

2014年5月26日

全5頁

社会的責任投資（SRI）を学ぶ —「持続可能な社会」に向けて— 第2回

海外の SRI 市場

環境調査部 主任研究員
伊藤 正晴

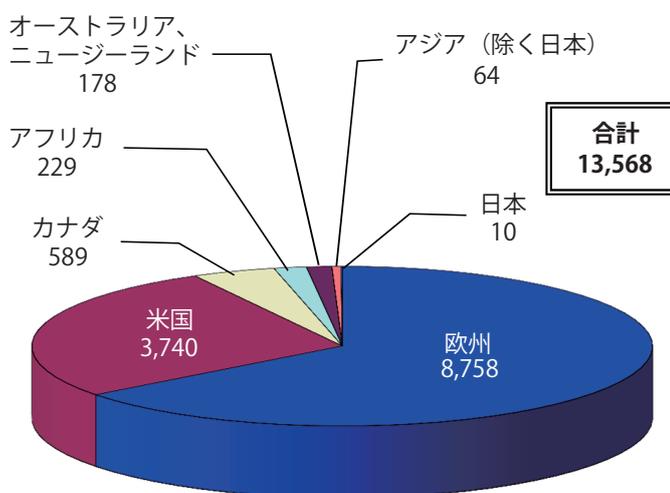
欧米では、機関投資家を中心に SRI 市場が拡大しているのに対し、日本における SRI は個人向けの商品が中心であり、機関投資家による SRI は限定的であると指摘されることが多い。そこで、まず世界の SRI 市場の規模を概観し、次いで米国と欧州の SRI 市場について紹介する。

1 世界の SRI 市場

図表 1 が、Global Sustainable Investment Alliance “[Global Sustainable Investment Review 2012](#)” による世界の SRI 市場の規模を図示したものである。ただし、この調査は各国、各地域の調査機関による調査を集計したもので、調査機関によって SRI の定義が異なっている。また、手法別の市場規模では、同時に複数の手法を併用する運用があるため、これら手法別の市場規模を単純に合計することはできないことに注意されたい。

図表 1 で示されるように、世界全体の SRI 市場の規模は約 13.6 兆ドルで、運用会社などの運用資産総額の 21.8% に相当するとしている。市場規模の大きい運用手法をみると、アルコールや兵器など特定の基準を設け、その基準によって企業や産業を投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングが約 8.3 兆ドル、財務情報と ESG 情報を考慮するインテグレーションが約 6.2 兆ドル、株主として行動するエンゲージメントが約 4.7 兆ドルとなっている。最も古くからある手法のネガティブ・スクリーニングが、世界的に見ても今でも SRI の代表的な運用手法となっているようである。国や地域別では、欧州の SRI 市場の規模は約 8.8 兆ドルで、世界全体の 64.5% を占めている。また、欧州全体の運用資産総額の 49.0% に

図表 1 世界の SRI 市場の規模（2011年末時点、十億ドル）



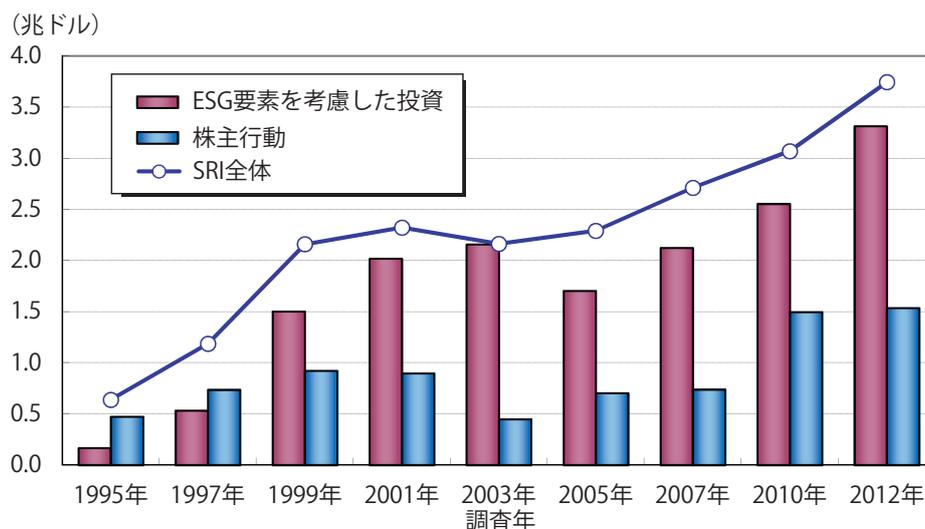
(出所) Global Sustainable Investment Alliance “Global Sustainable Investment Review 2012”より大和総研作成

