

REPORT II

社会的責任投資（SRI）のすすめ

- 21世紀型の優良企業像をさぐる -

社会研究部門 川村 雅彦

「社会的責任投資」(Socially Responsible Investment：SRIと略す)という言葉が最近になって見聞きするようになった。SRIとは、簡単に言えば、法令遵守や人権問題あるいは環境問題に配慮した企業へ積極的に投資することである。

本稿では、SRIに関する内外の動向を概観するとともに、投資家がSRIを実践することは、21世紀型のあるべき企業像を模索することに他ならないことを述べる。

1. 注目され始めた社会的責任投資（SRI）

(1) わが国では周知度の低いSRI

日経四紙でのSRI掲載件数の推移をみると、多くはないが増加傾向にある。1989年までは皆無であったが、1990～95年で10件、96～2000年で19件となり、2001年に入ると11月末までに14件となった。

わが国では99年に始めて発売されたエコファンド（SRIの一種、詳細は後述）と比較すると、対照的である。すなわち、それまでは全くと言ってよいほど知られていなかったエコファンドの掲載件数が、同年を境に急増したのである（図表 - 1）

この違いは何を意味するのであろうか。エコフ

ンドは環境配慮型の金融商品（投資信託）として登場し、注目を浴びた。これに対して、社会面・倫理面を強調するSRIは、わが国ではこれまで具体的な形で紹介・提供されることが少なく、理念としてもあまり知られていなかった。

しかし、最近の相次ぐ企業の不祥事あるいは収益性が問われる確定拠出型年金（日本版401k）の導入を背景として、企業の持続可能性やコーポレート・ガバナンス（企業統治）の観点から、社会的な側面から企業を評価しようという動きが顕著になってきた。

図表 - 1 わが国におけるSRIおよびエコファンドの新聞掲載件数

年	SRI	エコファンド
2001年*	14件	67件
2000年	6件	85件
1999年*	10件	82件
1998年	2件	3件
1997年	1件	0件
1996年	0件	0件
1990～95年*	10件	0件
1989年以前	0件	0件

（資料）日経四紙

（*）

- ・1994年：バルディーズ研究会が「グリーンポートフォリオ」を発表。
- ・1999年：わが国初のエコファンド発売。
- ・2001年：1月から11月末まで。

(2) 欧米では100年の歴史があるSRI

人権問題や雇用問題あるいは環境問題などに対する社会的な関心の高い欧米では、金銭的な

リターンを追求する投資においても、収益性だけでなく社会性や倫理性も同時に考慮するという投資スタイルがかなり根付いている。これがSRIと呼ばれるものである。

特にアメリカでは100年近い歴史があり、現在その資産規模は2兆3,000億ドル(280兆円)に達する。そのルーツは20世紀初頭まで遡り、キリスト教のある宗派が、“教会資産をアルコール、たばこ、ギャンブル関連企業に投資しない”という宗教的倫理観に基づき、教会への寄付金を運用したことに始まる。投資信託として、アメリカで最初に投資銘柄選定において社会的配慮を加えたのは、1929年設定の「パイオニア・ファンド」である。その後SRIは少しずつ拡大したが、90年代後半から大手機関投資家(カルバート・グループなどの投資ファンドやカルパースのような年金基金)が参入したことにより資産規模が急増した。

イギリスにおいても、やはり長い歴史があり、1920年代から教会によるタバコ、アルコール、ギャンブルや武器に関連する企業への投資回避が始まっている。その後、社会面の投資基準が付加されていくが、環境面からの評価を含めてSRIの考え方が普及してきたのは最近になってからである。84年に始めて社会面に配慮した投資信託(倫理ファンド)が発売された時には、ロンドンのシティではSRIの市場規模は最大200万ポンド(3億円)といわれた。しかし、2000年末には2,000倍に近い137億ポンド(6,300億円)となった。

(3) SRIファンド拡大の背景

アメリカにおけるSRIの急拡大の背景には、“SRIでも、利益を犠牲にする必要はない”という認識が広まったことも見逃せない。特に注目されたのは、91年設定の「ドミニ・ソ

ーシャル・エクイティ・ファンド」である。これは、KLD社の社会的責任投資指数「ドミニ400」(兵器や原子力の関連企業を除外した上で、労働・雇用や環境などによる評価基準をクリアした企業を中心に400社で構成される株価指数)に連動した投信であったが、当時のS&P500を上回るリターンを記録したのである。

