

社会的責任投資（SRI）とは何か

～欧米諸国に見る新しい投資手法～

担当：秋月 (akiduki@sumitomotrust.co.jp)

日本では、社会的責任投資（SRI）というと、一部の物好きな研究者や社会運動家の主張するもの、という印象があります。しかし、欧米諸国では、現実に投資の主流の地位を獲得しつつあります。特に、機関投資家やグローバル企業にとっては、今後、否応なく直面するものとなるでしょう。ここでは、SRI の基本として米国の状況を紹介し、併せて、英国に端を発する最近の動向をまとめて見ました。

1. 社会的責任投資（SRI）とは

社会的責任投資（Socially Responsible Investment：略称 SRI）といわれる投資姿勢が欧米で急速な広がりを見せています。この投資姿勢は、ROE や配当性向などの財務指標と投資理論に基づいた従来の投資基準から、一步進んで「投資対象企業が、社会的責任を果たしているかどうか」についても、投資に当たっての選別基準にしようとするものです。例えば、日本では、個人が、環境保全という社会的責任を重視している企業を組み込んだ投資信託「エコ・ファンド」を選んで投資するのが、SRI に相当するでしょう。欧米では投資信託から年金基金の投資に至るまでさまざまな分野で SRI が拡大しています。

SRI については、いまのところ、国際的に統一された投資評価基準の「定義」はありません。しかし、欧米諸国では、投資主体が、投資の際に、環境の保全、社会の発展、人権の擁護などに「積極的か、否か」という観点から、自らの基準を設け、その基準に基づいて対象企業を選別（この際の基準を、SRI では「ソーシャル・スクリーン（Social Screen）」と言います）して投資が行われる、投資した対象企業に株主権を行使して企業の事業行動に影響を及ぼす、

ある地域コミュニティの発展に役立つ社会貢献投資をする、という 3 形態の投資行動を SRI と総称して捉えることが多く、90 年代半ばから急速に伸びてきています（図 1）。投資信託や年金基金などの資金運用において、SRI は、投資手法として大いに注目されるようになっているのです。

