

論 説

わが国における社会的責任投資(SRI)論議の問題点と
その普及に必要なもの

松 村 勝 弘

目 次

はじめに

1. 近年のわが国 SRI ブームの特徴
 - (1) 最近のわが国における SRI の動向
 - (2) わが国における企業の社会的責任 (CSR) 論の最近の動向
 - (3) 社会的責任論と社会的責任投資
2. SRI と個人金融資産の運用・証券市場の機能
 - (1) 経済産業省での取り組み
 - (2) 「企業倫理研究センター」での取り組み
 - (3) 底流にある問題
 - (4) 個人金融資産問題と結びつけることの問題点
3. 日本における SRI 普及の方策
 - (1) 大和 IR のアンケート調査とその意味
 - (2) 銀行による投信窓口販売解禁と SRI
4. SRI とパフォーマンス
 - (1) 機関投資家のガバナンス活動や SRI とパフォーマンス
 - (2) 女性活用 SRI を例にパフォーマンスとの関係を見る
5. パフォーマンスの背景、企業価値向上のストーリー
 - (1) 21 世紀職業財団調査
 - (2) 経済産業省男女共同参画研究会報告書
 - (3) パフォーマンス向上のストーリー
6. 価値観・経営理念とパフォーマンス
 - (1) ファンド・マネージャーによる銘柄選別
 - (2) SRI がリターン実現に向かうシナリオないしストーリー

は じ め に

近年わが国でも、「社会的責任投資」(Socially Responsible Investment), いわゆる SRI がもてはやされるようになった。今「日経テレコン」により、「社会的責任投資」という用語の入った記事が日経4紙に何件登場しているかを見てみると、2003年後半から関連記事が増え始め、9月17件、10月12件などと毎月10件以上の記事が掲載されており、これがほぼ2004年中続き(8, 11月は5, 9件と1桁だが)、2005年に入って1月12件、2月7件、その後9件、8件と減少し、8月7件、9月3件となっており、これからもこれが今ホットな話題であることが分かるが、他面ここ数ヶ月沈静化しているかにみえることもわかる。

SRIによってコーポレート・ガバナンスに良い影響を及ぼすことが出来るとする主張もある。しかしこれがパフォーマンスに直結するかというと必ずしもそうではない。ではなぜ、今SRIが取り上げられているのだろうか。その底流に、いわゆる「間接金融」から「直接金融」へという風潮があることがわかる。この問題意識は妥当なものだろうか。問題なしとしない。

たとえば、周知の「経済財政諮問会議」での本間正明・大阪大学教授の主張に典型的な問題が見られる。わが国の個人金融資産は、1400兆円あるが、これを何とか活用できないかということが議論されている。そして、多様な金融資産を生み出すことによって、個人は、自己責任原則の下、多様な資産を対象として合理的なポートフォリオ運用を行うこととなるという。御用金的発想である。個人の側、投資家側の問題意識から出発すべきではなかろうか。換言すれば金融商品の需要者側の視点から考える必要がありはしないだろうか。実際、第1に、個人が安全資産を選択したのは合理的な選択だからであるという研究がある。第2に、今日企業セクターが資金余剰部門になっているということであり、今日の株式市場に対する理解が間違っていないかと言うことである。

ここでは、SRIの慎重な普及策が望ましい。私見によれば、欧米で普及しているからこれを普及させるべきだというような直線的な普及策を講じることは、結果的にその普及を妨げることになると考える。日本の実情に根ざした普及策を講じるべきであると考え。そのために、ファンド運営者の力量も問われるし、投資家、投資対象たる企業の経営者、さらには従業員を巻き込むほどの大きなうねりを作り出すことによって初めて、わが国においてもSRIが好循環の中で普及するものと考え。

1. 近年のわが国SRIブームの特徴

(1) 最近のわが国におけるSRIの動向

近年わが国でも、「社会的責任投資」(Socially Responsible Investment)、いわゆるSRIがもてはやされるようになった。今「日経テレコン」により、「社会的責任投資」ないし「社会責任投資」という用語の入った記事が日経4紙に何件登場しているかを見たのが図表1である。ここからわが国においてこれがいつ頃取り上げられるようになり、これがいつ「流行」するに至ったのかが分かる。これからもこれが今ホットな話題であることが分かる。

ではこれがなぜ今こんなに取り上げられるようになったのか。いくつかの要因が考えられるであろう。第1に、企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility)、いわゆるCSRが今日企業にとって大きな課題になっていることが上げられる。これはまた、なぜこれが今日取り上げられるに至ったのか別途論ずる必要がある(次項参照)。第2に、わが国で外国人持株比率が上昇しているということから、海外機関投資家の投資戦略に関心を払わざるを得ない。だから、海外での社会的責任投資の動向に注目する必要がある。第3に、わが国でも近年「間接金融」

から「直接金融」へという動向、また、銀行による投資信託窓口販売の認可など、近年の金融に関する規制緩和の影響、があげられる。第4に、SRIに対する特定の諸個人や組織（たとえば、グッドバンカー代表取締役筑紫みずえ氏、取締役朝倉万喜子氏、高巖麗澤大学教授など）の想いが世論を動かしたという側面もある。また第5に、いくつかの会社が規制緩和の動きに呼応して、上記組織などと連携してエコファンドなどの商品を開発・発売したことも、話題作りに一役買うことになった。

図表1 「社会的責任投資」に関する日経4紙記事件数

	社会的責任投資	社会責任投資	計
1997	1		1
1998	4		4
1999	11	1	12
2000	9		9
2001	23	5	28
2002	38	15	53
2003	118	8	126
2004	158	12	170
2005	72	4	76
計	434	45	479

注1) 2005年は10月31日までの数値である。

注2) 日経テレコンより作成。

日本におけるSRIファンドには現状次ページ図表2のようなものがある。純資産額合計1,406億円となっている。分母を何にとるかによって異なるけれども、これは同時期の投資信託総合計額約41兆円（投資信託協会HPより）に対しては約0.3%と、1%にも満たない金額である。2003年の米国におけるその比率11.4%などとは比ぶべくもない(Social Investment Forum[2003] ii ページ)。このような日本におけるSRI問題を以下検討していきたい。

(2) わが国における企業の社会的責任(CSR)論の最近の動向

SRIはまた、「企業の社会的責任」(CSR)との関係で論じられることが多い。そこでわが国におけるCSRの現状を見ておく。「企業の社会的責任」というワードで日経テレコンにより記事検索すると、年毎のその掲載頻度が分かるが、次ページ図表3に見るように、1975-1984年、1985-1994年、1995-2004年の各10年ごとの掲載件数は、それぞれ、90、352、933件となっており、近年その件数が急激に増加しており、さらに、1995年以降については毎年の数値を見ると、2003年、2004年、2005年の件数は3ケタとなっている。これへの関心がここ2年ほどの間に急激に高まったことがうかがえる。

図表 2 日本における SRI ファンド（2005 年 7 月末現在）

(国内株式型)	投信会社名	純資産総額 (単位：百万円)
日興エコファンド	日興	35,551
損保ジャパン・グリーン・オープン（愛称：ぶなの森）	損保ジャパン	12,049
エコ・ファンド	興銀第一ライフ	4,864
UBS 日本株式エコ・ファンド（愛称：エコ博士）	UBS	3,822
エコ・パートナーズ（愛称：みどりの翼）	UFJ パートナーズ	2,478
朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド（愛称：あすのはね）	朝日ライフ	4,222
住信 SRI・ジャパン・オープン（愛称：グッドカンパニー）	住信	22,220
フコク SRI（社会的責任投資）ファンド	しんきん	3,067
ダイワ SRI ファンド	大和	19,779
〈国内ハイブリッド型〉		
エコ・バランス（愛称：海と空）	三井住友	1,117
〈国際株式型〉		
日興グローバル・サステナビリティ A（愛称：globe）	日興	1,133
日興グローバル・サステナビリティ B（愛称：globe）	日興	635
グローバル・エコ・グロース・ファンド A コース（愛称：Mrs.グリーン）	大和住銀	1,629
グローバル・エコ・グロース・ファンド B コース（愛称：Mrs.グリーン）	大和住銀	2,606
UBS グローバル株式 40	UBS	4,563
野村グローバル SRI100	野村	2,474
〈設定 1 年未満ファンド〉		
モーニングスター SRI インデックスオープン（愛称：つながり）	野村	3,125
三菱 SRI ファンド（愛称：ファミリー・フレンドリー）	三菱	2,105
AIG-SAIKYO 日本株式 CSR ファンド（愛称：すいれん）	AIG	2,911
AIG/りそなジャパン CSR ファンド（愛称：誠実の杜）	AIG	672
損保ジャパン SRI オープン（愛称：未来のちから）	損保ジャパン	1,352

