

研究ノート

投資家を意識して ESG 情報を開示している日本企業の属性分析

青山学院大学 国際マネジメント学術フロンティア・センター 特別研究員

林 順一

<要旨>

本稿では、どのような属性の企業が投資家を意識して ESG 情報を開示しているかを検討する観点から、ESG 情報開示の有無と海外要因の関係に着目し、企業規模、収益性、成長性、ガバナンス及び業種に関する変数をコントロールした上で、日本の上場企業における ESG 情報開示と外国人持株比率又は海外売上高比率の関係を分析した。

ESG 情報開示の有無については、東洋経済の CSR 企業総覧（2016 年版）に掲載されている調査結果を用いて、調査に回答した企業等 1,137 社の 2015 年度のクロスセクションデータによりロジット分析を行った結果、外国人持株比率又は海外売上高比率と企業の ESG 情報開示の間には、それぞれ有意な正の関係があることが示された。この結果は、日本企業の ESG 情報開示には、海外要因が大きく影響しているという考え方と整合的である。なお、この他にも、企業規模が大きく、収益性が低い企業、食品産業に属する企業が ESG 情報開示を行う傾向があることが示された。

<キーワード>

ESG、CSR、PRI、情報開示、機関投資家

1. はじめに

2015 年 9 月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、ESG（環境、社会、ガバナンス）の視点を資産運用に反映させる国連責任投資原則（PRI）に署名した。GPIF はわが国の国民年金・厚生年金を運用する世界最大の機関投資家であり、わが国の機関投資家のリーダー的存在である。欧米の主要な機関投資家の多くがすでに PRI に署名し、資産運用に ESG の視点を取り入れている中、GPIF の PRI 署名を契機として、今後はわが国の機関投資家も ESG の視点を取り入れた運用を積極的に行うようになると見込まれる。

PRI は、国連グローバル・コンパクト（UNGC）と国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP-FI）の活動を背景として、2006 年にアナン国連事務総長（当時）が金融業界に対して提唱したイニシアティブである。そこでは、機関投資家が投資判断をする際に ESG 要素を考慮することが謳われており、機関投資家が PRI に署名することを通じて、ESG 要素の投資プロセスへの統合が推進されるこ

とが企図されている。

機関投資家は、企業や ESG 格付機関、データプロバイダーといった ESG 情報提供機関(林:2016)等、様々なルートから投資判断に必要な ESG 情報を収集しているが、その基本となるのは、企業自身による ESG 情報の開示である。ではどのような属性の企業が積極的に、投資家に向けて ESG 情報を開示しているのだろうか。

PRI に署名したわが国の機関投資家が少数に留まる中、またわが国において ESG という概念が必ずしも広くは普及していない中、日本企業が積極的に ESG 情報を開示するか否かには、海外要因が大きく関係していると考えられる。そこで本稿では、海外要因(外国人持株比率、海外売上高比率)を中心として、ESG 情報を積極的に開示している企業の属性を分析することとしたい。

なお、ESG に類似する概念として、CSR (Corporate Social Responsibility) 及び SRI (Socially Responsible Investment) という概念があるので、ここでこれらの関係を簡単に整理しておく。CSR は企業の社会的責任と訳される通り、企業の行動に焦点を当てたものであるのに対して、ESG と SRI は(企業に投資を行う)投資家に焦点を当てた概念である。ESG 要素を考慮した「責任ある投資は、投資行動に関わる行為規範を表す概念であって、単なる投資商品や特定の投資手法としての SRI とは一線を画す。だが、一方で、具体的な方法論の多くは SRI から引き継いでいる」(水口:2013:70 頁)と言える。本稿で論じる主旨に鑑み、本稿ではこれらの概念を厳格に峻別して議論することは行わず、これらを総称して(特に必要がない限り) ESG と称することとしたい。

以下では、第 2 章で、ESG 情報の受け手である機関投資家にとって、ESG 要素を考慮する意味を簡単に整理する。第 3 章で先行研究を概観したうえで、ESG 情報開示と企業属性の関係についての仮説を導く。第 4 章で実証研究の枠組みを説明し、第 5 章で実証結果を分析する。そして、第 6 章で全体を総括し今後の課題を述べることとする。

2. 機関投資家にとって ESG 要素を考慮することの意味

ここで、機関投資家が ESG 要素を考慮することの意味について簡単に整理する。機関投資家は、委託者から資金を預かって運用を行う受託者として、委託者に忠実に、かつ善良な管理者としての注意義務をもって運用する責任(受託者責任)を有する。(例えば年金基金は、基金の加入者に対して受託者責任を負う)。伝統的には、この責任は委託者の財務上のリターンを最大化するように努めることであり、それ以外の要素を考慮してはならないと解釈されてきた。他方で機関投資家現象が進展し、機関投資家が先進国の主要企業の大株主となってきたことから、機関投資家に対してその権力を社会の厚生に生かすべきであるという期待が高まってきた。この投資家としての責務(財務上のリターンの最大化)と社会からの期待(ESG 要素の考慮)を調和させるべく提示されたのが、責任ある投資の概念であり、2006 年に国連によって示されて以降、メインストリームの機関投資家

