アジア新興市場におけるSRIの萌芽的形成

——概観と展望——

澤　田　貴　之

要　旨

欧米市場で先行して普及してきたSRI（社会的責任投資）ファンドが，アジア市場でも萌芽的形成を見せ始めている。1999年にアジアで最初にエコファンドの運用・販売を開始した日本を除けば，アジア地域のリージョナル金融センターである香港，シンガポールがその発信地となっており，欧米SRIファンドと並んで，香港，シンガポールのSRIファンドはアジア域内企業の銘柄を組入れることで，域内企業に対してCSR（企業の社会的責任），CG（コーポレート・ガバナンス）改革を促す主要な一つの手段となる可能性を持っている。

特に香港のSRIファンドは，中国大陸へのゲートウェイとして情報収集面等での優位性を持っており，中国企業への影響力が注目される。また2000年の退職年金基金（MPF）の設立とオプションとしてのSRIファンドの導入が，香港におけるSRIそのものにはずみをつけ，オーソライズする契機ともなった。香港の場合，既に個人投資家層も欧米日市場と共通して，高齢者・富裕者層のSRIへの関心度が非常に高いことがわかっており，日本同様，SRI市場は短期間に急成長していく潜在的な条件を既に備えている。

他方でアジア金融危機以後，CSR，CGのアジア各国での進捗度の違いから，欧米SRIファンドとともにアジアSRIファンドもCGカントリースコアの低いアジア域内企業銘柄（インドネシア，フィリピン等の銘柄）の組入れには消極的で，国レベルでのCGスコア向上も焦眉の急となっている。短期的な観点からは2004年のISOによるCSRの規格化着手の決定によって，その促進がより進展していくと考えられるが，SRIファンドを通じた長期的なアジア域内企業へのCSR促進効果については，国内機関投資家の株主行動も含めた総合的なSRI活動への発展と収益性との関連を今後も見据えていく必要があろう。

目　次

Ⅰ．序－SRIはアジアで定着するか
Ⅱ．アジア新興市場とSRI
　1．SRIの萌芽的形成と普及の前提条件
　2．SRIファンドを通じたCSRへの影響
Ⅲ．アジア各国におけるSRIの進捗状況
Ⅳ．SRIのリージョナルセンターとしての香港
　1．SRIに関する香港の個人投資家層の心理
　2．香港SRIファンドとアジア域内企業へのインパクト
Ⅴ．結語

Ⅰ．序－SRIはアジアで定着するか

近年，日本でも注目され始めている社会的責任投資（SRI：Socially Responsible Investment）とは――その定義に関しては必ずしも一様であるとは言い難いが――，基本的には社会的規範・倫理・価値観に基づいた投資家による投資対象企業の絞込みと選別を意味するものであり，単に証券投資（SRIファンド）だけに限らず，通常，株主行動と企業との対話，さらにコミュニティ投資や途上国におけるマイクロ・クレジット（貧困層向けの少額融資制度）まで含む幅広い投資行動のことである。この投資行動の中心地となったのは米国であり，古くは1920年代頃からキリスト教教会が資産運用の際，アルコール，賭博，煙草産業等への投資を忌避したネガティヴ・スクリーニングにまで辿ることができる。そして今日のSRI，すなわち投資銘柄のより厳格な選別や株主行動，コミュニティ投資等の一連の投資行動が開始されるようになったのは1960－70年代である。

公民権運動，反ベトナム戦争等の市民運動の高まりとともに，R.ネーダー(Ralph Nader)らによる消費者運動と南アフリカの反アパルトヘイト運動が結びつき，南アフリカ進出企業への社会的批判が高まったことがSRIの認知度を高めていく大きな契機となった。その後のA.ドミニ（Amy Domini）らによるSRIの啓発活動とSRIインデックスの開発，90年代後半におけるナイキをめぐるインドネシアのスウェットショップ問題に端を発したNGOの不買運動もあって[1]，90年代に入ってから米国市場だけでなく，EU市場においてもSRIファンドは急速に浸透するようになり，欧米企業も単なるリスクマネジメントとしてではなく，積極的にCSR（Corporate Socially Responsibility）を企業経営に取り入れていく傾向を強くしている。

基本的にSRIとは投資家（市場）側が企業に対してCSRを促進・達成・維持させていく上での手段として位置づけることができ，財務ファクターだけではなく，社会的な倫理も含めた企業評価の上に成立する投資である。一般的にCSR自体は社会的，経済的責任に環境面の配慮を含めたトリプル・ボトム・ラインから成り立っているが，実際の投資にあたっては調査機関・会社，運用会社，機関投資家によって各ファクターへのウェイト・評点が異なってくる。また社会倫理をファクターの中に含む以上，社会的，文化的差異から同じく各ファクターへのウェイト・評点が国ごとに異なってくることも考えられる。

M.ホプキンス（M.Hopkins）はパブリック・セクターではなく，プライベート・セクターである多国籍企業を含むアジア各国の企業が，CSRを通じた真の開発－人間開発（Human Development）に向かうことに期待を寄

せ，SRI普及に関わる実践的研究者であるR.スパークス（R.Sparkes）は世界的にSRIの存在が周辺的なもの（フリンジ）からメインストリームへと変化しつつあることを強調する[2)]。しかしながらCSR促進の手段の一つとしてのSRIは各国毎に一様に進展するものではなく，各国の社会経済制度，証券市場の構造と規模とも密接に関連している。特に年金基金を中心とした国内機関投資家の動向，個人投資家層の成熟度とも大きく関わる問題として，米国，EU，その他の先進諸国以外での形成については先行したSRI市場との共通点とともに異なる点も散見される。新興市場の中でSRIの形成が進んでいるのは東アジア地域であり，日本を別にすればリージョナル金融センターである香港，シンガポールが発信地となっている。ただこれら二つのセンターを含む東アジア新興市場（あるいは南アジア地域に属するインドも含む）におけるSRIは未だ萌芽的段階のため，その実態と展望がはっきりしていない。

