

# 持続可能な社会に向けた責任ある投資と情報開示

高崎経済大学経済学部 教授 みずぐち たけし 水口 剛

有限責任監査法人トーマツ 統合報告アドバイザリー室 しお せ めぐみ 塩瀬 恵

サブプライムローン問題に端を発した金融危機や欧州の債務危機等を契機として、短期的な利益を追求する投資行動が問題視された。それと同時に地球の持続可能性の危機も言われている。このような問題意識から中・長期的な投資を促進する環境の整備が唱えられてきた。日本経済も復調の兆しが見られるようになってきたが、これを持続可能なものとするために、投資をどのように変えていけばよいのか、何が必要なのか。今回は、「責任ある投資—資金の流れで未来を変える」というご著書を上梓されている高崎経済大学の水口教授に、責任ある投資という観点から投資と情報開示について、統合報告アドバイザリー室の塩瀬がお話を伺った。



左から、水口 剛氏、塩瀬 恵氏。

## 1. 責任ある投資が求められるのはなぜか

**塩瀬** 持続可能な社会を構築していく上で、金融の役割の重要性が指摘されるようになってかなり経ちます。現在の投資にどのようなことを求められているのでしょうか。そして、先生のご著書のタイトルにもありますが、なぜ今責任ある投資なのでしょうか。

**水口** 今なぜ責任ある投資なのかについては、2つポイントがあると思います。一つは、やはり金融や、投資というものが非常に大きなインパクトを持つということが明らかになってきたこと、特に、ここ10年ぐらいの投資の世界のショートターミズムの

影響です。ことにヨーロッパではショートターミズムに対する反省が起きていて、これが、投資に責任を持たなければならないという考え方を生んでいる背景にあるのではないかと思います。

ショートターミズムというのは、投資した先の事業が価値を生み出すまで待たずに、価格の変動から利益を得ようとする行為だと思えます。そのようなショートターミズムのために、例えばサブプライムローンの問題や、リーマンショック、ヨーロッパの金融危機など、さまざまな弊害が社会にもたらされた。こうした経験を通じて、短期主義で儲けたり損をしたりするのは個人の自由だと思われていたけれども、そのことによって社会に非常に大きな弊害を及ぼすのだから、投資の仕方として、もう少し長期

の視点でものを見ようじゃないか。そういう考え方が生まれてきたのだと思います。

もう一つは、持続可能性の危機です。2011年に世界の人口は70億人になりました。国連の最新の推計が2012年に出ているんですが、これによると2050年には96億人、2100年に109億人になるといわれています。人口が100億人を超えたときに、今のような経済のあり方で、果たしてこの地球環境が維持できるのか。今のような資源の使い方や、CO<sub>2</sub>の出し方をしている、109億人の人が同じように生活できるのか。ましてや中国やインドといった国の生活水準がこれからますます上がっていくというときに、果たして地球環境は持続可能なのか。本当に長期でものを考えようというなら、そういうことも考えていかなければいけない。それが責任ある投資という考え方の原点にあるものだと思います。

特に昨年、2013年は、異常気象が何度もあって、本当に地球環境が危ないんじゃないか、ということも多くの方が実感したのではないのでしょうか。たとえば昨年の5月にはアメリカで巨大竜巻のために小学校が大変な被害を受け、7月末には山口県で、そのすぐ後の8月初めには、秋田と岩手で「これまでに経験したことのない大雨」に見舞われました。9月には千葉と埼玉で竜巻が起こり、台風18号で京都の渡月橋が水没して、このとき初めて特別警報が出た。さらに10月には台風26号で大島が、11月には台風30号でフィリピンが非常に大きな被害を受けました。

ここまで繰り返されると、もう既に気候変動の影響は出始めているのではないか、と思いたくなります。これはちょっと余談ですが、国立環境研究所の江守正多さんが『異常気象と人類の選択』(角川新書)という本の中で、温暖化問題を強調したい人ほど「これらの異常気象が温暖化によるものかもしれない。われわれは既に温暖化の被害を受け始めているという論調になりがちな傾向」があると書いています。ですからあまりこういう言い方をするのはよくないかもしれませんが、少なくともIPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change: 気候変動に関する政府間パネル)\*1の報告書でも、熱波や大雨などの極端な気象現象の回数が増えている可能性は高いとしています。実際にフィリピンを襲った台風30号は、風速100メートルだそうですから、竜巻並みの風が吹いたわけで、明らかにそれまでの台風よりも一回りインパクトの大きい台風が来た。これに温暖化や気候変動の影響が全くない、というのなかなか難しいのではないで

