

SRIの今後の方向性

目次

- I. はじめに
- II. SRIの発展経緯
- III. SRIの市場規模
- IV. 機関投資家のSRIへの取り組み
- V. SRIと受託者責任
- VI. SRI発展に向けての課題
- VII. SRIの普及に向けた動き
- VIII. 変化するCSRの重要度
- IX. まとめ

投資企画部 加藤 正裕

I. はじめに

近年、地球温暖化などの環境問題や企業不祥事の発生などを背景に、企業の経済活動だけでなく、企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility : CSR)も考慮した社会的責任投資(Socially Responsible Investment : SRI)への関心が高まりつつあり、国際機関、政府、経済団体などもSRIの普及を促進する動きを見せ始めている。

SRIの手法は、株式投資、株主行動、投融資など、投資目的を実現させるやり方の違いにより分類され、①社会的スクリーン投資、②株主行動、③コミュニティー投資の3種類がある。また、SRIの起源は1920年代の米国にまで遡ることができ、その目的は時代の流れと共に変化し、今日に至っている。

本稿では、株式への投資に際して、財務面の評価だけでなく、環境・社会・企業倫理などの非財務面の評価も加味する、株式運用手法の一つとしての社会的スクリーン投資、いわゆる「SRIファンド」に焦点を当て、今後のSRIの方向性について考えていくこととする。

II. SRIの発展経緯

SRIは1920年代の米国における宗教的倫理観に基づく投資を起源とする。当時のSRIの投資主体は宗教団体であり、アルコール、タバコ、ギャンブルなど宗教的倫理観に反する企業には投資しない株式運用の1つの形態として始まった。この時期のSRIの特徴は、投資主

体の宗教観や価値観と自らの投資行動を一貫させている点にある。このように投資対象から宗教的・倫理的理由により特定の産業や銘柄を排除する運用手法は、ネガティブスクリーンと呼ばれる。

その後、米国では 1970 年代に入り、宗教観・価値観に合わない企業を「排除」する手法ではなく、株式の「所有者」として積極的に企業に対して社会的責任を求めていく株主提案という 2 つ目の SRI 手法が生まれた。更に、貧困層の経済的な自立を目的に、住宅の取得や小規模事業のための資金を低利で融資するなどのコミュニティー投資が、株主提案とほぼ同時期に 3 つ目の SRI の手法として登場した。

1920 年代に始まった株式運用としての SRI の転機は、1971 年に、ネガティブスクリーンだけでなく、社会的な問題への取り組みに優れた企業を積極的にポートフォリオに組入れる、いわゆるポジティブスクリーンを取り入れた個人向け SRI 投資信託が登場したことにより訪れた。

当時の SRI 投資信託は、ポジティブスクリーンの基準に、宗教的な価値観に基づくものだけでなく、人権や環境への配慮など幅広い観点を取り入れたことで、個人投資家が自らの社会的な関心事や価値観に基づく投資を行いやすくなり、SRI 市場の普及に寄与した。このように現在の SRI は、1970 年代に株主提案とコミュニティー投資が登場し、投資信託においてポジティブスクリーンが採用されるようになり、その基盤が構築されたと言える。

SRI 市場の拡大は 1990 年代に入り加速した。米国では、1990 年代以降、CSR への関心の高まりを背景に、市民社会が企業に対して社会的な責任を追及し、企業がその要求に自ら主体的に答えていくことで、投資家が社会問題へ取り組む手段として SRI が広まり、同市場の拡大に結びついていった。米国における SRI は、企業に社会的責任を求める市民社会運動をベースとした投資家主導の拡大であった点に特徴がある。

他方、欧州における拡大の過程は、これと対照的に欧州政府が主導するものであった。欧州における SRI も、その起源は米国と同様、1920 年代に遡り、宗教的価値観に基づく投資として始まっている。ただし、1990 年代後半までは大きな拡大を見せることはなかった。欧州における SRI の広がりには、1997 年に採択された京都議定書を契機に、地球環境への問題意識が高まったことに始まり、その後、イギリスを中心に欧州各国政府が SRI を促進する立法化の動きを進めたことが大きく寄与している。

日本における SRI の取り組みは、1999 年に環境問題に着目した個人向け SRI 投資信託が設定されたことから始まる。その後、SRI 投資信託は、環境問題をスクリーン基準とするものだけでなく、CSR 全般をテーマとして評価していく SRI 投資信託が設定され、少子高齢化などの日本の課題に焦点を当てた SRI 投資信託の設定へと広がりを見せるなど、日本の