本稿では日本を含め，SRIのアジア新興市場での形成とその普及が及ぼすアジア域内企業へのインパクトに関する展望を含めた考察を進めていくことを目的とし，主たる考察対象地域を香港に限定して，SRIの中でもメインと言ってよいファンドに焦点を絞って検討していくことにする。このため前半ではSRIとCSRをめぐるアジアにおける最近の動向に触れながら，アジア各国のSRIファンドの現状とアジア域内企業銘柄の組入れ状況を中心にみていくことにする。後半ではSRI自体の普及のための前段階・前提条件整備としての香港のSRIファンドパイオニアである運用会社の動向と香港の年金基金に関する現状説明を経た後，香港SRIファンドのアジア域内企業銘柄の組入れを通じた経路から，アジア域内企業に対するCSR促進の可能性に触れていくことにしたい。

Ⅱ．アジア新興市場とSRI

1. SRIの萌芽的形成と普及の前提条件

アジア通貨・金融危機とその事後処理の際，日本を含む東アジア企業に対して，欧米型，特に米国型企業ガバナンスと乖離した諸特徴が国際機関や米国の経済学者たちによって激しく批判されてきた。異質の会計基準適用，有利子負債（debt）依存の財務体質から，クローニー資本主義，ファミリー支配，経営の不透明性，情報の非公開等の統治構造に至るまで，東アジア企業のこれらの特徴への是正圧力が日増しに強くなっていったのである。この結果，例えばアジアで最も大きな証券・資本市場を擁する日本では外国の機関投資家等を通じて，危機の打撃が大きかった韓国では外資による直接的な企業買収と資本参加を通じて，CGへの関与と統治構造の是正が一定程度進展を見せてきた[3)]。

日本では投資信託の販売強化と新商品の開発が進んでいたこともあって，99年にはアジアで初の本格的なSRIファンドとしてエコファンドが日本で設立・運用されるようになった。そして，これを皮切りに，その後04年上半期までに国際株式型を含めると15本のSRIファンドが市場に登場するようになった。日本の場合，環境をテーマとしたファンドが最初であったが，その後，アジア金融危機後の前述した国際批判と是正圧力に加えて，米国においてはエンロン，ワールドコム等の一連の企業不祥事が，日本においても企業の不祥事が頻発したこと

で，CSRのボトムライン重視の総合的なSRIファンドがむしろ主流になりつつある。日本以外のアジアでは，日本で最初にSRIファンドが販売された翌年の2000年に香港のKMF（Kingsway Fund Management）がSRIファンドの販売を開始している。

アジア市場では米国市場のように年金基金を中心とした機関投資家が企業に対してCSRを促進させるような主体となる段階には到達しておらず，一部のアジア諸国を除いて全般的に年金制度を含めソーシャルネットワークの不備が大きなネックとなっている。国内開発の原資としても利用されてきた中央年金基金（CPF；Central Provident Fund）を擁するシンガポールを別にすれば，年金制度にカバーされている人口が過半数を超えているのはマレーシアぐらいである。韓国でさえも過半数のカバーに達していない[4]。このため証券投資全体に占める年金基金の割合は香港2.9%，韓国0.4%と米国の約40%に遠く及ばないし，年金資産の規模自体も小さいものとなっている（02年4月末）[5]。これに加えてSRI設定本数の少なさ，適切なSRI調査機関・会社の不在やこれに伴うSRIインデックスの未開発という問題も伴っている。

以上のごとくアジアではSRIにとって前提条件と制度整備が不十分であるものの，2000年には香港で退職年金制度としてMPF（Mandatory Pension Fund）が導入され，MPFのオプションとしてSRIファンドが設定されている。これは後述するように，SRIファンドがオーソライズされ次の発展に向かうプロセスの一つを通過したことを意味している。

2. SRIファンドを通じたCSRへの影響

アジア諸国内のSRIファンド形成とその前提条件が未整備である以上，アジア域内では欧米（オーストラリアも含む）の機関投資家，SRIインデックス，ファンド，あるいはそれら以外のファンドを通じた外からのスクリーニングと投資の方が，よりアジア企業へのCSR促進への圧力となる可能性を持っている。実際，欧米のSRIインデックスへの東アジア企業銘柄の組入れについては日本企業も意識せざるをえず，日本以外の東アジア企業に関しても同様の状況である。今後，日本以外のアジア各国で国内SRIファンドが進展していくならば，アジア企業へのCG改革，CSR履行への圧力はより高まっていくものと考えられる。

世界最大級の機関投資家の一つに属すカルパース（CaLPERS；California Public Employees' Retirement System カリフォルニア州公務員年金基金）はアジア市場（特に日本市場）で「物言う株主」としてCGに関連した株主行動を強めてきた。カルパースはエマージング・マーケットへ約14億ドル（02年）の投資を行っており，会社単位ではなく，近年カントリーアプローチと呼ばれる投資対象国そのものをスクリーニングする方向を志向している。02年2月にカルパースはエマージング・マーケットに対して，従来の財務・金融面だけでなく，政治的安定性から労働基準に至るまでの幅広い投資アプローチを行うことを決定した。

具体的には人権，ILO基準の遵守，報道の自由等の項目を基準にして投資対象国を選別するものになっており，実際この決定後，カルパースはインドネシア，マレーシア，タイから

投資を引き揚げ，カルパース側の早急な決定と行動に対して，関係各国からの抗議が相次ぐという事態を引き起こしてしまった。そしてカルパースアプローチに関しては，SRI関係者間においても「悪い」国の「良い」企業を排除してしまうことにつながる，と懸念も表明された[6]。突出した国際的機関投資家のビヘイビアに関する議論は別にしても，外国の機関投資家によるCGの改善を中心としたカンパニーアプローチの限界を示すとともに，CG評価を中心としたカントリースコアがアジア諸国にとって無視できないことも示した事例といえよう。

