

2003年9月16日

## 社会的責任投資（SRI）の実態と IR 上の対応について

社会的責任投資（SRI）についての関心が高まっており、新聞・経済誌などのメディアでは SRI の話題が頻繁にとりあげられている。特に目立っている論調は、「今後の企業投資の主流は SRI であり、欧米では今や SRI が中心になっている」というもので、弊社ではかねてよりそれが事実であるのか疑問を抱いていた。IR 活動の現場にいる担当者の間でも、SRI 投資家に接することは稀であり、メディアでの注目度とそれに影響された社内の反応と、現実との間のギャップに戸惑いを覚えているのが実態である。今回は、SRI が投資家の運用資産の中でどれくらいの割合を占めているのか、投資家は果たして企業に利益の最大化よりも社会的責任（CSR）の遂行を求めているのか、SRI 投資家に欧米の IR 担当者はどう対応しているのか、などについて、(1)2003年7月に開催された ICGN 大会での議論、(2) SRI に関する公開データ、(3)英国企業に対する直接インタビュー、をもとに整理したいと思う。

### 1 . SRI の実態

SRI については、その急速な成長率についてしばしば言及されている。しかし、SRI が全運用資産額に占める割合については情報が不足しているのが現状である。日本企業の外国人株主の約7割を英国および米国の投資家が占めていることから\*、ここではこの両国を例にとり、SRI 投資額の推移と SRI が全体に占める割合について解説したい(\*日銀統計による)。

#### 英国の状況

##### 英国における SRI の経緯

イギリスでは 1984 年始めて**倫理ファンド**が登場して以来、1990 年代に企業の社会的責任（CSR）への関心の高まりを反映して多様な SRI 関連ファンドが登場した。英国政府も、2000 年 7 月に改正年金法を施行し、年金基金の運用責任者であるトラスティーに対して、投資を行うにあたっては、環境、社会、倫理面を考慮しているか、議決権行使の方針があるか否か、について、その投資原則の中で開示することを義務付けた。（ジェイ・ユース注：ただし、この改正法は、SRI を義務付けたものではなくて、投資の際 CSR を考慮しているかどうかを開示することを要請している。）同年 10 月に、UK Social Investment Forum は SRI に関する調査を行ったが、調査対象 508 の主要年金基金のうち 171 基金（34%）から回答を得た。その調査結果によれば、回答した年金基金のうち 59%が SRI を投資戦略に取り入れたと答えた。これらの投資家は数では全回答社数の 59%であるが、運用資産額では 78%を占める。ここで注意していただきたいのは、この 59%の投資家はその全ての資産を SRI で運用してといるとは記していないことである。

## 全運用資産に占める SRI の割合

このように英国では 2000 年代に SRI への関心がさらに高まったわけだが、実際にこれらの SRI が英国の運用資産全体に占める割合については、UK Social Investment Forum では特に開示していない。よって、ここでは、英国政府統計のウェブサイトである National Statistics から得られるデータをもとに算出し、次の表のような結果を得た。

## SRI 運用資産額とその推移

(単位：10 億ポンド)

	1997	1999	2001
年金			
合計	629.6	788.2	691.1
SRI	0.0	25.0	80.0
	<b>0.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>11.6%</b>
保険会社			
総計	774.3	1,036.0	1,017.4
SRI	0.0	0.0	103.0
	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>10.1%</b>
ユニットトラスト			
合計	151.2	221.9	215.3
SRI	2.2	3.1	3.5
	<b>1.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.6%</b>
教会			
合計	-	-	-
SRI	12.5	14.0	13.0
チャリティ			
合計	-	-	-
SRI	8.0	10.0	25.0
<b>SRI 合計</b>	<b>22.7</b>	<b>52.2</b>	<b>224.5</b>

出処：UK Social Investment Forum、National Statistics

英国では、保険会社と年金基金が資産運用における主要プレーヤーであるが、それらの運用資産額に占めるSRIの割合は2001年では10%強となっており、成長率も高い。一方、ユニットトラスト(投信)の運用資産額は保険会社や年金基金をかなり下回っており、またSRIの割合もまだ低い。この10%という数字の大きさの意味についてはまた後で触れるが、それでは、この英国の現状について日本ではどのように伝えられているのであろうか。

