

<第27回 SIF-J定例勉強会講演録> =詳細版=

◆SRI は、お金の流れを変えることで何が出来るのか ◆

「企業の社会貢献 の傾斜的評価」

—運用会社と企業との対話を可能にする CSR の評価方法について—

.....

講師： 加藤 正裕氏(三菱 UFJ 信託銀行 投資企画部 主任調査役)

コメンテーター： 河口 真理子(大和総研 主任研究員)

コーディネーター： 後藤 敏彦(SIF-Japan 代表理事)

日時： 2008 年 9 月 25 日(木)18:30~20:30

場所： グラントウキョウノースタワー18F 大和コンファランスホール

.....

今日はこのような席に招いていただき光栄に思っております。

まず、簡単に自己紹介をさせていただきますと、三菱UFJ信託銀行の年金向けの SRI の企画を担当しております、具体的には 2006 年 6 月に日本株に投資する年金向けの SRI ファンドを作りました。またそれ以前には、責任投資原則に署名するか否かといったことも担当者として検討しまして、署名いたしました。最近では SRI に関連したセミナーの企画などもしております。

今日は一運用機関であります私どもが、実務の視点から企業の CSR 活動をどのように見ているのかということを中心にお話させていただき、皆さんと一緒に考えていけたらと思っております。

本日の検討の目的ですが、企業を取り巻く外部環境は目まぐるしく変わっています。それぞれの企業で作っているモノ、サービスも違うなかで CSR 活動を行う目的もさまざまです。社会貢献を目指すものもあれば、環境問題の解決を主目的とするものもあります。このように、企業を取り巻く外部環境は変化し、目的もそれぞれ違う CSR 活動をどのように評価していくべきか、運用機関の視点に立って、一緒に考えていただければと思います。より具体的に検討の視点を申し上げますと、私どもは機関投資家の一人として投資する側で、企業は投資される側です。投資される側の企業の視点に立った場合に、CSR がどのように映るのか、を今回の検討の視点の軸にしたいと思えます。なぜならば、運用機関としてはパフォーマンスをあげていくというのが最大の目的になります。そのためには投資する企業のことを良く知らないと、株価パフォーマンスの良い企業をなかなか見出せない。CSR レポートなどでいろいろと情報を得ることはできますが、それらがどのような考え、方針の下でつくられてきたのかという「そもそも論」から始まって、今の CSR 活動がこれからもずっと続くのか、ということまで含めて、企業の考えを良く知らないといけない。やはり企業の視点に立って、「なぜ CSR 活動を行っていくのか？」という視点がまず重要であると思えます。

投資される側の企業と投資する側の運用機関の視点を簡単に比較して見ますと、なぜ CSR、または SRI に取り組んでいくのかというと、いろいろな目的があると思いますが、企業としては社会貢献したい、企業価値を向上していきたい、ということがあると思います。では、「誰が」行うのか、「どのように」CSR 活動を行うのか、「何を」具体的に行うのか。

「なぜ」、「誰が」、「どのように」、「何を」というベーシックなことから考えていくことで付加価値のある CSR 評価ができないかということを考えていきたいと思います。

企業を取り巻くステイクホルダーからの期待はさまざまありますが、それぞれのステイクホルダーからの期待に対してどのように取り組むかで、評判リスクになったり、業績のプラス効果になったり、マイナス効果になったりするといえると思います。さまざまなステイクホルダーからの期待に対してどう取り組むかということが企業の経営に及ぼす影響が高まっているのではないかと弊社では考えています。

「CSR は経営に影響するものなのか」がそもそもの出発点です。

当初、SRI は 1920 年ごろ、アメリカのキリスト教の教会から始まって、たばこやアルコールを排除するという自己実現が主目的でしたが、最近では、業績、企業価値に影響するのではないかという見方が広まってきているので、機関投資家、年金基金にも SRI が広まってきていますし、最近の目的は自己実現ではなく、パフォーマンスを迫るため CSR を考慮しようということになってきています。ついては、切っても切れない SRI と受託者責任の問題についても SRI は受託者責任に反しない。なぜならば CSR が企業価値に影響するという見方があるので、企業価値に影響するものは、むしろ見ていったほうがいいのではないかという見方もあって、最近では、受託者責任の問題もほとんど言われなくなってきています。

