

# CSR 企業へのインセンティブ<sup>1</sup>

---

## 社会的責任投資（SRI）のすゝめ

慶應義塾大学 櫻川昌哉研究会

佐藤竜也・千野公仁・阿部稔・北原浩一

2005年12月

---

<sup>1</sup>本稿は、2005年12月3日、4日に開催される、ISFJ日本政策学生会議2005「政策フォーラム2005」のために作成したものである。本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

# 要旨

---

我々はまず、ここ数年に起こった日本企業による不祥事（談合、粉飾決算、リコール隠しなど）について、問題意識をもった。と、同時に近年注目を集める企業の社会的責任（CSR : Corporate Social Responsibility）について調べていくうちに、すでに歴史の長い、欧米における社会的責任投資（SRI : Socially Responsible Investment）に着目した。そして、CSR をより活発化させるための手段として、SRI の持つ効果を検討した。そして、最終的に日本で SRI を広め、CSR の面から日本企業の国際競争力を高めるという政策提言につなげていきたい。

第1章では、さまざまなアプローチから、現在注目される CSR と SRI、また2つの関連性について触れる。

第2章では、日本企業の CSR への取り組みについて、データを示しながら解説していく。また、最後の部分で SRI ファンドについても触れる。

第3章では、諸外国と日本での SRI への国家的取り組みの違いを分析し、歴史的背景や現状の取り組み、今後の方向性について述べる。

第4章では、3つの章を統合し、日本で SRI を普及させていくための政策提言を行う。

## 目次

### はじめに

## 第 1 章 CSR と SRI の関係

### 第 1 節 注目される CSR

## 第 2 章 日本における CSR への見解

### 第 1 節 日本国内における CSR 意識の向上

## 第 3 章 諸外国と日本の SRI への取り組みの比較

### 第 1 節 公的年金等の受託者責任問題

### 第 2 節 SRI 増加の各国の背景比較

## 第 4 章 日本での SRI 普及に向けた政策提言

### 第 1 節 日本で SRI を進めるにあたって

## 参考文献・データ出典

## はじめに

---

2005年10月3日、化粧品会社大手カネボウの監査を担当していた中央青山監査法人の公認会計士三人が粉飾決算に加担していたとして逮捕された。不適正な会計処理による粉飾の総額は約2000億円に上ると見られている。カネボウは2004年3月期以前の数年間、債務超過に陥っていた公算が大きくなり、株式上場廃止基準に抵触する可能性が示唆されている。この事件をきっかけにカネボウの経営は産業再生機構の支援にゆだねられることとなった。またUFJの検査妨害のための資料隠蔽、三菱自動車のリコール隠しなど最近企業の中で不祥事が相次いでおり、社会から厳しい目が向けられるようになってきている。

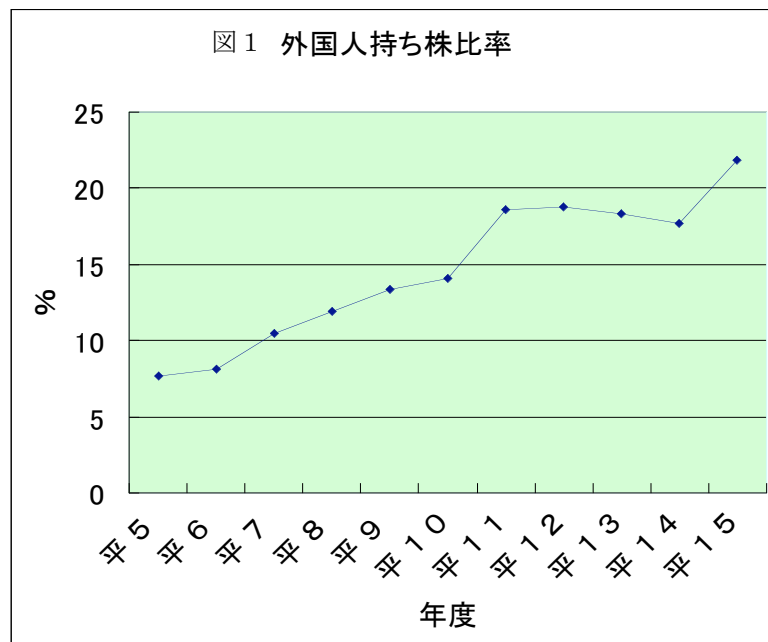
さらに日本経済団体連合会のアンケート調査によると「最近の企業不祥事を見て自社で起きると思うか否か」という質問に対し、「自社では起きないと思う」という回答が14.3%、方や「自社でも起きるという危機感がある」という回答が74.5%と不祥事が他人事だと感じているという感覚はほとんどないことがわかった。

このように企業のコンプライアンスが重視されている昨今、会社の利益というような内部だけの視点ではなく、社会からの目というような外部からの評価というものが大きく企業経営を左右する時代に入ってきている。

# 第1章 CSR と SRI の関係

## 第1節 注目される CSR

上記のように企業を外から見られるという観点から考えた時注目されている概念がある。それは Corporate Social Responsibility (以下 CSR) と呼ばれるもので企業の社会的責任と訳される。文字通り企業が社会に対してどのような責任を果たしているかを考慮し、企業の持続的発展を目指すというものである。例えば、企業が最新の技術を駆使して高性能な車を作ったとしても、それが人々の生活水準を大きく向上される火付け役になったとしても、排気ガスの量が甚大、燃費も悪いということでは社会全体として見ると悪影響な可能性がある、こうした場合には企業の社会的責任は果たせていないということになる。また、CSR は単に企業が社会貢献を行うということのみならず、企業経営そのものを見直すことにつながると考えられ最近では企業が大きく重視する項目となった。初めて CSR というものが注目されたのは 1960、70 年代のアメリカでその頃は産業の見直しが大きく叫ばれている時期であった。そのような流れの中で大企業は多くの人を雇い、様々な商品、サービスの提供という中でその社会への影響力が無視することができなくなり、広く議論されることとなった。日本では 2000 年前後から普及しはじめた概念である。普及はじめた理由としては直接的にはもちろん不祥事の増加にあるのだが、それだけではない。グローバル経済の時代に入りつつあり、海外の投資家から日本の企業を見た時「この企業は本当に優良なのか、ただ利益をあげているというだけでなく、環境、社会的側面に配慮が行われているか。」という視点が追加されることとなったことも大きい<sup>1</sup>。中長期的なリスク管理に根ざして投資を考える場合社会的環境的指標はリスクを考える上で非常に重要なものなのである。



<sup>1</sup> 図1 (出典：全国証券取引所 平成15年度株式分布状況調査) 参照

## 第2節 CSR 企業への投資 (SRI)

CSR の意識拡大に伴って新たな投資基準が生れた。「企業が社会的責任を重視しそれが結果として利益の源泉となる」という考えから CSR を明確に遂行している企業に積極的に投資を行おうというものであり Socially Responsible Investment (以下 SRI)、社会的責任投資と呼ばれる。SRI はこれまでの30年間で欧米を中心として普及してきた投資理論である。米国ではギャンブル、タバコなどに関連した企業は投資先として真っ先に排除 (スクリーニング) するというような形で SRI がなされている。もちろん逆にコミュニティーへの参画、環境配慮や女性の雇用などに積極的に関与している企業には投資先の有力候補として挙げるという具合である。日本でも1999年8月に日興アセットマネジメント企業の環境対策に配慮した「日興エコファンド」を発売した。そしてその SRI 運用残高が一時は2000億円を超えたことに象徴されるように SRI の概念は普及し、単なる投機目的による投資とは一線を画すものとなっている。

### 【参考資料】

・米国における「以下のような基準にあてはまる企業に投資を行うことを方針とする投資信託に魅力を感じるか」という個人投資家へのアンケート調査

コミュニティーへの積極的関与	: 71%	(支持率)
環境保全	: 68%	
マイノリティーの雇用昇格に熱心	: 64%	
女性の雇用、昇格に熱心	: 62%	
児童労働、強制労働を行わせない	: 54%	
先住民の権利を侵さない	: 50%	
事業がギャンブルに関与しない	: 47%	
事業がタバコに関与しない	: 46%	
事業が武器製造に関与しない	: 46%	
事業が銃の製造に関与しない	: 43%	
消費財開発に対し動物実験をしない	: 43%	
事業が遺伝子組換え食品に関与しない	: 39%	
事業が酒類に関与しない	: 37%	

