

2008年10月17日 全8頁

# サステナブル・インベストメント最新動向

経営戦略研究所  
河口 真理子

## 欧州 S R I 市場動向を中心にー

### [要約]

- 欧州の S R I 団体である Eurosif によると、欧州 S R I 市場は、2007 年末現在 2005 年からの 2 年間で実質 85.5% (年率で 34%) の高い伸びを示し、2.6 兆ユーロ (約 370 兆円) 運用市場に占める比率は 17% を超えた。
- S R I 市場を、コア S R I と、広義の S R I に分けると、コアの残高は 5117 億ユーロ、広義の残高は、2 兆 1537 億ユーロとなった。広義の S R I の中では、E S G (環境・社会・ガバナンス) の要因と財務要因を統合して評価するインテグレーションが、メインストリームの投資家の間で急速に広がっている。
- 欧州を含め世界の金融市場はサブプライム問題に端を発した金融危機の最中にあるが、責任投資原則への署名機関は確実に増加傾向を示しており、金融の新たな方向性として S R I に対する関心が増えていることを示している。

### 1) はじめに

欧州の S R I 業界団体である EURO S I F は、この 10 月に欧州 S R I 市場動向の調査報告書 '2008 European S R I Study' を発表した。これによると 2007 年末の S R I 市場は、2 兆 6654 億ユーロ (約 370 兆円。1 ユーロ = 140 円) と 2005 年末の 1 兆 330 億ユーロから 102% 増 (年率では 42% 増) と急拡大した (図表 1)。同じ時期の M S C I 欧州指数の伸びは 16.2% (年率で 7.8%) であったので、S R I 市場は実質的にも 2 年間で 85.5% (年率 34%) と高い伸びを示したことになる。本稿では、この報告書の紹介を中心に最近の欧州 S R I 市場動向を報告する。

なお、S R I は一般的に Socially Responsible Investment の略とされてきたが、最近ではさまざまな呼称が混在している。ここで、Eurosif ではこれらの投資を総称して S R I しながらも、それぞれを以下のように整理している。

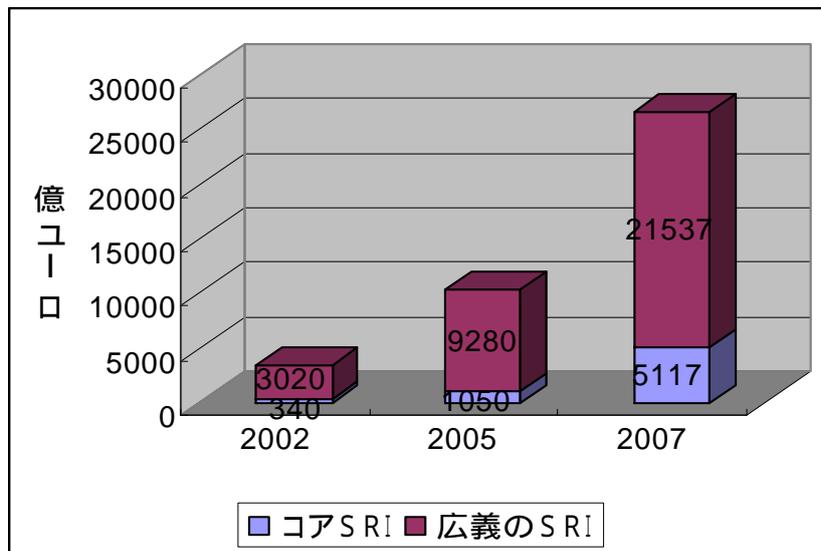
最近良く目にするのが R I (責任投資, Responsible Investment) である。これは、S R I の原則として機関投資家の注目を集めている P R I (責任投資原則, Principles for Responsible Investment) に使われている名称である。これは主としてメインストリームの機関投資家が行う E S G 課題 (Environment, Social, Governance 環境・社会・ガバナンスを意味する) の長期的な影響を考慮した投資と定義される。

S I (サステナブル投資, Sustainable Investment) は、持続可能性にかかわる諸課題 (環境や社会) を投資にむすびつけた投資行動と定義し、省エネ投資などのテーマ型投資などがこれに該当するとしている。

そして S R I の正式名称は、従来の Socially Responsible Investment ではなく、Sustainable & Responsible Investment とし、R I, S I、に加え、倫理的観点から銘柄を選別する倫理投資やその他 E S G (環境、社会、ガバナンス) 課題を考慮した投資全てを指すものと定義した。この整理で欧州 S R I 市場動向 (2002 年 05 年 07 年) を示したものが図表 1 である。S R I 市場全体でみると 2002 年の 3360 億ユーロから 2007 年末の 2 兆