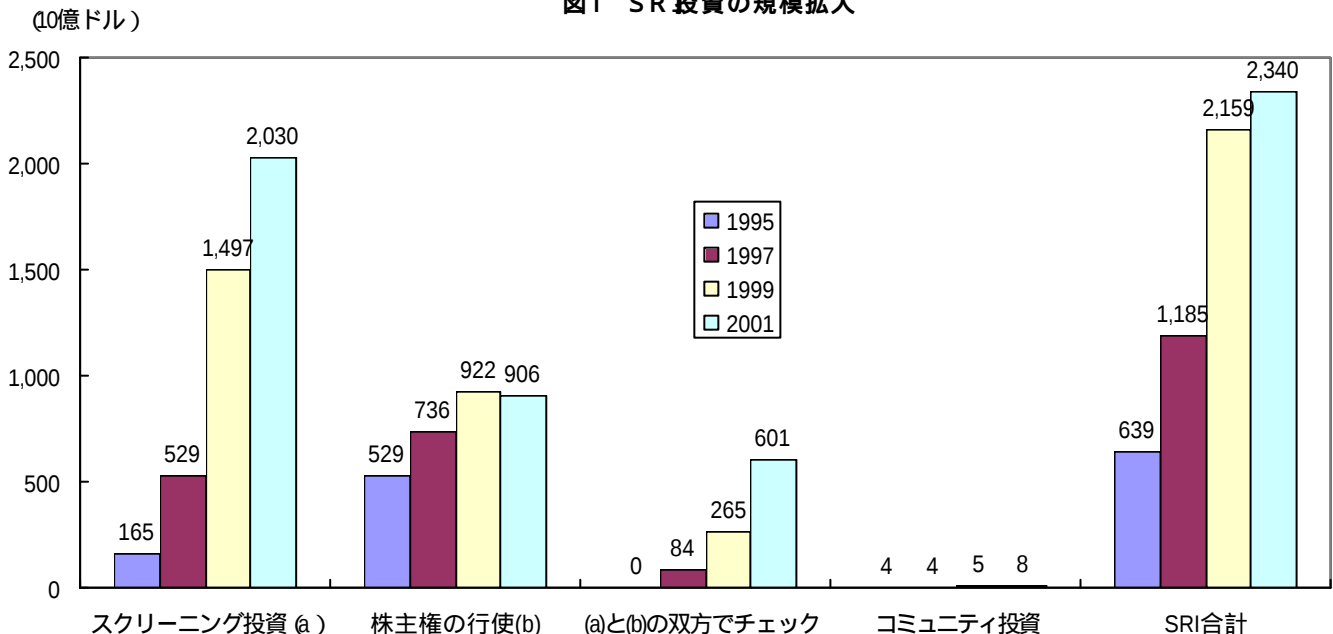
2. 米国での発展状況

はじめに、SRI の先進国と言われる米国の状況を見てみましょう。SRI の基本的な部分が見えてきます。

(1) 歴史と発展

米国での SRI の歴史は古く、16 世紀にクウェーカー教徒が地域社会の発展や弱者救済のために投資基金を設けたことや、20 世紀初めに、キリスト教会の一部が倫理的見地から「アルコール・タバコ・ギャンブル等の関連企業に教会資産を投資しない」としたことが記録されています。その後、80 年代に概念が定着し、90 年代に入って具体事例が増加、90 年代後半から急速な拡大が起きました。

図1 SR 投資の規模拡大



(資料) Social Investment Forum の「2001 Trends Report」

(注) 95 年以後の急拡大が見て取れます。スクリーニングと株主権の行使の双方を用いた投資の増加が特に目立っています。なお、「双方でチェック」の投資額は (a) (b) に重複計上されています。

01 年末で見た SRI の資産規模は約 2 兆 3400 億ドルに達しています。これは、米国で運用されている投資商品の総資産 19 兆 9000 億ドルの約 12% に相当します。資産規模は 97 年から 99 年にかけて 82% 増と急増し、これは、同時期でみた NY 証券取引所の時価総額の増加率 31% を大きく上回っています。さらに、99 年から 01 年にかけては株式相場下落 (時価総額は 5% 弱下落) にもかかわらず

ず、SRI は 8%の増加を示しています。また、ソーシャル・スクリーンにかけられた投資信託（mutual funds）の販売数は、95 年 55→97 年 139→99 年 168→01 年 230 と急激な増加を見せていて、一般の投資信託よりも、投資家の間で人気があります。

（２）SRI 拡大の背景にあるもの

90 年代後半の急拡大は、なぜ起こったのでしょうか。その背景として、次の二つが考えられます。

市民運動・社会運動が活発になって、SRI の観点から企業がチェックされる基盤が、次第に整ってきたのが最も大きな要因です。なかでも、(a)90 年代後半になって、インターネットが急速に普及し、チェックに必要な情報の質と伝播の速度が高まったこと、(b)市民運動が NPO、NGO などの形態をとって、より組織化されてきたことが、「企業チェックの基盤」を強化することになりました。この結果、財務パフォーマンスだけでなく、環境・人権・地域活動・雇用などのさまざまな面における企業の行動やパフォーマンスが、時をおかず直ちに企業の評価につながり、さらには株価に反映するという状況が生じました。

もう一つは、一見意外なことですが、SRI の運用実績が長期的にみて優良だという点です。SRI 型の投資信託で見ますと、その運用実績は、一般の投資信託の実績や株式の市場インデックスと比較して優良なのです。特に、5—10 年の中長期間で見ると、安定して高い運用実績が見られます。

SRI の発展を反映して、いまでは、さまざまな SRI 型インデックスがありますが、ここでは、90 年 5 月 1 日に算出を開始して米国で最も古い SRI 型株価インデックスといわれる KLD 社の Domini 400 Social Index(=DSI400)を見てみましょう。1—3 年では相場の波に左右され易いのですが、5—10 年では S&P500 よりも高い運用実績が認められます（表 1）（図 2）。ちなみに、他のさまざまな SRI 型インデックスを用いても、ほぼ類似した比較結果が得られます。

