4.3. (3) ESG 評価の不一致による影響

ESG 評価は、投資家が企業の ESG パフォーマンスを評価する際の重要な情報源である。 ESG 評価機関によって ESG 評価が異なる場合、投資家はどの評価を信じるべきかを判断することが難しく、その結果、リスクとリターンのバランスを正確に評価できず、誤った投資判断を下す可能性がある。 ESG 評価の不一致は、投資判断における ESG 評価の有用性を低下させる不確実性を反映しており、投資家は不確実性の高い企業の株式保有を避けることが知られている(Avramov et al., 2022)。

ESG 評価の不一致は企業にも不利益を生じさせる。 ESG 評価は、企業が ESG 関連のリスクや機会を識別し、適切な対策を講じることに影響を与える。 ESG 評価の不一致は、企業がリスク管理にどの評価を用いるべきかの判断を困難にし、その結果、重要な ESG 課題の見落としにつながり、リスク管理の効果を損なう可能性が高まると考えられる。

とはいえ、ESG 評価機関の多様性を踏まえると、ESG スコアの不一致は必ずしも問題とはいえず、評価手法の基本的な考え方が明らかにされることで、投資家や企業の納得感を高め、市場全体の取組改善につなげることが重要と考えられる(金融庁 2022, p.15)。また、担当者によって特段のばらつきがなく、組織横断的に質の高いサービスが提供されるよう、評価の基準や方法、要点等について、的確な指針を定めて浸透させることも重要である(金融庁 2022, p.19)。

5.5. 学術研究の動向

ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致は、ESG 評価機関の評価手法の違いに起因する部分と、企業のサステナビリティ情報開示の質の低さに起因する部分の 2 つで説明される場合が多い(GPIF 2022, p.52)。

ESG 評価機関間で ESG スコアの評価手法が異なることは前述したとおりである。Berg et al. (2022) はその理由として、①評価・調査項目要因(評価・調査項目が異なる)、②測定指標要因(同じ項目でも指標が異なる)、③ウエイト要因(複数の項目の評価を統合する際の重み付け(ウエイト)が異なる)といった 3 つの要因を挙げている。そして、ESG 評価機関6 社の合計709 個の指標を64 個の項目に分類した上で分析し、ESG スコアの不一致への影響度は、評価・調査項目要因が38%、測定指標要因が56%、ウエイト要因が6%であると示している。測定指標要因の影響が半数を超えるということは、企業によるサステナビリティ情報開示の拡充はESG 評価機関が使用する指標のバリエーションを増やし[1]、むしろ ESG 評価の不一致を広げる可能性があることを示唆している。

また、企業のサステナビリティ情報開示には、国際財務報告基準(IFRS)のような高品質の一組のグローバルスタンダードが存在せず、多くの開示基準や開示枠組み(以下、開示基準等)が乱立状態にある。その結果、それぞれの開示基準等の中では一定の一貫性が確保されているものの、異なる開示基準等の間では一貫性と比較可能性が十分に確保されているとはいい難い[2]。また、将来情報を含むサステナビリティ情報には企業の独自性(自由演技)が求められ、現時点では第三者による保証も強制されていないことから、開示項目、開示時期、情報の質(信頼性)などにおいて裁量余地が大きい。環境への取組を誇張してアピールするような情報開示(グリーンウォッシュ)もみられ、このような状況下でサステナビリティ情報開示を拡充しても、ESG 評価機関の間で共通理解が高まるとは考えられず、むしろ ESG 評価の不一致を広げることになるかもしれない。

このように、ESG スコアの評価手法の違いと企業のサステナビリティ情報の質の低さを前提とすれば、企業のサステナビリティ情報開示の拡充は ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を広げると考えられる。例えば Christensen et al. (2022) は、日本企業を含む世界中の企業において、サステナビリティ情報開示の拡充により ESG 評価の不一致が広がることを観察している。ただし、Christensen et al. (2022) の分析対象期間は 2004 年から 2016 年までと古く、かつ ESG 評価の不一致に 3 社(MSCI、Thomson Reuters、Sustainalytics)の ESG スコアを用いており、これらが結果に影響している可能性には注意が必要である。

他方、企業のサステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を 狭めるという見方もある。一般的には、企業による情報開示は情報利用者間の見解の相違を狭 めると考えられる。企業の情報開示によってアナリストの間で予想利益のばらつき(分散)が小さ くなること(Lang and Lundholm 1996, Hope 2003)、企業の不透明性(情報開示不 足)によって格付機関間で格付のばらつきが大きくなること(Morgan 2002)、読みやすい開 示情報によって格付機関間で格付のばらつきが小さくなること(Bonsall and Miller 2017) などが実証研究により明らかにされている。これらの結果は、情報開示が充実していたり、開示情 報が読みやすかったりすると、アナリストや格付機関の間で見解の相違が狭まることを示唆してい る。このように、一般的な情報開示効果を前提とすれば、企業のサステナビリティ情報開示が拡充 すると ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致が狭まると考えられる。

また、企業のサステナビリティ情報開示に課題があるとはいえ、サステナビリティ情報の自主開示が資本コストの低減、機関投資家の増加、企業をカバーするアナリスト数の増加、アナリストの予測精度の向上や予測分散の低下などにつながることを示す研究も多い(Dhaliwal et al. 2011 など)。これらの結果は、企業のサステナビリティ情報は質・量の両面で課題が残されているとはいえ、投資家やアナリストにとって有用であることを示している。これらの結果と整合するように、Kimbrough et al. (2022) は 2006 年から 2016 年までの米国企業を対象に、サステナビリティレポートの自主開示が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めることを明らかにしている。

日本で ESG 評価の不一致を論じる際には、運用資産額が 200 兆円近い年金積立金管理運用独立行政法人(Government Pension Investment Fund:以下、GPIF)の存在を無視できない。GPIF は 2017 年 7 月に国内株式を対象とした ESG 指数を選定した際のプレスリリースで ESG 評価の不一致を指摘し、ESG 評価の精度向上のためには、企業によるサステナビリティ情報開示の促進と ESG 評価機関による ESG 評価手法の改善が必要と指摘した。それ以降、大手企業を中心に統合報告書やサステナビリティレポートの開示が増え、気候変動リスク・機会についても、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)のフレームワークに沿った開示が増えるなど、企業の情報開示に前向きな変化がみられる。ESG 評価機関も ESG 評価改善に向けた取組を進めており、ESG 評価手法の変更を検討する際には、資産運用会社や年金基金など機関投資家の意見聴取をする機会を設けている。例えば、世界的な ESG 評価機関である Morgan Stanley Capital International(以下、MSCI)と FTSE Russell(以下、FTSE)は GPIF と対話を重ね、評価手法の改善に向けた取組を進めている(GPIF 2022, p.29)。

