

REPORT I

S R I の金融技術化と投資家の「思い」

- 個人投資家の「草の根 S R I」の勧め -

社会研究部門 神座 保彦
jinza@nli-research.co.jp

1. S R I (社会的責任投資) とは

(1) S R I とは

株式投資家が、投資銘柄を決めるときに、企業の行う社会貢献の要素を重視して選ぶと、その投資スタイルは、S R I (社会的責任投資: Socially Responsible Investment) というカテゴリーに入ってくる。

S R I は、企業の C S R (企業の社会的責任: Corporate Social Responsibility) を評価して行う投資のことを指すことが一般的である。したがって、その銘柄選別の視点には、環境対策や、従業員のワーク・ライフ・バランス支援、地域社会への貢献、さらには社会の倫理に叶った企業行動が来ているか、というように幅広い要素が考えられている。

市民が、社会への配慮や貢献を視野に入れた経営をする企業の株式に投資をしたいと考える際、それを広義に捉える人もいれば、より限定的に捉える人も出てこよう。人類社会や地球環境の持続可能性への貢献から、地域コミュニティへの配慮までそのレンジは広い。

なお、S R I の概念は、少しずつ変化しており、S の意味が当初の Social (社会) から、最近では Sustainability (持続可能性) へと一層幅

広な方向に変化してきている。

(2) ネガティブ・リストから始まる

企業の社会的責任の側面を銘柄選択基準に反映させる考えは、1920年代の米国に遡ることができるといわれている。当時、キリスト教会の資金運用に際して、教義に外れる事業には投資をしないということが行われていた。投資しない銘柄の選別をしたネガティブ・リストが作られ、これが S R I の嚆矢(こうし)といわれる。

現在の S R I では、さすがにキリスト教の教義に照らしてという判断だけではなく、様々な観点から見て社会の持続可能性に反する経営と判断された企業が、投資対象企業の母集団から外されているようだ。

なお、現在、欧米の S R I ファンドで一般的に受け入れられているネガティブ・リスト搭載銘柄の業種は、軍需産業、たばこ産業、原子力産業、アルコール産業、アダルト産業といったところである。ただし、これは欧米の価値観や文化のもたらすところであり、日本の株式投資の現場での感覚とは大きく異なっている。

(3) 機関投資家と S R I

投資家には、巷の個人投資家以外にも金融機

関や、投信会社や年金基金といった機関投資家が存在する。なかでも、投信会社は、既にSRIの発想に基づく運用を行うファンドを一般の投資家向けに提供している。

1999年には「日興エコファンド」(日興アセットマネジメント)、「ぶなの森」(損保ジャパンアセットマネジメント)、「エコ博士」(UBSグローバルアセットマネジメント)といった投信が売り出されている。

他方、年金基金では、SRIは、あまり浸透してこなかった。年金基金は、加入者の期待に応えて高い運用パフォーマンスを上げることが何よりも優先順位が高い。そのため、社会への貢献といった発想に基づく運用で、株式市場全体のパフォーマンスに勝てるというロジックが明確にならないことには、簡単には踏み切り難い事情があるようだ。

なお、SRIは投資信託や年金ファンド等の機関投資家が、世の中のトレンドを取り込んでファンドの販売拡大を狙おうとするマーケティング戦略として利用されているようにも見える。ただし、商業利用であったとしても、機関投資家が実際に動けば、この発想にかなう銘柄が他の銘柄よりも選好される結果、需給関係からすれば株価に上昇圧力が加わる。すなわち、社会への十分な配慮をする経営を行った企業が高く評価される世界が出現し、企業の社会への配慮や貢献への強い動機付けとして機能しうる状況をもたらす可能性がある。

2. SRIを巡る国際社会の動き

(1) 国連の動き

1999年1月31日にスイスのダボスで開かれた世界経済フォーラム(ダボス会議)の席上、当時のアナン国連事務総長が示した理念をもと

に、2000年7月に国連本部が正式に「グローバル・コンパクト」を提唱する運びとなった。「グローバル・コンパクト」には法的な拘束力はなく、企業の自発的な参加を求め、企業と市民が手を組んで持続可能な世界経済を実現することを意図している。

「グローバル・コンパクト」には、「人権」、「労働」、「環境」、「腐敗防止」の4領域にまたがる10の原則が列挙され、企業が良き市民として行動し、また、持続可能な成長を実現するための枠組みとしての機能が期待されている。また、参加企業には、年次報告等で、これら原則を支持するうえで実行したことの報告が求められている。

