



「ESGは打ち出の小槌か？」

誤解をさけるため冒頭に申し上げておく。企業が環境や、根本的な社会課題への配慮は企業価値を向上させるためにとても重要であることは間違いない。そして、企業価値に影響するようなマテリアルな内容の議論や、その議論の結果、その考え方についてはきっちりと開示すべきである。この点は、これからご紹介する議論とは切り離して重要だという点は決して譲ることはできない。しかし一方で、全企業に対して形式的に全ての項目を遵守させることは、コーポレートガバナンスという観点から、逆に企業価値を毀損するリスクがあるということも事実であるといった議論が最近米国資本市場では取り上げられるようになっている。今回の研究員コラムではこの点を考察してみたい。

気候変動はすべての企業にマテリアルではない？

2015年、7年も前にオマハの賢人と呼ばれる、ウォーレン・バフェット氏がCEOを務めるバークシャー・ハサウェイ社の「2015年アニュアルレポート」(*注1)の中でバフェット氏は「気候変動が地球にとって大きな問題となる可能性は高いと思われる。『可能性が高い (highly likely)』というのは、私には科学的な素養がなく、Y2K(*注2)に関する多くの「専門家 (experts)」たちの悲惨な予測をよく覚えているからである。

(中略) 一市民として、気候変動に夜も眠れなくなるのは当然かもしれないし、低湿地帯に家を持つ人は、引っ越しを考えるかもしれない。しかし、大手保険会社の株主としてだけ考えるなら、気候変動は心配の種にならないはずである。」と述べている。このレターから6年後の昨年2021年、カリフォルニア州公務員退職年金制度(カルパース)等が2021年開催株主総会の株主提案提起

文責：ESG/統合報告研究室 主席研究員 小谷 正彰

した「2022年の年次株主総会前から、当社が物理的・過渡的気候関連リスクおよび機会にどのように対処しているかを示す年次評価を公表するよう要請」でも同様の意見で同社取締役会は株主提案に反対した。当株主総会では、2015年の株主への手紙を参照した上で「取締役会は、バークシャーがその子会社や投資先組織ごとに物理的および過渡的な気候関連リスクと機会をどのように管理しているかを取り上げた年次評価を発行する必要があるとは考えていない。」としており(*注3)、同社がコストをかけて更なる気候変動に対する開示を行うことに対しては消極的であり、且つ、その意見が71.7%の反対票を投じた投資家の支持を得ているのも事実である。

多様性への配慮は多様性に反する考え方も許容すべきか？

昨年10月5日にNetflixの特番「The Closer」でコメディアンであるDave Chappelle氏が同氏の行ったトランスジェンダーに焦点を当てたジョークやトランスジェンダーに対する言及について問題視した同社従業員と会社側との間で労働争議となった。この争議での会社側対応は新しいESGに対する考え方を示す事例であろう。今までのESGの考え方ではLGBTQ+等の人権を鑑みて企業側は一定の譲歩とその開示を行うことが通常であった。しかし、この問題に対してNetflix社は全く逆の対応を取り、結果として従業員との軋轢も無くなったとしている。その方法とは、同社のウェブサイト「Netflixのカルチャー：さらなる高みを求めて」を今年5月12日改訂し、新たに設けられた「芸術表現」のセクションで、次のようにしたのである。(*注4)

Netflixで配信されているすべての作品が、すべての人に楽しんでもらえる、あるいは誰からも賛同されるということはない。どんな作品であっても、Netflixではすべての作品に対し同じ方針でアプローチする。それはすなわち、自分たちが一緒に働くと決めたクリエイターの芸術表現を尊重すること、多様な視聴者と嗜好に向けた作品ラインナップを考えること、特定のクリエイターや意見をNetflixが検閲するのではなく、視聴者自身に自分に適した作品を判断してもらうことである。

多様なストーリーを提供するというNetflixの方針を私たちは社員として支持しており、たとえ自分たちの個人的な価値観に反する作品があったとしてもその姿勢は変わらない。役職によっては、有害に思えるような作品に携わらなければならないこともあるだろう。こういった幅広い作品が配信されていることを支持できないと思う人にとっては、Netflixは最適な職場とはいえないかもしれない。 Depending on your role, you may need to work on titles you perceive to be harmful. If you'd find it hard to support our content breadth, Netflix may not be the best place for you.

