

## S R I 最新動向

### - 欧米の最新動向と日本における課題

経営戦略研究所  
河口真理子

- ・ 欧米では、大手の年金基金を中心に SRI 運用を積極化させ、半数近い大手証券会社でも専門部署を設置し環境・社会面などの非財務情報に関する企業調査レポート発信する体制を整えるなど、SRI のメインストリーム化が着実に進行している。
- ・ その背景には、SRI の S が社会 (Social) から持続可能性 (Sustainability) に変化していることがある。特に気候変動問題は、人類共通の脅威であり、今後の経済的枠組みに大きな影響を与え、企業価値を左右する重要な課題と広く認識されるようになってきている。
- ・ この欧米の SRI メインストリーム化の背景には年金基金を中心とした株主責任の考え方がある。
- ・ 一方日本では、SRI の名前は浸透しているが、メインストリーム化する動きは見られない。その最大の理由は、「投資や融資とは金銭的なリターンをあげる手段というだけでなくその結果が実社会に多大な影響を与える」という金融の外部経済的側面が、日本では認知されておらず、金融の社会的責任という発想がなかったことにあると考える。SRI の本格的な浸透には金融の社会的責任という考え方を広める必要がある。

#### 1. はじめに

前回の S R I 動向の調査レポート(「S R I 最新動向 本格的テイクオフ間近か? - 」2006.8.29)では、欧米の S R I のメインストリーム化と日本の金融機関の C S R 活動の積極化などを背景として、日本でも S R I のメインストリーム化が予測されることを報告した。その後欧米では S R I を手がける金融機関が増え S R I の金融商品も拡大するなど、S R I が順調に深化・拡大している。しかし日本は、金融機関の C S R が積極化し、「金融に社会的な視点を組み込む」という考え方は徐々に浸透しているものの、S R I の運用残高はほぼ横ばい状態である。この最大の要因として、海外市場での主要な S R I 投資家である年金基金が日本では依然として S R I に慎重なことがあげられる。本稿では、欧米の最近の欧米の動向と、日本ではなぜなかなか S R I 運用が広がらない理由について考察する。

#### 2. 欧米の動向

欧米の S R I 拡大を説明するキーワードとして、「メインストリーム(主流)化」、「Sustainability サステナビリティ(持続可能性)」、「マテリアリティ」、「E S G (環境・社会・ガバナンス)」、「年金基金(長期投資家)」、「投資家責任」などがあげられる。以下これらのキーワードを中心に最近の動向を紹介する。

## 1) 欧米の調査機関の概況

今年三月に発表された E C C E (European Centre for Corporate Engagement)<sup>1</sup>の報告書 `Use of extra-financial Information by Research Analysts and Investment Managers` では、欧州の証券会社アナリスト (88 社)、及び運用機関のアナリスト・ファンドマネージャー (240 機関) に対して行った、E S G (環境・社会・ガバナンス) に関するアンケート結果が報告されている (図表 1)。

図表 1) 欧州における環境・社会・ガバナンス問題と資本市場の現状

証券会社	有	無	不明
ESGに関する会社方針の有無	38	43	19
ESGに関する調査・情報提供の有無	38	48	14
ESG専門の調査担当者の有無	37	51	12
機関投資家			
ESGに関する方針の有無	44	46	10
ESGをテーマとした金融商品の有無	55	40	5
ESG専門の運用担当者の有無	47	44	9

出所) ECCE `Use of Extra-financial Information by Research analysts and Investment Managers`

これをみるとセルサイドの証券会社のうち、E S G に対する方針を策定・担当者を置いて E S G に関する情報を提供しているのは 4 割弱。一方バイサイドの機関投資家では、55%と過半数が E S G に関する金融商品を提供し、半数近い運用機関では、専門の運用担当者を置いていることがわかる。さらにアンケート結果から以下の特徴が報告されている。

- ・ 欧州の投資・運用機関において、S R I に対する関心は広がりつつある。証券会社のアナリストの 64%は過去 2 年で、E S G (環境・社会・ガバナンス) 問題に対する投資業界の関心が多少高まったとし、17%がかなり高まったとしている。
- ・ 運用機関のうち S R I 運用を全く手がけていないのは 33%にすぎず、13%は総資産の 10%以上が S R I で運用されている、としている。特に、規模の大きな機関それも長期投資方針の運用機関では S R I を手がける割合が高い。
- ・ ただし、S R I は通常の投資手法とは一線を画したニッチな投資手法とされていて、運用機関の手がけるすべての投資において、E S G の評価を組み込むという包括的なアプローチはとられていない。
- ・ 業種によって重要な E S G の課題は異なるが、ガバナンスは業種に関係なく最も重要な課題とされている。
- ・ 証券会社のアナリストが E S G 問題を調査分析に組み込むことに運用会社ほど熱心ではない理由として、比較検討可能な E S G データの数量化の手法が確立されていないこと、会社が E S G に関する方針を策定していないことが挙げられる。
- ・ E S G で高く評価された企業の株価にはプレミアムがつき、低い評価の企業はディスカウントされる傾向があるが、E S G を投資に組み込むことがメインストリーム化されるためには、S R I 運用がアルファの源泉に結びつくという調査研究の充実が必要である。

すなわち欧州では、E S G を業務に取り入れている金融機関がすでに半数前後にのぼり、特別なこ

<sup>1</sup> <http://www.corporate-engagement.com/>

とではなくなっている。そしてセルサイドよりバイサイドのほうがSRIに積極的で、バイサイドの中でも年金基金など長期機関投資家のほうが熱心という傾向が見られる。しかし、全ての金融機関で業務プロセスにESGを組み込むレベル(すなわちメインストリーム化)には至っていない。メインストリーム化するためには、ESGと企業価値の関係(マテリアリティ)を数値化した調査研究の進展が求められる。

現段階でSRIに熱心な証券会社にはどのような傾向が見られるだろうか。Enhanced Analytics Initiative(EAI)の最近の報告書から状況をみてみよう。EAIは証券会社が発信する非財務情報の向上をめざして2004年10月に欧米の運用機関が共同で設立した団体である。半年ごとに証券会社が提供する非財務情報調査を分析評価し、優秀な調査と認められた証券会社には、メンバーの運用機関が証券会社に支払う手数料の5%を配分することにしている。図表2にはEAIが定義する非財務項目の定義を示した。これらは基本的に環境・社会・ガバナンスに関する項目と重なっている。

**図表2) EAIによる非財務情報の定義**

定義	例
1. 定性的で、金銭で定量評価できない/できにくい情報	コーポレートガバナンス、知的財産など
2. 市場メカニズムで補足できない外部不経済にかかわる情報	公害など
3. 広い意味でのサプライチェーンに関する情報	サプライヤー、製品とサービスなど
4. 社会的関心の高いテーマ	遺伝子組み換え作物など
5. 中長期的な問題	気候変動など
6. 法的規制は強化される方向にある情報	温室効果ガスの排出など

出所)EAI ホームページより大和総研仮訳

EAIでは今年の6月2006年11月から2007年4月の半年間に発信された証券会社の非財務情報調査の審査結果を公表した。そこで報告されている特徴は以下のとおりである<sup>2</sup>

- ・ 非財務情報の分析レポートの範囲と質に著しい改善が見られた。
- ・ 非財務情報が、特殊な担当アナリストの領域から、通常のセクターアナリストの分析対象に組み込まれるようになってきた。
- ・ 特定の社会・環境問題を特定の業種に不可欠な問題とみなされるようになってきた。(気候変動と公共セクターなど)
- ・ セクター分析のなかにある程度の非財務情報を統合する動きが一部見られ始めた。
- ・ 特に多い調査テーマとしては、気候変動であり、その調査手法もより洗練されていた。

なお、EAIに参加しているメンバーの運用機関は2005年末の13機関から2006年6月には20機関2007年6月には27機関へと順調に拡大しており、ESGに熱心なバイサイドが増えていることがわかる。同団体の主要なメンバーには英国の大手年金基金のBT Pension Scheme、英国年金運用機関のHermes Pensions Management、欧州最大級のオランダの公務員年金ABP Pension Fund、米国