6654 億ユーロと、8 倍弱に急拡大している。

図表 1 欧州 S R I 市場動向



出所) Eurosif '2008 European SRI Study'

## 2) S R I の具体的な手法

なお図表 1 に示したとおり、S R I はコア S R I と広義 S R I に大別される。コア S R I は、E S G 考慮のウェイトが相対的に高く、広義 S R I は相対的に低いもので、その具体的な投資手法は図表 2 に示した。これらの残高の動向を見ると広義の S R I 市場のシェアが高いものの、コアの伸びは 5 年間で 15 倍、広義の S R I が 7 倍とコアの伸びの高さが目立つ。なお S R I 市場が全体の市場に占めるシェアを、Eurosif では 2007 年末で 17.6% (コアが 3.4%、広義 S R I が 14.2%) と推定している。

図表 2 S R I 戦略とその残高

残高(億ユーロ)		
コアSRI		
	倫理的ネガティブスクリーン	3983
	ベスト・イン・クラス	1030
	SRIテーマファンド	262
	その他ポジティブスクリーン	251
広義のSRI		
	単純なネガティブスクリーン	12040
	エンゲージメント	12911
	インテグレーション	9694

注) 各 S R I 戦略は重複があるので、単純な合計は市場全体数字を上回る  
出所) Eurosif '2008 European SRI Study' から大和総研仮訳

ここで残高が最も多いのが、広義の S R I に含まれる「エンゲージメント(株主行動)」である。その行動の内訳をみると、「議決権行使」が 4 割超、「単独で企業への働きかけ」が 4 割弱、「共同での働きかけ」3 割弱、「株主提案の共同提出」が 2 割強、などとなっている。企業への要求の内容は、ガバナンスが半分、残りの半分为環境と社会的課題が分け合っている。

次に残高が多いのが広義のSRIに含まれる「単純なネガティブスクリーン」である。これは二つ以下のネガティブスクリーン（特定の業種や国、産業を倫理的理由で投資対象からはずす手法）を使うSRIを指す。一方同じネガティブスクリーンでもコアSRIの倫理的ネガティブスクリーンは、3つ以上のスクリーンを使うSRIで、残高は4000億ドル弱と、単純なネガティブスクリーンの3分の1程度である。

最近新たな手法として注目を集めているインテグレーションの残高は1兆ユーロに迫っている。この手法は英国が最も多く、オランダ、ベルギー、フランスでも昨今高い伸びを示している。インテグレーションの具体的な方法として確立された標準形はないが、図表3のような傾向が示された。これに対して、日本のSRIファンドの多くが採用している、ポジティブスクリーンのベスト・イン・クラス手法（業種ごとにESG評価の高いものと財務内容の良好なものを選別する）は1030億ユーロと意外と少ない。

図表3 インテグレーションの実際

ESG課題を投資プロセスに統合する方策		
ESGに関するテーマ型調査		44%
ESGアナリストが、メインストリームアナリストと日常的に直接調査に携わる		30%
通常の分析手法の中にESG格付けが含まれる		28%
インテグレーションの適用対象		
ポートフォリオに含まれる個別企業		23%
特定のリスクやセクターで選択された企業		16%
ケースバイケース		26%
非ESG専門家へのESGの教育レベル		
僅な程度		33%
ある程度		14%
かなりの程度		9%

重複回答可 出所) Eurosisif 2008European SRI Study' から大和総研仮訳

### 3) SRI投資家動向

投資家の内訳は、機関投資家が94%、個人投資家が6%だが、国によってその内訳は大きく異なっている。SRIを取り巻く法制度などの違いを反映していると思われる。例えばイタリアは個人投資家が9割以上だがオランダでは95%以上が機関投資家となっている。機関投資家の具体的な種類としては、宗教団体・慈善団体が32%と最も多い。次が公的年金で24%、NGO&基金、と企業年金がそれぞれ22%、政府機関、保険がそれぞれ10%弱、大学が7%程度となっている。

