

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——

森 祐 司

要 旨

本稿では、近年、注目される社会的責任投資について、この分野でも先行する米国の年金基金における変遷を参考に、わが国の年金資産運用に対する示唆を探っている。考察対象としては社会的責任投資の手法の中でもコミュニティー投資である「ETI」と、企業評価に際し、倫理・環境・社会面を考慮して銘柄を選定する「社会的スクリーン投資」を取り上げる。

ETI はその年金基金が所在する地域の経済成長・雇用促進が目的で、株式・不動産投資、ベンチャーキャピタルなどの形態をとる。その投資額は、年金基金資産全体から見ると小さく、そのほとんどが公務員年金によるものである。また社会的スクリーン投資では、南アフリカ問題を始めに、タバコ銘柄に対するスクリーンなどが公務員年金で導入されたが、その額はやはり小さく、企業年金は導入に慎重である。ETI も社会的スクリーン投資も公務員年金で広がった要因のひとつに、政治的圧力が大きかったことが挙げられる。また、両手法ともパフォーマンス実績は芳しくなかったため、リターンを犠牲に社会貢献をする投資だという見方が年金基金にはある。このため、ERISA 法の下で受託者責任を意識する企業年金では、そのような投資には慎重にならざるを得なかった。

日本の企業年金も慎重な判断が必要とされるため、ETI や社会的スクリーン投資が普及するには、受託者責任を果たせるような理論構築や実証結果が必要とされると考えられる。

目 次

- | | |
|---|---------------|
| I. はじめに | 1. ETI の概要 |
| 1. 社会的責任投資とは | 2. ETI の評価 |
| II. ETI (Economically Targeted Investments) | 3. ETI と公務員年金 |

* 本稿を作成するにあたり、ペンシルベニア大学のオリビア・S・ミッチェル先生は、快く貴重な資料を貸して下さり、また大変有益なご指導を下されました。また大和総研の河口真理子氏からも貴重なご指摘・ご指導を賜りました。ここに改めて感謝申し上げます。

4. ETIの課題・問題点

Ⅲ. 社会的スクリーン投資

1. 年金運用における社会的スクリーンの概要
2. 社会的スクリーン投資の評価
3. 社会的スクリーン投資の年金運用における普

及度

4. 社会的スクリーン投資とERISA法論議

5. 社会的スクリーン投資と公務員年金

Ⅳ. おわりに

I. はじめに

近年、社会的責任投資と呼ばれる投資方法がわが国においても話題を集めてきている。日本企業による反倫理的、反社会的行動に対する反発、批判などから企業の社会的責任が問われ、投資家としての監視、企業統治の観点から、社会的責任投資に脚光が浴び始めてきたと言われている。

わが国における社会的責任投資は、エコファンドに代表される企業行動の環境面への影響を重視して銘柄選択を行う投資信託を中心に、個人投資家向けの商品提供から導入されてきたと思われる。社会的責任投資についての文献、調査研究もこのような動向に先行あるいは平行して進められてきたと思われるが^①、その多くは社会的責任投資という手法からの視点であり、運用主体としての年金基金における社会的責任投資をどのように位置付けるか、その歴史的変遷、現状での評価などについては、付随的に取り上げられるだけのことが多かった。また、社会的責任投資の一つの手法でもある株主議決権行使については、コーポレート・ガバナンス論と相俟って、近年特に研究が盛んに行なわれるようになった分野であるが、社会的責任投資に絡む内容としては議決事項の一項目として紹介されるだけの場合が多く、年金資産運用の立場から捉えたものは少なかったと思われる。

本稿では、わが国の年金資産運用、特に確定

給付型年金資産運用（以下、年金運用と略す）における社会的責任投資について、この分野でも先行する米国の年金基金における変遷を参考に、それから得られるインプリケーションを捉えることを目的とする。分析の視角としては、従来からあるような社会的責任投資家や環境経営論者からの議論ではなく、あくまで年金運用を主軸に据えて考察する。対象としては社会的責任投資の手法の中でも「株主行動（株主議決権行使）」についてはコーポレート・ガバナンス論など大きく広がりを持つため別途取り上げることにし、ここではコミュニティ投資である「ETI」と、「社会的スクリーン投資」について論じる。

1. 社会的責任投資とは

「社会的責任投資」(Socially Responsible Investments, 以下SRI)^②の定義についてここで確認しておく。SRIの変遷・説明・評価は、これまで様々な論者によって論じられてきたが、そのような先行文献で示されるSRIの一般的な定義は以下のようなものである。SRIとは、投資先の財務的評価に加えて、社会、環境、倫理といった社会的評価も考慮する投資行動で、その手法として、①コミュニティ投資（地域の活性化・社会貢献につながる投資行動。主に低所得者向け・地域に根ざした中小企業向け投融資）、②社会的スクリーン投資（投資に際しての企業評価の際に財務面での評価に加えて、倫理面、社会面、環境面での評価<社

図表 1 社会的責任投資の手法と投資主体で見た分類と例

	投信・ミューチュアルファンド他	確定給付型年金基金
コミュニティ投資	コミュニティ開発金融機関 (Community Development Financial Institution: CDFI)	Economically Targeted Investments (ETI)
社会的スクリーン投資	SRI ファンド, エコファンドなど	Divestiture (排除) SRI ファンド
株主行動主義	レンズ・ファンドなど	スパークスのコーポレート・ガバナンス・ ファンドなど 議決権行使, 経営陣との対話など

会的スクリーン>を加味する投資手法), ③株主行動(投資した企業に倫理的, 社会的, 環境的での観点から株主提案を行ったり, 経営と対話したりする行動)の3つがある³⁾。一方, 米国では「年金基金による SRI」について, 年金基金の行政監督上, あるいは司法上, 受益者の利益と投資目的・プロセスとの関係から分類・定義付けがされている⁴⁾。しかしながら, それは必ずしも一般的ではなく, 理解もしにくいために, ここでは汎用されてきた先の定義と3つの手法(分類)を元に論を進めたいと思う。

以上のように定義された SRI を年金運用のこれまでの変遷から考えてみると, ①のコミュニティ投資は, 年金運用では ETI (Economically Targeted Investments, 以下 ETI) が関連するテーマとしてよく議論されてきたと思われる。ETI とは, 「経済的目的投資」と訳される場合もあるが, 年金資産の一部を地域経済の振興や地域住民の生活水準の向上のために, 不動産投融資やベンチャー投資を行うというもので, 主に米国の公務員年金で多く行なわれている投資手法である⁵⁾。また, ②の社会的スクリーン投資は, 最近では日本においても年金基金向けに設定されたファンドも販売されているが⁶⁾, 年金運用の場合を考える際に, まず第一に取り上げられるべき事柄は, Divestiture

(排除)と呼ばれる南アフリカ関連銘柄における投資禁止に端を発する年金基金の投資禁止・投資排除事項の設定だと考えられる。③の株主行動の例としては, 本稿では取り上げないが, 米国におけるミューチュアル・ファンドではレンズ・ファンドが挙げられ, 日本においては米国最大の年金基金の一つ CalPERS (California Public Employees' Retirement System) 向けに設定されたスパークス社のコーポレート・ガバナンス・ファンドが最近注目を集めている⁷⁾。SRI の手法と主な投資主体との関連を便宜的に整理すると図表 1 のようになる。

以下では, 具体的に投資手法から年金基金における社会的責任投資を考えることにし, ETI, 社会的スクリーン投資の順で考察する。

II. ETI (Economically Targeted Investments)

1. ETI の概要

ETI は「経済的目的投資」とも訳され, 対象地域の経済的便益を目的として投資を行うもので, 多くの ETI は地方経済のための雇用創出やインフラストラクチャー整備などを目的に用いられる。ETI は株式投資, 域内住宅投資

や不動産投資(ローン)、ベンチャー・キャピタルの形態をとる。ETIはその目的自体に公共性があり、また域内の経済発展はプラン・スポンサーである自治体の税収に寄与するという発想があるため⁸⁾、公務員年金の資金が用いられることが多かった。さらにETIは域内の住民にアピールすることができるために、公務員年金にとっては政治からの圧力が大きくかかる分野でもあったのである⁹⁾。近年、オールタナティブ投資として、年金基金の運用でも未公開企業への投資やベンチャー投資などが増えてきているが、同じベンチャー投資であっても、オールタナティブ投資でのベンチャー投資が運用主体の有効フロンティアを広げ、リスク分散とリターン向上を目的としているのに対し、ETIでは投資目的以外に、主にその年金基金が所在する地域のベンチャー・ビジネスの成長期待と雇用促進・維持が大きな目的となっており、その目的・動機が大きく異なる。