つまり、Netflixはある意味人権においても多様な考え方を尊重し、それを観る視聴者にその判断をゆだねることが、企業価値を高めるという行為につながり、このカルチャーを共有できない社員は不要であると考えを公に示したのである。

Excellence Capitalismという動き

このようにESGを全て是とするのではなく、ESGそのものの本質的な議論が米国では開始されている。例えば、ほとんど気候変動に影響を

及ぼさない（気候変動がマテリアルでない）企業が、外部コンサルタントを雇い過大なコストをかけてTCFDのシナリオ分析をやるような意義の薄いアクションに対し「取締役がそれを監視して止めようとししない企業はガバナンスが効いていないと判断」し、そのような企業に対して逆の株主提案を行う、ESG投資を巡っての新しい動きが米国では出て来ている。その事例の一つに、8月に米国の運用会社、Strive Asset Management（以下ストライブ社）が発売した「ストライブ米国エネルギーETFエネルギーETF DRLL」（*注5）というETFがある。これは、株主総会における議決権行使によってエネルギー企業に「**もっと掘削し、もっと採掘する**」ことを促す、いわゆる逆サイドから見たESGファンドである。このETFは、化石燃料をリソースとする既存のESG投資概念とは根本的に真逆であるExxon Mobil、Chevron、ConocoPhillips、EOG Resources、Occidental Petroleum 等に投資している。特にストライブ社が問題にしているのは、「これら化石燃料を産出する企業がスコープ3の排出削減を採用することが、ビジネスとして最善の利益となるのか」という問題である。ここでストライブ社は以下のようにガバナンスの観点から問題提起をしている。

石油採掘・販売企業の取締役会の義務は、もっぱら株主の最善の利益を見守ることである。スコープ3の排出量規制は、それを採用する会社の成長にとって必然的に不利になる。マイクロソフトのスコープ3排出量が2021年に23%増加したのは、まさにマイクロソフトの売上が急増しているからだ。

この主張は、ガバナンスという観点から、企業価値を毀損するリスクを排除することが当該企業の取締役会の責務なのに、それを怠って

いるという考え方だ。このような問題提起をした「ストライブ米国エネルギーETFエネルギーETF DRLL」というETFは、募集から6週間（2022年9月末現在）で3億3,000万米ドル（500億円弱）を集めた。

そして、このストライブ社は9月下旬に2本目のETF、「Strive 500 ETF STRV」（*注6）を発表し、Apple、Microsoft、Tesla、Googleの親会社であるAlphabetなどに投資を行った。そして早速、同社のウェブサイトでストライブ社が新しく株主となったディズニー社とアップル社に対して問題提起を行っている。ディズニー社に対しては「政治的コメントは企業価値を毀損するリスクがあるため、政治的に中立であるべきである」そして、アップル社には「2022年の株主提案に対応するために、Appleが最近『人種平等監査』を実施することを決定したことに懸念がある」としたエンゲージメントレターを送っている。

具体的事例と考え方

この二つの事例を少し詳しく見ていく。

まず、ディズニー社に対して提起された問題点は、今年初め、フロリダ州議会が提出した州の法案「親の基本的権利を強化するために、幼稚園から3年生までの性的指向や性自認に関する授業を認めないこと」に対して一部団体の圧力によってこの法案の成立を阻止する動きをディズニー社が行ったことと更に「他州の同様の法案に対抗するための擁護団体への支援を強化する」ことを約束し、「私たちの影響力を使って、すべての人の権利のために立ち上がり」、「あなたたちにふさわしい保護、可視性、機会のための率直な擁護者となる」ことを誓ったことに対する懸念である。なぜならば、その後、フロリダ州は、フロリダ州法に基づき、ディズニーの特別課税地区としての地位を取り消し、「ディズニーの株主は年間1,060

万ドルの損害を被ったと推定されディズニーの株価は2.3%急落し、およそ52億ドルの企業価値が毀損された」としている。この事例でストライブ社の指摘は以下の通り。

もし「気候変動リスクは投資リスク」であるならば、政治的論争に巻き込まれることも投資リスクであり、ディズニーの場合は、今日の事業利益に損害を与えるものである。

If “climate risk is investment risk,” then wading into political controversy is an investment risk too – in Disney’s case, one that harmed its business interests today.

