

SRI に対する認識の再考

目次

- I. はじめに
- II. 投資家が SRI に注目する理由
- III. 金融危機後の SRI
- IV. 認識の再考
- V. 業績見通しの蓋然性
- VI. おわりに

投資企画部 業務戦略グループ 加藤 正裕

I. はじめに

昨年の金融危機以降、各国政府は次世代の成長産業として環境関連事業の将来性に着目し、風力や太陽光発電などへの投資を加速するとともに、これら投資により新たな雇用機会を創出し、環境や社会の問題のみならず、経済問題も同時に解決していくことを目指している。この環境・社会・経済の3つの問題に取り組む考え方は、SRI(Socially Responsible Investment=社会的責任投資)の関係者の中では「トリプルボトムライン」と呼ばれ、真にサステナブル(持続可能)な発展を実現していくためには、環境や社会だけでなく経済問題にもバランス良く取り組まなければならないと考えられてきた。

一般に SRI といえば、企業業績だけでなく、CSR(Corporate Social Responsibility)の取り組みも考慮する運用手法の一つとして位置付けられているが、SRI の起源は 1920 年代の米国まで遡り、その主たる目的は時代の流れと共に変化してきた歴史がある。SRI に対する認識や理解は人それぞれで異なり、SRI と聞けば「トリプルボトムライン」のことを思い描く人もいれば、SRI を自己の価値観を実現するための手段として位置付ける人もいるなど、SRI には様々な想いを寄せる投資家が混在している。

ただし、近年は環境や社会問題などが実体経済や企業業績に影響を及ぼすという見方が広がり、価値観の自己実現を主目的としてきた個人投資家だけでなく、運用収益の追求を優先する年金基金などの機関投資家も SRI に対する関心を寄せつつある。本稿では、環境や社会問題などへの関心の高まりに伴って、SRI に様々な期待が寄せられてはいるものの、未だ実際の SRI への投資は大きく普及していない現状を鑑み、改めて企業の CSR の取り組みを考察し、SRI の抱える課題や効果などについて考えていきたい。

II. 投資家がSRIに注目する理由

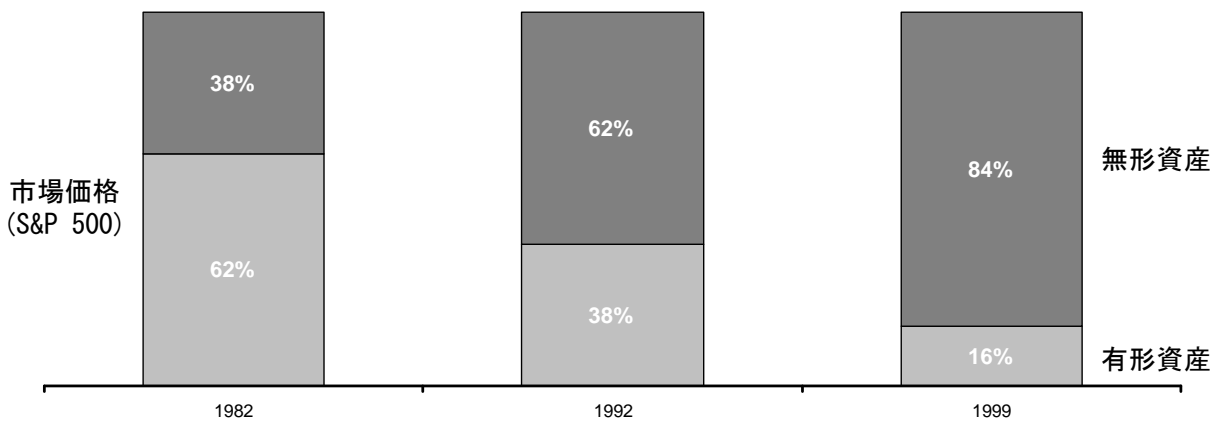
SRIは1920年代の米国のキリスト教会で生まれたといわれており、当時は個人投資家や宗教団体などが倫理観や価値観に合わないタバコ株やアルコール株などを投資対象から排除(ネガティブスクリーニング)し、価値観の自己実現を図る手段の位置付けであった。その後1970年代に入ると、投資銘柄を選定する時だけでなく、株主提案などを行う時にも企業に社会的責任を求める株主や、社会的な問題への取り組みに優れた企業を積極的にポートフォリオに組み入れる手法(ポジティブスクリーニング)なども生まれ、SRIの投資家層にも変化がみられた。

このような中、近年は温暖化問題の深刻化や不祥事の発生などを通じて、企業を取り巻く環境(E=Environment)・社会(S=Social)・ガバナンス(G=Governance)の問題(以下、ESG)が企業業績に影響するという見方が広がり、企業業績見通しを策定する際に、従来から考慮していた財務情報だけでなく、ESG関連の情報も評価する年金基金などの機関投資家が現れ、SRIの投資家の幅が従来の個人投資家中心から機関投資家にも拡大しつつある。

機関投資家がESG問題に着目するようになった切掛けの一つは、英国政府の公式文書として発行された地球温暖化の経済的な影響に関する報告書(スターン・レビュー・2006年10月)である。同報告書は、世界で初めて経済モデルを用い、地球温暖化の経済的な影響を予測し、温暖化対策を採らなかった場合には世界のGDPを5~20%引き下げることになることと結論付け、温暖化問題への警鐘を鳴らすと共に、早期に気候変動問題に対応することで経済的な優位性を獲得できる可能性が高まるとの見方を示唆した。