このような証券市場を通じての圧力以外に，04年6月にISO（International Organization for Standardization）がCSRの規格化に着手することを決定したことでアジア地域の企業により大きなモチベーションが付与されることになった。日本企業も含めて多国籍化しているアジアNIEs（newly industrializing economies）企業，華人系企業は，もはやCSRを無視した経営はできなくなりつつある。ステーク・ホルダーとの関係，サプライ・チェーン・マネジメント(SCM)への配慮等も含めて経営システムの見直しを迫られており，特に輸出面で利害関係の大きい産業分野では品質管理，環境マネジメント・システムと並んでCSRを企業経営へ組入れていくことが焦眉の急となっている[7]。

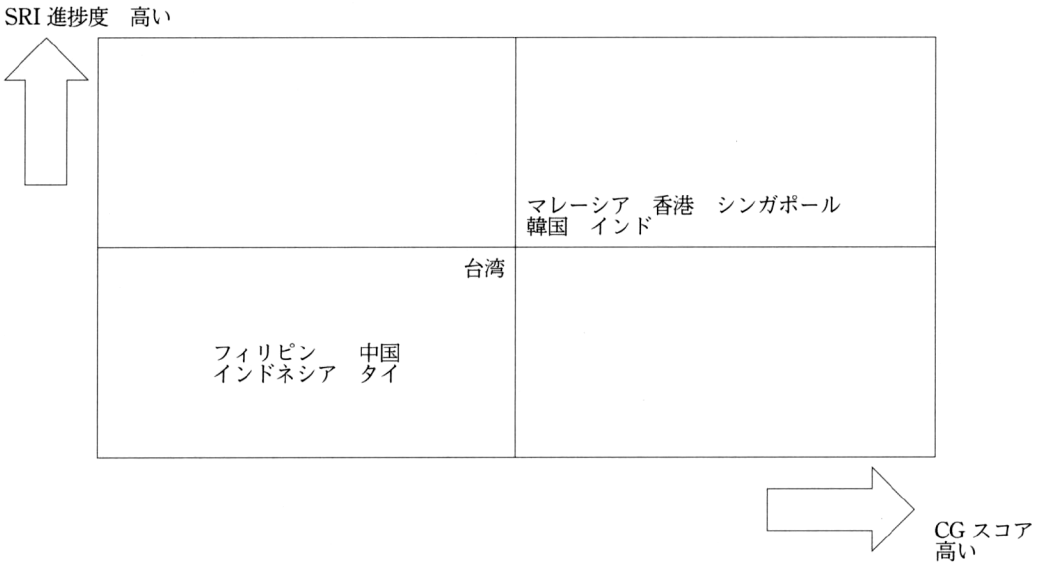
さらに上述の機関投資家や欧米SRIファンドを通じたルート以外にも，アジア域内で先行してSRIファンドを設定・運用したアジア諸国（香港，シンガポール，マレーシア）ファンドによる域内企業のスクリーニングと組入れが行われているから，アジア域内企業へのCG，CSRを焦点にした外的圧力は一層高まると予想される。とりわけ香港のSRIの動向は，中国企業への影響力という観点から見ても注目されよう。ただし，そう判断できうるか否かは，現状のアジア市場でのSRIの進捗状況にかかっているといえる。そのためにまずこれら新興市場全体を概観しておくこととしよう。

Ⅲ．アジア各国におけるSRIの進捗状況

アジア地域の中でSRIの萌芽的形成が見られるのは非常に限られた諸国にすぎない。現在までにSRIファンドか，これに相当するものが設定されている国があっても，その場合，将来普及の展望を抱けるか否かについては，少なくとも国内企業への投資に関しては国内株式市場の歴史と規模，及び上場企業の数に規定される。確かに米国のSRIファンドは90年代の短期間に本数を増加させ，資産規模を拡大させてきたが，これは既に一部述べたように90年代に先立ってCSR，SRI関連の幅広い大衆運動，401kプランの導入・普及と，これに伴う機関投資家の成長，個人投資家層の拡大等を背景としていたからである。

そうした米国の先行事例，あるいは英国・EUにおけるSRIの普及とCSR促進のための一連の法令化措置を勘案し，国内機関投資家・個人投資家の現状も比較すれば，アジアでの短期間でのSRIの定着は悲観的な展望しか抱けないかもしれない。しかしながら地域・諸国によってはSRIの萌芽的形成が見られないわけではない。01年にはSRI推進機関としてT.テナント（T.Tennant）を会長とするASrIA（The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia）が香港で設立されており[8]，現在まで精力的な調査・啓発活

図表1　アジア各国のSRI進捗度とCGスコア



〔出所〕 ASrIA［2003］，pp. 8-9，p. 13より筆者作成。

動を行ってきている。テナント女史は英国でのSRI調査のキャリアを持ち，SRI推進機関UKSIF（Social Investment Forum UK）の設立・運営に寄与してきた中心人物である。

主としてこのASrIAの04年時点におけるアジアの一連の調査レポートを利用しながら，まずアジア諸国全体でのSRIの動向を一瞥していくことにしよう。図表1はアジア諸国のSRI進捗度（ファンドの有無と数による序列）とCGスコア（10点満点，03年）から各国の位置を示したものである。日本を除くアジア諸国でのSRIとCGの進展度は金融センター香港・シンガポールを中心としており，他方でSRI，CGの進展度の低いインドネシア，フィリピン，タイ，中国というグループに分かれている。以下低いグループを除いた各国のSRIの状況を概略的に見ていくことにしよう。

シンガポールの国内SRIファンドでは，UOB Asset Managementが運営しているUNIFEM（United Nations Development Fund for Women）ファンドが既に一定の実績をあげている。同ファンドは国連婦人開発基金の趣旨に沿って女性の職場における地位向上を企業評価の主要基準としているユニークなもので，クラスアプローチを採用して国，業界ごとにトップ50を選んで投資を行なっている。ただ04年第1四半期の投資残高は960万シンガポールドルと決して規模は大きくないが，米国，中国株（アセット・アロケーションの45%）を主要な組入れ銘柄として，ベンチマークを若干上回るパフォーマンスを示してきた。この他にグローバル型ファンドとしてMorley Fund Management が運営するAviva Global Socially Fundやイスラミック・ファンドの成長が有望視されている[9]。

