

企業年金型SRIと住友信託のCSR

金井 司

要 約

欧米のみならず、日本においても社会的責任投資(SRI)、そして企業の社会的責任(CSR)が最近非常に脚光を浴び、二〇〇三年は「CSR元年」と言われるほどである。本稿では、金融機関のCSRとしてSRIを始めた立場から、これらの意義と「社会的責任マネー」に対する金融機関の責任について述べたい。

一 社会的責任投資とは何か

日本における社会的責任投資 (Socially Responsible Investment。以下、SRI)は、企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility。以下、CSR)に優れた企業に対する投資である。CSRは経済同友会の第一五回『企業白書』によれば、すべてのステークホルダーを視野に入れ、経済・環境・社会(トリプルボトムライン)など幅広い分野での社会ニーズの変化を捉え、それをいち早く「価

値創造」や「市場創造」に結び付けることによって、企業の「競争力強化」や「持続的発展」(持続性=Sustainability)とともに、「経済活性化」や「よりよい社会づくり」を目指す取り組みとされている。企業は社会の公器と言われて久しいが、まさに公器であるという意味を見つめ直し、企業は社会との協調を図らねばならず、逆にこれを怠れば企業の将来が危ういものになるとの基本的認識に立っている。

この点でやはり「環境」は大変重要なファクターで、これまで「環境経営」を推進してきた企業は非常に多い

が、CSRは「環境」と共に「社会」という概念を取り入れた点が大きな特徴である。これまで公表してきた「環境レポート」を、社会面も取り入れた「環境・社会レポート」に衣替える企業も非常に増えており、その意味で、SRIもCSRも一過性のブームで終わるものではなく、確固たるものになってきたという印象がある。このような環境と社会、そして従来から企業が追求してきた「経済」を合わせた「トリプルボトムライン」をバランスよく企業は追求すべきだという考え方が急速に広まっているが、これはまたSRI投資家の企業の評価軸でもある。

二 SRIの発展の歴史

もともとSRIは一九二〇年代、米国の教会の資金の運用上、タバコ、ギャンブル等と関係する企業には投資を行わないというキリスト教的な概念から始まった。その後公民権運動や反アパルトヘイト運動等の市民運動と結びつき、一つのトレンドを形成するに至った。一九九〇年台初頭のアパルトヘイト終了後にはSRIが消滅するのではないかともいわれたが、逆に爆発的に拡大した。そもそも個人投資家や機関投資家にそのニーズがあった

ことに加え、確定拠出年金など、個人が手軽に投資できる器が広がってきたことと密接な関係がある。これらを背景に米国ではSRI市場は既に約二〇〇兆円を超え、欧州を加えると三〇〇兆円の巨大なマーケットを形成している。

その欧州のSRIも、米国と同様、キリスト教的な原点を持つが、米国と様相を異にしているのは、二〇〇〇年の英国年金法改正でSRIに対する投資方針の開示が年金基金において義務化されたことに象徴されるように、国の政策としてSRIやCSRの拡大が促されてきたという点にある。これには様々な背景がある。一つにはEUが統合され、失業問題などの経済格差を改善するには、企業がそれぞれの地域に対する企業の一定の貢献が不可欠で、つまり企業の力を借りてEU全体を発展させようという発想がある。英国やフランスではCSR担当の国務大臣まで任命されており、国を挙げての動きが欧州諸国には見られるのである。

三 企業の社会的責任(CSR)の意義

社会的な責任を果たす上において、「社会」という概念について整理すると、いわゆる企業の利害関係者、ス

テークホルダーを特定することが一つの出発点である。企業は株主だけに責任を果たせばよいというのではなく、顧客、一般消費者、従業員、取引先、調達先、地域社会、そしてNPO・NGO、マスコミ、行政などを幅広くステークホルダーと考え、それらのバランスを取りながら経営する必要があると考えられるからだ。よくCSRを「社会貢献」と捉える人がいるが、それよりもかなり広く企業経営そのものに直結する概念といえる。