(出典 環境省)

## 第2章 日本における CSR への見解

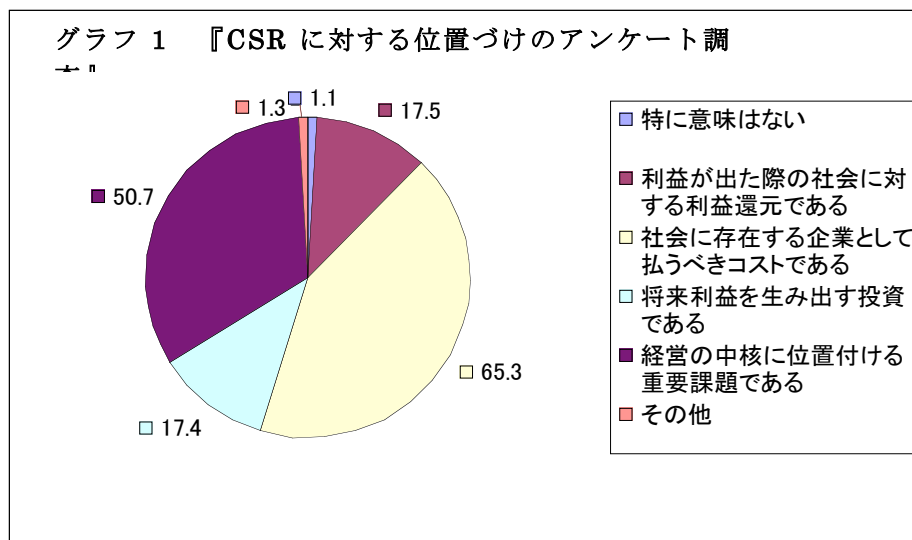
### 第1節 日本国内における CSR 意識の向上

現在日本の企業では先述した不祥事による社会からの評価、さらにグローバル化進展による外国人投資家からの評価という観点から CSR 意識は間違いなく向上している。その論拠として以下の3つの資料を用いることとした。

- (1) 社団法人経済同友会による経営者へのアンケート結果
- (2) 「企業社会責任」に関する新聞掲載件数の推移、また電器、自動車業界の報告書の有無
- (3) ISO 認定企業の推移

である。以下順に見ていく。

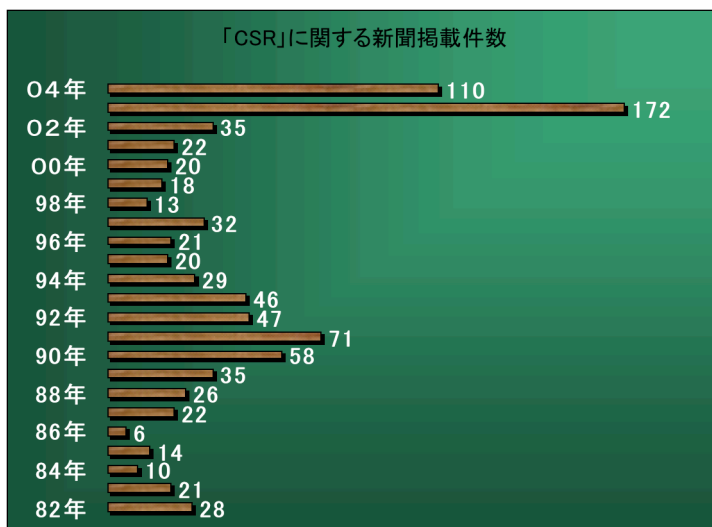
(1) 社団法人経済同友会による経営者へのアンケート結果<sup>1</sup>。



<sup>1</sup> グラフ 1 (出典: 社団法人経済同友会『CSR に対する位置づけのアンケート調査』2003年3月) 参照

「特に意味はない」と答えた経営者はわずか 1.1%に対し、「社会に存在する企業として払うべきコストである」答えたのは 65.3%、「経営の中核に位置付ける重要課題である」と答えたのが 50.7%と経営において CSR を大きく意識しているという結果が出た。また、同社が欧州で行ったヒアリングでは CSR を「将来の利益を生み出すための投資である」という回答が大半を占めた。これには「リスク・マネジメント」と「ビジネス・ケース」という側面があると考えられる。「リスク・マネジメント」とは会社が環境面や社会において不正だとみなされる、または非難される自体は今後の企業活動に大きく影響を与える。そのようなリスクを回避する手段として CSR に大きな投資を行うという側面である。一方「ビジネス・ケース」とは CSR を遂行することが①企業に対する評価やブランド意識の向上へつながる、②良い人材のひきつけになる、③事業を行うためのライセンス認定、④企業の競争力上昇、市場地位向上 というようなプラスの影響を持つという側面である。

グラフ 2「企業社会責任」に関する新聞掲載件数の推移、また電器、自動車業界の報告書の有無



日経テレコン 21 の調査<sup>1</sup>による日経四紙に企業責任に関する記事掲載件数の推移を見てみると、日本で不祥事が起こり CSR の記事が多くなり、そして自戒や反省のため記事が減りさらにまた不祥事が起こって記事が多くなるという現象が考えられる、しかしここ数年での掲載記事の急増は日本における CSR 概念の普及とその重要性の認識が広く起こっていることが確認できる。

さらに CSR を環境という側面に限定しその影響力が大きい業界を考え、それぞれシェアが上位に来る企業の中に何らかの CSR 報告の有無があるか否かを検証してみた。

『検証対象業界』

自動車業界、家電業界

『検証対象企業』

自動車業界：いすゞ自動車、スズキ、ダイハツ、トヨタ、日産、日野自動車、ホンダ、マツダ、三菱自動車、日本ゼネラルモーターズ

家電業界：日立、ソニー、松下、東芝、三菱、サンヨー、シャープ

<sup>1</sup> グラフ 2 (出典：日経テレコン 21) 参照



『検証基準』

各会社のホームページに CSR 関連の報告が閲覧できるか、否か

『検証結果』

自動車業界の検証対象企業全てがホームページ上で自動車のリサイクルに対する言明、もしくは環境報告書の閲覧が可能であった。

家電業界の検証対象企業全てがホームページ上で CSR 報告書または環境配慮に対する言明、資料を確認することができた。

(3) ISO 認定企業の推移

ここでは、CSR を取り組む企業が増えてきている現状を示すデータとして、ISO9001 と ISO14001 の認定を受けた組織数の推移を示すことで、日本における組織の CSR 活動への高まりを見ていきたい。

ISO (International Organization for Standardization) とは、日本では国際標準化機構として認知され、商品の品質、企業の環境マネジメントに関する認定証を国際規格に基づいて発行している。代表的なものは ISO 9001、ISO 14001 であるが、他にも様々な評価基準で設けられた認定証がある。ここでは、代表的なものである上記の ISO 9001 と ISO 14001 という認定証の推移を見ることとした。各認定証の詳細は以下の通りである。

ISO 9001 : ISO9001 は製品の品質保証と、顧客満足及び改善を含む組織の管理まで踏み込んだ品質マネジメントシステムの 要求事項を規定した国際規格。以下の 8 原則に基づいている。

- ◇ 顧客重視の組織運営
- ◇ リーダーシップの発揮
- ◇ 組織内の全員による参画
- ◇ 活動と関連する資源を一つのプロセスとして管理
- ◇ 関連するプロセスを一つのシステムとして管理
- ◇ 現状に満足せず継続的な改善を図る
- ◇ データや分析による事実に基づく意思決定
- ◇ 供給者はパートナーとして互恵関係

ISO 14001 : ISO14001 は組織の活動、製品・サービスによる、または間接的に与える著しい環境影響や環境リスクを低減し、発生を予防するための環境マネジメントシステムの要求事項を規定した国際規格。

