上場企業の
ESG（環境・社会・ガバナンス）
要因

投資家のためのマニュアル

CFA INSTITUTE

©2008　CFA Institute
Translated and reprinted from Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies—A Manual for Investors with permission from CFA Institute, Charlottesville, Virginia USA. All rights reserved.

「CFA 協会金融市場信頼性センター（以下、CFA センター）」の使命は、グローバル資本市場における公平性や効率性、および投資家保護などの問題を主唱し、投資社会内部における高水準の倫理性や規範の確立、及び職業としての卓越性の向上を促進することにあります。

CFA 協会は、世界に 94,000 人以上のメンバーを擁し、CFA 協会認定証券アナリストの称号を授与する非営利組織です。

当資料は CFA 協会が発行した “Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies—A Manual for Investors” を、株式会社エッジ・インターナショナルの翻訳・編集協力のもと、日本 CFA 協会が翻訳したものであり、著作権は CFA 協会が有しております。日本語版および英語版で内容の相違が生じている場合は、英語版の内容を優先します。

日本 CFA 協会広報部翻訳小委員会—翻訳レビューチーム
大浜匠一　佐々木龍　獅々見和秀

日本語版翻訳完了日：2010 年 6 月 22 日

日本語版への謝辞

本資料の日本語版作成に当たり、株式会社エッジ・インターナショナル様より翻訳および編集に関する並々ならぬご支援をいただきましたことにつきまして、深く感謝申し上げます。

日本 CFA 協会

上場企業の
ESG（環境・社会・ガバナンス）要因

投資家のためのマニュアル

CFA Institute Centre for Financial Market Integrity

目次

はじめに 1

ESG 要因と投資家の関連性 3

検討すべき主要 ESG 問題 6

立法・規制要因 7

法的要因 10

レピュテーション要因 12

事業要因 15

付録 A：ESG シナリオ例 17

付録 B：定義集 23

付録 C：ESG 関連組織、活動規範、およびその他情報源 26

付録 D：ESG 関連の研究 32

はじめに

投資が成功するか否かは、企業[1]の市場価値評価に影響を与える要因を見極め、その価値評価の精度を判断する能力にかかっている。アナリストは一般的に、財務分析能力に長けており、そこから企業価値を左右する要因を理解し、高度に複雑な会計情報を読み解く技能を有する。しかし、近年では、**環境・社会・ガバナンス**（以下、**ESG**）[2] 要因などの非財務的[3]要因が企業価値において存在感を増しつつある。例えば、エンロン・コーポレーションやワールドコム、パルマラットなどで発覚した、時に詐欺行為ともいえる企業の不正行為は、財務諸表（データ）に対する信頼を失わせ、それを防ぐためのコーポレート・ガバナンスの問題に、今や投資家[4]の最大の関心が寄せられている。同様に、**気候変動**がもたらす潜在的な影響に対する懸念が高まるにつれ、環境問題に取り組む企業戦略も投資判断上、重要な材料として関心を集めるようになった。

そのため、アナリストは様々な非財務的要因の調査にますます注力して、それらが企業価値に及ぼしうる影響をより正確に把握しようとしている。もちろん、従来の財務分析でも、のれん代のような「無形固定資産」を分析対象としてきたが、それでも、さらにダイナミックな非財務的要因を織り込むには至っていない。ESG（環境・社会・ガバナンス）という要因こそ、最終的に株式や債券、不動産、インフラ投資への評価に影響を及ぼしうる本質的なテーマを広範に含んだ枠組みであるといえる。

投資家にツールを提供するために

当マニュアルを作成した目的は、上場企業に投資する投資家が、ESG の問題によって提起されるリスクと機会を見極め、それらを的確に評価すると同時に、そのプロセスにおいて現行の財務諸表から得られる比較的表面的で一貫性のない情報を明確にするための一助とすることにある。ESG 要因については、例えば、「ある製品を、それが『社会的に良いもの』だからという理由で選好する」というように、感情的もしくは政治的な理由として捉える投資家もいると思われるが、それは当マニュアルの目的からは外れるため、ここでは、あくまでも ESG 要因を投資マネジメントに係わる範囲に限定して議論を進めるものとする。

2005 年に、CFA センターでは、あらゆる投資家（既存の「株主」[5]、潜在的な投資家、もしくはアナリスト）が投資対象企業に固有のコーポレート・ガバナンス・リスクをより的確に評価する方法を学べるよう、「上場企業のコーポレート・ガバナンス—投資家のためのマニュアル（ガバナンス・マニュアル）」を上梓した。そのマニュアルの中で取り上げたコーポレート・ガバナンスに関する問題は、今なお投資家にとって重要な問題である。そこで、コーポレート・ガバナンスについてより詳細な分析を求める読者には当該ガバナンス・マニュアルを参照いただき、当マニュアルではコーポレート・ガバナンス問題に多くのページを割かないこととした。むしろ、当マニュアル「上場企業の ESG（環境・社会・ガバナンス）要因」では、企業価値評価に潜在的影響力を有する特定の社会・環境要因について、投資家がより適切に理解・評価する手助けをすることで、ガバナンス・マニュアルを補足することに努めている。

そもそも、投資の際に ESG 要因を考慮することは、とりたてて新しい手法ではない。これまでも多くのアナリストや投資家は、法規制や訴訟、政治的リスク等への評価を加えることで企業分析に ESG 関連問題を織り込んできた。当マニュアルでは、投資家が適切な企業分析を行う上で考慮すべき広範な ESG 要因に関する理解を深める手助けをすることを目指しており、そうした情報の入手先を示し、ESG 分析に用いられる多彩な専門用語の解説を加えている。

1 当マニュアルでいう「企業」とは、株主がその企業の所有者として位置づけられている会社を指し、投資家の投資対象となる会社を意味する。
2 太字で示された用語は、付録 B で定義されている一般的な ESG 用語を意味する。
3 「非財務的」要因および「ESG」要因という用語は、当マニュアルに頻出するが、これらは相互に置換可能な用語でも、同義語でもない。ESG 要因は非財務的要因の一種だが、重要業績指標（KPI）や改善された企業情報開示（EBR）要因など、投資家が ESG 以上に着目すべき非財務的要因が多岐にわたり存在する。
4 「投資家」という用語は、企業の株式や他の発行証券に対する投資を検討している個人および機関投資家を指す。
5 「株主」という用語は、当該企業の普通株式をすでに所有している個人および機関投資家を指し、「投資家」という用語とは区別して用いている。

©2008 CFA INSTITUTE

多様な呼称に込められた意味

過去にも、「**サステナビリティ（持続可能性）**要因」や「**企業の社会的責任（CSR）**要因」「非財務的要因」「財務外要因」「社会的投資要因」などの多様な呼称が同様の要因を指す言葉として用いられてきた。かつては、ススポンサー企業の使命や理念に沿った投資戦略を策定すること、より大きな社会的目標や目的に向けた投資の意思決定をすること、投資と個人的な政治的意見を一致させること、などの目的でこうした要因が考慮されてきた。また、これまでにも、投資先企業に対してこうした要因が及ぼす潜在的な経済的影響を検討する学術的および商業的な努力もあったが、それは投資先企業が獲得しうる新規の事業機会を把握すると同時に、企業の将来的な収益源を制約しかねないリスクを見極めるためであった。

ESG 要因を検討すべき理由

投資家が ESG リスクの評価を投資プロセスに組み入れようとする動機は千差万別である。ある投資家は、今後の ESG 動向が投資対象の産業に及ぼす影響について理解を深めたいと考え、別の投資家は、ESG 要因によるスクリーニングが銘柄選定と投資リスク管理の向上につながると考えている。また、ESG 分析を経営者の質を判定するための一つの尺度とみなす投資家もいるであろう。

いずれにしろ、CFA センターは、当マニュアルの発行により、ある特定の ESG スクリーニング手法にお墨付きを与えようとするのものではなく、企業の将来性をより深く理解できるよう、これら非伝統的な ESG 関連要因を理解し検討する上で必要なツールの提供に努めるものである。

とはいえ、政治状況や法規制が変化し続ける中で、従来の財務分析を ESG 要因分析で補強することは簡単なことではなく、実際、ESG 要因が企業にもたらすリスクと機会は、当該企業が帰属している産業と文化に応じて程度に違いがある。例えば、衣料メーカー固有の労使問題が金融機関には存在しないのと同様、電力やガスなどの公益企業はソフトウエア販売企業より大きな環境リスクを抱えている。世界の政治的および法規制上の課題が時代とともに変遷するにつれて、新たな要因が投資判断により深刻かつ重大な影響を及ぼすようになると思われる。

だからこそ、ESG の影響を長期戦略に織り込み、ESG 要因と戦略を投資家に適切に伝えることのできる企業は、自社のより明確な将来価値を示すことができるはずであり、また、ESG 分析を戦略的に用いることにより、自社の既存の事業モデルにかかる潜在的なコストや負担等を含めて、将来の事業環境を的確に予測することも可能となろう。

同様に、ESG 要因を適切に解釈し、企業の将来見通しに繋げることのできるファンド・マネージャーやアナリストは、ESG 要因に係わるリスクや機会を認識できない競合相手に比べ、より高い優位性を確保することができる。この分野で成功を収めるために、アナリストに求められているのは、ESG 要因を重視する姿勢と、ESG 分析が企業価値に及ぼす影響度を適切に示す指標を十分に理解する力なのである。

当マニュアル「上場企業の ESG（環境・社会・ガバナンス）要因」では、株主が投資先企業を十分に理解するために検討すべき法規制、レピュテーションあるいは事業上の ESG リスクおよび機会に焦点を当てている。そして、それらの項目ごとのリスクと機会について、投資家への示唆とともに説明し、そうしたリスクあるいは機会を分析プロセスに織り込むための方法を紹介している。確かに、現在、企業評価の標準として収集・分析される財務諸表データが膨大な量であることと比較すると、非財務データの収集と評価の手法は未成熟な段階にあるといえる。その意味で、当マニュアルにまとめられた情報が、ESG 問題が企業に及ぼす影響に関する投資家の理解を助け、上場企業に影響を及ぼす当該 ESG 要因を特定し、そうした要因が企業価値に及ぼす潜在的な影響力の評価に役立つ追加情報を提供できれば幸甚である。

©2008 CFA INSTITUTE

ESG 要因と投資家の関連性

2006 年 4 月時点で、資産総額4兆米ドル超にのぼる投資ファンドが国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI: United Nations Environment Programme Finance Initiative）および国連グローバル・コンパクト（the UN Global Contact）による「**責任投資原則（PRI）**[6]」の支持を表明した。これら両原則への賛同者は、ESG 要因が長期の投資パフォーマンスに影響を与える事があると考えているのだ。そして、それを支持する機関は、2007 年 7 月までに、世界全体で 200 社以上にのぼり、その運用資産総額は 9 兆米ドルを超えた。

CFA センターでは、基本的な原則として、世界中の金融プロフェッショナルが顧客と最終受益者の利益に対して最善を尽くす義務があることを強く訴えている。さらに、この義務（付録 D「ESG」項目の、フレッシュフィールズ・ブルックハウス・デリンジャー 2005 を参照）をより徹底的に果たすためには、ESG 要因の分析を採用する必要があるという認識も高まりつつある。しかしながら、同時に、アナリストは顧客利益に反する政治的主張あるいは個人的な心情によって投資の意思決定を歪めないよう細心の注意を払いつつ、環境問題および社会問題の要因を考慮するというバランスのとれた専門家としてのアプローチを維持することが重要である。

ファンド・マネージャーの観点からいえば、その重要な責務は、顧客をよく知り投資において想定する時間枠を顧客の運用ニーズに合致させることであり、とりわけ、想定する時間枠が長期の顧客は、しばしば資産価値に長期的な影響を与える材料を考慮するようファンド・マネジャーに求めることがある。その材料に含まれるものこそ、正に環境、社会、およびガバナンス要因であろう。

投資家の意識の高まり

責任投資原則やその他の取り組みに賛同する投資家のように、投資先企業が直面するリスクと機会への理解をより徹底すべく ESG 要因に注目し始めている投資家も増加傾向にある。これら投資家の共通認識は、慎重な投資家は運用パフォーマンスに影響を及ぼす可能性のある ESG の問題を考慮して分析を行うべきだという考えである。事実、投資銀行の中には、すでに、ESG 関連の問題を評価し、より幅広く株式の分析プロセスに組み込むことを担う専任の「ESG チーム」を立ち上げているところもある。またコンサルティング会社でも、こうした事案[7]に関心をもつ年金基金顧客からの増大する需要に応えるべく、近年は ESG 分野における能力増強に取り組んでいるところが出てきている。

このように、投資の意思決定プロセス、株主行動や議決権の代理行使においてコーポレート・ガバナンス・リスクを考慮する投資家が増加するにつれ、上場企業のガバナンス関連リスク情報への需要も増大しており、それに応えるべく、ガバナンス格付機関も登場してきた。運用ポートフォリオに含まれるガバナンス・リスクの評価を、こうした民間のガバナンス格付機関に依存している投資家は多い。

また、投資家自身も投資先企業にガバナンス改革を積極的に要求するようになってきており、時には企業価値を守るために、既得権にしがみついた経営陣や怠慢な取締役会[8]と対立することもある。**アクティビスト**株主は、財務管理ミスや一貫性なき戦略的ビジョン、投資機会の逸失、将来の成長に向けた大規模投資の断念など、様々なガバナンス問題を取り上げている。かかる取り組みは、時に、投資家により大きなリターンをもたらすこともあり、また、株式市場全体の透明性を高め、全ての投資家の利益となるような企業行動の変革を促すこともあった。

このような投資家の意識の高まりを受け、ガバナンスの透明性と情報開示に規制の焦点が当てられ、またガバナンスの実践と企業業績との関連性に関する学術的な研究も進んできた。環境問題や社会問題への注目度は、コーポレート・ガバナンス問題に向けられるほどの奥深さや幅広さには未だ届か

6　当該資料のコピーは、www.unpri.org/files/pri.pdf を参照。
7　「ワトソン・ワイアットが『環境』投資に採用される」フィナンシャル・ニュース（2007 年 11 月号）
8　当マニュアルにおいて「取締役会」は、二階層取締役会制を採用する国における監査役会と、一階層取締役会制を採用している国における取締役会の両方を指す。