マレーシアでは宗教的倫理に基づいたイスラミック・ファンドが成長しており，これに呼応して欧米型のSRIファンドも登場している。マレーシアの事例は各地域・国特有の宗教的・文化的価値観に沿ったファンドが商品化される

ことが，SRIを個別の市場で受け入れ易くするであろうことを物語っている。香港，シンガポールと異なって，ANIEsの台湾は03年段階で国内SRIファンドがゼロだが，韓国にはSamsung Investment Trust Managementが01年8月から設定・運用しているECO equity fund（国内株式中心に投資）とECO mixed fund（国内債券を中心に投資）があり，これらは環境関連項目を重視した日本のエコファンド型投信である。

SRIの普及については調査機関・会社，金融機関，NPO・NGO間での密接な連携・協議も必要となる。その中でも中核となるべき本格的なSRI調査会社は香港，シンガポール共にまだないが，それらの設立・運営は時間の問題である。総合的なSRI促進機関としてASrIAはアジア各国でフォーラムを開催し組織づくりに尽力しているが，実際に設立されたSRIファンドが投資家層を惹きつけ，市場で定着し成長するためには，倫理基準の表明だけでなく，運用パフォーマンスが非常に重要になってくる。実際，01年に香港で最初に設立されたKFMのSRIファンドは，同年上半期のS＆Pのレーティングで高い評価を得て好調なスタートを切り，その後ファンドを増やしてきた。他方でKFMは中国本土への学校，孤児院への，あるいは香港での慈善事業への寄付も積極的に行ってきた[10]。

地縁的な伝統に規定されているものの，在外華人の中国本土への慈善的投資・寄付に見られるように，東アジアはSRI普及の潜在的な市場という側面も持っていなくはない。また東南アジア地域においてはイスラム圏を含むために，倫理的融資・投資は早くからイスラミック・バンクによって実践されてきた。こうしたことを下地にしていることもあってマレーシアでは，これまで34本（02年上半期段階，資産残高7億5,600万ドル）を数えるイスラミック・ファンドが設定され，クアラルンプール証券市場でのシェア（約0.6%）は小さいものの，その成長は有望視されている。03年1月に最初の非イスラムSRIファンドMayban Ethical Trust Fund（販売・運営はMayban Management Berhad）が登場したように，今後，イスラミック・ファンドと共にSRI市場が拡大していく可能性は高いと見られている[11]。

南アジアに眼を向けた場合，インドも東南アジア地域同様，財閥，財団を通じて伝統的に慈善事業が定着しており，相対的に発達した証券市場でSRIファンドが増加していく可能性を持っている[12]。04年段階でSRIファンドに相当する三つの金融商品を確認することができる。その中で最もSRIとしての形を成している代表的なファンドとしては，JM Heritage Fund（JM Asset Management Companyが設定・運用）がある。同ファンドは，ヒンドゥー等の宗教的倫理に沿ったアヒンサー（ahimsa；非暴力，無殺生）をスクリーニング項目として多用な業種に投資を行っている。93年に外国ファンドへの解禁が行われてからミューチャルファンド市場そのものは小さいながらも急速な成長を遂げつつあり，03年度末で総資産残高は約17億ドル近くに達している[13]。インドは潜在的にSRIの大きな市場となりうる可能性を持つものの，国内金融自由化の一層の進展と年金改革を伴った年金基金のミューチャルファンドとSRIファンド市場への参入が促進される政策が今後の鍵となろう。

アジアのSRIファンドのパフォーマンスに関しては，最もファンド設立のスタートが早

かった香港でさえ，現在までのところ4年も経過しておらず，十分な長期的データを欠いたままであるため，ベンチマークとの関係も判断しかねる部分が大きい。さらに新興市場の株式を多く組入れることによってより高いリスク，リターンが伴っているものと推察できる。国内型ファンドについては未知数の部分が大きく，例えば香港，シンガポールでは国内産業の大部分が金融，不動産，サービスで占められているため，組入れ銘柄の業種が偏る可能性が高い。このため金融センターとしての情報力を活かして，東アジア地域の銘柄を組入れ対象にした（リージョナル型）SRIファンドを設定する方が容易であるという事情がある。実際バランス型ファンドも含めて香港，シンガポールではこの種のファンドが設定本数の増加を示しSRIファンドの牽引役となっている。この点が東証一部上場銘柄を組入れ，SRIファンドの設定本数が増加してきた日本と大きく異なっている点である。

これらリージョナル型ファンドが実際に組入れているアジア企業の事例は図表2のとおりである。SRIの普及は各国ごとの対応にもかかっているが，ANIEsが多くのビッグビジネスを擁することから，アジア域内の各国SRIファンドが域内各国の銘柄を組み込むことで，相互にSRI，CSRが進展していく蓋然性も高いと思われる。他方でアジアの特定地域内の優良企業のみがファンドの組入れ対象になって，既に図表1で見たように，そもそもCGスコアの低いインドネシア，フィリピン等の東南アジア企業がはじきだされ，SRI，CSRをめぐるアジア地域内格差が是正されないという懸念も浮かび上がってこよう。