また、CSRを一種のコストとして考える向きもあるが、そのように捉えるべきではない。もちろんコストを払うだけの時期もあるが、それを越えて、将来のリスクを低減するリスク・マネジメント機能、さらに将来の利益に繋がるビジネス・ケースとしての側面も持っている。つまりこの二つを通じて、最終的には財務的なパフォーマンスを向上させ、株主価値も含めた企業価値の向上を追求していくことがCSRの意義である。

四 CSRと企業価値

それではこの企業価値とは何であろうか。米国においてSRIのリサーチを行っているイノベスト社によれば、一九八〇年代の米国においては、企業価値の七五%

を財務諸表で把握できるという考え方が主流であった。しかし現在、このような財務的価値は企業価値の一五%程度に過ぎず、残る八五%はステークホルダーとの関わり、人的資本、コーポレート・ガバナンス、あるいは環境関連などの非財務的価値で占められると同社は言う。言ってみれば財務的価値は、氷山の一角であり、非財務的価値は水面下に隠れている部分で、それが非常に大きいというイメージである。

したがって我々SRIの投資家・運営者は、株価を形成する重要なファクターとして非財務的価値を位置付け、つまり水面下にある部分を詳しく分析し、その企業が実際に投資するに値するかを考えるのである。

ところで、欧米においてサプライチェーン・マネジメント（原料調達から製造、製品・サービス提供までの全プロセスを鎖（チェーン）のように結び付けて考え、最適化する手法）の中に同様なコンセプトが取り入れられてきていることも注目に値する。これは取引企業の選定の際に、例えば環境や人権に対する配慮などを勘案して判断するという考え方であるが、日本企業においても、それらを取引条件として採用する企業も出てきている。このことは、特に欧州で活動する日本企業が、サプライチェーンの圧力を無視することができなくなってきたことと

無縁ではない。実際、ソニーは二〇〇一年、プレイステーションのコードにカドミウムが入っていたことをオランダ当局から指摘され、欧州向けの一部製品の輸出のストップを余儀なくされ、結果的に対策費も含め、六〇億もの連結営業利益の減少を招いた。サプライチェーンとSRIはCSR発展の主要なドライバーになっていることを知っておく必要がある。

二〇〇三年は日本の「CSR元年」と言われている。CSRの専門部署を作ったり、あるいは従来の部署でCSRを開始する企業が目立ち始めた。さらに、経済同友会がCSRの評価基準を策定し、そのテーマで『企業白書』を発刊したことも大きなニュースになった。また、ISOのCSR規格化の動きに対し、日本経団連も一部企業や経産省とタイアップして、日本独自のCSR規格を作って欧米に発信すると発表した。

CSRを評価して投資するSRIも、発展の兆しがある。一九九九年に、SRIの先駆けとして環境を重視するエコファンドが発売され、現在二〇近いファンドが設定されているが、ピーク時にそれらの残高は二〇〇〇億円を超えた。ただ、ITバブルで株価が上がった当時にスタートしたこともあり、その後株価の下落などに伴い、ファンドの市場規模自体は縮小し、二〇〇三年三月には

六〇〇億円程度まで縮小した。しかしその後七月に、住友信託銀行が企業年金向けにSRIを開始し、モーンングスター社が社会的責任を果たしている企業一五〇社を選んだSRIインデックスを公開するなど新しい動きが見られるようになった。それまでをSRIの黎明期と位置付ければ、二〇〇三年はCSRと同じく、SRIにとっても次の発展段階に進んだ年と位置付けることができる。

また、SRIの投資家層も、これまでは個人投資家が中心であったが、年金などの機関投資家をはじめ、様々な投資家層が投資意欲を持っていることが分かってきた。今後、日本でもCSRとSRIが相乗的に発展することが予想される。

