

日本企業の IR 活動における SRI (社会的責任投資) の位置付け

高山 与志子

要 旨

現在、日本の国内外で、SRI (社会的責任投資) に関する関心は急速に高まっており、企業の IR 活動も、適切な対応を迫られている。IR 活動の意思決定に大きな影響を与えるのは、数字の上での SRI の実態である。自社の既存株主および今後株主になる可能性が高い潜在株主の運用資産の中で、SRI がどれくらいの割合を占めているのかに関する正確なデータが不可欠である。しかし、現在、日本では、SRI に関する定量的な分析がほとんどなされていないため、SRI を IR 活動全体の中でどのように位置づけ、他の IR 対象者と比べてどれほど重点を置いたらよいか、戸惑っている企業が多い。このような現状に鑑み、本稿では、主として定量的な観点から、IR 活動における SRI の重要度についての分析を行った。筆者の分析によれば、日本企業の既存および潜在株主である国内外の機関投資家の運用資産額において、SRI が占める割合はまだ低く、そのような機関投資家の投資決定において、CSR は主要な決定要因になっていない。つまり、運用資産額という観点からすれば、現時点では、日本企業の IR 活動における SRI の優先順位は、それほど高くないのである。しかし、SRI は、現在急速にその運用額を増やしており、成長率という観点からは、今後の SRI の動向を注意深く見守る必要があるだろう。

目 次

はじめに	1. 日本における SRI の状況
I. SRI に関する IR 上の問題	2. 海外における SRI の状況
II. 日本企業の株主構成	おわりに
III. 国内外での SRI の状況	参考文献

はじめに

現在、日本企業にとって、IR 活動を通じた資本市場との対話は不可欠のものとなっている。日本インベスター・リレーションズ協議会では、毎年日本の全上場企業を対象としてIR 活動に関する実態調査を行っているが、2005年の調査によれば、回答企業1,228社のうち95.6%がIR 活動を実施している¹⁾。持ち合いの解消や年々増える外国人株主への対応など、日本企業のIR 担当者にとって、取り組むべき様々な課題があるが、近年関心が高まっているのがSRI（社会的責任投資）への対応である。上述の調査でも、昨年から、CSR（企業の社会的責任）、SRI（社会的責任投資）を意識したIR 活動について質問を行っているが、そのようなIR 活動を行っている企業は、図表1に示すように、2004年の調査では回答企業（1,159社）の37.6%であったものが、2005年の調査では回答企業（1,174社）の43.9%に上昇している。それらの企業のうち、SRIを対象としたIR 活動を行っている部署は、両年ともIR 部が最も多く、それぞれ30%超となっている。他部署が担当する場合でも、IR 担当者に関与すること

が多い。

このように、SRI 対応に関する社内体制が整う一方で、SRI に関する具体的な情報の欠如から、SRI をIR 活動全体の中でどのように位置づけ、他のIR 対象者と比べてどれほど重点を置いたらよいか、戸惑っている企業も多い。SRI への対応の決定には、企業の社会的責任の遂行の一環としての位置づけ、企業イメージの向上のための施策など、様々な要因が考慮されるが、IR 活動の意思決定の上で特に重要となるのは、数字の上でのSRI の実態である。絶対的な規模のみならず、市場全体と比較した相対的なSRI の規模が、適切な意思決定を行なうために必要となる。しかし、残念ながら、現在日本では、研究者からもメディアからも、この点については適切な情報が、十分に提供されていない。このような日本の現状を考慮し、本稿では、主として定量的な観点から、IR 活動におけるSRI の重要度についての分析を行い、日本企業のIR 活動上の指針の決定に有用な情報を提供することを、目的とする。

I. SRI に関するIR 上の問題

まず、SRI への対応に関する日本企業のIR

図表1 日本企業のIR 活動におけるSRI への対応

	2004年	2005年
CSR, SRI を対象としたIR 活動を実施している	37.6%	43.9%
CSR に関するIR 活動担当部署		
IR 部（室）	30.5%	30.3%
広報部（室）	31.9%	24.1%
CSR 部（室）	6.4%	17.9%
その他	53.2%	49.7%
無回答	1.4%	2.3%

〔出所〕「第12回IR 活動の実態調査」日本インベスター・リレーションズ協議会2005年7月（www.jira.or.jp）

上の課題について整理してみよう。現在、IR 担当者が抱えている主要な問題点としては、(1) SRI の定義があいまいなために、どのように対応すべきがよくわからない、(2) CSR および SRI に関する膨大な量のアンケート調査の依頼にすべて対応するのが難しい、(3) SRI 関連投資家の実態と、経営陣をはじめとする社内の SRI へのイメージとの間に乖離がある、の3つがあげられる。

図表2は上記調査で示された CSR、SRI を意識した IR 上の課題であるが、IR 担当者が選択した回答項目の上位に上がっているのは、「CSR の評価基準があいまい」「IR として何を伝えるべきかがはっきりしない」「アンケート調査の主体や趣旨が見えない」などである。ここには IR 担当者が、CSR を重視する SRI が企業に何を求めているのか、確信がもてないまま、IR 活動を行っている実情が示されている。

これは、日本だけに見られる現象ではない。SRI を提唱する側がそれぞれの立場に基づいて SRI の定義を行っており、やや混乱した状況が続いているため²⁾、SRI に関する国内外の論文においては、まずその定義について多くの紙数

を費やすケースが多い。

次に、第2の問題点として挙げた、アンケート調査への対応について述べよう。図表2で示されるように、アンケート調査の数が多すぎると考えている企業の割合は、全体の45%を超えている。これも日本に限ったことではない。2004年4月、SRI に関する調査機関である UK Social Investment Forum (UKSIF) とロンドン証券取引所が共同で、上場企業を対象に実施した調査結果によれば、回答企業55社は、30以上の異なる機関から、CSR およびコーポレート・ガバナンスに関する情報提供を求められているが、回答企業のうち35%のみが、十分に満足のいく情報を提供できていると述べている。また、これらの企業は、月に平均7営業日を CSR に関する情報開示に関わる仕事に費やしているという³⁾。この調査結果を受けて、ロンドン証券取引所と UKSIF は、CSR およびガバナンスの格付け機関、運用機関、上場企業からなる調査委員会を設置した。そして、そこの議論をもとに、2004年10月、Corporate Responsibility Exchange (CRE) と呼ばれる、企業の CSR とガバナンスに関するオンラ