注) http://www.morningstar.co.jp/sri/rt_info/jpn_srifunds.htm より作成。

図表 3 企業の社会的責任に関する日経 4 紙記事件数

掲載年	件数	掲載年	件数
1975-1984 年	90	1999	18
1985-1994 年	352	2000	20
1995-2004 年	933	2001	23
1995	20	2002	39
1996	21	2003	177
1997	32	2004	570
1998	13	2005	589

注 1) 2005 年は 10 月 31 日までの数値である。

注 2) 日経テレコンより作成。

このように CSR に対する関心が高まった原因の一つに、経済のグローバル化、そのグローバル化の波を受けて、NPOをはじめとする市民団体の活動が活発化したことがあげられ

る。その延長線上に位置づくと思われるが、2001年頃よりCSRを国際規格化しようという動きが胎動し、2004年6月に国際標準化機構（ISO）がスウェーデンのストックホルムで「社会的責任（CSR）に関するガイダンス文書」を今後数年かけて作成していくことを決定するに至ったが、このような動向がその原因としてあげられる（日本経済団体連合会〔2004〕）。

確かに「企業の社会的責任」は古くから論じられてきているが、今日問題にされてきているのは、2003年頃より記事での取り上げ件数が急増していることから分かるように（図表3参照）、グローバル化の中で先に述べたような国際規格化が日程に上ってきていることと無縁ではない。わが国においてSRIもこのようなCSR高揚と一体化して論じられることが多い。ところが見られるように、最近のCSR論が国際規格化の流れに大きな影響を受けているだけに、つまり土着の動きでないだけに、わが国では戸惑いすら感じられている。だからSRIをこの流れの中に位置づけて論ずるならば、わが国におけるSRI普及・定着に必ずしも有効だとも思えない。

（3）社会的責任論と社会的責任投資

ここで気をつけるべきは「企業の社会的責任」論と「社会的責任投資」を同列に論ずるべきではないということである。この両者が無関係であるわけではないが、前者が登場してきたので、後者が出てきたという関係ではないということである。「企業の社会的責任」論はかなり古くから論じられているが、わが国で「社会的責任投資」が論じられるようになったのは比較的最近のことである。

「企業の社会的責任」論は実体経済面で直接企業に対応を迫るものであるのに対して、「社会的責任投資」は証券市場を通じて企業に影響を及ぼそうとするものである。しかも前者はかなり政治的色彩を帯びる場合が多い。後者は政治的色彩を全く帯びていないとは言い切れないが、形式上経済的側面から、とりわけ証券市場を通じて企業に社会的責任を負わせようとするものである。もし、運動論的に企業に社会的責任を負わせるべきだという主張をしようとするのなら、政治運動としてこれを進めた方が直截的で有効でもあろう。これを証券市場を通じて行うというのはいかにも迂遠であろう。しかるに、あえて証券市場を通じてこれを行おうというのであるから、単なる「企業の社会的責任」追究だけが目的ではないということを示唆している。そこには、年金や投資信託といった機関投資家が介在しているということに留意しなければならない。

時に「企業の社会的活動の拡大→企業の社会的責任の重大化→社会的責任投資の登場」など

1)「2001年から、CSRについても規格化を進めていこうという検討がISOの消費政策に関する委員会(COPOLCO)でスタートし、2002年5月には規格化についての前向きな結論を記した報告書を発表している」(谷本〔2003〕45ページ)。

というストレートな論理展開をする向きがないわけではない。こういうストーリー展開からは SRI は容易に理解できないし、また、こういう理解がわが国における SRI 普及のために有用・有効であるとも思えない。

比較的早くから SRI が普及していたのが英米であるということを知ることはこの問題の理解のために必要かもしれない。もちろん英米でも SRI が急激に増加するのは 1990 年代以後であるが、比較的早くから SRI への関心が高かったといわれている。

米国における「投資家層は、個人投資家をはじめ、公社、大学、病院、基金、保険会社、年金基金、NPO、教会、ユダヤ人教会など機関投資家に至るまで、非常に多彩である。」（貞清 [2003] 10 ページ）これらが SRI に関心を持つてであろうことは容易に想像がつく。またアメリカにおいて Calpers（カリフォルニア州職員退職年金基金）をはじめとする公務員年金が SRI に熱心に取り組んでいるのは、公務員年金が「政治に敏感になりやすく、投資リターンよりも政治的得点に走りやすい」（森 [2005] 6 ページ）ためであるといわれている。アメリカにおいて社会的責任投資が導入されたのはアメリカ特有の歴史的・社会的背景が色濃く反映しているという（森 [2005] 17 ページ）。振り返ってみれば、わが国にはそのような初期的条件がない。SRI がわが国で普及するにはそれなりの条件が必要であろうし、条件整備をする必要もある。

いずれにせよ、SRI が証券市場ないし機関投資家の問題であるということは事実である。まずは証券市場と SRI について論じておかねばならないだろう。

2. SRI と個人金融資産の運用・証券市場の機能

(1) 経済産業省での取り組み

わが国においていわれている SRI が単に「企業の社会的責任」を証券市場を通じてとらせようとするものだけではない。ある種の典型例をみてみよう。それは 2004 年 3 月に出された「企業の社会的責任と新たな資金の流れに関する調査研究報告書」（株式会社日本総合研究所）である。これは経済産業省の外郭団体である独立行政法人経済産業研究所で 2003 年 4 月から 12 月にかけて行われた「企業の社会的責任と新たな資金の流れに関する研究会」をまとめたものである。「はじめに」においてその問題意識が鮮明に述べられているので、少し長いが紹介しておこう（株式会社日本総合研究所 [2004] 3 ページ）。

個人の保有資産がリスクの低い国債等を通じて政府セクターに集中している。民間セクターにリスクマネーが円滑に供給されていない。この 10 年で状況は悪化しており、非効率な資金配分を通じてわが国経済の長期的な発展を阻害する可能性もある。地方ではなく都市部に資金が偏在するという状況も生じている。

一方、そうした資金の滞留を変える動きを一部に見ることができる。企業の社会的責任

を評価するエコファンドや愛県債²⁾への投資、寄付等、社会的責任を果たしたいという意識に基づく家計からの投資行動が起きつつある。NPO やコミュニティビジネスに対する投融資への取り組みも行われている。

こうした欧米でも大きな動きのある、社会的責任を果たしたいという意識に基づく「新たな資金の流れ」が、わが国における現在の金融機能全体を大きく変える突破口になるのか、また、突破口にするためには何をすればよいのかを考えたい、というのが本研究会における問題意識である。

これをより直截的に言えば、「この研究会の問題意識の大本には、『社会的責任を果たす意識が突破口となり、国債などを通じて政府セクターに集中している個人の保有資産が、民間へのリスクマネーとして円滑に供給されるようにならないか』という思いがある」という（植杉[2004]）。

(2) 「企業倫理研究センター」での取り組み

また、SRIに精力的に取り組んでおられる、麗澤大学「企業倫理研究センター」(Business Ethics and Compliance Research Center: R-bec) センター長高巖・麗澤大学教授は次のように述べられている。

「日本の経済的窮状を救うにはどうしたらよいか。それにはまず株価を上げることだ。これにより不良債権処理に苦しむ金融機関を再生させることができるからだ。国家経済的に見て、株式市場へ投入する資金がないわけではない。むしろ資金は潤沢だ。個人金融資産 1,400 兆円、中でも郵貯・簡保に集中する 360 兆円、そして公的年金の 140 兆円は、財政投融資改革や特殊法人改革により、その新たな運用先を模索している。資金を欲しがらる株式市場と新たな運用先を探す財投関連資金があるわけだから、答えは明瞭だ。株式市場に財政関連資金を流し込めばよい。

ただし、話はそれほど単純でない。株式市場へ資金を流すには、それら資金をあずかる機関、さらに言えば、そこに資金の運用を託している国民や社会が納得できる『投資の論理』、あるいは賛同できる『投資哲学』が必要だからだ。その最有力候補として、筆者は『社会責任投資』（SRI: Socially Responsible Investment）を考えている。」（高巖 [2001] 4 ページ）と。

(3) 底流にある問題

上記問題意識の生ずる底流には最近のわが国の風潮がある。その典型を見てみよう。周知の「経済財政諮問会議」で本間正明・大阪大学教授提出資料「株式市場の現状と改革の方向につ

