

責任ある投資と運用
～企業の社会的評価アプローチ～

2014年12月19日
1F110972-5 宮島慧

はしがき

大学生活の集大成である卒論の執筆が今、終わりを迎えようとしている・・・正直まだ全く実感が湧かないし、胸を撫で下ろして落ち着けるような心境にもありません。卒論提出日の2日後にラグビーの公式戦を控える手前「最後の1ヶ月は夜更かしをしないぞ」と思っていたものの、気が付けば何度も夜更かしをしながら卒論執筆に取り組むことになっていました。四苦八苦しながら論文のテーマを設定し、中間報告の日が近づく度に不安に駆られ大慌てで報告の準備をしたあの日々を思い出すと、自然と感慨深い気持ちになります。

そもそも私が谷本ゼミで学びたいと思った理由は、「今日あるべき企業像」とは何かということを考えていきたいと思ったからです。私が高校・大学生活を過ごす中で、リーマン・ショックや大学入学の直前に起きた東日本大震災などの社会的混乱が頻発し、次第にメディアも企業の「負の側面」にスポットを当てることが増え、どこか世間では「利益を上げる企業は悪だ」というような風潮さえ感じられるようになっていました。その一方で自分自身の中では、何気ない普段の生活があるのも無数の企業の努力の賜物であるし、中には技術力を活かして途上国の発展に貢献する企業も存在するなど、むしろ企業には負の側面ばかりではないのではないかと考えていました。そのような中でたまたま経営学の授業の中で CSR という概念を知り、社会で求められる企業像とはどのようなものなのだろうかということを考え始め、気が付けば谷本ゼミの一員となっておりました。

勢い半分で入ったゼミではありましたが、谷本ゼミでの2年間は私にとって非常に刺激的なものでした。本ゼミでの時間は常に思考力を問われるような密度の濃いものであり、授業に向けた準備の量も多く大変な時期もありました。しかし谷本先生はいつもゼミ生に真正面から向き合いフィードバックをしてくださるため、発表などが終わる度に疲労感とともに達成感を感じることができました。また3年ゼミの集大成でもあるステイクホルダー・ミーティングではゼミの代表として企業の CSR 担当の方のお話を伺い、現場の最前線の声を直接聞くことができたなど、貴重な経験も多くさせていただきました。振り返ってみて、谷本ゼミに入って本当によかったと思っています。

今回の卒業論文は谷本ゼミで学ぶ中で感じていた「企業の CSR への取り組みを、ステイクホルダー側は正しく評価しているのだろうか」という問題意識からテーマを設定しました。とは言うものの何か新しい理論を見つけたわけでもなく、ひたすらに色々な文献を読み、迷走しながらも何とか形としてまとめる所まで漕ぎつけたというのが正直なところですが、この「テーマを設定し、定められた期限までに調べ、まとめきる」ということの大事さは、谷本ゼミの活動の中で何度も痛感したこともあります。学生生活の集大成である卒業論文の執筆も、なんとか無事にまとめきるこ

とができて、本当に良かったと思っております。

最後にはなりますが、谷本先生が不在の間、卒論のフィードバックをくださったアカリさんやコウさん、陰ながらゼミの運営を支えてくださった斉藤さん、森塚さん、いつも優しく接してくださった先輩方、夏合宿で一緒に頑張った後輩達、楽しい時も大変な時も含め、2年間もの密度の濃い時間を共にすることのできた同期、そしてゼミ活動以外のことでも相談に乗ってくださるなどいつも優しくゼミ生を見守って下さった谷本先生、本当にありがとうございました。谷本ゼミの2年間で学んだことを活かし、これからも頑張っていきたいと思っております。

2014年12月19日

宮島 慧

目次

第1章 環境・社会面から企業を評価する	p.6
第1節 問題意識	p.6
第2節 問題提起	p.7
第3節 本論文の流れ	p.7
第2章 環境と社会を考える投資の系譜	p.8
第1節 企業評価基準の変化	p.8
第2節 SRIとは	p.9
(1) ソーシャル・スクリーン	p.10
(2) 株主行動	p.11
(3) コミュニティ・インベストメント／ファイナンス	p.11
第3節 SRIの発展の歴史	p.12
(1) 倫理的価値観を投資に——第一ステージのSRI	p.12
(2) 方法と担い手の広がり——第二ステージのSRI	p.13
(3) SRIのメインストリーム化——第三ステージのSRI	p.13
第4節 各国のSRIの現状	p.14
(1) アメリカ	p.14
(2) ヨーロッパ	p.16
(3) 日本	p.17
第3章 SRIに関する国内外での枠組み	p.20
第1節 国外の動き	p.20
(1) エクエーター原則	p.20
(2) 責任投資原則(PRI)	p.21
第2節 国内の動き	p.22
(1) 連合ガイドライン	p.22
(2) 21世紀金融行動原則	p.24
(3) 日本版スチュアードシップ・コード	p.26
第4章 運用機関におけるSRIの戦略的位置づけ	p.29
第1節 SRI投資の多様性	p.29
第2節 責任投資原則(PRI)の影響	p.30
第3節 受託者責任に関する議論	p.31

(1)	国連法律事務所の見解	p.32
(2)	森戸教授の見解	p.33
第4節	投資判断材料としての ESG 情報の可能性	p.33
第5節	SRI 投資・運用プロセスにおける 4 つの視点	p.35
(1)	社会・環境スクリーニング	p.36
(2)	マテリアリティ評価	p.37
(3)	株主行動（エンゲージメント）	p.37
(4)	適切な情報開示（委託者との合意形成）	p.38
第5章	事例研究	p.40
第1節	研究対象企業について	p.40
第2節	鎌倉投信株式会社（結い 2101）	p.41
第3節	朝日ライフアセットマネジメント株式会社（あすのはね）	p.43
第4節	インタビュー結果の考察	p.45
第6章	今後求められる SRI 投資・運用に向けて	p.48
	参考文献・URL 一覧	p.50

第1章 環境・社会面から企業を評価する

第1節 問題意識

時代の変化とともに、社会から求められる企業像というものも変化を遂げてきた。特にここ 20 年ほどの間で日本の企業社会の構造は大きく変化している。大きな原因にあるのは企業活動の大規模化・グローバル化したことだ。企業活動の大規模化・グローバル化が進んだ結果、環境問題や社会問題など多岐に渡る領域でネガティブな問題が表出するようになった。そのような問題に対する批判が集中する中で、持続可能な発展を求めるグローバルな潮流が起こり、企業に社会的責任（CSR）を求める議論が高まり、CSR 経営に向けた制度化が急速に進むようになった。

こういった潮流を受けて、多くの企業がグローバルな動向に対応しようと努めている。国際機関、NGO、経営者団体などが協働して CSR に関わる行動規範や基準をつくっており、それぞれの企業はそれらのルールや理念を共有し、どのように経営に組み込んでいくか、社会の持続可能な発展に向けた事業戦略を組み立てていくかということについて試行錯誤しながらも積極的に取り組んでいる。今日の企業は経営活動の効率性の追求と同時に、社会的公正性の様々な要素に対応していく必要があるのだ。

一方で企業価値評価の基準も変化を遂げている。持続可能な発展を求めるグローバルな潮流の中で、従来のような財務的な価値だけでなく、非財務的な価値も含めたトータルな企業価値を評価していく新たな基準へとシフトしているのだ。こういった考えから、財務面と非財務面を併せて投融资先を決めていく SRI（社会的責任投資）という投資スタイルが欧米を中心に広がっている。

では日本で、こういった CSR 組み入れようとする企業の動きを評価する市場のメカニズムはきちんと機能しているのだろうか。結論から言えば機能しているとは言えない現状がある。日本では CSR の議論はグローバルに高まった潮流が言わば外圧として受けて大企業がリードする形で急速に進んできた一方で、国内市場や社会がそれらの取り組みに対してのきちんと評価するような動きは鈍い。

市場と一言に言っても消費者市場や証券市場など様々あるが、こと日本の金融市場においては企業活動を財務面のみならず、非財務面から評価していく動きが弱い。90年代後半から、という投資スタイル欧米を中心に広がったが、世界の SRI 市場規模 13.6 兆ドル（約 1,220 兆円）の中で日本の市場シェアは 0.1%にも満たないものになっている。欧米に比べ大きく遅れている現状が存在しているのである。

CSR を評価する市場が成熟してこなければ、企業にとっての CSR への取り組みは理念論や規範論を超えることはできない。CSR への取り組みが企業の競争力の要素として更に推進されていくためには、【CSR への積極的な対応→社会的に責任ある企業への支持→市場での評価→企業の競争優位】という好循環のメカニズムを市場で機能さ

せていく必要がある。金融市場において言えば、財務情報に合わせ社会・環境・ガバナンス（ESG）といった非財務情報も併せて考慮し、投融資先を決定していく必要がある。

第2節 問題提起

以上の背景を踏まえ、「金融市場において、運用機関は社会・環境・ガバナンス（ESG）の観点から企業の経営活動をどのように評価し、投資・運用を行っていくべきか」ということを本論文の問題提起としたい。日本では1999年の日興アセットマネジメントの「日興エコファンド」を皮切りに、僅かながらではあるがESGの観点をベースに企業価値評価を行い、投資先を選定していくファンド（SRIファンド）が増加していった。日本ではこのようなテーマファンドの興隆がSRI市場を牽引してきたという歴史から、本論文では主体をそれらのファンドの運用を執り行う運用機関にフォーカスし、SRIファンドの運用に携わる運用機関がどのように投資対象銘柄を設定して投資を行い、そしていかにして長期の運用を続けていくべきなのかということについて明らかにしていきたい。

第3節 本論文の流れ

以下本論文の構成は前半の理論部分と後半の事例研究部分の大きく2つに大別される。理論に関して、まず第2章で環境・社会面から企業を評価するSRIという概念が欧米でどのように発展を遂げてきたのかを明らかにし、日本における現状についても述べていく。続く第3章では金融機関に対してSRIを求める国内外の枠組みについて説明し、SRIに関する国際的な議論について整理する。第4章では本論文のテーマである運用機関にフォーカスし、近年SRIが戦略的に位置づけられていること、そしてこれまでの理論をベースにSRIの投資・運用プロセスにおける重要な4つの視点を示す。

後半の事例研究部分である第5章では第4章で挙げた4つの視点というものが投資・運用の現場とどのような相関性または乖離があるかを分析するために、SRI投資・運用を実践する鎌倉投信株式会社と朝日ライフアセットマネジメント株式会社の2社の運用担当者に行ったインタビューについての考察をする。第6章では、それまでの理論と事例研究を通して考えた、あるべきSRI投資・運用の展望を示すこととする。

第2章 環境と社会を考える投資の系譜

第1節 企業評価基準の変化

時代の変化とともに企業を評価する基準というものは変化をしていく。日本の場合1990年代以降の急速なグローバル化が引き金となり、株式の持ち合いといった従来型の企業の株主構造は崩壊し、株主に対するリターンの最大化に焦点を当てた経営、株主価値の最大化が求められるようになった。また個人株主や海外の機関投資家などの「もの言う株主」の持ち株比率が増え、影響力が増してきたことから株主への対応が最重要視されるようになった。IR部を設置して対応する企業が増え始めたのもこの時代である。

この時代に企業評価の基準となっていた指標として

- ・ ROE (Return On Equity) —株主資本利益率 (純利益÷株主資本)
- ・ 株価、時価総額に基づく評価
- ・ キャッシュフローを基準にした企業評価
- ・ EVA (Economic Value Added) —将来どれくらいの経済的付加価値を生むか

これらのものが挙げられる¹。これらは企業の期中の経営活動のいわば「成績表」とも言える財務諸表で把握できる財務資本(有形資産)が中心であり、企業もこれらのパフォーマンスを上げることに注力した。

しかし企業評価の基準の変化は、社会的に責任のある企業経営を求められるようになってきたことでさらに発展した。持続可能な発展を求める時代文脈の中で、企業価値をトータルにはかる新しい基準が提示されるようになってくる。

企業はその経営活動の中で経済的効率性を高め、企業価値を生み出していくことは基本である。注目されるようになったその経営活動のプロセスのあり方だ。社会的公正性の組み込まれた事業活動が行われていなければ、良質な財やサービスを提供しているだけでは評価されないようになってきたのである。社会的・環境的リスクを抱えていては、結局は株主評価を棄損することにつながってしまうのである。

その際重要になってきたのが、企業の経営活動が各社のステイクホルダーから支持を得ているかという視点である。企業は投資家や株主のみならず、消費者や顧客、従業員、NPO/NGO、地域社会、環境といった様々なステイクホルダーとの相互関係の上で成り立っている。今日の企業社会において過大な価格競争を繰り広げる一方で、新興国などでの不当な労働環境がNPOによって非難され、結果的に本業の利益に大きなダメージを被ってしまうことや、逆に製品の設計プロセスに地球環境への配慮がなされていることが消費者からの評価につながり、最終的な売り上げを伸ばすケース

も多くある。つまり、盲目的な利益追求のみをミッションとする企業はもはや存続することができず、代わって企業にとって周囲のステイクホルダーからの支持というのが戦略的な効果をもたらす重要な無形資産となってきたのである。この点に関しては、従来のように財務諸表からは分析することは難しい。

無形資産という言葉が出てきたが、アメリカの企業評価機関であるイノベスト社は、企業評価をはかるにあたって、無形資産の部分が重要になってきたと指摘し、次のように説明する²。企業価値は80年代半ばまでは財務諸表で約75%把握することができた。しかしいまでは15%しか把握できない。つまり残りの85%あまりは無形資産であり、その価値が決定的に重要な意味を持つようになった、と指摘する。ステイクホルダーとの関わり、ガバナンス体制、環境マネジメント、人的資本を評価することが、新しい企業価値をはかることになったという。