評価の視点も、当初は個人の価値観。最近では、これは年金基金からの視点としてですが、企業業績への影響度という評価の視点が増えてきていると思います。その理由はパフォーマンスをあげるためです。

このような見方になってきた背景ですが、株式の時価総額に占める無形資産と有形資産の割合が 1980 年代初めは 60%ほどが有形資産でしたが、比率が逆転して、99 年にはのれん代やブランド力といった無形資産の割合が 80%を超えました。CSR 活動のいろいろな効果が期待されるうち、ブランド価値に結びつくという見方もありますので、CSR も無形資産として考えていいのではないかと、だとすると、CSR も運用で考慮していかないとなかなかパフォーマンスをあげられないということになってきているのだと思います。

ご覧頂いている 3 つのレポートはいずれも国連が出しているもので、共通した結論は企業の CSR の取り組みが企業価値に影響するというものです。

左側の赤いレポートは 2004 年に発表されたもので、CSR が投資価値に重要な影響を与える証左がデータで確認できる、というものです。次に、真ん中のレポートは 2004 年の赤いレポートの続編として 2006 年に国連が出したもので、分析も一歩進んで、「CSR は企業価値に影響する重要な要因」と結論付けています。そして右側のレポートは、株価パフォーマンスには CSR はどのように影響するのかについて、CSR を考慮した運用である SRI は常にパフォーマンスを低下させるものではない、言い換えますと、勝つときが多いと言っています。

このようにレポートでも、CSR が企業価値に影響する、SRI がパフォーマンスが良い時が多いといわれてきています。

そして実際に環境や社会、ガバナンスの問題が企業業績または企業価値に影響を与えていることが、レポートレベルだけでなく事例によっても、影響があることが確認されています。

実際に企業の財務にどのような影響があるか。日経新聞によると企業が抱えている環境負債は 1000 億円を超えてきたということです。

環境負債は企業が自主性のもとに計上しているものですが、バランスシートの負債に計上し、将来まで踏まえた減価償却費などによって損益計算書に費用として計上しています。日本ではまだ自主的な取り組みですが、アメリカでは環境負債について負債金額の情報開示が義務付けられていて、実際の環境関連の取り組みや負債がバランスシート、損益計算書上にも出てきています。

そして、SRI と運用パフォーマンスの関係について補足ですけれども、こちらは環境・社会・企業統治のそれぞれと SRI の運用パフォーマンスの相関関係をとったものですが、環境・社会・企業統治のいずれも、運用の中で考慮することで株価パフォーマンスにポジティブに働く、プラスになるということが、レポートで言われています。これは世界の学者の 20 個のレポートを分析したもので、具体的には 20 個のうち 10 件が SRI はポジティブである、普通の運用よりもプラスに働く。20 件のうち 7 件は中立的、20 件のうち 3 件がネガティブ。ネガティブなものがあるということも事実ですが、総じていうとプラスということなのです。

以上、教科書的にレポートレベルの話をお話させていただきました。今までの話をベースに、これから皆さんと考えていきたいと思えます。

この写真の真ん中に居るのが、国連前事務総長のコフィ・アナンさんです。これは 2006 年 4 月 27 日のニューヨーク証券取引所の取引開始のベルが鳴っているところです。この日は責任投資原則を公表された日で、国連がこのように大々的に責任投資原則を公表したわ

けです。

現在は、世界の 420 以上の機関投資家が署名していて、日本ではまだ 13 しかないのですが、署名機関の総運用資産額を合計すると 1500 兆円を超えるレベルになってきています。東京証券取引所の上場企業の時価総額が 400 兆円くらいですから、結構な規模です。