年金基金によるETIの最も初期のケースの一つとして挙げられるのは、1975年にニューヨーク市公務員年金がスポンサーであるニューヨーク市の財政破綻時に援助したことである。このエピソードは連邦政府がクライスラー社のローン保証を行ったケースと合わせて、機関投資家の投資決定に社会的・政治的な動機が入りこみ、シフトさせる大きな契機になったという¹⁰⁾。その後、ETIは1980年代に公務員年金の間で急速に拡大・普及した¹¹⁾。しかしながら、1990年代入り後には、アラスカ州やカンザス州などでのETIの失敗により、運営者である公務員年金の考え方も変わってきた。その背景には、後述するが、公務員年金の運営にブルーデント・マン・ルールの導入・定着があったのである。

ETIの投資額は、年金資産全体から見ると、あまり大きくはないようである。1993年に行なわれたアンケート調査によれば、回答した公務員年金の全資産8,873億ドルのうち、ETIへの投資は175億ドルでわずか2%程度であった¹²⁾。また1995年のGAO(General Accounting Office)のアンケート調査によると、回答した119の公務員年金のうち50でETIを実施し、198億ドル(回答した公務員年金基金全資産の2.4%相当)がETIに向けられていた。このうち、32億ドルは中小企業振興に向けられたものであったという¹³⁾。

2. ETIの評価

ETIは、地域の雇用の確保や住宅取得の促進という公共的な価値の増進を目的としているために、その投資収益が多少犠牲になっても仕方がないし、雇用の確保、地域経済の発展があるなら、それで報われるという思想があったものと思われる¹⁴⁾。「太鼓判の押せるETIは、伝統的な投資家が避けるが社会的に価値のあるセクターに投資する場合である」と言う論者もいたほどだったのである¹⁵⁾。しかし、ETI推進派が1970年代後期と80年代初期に地方政府の公務員年金に最初に目をつけてETIを推進していった時代の後、年金基金の投資リターンを犠牲にしてETIを行うことに対する否定的な見解が広まってきた¹⁶⁾。このような変化の背景には、ETIを主に行っていた公務員年金での考え方に変化があったのである。公務員年金は1974年従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act of 1974, 以下ERISA)法下でなく州法での監督を受けるが、その州法においても受託者責任やブルーデント・マン・ルールが導入され、その下での運

用監視が強化されてきたことや¹⁷⁾、またカンザス州やアラスカ州、その他 2、3 の公務員年金が ETI により多大な被害を被ったことから得られた教訓があったのである。その結果、公務員年金は損失の潜在性を認識し投資態度を洗練化させ、もはや社会的意義のみでリターンを犠牲にすることはなくなり、ほとんどの ETI は今や“市場リターン”並の成果を求めらるものとして再定義されるようになったのである¹⁸⁾。

ETI について公務員年金に尋ねた 90 年代のサーベイでは、そのような公務員年金の投資態度を裏付けるものとなっている。1994 年に行なわれた公務員年金、企業年金両方に対して行ったアンケート調査に対する回答では、90%以上で ETI に対して反対する内容の「ETI は良いアイデアではない」という回答であった。その理由は年金基金の資産運用の第一の目標であるリターンを犠牲にすることになるからというものだったのである。また回答した年金基金の 98.5% は ETI の市場以下でのリターンは受け入れられないというものであったし、またたとえ投資したとしても 3% 以下に止めるという回答が 75% 以上もあったのである¹⁹⁾。さらに最近の調査結果においても、ETI に投資しているのは、いくつかの州と地方自治体の公務員年金のみで 2.5% 程度に過ぎないという結果が示されている。同時にそれは年金基金のリターンにインパクトを与えてもいないという統計的に有意な結果も示しているのである²⁰⁾。

実際の ETI のパフォーマンスは、どのようなものであったのか。1990 年のサーベイ結果からは、ETI プログラムを持つ年金基金のリターン (5.82%) は、ETI プログラムを持たない年金基金 (8.07%) よりもリターンが低かったことを指摘している²¹⁾。また、別の調査

では、ETI に投資する基金 (9.9%) はしない基金 (12.4%) よりも 250bp 下回ったという。調査した 55 の ETI に投資する基金の標準偏差は 6.8% で ETI に投資しない 333 の基金は 7.6% であったという²²⁾。さらに、別の調査結果では、90 年に 10% 以上州内投資した公務員年金は 1% 程度のリターンしかなかったと指摘している²³⁾。

以上のことから、ETI は近年、市場平均並のリターンを求められているが、その結果はあまり芳しいものではなく、また 90 年代に ETI は大きな拡張もなくウェイトも小さいままであることが指摘できる。さらに、投資する主体も公務員年金がそのほとんどを占め、企業年金はほんのわずかに止まっていることもその特徴として挙げることができる。次にこの点について、取り上げる。

3. ETI と公務員年金

ETI を行っているのは、主に公務員年金であると上で述べたが、それは公務員年金が政治的な圧力を受けやすいことと大いに関係がある。不況や失業、州政府予算の赤字、防衛産業の移転、インフラの荒廃などによって、公務員年金は常に年金資金を使うように誘惑にかられた積極論者からの挑戦に直面してきたのである²⁴⁾。先述した ETI の変遷を見ると、公務員年金の運営に ERISA 法における受託者責任の概念やブルーデント・マン・ルールが導入され、ETI は大きなシェア獲得に至っていないことがわかるが、政治的圧力が緩和されたわけでも、その動機が雲散霧消したわけでもないのである。つまり、公務員年金に受託者責任やブルーデント・マン・ルールが導入されたといっても、公務員年金の管轄はあくまでも州法で、

ERISA 法のような連邦法が及ばないし、また公務員年金の役職員にルールが定着したとしても、州政府や州議会からの政治的圧力が緩和されるわけでもないのである。事実、ニューヨーク州知事はニューヨーク州内で活動する企業に公務員年金は有利な貸出をすべきだという発言をしているし、他の州も公務員年金にETIをするように要請しているのである²⁵⁾。さらに、公務員年金の理事や委員会は受託者責任を負うとしても、理事会のメンバー構成を州当局は決めることができるし、任命された理事は任命権者である知事や議会の意向を無視することはできないため、結果的に公務員年金はその地域の一部である社会的圧力団体の態度や政治圧力に敏感にならざるを得ないのである²⁶⁾。実際の公務員年金の行う投資決定についても、州法、すなわち州議会が定めることができ、ファンド・マネジャーが選択する場合のような資本市場で競争的に決定される投資先とは異なるものを基金の理事会は選択できることから、政治的な意向が反映されやすいのである²⁷⁾。

公務員年金が政治的圧力を受ける背景には、その目的が雇用促進や住宅取得の推進など地域経済の活性化を目指すものであるため、政治的アピールに利用されやすいということのほか、公務員年金の特徴にも要因がある。Romano [1993] は以下のように指摘している。公務員年金は州政府の徴税権を背景に持つ。このため、プラン・スポンサーの倒産は問題とはならない。より重要なのは、投資リターンが低いとコスト負担で跳ね返ってくるという規律付けが、民間企業の場合よりも公務員年金の運用担当者には弱く、リターンの低い社会的責任投資を避けようという強い動機にはつながらないのである。なぜなら、コストの負担者、

すなわち最終的には納税者は、株主よりも広く散らばっているし、その年金運用に対する監視も企業年金よりも明かに弱いからである²⁸⁾。

一方の企業年金には、ETIを行うインセンティブは働かないのであろうか。周知の通り、企業年金はERISA法と米国労働省の規制の下にある。ETIについてはそのものを規制しているわけではなく、逆に労働省は1994年にInterpretive Bulletin94-1において、ETIは受託者責任を侵さないと、公式にコメントしている。加入員と受益者のための競争的リターンのあるブルーデントな投資をすることが主要な目的である限りにおいて、ERISA法の「排他的便益」のルールはETIを禁止してはいない、というものである²⁹⁾。それでもETIが大きく伸びていないのは、ETIのリターン実績が芳しくなく、社会的な意義があったとしても年金運用の低リターンを回避する傾向が企業のプラン・スポンサーで強いからである。このため、プランの受託者としてできることは、経済的に健全な投資を求めるERISA法の下で、その経済的目的、すなわちリターンが見合う限りにおいて社会的に望ましい投資や社会的便益のために振舞うことに限定されるということである³⁰⁾。

4. ETIの課題・問題点

ETIの課題や問題点については、様々な論者からの指摘がある。Munnell and Sunden [2001] は、その投資主体が主に公務員年金であるとの前提に立って、ETIを成功させる3つの条件を指摘している。まず第一に州議会がETIを認めることが必要であるが、特定の投資先を指定すべきでないこと、第二にETIは地理的な資産分散の戦略の中で組込まれる必要

があること、第三はETIの評価を欠かせないことである³¹⁾。また、Watson [1995] は、ETIに関するポートフォリオ運用上の問題として、以下のことを挙げている。①市場リターン以下の投資を容認できないこと、②長期的な累積投資に適当か明確でないこと、③取引コストや投資管理費用が高いこと、④分散化に問題があること、⑤流動性に問題があること、である³²⁾。ETIのリターンが低いことについては、往々にしてリターンのみで判断されていることや、ETIの失敗例はリスクの高いベンチャー投資によるもので、長期的に見ればトータルで高いリターンを稼げているという反論もある。また、管理コストや分散化、流動性の問題についても、合同運用を行うことで低いコストで時間の浪費もなく特殊能力が必要なスタッフも利用可能になるかもしれない³³⁾。しかしながら、ETIを主に行ってきた公務員年金でも政治圧力がありながらもわずかな投資に抑えているのが現状であり、ETIのための定まったベンチマークもないことやパフォーマンス情報の蓄積が必要なことなど、先行するアメリカにおいても課題は多く、さらなる拡大のためにはもう一段の工夫が必要だという³⁴⁾。

