

社会的責任投資(SRI)の現状と課題

研究員 安藤範親

〔要 旨〕

- 1 欧米では、従来の財務分析による投資基準に加え、企業のESG（E：環境、S：社会、G：ガバナンス）の取り組みなどを投資決定プロセスに組み込む社会的責任投資（SRI）の投資規模が拡大している。SRI市場規模は、欧州で09年に07年比83%増、米国で10年に07年比13%増と拡大しているが、一方で、日本市場は07年比△21%と減少している。欧米の拡大に対し、なぜ、日本ではSRIの低迷が続いているのだろうか。本論では、その原因と課題、今後の方向性をまとめた。
- 2 欧米のSRIの拡大要因は、国連による責任投資原則（PRI）の提唱や年金基金のSRI導入にある。また、SRI投資残高を伸ばしてきた欧米諸国のなかから、オランダとスウェーデンに注目しその要因を探ると、その背景には、メディアの影響や法的規制があった。
- 3 これらの先進事例で得られたSRI普及の背景から、先行研究の示唆する課題をまとめた結果、日本のSRIに関する課題は、大きく次の3つに分けられた。
 - ①受託者責任（資産運用に携わる受託者は、投資家利益を最優先する責任を負うが、SRIを考慮することはこの責任に反するとの意見が多い。）
 - ②スクリーニング（SRIでは投資銘柄選定（スクリーニング）の際に、ESGに関する情報を組み込むが、その開示情報が比較評価できないなど信頼性に欠ける。）
 - ③投資意識（日本の個人金融資産の半分以上が現金・預金であるように、そもそも投資意識が低い。）これらの3つの課題が、日本のSRI普及に示唆することは、自主規制や法律でSRIの目的の追求が受託者責任と矛盾しないようにすることや、評価手法の高度化やスクリーニングプロセスの標準化、専門性を持つ人材の育成、金融教育を広める努力などである。
- 4 日本は、環境問題に対する国民の意識が高く、環境金融の広がりや企業の環境に対する情報開示への取り組みも広がりつつある。今後はオランダなどの他国の政策に学ぶことで、環境問題を背景にしたSRIの拡大機運が高まる可能性が考えられる。

目次

はじめに

1 SRIの歴史

2 SRI市場の進展背景

3 オランダ

(1) SRI市場の動向

(2) 主要投資家

(3) 市場発展の経緯

4 スウェーデン

(1) SRI市場の動向

(2) 主要投資家

(3) 市場発展の経緯

5 日本のSRI普及に向けた課題

おわりに

はじめに

近年、地球温暖化や生物多様性など地球規模の課題とグローバル化の進展により企業をはじめとするあらゆる組織がこれまで以上に社会的責任（CSR：Corporate Social Responsibility）を果たすことが求められている。

その結果、企業を取り巻くステークホルダーは、企業と社会の相互交流関係を通じた企業の持続的な成功に着目し、企業への株式投資の際に財務面だけでなく、CSRの側面からも評価し投資する、SRI（Social Responsible Investment：社会的責任投資）が広まり始めている。

本来、企業は、生産に伴う環境汚染などが社会にもたらす費用（社会的費用）を含めて生産計画を立てなければならない。しかし、単に市場に委せておくと、製品の市場価格は、その生産に必要な原材料、労働、資本に支払われた費用（私的費用）しか反映しないため、市場が社会的費用を織り込むことは難しい。その結果、政府が、環境

税などの税制による内部化や規制的手法を用い、対応することになる。

さまざまな政策が取り組まれる一方で、かつて多くの企業は、経済効率を向上させ、短期的な利益を最大化しようとし、社会問題や環境問題などへの影響を無視した面もあった。具体的には、汚染物質の流出による環境汚染や、森林破壊や乱獲による資源の減少、リストラや低コスト地域への移転による地域社会の経済的衰退、コスト削減による安全性の犠牲、労働安全衛生・人権などの問題の軽視である。

その結果、企業競争力の源泉となる企業を取り巻く社会の健全性が失われた。企業に利益をもたらすはずの地域社会が、高い失業率や地域産業の低迷、資源の衰退や公共財の減少、財政赤字などの問題を抱え衰弱している。

企業が、持続可能な発展を得るうえで必要なことは、短期的な利益を追求するだけでなく、その活動が社会に与える影響に責任を持ち、持続可能な社会の実現を目指すことである。SRIは、その一手段として発展・普及が求められてきた。