財務情報に基づく企業評価でもアナリストの判断が分かれるなかで、非財務情報(サステナビリティ情報)に基づく ESG 評価において ESG 評価機関間の不一致を狭めることは容易ではない。しかし、GPIF が指摘するように、日本において企業のサステナビリティ情報開示が拡充し、ESG 評価機関の ESG 評価手法についても改善に向けた取組が進められているのであれば、少なくとも近年の MSCI と FTSE の ESG 評価の不一致は狭まっていると十分に考えられる。そこで本稿では、以下の仮説を立て、企業のサステナビリティ情報の拡充と ESG 評価の不一致の関係を観察する。

仮説: サステナビリティ情報開示の拡充は ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭める

5.6. リサーチ・デザイン

(1) MSCIとFTSEのESG評価手法

世界には数多くの ESG 評価機関が存在するが、本稿では MSCI と FTSE の 2 社に注目する。理由は 3 つある。1 つ目は、GPIF が毎年公表する「ESG 活動報告」において、MSCI と FTSE の ESG スコアを比較検討しているため、2 つ目は、MSCI、FTSE、S&P Global といった ESG 評価機関のなかで、日本企業は MSCI および FTSE と比較的頻繁に対話をしているため [1]、3 つ目は、MSCI と FTSE は GPIF を含めた ESG 評価の利用者と対話を重ね、評価手法の改善に向けた取組を進めているためである。MSCI と FTSE の評価プロセスは概ね似ているものの(白須・湯山 2021, p.70)、評価・調査項目、評価の視点、使用する情報、項目ごとのウエイトの点で異なるため、これらの点を以下で確認する。

まず、評価・調査項目について、MSCI は 10 個の評価項目(環境が 4 個、社会が 4 個、ガバナンスが 2 個)とその下に 2~6 個の調査項目を設定し、FTSE は 14 個の評価項目(環境が 5 個、社会が 5 個、ガバナンスが 4 個)とその下に 20~30 個の調査項目を設定している。評価項目を環境、社会、ガバナンスに分けて設定する点は同じだが、評価・調査項目の数や内容に違いがみられる。

次に、評価の視点について、MSCI は環境と社会に属する項目を、ESG のリスクおよび機会に さらされている程度とそれらを管理している程度の視点から評価しているのに対して、ガバナンスに 属する項目については、ガバナンスの程度に応じて評価している。FTSE は環境、社会、ガバナン スに属する項目を、ESG のリスクにさらされている程度とそれに対する取組の視点から評価してい る。ESG の機会を考慮しない点と、ガバナンスに属する項目についてもリスクにさらされている程度と取組の視点から評価している点が MSCI と異なっている。

そして、使用する情報について、MSCI は企業の開示資料やマクロ経済データに加えて、ニュース、その他メディアからの情報、NGO 発行のレポート、その他ステークホルダーから情報を収集している[2]。FTSE は、調査項目に関連する公開資料(統合報告書、サステナビリティレポート、CSR 報告書、コーポレートガバナンス報告書、有価証券報告書、議決権行使結果、アニュアルレポート、ウェブサイト全般など)から情報を収集している。公表情報を用いる点は共通しているものの、公表情報の範囲は若干異なっている。

最後に、項目ごとのウエイトについて、MSCI は調査項目のウエイトをその重要度に応じて設定している。例えば、環境や社会に与える影響が大きく、そのリスクや機会が実現するまでの時間軸が短いと判断される項目は、影響が小さく時間軸が長いと判断される項目の3 倍のウエイトを持つように設定している。FTSE は評価項目のウエイトを、リスクにさらされている程度に基づき設定している。例えば、ある評価項目においてリスクに対する取組がベストプラクティスだったとしても、リスクにさらされている程度が低い場合には、ウエイトを低く設定している。このように、どの項目にどのようなウエイトを設定するのかについて両社で異なっている。

(2) 実証モデル

サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価機関間でみられる ESG 評価の不一致との関係を確認するため、以下の OLS(Ordinary Least Squares)回帰モデルを用いる。

$$ESG_Diff_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_D_Score_{it} + \Sigma \beta_k Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$
 (1)

 ESG_Diff_{it} は、企業 i が t 年の ESG パフォーマンスに対して ESG 評価機関から受けた ESG スコアの差である。本稿では、MSCI と FTSE の 2 社から ESG スコアを入手した。MSCI の ESG スコアは 0 から 10 であるのに対し、FTSE の ESG スコアは 0 から 5 である。両社の ESG スコアを比較可能にするため、Christensen et al. (2022) や白須・湯山(2021)に倣い、FTSE のスコアを 2 倍にし、両スコアの差の絶対値を ESG 評価の不一致の程度とする。

 $ESG_D_Score_t$ は、企業 i が t 年のサステナビリティ情報開示に対して Bloomberg から受けた ESG 開示スコアである。このスコアは、サステナビリティレポート、アニュアルレポート、企業ウェブサイトなど、企業が開示する様々な情報開示をもとに Bloomberg が独自算定したスコアであり、0 から 100 まである[1]。より多くのサステナビリティ情報を開示する企業ほど ESG 開示スコアは高くなり、もし仮説が支持されると $ESG_D_Score_t$ の係数は負(β_1 <0)になる。

コントロール変数($Control_{it}$)は、企業 i が t 年の ESG パフォーマンスに対して MSCI と FTSE の 2 社から受けた ESG スコアの平均値(ESG_Avg_{it})、企業規模(Firm $Size_{it}$)、企業業績(ROA_{it})、成長機会(BTM_{it})、資本構造($Leverage_{it}$)から構成されている。また、産業[2]と年の固定効果もモデルに加えている。すべての変数において、年度 ごとに第 1 および第 99 パーセンタイルでウィンザー化し、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

(3) サンプル

本稿は、仮説の検証にあたり、以下の条件を満たす企業を分析対象とする。

- (1) 日本の証券取引所に上場している企業である。
- (2) 東証業種分類で、銀行業、証券・先物取引業、保険業、その他金融業以外の業種である。
 - (3) 事業年の決算月数が12ヶ月である。
- (4) MSCI と FTSE の ESG スコア(環境、社会、ガバナンス分野の各スコアを含む)が入手可能である。
- (5) Bloomberg の ESG 開示スコア(環境、社会、ガバナンス分野の各開示スコアを含む)が入手可能である。
 - (6) 日経 Financial Quest から連結財務諸表データと株価データが入手可能である。

