

企業情報開示の今日的課題とESG

田 中 襄 一

はじめに

本稿の目的は、企業情報開示に関わる課題と今後の方向性を検討する事にある。このため、近年の情報開示の経緯を振り返り、情報開示統合化の議論を踏まえ、企業価値評価を行う際に、有用性が高まっている非財務情報、その中でも特に注目されているESG問題 (Environment, Social, and Governance issues) について再考する。

企業による情報開示の目的は、企業のステークホルダーに、企業の実体とその行動への理解を促し、信頼を獲得することにある。このことによつて、より高い企業価値の創造を行うおとするものである。企業は事業活動の中で各種の法律や規則に基づいた情報開示をするが、それだけでは充分とはいえないため、企業独自の自発的な情報開示を行う。資本市場における情報開示についてみると、その内容は、もともと財務情報が多かったが、近年、非財務情報と

呼ばれるものがその比重を高めており、その中味は多岐になってきている。

非財務情報には、企業価値を創出するための知的資産や将来の不確実な要素を明示的に示すリスク情報及び、経営の意思決定の仕組みと監督の状況を表すガバナンス情報がある。加えて、環境や社会に対する企業の姿勢と対応の状況、主に財務情報の中から導出されるKPI（Key Performance Indicator：主要業績指標）、将来収益を予測するための見積もり情報、経営理念、経営計画、経営者の考え方等、といった多様なものも含まれる。

この中でも、環境問題、社会問題や企業のコーポレート・ガバナンスの状況に対する企業の姿勢と対応については、これをESG問題と表現することが多い。そして、このESG問題は、投資家の投資判断の際に重要な位置付けを持つてきていることが注目されている。

本稿では、過去十数年に渡って大きく変容して来ている情報開示の内容について詳述する。これは様々な組織が開示する情報内容について提案しているため、それらを整理し理解するためである。

ところで、企業による財務情報や非財務情報の開示は投資家だけではなく投資家以外のステークホルダーに対する情報開示としても大きな意味を持つ。今日、企業は投資家始め企業のステークホルダーの理解と満足を得るような事業のプロセスを示し良好な結果を生まなければ、社会の中で存在しにくくなってきている。企業は社会との関係性を維持しつつ、その中で事業活動を展開していることを勘案すれば、企業経営の目的は資本市場における企業価値、つまり株主価値を高めることにあるが、同時にその株主価値を創造してゆくプロセスの中で、企業は社会的存在としての企業価値（社会的企業価値）を高めていくことでもある。このことは社会そのものの価値を高めていく、つまり社会を豊かにしていくことを意味している。¹⁾

ESG問題は投資家の視点から論じられることが多いが、社会との関わりでみると、企業の他の様々なステークホルダーの目線からも考えられるということは無視し得ない事柄であるといえよう。

なお、共有価値 (Shared Value) という考え方で、企業と社会とを結びつける議論を展開しているポーター等の論文が参考になるだろう。²⁾ これによれば、企業は社会のニーズや社会問題に取り組むことで社会的価値を創造し、その結果、経済的価値が創造されるという考え方で、企業本来の目的は単なる利益ではなく、この共有価値創出だとしているものである。換言すれば、共有価値創造のプロセスの中では投資家のみならず、ステークホルダーの満足する価値を同時に創出してゆくことが不可欠であるということになる。情報開示の視点からすると、ステークホルダーが企業の活動を理解し納得する情報に接する機会を極大化することによって、企業の価値創造に資する成果をもたらすうということである。企業の社会的価値創造はステークホルダーが企業の行っていることを理解してはじめて実現するからである。

一方、企業からの積極的な情報開示も重要なものではあるが、情報を受け取るステークホルダーサイドの課題もある。それは多様な情報を効率的に選択、整理し理解する能力を身につけなければならないことである。いわばステークホルダーにとっては情報リテラシーの獲得が不可欠とも言えよう。このためにも企業側に情報発信に際しての工夫は当然のことながら、情報を受け取る側の努力も求められている。

1 非財務情報開示への取り組み

非財務情報の重要性が認識されるにつれ、情報利用者の視点から、情報開示を企業の自主性に任せるのではなく、

一定のフレームワークのもとでの開示を求める動きが高まっている。非財務情報の内容は多様であり、論者によって多少その内容は異なるようであるが、概ね先に触れたような事柄を含むものである。この非財務情報の中でも、比較的早い時期から開示のフレームワークが示されてきたのは、環境問題に対する企業の姿勢と対応の状況が中心となる課題であった。

そこで、環境問題についてのフレームワークについて触れる。世界的な環境問題への取り組みは比較的歴史があり、その象徴的なイベントは一九七二年のストックホルム国連人間環境会議に遡ることができる。この時、人間環境宣言が採択され、国連環境計画（UNEP）が創設された。その後、国だけではなく民間、企業レベルでの環境問題への取り組みは徐々に浸透してゆくこととなった。とはいうものの、企業が独自に環境報告書等を作成、開示することが普及するまでには時間を要した。

環境問題が今日的課題として取り扱われクローズアップしたのは一九九二年の国連地球環境開発会議（リオサミット）においてであった。このような動きの中で、深刻化する地球環境の改善について、企業等が取り組む姿勢と対応策について、自主的に作成、開示され始めたものが、いわゆる環境報告書である。なお、環境問題への対応が話題になるにつれ、環境マネジメントの必要性が高まり、ISO（国際標準化機構）は環境マネジメントに関わる多様な企画の検討を始めた。そして、一九九六年にISO14001が発行された。ISO14001は企業の環境マネジメントシステムのルールを定めたものとして、環境報告書の普及とともに、世界の多くの企業で採用されることとなった。我が国の環境報告書の作成についてみると発行する企業は着実に増え、二〇〇四年度中に環境報告書を作成した企業は八〇一社（上場、非上場）に達するまでになっている^③。加えて、二〇〇三年三月に閣議決定された「循環型社会

形成基本計画」の中で環境報告書の作成推進が掲げられたことよって、企業の環境報告書の作成が加速化することになった。世界的な環境問題への取り組みを背景に、非財務情報の中でも、環境問題に関わる情報開示は比較的早く行われてきた。

