

*** 特集「責任投資原則（PRI）の実践課題」 ***

サステナビリティ投資に求められるリサーチ体制

～ 欧州のサステナビリティ運用機関の事例から ～

社会システム研究所 CSR 調査室 立石 隆英

要 約

責任投資原則（PRI）の署名機関は現在 420 機関である¹。2006 年当初の署名機関数は 33 であり、大幅に増えている。責任投資原則では、運用プロセスにおける ESG への配慮が推奨されており、少なくとも署名機関では ESG といった非財務要因が認識されつつあると考えられる。では、運用プロセスにおいてどのような ESG リサーチが展開されているのだろうか。従来型の運用プロセスでは、財務分析やファイナンス理論による証券分析に関わるリサーチが主流であったと考えられるが、ESG についてどのようなリサーチプロセスを持っているのだろうか。日本の責任投資原則への署名機関は 13 で全署名機関の 3% と依然として少数であり、インベストメント・マネジャーの署名機関数も総数 195 機関中、日本は 9 機関である。この差を考えると、日本よりも、海外で運用プロセスにおける ESG 要因の配慮が様々な形で進んでいると考えられる。そこで、本年 6 月末から 7 月上旬にかけて、欧州におけるサステナビリティ投資に関する現状調査を行った。その際に、運用機関のリサーチ体制についてもヒアリングすることができた。訪問したのは二機関ながら、実際に非財務要因を運用プロセスにおいて配慮するための、しっかりしたリサーチ体制が構築されていることがわかった。本稿では、そのリサーチ体制を紹介し、今後、サステナビリティ投資を行うために必要不可欠なリサーチ体制について考察してみたい。

¹ 2008年9月9日時点。内訳はアセット・オーナー：141 機関、インベストメント・マネジャー：195 機関、専門サービス機関：84 機関である。

目次

1. はじめに
2. サステナビリティ投資とポートフォリオ構築プロセス
 - 2.1 サステナビリティ投資
 - 2.2 ポートフォリオ構築プロセスにおけるサステナビリティ投資
3. 欧州運用機関におけるサステナビリティ投資リサーチ体制
 - 3.1 KBC Asset Management
 - 3.2 SAM の運用機関(Sustainability Asset Management)
4. 考察
5. おわりに

1. はじめに

責任投資原則の目的はサステナビリティ投資の実践にあると考えられる。サステナビリティ投資では、経済的な価値の持続性に加えて社会や環境の持続性にも配慮することが求められる。従来、経済的価値重視の投資を目的とするリサーチでは不十分であることは想像に難くない。今後、投資の世界でサステナビリティ投資が主力になる公算が大きく、日本でも、それに対応するためのリサーチ体制が投資関連機関でも求められると考えられる。では、サステナビリティ投資では、どのようなリサーチ体制が必要なのだろうか。財務要因に加えて非財務要因を投資戦略に盛り込むために、どのようなアナリストが何人で、どのような専門性を持ってリサーチを展開しているのか。このたび、サステナビリティ投資を实践する欧州の二つの運用機関を訪問する機会を得た。いずれも責任投資原則に署名している。今回のヒアリングからは、単に署名だけをしているのではなく、同原則に真摯に対応する試みを実践していることがうかがわれた。実際に運用機関のリサーチ担当者にヒアリングしてみると、かなり真剣に ESG のリサーチを進めていることや、そのための専門性をリサーチにいかす体制が敷かれていることが理解できた。現在、責任投資原則に署名している日本の運用機関は9機関に過ぎないが、このような取り組みが、日本の運用機関においても遠からず必要不可欠なものとなろう。その意味で、この二機関のリサーチ体制は参考になるであろう。ただ、これらの機関が持っているリサーチ体制は一朝一夕にできるものではなく、中長期的な計画が必要であることは言うまでもない。

2. サステナビリティ投資とポートフォリオ構築プロセス

2.1 サステナビリティ投資

責任投資原則で述べられている、投資プロセスにおいて ESG 要因を考慮するということは、従来の財務的、経済的要因に加えて、非財務的な環境、社会、ガバナンス要因を配慮するという意味で、その目的がサステナビリティ投資にあると言える。サステナビリティ投資を推進し、社会全体のサステナビリティ・ディヴェロップメントを促進するのが目的だからだ。責任投資原則は、経済面、環境面、社会面それぞれのサステナビリティ達成を目的としているのである。これは、トリプルボトムラインの達成に他ならない（図表 1）。