[Plan] 環境方針や目的・計画の策定

[Do] 実施のための体制や訓練、コミュニケーション、管理・運用

[Check] 点検、是正・予防措置、記録、監査

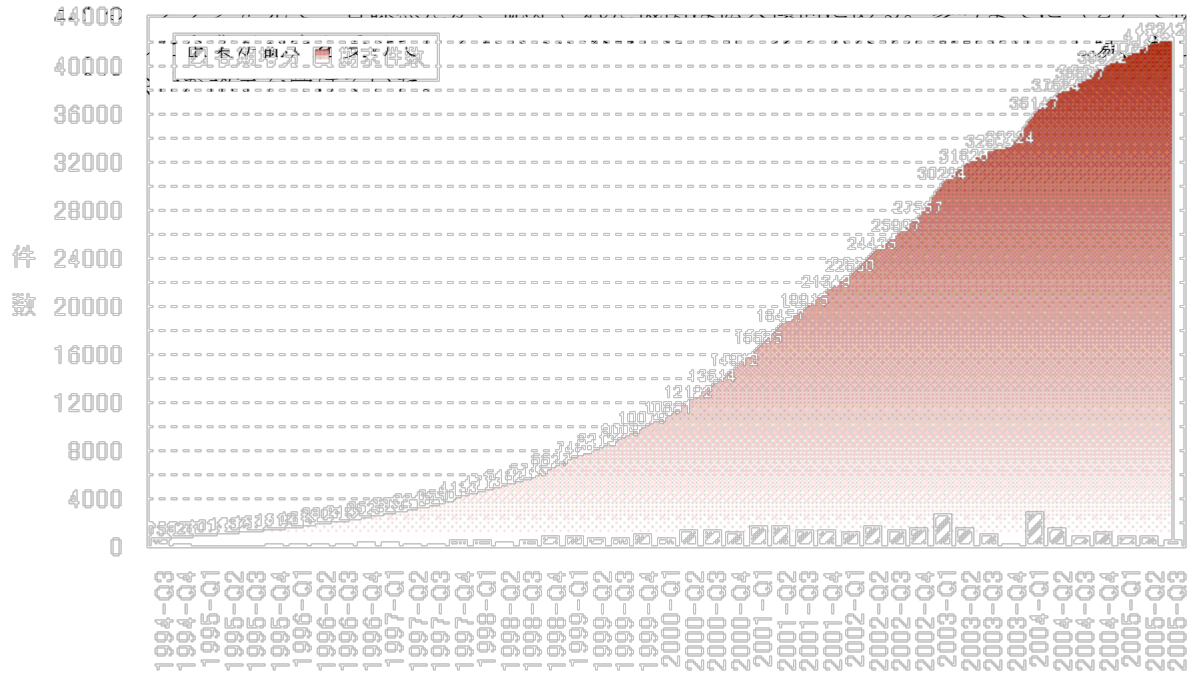
[Action] 経営層による見直し

上記 4 つのプロセスを維持することにより継続的な改善が推進される。

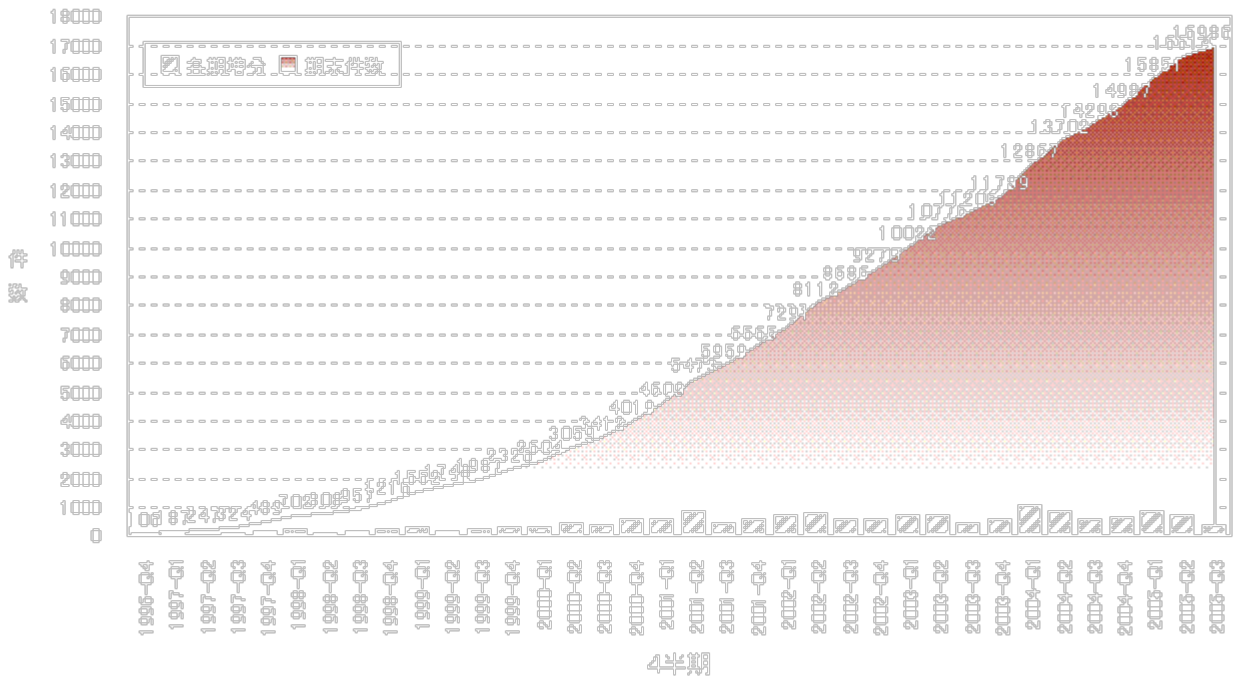
(各規格の詳細は日本品質保証機構 HP より引用)

この2つの規格の認定件数の推移はグラフ1<sup>2</sup>参照。

グラフ3 ISO9001 JAB 適合組織推移 (2005年9月末現在)



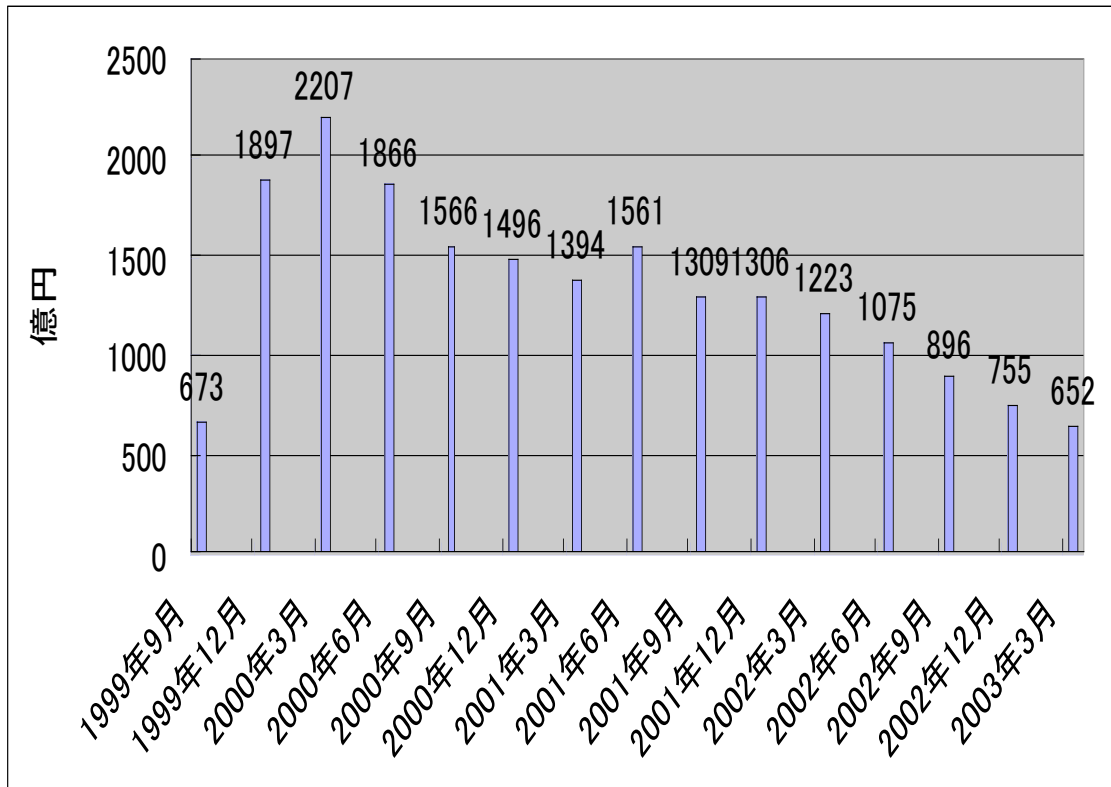
グラフ4 ISO14001 JAB 適合組織推移 (2005年9月末現在)



