

2014年12月25日 全16頁

社会的責任投資（SRI）とCSR情報の評価

環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 社会的責任投資（SRI）は、投資プロセスに非財務情報も考慮する投資や株主として企業に働きかけることをいい、欧米を中心に SRI 市場の規模が拡大している。
- 2011 年末における世界全体の SRI 市場の規模は約 13.6 兆ドルで、運用資産額の 21.8% に相当すると推計されている。米国の SRI 市場の規模は、2012 年調査の約 3.7 兆ドルから 2014 年調査では約 6.6 兆ドルへと拡大している。欧州も 2011 年末の約 6.8 兆ユーロから、2013 年末には約 9.9 兆ユーロにまで拡大しているとみられ、直近の世界全体の SRI 市場も大幅に拡大していることが推察される。
- 企業価値に対する財務情報の説明力が低下していることや、日本版スチュワードシップ・コードの策定などで、SRI だけでなく、経済的リターンを求める投資においても非財務情報に対するニーズが高まっており、企業は CSR 経営を実践するだけでなく、その情報を適切に開示することが求められよう。

1. SRI の概要

(1) SRI とは

社会的責任投資（SRI : Socially Responsible Investment）は、株式や債券などへの投資活動を通じて「持続可能な社会」の構築に寄与しようとするものとされ、投資プロセスに非財務情報も考慮する投資や、株主として企業が社会的課題へ取り組むことや倫理的行動を取ることを働きかける投資をいう。また、これまでの投資が経済的（金銭的）リターンを重視してきたのに対し、SRI は経済的リターンとともに社会的リターンも考慮する投資といえることができる。地球環境や資源、貧困や人権など、さまざまな社会的課題に対する関心が高まり、企業活動や社会生活などで「持続可能な社会」の実現に向けた取り組みが盛んになってきている中、特に欧米を中心に SRI が拡大してきた。

SRI の起源には諸説あるが、何らかの規範に基づいて投資行動を取るという意味での SRI は、1920 年代に教会資産を運用する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、第二次世界大戦後に民主主義や人権、

環境問題などの社会的意識が深化したことが現在の SRI につながったと考えられている。

1960 年代以降、米国では公民権運動や反戦運動などの広範な社会運動が盛り上がり、ベトナム戦争で使われたナパーム弾を製造している会社に対して、その製造中止を求める株主提案が行われた。また、自動車製造会社に対して、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迫る運動が展開され、取締役会の多様性の拡大等の株主提案がなされるなど、株主として企業に働きかける動きが広がった。1980 年代には、アパートヘイト制度に対する反対運動が広がり、年金基金などが投資における社会的基準を設けることなどにもつながったとされ、SRI の裾野が広がった。

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た。また、企業の社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）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。宗教・倫理的動機、社会運動だけでなく、CSR が企業価値に影響するという考え方が一般の投資家にも受け入れやすかったことが、SRI の拡大に寄与したと考えられる。

SRI の拡大を牽引しているのが、2006 年に出された[国連責任投資原則 \(UNPRI: United Nations Principles for Responsible Investment\)](#) 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 (the UN Global Compact) が事務局となって策定された原則で、解決すべき課題を環境 (Environmental)、社会 (Social)、コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance) 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を行うこと」を宣言したものである。この原則で、ESG 課題への取り組み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、これが機関投資家による SRI を後押しした。

その後、SRI の多様化が進んでおり、その一例が[インパクト・インベストメント](#)である。これは、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もので、主に国や国際機関の債券に投資をする。この債券をインパクト・インベストメント債、または社会貢献型債券と呼んでいる。日本におけるインパクト・インベストメント債の最初の事例が 2008 年 3 月に発行されたワクチン債で、「予防接種のための国際金融ファシリティ (The International Finance Facility for Immunisation)」を発行体とし、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発行された。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など、SRI の多様化が進んでいる。

(2) SRI の投資手法

SRI の投資手法は、投資先を選定するための手法である「ESG を考慮した投資」と、投資先に対して働きかける「エンゲージメント (株主行動)」の 2 つに大別できる (図表 1)。

図表 1. SRI の投資手法

①ESGを考慮した投資
a.スクリーニング投資 <ul style="list-style-type: none"> ・ネガティブ・スクリーニング ・ポジティブ・スクリーニング
b.インテグレーション
②エンゲージメント(株主行動)

(出所) 大和総研作成

ESG を考慮した投資は、スクリーニング投資とインテグレーションの 2 つに分けることができる。SRI は、教会の資産運用で教義に反する企業を投資対象から除くことから始まったとされているが、このように、たばこ、アルコール、武器、ギャンブルなど特定の産業を投資対象から除外する手法をネガティブ・スクリーニングと呼んでいる。また、特定の産業だけではなく、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ネガティブ・スクリーニングもある。これとは反対に、企業の事業内容や事業活動のプロセスにおける環境問題への取り組みなど ESG 課題への対応を評価し、社会的責任を果たしていると認められる企業を選んで投資するのが、ポジティブ・スクリーニングで、これらを合わせてスクリーニング投資という。

インテグレーションは、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 情報を統合して投資対象の選定を行う手法とされている。財務情報による評価と ESG 情報による評価とを合わせて、企業に対する投資ウェイトを定める方法や、財務情報で投資対象を絞り、そのなかで ESG の評価が優れた企業に投資する方法など、実際にはさまざまな投資手法が考えられる。