<sup>2</sup> <http://www.enhanced-analytics.com> Enhanced Analytics Initiative 'Becoming the norm? Evaluation of Extra-financial research' June 2007

の大手公的年金 CalSTERS, 米国の SRI 投信専門の Calvert や BNP Paribas Asset Management、アル・ゴア元米国副大統領を会長とする年金運用機関の Generation Investment Management などが含まれ、彼らの運用資産の総額は 2.6 兆ドルにのぼる。

なお E A I は設立から 3 年目が経過しセルサイド証券会社の調査レポートにも量から質への転換が見られる模様で、E A I では今回の審査から調査レポートの審査プロセスを厳しくしている。メンバー運用機関のファンドマネージャーやアナリストが評価に値する非財務分野の調査レポート 151 ( 25 社 ) を審査事務局に推薦し、そこから事務局では調査目的の妥当性などのスクリーニングにかけて最終審査の対象レポートを 117 ( 24 社 ) に絞り込んだ。E A I 設立当初は非財務分野の報告書自体が少なかったため量の拡大を促すことに主眼があったようだが、ここへきて、質が問えるくらいに調査レポートの量が充実してきたことが伺える。

今回優秀と認定された証券会社は、CA Cheuvreux, Morgan Stanley, Citigroup, Oddo Securities, JP Morgan, Societe General, Merrill Lynch の 7 社である。

最近調査レポートの特徴として、「非財務情報が特殊な担当アナリストの領域から、通常のセクターアナリストの分析対象に組み込まれるようになってきた」点が指摘されていた。これは調査の現場をみるとうなづける。たとえば今回優秀と認定された Citigroup の場合、NGO などから環境や社会問題の専門家を集め SRI に関する調査チームをアナリスト部隊のなかに立ち上げ、通常のアナリストと一緒に企業や業界分析を行う体制を作っている。このチームが、温暖化や人権問題などの問題を調査し、その調査内容に基づいて通常のアナリストが自分の担当する業種や企業の動向を調査・分析するという協力体制ができている。優れた非財務分析を行っている欧米の証券会社では同様の傾向がみられる。一昔前であれば、ウォール街やシティの証券ブローカーが NGO 出身者を雇用するということは考えられなかったことがだが、なぜこのような変化が生まれてきたのか。

## 2 ) Social から Sustainability へ

その背景として、S R I が投資家の社会的 ( Social ) な価値を実現する手段としての S R I ( Socially Responsible Investment ) から、社会の 持続可能性 ( Sustainability ) の追求と企業の包括的な価値を評価する S R I ( Sustainable and Responsible Investment ) に変化していることがあげられる。ちなみにシティグループの調査チーム名は sustainability research team であり social ではない。

Social の S が Sustainability の S に変化したということは、資本主義 V S 社会主義というイデオロギーの対立時代にあった社会運動的色彩・イデオロギー的色彩が薄れてきたことを意味する。ベルリンの壁崩壊をきっかけに消滅した社会主義の代わりに台頭してきた概念が「持続可能性」である。ベルリンの壁消滅の 2 年前の 1987 年に「国連環境と開発に関する委員会 ( 通称：ブルントラント委員会 ) が出した報告書『Our Common Future ( 我々共通の未来 ) 』<sup>3</sup>において、「Sustainable Development ( 以降持続可能な発展<sup>4</sup> ) 」が人類の課題として取り上げられた。そこで「Sustainable Development とは、将来世代のニーズに応える能力を損ねることなく現在世代のニーズを満たす発展」と定義された。

<sup>3</sup> 邦訳：「地球の未来を守るため」

<sup>4</sup> Development は開発や発展と訳されるが、ここでは発展とする。

ここで「将来世代のニーズに応える能力を損ねない」とは地球環境資源が有限であることを認識した考え方である。この考え方は、「自然は無限で無料であり、自然から得た資源を有効利用することで永続的に経済の成長を続けることができる」という従来の正統派経済学の前提を大きく覆す概念となった。その後、1992年のブラジルのリオで開催された地球サミットでは「人類共通の目的として、現在の経済成長至上主義を、地球の生態系に配慮した（地球の環境容量に配慮した）発展に転換しなければならぬ」ということが世界的に合意された。その後国際社会においては、環境破壊による生態系の崩壊を待つまでもなく、地球規模での貧富の差の拡大と悪化する途上国の貧困問題も人類社会の存続を脅かす可能性があることが強く認識されるようになった。現在では「持続可能性」という言葉には、地球環境の持続可能性という意味だけでなく、人間の社会経済システムの持続可能性も暗黙のうちに含まれるようになってきている。

そして、人類社会の持続可能性を高めるためには、国や国際機関など公的セクターだけでなく、企業セクターがそのビジネスにおいて持続可能性を組み込むことが不可欠と考えられるようになった。具体的に企業に求められるのは、事業活動のプロセスに環境や社会性、人権に対する配慮を組みこみ、本業において環境、社会性に配慮した製品サービスを提供することである。

そして一方株主側をみると、S R I ( Sustainable & Responsible Investment ) 投資家は、現在以下の3タイプに分類されると考えられる。

- ・ 持続可能性を経営に組み込んだ企業を応援し、世の中を良くしていきたいという志のある投資家
- ・ 持続可能性に配慮した企業の企業価値は高い、という考え方に基づいて、パフォーマンスを向上させることが目的の投資家。特に長期投資家の場合、長期投資の対象となる企業の条件として、社会の持続可能性に自社のビジネスを調和させることを重要視する。
- ・ 大量の資金を持つ大手の投資家は、社会に与える影響力が大きいので、社会の持続可能性を高める義務・責任があるという投資家。

出所) 大和総研

ここにあげた3タイプの投資家のうち、は従来型のS R I投資家像と重なるが、その志の動機が宗教や社会運動だけでなく、ここで示したように sustainability という地球市民としての投資家の志に訴えかけるものなので、共感する投資家の基盤はより広いものになる。の投資家がメインストリーム化に最も寄与している層である。の投資家責任という考え方も、従来のS R I投資家の考え方が「宗教団体として、教義に反する投資をすることは出来ない」という狭い特定された責任であったのに対して、資金を動かす投資家が広く社会に負う責任とこれも幅が広がっている。このように、SocialのSがSustainabilityに変容することでS R Iに共鳴する投資家層が着実に広がっているのである。

### 3) S R Iの定義の変化

こうした状況の変化をうけて、N G O的色彩の強かった従来型S R I関係者もS R Iの考え方を軌

道修正するようになった。例えば、英国のSRIの業界団体であるUK Social Investment Forumは、の4月創立15周年にあたり団体のミッション声明<sup>5</sup>を改定した。新旧ミッション声明を以下に記す。

### 新ミッション

UKSIFは持続可能で責任ある (Sustainable and responsible) 金融サービスにかかわる会員制ネットワーク組織である。UKSIFは責任ある投資 (Responsible Investment) および、持続可能な経済発展と生活の質および環境の安全性をサポートする金融サービスの普及啓発を促進する。我々はまた、個人および機関投資家に対して彼らの投資に価値観が反映されるように支援する。

### 旧ミッション

UKSIFは、社会的責任投資 (Socially Responsible Investment) にかかわる会員制ネットワーク組織である。UKSIFの第一の目的は、英国の投資家に対してSRIを推進し、SRIのプラスの社会的影響を広めることにある。UKSIFは、すべての具体的な社会環境倫理の問題は、通常の投資決定プロセスに組み込まれるべきで、全ての投資家が彼らの価値を投資に反映することが可能になるべき、と信じている。

(下線部筆者、UKSIF HP より大和総研仮訳)

ここからはSRIから社会 (Social) という言葉が消滅すると同時に、SRIの中身が「投資決定プロセスに社会環境倫理の問題を反映する」ことから「持続可能な経済発展と、生活の質、環境の安全性をサポートする」に変化していることがわかる。