五 金融機関として果たすべき社会的責任

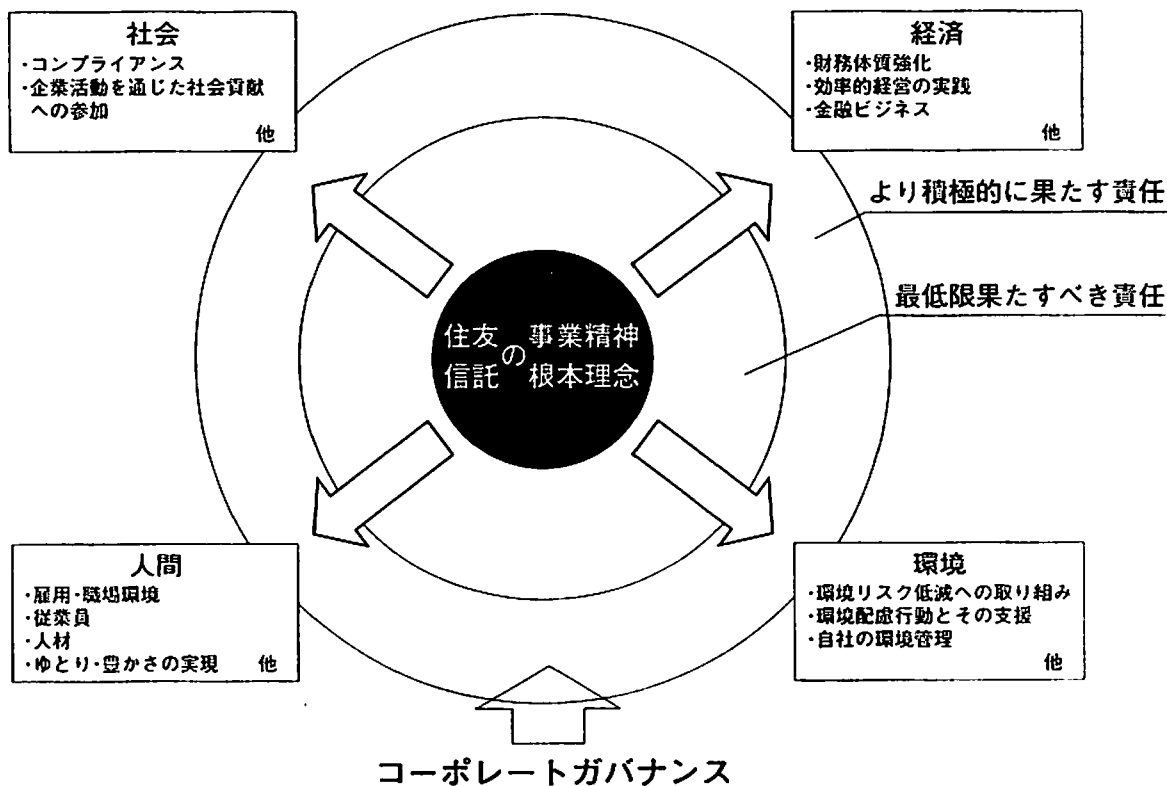
国連環境計画（UNEP）は環境サミットが開かれた一九九二年、「金融団体による環境及び持続可能な開発に関する国連環境計画宣言」を発表した。これにより、世界中の銀行、保険会社を中心とする金融機関が、特に環境について何をなしうるかを宣言し、署名を行って活動していくというFinance Initiative（UNEP-FI）

がスタートした。この宣言のなかでUNEPが求めているのは、金融セクターから他のセクターに一定の働きかけを行うことによつて社会全体の環境配慮活動を促進させることである。ちなみにUNEP-FIは、二〇〇三年一〇月に東京で会議を開催し、「東京宣言」を発表したが、ここでも金融機関は環境面、そして社会面についてより積極的な行動を取るべきだということが指摘されている。

六 住友信託銀行のビジネスモデル

この東京会議で日本で第四番目の署名銀行となった住友信託は、それに先立つ二〇〇三年六月にCSRの専門部署である社会活動統括室を、企画部内に設置した。この部署は、会社全体のCSRを統括する組織で、それとあわせて会社全体にCSRを推進するために部門横断のCSR委員会も設けた。CSRの推進ビジョンとしては、会社の経営理念を中心に、経済・社会・人間・環境という四つのテーマを設けており、図の内心円はこの四つのテーマで最低限果たすべき責任、外心円はより積極的に果たすべき責任を示している。UNEP-FIという金融活動を通じて自らの影響力を外部に行使するという活