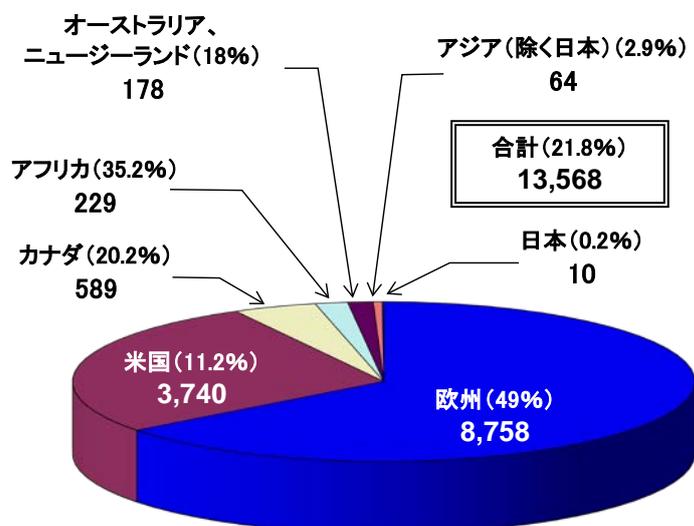
エンゲージメント(株主行動)は、株主として経営者との対話、議決権行使、株主提案などを通じて企業に行動を促すことで、経済的リターンや社会的リターンを向上させる手法である。株主として行動することから株主行動と呼ばれていたが、最近ではエンゲージメントという呼び方が一般的になっている。

2. 海外の SRI 市場

(1) 世界全体の SRI 市場規模

世界の SRI 市場について調査した [Global Sustainable Investment Alliance](#) の “Global Sustainable Investment Review 2012” によると、2011 年末における世界全体の SRI 市場の規模は約 13.6 兆ドルで、運用会社などの運用資産総額の 21.8%に相当するとしている(図表 2)。

図表 2. 世界の SRI 市場の規模 (2011 年末時点、十億ドル)



(注) カッコ内は、各国・地域の運用資産総額に対する比率
 (出所) Global Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2012” より大和総研作成

国や地域別にみると、欧州は世界全体の 64.5% を占める約 8.8 兆ドルで、これは欧州全体の運用資産総額の 49% に相当するという。欧州では、運用資産総額の約半分が SRI とされているのである。米国は、世界全体の 27.6% を占める約 3.7 兆ドルで、米国の運用資産総額の 11.2% に相当するという。その他の国・地域では、カナダが約 0.6 兆ドルでカナダの運用資産総額の 20.2% に相当し、アフリカは約 0.2 兆ドルでアフリカの運用資産総額の 35.2% に相当するとしている。カナダやアフリカでも SRI が一定程度浸透していることを示している。

一方、日本の SRI 市場の規模は全体の 0.1% にも満たない 100 億ドルとなっている。また、これは日本の運用資産総額のわずか 0.2% にすぎない規模であり、日本ではまだ SRI は市場規模も、運用に占める割合も非常に小さい水準にとどまっているようである。ただし、この調査は各国、各地域の調査機関による調査を集計したもので、調査機関によって SRI の定義が異なっている。また、日本の調査では個人投資家向けを中心とする投資信託と社会貢献型債券のみを対象としていることが、SRI の市場規模が小さいことの要因となっていよう。しかし、日本では機関投資家による SRI は限定的とされており、これまでは日本の SRI 市場規模はそれほど大きくはなかったようである。

次に、市場規模の大きい投資手法をみると、アルコールや兵器など特定の基準を設け、その基準によって企業や産業を投資対象から除外する特定ビジネス排除が約 8.3 兆ドル、財務情報と ESG 情報を考慮するインテグレーションが約 6.2 兆ドル、株主として行動するエンゲージメントが約 4.7 兆ドルとなっている (図表 3)。また、条約など国際的な規範を条件として投資対象から除外する国際規範スクリーニングが約 3.0 兆ドルとなっている。特定ビジネス排除と国際規範スクリーニングは、最も古くからある手法とされるネガティブ・スクリーニングであり、

この手法が世界的に見ても今でも SRI の代表的な運用手法となっているようである。ただし、手法別の市場規模では同時に複数の手法を併用する運用があるため、これら投資手法別の市場規模を単純に合計することはできないことに注意されたい。

図表 3. 投資手法別の市場規模（2011 年末時点、十億ドル）

投資手法	市場規模
テーマ型投資	83
インパクト/コミュニティー・インベストメント	89
ベスト・イン・クラス	1,013
国際規範スクリーニング	3,038
エンゲージメント	4,689
インテグレーション	6,176
特定ビジネス排除	8,274