SRIの投資収益性については、70年代からアメリカで議論されてきた。80年代までのSRIはキリスト教的倫理観による投資手法が主流であり、運用パフォーマンスは必ずしも良いとはいえず、財務的な視点だけを考える伝統的な投資家は懐疑的であった。しかし、90年代のドミニ400は、全体的な傾向としてS&P500より高い投資収益を示している。米国SIF(社会的投資フォーラム)が昨年11月に発表した2001年調査でも、格付け会社モーニングスターから最高位の四つ星ないし五つ星を取得した割合は、一般のファンドよりも“社会派ファンド”の方が多い。

なお、アメリカにおけるSRIの急拡大には、確定拠出型年金制度(401k)が導入されたことも、その背景として考えられている。

2. 社会的責任投資(SRI)とは何か?

(1) SRIの定義

SRIを教科書的に定義すると、次のようになる。SRIとは、従来型の財務分析による投資基準に加え、法令遵守や雇用問題、人権問題あるいは消費者対応、地域貢献などの社会・倫理面あるいは環境面から企業を評価・選別し、安定的な収益を目指す投資手法である。ただし、SRIには社会正義や地域貢献に配慮した融資や株主権利の行使も含まれる。

最近では、何らかの「企業の社会的責任」(Corporate Social Responsibility: CSR)基

準に適合する企業への投資を促進するプロセスがSRIであると理解されている。CSRとは、開示性と透明性の高いビジネス・プラクティスであり、企業の倫理観に基づき従業員や地域社会、環境の尊重を自ら実践することである。そして、“持続性のある株主価値”と同等に“持続性のある社会価値”を創造することが求められている。

上記のことから、環境に特化したわが国のエコファンドもSRIの一種であることがわかる。実は、欧米でも環境問題が評価基準として登場したのは、比較的新しく90年代になってからである。そこで、次にSRIの投資選定基準の現状と変遷について述べる。

(2) SRIの多様な投資選定基準

SRIにおける投資先選定の評価基準は、投資家や運用者の考え方によって様々である。特に、アルコール、たばこ、ギャンブルをはじめとして武器、原子力などの関連企業を、投資対象から意図的に排除することを“ネガティブ・スクリーニング”と呼ぶ。逆に、“ポジティブ・スクリーニング”では、社会貢献や環境保全などの特定事項に優れた企業を積極的に採用し投資対象とする。

アメリカにおける最近のSRIの投資選定基準をみると、歴史的経緯からタバコ、ギャンブル、アルコールをネガティブ・スクリーンとするファンド多く、特にタバコはほぼ全てで排除されている。さらに環境、人権、雇用、武器が多くのファンドで採用され、労働関連、動物愛護、コミュニティ関連も少なくない(図表-2)。実際の運用では、約9割のファンドが3~4項目を組み合わせて選定基準としており、単一項目だけの採用は少ない。

図表 - 2 米国SRIファンドの選定基準

50%以上 で採用	30~50%未満 で採用	30%未満 で採用
タバコ、環境 人権、雇用 ギャンブル アルコール 武器	労働条件 動物実験 コミュニティ投資 コミュニティ貢献	役員報酬 中絶、避妊 国際労働基準

(資料) Social Investment Forum
「2001 SRI Trends Report」

ヨーロッパのSRIでも、アメリカほど広範ではないが、ほぼ同等の選定基準が設定されている。イギリスでは特定のネガティブ・スクリーンに複数項目を加えて評価している。これに対して、大陸側では従業員との関係(労働条件、就業環境、経営参画、雇用の安定性、能力開発など)にやや比重があり、遺伝子組み換え食品関連企業や自動車や航空機などのグローバル企業に対する排除基準も見受けられる。

因みに、わが国のエコファンドでは、これまでのところネガティブ・スクリーンは採用されていない。すべてポジティブ・スクリーンである。つまり、“環境に熱心な企業をほめる”やり方である。これは、エコファンドの導入に当たって、調和を重んじる日本の企業風土を尊重したためである。しかし今後は、投資家の多様な社会的関心に対応すべく、欧米流に運用者の価値観をより明確にしたファンドが出てくる可能性もある。

(3) SRIの投資基準の変遷

ここでアメリカを例にとり、SRIの投資基準の変遷を概観してみよう。アメリカのSRIは、前述のように100年前のキリスト教会の資産運用における特定業種の排除に始まる。このネガティブ・スクリーンの考え方は現在まで踏襲されているが、時代状況に合わせて投資基準も変化してきた。ベトナム戦争のあった60年