非財務情報の中での主要な要素のひとつである、知的資産の情報開示の我が国における推移についてみる。産業競争力強化のために知的財産の保護、育成の気運が高まり、二〇〇二年に政府により「知的財産戦略大綱」が策定され、二〇〇三年にはその具体策として、知的財産推進計画が公表されるにいたった。そして、二〇〇四年、知的財産の情報開示のフレームワークとして経済産業省より、知的財産報告書のガイドライン「知的財産情報開示指針」が示された。この開示指針に基づいて知的財産報告書を独立して作成した企業は限られたが、アニュアルレポートなどの中に包含する形で掲載する企業がみられた。この知的財産報告書はどちらかというところ、企業の持つ特許、技術、ノウハウと言った側面に焦点を当てた形での非財務情報の開示であったことが特徴である。このような経緯を踏まえ、企業のいわゆる「見えざる資産」を広範囲に捉え、企業の競争力の源泉を、人材、技術、組織力、生産活動のネットワーク、ブランドなどを知的資産として、それらの要素を開示するための「知的資産経営の開示ガイドライン」が二〇〇五年に公表され今日に至っている。

一方、海外における動きを見ると、二〇〇四年にはOECDにおいて「知的資産と価値創造プロジェクト」の中で知的資産経営についての開示ガイドラインの議論が行われている⁽⁴⁾。

ここで、我が国におけるリスク情報などの開示についてみると、二〇〇四年から有価証券報告書の中に、「事業のリスク」「財政状態及び経営成績の分析」「コーポレート・ガバナンスの状況」の記載が求められるようになり、非財

務情報開示のフレームワークは一段と明確になってきた。

先に触れた環境報告書のフレームワークは引き続き存続しているが、世界的に見ると、後述するが、国際的なサステナビリティレポートの推進を目指すガイドラインを作成しているGRI (Global Reporting Initiative: 本部アムステルダム) という組織の活動にみられるように、環境問題に限らず、広く社会・経済問題をも包含する形へと発展し、それがひとつのデファクトスタンダードを形成しつつあるようにみえる。

1-1 欧米における非財務情報開示の展開

我が国の情報開示の動向に影響を与えた欧米における非財務情報の開示についての推移を一瞥する。

EUにおいては財務情報以外の非財務情報開示のガイドラインについてはかねてより様々な形で検討されていたが、それが具体化したのは二〇〇三年のEU会計現代化指令^⑤で、年次報告書において、非財務情報についての開示をEU加盟諸国に要請したものである。その特徴は、財務報告の中で、直面する主要なリスクと不確実性や企業の成長を理解するために必要な財務及び環境や従業員の問題に関する非財務のKPI等の記載を求めていることにある。

EU指令はEU加盟各国に、それぞれの国内での法制化を求めるものであるが、たとえば、英国ではこれを受けて、二〇〇六年の英国会社法改正のもとで、Directors' Report (取締役会報告書) の中で、非財務情報が記載されるようになった。もともと、英国では非財務情報の記載については議論が積み重ねられ非財務情報を含めたOperating and Financial Review (OFR) 報告書を作成する方向であったが、変更されたいきさつがある。

一方、米国においては環境問題の中でも中心的な課題でもある気候変動に関する情報開示が求められるようになって

た。米国SEC（証券取引委員会）は二〇一〇年に気候変動の開示に関するガイダンス（解釈指針）を公表した。これは、企業に気候変動に関わる問題が、自社の事業に及ぼす影響についてアニュアルレポート（年次報告書）の中で言及することを求めたものである。もともと、米国のForm 10-Kと呼ばれる年次報告書において、非財務情報についてはRegulation S-Kによって開示が求められている。その中には、事業の説明やリスク要因の解説、経営者による財政状態及び業績の分析（Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations：MD&A）等が含まれる。この二〇一〇年のガイダンス公表の背景には、気候変動が企業経営にもたらすインパクトを知りたいという投資家ニーズへの対応ということがある。具体的には、①気候変動問題についての国内外の規制が企業にもたらすリスク、②気候変動が直接的に企業に及ぼす影響、③事業に必要な資源の入手可能性の変化、④企業が販売する特定商品の需要減少につながるリスク等である。

なお、国際的にみても非財務情報の重要性については認識され、国連においても議論されてきた。UNCTAD（国連貿易開発会議）は二〇〇五年一月に「コーポレート・ガバナンス開示における優れた実践のガイダンス」^⑥を公表し、非財務情報開示について具体的な提案を行った。これは二〇〇二年に策定されたものを充実拡大したもので、非財務情報開示項目として①企業の目的、②オーナーシップと株主の権利、③重要な資産の管理、④ガバナンス構造と方針、⑤取締役会構成員と重要な執行役員、⑥株主及び環境や社会に対する重要な課題、⑦予想される重要なリスクファクター、⑧社外の独立した監査人、⑨内部監査機能をあげている。

1-1-2 複雑化する開示のための環境ガイドライン等

企業が報告書類を作成する際のガイドラインについてみると、環境報告書の開示に際しては、世界的に見れば、GRI (Global Reporting Initiative) のサステナビリティ報告ガイドラインがあり、国内においては環境省の環境報告ガイドラインがある。環境問題の中でも特に、温室効果ガス算定のためのガイドラインとしては、国際的には、GHGプロトコル (The Greenhouse Gas Protocol)⁽⁷⁾ やISO14064-1基準があり、国内においては環境省・経済産業省の温室効果ガス排出量算定・報告マニュアルがある。

GHGプロトコルは近年話題となって企業もその対応に努力していることもあるため、GHGについて、やや詳細になるがここで触れる。このプロトコルはSCOPE1、SCOPE2、SCOPE3の三段階に区別されている。SCOPE1は温室効果ガスの自社による直接的排ガス量の基準である。SCOPE2は電力、ガス等外部からのエネルギー購入に伴う間接的な温室効果ガス排出の規制である。SCOPE3は、SCOPE1、2以外の企業のバリューチェーン、サプライチェーンの全ての段階で発生する温室効果ガスの排出規制である。最近はこのSCOPE3レベルでの排出規制が企業に求められるようになってきたことが注目される。このSCOPE3の中でも三つのレベルが考えられている。ひとつは企業の事業活動の上流工程、つまり、企業が購入した、財・サービスから発生する温室効果ガスである。二つ目は下流工程、つまり、企業が販売した財・サービスから発生する温室効果ガスの排出である。つまり、GHGプロトコルの目的は、あり、三つめは、たとえば、従業員の通勤に伴う温室効果ガスの排出等である。つまり、GHGプロトコルの目的は、事業活動により、ステークホルダーによって生み出されるすべての温室効果ガスの排出について検討を加え、その排出を低減させようとするものである。

このほか、環境問題に限らず、広く社会的責任についてみると、ISOは組織（企業に限らない）の社会的責任に関するガイドラインであるISO26000を二〇一〇年一月に発行した。ISO26000については後述する。このように、企業に対する各種のガイドラインは世界基準のものと国内基準のものが混在しているのが現状である。

