

—SRI事情 入門編—

「社会的責任投資」から

「責任ある投資」へ(2009年版)

高崎経済大学経済学部 教授

SIF-Japan(社会的責任投資フォーラム)理事

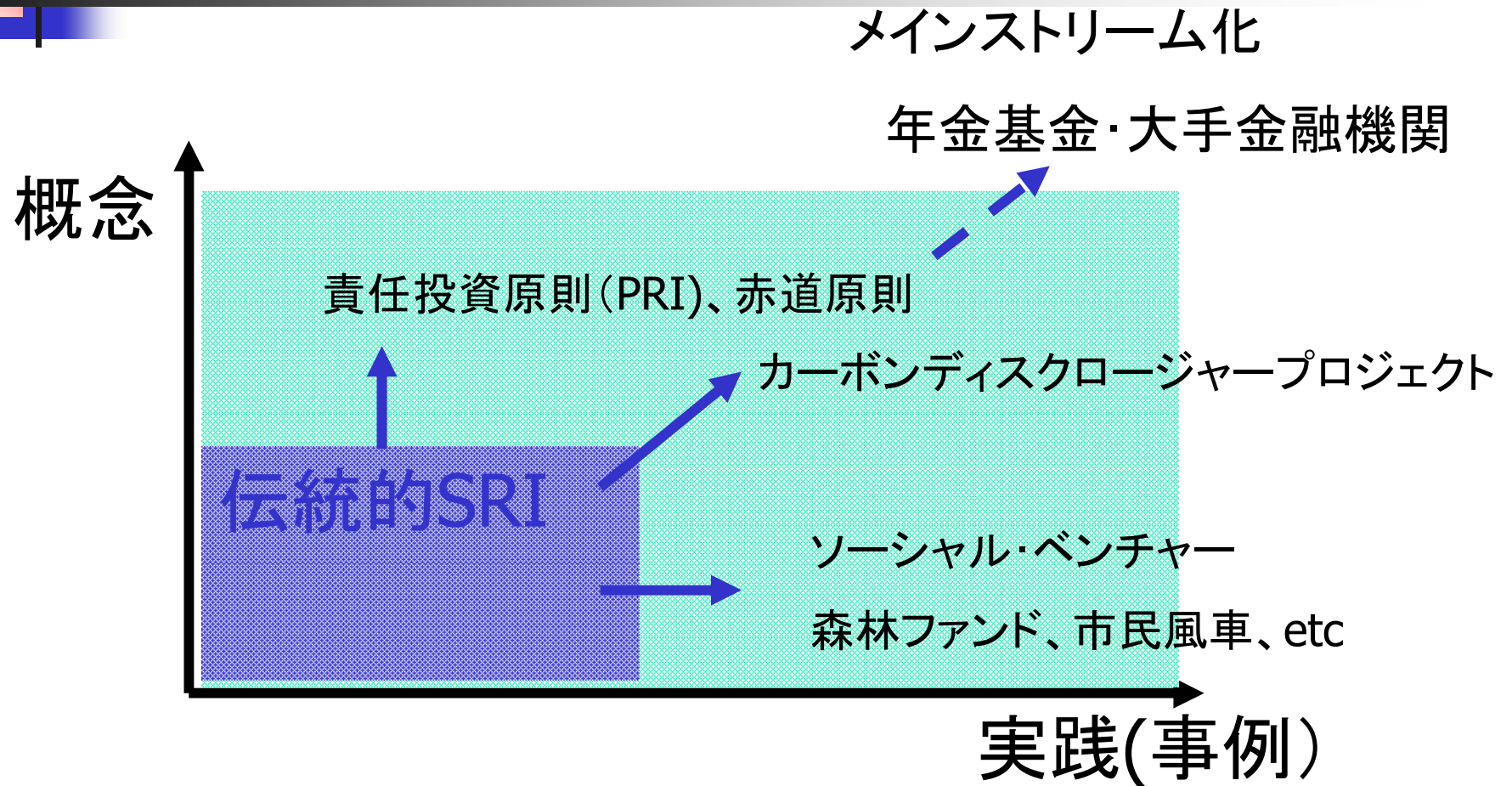
水口 剛



世界金融危機とSRI

- 「巻き添え」説
- もしすべての投資がSRIであったなら？
- 「合理的投資家による利潤最大化行動」仮説への疑問
- 見える危機と、見えない危機

SRIの拡張





今日のアウトライン

SRIから「責任ある投資」へ

- 1900年代 第一世代のSRI
- ↓
- 1970年代 第二世代のSRI
- ↓
- 1990-2000年代 第三世代のSRI
- ↓
- 2006年 国連「責任投資原則」の公表