2) 県立病院、県立学校、防災センター、道路整備などのために群馬県や島根県、兵庫県、札幌市その他が発行しているミニ公募地方債のことである。

いて」は、最近の風潮をよくあらわしている。すなわち「わが国の個人金融資産 1400 兆円の約 8 割が依然郵便貯金をはじめとする預貯金・年金・保険で占められている。資金を効率的に配分する場として株式市場の機能が期待されているにもかかわらず、企業の資金調達は、一部の大企業を除き、依然として銀行依存が続いている。……株式市場がその魅力と透明性を増し、個人も果敢にリスクに挑戦できる環境が整備されると、個人の意識と行動も『貯蓄者』から『投資家』へと変わり、市場参加者が拡大・多様化する。この結果、効率的な価格が形成され、取引の厚みも増して市場の安定化が図られる。……平成 14 年 4 月からは、預金についても一定の限度額を超えると元本が保証されないという意味でリスク資産になる。個人は、自己責任原則の下、多様な資産を対象として合理的なポートフォリオ運用を行うこととなる。株式市場も、多様な金融商品を生み出すことによって、ライフプランも多様化してこよう。」（本間 [2001] 1-3 ページ、傍点松村）

高度成長期よろしく、相変わらずの産業資金の供給に期待が寄せられている。しかも今回はベンチャー企業育成が叫ばれてもいる。まさに「個人も果敢にリスクに挑戦」せよというわけである。果たして個人はリスクを容易に取りうるのか。情報劣位の個人が「自己責任原則」に堪えられるのか³⁾。

(4) 個人金融資産問題と結びつけることの問題点

①問題点の端的な指摘

金融ビッグバン、規制緩和が叫ばれ、実行されたが、果たしてこれでよかったのかという問題意識から、高月昭年教授が言われていることがここでも有用であると考ええる。教授の言われているところに耳を傾けてみよう。すなわち、『1200 兆円（1996-7 年当時—松村注）の個人金融資産を有効活用する場を提供、それによって、次代を担う新規産業への資金供給により高齢化社会における活力を確保』するといっている。つまりは、個人の金融資産を新規産業に投入するということで、産業金融の発想である。金融資産の保有者である個人は、手段であり、主役ではない。ここに致命的な欠陥がある。……

主役は金融資産の持ち主である国民である。なぜ国民がリスクを取らなければならないのか。リスクを取らないで済むならそれに越したことはないのであり、日本の経済や産業の将来をいくら高邁に語ってみたところで、『嫌なものは嫌だ』の一言で覆すことはできない。

この一言を覆しうるものは、高邁な理論ではなく、現実的なリターンである。リスクを取るということは、リターンとセットでの具体的に各論的な条件交渉の問題である。」（高月 [2004] 80-82 ページ）実に明快である。

3) 自己責任原則の問題点については、澤邊 [1998] [2005] に詳しい。

こう考えてくると、SRI 普及推進論者の主張はそれでよいのかと思わせられる。問題意識はよくわかるが、果たしてそれでよいのだろうか。これで果たしてSRIは普及しうるのだろうか、ということである。その意図や理念の高邁さはよく理解できる。そして普及のための努力を評価したい。高教授らは ECS2000（倫理法令順守マネジメント・システム規格）や R-BEC001（社会責任投資基準）という CSR の基準を開発されている。その基準を SRI の銘柄選択に役立てようとされている。SRI 普及のための努力が行われるのに水を差すつもりはない。具体的な普及のためになおいっそうの努力が必要であると考えられるものである。そしてその方向について考えていきたい。そしてその際留意すべき点を以下述べておきたい。

ここで、次の 2 点を指摘しておかねばならない。一つは、個人が安全資産を選択したのは合理的な選択だということであり、もう一つは企業は資金余剰部門であるということであり、だから個人金融資産問題と結びつけて個人にリスクを転嫁することが果たして妥当なのかということである。

②安全資産選択は合理的な選択である

第 1 に、個人が安全資産を選択したのは合理的な選択だからであるという研究がある（松浦・白石 [2004]）。預金から株式・投資信託へという個人金融資産の選択を変えようというが果たしてそれが可能かという。「株式等の危険金融資産と土地・住宅の危険実物資産とを合わせた危険資産全体の保有比率や資産に占めるシェアは、米国の家計と大差がないとする見方もある」（33 ページ）し、「社内預金や自社株所有は労働所得と資産所得のリスクを増幅する形で、勤務先企業以外の他社の株式保有を抑制し、ひいては家計の株式需要総体を抑制する」（75 ページ）。ここに家計が預金などの安全資産を選好する合理的な理由があるという。ましてや、「最近銀行にリスクが集中しすぎており銀行の負担能力を超えるので、銀行のリスクを家計に移転することを求める議論がある。考えてみれば、金融のプロフェッショナルがとれないリスクを、素人である家計にとることを求めるのは本末転倒である。素人がとれないリスクを金融技術を駆使し規模のメリットを生かして負担するのが、金融サービスのプロフェッショナルであろう。」（松浦・白石 [2004] 289 ページ）個人には安全資産を選択する合理的な理由があるのであって、かつ、素人がとれないリスクをとるのが金融サービスのプロであるはずだというわけである。

③企業は資金余剰部門である

第 2 に、今日企業セクターが資金余剰部門になっているということであり、今日の株式市場に対する理解が間違っていないかということである。

SRI の普及のためには、わが国証券市場がおかれている現状を見ておく必要がある。証券市場ないし株式市場は一体どのような機能を果たしているのであろうか。このあたりについて定説的に詳細に論じられている状況ではない。概ね、証券市場には「(効率的) 資金配分機能」があるというのが一般的であろう。これに関して、東京都立大学の広田真一教授はきわめて興味

深い指摘をされている。以下紹介しておきたい。教授によれば、株式市場の存在理由は、次の3つの機能があるからである。第1は、「リスク性資金の調達機能」であり、第2は、「資本コスト発見機能」であり、第3は、「もち手変換機能」である（広田 [2004] 35ページ）。第1はまた「資金供給機能」と言い換えてもいいだろうし、第2は「価格発見機能」と言い換えてもよいだろう。第3はまた、「投資の流動化機能」ないし「資金運用手段提供機能」と言い換えてもよいだろう。そして、これらを総称して「資金配分機能」とも言うだろう。

個人、家計の資金を預金から証券市場へ、それもベンチャー企業（これが高リスクであることは言うまでもない）へ向かわせるというのは高度成長期の産業資金供給機能と同じ発想ではないか、今日企業部門は資金余剰セクターであり、今日の証券市場の機能を十分理解していないのではないか。広田 [2004] はいう。「個人金融資産のシフト説が、きわめて軽薄な議論であることが明らかとなる。実はシフト説がねらっているのは、『もち手変換機能』であって、株式を持ちきれなくなった企業株主の放出の受け皿を個人投資家に求めているだけなのかもしれない。しかし、企業が持ちきれないような魅力無き株式を何故個人投資家ならもてるのか？」と（43ページ）。

④個人へのリスクの転嫁ではなく経営改善が必要

そしてさらに「シフト論には、エクイティファイナンスがわが国企業の『資金調達機能』においておおめにみてもせいぜい1割程度の寄与しか果たしていないという歴史的発展段階にある以上、企業経営へのフィードバック・ループである『資本コスト発見機能』の視点が無い限り、単なる資産運用でしかないことから、ギャンブルとの違いを見付けることは困難である」（44ページ）という。「資本コスト発見機能」という言葉によって、経営者が「株価が下がったなら現在の経営方針に異議が発せられ、上がったなら賛意が発せられたと受け取」（42ページ）って、経営改善が行われるというようなフィードバック・ループが想定されている。

SRIが近年の「浅薄な議論」に、いわば「悪乗り」して論じられる限り、その普及は期しがたいというべきである。せっかくの高邁な意図が曲解されかねないことが惜まれる。次項アンケートへの回答にみられるように「企業としてあたりまえのことを今さらSRIという名をつけて商売ネタにしているだけ」とか「きわめて浅薄な流行」といわれてしまうことになる。

3. 日本におけるSRI普及の方策

先に、わが国でSRIが普及する条件を考えるべきだと述べた。わが国においては米国のように大学や教会が基金を持っているということはない。米国で社会的責任投資が当初ネガティブ・スクリーンの形で実施されたのは、これら基金の性格から由来するところがある。日本ではそれが無い。年金も米国のそれとは状況がかなり違う。年金一般であれば、常識的にはパッシブ

運用⁴⁾、つまりインデックス投資をすることが多いだろうから、あえて、社会的責任的投資をすることにはならない。公的年金が自主運用されるとしても、まだまだ研究段階である。年金総合研究センターなどがコーポレート・ガバナンスとのかかわりで研究を進めている段階である（年金総合研究センター [2003]）。