(2) 国連主導の「責任投資原則」

2006年4月にニューヨーク証券取引所で「責任投資原則」(PRI: Principles for Responsible Investment)の署名式典が、年金基金など機関投資家の参加で開催された。この「責任投資原則」は、投資分析と投資の意思決定の際に考慮すべき要素として、「環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題」(以下ESGと略)を組み込むことを骨子としたもので、この作成には当時の国連事務総長アナン氏が強いリーダーシップを発揮した経緯がある。

なお、この「責任投資原則」には、日本の複数の年金基金や機関投資家も署名しており、日本の投資の現場にも一部ではあるが、ESGが原理原則として登場することとなった。

すなわち、企業が果たす社会的責任を評価する投資スタンスが、SRIを標榜する投資家だけでなく、機関投資家の通常の投資調査や投資意思決定の場面で登場している。ただし、機関投資家には顧客の利益最大化を常に追求する立場であることを意味する「受託者責任」が付き

て回るので、この大枠の範囲内ということになっている。

「責任投資原則」においては、前文に「受託者責任に反しない範囲で」という文言が付けられ、機関投資家には、パフォーマンス面で劣しなければSRIを採用できる状況が整った。

3. 機関投資家のSRI採用の影響

(1) 受託者責任の範囲内でのSRI

国連主導の「責任投資原則」では、受託者責任に反しない範囲でESGをも考慮した投資銘柄選択が謳われている。

機関投資家は、企業の経営資源や戦略など、様々な要素を調査検討し、最終的には将来に亘って生み出されるキャッシュフローの予測に結びつける。そして、このキャッシュフロー全体の経済的な価値と、現在株式市場で株価として評価されている企業の時価評価額を比較することで、割安・割高の判断をするというのが、典型的なファンダメンタルズ分析の視点である。

ところが、「責任投資原則」の世界では、旧来行ってきた投資候補企業の経済行為中心の調査範囲に、さらに、投資候補企業のESGといった「市民としての企業の振る舞い」の要素をも加えることとなる。

昨今の状況下では、各種偽装問題に象徴されるように、良き市民として振舞えない企業については、事業継続が困難になるケースが出てくる。事業継続ができて、株価が無価値に近くなる状況は覚悟する必要がある。投資という観点から見ても、ESGの側面で問題のない企業の株式を選別することは、リスクのコントロールの点からも重要になる。

(2) マテリアリティ概念の導入

ESGに問題のある企業は、存続が難しくなるリスクを抱えているということであれば、株式投資の対象として適当でないという感覚は機関投資家ならずとも持つようになってきた。

顧客に最大限のパフォーマンスを還元しなければならない機関投資家の立場からESGに配慮した銘柄選択の枠組みを見た場合、ESGに配慮した投資が顧客にとってもメリットがある、すなわち、投資パフォーマンス向上につながるということが理想形となってくる。

そこで登場したのが「マテリアリティ (Materiality: 企業価値に具体的に影響する企業のESG的側面)」概念である。すなわち、企業のESGにかかわる行動が、企業価値にどのように数値的に影響するかといった部分である。この概念のもとでは、企業価値を増大させる方向に作用するESG活動が積極的に評価されることとなる。

これがESG測定の視点となった場合、企業活動のあり方にもフィードバックされる可能性がある。すなわち、企業は同じ経営資源をESGに投入するのであれば、企業価値を最大限高めるESGの組み合わせを戦略的に作りに行くこととなる。

その結果、企業行動は、経営資源や目標とする利益水準といった各種制約の範囲内で最大限のESG成果を生み出すような社会貢献活動レベルに最適化されるのではなく、企業価値を高めるのに最も効果的なESG成果産出へと最適化される形に変容することが予想される。この場合、最大限の社会貢献活動がなされたときに、企業価値が最大にならないかもしれない点がポイントとなる。理論上は、企業価値最大化に最適なESG水準は、企業の社会貢献の総量を逆に減らす可能性を秘めている。

4. 個人投資家によるSRI - アマチュアの強み

(1) 似通った銘柄選別からの自由

機関投資家が、個別企業のESG要素がどのような状況にあるかを調べるには、各企業に質問状を送り、それに回答を求めることでデータ収集をすることが多い。このような調査は、専門調査組織が行うことが多い。これら組織は、運用会社の異なる複数のファンドにサービスを提供していることも少なくないので、違う名称のファンドが実質的には同じ分析データを基にして運用されていることも出てくる。