ないものの、エネルギーの有効利用や温室効果ガスの排出といった環境要因への関心は確実に高まりつつある。

環境問題の最重要課題である気候変動

地球が気候変動に見舞われているという科学調査の結果を市場も受入れつつある。多くの投資家が、気候変動に及ぼす人為的影響の度合いについて関心を寄せており、その結果、いずれこうした環境要因は財務分析との関連性をさらに強めることになるであろう。世界各国政府の最初の反応から判断して、近い将来、事業環境が変化して、企業は気候変動に取り組むよう求められると考えるのが妥当である。その新しい事業環境では、炭素系エネルギー資源に利用制限やエネルギー税増税あるいは規制強化が課せられると思われる。（付録 D 「環境」項目の「気候変動についての政府間パネル 2007 年」参照）。事実、2008 年初頭には、投資銀行3行が石炭火力発電所建設を計画中の電力会社に融資する際、二酸化炭素（CO_2）の排出量が環境に与えるリスクを考慮することに合意したと発表している [9]。

一方、気候変動は企業が直面する最重要の環境課題と思われるが、明らかに課題はそれだけではない。投資家およびアナリストが、投資対象企業が直面する環境リスクと機会を十分に把握するためには、さらに、環境汚染や資源の枯渇、生態系の変化、廃棄物処理、有毒化学物質の使用、地域社会における操業許可やその他の環境問題がどれほど企業に影響を及ぼすのかを理解する必要がある。

石油・ガスや公益企業などの炭素系エネルギーに依存する産業は、現在審議中である炭素系エネルギー利用規制に関するあらゆる立法化において主要なターゲットとなるが、こうした変化を巡る不透明さが、規制によって将来もたらされる潜在的な効果やコスト構造の変化について適切な評価を下そうとしているアナリストや業界にとっては妨げになっている。恐らく、将来の気候変動に関わる規制の影響はいずれ、炭素系エネルギーへの依存度の少ない産業をも巻き込み、あらゆる産業セクターに波及するだろう。そのような炭素系エネルギーの使用が抑制される今後の世界にあっては、こうした環境変化を予測し、新たな技術を開発することでいち早くビジネス機会をつかむ企業こそが、こうした準備を怠っている競合他社に比べて、より低いリスクでかつ高い収益機会を株主にもたらすことができると思われる。

しかし、炭素系エネルギーへの依存が企業の最終損益に及ぼすリスクを的確に評価する上で、アナリストが適切に開示された情報や財務指標を入手することは容易ではない。特に、基準が統一された計測可能なデータが存在しない状況下で、貸借対照表や損益計算書がこうした潜在的リスクを明確に反映していないことはとりたてて驚くことではない。したがって、ESG 要因について妥当な評価を下すための測定ツールを開発することが、ESG 要因を採り入れた評価を拡大普及する上での重要な課題である。

測定ツールという意味では、グローバル・レポーティング・イニシアティブ（GRI [10]: Global Reporting Initiative）やカーボン・ディスクロジャー・プロジェクト（CDP [11]: Carbon Disclosure Project）などの団体が、同じ産業セクターに属する企業間や同様のリスク特性を持つ企業間での有効な比較検討を可能とするために、企業の環境対策効果を定量化する試みに取り組んでいる。また、エンハンスド・アナリティックス・イニシアティブ（EAI: Enhanced Analytics Initiative）のような団体では、証券会社が財務外要因や無形固定資産の分析を主要（セルサイド）リサーチに織り込んでいる度合いを基準に仲介手数料の一定割合を配分することによって、通常は株式上場企業の財務諸表に記載されない環境・社会要因などの諸要因を重視する姿勢を示している。

9　ハワード・ウィン「銀行融資における CO_2 排出量の評価」FinanceAsia.com
10 www.globalreporting.org.
11 www.cdproject.net.

©2008 CFA INSTITUTE

企業の社会性が重視される世界

社会要因（人権、労働者の権利、安全性、労使関係、児童労働、地域社会との連携／開発、先住民の権利）は、世間が上場企業を評価する上でますます重要な役割を果たしている。とりわけ、安全性の不備や強制労働のニュースは企業のレピュテーションを損なう恐れがある。こうした悪評は、やがて売上げの減少や新たな規制による負担増加を通じて、当該企業の財務状況に関する一般的な見通しにも悪影響を及ぼしてしまう。さらに、通信ネットワークの高度化により、企業の不祥事が表面化すれば、たちどころにその事実やニュースは世界中を駆け巡り、潜在的投資家の注視にさらされることになる。それだけに、投資家は、投資先企業のレピュテーションやブランドイメージを脅かす社会的リスクを理解する必要に迫られている。企業の労使関係や地域社会との関係が及ぼす潜在的な影響についても同様の洞察力を働かせれば、投資家はそれらが企業価値に及ぼす影響の大きさを理解できるはずである。

ESG に関するリスクと機会を評価することで得られる結果は、単なる予測に留まる場合もあるし、もっと重大な意味を示している場合もある。（2005 年から適用される「EU 会計法現代化指令」the European Union Accounts Modernisation Directive of 2005 などの）新たな国際的な取り決めでは、（環境や労使問題などの）非財務的要因の潜在的影響力を事業報告書やアニュアルレポートにおける「事業概要」の一部として開示するよう企業に求めている。こうした開示義務は、あらゆる産業セクターにわたり ESG 情報に対するより体系的な調査を促し、ひいては投資プロセスにおける ESG 情報の予測能力を高めることになるであろう。

検討すべき主要 ESG 問題

以下のリストは網羅的なものではないが、従来から株主の関心を集めてきた主要な ESG 問題の一部である。そして、これらを含む問題は、投資家にリスクと機会を与え続けるであろう。

したがって、分析対象とする企業や産業について熟知したいと願う投資家にとって、こうした問題と企業の関連について検討し、個々の問題が財務に及ぼす潜在的な影響を考慮することは重要である。

環境問題

- 二酸化炭素排出や温室効果ガス排出に関する情報開示／測定と報告
- 気候変動が企業に与える効果／リスク・エクスポージャー／機会
- 生態系の変化
- 環境リスクを抱える施設
- 危険廃棄物の処理／浄化
- 地域社会における操業許可
- 汚染／公害
- 再生可能エネルギー
- 資源の枯渇
- 有毒化学物質の使用と処理

社会問題

- 動物愛護
- 児童労働
- 地域社会との関係
- 差別問題
- 民族・人種・宗教・性別等による多様性（従業員／取締役会の多様性）
- 社会的リスクを伴う施設
- 遺伝子組み換え作物
- 生活賃金論争
- 略奪的貸付
- 政治献金
- 紛争市場や紛争国への参入による政治的リスク
- セクシュアル・ハラスメント
- 役員報酬に関する株主の勧告的決議
- 奴隷労働

ガバナンス

- 累積投票制
- 二重株式制度
- 役員報酬（業績連動型報酬、株式報酬）
- 多数決制
- ポイズンピル
- セイ・オン・ペイ（役員報酬に対する株主の勧告的決議）
- 取締役会議長／最高経営責任者の分離
- 株主権
- 期差選任取締役会
- 買収防御策／企業支配権の取引

©2008 CFA INSTITUTE

立法・規制要因

株主は、投資先企業の事業に影響を及ぼす法律や規制が変更されるリスクに直面しており、それに伴って企業の継続的な収益性や長期的な持続性が損なわれる懸念も抱えている。投資家も、業界の自主規制、言い換えると、企業が許容される行動基準を設け、自主規制が機能しない時にのみ政府が介入するという枠組みなど、新たな規制の枠組みを認識する必要がある。実際、多くの企業が、CO_2 排出基準から従業員の健康保険に至るまでの多様な問題に関わる自主的あるいは規制による枠組みの整備に取り組んでいる。業界レベルでのこうした取り組みにより、各企業の考えを反映すると同時に、規制が適用されることになった場合に企業が対応することが可能となる。

一方、そこには、企業が業界の新基準を先取りすることによって地域市場や国際市場における競争力を強化し、差し迫った法整備に向け予め準備することができるなど、ビジネス機会も存在する。つまり、法律および規制の変更は新技術の採用を促すことにもつながり、投資家にとって新たな投資機会にもなるのだ。

気候変動に関する規制に伴うリスク

気候変動に関する将来の法整備や規制化の動向については予測困難なため、投資家がこの要因に伴うリスクと機会を見極めるのは難しい。世界各国の政府は、気候変動に対処すべく法規制を整備しようと努めてはいるものの、そのスピードや方向性、程度など未知数が多く、事業環境の先行きは不透明である。アナリストは、企業が事業活動を行う基準となる法規制のフレームワークについて理解し、こうした法規制上の重大な変化の兆候を見逃さないように備える必要がある。

例えば、2007 年初頭に、米国最高裁判所は、米国環境保護庁（EPA: U.S. Environmental Protection Agency）には現行の「大気浄化法」（Clean Air Act）に基づいて温室効果ガス規制に取り組むべき責務があるとの判決を下して、規制強化に道を開いた。この判決の数カ月後に、当時のブッシュ政権は、国内のガソリン消費を 10 年間で 20%削減するため自動車排気ガス規制基準を段階的に引き上げる計画を発表した。2008 年の中頃には、温室効果ガス排出量削減に取り組むことによって気候変動問題へ対処しようと複数の議案が米国議会で審議されている。こうした立法化の取り組みに基づき、米国における温室効果ガス排出は近い将来、より厳格な規制管理下に置かれることは間違いない。そして、当然、そのような政策変更は様々な産業界に重大な影響を及ぼすと思われる。

より小規模な州単位での取り組みに目を向けてみると、カリフォルニアでは、州エネルギー委員会（the California Energy Commission）が 2007 年 5 月に、より厳格な温室効果ガス排出基準を公営公益企業に適用した。この規制は（石炭火力発電所のような）最も大量に温室効果ガスを排出している企業に最も大きな打撃を与えると思われ、こうした発電所がカリフォルニア州 [12] で競合することをますます困難にするであろう。もし、このような規制基準がその他の市場でも常態化すれば、最も大量の温室効果ガスを排出するプラントをもつ企業の投資家が、最も深刻な経済的ダメージを被ることを余儀なくされるであろう。

他の地域では、2007 年の欧州連合（EU）による CO_2 排出枠制限が、鉄鋼業の成長を著しく鈍化させる脅威となっているが、こうした取り組みの結果、企業が排出規制の緩い他の地域に移転することは容易に想定されるところである [13]。

すべての要因がリスクをもたらすものではない

規制の変化が様々な機会をもたらす可能性もある。例えば、ブラジルでは、国外からの投資を惹き付けるため、サンパウロ証券取引所（São Paulo Stock Exchange）の一部として、より厳格な報告基準と株主の権利拡大を義務づけた Nuevo Mercado（新市場）を開設した。これまでに、この「新市場」

12「カリフォルニア州エネルギー委員会は石炭火力発電所からの電力購入を制限する基準を採用。」「グローバル・パワー・リポート」（2007 年 5 月 31 日号）

13「ミッタルは EU 排出制限が成長を抑制すると表明」ガーディアン紙（2007 年 7 月 30 日）：http://business.guardian.co.uk/story/0,,2137464,00.html（2007 年 10 月 16 日検索）

の上場企業がより高い透明性とより高度なコーポレート・ガバナンスの実施を誓約している点が奏功して、ブラジルの上場企業に投資する外国資本が大幅に増加している。実際、この新市場への上場を選択する企業は、ブラジル株式市場における最高レベルの透明性と説明責任を果たすという姿勢を株主に向けて発信している。このため、ブラジルへの投資を考える投資家は、新市場に上場している企業のガバナンス基準に対して、こうしたガバナンス上の安全装置を持たない企業より安心感を得ることができる。

投資家への示唆

投資家は、法規制の枠組みの変更が、企業に追加的なコストを課すばかりでなく新たな機会をもたらす可能性がある点も理解する必要がある。とはいえ、多くの気候変動に係る規制の現状が正に示すように、将来の規制環境が変化すると予想されても、変化の程度や影響が不透明である場合の投資判断は複雑である。それでも、中には他社に比べて、そうした変化に備え適応する能力に優れており、ビジネス機会を最大化しつつ、ビジネスモデルの混乱を最小限に留めることができる企業も存在する。

検討すべき事項

投資家は、以下について判断を下す必要がある。

- 現状あるいは予想される法規制環境は、企業の現在および長期的な戦略にとって追い風か逆風か。
- 企業は、自社が操業している国の法規制にかかる現在および将来のリスクを見極め、対処しているか、そして、こうした問題点を投資家に説明しているか。
- 企業は、現在および将来の法規制環境について投資家の満足がいくまで明確に説明しているか。この説明には、起こり得る法規制上の結果に関する「シナリオ分析」および、想定されるシナリオに対する企業の具体的な対応策が含まれる。
- 企業は、環境的・社会的要因に対する企業の取り組みを一般的に認知された第三者基準に基づき報告しているか。例えば、GRI や CDP のガイドラインに基づく環境報告書を作成している企業は、その企業が直面する ESG 関連のリスクと機会をよりよく理解できるよう配慮していることになる。
- 炭素系エネルギーに依存する産業に従事している場合、その企業は温室効果ガス排出の現状と将来予想について適切な情報開示を行っているか。そうした情報は、企業が直面する気候変動の影響について投資家が理解し、競合他社と比較する一助となる。また、そうした情報が、客観的な第三者機関によって監査もしくは認証されたものであれば、自己申告の情報よりも信頼性が高い。

法規制のリスクと機会に関する情報源

- 大半の企業では、法規制環境に関する情報について、株主向けのアニュアルレポートおよび（あるいは）四半期報告書で開示している。投資家は、アニュアルレポートや年次決算報告書の中の、「MD&A（財務状態及び経営成績の分析）」「法的手続」「リスク要因」「事業概要」その他のセクションなど複数箇所をチェックすべきであろう。
- ESG 関連情報のいくつかは、特定の ESG 要因による過去、直近、および場合により未算入のコストを反映している可能性のある直近の財務諸表で確認できる場合もある。毀損した資産の「減損損失」「偶発債務」といった科目は、直近の ESG 要因に関連するコストに対する企業の最善見積もりをすでに織り込んでいる可能性がある。
- セルサイド・アナリストや証券会社のレポートには、ESG 問題を企業評価に織り込むものが増えており、ESG 問題のみに焦点を当てたレポートもある。さらに、専任の ESG 調査部門を設置している投資銀行もある。投資家は、各種規制が産業に及ぼす影響を調査した非財務系のレポートを専門に取り扱う情報センターや、ESG 問題を考慮した企業分析を行っている専門機関や企業などから情報を収集するべきである。