谷本（2006）によれば、企業評価を図る新しい基準として、

「トータルな企業価値」＝財務的な価値（有形資産）＋非財務的な価値（無形資産）

ということが新しい潮流となっていることを指摘している³。このような認識が、今日の企業評価基準の根底には広がるようになった。

第2節 SRIとは

ここで一度、本論文で頻出する基本用語について確認する。

前節で述べたように、市場では社会的に責任ある企業経営をどのように評価するか、社会・環境など非財務の側面がどう企業価値の評価に関わってくるかということを探している。1980年代後半あたりからアメリカで広がったグリーン・コンシューマーの運動では消費者がCSRを果たしていない企業の製品は買わない動き（ボイコット運動）やさらにCSRを果たしている企業の製品を積極的に選んで購入するという動きも見え始めた。その延長線上に投資家（グリーン・インベスター）によるSRI（社会的責任投資）の展開があった。

このような流れで生まれたSRIについて、谷本（2007）では以下のように定義している。

【SRI】 企業活動を財務面のみならず、社会・環境からも評価し、投融資先を決定していく方法

本論文では基本的にこの定義をベースに進めていきたい。一般的にSRIというと投資信託が想起されがちだが、あくまで定義の範疇であり、文面の通り多様な手法な含

んだ包括的な概念であると言える。では **SRI** とは具体的にどのような行動によって行われているのだろうか。

谷本（2006）では **SRI** がソーシャル・スクリーン、株主行動、ソーシャル・インベストメント／ファイナンスの大きく 3 つの手法から構成されると述べている⁴。以下ではそれらの手法について一つ一つ説明していく。

（1）ソーシャル・スクリーン

ソーシャル・スクリーンとは財務的指標と社会・環境的指標によって企業評価を行い、投資対象銘柄を選定し、運用していくことである。スクリーンにはネガティブ・スクリーンとポジティブ・スクリーンという 2 つのスタイルがある。

1) ネガティブ・スクリーン

ネガティブ・スクリーンとは特定の価値観から特定産業・企業を選別し排除するスタイルである。有名なものとして酒、タバコ、武器、ギャンブルに関連する企業の株式には投資しない、といった行動である。もともとは宗教団体や市民団体が企業への批判運動の一環として存在していたが、今日ではメインストリームとも言える大手の機関投資家でも採用されるケースが見られる。ヨーロッパのいくつかの国の公的年金では、クラスター爆弾などの非人道的兵器の生産に関わる企業を投資対象から除外している。この場合、単なる主観的な価値観に基づく投資判断ではなく、そのような事業は普遍的な人道主義の原則に反するものであり、たとえ優れたパフォーマンスを示していたとしてもその事業自体の持続性が見込まれない、と判断したことから投資対象から除外されているのである。

2) ポジティブ・スクリーン

これは **CSR** を積極的に果たしている企業を積極的に評価し投資対象銘柄として選定するスタイルである。環境や雇用、人権などの問題はあらゆる企業に関係する問題であり、スクリーニングのあり方も問題を抱える企業を除外するだけでなく、逆に環境問題や人権問題で一定の基準を設け、評価の高い企業を選んで投資するという方法に発展した。日本の **SRI** ファンドの多くが採用しているのも、この方法である。運用機関が自ら行う方法もあるが、単に特定の業種を外すのとは異なり、多くの企業を幅広く調査する必要があるので、専門の調査機関の調査を利用することも多い。

ポジティブ・スクリーンの方法は、個々の運用機関や調査機関によって幅があるが、判断の基準（クライテリア）を細分化し、項目ごとに評価して点数化するというのが基本形である。調査機関にこのプロセスを一部委託するケースもあるが、調査を利用する調査機関の側では、ポジティブ・スクリーンの結果だけで投資先を選ぶわけではなく、財務的な評価を組み合わせるというのが一般的である。例えばその両方が一定の水準を超えたものを投資ユニバースとして、その中からファンドマネージャーが具体

的な投資先を決めるといった方法が考えられる。また日本では環境問題への取り組みは環境リスクの高い業種や消費者に近い業種から先に始まっているので、普通に点数化すると、自動車や電機機器などの企業の点数が相対的に高くなっている傾向が強い。そこで、業種の偏りを避けるために、同一業種の中での相対比較で評価の高い企業を選ぶというベスト・イン・クラスという方法なども考案された⁵。

(2) 株主行動

株主行動とは、株主が経営者と企業経営のあり方について対話・エンゲージメントを行ったり、議決権行使を行ったりすることである。エンゲージメントとは、機関投資家、あるいは個人投資家に代わって資産運用会社が投資先企業の経営者に意見を求めたり、改善を要請したりすることである。

アメリカでは 1970 年代以降、環境問題や社会問題に関連する議案を株主総会に提出すること（社会的株主提案）がさかんに行われており、今でも SRI の主要な方法の 1 つとなっている。その実施状況については ICCR（Interface center on corporate responsibility：企業責任のための宗教間センター）が毎年集計しており、2014 年分においても 12/1 時点で対象企業が 114 社に及んでいる⁶。

ヨーロッパではアメリカほど社会的株主提案は多くはないものの、公的年金などの機関投資家は、手紙、電話、面談などの日常的なエンゲージメントによって投資先の企業と日常的に接触し、投資家としての意を伝え、経営陣に影響力を行使している。

(3) ソーシャル・インベストメント／ファイナンス

SRI という場合、主にソーシャル・スクリーンのイメージが強いが、欧米では社会的課題に取り組む事業に資金を提供する動きも社会的な投資として捉えられている。

谷本（2003）ではさらに 3 つに分類している。

1) 地域開発投資（Community Development Investment）

これは、荒廃・衰退した経済的開発の支援を目的に行われる投資であり、具体的には大都市のインナーシティにおいて、低所得者やマイノリティなどを対象に、低額の住宅供給や起業などを支援する活動である。このようなコミュニティ投資については、これらを専門に行う金融機関も登場している。アメリカでは、シカゴを本拠地に活動するショア・バンク（Shore Bank）のように銀行の形態をとるものから、信用金庫や基金の形態をとるものまで様々な形態が存在している。

2) 社会開発投資（Social Development Investment）

ソーシャル・ディベロップメントとは、自然エネルギーの開発やフェア・トレードなどの社会的事業を行う事業体に対する融資や投資と、総括して捉えられる。発展途上国において貧困層の経済的自立を促すことを目的として、小規模なビジネスに対し

て少額の融資を行うマイクロ・ファイナンスなどもこの範疇に含まれる。

3) 社会的に責任ある公共投資／開発投資 (Socially Responsible Government Expenditure)

ここには、政府が公共投資を行うにあたって、その公共投資が社会や環境に与える影響を配慮することや、公共事業の入札において入札参加企業の社会的責任への取り組みを評価の基準のひとつとして組み込むことが含まれる。

以上、SRIの3つの区分について整理してきたが、今回は債券や上場企業の株式への投資を主とする運用機関のSRIについて論じていくため、本論文において扱うのは(1)と(2)である。アメリカのSIF (Social Investment Forum) がSRIの統計をとる場合、上記の(1)(2)と(3)の1)までの総額をとるのが基本となっている。

第3節 SRIの発展の歴史

SRIの考え方は突然登場したわけではない。SRIは欧米などではすでに100年近い歴史があるが、それ自体一枚岩の実践ではなく、時代ごとに目的や重点の置きどころも異なる様々な行動が含まれている。谷本(2006)ではその発展の段階を以下の3つのステージに分類しSRIの歴史を紐解いている⁷。

(1) 倫理的価値観を投資に——第一ステージのSRI

SRIの源流はキリスト教に見られる。1920年代アメリカやイギリスのキリスト教会は一定の資金力を持ち、余裕資金を運用していた。蔬菜、酒、タバコ、ギャンブルに関わる企業には投資しないという方針をとっていたと言われる。これらは罪ある株式(sin stock)と呼ばれ、そのような事業から利益を得ることはよくないことと考えられていたのである。1928年には、禁酒や節制を掲げるグループが、パイオニア・ファンドと名付けた投資信託を設立した。これは酒やタバコを投資先から除外した投資信託で、規模も影響力も小さかったと言われるが、世界で最初のSRI型の投資信託とされている。

1970年代には社会的に問題ある企業を排除する「ネガティブ・スクリーン」が中心となった。この言わば「第一世代のSRI」では教会、社会運動団体、大学などによる排除スクリーンが中心であり、必ずしも財務的パフォーマンスを考慮するものではなく、社会運動の一つとして利用されてきた。

(2) 方法と担い手の広がり——第二ステージのSRI

1970年代を境にアメリカのSRIはより積極的に社会の変革を目指すものとなった。人権問題や社会問題への関心が高まった当時の社会状況を背景に、その領域も酒、タバコ、ギャンブルから差別撤廃、反戦、消費者問題などへと広がっていった。

この「第二ステージの SRI」ではその方法も、特定の業種を排除するネガティブ・スクリーンだけでなく、雇用の平等や消費者への対応など各社の取り組みの良し悪しを評価して投資先を選別するポジティブ・スクリーンが加わった。

担い手が多様化したのもこのステージの特徴である。教会や宗教団体だけでなく、年金基金を中心に機関投資家も SRI を組み入れるようになった。本格的な SRI 型投資信託が続々と登場するのもこの時期以降のことである。(1971 年には戦争と関係せず公正な雇用関係を持つ企業や公害防止に取り組む企業に積極的に投資するバックス・ワールド・ファンドが設立された。) 一般の個人から小口の資金を集めて株式や債券に投資する金融商品である投資信託の広まりにより、少額の資金しか持たない個人投資家も SRI に参加できるようになった。

また機関投資家にとって 1990 年代半ば以降、ガバナンス問題だけでなく、環境・社会問題も資産運用に当たって重要なポイントとなる。例えば、もし工場跡地などの土壌汚染が発覚すれば、そのコストは膨大なものになるのかもしれない。また途上国において人権問題を抱えている企業は、ボイコットを受ける可能性も出てくる。将来の業績に大きな影響を与えるのみならず、社会的信頼を失うことになれば、会社は立ち行かなくなる。環境リスク・人権リスクなどを抱えていれば、機関投資家は、中長期の資産運用を考えた時、CSR に関わる問題に着目せざるを得なくなり、SRI を運用に組み込む機関も増えてきたのである。方法と担い手の拡大によって企業と投資家の関係に変化をもたらしたのが「第二ステージの SRI」と言える。

(3) SRI のメインストリーム化——第三ステージの SRI

2002 年以降、エンロンやワールドコムなどの事件でコーポレートガバナンスの不全が問われ、SRI の中で改めてガバナンス体制や透明性をチェックする動きが強まった。社会・環境のみならず、ガバナンス体制、そして組織の透明性に関わる問題は非財務的な領域にある。企業を評価するに当たって、財務的要素と非財務的要素を併せてトータルに評価するスタイルを SRI がメインストリーム化していく段階として「第三ステージの SRI」と呼ばれる。

同時に近年、メインストリームにおいて投資決定する際に、その基準の中に環境、社会、ガバナンスに関する項目を一部組み込む評価スタイルも広がっている。従来の SRI と一線を画す意味でサステナビリティ投資と呼ばれたり、責任投資原則が環境 (Environment)、社会 (Social)、コーポレートガバナンス (Corporate Governance) の三つを総称するものとして「ESG」という用語を使ったことから、ESG 投資と呼ばれたりもする。メインストリームにおいては基本的には財務データ中心の評価を行っているが、中長期的に企業評価をしようとした場合、その会社が環境リスクやガバナンス体制の不備などを抱えているとすれば、業績に影響を与えることになる。そこで企

業評価において重要性の高いこれらの項目を一部組み入れていこうという意味で「メインストリームの SRI 化」とも言える動きも見られるようになっている。

以上のように SRI は時代とともに発展してきた。第一ステージの SRI は、投資利益そのものを否定したわけではないが、特定の投資先を除外することで倫理観に反する事業には関わらない姿勢を示した。投資利益よりも倫理観を優先したとも言える。これに対して第二ステージの SRI は、単に除外するだけでなく、株主提案やポジティブ・スクリーンも用いられるようになった。また担い手も個人投資家や機関投資家にも広がり、質・量ともに発展を見せた。利益を犠牲にするという姿勢はとらず、環境や社会に配慮しながらも、他と同等の利益を追求する立場をとった。

社会性に配慮した企業の方が中長期的観点において社会からの支持を得て、投資収益につながるという説明は第二ステージの SRI においても使われた。だが第三ステージの SRI ではそのことが SRI を行う理由として説明されるようになった。社会にインパクトを与えることを目的とするのではなく、環境や社会に配慮することはより良い投資収益を生む合理的な投資行動であるという認識である。そのようにリスク要因になっている社会性項目だけを組み入れるスタイルは、従来型の社会・環境項目すべてを組み込む投資スタイルとは異なると言える。ゆえにそれは SRI ではないという声もあるが、市場社会の成熟に合わせ、SRI のあり方も変化するのであり、今日の企業評価の基準が徐々に変化していることを表しているに過ぎないとも言えることができる。

第4節 各国の SRI の現状

(1) アメリカ

アメリカにおける SRI の市場動向については、アメリカのソーシャル・インベスト・フォーラム (US-SIF: 社会的責任投資に関係する組織の全米業界団体) が公表した「2014 Trend report」に状況が報告されている⁸。これは同団体が2年に1度取りまとめて公表している全米唯一の「社会的責任投資」に関する市場調査結果である。