に支持されるようになった。

2006年に策定されたPRIは、メインストリームの機関投資家がこの原則に署名し、この原則を履行することを期待するものである。この前文には(1) ESG要素が運用パフォーマンスに影響する(従って機関投資家はESG要素を考慮すべきである)、(2) この原則を適用することによって投資家と幅広い社会の目的の調和が図られる(社会からの期待に応えられる=国連の役割が果たされる)、(3) ESG要素を考慮するのは受託者責任の範囲内に限られる(財務上のリターンの最大化が優先する)、という3つのポイントが記載されている。

このうちの第1のポイントが機関投資家にとって最も重要な論点となる。この点について、2007年にUNEP-FIが報告書を作成している。そこでは、ESG要素と運用パフォーマンスの関係を検討した20の学術論文を分析し、両者が正の関係にあるものが10、中立的なものが7、負の関係にあるものが3であったことから、ESG要素を考慮することによって運用パフォーマンスが悪化するとは言えない(機関投資家はESG要素を考慮することができる)と結論づけた。またEccles, Ioannou and Serafeim (2012)は、「持続可能性の高い企業」と「持続可能性の低い企業」の18年間のパフォーマンスを比較して、前者の方が、株価と会計上の利益の両面において優位であったことを示した。PRIはホームページでこの研究の結果を引用し、また合わせて、BPの原油流出事故やBarclaysのLIBOR不正問題によって、それぞれ会社が多大な損害を被った事実を指摘して、ESG要素を考慮することは機関投資家にとって意味があると指摘している。

法律上の概念である受託者責任についても、責任ある投資が可能となるような解釈が行われてきた。UNEP-FIは、Freshfields Report (2005)、Fiduciary Responsibility (2009)及びFiduciary Duty in the 21st Century (2015)の3つの報告書において、繰り返し、投資調査や投資プロセスにESG要素を統合することは、投資家がよりよい投資決定をすることや、投資パフォーマンスを向上させることを可能にするので、投資家の受託者責任と整合的であることを指摘した¹⁾。

多くの機関投資家の母国である英国・米国での最近の動きを見ると、まず英国においては、2012年のケイ報告書の勧告を受けて2014年に法律委員会から受託者責任についての解釈が示された。ここでは、(1) 受託者は、ESG要素が投資の財務パフォーマンスに影響を与えると考えられる場合には、ESG要素について考慮すべきこと、(2) 委託者が関心を持っている事項で、かつ投資の財務パフォーマンスに損失を生じないのであれば、ESG要素に基づいて投資の意思決定を行うことは許容されること、を指摘している(なお、英国政府は法律委員会の解釈を尊重しつつ、この解釈を法律で規定することは否定した)。

米国では2015年に労働省の解釈通達に変更され(IB 2015-1)(米国の機関投資家である年金基金は労働省の解釈通達に従う)、受託者は経済的・財務的に同等であれば、ESGといった(財務リターンに)付随的な要素を考慮することができること、投資に対して直接、経済的・財務的影響を与

えるような ESG 要素は、単に付随的な要素ということではなく、受託者が投資判断に際して考慮する（重要な）要素であることが示された。これは 1994 年の解釈通達（IB 94-1）において、リスククリターン等の条件が同じであれば、投資に際して ESG 要素を考慮することが許容されるとされていたものが、2008 年の解釈通達（IB 2008-1）において、財務上のリターン最大化の命題が強調され、責任ある投資を行う妨げとなっていたことから、解釈の変更が行われたものである。

このような経緯を経て、欧米を中心に、メインストリームの機関投資家は、PRI に署名し、投資調査や投資プロセスに ESG 要素を統合するようになった（van Duuen, Plantinga and Scholtens : 2015）。署名機関投資家の規模・影響度を、機関投資家の管理資産（AUM）に占める署名機関投資家の比率で見ると、（年金基金等の）アセット・オーナーで 19%、（運用機関等の）インベストメント・マネージャーで 63% となっており、実際の運用を行うインベスト・マネージャーの過半数が ESG 要素を考慮した運用を行っている（PRI : 2015b）。また PRI のホームページで署名機関投資家の国別の分布（2016 年 2 月現在）を見ると、全体（アセット・オーナー：304 社、インベストメント・マネージャー：978 社）の中で、米国（24 社、198 社）、英国（42 社、132 社）、フランス（11 社、118 社）に対して、日本は（9 社、24 社）である。欧米の機関投資家が積極的に PRI に署名しているのに対して、わが国の機関投資家が ESG 要素を考慮した運用を行うのは、これからであると言えよう。

3. 先行研究と仮説

（1）先行研究

本節では、ESG 情報開示に積極的な企業の属性に関する先行研究を検討する。Fifka（2013）は 1973 年から 2011 年に発表された 186 論文に基づき、ESG 情報開示に積極的な企業の属性を分析している。彼は地域毎に特徴があるものの、全体として見れば、企業規模、業種、経営者のスタンス及び所在国が ESG 情報開示の質に正の影響を与えているという研究が特に多く、また収益性、ステークホルダーの関与及びメディアからの圧力も ESG 情報開示の質に正の影響を与えているという研究が多いことを指摘した。Hahn and Kühnen（2013）は 1999 年から 2011 年に発表された 178 論文に基づき、ESG 情報開示に積極的な会社の属性を分析している。彼らは、企業規模、業種、メディアへの露出及びステークホルダーからの圧力が ESG 情報開示の質に正の影響を与えているという研究が多いことを指摘した。

