

# 「責任ある投資のための企業評価基準」の意義と展望

高崎経済大学経済学部

助教授 水口剛

## はじめに

2006年4月に国連が責任投資原則を公表したことで、「責任ある投資」という考え方がいっそう広がる兆しがみえる。しかし一方で、「責任ある投資」とはどのような行動であるのか、その具体的な行為規範は必ずしも明確ではなかった。この点に関して、責任投資評価基準委員会が「責任ある投資のための企業評価基準」(資料1参照。以下、「責任投資評価基準」という)を公表した。この基準は、「責任ある投資」とは何であるのかを考える上で重要な論点を含み、またそれを実践しようとする場合に重要な示唆を与えるものと思われる。そこで本稿では、この責任投資評価基準策定の背景と意義について述べ、今後を展望することにした。

## 1. 責任投資評価基準策定の背景

国連が公表した「責任投資原則」に対して、アメリカのカリフォルニア州退職年金基金やノルウェーの政府年金基金など、各国の機関投資家や運用機関の署名が集まっており、署名機関の運用資産は総額で5兆ドルに上ると言われる。この原則は、「環境、社会、コーポレート・ガバナンス (ESG) の諸問題を投資分析と意思決定のプロセスに組み込む」「ESG問題を株主としての方針と実践に組み込み、積極的な株主となる」などの項目を示している。しかし、あくまでも「原則」である以上当然のことだが、「ESG問題を投資意思決定に組み込む」際の具体的な判断基準までは明記していない。

一方2006年10月にはGRIがサステナビリティ報告書ガイドラインの第3次改訂版(G3)を公表した。G3は経済、社会、環境の各分野で多くの「コア指標」を示し、そのそれぞれについてプロトコルを添付するという詳細なものである。今後多くの企業がG3を参照し、あるいは独自の指標を加味してサステナビリティ報告書やCSR報告書を公表するものと思われる。しかしそれらの多様な指標をどのような視点から評価すべきなのかは、必ずしも確立していない。

このような状況を契機として「責任投資評価基準」の検討は始まった。すなわちそのような評価の視点を示そうする試みであった。しかしより根本的には、さまざまな環境問題や社会問題が眼前に存在し、しかもそれらが必ずしも解決の方向に進んでいないという現状と、そのような現状が金融資本市場のあり方や投資家の行動と無関係ではないという認識が、背景にあったと言えよう。次にその点を見ていくことにしたい。

## 2. なぜ「責任ある投資」が求められるのか

「責任投資評価基準」の特徴の1つは、「投資とはどのようなものか」という点ではなく、「より良い社会とはどのような社会か」という点から議論が始まっていることである。言い換えれば、私たちが直面する社会や環境の問題にいかに対処すべきかという点に、発想の起点がある。

この基準が提起する「より良い社会像」は冒頭に示されている。このような議論は、個人の価値観に依存する主観的なものと思われやすい。しかし人の尊厳が認められ、人権が保障され、差別がなく、生態系や生物多様性が守られるといった社会像を大筋で否定する意見はあるまい。むしろ議論があるのは、そのような社会を実現する上で投資家が何らかの責任を負い、何らかの関与をすべきなのか、という点であろう。つまり「より良い社会像」に価値観が含まれることが問題なのではなく、それを実現するためにどのような社会システムを採用すべきかが問題なのである。

資本主義社会の基盤は言うまでもなく市場メカニズムである。そこでは、ルール違反は厳しくチェックされなければならないが、ルールの範囲内ならば、各自は自己の利益を最大限追求すればよく、それによって結果的には資源配分が最適化されるというのが、初歩の経済学の教科書の教えるところである。地球環境のように価格のつかない公共財が過剰消費されるなど、市場メカニズムが対処できない問題に対しては、規制や課税、補助金など、いわばルールを整えることで対応すべきだというのである。もちろんルールを整備することの重要性は言わずもがなであり、多くの問題が規制や経済的手法によって改善されてきた。しかし一方で、政治的な利害が絡んだり、問題が複雑すぎたりして、規制が有効に機能しない問題も多い。現実に気候リスクや貧困問題など、未解決の問題が多いことがそれを示している。企業の社会的責任（CSR）として企業の自主的行動が推奨されるのも公的ルールだけでは不十分だからであろう。多くの問題はルールと自主的行動の相乗作用で解決を図る必要があるのである。

とりわけ資金の流れは経済に大きな影響を持つ。それゆえ投資家がどのような意思決定をするかが将来の社会の姿を左右する。企業に社会的責任があるのと同様に、投資家にもその影響力にふさわしい社会的責任があるのではないか。「責任投資評価基準」は基本理念の第一として、この点を指摘している。

このように考えれば運用資産の一部が SRI ファンドで運用されているというだけでは十分ではない。あらゆる資金の流れにこのような視点を組み込んでいくことが必要である。投資だけでなく、融資でも同様である。少なくともプロジェクト・ファイナンスに関しては「赤道原則」への署名が進んでおり、このような理念は受け入れられつつあると言えよう。

### 3. 投資の利益概念の拡張

このような議論において常に問題となるのは、投資利益との関係であり、特に受託者責任をどう考えるかという問題である。この点に関してはすでに、UNEP-FIの委託を受けて国際的な法律事務所である Freshfields Bruckhaus Deringer が、ESG 問題の考慮は直ちに受託者責任上問題になるものではないとの報告書を公表している<sup>1</sup>。「責任投資評価基準」ではもう一步進めて、基本理念の第二として「より良い社会の実現が投資家の利益である」との理念を示している。これはいわば投資における利益概念の拡張である。直接的、金銭的な利益だけが投資の利益なのではなく、責任ある投資を通じて実現されるより良い社会そのものが投資の果実であるというのである。さらに基本理念の第三では「より良い社会が企業収益の基盤となる」との見方を示している。いわゆる自然資本やソーシャル・キャピタル<sup>2</sup>の存在が良好な企業活動を支えているとするならば、それらに配慮して投資することは投資家共通の利益に資するものとなる。

しかしこれらの利益にはフリーライド(ただ乗り)が可能であり、誰もがフリーライドを試みる結果、利益そのものが雲散霧消してしまう危険がある。それゆえ環境や社会に配慮して投資することは、投資家の自由な選択肢の 1 つではなく、果たすべき責任なのではないか。そのような責任は、論理的には個人投資家にもあると考えられるが、特に巨額の資産を運用するために大きな影響力を持ち、専門知識も豊富なプロの機関投資家には、大きな責任があると思われる。

### 4. 展望

1992年にブラジルサミットがあり、1996年にISO14001が発行された。その後10年で、日本でISO14001を取得した事業所は1万8千件に上り、環境報告書やCSR報告書を作成する企業は800社以上である。ISOで検討されていたCSRの規格が「SR」となり、今後、金融機関や機関投資家の社会的責任という考え方も浸透していくに違いない。「責任ある投資」が用語として広まるだけで、より良い社会が自動的に成立するものではない。しかしその概念が受け入れられるならば、「責任投資評価基準」が示す個々の項目にそって1つ1つの意思決定を評価していくことができる。そのような地道な積み重ねの先に「より良い社会」が見えてくるのではないだろうか。

---

<sup>1</sup> UNEP-FI and Freshfields Bruckhaus Deringer(2006), *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*.

<sup>2</sup> ここでのソーシャル・キャピタルとは道路や港湾などの物理的な「社会資本」ではなく、信頼、規範、ネットワークなどの社会特性を意味する。Putnam, Robert(1993), *Making Democracy Work: Civic Tradition in Modern Italy*, Princeton University Press.