Ⅲ. 社会的スクリーン投資

1. 年金運用における社会的スクリーンの概要

最初の投資スクリーンは武器、アルコール、タバコ、奴隷への投資を禁止することで、特にアルコールとタバコ産業への最初の投資禁止は19世紀のメソジスト教会とバプティスト教会であったと言われる³⁵⁾。しかし、年金基金にとっ

て最初の重大な投資スクリーンは南アフリカについてである。南アフリカへの投資問題は1960年代後期に問題となり始め、1970年代に南アフリカ政府に対する反対運動の高まりから、社会活動家は南アフリカに投資する企業は間接的にその政府と人種隔離政策（アパルトヘイト）をサポートすることになるとの非難を高めた。1977年にはサリバン原則（Sullivan Principles）と呼ばれる南アフリカでビジネスをする企業の行動基準が定められ、南アフリカで活動する企業に採用が求められていった。このような反アパルトヘイト運動は年金基金の投資規制にまで波及し、州政府は州内の公務員年金に南アフリカへの投資を「排除（Divestiture）」し始めたのである³⁶⁾。1987年に連邦政府による規制で南アフリカでの企業活動が禁止される時まで、「排除」は最も普通に適用されるスクリーンになったという³⁷⁾。州レベルでの「排除」の広がりは以下のようなものである。1986年にはカリフォルニア州が公務員年金の南アフリカへの投資を禁止した。1993年時点では、州法によって南アフリカへの投資を規制する州は、その程度に差はあるが、カリフォルニア州やマサチューセッツ州など18州、州法ではなく年金基金の投資政策で禁止する州はインディアナ州、カンザス州など6州で、合わせて24州が南アフリカに対して何らかの投資禁止措置を行っていたという³⁸⁾。以上のような南アフリカに対するアパルトヘイト反対運動は、年金基金のSRIに止まらず、今日のSRI発展のバックボーンを作り上げたのだと言われている³⁹⁾。

南アフリカ以外の国に対する年金運用でのスクリーンは、北アイルランドがよく取り上げられる。ただし、北アイルランドについては、投資規制や「排除」などではなく、北アイルラン

ドで活動する企業に、宗教的差別を禁止する目的のマクブライド原則(MacBride Principle)の採用を州政府が要請するようなものになっている⁴⁰⁾。

米国の年金基金で、銘柄として社会的スクリーンの対象に取り上げられるのはタバコが多い。タバコ銘柄は、年金以外の投信や宗教的資金の資産運用では、随分前から投資禁止の対象となってきた。1920年代までにアルコールとタバコ銘柄投資のスクリーニングは宗教的教義から生まれたものであるが、米国の最初のミューチュアル・ファンドの一つ、The Pioneer Fundでそのスクリーンが示され、宗教的でない普通のことになったという⁴¹⁾。現在においては、社会的スクリーン投資を行うミューチュアル・ファンド(以下、SRI ファンド)ではそのスクリーンでいくつかの共通テーマがあるが、タバコ銘柄についてはSRI ファンドの84%で排除しており、その他のテーマのギャンプル(72%)、銃器(69%)、アルコール(68%)よりも広く共通化しているという⁴²⁾。このように、タバコ銘柄投資制限はSRI ファンドでは相当な広がりを示していると思われるが、年金運用でも同様にタバコ銘柄の「排除」は広まっていたのであろうか。

実は、いくつかの州でタバコ株式銘柄へ投資するのを禁止する州法案が提案されたが、通過したのはわずかに一つ、マサチューセッツ州のみだったのである。他の州では州議会で提案されても、意外なことに公務員年金から強力な反対があったのである。例えばカリフォルニア州ではCalPERSが反対の急先鋒であった。タバコ銘柄の「排除」はパッシブ・スタイルでの長期運用と矛盾するからというのがその理由だったのである。結局、タバコ銘柄への投資はマサ

チューセッツ州を含め8つの州の公務員年金で禁止されているに過ぎないのである⁴³⁾。

最近の年金基金における社会的スクリーンでは、環境や雇用条件などが取り上げられてきている。2002年2月、先述のCalPERSは、自由な報道、独立した裁判制度、活発な労働運動を基準として発展途上国をスクリーンにかけるとを決めた。結果として、政治的安定と市場の透明性の欠如、さらに国際労働機関(International Labor Organization)の原則に反するという理由として、フィリピン、タイ、インドネシア、マレーシアに投資している金融資産を処分する方針を明かにしたのである。この発表が行なわれると、これら対象国の市場は混乱し、当該国からの抗議がCalPERSに殺到したという。また、当該4カ国だけでなく他の発展途上諸国への拡大を懸念したり、他の公務員年金への波及を憂慮する声も海外のマスコミを中心に広がったのである。結果、その反響に逆に驚いたのか、CalPERSは使用したデータに欠陥があったとしてフィリピン投資を再開させている⁴⁴⁾。このエピソードは、世界最大級の年金基金CalPERSは他国政府を動かすまでの力を持ったことを示唆しているが、そのように力を持つCalPERSであっても(逆にその力が大きい故に)社会的スクリーンのクライテリアに投資先との認識のギャップが生じると大きな摩擦を生むことも示唆している。年金運用だけでなく、SRI ファンドにおいても、環境と並び雇用条件問題、特に発展途上国に投資する場合の人権問題については将来的な焦点になると指摘されているが⁴⁵⁾、このエピソードは年金運用におけるそのクライテリアの性急な導入・普及に一服感を与えるような出来事であったと言えるのではなかろうか。

2. 社会的スクリーン投資の評価

年金基金による社会的スクリーン投資のパフォーマンスについての実証分析は、南アフリカの「排除」についてが歴史も古く広範に行なわれたために最も多くとりあげられている。南アフリカに対するビジネス「排除」によって、ポートフォリオは①排除コスト、②監視コスト、③投資ユニバースの減少、の3つの影響を受けるという⁴⁶⁾。まず、コストについてであるが、10億ドルのポートフォリオで1.3%もしくは130万ドルの排除コスト（排除調査コスト）がかかっているという⁴⁷⁾。また、投資ユニバースの減少からくるパフォーマンスへの影響も過去の実証分析の結果からは無視できないことが示されている⁴⁸⁾。いくつかの機関投資家によるポートフォリオのリスク・リターンを71年1月から80年12月までの間で計測・比較した Sutton, Gustavson and Tierschman [1984] の研究結果からは、南アフリカ関連銘柄を除外したポートフォリオはリターンを悪化させることがわかったという。また、公務員年金を対象としたデータを用いた Romano [1993] の研究では、南アフリカに対する投資制限はリターンにマイナスの影響があるという統計的に有意な結果を得ている。さらに、「社会的責任投資を行う年金基金」として、南アフリカ・北アイルランドで活動を行う企業に対する投資制限や、ETIを行っているというような年金基金と定義して分析した Marr, Nofsinger and Trimble [1995] によると、「社会的責任投資を行う年金基金」はそれをしない基金よりもリターンが110bp 低かったと報告している。以上のような実証分析結果が示されたためか、ETI と同様に社会的スクリーン投資は他の投

資手段に比べて、コストがかかるという意味も含めて劣ったパフォーマンスがあるというイメージが年金基金や年金専門家にはあるようである。たとえば年金学で影響力のある専門家は、その著名な教科書の中で下記のような見方を表明している。

「労働省はブルーデントな基準や他の伝統的な投資基準を満たす投資の選択肢の中からの選択にあたり、社会的利益や関連利益を考慮することに対しては疑義を置いていない。提案された投資がリスクや期待収益に関する基準に合致する場合には、社会的に望ましいプロジェクトにとっての特段の利益は何もない、ということに注目し値する。資本市場が予想通りに機能するならば、社会的に望ましいプロジェクトは、現在および将来の年金受給者もしくは年金給付保証公社の運営を通じたすべての制度の犠牲によってのみ、利益を得ることができるのである。」⁴⁹⁾

一方、SRI ファンドにおいては、若干様相の異なる結果も出てきている。ミューチュアル・ファンドのパフォーマンス・データを用いた実証分析は、データ収集が容易なため非常に多い。過去のいくつかの実証分析結果をまとめると図表2のようになる。

図表2による実証分析結果からは最近のデータにおいて SRI ファンドの超過リターンを支持するような結果が多く出ているものの、強力に支持するような結果ではなく、現段階では社会的スクリーン投資の是非を下すことは難しいと考えられる。後述するように米国の確定拠出型年金には拡大しつつあるが、直近の状況で確定給付型企業年金ではまだ広まっていないことを鑑みれば、まだ上で指摘したような社会的スクリーン投資が優秀なパフォーマンスを残さな

