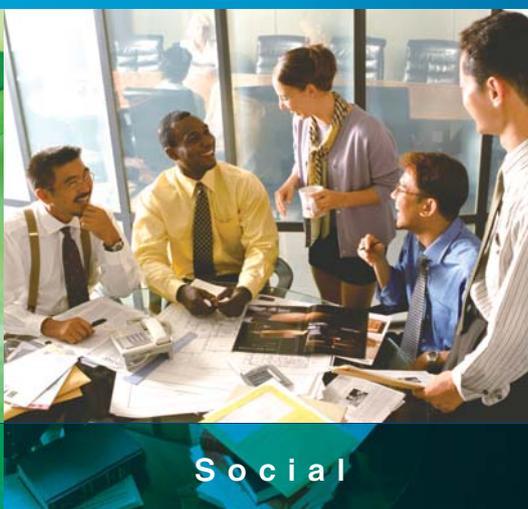


責任投資とCSRの新たな潮流 —— ESGでのマテリアリティ



Environmental



Social



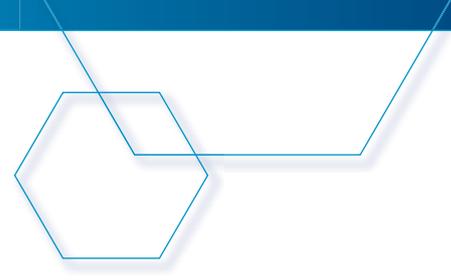
Corporate Governance

2008年6月

マテリアリティ研究会

株式会社 創コンサルティング

序文



CSRは様々なステークホルダーに対応すべき活動であり、対象が広範囲にわたります。この基本に変わりはありませんが、昨今のグローバルCSRの主眼は事業との影響が強い課題をどう展開していくか、に重点をおく傾向にあります。つまり、「ステークホルダーの意思決定や自社の企業戦略に重大な影響を及ぼす社会・環境の要因を評価して、自社に特有の課題を絞り込む」というマテリアリティ(重要性)の考え方です。CSR課題をどう重点把握して経営の中に織り込むかであり、これは財務外情報の開示にもつながります。

一方、投資家のSRI(社会的責任投資)についても大きな変化があります。これまでSRIといえば、投資行動によって「いかに世の中を変えるか」を目的とした理念主導が強かったといえます。このような理念型のSRIだけでなく、メインストリーム投資家の投資決定のなかにESG(環境、社会、ガバナンス)要因を取り込むという動きが始まっています。評価や分析において「ESGが及ぼす企業価値への道筋」を意識しようというものです。そして財務外要因のうちどんな情報が財務に影響するマテリアルなものか、そうした要因をどのように特定したらいいのか、というチャレンジに向き合いはじめています。

こうした動きを受けて、グローバル企業は戦略的CSRに力点を置くようになってきました。自社の事業に関連した特徴あるマテリアルなCSRを長期戦略にどう位置づけ生かすか、という切り口です。企業価値は将来に向かって生み出される事業への期待の総和であり、資本市場は将来志向(Forward-looking)がベースです。株主への価値についても、ESGの組み込みをどう説明したらよいか課題になっているといえます。

企業と投資家の接点は「企業価値の向上」であり、そのアプローチがマテリアリティの特定にあるといえます。

しかしこうした認識は、まだ日本のなかでは十分に広がっていません。世界で広がるこの動向に日本企業、金融市場も目を向け、取り組みの方向を示すことが必要です。このためには、企業と投資家が相互の立場・視点からこの課題について、認識を共有することがまず第1歩です。

そこで両者の立場から主要なプレイヤーに参加していただく、「マテリアリティ研究会」を開催いたしました。研究会は主要な機関投資家、企業17社の参加で構成され、メンバー企業による事例発表やブレインストーミングを中心に行いました。この間、海外のESG評価の最前線としての事例を直接聞く機会ももちました。本報告書は、その成果として責任投資やESG、戦略的CSRなどの概念を整理し、企業と機関投資家両者の認識のギャップの現状をまとめたものです。

本研究会の参加者すべてがESGが経営や業績に及ぼすインパクトの重大性を認めているものの、企業業績に及ぼす道筋の明確化や産業セクターごとに特有のESG要因の把握など踏み込んだ分析はそう簡単ではなく、今回そこまでは到達できていません。今後とも海外の先行事例を学びつつ、日本国内においても持続可能な発展に向けた具体的な研究や実践を重ねることが必要です。弊社も本研究会をきっかけにさらに発展させてまいりたいと思っております。

なお研究会進行にあたっては、運営委員会を組織し検討の内容や提案の方向などを重点的に検討してまいりました。運営委員として多大な知見や洞察をご提供いただきました、加藤正裕(三菱UFJ信託銀行)、金田晃一(大和証券グループ本社)、笹野ゆかり(野村ホールディングス)、相馬宏充(イノベスト)、前田原宏(みずほ信託銀行)の皆様には格別のお礼を申し上げます。

2008年6月
株式会社 創コンサルティング
代表取締役

海野みづえ

マテリアリティ研究会

開催期間

2007年8月～2008年3月(全6回)

参加企業(17社)

あいおい損害保険 株式会社

アサヒビール 株式会社

株式会社 損保ジャパン

東京海上アセットマネジメント投信 株式会社

日興フィナンシャル・インテリジェンス 株式会社

ニッセイアセットマネジメント 株式会社

日本郵船 株式会社

ブラザー工業 株式会社

三菱UFJ信託銀行 株式会社

味の素 株式会社

株式会社 大和証券グループ本社

株式会社 日興コーディアルグループ

日産自動車 株式会社

日本電気 株式会社

野村ホールディングス 株式会社

みずほ信託銀行 株式会社

株式会社 リコー

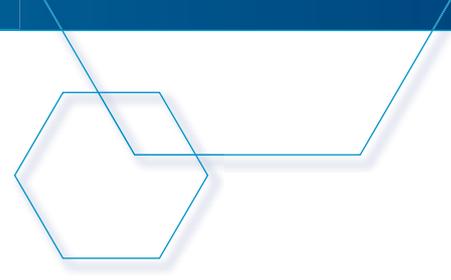
事務局:株式会社 創コンサルティング

株式会社 創コンサルティング

日本企業や金融機関のグローバル経営に視点を置き、独自の分析眼でCSR・サステナビリティ分野での経営のあり方を提言。これを実践に落とし込む各種のツールや分析技法を開発し、ビジネスの実務をサポートする独立のコンサルティング会社。

本レポートの著作権は、
株式会社創コンサルティングに帰属いたします。
レポートのPDFは、下記よりダウンロードできます。
<http://www.sotech.co.jp/>

〒102-0076 東京都千代田区五番町2-10
株式会社 創コンサルティング
info@sotech.co.jp
<http://www.sotech.co.jp/>



目次

☞ 序文	01
☞ 要旨	04
1 本研究会の論点	06
1-1 企業と機関投資家の接点	06
1-2 「マテリアリティ」の認識ギャップ	07
2 投資家サイド	08
2-1 発展するSRI	08
3 企業サイド	10
3-1 対投資家への企業内の役割	10
3-2 ステークホルダー視点のマテリアリティ・アプローチ	11
3-3 発展するCSR	12
3-4 事業におけるリスクと機会の事例	13
3-5 投資家に対する効果的なディスクロージャー	14
4 企業分析におけるマテリアリティ特定	15
4-1 評価ステップとESG課題	15
4-2 企業評価におけるマテリアリティ特定のアプローチ	16
5 ESG要因の事例分析: 食品セクター	18
5-1 投資家サイド	18
5-2 企業サイド	20
6 機関投資家と企業の現状と今後の課題	21
6-1 両者の現状と認識ギャップ	21
6-2 今後の課題	22
付属資料	23
1 財務会計の基本概念とサステナビリティ報告での適用	23
2 責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment)	23
3 UNEP FIの研究成果	24
4 ステークホルダー視点のマテリアリティ・アプローチ	25

要旨

本研究会の趣旨は、企業と機関投資家の接点となる要因を探るところにある。この接点とは「企業価値」であり、その向上のための手段として共通のアプローチが「マテリアリティ(重要性)」であるといえるだろう。マテリアリティをどのように特定していくのか、財務に影響する要因とはどのようなものでその度合いはどれほどか、といった分析がこの中に位置づけられる。

投資家サイドと企業サイドの現状

ポジティブ・スクリーニングによるSRIは、「いかに世の中を変えるか」という理念にもとづく投資であり、社会リターン型といえる。これに対し新たに提唱された国連の責任投資原則(PRI)にもとづく投資は、社会問題の解決とともに財務リターンをも実現するスタイルである。そこでこれを財務リターン型と呼び、第3世代とする。ここでは受託者責任に反しない範囲、つまりパフォーマンスを犠牲にしない範囲で財務外要因に焦点をあてている。そして全体の投資についてはSRIとは呼ばず、ESG(環境、社会、ガバナンス)要因を取り込んだ投資として「責任投資」と総称している。本研究会は第3世代の責任投資のうち、テーマ型ファンドを除いた財務リターン型を対象とする。

PRIではESG投資を促進する方法として、企業と投資家の「エンゲージメント」をも目指している。両者が対立するのではなく、共通の目的(=企業価値の向上)を達成するよう協同することがサステナブルであると考えているのである。

企業サイドの現状では、CSRといえば多様なステークホルダーへの対応や社内での行動規範の浸透が中心であり、対機関投資家を特に意識したCSR活動を展開しているケースは少ない。実際にマテリアリティを特定している場合でも、ステークホルダーの視点での評価が中心で投資家の関心への対応はまだ少ない。