SRIの対象となるアセットの内容については株式が50%(メインストリームの通常の運用の場合は39%)、債券が39%(メインストリームの運用と同じ)となっている。これは株式が相対的に高いことは歴史的にSRIが株式投資から始まったことを反映している。これに対して、それでは投資アイデアの広がりが無いこと、SRIのコンセプトは株式だけに当てはまるものではないこと、SRIの投資手法としても魅力を増やすことなどから、SRI型の債券投資が最近増えている。さらに、まだ比率は低い不動産投資においても、ESGを考慮する動きが増えている。UNEP金融イニシアチブでは、責任ある不動産投資(Responsible Property Investment)についての研究普及活動を行っている。こうした傾向を反映してか、最近では、国のESG格付けをする調査機関が増えており、またインハウスでも独自のクライテリアで調査をする運用会社も増えてきている。

投資先の地域内訳では、60%が欧州、北米24%、アジア(日本、豪州、ホンコン)は9%、エマージング市場

は7%となっている。日本は、市場規模に比べて欧州SRI投資家のエクスポージャーがかなり低い、特に環境技術などでは世界をリードする技術をもつ日本企業の場合、アピールの仕方を工夫すれば、欧州投資家の関心を集めることは可能だろう。

#### 4) SRI市場の今後

今後市場を今後拡大させる要因として投資家が想定していることは、機関投資家からの需要拡大(53%)と一番多く、法規制(47%)、NGOやマスコミなどからの圧力(35%)、個人投資家の需要(34%)、国際的なイニシアチブ(PRIなど)は27%、マテリアリティ(22%)となっている。

機関投資家からの需要拡大に関しては、ESG問題をリスク管理の観点から捉える投資家が増えていることが追い風となろう。法規制については、年金基金の情報開示に関する法律は、すでに英国(2000)、フランス(2001)、ドイツ(2001)、スウェーデン(2001)、ベルギー(2004)、ノルウェー(2004)、オーストリア(2005)、イタリア(2004)の8カ国で導入されている。スペインはこうした法律を制定中にある。しかしEUレベルでは統一された法規制はまだ制定されておらず、現在EU議会においては、機関投資家の透明性を高める方策について議論されている最中としている。

マテリアリティとは、ここではESG要因が企業価値に与える影響の度合いを指すと思われるが、「ESGが企業価値に影響する よってSRIを手がけるニーズが拡大する」とSRI関係者がよく口にするロジックだけでは、需要を拡大する力は弱いと考えられていることを反映していると思われる。ただし、Appendix でその概要を紹介するが、米国CFA協会が5月に公表したマニュアル Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies A Manual for Investors' はメインストリームの間でも確実にESG課題の評価に対する関心は広がりつつあることを示している。そして、メインストリームの投資家が手がけやすいSRI手法を考えると、財務評価にSRI評価を加えるポジティブスクリーニングのベストインクラス的手法ではなく、両方を企業評価の要素として考え企業評価に統合してしまうインテグレーションの注目度が今後一層高まることと考えられる。

なお、SRI運用の評価は現在財務上のパフォーマンスの結果で評価されている。しかし、社会性という目的も併せ持つSRI運用の評価を財務パフォーマンスだけで行うことは不十分ではないかということが指摘されるようになってきている。言い換えればSRI運用の目的が財務的リターンと社会・環境上のリターンを求めることにあるなら、非財務的リターンもあわせて評価しなければ正しいSRI評価とはならない、という指摘である。このことは、エコ製品を考えれば明白だろう。例えばエコカーは、クルマとしての基本性能に加えて省エネや低排気ガスなどの環境性能の両面が評価される。

SRIの評価も同様に多面的にすべきであろう。そのように考えるとSRIを手がける運用会社は正しいSRI運用の非財務パフォーマンス情報をきちんと提供する必要がでてくるだろう。ここで非財務パフォーマンスとは、例えばポートフォリオに含まれる全銘柄の全CO2排出量の増減動向などが考えられよう。

2007年夏から始まったサブプライム問題に端を発する金融危機は当然SRIの資産残高には当然マイナスに働いている。しかし、中長期的にみれば、ESG課題を評価する投資という考え方自体はこの金融危機が落ち着けば、確実にメインストリームに浸透していく性質のものである。そもそもESGとは、投資対象の企業や組織がその活動を通じて世の中に与える様々な影響を言い換えたものだからである。