代には武器生産を疑問視する投資家が現れ、70年代には消費者運動の高まりを受けて株主提案などの株主行動が活発化した。70年代後半から80年代にはアパルトヘイト（人種隔離）政策下の南アフリカで操業する企業の株式が排除された。90年代に入ると、投資対象を選別する社会的基準は広がり、労働条件や雇用問題あるいは動物実験や森林減少、有害化学物質など多様なものとなった。

90年代後半になると、冷戦後のグローバル化の歪みが表面化してきた。開発途上国に工場を移した複数のグローバル企業が、現地の労働者を過酷な労働条件や低賃金で雇用していることが発覚したのである。労働組合や人権団体が監視しており、不買運動にもつながりかねない状況となった。象徴的な事件は、世界的なスポーツ用品メーカーであるナイキのベトナムでの児童労働問題である。議員からも批判の声が出ていたが、98年4月には欧米で抗議デモが起きた。ナイキは、ブランドイメージを守り問題の早期決着と業績回復を図るため、アジアの工場従業員の最低賃金と最低就業年齢を引き上げざるを得なかった。

（4）S R Iの3形態

S R Iファンドを想定してこれまで述べてきたが、S R Iの実施形態としては、一般的に3つのカテゴリーに分けられる。ただし、これらは相互に関連するものであり、必ずしも分離して実施されるものではない。

スクリーニング

投資信託などの投資ファンドにおいて特定の社会的・倫理的・環境的基準に基づき投資銘柄（企業）を選別すること。通常は、社会的責任の観点から好ましくかつ収益性の期待できる企業を積極的に選択する“ポジティブ・スクリー

ニング”と、逆に反社会的ないし環境保全に逆行する製品や事業内容をもつ企業を意図的に排除する“ネガティブ・スクリーニング”がある。

株主行動

企業の所有者たる株主の権利行使であり、社会的責任の観点から企業行動を改善すべく影響力を発揮すること。具体的には、当該企業の社会問題や環境問題について、収益性の改善を含めて、経営陣と直接対話し圧力をかけたり支援したりする。必要に応じて、株主総会での議決権行使も行う。株主行動とスクリーニングを連携して実施することも増えている。

コミュニティ投資

特定目的投資とも呼ばれ、通常の金融機関が融資しにくい社会開発が進んでいない地域の改善のためにファイナンスを行うこと。当該地域の社会改善や便益向上のために、投資家は市場金利かそれより低い金利（もしくはゼロ金利）で投資する。事業内容には、就業機会の創出、低所得層への融資、中小企業への融資、住宅供給、児童保育などがある。

3. アメリカにおけるS R Iの現状

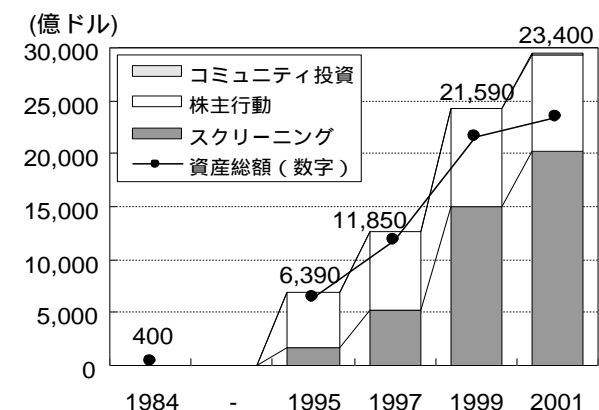
（1）S R Iの市場規模

アメリカにおけるS R I投資額は1990年代になって大きく成長した。84年には400億ドル（4兆8,000億円）であったものが、11年後の95年には16倍の6,390億ドル（76兆7,000億円）となり、さらに6年後の2001年にはその4倍弱の2兆3,400億ドル（280兆8,000億円）となった。特に97年から99年にかけて大手機関投資家が市場参入したことで急増した。S R Iが全米運用資産に占める割合は次第に増えてきたが、99年以降13%を維持している。

S R Iの内訳をみると、スクリーニング、株主行動、コミュニティ投資のいずれも拡大して

いる。なかでもスクリーニングが大きく伸びており、95年には1,620億ドル（占率25%）であったが、2001年には13倍の2兆300億ドル（同87%）とSRI全体の9割近くを占めるに至っている。スクリーニングは投資信託（ミューチュアルファンド）と個別勘定（ファンドの機関化）から構成され、いずれも95年以降10倍以上となった。個別勘定はスクリーニングの大半を占め97年からの増加が著しいが、その担い手は宗教団体、州政府、労働組合、財団、大学、保険会社などである。投資信託は、95年の55本から2001年には230本に増加した（図表 - 3）