SRI市場は個人向けSRI投資信託を中心に社会的スクリーン基準の種類の多様化は進んできていると言えよう。

Ⅲ. SRIの市場規模

SRIの市場規模は、その対象とするSRIの定義の置き方次第で大きく異なる。加えて、各国毎にSRIの定義に違いが見られるなど、グローバルなSRI市場の規模を推定するには注意を要する。

SRIを推進する米国の非営利団体であるSocial Investment Forumによると、米国のSRI市場は、2005年時点で260兆円強程度とされ、その市場規模は株式市場全体の約10%にまで拡大していると言われている。ただし、この数値には、株主行動やコミュニティー投資を通じたSRIも含まれており、社会的スクリーン(ネガティブスクリーンおよびポジティブスクリーン)を用いたSRIファンドのみに限定すると、その市場規模は180兆円弱となる。更に、米国で社会的スクリーンを行う主体は、個人投資家および宗教法人、大学基金などの非営利団体であり、その多くは自らの価値観に基づくネガティブスクリーンを採用していると考えられる。日本で主流となっているポジティブスクリーンに対象を限定した米国SRI市場の規模は、更に小さくなる。

欧州におけるSRIの市場規模は、同地域のSRI推進組織Eurosif (European Sustainable and Responsible Investment Forum)によると、2003年時点で約49兆円となっている。この数値も、米国と同様、株主行動とネガティブスクリーンによるSRIを含んでいる。ポジティブスクリーンのみに対象を限定した場合、その市場規模は約5兆円にまで縮小し、株主行動やネガティブスクリーンも含めた広義のSRIに比べて、その市場規模は10分の1となる。欧州におけるSRIの普及率は、広義SRIの場合、欧州株式市場に対して約1%であり、ポジティブスクリーンに対象を限定した場合は同0.1%に満たない水準にまで低下する。

日本のSRI市場の規模は、個人向け投資信託および年金基金向けSRIファンドを合わせ、約3,000億円規模の水準にあると推測される。その主体はポジティブスクリーンを取り入れた個人向けSRI投資信託であり、日本国内の株式市場に対するSRIの普及率は、欧州と同様、0.1%にも満たない現状である。

世界のSRI市場は欧米が先行しており、とりわけ市場規模の観点からは米国がその多くを占めている現状である。しかしながら、米国および欧州で統一された定義に基づく市場規模のデータが存在しないうえ、データの基準時点が各国毎に異なるなど、グローバルなSRI市場の規模を同一の基準で比較することは難しい。日本で言うSRIファンド、すなわちポジティブスクリーンを用いたSRIファンドについて見ると、日米欧いずれの市場においても、その

普及率は限定的なものにとどまっていると考えられよう。

IV. 機関投資家の SRI への取り組み

前述のごとく、SRI は 1920 年代に宗教的な価値観に基づくネガティブスクリーンという手法で始まり、その後、1970 年代に個人向け投資信託が登場し、ネガティブスクリーンだけでなく、ポジティブスクリーンも併用されるに至り、市場規模の拡大に繋がっていったが、1990 年代後半まで機関投資家が SRI を考慮することはなかった。

その主因は、SRI が受託者責任に抵触するかもしれないという懸念であった。米国では、SRI が宗教的な価値観に基づく投資として発展してきた歴史的な経緯から、未だ SRI と言えばネガティブスクリーンを思い描く人々が多い中、①価値観に基づき投資対象銘柄を排除するネガティブスクリーンは収益の獲得機会を逃す、②SRI は他の投資手段と比べて収益率が低い、とする見方から年金基金を中心として受託者責任を負う機関投資家は SRI への取り組みを避けてきた経緯がある。

1990 年代後半から機関投資家が SRI に取り組み始めた背景には、社会的スクリーンの位置付けが「価値観」に基づくものから「非財務データ」としての位置付けに変容し、持続的成長を可能とする企業へ投資を行う際の 1 つの評価基準となっていくたことがある。この変化は、企業を取り巻くステークホルダーが企業の社会的責任への関心を高め、企業の社会的な取り組みが企業成長の持続可能性に影響を及ぼす要因として無視できなくなってきたことによるものである。