1 グラフ3 ISO9001の認定件数推移 (出典: 日本適合性認定協会)  
 2 グラフ4 ISO14001の認定件数推移 (出典: 日本適合性認定協会)

以上、我が国内では CSR の意識はますます高まっており、この概念は企業の重要な地位を占めている。一方 SRI はどうであろうか。現在日本の SRI ファンドは 1999 年の日興エコファンドをはじめとして、国内株式型ファンド 15、国際株式型ファンド 6、国内ハイブリッド型ファンド 1、と合計 22 のファンドが存在する。ファンド数を見てみると数える程度であり、歴史が浅いといえまだまだ発展段階ということが言える。さらに以下のグラフ 5 は日本におけるエコファンド/SRI ファンドの純資産合計の推移である。

グラフ 5 日本におけるエコファンド/SRI ファンドの純資産の推移



(出典 各種資料を基に損保ジャパン作成)

1999年8月に日興エコファンドが設立され、わずか3ヶ月の間で3倍もの規模に達し、2000年3月には2000億円を突破した。しかし、その後は減少の一途をたどっている。現在は回復傾向にあるが企業の CSR 意識向上とは裏腹な動きを示しているのである。企業の CSR 意識が向上すればそれだけ SRI ファンドの目にとまる企業は多くなり、規模は拡大していくはずであるのに実際にデータを見てみると全く関連していない。

これにはいくつかの理由がある。まず、不況により日本の株価の低迷が長らく続いたこと。欧米に比べて、日本では個人投資家がリスク商品である株式投資信託に向ける金額は少なく、多くは銀行預金や現金で資産を保有していること。逆に機関投資家にとって、SRI ファンドやエコファンドは必ずしも他の金融商品に比べて高利回りの商品とはいえ、その優位性を証明する記録（トラック・レコード）も十分ではなかったこと。また、投資対象の選定方法が財務パフォーマンスのみを指標とする通常のファンドに比べてわかりにくいことなどである。<sup>1</sup>

我々は CSR と SRI は相互依存の関係にあると考えている。CSR を意識する企業が多くなればなるほど SRI は伸びるべきであるし、逆に SRI が多くなっていけば企業も CSR を重視していかなければ

<sup>1</sup> 日本政策投資銀行 HP <http://www.dbi.go.jp/singapore/english/PDF/s40-2japanese.pdf>より引用

ればならない。その関係が見られないのである。そして、我々は今後さらなる SRI の拡大を望んでいる。その理由は以下の 2 つである。

- ①企業の社会責任の喚起
- ②投機目的の投資の問題性

#### ①企業の社会責任の喚起

これは先述した CSR と SRI の相互依存関係に大きく関連している。企業の社会責任の喚起とは SRI 額上昇により CSR の向上を促そうというものである。現在、企業の資金調達に自己の利益、業績に大きく左右される。それは SRI ファンドではない通常のファンドでも我々が個人投資家として株を買うときにも利益、業績というものを最も大きく考えることから明らかである。利益、業績を投資基準と考える際の問題点は後に触れる。SRI という投資方法を支配的にしようというわけではないが、今以上に SRI が普及すれば企業が資金調達の一側面として SRI は無視できないものとなる。そこで企業にどのようなインセンティブが働くか。SRI というものに直接的に関わる CSR の向上である。この喚起機能が働くことを期待し、SRI の普及を推進するということである。

#### ②投機目的の投資の問題性

SRI ではない通常のファンドが考える投資基準といえばその収益性が中心となっている。要するに投資すればどれくらいのリターンがあるかというものである。投資ファンドの主な収益の上げ方は株式を一時的に保有し、値が上がったときに売却するというキャピタル・ゲインである。この投資方法であると、値段が比較的安価のときに大量に投資し、高くなれば売却し株主という立場を放棄することになる。所有と経営の分離を考えると株主は本来、経営を監視し、改善に努めるべきであるのに投資ファンドはとにかく株式がどのくらいの収益性があるのかということに固執するため、株主としての責務を十分には果たせないことということが考えられる。さらに①で指摘したような企業側のインセンティブということから言うと企業は投資ファンドから資金調達しようと自己の利益、業績をとにかくあげようという意識が支配的になる。こうなってしまうと CSR など二の次である。もし人材という面で合理性を欠いているなら社会に失業者があふれようとも企業はリストラを敢行するであろうし、過酷労働を強いても従業員にもっと業績をあげるようにとむけるであろう。

# 第3章 諸外国と日本の SRI への取 り組みの比較

この章では、CSR 活動の活性化のために諸外国がどんな活動を行っているのか。そして、日本の現状の取り組みについて考察する。

## 第1節 公的年金等の受託者責任問題

まず、我が国の機関投資家の SRI が活発でない具体的問題例として、公的年金機関の受託者責任問題がある。はじめにその問題に関してデータを示しながら解説していく。

・表 1 国別株式保有割合

日本(2002/3末)		米国(2000/第3四半期)		英国(2001/12末)	
		企業年金基金	12.9%	年金基金	16.1%
		公務員年金基金	10.3%		
生命保険	7.5%	生命保険	5.4%	保険会社	20.0%
損害保険	2.7%	損害保険	1.1%		
証券会社	0.7%	ミューチュアル・ファンド <sup>29</sup>	19.0%	スワット・トラスト <sup>30</sup>	1.8%
		クローズド・エンデッド・ファンド <sup>29</sup>	0.3%	インベストメント・トラスト <sup>31</sup>	2.2%
信託銀行	19.9%			銀行	1.3%
銀行	8.7%	銀行	1.9%	その他金融機関	9.9%
その他の金融機関	0.7%				
個人	19.7%	個人・非営利団体	39.1%	個人	14.8%
				慈善団体、教会	1.0%
政府・地方公共団体	0.2%	その他	1.2%	公共部門	0.0%
事業法人等	21.8%			事業会社	1.0%
外国人	18.3%	海外部門	8.9%	海外部門	31.9%
合計	100.0%	合計	100.0%	合計	100.0%

日本の「銀行」・「信託銀行」には投資信託 3.3%、年金預託 6.0%を含む。また日本の年金基金は受託機関（「生命保険」・「信託銀行」など）ごとの集計に含まれている。

日本：全国証券取引所「平成 13 年度株式分布状況調査」

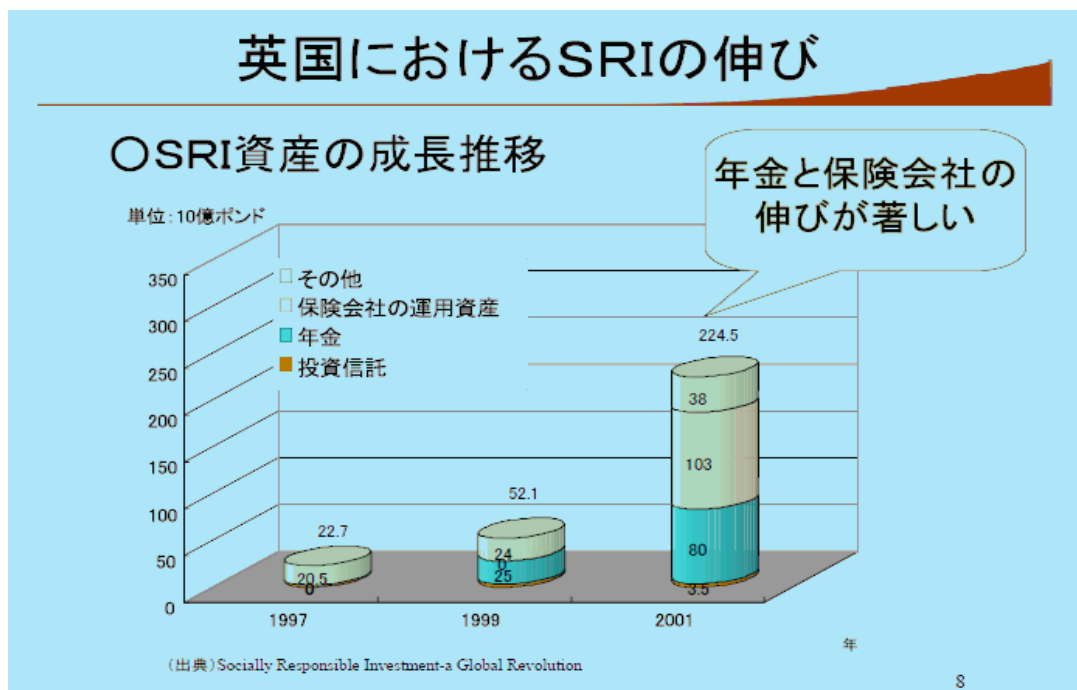
米国：Federal Reserve Board 'Flow of Funds'

