

# 受託者責任を満たすには ESG要因の考慮が必須か ～ ESG投資と21世紀の受託者責任～

政策調査部 伊藤 正晴

## 要約

社会的責任投資（SRI）の一分野とされるESG投資は、委託者の利益だけを求めるべき受託者責任に反するとの懸念がある。SRIの投資パフォーマンスが他の運用手法に劣後しないならば受託者責任に反しないとの解釈が広がっているが、受託者責任に関する懸念は完全には払しょくされていない。

このような状況の中、2015年にPRIなどから公表された「21世紀の受託者責任」では、むしろESGを考慮しないことが受託者責任に反するとの新たな見解が表明され、受託者責任を全うするための提言などがまとめられた。

ESG投資は、ESG要因が将来の企業価値や投資パフォーマンスと関係することが前提となっている。そこで一例として、E（環境）要因である売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量と企業パフォーマンスの関係を分析したところ、何らかの関係があることを示唆する結果を得た。

今後も、実証によりESG要因との関係を明らかにしていく必要があるが、そのためには企業がESG情報の開示を拡充し、そのデータベースを充実させることも必要となる。今後、ESG投資が拡大することで投資パフォーマンスや企業の持続可能性が向上し、経済成長に寄与することが期待される。

## 目次

- 1章 はじめに
- 2章 SRIと受託者責任の動向
- 3章 PRIの受託者責任への対応と「21世紀の受託者責任」
- 4章 Japan Roadmap
- 5章 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量と企業パフォーマンス
- 6章 おわりに

## 1章 はじめに

E S G 投資とは、投資という行動を通じて社会の持続可能性（サステナビリティ）を高めることに貢献しようとする社会的責任投資（S R I : Socially Responsible Investment）の中で、投資判断に E S G 要因を考慮する投資のことをいう。S R I は、教会の資産運用で酒やたばこなど、教義や宗教的価値観に反する事業を投資対象から除外することから始まったとされる。その後、地球環境や資源、貧困や人権など、様々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たことを背景に、特に欧米を中心に S R I が拡大してきた。

投資目的が社会的課題に対する責任を果たすことや社会の持続可能性の向上などへと広がったことで、S R I を責任投資やサステナブル投資などと呼ぶことや、これらを総称したものを S R I (Sustainable and Responsible Investment) と言い換えることもある。

特に、機関投資家による S R I 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」(P R I : Principles for Responsible Investment) である。これは、国連環境計画・金融イニシアチブ (U N E P F I)、および国連グローバル・コンパクト (U N 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)、ガバナンス (Governance) の 3 つの分野 (総称して E S G と呼ぶ) に整理し、「E S G 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、E S G 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

提の下、投資家は受託者責任の範囲内で E S G 課題を考慮するべきとの整理が行われ、機関投資家による E S G 投資を後押しした。また、E S G 投資は企業の E S G 課題への対応を促進することで企業の持続可能性を高め、経済成長にもつながることが期待されている。日本での E S G 投資は限定的だったが、2015 年 9 月に年金積立金管理運用独立行政法人 (G P I F) が P R I に署名したこともあって、日本でも E S G 投資に注目が高まっている。

E S G 投資は S R I の一分野と考えられているが、その成り立ちから倫理的な評価基準を持った投資と捉えられることがあり、米国を中心に受託者責任との関係性が議論されてきた。そこで、本稿ではまず米国や欧州、日本における S R I と受託者責任に関する動向を簡単に紹介する。次いで、E S G 投資の「総本山」とも言える P R I から出された受託者責任に関する報告書の内容を紹介する。さらに、E S G 投資は E S G 要因が将来の企業価値や投資パフォーマンスに影響することが前提になっているが、そのためには E S G 要因と企業パフォーマンスとの関係の分析を積み重ねることが必要となる。そこで、一例として、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の動向と企業パフォーマンスとの関係を分析した結果を紹介する。

## 2章 S R I と受託者責任の動向

### 1. 受託者責任とは

機関投資家は、他人である資産保有者の資産を受託し運用しているため、受託者として遵守すべき責任を負っており、これを受託者責任という。受託者責任に関する表現は国によって異なっているが、その主たる概念は比較的一致しており、中

でも運用業務に直接的に関わるのが忠実義務と注意義務（慎重義務）の2つである。忠実義務は、受託者は委託者（顧客）の利益の最大化のみに専念することを求めている。また、注意義務はその業務の専門家として備えるべき注意、技量、思慮深さおよび勤勉さを持って行動することを求めている。S R Iは、顧客だけに帰属する経済的リターンだけでなく、社会的リターンも考慮する投資とされるため、受託者責任に反するのではないかの懸念があり、受託者責任の存在がS R Iを行わないことの理由ともなってきた。

## 2. 米国

米国では、E R I S A（Employee Retirement Income Security Act：従業員退職所得保障法）で規定されている受託者責任とS R I<sup>1</sup>の関係について、労働省から解釈通達（I B：Interpretive Bulletin）や質問状に対する回答（レター）が出されている。E R I S Aは、企業年金制度の設計や運営等を規定する法律で、制度加入者の年金受け取り（受給権）の保護を最大の目的としており、年金資産の運用における必須の遵守事項が記述されている。S R Iに対しては、企業の財務面以外の要素を考慮して投資を行うことは年金制度の加入者や受給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。