第一世代のSRI

- 1900年代、英米、キリスト教会
 - タバコ、酒、ギャンブル関連企業を除外
- [手法]
- ネガティブ・スクリーン
- [理念]
- 儲かりさえすれば、何をしてもいいのか
 - 理念を利益に優先

→ SRIにおける価値観の重要性



第二世代のSRI(1)

- 1970年代、社会運動を背景に担い手とテーマを拡大

[テーマ]

- 人権問題・環境問題・兵器産業・原発
- 反アパルトヘイト

[担い手]

- 教会・公務員年金・大学基金・労働組合



第二世代のSRI(2)

[手法]

- 株主行動
- 評価型スクリーン(ポジティブ・スクリーン)
- コミュニティ投資

[理念]

- うまくやりながら、よいことをする。
→ 利潤追求と社会変革の両立



第三世代のSRI

- 1990-2000年代、メインストリームへと拡大

[手法]

- ベスト・イン・クラス(ポジティブ・スクリーン)

[理念]

- 環境・社会への配慮は長期的には利益につながる
- Materialityへの着目



社会的責任投資(SRI)の市場規模

- アメリカ:2兆7110億ドル(SIF、2007年)
(約270兆円)
- ヨーロッパ:2兆6654億ユーロ(Eurosif,2007年) (約340兆円)
- 日本:7470億円(SIF-Japan、2007年9月、公募SRI投信のみ) → SIF-J HP参照。



SRIから「責任ある投資」へ

- 国連が2006年に「責任投資原則(PRI)」を提唱。
- 機関投資家の資金運用において環境(E)、社会(S)、コーポレートガバナンス(G)の評価を投資意思決定に組み込むことを要請。
- ESGは受託者責任と整合することを主張。
- すべての投資に適用される原則として提唱。
- 機関投資家への署名を求める。
- 署名した機関投資家の資産総額は14兆ドル



国連の責任投資原則(PRI)

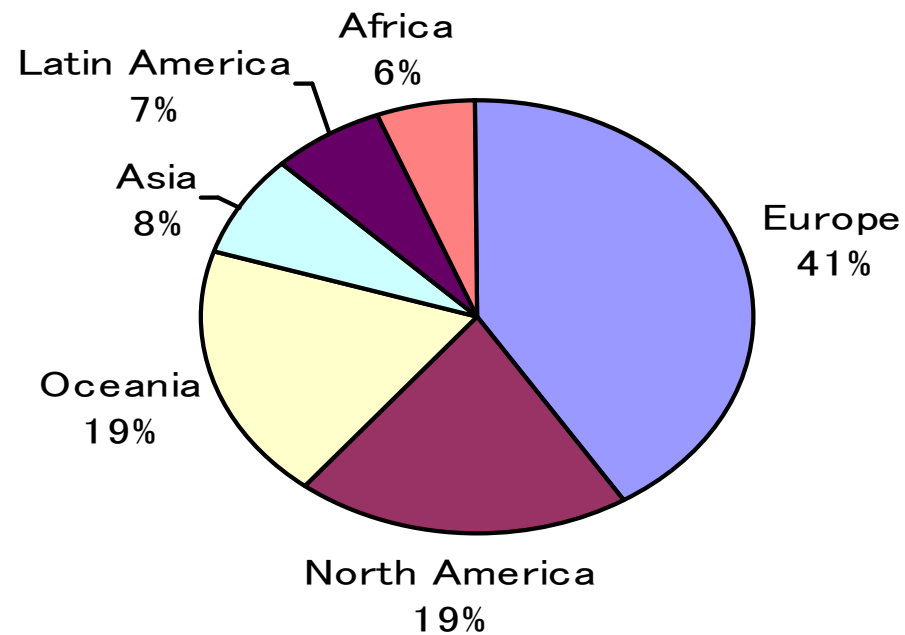
- 私たちはESG問題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込みます。
- 私たちは積極的な株主となり、株主としての方針と実践にESG問題を組み込みます。
- 私たちは投資先企業によるESG問題に関する適切な情報開示を追求します。
- 私たちは投資業界がこの原則を受け入れ、実践するように促します。
- 私たちはこの原則の実施における効果が高まるよう相互に協力します。
- 私たちはこの原則の実施に関する活動状況と進捗について報告します。

