

# 社会的責任投資の拡大に向けて

～エコファンドの普及の可能性を検証する～

慶應義塾大学経済学部

4年17組

20219504

兵頭 秀昭

僕のあげたもので  
たかさんの人が幸せそうに笑っていて  
それを見たときの気持ちが  
僕の探していたものだとなった

榎原敬之「僕が一番欲しかったもの」

# 目次

---

序章	4
本論文の要約	5
第1章 日本金融資産の現状と展望	6
第1節 各国の個人金融資産の保有状況の比較	6
第2節 現状における問題点	7
第3節 今後の展望	9
第2章 社会的責任投資について	11
第1節 企業の社会的責任とは	11
第2節 社会的責任投資とは	13
第3節 社会的責任投資の歴史	14
第4節 最近の動向	19
第3章 日本における社会的責任投資の今後の方向性	21
第1節 現状の問題点	21
第2節 CSRの調査・評価	22
第3節 日本に適した社会的責任投資とは	23
第4章 エコファンドの普及に向けて	25
第1節 エコファンドについて	25
第2節 環境評価	26
第3節 企業における環境対策へのインセンティブ	28
第4節 動学的分析	30
終章	35
参考文献・参考URL	36

## 序章

近年、相次ぐ企業の不祥事に対し、「企業の社会的責任（CSR<sup>1</sup>）」という考え方が日本においても注目されている。これは企業の活動に、社会的公正や倫理、環境への配慮を取り入れ、ステークホルダー(消費者、従業員、地域社会)に対し責任ある行動を取るという考え方である。以下は(社)経済同友会『「市場の進化」と社会的責任経営』より引用した「CSRの本質」を述べた文章である。

- ・ CSR は企業と社会の持続的な相乗発展に資する。
- ・ CSR は事業の中核に位置づけるべき「投資」である。
- ・ CSR は自主的取り組みである。

つまり、CSR は義務的な取り組みであるとか、CSR を推進させることによって業務負担が増加するなどという指摘は、本来のCSRの意味からすると厳密には正しくないといえる。CSR は、企業自身、そしてそれを取り囲む社会全体にとって大きな武器となりうるのである。

そして、このような社会的責任を果たしているかどうかを投資基準に加えた「社会的責任投資（SRI<sup>2</sup>）」が徐々に広まりつつある。近年よく耳にするようになった「エコファンド」もその一つであり、環境に配慮する企業に対して重点的に投資を行う投資基準である。既に欧米先進諸国において SRI は重要な投資判断基準として認知されており、その市場の規模も非常に大きく歴史も長い。しかし、まだ日本においてはそもそも「株式投資」という考え自体があまり家計部門には浸透しておらず、SRI 市場も欧米に比べ非常に小さく、現状では問題点も少なくない。

本論文では、現在の日本の金融資産市場を考慮した上で、SRI が日本においていかに拡大しうるのかを、特に「エコファンド」に注目し、検証していきたいと思う。

---

<sup>1</sup> CSR : Corporate Social Responsibility の略。

<sup>2</sup> SRI : Socially Responsible Investment の略。

## 本論文の要約

本論文の流れとしては、まず第1章において、間接金融中心の日本の金融資産市場の現状を各国との比較によって検討するとともに、現状における問題点と直接金融に向けての今後の展望、さらに、「投資」に対する考え方についても触れていく。その上で、「優良な企業に長期投資する」ことの重要性について述べていく。

第2章では、前章の流れを受け、優良な企業に長期投資するという観点から「社会的責任投資」について紹介し、その定義や成り立ち、さらに現在の動向などについて、アメリカやヨーロッパなどの例も挙げながら詳しく見ていく。

第3章では、欧米諸国に比べ SRI 市場が小さい日本が、今後社会的責任投資をさらに普及させていくためにどのような方向性を目指していくべきかということに着目し、CSR 評価の重要性と、その評価・調査機関の例などについても触れながら、日本に適した社会的責任投資について考えていく。

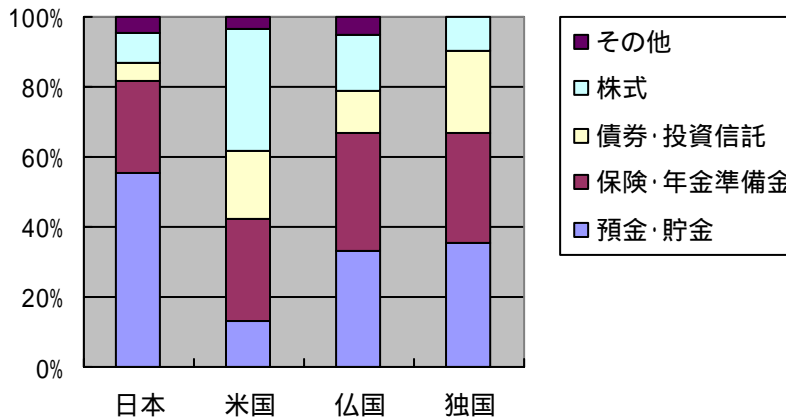
そして、第4章においては、環境問題に重きを置く日本において、今後日本において社会的責任投資が普及する上で重要になると考えられる「エコファンド」に焦点を当て、その有効性を検証する。まずはその現状や環境評価の手法などを紹介し、さらにこのエコファンドの普及が、社会の環境改善のみならず、投資家サイドと企業サイドの双方において長期的に大きな経済的便益をもたらすということを、エクセルによる動学的分析を用いて検証し、結論づけていく。

# 第1章 日本の金融資産の現状と展望

## 第1節 各国の個人金融資産の保有状況の比較

まずは、日本における個人金融資産がどのような形で保有されているのか、欧米諸国との比較を行いながら見ていきたい。図1-1は、日本銀行が2004年末に発表した「資金循環勘定」において、個人金融資産保有状況の国際比較を示したデータをグラフに表したものである。

図1-1 個人金融資産保有状況の国際比較  
(出典：日本銀行「資金循環勘定」2004末)



この図から、日本において、預貯金などのいわゆる安全資産の保有割合は他の欧米先進諸国に比べ突出しているが、その一方で株式や投資信託などのリスク資産は保有割合が小さい。このことから、日本の個人は利回り・値上がり益の期待よりも、安全資産重視の傾向が強いということがわかる。アメリカに関しては日本と対照的に、安全資産の割合が小さく、リスク資産の割合が大きくなっている。フランス・ドイツに関しては、日本と米国のほぼ中間の値をとっている。

このように、日本は他の先進諸国と比べても非常に安全資産重視の傾向が強いわけであるが、その理由としては、そもそも投資に関する情報量が不足していることなどがあげられるだろう。また、90年代末ごろに相次いでおきた大手銀行・証券会社の破綻なども安全性の高い資産を保有しようという意識を後押ししていると言える。

## 第2節 現状における問題点

先ほど見てきたように、現在の日本の個人金融資産は安全資産重視の傾向が非常に強いことがわかった。では次に、このような現状においてどのような問題点があるのかを考えていきたいと思う。

基本的に、預貯金に預ける個人は、「元本が保証されている」という安全性を重視し、元本割れのリスクを伴う株式投資等を控える傾向にある。しかしこの考え方は正しいのだろうか。

結論から言えば、現在の日本では、預貯金も「安全」ではなくなっているといえるだろう。その理由としては第一に、2005年4月からスタートしたペイオフ全面解禁の問題がある。「ペイオフ」とは、金融機関が破綻した場合、預金口座について、ある一定の金額までしか払い戻しを保証されないことであり、全面解禁された2005年4月1日以降は、1金融機関につき1人あたり元金1000万円までと、その利息しか保護されなくなった。さらに言えば、仮に破綻した金融機関に預けている資金が1000万円未満でも、銀行が破綻すると清算手続きに入り、複数の預金や口座の金額を合計する名寄せという作業を始めるため、すべての引き出しができなくなってしまう<sup>3</sup>。つまり、現在ではこれまでの「銀行預金は元本を割らないから安全である」という考えが、根底から覆されるということになる。

表1-1 ペイオフ対象・対象外の主な金融商品

対象となる金融商品	対象外の金融商品
普通預金	外貨預金
定期預金	譲渡性預金
貯蓄預金	オフショア預金
当座預金	外国銀行在日支店の預金
定期預金	投資信託
別段預金	株式
保護預かり専用の個人向け金融債（ワイドなど）	保護預かり専用以外の個人向け金融債
元本補填契約のある金銭信託（ビッグなど）	元本補填契約のない金銭信託（ヒットなど）

以上述べたペイオフの問題に加え、近年の「超低金利」といわれる預貯金の金利の低さについても考える必要がある。2006年1月現在の公定歩合はわずか0.1%である。また、仮に今から4年物の定期郵便貯金に預けたとしても、0.07%の利率しかない。銀行の定期

<sup>3</sup> ただし、預金者の普通預金残高（元本のみ）から1口座当たり60万円を上限として仮払いを一時的に受け取ることは可能である。

預金でも、ほぼ同程度の利率である。このような現状において、預貯金による安定運用は、現金を貸金庫に保管しておくのとほぼ同じ意味である、と言えるだろう。この超低金利で金利生活を営むとすればそれこそ数十億規模の元本が必要となるだろうし、加えて今後急速に進むであろう少子高齢化の影響で、老後の生活を支える年金も安心できない状況である。

さらに今度は、銀行に預金すること、あるいは郵便局に貯金をするということについて考えてみたい。

先ほど、預貯金による運用は貸金庫に保管しておくようなものと述べたが、実際には銀行も郵便局も決してそのような存在ではない。預金者（あるいは貯金者）から集めたお金は、銀行（あるいは郵便局）自身が利益を上げるため、他の企業や個人へと「貸し出し」を行う。そしてこの貸し出しの際の金利（運用金利）と預金金利などの調達金利の差額（利鞘）で利潤を得ている。

このように、最終的な貸し手（預金者）と、最終的な借り手（企業など）の間を仲介する役割を銀行などの金融機関が担っている。いわゆる「間接金融」と言われるお金の流れであるが、ここで注意しなければならないのは、最終的な貸し手である預金者は、仲介する金融機関の信用力を考慮して自分の資産を預けるということだ。つまり、あくまでもその金融機関自体の信用力のみを信じるのであり、その金融機関が融資を行う企業や個人の信用力を考慮に入れていないのである。

ここに大きな問題点があると考えられる。預金者からは、預金を通じて集められたお金がどのような企業にどのくらい貸し出されているのか、またその貸し出し先はどのくらい信用できるのかなどといった情報が見えず、預けたお金の使い道についてまったくわからないという状況にある。

