

S R I の動向と女性取締役を有する企業のリターン分析

伊藤 正晴

要 約

財務的な情報だけでなく E S G（環境、社会、コーポレート・ガバナンス）要因も考慮する投資である S R I（社会的責任投資）が世界的に拡大しているが、欧米と比べると日本の市場規模は非常に小さい。その背景には、欧米では機関投資家による S R I が主流となっているのに対し、日本の S R I は個人投資家向け商品が中心となっているという違いがある。しかし、日本においても「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」や「21 世紀金融行動原則」など、機関投資家による S R I が期待できる動きが出てきた。

実際に S R I が拡大するには E S G 要因と企業パフォーマンスの関係を明らかにする必要があるだろう。そこで、分かりやすい E S G 要因として女性取締役を取り上げ、パフォーマンスを分析したところ、女性取締役を有する企業への投資は株式市場を大きく上回るリターンが得られた。また、リスク調整後の超過リターンは月次ベースで + 0.341% の統計的に有意な値となった。E S G 要因が投資パフォーマンスの向上に寄与することを示唆しよう。

今後、E S G 要因に関するデータや検証結果が充実し、日本の S R I 市場が拡大していくことが期待される。

目 次

1. S R I とは
2. 日本、米国、欧州の S R I 市場の動向
3. 女性取締役を有する日本企業のリターン分析
4. おわりに

1. SRIとは

1) SRIの歴史

SRI (Socially Responsible Investment: 社会的責任投資) は、企業を評価する際に財務的な評価に加えて、企業の環境問題への対応や社会的な取り組みなどの評価を加味した投資とされている。また、投資効果の面では、SRIは経済的(金銭的)リターンだけでなく、社会的なリターンも考慮し、持続可能な社会の構築に貢献する投資といえる。

SRIの起源には諸説あるが、今日的な意味でのSRIは1920年代に教会資産の運用の際に酒やたばこなど、宗教的価値観や教義に反する企業を投資対象から除外することから始まったとされる。そして、第二次世界大戦後の米国で民主主義や人権、環境問題などの社会的意識が深化したことが現在のSRIにつながった。その契機となったのが「キャンペーンGM」で、世界最大級の自動車会社GM (General Motors) 社製自動車の欠陥問題から始まり、マイノリティの雇用問題、公害防止対策などの社会的責任を問う運動が展開された。そして、1980年代にはアパルトヘイト制度に対する反対運動が広がり、南アフリカからの撤退を求める株主行動や、南アフリカで事業展開をする企業に対して投資回避などが起こった。また、反アパルトヘイト運動は年金基金などが投資における社会的基準を設けることにもつながった。SRIの裾野が広がったのである。

1990年代に入って、SRIは拡大期を迎えた。地球環境問題への意識の高まりを受けて、環境問題の解決に向けた投資が増加し、また企業の社会

的責任 (CSR: Corporate Social Responsibility) の概念の普及に伴い、CSRを基準に企業を評価する動きが広がった。

SRI拡大の背景にあるのが、責任投資原則 (PRI: Principles for Responsible Investment) という国際的なイニシアチブである。これは、国連環境計画・金融イニシアチブ (UNEP FI)、および国連グローバル・コンパクト (UN Global Compact) が事務局となって策定された原則で、解決すべき課題を Environment (環境)、Social (社会)、Governance (コーポレート・ガバナンス) の3つの分野(総称してESGと呼ぶ)に整理し、「ESGに配慮した責任投資 (RI: Responsible Investment) を行うこと」を宣言したものである。冒頭の包括的ステートメントと6つの宣言から構成され、冒頭のステートメントにおいて、資産運用を委託した者の利益を最大限に考慮すべきという機関投資家の伝統的な「受託者責任」を明記した上で、ESG要因が投資パフォーマンスに影響する可能性があるというPRIの大前提を示している。また、受託者責任に反しない範囲での原則へのコミットメントを宣言している。さらに、Q&A集で原則と受託者責任との関係について、「投資判断においてESGの課題を適切に考慮することは、リスクを調整したより高い収益に繋がりに、投資家の受託者責任を堅固に守ることとなります。」と述べている¹⁾。

このように、ESG課題が投資パフォーマンスに影響を与える可能性があるとの前提のもと、投資家は受託者責任の範囲内でESG課題を考慮すべきとの整理が行われ、国連PRIが機関投資家によるSRIを後押しした。

1) An investor initiative in partnership with UNEP Finance Initiative and the UN Global Compact、「責任投資原則」(http://www.unpri.org/files/PRI-Brochure_Japanese.pdf)

2) SRIの主要な投資手法

SRIの投資手法にはさまざまなものがあるが、主要な手法として次の3つがある。

①ESGを考慮した投資

投資プロセスに、財務情報だけでなくESG要因も加えて投資を行う手法の総称。投資プロセスにESG要因を加える方法の違いでスクリーニング投資とインテグレーションに大別される。

①-a. スクリーニング投資

ネガティブ・スクリーニングとポジティブ・スクリーニングの2つがある。

ネガティブ・スクリーニングは価値観をベースに、その基準に適合しない企業や業種を投資対象から除く手法。SRI黎明期に教会がたばこやアルコールなど教義に反する企業を投資対象から除く等の方法を指し、最も古くからある投資手法である。また、特定の産業ではなく、環境汚染や人権侵害が明らかになった企業、人権侵害の起きている国などを対象としたスクリーニングもある。

ポジティブ・スクリーニングは、企業のESG課題への対応を評価し、その評価の高い企業を選んで投資する手法である。また、各産業セクターや業界においてESGの評価の高い企業を選別して投資する方法をベスト・イン・クラスと呼んでいる。

①-b. インテグレーション

環境や社会問題の視点を企業評価に組み込む手法で、企業の財務情報とESGに関する非財務情報を統合して投資対象の選定を行う手法。

②株主行動

エンゲージメントとも呼ばれ、株主として経営

者との対話、議決権行使、株主提案などを通じて企業に行動を促すことで経済的リターンや社会的リターンを向上させる手法。

③コミュニティ投資

通常の金融機関の融資対象とされにくい貧困層・低所得層の自立支援や地域活性化のサポートなどを目的とする投融資。

3) インパクト・インベストメントなど多様化するSRI

伝統的なSRIが投資する側のESGへの取り組みを重視するのに対し、その投資が貧困や医療、教育などの社会的な課題の解決に与えるインパクトに注目したのがインパクト・インベストメントで、主に国や国際機関の債券に投資をする。社会問題の解決には資金を必要とするが、世界各国の財政事情は厳しくなっており、公的援助資金には限界があろう。また、資金はすぐに必要であるのに、公的援助資金の拠出には時間がかかり、タイムラグが生じることもある。民間の資金を集める方法としては寄付や募金などの慈善活動があるが、やはり限界があろう。インパクト・インベストメントは、経済的な利益を求める投資において社会的問題の解決に寄与する手法として広がってきている。