また、欧州各国のSIFを取りまとめるNGO団体のEuroSIFでは、団体のミッションを単純明快に「持続可能性の問題を金融市場を通じて address(語りかける、位置づける、扱うなどの意)すること」としている。なおEuroSIFでは、SRIの市場規模調査を行っているが、そこでは図表3にあるようにSRIを分類定義している。

図表3) EuroSIFによるSRIの分類

コアSRI	倫理的ネガティブスクリーン	倫理的理由による複数の排除クライテリアを適用したもの	
	ポジティブスクリーン(ベスト・イン・クラス)	責任ある事業に対するコミットメントのある企業、そういう製品・サービスを提供する企業を積極的に投資する	
		ベスト・イン・クラス方式	業種セクター毎に社会・環境・倫理の面で優れている企業を選別する
		パイオニアスクリーン/テーマ型	低炭素社会や持続可能な経済など、社会・環境・ガバナンス問題に関連するテーマ型投資。水資源やエネルギーなど特定のセクターへの投資という形をとること
単純な排除スクリーン: 特定の業種(タバコ、武器製造、ポルノ、動物実験など)を投資対象から排除する			
	規範によるネガティブスクリーン	国際的基準や規範にもとづいた排除スクリーン。(著者注: OECDの多国籍企業ガイドラインや、ILOの労働基準や、UNのグローバルコンパクトなどを指すと思われる)	
エンゲージメント	エンゲージメントは、企業により責任のあるビジネスを促すため、あるいは投資リターンを上げる手段として運用者が活用する。株主としての権利をバックに経営者との対話をするところから議決権公使を含む。		
統合	運用者が、財務分析にガバナンス・社会環境倫理のリスクを組み込んで企業評価をする		

出所) EuroSif/ European SRI Study 2006より大和総研仮訳

<sup>5</sup> 出所 <http://www.uksif.org/> 'UK SIF Launches New Mission Statement at 11 Downing Street'

なお図表4には、この分類によるSRIの運用資産残高を示した。広義のSRI全体では1兆330億ユーロ、日本円にして170兆円規模となる。

図表4) 欧州SRI市場(2005年末推計) 10億ユーロ

		グロス値	ネット値
コアSRI			105
	ポジティブ	64	32
	倫理的ネガティブ	73	41
	(うちポジティブ・ネガティブ両方)		32
単純な排除スクリーン		266	202
(うち排除・エンゲージメント両方)			64
エンゲージメント		730	136
(うちエンゲージメント・統合両方)			594
統合		641	47
広義のSRI合計			1033
うち個人			6%
うち機関投資家			94%

出所)Eurosif 'European SRI Study 2006'

この内訳を見ると、「エンゲージメント」と「統合」の割合が高く、「コアSRI」それもポジティブスクリーンはグロスでも640億ユーロ(約10兆円)全体に占める割合は6%と、シェアは小さい。一方「統合」は、特に企業評価にガバナンス問題のリスクと温暖化のリスクを勘案しているケースが多いと考えられ、機関投資家は受託者責任の観点からも比較的手がけやすいと推測される。またエンゲージメントも、株主の権利を主張すること(物言う株主)でもあり、メインストリームの投資家に受け入れられやすい分野といえる。

#### 4) マテリアリティ (Materiality)

##### マテリアリティの考え方

SRIのメインストリーム化を促進するツールとして最も重要視されているのがマテリアリティ (Materiality) である。英語のMaterialityには、物質性・有形・具体性などの意味がある。これがSRIとの関連で論じられる際には「企業業績や企業価値に具体的な影響のある企業の社会的な側面」と解釈される。ここで「具体的な影響」とは、財務数字で表現される影響度合いを示す。

なぜマテリアリティが重要なのかというと、そもそもSRIがマテリアリティと関係のない動機から発生したからである。初期のSRI、すなわち宗教的・倫理的あるいは社会運動的理由から特定の会社や業種を投資対象から排除するという投資行動は、パフォーマンス向上を主目的にしたわけではなく、「投資家の哲学や倫理観を投資行動に反映したい」というとう素朴な思いから始まっている。現在のSRIにおいてこうした特定の業種を排除するネガティブスクリーン運用は全体の一部にすぎないし、この手法は宗教団体や社会運動家以外には支持されにくい。

一方、財務分析とESG評価両面で業種ごとに高く評価される企業に投資するというポジティブスクリーニングの場合、機関投資家の間でも「持続可能性への配慮をビジネスに組み込んでいる企業のほうが長期的にはパフォーマンスが良い」という仮説は、直観的に広く受け入れられている。実際環境配慮や労働のダイバーシティなどに積極的な企業の株価パフォーマンスが良好というシミュレーションは複数報告されている。しかし、その仮説を立証する科学的理論的調査研究データはまだ充分でないのが実情である。

他人の資金を受託して運用するプロの運用機関には受託者責任があるので、S R Iのパフォーマンス上の優位性が証明されていない現状では、投資家が自発的にS R I運用を望むのではない限り、積極的に投資家にS R I運用を勧めにくい。そこで、E S Gの様々な側面のマテリアリティが詳細に説明されていけば、それらを投資評価に組み込んだS R Iの促進は容易になる。

図表5は、E S Gの各項目のマテリアリティについて証券アナリストと機関投資家による定性的な評価結果を示した。これは先述したE C C Eのアンケート結果の一部だが、E S Gのうちガバナンス項目は、アナリスト・機関投資家ともに高いマテリアリティがあると考えている。次にマテリアリティが高いとされるのが、労働と人権である。特に人権は、米国のスポーツ用品メーカーやアパレルメーカーのように、途上国の下請工場での児童労働の発覚 不買運動など、業績に直結するリスクである、という認識が欧米では高い。また雇用の確保、労働者の訓練がC S Rとして重要視されている欧州では、労働問題のマテリアリティが高いのも当然ともいえる。

**図表5) 企業評価・投資におけるESG要因の重要度[1(低)-5(高)で段階評価]**

		アナリストの企業評価時 投資家の投資判断時	
環境	環境方針	2.57	3.10
	環境マネジメント規格の認証	2.24	2.75
	環境目標(数値目標)	2.36	2.74
	環境配慮型製品サービス	2.59	2.92
	大気中への排出の管理	2.72	2.99
	水資源保護	2.57	3.02
	廃棄物処理	2.67	3.04
	人権	人権の尊重	3.15
児童労働・強制労働の排除		3.14	3.76
労働	企業戦略への人権問題の統合	3.23	3.41
	ダイバーシティーマネジメント	2.89	3.15
	職場の労働安全	3.02	3.36
	従業員参加の促進	3.32	3.42
	労働時間管理	2.83	3.00
	教育	3.62	3.57
地域共生	社会・経済開発支援	2.81	3.03
	地域での活動内容	2.46	2.86
	地域社会の利益への貢献	2.47	2.81
	製品の社会的影響	2.92	3.18
ガバナンス	ガバナンス規範の遵守	4.11	4.29
	投資家と良好な関係	4.73	4.50
	内部監査	4.51	4.51
	株主の権利の尊重	4.51	4.54
	役員報酬	4.12	4.21
	役員会の構成	4.12	4.16

注)平均(3)以上の評価の項目は網掛けで表示している。

出所) ECCE 'Use of Extra-financial Information by Research analysts and Investment Managers'

#### 環境問題のマテリアリティ

マテリアリティの評価が高い社会性の項目に対して、ここでは環境のマテリアリティが相対的に低い。CSRと企業価値の関係では「環境」が重要視される日本の感覚からすると意外感がある。ただし、この環境の項目をみると、ここには気候変動問題が含まれていない。