そして、このような融資が、透明性の高い優良な企業に対して行われているかという点、必ずしもそうとは限らない。すでに破綻している企業に対し、さらに融資を継続したり、借金の棒引きに応じる銀行もある、と言われている。90年代には銀行が不良債権を粉飾するために「追い貸し<sup>4</sup>」を行っていたという事実もある。つまり、預金者が預けている預金の一部は、決してまっとうな企業にばかり融資されているわけではないのである。

次に郵便貯金について考えてみると、2005年10月に、小泉内閣が改革の柱として掲げた郵政民営化法案が成立し、2007年10月には日本郵政公社が民営化される見通しだが、現状や今までの実態を見てみると、やはり問題が多い。かつて郵便貯金は「財政投融资」という制度のもと、一旦資金運用部に集められたあとに、官僚の天下り先となるさまざまな特殊法人などの貸付に回されていた。しかし、この特殊法人の経営実態は極めて厳しい状況であると言われている。現在は資産運用部が廃止され、郵便貯金が自主運用をするよ

---

<sup>4</sup> 以下、櫻川昌哉著「金融立国試論」（光文社新書 2005 発行）p.60 より引用

『不良債権 20 兆円に対して、新たに貸付の利息分 6000 億円を追い貸しし、同時に同額を利息分として返済させれば、不良債権を優良債権のように見せかけることができる。』



うになっているが、それらの特殊法人との関係が完全に断ち切られているとは限らない。

第1節で述べたように、日本の個人金融資産の60%ちかくを預貯金が占めている。このことから、日本人は、銀行等の金融機関に対して、過剰な信頼感を抱いているといえるのではないだろうか。自分が預けた資産に関して、将来の利率に関する関心とともに、それが「何に使われているのか」といったことにさらなる興味を持つべきであると考える。

### 第3節 今後の展望

これまで、預貯金中心の日本の金融資産とその問題点について見てきた。さらに付け加えると、間接金融中心の資金の流れには、以下のような問題もある。

経済が右肩上がり成長を続け、物価や地価も上昇傾向にあった時には、金利水準そのものが高く、自然と高金利の預金に資金が集まってきた。そして融資を受けた企業も値上がり続ける土地を担保にして、より多くの資金を借り入れられた。この資金を元に設備投資をして生産を増強していくことができた。万一事業に失敗しても、担保である土地は地価が上昇し続けているので、それを手放すことで借金を清算することができた。

このように高成長を続ける経済の下では、間接金融でも特に問題はなかったのだが、経済が低成長・縮小する情勢のもとでは、まったく逆の現象が起こりうる。経済の縮小局面ではデフレが起こり、雇用も不安定になりやすい。購買力も低下し、モノが売れなくなるため、企業も設備投資をひかえ、銀行等から資金を借りる動機も後退する。さらに、銀行側が融資の際に担保として確保した土地の値段は下落し、資産内容が悪化してしまい、不良債権が発生する。

以上のように、間接金融中心の資金の流れには綻びが見えてきた。「間接金融から直接金融へ」というフレーズを耳にすることがあるが、そういった可能性を含め、今後の金融のあり方を問い直す必要があるのではないだろうか。

ではここで、直接金融について考えてみたい。直接金融とは、資金の最終的な貸し手が最終的な借り手に対して、資金を直接提供する金融の流れであり、株式や債券などはまさにその形をとっている。株式や債券も、確かにそれを購入・売買する際には中間に証券会社という金融機関が介在しているが、株式や債券を購入する投資家は、基本的に証券会社の信用力によってどの企業が発行する株式を買うかを決めているのではなく、それらの発行体自身（株式や債券を発行している企業）の信用力や事業の成長度合いなどを考慮に入れて買うかどうかを判断する。

この直接金融で提供される金融商品の代表としての株式や債券について考えてみると、やはり「価格変動リスク」というものがつきまとう。さらに、投資した企業が破綻してしまうと、最悪の場合発行された株式や債券は単なる紙切れになってしまう恐れもある。しかし、確かにこのようなデメリットも存在するが、「自分で納得した企業にお金を託すこと

ができる」というメリットもある。投資家自身が企業の理念を把握し、その理念を実現できる体制が確立されているかどうかを調べ、納得できれば投資する。このように問うしか自身が判断を下せることが、直接金融の大きなメリットだと言える。

前節までで述べてきたように、現状においては銀行の預金等だけでは大きなリターンは期待できない上に、預けた資金の使い道が不透明である。ただし、だからといって仮にすべて株式投資等にシフトしてしまうと、価格変動リスクが大きく不安定である。それでは、投資家本人の人生設計も立てづらくなってしまいうだろう。よって、保有資産の中には預貯金も一定割合は必要になる。ただ、現状ではあまりに預貯金に偏重してしまっているため、投資家自身のバランスを考慮した上での直接金融の拡大が必要であると言える。

ただ、株式投資を単なる投機目的のものとして捉え、短期売買によって値上がり益を得るだけでは「ギャンブル」としての意味合いが濃くなってしまい、預貯金の運用に親しんだ人たちには抵抗がある。そうではなく、株式投資を、「優良な企業を支援し、長期投資するもの」として考えていくことが必要であると言える。そのための手段として、次章以降で紹介する「社会的責任投資（SRI）」の拡大が必要である、と私は考える。

## 第2章 社会的責任投資について

### 第1節 企業の社会的責任とは

まずは、企業の社会的責任とは何か、とすることに関して考えていきたい。

既に序章でも述べてあるとおり、「企業の社会的責任（CSR）」とは、Corporate Social Responsibility の和訳であり、企業の活動に、社会的公正や倫理、環境への配慮を取り入れ、ステークホルダー（消費者、従業員、地域社会）に対し責任ある行動を取るという考え方である。以下は、後に紹介する株式会社インテグレックス代表取締役・秋山をね氏の著書「社会的責任投資とは何か」（生産性出版）より、企業の社会的責任について述べた文章である。

果たして企業は、社会に対してどのような責任を負っているのだろうか。

その答えは、「企業理念を誠実に遂行するために存在し続けること」である。

（中略）ただ単に、目先の金もうけをするために存在していればいいというものではないはずだ。つまり、企業として生まれてきたからには、その理念を貫徹して、より良い社会を築く礎になるために、存続する義務があると言える。

企業の不祥事が続く昨今、このような考え方は企業にとって非常に重要になってくるだろう。事実、2000年6月に集団食中毒を引き起こした雪印乳業が、その不祥事のみならずその後の苦情の対応の遅れ、さらには2002年1月にグループ会社の雪印食品でおこった牛肉偽装事件などが相次いで起こり、企業の破綻を招く事態になってしまったという例もある。つまり、不祥事を起こさないのはもちろんのこと、万一起こってしまったとしてもそのような時代を再発させないための有効な体制づくりを行っていく必要がある、といえるだろう。

このCSRという考え方が近年注目されつつある経緯について、以下見ていきたい。

CSRという考え方自体は新しいものではないが、注目を浴びるようになってきたのは1990年代に入ってからである。その理由としては、経済のグローバル化によって成長した多国籍企業の力があまりにも強大になったことが一因であると言われている。

下の表は、米政策研究所「Institute for Policy Studies」による『The Rise of Corporate Global Power』という報告の中の、1999年における世界中の国と企業のGDPと売上を調べ、国・企業をあわせた経済力の上位100位をランキングしたものである。

**表 2 - 1 Top 100 Economies (1999)**

(GDP / 売上高 : 億\$)

1	アメリカ合衆国	8,708
2	日本	4,395
3	ドイツ	2,081
4	フランス	1,410
23	GM	176
24	デンマーク	174
25	ウォルマート	166
26	エクソンモービル	163
27	フォード	162
28	ダイムラー・クライスラー	159
29	ポーランド	154
30	ノルウェー	145
31	インドネシア	140
37	三井物産	118
38	三菱商事	117
39	トヨタ自動車	115
40	GE	111
41	伊藤忠	109
42	ボルトガル	107

( 出典 : 『The Rise of Corporate Global Power』 )

1位はもちろん経済大国であるアメリカ合衆国である。2位は日本であり、以下、ドイツ、フランスと国が続くが、23位には米国の自動車メーカーであるGMがランクインしている。最大の企業であるGMの売上は24位のデンマークのGDPを上回っている。さらに、25位ウォルマート以降、エクソンモービル、フォード、ダイムラー・クライスラーと企業が並ぶ。これらの企業は、ポーランド、ノルウェー、インドネシアよりも経済の量が大きい。日本企業も37位の三井物産を筆頭に、三菱商事、トヨタ自動車、伊藤忠などがトップ100に名を連ねている。

また、トップ 100 の内訳をみると、企業が 51、国が 49 となっており、もはや企業の力は国をしのぐレベルに達しているともいえるだろう。これほどまでに強大になった企業が目先の利益のみを追求するとどうなるか。その影響はすでに地球環境問題や貧富の差の拡大となって、地球規模で表面化しているといわれている。

さらに企業対企業の競争激化に伴い、本来社会の役に立つために存在するはずの企業の、社会を裏切る行動が目立つようになってきた。相次いだ企業不祥事は、企業が社会での信頼を得るよりも短期的な視野で競争に勝つことを優先させた結果ともいえる。

もう一つの経緯としては急速に発達した情報技術がある。現在では、インターネットなどの普及により、世界中の出来事をリアルタイムに知ることができるほど情報網が整備されている。さらに、従来マスメディアだけが握っていた情報発信という権限を不特定多数の一般市民の手にもたらした。テレビや新聞で報道されないこともインターネットを通じて簡単に世界中へ広げることができる。

その結果、企業が不祥事を隠すことが非常に難しくなり、隠そうとすること自体が信頼低下につながるようになってきている。インターネットを強力な武器として使って、世界中の企業活動をチェックし不正や非倫理的行為を糾弾する NPO・NGO も現れた。企業の強大化や裏切りに対して社会も行動を起こし始めたのだ。

これらの流れを受け、利益追求だけが重視されがちであったこれまでの企業の姿勢に対し、その影響力の大きさを自覚し、「社会」「環境」までも配慮した責任ある行動をとるべきではないかという市民、社会からの要請が高まってきた。

以上のような経緯から、1990 年代以降、CSR が注目を集めるようになった。

## 第 2 節 社会的責任投資とは

前節では、企業の社会的責任（CSR）について述べてきたが、これから触れていく社会的責任投資（SRI）は、投資行動においてこの CSR を加えるものであると言える。