質問に答える側の企業からすれば、複数の調査組織からの質問状に対応することが要求されるが、それぞれの質問項目については、多くの場合似通った項目が並んでいるようだ。

プロならぬアマチュアの個人投資家は、企業に対して整った質問状を送りつけるといったことは難しい。また、特に大企業では、様々な事業を行っているのが通常の姿であり、とても個人投資家が全容を掌握し切れないのが実情であろう。

アマチュアの強みは、専門調査組織のように、全体を統合的に捉えようとする必要のないことである。一般市民の心に響く社会貢献を行っている企業を独自の観点から選べば良い点である。このような判断をする投資家が増えると、企業はますますわかりやすい社会的な責任の果たし方をしなければならぬ方向で対処することになる。立派に世の中を良くする方向で個人投資家が機能しているということである。

(2) 市場連動性からの自由

プロのファンドマネージャーは、株式市場に対して大きく負けることを嫌う習性がある。大きく負けた場合、運用担当者の存続可能性が脅かされる世界である。もちろん、本人の収入に

影響が出てくるケースもある。

また、投信商品や年金ファンドでは、いくらSRIファンドであるといっても、運用商品として一般投資家に販売する戦略上、株式市場とかけ離れた低パフォーマンスで良いという割り切りは難しい。

そのため、アンケート等によりSRIの視点でのスクリーニングを行い、ESG要素について特定の基準を満たした銘柄群を母集団として特定できたとしても、その中から、どの銘柄をどの程度組み入れるかを考える際には、若干の安全策を考慮したくなる。また、運用会社の戦略上、あるいは、当初の商品設計の段階から、この部分が考慮されていることも多いものと考えられる。

すなわち、ポートフォリオを形成する際の組合せの仕方（各銘柄の組み入れ比率）を考えたときに、ある程度市場あるいはベンチマークとの連動性を確保する戦略を採っている、あるいは、連動性維持は掲げないまでも、結果的にそのような戦略構造をもっているものと思われる。これは、公表されている各SRI投信の運用報告を見たときに、いずれも、株式市場と似通った基準価格の動きとなっていることから類推できる。

プロのファンドマネージャーに運用させると、何がしかのしがらみを反映しやすい構造がある。しかし、個人投資家がSRIをするには、特に市場との連動性を意識する動機付けは働きにくく、自由な発想でのポートフォリオができる。

もちろん、個人投資家には、市場に連動できるほどの資金量が確保できていることの方が少ないとは考えられるものの、本来的に市場連動性からの自由がある。

(3) パフォーマンス目標からの自由

機関投資家のSRIは、対ベンチマークで、

常にリターンがモニターされているのが通例である。

例えば、SRIファンドであっても、東証1部全銘柄で構成される株価指数であるTOPIXと常に比較されるといった具合である。TOPIXに劣後しないようにするには、TOPIXの収益率を上回る銘柄を、市場における構成比以上にポートフォリオに組み入れる、あるいは、割高になった銘柄を売却して割安な銘柄に入れ替えるといった操作を続ける必要がある。この場面では、素晴らしい社会貢献をしている企業であり、運用担当者としては保有を続けて是非とも支援の姿勢を示したくても、それが叶わない事情のある世界である。

個人投資家の場合は、機関投資家のような事情と無縁である。社会への配慮や貢献を意識した経営をしている企業を応援するために株主になるような場合には、投資収益獲得を二の次に考える発想も許されよう。また、保有株が値上がりしても、企業の社会貢献活動に賛同できる限りは売却しないといった投資行動も考えられよう。このような発想の株主が増えてくれば、企業は、その意向を経営に反映することを意識することとなる。

(4) マテリアリティからの自由

機関投資家は、SRIとして、企業の非金銭的な要素であるESGの各要素を、投資判断の際に考慮するが、その基本発想は、それらが結局どのように企業価値、最終的には株価に還元されるのかというマテリアリティにある。

したがって、ここでの価値観は、企業が社会的責任を果す行為の中で、どれだけ大きな社会的な貢献成果を生み出したかということよりも、それが本業にフィードバックされるなかで、企業が手にする有形・無形のリターンに作用