(1) 大和 IR のアンケート調査とその意味

大和インベスター・リレーションズが実施しているアナリストを対象にしたアンケート調査を見ると、SRI が「普及する」とする回答が増加傾向にある（図表 4 参照）。とはいえ「普及しない」と回答したアナリストの寄せている個別意見は興味深いものがある。

図表 4 今後、日本で SRI は普及すると思いますか

	2002	2003	2004
普及する	55.9%	60.7%	67.7%
普及しない	36.2%	37.5%	31.3%
未回答	7.9%	1.8%	1.0%

注) 大和インベスター・リレーションズ調査による。

次ページ図表 5 に、その意見をリストにしたが、興味深いのは①「企業としてあたりまえのことを今さら SRI という名をつけて商売ネタにしているだけ。」とか、②「CSR に前向きな企業に対してもっと優遇する制度がなければ無理」、さらには、③「宗教や人種等欧米で根付いた文化的な背景が日本には薄く、最終的にはリターンを追及する傾向が日本には強いものと考え。残念ながら、SRI はリターンとの関連性は低いと考えている。」などであるが、とりわけ、③は傾聴に値する。第 1 回アンケート調査での同じ質問に対する回答でも、「きわめて浅薄な流行」とか「ポリシーがはっきりせず、ファンド毎の哲学もみられない。結局、これまでの環境ファンドと同じ過ちを犯すのが目にみえている。日本の場合、社会モラルが規範として成立するより『恥』の文化や企業内規範が基盤であるため、欧米のような SRI は成立しえないと思われる。」などという意見もみられた。このような懸念を払拭するようなものでないと、わが国における SRI の普及は困難であるというべきである。この点にかかわって、適切にも「SRI は『社会的』であるがゆえに、地域や国の成り立ち（歴史、文化、宗教）あるいは社会経済状況によって、その社会が求める価値観や倫理観、社会正義はおのずと異なってくる。欧米から求め

4) 「パッシブ運用では、個別企業の業績を調査するアナリストや、アナリストの調査をもとにどの銘柄に資金を振り向けるかを定めるファンドマネジャーなどの役割は大きく低下する。その分、資産運用会社に支払う運用報酬も安くなる。それが年金基金にとってパッシブ運用の大きな魅力だ」（『年金情報』編集部 [2003] 175 ページ）という。このような最近の年金基金の動きは、「いい会社」をスクリーニングする SRI 型アクティブ運用とは相容れない。

られるままの情報開示ではなく、わが国の社会的風土に適合しつつも、独善ではない新しい考え方を具体化する方策を検討することが必要と思われる」という指摘が見られる（貞清 [2003] 16 ページ）。

図表 5 SRI が日本で普及しないと考えられる理由

1	企業としてあたりまえのことを今さら SRI という名をつけて商売ネタにしているだけ。	外資系ファンドマネージャー
2	CSR に前向きな企業に対してもっと優遇する制度がなければ無理。	日系ファンドマネージャー
3	年金基金等にとって目先のリターン確保が死活問題であり SRI 等と悠長に構える余裕は無いはず。	日系アナリスト（非耐久消費財）
4	宗教や人種等欧米で根付いた文化的な背景が日本には薄く、最終的にはリターンを追及する傾向が日本には強いものとする。残念ながら、SRI はリターンとの関連性は低いと考えている。	日系アナリスト（リサーチディレクター）
5	普及させる必要があると考えているが、認知度が低い。	日系アナリスト（サービス、中小型株）
6	環境ファンドみたいにファンドが勝手に名付けるため、名前先行のような…	日系アナリスト（機械、SPE）
7	本質論が日本の投資家にはない。	日系その他
8	希望としては「普及する」だが、利潤最優先の考えが強い。業績に影響のある不祥事には当然反応するが、業績に影響がない不祥事には目を瞑っているのが実情。啓蒙して普及させる必要のある考え方だとは思う。	日系その他
9	SRI という単独要素では中々普及しない。消費者（ユーザー）に評価され、それが企業収益に結び付くようになって初めて投資評価が生まれてくる。	日系その他

注) 大和インベスター・リレーションズ「社会的責任投資 (SRI) アンケート」(2004 年 12 月実施)
(<http://www.daiwair.co.jp/pdf/pr050112-1.pdf>) より。

(2) 銀行による投信窓口販売解禁と SRI

他面で銀行による投信窓口販売が容認されたが、フィロソフィーや情報の提供が不足している⁵⁾。投信の売り手は何を語ればよいのだろうか。買手である投資家もなれない商品にとまどっている。投資家教育が叫ばれる所以である。確定拠出年金制度導入に関わっても投資教育の重要性が認識されてもいる（「年金情報」編集部 [2003] 208 ページ）。大状況的に「間接金融から直接金融へ」などと論じてみても具体性がない。まさに『貯蓄から投資へ』というけれど、スローガンを掲げれば自然とそうなるわけではない。これは間に立つ人が相当の覚悟を持って取り組まないといけない。顧客と真正面から向かい合い、説明義務をきちんと果たして投資に誘

5) 「家計にとって重要なことは、金融サービスのプロフェッショナルが多様な金融商品を提供していることであり、それを前提としたうえでプロフェッショナルを選択することである。その場合も格付けは重要な情報を提供することが期待される。投資信託などのソフィスティケートされた金融商品では、金融機関の名前だけではなく誰がファンド・マネージャー、ストラテジスト、アナリストかということも重要となる。…重要なことは、家計が事前に金融機関や金融サービスの内容を判断できるだけの情報が提供されるように市場や会計制度を整備することである。」(松浦・白石 [2004] 289-290 ページ)

導する。そんな水先案内人、先兵」⁶⁾が必要なわけである。その水先案内人が顧客に自信を持って説明しうる、ストーリーが必要なのである。他面でリターンを伴わない限り普及も望めない。このチャレンジングな、場合によっては二律背反した課題をどのように解決するのか。後で論じたい。

SRIを論ずる場合でも、しばしば入り口と出口論に偏っている。一方の極には「SRIは必要である」という理念があり、他方の極には「個人金融資産が1400兆円ある。これを活用して個人にSRI投資信託を販売する」という構想がある。ただこれら両極をつなぐプロセスが明らかでない。リターンを担保しつつ企業に社会的責任履行を促すプロセスを論じなければならないはずである。これは考えようによっては無理難題である。論者はいう。「SRIとは、本来、CSRを評価して行う投資である。……現在、世界の企業経営者が取り組もうとしているCSRは、包括的な内容として、『社会と共生』しつつ企業本来の目的である『持続的成長』を達成していく『企業の競争力』が共通項となっている。」そして「このような企業の競争力に直結したCSRの評価が定着し、そうした基準によるSRIが年金運用にも広く採り入れられるようになると、企業の『進化的選択のダイナミズム』が働き出す。……日本においてSRIが浸透してくれば、投資という行為により株式市場のマーケットメカニズムを通じて企業淘汰が進んでいくことになる。」「これからの勝ち組企業は、社会とより良く共存しながら持続的な成長を達成し、投資家や消費者と共に、より安全な日本社会の建設に貢献していくことだろう。」（秋山 [2004] 74, 77 ページ）。

漠然とは理解できるが、SRIがリターンに至るメカニズムまでは明快に論じられているわけではない。よくいわれるようにCSRが企業の長期的存続、長期的利益に資する。だから、SRIもリターンにもつながるだろうというわけである。それはそれで分からないわけではない。その可能性を含めもう少し具体的に論じる必要があるのではないか。

先に述べたように、安全資産へと向かう個人の金融資産選択は合理的であるとも言う。ここにおいて「企業業績の好転による株価の上昇あるいはその期待こそが、家計の株式・株式投信への投資を増加させる」（松浦・白石 [2004] 200 ページ）といわれる。SRIがパフォーマンスに結びつかない限り、その普及は困難だと言うことになる。果たしてそれは可能だろうか。