つまり、社会的責任投資とは、従来の財務分析による投資基準に加え、環境対応やコンプライアンス<sup>5</sup>、コーポレートガバナンス<sup>6</sup>、従業員対応、顧客満足などの社会的な側面から企業を評価し、投資行動を行うものである。

この社会的責任投資の方法としては、大きく分けて以下の 3 つの方法があると言われる。

銘柄選択（スクリーニング）

株主行動

---

<sup>5</sup> 企業が経営・活動を行う上で、法令や各種規則などのルール、さらには社会的規範などを守ること。一般市民が法律を遵守することと区別するために、企業活動をいう場合は、「ビジネスコンプライアンス」ともいう。

<sup>6</sup> 企業の経営を監視する仕組みのこと。

## コミュニティ投資

まず、については、排除選択(ネガティブスクリーニング)と評価選択(ポジティブスクリーニング)という対照的な2つの方法がある。ネガティブスクリーニングとは投資銘柄を選択するさいに、CSRに照らして望ましくない投資先を排除することであり、ポジティブスクリーニングとは同様の観点から企業の特定の取り組みを評価して、新たな投資先としてファンドに組み入れることである。両者は、目的に応じて適性が異なり、また投資家の持つ社会的指向性の強弱にも左右されるが、必ずしも対立する訳ではない。実際ひとつのファンドが様々な社会的関心事を扱っていくには、ネガティブスクリーニングや、ポジティブスクリーニングを含む複数の項目にて投資先企業に評点をつけ、評点にウェイトづけを行い、集計する「スコアリングシステム」が採用されていることが多い。

次にについては、株主の権利を利用して経営に直接関与する方法である。具体的には株主総会での株主提案・議決権の行使や、総会以外での経営者との直接対談などがある。日本では、欧米諸国に比べて株主行動の歴史が浅く、活発に行われていないのが現状である。しかし、厚生年金連合会がガイドラインを示したことや、株主のオンブズマンの提案が実現したことが、さきがけとなって広がりを見せつつある。株主行動は効果が直接わかりやすくこれから浸透していくことが予想される。

のコミュニティ投資とは、ある地域コミュニティの発展を目的とした開発に投資を行うことである。これはあくまでも慈善事業ではなく投資であり、地域のコミュニティを活性化させることが、後にさまざまな分野においてリターンをもたらすと考えられているからこそ、できた投資概念だといわれている。コミュニティは、社会問題だけではなく、環境問題や災害対策などにおいても、その役割が重要視されている。

以上、SRIの3つの方法を挙げたが、本論文は特に、今後日本においても広く普及すると考えられるの銘柄選択(スクリーニング)の方法によるSRIに焦点を当てていきたいと思う。

## 第3節 社会的責任投資の歴史

### a)アメリカ

アメリカにおける社会的責任投資の歴史は古く、1920年代がその起源とされている。その当時の社会的責任投資の内容を見てみると、先述のSRIの手法のうち、排除選択の方法をとっていることがわかる。当時のキリスト教徒たちが、教会の基金を運用する際に、キリスト教的価値観に基づき、自らの倫理に反する商品(酒・タバコなど)や、ギャンブルなど、投資が好ましくないと考える分野の企業を投資対象から除外したことが社会的責任投資のスタートであるとされている。そして1929年には投資銘柄選定において世界で初めて社会的な配慮を加えた「パイオニアファンド」を設定した。

その後、1960年以降、社会的関心が多様化し、キリスト教の枠内を越え、反戦や人権問題、環境などさまざまな社会的関心事に注目が集まるようになった。反戦・反体制運動が全米で激しく起こり、黒人差別や、女性差別への非難の動きも高まってきたことや、環境汚染、原発事故などへの関心が米国内で高まっていったことなどが背景にある。これらのことを背景に、SRIの概念は急速に普及し、結果として、1971年には最初のSRI投資信託ファンドとして「Pax World Fund」が、翌年にはIRRC(Investor Responsibility Research Center)が設立された。

90年代以降は、投資対象を選別する社会的基準がさらに拡大し、労働条件や雇用問題、動物実験や児童労働など、企業に対して社会的責任を求める動きが活発化していった。そして90年代後半、確定拠出年金(401Kプラン)の普及により、米国の社会的責任投資の規模は急拡大した。つまり、401Kプランの導入により、多くの個人が株式投資を自分の資産運用に組みこまざるを得なくなり、その時期と社会的責任投資の高まりがタイミングよく重なり、爆発的な急成長をとげたと考えられている。2003年時点での社会的責任投資残高規模は、2兆1750億ドルである。

## b) 欧州

1970年代以前のイギリスにおいても、先述のアメリカと同様に、教会によるタバコ・アルコール・武器などに対する排除選択のような投資行為が存在していた。

また、ドイツでは、ヨーロッパ諸国の中でも比較的株式投資になじみが薄かったため、「投資」と言う形ではないが、環境運動・平和運動の関心の高まりを受け、用途を社会・経済活動に限定する「融資」が登場した。

そしてヨーロッパにおいて初めてSRIファンドとして登場したのが、1984年、イギリスで設定された「Friends Provident Stewardship Fund」である。このころから、ヨーロッパにおいて「社会的責任投資」の考え方が広まってきた。

90年代に入ると、アメリカの社会的責任投資の急成長の影響を受けてヨーロッパでもその関心が急速に拡大し、イギリスやドイツ、スイスなどで相次いで設定された。その中でもいち早く社会的責任投資への取り組みが進んだのは、イギリスであった。1997年には英国大学退職年金<sup>7</sup>の運用の際に、倫理投資を行うことを求めて大学教職員がキャンペーンを実施し、さらに翌98年には、年金基金が資産運用に関して社会的責任投資基準を導入する場合、この基準を公表することを義務付けるように年金法の法改正を行うことを年金大臣が提案した。

そして、この法改正を機に、イギリスの多くの年金基金が運用方針を大きく変えていった。1999年段階ではSRI評価をほとんど用いていなかったが、2000年7月の改正年金法が施行されたことにより、職域年金基金のおよそ60%が、年金原資の運用に際してSRI基

<sup>7</sup> USS。イギリス最大の年金基金のひとつ。運用総額190ポンド)

準を導入するようになった。また、2000年4月には「企業社会責任担当大臣」のポストが創設された。ちなみに、この頃のイギリスにおける年金の社会的責任投資資産残高は1999年末では250ポンド程度であったが、2001年8月時点では2350億ポンドと約10倍にまで拡大した。

このようなイギリスの積極的な取り組みは、他のヨーロッパ諸国にも大きな影響を及ぼした。2001年にはドイツでも、年金運用に社会的責任投資基準に関する情報開示が義務付けられ、フランスでは会社法の改正に伴い、上場企業が財務的な報告だけでなく、社会的な報告も行うよう義務付けられた。さらに2002年には、ベルギーやオランダが、年金運用に関する社会的責任投資基準の情報開示義務付けの法改正を審議している。

ヨーロッパにおけるCSRの高まりの背景には、1993年に誕生したEU（欧州連合）があった。EUでは1999年1月に共通通貨であるユーロが誕生し、現在も流通している。こういった経済統合・通貨統合の背景には、アメリカや東アジアに遅れをとっていた経済力の強化が最重要課題であったわけだが、そのために「社会的結合」の重要性が明確に打ち出された。そのため、EU域内各国の連帯感とともに、EU域内に社会的な脱落者を出さないという意識が生まれた。

そしてそのような概念を支えるためにCSRの考え方が広まっていた。ヨーロッパにおける社会的責任投資のありかたは、このCSR活動を市場内において評価することに主眼が置かれている。その意味において、ヨーロッパの社会的責任投資の考え方はアメリカとは少し異なっていると言える。

### c) 日本

日本におけるSRIの普及は欧米に大きく後れを取っており、日本で初めてSRIが登場したのは99年8月、日興アセットマネジメントが売り出した「日興エコファンド」という投資信託であったといわれている。しかし、実際のSRIのルーツはもう少し古い。たとえば、89年の福島第二原発3号機で起きた事故を契機に始まった「脱原発・東電株主運動」は脱原発を理念に掲げた株主行動である。91年からは株主提案権を獲得し、毎年総会において東電に対して質問の提出や議会の提案を行っている。また、94年には、市民の手による融資制度「未来バンク事業組合」が結成された。これは環境保全、有機農業、自然食品、福祉作業所など、よりよい未来の構築に貢献する事業に融資するという社会的理念に共鳴した出資者が組合員になる。2002年3月末現在、317人の出資者で、出資金は1億円である。2002年には、この未来バンクをお手本にした「北海道NPOバンク」が設立された。この未来バンクのコンセプトは、コミュニティ投資に近いと言える。

また、社会・環境スクリーン運用については、先述のエコファンドがビジネスとしては最初の試みであったが、コンセプトが生まれたのはもう少し前である。94年にバルディー



ズ研究会<sup>8</sup>が、企業の環境対応について調査した「グリーンポートフォリオのすすめ」を発表した。これは、日本で初めての本格的な環境経営度調査であり、エコファンドの概念を初めて日本に紹介した研究である。この調査では、東証上場企業の各業種のうち大手3社、合計233社を対象にした。そのころ、環境報告書を発行する企業はわずかであり、内容も薄かったため、営業報告書における環境問題に関する記載や、環境パンフレットなどから環境情報を収集し、情報開示度、取り組み体制、戦略的計画性、パフォーマンスといった項目を調査した。この評価結果と財務評価を組み合わせ、銘柄を選定し、環境対策重視型ポートフォリオ、脱原発ポートフォリオ、生態系重視型ポートフォリオを作成し、88年から93年までの5年間のパフォーマンスのシミュレーションを計算したところ、3つのポートフォリオで、市場平均をおおむね上回る好パフォーマンス結果を得ている。

その後、96年のISO14001の発行をきっかけに、事業会社によるISO14001の認証取得や環境報告書の作成がブームとなり、企業の発信する環境情報の量も飛躍的に拡大する。そして、98年に発足した金融機関関係者を中核メンバーとした勉強会「金融と環境を考える会<sup>9</sup>」によって99年9月、「金融と環境 新たな企業評価軸を探る」という環境経営の評価手法に関する調査報告書を公表している。

日本でのSRIの広まりのきっかけは明らかに欧米とは異なる。アメリカでは宗教的倫理観などから企業に社会的責任を求める市民運動がベースにあり、ヨーロッパではCSRを評価軸とする考え方を政府がサポートしてきた。日本とは言えば、環境問題への関心の高まりを受けて、投資信託の差別化を図るための一つのテーマとして取り上げられた側面が強いように感じられる。2004年6月の時点で、日本のSRI型投資信託は16本が存在し、純資産総額は約1400億円である。次頁の表2-3は、2004年6月現在で設定されている日本のSRIファンドの一覧である。