責任投資原則の最近の動向としましては、今年 6 月、韓国のソウルで年次総会が開かれました。ここでは、環境、社会、ガバナンスの取り組みが「企業価値に影響する」ということは大前提で、環境、社会、ガバナンスをどのように運用の中で考慮していくか、どのように株主として議決権行使をはじめとした株主行動をしていくか、具体的に「何をしよう」という話がされています。

署名機関に公開されている「PRI クリアリングハウス」というもので署名機関のベストプラクティスや最新の動向が WEB サイトに常にアップデートされていて、情報共有する仕組みができています。

今年から回答することが署名機関の義務になりましたが、責任投資原則署名機関に年に 1 回、「今、どういう取り組みをしているか」をアンケート調査しています。今年の 7 月に出た結果では、全体的な傾向としては、去年が初めてで、今年が 2 回目になりますが、去年よりも今年のほうが平均値が上がっています。これは責任投資原則の取り組みをそれぞれの機関が進めてきた証が確認できたということです。

アンケート結果によると、責任投資原則は 6 つの声明文からなっていますが、原則 2「株主行動」と原則 5「協働」が最も多く署名機関で取り組まれています。その背景は既存の運用を変えなくてもできるという点にあります。たとえば、株主行動を強化しようといったときに、議決権や株主との対話を積極化するということは、今までの運用の仕方を変えなくても、株主として株を買った後、積極化することで強化できるということです。「協働」とは、1 つの署名機関でやるよりも多くの署名機関と一緒にやったほうが総運用資産が大きく、株主として行動するときにも影響力が高まるということで、直近の動きとしては 2 と 5 が中心になっています。2 と 5 を結ぶものとして、PRI クリアリングハウスという WEB サイトがあり、そこでいろいろと協働の動きが進んでいるわけです。

今回のアンケートの中で質問がされていますが、6 つの原則で一番難しいのは何でしょうか。原則 1 の銘柄選定の際にどのように ESG を組み込んでいくか、これが一番難しいと署名機関の中では言われています。6 つの原則全てが難しいと答えられた機関があることも事実ですが、総じて言うと原則 1 が一番難しい。投資する銘柄を選ぶ時にどのように環境や社会やガバナンスの問題を評価して投資する企業を組み入れるか、これが今の署名機関の最大の悩みであります。

そして最近の取り組みとしましては、今年の1月から **Valuation Workshop** というのがございまして、国連が **WBCSD** 世界環境経済人協議会と一緒に進めている会合です。この会合では、企業と投資家が1つのテーブルにつきます。今までは、企業は企業でどのように **CSR** 活動を取り組んでいくべきか、年金基金としてはどのように **ESG** を運用の中で考慮していくか、それぞれ考えてきたわけです。ですが、より具体的に考えれば考えるほど、お互いを知らなければうまく評価できないし、わかりませんよね、ということで今年から始められました。

まずヨーロッパで会合が開かれて、7月にはニューヨーク、またマレーシアでも開催されています。まだ具体的な話には出てきていませんが、今年11月、日本でも開催しようという話になっています。世界各地で、企業と投資家が1つのテーブルについて、それぞれがどういう考え方をしているか、企業と投資家の間にどういうギャップがあるのか、ということ地域差や共通しているところを見出して、話し合っています。

そこでの会合でいわれている内容を簡単にご紹介しますと、投資家は企業の **CSR** を見るときどういう見方をしているかという、企業業績に影響するマテリアルな情報しか考慮しない。まさに重要性の問題ですが、企業業績への影響が大きいものを考慮している。現在、多くの企業で出されている **CSR** レポートにはたくさん良いことが書いてあるが、何が重要なのか、またそれらが投資パフォーマンスや企業業績にどのように結びついているのか見えてこない。なので、**CSR** レポートはほとんど見ていない。投資家としては、**ESG** と企業業績の関係を結びつける情報開示をして欲しい、と言っています。

企業のほうからのコメントでは、投資家に対して **CSR** レポートなどを通じて情報開示していて、投資家は **CSR** の情報も考慮して運用してくれているものと思っていました、ということです。このミーティングで投資家は **CSR** 情報をみていないということが明るみになり、このギャップをどうやって埋めていくのか、ということが話し合われつつあります。