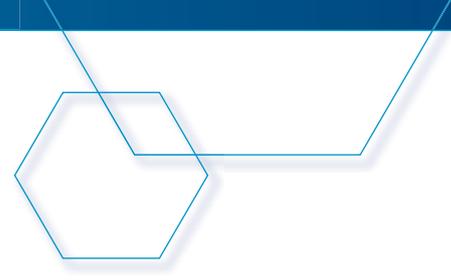
そうしたなかでもCSRの発展がみられ、事業戦略のなかでCSRを明確に位置づけた「戦略的CSR」が目ま

れている。投資家との関係で重要になる戦略的CSRとは、CSR課題をリスクと機会から捉え事業の機会を生み出す戦略部分に焦点をあてるものだ。各社の事業に関連した特徴あるCSRを、ビジネス・ケースとして強調するアプローチといえる。具体的には、1) 社会課題に対応する事業の柱を打ち立てる、2) CSRリスクを克服して機会にする、3) 戦略的な社会貢献活動、の3つの方策が考えられる。リスクを考慮する場合それらを管理していくのではなく、将来の課題として前向きに取り組み事業のなかに位置づける施策である。また機会につなげるアプローチは、事業戦略として実現可能な事業計画に落とし込まれているかが着目点といえる。

CSRを事業戦略に組み込む動きは、CSRの情報開示においても変化がみられる。海外で始まっている財務外情報開示の義務化とは、投資家にとってのマテリアリティにフォーカスすることである。CSR報告で広範囲に環境・社会情報を開示することと対照的で、ビジネスとの関連を強く意識している。つまり環境・社会分野での競争優位性があればそれを将来価値につなげる戦略に組み入れ、自社の企業価値を認めさせるようなロジックの構築とディスクロージャーが求められる。

企業分析におけるマテリアリティ特定

ESG要素の業績への影響は、世界経済のマクロ環境の変化を分析することから始まる。次にこうした変化が産業に及ぼす影響について、業種ごとに特有の要因に着眼することでマテリアリティが明確になってくる。そ



のうえで個別企業の評価へとつながる。ここでは、各社が事業戦略へのインパクトをどう考えそれを経営に組み込んでいるか、つまり戦略的CSRがどれくらい展開しているか、に視点が置かれる。

企業評価にあたっては、業績への影響を「利益の実現」と「利益を生み出す基盤」に分け、それぞれで利益をどう実現しているか、そのなかでESG要因がどのように影響するかを見出すことがマテリアリティを特定するアプローチといえる。特に長期での企業価値評価においては利益を生み出す基盤の強化が、ESG課題の分析分野として主要なところである。

この際の分析は、1) 経営方針と事業戦略、2) マネジメント・システム、3) パフォーマンス、の3つのアプローチで行われる。何がマテリアルなのかの共通化されていない現在では、そもそもCSRに何故取り組むのかといった方針と戦略の文脈からESGを位置づけることが重要である。パフォーマンスの分析はもともと実質的なところであるが、現在様々な手法が試みられているところである。

何がマテリアルなのか、それはどんな指標として表されるのか、さらにどのように評価すべきなのか、ここでは食品セクターについて海外で先行している評価のケースを分析した。分析方法はまだ各機関で異なるものの、健康・栄養、調達、気候変動の3つの項目については共通の認識であり、セクターのESGマテリアリティといえるだろう。世界のリーディング企業は、原料調達での持続可能な農業を事業戦略の中核に据えるなど、サステナビリティを強く意識した展開を実践している。

機関投資家と企業の 認識ギャップと今後の課題

今回の研究会は企業と投資家と両者が直接会い、お互いの対話を通して理解促進を図ることも目的のひとつであった。両者がCSRあるいはESGという同一の用語を口にしながらも、基本的なところでそれぞれで理解や解釈が異なることに気づかされた場面が多かった。企業側の課題としては、投資家の考えるロジックを理解していないことが多くみられた。

一方メインストリーム投資家にとっては、SRIとはある一部の投資家が考える課題、またはある一商品の設計といった意識がこれまでに広がっており、新たな責任投資のコンセプトもまだ認識が共通化されていない状況であった。

今後、企業が環境、社会要因を事業の柱として組み込む戦略的CSRを推進し、投資家が資本市場において責任投資を取り込んでいくことが、産業界と金融界それぞれに求められているといえるだろう。現状でそれが進んでいない阻害要因を検討し、今後に向けて何をすべきなのか、投資家と企業それぞれの課題をまず認識することが必要だ。

こうした課題を解決するために、ESGにおけるマテリアリティのさらなる研究と実践が求められる。そのために、1) 評価・分析を深めるアプローチ、2) 認識を広げるアプローチ、を提案する。

1 本研究会の論点

1-1 企業と機関投資家の接点

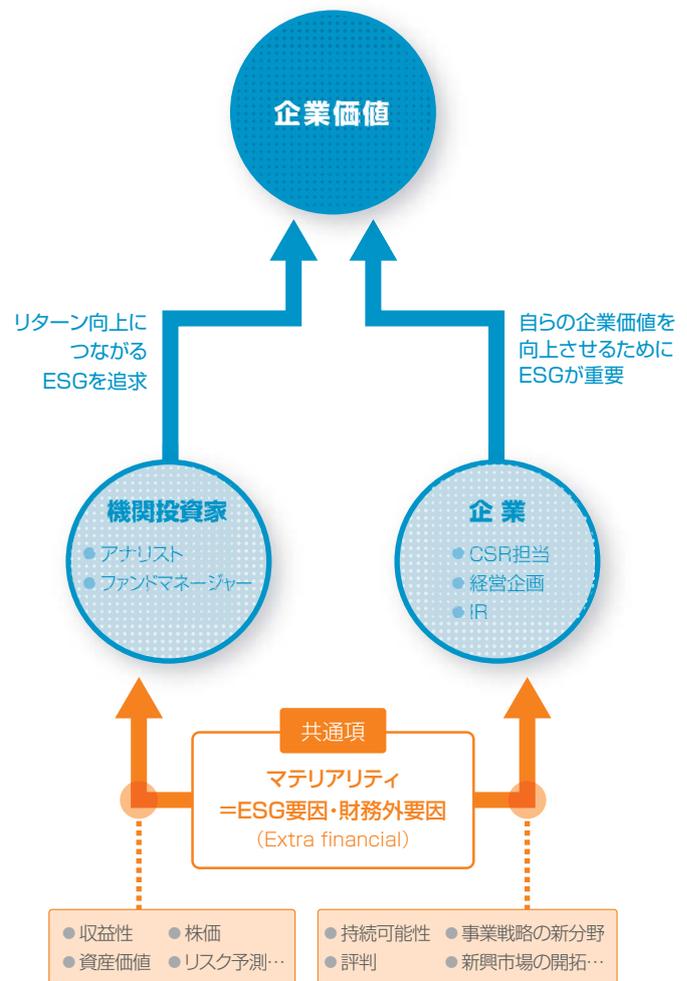
本研究会のポイントは企業と機関投資家の接点となる要因を探るところにある。企業におけるCSRとは、多様なステークホルダーの関心事に配慮・対応することにある。個々のステークホルダーはそれぞれに異なる利害を持っており、企業側は個別それに応じることになる。しかし実際にはすべてのステークホルダーの要望に等しく取り組むことは難しく、従って「ステークホルダーの意思決定や自社の企業戦略に重大な影響を及ぼす社会・環境の要因を評価して、自社に特有の課題から優先的に取り組む」というマテリアリティ(重要性)のアプローチが現実的である。社会貢献やコンプライアンスにとどまらず、自らの企業価値を向上させるためにもCSRの占める割合が増しているのである。

一方機関投資家の側は、資本市場で評価される株主価値としての企業価値を向上するようを企業に求めている。他の社会的なステークホルダーとは異なり、関心ポイントはCSRといえども事業の財務面への影響であり、業績に影響を及ぼすCSR要因をどう経営課題の中に織り込み、事業戦略・計画のなかに統合して展開しているかに置かれている。財務外(Extra financial)の要因が財務要因に与える影響が非常に大きくなっていることから、財務外要因のなかでも特に深刻なESG(環境、社会、ガバナンス)要因に視点が向けられているのである。投資家にとっては、リターンの上につながるESG投資つまり企業価値に影響を及ぼすマテリアルなESG要因を追求し、それを実現する企業を探すことにつながる。

このように、企業と機関投資家の接点は「企業価値」であり、そのための手段として共通のアプローチが

マテリアリティであるといえるだろう。マテリアリティをどのように特定していくのか、どの点が財務に影響する要因でその度合いはどれほどか、といった分析がこの中に位置づけられる。

