

1. 非財務情報開示を制度化・義務化する意義についての一考察

【ポイント】

- ・ 上場会社に対する非財務情報開示の義務化を巡る議論が世界的に高まっている
- ・ 同時に、足許の資本市場においては、サステナビリティに関する専門性を持った投資プロフェッショナル（ポートフォリオマネージャーやアナリストを含む）が増加傾向にある
- ・ 非財務情報開示の活用がアナリスト予想の精度改善に重要な役割を果たすことを示唆する実証論文が増えてきていること、並びに上記の人材のトレンドを踏まえると、非財務情報開示の制度化・義務化によって資本市場が持つ資源配分機能等の一層の引き上げに繋がることが期待され、今後の議論の行方が注目される

近年、企業による、サステナビリティ課題への対応を含む非財務情報の開示が拡大していますが、特に**2020年下期になり、非財務情報開示の義務化に関連する動きが活発化しました**。具体的には、**英国政府による気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言事項の開示義務化の計画発表**や、**IFRS財団が非財務情報の開示基準策定に乗り出す動き**などが相次ぎました。

非財務情報開示の充実化は資本市場にどのような効用をもたらすのでしょうか。今回のESGレターでは、資本市場が果たす役割を糸口と考えてみたいと思います。

そもそも、資本市場が果たす役割とは

資本市場を含む金融システムの機能については様々な整理がありますが、米国の経済学者のロス・レバインは次の5つを挙げています^[1]。これらの中で、**非財務情報の開示は直接的には①、すなわち資本市場における非財務情報を織り込んだ価格形成と資源配分に影響する**と考えられます。さらにそれは、②③にも当然影響してくる考えられます。

表：金融システムの5つの機能

① 投資候補に関する事前の情報生成と資本の配分
② 投資後の監視とコーポレート・ガバナンスの発揮
③ 取引・分散・リスク管理の促進
④ 貯蓄の集積と動員
⑤ 財・サービスの交換を容易にすること

出所：Levine(2005)を基にニッセイアセットが作成・仮訳

サステナビリティに関する専門性を持った投資プロフェッショナルの増加

資本市場には様々な参加者が存在していますが、前述の機能を担っている主体の一つとして、ポートフォリオマネージャーやアナリストを含めた投資プロフェッショナルの存在があげられます。**ビジネス特化型SNSのLinkedInに登録されている世界100万人超の投資プロフェッショナルの経歴等をCFA協会が調べたところ、サステナビリティに関する専門性を持った人材が、（絶対数としては依然少ないものの）大きく増加傾向にあることが明らかになりました^[2]**。国内でも、日経リサーチ社が毎年刊行している『アナリスト・エコノミスト名鑑』に「ESGアナリスト」という分類が設けられるようになりました。

非財務情報開示の充実化がアナリスト予想の改善に資する可能性

資本市場を通じて効率的な資源配分が実現するためには、資本市場の参加者、中でも特に影響力が大きいと考えられる投資プロフェッショナルが、サステナビリティ課題に起因する影響を含め、投資先企業やその外部環境等の将来を出来るだけ的確に見通すことが重要になってくると考えられます。

この点に関連して昨今、株式アナリストの主要業務である**業績予想の精度に、企業が開示する非財務情報がプラスに作用することを示唆する実証論文**が増えてきています。

例えば、世界に先駆けて統合報告書の開示を企業に義務付けた南アフリカ共和国のヨハネスブルク証券取引所の上場会社は、格好の研究題材にもなっており、**統合報告によるアナリスト予想精度へのプラスの効果**が報告されています^[3]。統合報告書以外でも、**企業が任意で発行するCSR報告書が、一定の条件の下でアナリスト予想の精度の向上に資することを示唆する分析結果も報告されています^[4]**。

期待は現実になるか

冒頭で述べたように、非財務情報開示の制度化・義務化は大きなうねりになりつつありますが、前述の実証結果が正しいとすれば、非財務情報開示の充実化を、サステナビリティに関する専門性を持った投資プロフェッショナルが享受することによって、資本市場の有する機能の更なる向上が期待されると言えます。果たして、この期待は現実になるのか。非財務情報開示の制度化・義務化の動向については、期待も込めつつ、引き続き見守っていききたいと思います。

[1] Levine R. (2005) "Finance and Growth: Theory and Evidence" *Handbook of Economic Growth*, in: Aghion P. & S. Durlauf (ed.), vol 1, 865-934

[2] CFA Institute (2020) "Future of Sustainability in Investment Management: From Ideas to Reality"

[3] Bernardi, C., & Stark, A. W. (2018) "Environmental, social and governance disclosure, integrated reporting, and the accuracy of analyst forecasts" *The British Accounting Review*, 50(1), 16-31 ; Zhou, S., Simnett, R., & Green, W. (2017) "Does integrated reporting matter to the capital market?" *Abacus*, 53(1), 94-132

