

ESG情報開示の現状と課題

～情報を有効に活用する視点から～

資本市場調査部 環境・CSR 調査課

要 約

欧米を中心として、投資先企業の環境・社会問題・企業ガバナンス（ESG）への取り組み状況を投資判断に組み入れる社会的責任投資（SRI）の投資規模が拡大している。

企業は、株主を含めた広範なステークホルダーに向けて自社のESGへの取り組みにかかる情報を発信している。財務情報の開示の詳細化や国際的統一の流れとも影響し合い、ESG等非財務情報の開示を推し進める動向は勢いを増している。企業の社会的責任（CSR）に関する情報開示に取り組む企業も増加しているが、企業ごとに開示事項は異なり、比較可能性は十分に確保されているとは言い難い。

投資家側でも、SRIへの関心は高まっており、投資情報としてのESG開示の充実を求める声は強い。わが国では環境に関する情報開示が相対的に進んでいるものの、社会問題やガバナンスの開示では、欧米に一步遅れており、一層の充実が期待される。

今後開示が進むESG情報を活用して、受託資産の増大にどのように結びつけていくかが、課題となろう。

目 次

- 1章 ESG投資の現状と投資家の意識
- 2章 企業側から見たESG情報開示の現状と課題
- 3章 投資家が利用可能なESG情報
- 4章 まとめに代えて

1章 ESG投資の現状と投資家の意識

1. 環境・社会問題・ガバナンスを判断要素に組み入れた資金運用

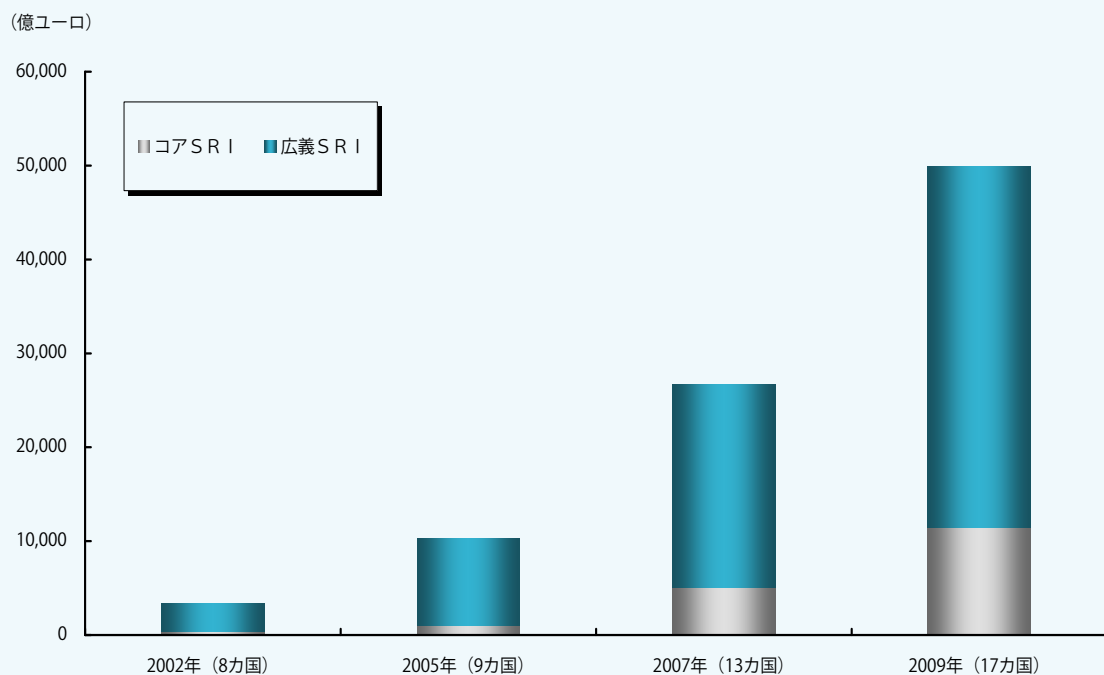
証券投資の際に、環境や社会問題に対する取り組みや企業ガバナンスの状況に優れた企業を投資先として選定する「ESG投資」¹⁾は、近年増加の歩調を速め資産運用業界の注目を集めている。

欧州のSRI関連団体であるEurosif(European Sustainable Investment Forum：欧州責任投資フォーラム)の調査「European SRI Study 2010」によると、欧州のSRI市場の残高は2009年末

で約5兆ユーロ(7兆ドル、566兆円)に達したと推定される(図表1)。米国でも3兆ドルを超え、全米の受託運用資産のおよそ8分の1に相当するといわれている²⁾。

わが国のESG投資は、主に公募投信を通じて行われており、2010年6月時点で4,683億円の残高を有する。欧州や米国と比較すればかなり少ないという印象を受けるが、欧米においては年金基金等の機関投資家がESG投資に積極的に取り組んでいる点で、わが国とは投資家層の厚みが全く異なることに注意が必要だろう。欧州のESG投資の残高を保有構成比率で見ると、92%が機関投資家であり、機関投資家の約65%は年金

図表1 欧州におけるSRI市場の残高の推移



(出所) 「European SRI Study 2010」などEurosifの公表資料に基づき大和総研作成

1) 環境 (Environmental) ・ 社会 (Social) ・ 企業統治 (Governance) の頭文字を指し、これらの分野に対する企業の取り組みを表す。

2) Social Investment Forum Foundation 「2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States」より

基金と大学寄付基金が占めている。米国においても状況は同様である。

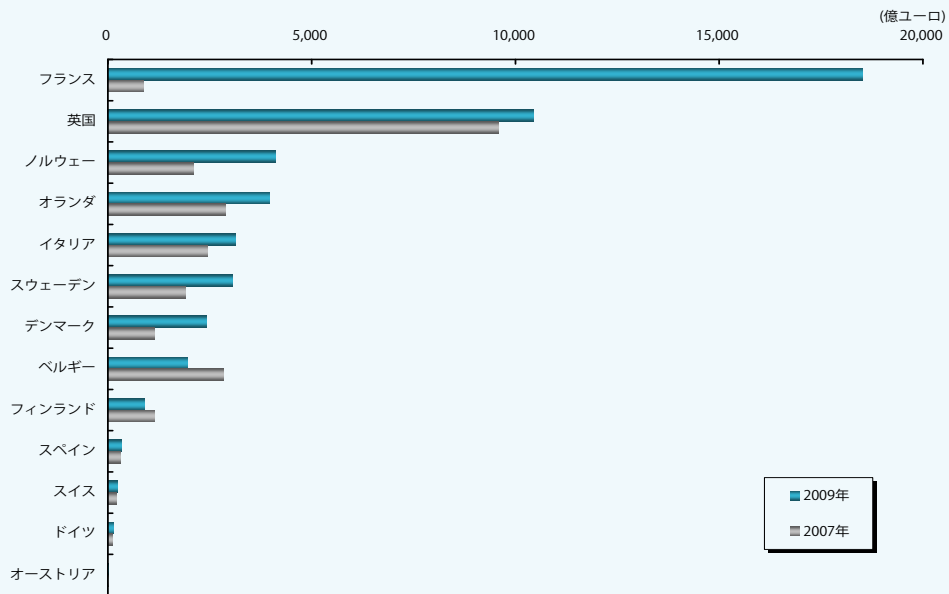
また、わが国のE S G投資が、CO₂排出など環境面での優れた企業をポートフォリオに組み込む方法（ポジティブ・スクリーン）によって行われるのに対して、欧米では政治・社会的課題を抱える企業を投資対象から排除する方法（ネガティブ・スクリーン）を用いる運用を行うE S G投資が主流であるという点でも大きな相違がある。例えば、欧米においては、クラスター爆弾の製造企業を投資対象から除外したり、深刻な人種対立が生じているスーダン地域に進出した資源企業を排除するなど

の基準を投資判断に組み込んだ資産運用がE S G投資残高に算入されている。一方で、わが国の投資資金がそのような基準を組み込んでいることを公にする例はまれであり、E S G投資残高が欧米に遠く及ばないのは当然であるとも言えよう。

欧州を国別に見てみると、英国とフランスが突出している（図表2）が、フランスにおけるE S G投資は、ここ1～2年ほどの間にクラスター爆弾に関する除外基準を大手保険グループなどが採用したため短期間に急増したのであって、それ以前は極めて限られた投資しか行われていなかった。

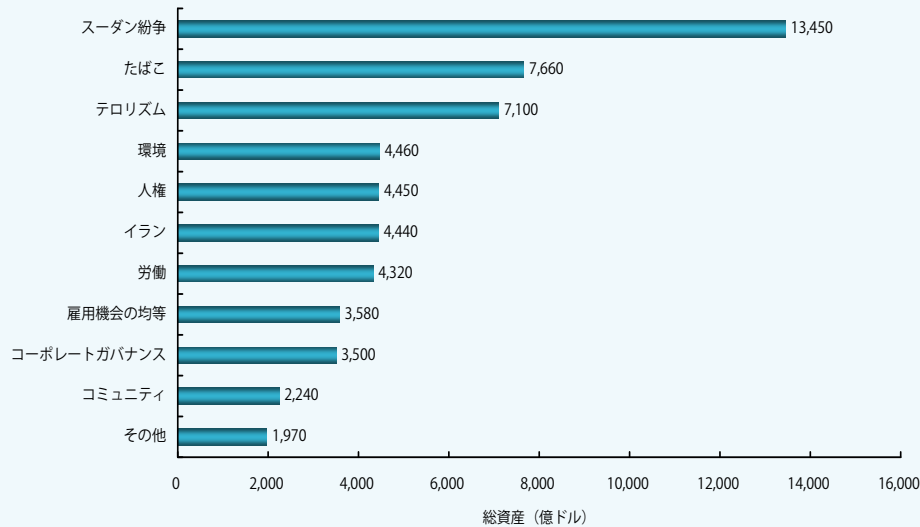
ノルウェーやオランダでは、政府資金や公務員

図表2 欧州の国別SRI市場の規模



(出所) Eurosif「European SRI Study 2010」に基づき大和総研作成

図表3 米国の機関投資家が投資判断にESG基準を加味する際に重要視する項目



(出所) Social Investment Forum Foundation 「2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States」に基づき大和総研作成