:: 企業価値とマテリアリティ



1-2 「マテリアリティ」の認識ギャップ

投資家と企業の接点が、企業価値を共通としたマテリアリティであることは概念として共有できるものの、具体的なマテリアリティの捉え方についてはなおギャップがある。

マテリアリティ(重要性)とは財務会計の基本原則のひとつであり、国際会計基準では以下のように定義されている。

情報は、その脱漏又は虚偽表示が、財務諸表に基づいて行われる利用者の経済的意思決定に影響を及ぼす場合には重要性を有する。

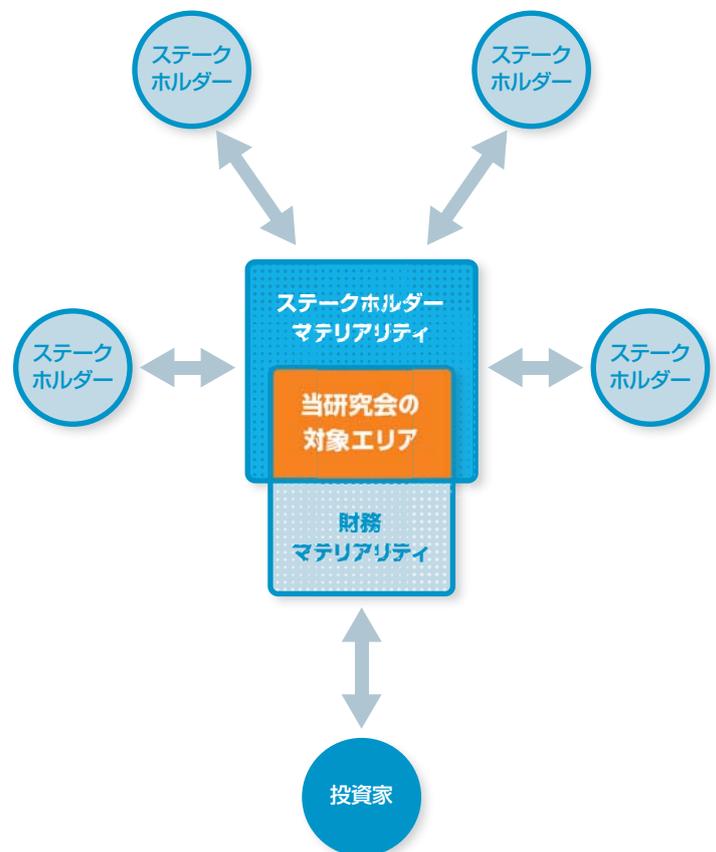
財務報告でのマテリアリティとは財務に影響を及ぼす要因であり、その利用者は投資家である。一方サステナビリティ報告の利用者は多様なステークホルダーであることから、GRIガイドラインでは財務会計のマテリアリティ原則を拡大解釈して投資家以外に対して再定義したのである。

簡単にいうと、マテリアリティとは数ある要因のうち重要とみなし選定された要因を指す。財務会計の長い歴史のなかでは何がマテリアルであるかが既に明確になっているが、ESG課題のような新たな財務外要因の場合、財務に影響があることに大勢が同意するものの具体的な要因の特定や指標の選定になると、見解は分かれる。また世の中の変動によって要因自体が変化していくという要素もあり、まだまだ議論を積み重ねる必要がある。したがって現時点ではESGのマテリアリティとは、「要因を特定していく際の考え方、理由づけ、筋道」を指すことに重点が置かれている。

こうしたアプローチが収斂し将来的に共有の概念が確立し一般化してくれば、固有の指標でのパフォーマンス測定も可能となり財務分析のひとつに組み入れられるだろう。

このように「マテリアリティ」という同じ専門用語を使いながら、財務側の専門家とCSRでステークホルダーの立場に立つ場合でその視点が異なっている。ここでは前者を「財務マテリアリティ」、後者を「ステークホルダー・マテリアリティ」と呼びことにし、本研究会の対象エリアは両者が重なる部分とする。

マテリアリティとステークホルダー関連図



2 投資家サイド

2-1 発展するSRI

発端は社会運動として始まった歴史をもつSRIであるが、時代の流れとともにいくつかの変遷を遂げている。日本で始まったSRIは1999年のエコファンド導入からであり、この時代のSRIは世界的にネガティブ・スクリーニングからポジティブ・スクリーニングに広がった時期であり、日本でもこの考え方が受け入れやすかった背景がある。

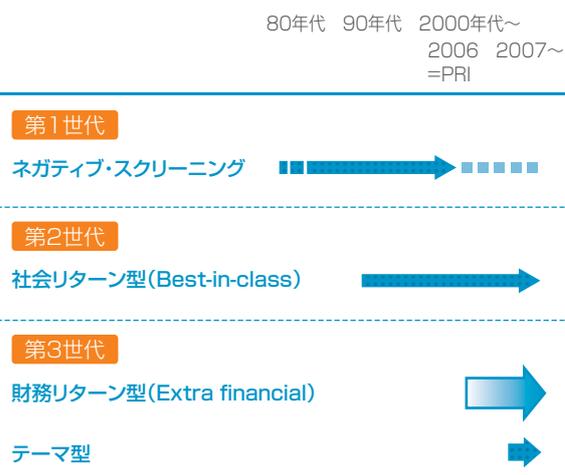
ポジティブ・スクリーニング投資は、「いかに世の中を変えるか」という理念のもとに、投資を通して社会問題を解決する、つまり社会全体にベネフィットをもたらすことを主眼におく投資スタイルといえる。財務リターンより社会リターンを求める投資として、これを社会リターン型と名づけ、この流れを第2世代として位置づける。

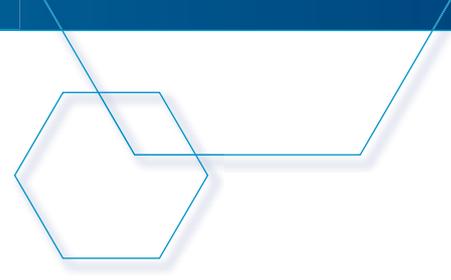
ここに新しい動きのきっかけをつくったのが、2006年国連の責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)である。PRIにより、メインストリーム投資家が投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込む方向性が明確になり、従来のSRIとは分けて考える流れが加速している。社会問題の解決とともに財務リターンをも実現するスタイルである。そこでこの新たな投資を財務リターン型と呼び、これを第3世代と考えている。

第3世代では受託者責任に反しない範囲、つまりパフォーマンスを犠牲にしない範囲で財務外要因に焦点をあてている。ESG要因にフォーカスしこれの特徴的に前面に押し出す商品を設計するよりも、財務外要

因のなかからパフォーマンスへの寄与が明確なESG要因を特定し、それを既存の運用プロセスに情報として取り込む。SRI商品を世に出すことばかりが企業のCSRの促進につながるわけではなく、受託している基金の運用時にESGの判断を取り込むという選択肢も、投資家には重要なスタイルである。基金を運用するという年金基金のファンドマネジャーにとっては、ESG要因の影響とその大きさについてもっと関心を向けてもいいだろう。ここで受託者責任が取り上げられるのは、運用者としての責任論ありきということではなく、パフォーマンスへの影響が高い確度で認識されているがゆえである。この新世代の投資類型には、環境要因など利益に直接的につながるテーマ型のファンドも含んでいる。

:: SRIの変遷





本研究会は第3世代の責任投資のうち、テーマ型ファンドを除いた財務リターン型を対象とする。またここでは全体の投資についてSRIとは呼ばず、ESG要因を取り込んだ投資として「責任投資」と総称している。

なお、PRIではESG投資を促進する方法として、企業と直接対話し友好的に働きかけることによって相互の努力により企業価値を高めようという「エンゲージメ

ント」を目指している。昨今の日本では株主が経営に働きかける手段として議決権行使や敵対的買収などの話題が目立っているが、株主が企業経営側と対立するのではなく、共通の目的(=企業価値の向上)を達成するよう両者が協同することがサステナブルであると考えているのである。

:: 責任投資の分類(第2世代以降)

	従来のSRI	新規の責任投資
投資目的	いかに世の中を変えるか 財務リターン<社会リターン	財務リターン実現とともに社会問題を解決 財務リターン≥社会リターン
マテリアリティの決め手	社会(ステークホルダー)の関心事	長期的に財務に影響してくる要因
主な投資家	個人投資家	年金基金 個人投資家
投資期間	長期	長期 短期
責任を負う対象	社会に対して貢献することを責任ととらえる	基金の委託者に対する(受託者責任) 通常の投資信託と同様の個人投資家
特徴	<ul style="list-style-type: none">■独自の倫理観/価値観をもち、その投資方針にもとづいてポートフォリオを組む。■パフォーマンスよりも、体制や取り組み姿勢など。	<ul style="list-style-type: none">■パフォーマンスを犠牲にしない範囲で、ESG要因を考慮■これらの財務外要因を選定し、パフォーマンス評価 <ul style="list-style-type: none">■理念や社会性はなく、財務リターンありきのESG投資■現在は、気候変動、エネルギーテーマ中心■技術・製品力のポテンシャル評価



3-1 対投資家への企業内の役割

現状では、CSRといえば多様なステークホルダーへの対応や社内での行動規範の浸透が中心であり、対機関投資家を特に意識したCSR活動を展開しているところは少ない。実際、企業トップからは「IRミーティングでCSRの報告を試みるものの、投資家の関心は財務や業績ばかりで社会性への取り組みに対し理解を示してくれない」という声をよく聞く。しかし今後、機関投資家のESGへの関心が強まり財務リターン型の責任投資が広がってくれば、企業サイドはCSR部署ばかりでなくIRそして経営戦略の中核を担う経営企画部がそれぞれの持ち場のなかでESGと事業の関連性を認識する必要がでてくる。

企業側にしてみると、環境技術をもとにした自社事業の強みなど、ESGを切り口とした要因の戦略への位置づけを明確にし、自社のもつ将来価値やポテンシャルを体系的に説明することができるのではないかな。

今回の研究会で企業のCSR活動をプレゼンする機会も設けたところ、投資家サイドのアナリストから、「これほど多くの取り組みをしているとは知らなかった。さらに事業計画との関係とその強みや成果を報告してもらえれば、積極的に評価したい」といった意見が多く聞かれた。企業側から働きかけることで、投資家の眼を開かせることができるのではないかと考える。IR担当者がマテリアリティの視点をもって、CSR部署と協力して投資家の関心スポットにあてた説明をすることが