また、株主行動については、厚生年金基金連合会の議決権行使ガイドライン設定などがきっかけとなり、多くの機関投資家が議決権行使を積極的に行うようになってきている。2003年度の年金資金運用基金の運用委託機関による議決権行使状況をみると、37の全運用機関が議決権行使し、会社提案へ反対票を投じる、あるいは株主提案へ賛成したのは全体の2.4%であった。反対議案の内容は、取締役の構成に対するものがもっとも多く、社会性への配慮の程度は明らかではないが、こうした経営への批判的な姿勢が、SRIの株主行動の第一歩ともいえる。

---

<sup>8</sup> 市民と企業の共同作業で環境を守る市民グループ。 <http://www.geocities.jp/baruken2/>

<sup>9</sup> 大和総研と住友海上リスク総研(当時)が事務局となり、環境問題に関心の高い金融形のシンクタンク、研究者、日本開発銀行(当時)などの金融機関の有志による勉強会。

表2 - 2 日本のSRIファンド一覧(2004年6月時点)

運用機関	名称	ファンド形態	設定日	社会・環境スクリーン	基準価格 (円)	純資産残高 (百万円)
日興アセット	日興エコファンド	国内株式	99.08.20	環境	7,114	41,298
損保ジャパンアセット	ぶなの森	国内株式	99.09.30	環境	8,350	9,725
興銀第一ライフアセット	エコ・ファンド	国内株式	99.10.29	環境	7,103	5,407
UBS グローバルアセット	エコ博士	国内株式	99.10.29	環境	7,530	4,690
UBS パートナース投信	みどりの翼	国内株式	00.01.28	環境	6,451	3,021
朝日ライフアセット	あすのはね	国内株式	00.09.28	環境・雇用・消費者 対応等	9,373	4,433
三井住友アセット	海と空	国内バランス	00.10.31	環境(温暖化)	9,061	1,121
日興アセット	日興 グローブA	国際株式	00.11.17	経済・社会・環境	8,509	1,188
日興アセット	日興 グローブB	国際株式	00.11.17	経済・社会・環境	6,586	775
大和住銀投信	Mrs.グリーン A	国際株式	01.06.15	環境	7,976	1,884
大和住銀投信	Mrs.グリーン B	国際株式	01.06.15	環境	8,423	2,931
UBS グローバルアセット	UBS グローバル 40	国際株式	03.11.07	社会・環境・経済	10,671	8,503
住友信託アセット	グッドカンパニー	国内株式	03.12.26	社会・環境・経済	11,418	18,008
しんきんアセット	フコク SRI ファンド	国内株式	04.04.27	財務・環境・社会・ 倫理	9,831	2,949
大和投信委託	ダイワ SRI ファンド	国内株式	04.05.20	倫理・法令順守	10,396	29,412
野村投信委託	ノムラグローバル SRI100	国際株式	04.05.28	社会・環境・経済	9,880	5,186
合計 16 本						140,531

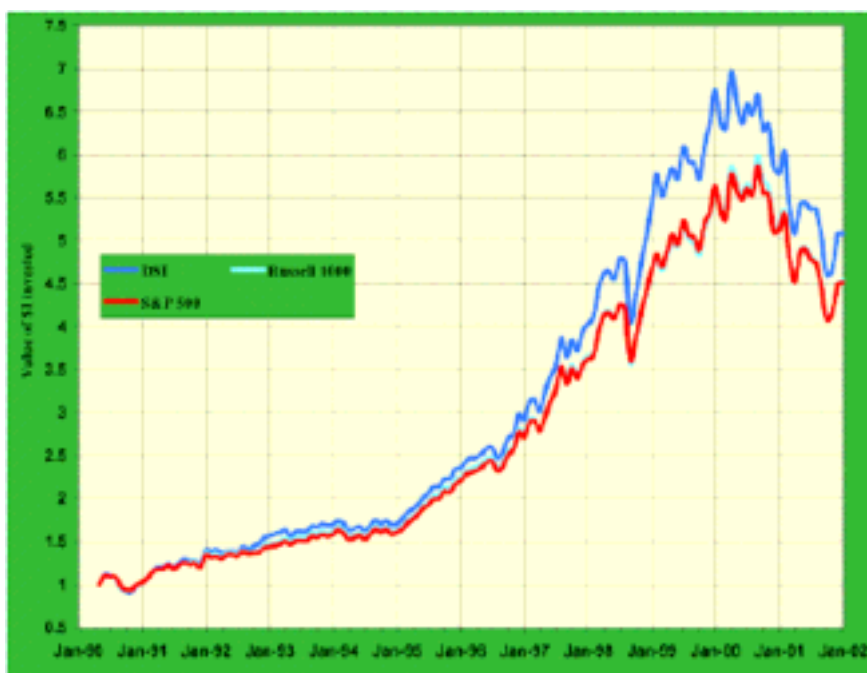
(金融機関の環境戦略研究会 編著「金融機関の環境戦略」より引用(資料出所:大和総研))

#### 第4節 最近の動向

第3節では、アメリカ・ヨーロッパ・日本における社会的責任投資の歴史を見てきたが、次に各国における社会的責任投資の現状、最近の動向について比較しながら見ていきたい。

まずアメリカであるが、1995年末時点でのSRI資産残高は約6000億ドルであったが、02年上半期末の残高は約2兆3000億ドルと、約4倍にふくれ上がり、投資信託全体の13%程度にまで達している。さらに、2004年の1月から6月にかけては、投資信託全体の運用残高が9.5%減少したのに対して、SRIファンドは逆に3%増加している。図2-1は米国の最も古いSRI型株価インデックスと言われるKLD社のDomini 400 Social Indexと、ニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、NASDAQ登録の合計500銘柄について発表する株価指数を示すS&P500、ラッセル・インベストメント・グループが提供する代表的な株価指数であるRussell1000を、1990年5月時点を目安に比較したグラフであるが、これを見てもアメリカにおけるSRIの盛況ぶりや、その有効性をうかがい知ることができるだろう。

図2-1 Domini 400 Social Index(青)とS&P500(赤),Russell1000(水色)の投資実績比較

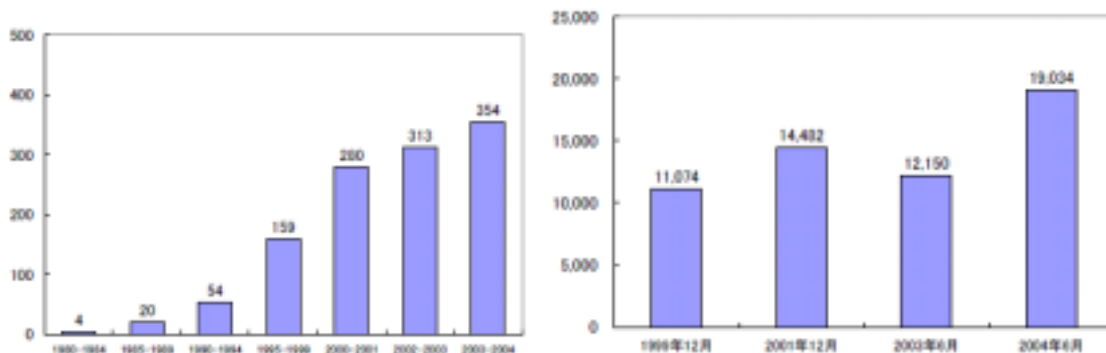


(出典：KLD社HP <http://www.kld.com/>)

イギリスにおいては個人向けSRI投信の資産規模が99年1月末で約20億ポンドであったのに対して、01年12月末には2倍強の50億ポンドに達した。欧州全体で見ても、その純資産額は順調に伸びつつある。イタリアの社会的責任投資調査機関であるAvanzi社が作成した、欧州10カ国のSRI投資信託の状況をまとめたレポート“Green, social and ethical

funds in Europe 2004 ”によると、欧州 10 カ国の設定投資信託数と資産残高は図 2 - 2 のようになっている。(図 2 - 2 , 3 共に <http://www.mitsustrust-fg.co.jp/>を参照)

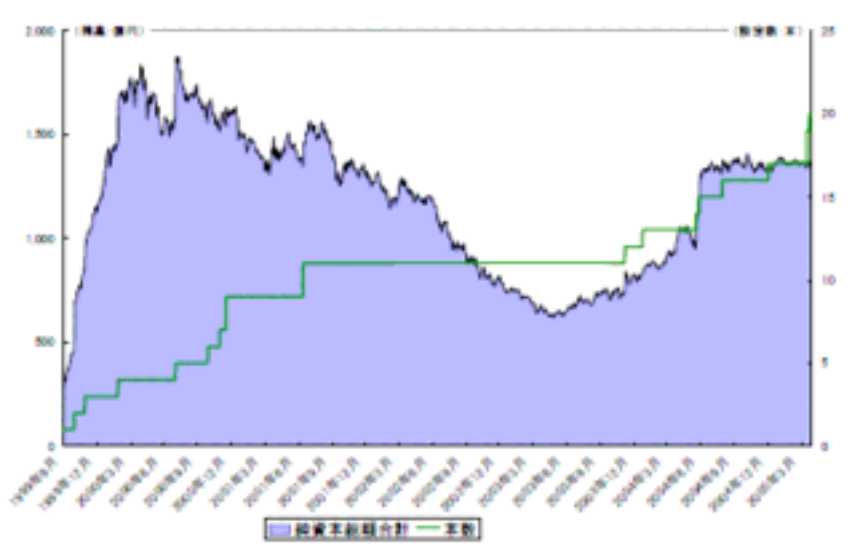
図 2 - 2 欧州 10 カ国の設定投資信託数 (左) と純資産残高 (右：単位百万ユーロ)



日本については、先ほども少し触れたが、1999 年 8 月に最初の投資信託が設定されたあと、SRI 投信の新規設定も相次ぎ、2000 年ごろまで資産残高は急増した。しかし、その後の株安の影響もあり、純資産残高は減少に転じた。2001 年 6 月以降はしばらく新たな投資信託の設定も行われなかった。

その後 2003 年 7 月ごろを転機として、再び純資産残高は増加に転じている。これは、株価が上昇に転じたことが大きな理由の一つであるが、CSR に関する社会的な関心が高まったことも一因と考えられる。2003 年 11 月頃から、再び新たな投資信託が設定されるようになり、資産残高は更に増加した。ただし欧米に比べればまだその規模は小さい。