年金基金が排除基準を用いるESG投資に取り組んでいるので残高は押し上がる。他方で、ドイツ、スイス、オーストリアやスペインでESG投資が大きな発展を見せているわけではないのは、わが国と同様だ。このようにESG投資は、国情を背景とする多様性が存在し、そうした投資の浸透度合いも様々である。

米国でもESG投資は増加しているが、欧州よりも緩慢である。スーダンに関連するいくつかの企業を投資対象から除外する投資家が多いほか、宗教的倫理観に基づいた形で伝統的にたばこ、アルコールやギャンブル関連を投資禁止とするネガティブ・スクリーンが中心である(図表3)。

2. 受託者責任とESG投資の摩擦とその克服

他人の資産を運用する受託機関投資家には、一

般に委託者の利益に専念した資産運用を行うべきとする「受託者責任」が問われることも重要な論点だ。期待収益に優れる投資対象があるならば、受託者はその対象への投資を行わなければならない。このとき、仮に投資価値の判断以外の理由によって投資対象を選択するとすれば受託者責任に反することになるため、ESG投資は受託機関投資家の責務に適合しないと考えられてきた。

しかし、現在では他の要因を考慮に入れたとしても、期待される収益に変化が生じないならば、そうした考慮を禁止するものではないと理解されるようになっている。これを明らかにしたのが米国労働省の解釈通達³⁾で、「ある特定の投資を行えば他の投資機会を実施できなくなるので、その投資が他の利用可能な同様の投資と比較してより低いリターンまたはより高いリスクをもたらすなら、慎重(prudent)な投資ではない。」とのこと

3) 「29 CFR 2509.94-1 - Interpretive bulletin relating to the fiduciary standard under ERISA in considering economically targeted investments」 https://www.dol.gov/dol/allcfr/Title_29/Part_2509/29CFR2509.94-1.htm

だ。つまり、期待されるリスクやリターンに影響を及ぼさないならば、受託者責任に反しないという解釈が示されたのである。その後も表現に若干の修正が加えられたことはあるものの⁴、基本的な考え方は維持されている。受託者責任に関するこうした理解を基礎に、それぞれの社会である程度共有されている価値観に基づき、否定的に評価される企業を投資対象から排除する基準が承認されてきたといえるだろう。

従来の伝統的な理解では、受託者責任がESG投資拡大に対する一種のブレーキとして機能する側面を有するだろう。この点で注目すべきは、国連責任投資原則(PRI)だ。PRIは、冒頭で「私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代ごとの違いはあるものの)環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題(ESG)が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。」と記している⁵。これは、ESG情報は、投資パフォーマンスに影響を及ぼし得るのだから、受託者責任を負う投資家はこのような情報をむしろ積極的に投資判断に織り込むべきであるということだ。

しかし、ESG情報が投資パフォーマンスに影響を及ぼすことが自明であるとは言えない。及ぼし得るということは否定できないが、及ぼすとい

う研究もあれば、関係はないという結論に至る研究もあり、どちらと結論することはできない状況だ。このようなことはPRIにおいても前提とされており、繰り返し「受託者責任に反しない限り」との留保がつけられている。

3. ESG情報充実への期待

どのようなESG情報が投資家に重視されているか、また、どのように関係していると考えられるかについては、ESG投資に取り組む投資家自身がアンケート調査を行っている⁶。これによれば、ESG投資を行う投資運用会社のうち、ESGの主流が特定の企業を排除する基準であるネガティブ・スクリーンを実施しているのは65%に達した。しかし、多くの運用会社が投資顧問サービスとして採用しているにもかかわらず、41%はネガティブ・スクリーンがパフォーマンスに負の影響を及ぼす可能性があると答えている。また、主にガバナンス問題などの課題について企業と対話を進める手法であるエンゲージメントの有効性は、47%が認めているものの、この種の運用サービスを実施している運用会社は35%にとどまる。投資専門機関である運用会社においてさえ、ESG情報への期待と、具体的な投資のあり方には大きなギャップがあるように見える。

環境省は、投資家などステークホルダーの利用に資するため、企業に環境情報の積極的な開示を促してきた。「環境報告ガイドライン」「環境報告書の記載事項等の手引き」「環境報告書

4) 「29 CFR 2509.08-1 - Supplemental guidance relating to fiduciary responsibility in considering economically targeted investments」では、受託者責任に反する可能性のある投資として環境投資等4類型を例示しているが、直ちに受託者責任に反するとしているわけではない点に注意が必要である。

https://www.dol.gov/dol/allcfr/Title_29/Part_2509/29CFR2509.08-1.htm

5) http://www.unpri.org/files/PRI-Brochure_Japanese.pdf

6) [INVESTMENT CONSULTANTS AND RESPONSIBLE INVESTING]

http://www.community-wealth.org/_pdfs/articles-publications/sri/paper-voorhes.pdf

の信頼性を高めるための自己評価の手引き」などを策定し、環境報告書作成の基準作りを進めてきた。環境について人々の関心はますます高まり、環境報告書について人々が見たり聞いたりする機会も増えており、一層多くの企業が開示に取り組むことが期待されている。環境報告書の作成に際しての基準自体も不断に改善されており、2010年12月からは、環境省で新たに検討する委員会もスタートした。企業の環境情報はこれまでよりもさらに身近なものとなるだろう。

本稿では、欧米を中心に推進されている情報開示の充実とESG投資の現状を踏まえて、投資家の視点から開示のあり方を考えてみたい。第2章では、現在どのようなESG情報開示が行われようとしているかを概観し、第3章で投資家が利用可能なESG情報をプロバイダーの現状も含めて紹介する。第4章ではまとめて代えて、ESG情報が企業価値に影響を及ぼすと思われるプロセス

を検討し、投資家から見た開示のあり方を考える一助としたい。

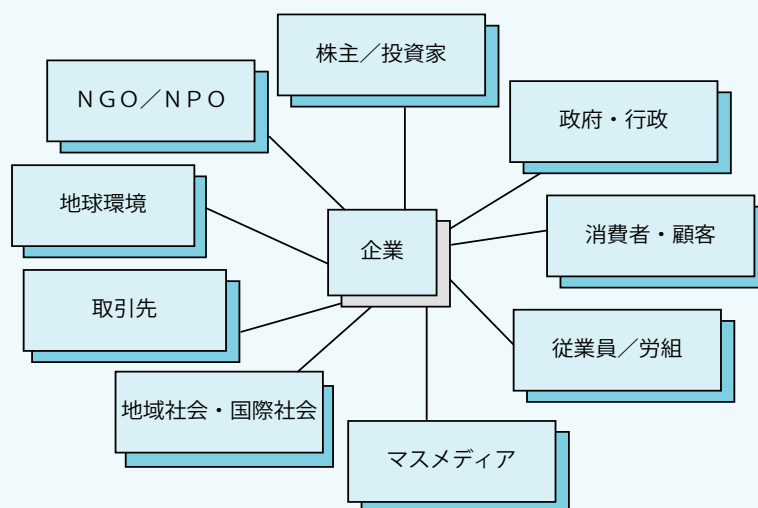
2章 企業側から見たESG情報開示の現状と課題

1. 企業がESGに関する情報開示を行う意義

ESGに関する情報はその名が示す通り、環境汚染や温暖化防止対策、労働環境の改善や人材育成、人権擁護、社会貢献活動、ガバナンス体制の構築など幅広い分野に及ぶ。

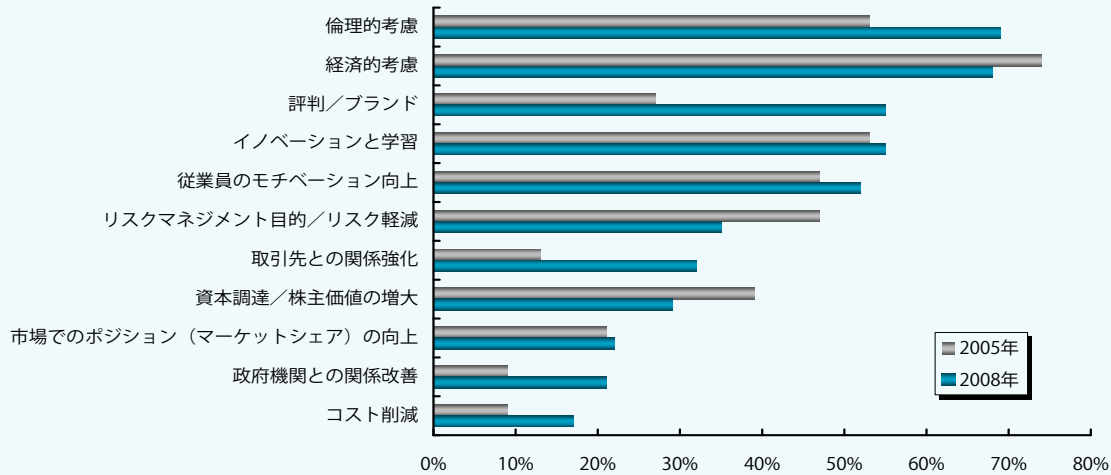
多くの企業が、こうした自社のESG情報、すなわちCSRへの取り組みについて情報開示を行う目的は、社内外の各種の「ステークホルダー」とのコミュニケーションを促進するためである。ステークホルダーとは消費者・顧客や株主、政府、従業員、取引先など、多様な範囲にわたる企業を取り巻く関係主体のことを指す（図表4）。

図表4 企業を取り巻くステークホルダーのイメージ図



(出所) 大和総研作成

図表5 CSR情報を開示する動機



(出所) KPMG「CSR報告に関する国際調査2008」から引用

これらのステークホルダーに対し、企業が自社のガバナンス体制や事業活動・サプライチェーンにおける環境・社会分野の取り組みに関する情報開示を通じてコミュニケーションを行い、結果としてステークホルダーから信頼を得ることが情報開示の目的の一つである。開示手段としては「CSR報告書」「持続可能性報告書」といった年次の報告書として提供することが多い。こうしたCSR活動に関する情報開示は、社会貢献活動のアピールやリスクマネジメント対策が主な目的になっているという印象も強く、こういった読み手を想定しているかが不明瞭であるとの指摘も多かった。しかし近年では、ブランドイメージの改善・向上や従業員・取引先との関係強化など、報告書発行の目的が多様化するという動きも出てきた(図表5)。つまり、企業のCSR活動やESG情報開示の目的が「守り」から「攻め」へ変化してきているとも言えよう。