図表2 SRIファンドのパフォーマンス実証分析の先行研究例

	分析の概要・結果	各分析者の評価・解釈
Hamilton, Jo and Statman [1993]	● SRI ファンドと伝統的ファンドのパフォーマンスを比較 ● データ期間：1981. 1～1990. 12 ● 伝統的ファンドの85年以前に設定されたグループでの平均超過リターンは年率-1.68%で、SRI ファンド（17本、年率-0.76%）の結果とは統計的に有意な差異はない。86年以降では、伝統的ファンドのグループでの平均超過リターンは、年率-0.5%で、今度はSRI ファンドよりも上回っているが、これもSRI ファンドの結果と統計的に有意な差異はない。	社会的責任投資のファクターでは期待リターンに効果を与えることはできなかった。
Sauer [1997]	● Domini 400 Social Index (DSI) と S & P 500を比較 ● データ期間：1986.1～1994.12 ● DSI は S & P 500に対し月平均1.16%（1986～1994年）での超過リターンをあげている。しかし、平均リターンは統計的に有意ではなかった。ジェンセンのαも有意にゼロとは異ならなかった。シャープ測度もDSIはS & P 500と統計的に有意な判別はできなかった。 ● DSE (Domini Social Equity Mutual Fund ; DSI のパッシブファンド) のパフォーマンスはSRI ファンドを維持するための追加的モニタリングコストを反映しているが、必ずしもパフォーマンスに逆のインパクトを与えていない。	SRI ファンドを選択する投資家はパフォーマンスを犠牲にすることなしで、その価値観と信条に整合的なSRI ファンドを選択できることを、この実証結果は示している。
Reyes and Grieb [1998]	● SRI ファンドリターンの共和分検定 ● データ期間：1986. 1～1995. 12 ● SRI ファンドリターンはピア・グループのリターンと共和分していなかった。 ● SRI ファンドのシャープ測度によるパフォーマンス分析からは、ピア・グループのそれと統計的に有意な差異はなかった。	SRI ファンドはそのピア・グループとは異なる時系列変動を示すが市場で付加価値を与えることはできてない。
Hutton, D'Antonio and Johnsen [1998]	● Lehman Brothers Corporate Bond Index (LBC) から Domini 400 Social index に含まれる企業の社債でユニバースを作り、社会的スクリーンにかけられた債券インデックス (SRI Bond Index) を作成し比較分析。 ● データ期間：1990. 5～1996. 3 ● 超過リターンは月4.3bp、T.E.は13.8bpであった。Lehman Bros., Salomon Bros., Merrill Lynch の各インデックスとLBCとの平均T.E.は21bpであった。	Bond Index で見た SRI 投資は債券投資でも有効である。
Hickman, Teets and Kohls [1999]	● SRI ファンドと伝統的ファンドのリターンの相関分析 ● データ期間：1991. 12～1995. 11 ● SRI ファンドの回転率は伝統的ファンドの回転率よりも低いことが示された。 ● SRI ファンドと市場 (S&P500) の相関は、伝統的ファンドと市場 (S&P500) の相関よりも小さいことが検証できた。	SRI ファンドでは不況などによる機械的なスウィッチングが起きず、分散化に寄与する。
Statman [2000]	● DSI を S&P500を比較。SRI ファンドと伝統的ファンドのリターンの比較 ● データ期間：1990. 5～1998. 9 ● DSI のリスク調整後リターンはS&P500よりも高く、CRSP 1-10のそれよりも高いが、その差は統計的に有意ではなかった。 ● 平均パフォーマンスはSRI ファンドの方が同じ資産規模の伝統的ファンドより上回っているが、その差は統計的に有意ではない。SRI ファンドのマイナスのアルファ (-5.02pps) は伝統的ファンドのアルファ (-7.45pps) よりも小さい。	統計的に有意ではないものの、SRI ファンドのパフォーマンスはインデックスベースでもファンドベースでも、悪くはないパフォーマンスである。
Wheat [2002]	● 資産規模7500万ドル以上のSRI ファンド19本のパフォーマンス分析 ● データ期間：1999. 1～2001. 12 ● 53%のファンドで同ユニバースの中位リターンよりも良い結果を残し、58%のファンドでより高いリスクとなっていた。	SRI ファンドのパフォーマンスは、伝統的ファンドと同じ程度であるがリスクは若干高い。

いというイメージを、このようなSRIファンドの検証結果からだけでは完全に払拭しきれていないのではないかと推し量られるのである。確定給付型企業年金で社会的スクリーン投資が拡大するには、上で引用したような年金の専門家をも説得できるようなさらなる実績の積み上げとその検証と議論が必要とされるのである。

3. 社会的スクリーン投資の年金運用における普及度

先述したETIと同様にERISA法の下で受託者責任を意識する企業年金では、パフォーマンスにおいて見劣りがすると見られる社会的スクリーン投資もあまり広まってこなかった。しかしその一方で、SRIファンドの普及、拡大は著しいものがある。これには、ファンドとしての実績を長く積んできたことや、上述のように近年のパフォーマンス向上が検証されてきたことなどが要因として挙げられると思われる。また、資本市場の外側の圧力、つまり企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility, CSRと略される)に関心が高まり、それを推進する社会的な力が強まったことや、社会的スクリーンの手法が特定の業種を倫理的・宗教的理由で排除するネガティブ・スクリーン一辺倒から、業種ごとに優れた企業を選別するポジティブ・スクリーンが広がってきたこと、社会的スクリーンのクライテリア自体も、人権配慮や環境対応など、宗教色の薄いものに広がったことなども指摘されている⁵⁰⁾。

さらに、このようなSRIファンドの発展を受けて、最近では米国の確定拠出型年金においてもその採用が拡大してきているようである。まずTIAA-CREF (Teachers Insurance An-

nualities Association-College Retirement Equities Fund) のSocial Choice Accountは1990年3月に設定され、1992年9月には2.73億ドルまでに達したという⁵¹⁾。また、最近の例としては、2001年にフォード社がその401(k)プランで米国の代表的なSRIファンドDomini Social Equityをオプションに加え、それ以前には、ヒューレット・パッカード社やギャップ社が同ファンドを401(k)プランのオプションに追加したという。さらに、ニューヨーク市やマサチューセッツ州など地方自治体の確定拠出型年金でもSRIファンドをオプションとして加入員に提供し始めたと伝えられている⁵²⁾。その結果、米国で確定拠出年金を採用している会社のうち35%が従業員にSRIファンドをオプションとして提供するほどにまでなったという⁵³⁾。

このような確定拠出型年金での広がりをよそに、社会的スクリーン投資が確定給付型企業年金ではあまり普及せず、回避さえもされてきた理由は、以下の4つが指摘されている。①社会的スクリーン投資は他の投資手段に比べて劣ったパフォーマンスがあるという評判があること、②社会的スクリーン投資を評価・実行する専門家を欠いていること、③プラン・スポンサーは元来保守的であり、政治的活動家からターゲットとされる論争を誘うような投資を避ける傾向にあること、④ERISA法の受託者責任をおかすことになると考えられていることである⁵⁴⁾。①については上で示した通り、年金運用の方からは支持するような実証結果は少ないが、SRIファンドでは良好な検証結果も出始めている。またこのことが確定拠出型年金での採用が増加している要因の一つでもあると推測される。確定給付型企業年金で社会的スクリーン

投資が拡大するためには、さらなる説得力のある実績と議論の積み重ねが必要とされるのは先述の通りである。②については、最近では、社会的スクリーン投資に対する関心の高まりを受けてアカウント数が増大し、専門家の数も増加してきている。1998年時点では、770の投資顧問会社が、社会的スクリーン基準の導入・適用に対応可能だという。これはデータベースにある全投資顧問会社2,534社のおよそ30%にあたるという⁵⁵⁾。③、④については次節以降で検討する。

4. 社会的スクリーン投資と ERISA 法論議

先述した ETI と同様に企業年金は、社会的スクリーンの意義を認識しつつも、その導入については慎重であった。その背景には ERISA 法の下で受託者責任を果たさなければならない企業年金にとって、社会的スクリーン投資の是非をめぐる長く続く論争があり、慎重な企業年金が判断をつけかねる状況があったからだと思われる。

企業年金が社会的スクリーン投資を行うことに反対する論者は、倫理的基準を投資意思決定プロセスに入れるプラン・スポンサーはプルデント・マン・ルールを破っており、受益者に対する受託者責任の侵害だと言ってきたのである⁵⁶⁾。一方、社会的スクリーン投資を支持する賛成論者は、ERISA 法のもとで、特に期待リターンがその他投資と同様な場合には、社会的スクリーン投資を禁止する明白な理由はなく、また ERISA 法における条文は社会的スクリーン投資が年金運用で果たす役割についての疑問に幅広い解釈を与えるような書き方になっていて、金融的利益に焦点を合わせてきた伝統的な