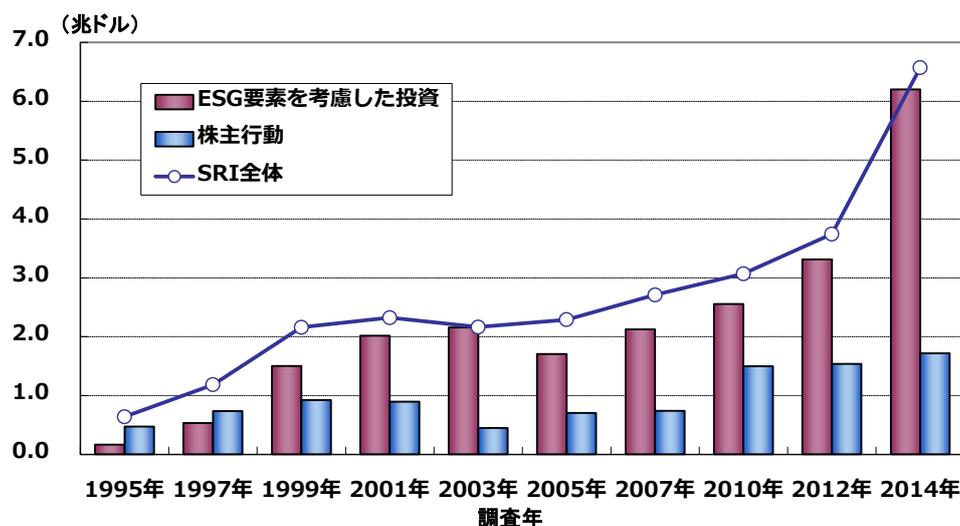
（注）同時に複数の手法を併用する運用がある

（出所）Global Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2012” より大和総研作成

（2）米国の SRI 市場規模

米国の SRI 市場について幅広く調査している [US SIF \(The Forum for Sustainable and Responsible Investment\)](#) が公表した “[2014 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends](#)” によると、米国の SRI 市場の規模は 2014 年調査で約 6.6 兆ドルに達したと推定されている。2012 年調査の約 3.7 兆ドルから、76% 拡大したことになる（図表 4）。

図表 4. 米国におけるカテゴリー別の SRI 市場規模の推移



（注）各カテゴリーに重複計上されているケースあり

（出所）US SIF Foundation “2014 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends” 等より大和総研作成

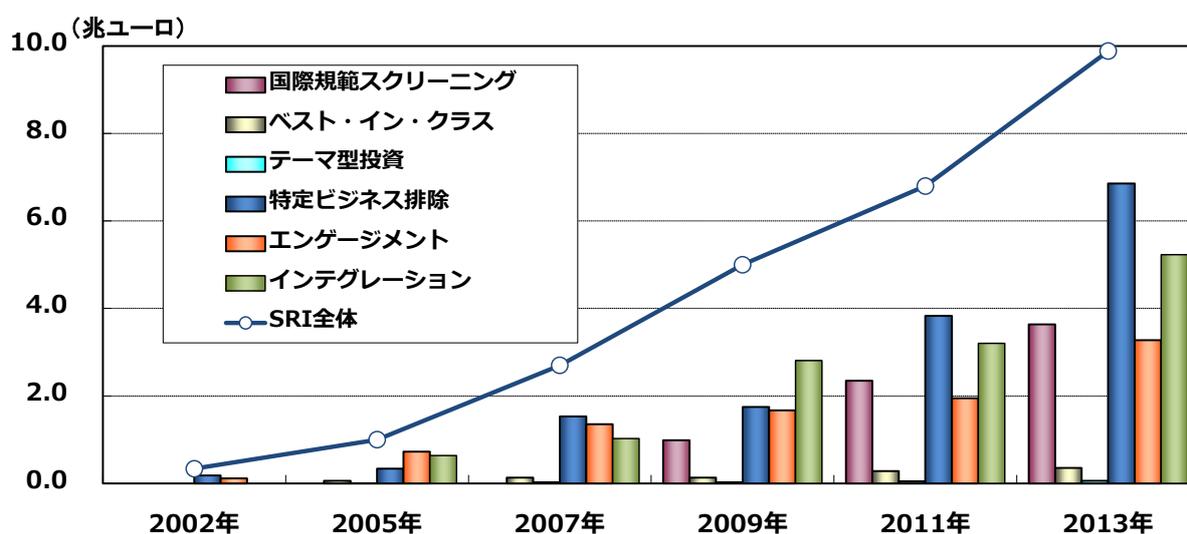
米国の SRI 市場の規模は、1995 年調査での約 0.6 兆ドルから、2001 年調査では約 2.3 兆ドルにまで拡大した。そして、2003 年調査では一旦、規模が縮小したが、その後は再び拡大を続けている。SRI 市場の規模をカテゴリー別にみると、株主行動は、1995 年調査の約 0.5 兆ドルから 2014 年調査では約 1.7 兆ドルへと拡大した。規模の拡大が著しいのが ESG 要素を考慮した投資で、1995 年調査では約 0.2 兆ドル程度であったのが、2014 年調査では約 6.2 兆ドルへと大幅に拡大した。その要因として、マネーマネージャによる ESG を考慮したファンドの提供が拡大したこと、公的年金等による ESG 投資が拡大したことなどが指摘されている。

また、2012 年調査と比較すると、ESG 要素を考慮した投資の市場規模は 87% 拡大しているのに対し、株主行動は 12% の拡大となっており、ESG 要素を考慮した投資が直近の SRI 市場全体の規模の拡大に寄与したようである。なお、ここでも同時に複数の手法を併用する運用があるため、これらカテゴリー別の市場規模を単純に合計することはできないことに注意を要する。