この他には、株式時価総額に占める無形資産(暖簾代やブランド力など)の比率が拡大している潮流も、機関投資家がESGの重要性を認識するに至った背景として挙げられる。米国のS&P500指数構成銘柄の株式時価総額を見ると、1982年当時、株式時価総額の62%は工場や設備などの有形資産で構成されていた。しかし、その後、有形資産の比率は逡減し、1999年には同16%にまで縮小した一方、無形資産の比率は同84%にまで拡大した(図表1)。ESGへの取り組みは有形資産よりも、無形資産に結びつくことが多いと見込まれるため、株式時価総額に占める無形資産の比率の拡大は、運用収益を追求する機関投資家がESGに着目する切掛けとなった。

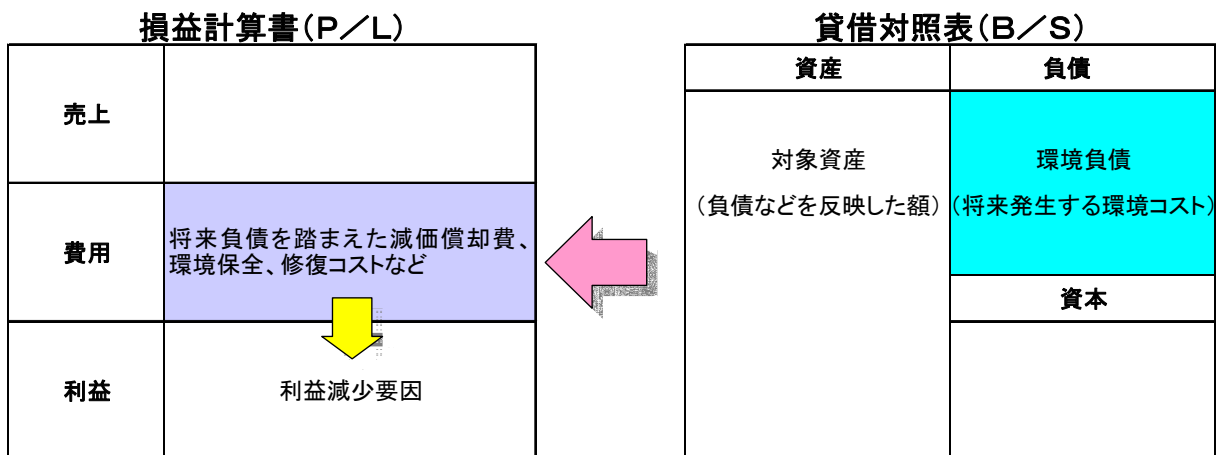
(図表1) 株式時価総額に占める無形資産の比率



出所： Juergen H Dalum, Intangible Assets and Value Creation, John Wiley & Sons, 2002

実際に ESG 問題が企業業績に影響を及ぼしている事例として環境債務について見てみたい。米国では土壌汚染やアスベスト(石綿)など、長期保有資産の汚染や有害物質の浄化などに要する将来の環境関連コストを資産除去債務として情報開示するよう企業に義務付けており、既に企業の環境への取り組みが貸借対照表上の負債、単年度収益のコスト増要因として企業業績に影響している(図表2)。日本では、現在米国と同様の開示義務はないものの、既に100社を超える上場企業が自主的に土壌汚染などの環境対策に要する将来の支出を引当金として貸借対照表に計上している(2007年度合計額：1,013億円)。日本においても2010年度からは、企業会計で環境債務を明示することが義務化され、土壌汚染が判明した場合、将来の浄化処理や原状回復に要する費用を減価償却費として企業会計に計上する必要が生じる。このように ESG 関連の会計基準や関係法令の動向によっては、ESG 問題が全ての企業の業績に何らかの影響を及ぼす可能性があるといえよう。