図表2 CSR、SRI を意識した IR 上の課題

	2004年	2005年
CSR、SRI を意識した IR 活動を行っている企業数	436社	515社
上記企業の課題・問題点		
CSR の評価基準があいまい	—*	54.0%
CSR 関連のアンケート調査が多すぎる	36.9%	45.4%
社内体制のあり方が難しい	—*	35.5%
IR として何を伝えるべきかがはっきりしない	37.8%	28.3%
アンケート調査の主体や趣旨が見えない	33.7%	28.2%
アンケートの内容が形式的	—*	23.7%
SRI ファンドが少ない	12.8%	10.1%

* 選択する回答項目として含まれていないため、数値がない。

〔出所〕日本インベスター・リレーションズ協議会「第12回 IR 活動の実態調査」2005年6月（www.jira.or.jp）

イン・ディスクロージャー制度を発足させた。CRE では、企業がCSRに関する情報を、機関投資家やリサーチ会社に提供するための統一されたフォームを用意しており、従来複数の団体を相手に異なるフォームでの対応で費やしていた多くの時間やエネルギーの軽減が図られている。この制度には、2005年6月時点で125社が参加している⁴⁾。

次に、第3の問題点である、IR担当者が直面する資本市場の実態と社内のパーセプションの乖離について、検討してみよう。IR担当者はその時間の多くを、国内外の機関投資家や証券会社のアナリストへの対応に費やすが、実際にこれらの主要IR対象者との接触で、CSRが主要な話題となることは少ない。世界の主要な機関投資家により構成されているICGN (International Corporate Governance Network) が2005年7月にロンドンで開催した年次大会では、「取締役会における説明責任と責任」のセッションにおいて、米国モトローラ社のシニア・バイス・プレジデントであるPat Canavanが、「CSRが重要であると言われているが、実際に投資家とのミーティングでは、CSRについて質問されることはほとんどない。」と述べている。前述のように、企業は様々な団体から送られてくる多数のアンケートの対応に苦慮しているが、主要なIR対象者との直接の会話では、CSRは主要な関心事とはならないことが多い。もちろん、SRIを中心に

行っている投資家は存在するが、彼らとのミーティングの頻度はそれほど多くない。BP, BT, インテルなど欧米の主要企業20社の主としてIR担当者へのインタビューをもとにした分析では、これらの企業のIR担当者は、年間150-300社の投資家とのミーティングに参加しているが、過去1年の間にSRIに関するミーティングに出席した平均件数は、2-5回となっている⁵⁾。

このように、通常のIR活動においては、CSRが主要な話題となっていない。では、前述の調査のように、日本で、過半数の企業がSRIを意識したIR活動を行っているのは何故だろうか。その理由の一つとしては、SRIへの関心が現在日本で急速に高まっており、企業の経営陣もそのような状況に影響されていることが、あげられる。このSRIへの関心の高まりの背後には、メディアにおけるSRIの取扱件数の増加がある。日本経済新聞社が2000年から2004年の5年間にSRI (社会的責任投資) について取り上げた新聞記事の件数は、図表3に見られるように大幅に増加している。

これらの記事では、欧米のSRI事例が頻繁にとりあげられているが、英国の年金基金運用残高の8割がSRI手法を導入している例を引き合いに出しながら、海外におけるSRIの規模や成長を強調したものが多い⁶⁾。また、日本の主要な経済団体の啓蒙活動も、企業の経営陣に影響を与えているように見える。2002年、経

図表3 日本経済新聞に掲載されたSRI (社会的責任投資) の記事の件数の推移

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
日本経済新聞	1	3	6	28	61
日経4紙 (日本経済新聞, 日経金融新聞, 日経産業新聞, 日経流通新聞)	6	14	32	89	147

〔出所〕日経テレコン21

済同友会は社会的責任に関する調査を、同友会参加企業と東証1部および2部上場企業の社長2,468人に実施し、そのうち643人から回答を得ている。調査結果は、第15回企業白書「市場の進化と社会的責任」で公表されているが⁷⁾、その調査では、次のような質問がなされていた。

「例えば英国では、年金基金を運用する際、社会的責任投資（SRI）を考慮しているかどうかにつき情報開示しなければならないことが年金法によって義務付けられ、年金基金の約80%がSRIを運用基準として導入しています。貴社では企業年金を実施していますか？ 実施している場合、運用基準にSRI基準を導入していますか？ また、今後導入する予定はありますか？」⁸⁾。

このように、SRIに関する説明の部分では、SRI先進国と考えられている英国の状況が引き合いに出されることが多いが、上記の質問に見られる「英国では年金基金（あるいはその運用残高）の約80%がSRIを運用基準として導入している」という記述の根拠は何であろうか。英国の年金基金の運用基準に関する調査としては、2000年10月、前述のSRI調査機関のUK SIFが行った調査⁹⁾が代表的なものである。この調査は、2000年7月に英国で施行された改正年金法の影響を見るために、行われたものであり、SRIに関する近年の論文の多くは、この調査に依拠したものである。日本のメディアやその他の機関もこの調査結果を引用しているものと考えられる。

この調査は、英国の主要年金基金508基金に対して実施され、そのうち171基金から回答を得ている。これらの171基金が英国の運用資産残高に占める割合は37%であるが、この171基金のうち59%が、SRIを投資方針に組み込んで

いると答えている。そして、これらの171基金は、数の上では全回答社数の59%であるものの、大手の年金基金が多かったため、運用資産額では全回答者の運用資産額の78%、約8割を占めるという結果となっている。つまり、この調査が明らかにしているのは、英国の年金基金（あるいはその運用残高）の約80%がSRIを運用基準として導入しているということではなく、次のような事実である。

(1) SRIを投資方針に組み入れた年金基金の運用資産額は、英国の年金基金全体の8割を占めているのではなく、回答した年金基金の8割である。また、SRIを投資方針に組み入れたとする年金基金の運用資産が、英国の年金基金全体に占める割合を計算すると¹⁰⁾、28.9%となる。つまり、運用資産ベースでは、英国の年金基金の全体の3割程度の年金基金が、SRIを投資方針に組み入れているということが、確認できる。

(2) 運用方針としてSRIを取り入れている年金基金は、そのすべての資産をSRIの形で運用しているわけではない。実際のSRI投資額が運用資産に占める割合はさらに低くなる。