Ⅳ．SRIのリージョナルセンターとしての香港

1．SRIに関する香港の個人投資家層の心理

市場心理という観点から04年にASrIAと香港大学企業環境統治プログラムがMPFの投資オプションとしてのSRIの関心度を調べるために，884人の香港市民（投資家，環境関連，女性，教師グループ等4集団を対象）にアンケート調査を実施しており，そこから非常に興味深い事実が判明している。完全な無差別抽出という方法ではないものの，市民のSRIに対する心理と傾向をあらわしていると言ってよい。結論的な部分のみをまとめて紹介するならば，調査対象となった61％の市民がMPFの一部としてSRIファンドへの投資に関心を示しており，その中で最も高い関心を示した層は月収3万香港ドル（3,856USドル）以上の高所得者であり，毎週何らかの慈善活動を行っている層であった。またSRIに関心がある者は環境関連に最も関心を示しており，特に女性が環境・社会的責任・CGに高い関心を示す傾向にあり，日本やシンガポールとも共通しているという。また年齢・教育水準では高い年齢ほど年金に対する意識が高いためSRIに対する興味も高く，教育水準も高いほど同様の傾向が見られる。子供も「あり」と答えた人の方が「なし」と答えた人よりも関心が高い[14]。

市場心理は可変性を持つことに配慮しなければならないが，ここから年金基金がSRIファンドへ投資される時の「初期の」個人投資家層の心理（市場心理）と中心となる個人投資家層

の実像が浮かび上がってくる。日本の環境省が実施し03年に公表した日米英の個人投資家に実施したアンケート調査結果と共通している部分が多く，アジアに限らず，SRIに関する関心は万国共通の傾向が見られることも確認できる。同省の『調査報告書』では企業の社会的責任について関心があるか，という設問に対して「とても関心がある」という年齢層は，日本の場合，50歳－80歳以上が全体平均（%）より5ポイント高く，香港のケースと一致しており，英米の場合も概ね高齢者の関心が高い。管理職，役員，退職者等の富裕層，慈善活動経験者，NPO・NGOに所属する者のCSR，SRIへの関心が高いのも日米英，そして香港も含めて共通している[15]。

香港の『調査』と環境省の『調査』からSRIに関心を示す個人投資家層の共通点を挙げれば，高齢かつ富裕で，慈善活動，NPO・NGOに何らかの形で携わっており，環境・消費者問題に関心を抱いている層である。この点を共通項として各国の社会制度・文化的状況によって別の特徴が加わるものと推察され，先に見たとおり，相対的にANIEsが中国，東南アジア諸国よりSRIが進展していることは証券市場の規模とともに，これら個人投資家層の厚さの違いによるものと思われる。

2. 香港SRIファンドとアジア域内企業へのインパクト

リージョナル金融センターとして香港，シンガポールがアジアにおけるSRI促進と普及に果たしていく今後の役割は非常に大きいと言える。特に香港は中国本土へのゲートウェイとして中国企業銘柄をファンドに組入れることによって，間接的に巨大な中国市場への浸透と中国企業への影響力を徐々に強めていける立場にある。シンガポールは東南アジアでのイスラミック・ファンドの浸透とともに，SRIファンドにおいても香港同様，主としてアジア域内企業をスクリーニングしてCSRを普及させていく発信地となりつつある。この両センターは華人系企業だけでなく，日本・韓国企業等の株式を組み込むことで，他のアジア証券市場との双方向的なSRIの浸透効果を発揮することができる位置にある。

香港では02年時点で，地場のファンド運営企業が運営し増加させてきた総資産額は1兆4,900億香港ドルにも達している。この内約63%は外国人投資家のために運営されているファンドであるが，地場投資家のためのファンド資産も安定的な増加基調を示してきた。ファンドの60%近くが証券への投資・運用である。ただし長期的な貯蓄を運用する機関，いわゆる地場の機関投資家層である年金基金，大学基金，生保は欧米市場と比較して支配的な位置にはない。小口の個人投資家層がファンド全体の半分以上の売上げに寄与している[16]。ファンド市場では従来，地場機関投資家層の存在は大きくなかったが，既に述べたように2000年12月から香港では退職年金基金としてMPFが設立されたことが，香港ファンド市場の発展にとって一つのエポック・メーキングとなっている。

MPFは従業員の給与から10%（雇用者が半分負担）が収められる仕組みとなっており，これにより長引く低金利状況によって銀行からファンドへの貯蓄資金のシフトが起こり，ファンド市場の活性化をもたらすことを香港の証券当局（SFC）も期待している。そして実際この年金基金の設置が制度面からSRIファンド市場の形成のための大きな一助となった。なぜな

らば唯一の国内SRIファンドを販売・運営しているKFMは，同時に唯一のSRI年金ファンドを年金投資家たちに提供している投資顧問会社でもあるからである。

2000年からKFMは社会的に有害と思われる産業（軍事，核関連，煙草，賭博，酒，動物実験，森林破壊等）を投資から除外する，いわゆるネガティヴ・スクリーニングを実施してきた。このネガティヴ・スクリーニングに加えて02年10月にキングスウェイ・SRI・アジア・ファンド（正式名称キングスウェイ・グロース・ファンド）を設立し販売を開始した。ネガティヴ，ポジティヴ双方のスクリーニングを合わせて，カントリー（民主主義，人権，テロ等），除外産業，ビジネス・コミュニティ政策（CG，アカウンタビリティ，コミュニティ開発等），環境・労働政策等の4領域23の指標スコアを用いて企業を評価しており，同ファンドの所有銘柄の24％は香港上場企業となっている[17]。先の図表2及び図表3の運用事例に見られるようにKFMは大陸企業を積極的に組み込んでおり，中国企業を含むアジア域内企業のCSR促進に少なからぬ展望を抱かせる投資行動をとっている。ただしKFMは総資産価値，株価収益率，ROEも重視した独自の財務基準もスクリーニングのために用いているため，財務レベルで脆弱な東南アジア企業（フィリピン，インドネシア等）がはじきだされ，結果として中国，ANIEsの優良企業で保有銘柄が構成されるという傾向も看取することができる[18]。

多くの国際的な投資顧問会社をはじめとする金融機関が軒を連ねる香港では，この他にHenderson Global Investment，ABN AMRO Asset Management等6社から六つのグローバル型SRIファンドが販売されているが，全体としてアジア地域への資産割当は10％前後と小さく，その資産のほとんどは先進国諸国に振り向けられている[19]。つまり香港のSRIファンドは現在までのところオフショア的な普及に留まっており，香港，中国，及びアジア企業に対するSRIを通じた影響力はまだ小さいと言える。むしろ今後の香港におけるSRIの成長は個人投資家層の市場心理に依存している側面も強いと思われる。年金基金のオプションやヨーロッパのように法令を通じた誘導を含む制度的な枠組みが整えば，さらに進展していくことは間違いなかろう。