(図表2) 環境債務の情報開示



出所：各種資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ. 金融危機後のSRI

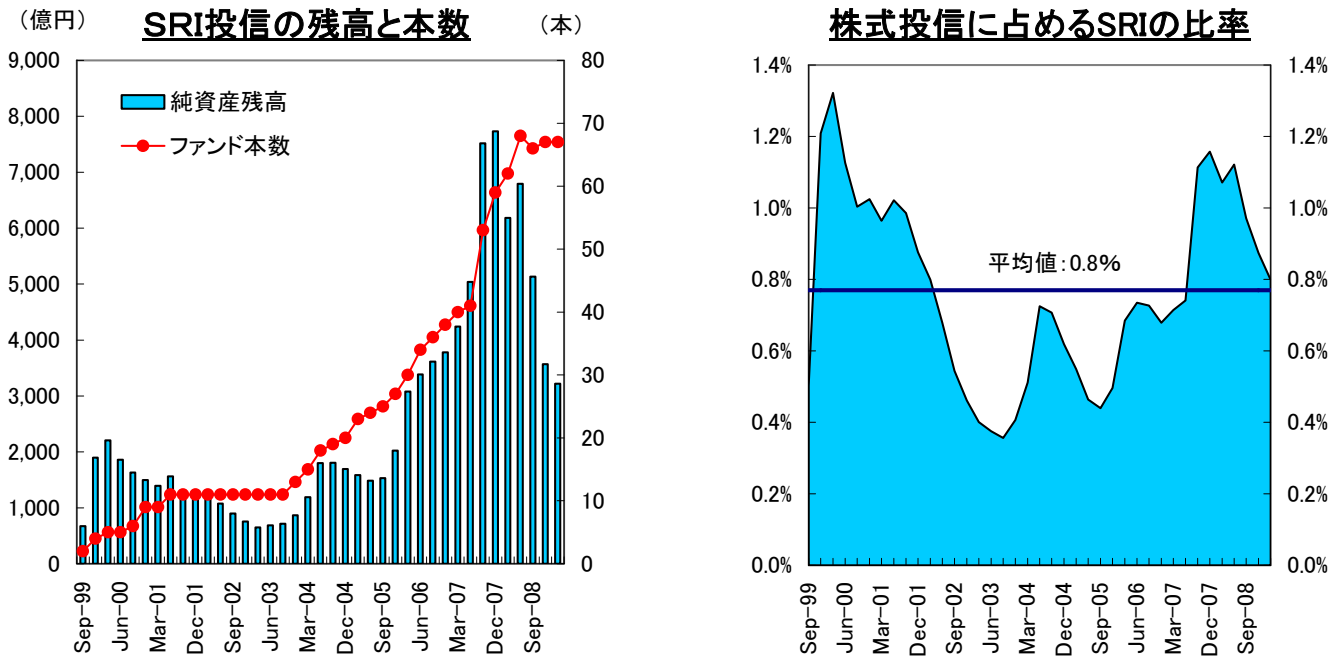
昨年来の金融危機も、ESG問題を考慮するSRIへの関心の高まりに繋がっている。2008年11月、SRIへの取り組みを主要テーマとしてオランダ(アムステルダム)で開催されたTBLI(トリプルボトムライン・インベスティング)コンファレンス¹には、金融危機下にもかかわらず、過去最多600名超の参加者が集まるなど、むしろ今回の金融危機を「世にSRIを広く普及する絶好の機会」と捉え、持続成長可能な経済社会を構築するために「どのようにSRIを普及していくか」について語り合う参加者が多数みられた。

2009年5月には、日本(横浜)で初めてTBLIコンファレンスが開催され、国内外から約240名の参加者が集い、日本のSRIの現状も踏まえた議論が展開された。同コンファレンスでは、「日本の公的年金にもSRIへの投資を求める」参加者や、「SRIの運用成果の検証を待っていると投資機会を逸してしまうため、SRIのコンセプトを信じて投資することが重要」と述べる講演者がみられる等、海外と同様、金融危機を経て従来以上に業績動向だけでなく、企業の環境や社会への取り組みを考慮する、正にトリプルボトムラインの考え方の重要性を論じる議論が多く展開された。

ここで日本のSRI投資信託のファンド本数と純資産残高の推移を見てみると、2008年以降、株式市場全体の低迷もあり、新たなSRI投資信託の設定ペースがスローダウンしている中、純資産残高は減少傾向を辿っている。株式投信全体に占めるSRI投資信託の比率は、日本初のSRI投資信託が設定された1999年以降、いずれの時期も1%前後の水準で推移しており、足元は1%割れのレベルに位置している(図表3)。金融危機後、人々のSRIに対する期待は高まっているようにみられるものの、実際のSRIへの投資に大きな進展はみられず、未だSRIはニッチな市場に留まっている現状にある。

¹ オランダの独立系CSRコンサルティング会社(TBLIグループ)が主催し、SRIなどのESG問題への取り組みを広く普及していくために、アジアと欧州で年に1回ずつ開催されている、SRIの分野では世界で最も有名な国際会議の一つ。今年で11回目。

