



ESG カオスの中で企業は如何に 情報開示を進めるべきか

きたがわ てつお
北川 哲雄

青山学院大学 名誉教授
東京都立大学 特任教授

はじめに

ESG 活動あるいはサステナビリティ活動がわが国の広範な組織体（私企業あるいは公的組織に関わらず）にとって焦眉な課題であるとともに投資家・NGO 等の広範なステークホルダーにとっても適切な活動評価をいかに行うかが喫緊の問題となっている。

資本市場に即して考えてみると上場企業の ESG 情報開示の充実が絶え間なく図られなくてはならないし、投資家は開示された情報を咀嚼し投資目的に沿いながら投資行動に結び付けなければならない。

こう言ってしまうえば簡単なようであるが、実はかなり複雑な問題を孕んでいる。企業側に即してみると、一口に ESG 情報開示の充実を画しても G（ガバナンス）を除き財務情報開示基準と比べ統一されたものがあるわけではなく、時々刻々、さまざまな観点から多くの機関から more disclosure（情報開示の拡張）を common good value（社会的共通善）の実現を目指すというスローガンのもとに強いられている。

一方、機関投資家側は投資リターンと ESG 評価との相克にこれまで悩んできたが、それは今でも変わらない。悩みが解決されないまま中途半端な状態のままエンゲージメント（一定の価値観に基づく企業との関係構築）が活発に行われつつある。

これらの問題は株式市場において資金供給者（年金基金あるいは個人投資家）の中で投資リターンは問わないで common good value への貢献を第一義的に考えるべし、という考え方の持ち主が主力となれば単純な話である。ESG 評価をスコア化（フェアーで客観的な指標があればという条件つきである

が）し投資戦略を練ればよい。株価は通常、企業業績に比して変動するが、ESG 評価の高低で株価が変動するという新しい「価値観」が生まれ、それが実証され「経験則」となれば、理に適うことになる。私見によれば現実はそのほど単純な状況ではない。とはいえ、企業における環境問題や人権問題への対処は単に「配慮する」あるいは「努力する」といった消極的なスタンスでは広範なステークホルダーが納得しない状況が生まれてきている。

このような古くから ESG 投資や ESG 情報開示にある矛盾した論点をそろそろ解きほぐして日本社会において考えるべき時に来ている。尚、本論考では、資本市場の中でも株式市場に焦点をあてて（上場）企業と機関投資家との関係に絞って論じる。また本論考は著者の関係する諸機関の主張ではなく私見である。

1. 株式投資と ESG 評価

株主投資の原点は目標投資リターンの獲得を目指すことにある。アクティブ投資（最近ジャッジメンタル投資と呼ぶこともある）であれパッシブ投資であれその本質に変わりはない。それでは ESG 投資商品ではどうであろうか。主要運用機関の ESG 関連商品の交付目論見書を読んでも「信託財産の成長を目的として運用を行なうことを基本とします」と明記してある。本質は変わらない。

ESG 投資と銘を打って一定の投資リターン（インデックス以上のリターン）を目指すということになると、それなりの論理性がなければならない。アクティブ運用では私見によれば概ね3つのタイプの ESG 投資手法が浮かび上がる。

第1はポートフォリオが ESG 活動に優れており



【北川哲雄氏のプロフィール】

1977年早稲田大学大学院商学研究科修了（修士）、日本アイ・ビー・エム(株)入社、その後1981年より(株)野村総合研究所およびモルガン銀行（現 JP モルガン・アセット・マネジメント）等にて研究員・アナリストを経て2005年青山学院大学教授、2019年より現職。経済学博士。主な社会的活動（現任）として経済産業省「非財務情報の開示指針研究会」座長、環境省「ESG ファイナンス・アワード」審査委員長を務める。

かつ ESG 活動に起因するところによりポジティブな業績への影響が予想される、あるいは業績下方修正リスクが軽減される銘柄によって構成されているということが一つの考え方であろう。

