



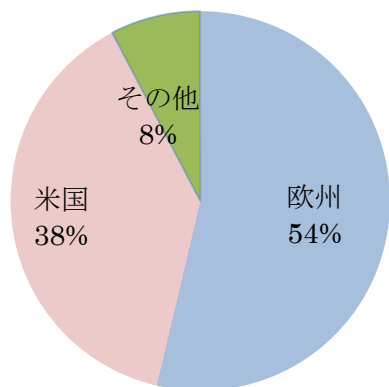
## 試行錯誤が続く社会的責任投資における企業価値評価

(財) 国際通貨研究所  
開発経済調査部 主任研究員  
杉本 章  
[sugimoto@iima.or.jp](mailto:sugimoto@iima.or.jp)

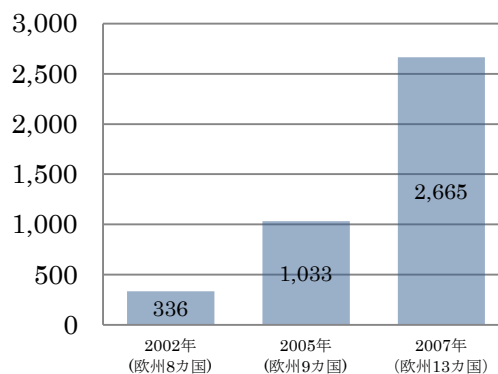
温室効果ガスの削減等の環境課題 (Environment/E)、人権・労働問題等の社会課題 (Society/S)、コンプライアンス等のコーポレート・ガバナンス (Governance/G) は企業経営上のリスクとして捉えられ ESG 課題と呼ばれている。SRI (Socially Responsible Investment/社会的責任投資) は ESG 課題に配慮し、投資を通じてこれらの課題解決を図っていかうとする金融サイドからのアプローチである。近年は環境問題がクローズアップされ、その影響から社会および企業の持続可能性が意識されるようになってきている。この時代の流れを踏まえ、SRI を社会および企業の持続可能性を達成することを目的とする Sustainable & Responsible Investment と表わすことが多くなっている。

この SRI 市場が欧州において拡大している。欧州の SRI 団体である Eurosif (European Sustainable Investment Forum/欧州責任投資フォーラム) の調査によれば、世界の SRI 残高は 2008 年で約 5 兆ユーロと推定され、その中で欧州は米国を凌ぎ 54% のシェアを占めている。欧州における SRI 市場の成長は目覚ましく、2005-2007 年の年増加率は 42.0%、同時期の MSCI Europe Index の年増加率 7.8% を大幅に超えて市場規模が拡大した。また、欧州における SRI は 2007 年時点で全投資残高に対して 17.6% のシェアを獲得していると推定される。

(図表 1) 全世界の SRI 残高推計  
(2008 年 9 月基準)



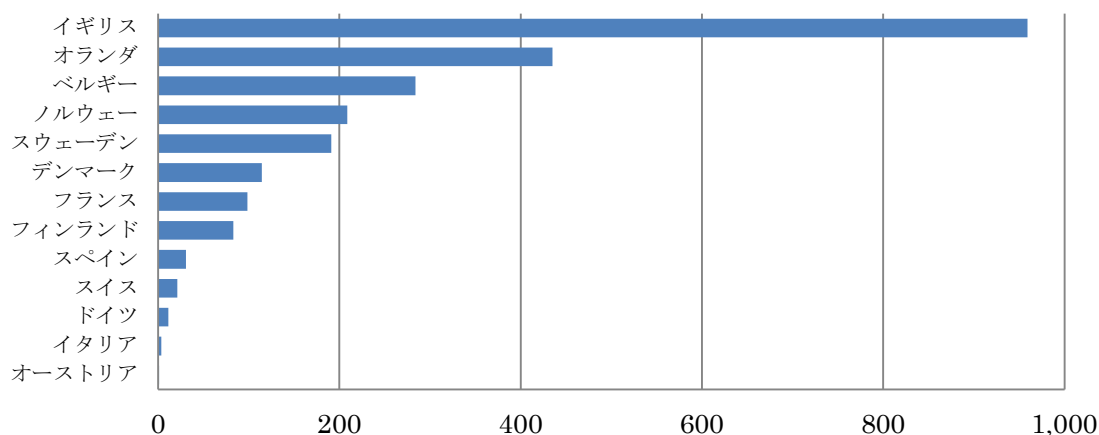
(図表 2) 欧州の SRI 残高推移  
(2002-2007 年 / 単位 10 億ユーロ)