図 2 - 3 日本の SRI ファンドの設定数と純資産残高の推移 (残高：億円，設定数：本)



(資料：投資信託協会 HP をもとに日本総合研究所作成)

## 第3章 日本における社会的責任投資の今後の方向性

### 第1節 現状の問題点

前章では、社会的責任投資についての内容や歴史、最近の動向について日本および欧米諸国との比較を行いながら検討してきた。本章では、日本における社会的責任投資のあり方や今後の方向性について考えていきたいが、まずは日本の社会的責任投資における現状の問題点について整理しておきたいと思う。

まず一つ目の問題点としては、第1章でも触れたとおり、日本においてはまだまだ株式市場が未発達であるという点が挙げられる。社会的責任投資を考える以前に、「投資」と言う考え方そのものに馴染みがない人が多いというのが現状である。この点に関しては、間接中心の日本の現状を考えたいうえで、「優良な企業を支援し、長期投資するための手段」として株式投資を捉え、それら直接金融との適切なバランスを保っていく必要があるということ述べた。

二つ目の問題点としては、日本で現在設定されている SRI ファンドにおいて、そこに組み込まれている銘柄の選定基準が不明瞭であることが挙げられる。実際、2000 年前後に相次いで設定されたエコファンドには、当時高成長株であった IT 関連株なども組み込まれており、このことから、投資銘柄を見る限り環境にベストな企業が含まれていない、との批判もあった。これらのファンドの銘柄選択基準を見てみると、環境面での評価における合格ラインと、財務面での評価における合格ラインの双方をクリアした企業を組み入れ対象としている。つまり、エコファンドにおける銘柄選択基準は「環境にベストな企業を選ぶ」という観点ではないということがわかる。もちろん、ファンドが資産拡大を目指す以上、財務内容に関する評価も確かに重要ではあるが、それ以上にわれわれ個人にとってより明確な CSR 評価基準というものが重要になってくるのではないだろうか。

この問題に関しては、次節において CSR 評価を行う機関の例を挙げ、さらに詳しく考えていきたいと思う。

三つ目の問題点として挙げられるのは、欧米に比べ実際の SRI ファンドの運用実績が良好ではないという点である。前章第4節でも見たとおり、2003年7月以降は純資産残高が上昇しているが、それでも他の一般的なファンドと比較してパフォーマンスが良いとは言えないのが現状である。先ほどのエコファンドの例をとってみれば、2001年ごろから銘柄に組み入れていた IT 関連株の株価の下落を受け、エコファンドの運用実績も下がってしまった。それによりファンドを解約する投資家が増えてしまったのである。社会的責任投資の本来の目的である「優良な企業を長期投資する」という観点から考えると、ファンドを長期保有せず、短期的に解約をしてしまうとその効果は薄れてしまうのである。

この点に関しても、先ほど二つ目の問題点で挙げた銘柄選択の問題と関連させ、次節以

降考察を進めていきたいと思う。

## 第2節 CSRの調査・評価

CSRには明確な評価基準が必要であると前節で述べたが、ここではそのCSRの調査機関のひとつに、株式会社インテグレックスがある。

株式会社インテグレックスの代表取締役社長秋山をね氏は2005年10月13日、慶應義塾大学において、「企業社会責任(CSR)を評価する社会責任投資(SRI)」という題目で講演をされた。その中で、SRIについての概要や必要性とともに、株式会社インテグレックスの紹介や果たす役割について述べられた。以下、株式会社インテグレックスの概要を紹介したい。

社名：株式会社インテグレックス

所在地：東京都渋谷区恵比寿

設立：2001年6月 資本金：6000万円 代表取締役：秋山をね氏

事業内容：社会的責任投資のための調査分析・投資顧問業・企業の社会的責任の推進

HPアドレス：<http://www.integrex.jp/>

実際に、すべての上場企業に対し、年一回「インテグレックス調査」といわれる独自のアンケートを行い、CSRに対する意識を点数化して評価を行っている。アンケート調査は各企業に送付してから二ヶ月の期間を経て回収され、数ヶ月後にそれぞれの企業にフィードバックする。評価項目としては、大きく分けて4つあり、

経営トップのコミットメント

企業の透明性

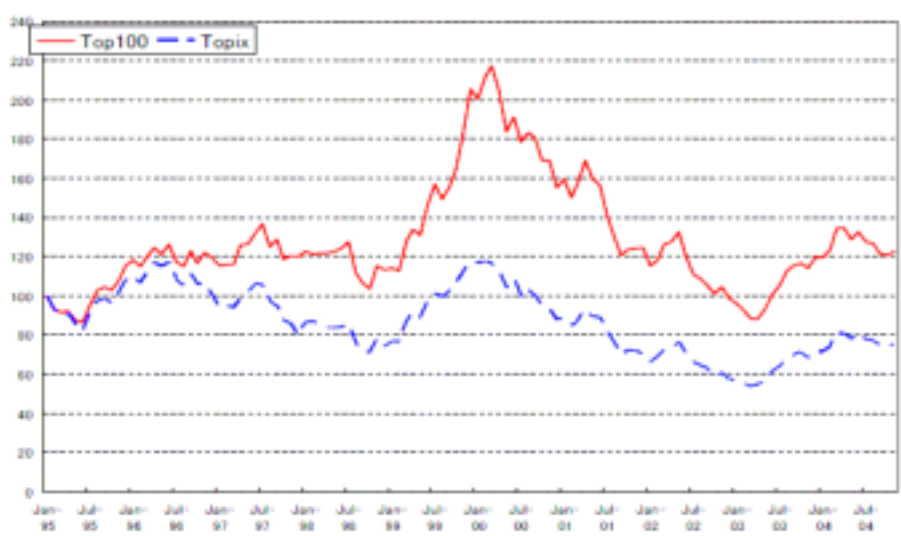
倫理コンプライアンスのマネジメント体制

企業独自の取り組み(環境活動・社会貢献等)

が挙げられる。そしてこのアンケート結果が、SRIファンドの投資対象銘柄選びの基準に用いられる。

そして、株式会社インテグレックスがCSR評価し、その評価の上位100位の株価のパフォーマンスを、1995年1月末を100としてTOPIXとの比較を行ったのが次頁の図2-4である。ちなみにこの調査には企業の財務データは一切反映されていない。つまり、純粋なCSR評価のみで評価付けした結果であるということに注目すべきである。この結果によると、CSR評価上位の企業は長期的にみても株価のパフォーマンスが良いということがわかる。

図3 - 1 CSR 評価上位 100 社株価パフォーマンス(赤)と TOPIX(青)の比較



( 出典 : <http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20050324-2/01.pdf> )

この結果を考えると、前節で挙げた問題点の銘柄選択に関して以下のように考えることができる。つまり、現在の「CSR の取り組みにいかに関与的でも、財務面で合格点に達していなければファンドから排除されるシステム」ではなく、純粋な CSR 評価に基づいてファンドに組み入れる銘柄を選定すれば、三つ目の問題点として挙げた運用実績の面から見ても図2 - 4を見ればわかるように、長期的に良好なパフォーマンスを保つことができるのではないだろうか。

### 第3節 日本に適した社会的責任投資とは

これまで、日本における現状の社会的責任投資における問題点などを見てきたが、本節では今後、日本に適した社会的責任投資について、どのような方向性を目指せばよいかということを考えていきたいと思う。

アメリカの社会的責任投資はキリスト教的倫理観をベースに発展し、ヨーロッパにおける社会的責任投資は複数国の社会的結合をベースにして行われた。このように、社会的責任投資の投資基準は、それぞれの国や地域が、企業に何を求めるのか、期待するのかに基づいて決められるべきである。

日本はかつて、右肩上がりの高度経済成長のもと、個人は企業という運命共同体の中で生きてきた。そして、これまで幾度となく繰り返されてきた企業不祥事は、このような企業と個人の密接な関係によって引き起こされてきたと言える。しかし、近年においては、個人の企業に対する考え方、価値観にも変化が生じ、企業の中に個人をとどめておくこと

が難しくなってきた。さらに、第2章第1節でも触れたように、情報技術などの発達から、かつてのように企業不祥事を隠蔽し続けることが困難になってきた。さらに、一度不祥事を起こし、その対処法に失敗すると、いきなり経営破綻や倒産にまで追い込まれる例も少なくない。

このような背景から、日本において今後求められる社会的責任投資の方向性とは、企業倫理に対する責任を十分に果たしているか、また、きちんとしたコンプライアンス体制ができており、それが十分に機能しているかという点に着目し、評価を行っていく必要があると言える。

次に、投資家の側から見たときに、どのようなCSR項目に関心があるのかを見ていきたい。表3-1は、2002年12月から2003年1月にかけて環境省が行った、「社会的責任投資に関する日米欧3カ国比較調査」の結果である。

表3-1 個人投資家が考える証券投資を行う際に考慮すべきCSR項目(%)

カテゴリー	日本	米国	英国
環境問題への対応	70.4	54.2	62.8
製品等における顧客の健康・安全性配慮	68.1	45.1	43.4
消費者保護への配慮	60.3	53.5	45.7
汚職の防止・政治献金への適正化	51.0	61.6	58.1
安定した雇用の確保	30.4	54.9	37.2
従業員の健康と安全	30.0	53.9	53.5
労使関係・従業員の権利などへの配慮	27.4	51.4	42.6
差別・機会均等への配慮	24.6	42.3	38.8
コミュニティーへの貢献	16.3	42.6	34.1
児童労働・強制労働の回避	14.9	54.2	57.8
その他	0.9	1.8	3.5
無回答	3.2	14.1	14.3

(出典：環境省「社会的責任投資に関する日米欧3カ国比較調査報告書(2003年6月)」)

この結果を見ると、日本においては特に「環境問題への対応」という項目が証券投資を行う際に最も考慮すべきCSR項目になっていることがわかる。このことから、日本における社会的責任投資は、環境に配慮した企業を評価しポートフォリオに組み込む「エコファンド」のさらなる拡大を中心として、適正に企業の社会的責任を評価できるシステムの構築を目指していく必要があるだろう。