次の最近の事例のご紹介ですが、**Investor Summit on Climate Risk 2008** が今年の2月ニューヨークの国連本部で開かれました。これも国連が **CERES** というアメリカの団体と協働で開催されたもので、主対象はカルパースなどアメリカの公的年金です。450名ほどが参加して、気候変動のこともテーマに年金基金で議論しました。

前アメリカ副大統領のアル・ゴアさんも基調演説し、「気候変動問題は、非常に重要かつ大きな問題であり、あらゆる手段を使って対応しないと解決できない。年金基金の運用の中でも気候変動のことをぜひ考慮して欲しい」と言っています。これに対してカルパースなどは、「もうやっているが、これからさらにやっていく」と応えています。

そして、ご参考までに表を載せております。アメリカの企業は、ヨーロッパに比べて **CSR** への取り組みが遅れている、環境への関心が薄いと一般的には言われているかと思いますが、これに対してアメリカの企業の決算発表の際にどれだけ **CSR** の言葉が使われたか、アメリカは国土が広いので通常は電話会議で決算発表が行われますが、その電話会議の席上で発言された言葉の回数を計算したものです。2002年から2007年にかけて **CSR** 関連の言

葉が発言された比率が少しずつ上がってきています。一方、決算発表のメインである業績関連の言葉の比率はだいたい 0.11 から 0.12 の間を行ったり来たりしています。比率こそ少ないまでも、アメリカの投資家の CSR に対する興味も少しずつ増えてきていると言えるのではないかと思います。

もう 1 つの最新の事例としましては、GRI の投資家ミーティングというものが、今年の 2 月にニューヨーク、5 月にロンドンで開かれておりまして、いままでは有識者、企業の方々を中心に、どのような情報開示をしていくかが話されてきましたが、今年に入って、投資家としてはどういう情報が欲しいかということが、CSR レポートの情報開示基準の中でも考えられ始めてきています。

このミーティングの中で、投資家が企業に CSR に関連したどのような質問がしたいかということが話し合われまして、その内容のサンプルを挙げていますが、「企業の ESG を取り巻く外部環境の現状は？」とか「企業にとっての ESG 要因のリスクとチャンスは？」といったことが聞きたいと言われていました。

ESG という言葉を省いて読みますと、「企業を取り巻く外部環境の現状は？」とか「企業にとってのリスクとチャンスは？」となります。これが何を示唆しているかということですが、私は今の担当になる前に、アメリカや日本の企業の財務アナリストをやっていたとき、初めて企業に訪問して「企業を取り巻く外部環境の現状は？」というような非常に基本的なことも全体像を知るためにお伺いすることがありました。

言い換えますと、今の投資家は ESG についても 今までの経営方針や財務の情報などと同じの質問として ESG のことを聞き始めている。そして、この質問の中で、アナリストが重要と思うものを企業の ESG の予想モデルなどで見始めているというのが、足元の動向だと思います。

日本でも同様の動きとして、マテリアリティ研究会というものが去年の夏から今年の春先まで開かれておりまして、ここでも投資家と企業が一同にテーブルについて、ESG に対してどのように取り組んでいくべきかが話されてきました。

先ほどご紹介した Valuation Workshop と同じ結論になっていますけれども、投資家としては運用パフォーマンスの追及が最大の目的であるので、企業業績に係る、影響の大きい CSR 活動については分析の対象になる。

企業の側は、「マテリアリティ」の考え方は広がりつつあるという意見は多かったのですが、他方で、企業としては投資家だけではなく多様なステイクホルダーに向けて CSR を推進していかなければならない。投資家の言っていることはわかるけれども、現実的にはなかなか絞り込めない、ということでした。

ここでは、企業の CSR 活動を、経営者の質をはかる尺度の 1 つという位置づけで考えている方々がいらっしやいました。CSR 活動は企業の経営者が重要と思う、または今後取り組んでいくことでビジネスに結びつくと思う、リスクを削減すると思う、などの何らかの判