後述の分析で示すように、英国の年金基金の運用資産に占めるSRI投資の割合は、実際には2001年でも11.6%を占めているにすぎない。

このように、日本では、実態と異なる数字が一人歩きしており、SRIに対する過大な評価や報道の中で、SRIに関心を持ちSRIを重視する経営陣が増加しつつある。市場参加者と経営陣のリエゾンとも言うべきIR担当者にとって、このような市場の実態と経営陣の認識のギャップは大きな問題であり、対応に苦慮している者も多い。

以上の3つの問題はどれも重要なものであるが、以下の章では、第3の問題点に関わるSRIの実態を、日本企業の主要なIR対象者の運用資産額の中でSRI投資額が占める割合を分析することで、明らかにしていこう。

II. 日本企業の株主構成

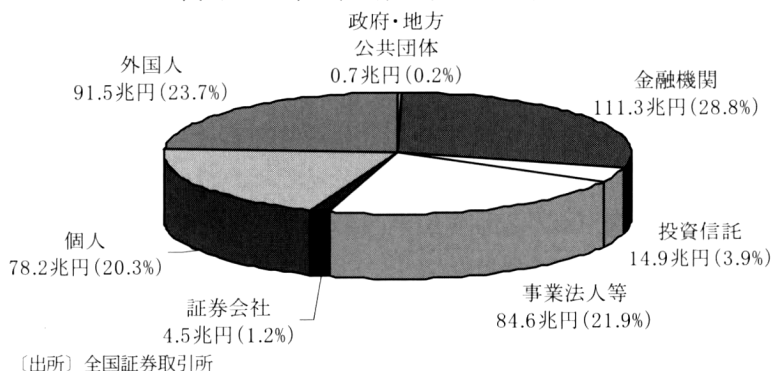
効果的なIR活動を実施するためには、自社の株主を把握し、それをもとにIR対象者を確定することが重要となる。しかし、国内外の企業を問わず、株主名簿に記載されている名前が実際の株主と一致しないケースが多く、企業は様々な方法で株主の判明調査を行っている¹¹⁾。米国では企業のみならず投資家に対しても、多くの情報開示が要求されているため、自社の株式を保有している投資家のプロフィールや保有株数に関する詳細な情報を、公表データから比較的容易に取得することができる。また、英国でも、証券会社や保管機関の名前で保有されている部分については、当該企業が、英国の会社法(Companies Acts)のセクション212にもとづき、名目株主として株主名簿に示されている保管機関に対して、その機関に株式の保管を依頼している実際の株主の名前を公開することを

要求できる¹²⁾。しかしながら、日本企業の場合は、国内外とも投資家が公表する株式保有情報が不足しており、また、資産保管銀行に対して実際の株の保有者を公表することを求める法律もないため、外部のコンサルティング会社に委託して、株主判明調査を行うことが多い。

それでは、現在、日本企業の株主構成はどのようになっているのだろうか。図表4は、2005年3月末時点での市場価格ベースの日本企業の株主構成を示したものである。このうち、事業法人および金融機関の一部が持合いによる保有部分である。これらの持合い部分を除いた株主、つまり、外国人、投資信託、金融機関のうちの年金の運用部分、そして個人投資家が、運用リターンの最大化を目的として株式を保有する、所謂純投資を行っている投資家となる。個人投資家は全体の20.3%を占めているものの、個々の投資家の保有株数は少ない。また、様々なタイプの投資家が存在し、自社にとって望ましい投資家を特定しアプローチすることが困難なことから、多くの日本企業にとっては、純投資を行っている機関投資家が、IR活動の主要なターゲットとなっている¹³⁾。

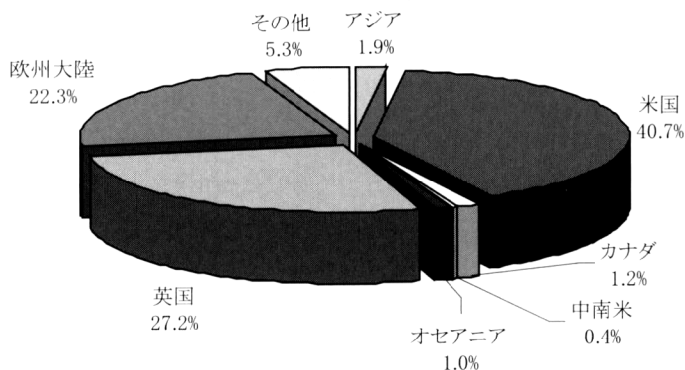
図表4で示すように、現在23.7%が外国人株主によって占められているが、日本銀行の「本

図表4 日本企業の株主構成 (2005年3月)



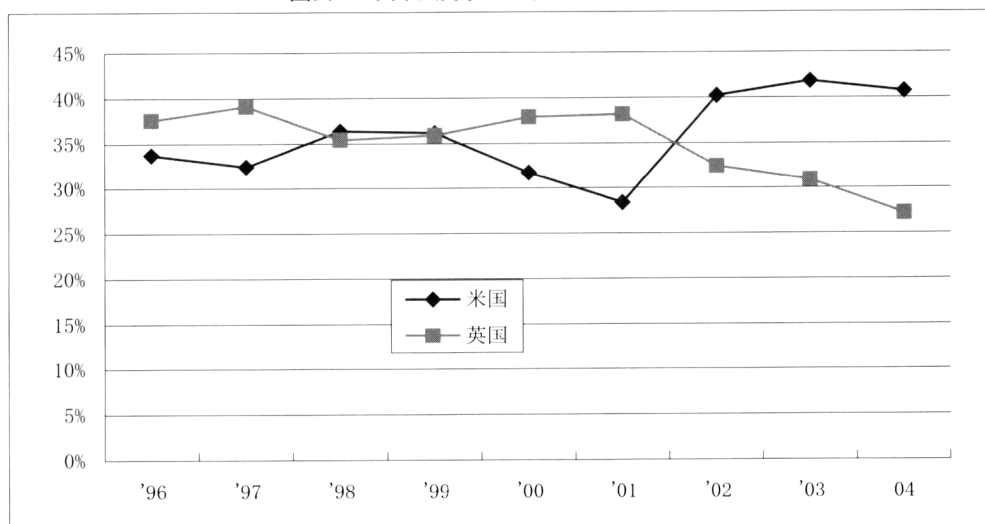
図表 5 海外株主の国別内訳

(2004年12月：保有残高 77.4兆円)