©2008 CFA INSTITUTE

- また、投資家は、近年 ESG 問題に特化した調査を行っている専門調査会社にも注目すべきであろう。こうした会社は、ESG 問題（環境・社会・ガバナンス）の特定分野に精通しているため、より専門的な分析が得られる可能性がある。
- CO_2 排出および、現在あるいは将来の CO_2 排出規制が問題となりうる環境で操業している企業については、投資家はその企業が、現在差し迫った CO_2 問題を抱えているか、あるいは今後抱える潜在性があるかどうかを確認する必要がある。企業はアニュアルレポートやサステナビリティ報告書の中でこうした情報を公開することがある。また、CDP や GRI といった情報センターでも、数千社にのぼる企業について比較可能なデータを提供している。
- 多くの企業がすでに年次サステナビリティ報告書、環境・健康・安全に関する報告書、あるいは同様の情報開示を行っており、これらの中で、自社に関係のある環境・社会・安全性問題に関し、質量ともに豊富なデータを提供している。これらの情報は通常、企業のウェブサイトで確認できるだけでなく、印刷物を企業から取り寄せることもできる。こうした報告書は、企業が抱える固有のリスクに密接に関連した有意義な情報にますます多くのページを割くようになってきた。例えば、電力会社は、自社の年間の温室効果ガス排出量について、現在の傾向や将来予測を含めて詳述する環境報告書を公表するであろう。また、衣料メーカーでは、こうした報告書の中で、国際的に認知されている基準との比較で自社の労使慣行を説明するであろう。今では、環境や社会問題に敏感でありながらこうした報告書を作成していない会社を見つけることはかえって難しくなっている。
- **ISO14000**（環境コンプライアンス）や **SA8000**（サプライチェーン労使慣行）といったプロセス標準規格に対する遵守状況について報告する企業もある。また、GRI によって定められた報告基準を自社が満たしていることを強調する企業もある。こうした基準の遵守あるいは基準に即した業績を報告する企業は、年次 ESG 報告書もしくはアニュアルレポートでもこれらについて言及している。
- ESG 要因の副次的効果（例えば、気候変動から派生する疾病の増加）によって、特定の企業に及ぼす潜在的な影響を評価することが難しくなる場合もある。したがって、そうした重要な問題に関連した総合的な調査を実施することによって、アナリストが企業に対する潜在的影響について仮説検証作業を行う手助けとなるケースもある。この点では、一般的なニュース報道やビジネス誌も有用であろうし、あるいはこうした副次的効果に関連する環境・社会問題を専門に扱う報道機関も参考となるであろう。

©2008 CFA INSTITUTE

法的要因

経営者が事業の持続可能性に係わる要因について的確に対処せず、訴訟その他裁判上のトラブルに巻き込まれることになれば、その企業と投資家は重大な損害を被る可能性が大いにある。法的リスクは国によって異なっており、例えば同じ企業でも、アメリカのように訴訟を好む傾向の強い国では、そうした傾向の弱い国より、法的リスクに直面する確率が高い。

株主に対する義務

株主や市場が、ESG 要因の企業価値に及ぼす影響と法的関連性についての認識を深めるにつれ、企業は ESG 要因への取り組みに関して株主に対して果たすべき法的義務を理解することが必要不可欠となってくる。ヨハネスブルク証券取引所（JSE）[14] のように、ESG 要因に関連する一定の情報開示を株主への報告の中に盛り込むことを強く求める地域もある。米国証券取引委員会（SEC）のレギュレーション S-K でも、潜在的な ESG 要因が重大な場合には MD&A の中で示すよう求めている [15]。国際財務報告基準（IFRS）およびカナダと米国における一般会計原則（GAAP）では、すでに、資産の毀損が重大である場合には毀損を認識して減損処理をするよう企業に求めている。実のところ、企業の取締役や執行役員向け責任保険の引受保険会社は、地球温暖化に伴い予測される事象について企業の情報開示に不備があった場合の影響を考慮している [16]。

リスクの代償

もはや、企業活動によって生じる環境コストを企業の責任外のこととして片付けることはできない。例えば、ある米国公益企業は、発電所の排気を規制する米国環境保護庁（EPA）の大気浄化法に基づく新規発生源審査条項に対する違反により、46 億米ドルの賠償金（過去の環境破壊を修復するための 6 千万米ドルを含む）を支払うことに合意した [17]。

企業や産業界の行動が法環境を一変させ、事業運営に重大な影響を及ぼすことがある。2006 年には、貸金業者の事業慣行に対する世間の強い抗議を背景に行われた法改正は、消費者金融業界の将来予測を大幅に狂わせた。絶望した債務者を毎年数千人も自殺に追い込む [18] ような過激な債権回収手口（債務者の家族や職場の同僚へのいやがらせなど）などの業界慣行に対する批判の高まりを受けて、日本政府は行動に踏み切ったのである。アクティビストは消費者金融の利用者に多重債務を負わせることを規制する法律の制定を求めた。これにより、国会は消費者ローンに上限金利を設けるとともに債務者への融資を年収の3分の1に制限する法律を制定した。この厳しい法改正により、日本の消費者金融業者の収益力は大きく低下し、撤退する業者や存続努力も虚しく破綻を余儀なくされる業者が相次いだ。（この事例はもちろん、立法リスクとして捉えることもできる。当マニュアルで採り上げた多くの事例は、複数のカテゴリーにまたがって様々なリスクもしくは機会を示すことがある。）

もし企業が消費者を害するような意図をもって操業しているか有害な製品を生産している場合、あるいは生産設備に環境を害するようなプロセスがある場合には、その企業は自社の将来の展望を損なうような法的リスクを抱えることになる。予見できない ESG 問題がもたらす倒産コストは、株主と企業自体に及ぼす影響の点でも、解決に数年にわたる時間と数十億ドルを要する恐れがある [19]。こうした事象は、ESG 問題が懸念されるような業界で事業展開する企業が直面しなければならないリスクの重大さを際立たせている。

14 JSE は社会的責任投資株価指数（SRI Index：the Social Responsible Investment Index）を算出・公表し、事業の持続可能性を経営に取り入れている上場企業の特定を手助けしている。SRI Index への参加は任意である。参加企業は社会、経済、環境の側面での持続可能性およびコーポレート・ガバナンス慣行など、一連の指標に基づいて格付けされる。各カテゴリーはさらに、経営方針、経営と業績、そして報告及び諮問という3つのサブカテゴリーに分類される。SRI Index に採用されるためには、企業は最低でも 70 ポイントの総合点に達し、各カテゴリーでも一定のポイントを達成することが求められる。

15 レギュレーション S-K は、SEC に提出する資料の中で非財務項目についての情報開示義務を定めている。

16 ジョセフ•P•モンテレオーネ、「地球温暖化:取締役や役員はリスクに晒されているのか、そして保険でカバーされるのか?」ミーレイズ地球温暖化訴訟会議：Are You Ready? での講演（2007 年 10 月 9 日）

17 アメリカ電力（AEP）、「AEP が NSR 事件で合意に達する」プレスリリース（2007 年 10 月 9 日）http://www.aep.com/newsroom/newsreleases/default.asp?dbcommand=DisplayRelease&ID=1411（2007 年 10 月 16 日検索）

18「借金の支払期限が到来する時:2006 年まで、死亡保険金で守られていた日本の貸金業者」アトランタ•ジャーナル•コンスティテューション（2007 年 9 月 9 日）

19「アスベスト対策コストがオーエンス・コーニングの莫大な損失を生む」共同通信（2003 年 2 月 11 日）の例を参照。

©2008 CFA INSTITUTE

投資家への示唆

投資家は投資先企業に関連するESG要因に伴う法的リスクについて理解する必要がある。法規制のリスクに伴い直面する要因と同様に、投資家は現在および将来の法環境が潜在的に企業に及ぼす影響の大きさについても理解しなければならない。例えば、温室効果ガスの排出に対する規制強化は「汚染」の定義を一変させており、将来、企業に対して一層厳しい法的義務が課せられる可能性がある。

検討すべき事項

投資家は、以下について判断を下すべきである。

- 現在もしくは予想される将来の法環境は、企業の現在および長期の戦略にとって追い風か逆風か。
- 企業は、法規制環境の潜在的変化に伴うリスクを特定し、対処し、投資家に伝達しているか。
- 企業は予想される法規制の変化を調査し、予測し、それに対処する組織体制を持っているか。

法的リスクと機会に関する情報源

- 法的リスクについては多くの企業がアニュアルレポートの「法的手続」というセクションで情報を開示している。MD&Aセクションにおいても、企業戦略に伴う法的リスクについて言及することがある。そこでは、将来の潜在的な法的リスクについても言及されることがあるが、大抵は、直近もしくは係争中の訴訟に関する記述に限定されている。
- ESG問題について報告しているセルサイド・アナリストのリサーチや証券会社のレポートは、こうした問題が、ある特定の市場における法的環境にどのように影響を及ぼすかに焦点を絞っている場合が多い。
- ESG問題に特化して調査を行っている専門調査会社は専門的な分析を提供している。
- 産業レポートやニュース検索は、法規制環境に関連する企業のリスクについて、さらに掘り下げた情報を提供することがある。ニュースや産業レポートは、ある企業が直面している固有の持続可能性関連の法的要因について掘り下げ、特定の産業界が直面する環境について詳細に報告することがある。こうした分析は必ずしも特定の企業のリスクに対応するものではないものの、企業にとって将来の重大事となりうる関連法規制の枠組みが変化する方向性を示唆することがある。

©2008 CFA INSTITUTE

レピュテーション要因

ESG 関連要因から発生する企業のレピュテーションに対するリスクは、企業のブランドや市場シェア、企業の誠実さに対する大衆の認知に影響を及ぼすものとしてますます認識されるようになってきている。特に、過去において経営者が ESG 要因を十分に管理しておらず、こうしたリスクの解消や軽減に失敗した企業は、適切に対処した企業に比べ市場価値をより大きく損なう可能性がある。

名声か悪評か?

企業が自社の最も重要な資産の一つであるレピュテーション（名声・評判）を維持し守るために何をするのか、投資家は考慮すべきだ。自社のブランド・アイデンティティやレピュテーションの強みを毀損しそうな事象を予測できる企業ほど、何らかの問題が起こった際に自社の事業を守ることができる。レピュテーション・リスク要因を正しく理解し、適切な計画を立て準備することにより、企業は石油流出や化学物質に起因する事故、労使関係の不適切な処理による企業イメージの低下を防ぐことができる。しかしながら投資家は、健全な経営方針と、対外的な宣伝文句、いわゆる「**グリーンウォッシュ**」を区別する必要がある。自社のレピュテーションを守るために必要な行動を伴わないまま、「グリーン（環境を配慮する企業）」を自称する企業、もしくは社会的責任あるいは環境意識の高さを謳う企業には、依然として ESG リスクが存在する。

衣料品メーカーは、自社もしくは納入企業の世界中の生産工場における労働慣行や労働条件について、長年にわたり疑惑の目を向けられている。積年の業界への批判に対処すべく、近年、自社の労働慣行について報告の透明性を高めている企業が現れている。従業員の生活賃金すら満足に支払われない、「スウェットショップ（搾取工場）」と称される劣悪な労働実態が社会に露見し、業界の多くの企業に対して批判的な視線が注がれるようになった。その結果、こうした世間の非難によりレピュテーションが傷つくリスクを認識する企業は、契約工場における労働慣行の向上と労働条件に関する報告を充実させていくと予想される。

行動に対する責任

例えば、生産工場における労働条件の改善に取り組み、工場での労働基準に対して高まる消費者、投資家、批評家からの懸念に応えたある衣料品メーカーは、その報告内容についても改善した [20]。投資家は、環境、健康、安全性に関する報告書の「契約工場の従業員」というセクションを確認することにより、この企業が責任を持って行動しているかどうかを判断できるようになった。同社は、外部の環境、健康、安全性専門コンサルタント会社と提携して、世界中の 650 以上の契約工場について監査と報告を行っており、これらの工場が企業の労働方針を遵守しているかどうかを判定している [21]。

他の業界では、英国に本拠を置く食料品店チェーン 2 社が、環境および社会的責任意識の高い企業として自社を積極的に売り込んでおり、店舗への商品配送車の排気ガスを低減するため、地場産品の調達を促進するよう努めている。そのうちの 1 社では「**フェアトレード**」の方針を掲げ、店舗においてフェアトレード商品の取扱量を増やし、状況に応じてフェアトレード商品のみを販売すると宣言した。フェアトレード認証バナナしか販売しないというのはその一例である [22]。

他社にも、自社ブランド製品 [23] が広範な環境に及ぼす影響を測定・報告すると誓約し、店舗で販売される全商品についても、「**カーボンフットプリント**」の公表を検討している企業がある [24]。こうした事例がいみじくも語っていることは、商品の社会的・環境的「フットプリント（足跡）」による差別化を消費者が重視するようになれば、ここで紹介した両社は、納入企業とともにそのレピュテーションへの影響を受けるという点である。

20「ナイキが反・低賃金悪条件工場に反対との旗を揚げる」フットウェア・ニュース（1998 年 5 月 18 日）
21 http://www.nikeresponsibility.com/#home/ 参照
22「セインズベリーズはフェアトレード認証バナナのみ販売」データモニター・ニュース・アンド・コメント（2006 年 12 月 12 日）
23「テスコが 30 品目のカーボンフットプリントを調査」ロイター（2007 年 10 月 10 日）
24「環境志向のテスコは風向きを解決した」デイリー・テレグラフ（2007 年 10 月 10 日）

©2008 CFA INSTITUTE

比較的原価の高いフェアトレード商品や環境配慮型商品を取り揃えることは、企業の利益率を低下させると主張する株主が存在する。一方で、環境商品を取り扱うことによって、環境志向を強めている消費者に訴求できるばかりでなく、企業のレピュテーションを高め、売上げを増加させ、市場シェアを拡大できると反論する株主もいる。実際、フェアトレードのような取り組みに正式に参加している企業や環境に優しい商品を販売している企業は、こうした商品を購入することによって社会に対して「何かプラスの貢献をしたい」と考えている消費者から、ブランドロイヤルティを勝ち取ることができよう。

投資家への示唆

投資家は、企業のレピュテーションが企業価値に及ぼす影響を理解し、企業が負っているレピュテーション・リスクへの対策を評価する必要がある。例えば、原子力発電にのみ依存する電力会社は、石炭による火力発電を行う電力会社とは全く異なるリスクを抱えている。それぞれの電力会社がどんな要因に直面するにせよ、両社とも環境リスクの適切な計画と管理により利益を得ることができるだろう。