表 1 SRI 型株価インデックスと S & P 500 の伸び率比較（運用実績）

（単位：％）

	1 年間	3 年間	5 年間	10 年間
DSI400	-9.91	-3.91	9.20	13.27
S&P500	-9.51	-2.42	8.48	12.63

（資料）KLD 社のホーム・ページより

（注）02 年 2 月 28 日時点で、過去 10 年間の年間換算の運用実績を算出している。

(3) 運用実績は何故高いか

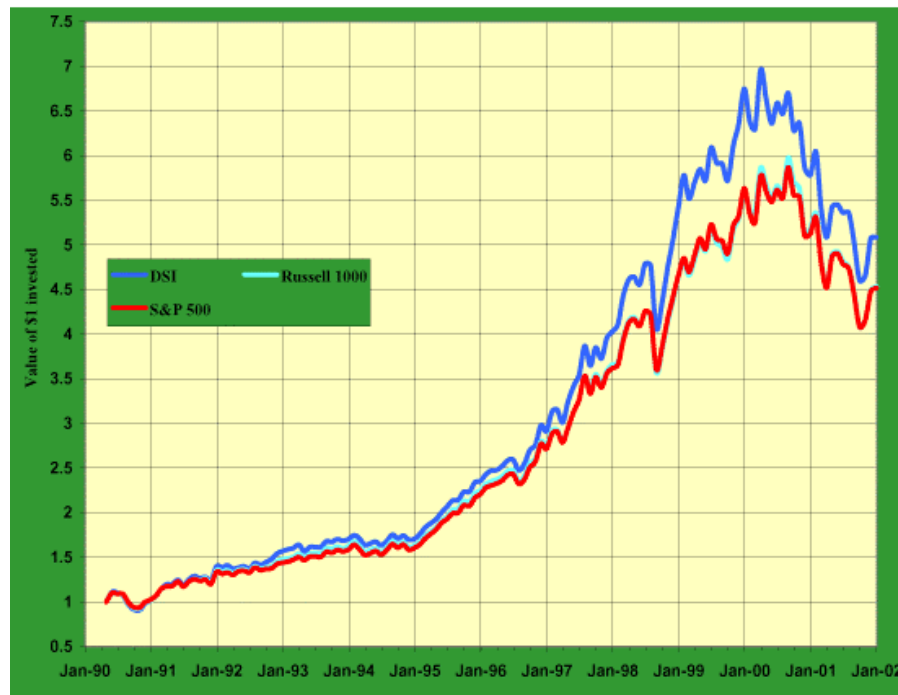
この点について、米国の SRI 関係者や資金運用担当者は、「環境問題や人権擁護、また社会的弱者に対する接し方などについて、その倫理的・社会的責任をいち早く認識してきた企業は、概して、予測不可能なあらゆる経営上のリスクへの対応能力が高いと言え、安心して投資対象にできるため、長期投資されやすく、結果として、高い運用実績も期待できる」と説明しています。

つまり、こうして見ると、SRI は経済的利益を犠牲にした投資手法ではなく、5 - 10 年で見えた場合、むしろ、安定した長期投資手法として、個人や機関投資家から認められているのです。

図2 90年5月時点での投資(1ドル)の累積的な投資実績比較

Domini 400 Social IndexSM、S&P500 と Russell1000

Comparative Performance Since Inception in May 1990



(資料) : KLD 社のホームページより

(4) SRI における企業評価基準 (ソーシャル・スクリーン)

先に書きましたが、SRI には、明確で統一的な評価基準が確立していません。しかし、米国での大ざっぱな基準は、例えば次のようなものです。環境保全に配慮しているか、人権擁護として、女性やマイノリティの雇用を促進し、従業員に適切な処遇を行っているか、地域コミュニティの発展 (中小企業振興や住環境整備など) に寄与しているか、企業規模や利益水準にふさわしい寄付行為をしているか、軍事兵器の製造・販売に手を染めていないか、動

物実験を行っていないか、海外事業で、劣悪な雇用や児童労働を行っていないか、などの諸点です。実際にはこうした評価基準のいくつかに焦点を絞った投資信託が設定され、投資家は、投資パフォーマンスだけでなく、投資家自らの価値観・倫理観に適合した商品を選択するのです。例えば、（表 2）の 1 行目の「Aquinas Balanced ファンド」は、空欄になっているアルコール、ギャンブル、動物実験についてはスクリーニングしないが、Y マークのついている煙草製造、武器製造、社会的に問題のある製品（中絶用品など）の製造・サービス、環境保全、人権擁護、海外事業での過酷な労働、従業員の適切な処遇、地域コミュニティへの投資、企業市民としての社会貢献、についてはスクリーニングを行うことを意味しています。投資家は（表 2）のような情報をもとに自ら投資商品を選択する訳です。