見方を超えるような投資手法の考え方を許容するのは明らかだと主張してきた⁵⁷⁾。法廷の場においては、いくつかの正反対の判決が下されたが、特に社会的スクリーン投資の投資基準を強制する条例とプルデント・マン・ルールに関する最初のボルチモアのケースでは、社会的スクリーン投資が同ルールを侵さないということを示唆する最高裁の判断が下っているという⁵⁸⁾。しかし、その判決においても社会的スクリーン投資についての明確な基準を欠いたためか、その後も論争は続き、その ERISA 法での公式な判断基準は1994年に労働省から ERISA 法についての「解釈」、Interpretive Bulletin 94-1まで待たなければならなかった。その内容は以下のように説明される。

「労働省は、制度の加入者や受給権者の利益が第一であることは、再確認してきている。一方で、労働省は、社会性を持つ目標投資の概念を、それが収益やリスク水準に逆効果をもたない限り、支持してきている」という。「簡単に言えば、現在の労働省の姿勢は、社会的動機があったり地域に集中したりする投資は、それがポートフォリオの収益を減少させたりリスクを増加させる場合には、年金制度は制度の加入者と受給権者の利益のためだけに運営されることという議会の命令に反する」ということのようなのである⁵⁹⁾。

しかし、この Interpretive Bulletin 94-1 についても賛成論者、反対論者両方からの批判があった。反対論者は、この「解釈」によって、年金基金が社会的スクリーン投資に投資決断するに際し、全ての要素が等しいならばという前提のもとで判断することを求めているが、現実には全ての要素が等しい場合などはありえず、ファンド・マネジャーを悩ますだけだと批判し

ている。さらに、労働者の利益の代わりに政治に基盤をおく投資を容認し、それをイデオロギー的・機会主義的なファンド・マネジャーに行わせるような法的・政治的な口実を提供したとも述べている⁶⁰⁾。一方、賛成論者からは、反アパルトヘイトで年金基金がその大きな役割を果たしたという事実にも関わらず、ERISA法においてその条文修正は全くなされなかったと述べ、人権侵害を行う企業に投資したくないという年金基金やそのような行動を起こそうとする基金が一般的にとれる施策について、ガイドラインとなるものが提示されていないと批判している。また、この「解釈」でERISA法が社会的スクリーン投資を容認するのは明かであるが、ERISA法は投資プロセスにおける法的な参照事項と同様に、年金基金における人権と環境の最低基準を提示する必要があるとさらなる手立てを要請している⁶¹⁾。

賛否両論の批判はあるが、労働省の解釈では、ERISA法は社会的スクリーン投資そのものを禁止しているのではない。「収益やリスク水準に逆効果をもたない限り」許容されるのである。過去の経験から、年金基金は社会的スクリーン投資に対し受益者の利益を犠牲にする可能性のある対象に投資するかもしれないと懸念を抱いている。このような懸念を払拭し、受託者責任に反しないということを理解させるためには、年金基金に対する説明がきちんとなされることが必要であるが、その説明が説得力を持つためには社会的スクリーン投資はさらなる実績を積み、そのリターンが他の投資手法と比べても十分競争的で、収益やリスク水準に逆効果を与えないということがある程度証明されることが必要なのである。SRIファンド・リターンの実証分析で良好な検証結果が出ていることも

支援材料にはなるとも考えられるが、確定給付型企業年金での拡大には、公務員年金でのさらなる実績なども必要と思われるのである。

5. 社会的スクリーン投資と公務員年金

以上述べてきたように、米国の企業年金において社会的スクリーン投資があまり普及してこなかった一方で、公務員年金では社会的スクリーン投資が漸増してきた。その導入は、南アフリカの反アパルトヘイト活動を理由とする投資「排除」からであるが、その目的自体が多くの人々の共感を呼び、そのことがさらに政治目的での利用に拍車をかけ、またETIの節でも見たように公務員年金がERISA法ではなく州法下で管理されるために、「排除」も州議会を通れば採用されやすかったのである。特に公務員年金への政治圧力は企業年金ではなく、社会的スクリーン投資が公務員年金で広がったことに特別な要因を与えていると見ることができる。政治圧力は、地方政府の財政の援助、プラン・スポンサーである地方自治体の拠出負担の軽減化につながる公務員年金の積立基準の緩和⁶²⁾、ETIなどでの地方経済への貢献の要請、そして政治的得点につながる反アパルトヘイト活動への投資「排除」による参加など非常

に多岐にわたり、かつ相当強力なものがあつたのである。例えば、年金資金を一般政府支出に使おうとした最初のケースとして、カリフォルニア州の例が有名である。財政危機に直面したカリフォルニア州政府は1991年、CalPERSへの拠出を減額するようにした。CalPERSは州政府を告訴したが、このときは敗訴、CalPERSは92、93年も同様に拠出金を減額され、再度94年に告訴し、97年にカリフォルニア州最高裁でやっと勝ちをおさめたという。同裁

判所は州政府にその資金をCalPERSに返還するよう命令を下した⁶³⁾。

さらにその圧力は、最近では基金運営を行う理事の人選・サポートなどを通して発揮されていることが伝えられている⁶⁴⁾。先述のCalPERSの投資活動は多くの論者によって取り上げられている⁶⁵⁾、Palmeri [2002] は、最近のCalPERSにおける社会的スクリーン投資の推進は政治的圧力、特に労働組合選出のメンバーからの圧力が大きかったことを紹介している。最近のCalPERSの社会的スクリーン投資の推進者はAngelides 財務担当理事 (Treasurer) である。彼は民主党員で1998年の選出で理事会入りした。彼は最初の運動として2000年10月に、タバコ企業銘柄への投資を禁止した (先述のタバコ「排除」の反対派急先鋒はCalPERSだったことを思い起こされたい)。その後、彼は州内投資も増加させたという⁶⁶⁾。また先述の人権問題を考慮した基準で発展途上国をスクリーンにかけるといふものもAngelidesのイニシアティブによるものだったのである。カリフォルニア州労働組合連合 (California Labor Federation) の高級事務官・財務委員 (executive secretary and treasurer) の Art Pulaski は、その組織として、Angelidesのスクリーン提案を手伝い、CalPERSの理事会にそれを支持するようにロビー活動を行ったという。2000年11月にそのスクリーンの予備的プログラムが採択されたとき、Pulaskiの団体はそれを「CalPERSにおける労働組合の歴史的勝利である」と呼んだと伝えられている⁶⁷⁾。

IV. おわりに

イギリスでは1995年の年金法改正により、

2000年7月から年金運用受託者に対して、投資銘柄の選定に当たっての環境面・社会面・倫理的側面の検討をどのように行っているか、また投資に付随する権利 (議決権を含む) の実行に関する方針について投資基本方針書に記載するよう情報開示義務が課せられた⁶⁸⁾。また、その他ヨーロッパ諸国でも年金基金の運用に社会的スクリーン投資を導入してくる基金が出始めるなど、SRI (主に社会的スクリーン投資) は世界的な広がりを見せ始めているという⁶⁹⁾。ただし、企業の社会的責任の意識において先行すると言われる欧州においても、年金基金におけるSRIの普及速度は緩慢なようだと示唆されている⁷⁰⁾。

一方、日本ではSRIについての関心がようやく高まってきたところである。SRIについての調査研究もSRI投信や社会的スクリーン投資を中心に行なわれ、その課題や日本での導入についての問題点なども指摘されてきている⁷¹⁾。本稿ではそれらの成果に負いながらも、ここではそれらとは違う別の角度で、年金基金におけるETIと社会的スクリーン投資について、先行する米国の年金基金での変遷を見ながら考察してきた。そこでは、企業の社会的責任に対する市民の意識の変化などを背景に、政治的圧力もあって両投資手法は公務員年金で広がりを見せたが、現状では小さなウェイトしか占めていないことが示された。また、そのパフォーマンス結果はSRIファンドで最近でこそそれを支持する良好な結果が得られているものの、ETIや公務員年金における社会的スクリーン投資においては良好な結果はあまり得られず、現在はそのイメージが年金基金にはまだあるのではないかということも示された。さらに、米国の企業年金では、ERISA法に基づく

受託者責任を強く意識せねばならず、ETI や社会的スクリーン投資には慎重な姿勢を示して普及していないことも指摘した。そして、今後の焦点となる人権問題などの社会的スクリーンのクライテリアについては、イデオロギーや文化的背景に基づいたスクリーンをグローバルに展開して単純に適用すると問題が出てくることも指摘した。