SRIはもともと、たばこやギャンブル、など政治・社会的課題を抱える企業を投資対象から除外する方法（ネガティブ・スクリーニング）から始まった。その後、環境問題やCSRが一般的になるにつれて、それら諸課題に積極的に取り組む企業に投資する方法（ポジティブ・スクリーニング）や、株主の立場から提案や対話をすることで、企業に直接働きかける方法（エンゲージメント）、温暖化や水資源、持続可能な農業などテーマに関連した銘柄に投資する方法（テーマ・インベストメント）が広まり、近年では、既存の財務分析や投資意思決定プロセスに環境・社会・ガバナンス（ESG）^{（注1）}を組み込む方法（インテグレーション）が広がり始めている（第1表）。

本稿では、まず①SRIの歴史を振り返り、②日本と欧米のSRIの現状と普及の背景を整理し、次に、③欧米諸国の中でも、オランダとスウェーデンに注目し、その要因を探る。また、④先行研究から普及に向けた課題をまとめ、⑤ここから、日本でのSRIの普及実現可能性の糸口を見出すことを試

みる。

（注1）ESGとは、E（Environment）：環境問題への取り組み（生態系保全や温室効果ガス排出量の公表など）、S（Society）：社会的取り組み（労働条件の改善、人材育成、地域貢献活動など）、G（Governance）：企業経営を監視する取り組み（行動規範、汚職防止、説明責任など）、を考慮した投資である。企業に影響を与える諸問題を3種類に大別し、財務諸表に現れない隠れたリスクを顕在化させ、長期的な観点から企業価値を評価し、長期のパフォーマンス向上を念頭に投資を行うという考え方である。企業のESGの取り組みは、将来の経営リスクを低減させることで、株式への投資を増やすことから、均衡状態において、長期保有の投資家が要求するリスクプレミアムを低減させる効果があると言われていた（佐々木（2010））。そのような資本コストの低下が、企業がESGに取り組むインセンティブとなり、投資家によるESGへの投資が、企業行動の変化を通じて社会を改善する可能性があることから（（社）日本証券アナリスト協会（SAAJ）（2010））、SRIの活性化に期待が高まっている。

1 SRIの歴史

SRIの起源は、イギリスのキリスト友会（クエーカー）の創始者であるジョージ・フォックス（1624-1691）に遡ることができる。クエーカー教徒が、人の平等と非暴力の信念に基づき、投資基準に社会的な評価基準

を適用したことに始まる。このようにSRIの基本的な発想は、キリスト教教団による宗教的倫理観に基づくものである。

1928年になると、フィリップ・キャレー（1896-1998）により、米国で最初のオープン型投資信託の一つである「Pioneer Fund（PIODX）」が設立され、その投資スタイルには「罪ある

第1表 SRIの種類

類型	手法
ネガティブ・スクリーニング	タバコ産業や武器製造業などの倫理性や社会性を考慮し、特定の業種や銘柄を排除する方法
ポジティブ・スクリーニング	環境問題や社会貢献、労働基準などの取り組みが進んだ企業を抽出する手法
エンゲージメント	株主として企業経営者と対話し、経営改善を求める手法
テーマ・インベストメント	地球温暖化や水、生物多様性、再生可能エネルギーなどのテーマに着目し投資する手法
インテグレーション	既存の財務分析や投資意思決定プロセスにESG要因を組み込む手法

資料 小崎ら（2011）、SIF-JapanHPをもとに筆者作成

株 (Sin Stock)」として酒・ギャンブル・たばこなどに関わる企業を投資対象から排除するネガティブ・スクリーニングが取り入れられた。

60年代から80年代になると、ベトナム戦争やアパルトヘイトなどへの反発から、企業の社会的責任を追及する株主提案が行われるなど世論の声が高まった。71年には、メソジスト派（キリスト教プロテスタントの一派）の2人の牧師が実業家の協力を得て、ベトナム戦争に関与している企業を銘柄選択から排除し、さらに公害対策など社会・環境といった問題の取り組みにすぐれた企業を銘柄に選択する初のポジティブ・スクリーニングを取り入れたSRI投資信託「Pax World Fund (PAXWX)」を設立した。