また、機関投資家（大手年金基金など）が、ソーシャル・スクリーニング専門調査機関（NPO などさまざまな機関が存在する）の情報やアドバイスを活用して、投資銘柄の選択や既に投資している企業の株主総会での議決権行使を行うこともあります。

表 2 スクリーニングのイメージ（米国の社会的責任投資信託の例）

BALANCEDFUNDS	Screening Details	Alcohol	Tobacco	Gambling	Defense/Weapons	Animal Testing	Products/Services	Environment	Human Rights	Labor Relations	Employment/Equality	Community Investment	Community Relations
Aquinas Balanced	Details		Y		Y		Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Calvert Social Balanced	Details	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Green Century Balanced	Details		Y		Y			Y				Y	
Parnassus Balanced	Details	Y		Y	Y	Y		Y		Y			
Pax World Balanced	Details	Y	Y	Y	Y		Y	Y	Y		Y	Y	
Salomon Smith Barney Concert Social Awareness Bal	Details		Y		Y		Y	Y			Y		

（資料）Social Investment Forum のホームページより

2. 英国での最近の発展----グローバルな評価基準形成に向けて

英国では、年金基金等の機関投資家が、SRIの際に適用する投資判断基準を形成し始めています。

(1) SRI を考慮した投資判断の採用

英国では、95年に年金法を改正しましたが、この結果、2000年7月から、年金基金は、「投資判断の際に、対象企業の社会的側面・環境的側面をチェックしているかどうか、またチェックするならばどのような方法を用いているかを、まとめて公表すること」を義務付けられました。この場合、年金基金にとって、「社会的側面・環境的側面はチェックしていない、あるいはチェックする意志がない」と表明することは自由でしたが、結果として、この公表義務付け規制によって、年金基金の約60%がSRIを考慮した投資判断を採用するようになりました。英国にならって、現在、カナダ、ドイツ、ベルギー、オランダが新しい規制を導入し、フランス・オーストラリアでも法制整備がなされています。

(2) 企業がSRI情報を開示する際のガイドラインを設定

さらに、2001年10月、英国保険業協会(ABI)が、企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility:CSR)に関する新しいガイドライン・レポート(Investing in Social Responsibility:Risk and Opportunities = 社会的責任投資:リスクと機会)を公表しました。ABIのメンバー会社のロンドン株式市場への投資額は市場時価の25%に達するだけに、この公表のインパクトは大きいものでした。このガイドラインは、投資対象企業に次の諸点を要請しています。倫理的・環境的問題から企業にどのようなリスクが生じるか、あるいは逆にどのようなビジネス機会が生じるか、という点について、企業内に公式な評価システムを確立する、そうした問題の中で、当該企業の事業にとって重大な影響を与えるものはどれかを公表すること、リスクがあると表明した場合、当該リスクに対する対応姿勢と管理方法を開示すること、の3点です。

レポートは、最近のSRI事情を反映し、「企業の社会的責任(CSR)についての社会的な関心は、すでに高いレベルに達している。そのため、企業の株主である機関投資家が、SRIに関する基本的な情報開示ガイドラインを設定し、企業に対して開示を促すことは、非常に有用なことである。このガイドラインは、機関投資家が投資対象企業と倫理的・環境的問題について対話・交渉する際の参考基準となるものである。」と述べています。さらに、「社会的・環境的な問題は、企業にとって重大であり、最終利益に大きな影響を与える」と述べ、SRIが企業収益(ひいては株価)と密接な関係を持つことを示しました。

ABI レポートは、米国の機関投資家協議会(CII)にも支持され、SRIについて

のグローバルな評価基準を形成する機運が高まっています。「企業がガイドラインを実行し、その事業行為において社会的に責任ある行動をすることと、機関投資家が『顧客の長期的な投資利益を守るという受託者としての責任』を果たすこととは表裏の関係にあり、機関投資家と企業の利害は CSR において一致する」(CCI レポートから)との基本的認識がその背景にあります。