S R Iと受託者責任に関する解釈が最初に示されたのは、1994年の解釈通達（IB 94-1）とされ、S R Iで期待されるリターンが同様のリスク特性を持つ他の投資手段と同等であれば受託者責任に反しないとされた。また、98年のカルバート・レターでは、年金資産運用におけるS R Iスクリーニングが受託者責任に反しないかどうかに

ついて、「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示された。これらの解釈通達やレターにより、米国におけるS R Iの拡大が期待された。その後、2008年にS R Iに否定的とも取れる内容の解釈通達（IB 2008-1）が出されたが、15年の解釈通達（IB 2015-01）で、それまでの解釈通達がS R Iを過度に抑制していたとして、S R Iと受託者責任の関係が改めて整理された。IB 2015-01では、IB 94-1と同様にS R Iが他の投資手法と同等のリスク・リターン特性を示すのであれば受託者責任に反しないとする解釈に加え、新たにE S G投資との関係にも言及している。すなわち、E S G要因を考慮する投資手法に優れた運用成果を期待できるのであれば、受託者責任に反しないとの解釈を示したのである。そもそも、E S G投資はE S G要因が将来の企業価値や投資パフォーマンスと関係するという前提で行うものであり、E S G投資が受託者責任に反する可能性があるという議論にIB 2015-01が終止符を打ったと言えるだろう。

## 3. 欧州

欧州では、英国における1995年の年金法改革に向けて年金法改革委員会がまとめた報告書で、S R Iについて受託者が受益者の利益を第一とし、当該投資戦略が注意義務にかなっていれば可能であるとし、それまでの判例法理に問題はないと評価している。また、2000年に年金法が改正され、年金基金の受託者は投資方針書で「①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、行っているならばどの程度か、②投資に付帯する権利の行

1) 米国労働省は、E T I（Economically Targeted Investing）という用語を用いている。

使（議決権の行使を含む）に関する方針があるか、あるのならばその方針」を開示することが義務付けられた。これは、受託者責任との関係を直接的に示したものではないが、運用において社会、環境、倫理を考慮することが受託者責任に反しないことを担保した改正と考えられる。その後、ドイツ、フランス、スウェーデンをはじめとする欧州の多くの国が、年金基金等に対して同様の情報開示を義務付けた。さらに、英国では受託者責任との関係を明確にするため、15年に労働・年金省が受託者責任という観点で、投資方針書に記載する「社会・環境・倫理に関する考慮」に関する見直しと、スチュワードシップの取り扱いについての意見募集を行った。結局、見直しは見送りとなったが、政府の見解では、その理由として年金基金は ESG 要因など長期的な投資パフォーマンスに影響する可能性のある要因を考慮する責任を既に十分認識していると指摘している。

また、欧州委員会（EU）の環境総局の代理として Ernst & Young が 2015 年に作成した報告書 “Resource Efficiency and Fiduciary Duties of Investors” では、EU における環境や資源効率と投資家の受託者責任に関してまとめられている。この報告書では、ESG 要因を投資方針や投資プロセスと統合することは、EU 内の受託者責任に関する法的枠組みと共存可能であるとし、機関投資家が環境や資源効率性に関する課題を投資プロセスに組み入れるよう投資家全体に対して働きかける必要性を指摘している。投資の意思決定プロセスに ESG 要因を取り入れることは、受託者責任に反しないとしているのである。

#### 4. 日本

日本においては、受託者責任と SRI や ESG

投資との関係について、法的に明確には示されていないが、公的な場面で ESG に関する言及が増えてきている。2014 年に金融庁の有識者検討会は、『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》を公表した。これは、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るための原則を定めたものである。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」とした。さらに、2017 年に公表された改訂版では、その部分が「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、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定される」と改められ、「社会・環境問題に関連するもの」の注に「ガバナンスと共に ESG 要素と呼ばれる。」とし、ESG という用語が明記された。

また、2015 年に PRI に署名した GPIF は、「ESG の取組みに係る基本方針」で「投資先企業における ESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは、この『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものとする」としている。また、「スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESG への取

組みを強めること」を記している。これらの動きは、投資プロセスにESG要因を考慮することが受託者責任に反しないことを担保していると考えられ、日本でのESG投資への関心を一層高めている。

### 3章 PRIの受託者責任への対応と「21世紀の受託者責任」

#### 1. PRIの受託者責任への対応

2005年に、フレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所がUNEP FIの資産運用ワーキング・グループのために作成した“A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”（「フレッシュフィールドズ・レポート」）が公表された。レポートでは、ESG投資と受託者責任について、「投資分析において、財務実績の予測信頼性を高めるためにESG問題を考慮することは明らかに許容されることであり、どの司法管轄においても必須であろう」との見解が示されている。そして、コフィー・アナン国連事務総長（当時）の指揮の下、投資家グループにより責任投資原則（PRI）が起草され、ニューヨーク証券取引所において同原則の発足式が行われた。PRIは受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務のあることを述べ、受託者責任に反しない範囲で6つの原則を採用し実行することを求めている。ただ、その後もPRIへ署名しない機関投資家が存在し、ESG投資を行わない理由として受託者責任を負っている点を挙げるがあるとされてきた。