4. SRI とパフォーマンス

(1) 機関投資家のガバナンス活動や SRI とパフォーマンス

① パフォーマンスの概観

6) 「フィナンシャル越境バトル（下）」『日本経済新聞』2005年3月26日号、4ページにおける、野村ホールディングスの古賀信行社長の言葉である。

機関投資家はその規模が大きくなると、売り抜けが困難になるので、退出(Exit)より発言(Voice)を選択せざるを得ないし、ガバナンス活動を活発化させてきているといわれる。赤石 [2003] は機関投資家はパッシブ運用を行うのが普通だし、そうすると投資対象企業の主要株主でないことが多く、自ら積極的にガバナンス活動を起こすインセンティブは小さいし、かつ独自の情報を入手してモニタリング活動を行うほどのコストをかけるインセンティブも小さいという。またアクティビストになるほどの高度な経営的専門能力や高度なモニタリング能力を持っているかどうか疑わしいなど、パッシブ運用の増大がそのまま機関投資家のガバナンス活動の活発化に結びつくとは言い難いという。日米とも Calpers など一部を除き機関投資家が積極的にガバナンス活動をしているとは言い難い上、ましてや、パフォーマンスが上昇したという研究はほとんど見あたらないという。

佐々木 [2002] は、Aghion and Tirole [1997] の考えを発展させて、「ある経営問題に対し、年金資金等が株主行動により経営に介入することは株主の意見が反映されやすくなるベネフィットと、株主行動の努力負担、経営者の努力の低下という二つコストとのトレードオフにある」(71 ページ) と指摘している。つまり株主行動はその結果成果が生まれやすくなるかもしれないが、経営行動の分析や議決権行使のためのコスト、経営者行動に制約を受けることになるから、経営者がスポイルされるかもしれないというコストを伴うという。だから株主行動がネットのパフォーマンスにつながらないかもしれないわけである。そしていくつかのアメリカでの実証分析を行っている先行研究を紹介しながら、株主行動が株価や企業利益に良い影響を及ぼすことは確認されていないという⁷⁾。

大村他 [2001] でも、「わが国のコーポレートガバナンスに対しては、機関投資家からの規律付けメカニズムは、まだ、機能していない」し、「機関投資家によるガバナンス行動が……運用パフォーマンスを向上させるというメカニズムは実証されなかった」としている(40, 41 ページ)。

他方で森 [2005] は「機関投資家の株主行動の効果についての実証分析」を 7 つ取り上げて、次ページ図表 6 のように簡潔に紹介されている。ここでは株主行動とガバナンス効果との関係は様々である。

また、SRI に関してであるが、佐々木 [2005] は「SRI ファンドが平均的に伝統的アクティブファンドのパフォーマンスを下回るとの認識を改めた方が良さそうである」という(15 ページ)。この論文は、日興フィナンシャル・インテリジェンスの発行する『年金レビュー』2005 年夏季特別号(特集女性活用のパフォーマンス)に所収されているものである。同号は他にも興味

7) 寺田 [2005] は SRI のパフォーマンスは通常ポートフォリオを上回る、といったまったく事実に反する情報だが、メディアや調査レポートにあふれているが、それはサバイバーバイアスがあるからだと言っている。

深い論文が掲載されている。同号所収の中嶋 [2005] は実証結果をふまえて、次のように結論づけている。すなわち、実証分析の「結果は、統計的な優位性を示すに至らなかったものの、クロスセクションや時系列でのサンプル数が限定されている現状に於いては、殆どのケースでポートフォリオのアルファがプラスとなっている点は一定の評価に値するものと考えられる。我々が想定するモデルの有効性を示唆するものである。」

図表 6 機関投資家の株主行動の効果についての実証分析

研 究	対 象	検 証	評 価
Smith [1996]	CalPERSのアクティビズム	<ul style="list-style-type: none"> 提案を採用した企業の株価は平均 1.06%上昇し、採用しなかった企業は平均 1.16%下落 カルパースによる積極的な活動が企業の営業利益に影響を与えていないという仮説は棄却されない 	効果小さい
Karpoff et.al. [1996]	株主主導の動議	<ul style="list-style-type: none"> 動議提出というニュースに対して株価は有意に反応せず、トップ経営者の交代もほとんどなし 	効果なし
Wahal [1996]	委任状提案	<ul style="list-style-type: none"> 企業の経営パフォーマンスや株価が改善されたという実証結果は得られなかった 	効果なし
Strickland et. al. [1996]	全米株主協会のモニタリング活動	<ul style="list-style-type: none"> 協会がターゲットの企業と結んだガバナンス改善のための協約 協約を結んだ企業の株価は平均的に上昇 	有効
Guerico and Hawkins [1999]	5 基金の株主提案	<ul style="list-style-type: none"> 株主提案の後にガバナンスや企業政策に関して有意な変化あり 株価・業績のパフォーマンスへの関係は統計的には明確に見出せない 	不明
Carleton et. al. [1998]	TIAA-CREF の投票前交渉	<ul style="list-style-type: none"> 45 社のうち 42 社が投票前に合意 企業のパフォーマンスへの反映は、はっきりとした推計結果は得られなかった 	不明
Anson et.al. [2003]	CalPERS の Focus List	<ul style="list-style-type: none"> リストに載った企業の株価パフォーマンスの検証 公表後 3 ヶ月間で平均 12%程度の累積超過リターン 	有効

注) 森 [2005] 13 ページ。

SRI とパフォーマンスの関係は何か関係していそうだが有意な関係は実証できなかったというのが現状のようである。以下では上記日興フィナンシャルインテリジェンスの分析に倣って女性活用に論点を絞って、SRI とパフォーマンスの関係について考えてみたい。

②日本の SRI の問題点

わが国における SRI の問題点について考えておこう。SRI は、短期的なパフォーマンス競争だけを考えれば、投資対象が幅広いアクティブ型ファンドに比べ、組み入れ銘柄が限定される

ために、投資テーマを絞りこんでいるだけに、不利な立場にあるという⁸⁾。それでも高いパフォーマンスを期するにはどうしたらよいのだろうか。

これまでのところを整理しておく、インデックス型、パッシブ運用に近い運用でかつ SRI を行おうとすれば、それはリターン重視よりむしろネガティブ・スクリーニングというかやや政治的テーマをもって、リターンの低さをものともせず、その志に共感を得て運用するファンドでなければならない。リターンをも獲得しようというのであれば、別のストーリーを必要とするだろう。ところがリターンをあげるのは至難である。ファンド・マネージャーの力量が問われる。ところが次のような指摘がある。

「優秀なファンド・マネージャーがついている SRI ファンドは日本にわずかしか」(日経ビジネス [2005] 41 ページ) ないといわれている。リターンと結びついてこそ SRI ファンドも普及しようと思われるが、ファンド・マネージャーの力量不足からそれが望めないようである。分析力があつてかつ見識を持って社長インタビューに臨めるほどのファンド・マネージャーでなければならない。銘柄選別に際しても「知名度は低くても本業そのものが社会に貢献している中小企業に投資すること」(同上) が必要であり、「リスクをとって社会にお金をぐるぐる回すことが金融機関に求められている本来の仕事」(同上) なのだといわれている。ファンド・マネージャーはそういう銘柄(企業)を早期発見し、これを激励してパフォーマンスをあげることができるのではなかろうか。ただし、大型ファンドが SRI でリターンを取るのは難しそうであることがわかる。以下、SRI の一例として女性活用 SRI とパフォーマンスの関係を考えてみたい。

(2) 女性活用 SRI を例にパフォーマンスとの関係を見る

① 大卒女子内定比率と利益率の関係

女性活用が企業価値向上に向かうシナリオを描けるはずである。とりわけ消費財メーカーや小売業などでは容易に描けるはずである。これら企業を後押しするファンドを組成することができるのではなかろうか。女性活用度の代理変数として大卒女子内定比率を取り上げて分析してみた。実際『会社四季報』2005 年 3 集によりデータのとれた 1543 社について、直近期の総資産経常利益率と大卒内定者にしめる女子比率との相関係数は 0.0893 と 1%水準で有意であった。この 1543 社を上場市場区分にしたがって分類し、表にしたのが次の図表 7 である。新興市場銘柄 263 社では大卒内定者中女子比率 39.1%と高く、かつ利益率も高い。新興市場銘柄は非製造業が多いといった業種特性があるということもあるので、これだけで女性活用と利益率の因果関係は必ずしも明確ではないが、女性活用シナリオを描きながら、企業に働きかけるこ

8) 「社会的責任投資に個人注目——環境・女性主題の投信好評(スクランブル)」『日経金融新聞』1999 年 8 月 25 日号, 20 ページ。

とにより、SRI をパフォーマンスにつなげる可能性が出てくるのではないと思われる。ただし、女性活用が市場で評価されすぎると誰も彼もがそういった銘柄に投資することになって株価が上昇しすぎて投資リターンがかえって低くなる。ここにファンド・マネージャーの力量が問われる。