実は、気候変動が企業価値に影響を与えることは、先述した E A I の評価報告でも、現在最も熱心に調査されている分野であり、メイストリームの S R I 投資家の間では現在最も企業価値に影響を与える環境の要素と目されているのである。気候変動問題はこの 6 月のハイリゲンダムサミットでも主要課題で、京都議定書の約束期間後の国際的枠組み作りが議論された。京都議定書では、2008 年から 2012 年の約束期間中に 1990 年比、先進国平均で 5 % の温室効果ガス削減の目標が定められていたが、今回のサミットでは、より長期でより大規模な削減が議論され、今後は京都議定書後の枠組みとして、「2050 年までに地球規模で温室効果ガス排出量を現在より少なくとも半減させる」という案を軸に討議されることになった。

このような世界規模での大幅な CO2 削減を達成するためには技術革新だけでなく、人々のライフスタイル、税制などを含め社会制度の枠組みの大幅な変革が必要となる。また気候変動は異常気象を多発させることから、洪水や干ばつのリスクを増大させるだけでなく、物理的な影響は海面水位や、植生などにも大きな変動を引き起こす一方で、再生可能エネルギーや省エネ省資源技術などの新たなビジネスチャンスをもたらすことで、様々な形で企業価値に影響を与えられている。

例えば、気候変動問題に関心を持つ機関投資家のネットワーク Carbon Disclosure Project ( C D P ) が 2006 年前半に世界の主要 500 社 ( F T 指数採用の 500 社 ) に行った気候変動とビジネスに関するアンケート結果<sup>6</sup>によると、

- ・ 気候変動が自社のビジネス上のリスク / チャンスであると答えた企業は 87% にのぼる。
- ・ 68% が気候変動関連の製品・サービスを提供しているとしている。
- ・ 気候変動による異常気象が物理的なリスクと考える企業は 45%、特に石油・ガスの場合は 88% にのぼる。
- ・ CDP 事務局の推計モデルによると、気候変動により最大のメリットを受ける企業は 2005 年の EBITDA ( 利払い・減価償却・税前利益 ) の 10.6% に相当する利益を見込めるが、最大の被害を受ける企業は 25% を失う、と予測されており、気候変動問題は、企業間、業種間の業績を大きく変える要因と考えられている。

などが報告されている。

また、米国の S R I 投信運用会社最大手 Calvert が、2007 年 5 月に米国の個人投資家 1094 人を対象に行った電話アンケート<sup>7</sup>では

- ・ 76% が「自分や子どもや孫の生存期間における、温暖化と気候変動がもたらす影響について関心があり心配している」
- ・ 85% が再生可能エネルギー ( 風力、太陽光など ) への投資は、環境保全と収益の二つのチャンスをもたらすと考えている。
- ・ しかし自分のファイナンシャルアドバイザーと再生可能エネルギー投資について議論したのは 2 割に過ぎない。
- ・ 世界の再生可能エネルギー関連銘柄に投資する投資信託について、71% が投資を検討している。さらに S R I 投資家の 76%、非 S R I 投資家の 58% が検討している。
- ・ 84% が、再生可能エネルギー技術への投資機会の選択肢が増えることを望んでいる。その比率は 25 - 34 歳の年齢層では 92% となっている。
- ・ 女性のほうが男性より温暖化に関心が高い ( 86% vs 66% ) が、多くの女性は再生可能エネルギ

<sup>6</sup> 出所) <http://www.cdproject.net/> 'Carbon Disclosure Project Report 2006'

<sup>7</sup> 出所) <http://www.calvert.com/pdf/impactssummer07.pdf>

- ー投資を検討していないとする。
- ・投資家の再生可能エネルギーへの関心は高いにも関わらず、現在再生可能エネルギー関連ファンドに投資しているのはわずか16%にすぎない。

という結果が報告されている。

すなわち、投資家の気候変動情報に関する潜在需要は大きいことが示されている。今後は、気候変動を切り口として、企業価値と気候変動を結びつける調査研究は増加すると予想される。また同様に、気候変動問題と関係の深い食糧問題（特にバイオ燃料との関連）、水資源問題（温暖化の進展は干ばつや洪水の頻度を上げると考えられている）関係の業界調査・企業調査研究も増えていこう。

#### 業種ごとのマテリアリティ

また業種ごとにESGのマテリアルな影響を特定する調査も出始めている。例えばEuroSIFでは、すでに自動車、観光産業、化学、保険、食品の5業種について、業種ごとに、財務上出現するリスクとチャンスを特定したレポートを公表している<sup>8</sup>。図表6にはそのうち3業種分を示した。自動車業界の燃費向上のように、ここに出ている項目のうち、すでにメインストリームの業種・企業分析に不可欠な項目もある。また、食品業界の健康に配慮した食品、は、肥満が社会問題になっている欧米ではすでに重要な視点とされる。

図表6) 業種固有のマテリアルなリスク・チャンスの例

	マテリアルな問題	リスクとチャンス
食品	消費者の健康と栄養	消費者の健康に配慮した食品、機能性食品。正直な表示。高カロリー食品の無責任な販売。
	食の安全性	トレーサビリティ、サプライチェーンの管理、汚染問題や添加物の問題など食の安全性確保には訴訟リスクがある。
	土地利用と水不足	原産地の水不足から供給不足 価格高騰の可能性。長期的なサプライヤーとの関係構築。バイオ燃料による価格高騰問題。
	労働基準と人権問題	食品加工会社の季節労働者の差別問題や農場の労働実態（農業問題・重労働など）とブランドリスク。フェアトレード。
保険	業務上のコンプライアンス	契約者に不利な保険契約や不適切な勧誘。誠実な対応は顧客のロイヤリティ増加に寄与。
	本業への取り込み	気候変動による自然災害増加や伝染病増加などの発生リスクの予測精度の向上。防災計画や防災キャンペーン。環境・社会リスクを小さくする保険商品の開発
	保険サービスへのアクセス	保険知識のない契約者の教育啓発活動。低所得者層などハイリスク層むけの商品提供（マイクロ保険など）。
	資産運用	SRI運用や非財務情報の分析を組み込んだ運用。
	人材マネジメント	人員削減は労働争議の元となる可能性とノウハウの継承が出来なくなるリスクがある。業務の外注化はサービスやコンプライアンスの質の低下をもたらす懸念。社会的に配慮した人材マネジメントは、従業員の忠誠心とモチベーションを高める。
自動車	燃費と気候変動	燃費向上のためのエンジンや部品の開発、ハイブリッド車の開発、長期的には水素自動車の開発。
	大気汚染と公衆衛生	排ガス規制の強化に適合するエンジン開発。
	安全性	交通事故による死傷事故を削減させる車体設計や技術の開発。
	人材マネジメント	季節労働者の雇用・処遇問題。熟練労働者の不足 品質管理問題。安全でよい職場の提供の必要性。
	サプライヤー	人権・環境の観点からのサプライチェーンマネジメント。サプライヤーに対する技術開発の支援。

出所) Erosif 'Food Production Sector Report' 'Automobile Sector Report' 'Insurance Sector Report' より 大和総研 仮訳

<sup>8</sup> 出所) [http://www.eurosif.org/publications/sector\\_reports](http://www.eurosif.org/publications/sector_reports)

今後、業種ごとに重要となる E S G 項目の調査がすすめば、そのうちの多くは自然にメインストリームの調査分析に必要な情報として取り込まれるようになっていこう。

例えば、フランスの S R I ・ C S R 調査機関の Novethic が 2006 年 11 月に仏機関投資家 50 機関を対象におこなったアンケート結果<sup>9</sup>によると、彼らのうち 29% が 5 千万ユーロ以上を S R I で運用し、すでに S R I 運用を行っている機関投資家の 71% は今後 3 年以内に S R I 運用の加増を検討している。ここで特筆すべきは、非財務情報の分析に満足しているという回答が 2005 年の 3 割から 46% へ大幅に増加している点である。なお S R I 運用の財務パフォーマンスについては、46% が満足、38% が判断するには時期尚早とし、不満足としたのはわずか 8% にすぎなかった。