V. SRI と受託者責任

受託者責任に関する議論は、個人投資家が自らの判断で SRI へ投資する場合は該当せず、機関投資家が SRI へ投資する場合に考慮を要するものである。個人投資家については、特定の業種や企業を排除するネガティブスクリーンであっても、個人自らがファンドの狙いに賛同し、自らの責任で投資判断を行なった結果であることから SRI への投資によって法律上の問題が生じることはない。一方、機関投資家は、年金基金、引いては年金受給者から運用に関して委託を受けていることから受託者責任を負っている。機関投資家は、これら年金基金と年金受給者の利益を常に最優先する必要があるため、SRI への投資を行う際は、SRI が受託者責任に反するか否か問われることとなる。

ネガティブスクリーンが主流であった時代は、SRI は受託者責任に反すると考えられていた。なぜなら、受託者の価値観に基づき特定の業種や銘柄を排除するネガティブスクリーンは、個人の価値観を投資プロセスに取り込んでいるため、経済的利益を犠牲にし、受託者の「忠

実義務)や「注意義務」に反すると考えられていたためである。

他方、SRIと受託者責任の議論は、ポジティブスクリーンが登場し、評価基準がタバコやアルコールを排除するといった価値観に基づくものから、環境面、社会面、企業統治面など、企業が取り組むCSRに対する評価へと変わり、SRIの性格が企業の持続可能性を評価する際の「非財務データ」としての位置付けに変容していく中で変わってきている。

ネガティブスクリーンを起源とする米国におけるSRIと受託者責任の議論は、その歴史的な経緯もあり、社会的スクリーン投資の是非をめぐる、長い間、議論がなされてきたが、今日では「SRI投資が他の投資と同等の経済価値」を有する限り、受託者責任に反しないとの見方が主流となるに至っている(図表1)。

図表1 SRIと受託者責任を巡る海外の動向

	1980年代	1990年代前半	1990年代後半	2000年代前半	2000年代後半(現在)	変遷の概略
SRIの定義	<ul style="list-style-type: none"> ○SRIは個人の倫理観や価値観、信条を実現する投資手段 ○SRIは社会的な観点から特定の業種や企業を排除したり、特定の事業を低く評価する投資手法 				<ul style="list-style-type: none"> ○SRIとは、企業の財務的側面だけでなく、地球環境問題への配慮や、従業員の機会均等への取り組み、地域社会への貢献など、企業の社会的側面も評価して投資すること 	<ul style="list-style-type: none"> ■SRIにおける社会性等の考慮は“価値観”から“非財務データの1つ”へと変容
米国での主な展開	<ul style="list-style-type: none"> ○John H. Langbein & Richard A. PosnerらがSRIに否定的な論文を公表 ○投資理論を踏まえると社会的投資は第三者の利益のために受益者の財務的利益を犠牲にするものとして、信託法やエリサ法の忠実義務や注意義務に違反するとする内容 	<ul style="list-style-type: none"> ○エリサ法の解釈通達(94-1) ○年金資金による経済振興投資につき『加入者の利益を無関係に劣後させてはならないが、受託者は投資のポートフォリオにおける役割に関する事実や状況を考慮し、同様のリスクを有する他の投資のリターンを考慮するのであれば、経済振興投資を選択してもエリサ法404条、403条の排他的目的要件に抵触しない』との見解 	<ul style="list-style-type: none"> ○ガルバート・レターに対する米国労働省の助言意見(98-04A) ○米国最大SRI投信運用会社Calvertが米国労働省に質問状を送付 ○エリサ法(従業員退職所得保障法)403条及び404条に定める受託者基準について、SRIファンドが提供するような、特定の投資機会を受託者が評価した結果の付随的利益を考慮することを妨げるものではない』という見解を出し、収益性以外の事項を考慮することを認めた 		<ul style="list-style-type: none"> ○法律事務所見解：フレッシュフィールド(日、米、英、仏、豪で表明) ○『SRIへの取組はもはや受託者責任違反でなく、むしろ対応しないと受託者責任違反になる可能性がある』との見解 	<ul style="list-style-type: none"> ■米国労働省は1980年代以降、『選択可能な他の投資と同等の経済価値を有する限り、社会的責任投資がもたらす非経済的要素の観点からそれを選択しても、受託者責任に違反しない』との見解を示している
欧州での主な展開			<ul style="list-style-type: none"> ○Denham年金大臣の発言 ○『通常の財務的要素を考慮した結果、加入者が財務上の利益が等しい投資から選択を行うという“同点決勝”状況においては受託者が社会的な考慮を行っても非難することは出来ない』と発言 	<ul style="list-style-type: none"> ○英国で年金法改正 ○年金基金は投資に際して社会的または環境的または倫理的考慮を行う場合には、その内容の開示を義務付け 		<ul style="list-style-type: none"> ■英国の判例では『企業年金の受託者は投資収益の最大化を目指さねばならず、他の投資と同程度に有利な場合に限り社会的考慮が可能』とされる