相当し、欧州では運用資産総額の約半分が SRI に該当すると考えられているのである。米国の SRI 市場の規模は約 3.7 兆ドルで、世界全体の 27.6% を占めている。また、米国の運用資産総額の 11.2% に相当するという。欧州と米国で、世界全体の SRI 市場の 9 割以上を占めていることになる。その他の国・地域では、カナダが約 0.6 兆ドルでカナダの運用資産総額の 20.2% に相当し、アフリカは約 0.2 兆ドルでアフリカの運用資産総額の 35.2% に相当するとしている。カナダやアフリカでも SRI が一定程度浸透していることを示していよう。一方、日本の SRI 市場の規模は全体の 0.1% にも満たない 100 億ドルとなっている。また、これは日本の運用資産総額のわずか 0.2% にすぎない規模であり、日本ではまだまだ SRI は市場規模も、運用に占める割合も非常に小さい水準にとどまっているようである。ただし、日本の調査では、個人投資家向けを中心とする投資信託と社会貢献型債券のみを対象としており、これが SRI の市場規模が小さいことの要因の一つではあろう。しかし、日本では機関投資家による SRI は限定的とされており、これを含めても現状では日本の SRI 市場規模はそれほど大きくはないようである。

2 米国の SRI 市場

米国の SRI 市場について幅広く調査している [US SIF \(The Forum for Sustainable and Responsible Investment\)](#) が公表した [“2012 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States”](#) によると、米国の SRI 市場の規模は 2012 年調査（2011 年末時点）で約 3.7 兆ドルに達したと推定されている。2010 年調査（2009 年末時点）の約 3.1 兆ドルから、22% 拡大したことになる。

図表 2 米国におけるカテゴリー別の SRI 市場規模の推移



(出所) US SIF Foundation “2012 Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States”より大和総研作成

図表 2 が、US SIF が示している米国の SRI 市場規模の推移である。米国の SRI 市場の規模は、1995 年調査での約 0.6 兆ドルから、2001 年調査では約 2.3 兆ドルにまで拡大した。そして、2003 年調査では一旦、規模が縮小したが、その後は再び拡大を続けている。SRI 市場の規模をカテゴリー別にみると、株主行動は、1995 年調査の約 0.5 兆ドルから 2012 年調査では約 1.5 兆ドルへと拡大した。規模の拡大が著しいのが ESG 要素を考慮した投資で、1995 年調査は約 0.2 兆ドル程度であったのが、2012 年調査では約 3.3 兆ドルへと大幅に拡大した。また、2010 年調査と比較すると、ESG 要素を考慮した投資の市場規模は 3 割近く拡大しているのに対し、株主行動はほぼ横ばいとなっており、ESG 要素を考慮した投資が直近の SRI 市場全体の規模の拡大に寄与したようである。なお、同時に複数の手法を併用する運用があるため、ここでもこれらカテゴリー別の市場規模を単純に合計することはできないことに注意されたい。

US SIF は、SRI の投資主体を年金基金などの資産運用を行っている機関投資家と、ミューチュアル・ファンドなどの個人向け商品の運用を行っているマネー・マネジャー等の 2 つに分け、それぞれの運用資産額を集計している。2012 年調査での運用資産額をみると、ESG 要素を考慮した投資では機関投資家が約 2.5 兆ドル、マネー・マネジャー等が約 1.4 兆ドルとなっている。また、株主行動は機関投資家が約 1.3 兆ドル、マネー・マネジャー等が約 0.3 兆ドルである。各カテゴリーで重複があるため単純に比率を算出することはできないが、機関投資家による運用の占める割合が高いといえよう。

このように、米国での SRI は機関投資家によるものが主流となっているが、その背景には ERISA 法 (Employee Retirement Income Security Act : 従業員退職所得保障法) で規定している受託者責任と SRI の関係について、米国の労働省が示した①エイボン・レターと②カルバート・レターの 2 つのレターがある。