分析対象期間は、2015 年から 2021 年までの 7 年間であり、最終サンプルは 2,803 企業・年度である[3]。 ESG 評価機関の ESG スコアを企業の財務数値および Bloomberg の ESG 開示スコアとリンクさせ、企業・年のデータセットを構築する関係上、3 月決算の企業を分析対象とする。例えば 2020 年度の 3 月決算企業を例に説明すると、2021 年 3 月期の財務データと 2021 年 3 月時点の Bloomberg の ESG 開示スコアを同じ期間でセットする。理由は、Bloomberg の ESG 開示スコアは年次更新であり、2021 年 3 月期のサステナビリティ情報がすべて開示されるまで、担当のアナリストは ESG 開示スコアを更新しないからである。具体的には、4 月に 2020 年度のサステナビリティレポートが開示されたとしても、毎年 9 月に 2020 年度の統合報告書が開示されている場合[4]、その年の後半まで ESG 開示スコアは公表されない。

他方、ESG 評価機関は企業のサステナビリティ情報などを用いて ESG 評価を行う。FTSE は t 期の ESG パフォーマンスに対する評価を年 1 回行い、ESG スコアを t+1 期中の 6 月また

は 12 月に公表する。Christensen et al. (2022) は、ESG 評価機関が t+1 期中に複数回の ESG スコアを公表している場合、t+1 期中の最後に公表されたスコアを用いている。本稿では、白須・湯山(2021)に倣い、t 期の ESG パフォーマンスに対して t+1 期の 12 月時点で観察される ESG スコアを用いる。例えば、2021 年 3 月期の財務データと同じ期間でセットする ESG スコアは 2021 年 12 月のデータとする。このようにデータセットすることで、サステナビリティ情報開示がその後の ESG 評価の不一致にどう影響するのかを捉えることができる。

(4) 記述統計

図表 6-6 は、各変数の記述統計量を示したものである。MSCI ε FTSE の ESG スコア (ε ESG_Score_{it}) の平均値は ε 点前後であり、MSCI よりも FTSE の方がやや低い。また、環境、社会、ガバナンス分野別に各スコアを確認すると、環境スコア(ε Score_{it})と社会スコア (ε Score_{it})は同様の傾向がみられるものの、ガバナンススコア(ε Score_{it})は FTSE の方が高い。ESG 評価に際して、FTSE は MSCI よりも情報開示を重視する傾向にあること(白 須・須山 2021, p.74)、および Bloomberg のガバナンス開示スコア(ε D_Score_{it})が他の開示スコアより高いことから、FTSE のガバナンス評価はガバナンス情報開示の影響を強く受けていると考えられる。また、ガバナンススコアの標準偏差は他のスコアのものよりも小さく、上場企業のガバナンスについて法令で法定されているものが多いことが影響していると考えられる(白須・湯山 2021, p.72)。

次に、MSCI と FTSE のスコア差については、ガバナンススコア差(G_Diff_{it})の平均値が環境スコア差(E_Diff_{it})と社会スコア差(S_Diff_{it})のものよりも小さく、標準偏差も小さい。ガバナンスは環境と社会に比べて議論されてきた期間が長く、何が優れたパフォーマンスを構成するかについての共通理解が多いため(Christensen et al. 2022, p.149)、ESG 評価機関間のガバナンス評価の差が小さく、企業間のばらつきも小さいと考えられる。

最後に、Bloomberg の ESG 開示スコア(ESG_D_Score_{it})については、平均値が 38.91 であり、社会開示スコア(S_D_Score_{it})ほど低くなく、ガバナンス開示スコア (G_D_Score_{it})ほど高くなく、環境開示スコア(E_D_Score_{it})と同程度である。社会開示スコアが最も低くガバナンス開示スコアが最も高いのは、コーポレートガバナンス・コードの制定以降、ガバナンス情報の開示が進んでいる一方、人的資本など社会分野の情報開示はまだまだ少ない[5]という一般的な理解と整合する。また、環境開示スコアの標準偏差は他の開示スコアのものよりも大きく、企業間のばらつきが大きいことがわかる。なお、Bloomberg の開示スコアは標準 偏差が比較的大きいため、対数変換後の数値も合わせて掲載している。

表 5-4 各変数の記述統計量

変数	観測値数	平均值	標準傷差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
MSCI								
ESG_Sc are n	2803	5.01	2.00	0	3.5	5	6.6	9.8
E_Sc ore ir	2803	5.19	1.93	8.0	3.9	5.2	6.4	10
S_Score n	2803	5.12	1.54	0.4	4.2	5.2	6.1	9.2
G_Score ii	2803	3.90	1.09	0.5	3.3	3.9	4.6	6.9
FTSE								
ESG_Sc are "	2803	4.39	1.90	0.8	2.8	4.2	5.8	8.4
E_Score "	2803	4.28	2.62	0	2	4.4	6.4	10
S_Score it	2803	3.73	2.33	0	1.8	3.4	5.6	9
G_Score ii	2803	5.48	1.67	1.6	4	5.6	6.6	10
Bloomberg								
ESG_D_Score ii	2803	38.91	10.83	18.42	30.32	38.62	46.88	67.51
E_D_Sc are u	2803	31.08	21.02	0	15.95	31.47	47.60	74.09
S_D_Score "	2803	16.85	7.35	0	11.46	15.27	20.50	45.10
G_D_Score ii	2803	68.67	9.46	48.77	61.02	66.92	73.81	96.12
Bloomberg (対弧変換後)								
Ln_ESG_D_Score ic	2803	3.62	0.29	2.91	3.41	3.65	3.85	4.21
Ln_E_D_Score "	2637	3.05	1.28	-1.10	2.82	3.51	3.88	4.31
Ln_S_D_Score :	2799	2.74	0.41	1.68	2.44	2.73	3.02	3.81
Ln_G_D_Score :	2803	4.22	0.13	3.89	4.11	4.20	4.30	4.57
E_Diff'ir	2803	234	1.83	0	0.9	1.9	3.4	8.4
S_Diff [*] ic	2803	2.47	1.65	0	1.1	2.3	3.7	7
G_Diff_{lr}	2803	1.96	1.36	0	0.8	1.7	2.8	6.3
ESG_Avg_u	2803	4.70	1.63	1.325	3.4	4.7	5.95	8.7
$E_A vg_n$	2803	4.73	1.80	0.55	3.45	4.75	6	9.6
S_Avg "	2803	4.43	1.47	1	3.3	4.35	5.5	7.95
G_Angu	2803	4.69	1.09	1.75	3.9	4.7	5.5	7.5
Firm Size 11	2803	5.76	0.55	4.31	5.38	5.70	6.13	7.32
ROA ii	2803	0.07	0.05	-0.10	0.04	0.06	0.09	0.35
BTM_{ir}	2803	0.84	0.50	0.05	0.47	0.76	1.09	3.43
Leve rage u	2803	0.47	0.18	0.10	0.33	0.47	0.62	0.89