そしてレターの「ディズニーの取締役会は実際のオーナーである受益者に対して受託者責任を負っている」と題した中で以下のように述べている。

企業はより高い目的を実現できるようなことをする必要があり、そうすることで長期的に勝利する、というのが批評家の意見かもしれない。私たちも心からそう思う。しかし、ディズニーの最近の行動で不思議なのは、ディズニーが他の誰かではなく、その中核的な使命や目的を推進していたことを示唆するものが何もないことだ。ディズニーは、中絶からトランスジェンダー教育、幼児に至るまで、激しい党派的問題に味方しても、「当社を世界一のエンターテインメント企業にする」という使命を推進することはない。むしろ、フロリダでの論争の冒頭であなたが的確に述べたように、政治的な争いに首を突っ込むことは、「さらなる分裂と炎上（further divide and inflame）」をもたらすだけだ。

次に、Apple社に提起された問題点は、2022年の株主提案に対応するために、Apple社が最近「人種平等監査」を実施することを決定したことに対してである。そしてストライブ社は、「この決定が、卓越性へのコミットメントよりも分裂的なアイデンティティ政治を優先させることによってAppleの価値を危うくすると同時に、当社に深刻な法的リスクと商業的リスクをもたらすと考えている。」と主張している。この事例でストライブ社の指摘は以下の通り。

Appleの取締役会の役割は、株主に奉仕することである。（The purpose of advocacy groups such as Color of Change may be to agitate for social change, **but the role of Apple's board of directors is to serve its shareholders.**）（中略）

人種平等監査は、一般的に「監査される」企業の役には立たない。このような報告書の公表は、しばしば特定の消費者によるより多くのネガティブなニュース、批判、企業への不買運動を誘発し、またこのような監査を行うという企業の決断に不賛成な他の消費者を遠ざけることにもなる。また、このような報告は、政府の不当な調査や従業員の不満、根拠のない差別的請求を助長する可能性もある。これらによって生じる訴訟は、そのような法的サービスを必要とした「人種的平等の監査人」に匹敵する時給の弁護士によって、より多くの手数料を負担する必要がある。

このストライブ社は自社のウェブサイトでストライブ社の設立目的を以下のように説明しているので見てみたい。

私たちは、ビジネスと政治を混同すること

なく、日常のアメリカ人に株式市場に投資する方法を提供するために、Striveを設立した。多くのアメリカ人は、退職金や投資口座を管理する大手資産運用会社を選ぶことで、資本市場に投資している。これらの資産運用会社は低い手数料を取るが、隠れたコストがある。これらの会社はアメリカの上場企業に、多くのアメリカ人が反対する分裂的な社会的・政治的議題を採用するよう指示しているのである。さらに悪いことに、彼らは政治とビジネスを混同することによって、米国企業の業績をさらに悪化させ、一般市民の投資口座に害を及ぼしている。ストライブは、当社のメッセージをアメリカの上場企業に届けるインデックスファンドを作ることで、この問題を解決している。

最初はこのような動きは、ストライブ社の政治的思想が反映されているものではないか？とも感じた。しかし彼らのウェブサイト、企業へのレター等をよく読むと政治的思考に溢れた価値観の押し付け（気候変動関連の動きもその一つ）を排除して純粋にアセットオーナーやアセットマネージャーの背後にいる一般市民である受益者の権利を保全すべきであり、その価値を毀損させるリスクはESG原理主義とも言える思考にもあると指摘しているようである。

一方、日本におけるESGの議論はどうだろうか？

資本市場にどっぷり浸かって約40年、資本市場原理主義的思考の筆者は「いつの時代からお花畑のようにESGを語ると打ち出の小槌のように企業価値が向上するかのような幻想が日本の資本市場を包んでしまったのだろう。」という疑問を最近強めている。本来、2012年に発足した第二次安倍内閣が発表した日本再興戦略でガバナンス改革から始まったESG開示の目的は日本企業の「稼ぐ

力」を増大させ、海外からの資金を日本の資本市場に向かわせるための一つだったはずだ。

本来、規制は国家の取りうる手段だが、昨今ESGを笠に着たサステナブル・ファイナンス、つまり資金力にものをいわせて法域を超えて影響力を行使しようという動きとの対立が生じ、水戸黄門の印籠のようなESGも、このような資本市場原理主義である米国を中心とする「国家」とESG原理主義ともいえる「金融機関が支えるイニシアチブ」との間で対立が生じるようになった。そして今、グローバルな視点から俯瞰すると、生まれてから約20年を経て「ESG」という言葉は、そろそろ役割を終えたという見解まで海外では出て来ている。実際にサステナブル投資を行っていた投資家でさえ「ESGを見せかけのマーケティングの取り組みに過ぎない」と警鐘を鳴らしたり、実際にその後も「温室効果ガスの増大や所得不平等の拡大に見られるように、ESGは多くのリトマス試験に失敗してきた」と非難する人も多く出てきた。

Happy to talk about “material risk factors.”