参照元：「社会的責任投資と企業年金の受託者責任」ニッセイ基礎研究所

エリサ法¹を管轄する米国労働省は、1980年代以降、「選択可能な他の投資と同等の経済価値を有する限り、社会的責任投資がもたらす非経済的要素の観点からそれを選択しても、受託者責任に違反しない」との見解を示している。

英国における SRI と受託者責任に関する判例も、米国と同様であり、「企業年金の受託者は投資収益の最大化を目指さねばならず、他の投資と同程度に有利な場合に限り社会的考慮が可能」としている。

SRI と受託者責任の議論について、イギリスの法律事務所であるフレッシュフィールド・ブルックリンハウス・デリンガー法律事務所は、これまで支配的であった「環境(Environment)、社会(Social)および企業統治(Governance)を考慮した投資活動は受託者責任に反する」という見解はもはや妥当でなく、むしろ「受益者の利益を追求していくためには、ESG の観点を投資活動に考慮すべきである」と述べている。

この見解は、日本に限ったものではなく、世界各国に共通した見解とされていることから、日本の固有事情を踏まえ、日本における SRI と受託者責任の問題について更なる検討を加えるために、成蹊大学法科大学院 森戸教授より独自にとりまとめた法律意見書によれば、「日本においては米国のように受託者責任について一般的・包括的に定める明文の規定は存在していないものの、日本法の下でも各法令の規定により、あるいは契約上の義務として、企業年金の資産運用関係者は忠実義務と注意義務を負っており、行政の法令解釈基準である、いわゆる「受託者責任ガイドライン」もそのことを前提とした内容となっている」とされている。

また、同意見書(参考1)によると、日本における SRI と受託者責任について、「日本では年金基金の理事等および運用受託機関にそれぞれ受託者責任が課せられているが、「他の運用方法と経済的に競合しうる社会的責任投資(SRI)」であれば、基金の理事等が社会的責任投資(SRI)を指示することも、運用機関が社会的責任投資(SRI)を行うことも、受託者責任を問われることなく実施可能」と結論づけられている。

このように SRI と受託者責任を考える際のポイントは「SRI が他の運用方法と経済的に競合しうるか否か」という点にあると考える。ここで言う「経済的に競合しうる」という意味は「SRI が必ず他の投資に劣るもの」でなければ「経済的に競合しうる」と言えるとするものである。

株式運用を例に取った場合、その運用スタイルには、企業の成長性に対して割安な株式に投資する「バリュースタイル」や、成長性の高い企業に投資する「グローススタイル」などがあ

¹ エリサ法：米国で1974年に制定された企業年金制度の運営基準を定めた法律。企業年金制度に加入している者の受給権の保護と年金資産運用の健全性の確保を目的とする。従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act)の頭文字をとってERISA(エリサ)法と呼ばれている。

る。これら投資スタイルは、対象とする運用期間によって、株式市場に対し、勝つ時もあれば負ける時もある。SRIも、これらバリュースタイルやグローススタイルなどの他の運用手法と同様に、株式市場に対して勝つ時もあれば負ける時もあり、株式市場に対して必ず負けるものではないと考えられることから、「SRIは他の運用方法と経済的に競合しうる」運用として位置付けることができる。すなわち、日本において、受託者責任を負う機関投資家または年金基金がSRI運用を行なっても、受託者責任を問われることはないと考えられよう。

参考1 SRIと受託者責任(成蹊大学法科大学院 森戸教授 法律意見書の要旨)

- (1) 厚生年金基金・企業年金基金または規約型確定給付企業年金の実施主体たる事業主(以下「基金または事業主」とする)が、運用受託機関に対して、「運用ガイドライン」等により、他の運用方法と「経済的に競合しうる」SRI運用を指示することは、受託者としての忠実義務・注意義務に違反しない。またこの場合、「運用ガイドライン」等の基準に沿ってSRI運用を実際に行った運用受託機関の側が受託者責任を問われることもない。
- (2) 基金または事業主が、代議員会の決議等により受益者側の承認を得た上で、「運用の基本方針」にSRI運用の実施等を明記し、運用受託機関に対して、「運用ガイドライン」等によりSRI運用を指示することは、受託者としての忠実義務・注意義務に違反しない。またこの場合、「運用ガイドライン」等の基準に沿ってSRI運用を実際に行った運用受託機関の側が受託者責任を問われることもない。
- (3) 運用受託機関は、基金または事業主が示した「運用ガイドライン」等にSRI運用に関する指示がない場合であっても、それが他の運用方法と「経済的に競合しうる」ものであり、かつ「運用ガイドライン」等の基準に反しないものであるかぎり、SRI運用を実施しても受託者責任を問われることはない。

