

美しい国、日本をつくろう
~ SRI の発展とエコファンドの普及に向けて ~

慶応義塾大学経済学部
4年11組
20307114
加藤祐一

夢とは

ただ夢見るものではなく

ただ語り合うものだけでもない

夢とは

夢を叶えようとするその人の心意気だ

松本幸四郎

目次

序章	4
第1章 CSRについて	5
1.1 CSRとは	
1.2 日本におけるCSR活動活発化の背景	
第2章 SRIについて	8
2.1 SRIとは	
2.2 SRIの投資方法	
2.3 SRIの歴史	
2.3.1 アメリカにおけるSRIの歴史	
2.3.2 日本におけるSRIの歴史	
2.4 SRIの背景	
2.5 SRIの意義	
第3章 エコファンドについて	16
3.1 エコファンドとは	
3.2 エコファンドのメリット	
3.3 投資家、企業、エコファンドの関連性	
3.4 エコファンドの意義	
第4章 SRIの現状	19
4.1 SRIの現状（日本）	
4.2 日本におけるSRIの現状～純資産残高と商品本数の推移～	
4.3 SRIの現状（米国）	
4.4 SRIに関する日米比較	
4.5 エコファンドの不振の原因	
第5章 モデル分析とエコファンドの普及可能性	27
終章	40
参考文献・参考URL	41

序章

近年、テレビや新聞を通して「企業の社会的責任」という言葉をよく聞くようになった。その言葉を聞くのは決まって企業の不祥事のニュースの時である。生命保険会社・損害保険会社による保険金不払い問題などは記憶に新しい。本論文を書いている最中には日興コーディアル証券の利益水増しによる有価証券報告書の虚偽記載という事件も起こった。過去にはライブドアによる証券取引法違反や粉飾決済、村上ファンドによるインサイダー取引疑惑など、金融に関する企業の不祥事は後を絶たない。金融だけに限らず、大々的なニュースになったものとしては三菱自動車工業のリコール隠し、雪印食品の牛肉に関する虚偽記載など、ニュースにならないものも例に挙げたらきりが無い。

そんな中、企業は「自社が社会的責任を果たしている。」ということアピールする大切さを理解してきた。今まで社会的責任として認識されていたメセナ活動などは無駄使いと考えられてきたが、CSR を果たすことは会社の持続的発展のための重要なコストと捉えるようになってきた。企業が市場から資金調達をするために必要な要素として考えるようになったのである。逆に言えば、CSR がしっかりしていない企業は持続的発展を望めない状況になってきたとも言える。

以上のことを背景に、企業は「環境保全」をキーワードにして CSR 活動に乗り出した。メーカーはエコ商品を作り、金融業界も環境保全のための寄付や活動をアピールしている。自社の製品がどれだけ環境に優しいかをうたった CM をテレビで見ないことはない。それだけ日本人にとって環境保全というのは CSR として重要な位置にあるということだ。

優良企業が増えることは、日本が良くなることにつながる。そのツールとして存在するのが本論分で扱う SRI であり、中でも環境にスポットをあてたのがエコファンドなのである。SRI にエコファンド、日本ではあまり耳にしない言葉であるが、これからの日本をより良くするために必要なものである、と私は思っている。SRI とエコファンドの存在を知った時、何て素晴らしい仕組みなんだと感じた。本論文を通して、その素晴らしさを証明することができ、かつ日本において浸透してくれれば幸いである。

この序章で CSR、SRI、エコファンドという言葉を使ったが、その詳細を分かる人はなかなかいないと思う。第1章、第2章、第3章ではそれらの概要を説明し、第4章で SRI の現状を紹介する。そこから日本の問題点や課題を見つけ、第5章ではモデル分析を用いて日本で普及させるための方法を紐といていく。

第1章 CSR について

1.1 CSR とは

近年、CSR (Corporate Social Responsibility の略：企業の社会的責任) という言葉は日本にかなり浸透してきており、現に企業の CSR 活動はどんどん活発化してきている。

本論文のメインであるエコファンドを解説するにあたり、この CSR と SRI (Socially responsible investment の略：社会的責任投資) の説明は欠かすことが出来ない。この第1章では CSR についての概要を述べる。

「企業の社会的責任 (CSR)」

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 (利害関係者：株主、投資家、従業員、取引先、消費者、地域社会、国際社会) に対し責任ある行動を取るという考え方。

このような CSR 活動の活発化の背景として

- (1) ステークホルダーとの安定的な関係が崩壊
- (2) 企業不祥事の連
- (3) 国際的な企画化の流れ

以上の3つが考えられる。次に CSR 活動の活発化の背景について詳しく見ていく。

1.2 日本における CSR 活動活発化の背景

ステークホルダーとの安定的な関係の崩壊

従来の日本型の経営システムにおいては、企業と従業員、企業と取引先などの企業間関係、企業と銀行 (メインバンク) の関係は長期的かつ安定的なものであった。長期にわたる安定的な関係を維持することで従業員は長期安定雇用 (終身雇用) を保証され、また、企業は安心出来る取引先を確保することができた。

しかし、現在ではこうした安定的な関係が大きく損なわれてきている。以下の“企業とステークホルダーの関係性”という図を見て頂ければもっと理解が深まると思う。

企業とステークホルダーの関係性



出典：CSR Archives

・企業と従業員の関係

バブル崩壊後は長期不況によって企業は相次ぐリストラを余儀なくされて企業と従業員の従来への関係は損なわれた。また、従業員側からは内部告発という形で企業の不正を公にする動きが活発化しており、企業と従業員が運命共同体な関係を保つ終身雇用が崩壊した現在では、企業と従業員への関係はドライになってきているとも言える。

・企業と取引先、企業間への関係

安定的な企業間関係については信頼性を確保出来るというメリットは大きかったが、その一方では高コストに陥りやすいというデメリットを抱えていた。このため、不況が長期化する中で従来からの取引先であっても厳しい選別に直面することになった。これに対し、取引先も選別されるばかりの存在ではなく、相手の不正告発するようなものも現れてきた。

・企業と銀行（メインバンク）への関係

資金調達面において大企業を中心に銀行借入れに代わって資本市場からの調達が増え、企業の資本市場に対する説明責任が増すようになった。従来は極端に言えば、銀行の担当者さえ納得させれば資金調達出来たが、現在では資本市場からの資金調達を円滑に行うために、投資家に十分な情報開示を行い納得してもらうことが必要になった。投資家を裏切るような行為を行えば、一気に株を売り浴びさせられ、経営危機に陥ると自体もしばしばみられるようになってきた。

以上、3つの様な面での環境変化に伴い、ステークホルダーとの関係をすべての面で見直しを余儀なくされたというのが、近年の日本企業が直面した状況である。こういった環境変化によって、これまでは容易に明るみに出なかったような企業の不正や不法行為も白日の下にさらされるようになり、これによって少なからぬ企業が出直しを余儀なくされたことも、企業の危機感を高めたと言える。

こうした中で企業は、従来は黙っていても予定調和的に安定的な関係になっていたステークホルダーとの関係をいかにして再構築するかという課題に取り組まざるを得なくなった。その際に出てきた考え方は、極めて当たり前のことではあるが、企業が実際にとる行動によって、ステークホルダーの信頼を積極的に取り戻していくということであった。こうした考え方の変化が現在のCSR活動活発化の根底にあるとみることが出来る。

企業不祥事の連発

近年、様々な形で企業の不祥事が明るみに出た。以下がその例である。

・三菱自動車工業（2000年6月頃）

旧運輸省の立ち入り検査時において、クレーム情報について報告洩れがあり、結果的にリコール届出が遅れたこと。また、リコール届出がなされないまま回収・修理が実施（リコール隠し）されたことが判明

・雪印食品（2002年1月）

BSE 保管対策事業に申請した牛肉について、同社の関西ミートセンターで虚偽の原産地表示等を行った疑いがあることが発覚。

牛、豚肉の原産国や産地表示を偽って消費者に販売。

・東京電力（2002年9月）

自主点検作業において、ひび割れやその兆候などの発見、修理作業等についての不正な記載等が行われていた疑いがあることが判明。

上記の例は少し前の話ではあるが、非常に鮮明に記憶に残っているのではないだろうか？現在、三菱自動車工業はイメージアップのためにCM等で自社の車の安全性をアピールするのにやっきになっているし、雪印乳業においては会社名まで変わってしまった。いずれも内部告発という形で行政機関に報告された。ここからも で述べた「ステーキホルダーとの安定的な関係の崩壊」が分かると思う。

現在公判中ではあるが、最近ではライブドアによる粉飾決済や村上ファンドによるインサイダー取引疑惑など、企業の不祥事はどんどん明るみに出てきており、この流れはとうぶんとまりそうにない。

国際的な企画化の流れ

、に加え、近年は世界的みてもCSR活動の重要性が認識されるようになり、CSRを果たさなければ投資家からも投資を受けられず、場合によっては取引からも排除されてしまいかねない状況になってきた。

このほかに04年6月にはISO（国際標準化機構）の場で、CSRの規格（第三者認証を目的としないガイドライン）を策定することが決定され、規格化への対応という面でも、日本企業にとってCSRへの取り組みが重要な課題として浮上してきた。

以上のように、日本企業は国内における大きな環境変化と、国際的な潮流を受ける形でCSRへの取り組みを余儀なくされ、急速な対応を迫られている。

第1章ではSRIを理解する上で大切なCSRに関する概要、そして現在日本企業がCSR活動にやっきになっている背景について説明した。このCSR活動活発化の動きは、一過性のものではなく、これからの日本企業・日本社会の発展にとって大切なものであることが分かっていただけだと思う。

第2章、第3章とSRIとエコファンドという本論文の確信的な部分に入っていくが、今説明したCSRはこれらに密接に絡み合っているのである。

第2章 SRIについて

2.1 SRIとは

この章ではSRIについて詳しく見ていく。その中でアメリカの事例を紹介する。

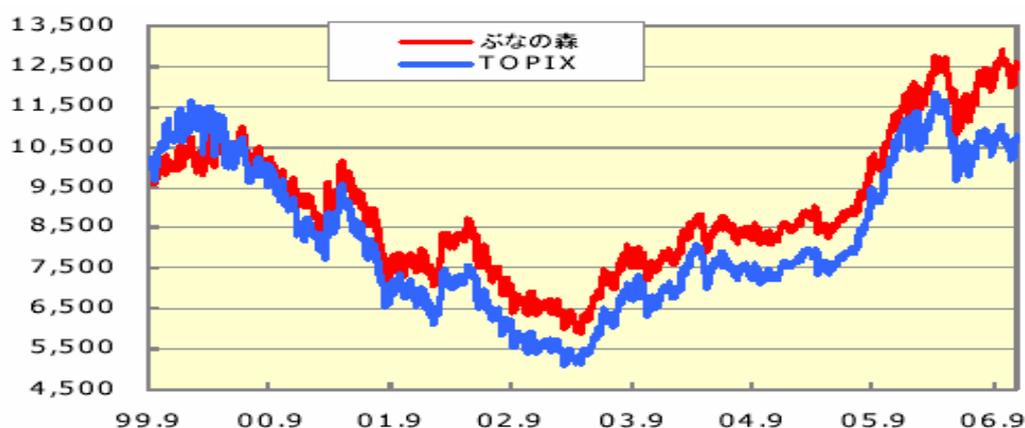
「社会的責任投資（SRI）」

従来の財務分析（収益性、成長性、安定性、キャッシュフローなど）による投資基準に加え、社会・倫理・環境といった点などにおいて社会的責任を果たしているかどうかを投資基準にして投資行動をとること。“SRIはCSRを考慮して投資する”ということである。

SRIの中でも、SRI投資信託は「社会的責任に積極的に取り組む企業は社会的信用力が高まると同時に、リスク管理能力が高いと見なされることで、投資されやすく中長期的に高い業績（パフォーマンス）を達成する」という考えに基づいている。