従来ESG情報は、財務情報とは異なり、企業価値の評価の際に重要視されることが少なかったが、世界的規模で企業の社会的責任(CSR)への認知度が高まるなか、上述した様々なステークホルダーが各自の視点からESG情報などの非財務情報の開示を企業に求めるようになってきている。

このような動きは、財務状況だけでなく経営方針など総合的な企業情報を公表する年次報告書(アニュアルレポート)における情報開示にも影響を与えている。国内企業の年次報告書に関するESG情報開示に関する調査⁷⁾によると、アニュアルレポート全体に占めるESG情報の比率は2004年の3.2ページから2009年に8.8ページに増加したと同時に、全社的な環境方針の策定や、経営ビジョンにおけるESGへの取り組みに対する姿勢が記載されるようになってきている。このことは企業のCSR活動(ESGへの取り組み)が専

7) エッジ・インターナショナル(2010)「アニュアルレポート(AR)におけるESG(環境・社会性・ガバナンス)情報の開示状況」より

門部署による対応から全社的な対応に変化してきていることの一例と考えられ、今後もこのような動きが拡大することが予想される。

2. ESGに関する情報開示の現状

1) 海外・日本でのESG情報開示に関する法整備などの動向

図表6では、CSRやESG投資に関する主要な出来事とESG情報の開示に関する動向を年表形式でまとめた。CSRやESG情報の開示が進んでいる背景には、世界的にCSRへの関心・注目が高まるに伴い企業の行動に変化が生じていると同時に、各国における法規制などが影響を与えていると考えられる。

ESG情報の開示は欧米地域で先行して進んでいる。欧米では機関投資家からの要望を受けて投資家向けの情報開示がアニュアルレポートなど法定文書⁸において公開が要請されるようになってきている。その背景には、財務情報は過去分析に有用である一方、ESG情報などの非財務情報は「将来の価値やリスクの分析」に役立つという認識が高まっていることが挙げられる。

2) 欧米では投資家保護の観点から情報開示関連の規制が進む

例えば米国では、証券取引法が投資家保護の一端として年次報告書において「環境関連法令遵守の資本的支出、収益などに与える影響」「環境関連法令の訴訟手続きのうち金額的影響が重要なもの」「経営者が使用しており、かつ投資家にとって重要な可能性のある非財務パフォーマンスを含むKPI（Key Performance Indicator：重要

業績評価指標）⁹」などを開示するように要請している。

更に米国証券取引委員会（SEC）は2010年2月に気候変動に関する開示の解釈指針として「Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change」を公表、証券取引法に沿った情報開示が必要となる場合を例示している。

欧州では開示の基本的枠組みとして、年次報告書の公表に際して財務情報に限定せずに企業経営におけるESG側面からの分析や、環境保護や従業員に関するデータなどの非財務KPIを記載することなどを要請している。これを受けて、ドイツ、フランス、英国などにおいて法制化が進んでいる。また、公認会計士団体や非営利組織が中心となって、情報の透明性や投資家の利便性を考慮するために財務情報と非財務情報を統合した報告書フレームワークの検討も始まっている。

3) 日本では環境情報を中心に開示を求める動きが広がる

日本では2004年に公布された内閣府令により、有価証券報告書でコーポレート・ガバナンスに関する取り組みの情報開示が求められているが、ガバナンス分野以外では、環境分野の情報開示が進んでいる。

環境分野の情報開示については、京都議定書を契機に作られた「地球温暖化対策推進法（温対法）」や70年代の石油危機を契機に作られた「エネルギーの使用の合理化に関する法律（省エネ法）」で、温室効果ガスを一定以上排出する企業は温室効果ガスの排出量やエネルギー使用量について報告す

8) 欧米のアニュアルレポート（年次報告書）は日本の有価証券報告書に相当し、法定文書である。

9) 「Key Performance Indicator」とは重要業績評価指標のことであり、組織が目標達成に向けてその達成度合いを測る指標である。

図表6 日本・海外におけるCSRやESG投資に関する主要な動向

年代 年度	日本		海外・国際	
	情報開示	CSR・SRI	情報開示	CSR・SRI
1920年代				ネガティブ・スクリーニングの始まり 一部の米国キリスト教会が教義に反するアルコール・タバコ・ギャンブル・武器関連企業への投資を控える動きが始まる
1929年				米国Pioneer Fundが社会的配慮に基づく投資銘柄の選択を実施
1960年代～ 1970年代	1979年「エネルギーの使用の合理化に関する法律（省エネ法）」制定			・米国においてベトナム戦争反対運動など、人権・労働などの社会運動の高まりに伴い、株主が社会運動の一環として企業に要求を行う動きが出てくる ・1971年米国初のSRI投信「Pax World Fund」が発売 ・1974年米国ERISA法成立 年金基金受託者の義務に関する規定
1980年代				1984年英国初の倫理的投資信託が設定
1990年代				企業の環境対策が企業経営にプラスになるという考え方が広がり始める
1994年				米国労働省がERISA法に関するSRI運用における解釈を公表する
1997年	経団連参加企業のうち36業種、137団体が参加した「環境自主行動計画」発表	・日本経済新聞社「企業の環境経営度」調査が開始 ・環境省「環境コミュニケーション大賞」開始	CERESとUNEPが共同設立したGRIがトリプルボトムラインに関する報告書基準を広める活動が始まる	・地球温暖化防止枠組み条約京都会議開催 ・英国環境コンサルタント企業Sustainability社が「トリプル・ボトムライン」の概念を提唱
1998年	・経済産業省が経団連「自主行動計画」参加業種などのフォローアップを開始（2006年度から環境省も参加） ・省エネ法改正（特定排出者のエネルギー使用の合理化計画提出＝中長期計画の提出の義務化） ・1997年の京都議定書採択を受けて「地球温暖化対策推進法（温対法）」策定	東洋経済新報社・グリーンリポーティングフォーラム共催「環境報告書賞 サステナビリティ報告書賞」開始		米国労働省が「財政的な安定性が損なわれない限りSRI投資信託を確定拠出年金に加えることはERISA法に違反しない」という判断を示す
1999年		日興アセットマネジメントが日本初のエコファンドを発売開始	コーポレート・ガバナンスに関する法令、制度および規制の枠組みを改善する際に役立てること、ならびに証券取引所、投資家、企業等に助言することを目的としてOECD「コーポレート・ガバナンス原則」公表	・Dow Jonesなどがグローバル形SRIインデックスDJ S I (Dow Jones Sustainability Index)を開発 ・国連が人権・労働・環境（後に汚職腐敗も追加）への対応を企業に求める国連グローバル・コンパクトを提唱 ・スウェーデン年金法により国営年金に社会・環境配慮を投資適格とすることが義務付けられる

図表6 (続き)

年代 年度	日本		海外・国際	
	情報開示	CSR・SRI	情報開示	CSR・SRI
2000年	<ul style="list-style-type: none"> 環境省「環境会計ガイドライン」公表 東京都「地球温暖化対策計画書制度」を導入、GHG排出量が相当程度多い事業所を対象に、2002年から地球温暖化対策計画書の提出と公表を求める 	エコプロダクツ展と連動した「環境・社会報告書シンポジウム」で報告書読者リサーチの結果が公表	<ul style="list-style-type: none"> 英国で年金法が投資方針における環境・社会・倫理に関する情報開示を義務付けるように改正 カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (CDP) 開始 Global Reporting Initiative (GRI) が国際的なサステナビリティ・レポートのガイドライン「GRIガイドライン」第1版を発行 ロンドン証取が上場企業に環境・社会問題に関する経営リスクの管理状況を年次報告に記載することを義務付ける 	ベルギーEhibel Sustainability Index 設定
2001年	<ul style="list-style-type: none"> 環境省「事業者の環境パフォーマンス指標-2000年度版-」公表 環境省「環境報告書ガイドライン (2000年版)」公表 		<ul style="list-style-type: none"> フランスで新経済規制法・改正会社法が施行 (上場企業に財務・環境・社会に関する情報開示を義務化) GHGプロトコルイニシアチブが「GHGプロトコル事業者排出量算定報告基準 (GHG Protocol Corporate Accounting and Reporting Standard)」公表 	<ul style="list-style-type: none"> 独で英国と同様の年金法改正 英国で欧州初のCSR担当大臣任命 スウェーデンで年金運用に関する法律が改正され、「リターンの追及とともに、倫理と環境を重視すること」という一文が追加される 英FTSE社、FTSE 4Good Index開始
2002年	<ul style="list-style-type: none"> 環境省「環境会計ガイドライン2002年版」公表 省エネ法が改正、対象範囲が業務部門にも拡大。一部の大規模工場に定期報告を義務付け 		<ul style="list-style-type: none"> ドイツで年金法が改正、運用会社は投資先のトリプル・ボトムラインに従った評価の有無を公開する義務を課す GRIがサステナビリティ・レポート・ガイドライン (GRIガイドライン) 第2版発行 	<ul style="list-style-type: none"> ロンドン証取が上場企業に対して「ハーミーズ原則」を配布。取締役会に株主の長期的利益とCSR実現を求める オランダ年金基金ABPがSRI運用を開始 米で、企業会計や財務報告の透明性・正確性を高めることを目的としたPublic Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 : 上場企業会計改革および投資家保護法 (通称、SOX法またはサーベンス・オクスリー法) が承認
2003年	<ul style="list-style-type: none"> 環境省「事業者の環境パフォーマンス指標ガイドライン-2002年度版-」公表 政府は「企業内容等の開示に関する内閣府令」を改正し、平成16年3月期以降に「事業等のリスク」や「コーポレート・ガバナンスの状況」等、ガバナンス関連の情報を有価証券報告書にて開示することを要請 	モーニングスターが日本初の社会的責任投資株価指数を発表	EUが会計法現代化指令を公表 ⇒アニュアルレポートに環境と従業員の問題に関する財務的または非財務的な主要業績指標 (KPI) の設定・開示を規定	プロジェクトファイナンスにおける金融機関の環境・社会問題のリスクを評価・管理するための行動原則として「赤道原則 (Equator Principles)」提唱

図表6 (続き)