英国：National Statistics 'A report on Ownership of Shares as at 31<sup>st</sup> December 2001'

表 1<sup>1</sup>は、国別の株式部門別割合を示しているのだが、日本に比べ30～200倍近く、SRIの資金量が多いアメリカやイギリス<sup>2</sup>では、年金基金での株式保有が10%以上の割合をしめているが、我が国での公的年金からの株式運用は全く無い。つまり、SRIは株式投資の中の一部であるので、我が国の公的年金機関によるSRIは皆無であると言える。

公的年金機関の投資は今後の、我が国のSRIにとって、市場に重要な役割を担っている。なぜなら、世界で代表的な二つの国の共通項として、年金機関の運用実績があるからだ。まず、SRIの先駆けであるイギリスのSRI残高推移<sup>3</sup>（図2）を見てもらいたい。

・ 図 2 英国におけるSRIの成長推移



保険・年金機関の伸びが著しいことがわかる。これは英国で、2000年7月に改正年金法が施行され、年金基金の運用会社に、運用時に投資先企業の社会・環境・倫理的側面の評価を行っているか否かを公表する義務が課せられる。<sup>4</sup>

<sup>1</sup> 表 1 社会的責任投資に関する日米英3カ国比較 より抜粋

<sup>2</sup> 2004年時点で、日本が約1300億円に対し、アメリカは約230兆円、イギリスは約44兆円のSRI残高がある。

<sup>3</sup> 図2 2003.4 損保ジャパン資料から抜粋 [http://www.env.go.jp/council/02policy/y024-02/mat\\_06.pdf](http://www.env.go.jp/council/02policy/y024-02/mat_06.pdf)

<sup>4</sup> CSRアーカイブス(©Japan Research Institute) HPより抜粋 <http://www.csriapan.jp/sri/what/eur.html>

・表2 アメリカの年金運用ファンドにおける SRI 投資額

**Annuities**

Fund	Net Assets
Calvert Capital Accumulation Fund	108,200,000
Calvert New Vision Small Cap Fund	145,200,000
Calvert Social - Balanced	517,600,000
Calvert Social - Money Market Fund	213,400,000
Calvert World Values International Equity Fund	156,300,000
Dreyfus Socially Responsible Growth Fund	445,100,000
Horace Mann Socially Responsible Fund	59,500,000
Lincoln National Social Awareness Fund	48,400,000
Ohio National Social Awareness Fund	2,800,000
SBL Fund Series S (Social Awareness)	900,000
Travelers Ser Tr Social Awareness Stock Portfolio Fund	63,400,000

合計：1,760,800,000 ドル（約 2025 億円；1\$ = 115 円で計算）

(2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum)

[http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/sri\\_trends\\_report\\_2003.pdf](http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/sri_trends_report_2003.pdf)

また、上に示した表2より、アメリカでは、年金だけの残高で約 2025 億円と日本の S R I 総残高を超えている。つまり、少なくとも日本においての年金機関が、S R I 投資を活発化させる役割を担う必要があると考えられる。これは、冒頭でも書いた「受託者責任（信託義務）」が原因なのである。

ここで、受託者とは、年金保険料を預かってそれを運用しながら対象者に支給する機関のことである。受託者は運用をするに当たって、法律の規制があるので、債権など安全資産としてしか運用しないようになっている。それが受託者責任である。具体的な内容を挙げると、2001 年 10 月、厚生年金基金連合会（現、企業年金連合会）が、「株主議決権行使に関する実務ガイドライン<sup>1</sup>」を策定。その内容の中に、「各受託機関は、中途脱退者等の利益増大のため、委託者たる連合会からの委任を受け、受託者責任に基づいて株主議決権を行使するものとする」としている。

株主議決権とは、株主総会に参加して会社の経営に参加ができる権利のことである。さらに、受託機関における株主議決権行使に関する基準として、企業の社会的責任については「受託機関は企業に反社会的行為があった場合の対応について、株主議決権行使に関する具体的基準の中で対応方針等を明確にすべきである。なお、受託機関は、投資収益とは無関係に、専ら特定の社会的、政治的問題を解決する手段として株主議決権を行使すべきではない」とした。つまり、公的年金運用の機関投資家にとって、S R I は「専ら C S R だけに特化した投資」であるべきでなく、S R I の投資収益追求とのバランスのあり方が問われていると考えられる。

<sup>1</sup> [http://www.pfa.or.jp/top/jigyoku/pdf/gov\\_CGGL.pdf](http://www.pfa.or.jp/top/jigyoku/pdf/gov_CGGL.pdf)

続いて、日本の厚生年金基金連合会は 2003 年 2 月に「株主議決権行使基準<sup>1</sup>」を策定し、「株式投資に伴う株主議決権の行使は、株主価値を高める重要な手段であり、連合会に課せられた受託者責任を果たすためにも適切な株主議決権行使が求められている。連合会は、企業のあるべき『コーポレートガバナンス原則』を定め、その原則にしたがって保有する全銘柄について議決権を行使し、企業に対し長期的に株主利益を最大限尊重した経営を行うよう求めていく」とした上で、コーポレートガバナンス原則の一つに「社会的責任」を位置づけ、「企業は、法令や企業倫理の遵守、従業員、取引先、地域社会などのステークホルダーとの協力関係の樹立、地球環境問題への取組など、よき市民としての責任を果たすべきである」とした。ただし、年金運用に積極的に「社会的責任投資」の考え方を導入しているという現状にはいまだ至っていない。

---

<sup>1</sup> 厚生年金基金連合会 株主議決権行使基準 参照[http://www.pfa.or.jp/top/jigyuu/pdf/gov\\_01.pdf](http://www.pfa.or.jp/top/jigyuu/pdf/gov_01.pdf)



次ページの表 3:「我が国の厚生年金保険法と英国の年金法における投資方針に関する条項の比較」をごらん頂きたい。実は、イギリスも法律の内容としては日本と同じであった。1995年時点でのイギリスの法律では、専ら投資先のリスク・リターンを明記する義務があるとしているが、2000年に年金法の改正を行い、「社会・環境・倫理的な配慮が仮に行われてきているとして、それがどの程度か」をしめす、という内容に変わっている。「どういった社会的責任を果たして、どの程度独自性に優れていて将来、社会貢献をしていく見込みのある銘柄なのか」といったことを開示する事で、さらなる S R I 活性化に繋がる施策を施したと言える。それにより、図 1 からわかるように急速な成長を遂げることができた。

