

水口剛，國部克彦，柴田武男，後藤敏彦著

『ソーシャル・インベストメントとは何か

——投資と社会の新しい関係』

(日本経済評論社，1998年6月)

小 林 和 子

はじめに

証券市場の理論では市場そのものとその運動形態が中心にあり，市場に参加する発行者と投資家の行動は，市場という取引の「場」に上る限りにおいて問題になるだけである。証券市場で証券を発行する株式会社がその調達資金を毒ガス製造に使うと，ミサイル核弾頭の製造に使うと，基本的に取引の「場」としての証券市場自体にはこれを拒絶する論理はない。1つにはこうした発行会社の行為を判断するものは，その商品の需要者（商品の質と価格）と，一般社会（各種のレベルにおける人類の生存環境を破壊しないか等）であり，これらのレベルでスクリーニングされた発行者が証券市場にアプローチすると単純に前提してきたためである。また1つには証券市場における取引行為はほぼすべて投資の「リターンとリスク」に収斂して考えられ，実体経済過程における評価はすべて「リターンとリスク」に反映するとして切り捨ててきたためでもある。

証券市場の片側にいる投資家にとってはリスクに見合うか，あるいはそれ以上のリターンが

得られれば何も文句はない。長期にわたって市場に抜きこんでリターンを得ることが困難であるとすれば，市場平均並みのリターンが得られれば，投資対象の性格など問わないのが当たり前である。いや投資対象どころか，預金でも，証券でも，外国為替でも，商品先物取引でも，何でも良い，リターンが得られさえすれば取引の性格も問わないであろう。ゲルトがより多いゲルトになって戻ってきさえすれば良いというのは，まさにマルクスが100年以上前に『資本論』で描いた世界であり，証券市場は資本主義の申し子としてこれを体現しているだけでもある。

こうした，シンプルといえば余りにもシンプルな投資把握に対して，非常に現実的な，「社会的責任投資」の観念を投資社会にプロポーズしているのが本書である。

I. 本書の構成と内容

本書の内容はこの「社会的責任投資」の概念にすでに関心を持ってきた方々には理解し易く，また現に手に取って見られた方には読み易いように書かれたものである。しかし，まったくこうした概念に触れたことの無い方が，証券

市場の専門家であっても圧倒的多数ではないかと思われる。これを念頭に置いて、とりわけいくつかのキーワードをなるべく正確に把握するように、内容を紹介したい。

序章 投資は社会を変える 水口 剛 (高崎
経済大学経済学部講師, 公認会計士)

第1章 社会と関わる投資の専門家——多彩
なアメリカの現状 水口 剛

第2章 行動するソーシャル・インベスター
——「社会」と「投資」の理念をめ
ぐって 水口 剛

第3章 ソーシャル・スクリーンの実際とそ
の効果 水口 剛

第4章 社会的な株主行動 國部克彦 (神戸
大学経営学部助教授)

第5章 日本での可能性と課題 柴田武男
(聖学院大学政治経済学部助教授),
水口 剛, 後藤敏彦 (環境監査研究会
代表幹事)

第6章 ソーシャル・インベストメントの現
代的意義 國部克彦

共著者4名は企業の環境問題を専門に研究するNPOのバルディーズ研究会を母体とした研究を続けてきた。企業の活動に直接に社会からの制約を加えようとする研究志向がまず先行し、研究を継続する過程で株主——投資家側からの制約ないし要求の可能性に目を開いたものであろう。

序章 投資は社会を変える

「ソーシャル・インベストメント」とは、「資金を投下する際に、財務的な観点からの判断だけでなく、資金の投下先の事業の社会的側面をも考慮して行う投資」であると、まず説明

される。「ソーシャル・インベストメント」は単なる研究者レベルの概念ではなく、すでにアメリカ、イギリス等では実践されている行為の枠組みである。アメリカのソーシャル・インベストメント・フォーラム (1981設立) によれば、これらは1) ソーシャル・スクリーン、2) 株主行動、3) コミュニティ投資、の3に分類される。ソーシャル・スクリーン (social screen) とは投資先企業の事業内容やその遂行方法を自己の倫理観や社会的インパクトといった観点 (クライテリア criteria) から評価して、投資先を選別する行為である。飲酒・喫煙に反対のキリスト教会が資産を運用するに当たりアルコール・煙草生産会社を投資先から外す、ベトナム戦争に反対する投資家が兵器生産会社には投資しない、などが典型的な例である。株主行動は株主総会における様々な意思表示、コミュニティ投資は地域社会の再生と活性化のための主としてマイノリティに対する投資である。

第1章 社会と関わる投資の専門家——多彩
なアメリカの現状

「ソーシャル・インベストメント」先進国のアメリカで、ソーシャル・スクリーンを持つ主要な投資信託は、株式型で18、国際型で2、債券型で5、バランス型で4、マネー・マーケット型で2に及ぶ (96年7月末)。中でもカルバート・アセット・マネジメント・カンパニーを投資アドバイザーとするカルバート・グループが、ソーシャル・スクリーンを持つ投資信託として全米最大である。カルバートでは通常の投資信託に共通のポートフォリオ・マネージャーが選択した投資先候補を、ソーシャル・リサーチャーが1) 環境問題、2) 製品の安全性と有用性、3) 従業員の健康と安全、4) 兵

器生産との関わり、5) 海外での責任ある操業、の観点に照らして調査、投資するか否かを決定する。実際には、例えば環境問題ではいくつかの法規制、業界平均を勘案した「最低レベル」が考えられており、やみくもな理想論が掲げられてはいない。さらにここで終わらず、投資を決めた企業に対して株主として株主総会で働きかけるという行為が後につながる。投資否定と、投資肯定→株主としての是正要求、の2面が、主たる行動様式になるわけである。カルバートはコミュニティ投資も行い、一方では海外投資にもこのスクリーンを応用している。