「2014 Trend report」によると2014年、アメリカの「SRI」市場は6兆5,700億ドルの規模になったことが報告されている。2010年時点での市場規模は約3兆ドルであったので、この4年の間でおよそ2倍以上の拡大を果たしてきたことがわかる。

アメリカでは「社会的責任投資」を「上場株式の選別投資」「株主行動」「コミュニティ開発のための投融資」の3つのアプローチで捉え、統計上もこれらの合計から、「上場株式の選別投資」「株主行動」の両方を行っている運用のダブルカウント分を回避するために差し引くという把握の仕方をしている。同レポートによると「上場株式の選別投資」4兆8,500億ドル、「株主行動」3,700億ドル、「上場株式の選別投資」「株主行動」の両方を行っている運用のダブルカウント分が1兆3,500億ドルとなっ

ている。

「上場株式の選別投資」運用タイプをより詳しく見てみると、その内容は「投資信託等」と「個別勘定」に分けられる。投資信託のうちの多くは「ネガティブ・スクリーン」と呼ばれる運用手法をとっている。投資対象企業の事業内容を調べ、問題があると感える行動を行う企業には投資しないという方法で、多くの機関投資家にも受け入れられている。上記3つの分類の中でも近年もっとも顕著な成長を見せている。「株主行動」運用の詳細では、内容をESG（環境・社会・ガバナンス）に分け、テーマを集計している。環境分野では気候変動が72件、社会分野では政治献金が137件、ガバナンス体制の分野では役員報酬などに注目が集まっており、年々のそれぞれ個別の件数も増加している。

このようにアメリカでは、「社会的責任投資」市場が継続して拡大しているが、その背景に、「社会的責任投資」が社会運動の手段から、機関投資家や運用機関が自らの説明責任を果たすための重要な手段に変容しつつあること、近年、企業不祥事が相次いでおり一般の投資家も、社会・環境問題ならびにコーポレートガバナンス問題に関心を高めていることがあるとも説明されている。

一方でアメリカにおいては、SRIに対する批判的意見も依然として存在している。ここでの批判のベースとして①SRIが株価に影響を与えたという事例はほとんどない、②SRIは分散化効果を減じるものであり仮に一般的な運用と同様のリターンを上げるとしても、調査に関わるコスト負担がゼロでない限り投資家の利益を犠牲にする性格をもつ、③とりわけ公的年金がSRIの考え方を採用するということへの問題視、④社会的責任投資の関係者は、労働組合や反社会主義者へのネットワークと結びついており、投資家の利益を最大化するという目的意識はない、というものである⁹。

アメリカでは過去にいくつかの州立年金が、地域振興を意図して「コミュニティ開発のための投融資」を拡大させたが多額の損失を被ることになったという事実もあり、SRIに対するネガティブなイメージも根強く残っている。

これはアメリカに限ったことではないが、SRIと一言に表現しても、その中では目的や重きを置くポイントは異なる。「社会の変革」を動機とするような古くからあるSRIには上記のような批判があるが、一方でリスクヘッジの一環としてESGの側面を考慮した銘柄選択や株主行動が優れた収益結果を獲得する合理的な投資行動としても評価されている。様々な投資主体の抱くミッションを巻き込みながら、アメリカのSRI市場は拡大を続けているのである。

（2）ヨーロッパ

ヨーロッパの社会的責任投資に関係する金融機関などの団体である Eucosif（欧州社会的責任投資フォーラム）は2014年に欧州市場に関する最新統計を発表している。

「European SRI Study 2014」と題されたこのレポートでは2013年末の欧州（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ノルウェー、ポーランド、スペイン、スウェーデン、スイス、イギリスの計13か国）のSRIの市場動向をまとめて報告している。どこまでをSRIと呼ぶかに関してコンセンサスがなないとして、2012年の報告書から合計金額を算出することはしていないが、2009年時点で5兆ユーロ以上の市場があったことを公表しており、欧州でも年々規模が増加しているとしている¹⁰。

EurosifにおいてもSRIの概念を複数の異なるアプローチから構成されると捉えており、企業評価のあり方や企業への働きかけなど手法別に詳細な内訳が示された点が特徴となっている。手法分類としては「中核的なSRI」と「広義のSRI」に大別され「中核的なSRI」には「総合的な倫理基準による銘柄排除」「取組みに優れた企業を評価する銘柄選定」の手法が含まれ、一方「広義のSRI」には「国際的規範に用いた銘柄選定」「ネガティブ・スクリーン」「株主の立場を利用した企業への働きかけ」「従来の企業分析にコーポレートガバナンス、環境、社会問題の視点を導入（統合評価）」といった手法が位置付けられている。

今回のEuropean SRI Studyの重要な発見として、Eurosifがレポートの冒頭で3点の事項を伝えている。一点目はSRIのあらゆる手法の統計が2011年比で2倍のスピードで規模を拡大しているということである。分類されたどの手法においても年々の幅が広がっているという。二点目には一定の基準に従って企業を投資対象銘柄から排除する手法がメインストリームの運用機関においても戦略的に取り入れられ、それを用いた運用残高が最も大きくなったということを伝えている。「規範に基づくスクリーニング」は2.35兆ユーロで、2009年から137%伸びており、排除スクリーニングは3.83億ユーロで、119%となっている。後述するが、これは政府が年金基金に倫理ガイドラインを整備することを促したり、運用方針の開示を義務付けたりと政府主導の政策が大口の機関投資家の運用に効果的に機能している背景もある。最後に「統合評価」が2011年から2013年の間で65%増加しており、従来の財務分析に非財務の情報をを用いた分析を組み込んでいく流れがあることを示唆している。

ヨーロッパのSRIの大きな特徴として、官民一体となって取組んでいる状況がある。ノルウェーでは政府年金基金の運用に対し倫理ガイドラインを定めたことや、イギリス、イタリアなどでも年金基金に対して運用方針の開示義務を制度化しており、枠組みとして大型の機関投資家がSRIを用いた運用が行いやすい状況が作られている。事実「広義のSRI」のカテゴリーでみた場合に、全体の94%が機関投資家の資金となっている。市場規模の拡大により一般投資家の中でも非財務情報のニーズというものが高まっており、それを受けて企業も情報開示のあり方も変化しているという。投資家自身の主体性のみならず、政府もイニシアチブをとって進めるヨーロッパ

の SRI の市場は、今後も大きく発展していくことが見込まれている。

(3) 日本

日本の SRI の市場動向については、NPO 法人の社会的責任投資フォーラム (SIF-Japan) が四半期ごとに運用資産残高を集計し、その結果を公表している。同団体の集計結果によると、2014 年 9 月時点で、日本の SRI 投資信託は国内株式型や海外株式型などを合わせて 72 本、運用資産の総額は 2,347 億円だった¹¹。社団法人投資信託協会のデータによれば、2014 年 10 月時点での日本の公募投資信託は、全部で 8,667 本、計約 139 兆 5,095 億円であったので、資金量で見ると日本の公募投資信託全体に占める SRI 投資信託の割合は 0.01%ほどの状況となっている¹²。

日本では機関投資家による SRI 運用は非常に少なく、今日に至るまでの歴史を振り返ると、公募型の SRI 投資信託が中心となっている。1999 年に日興アセットマネジメントが設定した「日興エコファンド」は、環境問題の取り組み状況でスクリーニングを行った国内株式投資信託であり、日本で最初の SRI 型投資信託である。その後損保ジャパンの「ぶなの森」や三菱 UFJ 投資信託の「エコ・パートナーズ」など、立て続けに環境スクリーンを組み込んだ投資信託が売り出された。2000 年には朝日ライフアセットマネジメントが、環境問題だけでなく、雇用や顧客対応、社会貢献なども評価基準に加えた投資信託として「朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド (あすのはね)」を発売し、各社も社会問題へと視野を広げた SRI 投資信託を売り出すようになった¹³。

そのようにして様々な公募型の SRI 投資信託が生まれた結果、日本での SRI ファンドの本数自体は増加の一途をたどった。しかし資産残高ベースでその流れを追うと、2007 年 10 月の 1 兆 2,439 億円をピークに減少傾向にある。

北米、ヨーロッパ市場に比べ、日本ではなぜここまで広がらなかったのだろうか。谷本 (2013) では、その要因は特定のプレイヤーや特定の制度に原因が帰せられるわけではなく、複数の要因が関わっている。つまり関連するすべてのステイクホルダーに課題がある、と述べている¹⁴。例えば政府の取り組みを見てみると、前述の通りヨーロッパ圏では SRI を促進する法律を作ることや、公的年金に SRI 運用を組み込んでいくことで、投資残高が伸びていくケースがみられる。受託者問題が足かせになりうる機関投資家が運用に SRI を適用しやすくなったことで、SRI 市場の拡大に大きく貢献することとなった。そのように政策的な動きが一つの変革の契機となる可能性があるのだ。

また評価機関の課題として、企業の社会的・環境的課題を評価するにあたって、多くの場合アンケート調査を行っており、客観性を重視するあまり実態が見えにくくなっているという問題もある。例えば外部取締役の有無に対して点数をつけたとすると、受け入れてはいるが意思決定の監視役として機能していない場合にも満点がついて

しまう。逆に外部取締役がいなくとも従業員が企業理念を深く理解して行動し、実質ガバナンスが機能しているようなケースは拾えないことになる。運用の現場においてもそのようなアンケート調査に対して、「企業に備わっている真の価値が見えづらい」と言った声もある¹⁵。また今日の ESG の幅広い領域に対して評価点を設け数値化した場合、対応部署が設置できないまたはアンケートに答える余裕のない中小企業などは傾向としてインデックスから排除されやすくなってしまふ。企業の非財務情報を分析する評価機関は制度等の有無を見るだけでなく、取組みとそのプロセスにも注視していくことが求められている。

公募型の SRI 投資信託は増えていないが、新しい日本の兆候として社会貢献や貧困対策、気候変動対策をテーマとした債券市場が近年拡大している。社会的責任投資フォーラムの集計によれば、この種の社会貢献型債券の発行額は 2008 年から 2012 年の間に累計で 6,500 億円を超えた。また省エネや省資源、生態系保護などで環境価値を高めたビルなどは環境不動産と呼ばれ、そういった物件に優先的に投資をしていく新しい取組みなどもある。こういった具体的なテーマファンドがわかりやすく受け止められているという面もあり、社会に貢献したい気概をもった投資家の気持ちをくみ取る形で日本の SRI が発展していく可能性もあると言える。

¹ 谷本(2006) p.47

² 谷本(2006) p.48-49

³ 谷本(2006) p.50

⁴ 谷本(2006) p.112

⁵ 水口(2013) p.76-77

⁶ ICCR (Interface center on corporate responsibility) ホームページ内の「ICCR's Shareholder Resolutions」項目参照 <http://www.iccr.org/>

⁷ 谷本(2006) p.125-133

⁸ US SIF <http://www.ussif.org/>

⁹ 谷本(2007) p.25-26

¹⁰ Eurosif www.eurosif.org/

¹¹ J-SIF www.jsif.jp.net/

¹² 投資信託協会 統計データ/調査「投資信託の全体像(純資産総額・ファンド本数)」
<http://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/>を参照

¹³ 水口(2013) p.49

¹⁴ 谷本(2013) p.70-71

¹⁵ 10月16日に行った朝日ライフアセットマネジメント資産運用部 速水禎氏へのインタビューより

第3章 SRIに関する国内外での枠組み

本章ではSRIに関する国内外の枠組みについて整理していく。グローバル化の急速な発展や金融機能の高度化により、経済活動のスケールも拡大した。それに伴いお金の循環（マネー）のあり方も複雑かつ多様化し、投融資活動の与える影響も一国に収まるものではなくなった。そのような状況の中、SRIに関しても多国籍間で議論していく必要があり、先進国を中心に国際的なフレームワークも制度化されつつある。また一方で日本国内でも投資活動の枠組みの中にSRIの視点を組み込んでいこうとする動きがある。以下ではそのような金融機関を取り巻くSRIの枠組みについての動きを国外・国内に分けて整理し、取り上げていく。

第1節 国外の動き

(1) エクエーター原則

エクエーター原則（赤道原則）とは、民間銀行がダムや発電所、天然資源開発などのプロジェクト融資を行うときの方針を定めたイニシアチブで、プロジェクトファイナンス案件において銀行が融資先のプロジェクト会社による環境社会配慮を確認するためのフレームワークである。2003年6月にスタートしている。世界銀行と国際金融公社を中心として作り上げられた原則で、主に石油・ガスなどの資源開発などの大型プロジェクトが自然環境や地域社会に与える影響を国際的な環境基準に基づいて評価することを条件にするなど、環境保全・社会性の維持を目的にファイナンスの面から制約をかけていくものである。

エクエーター原則が発足した背景は、国際環境NGOからの要求であった。世界銀行、多国間開発金融機関、およびOECD加盟国の輸出信用機関等は1990年代後半までに環境ガイドラインを導入し、プロジェクトの環境社会リスク管理に取り組んでいたが、民間銀行の取り組みは十分とは言えなかった。この点に問題意識を感じ、レイン・フォレスト・アクション・ネットワーク等の国際環境NGOが、民間金融機関に対するキャンペーンを展開していた。こうした動きに対応する形で、シティバンク、ABN アムロ銀行、パークレイズ銀行、ウェストエルビー銀行の4行が自主的に環境リスク管理のためのフレームワーク作りに取り組み始め、世界銀行グループの中で民間プロジェクトを担当する国際金融公社（IFC：International Finance Corporation）と連携してエクエーター原則を策定し、発表に至った¹。