(図表3) SRI 公募投信の推移

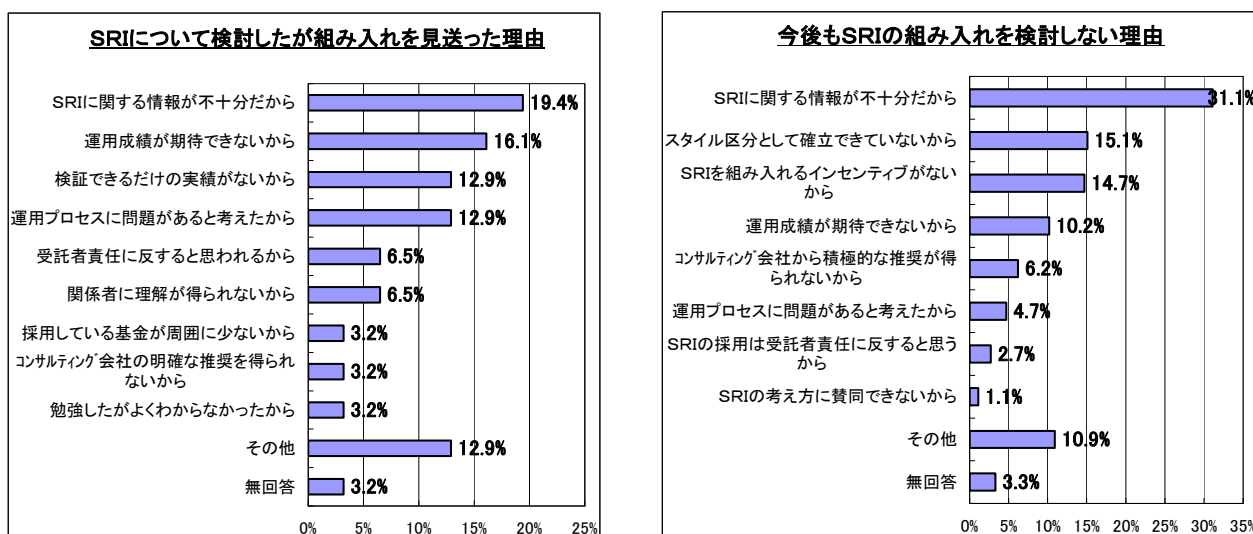


出所 : 投資信託協会資料などを基に三菱UFJ信託銀行作成

IV. 認識の再考

SRIに対する期待は、環境問題や社会問題の深刻化に伴って高まっているものの、何故、実際の投資に結び付かないのであろうか。年金シニアプラン総合研究機構が年金基金を対象に行ったアンケート調査結果(図表4)では、SRIが本格的な普及に至らない理由としてSRIに関する情報開示不足などが挙げられているが、これら以外にSRIに対する投資家の「先入観」や幾つかの「誤解」なども、SRIの普及を遅らせている理由として考えられよう。以下では、投資家がSRIの意思決定プロセスで考慮するCSRへの考察も交えながら、SRIに対する認識について改めて整理してみたい。

(図表4) 年金基金が SRI に投資しない理由



出所：年金シニアプラン総合研究機構のデータを基に三菱UFJ信託銀行作成

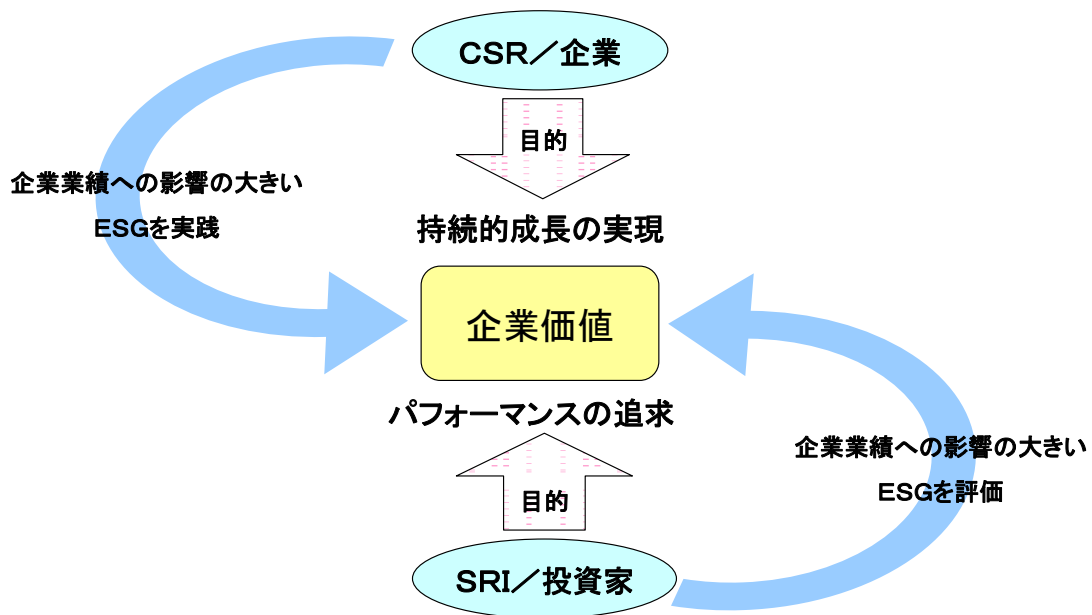
(再考1) CSR(社会貢献)とSRI(運用収益)は両立できない？ という認識

当初、企業がCSRに取り組み始めた切掛けは、社会からの要請に応じて、企業の社会的責任として環境や社会に貢献するためであったかもしれない。しかし、CSR活動を行うためのベースとなる企業業績が安定または成長していないと、企業は将来にわたりCSR活動を継続することができないため、CSR活動においても企業業績への影響の大きい取り組みに注力することで、CSR活動と企業価値の向上を両立させていくことが大切と考える。

他方、SRIを運用する投資家は、SRIを通じて企業のCSR活動を支援するのみならず、運用収益を追求していくために、SRIにおいても企業価値の向上が見込まれる企業に投資していくことが重要となる。すなわち、投資家としてはCSR活動の評価においても、企業価値に影響するCSRの取り組みに着目していくことが大切であると思われる。

このように企業が行うCSRと投資家が運用するSRIは、「企業価値」を接点としたコインの裏表のような関係にあり、企業としては企業価値の向上に繋がるCSR活動に注力し、投資家としては企業価値の向上に結び付くCSR活動に積極的に取り組む企業に投資していくことにより、投資の意思決定プロセスでCSRを考慮する意義が高まり、CSRとSRIは両立しようとする(図表5)。