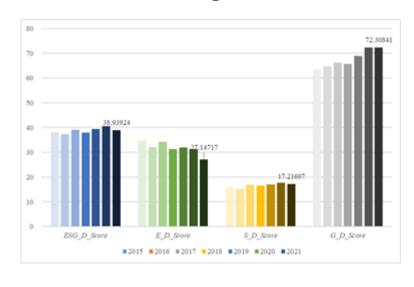
続いて、図表 6 – 7 の Panel A は MSCI と FTSE の各スコア差の推移を示したものである。 ESG スコア差(ESG_Diff_{it})と社会スコア差(S_Diff_{it})は年々狭まっているものの、環境スコア差(E_Diff_{it})とガバナンススコア差(G_Diff_{it})は年々広まっている。また、Panel B は Bloomberg の各開示スコアの推移を示したものであり、ESG 開示スコア、社会開示スコア、ガバナンス開示スコアは年々上がっているものの、環境開示スコアは年々下がっている。 Panel A と Panel B を見比べてみると、全体的に、各開示スコアと各スコア差の間には負の相関がありそうである。 これらはデータの特徴を視覚的に確認した記述統計にすぎず、以下では統計手法を用いて、サステナビリティ情報開示と ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致の関係について確認する。

表 5-5 MSCI と FTSE の各スコア差と Bloomberg の各開示スコアの推移

Panel A: MSCIとFTSEの各スコア差の推移



Panel B: Bloomberg の各開示スコアの推移



5.7. 分析結果

(1) タイムトレンド分析の結果

まず主要仮説の検証に入る前に、前節で確認した MSCI と FTSE の各スコア差や Bloomberg の各開示スコアなどが時間とともにどう変化しているのかを、タイムトレンド分析により 確認する。 ESG 評価機関はカバレッジ(評価対象企業)を年々増やしているため、時の経過に 伴うサンプル構成の変化が推定を混乱させないよう、企業固定効果をモデルに加えている。 また、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 6-8 は、各指標のタイムトレンド分析の結果である。Panel A の左側は ESG スコア差についての結果であり、Time の係数は負かつ有意である。この結果は、企業の ESG パフォーマンスに対する MSCI と FTSE の評価の不一致が時間とともに狭まっていることを示唆する。次に、この傾向がサステナビリティ情報開示や ESG 評価とどう関係するのかを確認するため、従属変数を ESG_D_Score_{it}と ESG_Avg_{it}にそれぞれ置き換えたところ、Time の係数はいずれも正かつ有意であり、時間とともに、サステナビリティ情報開示が拡充し、ESG 評価機関による評価が上がっていると解釈できる。以上より、時間とともに、日本企業のサステナビリティ情報開示が拡充し、ESG 評価機関による評価が上がり、ESG 評価機関間の評価の不一致も狭まっていることがわかる。

Panel B は、ESG スコア差を環境、社会、ガバナンス分野別に分割した場合の結果である。 社会スコア差について、Time の係数は負かつ有意であるのに対して、ガバナンススコア差について は、Time の係数は正かつ有意である。つまり、社会分野では ESG 評価機関間の評価の不一 致が時間とともに狭まっているのに対して、ガバナンス分野では逆に広がっており、図表 3 で視覚 的に確認した結果と整合している。

Panel C は、ESG 開示スコアを環境、社会、ガバナンス分野別に分割した場合の結果であり、どの開示スコアについても *Time* の係数は正かつ有意である。つまり、環境、社会、ガバナンス分野のいずれにおいても、各情報開示が時間とともに順調に拡充していることがわかる。環境開示スコア以外は図表 3 で視覚的に確認した結果と整合している。

Panel D は、ESG スコアを環境、社会、ガバナンス分野別に分割した場合の結果であり、どのスコアについても *Time* の係数は正かつ有意である。つまり、環境、社会、ガバナンス分野における ESG 評価機関の各評価は時間とともに上がっており、日本企業のサステナビリティに対する取組 が順調に進んでいることがわかる。

表 5-6 タイムトレンド分析

PanelA:ESGスコアの不一致、ESG開示スコア、ESGスコア

	ESG	ESG_Diff [*] ii			ESG_D_Score is			ESG_Avg is	
	Co ef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.	
Time	-0.0391	-2.35	**	1.8136	26.88	***	0.2019	17.28	***
Intercept a	1.9215	33.02	***	33.1304	140.14	***	4.0900	99.92	***
Firm F.E.	Yes			Yes			Yes		
$\operatorname{Adj} \mathbb{R}^2$	0.5215			0.9218			0.8689		
F-stat.	5.54	***		722.45	***		298.77	***	
觀測値数	2607			2607			2607		

Pame l B:環境スコア、社会スコア、ガバナンススコアの各不一致

	E_	E_Diff [*] ii			S_Diff [*] is			G_Diff_{it}		
	Co ef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		
Time	0.0128	0.59		-0.1006	-4.76	***	0.1459	8.03	***	
Intercept a	2.2863	30.27	***	2.7894	37.7	***	1.4353	22.53	***	
Firm F.E.	Yes			Yes			Yes			
$\operatorname{Adj} \mathbb{R}^2$	0.5981			0.5546			0.3648			
F-stat.	0.35			22.67	***		64.43	***		
觀測値数	2607			2607			2607			

PanelC:環境開示スコア、社会開示スコア、ガバナンス開示スコア

	E_D_	E_D_Sc ore ii			S_D_Score ii			G_D_Score ii		
	Co ef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		
Time	1.6113	11.96	***	1.1471	16.63	***	2.6870	31.95	***	
Intercept it	26.6987	56.58	***	13.1117	54.27	***	59.4047	201.58	***	
Firm F.E.	Yes			Yes			Yes			
$AdjR^{2}$	0.9145			0.8282			0.8141			
F-stat.	143.14	***		276.71	***		1020.49	***		
觀測値数	2607			2607			2607			

PanelD:環境スコア、社会スコア、ガバナンススコア

	E_	E_Avg ii			S_Avg ii			G_Avg_{ii}		
	Co ef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		
Time	0.0975	6.31	***	0.2154	14.79	***	0.1778	12.96	***	
Intercept is	4.5219	83 .48	***	3.7455	73.38	***	4.0696	84.64	***	
Firm F.E.	Yes			Yes			Yes			
$AdjR^2$	0.8117			0.7594			0.5627			
F-stat.	39.78	***		218.65	***		167.87	***		
觀測値歌	2607			2607			2607			

^{***1%}水準で有意、**5%水準で有意(同例検定)

(2) 重回帰分析の結果

①サステナビリティ情報開示と ESG スコア差の関係

次に、サステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致にどう影響しているかといった主要仮説を検証する。分析にあたり、産業と年の固定効果をモデルに加え、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 6-9(左列)によると、ESG 開示スコア($ESG_D_Score_i$)の係数は負かつ有意傾向(10%水準)にある。ESG 開示スコアは標準偏差が大きく、対数変換をしてデータ分布を正規分布に近似させたうえで分析したところ(右列)、ESG 開示スコア