このような状況の下、フレッシュフィールドズ・レポートから10年の節目である15年9月、PRI、国連グローバル・コンパクト、UNEP FI（国連環境計画・金融イニシアチブ）、UNEPインクワイアリーによる共同プロジェクトの結果をまとめた“Fiduciary Duty in the 21st Century”（邦訳「21世紀の受託者責任」<sup>2)</sup>）が公表された。

#### 2. 「21世紀の受託者責任」の概要

「21世紀の受託者責任」は、オーストラリア、ブラジル、カナダ、ドイツ、日本、南アフリカ共和国、英国、米国の8カ国を対象にした資産保有者（投資家）、資産運用者、弁護士、規制当局関係者など50名以上へのインタビューと受託者責任に関する法令・政策の調査、オーストラリア、日本、カナダ、英国、米国でのラウンドテーブルの開催などによって作成された投資実務と受託者責任に関する報告書である。報告書の目的に、「環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題（ESG）を投資プロセスに組み入れる投資家にとって、果たして受託者責任は真の障害であるのか、という議論に結論を出すこと」とある。そして、「投資実務において、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題など長期的に企業価値向上を牽引する要素を考慮しないことは、受託者責任に反することである」としている。これまでは、ESGを考慮することは受託者責任に反しないとしていたが、逆にESGを考慮しないことが受託者責任に反するとの見解を表明したのである。

投資実務にESG要素を考慮することは、企業のESG課題への対応を促進することで企業の持続可能性を高めるだけでなく、それが経済成長に

2) “FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY”のウェブサイト (<http://www.fiduciaryduty21.org/>)

もつながることが期待される。また、ESG投資の拡大には、投資家が行動するだけでなく、投資家が受託者責任を全うするための政策的な取り組みなども要するだろう。報告書は、単に受託者責任の解釈にとどまらず、関係者への提言など広範な内容で構成されている。そこで、以下では報告書の中から世界に共通する提言と日本への提言を紹介する。

### 3. 世界に共通する提言

報告書では、「持続可能な企業価値創造に向けたグローバル・ロードマップ」として、①機関投資家、②仲介業者、③政策立案者と規制当局への提言——がまとめられている。

#### ①機関投資家

- ESGインテグレーションおよび責任投資へのコミットメントを、いかに受託者責任に沿ったものであるという説明を含め、公表する。
- これらのコミットメントを投資プロセスの中で効果的に実施する。
- 資産運用者（内部および外部）がどのようにコミットメントを実施しているか監視する。
- コミットメントがどのように実施されたかおよびその成果について受益者に報告する。
- 企業報告の強化を含め、長期的なパフォーマンスに関する問題について、政策立案者と関わりを持つ。

#### ②仲介業者

仲介業者としては、法律顧問、資産運用コンサルタント（保険数理士）、証券取引所、証券仲介業者およびデータ提供業者が挙げられており、資

産運用に関わる幅広い業者が対象となっている。

- ESGインテグレーションおよび責任投資へのコミットメントがいかに受託者責任に沿ったものであるという説明を含め、公表する。
  - 受託者である顧客に提供されるリサーチおよび助言にコミットメントを効果的に実施する。
  - 受託者責任の重要な一部として、受託者に対し、ESG問題を含む長期的な企業価値向上要因の分析と説明が必要であることを助言する。
  - ESG問題および投資パフォーマンス間の関係性、ならびにエンゲージメントおよび企業の業績間の関係性についてのリサーチを支援する。
  - ESGインテグレーションの投資事例の市場の認識を高めることで、ESG問題に関するマーケットの視点を変える努力を支援する。
- #### ③政策立案者と規制当局
- 投資プロセス、株主行動、公的な政策への関与において、受託者がESG問題を分析し、考慮しなければならないことを明確にする。
  - 受託者責任により、投資家はESG問題を含む長期的に投資価値向上を牽引する要素に注意を払う必要があることを明確にする。
  - ESGインテグレーションおよび投資実務のあらゆる側面に関し、投資家に透明性を求める。
  - 国および地域の責任投資に関する法律および政策手段を調和させるような取組みを支援する（例えば、スチュワードシップ・コードや開示要件）。

## 4. 日本への提言

日本に関しては、責任投資やESGインテグレーションと直接的に関連する2つのコード（日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード）が制定されたことを紹介している。そして、日本において責任投資やスチュワードシップ（エンゲージメント）に対する関心が高まっていることを指摘しているが、責任投資の市場は未発達で、責任投資への取り組みは初期段階にあるとしている。日本への提言は、①金融庁、②厚生労働省、③企業年金基金、④受託資産運用を行う銀行等——に分かれている。以降では、その提言を抜粋して紹介する。

### ①金融庁

- ・ 資産保有者による委託先資産運用会社の監督状況を分析する。
- ・ 日本版スチュワードシップ・コードの実施状況をモニタリングする。
- ・ コードからの結果である投資やその他の成果を分析する。