主な先行研究は図表 1 に列挙した通りであるが、このうち海外要因に着目したものとして、Stanny and Ely（2008）、Chiu and Wang（2015）、Gamerschlag, Möller and Verbeeten（2011）、Tanimoto and Suzuki（2005）及び林（2014）等がある。Stanny and Ely（2008）は、機関投資家からの地球温暖化に関する質問に回答した企業の属性を明らかにするため、2007 年の S&P 500 企業を対象

としてロジット分析を行い、企業規模（総資産の対数値）が大きく、海外売上高比率が高い企業ほど、地球温暖化に関する質問に回答する傾向があること、炭素排出量の多い業種は、逆に質問に回答しない傾向があることを示した。機関投資家持株比率では有意な関係が示されなかった。彼らはこの結果を踏まえ、海外売上高比率が有意な正の関係を示したのは、国際的企業は多くの規制・規律の対象となっていることから、開示を充実させるインセンティブが高いためであること、機関投資家持株比率が有意な関係を示さなかったのは、対象企業（S&P 500）はどの企業も機関投資家持株比率が高いので、それらの間では有意な差異が示されなかったためであると考えた。

図表 1 先行研究

論文	対象国・地域等 対象年度	被説明変数	有意な関係を示す 主な説明変数
Chiu and Wang (2015)	台湾 2010-2011年	CSR情報開示の質	企業規模(+)、メディア露出(+) 海外売上(+)、海外上場(+)
D'Amico et al. (2014)	イタリア 2006年、2009年	環境に関する情報 開示の質	企業規模(+)、株主構成(+)、 4大監査法人の監査(-)
Eleftheriadis and Anagnostopoulou (2015)	ギリシャ 2008-2011年	気候変動に関する 情報開示の質	企業規模(+)、収益性(+)、業種(+)
Gamerschlag et al. (2011)	ドイツ 2005-2008年	単独のCSR報告書 作成の有無	企業規模(+)、知名度(+)、株主構成(+) 米国上場(+)
Lapinskienė and Tvaronavičienė (2012)	欧州15カ国 2006-2010年	ESG開示の質 (Bloomberg)	企業規模(+)、収益性(+)、業種(+)(-) 所在国(+)(-)
Michelon and Parbonetti (2012)	Dow Jones Index 2003年	サステナビリティ 開示の質	企業規模(+)、コミュニティに影響力 のある社外取締役の比率(+)
Stanny and Ely (2008)	S&P 500 2007年	地球温暖化に関 する質問への 回答の有無	企業規模(+)、業種(-)、海外売上高 比率(+)
Tagesson et al. (2009)	スウェーデン 2007年	ウェブサイトでの CSR情報開示の質	企業規模(+)、収益性(+)、業種(+)(-) 株主構成(+)
Tanimoto and Suzuki (2005)	日本 2003年	GRI開示の有無	企業規模(+)、業種(+)、外国人持株 比率(+)、海外売上高比率(+)
林 (2014)	日本 2012年	GRI開示の有無	企業規模(+)、収益性(-)、成長性(-) 海外売上高比率(+)

(注1) 論文中に複数の分析がある場合には、代表的な分析の変数を示す。

(注2) 変数名の後の(+)は正の関係、(-)は負の関係を示す。

(出所) 筆者作成

Chiu and Wang (2015) は、どのような属性の台湾企業が CSR 情報開示に積極的なのかを明らかにするため、2010 年と 2011 年の台湾の株式市場に上場している 246 社を対象として回帰分析を行い、海外企業のグローバルサプライチェーンに位置づけられている企業、国際的資本市場に上場している企業、企業規模（総資産）の大きい企業、メディアへ露出の多い企業ほど CSR 情報開示に積極的であることを示した。彼らはこの結果を踏まえ、海外のステークホルダー（販売先、株主）からの圧力が強い企業は、その圧力に対応するため、CSR 情報開示に積極的になると考えた。

Gamerschlag, Möller and Verbeeten (2011) は、単独の CSR 報告書を作成する企業の属性を明らかにするため、2005 年から 2008 年のドイツ大企業 130 社を対象としてプロビット分析を行い、企業規模（従業員数・総資産の対数値）の大きい企業、知名度のある企業、株式が分散している企業、及び米国のステークホルダーとの関係が深い企業（米国上場企業）ほど、単独の CSR 報告書を作成する傾向があることを示した。彼らはこの結果を踏まえ、ドイツに比べて米国の方が明示的に CSR 開示を行う傾向があるので、米国のステークホルダーとの関係が深い企業ほど、CSR 開示が強化される傾向があると考えた。