断があつて取り組みを開始することになる。まさに経営者が重要と思うかどうかという質の判断になってくることから、経営者の質をはかる尺度の1つと位置づけられていきっていくということなのです。

そもそも、CSR を行う企業と SRI を運用する投資家はどこで結びつくのでしょうか。企業がなぜ CSR 活動をするかという、社会貢献、環境問題への対応などいろいろあるわけですが、最終的には持続的な成長を遂げたい、企業価値を向上していきたい、ということが営利組織である企業の最大の目的であると思います。そのためには CSR の中でも企業業績に影響の大きい CSR 活動を実践していくことが重要なのではないのでしょうか。

SRI を運用する投資家の目的は、運用パフォーマンスを追及することが最大の目的です。パフォーマンスを追及するためには企業業績へ影響の大きい ESG を評価していくことが重要になります。

この絵の真ん中にある「企業価値」を見ていくことで、CSR を行う企業と SRI を運用する投資家が結びついていくのだと思います。

CSR への取り組みを企業の側から見たら切り口の1つとして、CSR への取り組みを真ん中に置き、左側に社会リターン、右側に経済リターンをとります。社会と経済が相反する、両方とるのは難しいという見方があるのも事実ですが、たとえば、左下の不祥事の削減などに向けたリスク低減投資、具体的にはリスク管理体制の強化をイメージしていただければ良いと思いますが、仮に今投資をしたとして、今何も不祥事が起きなければ、投資しなくても済んだものとしてコストになるかもしれませんが、時間軸の概念を入れて5年後10年後を考えてみますと、将来不祥事が発生したときに、その不祥事の発生に伴うコスト、もしかしたら不祥事そのものを未然に防ぐことができたのかもしれないという考え方もあるのではないのでしょうか。

考え方のポイントとしては、今この時点だけを考えるのではなく、将来のことまで考えて、CSR を見るべきではないということです。私どもとしましては、将来に向けての「投資」ですから時間軸を入れて CSR の考え方を見ていくことが必要なのではないかと、運用機関の1つとして考えています。

もう少し具体的に見ていきます。企業の経営資源には限りがあります。企業の経営者は増産投資したり、研究開発を行ったり、ブランド力を高めるために広告宣伝したり、CSR についても必要と思えばやる。では、そもそもリソースはどこから出るとかという、企業の限られた経営資源の中からお金や人を出しています。今までの議論では CSR だけを見ていましたが、企業の側からみると、限りある経営資源をどう有効配分して業績を伸ばしていくか、企業価値を高めていくか、ということになると思います。

CSR の目的としては、評判リスクを削減する、事業機会を新しく得たいといった目的が

あると思います。では、CSR活動に取り組むことで企業の財務面、貸借対照表、損益計算書にどのような影響がでるか考えてみます。たとえば、ブランド力が高まると無形固定資産が増えます。また、ブランド力が高まると売上高が増えていくかもしれません。一番左の設備投資を見ていただければわかりやすいと思いますが、能力増強や効率化のために設備投資をすると有形固定資産が増えます。また、売上高に影響します。

このように企業の取り組みは、最終的には貸借対照表、損益計算書に落ちてくるのではないか、という見方があります。運用機関としては企業の成長性などを見ていきますので、企業の取り組みをこのように判断していくことがあります。

そしてここで1つご紹介するのは、ニューヨーク大学の教授が出したもので、企業の行動は全て企業業績に結びつく結論付けているレポートです。

この方は、ブランド価値などの企業の無形資産の評価の正確性を高めていくためには、企業業績に繋がるロジックを立てていくことが重要であると述べています。

これをもう少し具体的に示したのが下の図です。たとえば薬品メーカーを例に取りますと、研究開発したり、企業買収したりします。研究開発によって新薬パイプラインが見えてくる、この新薬がいつ発売されて、どれぐらいのマーケットシェアを獲得できるか、ということから期待する売上高をだいたい予想することができます。