・ 表 3 我が国の厚生年金保険法と英国の年金法における投資方針に関する条項の比較

	厚生年金保険法	厚生年金基金規則
日本	<p>(年金給付等積立金の運用に関する基本方針等) 第136条の4 基金は、年金給付等積立金の運用に関して、運用の目的その他厚生労働省令で定める事項を記載した基本方針を作成し、当該基本方針に沿って運用しなければならない。</p> <p>2 前項の規定による基本方針は、この法律（これに基づく命令を含む。）その他の法令に反するものであってはならない。</p> <p>3 基金は、前条第1項第1号から第3号までに掲げる方法（政令で定める保険料または共済掛金の払込みを除く。）により運用する場合においては、当該運用に関する契約の相手方に対して、協議に基づき第1項の規定による基本方針の趣旨に沿って運用すべきことを、厚生労働省令で定めるところにより、示さなければならない。</p> <p>4 基金の業務上の余裕金は、政令の定めるところにより、事業の目的及び資金の性質に応じ、安全かつ効率的に運用しなければならない。</p>	<p>(運用の基本方針) 第42条 法第136条の4第1項に規定する厚生労働省令で定める事項は、次に掲げる事項とする。</p> <p>一 年金給付等積立金の運用の目標に関する事項 二 法第百三十六条の三第一項の規定による運用（令第三十九条の十六に規定する保険料または共済掛金の払込みを除く。）に係る資産の構成に関する事項 三 法第百三十六条の三第一項第一号から第三号までに規定する信託会社、生命保険会社、農業協同組合連合会または投資顧問業者（以下この条において「運用受託機関」という。）の選任に関する事項 四 運用受託機関の業務（以下この項において「運用業務」という。）に関する報告の内容及び方法に関する事項 五 運用受託機関の評価に関する事項 六 運用業務に関し遵守すべき事項 七 前各号に掲げるものの他、運用業務に関し必要な事項</p>
	Pensions Act 1995	2000年7月施行の改正
英国	<p>35. (1) The trustees of a trust scheme must secure that there is prepared, maintained and from time to time revised a written statement of the principles governing decisions about investments for the purposes of the scheme. (2) The statement must cover, among other things— (a) the trustees' policy for securing compliance with sections 36 and 56, and (b) their policy about the following matters. (3) Those matters are— (a) the kinds of investments to be held, (b) the balance between different kinds of investments, (c) risk, (d) the expected return on investments, (e) the realisation of investments, and (f) such other matters as may be prescribed.</p> <p>(1) 委託スキームの受託者は、スキームの目的のための投資意思決定に適用される基本原則文を書面として準備し、維持し、随時改訂することを確保しなければならない。 (2) 原則文はとりわけ以下の事項を対象としなければならない。 (a) 法第36条及び法第56条の遵守を確保するための受託者の方針 (b) 以下の事項に関する受託者の方針 (3) 前項の規定による事項とは、 (a) 保有する投資の種類 (b) 投資種類別の構成 (c) リスク (d) 投資の期待収益 (e) 投資の換金性 (f) その他の規定される事項</p>	<p>The matters prescribed for the purposes of section 35 (3) (f) of the 1995 Pensions Act (other matters on which trustees must state their policy in their statement of investment principles) are — (a) the extent (if at all) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments; and (b) their policy (if any) in relation to the exercise of rights (including voting rights) attaching to investments.</p> <p>1995年年金法第35条(3)(f)のその他の規定される事項（受託者が投資原則文の中で、方針を明示すべきその他の事項）は、 (a) 投資の銘柄選択、保有、換金において、社会、環境、倫理的な配慮が仮に行われているとして、どの程度か (b) 投資に付帯する権利の行使（議決権を含む）に関連して、仮にあるのであれば、その方針</p>

(注) 和訳はあくまで参考のための仮訳である。

環境省 HP より抜粋 参照[http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep\\_h1506/05.pdf](http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep_h1506/05.pdf)

また、現状の我が国における公的年金の運用は図3と図4を参照していただきたい。

以上から、わが国におけるSRIは、公的年金を対象を絞った場合、受託者責任という制度の壁があるために活発化されていないということがわかる。

・図3 日本における企業年金基金の(1)資産額の推移と(2)資産構成の推移[2004年度]

(1) 資産額の推移 (百万円)

年度末	合計	委託運用	自家運用
2000	4,719,667	3,888,120	831,547
2001	5,428,471	4,538,732	889,739
2002	5,657,521	4,382,171	1,275,350
2003	7,858,002	6,055,738	1,802,264
2004	9,897,763	6,808,935	3,088,828

(2) 資産構成の推移

年度末	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	一般勘定	その他
2000	43.4%	30.6%	7.5%	16.4%	0.8%	1.3%
2001	40.0%	32.9%	7.5%	17.0%	0.6%	2.0%
2002	37.0%	30.7%	8.3%	22.5%	—	1.4%
2003	34.3%	35.6%	6.2%	21.5%	—	2.3%
2004	32.7%	32.4%	6.0%	21.4%	—	7.5%

(注)「その他」は短期資金、不動産等である。

・図4 日本における企業年金基金の資産運用の推移[2004年度]

	2000								
	2000	2001	2002	2003	2004	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期
国内債券	4.69	0.95	4.26	△ 1.74	2.09	△ 0.98	1.72	0.52	0.83
国内株式	△ 24.55	△ 16.22	△ 24.81	51.13	1.42	0.96	△ 6.99	4.38	3.47
外貨建債券	26.28	8.44	15.47	0.15	11.32	2.39	5.42	1.04	2.07
外貨建株式	△ 6.38	3.94	△ 32.35	24.70	15.70	6.54	0.84	4.07	3.49
短期資金	0.143	0.005	0.001	0.001	0.001	0.0002	0.0002	0.0002	0.0002
為替 (米ドル)	22.19	5.76	△ 10.53	12.26	2.84	4.89	1.01	△ 7.03	4.38
為替 (ユーロ)	12.88	4.36	11.92	△ 1.20	8.73	3.84	3.11	1.75	△ 0.20

(注) 上記の収益率は、連合会がベンチマークとして採用している下記のインデックスの値である。

国内債券：NOMURA ボンド・パフォーマンス・インデックス総合

国内株式：TOPIX (配当込み)

外国債券：シティグループ世界国債インデックス (日本を除く、円換算)

外国株式：MSCI (KOKUSA1、円換算・配当再投資・GROSS)

短期資金：コール・ローン (翌日物、有担保)

為替：WM ロイターズポットレート

## 第2節 S R I 増加の各国の背景比較

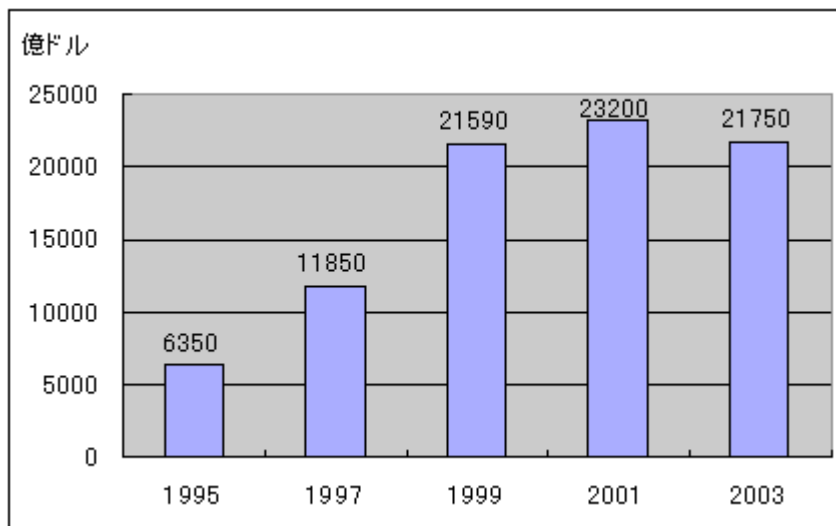
前節で考察した受託者責任問題を踏まえ、この節では S R I 増加の背景を 1) 情報量と 2) 法制度や社会的圧力の影響を踏まえた運用実績の面から見ていく。

### 1) 情報量

では、近年に急速な拡大を遂げたイギリス・アメリカの増加背景を見ていきたい。

まず、イギリスの S R I の急激な発達の原因は、法改正による、公的年金の S R I 重視の流れと、C S R 報告書の義務化の影響が非常に大きいといえる。義務化により、投資家が得ることができる C S R に関する情報が増え、これまで受託者責任の問題から積極的に S R I を行えていなかった機関投資家が、その情報を活かして説明責任を果たせ、S R I をしやすくなったと考えられる。さらに個人投資家にとっても、情報量が多いことで、これまで『関心はあるけれど情報量が少なくどこに投資すればいいかわからない』と考えていた人が、その情報を活かして、S R I を行うようになったのではと考えられる。

図 4 米国 S R I の規模



参照“Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States” 1997 及び 2003

次にアメリカについて、S R I については 100 年近い歴史をもった国であることは 1 章でも述べたが、特に 1995 年から急激な伸びを示している。(上図 4 参照) この背景としては、1992 年に B S R<sup>1</sup> (Business for Social Responsibility、企業ネットワーク) というグローバルなネットワークを発足し、C S R 意識の高さを示す行動に出た事が挙げられる。さらに、90 年代に機関投資家が参入し、資産規模が増大したことが S R I 急増の原因といわれている。