①エイボン・レター

敵対的買収がブームとなった 1980 年代の米国で、企業が導入する買収防止策に反対しないように株式保有者に働きかけていたことを受け、米国労働省が 1988 年に出した議決権行使に関する見解。年金基金が保有する株式の議決権行使が受託者責任に含まれるとされ、この結果、米国において議決権行使が活発に行われるようになった。

②カルバート・レター

SRI 運用会社のカルバートが、年金資産運用の SRI スクリーニングについて、受託者責任に反しないかどうかを問い合わせたレター。1998 年に米国労働省より、「他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限り」受託者責任に反しないとの見解が出された。

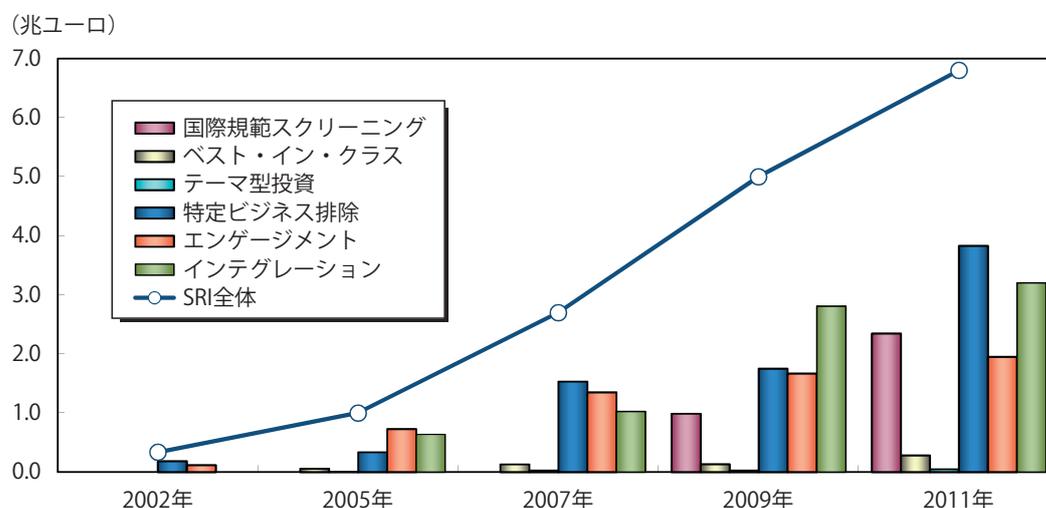
ERISA 法は、企業年金制度の設計や運営等を規定する法律で、制度加入者の年金受け取り（受給権）の保護を最大の目的としており、年金資産の運用において非常に重要なものとなっている。法の中で制度の管理・運営者の果たすべき責任と義務を受託者責任と呼び、制度の管理・運営者は加入者や受給者の利益のためだけに忠実に業務を執行することが義務付けられている。SRI に関しては、企業の

財務面以外の要素を考慮して投資を行うことは制度の加入者や受給者の利益の最大化につながらないのではないか、という議論があったため、受託者責任を理由としてSRIを見送る機関投資家も多かった。しかし、非財務情報である ESG 要因の G（コーポレート・ガバナンス）に関してはエイボン・レターが、E（環境）と S（社会）に関してはカルバート・レターが受託者責任との関係を明確にしたことにより、長期的な視点や分散投資によるリスク回避の手段としての SRI が拡大したと考えられる。また、アルコールやたばこなどによる健康に対する影響、環境や人権などに対する意識の高まりを受け、これらの問題を抱える企業に投資することが機関投資家自身の評判を下げるリスクがあることなども、SRI の拡大の背景にあると推察される。

3 欧州の SRI 市場

欧州の SRI 市場について幅広く調査している [Eurosif \(the European Sustainable Investment Forum\)](#) が公表した [Eurosif “European SRI Study 2012”](#) によると、欧州の SRI 市場の規模は 2011 年末で約 6.8 兆ユーロ（約 8.8 兆ドル）に達したと推定される。前回の報告書では、2009 年末で約 5 兆ユーロであったから、2 年間で約 4 割の増加となった。