図表 1 トリプルボトムラインと責任投資原則の ESG

トリプル・ボトム・ライン	責任投資原則	
環境の持続性	環境(E)	非財務的要因
社会の持続性	社会(S)	
-	ガバナンス(G)	
経済の持続性	財務的要因	

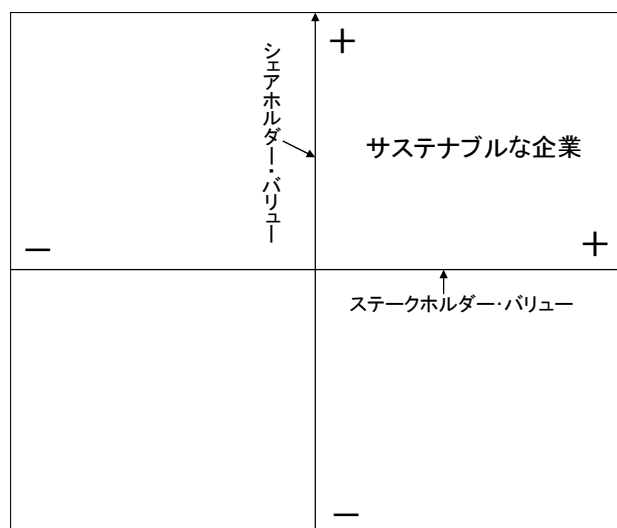
(日興フィナンシャル・インテリジェンス)

Chris Laszlo の “Sustainable Company”によると、サステナブルな企業は図表 2 における二つの評価軸の第一象限にある企業と定義される。シェアホルダー以外のステークホルダー・バリューを評価するにあたって、ステークホルダー・インプットも重視する必要があることを同書は示唆している。ステークホルダー・インプットとは、従業員、顧客、地域、さらに環境問題を調査している NPO や NGO などの機関による当該企業への関心や課題に関する見方に関する情報である（図表 3）。このような情報収集は少なくとも、別途訪問した欧州のレーティング機関で実施されている²。単なるアンケートによる当該企業から発信される情報だけではなく、利害関係者から企業がどのように

² EIRIS (英国)、Vigeo (ベルギー)など。日本では、アンケートを主体とする当該企業発の情報に偏っており、今後、サステナビリティ投資をする際に、当該企業へのアンケート結果だけでは、評価情報として不十分であると言わざるを得ない。日本企業のサステナブル評価の大きな課題である。日本企業に関するサステナビリティ評価については、ステークホルダー・インプットをどのように扱うかという次のステップを想定する必要がある。

見られているかが調査対象となっている。

図表 2 サステナブルな企業



(“Sustainable Company”Chris Laszlo をもとに作成)

* ステークホルダーはシェアホルダー以外の利害関係者

図表 3 ステークホルダー・インプットのイメージ

	ステークホルダーの 関心・課題	企業のステークホルダー 価値への影響	ステークホルダーの 株主への影響
コミュニティ		+	+
		-	-
環境		+	+
		-	-
政府		+	+
		-	-
顧客		+	+
		-	-
従業員		+	+
		-	-
関連企業		+	+
		-	-
その他		+	+
		-	-

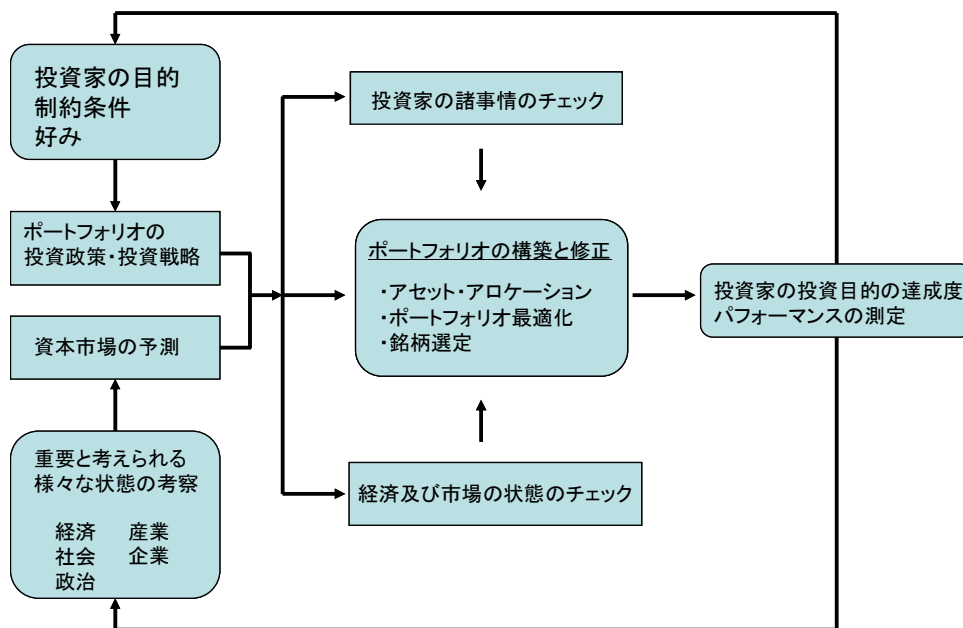
(“Sustainable Company”Chris Laszlo をもとに作成)