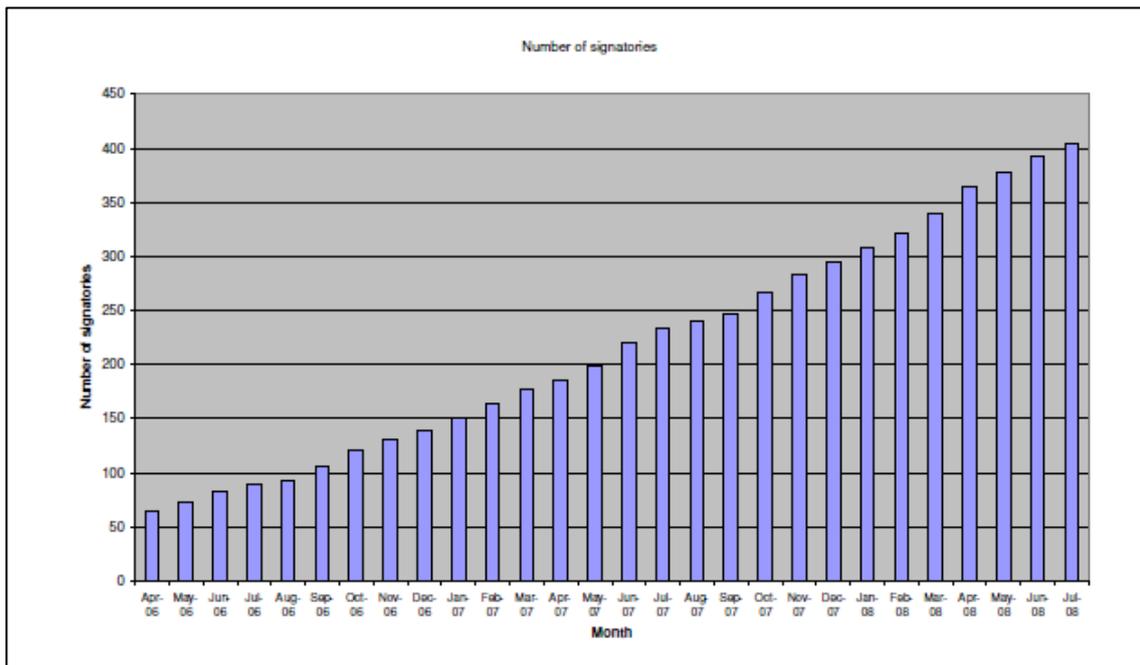
今回のサブプライム問題を考えると、金融工学の発達には低所得者が組んだ高金利の住宅ローンというハイリスクな債権を、实体经济の現状から遠く離れたところで数字に置き換えた金融商品に仕立て上げてしまった。そして、市場参加者はその現実的な意味・実態経済に与える影響を十分に認識せず、こうした金融商品を売買しそこから莫大な収益を得て、それが経済的な成功とされた。しかし、こうした実態を何倍にも膨れ上がらせるレバレ

レッジ金融は、低所得者の返済が滞る可能性、という現実問題に直面してあっけなくしぼんでしまった。実態経済のトレンドから大きく乖離した金融は、いずれ現実からのしっぺ返しをうけて実態に即したレベルに戻らざるを得ないのではないか。このように考えると、投資対象が実社会に与える環境・社会などの実質のある影響を考慮するSRIという投資の考え方は、そもそも金融の役割として社会から求められてきたものそのものといえる。そしてそれは、今後資本市場が今の金融危機を乗り越えてレバレッジ型金融から脱却する一つの有効な方策となりえるものである。

このようにSRIを評価する投資家は着実に増えているようだ。その証拠として一例あげると、図表4に示した責任投資原則(PRI)署名機関の推移があげられる。責任投資にコミットすることは、従来の運用にESGというプラスアルファの投資プロセスを加味することになり短期的にはコスト増である。しかしこの市場環境でもこうした取り組みを行うという投資家・運用機関層の拡大は、SRIの一層のメインストリーム化を示唆するものであろう。

今の世界的な金融危機を乗り越え、金融が再生するためにはSRIは極めて有効なツールとして機能する可能性が高く、この金融危機は、長期的にみれば、SRIにとってはマイナスではなく、むしろメインストリーム化のきっかけとなる良いチャンスになると考える。

図表4 責任投資原則著名機関推移



## Appendix CFA 協会のマニュアル

2008年5月に米国CFA協会は、投資家むけにESG課題を投資に組み込むためのマニュアル Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies A manual for investors<sup>1</sup>を作成した。ESG課題が投資判断になぜ必要なのか、またどのようなテーマが重要で、どのような視点で考えるべきかというESGを組み込

<sup>1</sup> <http://www.cfapubs.org/toc/ccb/2008/2008/2>

んだ責任投資をするための導入マニュアルになっている。参考までに、その要点を以下に紹介する。

なおこのマニュアルにおけるCFA協会のSRI投資への姿勢は、倫理的・政治的な意図にもとづき社会的な目的達成の手段とみなすものではなく、投資に役立つESG要素の紹介に焦点を絞っており、そこが従来のSのSRIの考え方とは違っている。