## 5 ) 年金基金と S R I : 株主責任の観点

### 責任投資原則

株式投資とは企業の株主(所有者)になることでもあり、企業の所有者として社会的に望ましくない事業を行うことに対する道義的な責任がある、という考え方も欧米の公的年金基金を中心に広がりつつある。2006 年 4 月に公表された、その原則名に「責任」を冠した責任投資原則(Principles for Responsible Investment)<sup>10</sup>の前文を以下に示す。ここでは、下線部に示したように、投資家としての社会に対して果たす役割の考え方が示されている。

*私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの)環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題(ESG)が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。<sup>11</sup>*

なお、この責任投資原則の署名機関は、欧米の主要公的年金や運用会社を中心とした 20 機関・運用資産総額 2 兆ドルからスタートした。そのわずか 1 年 2 ヶ月後には 6 月 20 日の韓国の 9 機関の署名を加えて 6 月末で 217 機関・運用資産総額 8 兆ドルへと急拡大している。

なぜこの原則に賛同する年金基金が増えているのか。主要な P R I 署名の公的年金基金に対する S R I 運用の取り組み状況を調査した報告書<sup>12</sup>から、彼らが署名した動機を図表 7 に抽出した。

ここで注目したいのは、これらの公的年金基金の多くが、その基金のミッションとして、加盟者にきちんとしたリターンを支払うことに加えて、国や社会への経済的・社会的貢献も謳っている点である。ここで彼らが経済的・社会的貢献をミッションに掲げているのは、彼らの巨額な資金規模に鑑みて、それぞれの国に与える経済的・社会的影響力が大きいこと、さらに「公的」年金のスポンサーは公共サービスを担う公的組織であるので、その母体組織自体のミッションと矛盾しないという理解があると思われる。

9 出所) Novethic 'Exclusive Novethic-Amadeis-BNP Paribas AM survey' Press release

10 同原則の説明は、原則の H P <http://www.unpri.org/>を参照のこと

11 <http://www.unpri.org/principles/japanese.php>

12 UNEP FI 'Responsible Investment in Focus:'

図表7)大手公的年金によるRI実施状況

年金基金	年金の概要	責任投資原則署名の動機
ABP	オランダの公務員年金・資産は2650億ドルで世界第二の規模	基金の第一の義務は、加入者に可能な限り最高のリターンを還元すること。だがこれに加えて、基金の規模からその資本市場での影響力と社会への責任も認識している。ABPのファンドマネージャーは、長期的視点での運用を求められ、企業の長期的な目標と持続可能な成長を果たす企業を評価するために、関連するESG情報も分析する。また、思慮深い企業家精神にサステナビリティとガバナンスは結びついており、経営者はこれらの問題に答えなければならないと考えている。
Caisse de depot et placement du Quebec	カナダ・ケベック州の公的年金基金。資産総額は1435億ドル	Caisseのミッションは「与えられた投資方針と、ケベック州の経済的発展へ貢献するという枠組みの中で、最適リターンの獲得を目指すこと」と法律で定義されている。Caisseでは、経済発展はよき企業市民としての活動と不可分と考えており、投資対象企業には地域社会に対して責任ある行動を求める。企業の社会的側面は、複数の投資判断材料の一つだが決定的要素ではない。
CalPERS	米国カリフォルニア州の公的年金。資産規模派2300億ドルで米国最大、世界で3番目	CalPERSは、コーポレートガバナンスの分野でリーダーである。思慮深い株主の権利行使はリスクを最小化すると同時に株主価値を増加することができる。投資対象企業の経営者に対してはグローバルサリバン原則に反しない行動を要求する。
ノルウェー政府年金	ノルウェーの石油ファンドを継承して2006年にスタート。運用資産2800億ドルと欧州最大の年金基金	2004年に政府が倫理ガイドラインを策定。これによると基金の目的は、国の石油からの収入が将来世代の利益となるように、健全な経済的リターンを生み出すことで、健全な経済的リターンは、持続可能な発展と相反しない。とされる。またガイドラインでは人権侵害や腐敗、重大な環境汚染など非倫理的な活動を促進する可能性の大きな投資は明確に禁止されている。
PREVI	ブラジル銀行の従業員年金。ラテンアメリカ最大の年金基金	ブラジルにおける最大級の投資家として、PREVIは資本市場における影響力とその責任を認識している。PREVIでは、企業とは環境や社会の課題が適切に対処されることで、ブラジルの持続可能な発展への変化をもたらす要因と考えている。PREVIの主要目的は加盟者に退職後経済的な安定を与えることである。その安定は健全な環境と社会情勢によってもたらされる。PREVIでは、ESGは企業の価値を創造する能力を決定する重要な要素と考えている。また健全な財務リターンの追求と社会的・環境的責任を結びつけることは可能なだけでなく、すべきことだと考えている。PREVIの経営陣は、ESG問題は適切に考慮されるべきと信じている。
Australian Reward Investment Alliance(ARIA)	豪州政府職員年金基金。運用資産は135億ドル	企業の貧しいESGの実態は財務リスクにつながり、企業価値の減少につながると考える。受託者として、加盟者の財務的利益を代表する立場からESGを含んだ全てのリスクは最小化されなければならない。このことは、加盟者の長期的投資リターンの最大化と矛盾しない。
英国環境庁年金	英国の環境庁職員年金。運用資産総額は27億ドル	環境庁自体の目的と、基金の投資方針を一致させることが重要と考える。2005年に策定した投資方針ではファンドマネージャーは環境やその他の社会的リスクで財務的な価値に影響を与える要素考慮すべきことを明記。特に気候変動は企業価値に影響を与える重要な要素。このことは受託者責任に合致すると考えている。これは気候変動の財務リスク、環境破壊がもたらす潜在的コスト、環境対応技術がもたらすチャンスを考慮する投資を意味する。また環境リスク・チャンスを経営に生かすことができる企業は長期的に財務的価値も高まると信じている。
仏退職者準備基金(FRR)	フランスの1999年に設定された、積み立て型公的年金。運用資産残高は420億ドル	FRRは設定時にESGに関する方針の開示を義務付けられている。広い公的サービスを提供する公的投資家として、FRRは、経済社会環境のバランスのとれた発展を促進する価値観に矛盾しない運用、を行う。この考え方は持続可能な発展と矛盾せず、地域社会、長期投資家、ユニバーサルな所有者を共に利することになると考える。FRRは2020年の退職者むけに、その時点でのリターン最大化を目的としている。そのために、投資方針は社会の価値と一致させることにしている。
タイ政府年金(GPF)	1997年に設立されたタイ最大級の公的年金。資産総額90億ドル	加盟者の財務リターン最大化に加えて、タイ最大級の基金・長期投資家として、GEFにはタイ経済発展に貢献することが求められている。GPFは基金の活動は資本市場に重大な影響を及ぼすことを認識しており、基金の活動は加盟者だけでなくタイ国家に利益をもたらすものでなければならない。基金ではCSRガイドラインを策定している。主要項目は、人権尊重、児童労働強制労働の廃止、労働基準策定状況、環境マネジメント、サプライヤーへの環境配慮・CSRの働きかけなどを含む

出所)UNEPFI '2007 Report: Responsible Investment in Focus:How leading public pension funds are meeting the challenge' より大和総研で抜粋・仮訳

### 年金基金の役割とは

なお、米国では、確定拠出型年金基金（母体組織は公的機関もあるが、多くは民間企業）の中でSRIを採用する動きがある。ちなみに、確定拠出型年金基金自体は増加傾向にあり、2005年には年金の51%を占めるようになった。米国のSocial Investment Forumと年金コンサルタントのMercer Investment Consultingが全米の確定拠出型年金基金に対して行ったアンケート調査<sup>13</sup>によると、すでに19%の基金ではSRIをその運用メニューにいれており、41%では2010年までにSRIをメニューに加える予定としている。すなわちSRIに対して積極的な年金プランは6割にも上る。その動機として、最も多いのが**母体組織のミッション（民間企業の場合はCSR）との整合性（23.8%）**、ついで、年金プラン担当者の推薦（16.7%）、加盟者からのリクエスト（14.3%）となっている。