日本においては、エコファンドに代表される SRI 投信は99年の第1号の発売以降、現在まで9本と本数は増加しているし、既にそれを提示している確定拠出年金運営管理機関も存在する⁷²⁾。このため確定拠出年金における選択肢としては、米国と同様に比較的早く普及してくるかもしれない。このような投信での拡大や、昨今の企業の社会的責任が問われるような事件などから、確定給付型企業年金においても関心が出始め、さらに外部からも監視役として年金基金に期待が高まっているのも理解できる。しかし、先行する米国で ETI や社会的スクリーン投資が、言わば政治的圧力の所産で主に公務員年金で行なわれ、企業年金では受託者責任を意識して普及しているとは言い難いということを踏まえると、日本で性急な導入を図るべきだとは言いがらいのでなかろうか。日本の企業年金においても受託者責任が導入されている以上、社会貢献があってもリターンを犠牲にするような投資は導入しにくいと考えざるを得ないのである。また、現在では社会的スクリーンはリスク評価に必要なもので、リターンは犠牲にならず他の投資手段に比べても競争的だというのは、その実証結果を示すことがある程度必要とされると言えるのである。これは、今後、年金運用で社会的スクリーン投資や ETI が普及するためにクリアしなければならない条件の

一つであると考えられる。また、先行する SRI 投信の動向や、本稿ではふれなかったが SRI のもう一つの重要な投資手法である株主行動における社会的責任事項についての議論の行方なども注意深く見守る必要もあろう。さらに、日本の状況に合うスクリーン基準の確立や⁷³⁾、投資先企業での社会的責任の認識の充実⁷⁴⁾は多くの論者が主張している。企業年金だけでなく、SRI が本当の意味で日本に定着するのに必要な事項であると言える。

日本の年金運用においては SRI は意識され始めたばかりと思われる。SRI の歴史の浅い日本の年金運用にとっては、先行する米国での歴史からの示唆や法律上の解釈やパフォーマンスの検証など、様々な角度からの分析を試み、議論を積み重ねる姿勢が重要だと思われる。日本の年金運用においてもブルーデント・マン・ルールはなじみが出てきたが、そのような姿勢で判断することもブルーデントな姿勢だと考えられるのである。

注

- 1) 社会的責任投資についての最近の代表的な日本語での論文として、吉田 [2002]、河口 [2002 a, b] が挙げられる。また最近、社会的責任投資についての包括的なテキストとして、米国で社会的責任投資の分野をリードする Amy Domini 氏の著書、ドミニ [2002] が翻訳・出版された。
- 2) 吉田 [2002] の指摘では、社会的責任投資はオーソライズされた定義があるわけでもなく、またその定義や用語も論者や国により様々であるという。類似の用語として、Social investing, Socially Conscious investments などがあるし、英国では Ethical Investment/Investing が比較的よく使われている。またアジアで SRI の啓発活動をしている民間非営利団体 (NPO) で、最近東京でセミナーを開催した ASrIA (アジア社会的責任投資協会、本部香港) は Sustainable and Responsible Investment という用語を用いている。本稿では、最も普及し始めてきていると思われる Socially Responsible Investment とその対訳「社会的責任投資」を用いている。注 4, 5 も参照。
- 3) 吉田 [2002]、河口 [2002 b]。またドミニ [2002] でも同様な定義をしている。ただし、社会的スクリーン投資のみを指して SRI と呼ぶ場合も多く、論者によって

- 混同して用いている場合も散見される。
- 4) Dellagrotta [1990] によれば、米国労働省の行政上の裁定ルールと裁判事例で“Social investing”の定義が公表されているという。その投資プロセスにおいては全体的に大きな違いは存在しないのであるが、“Social investing”を以下の3つに分類している。“Social Investing”は、プランの第一の目的——加入員や受益者のためだけの利益のため——とは関連のない目的・意図を持つ投資選択や投資活動と定義される。次に、“Social Sensitive Investing”は、プランの第一の目的や投資政策を脅かすことのない合理的かつ競争的リターンのある投資で、社会にとっての経済的ニーズと経済的便益を意識した投資と定義される。最後に、“Social Responsible Investing”は、その投資による経済的便益が社会的便益と関係ないとしても、プランの目的に合うブルーデント・ルールに則った投資によってプランの受益者の福祉に貢献することを強調するもので、その投資選択においては従来型の金融経済ファクターをデュエ・デリジェンスに則って分析し、社会的ファクターがそれに優先することが決してない投資、と定義される。
 - 5) 主に投信の世界で注目されたSRIがこのETIを包含する概念だとする論者もいるし、ETIの歴史も古いものがあるため、ETIとSRIは一部において重なっているという論者もいる。ここではETIを便宜上SRIの一部であるかのごとく位置付けているが、両者の間での概念・定義の相違も定まったものはないようである。そもそもETIとSRIの相違について取り上げた文献は少ないが、その中の一つ、Read [1997]によると、ETIとSRIの相違は、SRIがその投資の便益を受ける企業について公開情報によってよく理解し、その社会的な投資責任としての特徴を強調しているのに対し、ETIは単に“政府の社会的責任に見合うように年金資産を使用する”というものであるという。SRIは投資戦略であるが、ETIはPension and Welfare Benefits Administration (PWBA)によって評価され、分類された特別な投資目標に焦点を合わせたものに過ぎない、という。
 - 6) 年金情報 [2002 a]。
 - 7) 年金情報 [2002 b] によれば、同ファンドは数百億円 of 資金を10社前後に集中投資し、経営陣との意見交換や議論を中心に経営改革を求め高利回りを狙う戦略であるという。ただし、社会的責任事項がどの程度含まれるかは必ずしも明かではない。
 - 8) Hawthorne [1993] によれば、ニューヨーク市財務局長のCarol O'Cleireacainは、ニューヨーク市のビジネスに投資するなら、それは人々の雇用に役立ちし税収をあげることになる述べたという。
 - 9) Dellagrotta [1990] は、政治家は本能的に年金プランの大きくなった積立資金に焦点を合わせるという。インフラ投資への年金資金の呼びこみはETIという婉曲な表現に変えられたとも表現している。また、Read [1997] は、クリントン前大統領はSRI (ETI) の支持者で、彼はアーカンソー州時代に年金資金を州内投資に向けて成功した経験を持ち、彼の本の中でも年金ファンドでのSRI投資を推薦している、と紹介している。
 - 10) Murrmann, Schaffer and Wokutch [1984].
 - 11) Clowes [2000]. Clowes [2000] は、この時期に全米の多くの州や市でETIが急速に広がっていった事例を数多く紹介している。中でもアラバマ州公務員年金CEOのDavid Bronerが行ったETIのプログラムは米国においても最も積極的な例であるとしてその経緯などを紹介している。
 - 12) Boice Dunham Group [1993]. この調査では、50の州公務員年金 (全資産で約5,357億ドル)、54の州以外的大型公務員年金 (3,189億ドル) を対象に行なわれた。この調査対象資産8,873億ドルは1993年6月時点の全公務員年金資産の73%を占めるという。
 - 13) Employee Benefit Plan Review [1995].
 - 14) Watson [1995] によれば、「年金基金は第一にプランの資産と累積的な目標に見合う期待投資収益を受け取る。加えて、加入員は長期的に活動をサポートすることから得られる満足感を含めた付随的な便益を享受するのである。」と述べている。さらに、「第二次世界大戦後の巨大な再復興プロジェクトのマーシャルプランは、ETIの近代版とみることができるかもしれない。マーシャルプランは、再建が新しい購買力をもたらし、経済活動を自己増殖できるようなインフラを創造するとの信念のもとに実行された。それは科学的に管理された実験ではないが、成功したという一般的合意がある」とも述べている。
 - 15) Hawthorne [1993].
 - 16) Munnell and Sunden [2001].
 - 17) CalPERSは、それまでのリーガルリスト方式から、1983年にブルーデント・マン・ルールに移行した。
 - 18) Munnell and Sunden [2001]. 過去15年間でETIのレトリックは明かに変わったとも述べている。
 - 19) Institutional Investor [1994]. また、Spencer [1995] によれば、カリフォルニアにあるInstitute for Fiduciary Educationは1993年6月に全国レベルでの調査を行い、公務員年金での26のETIの平均投資リターンが9.6%であると発表した。その公務員年金の12%でETIに對し不満であるという回答をしたと報告している。
 - 20) Munnell and Sunden [2001]. また、ETIの代理変数 (州内投資の比率) が公務員年金基金のリターンに影響を与えたかについては、個々の年で計測した場合でも、データ全部で計測した場合でもパフォーマンスに与えた影響は統計的に有意ではなかったという。
 - 21) Marr, Trimble and Nofsinger [1994]. 3年平均と5年平均のリターンでは統計的差異はなかったという。
 - 22) Marr, Trimble and Nofsinger [1995]. 同論文では、様々な分析の結果、公務員年金、企業年金の両方でETIはポートフォリオにおいての役割はないと述べ、年金基金はプラン加入員と受益者の利益のみのために投資すべきであると信じている、と結んでいる。
 - 23) Mitchell and Hsin [1994]. この政策 (州内投資) は公務員年金を雇用創出と税の創出のために使用することを目的にしばしば推奨され、不幸にもこの政策に従ったプランでは90年に低いリターンを経験したと述べ、懸念を表明している。
 - 24) Dellagrotta [1990]. またRomano [1993] は、今日最も広範に行なわれている公務員年金の投資政策に對す