しょうか。

江守さんも「観測が始まって以来の記録を更新したかどうか」には注目すると書いていますし、この本が書かれたのは台風30号の前ですから、きっと「これはいいよ」と思っているかもしれませんが、ともあれ持続可能性が非常に危機に瀕していることは事実です。これに対処する方法として、もちろん政府の規制や国際機関の取り組み、国際的な条約などもあり得ると思いますし、それらは非常に重要なことだと思いますが、政府の規制や国際条約だけで問題が解決できるかという、たぶんそうはいきません。

現実に92年にはリオで地球サミットがあって、そのときに気候変動枠組条約ができたわけですが、その後もずっとCO<sub>2</sub>濃度は増えているわけで、条約や規制だけで解決しようと思っても、実際、解決できていないのです。だから経済のメカニズムの中に、いわば自動的に持続可能性を追求するようなしくみを組み込んでいく。市場の中で、みんなが普通に競争していったら持続可能な社会になるような方向へと経済のメカニズムを変えていかなければいけません。そのための仕掛けの一つが、責任ある投資という考え方のなだと思います。



## 2. 責任ある投資と社会的責任投資との関係

**塩瀬** 先生は長年、社会的責任投資 (SRI) についても研究していらっしゃいますが、SRIと責任ある投資との関係を教えてください。

**水口** 責任ある投資とはSRIのことだと誤解されることが多いと思います。確かに責任ある投資というのは、SRIを基にして生まれてきました。SRIの発想や方法論を引き継いで、責任ある投資ができているということは事実だと思います。

\*1 人為起源による気候変化、影響、適応及び緩和方策に関し、科学的、技術的、社会経済学的な見地から包括的な評価を行うことを目的として、1988年に世界気象機関 (WMO) と国連環境計画 (UNEP) により設立された組織 (気象庁 (<http://www.data.kishou.go.jp/climate/cpdinfo/ipcc/index.html?sess=383c7f88f8b1433c8af1db8e77255dc>) 参照)

ただそう考えてしまうと、例えば初期のSRIはアメリカでキリスト教を基盤にして生まれてきたので、宗教観が違うから日本にはなじまないと思われやすい。また、日本でSRIというと、いわゆるエコファンドやSRIファンドなどの投資信託を思い浮かべる人が多いので、SRIというのはそういう環境に配慮した企業を選ぶ特定の投資信託、つまり特定のファンドや、特定の金融商品のことだと思われることが多いと思います。でも責任ある投資というのは、そういう特定の金融商品や特定のファンドのことをいうのではなくて、投資における基本原則、つまりすべての投資において、環境や社会に配慮した上で利益を追求しましょう、という基本的な投資の行動原理のことを言う。したがってすべての投資に適用される。そこが特定の投資手法で、投資の中の一分野であるSRIと、責任ある投資の根本的な違いだと思います。ただ、それを具体化する方法論が似てるんです。方法論が似ているというよりも、たぶん実際にすべての投資において社会や環境に配慮して投資をするというのは、どうやればいいのか、まだ完全には分かってない。だからSRIの方法論を借りてきて、今はやっているんです。そのためにSRIと責任ある投資は同じことのように見えますが、本質的にはたぶん違うんです。



**塩瀬** 先生はSRIを第1世代のSRI、第2世代のSRIと区分していらっしゃいますが、SRIの対象、関心などが広がっていった、それが最終的に責任ある投資に帰結していくということとも違うということですね。

**水口** そうですね。第1世代のSRIと呼んでいるのは、キリスト教をベースにして、投資には倫理感が必要なんだ、ということを中心とするSRI。それから第2世代と言っているのは、投資を通して社会変革をめざすもの。つまり投資という道具を使って、よりよい社会を実現していこうとするSRI。第3世代のSRIは、社会に配慮することと、利益の追求との