90年代になると、酸性雨やオゾンホール、地球温暖化など全地球規模の環境問題が顕著となり、国際社会全体で対応する必要から、92年に国連環境計画（UNEP）と金融機関の自主的な協定に基づく「国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）」が創設された。UNEP FIは、金融機関のさまざまな業務において、環境および持続可能性に配慮した最も望ましい事業のあり方を追求し、これを普及、促進するために調査・情報交換などを行う機関として発足した。

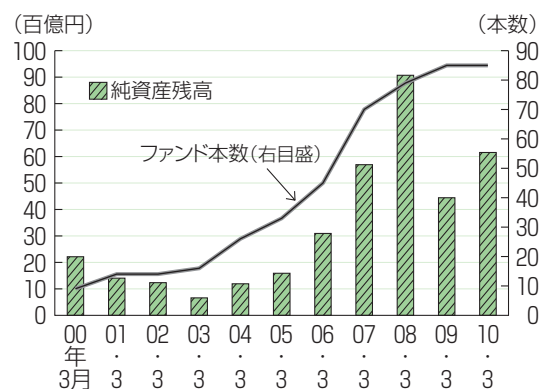
03年になると、UNEP FIのアセットマネジメントワーキンググループ（AMWG）が、SRIにおけるESGの調査の必要性を訴え、ESGが広がるきっかけを作った。04年には国連のアナン第7代事務総長が「国連グローバル・コンパクト（UNGC）」を提唱、

UNGCは、人権・労働・環境・腐敗防止に関する10の原則を企業が自発的に遵守し実践するよう要請した。また、UNGC発行のレポートでは、ESGの課題を踏まえた投融資の重要性が示された。こうして、機関投資家をはじめとする世界の投資家はその投資判断にESGを組み込み、欧米を中心にESGに配慮した投資市場がここ数年で拡大している。

こうした世界の動きのなか、日本でも、99年の「日興エコファンド」を皮切りに次々にSRIファンドが誕生している。ファンド登場から10年で80～90本とその数を増やしている一方で、07年の世界金融危機の影響で純資産残高の減少が見られる（第1図）。しかし、純資産残高は公募投信全体の0.8%程度しかなく、SRIは依然として発展途上段階といえる。

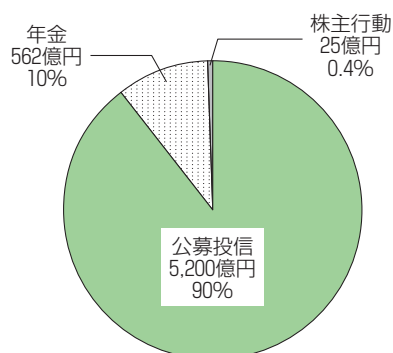
また、日本のSRI市場の内訳は、SIF-Japan（2009）によると、公募型SRI投資信託が約5,200億円（09年9月時点）と全体の90%を占め、残り10%は年金によるSRI運

第1図 SRIファンドの純資産残高と
ファンド本数推移



資料 NPO法人社会的責任投資フォーラムHPから筆者作成

第2図 日本のSRI市場の構成



資料 SIF-Japan日本SRI年報2009

用であり、環境・社会問題の解決を目的とする株主提案を意味する株主行動（エンゲージメント）は1%にも満たない（第2図）。日本のSRI市場は、個人投資家を対象とする公募型SRI投資信託が大半であり、この点（注2）が欧米のSRI市場と大きく異なる。

（注2）Eurosif（2010）より欧州全体の投資家別内訳を見ると、個人投資家の割合は8%で92%が年金基金や財団などの機関投資家である。米国も、US SIF（2010）によるとESGを考慮した資産運用2兆5,120億ドル（約200兆円）のうち、少なくとも2兆300億ドル（約160兆円）が年金基金等の機関投資家によって保有または運用されている。

2 SRI 市場の進展背景

世界のSRIの市場規模は、07年時点で欧州が約2.7兆ユーロ（約300兆円）、米国が約2.7兆ドル（約220兆円）^{（注3）}に対して、日本のSRI市場は約8,500億円^{（注4）}だった。その後、日本では09年に約5,800億円と株式市場の低迷に合わせて縮小したものの、欧米では拡大し、欧州で09年に07年比83%増の約5兆ユーロ（約550兆円）、米国で10年に07年比13%増の3.1兆ドル（約250兆円）と報告さ