マニュアルで紹介されている重要なESGの項目は以下のとおり。

< 環境 >

CO<sub>2</sub>、温室効果ガスの排出に関する情報開示・計測・報告

気候変動の企業に与える影響

生態系の変化

環境リスクのある施設

有害廃棄物の排出と処理

地域との共生

公害

再生可能エネルギー

資源枯渇

有害化学物質の使用と廃棄

< 社会 >

動物愛護

児童労働

コミュニティとの関係

差別

従業員/経営陣のダイバーシティ

社会的リスクのある設備

遺伝子組み換え作物<sup>2</sup>

生活できる賃金水準かどうか

貧困者に対する強制的な貸付

政治献金

政治的問題のある国や市場におけるビジネス

セクシャルハラスメント

役員報酬

奴隷労働

<sup>2</sup> 通常遺伝子組み換え作物は、環境上の問題とされるが、ここでは社会的な課題としてとりあげている。

### < ガバナンス >

役員選任に関する累積投票制度

役員選任に関する種類株

役員報酬

過半数投票制度

ポインズンビル

報酬に対する投票権

会長とCEOの分離

株主権利

期差取締役制度

買収防衛

などである。これらの要因についてのリスク/ビジネスチャンスと、それを企業分析評価に組み込む視点は以下のとおりである。

### < 法令・規制リスク/チャンス >

法規制の変化が企業に対してどのような機会を企業に与えるか。たとえば温暖化問題は国際的にも様々な枠組み・法規制の設定が想定されており、多大な影響を個別企業に与えると考えられている。

- ・ 企業が法規制の変化を認識し、規制リスクを把握しておりその件について投資家に情報提供しているか。
- ・ 法規制動向について、シナリオ分析などの明確な戦略があるか。
- ・ GRIガイドラインなどの信頼されている基準にもとづいて社会・環境情報を報告しているか。
- ・ CO2排出量の多い産業では、CO2排出量を開示しているか。
- ・ 訴訟などの法的リスクをかかえているか。
- ・ 企業の対応自体が悪いと法規制が強化されるリスクもある。

### < レピュテーションリスク/チャンス >

環境や社会に配慮した企業という姿勢を見せることは、企業のレピュテーション向上につながるが、単にイメージを良くするためだけに実態を伴わない宣伝を行うことは、グリーンウォッシング (green washing) とよばれ、逆にブランド価値にマイナスとなる可能性が高い。投資家としては、企業のESG情報が、実態を伴った企業行動から生まれてきているものなのか、グリーンウォッシングなのかについてはきちんと精査・評価する必要がある。

ESG項目で企業のレピュテーションやブランド価値に影響を与えるものとしては、途上国の下請け工場における児童労働や強制労働、フェアトレードへの取り組み、カーボンフットプリントなど、製品に環境情報を付与する試みなどがある。投資の際に注意する点として以下が例示されている。

- ・ 企業がレピュテーションを戦略的資産と考えているかどうか
- ・ レピュテーションリスクを評価する仕組みがあるか。
- ・ 企業が把握しているレピュテーションリスクを投資家に説明しているか。

- ・ レピュテーション価値に傷をつけるような事態への対応策があるか。
- ・ C S R 報告書を第三者が検証しているか。C S R 報告について客観性があるか。
- ・ 業界団体などの倫理綱領にしたがっているか。

#### < 操業時のリスク / チャンス >

E S G 要因が事業活動自体に与える影響の度合いも重大なリスク / チャンス要因である。例えば気候変動によって温暖化がすすめば生態系が変わり、従来の農産物が生産できなくなったり、低地にある設備は海面の上昇によって使用できなくなるリスクがある。投資家として注意すべき点として以下の点が挙げられている。

- ・ 企業が E S G 要因を戦略的に経営レベルで分析しているか。
- ・ 企業が抱えている事業に固有の操業リスクを把握しているか。
- ・ 企業はそうしたリスクを緩和するための措置についてステークホルダーとコミュニケーションを図っているか。

などである。これらの項目は、書き出してみると、企業評価には不可欠で当たり前の視点かもしれないが、従来だと環境や社会性の影響ということで、直接的には業績とは無関係であるとして投資家が無意識のうちに切捨てるか軽視しがちであった要因である。こうした要因は、目先の業績には大きな影響は与えなくとも長期的にはこうした要因が複雑に絡み合って企業価値に影響を与えうる、ということを再認識する必要性をこのマニュアルは訴えている。