01年段階でMPFの投資の46％がバランス型ファンドで占められ，これに証券ファンドの約15％を合わせれば約60％になっており，しかもMPFの資産残高は，2000年の約2,100万香港ドルから2010年には4億4,000万香港ドルになると予測されているように年々増加している[20]。現在はKFMのみがMPFにとって唯一のSRIファンドのプロバイダーとなっているが，HSBCのような他のトッププロバイダーがSRIファンド運用に乗り出すことになれば，状況はさらに変わることになろう。特にMPF資産運用で将来SRI市場へこれらの相当部分が流入することで年金資産の拡大に合わせた成長歩調を得ることは十分可能であると考えられる。

本節で最初に触れた個人投資家層のSRIに対する意識の高まり，そして年金資産の運用を通じた潜在的なSRI市場拡大の可能性と，Ⅲでも触れたように，あるいは既出の図表2，3が示しているように香港，シンガポールのSRIファンドが中国を含むアジア域内企業を意欲的に組み込んでいる姿を前提とすれば，アジ

図表 2　アジア SRI ファンドのアジア企業銘柄組入れの事例

国別企業名（銘柄）	SRI ファンドの名称
中国（香港企業を含む）	
CITIC	Glebe Pan Asian Growth Trust（オーストラリア）
CNOOC	Kingsway China Fund（香港）
Cosco Pacific	Kingsway China Fund
China Resources	Kingsway China Fund, Kingsway Pacific Fund（香港）
Global Green Tech Group	United Global UNIFEM Singapore Fund（シンガポール）
Hopewell	Kingsway China Fund
Huaneng Power	Kingsway China Fund, Glebe Pan Asian Growth Trust
Hutchison	Kingsway China Fund
PetroChina	United Global UNIFEM Singapore Fund, Glebe Pan Asian Growth Trust
Qingling Motor	Kingsway China Fund
Shandong Intl Power	Kingsway China Fund, United Global UNIFEM Singapore Fund
Shenzhen Investment	Kingsway China Fund
TCL	United Global UNIFEM Singapore Fund
Travelsky Tech	Kingsway China Fund, Glebe Pan Asian Growth Trust
韓国	
Hyundai Department Store	United Global UNIFEM Singapore Fund
Hyundai Motor	United Global UNIFEM Singapore Fund, Ethical Global Equity Fund（カナダ）
Kookmin Bank	Kingsway Emerging Economies Fund（香港），Kingsway Pacific Fund Ethical Balanced Fund（カナダ），Aberdeen World Ethical Fund（英国） United Global UNIFEM Singapore Fund
KT Corp	Kingsway Pacific Fund, Ethical Balanced Fund
LG Electronics	Kingsway Emerging Economies Fund
Samsung Electronics	Kingsway Emerging Economies Fund, Kingsway Pacific Fund Aberdeen World Ethical Fund, Ethical Balanced Fund
台湾	
Advanced Semiconductor	United Global UNIFEM Singapore Fund
Benq Corporation	United Global UNIFEM Singapore Fund
Far Eastern Textile	United Global UNIFEM Singapore Fund
Lite-on IT Corporation	United Global UNIFEM Singapore Fund
Realtech Semiconductor	United Global UNIFEM Singapore Fund
Sinopac Holdings	United Global UNIFEM Singapore Fund
Taipei Bank	United Global UNIFEM Singapore Fund
Taiwan Semiconductor	United Global UNIFEM Singapore Fund, Investor Group Summa（カナダ）
マレーシア	
AKN Technology	United Global UNIFEM Singapore Fund
APM Automotive	United Global UNIFEM Singapore Fund
Plus Expressways	United Global UNIFEM Singapore Fund
Ranhill Berhad	United Global UNIFEM Singapore Fund
Renong	United Global UNIFEM Singapore Fund
Wong Engineering	United Global UNIFEM Singapore Fund
タイ	
National Finance Public	Kingsway Emerging Economies Fund
Siam Comm. Bank	Kingsway Emerging Economies Fund
Bangkok Bank	Kingsway Emerging Economies Fund
Thai Union Frozen	Kingsway Emerging Economies Fund
Siam Cement Corp	Kingsway Emerging Economies Fund
Quality House	United Global UNIFEM Singapore Fund
Siam Commercial Bank	United Global UNIFEM Singapore Fund
Thai Farmers Bank	Glebe Pan Asian Growth Trust
インド	
Bajaj	Ethical Pacific Rim Fund（カナダ）
HDFC Bank	Ethical Pacific Rim Fund
Mahanagar Telephone	Ethical Pacific Rim Fund

（注）アジア SRI ファンドの組入れ企業の主な事例である。欧米 SRI ファンドは一部のみ掲げておいた。
〔出所〕IFC［2003］，pp. 51-52より作成。

図表3　香港SRIファンドの運用概要　（2004年7月現在）

キングスウェイ・SRI・ファンド			
証券投資の地域別分布（%）	保有上位10銘柄と業種	パフォーマンス（%）	
韓国 26 香港 25 マレーシア 12 シンガポール 11 台湾 10 中国 9 タイ 9 フィリピン 2	Cheil Communications（韓）広告サービス Comfort Delgro（シ）陸運 Hana Bank（韓）銀行 Hang Seng Bank（香）銀行 NHN Corp（韓）ネット関連 Public Bank（マ）銀行 Samsung Electronics（韓）エレクトロニクス SHK Properties（香）不動産デベロッパー Tenaga National（マ）電力 Tianjin Cap Env Pro（中）環境関連	ファンドリターン	インデックスリターン
		1カ月 −3	−1
		1年 18	1年 25
		3年 n／a	3年 20
投資の焦点と戦略			
ファンドマネージャーは，個々の企業の社会・環境面での影響を考慮しながらアクティブ・アセット・アロケーションを用いて銘柄を選択。日本を除く香港，台湾，韓国，マレーシア，シンガポール，タイ，インドネシア，フィリピンの企業が投資対象。			