## 第4章 エコファンドの普及に向けて

### 第1節 エコファンドについて

本章では、日本における社会的責任投資の拡大のために、エコファンドの普及の可能性を検証していくが、その前にエコファンドについてもう少し詳しく見ておきたい。

前章までですでに触れているが、エコファンドとは、従来の収益性や成長性、キャッシュフローといった尺度に加えて、企業の環境問題への取り組みも投資尺度に加えて銘柄選定を行う投資信託のことであり、表2-2で紹介した日本のSRI投資信託のほとんどが環境をメインテーマにしたエコファンドである。

株式の選別にあたって、環境問題への取り組みを考慮する理由は、将来のリスク管理や経営ビジョンが優れている、また企業のイメージがよくなり支持も受けられると考えられる点である。それと同時に積極的に社会貢献を行う企業を応援し投資することで、よりよい社会を築く活動を後押しするという動機付けもあるといえる。

エコファンドへの投資の動機のもうひとつには、収益性の面が挙げられる。例を挙げると、アメリカでは土壌汚染に対してスーパーファンド法と呼ばれる厳しい法律が存在し、環境汚染浄化分野の企業が伸びていた。これに目をつけ、この分野に投資するという環境ファンドが1989年に創設され、翌年には、6億ドルの資金が投入された。そして実際、このような環境配慮などを基準に選んだ株式の利回りは、S&P500株価指数の利回りよりも良いパフォーマンスを示したという結果があった。

さらなる動機としては、日本ではあまり馴染みはないが、株主として直接企業に影響を与えようとするいわゆる株主行動としての動きである。1989年のアラスカ沖で発生したエクソン社のバルディーズ号油濁事故を機に、企業が環境問題への対応について守るべき10の原則である「バルディーズ原則」が制定されたが、その中の損害賠償条項等がネックとなり思うように企業の署名が集まらなかった。そこで、相手会社の株式を所有することで株主総会に出席し、企業に署名の圧力をかけるという方法が考えられた。この手法は、バルディーズ原則では不成功に終わったが、後にシェルのブレントスパー事件<sup>10</sup>でも用いられている。

日本においては、環境に配慮した企業を応援しようという動機と、収益性の面で優れていると考えた利益重視の動機の両方によって発展してきたと言えるだろう。ただし、いかに環境に配慮した企業を応援するという倫理的動機であっても、長期的には収益性が優れ

---

<sup>10</sup> 北海の老朽化した石油貯蔵施設「ブレントスパー」に耐用年数がきたため、深海への投棄を決定したが、グリーンピースなど欧州各国のNGO・市民による不買運動を含む反対運動で、シェル社は大打撃を受け、ついに深海投棄を止め、陸上廃棄をせざるを得なくなった。

ていなければ続かない。この点については前章で既に述べているが、現状においてはエコファンドの銘柄選択などの問題もあり、決して好パフォーマンスではないと言える。ただし、東証一部上場企業を対象に日本総研が環境配慮企業を選定し、それらの企業とその所属業種の株主資本利益率（ROE<sup>11</sup>）の平均を比較したところ、29業種中24業種で環境配慮企業のほうが高いという結果を得たとも言われている。ここでも、前章の株式会社インテグレッタのCSR評価同様、財務分析を行わずに環境配慮企業を選定したということに注目したい。つまりエコファンドの銘柄選択に関しても、純粋に環境に配慮した企業を選定することが重要であると言える。

さて、環境への配慮と企業の収益について詳しく考えてみると、例えばISO14001の認証取得に関して、認証にかかわる費用よりも認証取得によるコストダウンの方が大きいという事例が多くあげられている。これは、認証取得を目指して従来の業務を見直す中で、いくつかの無駄や非効率性が明らかになり、これを是正することでコストの削減を図ることができるということである。また、環境配慮に欠ける企業は、環境汚染に伴う賠償責任や企業イメージの低下という大きなリスクを負うことも明らかだろう。

このようなことを考えてみても、エコファンドが企業の環境対策にインセンティブを与えうるといえるだろう。実際、エコファンドが誕生したことで、企業の環境対策が株価の上昇という具体的メリットを生むと説明できるようになり、環境対策強化に当たったの根拠が得られるようになったという指摘もあるという。

つまり、エコファンドが客観的に企業の環境対策を評価すると、企業はこうした評価に呼応し、環境対策と情報開示を積極的に進展させる。その結果をエコファンドがさらに評価するという良い循環を生み出すことで、エコファンドが持続可能社会への一つのアクセラレーターの役割を果たしうると言える。

## 第2節 環境評価

では次に、客観的な企業の環境対策評価を行うための基準として、どのような概念があるのかを見ていきたい。

まずは、環境効率という概念であるが、これは企業の生み出す経済価値をそれを生み出すためにかけた環境負荷で割ったものである。つまり、

$$\text{環境効率} = \text{経済価値} / \text{環境負荷}$$

という式で表すことができる。ちなみに経済価値には、売り上げや生産額、利益などが該当し、環境負荷には、CO<sub>2</sub>排出量や廃棄物処理量、有害物質使用量などの環境負荷量をと

---

<sup>11</sup> return on equity の略。自己資本利益率とも呼ばれる。税引後当期純利益に自己資本（株主資本）を割って求められる値。企業の総資本のうち、株主の持分である自己資本に対して毎年どれだけの純利益をあげているかを見る指標。

る。このことによって環境負荷がどの程度の経済価値を生み出したかを把握することができる。また、同様の概念として、原単位という考え方があるが、これは以下の式で求めることができる。

$$\text{原単位} = \text{環境負荷} / \text{経済価値}$$

これは、1単位の経済価値を生み出すのにどれだけ環境負荷を生じたかを判断する指標である。

自社の環境対策の効果や進捗状況を判断・評価するために、これらの環境効率や原単位などの指標を算出する企業が増えてきた。このように、経済的指標と環境負荷の指標を組み合わせることで、環境対策の経済的影響の評価が可能になる。同一の経済指標と環境負荷指標を使えば、どの企業がその業種で効率的に経済価値を生み出しているのかが評価できるため、企業評価の有効な手段の一つに発展する可能性がある。

また、業種内の環境対策の経済的価値を比較する手段の一つに環境会計がある。日本では、99年に環境庁（現環境省）が環境会計ガイドラインを公表したことをきっかけに環境会計を開示する企業が大幅に増加した。これらの環境会計データは、おおむね同じ基準で算出されているため同業種内での比較が可能となる。この比較の事例を表4-1に示す。

表4-1 環境コストと環境の経済効果の比較例

	リコー		NEC		シャープ		松下電器産業		ソニー	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
環境コスト / 費用比率	0.72	0.84	0.29	0.45	0.57	0.60	0.50	0.51	0.32	0.36
経済効果 / 利益比率	1.65	0.91	2.50	-8.90	1.04	1.79	4.03	-3.77	0.62	-

（谷本寛治編著「SRI 社会的責任投資入門 - 市場が企業に迫る新たな規律」より引用）

この例では、電機・精密企業の、ガイドラインに沿って算出した環境コストが全体の営業にかかわる費用に占める割合を算出した。環境コスト比率を見てみると、ほぼ1%未満となっており、電機・精密企業にとってはあまり高いウェイトを占めていないということが読み取れる。また、下段の経済効果に関しては、省エネで達成した電力費用の削減効果など、実際に損益計算書に影響を与えた経済効果を営業利益と比較している。

ただし、環境経営の評価は、この試算に組み入れた実際に表れた経済効果だけではない。例えば、省エネ商品の開発を行うことで、それを購入する消費者によるエネルギー消費量の削減を図ることができる、というような社会全体に与える経済効果も発生しうる。客観的な企業の環境経営の評価を行うならば、このような企業の財務諸表に直接表れない効果も当然測定し評価すべきであるが、このような社会的効果がどこまでその企業に帰属するものなのかを正確に把握することは困難である。

しかし、一部の企業では企業独自の考え方に基づき、社会的効果も組み込んだデータを算出している。今後、このような社会的効果に関する詳しいデータを多くの企業が報告するようになれば、エコファンドの組み入れ銘柄を選定する際に、環境への取り組みを定量的に評価するための大きな手助けになることは間違いないだろう。

### 第3節 企業における環境対策へのインセンティブ

次に、エコファンドの普及が企業における環境対策へのインセンティブをもたらさうかどうかについて考察を進めていきたい。

まずは、企業の環境対策に対する技術進歩の影響について考える。下の図4-1は、企業の生産と汚染の関係を表したものである<sup>12</sup>。

図4-1 企業の生産と汚染の関係

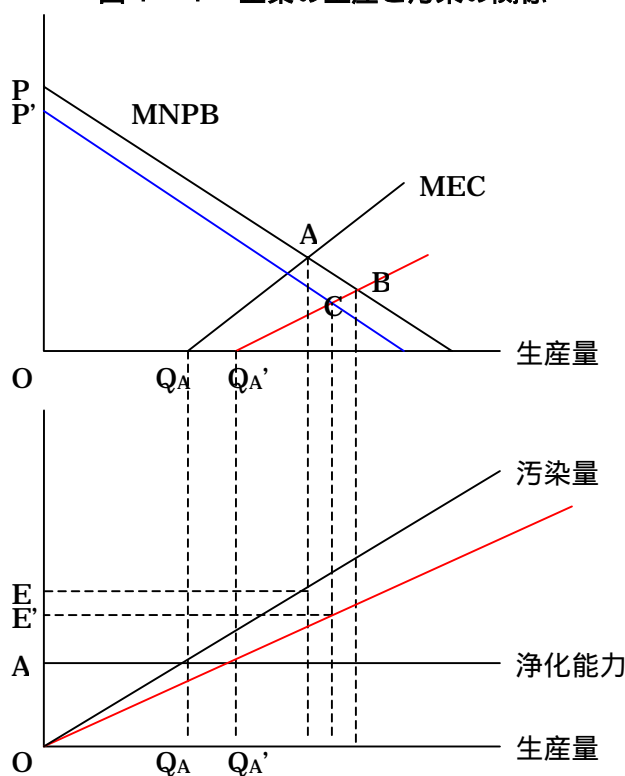


図4-1において、企業の限界純私的利益(MNPB)は右下がりのグラフとして描ける。これは、企業における限界収入(MR)が一定であるのに対して、限界可変費用(MVC)が生産量の増加に伴い逓増していくため、 $MR - MVC$ で表される限界純私的利益(MNPB)

<sup>12</sup> 東洋経済新報社「環境経済学入門」参照

が、生産量の増加とともに減少していくためである。

一方、企業の生産量の増加に伴い汚染排出量が増加する。そして、生産量が  $Q_A$  以上になると汚染排出量が自然浄化能力を超え、汚染による被害費用が発生する。汚染量が増加すればするほど、追加的な一単位の汚染による被害は逡増していくと考えられるため、汚染被害による限界外部費用（MEC）は右上がりの形状になっている。この MEC は、追加的な生産活動から生じる汚染による経済的被害を表しており、生産量が  $Q_A$  以下であれば MEC はゼロとなる。