<sup>1</sup> <http://www.bsr.org/> 1992 年に設立されたアメリカ、サンフランシスコに本部を置く会員制組織。「企業が倫理、コミュニティー、環境へ配慮し、持続可能なかたちで利益を得るように、会員企業を支援すること (斎藤慎氏著 「企業評価の新しいモノサシ」 生産性出版より引用)」をミッションとする。

最も有名なのが「ものいう株主」として知られている大手公的年金機関のカルパスである<sup>1</sup>。つまり、政府的な関与というよりは民間レベル（NGO）で、企業側の社会運動が著しく伸びたというのが原因なのではないか<sup>2</sup>。

## 2) 法制度や社会的圧力の影響を踏まえた運用実績

米国においては、1980年代から環境法の整備が進み、強い法的圧力が存在していた。また、環境NGO等が企業活動を常に監視しボイコット運用や企業批判を展開するため、市場圧力が働き易い状況にあったと考えられる。環境法<sup>3</sup>に市民訴訟条項が盛り込まれていることから企業にとっての訴訟リスクも高く、責任を問われた場合の賠償金は巨額に上ることから大きなコスト圧力も存在していた。企業間取引においては、銀行が貸出先企業の環境責任を問われる事態が生じたために取引先企業の環境対策の審査を厳格化させ、環境対策が不十分な企業が取引停止となるなど企業間取引においても大きな圧力が加わる状況にあった。このように米国においては企業の環境リスク、社会的制裁リスクが企業業績に多大な影響を与える要因となっていたと考えられる。

一方、日本においては、1990年代末頃から急速に環境法の整備が進み、現在新たな環境関連法が相次ぎ施行されている。これによって漸く企業に対する法的圧力が加わるようになった。しかし、日本においては米国のように企業活動を監視する環境NGO等の組織が不在で、現在のところ米国のような強大な市場圧力が働く状況にはない。また、各種リサイクル法の施行によってコスト圧力は増大傾向にあるものの、企業の環境対策を巡って訴訟が頻発するといった状況は予想し難く米国のような企業の存続にかかわるような大きな法的制裁が加えられる可能性は高くない。ただし、企業間取引においては既にグリーン調達<sup>4</sup>の動きが広がっておりリスク要因となりつつある。このように日本においては、現在のところ環境リスクが企業業績に重大な影響を与える状況にはないと考えられる。

以上から、米国のSRIファンドが高いパフォーマンスを上げた背景には、米国においては企業が社会的責任を果たさない場合の制裁リスクが極めて大きいという事実が挙げられるであろう。

<sup>1</sup> ニッセイ基礎研究所より <http://www.nli-research.co.jp/doc/li0201a.pdf>

<sup>2</sup> [2004]経済産業資料より

[http://www.meti.go.jp/policy/economic\\_industrial/gather/downloadfiles/g40428a50j.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/downloadfiles/g40428a50j.pdf)

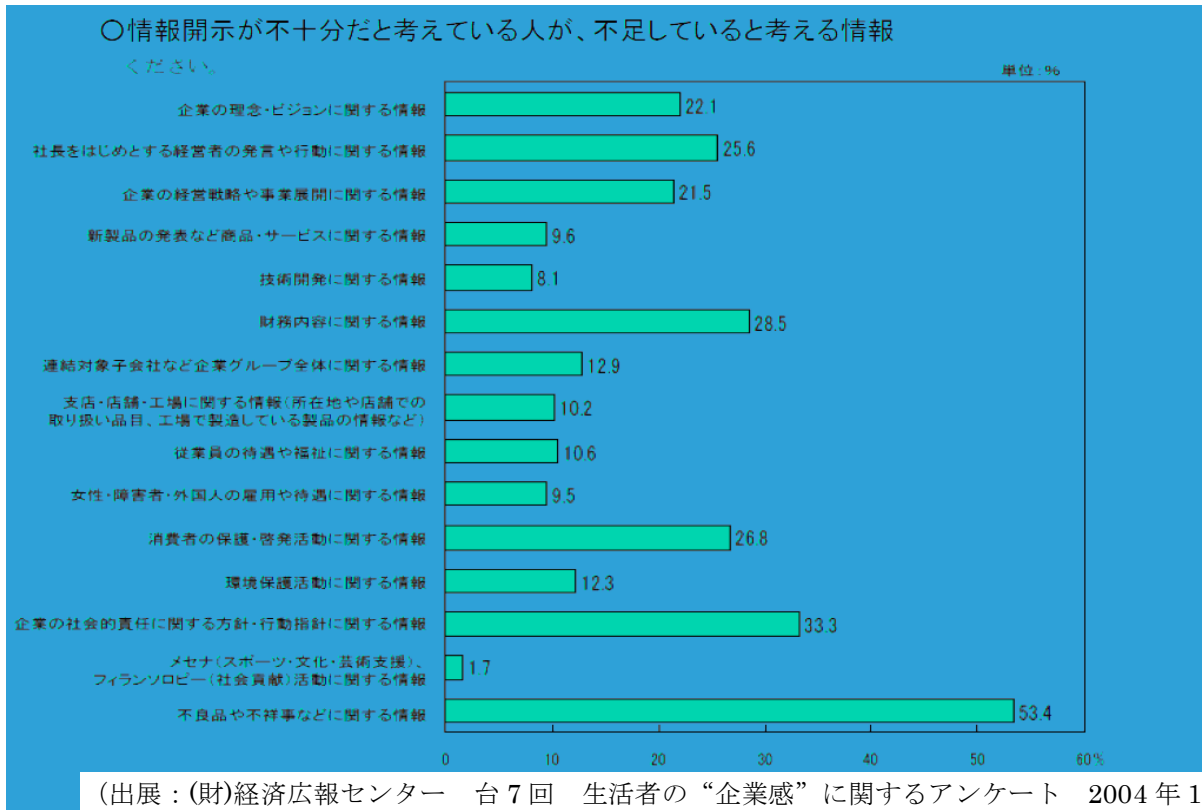
<sup>3</sup> 参照：「アメリカ環境訴訟法」山本 浩美 2002/08 弘文堂

<sup>4</sup> 2001年7月 ソニーが「ソニーグリーンパートナー基準」を制定。取引先の環境配慮について、審査基準を設けた。

・ 我が国の現状

諸外国の S R I 成長背景を見てみると、C S R 情報量が伴うことで S R I が促進されていく事が言えるのがわかった。しかし、我が国においては、C S R に関しての情報が少ないと考えている人が少なくないという事がわかる。(図 5 を参照) 国際的な C S R 風潮がある中で、我が国において、S R I の成長を遂げるために情報量を増やすことは重要な課題である。

・ 図 5 日本の C S R 情報についての足りないと思われる情報アンケート



そこで我々は、C S R の情報量を増やし、S R I の成長を増やすという目標のもと、以下 3 章において具体的な政策提言を行っていく。

# 第4章 日本での SRI 普及に向けた 政策提言

## 第1節 日本で SRI を進めるにあたって

本章では、2章の分析を踏まえ、公的年金に関する法律の改正・CSR 情報量の増加に関する政策提言を行っていく。

### □ 公的年金に関する法律の改正

前章で見たように、日本では公的年金運用においても法律の枠組みがあり、常に受託者責任を考えなければいけない。英国においては年金法改正において SRI 推進になるような文面を盛り込み、SRI 成長に大きな影響を及ぼした。日本においても、グリーン購入法により、安ければいいというのではなく、環境に重視した製品を購入するということも示している。そこで、他の投資家を牽引する意味でも公的年金資金は SRI 投資を再考する必要があると考えられる。

まず、英国と同様に年金に関し手の法律を改正することが考えられる。『厚生年金法』と『厚生年金基金規則』がその対象に当たる。しかし、単純に法律を改正するだけでは国民の賛同を得られたとはいえない。そこで、十分な利益が確保されていること、どのような社会貢献が行われているか告知することが必要であると考えられる。

したがって、公的年金に対する具体的な政策として、

- 公的年金に関する法律の改正
- SRI に関する啓蒙活動

を並行して進めることが望ましいと考えられる。

### □ 情報量増加のための政策

- 機関投資家に対する政策

前章で論じたように、機関投資家が SRI に積極的にならない理由は、情報量が少なく、受託者責任を果たせるかが不明瞭なことである。そこで政策として、諸外国と同様に CSR の開示を義務化するということや、国で評価機関を設け、よりわかりやすい CSR の指標を作ることも考えられる。