この場合、環境機器の開発や、コロナウイルス感染症に関わる薬剤・検査機器・ワクチン開発に優れた企業でかつ、当該分野での業績寄与が顕著に優れている銘柄群は当然組み込まれるかもしれない。事実ある「ESG ファンド」の月次報告書を見ると、ポートフォリオに入っている某医薬品メーカーが「アルツハイマー治療薬の開発の進展が公表され株価が高騰した」ことを好調なファンドパフォーマンスの要因として挙げていた。

優れた環境機器の開発は当然、今後需要拡大が見込まれ業績に寄与する可能性がある。また労働慣行やコンプライアンス上問題のある企業は将来の業績下方リスクを考えネガティブスクリーニングを行ったうえで組み入れを敢えて避けるかもしれない。よく考えてみると、これらは実は従来ある「テーマファンド」の考え方を踏襲したに過ぎない。

第2は少数銘柄でポートフォリオを構成し、主に ESG における当該企業にとっての重要課題につき直接積極的エンゲージメントを根気よく行ったうえでその課題を解決することによって投資リターンを得ようとするものである。もちろんポートフォリオマネジャーの意図するところは株価へのポジティブな寄与である。このような意図を持つファンドを運用する場合、ポートフォリオは当初 ESG 評価機関の評価が低い銘柄で構成されることになる。

第3はインテグレーションと呼ばれる手法（実はその種類も今日多様化しているがここでは代表的な

考え方を指摘したい）である。企業の ESG 活動について総合的評価を行いユニバース対象企業全てに（日経225をベンチマークするならばその全銘柄）ESG レーティングを賦す（自らの評価で）とともにファンダメンタルズ評価（一定期間の業績予想を行い）によるレーティングも賦す。そのうえで、両分野における高評価企業のみをピックアップしてポートフォリオを構成するものである。

パッシブ運用では対象となるインデックスにほぼ連動した全銘柄を保有することになる。アクティブ運用で見られる EXIT（売却）や ESCAPE（投資対象の忌避）はできない。近年ではアセットオーナーからの要望も強くあることから全ての保有銘柄に対し ESG 評価を厳密に行うことが必要となる。しかしこの場合ファンダメンタルズ評価については「放棄」して良いことになる。

しかし ESG のうち G は企業価値（＝株式価値：ここではそのように定義する）そのものの向上も意図するため自ずからファンダメンタルズ評価をある程度行っている（ROE の重視や政策保有株式の削減等）と評価できることになると評する機関投資家もいる。

であるとすれば公的年金基金としてはパッシブ運用を基本にしたうえで上記の ESG 評価を厳しくアセットマネジャーに要求することにより、日本株についていえば日本企業全体に刺激を与えかつインデックス全体の上昇を期待できるようになる。こういったパッシブ運用を「積極的パッシブ運用」と呼ぶことも可能であろう。

しかしこのような運用体制を築くためのインフラストラクチャーの整備は短期間で築けるものではなくかつ費用が相当かかる。一般のパッシブ運用に比

べそれに見合うフィーを獲得できなければ機関投資家の負担は相当重くなる。一部の巨大機関投資家であれば ESG リサーチ機能を備え、かつファンダメンタルズ価値分析を可能にするアナリスト集団を擁することができようが容易なものではない。

さて都合4つのタイプの ESG 投資手法を紹介した。しかしここでさらに考えなければならないのは **パフォーマンスレバレッジ** である。いずれのタイプにおいても良好な成績を取めたとしても真の要因分析は難しい。ある銘柄において1年間で株価が10%上がったとして、そのうち何%が ESG 要因かと分析することは不可能である。

もちろんもっと穿った見方として、冒頭述べたように ESG 投資は「大きな社会的ウネリであり common good value を実現する手段であり、社会全体が許容し目的とする」投資であると規定するならばケインズの美人投票論的見地（あるいはアプリアリに肯定する立場）からは要因分析すら無意味ということなのかもしれない。だとすれば企業は何のために存在するか、という従来の議論をここで再検討する必要がある。