〔出所〕日本銀行「本邦対外資産負債残高 証券投資等（負債）残高地域別統計」

図表 6 英米投資家の日本株保有割合の推移



〔出所〕日本銀行「本邦対外資産負債残高 証券投資等（負債）残高地域別統計」

邦対外資産負債残高 証券投資等（負債）残高地域別統計」によれば、2004年12月末の海外投資家による日本株の保有残高は77.4兆円となっている。その国別の内訳を見ると、全体の40.7%にあたる31.5兆円が米国の資金からの投資であり、27.2%にあたる21.1兆円が英国資金からの投資となっている¹⁴⁾。英米の投資家が、海外投資家の日本保有分の約7割を占めているのである。図表6に見られるように、この数年間、この状況は変わっていない。

つまり、国内の純投資の機関投資家、および、海外の中でも特に保有分が多い米国と英国の機関投資家の運用資産に占めるSRIの割合を明らかにすれば、SRIが日本企業のIR活動においてどれほど重要かを知ることができるだろう。以下の章では、国内および英米におけるSRIの運用資産額について検討する。

Ⅲ. 国内外での SRI の状況

1. 日本における SRI の状況

純投資を行っている機関投資家の運用資産の主要な資金源は、投資信託と、年金から運用を委託された部分である。図表 4 に示された金融機関の日本企業の株式の保有部分のうち、年金からの委託部分が43.7兆円¹⁵⁾となっている。金融機関の残りの部分と事業法人の部分はほとんどが持合いと考えてよいが、この部分に関しては SRI はほとんど皆無である。また、個人株主のうち何割が CSR を投資基準とした投資を行っているかを教えてくれるデータは存在していない¹⁶⁾。そのため、本稿では、年金資金および投資信託に占める SRI の割合を検討することにする。

まず、年金について見てみよう。図表 7 は、その内訳を示したものである。主要年金である

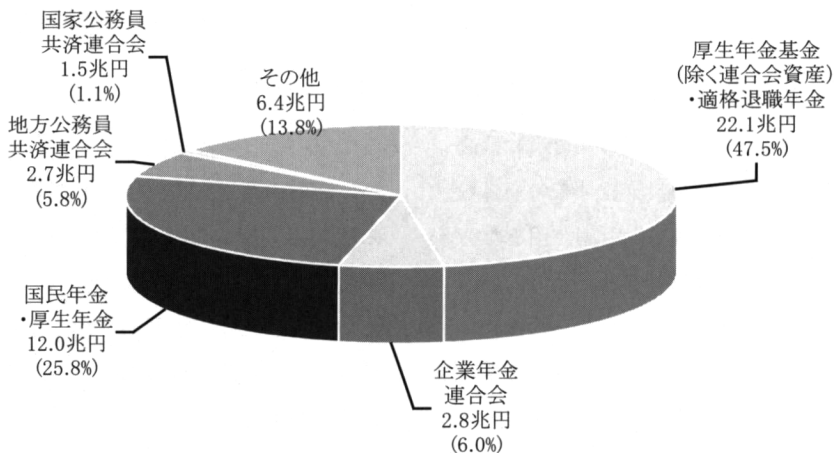
年金資金運用基金、企業年金連合会、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会においては、現在公表されているデータを見る限りでは、SRI を実施しているところはない。

また、企業年金（厚生年金基金、適格退職年金）については、個々の企業が開示しているデータは非常に限られており、SRI がどの程度行なわれているかを把握するのは困難である。この数年、企業の確定拠出年金向けの投資信託として、幾つかの SRI ファンドが創設されており、2004年7月時点では、5つのファンドが確認される¹⁷⁾。これらの SRI ファンドの中には、企業年金の専用ファンドだけでなく、一般の個人投資家に販売されているファンドも含まれているため、正確な運用額は判明できない。しかし、企業型確定拠出年金のうち SRI ファンドを含む投資信託で運用されている資産残高は、2004年3月末時点では1,479億円¹⁸⁾とごくわずかである¹⁹⁾。

次に、投資信託の部分はどうか。日本

図表 7 年金による日本株式運用資産総額の内訳

(2004年3月：46.5兆円*)



*日本銀行『資金循環統計』

〔出所〕年金資金運用基金、企業年金連合会、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合連合会、日本銀行『資金循環統計』の公表データに基づいて、ジェイ・ユラス・アイアール社が算出

図表8 国内の主要な SRI ファンド

(単位 百万円)

	ファンド名	設定運用会社	純資産額 (2005年3月)	純資産額 (2005年6月)
1	日興エコファンド	日興アセットマネジメント	36,812	35,421
2	安田火災グリーン・オープン(ぶなの森)	損保ジャパン・アセットマネジメント	12,321	12,142
3	興銀第一ライフエコ・ファンド	興銀第一ライフ・アセットマネジメント	4,963	4,811
4	UBS 日本株式会社エコ・ファンド(エコ博士)	UBS グローバル・アセット・マネジメント	3,916	3,840
5	エコ・パートナーズ(みどりの翼)	UFJ パートナーズ投信	2,597	2,463
6	朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド(あすのはね)	朝日ライフアセットマネジメント	4,080	4,218
7	エコ・バランス	三井住友アセットマネジメント	1,106	1,108
8	グローバル・サステナビリティ A	日興アセットマネジメント	1,172	1,139
9	グローバル・サステナビリティ B	日興アセットマネジメント	660	629
10	グローバル・エコ・グロース・ファンド A	大和住銀投信投資顧問	1,580	1,581
11	グローバル・エコ・グロース・ファンド B	大和住銀投信投資顧問	2,450	2,491
12	UBS グローバル株式40	UBS グローバル・アセット・マネジメント	5,524	4,733
13	フコク SRI ファンド	しんきんアセットマネジメント投信	2,956	3,015
14	ダイワ SRI ファンド	大和証券投資信託委託	23,850	21,512
15	野村グローバル SRI 100	野村アセットマネジメント	4722	2,688
16	住信 SRI・ジャパン・オープン(グッドカンパニー)	住信アセットマネジメント	39	62
17	モーニングスター SRI インデックスオープン(つながり)	野村アセットマネジメント	3,156	3,198
18	三菱 SRI ファンド(ファミリー・フレンドリー)	三菱投信	1,472	1,952
19	AIG-SAIKYO 日本の株式 CSR ファンド(すいれん)	AIG 投信投資顧問	2,651	2,824
20	AIG/りそな ジャパン CSR ファンド(誠実の杜)	AIG 投信投資顧問	396	546
21	AIG/ひろぎん 日本株式 CSR ファンド	AIG 投信投資顧問	-	116
22	損保ジャパン SRI オープン(未来のちから)	損保ジャパン・アセットマネジメント	1,323	1,325
	合 計		117,746	111,814