れている。

なぜ日本ではあまり普及せず、欧米では普及したのか。その背景を（財）年金シニアプラン総合研究機構（2010）をもとに、国別に見てみよう。

まず、イギリスでは、年金基金が投資決定の際に、投資先企業のESGに関する状況についてどのように配慮しているのかを開示することが、00年の年金法改正によって要求された。この開示の要求によりSRIの拡大が進められた。

フランスでは、01年の公的年金積立方式導入時に、労働組合が積立金の株式への投資に反対した。その理由は額に汗した労働によって得られた掛金を卑しい利殖のために投資することは、アングロサクソン型資本主義的であると嫌ったことによる。しかし、SRIならば、それは「正しい資本主義」であるとして、基金設立の要件にSRIが導入された経緯がある。また、近年は大手保険グループなどがレピュテーションリスクに備え、クラスター爆弾や地雷に関する除外基準を採用したため短期間に急増している。

オランダでは、95年に導入された税制優遇措置により環境保全型プロジェクトへの資金供給が促進された。また、07年にオランダの年金基金がクラスター爆弾や地雷の製造に関わっている企業に投資しているという実態を映したドキュメンタリー番組が大きな反響を呼び、このような武器の製造に関わる企業は排除するというのが、年金基金にとって当然の要件となった。

スウェーデンでは、持続可能な社会構築

が国家戦略として位置づけられ、それが数々の政策に反映されてきている。その一環として01年施行の国民年金基本法に倫理・環境を考慮した投資を行うことが規定された。

アメリカでは、伝統的に宗教的倫理観からアルコールやギャンブル、武器などを投資対象から排除する資産運用が行われている。01年の同時多発テロ以降は、政府によりテロ支援国家として指定されたスーダン・イラン関連企業などへの投資排除を定める州が多く、なかでもカリフォルニア州法では、スーダンへの投資排除に加え、環境投資への要請についても定めている。

また、欧米におけるSRI拡大の背景には、06年、当時の国連アナン事務総長が、機関投資家の意思決定プロセスにESGを受託者責任の範囲内で反映させるべきと、金融業界に対して責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）を提唱したことがある。

このPRIは6つの原則からなるが（第2表）、

第2表 PRIの6原則

①投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込む。
②活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れる。
③投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求める。
④資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行う。
⑤本原則を実行する際の効果を高めるために協働する。
⑥本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告する。

資料 Website for the United Nations-backed 'Principles for Responsible Investment' Initiative

同原則では、投資家の投資プロセスにESGを組み込むことを宣言し、投融資先企業に対してESG情報を開示請求することや、原則に署名した金融機関自身についての情報開示の推進を謳うなど、SRIを普及させる内容となっている。なお、同原則は、任意参加であり法的拘束力は持たないが、署名をしたにも関わらず何も実施しない場合にはレピュテーションリスクが発生する可能性がある。

一方、11年8月末現在、世界で927の企業が同原則を採択しているが、その中で日本は18と少ない。PRIについても、上記のような背景からSRIに対する意識の高い欧米の金融機関を中心にPRIへの署名が広がったため、欧米では認知度が高いが、署名が進んでいない日本では認知度が低く、SRIが遅れている要因の一つであろう。

次に、欧米諸国のなかで、SRI投資残高を伸ばしてきたオランダと法規制で特徴のあるスウェーデンに注目し、その理由と背景を明らかにする。これらの先行事例で得られた背景から、先行研究の課題をまとめたうえで、日本に示唆するところの探求を試みたい。

（注3）Eurosif（2010）参照。

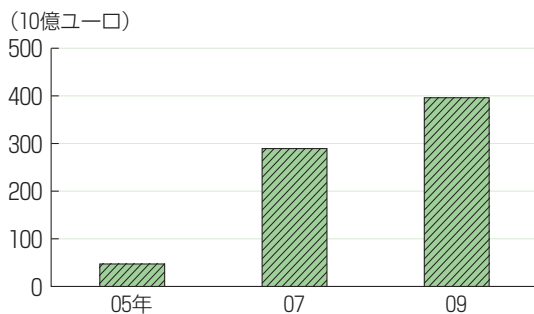
（注4）SIF-Japan（2009）参照。

3 オランダ

（1）SRI市場の動向

オランダSRI市場の資産残高の推移を見ると、05年の約47億ユーロ（約5,170億円）

第3図 オランダSRI市場の資産残高



資料 EuroSIF:European SRI Study 2010

から07年の2年間では、約62倍の約2,890億ユーロ（約31.8兆円）と急成長を遂げている。07年から09年は世界金融危機の影響を受ける形となり、約1.4倍の約3,960億ユーロ（約43.6兆円）となっている（第3図）。