一方、温室効果ガス情報の利用者の立場からの視点で活動するカーボンディスクロージャープロジェクト（Carbon Disclosure Project：以下CDPとする）がある。CDPは二〇〇〇年に英国に本部を置き、世界の機関投資家の参加を得て設立された非営利団体である。CDPの活動に賛同し署名した機関投資家は二〇〇三年には三五社で、その運用総額は四兆五〇〇億ドルであったが、二〇一三年には七二二社八七兆ドルに達するまでになっている⁽⁸⁾。企業の温室効果ガスに対する情報開示への関心が高まるなか、情報利用者の立場から、その削減の取り組みについての開示をもとめようとするのがこのCDPである。なお、CDPは温室効果ガスの削減だけではなく最近では気候変動という大きな枠組みの中で、水資源の有効活用に対しても目を向けていることが特徴的である。

CDPは毎年、企業に調査票を送付し、温室効果ガスの排出及び水利用についての実態調査を行っている。温室効果ガスについてみればGHGプロトコルの中のSCOPE3基準の開示を評価のひとつとして採用している。

もともと、CDPの目的は気候変動が企業にもたらすリスクについての情報提供や気候変動が企業価値形成に与える影響を経営者そのものに理解を促すということにある。つまり、気候変動リスクの情報開示も重要なものではあるが、それ以前にこのリスクを意識して気候変動に対して真摯に考え、持続可能な社会を形成するということが重要であると言うことを意味している。このことよって、CDPは地球全体としての気候変動リスクの低減を目指しているのである。

ところで、気候変動の企業に及ぼす影響について情報開示のフレームワークは欧米においていくつかの試みがなされてきた、CDPは代表的なものであるが、その他にCRDI (Climate Risk Disclosure Initiative) がある。CRDIは二〇〇六年に「気候変動リスク情報開示のためのグローバルフレームワーク (Global Framework for Climate Risk Disclosure)」を公表した。これは、CDPと同じように情報開示の基準化を図ると同時に企業側に情報開示を促すことを目的としたものであるが、いままでの経緯をみると、このフレームワークはCDPの動きの中で、影響力が低下したように見受けられる。

加えて、CDSB (Climate Disclosure Standard Board : 気候変動情報開示基準審議会) の動きもある。このCDSBは二〇〇七年の世界経済フォーラム (ダボス会議) において提唱され設立されたもので、事務局はCDPが担っている。これは、企業のアニュアルレポート (年次報告書) 作成に際して、気候変動に関わる、企業の姿勢及び影響等について情報開示を促すためのフレームワーク策定を目指す組織である。この組織は国際会計基準審議会 (International Accounting Standard Board : IASB) を意識したものであり、CDSBのフレームワークを将来的にはIASBのフレームワークの中の非財務情報のひとつとして位置付けようと意図しているものである。つまり、制度開示の中で、気候変動に関わる情報開示をするよう働きかけていることを意味する。具体的にはIASBが二〇一〇年に公表した「経営者の説明」 (Management Commentary : MC)⁹⁾ の中に取り込むことが期待されている。

CDSBのフレームワークの具体策として、二〇一〇年九月に気候変動報告フレームワーク (Climate Change Reporting Framework : CCRF) の第一版を公表 (二〇一二年一〇月に一・二版を公表) した。この内容は、気候変動に関わる、企業の定性的情報である気候変動に対する戦略分析、リスク、ガバナンスについての説明と定量情報である温

暖化ガス（GHGガス）排出量の報告、といったものが柱となっている。¹⁰ このようなことを考えると、CDSBのフレームワークは今後様々な方面で大きな影響を及ぼす可能性を秘めている。

1-3 GRIとISSO26000利用の一般化

ここで、環境問題を含めた企業のCSR（企業の社会的責任）活動についての情報開示の際にひとつの潮流の柱となっているGRI（Global Reporting Initiative）¹¹ について見る。GRIは地球環境保全を訴えた「セリーズ原則」を公表した米国の民間団体CERESとUNEP（国連環境計画）との協力のもとにスタートしたプロジェクトである。このプロジェクトの目的は世界的に普及してきた環境報告書の質、信頼性の向上と同時に多様なフォーマットで作成されている環境報告書の比較可能性を高めるためであった。ただ、時代の流れとともに、環境問題だけではなく、社会問題、経済問題等を含めた持続可能性（サステナビリティ）に言及する報告書のガイドラインへと変貌を遂げている。GRIは二〇〇〇年にガイドライン（Sustainability Reporting Guideline）の第一版を発行し、基本五年ごとの改訂を目指しているが、二〇一三年には第四版（G4）を発行した。なお、GRIを専門組織として確立するために、二〇〇二年にCERESから独立する形で、オランダに事務局を置き今日に至っている。

GRIのガイドラインは近年、世界の多くの企業が作成するCSRレポートあるいはサステナビリティレポートといわれる報告書作成の際に参照されている。KPMGの調査によれば、フォーチュングローバル五〇〇社のうちの上位二五〇社の八〇パーセント、世界三四カ国における売上高上位一〇〇社の六九パーセントがCSR報告書等の作成の際に基準として、GRIガイドラインを用いていることが明らかとなっている。¹²

ところで、ISO (国際標準化機構) が持続可能な社会の実現に向けてという構想のもとに生み出したものが、二〇一〇年に発行されたISO 26000 (Guidance on Social Responsibility) である。これは、企業に限らず、あらゆる組織、たとえば行政、NGO等の社会的責任の実行とその開示に関わるガイドラインであることが特徴である。ISO 26000が生まれた背景は「企業だけではなく、政府はもとより、NGO、消費者、労働者、その他あらゆる主体が協調し、新たな規範をつくり、あるいは制度を再構築しつつ対処してゆくことが必要だ、との認識のもと、持続可能な発展を実現するために求められている、あらたなグローバルガバナンス⁽¹³⁾」の確立を目指したものである。なお、このISO 26000は先に触れたCDSBと同じように、ルールとしては原則主義を貫いており、開示のフォーマットは規定していない。

GRIとISO 26000のガイドラインは企業がCSR報告書等を作成する際に参照されている。たとえば、パナソニックはCSR報告書の中の各項がISO 26000のどの課題に該当するか、また、CSR報告書あるいはホームページの中のどの頁がGRIガイドラインの情報開示該当項目なのかを一覧表にして、ホームページに掲載している。またソニーはISO 26000については言及していないものの、CSR報告書等の各項目がGRIのどこを参照しているかをホームページに掲載している。米国のエクソン社は同社のCitizenship Reportと呼ぶ報告書の中のどの項目がGRIガイドラインのどこに該当するのかをホームページ上に掲載している。このように、国内外を問わず、CSR報告書等の作成に当たって、ISO 26000やGRIを参照している現実がある。