### ②厚生労働省

- ・ 公的年金基金や企業年金基金に対して、投資判断にどのようにESG問題を組み込んでいくかの表明を求める。
- ・ 年一回、その進捗状況を見直す。
- ・ これらのコミットメントが行動や成果（運用パフォーマンスと投資先企業のESGパフォーマンス）にどのように影響しているかを分析する。

### ③企業年金基金

- ・ スチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、責任投資へのコミットメントを公表する。

### ④受託資産運用を行う銀行等

- ・ 長期的な企業価値向上の原動力についてESG要因も含め、より多くの調査を行う。

## 4章 Japan Roadmap

### 1. 概要

2017年4月、PRI、UNEP FI、Generation Foundationが日本におけるESG課題への対応や受託者責任に関する現状と提言をまとめた報告書“FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY JAPAN ROADMAP”<sup>3)</sup>を公表した。この報告書は、前述の「21世紀の受託者責任」のフォローアップとして作成されたものである。報告書では、日本におけるESG投資は他国と比べて遅れているが、ESG課題、特にコーポレート・ガバナンスに対する注目が高まっていることなどを指摘し、日本の機関投資家や企業、政府当局、日本取引所グループ（JPX）、GPIFなど幅広い関係者に向けた提言がまとめられている。

### 2. 提言の内容

「21世紀の受託者責任」では、日本に対する提言が官庁など関連する機関ごとに構成されていた。それに対し、本報告書では、①スチュワードシップとエンゲージメント、②コーポレート・ガバナンス、③年金基金に対するESG開示とガイダンス、④企業の情報開示、⑤アセット・オーナー

3) “FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY”のウェブサイト (<http://www.fiduciaryduty21.org/>)

のリーダーシップ——の5つの分野に分け、提言がまとめられている。以降では、提言のポイントと考えられる点を抜粋する。

### ①スチュワードシップとエンゲージメント

- ・ 金融庁は、スチュワードシップ・コードに署名した運用機関に対し、引き続きコードの実施状況をモニタリングすべきである。
- ・ 金融庁は、機関投資家や日本株を保有する企業に対して議決権行使の結果を開示させるべきである。また、コードの改訂案で議決権の行使結果を公表すべきとしているが、議決権行使結果の開示は市場の活性化につながることから、開示を義務化すべきである。
- ・ 日本の機関投資家が共同エンゲージメントを実施することを期待する。また、金融庁はそのための取り組みを継続し、ガイドラインをアップデートすべきである。
- ・ より多くの企業年金基金が、スチュワードシップ・コードに署名し、基本投資政策にコードを取り入れるべきである。また、コードへの署名状況と署名していない場合はその理由を開示すべきである。

### ②コーポレート・ガバナンス

- ・ コーポレートガバナンス・コードは、最新の状況を保ち、実質的なコンプライアンスとして機能するように、3年ごとに見直しが行われるべきである。また、企業はステークホルダーとともにコーポレート・ガバナンスの改善を続けるべきである。
- ・ コードは、政策保有株や相互保有株の保有に関して、単に戦略的な保有というだけでなく、より詳細な根拠や議決権行使の状況の開示な

どを要求すべきである。

### ③年金基金に対する E S G 開示とガイダンス

- ・ 日本の年金基金は、投資プロセスで E S G 要素を考慮しているか、スチュワードシップ・コードに署名しているかなどを投資方針や受益者とのコミュニケーションで公表すべきである。
- ・ 厚生労働省は、受託者責任の観点から年金基金が投資プロセスに E S G 要素の考慮が必要であることを示すガイダンスを作成すべきである。また、スチュワードシップ・コードや P R I への署名を促すべきである。

### ④企業の情報開示

- ・ 経済産業省と金融庁は、日本企業の E S G 情報開示の内容と比較可能性及び機関投資家にとっての有用性について再検討すべきである。
- ・ 日本取引所グループは、上場企業に向けて E S G 情報開示のガイドラインを作成すべきである。

### ⑤アセット・オーナーのリーダーシップ

- ・ G P I F は、他の市場参加者の模範として、運用マネジャーの選定やモニタリング、投資政策、ガバナンス、投資先企業とのエンゲージメントのテーマなどでの E S G インテグレーションのベストプラクティスに努めるべきである。
- ・ G P I F は、政策保有株や相互保有株などのコーポレート・ガバナンス上の課題の解決へのリーダーシップを発揮することや、共同エンゲージメントをサポートすべきである。



## 5章 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量と企業パフォーマンス

### 1. 分析について

ESG投資は、ESG要因が将来の企業価値や投資パフォーマンスに関係していることが大前提となっているが、実証的な分析は十分とは言えないようである。前述の「21世紀の受託者責任」でも、コーポレート・ガバナンスの問題が投資パフォーマンスに与える影響は確実な検証がなされているのに対し、社会や環境の問題と投資パフォーマンスとの関係は明瞭でないことが多いとしている。そこで、実際にESG要因と企業パフォーマンスとの間に何らかの関係があるのかを、日本の上場企業を対象に、環境（E）要因の1つと考えられるCO<sub>2</sub>排出量<sup>4</sup>と企業パフォーマンスとの関係を分析した結果を紹介する。