(出所) Eurosif / European SRI Study 2008

その一方で欧州域内の国別投資残高を見ると状況は一様ではない。イギリスがひととき残高を伸ばしているのに続き、オランダ、ベルギー、北欧 4 カ国、フランスが続いている。残高を伸ばしている国々では企業に対する社会的責任投資規定が影響している。例えばイギリスでは 2000 年に改正年金法が成立したが、年金基金の運用に際して、投資先企業の ESG 評価を行っているか公表することを運用会社に義務付けている。この様な SRI 規定がある国々は他にフランス、ドイツ、スウェーデン、ベルギー、ノルウェー、オーストリア、イタリアである。

(図表 3) 欧州における国別 SRI 残高 (2007 年 / 単位 10 億ユーロ)



(出所) Eurosif / European SRI Study 2008

この様に、欧州における SRI の担い手の中心は機関投資家であり、マーケットの 94%を占めている。年金基金、保険会社等は ESG を考慮することにより、投資先のレピュテーション・リスクを抑え、その結果として長期的に安全な運用成果を得ようとしている。尚、個人投資家のシェアは 6%に過ぎないが、運用資産残高 1 百万ドル以上の富裕層（High Net Worth Individuals / HNWI）のポートフォリオの 8%が SRI に向けられた。

機関投資家が SRI を重視するようになってきている事を裏づける様に、国連責任投資原則（UN Principles for Responsible Investments / PRI）の署名者数が増加している。責任投資原則公表時の署名者数は 125 であったが、現在 771（うち日本は 14）となっている。国連責任投資原則とは国連が 2006 年に提唱したイニシアチブであり、環境、社会およびガバナンスの問題が運用ポートフォリオに影響を及ぼすという見方から、ESG 課題を投資の分析と意志決定のプロセスに組み込む必要があると考え、ガイドラインを提供している。本原則に署名することにより、投資活動を通じて ESG 課題により良い影響を及ぼし、持続可能な社会の実現に寄与することを表明することになる。

SRI における投資銘柄の選定手法を図表 4 に、各々の投資手法に基づく欧州における投資規模を図表 5 に示しておく。

（図表 4）SRI における投資銘柄の選定手法

ネガティブ・スクリーン	社会的批判の多い産業に関連する企業を投資対象から除外する SRI の基本的投資手法。欧米では一般的に、たばこ、アルコール、ギャンブル、武器、原子力等が除外されることが多い。
ポジティブ・スクリーン	ESG 課題への十分な配慮を行い、社会的な責任を果たしていると認められる企業を抽出、ポートフォリオに組み入れる投資手法。
ベスト・イン・クラス	各産業における ESG 課題への取組を評価し、上位企業をポートフォリオに組み入れる投資手法。

エンゲージメント (株主行動)	株主として事業に対する影響力を行使するアプローチ。具体的には経営陣との対話、議決権行使、株主義案の提出を通じて企業にESG課題に配慮した事業行動を積極的に働きかけていく。
インテグレーション	ESG課題への対応状況の評価と従来の財務分析を統合して企業を評価する投資手法。

(図表5) 欧州におけるSRI投資規模(2007年末) (単位:10億ユーロ)

狭義のSRI 合計 552.6 SRIの源流的手法 個人投資家が中心	倫理的なネガティブ・スクリーン	398.3
	ベスト・イン・クラス(ポジティブ・スクリーン)	103.0
	SRIテーマ・ファンド(ポジティブ・スクリーン)	26.2
	その他ポジティブ・スクリーン	25.1
広義のSRI 合計 3,464.5 機関投資家が中心	単純なネガティブ・スクリーン	1,204.0
	エンゲージメント(株主行動)	1,291.1
	インテグレーション	969.4