これら MNPB と MEC の交点 A において社会的な最適生産水準が決まる。つまり均衡点 A における生産量を超えると、MEC が MNPB を上回ってしまい、追加的に生産することによる限界総費用が、限界的に生ずる価値を超えてしまう。よってこの均衡点 A において社会的最適水準の生産および汚染量が決定する。このとき、この企業の生産者余剰は、図 4 - 1 上図の  $POQ_A A$  となる。

さて、ここで、この企業が環境に対する取り組みを積極的に行い、汚染排出に関する技術進歩によって生産 1 単位あたりに排出される汚染量を低減させることが出来たとする。すると、汚染量のグラフは、図 4 - 1 下図において、黒色の排出量のグラフから赤色の排出量のグラフへとシフトする。汚染による被害は生産量から発生し、このときの汚染による限界外部費用は、図 4 - 1 上図の赤色のグラフになる。新しい均衡点は A から B に移動し、このときこの企業の生産者余剰は  $POQ_A' B$  となり、先ほどの  $POQ_A A$  と比べて面積が増加している事がわかる。

ただし、以上の例のように、企業が環境対策に力を入れ、環境対策に関する支出を多く出すようになると、その分だけ本来の財の生産力、あるいは生産効率が落ちてしまう可能性がある。たとえば、生産力の低下により、財の生産 1 単位あたりの限界費用が増大し、この企業の MNPB が図 4 - 1 上図の黒色のグラフから青色のグラフへとシフトした場合、均衡点は C へと移動し、この企業の生産者余剰は、 $P'OQ_A' C$  となり、 $POQ_A' B$  よりも消費者余剰が減少してしまう。ただ、それでもこの面積  $P'OQ_A' C$  が  $POQ_A A$  を上回る限りは環境対策への取り組みが有効であったと判断することができるが、環境対策への支出の増大が当該企業の生産力、生産効率等に影響を与えてしまう場合、その効果は小さくなってしまう。

それでも、エコファンドが広まり、それによって環境対策に力を入れる企業に資金が集まるようになれば、生産力の増加を図ることができ、環境対策への支出を増やしても生産力を維持させることが可能となる。そうすると、MNPV は黒色のグラフに近い水準を保つことができ、均衡点 A に近い水準での生産量の確保、生産者余剰の獲得が可能となる。

そのような意味で、エコファンドは企業の環境対策への取り組みに向けてのインセンティブを与えると考えることができるだろう。次節では、動学的な分析を行うことによって、エコファンドの有効性についてさらに検証していきたい。

## 第4節 動学的分析

本節では、企業・投資家の両方の側面から見たうえでの、エコファンドの普及の有効性について分析を行っていきたい。モデルの設定に当たっては、以下の強い仮定をおく。

### 【仮定】

- ・企業は X 財のみを生産し、X 財の生産には汚染が伴う。
- ・企業における支出は、生産コスト、環境対策への支出、汚染に伴う環境税の支払いによるとする。
- ・企業が得た税引後当期純利益のうち、30%を株主への配当、70%を内部留保とする。
- ・企業は毎期、環境対策への支出額に応じてエコファンドからの評価により資本の流入を受けるとする。
- ・投資家は、投資した企業から、その企業の利潤に応じ、配当を得るとする。

### 【考察】

以上の仮定をおいた上で、企業の資本量の増加について、以下のように表す。

$$K_{t+1} = K_t + [pX_t - C(X_t) - A_t - \tau Z_t] \times 0.7 + kA_t \quad (4-1)$$

また、税引後当期純利益は、

$$\pi_t = pX_t - C(X_t) - A_t - \tau Z_t \quad (4-2)$$

企業の生産量は資本量および労働量に依存するとし、以下のように表す。

$$X_t = \alpha(qK_t)^{\frac{1}{2}} L_t^{\frac{1}{2}} \quad (4-3)$$

汚染量は、財の生産量および環境対策への支出額に依存し、以下のように表す。

$$Z_t = \beta \frac{X_t}{A_t + 1} \quad (4-4)$$

ただし、このモデルにおいて使われる文字は以下のような意味を持つ。

$K_t$ ・・・t期における企業の資本量

$X_t$ ・・・t期におけるX財の生産量

$p$ ・・・X財の価格

$C(X_t)$ ・・・t期におけるX財生産のための費用

$A_t$ ・・・t期における環境対策への費用

$Z_t$ ・・・t期における汚染量

$\tau$ ・・・汚染税率

$k$ ・・・エコファンドによる資金の流入割合

$q$ ・・・資本のうち財Xの生産に投入する割合

$L_t$ ・・・t期における労働量

また、 $\alpha, \beta$  はパラメーターである。

さらに、投資家において、配当割引モデル (DDM) に従い、企業  $i$  に投資をした際の投資の現在価値を以下のように表す。

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+\delta)} + \frac{D_2}{(1+\delta)^2} + \frac{D_3}{(1+\delta)^3} + \dots \quad (\text{ただし、} D_t = \theta\pi_t) \quad (4-4)$$

$V_0$  . . . 投資の現在価値

$D_t$  . . .  $t$  期における配当

$\delta$  . . . 割引率

$\theta$  . . . 利益のうちの配当の割合

以上のようなモデルに基づき、各変数に任意の値を代入し、環境対策支出の多い企業 A とその額が少ない企業 B において、資本量、利益の変化などを比較した。なお、費用関数に関しては、簡単化のため、 $C(X_t) = cX_t$  として分析を行った。その結果が下の表である。

### ワークシート 1

企業A			企業B					
Ka0=	10000		Kb=	10000				
Aa=	1000		Ab=	500				
=	1		L=	1				
=	100							
p=	100							
q=	0.7		=	50				
k=	0.8		c=	80				
t	Kat	Xat	Zat	at	Kbt	Xbt	Zbt	bt
0	10000	83.666	8.358242	255.408	10000	83.666	16.6998	338.33
1	10978.79	87.66499	8.757741	315.4127	10636.83	86.28894	17.22334	364.6118
2	11999.57	91.64989	9.155833	375.2061	11292.06	88.90693	17.74589	390.8438
3	13062.22	95.62193	9.55264	434.8066	11965.65	91.52024	18.26751	417.0292
4	14166.58	99.58217	9.948269	494.2299	12657.57	94.12916	18.78826	443.1705
5	15312.54	103.5315	10.34281	553.4903	13367.79	96.73393	19.30817	469.2701
6	16499.99	107.4709	10.73635	612.6001	14096.28	99.33476	19.8273	495.3304
7	17728.81	111.4009	11.12896	671.5703	14843.01	101.9319	20.34568	521.3533
8	18998.91	115.3223	11.52071	730.4107	15607.96	104.5255	20.86336	547.3409
9	20310.19	119.2356	11.91165	789.1301	16391.1	107.1157	21.38037	573.2948
10	21662.59	123.1414	12.30184	847.7364	17192.4	109.7027	21.89675	599.2166
11	23056	127.0402	12.69132	906.2369	18011.85	112.2867	22.41251	625.108
12	24490.37	130.9323	13.08015	964.6379	18849.43	114.8678	22.9277	650.9703
13	25965.61	134.8181	13.46835	1022.945	19705.11	117.4461	23.44233	676.8048
14	27481.67	138.6981	13.85596	1081.165	20578.87	120.0217	23.95643	702.6127
15	29038.49	142.5726	14.24302	1139.301	21470.7	122.5948	24.47002	728.3952
16	30636	146.4418	14.62955	1197.358	22380.58	125.1655	24.98314	754.1534
17	32274.15	150.306	15.01559	1255.341	23308.49	127.7339	25.49578	779.8882
18	33952.89	154.1656	15.40116	1313.254	24254.41	130.3	26.00798	805.6006
19	35672.17	158.0206	15.78628	1371.099	25218.33	132.8639	26.51975	831.2915
20	37431.94	161.8714	16.17097	1428.88	26200.23	135.4259	27.03111	856.9616

この分析では、環境対策支出を上回るエコファンドによる資本の流入が見込まれない可能性を考慮して  $k = 0.8$  という値をとった。企業 A の資本量の変化は  $K_{at}$ 、生産量の変化は  $X_{at}$ 、汚染量の変化は  $Z_{at}$ 、利益の変化は  $\pi_{at}$  の列に示されている。企業 B に関しても同様に表されている。

この結果を見てみると、短期的（2～3年間）には、環境対策支出の多い企業 A よりも企業 B のほうが利潤が高いが、10年～20年という長期的なスパンを考えれば、企業 A のほうが資本量や利潤の増加の割合が大きいということが読み取れる。なお、 $k$  の値を大きくすればするほど、この差はさらに顕著にあらわれた。

この結果について、今度は投資家の立場から考えてみたい。(4-4)式に基づき、企業 A に投資した場合と、企業 B に投資した場合の投資の現在価値をそれぞれ求めてみる。ちなみに、割引率を 0.05、配当性向を 0.3 として計算した。

a)3 年間投資した場合

企業 A へ投資・・・304.8955

企業 B へ投資・・・318.6005

b)10 年間投資した場合

企業 A へ投資・・・1294.346

企業 B へ投資・・・1092.691

c)20 年間投資した場合

企業 A へ投資・・・2922.329

企業 B へ投資・・・2132.064

この場合でも、やはり短期的には企業 B への投資が有効であるが、長期的に見ると企業 A への投資のほうが投資家にとって現在価値が高いということが分かった。これより、投資家は、環境に積極的に取り組む企業 A に投資を行うインセンティブが発生する。

これらの結果は、これまで述べてきた SRI 本来の意義である「優良な企業を支援し、長期投資する」という観点から考えてみても、エコファンドの有効性を示す一つの根拠となり得るのではないだろうか。

さらに今度は、企業の利潤を最大化する環境支出額について考えてみたい。現在の環境支出額を  $A_t = 500$  と設定し、以下のワークシート 2 を用意した。そして、目的セルを全純利益の現在価値 (PVNB) とし、これを最大化させるよう環境支出額  $A_t$  を変化させた。その結果は、次のワークシート 3 のようになった。最適な環境支出水準は、每期  $A_t = 500$  の水準で支出していた場合より上昇し、全純利益の現在価値も、8191.302 から 10248.94 へと上昇した。また、0 期から 20 期までの総汚染量は、487.2303 から 291.7988 へと減少