年代 年度	日本		海外・国際	
	情報開示	CSR・SRI	情報開示	CSR・SRI
2004年	<ul style="list-style-type: none"> 環境省「環境報告書ガイドライン(2003年版)」公表 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」公表 		<ul style="list-style-type: none"> オーストラリアで全金融商品の情報開示資料にSRI関連情報の開示を義務付ける ドイツで大規模資本会社に対し、商法が年次報告書で環境・従業員の情報開示を求める フランスで一定規模以上の会社に対し、年次報告書で環境・従業員に関するKPIを用いた分析開示を求める 企業に対するアカウンタビリティの真の強化や機関投資家に対して透明性向上と情報開示を進めることの必要性を指摘するなどOECD「コーポレート・ガバナンス原則」改訂 証券会社が発信する非財務情報の向上を目的として欧米の運用機関が共同でEAI(Enhanced Analytics Initiative)を設立、2008年PRIに統合 	英FTSE社、日本株のみで構成したFTSE4Good Japan Index開始
2005年	<ul style="list-style-type: none"> 「環境配慮促進法」にて、事業者と国民に投資に際して環境情報を勘案することを求める 温対法改正(特定排出者の温室効果ガスの排出量の報告を義務付け/集計公表される) 環境省「環境会計ガイドライン2005年版」公表 環境省「環境報告書ガイドラインとGRIガイドライン併用の手引き」公表 		GHGプロトコルイニシアチブが「プロジェクト算定用GHGプロトコル」公表	フランス退職年金準備基金がSRIの運用を決定(6億ユーロ相当)
2006年	東証「有価証券上場規程」を改定、上場会社に「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出を要請	財務関連書類などの情報の適正性を確保するために必要な体制について評価した報告書(内部統制報告書)を有価証券報告書と併せて提出するよう「金融商品取引法」が改正。この部分は「日本版SOX法(J-SOX法)」と呼ばれる	<ul style="list-style-type: none"> 英国会社法が改正、上場会社は環境・従業員・コミュニティなどに関する情報開示を、大規模会社は環境や従業員を含むKPIを用いた分析を求められる GRIがサステナビリティ・レポート・ガイドライン第3版(G3ガイドライン)発行 CRDIが気候変動リスクの開示フレームワーク「Global Disclosure」を公表 CDPが日本企業に炭素情報の開示を求めるCDPJAPAN開始 	<ul style="list-style-type: none"> 国連事務総長とUNEPFI(国連環計画金融イニシアチブ)、UNGC(国連グローバルコンパクト)が責任投資原則(PRI)を提唱 ムハマド・ユヌス氏とグラミン銀行(マイクロファイナンス)がノーベル平和賞を受賞 中国政府が会社法を改正、CSR条項を追加 ISOと国連グローバルコンパクトとの間で、社会的責任に関するISO国際規格・活動とグローバル・コンパクトの10原則に関するMoU締結
2007年	環境省「環境報告書ガイドライン(2003年度版)」と「事業者の環境パフォーマンス指標ガイドライン(2002年度版)」を統合した「環境報告ガイドライン」公表		<ul style="list-style-type: none"> CSDB(Climate Disclosure Standards Board)発足 GHGプロトコルイニシアチブが「GHGプロトコル:系統電力にかかわる対策による温室効果ガス削減量算定ガイドライン」公表 ISO14064とGHGプロトコルを共同で推進することについて、ISOとWRI/WBCDSがMoU締結 	

図表6 (続き)

年代 年度	日本		海外・国際	
	情報開示	CSR・SRI	情報開示	CSR・SRI
2008年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 温対法改正の附帯決議において、投資・製品利用時のための温室効果ガスに関する情報の提供について検討するよう要請 ・ 「事業等のリスク」や「コーポレート・ガバナンスの状況」等、ガバナンス関連の情報開示を要請した「企業内容等の開示に関する内閣府令」改訂部分施行 ・ 温対法改正（事業所から事業者単位の報告へ） ・ 省エネ法改正（事業所から事業者単位の報告へ） ・ 東京都「環境確保条例」改正、2010年度から「温室効果ガス排出総量削減義務と排出量取引制度」を導入（GHG報告書に要認証） 	<p>大和証券が日本初の「ワクチン債」販売</p>	<p>IMFが政府系ファンドの情報開示に関する原則を公表（SRIに関しても規定）</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ ISOとOECDとの間で、社会的責任の分野における協力について規定するMoU締結 ・ 国連事務総長特別代表ジョン・ラギー氏が、企業の海外における人権配慮を求める報告書を提出
2009年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 日本公認会計士協会が「投資家向け制度開示書類における気候変動情報の開示に関する提言」を公表 ・ 東証「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」改訂、企業グループ全体でコーポレート・ガバナンスが機能するよう取り組むことを求める 	<p>安心・安全で持続可能な未来に向けた社会的責任に関する円卓会議が発足</p>	<p>CDPが水の情報開示プロジェクト「CDP Water Disclosure」を立ち上げ（調査は2010年から始まる）</p>	
2010年	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経団連が「企業行動憲章」を改訂、環境的側面や社会的側面などの非財務情報を積極的に開示することを求める ・ 環境省で「環境報告ガイドライン」改訂を検討中 	<p>日本版PRI（責任投資原則）策定に向けた第1回会合開催</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 米国証券取引委員会（SEC）が気候変動問題に関する情報開示についてのガイダンス文書を公表 ・ GRIと国連グローバルコンパクトが提携を発表。次回のGRIガイドラインにグローバルコンパクトの10原則を組み込み、グローバルコンパクトはGRIガイドラインを報告書フレームワークとして推奨する ・ 持続可能性に関する意思決定と報告を推進する「Accounting for Sustainability（A4S）」とGRIが、国際的に統合されたサステナビリティ報告フレームワーク構築のため、国際統合報告委員会（IIRC）を設立 ・ 気候変動関連情報審議会（CDSB）が「気候変動報告フレームワーク」を公開 ・ GRIがISO 26000発行を受けて、GRIガイドラインとの有効的な使用に関するガイダンスを公表 ・ CDPが第1回「CDP Water Disclosure 2010 Global Report」公開 	<ul style="list-style-type: none"> ・ クラスター弾の生産・使用・輸出やこれらの活動への支援禁止が含まれる条約（オスロ条約）発行 ⇒この動きに合わせて、日本では3メガバンクをはじめ主な金融機関が、クラスター爆弾製造会社への投融资を中止する旨、発表 ・ CSRに関する国際規格であるISO26000が発行

(出所) 各国政府や機関などの公表資料に基づき大和総研作成

ることが求められている。これらの法律は報告・公開をすることを通じて企業自身の温室効果ガスの排出削減を後押しすることが目的である。

投資家向けの情報開示については、2008年に改正された温対法の附帯決議の中で、投資の判断や製品の購入・使用時に利用することを促すために、企業の温室効果ガス排出に関する情報提供のあり方について検討を求める要請が出ている段階であり、欧米に比べると動きは鈍い。

欧米で先行する E S G 情報開示の動きは、短期的な利益追求による金融危機の反動から、長期的視点で企業価値を判断するために非財務情報の役割に期待が高まったことを反映していると思われる。そのため、検討を要請された段階の日本も含め、世界的に開示の義務化に向けた動きが活発化

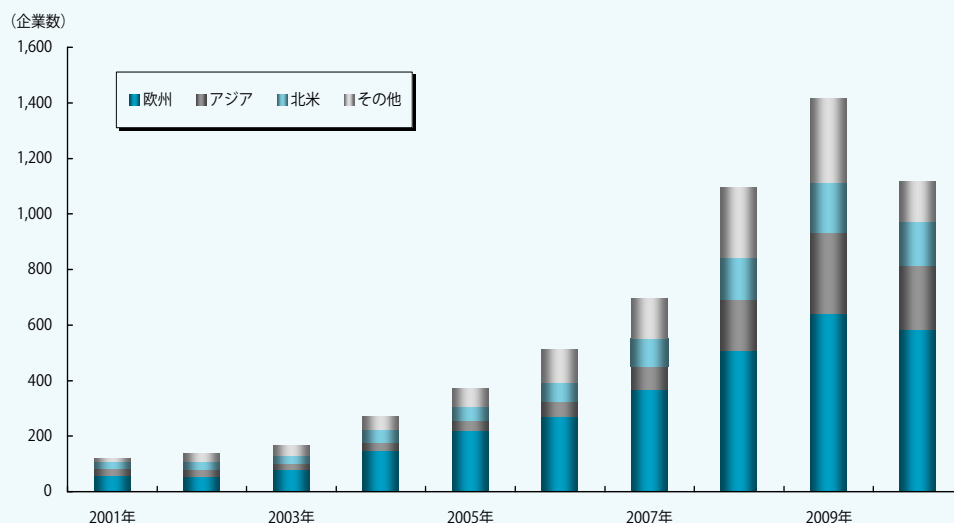
するものと思われる。

4) 海外・日本における E S G 情報の開示状況

海外・国内に限らず E S G 情報開示は公式の統計がないために正確な数値は把握できないが、E S G 情報開示の代表的なツールである「C S R 報告書」の登録に関するウェブサイトである「CorporateRegister.com」¹⁰によると、同サイトに登録する企業数は増加を続けており、2010年は全世界で4,000社前後が登録する見込みであるという¹¹。

また、C S R 報告書を作成するにあたり参照される世界的なガイドラインを発行している G R I (Global Reporting Initiative) によると、同ガイ

図表7 G R I ガイドラインを参照してレポートを発行した企業数の推移

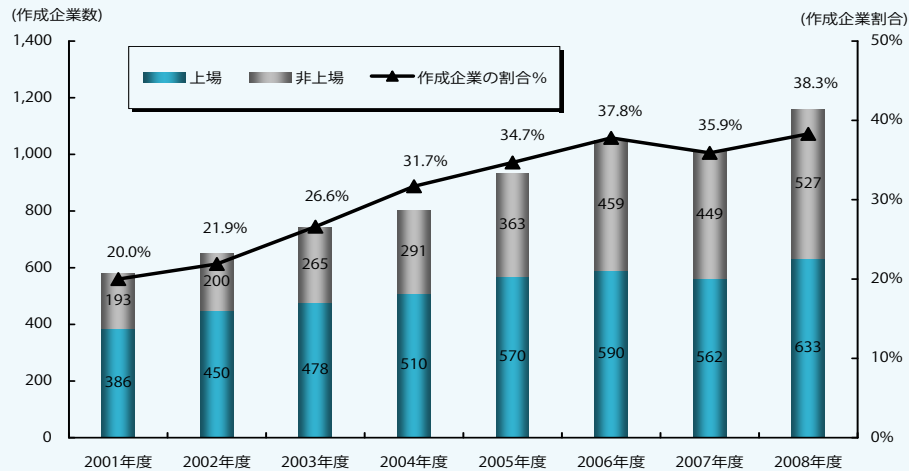


(注) 本図表は2010年11月初旬に公表されたデータを利用して作成した
(出所) Global Reporting Initiative 公表のデータに基づき大和総研作成