日本におけるインパクト・インベストメントの事例には、社会貢献型債券の販売がある。2008年3月に開発途上国の子どもたちにワクチンを提供することを目的として、「予防接種のための国際金融ファシリティ (The International Finance Facility for Immunisation)」を発行体とする債券が販売されたのが最初の事例で、ワクチンの提供を目的としていることからワクチン債と呼ばれて

いる。また、2009年11月にはマイクロファイナンス機関への投融資を目的とするマイクロファイナンス・ボンドが販売された。マイクロファイナンスは、貧困層向けの小規模金融サービスの総称で、貧困問題の解決の手段として広がってきている。1970年代の中頃、貧困層の自立を支援するため無担保で少額の融資を行うという取り組みが始まり、これをマイクロクレジットと呼んでいる。その後、融資だけでなく、預金や送金、保険などのさまざまな金融サービスが提供されるようになり、総称してマイクロファイナンスと称するようになった。また、マイクロクレジットの創始者であるムハマト・ユヌス氏と彼が設立したマイクロファイナンス機関であるグラミン銀行が、2006年のノーベル平和賞を受賞したことで、マイクロファイナンスが広く世に知られることとなった。

2010年には、さまざまな社会貢献を目的とする債券が販売された。そのうちのいくつかを紹介すると、地球温暖化対策事業を支援するグリーン世銀債、水関連事業を支援するウォーター・ボンド、アフリカにおける教育関連プロジェクトを支援するアフリカ教育ボンドなど、環境や教育など

多様な社会貢献を目的とした債券が販売されている。

また、不動産の世界にも社会的責任不動産投資と呼ばれる、ESGを考慮した投資が広がっている。例えば、建物の構造上の配慮や空調・照明などの設備の省エネ対応、節水、リサイクル活動などにより環境問題への対応を行うことは建物の付加価値を向上させるとともにコストの削減にもつながり、不動産運用収益を高めることが期待される。デベロッパー、居住者や居住企業、投資家などにとって経済的な利益を追求しながら、社会的な問題への対応も考慮しており、広義のSRIと考えられよう。

2. 日本、米国、欧州のSRI市場の動向

1) 日米欧のSRI市場の比較

SRI市場は欧米を中心にその市場規模が拡大している。そこで、日米欧のSRI市場の規模と特徴について概観する。

図表1が、これら3つの地域のSRI市場についてまとめたものである。少し古いデータであるが、2009年で欧州のSRI市場は約5兆ユーロ、米国は約3兆ドルとそれぞれ数百兆円の規模に達

図表1 米国、欧州、日本のSRI市場規模と特徴

	SRIの市場規模	構成	特徴
米国	3.07兆ドル (2009年末)	<ul style="list-style-type: none"> ・ソーシャル・スクリーニング (81.8%) ・株主行動 (48.7%) ・コミュニティ投資 (1.2%) (一部重複あり) 	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家によるSRI運用が66%を占め主流。 ・SRIは米国の総運用資産の12.2%を占める。
欧州	5兆ユーロ (2009年末)	<ul style="list-style-type: none"> ・コアSRI (1.2兆ユーロ) ・広義のSRI (3.8兆ユーロ) 	<ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家によるSRI運用が9割を占め主流。 ・SRIは欧州の総運用資産の約10%を占める。
日本	7,881億円 (2011年末)	<ul style="list-style-type: none"> ・投資信託 (2,435億円) ・社会貢献型債券 個人向け (5,203億円) 機関投資家向け (243億円) 	<ul style="list-style-type: none"> ・日本のSRIは公募投信や社会貢献型債券等の個人投資家向けが主体。 ・年金基金のSRI運用は極めて限定的で、日本のSRI残高が欧米に比べて少ない主因となっている。

(出所) Social Investment Forum Foundation、Eurosif、SIF-Japanから大和総研作成

しているのに対し、日本のSRI市場は同時期で7,762億円しかなく、直近の2011年12月末時点でも7,881億円にとどまっている。各地域の特徴を見ると、米国のSRI市場では機関投資家による運用が66%を占めている。また、SRIは総運用資産の12.2%を占めている。欧州では、SRI市場の約9割が機関投資家によるもので、特に英国やフランス、オランダ、北欧諸国の機関投資家が多い。また、SRIが欧州の総運用資産の約10%を占めている。米国、欧州ともにSRIは機関投資家が主流で、総運用資産額の1割程度を占める。一方、日本のSRIは公募投信や社会貢献型債券などの個人投資家向け商品が主体となっている。また、年金基金によるSRI運用は極めて限定的で、これが日本のSRI市場が欧米に比べて小さいことの主因と考えられる。

ただし、市場規模についてはそれぞれの機関がSRIを定義し、調査していることから単純に比較することはできない。そこで、参考として国連PRIの署名機関²⁾を調べてみると、2012年3月14日時点で世界全体では1,006機関が署名しているなか、日本は21機関にとどまっている。米国の134機関、英国の128機関、フランスの83機関などと比べると、日本の署名機関の数は非常に少ない。また、オランダ(64機関)や北欧のデンマーク(33機関)、フィンランド(30機関)、スウェーデン(28機関)なども日本より署名機関の数が多く、経済規模などから考えると日本の署名機関の少なさが目立つ。もちろん、SRIを行っていても国連PRIに署名していない機関もあろう。しかし、これら署名機関の数が日