その事実を表しているのが図1である。

図1（「ぶなの森」月次レポートより抜粋）



上図は損保ジャパン・アセットマネジメントのエコファンド「ぶなの森」の基準価格とTOPIX（補足1：別紙に掲載）の推移である。2000年からのパフォーマンスを見る限り、基準価格がTOPIXを上回っていることがわかる。TOPIXを上回るということは『平均以上の実績を残せている＝高い業績を残せている』ということであるので、先ほど述べた考えを表しているということになる。このぶなの森のポートフォリオ（分散投資）に組み入れられている企業としては、キャノンやイトーヨーカ堂（運用報告書より抜粋）といった、環境という観点に加えて高成長が予想される企業が名を連ねており、これは先ほど言った「環境対策を行っている企業は優良銘柄が多い」という事実を表していると言える。

つまり、SRI投資信託に投資した場合、通常の投資信託よりも高い収益・高い配当を得ることが出来るということである。また、社会的責任を果たしている企業に投資するわけだから、社会に対しても良い結果につながる。

< 補足 1 > TOPIX (東証株価指数) とは

東証第 1 部上場の全銘柄の時価総額を指数化したもの。Tokyo Stock Price Index の略称。

東京証券取引所が 1969 年 7 月 1 日から発表しており、銘柄ごとの株価に上場株式数を加味した全銘柄の株価の時価総額を、基準時である 68 年 1 月 4 日の時価総額で割って算出します。新規上場、増資などの上場株式数の変化に応じて基準の時価総額を修正することにより、指数に連続性を持たせるようにしている。この指数は上場株式の資産価値の変化がダイレクトに反映される為、東京株式市場全体の動きが的確にわかる。

まずは SRI の概要について分かって頂けたらどうか？ SRI は「社会的に責任を果たしている企業に投資する」という意味であるが、ただそれだけではない。もっと深い意味を持った投資手段である。この章では SRI の全体像は勿論だが、“ SRI の意義 ” というところにも重点をおきたい。

次に SRI がどのように行われているのか、SRI の投資方法について述べる。

2.2 SRI の投資方法

SRI の投資方法は以下の 3 つのように分けることが出来る。

ソーシャル・スクリーン

- (1) ネガティブ・スクリーン
- (2) ポジティブ・スクリーン

株主行動

- (1) 対決型株主行動
- (2) 対話型株主行動

ソーシャル・インベストメント/ファイナンス

- (1) 地域開発投資
- (2) 社会開発投資
- (3) 社会に責任ある公共投資/開発投資

ソーシャル・スクリーン (銘柄選択)

投資家が企業の発行する株式や債券などへ投資するにあたって、企業を財務的指標などの経済的な側面からだけではなく、その事業内容や事業活動のプロセスにおいて社会や環境に対して行う配慮といった側面からも評価して投資先を決定すること。

このソーシャル・スクリーンは以下の 2 つに分類することが出来る。

(1) ネガティブ・スクリーン

社会的批判の多い産業に関連する事業を行っている企業を投資対象から除外するというもの。例：軍事、原子力、タバコ、アルコール、などが一般的。

(2) ポジティブ・スクリーン

企業の事業内容や事業活動のプロセスにおいて行う社会や環境に対する配慮を評価し、社会的責任を果たしていると思われる企業を積極的に投資対象に含めていくというもの。

<補足2> 起用は投資する側の多彩な評価基準に基づいて評価されるが、用いられる評価基準は統一したものではない。SRIにおいて評価対象とされる領域や基準は各投資主体によって異なっており、また、その評価基準は時代によって変化するものである。

株主行動

株主の立場から企業と積極的にかかわり、その経営や方針、システムに影響を与えようとする。株主総会での株主提案や議決権行使の他、経営陣との日常的な対話なども含めて捉えることができる。そこでは、CSRにかかわる様々な問題に関する企業の対応策にすいて問われる。

(1) 対決型株主行動

株主総会などにおいて、企業に社会的責任を求める株主提案を行うなど、経営陣とは対決的なもの。しかし、こうした提案した議案が可決される可能性は少ない。このような株主行動は、必ずしも議案の可決自体が目的ではなく、そのような行動を通して経営陣に当該問題の存在を認識させ、何らかの対策を促すことや、その問題についての社会の関心を高めることなどに狙いがある。

(2) 対話型株主行動

大株主である期間投資家が中長期的に株式を保有し運用するようになり、企業との対話を通して継続的な関係を構築し、企業経営の改善を働きかけ、積極的な提案・議論を通して企業経営に影響を与えようとする株主行動である。

ソーシャル・インベストメント/ファイナンス

(1) 地域開発投資

荒廃、衰退した地域の経済的開発の支援を目的に行われる投資。具体的には大都市のインナーシティにおいて、低所得者やマイノリティなどを対象に、定額の住宅供給や起業などを支援する活動。

(2) 社会開発投資

自然エネルギーの開発やフェア・トレードなどの社氣的事業を行う事業体に対する融資や投資と、総括して捉えられる。

(3) 社会に責任ある公共投資/開発投資

政府が公共投資を行うにあたって、その公共投資が社会や環境に与える影響を配慮することや、公共事業の入札において入札参加企業の社会的責任への取り組みをその評価の基準のひとつとして組み込ませること。

以上が SRI の投資手段である。日本で行われている SRI はほぼソーシャル・スクリーンと株主行動とに絞られる。本論文ではソーシャル・スクリーンによる SRI に焦点をあてる。

投資手段の次に SRI の歴史を見ていきたい。ここではアメリカの歴史も紹介する。アメリカ・日本において SRI がどのように生まれ、発展してきたのかを見ていきたい。

2.3 SRI の歴史

2.3.1 アメリカにおける SRI の歴史

アメリカは SRI の先駆者であり、巨大な SRI 市場を持つ国である。そんな国がどのように生まれたかを見ていきたい。

1920 年代 「SRI の萌芽期」～宗教的倫理観に基づく協会資金の運用～

キリスト教のいくつかの宗派においては、その協会資金の運用にあたってアルコール、タバコ、ギャンブルなどの産業に関連する企業を投資対象から除外していた。これは教義ある平和主義、禁酒、禁煙という立場から、これらの産業に関連する企業への投資によって収益を得ることは教義に反する、非論理的な行為であると考えられていたからである。

SRI の起源は、こういった宗教的倫理観に基づく教会資金の運用にあり、それはネガティブ・スクリーンという形ではじまった。

*しかし、この時期の SRI は投資主体が宗教団体のみであり、また、その問題領域も投資主体であり宗教団体自身の倫理観に基づいたものに限定されていた。ここでは、SRI のパフォーマンスについて議論されることも、SRI が企業の社会的責任を問う手段として認識されることもほとんどなかった。

1970 年代前半 「SRI の現代的起源」

社会運動家や団体、大学などの機関が、企業に社会的責任を求めるひとつの手段として SRI を活用するようになる。戦争に関わっている企業や CSR を果たしていない企業に対して株主行動を行い、そういった企業を除外する SRI 投資信託が登場する。

このような動きは、当時のアメリカにおいて盛り上がりを見せていた公民権運動、ベトナム反戦運動、カウンターカルチャー運動、自然環境保護運動などを背景とし、大きな経済的影響力をもつに至った当時の企業のあり方やその根底にある企業社会の価値観を問い直すという形で展開された。

1970 年代 SRI 投資信託の登場

投資信託のポートフォリオに組み込む銘柄の選定にあたって、ソーシャル・スクリーンを行う SRI 型のファンドは小口の資金しか持たない個人投資家が、自分の社会的関心・価値と投資を結びつけるための新しい可能性を提供する手段として登場し、少しずつ広がり始めた。

1971年 SRI投資信託パックス・ワールド・ファンド発売

すべての投資対象についてソーシャル・スクリーンを行う初のSRI投資信託。このファンドの発売以降、いくつかのSRI投資信託が相次いで発売されている。

ここで重要なことは、このようなSRI投資信託がネガティブ・スクリーンだけではなく、ポジティブ・スクリーンも行っていったことである。パックス・ワールド・ファンドは軍事、タバコ、ギャンブルに関連する企業をポートフォリオから除外するのに加えて、構成な雇用慣行をもち、公害防止対策を行っている非軍事関連の企業を積極的にポートフォリオに組み入れていった。

その背景には、企業の社会的責任として議論される問題領域が広がっていったことが挙げられる。つまり、構成かつ平等な労働慣行や環境問題への取り組みなど、単純に良いか悪いかではなく、その取り組み方を判断しなければならない問題群が登場してきたのである。

* 以上のように株主行動が積極的に行われたり、SRI投資信託が登場してきたりしたことによって、SRIは現在へとつながる潮流となっていくが、この当時のSRIを担っていたのは一部の社会運動家や宗教団体であり、また、財務的パフォーマンスについて議論されることは、それ以前と同様にあまりなかった。

1970年代～90年代はじめ 南アフリカ問題

この頃、SRIにおいて最大の関心事項であり続けたのが南アフリカ共和国のアパルトヘイト問題であった。この南アフリカ問題が企業の社会的責任との関連ではじめて議論されたのは70年GM (General Motors Corporation) の株主総会においてであった。

70年代から80年代前半までは、起用に南アフリカからの撤退を求める運動と同時に、南アフリカでの操業は認めた上で、黒人などの差別的な境遇に置かれていた人々に対して公正かつ平等な処遇を求める運動もあった。

1977年 サリバン原則

南アフリカでの操業を行う企業が最低限遵守すべき原則としてその当時注目を集めた。そして企業は労働組合、市民権運動の団体、教会団体によって厳しくモニタリングされた。

1980年代 南アフリカで操業している企業を投資対象から外すSRI投資信託発売

南アフリカへの批判が企業の操業自体を認めないというようにより厳しくなっていく時代を背景にカルバートが発売。

1986年 包括的アパルトヘイト法

南アフリカへの新規の投資などを禁じるもの。これによりSRIの資産規模も急速に増加。

1990年代 SRIの発展

アメリカにおける資産総額は急速な伸びを示す。南アフリカ問題が一応の解決をみた後もCSRの高まりを受け、意識の高い個人投資家が増加し、さらに、年金基金を中心とする機関投資家がソーシャル・スクリーンを取り入れたことにより、その総額が大きく伸びていくことになる。

2.3.2 日本におけるSRIの歴史

1989年 「脱原発・東電株主運動」

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を理念に掲げた株主運動。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案の提案を行っている。

1994年 「未来バンク事業組合」

市民の手による融資制度。これは環境保全、有機農業、自然食品、福祉作業所など、より良い未来の構築に資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。2002年で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。

1994年 バルディース研究会が「グリーンポートフォリオのすすめ」を発表

日本ではじ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。この調査では東証上場企業のうち大手3社、合計233社を対象とした。当時、環境報告書を発行する企業はわずかであり、その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。情報開示度がまだ極めて不十分な中で、本格的なSRI調査を試みたことは評価しうる。

この評価結果と財務結果と財務評価を組み合わせる銘柄を選定し、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て、88年から93年までの5年間のパフォーマンスのシュミ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。

1996年 ISO14001の発効

これにより、事業会社によるISO14001の認証取得、環境報告書の発行がブームとなり、企業の発信する環境情報の量も飛躍的に拡大。

1998年 「金融と環境を考える会」発足

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系のシンクタンク、研究者、日本開発銀行（当時）などの金融機関の融資による勉強会「金融と環境を考える会」が発足。

1999年 金融と環境を考える会が「金融と環境 新たな企業評価軸を探る」を公表
環境経営の評価手段に関する調査報告書。

1999年 「日興エコファンド」の登場
評価の視点を環境問題に絞り込んでいたが、日本で最初の社会的スクリーンをも
った投資信託が登場。

2000年 「あすのはね」の登場
評価項目を環境問題だけでなく、消費者対応、雇用、社会貢献も項目に含めた初
の本格的なSRIの投資信託。

1999年に日本初の社会的スクリーンをもった投資信託が登場したが、日本のSRIファン
ドの特徴は、環境面への配慮企業の選別からスタートしたことである。個人投資家はそれ
まで企業活動が引き起こした環境汚染に対して対抗すべき手段を見出せなかったが、環境
面に配慮したファンドの登場によって意思表示手段を得ることが出来た。