図表 7 上場区分別総資産経常利益率と大卒女子内定率

上場区分	会社数	製造業		非製造業		直近期総資産経常利益率 (%)	大卒内定女子比率 (%)
		製造業	構成比	非製造業	構成比		
3 市場 1 部	1039	496	47.7%	543	52.3%	5.90	26.0
2 部, 地方単独	241	86	35.7%	155	64.3%	6.16	27.4
新興	263	42	16.0%	221	84.0%	8.17	39.1
合計	1543	624		919		6.42	28.0

注) 『会社四季報 CD-ROM』2005 年 3 集より、全上場企業 3762 社中、大卒女子内定率、総資産経常利益率、PER の 3 データが揃っている企業で大卒内定男女計 10 人以上の企業 1543 社の市場別構成を見たものである。

②男女共同参画企業とその他企業の利益率との比較

また、大阪府では大阪府男女共同参画推進条例（平成 14 年 4 月施行）に基づき、独自施策として、男女共同参画に意欲的に取り組む企業・団体等を「男女いきいき・元気宣言」事業者として広く募集のうえ登録し、その意欲と自主的な取組を応援する「男女いきいき・元気宣言」事業者制度を平成 15 年 1 月に創設し、働く場の男女共同参画の促進に取り組んでいる⁹⁾。「男女いきいき・元気宣言」事業者 51 社中、上場 22 社の直近 3 期平均 ROE（株主資本当期利益率）3.85% に対し、同じ大阪に本社を置く上場企業でもこれに参画していない企業で 3 期平均 ROE のとれる企業 448 社の平均 ROE は 1.50% となっている¹⁰⁾。ただし、ここでもこれが市場で評価されすぎるとファンドによっては出遅れることになる。

③厚生労働省表彰企業の株式パフォーマンス

厚生労働省は女性労働者の能力発揮を促進するための積極的取組（ポジティブ・アクション）を推進している企業に対し、その取組みをたたえるとともに、これを広く国民に周知し、女性労働者の能力発揮の促進を図ることを目的として「均等推進企業表彰制度」を実施している。女性労働者の能力発揮を促進するためのポジティブ・アクションとしては、「採用拡大」「職域拡大」「管理職登用」「職場環境・職場風土の改善」のうち、いずれかの取組みを実施している企業を対象とする。平成 11 年度若しくは平成 12 年度における労働大臣努力賞、平成 13 年度若しくは平成 14 年度における厚生労働大臣努力賞又は平成 15 年度以降における厚生労働大臣優良賞を受賞した企業 77 企業の株式と市場全体の動きと比べた調査で対 TOPIX 累積超過リタ

9) http://www.pref.osaka.jp/f_inf/koho/kh00001/kh12219000014.html より。

10) ROE 直近 3 期平均は『会社四季報』2005 年 3 集による。

ーンを調べると表彰後の株式パフォーマンスが安定して上昇しているという。あるいは厚生労働省のファミリー・フレンドリー企業表彰制度で表彰された企業をみると、表彰後の株式パフォーマンスが安定して上昇しているという（吉野他 [2005] 3-5 ページ）。ただし、表彰そのものが株価を押し上げて高いパフォーマンスをもたらした可能性も否定できないだろう。

これら調査を総括すれば、女性活用がパフォーマンスに有効なのかどうか、有効であるように見えるが、確証は出来ないというのが実情ではなかろうか。

5. パフォーマンスの背景、企業価値向上のストーリー

(1) 21 世紀職業財団調査

女性活用度とパフォーマンスとの関係は、単なる偶然かもしれない。そこに明確なシナリオが描けなければならない。そのシナリオを考えるのに有用な調査がある。一つは、厚生労働省の外郭団体である、財団法人 21 世紀職業財団 [2004] によるアンケート調査であり、もう一つは、経済産業省男女共同参画研究会 [2003] である。前者のアンケート結果によると、女性社員の能力発揮促進を図った結果、6 割以上の企業が「男女ともに職務遂行能力によって評価されるという意識が高まった」、「女性社員の責任感が向上した」と考えており、3 割弱の企業が「男女ともに働きやすい職場になった」という意見が見られる。これがパフォーマンスをもたらす可能性がある。同アンケートによれば、実際、「女性社員比率が高い企業ほど、5 年前を 100 とした場合の売上高を数値化した指数が伸びている。加えて、女性社員比率が高い企業ほど、競争相手と比較し自社の業績の状況が『良い』または『やや良い』とする企業が多い。他方、質の基幹化を表す係長・主任女性比率、課長女性比率及び過去 5 年間の女性管理職の増減と成長性指標と総合経営判断指標との間にも概ね密接な関係がみられる」という。また「女性の採用拡大・職域拡大や女性管理職を増やす取組を進めている企業で企業業績は拡大している」という。

(2) 経済産業省男女共同参画研究会報告書

もう一つの報告書によると女性比率が高いほど利益率が高くなるという。しかしそれはナイーブなものなので、もう少し丹念に分析されている。業種、企業規模（常用雇用の自然対数）、財務内容（自己資本比率）、外資比率、創業年等の違いを調整した後、女性比率と利益率の関係を回帰すると、有意な正の相関が観察されるという。しかしそれをさらに丁寧に見ていくと、女性比率は見かけ上の要因で、真の要因は女性比率も利益率も上げるような企業固有の要因が存在することが示唆される。つまり、女性が活躍できる風土を持たない企業が単に女性比率を高めても利益率を上げることはできないという。

すなわち「女性比率と利益率との関係は見かけ上の正の相関に過ぎなかった。このため、真

の要因＝企業特性（企業固有の風土や人事・労務管理施策）をコントロールすると、女性比率と利益率との関係は有意ではなくなった。つまり、真の要因となるものを説明変数に加えて利益率を説明する回帰式を推計すると、女性比率の利益率への影響が失われる（女性比率の係数が非有意となる又は係数の大きさが大きく低下する）はずである。例えば、『良き経営者』が真の要因で、良き経営者がいる会社は利益率も高く、女性比率も高いとする。しかし、同じ程度に良き経営者がいる企業同士を比べると、女性比率の高低は利益率の高低に影響を与えない。そこで、この方法を用いて、これまでに取り上げてきた企業の施策の中で真の要因は何かを探してみた（20ページ）。すると、「分析対象とした人事・労務管理施策及びその代理変数の中で真の要因の有力な候補は、『男女勤続年数格差が小さい』、『再雇用制度がある』の2つであった。」（21ページ）そしてこれらを要約して、次のようにいわれている。

「女性が活躍でき、経営成果も良好な優良企業は、『女性が活躍できる風土を持つ』、『女性を上手に使って利益を上げるような企業の人事・労務管理能力が高い』企業である。今回の分析から、女性比率を高め利益率も高めるような企業特性として、具体的には、『男女勤続年数格差が小さい』、『再雇用制度がある』企業が浮かび上がった。

男女勤続年数格差が小さいということは、女性が長く働き続けられるようなワーク・ライフ・バランス施策による部分と、ロイヤリティやモチベーションを高めるような公正な処遇、明確な目標の提示といったような均等施策による部分の両方が寄与していると考えられる。

結婚・出産が理由で退職した女性を再雇用する制度は、ファミリー・フレンドリーな施策であり、女性にとって働き方の選択肢として有意義であるが、企業にとっても、新人や（他社を辞めた）中途採用者を採用するよりも、業務に慣れた人材を活用できるメリットが大きいと考えられる。」

ここには、シナリオを考える際のヒントがある。

(3) パフォーマンス向上のストーリー

上記はすなわち女性の働きやすい職場は良い職場だということを意味していよう。さらに、「経済の動向が今後はさらに供給よりも需要によって左右されるようになるとすれば、問題はますます深刻になっていくだろう。多くの企業において女性は最前線に位置することが多く、小売店、銀行、顧客サービス部門などでは顧客と直接に接している。企業としては、顧客ニーズを理解する能力と意欲を持ち、会社側にその情報をフィードバックしてくれる従業員が必要だと声があがっている。企業側としては、女性従業員に対して、キャリアアップの可能性が限定されているなかで、いかにしてこうした行動を効率的に行うよう動機づけしていくかが問題となる。」（エコノミスト・インテリジェンス・ユニット [2005]）

中嶋 [2005] は手際よくこれら論点を整理している。私なりに整理しなおすとこうなる。①

女性が働きやすいということは従業員すべてが働きやすいということであり、それが企業価値向上に役立つ。②女性が活用されていると女性向け商品ないし生活者に受け入れられる商品開発につながり企業価値が向上する。③女性が共感できる経営理念や制度をもつ企業は価値的で明確な経営理念をもっていることであり企業価値向上につながる可能性がある。第 3 番目の論点は必ずしも十分展開されて主張されていないので、ここでもう少し敷衍したい。