図表 3 欧州におけるカテゴリー別のSRI市場規模の推移



(注) 各年の調査対象国の数は、2002年が8、2005年が9、2007年が13、2009年が14、2011年が14となっている。

(出所) Eurosif “European SRI Study 2012”等より大和総研作成

図表 3 が、Eurosif が示している欧州の SRI 市場規模の推移である。欧州の SRI 市場の規模は、2002 年末の約 0.3 兆ユーロから、2005 年には約 1 兆ユーロへと増加、その後も規模の拡大が続いている。直近の 2011 年末について、カテゴリー別の市場規模を見ると、特定ビジネス排除が約 3.8 兆ユーロ、インテグレーションが約 3.2 兆ユーロ、国際規範スクリーニングが約 2.3 兆ユーロ、エンゲージメントが約 2.0 兆ユーロとなっている。特定ビジネス排除と国際規範スクリーニングは、対象とな

る企業や業種などを投資対象から除外するというスクリーニングを用いるもので、運用手法としてはよく似ている。特定ビジネス排除は、教会の資産運用で武器やたばこなどに関わる企業を投資対象から除外したことから始まったとされる、SRI 黎明期からある手法で、現在でも欧州内での市場規模が最大となっている。国際規範スクリーニングは、条約など国際的な規範を条件とするスクリーニングで、2008 年にクラスター弾の使用や保有、製造を禁止するオスロ条約が採択されたことで、クラスター弾に関連する企業を投資対象から除外する運用の増加が、このカテゴリーの市場規模の急激な増加をもたらした一因となっているようである。なお、年によって Eurosif による調査対象国が異なっているため、経年比較には注意が必要である。また、同時に複数の手法を併用する運用があるため、カテゴリー別の市場規模を単純に合計することはできないことにも注意されたい。

2011 年末の SRI の市場規模の大きい国は、フランスの 1 兆 8,840 億ユーロ、英国の 1 兆 2,352 億ユーロ、オランダの 6,662 億ユーロ、ドイツの 6,210 億ユーロなどである。国ごとに見ると、カテゴリー別で市場規模が大きいのは、フランスでは、インテグレーションが 1 兆 8,048 億ユーロ、国際規範スクリーンが 6,796 億ユーロなどとなっており、SRI のほとんどが企業の財務情報と ESG に関する情報を統合して投資対象を選定するインテグレーションを用いているようである。英国は、エンゲージメントが 9,892 億ユーロ、インテグレーションが 6,977 億ユーロなどとなっており、株主として企業に働きかけるエンゲージメントが用いられることが多いようである。オランダは、特定ビジネス排除が 6,651 億ユーロ、インテグレーションが 5,422 億ユーロ、エンゲージメントが 4,720 億ユーロなどとなっており、合計が 6,662 億ユーロであることから、これらの手法を併用している運用が多いと推測される。ドイツは、特定ビジネス排除が 6,182 億ユーロとなっているが、次いで規模が大きいベスト・イン・クラスでも 131 億ユーロしかないことから、SRI のほとんどが特定ビジネス排除を採用する運用となっているようである。

欧州で SRI が拡大している背景には、各国の法制度の動向が指摘できよう。2000 年、英国で「年金法」が改正され、年金基金の運用者に対して「投資銘柄の選択、保有、売却等において、社会、環境、倫理に関する考慮を行っているか、行っているとしたりどの程度か、行っていないければなぜか」を開示することが義務付けられた。その後、ドイツ、フランス、スウェーデンをはじめとして欧州の多くの国で年金基金等に対する同様の情報開示が義務付けられ、年金基金による SRI が広がったとされる。また、欧州では文化的、社会的な背景が SRI の拡大に寄与したともいわれる。例えば、オランダでは地雷問題を取り上げた番組が放映されたことをきっかけに世論が動き、年金基金が地雷問題に取り組むことになったとされる。フランスでは、年金制度は世代間扶助の賦課方式を原則としていたが、少子高齢化などにより制度の存続が危ぶまれ、新たに積立方式も導入された。これに反対する労働組合を納得させるために、ESG 要因の考慮が必要になったようである。このように、投資や社会的課題に対する国民の意識が高いという文化的、社会的な背景が SRI 拡大につながったというのである。

以上

（次回は「日本の SRI 市場」）