また、09年末の全機関投資家の運用資産総額約1.21兆ユーロ（約133.1兆円）に対するSRIのシェアは、33%となっている。

(2) 主要投資家

オランダでは、公務員や教職員を対象としたオランダ公務員年金基金（ABP）を運用する資産運用会社APGと、医療、福祉部門を対象としたオランダ厚生福祉年金基金（PFZW）を運用する資産運用会社PGGMが2大年金基金となっている。これら両基金が、PRIに署名しており、「責任ある投資」に対する姿勢を明確に打ち出している。

これら年金基金の資産規模を2010年の世界の年金資産ランキング^(注5)で見ると、ABPが資産規模約2,370億ユーロ（約26.1兆円）で第3位、PFZWが995億ユーロ（約11兆円）で第13位にランクしており、SRIに基づいた資産運用は、世界の金融市場への影響も

大きい。

(注5) 米国を代表する投資情報紙であるP&I (Pensions & Investments) とタワーズワトソンが共同でまとめた「P&I/タワーズワトソン・グローバル300ランキング」による。

(3) 市場発展の経緯

オランダのSRI市場の源泉はリテール市場にある。60年に設立されたASN銀行と80年設立のTriodos銀行が、リテール市場における倫理的な貯蓄銀行のマーケット・リーダーとして知られている。これらの銀行は貯蓄商品で集めた資金を社会的貢献度の高い団体や企業に低金利で融資し市場を牽引したことで、設立初期は、貯蓄の積立プランが投資信託などの商品より人気があった。そして、85年頃になると資産運用会社PGGMが、人権を重視する観点からネガティブ・スクリーニングによる投資を始め、90年には、ポジティブ・スクリーニングを採用した。

91年には最初のSRIファンドであるHet Andere Beleggingsfonds (ABF) が開発された。また、95年にオランダ税務局が環境対策目的で導入した「グリーン・ファンド・スキーム」^(注6)がSRIの成長をサポートした。これは、個人投資家向けに提供する預金・投資信託などの商品を非課税扱いとすることなどで資金を集め、風力・太陽光エネルギーおよび有機農法などのグリーン投資カテゴリーを対象に低利融資する枠組みである。これが96年以降、すべてのSRIの50%を占めるようになった^(注7)。

また、SRIに対する関心が高まった結果、

95年には、投資家の声を伝えるために投資家に代わって投資先企業へ積極的に対話を働きかけるVBDO（持続的発展のためのオランダ投資家協会）が組織された。

07年になると、前述のとおりオランダのSRI市場は急激な発展を遂げる。同年3月にドキュメンタリー番組が、オランダの年金基金がクラスター爆弾や地雷の製造に関わっている企業に投資しているという実態を放映し、年金基金による社会的責任投資の必要性を訴えた。これが大きな反響を呼び、SRIに対する世間の関心が高まった。世論の高まりをきっかけに、年金基金はポートフォリオからクラスター爆弾等の武器製造に関わる企業は排除する（ネガティブ・スクリーニング）など、SRIを高める努力を行った。

さらに、06年の責任投資原則をきっかけに、財務面の評価に加えESGの評価も同時に行うインテグレーションの取り組みも広がり始め、07年に社会福祉環境省よりSRIにおけるESG導入に関する年金基金運用のガイドライン（The Arrived Future）が示されたことで、ガイドラインによる誘導というアプローチがとられている。

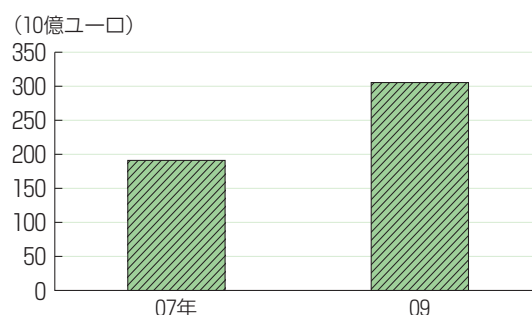
（注6）詳細は、重頭（2005）、岡田ら（2008）参照。
（注7）Scholtens, B.（2005）参照。