2.2 ポートフォリオ構築プロセスにおけるサステナビリティ投資

John L. Maginn と Donald L. Tuttle の著書”Managing Investment Portfolios A Dynamic Process”によれば、ポートフォリオ構築のプロセスは下図のように表される。Maginn と Tuttle のポートフォリオ構築プロセスにおける責任投資原則の実践は以下の点を具体化することであると考えられる。

- ①投資戦略や投資政策の前提となる投資家の目的の明確化：サステナビリティ投資
- ②資本市場の予測に重要と考えられる様々な状態の考察：非財務要因の状態を考慮

図表4 ポートフォリオの構築プロセス



(Managing Investment Portfolios A Dynamic Process 2nd edition John.L.Maginn D.L.Tuttle)

責任投資原則に署名しているインベストメント・マネジャーの数は195機関³ということもあり、様々な機関が様々な方法でサステナビリティ投資を目的とする非財務要因の計測や評価の実践を試みていると考えられる。

6つの責任投資原則（PRI）の中で、1番目の原則は、「ESG（環境、社会、ガバナンス）に関する要因を投資分析と意思決定プロセスに組み込む」である。2007年のUNEP

³ 2008年9月9日現在。

FI と国連グローバルコンパクトによる調査レポート⁴では、署名機関が下記のような具体的な行動事例をあげている。

- ①責任投資と ESG をもとに正式で公開可能な投資政策方針書を持っている
- ②正式文書を通じて投資意思決定における ESG の考慮を進めている
- ③責任投資や ESG の課題に関する分析の専門スタッフを置いている
- ④ESG について専門外のファンドマネジャーに対する教育を実施
- ⑤内部の ESG の専門家及びファンドマネジャーの ESG リサーチ能力調査の実施
- ⑥ファンドマネジャーの採用にあたって責任投資と ESG について考慮し、PRI や責任投資に関するヒアリングを行っている
- ⑦ファンドマネジャーの採用にあたって、コンサルタントに責任投資と ESG の考慮を依頼
- ⑧責任投資と ESG 分析手法の開発、大学研究の支援や同業者との意見交換の実践
- ⑨投資関連の専門家のための責任投資と ESG 研修の支援(CFA プログラムへの ESG 関連資料の提供)

このような事例だけでは、具体的にどのように ESG 要因の計測が行われているかを判断することは難しい。この傾向は、2008 年の調査レポート⁵でも同様である。ESG の専門スタッフをリサーチ部門に配置していることがうかがわれるが、具体的にどのような専門家が配置されているのかを読み取ることはできない。従来の財務やファイナンス理論による証券分析を行ってきたアナリストと、どのような点が具体的に違うのかは、実際に運用機関のリサーチ部門にヒアリングするしかないだろう。今回、そのような機会が得られ、欧州の運用機関におけるサステナビリティ投資のためのリサーチ体制をヒアリングすることができた⁶。リサーチの中で非財務的要因に関する試みが実践されていることが確認できた。そして、想像した以上に、非財務要因の専門家の配置がリサーチ部門で進められていると感じた。また、いずれの機関のアナリストも”Self motivated and disciplined”という言葉があてはまる、生き生きとリサーチに従事している姿が印象的であった。

⁴ “PRI Report on Progress 2007” Implementation, Assessment and Guidance UNEP Finance Initiative