(3) 欧州の SRI 市場規模

欧州各国の SRI 市場について調査している [Eurosif \(the European Sustainable Investment Forum\)](#) が公表した [“European SRI Study 2014”](#) によると、欧州の SRI 市場の規模は 2013 年末で約 9.9 兆ユーロに達したと推定される (図表 5)。前回の報告書では、2011 年末で約 6.8 兆ユーロであったので、2 年間で 45% 拡大したことになる。

図表 5. 欧州におけるカテゴリー別の SRI 市場規模の推移



(注 1) 各カテゴリーに重複計上されているケースあり

(注 2) 各年の調査対象国の数は、2002 年が 8、2005 年が 9、2007 年が 13、2009 年と 2011 年が 14、2013 年が 13 となっている

(出所) Eurosif “European SRI Study 2014”等より大和総研作成

欧州の SRI 市場の規模は、2002 年末の約 0.3 兆ユーロから、2005 年には約 1 兆ユーロへと増加、その後も規模の拡大が続いている。直近の 2013 年末について、カテゴリ別の市場規模を見ると、特定ビジネス排除が約 6.9 兆ユーロ、インテグレーションが約 5.2 兆ドル、国際規範スクリーニングが約 3.6 兆ユーロ、エンゲージメントが約 3.3 兆ユーロとなっている。また、2011 年末と 2013 年末を比較すると、特定ビジネス排除の規模が 79%もの拡大を示し、インテグレーションとエンゲージメントもそれぞれ 63%と 68%拡大している。

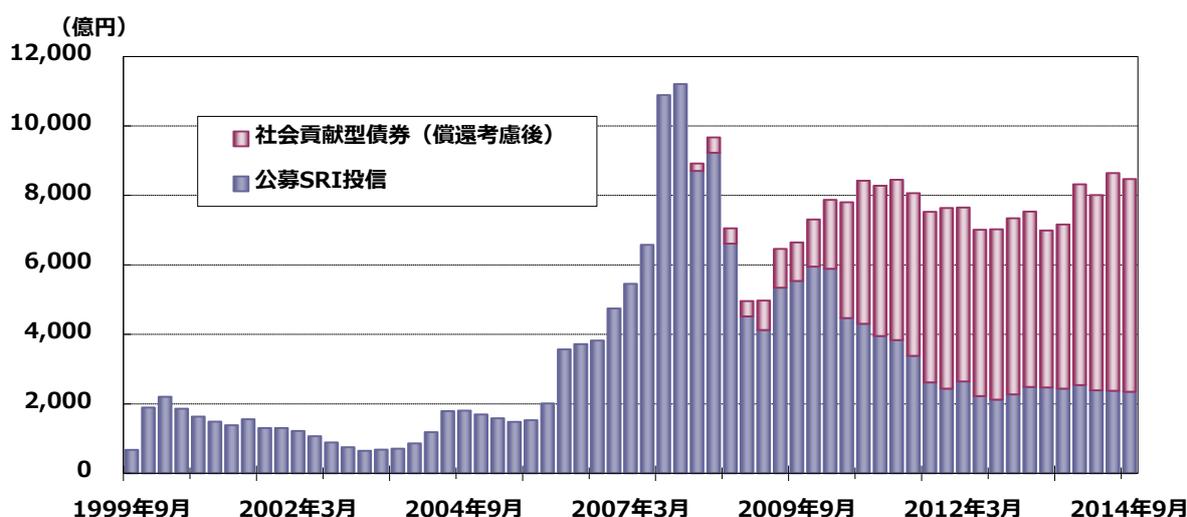
2013 年末の SRI の市場規模の大きい国は、英国の 2.0 兆ユーロ、フランスの 1.7 兆ユーロ、スイスの 1.6 兆ユーロ、オランダの 1.2 兆ユーロなどとなっている。なお、年によって Eurosif による調査対象国が異なっているため、経年比較には注意が必要である。また、米国での調査と同様に、同時に複数の手法を併用する運用があるため、カテゴリ別の市場規模を単純に合計することはできないことにも注意されたい。

3. 日本の SRI 市場

(1) 日本の SRI 市場規模

日本の SRI 市場については、[社会的責任投資フォーラム \(JSIF\)](#) が公募 SRI 投資信託（公募 SRI 投信）と社会貢献型債券を対象に調査を行っており、日本の SRI 市場規模の紹介ではこの調査結果を用いることが多い。この調査によると、2014 年 9 月末の日本の SRI 市場の規模は公募 SRI 投信が 2,347 億円、個人向け社会貢献型債券が 6,126 億円であった（図表 6）。特定投資家向け社会貢献型債券の 258 億円を含めると、全体で 8,731 億円となっている。

図表 6. 公募 SRI 投信と個人向け社会貢献型債券の残高推移



(出所) 社会的責任投資フォーラム (JSIF) 公表資料に基づき大和総研作成

SRI 投信と個人向け社会貢献型債券を合わせた SRI 市場の規模は、1999 年 9 月末時点の 673 億円から、2007 年 12 月末時点には 1 兆 1,207 億円にまで達したが、2008 年 12 月末には半分以下の水準である 4,959 億円まで減少した。その後は再び市場規模が拡大し、2010 年以降は 7,000 億円から 8,000 億円程度の水準を推移している。その内訳を見ると、公募 SRI 投信の残高は 2007 年 12 月末をピークとして、その後は一時的な増加はあったものの、2012 年まで減少が続き、2012 年以降はほぼ横ばいとなっている。これに対し、社会貢献型債券は、公募 SRI 投信の残高減少が続いた 2010 年から 2011 年にかけて残高が増加し、その後はほぼ横ばいとなっている。SRI 市場全体の残高に占める社会貢献型債券の割合は、2010 年 12 月末に 5 割を超え、直近では 7 割程度にまで上昇しており、最近の日本の SRI 市場の動向は、社会貢献型債券の影響が大きいようである。