2 情報開示統合化の潮流

企業情報の開示に際して財務情報だけではなくESG問題に関する情報といった非財務情報をも一括してまとめた形の統合情報開示の道が模索されている。財務情報が企業価値形成に与える影響度合いの低下、つまり、財務情報の価値関連性の低下は企業価値形成に際しての財務情報以外の情報が大きな影響を与えていることが理解される。¹⁴ 財務情報そのものの情報開示量は増加してきているのではあるが、それに反して、財務情報の企業価値との価値関連性の低下は大きな問題を提起している。つまり、制度開示のもとでの、情報開示の内容が問われているということである。制度開示のもとで、財務情報が中心的役割を担ってきているが、現実には非財務情報のもつ意味合いが大きくなっていく現実を考えると、制度開示の中でも、非財務情報の比重を高めていく必要性が高まってきていると言えよう。財務情報以外の非財務情報といってもその内容は多様であって、その中のどれが価値形成に影響を与えているかについては今後の研究が待たれる。

なお、非財務情報の定義は論者によって様々であるが、ひとつの例としてエクレスとクルスが著した「ワンレポート」によれば次のようなものがある。¹⁵ ①無形資産 (Intangible Asset)、②KPI、③ESG測定値 (ESG metrics) である。この中で、KPIは有形、無形の経営資源を活用して生じた企業の経営成果を表すものであり、たとえば売上高利益率、市場占有率、新製品開発件数等である。

非財務情報開示の重要性が広く認識される契機となったもののひとつは、一九九四年に、米国公認会計士協会 (AICPA) が公表したジェンキンスレポートがあった。「財務報告からビジネスレーティング」という問題意

識のもとになされたこの報告書はその後の企業による非財務情報の開示姿勢に大きな影響をもたらした。¹⁶ 同時に九〇年代から気運が高まってきたCSRを求める声に対応した企業の様々な情報発信への取り組みがあった。¹⁷ 近年では、制度開示の中に財務情報とともに非財務情報を取り込もうという動きもある。その象徴が、前述したようにIASBが二〇一〇年に公表した、MC (Management Commentary) の中で、ナラティブ情報として、非財務情報を記載することを求めたことがある。

このような潮流のもとで、財務、非財務の情報を一元的にまとめて作成、報告するフレームワークが試みられている。そのひとつが二〇〇六年に英国のチャールズ皇太子の呼びかけによりスタートしたAccounting for Sustainability (通称A4S) である。これはサステナビリティ情報(企業の持続可能性についての非財務情報)を財務情報とリンクさせて開示するフレームワーク策定をめざしたもの、つまり、企業の経営成績の開示の中に、非財務情報を取り込むことを明確化しようという試みである。このA4SとGRIが共同で設立したものが、IIRC (International Integrated Reporting Committee、現在はCommitteeではなくCouncilとなっている) である。IIRCは二〇一一年に「統合にむけて―二世紀における価値の伝達¹⁸」と題した総括的なディスカッションペーパーを公表した。広く意見を求めてから、二〇一二年にはこの具体的内容の一例ともいえる、プロトタイプ¹⁹を提示している。このような経緯を踏まえ、二〇一三年一二月に、ガイドラインを策定した。

ところで、企業の情報開示は資本市場関係者が主に描く企業価値、つまり株主価値形成のためだけではなく、同時に企業を取り巻くステークホルダーが描く企業価値(これを社会的企業価値とする)形成のためのものである。この株主価値と社会的企業価値が整合性をもって増大してゆくことが求められている。このためにも企業が発信する情報

は資本市場関係者のみならず全てのステークホルダーに対して理解と納得を促すものでなければならぬことは言うまでもない。そして、その情報は財務情報のみではなく非財務情報をも包含しているものが求められている。

2-1 IIRC創設の背景と意義

IIRCが二〇一一年に公表したディスカッションペーパーの中で「時代は変わった、報告書も時代の変化に対応する必要がある⁽²⁰⁾」と象徴的にのべているように、企業の公表する報告書に対して変革を求める声が高まってきたことがIIRC設立の根底にある。

企業は社内外での環境の激変の中にある。企業内の環境としては、先に触れたように、企業価値を形成する源泉が有形なものから無形なものになってきているという大きな流れと企業の健全な意思決定の仕組みを維持するというコーポレート・ガバナンスの問題がある。また、外的環境としては、事業そのものの国際化、迅速化に加え、地球温暖化等の環境問題、人口問題、貧富格差といった社会問題への対応等がそれである。こうした変化の中で、投資家はじめ社会のステークホルダーから理解と納得を得ることによって企業は持続可能な社会を作り上げる一員として貢献すると同時に、企業そのものが持続可能な経営を行う努力をしなければならない時代となってきた。

この時代背景にあつて、さまざまな形で、法的、制度的な強制のもとで作成、開示されてきた財務報告の内容は多様化し、情報量（つまり、ページ数）が増加してきた。これに加え、企業が自発的に作成、開示してきた要素の大きい、CSR報告書やサステナビリティ報告書といったものも、その中味は大変濃いものになってきた。財務情報、非財務情報を問わず過大ともいえる情報量をもって公表されてきているというのが現実である。これを、別の側面から見れば

ば、これら情報を利用する投資家、証券アナリスト、その他社会のステークホルダーにとっては、咀嚼、理解が不能な情報となつている可能性も否定できなくなつているといえよう。

この現状を踏まえ、IIRCの試みは、企業が発信する情報を整理、体系化し、企業間の比較可能性をもたせた報告書を作りあげようとするものである。さらに加えるならば、今までの財務情報やCSR報告書、サステナビリティ報告書に代表される非財務情報では、企業価値創造のプロセスが読み取りにくいといった問題への対応も視野に入れている。これは、企業が外部に公表している情報は、それが財務情報であれ非財務情報であれ、公表しなければいゝるような意味でペナルティーを受ける、つまり、情報開示に消極的な企業としてイメージを持たれるかもしれない、といった恐れから情報を脈絡もなく公表している企業も少なくないと思われるからである。

そして、情報開示の問題のひとつに、経営者の情報開示に関する意識の濃淡に起因するものがある。それは、情報開示に際して、その多くが社内の情報をもとに作成される財務情報、非財務情報ではあるが、そのような情報が経営の意思決定に活用されているか否かということである。せっかく有用な社内情報を利用して外部に公表する情報を単に、外部用として経営の中に生かさなないということは広く言えば、経営資源の無駄遣いということにもなる。IIRCにはこのような問題意識が根底にある。

