

金融取引における SRI（社会的責任投資）の位置づけ

中 村 み ゆ き

1. はじめに— SRI（Socially Responsible Investment）の金融市場への影響

近年、金融分野において CSR に取り組む流れが活発化している¹⁾。それは、温室効果ガスを売買する排出量取引市場などが出現し、また SRI 投資信託、SRI 型債券、天候デリバティブ商品などの多様な CSR・環境関連の金融商品が市場に投入されるようになったことが背景となっている。アメリカのサブプライム問題発生以降、多くの金融資産が原油や穀物の先物商品などオルタナティブ投資に流入するようになった一方で、このように CSR・環境に関連する金融商品への資金の流入も顕著になってきている。

排出量取引に関して、2003年にシカゴ気候取引所（CCX）で企業が自主的に CO₂取引を開始して以来、EU 各国で国内取引制度が設置されてきたが、2005年に EU 域内共通の取引市場である EU ETS（EU Emission Trading System）が創設された。その取引量は急激に拡大し、資本市場の今後の発展性を示している。

また証券投資分野では、投資のボーダレス化現象によって証券市場における機関投資家の持株比率が増大し、企業責任を要求するそれらの株主行動が世界的な現象となっている。これは、アメリカやヨーロッパ諸国において宗教・倫理的投資として開始された投資手法が源流となっており、現在では SRI と呼ばれている。近年になり、社会、環境の視点からみた企業価値を評価する新たな手法の一つとして、メインストリームの投資家の間に広がりを見せるようになった。特に1990年代から証券市場での取引比重が急速に高まっている。このような現象は、資本市場が企業の社会問題への取組みを評価するようになってきたことを意味する。

資本市場のような直接金融においては、リスクを負担する投資家への情報開示が取引上重要な要素となるのであるが、これに関しては、SRI を行う投資家（アメリカの SRI 関連 NPO である社会的責任フォーラム、SIF）の果たした役割が大きいといわれる。彼らは1989年アラスカ沖でエクソン社が引き起したバルディース座礁事故を契機にして、環境 NPO とともに CERES（環

1) 近年、CSR 議論が浮上するなかで、金融 CSR という言葉が生まれている。谷本氏によれば、「金融 CSR」は金融機関自身が社会で責任ある行動をとることとし、また「CSR 金融」は金融機関がその機能を活用することで産業界を支援することであるとしている。谷本寛治編（2007）『SRI と新しい企業・金融』東洋経済新報社、11頁。

境に責任をもつ経済連合)を設立し、企業が遵守すべき倫理原則である CERES 原則 (CERES Principals, 当時バルディース原則)を制定した。また後に CERES は UNEP (国連環境計画)とともに GRI (Global Reporting Initiative)を設立して、企業の環境報告書(後のサステナビリティ報告書)ガイドラインを作成した。このような情報開示の取り組みは、CSRを意識する投資家にとってリスクを補償するために有効な取り組みである。さらに付言すると、SRIが社会で認知度を高めるに従い、結果的に企業の経済的価値だけでなく非経済的価値、つまり社会的側面や環境側面といった社会的要素を評価する方法が重要視されるようになっていく。

以上のように、近年のCSRの認識の高まりによって、資本市場におけるCSRは一つの流れを形成するようになってきている。従来、金融機関はCSRに対する取組みが遅れている点が指摘されてきたが、資本市場に新たな資金が流入するようになった結果、金融機関に新たな事業機会を生み出すこと、また他方で対応の遅れが生むリスクにより影響を被ることが認識されるようになった。そのなかで投資家、金融機関双方にとって重要な意味をもつようになったSRIはCSRの中心的な投資行動として議論される機会も多くなっている。しかし、実際にはその意味する範囲は広く国・地域によって定義も異なり、手法も多様である。そこで本稿では、金融取引上におけるSRIの位置づけを行うとともにSRIの分類と定義付けの検討を行うことを目的とする。まずCSRの視点から金融機関の関与していった過程を検討することで、金融とSRIとの関係を明確にし、次にアメリカ、EU諸国、日本におけるSRIの定義の検討を行う。最後にアメリカ、EU諸国と比較した日本のSRIの現状と問題点に言及する。

2. 金融機関のCSR動向

環境技術や人権など社会問題を解決する仕組みが開発されるに従って、金融機関によるCSRへの取組みの重要性が増大している。社会問題の進展と金融との関わりは、アメリカで大量の科学廃棄物が投棄されたラブ・カナル事件²⁾を契機にして、1980年にスーパーファンド法(Comprehensive Environmental Response, Compensation and Liability Act; CERCLA & Superfund Amendment and Reauthorization Act; SARA)が制定されたことに遡る。土壌汚染に関与した全ての主体(潜在的責任当事者, Potential Responsible Parties; PRP)に費用負担の責任(汚染者負担の原則)があるとして、汚染地の浄化の修復コストを負担者に求める法律である。同法は直接汚染を引き起した企業や施設だけでなく、融資した金融機関にも費用負担が及ぶ可能性があることを意味するものであった。その後、1990年に環境負荷を与えた企業に融資をした銀行に対して法的責任があるとして、実際に浄化費用負担の判決が下った。それにより金融機関において環境配慮も役割の一つであるとの意識が高まり、融資先企業に対する環境調査を行うようになった。