検討すべき事項

投資家は、以下について判断を下すべきである。

- 企業は、レピュテーションを重要な戦略的資産として認識し、それに基づいた経営を行っているか。
- 企業は、自社のレピュテーションが直面するリスクを評価するための適切な計画を策定しているか。リスク評価と潜在的レピュテーション・リスクに対する計画の策定については、取締役会に任命された委員会が責任を負う場合もある。
- 企業は、事業に本来的に伴う潜在的レピュテーション・リスクを認識し、それについて株主に対し適切に報告を果たしているか。
- 企業は、レピュテーションを長期的に毀損する可能性のある状況に適切に対処するため、役員や取締役会に対して危機管理対策やトレーニング等の体制や機構を整備しているか。
- 企業はレピュテーションに影響を及ぼす可能性のある事案について、そのリスクを最小限に抑えるために、受動的にではなく能動的に主要ステークホルダーに対し、迅速かつ明確な報告を行う体制を備えているか。
- ESG レポートは、外部機関によって監査されているか。企業の環境および社会的責任に関する報告書が独立した監査を受けることによって、記載された情報の信用性は向上する。
- 企業は、自社のレピュテーションを高めるような、職業行為基準あるいは業界の行動規範に準拠しているか。準拠している場合は、その規範への準拠がいかに企業のレピュテーションに影響を及ぼすかを理解するため、網羅性、行動規範を採用している他の企業および監査人など、行動規範の質を調査すべきである。

レピュテーション・リスクと機会に関する情報源

- アニュアルレポートのリスクのセクションでレピュテーション・リスク要因について記載している企業がある。あるいは、環境衛生、安全性に関する報告書や ESG 報告書の中にこうした情報を掲載している企業も存在する。
- 証券会社、専門調査会社、投資銀行によって作成されたレポートは有用な情報源となる。こうしたレポートを集めている情報センターからも、その他の付加的な情報が得られる。
- ESG 問題専門に調査を行っている専門調査会社が作成している報告書も参考となる。
- レピュテーションをリスク要因として適切に認識しておらず、投資家に向けて企業アイデンティティがいかにして保護されるかという点について有意義な情報発信を怠っている企業もある。その場合でも、株主は第三者による業界レポートや当該問題に絞ったニュース検索を使えば有益な情報を得られるだろう。

©2008 CFA INSTITUTE

- 投資家は、競合他社のアニュアルレポートなどから、企業のレピュテーションに潜在的な影響を与える要因について理解を深めるべきである。ある会社が開示していながら他の会社が開示していないリスクが存在するならば、追加的な分析が必要となる。
- もし企業が職業行為基準に準拠している場合、こうした情報は企業のホームページやアニュアルレポートあるいはサステナビリティ報告書などで採り上げられている可能性がある。
- 人権団体や消費者権利団体が、企業のレピュテーションに影響を及ぼす可能性のあるポジティブ、ネガティブ両面の事象についての情報を投資家に提供していることもある。

©2008 CFA INSTITUTE

事業要因

投資家は、ESG 要因が企業の事業運営を阻害し、時に単一あるいは複数の商品ライン、または事業全体が悪影響を被り、最悪のケースでは操業不能に陥るリスクに直面することがある。一方で、投資家にとっては、消費者の嗜好の変化や新技術などの新たな事業機会を巧みに捉える企業を見出す機会でもある。

事業リスクは、株主に対して企業が価値を創造する活動に関連している。事業慣行が持続的ではないならば、企業活動は制約される可能性がある。自社の事業活動に関する ESG 要因を理解し、それに基づいて行動できる先見性のある企業は、あまり積極的ではない競合他社と比較した場合より事業リスクを軽減することができる。

事例

例えば、米国科学アカデミーは、気候変動に連動する気象パターンの長期的な変化により、21 世紀末期までに米国ワイン産業の葡萄収穫高が 81%減少し、150 億米ドルのカリフォルニアワイン市場が危機的状況に陥る可能性があると予測している [25]。米国経済全体と比較すると小規模ではあるが、同産業の衰退がカリフォルニア経済に及ぼす波及効果は甚大なものとなるだろう。カリフォルニアの葡萄農家によって栽培されている良質な葡萄が減少すれば、国内産ワインの売上げが大きい企業は甚大な影響を被る。前もってこうした状況に備えることができれば、カリフォルニアのワイン事業が被る被害を軽減できるかも知れないし、企業の積極的な対応は、そのような事態が発生しても経営基盤を強固に保つ能力を示すことになる。

1980 年代に起きたフロンガス（CFC）利用に対する規制の変化が市場に与えた影響と企業の対応策は、ESG 要因が事業に影響を与えるもう一つの例である。金融市場は、冷蔵機器への CFC 利用廃絶を求める規制変更に伴い潜在的なコストと新たな機会が生まれることを認識した。まず、機会の面では、CFC 製造メーカーが、CFC を原料とする製品の生産を 2000 年までに中止すると発表した。1989 年後半までに、同社の研究部門は非 CFC 系冷媒について 20 の特許を申請し、1990 年までに CFC の代替素材となる新たな冷媒とスプレー用高圧ガスを市場に導入した。1993 年には、同社は CFC 撤廃の期限を 1994 年末までに早め、1987 年モントリオール議定書および 1990 年大気浄化法修正条項で設定された期限を一年前倒しで実施した。非 CFC 系冷媒市場が 1990 年代に拡大するにつれ、ESG 要因が同社の事業（およびレピュテーション）に及ぼす影響を十分に活かす地位を築きあげた [26]。

投資家への示唆

アナリストは、事業リスクを従来の財務分析の一部として見極め、考慮する必要性を十分に認識している。ESG 要因が企業にもたらす潜在的な事業リスクは当マニュアルで検討している様々なリスクの中で最も明白なものと思われるが、アナリストはそれが見えにくい業種においてはこれら ESG 要因を見落とす場合もある。石油や貴金属など、限りある天然資源への依存度が高い産業の事業リスクは直截的で予想しやすいものであるが、ほとんど全産業がサプライチェーンのどこかの段階で ESG 関連要因に直面しており、業種に関係なくこうした要因を考慮に入れることが重要である。投資家は、このような波及効果も含め、ESG 要因から生じる多くの事業リスクについて理解する必要がある。

検討すべき事項

投資家は、以下について判断を下すべきである。

25 M.A. ホワイト、N.S. ディフェンボー、G.V. ジョーンズ、J.S. パルおよび F. ジョルジ「温暖化が 21 世紀の高級ワイン生産を減産に追い込む」PNAS103 巻、第 30 号（2006 年 7 月 25 日）：11217-11222

26「デュポンは代替フロンのハイドロクロロフルオロカーボン生産から 10 年早く撤退すると表明」オゾン層破壊ネットワーク・オンライン・トゥデイ（1996 年 1 月 3 日）

- ESG 要因についての戦略的分析が経営陣や取締役会レベルでなされているか。多くの金融およびサービス機関は ESG 要因の事業に及ぼす影響を把握すべく戦略的な取り組みを行っているが、環境に敏感な産業においては、ESG 要因への戦略的な取り組みはさらに重要となっている。
- 企業は、事業内容に内在する事業リスクを見極め、そうしたリスクに対処すべき計画を策定しているか。
- 経営陣と取締役会は、すべてのステークホルダーに対し、こうした事業リスクを軽減するための短期的・長期的計画について、効果的にコミュニケーションをとっているか。

事業リスクと機会に関する情報源

- 多くの企業がアニュアルレポートのリスク関連セクションで事業リスクについて記載しているが、こうしたリスクが自社の業種に本来内在しているものである場合には、アニュアルレポートのセクション全体をこうした事業リスクのために割くこともある。納入企業やサプライチェーンに係わる事業リスク要因についてもアニュアルレポートで開示されることがある。
- 他に比べて社会あるいは環境への配慮が求められることの多い業種の場合、こうした要因について、持続性、環境、ESG、健康・安全性などに関する報告書の中でより詳細な情報提供を行っている。
- 炭素系エネルギーへの依存度の高い企業についての専門的なレポートには、投資家が企業の事業リスクを評価し、他社比較できるような各種データが掲載されている。（付録 C を参照）
- ESG 問題に特化した分析を提供している専門調査会社もある。
- 投資家は、企業が提示しているあらゆる広報刊行物に目を通し、年次発行のレポートだけに頼るべきではない。事業リスクは時に、標準的な年次のレポートが発行される周期ではなく、より短い周期において発生するからである。一方で、四半期ごとの報告書やプレスリリース、その他臨時の情報開示などの中には、企業がいかにして事業リスクを認識し、対処しているのかを示す一貫したメッセージが読み取れることが多い。
- 株主提案も、投資家が企業の抱える課題を認識し、かつ、それらの課題が事業に重大な影響を及ぼすかどうかを見極めるための一助となる情報源であろう。

©2008 CFA INSTITUTE

付録 A：ESG シナリオ例

ESG 要因が企業に及ぼす影響を投資家が理解しやすいように、ESG 関連への対応が企業価値に及ぼす影響を、仮定シナリオを用いて説明する。各例では、当資料で言及している、規制／立法、法的、レピュテーション、事業要因などの関連 ESG 要因を特定しつつ、投資家が取るべき行動を示唆している。ここで示唆する内容は、想定されるあらゆる行動を網羅しているものではないが、投資家がこれらの問題に対して十分に研究し、備えるための一助となるであろう。

Ⅰ．立法・規制要因の分析

状況

あなたの顧客は、中規模の電力会社、ABC 社の株式を相当量保有している。同社はヨーロッパ諸国で 15 カ所の発電所を操業しており、そのうち 10 カ所が火力発電、5 カ所が原子力発電である。同社が操業している多くの国々では、今後2年にわたり、環境関連の法整備が進むと予想されている。恐らく、EU 全体の環境立法に加え、各国で独自の法整備が進展すれば、CO_2 を排出している企業に対し、現在より厳しいコスト負担が課せられるであろう。そのようなコスト負担が発生する確度と度合いについては不明確であるものの、全 10 カ所の石炭火力発電所がそうした法律の影響を受けるのは避けられない見込みである。

昨年、ABC 社の株価は 10%下落したものの、その原因が同社の拙い経営によるものなのか、想定される環境立法に対する懸念によるものなのかは、不透明だ。同社では、そうした環境立法が及ぼす影響に関する情報開示の中で一般的な内容について報告を行っているのみであるため、あなたは顧客のために、同社の将来について公平かつ情報に基づいた評価を行う必要がある。

検討すべき関連 ESG 問題

- 環境立法によって CO_2 排出に対する罰金額が増加し、石炭火力発電所の操業コストが増加するか?
- 石炭火力発電所からの CO_2 排出は、ABC 社のレピュテーションに悪影響を及ぼすか?
- ABC 社は、新たに導入される規制を遵守するため、高額の設備更新を必要とするか?
- 操業中の EU 地域や各国による規制強化は、ABC 社の短期的および長期的企業価値にどのような影響を及ぼすか?

投資家がとれる行動

- より詳しい情報を得るためには、自らリサーチを行うのがよいか、既存の有料リサーチを利用するのがよいのかを判断すること。いずれの方法でリサーチを行う場合も、環境立法が ABC 社に及ぼす影響だけでなく、同社が属する業界全体に及ぼす影響についても十分に調査すること。
- 電力業界と同社の動向に詳しい専門家に接触し、こうした立法措置が同社や経営体質にどのような影響を及ぼすかについて専門的な意見を求めること。
- ABC 社に直接コンタクトをとり、質問に対して回答を求めること。
- 競合他社の報告書に目を通し、関連する環境問題に関する開示情報を探し出すこと。
- 環境立法により影響を被る市場において ABC 社の競合他社がどのような対策を講じているか、そして地域の規制や法律の施行およびその結果について、メディア情報を探すこと。
- 当該市場における他の公益企業の開示情報を調べること。
- ABC 社をめぐる法規制関連の論点を理解するため、潜在的および既存の環境規制、課税ならびにその影響を十分に踏まえた上で、徹底した財務分析に基づく投資戦略を構築すること。
- 現在の経営の質と安定性に影響を及ぼす可能性のあるガバナンス問題を、環境立法や規制とは切り離して評価すること。

Ⅱ． 法的・レピュテーション要因の分析

状況

XYZ 社は多様な製品を生産しており、その中には極めて利益率が高いものの、昨今ますます社会的に受入れられ難くなってきた製品が含まれている。そして、最近では、その製品とがんとの関連性が疑われる症例も多くなった。外部機関による学術的研究が始まったが、調査結果が得られるのは3年先とされている。XYZ 社は近年、大きな成長を遂げており、貴社は、XYZ 社の株式を 3%保有する大株主であり同社に対して潜在的な影響力を有している。標準的な財務分析に基づき判断する限り、XYZ 社は貴社にとっていまだ魅力的な銘柄といえる。

しかし、消費者団体では近年 XYZ 社への対抗キャンペーンを強めており、小売店の売場から同社の当該製品を排除するよう求める訴訟を提起している。XYZ 社の経営陣は、自ら積極的には発がんリスク問題に関するコメントを公表しておらず、個別の質問に対して同社は当該製品を回収する計画はなく、訴訟は無意味であるという回答を返すに留めている。因みに、問題の製品は同社の売上げの15%を占めている。近年の科学の進歩により、この製品について指摘されている問題点を軽減する製品改良の選択肢もあるものの、同社は製品改良に向け具体的な行動はとっておらず、そうする意図も言明していない。しかしこの製品改良には 4 年を要し、この製品が改良され市場に再投入されるまでの 4 年間にわたり、純利益は 1 年当たり約 2%減少すると貴社では見積もっている。

検討すべき関連 ESG 問題

- XYZ 社に対する世間のプレッシャーが高まるにつれ、より多くの消費者が当該製品に背を向けることで、同社の収益性低下につながるのか?
- 世間のプレッシャーにより、同社の他の製品の不買運動にまでエスカレートする可能性はあるか?
- 外部調査により当該製品とがんとの関連性が認められた場合、何が起こるか?それにより、当該製品の売上げ減や訴訟リスクあるいは XYZ 社のレピュテーションに及ぼす悪影響など、同社の長期的な成長性の阻害要因となるのか?
- 同社が製品改良を躊躇する間に、競合他社が製品改良に先行した場合、競合他社は XYZ 社の業績を上回る可能性があるか?
- XYZ 社の大株主として、貴社は XYZ 社の役員および取締役に潜在的な影響力を有している。貴社は XYZ 社に対してどのように働きかけるのか?