(出典) Eurosif / European SRI Study 2008

企業価値はその企業の財務内容、収益性、成長性等の財務的価値で評価されてきた。しかし最近では財務的価値のみでは真の企業価値は評価出来ないと考えられ、企業のESG課題への対応状況を含めた総合的な企業価値の評価が求められている。ESGを客観的に透明性のある形で継続的に把握・評価する手法の確立が必要となる。ただしESGの様な非財務的要素を客観的に評価することは非常に困難である。確かにサステナブル・レポート、外部評価機関のレポート等がESG課題に関する開示情報として提供されているが、その記述内容・評価項目に統一性が無く、計数化されていない。その為ESGパフォーマンスを企業間で相互比較、時系列でトレースすることが出来ない。

そこで客観的にESG評価を行うアプローチとして、以下3つの事例によりESG課題への対応状況の評価方法を具体的に見てみたい。

● **Key Performance Indicator (KPI) を使った ESG 評価**

KPI とは企業の戦略目標を達成する為の管理指標のことである。KPI を目標設定期間中継続的に把握し、指標が目標圏から外れて推移している場合は速やかに対応策を打ち、戦略目標を実現していくアプローチである。

KPI を ESG 評価に活用する試みはドイツ投資専門家協会 (DVFA) により 2008 年に提唱され、欧州証券アナリスト協会連合会 (EFFAS) がその監修・公認をしている。この評価手法では ESG 課題への対応状況に加え、企業の長期的継続性を評価対象として追加し、全産業共通に適応される KPI 項目と産業毎に設定される産業別 KPI 項目により企業自身が ESG 評価を行う。ESG 評価にあたり設定される評価指標を図表 6、各指標の達成度を図る KPI 項目を図表 7 に示した。

(図表 6) KPI 評価項目の概要

	E 環境 Environmental	S 社会 Social	G ガバナンス Governance	V 長期的継続性 Long-term Viability
全産業グループ 共通評価項目	1 エネルギー効率 2 温室効果ガス 排出量	3 従業員の離職 率 4 研修と資格 5 従業員の年齢 構成 6 欠勤率	7 控訴リスク 8 汚職	9 新商品からの 収入
産業別評価項目 例：運輸業界	再生可能エネルギーの導入 NO,SO 排出量 廃棄物	ESG 投資 ESG サプライヤー契約 商品の安全衛生 リストラ関連配置転換	政治団体への寄付金	研究開発費 顧客維持 顧客満足度

(出典) EFFAS The European Federation of Financial Analysis Societies / KPIs for ESG Version 1.2

(図表 7) 全産業グループ共通の KPI 評価項目の詳細

	全産業共通評価項目	KPI
E	1 エネルギー効率	エネルギー消費 (kwh) 合計 エネルギー消費/売上高、/従業員、/製造量
	2 温室効果ガス排出量	温室効果ガス排出量 (ton) 合計 温室効果ガス排出量/売上高、/従業員、/製造量
S	3 従業員の離職率	年間離職率
	4 研修と資格	従業員一人当たり年間研修回数 従業員一人当たり研修費用
	5 従業員の年齢構成	年齢グループ (10 歳刻み) 当たり従業員分布 今後 5 年間の退職従業員/従業員
	6 欠勤率	従業員一人当たり年間欠勤人日
G	7 控訴リスク	独占禁止法違反等の控訴費用及び罰金 独占禁止法違反等の控訴費用準備金 その他控訴費用実績合計 その他控訴費用予想合計
	8 汚職	Transparency International(TI)が公表している腐敗認識指数 <sup>1</sup> が 6.0 以下の国々における売上比率
V	9 新商品からの収入	製品ライフサイクルが 12 カ月以下の製品の売上高比率 製品ライフサイクルが 12 カ月以下の新製品の売上高比率

(出典) EFFAS The European Federation of Financial Analysis Societies / KPIs for ESG Version 1.2

KPI の手法を用いて客観的に ESG 課題への対応状況を評価することに大きなメリットがあるが、KPI の評価項目は未だ完成されたものとなっていない。引き続き KPI 評価方法の改善努力が続けられており、最新の Version3.0 (公開ドラフト版) では全ての ESG 課題への対応状況を計数評価することは困難との考えから、Key Performance Narratives (KPN) のコンセプトを新たに導入、一部項目は短文のコメントにより評価する方法を導入している。また、DVFA/EFFAS は財務的要素と非財務的要素を統合して企業価値を評価するために、企業が財務諸表とあわせて ESG 課題の KPI データを公表することを推奨している。