キングスウェイ・チャイナ・ファンド			
証券投資の地域別分布（%）	保有上位10銘柄と業種	パフォーマンス（%）	
香港H株 46 レッドチップ 37 香港 11 シンガポール 5 台湾 3 上海 2 深圳 0	Anhui Conch Cement（中）セメント China Mobil（中）移動通信 CNOOC（中）石油・石油化学 Cosco Pacific（中）コンテナ・リース Denway Motors（中）自動車・部品 Hengan Intl（中）トイレタリー製品製造販売 Huaneng Power（中）電力 Petrochina（中）石油・石油化学 SMIC（中）半導体ファウンドリー Shanghai Petrochem（中）石油化学	ファンドリターン	インデックスリターン
		1カ月 −1	1カ月 −1
		1年 34	1年 38
		3年 7	3年 −2
投資の焦点と戦略			
中国に大部分の資産を保有するか，中国から売上げの大部分を得ている中国関連企業に重点的に投資。対象となる上場企業は香港・上海・深圳株式市場の銘柄。リスクプロファイルに関してはアグレッシブに近い。			

（注）（中）中国，（香）香港，（韓），（シ）シンガポール，（マ）マレーシア。
〔出所〕Kingsway, Web-site, China Fund (http:www.kingswayfm.com/pdf/CF.pdf), SRI Fund(http:www.kingswayfm.com/pdf/sri.pdf)より作成。

アの金融リージョナルセンターに位置する香港のSRIファンドがシンガポールと並んで現段階では限定的でありながらも，域内企業に対して一定のインパクト（CSR，CGの促進）を与えていく役割を期待することは十分可能であると思われる。

V．結　語

これまで概観してきたように，欧米の金融・資本市場で先行して発達を遂げてきたSRIは，アジア各国市場では依然として未形成から揺籃期の段階にあると言ってよい。その中でもSRIファンドの設定・運用に関しては日本を除けば，香港，シンガポール，マレーシアでは萌芽的な形成が見られ，一定の成長条件を備えていることを指摘できよう。特にアジアの金融リージョナルセンターである香港・シンガポールはポジティヴ・スクリーニングを通じて，今後さらに中国企業を含めてアジア域内企業の銘柄を（グローバル型というより）リージョナル型ファンドに組入れていくことが予想される。本稿では香港のSRI市場のみを取り上げたが，先進市場と同じく香港でも，50歳代以上の相対的富裕層で慈善活動・NPO・NGOにも関心を持った個人投資家層がSRIに大きな関心を寄せていることでは共通しており，潜在的な市場規模は小さくない。MPFによるSRIオプション設定によって現実の市場規模はさらに拡大していくこととなろう。

香港がシンガポールとともにSRIでもリージョナルセンターとしての地位を高めていくことは確実であるが，他方で年金基金をはじめとする国内機関投資家のSRIへのコミットメントの弱さ等からSRIファンドを通じたCSRの促進には一定の限界が存在していることにも留意しなければならない。また欧米ファンド，機関投資家同様，香港，シンガポールのSRIファンドがANIEs，マレーシア以外の東南アジア企業銘柄の組入れについて消極的な点も，アジア域内銘柄の組入れを通じた域内企業へのCSR促進のネックとなっている。SRIファンドに限らず，証券投資全体の域内格差が固定化するのを防ぐため，インドネシア，フィリピン，タイ等の諸国はCGを中心としたカントリースコアを向上させるための政策・法整備を通じた努力がなお必要となっている。

本稿で概観したアジアのSRIファンドについては依然として運用そのものの日が浅く，ファンドの収益性を見極めるためにも最低でも10年単位の長期的視野に立った上での観察が今後必要である。この点は日本市場とて例外ではない。議決権行使，環境問題に関連した株主提案，企業との対話のような株主行動までを含んだ本格的なSRIの進捗が今後の課題となろう。

注

1）ナイキのケースは，国際的ブランドを有する企業にとってCSRを無視できないという意味で大きな警鐘となった。その発端は同社のインドネシア工場（下請工場）での児童労働の使用に対する米国NGOとメディアの告発であった。不買運動に直面し99年にはレイオフにまで追い込まれた同社は，NGOとの対話，海外工場での最低賃金等の改革を進め，2002年には100億ドル近い収益をあげてドラスチックな業績の回複を示したことで，企業のCSRへの取組みのための一種のデモンストレーションとなった。Frisch［2004］，p.43. ナイキをめぐるNGOによるキャンペーンとその波及過程についてはShaw［1999］が詳しい。

2）Cf., Hopkins［2003］, Sparkes［2002］.

3）澤田［2004］，第5章「アジア通貨・金融危機の再検証」参照。アジア金融危機以前にアジア域内企業がCGを意識する機会がほぼ皆無であったという点については，アジアのCG促進団体であるACGA（Asian Corporate Governance Association）の03年カンファレンス（香港）で指摘されている（ACGA［2003］，p. 20）。

4）一橋大学経済研究所編［2003］所収，第4章　尾崎啓二「インドネシアにおけるソーシャル・セーフティネット形成政策」167-168頁。データは94年時点のもの。