2) 1940年代にアメリカにおいて、化学工場がラブ・カナル運河の埋め立て地に大量の化学廃棄物を投棄したことから、70年代になって汚染された土壌や地下水から廃棄化学物質が発見され、その埋め立て地に居住していた人々に被害を与えた事件。

また1992年、国連環境計画 (UNEP) は、世界的に環境問題への意識が高まるなかで、「銀行による環境及び持続可能な発展に関する宣言」を採択し、世界の主要銀行30行がこれに賛同して署名をした³⁾。UNEP はヨーロッパの金融機関とのパートナーシップで UNEP・FI (国連環境計画・金融ニシアチブ) を設立し、現在では世界の165金融機関が署名をするに至っている。これは、1997年、銀行以外の金融業全てを含めた「金融団体による環境及び持続可能な発展に関する UNEP 宣言」に改訂された。保険会社は、近年自然災害や異常気象によって支払う保険金が激増しており、また銀行には直接的影響は少ないが潜在的経営リスクである信用リスクやレピュテーションリスクなどが生じることもある。従来、リスクが異なる銀行・証券会社と保険会社は別々の部会に分かれて活動を行っていたが、近年の環境下で活動を一本化するようになった。環境や CSR 問題への対処は、金融機関に共通した認識となっているのである。

その後、金融機関の間でアジア地域の持続可能な社会の実現に向けた実質的な動きが見られた。2003年、シティバンクを中心とする世界の主要な金融機関が自主的な「エクエータ原則 (赤道原則, Equator Principles)」を公表したことである。欧米諸国の金融機関が、ダム開発などアジア地域・諸国の開発を目的として融資するプロジェクト・ファイナンスにおいて、森林伐採等の自然環境破壊の問題を引き起すことが度々見られていた。これに対し社会や環境 NPO から批判が強まったことから、アメリカのシティバンクを中心とした世界主要銀行グループは、国際金融公社 (IFC) のガイドラインに基づいて環境・社会を配慮する融資の基本的原則を作成した。その後、金融機関各行は、アジア地域に投資する際に、これを融資の自主ルールとして環境問題に対応するようになってきている⁴⁾。当原則は10の金融機関が署名をしたことから開始されたが、2007年末時点で56の世界的金融機関 (日本のメガバンク 3 行を含む) に拡大してきている⁵⁾。

また2006年にコフィー・アナン国連事務総長 (当時) は、責任投資を規定する枠組みである責任投資原則 (Principle for Responsible Investment; PRI) を公表した⁶⁾ (図表 1 参照)。金融機関が投融资活動において、運用パフォーマンスにも影響を与える E (環境)、S (社会)、G (ガバナンス) を投資プロセスのなかで考慮する必要性を宣言したものである。アナン元国連事務総長は、公表に当たり、自身のメッセージの中でこのガイドラインが長期的投資のリターンと一層の持続可能な市場の達成するためのフレームワークであること、また金融が世界経済に資金を供給しているながら、環境、社会およびコーポレートガバナンス考慮を十分にしない投資決定をしてお

3) <http://www.unepfi.org/>

4) 大型インフラ整備などの開発事業に融資する金融機関は、融資するにあたってプロジェクトの環境評価 (環境影響アセスメント) を行い、地域社会への影響を与える可能性が少ないものに限り、融資を実施するという自主ルールである。

5) <http://www.equator-principles.com/>

6) 同原則は、アナン事務総長の呼びかけにより、世界の投資コミュニティー、研究者、投資国際機関等が支援を行い、世界的機関投資家12ヶ国20機関の役員によって策定された。UNEP・FI と国連グローバル・コンパクトが事務局となり、投資家や専門グループの協議会が重ねられた。20ヶ国、125機関が署名した。

図表1 「国連責任投資原則」

【前文】

私たち機関投資家は、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。

- 1 私たちは投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。
- 2 私たちは活動的な (株式) 所有者になり、(株式の) 所有方針と (株式の) 所有慣習に ESG 問題を組み入れます。
- 3 私たちは、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ます。
- 4 私たちは、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を行います。
- 5 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私たちは、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します。

(出所) <http://www.unpri.org/principles/japanese.html>

り、持続可能な教義のための手法に置き換える必要があるとの認識から出発した⁷⁾としている。つまり金融部門において SRI が進展しない現状に対応するための環境作りを意図したものである。SRI については後節に譲るが、この投資原則が世界の投資家に発せられたことは、メインストリームの運用機関が ESG に基づいた投資を考慮しはじめるという意味において、投資の側面から持続可能な社会の実現を目指した意義は大きい⁸⁾。

さらに同年 (日本では2007年末適用)、金融機関への新たな国際的枠組みでの規制である新 BIS (国際決済銀行) 規制が公表された⁹⁾。従来の BIS 規制は、金融機関に経営の健全性を維持するために自己資本維持の規制を定めたものであったが、新たにリスクを管理する内部統制を企業内部に確立することを要請するバーゼル II 規制が適用されるようになった。今回の規制の特徴は、金融機関のリスク評価の厳密化が強化されており、信用リスクの見直しが図られたことである。これは融資に伴う不動産担保の環境リスク (有害物質の存在の評価) を信用リスクに加味するように求めたものである。さらにオペレーショナル・リスクに環境リスクが位置づけられたことも大きな特徴となっている。こように新 BIS 規制では環境リスクの評価が重要になり、金融機関はそのような環境リスクを管理すること、そのための内部統制を強化することが義務づけられるようになった。金融機関にとっても自身のリスクを回避するためにも適性に企業評価する必要が生じてきている。