両立を目指す。むしろ社会に配慮した投資こそ、長期的には利益につながるんだ、という信念に基づいた投資で、おそらく責任ある投資というのは、そのすべての要素を持っている。投資には倫理感が必要で、同時にそれは社会のあり方を変えるようなもの、社会をよりよくするものでなければならず、さらに投資ですから当然、利益を生むものでなければならない。それらを全部受け継いでいるのだと思うんですよ。しかもそれは特定の人が行うことではなくて、そういうものが投資の基本原則にならなければいけない。そういう意味では、SRIの3つの世代をそれこそ統合して、発展させたようなものという感じでしょうか。

### 3. 責任ある投資を実現するためには何が 必要か

**塩瀬** では、実際にその責任ある投資を実現していくためにはどのようなことが必要になるのでしょうか。

**水口** まず責任ある投資という考え方は、世界的にはすごく広がっています。2006年に国連が責任投資原則（Principles for Responsible Investment; PRI）という原則を公表して、これに署名を求めているんですが、世界中の機関投資家がこの原則に署名しています。今既に1,200を超える機関投資家、つまり年金基金とか、保険会社などが署名をしていて、それらの署名機関の資金量の総額は35兆ドルだそうです。35兆ドルというと、日本円にして3,500兆円です。日本の個人金融資産が1,500兆円ですから、それをはるかに超える資金が集まっているわけです。

では具体的にどういうところがこの責任投資原則に署名しているのか。もちろん千以上の機関が署名をしているので、いろんなところが署名をしていますが、中でも代表的なのは、例えばノルウェー政府年金基金、あるいはアメリカのカリフォルニア州職員退職年金基金、カルパース（CalPERS）です。さらにカリフォルニア州の教員退職年金基金、カルスターズ（CalSTRS）やニューヨーク市、ニューヨーク州などの職員年金基金、そしてスウェーデンの国民年金基金。これはAP1からAP4までと、AP6、AP7のファンドに分かれています。それらが全部署名しています。それにフランスのFRR、これはフランスの政府レベルの年金の準備基金です。こういうところが署名をしている。つまり各国の政府系の基金や公的年金など、そういうところが一番率先して署名をしているんです。もちろん公的年金というのは、どの国でも最も大きな機関投資家であることが多いわけです。そういうところが率先して署名をしているから、責任投資は世界中で今広ま

りつつあるのだと思います。

ではなぜ公的年金が署名をするのか。たぶんいくつか理由があると思いますが、一つはやはり資金量が多いので、それだけ責任が重いという感覚があるのではないかと。もう一つは、政府系の基金や公的年金の場合、投資を通じて社会をよりよくするという責任ある投資の考え方と、政府がもともと持っているミッション、つまり社会をよりよくしていくということがちょうど重なってくる。そういうことがあるのではないかと。さらに言えば、その責任ある投資というのは、決して単に利益を犠牲にすることではなくて、利益にも貢献するというか、長い目で見て投資の利益を生み出す合理的な行動である。特に長期的な投資家にとっては合理的な行動なんだ、ということがあるのだと思います。だから政府系の基金や公的年金が率先して署名をしているわけです。

したがって、責任ある投資を進めていくときにたぶん一番必要なのは、そのような、投資には倫理感が必要なんだ、あるいは長期的な投資家で、規模の大きい投資家にとっては、責任ある投資というのは合理的な行動なんだという、そういうことが理解されることです。そういう社会的なコンセンサスというか、社会的な理解が進むことが、最も重要な鍵になるはずで。ところが、特にこの責任ある投資がなぜ合理的なのか、ということが日本ではよく理解されていないと思います。

**塩瀬** 具体的には、責任ある投資はどのような点で合理的なのでしょう。

**水口** SRIに関して言うと、よくSRIは儲かるのかという実証分析がなされています。例えばSRI型のファンドとそうじゃないファンド、ESG（環境・社会・ガバナンス）でスクリーニングしたポートフォリオとそうじゃないポートフォリオなどを比べて、どちらがリターンが大きいのかといった実証分析をするわけです。そういう実証分析は重要だと思いますし、事実としてESGでスクリーニングしたポートフォリオの方が、リターンが高いという結果が出る人が多いです。おそらく長期的に見れば、ESG要因を配慮した投資のほうが儲かる確率が高いのだと思います。だけど責任ある投資が合理的なのは、たぶんそういうことではない。