VI. SRI 発展に向けての課題

現在、SRIの主流は、投資先の企業が行う、環境面、社会面、企業倫理面などの社会的責任への取り組みにおいて、優れた施策を実行している企業を高く評価するポジティブスクリーンを用いた運用となりつつある。その際の社会的スクリーンの基準は、それぞれのSRIファンドの狙いやコンセプトにより異なるものの、いずれのSRIファンドも、「企業の社会的責任に対して積極的に取り組む企業は持続的に成長していく」とする定性的な考え方に基づいている。SRIのパフォーマンスの有効性について、定量的に実証していくことが今後の課題の1つとして残る中、「企業の社会的責任に対して積極的に取り組む企業は持続的に成長していく」という考え方の蓋然性をより高めるための検討を進めていくことの重要性も増してきていると考える。

具体的には、現在、ほとんどのSRIファンドは、それぞれのファンドの狙いに基づき、企業のCSRへの取り組みを評価し、ファンド毎の特徴を具体化しているが、企業が行うCSRの評価は、ファンドの狙いに沿ったCSR項目を均等または運用機関が決めた固定ウェイトに基づき、加重、評価している場合が多いと思われる。すなわち、現在のCSR評価は、企業が行うCSR活動それぞれの重要性や企業業績への影響の大きさを十分に考慮したものとはなっていないと推測される。

実際に企業が行うCSRへの取り組みは、企業業績に対して全て同じ影響を与えるものではない。端的な例として、従業員による街中の清掃ボランティア活動と地球温暖化対策としての省エネ商品の開発の2つの環境問題への企業の取り組みを事例として企業業績への影響について考えてみたい。これら取り組みは、企業が行う環境問題への活動として、ともに重要であることは言うまでもない。ただし、企業業績への影響という観点から見ると、その貢献度は異なる可能性がある。例えば、企業の社会的責任への取り組みが進めば進むほど、清掃ボランティア活動などはより多くの企業が取り組む共通の活動となり、企業の社会的取り組みを評価し、ポジティブスクリーンを行う際の評価項目としての位置付けは薄れていくこととなる。他方、省エネに貢献する商品の開発に成功した場合、その商品からの業績への貢献は相応に見込まれよう。

企業のCSR活動に対する関心が高まり、その位置付けが「非財務データ」としての位置付けをより強くして行けばいくほど、それぞれのCSR活動の企業業績への影響度を考慮していく必要性が高まると考える。「非財務データ」が企業業績に与える影響度の大きさ(重要性)は「マテリアリティー」と呼ばれており、欧米の先進的なSRI機関は、この「マテリアリティー」に注目した運用に取り組み始めている。非財務データとして「マテリアリティー」の観点からCSRへの取り組みを評価し、財務データと組み合わせて企業業績の持続可能性について

評価していくアプローチは、今後の SRI の発展と業績成長の持続可能性に対する確信度の向上に向けた重要なアプローチとなろう。

Ⅶ. SRI の普及に向けた動き

地球温暖化による環境問題や少子高齢化問題など、社会経済の持続可能性に対する関心と企業活動の社会経済への影響が強まる中、国際機関、政府レベル、経済団体なども、SRI の普及に向けた施策に力を入れ始めている。

国連は、2006 年 4 月、国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEPFI)²と国連グローバルコンパクト³によって推進された「責任投資原則」を策定した(参考 2)。この原則は、近年、環境(Environment)、社会(Social)および企業統治(Governance)の問題が運用のパフォーマンスに影響を及ぼすという見方が高まってきている中、ESG の視点を受託者責任の範囲内で投資の意思決定プロセスに取り込み、受益者のためにより優れた長期的な運用成果を実現するための枠組みを提供するものである。国連は、これまでも企業の社会的責任を考慮した取り組みを普及、促進していく枠組みとして、一般企業を対象とした「国連グローバル・コンパクト」や、銀行・保険・証券会社等の金融機関を対象とする「国連環境計画・金融イニシアティブ」を提供してきている。これら国連のイニシアティブは、いずれも企業の自主的な取り組みを促進するものであり、法的拘束力を持つものではない。今般、策定された「責任投資原則」は、その対象を年金基金、運用機関、その他の投資サービス機関とすることで運用業務においても ESG を考慮し、持続的な経済社会の発展に寄与していくことを目指したものである。責任投資原則には、2006 年 6 月末時点で全世界の 75 機関が署名し、署名機関の総運用資産額は 5 兆ドル強(580 兆円強)にのぼっている(図表 2)。