7) UNEP Website. <http://www.unep.org/>

8) 一般に、年金基金などの機関投資家は顧客に対しての運用の忠実義務や善管義務等の受託者義務を持っている。SRI における ESG を重視した投資はこの受託者責任に反するとの見解が一般的解釈であり、その意味からパフォーマンス第一に考えるメインストリームの運用機関は SRI に慎重であると言われてきた。しかし、2005年 UNEP・FI が公表した Freshfields Bruckhaus Deringer 意見書により、近年受託者義務に反しないという SRI 受託者責任の解釈に変化が見られるようになってきている。

9) 日本銀行 HP 「自己資本比率規制」参照。 http://www.boj.or.jp/theme/finsys/act/bis_kisei/index.htm

以上の経過から見られるように、1990年代になると、環境問題や持続可能な社会の実現を目指す CSR の世界的潮流がグローバル経済の問題のなかで顕在化したことから、従来、意識の薄かった金融機関も対応を迫られるようになった。金融機関の基本的活動において融資、投資、保険業務があり、それぞれの CSR の関連性からは、以下のような取組みの例が挙げられるであろう。投資業務においては、SRI が代表例であるが、ESG（環境、社会、ガバナンス）を投資する際の選定基準にすることや多様な CSR・環境投資商品の開発、提供を行うことである。また融資業務では融資プロセスに CSR の融資基準を導入する CSR に配慮した企業・個人に低金利で貸付ける、温暖化対策などの環境ビジネスに融資することなどである。さらに保険業務では、企業が天災など環境問題により被る賠償問題などの財務的損失を補償する商品開発などがある。このように CSR と金融活動の関係の深化は環境や社会への配慮が金融取引や投資と密接に関連するようになったことが背景になっているといえる。

3. SRI の分類と定義

(1) 定義の整理

近年、CSR を推進するための一つの手法として、SRI の運用が拡大している。この投資法は、投資をする際に従来の財務指標に基づく投資基準に加えて、環境問題への取組み、地域貢献、法令遵守など社会的に責任を果たすことを示す社会的指標も考慮に入れて企業評価するものである。これは主に ESG 項目を投資基準にしている。しかし、SRI の意味する範囲は広く、また国によっても法律や金融慣行などの差異があり、国際的に共通した明確な定義がある訳ではない。一般的な分類としては、①社会的スクリーニング（Social Screening）、②株主行動（Shareholder Engagement, Shareholder Activism）、③社会的投資（Social Investment）、場合によってはコミュニティ投資（Community Development Investment）と呼ばれる3分野とされている。

社会的スクリーニングとは、企業を経済性（Economic）、環境適合性（Environment）、ガバナンス（Governance）などの社会的側面から評価して選別を行う投資のことであり、投資家はその情報に基づいて投資を行っていく。この選別には2つの手法があり、事業の諸活動過程において社会的責任を果たしている企業を選別して積極的に投資を行うポジティブ・スクリーニング（Positive Screening）、もう一つはギャンブル・アルコール・たばこなど社会的に批判が強い産業に従事する企業を排除して投資を行うネガティブ・スクリーニング（Negative Screening）がある。これらには SRI を考慮した投資信託や年金基金の運用があり、SRI の中では主流の手法となっている。

また株主行動とは、投資した企業に対して社会やステーク・ホルダーなどに関する諸問題への取組みをするように株主として働きかけることであり、企業が社会的に責任を果たしていない場合、それを改善させるために株主提案を行うことを通して企業経営に影響を与えるものである。この手段は多様であり、質問状送付、経営者との対話、株主提案、議決権行使、株主代表訴訟やメディアによるキャンペーンなどがあり、エンゲージメントともいわれる。従来からコーポレー

ト・ガバナンス (corporate governance issue) に関する分野で、経営者に対して株主行動などが積極的に展開されてきている。しかし、近年、社会・環境問題 (social issue) に対する株主行動が急増してきており、厳密には、これらの課題を解決するものがSRIの対象となる。また近年対決型の株主行動からエンゲージメントと呼ばれる対話型の株主行動に変化してきている¹⁰⁾。

さらに社会的投資とは、マイクロ・クレジットなど低所得者や中小企業向けの投融資を指している。しかし、これに留まらず、近年は社会的事業への資金調達、フェア・トレード、地域通貨の活用など社会開発への投融資として幅広く捉えられることも多い。このように、SRIの意味する範囲は広く、従来型の金融にCSRの概念を導入すること、つまり、従来資金投融資の対象とならなかった主体に資金供給を行うなど、金融の仕組みを活用することで新たな資金の流れを生み出す金融の形が含まれている。

以下に各国のSRIの定義について見ていく。アメリカのSRI関連の業界団体であるSIFによれば、アメリカのSRIを①上場株式のスクリーニング投資、②株主行動、③コミュニティ開発のための投融資として分類している¹¹⁾。アメリカのSRI資産額は世界では最も多く、そのなかでもスクリーニングが主要な手法であるが、株主行動も歴史的に多く見られる¹²⁾。