国連責任投資原則（UNPRI）の署名機関¹を調べてみると、世界全体では 1,331 機関が署名している中で、日本の署名機関数は 31 にとどまっている。他の国について調べてみると、米国が 213 機関、英国が 190 機関、フランスが 126 機関、オーストラリアが 118 機関など、海外では 100 を超える機関が署名している国がある。欧米などで機関投資家による SRI が拡大した背景の一つに国連責任投資原則があるといわれているが、署名機関数の状況から日本の機関投資家が SRI に対してそれほど積極的ではなかったことが推測できよう。もちろん、署名機関数は SRI 市場の規模を直接的に表すものではないが、欧米などと比べると、現状では機関投資家を含めても日本の SRI 市場はそれほど大きくないと考えられる。

（２）日本の SRI に関する動き

欧米では機関投資家を中心に SRI が拡大しているが、これまで日本では機関投資家の SRI は限定的であり、これが欧米に比べて日本の SRI 市場の規模が非常に小さいことの要因の一つといわれている。しかし、日本において SRI の拡大につながるものが期待される取り組みとして、資産を保有する側では①[ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン](#)、資産を運用する側では②[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）](#)と③[日本版スチュワードシップ・コード](#)がある。

①ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン

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」（日本労働組合総連合会）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。

¹国連責任投資原則の Web サイト内の “[Signatories to the Principles for Responsible Investment](#)” で、2014 年 12 月 12 日に調査した署名機関。

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、ガイドラインと合わせて公表された「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方」の注釈で「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」としているなど、「経済的に競合しうる」という条件付きではあるが、年金基金による SRI が受託者の義務に反しないことを示している。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 の拡大に向けた動きがみられる。

②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）

2011 年 10 月に公表された「21 世紀金融行動原則」は環境省を事務局とする、日本の金融機関等による ESG を考慮した金融行動に関する原則である。先述の国連責任投資原則は、投資行動における指針であるのに対し、この原則は投資行動だけでなく、預金、保険、リースなども含めたすべての金融行動に関する指針として策定された。2014 年 10 月末時点で、この原則に署名した金融機関は 192 社となっている。

原則の 2 番目には「環境産業に代表される『持続可能な社会の形成に寄与する産業』の発展と競争力の向上に資する金融商品・サービスの開発・提供を通じ、持続可能なグローバル社会の形成に貢献する」とある。また、「運用・証券・投資銀行業務ガイドライン」では、「銀行・保険・資産運用会社等は、運用業務において、機関投資家として、長期的視点に立ち、受益者のために最大限の利益を追求する義務がある。例えば、投資判断を行う際、受託者責任に反しない範囲内で、ESG 課題を投資判断要素として考慮し、投資対象企業に対して積極的に働きかけを行うことを通じて、投資対象企業の ESG 課題への意識を高め、取組みを進展させることができる」とある。先に紹介したように、SRI の投資手法は、投資判断に ESG を考慮する投資と、株主として企業に行動を促すエンゲージメントに大別することができるが、ガイドラインでこれらについて明確に述べられており、機関投資家による SRI の拡大が求められている。

③日本版スチュワードシップ・コード

2014 年 2 月には金融庁から『責任ある機関投資家』の諸原則 《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～が公表され、2014 年 12 月 9 日現在で世界最大の年金基金といわれる年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）など 175 機関が受け入れを表明している。原則の 3 番目で「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである」とし、その指針として「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定される」と述べられている。機関投資家に、投資先企業の ESG 情報も把握することを求めているのである。この原則により、機関投資家が投資行動に ESG 情報を用いることだけでなく、企業による ESG 情報の開示が充実することも想定され、SRI の拡大

につながることを期待される。特に、GPIF が日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明したことの影響は大きいであろう。

また、2014年6月に閣議決定された『[『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－](#)』で、「持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東京証券取引所が、新に『コーポレートガバナンス・コード』を策定する。」ことが示され、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする『[コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議](#)』が開催されている。コーポレートガバナンス・コードの策定が、企業とステークホルダーとの適切な協働、財務情報や非財務情報の適切な開示、株主との対話などにつながることを期待される。

このように、日本における SRI の拡大に寄与するであろう取り組みが進んできている。個人投資家を中心で、欧米に比べて規模が非常に小さいとされる日本の SRI 市場の変貌が期待できるのではないだろうか。