- る政治圧力は、政府の財政危機に対する援助よりも、直接に地方の経済活動を刺激することによって変わってきている、と指摘している。さらに、そのような投資は「社会的責任投資」と呼ばれ、リスクに見合わないリターンの投資なのである、と述べている。
- 25) Mitchell and Hsin [1994].
- 26) Dellagrotta [1990]. Marr, Nofsinger and Trimble [1995] によれば、ほとんどの公務員年金の受託者は直接・間接に政治家と特定利益団体からの圧力を感じているという。また、より大きな公務員年金基金ほど小さい基金よりも政治的圧力が強いと述べている。
- 27) Romano [1993], 及び, Mitchell and Hsin [1994].
- 28) 同様の問題として, Romano [1993] は公務員の賃金交渉についても取り上げている。その結果は、限界生産性以上の賃金になるかもしれないという。なぜなら、より高い賃金に合意することの利益は明らかに特定の投票者集団（すなわち公務員）に集中するけれども、そのコストはすべての納税者に拡散するために、政治家が労働組合の要求に応じるからである、と説明している。
- 29) Zanglein [2001].
- 30) Dellagrotta [1990].
- 31) Hawthorne [1993] も多くの年金基金にとって ETI に投資しても評価していないのが頭痛のタネである、と指摘している。
- 32) Zanglein [2001] も同様に ETI について誤解があるとして以下の 7 つを挙げている。①ETI は違法でリターンが犠牲になる、②ETI を行うには時間がかかりすぎる、③ETI には管理コストがかかりすぎる、④ETI には有能なファンド・マネジャーがいらない、⑤ETI を受託者と専門家に説得するのは不可能である、⑥政治的介入がいつもある、⑦ETI のパフォーマンスを図る適切なベンチマークがない、である。ETI の積極論者 Zanglein はこれらの誤解が ETI の妨げになっていると指摘し、各々について反論を試みている。
- 33) Zanglein [2001].
- 34) Zanglein [2001] は、ETI によってメリットを受ける AFL-CIO のような全国組織が推進役となり、ETI についてのナショナルセンターを作ること、プラン受託者がその地域でどのように ETI を発展させていくかについてガイドとなるプログラムの提供や、現存する ETI のデータベースの整備、合同ファンドの提供、ETI のリサーチ企画などができるとして、その有効性を主張している。
- 35) Kinder and Domini [1997].
- 36) また反アパルトヘイト運動の影響は企業年金にも及んだ。UAW (United Auto Workers) は南アフリカで活動する米国企業にアパルトヘイトに対処する措置を取らせるように画策してきたが、それに失敗した企業に対して、同組合のメンバー企業の年金基金が投資を制限するように要請したという (Murrmann, Schaffer and Wokutch [1984])。
- 37) Kinder and Domini [1997].
- 38) Romano [1993].
- 39) ドミニ [2002]。Kinder and Domini [1997] は、今日の定性的スクリーンは南アフリカ投資スクリーンの系譜にあたることも述べている。それらスクリーンは部分的に個人投資家の願望や機関投資家の目的との整合性から生じたものであるが、それは社会での企業の適切な役割は何かという主張を表現している、とも述べている。
- 40) Munnell and Sunden [2001].
- 41) Kinder and Domini [1997].
- 42) Social Investment Forum [1998]。同様に、ドミニ [2002] も、「信仰に基づく投資基準によって最も広範に避けられているものは、アルコール、タバコ、賭博、武器である。これら 4 つは信仰に動機付けられていてもそうでなくても、社会的投資家にあまねく避けられている」と指摘している。
- 43) Munnell and Sunden [2001].
- 44) Chernoff [2002], Palmeri [2002]. CalPERS の Charles Valdes 氏は「世界的規模の反応に驚いた」と語ったという。また、CalPERS は 2003 年 2 月には、タイへの投資禁止を再評価し投資可能な国のリストに入ったと発表した (Polkuamdee [2003] 参照)。
- 45) ドミニ [2002] は、「スエットショップ（過酷な労働条件下にある工場などを指す）で製造する企業をスクリーニングして排除するのは現在のところほとんど不可能である。まだ信頼に足るデータが存在しない。」と述べているが、「スエットショップ論争は南アフリカ問題以降、直面した最も複雑な問題であるが、社会的責任投資の今後に大きな影響を与えるであろう」とも示唆している。
- 46) Marr, Nofsinger and Trimble [1995].
- 47) Love [1985].
- 48) Wagner et.al. [1985] によると、S & P 500 のうち 152 社（時価総額で 47%）が南アフリカでビジネス活動を行い、トップ 50 社のうち 31 社が含まれていたという。
- 49) マックギル他 [1998].
- 50) 河口 [2002b].
- 51) Hamilton, Jo and Statman [1993].
- 52) Spencer [2001].
- 53) ドミニ [2002].
- 54) Arrington [1999].
- 55) *Ibid.* また、最近においてはインターネットの普及などによって情報獲得・伝播コストも低下していることも予想される。
- 56) Hopkins [1992].
- 57) Read [1997].
- 58) *Ibid.* ボルチモア控訴裁判所は、市当局がその市の全ての年金基金に南アフリカ関連銘柄を全て売却するように命令したことはブルーデント・マン・ルールに反しない、という判決を下し、1987 年に最高裁はこれ支持したという (Board of Trustees of Employees' Retirement System of City of Baltimore vs. Mayor of Baltimore, July 17, 1987)
- 59) マックギル他 [1998].
- 60) Steidler [1999].
- 61) Read [1997].
- 62) Munnell and Sunden [2001] は、州政府は数度にわたり、拠出を棄にするために数理的仮定を変えたことと指摘している。ただし、その研究ではその仮定の悪用を証明

してはいない。しかし、公務員年金基金の積立比率は低下し、91-97年のデータでは大体95%であるという。

- 63) Munnell and Sunden [2001].
- 64) Romano [1993]によると、指名される理事会のメンバーは主に以下の3つに分類されるという。州知事の任命 (gubernatorial appointees)、年金基金の受益者のよって選ばれる代表者、年金基金事務局から指名される個人である。企業年金においても同様のことはあるが、受託者としてプラン・スポンサーの役職員が選ばれると、他の役職員からのプレッシャーなどから利益相反が起こりやすいという。
- 65) 俊野 [1999]、井手・神田 [2002] などが挙げられる。
- 66) CalPERS の州内投資は2000年に13%であったが2001年には16%に増加したという。
- 67) Palmeri [2002]。さらに、Angelides は労働組合からの選挙資金として430,000ドルを受け取ったとも伝えられている。
- 68) 川村 [2002 a], 吉田 [2002]。ただし、SRI が直接的に求められたわけではない。
- 69) 欧州における SRI については、俊野 [2002]、吉田 [2002]、重頭 [2003] などを参照されたい。特に俊野 [2002] は、オランダ、ドイツ、スウェーデンの年金基金の SRI の導入例を紹介している。また重頭 [2003] はイタリアの倫理銀行の例を紹介している。これは欧州における、コミュニティ投資の一例だと見なすことができる。
- 70) 俊野 [2002]によると、ドイツで SRI 投資を行っている年金基金の割合は3%程度に過ぎないという。また、「環境問題に対して比較的高いヨーロッパ諸国でも「団子より花」(社会的責任を運用パフォーマンスより重視する意)というところまで意識が高まっているわけではないようである」と述べている。さらに、河川 [2002 b] によれば、イギリスにおいても年金基金における SRI の実施状況は芳しくないという報告書も発表されたという。
- 71) 河川 [2002 a, b], 吉田 [2002], 川村 [2002 a, b] など。企業の社会的責任の認識を図ることや、日本的な CSR や日本の状況にあったスクリーン基準の確立など、多くの点が指摘されている。注73も参照。
- 72) ただし、日本の SRI 投信もその残高については急増急減も経験し反省点もあるという。河川 [2002 b] は日本の SRI 投信残高の増大・縮小の要因について整理している。資産残高縮小の要因としては、1) 株式市場の低迷、2) エコファンドのパフォーマンスが思わしくなかったため、エコは儲からないと見なされるようになった、3) 多くのエコファンドが IT 銘柄を多く組み入れたため、「実態は IT ファンドと変わらない」という批判が出たが、それに対してどのようなプロセスと評価基準で銘柄を選定しているのかという、説得力ある説明がエコファンド側からはなされなかった、4) 個人の価値観を大切に個人投資家層が日本ではきわめて薄い、5) 米国のように、宗教系の機関投資家など、コアとなるべき SRI の応援団たる機関投資家が不在、6) 環境以外に日本人の価値観に合致する社会的スクリーンの欠如、が挙げられるという。