4 スウェーデン

（1）SRI市場の動向

スウェーデンSRI市場の資産残高の推移を見ると、09年末に約3,060億ユーロ（約

第4図 スウェーデンSRI市場の資産残高



資料 EuroSIF:European SRI Study 2010

33.7兆円）と07年末約1,910億ユーロ（約21兆円）と比べ約1.6倍へ増加している。（第4図）

（2）主要投資家

スウェーデンのSRI市場においては、公的年金基金であるAP基金（Almanna Pensionsfonden）が、SRI市場において主導的な地位にある。その他にも保険会社のフォルクサムや政府系環境基金のミストラなどがSRIのお手本として見られており、ほとんどの金融機関が、SRIに一定程度取り組んでいる。

（3）市場発展の経緯

92年の「環境と開発に関する国連会議」（リオ・サミット）で採択された「アジェンダ21」に基づき、国際機関および各国は、持続可能な発展を実現するためにそれぞれ行動計画を策定することになった。スウェーデンでも、同国環境保護庁が98年に持続可能な未来ビジョン「2021年のスウェーデン」を発表し、その後、このビジョンは新たな国内法の制定、行動計画の策定など、「持続可能な社会」の構築に向けて、様々な施策に反映された。

その結果、00年に制定された「スウェーデン国民年金基本法」に、高い運用収益という最終目標を損なうことなく、倫理・環境面を考慮した投資を行うことが規定された。以降、公的年金基金であるAP基金は、法規制のもとSRIを進め、その資産残高は成長を続けている。

07年になると、政府は、AP基金に対する規制の実施状況を評価するために、調査委員会を設置し、SRIに関する取り組みの進捗などを監視している。また、同年にAP基金は、倫理委員会（Ethical Council）をスタートし、投資先である企業との対話（エンゲージメント）に取り組んでおり、企業に対し、環境、社会、ガバナンス（ESG）に責任を持って行動するよう求めている。

5 日本のSRI普及に向けた課題

欧米でSRI市場が広がる一方で、日本のSRI市場の純資産残高は低迷しており、市場全体に占める割合も小さい。地球規模の課題とグローバル化が進展する中で、これ

まで以上に社会的責任を果たすことが求められることを考えると、SRIの取り組みは欠かせない。今後の普及に向けた課題を考えると次の3つが言えるだろう（第3表）。

①受託者責任の認識転換

前述の責任投資原則（PRI）では、その冒頭で、SRIにおけるESGが投資パフォーマンスに影響する可能性がある以上、当該要素について考慮することも受託者責任に含まれるとしている。

07年にUNEP FIは、SRIは受託者責任に反しないとする理論的な根拠として、報告書^(注8)を作成、SRIにおけるESGが投資パフォーマンスにプラスの影響を及ぼしているとする調査結果を公表した。これを受けて、欧米では「SRIが経済的な投資収益を犠牲にするのでなければ、受託者責任義務違反ではない」という見方が大半を占めている。

しかし、日本では、国内SRIファンドが広がった初期にパフォーマンスが芳しくなかったこともあり、受託者責任の観点からSRIとパフォーマンスの関係に対する懐疑的な見方が強い。

第3表 日本のSRI普及課題と今後に向けた対策の方向性

課題	課題の内容	課題に対する対策の方向性
受託者責任	投資家利益を最優先しなければならない受託者責任においてSRIをどう位置付けるか。(投資家利益の追求よりもSRIの目的を追求することができるのか?)	自主規制や法律でSRIの目的の追求が受託者責任と矛盾しないようにする。(例えば、スウェーデンのように、機関投資家の株式ポートフォリオに対し、一定割合、SRIの目的に沿った銘柄選択を義務付ける。)
スクリーニング	スクリーニングの内容が標準化されていないことや、専門性の高さから一般の理解が得られない。	標準化を目指すとともに、専門性を持つ人材の育成。(例えば、スクリーニングプロセスやその説明に一定の基準を設ける。)
投資意識	日本人自身がそもそも投資に対する意識が低く、SRIに対する十分な理解がなされていない。	金融教育を広める努力。(例えば、金融知識を伝える人材の育成や教育機関での金融教育を義務付ける。)

年金、投資信託の運営や資産の運用に携わる受託者は、投資家利益を最優先する受託者責任を負っているために、期待収益が優れた投資対象を選択することが求められる。このことから、SRIにおけるESGを考慮することは、受託者責任に反するとの意見が支配的であり、この点が欧米と異なる点である。^(注9)