具体的には、2014年度の売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準と前年度比増減の2種類のファクターを用いる。企業パフォーマンスについては、ROA（総資産利益率）とROE（自己資本利益率）、そして株式リターン（以下、リターン）を分析の対象とする。

### 2. ROAとROEの平均的水準

ROA、ROEとの関係の分析は、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準の中央値や排出量の増減で分析対象企業を二分し、それぞれのグループに属する企業のROAやROEの平均的水準を検討する。

#### 1) 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の水準

まず、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準の中央値で分析対象企業を二分し、それぞれのグループにおけるROAとROEの平均値を比較すると、全ての年度で排出量の水準小に属する企業のROAとROEが高く、特に2013年度と14年度でのROEの差が大きいという結果が得られた（図表1）。また、この平均値の差について検定すると、ROAは2013年度、15年度、16年度、ROEは2013年度、14年度、16年度とほとんどの年度において有意水準0.05で統計的に有意な差がある。排出量の水準とROAやROEには何らかの関係があることが示唆される。

データが取得できた547社を対象に、業種ごとの売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の平均値（年間）

図表1 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の水準とROA、ROE

グループ	社数（社）	ROA（%）				ROE（%）				
		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	
排出量の水準小	272	3.6	3.7	3.6	4.0	8.6	8.0	7.6	8.8	
排出量の水準大	272	2.9	3.1	3.0	3.2	6.4	5.4	6.2	7.0	
平均値の差のt検定（両側）：p値		(0.007)	(0.063)	(0.047)	(0.005)	(0.000)	(0.026)	(0.119)	(0.006)	
分解	業種要因	水準小	2.7	2.9	2.6	2.7	6.0	5.9	5.0	5.8
		水準大	2.9	3.0	2.7	3.1	5.6	6.1	5.2	6.0
	企業要因	水準小	0.9	0.8	1.0	1.3	2.5	2.1	2.5	3.0
		水準大	0.1	0.1	0.2	0.1	0.8	-0.6	1.0	1.0

（出所）経済産業省「環境報告書プラザ」、東洋経済新報社から大和総研作成

4) CO<sub>2</sub> 排出量については、2016年6月に大和総研リサーチ業務部データバンク課が経済産業省「環境報告書プラザ」ホームページから取得し、整備したデータを用いている。

を算出すると、銀行業（対象社数7社）は0.06t/百万円、卸売業（同24社）は0.11t/百万円であるのに対し、石油・石炭製品（同5社）は11.84t/百万円、電気・ガス業（同17社）は18.33t/百万円であるなど、業種によって排出量の水準が大きく異なっている。排出量の水準をファクターとしてグループを作成すると各グループの業種構成に違いが生じ、これが排出量とROAやROEとの関係に影響している可能性がある。そこで、業種というファクターを考慮した分析を試みた。

個別企業のROAは、「所属する業種の平均的なROA水準（所属業種のROA）」と「所属業種のROAと個別企業のROAとの差」に分解でき、前者を業種要因、後者を企業要因と呼ぶことにする。ポートフォリオの場合も、その業種別構成比を用いることで、ポートフォリオの平均的なROA水準を業種要因と企業要因に分解できる。そこで、所属業種のROAを業種別構成比で加重平均することでポートフォリオ全体のROAの業種要因部分として算出する。また、ROEについても同様に業種要因と企業要因に分解する。

結果を見ると、業種要因は水準大の方がわずかに高い年度が多いが、企業要因はいずれの年度でも水準小の方が明確に高い（図表1の下半分）。

排出量の水準大よりも水準小のROAやROEが高いのは、水準小の企業要因が高いことが寄与しており、業種による影響を除いても排出量の水準とROAやROEとの間に何らかの関係があることを示唆しよう。

## 2) 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の増減

次に、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の前年度比増減をファクターとして、排出量が減少した企業と増加した企業のROAとROEの平均値を算出したところ、ROAは2014年度以降の全ての年度で排出量減少に属する企業の方が高いという結果になった（図表2）。ROEについては、2014年度と16年度は排出量が減少した企業の方が高いが、13年度は排出量が増加した企業の方が高く、15年度は両グループが同水準となっている。ただ、14年度のROEを除いて、いずれの年度でも、両グループのROAやROEの水準の差はそれほど大きくはない。また、有意水準0.05でROAやROEの差について検定した結果、全ての年度が統計的に有意ではない。

図表2の下半分に示した通り、排出量の水準による分析と同様に、ROAとROEを業種要因と企業要因に分解した。すなわち、排出量減少の

図表2 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の増減とROA、ROE

グループ	社数(社)	ROA (%)				ROE (%)				
		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	
排出量減少	388	3.2	3.5	3.4	3.7	7.4	7.3	6.9	7.9	
排出量増加	153	3.4	3.0	3.1	3.4	7.7	5.2	6.9	7.7	
平均値の差のt検定(両側):p値		(0.492)	(0.120)	(0.417)	(0.396)	(0.551)	(0.225)	(0.956)	(0.696)	
分解	業種要因	排出量減少	2.8	3.0	2.7	2.9	6.0	6.0	5.3	6.0
		排出量増加	2.7	3.0	2.6	2.8	5.5	5.9	4.7	5.6
	企業要因	排出量減少	0.4	0.6	0.7	0.7	1.4	1.3	1.6	2.0
		排出量増加	0.7	0.0	0.5	0.6	2.2	-0.7	2.2	2.0