以上のことから、年金基金の役割として、加盟者に財務上のリターンを確保すること以外に、母体組織のミッションに貢献すること、公的年金の場合は特に直接社会に良い影響を与えること、も含まれると考える年金基金が増えていることがわかる。これは、年金基金の立場・性格からも受け入れられやすい考え方である。例えば米国では、米国株式の3割をすでに年金基金が保有しているといわれ、年金基金はすでに大株主となっている。一方で、年金基金の資産を最終的に保有しているのは加盟者だがそれは企業にとり従業員に他ならない。

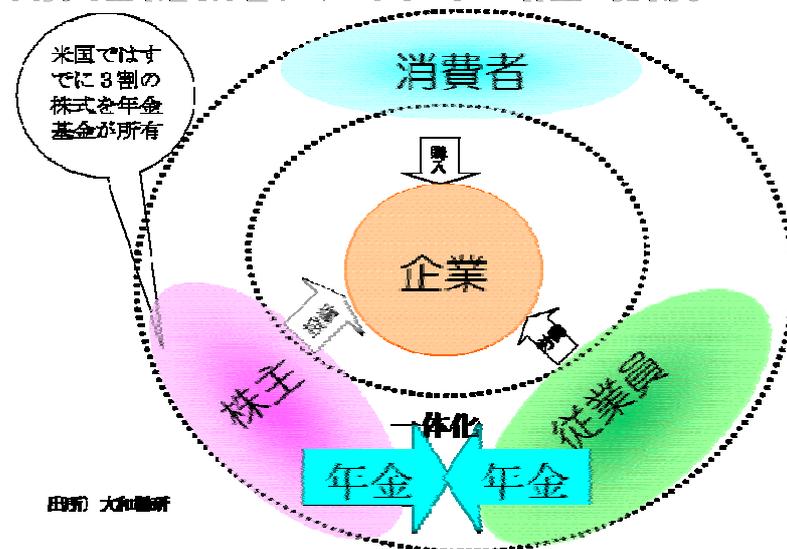
### 株主責任の考え方

経済学の教科書では、企業を取り巻くステークホルダーとして資本を提供する資本家と労働を提供する労働者を対立する概念と捉えてきた。さらに、企業の生産物を購入する消費者は資本家と労働者とは別に存在するとされてきた。しかし現在の先進国の状況を見ると、資本家と労働者は必ずしも対立する概念ではなくなっている。多くの労働者は様々な年金基金に加盟しており、知らず知らずのうちに間接的に株主になっている。またこうした労働者が企業にとっての顧客＝消費者層を形成している。（図表8）すなわち、年金基金の加盟者は将来の受給者であると同時に現在の従業員であり消費者である。年金基金の資本市場におけるプレゼンスの拡大にともない、知らず知らずのうちに企業をとりまく最も重要なステークホルダーである株主と従業員は、いまや異なるグループではなく一体化してきているのである。

ここで、年金基金加盟者の年金受給者という直接的な側面に注目すれば、当然、給付金の確保とその最大化が最重要の使命である。しかし、加盟者の、現在は従業員であり消費者である、という別の側面を考慮すれば、その資産運用を通じて従業員や消費者の生活向上に寄与すること（労働条件の改善、地球温暖化対策、食や生活の安全性確保、バリアフリー、消費者保護などCSRの様々な側面）も年金基金の間接的なミッションとなるのである。年金基金は加盟者の利益を最大化することをミッションにするならば、運用努力で受給額を最大化することと同時に、その巨額な運用資産をバックに影響力を駆使して投資対象にESGの側面を考慮することで間接的に社会の安定・環境の改善を促すことができる。さらに4節マテリアリティでも紹介したとおり、「ESGを考慮した運用のほうが長期的には高いリターンにつながる」という考えが機関投資家の間でも支持を増やしている。

<sup>13</sup> <http://socialinvest.org/> ‘Defined contribution plans and socially responsible investing in the United States’ June 2007

図表8) 企業を取り巻くステークホルダー: 株主=従業員



## 6) S R I 概念の広がり

### 債券投資

今までのところ、S R I ないしは R I にしても投資対象は先進国の上場株式へ投資が主体になっている。特に、市場規模の大きい米国ではその傾向が強い。先に紹介した米国の確定拠出年金の S R I 運用調査における S R I のタイプ別内訳をみると、国内株式への投資が 69%、国際株式が 10%、債券が 12%、バランス型が 9%となっている。しかし、欧州では S R I が積極化するにつれ、他の金融ツールにも E S G の視点を組み込む動きが増えてきている。例えば、S R I 市場が最近急拡大しているフランスの場合 2006 年末の残高は 166 億ユーロと、前年比 88% 増となった。2006 年末時点での S R I 投信の内訳<sup>14</sup>をみると、S R I 運用残高の 54% が株式型で 29% が債券型、14% がバランス型となっている。債券型の総額は 36 億ユーロだが、2003 年に債券型の残高は 7.2 億ユーロで、その割合は 15% 程度だったので、3 年間で金額では 5 倍に、シェアでは 2 倍に急拡大している。債券型の内訳をみると、12% が M M F、社債型が 9%、新興国型が 3% で残りの 76% が公債・社債のバランス型である。債券に S R I 評価おこなう場合、社債の場合だと株式と同様の情報と手法が使えるが、公的機関の債券の場合だと、情報が少なく評価が難しいので資金調達するプロジェクトの C S R 度のチェックなどに留まる。

国債が対象なら国を評価することになる。現在実施されている国の評価クライテリアとしては、国連環境計画 U N E P の定義する 7 つの自由(搾取されることなく働く自由、差別を受けることなく生きる自由、恐怖のない人生をおくる自由、意思決定プロセスに参加する自由、最低必要なニーズからの自由、潜在力を開発し成長する自由、不正義・無法状態で暮らさずにすむ自由)、国ごとの環境負荷、自然資源の状況、国家の環境保全の取り組みなどが採用されている。

債券型やバランス型は、株式型に比べてローリスク・ローリターンなので、株式のようなリスクをとりたくない投資家にアピールする可能性がある。ただし、社債の流動性は株式に比べて低いので

<sup>14</sup> Novethic ‘The New Frontiers of SRI: Mapping a viable approach to fixed-income SRI’

ートフォリオを組みづらいつというデメリットがあり、また国債や公債の場合、国や公共団体の情報には透明性が高くないので企業評価よりも評価は難しいという課題がある。

#### 新興市場

新興市場への投資は、高リスク高リターンとみなされている。また一般的に新興国経済においては、環境や社会の発展より経済発展が重視される傾向があるので、S R I運用が成り立ちにくいと考えられてきた。しかし、インドや中国などのB R I C sでは、エネルギーや木材水資源など資源の制約、温室効果ガス排出増加の問題がすでに経済活動に対する制約となりつつある。さらに先進国の多国籍企業の下請け工場における児童労働や強制労働などの劣悪な労働環境や人権侵害の問題はビジネス継続上問題になる可能性が高まっている。すなわち、持続可能性の観点から新興市場の企業が成長するためには、先進国と同様にC S Rに配慮することが必要とされるようになると考えられる。ただし、現状では、多くの企業がまだ成長至上主義で資源の制約という障害や、人権侵害などの社会的な問題についてのリスクを十分に認識しておらず、具体的な対応をとっている企業はまだ少ない。

#### その他

不動産投資でも環境社会性配慮を考慮する動きがでてきている。ビルや住居などの建物は環境負荷が大であるし、不動産開発は生態系への影響が大きい。また、温暖化の進展により、低地帯では、洪水のリスクが高まるなど、その立地にも今まで想定していないリスクが生じる可能性が高まっている。さらに、不動産投資は、低所得者向け住宅やスラムの再開発など社会的課題の解決ともは関連が強い。