(図表5) 企業価値で結び付く CSR と SRI



出所：三菱UFJ信託銀行作成

(再考2) CSRはコストであり、企業業績には寄与しない？ という認識

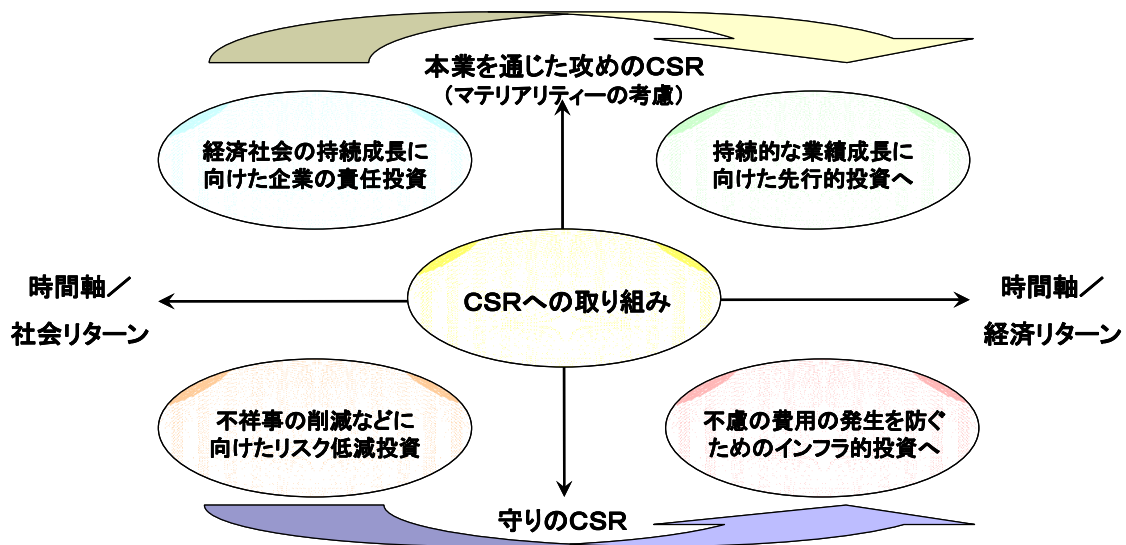
CSRへの取り組みはコストであり、環境や社会への貢献活動と企業業績の両立は難しいという見方がある。果たして本当か。リスク管理体制の強化を例にとると、仮に今、その体制の強化のために人材などを投入し、何も不祥事が起きなかった場合、リスク管理体制に費やした経営資源は、当面、コストとしてみなされるかもしれない。ただし、その費用対効果を足元の時点だけでなく、将来も含めて考えてみると、CSRに投入した経営資源に対する見方が異なってくる。

例えば今から5～10年先のことを考えてみると、今後、何らかの不祥事が発生してしまう可能性を拭いきれない中、今、リスク管理体制を強化しておくことで将来の不祥事を未然に防ぐ、または仮に不祥事が発生してしまったとしても、その解決に要する費用は何もリスク対策を打たなかった場合よりも小額で済むなど、将来に要するコスト削減という形で企業業績の向上に結び付く可能性がある。

同様に、環境配慮商品などに関しても、地球温暖化などが現時点ほど大きな問題となる前から将来の環境問題の重要性や今後の成長性を予想し、CO2排出量の少ない商品の研究開発に取り組み、環境配慮商品に人・もの・資金を投入していた場合、足元の厳しい経済環境下においても企業の売上成長源として大きな柱となり、将来の業績成長の牽引役に育つ可能性がある。

このように、CSR の取り組みの効果は、企業の設備投資や研究開発費などと同じように、将来の見通しに基づいて、企業が今後重要になると考える ESG の分野に人・もの・資金を配分していくことで、CSR 活動に配分した企業の経営資源は、単なる「コスト」から将来の企業業績の向上に結び付く「先行投資」の位置付けに変わり、環境や社会に貢献しつつ、企業業績の向上にも寄与しうると考える(図表6)。

(図表6)変化する CSR の位置付け



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

(再考3)SRI の運用収益率は悪い？という認識

SRI と聞くと、タバコ株やアルコール株など、個人の価値観に合わない銘柄を投資対象から排除する運用を思い描き、仮にこれら投資対象から排除した銘柄の株価が上昇した場合、SRI の運用収益率が他に劣後するなどとして、SRI に否定的な見方が根強く散見される。この他にも、SRI は運用収益率の向上に寄与するか確信を持たないとする見解を多く耳にする。実際はどうか。

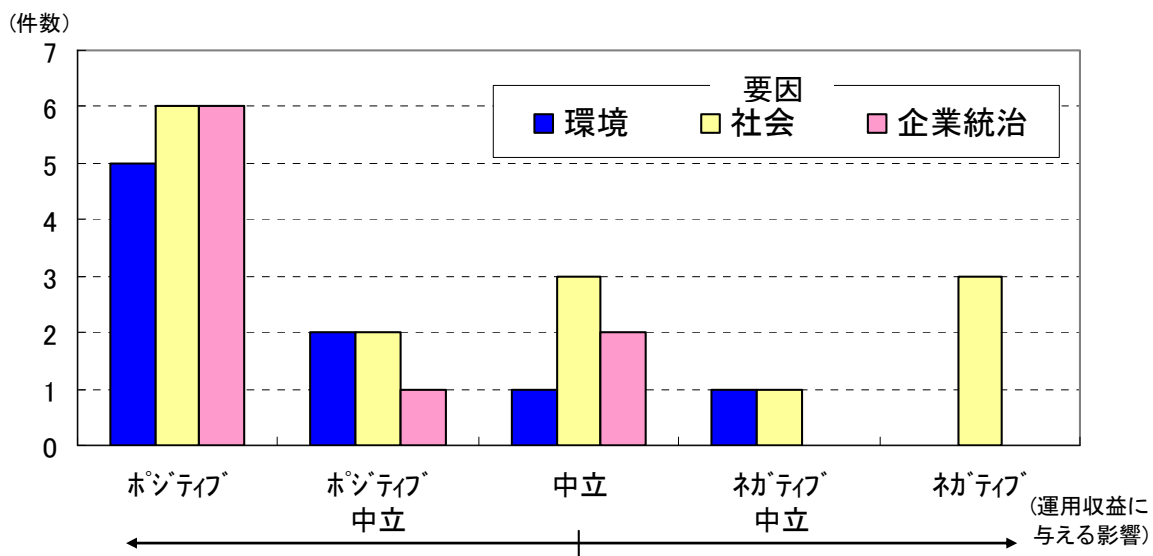
UNEP FI(国連環境計画・金融イニシアティブ)がとりまとめたレポートによると、企業の CSR への取り組みは、企業業績に影響する重要な要因であり、業種毎にその影響は異なるうえ、SRI は常に運用収益率を低下させるものではなく、従来からある株式運用と比較しても、SRI の運用収益は劣後しないと結論付けている。