図表 - 3 米国のSRI資産規模の推移



(注)スクリーニングと株主行動が併用の場合は、重複計上のため、資産総額は少なくなる。

【カテゴリー別内訳】

(単位：億ドル)

年	スクリーニング	株主行動	コミュニティ投資
1995年	1,620	5,290	40
1997年	5,290	7,360	40
1999年	14,970	9,220	54
2001年	20,300	9,060	80

【スクリーニング内訳】

(単位：億ドル)

年	スクリーニング合計	投資信託	個別勘定*
1995年	1,620	120	1,500
1997年	5,290	960	4,330
1999年	14,970	1,540	13,430
2001年	20,300	1,530	18,700

(*) 民間機関などが独自に行うスクリーニング投資 (ファンドの機関化)

(注) いずれの年も11月現在の運用資産残高

(資料) Social Investment Forum 「2001 SRI Trends Report」

(2) SRIの個別事例

アメリカでは年金基金などの機関投資家が、CSRの観点からコーポレート・ガバナンスの担い手として積極的な活動を続けている。大手公的年金のカリフォルニア州公務員退職年金基金（カルパース）は「物言う株主」として有名であるが、1,580億ドル（19兆円）の運用資産を抱え、1,600を超える米企業の株式を保有する。コーポレート・ガバナンスに問題があり、株価や業績が低迷する企業に対して、経営改革を積極的に働き掛けている。企業側が要求に応じない場合は、その企業への投資額を増やして影響力を高めるといった戦略をとっている。

これまでアメリカのSRIの多くは、アメリカ企業を投資対象としてきた。しかし、カルパースは昨年「コーポレート・ガバナンス投資」のアクティブ運用枠を17億ドル設定することを決めた（既存分と合わせて総額30億ドル）。そのうち日本向けは4億ドルで、日本でもコーポレートガバナンスの概念が普及してきたことから、積極的に企業経営に関与しながら投資収益の拡大を目指す。カルパースは、従来コーポレートガバナンス投資を株価指数などに連動したパッシブ運用で行ってきた。アクティブ運用では、企業の経営陣や取締役会、株主と対話しながら投資家として株価上昇につながるような行動を促す。

米最大の民間年金基金であるTIAA-CREF（米教職員保険年金連合会・大学退職株式基金：運用資産3,000億ドル）も「行動する機関投資家」である。アメリカを含む33ヶ国の4,500社の株式を保有するが、大規模ゆえに多くはパッシブ運用である。しかし、昨年もトラック製造企業など10社を超える企業の株主総会で、社外取締役の登用などについて提案した。

日本においても、株主としてコーポレート・

ガバナンスの一翼を担う機関投資家の登場が期待される。

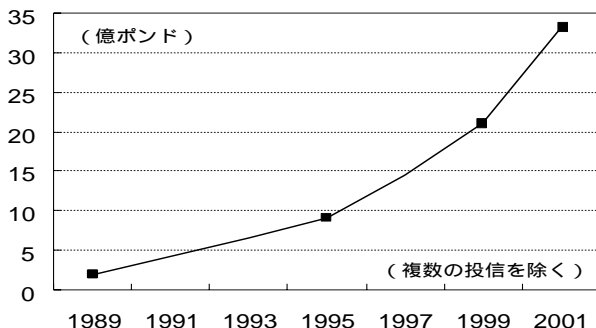
4. ヨーロッパにおけるSRIの現状

(1) SRIの市場規模

ヨーロッパ全体では、220本以上のスクリーニングによるSRIファンドが存在し、資産残高は110億ユーロ（1兆2,100億円）である。国別にみると、イギリスが最も多く54本、次いでスウェーデン42本、スイス22本、フランスとベルギーがそれぞれ14本、ドイツ11本などとなっている。

イギリスについて、SRIファンドの資産規模の推移をみると、90年前後には2億ポンド（340億円）であったが、アメリカと同様に97年ころから急増し、2000年末で37億ポンド（6,300億円）に達し、2001年末には50億ポンドに達したようである。ただし、投信全体に占める比率は1%前後である（図表 - 4）