PRIに署名した主なAsset Owner

アメリカ	CalPERS NY市年金基金、 等	フランス	FRR CDC ERAFP
ノルウェー	政府年金基金	オランダ	ABP
ニュージー ランド	政府年金基金 NZ年金基金	スウェー デン	AP1、AP2 AP3、AP4
日本	フジ厚生年金 キッコーマン企業 年金・太陽生命	イギリス	環境庁年 金基金、等

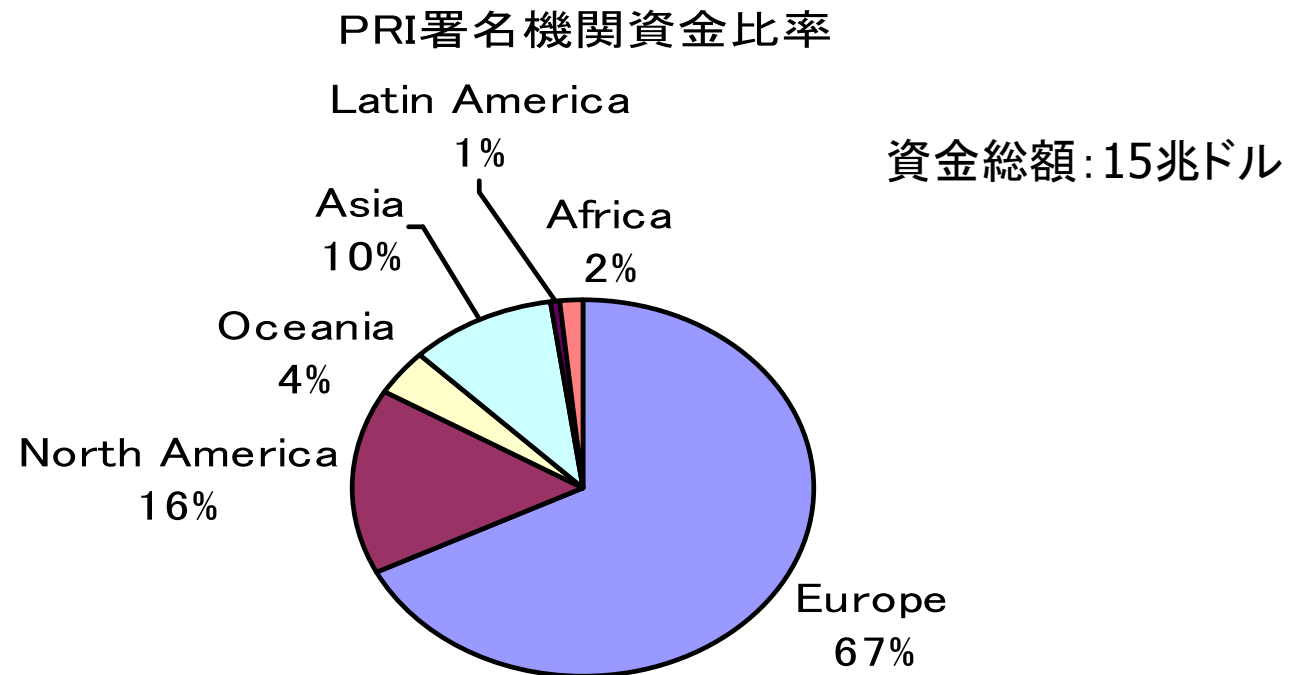
PRI署名機関の国別比率(機関数)

PRI署名機関数比率



出典: UNEP FI, PRI Report on Progress 2008

PRI署名機関の資金量



出典: UNEP FI, PRI Report on Progress 2008



SRIと責任投資はどう違うのか

[広がり]