⁵ “PRI Report on Progress 2008” UNEP Finance Initiative

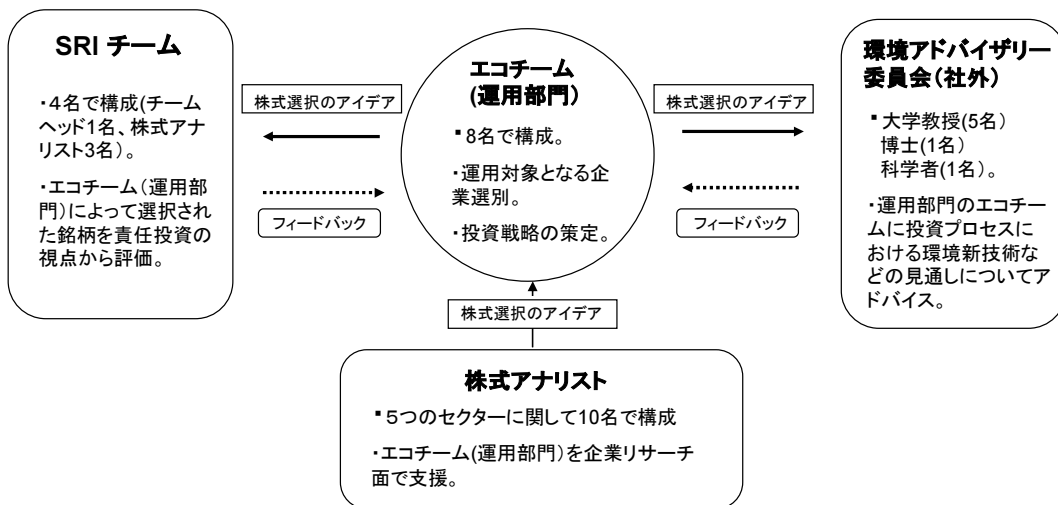
⁶ 2008 年 6 月末~7 月上旬。

3. 欧州運用機関におけるサステナビリティ投資リサーチ体制

3.1 KBC Asset Management

KBC Asset Management は KBC Group の資産運用部門である。1998年にベルギーの三大金融機関（Kredietbank とその子会社と Cera Bank、ABB Insurance）が合併して KBC Group となった。資産運用部門は 1948年に Kredietbank 内に設立されていたが、2000年に KBC Asset Management として分離した。本社はベルギー・ブリュッセル。2007年末の運用資産残高は 1750 億ユーロ。その中で SRI ファンドの運用資産残高は 75 億ユーロである⁷。SRI 運用における環境関連のリサーチ体制は下図の通りである。同社には、ESG ファクターのリサーチに特化した SRI チームが配置されている(サステナビリティ・アナリストと呼ばれる)⁸。

図表 5 KBC Asset Management の運用リサーチ体制(環境関連・株式)



(KBC Asset Management の資料より NFI 作成 *内容については原文の英語資料が優先される)

⁷ SIF ジャパンの調査では、2007 年末の日本国内の SRI ファンド残高は 7500 億円であり、同時期の KBC Asset Management が運用する SRI ファンドの残高と同程度であると言える。

⁸ 企業調査の過程で、当該企業の顧客、従業員、サプライヤー、地域、環境問題などのステークホルダーインプット関連情報は EIRIS による企業の定性的レポートを参照している。

SRI チームのアナリストが EIRIS の ESG 評価データをもとに、社外のアドバイザリー委員会と構築した評価尺度に基づいて、企業のサステナビリティを評価し、運用部門の選択した銘柄を責任投資の視点から評価してフィードバックを行っている。

また、社外に「環境」専門のアドバイザリー委員会を持っている（図表 5）。アドバイザリー委員会のメンバーの専門領域は廃棄物・廃棄ガス処理関係、医薬学部、リサイクル、環境科学、有害物質関連などである。当初、SRI チームのサステナビリティ・アナリストは、当初はこのような ESG に関わる専門性を持っていなかったが、この委員会との会合の中でリサーチマニュアルを構築しながら専門性を高めてきたということである⁹。SRI チームは年に 4～6 回、社外のアドバイザリー委員会と会合を持ちながら、サステナビリティ投資のリサーチ方法論などを確認している¹⁰。

3.2 SAM の運用機関 (Sustainable Asset Management)

SAM グループの独立系の運用機関。1995 年設立 本社:チューリッヒ 支社(米国、ドイツ、スウェーデン、イタリア、シドニー) 従業員:90 名。資産運用の受託や、ファンド運用を行っており、主な顧客は、年金基金、保険会社、銀行。同グループのインデックスサービス部門がダウジョーンズと構築したサステナビリティ・インデックスは、いわゆる SRI インデックスの一つである。