日本企業を分析した事例として、Tanimoto and Suzuki (2005) 及び林 (2014) がある。Tanimoto and Suzuki (2005) は、グローバルスタンダードである GRI（グローバル・レポート・イニシアティブ）ガイドラインを適用して CSR 情報開示を行った企業の属性を明らかにするため、2003 年の日本企業売上高上位 300 社を対象としてプロビット分析を行い、企業規模（売上高の対数値）が大きく、環境関連産業に属しており、外国人持株比率が高く、海外売上高比率が高い企業ほど、GRI ガイドラインを適用した報告書を作成する傾向があることを示した。彼らはこの結果を踏まえ、CSR はもともと欧米で形成された概念であるので、日本の場合には欧米との関係が深い企業ほど、CSR 開示に積極的であると考えた。

林 (2014) は GRI ガイドラインを利用して CSR 開示に積極的に取り組んでいる企業の属性を明らかにするため、2013 年の日経 225 構成企業を対象としてロジット分析を行い、企業規模（時価総額の対数値）の大きい企業、海外売上高比率が高い企業ほど、GRI ガイドラインを適用した報告書を作成する傾向があること、収益性（ROA の 3 年平均）の高い企業、成長性（PBR の 3 年平均）の高い企業ほど、GRI ガイドラインを適用した報告書を作成しない傾向があることを示した。外国人持株比率では有意な関係が示されなかった。彼はこの結果を踏まえ、海外売上高比率の高い企業は、欧米多国籍企業の CSR 重視の調達方針等に対応して、グローバルスタンダードである GRI 開示を行う傾向があること、欧米機関投資家の SRI 投資を通じた CSR に対する情報開示要求は、企業が有意に GRI 開示を行うほどは強くないことが示されたと考えた。

(2) 仮説

まず外国人持株比率と ESG 情報の開示の関係について検討する。1990 年代半ば以降、銀行や生保等の所謂安定株主の持株比率が低下する中で、外国人持株比率が上昇しており、1998 年度以降は日本の上場企業に対する最大の投資主体となっている（2014 年度の外国人持株比率は 31.7%に達する）（東証他：2015）。外国人機関投資家は「物言う株主」として、投資リターンを向上させるためにエンゲージメント等を行い、投資先に対して様々な要求を行う傾向があることから、外国人持株比率が高い企業ほど、株主から強い要求を受けていると考えられる。

外国人機関投資家の中には PRI に署名し、責任ある投資を推進するために ESG 情報を必要とする投資家も多く含まれており、彼らは直接、又は ESG 情報提供機関等を経由して、投資先企業に対して ESG 情報の提供を求めると考えられる。実際米国最大の年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）は、長期的なリターン最大化の観点から ESG 要素を重視し、資金運用を委託する運用会社に対して、ESG 要素を考慮した運用を求めている（CalPERS：2014）。また世界最大級の運用会社である Blackrock は、投資先企業に対して ESG に関するエンゲージメントを行うことが受託者責任に含まれており、これが長期的リターンの最大化に繋がるとしている（Blackrock：2015）²。

以上から、以下の仮説が導かれる。

仮説 1 外国人持株比率が高い企業ほど、投資家を意識した ESG 情報開示を行う傾向がある。

次に海外売上高比率と ESG 情報の開示の関係について検討する。海外売上高比率が高い企業は、海外企業を競争相手と見て海外企業を研究する傾向がある。その際海外企業が ESG 情報開示を重視していれば、当該企業も ESG 情報開示の重要性・必要性に気づきやすくなると考えられる。また、販売先である欧米多国籍企業から、彼らの調達方針の一環として ESG 情報提供を求められることが想定される。さらに、海外でのプレゼンスが高い企業は、欧米の市民団体から ESG に関する圧力を受けることを通じて、ESG 情報開示の重要性を認識することになる。このように海外売上高比率が高い企業は、ESG 情報の重要性を認識することから、投資家の ESG 情報に対する潜在的・顕在的なニーズを理解し、これに対応する傾向があると考えられる。

以上から、以下の仮説が導かれる。

仮説 2 海外売上高比率が高い企業ほど、投資家を意識した ESG 情報開示を行う傾向がある。

4. 実証研究の枠組み

本稿では被説明変数を「投資家を意識した ESG 情報開示」の有無、説明変数を外国人持株比率又は海外売上高比率とし、ESG 情報開示に影響を及ぼすと考えられるその他の主な変数をコントロールして、ロジット分析により、ESG 情報開示と外国人持株比率又は海外売上高比率の関係を分析する。そこで本章では、サンプルと分析モデルを説明したうえで、被説明変数、説明変数及びコントロール変数について、その内容と変数として用いる理由を説明する。

(1) サンプルと分析モデル

サンプルは、東洋経済の CSR 企業総覧 2016 年版に掲載されている上場企業（東洋経済の調査票に回答した企業等）のうち金融機関等を除く 1,137 社³とし、クロスセクションデータを用いてロジット分析⁴を行う（データは主として日経 NEES-Cges データベースから作成⁵）。分析モデルは以下に示す通りである。

$$ESG = \alpha + \beta_1 FRGN + \beta_2 OSSALES + \beta_3 LNASS + \beta_4 ROE3 + \beta_5 PBR3 + \beta_6 ODE + \beta_7 IND1 + \beta_8 IND2 + \beta_9 IND3$$