UNEP FI が 2007 年に発行した SRI のパフォーマンスを分析したレポートでは、SRI の運用収益率に関する世界の学者の 20 件のレポートを分析し、20 件のうち 10 件は「SRI の

運用収益率は他の運用よりも良好」、同7件は「他の運用と同レベル」、同3件は「他の運用よりも劣後する」としている。

運用収益率の比較を行う際には、比較する対象期間や分析手法の違いなどに留意する必要がある。ただし、一般に、通常の株式に投資するアクティブ運用のうち市場平均よりも良好な運用成果をあげているファンド数は全体の4分の1程度であることを考慮すると、SRIは決して他の運用に劣後するものではないといえよう。

(図表7) 要因別にみた SRI 運用収益への影響



出所：UNEP FI アセットマネジメント・ワーキンググループの資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

(再考4) CSR のような定性情報は業績予想に考慮できない？という認識

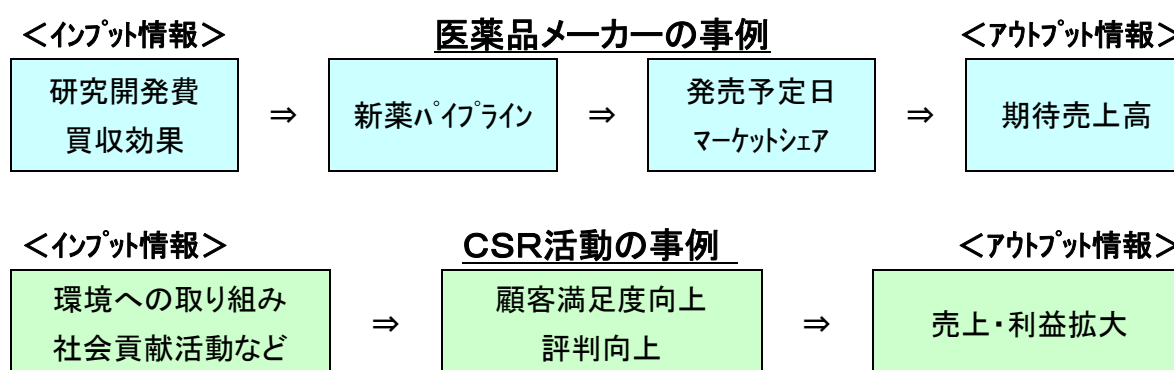
CSR への取り組みは、定性的な情報なので業績予想に反映できないという意見がある。その一方で、企業の取り組みは最終的には全て企業業績に結び付くことから、CSR についても仮説を立てることで企業業績へのリンクを説明することができる」と述べ、これまで投資家が CSR 活動に着目してこなかった理由は、単に CSR への関心がなかっただけであると説く見解もある。

医薬品メーカーの企業業績を予想する事例を考えてみたい。将来、市場に投入される新薬の期待売上高を見通す場合、従来からの財務的なアプローチでは、まず企業の研究開発費への投資金額を基に新薬パイプラインの動向を予想し、その後、新薬の市場規模や将来の成長性に加え、発売予定日、マーケットシェアなどの仮説(前提条件)を置くことで、将来の期待売上高を予想する手法が考えられる。

CSR への取り組みについて、業績への影響を予想する場合はどうか。この場合にも、仮説

を置くことで業績への影響を予想しうる。例えば、環境や社会への貢献活動によってブランドイメージが向上したケースを考えてみると、競合他社と同じ品質、同じ価格であれば、イメージの良い企業の製品が購入されることが見込まれ、企業業績に結びつくシナリオが成り立つ。CSR活動も従来からの業績予想と同様に仮説を置くことで企業業績への影響や効果を予想することができると思われる(図表8)。

(図表8)企業業績予想の事例



出所：ニューヨーク大学 Baruch Lev 教授 講演内容を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

(再考5)投資プロセスで CSR を考慮する SRI は特別なもの？という認識

環境や社会の問題を解決するための施策の一つとして SRI を位置付けてみると、CSR 活動は企業の取り組みの中で特別なものとして位置付けられるかもしれない。しかしながら、CSR を見る目線を代え、企業の経営者の視点から CSR 活動を考えてみると、CSR 活動を行うためには何らかの経営資源が必要となり、CSR も設備投資や研究開発費、広告宣伝費などと同じ経営資源の配分先の一つとして位置付けられる(図表9)。CSR を考慮する SRI は他の運用と比べて特別なものなのであろうか。