以上が日本・アメリカにおけるSRIの歴史である。日本とアメリカとではSRI確立にむ
けての歴史的背景の重みが全く違うことがわかっていただけたと思う。

では、SRIの歴史をもとにSRIが環境や社会的側面の情報を必要とする背景について考
え、なぜSRIにおいては財務情報だけでは判断材料として充分でないのか？という点につ
いて掘り下げていきたい。そこから“SRIの意義”が見えてくるはずである。

2.4 SRIの背景

(1) 倫理

宗教的信条や個人の価値観などから社会的に望ましくない投資家が考える特定の企業
や業種を投資対象から排除する、あるいは、積極的に投資するという考え方。

(2) 社会運動

企業に働きかける社会運動のひとつの形態として、株式の支配証券の側面に注目し、株
主としてのガバナンスの観点から企業に影響力を行使する。

(3) 企業価値評価

相次ぐ企業不祥事などから、CSRの取り組みが企業価値に影響を与える事例が増加する
とともに、社会的側面の評価が企業価値判断に不可欠という認識。

(4) CSR推進の手段

EUでは、EU域内の企業戦略としてCSRを推進しているが、CSRを促進する手段とし
てCSRを投資評価に組み入れたSRIを推進する立場。

歴史的には1・2の投資家がSRIを支えてきた投資家だが、90年代後半以降のSRI市場拡大の要因は3と考える投資家が増えた事である。なぜなら、CSRが企業価値に影響を与えろという考え方は宗教や社会運動とは関係なく一般の投資家にも受け入れられやすい為である。1・2・4は世の中を良き方向へ変革したい、という社会的価値観が土台にあるのに対して、3は単に投資リターンを高める為に、という違いがある。

では、SRIの意義とは何なのであろうか？今まで見てきた歴史や背景をふまえ、投資信託に絡む、投資家（個人、機関）・企業・金融機関（投資信託）、3者の立場に立ってSRIの意義について考えてみたい。

2.5 SRIの意義

（1）投資家にとっての意義

これまで一個人投資家が企業に対して行う抗議や行動は影響力が限定的だったが、SRIは一個人投資家でも投資可能であり、企業の資金調達に関係するため影響力は比較にならないほど大きい。二度と過ちを企業に繰り返させるな、という思いからCSRを促す作用を持つSRIを行う動機は一般消費者に対しても十分にあり、これからのSRI発展への可能性を握っている。

（2）企業にとっての意義

SRIの投資対象に選ばれた企業は一種の安定株主を得る形となり、資金調達が安定する。また自らの経営戦略を評価されブランド力が向上、株価も安定する。反対に、選ばれない企業は経営戦略の見直しを迫られ、財務評価だけでみた株価にも影響しかねない。

（3）金融機関にとっての意義

金融機関も本業を通じた環境への取組みが可能であることを実証

SRIの概要・歴史・背景を通じてSRIの意義が理解できたと思う。第2章では“SRIの意義”を章の重要項目としてみてきた。SRIは社会的責任投資というだけあって、社会をよりよくするためのツールの一つとして存在しており、それがSRIの意義である。通常の投資信託は個人の利益のために存在するため社会のことを顧みない、しかしSRIは個人のためなのは勿論のことだが、社会のためにも存在しているのである。

次の章からエコファンドについて説明する。ここでの目標は、第2章と同じく、エコファンドの概要を通してエコファンドの意義を考えることである。

第3章 エコファンドについて

3.1 エコファンドとは

「エコファンド」

SRI の一つ。環境対策に積極的に取り組み、または自らエコビジネスを展開する環境関連優良企業（エコ・エクセレントカンパニー）を対象として、従来の投資基準（収益性や成長性、キャッシュフローなど）だけでなく、そうした環境への取り組みも考慮して企業の銘柄の株を買う投資信託のこと。

<補足3> 環境問題への取り組みを投資尺度に加えるというのは、決して土壌汚染や水質汚染を改善する機会や設備を製造している会社だけをポートフォリオに組み入れるということではない。つまり、投資対象となる企業の本業が環境ビジネスである必要はなく、企業として様々な側面から環境問題に積極的に取り組んでいる企業を選別するということである。もちろん、個別のファンドが設定している銘柄選定基準にそっていれば、直接的に環境ビジネスを展開している企業ポートフォリオに組み込まれることもある。

エコファンドについて理解出来たであろうか？ 極論を言ってしまうと、エコファンドがどんどん浸透していけば環境対策に取り組んでない企業、環境に対して悪い存在である企業が淘汰され、環境に優しい企業が生き残っていくのである。その結果として、地球の環境は改善されていくのである。

では、エコファンドに投資することにはどのようなメリットがあるのだろうか？

3.2 エコファンドのメリット

先程 SRI を説明した際に SRI ファンドが高いパフォーマンスを残せるという考えに基づいていると書いたが、エコファンドにもそのような仮定となる考え方がる。

環境対策で先進的な企業は、一般的に全体の経営がより高いレベルにある。

環境規制の強まる時代のトップリーダーになる可能性がある。

以上の2つのような考え方のもとにエコファンドは成り立っている。

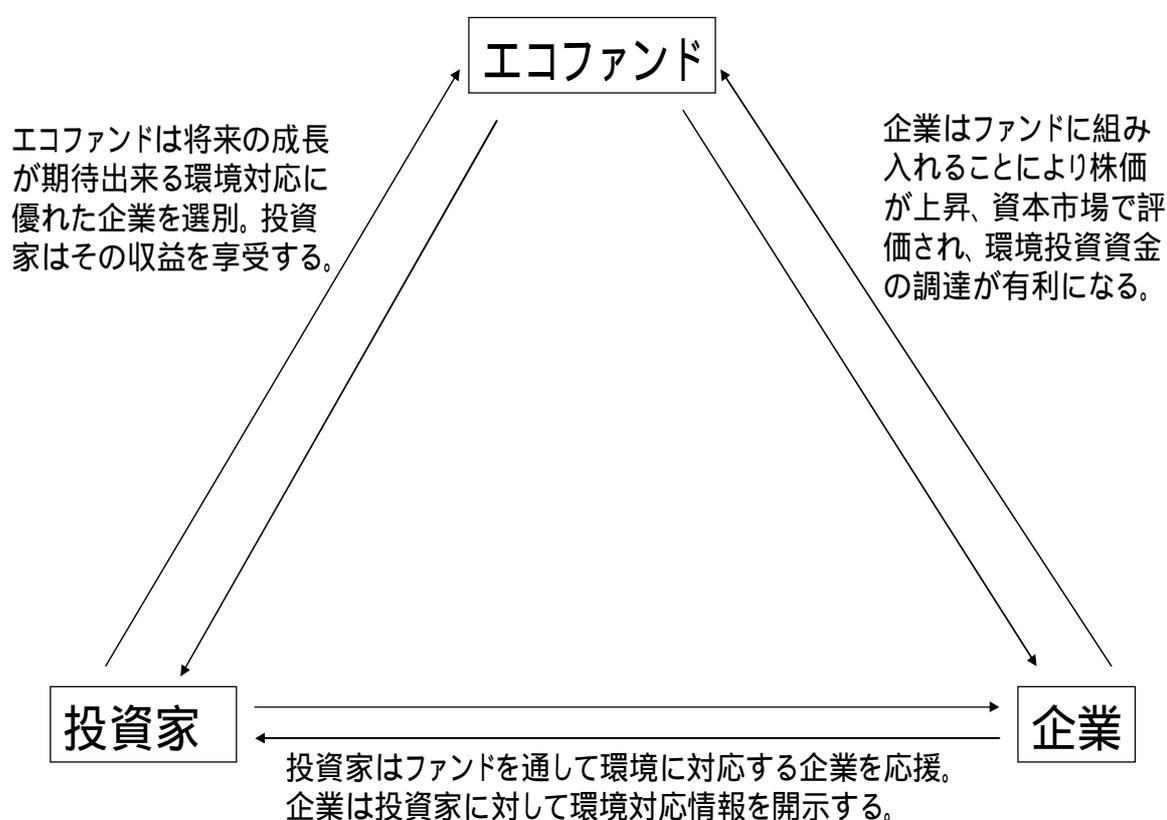
現に今あるエコファンドにほぼ共通している銘柄には環境対策で先行するトヨタ自動車（ハイブリッド車）やソニー（全工場・事業所での ISO14001 認証取得）、富士通（環境コスト・効果を明記し、第三者機関によって認証を受ける環境会計を出している）、リコー（日経の「環境経営度指標ランキング」で3年連続1位に輝いた）などがある。いずれも本業においても結果を残している企業である。

つまり、エコファンドに投資をすれば SRI と同様、通常の投資信託よりも高い収益・高い配当を得ることができ、かつ環境も改善されるわけである。

エコファンドは存在すればいいという訳ではない。エコファンド(金融機関)・投資家(個人・機関)・企業、この三者によって成り立っている。その3者がどのような関連性を持っているかを次項目の図2として載せた。これから問題点や原因などを考えていく際の土台となるものである。そこから“エコファンドの意義”について考えていきたい。

3.3 投資家、企業、エコファンドの関連性

図2：エコファンドをとりまく三者の関連性



以上の様にエコファンドはエコファンド(金融機関)・投資家(個人・機関)・企業とで成り立っている。その各々においてのエコファンドの意義について考えていきたい。

2.9 エコファンドの意義

(1) 投資家にとっての意義

環境問題に関心がある投資家（グリーンインベスター）の顕在化。かつ、SRI の普及により新たなグリーンインベスターの登場が予想される。

(2) 企業にとっての意義

環境への取り組みが企業評価の基準の一つとなることを認識。

(3) 金融機関にとっての意義

金融機関も本業を通じた環境への取組みが可能であることを実証された。

ということが言えるのではないだろうか。

第3章では“エコファンドの意義”をみてきた。エコファンドがただ「環境に優しい会社に投資する」というだけではなく、そのエコファンドを通して社会全体を良く出来るんだということが確認できたと思う。第2・3章で述べたSRIとエコファンドの意義を通してSRIとエコファンドの必要性を感じる事が出来たのではないだろうか？ではそのSRIとエコファンドの現状はどうなっているのだろうか？第4章ではその現状について述べる。第4章においてもアメリカの事例を紹介し、日本と比較していく。

第4章：SRIの現状

第2・3章ではSRIの歴史やその背景を通してSRI、エコファンドの意義について考えた。この第4章ではSRIの現状についてもっと具体的に踏み込んでいく。

4.1 SRIの現状（日本）

まず、SRI投資信託の商品を見ていただきたい（表1）。

設定年月日、運用会社、ファンドの愛称、ファンドの形式、社会環境スクリーニング（評価基準）について書いてあるが、特に社会環境スクリーニングの欄に注目して頂きたい。

現在のSRI投資信託商品は26種（ファンド形式については補足4に詳細あり）

- ・国内型20種（その中でスクリーニングに環境が含まれているものは15種）
- ・国際型6種（その中でスクリーニングに環境が含まれているものは4種）

ここからも分かるように、SRI投資信託のほとんどのスクリーニングに環境という項目が含まれている（詳細は表1。分かりやすくするために社会環境・スクリーニングの項目において“環境”が評価項目に入っている箇所をあえて太文字にした。）純粋なエコファンドと言えるのは9本だが、他のスクリーニング項目を含む商品のポートフォリオを見るとやはり環境対策で先行している企業が多いことから、エコファンドの要素を十分に含んでいると言える。この環境項目の多さは日本人の性格を表しており、日本人投資家が企業や商品を選ぶ時の関心事項がその企業が環境に優しいことをしているのか？その企業の商品は安全なのか？というこの2つのことを重要視しているからと言える。

メーカーのテレビCMなどを見ると、ほとんどの商品がいかに環境に優しいか、ECO商品か、といった環境面でのアピールをしたCMが多いのはそのためだ。一方、欧米の投資家の関心事項は環境や安全性はもちろんのこと、その他にも労働環境や雇用機会均等、人権問題、地域との共生、従業員関係、製品サービスなど様々な問題にわたっている。