投資家がとれる行動

- 貴社は大株主として、同社の長期的な事業モデルを維持するために当該製品の改良に踏み切るよう、同社の経営陣を促すことも可能だ。
- 同社が疑惑に対して明確な姿勢を示さず、問題解決に向けた取り組み姿勢を示さない状態が続けば、「沈黙は有罪なり」として同社のレピュテーションを損なうのみならず、短期・長期にわたり企業価値を毀損するリスクがある。XYZ 社経営陣に対し、リスク管理ならび広報活動を行うよう働きかけることで、ダメージ軽減の助けになるであろう。
- 投資家は、XYZ 社の経営者に対し、できるだけ早期に製品改良に踏み切るよう進言すること。製品改良の着手が遅れれば遅れるほど、同社のリスクは増大する。製品改良に 4 年を要し、発がんリスクの調査研究が 3 年以内で完了することを考えれば、研究結果が発表される時期と改良された新製品が販売される時期との「時間差」を最小限に留めるためにも、できるだけ早期に製品改良に踏み切ることこそが同社にとって最良の選択である。

©2008 CFA INSTITUTE

Ⅲ． 立法・規制およびレピュテーション要因の分析

状況

複数の株式運用口座の運用責任者として、あなたは3年間以上にわたり、ビッグ・グリーン・グロサーズ社の株式を大量保有している。薄利と厳しい顧客獲得競争が特徴である食品流通業界において、同社は多少高くとも高品質で安全な食品をおしゃれなお店で購入したいという高所得者層をターゲットとした差別化戦略で世界的な市場を開拓し事業を拡大している。

ビッグ・グリーン・グロサーズ社が営業する国々のうち4カ国において、地域の環境アクティビストが議会に対し、全ての小売店におけるビニール袋の利用を禁止するようロビー活動を展開している。ビニール袋製造に要する石油原料と、利用済みビニール袋のごみ埋立地での廃棄や海洋への投棄が環境汚染を増幅しているというのが活動の理由である。現在、同社の顧客の 82%が、（紙袋や再利用可能なキャンバス製バッグなどの）代替品ではなく、ビニール袋を利用している。ビニール袋の単価は 0.0125 米ドル、紙袋は 0.0185 米ドルであり、買い物客から袋代は徴収していない。再利用可能なキャンバス製バッグは販売しており、 1個あたり約 0.08 米ドルの利益をあげている。

同時に、同社の営業エリアのいくつかでは、オーガニック製品と呼ばれる商品を販売しているビッグ・グリーン・グロサーズ社のような小売業者に対し、検査と認証を必要とする規制を導入する動きがあり、仕入れコストを高騰させる懸念も生じている。こうした新たな規制に加え、オーガニック製品の正当性を確認する適切な手続きを経ずにオーガニック製品を売買する小売店に対しては、多額の罰金を課す可能性も浮上している。

検討すべき関連 ESG 問題

- 想定される規制立法により、ビッグ・グリーン・グロサーズ社がよりコスト高な紙袋を採用しなければならなくなる可能性や紙袋を有料化する可能性はあるか?あるいは、顧客に少額または無料で、キャンバス製バッグを配布する可能性はあるのか?これが同社の企業価値にどのような影響を及ぼすのか?
- ビニール袋の利用がビッグ・グリーン・グロサーズ社のブランド価値やレピュテーションにどのような影響を与えるのか?「グリーン（環境）」に対する懸念に、どう対応するのか?
- オーガニック製品の認証制度を開発・運用していくことにより、どのような追加コストが見込まれるのか?
- いずれの場合においてもビッグ・グリーン・グロサーズ社の対応はリスクあるいは機会を生むのか?同社の競合他社はこうした状況にどう対応しており、彼らの対応がビッグ・グリーン・グロサーズ社にどんな影響を及ぼすのか?

投資家がとれる行動

- ビッグ・グリーン・グロサーズ社の経営陣が、ビニール袋の利用により自社のブランドやレピュテーションあるいは顧客ロイヤルティに及ぼすリスクについて検討しているかどうか分析すること。
- ビッグ・グリーン・グロサーズ社がビニール袋の利用を廃止した場合に、同社が強いられるコスト負担を試算すること。
- 紙袋やキャンバス製バッグの代替品が存在し、その代替品の使用は現実的であるか?そして同社がこうした選択肢を検討しているかどうか考慮すること。
- ビッグ・グリーン・グロサーズ社の報告書に目を通した上で同社の代表者と対話し、同社がビニール袋利用についての規制やオーガニック認証の規制導入などによる経済的影響などについて検討し、事前に備えているかどうかを確認すること。
- 調査書を入手し、ビッグ・グリーン・グロサーズ社と競合他社が規制に際して抱えるそれぞれの弱みを比較すること。

Ⅳ． 事業要因の分析

状況

あなたのポートフォリオの中で保有しているオシリス・フィルム社は、アートハウス・フィルム社より一株 96 ユーロで買収提案を受けたばかりである。現在のオシリス・フィルムの株価は一株 90 ユーロで、3 年前の 110 ユーロから緩やかに下落している。その間、アートハウス社を含む競合数社の株価は徐々に上昇した。オシリス・フィルム社の現オーナーは同社株式の 35%を保有しており、取締役会の 9 名中4人がこの合併提案を退ける旨を公式に表明した。アートハウス社では、もしこの合併が成立すれば、取締役会の人数は現状維持するものの、この提案に反対しているオシリス社の 4 名の取締役は、アートハウス社 CEO および 3 名の独立取締役と交代することになると応酬した。

オシリス社の財務諸表分析によれば、同社は一株 98 ～ 100 ユーロの価値はあると見積もられるものの、多年にわたり経営陣に対する市場の信頼が低下していることから、同社の株価には「ガバナンス・ディスカウント」が存在する、とあなたは考えている。そうしている間に、オシリス社からは、取締役会メンバーの3分の1を毎年選任する「期差任期取締役会」構造を整備するための株主決議を実施するとの提案がなされた。

あなたはオシリス・フィルム社の株式 9%を保有しており、あなたの票が買収に関して接戦が予想される投票の行方を左右しそうである。

検討すべき関連 ESG 問題

- 株主権の集中がオシリス社の経営に必要な変革を遅滞させている可能性はあるのか？
- 提案されている期差任期取締役会は、問題を抱える経営陣チームを守ることにならないのか？それが同社の企業価値にどのような影響を及ぼすか？
- オシリス社の「ガバナンス・ディスカウント」は、実際に現在の経営陣によって引き起こされているものなのか?あるいは、その他の事業要因が企業価値を低下させているのか?株主構成の変化が実現した場合、同社の将来性は改善されるか?あるいは、事業そのものに課題は残るのか？
- オシリス社とアートハウス社の、経営陣、事業展開、レピュテーション、その他の類似点と相違点は何か？

投資家がとれる行動

- 「ガバナンス・ディスカウント」の存在を確認し定量化するために、アニュアルレポート、財務諸表ならびに開示情報、メディア情報（もしくは外部のリサーチレポート）を自ら調査すべきである。ガバナンス・ディスカウント以外に、オシリス社の株価を低迷させている要因が他にもあるのか、あるいはまったく別の要因があるのかを調査すること。
- オシリス社の代表者に、企業価値を改善するため、どのような変革を検討しているのかを問い合わすこと。
- アートハウス社の決算報告書とレピュテーションについて調査し、またその他の競合他社についても調べ上げ、各社のガバナンス構造の枠組みがオシリス社に不利益をもたらしているかどうか、評価すること。
- 徹底的な財務分析および、合併の可否に伴うガバナンス・リスクと機会について十分に把握した上で、合併提案に対する賛否いずれかの投票意志を決定すること。

©2008 CFA INSTITUTE

V． 立法・規制およびレピュテーション要因の分析

状況

あなたは小型株ファンドのポートフォリオ・マネージャーとして、世界中で株式投資を行っている。あなたは現在、２年前に新規上場したタイニー・バブルズ社をポートフォリオに組み入れるかどうか検討しており、同社を分析中である。タイニー・バブルズ社は、ガソリンエンジン車から排気される亜酸化窒素や二酸化炭素などの排気ガスを著しく低減する特許取得済みの独自処理技術を保有しており、この技術はすでに大手自動車会社２社に採用されている。同社の株価は過去２年間、同業他社をやや上回っている。

タイニー・バブルズ社は最近、石炭火力発電所から出る二酸化炭素と亜酸化窒素を低減する独自処理技術を開発したと発表した。この処理技術を採用した場合、1キロワット時あたり 0.02 ～ 0.03 米ドルの追加コストが見込まれるため、これまでのところ電力会社からの引き合いはない。しかし、将来、二酸化炭素や亜酸化窒素を排出する発電所への課税が立法化された場合には、この新処理技術を採用している発電所では、運営コストの低減が可能となり、この処理工程導入にかかる初期投資の一部を回収することが可能となる。

検討すべき関連 ESG 問題

- CO_2 排出に対する課税法案が通過した場合に、市場はどのように変化し、タイニー・バブルズ社の新技術への需要はどれほどの規模になるか?タイニー・バブルズ社の経営陣は、もし法案が通過しなかった場合のビジネスモデルの見直しについて考えているのか?
- 火力発電における他の燃料に関して、有限な資源の将来性や供給中断の可能性はあるか?それが石炭火力発電に及ぼす影響はどのくらいか?
- タイニー・バブルズ社のプロセス技術を採用し、先進的なグリーン（環境）企業としてアピールしそうな石炭火力発電所はあるか?また、これによって、特定の電力会社に対する顧客ロイヤルティは高まるか?グリーン志向の消費者は、よりクリーンな電力を購入するために、若干のコスト負担を厭わないのか?発電所はタイニー・バブルズ社の技術を導入する費用を埋め合わせるために「グリーン」料金を課す可能性はあるのか?
- 火力発電以外の市場あるいは他の産業において、類似の排出課税が施行された際の影響はどの程度であったのか?

投資家がとれる行動

- 現在、石炭火力発電所を操業している電力会社が二酸化炭素や亜酸化窒素の排出量について信頼できる情報を開示している場合には、そこに掲載されているデータを利用し、将来の排出量や、排出に対する課税が立法化された場合に同社の負担となる潜在コストを予測すること。
- 電力会社が自社の排出量に関する情報を提供していない場合には、事情に詳しい外部アナリストや専門調査会社から情報を入手すること。
- アニュアルレポート、財務諸表、ディスクロジャー誌、およびその他のメディア情報（もしくは外部の調査会社の情報）を独自で調査し、発電事業の経済性がどれだけ改善されれば、タイニー・バブルズ社の画期的な新処理技術に対するニーズを高め企業価値の増加につなげることができるかを判断すること。
- 環境課税法案が通過しない場合や、電力会社がタイニー・バブルズ社のプロセス技術を導入せず罰金を支払う選択をした場合に、タイニー・バブルズ社の企業価値にどのような影響を及ぼすかを判断すること。
- こうした規制下において、他の市場や業界で別の排出低減システムが存在した場合、その効果を調査すべきである。罰金や操業コストを、レピュテーションの向上や環境対応によって得られる企業価値の増大によって吸収することはできるか?

©2008 CFA INSTITUTE

- 石炭火力発電所の直近の操業コストとタイニー・バブルズ社のプロセス技術を採用した場合の予想コストを比較罰金や操業コストを、レピュテーションの向上や環境対応によって得られる企業価値の増大によって吸収することはできるか?。
- 投資戦略構築にあたっては、タイニー・バブルズ社に対する徹底した財務分析と、同社が提案中の新処理技術が直面する潜在的な環境、立法、レピュテーション・リスクに対する十分な理解に基づくこと。

©2008 CFA INSTITUTE

付録 B：定義集

ESG 関連用語の定義

企業の社会的責任（CSR: Corporate Social Responsibility）

CSR とは、自社の行動が、株主のみならず多くのステークホルダー（利害関係者：従業員、事業を展開する地域社会、環境など）に与える影響に対してどのように責任を負うかという観点から、企業が社会全体に与える影響を考慮することである。

環境・社会・ガバナンス（ESG: Environmental, Social and Governance）

投資家が企業行動という文脈の中で検討する環境社会およびガバナンスの問題。ESG 問題はその本質からして、しばしば、非財務的もしくは非定量的なものとみなされており、それらが企業に及ぼす影響は中・長期に及ぶ。

ネガティブ・スクリーニング（Negative Screening）

投資対象候補（投資ユニバース）から、経営方針、行動、製品およびサービスに関連する評価基準に基づき、一定の企業や産業セクターを除外する投資手法。最小限の選別基準に達しない投資対象は、ポートフォリオから除外される。

ポジティブ・スクリーニング（Positive Screening）

投資対象候補（投資ユニバース）から、経営方針、行動、製品およびサービスに関連する評価基準に基づき、一定の企業や産業セクターを選別する投資手法。最小限の選別基準を満たしている投資対象を、ポートフォリオに組み入れる。

社会的責任投資（SRI: Socially Responsible Investment）

経済的目標とともに社会的・環境的目標の達成も追求する投資プロセス。

トリプルボトムライン（Triple Bottom Line）

財務指標や従来の「ボトムライン（決算書における最終損益）」だけではなくは別の要因も考慮して企業の業績を測定し評価する概念。「トリプルボトムライン」は、企業の社会･環境への貢献実績（および株主のみならずステークホルダー全体のニーズへの対応実績）の評価を採り入れて、企業の業績を総合的に評価しようとする試みである。

国連「責任投資原則」（PRI: Principles for Responsible Investment）

責任投資原則（PRI）とは、ESG 要因が投資ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすと考える機関投資家により策定された一連の投資原則である。それを支えているのは、信任義務（あるいは類似の義務）を果たそうとする投資家は ESG 要因を適切に検討する必要があり、PRI は ESG 情報をより広範に入手可能なものとし ESG 要因を投資意思決定に反映させるための枠組みを提供する、という署名機関の信念である。

環境関連用語の定義

カーボンフットプリント（Carbon Footprint）

人類の活動が環境に及ぼす影響を、温室効果ガスの排出量で測定する方法。その排出量は、二酸化炭素の換算量で計測される。企業の「カーボンフットプリント」は、ある一定の期間で企業活動により排出された温室効果ガスの量により測定される。

気候変動（Climate Change）

地球の大気組成を変え、地球規模で気象パターンを変えてしまう現代の気候の変化を指し、人類や動物の生態、陸地・海洋システムなどの構造に重大な影響を及ぼすとされる。

©2008 CFA INSTITUTE

環境マネジメントシステム（EMS: Environmental Management System）
EMS は、企業や団体等の組織が環境方針を実施するための一定の方針および手続きを定めた経営システムの一環。

グリーンウォッシュ（Greenwash）
表向きには環境や社会に対して配慮をしているように装っている企業、政府、その他の組織・団体が、実態としては環境や社会的行動の改善にほとんど取り組んでおらず、時にはそうした建て前と矛盾する振る舞いすら行っていること。グリーンウォッシュという用語は、一般的には、環境に優しい行動に対して経営資源を活用することよりは、環境意識の高さを組織として売り込むことに多くの金額と時間を費やすことを表す際に用いられている。