- SRIは特定の投資カテゴリー、責任投資はすべての投資に適用すべき基本原則（……として提唱）→ **どう実現するか**

[理念]

- SRIは理念と実務の結合。責任投資は、ESGが利益追求の単なる手段になりかねない危険。 → **どう克服すべきか(課題)**



欧州責任投資事情を見る視点

- 「責任ある投資」がなぜ、どのような方法で推進されているのか ～ 「責任ある投資」の推進方法
- 「責任ある投資」とは、実際には、どのように実践されているのか ～ 「責任ある投資」の手法



「責任ある投資」推進のタイプ

- オランダ型
自主的判断に基づく導入
- イギリス型
投資方針開示制度による推進
- ノルウェー型
根拠法における明示的規定



オランダABPの責任ある投資

- オランダ政府職員及び教職員
- 資産総額: 215billionユーロ(約32兆円)
- ABPの第1の目的は、最高の投資パフォーマンス
- 環境・社会・ガバナンスへの配慮は長期的に投資収益に貢献すると信じる。
- 加えて、資金規模の大きさと市場に占める地位に基づく社会的責任を認識



イギリス年金法の改訂

- 1995年年金法の改訂(2000年)により、年金基金は投資先の選択等において社会的・環境的・倫理的配慮がなされていれば、その程度等を、投資方針として記載することとされた。
- ESGに配慮する年金基金の資金は99年の250億ポンドから01年の800億ポンドに増加
- ESGに配慮しないで投資しても構わないが、そうすること(しないこと)についての説明責任が生じる。



ノルウェー政府基金の取り組み

- 政府年金基金法・同規則に基づき、2004年に倫理ガイドラインを策定。
- 運用における2つの基本原則
 - ①環境、社会、経済の持続可能な発展の下で経済的利益を追求。
 - ②深刻な環境破壊、基本的人権の侵害などの受け入れ難い非倫理的行為に加担しない。

責任投資の論理[1]

～ ESG配慮は長期的利益

- 外部コストの内部化
 - 環境税、排出量取引など
- 無形資産 (Intangible assets)
 - Reputation(企業の評判)、従業員のモチベーションなど
- 戦略的CSR論
 - 社会的課題＝ビジネス・チャンス

責任投資の論理[2]

～ Social Capital/Natural Capital

- ESGに配慮した投資が、企業行動に影響
- 企業行動が「社会の質」を左右

[例]

- 安定した雇用慣行 → 優秀な労働力
- 気候変動の防止 → 食糧等の安定供給
- 社会不安の払拭 → 安定した消費市場



真に合理的な投資とは何か

- 短期的な利益を優先して温暖化対策を忌避→ ハリケーン・洪水・豪雪 → 企業活動に影響 → 投資利益の縮小
- 短期的な利益を優先して非正規雇用を拡大→ 日本全体での熟練労働力の縮小・国内の購買力の低下・社会不安の増大 → 健全な企業活動の縮小 → 投資利益の縮小
- 長期的・社会的視野の投資へのフリーライダーの可能性 → 政府系資金によるイニシアティブの必要性