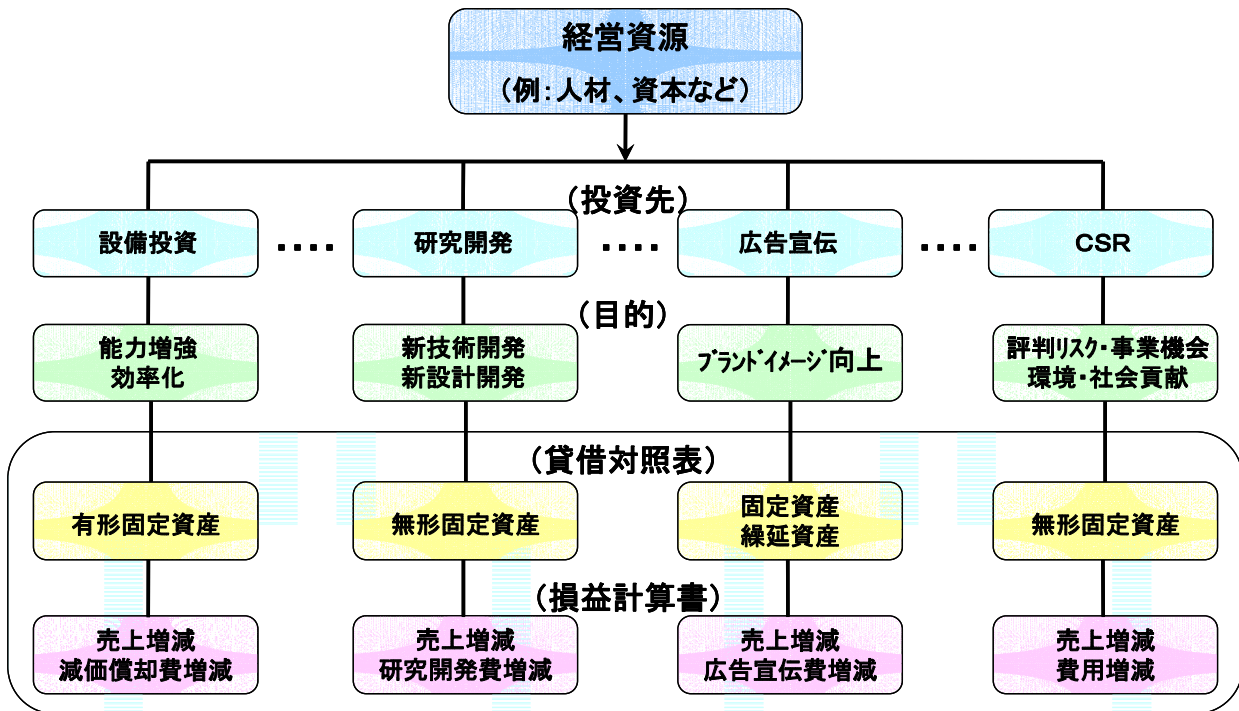
従来からの株式運用と SRI の投資プロセスを比較してみたい。従来からの株式運用の一つのアプローチとしては、まず経済成長率などのマクロレベルの分析を行い、次いで業界成長率などの業種レベルの調査を行った後、最後に企業の業績成長率や利益率などを分析するステップが考えられる。この場合、最終的な企業評価は、経済成長率や売上高などの定量データだけでなく、企業の経営方針や経営者の質、経営体制など、数字では比較が難しい定性情報も考慮される。将来を予想する際には、定量データよりも定性情報をより重視して企業を評価する場合もある。

次に、SRI 投資を行う際の CSR 評価のプロセスについて考えてみると、そのステップは従来からの株式運用と同様に、まず気候変動問題などのマクロレベルの分析を行った後、業

界の規制動向などを鑑みつつ、企業の CSR への取り組みを評価するステップが考えられる。このように従来からの株式運用と CSR を考慮する SRI は同じプロセスを取りうるが、両者には情報の質の違いがあり、CSR 関連の情報は定性的な情報が多い特徴がある。しかし定性的な情報だからといって、CSR 評価を考慮する SRI は特別なものとなるのであろうか。

伝統的な株式運用においても、企業を評価する場合には、将来の予想において重要と考える企業の経営方針や経営者の質などの定性情報を考慮に入れている。企業の CSR の取り組みを評価する際も、企業業績への影響が大きく、企業評価を行う上で重要と考える定性情報を加味して企業を評価することは、従来からの株式運用との比較において特別なことではないといえよう。

(図表 9) CSR も経営資源の配分先の一つ



出所：三菱 UFJ 信託銀行作成

V. 業績見通しの蓋然性

中長期で良好な運用収益を獲得するためには、株価水準のベースとなる企業業績の中長期的な成長が望まれる。企業業績(キャッシュフロー増減率)と株価収益率の順位相関関係を分析してみると、中長期では企業業績と株価収益率の間に有効性がみられ、業績成長を遂げる企業の株価は良好な運用収益率を示す傾向があることを示唆する結果が出た。

一方、株式市場のコンセンサスを形成する証券会社のアナリストが決算情報や経営方針などを踏まえ企業業績を予想している銘柄数を、業績見通しの期間別に見てみると、予想の期間が長いほど業績見通しを策定している銘柄数が減少し、長期的な予想になればなるほど企業業績見通しの情報の効率性が低下する傾向にある(図表 10)。