² 国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEPFI)：銀行・保険・証券会社等の金融機関を対象に、金融機関の様々な業務で環境および持続可能性に配慮した最も望ましい事業のあり方を追及し、これを普及、促進していく原則。現在、世界全体で 161 機関、日本からは 17 機関が署名。

³ 国連グローバルコンパクト：1999 年、一般企業を対象として、人権、労働基準、環境、腐敗防止に関して国際的に認められた規範を支持し、実践することを求める協定。2006 年 6 月末現在、世界の約 90 カ国から 2,882 機関、日本からは 46 機関が参加。

参考2 「責任投資原則」の内容(署名機関が協働して普及に努める6つの原則)

- (1) 投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込む。
- (2) 活動的な所有者になり、所有方針と所有慣習に ESG 問題を組み入れる。
- (3) 投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求める。
- (4) 資産運用業界において、本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかける。
- (5) 本原則を実行する際の効果を高めるために協働する。
- (6) 本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する。

出典：責任投資原則日本語版小冊子

図表2 責任投資原則への主な署名機関

	年金基金	運用機関	プロフェッショナルサービス
総運用資産額	約230兆円	約350兆円	—
署名機関数	34	28	13
主要署名機関 (抜粋)	カルパス (米) 約20兆円 ABP (蘭) 約28兆円 CDC (仏) 約27兆円 ノルウェー政府年金 約25兆円 南ア政府職員年金 約8兆円 BT年金 (英) 約6兆円	三菱UFJ信託銀行 約31兆円 ABN AMRO 約21兆円 BNPパリバ 約44兆円 Morley 約32兆円 F&C 約26兆円 Henderson 約14兆円	Asset4 Ethix FTSE イノベスト マーサーインベストメントコンサルティング Vigeo

出典：各種データより三菱UFJ信託銀行作成

次に、政府レベルの動きについて見てみる。政府レベルでは、欧州が最も積極的に SRI へ取り組んでいる。欧州の中でも、特に前向きな取り組みを進めている国はイギリスである。イギリスでは、2000年7月に改正年金基金法が制定されたことにより、SRI への取り組みが大きく進展することとなった。この改正年金基金法は、①投資判断に、環境、社会、企業倫理面を考慮しているか否か。考慮している場合、そのプロセスを開示することに加え、②投資に付随する議決権行使の基本方針の有無と基本方針を有する場合はその内容について開示することを義務付けるものである。本改正は直接的に SRI への投資を義務付けたものではないが、改正後3ヶ月で約8割(金額ベース)の年金基金が、自らの投資方針に、環境、社会、

企業倫理面への取り組みを考慮するようになった。ドイツでは、2001年にイギリスと同様の法整備が実施され、フランスでは2003年に現在の税金中心の賦課方式を補完する目的で退職年金準備基金(FRR)が設立された。FRRでは、①受託運用機関はFRRの議決権行使ガイドラインに沿った議決権行使を行う、②国連グローバル・コンパクトの原則を調査分析に組み込み、銘柄選定への反映を図ると共に、そのプロセスを報告、調査手法に関する意見交換を行う、③6億ユーロを6つの異なるタイプのSRIに投資する(最大で6つの運用機関を選定)、という方針に基づく運営を実践している。このように欧州では政策的な後押しが、SRIの普及に大きく寄与し、機関投資家によるSRI投資を促進している。

日本においても、経済産業省や環境省を中心に、SRIへの取り組みの方向性を検討し、企業の自主的な取り組みを支援する動きが見られる。経済産業省では、2004年9月に「企業の社会的責任に関する懇談会中間報告書」をとりまとめ、その中で「国内外で拡大しているSRIは企業の社会的責任に対する取り組みを促進する効果がある」と位置付けている。また、環境省では、2006年4月に「環境と金融に関する懇談会」を設置し、環境などの社会的な課題を検討していく際の金融機能の重要性について着目し、SRIも含めた金融機能が企業の社会的な取り組みを考慮し、社会的な取り組みを積極的に進める企業が評価されていくための課題と今後の方向性について検討を行っている。加えて、日本経団連、経済同友会などの主要な経済団体も、CSRの推進に積極的に取り組んでいる。日本経団連では企業の自主的な取り組みを推進するための倫理規範として「企業行動憲章」を制定、経済同友会では企業評価基準を策定し、企業価値の増進に向け、経営者自らが企業の取り組みを自己評価する枠組みを提供し、CSRへの取り組みを推進している。