6. 価値観・経営理念とパフォーマンス

(1) ファンド・マネージャーによる銘柄選別

女性活用の問題だけではない。環境や障害者雇用にしても同じである。ここではファンド・マネージャーの銘柄選別の視点として SRI がありうるし、それはまた、企業価値向上のシナリオを伴った選別でなければならない。先に、大卒女子内定率と総資産経常利益率との間に相関があることを見た。だから女性活用企業に投資すればパフォーマンスが上がるという単純なものではない。もしそのシナリオが市場で認識されているとすれば、すでに裁定取引が行われているはずだから株式投資パフォーマンスにはつながらないであろう。

図表 8 大卒女子採用上位企業で ROA が高く、かつ PER が低位の企業

社名	期末 PER(倍)	期末 PBR(倍)	総資産経常利益率(%)	大卒内定女子(人)	大卒内定男子(人)	大卒内定男女計(人)	大卒内定女子比率(%)
ジモス	9.8	2.6	33.24	13	9	22	59.1
サンヨーハウジ	9.8	2.1	11.72	15	15	30	50.0
鳥羽洋行	9.4	0.9	10.07	6	5	11	54.5
ブルーグラス	9.3	1.1	14.03	38	2	40	95.0
サンエー	8.8	1.1	12.32	21	16	37	56.8
サンフロンテ不	8.4	2.4	15.12	17	8	25	68.0
京進	6.1	1.1	12.81	38	34	72	52.8
トーマンエレクト	5.3	0.7	9.41	24	27	51	47.1
ステップ	2.7	0.2	12.76	16	12	28	57.1

注)『会社四季報 CD-ROM』2005 年 3 集により、全上場企業 3762 社中、大卒女子内定率、総資産経常利益率、PER の 3 データが揃っている企業で大卒内定男女計 10 人以上の企業 1543 社から、大卒内定女子比率上位 4 分の 1 の企業 386 社中、総資産経常利益率上位 4 分の 1 企業 97 社で期末 PER10 倍以下の企業を抽出したものである。

ファンド・マネージャーは SRI と企業価値向上のシナリオを考えて、前向きではあるが未だ評価されていない銘柄(企業)を発見し、その企業と共同でシナリオを書き上げ、その実現に協力することによって、企業業績・企業価値が向上し、SRI はパフォーマンスをあげることができる。図表 8 は、先の図表 7 で取り上げた企業 1543 社のなかで、大卒内定女子比率上位 4 分の 1 の企業 386 社中、総資産経常利益率上位 4 分の 1 企業 97 社で期末 PER10 倍以下の企業を抽出したものである。いわば「出遅れ銘柄」である。こういった銘柄からさらに調査分析

のうえ、投資対象を選別する。これら企業はポテンシャルのある企業であると考えられるので、さらに企業価値を引き上げるための努力を企業に求めることになる。経営者、従業員一体となった企業価値向上戦略を実行することになる。

(2) SRI がリターン実現に向かうシナリオないしストーリー

具体的な企業価値向上策はどのようなものか、したがって投資家に対するリターンを担保するにはどうしたらよいかを考えてみる必要がある。ここで、先端的なインベスター・リレーションズや経営戦略論などで論じられているところが役に立つのではなかろうか。

① 企業価値向上に向けた価値観の共有のための経営理念・経営戦略・経営計画

本多 [2005] はインベスターズ・リレーションズ (IR) について書かれた書物であるが、経営戦略論にまで触れられ、企業価値向上策について具体的に書かれているので参考になる。少し長いが紹介しておこう。

「まずは会社の基本理念や経営方針と、その会社特有の強み (DNA 的なもの、コアコンピタンス、伝統ないしカルチャー、技術力、販売力、コスト力、財務体質、従業員のチームワーク、等々) を知っていただき、それらをポジティブに理解していただくようにしなければならない。そういうその会社ならではの経営の魅力を訴求するストーリーが必要になる。これは、折に触れ発信し、『あの会社はあれがあるから強い』とか『あれがあるから大丈夫』という理解を投資家のマインドの中に醸成していかなければならない。

そして、その上に経営戦略や経営計画の説明を加えていく。経営戦略・経営計画はできるだけ具体的・論理的に、かつコミットメント (約束事) として発信できなければならない。それだけに、経営戦略や経営計画を策定するときから、それらが IR 発信に耐えうる内容であるかどうか、納得性ある企業価値向上策になっているかどうかまで意識して策定しなければならない。もちろん、経営戦略・経営計画には経営トップの意思が入っていなければならないし、また経営戦略・経営計画をベースに IR ではこういう発信をしていく、ということについて、CEO (最高経営執行責任者)、CFO (最高財務責任者) やコーポレート・コミュニケーション担当役員が経営幹部会で確認し、意思統一しておくべきであろう。そうすることによって、IR 発信が経営と一体なるがゆえの迫力あるものになっていくのではなかろうか。」(本多 [2005] 152-153 ページ)

だから、CSR にしろ何にしろ経営理念が経営戦略・経営計画に落とし込まれておらねばならず、それはまた首尾一貫したストーリーでなければならないわけである。これによって従業員との間の価値観の共有が可能になるのである。

② 価値観共有のために必要な社会性

しかも経営理念が社会性を帯びていないと従業員との価値観の共有もできない。そして経営理念は企業風土として根づいている必要がある。実際経営理念をもつことと利益には相関性が

あるという（宮田 [2005] 42 ページ以下）。SRIが企業の経営理念と一体化してこそパフォーマンスに結びつくというべきである。すなわち、このような経営理念に基づいた戦略や計画が語られるのは実のところ全社的に従業員にその価値観が共有され、戦略や計画が実行されなければならないからである。かくてこそ、目標利益が実現しうるのである。それはまた投資家にリターンとなって返されるのである¹¹⁾。

「大企業は、利害を一にしない多数の人の間の、利己心を保留した継続的な協業の上に初めて成立する。そうであるがゆえに、ここには宿命的な問題がついてまわる。端的に言えば、『人を動かすうえで何が利己心にとって代わるのか』という問題がそれである。『利害を一にしない構成員をいかに動機づけ、共通の目標に導くのか』と言い換えてもよい。」（三品 [2004] 23 ページ）「自動車産業でホンダはどうやって業界トップ企業のトヨタと五分で戦える余地が生まれるのだろうか。いかに経営者は個々の社員を動機づけ得るのか。／解は次のようなものである。まず、社員の価値観を共有化させなければならない。企業文化により、社員のベクトルを合わせるのである。そして重要な点は、金は共有すべき企業文化足り得ないということである。世の中とか人々のためになる、そういう仕事をする、という金以外の共有化する価値観を持つことによって初めて社員全体のベクトルを揃えることが易しくなる。」（新原 [2003] 235 ページ）

CSR を語る理由はここにある。それは戦略と結びつけて語られなければならない。そしてもちろんこれはオペレーションと結びついていなければならない（三品 [2004] 212 ページ）。とはいえ、「強い工場・弱い本社」（藤本 [2004] 65 ページ）が日本企業の特徴としてあげられる。「日本の企業の中に本社の戦略経営がきちっとできていたところが意外に少なかった」（同上、66 ページ）という。「現場の『もの造りの組織能力』を、いかにして収益に結びつけるか。それこそが戦略であり、本社の責任です。言い換えれば、目指すべきは『オペレーション能力』と『ストラテジー能力』のバランス」（同上、70 ページ）だという。

③SRI ファンドの果たすべき役割

ここから言えることは、SRI ファンドと投資先企業との合作で企業価値向上を図り、パフォーマンスをあげる必要があるということである。

まとめてみよう。一つは、SRI、とりわけ大型ファンドの場合、リターンに直接結びつけることは困難ではないかということである。社会的責任投資という制約の中でのポートフォリオの場合大きなリターンは期待できないのではなからうか。だから社会的責任投資をするとリターンも大きくなるはずなので、社会的責任投資をしましょう、という訴え方はミスリーディングであると思う。SRIには、倫理的・社会的・政治的な意味合いがあろう。だからそのようなものとして訴え、しかもその制約の中でのリターン確保に専心すべきであろう。そしてそのこ

11) 経営戦略がどのように計画、執行されるかについて、詳しくは松村 [2004] 27 ページ以下参照。

とをディスクローズする必要がある。これはローリスク（場合によってはミディアムリスク）・ローリターン型で、大型ファンド向きである。

もう一つは、SRI 投資を進めつつ、個別銘柄を厳選し、投資先企業と協力して企業業績のアップを図り、パフォーマンスを狙うという形もあり得るだろう。あまり分散投資せず、リスクを取りつつも高いパフォーマンスをあげるというスタイルも考えられる。これはハイリスク・ハイリターン型で、ファンドの運用主体はブティック型ないし投資信託運用の特別チームのようなものとなるのではないかと思われる。もちろんこれら二つを截然と区別できないかもしれない。後者についてもそのシナリオなどをディスクローズする必要がある。