本におけるSRIの機関投資家の少なさや、欧米に比べて日本のSRI市場が非常に小さいことの証左ではないか。

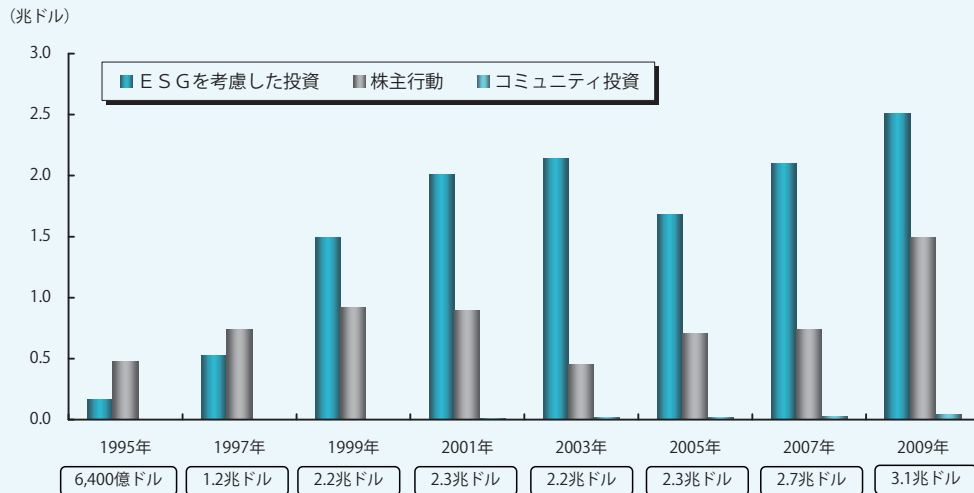
2) 米国のSRI市場

米国のSRI市場について幅広く調査しているSocial Investment Forum Foundationの報告書「2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States」では、SRI市場を先述した「①ESGを考慮した投資(ESG Incorporation)」「②株主行動(Shareholder Advocacy)」「③コミュニティ投資(Community Investing)」——の3つに分け、それぞれの投資残高が報告されている。図表2が、その投資残高を図示したものである。これら3つの投資残高には重複する部分があり、単純に合計することはできないため、図表の下方に重複を考慮した合計残高も併記した。

まず、SRI全体の残高は1995年の6,400億ドルから2009年には3.1兆ドルにまで拡大している。特に、1990年代の投資残高の伸びが大きいが、なかでもESG要素を考慮した投資の残高が急速に拡大し、株主行動の残高も順調に伸びている。2001年以降は全体の残高はほぼ横ばいとなったが、金額は少ないもののコミュニティ投資の残高が拡大しているのが目立つ。そして、2009年には全ての残高が大きく伸び、全体では3.1兆ドルに達した。SRI市場が拡大した要因として、投資判断基準にESG要素を組み込む機関投資家の増加、既存のSRI商品の販売量の拡大、新型のSRI商品の登場などが挙げられる。また、SRI商品では従来の投資信託商品に加

2) 下記の国連PRIのウェブサイトです署名機関のリストが公開されている。
<http://www.unpri.org/signatories/>

図表2 米国におけるSRI投資残高（市場規模）の推移



(出所) Social Investment Forum Foundation
 "2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States"から大和総研作成

えて、Variable Annuity (VA:投資型年金保険) やETFs(上場投信)を通じての投資が拡大している。さらに、受託者責任という見地からもESG投資への需要が高まっており、同報告書では6,510億ドル相当のESG関連投資資産が、受託者責任の見地からESG投資基準を組み入れているという。

このように、米国でのSRIは機関投資家が主流となっているが、その背景にはERISA法³で規定している受託者責任との関係でESGの解釈を示した米国労働省の2つのレターがある。

①エイボン・レター

敵対的買収がブームとなった1980年代の米国で、企業が導入する買収防止策に反対しないよう

に株式保有者に働きかけていたことを受け、米国労働省が1988年に出した議決権行使に関する見解。年金基金が保有する株式の議決権の行使が受託者責任に含まれるとされ、この結果、米国において議決権行使が活発に行われるようになった。

②カルバート・レター

SRI運用会社のカルバートが、年金資産運用のSRIスクリーニングについて、受託者責任に反しないかどうかを問い合わせたレター。1998年に米国労働省より、「他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限り」受託者責任に反しないとの見解が出された。

SRIに関しては、財務面以外の要素を考慮し

3) Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法)の略称。1974年に制定され、企業年金制度や福利厚生制度の設計や運営を統一的に規定している。

て投資を行うことは受託者の利益の最大化につながらないのではないか、という議論があったため、受託者責任を理由としてSRIを見送る投資家も多かった。しかし、ESG要因のG(コーポレート・ガバナンス)に関してはエイボン・レターが、E(環境)とS(社会)に関してはカルバート・レターが受託者責任との関係を明確にしたこと、先述したように国連PRIでESGの課題を適切に考慮することが投資家の受託者責任を守ることになると述べたことなどから、長期的な視点や分散投資によるリスク回避の手段としてSRIが拡大している。

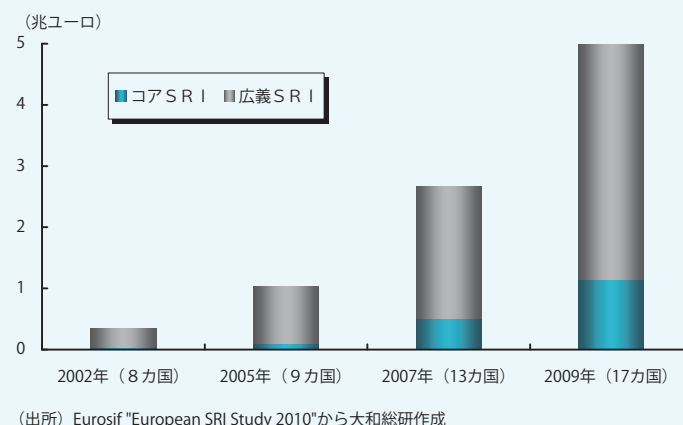
3) 欧州のSRI市場

欧州のSRIについて包括的な調査を行っているEurosif (the European Sustainable Investment Forum)の報告書「European SRI Study 2010」では、SRIをコア(Core)SRIと広義(Broad)のSRIとに区分し、分析されている。コアSRIは①宗教の教義や人権問題などの面から、アルコールやたばこ、軍需産業などへの投資を控える「倫理的ネガティブ・スクリーン」、②各産業セクターや業界などにおいてESG課題への対応が優れている企業に投資する「ベスト・イン・クラス」、③SRIテーマ型ファンド、④その他のポジティブ・スクリーン——の4つがある。また、広義のSRIを、①たばこ産業や兵器産業を排除する簡素な基準を用いる「単純

なネガティブ・スクリーン」、②ESG課題について企業に働きかける投資家行動としての「エンゲージメント」、③ESG3項目の評価が将来の企業価値にどう影響するかを他のファクターと統合して評価する「インテグレーション」——の3つに分類している。