有効なステージに来ている。そして、投資家からのフィードバックに耳を傾け、経営企画部がESG要因を体系的に事業のメインストリームに据え、事業戦略、中期計画を立案し実行していくことが第一義的な取り組みであるべきだ。

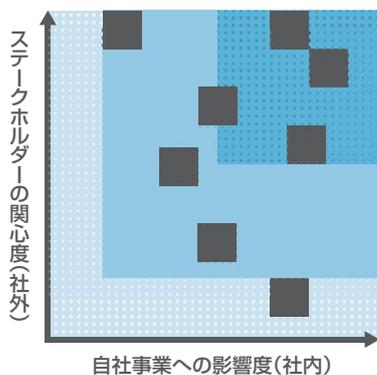
:: 企業内での担当の役割

	現在の活動内容・認識	投資家との関係に関して求められる視点
CSR	<ul style="list-style-type: none"> ■ 様々なステークホルダーとの窓口 ■ 社内のCSR業務横断管理 ■ 企業倫理の浸透 ■ 社会貢献活動の推進部隊 	<ul style="list-style-type: none"> ■ CSR活動のうち、事業戦略としてのありたい姿を意識 ■ 投資家に説明できるコミュニケーション ■ 一般の機関投資家の関心ポイントを知る ■ IRとの連携
IR	<ul style="list-style-type: none"> ■ CSRIはCSR部署のみと理解 ■ 投資家からのESG要請が少ないため、意識があまりない 	<ul style="list-style-type: none"> ■ CSRが事業戦略に結びつきおり、長期での価値向上につながる説明力をもつ
経営企画	<ul style="list-style-type: none"> ■ CSRIは事業計画と別 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 事業戦略のなかにESG要因を組み込む視点(特にグローバル企業)

3-2 ステークホルダー視点のマテリアリティ・アプローチ

実際にマテリアリティを特定している欧米企業を見ると、社外と社内の要因で評価するマテリアリティ・マトリックスによるアプローチが多くの企業で使われている。

マテリアリティ・マトリックス



出典:「マテリアリティレポート」、アカウントビリティ社(付属資料参照)

こうしたマトリックス自体は特別なものではない。リスク・マネジメントの分野では、発生の可能性と重大性の2軸で自社のリスク要因を特定しているし、戦略策定のポートフォリオ分析では市場の魅力度(成長性)と事業の強み(自社のマーケットシェア)のマトリックスがよく知られている。

では、先進企業はマテリアリティを特定する判断基準をどうとっているのか?この問いに対しまだ定まった回答はなく、各社とも試行錯誤である。たとえばイギリスのBTでは下記の判断基準を設定しているが、これ以上の詳細な方法まで公表していない。

1. BTはこの課題について方針をもっているか
2. この課題の財務への影響はどのようなものか
3. ステークホルダーはこの課題に関心をもっているか
4. この課題について社会の関心が寄せられているか

判断基準については下記の切り口が投げかけられており、今後各社の対応や有識者の検討を進めるなかで煮詰まっていくところだ。

- 関心の度合いによる評価か影響の度合いによる評価か? (社外軸)
- リスクベースか機会ベースか? (社内軸)
- 定量的測定か定性的測定か?
(スコアリングの基点)

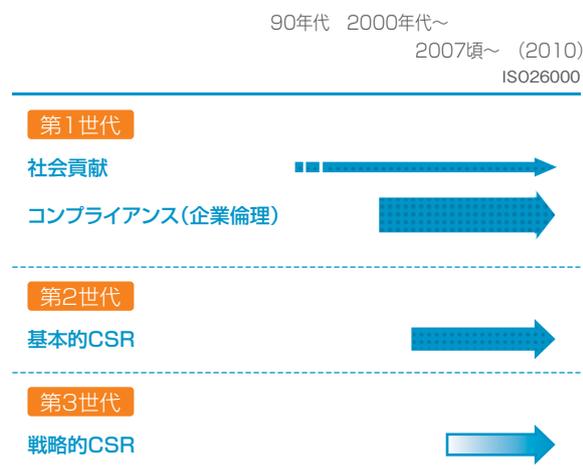
日本企業もこの手法を導入し始めている。NECは上記BTの事例を参考に、自社にとってマテリアルな7課題を選定した。また、ダイアログなどで寄せられたステークホルダーからの意見や要望を縦軸の評価材料にしている企業もみられる。

3-3 発展するCSR

SRIが責任投資として財務リターン型に発展しているように、CSRについてもその様相が変化している。CSRについてまだ世界的な定義や枠組みが合意されているわけではないが、最近の内外の変化を受けて日本においても、社会貢献およびコンプライアンス対応といった事業に直接関係しない領域の対応にとどまらないCSRの考え方が認識されている。現在のCSRの枠組みはISO26000に集約されつつあるが、そもそも国際規格で規定するCSRは最低限の項目をカバーするものである。そこでこれを第2世代として、基本的CSRと呼ぶことにする。多様なステークホルダーに全方向的に対応するという基本的CSRは、リスクへの対応から始まるケースが多い。どの業種にもほぼ共通な事項をカバーしているため、企業としての特徴が出にくい、あるいは出す必要のないCSRといえる。

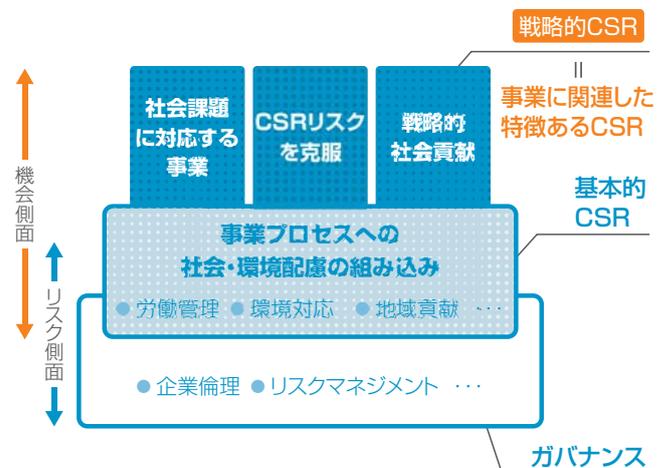
最近では、事業戦略のなかにCSRを明確に位置づけ新たな市場の機会とする「戦略的CSR」が米国企業を中心に注目されている。そこでこの類型を、CSRの第3世代とする。投資家との関係で重要になるのが戦略的CSRであり、投資家サイドの財務リターン型責任投資と対応して考えると分かりやすい。

CSRの変遷



戦略的CSRとは、CSR課題をリスクと機会から捉え事業の機会を生み出す戦略部分に焦点をあて、各社の事業に関連した特徴あるCSRをビジネス・ケースとして強調するアプローチである。具体的には、まず収益に直結するビジネスの創出として、環境ビジネスなど社会課題に対応する事業の柱を打ち立てることである。もちろんCSRのリスク面を根本的に排除できるわけではないので、そのような場合にはリスクを克服して機会にするという発想の転換でもって、戦略性に光をあてることが考えられる。例えば、競合他社よりも先んじてリスク対策に手を打つことで戦略上の意味が強まる。さらに社会貢献活動においても、事業の将来的発展に寄与する道筋がもてれば、戦略的な捉え方が可能になる。例えば、新興国での事業と関連するボランティア活動を展開することはブランドを認知してもらおう策ともいえ、地域で信頼を得ることが将来の消費者として事業展開の基盤になるともいえるだろう。

戦略的CSRへの展開



3-4 事業におけるリスクと機会の事例

① リスクへの配慮を基盤とするCSR

一般的にリスクマネジメントで考慮されてきたリスク要因に加え、これまでは考えられなかったような新たなリスクには環境・社会分野の要因が多くある。それらを単に管理していくのではなく、将来の課題として前向きに取り組み事業のなかに位置づける施策である。

事例:HPのサプライ・チェーン・マネジメント

HPは多岐にわたるCSR活動を基本的にも実施したうえで、ステークホルダーや世の中の関心の高いマテリアリティ3事項を優先課題として、リソースを重点的に投入して展開している。

- サプライ・チェーン
- エネルギー効率
- 製品の再利用、リサイクル

特にサプライヤーの労働・人権問題については、NGOからの指摘が圧力になり対応を迫られた経緯がある。これが昨今の経営上の大きなリスク要因になり、最優先で取り組んでいる。

この対策として同社は、業界全体でCSR調達を進めるための共通イニシアティブEICC (Electronic Industry Code of Conduct) を主導。EICCを通して、世界中の主要サプライヤーの監査を共同実施している。さらにサプライヤー地域のNGOと協力し、地域の能力向上に寄与するというステークホルダー・エンゲージメントを展開することで、社会からの信頼を得るというアプローチにつなげている。

② 機会に重点を置いたCSR

対投資家としては、自社の事業に関連したCSRがどのように企業の目指すべき方向と合致しており、事業戦略の中で実現可能な事業計画に落とし込まれているかが着目点といえる。

事例:GEのエコマジェネーション

GEは事業戦略ありきで、そこに環境・社会要因を位置づけるというマテリアリティ・アプローチが明確である。今後の事業戦略のうえで環境分野と新興市場が有望であると判断し、特に環境にフォーカスした事業戦略「エコマジェネーション」を2005年から展開している。GEにとっての環境とは法規制への対応や社会への配慮よりも、顧客や消費者が環境配慮型商品を望んでいるという将来需要の読みからの判断であり、戦略ドメインに位置づけられたのである。