ESGとは言うまでもなく、Environment（環境）、Social（社会）、そしてGovernance（企業統治）を総称したものである。E、S、そしてGそれぞれが独立した歴史を辿って来たが、2004年に国連事務総長と国連グローバル・コンパクトがスイス政府と共同で開始し、当時の総資産額6兆米ドルを超える23の金融機関によって承認されたイニシアチブWho Cares Wins (WCW)が「持続可能性に関わる課題をESG 이슈」と定義したことから「ESG」が一つの概念として発展が始まったといわれている。

ハーバード大学ビジネススクールで12年間サステナビリティを研究して、SASB設立時の

委員長だった現在オックスフォード大学教授のRobert Eccles氏が「I’m happy to not use the term ESG（私は喜んでESGという言葉を使うのをやめる）ESG the term “just doesn’t have value anymore.” Let’s change the conversation.（ESGという言葉には「もはや価値はない。変えようではないか」）」と言い、彼は「Instead, he says he’s happy to talk about “material risk factors.”（その代わり、「重要なリスク要因」については、喜んで話をするという。）“We never have to say whether they’re an E, S or G issue. We can say we’re talking about carbon emissions or labor practices.”（「E、S、そしてGのどれにあたるか言わなくても良いのだ。炭素排出や労働慣行について話していると言えば良いのだ。」）」としている。（*注7）そう、海外では既にESGというラベル張りに辟易している人達が続出し、ついには8月23日、米国フロリダ州知事のRon DeSantis氏が、州行政委員会（State Board of Administration : SBA）の評議員とともに、フロリダ州のファンドマネージャーに対し、「環境・社会・企業統治（ESG）運動の思想的議題を考慮せずにフロリダ州の納税者と退職者のために最高の投資収益を優先させる方法で州資金を投資するように指示する」とした州議会での決議は採択され、その概要を州のウェブサイト（*注8）で発表した。

この可決された決議では、投資判断は「金銭的要因のみに基づいて行わなければならない、社会的、政治的、またはイデオロギー的な利益の促進を考慮してはならない（must be based only on pecuniary factors [which] do not include the consideration of the furtherance of social, political, or ideological interests）」と明記し、SBAが投資や委任投票を行う際に「金銭的要因以外のものを促進する

ために投資収益を犠牲にしたり、追加の投資リスクを負ったりしてはならない」と定めている。また、この決議は、SBAに対して、「フロリダ退職者制度確定給付型年金制度の議決権行使に関するガバナンス方針について包括的なレビューを実施し、報告書を作成する」よう指示している。

共和党の2024年大統領候補としても取りざたされている現フロリダ州Ron DeSantis知事なので、政治的パフォーマンスも多分に含まれていると思われるが、同時に発表されたリリースで、Ron DeSantis知事は、「企業の力は、環境、社会、企業統治、多様性、包括性、公平性といった

婉曲的な旗印のもと、金融投資の優先順位を曲解し、米国民にイデオロギ一的議題を押し付けるためにますます利用されている。本日可決された決議により、フロリダ州民の税金と代理投票は、もはやウォール街の金融会社に徴用されることはなく、フロリダ州民が投票箱で拒否した政策を取締役会で実施するために使われることもないだろう。我々は、企業支配よりも共和党の統治権を再主張し、ユートピア的な明日という気まぐれな考えよりもフロリダ市民の財政的な安全性を優先させるのだ」としており、ESG投資は当たり前と考えている日本の企業や行政とは隔世の感がある。

キャッシュフローの増加に資するESGの議論

日本では、ESG開示さえ行っていればキャッシュフローが増加しなくても企業価値が向上するような、さながら打ち出の小槌のようなお花畑議論が資本市場を包んでいないだろうか？ ESGはあくまでも企業価値を毀損させずに向上させるための手段であり、そのために将来キャッシュフローを増大させる手法がより優先されるのは当たり前の議論である。昨今議論されている政府の人的資本開示についての義務化動向における反応が象徴的だと感じる。多くの日本企業がコストとしか見ていなかった人件費を海外ではHuman Capital Resources、すなわち資産であると考えている。この根本的な考え方で座標軸をあわせて、その