原則の主な点をいくつか挙げると、金融機関は国際金融公社（IFC）の環境・社会審査基準のガイドラインに従って、プロジェクトのリスクを分類する、借り手企業・第三者の専門家は、環境アセスメントの実行と環境アセスメントレポートの策定、それに基づいた環境管理計画を実行する、といったものがある。世界的に広がる環境問題に対するファイナンスの面からの取り組みを規格化したものとして現在でも影響

力を持っている。途上国への融資は、日本の金融機関も数多く参加しているため、大手金融機関（3メガバンク）はこれを採択している。06年には、原則の幅を広げる形で改正されたものを日本の各金融機関が再採択しているものである。2013年にはさらに改定が進み、プロジェクト紐付きコーポレートローン等へと対象を拡大し、環境・社会に対する配慮を一層強化することになった。

（2）責任投資原則（PRI）

責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）とは2006年4月27日に国連のアナン事務総長（当時）が提唱した、投資活動の中に社会的責任を要請するイニシアチブである。アナン事務総長が提唱したイニシアチブとしては、以前にも「グローバル・コンパクト」があり、各国の企業のリーダーに国連機関、労働者、市民社会とともに人権、労働、環境、腐敗防止の分野における10原則を支持するよう求めた呼びかけのものであった。強制力はないが90か国以上2500を超える組織が賛同するなど、企業の社会的責任に関する基本原則として位置付けられていた。

そして新しくスタートした責任投資原則はグローバル・コンパクトの金融版と位置付けることができる。その策定にあたっては国連グローバル・コンパクトと国連環境計画金融イニシアチブ（UNEP FI）の二つが共同事務局を担った。

具体的内容は前文に続き以下の表3-1に示す6つの原則が掲げられている。

表3-1 責任投資原則（概要）

- | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none">1. 私たちはESG問題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込む。2. 私たちは行動する株主となり、株主としての方針と実践にESG問題を組み込む。3. 私たちは投資先企業がESG問題に関して適切な情報開示をするよう求める。4. 私たちは投資業界がこの原則を受け入れ、実践するように促す。5. 私たちはこの原則の実施における効果が高まるよう相互に協力する。6. 私たちはこの原則の実施に関する活動状況と進展について報告する。 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

出所：PRIのホームページより²

原則1では、環境や社会の問題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込むことを述べている。ネガティブ・スクリーンやポジティブ・スクリーンはその方法の1つであると言える。原則2では環境や社会に配慮して積極的に行動する株主になっている。社会的株主提案や日常のエンゲージメントがその中心となってくる。原則3は、企業の情報開示の促進であり、今までのSRIが行ってきたことと一致する部分があり、改めて明文化される形となった³。

この責任投資原則には大きな2つの意義がある。その第1は受託者責任問題を整理

するという意義である。これまで章で述べてきたように金融界にはかつてから長らく投資分析と意思決定のプロセスに社会・環境問題を組み込むことの是非が議論されてきた。伝統的な関係者の中には、年金資産運用は年金給付を支払うという財務的目的だけを達成するためだけに行われるべきであり、社会・環境問題を考えることはすなわちパフォーマンスの犠牲を意味し、資金委託者の利益を最優先する「忠実義務」に違反するという立場も少なくなかった。しかし責任投資原則で明文化されたこと、それに加えて年金基金などのメインストリームの機関投資家に署名を求めるなど、様々な立場の投資家はその投資分析と意思決定のプロセスに社会・環境問題を組み込むことの妥当性を擁護に寄与しうる可能性を持っている

第2には特定のプレイヤーのみならず、投資業界全体に普及させていく機能を持っていることである。原則4において「私たちは投資業界がこの原則を受け入れ、実践するように促す。」とされており、具体例として「受託運用機関の募集要項に本原則に関連する要求条件を含める」という一文が盛り込まれており、機関投資家、受託運用機関という委託者、受託者の関係にESGへの取り組みを条件とするある種のCSR調達のような関係が導入されたという意義を持っている。

第4章にて後述していくが、この責任投資原則が公表されたことにより従来から議論されてきたSRIと「受託者責任」の問題について、社会や環境への配慮を投資業務の中に組み込んでいくこと自体は「忠実義務」に反するものではない、との解釈がなされやすくなり、メインストリームの運用機関もESG投資を行いやすくなっている。規則として年金基金などにも署名を求めていることから、SRIがメインストリームに組み込まれることを促進する機能を果たしており、各種運用機関はその投資対象銘柄を選定する際に新たな選択肢を持てることにもつながっている。

第2節 国内の動き

(1) 連合ガイドライン

これまでは欧米などが中心となる先進国やその他の国々が議論し合い形成された国際的な枠組みについて整理してきた。一方で日本国内においても広く人々の意識変革を促そうという動きも出てきている。

2010年12月に日本労働組合総連合会（連合）から「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」が公表された。このガイドラインは、企業年金や共済年金など、労働者が拠出した、ないし労働者のために拠出された資金を「ワーカーズキャピタル」として捉え、その所有者としての責任と権限を認識して「責任投資に取り組む道筋」を示したものである。前文では「年金基金が投資ファンドを通じて企業買収の原資となり、被買収企業の従業員の労働条件の一方的な切り下げや解雇に導くこともある」と、問題意識を述べている。労働者のための基金がかえって雇用や労働条件を不安定

にさせたり、地球環境を悪化させたりする可能性に警鐘を鳴らしている。

ガイドライン本文では「公正かつ持続可能な社会形成に貢献する」との目的を示したうえで6つの基本理念（表3-2）と、それに伴った7つの行動指針（表3-3）を示している。

表3-2 ワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインの基本理念

- | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none">1. 投資判断に ESG といった非財務的要素を考慮する。2. 労働者（労働組合）の権利保護を考慮させる。3. 過度に短期的な利益追求を助長させる行動を排除し、中長期的かつ安定した収益の確保に努める。4. 運用方針、または責任投資の手法を明示し、透明性の高い運用に努める。5. 投資先企業に反倫理的、または反社会的な行動などがみられた場合、経営陣との対話や株主義決権など適正な株主行動をとる。6. 運用受託機関に対しても責任投資を求め、責任投資を資産運用における主流に（メインストリーム化）していく |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

出所：日本労働組合総連合会「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」より

表3-3 ワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインの行動指針

- | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ol style="list-style-type: none">1. ワーカーズキャピタルの所有者として有する責任と権限を認識し、ワーカーズキャピタルの運用方針の決定に参画する。2. ワーカーズキャピタルの一方の拠出者である事業主との対話を行い、責任投資の手法を決定する。3. ワーカーズキャピタルの運用方針、または責任投資の手法について明示し、運用受託機関の選定に参画する。4. ワーカーズキャピタルが過度に短期的な利益追求を助長することにならないよう、適宜運用の監視を行う。5. ワーカーズキャピタルの最も代表的な年金基金の運用に際しては、年金給付の財源を不当に毀損させないため、中長期的かつ安定した収益の確保を基本とした運用に徹することを運用責任者等に求める。6. ワーカーズキャピタルの株式等の投資に伴い、投資先企業の実質的な株主、あるいは資産所有者として、投資先企業に反倫理的、または反社会的な行動などがみられた場合、投資先企業の経営陣との対話や株主義決権行使など適正な株主行動あるいは資産所有者としての行動をとる。または運用受託機関等に、適正な株主行動あるいは資産所有者としての行動を求める。7. ワーカーズキャピタルの運用方針、責任投資の手法、またはガイドラインを公表 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

するなどを通して、労働者（労働組合）間の連帯を図る。

出所：日本労働組合総連合会「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」より

連合は投資・運用に生じる外部性に注視している。年金基金など労働者からの拠出金であるワーカーズキャピタルの運用を通じて、直接・間接に企業や社会に実質的な影響を与え得ること立場にあり、労働者（労働組合）はワーカーズキャピタルの所有者でありながら、社会や環境に悪影響を及ぼす企業行動に加担する可能性もあるということである。そういったことからそのような投資を排除し、公正な市場を確立する社会的責任を果たす必要があるという認識が広まっている。

このガイドラインは強制力を持つものではないが、連合として責任投資に取り組む姿勢を表したものである。このガイドラインが存在すること自体の影響力は未知数ではあるが、世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会や、連合傘下の労働組合が自社の年金運用に対して本ガイドラインを参考に非財務情報を考慮するよう促すことができれば、日本のSRI市場に大きなインパクトを与える可能性がある。

（2）21世紀金融行動原則

続いて2011年の11月には民間金融機関を中心に「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）」が採択された。これは中央環境審議会の下に設置された「環境と金融に関する専門委員会」の2010年の報告書の提言をきっかけに、民間金融機関の実務担当者が起草委員会を組織して、1年間の議論の末に策定されたものである。本文は6つの基本原則（表3-4）と、運用・証券・投資銀行業務、保険業務、預金・貸出・リース業務の三つの分野別ガイドラインからなる。

表3-4 持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則

1. 自らが果たすべき責任と役割を認識し、予防的アプローチの視点も踏まえ、それぞれの事業を通じ持続可能な社会の形成に向けたし最善の取り組みを推進する。
2. 環境事業に代表される「持続可能な社会の形成に寄与する産業」の発展と競争力の向上に資する金融商品・サービスの開発・提供を通じ、持続可能なグローバル社会の形成に貢献する。
3. 地域の振興と持続可能性の向上の視点に立ち、中小企業などの環境配慮や市民の環境意識の向上、災害への備えやコミュニティ活動をサポートする。
4. 持続可能な社会の形成には、多様なステイクホルダーが連携することが重要と認識し、かかる取組みに自ら参画するだけでなく主体的な役割を担えるよう努める。
5. 環境関連法規の遵守にとどまらず、省資源・省エネルギー等の環境負荷の軽減に

積極的に取組み、サプライヤーに働きかけるように努める。

6. 社会の持続可能性を高める活動が経営的な課題であるとともに、取組みの情報開示に努める。

7. 上記の取組みを日常業務において積極的に実施するために、環境や社会の問題に対する自社の役職員の意識向上を図る。

出所：持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）

国際的には国連を中心にこのような包括的な原則を策定した事例はいくつかあるが、単にそのような出来上がった原則に署名するだけでなく、国内の金融機関が自ら原則を策定したことは、環境問題と金融の関係を自ら考え議論する機会になったという点で重要である。2014年10月時点現在で192の金融機関が署名している。原則が策定された後も、変化する社会環境に対応していくため全体総会に加え、年数回で上記3セクション（運用・証券・投資銀行業務、保険業務、預金・貸出・リース）のワーキンググループで会議する場を設け、討議を行っている。また「持続可能な社会の形成に寄与する金融機関の取組の輪を広げていく」ため毎年の署名機関の取組事例の中から、署名機関の相互の投票により、グッドプラクティス（優良事例）を選定し、公表することで社会的責任のある金融行動の普及を図っている。

21世紀金融行動原則策定の中心を担ったのは環境省であるが、環境省はこれまでも日本企業に対して規制や要請を行ってきた。特に日本は四大公害問題など従来から企業が与える環境問題への感度は高いものがあったため、国民意識の高まりとともに適宜企業に働きかけをしてきた。その視点が投資に向いたのは近年のことである。あらゆる経済活動はお金を媒介として起こるものであり、そのお金の流れ（マネー）に着目して環境への配慮を組み込んでいくという「環境金融」というコンセプトが日本にも広がるようになり、その流れをうけ本原則によって明文化したのである。

その他政策的動きとして日本政策投資銀行による環境に配慮した経営分析によって利率を優遇するという「環境格付融資」や、その他一般金融機関によって行われている環境配慮型融資への利子補給、「地域低炭素投資促進ファンド」（基金）の設立とそれらプロジェクトへの出資などを行っている。日本の環境金融の草の根的活動は小規模でかつ民間金融機関では前例が無いゆえにリスクも取りづらい傾向がある。そのため本原則のように金融機関の社会的配慮を手引きしていくことや、政府セクター自らが積極的にこれら環境問題解決のプロジェクトに参画していくことで、環境への配慮に適切な誘因を与え、企業や個人の行動を環境配慮型に変えていくメカニズムを促すことが重要である。そのようなメカニズムを作っていくことができれば、国内の金融機関や運用機関においてもその投融資活動において環境や社会への配慮を組み込んだ活動を行いやすい環境となり、持続可能な社会形成に寄与するだろう⁴。

(3) 日本版スチュワードシップ・コード

日本版スチュワードシップ・コードとは、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長と『顧客・受益者』（最終受益者を含む）の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを促した諸原則のことである。2013年6月、安部首相の経済政策アベノミクスの「第三の矢」である「日本再興戦略」において、企業の持続的な成長を促す観点から、機関投資家の果たすべき行動原則（日本版スチュワードシップ・コード）を取りまとめることが閣議決定され、2013年8月、金融庁において「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が設置され、計6回の議論を経て、2014年2月、『責任ある機関投資家』の諸原則である日本版スチュワードシップ・コードの策定に至ったのである。

スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、対話を通じて、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味している。そのように機関投資家にスチュワードシップ責任を適切に果たすよう定めた日本版スチュワードシップ・コードの諸原則は、以下(表3-5)のようになっている。

表3-5 日本版スチュワードシップ・コードの基本原則

<p>投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、</p> <ol style="list-style-type: none">1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備える

出所：金融庁 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会より

本コードは、法令とは異なり法的拘束力を有しておらず金融庁の説明の中でもその立ち位置は明確になっている。また「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用しており、従うか否かは個々の裁量に任されている一方「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法が採用されており、原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明する必要があるということになっている。⁵