(3) 機関投資家と企業の利害の一致----CSR 実行を通じた投資リターンの向上

年金基金を中心とする機関投資家の企業統治への関わりは、かねてより、カルパース(=カリフォルニア州退職公務員年金基金)等の行動によって日本においてもよく知られるところです。日本において、それは企業統治の攪乱要因として捉えられがちです。しかし、英国に端を発した上記の流れで見ると、むしろ、企業の社会的責任(CSR)に関しては、機関投資家と企業の利害が「長期的利益の向上」という点で最終的に一致しています。つまり、機関投資家による企業に対するガイドライン設定→企業自身が社会的責任について自覚し、企業統治の社内規定に環境的・社会的な問題を盛り込む努力をする→機関投資家は安心して企業に長期投資できるとともに、企業も安定した経営により高いリターンを実現できる、という一連の良い循環が生まれる訳です。

米国の社会的投資フォーラム(Social Investment Forum=SIF)の「2001 Trends Report」は、この点について、次のように表現しています。「世界的に有名な企業の多くが自ら社会的責任に関する規定を採用すれば、社会的見地に立って機関投資家が従来から要請してきた社会的・環境的問題は、機関投資家・企業の双方において、一気に普遍性をもつ(=本物になる)ことになるだろう。こうして、投資家側と企業側の社会的問題に関する意見が一致すると、そのシナジー効果(相乗効果)として、社会的問題に対する取り組みは、加速度的に改善して行き、やがて企業統治に対する投資家の権利行使は、企業の最終利益に対して明確な改善効果を実現することになるう。」

3. EU 委員会の S R I 基準

EU 委員会でも、2001 年 7 月 18 日にグリーンペーパー「企業の社会的責任についての欧州の枠組み(=Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility)」を提出しました。ただ、これは、「統合された欧州経済の再生・発展に向けて、今後、増えてくる可能性がある社会的不安定を排除することが重要である」という EU 独自の政治的視点から作成されたものです。

例えば、EU 域内での資本の移動が完全自由化された場合、特定の効率的な地域に資本投資が集中し、一部地域では、非効率な工場・事業所が閉鎖されて、単純労働をする外国人労働者が失業し、社会的な不穏さを生む可能性があります。こうし

た不安定要因を排除するには、前もって、このような事態を防ぐために、企業の社会的な責任として次のような点を明確にしておくことEU全体の利益になるという訳です。具体的には 解雇者を少なくするように努力する、社会的に不安定で荒廃した地域にも投資を促す、地域コミュニティでの社会的貢献をする、労働者のスキルの向上に努め、産業間・企業間の労働移動を円滑にする、といった諸点です。

なお、欧州大陸（ことにドイツ）の伝統として、環境保全を強く打ち出した SRI がありますが、ここでは、存在を指摘するに止めます。

4.日本の現状

日本では、「エコ・ファンド（環境保全に優れた企業に選別投資する投資信託）」が 99 年 8 月に初めて発売されました。これは、この分野の草分けといえる株式会社グッドバンカーの筑紫みずえ氏がコンサルタントとなり、日興コーディアル証券グループがまとめたもので、話題を呼びました。このファンドは 01 年 9 月末に純資産総額約 677 億円に達しています。しかし、その後は特定金銭信託を使って自主運用のエコ・ファンド（10 億円）を始める投資家が現れるなど、少しずつ SRI ファンドの数が増えて来たものの、ファンドの数や純資産総額の規模はいまひとつ伸びず、上記エコ・ファンドに並ぶものは出て来ていません。日本の現状は、SRI の啓蒙期にあると言えるでしょう。

そのため、いまのところ、倫理観を主張するファンド設定（朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド「あすのはね」etc.）や市民運動（首都圏生協投資セミナーetc.）が先行している状況です。しかし、本格的な SRI の発展を見据えた動きも一部に出てきています。例えば、麗澤大学の「企業の誠実さスクリーン」、インテグレックスの企業評価基準、ニッセイ基礎研等の格付け、モルガン・スタンレー投信による「法令遵守ファンド」開発、などです。今後、こうした動きに注目していく必要があるでしょう。

最後に、今後のグローバルな SRI 市場の発展に必要なものとして、SRI 型インデックスの開発と普及、より客観的で優れた投資選別基準の必要性、を指摘しておきたいと思います。

（以上）