図表3が、欧州におけるコアSRIと広義のSRIの投資残高の推移で、着実にSRIの市場規模が拡大していることが分かる。報告書によると、2009年のSRI残高は5兆ユーロで、そのうち広義のSRIが77% (3.8兆ユーロ)を占めている。また、広義のSRIでは単純なネガティブ・スクリーンが9.9千億ユーロ、エンゲージメントが1.5兆ユーロ、インテグレーションが2.8兆ユーロとなっており、インテグレーションの残高の大きさが目立つ。コアSRIは、倫理的ネガティブ・スクリーンが8.7千億ユーロ、ベスト・イン・クラスが1.5千億ユーロ、SRIテーマ型ファンドが350億ユーロ、その他のポジティブ・スクリーンが1.5千億ユーロであった⁴。また、投資残高の92%を機関投資家が保有し、機関投資家の約

図表3 欧州におけるSRI投資残高(市場規模)の推移



4) 各分類の残高には重複があるため、全体の合計とは一致しない。

65%は年金基金と大学寄付基金が占めているなど、個人投資家向け商品が中心の日本とは状況が大きく異なっている。

欧州でS R Iが拡大している背景には、各国の法制度の動向が指摘できよう。2000年、英国では「年金法」が改正され、年金基金の運用者に対して「投資銘柄の選択、保有、売却等において、社会、環境、倫理に関する考慮を行っているか、行っているとしたらどの程度か、行っていないか、なぜか」を開示することが義務付けられた。その後、ドイツ、フランス、スウェーデンをはじめとして欧州各国で年金基金等に対する同様の情報開示が義務付けられたこともあり、年金基金によるS R Iが広がった。

ただし、投資残高の伸びだけを見ると欧州におけるS R Iは着実に市場を広げているという印象を受けるが、国別の状況を見ると欧州全体で

S R I市場が急拡大していると単純には言い難い。2007年と2009年の欧州各国の投資残高の伸びを調べると、2009年の投資残高の増加はフランスにおけるS R Iが2年間で27倍にまで拡大したことが大きく影響している。フランスでは、2007年に660億ユーロであった広義のS R Iが2009年には1兆8,000億ユーロにまで増加したのである。その要因としては、人道的被害の見地からクラスター爆弾の生産などを禁止する「オスロ条約」が2008年12月に調印され、対人地雷やクラスター爆弾の製造業者を投資対象から排除する基準を新規に導入した投資家や、特定の兵器製造に関する情報を総合的な投資判断に加える投資家などによる広義のS R Iが増加したことが挙げられる。2009年の欧州のS R I市場の拡大は、欧州全体ではなくフランスのS R I動向が大きく影響したのである。



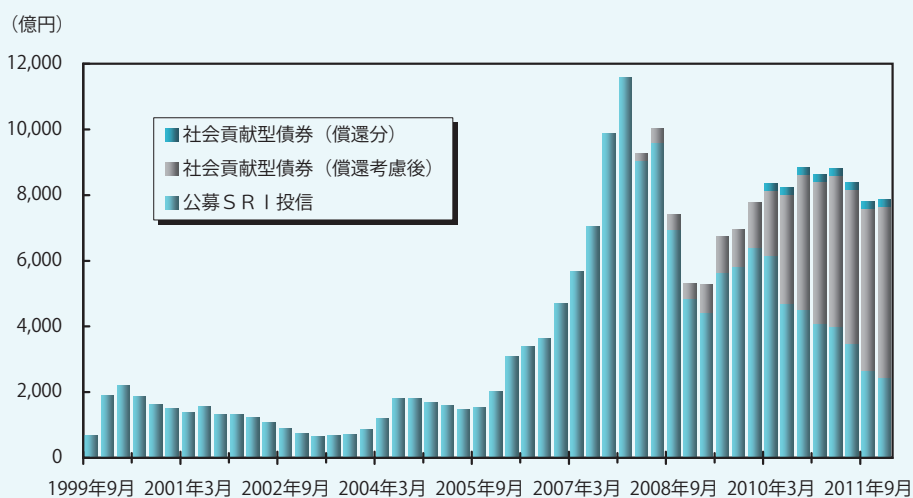
4) 日本のSRI市場

日本のSRI市場の規模については、社会的責任投資フォーラム（SIF-Japan）が調査を行っている。図表4が、その調査データを用いて1999年9月から2011年12月までの各四半期末時点での日本のSRI市場規模の推移を示したものである。最初の公募SRI投信は、1999年8月に設定された環境関連の優良企業を投資対象とするエコファンドであった。その後、環境のなかでも水に注目したファンド、CSRに注目したファンド、経済・環境・社会と幅広い評価項目を有するファンドなど、さまざまなファンドが設定されているが、環境に注目したエコファンドが主流となっている。SRI投信の市場規模を見ると、1999年9月末に673億円であったのが2007年12月末には1兆円を超える規模にまで成長した。しかし、その後は減少が続き、2009年に一時的

に増加はしたものの、2010年からは再び減少が続いている。株式市場との関係を見ると、SRI投信の残高がピークとなった2007年12月末から、一時的にボトムとなった2009年3月末まで、金融危機の影響等でTOPIXは-47.6%の下落となったが、SRI投信の残高は-61.7%の減少となっている。また、ピークの2007年12月末から2011年9月末までではTOPIXが-48.4%の下落であったところ、SRI投信の残高は-76.9%減少した。パフォーマンスの悪化と資金の流出で、SRI投信の残高の減少率は株式市場の下落率を大きく上回った。

社会貢献型債券は既述したように、2008年に販売されたワクチン債を始まりとして、さまざまな社会貢献を目的とする債券が販売されている。2008年3月末の残高は213億円であったが、2010年にはSRI投信の残高を超え、直近

図表4 日本における公募SRI投信と社会貢献型債券の純資産額



(注) 公募SRI投信：2011年9月末まではファンドの純資産額、2011年12月末値はファンドのSRI比率を反映させた純資産額

(出所) 社会的責任投資フォーラム（SIF-Japan）から大和総研作成

の2011年12月末では5,203億円にまで成長している。債券の発行通貨は、南アフリカ・ランド、豪ドル、ブラジル・レアルの3通貨で件数ベースでは7割強、金額ベースでは8割を占めている。社会貢献に寄与するというコンセプトと、高金利通貨による発行が個人マネーのニーズにマッチしたことが、残高拡大の背景にあると推察される。ただ、2010年までの急速な残高拡大と比べると、2011年は円高の影響であろうか、残高の伸びが緩やかになっている。