そうではなくて、これは国連のレポートではユニバーサル・オーナーと言っていますが、規模の大きな年金というのは、分散投資をしますから、結果としてほとんどすべての株式に投資をすることになる。すると、特定の株式で利益が上がった、上がらなかったということはそんなに重要ではなくて、ポートフォリオ全体できちんとリターンが上がるのが大事になります。そのような、ほとんどすべての投資先に投資するような投資家のことをユニバーサ

ル・オーナーと言うんですが、そのときに合理的な行動というのは、ポートフォリオ全体で利益を上げることなのです。そのためにはポートフォリオ全体が利益を上げられるような環境を維持していくことが必要で、それは経済を支える社会や自然環境を守ることを意味します。

分かりやすい例は、2011年のタイの大洪水です。タイの大洪水が地球温暖化のせいだと断定することはできませんが、例えば地球温暖化が進み、異常気象が増えて、タイの大洪水のようなことが起こったら、何が起こるか。タイの大洪水では、タイに進出していた300以上の日本企業の工場が浸水し、操業停止に追い込まれました。ということは、その300の工場のどこかに投資していた投資家は、みんなそこで損失を被ったわけです。つまり特定の企業が温暖化対策でコストを余計に払ったとか払わなかったとか、それで利益が増えたとか減ったとかということではなくて、誰もが責任をもって温暖化対策を取ることによって、異常気象をできるだけ小さくしていくということが、結局はポートフォリオ全体の利益につながるのです。それがユニバーサル・オーナーの考え方です。

これは言葉を変えていえば、統合報告でいわれている自然資本や、社会・関係資本ということだと思います。そういう資本を維持しないで自分だけ儲けようとしても、大きな機関投資家になればなるほど無理がある。だから大きな機関投資家にとっては、自然資本や、社会・関係資本を守ることが、実は合理的な行動で、それをするのが責任ある投資なのです。そういう理解が世の中に広まれば、当然責任ある投資をするようになるのではないのでしょうか。

#### 4. 責任ある投資と共有価値の創造との関係

**塩瀬** 最近、日本でも、共有価値の創造（Creating Shared Value ; CSV）という考えをよく聞きますが、こうした流れは責任ある投資という方向に向かうと考えてもよいのでしょうか。

**水口** そうですね。CSVというの、同じ方向を向いていると思います。重点の置きどころがどこにあるかによって評価は分かれると思いますが、それが企業にとっての価値と、社会にとっての価値を重ねていくという意味だとすれば、責任ある投資が選ぶような投資先になってくるのだと思います。

ただ、これが単に儲けるための方法論になってしまったのでは、名前はCSVと名乗っていても、実は単なる目先の利益の追求になりかねませんから、本当のCSVをするということが大事ですよ。

**塩瀬** そういう意味では、責任ある投資という考え

方や、CSVという考え方は、本当に理解しなければいけないですね。

**水口** そうですね。日本には、そういう方向に向かっている企業は多いと思います。ちゃんと社会的な課題を解決するというのを一つのミッションにしながら、企業価値も高めようとしている。そういう企業が増えてきたな、という感じはします。

**塩瀬** 最近、ESGという点から分析するアナリストも増えていると思います。ただ、アナリスト試験にESGについての知識は求められていません。先生のご著書の中で、教育についてもお話されていますが、この点についてお話いただけますでしょうか。

**水口** アナリストの中でESGに詳しい人が増えてきたのはいいことだと思います。しかし、責任ある投資がすべての投資の中に社会や環境への配慮を組み込んでいくことだとするならば、特定のアナリストだけがESG担当という状況ではまだ不十分です。これは責任ある投資を具体的にどう行うのか、ということに関わりますが、従来型のSRIでは、どうしてもESG担当の人が企業をESGの面から評価して、レーティングをしたり、選別したりして、それと財務的な評価をマッチングして投資する、という方法が多かったと思います。