本原則の大きな意義として、企業の持続的成長につながる機関投資家のスチュワードシップ活動を促す目的を果たすプロセスの中で、その具体的な手法として「目的をもった対話」（エンゲージメント）に焦点を当てた、ということがある。前文の「本コードの目的」では「スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。スチュワードシップ活動は、機関投資家が、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである」と述べられており、株主総会などの一度きりの関与ではなく、日常的に持続的に関与していくエンゲージメントの重要性を説いている。また上記の中でも原則4に関する指針において「機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話6を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。」と記載されており、ROEやROAなどの株主価値の向上の観点からの外圧をかけることに終始するのではなく、持続的な発展につながるような対話をするを促している。

原則3の文面において投資先企業の持続可能な発展につながるよう当該企業の状況を的確に把握すべき、と書かれているが、指針の中ではさらに具体的に「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）の対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定される」と明記されている。領域の説明として非財務情報が引き合いに出され、つまり企業の経営活動においてESG情報が重要であることを強調しており、機関投資家は従来の財務情報偏重の観点からの意見をしていくのではなくESGなど非財務の観点含めた総合的な視野を持ってエンゲージメントを働きかけていくことも

求められるようになってきている。

一方で日本版スチュワードシップ・コードが策定されたことにより、企業側にとっても機関投資家と中長期的観点における企業価値向上に向けた議論の場が整備され始めたというポイントもある。企業は本来、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待されている。今後はそのような好循環につなげていくためにも、日常的なインベスター・リレーションシップ（IR）が重要になり、また ESG の非財務情報の重要性を認識するとともに株主に対して透明度の高いアカウンタビリティを果たしていくことが求められている。

日本版スチュワードシップ・コードは、これまでの日本の慣行では、規制当局が国内外の機関投資家に対して何ら行動指針を与えてこなかったという状況からの脱却を意味するものでもある。策定当初から主だった多くの機関投資家が署名したが、平成 26 年 12 月 9 日に公表された第 3 回の機関投資家リストによれば、現在 175 の金融機関が同コードに署名しており、ゆるやかに拡大を続けている。今後は単に署名したことに留まるのではなく、より一層日頃の投資活動の中にコードの原則を組み込んでいくことができるかが、持続可能な社会の形成に向けて重要になってきている。

¹ 水口(2011) p.159

² PRI <http://www.unpri.org/>

³ 水口(2013)p.62-63

⁴ 水口(2013)p.56-58

⁵ 金融庁 「責任ある機関投資家」の諸原則の確定について <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html#02> を参考

第4章 運用機関における SRI 投資の戦略的位置づけ

第1節 SRI 投資の多様性

ここまではマクロな視点で、グローバルに SRI がどのように議論され発展してきたのかということに触れてきた。ここからは本論文の主題でもある『運用機関』を主体にフォーカスし、その運用と SRI との間にはどのような問題があるのか、そして非財務的な ESG 要因をどのように位置付け銘柄選定を行い投資・運用を行っているのかということ考察していきたい。

一般に SRI 投資とは、ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した運用のことである。ただ一言に ESG を考慮した運用といっても、銘柄選定などの運用プロセス上 ESG のみを考慮するものか、運用プロセス上、ESG 要因も他の要因に絡めて考慮するかによって、SRI 運用機関のポジショニングは変わってくる。SRI を通して社会をよくしたいと考える宗教団体や慈善団体、あるいは一部の政府機関が投資家として求める SRI は前者のようなヘビーなスクリーニングを行う運用なのかもしれない。しかし運用機関に運用を委託する投資家は、このような投資家ばかりではない。むしろ投資家は委託先に対して相応のパフォーマンスを求めており、一般に運用機関も投資家に対してパフォーマンスを出す責任を負っている。すなわち、運用ファンドが目標とする市場の平均リターンであるベンチマークを上回るパフォーマンスをあげることが求められている。例えば三菱 UFJ 信託銀行が年金顧客向けに提供している SRI ファンドのベンチマークは、東証株価指数（TOPIX）である。また個人向けの投資信託についても損保ジャパンアセットマネジメントの「ぶなの森」や大和証券投資信託委託の「ダイワ SRI ファンド」なども TOPIX を上回る運用を目標としている。このことは SRI ファンドといえども、ESG 要因のみを考慮するのではなく、ESG 要因以外のベンチマークに対する超過収益の源泉の追求やリスクコントロールといった面を考慮した運用をしていかなければならないことを示している¹。

企業業績に着目した運用ファンドのように、SRI ファンドと名乗らない一般の運用ファンドの中にも、ファンドの運用プロセスにおいて、結果として ESG 要因を航路しているケースもある。例えばデンソーがレクサス向けに環境に優しい設備システムの供給を行うという事業活動は、SRI と名乗らない一般のファンドの運用プロセスにおいても、企業業績への影響度という観点から考慮される要因である。一般のファンドではあえて ESG 要因と意識して評価したものではないが、SRI ファンド側から見れば、ESG 要因と整理できるものも存在している。また株主権の行使（ファンドで保有している銘柄に対して株主としての何らかの権利を行使する）についても、日本ではコーポレートガバナンスの観点から議決権行使ガイドラインが作成され、それに基づいて行使されているため、どこまでを SRI の領域に含むかは解釈に依拠する現状があ

る。それはすなわち単純に統計や資産残高などのデータでは含まれていない SRI も多く存在するということである。

このように、社会・環境面にも注目して企業価値分析を行うという SRI の考え方は特定の信仰や価値観に基づいて投資を行うという特別な運用主体のみならず、利益の最大化を目指して投資活動を行ういわゆるメインストリームの運用機関においても徐々に取り入れられるようになってきている。それぞれ社会変革から合理的戦略としてなど目的や意図は様々だが、幅広いタイプの運用機関が様々な形で SRI 投資を行うようになってきているのである。

第2節 責任投資原則 (PRI) の影響

様々なタイプの運用機関で SRI が広がってきているが、年金基金をはじめとする機関投資家やメインストリームの運用機関の SRI 投資のあり方にインパクトを与えたのは 2006 年の責任投資原則の公表であった。第 4 章でも説明した責任投資原則であるが、その策定のプロセスにおいては運用の専門家も検討会に加わっている。その最終局面において、機関投資家と運用機関の要求によって、前文に「受託者責任に反しない範囲で」の文言が加えられた。これによって、責任投資原則が求める ESG に対する考慮について、一部の SRI 専門の運用機関や活動家の立場のみからだけでなく、メインストリームの運用機関の立場からも検討することが可能になったのである。年金基金は年金受給者との契約関係があり、年金受給者に対して受託者責任を負っている。また運用機関は顧客（年金基金）との契約関係に基づき、顧客に対して「受託者責任」を負っている。上記の文言が加えられたことで、ESG への考慮は、年金基金や運用機関が年金受給者や顧客に対して直接的に負っている受託者責任の範囲内でもよいということになった。これにより、年金基金をはじめとする機関投資家や、メインストリームの運用機関が、責任投資原則に署名できる環境が整ったのである。責任投資原則が契約当事者間において ESG への考慮について合意が必要であるということ的前提としており、一般に契約の相手方に対して合理性を説明しえない ESG への考慮についてまで求めるのではないということが明確になったのである²。

運用機関の SRI の取り組みとして主に 2 つの視点がある。1 つは、運用機関自身の企業としての社会的責任活動の一環としての SRI の取り組みである。もう 1 つは、顧客ニーズを踏まえた商品提供としての SRI の取り組みである。しかし前者の場合においても、自らの判断だけで SRI 投資を行うことはできない。メインストリームの運用機関の顧客は多種多様であり、ESG を考慮した運用についても顧客との合意の範囲内でのみ対応できるのであり、顧客に対してそのような考え方を押し付けることもできないからである。運用機関は自らの資金を運用しているのではなく、顧客の資金を顧客のリスクで運用している。責任投資原則の署名により、メインストリームの運用機

関が運用プロセスに SRI を組み込み、SRI 運用商品をラインナップするためには、顧客であり資金提供者である投資家の支持・理解というものが不可欠になっているのである。

第3節 受託者責任に関する議論

機関投資家やメインストリームの運用機関などにおける SRI を考える際によく議論になるのが、前節でも出てきた「受託者責任」の問題である。もっぱら資金委託者のために運用していかなければならない中で環境や社会の要素を加味することは受託者責任に反するのではないか、ということである。この議論は、先に出た責任投資原則(PRI)の公表等で解決済みともいえるが、重要な論点であることには違いないので、ここで改めて検討しておく。

そもそも受託者責任とは何だろうか。ごく一般的に言えば、受託者はその受託した事柄に関して委託者の利益のために行動しなければならない、という責任のことである。世の中の多くの仕事は委託と受託の関係で成り立っている。委託者は仕事を相手に任せるのだから、当然、受託者がその仕事に精通することになる。だからといって、仕事を任された側が、委託者を犠牲にして自分の利益を追求するようになったら、誰も安心するようになったら、誰も安心して他人に仕事を任せられなくなってしまう。それでは社会が成り立たないで、受託者は委託者の利益を第一に行動すべし、ということルール化しておくことが必要なのである。

日本ではどうなっているだろうか。日本は英米とは法体系が異なるが、受託者責任に関してはエリサ法（従業員退職所得保障法：Employee Retirement Income Security Act：ERISA）などを参考に法整備がなされてきたと言える。規約型の確定給付企業年金を例に出すと、確定給付企業年金法は資産運用を担当する信託銀行や投資顧問会社に関して第七一錠で「資産管理運用機関は、法令及び資産管理運用契約を遵守し、加入者等のために忠実にその業務を遂行しなければならない」として忠実義務を定めている。さらに 2002 年には厚生労働省が年金局長名で「確定給付年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」を示し、その中で「法令上の義務」として、民法第六百四四条を類推適用し、「事業主は、加入者に対し、善良なる管理者の注意をもって職務を遂行する義務を負う」ことを明示した。この「善良なる管理者の注意義務（善意注意義務）」とは、一般人より高い程度の注意義務を定めたもので、エリサ法の慎重人原則に相当するといわれる。このように日本では運用にあたって「忠実義務」と「善意注意義務」が課されており、これがエリサ法における受託者責任に相当するものだと考えられている³。

問題はこれら受託者責任と SRI がどのように関係するのかということである。以下では受託者責任と SRI の関係について述べている 2 つの意見書について説明していく。

(1) 国連法律事務所の見解

UNEP 金融イニシアチブは 2005 年と 2009 年に受託者責任に関する法律意見書を公表し、2 回にわたって SRI は受託者責任の問題はないとの報告をしている。

2005 年の報告書ではロンドンを本拠とする国際法律事務所のフレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンジャーに執筆を依頼したもので、「機関投資家による環境、社会、ガバナンス問題の統合に関する法的フレームワーク」と題して、各国の受託者責任規定と ESG 要因との関係を整理している。

報告書ではまず、英米法の国のそれぞれ受託者責任がどのように規定されているかについて述べ、これを「利益の最大化を追求すること」だと考えるのは誤解であることを指摘している。先に述べた通り、受託者責任の中核にあるのは忠実義務と慎重人原則または善管注意義務であるが、その具体的な行動は、目標とする利回りを実現するための基本ポートフォリオを設定し、そこから外れないように資産配分をすることであって、必ずしも利益の最大化を追求することではない。例えば GPIF の資産配分は債券の比率が高く、株式が少ないが、これは名目で 3.2% という目標利回りを前提に考えているからである。株式比率を高めれば、全体の利回りを高められるかもしれないが、リスクも高くなる。制度からの要請が 3.2% である時に、運用側が勝手に「もっとリスクをとって高い利回りを追求しよう」と考えて株式比率を高めることが許されるかと言えば、許されないだろう。この場合、単に高い利回りを目指すのではなく、できる限りリスクを抑えながら目標利回りを達成することが、忠実義務に沿った態度なのである。

このように「もっぱら委託者のために行動すること」と利益最大化との違いを指摘したうえで、報告書は、ESG 要因の考慮は二つの側面で受託者責任に関わると述べている。一つは価値、もう一つは価値観に関わる側面である。第一に、ESG 要因と財務パフォーマンスが結びつくとの認識がますます強まっている以上、適切な投資プロセスの一環として ESG 要因の考慮を投資分析に組み込むことは、受託者責任の観点からも明らかに許されることであり、むしろ求められることである。これが投資の価値の面からの解釈である。第二に、報告書は、受益者の利益のために行動するという受託者責任には、財務的な利益を超えるものがありうるとして、社会への関心や倫理観など、受益者の価値観を尊重することも含まれるとしている。そして、受託者の間に特定の価値観に関するコンセンサスがあることを実証することは難しいが、国際的に広く認められた規範の遵守など、価値観を優先した投資判断をすることが許される場合があると述べている。さらに複数の投資選択の間に、財務的な観点からは差がないということもある。そのような場合に、ESG の観点から投資判断しても受託者責任に反しないというのが、報告書の立場である。つまり、全体的な投資判断や財務的なパ

パフォーマンスを阻害しないなら、ESG 要因を加味した投資行動に問題はないということである⁴。

(2) 森戸教授の見解

「日本における受託者責任」の記述について、この領域の専門家である成蹊大学の森戸氏は、日本における SRI と受託者責任も問題を整理する前提として、米国法における SRI と受託者責任の関係について、アメリカ労働省の解釈基準、裁判例などを踏まえ、以下のように総括した⁵。

①SRI 運用が目指す社会的な目的が「付随的な」ものにとどまる限り、忠実義務違反は成立しない。

②何らかの社会的な目的を達成するために SRI 運用が選択されたとしても、それが同程度のリスクを有する他の運用方法と「経済的に競合しうる」ものである限り、注意義務違反は成立しない。