(出所) 経済産業省「環境報告書プラザ」、東洋経済新報社から大和総研作成

グループの方が2014年度以降のROAが高いのは、やはり企業要因が寄与しているようである。ROEについては、年度によって様相が異なり、一定の関係は見られない。このように、ROAについては業種の違いによる影響を除いても排出量の増減と関係している可能性は見られたが、前述した検定の結果からも分かるように、その差が偶然に生じている可能性は否定できない。

### 3. リターンの平均的水準

リターンの平均的水準との関係を分析するために、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準の中央値や排出量の増減で分析対象企業を二分し、それぞれのグループに属する企業を対象に投資した際のリターンを分析した結果を紹介する。リターンは、2012年初に等金額で投資し、17年6月末までの5.5年間保有した際の年率リターン（以下、通期リターン）を分析対象としている。

#### 1) 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準

売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準の中央値で分析対象企業を二分した際の通期リターンは、排出量の水準大よりも水準小の方が高い（図表3中のトータル）。このリターンの差は、有意水準0.05で統計的に有意であり、排出量の水準とリターンとの間に何らかの関係があることが示唆される。

より詳細に検討するために、各年の年初に等金

額で投資し、年末まで保有した際のリターンを計測すると、2012年と13年は排出量の水準小のリターンと水準大のリターンに10%ポイント以上の差があるが、16年と17年（6月まで）は両者のリターンに差はほとんどない。分析で用いたのは14年度の排出量であることや、それ以前の12年と13年で両者の間でリターンの差が大きいことを踏まえると、市場は環境効率性が高い状況に至る過程を評価し、それがリターンの差に表れている可能性が示唆されよう。

また、排出量の水準で対象企業を4つのグループに分け、排出量の水準が低い方から4分の1ずつ第一分位、第二分位、第三分位、第四分位として、通期リターンを算出してみた（各分位に属する企業は136社）。第一分位から第四分位までのリターンはそれぞれ、22.6%、22.4%、19.4%、16.2%となり、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準が小さいほどリターンが高いという関係が見られた。

さらに、ROAとROEの分析と同様にリターンについても業種要因と企業要因への分解を試みた。個別企業のリターンは、「所属業種のリターン（業種要因リターン）」と「所属業種のリターンに対する超過リターン（企業要因リターン）」に分解できる。具体的には、東証業種別株価指数の伸び率を所属業種のリターンとして、業種別構成比で加重平均することでポートフォリオの業種要因リターンを算出し、リターンの分解を行った。

図表3に示したように、結果を見ると、排出量の水準小のトータルの通期リターンは、水準大よりも高いのであるが、これは水準

図表3 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準とリターン

グループ	社数(社)	年率リターン (%)			
		トータル	(p 値)	業種要因	企業要因
排出量の水準小	272	22.5	(0.000)	16.6	5.9
排出量の水準大	272	17.8		15.4	2.5

(注) p 値は、リターンの差を0とする両側検定の有意確率  
(出所) 経済産業省「環境報告書プラザ」、東洋経済新報社、東京証券取引所から大和総研作成

小の企業要因リターンが 5.9%であるのに対し、水準大は 2.5%にとどまっていることの影響が大きい。したがって、業種構成の違いによる影響を除いても、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量が多い企業よりも小さい企業の方のリターンが高いことになる。そして、ここまで紹介した通期リターンの分析の結果は、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の水準という情報がリターンと関係していることを示唆すると言えるだろう。

## 2) 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の増減

次に、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の前年度比増減を用いて、排出量が減少した企業と増加した企業の通期リターンを算出したところ、排出量が増加した企業よりも減少した企業の方が高かった(図表 4 中のトータル)。このリターンの差は、有意水準 0.05 で統計的に有意である。すなわち、排出量の増減とリターンとの間に何らかの関係があることを示していよう。

また、各年の年初に等金額で投資し、年末まで保有した際のリターンを算出すると、2012 年から 14 年と直近の 17 年については排出量が減少した企業のリターンが高く、特に 13 年と 14 年での差が大きい。分析に用いたのは 14 年度における排出量の増減であるから、排出量の水準による分析と同様に、環境効率性を高めるという行動が市場から評価され、リターンに差が生じた可

能性を示唆しよう。また、15 年と 16 年については排出量が増加した企業の方のリターンが高いが、その差はわずかとなっている。

参考として、排出量の水準による分析と同様に、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量が対前年度比で減少した企業を減少率の大きさを減少率大(対象社数 194 社)と減少率小(同 194 社)に、また排出量が増加した企業も増加率大(同 76 社)と増加率小(同 77 社)の 4 つのグループに分けて通期リターンを算出した。それぞれのグループのリターンは、減少率大は 23.2%と高いが、減少率小は 18.6%、増加率小は 18.2%、増加率大は 18.3%であった。減少率大のリターンが最も高く、他の 3 つのグループのリターンは同程度の水準である。これは、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量を大幅に削減した企業に対する市場からの評価が高い可能性があるということだろう。