けれども今後の責任投資では、おそらくそうやってESGはESG、財務は財務で別々に評価するのではなくて、これはインテグレーションと呼ばれるのですが、財務的な評価の中に、環境や社会への配慮、あるいはそれらに関する機会やリスクなどを統合して評価をしていく、そういう方法にだんだんなっていくと思います。インテグレーションで評価しようと思ったら、あらゆるアナリストやファンドマネージャーが、ESGに関する知識を持っていなければなりません。そういう意味では、あたかも業界知識が必須であるのと同じように、すべてのアナリストの基本的な常識として、ESGについての配慮や、サステナビリティについての認識などが必要になってくると思います。

そうなるためには、やはりアナリスト試験の中に、サステナビリティや、地球環境に対する配慮、社会的公正などの要素が入っていなければなりません。それが試験の中に入るためには、そもそもそういうことが経済や経営の理論の中に、体系的に組み込まれている必要がある。ですから、おそらくアナリスト試験だけではなく、大学教育においても、サステナビリティという要素が、体系的に教育に組み込まれている必要がありますし、そのためには学問体系の中にそれが入っていなければならないと思います。それはなかなか難しいことですが、地球の有限性を前提にした経済学とか、そういうものを考えて

いくことが必要だという気がします。

**塩瀬** それ以外にも何か重要なことがありますか。

**水口** 実際に責任ある投資が進展するために、日本で一番重要なのは、公的年金が動くことです。先ほども言いましたが、世界の、特にヨーロッパの年金は、率先して責任投資原則に署名をし、責任ある投資を追求し始めています。それはまだ完璧なものではないと思いますが、少なくともその方向に進もうとしています。それはアメリカの地方公務員年金なども同じです。日本の公的年金だけが責任ある投資にまったく関心を持っていない。まったくというのは言い過ぎですが、ほとんど関心を持っていない。

特に、国民年金と厚生年金の積立金を運用している年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、世界最大級の機関投資家です。このGPIFが責任ある投資を始めるならば、それは日本のほかの年金に非常に大きなインパクトを与える。ですから、やはり日本でも公的年金が率先して責任ある投資をすべきだと思いますし、ヨーロッパやアメリカではそれが行われているわけですから、決して不合理なことではないんだと思います。

ではGPIFが勝手にそれをやっていいのか、というたぶんそうではなくて、GPIFにお金を出している人たちがそれを求めるか、少なくともそうしてもいいと思わなければいけない。そのためには年金加入者の一人一人が、自分の年金の積立金はどういうふうに使われているのか、その資金の使われ方に関心を持つことが必要です。これは企業年金も一緒です。企業年金は従業員のための年金ですから、従業員が自分たちの年金はどう運用されているのか、ということに関心を持つ必要がある。労働組合の連合は、「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」というガイドラインを出して、そういうことを呼び掛けています。

そして最後に、投資を受ける企業の側もこのコンセプトを共有しているということが重要です。先ほどおっしゃったCSVのような行動をきちんと取っている企業がたくさんあれば、運用する側もそれを選んでいくことができますし、足りない部分があれば、エンゲージメントすることも可能です。企業側に何の理解もないのに、投資家の側だけでそれをしようというのはなかなか難しいので、ちょうど車の両輪のように、企業側の行動の変化と、運用側の変化があいまって進むということが必要だと思います。

## 5. 責任ある投資のための情報開示とは

**塩瀬** 企業側としては、まず自身の価値をどのように伝えていくかということも重要になります。先生

はご著書のなかで、有価証券報告書の中に統合的な環境や社会の情報を入れていくという提案をしていらっしゃると思います。責任ある投資をするためにどのような情報開示が必要かお話しいただけますでしょうか。

**水口** 今、企業の側もコンセプトを共有していることが大事だと申し上げましたが、その一つの表れが統合報告だと思えます。統合報告という考え方は、ここ1、2年でかなり注目されるようになりましたが、私の感覚では、日本では統合報告はまだ誤解されているのではないかと、という気がします。さすがに統合報告を、環境報告書やCSR報告書とアニュアルレポートを合冊にしてコストを削減しましたとか、コスト削減のためのものなんだ、という人は減ってきたと思います。でも、それでは統合報告の本来の趣旨が十分理解されているかということ、まだ、やや疑問です。というのも、日本では統合報告は、次のような説明のされ方をすることが多いからです。