2. ESG 情報開示と目的適合性

上場企業サイドでみると必要な時期に投資家および投資家以外のステークホルダーに ESG 情報開示を行う必要がある。ここでは投資家に絞って考えてみよう。

前章の議論を踏まえてみると ESG 活動に関心のある投資家には概ね下記のタイプを想定できる。

(1) アクティブ投資家

- ① ファンダメンタルズ分析を行うアナリストチームと ESG 評価チームが分離している場合。
- ② ファンダメンタルズ分析を行うアナリストが

同時に ESG 評価を行う場合、に分かれる。

(2) パッシブ投資家

これに対し、企業側が発信するレポートとして大別3種類を刊行しているケースが多い。

- (A) 価値創造レポート
- (B) サステナビリティレポート
- (C) ファイナンスレポート

ここで(A)の価値創造レポートとは組織体（企業）の中長期の持続的成長（サステナビリティ）を如何に計るかを念頭においたものである。いわゆる統合報告書はこれに近い¹。主な読者として想定するのはアクティブ投資家のうちファンダメンタルズ分析を行う投資家ということになる。

時間軸でいえば長期のしかも5年~10年と規定するとすると負及び正の外部性をいかに取り込み、かつ自社のビジネスモデルの変革やイノベーションの促進にどのように取り組むかについて記述しなければならない。会計学の世界の用語として使用されてきた組織体のゴーイングコンサーンをいかに図るかということと同義かもしれない。後程触れるがわが国のコーポレートガバナンス・コードで強調されている資本生産性の向上、政策保有株式の削減、取締役会機能の充実なども、企業の長期持続的成長可能性を目指したものとリンクする考えである。(A)においても社会のサステナビリティ問題との関係も記述されることになるが、基本はあくまで組織体の維持のためという注釈が必要であろう。すなわち予想される外部性をいかに的確に取り入れるかの視点が投資家には重要となる。

これに対し(B)のサステナビリティレポートは組織体（企業）の活動が社会のサステナビリティにどのような貢献（インパクト）をもたらすかを中心に記述することが求められる。主に想定される読者はアクティブ

¹ 2021年よりエーザイは従来の統合報告書の名称を『価値創造レポート』と変えたが開示の先進性については有名な企業であり注目される。<https://www.eisai.co.jp/ir/library/annual/pdf/pdf2021vcr.pdf> 検索日2021年10月3日。

投資家のうち ESG 評価を専門に行うアナリストおよびパッシブ投資家となる。もちろん ESG 評価機関や ESG 情報ベンダーの関心も高い。さらに NGO や NPO の外部ステークホルダーも大いなる関心をもって精読することになろう²。今日この観点から求められる情報は多岐にわたり詳細になっている。正確な数値の開示、それも実績値だけでなく重要項目に対する目標値も詳細に示すことが要求されている。

多くの ESG 投資家は ESG 評価機関や ESG 情報ベンダーの評価を部分的に参照し（中にはかなり依拠し）投資行動を起こすこともあるためパッシブ投資のウエイトが世界的にますます高まる中、サステナビリティレポート作成の役割も高まることになる。

しかし皮肉なことにパッシブ投資の高まりは企業のファンダメンタルズ価値の算定に興味を抱かないため当然のことながら投資対象企業自体の持続可能性が危うくなっていたり、そこまではいなくても株価（この場合 TOPIX 等のインデックス）が低迷している企業群が高評価を受ける可能性もある。

以上の点からパラドキシカルな話ではあるがパッシブ投資家もファンダメンタルズ価値の算定に無関心であってはならないことになる。今日、多くのパッシブ投資家も熱心に日本版スチュワードシップ・コードに則りエンゲージメントを自発的に積極的に行っている。一部アセットオーナーにより促され受動的に対応しているにせよ注目すべきことである。

ここでこれまで触れた日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードのわが国社会における意義について考えてみよう。前者は2014年に後者は2015年に公表されたガイドラインであるが3年ごとに改訂されている。言うまでもな