一方、パーナサス・ファンドの個人投資家との交流を示す「テーブル・ワイン」論争（アルコール中毒が社会問題になっているときにワイン会社への投資が許されるか）からは、投資家のソーシャル・スクリーンに対する関心の高さが導き出される。いずれも長期投資のスタンスであり、「社会的責任投資」以外に、「社会対応投資」「倫理的投資」「経済的目標投資」などの名称が用いられることがある。また有効かつ適正な判断が行いうるには能力のあるソーシャル・リサーチの専門家の組織化が必要であり、アメリカにはこれらがすでに存在する。その1つのIRRCは株主行動支援のための情報提供を行っているが、これらのテーマはギャンブルや動物実験を含む16項目に及ぶ。

第2章 行動するソーシャル・インベスター ——「社会」と「投資」の理念をめぐって

こうした社会的行動を貫くにはどうしてもあるていどの強い価値観が必要である。事実、アメリカで最もソーシャル・インベスターの1つは教会グループのリーダーであるICCRであり、キリスト教の信仰に支えられている。しか

し、ニューヨーク市の公務員年金基金が抱えるは一般の「受託者責任」であり、「企業の社会的な側面にも配慮したほうが、結局長い目で見れば利益につながる」という信念であろう。コミュニティ投資専門の商業銀行となるとその使命と利益の両立が喉元に突きつけられている。

神との約束に常に立ち返る信仰者の対極にたつのが、地球環境保護の立場であろう。1989年に設立された「環境に責任を持つ経済のための連合」（シリーズ）の掲げるシリーズ原則（旧バルディーズ原則）は、環境問題に関して企業経営に望まれる姿勢を10項目にまとめたものである（旧名は事故を起こした石油タンカーの名称に由来）。この原則に署名した企業は96年現在50社程度であるという。

第3章 ソーシャル・スクリーンの実際とその効果

第1章でみたソーシャル・スクリーンについてより実際のレベルで検証される。結論として、ソーシャル・スクリーンを用いた投資は必ず利益になるとはいえないが、必ず利益を犠牲にすると考える必要もない、とされる。ファンDMAネージャーの能力次第ということになる。むしろ選別を行う過程で得られる情報や、調査、企業側との対話などが、総合的にみて社会的な力となりうる点が重視される。

第4章 社会的な株主行動

社会的な株主行動とは、ソーシャル・インベスターが株主として経営者に対して社会問題の改善を要求する行動一般を指す。アメリカで最も関心が持たれている問題は、煙草、環境とエネルギー、取締役会の多様性、雇用の機会均等である。株主が起こす提案が会社側が作成する委任状説明書に記載されるにはSECの規定する要件をクリアしなければならない、この対立関

係は現在も進行中である。

第5章 日本での可能性と課題

さて、日本では、投資信託に対する規制、年金制度の差異、株主提案に対する規制、いづれもアメリカとは異なって厳しく、ソーシャル・インベストメントの動きはない。しかし遅ればせながら、91年証券不祥事の学習効果もあり、また団塊の世代が退職時期を控え、金融・証券ビッグバンの過程で新たな方向への芽生えが見られると期待されている。

第6章 ソーシャル・インベストメントの現代的意義

ソーシャル・インベストメントは、投資家にとっては「参加することが市民の社会に対する自覚と責任の現れ」、企業経営者にとっては「企業倫理に対する1つの指針として受け止め、社会的責任を自覚」と考えられる。どちらの側にとっても「社会的責任」がポイントになる。すなわち社会経済システムの視点からすれば、社会的要素をとりこんだ「社会的市場」を通じた統治は、21世紀に向けて目指さなければならない方向性ではないだろうか。

Ⅱ. コーポレート・ガバナンスとの提携を

一読して、タイトルの「ソーシャル・インベストメントとは何か」は良く理解できる。問題はアメリカの現実と日本の違いである。1,200兆円の個人金融資産の多くは今なお信用システム不安となれば郵便貯金と東京三菱銀行を選ぶ日本で、残りの乏しきを分け合う投資信託・生命保険・年金基金等が、こうした視点を受け入れるかどうか。

1つには日本の機関投資家はかつては株価の右肩上がり信仰に全面的に頼り、そもそも機関

投資家としての独自の投資判断をしてこなかったこと、したがって投資判断を支える運用テクニックを持たないことである。この基盤がないことにはソーシャル・インベストメントに目が向けられようがないのではないか。本来ソーシャル・インベストメントは長期投資の維持が前提になるが、これもまた日本では機関投資家、個人投資家ともに定着しているとはいえない。

今1つには日本ではいまだコーポレート・ガバナンス議論自体が成熟していない。98年5月に日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムが発表したコーポレート・ガバナンス原則（最終報告）が考える企業の利害関係者すなわちステーク・ホルダー（株主、経営者、従業員、消費者、取引先、債権者、場合によっては地域住民等）の観念をどれだけの企業が受け入れるだろうか。提言の中核になっている独立した社外取締役制度の確立を実行できるだろうか。本来、日本ではこちらの活動のほうが先行すべきだとも思える。

しかし、ガバナンス「後進国」としては、その地の利を活かして、株式会社の制度としてのコーポレート・ガバナンスを確立することと並行して、最も敏感な外部者としてソーシャル・インベストメントを志向する投資家を株主として呼び入れることが可能であろう。ソーシャル・インベストメントが有効たりうるためには企業の適切な対応が必須だからである。

本書の終章の言葉を借りれば、21世紀の社会経済システムを統治する1つの方法として、ソーシャル・インベストメントは投資家と企業の双方から「社会的責任」を担う具体的な良い方向性となりうるであろう。

（当所東京研究所主任研究員）