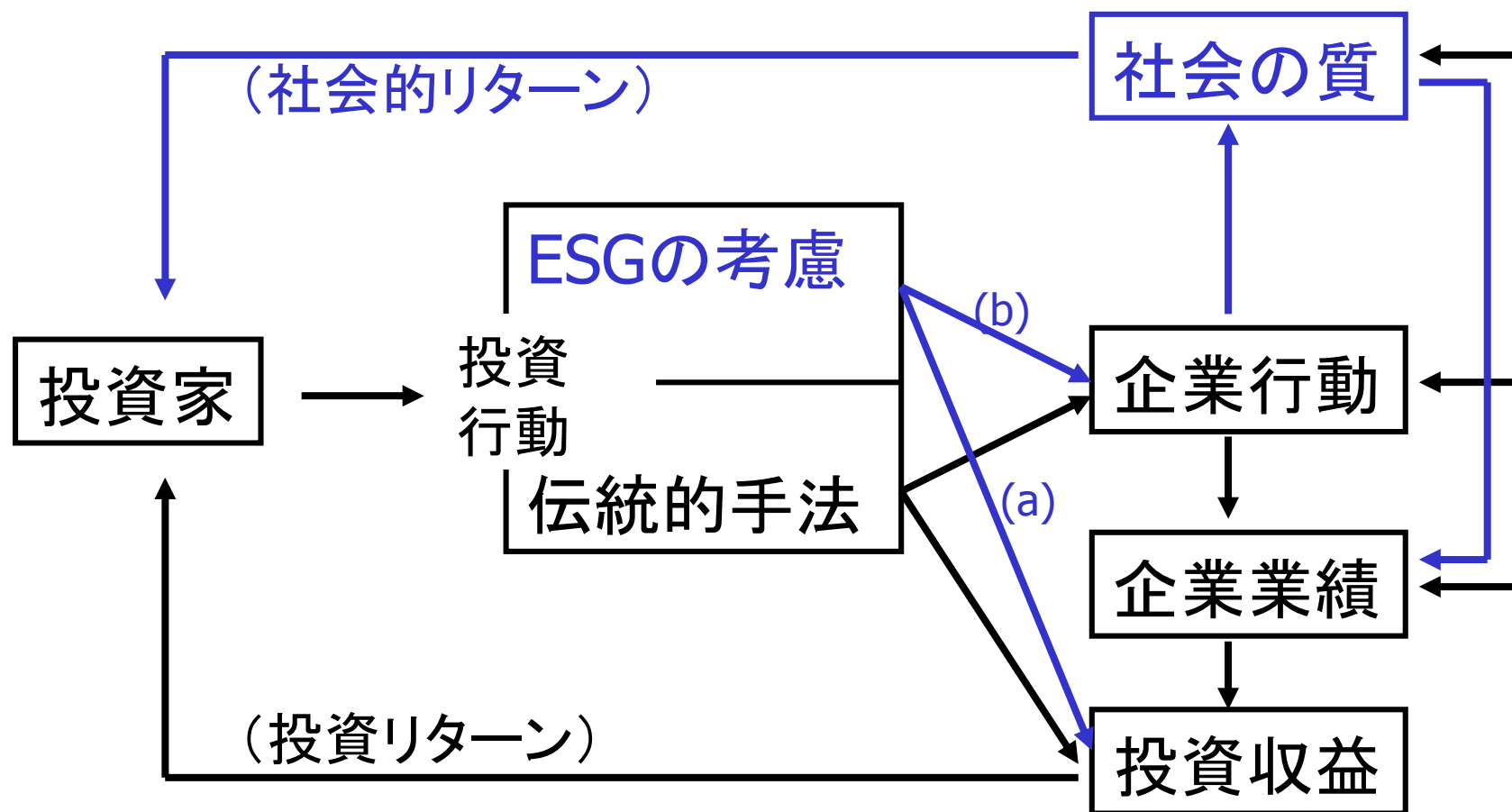


責任投資の論理[3]

～ 社会的利益の存在

- ESGへの配慮が企業行動に影響
- 企業行動がサステナブル社会に貢献
- サステナブル社会の実現は、それ自体が投資家の利益 → 金銭的利益とは別の、社会的利益の存在。

投資リターンと社会的利益の 統合フレームワーク



政策・規制・教育・消費者行動・他



責任投資の論理への疑問 ～ すべてが仮説

- ESGは本当に利益につながるのか？
- ESGへの配慮が企業行動を変えるか？
- 企業行動の変化がサステナブル社会を生むのか？
- それは「目先の利益」を超えるメリットを生むのか？



疑問への解答

- トラック・レコードを示すという行き方
- 「仮説を信じよう！」
- 「正しい評価」という虚構 → 評価される方向に人は動く
- 「ESGへの配慮が企業行動を変えるか？」ではなく、変えるような方法を探す
- ESGと利益の両立も、そういう社会を作る
→ **責任投資は方法論が重要**



「責任ある投資」の手法

- 投資先の選別
 - ポジティブ・スクリーン、ベスト・イン・クラス
インテグレーション
 - ネガティブ・スクリーン、除外
- 投資先への影響力の行使
 - エンゲージメント、議決権行使、株主提案
- 環境・社会事業への投資
 - プライベート・エクイティ、ソーシャル・ベンチャー
コミュニティ投資、NPO融資、等