図表 - 4 英国のSRI資産規模の推移



(資料) 足達英一郎氏の資料をもとに作成

(2) 年金制度改正によるSRIの拡大

ヨーロッパでは最近の相次ぐ年金制度改革で、年金運用機関はその運用における社会的責任に関する基本方針を開示する必要に迫られている。それは年金基金の安定的運用を図りたいとする各国政府の長期的視点からの要請でもある。

イギリスでは95年の年金法改正により、2000年7月から年金運用受託者に対して、投資銘柄の選定に当たっての環境面・社会面・倫理面の考慮度合い、および議決権行使に関する基本方

針について情報開示義務が課せられた(ただし、SRIが直接的に求められた訳ではない)。

これに呼応して、英国保険協会(ABI)は2001年10月に「社会的責任投資 - リスクと機会」と題する報告書の中で、SRIについて機関投資家が投資先企業に求める情報開示のガイドラインを公表した。同ガイドラインでは、“企業活動に伴う社会・環境・倫理上の問題による短期・長期リスクを認識して適切に対応することが、企業価値を高める”と強調している。ABIにはイギリスだけでなく欧米の有力保険会社を含め約400社が所属し、英国株式総額の2割強を占めており、その影響力は大きい。

同ガイドラインで求められる情報は、人権・倫理・環境の問題が企業価値に与える影響、関連するリスク管理の社内体制、取締役会の指導的役割などの8項目である。これまでは企業評価において傍流とみられがちだった論点が、重要性を増してきたのである。英国最大の保険会社CGNU系のモーリー・ファンド・マネジメントは“環境・人権報告書”を公表しない企業の年次報告書を基本的に承認しない方針を決定した。

ドイツでも年金制度破綻の防止を目的として、年金制度改正が2001年7月に連邦議会で成立した。それにより、個人および機関年金の運用者は、基金の投資運用に当たって倫理面、社会面、環境面への配慮の程度について報告書を公表することが義務化された。フランス、カナダ、オーストラリア、ニュージーランドでも同様の動きがある。

欧州委員会でも、ヨーロッパ各国でまちまちなCSRの考え方を統一し促進するために、グリーンペーパー「企業の社会的責任に関する欧州フレームワーク」をパブリックコメント用として2001年7月に公表した。

5. わが国におけるSRIの現状

(1) 初歩的段階にあるわが国のSRI

現在、わが国で販売されているSRI型ファンドはエコファンドを中心に10本近くあるが、ファンドの存在自体に意味があるという段階であろう。欧米に比べると、初歩的な段階ではあるが、今後、CSRについての選別基準が多様かつ明確な商品がでてくることが予想される。投資する側にも意識変化が現れ、それを加速する可能性もある。

こうした中で、麗澤大学の高巖教授グループが、「企業の誠実さ」に着目したR-BEC001という企業評価フレームワークを公表したことは注目に値する。評価項目には、CSRに対する経営姿勢、倫理方針・実施計画・社内体制、法令遵守違反のリスク管理体制などがある。

(2) 国内の機関投資家も議決権行使へ

既に述べたように、欧米の機関投資家は「物言う株主」としての活動が活発であるが、わが国でも影響力を発揮し始めた。昨年、カルバーは株主総会を開いた日本企業127社に対し議決権を行使し、60社に反対票を投じた。米国流のコーポレート・ガバナンスを機能させ株主利益の最大化のために、監査役選任や役員退職慰労金などについて反対したという。

このような動きに触発されて、国内の年金基金も議決権行使に動き始めている。厚生年金基金連合会は「議決権行使に関する実務ガイドライン」を公表し、受託者責任として運用受託機関に積極的な議決権行使を求め、その報告義務などを明記した。同様に、公的年金基金大手の地方公務員共済組合連合会（運用資産13兆円）も、基金運用指針に「株主議決権は行使する」と明記し、株主への利益配分や取締役会の構成

など投資先企業に関するチェック項目を盛り込んだ。

議決権行使ではないが、機関投資家はその資産運用に当たって、環境面や社会面から投資先を選定する動きもある。(社)東京都教職員互助会は、特定金銭信託として自主運営のエコファンド(10億円)を2000年12月から運用開始したが、「教育」や「環境」などの視点から銘柄を選定している。また、連合が99年2月にまとめた「環境指針」では、「エコファンドへの投資を検討する」と明文化されている。

6. まとめ

(1) 社会全体の資金の流れを変えるSRI

SRIはその形態を問わず、投資家がみずから信ずる社会正義、経済発展、世界平和あるいは環境保全などの社会的関心を企業への投資という形で実現する手段である。資金の投資先や運用先を変え、企業のありようを変える可能性をもつSRIは、様々な市場を変革し社会全体の資金の流れを変革することになる。