2-1-2 統合報告のコンテンツ

財務情報と非財務情報が統合化されたフレームワークのもとで作成、開示されることのメリットは大きい。個々バラバラに作成されている、価値創造のプロセスについての説明が、ひとつの報告書の中で体系的に、整合性をもって

示され、それが数値だけではなく、ナラティブに表現されることによって、情報利用者により深い理解を促すことになる。

また、今までは多くの場合、情報の加工、公表がサイロ化、つまり組織の縦割りの中で行われ、相互関連性のない状態であり、その弊害は大きかったといえる。情報に一貫性のない状況のもとでの情報開示は、企業の価値創造プロセスの全体像について理解をもとめるといふことにはほど遠かったということがある。このサイロを取り払い、企業内にある多様な情報を整理し直し、一貫性のあるストーリーのなかで情報が組み立てられた開示は、情報利用者の理解と納得を得るために有用なことである。そして、より重要なことは、統合報告により情報が双方向で活用されることが期待されている。単なる、企業からの一方通行的な開示ではなく投資家を含めたステークホルダーとの対話を通じて持続可能な企業と社会を作り上げることになる。

なお、この統合報告によれば、価値創造に貢献する資本を考える場合、それは財務的資本 (Financial capital) だけではなく、それ以外の非財務的資本、具体的には、製造資本 (Manufactured capital)、知的資本 (Intellectual capital)、人的資本 (Human capital)、社会関連資本 (Social and relationship capital)、自然資本 (Natural capital) をも念頭に置きながら六つの資本が自社の事業活動とどのような結びつきをもつのかについて説明するように求めている。その具体的開示項目をコンテンツの要素として提示している。

ガイドラインによれば、その要素として次のような事柄が挙げられている。²¹⁾

A 企業組織の概観と外部環境

B ガバナンス

- C ビジネスモデル
- D リスクと機会
- E 戦略と経営資源の配分
- F パフォーマンス（定性的・定量的情報、KPI）、等である。

この統合報告による開示内容は、二〇一〇年に公表されたIASBによるMCの内容と重なるところが多いことが注目される。

なお、これら全ての項目を網羅しているわけではないが、国内外の企業で統合報告書作成の試みがなされている。²²⁾

3 不可欠となるESG問題への対応

非財務情報の中でもESG情報に関心が集まっているがESGの明確な定義は確立していない。一般的には次のような事柄に対する企業の姿勢と対応を表す総称として用いられることが多いようである。

- E（環境）…地球温暖化問題への配慮、有害物質の排除、工場立地等の際の自然との調和、水資源の有効活用等
- S（社会）…貧富格差の是正、児童労働の排除、地域社会への貢献、ワークライフバランスの改善等
- G（ガバナンス）…経営の意思決定が公正性をもつてなされ、それが有効に監督されているかという問題等

このESG問題はE、S、Gそれぞれに強弱はあれ相互に関連していることもあり、個別に切り分けて評価するには困難さが伴う。たとえば、社会問題への姿勢と対応や環境問題への意識や改善努力等といったことは効果的なガバナンスへの経営者の取り組みによって影響される可能性が極めて高いということがある。別の視点からみると、企業

のESG問題への関心度合いと対応能力は企業のレピュテーション、企業価値の形成にも大きな影響を及ぼすことにもなる。

EとSとGとが同列に並べられているがEとSはどちらかというところ、企業の外部の問題に対する企業の姿勢と対応に焦点をあてているのに比べ、Gは企業内部の問題に対する事柄であるという大きな違いがある。

ところで、ESGと表現する場合、企業のESG問題への姿勢と対応を企業外部からの視点で評価し企業価値形成に結びつけようとする意図が大きい。一方、CSRと表される場合は企業自身がESG問題に対してどのように取り組み持続可能な状況を作り出そうとしているかを示すことが多いようである。このようにみると、ESGとCSRは企業の外から見るのかうちから見るのかの違いで、根底にあるものは同一の事柄であるといえる。

3-1 ESG問題とリスクマネジメント

ESG情報開示について別の視点から考える。企業のESG問題への姿勢と対応は企業のみならず、投資家ははじめ社会のステークホルダーにとっても重要な「見えざるリスク」と言うことができる。企業が事業活動を行う際のサプライチェーンの中で、環境や社会に対する配慮がなされない、たとえば、有害物質や温暖化ガスの大量発生を見逃すといったこと等のことがあれば、企業はレピュテーションの低下をもたらすリスクが表面化することになる。投資家にとってみれば、このような事態は企業価値を毀損することになり、投資採算の悪化をもたらす。他の多様なステークホルダーにとっても、直接、間接の影響を受けることは避けられない。このこともあり、企業はESG問題に多大な関心を持たざるを得なくなる。従って、企業にとっては、ESG問題について考えその対応策を検討すること、つ

まりESGマネジメントはまさにリスクマネジメントそのものであるといえよう。

そして、企業がESG問題に対応するための費用は短期的コストと考えるのではなく、長期的視点に立った投資と捉えることが必要となる。目先ではその時々が発生する経費とみえるが、企業の健全な成長、持続可能な発展のための投資と理解し行動することが必要であろう。そのリターンは資本市場や広く社会での高い評価の獲得によって具体化されてゆくことになる。また、資本市場のみならず社会においてのレピュテーションの高まりは企業の競争力強化を通じての企業価値向上に有益なことでもある。

なお、特に資本市場においてではあるが、ESGリスクが明らかになった場合どのようなことになる、あるいはどのような対応を迫られることになるのだろうか。企業のESG問題への対応が不適切であったり、それが直接、間接に業績に影響を及ぼす、あるいはその可能性が高い場合、投資家は一義的にはウォールストリートルール（当該企業の行動、業績に不満がある場合は株式を売却して市場から退出すること）を適用し、企業との関係を消滅させることになる。一方、単純にウォールストリートルールが適用しにくい場合、たとえば、投資家の当該企業への運用規模が大きく、市場での売却が株価の下落を招き大きな影響を受けるため、単純に売却できないといった場合、投資家は大株主として持つ影響力を行使することになる。つまり、当該企業の経営陣にESGリスクが顕在化することを回避するよう促すことになる。このように、投資家が株主としての権利を行使し企業に社会的責任を全うさせる投資行動をとることを、*Responsible Investment*（責任投資）と呼ぶ。

投資家以外のステークホルダーは企業に対して株主である場合は、株主としての権利を行使することが可能である。ところが、株主ではない場合は直接的に企業に対してESG問題への対応を提起してゆくことになるが、大きな影響