「サステナビリティ」を SAM は次のように定義している。

「サステナブルな企業とは、経済、環境、社会に関わるリスクを管理しながら、その機会をとらえて、長期的な株主価値を創出する企業」

具体的なサステナブルな企業の特徴として下記の点をあげている。

- ① 経営戦略の質が高い
- ② コーポレートガバナンスがしっかりしている
- ③ 情報に裏づけされた強固なリーダーシップ
- ④ 利用者がアクセスしやすい財務パフォーマンス情報の公開

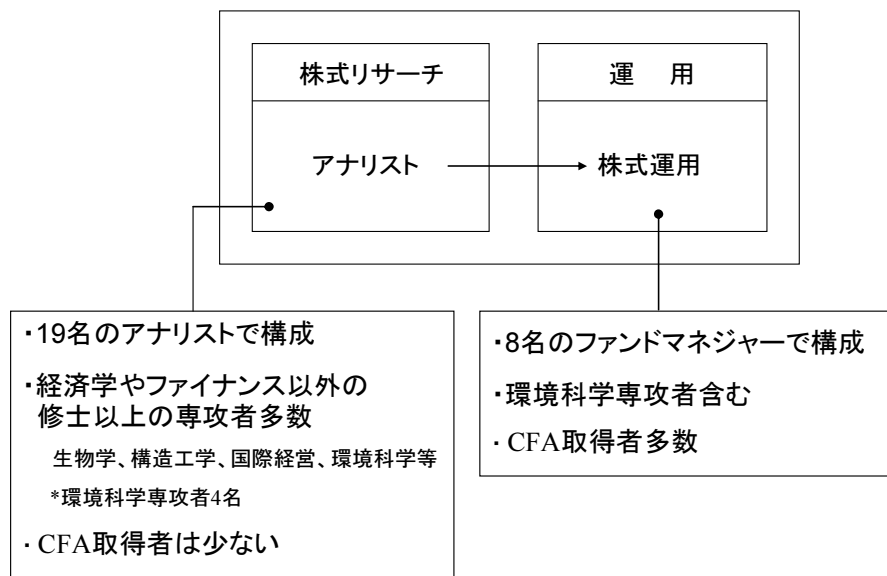
⁹ 同社は最近、運用プロセスの中で、Engagement を導入している。投資対象企業に対して、ESG 分野での改善可能な部分については、e-mail、電話、会合などでのディスカッションを通じて改善を促すプロセスである。KBC Asset Management によると、株主行動 (Shareholder Activism) は 2 段階あり、その第一段階がエンゲージメントであり、第二段階が議決権行使と考えている。「エンゲージメント」は責任投資原則 (PRI) の 6 つの原則のなかでも触れられている。

¹⁰ 2002 年から、リサーチ方法のマニュアル(100 頁程度)を作成し、必要に応じて更新している。

- ⑤ コミュニティとの信頼関係がしっかりしていること
- ⑥ ブランド、サステナビリティに関わる製品やサービスの提供による顧客とのつながりの重視
- ⑦ 従業員の連帯感、モチベーションが高い、教育を重視、定着率も良好、健康状況も良好
- ⑧ 事業プロセスの改善による環境負荷の軽減の重視
- ⑨ 「事業が未来を創る」という責任と役割を十分に理解している

以上のような視点による企業のサステナビリティを、企業向けアンケートによって調査している¹¹。このような、サステナブルな企業を選別して運用を行う体制は図表6の通りである。一見、従来のアナリスト体制と違いがないように見えるが、アナリストの大学時代の専門性が、従来の財務、経済、産業セクター関連の理系の専門学部専攻を中心とする企業アナリストと異なっている。

図表6 SAMグループ Sustainability Asset Managementの運用リサーチ体制



(SAM Sustainability Investment Managementの資料より NFI 作成)