(2) 21世紀型の優良企業像を模索するSRI

これまで、品質・価格・納期そして収益性に優れていれば良い企業であった。しかし、今後はこれでは不十分である。21世紀型の優良企業とは、経済的合理性を追求しつつも、同時に社会的合理性と環境的合理性を実現する企業のことである。別の言い方をすれば、企業の社会との関わり方やその裏付けとなる企業の誠実さや倫理観が、市場での評価に反映される時代が到来したと言える。その意味で、SRIは21世紀における社会的存在としての新たな企業像を探る強力なツールとなることが期待される。

わが国ではSRIが始まったばかりである。企業経営の透明性にも課題があり、SRIが定

着するにはもう少し時間がかかるだろう。しかし、今後のSRIの増加に伴い、投資先の選別基準がより明確で情報公開に優れたファンドに資金が集まることになるだろう。投資家のセンスも試されるのである。

のだけを選別基準としている。例えば、アルコールは排除しないが、タバコは排除する。ギャンブルについては私的経営カジノは排除するが、大衆性が高く寄付や慈善事業を行う企業は排除しない。

(3) 求められるわが国独自のSRI基準

* * * * *

これまで長い歴史のある欧米のSRIを中心に述べてきたが、SRIの基準となる企業の社会的責任ないし社会的貢献の考え方は、国や地域の歴史・文化・宗教などによって大きく異なる部分もある。世界的に共通のものもあるが、欧米の価値観をそのままわが国に導入することはできない。したがって、わが国のSRIの普及には、わが国独自のCSRの概念が形成されねばならない。前述のR-BEC001を含めて、実際にいくつかの試みが始まっている。

アメリカは「投資する経済」、日本は「預ける経済」といわれる。読者の方々は、銀行や郵便局に預けた自分のお金がどのように運用されているか、考えたことがおありだろうか。確定拠出年金(日本版401k)が導入されるなど、個人資産の運用に対して自己責任が求められる時代となった。

参考までに、香港のあるSRI基準を紹介する。キングスウェイ・ファンド・マネジメントの「SRI Value Screen」では、SRIをより普及させるため、社会全体がほぼ合意できるも

それゆえ、自分のお金の使われ方に対して、自己主張をしてもおかしくない。これは特別な“社会派投資家”になることではない。SRIは、個人が資金の流れにおいても社会参加できる絶好のチャンスである。むしろ、これは企業にもそのまま当てはまる。

図表 - 5 企業の社会的責任に対する評価項目の例示

CEP (アメリカ)	KLD社 (アメリカ)	エーコム社 (ドイツ)
1. 女性の雇用 2. マイノリティーの雇用 3. 事前活動、寄付 4. 地域社会への貢献 5. 従業員と家族の支援 6. 労働環境 7. 動物愛護 8. 軍需契約 9. 同性愛	1. 寄付 2. 雇用の多様性 3. 労働者との関係 4. 米国以外での操業 5. 製品の配慮 6. 役員報酬 7. 排除項目(アルコール、タバコ、ギャンブル、軍事、原子力)	1. マネジメント・システム 2. 労働者との関係 3. 健康 4. 社会的な福利厚生 5. 社会的な弱者 6. サプライヤーとの関係 7. 顧客との関係 8. 地域との関係 9. 開発途上国での操業 10. 公正取引
EIRIS (イギリス)	朝日新聞文化財団 (日本)	環境経営学会 (日本)
1. 社内倫理規定 2. 顧客・納入業者との関係 3. 職場の安全・衛生 4. 労働者の権利 5. 雇用の機会均等、多様性 6. 従業員の報酬 7. 従業員の能力開発 8. 雇用の創出・安定 9. 地域貢献活動 10. サプライチェーン 11. 海外操業での人権	1. 社員へのやさしさ 2. ファミリー重視 3. 女性の働きやすさ 4. 障害者雇用 5. 雇用の国際化 6. 消費者志向 7. 地域との共生 8. 社会支援 9. 環境保護 10. 情報公開 11. 企業倫理	1. 組織倫理規定 2. サプライチェーン 3. 競合排除規則 4. 雇用均等 5. 人権問題 6. 労働安全衛生 7. 海外での雇用問題 8. 顧客対応 9. 社会貢献 10. NPOとの関係 11. 慈善行為、寄付など

(資料) 各種資料より作成