（注：現在という表現は2006年12月16日現在である。これから紹介する純資産残高・基準価格の推移等のSRI投資信託商品に関する数値は、12月に発表された11月30日までの月次報告書をもとに作成、もしくは抜粋した。）

以下の表1が日本のSRI投資信託商品である。

<補足4> ファンド形式について

- ・国内株式型：日本の証券取引所に上場されている株式が主要投資対象とする。
- ・国内バランス型：日本の証券取引所に上場されている株式と公社債が主要投資対象とする。
- ・国内インデックス型：国内の上場公開企業を対象としたSRIインデックスに採用されている、もしくは採用が決定した銘柄の株式を主要投資対象とする。
- ・国際株式型：日本もしくは日本以外の証券取引所に上場されている株式を主要投資対象とする。

表1：日本のSRI投資信託商品一覧（各データより作成）

設定年月日	運用会社	ファンド愛称	ファンド	社会環境
			形式	スクリーニング
1999/8/20	日興アセットマネジメント	日興エコファンド	国内（株式型）	環境
1999/9/30	損保ジャパン・アセットマネジメント	ぶなの森	国内（株式型）	環境
1999/10/29	興銀第一ライフ・アセットマネジメント	エコ・ファンド	国内（株式型）	環境
1999/10/29	UBS グローバル・アセット・マネジメント	エコ博士	国内（株式型）	環境
2000/1/28	三菱UFJ投信	みどりの翼	国内（株式型）	環境
2000/9/28	朝日ライフ アセットマネジメント	あすのはね	国内（株式型）	環境・雇用・消費者対応
2000/10/31	三井住友アセットマネジメント	海と空	国内（バランス型）	環境（温暖化）
2003/12/26	住信アセットマネジメント	グッドカンパニー	国内（株式型）	環境・法律・社会・経済
2004/5/20	大和証券投資信託委託	ダイワSRIファンド	国内（株式型）	環境・社会貢献・経営体制
2004/7/30	野村アセットマネジメント	つながり	国内 （インデックス型）	環境・ガバナンス・アカウント ビリティ・雇用・社会貢献
2004/12/3	三菱UFJ投信	ファミリーフレンドリー	国内（株式型）	仕事と生活の両立・社会支援
2005/3/18	AIG 投信投資顧問	すいれん	国内（株式型）	環境・社会的責任
2005/3/18	AIG 投信投資顧問	誠実の杜	国内（株式型）	環境・社会的責任
2005/3/25	損保ジャパン・アセットマネジメント	未来のちから	国内（株式型）	環境・ガバナンス・マーケット
2005/4/28	AIG 投信投資顧問	クラスG	国内（株式型）	環境・社会的責任・コーポレート ガバナンス
2006/3/9	大和証券投資信託委託	ダイワ・エコ・ファンド	国内（株式型）	環境
2000/11/17	日興アセットマネジメント	グローブA	国際（株式型）	環境・経済・社会
2000/11/17	日興アセットマネジメント	グローブB	国際（株式型）	環境・経済・社会
2001/6/15	大和住銀投信投資顧問	MrsグリーンA	国際（株式型）	環境
2001/6/15	大和住銀投信投資顧問	MrsグリーンB	国際（株式型）	環境
2003/11/7	UBS グローバル・アセット・マネジメント	UBS グローバル株式40	国際（株式型）	DJSWI
2004/5/28	野村アセットマネジメント	野村世界社会的責任投資	国際（株式型）	FTSE4Good Global 100
2003 春	東京都教職員互助会	年金基金向け	国内（株式型）	
2003/7/31	住友信託	年金基金向け	国内（株式型）	
2004/4/1	しんきんアセットマネジメント投信	確定拠出年金専用	国内（株式型）	環境・社会・倫理
2004/4	中央三井アセットマネジメント	確定拠出年金専用	国内（株式型）	内部統制・持続的成長

4.2 日本における SRI の現状～純資産残高と商品本数の推移～

次に純資産残高と商品本数の推移を見て頂きたい。表 2 に現在における全ての商品の純資産残高と商品本数の推移を載せた。

* 全て各々の HP にある交付目論見書もしくは月次の最新レポートから作成。東京都教職員互助会、しんきんアセットマネジメント投信、中央三井アセットマネジメントは HP 上にデータがなかったなのでその 3 つを省いた 23 個の投資信託で以下のグラフと表を作成。

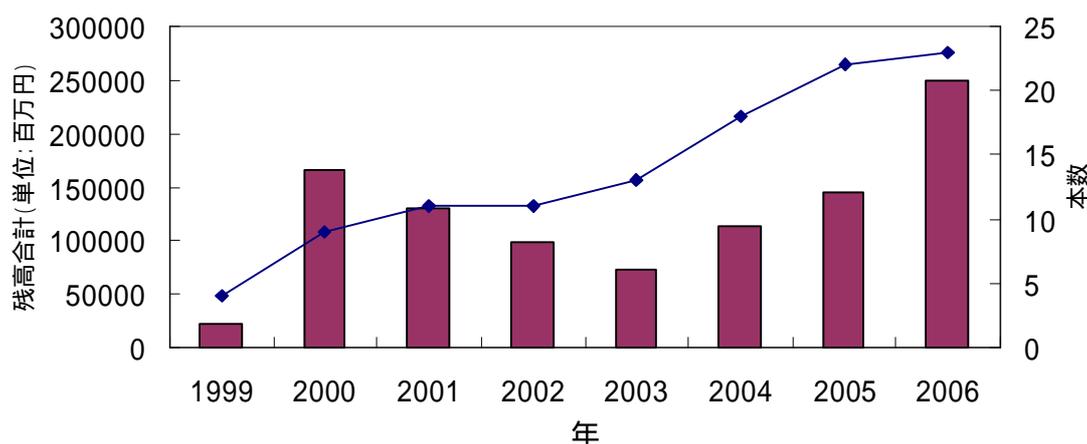
表 2：総純資産残高と総商品本数（1999～2006）

年	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
純資産残高合計	22647	166329	130137	99268	72878	112776	145081	248929
SRI 投資信託本数	4	9	11	11	13	18	22	23

単位：百万円

資料：各種データより作成

図2: SRI投資信託の総残高と本数



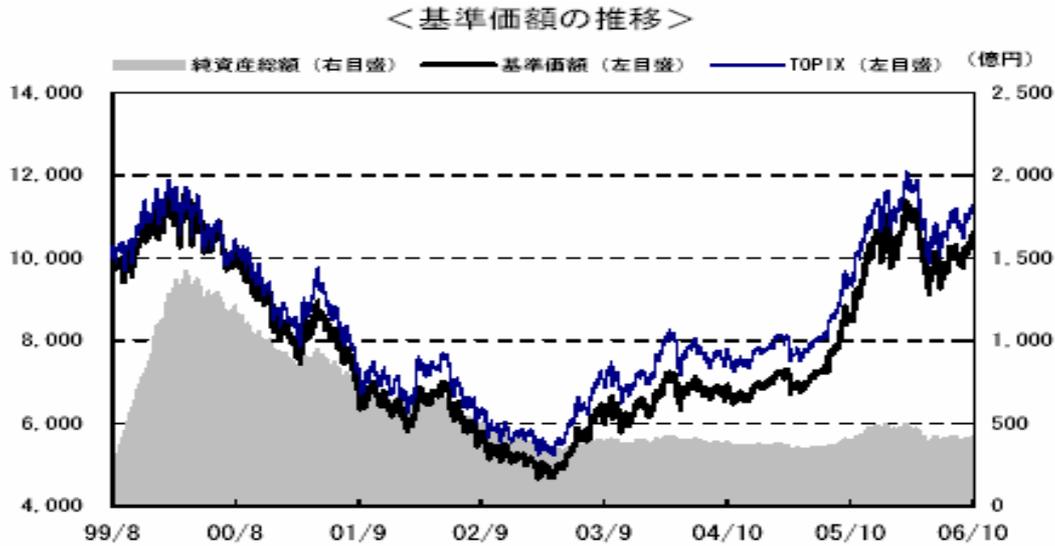
■ 純資産残高合計 ◆ SRI投資信託本数 資料：各種データより作成

図 2 を参考に日本において SRI 投資信託がどのように発展してきたのかを考察する。

1999 年に複数登場したエコファンドは 1 年間だけで約 2000 億円の個人資金を集めた。それほど日本の個人投資家の間に「環境のためならお金を投資してもいい。」という潜在的意識が強かったことを示している。しかし、2000 年をきに純資産残高合計はどんどん減少し、SRI 投資信託本数の伸びも少なくなっていく。その後、純資産残高・SRI 投資信託本数ともに 2003 年を境に成長しているように見えるが、商品数が増えた割にはそこまで純資産残高が増えていない。というのが日本における SRI の現状である。

これから SRI 投資信託全体ではなく、個別の商品にスポットを当ててこれらの原因の検証をしていきたい。まず、日興アセットマネジメントの「日興エコファンド」の運用実績（図 3）を見て頂きたい。

図3：「日興エコファンド」基準価格の推移



純資産残高は発売当初をピークに年々減少しており、2003年あたりで減少はとまるものの、そこからは増加も減少もせず停滞し、増額する雰囲気もない。また、基準価格はTOPIXよりも下回っており、高いパフォーマンスとは言えない結果になっている。

しかし、今見てきたように全ての商品のパフォーマンスが悪いわけではない。三菱UFJ投信の「ファミリー・フレンドリー」の運用実績(図4)が良い例である。

図4：「ファミリー・フレンドリー」基準価格の推移

◆基準価額の推移

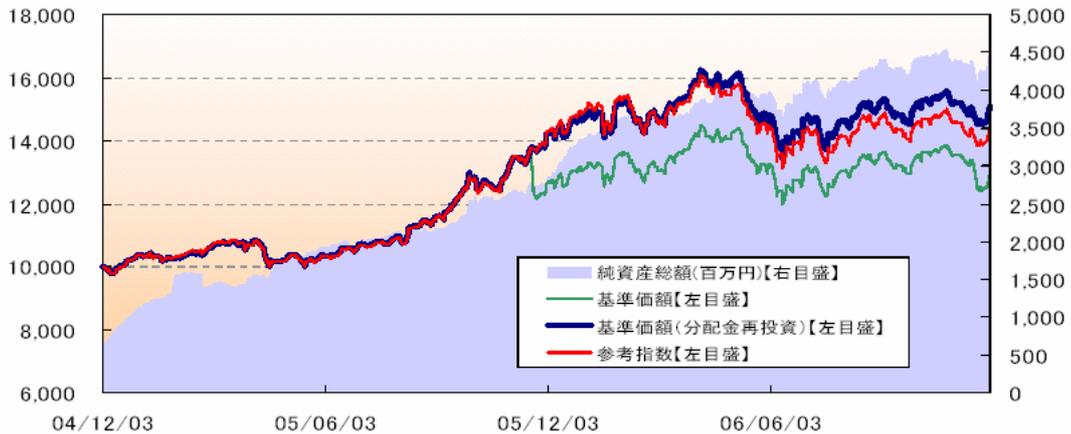


図5・図6を見れば分るとおり、純資産残高は年々右上がり増加しており、基準価格もTOPIXを上回るという高いパフォーマンスを見せている。

良い例、悪い例ともに見てきたが、現在あるSRI投資信託26種を見るとそこまで成果は挙げられていないのが実状である。なかでも環境のみを評価項目としてあげている純粋なエコファンドのパフォーマンスは特に悪く、良いパフォーマンスを挙げているのは第二章で取り上げた損保ジャパン・アセットマネジメントの「ぶなの森」くらいである。