く前者は機関投資家向け、後者が上場企業向けのあべき行動原理を記述している。

両コードのわが国経済社会に与えた影響は計り知れない。

第一にソフトローによる社会改革を推進した点である。遅々として進まないガバナンス改革、資本生産性（稼ぐ力）向上の促し、さらには企業及び社会全体の持続可能性（サステナビリティ）への関心を高めさせ行動変容を行うことを促してきた。世界全体を見渡すと2014年以前からソフトローによる社会変革は相当のスピードで進みつつあったが、辛うじて日本社会が乗り遅れずに済んだといっても良いのかもしれない。

第二に両コードの内容は3年ごとの改訂を経て、時代の新たなニーズを取り込みより強固なハイレベルなものになってきている。論者によっては経営者にも機関投資家にも「箸の上げ下ろし」まで規定していると不満を述べる人もいる。そういった批判も一部わからないではないが筆者は「経営者あるいは機関投資家にとって必要十分条件とまでは言わないまでも最低必要条件を的確に示している」のではと思う。ある経営者はコーポレートガバナンス・コードにつきこれは「経営指南書」であると述べている。正鵠を得た発言ではないか。経営者はコードをそのようなものととらえ、さらにコードの議論を超えてオートノミー（自律性）のあるマネジメントを志向しなければならない。実はこのように述べた経営者は常にコードの先を行く改革を行ってきた。

最後の(C)のファイナンスレポートは、財務情報を中心に織り込んだレポートである。読者は一般に財務情報というイメージとしては「有価証券報告

² ただし、ESG 評価機関や情報ベンダーにはさまざまな情報収集方法があり公表情報を基に情報整理・評価を行う機関の場合、サステナビリティレポートを精読することになる。これに対し開示すべき項目を企業に送付して解答を求める機関もある。余談ながら両者とも英語でのレポートあるいは回答があることが前提となっている機関が多い。すなわち英語で回答を行う体制が整っていない企業、あるいは日本語に比べ稚拙な英語表現に伴う場合は評価にマイナスの影響を及ぼすことになる。

書」「決算短信」あるいは「決算参考データ」を合併したものを思い浮かべるかもしれない。

筆者がイメージするところの優れたファイナンスレポートとは図表1に掲げている Roche 社の Finance Report である³。メガファーマの一角である同社を分析するにあたってファンダメンタルズ分析を行うアナリストだけでなく ESG アナリストにとっても精読は必須であると思う。同社は同時に (A)(B)の機能に重点を置いたレポートも作成している。

よく最近喧伝されるのは「過去の財務情報を掘り起こし分析しても意味はない」という類の論調である。貸借対照表上に示されている「資産」は将来の当該企業のキャッシュフロー予測を行うのにあたり今やあまり意味はない、という主張をする人も散見される。しかしこのような主張は企業を真摯に分析を行ったことのない人が陥る誤謬であると思われる。将来を予想するにはタイプ(A)のレポートは必須であるが、時系列としての「過去」「現在」の業容の把握も重要となる。

Roche 社を分析するにあたり、この企業がどのような歴史を持ち、現況、いかなる薬効分野において優れた製品を保有し世界にどのくらいマーケットに浸透させているかの詳細はこのレポートを読まなければならない。いわゆるセグメント情報（薬効別ではなく製品別の地域別売上高も記載されている）の記述も詳細である。そして当社の未来のイメージを描こうとするとき(A)も読むことになる。多くの日本企業は(C)について Roche 社のような体系だったものを作成している例は少ないように思われる（いくつかの資料を繋ぎ合わせれば把握可能ではあるがユーザーフレンドリーとは言えない）。

ここまでの論議で筆者が主張したいのは価値創造

レポート、サステナビリティレポート、ファイナンスレポートの3つの企業報告書の作成が必須であるということである。

図表1 2020 Roche Finance Report の表紙



出所) Roche Finance Report 2020
<https://www.roche.com/dam/jcr:988cc95a-0813-4e70-a7c8-f61a4b902749/en/fb20e.pdf>
検索日2021年10月3日。