図1 CSR推進ビジョン



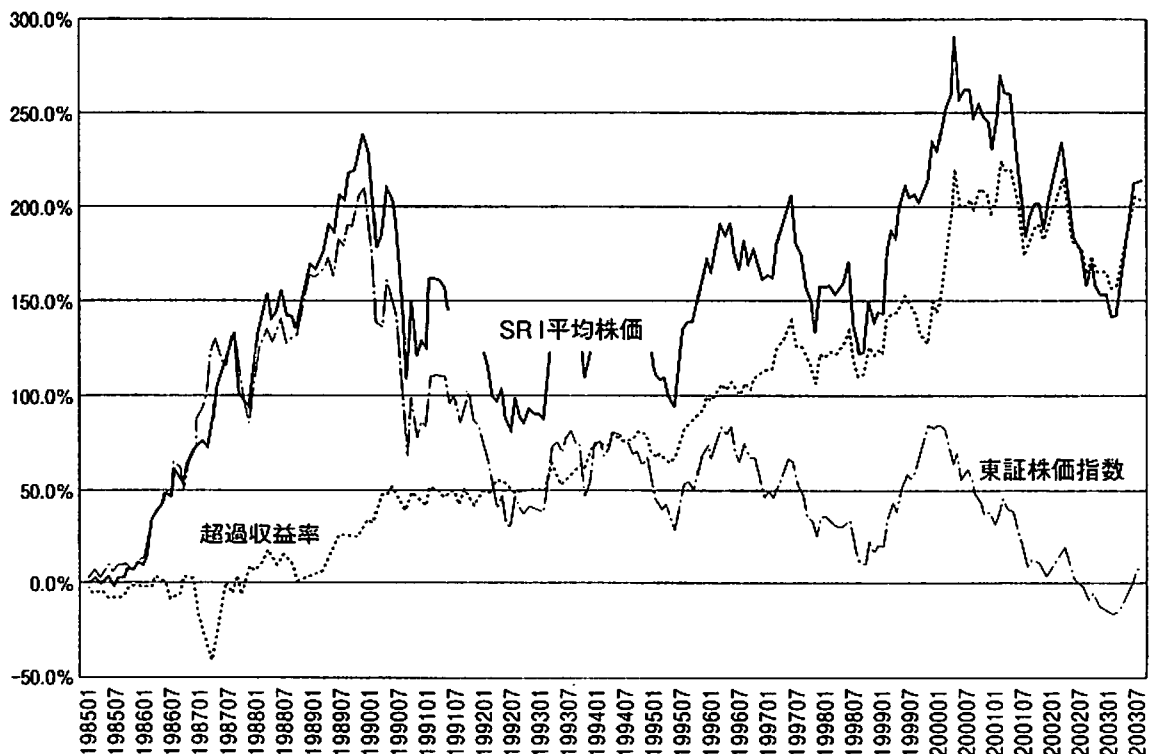
動は、外心円の部分に当たる。

ところで、住友信託は、二種類の間接金融をビジネスモデルに掲げている。一つは預金を集めて貸付を行う伝統的な間接金融で、従来型の銀行業務である。もう一つは、信託商品や投資信託、年金の資産運用といった、実績配当型の直接金融的な間接金融である。CSRとの関係は、伝統的な間接金融については、反社会的な企業などへの融資を控えることは当然のことであるが、社会的な事業や環境配慮プロジェクトなどに積極的に融資をすることなどが挙げられる。つまり、貸付のプロセスの中で社会的な責任というフィルターをかませるのである。

もう一つの新しい間接金融の分野では、伝統的な間接金融と違い、社会的責任に何らかの貢献をしたいと考えている投資家の資産・資金をストレートにCSR企業やプロジェクトにつなげることが考えられる。信託銀行は、もとより、公益信託など社会性・公共性の強い商品を提供しており、こういった資金を実際に受託してきたという歴史を持つ。しかし、今一度CSRという観点から、信託ビジネスを見つめ直す必要があると考えている。