資産に対して投資するという考え方を持たない限り、日本企業の人的資本開示は前進しないだろう。どのように開示するかという問題以上に、将来キャッシュフローを増大させるために研究開発費や設備投資と同様にどのような投資を人的資本に対して行つかの考え方が先に来るべきであるし、それを考えていない企業はこの開示要請に戸惑うばかりだろう。下記はGAFA（*注9）と呼ばれる米国を代表する企業の直近の企業評価（PER、PBR、EV/EBITDA）と自己資本利益率である。日本企業の企業評価や自己資本利益率と比較しても各段の差である。

	PER(X)	PBR(X)	EV/EBITDA (X)	ROE	ROE分解		
					収益性	効率性(回)	安全性
Alphabet	26.73	7.61	19.82	32.07%	29.51%	0.76	1.43
Apple	25.04	36.64	19.93	147.44%	25.88%	1.08	5.25
Meta	24.37	7.38	16.43	31.10%	33.38%	0.73	1.28
Amazon	51.47	12.27	27.94	28.81%	7.10%	1.27	3.20

また、粗利率の高さや、それ以上に売上高比の研究開発費の多さは日本企業とは比較にならないほど比率、絶対額ともに多い。

	粗利率	販管費率	営業利益率	研究開発費比率	減価償却費率
Alphabet	56.94%	26.39%	30.55%	12.25%	4.83%
Apple	41.78%	12.00%	29.78%	5.99%	3.08%
Meta	80.79%	41.15%	39.65%	20.91%	6.76%
Amazon	42.03%	36.72%	5.30%	11.93%	7.30%

そして何より、売上の伸び率や、キャッシュフロー（EBITDA）の伸び率、そして、それに伴う企業価値の増加率は日本企業と比較して、稼ぐ力の伸び率の差を感じる。

	5年CAGR							
	売上高	原価	粗利	販管費	営業利益	純利益	EBITDA	企業価値
Alphabet	23.34%	25.85%	21.62%	16.69%	27.12%	31.31%	25.01%	33.08%
Apple	11.15%	10.15%	12.65%	12.61%	12.66%	15.69%	11.26%	39.83%
Meta	33.67%	42.99%	31.92%	33.55%	30.34%	30.97%	29.94%	25.01%
Amazon	28.14%	25.28%	32.85%	31.81%	42.83%	69.70%	36.91%	35.34%

もちろん、投資比率が高いから、或いは投資の絶対額が多いから良いわけではない。当然、投資内容の説明が求められる。例えば、今までは売上原価や販管費は少ない方がボトムラインである利益が多くなるので良かったが、今後はその質が問題となる。売上原価が増加してもそこに意味のある設備投資やサプライチェーンにおける人的資本投資が多ければ、質的には将来のアセットになる可能性もある。人的資本投資は投資家の知りたいESG 이슈の一つである。仮に、販管費が増大し一時的にボトムラインであるところの利益やキャッシュフローが減少しても、なぜ人的資本に対する投資が必要なのか？をきっちりと説明することによって投資家の理解が得られることもあり得る。このような観点から人的資本投資についての説明はESG的にはとても重要であると言える。

終わりに

いくら非財務情報開示を綺麗に着飾っても、そこから稼ぐ力を感じさせない限り企業価値の向上は認められない。[8月31日付の拙研究員コラム「気候変動関連開示はすべての企業にとってマテリアルか？」](#)の冒頭で書いたように招集通知に「株主の皆様、今年は収益目標に遠く及びませんでした、気候変動対策が大きく前進し、全体として素晴らしい年であったとお喜びいただけることでしょう。」とされる経営では評価されない。

我々日本企業にとって重要なことは、マテリアルなリスクファクターを特定しそれらを開示する、それと共にそれらの対応策を経営として議論して、その内容を開示するということで

あろう。当然、ここでいうマテリアルとは合理的な投資家が投資判断や議決権行使に際して重要であろうとする事象であり、それらは企業毎に差がある。例えば、「Climate Action100+（*注10）」に名前が挙がっている企業は当然、気候変動関連の事象はこれら該当企業にとってマテリアルであると考えられるので、それなりのコストがかかってもきっちりと対応し、その対応や分析も説明すべきである。日本企業もこのような原則主義の原点に立ち返り、綺麗なESG開示よりも本質的なESG開示を心掛けるべきであり、「excellence capitalism」とも言える「優れた資本主義」を念頭に、もう一度開示の意味を考える時期になっているのではなかろうか。