#### 日本で伝えられている英国のSRIに関する情報 - 伝言ゲームの様相を帯びる

日本では、SRI先進国である英国の投資状況に関して様々な紹介がなされているが、その中から、典型的な例として最近の報告から二つ挙げてみよう。

#### 1. 新聞での報道例

2003/04/24, 日経産業新聞

「CSR尺度に経営改革、リコー・ソニー、環境軸に新組織 健全性高め評価向上狙う。企業の社会的責任

産業界で環境対策、法令順守、社会貢献などを含めた「企業の社会的責任(CSR)」という尺度で経営の質を高める動きが出てきた。途中略 欧米の投資家はCSRという視点で経営の健全性をみる姿勢を強めており、企業側も体制整備に動いた格好だ。途中略

欧米ではCSRに焦点を当てた社会的責任投資(SRI)が拡大している。米国では総運用資産に占めるSRIが12%を超え、英国では年金基金運用残高の約8割がSRI手法を導入しているという。」

#### 2. 経済同友会第15回企業白書「市場の進化と社会的責任」(2003年7月)

企業への質問事項 (187ページ)

「例えば英国では、年金基金の約80%がSRIを運用基準として導入しています。

貴社では企業年金を実施していますか。実施している場合、運用基準にSRI基準を導入していますか？ また、今後導入する予定はありますか？」

以上の2つの例に見るように、「英国では年金基金(あるいはその運用残高)の約80%がSRIを運用基準として導入している」という報告が、主要なメディアや権威ある報告書においてしばしばなされている。この80%の根拠は何だろうか。実は、これは、前述の2000年10月に行われた調査結果「回答した年金基金のうち59%がSRIを投資戦略に取り入れたと答えた。これらの投資家は数では回当社数の59%であるが、彼等の運用資産額では全回答者の運用資産額の78%を占める。」に基づいていると考えられる。しかし、この調査結果を解釈するにあたり注意しなくてはならないのは、

(1) SRIを取り入れた投資家の運用資産額は、英国全体の8割を占めているのではなくて調査対象者の8割である

(2) これらの投資家はそのすべての資産をSRIの形で運用しているのではない

ということである。新しい形態の投資を行う際には、投資家や自分の運用資産額のごく僅かの部分を投資することから始めるのが普通である。よって、実際のSRIの額は運用資産額の8割ではなくて数パーセントであったと思われる。前述の図表で示したように、資金のタイプによって異なるがSRI投資の

割合は、2001年でも各タイプの運用資産額の数%から10%程度を占めているにすぎない。

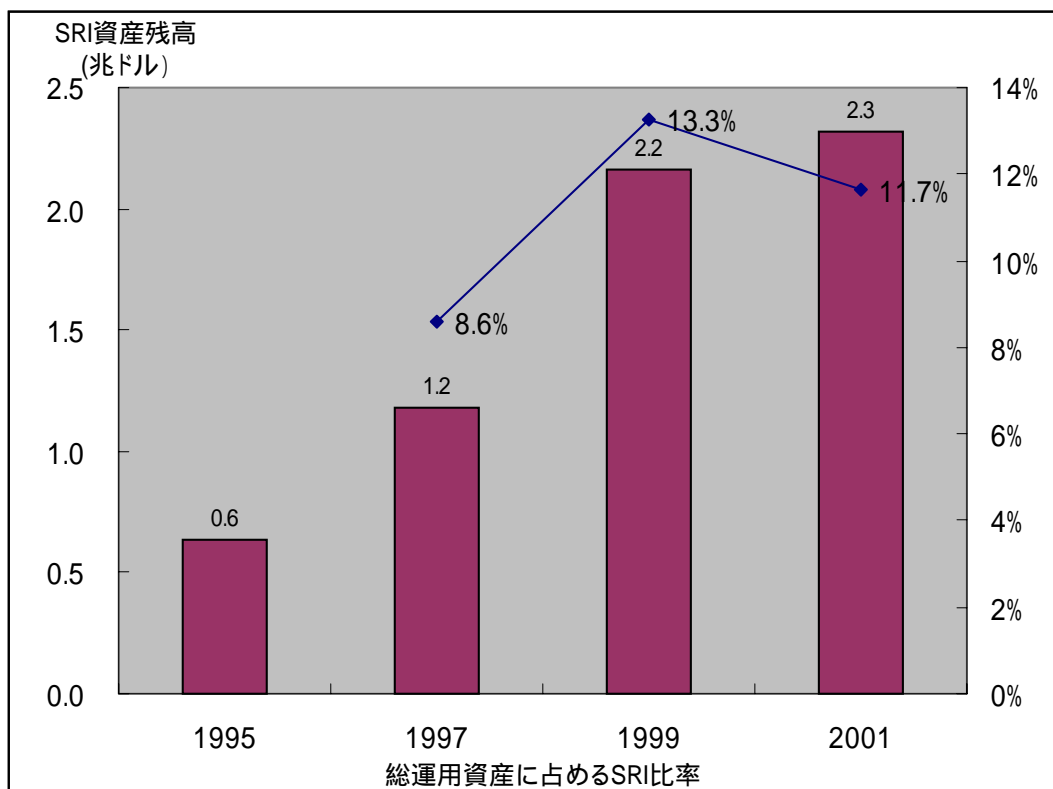
日本では、このような伝言ゲームを通じて、SRIに関して現実とは異なる数字が一人歩きし固定しつつある。その是非はともかく、そのような実態以上の評価・報道のために、メディア、一般の個人、場合によっては社内の経営陣、その他の部署の方々の中で、SRIを非常に重視する層が増えつつあり、IR担当者もそのような状況に対応しなくてはならないというのが現状といえるであろう。