例えば現在東京都では、すでに新築マンションに省エネ性能などの環境評価のシステムを持っているが、今後温暖化対策が強化されれば、建物の省エネ性能・緑化・水資源有効利用などの環境価値が、不動産の価値としてクローズアップされるようになる。国連環境計画金融イニシアチブ( U N E P F I )では、不動産の責任投資にかかわる研究チームで調査研究を行っている<sup>15</sup>。その調査報告<sup>16</sup>では、環境価値が不動産価値に結びつく事例として、米国の環境保護庁の調査で1平方フィートあたり2.3ドルの追加環境投資で4割の省エネ、1平方フィート当たり0.9ドルのエネルギーコスト削減となるという試算が紹介されている。同報告書では緑化やリフォームのしやすい構造設計、建築廃材のリサイクルなども不動産価値に寄与する可能性が示されている。今後、不動産投資においても社会・環境配慮の重要性は高まる。

さらに、ノーベル平和賞を受賞したバングラデッシュのグラミン銀行のムハマド・ユヌス氏で有名になった経済開発に金融の仕組みを応用したマイクロファイナンス(途上国での開発援助の一形態)や、市民風力発電への出資など社会性に配慮した金融の可能性は広がつつある。

<sup>15</sup> [http://www.unepfi.org/work\\_streams/property/working\\_group/index.html](http://www.unepfi.org/work_streams/property/working_group/index.html)

<sup>16</sup> [http://www.u.arizona.edu/~gpivo/Pivo-Mcnamara\(128-143\).pdf](http://www.u.arizona.edu/~gpivo/Pivo-Mcnamara(128-143).pdf)

### 3 . 日本市場と SRI の今後

#### 1 ) 日本市場の動向

##### 個人投資家中心の日本の SRI 市場

こうした海外の動向に比べて日本の SRI 市場では過去 1 年ほど目だった動きは見られない。現在の日本の SRI 市場は、基本的に公募型投信中心で一部確定拠出型年金むけのファンドが含まれるが、個人向けの公募型 S R I 投信が大半で、その総額は 2007 年 3 月末では全体で 4000 億円弱と推定される<sup>17</sup>。これ以外には確定給付型の企業年金で 5-10% 程度 SRI 運用を組み入れるところが出てきたが、総額で 500 億円には満たない金額と推定される。基本的に日本の SRI 市場は、公募型投信を購入している個人投資家が S R I 市場を支えているといえよう。実はこれが欧米の S R I 市場と決定的に異なる点である。

##### 機関投資家中心の欧米の S R I 市場

図表 4 に欧州 SRI 市場を示したが、投資家別内訳を見ると、個人投資家は 6% で 94% が機関投資家である。米国の状況でも、2005 年度の SRI スクリーニング運用資産残高 16,850 億ドルのうち、投信は 1790 億ドルと 11%、残りは個別勘定であり、基本的に機関投資家の資金と考えられる。すなわち、日本の SRI 市場では、欧米の主要な投資家、機関投資家が不在なのである。

例えば、日本での PRI 署名機関は世界 217 機関に対して、6 月末現在で 9 機関<sup>18</sup>にすぎない。なお PRI 署名機関は、その立場から年金基金などの資産保有者と運用機関、情報などのサービス提供機関に大別される。PRI 署名機関の内訳は、資産保有者 38%、運用機関 39%、サービス提供機関 23% だが、日本で資産保有者として署名しているのは、キックマン年金基金と、太陽生命の 2 機関に過ぎない。

更に公的年金は欧米では熱心な SRI 推進者だが日本では SRI に取り組むという動きは見られない。厚生年金連合会では、コーポレートガバナンスに関しては、「株主の権利を主張しリターンを上げる手段として有効」としてガバナンスファンドを運用しているが、環境・社会を投資プロセスに組み込む投資手法については、「リターンとの相関性が不明」として消極的である。PRI が昨年出来た時点で、一部の関係者の間では日本でも SRI 投資が広がると予想された。その後欧米では PRI 署名機関が順調に拡大しており、また SRI 調査の質や体制も進化していることがうかがえる。しかしながら日本では、SRI に対する認知度は高まっているものの、その運用を実行に移す動きはまだ少ない。何が SRI 普及の障害になっているのか。

#### 2 ) 日本の SRI 市場拡大にむけた課題

##### SRI 導入の問題点

日本の年金基金関係者は SRI 導入の障害として、最初に「受託者責任の問題」を挙げることが多い。さらに「パフォーマンスの源泉が明確であること」すなわち ESG とパフォーマンスの関係に関する

<sup>17</sup>五月女季孝「日本の公募 SRI ファンドの現況」『ファンドマネジメント 2007 年夏季号』野村アセットマネジメント

<sup>18</sup>三菱 UFJ 信託、住友信託、大和投信投資顧問、損保ジャパン、キックマン年金基金の 5 機関が策定時に署名。その後、ニッセイアセット、三井トラスト、みずほ信託、太陽生命が署名。

る説得的な理論研究（マテリアリティの研究）の不足も指摘されることが多い<sup>19</sup>。しかし、これらの課題は欧米でも指摘されていることで日本特有の事情ではない。なぜ日本ではこの2つの理由を最大の障害としてSRI運用が広がらないのであろうか。

受託者責任の問題については、欧米では「SRIが経済的な投資収益を犠牲にするのでなければ、受託者責任義務違反ではない」という見方が大半を占めている。PRIにしても「受託者責任義務違反にならない範囲で」との条件下で「ESGを投資プロセスに組み込むべし」としている。日本で受託者責任上問題であるという意見は、「SRIはタバコやアルコールなどの一部の業種を倫理的理由で排除する非合理的投資」という誤解が残っていることが最大の理由と思われる。この段階でSRIの理解が止まっている人が多いので、実はSRIのSが「社会」から「持続可能性」に替わり、そのコンセプトはESGを投資プロセスに組み込んだ投資手法に変化していることを認識していない投資家も多い。

#### マテリアリティの問題

更に、SRIをESGの評価を組み込んだ投資と認識していても、マテリアリティの問題が解決されていないために、「パフォーマンス上良いか悪いか判断できないものを手がけるのは受託者責任を問われるリスクがある」とする投資家も少なくない。なお、SRIのパフォーマンスに関しては下記のような面白い調査結果<sup>20</sup>がある。

日本のSRI型公募投信で2000年1月までに設定された5本の国内株式型SRI投信の2000年3月～2007年3月までの7年間のパフォーマンスを調べたところ、TOPIX(+0.4%)を上回ったのは1ファンド(+24.6%)のみで、残りの4ファンドはこれを下回った。これだけみるとSRIのパフォーマンスは悪い、という印象を受けるかもしれない。しかし、同じ時期の日本国内株式投信の平均パフォーマンスは-8.2%であり、残りの4ファンドのパフォーマンスは-3.6%、-5.3%、-5.7%、-7.0%と日本国内株式投信の平均パフォーマンスを上回っているのである。SRI型投信は日本国内株式投信の中では悪いパフォーマンスではないのである。今後SRIのパフォーマンスの優劣を評価するのであれば、ベンチマーク指数との比較だけでなく、他の類似商品との比較をしなければ不公平であろう。

#### 金融の社会的責任

こうした課題に対して、欧米では手をこまねいて出てくるのを待つだけではなく、企業のESGの側面とパフォーマンスの調査研究が不足しているのなら、EAIのように機関投資家が調査研究の質量拡大を促す取り組みをしたり、PRIを策定してより多くの投資家を巻き込む積極的に働きかけて世の中を変えていこうという意欲とそれを実践する活動がみられる。

なぜ、運用機関や年金基金がそこまでして熱心に取り組むのか。逆に日本ではなぜそういう動きがみられないのか。その答えは単に制度やSRI型金融商品の優劣・情報不足などの現象面にあるのではなく、その社会が金融に期待する役割が違うことに起因するのではないか。