アメリカにおいては何らかの社会的な目的を達成するために、特定の企業に対する投資を意図的に排除することは、エリサ法の「もっぱら加入者および受益者の利益のために」という忠実義務の基準に抵触する可能性が高いが、何らかの社会的な目的を達成することが、本来の運用目的である「もっぱら加入者および受益者の利益のために」運用を行うことに反しない限りにおいては忠実義務違反にはあたらない。また、何らかの社会的責任を達成するために SRI 運用が選択されたとしても、それが特定のベンチマークに対する運用において、パフォーマンス結果がそのベンチマークから乖離する可能性の度合いが、他の運用スタイルにおけるリスクの度合いと同程度にコントロールされている限り、注意義務違反にはあたらないということである。

森戸氏によると、日本のメインストリームの運用機関において受託者責任を構成する忠実義務と注意義務を踏まえるならば、日本での SRI は、ESG 要因の考慮の仕方において、経済的裏付けを必要とすることになるという⁶。すなわち、企業の ESG の取り組みを評価する際に、直接的にファンドのパフォーマンスに寄与するか、あるいは企業業績に寄与することになる ESG 要因についての評価を求めるものとなる。そのような基準を満たしていれば SRI は受託者責任の範疇を逸脱するものではないし、問題もないということである。

第4節 投資判断材料としての ESG 情報の可能性

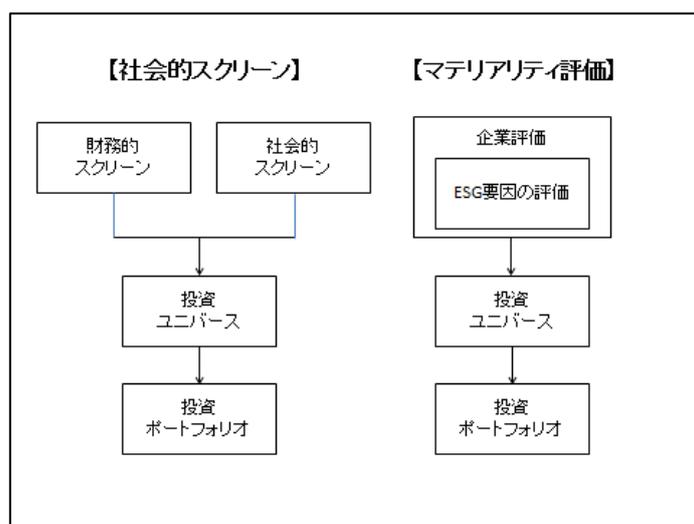
メインストリームの投資家が企業価値の評価の中に ESG 要因を取り込み始めたことにより、運用機関においてこれまでの SRI 評価方法とは異なる新たな分析アプローチが広がっている。これは企業の社会・環境活動を網羅的に評価するアプローチではなく、企業財務に大きく影響する ESG 要因を特定し、その要因が財務にもたらすパ

パフォーマンスの関係を明らかにしていくというマテリアリティ評価（表 4-1）というものである。

従来の SRI では業界問わず共通で環境からガバナンスに至るまで広い領域にわたる項目を設け、その項目ごとに点数をつけその総点に基づいてスクリーニングを行うスタイルが主流であった。そのように数値化することで客観性を持たせ、財務情報とは切り離された別個の情報として投資判断の際に考慮されていたのである。しかし今日のメインストリームの運用機関などでは、企業の ESG 情報の中でも財務パフォーマンスに影響を与えるものを特定し、それらの ESG 情報を伝統的な財務的観点からの投資分析と意思決定のプロセスに組み込まれるようになってきたのである。例えば、食品会社ならば、水問題のリスクをどう捉え、将来の調達先の確保をどのように経営戦略に組み込んでいるか、また鉱山会社ならば、生物多様性のリスクをどのように評価し、どのような管理体制を敷いているか。それらリスク評価や経営戦略の内容は適切か。このように ESG に関わる問題も経営戦略の内容は適切か。このように ESG に関わる問題も財務的な情報と同等の投資判断材料として扱い、経営戦略の評価やリスクの分析の中に組み込んで個々のアナリストが判断する、質問票や点数化に依拠しない定性的な企業評価分析アプローチも広がるようになってきている。

このアプローチにより、定型的なスクリーニングではできなかったような柔軟な評価下せるようになった一方で、分析におけるアナリスト個人の資質の依存度が高まる、評価分析プロセスが可視化されず見えにくくなることなどのデメリットなども懸念されている。アプローチ自体が定性的かつ主観的になってきているので、運用機関それぞれが資金委託者に対し説明責任（アカウンタビリティ）をきちんと果たしていくことがより重要なことになっている。

表 4-1 ESG 要因のマテリアリティ評価



出所：筆者作成

いずれにせよ、一定のパフォーマンスへの責任のあるメインストリームの運用機関において、新たな企業分析アプローチの選択肢として SRI が戦略的に位置付けられるようになってきたのである。前節にて「受託者責任を構成する忠実義務と注意義務を踏まえるならば、日本での SRI は、ESG 要因の考慮の仕方において、経済的裏付けを必要とすることになる」ということに触れたが、これは受託者責任に耐える SRI ファンドはどのような ESG 要因を評価すべきかという問題提起でもある。伝統的な SRI ファンドにおいては、企業の ESG への取り組みが将来的に企業業績や株価に影響を及ぼす可能性の有無にかかわらず、社会的責任度の高い企業が積極的に評価されることが多かった。この場合に重要な点は、社会的責任度の高い企業がそうでない企業に比べて長期的に企業業績や株価のパフォーマンスが高いということについての説明力であろう。今後メインストリームの運用機関などが行う SRI ファンドは、単に ESG への取り組み度合いの大きさを評価するのではなく、企業の ESG 活動のなかでも特に企業業績に将来的に影響を及ぼす活動を取り上げ、それらを戦略的に評価する方向に進むものと考えられる。財務面に対して影響を及ぼす可能性の高い ESG 要因をいかに抽出していくか、ということも今後の SRI ファンドに求められることの 1 つになっていくだろう。

第 5 節 SRI 投資・運用プロセスにおける 4 つの視点

ここまでは、運用機関の投資・運用における SRI の取り組みに関してどのような議論がおこっていたか、またどのように運用機関が SRI について受けとめてきたのかについて述べてきた。本節ではこれまでの議論や SRI の定義などを受けて、実際に運用機関が SRI 投資・運用を行うプロセスにおいて重要となる視点を設定し、説明する。

まず谷本（2006）では SRI を①ソーシャル・スクリーン、②株主行動、③ソーシャル・インベストメント／ファイナンスの 3 つのスタイルからなると定義していた⁷。ただし今回は債券や上場企業の株式への投資を主とする運用機関の SRI 投資・運用について論じていくため、今回関係するのは①ソーシャル・スクリーン②株主行動と位置付けることとする。続いて水口（2013）においては責任ある投資行動として、①スクリーニング、②統合評価（integration）、③株主行動、そして④適切な情報開示を重要なポイントとして挙げていた⁸。谷本（2006）の定義とは①スクリーニングと③株主行動は一致していた。説明の中では一般的なスクリーニングから派生し、企業の ESG 要因の中でも財務パフォーマンスに影響度のある情報（マテリアリティ）を特定し、投資分析に組み込んでいく②統合評価の重要性を述べていた。また④適切な情報開示についても、機関の外にいる人間からはそのプロセスの見えづらいマテリアリティ評価や株主行動（エンゲージメント）の実践の鍵を握るのは、資金委託者に対するアカウンタビリティ責任を果たすことであると述べる形で、この②と④を位置付けて

いた。

以上谷本（2006）と水口（2013）の双方の定義から考慮し、運用機関が企業の ESG 情報を評価して投資・運用していく過程における重要なプロセスとして、

- ①社会・環境スクリーニング
- ②マテリアリティ評価
- ③株主行動（エンゲージメント：発展的関与）
- ④適切な情報開示（委託者との合意形成）

これら 4 つの視点を抽出する。以下ではそれぞれの視点についての説明を述べていく。

（1）社会・環境スクリーニング

ESG 投資のプロセスとして、第一の視点として社会・環境スクリーニングがある。SRI の第一ステージ、教会や宗教団体などの倫理的基準に排除銘柄を選定したことに起源を持つ SRI において、従来からスクリーニングという手法は中心となっている。論文中で幾度も取り上げたが、社会・環境スクリーニングにおいては特定の企業や事業内容を排除するネガティブ・スクリーンや環境や社会対策で積極的な取り組みをしている企業を投資対象として評価するポジティブ・スクリーンなどがあり、各運用主体のビジョンに合わせ投資ユニバースの策定を行っている。

一方、谷本(2003)で述べられているように、社会・環境スクリーニングを用いた投資プロセスの場合においては、こうした社会的・環境的スクリーンを経た評価だけで、投資銘柄が決定されるのではない。「投資」である以上、財務的な健全性や成長性、株価の評価も考慮されるため、SRI スクリーン運用においては社会・環境スクリーンと財務+株主評価スクリーンの 2 つの評価を通じて銘柄が選定される必要がある。(財務+社会・環境スクリーニング→投資ユニバースの作成→PF のバランスからの判断等を通じ投資対象銘柄が決定される。)⁹

一方で水口(2013)においては社会・環境スクリーニングの限界について言及し以下の点を挙げている¹⁰。

①すべての企業にアンケート・質問票を送ることの限界

スクリーニングの材料となる質問票を、運用会社それぞれが株式を公開している企業全てに送ることは現実的には難しい。また質問票を受け取ったすべて企業が回答するわけでもなく、無回答は取組みの遅れと判断することもできるが、中にはスタッフに余力のない規模の小さい企業などもあり、すべての企業をカバーしていくことが難しい点がある。

②項目の点数化による評価の限界

共通の基準で総合評価することになるので、個々の企業の特性や個別の状況を評価に反映させていくことが難しい。運用機関や調査機関においては業種に応じて評価項目やウェイトを変えるとといった工夫をしているが、一定の標準化されたフォーマットで、企業の多様な特性をきめ細かく評価するには限界がある。

こうした限界をふまえつつ、投資先企業に合わせスクリーニングという手法を用いていくことが運用機関の SRI 投資・運用においては重要になっている。

(2) マテリアリティ評価

マテリアリティ評価とは、企業財務に大きく影響する ESG 要因を特定し、その要因が財務にもたらすパフォーマンスの関係を明らかにしていくという投資手法である。ESG の情報を財務的情報と切り離して考えるのではなく、伝統的な投資分析に組み込んでいくという考え方である。社会・環境スクリーニングも、広い意味では ESG 問題を投資判断に統合するための方法と言える。しかし社会・環境スクリーニングは、通常の企業評価とは別個に ESG の評価を行い、それぞれの評価が固まった後で両方を合わせた判断をする。これに対してマテリアリティ評価では通常の企業評価をする中で ESG の問題を同時に考慮していくアプローチとなっている。

水口(2013)では一律の基準を設け投資先をあてはめていくのではなく、個々の企業の経営と結び付けた評価(マテリアリティ評価)の必要性を示唆している。同じ ESG 要因であっても、業種や規模によってその財務パフォーマンスに与える影響度というものは異なってくる。それゆえ網羅的に ESG 要因を評価していくのではなく、その中でも財務面に直結するような要因を特定し、評価分析を行っていくことがこれからの SRI の運用機関には求められている。

マテリアリティ評価は財務パフォーマンスに寄与する ESG 要因を特定し投資に繋げていくという側面があるので、メインストリームの運用機関においても導入しやすいアプローチと言える。しかし一方で標準化された評価方法ではないため運用担当者の個人的資質に依存してしまう、それゆえに評価のプロセスが可視化されないこと、などがデメリットもある¹¹。10年20年というタイムホライズンの中で持続的にその評価方法によって運用を行っていくためには委託者との合意形成は不可欠であるため、SRI の運用機関側には、マテリアリティ評価を行っていくにあたっては運用プロセスのアカウンタビリティをきちんと果たしていくことが求められると言える。

(3) 株主行動(エンゲージメント)

株主行動とは、株主総会での株主提案や議決権行使、また企業経営のあり方について対話・エンゲージメントを行うことである。

谷本(2003)において「社会・環境スクリーニング運用の限界を補完するものが株主

行動であり、エンゲージメントである」と述べられているように、数値化しきれない評価要素を持つ SRI 投資にあたっては投資先企業の情報開示のみに頼るのではなく、企業と戦略や方針についての情報収集や意見交換を行うことや、時には改善を要求していくなど、スクリーニングを補完する行動としての株主行動の重要性を述べている。特に企業の ESG 情報などは、財務諸表などの客観的なデータというよりも、企業の掲げる行動指針やその浸透度、現場の雰囲気なども大事な情報となってくるので、日常より密なコミュニケーションを行っていくことが重要である。

従来株主行動というと、一株運動に代表されるように、株主総会において企業に社会的責任を求める株主提案や議決権行使など、株主総会における経営陣に対立の立場の行動が主であった。しかし近年このような対決的な株主行動にとどまらず、大株主である機関投資家が中長期的に株式を保有し運用するようになる中で、「日本版スチュワードシップ・コード」の公表などを受け、平時より企業との対話を通して継続的な関係を構築し、企業経営の改善を働きかけ企業価値を高めようとする日常的な対話型株主行動（エンゲージメント：発展的関与）の動きが広がっている。事例研究ではそのようなエンゲージメントの動きにもフォーカスして議論していく。