## 米国の状況

米国でも同様にSRIの投資額は伸びつづけている。米国でのSRI投資額と全運用資産の割合を示したのが下記の図である。これらのデータはSocial Investment Forumの情報に基づく。全運用資産額の算定は、Social Investment Forumでは米国内の機関投資家の運用資産額を積み上げて算出している模様である。よって、米国以外の国から預かって米国内で運用している資産も含まれ、英国の数字とは必ずしも同じベースで比較することはできないが、英国同様10%超の割合となっている。

SRI 運用資産額とその推移  
(単位：兆ドル)

2001年では全運用資産\*の11.7%がSRI



出処: Social Investment Forum

\* 米国内の機関投資家の運用資産高。海外から委託された資産も含む。

## たばこ銘柄を投資対象外とするファンドも広義の SRI として扱う

では、この 10% という数字は、大きいのだろうか。あるいは小さいのだろうか。全運用資産の 8 割というように一部報道の数字と比べれば少ないが、環境ファンドのような特定のファンドのみを SRI と考える人々にとってはかなり大きな数字とつづる。しかし、SRI には様々なパターンがあることを忘れてはいけない。エコファンドのように環境など特定の項目で社会に貢献している企業のみを抽出する形のものもあれば、たばこ、アルコール、武器関連など、一つあるいは複数の項目に関わる企業をあらかじめ取り除くという形でのスクリーニングをするというような投資もありうる。つまり、武器製造に関わる企業には投資したくないのでそれだけをはずし、それ以外の企業の中からリターンの最大化を目的として銘柄選択を行うという投資も、SRI に入るのである。そのような SRI 投資家が、企業と会う場合は、たばこなどの特定のネガティブリストに当該企業が入っていないことを確認した上で、通常の投資家と同様、企業の収益性、成長性に注力した質問を行う。よって、企業の IR 担当者は基本的には通常の IR と同様の対応をすればよいことになる。このように SRI にも様々なタイプがあることを考えれば 10% という数字はそれほど大きな数字ではないとも言える。

## 2 . ICGN 大会での議論

世界の主要な機関投資家が年に一度集まってコーポレート・ガバナンスに関する議論を行う ICGN (インターナショナル・コーポレートガバナンス・ネットワーク) の 2003 年の年次大会が 7 月アムステルダムで開催された。参加する投資家は、カルパースや TIAA - Cref などの大手の年金基金や主要な投資顧問会社である。彼らのほとんどは伝統的な手法で投資を行う機関投資家であり、SRI 投資を行っているとしても彼等の資産全体の中ではまだ僅かを占めているにしかすぎない。

しかし、今年の大会でしばしば言及されたキーワードは、エンロン事件の影響もあったせいか、企業の「Sustainability(持続可能性)」と「CSR」という言葉であった。21 世紀は企業は自社をとりまく様々なステークホルダーにも十分注意を払い社会的責任を果たさなければならない、というメッセージが、各セッションで多く語られた。このような状況を聞くと、「それでは、企業は利益を追求しなくてもよいのだ。日本的経営の精神に従って、利益追求よりも社会的責任を果たすことが重要だと、主要な機関投資家が言ってくれたのだから。」と誤解する経営陣もあるかもしれない。しかし、Sustainability と CSR の議論を始めるにあたって、ICGN のチェアマンでハーミーズ・アセット・マネジメント出身のロス・グービー氏は、前提条件として次のことを語っている。

「まず、我々は社会の目的は経済的繁栄だと考える。そして、その目的の達成のために、企業は中長期で利益の最大化・適正化を図らなければならない。また、従業員、コミュニティ、その他様々なステークホルダーが存在するが、企業がすべてに同じように accountable であろうとすると結局は誰にも accountable でなくなる恐れがある。投資家としては、まず株主に accountable であることを望む。」