ネガティブ・スクリーン／除外

- ABPの除外方針(Exclusion policy)
 - 国際法に違反した投資、基本的人権の侵害に直接関わる投資は行わない。この方針に基づき、地雷・クラスター爆弾製造企業には投資しない。
- ノルウェー: Council on Ethics(5人)の勧告に基づき、財務省が除外企業を決定。
 - ロッキード、ボーイング、BAE、タレスなど



ポジティブ・スクリーンの限界

- ポジティブ・スクリーンの方法：環境報告書、アンケート等の情報に基づき、環境・社会に関する評価項目を点数化 → ウェイト付けして合計
- 課題：①アンケート回答企業が限られる、②平均的・網羅的な取組みほど高評価 → 大企業への偏り、③業種・企業の特殊性の反映が難しい、④マテリアリティとの関係、⑤評価の正しさへの疑問



インテグレーション

- ESG項目の評価が将来の企業価値にどう影響するかを、他のファクターと統合して評価。
- 温室効果ガスなど定量化できるものは定量評価し、それ以外は定性的に考慮。
- 課題：①アナリスト・ファンドマネージャーの資質に依存、②透明性の確保・説明責任、③パフォーマンスの評価



ESG評価と情報開示[1]～カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト

- 世界の機関投資家が連名で、世界の大手企業に対して質問票を送付。温室効果ガス排出量と気候変動リスクへの対応に関連して情報開示を要求。
- 第6回調査(2008年)は385社(575兆ドル相当)の機関投資家の署名を得て調査。
- 規制リスク、レピュテーションリスクに加え、物的リスク、保険への影響などが顕在化



評価と情報開示[2]

～CSR報告書から有価証券報告書へ

- CDSB (Climate Disclosure Standard Board)の国際フレームワークの提言
- 日本公認会計士協会：有価証券報告書での気候リスク開示の提言
- 主な批判：投資判断に役立たない？ 罰則が厳しい？ 過去情報は無意味？
- 「企業価値評価」仮説からの脱却の必要性



「責任ある投資」の本当の課題

- すべての機関投資家による責任投資の採用
- 運用機関の長期的視点からの評価 → 投資パフォーマンスの長期的視点での評価方法の確立
- AccountabilityとTransparency
→ エンゲージメント、インテグレーションが適切に行われていることを、どのように説明するのか。

(参考)責任ある融資 ～ 赤道原則(Equator Principles)

- 世界銀行グループのIFC(国際金融公社)が策定。2006年に改訂版公表。
- プロジェクトファイナンスの際に、環境・社会への影響の考慮を求めた原則。
- 総額1,000万ドル以上のすべてのプロジェクトが対象。
- プロジェクトが環境と社会に与える影響のアセスメントを実施。
- マイナスの影響に関して排除、削減、緩和の措置。
- 日本では、みずほコーポレート銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行が署名。



(参考)受託者責任論とSRI

- 受託者責任とは
 - 資金運用の受託者は専ら受益者の利益のために行動すべきとする原則。
- SRIの採用に、受託者責任上の問題はない。
 - ①UENP-FIとフレッシュフィールドズによる調査報告、②三菱UFJ信託銀行への森戸英幸教授の意見書

(参考)

日本の主なNPOバンク

日本共助組合	東京	NPO夢バンク	長野
岩手県消費者信用生活共同組合	岩手	東京コミュニティ パワーバンク	東京
未来バンク事業 組合	東京	apバンク	東京
女性・市民信用 組合設立準備会	神奈 川	コミュニティユ ースバンクmomo	名古 屋
北海道NPOバン ク	北海 道	新潟コミュニティ バンク	新潟



参考文献

- 水口剛『社会的責任投資(SRI)の基礎知識』日本規格協会、2005年
- 水口剛『社会を変える会計と投資』岩波書店、2005年
- 秋山をね・菱山隆二『社会的責任投資の基礎知識』岩波書店、2004年
- 山本利明訳『社会的責任投資』木鐸社、2002年、
- 水口剛・國部克彦・柴田武男・後藤敏彦『ソーシャル・インベストメントとは何か』日本経済評論社、1998年
- 國部・伊坪・水口『環境経営・会計』有斐閣、2007年
- 経済法令研究会編『金融CSR総覧』2007年