さらに、リターンを業種要因と企業要因に分解すると、業種要因リターンは同程度となっており、排出量が減少した企業グループの通期リターンが高いのは、企業要因リターンの水準の違いが影響しているようである(図表 4 の右)。したがって、業種構成の違いを考慮しても売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の増減という情報がリターンと関係している可能性があるだろう。また、減少率大のリターンだけが明確に高いことは、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量が大きく変化したという情報がリターンと関係していることを示唆しよう。

図表 4 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の増減とリターン

グループ	社数(社)	年率リターン (%)			
		トータル	(p 値)	業種要因	企業要因
排出量減少	388	21.0	(0.010)	16.0	5.0
排出量増加	153	18.2		15.9	2.3

(注) p 値は、リターンの差を 0 とする両側検定の有意確率  
(出所) 経済産業省「環境報告書プラザ」、東洋経済新報社、東京証券取引所から大和総研作成

## 4. 時価総額加重平均リターン

最後に、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準の中央値や増減で対象企業を二分し、各グループの時価総額加重平均リターンを分析した結果を紹介する。リターンを時価総額で加重平均すると、当然のことではあるが、時価総額の大きい企業のリターンの影響が強くなるため、リターンと排出量の水準や増減との関係が分かりにくくなる恐れがある。しかし、実際の投資ではポートフォリオの作成時に各企業の時価総額を考慮することが多く、排出量の水準や増減と投資パフォーマンスとの関係を見るには、時価総額加重によるリターンを検討する必要がある。そこで、それぞれのグループに属する企業を対象に、2012年初から17年6月末までの5.5年間について月次の時価総額加重平均リターンを算出し、分析した。

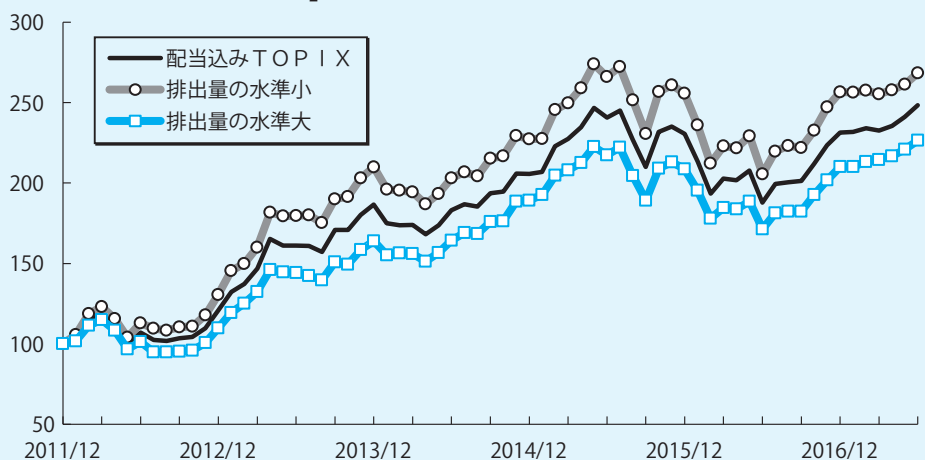
### 1) 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準

売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準の中央値で分析対象企業を二分し、それぞれのグループの月次

の時価総額加重平均リターンを算出した。算出結果について2011年末を100とするリターン指数を作成したところ、排出量の水準小に属する企業（対象社数272社）の指数は市場全体の動向を示す配当込みTOPIXよりも上の水準を推移している（図表5）。これに対し、排出量の水準大に属する企業（同272社）の指数は配当込みTOPIXより下の水準を推移しており、排出量の水準の大小で指数の動向に差が生じている。また、分析の対象とした5.5年間の年率リターン（以下、5.5年間リターン）は、配当込みTOPIXが18.0%であったのに対し、排出量の水準小は19.7%、水準大は16.0%である。市場は環境効率性が高い企業を高く評価し、逆に環境効率性が低い企業に対する評価は低いことがリターン指数の推移の差に表れている可能性が示唆される。

ところで、投資パフォーマンスはリスクとリターンを合わせて考える必要がある。そこで、月次リターンの標準偏差を年率化したものをリスクとして、リターンをリスクで除してみると、水準小は1.01であるのに対し、水準大は0.93となり、

図表5 売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量の水準とリターン指数推移（2011年末=100）



（出所）経済産業省「環境報告書プラザ」、東洋経済新報社、東京証券取引所から大和総研作成

リスクあたりのリターンでも水準小の方が高い。売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の水準という情報が投資パフォーマンスの向上に寄与する可能性があるということではないだろうか。

さらに、より詳細に売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量と 5.5 年間リターンの関係を見るために、排出量の水準で対象企業を 4 つのグループに分け、排出量の水準が低い方から第一分位、第二分位、第三分位、第四分位として、5.5 年間リターンを算出してみた。各グループに属する企業数は全て 136 社である。第一分位から第四分位までのリターンは順に、20.2%、19.2%、16.3%、15.7% だった。売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の水準とリターンとに線形の関係が見られ、排出量の水準が投資パフォーマンスに関係している可能性があることを補強する結果と言えよう。