〔出所〕 CSR Archives (各社ウェブサイトなどをもとに日本総合研究所が作成したものを掲載、www.CSRjapan.jp)、『投資信託事情』第48巻第5号(2005年5月)、第8号(2005年8月)

では1999年に最初の SRI ファンドが設立され、現在では、20本を越えるファンドが設定されている。「日本の社会的責任」(CSR Archives)のホームページに掲載されている SRI ファンドは、2005年9月末現在、図表8で示されるように22本あるが、その純資産額を合計すると、3月末では1,177億円、6月末では1,118億円となっている。

前述のように、日本企業の株主の中に占める投資信託による保有分は、14.9兆円である。図表8の SRI ファンドには日本株以外の証券も含まれているが、仮に2005年3月末の残高の

1,118億円のすべてが日本株であると仮定しても、SRI ファンドが日本企業の投資信託による保有分14.9兆円に占める割合は、0.8%とごくわずかになっている。

以上から、国内株主に占める SRI 投資家の割合は極めて低いこと、つまり、定量的な観点から言えば、SRI の IR 活動上の優先順位は高くないということがわかる。

2. 海外における SRI の状況

次に、日本企業の外国人株主の中でも特に割合が高い英国と米国両国において、機関投資家

による SRI の状況について、検討してみよう。

(1) 英国における SRI

SRI の運用資産額

英国では、1984年に初めて倫理ファンドが登場し、1990年代には多様な SRI 関連ファンドが生まれていった²⁰⁾。英国政府は、2000年7月に改正年金法を施行し、年金基金の運用責任者であるトラスティに対して、投資を行う際に、社会、環境、倫理面を考慮する場合にはその程度について、議決権行使の方針がある場合にはその方針について、その内容を投資方針書の中で開示することを義務付けた。この改正法は、SRI や議決権行使を義務付けたものではなく、開示を義務付けたものにすぎないが、英国の SRI の発展に大きく寄与したと考えられている²¹⁾。同年10月に、前述の UKSIF は、年金基金に対して SRI に関する調査を行ったが、回答者である171基金のうち59% (回答者の運用資産額ベースでは78%) が、SRI を投資方針に取り入れたと答えている。しかし、本稿第1章で示したように、この調査では、英国の年金基金の運用資産額全体に占める SRI の割合は明らかにされていない。

UKSIF は、SRI 運用資産額をそのホームページで開示しているが、その情報は、Russell Sparkes が SRI に関する著書で算出した数字²²⁾を、そのまま引用したものである。Sparkes は、データの出所については、「Industry Data に基づく」とだけ記しており、その情報がどのようなデータから収集・算出されたものであるかを明らかにしていないが、本稿でも、この数字を、英国の SRI の投資額として使用することにする。Sparkes は、教会、ユニットトラスト、慈善、年金、保険会社のセク

図表9 英国の SRI 運用資産額とその推移

(単位 10億ポンド)

	1997年	1999年	2001年
年金基金			
合計	629.6	788.2	691.1
SRI	0.0	25.0	80.0
	0.0%	3.2%	11.6%
保険会社			
総計	774.3	1,036.0	1,017.4
SRI	0.0	0.0	103.0
	0.0%	0.0%	10.1%
ユニットトラスト			
合計	151.2	221.9	215.3
SRI	2.2	3.1	3.5
	1.5%	1.4%	1.6%
教会			
合計	—	—	—
SRI	12.5	14.0	13.0
チャリティ			
合計	—	—	—
SRI	8.0	10.0	25.0
SRI 合計	22.7	52.2	224.5

〔出所〕 UK Social Investment Forum

(<http://www.uksif.org/>),

National Statistics

(<http://www.statistics.gov.uk/>)

ター別にそれぞれの SRI 投資額を示しているが、それぞれのセクターの運用資産額に占める SRI の割合については、Sparkes も UKSIF の調査も示していない。そのため、本稿では、英国政府の統計ウェブサイトである National Statistics から判明できる各セクターの運用資産額を抽出し、図表9に示すように、各セクターに占める SRI の割合を算出した。

英国では、年金基金および保険会社が巨額の資産を運用しているが、それぞれの運用資産額に占める SRI の割合は、2001年は、年金基金

で11.6%、保険会社で10.1%となっている。一方、ユニット・トラスト（オープンエンド型の投資信託）においては、全体の運用資産額で見ると、年金基金や保険会社の資産額をかなり下回っており、その中でSRIが占める割合も、低くなっている。教会やチャリティの全運用資産額については、National Statisticsでは開示されていないため、SRIがこれらの運用資産額に占める割合を算出することはできない。しかし、National Statisticsでは、英国企業の株式構成に関する情報を開示しているため、それを利用して、教会やチャリティの運用資産額をある程度推測することができる。図表10は、英国企業の株式構成を示したもののだが、保険会社や年金基金と比べて、教会や慈善関連による保有分が極めて小さいことがわかる。

図表9のSRIの運用資産額は、英国株式のみならず、海外株式や債券なども含んだ数字であるため、単純な比較はできないが、両図表を比較することで、教会やチャリティにおけるSRIの割合が、それ以外のセクターと比べて、かなり高い数値であることが推測できる。なお、教会やチャリティは、日本企業の株主として登場することはほとんどない。

日本株運用の状況

図表10で見ると、英国の投資家の中で、年金基金、保険会社、個人、インベストメント・トラストが英国企業の主要な株主となっているが、日本株投資に関しては、個人による投資は少なく機関投資家による投資が主となっている。そのため、日本企業に対する英国のSRIの影響を測定するには、年金基金、保険会社、インベストメント・トラストにおけるSRIの割合や動向を見る必要がある。図表10で示された運用資産額には、国内外の株式や債券など

図表10 英国企業の株主構成

	1997	1999	2001
海外	24.0%	29.3%	31.9%
保険会社	23.5%	21.6%	20.0%
年金基金	22.1%	19.6%	16.1%
個人	16.5%	15.3%	14.8%
ユニット・トラスト	6.7%	2.7%	1.8%
インベストメント・トラスト	1.9%	1.9%	2.2%
その他の金融機関	2.0%	5.1%	9.9%
慈善、教会、その他	1.9%	1.3%	1.0%
事業法人	1.2%	2.2%	1.0%
公的部門	0.1%	0.1%	-
銀行	0.1%	1.0%	1.3%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

〔出所〕 National Statistics, *A Report on ownership of shares* (<http://www.statistics.gov.uk/>)