同社は投資家向けの説明においても、エコマジェネーションを軸とした説明をしている。この分野への研究開発費を倍増し、環境配慮事業の収益を2010年までに2倍にするなど、まず収益面の目標値を明示している。環境要因がビジネスのイノベーションにつながることを強調しており、それに続いて温室効果ガスの削減への取り組みを説明している。CSR情報の開示においても、投資家に対しては事業戦略とのリンクを強く意識したアピールに主眼が置かれており、ステークホルダー全般に向けた全般的な情報掲載とは異なったスタイルをとっている。

自社のCSR活動を開示する手段としてポピュラーな方法が、CSR報告書の発行である。CSR報告書はステークホルダーに向けた報告であり、そもそも投資家もつ関心領域とは異なる。メインストリーム投資家の多くは、CSR報告書の情報があまりに多くかつ事業活動との結びつきが明快でないため、企業評価にあたって報告書があまり有用でないとしている。投資家の期待は事業戦略・計画のなかでのCSRの位置づけであり、それが財務にどう関連しているかの道筋の説明である。

また海外では、アニュアル・レポートのなかに財務外情報の開示を義務化する規制が広がっている。財務マテリアリティが強調されてくれば、こうした情報をCSR報告書に記載するのではなく投資家が目を通すアニュアル・レポートのなかにどれだけESG要因について記載するかである。それには、単に広範囲なCSR情報の要約版を記載すればいいのではない。投資家にとってのマテリアリティにフォーカスすることであり、財務に影響する財務外要因のうちESG情報が何であるのかが課題になってくるのである。

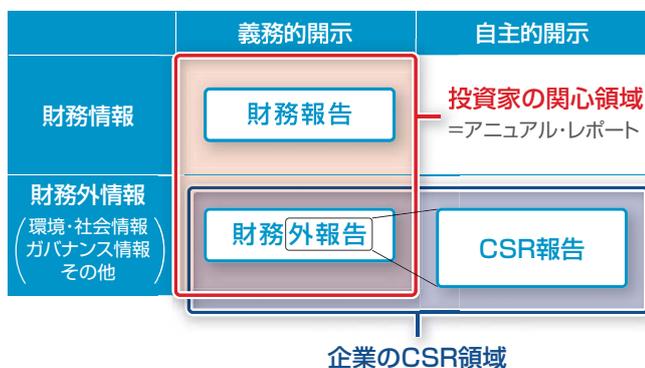
欧米の主要企業の間では、投資家への理解を得る対策としてESGに要点を絞ったIR説明会を行うケースも増えている。例えば、GEは2005年5月のエコマジネーションの発表にあたってまず意識したのは投資家であり、IR活動の一貫としてイメルト会長自らがプレゼンしている。ネスレも、持続可能な原材料調達戦略に焦点をあてた説明会を投資家向けに開催している。両者のIR発表には下記のような共通の特徴がみられる。

- 環境・社会問題へのそもそもの意識：マクロ経済、需要動向を踏まえたうえでの今後の新興市場の魅力度分析
- 自社のコンピテンシーと競争優位性を生かした課題解決策とその事業分野
- この事業方針を裏づける自社の技術や製品の具体例
- 今後への展望

企業は持てるリソースを総動員して厳しいマーケットでの競争に挑まなければならない。環境、社会の分野に競争優位性をもっているならば、それをCSRとしてとらえるのではなく将来価値につなげる戦略の柱と考える積極性が必要になっている。要求される指標や開示項目に沿って現在行っている情報を記載する報告ではなく、自社の企業価値を認めさせるようなロジックの構築が必要だ。

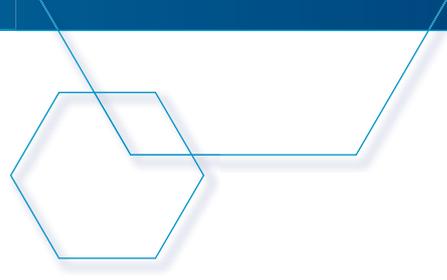
それにはすべてのステークホルダーに全方向で対応する活動の紹介ではなく、自社がこれからの社会に向けてどのような企業でありたいかの姿やビジョンを明確にし、それにCSR活動を連動させてくる経営側の意図が伝わるディスクロージャーが求められる。

財務外情報の開示についての分類



4

企業分析における マテリアリティ特定

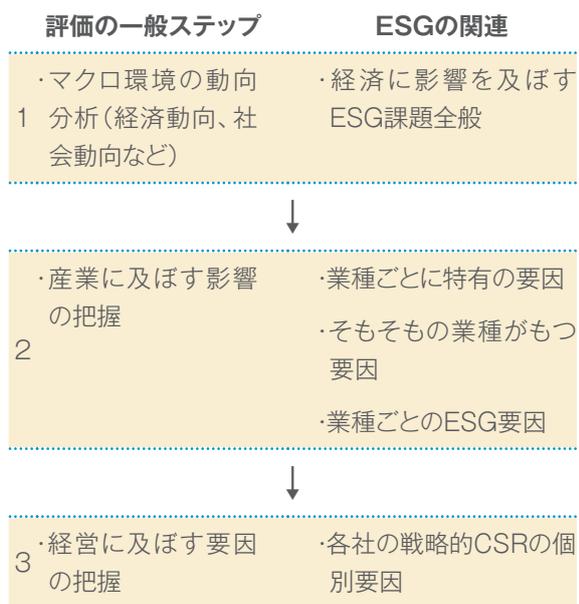


4-1 評価ステップとESG課題

財務外要因のなかでも特にESG要素の業績への影響に関心を持たれている背景には、世界の経済構造において環境、社会要因がこれまでにないほど深刻な影響を及ぼしているという現状認識が根本にある。ここでは個々の経営評価から出発するのではなく、現在そして将来に向けて経済のマクロ環境の変化を分析することから始まるべきである。

マテリアリティを特定する次のステップは、マクロ環境の変化が産業に及ぼす影響である。機関投資家の意思決定プロセスは業種別の分析が基本であり、ESG要因の分析においても業種ごとに特有の要因に着眼することでマテリアリティが明確になってくる。

そして個別企業の評価ステップとなる。ここでは各社のCSR課題を網羅的、全般的にとらえるよりも、各社が事業戦略へのインパクトをどう考えそれを経営に組み込んでいるか、つまり戦略的CSRがどれくらい展開しているか、に視点が置かれる。

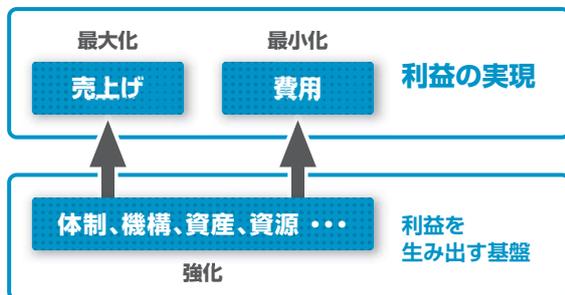


:: 全業種に共通なESG課題の例

	財務外要因	事業での具体的な課題の例
E	<ul style="list-style-type: none"> ■ 気候変動 ■ 資源・エネルギー 	<ul style="list-style-type: none"> ■ テクノロジー開発力 ■ 環境対応製品・サービス ■ 温室効果ガス排出 ■ その他の環境負荷物質排出
S	<ul style="list-style-type: none"> ■ 労働・人材 ■ 製品安全 ■ 新興国特有の社会問題 ■ 資源、原材料の安定的確保 ■ 地域との関係構築 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 社会対応製品・サービス ■ 安全・安心対策 ■ 人権への対応(新興国) ■ 人的資本の基礎力 ■ 地域からの支持・認知度
G	<ul style="list-style-type: none"> ■ ガバナンス、賄賂防止 ■ リスクマネジメント 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 独立した統治機構の構築 ■ 透明性、アカウンタビリティの確立

企業評価にあたっては、業績への影響を「利益の実現」と「利益を生み出す基盤」に分けて考えることで整理できる。

∴ 業績評価の要素



利益をどう実現しているか、そのなかでESG要因がどのように影響するかを見出すことがマテリアリティを特定するアプローチといえる。つまり売上げを最大化し費用を最小化する要因は何かということになるが、企業価値は現在実現している収支構造だけでなく、将来の売上高/費用に影響する要因についてどれだけ潜在的な力があるかの期待価値の総和である。特に長期での企業価値評価においては利益を生み出す基盤の強化が重要なところであり、ESG課題の分析分野として主要なところである。この際の分析アプローチには次の3つの視点から行われる。

① 経営方針と事業戦略

- 何故CSRに取り組むのか。それをどのように方針と戦略に位置づけているのか
- 社会として、会社としてどのような姿を目指しているのか
- どれだけESGのマテリアリティが明確であるか（事業の成長性/リスク要因）