CSR活動では、環境への取り組みや社会貢献活動などを行うことで、顧客満足度が高まる、評判が良くなる。評判が良くなれば、売り上げや利益が増える。このようにCSRの取り組みも含めて、ロジックを立てていくことが業績予想に結びつけていけるのではないかと、ということです。これまでCSRの取り組みがそれほど話題になってこなかったのは、投資家があまり関心がなかった、あまり業績にも影響ないと思っていたからです。

あともう1つ、この教授の示唆するところとして、たとえば企業の宣伝広告の効果を分析する際に、100万円の宣伝広告をしたら売上高がいくら伸びるか明確に結びつけることができるのかというと、なかなかできない。そもそも、TVCMを流して、それがどれだけブランド価値向上に結びついて、どれだけ売上高に結びついていくか、を分析することはなかなかできません。できない理由の1つは日ごろのセールス活動や商品力そのものといった要因があるからです。

CSR活動もどれだけ業績にダイレクトな影響が及んだかということ进行分析するのは難しいと思います。けれども、従来からある宣伝広告でも同じことが言えるわけで、CSR活動だけを特別視しなくても良いのではないかと。ロジックを追って考えていけば、売り上げやコスト削減に寄与すると考えられる。そういった考え方をもちえいけばいいのではないのでしょうか。

従来からある株の運用のアプローチとCSRを考慮した運用のアプローチのどこが違うのかを見てみます。左側の「財務アプローチの事例」というのが従来からある株の運用とお考えいただければよいと思いますが、運用のプロセスとしましては、まずマクロ経済を

分析して、業界の成長率をみていく。そして最終的に企業の売り上げ成長率などをみていくというやり方があると思います。

これらは、経済統計や有価証券報告書によって数字で確認できるものですが、実際のアナリストやファンドマネージャーはどうかというと、こうした過去のデータももちろん見ますが、それだけではなくて、経営陣の質や方針、実績、体制といった、数字で表わすことが難しい情報をより重視して最終的な企業評価をします。なぜならば将来を予想するからです。将来を予想するためには、この経営者は信頼できるのか、この経営方針、戦略でビジネスが伸びるのか、マーケットシェアは伸びるのか、をロジックを立てながら考えていくわけです。

従来からある株の運用でも、定量データおよび、経営者の質といった定性的な情報を加味しているということです。そして右側の SRI でも、マクロ分析、セクター分析、企業分析、従来からあるものと同じステップで運用できる。違うところは、CSR に関連する項目はなかなか数字で表わしづらいことです。最近はいろいろデータが出てきてはいますが、なかなか難しい。やはり最終的な評価は、CSR 戦略はどうか、実績、体制はどうなっているかなど、従来からある株の運用プロセスと同じように見ているわけです。

では、CSR は定量データをとりづらいから、CSR を評価しなくてもいいのでしょうか。従来からある株の運用でも、重要と思う企業の経営者の質や方針は定性的データでありながら入れているわけで、CSR も少なくとも業績に影響する重要な項目については考慮してもいいのではないかと考えています。

機関投資家が注目する CSR は何かというと、企業によってビジネスモデルが違う中で、まずはその企業の考慮すべき CSR 項目を見定めることが第一ステップなのではないでしょうか。そして見るべきものの中から影響度の大きい CSR を評価していくことが重要なのではないのでしょうか。

CSR と SRI が結びついた「企業価値」を分解してみますと、「EPS」一株当たり利益と、ここでは「魅力度」という言葉を使っていますが「株価倍率」に分けられます。従来からの CSR はこのように分解した場合に、どっちを重視しているかということ、CSR 活動によってブランド力を高めるという点から、ここでいう「株価倍率」を高めていくことになるのではないのでしょうか。最近では CSR も業績に影響するという見方が広がってきていますし、そういった事例が実際に出てきていることから、ここで言う「一株あたり利益」、業績に影響の大きい CSR により注力している企業が評価されるのではないかと考えています。

まとめに入っていきたいと思います。

機関投資家には、CSR を経営者の質をはかる尺度の1つとする見方があります。CSR だけを見ると特殊にも見えますし、社会リターンと経済リターンは両立するのかという議論もありますが、経営者、または企業のリソース配分といったことで見ますと CSR への取り組み