- 73) 三菱総合研究所・パブリックリソースセンター [2001] は、「社会的責任の評価の基準・視点は、当然のことながらその社会の状況によって規定されてくる。日本の社会は、グローバル化の波に呑み込まれているとはいえ、依然、日本人的特徴を持っている。」と述べ、「それは、日本社会が受け入れた国際的な考え方や基準と、従来からの日本人的な考え方や基準とが併存しているのが実態であるからである。したがって、どの部分に国際的な考え方等を受入れ、どの部分に日本的なものが残されているか(積極的な意味で残されている)に応じて、評価・視点は設定される必要がある。」と指摘している。同様の内容は、川村 [2002 b], 河川 [2002 a] においても示されている。
- 74) 時事通信社 [2002]によると、注2でふれた ASRIA が2002年10月に開催した社会的責任投資に関する国際会議において、参加した日本企業関係者から、欧米運用会社の社会的スクリーニングに対して批判が続出したという。これは日本の社会に合わない欧米の投資スクリーン基準を適用してくる欧米運用会社の短慮に起因すると伝えられているが、日本企業の社会的責任に関する理解不足をも表していると思われる。

参考文献

- Arrington, George R. [1999], "Socially Conscious Investments by Private Pension Plans", *Employee Benefits Journal*, Vol. 24, Issue 1, March.
- Boice Dunham Group [1993], *The Nature and Scale of Economically-Targeted Investments by the 104 Largest U.S. Public Pension Plans*, Prepared for Goldman Sachs.
- Chernoff, Joel [2002], "CalPERS' emerging markets policy on the hot seat", *Pensions & Investments*, Vol. 30, Issue 10, May. 13
- Clowes, Michael J. [2000], *The Money Flood*, John Wiley & Sons, Inc.
- Dellagrotta, S.Q. [1990], "Social Investing Calls For Answers on Money Ownership", *Pension World*, Vol. 26, Issue 4, April.
- エイミー・ドミニ著、山本利明訳 [2002], 『社会的責任投資』, 木鐸社。
- Employee Benefit Plan Review [1995], "GAO evaluates ETI programs in state pension

- funds", *Employee Benefit Plan Review*, Vol. 50, Issue 1, July.
- Hamilton, Sally, Hoje Jo and Meir Statman [1993], "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, Issue 6, November-December.
- Hawthorne, Fran [1993], "Social Investing gets down to business", *Institutional Investor*, Vol. 27, Issue 9, September
- Hopkins, Jay [1992], "Money Managers No Longer Blind To Social Investments", *Pension World*, Vol. 28, Issue 4, April.
- Hickman, A. Kent, Walter R. Teets and John J. Kohls [1999], "Social Investing and Modern Portfolio Theory", *American Business Review*, Vol. 17, Issue 1, January.
- Hutton, R. Bruce, Louis D'Antonio and Tommi Jonsen [1998], "Socially Responsible Investing: Growing Issues and New Opportunities", *Business & Society*, Vol. 37, No. 3, September.
- 井手正介・神田安子 [2002], 「アメリカにおけるインベスター・アクティビズムの展開とカルパース」『証券アナリストジャーナル』, 日本証券アナリスト協会, 5月。
- Institutional Investor [1994], "ETIs? No Way", *Institutional Investor*, Vol. 28, Issue 7, January.
- 時事通信社 [2002], 「日本企業, 『社会的責任投資』に困惑——欧米流の選別に異議——」, 時事通信社, (www.jiji.com), 10月31日。
- 河口真理子 [2002 a], 「広がる社会的責任投資」『年金ニュースレター』, 大和総研, 7月。
- [2002 b], 「企業の社会的責任」『年金ニュースレター』, 大和総研, 11月。
- 川村雅彦 [2002 a], 「社会的責任投資 (SRI) のすすめ——21世紀型の優良企業像をさぐる——」『ニッセイ基礎研 REPORT』, ニッセイ基礎研究所, 1月。
- [2002 b], 「迫られる日本型 CSR (企業の社会的責任) の確立」『ニッセイ基礎研 REPORT』, ニッセイ基礎研究所, 11月。
- Kinder, Peter D. and Amy L. Domini [1997], "Social Screening: Paradigms old and new", *Journal of Investing*, Vol. 6, Issue 4, Winter.
- Love, Douglas A. [1985], "On South Africa", *Financial Analysts Journal*, Vol. 41, Issue 3, May-June.
- ダン M. マックギル, カイル N. ブラウン, ジョン J. ハーレー, シルベスター J. スキーバ共著, 田村正雄監訳, 年金制度研究会共訳 [1998], 『企業年金の基礎[改版]』, ぎょうせい。
- Marr, M. Wayne, John L. Trimble and John R. Nofsinger [1994], "Economically Targeted Investments", *Financial Analysts Journal*, Vol. 50, Issue 2, March-April.
- Marr, M. Wayne, John R. Nofsinger and John L. Trimble [1995], "Economically Targeted Investments and Social Investments: Investment Management and Pension Fund Performance", *Manuscript for the Research Foundation, Institute for Chartered Financial Analysts*, May.
- Mitchell, Olivia S., and Ping Lung Hsin [1994], "Public Pension Governance and Performance", *NBER Working Paper Series*, #4632, National Bureau of Economic Research, January.
- 三菱総合研究所・パブリックリソースセンター [2001], 「企業の『社会的責任』について」, 三菱総合研究所, (www.mri.co.jp), 1月。
- Munnell, Alicia H. and Annika Sunden [2001], "Investment Practices of State and Local Pension Funds: Implications for Social Security Reform", ed. by Olivia S. Mitchell and Edwin C. Hustead, *Pensions in the Public Sector*, University of Pennsylvania Press.

- Murmann, Kent F., Jeffrey D. Schaffer and Richard E. Wokutch [1984], "Social Investing by Public Employee Pension Funds", *Labor Law Journal*, Vol. 35, Issue 6, June.
- 年金情報 [2002 a], 「クレディ・リヨネ, 社会的責任投資ファンドを販売」『年金情報』, No. 301, 8月5日号。
- [2002 b], 「スパークスのコーポレートガバナンスファンド: 約10社に集中投資, 経営改革求め高利回り狙う」『年金情報』, No. 308, 11月4日号。
- Palmeri, Christopher [1993], "Can CALPERS afford to throw stones?", *Business Week*, Issue 3788, June.
- Polkuamdee, Nuntawun [2003], "Set up on Calpers' possible return", *Bangkok Post*, (www.bangkokpost.com), 12 February, 2003.
- Read, Angela [1997], "Building Signposts for the Future: Pension Fund Investment Strategy, Socially Responsible Investing, and ERISA", *Journal of Pension Planning & Compliance*, Vol. 23, Issue 3, October.
- Reyes, Mario G. and Terrance Grieb [1998], "The External Performance of Socially-Responsible Mutual Funds", *American Business Review*, Vol. 16, Issue 1, January.
- Romano, Roberta [1993], "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", *Columbia Law Review*, Vol. 93, No. 4, May.
- Sauer, David A. [1997], "The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund", *Review of Financial Economics*, Vol. 6, No. 2.
- 重頭ユカリ [2003], 「イタリアの倫理銀行 (Banca Etica)」『調査と情報』, 第200号, 野村総合研究所, 1月。
- Social Investment Forum [1998], "Report on Responsible Investing Trends in the United States", *1997 Trends Report*, January.
- Spencer, Ross D. [1995], "Better data and rates of return calm Fiduciary concerns about Economically Targeted Investments", *Employee Benefit Plan Review*, Vol. 49, Issue 5, January.
- Spencer, Ross D. [2001], "Assets in Socially Screened Investments Grew by 183%", *Employee Benefit Plan Review*, Vol. 56, Issue 2, August.
- Statman, Meir [2000], "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, Issue 3, May-June.
- Steidler, Paul F. [1999], "Seems more like 'anti-social' investing", *Pensions & Investments*, Vol. 27, Issue 14, July. 12
- Sutton, Nancy A., Sandra G. Gustavson and James S. Trieschmann [1984], "Portfolio Performance Using Social Investment Strategies: Some Empirical Evidence", *Journal of Insurance Regulation*, Vol. 3, Issue 1, September.
- 俊野雅司 [1999], 「CalPERSのコーポレート・ガバナンス活動」『DIR 年金調査情報』, 大和総研, 6月。
- 俊野雅司 [2002], 「ヨーロッパにおけるSRI投資の現状」『年金ニュースレター』, 大和総研, 7月。
- Wagner, Wayne H., Allen Eulcin and Richard L. Dixon [1984], "South African Divestment", *Financial Analysts Journal*, Vol. 40, Issue 6, November-December.
- Watson, Ronald D. [1995], "The Controversy over Targeted Investing", *Compensation & Benefit Management*, Vol. 11, Issue 1, Winter.
- Wheat, Doug [2002], "Performance of Socially and Environmentally Screened Mutual Funds", *Working Paper*, SRI World Group

Inc., (www.ishareholder.com).

吉田守一 [2002], 「社会的責任投資 (SRI) の動向」『調査』, 第40号, 日本政策投資銀行, 7月。

Zanglein, Jayne Elizabeth [2001], "Overcoming Institutional Barriers on the Economically

Targeted Investment Superhighway", ed. by Archon Fung, Tessa Hebb and Joel Rogers, *Working Capital: The Power of Labor's Pensions*, Cornell University Press

(ペンシルバニア大学ウォートンスクール客員研究員)