3. 情報の非対称性解消と エスカレーションの問題

本章では(A)価値創造レポートと(B)サステナビリティレポートに絞り企業側が作成するにあたり考慮すべきポイントを3点指摘したい。

第1点 価値創造レポートにおいては、先ず経営者により企業理念（今流行りの言葉では、企業の存在理由やパーパス）を具体的に明確に語ることが肝要となる。

価値創造レポートにおいては企業自身の持続可能性を語るとともに社会価値の創造に如何に寄与するかを語らなければならない。下記の図表2はある海外医薬品企業の経営者メッセージの一部であるがこの点を簡潔に示している。

従って価値創造レポートにおいては企業の ESG

³ 全体で190頁あり詳細な財務諸表・注釈があり、その点は有価証券報告書と類似しているが説明は財務会計の専門家でなくとも分かり易い。とともに最初の40頁はアナリストにとって分析上必須の項目が親切に記述されている。すなわち紋切り型のところがない。

図表2 NovoNordisk 社のパーパス

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及していきます。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さんの利益につなげていきます。これがうまくいけば、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となります。

出所) ノボノルディスク統合報告書2019年、1頁
https://www.novonordisk.co.jp/content/dam/nncorp/jp/ja/sustainable-business/annual-report/pdfs/AnnualReport_2019_0508.pdf
 検索日2021年10月3日。

注) 図みに同社の統合報告書は7種の言語で発行されている。

活動の開示は当該企業の本業における活動と社会価値へと繋がる道筋を示すことが本分であり、外部性の当該企業の業績に与える影響（感応度）を示すことは副次的参考情報となることを認識しなければならない。もちろん医薬品企業や化学工業のように業種によって本業そのものが現在の外部性に対し積極的に取り組むことが社会価値の増大にかなり直結している場合にはその関係を示すことが主要な情報と位置付けられる。

第2点 これに対し(B)サステナビリティレポートにおいては広範なステークホルダーから ESG 活動全般に関し求められる情報開示について能動的に対処する必要がある。この場合の求められるとはハードローの世界において求められる最低限（ミニマム）なものはもちろんのこと、ソフトローで求められているものも満たさなければならない。また、その意図するところを先取りすることも必要となる。

多くの点で自社との企業価値関連性に首を傾げる開示領域もあるが、ESG 評価がグローバル基準で行われること、網羅性を要求されることに留意する必要がある。すなわち日本社会における特殊性・ステージや業種特性を考慮して行われるよりもグローバルな関心領域が優先される可能性が高いことも考慮する必要がある。項目によっては企業と関連性が薄いものでも所与（given）のものとして受け止め

る必要もあろう。

非財務情報開示基準の統一化は早急に進むと思われるが、ミニマムなものを示すに留まる可能性が高いと思われる。周知のように乱立する非財務情報開示基準は統一化が進む可能性が出てきた。IFRS の動きはとりわけ注目されよう。しかし ESG 評価機関や ESG 情報ベンダーの情報量・情報解析力はすでに相当の域に達している。企業側としてはこれら機関や大手 ESG 投資家との絶え間ない情報相互作用の中から鋭く今ソフトローの世界で何が求められているか、あるいは将来何が必要になるかを見定めたいうで充実した開示を行う必要がある。

そういった意味で欧米の一部企業は GRI、SASB、TCFD、CDP の要求開示事項に則り隙のない開示を行っている。図表3はその一例である。究極のところ企業が非財務情報開示にあたり留意すべき点はどこにあるのではないかな。

第3点 マテリアリティの設定はもっと深度を増して行うべきであることを強調したい。マテリアリティの設定は多くの企業において行われており価値創造報告書にもサステナビリティ報告書にも記載されている。その場合同じであっても構わない。同様の場合自らの企業価値創造に対するマテリアリティが十分に検討されていないケースが多い（もちろん異なる考えとして、社会的価値への貢献（インパクト）と企業成長への貢献とを区分して示すのも一つの方法である）。

図表4の企業の場合、最重要事項（右上の象限にあたる）として「イノベーション」と「利益成長」が記されていることは注目されるべきであろう。当社は ESG 投資家からの評価が非常に高いこともここで付しておく。