説明変数の ESG は「投資家を意識した ESG 情報開示」の有無（有＝1 のダミー変数）、被説明変数の FRGN は外国人持株比率、OSSALES は海外売上高比率の高低⁶（30%以上＝1 のダミー変数）、LNASS は総資産の対数値（企業規模）、ROE3 は株主資本利益率の 3 年平均（収益性）、PBR3 は株価純資産倍率の 3 年平均（成長性）、ODE は社外取締役の有無（有＝1 のダミー変数）（ガバナンス）、IND1 は資源産業、IND2 は食品産業、IND3 は医薬品産業である。ESG は 2015 年度の調査結果、ROE3 と PBR3 は 2011 年度から 2013 年度の 3 年間の平均値、その他の変数は 2013 年度の数値である。なお基本統計量は図表 2 に、相関係数は図表 3 に記載の通りである。

図表 2 基本統計量

変数名	略称	平均値	標準偏差	最小値	最大値
ESG 情報開示の有無	ESG	0.457	0.498	0	1
外国人持株比率	FRGN	13.659	14.361	0	91.23
海外売上高比率の高低	OSSALES	0.296	0.457	0	1
総資産の対数値	LNASS	11.210	1.954	4.554	17.540
株主資本利益率(3年平均)	ROE3	6.806	15.578	-252.381	150.260
株価純資産倍率(3年平均)	PBR3	1.063	0.991	0.185	15.372
社外取締役の有無	ODE	0.705	0.456	0	1
資源産業	IND1	0.013	0.115	0	1
食品産業	IND2	0.044	0.206	0	1
医薬品産業	IND3	0.024	0.154	0	1

(出所) 筆者作成

図表 3 相関係数

	ESG	FRGN	OSSALES	LNASS	ROE3	PBR3	ODE
ESG	1						
FRGN	0.4717	1					
OSSALES	0.2741	0.3697	1				
LNASS	0.598	0.6687	0.3681	1			
ROE3	-0.0451	0.0974	-0.0033	0.0256	1		
PBR3	0.041	0.2283	-0.0086	-0.0294	0.2222	1	
ODE	0.2471	0.3199	0.1389	0.3383	0.03	0.12	1

(出所) 筆者作成

(2) 被説明変数

本稿では、被説明変数として、東洋経済 CSR 企業総覧（2016 年版）の記載内容に基づき、「投資家を意識した ESG 情報開示」を行っている企業を 1 とするダミー変数を用いる。この内容は、東洋経済が 2005 年以降毎年継続実施している「CSR（企業の社会的責任）調査」に基づくもので、全上場会社等に調査票を送付し、その回答を取り纏めたものである。企業からの回答内容は、定評のある CSR 企業総覧という形で幅広くかつ詳細に開示されることから、企業も真摯に回答すると考えられ、企業の対応（企業の認識）を把握するのに適切なものであると言える。

(3) 説明変数

本稿では、説明変数として外国人持株比率と海外売上高比率の高低を用いる。これはわが国において、ESG 要素を考慮する PRI に署名した機関投資家が少数に留まること、またわが国において ESG という概念が必ずしも広くは普及していない中、日本企業が積極的に ESG 情報を開示するかどうかには、海外要因が大きく関係していると考えられるからである。

海外売上高比率の高低に関しては、海外売上高比率が 30%以上の会社を 1 とするダミー変数を用いる。これは、売上高比率が 30%以上あれば、当該企業にとって主要な業務と位置付けられるので、当該企業は海外動向の影響を強く受けると考えるからである（本稿ではこのような前提を置いて分析を行った）。なお海外売上高比率 30%以上に該当する企業は、サンプルの 29.6%を占める。

(4) コントロール変数

投資家を意識した ESG 情報開示に影響を与える変数として、先行研究で用いられた主な変数を中心として、企業規模、収益性、成長性、ガバナンス及び業種をコントロール変数として用いる（先行研究の概要は図表 1 参照）。企業規模が大きいほど外部から ESG 情報開示の圧力を受けること、また企業規模が大きいほど ESG 情報開示を行う人材を整えることができることから、企業規模と

ESG 情報開示の間には正の関係があると推定される。実際、殆どの先行研究で企業規模と ESG 情報開示の間に有意な正の関係が示されている。なお、企業規模の代理変数として、D'amico et al. (2014)、Gamerschlag et al. (2011)、Lapinskienė and Tvaronavičienė (2012) 及び Stanny and Ely (2008) 等の先行研究を踏まえ、総資産の対数値を用いる⁷。