ISO14000
国際標準化機構（ISO: International Organization for Standardization）が策定した環境マネジメントシステムに関する国際規格の総称。これらの規格は、組織（企業・各種団体など）が環境への負荷を軽減し、法規制、その他の環境に配慮した各種要求事項を遵守するための一助となっている。ISO14000 の認証は第三者組織が行っており、ISO が直接行うものではない。ISO14001 は、環境マネジメントシステムを審査する基準である。ISO14001 の要求事項に適合する EMS システムは、あらゆる規模・種類の組織において、行動や製品・サービスが環境に及ぼす影響を特定・管理し、継続的に環境面での実績を改善し、環境目標・目的の設定に向けたシステマティックな取り組みを実施し、設定した目標を達成し、目標に到達したことを主張することを可能にするツールである。

持続可能な発展（サステナビリティ）
サステナビリティとは、「将来の世代がニーズを満たす可能性を損なうことなく現在のニーズを満たす[27]」成長・発展を意味する。サステナビリティは、人間社会および人間以外の環境についての、経済的・社会的・組織的および環境的側面の持続性に係わる。

社会関連用語の定義
フェアトレード（公平貿易）
弱い立場に置かれた生産者や労働者に対し、より良い貿易条件を提供し、かつ、彼らの権利を守ることにより、持続可能な発展に貢献すべく、より公平な条件下で国際貿易を行うことを目指す貿易関係。フェアトレード団体は、生産者の支援、啓蒙活動、および従来の国際貿易のルールと慣行を変える運動に積極的に取り組んでいる。

国際労働機関・基本条約（ILO コアコンベンション）
国際労働機関（ILO: International Labour Organization）は、世界中でディーセント・ワーク（働きがいのある人間らしい仕事）の実現を目指す国連の専門機関。8つの ILO 基本条約は、加盟各国の発展度合いに関わりなく労働者の権利を守るための基本項目として、ILO の国際労働総会で採択された。

ILO 基本条約と条約採択年
- 強制労働条約（1930 年）
- 結社の自由及び団結権保護条約（1948 年）
- 団結権及び団体交渉権条約（1949 年）
- 同一報酬条約（1951 年）
- 強制労働廃止条約（1957 年）
- 差別待遇（雇用及び職業）条約（1958 年）

27「我ら共通の未来（出版書名：地球の未来を守るために」環境と開発に関する世界委員会（(Our Common Future, World Commission on Environment and Development）（1987 年）

©2008 CFA INSTITUTE

- 最低年齢条約（1973 年）
- 最悪の形態の児童労働条約（1999 年）

社会的責任投資のためのモスコウィッツ賞（The Moskowitz Prize）

毎年授与される「モスコウィッツ賞」は、社会的責任投資（SRI）分野において目覚ましい成果をあげた定量的な研究調査を毎年顕彰する世界で唯一の賞。この賞は、社会的責任投資フォーラム（SIF: Social Investment Forum ／社会的・環境的責任投資に関わる全米の業界団体）が、優秀な社会的責任投資の定量的研究を表彰するために 1996 年に設定した。モスコウィッツ賞は、スクリーニングを行った場合と行わなかった場合におけるポートフォリオのパフォーマンス比較を出版した最初期の研究者の一人であるミルトン・モスコウィッツの名に因んでいる。彼の代表的な業績には、フォーチュン誌に毎年掲載される「アメリカの働き甲斐のあるベスト 100 社（The 100 Best Companies to Work for in America）」や、「世界市場：アメリカ国外の有力企業 102 社（The Global Marketplace: 102 of the Most Influential Companies Outside America）」などがある。

SA8000

米国の CSR 評価機関、ソーシャル・アカウンタビリティ・インターナショナル（SAI：Social Accountability International）が、13 に上る国際人権条約の原則に基づき労働条件を評価するために定めた国際規格。この規格は、多くの産業分野と国々で、企業と請負業者を審査すべく運用されている。SA8000 認証を受けるためには、認証を求める各事業所について審査を受けなければならない。審査員が工場を視察し、広範な問題について企業活動を調査し、経営体制を評価し、企業が正しく行動規範に従っているかどうかを確かめる。企業が要求されている改善を行えば、SA8000 に適合していることを証明する認証書が交付される。この認証により、企業は消費者や納入先企業、その他の企業に対して、労働問題に正しく取り組んでいる企業として対外的に証明することとなり、労働環境の改善に取り組む際の重要なマイルストーンともなる。2007 年 6 月時点で、65 カ国 1,373 カ所を超す事業所が SA8000 認証を取得。

コーポレート・ガバナンス用語の定義

アクティビズム

投資リスクを軽減し、企業価値（＝保有株）の向上を目指し、ESG やその他の問題について経営者や取締役会へ積極的に関わっていく投資戦略の一つ。アクティビズムはしばしば、特定の問題に対する支持や経営者の交代もしくは取締役会の行動を変革するために、戦略的に議決権を行使することがある。

コーポレート・ガバナンス

企業経営にかかわる内部統制や手続の体系。コーポレート・ガバナンスは、経営者や取締役会、大株主、少数株主など、組織内の様々な異なるグループについて、その権利や役割、責任を明確に定める枠組み（フレームワーク）を提供する。こうした体系や枠組みは、広く分散した多数の少数株主を擁する企業にとってとりわけ重要である。

付録 C：ESG 関連組織、活動規範、およびその他情報源

ビジネスと人権リソース・センター（Business and Human Rights Resource Centre）

人権問題に関する情報センター。同機関のウェブサイトには、NGO（非政府組織）、企業・経済団体、国連•国際労働機関（ILO）やその他の政府間組織、政府および裁判所、政策の専門家や学者、社会責任投資アナリスト、ジャーナリスト等が公表する広汎な資料へのリンクが貼られている。同ウェブサイトでは、世界中の企業が関与する（ポジティブ、ネガティブ両面の）人権問題を報じたニュースやレポートが1時間ごとに更新されており、180 カ国 3,600 社以上の情報が網羅されている。そこで扱われるトピックには、差別、環境、貧困開発、労働、医療、健康と安全、民間警備、および貿易などの情報が含まれている。

www.business-humanrights.org

カーボン・ディスクロジャー・プロジェクト（CDP: Carbon Disclosure Project）

気候変動に関する対話の促進を目指す独立系非営利組織。質の高い情報を背景に、気候変動に対する合理的な対応が生まれることを目指す。CDP は、併せて 41 兆米ドルの資産を運用している 300 以上の機関投資家を調整する事務局を務める。CDP では、世界中の大企業から気候変動による事業リスクと機会に関する情報や、温室効果ガスの排出データを収集している。

www.cdproject.net

環境に責任を持つ経済のための連合（セリーズ）（Ceres：Coalition for Environmentally Responsible Economies）

企業や投資家と協働して持続可能性の課題に取り組む、投資家、環境保護団体およびその他の公益グループによる全米ネットワーク。セリーズが立ち上げたグローバル・レポーティング・イニシアティブ（GRI）は現在、環境•社会•経済の側面から企業業績を開示する報告書（サステナビリティ報告書）作成において（1,200 社以上の企業が採用する）デファクトスタンダード（事実上の国際基準）となっている。

www.ceres.org

企業市民意識と持続可能性のためのコンフェレンス・ボードセンター（Conference Board Center for Corporate Citizenship and Sustainability）

メンバー企業が企業市民や持続可能性に関する考え方や行動を総合的なコアビジネス戦略に組み込み、最大の経済的・環境的・社会的利益をもたらすビジネス機会を創出するための支援を行う組織。（訳者注：母体は、景気先行指数や消費者信頼感指数などの経済指標の公表で有名な米国非営利の民間調査機関である全米産業審議会、コンファレンス・ボードである）

www.conference-board.org/knowledge/citizenshipcenter

気候変動に関する企業リーダーグループ（CLG: Corporate Leaders Group on Climate Change）

CLG は、気候変動に取り組む最新かつ長期的な政策を策定することが緊急の課題と信じるイギリス国内および国際的な大企業のビジネスリーダーのグループとして、各国の政治家と協働し、未来の低炭素社会実現に向けた政策環境を整備することを目指している。

www.cpi.cam.ac.uk

エンハンスド・アナリティックス・イニシアティブ（EAI: Enhanced Analytics Initiative）

投資調査の向上、特に非財務的問題が長期投資に及ぼす影響を考慮に入れた調査の普及促進を目的とする、資産家と資産運用者による国際的協調組織。EAI への参加主体が運用する資産総額は現在、2 兆 4 千万米ドルに上る。EAI は、証券会社（セルサイド）のレポートに非財務的問題についての優良かつ詳細な分析を採り入れる調査者に対してインセンティブを提供している。EAI メンバーは、証券会社が非財務的要因や無形資産についての分析をその調査に採り入れた度合いに応じて最低 5%の証券仲介手数料を分配することに同意している。これらの非財務的要因には通常、コーポ

©2008 CFA INSTITUTE

レート・ガバナンスや人材管理、M&A に伴う価値創造あるいは価値破壊、気候変動などの重大な環境要因に対する企業の対応などが含まれる。
www.enhancedanalytics.com

赤道原則（Equator Principles）

エマージング市場での開発プロジェクトファイナンスにおいて環境的・社会的課題を取り扱う際の基準。「赤道原則」は、同原則を採択した銀行や金融機関に対し、同原則に定められた手続に準拠しないプロジェクトへ融資を行わないよう求めている。同原則は、民間銀行により策定され、2003 年 6 月に採択された。赤道原則の策定にあたり、世界銀行の環境基準や国際金融公社（IFC）の社会政策に範を取った。世界中で 50 以上の金融機関が赤道原則を採択しており、同原則は銀行や投資家が世界中の大型開発プロジェクトを評価する基準となった。2006 年 7 月に、赤道原則は改訂され、適用対象を広げ、評価の手続をさらに厳格にしている。
www.equator-principles.com

ヨーロピアン・センター・フォー・コーポレート・エンゲージメント（ECCE: European Centre for Corporate Engagement）

「サステナブル投資（持続可能に配慮した投資）のための実験ラボ」といえる、学会と実業界において業績を認められた研究者が設立した学際的研究ネットワーク。ECCE は企業の環境問題への積極的参加と持続可能な金融・財政分野に関するトップランクの研究を供するための国際的コンソーシアム。ECCE は、企業や金融市場が ESG 問題を考慮することによって如何に持続可能な発展を促進できるかについて、実務家や学者の理解を促している。
www.corporate-engagement.com

欧州コーポレート・ガバナンス・フォーラム（European Corporate Governance Forum）

2004 年に欧州委員会が設立した当フォーラムは、加盟各国で個別に制定されているコーポレート・ガバナンス規則の集約化を進め、欧州委員会に対してアドバイスを行うことを目的として、加盟国で実践されているガバナンスのベスト・プラクティスについて研究・検証を行っている。同フォーラムは、（証券発行会社、投資家、学術機関、規制当局、監査法人など）様々な専門分野で活躍しそのコーポレート・ガバナンスに関する経験と知見が欧州全域で広く認知されている 15 人のシニア・エキスパートにより構成されている。
www.ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm

欧州フェアトレード協会（EFTA: European Fair Trade Association）

欧州 9 カ国（オーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペイン、スイス、イギリス）の「フェアトレード」を推進する輸入業者 11 社により構成される協会。EFTA は、オランダを本拠地とし、オランダ法人格を有する。EFTA は 1990 年に公式に認知され、会員組織の業務を支援しつつ、フェアトレード実現に向け、会員組織間の協力・連携を促進している。同協会は、情報交換とネットワークの場を設け、分業化に向けた環境作りを行い、合同プロジェクトを企画、推進する。EFTA は会員による（食料、手工芸品、マーケティング、管理者に関する）ミーティングを組織し、関連情報を会員に向けて配布し、「フェアデータ EFTA」という EFTA の認証する生産者とその製品のデータベースを運営している。ブリュッセルにも事務局を構え、公的機関や輸入業者が各地で持続可能な発展の担い手となるよう活動する「フェア・プロキュラ（公平調達）」プロジェクト（欧州連合（EU）が資金を援助）を遂行している。
www.european-fair-trade-association.org

欧州社会的責任投資フォーラム（Eurosif: European Social Investment Forum）

金融市場を通じて持続可能性に取り組む全欧州の SRI 団体。Eurosif の現在の賛助会員には、年金基金、金融サービス会社、学術機関、研究団体、NGO（非政府組織）などが含まれている。同フォーラムは非営利団体であり、賛助会員が運用する資産は、資産総額 6 千億ユーロに達するイギリスの

UKSIF やフランスの FIR（French Social Investment Forum、フランス社会的責任投資フォーラム）など、多くの欧州諸国も独自の社会的責任投資フォーラムを開設している。
www.eurosif.org

フェアトレード連合（FTF: Fair Trade Federation）

カナダおよび米国でフェアトレードを扱う卸売業者・輸入業者・小売業者による連合。同連合は、会員企業にフェアトレード生産者を紹介すると同時に、フェアトレードに関する情報センターとして会員企業に様々なリソースとネットワーク機会を提供している。
www.fairtradefederation.com

国際フェアトレードラベル機構（FLO: Fairtrade Labeling Organizations）

生産者ネットワーク3団体と 20 カ国でそれぞれフェアトレード認証の促進・普及を行うフェアトレードラベル認証機関により組織された国際的な団体。FLO ラベルシステムは、フェアトレード製品に関する国際標準の設定と認証を行う世界最大で最も広く認知された制度。FLO は、アフリカ、アジア、ラテンアメリカの 50 カ国以上で約 100 万の農家・労働者世帯を網羅する生産者団体に対し常時査察や認定を行っている。
www.fairtrade.net

グローバル・コーポレート・ガバナンス・フォーラム (Global Corporate Governance Forum)

世界銀行グループとOECD（経済協力開発機構）が共同開設したマルチドナー信託基金として、コーポレート・ガバナンスの組織的な枠組み作りとガバナンス遂行の改善を目的にグローバルかつ地域・国ごとに活動している。同フォーラムは、IFC（国際金融公社）／世界銀行のコーポレート・ガバナンスおよび資本市場部門の管轄下、国際的に合意された経済発展目標の枠組みの中、持続可能な経済成長と貧困削減を目指している。
www.gcgf.org

気候変動リスクに関する情報開示のためのグローバル・フレームワーク（Global Framework for Climate Risk Disclosure）

機関投資家その他 14 団体・組織が策定したフレームワークで、気候変動がもたらす企業のリスク開示方法の標準化を促進し投資家による企業の分析・比較を支援することを目的としている。
www.ceres.org/netcommunity/document.doc?id=73