例えば財務諸表だけでは、企業価値を説明する能力が低くなってきた。つまり財務諸表の企業価値説明能力が低下した。だから非財務情報を統合することで補う必要があるという説明です。あるいは、CSR報告書や、分厚い有価証券報告書など、情報量が増えすぎて、かえって大事な情報がどこにあるのか分かりにくくなった。だから財務情報と非財務情報を統合して、簡潔にして示すんだと言われることも多い。さらには、統合報告をすることによって、組織の中の壁を取り払うことができるという主張もあります。組織内の部署と部署の壁を取り払って、組織を一体化する。そうすることで経営効率が高まって、日本企業の競争力が高まる。だから統合報告なんだというわけです。

統合報告を提唱しているのはIIRC（現、International Integrated Reporting Council）という組織ですが、たしかに、このIIRCが2011年に公表したディスカッションペーパーには、そういうことも書いてあります。ですから決して全く間違いだとは言いません。しかし統合報告の意義を、財務諸表の企業価値説明能力を補うためにあるとか、組織の統合を促して、企業価値を高めるためにあるとらえたのでは、もともと統合報告を構想したときの最初の原点、統合報告の提唱の背後にある最も重要な問題意識というものを見落としてしまうのではないかと、という気がします。

**塩瀬** ではその統合報告の構想の当初にあった、原点となった問題意識というのはどういうものなのでしょうか。

**水口** IIRCは、もともとイギリスの Accounting

for Sustainabilityという団体を母体にしてできています。略してA4Sというんですが、このA4SとGRI（Global Reporting Initiative）が母体になって、IIRCという組織をつくり、そして統合報告を提唱したんですね。IIRCを設立したときに、A4SとGRIが連名でプレスリリースを出しています。そしてそのプレスリリースの中で、A4Sを呼び掛けたイギリスのチャールズ皇太子の言葉が引用されています。このチャールズ皇太子の言葉が、A4SやIIRCの原点になった非常に重要なメッセージだと思うんです。これはとても有名な言葉なんですが、彼は何と言ったかということ、「私たちは21世紀の課題に直面しているのに、20世紀のツールしか持っていない。20世紀のツールで21世紀の課題に立ち向かおうとしている」と言うのです。では、その21世紀の課題とは何か。それは気候変動だったり、水不足だったり、生物多様性の危機だったり、いわゆる持続可能性の危機を意味します。これに対して20世紀のツールとは何か。会計です。今の会計は、気候変動の問題や、水不足の問題など、そういう持続可能性に関するリスクや、それが損なわれることのコストを明示的に織り込んでいない。だから現状の会計情報を基に投資をすると、投資判断を誤ることになる。それが今の持続可能性の危機につながっているということです。だから会計や情報開示のあり方を変えていかなければならない。それによって市場における投資の判断を変えていかなければならない。これがA4SやIIRCが当初から持っていた原点になる問題意識だと思います。

**塩瀬** 現在のIIRCによる統合報告の提案も、そのような問題意識の下で理解した方がいい、ということですか。

**水口** そうですね、IIRCは昨年12月に国際統合報告フレームワークを発表しましたが、この原点となる問題意識は、フレームワークの中にきちんと受け継がれていると思います。ただ日本ではそれが十分読み取られていないという感じがします。正確に言うと、IIRCはA4SとGRIだけでなく、それ以外にも多くの組織が参加する連合体になっていて、フレームワークにもA4S以外の組織のさまざまな参加者の主張を取り入れているので、いろんなアイデアが混在しているんですね。そのために、見る人によって違う見え方がするということがあるのです。フレームワーク自体が多義的で、いろいろな解釈が可能なものになっているわけです。その典型は、アメリカを中心にした知的資産経営とか、知財情報の開示という考え方です。これは、知財情報をきちんと開示することによって、企業価値が正しく理解されるようになるという考え方ですが、この考え方がもとのA4Sの主張に組み込まれて、今のIIRCの

フレームワークができていますので、どうも知財側の方から見ると、統合報告というのは企業価値をよりよく説明するためのものというふうに見えるのだと思います。それが、統合報告が、誤解というのはちょっと言い過ぎかもしれませんが、一面的にしか理解されていない理由なんだと思います。

けれどもIIRCのフレームワークをよく読んでみると、価値という概念は決して企業価値に限定されているわけではありません。フレームワークの基礎になるのは、ビジネスモデルです。ビジネスモデルを報告することが統合報告の中核となる役割だということです。ではビジネスモデルとは何かというと、価値創造のプロセスだということですね。