Ⅷ. 変化するCSRの重要度

企業のCSR活動への関心の高まりや、国際機関、政府レベル、経済団体などからのCSR促進策もあり、近年、CSR活動に注力する企業は増加してきている。このような中、SRIを司る投資家が注目するCSR活動は、国毎に異なり、時代の流れと共に、その着眼点や注目度は変化していくものと見込まれる。

マーサー・インベストメント・コンサルティングが、世界の投資家を対象に行なったアンケート調査結果(図表3)によると、「マテリアリティー」の観点から、現在、投資家が最も注目しているCSR評価項目はコーポレートガバナンスに関連した取り組みであるものの、今から5年後には、地球温暖化、環境マネジメント、水質問題など、環境問題に関係する項目の重要度が高まっていくことが見込まれている。この調査結果は、今後、企業業績に与える影響の大きさが、それぞれのCSRへの取り組み毎に変化していくことを示唆しているも

のと思われる。SRIにおける企業評価を行う際には、「マテリアリティー」の観点から、今後、重要性が増すと見込まれる分野で積極的にCSRへ取り組み、優れた成果を挙げている企業を評価していくことが、持続的な成長を可能とする企業を選択していくうえで重要なポイントになると考える。

図表3 CSRへの取り組みの重要度の変化

現在	1位又は2位	豪州	カタ	欧州	シンガポール	イギリス	米国	グローバル	平均
企業集会	0	0%	5%	9%	11%	16%	0%	12%	8%
温暖化現象	8	22%	10%	17%	11%	21%	5%	15%	15%
コーポレートガバナンス	0	56%	55%	65%	67%	68%	57%	66%	62%
従業員関係	0	44%	20%	9%	11%	16%	30%	32%	23%
環境マネジメント	0	33%	23%	22%	22%	16%	8%	20%	21%
グローバルリゼーション	7	67%	58%	78%	33%	68%	76%	76%	65%
健康問題 (エマージング国)	0	22%	15%	4%	33%	16%	11%	15%	17%
人権問題	0	22%	15%	17%	22%	11%	5%	17%	16%
持続成長	0	33%	28%	26%	33%	16%	22%	24%	26%
テロリズム	3	67%	35%	35%	44%	37%	43%	24%	41%
水質問題	0	11%	10%	13%	22%	5%	3%	12%	11%

5年間の変化	変化度合	豪州	カタ	欧州	シンガポール	イギリス	米国	グローバル	平均
企業集会	0	22%	8%	8%	0%	-5%	8%	8%	6%
温暖化現象	4	11%	20%	40%	11%	21%	17%	36%	22%
コーポレートガバナンス	-3	11%	-15%	-4%	-11%	-15%	5%	-20%	-7%
従業員関係	1	12%	0%	21%	11%	16%	2%	-8%	8%
環境マネジメント	3	34%	2%	35%	11%	31%	16%	21%	21%
グローバルリゼーション	-5	-11%	-5%	-13%	-11%	-15%	-11%	-15%	-12%
健康問題 (エマージング国)	0	0%	8%	13%	-11%	16%	11%	22%	8%
人権問題	1	0%	-5%	-4%	11%	10%	6%	3%	3%
持続成長	±1	23%	-5%	22%	-22%	31%	2%	8%	8%
テロリズム	-2	-11%	-10%	-5%	-22%	-5%	6%	-9%	-8%
水質問題	4	22%	20%	35%	11%	27%	29%	34%	25%