同機関が公表している資産残高は、個人、機関投資家が投資するミューチュアルファンド (投資信託) と機関投資家がオーダーメイドで運用を行う独立勘定との合計額である。このミューチュアルファンドは、ネガティブ・スクリーニングによる運用が主であり、その残高はスクリーニング残高全体の1割程度であるが、近年顕著な伸びを示している。また株主行動は、SEC (証券取引委員会) の規定により、2000USドルの株式を1年以上保有していた投資家が実行できる。多用されるのは主に対話と株主提案であり、その提案内容は、労働環境・基準、環境、ガバナンスと広範囲に及んでいる¹³⁾。またコミュニティ投資は、開発金融機関 (Community Development Financial Institution; CDFI) の投融資を通してコミュニティ (地域) 発展のために投融資である。特に地域の貧困層やマイノリティへの事業資金として低金利での融資などである。

次にヨーロッパのSRI調査機関であるEuroSIFが2006年報告書のなかにおいて、SRIの再定義を行っている。これによると、まず「広義のSRI」を定義し、そのなかで特に精緻な社会スクリーニングを「コアSRI (狭義のSRI)」として厳密化して分類している。この「コアSRI」とは、複数の倫理基準によって排除される倫理スクリーニングとベスト・イン・クラス (産業グ

10) 森佑司「アメリカ年金基金による社会的責任投資 - 株主行動を中心とする議論と日本への示唆 -」ワーキングペーパー、大和総研、2004年。株主行動に関して、森氏は株主が経営者に要求する問題は時代の社会問題に密接に関係して変化すると指摘している。

11) Social Investment Forum, *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Executive summary v.

12) アメリカでは、バーナサス・ファンド、ボックス・ワールド・バランスド・ファンド、ドレイファス・ファンド、ドミニ・ファンド、カルバート・ファンドなどSRI運用を専門にするファンドが多く存在する。それらはスクリーニング、株主行動のいずれか、もしくは双方を行っている。

13) *Ibit*, pp.18-19.

ループのなかで SEE（環境，社会，倫理）基準によって評価された優れた企業をポートフォリオに組み入れたもの）、パイオニア・スクリーニング（低炭素社会など ESG に基づいた水やエネルギー等のテーマ・ファンド）やポジティブ・スクリーニングである。また「広義の SRI」は、それに加えて、国際的規範を用いたスクリーニング，武器製造，タバコや人権などの単一基準によるネガティブ・スクリーニングそして企業への株主行動が含まれている¹⁴⁾。（図表 2 参照）

この定義のなかでは、社会的投資やコミュニティー投資が含まれていないことが特徴である。

またヨーロッパの SRI は、機関投資家（Institutional）と個人投資家（Retail）の投資家の主体別に考えることが多く、前者は、教会や慈善団体（charity）、年金基金、保険会社を指しており、上記の定義はこの機関投資家による SRI 資産が示されている。一方、個人投資家による SRI は、SiRi 社が調査を実施している¹⁵⁾。これは主に社会・環境に限定してスクリーニングした投資信託や個人年金であり、個人による SRI 資産残高である。しかし、EU 諸国での SRI は、機関投資家のネガティブ・スクリーニングと株主行動が多く、それらが果たす役割が大きい。一方、投資信託等の個人投資家による SRI は少額に留まっている。

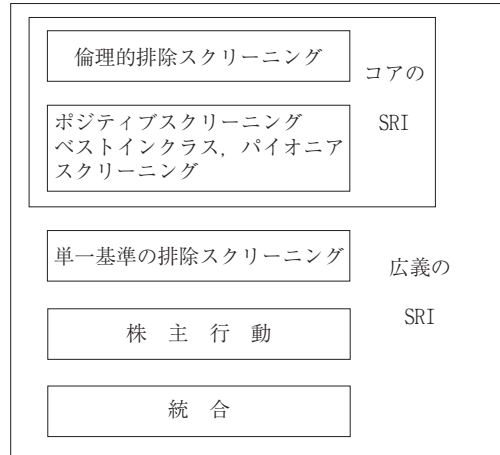
さらに日本では、SIF-Japan が定義付けを行っている¹⁶⁾。それによると、「広義の SRI」を定義している。この定義付けにおいて、二つの原則が設けられ、それを満たすものが SRI の範疇に入るとしている。（図表 3 参照）

第 1 の原則 最終的資金の供給者の意思が確認できる広い意味での投資（下線は執筆者）

第 2 の原則 投資プロセスで ESG（環境・社会・企業統治）の一つ以上を考慮

下線部の広い意味での投資とは、株式、債券、投資信託などの有価証券の投資とともに、資金の供給者が投資に近いと考えられる融資等も含むとされている。日本の SRI は、欧米諸国に見られるものとはかなり様相が異なっている。その多くは、ポジティブに属する投資である社会的スクリーニングを行った公募型投資信託が主であり、従来から機関投資家によるスクリーニング、特にネガティブ・スクリーニングや株主行動はかなり少ない。これは欧米諸国に見られる年金基金、SRI 専門ファンドや宗教・倫理団体など SRI 運用を行う機関投資家が少ないことに由来する。

図表 2 コア SRI と広義の SRI



Source: Euro SIF, "European SRI Study 2006".