それでは価値創造のプロセスというときの価値とは何かというと、それは資本が蓄積されることを意味します。ではそこで言う資本とは何かというと、財務的な資本もちろん資本ですが、それ以外にも5つ、全部で6つの資本（キャピタル）があると言っているわけです。この6つのキャピタルというのは、財務的な資本のほかにも、例えば自然資本であったり、社会・関係資本だったりというものがある。そして自然資本や社会・関係資本が増えることも価値だし、それが減ることは価値の毀損になる。だから統合報告というのは、財務的な資本の増加や減少と、自然資本や社会・関係資本の増加や減少とを統合して示していく、それが統合報告というコンセプトなんだと思います。

日本では、この6つのキャピタルという概念が正しく理解されていないと思います。どう理解されているかということ、企業価値を生むには、たしかに自然資本や社会・関係資本も使うよね。だから大事だよ、という理解です。でもこの理解は、資本としての理解ではなく、リソース、つまり資源としての理解です。統合報告で自然資源や社会・関係資本を取り上げるのは、企業価値をいかに生み出すかを説明するための材料として必要なだけだと思われる。だけど本当はそうではなく、自然資本や社会・関係資本も、それ自体が資本なのです。したがって、それが増えること自体が価値であり、それが減ること自体が価値の損失なんだという、そういう理解が必要だと思うんです。

なかなかこの概念が理解されないのは、自然資本や社会・関係資本などは、企業や株主のものではないからではないでしょうか。自分が私有していないものが増えたからといって、自分にとっての価値じゃないじゃないか、と思われがちなんだと思います。しかし、先ほどのユニバーサル・オーナーの例で分かるように、実はそれは社会にとっての共有の財産なのであって、社会の共有の財産が失われることも、自分にとっての価値が失われることであるわけです。だから自分が私有しているものだけではなく、みんなでも共有しているものに対しても責任を持つ必

要がある。これが責任ある投資の考え方であり、統合ということの意味だと思います。

つまり統合というのは、単に財務情報と非財務情報を統合して、企業価値をうまく説明するとか、企業内部の部門と部門を統合して、企業価値を高めるということではなくて、企業価値を高めるという行動と、自然資本や社会・関係資本を維持し、守っていくという行動を、両方併せて同時に行っていくことを指すのです。その2つの行動を統合して、自然資本や社会・関係資本を維持することによって、企業価値を高めていくという経営をすることが統合的な経営であり、統合的な思考なのだと思います。そしてそういう統合的な思考ができて初めて統合報告ができるんだと思います。統合報告をすることによって、統合思考ができるようになるというのは逆に、統合思考があって初めて統合報告ができる。そのような統合思考が必要なんだ、ということがなかなか理解されない、そういう感じはします。

**塩瀬** では、日本企業に必要な情報開示はどのようなものでしょうか。

**水口** そうですね。言い忘れましたが、それがなぜ有価証券報告書なのか、なんですが、統合報告がそういうものだとすれば、これは単にインベスター・リレーションズ（IR）の一環ではないのではないかと思います。この点は、開示とIRはどこが違うのか、ということに関わるとは思います。皆さんは会計士さんですから、開示の仕事に関わっているわけです。開示の仕事というのはIRと密接に結びついています。開示は強制（法定）ですよ。なぜ開示が制度化されているかといえば、それは投資家を守るためです。IRというのは、企業にとってメリットがあり、必要でもあるので、自主的に、いわば喜んでやることです。企業の側が喜んでやることで、企業価値が上がるのはもちろん喜ばしいことで、全然否定すべきことではないと思いますし、私もそれはどんどんすべきだと思います。しかし一方でIRだけに任せておいたのでは、投資家保護が成り立たないということが分かってきたからこそ、開示というものを制度化してきたわけです。

おそらく自然資本や社会・関係資本のように、投資家にとっても私有されていないものについては、さらにその傾向が強いのではないのでしょうか。だからこそ、ある部分は開示という形で、これを強制する必要があるのではないかと。さらに言えば、開示という仕組みは、単に投資家を保護するためだけではなくて、投資家を保護することを通じて、資本市場を守るためにもあるのです。適切な開示がされず、投資家が保護されなかったら、誰も安心して投資ができなくなってしまいます。投資家がいなくなれば資本市場というものも成り立ちません。そうなれば