業績の良好な企業は情報開示がしやすいことから、開示に積極的に開示を充実させる傾向がある (Healy and Palepu : 2001)。他方、収益性が高いと、投資家は収益性が高いことに満足し、ESG 情報の開示を厳しく求めない可能性ある。実際 Eleftheriadis and Anagnostopoulou (2015)、Lapinskienė and Tvaronavičienė (2012) 及び Tagesson et al. (2009) の先行研究では収益性と ESG 情報開示の間に有意な正の関係が示されているが、林 (2014) の研究では有意な負の関係が示されている。いずれにしても収益性は ESG 情報開示に影響を及ぼす可能性があるため、これをコントロール変数とする。なお、収益性の代理変数として、各年度の収益性のブレを調整すること、及び投資家にとっての収益性を考慮する観点から、株主資本利益率 (ROE) の 3 年平均を用いる。

成長性が高いほど ESG 情報開示に十分な経営資源を投入する余裕がないので、成長性と ESG 情報開示の間には負の関係が推定される。また成長性が高いと、投資家は成長性が高いことに満足し、ESG 情報の開示を厳しく求めない可能性がある。他方、成長性の高い企業は旺盛な資金需要に対応するため、投資家・レンダーに対して情報を積極的に開示すると考えられる。いずれにしても、成長性は ESG 情報開示に影響を及ぼすと考えられるため、これをコントロール変数とする。なお、成長性の代理変数として、各年度の数値のブレを調整すること、及び簿価 (純資産) に対する時価 (株価×総株数) の比率が高いことは市場が当該企業の成長性を評価していると判断されることから、株価純資産倍率 (PBR) の 3 年平均を用いる。

社外取締役は社外での知見を踏まえて、大局的な観点から企業に対して助言を行うことが期待されている。また社外取締役が存在すると、経営者は外部者にもわかりやすいように論点を整理して説明する必要がでてくるので、これが社内に浸透することを通じて、企業の情報開示のレベルアップが図られると考えられる (林 : 2010)。実際 Michelin and Parbonetti (2012) の先行研究では、あるタイプの社外取締役と ESG 情報開示の間に有意な正の関係が示されている。他方、社外取締役が存在すると、投資家はそのことである程度満足し、ESG 情報の開示を厳しく求めない可能性がある。いずれにしても社外取締役の有無は ESG 情報開示に影響を及ぼす可能性があるため、これをコントロール変数とする。

業種によって ESG に関するリスクが大きく異なることから、投資家は投資先企業のリスクを把握するため、ESG リスクの高い業種の企業に対して、ESG 情報の開示を強く求めると想定される⁸。具体的には、環境に影響を及ぼす可能性が高い業種 (資源産業)、消費者の生活・食の安全に影響を及ぼす業種 (食品産業) 及び人命に直接関わる業種 (医薬品産業) に対して、投資家は、レピュテ

ーションリスクを把握する観点から ESG 情報の開示を強く求めると考えられる。そこでこれら 3 業種をそれぞれコントロール変数（ダミー変数）とする。なお、資源産業には、鉱業（証券コード協議会の業種コード 1050）、石油・石炭製品（同 3300）及び電気・ガス業（同 4050）に分類される企業を含め、食品産業には食料品（同 3050）、医薬品産業には医薬品（同 3250）に分類される企業を含めた。

5. 実証研究の結果

「投資家を意識した ESG 情報開示」の有無と、外国人持株比率又は海外売上高比率の関係に関する推定結果は図表 4 に示される通りである⁹。分析モデルとして、企業規模（総資産の対数値）、収益性（株主資本利益率の 3 年平均）、成長性（株価純資産倍率の 3 年平均）、ガバナンス（社外取締役の有無）及び業種をコントロールした上で、ESG 情報開示の有無と外国人持株比率又は海外売上高比率（30%以上=1 のダミー変数）の関係を推定した。その結果、外国人持株比率の係数と海外売上高比率（高低）の係数がともに有意に正であることが示された。この実証結果は仮説 1 及び仮説 2 と整合的である。すなわち、外国人持株比率の高い企業は、外国人機関投資家からの要請に対応して、投資家を意識した ESG 情報開示を行う傾向があることが示された。また海外売上高比率の高い企業は、ESG 情報開示の重要性を認識することにより、投資家の潜在的・顕在的な開示ニーズに要請に対応して、投資家を意識した ESG 情報開示を行う傾向があることが示された。

図表 4 推定結果

説明変数・ コントロール変数	略称	ESG	
		係数	z値
外国人持株比率	FRGN	0.0026	2.27 **
海外売上高比率の高低	OSSALES	0.0584	2.14 **
総資産の対数値	LNASS	0.1264	11.75 ***
株主資本利益率(3年平均)	ROE3	-0.0034	-3.35 ***
株価純資産倍率(3年平均)	PBR3	0.0160	1.35
社外取締役の有無	ODE	0.0163	0.60
資源産業	IND1	-0.0194	-0.13
食品産業	IND2	0.1872	3.10 ***
医薬品産業	IND3	0.0856	1.03
定数項	C		-13.15 ***
サンプル数		1,137	
対数尤度		-519.6575	
擬似決定係数		0.3389	
的中率		0.8021	

(注1) 係数は各変数に対応する限界効果の平均値を表す。

(注2) ***, **は、それぞれ1%、5%水準で有意なことを表す。

(出所) 筆者作成

コントロール変数の中で、企業規模が ESG 開示に対して有意に正であり、収益性が有意に負であった。また業種の中では食品産業が ESG 開示に対して有意に正であった。このことは、企業規模が大きく、収益性が低い企業の方が ESG 開示を行う傾向があること、食品産業に属する企業が ESG 開示を行う傾向があることを示している。