14) EuroSIF, "European SRI study 2006", pp.3-6.

15) Sustainable Investment Research Institutional Company (SiRi), *Green, Social and Ethical Funds in Europe 2004*. 参照。

16) 社会的責任投資フォーラム編『日本 SRI 年報2007』2007年，30頁。

図表3 日本のSRIの定義

<概念図>

		第二原則		ESGを 考慮しない
		ESGを考慮する。		
第 一 原 則	明確な意思を確認できる	広い意味での投資	広義のSRI SRI投信	対象外
	明確な意思を確認できない	融資	対象外	

(出所) SIF-Japan 編『日本SRI年報2007』, 30頁。

また、SIF-Japanによる社会的投資は、(1)NPOバンク、(2)社会的事業ファンド、(3)ミニ公募債がこれに当たるとされるが、投資総額として少ない。NPOバンクには、未来バンク事業組合、市民風車が存在する。また株主行動は、NPOである株主オンブズマンによる建設会社の談合防止提案、電力会社に対する原子力発電に反対する提案といった株主提案が見られるが、我が国の特徴はコーポレート・ガバナンス問題の領域での提案が主であり、厳密には社会・倫理分野における株主行動は稀である。

(2) 欧米諸国のSRI発展の経過

SRIの歴史的起源は、古くは18世紀頃のアメリカクエーカー教徒や19世紀頃のイギリスのメソジスト教徒などキリスト教一派による倫理投資(Ethics Investment)に遡るとの説が有力である¹⁷⁾。それらの宗派教会はアルコール、ギャンブルや武器など宗教的価値観にそぐわない企業を排除して投資するというネガティブ・スクリーニングを行っていた。

その後アメリカにおいて、1920年代にネガティブ・スクリーニングを行うパックス・ワールド・ファンドなどSRI専門投資ファンドが現れたことから現在に見られるようなSRIが一般的になり、世界に先鞭をつけて普及するようになった。当時、経済的価値を優先して発展を遂げていたアメリカは、民主化の進展に伴って公民権や戦争など様々な社会問題に対する批判が社会運動という形で現れるようになっていた。そのようななか機関投資家は社会問題に呼応する形でSRIにおける取り組みを活発化させた。1960年代のGM社に対する消費者運動(欠陥車販売)、70年代のダウ・ケミカル社に対する反ベトナム運動(枯葉剤の生産)、南アフリカの人権運動

17) その起源については、他にも19世紀のパプティストによるなどと多説存在する。

（人種差別政策 - アパルトヘイト）などの一連の社会問題に関与した企業にネガティブスクリーニングを行い、また時には株主行動を取った。

特に、1960年代に普及した公的年金基金を中心とする機関投資家は、SRI 運用の中心的な役割を担った。なかでも TIAA-CREF（全米学校教育保険年金教会 / 大学退職年金）、カリフォルニア州教職員退職基金（CalSERS）、カリフォルニア州職員年金基金（CalPERS）などの大手公的年金基金は巨額の資産運用の手段として、積極的に SRI 運用を実施した¹⁸⁾。

その後、SRI 型個人向けミューチュアルファンド（投資信託）や確定拠出年金の導入によって、個人による投資が可能になったことから SRI 資産が漸次増加した。1980年代以降は、タバコや環境問題などの社会問題が浮上し、近年では SRI の領域は製品の安全性、途上国での児童不当労働などの雇用、人権やテロ関連（2001年同時多発テロ以降）などの分野に広がりを見せるようになってきている。アメリカにおいて、SRI における投資領域は社会問題に反映するといわれ、時代とともに変化していく。アメリカ以外の EU 諸国は、従来、チャリティー、教会などが SRI 運用を実施する中心的主体であったが、特にイギリス、フランスやドイツでは、SRI 投資に関する情報開示を義務付けた年金法改正によって、SRI 型運用が急増してきている。つまり国家政策による資産運用機関の ESG 運用が義務づけられているのである。このような歴史的経過から、欧米諸国では、SRI 運用は個人投資家よりも主に機関投資家によって担われるようになったといえよう。