<sup>1</sup> 腐敗認識指数とは公務員と政治家がどの程度腐敗していると認識されるか、その度合いを国際比較し国別にランキングしたもの。G7 諸国の指数は、カナダ 8.7 (8 位)、ドイツ 8.0 (14 位)、日本・英国 7.7 (17 位)、米国 7.5 (19 位)、フランス 6.9 (24 位)、イタリア 4.3 (63 位)。

## ● FTSE4Good インデックスにおける ESG 評価

FTSE4Good Global Index はフィナンシャルタイムズ社とロンドン証券取引所の共同出資により設立された FTSE 社 (Financial Times Stock Exchange/英国) が 2001 年に公開した SRI インデックスである。ESG 評価は EIRIS 社 (Ethical Investment Research Service/英国) が行っている。FTSE Developed Index (Global) の構成銘柄の中からネガティブ・スクリーンおよびベスト・イン・クラス・アプローチにより FTSE4Good Index の構成銘柄が選定されるが、その選定プロセスは以下の通りである。

- ▶ ネガティブ・スクリーンにより、以下 5 業種に属する企業を除外。
  1. タバコ製造業
  2. 核兵器の製造またはその基幹/基盤製品の製造
  3. 兵器製造
  4. 原子力発電所の所有者または操業者
  5. ウランの精錬/製造
- ▶ ベスト・イン・クラス・アプローチにより、以下 5 クライテリアに対して、それぞれの企業のリスクに合わせた要件を満たしている上位の企業を選定。
  1. 環境問題への取組
  2. 株主との関係
  3. 人権擁護
  4. サプライチェーンにおける労働基準の保証
  5. 贈収賄の防止

## ● Dow Jones Sustainability Index における ESG 評価

Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World)<sup>2</sup>はダウジョーンズ社 (米国) とSAM社 (Sustainable Asset Management/スイス) により 1999 年に公表された

---

<sup>2</sup> DJSI では別途アルコール、タバコ、ギャンブル、軍事・武器に関わる企業をネガティブ・スクリーンにより除外したサブ・インデックスを公表している。

SRIインデックス。DJSI WorldはDow Jones Global Total Stock Market Index (DJGTSMI) から派生しており、ESG評価はSAM社が行なっている。

DJSI のインデックス構成銘柄の選定は各産業分野から ESG 評価の高い上位10%の企業を選定するベスト・イン・クラス・アプローチを採用。DJGTSMI の構成銘柄 2,500 社 (58 産業) のうち資本金規模 5 億ドル以上の企業を対象とし、企業毎の ESG 課題への対応状況の評価は図表 8 の基準に基づき、産業毎に企業スコアリングしている。

(図表 8) 全産業共通の ESG 評価基準と評価ウェイト (合計 50%)

評価側面	基準	評価ウェイト
経済	コーポレート・ガバナンス	6.0%
	リスク・危機管理	6.0%
	コンプライアンス	5.5%
環境	環境パフォーマンス	7.0%
	環境報告	3.0%
社会	人材開発	5.5%
	評価制度	5.5%
	労務	5.0%
	企業市民、フィランソロピー	3.5%
	社会的報告	3.0%

別途、産業毎に評価項目を設定 (ウェイト 50%)、共通評価項目と合せて総合評価する。

(出典) Dow Jones Sustainability World Index Guide Book Version 11.1 September 2009

SRI インデックスと一般株式インデックスを基準に運用した場合、パフォーマンスに顕著な差異が現れるだろうか。一般的に SRI インデックスの運用成果は一般株式インデックスに対して劣後すると感覚的に思われがちである。その一方で理論上、SRI インデックスでは、環境・社会・ガバナンスへ配慮している企業を選定することにより企業のレピュテーション・リスクが減少、長期的に企業価値が増大し、それが株価にも反映されるとも考えられている。

そこで SRI インデックスである DJ Sustainability Index World (DJSI) と一般株式投資インデックスである Dow Jones Global Stock Market Large Cap Index (DJLC)