② マネジメント・システム

- 戦略を実現する体制とその実践状況
- パフォーマンス実現への道筋

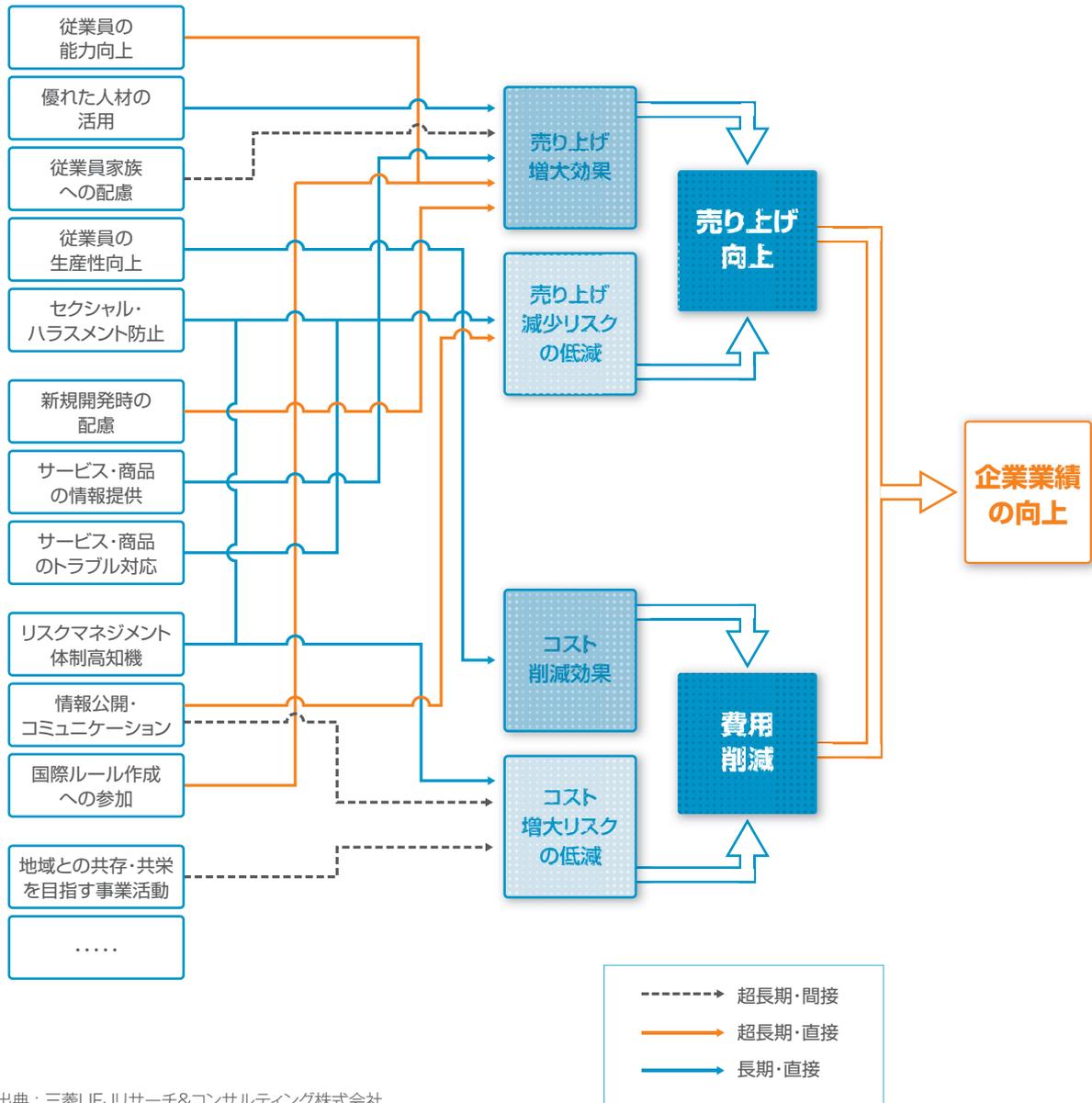
③ パフォーマンス

- 事業への影響：リスク/機会
- 利益が実現するまでの期間：短期/長期
- 計測の方法：定量化できる要因/定性的な判断による要因

何がマテリアルなのかが共通化されていない現在では、そもそもCSRに何故取り組むのかといった方針と戦略の文脈からESGを位置づけることが重要である。

パフォーマンスの分析はもっとも実質的なところであるが、現在様々なアプローチが試みられているところである。まず事業への影響の方向性がプラスなのかマイナスなのか、すなわちリスク/機会の側面を考えるアプローチである。リスク評価にあたっては、従来のリスクマネジメントのアプローチだけでなく、これまでのリスクを超える新たなESGリスクへの視点が必要なこと、また取り組まないことの潜在的損失が将来の利益に影響するという長期的な視点が、ESGのマテリアリティ特定にあたって特に重要なことである。またリスクと機会は表裏一体であり、リスクを克服することが機会を実現することになり相互に関連しあっている。

ESG要因と業績の関係構造例(三菱UFJ信託銀行)



出典：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

5 ESG要因の事例分析

食品セクター

5-1 投資家サイド

食品セクターを事例として投資家の視点からどのような分析が行われているかについて、イノベストとEurosifの2つのケースを調査した。2社に共通した全体的な傾向としては、投資家が見える情報として企業価値に影響を与えるESG要因を特定しようとしている点が挙げられる。また、分析の視点がグローバルであるという点も共通している。イノベストは、ESGが企業の経営の質 (Management Quality) を測る上で有効であるとしている。

食品セクター特有のマテリアルなESG要因は、各社それぞれ共通するものと異なるものが存在するが、主に次の3つが共通した項目として挙げられている。

健康・栄養

世界的な肥満や成人病の拡大に対応した消費者ニーズや規制の変化など

調達

人権問題も含め、サプライ・チェーンにおける安定的な原料調達や食の安全性の確保など

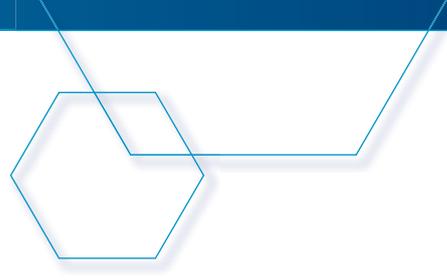
気候変動

水不足などの食糧生産に与える影響や資源の有効利用など

各社の分析レポートに現れるキーワードをピックアップすると、概ね共通したESG要因を取り上げているとともに、会社によって独自の視点もあることがわかる。

:: 主なキーワードの使用状況

	Innovest	Eurosif
健康・栄養 関係	健康・栄養 肥満 子供向けマーケティング ラベリング 有機食品	健康・栄養 肥満・糖尿病 子供向けマーケティング ラベリング 機能性食品 有機食品
調達 人権 関係	調達 フェア・トレード 食のグローバル化	調達 サプライ・チェーン・マ ネジメント フェア・トレード 労働基準・人権 労働事故
気候 変動 関係	気候変動(温室効果ガス) 水不足 バイオ燃料	気候変動 水不足 バイオ燃料
食の 安全 関係	食の安全 (鳥インフルエンザ等) 遺伝子組み換え食品 ナノテクノロジー 内分泌攪乱物質 (環境ホルモン)	食の安全(狂牛病等) 遺伝子組み換え食品 微生物汚染 (サルモネラ等)
農業 関係	土壌 農薬、化学肥料 食の安全保障 (食料自給率) ファクトリー・ファーム	土壌



① Innovest Strategic Value Advisorsのセクター分析

イノベストは1995年に設立されたニューヨークに本社を持つグローバルなSRI調査会社。同社では、従来の財務分析で捉えられない企業の無形価値の最も大きな要素は「経営の質 (Management Quality)」であり、経営の質を評価する最も有効な試金石がESG課題への取り組みであるとしている。セクターによってマテリアルな環境・社会要因は異なるため、企業を評価する基準もセクター毎に調整を行っている。同社が食品セクターを評価する際に重要視している主な環境・社会要因は以下の通り。

：イノベストによる食品セクターの主な社会・環境要因

財務外要因	リスク、機会など
リエンジニアリング食品 (遺伝子組み換え食品、ナノテクノロジーの利用など)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 活動の制限に繋がる規制の変化 ■ 将来における予期しなかったネガティブな問題の発生 ■ ラベリングの要請 ■ 消費者の不満
グローバル調達と人権	<ul style="list-style-type: none"> ■ 評判リスク ■ 長期的な生産性へのリスク ■ 消費者によるボイコット
食の安全保障	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国際的な農産資源の偏在 ■ フェア・トレード
栄養、健康、肥満	<ul style="list-style-type: none"> ■ 消費者、規制当局からのより健康的な製品にむけた圧力 ■ 特に子供を対象としたマーケティング手法への批判
食の安全	<ul style="list-style-type: none"> ■ 食のグローバル化やファクトリー・ファームによる、食の汚染リスクの拡大 ■ BSE(狂牛病)や鳥インフルエンザのような食の安全に対する脅威
気候変動問題と水不足	<ul style="list-style-type: none"> ■ 温室効果ガスの排出規制 ■ バイオ燃料やカーボン吸収プロジェクトの可能性 ■ 原料不足や製造コストの上昇
汚染物質 (農業、化学肥料)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 消費者や従業員への健康被害 ■ 有機食品の需要拡大 ■ 内分泌攪乱物質(環境ホルモン)の問題 ■ 土壌、地下水などへの過剰窒素

② Eurosifによる食品セクター・レポート

フランスに本拠を置くEurosif (European Social Investment Forum) はSRIの業界団体。ヨーロッパ各国(ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、イギリス)のSIFを横断する組織として2001年に設立された。Eurosifでは、一般市民や政策立案者、メインストリームの運用機関、企業、年金基金などが、従来型の財務分析では捉えることができない投資活動におけるリスクと機会への理解を促すことを目的として、セクター・レポートを作成し、一般に公開している。