4. 日本における SRI 市場

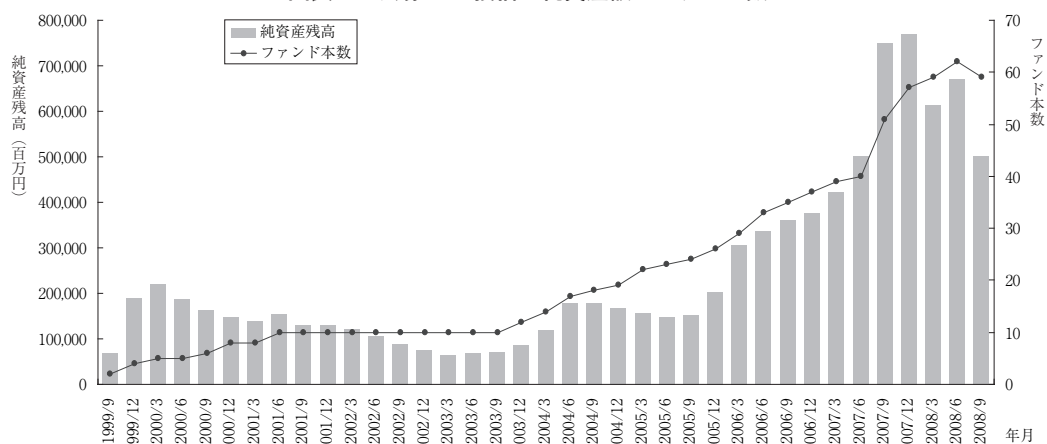
(1) SRI の現状

日本の SRI の特徴は、欧米諸国に見られるような年金基金などの機関投資家による運用が少ないこと、なかでも株主行動はほとんどみられないことである。また社会・倫理性を選別基準とするネガティブスクリーニングは皆無であり、運用形態は全てポジティブスクリーニング（欧米諸国の SRI に見るベスト・イン・クラス）が中心となっている。日本において SRI という場合、個人向け公募型 SRI 投資信託を意味している場合が多い。つまり、SRI 市場において個人投資家が SRI 運用の中心的主体となっている。

そのファンドの経過は、1999年に日興アセットマネジメント社が環境型の国内型株式投信「日興エコファンド」の設定が最初であった。日本では低金利・ゼロ金利政策が長引いたこともあり、個人の資産運用の用途として投資信託への投資が増大した。その後、「エコファンド（環境型投資信託）」と呼ばれる投信を中心に設定される例が多く見られたが、2000年に国内株式投信としては初の SRI 型としての投資信託が朝日ライフアセットマネジメント社により「朝日ライフ SRI 社会貢献（あすのはね）」として提供された。その後、大和証券投資信託委託の「ダ

18) アメリカにおける年金基金の SRI 投資に関しては、加入者の受給権を保護する ERISA（従業員退職所得保証）法に抵触すると批判されてきたが、1998年に労働省が「カルバートレーター」で SRI 投資信託に確定拠出年金を含めることは ERISA 法に反しないとの見解を示した。

図表4 公募SRI投信の純資産額とファンド数



(出所) <http://www.sifjapan.org/document/asset.pdf> (2008年9月末時点)

「イワ SRI ファンド」や住信アセット社の「グッドカンパニー」などの SRI 型ファンドが資産残高を伸ばしたが、株価急落による影響を受けて低迷が続いた後に2003年頃から再びエコファンドを中心に増加してきている。また2007年から急速に運用残高を伸ばしているのは、資源や新エネルギーなどの環境技術分野で地球温暖化に対応した銘柄を組み入れた新型のエコファンドである。これはテーマファンドと呼ばれる国際株式を中心とした投資信託である。

投信の市場規模を見ると、1999年末 SRI 投資信託の資産残高は約670億円であったが、2007年12月時点の残高は7,700億円となっており、8年の間に11倍以上に増加してきている。また2003年の投資信託数は11本であったが、2008年9月時点で59本に増加している¹⁹⁾。2008年後半はアメリカのサブプライム問題に端を発した世界株安により、日本の SRI ファンド資産残高も減少してきている²⁰⁾(図表4参照)。

(2) SRI ファンドの特徴

前節で見たように、日本において SRI 投資信託 (SRI ファンド) は CSR の中心的推進役を果たしている。その資産規模は1999年に導入されて以来、景気の低迷による増減もあるものの長期的には着実に増加しており、また商品も環境型ファンドを中心に多様化して存在している。SIF-Japan の広義の定義では、投資プロセスに ESG の一つ以上を考慮していることとしているように、日本では SRI 資産額は広義に認められる商品を全て含めた数値であることが多い²¹⁾。

この SRI ファンドを検討すると、特にエコ・ファンドの分類に関して、近年、日本では環境技術系企業に投資する環境技術関連ファンド、地球温暖化関連ファンドや資源ファンドなどが

19) <http://www.sifjapan.org/document/asset.pdf>

20) 分散型発電新聞 / 田中秀一郎「環境・エネルギービジネスと SRI / 2 回」2008年9月5日。

21) 一般のファンドと区別するために、SRI ファンドを「非財務的」な ESG を考慮した運用と定義する場合がある。

SRI ファンドとして計上され、全体の SRI 資産総額を押し上げている (図表 5 参照)。しかし、これらは「テーマ型ファンド」と呼ばれるものであり、その運用手法の多くはベンチマークとなる市場インデックスを上回る投資収益 (超過リターン) を達成することを目指すアクティブファンドに分類される。またファンド形態においても、従来の SRI ファンドが国内株式を中心に組成されているものと比較すると、それらは国際株式を銘柄として組み込んだものが多い。さらには、その時期に活況を得た企業の株式を組み込んでいることから、そのようなファンドの多くは、高収益を見込まれることが多い。投資家側の投資インセンティブも、倫理的、かつ持続可能性を意識した投資ではなく、高い投資収益を狙ったものになる可能性が高い。元来、欧米諸国の SRI の歴史に見られるように、宗教・倫理的選別投資として発展した SRI は、倫理・社会的価値基準を伴った投資を意味するものである。環境関連のテーマファンドへの投資は、環境技術の支援など持続可能な社会の実現に間接的に寄与するものであり、また金融取引上は、資本市場への資金の流入を促進する。しかし、証券投資においては、アクティブ運用手法としてグロース型、バ