浅野（2011）より、SRIにおけるESGとパフォーマンスに関する近年の研究を見ると、従来のファンドに比べパフォーマンスが劣る可能性があるとの報告がある一方で、その結果に統計的に有意な差がないという^(注10)報告も出ている。また、SRIによるスクリーニングが十分な分散化を妨げることなど投資制約に関する問題も指摘されている。このように、理論・実証研究は発展段階にあり、さらなる進展が求められている。

このような課題に対する対策の方向性としては、SRIによってパフォーマンスを向上できることを裏付けるデータをそろえることが重要であるが、そうでない現状を踏まえると何らかの政策的条件の整備が求められる。例えば、オランダ・スウェーデンのように受託者責任を負う年金基金に対して、SRIの目的追求と受託者責任が矛盾しないよう政策的条件（ガイドライン・法規制）を整備することが望ましいだろう。^(注12)

（注8）UNEP FI（2007）参照。

（注9）河口（2007）。

（注10）Renneboog, Horst and Zhang（2008）参照。

（注11）Hamilton, Jo and Statman（1993）、Statman（2000）、Bello（2005）参照。

（注12）（財）年金シニアプラン総合研究機構（2010）

②スクリーニングの開示方法の改善

SRIにおけるスクリーニングとは、投資銘柄を選定する際に、財務的な要因だけでなく非財務的な要因（例えば、二酸化炭素排出量の開示情報など）を投資プロセスに加えることである。そのスクリーニング結果に関する情報はBloombergなどの各種情報提供機関で開示されている。

小黒（2010）によると、このようなスクリーニング結果の開示情報は、企業の自主的な文書による開示が多いため、たとえ同業種内でも他社比較できるような状態になく、標準化や比較可能性、正確性の担保といった問題が指摘されている。

また、（株）みずすサステナビリティ研究所（2007）によるSRIに関するヒアリング調査結果からは、「数字を見ただけでは分からない情報があり、開示情報の質が評価できず、企業評価はできない」との意見が出されている。

このように、ESGスコアなどのスクリーニング結果を見た機関投資家や金融市場関係者、投資家が、その善し悪しを判断できないため信頼性の問題が生ずることになる。

この問題に対して、欧米では、ESGが企業価値評価に重要だという認識の広がりを背景に、どのような項目をどのように開示するのかに関する基本的枠組みが作成され（例えば気候変動に関する開示指針など）、ESGの開示義務化の動きが進んでいる。

一方、日本では、ESGに対する意識が低く、企業評価者からのESGに対する要望は少なく進んでいない。

今後の対策の方向性としては、ESGの信頼確保と発展のためにも、評価手法の標準化や企業情報開示の進展、企業価値との関連性を明らかにすることが求められる。また、ESGに関わる専門家の育成と、それと共に社会の理解度を向上させていく努力が欠かせない。

③投資意識の向上

日本でSRI市場規模が拡大しない理由として、日本人自身がSRIと投資を結びつけるという観点での議論が少ない上に、そもそも投資に対する意識が総じて低い点をあげられることが多い。日本の個人金融資産の半分以上が現金・預金であり、株式や投資信託の割合は低いために投資家層が少ない。また、国民が投資を考える機会が少なく、年金基金の投資先について意見を言うことが自分の権利であるというような認識も薄い。従って、まずは、自分たちが拠出した公的年金の資金や企業年金の掛け金が、企業等に投資されているという年金資金運用の基本的な理解を広める必要がある。

オランダ・スウェーデンのように、欧州では法規制やガイドラインでSRIを促進する政策が取られてきた。それはSRIに対する意識の高さを支える金融教育の広がりがあるからである。日本における今後の対策の方向性を考えると、SRIに対する意識を高める上で金融教育を広める努力が必要であろう。河口（2007）も、社会全体のSRIへの理解を広げるためには、金融教育が重要な役割を果たすとしている。

おわりに

オランダ・スウェーデンの事例に見られるように、欧州では年金基金を中心に、SRIの導入が進んだ。しかし、それは年金基金の率先によるものではなく、オランダでは、金融機関の活動や補助政策、メディアの影響、ガイドラインによる規制によるものであった。スウェーデンでは、年金基金に対してSRIを義務付けた「法的規制」による政府主導によるものであった。その背景には、SRIを促進する法的、社会的な環境条件が見られ、日本でSRIを進めるために両事例から言えることは、法的・社会的な後押しが必要であるということである。