グローバル・レポーティング・イニシアティブ（GRI: Global Reporting Initiative）

1,000 社以上の企業と数千の関連ステークホルダーが参加して、企業の経済的・環境的・社会的業績を報告するサステナビリティ報告書（持続可能性報告書）の枠組み作りを行う国際 NGO（訳者注：国連環境計画（UNEP）とセリーズ（CERES）の合同プロジェクトとして発足、その後 UNEP の協力機関として独立した。オランダ・アムステルダムに事務局を置く）。GRI のフレームワークは、様々な産業セクターや国で採用され、ESG 関連情報の報告に一貫性をもたらしている。
www.globalreporting.org

GRI サステナビリティ報告書フレームワーク（Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Framework）

サステナビリティ報告書の枠組みは、GRI による「サステナビリティ・レポーティング・ガイドライン（GRI ガイドライン、通称 G3）」「業種別補足文書（Sector Supplements）」「指標プロトコル（Indicator Protocol）」で構成され、これら3文書は一括して「サステナビリティ報告書フレームワーク」として知られている。このフレームワークには、あらゆる企業、非営利組織、公共団体その他大小様々な組織・団体に適用可能な報告原則、ガイダンス、標準開示項目などが記載されている。
www.globalreporting.org/home

©2008 CFA INSTITUTE

温室効果ガスプロトコル（Greenhouse Gas Protocol）

温室効果ガス排出について理解し、定量的な測定、管理をするための、世界で最も広汎に認知された測定基準として、政府や業界のリーダー企業に採用されている。温室効果ガスプロトコル・イニシアティブは、世界資源研究所（World Resources Institute）と、持続可能な発展のための世界経済人会議（World Business Council for Sustainable Development）の約 10 年にわたるパートナーシップにより、世界中の産業界、政府、環境団体との協働で、気候変動に取り組むための信頼性の高い、効果的な新世代プログラムの構築を目指している。

www.ghgprotocol.org

気候変動に関する機関投資家グループ（IIGCC: Institutional Investors Group on Climate Change）

気候変動関連の問題を考える年金基金と機関投資家による共同フォーラム。IIGCC は、フォーラム会員およびその他機関投資家に向け気候変動の影響への理解促進に努めており、気候変動により自身の事業に齎らされる重大なリスクと機会に対して IIGCC 会員の投資先企業や市場が向きあうことを促し、低炭素経済への移行を支援する活動に取り組んでいる。

www.iigcc.org

気候変動に関する政府間パネル（IPCC: Intergovernmental Panel on Climate Change）

世界気象機関（WMO: World Meteorological Organization）と国連環境プログラム（UNEP: United Nations Environment Program）が共同で設立した組織で、気候変動や、その潜在的影響、および気候変動への順応や軽減の手法について理解を促す上で必要な科学的、技術的、社会経済的知見を集大成し評価している。2008 年初頭までに、同パネルは気候変動に関する 4 つの「評価報告書」を発行している。同報告書では、気候変動に関する知見の現状について包括的な評価を提供している。

www.ipcc.ch

国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN: International Corporate Governance Network）

コーポレート・ガバナンスについて国際的な意見・情報交換を行うために組織された投資家ネットワーク。コーポレート・ガバナンス原則および慣行を精査し、コーポレート・ガバナンス基準やガイドラインの遵守を推進・奨励し、望ましいコーポレート・ガバナンスを促進している。ICGN 会員は現在、10 兆米ドル以上の資産を管理している。

www.icgn.org

国際フェアトレード連盟（IFAT: International Fair Trade Association）

フェアトレード製品の生産者協同組合および協会、輸出販売会社、輸入業者、小売業者、国および地域のフェアトレード・ネットワーク、フェアトレード支援団体等のグローバル組織として 1989 年に設立（訳者注：IFAT は 2008 年 10 月に開催された総会で名称を国際フェアトレード機構（WFTO: World Fair Trade Organization）に変更することを決定）。2004 年には、FTO マーク（現 WFTA ロゴ）を開始したが、これはフェアトレードを行っている企業や組織に対して与えられる認証（製品にフェアトレード認証ラベルを貼る「FLO システム」とは異なる）。IFAT は 60 カ国以上で約 300 の会員を擁する。

www.ifat.org（現：www.wfto.com）

国際労働機関（ILO: International Labour Organization）

国連加盟国の政府、雇用者、労働者の三者で構成される国連機関として、世界中でディーセント・ワーク（働きがいのある人間らしい仕事）の基準の整備を促進している。ILO の主要課題は、職場での様々な権利の推進、働ききがいのある雇用機会の促進、社会的保護の拡大、労働関連の問題を扱う対話の強化にある。ILO は毎年 6 月にジュネーブで国際労働総会を開催。総会で、条約や勧告が起草され、多数決により採択されると、それが労働関連の広汎な諸問題を網羅する国際労働

基準になる。条約および勧告は、併せて国際労働基準法と呼ばれることもある。国際労働総会により採択された条約は、一定数の政府によって批准されると、国際法上の条約となる。2008 年の報告書には、185 の ILO 条約が掲載されている。
www.ilo.org

気候変動リスクに関する投資家ネットワーク（INCR: Investor Network on Climate Risk）

気候変動に伴う金融リスクと投資機会への理解を深めるために機関投資家と金融機関によって立ち上げられたネットワーク。INCR は 2003 年 11 月に国連で開催された気候リスクに関する第1回機関投資家サミットにおいて創設され、併せて 4 兆米ドルの資産を運用する 50 社以上の機関投資家が参加している。
www.incr.com

ソーシャル・アカウンタビリティ・インターナショナル（SAI: Social Accountability International）

世界中の労働者の人権促進を使命とする機関。SAI は国際的な労働市場のサプライチェーンにおける倫理的に適正な労働環境を認証するための包括的で柔軟な国際規格「SA8000」を制定した。SAI は、企業、消費者団体、NGO、労働者、労働組合、地方政府や SA8000 審査登録機関のネットワークと協働で、労働者が基本的人権の原則に基づいて待遇される社会の実現を目指している。
www.sa-intl.org

社会的責任投資フォーラム（SIF: Social Investment Forum）

社会的、環境的責任投資の概念や慣行の普及、および成長拡大を目指す米国の会員制協会。会員は、経済・社会・環境・ガバナンス要因を投資の意思決定に反映するよう努め、SIF は様々なプログラムやリソースを提供して会員の活動を支援している。SIF の会員には、金融プロフェッショナル、アナリスト、ポートフォリオ・マネージャー、銀行、ミューチュアル・ファンド、研究調査員、基金、コミュニティ開発組織、公的教育機関等を含む 500 以上の社会的投資の実務担当者や企業・団体を擁している。米国外の市場にも同様の社会的責任投資フォーラムがある。
www.socialinvest.org

社会的責任投資研究（Studies of Socially Responsible Investing）

機関投資家や学者、その他社会的責任投資（SRI）の定量的側面に注目しているグループのための研究リソース。同サイトは「モスコウィッツ研究プログラム（Moskowitz Research Program）」のプロジェクトの一環で、カリフォルニア大学バークレー校のハース・ビジネススクール内にある “Center for Responsible Business”（責任あるビジネスに関する研究センター）により運営されている。
www.sristudies.org

サステナブル・インベストメント・リサーチ・アナリスト・ネットワーク（SIRAN: Sustainable Investment Research Analyst Network）

30 社の投資会社、リサーチ会社、投資家グループ等に所属する 150 名を超える北米の社会投資調査アナリストを支援するアナリスト・ネットワーク。社会投資調査アナリストは企業の社会的責任（CSR）に関する諸問題に対する企業の方針や実績を評価する。CSR には環境・健康・安全・多様性および人事政策、人権と労働市場のサプライチェーン等の問題が含まれる。
www.siran.org

国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI: United Nations Environment Program Finance Initiative）

UNEP（国連環境計画）と金融セクターによるグローバル・パートナーシップ。銀行、保険会社、ファンド・マネージャーなど 160 以上の企業・団体が国連環境計画との協働により、環境および社会への配慮が財務業績に与える影響について理解促進を図っている。
www.unepfi.org

©2008 CFA INSTITUTE

国連グローバル・コンパクト（United Nations Global Compact）

グローバル・コンパクトは、企業に対して国連機関その他との協働により、「世界的な環境・社会の原則を支援」するよう働きかける国際的イニシアティブ。「コンパクト」への参加は自発的なものであり、世界中のビジネス活動に 10 原則を組み入れる動きが広がり、国連の目標への支持が集まることを目指している。10 原則は、人権、環境、腐敗防止を網羅する企業行動を定めている。
www.unglobalcompact.org

国連世界人権宣言（UNDHR: United Nations Universal Declaration of Human Rights）

1948 年 12 月 10 日、国連総会は世界人権宣言を採択し、公表した。同宣言は、人権に関して国際的に広く受容された基準を定めている。UNDHR は、政府と企業の双方に適用されるが、ビジネス慣行に関連する一般原則は以下の通り。

1. 安全かつ健全な労働環境
2. 結社の自由
3. 人事および雇用における非差別
4. 強制労働と児童労働の禁止
5. 基本的健康、教育、居住の権利（これらの権利が阻害された地域で業務を行う場合）
6. 強制力行使における既存の国際的ガイドラインと基準の尊重
7. 地域社会における経済的自立の保護
8. 企業の業務、従業員、顧客、業務を行う地域社会に影響を及ぼす事象に関する公開討論への参加

UNDHR に調印している企業はこの一般原則の支持を誓約している。
www.un.org/Overview/rights

持続可能な発展のための世界経済人会議（WBCSD: World Business Council for Sustainable Development）

事業の発展と持続可能な発展に専従する約 200 社の企業の最高経営責任者主導による世界規模の連合。同会議は、政府、非政府、および政府間組織との協働により、企業が持続可能な発展を追求し、知識、経験、ベスト・プラクティスを共有し、各種フォーラムでこうした問題に関する企業の位置づけを訴えるためのプラットフォームを提供している。会員は 35 カ国以上 20 の主要産業セクターから選ばれている。同会議では、55 の国と地域の経済人会議やパートナーの世界的ネットワークからも支援を受けている。
www.wbcsd.org

付録 D：ESG 関連の研究

ESG

Ambachtsheer, Jane. 2005. “Socially Responsible Investing.” Benefits & Compensation International, vol. 35, no. 1 (July/August).

———. 2005. “What Gets Rated Gets Reviewed.” Mercer Investment Consulting (17 October):http://www.mercer.com/summary.jhtml?idContent=1195165.

The Aspen Institute Center for Business Education. 2007–2008. “Beyond Grey Pinstripes:Preparing MBAs for Social and Environmental Stewardship.” New York: Aspen Center for Business Education.

The Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative and Mercer Investment Consulting. 2007. “Demystifying Responsible Investment Performance—A Review of Key Academic and Broker Research on ESG Factors.” A joint report by the Asset Management Working Group of the United Nations Environment Programme Finance Initiative and Mercer (24 October): http://www.calvert.com/pdf/demystifying_responsible_investment_performance.pdf.

Cogan, Douglas G. 2005. “Corporate Governance and Climate Change: Making the Connection.”Summary report, Ceres (March): http://www.earthinstitute.columbia.edu/grocc/documents/Ceres_corp_gov_and_climate_change_sr_0306.pdf.

Cogan, Douglas G., Megan Good, and Emily McAteer. 2008. “Corporate Governance and Climate Change: The Banking Sector.” Summary report, Ceres (January): http://www.ceres.org/NETCOMMUNITY/Document.Doc?id=269.

Derwall, Jeroen, Nadja Guenster, Rob Bauer, and Kees Koedijk. 2005. “The Eco-Efficiency Premium Puzzle.” Financial Analysts Journal, vol. 61, no. 2 (March/April):51–63.

Forrest, S., A. Ling, M. Lanstone, and J. Waghorn. 2006. “Enhanced Energy ESG Framework.” Goldman Sachs (9 October).

Fox, M., S. Forrest, A. Ling, and M. Lynch. 2007. “Global Food & Beverage: Integrating ESG.”Goldman Sachs.

Freshfields Bruckhaus Deringer study in cooperation with the United Nations Environment Programme Finance Initiative. 2005. “A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment.” 1–153 (October): http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.

Garz, Hendrik, and Claudia Volk. 2007. “What Really Counts. The Materiality of Extra-Financial Factors.” London, UK: WestLB AG Extra-Financial Research (12 February): http://www.eurosif.org/content/download/752/4350/version/1/file/WestLB_What+really+counts+-+The+materiality+of_Feb2007.pdf.

Hudson, Julie, and S. Knott. 2006. “Alternative Alpha: Infrastructure—The Long View.” UBS Investment Research (17 November).

ICGN Non-Financial Business Reporting Committee. 2006. “Responsible Governance and Responsible Investment Need Non-Financial Business Reporting. Progress Report: An Initial Framework for Non-Financial Business Reporting.” NFBR Progress Report (July): http://www.icgn.org/conferences/2006/documents/curtiss.pdf.

Ling, A., S. Forrest, P. Mallin-Jones, and S. Feilhauer. 2007. “Global Mining and Steel: Integrating ESG.” Global Investment Research Client Reports, Goldman Sachs (July).

Mercer Investment Consulting. 2007. “The Language of Responsible Investment: An Industry Guide to Key Terms and Organizations” (http://www.merceris.com.au//uploads/documents/20079417574200710111757413970.pdf).

Moran, M., A.J. Cohen, and M.A. Kim. 2007. “ESG in the USA.” Goldman Sachs. (June).

©2008 CFA INSTITUTE

Noah Financial Innovation, the United Nations Environment Programme Finance Initiative, African Task Force, and the University of South Africa Centre for Corporate Citizenship. 2007. "The State of Responsible Investment in South Africa. A Survey of Approaches and Perceptions of the South African Investment Community to Environmental, Social and Governance Issues" (http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/The_State_of_Responsible_Investment_01.pdf).

Responsible Endowments Coalition and Business and Human Rights Program of Amnesty International USA. 2007. Integrating Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment Management: A Handbook for Colleges and Universities (http://www.endowmentethics.org/REC%20Trustee%20Handbook.pdf).

Schröder, Michael. 2004. "The Performance of Socially Responsible Investment: Investment Funds and Indices." Financial Markets and Portfolio Management, vol. 18, no. 2 (June):122–142.

Shank, Todd M., Daryl K. Manuliang, and Ronald Paul Hill. 2005. "Is It Better to Be Naughty or Nice?" Journal of Investing, vol. 14, no. 3 (Fall):82–87.

Siddy, Dan, and Ritu Kumar. 2007. "SI2 Sustainable Investment in India. Sustainable Development of Portfolio Investment in India's Publicly Listed Companies." New Delhi, India: The Energy and Resources Institute Press (May): http://www.terieurope.org/docs/si2final.pdf.