図表 5 日本の SRI 関連ファンドの分類

エコファンド	日興エコファンド (日興 AM), 損保ジャパン・グリーン・オープン (損保ジャパン AM), エコ・ファンド (DIAM AM), UBS 日本株式エコ・ファンド (UBS グローバル AM), エコ・パートナーズ (三菱 UFJ 投信), 自然環境保護ファンド (興銀第一アセットマネージメント), 損保ジャパン・エコ・オープン (損保ジャパンアセットマネージメント), グローバル・アンブレラ USB エコ (USB グローバル, アセットマネージメント), 環境保全グローバル・バランス (親光投信), CA りそな世界グリーン・バランス F (クレディ・アグリコル, アセットマネージメント), イオン高配当グリーン・バランス・オープン (損保ジャパンアセットマネージメント), ダイワ・エコ・ファンド (大和証券投資信託委託), 自然環境保護ファンド (DIAM AM)
SRI ファンド	朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド (朝日ライフ AM), 日興グローバル・サステナビリティ・ファンド A (日興 AM), 同 B (同), フコク SRI ファンド (しんきん AM 投信), ダイワ SRI ファンド (大和投資信託), 住信 SRI・ジャパン・オープン (住信 AM), モーニングスター SRI インデックス・オープン (野村 AM), AIG-SAIKYO 日本株式 CSR ファンド (AIG 投信投資顧問), AIG/りそな日本株式 CSR ファンド (同), AIG/ひろぎん日本株式 CSR ファンド (同), 損保ジャパン SRI オープン (損保ジャパン AM), 日本 SRI オープン (日本投信委託), 住信日本株式 SRI ファンド (住信 AM), 三井トラスト社会的責任ファンド (中央三井 AM), UBS グローバル株式 40 (UBS グローバル AM), 野村グローバル SRI100 (野村 AM), 6 資産均等分散ファンド毎月分配型 (大和証券投資信託), DIAM 高格付けインカム・オープン SRI (DIAM AM), 『しがぎん』 SRI 三資産バランス・オープン (大和投資信託), しんきん SRI ファンド (しんきん AM)
環境以外の目的別ファンド	三菱 UFJ SRI ファンド (三菱 UFJ 投信), りそな・SG ウーマン J ファンド (ソシエテジェネラル AM), SG ウーマノミクスバランス株式 30 (同), 同株式 70 (同)
テーマ型ファンド	地球温暖化防止関連株ファンド (新光投信), 同 3 カ月型 (同), ワールド・ウォーター・ファンド A (野村 AM), 同 B (同), グローバルウォーターファンド (日興 AM), ニュージェネレーション世界環境 (ユナイテッド投信投資顧問), 三菱 UFJ グローバル・エコ・ウォーター (三菱 UFJ 投信), 野村アクア投資 A (野村 AM), 同 B (同), UBS 地球温暖化対応関連ファンド (UBS グローバル AM), 温暖化対策株式オープン (国際投信投資顧問), 地球温暖化対策株式オープン (同), 地球環境株ファンド (大和投資信託), 温暖化防止環境関連株オープン (岡三アセットマネージメント), フィディリティ・スリー・ベーシック F (フィディリティ投信), 東京海上セレクト世界株式ファンド (東京海上アセットマネージメント), CA 世界水関連株 F (クレディ・アグリコルアセットマネージメント), CA 世界環境力株式 F (同), 地球温暖化対策株式 F (三菱 UFJ 投信), ラッセル世界環境力テクノロジーファンド (ラッセル・インベストメント), 6 資産バランスファンド分配型 (大和証券投資信託), 6 資産バランスファンド成長型 (同)

(出所) 村岡元司「金融業界における環境ビジネスの最新動向」*Journal of Financial Planning*, 2008年3月, p.9に加筆修正。(2008年9月末時点)

(注) 償還したファンドは除外している。

リユー型双方において、一過性の高収益を見込まれるものを ESG 基準としたファンドと呼ぶのは本来の SRI とは主旨が異なると思われる²²⁾。地球温暖化問題が注目を集めている現在、好業績が期待できる関連銘柄に資金が流入しているが、テーマ型ファンドの収益が、悪化した場合、投資家は投資を急速に差し控えるであろう。特に持続可能を目指す企業に対して、長期的視点をもって投資することを期待する投資家にとって、より精緻に金融商品としての SRI を分類しなくてはならない。つまり、エコファンドが大部分を占める我が国の投信型 SRI のなかで、今後、日本の SRI は、より精緻に ESG 要因に基づいて金融商品 SRI の定義を行っていくことも必要である。

5. 小 活

本稿では、金融における CSR の取り組みを概観し、そのなかで投資部門から見た取り組みとしての SRI を検討した。近年、金融における CSR として、排出量取引や環境要素の証券化など証券市場において重要な取引の一つとなる可能性を持っており、環境も含めて CSR 自体は金融取引上の重要な要素になってきている。さらに、かつて一部の宗派による倫理投資、または社会問題を解決するための機関投資家による投資として認識されてきた SRI は、近年メインストリーム化していることが多くの論者により指摘されてきている。これは、トリプル・ボトムライン（経済・環境・社会）や持続可能な社会を強く意識する企業や金融機関が CSR を事業戦略の一つに位置付けたり、また投資家が社会を改革するため手段としての意識変革が起こっていることが背景としてある。このように投資部門において SRI は、証券市場において重要な役割を果たすようになってきている。