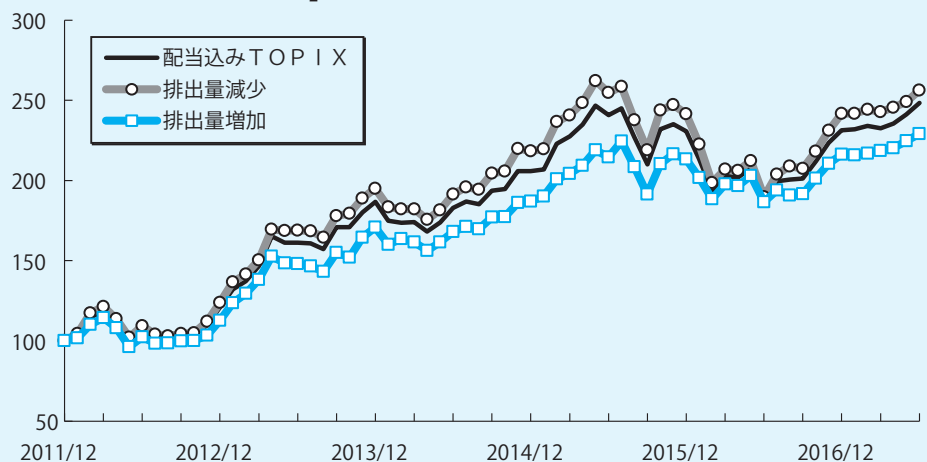
## 2) 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の増減

次に、売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の前年度比増減によるリターン指数を作成すると、排出量が減少した企業（対象社数 388 社）の指数は、配

当込み T O P I X よりも上の水準を推移し、特に 2013 年半ばから 2015 年中頃にかけて配当込み T O P I X との差が開いている（図表 6）。一方、排出量が増加した企業（同 153 社）の指数は、配当込み T O P I X よりも下の水準を推移している。13 年半ばから 15 年末にかけて配当込み T O P I X を下回る幅が大きく、排出量減少の企業と対称的な動きをしている。13 年半ばから 15 年までのところで差が大きいという結果には、14 年度の排出量のデータを用いていることが関係しているのかもしれない。なお、5.5 年間リターンは排出量減少が 18.7% であるのに対し、排出量増加は 16.3% であった。

さらに、排出量が減少している企業を対象として減少率の中央値で二分すると、減少率が大きい企業で構成したポートフォリオの 5.5 年間リターンは 19.5% で、排出量が減少した企業全体のリターンをわずかに上回る。これに対し、排出量が増加した企業も同様に増加率の中央値で二分すると、排出量の増加率が大きい企業の 5.5 年間リターンは 13.1% にとどまり、排出量が大きく増

図表 6 売上高当たり CO<sub>2</sub> 排出量の増減とリターン指数推移（2011 年末=100）



（出所）経済産業省「環境報告書ブラザ」、東洋経済新報社、東京証券取引所から大和総研作成

えた企業のリターンが目立って低いことが分かった。排出量の増減に関しては、排出量の削減が大きいことや、排出量の増加が大きいという情報が投資パフォーマンスの向上に寄与するのではないか。

## 6章 おわりに

2015年は、E S G投資にとって大きな節目となった年だった。前述したように、15年に米国の労働省はE S G投資と受託者責任に関して、E S G要因を考慮する投資手法に優れた運用成果を期待できるのであれば、受託者責任に反しないとの解釈を出した。また、E S G投資を提唱したP R Iは15年に公表した「21世紀の受託者責任」で、E S G要因を考慮しないことが受託者責任に反するとした。さらに、日本では15年にG P I FがP R Iに署名し、運用プロセスにE S Gを考慮することを宣言した。15年は、各国のE S G投資に大きな影響を与えた、もしくは与えるきっかけになったと考えられる動きが相次いだのである。

繰り返しになるが、E S G投資はE S G要因が将来の企業価値や投資パフォーマンスに影響することを前提としている。本稿では、因果関係にまで踏み込んだものではないが、売上高当たりCO<sub>2</sub>排出量をファクターとして、企業パフォーマンスとの関係を分析したところ、排出量と企業パフォーマンスに何らかの関係が存在している可能性を示す結果を得た。

世界的にも、E S G要因と企業パフォーマンスとの関係を明らかにするために数多くの調査や実証分析が実施されているが、いまだ最終的な結論には至っていないようである。今後、さらなる実

証などが積み重ねられることで、どのようなE S G要因を、どのように用いることが投資パフォーマンスの向上につながるのかを明らかにしていく必要がある。また、そのためには企業が将来の企業価値と関係するE S G情報の開示を拡充し、そのデータベースを充実させることも必要である。今後、E S G投資が拡大することで投資パフォーマンスや企業の持続可能性が向上し、経済成長にも寄与することが期待される。

[著者] \_\_\_\_\_

伊藤 正晴 (いとう まさはる)



政策調査部  
主任研究員  
担当は、社会的責任投資