Social Investment Forum and Mercer Investment Consulting. 2007. "Defined Contribution Plans and Socially Responsible Investing in the United States: A Survey of Plan Sponsors, Administrators and Consultants." Mercer Investment Consulting survey report (5 June): http://www.calvert.com/pdf/mercer-survey.pdf.

United Nations Environment Programme Finance Initiative. 2004. "The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issues to Equity Pricing: 11 Sector Studies by Brokerage House Analysts at the Request of the UNEP Finance Initiative Asset Management Working Group." Geneva: Asset Management Working Group (June): http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/amwg_materiality_equity_pricing_report_2004.pdf.

———. 2006. "Sustainability Management and Reporting: Benefits for Financial Institutions in Developing and Emerging Economies." Project report (December): http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/smr_benefits_dec2006_01.pdf.

United Nations Environment Programme Finance Initiative and the Asset Management Working Group with the United Kingdom Social Investment Forum and Sustainable Pensions Project. 2007. "Responsible Investment in Focus: How Leading Public Pension Funds Are Meeting the Challenges." Joint report (http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/infocus.pdf).

United Nations Environment Programme Finance Initiative and the United Nations Global Compact. 2006. "The Principles of Responsible Investment" (http://www.unpri.org/principles/).

Van de Velde, Eveline, Wim Vermeir, and Filip Corten. 2005. "Corporate Social Responsibility and Financial Performance." Corporate Governance, vol. 5, no. 3:129–138.

White, Allen. 2007. "The Quiet Revolution in Business Reporting." White Paper, Ceres (April): http://216.235.201.250/NETCOMMUNITY/Document.Doc?id=67.

Wood, David, and Belinda Hoff, 2007. Handbook on Responsible Investment Across Asset Classes. Institute for Responsible Investment at the Boston College Center for Corporate Citizenship.

環境

ABN-AMRO Equities (UK). 2003. "Research Process: Climate Change and Analysis" (November).

Alliance Bernstein. 2008. "Abating Climate Change: What Will Be Done and the Consequences for Investors" (January).

Allianz Group and World Wildlife Fund. 2006. "Climate Change and Insurance: An Agenda for Action in the United States." Report (October): http://www.allianz.com/images-2006-12-13/pdf/saobj_1260144_allianz_climate_us_2006_e.pdf.

Ambachtsheer, Jane. 2005. "A Climate for Change: A Trustee's Guide to Understanding and Addressing Climate Risk." Mercer Investment Consulting report for the Carbon Trust and the Institutional Investor Group on Climate Change (August): http://www.carbontrust.co.uk/ publications/publicationdetail?productid=CTC509.

Anderson, Miranda, and David Gardiner. 2006. "Climate Risk and Energy in the Auto Sector: Guidance for Investors and Analysts on Key Off-Balance Sheet Drivers." Report, Ceres (April): http://www.incr.com/NETCOMMUNITY/Document.Doc?id=7.

———. 2006. "Managing the Risks and Opportunities of Climate Change: Climate Risk Toolkit for Corporate Leaders." Report, Ceres and the Investor Network on Climate Risk (January): http://216.235.201.250/netcommunity/Document.Doc?id=92.

Ardenti, Yvan Maillard, and Stefano Gilardi. 2007. "The Carbon Intensity of Car Manufacturers: A Sector Study Using envIMPACT the Carbon Risk Analysis Tool for Fund Managers." Publication, Centre Info (March): http://www.centreinfo.ch/doc/doc_site/carstudymarch07.pdf.

Brown, Alan. 2007. "An Investment Perspective on Climate Change." Schroders (October): http://www.schroders.com/staticfiles/Schroders/Sites/Americas/climate_change_AlanBrown.pdf.

Bumm, P., I. Carballo, D. Halden, P. Lambert, C. Lamotte, J.R. Ocina, D. Patrick, M. Sikorsky, and S. Voisin. 2007. "Biofuel Challenges: A Shift in Leadership?" Cheuvreux.

Citigroup Investment Research. 2006. "Carbon Limits Are Coming" (September).

———. 2006. "Investing in Solutions to Climate Change" (12 June): http://www.earth.columbia.edu/grocc/documents/Citi-WRIClimateReport.pdf.

Climate Risk Disclosure Initiative. 2006. "Global Framework for Climate Risk Disclosure: A Statement of Investor Expectations for Comprehensive Corporate Disclosure" (October).

Dell, B., N. McMahon, A. Goller, and S. Gruber. 2007. "Berstein Energy: An Energy or Environmental Problem? The Impact of CO2 Regulation on Oil Demand and Alternative Plays." Berstein Research (February).

Fulton, Mark, John Willis, Paul Spence, Nicolas Huber, and Loretta Dennett. 2007. "Investing In Climate Change—An Asset Management Perspective." White paper, Deutsche Asset Management (October): http://www.db.com/solarimpulse/downloads/DBIICC_UK_8_Pager_(Small)_19Oct07B_MF_abstract.pdf.

Gardiner, David, Miranda Anderson, and Lisa Jacobson. 2006. "Best Practices in Climate Change Risk Analysis for the Electric Power Sector." Report based on the Results of the Ceres Electric Power/Investor Dialogue. Ceres (October): http://216.235.201.250/NETCOMMUNITY/Document.Doc?id=89.

Gardiner, David, Miranda Anderson, Rebecca Schlesinger, Julie Fox Gorte, and Devin Zeller. 2007. "Climate Risk Disclosure by the S&P 500." Ceres, Calvert, Report on Carbon Disclosure Project (January): http://www.calvert.com/pdf/ceres_calvert_sandp_500.pdf.

Gilles, Vincent, Andrew Wright, Luis Amusategui, and Marco Cipelleti. 2003. "European Emissions Trading Scheme: Bonanza or Bust?" UBS Investment Research (September).

Global Reporting Initiative and KPMG Global Sustainability Services. 2007. "Reporting the Business Implications of Climate Change in Sustainability Reports." Survey report (http://www.resourcesaver.org/file/toolmanager/CustomO16C45F89588.pdf).

©2008 CFA INSTITUTE

ICF International for the North American Task Force of the United Nations Environment Programme Finance Initiative. 2007. "Green Financial Products and Services: Current Trends and Future Opportunities in North America." Report (August): http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/greenprods_01.pdf.

Innovest Strategic Value Advisors. 2007. "Carbon Disclosure Project Report 2007: Global FT500." Report, RiskMetrics Group for Carbon Disclosure Project (http://www.cdproject.net/download.asp?file=CDP5_FT500_Report.pdf).

Innovest Strategic Value Advisors for the United Nations Environment Programme Finance Initiatives Climate Change Working Group. 2002. "Climate Change and the Financial Services Industry—Module 1: Threats and Opportunities" (http://www.innovestgroup.com/pdfs/Innovest_UNEP1_10_15_02.pdf).

———. 2002. "Climate Change and the Financial Services Industry—Module 2: A Blueprint for Action" (http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/ cc_fin_serv_ind_module2_2002.pdf).

Intergovernmental Panel on Climate Change. 2007. "Climate Change 2007: IPCC Fourth Assessment Report (AR4)." UK: Cambridge University Press.

Kemfert, Claudia. 2005. "The Economic Costs of Climate Change." DIW Berlin, German Institute for Economic Research, Weekly Report, vol. 1, no. 2:43–49 (http://www.diw.de/documents/publikationen/73/42861/diw_wr_2005-2.pdf).

Llewellyn, John. 2007. "The Business of Climate Change: Challenges and Opportunities." Lehman Brothers (May): http://www.rpa.org/pdf/Llewellyn_may07.pdf.

Mills, Evan. 2007. "From Risk to Opportunity: 2007. Insurer Responses to Climate Change." Report, Ceres (18 October): http://www.resourcesaver.org/file/toolmanager/ CustomO16C45F94978.pdf.

Repetto, Robert, and James Henderson. 2003. "Environmental Exposures in the US Electric Utility Industry." Utilities Policy, vol. 11, no. 2 (June):103–111 (http://www.sciencedirect.com/ science/article/B6VFT-48B5KYP-3/2/1c4af3954ebbaf43dee57bb16303a8b9).

Robinson, Jackson W. 2007. "Green Investing: Why It Is Different This Time." CFA Institute Conference Proceedings Quarterly, vol. 24, no. 2 (June):1–3.

Stern, Nicholas. 2006. The Economics of Climate Change: The Stern Review, UK: Cambridge University Press.

Standard & Poors Research. 2003. "Emissions Trading: Carbon Will Become a Taxing Issue for European Utilities" (21 August).

Swiss Re. 2002. "Opportunities and Risks of Climate Change" (http://www.swissre.com/ resources/c981a000462ff1898450d4300190b89f-Klimaaenderung_en.pdf).

Thomas, Charles, Tessa Tennant, and Jon Rolls. 2000. "The GHG Indicator: UNEP Guidelines for Calculating Greenhouse Gas Emissions for Businesses and Non-Commercial Organisations." United Nations Environment Programme Finance Initiative (http://www.uneptie.org/energy/tools/ghgin/docs/GHG/Indicator.pdf).

UK Social Investment Forum. 2007. "Green Opportunity: Accelerating the Financing of Low Carbon Assets." Report (March): http://sefi.unep.org/fileadmin/media/sefi/docs/ industry_reports/Low_Carbon_Asset_PaperFinal.pdf.

United Nations Environment Programme Finance Initiative, Basel Agency for Sustainable Energy. 2003. "Sustainable Energy Finance Initiative (SEFI)." Brochure (http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/sefi_brochure_2003.pdf).

United Nations Environment Programme Finance Initiative Climate Change Working Group. 2003. "Working Towards a Better Climate . . ." Brochure (http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/ccwg_brochure_2003.pdf).

社会

Barnett, Michael L., and Robert M. Salomon. 2006. “Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance.” Strategic Management

Journal, vol. 27, no. 11:1101–1122. Bello, Zakri Y. 2005. “Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification.” Journal of Financial Research, vol. 28, no. 1 (Spring):41–57.

Benson, Karen L., Timothy J. Brailsford, and Jacquelyn E. Humphrey. 2006. “Do Socially

Responsible Fund Managers Really Invest Differently?” Journal of Business Ethics, vol. 65, no. 4 (April):337–357.

Brammer, Stephen, Chris Brooks, and Stephen Pavelin. 2006. “Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures.” Financial Management, vol. 35, no. 3 (Autumn):97–116.

Chong, James, Monica Her, and G. Michael Phillips. 2006. “To Sin or Not to Sin? Now That’s the Question.” Journal of Asset Management, vol. 6, no. 6 (March):406–417.

Edmans, Alex. 2008. “Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices.” Wharton School, University of Pennsylvania (30 January): http://ssrn.com/abstract=985735.

Entine, Jon, ed. 2005. Pension Fund Politics: The Dangers of Socially Responsible Investing. AEI Press.

Fischer, Klaus P., and Nabil Khoury. 2007. “The Impact of Ethical Rating on Canadian SecurityPerformance: Portfolio Management and Corporate Governance Implications.” QuarterlyReview of Economics and Finance, vol. 47, no. 1 (March):40–54.

Hudson, Julie. 2006. The Social Responsibility of the Investment Profession. Charlottesville, VA: Research Foundation of CFA Institute. Kinder, Peter D. 2005. “New Fiduciary Duties in a Changing Social Environment.” Journal of Investing, vol. 14, no. 3:24–38.

Statman, Meir. 2000. “Socially Responsible Mutual Funds.” Financial Analysts Journal, vol. 56, no. 3 (May/June):30–39.

———. 2005. “The Religions of Social Responsibility.” Journal of Investing, vol. 14, no. 3

(Fall):14–22.

———. 2006. “Socially Responsible Indexes: Composition, Performance, and Tracking Error.”Journal of Portfolio Management (Spring):100–109.

ガバナンス

Anson, Mark, Ted White, and Ho Ho. 2004. “Good Corporate Governance Works: More Evidence from CalPERS.” Journal of Asset Management, vol. 5, no. 3 (February):149–156.

CFA Institute Centre for Financial Market Integrity. 2007. “China Corporate Governance Survey” (April): www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2007.n3.4563.

Cheng, C.S. Agnes, Denton Collins, and Henry He Huang. 2006. “Shareholder Rights, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital.” Review of Quantitative Finance and Accounting, vol. 27, no. 2 (September):175–204.

Chi, Jianxin (Daniel). 2005. “Understanding the Endogeneity between Firm Value and Shareholder Rights.” Financial Management, vol. 34, no. 4 (Winter):65–76.

Core, John E., Wayne R. Guay, and Tjomme O. Rusticus. 2006. “Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors’ Expectations.” Journal of Finance, vol. 61, no. 2 (April):655–687.

©2008 CFA INSTITUTE

Fan, Dennis K.K., Chung-Ming Lau, and Michael Young. 2007. "Is China's Corporate Governance Beginning to Come of Age? The Case of CEO Turnover." Pacific-Basin Finance Journal, vol. 15, no. 2 (April):105–120.

Ferreira, Miguel A., and Paul A. Laux. 2007. "Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow." Journal of Finance, vol. 62, no. 2 (April):951–989.

Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." Quarterly Journal of Economics, vol. 118, no. 1 (February):107–155.

Haarmeyer, David. 2007. "The Revolution in Active Investing: Creating Wealth and Better and Better Governance." Journal of Applied Corporate Finance, vol. 19, no. 1 (Winter):25–41.

Hawley, James P., and Andrew T. Williams. 2005. "Shifting Ground: Emerging Global Corporate-Governance Standards and the Rise of Fiduciary Capitalism." Environment and Planning A, vol. 37, no. 11 (November):1995–2013.

Opler, Tim C., and Jonathan Sokobin. 1995. "Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors." Dice Center For Research in Financial Economics, Working Papers Series 95-5 (October).

Page, Jean-Paul. 2005. Corporate Governance and Value Creation. Charlottesville, VA: Research Foundation of CFA Institute.

Riepe, James S. 2006. "Best Practices in Corporate Governance." In Global Perspectives on Investment Management: Learning from the Leaders. Edited by Rodney Sullivan. Charlottesville, VA: CFA Institute:41–57.

Selvaggi, Mariano, and James Upton. 2008. "Governance and Performance in Corporate Britain." Report, Association of British Insurers and Investment Affairs Departments (February): http://www.abi.org.uk/BookShop/ResearchReports/Research_Feb_08.pdf.

Smith, Michael P. 1996. "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS." Journal of Finance, vol. 51, no. 1 (March):227–252.

Wolfe, Henry D. 2006. "Board Restructuring: Corporate Governance as the Path to Value Creation in Underperforming Companies." Journal of Private Equity, vol. 9, no. 2 (Spring):52–56.