みも企業評価においては特別なものではないのではないか。設備投資すべきなのか、研究開発に投資すれば売上げが伸びるのか、宣伝広告が効果があるのか、CSRが効果があるのか、その中で企業の経営者が決めていくことなので、特別視する必要はなくて、CSRはどのような効果があって業績に結びついていくのかということを考えていくことが大切なのではないでしょうか。そしてマテリアリティ、重要性の考え方で、CSRの中でも業績への影響の大きいCSR活動に着目していくことが重要なのではないかと考えています。

SRIで何が変わるのかという大きなテーマもあります。

こちらは三菱UFJフィナンシャルグループで作っている「SRIガイドブック」と称するもので、今、社会問題、環境問題でどういうことが起こっていて、SRIに投資すると何が変わるのかというのを簡単にまとめた小冊子からの抜粋です。

「地球」「社会」で「地球環境の悪化」や「次世代社会の担い手不足」といった問題が起こっています。こういった「世の中」変化が「企業」に影響を与えてくる。企業に影響を与えるこれらの問題にどう対応していくかで、「お客さま」個人や全世界の人々、みなさんへの影響が変わってくるのではないのでしょうか、というように整理しています。

「お客さま」、SRIに投資する人からすると選択肢として、自分から省エネを実践するのも環境問題の解決です。リサイクル、エコ商品を買う、ボランティア活動をすることも環境問題や社会問題に貢献します。「お客さま」としては、自分の時間を費やすか、体力を費やすか、お金を費やすかという方法があって、SRIはお金を費やす遣り方ということです。お金を費やして投資を始めるSRIですが、SRIは株式への投資ですので、間接的な投資です。株に投資したからといって企業が経営方針を即時に変えるわけではなくて、残高が増えてきて初めて企業の経営者もSRIのコンセプトや影響力を認識し始める。

残高を増やすためにはパフォーマンスをあげることが運用機関としてできることの最大のものではないかと思えます。

やはり、「パフォーマンス」が大きなキーワードです。環境や社会に貢献することは重要性はみなさんが認識していますが、現実的に今の個人投資家や年金基金は環境・社会への取り組みとパフォーマンスのどっちをとるといって、パフォーマンスを選ぶ傾向があります。特に年金基金はパフォーマンスが出ないと受託者責任を問われてしまう可能性もあります。

運用機関としてはSRIの効果を高めるためにも、企業に振り向いてもらうためにもパフォーマンスを上げていくことが重要ではないかと思っています。

このような話をさせていただいていると「SRI」と一口に言ってしまうと良いのかと、最近、思うこともあります。これまでのSRIの議論の多くは「SRIのカテゴリー」の話をしていただいていたのではないのでしょうか。「SRIのパフォーマンスは良いのか」という議論でも、いろいろなファンドがある中で「SRIは儲かる、儲からない」という話をしています。国内株のアクティブファンド、自由にファンドマネージャーが銘柄選定するファンドです

が、ベンチマーク、市場に対して勝っているというのは上位 1/3 から 1/4 くらいしか勝っていないのです。では、「国内株のアクティブファンドは儲かりますか、儲かりませんか」という話はしているのでしょうか。これが「SRI は儲かりますか、儲かりませんか」というのと同じレベルだと思います。

実際は何が起こっているのかというと、年金基金も国内株のアクティブファンドの中から、超過収益を狙えるファンドを投資対象としています。SRI についても、いろいろなファンドが出てきていますし、銘柄選定も方法もさまざまです。ついては、それぞれのファンドの個別のことは見ていかないと語りつくせないのではないのでしょうか。「SRI は勝つ、負ける」という議論では、冒頭に紹介しましたが、「総じて SRI は勝つときが多い」という結果も出てきている中で、議論の軸足は「個別ファンドが儲かるかどうか」というように移っていったほうがいいのではないかと思います。