[4] Muslu, V., Mutlu, S., Radhakrishnan, S., & Tsang, A. (2019) "Corporate social responsibility report narratives and analyst forecast accuracy" *Journal of Business Ethics*, 154(4), 1119-1142 ; Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012) "Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure" *The Accounting Review*, 87(3), 723-759

2. 欧州・サステナビリティに関する情報開示を運用機関等に義務付ける規則が3月10日に施行へ

欧州委員会が2019年12月に公布した、サステナビリティに関する情報開示を運用機関やUCITS管理会社等に対して義務付ける新規則（いわゆるSFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation※）が2021年3月10日に施行されます（一部の条項を除く）。

SFDRは、欧州委が2018年に発表した「サステナブルファイナンスのための10の行動計画」を具現化する施策の一つであり、運用機関等は組織及び個々の金融商品（ファンド等）のレベルで、サステナビリティに関連する様々な情報の開示が求められます。

同時に、いわゆるグリーンウォッシングを防ぐ観点から、個々のファンドを「通常の投資」「ライト・グリーン」「ダーク・グリーン」の3種類に区分する仕組みも設けられています。ただし、「通常の投資」に分類されるファンドであっても、サステナビリティリスク

の投資判断への組み入れ方法や財務的リターンへの影響評価のほか、当該ファンドが関係するサステナビリティに関する悪影響についての情報開示等がComply or explainベースで求められるため、資産運用においてサステナビリティを巡る課題を考慮しないことは、もはや欧州においては実質的に認められない状況にまでなっている、と言っても過言ではないでしょう。

これまでも世界のESG投資を牽引してきた欧州ですが、足許のサステナブル・ファイナンスを巡る規制強化によって、当該領域における欧州の影響力が益々強まっている状況です。

※ 正式名称は、Regulation 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector. 規則の全文は<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R2088>を参照

3. ニッセイアセットマネジメントの国内株式を対象とした議決権行使の判断基準を改訂しました

ニッセイアセットマネジメントでは、受益者の利益（投資先企業の企業価値向上または毀損防止）に資することを目的に、「議決権行使に関する方針と基準」を策定し、これに則って株主議決権の適切な行使に努めていますが、この度、コーポレート・ガバナンスの進展に鑑み、当該方針と基準の一部改訂を実施しました。

主な改訂点は下表のとおりです。なお、改訂後の新基準は2021年6月の株主総会から適用する予定としています（た

だし、プライム市場上場企業を対象とする部分は、2022年6月から適用する予定です）。

ニッセイアセットマネジメントでは、適切な議決権行使等を通じて、引き続き責任ある機関投資家として求められる役割と責任を果たしていきたいと考えています。

※ 改訂後の新基準は、下記URLからご覧いただけます。
<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/policy.html>

表：「議決権行使に関する方針と基準」の主な改訂点

項目	改訂の内容
取締役会の構成について	プライム市場（※）に上場する企業について、独立した社外取締役が2名未満または1/3未満の場合、ただし支配株主（親会社を含む）が存在する場合は過半数に満たない場合、代表取締役の選任に反対する基準を追加（ただし、本基準の適用は2022年6月より実施） ※ プライム市場とは、日本取引所グループが2022年4月を目途に開設を予定している新しい市場区分。「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場」と位置付けられる。
社外取締役の独立性について	社外役員の独立性を判断する際の要件の厳格化（在任期間が10年超の場合に反対する基準を追加）

- ✓ 当資料は内外の債券、株式、為替市場等に関する情報提供を行うためのものです。予め特定の方角や対応を推奨する目的のものではありません。
- ✓ これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、投資対象国・地域等の経済状況や金融資本市場の動向、また有価証券等の発行者の経済活動等の変化を背景に、投資対象資産の価格が変動し、その下落により損失を被るおそれがあるほか、投資元本を割り込むリスクがあります。詳しくは各商品の商品説明資料をご確認ください。
- ✓ これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、お客様に手数料等をご負担いただきますが、手数料等の種類ごとの金額及びその合計額については具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。
- ✓ これらの市場を投資対象とする商品、手法等の商品説明資料に記載されたシミュレーションやバックテスト等は、参考データをご提供する目的で作成したものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
- ✓ 市場見通し等は、お客様の運用方針や投資判断等の参考となる情報の提供を目的としたものです。実際の投資等に係る最終的な決定は、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- ✓ 当資料に記載された市場を投資対象とする運用商品、手法等は、リスクを含みます。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）は全て投資家の皆様のものとなります。元本が保証された商品、手法ではありません。
- ✓ 当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- ✓ 当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- ✓ 当資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。