 $(Ln_ESG_D_Score_{it})$ の係数は負かつ有意(5%水準)になった。これらの結果は、サステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めることを示唆するものであり、仮説を支持する。

次に、ESG スコア(ESG_Avg_{it})の係数は正かつ有意であることから、ESG 評価機関による ESG 評価が高いほど、ESG 評価機関間で ESG 評価の不一致が広がると解釈できる。コントロール変数については、企業規模($FirmSize_{it}$)の係数が負かつ有意であり、収益性(ROA_{it})と成長性(BTM_{it})の係数は負かつ有意傾向(10%水準)にあることから、企業の規模が小さく、収益性が低く、成長性が高いほど、ESG 評価機関の間で ESG 評価の不一致が広がると解釈できる。

得られた結果は、情報開示が情報仲介者間の見解の相違を狭めるという一般的な情報開示効果と整合するものの、サステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価の不一致を広げるとする Christensen et al. (2022) の結果とは異なる。その理由は 2 つ考えられる。1 つ目は、分析対象期間の違いである。Christensen et al. (2022) は 2004 年から 2016 年までを分析対象とし、本稿は 2016 年から 2021 年までを分析対象としている。例えば、GPIF は 2017年7月に国内株式を対象とした ESG 指数を選定した際のプレスリリースで、ESG 評価機関間の ESG 評価に大きなばらつきがあると指摘し、それ以降、MSCIとFTSEの ESG スコアの相関を毎年モニタリングしている。また、欧州共同体(EC)が 2018年8月に「サステナブル・ファイナンスのためのアクションプラン」の一環として ESG レーティング市場を調査すると発表して以来、ESG 評価の質の向上に向けた議論が世界中で行われている(IOSCO 2021, p.15)[1]。これらのことを前提とすれば、近年において ESG 評価機関の行動が変容している可能性は十分にある。本稿はこのような行動変容の可能性がある期間を分析対象に含むのに対して、Christensen et al. (2022) は含まないことから、異なる結果が得られたと考えられる。

2 つ目は、分析対象とした ESG 評価機関の違いである。Christensen et al. (2022) は MSCI、Thomson Reuters、Sustainalytics といった 3 社の ESG スコアを用いており、本稿は MSCI と FTSE の ESG スコアを用いている。 前述のように、 GPIF は MSCI と FTSE の ESG

スコアの相関を毎年モニタリングしているし、MSCI と FTSE は GPIF を含めた ESG 評価の利用 者と対話を重ね、ESG 評価手法の改善に向けた取組を進めている。本稿はこのような行動変容 の可能性がある ESG 評価機関を分析対象とし、Christensen et al. (2022) は分析対象 としていないことから、異なる結果が得られたと考えられる。

表 5-7 サステナビリティ情報開示と ESG スコア差の関係

	ES	G_Diff it		ESC	f_Diff=	
	Coef	t-stat.		Coef.	t-stat.	
ESG_D_Score it	-0.0115	-1.92	٠			
Ln_ESG_D_Score u				-0.4467	-2.04	**
ESG_Avg u	0.1478	4.49	***	0.1500	4.63	***
Firm Size 11	-0.2915	-3.24	***	-0.2974	-3.32	***
ROA u	-1.4272	-1.63		-1.4691	-1.67	•
BTM_{ii}	-0.1650	-1.80	٠	-0.1649	-1.80	٠
Leverage u	0.2595	1.13		0.2662	1.16	
Intercept a	3.3101	6.94	***	4.5049	5.92	***
Year F.E.	Yes			Yes		
Industry F.E.	Yes			Yes		
$Adj.R^2$	0.2071			0.2072		
F-stat.	4.97	***		5.12	***	
觀測值数	2803			2803		

^{***1%}水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意傾向(両側検定)

②分野別サステナビリティ情報開示と分野別スコア差の関係

次に、環境、社会、ガバナンス分野別における評価の不一致のうち、ESG 評価の不一致に影響するものについて確認する。分析にあたり、①と同様、産業と年の固定効果をモデルに加え、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 6-10 によると、環境スコア差(E_Diff_{it})と社会スコア差(S_Diff_{it})の係数は正かっ有意であり、ガバナンススコア差(G_Diff_{it})の係数は負かつ有意でない。これらの結果は、環境分野と社会分野における ESG 評価機関間の各評価の差が ESG 評価の差を広げる一方、ガバナンス分野の評価差は ESG 評価の差に影響しないことを示唆するものであり、これらの結果を前提とすれば、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めるには、環境分野と社会分野の各評価の不一致を狭めることがまず求められるといえる。

続いて、環境、社会、ガバナンス分野別に、各情報開示が各評価の不一致にどう影響するのかを確認する。これまでと同様に、産業と年の固定効果をモデルに加え、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 6-11 の Panel A は開示スコアを、Panel B は対数変換後の開示スコアを用いた結果である。いずれの場合も、環境開示スコア($E_D_Score_{it}$ 、 $Ln_E_D_Score_{it}$)、社会開示スコア($S_D_Score_{it}$ 、 $Ln_S_D_Score_{it}$)、ガバナンス開示スコア($G_D_Score_{it}$ 、 $Ln_G_D_Score_{it}$)の係数は負かつ有意である。これらの結果は、環境、社会、ガバナンス分野の各情報開示の拡充が各評価の不一致を狭めることを示唆するものであり、仮説を支持する。

以上より、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めるには環境分野と社会分野における各評価の不一致を狭める必要があり、そのためには、環境分野と社会分野における各情報開示の拡充が有効であることが明らかになった。日本企業の環境開示スコアと社会開示スコアは共に低く、特に社会開示スコアは、本サンプルにおいて 100 点満点中 16.85 点(平均点)と極端に低い(図表 6-6 を参照)。日本企業は 2023 年 3 月期から、女性管理職比率、男性の育児休業取得率、男女間賃金格差を有価証券報告書に記載することが求められているが、このような比較可能な情報の強制開示に加え、例えば人的資本などに関する独自性ある情報の自主開示が期待される。また、環境開示スコアの標準偏差は他の開示スコアのものよりも大きく、環境分野の情報開示は企業間でばらつきが大きい(図表 6-6 を参照)。2022 年 4 月以降、プライム市場の上場企業は TCFD 提言に沿った気候変動関連の情報開示が義務付けられているが、それ以外の企業についても、例えば環境負荷低減の取組などに関する情報の自主開示が期待される。