を与えるには困難さが伴う。どのような形であるかを問わず、コミュニケーションを図り、ステークホルダーが何らかの形で、企業のESG問題に関わる摩擦を低減するよう求めるケースも生まれている。後述するESGリサーチ会社（企業のESGに関わる活動を評価し、その情報を機関投資家等に提供するサービス会社）の評価は、ESG問題についての投資家と企業とのコミュニケーションのひとつの叩き台という意味で有用なものとなる。とはいうものの、仮に企業がESG問題について不適切な状態にあつたとしても、ESGリサーチ会社の判断で、企業の変革を促すことは極めて困難である。現実問題として、企業への影響力をもつ投資家が働きかけなければ、ESG問題に対して企業の誠実な対応を求めることは難しいことであろう。

このようにみえてくると、企業のESG問題への姿勢と対応、つまり、企業のCSR活動あるいはサステナビリティの維持・向上のための活動は、企業のリスク低減効果をもたらし、レピュテーションを高め、企業価値の向上を目指す上で不可欠なこととなっていることが理解される。企業のリスクマネジメントにおけるリスクの範囲は財務、非財務の領域の全てにわたるが、その中でも非財務領域のESGに関わるリスクへの対応は、企業のリスクマネジメント能力の根幹に関わるものであるといえよう。

3-1-2 ESG問題と資本市場

ESG問題をクローズアップさせたのは、国連による責任投資原則（Principle for Responsible Investment：PRI）の策定である。二〇〇六年に提唱されたこの原則は、もともと国連内部での議論をうけて、当時のアナン事務総長が呼びかけたことによる。この原則は、機関投資家に対して、企業がESG問題への適切な対応をとっているか否かを評

価した上で、投資を実行することを促したものである。このことによって、投資パフォーマンスの向上を期待していることがある。本原則は六つの項目によって成っているが、その第一原則に「投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込む」と明確に述べられている。²³⁾

この原則に署名している機関投資家等は二〇一三年一二月現在、二七〇機関であり、ESG問題に対して企業等にサービス、アドバイスする組織としては一七九ある。参加する機関投資家の運用規模は二〇一三年一二月現在で三四兆ドルを超える。二〇一二年末の世界取引所連合（World Federation of Exchanges：WFE）の時価総額の五五兆ドルという規模を考慮に入れると、PRIの資本市場への影響の度合いの高さが理解される。

なお、機関投資家がESG問題と向き合う際に、一つの課題が議論された。それは、企業価値評価や投資判断の際に、企業のESG要因を取り込むことが受託責任を果たすために必要なのかということである。つまり、企業のESG問題を考慮にいたした投資、たとえばSRI（Social Responsibility Investment：社会的責任投資）等が受託責任にかなうものなのか、ということである。このような議論に対して、現在は少なくとも投資について期待されるリターンに、たとえESG問題に配慮しても、変化がないとすれば、そのような投資を禁ずるものではないという見方が多くなってきた。PRIの六原則の前文には、端的に表現すれば、受託責任に反しない限り、ESG問題を取り組んだ行動を行うという趣旨の表現があり、ESG問題が投資の際に不利に作用しないことを前提としている。このようなこともあってESGに配慮した投資は急増している。欧州では、二〇〇九年末時点では、七兆ドル以上、米国では二〇一一年末時点で三兆七〇〇億ドルを超えている。一方、日本をみると、二〇一〇年末で公募投信を中心に四〇〇〇億円程度と欧米との比較で見ると、その規模は小さい。²⁴⁾日本に比べ、欧米年金等機関投資家が積極化してい

ることが明示的に読み取れるが、この理由の一つに日本のSRIの統計上の計上基準がポジティブスクリーンで行われるものが主体なのに比べ、欧米においてはネガティブスクリーン抽出されるものが多いため、残高が大きくなる傾向にあるためである、と言われている。それにしても彼我の格差を大きいと言わざるを得ない。

3-3 重要性が高まるESG評価

企業が開示したESG問題への姿勢と対応の評価を行い、その情報を機関投資家等に提供するESGリサーチ会社は国内外に多数活動している。ESGリサーチ会社についての研究によれば、独立系の会社が多いが、そのほかのいくつかは大手金融サービス機関に属するものもある。これらは、もともと独立系であったものが、買収されるなどしたものである。世界的に活動するESGリサーチ会社のESGアナリストはそれぞれ数十名の規模であり、その世界全体の銘柄のカバレッジは三〇〇社程度である。この内日本銘柄のカバレッジは数一〇〇から一〇〇〇銘柄程度となっている。これらESGリサーチ会社は企業からのESG情報の入手方法の違いにより、①主に、企業の開示する情報を入手し分析する公開情報型、②主に、企業へのアンケート調査をもとに分析するアンケート型、③公開情報、アンケートに加え追加的な情報を企業に求める対話型、そして、④情報入手の形態というよりも、分析の手法に特徴を持たせるアナリスト型、の四類型に分けることができる。具体的には、①はイタリア拠点のECP I、②は日本のグッドバンカー、③はスイスのASSET 4、④はアメリカのMSCI等が挙げられる²⁵。

ここで、ESGリサーチ会社がどのような形で、分析を行っているのかを、アナリスト型といわれるMSCIのケースでみる。先の四類型の場合、調査の際にどの方法に力点が置かれているかの違いであり、分析手法は基本的に

は同じものと思われるのでESGリサーチの概要は理解されよう。やや長くなるが引用する「ESG評価は企業や業界の動向についてのESGの取り組みに関する情報の収集から始める。主には、企業が発行しているCSRレポート、IR（筆者注、インベスター・リレーションズのこと）レポート、財務報告書、企業ウェブサイトで企業のESGの取り組み状況や業界特有のESGリスク、成長機会の全体像を把握する。²⁶」このことを踏まえた上で、定性的情報を複数企業で比較可能にするために点数化しESG格付け（レーティング）を行う事になる。

このようにして評価されたESG格付けは、機関投資家はそのサービスを有料で入手することによって、具体的な投資行動に活用されることになる。年金基金を始めとする機関投資家がESG問題を考慮に入れた投資（以下ESG投資）を行なう理由として大別すると次の三つに分けられよう。「①パフォーマンスよりもESGの理念を重視する投資家、②ESGに配慮しつつ市場並みのパフォーマンスを確保したい投資家、③ESGで高パフォーマンスを目指す投資家²⁷」がそれである。機関投資家はESGを考慮する際には、自身の資金の性格やESGに対する考え方に応じて、おおむねこの三類型に分けられると考えても良いであろう。理想的には投資家がESG投資を行なう際に、みずからが企業のESGへの姿勢と対応について分析し、投資の基準を策定することが望ましいが、現実問題として、この作業を機関投資家が全て行なうことは困難である。従って、ESGリサーチ会社が作成するESG格付けを活用することになる。先に触れたようにESG格付けを行なうESGリサーチ会社はそれぞれ独自の考え方、手法で分析するため、同一企業が同じ評価を得られるとは限らない。どのESGリサーチ会社を利用するかについては、機関投資家の投資目的との適合性の中で決定されていくことになる。つまり、「ESG情報をポートフォリオ運用に利用する際には、『ESGの投資方針』と『パフォーマンス』のどちらをどの程度重視するかを考慮しながらポートフォ