した。

また、エコファンドの効力を示す  $k$  の値を 0.8 から 1.2 へと上昇させると、最適な環境支出水準はさらに上昇した。その結果はワークシート 4 に示されている。

つまり、このシミュレーションの結果から、エコファンドの普及によって、企業は更なる環境への支出の増大へのインセンティブをもたらすことができ、環境支出額の大きい企業に投資することによって投資家にとっても大きな便益をもたらすことができると言うことが出来るだろう。

## ワークシート 2

企業						
Kt	10000					
=	1			L=	1	
=	100					
p=	100					
q=	0.7			=	50	
k=	1.2			c=	80	
t	Kt	Xt	Zt	t	At	PVNBt
0	10000	83.666	16.6998	338.33	500	338.33
1	10836.83	87.09639	17.38451	372.7024	500	354.9547
2	11697.72	90.48981	18.06184	406.7043	500	368.8928
3	12582.42	93.8493	18.7324	440.3662	500	380.4049
4	13490.67	97.17752	19.39671	473.7149	500	389.7264
5	14422.27	100.4768	20.05525	506.7737	500	397.0704
6	15377.01	103.7493	20.70844	539.5635	500	402.6306
7	16354.71	106.9967	21.35663	572.1028	500	406.5828
8	17355.18	110.2208	22.00016	604.4081	500	409.0872
9	18378.27	113.423	22.63933	636.4943	500	410.2899
10	19423.81	116.6048	23.2744	668.375	500	410.3243
11	20491.67	119.7672	23.90562	700.0621	500	409.3118
12	21581.72	122.9114	24.53321	731.5669	500	407.3638
13	22693.81	126.0384	25.15736	762.8994	500	404.5819
14	23827.84	129.1491	25.77826	794.0689	500	401.0587
15	24983.69	132.2444	26.39609	825.0837	500	396.8794
16	26161.25	135.3251	27.01099	855.9519	500	392.1214
17	27360.42	138.3918	27.62312	886.6804	500	386.8557
18	28581.09	141.4453	28.23259	917.276	500	381.1471
19	29823.19	144.4861	28.83954	947.7449	500	375.0548
20	31086.61	147.5148	29.44408	978.0927	500	368.6329
		SUM=	487.2303		PVNB=	8191.302

### ワークシート3

企業						
Kt	10000					
=	1			L=	1	
=	100					
p=	100					
q=	0.7			=	50	
k=	0.8			c=	80	
t	Kt	Xt	Zt	t	At	PVNBt
0	10000	83.666	10.22816	344.9155	816.9966	344.9155
1	10895.04	87.32999	10.59271	393.5293	823.4351	374.7899
2	11829.26	90.99714	10.95439	442.5321	829.6914	401.3897
3	12802.78	94.66756	11.31521	491.9508	835.6401	424.9656
4	13815.66	98.34105	11.67574	541.7657	841.2684	445.712
5	14867.91	102.0173	12.03612	591.9475	846.5934	463.8064
6	15959.55	105.6962	12.39651	642.4697	851.6285	479.4208
7	17090.58	109.3774	12.75724	693.3103	856.375	492.7227
8	18261	113.0606	13.11877	744.4502	860.8233	503.8732
9	19470.77	116.7456	13.48168	795.8709	864.9577	513.0254
10	20719.85	120.4321	13.84659	847.5526	868.7602	520.3238
11	22008.14	124.1197	14.21412	899.4739	872.2142	525.9037
12	23335.54	127.808	14.58487	951.6109	875.3054	529.8926
13	24701.92	131.4965	14.9594	1003.938	878.0228	532.4098
14	26107.09	135.1849	15.33826	1056.428	880.3576	533.5679
15	27550.88	138.8727	15.72198	1109.052	882.3026	533.4727
16	29033.06	142.5592	16.11111	1161.779	883.8508	532.2243
17	30553.38	146.2442	16.50623	1214.579	884.9941	529.9166
18	32111.58	149.927	16.908	1267.418	885.7225	526.6383
19	33707.35	153.6071	17.31716	1320.262	886.0226	522.4724
20	35340.35	157.284	17.73458	1373.073	885.8776	517.4968
		SUM=	291.7988		PVNB=	10248.94

### ワークシート4

企業						
Kt	10000					
=	1			L=	1	
=	100					
p=	100					
q=	0.7			=	50	
k=	1.2			c=	80	
t	Kt	Xt	Zt	t	At	PVNBt
0	10000	83.666	8.757166	281.0613	954.4004	281.0613
1	11342.02	89.1034	9.315637	360.7934	955.4928	343.6127
2	12741.17	94.4395	9.859326	438.954	956.8697	398.1442
3	14196.68	99.6879	10.3908	515.832	958.3858	445.595
4	15707.83	104.8593	10.91227	591.6428	959.9301	486.746
5	17273.89	109.9624	11.42565	666.5482	961.4169	522.258
6	18894.18	115.004	11.9326	740.6702	962.7803	552.6995
7	20567.98	119.9899	12.43459	814.1004	963.9691	578.566
8	22294.62	124.9249	12.93295	886.9076	964.9431	600.294
9	24073.38	129.8128	13.42887	959.1431	965.67	618.2722
10	25903.59	134.657	13.92347	1030.844	966.1223	632.849
11	27784.52	139.4603	14.41784	1102.038	966.2759	644.3386
12	29715.48	144.225	14.91301	1172.74	966.1082	653.0257
13	31695.73	148.9531	15.41004	1242.962	965.5976	659.169
14	33724.52	153.6462	15.90997	1312.703	964.7227	663.0043
15	35801.08	158.3059	16.4139	1381.96	963.4624	664.7466
16	37924.61	162.9332	16.92292	1450.722	961.7958	664.5924
17	40094.27	167.5291	17.43819	1518.97	959.7019	662.7214
18	42309.19	172.0943	17.96091	1586.68	957.1602	659.2981
19	44568.46	176.6293	18.49231	1653.821	954.1504	654.4731
20	46871.11	181.1347	19.0337	1720.356	950.6526	648.3842
		SUM=	292.2261		PVNB=	12033.85

## 終章

本論文の作成途中に、いわゆる「ライブドア事件」のニュースが舞い込んできた。ライブドア前社長らによる証券取引法違反事件である。事件の真相はともかく、この事件によってライブドア社の株価は急落し、「ライブドアショック」と呼ばれるほど株式市場全体においても大きな影響を与え、一時は日経平均株価が二日間で 900 円以上も下落する事態となった。今後、ライブドア社が消費者からの信頼回復を図るためには、早急にしっかりとしたコンプライアンス体制を築き、このような不祥事の再発防止のための対策を熟慮する必要があるだろう。

本論文では、社会的責任投資の普及によって、CSR をしっかりと行う企業を支援する体制が可能となるということを述べてきたが、現実においてはまだまだ以上の事件のような不祥事は後を絶たない。本論文中でも紹介したが、2005 年 10 月 13 日、慶應義塾大学経済学部「金融資産市場論」の講義において、株式会社インテグレックス代表取締役社長の秋山をね氏は「社会的責任投資は個人のリスクマネジメント」であるとおっしゃっていた。つまり、「投資」という行動を通じて CSR に対する意識の高い企業に働きかけを行うことによって、個人的な利益だけではなく、優良な企業の成長により未来のよりよい社会を創ることができるということである。本論文は主にエコファンドに注目してきたが、「環境」という側面から見てみても、この社会的責任投資という考え方が個人・企業の双方にとって意義のあるものであるということがわかった。

ひとつ強調しておきたいことは、本論文において述べてきた社会的責任投資は、優良な企業に長期投資することに本来の意義がある、ということである。いわゆるデイトレーダーやスウィングトレーダーなどによる株価の上下に敏感に反応し売買を繰り返すような「投機」目的のものとは少し意味の異なるものであるということに注意したい。

今後、日本において「投資」に対する人々の意識が高まり、社会的責任投資の考え方が広く普及することによって、未来の社会をよりよいものへと変わってゆくことを心から望んでいる。

最後に、本論文を書くにあたり、さまざまなアドバイスを下さった大沼あゆみ先生、および大沼あゆみ研究会の皆様深く感謝の意を申し上げたい。

## 参考文献

- 秋山をね 著『社会責任投資とは何か いい会社を長く応援するために』生産性出版 2003
- 金融機関の環境戦略研究会 編著『金融機関の環境戦略 SRI から排出権取引まで』金融財政事情研究会 2005
- 谷本寛治 編著『SRI 社会的責任投資入門 市場が企業に迫る新たな規律』日本経済新聞社 2003
- 山口光恒 著『地球環境問題と企業』岩波書店 2000
- P.K.ターナー/D.ピアス/I.ペイトマン 著 大沼あゆみ 訳『環境経済学入門』東洋経済新報社 2001
- 細田衛士『グズとバズの経済学 循環型社会の基本原則』東洋経済新報社 1999
- 柳瀬明彦 著『環境問題と経済成長理論』三菱経済研究所 2002
- 伊ヶ崎大理 著『地球環境と内生的経済成長』九州大学出版会 2004
- J.M.コンラッド 著 岡敏弘/中田実 訳『資源経済学』岩波書店 2002
- 櫻川昌哉 著『金融立国試論』光文社新書 2005

## 参考URL

- 社会的責任投資フォーラムHP <http://www.sifjapan.org/>
- CSRアーカイブスHP <http://www.csrjapan.jp/index.html>
- 環境省HP <http://www.env.go.jp/>
- 社会的責任投資における日米英3か国比較調査報告書（環境省 平成15年6月）  
[http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep\\_h1506/all.pdf](http://www.env.go.jp/policy/kinyu/rep_h1506/all.pdf)
- [http://www.mitsuitrust-fg.co.jp/invest/pdf/repo307\\_2.pdf](http://www.mitsuitrust-fg.co.jp/invest/pdf/repo307_2.pdf)
- 株式会社インテグレックスHP <http://www.integrex.jp/>
- <http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20050324-2/01.pdf>
- 経済レポート専門ニュース <http://www3.keizaireport.com/sp/socialinvestment.cfm>
- YOMIURI ONLINE [http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/f\\_info/fi040813.htm](http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/f_info/fi040813.htm)
- 大和証券グループ本社HP <http://www.daiwa.jp/index.cfm>
- 投資信託協会HP <http://www.toushin.or.jp/>
- KLD社HP <http://www.kld.com/>
- バルディーズ研究会HP <http://www.geocities.jp/baruken2/>