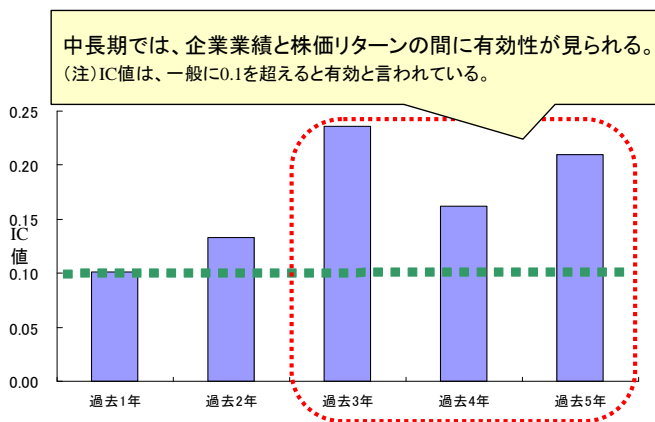
ここで CSR 活動について改めて考えてみると、一般に CSR への取り組みは通常の事業活動よりも中長期的にその影響や効果が企業業績に表れてくると予想されることから、企業業績を見通す際に CSR 活動の評価も考慮することは、情報効率の低い中長期的な業績見通しの蓋然性の向上に繋がり、長期的な株価収益率の獲得に結びつく可能性が広がるといえよう。

(図表 10) 企業業績と株価

➤ 企業業績と株価収益率の関係

<分析方法>

- ・対象：東証1部2008年3月末決算企業
- ・分析：キャッシュフローの増減率(過去1年~5年)と株価収益率の順位相関(IC値)を計算(基準日:08/3末)

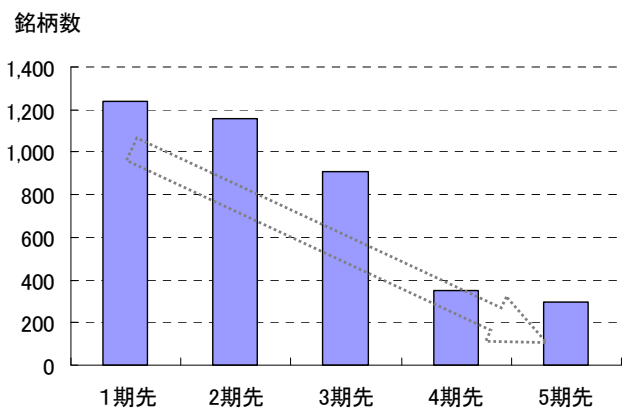


(注)日経NEEDSより三菱UFJ信託銀行作成

➤ 証券会社アナリストが業績予想している銘柄数

<分析結果>

- ・短期：業績予想している銘柄数が多く、情報の効率性が高い
- ・中期：業績予想している銘柄数が少なく、情報効率が低下



(注)IFISより三菱UFJ信託銀行作成(対象:東証1部)

出所：各種データを基に三菱UFJ信託銀行作成

VI. 終わりに

本稿では従来からの伝統的な株式運用プロセスなどと SRI を比較することにより、SRI は環境や社会の問題を解決するための特別なものではなく、投資の意思決定プロセスで CSR 活動を考慮することによって、企業の CSR への取り組みを支援しつつ、企業業績見通しの蓋然性の向上に結び付く考え方について述べてきた。

ここで企業業績予想の基礎となる情報開示の現状について見てみると、CSRに関する情報開示は、企業の自主的な開示を基本としており、有価証券報告書などにより開示されている財務情報よりも、情報の比較可能性、網羅性、信頼性などの面で改善の余地が大きく、CSRを行う企業とSRIを運用する投資家との間には、「情報ギャップ」が存在すると考えられる。

UNEP FI と WBCSD (持続可能な発展のための世界経済人会議) は、この企業と投資家の「情報ギャップ」を埋めるため、企業と投資家を対象に 2008 年 1 月からロンドン、ニューヨーク、マレーシアなど世界各国で、ESG 情報に関する双方のニーズの把握と CSR 活動の評価方法の高度化を目的とした共同研究会を開催し、サステナビリティに関する企業評価の共通見解の構築を目指す試みを進めている。

これら会合を通じて、海外の年金基金などの機関投資家は、CSR 活動においてもビジネスとの関係や企業業績への影響など、将来の企業価値を評価するために重要と考える情報を求めていることが分かってきた。世界の先進的な機関投資家は、CSR を特別視することなく、CSR も企業を評価する際の一つの要素として通常の財務情報と同様に位置付け、企業を評価する際に CSR の動向が重要と考える場合、財務情報だけでなく、CSR の評価も投資の意思決定プロセスで加味している。

SRI に関しては、未だその運用収益率の良し悪しについて多くの議論が展開されているが、ここで留意したい点は SRI の中にも様々なコンセプトのファンドがある点である。前述のごとく、ファンドマネジャーが投資銘柄を選定する通常の株式アクティブファンドの場合、株式市場の市場収益率を上回る実績を残しているファンドは全体の 4 分の 1 程度であるが、実際には超過収益を期待できるコンセプトを持ち、良好な運用実績を残している株式アクティブファンドへの選別投資が続いている。SRI についても、株式アクティブファンドと同様に、SRI ファンド全体の動向に関する議論に留まることなく、個別ファンドレベルの議論に入り、それぞれの SRI ファンドのコンセプトや運用実績などに基づく選別の時代に入っていくことが今後の SRI の普及にとって重要なプロセスになると考える。その際、SRI を特別視することなく、SRI に投資する意義について改めて再考してみることも大切なアプローチの一つとなろう。

(2009 年 6 月 15 日 記)

【参考文献】

- ・ UNEP FI 「Demystifying Responsible Investment Performance」 2007 年
- ・ UNEP FI 「Show Me The Money」 2006 年
～ Linking Environmental, Social and Governance Issues to Company Value ～
- ・ 創コンサルティング 海野みづえ著 「責任投資と CSR の新たな潮流」 2008 年

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）