また、これまで述べてきた株式投資型SRIについては、新たな間接金融の一つの大きなテーマとして位置付けており、二〇〇三年七月に、新生銀行とKDDIの企

図2 海外のSRIインデックスに採用されている日本企業68社の1985年からの株価推移



業年金から合計二五億円を受託してスタートした。

ところで、株式投資ということになると、当然投資対象企業の株価が上がらないとパフォーマンスにつながらないわけであるが、このことを検証するためにCSRを評価され海外の三つのグローバルSRIインデックスに選ばれた日本企業六八社の株式を、一九八五年から均等に持っていたという仮想ファンドを組成し、そのリターンをTOPIXと比較してみた。八五年から株価は一旦バブルのピークに向けて上がり、九〇年代に下落するという流れをたどっているが、この六八社で構成されたファンドは、バブル崩壊後もそれほど価格を落としておらず、TOPIXを年率六%上回っている。つまり、SRIインデックスが選ぶCSRに優れた企業は株価も相対的に良好で、SRIが相応のパフォーマンスをあげる可能性を示唆している。

七 SRIの超過リターンの源泉

ところが「SRIは単なる理念に過ぎず、パフォーマンスにつながるはずはないので投資すべきでない」と、SRIに否定的な見解もある。しかし我々は、CSRは企業価値を向上させる手段であり、ここを評価して投資

することはパフォーマンス向上の手段と捉えているので、この考え方には与しない。SRIの高い理念とパフォーマンスとを共に追求する「ウィン・ウィン(Win-Win)な関係」を構築することは可能だと考えているわけである。その前提となる非財務的価値の評価とパフォーマンスの相関について様々な仮説を立てているので、いくつか紹介したい。

一つは、株式運用の手法として、SRIがどういう位置づけになるのかということである。通常の株式投資手法としては、例えば「クォンツ」(株価の動きを見ながら割安か割高かを判断し、割安ならば購入するという機械的に判断する手法)や、「ファンダメンタル」(企業業績などが今後どうなるかを株価と見比べながら今回買い時か売り時かを判断する手法)がある。しかしSRIは、そのいずれでもなく、企業活動のもっとベーシックな部分を見る手法である。例えば、企業倫理を徹底させれば「誠実な企業だ」という印象からブランドイメージが向上するかもしれないし、環境ビジネスを進めることでビジネスフィールドが拡大して企業業績に直結するかもしれない。人材育成を徹底すれば良い人材が集まり、よく働いてくれるかもしれない。これらは結果的・集合的に企業の財務リターンを向上させ、最終的には財務的価値の向上、ひ

図3 野村総研の「評判プレミアム」モデル
(2003年1月「財界観測」)

日経「企業イメージ調査」からポートフォリオを組成		1992年から2001年までの平均超過リターンが有意に存在 (年率換算)
①消費者認知の「高い」企業群		
②消費者認知の「向上した」企業群		
消費者認知の高い企業群	消費者認知の向上した企業群	
4.66%	6.29%	

いては株価の向上に繋がると考えている。企業の一番基本的な活動を見ることが、企業の非財務的価値を持つ「財務的価値を生み出す原動力」を評価することでもあるわけだ。

ちなみにブランドイメージと株価の関係については、野村総合研究所が雑誌『財界観測』二〇〇三年一月号で、

日経の「企業イメージ調査」をもとに、消費者認知の「高い」企業群、消費者認知の「向上した」企業群という二つの系列で仮のポートフォリオを作り、一九九二年からの株式保有を仮定した場合のパフォーマンスを測っているが、両者とも良好な数字が出ている。

一方、ダウジョーンズのSRIインデックスに含まれる日本企業三七社を取り上げ、一九九八年からこの三七社の外国人株主比率の推移を見てみると、九八年で一七・九%

その後二〇%強となっている。東証一部の外国人売買動向を見ると、二〇〇〇年は外国人は売り越しに転じているが、この三七社は外国人株主比率を落としていない。つまり、CSRを実践しているから外国人株主比率が高いつまはストリートには言えないものの、SRIインデックスに含まれる企業は外国人株主を惹き付けており、それが株価を下支えをする効果を持っている。