しかし我々は、そういった情報の増やし方は早合点であり CSR の本質を捕らえられていないと考える。なぜならば、開示の義務化をするとすると、開示項目の設定・最低限の開示量・フォーマット等統一されたものになる必要がある。さらに CSR を評価することは、既存の民間評価機関の基準<sup>1</sup>を見ればわかるようにどこに重きを置くかはおのおの変わってくることになる。つまり、国が評

<sup>1</sup> 表 3 参照

価機関を設け評価基準が明らかになった場合、企業はその項目にばかり重きを置くようになり、本来の自由な CSR ではなくなってしまう可能性が大きい。

また、日本経団連としては『日本国内でも CSR が企業経営において重要であると認識されているが、産業界には規格とすることはいかなるものかとの意見が強い。CSR は企業が自主的に推進すべきものであることを強く主張していく必要がある。』<sup>1</sup>とし、各企業による自由な CSR 活動を推進する旨を述べている。

表3 企業の社会的責任に対する評価項目の例示

CEP (アメリカ)	KLD社 (アメリカ)	エーコム社 (ドイツ)
1. 女性の雇用 2. マイノリティーの雇用 3. 事前活動、寄付 4. 地域社会への貢献 5. 従業員と家族の支援 6. 労働環境 7. 動物愛護 8. 軍需契約 9. 同姓愛	1. 寄付 2. 雇用の多様性 3. 労働者との関係 4. 米国以外での操業 5. 製品の配慮 6. 役員報酬 7. 排除項目 (アルコール、タバコ、ギャンブル、軍事、原子力)	1. マネジメント・システム 2. 労働者との関係 3. 健康 4. 社会的な福利厚生 5. 社会的な弱者 6. サプライヤーとの関係 7. 顧客との関係 8. 地域との関係 9. 開発途上国での操業 10. 公正取引
EIRIS (イギリス)	朝日新聞文化財団 (日本)	環境経営学会 (日本)
1. 社内倫理規定 2. 顧客・納入業者との関係 3. 職場の安全・衛生 4. 労働者の権利 5. 雇用の機会均等、多様性 6. 従業員の報酬 7. 従業員の能力開発 8. 雇用の創出・安定 9. 地域貢献活動 10. サプライチェーン 11. 海外操業での人権	1. 社員へのやさしさ 2. ファミリー重視 3. 女性の働きやすさ 4. 障害者雇用 5. 雇用の国際化 6. 消費者志向 7. 地域との共生 8. 社会支援 9. 環境保護 10. 情報公開 11. 企業倫理	1. 組織倫理規定 2. サプライチェーン 3. 競合排除規則 4. 雇用均等 5. 人権問題 6. 労働安全衛生 7. 海外での雇用問題 8. 顧客対応 9. 社会貢献 10. NPOとの関係 11. 慈善行為、寄付など

(資料) 各種資料より作成

出典：ニッセイ基礎研レポートHP <http://www.nli-research.co.jp/doc/li0201a.pdf>

つまり機関投資家対象とした政策を考えたときに一種のトレードオフが発生していると考えられる。つまり、機関投資家としては、一定の明確な基準の下での投資でなければ受託者責任を果たすことが難しく、投資しづらい。一般企業としては、CSR 活動は一定の基準の下で評価されるものではなく、あくまで社会的責任のために各企業が独自性のある CSR を行っていくことが望ましいと考えている。

そこで我々は、政策としては CSR の中でも、昨今問題になっていた<sup>2</sup>法令順守等の内部管理体制等に関しては開示を義務付けるが、そのほかの環境問題への取り組み、女性雇用問題に関する取り組み等に関しては開示を義務付けはせず、外部評価もすることなく企業の自主性に任せることが望ましいと考える。

#### ○ 個人投資家に対する政策

<sup>1</sup> 2003年12月24日社会的責任経営部会 経団連側発言

<sup>2</sup> 一章参照

前章で述べたように、CSR に関しての情報量の不足から個人投資家は SRI を積極的に行うことができていない。しかし、個人投資家を考えたときに前述の公的年金や機関投資家と大きく異なることがあることに気がつく。それは、受託者責任の問題である。

前述の二つにおいては、受託者責任が大きなハードルとしてあり、それを超えるためには明確な CSR の基準が必要であるという傾向が強かった。しかし、個人投資家においては、投資判断に明確な基準は必要なく、ファンダメンタル分析による投資やテクニカル分析による投資などはあるにせよ、その判断は個人の嗜好に任されているということができる。したがって、どの企業がどのような CSR を行っているのかを知ることでその投資行動に影響を与えることができると考えられる。しかし、現状においても前述のとおり<sup>1</sup> CSR の報告書は各企業から出されており、一企業がそれ以上に CSR 開示に対して個人投資家に働きかけることは難しいと考えられる。そこで我々は、既存の個人投資家やこれからやろうとしている個人投資家に対して CSR を知らせる機会を作れないかと考えたときに、金融庁が推進している『金融経済教育』において、CSR に関して教育する機会も設けることが望ましいのではないかという結論に至った。

金融庁が行っている金融経済教育は、初等教育段階における教育と、大人に対しての教育の二つに大分され<sup>2</sup>、その後者の大人に対しての教育においてはさまざまな金融商品の紹介も行っている。その中で、CSR に関して教育を行い、企業の表面上の業績だけで判断するのではなく、その企業の社会性といった判断基準も与えてあげることで本来的に個々人の嗜好にあった投資活動が行えるのではないかと考えられる。

そこで、我々としては、

○ 金融庁主導の金融経済教育において、CSR と SRI に関して教育する。  
という政策を提言することにする。

□ 最後に

昨今の M&A・物言う株主といった流れの中で、『企業は誰のものか』という議論は活発に行われてきた。多くの議論は、ステークホルダーの中の『株主』『従業員』の二つを対立させ行われてきた。しかし我々は、政策提言ということもあり、ステークホルダーの中で一番『社会』が重要であると考え、『企業は社会のためにあり、社会のものである』という考えのもと、分析・提言を行ってきた。この分析の中からも、企業の社会性というものはますます高まってきていることは明確であり、我々としては今後、個々人がこの考えを念頭に入れて労働活動、投資活動等の活動を行っていくことが望ましいと考えている。

<sup>1</sup> 一章参照

<sup>2</sup> 金融経済教育懇談会報告書より



参考文献 ※本文に注記したものを除く

### 《参考文献》

- ・ 日本規格協会 編 (2004) 『C S R 企業の社会的責任 事例による企業活動最前線』 平文社
- ・ 水尾順一、田中宏司 (2004) 『C S R マネジメント』 生産性出版
- ・ 谷本 寛治 (2003) 『SRI 社会的責任投資入門』 日本経済新聞社

### 《データ出典》

- ・ モーニングスター社会的責任投資株価指数 <http://www.morningstar.co.jp/sri/>
- ・ 企業の社会的責任と新たな資金の流れに関する研究会  
<http://www.rieti.go.jp/users/uesugi-iichiro/financial-flow/>
- ・ CSR Archives <http://www.csri-japan.jp/index.html>
- ・ 財団法人日本規格協会 HP <http://www.jsa.or.jp/default.asp>
- ・ 財団法人適合性認定協会 HP <http://www.jab.or.jp/index.html>
- ・ 朝日ライフアセットマネジメント SRI ファンド「あすのはね」  
[http://www.alamco.co.jp/asu\\_message.html#09](http://www.alamco.co.jp/asu_message.html#09)
- ・ 日本経団連 HP <http://www.keidanren.or.jp/CBCC/japanese/report/>
- ・ 環境と経済活動に関する懇談会 発表資料  
[http://www.env.go.jp/council/19keizai/y190-04/mat\\_01.pdf](http://www.env.go.jp/council/19keizai/y190-04/mat_01.pdf)
- ・ 金融庁 HP 金融経済教育懇談会「論点整理」の本文  
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/singi/f-20050630-2/02.pdf>
- ・ 環境省 社会的責任投資に関する日米英3か国比較調査報告書  
[http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep\\_h1506/](http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep_h1506/)
- ・ 経済産業省 企業の社会的責任 (CSR) を取り巻く現状について  
[http://www.meti.go.jp/policy/economic\\_industrial/gather/downloadfiles/g40428a50j.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economic_industrial/gather/downloadfiles/g40428a50j.pdf)