

## (年金展望台)：屋久島で考えた年金資産運用と社会的責任投資 (SRI)

屋久島で樹齢 7200 年と言われる縄文杉を見た。人工的に再生不可能な自然を目の当たりにし、ファイナンス研究に携わる一人として、SRI の普及を望んだ。今後、日本版 SOX 法の施行を契機に、SRI の発展可能性が予想されるが、それは楽観的であろうか？

林芙美子の代表作「浮雲」の中で1ヶ月のうち「35日は雨だ」と形容された屋久島は、私が訪れた3月某日も雨雲の下に黒々とした姿をさらしていた。九州最南端の佐多岬から約60km南に位置するこの島は、直径が20km程度の大きさであるにもかかわらず、九州最高峰の宮之浦岳をはじめとする2000m級の山々を連ねる山脈のような島である。

89年に就航した高速船によるアクセスの改善（鹿児島—屋久島が約2時間）や、93年の世界遺産指定などを契機に、島を訪れる観光客の増加傾向が顕著となった。観光の目当ては悠久の時が育んできた樹齢数千年にも及ぶ屋久杉で、特に推定樹齢7200年と言われる「縄文杉」は、標高700m、往復22kmの道のりを、登山の装備に朝昼2食分の弁当を背負い、10時間を要するというにもかかわらず、多くの人を集めるシンボリック的存在となっている。

さて、今や世界中から人を集めるようになった屋久島に値段を付けるとすれば、一体いくらになるのだろうか？ 自然の値段などと言えば下世話に聞こえるかもしれないが、これは環境経済学のある分野において真剣に議論されている問題である。自然環境の金銭的価値評価は、その利用と保護の対立に解決策を示すことや、自然破壊事故における損害賠償額の算定に必要なことから言えば、合点してもらえらるだろう。

もう少し詳しく述べよう。自然環境を巡る対立は、その環境を利用することによって得られる利益（利用価値）と、自然のまま残すことによって得られる利益（非利用価値）の対立として生まれる。例えば、屋久島の縄文杉を見学するツアーを催して、直接的な利益を得ると同時に、多くの人に自然の大切さを実感してもらおうべきと考える利用価値重視派と、人が立ち入ることによる環境破壊を避けるために、入山制限して、ありのままの自然を後世代に継承していくべきと考える非利用価値重視派との対立である。もし利用／非利用価値の双方を金額で示せば、互いの利害得失を量りつつ、合算価値を最大化する解決策を見出せるだろう（ただし、実際の価値評価には、信頼性や客観性などの担保が難しく、方法を述べれば1冊の本になってしまう程、いろいろな手続きが必要であることも申し添えておく）。

さて、投資の世界においても同様の対立が存在している。それは経済的活動の利害関係者の範囲を「株主」や「経営者」、「従業員」といった直接的な関係者に限定せず、「地域住民」や「消費者」、さらに「政府」なども含めて考えるときに顕在化する。利害関係者が拡大すると、経営資源の利用により「利用者利益」の最大化を図ることが共通の目的とはならず、環境への配慮や法令遵守など、経営の外部で対立関係にある「非利用者利益」をコストとして内部化することが求められることになる。

法令による罰則や税制などの制度的対応によって、非利用者利益（外部不利益）を内部化する方法もあるが、わが国で資本市場の参加者が自主的に導入した内部化の端緒は、90年代後半に登場したエコファンドであろう。環境問題への対応が優れている企業や環境ビジネスに積極的な企業を選んで投資するこのファンドは、SRI（Socially Responsible Investment：社会的責任投資）と呼ばれる投資に分類されるが、近年、SRIは環境のみならず法令遵守や説明責任など、より一般的な外部不利益の配慮に価値を見いだすファンドへと発展しつつある。

SRIの投資哲学は、公共性が高く長期的に安定した成長を求める年金運用に適うものと思われるが、残念なことに、わが国SRIファンドのパフォーマンスは、他の積極運用に比べて十分ではなく、運用資産残高も伸び悩んでいるようだ。事実、モーニングスターが提供しているSRI指数の最近の動きは、TOPIXと同等かそれ未満に見える。

また、年金の受託者責任とSRIの問題（投資機会を狭めるSRIが、運用成果の一部を放棄している可能性）も指摘されてきた。しかし、この点について、法的に問題なしとの解釈へと収束しつつあるように見える。したがって、今後SRIのパフォーマンスに改善の兆しが見られれば、年金資金が積極的に向かう可能性を秘めており、そのためにも、既存のSRIファンドの運用担当者の努力や新規参入が大いに期待される。

同時に、日本版SOX法（金融商品取引法の内部統制に関わる部分）が追い風となるかもしれない。すなわち、同法によって上場企業が提出を義務づけられる内部統制報告書が公表されれば、これまで個別アンケート調査に頼らざるを得なかった企業のリスクマネジメント能力に関する比較可能な情報が、横断的に入手できるようになるからである。

これにより、従来、財務諸表による経済的分析が中心であった企業価値評価において、社会・環境面の情報に基づく評価基軸が強化され、その精度向上がもたらされるだろう。具体的には、財務諸表の信頼性が向上し利益予想の確度が高まると同時に、当該企業の資本コスト（割引率）推定に際して、リスクマネジメント能力をより正確に反映できる結果、SRIファンドの銘柄選択能力が向上するものと筆者は考えているが、楽観的であろうか。

資本市場でSRIの哲学が一般化し、SRIを区別することが無意味になるのが、本当に望ましい将来像かについては、より深い議論が必要かもしれないが、今よりもその方向へ向かうべきではないかと素直に思う。また、京都議定書を批准しない米国に見られる環境問題への制度的対応の難しさとの対比で、資本市場が生み出したSRIの発展は、世界のサステナビリティを担保する上で重要な位置づけを得ているのではないだろうか。

年金運用関係者の方々が、今後のSRI動向をより一層注視されていくことをお勧めしたい。

（明治大学グローバルビジネス研究科 乾 孝治）