リオへの組み入れ方を決める必要がある。」⁽²⁸⁾ ESG投資が、後述するように、必ずしも、パフォーマンス向上に貢献しない可能性もあるという現実を考えると、ESG投資を行なう機関投資家はどちらに比重を置いた判断をすべきか問題となろう。

3-4 ESG問題と投資パフォーマンス

機関投資家にとっては受託した資産を効率よく運用すること、つまり、投資リターンの最大化が目的である。このためには、企業がESG問題に取り組むことによって業績を向上させ、それが企業価値向上につながれば、高いリターンが期待されることになる。ところが、企業が積極的にESG問題に取り組んだとしても、それが直接的なリターンにつながらない可能性がある。また、逆にパフォーマンスを悪化させることが判明すれば、機関投資家の受託責任に反することにもなりかねない。このようなことから、企業のESG問題の取り組みと投資パフォーマンスとの関連について、国内外で研究が行われてきている。

二〇〇七年のUNEP（国連環境計画）の調査によると、ESG問題と投資パフォーマンスとの関連性についての二〇本の研究の内、関係がポジティブとしたものは一一本、ニュートラル六本（内、ニュートラルポジティブ二本、ニュートラルネガティブ一本）、ネガティブ三本であった。⁽²⁹⁾ また、別の、先行研究を隈無く調べたものによれば、「全体的に見れば、ESGスコアが高い企業、あるいはそのような企業に積極的に投資するパフォーマンスは少なくともESGスコアが低い企業や伝統的ファンドに比べ劣っていない」ということであり、「過去の先行研究では少なくともESGパフォーマンスは相対的に劣っていないことが示され」ている。⁽³⁰⁾ ただ、最近の研究によれば、必ずしも

ESG評価の高い企業への投資が良好なパフォーマンスを得ていないということもある。⁽³¹⁾つまり、関連性に関わる研究によれば、おおむね関連性がみられるものの、そうでない場合もあるということである。ESG投資が必ずしも良いパフォーマンスを獲得するとは限らないと言うことであろう。

3-1-5 ESG問題と証券アナリスト

証券アナリストは企業が開示する多様な財務、非財務の情報をもとに、中長期的な業績予測を行い、それをもとに企業の将来キャッシュフローの現在価値を測定し、現在の株価水準の妥当性を評価する業務を行っている。業績予想を行う際には証券アナリストは開示された財務情報をもとにした、過去から現在までの、成長力、収益力等についての分析を踏まえ、経済、産業、業界、ESG問題等の企業の事業環境の展望の中での、企業独自の今後の成長要因を把握することにつとめる。ことに非財務情報の活用についてみると、「ヒントとなるような非財務情報の開示がある」と、強みや、収益構造などの把握が容易になる。業績予想では、過去の分析を充分に行ったうえに、注力しようとす方向性とそのため各種資源投入も考え方などの非財務情報をベースに、アナリスト自身の『味付け』⁽³²⁾をおこなうということである。「味付け」はアナリストの経験と知見を生かして、ESG情報等非財務情報を業績予測に取り込む作業であるが、このことが、より大きな意味を持つようになってきている。

国内外において、ESG問題を証券アナリストが分析の際に取り込むことの重要性が認識されている。たとえば、米国のCFA協会（米国の証券アナリストの団体）は二〇〇八年に、「ESGという要因こそ、最終的に株式や債券、不動産、インフラ投資への評価に影響を及ぼしうる本質的なテーマを広範に含んだ枠組みである」として、「上場会社

のESG要因³³」を公表し企業評価におけるESG問題の重要性について提起した。欧州においては、E F F A S（欧州証券アナリスト連盟）は二〇〇七年にESG委員会（Commission on ESG）を創設し、証券アナリストが企業評価に当たってESG問題を取り組む必要性を訴えた³⁴。国内においては、日本アナリスト協会が二〇一〇年に、「企業価値分析におけるESG要因³⁵」という報告書を取りまとめた。これは、証券アナリストへのアンケート調査を踏まえ、企業評価の際のESG問題の重要性をクローズアップさせたものである。このように、国内外で企業評価の中にESG要因を取り込む気運は高まってきている。

結びにかえて―情報利用者に視点から―

本稿で見えてきたように、情報開示の動きは二〇〇〇年代に入ってから様々な領域で急速に展開している。これは投資家はじめステークホルダーのニーズへの対応ということもあるが、企業自身の経営姿勢の変化、つまり社会との共存の中での持続可能性を探るという意識への変化、がもたらしたものであるともいえよう。

ところで、企業の情報開示は資本主義社会のもと、事業活動を行うプロセスにおいて、多様な業務領域で独自の進展を遂げてきた。古くは出資をする投資家のためであり、企業の財・サービスの広告・宣伝のためであった。どのような形をとるにしても、それは投資家をはじめステークホルダーからの信頼獲得のためのものであった。こと、資本市場に関してみると、近年の情報開示に際しては、企業が発信する情報の中でも、特に非財務情報に関心が寄せられ、その中でもESG問題に関わる情報への注目が高まってきている。

企業が発信する非財務情報、とりわけESG情報は投資家のみならず他の多様なステークホルダーにとっても企業

価値形成大きな影響を及ぼす。資本市場における企業価値だけではなく、ステークホルダーが描く企業価値、つまり社会的企業価値の形成と向上は企業が、社会との関わりの中で事業活動している限り、不可欠なことだからである。これまで見てきたように、過多ともいえる企業からの情報開示がなされてきたのは、企業が資本市場における企業価値ばかりではなく社会的企業価値の形成がより重要な意味を持つということに対しての理解を深めてきたからに他ならないともいえる。