5) 日本のSRIに関連する最近の動き

欧米に比べて規模が非常に小さい日本のSRI市場が変貌する可能性のある動きとして、「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」（日本労働組合総連合会）と「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）」（事務局：環境省）の公表が指摘できよう。

2010年12月に公表されたワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインは、ワーカーズキャピタルの運用に関するガイドラインであり、財務的要素に加え、ESG要因も考慮することで公正で持続可能な社会形成に貢献することを目的としている。ワーカーズキャピタルは、労働者が拠出した、または労働者のために拠出された基金で、その代表が年金基金である。年金基金などによるSRIでは、「受託者責任」との関係が大きな問題となるが、「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方」では「わが国においても法律専門家が『SRIは必ずしも受託者の義務には反しない』という意見書を出している」として、SRIと受託者責任の関係について記述している。また、注釈で「他の運用方法と経済的に競合しうるSRIであれば、基金の理事などがSRIを指示するこ

とも、運用機関がSRIを行うことも、受託者責任には抵触しない」としている。

また、ガイドラインの「はじめに」では、「世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）など公的年金制度の積立金の運用機関に対しても、責任投資を求めていく。」としており、私的年金、公的年金によるSRIが期待できよう。次に、2011年10月に公表された21世紀金融行動原則は、前文で「持続可能な社会の形成のために必要な責任と役割を果たしたいと考える金融機関の行動指針として策定された。」とし、7つの原則が示されている。加えて、金融業界全体から幅広い参加（署名）を促すため、「運用・証券・投資銀行」「保険」「預金・貸出・リース」の業態ごとのガイドラインを設け、そのなかでそれぞれのサステナブルファイナンスを推進する上で参照すべき諸基準、取り組み事例の主な切り口を示していることが特徴となっている。

「21世紀金融行動原則」は環境省が事務局となって、日本の金融機関を対象に投資行動だけでなく預金、保険、リースなども含めた全ての金融行動に関する指針として策定されている。そして、「21世紀金融行動原則」への署名は2011年の11月15日より開始され、2012年3月13日の設立総会時点で署名を終えた金融機関は174社となり、銀行、信用金庫、保険、証券などさまざまな金融機関が署名している。ESG投資への取り組みが遅れていた日本の金融界においても、「21世紀金融行動原則」が、ESG投資実行に向けたガイダンスとして各社の創意工夫を促し、市場拡大の契機となることが期待される。

このように日本においても機関投資家によるSRIの拡大につながる環境が整ってきている。また、2012年1月に全国市町村職員共済組合連合

会が、応募資格に国連P R I に署名していることを明記して、国内株式を対象としたE S G インデックスをベンチマークとする国内株式パッシブ運用の受託機関の募集を公表⁵するなど、S R I 拡大の兆しが出始めている。

3. 女性取締役を有する日本企業のリターン分析

1) 日本企業の女性取締役比率

実際にS R I を行う際には、どのようなE S G 要因でもよいわけではなく、企業パフォーマンスと関係する要因を用いる必要がある。また、年金など受託者責任を負う機関投資家によるS R I では、E S G 要因を加味することがパフォーマンスの向上につながることや、少なくともパフォーマンスを低下させないことが要求されよう。そこで、分かりやすいE S G 要因として女性取締役を取り上げ、分析を行った。具体的には、ブルームバーグから日本企業の取締役数と女性取締役比率のデータを取得し、女性取締役を有する企業の株式リターンの動向を分析した。

少子高齢化による労働力人口の減少が懸念されるなか、企業における女性の活用が求められている。女性の活用は、優秀な人材を確保するための母集団を広げることや、製品開発や業務改革などにさまざまな意見やアイデアを出し合うことなどで、企業パフォーマンスの向上につながることを期待される。そして、コーポレート・ガバナンスの面でも多様な視点を取り入れることで、ガバナンスの改善に資することが期待される。また、2012年3月1日に公表された、経済産業省の研

究会報告書「ダイバーシティと女性活躍の推進～グローバル化時代の人材戦略～」⁶では、「グローバル競争の中で我が国企業が勝ち残っていくためには、女性活躍推進を中心としたダイバーシティ推進をこれからの経営戦略の中軸に位置づけて積極的に展開すべき」との問題意識から、ダイバーシティ推進に向けた課題と改革の方向性等が報告されている。

女性取締役の登用は、企業が女性の力を生かしているかを端的に示す指標の一つと考えられ、株式リターンと何らかの関係を持っている可能性がある。

図表5が、データの取得が可能であった企業を対象として、女性取締役を有する企業の比率と、女性取締役比率の推移を図示したものである。女性取締役を有する企業の比率は、対象企業の数に対する女性取締役を有する企業数の比率を示している。また、女性取締役比率は、対象企業の取締役数の合計に対する女性取締役数の合計の比率である。横軸は、決算年を示しており、例えば2006年は2006年中に決算期末を迎えた企業のデータを示している。

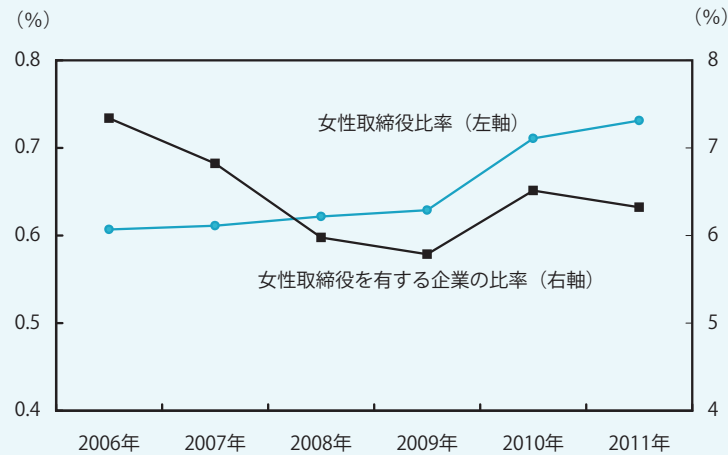
まず、女性取締役を有する企業の比率を見ると、2006年は7%台の値となっていたのが2009年には6%を下回る水準にまで低下、その後は6%半ばの水準となっている。ただし、対象企業が2006年は109社、2007年は425社であったのに対し、2008年から2010年は800社を超え、2011年も617社となっている。したがって、2006年から2008年にかけての比率の低下は、対象企業数が少ないことの影響が考えられる。そ