表 5-8 分野別スコア差と ESG スコア差の関係

	ES	G_Diff is	
	Coef.	t-stat.	
E_Diffi	0.1368	6.09	***
S_D_{iff}	0.2240	9.85	***
G_Diff_{ii}	-0.0342	-1.28	
ESG_Avg ii	0.1805	6.07	***
FirmSizeii	-0.2865	-2.82	***
ROA is	-1.1172	-1.28	
BTMi	-0.1188	-1.16	
Leverage	0.2807	1.14	
Intercept a	1.8068	3.19	***
Year F.E.	Yes		
Industry F.E.	Yes		
$Adj.R^2$	0.2975		
F-stat.	18.98	***	
觀測值數	2803		

^{***1%}水準で有意、**5%水準で有意(両側検定)

Panel A:開示スコア(対数変換的)を用いた場合

	E.	$Diff_{ii}$		S_	S_Diff is			G_Diff_{ii}		
	Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		
E_D_Score;	-0.0116	-3.34	***							
S_D_Score ii				-0.0186	-2.41	**				
G_D_Score ii							-0.0096	-2.09	**	
E_Avg_n	-0.0651	-1.25								
S_Avg ii				-0.2175	-5.42	***				
G_Avg_{ii}							0.4730	12.25	***	
$Firm Siz e_{ii}$	0.0753	0.56		-0.2426	-1.86	٠	0.1939	2.01	**	
ROA_{it}	-1.0092	-0.89		-1.1987	-1.09		-2.0860	-2.65	***	
BTM_{ii}	-0.1008	-0.94		-0.1059	-0.94		0.1874	1.99	**	
Leverage ;;	-0.3320	-1.02		-0.0317	-0.09		-0.2961	-1.1		
Intercept ;;	2.8844	4.43	***	5.3218	7.53	***	-0.6023	-1.2		
Year F.E.	Yes			Yes			Yes			
Industry F.E.	Yes			Yes			Yes			
$Adj.R^2$	0.3818			0.2284			0.2072			
F-stat.	6.19	***		13.28	***		35.17	***		
観測値数	2803			2803			2803			

Panel B: 開示スコア(対数変換後)を用いた場合

	E_	Diff is		.S_	Diff is		G_Diff ii		
	Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.		Coef.	t-stat.	
Ln_E_D_Score it	-0.2326	-5.17	***						
Ln_S_D_Score				-0.5577	-4.46	***			
Ln_G_D_Scare is							-0.7012	-2.34	**
E_Avg_n	-0.0523	-1.13							
S_Avg ii				-0.1908	-5.35	***			
G_Avg_{ii}							0.4740	13.59	***
$Firm Siz e_{ii}$	0.0726	0.60		-0.1902	-1.64		0.1938	2.25	**
ROA_{ii}	-0.6321	-0.53		-1.2504	-1.19		-2.0961	-2.80	***
BTM_{ii}	-0.0792	-0.78		-0.1196	-1.16		0.1875	2.18	**
Leverage ii	-0.2924	-1.00		-0.1196	-1.16		-0.2935	-1.25	
Intercept;	3.0373	5.27	***	6.1191	9.93	***	1.6933	1.53	
Year F.E.	Yes			Yes			Yes		
Industry F.E.	Yes			Yes			Yes		
Adj.R ²	0.3453			0.2340			0.2074		
F-stat.	10.13	***		20.57	***		41.30	***	
觀測値数	2637			2799			2803		

^{***1%}水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意傾向(両側検定)

5.8. 小括

本章では、ESG 評価機関間で ESG 評価の不一致がみられるかどうかの真偽を確かめ、またサステナビリティ情報開示がその不一致を狭める効果があるのかどうかを確認するため、2015 年から 2021 年までの日本企業を対象に実証分析を行った。分析にあたり、Bloomberg が様々な企業情報開示をもとに独自算定している ESG 開示スコアを用いて、サステナビリティ情報開示の拡充の程度を確認し、ESG 評価機関 2 社(MSCI、FTSE)の各 ESG スコアの差(絶対値)を用いて、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致の程度を確認した。

まずタイムトレンド分析では、時間とともに、日本企業のサステナビリティ情報開示が拡充し、ESG 評価機関による評価が上がり、ESG 評価機関間の評価の不一致が狭まっていることが確認された。また、全体および環境、社会、ガバナンスといった分野別に、各情報開示が各評価の不一致に及ぼす影響を重回帰分析により確認したところ、いずれの場合においても、各情報開示の拡充が各評価の不一致を狭めていることが確認された。さらに、環境分野と社会分野における各評価の不一致が ESG 評価の不一致を広げることも確認され、ESG 評価の不一致を狭めるには、環境分野と社会分野における情報開示の拡充が有効であることも判明した。2つ目の結果は Christensen et al. (2022) の結果と異なるが、近年において、MSCIとFTSEが GPIFを含めた ESG 評価の利用者と対話を重ね、ESG 評価手法の改善に向けた取組を進めていることなどが、結果に影響していると考えられる。

どのようなサステナビリティ情報が価値関連性を有するかについて、現状では作成者と読み手双方における共通理解が乏しく、また読み手の間においても共通理解が十分に醸成されていない状況にある。ESG 評価機関は企業と投資家をつなぐ情報仲介者であり、投資家が正しく ESG 投資の判断を行えるよう、資本市場で存在する情報の非対称性を緩和する役割を担っている。 ESG 評価機関が期待される役割を果たせるかどうかは、ESG 評価機関の努力とともに、GPIFによる ESG 評価機関へのモニタリングや、IOSCO などの国際機関、金融庁や経済産業省などの国内行政機関によるサポートが欠かせないと考えている。

【参考文献】

浅野敬志(2018)『会計情報と資本市場:変容の分析と影響』中央経済社。

浅野敬志(2023)「サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価の不一致」『証券経済研究』第 122 号。

荒尾拓人・清水亮介・小川佳也(2020)「ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」『BOJ Report & Research Papers』日本銀行、1-25 頁。

金融庁(2022)『ESG評価・データ提供機関等に係る行動規範』、1-38頁。

川端稔(2022)「経済産業省「非財務情報の開示指針研究会」中間報告の解説」『企業会計』第74巻第4号、103-111頁。

北川哲雄編(2022)『ESG カオスを超えて:新たな資本市場構築への道標』中央経済 社。

熊谷五郎(2021)「サステナビリティ報告基準に係る国際動向」『金融・資本市場リサーチ』 第2号、1-14頁。

黒川行治(2017) 『会計と社会:公共会計学論考』慶應義塾出版会。

阪智香(2021)「ESG と企業価値、将来に向けての視点」『會計』第 199 巻第 4 号、12-24 頁。

白須洋子・湯山智教(2021)「評価機関の ESG スコアの特性は何か?」『証券アナリストジャーナル』第59巻第9号、68-80頁。

林寿和(2022)「ESG インテグレーションとは何か」北川哲雄編著『ESG カオスを超えて: 新たな資本市場構築への道標』中央経済社、115-138 頁。

地道正行・阪智香(2021)「財務データと ESG レーティング:データによる株式時価総額の統計モデリング」『商学論究』第69巻第2号、1-64頁。

非財務情報の開示指針研究会(2021)「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて-「非財務情報の開示指針研究会」中間報告-」経済産業省、1-107 頁。