日本における SRI に関して、前章 2 節で見たように、欧米諸国と歴史的経緯を異にする日本の SRI 市場は、機関投資家の存在の欠如が市場拡大において大きな障壁になっている。その多くが公募型投資信託であり、それに出資する投資家が意図するにせよ、意図しないにせよ、日本の SRI は結果的に個人によって支えられているといえよう。近年 PRI が公表されたことから、機関投資家の SRI 運用のための環境が整いつつある。また、日本の機関投資家の動向として、確定給付型年金による SRI の参入が開始されたことは他国に例を見ない独自の特徴である²³⁾。さらには機関投資家の自主的取り組みとして厚生年金連合会（後の企業年金連合会）が議決権行

22) しかし安達氏は「SRI が割安株（バリュウ）や割高株（グロース）といった伝統的な運用とは異なる第三の超過収益源泉をもつ、新しいタイプのアクティブ運用であることを示唆する」と言及している。また徳野氏は「特定セクターを事前に排除する SRI は分散効果を犠牲にしているとの批判があるが、CSR をボトムアップで評価する手法では、その分散効果については通常のアクティブ運用と同様に評価すればよい」と言及している点、SRI を収益性の視点から考えると興味深い。この点に関しては、次稿の検討に譲りたい。足達栄一郎／金井司（2004）『CSR 経営と SRI—企業の社会的責任とその評価軸』金財事情所研究会、72頁。徳野明洋「日本の社会的責任投資」『Investment Strategy』NOMURA、2004年5月10日、7頁。

23) 2003年住友信託銀行、2004年富国生命、三井アセット信託、2006年三菱 UFJ 信託、2007年 AIG 投信投資顧問、明治ドレズナーによって SRI 運用が開始されている。SIF-Japan、前掲書、10頁。

使に関する運用受託機関向けガイドラインを作成した例も見られる。しかしながらこのような例は僅かであり、欧米諸国に見られるような機関投資家の中心的役割を果たす年金基金や郵便貯金や簡易保険、公益・宗教・学校法人などによる SRI 運用の意向は現在のところ見られない。欧米諸国の公的年金基金は、「運用が社会経済の発展に大きな影響を及ぼすことを自覚している」という²⁴⁾。今後、日本の証券市場において、SRI が大きな投資の流れになるかは機関投資家の参加が重要な鍵になるといえよう。

さらに近年、SRI は Socially に代えて、Sustainability Responsible Investment と表現する場合がある。SRI は ESG を考慮する投資手法であり、それは持続可能な社会を実現する要素でもある。河口氏は「Social には社会主義・社会運動という思想のイメージが強いが、Sustainability には思想的な印象が希薄なので広く受け入れやすい」と言及している²⁵⁾。現在、社会性、環境や持続可能性という指標は、投資家が投資銘柄を決定してポートフォリオを組む際の判断材料の一つとして考えるようになってきている。

【参考文献】

- 足達栄一郎／金井司（2004）『CSR 経営と SRI —企業の社会的責任とその評価軸』金融財政事情研究会。
小沢鋭仁（2005）『環境ファイナンス』環境新聞社。
川口真理子（2007）「SRI の意義とその目的」経済法令研究会編『CSR 金融総覧』経済法令。
金融財政事情研究会（2005）『金融機関の環境戦略』。
社会的責任投資フォーラム編（2007）『日本 SRI 年報2007』。
田中秀一郎「環境・エネルギービジネスと SRI / 2 回」『分散型発電新聞』2008年9月5日。
谷本寛治編（2007）『SRI と新しい企業・金融』東洋経済新報社。
谷本寛治編（2003）『SRI 社会的責任投資入門』日本経済新聞社。
徳野明洋「日本の社会的責任投資」『Investment Strategy』NOMURA, 2004年5月10日。
日本総合研究所「企業の社会的責任と新たな資金の流れに対する調査研究」報告書, 2004年3月。
水口花子「温暖化対策で資金が見込まれる分野」『経営戦略研究』DIR, 2008年春期号 Vol.17。
村岡元司「金融業界における環境ビジネスの最新動向」*Journal of Financial Planning*, 2008年3月。
森佑司「アメリカ年金基金による社会的責任投資—株主行動を中心とする議論と日本への示唆—」ワーキングペーパー, 大和総研, 2004年。
EuroSIF (2003), *Socially Responsible Investment among European Institutional Investor 2003 Report* EUROSIF.
EuroSIF (2006), *European SRI study 2006*, EUROSIF.
Social Investment Forum (2003), *2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, SIF.
Social Investment Forum (2005), *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, SIF.
Sustainable Investment Research Institutional Company; SiRi (2004), *Green, Social and Ethical Funds*

24) SIF-Japan, 同上書, 24頁。

25) 川口真理子「SRI の意義とその目的」『CSR 金融総覧』2007年, 302頁。

in Europe 2004, SiRi Company.

UNEP HP <http://www.unepfi.org/>

エクエータ原則 HP <http://www.equator~principles.com/>

日本銀行 HP http://www.boj.or.jp/theme/finsys/act/bis_kisei/index.htm