いずれにせよ、これらは「間接金融から直接金融へ」という命題と直接結びつけて語られるようなものではない。SRI は、明快な商品設計の下で投資家を募るべきで、「間接金融から直接金融へ」という大状況から問題をたてるのはあまりにも便宜的すぎると思われる。

（参考文献）

- Aghion, Philippe and Jean Tirole [1997], “Formal and Real Authority in Organizations”, *Journal of Political Economy*, Vol.105,no.1, 1-29.
- European Social Investment Forum [2003] Socially Responsible Investment among European Institutional Investors 2003 Report, (<http://www.eurosif.org/pub2/lib/2003/10/SRIRept/eurosif-SRIRept-2003-all.pdf>).
- Social Investment Forum [2003] 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, (http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/SRI_trends_report_2003.pdf).
- 赤石浩一 [2003] 「機関投資家のコーポレート・ガバナンス活動の意義—わが国の機関投資家は効果的なガバナンス活動ができるか—」橋木俊詔・金子能宏『企業福祉の制度改革』東洋経済新報社, 209-240 ページ。
- 秋山をね [2004] 「社会責任投資（SRI）と年金運用における意義」『年金と経済』第 22 巻第 5 号（通号 88 号），2 月，71-77 ページ。
- 安達智彦 [2003] 『証券経済論』岩波書店。
- 植杉威一郎 [2004] 「企業の社会的責任と社会的責任投資」（http://www.rieti.go.jp/cgi/jp/columns/text_013.htm）。
- エコノミスト・インテリジェンス・ユニット [2005] 「商人道 日本における CSR」（<http://www.daiwa.jp/branding/SRI/CSRReportJapanese.pdf>）。
- 大村敬一・首藤恵・増子信 [2001] 「機関投資家の役割とコーポレートガバナンス—機関投資家によるコーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果から—」『フィナンシャル・レビュー』第 60 号，12 月号，5-42 ページ。
- 経済産業省男女共同参画研究会 [2003] 「女性の活躍と企業業績」（<http://www.meti.go.jp/kohosys/press/0004204/1/030627danjo-honbun.pdf>）。
- 榊原茂樹・浅野幸弘・青山護 [1999] 『証券投資論 [第 3 版]』日本経済新聞社。
- 佐々木隆文 [2002] 「株主行動のコストとベネフィット」『証券アナリストジャーナル』5 月号，70-81 ページ。
- 同上 [2005] 「SRI ファンドのパフォーマンス—欧米では一般的なアクティブファンドと同等のパフォーマンス—」（日興フィナンシャル・インテリジェンス）『年金レビュー』2005 年夏季特別号，9 月，10-17 ページ。

- 貞清栄子 [2003] 「調査報告 社会的責任投資 (SRI) の動向について」『三井トラスト・ホールディングス調査レポート』第 39 号, 7 月, 10-16 ページ (http://www.mitsustrust-fg.co.jp/invest/pdf/repo307_2.pdf)。
- 澤邊紀生 [1998] 『国際金融規制と会計制度』晃洋書房。
- 澤邊紀生 [2005] 『会計改革とリスク社会』岩波書店。
- 首藤恵 [2004] 「英国における社会的責任投資の展開: 日本への示唆」『証券アナリストジャーナル』第 42 巻第 9 号, 9 月, 20-32 ページ。
- 大和インベスター・リレーションズ株式会社 [2003] 『『社会的責任投資 (SRI) の日本企業への影響』の調査結果から』1 月 (<http://www.daiwaIR.co.jp/pdf/pr030116.pdf>, <http://www.daiwaIR.co.jp/pdf/pr030116-1.pdf>)。
- 大和インベスター・リレーションズ株式会社 [2003] 『『社会的責任投資 (SRI) の日本企業への影響』の調査結果から』12 月 (<http://www.daiwaIR.co.jp/pdf/pr031224.pdf>, <http://www.daiwaIR.co.jp/pdf/pr031224-1.pdf>)。
- 大和インベスター・リレーションズ株式会社 [2005] 『『社会的責任投資 (SRI) の日本企業への影響』の調査結果から』1 月 (<http://www.daiwaIR.co.jp/pdf/pr050112.pdf>, <http://www.daiwaIR.co.jp/pdf/pr050112-1.pdf>)。
- 高巖 [2001] 「新たな資金の流れが新しい日本を創る—特殊法人改革と社会責任投資の可能性—」『月刊資本市場』第 194 号, 10 月, 4-12 ページ。
- 高月昭年 [2004] 「金融制度改革はなぜ十分な活力を生み出さなかったのか? : 当事者不在のまま動く日本型改革の限界」堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム 9 金融サービス』第 3 章, NTT 出版, 50-99 ページ。
- 谷本寛治編著 [2003] 『SRI 社会的責任投資入門』日本経済新聞社。
- 筑紫みづえ [2004] 「日本と世界における SRI の展望—エコファンドおよび CSR 調査の現場から—」『証券アナリストジャーナル』第 42 巻第 9 号, 9 月, 5-19 ページ。
- 津村英文 [1991] 『証券市場論入門』有斐閣。
- 寺田徳 [2005] 「米英年金基金の社会的責任投資—わが国での健全な議論のために— (第 2 部)」(野村アセットマネジメント) 『ファンドマネジメント』春季号, 3 月, 4-15 ページ。
- 中嶋悟 [2005] 「働く女性支援助度による企業評価とパフォーマンス」『年金レビュー』2005 年夏季特別号, 9 月, 18-27 ページ。
- 新原浩朗 [2003] 『日本の優秀企業研究』日本経済新聞社。
- 21 世紀職業財団 [2004] 「企業の女性活用と経営業績との関係に関する調査」(平成 16 年 3 月) (<http://www.jiwe.or.jp/jyoho/chosa/h15anq.html>)。
- 日経ビジネス [2005] 「特集 CSR で会社を守れ」『日経ビジネス』2005 年 8 月 22 日号, 26-48 ページ。
- 日本経済団体連合会 [2004] 「CSR をめぐる最近の動向と日本経団連の対応—廣瀬博・社会的責任経営部会長に聞く」『日本経団連タイムス』第 2737 号 (9 月 9 日) (<http://www.keidanren.or.jp/japanese/journal/times/2004/0909/02.html>)。
- 日本総合研究所 [2004] 「企業の社会的責任と新たな資金の流れに関する調査研究報告書」(<http://www.rieti.go.jp/users/uesugi-iichIRO/financial-flow/pdf/CSR1219.pdf>) 3 月。
- 「年金情報」編集部編 [2003] 『企業年金の真実』格付投資情報センター。
- 年金総合研究センター [2003] 「公的機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの取り組みについて」(<http://www.nensoken.or.jp/news/pdf/cogo0529.pdf>)。
- 橋本基美 [2004] 「SRI インデックスと CSR 開示のインパクト」『証券アナリストジャーナル』第 42 巻第 9 号, 9 月, 48-59 ページ。
- 広田真一 [2004] 「“資金調達機能” なき株式市場の存在理由」『証券経済研究』第 48 号, 12 月, 33-48 ページ。
- 藤本隆宏 [2004] 『日本のもの造り哲学』日本経済新聞社。

- 本多淳 [2005] 『「企業価値」はこうして創られる－IR（インベスターズ・リレーションズ）入門』朝日新聞社。
- 本間正明 [2001] 「株式市場の現状と改革の方向について」（「経済財政諮問会議」提出資料 http://www.keizai-shimon.go.jp/minutes/2001/0402/item6_2.pdf）。
- 松浦克己・白石小百合 [2004] 『資産選択と日本経済』東洋経済新報社。
- 松村勝弘 [2004] 『現代企業の財務戦略』第4版，サイテック。
- 三品和広 [2004] 『戦略不全の論理』東洋経済新報社。
- 宮田矢八郎 [2005] 『理念が独自性を生む』ダイヤモンド社。
- 森祐司 [2005] 「米国年金基金の株主行動と社会的責任投資（後編）」『（大和総研）年金ニュースレター』 http://www.daiwa.jp/branding/SRI/050502_2SRI.pdf，5月号。
- 吉野貴晶・岩松まみ・橋本純一 [2005] 「女性の活用に積極的な企業の株式パフォーマンスは良好」（<http://www.daiwa.jp/branding/SRI/050404SRI.pdf>），3月14日。