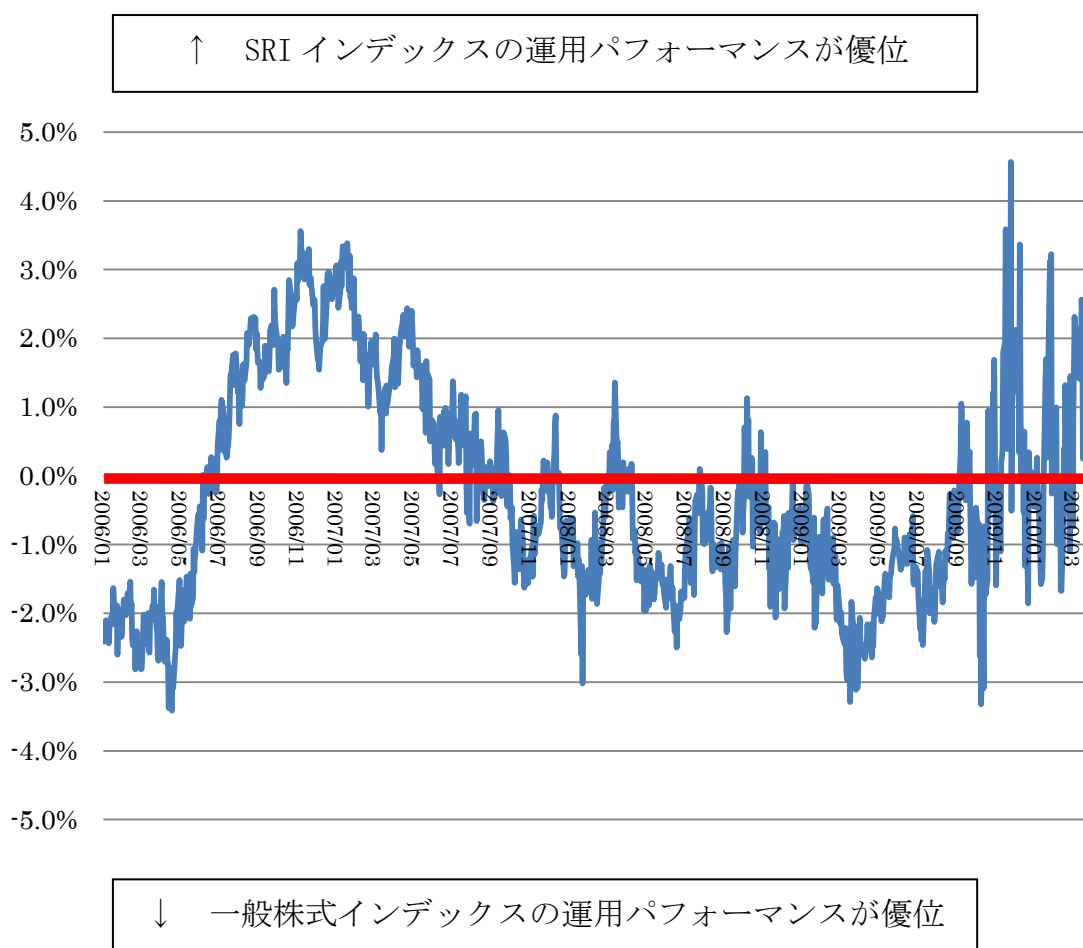


を基準に各々1年間投資したと仮定、両インデックスの運用パフォーマンスの差異を図表9に示した。

グラフの2006年初データは-2.3%となっているが、インデックスに基づく運用を2005年初～2006年初の一年間行った結果、DJSIの年間運用パフォーマンスが9.8%（年率）、DJLCの年間運用パフォーマンスが12.1%（年率）であった為、その差異が-2.3%とSRIインデックスDJSIが一般株式インデックスDJLCに対して劣後していたことを表わしている。

2006年～2010年の運用パフォーマンスの差異の推移を見ると、この期間に関してはSRIインデックスの優劣を示す傾向は認められなかった。

(図表9) DJSI/DJLC 運用パフォーマンスの差異 (運用期間1年のケース)



長期的に安全な運用成果を期待する場合、ゴーイング・コンサーンとして企業が将来に渡って無期限に事業を継続できることが前提となる。その観点からすれば企業の持続可能性を達成しようとする Sustainable & Responsible Investment は決して特別な投資ジャンルではなく、むしろ投資のリスク・コントロールの上で必要不可欠かつ当然のことである。企業の環境、社会、ガバナンスへの対応状況を財務的指標と合せて評価するアプローチは、今後益々重要になってくる。ただし ESG 評価手法が未だ完成されたものではなく、試行錯誤が続いている状況である。この分野での客観的で透明性のある評価手法の早期確立が待たれる。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2010 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>