もう一つの仮説は、リスク管理という点についてである。通常株価のリターン系列はきれいな山型(正規分布)を描くが、ある日突然この正規分布から飛び跳ねた株価を形成することがある(ファットテイル)。例えば不祥事を起こした食品会社の株価などを見ると、同じ時期の東証株価指数の食品インデックスがきれいな正規分布を描いているのに対し、当該企業はファットテイル現象を起こしていた。ファットテイルは非常に扱いにくく、想定外の数値が出ると投資パフォーマンスにマイナスの影響を与えてしまうが、SRIはファットテイルを引き起こす銘柄への投資の可能性を低下させる手法である。コンプライアンスに限らず、人権の取り組みが不十分な企業は問題を起こす可能性があるし、環境に配慮しない企業が健康被害を起こす可能性は相対的に高まるので、企業のCSRの取り組みを分析することは、事前にこれらを

排除し、株式投資のダウンサイドリスクの抑制につながるというのである。

さらに、SRIはCSRへの取り組み状況を見て、経営の質を把握する手法でもあると言える。多岐にわたる項目を包含するCSRは、経営トップが旗を振らないと前に進まないという面があり、それだけに経営者の考え方が如実に反映される。海外の事例だが、ワールドコム社は、環境部分が非常に劣っているということで、あるスイス系のプライベート・バンクの運用するSRIファンドは同社の株を売却したところ、その翌年、不正会計疑惑で同社は破綻したという。つまり、SRIは「転ばぬ先の杖」というような役割を持っていたわけである。

他方、CSRを実施している企業は増えているが、CSRそのものは、それ自体が目的ではなく、企業の経営理念やミッションがまずあって、それを遂行する上での手段として使われるべきものである。

日本総合研究所が実施したアンケート調査では、電気機器セクターは非常にCSRに優れた企業が多く、環境と社会の得点が同程度になっている。つまり、環境を重視しているが社会は顧慮しないという企業はほとんどないということである。環境、社会、経済というトリプルボトムラインに従うならば、環境と社会への配慮を欠か

さない企業・経営者であれば、業績に対する感応度もまた高いと考えるべきであり、結局CSRは業績を上げる会社なのかどうかを判断する材料になるということである。

八 住友信託の運用方針

次に住友信託のSRIファンドの運用方針について触れたい。まず企業の評価軸としては、トリプルボトムラインの経済・環境・社会のうち「社会」をさらに法的責任とその他の社会的責任に分けており、あえて四つの観点で企業評価を行っている。また、いわゆるネガティブ・スクリーニング（例えば原子力関連企業を排除していくといった考え方）は採用していない。いかなるセクターであってもCSRを実施することは可能であり、すべてのセクターが社会・環境を重視してゆけば社会全体のクオリティが向上すると考えるからである。それゆえ、各セクターの中でCSRをどう取り組んでいるかを総合的に分析し、相対的に得点の高い企業を選ぶベスト・イン・クラスというコンセプトにより銘柄を選んでいる。より積極的にCSR優良銘柄に投資するという意味で、この手法はポジティブ・スクリーニングと呼ばれている。

人権問題については、四つの評価軸の中では主に社会的責任に含まれると考えている。欧米のSRIファンドでは人権問題は非常に大きなウェイトを占めているが、例えばマイノリティの問題や途上国での児童就労の問題など、日本国内の現状の課題と若干違う部分があり、実際欧米の評価会社のアンケートに記載される人権問題にはなかなか答えにくい面がある。日本の企業である以上、国内の人権問題への対応をCSRとして推進するのは当然だが、海外に生産拠点を持つ日本企業にとっては、国内の人権に対する取り組みと海外のそれとをいかにうまくバランスを取るかが、今後大きなテーマである。先に述べたサプライチェーンの中にも取引企業の人材への取り組みが評価されるケースが多く、この点も含めて人権問題には、特にグローバル企業ほど、しっかりとしたポリシーを持つておく必要がある。

次に、投資プロセスについてであるが、これは日本総合研究所と提携して進めている。まず日本総合研究所が投資対象候補群である東証一部上場企業約一五〇〇社と、それ以外の大手企業五〇〇社の計二〇〇〇社に、社会と環境に関するアンケートの二つを配り、これらの回答結果と、社会・環境報告書、プレス情報、場合によっては直接ヒアリングなどで、企業の格付けを行い、二五