10) <http://www.corporateregister.com/>

11) CorporateRegister.com (2010) 「CR Reporting Awards'10 Global Winners & Reporting Trends」より

図表8 環境報告書作成企業数の年度別推移（環境省調査）



(注) 本調査の対象は東京、大阪、名古屋の各証券取引所の1部、2部上場企業および従業員数500人以上の非上場企業。2008年度版は合計で6,830社にアンケートを行い3,028社より有効回答を得た。
(出所) 環境省「環境にやさしい企業行動調査」各年度版に基づき大和総研作成

ドラインを参照してCSR報告書を作成する企業は増加傾向にあり、2009年は1,416社、2010年は1,116社（11月初時点）に達した（図表7）。2010年における発行主体の地域別内訳は欧州が52%、アジアが21%、北米が14%である。過去から常に欧州のシェアが最も高いが、近年は日本を含むアジア地域でのGRI参照レポート数が増加している。

日本企業のCSR関連の情報開示の動向については、環境省が調査¹²⁾を行っている。最新の調査によると、2008年度にCSR報告書を含む環境報告書を作成・公表した企業は1,160社であり、有効回答総数（3,028社）の38.3%を占めた（図表8）。

日本企業のCSR活動は、もともと公害事件など環境汚染への反省から環境保護分野への取り組

みが積極的に行われてきたという歴史もあり、環境分野の情報を開示する企業は比較的多い。

5) アジア地域でも情報開示の動きが広がる

世界全体でのCSR報告書の開示に関する特徴としては、アジア地域の企業による情報開示が進んでいる点が挙げられる。特に中国や韓国企業による情報開示が目立つ。中国では2006年に会社法が改正され社会的責任に関する条項が追加されて以降、多くの機関によりCSRに関するガイドラインが公表され、企業にCSRへの取り組みと関連情報の開示を求める動きが広がっている¹³⁾。これらの動きを受けて中国ではCSR報告書を作成する企業が増加している¹⁴⁾。

韓国では潘基文（パン・ギムン）氏が2007年に国連事務総長に就任したことを受けて、国連グ

12) 環境にやさしい企業行動調査（<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/index.html>）

13) 中国におけるCSRの動向については、横塚仁士（2010）「中国の社会的課題とCSR」『D I R 経営戦略研究第25号』を参照されたい。

14) 中国の『WTO経済導刊』企業社会責任発展センターの調査によると、中国内でCSR情報を開示した企業数は、2006年の32社から2009年には631社に増加している。

ローバル・コンパクトの推進などを通じてCSRへの関心が高まっていると言われている。シンガポールでは、一部の大企業が自発的にCSR情報の開示を行っているが、2010年10月にシンガポール証券取引所が上場企業に対して持続可能性報告書の公開を求めるガイドラインを出しており、今後CSR情報開示企業の増加が見込まれる。

上述したようにESG情報開示の動きは欧米や日本だけでなくアジア地域にも拡大しており、CSR報告書の作成企業数などの数量面では今後も増加が続くと予想される。このような状況下で、今後は情報開示の内容への関心が高まると考えられる。

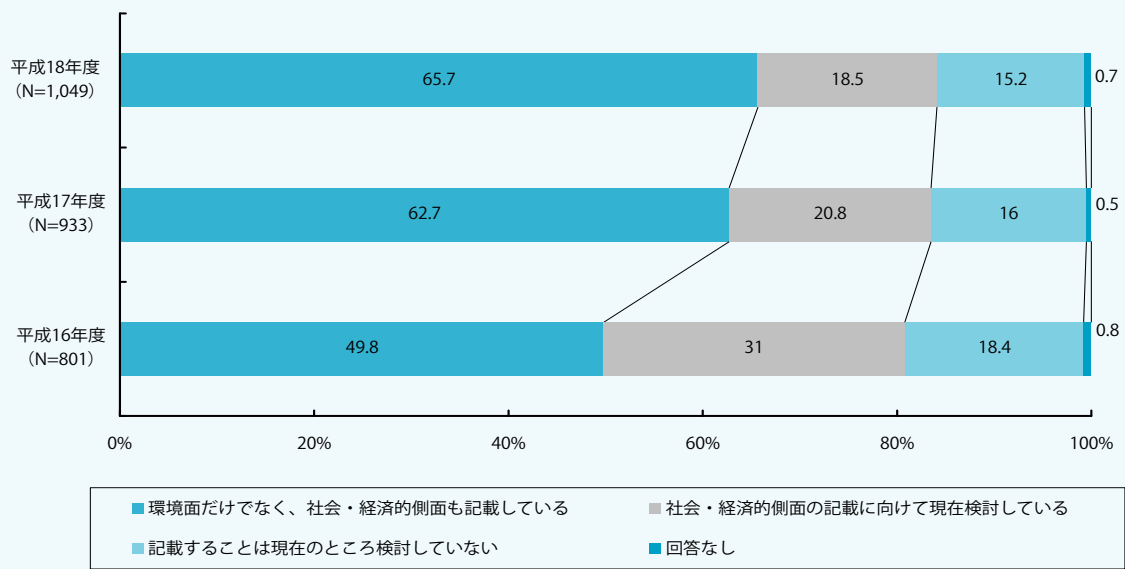
先に紹介したCorporateRegister.comが2010年に公表した「CR Reporting Awards'10 Global Winners & Reporting Trends」では、CSR報告

書の開示内容が年度別に紹介されている。1992年では開示された報告書の80%強が「環境」レポートであったが、年を経るごとに「企業責任（環境・安全衛生／コミュニティ／社会）」レポートや「サステナビリティ（環境／社会／経済）」レポートのシェアが高まり、2009年にはこの2者が多数のシェアを占め、「環境」レポートの比率は20%未満にまで低下している。この傾向からも、企業のESG開示が環境中心から他の分野に拡大していくことが予想される。

日本国内の情報開示の内容に関する変化を考える際の参考情報として、上述した環境省の調査結果の一つを図表9に示した。

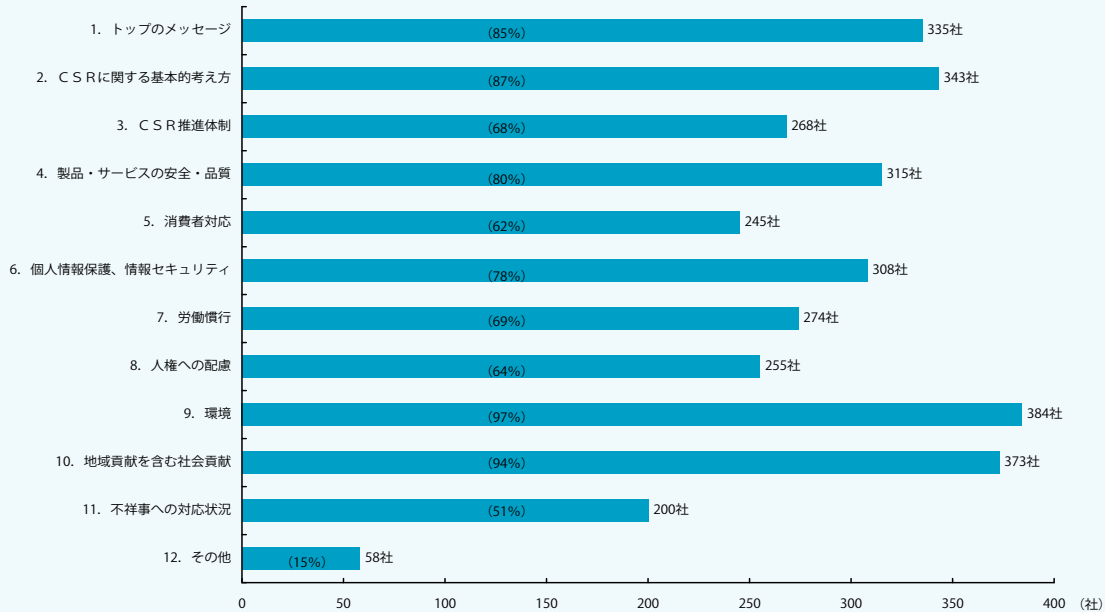
2006年度の時点では、社会・経済的側面に関する記述を行っている企業は65.7%あり、検討を行っている企業は18.5%であった。このよう

図表9 環境報告書作成企業の社会・経済的側面の記載状況



(注) 平成19年度版・平成20年度版の調査では同様の質問は行われていない
 (出所) 環境省「環境にやさしい企業行動調査結果」(平成18年度版)

図表10 CSRとして情報開示している項目（経団連調査）



（出所）日本経団連「CSR（企業の社会的責任）に関するアンケート調査結果」

に、環境情報のみからESG全体へと情報開示を行う動きにあると考えられる。

しかし、日本企業のESG情報の開示には分野による偏りが見られるという指摘も多い。日本経済団体連合会（日本経団連）が2009年に公表した報告書¹⁵では、回答した437社のうち90%に相当する386社がCSR情報を開示していると回答している。一方で、情報開示の内容に関する質問で、環境分野や社会貢献に関しては大部分の企業が情報を開示しているが、「労働慣行」や「人権への配慮」に関する情報開示を行っている企業は7割弱であった（図表10）。

特に人権分野に焦点を当てると、多くの日本企業が情報開示を行っていない、または情報量が少ないという指摘もある。環境報告書の普及や質の

向上を推進している団体である「サステナビリティ・コミュニケーション・ネットワーク（NSC）」が2010年7月に公表した報告書¹⁶では、「人権についての記載状況は概ね低水準となっている」と指摘している。同報告書では環境分野では多くの企業が情報開示を行っているとは回答した。しかし、人権分野では、54%の企業が「差別禁止」について記載せず、「結社の自由・団体交渉」「児童労働」「強制労働」「懲戒慣行」については、それぞれ71.9%、74.9%、74%、91.3%が記載を行っていない。このほかの項目でも記載されていない項目が多く、情報開示という点で改善が待たれる企業が多いという結果になった。