4. CSR による企業の評価

(1) CSR と ESG

CSR (Corporate Social Responsibility : 企業の社会的責任) とは、企業が利益を追求するだけでなく、顧客、株主、従業員、取引先、地域社会などのさまざまなステークホルダー (利害関係者) との関係性を重視しながら果たす社会的責任のことをいう。具体的には、安全で高品質な製品やサービスの提供、社会的公正・倫理を保った活動、環境への配慮など、企業活動が社会に与える影響に責任を持ち、企業の持続的な成長を図るとともに、社会の持続可能性の向上に貢献することを目指すものである。また、CSR は経営モデルであり、企業経営の全プロセスの中に環境的配慮、社会的配慮などを組み込むことが求められ、これを CSR 経営と呼ぶこともある。

ESG は、先に述べたように、環境 (Environmental)、社会 (Social)、企業統治 (corporate Governance) を総称した呼び方である。投資家は、企業が開示する CSR 情報などの非財務情報から ESG 要因を取得し、投資プロセスに ESG 要因を考慮するという投資行動を通じて社会の持続可能性の向上に貢献する。したがって、CSR は企業側の視点で、ESG は投資家側の視点で企業の社会的責任を見ていると考えることができよう。

(2) 非財務情報と企業の評価

企業が発信する情報には、売上高や利益、資産や負債などの財務情報と、CSR などの財務情報以外の情報があり、後者を非財務情報と呼んでいる。非財務情報は、企業の視点では CSR 情報、投資家の視点では ESG 情報とも呼んでいる。SRI は財務情報に加えて、非財務情報も活用する投資であり、SRI の拡大は非財務情報に対するニーズが高まることを意味しよう。また、[国際統合報告評議会 \(IIRC\)](#) の“TOWARDS INTEGRATED REPORTING”で、S&P 500 の市場価値の構成要素を

「物的及び財務的資産」と、「無形要因」の2つに分け、それぞれの構成比を分析している。その結果によると、物的及び財務的資産によって表される市場価値の割合は、1975年は83%であったのに対し、1995年には半分以下の32%となり、2009年には19%にまで低下したとしている。2009年では、市場価値の構成要素として無形要因が約8割を占めるのである。企業価値に対する財務情報の説明力が低下し、非財務情報の重要性が高まっていると言えよう。このように、SRIだけでなく、さまざまな投資家が企業価値を評価するための非財務情報に注目している。

非財務情報（CSR情報、ESG情報）による企業の評価は、リターンの視点とリスクの視点とに大別できよう。リターンの視点は、企業のCSRに関する取り組みなど非財務情報の分析により企業価値の向上を評価するもので、ポジティブ・アプローチと呼ぶこともできる。リスクの視点は、企業価値の棄損する可能性のあるリスクを評価し、投資パフォーマンスの向上を防ぐもので、ネガティブ・アプローチとも呼ぶ。リターンとリスクは、企業価値を評価する際の両輪であり、投資判断に非財務情報も考慮することが、長期的な運用パフォーマンスの改善や安定に貢献すると考えられている。

（3）非財務情報に関する課題

株式を公開している企業は、アニュアル・レポートの一部やCSR報告書、Webサイトなどのさまざまな媒体で、非財務情報を開示している。特に、企業の社会的な責任に対する認識の高まりとともに数多くの企業がCSR報告書を作成するようになり、豊富なCSR情報が開示されるようになった。しかし、これらCSR情報は企業価値について説明することを目的としているものではないため、企業価値の評価に用いる際には課題も多い。

まず、現状のCSR情報の開示に対する課題としては、情報過多であることが指摘されている。企業が社会的責任を果たすために行っていることなど、CSRに関する情報を網羅的に記載することが多く、企業価値への影響という観点でどの情報が重要なかわかりにくいことや、必要とする情報を採り出すのが大変であるなどの声がある。また、比較可能性についての指摘もある。CSR報告書等は企業が任意に開示しているものであり、開示時点により記載されている項目や内容が異なる等で、継続的に時系列で比較することが困難であると指摘されている。さらに、これは他社との比較が困難であることにもつながっている。このように、CSR報告書などでCSR情報が開示されているのだが、投資家が企業価値を評価する際の情報としては十分満足できるものとはいえないようである。

また、情報ベンダーや調査会社などが企業の非財務情報についての調査や評価を行い、その結果が提供されている。しかし、これらの情報は有料で提供されていることが多く、特に個人投資家にとってはこれらの情報へのアクセスは困難な場合が多いであろう。投資において非財務情報を活用するには、さまざまな課題が存在していると言えよう。このような状況において期待されているのが、企業価値の評価に資することを目的とし、財務情報と非財務情報を合わせて開示する統合報告である。

(4) 統合報告フレームワーク

2013年12月、国際統合報告評議会（IIRC）から、国際統合報告フレームワーク（[The International Integrated Reporting Framework](#)）が公表された。[統合報告](#)では、企業の財務情報と非財務情報を統合し、企業の価値創造に焦点をあてた報告が期待されている。

このフレームワークでは、統合報告書を「組織の外部環境を背景として、組織の戦略、ガバナンス、実績、及び見通しが、どのように短、中、長期の価値創造を導くかについての簡潔なコミュニケーションである」と定義している。これまでの企業の情報開示は、財務情報と非財務情報を別々に開示することが多く、これら情報の関連性などが分かりにくいとの指摘があるが、統合報告書では企業における価値創造に焦点をあて、財務情報と非財務情報の区別なく、企業価値に影響する情報が簡潔に示される。