図表11 日本株の自家運用を行っている主要な年金基金およびその関連投資顧問会社

年金基金	日本株運用資産推定額
Universities Superannuation Scheme (USS)	約2,000億円
Shell Pensions Management Services	約1,000億円
BP Pension Trustees Ltd.	約500億円
British Steel Pension Fund	約500億円

〔出所〕 ジェイ・ユラス・アイアール社の調査にもとづく

様々な証券が含まれているため、日本株だけの数値を算出することはできない。しかし、海外企業からSRIの判断基準となるCSRに関する情報を入手するのは、国内企業より困難を伴うため、日本株投資に占めるSRIの割合は、図表10で示された数字より低いと推定される。また、年金基金の場合は、その多くが運用を外委託しており、実際に運用している割合は少ない。500億円以上の日本株の運用を行なっている年金基金あるいはその関連の投資顧問会社の数は、図表11で示されるように、ごく限定され

図表12 運用機関におけるCSRの位置づけ

	ファンド マネージャー	アナリスト	全 体
実際に、企業のCSRに対するアプローチやそのトラックレコードは重要であるか	2.46	2.45	2.45
自身が保有している株式を検討する際に、企業のCSRに対するアプローチやそのトラックレコードはどの程度重要であるか	2.58	2.90	2.73
企業のCSRの問題にどの程度積極的に関与しているか	3.96	3.90	3.93

1：全くそうではない、3：mandate 要請されるかどうかによる、5：非常に重要である。

〔出所〕 Cubitt Consulting/Equity Culture, "Corporate Governance, CSR, and Regulatory Compliance, Who Gives a Higgs?," June 2003 (www.cubitt.com)

ている。

したがって、日本企業のIR活動へのSRIの影響を考察する際には、年金基金から資金を受託している運用機関が、年金基金から実際にCSRを考慮して銘柄選択をするように要求されているのか、また、年金基金からの要請の有無に関わらず、運用機関が投資決定を行なう際にどの程度CSRを重視しているのかが、重要なポイントとなる。

運用機関のSRIへの取り組み

運用機関のSRIへの取り組みを、年金基金と運用会社それぞれを対象にした2つの調査にもとづいて、検討してみよう。前述のUKSIFによる2000年の調査では、回答者の過半数の年金基金がSRIを投資方針に組み入れるとしているが、その後、実際にどの程度効果があがったかを調べるために、改めて調査が行なわれた。UKSIFは、年金基金をはじめとする機関投資家がSRIについて学ぶためのJust Pensionsというプログラムを立ち上げ、そのプログラムのもとで、2002年、改めて年金基金に対してSRIに関する調査を行った²³⁾。この調査では、英国の年金基金の運用資産額の20%を占める14の主要年金基金から回答を得たが、ほとんどの年金基金において、実際に資金の運用を委託している運用会社に対して、SRIの状況に

ついてモニターすることに消極的である、あるいは、その能力がない、という結果を得た。

運用機関に対するインタビューとしては、英国のコンサルティング会社Cubitt ConsultingとEquity Cultureが、英国の運用資産の90%を占める英国の主要機関投資家20社に対して行った調査があげられる。2003年に発表された調査結果によれば、投資決定を行う際にCSRを考慮に入れている投資家は27%に留まっている。また、63%は、投資決定の際にCSRを考慮するよう要求されていないとしている。これらの投資家のCSRに関する対応をスコアにして定量的に示したのが、図表12であるが、実際の投資決定における重要度は高くない。この結果にもとづき、この調査では、例えばアスベストのように企業の利益に大きな影響を与える可能性が少ない限りは、メインストリームの投資家の投資決定においては、CSRは重要でないと考えられている、と結論づけている。

以上から、英国の機関投資家においては、SRIが占める割合は、保険会社や年金基金においては10%を少し超える程度であること、年金基金はSRIの運用において運用機関を十分監督しているとは言えないこと、運用機関の多くはCSRを投資決定の際に重要視していないことが、確認できる。

(2) 米国におけるSRI

SRIの運用資産額

米国のSRIの状況については、SRIを推進するNPO団体であるSocial Investment Forum (SIF) が、SRI投資額が機関投資家による全運用資産に占める割合を算出しており²⁴⁾、図表13に示すように、2003年では11.3%となっている。

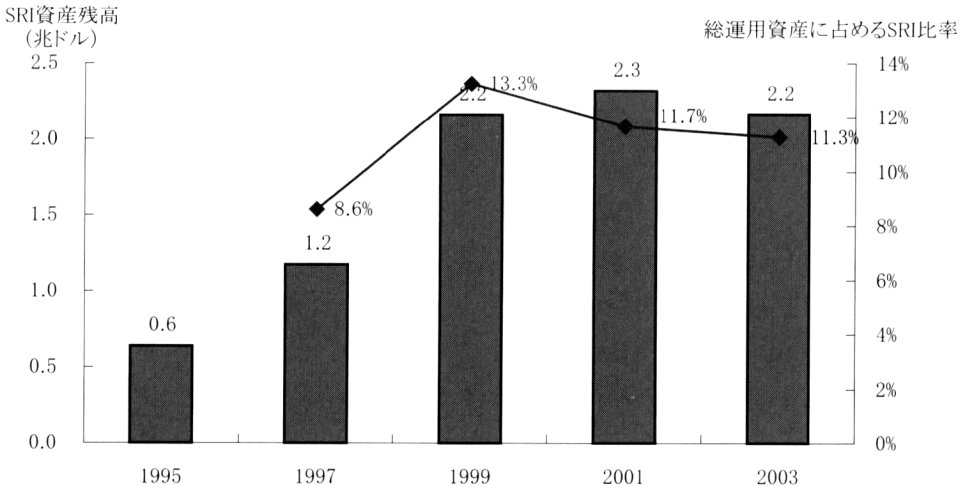
SIFは、SRIの内訳を、図表14に示すように、スクリーニング投資、Shareholder Advoca-

cy、そしてコミュニティ投資に分類している。SRIの大半を占めるスクリーニング投資は、さらに、投資信託と、年金や保険そのほかの資金が含まれるSeparate Accountsに分けられている。

日本株投資の主要な資金源は、投資信託と年金基金であるが、この2つの全体の運用資産に占めるSRIの割合はどれくらいだろうか。図表15は、米国の中央銀行である連邦準備銀行が発表している国内外の企業の株主構成を示した

図表13 SRI運用資産額とその推移

(単位 兆ドル)