ステークホルダーの企業への関心が高まるにつれ、情報の内容は多様化し、情報量は増加し続けてきている。このような状況のもと、情報の利用者であるステークホルダーは、あふれる情報の中から必要な情報を取捨選択する必要に迫られると同時に、企業間の比較をする軸のないままの情報、極端に言えば、評価不可能なものを受け取っていることになりかねない事態となっている。特に投資家にとっての関心は投資判断に資する情報という一点に絞られているのが現状である。実務家の考えが理解できる次のような言葉がある。「『情報は多ければ多いほどいい』とは考えていない。投資家の関心は最終的には財務に集約される。……（中略）……『瑣末な情報の大量開示で、かえって重要な情報がみえにくくなる』ことに投資家は重大な懸念を有している」³⁶。

このような情報過多による混乱を避けるため、主に投資家からの視点であるが、企業の情報開示について、財務情報のみならず、非財務情報をも含めた形の開示フレームワーク、つまりIIRCの提唱するような統合報告にしてゆこうとする動きが加速化している。この試みが、国際的に共通化されたフォーマットで企業に情報開示を迫るものになるか予断を許さないが、ひとつの大きな潮流になっていることは疑いないところであろう。一定の比較可能なフォーマットでの情報開示が行われることは、情報利用者にとって大いに有用であることは違いない。とはいえ、企

業の発信する情報が正しく評価されなければ意味が無いとも言える。このためには、企業の情報発信に合わせて、情報利用者の情報解釈能力を高めていく努力も不可欠であろう。たとえば、かつて米国のGE社（ゼネラルエレクトロニクス社）がホームページのIRコーナーに投資教育のコンテンツを掲載し情報利用者のリテラシー強化を支援していたようにである。

- (1) 田中襄一「企業情報開示の統合化」政経研究第四九巻第一号、日本大学法学部、二〇一二年、二五頁―三〇頁。
- (2) Michael E Porter, Mark R Kramer “Creating Shared Value”, *Harvard Business Review*, January-February 2011, pp62-77. マイケル・E・ポーター、マーク・R・クラマー「共通価値の戦略」ダイヤモンドハーバードビジネスレビュー、ダイヤモンド社、二〇一一年六月、八頁―三〇頁。なお、本稿ではShared Valueを共有価値とする。
- (3) 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」環境省、一九九五年、一頁。
- (4) 戸崎豊「知的資産経営の開示ガイドラインの解説」企業会計第五八巻一号、中央経済社、二〇〇六年一月、一一頁―一二頁。
- (5) Directive 2003/51/ec of the European Parliament and of the Council of 18 June 2003.
- (6) UNCTAD “Guidance on good practice in corporate governance disclosure” TRADE AND DEVELOPMENT BOARD International Standards of Accounting and Reporting, November 2005.
- (7) 米国のWRI (World Resources Institute) とWBOSD (World Business Council for Development) とが中心となり一九九八年に設立され、企業、政府機関、NGO等が集まる団体により発行されている温室効果ガス規制の基準。
- (8) <http://www.cdproject.net/en-US/pages/about-us.aspx> 二〇一三年二月二十九日アクセス。
- (9) 田中襄一、前掲書、二九頁―四〇頁。MCは財務報告の中にいわゆる非財務情報の記載を求めたものである。

- (10) CDSB “ClimateChangeReportingFramework-Edition1.0” September 2010, pp19-26.
- (11) 一九八九年のエクソン社タンカー、バルデス号によるオイル漏出事件を契機として設立された環境保護団体。
- (12) KPMG “International Survey of Corporate Responsibility Reporting” 2011, p21.
- (13) 関正雄「ISO26000を読む」日科技連出版、二〇〇一年、六三頁。
- (14) 加賀谷哲之「持続的な企業価値創造のための非財務情報開示」企業会計六四巻六号、中央経済社、七頁。
- (15) Robert. G. Eccles, Michael. P.Krus “One Report” Wiley, 2010, p84.
花堂靖仁監訳「ワンレポート」東洋経済新報社、二〇一二年、七六頁。
- (16) 田中襄一「資本市場における企業情報の開示とコミュニケーション」政経研究第四〇巻第三号、日本大学法学部、一〇四頁。
- (17) 田中襄一「CSRと情報開示」政経研究第四四巻第二号、日本大学法学部、二〇〇七年、四九一頁―五一三頁。
- (18) IIRC “Towards Integrated Reporting-Communicating Value in the 21st Century” Discussion paper, September 2011.
- (19) IIRC “Prototype of the International IR (筆者注 Integrated Reporting (略) Framework” November 2012.
- (20) IIRC, 2011, p4.
- (21) IIRC, “The International IR framework” December 2013. pp23-32.
- (22) 安井肇、久禮由敬「統合報告に向かう企業報告の国際潮流」公益社団法人日本証券アナリスト協会講演会資料、二〇一二年六月一三日。三二頁―五四頁には世界各国の企業による統合報告の試みが示されている。
- (23) 田中襄一、前掲書。
- (24) 瀧本祐介「ESG情報と活用の方法」財界観測第七六巻第一号、野村金融経済研究所、野村資本市場研究所、二〇一三年一月、二九頁。
- (25) 瀧本祐介「運用プロセスでのESG情報の活用」ファンドマネジメント二〇一二年春季号、野村アセットマネジメント、二〇一二年、六五頁。
- (26) 鷹羽美奈子「ESG投資―リスク評価プロセスと投資家の役割」ファンドマネジメント二〇一一年春季号、野村アセット

- マネジメント、二〇一一年、六一頁―六二頁。
- (27) 大塚小百合「ESG投資をどう実践するか」ファンドマネジメント二〇一二年夏季号、野村アセットマネジメント、二〇一二年、八二頁。
- (28) 前掲書、八五頁。
- (29) UNEP, MERCER “Demystifying Responsible Investment Performance-A review of key academic and broker research on ESG factor?” UNEP Finance Initiative, October 2007, pp13-14.
- (30) 佐々木隆文「ESGと株式パフォーマンス…先行研究からの示唆」年金と経済第二九巻第一号、(財)年金シニアプラン総合研究機構、二〇一〇年、一五頁―一六頁。
- (31) 瀧本祐介、二〇一三年、四四頁。
- (32) 三宅茂「証券アナリスト考(4)―非財務情報とどのように付き合うか―」IR・COM二〇一一年一二月号、日本IR協議会、二〇一一年、六頁―七頁。
- (33) CFA Institute “Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Company” CFA institute Centre Financial Market Integrity, 2008, p1.
- (34) http://www.efas-esg.com/?page_id=26 二〇一三年三月四日アクセス。
- (35) 企業価値分析におけるESG要因研究会「企業価値分析におけるESG要因」日本アナリスト協会、二〇一〇年。
- (36) 窪田真之「投資家から見た総合報告書の利用価値」企業会計第六四巻第六号、中央経済社、二〇一二年、六九頁。