価値創造の源泉としては、財務資本だけでなく製造資本、知的資本、人的資本、社会・関係資本、自然資本の6つの資本が提示されている（図表7）。これらの資本からわかるように、財務的な資本に加え、特許などの無形資産、人材、ブランドなどさまざまな観点での資本を考慮する必要がある。また、これらの資本には相互に関連するものもあろう。例えば、人材教育はコストとして財務資本を減じるが、能力向上等で人的資本は増加し、これが知的資本の増加につながることも考えられる。統合報告では、企業価値を形成する有形、無形の資本と、各資本間の関係を明確にすることが求められる。そして、これらの資本がビジネスモデルのインプットとなり、事業活動を通して製品やサービス、副産物や廃棄物等のアウトプットを生み出す。

図表7. 価値創造の源泉となる6つの資本

財務資本
組織が製品を生産し、サービスを提供する際に利用可能な資金
製造資本
建物や設備など、製品の生産やサービス提供に利用できる製造物
知的資本
特許、管理やライセンスなど、組織的な知識ベースの無形資産
人的資本
人々の能力、経験やイノベーションへの意欲など
社会・関係資本
主要なステークホルダーとの関係性、ブランドや評判など
自然資本
空気、水、土地、鉱物、森林、生物多様性、生態系の健全性などの環境資源

（出所）IIRC “The International Integrated Reporting Framework” より大和総研作成

組織の活動とアウトプットは、各資本に影響を与えるという一連のプロセスを前提として、

長期にわたる価値創造能力に影響する要因についての全体像を示すことや、重要性や簡潔性を考慮すること、期間を超えて首尾一貫し、他の組織との比較を可能にする方法によって表示することなどが求められている。CSR 報告書などにおける非財務情報の開示に関して指摘されている課題を解決するものとなることが期待される。

企業の情報については、財務情報は IR 部門が担当し、非財務情報は CSR 部門が担当して、それぞれが情報を開示することが多かったようである。投資家は、企業価値を評価するための情報を必要としており、財務情報や非財務情報を問わず、企業価値に影響する重要かつ簡潔で信頼性の高い情報を求めている。そのためには、経営陣のリーダーシップのもと、各部門が連携して統合的に作成した情報の開示が必要とされよう。統合報告のフレームワークは、このような投資家のニーズを十分に考慮したうえで策定されており、統合報告を活用することでより一層、企業価値を適正に評価することができるかと期待されている。

5. 企業評価の新たな視点

(1) CSR による企業評価

財務情報を用いて企業を評価する際には、利益やキャッシュ・フローの動向、ROE 等の事業の収益性を示す指標など、ある程度確立した分析方法が存在している。しかし、非財務情報を企業評価に用いる際には、非財務情報が多種多様であることや、必ずしも企業を評価するために開示される情報ではないことなど、困難な点が多いと言えよう。また、企業の評価には企業がどのように社会的責任を果たしているかを評価するケースがあり、これは CSR による企業の評価と呼ぶことができよう。また、投資家が企業を評価する際には単に CSR を評価するのではなく、企業価値に与える影響を評価するのであり、これを ESG による企業の評価と呼ぶことができよう。ここでは、CSR による企業評価の実例を紹介する。

[環境コミュニケーション大賞]

環境省、一般財団法人 地球・人間環境フォーラムが主催するもので、優れた環境報告書等や環境活動レポート、及びテレビ環境 CM を表彰することにより、事業者等の環境経営及び環境コミュニケーションへの取り組みを促進するとともに、環境情報開示の質の向上を図ることを目的としている。環境報告書部門では、CSR 報告書や持続可能性報告書なども含む環境報告書等が対象となっている。選考基準には、環境報告に必要と考えられる記載項目が適切に盛り込まれていること、対象組織にとって重要と考えられる項目を適切に選定し、経営層のコミットメントや適切な目標の設定・管理などにより、取り組みの進展を図る中で、独自の工夫がなされ、先導的な試みとして優れたものであることなどが挙げられている。また、簡潔でかつ重要なポイントを押さえ、読みやすく工夫された報告書が求められているようである。統合報告フレームワークなどの新しい国際的な報告書の枠組みへの取り組みやダイバーシティ・ポリシーなども評価の対象に加わった。

[[ダイバーシティ経営企業 100 選](#)]

経済産業省が主催するもので、様々な規模・業種の企業における「ダイバーシティ経営」への積極的な取組を「経済成長に貢献する経営力」として評価し、ベストプラクティスとして発信することで、ダイバーシティ推進の裾野を広げることを目的としている。ここでいう、ダイバーシティ経営とは、多様な人材を生かし、その能力が最大限発揮できる機会を提供するもので、性別、年齢、国籍、障がいの有無などだけでなく、キャリアや働き方などのさまざまな多様性をいう。

(2) ESG による企業評価

ESG による企業の評価は、投資家の視点で企業の開示する非財務情報を評価するものといえよう。ESG による企業評価には次のような事例がある。

[[東京証券取引所「テーマ銘柄で見る企業」](#)]