15) 「CSR（企業の社会的責任）に関するアンケート調査結果」。調査期間は2009年5月～7月。調査対象は日本経団連企業会員1,297社で、有効回答社数は437社。

16) 名称は「2009年度CSR・環境の取り組み及び情報開示に関するアンケート調査結果」。2009年11月4日から同12月22日の期間中に環境報告書を作成・公表している企業など671団体にアンケートを実施、231社から回答を得た。

3. ESG情報の開示における課題と企業に求められる対応

世界的規模で企業によるESG情報開示の流れが広がることは歓迎すべきであるが、各社の開示内容が「読み手」を満足させているかという点では課題が残る。特に筆者らが指摘したいのは、CSR報告書などESG情報の開示において、今後、企業は「投資家」というステークホルダーの目を意識した情報開示を行うことが求められるということである。投資家の視点から見たESG情報については次章で詳述するが、ここでは企業側から見た開示に関する問題を指摘したい。

開示側である企業から見た最大の課題は、現在開示されているESG情報の大部分が、開示に関する統一的な基準が存在しないために同業他社と比較可能な状態にないことである。

非財務情報は、財務情報における会計基準のよ

うに共通のフレームワークが存在しないため、情報開示の量・質ともに各社の裁量に委ねられる部分が多い。また、環境分野では二酸化炭素(CO₂)排出量をはじめ一部企業によるデータの開示が近年進みつつあるものの、労働や人権分野などでは定性的な情報開示にとどまることが多い。そのため、企業間・産業間の比較が容易でなく、投資家の判断材料とするには難しいという問題がある。このような点から、現状の大部分のCSRレポートは投資情報としては評価されないケースが多いと考えられる。

標準化されたルールが定められ、各社がそれに則って情報を開示するという流れが理想的であり、標準化は他社との比較も第三者認証も可能となることを意味する。しかし、ガイドラインの整備は発展途上であり、利用者は図表11に挙げた課題が存在することを認識した上で利用すべきである。

図表11 ESG情報開示の課題

目的	主要な課題
標準化	<ul style="list-style-type: none"> ・世界では「GRIガイドライン」、日本では環境省「環境報告ガイドライン」など複数のガイドラインが存在 ・各ガイドラインにおいて、比較容易性に関する具体的な指針が記載されていない
自社における比較可能性向上	<ul style="list-style-type: none"> ・継続性（以下の理由などにより経年比較が不可） <ul style="list-style-type: none"> ①重要性 ⇒企業特性などにより自社にとって重要なESG項目の選択根拠の説明がない、事業変化により重要性が変更する可能性 ②範囲 ⇒単体か連結かなど組織のバウンダリーや、自社がサプライチェーンまで含むか否かなど活動のバウンダリーが不明確、変化
他社との比較可能性向上 (自社における比較可能性向上に加えた課題)	<ul style="list-style-type: none"> ・業種や国により重要性に差異 ・算定方法の不統一 ⇒複数の換算係数があるため、例えばCO₂排出量では年度、地域、発電方法や、各社の設定年度により差異が生じる可能性
正確性の担保	<ul style="list-style-type: none"> ・ガイドラインは認証を目的としないガイダンス文書であること ・他社の開示した情報と比較可能な第三者認証の仕組みが確立されていない（注）

（注）GRIガイドラインには外部認証の仕組みがあるが、自社の取り組み改善の意味合いが強い

（出所）「CSR情報の比較可能性に関する考察—阻害要因とその解消に向けて—（中間報告）」日本公認会計士協会、
「サステナビリティ レポーティング ガイドライン Version 3.0」（GRIガイドライン）Global Reporting Initiative、
「環境報告ガイドライン 2007年版」環境省、「<研究>環境会計情報における比較可能性の検討」宮武記章などを参考に大和総研作成

更に、国・地域や業種により重要視される情報に差異があるという前提で、企業は自社が事業を行う地域において抱える課題とその理由が明確に伝わる情報の開示が求められる。例えば「人権」について、欧米では人権に関する幅広い領域の情報が重要視されるが、日本では欧米ほどは重視されておらず情報量が少ない。これは生物多様性などの分野でも同様である。

これらの差異が生じるのは文化的要因や各国に存在する社会的課題の違いが背景にあり、世界中で統一した情報を開示する必要はない。しかし、グローバルに事業展開をしている企業は、自社がどのような社会的課題をどのような理由により重視し、その課題解決のためにどのような取り組みを行っているか、ということを開示する必要がある。また社会的課題は変化していくものであり、CSR

に関する取り組みをレビューし、それを定期的な情報開示につなげることも求められる。

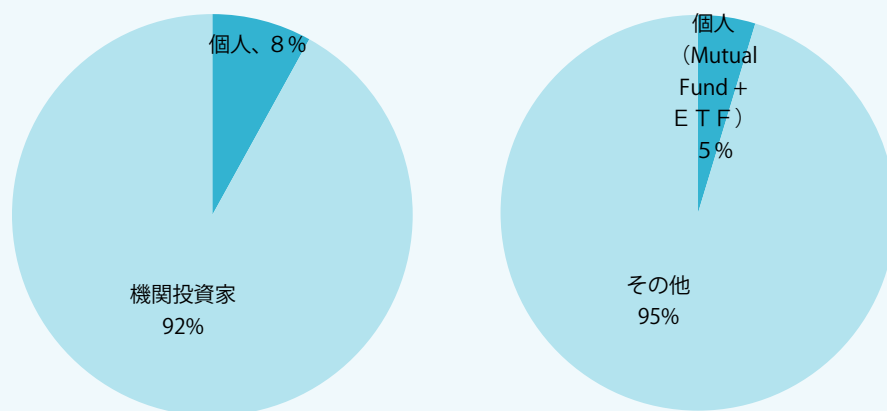
3章 投資家が利用可能なESG情報

1. SRI投資で突出する欧州

第1章で述べたように、SRI投資は増加傾向にあり、欧州では2009年末には5兆ユーロと2007年に比べ+87%とほぼ倍増（European SRI Study 2010）、米国においても2010年初に3兆ドルと、2007年に比べ13%増加した（Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2010）。

増加の背景としてSRIの定義が拡大したこと、および運用機関に対し開示義務が課されるよ

図表12 欧米の個人投資家と機関投資家などの割合（左：欧州、右：米国）



(注) 米国はMoney Manager ESG Assetsのうち、Mutual FundsとETFの合計を個人と見なした

(出所) 欧州：「European SRI Study 2010」、Eurosif、米国：「Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2010」、Social Investment Forumから大和総研作成

うになったことが挙げられよう。もともとは宗教上の理由から、たばこやギャンブルなどの事業を行う企業を投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングから始まったが、従来の財務分析の範囲外である非財務情報に着目し、それら情報を従来の投資判断・運用方針・評価体系にいかにか反映・融合させるかまで含めて広義のSRIとされている。

日本のSRIへの資金は、2007年末には1兆1,600億円ほどあったが、2009年末には6,400億円程度に減少した。総額だけ見ると日本のSRI市場は欧米と比較して二桁ほど小さい。だがこれは、集計対象が日、米、欧ともそれぞれ異なっており、日本は個人向けの上場株式投信のみが集計対象であることも要因である。次に、実際に欧・米を日本と同様のユニバースに近づけるべく試算する。

欧州の個人投資家向けSRIは全体の8%を占めており約4,000億ユーロである。さらに全体の33%を株式が占めている事実がそのまま適用

できるとすると、1,320億ユーロと約27倍の差となる。米国の資料では個人投資家向けという分類がないため、Mutual FundsとETFの合計額で代替すると1,430億ドルとなり、日本との差は20倍前後となるが、こちらは株式と債券などの内訳は不明である(2009年末の為替レートで概算。93円/ドル、133.2円/ユーロ)。

個人の株式を通じたSRIがそれぞれのマーケット規模に占める割合は、欧:2.6%、米:1.3%(参考、債券含む)、日:0.3%程度となり、欧州との差は依然9倍程度と大きい。これは、機関投資家のSRI運用が日本では活発でないことも考えられるが、個人投資家のSRI投資についても、欧州は文化や宗教などの違いを背景に日本とは大きく異なることを示すと考えられよう。

2. SRIの資金流入を促進するESG情報の充実

広義のSRIにおいて重視されている要素のうち、2006年のPRI策定より注目を浴びている

図表13 ESGの具体的な項目のサンプル(筆者記)

ESG分類	項目	具体例
環境 Environmental	①エネルギー利用/効率 ②温室ガス排出量 ③水資源の利用 ④生態系の保全 ⑤環境配慮型商品	エネルギーコストの分析と予測、エネルギー消費削減のための施策など 直接排出量、間接排出量の推移、将来的な排出規制に対するリスクなど 売上げや製品当たりの水使用量、水源の管理など 林産品の認証林の割合、生態系に与える影響など 新エネルギーや水、生態系に対して負担の少ない製品の売上げなど
社会 Social	①雇用 ②貧困やコミュニティ ③サプライチェーン	離職率、ビジネスモデルにおける人材育成の重要度など BOPに対する製品・サービスの普及率、事業によりいかに貧困層の生活を改善できるか 労働基準を遵守しているサプライヤーの割合、部品や素材の供給先はどこかなど
ガバナンス Governance	①行動規範 ②説明責任 ③情報開示	所属しているサステナビリティ・イニシアチブやネットワーク、事業の社会的価値など 自立した取締役の人数、説明責任を果たすためのステークホルダーとの対話プロセスなど 抱えている訴訟などの件数、贈賄を防ぐためのポリシーなど

(出所) 「Translating ESG into sustainable business value」、UNEP FI、WBCSDから大和総研作成

のが、環境（Environmental）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）を軸とした投資であり、それぞれの頭文字を取ってESGと呼ばれている。PRIは6つの行動原則から成り立ち、行動原則に署名した金融機関は、その行動原則に基づいた投資行動を行うことに同意したこととなる。PRIの行動原則には、機関投資家が、投資の意思決定のプロセスにESGの要素を組み込むことという文言が含まれている。PRIの策定当初は、米カリフォルニア州職員退職年金基金やノルウェー政府年金基金、英ハーミーズなど21機関が署名を行ったにすぎないが、2010年12月1日時点では、800の署名機関（うち650程度が運用機関）、運用資産総額20兆ドルと公表されており、約5年半で大きく拡大した。