食品セクター・レポートは2007年6月に発表された。レポートを作成した運営委員会のメンバーには、Bank Sarasin, Crédit Agricole Asset Management, SAM Group, Société Générale Asset Management, Schrodersからのアセット・マネージャーが含まれている。レポートでは食品産業の下流である食品加工業に焦点を当てており、アルコール飲料業は含めていない。

：Eurosifによる食品セクターの財務外要因

財務外要因	主な社会・環境要因	リスクと機会
消費者の健康と栄養	<ul style="list-style-type: none"> ■ 世界的な肥満の増加 ■ 医療費の増大 ■ 不健康な加工食品 ■ 特に子供を対象とした無責任なマーケティング戦略 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 健康的な機能性食品へのR&D ■ 有機食品への需要拡大 ■ 訴訟リスク(消費者、規制当局、メディアが責任を求める) ■ 正直なマーケティング ■ ラベリングの新たな規制の可能性
食の安全	<ul style="list-style-type: none"> ■ 微生物汚染(サルモネラ、大腸菌、リステリアなど) ■ BSE(狂牛病)のような食の安全に対する脅威 ■ 遺伝子組み換え食品 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 製品の質と安全性が消費者からの忠誠心のために重要 ■ サプライヤーや流通業者などとのパートナーシップ ■ サプライ・チェーン・マネジメントとトレーサビリティ ■ 訴訟リスク、評判リスク
土地使用と水不足	<ul style="list-style-type: none"> ■ 灌漑用水の不足 ■ 土地劣化、土壌流出、森林破壊の影響 ■ 気候変動問題の脅威 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 製品の質と安全性が消費者からの忠誠心のために重要 ■ サプライヤーや流通業者などとのパートナーシップ ■ サプライ・チェーン・マネジメントとトレーサビリティ ■ 訴訟リスク、評判リスク
労働基準と人権	<ul style="list-style-type: none"> ■ 結社の自由が制約された国での操業 ■ 食品加工現場における労働事故・病気 ■ 女性の低賃金労働 ■ 農業労働者の強制労働・児童労働 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 訴訟リスク、評判リスク ■ 労働事故・病気を防ぐ新技術 ■ 適切な従業員マネジメントによる安定的な生産と長期的なコスト削減 ■ フェア・トレード

①ネスレ

食品業界のリーディング企業であるネスレは、CSRの分野でも対策に早くから取り組んでいる。食品業界のマテリアリティは自社内の操業よりもむしろバリューチェーン全体での影響が強く、自社を中心として上流そして下流域でのサステナビリティの影響を考慮することが事業のうえで大きな鍵になる。同社はこのようにバリューチェーンのなかで社会および自社への革新をもたらすことをCSRの根幹と考えており、「共通価値の創造 (Shared Value Creation)」として事業戦略の中核に据えている。

上流については、今後自社内での取り組みよりもむしろ原料調達がクリティカルになることは確実である。世界の農業国からの安定供給が事業発展の要といえる。1社のみでの対応では限界があることから、世界の食品会社数十社とともにSAI (Sustainable Agriculture Initiative) Platformを結成し、NGOと共同して持続可能な農業の支援活動を推進している。こうした支援策は、社会貢献というよりも将来への原料確保の次善の策として事業戦略の一環ととらえられる。

バリューチェーンの下流サイドでは、今後経済の成長が見込まれる新興国への需要対応が大きい。新規マーケットの開拓の意味においても、自社ブランドの浸透が経済発展の寄与に関連し、CSR活動をマーケティング活動と考えているところが大きい。

②味の素

日本の食品会社の事業領域は国内に限られているところが多く、世界のリーディング企業に較べるとCSR活動も国内視野にとどまる点は否めない。そしてマテリアリティを特定するよりも、幅広いステークホルダーの関心への対応がまだ中心である。それでもこの業界で共有化されているESG要因についての認識は取られており、今後どう実践していくかにあるようだ。

味の素の場合、CSR報告を見る限りでは食の安全や品質管理といったところに力点を置かれており、持続可能な原料調達まではまだ体系的に行われていないようだ。日本の読者の関心が多様なステークホルダーへの対応にあるため、全方向的にそれぞれの活動を紹介している点が高い。

グローバルでのサステナビリティへの取り組みはまだ緒についたところである。同社の主力製品であるうま味調味料の販売はグローバル戦略の柱であり、その有力なマーケットは中国とアジアである。販売体制についても途上国特有の販売体制を構築している。例えば、フィリピンでは低所得者層の消費者の食生活実態を把握するため、調査データに頼らず現地スタッフが家庭訪問しインタビューを通して食生活の現状把握に努めている。これにより、地域の食文化に合った食生活の改善提案を行うとともにニーズに合った新製品開発を行い、徐々に味の素ブランドの浸透を広げることに役立っている。

また原料への取り組みとして、自社管理農場による農薬・肥料の管理を進めるとともにサステナブル農法からの原料調達にも取り組みは始めている。さらに地域の栽培技術向上のためにプロジェクト資金を援助したり、現地農民の自律組織に協力するなど、地域経済の振興に努め、結果的に同社のサプライ・チェーンの強化につながる取り組みも行っている。

下流の方では、やはり途上国での栄養問題に注目し、同社のアミノ酸技術を生かした栄養バランスの推進としてリジン強化プロジェクトを展開している。これによって子供の成育改善がみられるなど、その効果がでは始めているところである。

今後は事業戦略の主流となるべく展開が求められる。また自社農場だけでなく、SAI Platformのような業界全体の取り組みにも参加するなど、ステークホルダーとの共同事業も有効だろう。

6-1 両者の現状と認識ギャップ

今回の研究会は企業と投資家と両者が直接会い、お互いの対話を通して理解促進を図ることも目的のひとつであった。両者がCSRあるいはESGという同一の用語を口にしながらも、基本的なところで各々の理解や解釈が異なることに気づかされた場面が多かった。

企業にとってCSRといえば多様なステークホルダーへの対応であり、投資家もその中に含まれるものの、他のステークホルダーとは関心の軸が異なっている。その理解がまず第一なのだが、企業側が投資家の考えるロジックを理解していないことが多くみられた。

一方メインストリーム投資家にとっては、SRIとはある一部の投資家が考える課題、またはある一商品の設計といった意識がこれまでに広がっており、新たな責任投資のコンセプトもまだ認識が共通化されていない状況であった。社会性といった途端に、投資の理論にそぐわないという拒否反応もまだ見受けられた。あるいは、財務に影響を与えているESG要因（例えば、ハイブリッド車のように商品化されている環境技術）はすでにアナリストや運用マネジャーの間で織り込み済みであり、環境、社会だけを取り出すことに特別な意味があるのだろうか、といった意見もあった。

:: 投資家と企業のアプローチのギャップ

投資家側の 分析アプローチ ↓ ESG要因の 特定への意識 欠如	<ul style="list-style-type: none"> ■「社会性ではリターンあがらない」のジレンマ <ul style="list-style-type: none"> ・SRIへのネガティブなイメージが阻害要因に ■財務外要因における「マテリアリティ」視点が少ない ■ESGのパフォーマンス評価の経験・実績不足 <ul style="list-style-type: none"> ・業種別のESG分析アプローチの不在 ・ESG要因とパフォーマンスの関係を示す研究の不足 ■既存の業種別分析のなかに織り込まれているとの認識 <ul style="list-style-type: none"> ・ESG要因のみ取り出して分析することの困難さ、不自然さ
企業側の CSRアプローチ ↓ IRの視点が 不足	<ul style="list-style-type: none"> ■「マテリアリティ」の概念が広がっているものの、まだ広範すぎる <ul style="list-style-type: none"> ・投資家の関心事への配慮が弱い ■株主（投資家）のもつ利害の認識が不十分 <ul style="list-style-type: none"> ・財務パフォーマンスが最大の関心であることへの意識が少ない →他のステークホルダーと分けて考える必要性 ■事業戦略に結び付け経済価値を実現するという観点が弱い <ul style="list-style-type: none"> ・基本的CSRにとどまっており、戦略的な発想（＝利益の実現につながる）が少ない ■ESGで現在やっている事業との関連を投資家に説明できていない <ul style="list-style-type: none"> ・投資家の関心は、業績への結びつき。IRの視点が不足

6-2 今後の課題

今後持続可能性を脅かす社会問題が進行し、経済に影響を及ぼしていくことは確実視されている。企業が環境、社会要因を事業の柱として組み込む戦略的CSRを推進し、投資家が資本市場において責任投資を取り込んでいくことが、産業界と金融界それぞれに迫られている方策といえるだろう。現状でそれが進んでいない阻害要因を検討し、今後に向けて何をすべきなのか、投資家と企業それぞれの課題は以下のように考えられる。

投資家

- ESGを考慮することが投資パフォーマンスに影響を与える、ということをどう説明するか
- 財務外要因をどのように評価・分析し定量化するか(特にマテリアリティが確実な温室効果ガス排出量の評価方法や排出量取引の経営への影響)
- 気候変動など持続可能性に関する課題を投資家が重視していることを、どのように企業に伝えるか
- PRIの理念をどのように投資活動に反映させるか

企業

- どのように自社の戦略にとってマテリアルなESG要因を絞り込むか
- ESG課題のどの要素が今後の経営環境に影響するかを見極め、KPIをどう設定するか
- 投資家やアナリストにとって有用なESG要因の情報を提供するとともに、事業戦略とのリンクをどのように説明していくか
- 業界内、グローバルでの財務外要因の情報開示をどのように標準化していくか

こうした課題を解決するために、ESGにおけるマテリアリティのさらなる研究と実践が必要といえる。そこで、「持続可能な社会の実現が事業の発展にもつながる」という概念を広げる方法として、①評価・分析を深めるアプローチ、②認識を広げるアプローチ、を提案する。