し、どれだけ企業価値を増殖したかというところにフォーカスされている。

個人投資家の「草の根SRI」では、この枠組みにとられる必要は無い。純粹に、企業の社会的責任を果す行動の中で、どれだけ社会的な貢献成果が生み出され、市民に還元されたかといったところにフォーカスできる。すなわち、ここでは、企業価値の増減ではなく、企業による社会的な配慮や貢献の内容や質そのものに価値を見出している。

(5) 金融技術化したSRIに社会貢献の色彩を取り戻す

機関投資家をSRIに呼び込む過程で、SRIが旧来より標榜していた社会貢献の色彩は薄れ、企業価値を精緻に評価するためのシステムの一部としての機能への変化が目立つようになってきている。これには、機関投資家が顧客の資金の運用に際しての受託者責任を果たす際に、運用担当者の特定の価値観や倫理観に左右されるような運用を避けたいという思いも影響している。結果的に、機関投資家の展開するSRIは金融技術化した。

ところが、個人投資家が自分の資金を株式投資に投入する分には、社会貢献への「思い」を反映することは自由である。様々な角度からの社会貢献への思い入れが株式市場に集約される中で、それが経済のシステムに反映されるというプロセスに参加できることは、自前の資金を投入する個人投資家ならではのといえよう。

5. 「草の根SRI」の勧め

(1) 「草の根SRI」でできること

機関投資家のSRIには、大掛かりな仕掛けが必要である。もちろん、独自で十分な調査を

行おうとすればコスト的に見合わないうえ、また、満足できる調査結果が出てくるとは限らないため、企業のESG要素に関する調査部分をアウトソースしている例も少なくない。

裏を返せば、SRIに係る調査は、それほど難しいものである。プロの株式投資の世界では、金銭的な価値に係る部分について非常に精度の高い情報が使用されてきた。しかし、企業が社会的責任を果たす場面での情報は、この精度に及ぶべくもないのが実情に近いといえよう。また、この情報を企業価値測定に結びつける手法にも苦労しているところだ。

この現実がある中で、個人投資家の「草の根SRI」で機関投資家と同じことをするのは無理である。やはり、この限界を踏まえた立場からの投資行動に意味を見出すことが、個人投資家の強み発揮につながる。

(2) 市民が日常生活で感じたことを生かす

自らの社会的責任をどのように果たしているかという点に関して、企業が市民に対して発信している情報は、断片的であるし、しかも、その情報は企業が選別的に提供したものである。このような情報を網羅的に収集して、その中から最も優れた活動を行っている企業を選び出すというアプローチは通用しづらい。

ここでは、むしろ、アマチュアの強みを生かし、投資家の持つ社会貢献に関する価値観に合致する企業を探す方法が「草の根SRI」に適したものと考えられよう。最良を見出すのは難しくても、「フィーリングが合う」企業を探すのは、日常生活の中でも出来そうな気がするということであろう。個人投資家には、投資銘柄選択場面で自分の価値観を前面に出す自由がある。

(3) 将来は銘柄選択時の常識に

ここでは、SRIを意識し、わざわざ企業が社会的責任をどのように果たしているかという点に注目した銘柄選択を考えている。しかし、将来的には、個人投資家のSRIを全く意識しない通常の株式投資においても、企業が社会的責任をどのように果たしているかについてが、真っ先に考慮される要素として定着するようになることが望まれる。

すなわち、良き市民として振舞えない企業は、個人投資家にとっても投資の対象にならない世界である。こうなったときに「投資視点としてのSRI」を標榜する必要は薄れてくる。もちろん、特定の価値観を前面に出すような場合は別である。

6. むすび

SRIは元来、社会貢献に関する市民感覚の上に成り立つものであった。ところが、近年、SRIが機関投資家を巻き込んだ形で発展するなかで、社会貢献の色彩が薄れ、投資のための技術の側面が強くなった。

機関投資家は、市場を上回るリターン獲得に向けESG要素を精査する方向にある。もちろん、機関投資家のESGにも目配りした投資は、企業経営に影響し、人類社会や環境の持続可能性増進に貢献するであろう。

その一方で、株式市場には一般市民の感覚や投資への「思い」を集約することも必要であろう。多くの市民が「草の根SRI」で市場参加すれば、株式投資を通じて社会を良くするという市場メカニズムは強化されよう。