[出所] Social Investment Forum, 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, December 2003 (<http://www.socialinvest.org/>)

図表14 米国SRIの内訳

(単位 10億ドル)

	1997	1999	2001	2003
スクリーニング投資①				
投資信託	-	154	136	151
Separate Accounts	-	1,343	1,870	1,992
小計	529	1,497	2,006	2,143
Shareholder Advocacy②	736	922	897	448
①と②の両方を満たすもの	(84)	(265)	(592)	(441)
コミュニティ投資	4	5	7.6	14
合計	1,185	2,159	2,320	2,164

[出所] Social Investment Forum, 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, December 2003 (<http://www.socialinvest.org/>)

図表15 企業株式の保有者別内訳*

	1997年	1999年	2001年	2003年
個人	47.2%	47.0%	43.1%	41.2%
政府	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%
海外	7.2%	8.3%	10.3%	10.8%
銀行等金融機関	2.9%	2.3%	2.1%	1.7%
保険会社	5.5%	5.7%	6.4%	7.1%
私的年金	12.5%	10.7%	10.2%	9.6%
公的年金	8.1%	7.5%	7.4%	7.5%
ミューチュアル・ファンド (投資信託)	15.6%	17.7%	19.3%	21.0%
その他	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

*海外株式も含む。国内株式のみの保有セクター別内訳は開示されていない。

〔出所〕 Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds of Accounts of the United States*, March 4, 2004
(<http://www.federalreserve.gov/>)

ものである。このデータに見られるように、投資信託、年金基金、保険会社が、企業の主要な株主となっている。図表14のSRIの投資額には株式以外の証券も含まれているので、単純な比較はできないが、投資信託は運用資産が多い割にはSRIへの投資額が少ないといえよう。

次に、年金基金についてはどうだろうか。英国と異なり、米国の年金基金にはSRIに関する開示義務がないため、年金基金のSRIに対する取り組みについては正確なデータがない。また、図表14で示された Separate Accounts のSRIの運用資産額は、ネルソン社が収集した運用会社からのデータ (Nelson's Directory of Plan Sponsors) をもとに算出されているが、そのデータの数字からは、スクリーニング投資における年金基金や保険会社等のより詳細な資金源の内訳を知ることができない。そのため、SIFでは一括して Separate Accounts として数字を算出しており、残念ながら、年金基金だけを取り出して分析することはできない。ただ、年金基金については、受託者責任の観点

から、運用リターンを犠牲にする投資を行うことが困難であり、特に企業年金においてはSRIの普及が低くなっているという指摘がなされている²⁵⁾。

日本株運用の現状

これらの年金基金では、英国と同じく、日本株運用においては、外部の運用機関に運用を委託しているところが多い。500億円以上の日本株の運用を行なっている年金基金あるいはその関連の投資顧問会社の数は、図表16で示されるように、英国同様、限定されている。ジェイ・ユールス・アイアール社の調査では、日本株の

図表16 日本株の自家運用を行っている主要な年金基金およびその関連投資顧問会社

年金基金	日本株運用資産推定額
TIAA-CREF	約7,000億円
Du Pont Capital Management	約5,000億円
Teacher Retirement System of Texas	約2,000億円
GE Asset Management	約2,000億円

〔出所〕 ジェイ・ユールス・アイアール社の調査にもとづく

運用を行っている主要な投資家は、投資信託会社および投資顧問会社となっている。

運用機関の SRI への取り組み

日本企業の IR 活動への SRI の影響を考えるには、実際の投資意思決定を行っている投資信託および投資顧問会社が、投資判断をする際にどの程度、CSR を重視しているかを知る必要がある。残念ながら、本稿の分析に使用できる適切な調査はない。しかし、それらの投資家と日々接している IR 担当者の状況から、運用機関の状況を推測することはできる。米国の多くの IR 担当者が会員となっている全米 IR 協会では、毎年の年次大会で IR 上重要な課題について様々なセッションを開いているが、2000年から2005年の6年間の年次大会では、SRI に関するセッションは皆無であった。米国の IR 担当者にとって、IR 活動の中で、SRI への対応は優先順位が高くないことがその理由である。このことから、IR 対象者である運用機関では、

CSR への関心がそれほど高くない状況にあると考えられる。

このように、米国では、機関投資家の運用資産全体に占める SRI の割合は、11%程度と英国同様まだ小さいままであること、日本企業の IR 活動の直接の対象者である運用機関においても、CSR は主要な関心となっていないことがわかる。

おわりに

日本の国内外で、SRI に関する関心は急速に高まっており、企業も適切な対応を迫られている。IR 活動において SRI にどのように対応するのか、信頼できるデータに基づいて、冷静に判断しなければならない。特に、自社の既存の株主および今後株主になる可能性が高い主要な機関投資家が運用する資産の中で、SRI がどれくらいの割合を占めているのか正確なデータが

図表17 英国年金基金の SRI 方針発展の推進力

SRI 方針の発展を動機づける要因	スコアの中央値
環境や社会関連のロビーグループの影響	4.66
社会的責任に関する社会一般の関心の増加	3.77
政権を争っている政党	3.68
評価やコーポレートアイデンティティを改善しようとする企業	3.64
NAPF（全英年金基金協会）のアクション	3.04
EU の法制度	2.92
EU 加盟国の社会的ディメンション	2.86
年金基金のトラスティの SRI に対する関心の高まり	2.80
年金基金運用者の関心の高まり	2.54
現在の年金基金メンバーからの要請	2.22
退職した年金基金メンバーからの要請	2.06
一般大衆の宗教的な信念	1.86

1：強く反対する，4：同意する，7：強く賛成する。

〔出所〕 Jill Solomon, Aris Solomon and Simon Norton, "Socially Responsible Investment in the UK: Drivers and Current Issues," *Journal of General Management*, Vol.27 No.3 (Spring 2002), p. 7

必要である。本稿では、日本企業の既存および潜在株主である国内外の機関投資家の運用資産額において、SRI が占める割合がまだ低いこと、そのような機関投資家の投資決定においては、CSR が主要な決定要因になっていないことを、明らかにした。これらの結果から、運用資産額という定量的な観点からすれば、現時点では、日本企業の IR 活動において SRI への対応の優先順位は、まだ高くないと言えるだろう。しかし、英国に見られるように、SRI は急速にその運用額を増やしており、今後の動向を注意深く見守る必要がある。図表17は、2000年に英国で行なわれた「英国年金基金の SRI 方針の発展の推進力」に関する調査結果である²⁶⁾。この調査は、英国の年金基金の891のトラスティを対象に行なわれ、そのうち89から回答を得ている。

この調査で、SRI の成長要因として上位にあげられている項目の中で、「環境や社会関連のロビーグループの影響」、「社会的責任に関する社会一般の関心の増加」、「評価やコーポレートアイデンティティを改善しようとする企業」は、日本企業にもそのままあてはまるものであろう。IR 活動は、企業の株主価値の最大化を願う株主を主要な対象として行なわれており、上記のような SRI 発展を支えるロビーグループは、IR の主要な対象者と重ならない場合も多い。SRI への対応には、IR 担当者だけでは限界がある。CSR 部のような専門の部署の設置や、そのような部署と IR 部の協働作業が、今後一層重要となっていこう。

注

- 1) 日本インベスター・リレーションズ協議会 [2005]。
- 2) Michelson, Wailes, van der Laan, and Fros [2002], p. 8.
- 3) UKSIF and London Stock Exchange [2004].