資本主義社会そのものが成り立たなくなってしまう。だから開示を制度化し、会計監査というものを制度化して、これに違反したものに対しては厳しい罰則を科すわけです。

同じように統合経営というものがなければ、地球環境の持続可能性が成り立ちません。だからこれを維持するためには、ある部分は規制で制度開示の中に統合的な思考とか、統合的な報告というものを組み込んでいくことが必要なのではないか。もともと有価証券報告書には既に、財務諸表だけでなく、リスク情報や経営者による分析など、いろいろな記述情報が含まれていますので、これを統合的な報告にしていくというのはそんなに大きな変化ではないと思います。記載事項を規定している「企業内容等の開示に関する内閣府令」の一部を変えて、それらの非財務情報の一部に、統合思考に関する経営者のコミットメントを組み込んでいけば、統合的な報告書に近づいていくのではないのでしょうか。

事実、イギリスは昨年会社法を改正して、従来のアニュアルレポートの中のビジネスレビューを戦略報告書（ストラテジックレポート）という形に変更しました。そしてこのストラテジックレポートの中で、環境や社会、あるいは従業員に対する配慮についても書くようにということで、非常に統合報告のコンセプトに近いものが提案されています。つまりイギリスは既に会社法によって、統合報告とは言っていませんが、実質的に統合報告に近い開示を制度化するという方向に動き出しています。

また、ヨーロッパ全体でみても、いわゆる会計法現代化指令の改定の中で、ESGの情報をさらにきちんと組み込んでいく、という方向の提案がなされていますので、少なくともヨーロッパは、制度の中に組み込んでいくという方向なのだと思います。制度化すると自由な開示ができなくなって、かえって形骸化するという意見がありますが、これは制度ができたなら制度以外のことはしないという前提があるからです。しかし、統合報告というのは統合的な報告の全体像のことを指していて、その中の特定の報告書のことを「統合報告書」と呼んでいるのです。したがって有価証券報告書を統合報告書にしたからといって、統合報告がそれですべてになるわけではないので、当然有価証券報告書の中で最低限の開示をした上で、企業側がIRとして統合報告をより充実させていくということは可能だし、そこで競争が起こるのだと思います。これは、現在、有価証券報告書が制度化されていても、他方でIRが盛んに行われているのと全く同じです。

**塩瀬** そこで日本企業がESGの重要性を認識すると、そこに投資をしている公的年金基金もまた動かされるという流れになるのですね。

**水口** そうですね。やはり統合報告というのは、企業側だけでやろうと思っても無理で、それを読んで評価する投資家がいなければ、意味を持ちません。逆に言うと、統合報告は、責任ある投資という新しい投資行動とセットで理解すべきだと思います。実際、日本企業の株価がだんだん上がってきたこともありまして、ヨーロッパの公的年金が日本企業への投資を増やし始めています。ノルウェー政府年金基金やオランダの国民年金が日本企業への投資割合を高めているということは、日経新聞でも記事になって出ていました。ではそのノルウェー政府年金基金やオランダの国民年金というのは何かというと、責任ある投資を最も積極的に進めてきた機関投資家なんです。そういうところが日本企業の株を買い始めている。ちょうど日本企業が統合報告を始めるいいタイミングなのではないか、そんな気がします。

**塩瀬** その中にいる私たちが、先生にお話をいただいたことを理解して、企業に伝えていくのが役目でもあるということですね。先生、今日はどうもありがとうございました。

（対談実施日：2014年1月16日）

以上

#### 参考文献

- 江守正多（2013）「異常気象と人類の選択」角川新書
- 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

みずぐち たけし  
**水口 剛**

略歴

高崎経済大学経済学部教授。筑波大学卒。商社・監査法人勤務などを経て、1997年に高崎経済大学講師、2008年より現職。90年代初頭から欧米の社会的責任投資や環境情報開示を対象に研究し、日本公認会計士協会環境会計専門部会長、中央環境審議会「環境と金融専門委員会」委員などを歴任。NPO法人社会的責任フォーラム共同代表理事。