日本では、SRIの普及は見られないものの、日本人自身が環境・社会・ガバナンス(ESG)の問題に関心ということではない。一部の国内金融機関の取組みを見ると、金融市場を通じて環境への配慮に適切な誘因を与えることで、企業や個人の行動を環境配慮型に変えていく「環境金融」が進んできた。具体的には、金融サービスとしては、環境配慮型企业向けの私募債や特別金利融資、個人に対するエコ住宅ローンの金利優遇、環境配慮行動をサポートする保険などがある。また、日銀の環境・エネルギー成長分野向け融資や、地域金融が地域の声に応えて環境経営、環境金融の取り組みを進めてきた事例などもある。^(注13)

このような我が国における取り組みを見ると、オランダの有機農業や風力発電の建

設など、環境保全型プロジェクトへの資金供給を促進することにつながった税制優遇措置（グリーン・ファンド・スキーム）等と同様の政策が日本においても有効な手段になると考えられる。

課題の中で日本人のSRIに対する投資意識が総じて低い点を示したが、日本の個人資産は比較的豊富であり、オランダのように、税制優遇措置によるインセンティブや投資対象の限定性によるSRIテーマの内容のわかりやすさで、個人のSRIに対する意識を転換することが可能なのではないだろうか。

このような政策を採用することによって、SRIに対する認識が深まれば、環境問題等を背景としたSRI投資の拡大機運が高まることが考えられ、ひいては、日本経済の活性化にも貢献するところが大きいだろう。

（注13）詳細は安藤ら（2011）参照。

<参考文献>

- ・小崎亜衣子、竹林正人（2011）「国内外におけるESG投資の現状と考察」『日本証券アナリストジャーナル』5月号
- ・佐々木隆文（2010）「企業の社会的責任とESG投資」『日本証券アナリストジャーナル』5月号
- ・SAAJ（2010）「企業価値分析におけるESG要因」（社）日本証券アナリスト協会HP
- ・Eurosif（2010）"European SRI Study 2010", Eurosif HP.
- ・SIF-Japan（2009）「日本SRI年報2009」NPO法人社会的責任投資フォーラムHP
- ・（財）年金シニアプラン総合研究機構（2010）「海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査研究」（財）年金シニアプラン総合研究機構 HP

- ・US SIF（2010）"US SIF and US SIF Foundation Annual Sustainability and Financial Report", US SIF HP.
- ・重頭ユカリ（2005）「オランダにおける環境保全型プロジェクトへの資金供給ーグリーン・ファンド・スキームとトリオドス銀行ー」『調査と情報』3月号
- ・岡田浩希、金城和樹、國府田大和、佐伯絵莉子、田口直紀、松川明生、丸岡里歌（2008）「企業の環境配慮活動と環境金融ー日本版GFS 導入に向けてー」ISFJ日本政策学生会議HP
- ・Scholtens, B.（2005）"What drives socially responsible investment? The case of the Netherlands", Sustainable Development vol13, Issue2 : 129-137.
- ・河口真理子（2007）「SRI最新動向ー欧米の最新動向と日本における課題ー」大和総研HP
- ・UNEP FI（2007）"Demystifying Responsible Investment Performance : A review of key academic and broker research on ESG factors", UNEPFI AMWG and Mercer.
- ・浅野礼美子（2011）「SRIファンドの情報開示の課題と展望」『証券経済学会年報』第46号
- ・Renneboog, L., J. T. Horst and C. Zhang（2008）"The price of ethics and stakeholder governance : The performance of socially responsible mutual funds". Journal of Corporate Finance 14 : 302-322.
- ・Hamilton, S., H. Jo and M. Statman（1993）"Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", Financial Analysts Journal Vol.49, No.6 : 62-66.
- ・Bello, Z. Y.（2005）"Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification", The Journal of Financial Research : 41-57.
- ・小黒由貴子（2010）「ESG情報を有効活用するための課題」大和総研HP
- ・（株）みずすサステナビリティ研究所（2007）「環境配慮促進のためのSRI検討調査業務報告書」環境省HP
- ・安藤範親、寺林暁良（2011）「滋賀銀行に学ぶ「先義後利」の環境金融」『金融市場』9月号

（あんど う のりちか）