松田千恵子・浅野敬志(2023)「ESG 投資の隆盛に伴う資本市場の課題-ESG 情報開示の進展と ESG 評価機関の不一致-」『証券アナリストジャーナル』第 61 巻第 2 号、39-49 頁。

森駿介・長谷部光・石川篤史(2021)「ESG 投資の発展に向けた実務的な課題とその克服に向けた取組」『日銀レビュー2021-J-13』日本銀行、1-8 頁。

湯山智教・白須洋子・森平爽一郎(2020)「ESU スコアに関する実証分析」日本経営財務研究学会・日本金融学会(2019年6月・11月)報告論文改訂版。

吉川英徳(2020)「ESG スコアの概要と開示対応の実務」『大和総研コンサルティングレポート』、1-12 頁。

Avramov, D., S.Cheng, A.Lioui, and A.Tarelli. (2022), "Sustainable Investing with ESG Rating Uncertainty," Journal of Financial Economics 145(2), pp.642-664.

Berg, Florian, Julian Kölbel, and Roberto Rigobon. (2022), "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings," Review of Finance 26(6), pp.1315-1344.

Bonsall, S. and B. Miller. (2017). "The Impact of Narrative Disclosure Readability on Bond Ratings and the Cost of Debt." Review of Accounting Studies 22(2), pp.608-643.

Christensen, Dane, George Serafeim, and Anywhere Sikochi. (2022), "Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings," The Accounting Review 97(1), pp.147-175.

Dhaliwal, D.S., O.Z. Li, A. Tsang, and Y.G. Yang. (2011), "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting," The Accounting Review 86(1), pp.59-100.

Dimson, E., P.Marsh, and M.Staunton. (2020), "Divergent ESG Ratings," The *Journal of Portfolio Management* 47(1), pp.75-87.

Gibson,R., P. Krueger, and P.S. Schmidt. (2021), "ESG Rating Disagreement and Stock Returns," Financial Analysts Journal 77(4), pp.104-127.

GPIF (2018) 『2017 年度 ESG 活動報告』、1-34 頁。

GPIF (2019) 『2018 年度 ESG 活動報告』、1-59 頁。

GPIF (2020) 『2019 年度 ESG 活動報告』、1-67 頁。

GPIF(2021) 『2020 年度 ESG 活動報告』、1-75 頁。

GPIF (2021) 『第 6 回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果の公表について』、1-41 頁。

GPIF (2022) 『2021 年度 ESG 活動報告』、1-85 頁。

Hirai, A., Brady, A., and SquareWell Partners. (2021), "Managing ESG Data and Rating Risk,"

https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/28/managing-esg-data-and-rating-risk/

Hope, O.K. (2003), "Accounting Policy Disclosures and Analysts' Forecasts," Contemporary Accounting Research 20(2), pp.295-321.

IOSCO. (2021), Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Final Report, pp.1-53.

Kimbrough, M.D., X.F. Wang, S. Wei, and J.I. Zhang. (2022), "Does Voluntary ESG Reporting Disagreement among ESG Rating Agencies?," European Accounting Review, forthcoming.

Lang, M. and R. Lundholm. (1996), "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," The Accounting Review 71(4), pp.467-492.

Morgan, D.P. (2002), "Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry," American Economic Review 92(4), pp.874-888.

SustainAbility. (2020), Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results: 1-54.

6. ESG 情報開示のプロフェッショナル育成のために

6.1. 欧米先進企業に学ぶあるいは真似ぶ姿勢

企業において ESG 情報開示の高度化の要請に伴い企業においてサステナビリティ人材の育成の必要性ができてきたと言われる。現在我が国においてもチーフ・サステナビリティ・オフィサー (CSO) の職を設置するところが多くなってきた。

しかし、まだまだ欧米の先進的企業に比べるとスタッフ数においては少ないと述べる論者が多い。この状況は ESG 活動を評価する側の機関投資家側も同様である。この1,2年で相当スタッフの増強を図る企業が出てきて入るが未だ格差はあると推定される。わが国にもどんどんこの分野にプロフェッショナルが出現してこなければならない。

それではプロフェッショナルとしての要件は何かと問われた時に、2012 年秋にサバティカル休暇を利用して欧米先進企業のサステナビリティ部門を訪問しときのことを思い出す。

図表 1 はデンマークの医薬品会社のノボノルディスク社が 2012 年に発効した有名な「事業活動におけるサステナビリティ 2 0 年史」である。ちょうど発刊当時に訪問でき、同社のサステナビリティ部門の責任者にサステナビリティ活動の歴史を伺うことができた。今思っても最も印象的なインタビューであった。

図 6-1 Novo Nordisk 社のレポート



20 YEARS IN THE BUSINESS OF SUSTAINABILITY

changing diabetes



出所) Novo Nordisk (2012) 20 Years in the Business of Sustainability.

とりわけ印象的であったのは20年史で書かれていることは「苦闘の歴史」であったということである。それは本書を精読すればわかる。ともすれば日本企業においては統合報告書などで企業の歴史うい記載するとき過去の不祥事について触れないことが多い。その気持ちはわからないまでもないが過去の事実は消し去ることはできない。その反省がない企業は何回も同じ過ちを犯す。

20年史を読むことによって色々巻き起こる事象に対し誠実に対処する、むしろ能動的に先を 見越し(= Proactively)行動することをマネジメント自らが心掛けていたことが解る。

その時インタビューした上級副社長(Executive Vice President)の方は数年後国連グローバルコンパクトの要職に就かれた。その任務(5年間の任期)を全うされた後、フランスの有名な食品会社と医薬品会社の社外役員として現在活躍しておられる。ノボノルディスク社のその方の後任の方も同社のサステナビリティ活動をさらに進めた方として有名であったが、最近有名な会計系コンサルティングファームのサステナビリティ・コンサルテーション部門のヘッドとして活躍されている。

このエピソードで筆者が言いたいのはわが国でサステナビリティ分野でのプロフェッショナルを志す人にはここで挙げた人々の足跡を参考にしてほしいということである。もちろん学ぶべき事項は11年前よりも多岐にわたってきているが、重要なのは本書で書いてあるような姿勢をもつこと、それがプロフェッショナルになる必須事項の必ではないかということである。

資本市場において 1990 代頃から新たなプロフェッショナル勃興したのが企業側における IR (Investor Relations) オフィサーでありアナリスト (証券会社および機関投資家) であったが 2020 年代において注目されるのが企業側においてサステナビリティ活動と ESG 情報開示を担う サステナビリティ・オフィサーであり機関投資家側では ESG アナリストである。これから数年のうちに上記で述べたような素晴らしいチーフ・サステナビリティ・オフィサーが多数存在することを期待したい。