6. おわりに

本稿では、どのような属性の企業が「投資家を意識した ESG 情報」を開示しているかを検討する観点から、ESG 情報開示の有無と海外要因の關係に着目し、企業規模、収益性、成長性、ガバナンス及び業種に関する変数をコントロールした上で ESG 情報開示と外国人持株比率又は海外売上高比率の關係を分析した。実証結果は、仮説 1（外国人持株比率が高い企業ほど、投資家を意識した ESG 情報開示を行う傾向がある）及び仮説 2（海外売上高比率が高い企業ほど、投資家を意識した ESG 情報開示を行う傾向がある）と整合的であった。なお、この他にも、企業規模が大きく、収益性が低い企業、食品産業に属する企業が ESG 開示を行う傾向があることが示された。

本稿の分析結果を、同じ日本企業を分析対象とした Tanimoto and Suzuki (2005) 及び林 (2014) の分析結果と比較すると、本稿の分析で、ESG 情報開示と外国人持株比率又は海外売上高比率の間で正の關係が示されたのは、Tanimoto and Suzuki (2005) の分析結果と整合的である。他方、林 (2014) の分析では、GRI ガイドラインを適用した開示と海外売上高比率との間では正の關係が示されたが、外国人持株比率との間では有意な關係が示されておらず、この点で本稿の分析と異なる結果となっている。これは、本稿の分析が「投資家を意識した ESG 情報開示」の有無を被説明変数としていることから、「GRI ガイドラインを適用した開示」の有無を被説明変数とした場合と比較して、外国人機関投資家の影響を強く受けるためであると考えることができる。

本稿の分析は、クロスセクションデータを用いて、2015 年における「投資家を意識した ESG 情報開示」の有無を分析したものであり、一時点の状況を説明するものに過ぎない。第 2 章で指摘したように、2015 年 9 月に GPIF が PRI に署名したことを契機として、わが国の機関投資家は今後 ESG 要素を考慮した運用を強化し、企業に対しても ESG 情報の開示を強く求めることが想定される。この観点から、ESG 情報を積極的に開示する企業の属性が変化する可能性がある。また、本稿では、外国人持株比率又は海外売上高比率の変動と ESG 情報開示の変動を直接結び付けるような分析は行っていない。本来「投資家を意識した ESG 情報開示」を実施する理由を具体的に明らかにするためには、個別事例についての時系列分析を合わせて行うことが必要である。さらに、本稿では、国別・地域別の差異を考慮することなく海外要因を一律に取り扱っている。「異文化経営」の視点から分析を深めるためには、国別の外国人投資家や地域別の海外売上高の状況と、それらの日本企業の ESG 情報開示に与える影響を検討する必要がある。また、米国市場に上場する企業は SEC（証

券取引委員会)の規制により多くの情報開示が求められており、ESG情報も整理しやすいと考えられることから、米国市場への上場の有無が企業のESG情報開示に影響を及ぼしている可能性がある。これらの論点について更なる検討を進めることについては、今後の課題と致したい。

<謝辞>

本稿の執筆に当たり、2名の匿名の査読員の先生方から、極めて有益且つ示唆に富むコメントを頂きました。ここに記して深く感謝申し上げます。

<注>

- 1 機関投資家による投資運用に際しては、株式の議決権による支配と受益者との間に分離が生じるので、受益者(Principal)と機関投資家(Agent)の間にエージェント問題が生じる(川内:2009:152-153頁)。機関投資家がESG要素を考慮する意味については、エージェント問題の観点からの整理も可能である。
- 2 外国人機関投資家がESG要素のうちのどの情報を重視しているのかについての研究は、今後の課題といたしたい。
- 3 Eccles et al. (2012)やD'Amico et al. (2014)の先行研究に倣い、金融機関のビジネスモデルや収益構造がその他の業種と比較して根本的に異なっていることから、サンプルから金融機関を除外した。またコントロール変数として、株主資本利益率、株価純資産倍率の3年平均を用いることから、合併等により3年分のデータが整わない企業もサンプルから除いた。
- 4 プロビット分析も行ったが、同様の結果が得られた(実証結果の記載省略)。
- 5 ESG情報開示の有無についてはCSR企業総覧(2016年版)、外国人持株比率については会社四季報(2014年第3集)のデータを利用した。
- 6 会社四季報に記載されていない場合には、各社の有価証券報告書、決算説明資料等を参照した(一部推定を含む)。
- 7 企業規模の代理変数としては、総資産の対数値に加え、時価総額の対数値や売上高の対数値が用いられることが多い。本稿で用いたデータでは、時価総額の対数値と外国人持株比率の相関関係が強いこと(相関係数:0.7497)から時価総額の対数値は用いなかった。売上高の対数値を用いた分析も行ったが、同様の結果が得られた(実証結果の記載省略)。
- 8 業種による差異は、「情報の非対称性」や「情報隠しが事件・企業訴訟につながるリスク」などの観点から検討することも可能である。これらの観点を踏まえた分析は今後の課題といたしたい。
- 9 すべての独立変数(説明変数・コントロール変数)の分散拡大係数(VIF)は1.02~2.16の範囲に収まっており、多重共線性は認められなかった。