5）ASrIA［2002］，p.40.
6）IFC［2003］，p.36.
7）既にISOでの議論，世界的なCSRの高まりの他に，米英を中心としたSRI調査機関・会社・ファンド運用会社等の（不統一であるが）CSRに関する基準づくりが試行されていたため，日本企業でも近年CSRを意識した対応が増加している。こうした背景とともにISOによるCSRの規格化着手の決定を機に，日本企業は，これまでの一連のCSR関連の対応を加速させようとしている。日本の厚生年金基金が既にCSRファンドの設定と投資を決めたように，国際的な規格化着手への決定がSRIファンドを活発化させるという方向を通じて，アジアの優良企業もCSRに対応せざるをえなくなる可能性が高くなろう。ただ規格化が決定されても他のISOシリーズのように現段階では規格内容も未定で認証されるわけではない。現実にSRI調査機関・会社が国境を越えた対外取引先をチェックすることも，実際の現地調査コストを賄うことも困難であると考えられる。またNGOは有名ブランドを持っている，社会・消費者にインパクトの大きい企業を告発のターゲットとしているため，ウォルマート，リーバイス，GAP等がOEMで製品調達するアジア企業の中には環境・社会的責任を既に年次報告書に盛り込んでいるケースが少なくない。
8）ASrIAはその正式名称のとおりSRIという用語を用いていない（ただし報告書中では使用）。またカルパースのような機関投資家もエリサ法によって規定されているプルーデントマン・ルールとの兼ね合いからSRIという表現を避ける傾向にある。SRIが収益を犠牲にしても投資するという行為を含むイメージがあるためと思われる。SRIの収益性についてウォール街筋は当初から否定的だったが，米国においては過去ドミニ・ソーシャル・インデックス（DSI）400がベンチマークを若干上回ってきた。しかしSRI実践家が強調するような企業の社会的責任と収益性との一致が，実証的な観点から完全に証明されているわけでない。過去のSRIの収益をめぐる実証的研究の整理については，森［2003］を参照。
9）ASrIA［2004b］，pp.6-7. UOB Asset Management［2004］，*Fund Focus*, First Quarter.
10）ASrIA［2001a］，p.18.
11）ASrIA［2003］，pp.121-123.
12）インドの場合，ファンド側，購入側に慈善的な意識がベースとしてあることに加えて，ファンド運営会社とその親会社（タタ財閥等）にも慈善事業を重視する伝統がある。ファンド側が目論見書等に「目的」として慈善を意味する伝統的な価値観を盛り込み，明示することでファンド販売が容易になると考えられる。客観的に見て「SRIファンドへの投資＝慈善事業」ではないが，初期SRIファンド形成の段階では，富裕層の伝統的な価値観・宗教観を盛り込むことでイスラミックファンド同様，SRIの起点となりうる可能性がある。
13）ASrIA［2004a］，pp.56-57.
14）Cf., ASrIA［2004c］.
15）環境省［2003］，38頁，47-60頁。
16）ASrIA［2004a］，p.4.
17）*Ibid.*, p.5.
18）財務面でKFMはFundamental Price Identityと呼ばれる概念を採用しており，株価の決定要素としてP（株価）＝PE（株価収益率）×ROE×NAV（総資産価値）という3点を重視している（http://www.kingswayfm.com/im_content.asp）。
19）ASrIA［2004a］, pp.6-7.
20）数字はASrIA［2002］, pp.34-35.

参考文献

一橋大学経済研究所編，寺西重郎責任編集［2003］，『アジアのソーシャル・セーフティネット』勁草書房。

谷本寛治編著［2003］，『SRI社会的責任投資入門　市場が企業に迫る新たな規律』日本経済新聞社。

環境省［2003］，調査報告書『社会的責任投資に関する日米英3か国比較－我が国における社会的責任投資の発展に向けて』

澤田貴之［2004］，『アジア経済論　移民・経済発展・政治経済像』創成社。

森祐二［2003］，「アメリカ年金基金におけるETIと社会的スクリーン投資」『証券経済研究』42号。

Asian Corporate Governance Association (ACGA)［2003］, *Asian Business Dialogue on Corporate Governance 2003: Thinking Strategically about Governance* (*Conference Report: Keynotes & Summary*), October 16, 2003, The Ritz-Carlton, Hong Kong (http://www.acga-asia.org/loadfile.cfm ? SITE_FILE_ID＝226).

ASrIA (Association for Sustainable Investment & Responsible in Asia) Publications (http://www.asria.org/publications)

ASrIA［2001a］, *SRI in Asia: An Introduction to Sustainable and Responsible Investment (SRI) in Asia.*

ASrIA［2001b］, *SRI Markets in Asia: Hong Kong.*

ASrIA, A. Lakshmiratan, L. Mitchell, T. Tennant［2002］, *SRI and Pensions in Asia.*

ASrIA［2003］, *SRI in Asian Emerging Markets.*

ASrIA［2004a］, *SRI Markets in Asia: Hong Kong.*

ASrIA [2004b], *SRI in Markets: Singapore.*

ASrIA, Brown Melissa, Amy Dering, and Hauman Yeung [2004c], *The Case for SRI Funds: Hong Kong Investors Fit the Profile* (Based on a Survey Conducted by Richard Welford of the Corporate and Environmental Governance Program at Hong Kong University).

Domini, Amy L. [2001], *Socially Responsible Investing*, Chicago, Dearborn Trade（エイミー・ドミニ著，山本利明訳『社会的責任投資』木鐸社，2002年）.

Frisch Aaron [2004], *The Story of NIKE*, Minnesota, Smart Apple Media.

Hopkins Michael [2003], *The Planetary Bargain: Corporate Social Responsibility Matters*, London, Earthscan Publications.

IFC (International Finance Corporation) [2003], *Towards Sustainable and Responsible Investment in Emerging Markets: A Review and Inventory of the Social Investment Industry's Activities and Potential in Emerging Markets*, Washington, DC.

Kingsway Fund Management Web-site, *SRI Values Screen* (http:www.kingswayfm.com/pdf/SRI values screen. pdf).

Shaw Randy [1999], *Reclaiming America: Nike, Clean Air, and the New National Activism*, Los Angeles, University of California Press.

Sparkes Russell [2002], *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, West Sussex, John Wiley & Sons.

UOB Asset Management [2004], *Fund Focus*, First Quarter (http://www.uob.am.com.sg).

（名城大学経営学部国際経営学科専任講師）