5) 平成24年1月30日、全国市町村職員共済組合連合会「国内株式パッシブ運用受託機関の募集について」

6) 「企業活力とダイバーシティ推進に関する研究会」報告書

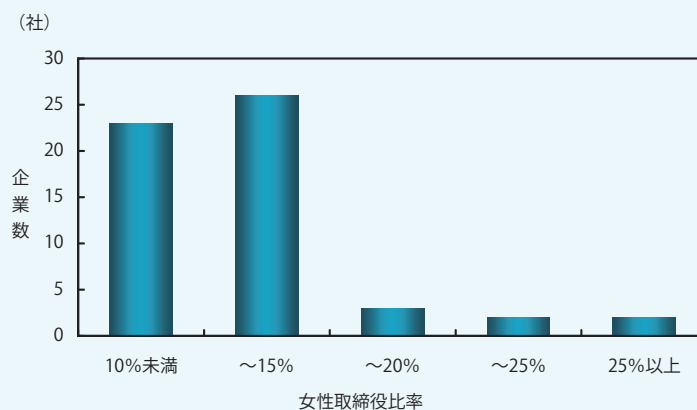
<http://www.meti.go.jp/press/2011/03/20120301003/20120301003.html>

図表5 日本企業の女性取締役に関する比率



(出所) ブルームバーグから大和総研作成

図表6 日本企業における女性取締役比率の分布 (2010年)



(出所) ブルームバーグから大和総研作成

して、2008年からは6%から6%半ばへと比率が上昇しているが、2008年以降は対象企業数に大きな変化がないことから、女性取締役を有する企業が増えていることを示唆している。

女性取締役比率は、2006年の0.61%から2011年には0.73%まで右肩上がりに上昇している。特に2010年、2011年の上昇が大きく、女性取締役が増えていることが推察される。ただし、女性取締役比率の水準は1%にも達しておらず、

日本企業において女性取締役が非常に少ないことが分かる。

次に、図表6が日本企業の女性取締役比率の度数分布である。直近のデータを用いたものであるが、2011年はまだデータが入っていない企業が散見されるため、2010年のデータを用いて度数分布を作成した。分析の対象は860社だが、そのうち女性取締役を有する56社を対象に分布を描いている。図表から分かるように、日本企

業の女性取締役比率は10%未満の企業が23社、10%以上15%未満の企業が26社となっており、これら企業で全体の87.5%を占めている。日本企業の女性取締役の比率は、非常に低い水準に集中しているのである。そして、比率が15%を超える企業も全体の1割強ではあるが存在し、最大では比率が33.3%と高い水準の企業もある。

このように、女性取締役の状況を比率で見ると、企業によって異なることが観察されるが、実数で見ると様相は大きく異なる。今回の分析に用いたデータでは、各企業の取締役の数は4人から15人と幅広く分布しているのに対し、女性取締役の数は1人である企業がほとんど（56社中54社）であり、取締役の数の違いから女性取締役比率の違いが生じているのである。このような状況から、本稿では女性取締役の有無のみに注目して分析する。

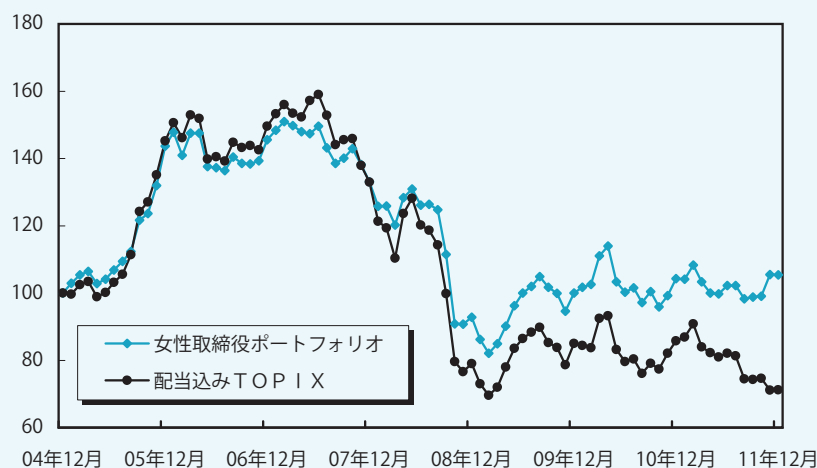
2) 長期のリターン指数の動向

図表7が、女性取締役を有する企業で株式ポー

トフォリオを構成し、そのリターンの推移を示したものである。具体的には、2010年のデータで女性取締役が存在する企業を対象として、各年の12月末時点で等金額ポートフォリオを作成し、翌年の12月末までの1年間そのポートフォリオを保有し続けることを2011年12月までの7年間繰り返した（このポートフォリオを女性取締役ポートフォリオと呼ぶことにする）。そして、その累積リターンの推移を、2004年12月末を100とする指数で図示している。

リターン指数の動向を見ると、女性取締役ポートフォリオは配当込みTOPIXで示す株式市場全体とよく似た動きを示しているが、2008年の終わりからは市場全体よりも上の水準を推移している。より詳細に見ると、2008年半ばまで女性取締役ポートフォリオは市場全体と上下が入れ替わりながらも、ほぼ同じ水準を推移していた。そして、2008年のリーマン・ショックを契機とする金融危機の影響で株式市場が大きく下落したと

図表7 リターン指数の動向（2004年12月末=100）



（出所）ブルームバーグ、東京証券取引所等から大和総研作成

き、女性取締役ポートフォリオも下落はしたものの市場全体よりも下落が小さかったことでリターン指数の水準に差が開いた。その後は、市場全体よりも女性取締役ポートフォリオの方が上に位置したまま推移し、直近では市場全体は下落しているが女性取締役ポートフォリオは横ばいから上昇となったことで、リターン指数の水準の差が拡大している。