6.2. 基礎的知識の獲得

それでは今、志ある若い社会人が前節で述べたようなサステナビリティ・オフィサーを目指すとすればどうすれば良いか。一部民間団体による検定制度が始まっているが国家資格的なものがあるわけではない。決して短兵急になれるものではない。

大学においては大学院のコースでサステナビリティ関係のコースや科目を設けているところも散見されるようになった。社会人向けに夜間・休日に設置されているコースも多くカリキュラムを参照して自分の関心にフィットしたものを選び受講することも一案であろう。

しかし、それは取っ掛かりに過ぎない。

こうした講座を受講したのち筆者がお勧めするのは CFA(Chartered Financial Analyst)Society が行っている ESG アナリスト養成のための講座の受講(図表 2)と SASB(Sustainability Accounting Standard Board)による FSA(The Fundamentals of Sustainability Accounting)プログラム (図表 3)を受講し資格を 獲得することである。

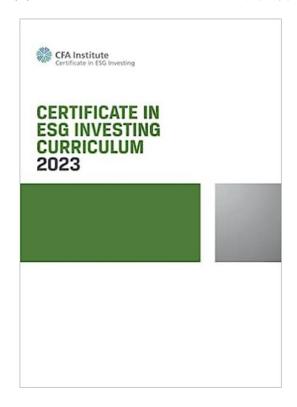
両方とも機関投資家の ESG 投資家を志す人々のため創られたプログラムであるが事業会社の方々も受講可能である。

私見によれば CFA プログラムの方はトップダウン的なアプローチで今起こっている ESG の種々の事象について幅広い側面を理解するのに有効である。それに対し SASB の方はボトムアップ的なアプローチで企業のサステナビリティ活動を企業価値との関係で結びつけることを意識してプログラムが組まれているように思われる。

従って、最初に CFA プログラムにチャレンジしたのち、SASB に取り掛かる方が良いかもしれない。

この 2 つのプログラムを受講することのメリットは企業の ESG 情報開示の評価者・読み手である 機関投資家の関心・能力を知るすべになるからである。 急がば回れである。 是非、日本の若い人 にチャレンジしてほしい。

図 6-2 CFA Institute の ESG アナリストプログラム



出所) 2023年7月14日検索

https://www.cfainstitute.org/en/programs/esg-investing

図 6-3 SASB による FSA プログラム



出所) 検索 2023 年 7 月 14 日 https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2022/08/FSA-CandidateHandbook-082222.pdf

6.3. 好奇心の持続とサステナビリティ・ガバナンス確立の必要性

しかし、前節でのべた資格試験にパスし一定の知識を得たとして(そのこと自体が実は大変であるとしても)いきなりサステナビリティ・オフィサーになれるわけではない。ESGと一口に言うが E だけでも気候変動、生物多様性など様々な課題があり、S についても人権やダイバーシティを始めとして課題は満載である。それぞれの様々な規制は毎年国際的に厳しい基準が課されてくるし、これに対応した積極的な開示が必要となる。

ここまでの説明で分かるようにサステナビリティ・オフィサーに求められるのは時々刻々と変化する 状況に対して前向きに対処する能力である。日本企業の方々の場合、サステナビリティ・オフィサー のポジションに折角着かれても、前向きに好奇心をもって取り組む姿勢に乏しい方も多い。

確かに ESG 情報開示における「新たな流れ」は欧米、とりわけ欧州から来ることも多いため、ついつい仕事は受け身になりがちである。しかし、受け身での仕事というものはあまり面白くないのではないか。 おそらく一流のプロフェッショナルにはなれないのではないかと思う。

仕事というものは会社の上司がアサインメントしたものであり、卒なくこなせばよい。どうせ数年たてば他の部署に行くかもしれないのだから、という考えでは企業にとってもアサインメントされた個人にとっても不幸なことである。ESG 情報開示を如何に的確に行うかはグローバルな競争に晒されている領域でありとても勝てるとは思えない。

その原因の一つは多くの日本企業が世界での競争に晒されている業界に属していても海外の競争企業の状況を意識していない点に求められる。

残念ながら日本の同業他社の開示水準や日本国内におけるサステナビリティ開示基準を満たすことをベンチマークにしていては海外の機関投資家のニーズを満たすことはできない。例えば日本の大手医薬品企業であればファイザーや GSK などの海外のメガファーマと言われる中での先進企業をターゲットにすればよいであろう。食品企業であればダノンやネスレなどの先進企業をターゲットに据えることになろう。

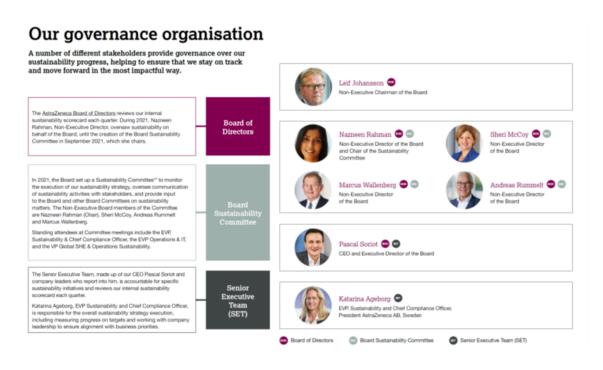
しかし、ここで重要な点を最後に指摘しておきたい。如何に優れた能力を備えつつあるサステナビリティ・オフィサー候補者が企業内に生まれたとしてもサステナビリティ・ガバナンス体制が整っていなければ宝の持ち腐れとなる恐れがあるということである。

サステナビリティ・ガバナンスとは企業の組織形態・統治形態においてサステナビリティ課題をどの 程度重要に考えているかのバロメーターとなる・

図表 4 は英国の医薬品企業 AstraZeneca のケースである。同社は取締役会内の委員会としてサステナビリティ委員会(Board Sustainability Committee)を設置している。4 人の社外取締役で構成されている。そして彼らが同社のサステナビリティ活動をモニタリングしている。図表 4 の Senior Executive Team は執行側における責任者であり、委員会に報告することになる。いわゆるサステナビリティ・オフィサーはこの Team のヘッドということになる。そしてサステナビリティ委員会の評価は取締役会に報告されることになる。

このような仕組みがそろっていることがこれからの日本企業にとって必須のこととなろう。取締役会、とりわけ社外取締役によって正当に評価されるという仕組みがないと、すなわち執行側の CEO に報告するだけのシステムでは一人前のサステナビリティ・オフィサーは育たないからである。

図 6-4 AstraZeneca 社のサステナビリティ・ガバナンス



出所) AstraZeneca(2021) Sustainability Report 2021,P.8