¹¹ 10年分のアンケート調査データの蓄積があり、データベース化されている。

サステナブルな企業を選別するための、リサーチチームのアナリスト数は19名（内博士4名、修士13名、CFA取得者1名、CEFA2名、2008年7月1日現在）。大学の専攻は環境科学3名、生物学1名というように経済・財務関係以外の専攻者が多い。一方、運用担当者は8名である（環境科学1名、経営学1名、ファイナンス2名、経済学2名、最終学歴では修士4名、博士1名、CFA取得者は4名）。リサーチ部門ではCFA取得者数が運用部門に比べて少なく、また、経済、ファイナンス関連の専攻者も少ない。アナリストに関しては、従来の企業の財務を専門とする企業アナリストではなく、ESGの中でも環境の専門性を重視した布陣になっていることがわかる。

4. 考察

本稿で紹介した二つの運用機関を見ると、責任投資原則に従って、運用プロセスにおいてESG要因を考慮するためのリサーチプロセスでは、ESGに関わる非財務的視点からの評価をするための専門性が必要であることがわかる。その専門性の確保の方法は、二つの機関では異なる。KBCでは、企業アナリストとは別途、サステナビリティ評価専門のアナリストを設置し、社外のESGに関する専門家とのネットワークによって、このアナリストの養成を図っている。一方、SAMでは大学院レベルでESG関連の専門性を持った人材をアナリストに配置している。ESGの専門性のある人材の確保の方法は異なるものの、両機関ともESG関連の専門家をリサーチに配置しているのである¹²。日本証券アナリスト協会の「証券アナリスト職業行為基準」の総則では、証券アナリスト会員に対して『証券分析業務のもつ社会的役割、証券分析に関する理論と実務の研鑽への精進と職務にふさわしい専門能力の維持、向上、専門的見地に基づく公正かつ客観的判断を下すこと』を求めている。責任投資原則に沿った証券分析業務を考えると、従来のアナリスト養成プログラムに非財務的要因の分析評価能力の養成が盛り込まれることも検討される余地があると考えられる。日本の証券アナリスト協会や米国CFAの協会員養成のプログラムでは、証券分析業務に必要な専門知識として、財務分析、ファイナンス理論、経済理論に重点が置かれおり、サステナビリティ・アナリストを養成のためのプログラムをどのように盛り込むかが今後の検討課題となろう。サステナビリティ投資では、経済、環境、社会それぞれのサステナビリティの達成が求められる。これ

は、証券市場による効率的資本配分という社会的機能が、三つのサステナビリティを達成することが期待されていると考えられるからである。海外に比べて、今のところ、日本ではサステナビリティ投資への関心が薄いと考えられるが、今後、日本においても、運用機関だけでなく証券会社のセルサイドのアナリストがサステナビリティ・リサーチを求められる可能性もあろう¹³。

5. おわりに

責任投資原則に署名している運用機関において、本稿で紹介した二つの運用機関のように、ESG 評価のためのリサーチ体制の構築が進んでいるとすれば、資産価格に ESG に関する情報が、かなり織り込まれているということは想像に難くない。つまり、投資リターン、リスクに ESG 要因が反映されている可能性が高いのである。そのような環境で、証券分析業務に従事している運用機関、金融機関が、資産価格への ESG 要因の影響を把握するためのアナリストを養成していないならば、証券業務の社会的役割、証券分析に関する理論と実務の研鑽への精進と職務にふさわしい専門能力の維持、向上、専門的見地に基づく公正かつ客観的判断を下すための努力を怠っているとも言える。企業の社会的責任、社会的責任投資、さらにはサステナビリティ投資が社会にとって意義のあるものにするためには、従来のリサーチ体制や、そのあり方そのものを見直す必要があるのではないか。

¹² ESG レーティング機関のアナリストによって、ESG 評価アナリストの人材確保の方法も考えられる。

¹³ バイサイドだけでなく、セルサイドのアナリストにも企業の社会的責任調査部門が設置されている事例として、Citigroup の Citi Investment Research の Socially Responsible Investment Team がある。年金シニアプラン総合研究機構の調査（「SRI 及び PRI に関する調査報告書」平成 20 年 1 月）によれば、日本の年金基金の責任投資原則や責任投資への関心は低い。また、責任投資原則への日本の運用機関の署名数が 9 件(2008 年 9 月 9 日時点)である状況から、日本の運用機関が原則への関心が低いと仮定すると、今後、日本の年金基金のサステナビリティ投資への関心が高まった場合に、国内の運用機関がすぐにサステナビリティ投資に対応できない可能性がある。そのようなシナリオの下では、日本のセルサイドのアナリストに企業のサステナビリティの調査依頼が出てくる可能性も考えられる。

This page intentionally left blank