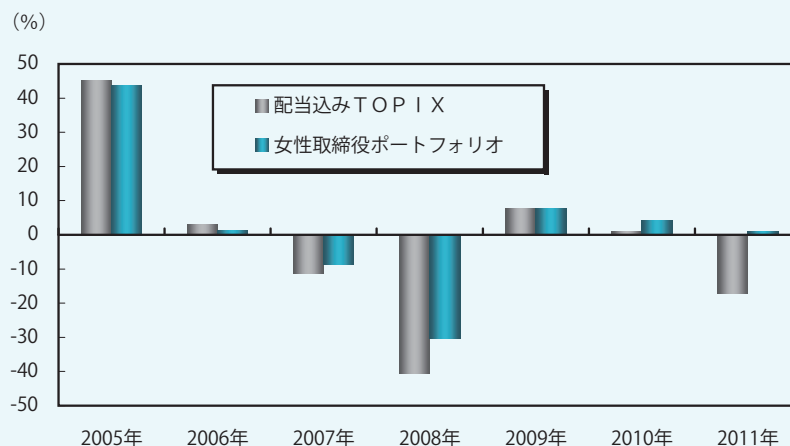
7年間の累積リターンは、配当込みTOPIXが-28.8%であったのに対し、女性取締役ポートフォリオは+5.38%で、市場全体を大きく上回った。特に、金融危機以降の動向の違いがリターン格差につながったようである。ESG要因として女性取締役を有するという情報が株式投資に有効であることを示唆しよう。

3) 1年ごとのリターン動向

次に、図表8が2005年から2011年の各1年間の配当込みTOPIXと女性取締役ポートフォ

リオのリターンをまとめたものである。2005年と2006年は女性取締役ポートフォリオのリターンは、配当込みTOPIXよりも1.5%ポイント程度低いリターンとなったが、2007年以降は全て女性取締役ポートフォリオのリターンが配当込みTOPIXを上回った。特に、金融危機の影響で市場全体が大幅下落した2008年は、配当込みTOPIXが-40.6%の大幅なマイナスリターンであったのに対し、女性取締役ポートフォリオのリターンは-30.2%にとどまり、配当込みTOPIXを10%ポイント程度上回っている。また、2007年も配当込みTOPIXは-11.1%のマイナスリターンとなったが、女性取締役ポートフォリオのリターンは-8.6%で市場全体よりも下落が抑えられた。女性取締役ポートフォリオは市場の大幅下落時には、市場全体よりも下落が抑えられたことで、市場を上回るリターンが得られている。そして、2011年は配当込みTOPIXが-17.0%のマイナスリターンになったのに

図表8 各1年間のリターン動向



(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等から大和総研作成

対し、女性取締役ポートフォリオのリターンは+1.1%のプラスリターンを獲得しており、配当込みTOPIXに対する超過リターンの増加に寄与している。また、図表から分かるように、女性取締役ポートフォリオのリターンの方が、各年のリターンのブレが小さく、市場全体よりも安定的にリターンが得られている。以上の結果は、女性取締役という情報がESG投資のファクターとして有効であり、投資パフォーマンスの向上に寄与することを示唆しよう。

4) FF3モデルによる超過リターンの検証

前述のように、女性取締役を有する企業で構成したポートフォリオのリターンは、市場全体を上回った。しかし、このポートフォリオは何らかのリスクを負担することで市場全体よりも高いリターンを獲得した可能性がある。そこで、株式のアクティブ運用におけるリスク調整後の超過リターン(α)を測定する際の標準的なモデルの一つであるFama-Frenchの3ファクターモデル⁷を使って、女性取締役ポートフォリオの超過リターンを検討する。Fama-Frenchの3ファクターモデルは、次の式で表される。

$$R^i - R_f^i = \alpha + \beta_M (R_M^i - R_f^i) + \beta_{SMB} SMB^i + \beta_{HML} HML^i + \epsilon^i$$

{	R^i	: t期の分析対象ポートフォリオのリターン
	R_f^i	: t期の短期金利
	R_M^i	: t期の市場ポートフォリオのリターン
	SMB^i	: t期の小型株と大型株のリターン・スプレッド
	HML^i	: t期のバリュー株とグロース株のリターン・スプレッド

上記式から分かるように、このモデルは株式のリターンを市場ポートフォリオの変動によるリスク・プレミアム、サイズ効果によるリスク・プレミアム、バリュー・グロースによるリスク・プレミアムの3つの部分から説明し、残りの部分(式中の α)をリスク調整後の超過リターンとするものである。本稿の分析では、短期金利に日本円TIBOR 1カ月、 R_M 、 SMB 、 HML にはDSI-1⁸のそれぞれの指数を用い、2005年1月から2011年12月の月次データでモデルの推計を行った。

図表9が3ファクターモデルの推計結果である。まず、モデルの説明力を表す修正 R^2 は0.885となっており、当モデルで女性取締役ポートフォリオのリターン変動のかなりの部分を説明できていることが分かる。次に、各ファクターの係数であるが、市場ポートフォリオの係数(β_M)は0.817で、95%水準で有意との結果を得た⁹。女性取締役ポートフォリオは、市場ポートフォリオよりも株式という危険資産の保有リスクが少し小さいようである。サイズ効果の係数(β_{SMB})は0.256

図表9 FF3モデルによる推計結果

修正 $R^2=0.885$

係数	推計値	標準誤差	t値	P値
α	0.341 *	0.170	2.005	0.048
β_M	0.817 *	0.033	24.414	0.000
β_{SMB}	0.256 *	0.065	3.950	0.000
β_{HML}	-0.010	0.081	-0.123	0.903

(注) 「*」は95%水準で有意を示す
(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等から大和総研作成

7) Fama, E. F. and K. R. French (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", Journal of Financial Economics 33, pp.3-56.

8) DSI (大和株インデックス)は、日本の株式市場全体(ただし札証・福証単独上場の銘柄を除く)を対象として算出している配当込みの時価総額加重型指数で、浮動株ベースで算出している指数(DSI-1)と、上場株ベースで算出している指数(DSI-2)がある。

9) 推計した係数のt値を用いて、その係数が0であるという仮説をテストする。この仮説が棄却されれば有意(係数は0ではない)となる。

と小さいが、やはり有意で、女性取締役ポートフォリオのリターンには小型株効果が表れている。バリュー・グロースの係数 (β_{HML}) は -0.010 と非常に小さく、有意ではなかった。

そして、リスク調整後の超過リターン (α) は月次ベースで $+0.341\%$ で、 95% 水準で有意であった。女性取締役ポートフォリオは、リスク調整後もプラスの超過リターンを獲得していることが統計的に確認できたのである。