（４）適切な情報開示（委託者との合意形成）

ここまでの３点は金融行動として運用機関が SRI において重要なポイントをあげてきたが、それらの行動を続けて運用自体を継続していくためには、資金委託者に対する適切な情報開示が極めて重要になってくる。水野(2013)では「エンゲージメントは外からは見えにくい（中略）マテリアリティ評価の場合と同様、ここでも鍵となるのは、機関投資家の側の社会に対するアカウンタビリティである。」と述べられている¹²。

（２）のマテリアリティ評価の部分でも述べたが、SRI 投資の性質上、オンバランスできない要素を数値化もしくは評価して投資を行う側面があり、運用機関もしくはその担当者の資質や判断に依存してしまうことが過分にある。そのような性質があるため、運用側は資金委託者に対してどのようなプロセスで企業を選定し、投資しているか、ということになるべくわかりやすく明らかにしていく必要がある。また収益の観点においても、通常の金融商品とは異なり 5 年、10 年スパンの中長期的観点においての収益を見込むケースが多くあり、委託者には経済状況の変動に左右されることなく長期的に保有してもらい必要があるため、SRI 投資・運用を行う運用機関は平時より詳細な説明、密なコミュニケーションによってアカウンタビリティ責任を果たし、資金委託者の信頼を得ていく必要がある。

以上これまで述べてきた①社会・環境スクリーニング②マテリアリティ評価③株主行動（エンゲージメント）④適切な情報開示（アカウンタビリティ）の４点を、本論文での SRI 投資・運用プロセスにおける重要な視点として挙げる。この４つの視点を

本論文における SRI 投資・運用のフレームワークとして位置付けるとともに、第 5 章での事例研究のインタビューの際におけるリサーチクエスチョンとしても活用した。

¹ 谷本(2007) p.39-40

² 谷本(2007) p.42-44

³ 水口(2013) p.215-219

⁴ 水口(2013) p.218

⁵ 森戸(2003) 第 4 章『企業年金の財政と受託者責任』 p.111-136

⁶ 谷本(2007) p.49

⁷ 谷本(2006) p.110

⁸ 水口(2013) 第三章

⁹ 谷本(2003) p.107

¹⁰ 水口(2013) p.84

¹¹ 水口(2013) p.87

¹² 水口(2013) p.95

第5章 事例研究

第4章ではSRI投資・運用プロセスにおいて重要な4つの視点を定めた。本章以降では理論と現場の相関性や乖離を考察するために、まず第5章では事例研究として鎌倉投信株式会社と朝日ライフアセットマネジメント株式会社を事例として挙げ、実際にSRI投資・運用を実践している運用機関の資産運用部の方に行ったインタビュー調査をまとめ、SRI投資・運用の現状を考察していく。

第1節 研究対象企業について

(1) 鎌倉投信株式会社とは

鎌倉投信株式会社とは投資信託「結い2101」を運用する独立系投資信託会社である。

日本のSRI型投資信託は従来、大手金融機関の系列から提供されてきたが、鎌倉投信は大手金融機関の系列に属さない独立系の投資信託会社であるため、運用者の強い思いを鮮明に打ち出している。その強い思いで支えられている同社の「結い2101」という投資信託は、次の世紀である2101年に向けてこれからの日本に必要とされ、社員とその家族、取引先、顧客・消費者、地域社会、自然、株主などを大事にし、持続的で豊かな社会を醸成できる「いい会社」の株式に投資するとし、小さくても個性的な会社を発掘して投資するというスタンスを謳っている。

大手金融機関に属さない独立系ということで、一層運用者の理念を打ち出しやすくSRI投資が行いやすい環境にある面もあるが、一方で大手系列に比べると資産の規模に差があることや、他の販売会社を通さない直接募集による販売（直販）にチャンネルを限定していることなど厳しい面もある。そのような環境下で「結い2101」販売以降、基準価額や純資産残高を緩やかに拡大させており、社会貢献への意欲のある個人投資家を順調に取り込んできている。以上のように日本国内の中でもESG情報ベースの投資・運用を実践している運用機関として近年注目の集める同社を一つ目の事例研究の対象とした。

(2) 朝日ライフアセットマネジメント株式会社とは

朝日ライフアセットマネジメント株式会社とは朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド「あすのはね」の運用を手掛ける朝日生命グループの投信・投資顧問会社である。

「あすのはね」は日本の証券取引市場に上場する株式を主な投資対象とする投資信託であり、2000年9月28日に設定されている。その主な特色は、①ビジネスを通じて、社会的課題に積極的に取り組んでいる企業に投資する、②投資対象の選定にあたっては、財務的評価と同時に企業の社会貢献度の評価を重視する、③ファンドの運用はボトムアップ、つまり経済・金利などの予測により投資対象銘柄を決定するのではなく個別企業に対する調査・分析に基づき、投資銘柄を決定するスタイルをとる、④

信託報酬の中から純資産総額に年率0.1%~0.2%の比率を乗じた金額を、環境・社会分野などで活躍する団体に寄付する、などである。企業の社会貢献度に関する調査にあたっては「環境」「雇用」「消費者」「市民貢献度」などといった複数のファクターから図っており、そのプロセスにおいては自社での調査に加え海外の外部調査機関である Vigeo グループと連携して包括的に評価を行う体制をとっている。

鎌倉投信とは異なり、朝日生命グループという大手傘下の運用機関ということで人的資源やノウハウの蓄積などにより比較的安定した運用環境にあうと言える。しかし朝日ライフアセットマネジメントではメインストリームの投資家を惹きつけるような他の一般的な投資信託商品も販売しているため、その中でどのように差別化を訴え「あすのはね」の購入を促進していくかという課題も存在している。

ただ「あすのはね」の設定は2000年と、10年以上もの期間の間その運用を維持してきたということもあり、日本で最も歴史のあるSRIファンドの1つであると言える。以上のように今回は設定当時から一貫した投資哲学を貫いてきた朝日ライフアセットマネジメント株式会社をもう一つの事例研究の対象とし、インタビューを行った。

第2節 鎌倉投信株式会社（結い2101）

<インタビュー情報>

平成26年8月12日 15:00~16:00@鎌倉投信株式会社 本社

鎌倉投信株式会社 取締役/資産運用部長 新井和宏様

①社会・環境スクリーニング

「結い2101」設定当初からアンケート調査は一切行っていない。その投資判断においては持続性が担保されているかといった最低限の財務評価をし、主観的に判断して投資しているという。その理由として「網羅的で膨大なアンケート形式では担当部署や対策部署を設置して対応できるのは大企業だけであり、懸命な取り組みをしている中小企業が抽出されない（=大企業株のスタイル運用になってしまう）。まんべんなくESGの様々な要素に対して平均以上の評価を残すような大企業より、一点に強みをもつ中小企業を抽出して投資していきたい」という理由を述べていた。新規投資を行う場合、NPOや周囲からの口コミ、既に投資しているいい会社からの紹介（9割当たり）のケースが多いそうである（自分から投資して欲しいと訪問してくる会社は9割が投資に至らない）。投資にあたっては社内プレゼンを行ない、一人でも反対したら投資しないという決まりで、その通過率は2~3割程度だそうである。

鎌倉投信では投資対象を選定する際には各企業独自の個性というものを重要視しており、一律の基準をあてはめることで投資行動の意思決定をすることはないという方針をとっている。

②マテリアリティ評価

具体的な評価アプローチなどは聞くことができなかったが、「本業での社会貢献、本業の拡大解釈が選定の原則になっている。」と述べていたように、投資先企業を特定の共通した指標をあてはめて分析するのではなく、企業の個性の出る本業にフォーカスして投資決定を行っているという。

新井氏はそれぞれの企業によって得手不得手があるのは当然。網羅的かつ形式的なアンケートで抽出されるような企業ではなく、得意分野や強みに特化して社会に貢献するような個性ある企業群を見つけ出してポートフォリオを組み合わせることで、持続可能な社会の実現に貢献したいと述べていた。

③株主行動（エンゲージメント）

常日頃から密なコミュニケーションを行っているそうである。「いい会社」に投資することをミッションとして掲げる以上、委託者の資金を使って投資する先の会社も社会的に「いい会社」である必要があるため、責任もって投資先企業の説明責任を果たせるよう、エンゲージメントを行っているという。問題の兆候が見られた際にはきちんと投資先と向き合っており、ある投資先の運送会社の冷却配送に問題があった時には、いち早く事情を問う手紙を送り、その内容を精査したとともに経営陣と直接対話する機会を設け、事態の把握に努めたという。またある調査会社のケースでは、その情報の精細さから利益を上げそして大きく社会に貢献していたが、その従業員の過酷な労働状況があり、その改善を訴え続けたが変化が見られなかったためにポートフォリオから外したこともあった。その一方で女性活用に取り組みたいという投資先企業に関してはその施策について協働で考えたり、他者で成功した良い事例などを教えてあげるなど、その企業の経営者ときめ細かいエンゲージメントを行ったという。

④適切な情報開示（委託者との合意形成）

「オンバランスできないものを評価し運用を行っているので、まず資金を委託してくれるお客様に共感してもらうことは何よりも重要になっている。」というようにファンドの長期的な運営の鍵として投資家との「共感」という要素を挙げており、その「共感」を得ていくために適切な情報開示は大事にしているそうである。ESG 要因を判断材料とする投資・運用においてはそのプロセスがわかりづらいものになりやすいが、鎌倉投信では投資決定要因をわかりやすくする具体的な施策として、選定した企業の本業に対し、「人財の多様性」「技術力」「循環型社会創造」などの14からなる評価要素を設定し、どの評価要素から選定に至ったのかをHPに公開することで、なぜ選ばれたのかということを知りやすく説明する形で情報開示している。毎月発行さ

れる運用報告書である「結いだより」においても、「投資先のいい会社紹介」という形の記事で投資先企業の事業内容などをわかりやすく説明している。

また鎌倉投信独自の取り組みとして「受益者総会」の機会を年に何度か設けており、経営者と直接顔を合わせ投資家に直接経営報告を聞いてもらう機会を設け、投資先を直に判断してもらうように試みている。それと同時に投資されている企業側にも常時良いプレッシャーを与えることも意図しているそうである。

第3節 朝日ライフアセットマネジメント株式会社（あすのはね）

<インタビュー情報>

平成26年10月16日 16:00~17:00@朝日ライフアセットマネジメント 本社

朝日ライフアセットマネジメント株式会社 資産運用部リサーチ運用グループ チーフファンドマネジャー 速水禎様

①社会・環境スクリーニング

「あすのはね」設定当時の2000年当時に行っていたが、現在はアンケート形式によるスコアリングは一切行っていないそうである。その理由として「中長期的企業価値向上に資する情報を知りたいのにもかかわらず、同じ企業であっても毎年ランキングの順位が流動的となる結果が出てしまった。アンケートのスコアリングは、アンケート回答担当者の裁量によってしまう（昨年は丁寧に対応 or 今年は見送り=0ポイントなど）ため、なかなかその企業が持つ本質的な強みが見えづらかった」というように、本来意図していた本質的な企業価値分析の参考になるような調査結果が上がってこなかったからだという。

後述するが、朝日ライフアセットマネジメント株式会社「あすのはね」の運用において、基本的には自社のフレームワークに従い定性的分析をしている。そのESGの情報に関しては自社の調査に加えて社会的責任投資専門調査機関であるVigeoグループと提携し包括的に企業価値評価を行い、朝日ライフアセットマネジメントとVigeoグループ双方のレポート総合的に評価して投資・運用の是非を決めている。

②マテリアリティ評価

「片手間でCSR活動をする会社ではなく、本気でやっている企業、極論すればつまりそれが本業・ビジネスとしている企業への投資というものをポリシーとしている。」というように基本的にはそれぞれの企業の個々の取組みの中でも本業におけるESG要因というものを評価要素とするスタンスをとっている。

また、同じESG要因（地球温暖化・少子高齢化など）でも業種・産業によって影響度は異なる（リスクにも機会にもなりうる）ため、「あすのはねでは産業自体の魅

力度×産業内でのポジショニングのマトリックスをベースに企業価値分析を行っており、その産業自体の魅力度を分析する際に ESG の情報は大きな評価要素としている。」
 と言うように ESG の情報自体だけでなく、その事実がそれぞれの産業・企業の中長期的な価値創造にどのような影響を与えるのか分析し、(表 5-1) その結果と市場でのポジショニングを加味し財務非財務の観点から統合的に企業価値評価を行い、投資判断をしている。表の縦軸部分である産業自体の魅力度の分析を行う際に企業の ESG 要因を判断材料に組み込んでいるという。この ESG 要因の分析を行う時には自社のリサーチチームの分析を活用するとともに、提携している社会的責任投資専門調査機関である Vigeo グループの分析レポートも加味し、総合的に判断している。このようにして産業自体の魅力度を評価し、産業内のポジショニングと掛け合わせることで財務情報と非財務情報の統合評価をしていくというアプローチをとっている。

表 5-1 あすのはねの企業価値分析のフレームワーク



出所：朝日ライフアセットマネジメント HP より

③株主行動（エンゲージメント）

「ポートフォリオ構成銘柄が少ないぶん、一社一社深く関わるようにしている。」
 と語るように短期的な利ザヤを狙うデイトレードとは異なり、中長期のスパンで株式を保有し収益を見込むため、日頃からリレーションを築き投資先企業の現場の雰囲気を知ることや適宜意見交換を行うことは重要だと言う。投資先のある小売会社では経営層との経営戦略の対話の機会を多く設定し、日頃から密にコミュニケーションをとるようにしていた。ある時その対話において別の企業から聞いた、同社の店頭のリインナップが食品添加物の量が多いために健康志向のある女性層の売上に影響が出て