日本における SRI の現状は以上である。次にアメリカについてみていきたい。

4.3 SRI の現状 (アメリカ)

アメリカの SRI スクリーニング運用資産 (表 4) である。表 4 をもとに図 7 を作成。

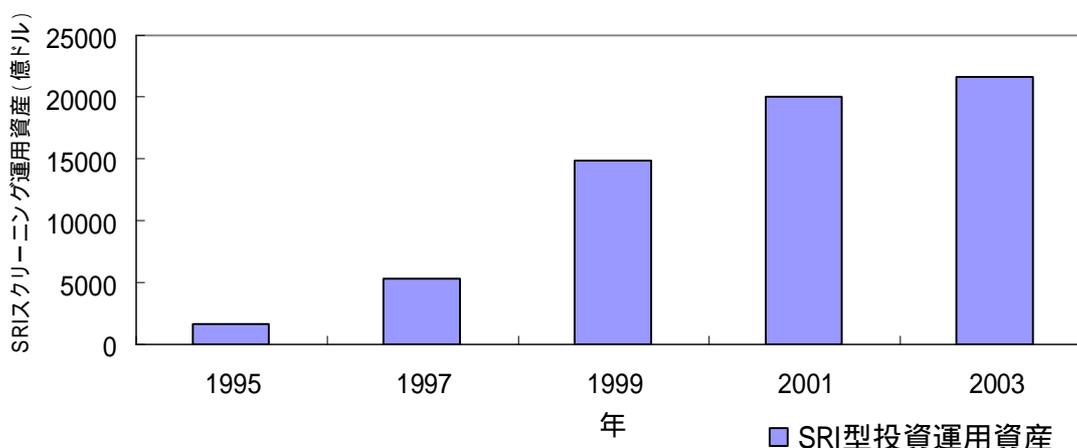
表 4: 米国の SRI 型投資運用資産

年	1995	1997	1999	2001	2003
SRI スクリーニング運用資産	1650	5290	14790	20060	21540

単位: 億ドル

(出所: 社会的責任投資フォーラム)

図 7: 米国の SRI スクリーニング運用資産



2003 年の米国 SRI 市場の総額は、2 兆 1750 億ドル (約 240 兆円)。このうちスクリーン運用は全体の 99% 以上の 2 兆 1540 億ドルを占める。図 7 の通り、米国における SRI スクリーニング運用資産は年々伸びており、2005 年現在は 270 兆 3800 億円にまで増加した。

この背景には、以下の 3 つが考えられる。

- (1) 喫煙と健康問題に対する社会的な関心の高まりからタバコ関連企業を投資対象から排除する運用が高い支持を受けた。
- (2) 既存の SRI 型の運用が好成績を上げていた。
- (3) 確定拠出型年金 401k プランの選択メニューに SRI 型の金融商品が広く取り入れられるようになった。

中でも重要なのは (3) である。SRI 型の金融商品が組み込まれている 401k プランは、1996 年には 16% だったものの、1999 年には 35% に拡大した。比率拡大の契機としては、SRI 投資信託が収益性以外の要素を考慮することは機関投資家としての受託者責任に反するのではないかと懸念されたことに対して、米国労働省が 1998 年に「ERISA 法 403 条及び 404 条に定める受託者基準について、SRI ファンドが提供するような、特定の投資機会を受託者が評価した結果の付随的利益を考慮することを妨げるものではない」という見解を出し、収益性以外の事項を考慮することを認めたことがある。この政府による見解の明確化が年金基金による SRI 運用の更なる拡大につながった。

< 補足 5 > 受託者責任（別紙、補足資料に掲載）

他人の信頼を得て一定の任務を遂行する者の義務のこと。受託者は、受託者に信任を与えた者や受益者の利益を最優先しなければならないという忠実義務や、任務の遂行に際して相当の注意を払わなければならないという注意義務（ブルーデント・マン・ルール）等を負う。機関投資家の SRI 型の年金運用において、受託者責任に反するという意見は、主として忠実義務に違反している、すなわち、年金資産運用は年金給付を支払うという財務的目的だけを達成するために行われるべきであるという原則の基に規定されており、SRI という社会的目的はそれに矛盾するというもの。

< 補足 6 > 確定拠出型年金（別紙、補足資料に掲載）

これまでの日本にはなかった新しいタイプの年金制度。加入者自身が掛け金を運用して、その運用実績に応じた年金を受け取る仕組み。企業が掛け金を負担する「企業型」と、個人が単独で加入する「個人型」の 2 種類がある。個人型確定拠出年金は証券会社や銀行、郵便局などで加入する事ができる。

今まで日本とアメリカの現状を見てきたが、歴史・規模・成長性といった全てにおいて圧倒的な違いを感じる事が出来たであろう。

今まで見てきた項目において日本とアメリカを比較してみる。そこを通して様々な視点から日本における普及への鍵や現在の問題点が浮かび上がってくるはずである。

3.4 SRI に関する日米比較

表 5：日米比較

	日本	米国
SRI の歴史	1989 年より	1920 年代より
SRI 投資信託の登場	1999 年	1971 年
SRI 発展の背景	企業評価価値、CSR 推進の手段	倫理、社会運動、企業価値評価、CSR 推進の手段
SRI 市場の総額	2489 億円 (2006 年)	270 兆 3800 億円 (2005 年)
株式全体における SRI の割合	約 0.14%	約 12%
機関投資家	少ない	多い
企業の CSR の重視	×	
SRI のパフォーマンス	×	
投資家の関心事項	環境問題・安全性	様々な問題

米国では SRI は普及しており、いわゆる社会的な地位を確立しているような状況であるのに対し、日本では SRI が出てきたもののまだまだ社会的地位を得るにはほど遠い状況であり、もしかしたらこのままなくなってしまうもおかしくない状況である。

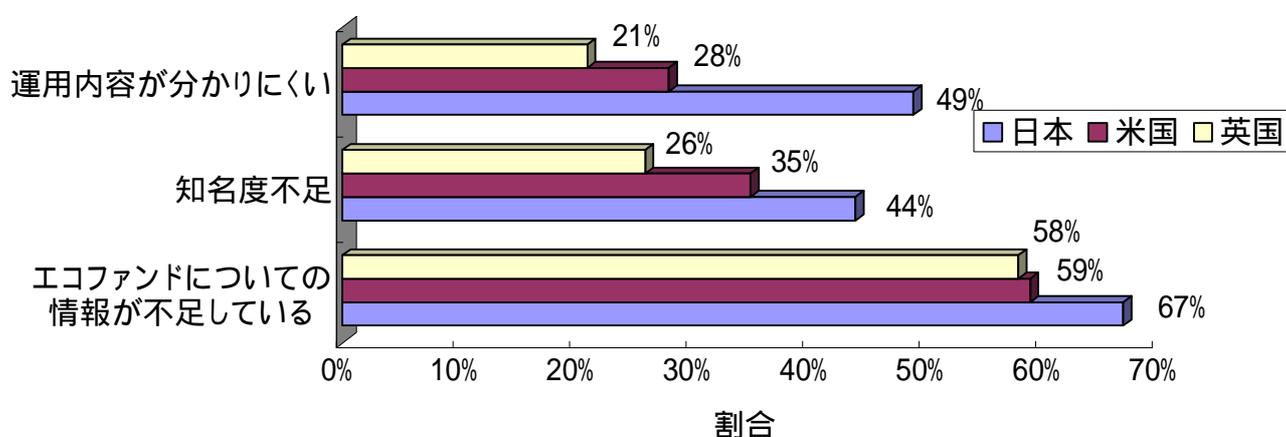
では、そこにどのような問題点や原因があるのだろうか？次にそこをつきつめていきたい。

3.5 エコファンドの不振の原因

環境省が平成 15 年度に発表した「社会的責任投資に関する日米英 3 か国比較調査報告書」では、日本と米国、英国を含めた 3 か国の個人投資家に対して社会的責任投資への認知度や意識について比較研究を行っている。

図 8 は社会的責任投資に関心がある層の投資家達がエコファンド等の改善すべき点として述べている問題点である。

図8:エコファンド等の改善すべき点(関心がある層)



資料：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」(平成 15 年度)より作成

社会的責任投資に「関心がある層」の 3 分の 2 以上がエコファンド等についての情報不足を訴えている。個人投資家でエコファンドを「既に購入している層」は日本では全体のわずか 0.4%にとどまっており、個人投資家の低い購買率が課題といわれているほかの 2 国ですら、日本の 5 ~ 10 倍となっている。

上のグラフ、かつ今までの内容等からエコファンド不振の原因は以下の様に考えられる。

- (1) エコファンドの情報不足・知名度不足
- (2) エコファンドの運用内容・商品内容が分かりにくい。
- (3) エコファンドのパフォーマンスの不振
- (4) 日本の株式市場の低迷
- (5) 機関投資家の少なさ
- (6) 社会的価値観を大切にする個人投資家層の少なさ
- (7) SRI スクリーンに役立つ社会的な調査データの少なさ
- (8) 政府の法整備
- (9) 企業の環境対策に関する情報開示不足

これらの原因を今の日本は改善することが出来るのであろうか？資家（個人・機関）、企業、エコファンド（金融機関）、その他、各々の立場で何が問題なのかを整理してみる。

<投資家（個人・機関）の問題>

- ・ 機関投資家の少なさ
- ・ 社会的価値観を大切にする個人投資家層の少なさ

<企業の問題>

- ・ 企業の環境対策に関する情報開示不足

<エコファンド（金融機関）の問題>

- ・ エコファンドの情報不足、知名度不足
- ・ エコファンドの運用内容、商品内容が分かりにくい
- ・ エコファンドのパフォーマンス不振
- ・ エコファンドに関心がある層の投資家を振り向かせる努力不足

<その他の問題>

- ・ 日本の株式市場の低迷
- ・ SRI スクリーンに役立つ社会的な調査データの少なさ
- ・ 政府の法整備

と区別出来る。様々な立場からの問題点を挙げたが、本論文では個人投資家に注目してモデルを構築していきたい。第4章において、個人投資家でエコファンドを「既に購入している層」は日本では全体のわずか0.4%にとどまっていることは前述した。

モデル分析では『通常の投資信託のみに投資をしている個人投資家はどうすればエコファンドを購入するか？』ということを目標に分析していく。

第5章：モデル分析とエコファンドの普及可能性

前章まで、エコファンドの概要及びその可能性について論じてきた。この章では実際にモデル分析を行うことによって、いかにして普通の投資信託に投資する投資家達をエコファンドへの投資にシフトさせるかを考えていきたい。

前章で言った通り、このモデル分析では個人投資家にスポットをあて、『通常の投資信託のみに投資をしている個人投資家はどうすればエコファンドを購入するか？』を目標に分析をすすめていく。

<モデル分析において使用する記号>

x : 購入する投資信託 (数量)

P : 投資信託一口あたりの値段

N : 通常の投資信託

E : エコファンド

r_E : エコファンドへの投資における利子率

r_N : 通常の投資信託への投資における利子率

I_E : エコファンドへの投資における情報収集費用

I_N : 通常の投資信託への投資における情報収集費用

$e(x)$: エコファンドへの投資による環境改善の便益

* $e(x)$ に関して

エコファンドへ投資したからといって、必ずしも自分の周りの環境改善が行われてその結果が目に見えるわけではないが、エコファンドへの投資を環境改善への寄付と考え、エコファンドに投資したことによる満足感としても捉えることが出来る。

<仮定>

一人の個人投資家を対象とする。

投資対象は普通の投資信託1種、もしくはエコファンド1種(両方も可)。

$$r_E < r_N$$

エコファンドと普通の投資信託とを見比べた時、利子や配当額が双方で同程度であればエコファンドはすでに普及しているはずである。エコファンドのパフォーマンスの低さが利子率・配当額において通常の投資信託よりも劣ると考え、この仮定をおいた。

$$r_E > 0, r_N > 0$$

投資信託においては、元本割れや配当・利子が出ない等の可能性も考えられ、利子・配当による便益(効用)がマイナスになる可能性もあるが、確立で重み付けして平均すれば「平均効用」または「平均利潤」なりは正となると考えられるので0より大きい。

$$I_E > I_N$$

数あるエコファンドへの投資を考える時、通常の投資信託への投資のようにその投資信託の収益性のみだけでなく、環境面という新しい項目についても考えなければいけないことから、その部分において情報収集用がかかると考えられる。