<参考文献>

- Blackrock (2015) *21st Century Engagement: Investor Strategies for Incorporating ESG Considerations into Corporate Interactions*.
- CalPERS (2014) *Toward Sustainable Investment & Operations: Making Progress 2014 Report*.
- Chiu, T-K., and Y-H. Wang (2015) "Determinants of Social Disclosure Quality in Taiwan: An Application of Stakeholder Theory", *Journal of Business Ethics*, Vol.129, pp.379-398.
- D'Amico, E., D. Coluccia, S. Fontana and S. Solimene (2014) "Factors Influencing Corporate Environmental Disclosure", *Business Strategy and the Environment*, DOI:10.1002/bse.1865.

-
- Eccles, R. G., I. Ioannou and G. Serafeim (2012) “The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance”, *Harvard Business School Working Paper* 12-035.
- Eleftheriadis, I. M. and E. G. Anagnostopoulou (2015) “Relationship between Corporate Climate Change Disclosures and Firm Factors”, *Business Strategy and the Environment*, Vol.24, pp.780-789.
- Fifka, M. S. (2013) “Corporate Responsibility Reporting and its Determinants in Comparative Perspective — A Review of the Empirical Literature and a Meta-analysis”, *Business Strategy and the Environment*, Vol.22, pp.1-35.
- Gamerschlag, R., K. Möller and F. Verbeeten (2011) “Determinants of Voluntary CSR Disclosure: Empirical Evidence from Germany”, *Review of Managerial Science*, Vol.5, No.2-3, pp.233-262.
- Hahn, R. and M. Kühnen (2013) “Determinants of Sustainability Reporting: A Review of Results, Trends, Theory, and Opportunities in an Expanding Field of Research”, *Journal of Cleaner Production*, Vol.59, pp.5-21.
- 林順一 (2010) 「ディスクロージャー水準の決定要因分析についての一考察」『インバスターリレーションズ』、第4号、49-71頁。
- 林順一 (2014) 「日本企業のCSR情報開示の決定要因分析についての一考察」『日本経営倫理学会誌』、第21号、235-244頁。
- 林寿和 (2016) 「高まるESG情報の重要性」『証券アナリストジャーナル』第54巻第1号、38-48頁。
- Healy, P. M. and K. G. Palepu (2001) “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1-3, pp.405-440.
- 川内克忠 (2009) 『英米会社法とコーポレートガバナンスの課題』成文堂。
- Lang, M. and R. Lundholm (1993) “Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No.2, pp.246-271.
- Lapinskienė, G. and M. Tvaronavičienė (2012) “Environmental, Social and Governance Performance of Companies: The Empirical Research on Their Willingness to Disclose Information”, In *7th International Scientific Conference, Vilnius, Lithuania*.
- Law Commission (2014) *Fiduciary Duties of Investment Intermediaries*.
- Michelon, G. and A. Parbonetti (2012) “The Effect of Corporate Governance on Sustainability Disclosure”, *Journal of Management and Governance*, Vol.16, pp.477-509.
- 水口剛 (2013) 『責任ある投資—資金の流れで未来を変える』岩波書店。
- PRI (2015a) *Principles for Responsible Investment*.
- PRI (2015b) *Report on Progress 2015*.
- Stanny, E. and K. Ely (2008) “Corporate Environmental Disclosures about the Effects of Climate Change”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.15, pp.338-348.
- Tagesson, T., V. Blank, P. Broberg and S-O. Collin (2009) “What Explains the Extent and Content of Social and Environmental Disclosures on Corporate Websites: A Study of Social and Environmental Reporting in Swedish Listed Corporations”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.16, pp.352-364.
- Tanimoto, K. and K. Suzuki (2005), “Corporate Social Responsibility in Japan: Analyzing the Participating Companies in Global Reporting Initiative”, *Stockholm School of Economics Working Paper* 208.

(<http://swopec.hhs.se/eijswp/papers/eijswp0208.pdf>)

東京証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所（2015）『2014年度株式分布状況調査の調査結果について』。

UNEP-FI (2005) *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*. (commonly referred to as the Freshfields Report).

UNEP-FI (2007) *Demystifying Responsible Investment Performance*.

UNEP-FI (2009) *Fiduciary Responsibility: Legal and Practical Aspects of Integrating Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*.

UNEP-FI, PRI, UNEP-Inquiry and UNGC (2015) *Fiduciary Duty in the 21st Century*.

U.S.Department of Labor, Employee Benefits Security Administration (2015) *Economically Targeted Investments (ETIs) and Investment Strategies that Consider Environmental, Social and Governance (ESG) Factors*. (IB 2015-1).

van Duen, E., A. Plantinga and B. Scholtens (2015) “ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented”, *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-015-2610-8.

受付日：2016年4月18日

受理日：2016年11月7日