これらPRIに署名した金融機関から企業に対する資金流入が活発になる条件の1つとして、SRI分野で注目されてきているESGに関する情報が充実することも挙げられる。現在、ESGに関する情報は、企業側がウェブサイトやCSR報告書等で自主的に情報開示を行っているものとどまる。しかし自主的開示であり、項目や基準に統一的なものは存在していないのが現状である。

国連が主導するESGの指針としては、2010年3月に国連環境計画・金融イニシアチブ（UNEP FI）と持続可能な開発のための世界経済人会議（WBCSD）が公表したレポートで、持続可能性におけるESG要素のサンプルが記載されている。これを確認すると、環境では①エネルギー利用とエネルギー効率、②温室効果ガス排出量、③水資源の利用、④生態系の保全、⑤環境配慮型商品。社会では①雇用、②貧困やコミュニティ、③サプライチェーン。ガバナンスでは①行動規範、②説明責任、③情報開示、が挙げられている（図表

13）。

3. 投資家からもESGに関する情報開示への要望が強まる

このように、ESGに関する情報は自主開示であり、統一的基準はいまだコンセプト段階にとどまっている。そのような情勢のなか、どのような情報をどのような形で公表すべきかという、具体的な情報開示のフレームワークに関する国際的な基準を整える動きも進んでいる。2007年の世界経済フォーラムにて提案・設立されたCDSB（Climate Disclosure Standard Board：財務報告書における情報開示のフレームワーク作成を目指す組織）が、2009年5月に公表したドラフトでは、少なくとも以下の4点を公表することを推奨している——①気候変動の影響に対する事業戦略への認識（戦略分析）、②国内・国際的な気候変動政策によるリスク（規制リスク）、③気候変動による直接的もしくは間接的な物的リスク（物的リスク）、④収益当たりのCO₂排出量など。

このフレームワークを採用するかは基本的に企業の自主判断となっているが、会計事務所や日本公認会計士協会などが参加し、国際会計基準審議会（IASB）の基準と整合性を持たせているほか、CDP（Carbon Disclosure Project：イギリス政府の資金支援により創設。534機関投資家の支援を得て活動を行っている、投資家の運用総額は64兆ドル、2010年12月1日時点、公式ウェブサイトより）が事務局を務めるなど有力なサポートが行われており、温暖化に対する情報開示における主要な指針の1つとなると考えられる。

ほかにも、例えば2007年9月に米カリフォルニア州職員退職年金基金などの機関投資家や州財務担当者が連名で、米証券取引委員会（SEC）に、

企業が気候変動リスクの情報開示の義務を法制化することを求める要望書を提出した。SECは、2010年に入り、ようやくこれらの情報開示についての必要性に言及した。欧州における指令でも同様の動きがあるほか、英国では同様の内容を会社法で定めるかどうかを2012年4月までに決定することが気候変動法（Climate Change Act）に定められている。

このような投資家側のニーズ（需要）に応ずる形で、それまで一部の専門調査会社からしか提供されていなかったESGに関する情報が、Bloombergなどで提供されるようになってきた。これら情報が機関投資家に提供されることが一般的となるのであれば、投資指標の一つとして温室効果ガスの排出量などのESG項目やESG調査機関が行っている格付けが採用される機会が増える可能性もあろう。

4. ESG情報へのアクセスもより手軽なものとなりつつある

さらに、投資判断にESGの要素が組み込まれることになると予感させる流れとして、①各国での投資資金の運用に対する規制の法制化、②国連による後押しが挙げられる。

①については、2000～2001年、機関投資家は投資方針書において、投資銘柄の選択、保有、売却について、社会・環境・倫理的な配慮をどの程度行っているかを開示することを義務付ける法改正が、欧州中心に起きたことが挙げられる。

また、②については、国連がPRIと受託者責任の両立が可能かどうかについて、ESG要因を組み込んだシミュレーションなどでパフォーマンスへの影響を報告する調査をまとめたレポートを公表したことである。2007年10月に公表

されたこのレポート（Demystifying Responsible Investment Performance：A review of key academic and broker research on ESG factors）では、ESG要素について、主に株式相場でのパフォーマンスの影響を確認した30本のレポートの紹介がされている。これによれば、投資の意思決定のプロセスにESGの要素を組み込む、ESG integration という手法が効果的であると結論付けられる割合が高かった。

これらESG integrationは、投資情報としてESGを特別扱いするのではなく、PERやPBRなどの財務関連の指標と同様に、非財務関連の指標として利用することで、株式ポートフォリオのパフォーマンス向上やリスクコントロールの改善を目指すものであるようだ。

5. どのような情報が利用可能であるか

情報へのアクセスが手軽になったとはいえ、ESGに関する情報は、質・量ともに、まだ十分とはいえないだろう。とはいえ、現在供給されている情報がどのような傾向をもつのか、また活用できないかを試みることは意味があろう。ここでは、Bloombergの情報を基に、国別、業種別の傾向を調査した。

Bloombergでは、ESGに関連する項目について、主に企業の開示情報に基づき情報を収集している。今回は、その中で企業の情報の開示状況に関するスコアに注目した。情報開示スコアには、環境、社会、企業統治の3つおよび、それらの分野を総合したESG情報開示スコアがある。現時点で確認できた情報に基づくと、スコア算出の対象となっている項目は、環境（E）では温室効果ガスなど71項目、社会（S）では地域社会活動費など24項目、企業統治（G）では外部取締役

数など 20 項目となっている。これらの項目があるかないかという情報によりスコアを算出するため、項目の内容の評価と情報開示スコアは関係がない。また、項目は重要度によって重み付けされており、重視される項目も業種によって異なるほか、開示情報自体も国により重視される情報が異なると考えられるため、国や業種によりばらつきが出ると考えられる。

6. ESG開示情報の国別傾向

図表 14 は主要な指数の組み入れ銘柄を対象に、それぞれの開示情報スコアの平均を一覧にしたものである。データが揃っていない銘柄は対象外としたが、英 (FT100)、仏 (CAC40)、独 (DAX) など欧州銘柄では、対象外となった銘柄はごくわずかであった。一方、中国 (上海総合指数)、韓国 (韓国総合指数) において対象となった企業はそれぞれ 20 社、3 社であり、これら指数のもとの組み入れ銘柄数が 800 銘柄前後であることを考えると非常に少ない。同じアジア圏の香港 (ハンセン指数) において、45 社中 34 社が対象となったことを考えると、言語的な壁がある可能性は否めない。それぞれの項目について対象銘柄全体の平均をとり、それを国別の平均と比べ、平

均を上回ったものについては濃い青色で表している。英、独、仏を除くと、日本では環境、韓国では社会、米国では企業統治に関するスコアが平均を上回っており、開示情報が多いと考えられる。これは、社会的なニーズや投資家が開示情報として関心を示す項目が、国により差異があることを反映していると考えられよう。

7. 国内業種別の環境情報開示の傾向

図表 14 から、日本では環境に関する関心が高いと考えた。ここでは、引き続き TOPIX500 を対象に、業種別の環境情報開示スコアについて調べた。

前述した通り、情報開示については国別、業種別に重要視される項目に差異がある。環境面では温室効果ガスやエネルギー使用量といった項目が主であるということだが、ウエイトを業種により変えているという。そのため、業種間で比較することにあまり意味はなく、せいぜい業種内での比較となろう。図表 15 は、先程と同様、TOPIX500 を対象に、Bloomberg の分類において Industry (金融、電力・ガスを除く) で、かつデータが存在し、さらに業種内の銘柄が 3 銘柄以上の業種を対象に、最大値、最小値、平均値をプロッ

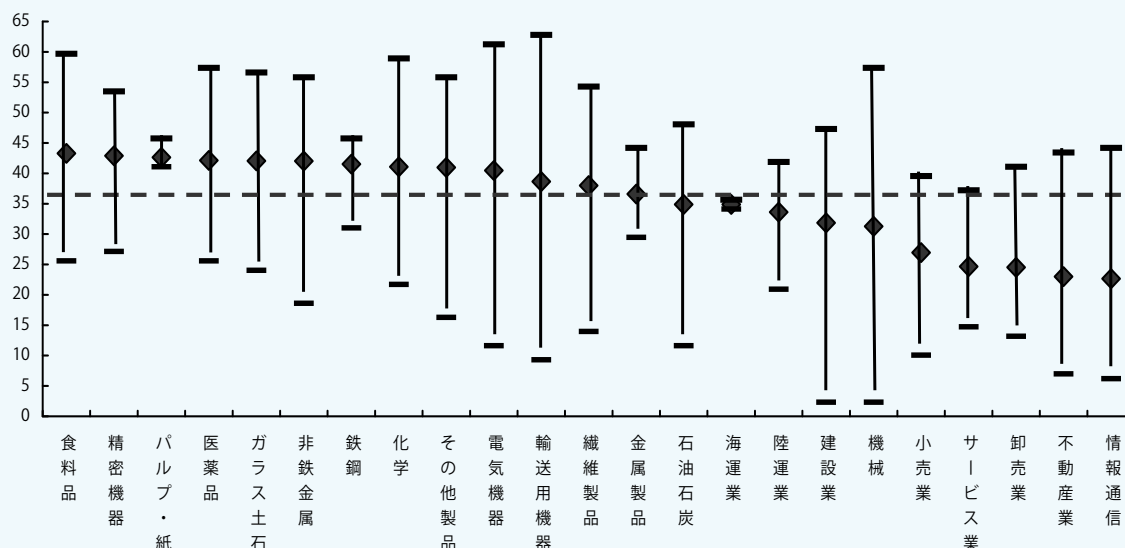
図表 14 主要指数における開示状況の国別差異

開示情報スコア	仏	英	独	日	韓	米	香港	中	平均
ESG	44.9	38.6	36.9	33.6	30.1	29.2	20.5	14.7	32.4
環境	38.9	31.0	35.4	35.5	21.2	21.8	13.0	7.4	29.2
社会	47.7	39.3	40.2	23.5	49.6	25.2	21.7	20.3	27.5
企業統治	55.3	55.0	37.1	39.6	28.6	50.2	35.7	25.1	44.8