と答えている。つまり、投資家は CSR と株主利益の最大化を同時に達成するという難しい課題を企業に課しているのである。

(ICGN大会の詳細については、月刊資本市場10月号に弊社マネージング・ディレクターの高山与志子による報告書が掲載される予定。)

### 3 . SRI に対する IR 担当者の対応 - 英国企業の例から

それでは、SRI 投資家に対して企業やその IR 担当者はどのように対応しているのだろうか。ICGN 大会に先立って、CSR、コーポレート・ガバナンス、IR 活動のどの分野でも高い評価を受けている英国の大手企業三社の IR 担当者とのミーティングを行ったが、その際に彼等から SRI 投資家への対応に関するコメントを得ることができたので、それを紹介しよう。

#### B 社のコメント

- ガバナンスは投資家との IR ミーティングではあまり話題にならない(ただしガバナンスの担当者が別におりそちらに問い合わせがいつている)が、CSR に関しては最近より多くの質問を受けるようになってきている。
- 特定の SRI を行っている投資家のグループだけではなく、大きな運用会社で倫理ファンドなど SRI ファンド持っているところもある。
- IR と別のグループで SRI コミュニティーのみを担当するグループを設置した。彼らは、コーポレートコミュニケーション部に所属する。普通の投資家と SRI 投資家はそれぞれ別の方向を向いているので、スペシャリストチームを作った。
- IR 担当者も、彼等と一緒に活動し SRI コミュニティーに会うことがある。ガバナンス担当のコーポレートセクレタリーもそのようなミーティングに参加することもある。

#### G 社のコメント

- G 社では CSR に関するレポートを作成しており、CSR については力をいれている。
- CSR に関心を持つのは、大手の機関投資家か CSR に特別の関心を持つ SRI 投資家であるとの印象を持つ。
- CSR についてグループミーティングを年に 1 回開く。それに加えてアドホックミーティングも開く。
- G 社も、上記 B 社と同様 CSR 投資家向けのホームページをまもなく作成する予定である。

#### S 社のコメント

- 英国では、SRI コミュニティーがあり、彼等は企業のガバナンス、環境、社会への貢献についてよく監視している。当社は1年に2、3回彼等にプレゼンテーションする。
- SRI ファンド投資の額が全体の資産運用額に占める割合は低い。しかし、伝統的な大手の投資顧問会社なども、社内に SRI アドバイザーチームやガバナンスアドバイザーチームがあり、それらの事柄についてファンドマネージャーにアドバイスし、社内レーティングや投資のスクリーニングプロセスに影響を与えている。エンロン以後のその傾向が増えている。それは、投資家が自分自身を競合他社と差別化するため、また、エンロンのような悲惨な結末を避けるために、そうしているのだと思う。よって、SRI は、金額は小さいが影響力は増えていると言える。
- しかし、投資家が通常の IR 活動の場で CSR のことを話題に持ち出すのは非常にまれである。

#### 4 . 日本企業の対応への示唆

以上から、英国や米国における SRI の状況については次のようにまとめることができる。

- ・ SRI が運用資産残高全体に占める割合はまだ少なく、投資手法としての主流にはなっていない。
- ・ しかし、SRI の成長率は高く、メディアでの注目度も高い。よって、その規模に比べて影響力は大きい。
- ・ 英国の大企業では IR 部署と別に CSR 部署を設立し SRI 投資家と接触することが多いようである。
- ・ IR 担当者が関与する通常の IR の場面で CSR に関する問題が取り上げられることは稀である。しかし、IR 担当者と CSR 担当者が協力して SRI の投資家に対応することもある。

このような状況を踏まえて日本企業の IR 担当者には次の点に留意して SRI 投資家に対応することをお薦めする。

- ・ SRI への対応は、運用資産額から考えて IR 活動上まだそれほど重要視する段階には至っていない。
- ・ ただし、メディアの関心度が高く、企業全体のイメージやブランドと CSR が結び付けられて語られることが多いので、CSR への取り組みと、今後さらに増加すると思われる SRI 投資家への対応について、会社として組織的に準備を整えきちんと対応する必要がある。
- ・ SRI 投資家は通常のプロの機関投資家・アナリストを対象にした IR 活動と比べてその目的・関心・企業評価の手法が異なることが多いため、彼等への対応は、IR 担当部署よりも理想的には CSR 担当部署、それが無理ならば、PR/広報部などのコミュニケーション関連に該当する部署が中心になって行うほうが良いだろう。

以上、IR活動の参考にしていただければ幸いです。