〇社ほどの候補群を選ぶ。住友信託はこの候補群をベースに信用リスク上問題のある企業を外したり、CSRへの熱心さなどを勘案して付け加えたりしながら、約二五〇〜三〇〇社の投資ユニバースをつくる。この企業群に採用されれば、環境・社会・経済面での合格点企業であるといえるが、住友信託では更にその中から業績や株価のバリエーションなども見ながら、八〇社ほどで構成されるポートフォリオを作成する。

九 各方面からの反応

実際にSRIを始めた結果、企業からは次のような声が聞かれた。まず、企業年金が投資するというのであれば、アンケートの回答は真剣にならざるを得ないというものがある。

次にこれまで株主関係（IR）上、コスト負担を問われる懸念から十分開示してこなかったことも、今後積極的に開示してゆきたいという反応もあった。

投資家のニーズの方はどうか。環境省が二〇〇三年に実施した日米英三カ国の比較調査報告によれば、日本はSRIファンドの数が圧倒的に少ないにもかかわらず、「投資に関心がある」人数と「すでにファンドを購入」

を合算すると、SRI先進国の米・英国より日本の方が高い。日本の個人投資家のSRIに対する潜在的なニーズは一般に考えられている以上に高いことがわかる。また、住友信託が年金基金向けセミナーで実施したアンケート結果によれば、合計一二二の年金基金が回答したなかで、SRIを「導入を視野に検討」「更に詳しく聞いてみたい」「検討対象の一つ」と答えた先が有効回答の七二%であった。年金基金においてもSRIに対する投資のニーズは決して低くはないのである。

どの投資家もそれぞれ訴求ポイントが違うことも興味深い。例えば、企業年金ではSRIの収益性が関心事であるし、個人投資家では「何かいいことをしたい」という個人的な意思がSRIに向かわせる。富裕層では篤志家マインドから関心を持ち、公益法人では、その公共性が訴求ポイントになる。このような多くの投資家のニーズを考えると、SRIの発展を阻害してきた最大の理由は提供者側にあったのかもしれないと思う。つまり、運用機関がファンドを作って具体的に提供しなければ、いかなるニーズがあってもそれを引き出すことはできないのである。その意味では、金融機関の役割は極めて大きいと言えまいか。

一〇 SRIの社会的意義と金融機関の責任

SRIは、投資ファンドという器を使って「社会的責任マネー」ともいうべきものを投資家から引き出す仕組みであることは先にも述べた。

ところが、取引先から「この基準を守れないなら取引しない」と言われること、すなわち、サプライチェーンとの比較では、株式投資型のSRIが必ずしもそこまで強い力があるわけではない。しかしサプライチェーンが、企業対企業というクローズドな関係であるのに対し、SRIはあらゆる方面から資金を引っ張ってくるという一種の普遍性を持っており、その点で企業経営者にとっては無視できない存在である。資本市場の原理を通じ、社会にプラスとなる企業に事業拡大の資金を供給する、また安定株主としての役割を果たす、それがSRIなのである。

加えて、例えば株主行動として環境面、社会面の議決権を行使するなど、ファンドの影響力を高めることも考えられる。米国においても、これまでコーポレート・ガバナンス一辺倒だった株主提案のなかに環境面、社会面の提案が増えてきているという。また、テーマを絞り、

例えば人権一本に絞ったファンドを作るというのであれば、どの企業が人権に配慮しているかを市場にメッセージとして伝えることができるかもしれない。また株式投資だけでなく、先述の社会的責任のフィルターをかませた融資業務や、投資家の「社会的責任マネー」を証券化などのスキームを通じ取り込むということも金融機関にできることである。UNEPFIの精神、つまり他のセクターへの有効な働きかけが、今ほど金融機関に望まれている時はなく、それがまた金融機関の社会的責任の全うにもつながるのである。

追記 本稿は、二〇〇三年二月一日、部落解放・人権研究所企業部会で行った報告のテープおこしをもとに、まとめたものである。

人権年鑑2003 2002.4-2003.3

部落解放・人権研究所 著

A5判・325頁、定価4,000円（税別）

人権教育・啓発推進法の施行を踏まえて『平成14年度人権教育・啓発白書』が政府によって発表されている。民間の立場から政府白書に対する「カウンターレポート」としての役割を果たすべく本年鑑を編集した。