<個人投資家の利潤>

() エコファンドへの投資

$$\max \quad Px(1+r_E) - Px - I_E(x) + e(x) \quad \dots (1)$$

() 通常の投資信託への投資

$$\max \quad Px(1+r_N) - Px - I_N(x) \quad \dots (2)$$

式にも表されている通り、エコファンドと通常の投資信託との一番の違いは $e(x)$ の存在である。

<一階の条件>

<仮定>

$P = 1$ とする

$$I' > 0, I'' < 0$$

$$e' > 0, e'' < 0$$

すなわち、費用は逓増、便益は逓減ということである。

() エコファンドへの投資

$$P(1+r_E) - P - I_E'(x) + e'(x) = 0$$

$$Pr_E - I_E'(x) + e'(x) = 0$$

$$r_E = I_E'(x) - e'(x) \quad \dots (3)$$

() 通常の投資信託への投資

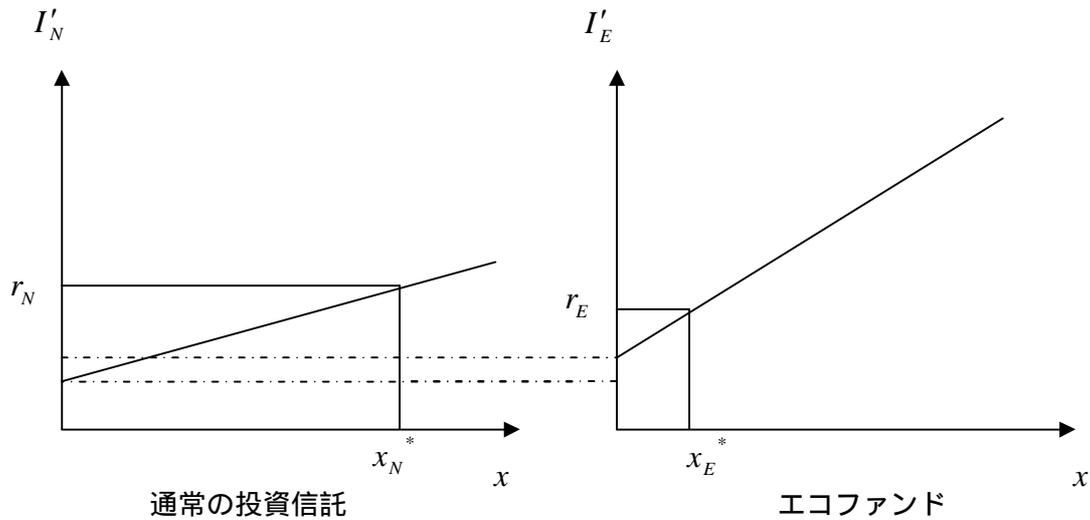
$$P(1+r_N) - P - I_N'(x) = 0$$

$$Pr_N - I_N'(x) = 0$$

$$r = I_N'(x) \quad \dots (4)$$

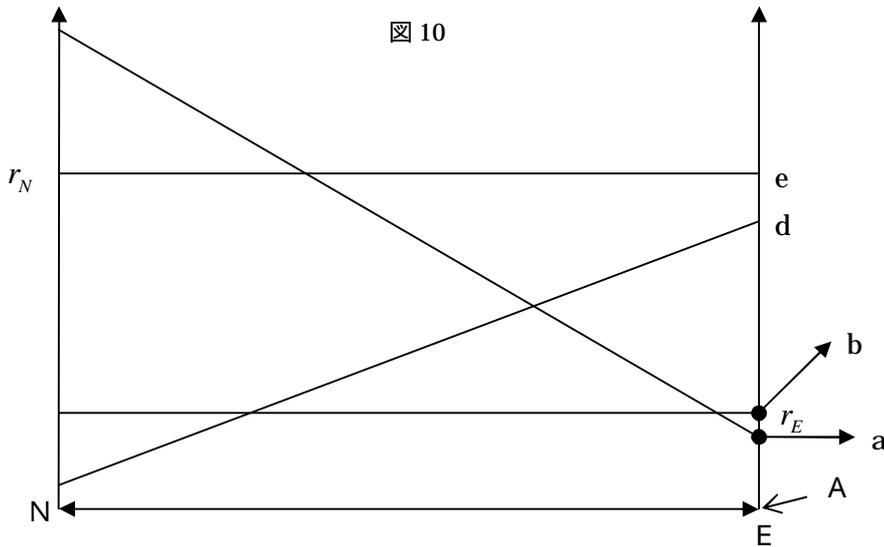
一階の条件より導き出された(3)(4)式を図示すると図9のように、限界費用曲線が描くことができ、 r の切片をもつ水平線との交点において均衡投資信託量が得られると考えられる。

図 9



仮定の $I' > 0, I'' > 0$ より、費用は逓増なので限界費用曲線は右上がりの直線となり、 r の切片をもつ水平線との交点において均衡投資信託量 (x'_N, x'_E) が得られる。また、仮定より r_N は r_E より上に位置している。かつ、Y 軸の切片もエコファンドの方が一単位あたりの情報収集費用が高いため通常の投資信託よりもエコファンドの方が高い位置にあり、その分エコファンドの限界費用曲線の方が通常の限界費用曲線よりも傾きが急になる。

では、図 9 のグラフを用いて、現状（通常の投資信託のみに投資する個人投資家）のグラフを作成する。（図 10）



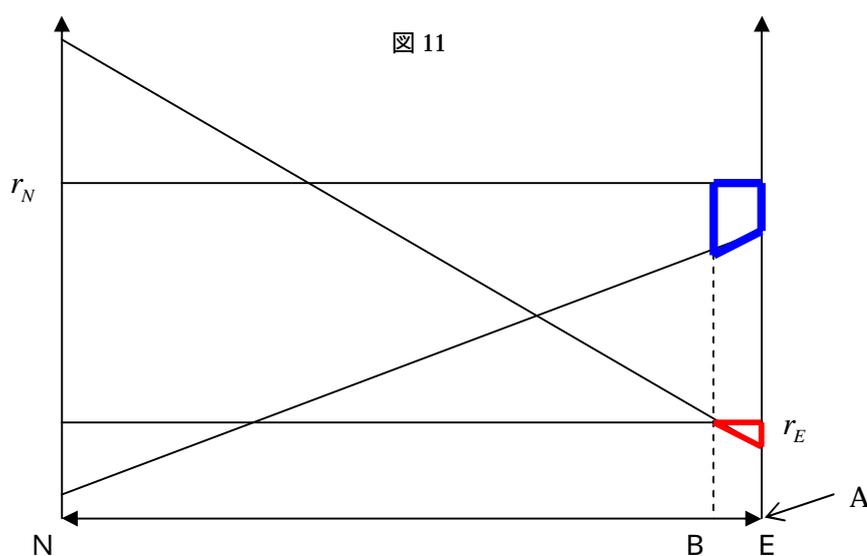
x 軸は投資信託に投資する総額を表している（仮定より $P = 1$ としているので、投資信託の総量ともとれる）。左の Y 軸が通常の投資信託、右の Y 軸がエコファンドを表しており、 x 軸上の点が動くことによって通常の投資信託とエコファンドの割合が変わってくる。

このグラフにおいて特徴的な所は、通常の投資信託の限界費用曲線と r_N の水平線とが交わっておらず、通常の投資信託における均衡投資信託量が達成されていないところと、ab,de の間の距離が $ab < de$ となっているところである。

このグラフの特徴の一つである「限界費用曲線と r_N の水平線とが交わっていない」理由は、通常の投資信託において限界費用曲線と r_N の水平線が均衡投資信託量を達成するような状況下だと、エコファンドへの投資をした方が純利潤が多くなり、個人投資家はエコファンドへの投資を行うからである。そうすると通常の投資信託にしか投資しないという現状をあらわせないで、図 10 のようなグラフになる。ab,de の間の距離が $ab < de$ となる点に関しては後述する。以上が現状を表した図 10 に関する説明である。

前述した現状をもとに、どのような行動によって個人投資家がエコファンドへの投資に移行していくかを検証する。

現状下でもエコファンドによる純利潤を得られないわけではない。何故現状において個人投資家はエコファンドへ投資しないのか？エコファンドへの投資により純利潤が得られる BE をエコファンドに投資した場合の個人投資家の行動を考える。(図 11)



現状下では BE の分をエコファンドに投資したとしても、青の台形 (BE を通常の投資信託に投資していたら得られたであろう純便益 = エコファンドに投資した事による損失) > 赤の三角形 (BE をエコファンドに投資した事により得られる利潤) となり、全て通常の投資信託に投資してしまう。よって個人投資家は通常の投資信託のみに投資する。

つまり、エコファンドの割合を増やす為にはエコファンドへの投資による純便益 (赤い面積) が通常の投資信託への投資による純便益 (青い面積) よりも大きくなれば良い。そのためには以下の 2 つの方法が考えられる。

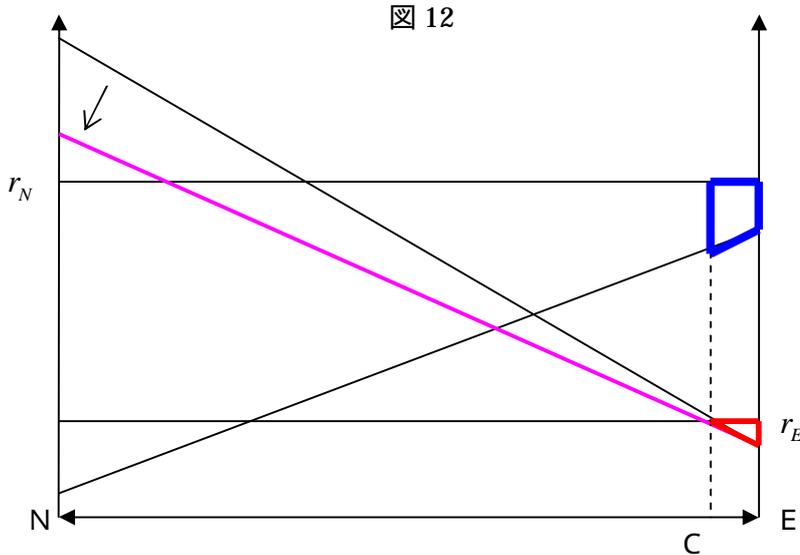
r_E を上昇させる

エコファンドの限界費用曲線を下に下げる。

さらに、 I'_E に関しては、すなわち情報収集に必要な費用の減少。もしくは e' を上げる。すなわちエコファンドに投資したことによる環境改善の便益を増やす。) という方法がある。それらの場合分けして考えていきたい。

まずは限界費用曲線を下げることによってエコファンドの割合が増加するかどうかを検証する。(図 12)

() 限界費用曲線を下げる場合



現状の限界費用曲線を、 I'_E を下げる、もしくは e' を上げるかしたことにより、ピンクの限界費用曲線まで下げたとする。しかし、赤三角形の面積は青台形の面積よりも小さいためにエコファンドへの投資をするというインセンティブは生まれない。

今回の検証により、限界費用曲線を下げることで赤い部分の面積が広がるのは明らかになったが、この手段を行使する前に大前提になるようなものが必要と考えられる。

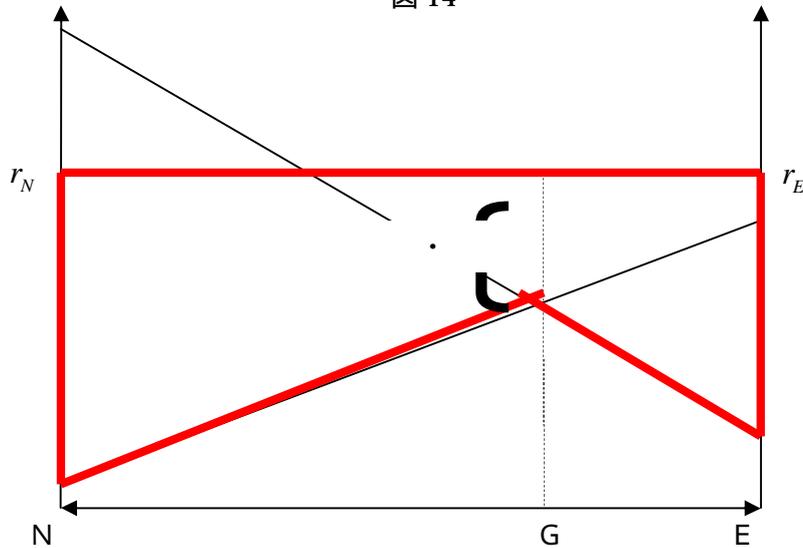
次にもう一つの手段である r_E を上げることによってエコファンドの割合が増加するかどうかを検証する。