参考資料：

- (*注1) : www.berkshirehathaway.com/2015ar/2015ar.pdf P25
- (*注2) : 筆者注 (2000年にコンピューターが誤作動を起こし社会が大混乱するといわれた問題)
- (*注3) : <https://www.berkshirehathaway.com/2021ProxyStmnt.pdf> P11~12 第2議案
- (*注4) : <https://jobs.netflix.com/culture?lang=English>
- (*注5) : <https://www.strivefunds.com/drl>
- (*注6) : <https://www.strivefunds.com/drl>
- (*注7) : <https://news.bloomberglaw.com/esg/hating-esg-advocates-rethink-label-as-us-culture-wars-bite>
- (*注8) : <https://www.flgov.com/2022/08/23/governor-ron-desantis-eliminates-esg-considerations-from-state-pension-investments/>
- (*注9) : グーグルを運営するアルファベット社、アップル社、フェイスブックを運営するメタ社、そしてアマゾン社の4社
- (*注10) : CLIMATE ACTION 100+は、気候変動に関する世界最大の投資家参加型イニシアチブ。
- ①気候変動に関するアジア投資家グループ (AIGCC) 、②セレス (Ceres) 、③気候変動に関する投資家グループ (IGCC) 、④気候変動に関する機関投資家グループ (IIGCC) 、⑤責任投資原則 (PRI) の5つの投資家ネットワークによって構成されているネットワークが核になり、AustralianSuper、California Public Employees' Retirement System (CalPERS)、Gam Investments、Sumitomo Trust Asset Managementの投資家代表がこのイニシアチブのグローバル運営委員会を形成している。当イニシアチブは、傘下に700の投資家が参加し、68兆ドル以上の運用資産に責任を負っている。これらイニシアチブや傘下の機関投資家は、世界最大の温室効果ガス (GHG) 排出企業166社を特定し、自社運用資産を通じて事業戦略をパリ協定の目標に合致させるために必要な行動を取ることに重点を置いている。これには、気候変動に関するコーポレートガバナンスの改善、GHG排出量の削減、気候変動関連の財務情報開示の強化が含まれる。ここで特定された166社は、直接および間接のGHG排出量が最も多い「システム上重要な排出者」100社と、投資家がネット・ゼロ移行を加速させるために重要な企業として選んだ追加企業66社を含んで構成されている。

参考：国別リスト企業数

	国	企業数		国	企業数
1	米国	45	18	台湾	3
2	オーストラリア	14	19	コロンビア	2
3	ドイツ	11	20	アイルランド	2
4	日本	10	21	イタリア	2
5	フランス	8	22	南アフリカ	2
6	英国	8	23	スウェーデン	2
7	中国	7	24	オーストリア	1
8	カナダ	6	25	チェコ	1
9	インド	6	26	デンマーク	1
10	オランダ	5	27	フィンランド	1
11	ロシア	5	28	ルクセンブルク	1
12	ブラジル	3	29	ナイジェリア	1
13	インドネシア	3	30	ノルウェー	1
14	メキシコ	3	31	ポーランド	1
15	韓国	3	32	サウジアラビア	1
16	スペイン	3	33	タイ	1
17	スイス	3		合計	166

出典：CLIMATE ACTION 100+ウェブサイトよりディスクロージャー & IR総合研究所で作成

参考：リストされている日本企業10社

会社名	国	産業
ENEOS Holding Inc	Japan	OIL AND GAS FOCUS COMPANIES
Nippon Steel Corporation	Japan	MINING AND METALS FOCUS COMPANIES
Daikin Industries, Ltd.	Japan	INDUSTRIALS FOCUS COMPANIES
Hitachi, Ltd.	Japan	INDUSTRIALS FOCUS COMPANIES
Panasonic Corporation	Japan	INDUSTRIALS FOCUS COMPANIES
Toray Industries, Inc.	Japan	INDUSTRIALS FOCUS COMPANIES
Honda Motor Company	Japan	TRANSPORTATION FOCUS COMPANIES
Nissan Motor Co. Ltd	Japan	TRANSPORTATION FOCUS COMPANIES
Suzuki Motor Corporation	Japan	TRANSPORTATION FOCUS COMPANIES
Toyota Motor Corporation	Japan	TRANSPORTATION FOCUS COMPANIES