- 4) London Stock Exchange [2005].
- 5) Hockerts and Moir [2002], p. 8.
ただし、これらの企業の中には、後述するように、SRI 関連投資家の対応部署を、IR 部とは別の部署に設けているケースがある。
- 6) 例えば、『日本産業新聞』の4月24日の記事では、「欧米では CSR に焦点を当てた社会的責任投資 (SRI) が拡大している。米国では総運用資産に占める SRI が12%を超え、英国では年金基金運用残高の約8割が SRI 手法を導入しているという。」と記載されている。
- 7) 経済同友会 [2003].
- 8) 同, 187頁。
- 9) Mathieu [2000].
- 10) 37%に78%を乗じて算出する。
- 11) 日本および欧米企業の株主判明の手法については、高山与志子 [2005] を参照。
- 12) このプロセスによって、英国企業は、英国内の機関投資家により保有されている株式の90%以上の部分についてはだれが株主であるか判明させることができると言われている (International Investor Relations Federation, "Global Survey on Shareholder Transparency, Summary Report, September 2003" (<http://www.iIRf.org>), p. 33; Simmons & Simmons, "Disclosure of Share Ownership in Listed Companies, An International Legal Survey" (<http://www.iIRf.org>)).
- 13) 海外株主の内訳はそのほとんどが機関投資家による保有となっている。
- 14) この統計には海外企業の日本子会社の持分も含まれているが、その割合はほんのわずかと考えられる。ジェイ・ユーラス・アイアール社の調査によれば、海外機関投資家の日本株保有推定残高と、日本銀行の「本邦対外資産負債残高 証券投資等(負債) 残高地域別統計」に示されている海外株主による保有残高は、おおよそ一致している。
- 15) 日本銀行『資金循環統計』にもとづく。
- 16) ただし、一般向けの投資信託の運用資産全体に占める SRI の運用額の割合から考えるとかなり低いと推定される。
- 17) 『年金情報』2004年8月2日 (361号) 27頁。
- 18) 『年金情報』2004年11月15日 (370号) 31頁。
- 19) 図表7の数値には、企業年金で投資信託に投資している部分は含まれていない。一方、図表4の投資信託の部分には、企業年金で投資信託に投資している部分が含まれている。
- 20) 英国の SRI の発展については、首藤恵 [2003]、首藤恵 [2004] で詳しく分析されている。
- 21) Sparkes [2002] p. 6; Sparkes and Cowton [2002], p. 2.
- 22) Sparkes [2002], p. 348.
- 23) Coles and Green [2002].
- 24) Social Investment Forum [2003].
- 25) 年金基金の受託者責任の観点から見た SRI の位置づけについては、森祐司 [2004]、土浪修 [2003]、を参照。
- 26) J. Solomon, A. Solomon and Norton [2002], p. 7.

参考文献

- Coles, David, and Duncan Green [2002], "Do UK Pension Funds Invest Responsibly? A Survey of Current Practice on Socially Responsible Investment," *Just Pensions*, July 2002 ([www/justpensions.org](http://www.justpensions.org)).
- Hockerts, Kai, and Lance Moir [2002], "Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function," *Journal of Business Ethics*, Volume 52, Number 1.
- London Stock Exchange [2005], "London Stock Exchange's CRE Expands in Europe," June 28, 2005 (<http://www.londonstockexchange.com>).
- Mathieu, Eugenie [2000], "Response of UK pension Funds to the SRI Disclosure Regulation," UK Social Investment Forum, October 2000 (www.uksif.org).
- Michelson, Grant, Nick Wailes, Sandra van der Laan, and Geoff Fros [2002], "Ethical Investment Process and Outcomes," *Journal of Business Ethics*, Volume 52, Number 1.
- Social Investment Forum [2003], *2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, December 2003 (<http://www.socialinvest.org/>).
- Solomon, Jill, Aris Solomon, and Simon Norton [2002], "Socially Responsible Investment in the UK: Drivers and Current Issues," *Journal of General Management*, Vol.27 No.3 Spring 2002.
- Sparkes, Russell [2002], *Socially Responsible Investment, A Global Revolution*, John Wiley & Sons, Ltd., West Sussex, England.
- Sparkes, Russell, and Christopher J. Cowton [2002], "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, Volume 52, Number 1.
- UKSIF and London Stock Exchange [2004], "Research Reveals Increasing Burden of Corporate Responsibility Reporting," April 5, 2004 (www.uksif.gov).
- 経済同友会 [2003年], 『第15回企業白書:市場の進化と社会的責任』。
- 首藤恵 [2003], 「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資 -英国の経験-」 『経済学論叢(中央大学)』第43号第3・4合併号。
- [2004], 「英国における社会的責任投資への展開:日本への示唆」 『証券アナリストジャーナル』vol.42, No.9。
- 土浪修 [2003], 「社会的責任投資と企業年金の受託者責任 -米国の法制,判例,行政解釈を中心に-」 『ニッセイ基礎研究所報』Vol.28。
- 高山与志子 [2005], 「国際化するIR~日米企業におけるIR(株主判明調査・ターゲティング・海外IR)の比較~」 『月刊資本市場』236号。
- 日本インベスター・リレーションズ協議会 [2005年], 『第12回IR活動の実態調査』(2005年6月) (www.jira.or.jp)。
- 森祐司 [2004], 「アメリカ年金基金におけるETIと社会的スクリーン投資 -年金資産運用における社会的責任投資の考察-」 『証券経済研究』第42号。
- (ジェイ・ユーラス・アイアール マネージングディレクター)