出典：Mercer Investment Consulting

<凡例>

- : 各国で最も注目度の高いテーマ
- : 各国で2番目に注目度の高いテーマ
- : 今後5年間で注目度の高まりが想定されるテーマ

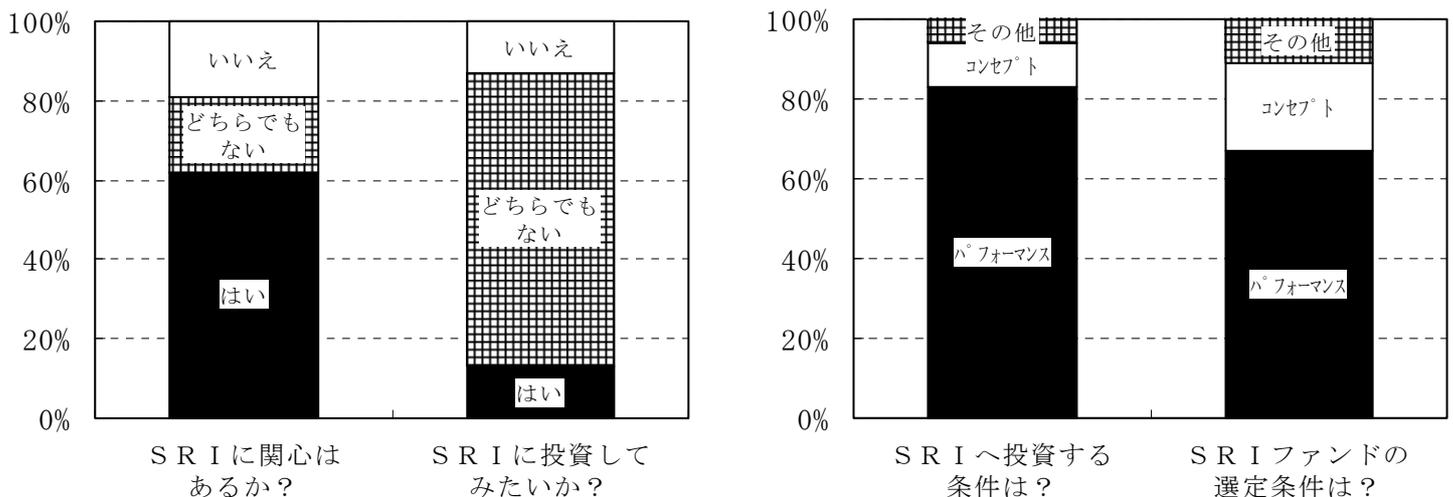
Ⅸ. まとめ

日本においてもSRIへ関心を寄せる機関は多い。日本の年金基金へのアンケート結果によると、その多くは「SRIに対して関心を持っている」としている。しかしながら、「SRIへの実際の投資には消極的な基金が多い」現状であり、SRIへの投資を具体化する条件としては、SRIのパフォーマンスの有効性について確信を持てることとする基金が多数を占めている(図表4)。

SRI を取り巻く外部環境は、企業が行う CSR 活動への注目度が高まり、多くのステークホルダーが CSR への取り組みに着目し始めたことにより、従来以上に企業の CSR 活動を「非財務データ」として位置付け、企業の持続可能性について検討を加えていく流れとなってきた。

SRI のパフォーマンスの有効性を実証していく切り口としては、運用パフォーマンスのベースとなる企業の持続的な業績成長に対する蓋然性を高めていくことも1つの重要なアプローチになると考える。企業が取り組む CSR 活動を評価する際に、企業業績への影響の大きい項目に注目する「マテリアリティー」という考え方は、企業業績見通しの蓋然性を高めていくアプローチとして、その重要性が今後更に高まり、グローバルな SRI の主流となる可能性が強まっていると考える。

図表4 国内の年金基金の現状(2006年2月時点)



出典：三菱UFJ信託銀行

(2006年7月12日 記)

【参考文献】

- ・ 谷本 寛治編著 「SRI 社会的責任投資入門」 日本経済新聞社、2003年6月
- ・ 水口 剛著 「社会的責任投資(SRI)の基礎知識」 日本規格協会、2005年12月
- ・ 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング CSR 研究プロジェクト編著 「わかる CSR」 同文館出版、2006年1月
- ・ 伊吹 英子著 「CSR 経営戦略」 東洋経済新報社、2005年5月
- ・ 河口 真理子著 「SRI の新たな展開－マテリアリティーと透明性－」 大和総研、2005年9月
- ・ 河口 真理子著 「SRI の新たな展開－2－Social の S から Sustainability の S へ－」 大和総研、2006年1月
- ・ 森 祐二著 「アメリカ年金基金における ETI と社会的スクリーン投資」 日本証券経済研究所、2003年6月
- ・ 森 祐二著 「欧州社会的責任投資(SRI)」 大和総研、2004年11月
- ・ Jane Ambachtsheer 「SRI global trends report」 Mercer Investment Consulting、2005年4月
- ・ Jane Ambachtsheer 「2006 Fearless Forecast」 Mercer Investment Consulting、2006年3月
- ・ Social Investment Forum 「2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States」 2006年1月
- ・ European Sustainable and Responsible Investment Forum 「Socially Responsible Investment among European Institutional Investors - 2003 Report」 2003年

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。

◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。

◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。

◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）