() r_E を上昇させる場合

この場合、 $r_E < r_N$ の中で r_E を上昇させる(図 13)、 $r_E = r_N$ まで r_E を上昇させる(図 14)、 $r_E > r_N$ まで r_E を上昇させる(図 15)という3つの選択肢を得る事が出来る。それぞれについて考えていきたい。

・ $r_E = r_N$ まで r_E を上昇

図 14

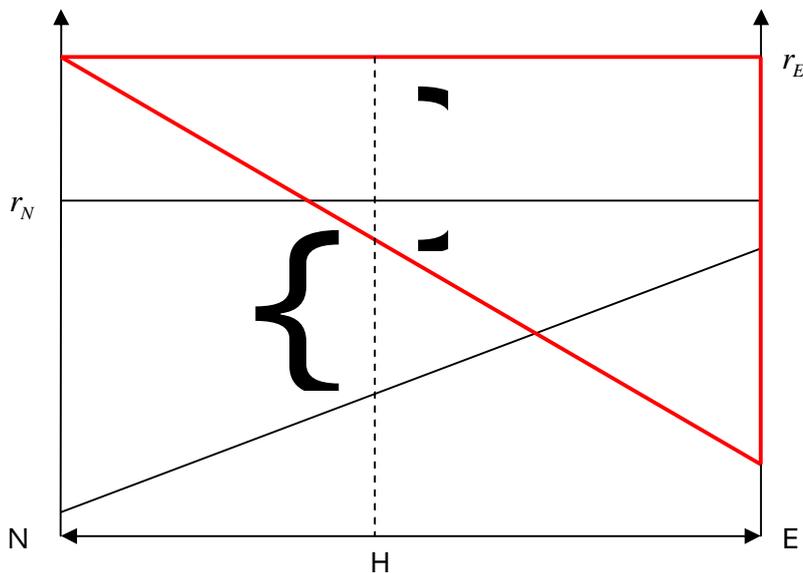


ここではGの点で利潤最大となり (=) 費用最小化という結果になる。 $r_E < r_N$ の中で r_E を上昇させたケースよりもエコファンドへ投資する割合が増加したことが分かる。すなわち、 r_E を上げれば上げるほどエコファンドの割合が増加するということである。

次に $r_E > r_N$ まで r_E を上昇した場合を検証する。

・ $r_E > r_N$ まで r_E を上昇

図 15



Hの点で利潤最大となり (=) エコファンドへの投資が増加する。

様々な場合分けを通して、 r_E を上昇させる場合、 $ab > de$ となれば r_E を上シフトすればするほど投資するエコファンドへの割合が増えていくことが分かった。

また、 $ab > de$ という前提であれば、エコファンドの限界費用曲線を下げることにより、エコファンドへの投資割合が増えやすくなる。 $I_E > I_N$ という仮定があったが、 $e(x)$ を上げることにより限界費用曲線は通常の投資信託よりも傾きを緩やかに出来る可能性があるので、その点においても可能性がある。

モデル分析にてエコファンドへの投資へ移行する手段が分かったが、それだけでは机上の空論で終わってしまう。以上の事柄を実際の経済に当てはめ、モデル分析の結果に結びつけるために必要な経済活動を検証する。また、日本にエコファンドが普及する可能性があるかどうかという点も非常に大切である。日本経済のバックグラウンド等にも目を向けて日本におけるエコファンド普及の可能性を検証する。

モデル分析で示した通り、まずは利子率を上昇させるというのが大前提である。しかし、現状を考えると、 $r_E > r_N$ となる可能性はほぼないと考えられる。つまり全ての投資をエコファンドに回させるのには無理があるということだ。現実を見つめると、 $r_E < r_N$ の中でいかにエコファンドの投資量を増加させるかが課題になると考えられる。

では、利子率を上昇させるためにはどうすればよいのか？それには以下にあげる2つのポイントが考えられる。

エコファンドが通常の投資信託程度のパフォーマンスを達成する。

エコファンドの資金量上げる。

まず に関しては、確固たる SRI 調査機関が必要と言える。エコファンド (SRI も同様) における社会的スクリーン (銘柄選択) においては、(1) 運用機関自らが社会的側面の調査も行う (2) SRI 専門の調査機関に委託する (3) SRI 調査機関がすでに行った調査の結果を利用する、という3つのタイプがある。日本では (2) (3) といった外部調査機関に委託するケースが多い。調査機関によって評価プロセスは様々であるが、個々のファンドや SRI 調査期間の側でも情報開示の努力がなされている。しかし、評価を受ける企業側や、一般の投資家からすると、まだ SRI の投資先選別プロセスが不明瞭であり、どのような基準で選択しているのかが分からないという問題がある。これに対し、ヨーロッパなどでは SRI ファンドのための「透明性ガイドライン」なるものを発行している。

(3) で紹介した SRI 調査機関がすでに行った調査の中に、SRI インデックスがある。SRI インデックスとは社会的スクリーンを経た銘柄で構成した株価指数のことで、現在日本企業のみを対象にしたものは Morningstar 社の Morningstar SRI Index しか存在しない。米国やヨーロッパには多くの SRI Index が存在しており、高い評価を受けている。

以上のように、明瞭性や実績といった観点から日本にはまだ確固たる SRI 調査機関が存在しない。エコファンドの更なるパフォーマンスの向上を狙うためには、SRI 専門機関の成熟が必要である。

次に に関してだが、もともと投資信託というのは資金量があればあるほど安定し、高いパフォーマンスを達成する傾向にある。投資信託は小額のお金でも投資出来るというメリットがあるが、小額の個人投資家が幾ら集まったところで多額の資金量を確保出来るとは考えられない。市場規模の小さい日本の SRI 市場においては、やはり機関投資家の参入や、確定拠出年金などの巨額の資産が参入する必要がある。

機関投資家が巨額の資金をエコファンドに投入した場合、投資信託から得る配当・環境改善による便益や投資を寄付と考える満足感が得られるのは当たり前だが、そこに「エコファンドへの投資による名声・名誉」といった便益もついてくる。企業の社会的責任というものを問われている今、SRI を行うことやエコファンドに投資するということによる名声や名誉という便益は非常に大切なものになる。そういった点で、これから先、機関投資家の参入というのも十分に考えられる。

次に、限界費用曲線を下に下げること考える。モデル分析で表した通り、利子率を上へシフトさせた後に限界費用曲線を下げるという行動はエコファンドの割合を増加させやすい傾向にある。そのためには以下の2つの工程が考えられる。

情報収集費用の削減。

環境改善の便益の増加。

まず、 に関してだが、個人投資家がエコファンドに投資する際、通常の投資信託に際して得なければいけない情報（収益性・キャッシュフロー・安定性等）に加えて、「投資対象の企業が行っている環境対策」の情報を更に得なければならない。その部分での情報収集費用をいかに下げることが出来るかがポイントになる。

そのためには企業が CSR の一環として開かれた情報開示を行うのは勿論であるが、環境報告書の開示や環境会計の導入、といった環境面での報告書を個人投資家が見やすく、かつ得やすくする必要もある。また、個人投資家から信頼を得るという意味で ISO14001 認証取得の必要もある。これまで、日本の企業ではそういうことが行われてこなかった。しかし、昨今の CSR 活動の活発化や、環境規制の強化（環境税導入の検討・CO2 排出量・リサイクル関連法案・ダイオキシン濃度）、消費者意識の高まりなどによって企業が環境問題への取り組みを推進することを迫られており、企業の環境面での情報開示は進んできている。それを表したのが図 16 である。

<補足 7> 環境会計

企業などが持続可能な発展を目指して社会との良好な関係を保ちつつ環境保全への取り組みを効率的かつ効果的に推進していくことを目的として、事業活動における環境保全のためのコストとその活動により得られた効果を可能な限り定量的に把握（測定）し、分析し、公表するための仕組み

<補足 8> 環境報告書

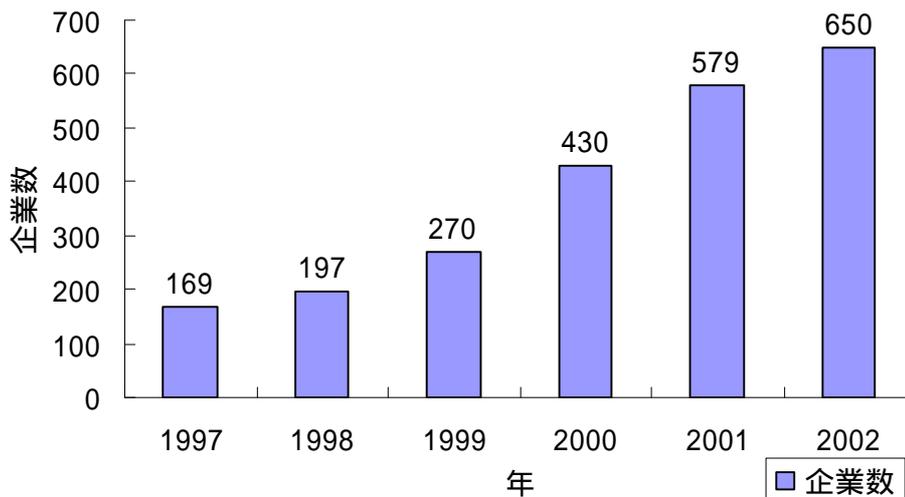
企業活動全般における環境負荷情報や環境に関わる財務情報、環境対策への取り組み、さらには企業哲学までも伝えるツール。インターネット上のホームページで自由に閲覧・ダウンロードすることが出来る。

< 補足 9 > ISO14001

国際標準化機構（ISO）による環境マネジメントシステムの認証規格。

企業が環境に対する負荷を減らしていくための努力目標を設定し、そのための人材教育やシステム構築を行った結果を認証機関が認定するもの。

図16: 環境報告書を発行している企業数



資料：環境省「環境に優しい企業行動調査」各年版より作成

図 16 は 2002 年までのデータだが、環境報告書を発行している企業は年々増えている、しかし増えてきているものの、全体の企業数からみたらまだまだ少ないという事実もある。だが、この傾向が進めば情報収集費用の減少が可能である。

また、環境改善の便益に関しては、個人投資家が投資したからといって直接環境改善の便益というものを得られるわけではなく、どちらかというところ寄付というような観点であるので、環境改善の便益とはエコファンドに寄付をしたことによる満足感と考えられる。その満足感を上昇させるためには、やはり投資費用の増加が一番の手段だと思われる。10,000 円投資するのと、1,000,000 円投資するのでは、満足度の高さは後者の方が高いと考えられる。そのためには、やはり高額な資金を投入させるインセンティブがなくてはならない。そのためには、利子率の上昇による通常の投資信託と同等のパフォーマンスを達成することにより、高額な配当を享受することが出来るようになること。かつ、企業の環境面での情報開示など投資する際に必要なインフラが更に向上し、投資が安価でやりやすく簡単になれば、投資するインセンティブも上がれば投資費用も増加してくると思われる。それらにより、更にエコファンドの割合が増えやすくなる状況になりえる。