最後に簡単に、弊社で出しております年金向けの SRI ファンドをご紹介させていただきたいと思います。

今、ご覧頂いておりますのが、アメリカの投資家に対して行ったアンケート調査です。左側の表が今、投資家が重要だと考える CSR の取り組みテーマを、右側が 5 年後、どの CSR への取り組みが重要になるか、をみたものです。ブルーで塗ったところが比率が高い、イコール重要だと思っている投資家が多いもので、今重要であるのはコーポレートガバナンスやグローバリゼーション。5 年後、重要だと思っているのは、コーポレートガバナンスやグローバリゼーション、環境マネジメントも入ってきている。

下段は 5 年後と今の差です。黄色のところの方が比率が高く、重要になっていくと思っているもので、温暖化現象や環境マネジメント、水質問題といった環境関連のものが重要になっていくという見方をしています。

ここでのポイントとしては、投資家の CSR に対する見方は時と共に変わっていくということです。投資家はパフォーマンスを狙っているので相場環境とか経済環境に応じて、CSR の見方も変わってくるということです。

弊社の SRI ファンドのコンセプトですが、CSR の全てを見ているわけではなくて、その中でも業績への影響が大きいものに着目しています。

CSR 活動の例として挙げていますが、会社周辺の清掃活動や若手・女性の登用制度をもつ企業など、これらはいずれも CSR 活動であることは間違いないのですが、見る視点を企業業績への影響から見て、清掃活動よりも若手・女性を登用する制度や環境配慮製品の開発といったもののほうが業績への影響が大きいのではないのでしょうか。ついては、このファンドでは業績の影響の大きい CSR に着目しています。

プロセスを申し上げますと、国内株式ユニバースが現状、900 銘柄ぐらいです。そもそ

もの対象は日本の全上場企業、3800 から 3900 社あります。その 3800 から 3900 に対して財務データを用いて 900 まで絞り込みます。財務データ絞り込むというのが私ども考えたところとして、企業業績のベースとなる財務の視点からまず銘柄を大きく分けます。そして、その 900 銘柄に対して CSR 評価をしていきます。CSR 評価の視点は、先ほど申し上げた業績への影響という考え方です。そして銘柄を絞っていき、最後はファンドマネージャーがポートフォリオを作ります。

CSR 評価の考え方は、「CSR と業績向上の両立」をコンセプトにしています。簡単に申し上げますと、今、手持ちのキャッシュで CSR 活動が続けることは 2、3 年だったらできるかもしれませんが、本当に CSR 活動が続けていくとしたら、業績成長が伴っていないと CSR 活動が続けていけない。より活動を拡大していくためにも「CSR と業績向上の両立」が重要だと思っています。

評価の実際のプロセスとしては、マクロ環境でどのような変化が起こっているのか、社会構造の変化の洗い出し、洗い出したものの中から重要なテーマに絞り込んでいく。重要なテーマを絞り込んだ後は、それぞれのテーマに沿って、企業の CSR 活動が業績にどのように影響しているかという考え方で CSR 評価を行っていきます。

こちらは実際のアンケート調査表ですが、アンケート調査の質問項目は、今申し上げた考え方に基づいて質問を選定したもので、全上場企業にお願いしています。

実際にどのように評価しているのかという考え方ですが、企業の CSR の取り組みが売りに寄与するのか、それともコストに寄与するのか、という見方から CSR 評価をしていきます。企業業績の向上に貢献する CSR 活動かどうかを見ていきます。

重み付けについては、売り上げ、コストの両サイドから見ていったあと、どのタイミングで実際に効果が出てくるのか、短期的に出るのか、長期的に出るのか。短期的、すぐ出るほうを重み付けを重く、長期で出るほうを比率を低くします。あとは直接、間接という考え方も入れておまして、たとえば企業の従業員に直接影響するものなのか、従業員の家族に影響するものなのかでみると、直接の方が重み付けが重いという考え方も取り入れまして、先ほどの質問表の一つひとつについて、この考え方に基づいて評価、重み付けをしています。

以上、一運用機関としてはこのように考えています。ご参考になればと思います。