①社会課題と企業経営におけるESG分析の関連研究
課題や業種を勘案したESG要因のマテリアリティの分析、研究

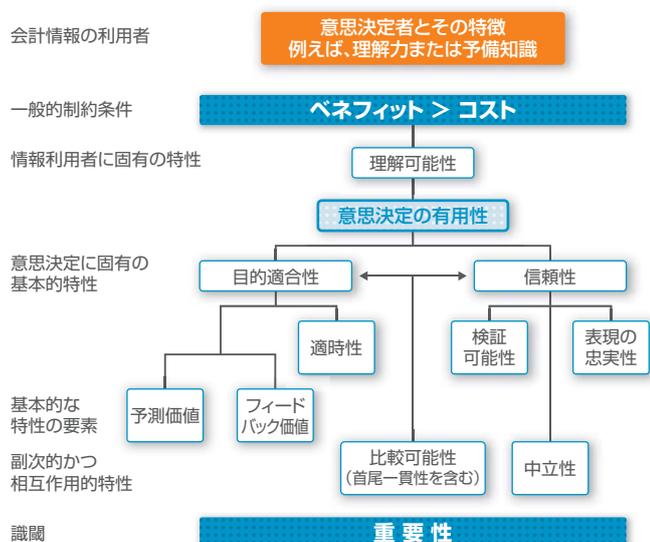
②機関投資家と企業のエンゲージメントの展開
第一ステップとして、投資家向けのCSR/ESG説明会を実施し企業と投資家相互の理解を促進

1 財務会計の基本概念とサステナビリティ報告での適用

財務会計では、会計情報の質的特徴として会計原則の階層構造を明確にしている。ここでの意思決定にとって有用性のある情報とは、重要性(マテリアリティ)原則を最低限とし、情報のコストに見合うベネフィットが見出せる制約条件の範囲に収まるものといえる。つまりマテリアリティは原則というよりも、財務報告に何を記載するかを判定する識閾(入口または境界)と位置づけられている。

意思決定に有用な情報には、「目的適合性(relevance)」「(情報の利用者の目的にどれだけ合致しているかという内容を問う特性)と、「信頼性」(報告する内容に誤りや偏りがなく正確であるという特性)とが要求される。報告書の利用者が投資家だけでなく各種のステークホルダーに広がるに従い、その目的が変化しておりつまり目的に適合した内容とはどんなものかの議論が展開されてきた。これがサステナビリティ報告におけるマテリアリティへと発展し、現在のマテリアリティの論点につながっていったといえる。

:: 会計情報を有用にさせる特性の階層構造



出典: 「FASB財務会計の諸概念」平松一夫、廣瀬義州[訳]

2 責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)

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、そして時代毎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。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。

- ① 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
- ② 私たちは活動的2な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます。
- ③ 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。
- ④ 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- ⑤ 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- ⑥ 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

3 UNEP FIの研究成果

アセットマネジメント・ワーキンググループにより、ESG要因と企業価値の関係に関する報告書が2004年よりシリーズで発表されている。

①「株価に対するESG要因の重要性」に関する報告書 (2004年発行)

②「Show Me The Money」(2006年7月発行)

<分析結果>

- ESG要因は企業価値に影響する重要な要因である。
- ESGが株価に及ぼす影響を数量化することができる。
- 企業価値へ影響を及ぼす主なESG要因が明確化しつつある。また、その重要性は業種毎によって異なる。

<ESGの企業価値への影響の具体事例>

環 境

EUでは、政策目標として2020年までにCO2排出量を20%削減することに合意。英国は2050年までに1990年比60%削減を目標にし、削減に法的拘束力を持たせた「気候変動法案」を提出。

2005年の台風の影響により、1,700億ドルの損失が発生。このうち、保険で補填された損失額は、全体の50%に満たない。

サハリンでの石油・天然ガスの開発プロジェクトは、パイプライン敷設計画が鯨の生息地を通ることが判明。環境保護団体の反対を受け、建設ルートを迂回した結果、投資額が当初比倍増。

社 会

NPOにより、米国アパレル企業が取引していた東南アジアにある下請工場で児童就労や低賃金、長時間労働を強制していた事態が公となり、取引企業も含め、不買運動や訴訟問題に発展。

有能な労働者を獲得するため、従来以上に労働者に対するインセンティブ付与として、労働環境、雇用形態、安全性、地域交流などへの企業の取り組みが注目されている。

コーポレート・ガバナンス

米国の上場企業1,200社は、適切なマネジメント体制、方針、管理等の欠如により、2005年の財務報告の訂正を余儀なくされた。

③「How leading public pension funds are meeting the challenge」(2007年4月発行)

<内容>

- 公的年金基金が行っている、責任投資の取り組み事例をケーススタディ形式で紹介。
- 米国、英国、オランダ、タイ、スイス、スウェーデン、ノルウェー、フランス、カナダ、ブラジルにおける、主要な公的年金基金の15の取り組み事例を記載(下記はABPの事例)。

<ABP>

基金概要

オランダ政府と教育部門の事業主と被雇用者加入する、世界第2位の規模を有する年金基金。

運用資産残高は約2,650億ドル(約32兆円)

推進理由／方針

ABPは加入者に可能な限り高いリターンを提供することを第一の責任と捉えており、投資の意思決定プロセスでESG要因を考慮することはリスク調整後の財務リターンの向上に役立つと見做す。

ESG要因のリスク管理を改善するよう企業に働きかけることは、リターンの向上に向けた必要不可欠な取り組みであると考えている。

<主な取り組み>

投資関連の施策	現状	株主行動の施策	現状
ESGの意思決定への考慮	ファンドマネージャーに奨励	議決権行使	実施
ネガティブスクリーン	導入	ロビー活動	実施
SRI専門機関への委託	SRIファンドに投資	企業との折衝	実施

注:UNEPFIアセットマネジメント・ワーキンググループ資料などから三菱UFJ信託銀行作成

4

ステークホルダー視点のマテリアリティ・アプローチ

企業のアカウンタビリティを促進するイギリスのNGOであるAccountAbilityは、BT GroupとLloyds Register Quality Assurance (LRQA)の協力を得て、「マテリアリティ・レポート」を2007年11月に発行した(創コンサルティング日本語訳)。ステークホルダー視点のマテリアリティの特定を実践する欧米のリーダー企業の事例を分析し、「企業の長期的成功にとって、何がマテリアルか」を特定するための厳密かつ実用的なアプローチを調査。その共通点を抽出し、一般的に活用できるフレームワークを提案している。

このマテリアリティ特定のフレームワークを活用するには、次の前提が要求される。

- 自社にとっての重要度に基づき、行動のための課題を特定し、優先順位を付ける
- それぞれのステークホルダーにとって、どの情報が役に立ち、有意義か特定する

マテリアリティ・アプローチは報告書作成のためだけに行うものではなく、むしろ企業における「経営戦略」「パフォーマンス管理」「レポート」の緊密な整合を促すことを目的としている。

本報告では、マテリアリティ・アプローチが以下のように有効であることを結論づけている。

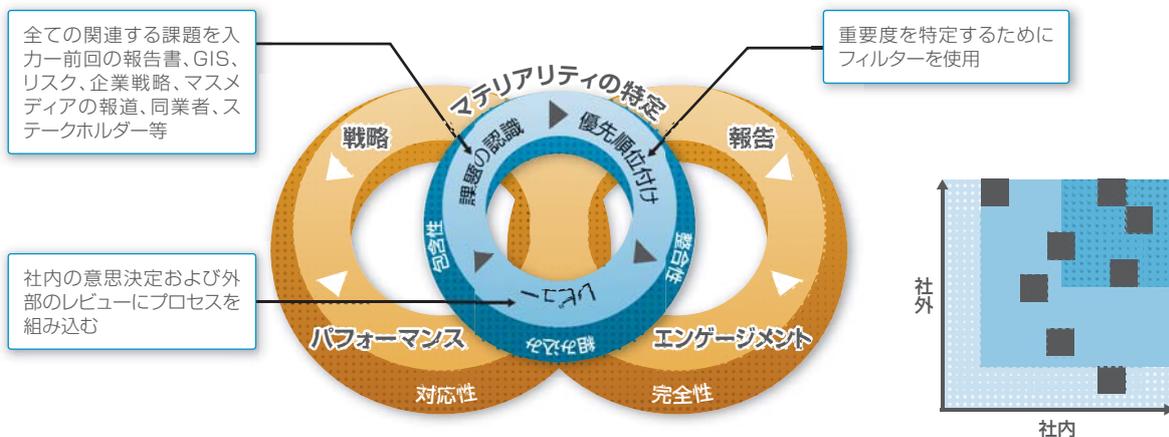
サステナビリティの課題に対する厳密で有効なマテリアリティのレンズを当てることによって、以下が可能となる。

(企業の)マネジャーは、理解しやすい短期的な財務、コンプライアンス、技術上の目標に、過度に縛られることなく、長期の目標と整合性を持った意思決定を行える。

投資家、パートナー、その他の金融系のステークホルダーは、将来の課題に対応していることをはっきりと示すことができる企業に、金融資本、組織資本を投下できる。

政府、市民社会、その他のステークホルダーは企業がどの課題を真剣に考えているかが明確に理解できるので、批判、報酬、規制や契約などの対象を定めることが容易になる。

:: マテリアリティの特定



出典: 「マテリアリティ・レポート」AccountAbility 創コンサルティング訳