以上の3点を踏まえて改めて本論の趣旨をまとめてみたいと思う。本来企業の情報開示は外部の情報利用者との非対称性を解消する一助となることを主

図表3 2020 Pfizer ESG Report の目次

In this report

Introduction
 2 A letter from our Chairman & CEO
 4 Highlights 2020
 5 Our approach to ESG
 7 Priority ESG issues

Bold Moves
 10 Unleash the power of our people
 11 Deliver first-in-class science
 12 Transform our go-to-market model
 13 Win the digital race in pharma
 14 Lead the conversation

Environment
 16 Overview

Social
 20 Overview

Governance
 25 Overview

Performance
 29 Environment
 30 Social
 33 Governance

Appendix
 35 GRI Index
 43 SASB Index
 47 TCFD
 49 About this report
 50 Independent accountants' report

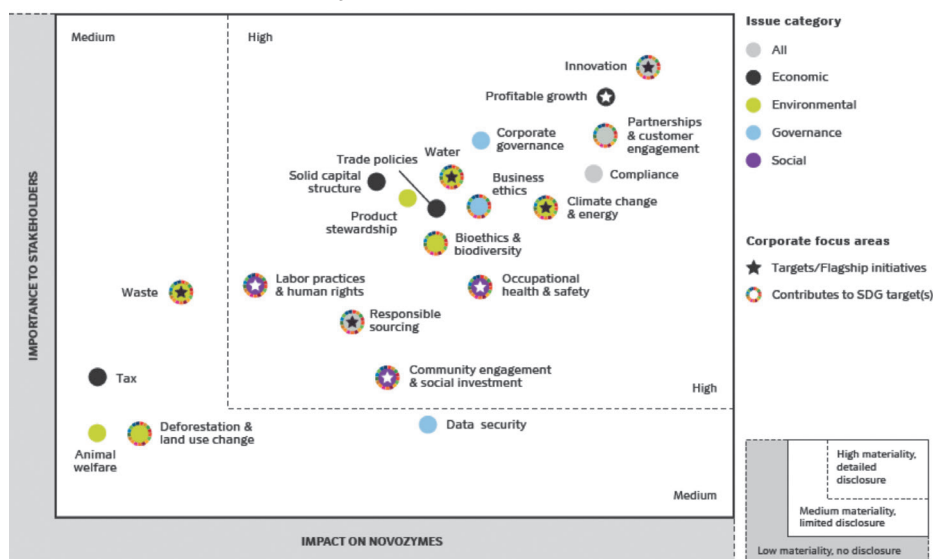
眼としている。しかし、近年の両コードの進展や ESG 投資の隆盛化は開示すべき情報の量・質を飛躍的に充実させることを企業は余儀なくされている。この流れが促進された遠因はすでに述べた通りソフトローの台頭である。しかも国を超えて広がっている。この動きは今後も加速化しよう。やがてハードローとなるとしてもその前に遵守すべき社会規範として定着する可能性がある。

そういった点をとらえ企業を取り巻く投資家以外のステークホルダーも含め情報の非対称性を解消する欲求がエスカレートしてくると思われる。企業の説明責任（情報開示の範囲・責任）は広がるばかりである。そしてこの波は各種サステナビリティ・ボンドの発行主体としても期待される非上場企業や非営利企業体にも及ぶことになろう。

そしてここで忘れていけないのはゲートキーパーあるいはモニタリング機能の充実である。いわゆるサステナビリティ・ウォッシュは是非とも避けなければならない社会課題になりつつある。

出所) ENVIRONMENTAL, SOCIAL & GOVERNANCE REPORT 2020, Pfizer Inc.
<https://annualreview.pfizer.com> のサイトに入りさらに Pfizer2020 ESG Report をクリックすればダウンロードできる。検索日2021年10月3日。

図表4 Novozyme 社のマテリアリティ・マトリックス



出所) Novozymes Report 2019 Sustainability, p5.
https://report2019.novozymes.com/PDF/Novozymes_Report_2019_Sustainability.pdf
 または <https://www.novozymes.com/en/about-us/sustainability/materiality> で検索可能。
 検索日2021年10月3日。