係数の水準ではこれらのファクターが女性取締役ポートフォリオのリターンにどの程度影響したかが分かりにくい。そこで、女性取締役ポートフォリオの短期金利に対する平均月次超過リターン $+0.136\%$ を要因別に分解したのが図表 10 である。各ファクターの月次平均リターンに、FF3 で推計した係数を乗じることで算出した。各要因による月次平均リターンは、 α が $+0.341\%$ 、市場ポートフォリオに起因するリターンが -0.223% 、サイズ効果が $+0.023\%$ 、バリュー・グロース効果が -0.005% となった。最も寄与したのが α で、3つの要因によるリターンを合計するとマイナスであったが、プラスの α を獲得することで結果としてプラスの超過リターンを獲得していることになる。ファクターのうち、特に影響の大きかったのが市場要因で、市場下落の影響を α で賄うことでプラスの超過リターンを得たようである。

図表10 リターンの分解表 (単位: %)

短期金利に対する 月次超過リターン	0.136
α	0.341
市場要因	-0.223
サイズ要因	0.023
バリュー・グロース要因	-0.005

(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等
から大和総研作成

4. おわりに

前述したように、欧米のSRI市場は機関投資家を中心にその市場規模が拡大しているのに対し、日本のSRIは個人投資家向け商品が主流で、SRI市場の規模は小さい。しかし、2010年12月には日本労働組合総連合会が「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」を発表した。これまで資産運用とは無縁と考えられてきた労働者自らが、その資産運用に対して意思を表明したという点で非常に大きな意味を持つ。また、2011年10月には「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」が公表され、2012年3月13日の設立総会時点で原則への署名機関は174社となった。特に地方金融機関による署名が活発に行われており、47都道府県全てで少なくとも1行の地方銀行が署名するなど、金融行動原則は全国的に広がっている。

ただし、米国と同様に、日本でも機関投資家によるSRIが拡大するには、受託者責任との関係を明確にする必要がある。そのためには、SRIが他の運用方法と経済的に競合し得ることを示さなければならぬ。

本稿の分析では、女性取締役を有する企業への投資が日本株の代表的なベンチマークである配当込みTOPIXを上回るという結果を得た。2005年からの7年間の累積リターンが、配当込みTOPIXが -28.8% であったのに対し、女性取締役を有する企業で作成したポートフォリオは $+5.38\%$ で、市場全体を大きく上回ったのである。また、超過リターンを計測する際の標準的なモデルの一つであるFama-Frenchの3ファクターモデルで推計したところ、リスク調整後の超過リターンは月次ベースで $+0.341\%$ の統計的に有意な値

となった。E S G要因のうち、G（コーポレート・ガバナンス）に関するファクターである女性取締役を有するという情報が投資パフォーマンスの向上に寄与するとの結果を得たのである。

次に、他のE S G要因とパフォーマンスの関係を見るために、E（環境）に関するファクターとして、C D P（Carbon Disclosure Project）のパフォーマンススコアを取り上げ、同様の分析を行った結果を紹介しよう¹⁰。C D Pは、企業の気候変動問題への取り組みや、温室効果ガスの排出量の測定や管理などについて広範な調査を行い、その結果を公表している、世界各国の機関投資家によるイニシアチブである。C D Pによる調査対象企業は、FTSE Global Equity Index Seriesを構成する大手企業500社（Global 500）をはじめ、各地域の大手企業や各産業セクターの代表企業などに年々拡大している。直近では、約6,000社を対象にアンケートを送付し、その回答をもとに企業の気候変動問題への対応をディスクロージャースコアとパフォーマンススコアの2種のスコアで評価している¹¹。

ディスクロージャースコアは、C D Pからの質問書に対する企業の回答内容の充実度を評価するもので、最大を100としてスコアリングされている。このスコアについては、内部情報管理や事業に関連する気候変動問題に対する理解の深いことが高評価につながるとされている。

パフォーマンススコアは、気候変動に対して望

ましい対策を採っているかを評価したもので、その根拠となる十分な情報開示を必要とするためにディスクロージャースコアが50以上の企業を対象としてスコアリングされている。

2011年11月に発表された日本企業を対象とするC D Pのパフォーマンススコアを用い、スコアリング対象の全企業（全スコア）、スコア上位企業、下位企業の3つのポートフォリオの株式リターンを分析したところ、次の結果を得た。

- 2005年から2011年の7年間の累積リターンが、配当込みT O P I Xは-28.8%であったのに対し、スコア上位は+1.9%、下位は-10.6%で、スコア全体では-2.7%となった。いずれも、配当込みT O P I Xのリターンを大きく上回っている。
- 各年の配当込みT O P I Xに対する超過リターンを見ると、スコア上位は7年間全てでプラス、リターンが安定的に市場全体を上回っている。スコア全体は、スコア下位の影響で超過リターンがマイナスの年が2回あった。
- スタイル・インデックスを使ってFama-Frenchの3ファクターモデルによる推計を行ったところ、スコア全体は月次ベースで+0.341%、スコア上位は+0.383%の統計的に有意な超過リターンを得ている。

これらの結果は、女性の活用を示す指標の一つである女性取締役という情報や、C D Pによるパ

10) 詳細は、下記に掲載の拙稿「気候変動問題への対策の評価対象企業はリターンが好調」（2012年2月27日付レポート）を参照。

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/esg/investment/12022701investment.html>

11) 下記のウェブサイトにて、各ユニバースに対する調査結果が掲載されている。

<https://www.cdproject.net/en-US/Results/Pages/All-Investor-Reports.aspx>

パフォーマンススコアがE S G投資のファクターとして有効であることや、投資パフォーマンスの向上に寄与することを示唆しよう。これらの情報が企業のリターンに影響するという直接的な因果関係を示すことは困難である。しかし、分析の結果は少なくとも、これらの情報がリターンに影響する何らかのファクターの代理変数になっていることを意味しており、投資パフォーマンスの向上に寄与することを示唆していると考えられる。もちろん、S R Iのパフォーマンスを論じるには精緻な分析や議論が必要であろうが、S R Iが経済的に競合し得る可能性を示唆しているのではないか。

日本においても機関投資家によるS R Iの拡大につながる環境が整ってきているが、実際に投資が拡大するにはさまざまなE S G要因と企業パフォーマンスとの関係を検証し、その結果を蓄積することが必要であろう。また、E S G要因に関する情報開示の拡充とそのデータベースの整備も必須であろう。今後、E S G要因に関するデータや検証結果が充実し、日本のS R I市場が拡大していくことが期待される。

[著者]

伊藤 正晴 (いとう まさはる)



環境調査部
主任研究員
担当は、社会的責任投資、
株式保有構造