金融に期待する役割の違いとは、どのような金融教育が行われているかをみれば分かりやすい。例えば、海外の金融教育事情に詳しいフィナンシャルプランナーの伊藤宏一千葉商科大学大学院教授

<sup>19</sup> 谷本寛治編著『SRIと新しい企業・金融』第12章 機関投資家とSRI 東洋経済新報社

<sup>20</sup> 五月女季孝「日本の公募SRIファンドの現況」『ファンドマネジメント 2007年夏季号』野村アセットマネジメント

の論文「パーソナル・ファイナンス教育のスタンダード・下」<sup>21</sup>によると、

英国で 1999 年に教育雇用省が作成した『個人の金融能力教育による金融能力ガイダンス』のなかで、金融能力には以下の 3 つの相互に関連したテーマがあるとしている。

- . 金融知識とその理解
- . 金融スキルとそのコンピテンス
- . 金融に関する責任能力

ここで注目したいのは、金融に関する責任能力である。これは、伊藤論文によると「個人の金融に関する意思決定は個人の将来と同時に家族やコミュニティに対してもインパクトを与えること、そしてそれは経済と同時に社会・道徳・美・文化・環境といった多様な種類の価値判断に密接にリンクしており、それゆえ個人の金融に関する意思決定は、社会的・倫理的次元を持っているということを理解すること」とされる。また同論文では、米国では 2002 年に作成されたジャンプスタート個人金融教育連盟の「パーソナル・ファイナンスの国民スタンダード」のなかで、個人の考え方や価値観がファイナンス上の意思決定に影響すること、個人ファイナンスの意思決定に責任を負う重要性が説かれていることが紹介されている。

翻って日本の金融教育は、きわめて歴史が浅いうえに、金融知識・金融スキルを習得することに重点を置いており、その背後にある金融倫理、個人の価値判断を反映した意思決定がいかに社会に影響を及ぼすのか、ということについてはまったく言及されない。

すなわち、金融知識レベルに差があれ、金融に絡む意思決定は自己の価値を反映したものであり、それは自分の資産形成だけでなく家族やコミュニティにインパクトを与える、すなわち金融には外部経済・外部不経済が存在するということが基本的に合意されているあるいは前提となっている社会と、金融にそういう社会的役割を全く認識していない社会では、S R I に対する基本的な理解が異なるのは当然であろう。

図表 7 に示した欧米の大手公的年金が、社会的使命を S R I の動機に掲げている背景には、そうした社会の金融機能に対する期待があると考えられる。日本で S R I の意義を機関投資家と議論すると「社会的な影響を与えたいのであれば、運用して得た収益で行うべきで、金融自体にその役割を期待すべきではない」といわれる。公的年金の担当者と議論しても、最大公約数的回答は「S R I の社会的な意義は個人的に理解していても、彼らの業務上のミッションはあくまで加盟者のためのリターン最大化なので S R I に対しては積極的になれない」というものである。

ここには金融機関としての社会的責任という論点はでてこない。これは金融機関だけの問題というより、日本社会が、そもそも金融に対してその社会的な影響力を認識し、社会性に配慮することも必要である、という役割を期待してこなかった結果であろう。

#### 日本における金融の役割変化の兆し

しかし、日本においても、「金融には社会を動かす力がある」ことに気がつく人が増えているのも事実である。図表 9 は、環境省主宰の「S R I に関する検討委員会」の報告書に示された S R I 拡大のために各主体に期待される役割である。ここでは、個人の役割として「自らの資金の使われ方に関心を持つ」ことが求められている。年金基金の資金は、最終的には働く市民に帰属する。彼らが考

<sup>21</sup> 伊藤宏一「パーソナルファイナンス教育のスタンダード 下」『F P ジャーナル 2003 年 5 月号』日本 F P 協会

える年金の役割りに、「年金基金は自分の老後のための資金を確保するだけでなく、老後の社会を暮らしやすさをも考慮して運用すべきである」という認識が広がれば、年金基金の担当者も受託者責任やマテリアリティを持ち出すまでもなく、SRI運用を行うことができるようになる。

**図表9) SRI拡大のための各主体の役割**

<b>企業・事業者</b>	
	投資判断に資する情報開示を推進する
	資産の運用主体としての取り組みを推進する
	自身のCSRの取り組みを進化させる
<b>金融機関</b>	
	魅力ある、社会的課題に配慮した金融商品作りに取り組む
	社会的課題に配慮した金融商品の売り手としての資質を向上させる
	企業に対する評価の透明性を確保する
	銀行の場合は、融資方針に環境・社会性への配慮を盛り込み、預金者にも分かるようにする
	社会的課題に配慮した金融の規模を拡大させる
<b>機関投資家</b>	
	年金基金の受託者責任の考え方を見直す
	投資パフォーマンスの適正な評価を行う
<b>個人の投資家・預金者</b>	
	自らの資金の使われ方に関心を持つ
<b>行政</b>	
	国民1人ひとりへの普及啓発を推進する
	開示すべき情報を整理・提示する
	行政自体がひとつの経済主体としての取り組みを推進する
	社会的責任投資の実態を把握する
	省庁の垣根を越えた政府一体の取り組みを推進する

出所) 環境省「環境等に配慮した『お金』の流れの拡大に向けて」2006.7を元に加筆修正

最後に、市民意識の変化の兆候を紹介する。図表 10 は、太陽光発電や風力発電を市民が出資して発電所をつくる、市民発電所への出資状況である。市民が発電事業を行う会社を立ち上げこれに共鳴した市民が出資するという形をとる。

**図表10) 市民のお金に対する意識変化**



これらの発電所は売電事業をおこなうので将来キャッシュフローが予想される。これらの発電所への出資者には、収益金から分配金が支払われる計画なので、満期までに1%～2%程度の予想利回りが提示されている。まだこれらの出資は総額20億円弱と僅かな金額だが、こうした事業に出資したいという市民が確実に生まれてきている。同様の趣旨で、横浜市は今年の2月、風力発電の資金の一部を市民むけのミニ公債で調達した。この金利は、金利減免分で緑化事業にむけるので1.8%と他の公債に比べて低利にもかかわらず3日で2億8千万円を完売している。

地球温暖化問題に対しては身近な問題と関心をもつ市民も多い。従来多くの人は、環境問題の解決手段としては省エネとか資源の節約などということは考えても、自分のお金を使うという発想を持たなかった。すなわち、資産運用の世界と実際の社会をまったく切り離された別物と考えてきたが、現実の社会を動かす手段の一つとして自分のお金も使えるということに気がつき始めた。SRIとは切り離して、メガバンクをはじめとして大手の金融機関はCSR活動に取り組み始めた。金融の社会的役割を見直す機運が生まれてきている。そもそも金融はこの社会の資源の再配分機能がある。金融機関の投資判断によって、この社会を持続可能にも持続不可能にもすることが出来る。

#### 哲学をもった金融教育が鍵

SRIを今後日本で広めていくために、温暖化問題と企業価値、などのマテリアリティやパフォーマンスとの関連研究を進めることは特に機関投資家むけには重要なことである。しかしそれと同時に、広く個人投資家を含めた日本社会全体に、金融が本来社会に対して果たすべき役割には、「持続可能な社会をデザインした広い意味での投資ポートフォリオを提示することがある」ことを広く認知させて日本社会の意識を変えていくことが求められよう。最後に、PRIの策定時にアナン前国連事務総長がよせたメッセージの一節を紹介する。

金融は世界の経済を動かす原動力となっているが、投資の意思決定プロセスや株式所有の実際において、社会環境側面が十分に考慮されてきませんでした。・・・(中略)・・・『持続可能な発展』は、いくら草の根や政治的なサポートを得たとしても、持続可能な発展の観点が投資判断や評価に上手く組み込まれなければ、それが牽引力を持つことは難しいと考えます<sup>22</sup>。

以上

<sup>22</sup> 出所) UNEP Finance Initiative, The Global Compact 'Principles for Responsible Investment' [www.unpri.org](http://www.unpri.org)