(注) 対象とした指数は、TOPIX500 (日)、SP500 (米)、FT100 (英)、DAX (独)、CAC40 (仏)、上海総合指数 (中)、ハンセン指数 (香港)、韓国総合指数 (韓)

(出所) Bloombergから大和総研作成

図表15 業種別環境情報開示スコア（TOPIX500のうちデータが揃うもの）



(注) 対象：TOPIX500。東証33業種分類のうち、金融、電力・ガスを除く、データが利用可能なもの。該当銘柄が2銘柄以下の業種は除外。データは2010年9月9日時点。破線は全対象銘柄平均
 (出所) Bloombergから大和総研作成

トしたものである（破線は全対象銘柄の平均）。平均値が高めのものには素材産業など、エネルギー消費量が多いものが挙がっているほか、不動産やサービス、小売りなど内需系の非製造業は平均値が低めであり、環境情報開示に対する必要性はあまり強くなかったと考えられる。

8. 開示スコアは必ずしも取り組みが優れていることを示さない

情報開示スコアが高いというのは、情報が公開されているか否かの判断のみであり、その質的なデータの優位性を示すわけではない。だが、情報開示がなされているということは、投資家側から見ると企業努力により改善する兆しがあるかを継続的にウォッチすることが可能となる。また、情報開示をしている企業側から見ると、定期的に関連の指標を測定・公表するうちに、開示している

情報に関わる項目への取り組みの改善が促進される可能性もあろう。実際に、有価証券報告書において時価総額の大きい製造業20社を対象に、どの程度ESG情報が記載されているのかを確認した（図表16）。

ガバナンス（G）項目については、2004年3月期から証券取引法改正（2007年10月以降は金融商品取引法）により、有価証券報告書等に「コーポレート・ガバナンスの状況」が記載されるようになった。これらは企業の不祥事などを契機として導入されたこともあり、内部統制やリスク管理体制のほか、役員報酬、監査報酬の内容などが具体的な数値を伴い記載されている。

一方、環境（E）や社会的責任（S）に関しても有価証券報告書に方針が記されている場合が多かった。「対処すべき課題」や「事業などのリスク」の項目に主に記載されていたが、形式は様々であ

図表16 有価証券報告書で確認できるESG情報例

ESG分類	項目例	具体例
ガバナンス Governance	方針	コーポレートガバナンスの解釈とそれらを重視する理由など
	体制	取締役やその内部機関の設置、機能の説明など
	内部管理・リスク管理体制 役員報酬（取締役、監査役）	担当役員の責任範囲と意思決定に係る体制の説明など 役員数、報酬、報酬算定基準、契約内容、資本政策の決定機関、決議要件など
社会 Social	CSR推進室の設置	ビジネスリスクマネジメントのためにCSR推進室/委員会を設置など
	リスクなど	海外における地政学的、インフラ、法規制、税務、労働環境や慣習等に起因する予測不可能な事態の発生、輸送の遅延などのリスク
環境 Environmental	方針	環境計画の紹介や環境重視の理由・ビジョンの説明など
	温室ガス排出量	製造工程でのCO ₂ 排出量や排出抑制に対する貢献の認識、排出削減、省エネ目標など
	省資源戦略	廃棄物の最小化、水の適性利用、回収リサイクルの推進など
	生態系の保全	事業活動と地域社会貢献活動を通じて、生物多様性の維持・回復など
	規制リスクなど 環境配慮型商品	内外の環境政策や化学品安全規制等の動向による将来的な追加費用の可能性など 具体的な省エネ、省資製品、開発等や事業戦略の紹介など

(出所) 有価証券報告書から大和総研作成

り、また社会的責任について複数の解釈が見られた。

社会的責任（S）について、多くのケースでは、役職員の行動規範、法令順守、反社会的組織に与しないことなどガバナンスと同様の内容が記載されていた。また、主に事業内容により社会・生活を豊かにするなど、中長期的な経営目標や会社自身の存在意義を掲げるなど、どちらかという環境と同様、成長戦略に近い内容となっているものも多い。一方、国連などが指標として掲げるようなマイノリティー雇用や児童労働など人権に絡む話は、直接には記載されていない場合がほとんどようだ。また、雇用努力やCSR活動などを行っていることが明記されている場合はいくつかみられた。

環境（E）については、環境配慮製品の提供、工場などの自社の省エネ努力などのほか、環境・規制リスクやISOなどの基準の取得状況、研究開発や商品開発など事業の成長性や戦略に着目した記載も見られた。ある程度ルールが整っていて

リスクやコストとして捉えやすいこともあり、社会的責任分野より具体的な内容に踏み込んでいた。

今回調査対象とした企業は、将来的な戦略・方針を示してはいたが、具体的な実績数値や影響について予測・開示している企業はほとんどなかった。それでも、現在有価証券報告書において開示している情報にESG情報は既に含まれていることが確認された。これら既に開示が行われつつある情報について、開示されるべき情報の取捨選択や標準化など制度を整えることにより、ESG情報の有用性や比較可能性が高まれば、SRI関連の資金を拡大させる呼び水となろう。

4章 まとめに代えて

1. ESG情報開示への社会的背景

ESG情報に対する関心がにわかに高まっていることの背景としては、地球温暖化問題の深刻化や、エネルギー・資源価格の高騰に伴い、企業

の環境問題（E）に対する取り組みについて衆目が集まったことに端緒を求めることができるだろう。また、温暖化問題の深刻化が喧伝される中で、環境ビジネスが市場の関心を集め、いわゆる環境関連銘柄のパフォーマンスが相対的に優れているとの指摘もあり、企業の環境ビジネスや温室効果ガス排出量などの関連活動に対する情報開示のニーズが高まった側面もあるだろう。環境（E）に限らず、E S Gを俯瞰してみると、旧聞に属するもののエンロン問題といった企業統治に関するビッグ・イシューを経験した投資家の間では、コーポレート・ガバナンス（G）が重要な投資情報として位置づけられて久しい。社会的責任（S）についても、ここ数年来のC S Rに関する議論の高まりを見れば、いずれは投資情報として一般的に利用される可能性もあるのだろう。

このように、E S Gに対する関心の高まりを受け、企業自身も義務的な財務情報の開示にとどまらず、E S G的側面への配慮を心掛けるとともに、企業活動におけるE S G活動について積極的に開示する傾向が見受けられる。具体的には、環境報告書やC S R 報告書、サステナビリティ・レポートの中で自社の取り組み状況を詳細に報告するケースが目立っている。

2. 情報開示のメリット

ところで、情報を開示することの誘因には、①コンテンツとして有用であること、②開示してメリットがあることの2つがある。①については、あえて言うまでもないことだが、②の点を加味して考えれば、ア) 有用だが開示していないからこそ意味があること（特別なノウハウなど）と、イ) 有用であり開示してメリットが享受できることに大別できるだろう。

それでは、企業が情報を開示するメリットとは何だろう。一般に、企業が行う情報開示には、会計制度などの要請に基づいて行われる強制的開示と、企業が自発的に行う開示とに分類され、E S G情報は後者に含まれるため、開示のメリットが明確にならなければ、企業が積極的に取り組むはずがない。ましてや、情報開示を行うには、専門組織の設置や開示資料の製作などに伴って、膨大なコストが継続的に発生する。また、自発的情報開示において、他社に優位して情報を開示しようとしても、その情報がライバル企業を利することになっては、自社の競争力を維持する観点からは決して望ましいものとは言えないだろう。

それにもかかわらず、企業がE S G情報を開示するのは、少なくともコストよりも大きなメリットが存在していなければ道理に合わない。この点、情報開示とコストとの因果関係について明確に理論付けた研究例などは、残念ながらわずしか見当たらないというべき状況だが、自発的な情報開示の経済効果については、おおむね①株式流動性の増加、②資本コストの低下、③担当アナリストの増加の3つに分類できるだろう。いずれの分類においても、自発的な情報開示が資本コストの低下を促すと結論付けられているケースが多く（正確には情報開示の程度と資本コストの間には負の相関があるとしている）、その経路として流動性の上昇による取引コストの低減を挙げている。いわく、自発的な情報開示によって投資家と企業の間で情報の非対称性が解消されるので、開示に優れた企業の株式などは公正な価格で取引されているものと信用され、株式の流動性が向上する。流動性の向上により、株式取引コストが低下するので、資本コストも併せて低下する。あるいは反証として、流動性の低い銘柄は、ビット・アスク・

スプレッドが大きいので、投資家が追加的なリターンを要求する結果、資本コストが高くなる、といった指摘がなされている。

3. ESG情報の可用性について

ESG問題そのものだけでなく、企業のESG問題への取り組み姿勢が企業業績に与えるインパクトへの関心が高まっている現状を受け、第2章でも述べたように、公認会計士協会などでもESG情報の開示について、様々な研究が始まっている。更に、第3章で述べたように、民間の情報ベンダー等がESG情報の提供サービスを開始しており、一部アナリストなどによって、投資情報として分析に用いられていることにかんがみれば、投資情報として一定の可用性を見込んだ動きがあることも事実である。

ただし、ESG情報の開示は前述のとおり、制度が要請する義務的なものではないことから、企業によって、開示の程度だけでなく、書式、項目などが千差万別である。また、環境情報開示へのニーズの高まりを受け、CSR報告書の類は、装丁の美しさや厚さを競っているのではないかと見紛うばかりの状況となっており、かえって投資情報として様々な投資家が十分に消化できる状態とは言い難い。

国連貿易開発会議（UNCTAD）の報告書「World Investment Report 2010」においても、「投資家にとって、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する情報は、一層の比較可能性面での改善が必要」と指摘されている。また、同報告書では「十分に規模の大きい企業の方針は、時には政府規制やそれ以上の影響を与えられる」との記述もあることから、ESG情報を開示および利用することの有用性が広範に認められるには、先導的

なデファクト・スタンダードが必要なのかも知れない。今後、ESG情報が投資情報として重要性を持ち、広範に利用される形に昇華するかどうか、予断を持たずに見守る必要があるだろう。

[著者]

資本市場調査部 環境・CSR調査課
ESG投資調査チーム
鈴木 裕（すずき ゆたか）
小黒 由貴子（おぐろ ゆきこ）
山口 渉（やまぐち わたる）
水口 花子（みずぐち はなこ）
横塚 仁士（よこづか ひとし）