東京証券取引所は、「テーマ銘柄で見る企業」として特定のテーマや指標をベースに銘柄（テーマ銘柄）を抽出、公表している。2012 年の第 1 回では、「経営の持続的な成長が見込まれる指標『ESG』」として、ESG の各項目について評価し合算した ESG 総合スコアと ROE から選定した 15 社が公表された。2013 年の第 3 回では、「女性の力が活かされやすい『なでしこ銘柄』」として、「女性のキャリア促進」と「仕事と家庭の両立サポート」の 2 つの視点から評価したスコアと ROE から選定した 17 社が公表された。また、第 5 回でも「女性が活躍する企業 平成 25 年度『なでしこ銘柄』」として 26 社が公表された。企業の公開情報をもとに「女性のキャリア促進」に関する実績（パフォーマンスデータ）を開示している企業を選定候補群とし、「女性のキャリア促進」と「仕事と家庭の両立サポート」の 2 つの視点から、方針、取り組み、実績の 3 つの側面を評価対象としたスコアと ROE に基づいて選定している。

[[CDP](#)]

CDP は、世界各国の機関投資家によるイニシアチブで、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・管理などについて調査し、その結果を公表している。調査対象企業は、世界の大手企業 500 社（グローバル 500）をはじめ、各地域の大手企業や各産業セクターの主要な企業などに年々拡大している。日本企業については 2009 年から毎年、500 社を対象とした調査が行われている。評価には、CDP 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「ディスクロージャースコア」と、気候変動に対して望ましい対策をとっているかを評価する「パフォーマンススコア」がある。CDP の質問書はガバナンス、戦略、排出削減目標と活動、管理手法から成る「気候変動管理」、気候変動がもたらすリスクと機会、財務影響と管理手法から成る「リスクと機会」、排出量算定方法、排出量、排出量の外部検証などから成る「排出

量」の3つのセクションで構成されている。また、開示内容は自社の中長期的な事業戦略と一貫し、よりわかりやすい用語やものさしを用いる必要があるとされている。CDPは、気候変動だけでなく水や森林など自然資本の領域に活動範囲を広げており、さまざまなレポートが開示されている。環境に関する非財務情報の評価について、さまざまな示唆が得られよう。

(3) 機関投資家向けサービス

企業の非財務情報を投資家が自ら収集し、評価することはコストや人材などから困難な点があり、ESGによる企業評価では機関投資家向けサービスを利用することが多い。ESGに関する機関投資家向けサービスには、SRI インデックスやESG情報に関するサービスが展開されている。

インデックスは、株式市場などユニバース（投資対象）全体の動向を反映する機能と、投資目標や運用パフォーマンスの測定に用いるベンチマーク機能を持っている。国内株式投資の場合、株式市場全体の動向を示すインデックスとしてTOPIXや日経平均などが良く知られている。国内株式投資のベンチマークとしては、株式を保有すると配当を受け取ることができることから、配当込みTOPIXがよく用いられている。SRIインデックスは、SRIの観点から優れた企業を対象として算出されているもので、SRIにおけるベンチマークとして用いられることが想定されている（図表8）。したがって、SRIインデックスへの採用は、SRIの観点から優れた企業であると認められたとみられるであろう。

図表8. 主なSRIインデックス

機関	サービス内容等
Dow Jones	・ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス(DJSI) ・スイスの調査機関SAMとの共同開発
FTSE	・「FTSE4Good インデックス・シリーズ」等
MSCI	・MSCI ESG Indexes
Forum ETHIBAL	・エティベル・サステナビリティ・インデックス(ESI) ・調査機関Vigeoの調査サービスを利用

(出所) 各機関の資料をもとに大和総研作成

ESG情報に関するサービスでは、各企業のCSR報告書などの公表された情報や、企業に対するアンケート調査などからESG情報に関するデータベースを構築し、このデータベースやデータベースを利用するツールを提供するサービスが行われている（図表9）。また、ESG情報に関するデータで企業を評価し、その結果を提供するサービスも実施されている。

図表 9. 主な ESG 情報に関するサービス

機関	サービス内容等
ブルームバーグ	<ul style="list-style-type: none"> ・2009年にクリーンエネルギーの調査会社New Energy Financeを買収 ・世界の上場企業のESG情報に関するデータベースを構築
トムソン・ロイター	<ul style="list-style-type: none"> ・2009年にESG調査会社ASSET4を買収 ・世界の上場企業のESG情報に関するデータベースを構築
FTSE	<ul style="list-style-type: none"> ・FTSE4Good ESG Ratings
MSCI ESG Research	<ul style="list-style-type: none"> ・2010年にESG調査会社RiskMetricsを買収 ・「ESG Research and Ratings」などを提供
東洋経済新報社	<ul style="list-style-type: none"> ・日本企業を対象に、「東洋経済CSR調査」を実施

(出所) 各機関の資料をもとに大和総研作成

6. 最後に

企業価値に対する財務情報の説明力が低下していることや、日本版スチュワードシップ・コードの策定などで、SRI だけでなく、経済的リターンを求める投資においても非財務情報に対するニーズが高まっている。非財務情報の開示については、国際統合報告フレームワークの公表により、企業における価値創造に焦点をあて、財務情報と非財務情報の区別なく、企業価値に影響する情報を簡潔に示すためのルールが整った。

今後、企業は経営の各プロセスに CSR を組み込むことで持続可能な社会の構築に資するとともに、その情報を適切に開示することが求められよう。また、投資家が投資プロセスに ESG 情報を考慮することでリスクやリターンの面での投資パフォーマンスを向上させるとともに、これが持続可能な社会の構築に貢献することが期待される。