以上がモデル分析を通してのエコファンド増加の可能性である。

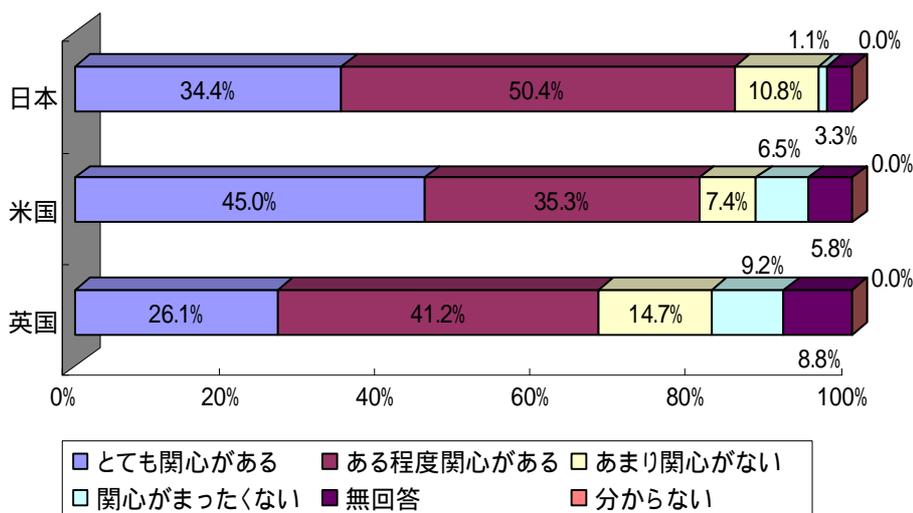
しかし、モデル分析を通しての検証はあくまで利潤の追求でしかなく、通常の投資信託よりもエコファンドに利潤があるからエコファンドに投資する、というあくまで利潤主体の考え方であった。しかし、それだけでは SRI・エコファンドの意義を理解しての投資とは言えないのではないかと。また、利潤の追求のみではその利潤が出なくなった時にエコファンドは衰退してしまうだろう。理想論かもしれないが、投資する意味、社会的な思想を持った個人投資家の増加を考えなければ真の意味での SRI・エコファンドが日本に根付くことはなくなってしまふ。

そこで、モデル分析とは少し違った視点、社会的な思想を持った個人投資家を増やすという観点からエコファンド普及に向けて考えてみたい。

モデル分析では r_N は一定と考え、 r_E のみを変動するものと考えてきた。しかし、実際の経済では r_N も変動するものである。その両者が変動する中でもエコファンドが普及するための手段を考えなければならない。株式市場が低迷している時は SRI (エコファンド) は第 2 章で述べた SRI の根幹にある考えのもと、通常の投資信託が利子率を低下させる中、利子率をキープ、最低でも通常の投資信託以上の結果を残してくれると考えられる。問題は株式市場が好況のときである。そこで社会的な責任を考慮出来る個人投資家の増加が必要となってくるのである。では次に、日本にその様な社会的責任を考慮する個人投資家が增加する土台があるか検証する。

以下の図を見ていただきたい (図 17)。環境省が平成 15 年度に行った、日本と米国、英国を含めた 3 か国の個人投資家に対する社会的責任投資への認知度や意識についての比較研究の結果である。(出所:「社会的責任投資に関する日米英 3 国比較調査報告書」)

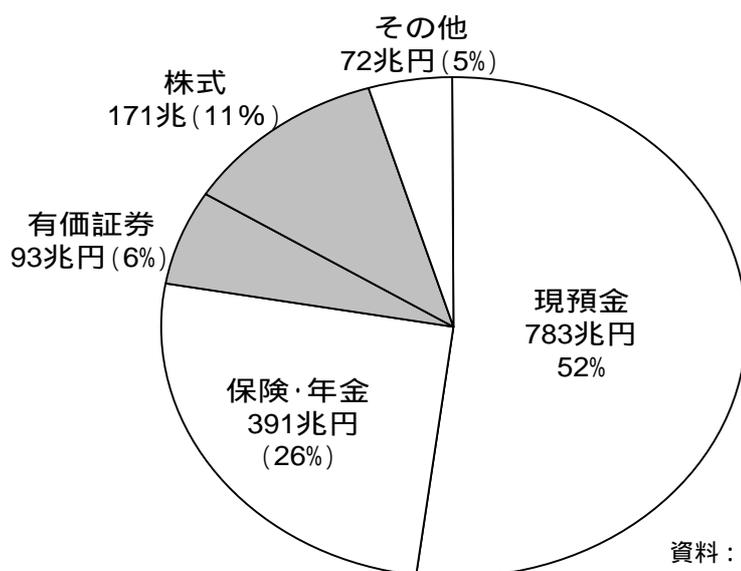
図17 企業に社会的責任についての関心



資料：環境省「社会的責任投資に関する日米英 3 国比較調査報告書」(平成 15 年度)より作成

表 17 を見ればわかるように、企業の社会的責任について「関心がある層」については米国（80.3%）、英国（67.3%）に比べて日本（84.4%）が高い。SRI が日本よりもはるかに浸透し、発達している米国・英国に劣らないほど日本の個人投資家が企業の社会的責任に関心が高いことが分かる。これより、エコファンド普及に必要な企業の社氣的責任を考慮出来る個人投資家たちは既に日本にいると考えられ、ハードの面では全く問題無いように思われる。やはりソフトの面、エコファンドの情報不足・知名度不足、エコ運用内容・商品内容が分かりにくいといった問題が原因のように思われる。そこはやはり、金融機関が幅広い投資家から共感し支持されるような SRI 商品を開発し、提供すること。リスク回避傾向の強い個人投資家に対して安定したパフォーマンス、専門的知識が無くても分かりやすい商品の内容、情報開示をすること。また、社会的責任投資の内容や考え方の広報、社会的責任投資に携わる販売員の教育や研修等が有効と考えられる。そういった金融機関の努力により、企業の社会的責任への関心を持ちながらくすぶっていた個人投資家達を表舞台に立たせることができる。次に図 18 のグラフを見ていただきたい。

表18: 個人金融資産残高 (2005年末)



これは 2005 年末の日本の個人金融資産残高である。色のついている部分（株式、有価証券）のところに注目していただきたい。個人金融資産残高に占める「株式・有価証券」の割合は 1510 兆円のうち、わずか 264 兆円、全体の 17% しかない。約 50% が株式や有価証券であるアメリカとは大きな違いがある。一方で現金預金は 783 兆円で全体の 52% と（アメリカは 13%）、日本人の安全思考がよく分かる。エコファンドを普及させるためにはこの 783 兆円にものぼる金融資産をいかに投資にまわさせるかが重要になってくる。この追い風になりうるのが、「貯蓄から投資へ」という国の政策である。企業の社会的責任を考慮する

投資家たちの手によって、今ある現預金がエコファンドに回るのが日本においてエコファンドが普及し、日本に根付くベストな形である。2007年の団塊世代の定年退職により巨額のお金が動く。これから先、銀行に預金するなどの行動をとる人は少なくなると考えられ、投資をするにしても株式投資は知識がないと良い結果を生むことが出来ないので、やはり投資信託に投資するようになる。現に、投資信託会社は団塊世代の退職金の確保にむけてやっきになっているという現状であり、これから先、投資信託への投資が増えてくるはずである。つまり、ここにエコファンド普及の鍵があるのである。

以上のように、日本人の企業の社会的責任に対する関心度の高さ、これからの日本の金融のありかたの変化という点において、日本にエコファンドが普及できる土台は確実にあることが分かった。あとはそれをいかにしてエコファンドへ投資させるかが問題である。

モデル分析を用いて、利子率の上昇・限界費用曲線を下げる必要があるという結果を得た。かつ、機関投資家の巨額な資金の投入、金融機関による商品（エコファンド）の質の向上など、様々な方法を挙げた。しかし、やはり一番大切なことは社会的な思想を持った個人投資家が増えることである。そのように考える人たちが非常に沢山いることは数値で表された。あとはその個人投資家が行動するのみであり、金融機関は商品で、企業は環境対策で個人投資家の思いに答えなくてはならない。

終章

本論文では「金融という観点からいかにして日本の環境をより良くするか」を考え、企業の社会的責任を説き、より良くする手段として SRI、中でも環境面で優れたエコファンドを紹介し、検証してきた。

論文作成中には、損害保険会社・生命保険会社による保険金不払い、日興コーディアル証券の利益水増しによる有価証券報告書の虚偽記載、つい最近には食品メーカーの不二家が消費期限切れの牛乳などを使った洋菓子を製造・出荷し、工場の操業停止などに追い込まれた。不二家は不祥事が起こる前は株価 240 円程度で推移していたが、不祥事が発覚した直後に株価は急落し、199 円くらいにまで落ち込んでしまった。

これからも企業の不祥事というのはとまることはないだろう。このような事件で一番影響を被るのは我々消費者である。本論文を通して、消費者が SRI によって日本社会・日本経済をよりよく出来ることが分かった。

本論文ではエコファンドによる「環境」に注目してきたが、環境面だけに限らず、企業、個人、社会にとって有益であることが分かった。この論文を書くにあたり、エコファンドの素晴らしさを漠然としか理解していなかったが、エコファンドを調べれば調べるほどエコファンド・SRI が日本にとって必ず有益なものになることを再認識した。

モデル分析を通してエコファンド普及の可能性を検証したが、やはり SRI・エコファンド普及の鍵は社会的な思想を持った投資家が増えることだと感じた。金融機関がそういった意識を持った投資家に対してより良い商品を開発すること、各企業が更なる環境対策を行うこと、社会的思想を持った投資家を更に増やすこと、投資信託・エコファンドにからむすべての立場の人が努力しなければならない。

日本における SRI 市場はまだまだ小さいものであり、課題も沢山ある。だが、それを乗り越えて SRI という言葉、行動が当たり前になることを祈っている。そしてそれがよりよい日本、美しい日本のためになるはずだ。

最後に、本論文を書くにあたり、様々なアドバイスをくださった大沼あゆみ先生、院生、および大沼あゆみ研究会の方々に感謝の意を申し上げたい。

参考文献

- ・水口剛（2005）「社会的責任投資の基礎知識」日本規格協会
- ・江間泰穂、吉田賢一（2005）「環境ファイナンス～社会的責任投資と環境配慮促進法～」株式会社環境新聞社
- ・藤井良広（2005）「金融で解く地球環境」岩波書店
- ・倉田勲（2005）「金融機関の環境戦略 S R I から排出権取引まで」金融機関の環境戦略研究会
- ・三菱UFJリサーチ&コンサルティングCSR研究プロジェクト（2005）「わかるCSR」同文館出版社
- ・下平晋一郎（2004）「実践CSR - 持続可能な発展に向けて - 」経済法令研究会
- ・米山秀隆（2004）「よくわかるCSR」日刊工業新聞社
- ・勝田悟（2004）「環境情報の公開と評価 環境コミュニケーションとCSR」中央経済社
- ・谷本寛治（2003）「SRI 社会的責任投資入門」日本経済新聞社
- ・森田浩史（2001）「環境と経営がわかる本」日本実業出版社
- ・大高利夫（2001）「環境問題情報事典」日外アソシエーツ
- ・萩原睦幸（1998）「環境ISOが見る見る分かる」株式会社サンマーク

参考URL

- ・経済レポート専門ニュース <http://www3.keizaireport.com/>
- ・投信資料館 <http://www.toushin.com/index.html>
- ・社会的責任投資フォーラム <http://www.sifjapan.org/index.html>
- ・経済用語基礎辞典 <http://www.1keizai.net/>
- ・投信資料館 <http://www.toushin.com/index.html>
- ・知るぽると <http://www.shiruporuto.jp/index.html>
- ・第一生命経済研究所 <http://group.dai-ichi-life.co.jp/cgi-bin/dlri/top.cgi>
- ・環境省 <http://www.env.go.jp/index.html>
- ・資産運用応援サイト <http://money.quick.co.jp/index.html>
- ・投資信託協会 <http://www.toushin.or.jp/index.html>
- ・EICネット <http://www.eic.or.jp/>
- ・社団法人 投資信託協会 <http://www.toushin.or.jp/index.html>