いるという情報を速やかに伝え、それに対応した商品戦略やブランド対策などの施策を投資先企業と共同で考えて講じ、投資先企業の経営戦略に関与したという。

また「日本版スチュアードシップ・コードが整備されたことにより、機関投資家として企業に対し中長期的観点における企業価値向上に向けた議論の場が整い始めた。」と語るように、日本版スチュアードシップ・コードによって企業と投資家が中長期的観点における企業価値向上に資する建設的な対話（エンゲージメント）を行う方針が明文化されたことで、投資家のみならず企業側もエンゲージメントの重要性を認識するきっかけになりうるため、今後はより投資家と企業間のエンゲージメントの重要性は高くなると言える。

④適切な情報開示（委託者との合意形成）

「ファンドの組み入れや組み替えに関しては、そのプロセスごとオープンにしておくことを心掛けている。」と言うように、透明性の高い情報開示に留意している。例えば、かつてあるドラッグストアの企業に投資をしており、近年の少子高齢化の流れを受けてその企業は大きく業績を拡大していた。しかしエンゲージメントの中で、その企業で働く従業員（特に薬剤師）の悪い労働環境を知り、事態を把握する中で現状のままでは同社の利益というものが中長期的に存続しえないものであると判断し、株式の売却に踏み切ったという。このようなポートフォリオの組み換えは結果だけ見ると、その意図は投資家には伝わりづらい。そのためポートフォリオの変動などについては結果はもちろんのことその経緯を含めて透明度高くアカウンタビリティを果たすようにしているという。

ESG情報を加味しての運用の場合、財務諸表における売上や利益といった財務分野において良いパフォーマンスを残していても、その利益の上げ方のプロセスが社会的に不適切ゆえにポートフォリオから外すケースや、反対に社外取締役を全く入れていないが、従業員一人一人がきちんとビジョンを共有し実質ガバナンスとして機能しているためにポートフォリオに組み込むケースなど、オンバランスにして形にできない要素を理由に投資判断を行う場合が多くある。そのような場合、資金委託者たる投資家の理解を得るために「なぜその判断に至ったかを具体的かつタイムリーに情報開示することを心掛けている」と述べていた。

第4節 インタビュー結果の考察

ここでインタビューの結果を、4つの視点ごとに簡単にまとめていきたいと思う。

まず①社会・環境スクリーニングであるが、SRI投資の現場において、アンケートによるスコアリング調査はあまり行われていないことがわかった。定量的な一律のアンケート調査は投資判断における一定の客観性が担保されるものの、企業本来に備わ

っている中長期の企業価値の推移を知るための大事な本質的な情報部分が埋もれてしまうからである。スコアリングが全く参考にできないわけではないが、SRI投資において、企業のESG要因に関しては直接の対話や現場の雰囲気など、デジタル化できない要素などが財務に大きな影響を与えるものとなっており、各社の指針に照らし合わせながら、それぞれの企業ごとに対して定性的に評価していく姿勢の必要性があると言える。

続いて②マテリアリティ評価についてだが、SRI投資の性質上持続可能性が大前提となることから、企業ごとそれぞれの本業における社会性や持続可能性を分析するスタンスは一致した。同じESGの要素でも産業・個別企業ごとに与える影響（マテリアリティ）は異なる。そのため数あるESGの要素が各企業にとってそれぞれの事象がリスクになるのか機会になるのか、中長期の企業価値を分析していくためにもそれぞれのESGがそれぞれの産業・企業ごとにどのような影響あるかを分析し、財務・非財務の両面から統合的に企業価値評価を行っていくことが重要となっている。「あすのはね」では市場の魅力度を図る場合に、個々の企業のESG要因の分析を織り込むことで、企業評価全体に反映させているという。この一社一社それぞれのあり方に合わせ価値評価を行っていくマテリアリティ評価を行っていくことが、ファンドの運用成績を支えていくと同時に投資家の信頼にもつながると言える。

③株主行動（エンゲージメント）では、投資先の事業展開のあり方はファンドの運用成績にも直結するため、日頃より緊密なエンゲージメントを図っていることで両社とも一致していた。これは運用機関自体のためだけではなく、ファンドを信頼し投資をしてくれた投資家に対しての説明責任を果たすためという面もあり、問題などがあればその状況を正確に把握していくとともに改善を促していくという姿勢が両社にもあった。ESG要因を評価要素とする場合、IR情報などですでに開示されている情報や財務諸表だけでは判断しきれない部分があるため、各種情報を補完する意味からも日頃より密にコミュニケーションをとっていくことはより良い投資判断を下していくにあたっては非常に重要である。

また日本版スチュアードシップ・コードによって企業と投資家が中長期的観点における企業価値向上に資する建設的な対話（エンゲージメント）を行う方針が明文化され、運用機関と投資先企業が建設的な対話をする環境が整いつつあるという。今後の株主行動のあり方も従来のような株主総会にて配当やROEの向上を訴える株主提案や短期的パフォーマンスの改善の要求する議決権行使などに終始するのではなく、中長期的観点で企業価値の向上に資するエンゲージメントの重要性を企業・投資家双方が理解し、その実践に移していくことが今後のSRI投資・運用において求められていると言える。

最後の④適切な情報開示（アカウンタビリティ）においては、両社とも強く重点を

置く要素であることがわかった。速水氏の「そのプロセスごとオープンにする」という言葉のように、従来型アプローチで中心となっていた客観性の高い財務情報とは異なり、SRI投資においては数値化できないような客観性に欠く定性的な判断要素が多くある、そのためポートフォリオを構成していくにあたってはそれぞれの理由を明確にし、資金委託者が安心して運用に参加し続けられるよう詳細な情報開示を心掛けていくことが大事である。短期的なパフォーマンスの悪化に伴い、すぐに投資家が手を引き純資産額が変動してしまうことには良質なポートフォリオの構築が難しくなってしまうため、中長期的に安定したファンド運用を実践していくためにも委託者との合意形成はSRI投資において特に重要であると言えるだろう。

第6章 今後求められる SRI 投資・運用に向けて

本章では結論として、今後求められる SRI 投資・運用に向けた提言をしていきたい。

冒頭部で設定した問題提起は「金融市場において、運用機関は社会・環境・ガバナンス（ESG）の観点から企業の経営活動をどのように評価し、投資・運用を行っていくべきか」ということであった。前半の理論部分でも触れたが、欧米において発展してきた SRI という概念が、経済発展とともに今日ではグローバルに広まるようになった。我が日本でもその例外ではないが、資産残高の観点で比較するならばアメリカやヨーロッパなどに比べると小規模であると言わざるをえない。しかし一方で PRI（責任投資原則）に署名する日本の機関投資家も出てきたり、21 世紀金融行動原則の策定や最近では日本版スチュワードシップ・コードの公表など、日本でも SRI 投資・運用を実践できるような環境が整いつつある。

そのような国内外の流れを受け、今後さらに運用機関にはその投資行動のあり方に社会・環境面への配慮を組み込んでいくことが求められるようになるだろう。当然、SRI の実践においては運用機関だけでなく消費者や政府、調査機関などすべてのステイクホルダーに役割と課題があるのだが、これまで議論を踏まえ、以下では今後求められる運用機関の SRI 投資・運用に向けた提言として以下の 3 点を挙げたいと思う。

まず一つ目は、マテリアリティ評価に基づく企業価値分析の実践である。SRI は受託者責任問題には抵触しないことは理論上確約されてはいるものの、どのような相場局面においてもあらゆる ESG 要因を加味するということが長期的に最もパフォーマンスが良いと言えるわけではない。あくまで顧客の資金を顧客のリスクで運用をおこなっている以上一社一社の本業にフォーカスを当て、ESG 問題への企業の自主的な取り組みとその企業の財務業績やパフォーマンスへの影響度というものを関連付けて分析を行っていく必要がある。Eurosif のレポートなどでは「Exclusion（特定の基準による排除）がメインストリームとなっている」と記載されていたが、SRI においては企業の理念や現場の雰囲気など数値化して客観的には評価できないような評価要素も多くあるので、ある基準に沿って投資対象から除外していく手法だけでなく、本業を通じて社会に貢献する企業独自の取り組み姿勢なども含めた ESG 要因というものを財務面への影響度にも考慮して評価し、投資・運用を行っていくべきである。

二つ目は投資先企業に対する密なエンゲージメントの実践である。もちろん投資先企業との対話の重要性は、メインストリームの運用機関においても同じであるが、オンバランスできない ESG 要因を評価要素とする性質上 SRI 投資・運用の場においては重要度が高いものとなっている。

「日本版スチュワードシップ・コード」の公表により、企業の企業価値の向上や持続的成長を見込んだ建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）を行いやすい環境になってきたとも言える。朝日ライフアセットマネジメントの速水氏も「日本

版スチュワードシップ・コードが整備されたことにより、機関投資家として企業に対し中長期的観点における企業価値向上に向けた議論の場が整い始めた。」と述べていた。このように、今後の企業と投資家の関係性も変化していくものと思われる。しかし鎌倉投信の新井氏は「方策としてはもっと長期的目線にあるべきであり、結局は短期的な収益改善の要求に終始してしまう可能性もある。」と述べており、日本版スチュワードシップ・コードが本当の効果を発揮するためには、各運用機関がその趣旨をよく理解し、日常のエンゲージメントに落とし込みながら実践していくことが今後は重要となってくるだろう。

最後は、運用機関自身の適切な情報開示への努力である。この点に関しても一般的な運用機関においてもアカウンタビリティ責任を果たすということは重要である。しかし従来の中心となっていた財務情報に比べ ESG 情報は客観性が低いため、ファンドの組み入れや組み換えなどを行った際には機関の外の人間からはその経緯がわかりづらい。そのため長期にわたって安定した運用をしていくためにも、投資家に対する透明性の高い適切な情報開示への取り組みは重要である。投資・運用と言うと投資対象銘柄の設定や企業価値分析のアプローチに注目が集まりやすいが、安定した運用の実現においてはアカウンタビリティ責任を果たすことによる、資金委託者との合意形成が大きな割合を占めている。この点はインタビューした2社とも特に強調されており、鎌倉投信の新井氏も「オンバランスできないものを評価し運用を行っているので、まず資金を委託してくれるお客様に共感してもらうことは何よりも重要になっている。」というようにファンドの長期的な運営の鍵として「共感」の要素を挙げている。投資家の支持を蓄積し、中長期にわたって安定的にファンドを運用していくためにも、信頼につながるような具体的かつタイムリーな情報開示を重ねていくことが今後の SRI 投資・運用においては重要となるだろう。

以上の3点を、今後求められる SRI 投資・運用に向けた本論文の提言としたい。現在日本の SRI はまだまだ遅れているかもしれない。しかし NISA（少額非課税枠）の制度によりまさに「貯蓄から投資へ」の流れが現実となりつつあり、また確定拠出型年金の導入が広まりつつあるなど、今後多くの一般的な個人が投資に関わっていくことになる。この大きな潮流の中で前述の日本版スチュワードシップ・コードが公表され、ESG 観点からの投資というものに注目が集まるなど、SRI が拡大するきっかけはいくつもあると言える。そのため現在 SRI を組み込んでいないようなメインストリームの運用機関においても、今後は顧客からの強いニーズに対応していく形で SRI 型投資信託商品を導入していく可能性がある。そのようなケースにおいては、上記の提言で挙げたポイントをその投資プロセスに組み込んでいくことが、その運用の実践において重要になってくるだろう。

<参考文献一覧>

1. 河口真理子(2005)「SRI の新たな展開—マテリアリティと透明性—」大和総研調査季報
2. 河口真理子(2008)「サステナブル・インベストメント最新動向—欧州 SRI 市場動向を中心に—」大和総研調査季報
3. 河口真理子(2014)「ESG 投資～倫理としての SRI から企業価値評価の手段として～」大和総研調査季報
4. 金融機関の環境戦略研究会(2005)『金融機関の環境戦略』金融財政事業研究会
5. 國部克彦・伊坪徳宏・水口剛(2005)『環境経営・会計』有斐閣アルマ
6. 谷本寛治(2003)『SRI 社会的責任投資入門』日本経済新聞社
7. 谷本寛治(2006)『CSR 企業と社会を考える』NTT 出版
8. 谷本寛治(2007)『SRI と新しい企業・金融』東洋経済新報社
9. 谷本寛治(2008)『企業社会のリコンストラクション』千倉書房
10. 谷本寛治(2013)『責任ある競争力』NTT 出版
11. 藤井良広(2013)『環境金融論 持続可能な社会と経済のためのアプローチ』青土社
12. 水口剛(2011)『環境と金融・投資の潮流』中央経済社
13. 水口剛(2013)『責任ある投資 資金の流れで未来を変える』岩波書店
14. 森戸英幸(2003)『企業年金の法と政策』有斐閣

<参考 URL 一覧>

1. Eurosif www.eurosif.org/
2. ICCR (Interface center on corporate responsibility) <http://www.iccr.org/>
3. NPO 法人社会的責任フォーラム(SIF-Japan) <http://www.jsif.jp.net/>
4. PRI(責任投資原則) <http://www.unpri.org/>
5. US SIF(The Forum for Sustainable and Responsible Investment) <http://www.ussif.org/>
6. 朝日ライフアセットマネジメント株式会社
<http://www.alamco.co.jp/fund/sri/index.html>
7. 鎌倉投信株式会社 <http://www.kamakuraim.jp/index.html>
8. 環境省 <http://www.env.go.jp/>
9. 金融庁 <http://www.fsa.go.jp/>
10. 投資信託協会 www.toushin.or.jp/
11. 日本労働組合総連合会 www.jtuc-rengo.or.jp/