

アメリカ年金基金による社会的責任投資

～ 株主行動を中心とする議論と日本への示唆 ～
(未定稿)

Working Paper

株式会社 大和総研
資産運用評価本部
森 祐司

2004年6月4日

要 約

最近、ますます脚光を浴びることになった社会的責任投資について、アメリカの年金基金が行った社会的責任投資活動について、主に株主行動についての歴史を振り返り、手段や事例、浮かび上がる特徴や論点などの整理を試みた。アメリカの年金基金による社会的責任投資はその規模が大きいため注目されるが、件数としては必ずしも多いものではない。しかし、そのように事例としては少ないながらも、社会的責任投資の歴史の中では重要な役割を果たしたのは事実で、その経験から示唆されるものは多い。特に公務員年金で活発であったり、アメリカの特殊な社会背景を社会的責任投資は色濃く反映していることなど、単純に日本の状況に当てはめるには無理なところがある。しかし、昨今の「企業の社会的責任」についての議論の広まりなどを考えれば、必ずしも日本の年金基金にとって、社会的責任投資を対象外に置く必要はないと言える。

目次

はじめに.....	1
社会的責任投資と株主行動の概観.....	2
1. 社会的責任投資の分類・株主行動の分類.....	2
(1). 社会的責任投資の区分.....	2
(2). 株主行動の分類.....	3
(3). 年金基金による社会的責任投資.....	5
2. 社会的責任投資の経緯.....	5
(1). 社会的責任投資の発展.....	5
(2). 社会的責任投資の成長と「企業の社会的責任」.....	8
(a). 社会的責任投資の成長.....	8
(b). 最近の社会的責任投資の進展：「企業の社会的責任」.....	9
(3). アメリカ年金基金による社会問題についての投資行動.....	10
アメリカの年金基金による社会的責任投資.....	12
1. 年金基金の株主行動・社会的責任投資.....	12
(1). 「なぜ企業年金では株主行動が少ないのか」.....	12
(2). 「なぜ公務員年金は株主行動を行うのか」.....	14
(3). 「なぜ公務員年金は社会的責任投資を行うのか」.....	16
2. 株主行動の効果.....	17
3. アメリカの経験からの示唆.....	19
むすび.....	21

．はじめに

近年、「企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility: CSR)」や、企業の財務面だけでなくその社会的責任などにも注目して企業価値を判断して投資を行う「社会的責任投資 (Socially Responsible Investment: SRI)」に、世界的に関心が高まってきている。その背景には、企業活動のグローバル化とともに、社会や環境などに与える影響が深刻な事態を引き起こすほど巨大化してきたことがある。また、わが国や欧米で連続的に起きた企業不祥事についても、経営者の企業活動がその外部に与える影響についての認識の甘さを浮き彫りにし、消費者や地域住民、さらに投資家の見方を厳しくさせることになった。情報化の進展による企業情報の伝達速度の向上と企業活動の巨大化・国際化は、企業活動が外部世界に与える影響を増幅し、株主、従業員、あるいは地域住民・消費者というような企業内部・外部に位置するステークホルダーとの関係に変化をもたらした。企業価値の社会、環境、倫理といった社会的側面からの評価も問われ、社会的責任を果たすことが一層厳しく要請されるような時代になってきたのである。

一方、わが国における近年の「企業統治(コーポレート・ガバナンス)」については、バブル経済崩壊後にその形態が変容しつつあることから議論が広がり、経営論、企業システム論、法律論など様々な分野の専門家による色々な角度からの検討が試みられ、議論が重ねられてきた。その中で年金基金の「株主行動」についても取り上げられ、また、ここ数年においてはわが国においても実際に株主として「沈黙」から「発言」に行動を移す年金基金が出現するなど、実践を見るにあたって、さらに関心が高まってきている。

わが国においては「企業の社会的責任」についての認識の広がりや年金基金の「株主行動」の活発化が、図らずも期を同じくして始められてきている。このような状況を反映して、社会的責任投資を推奨する論者からは、年金基金の株主行動と社会的責任投資は重なり合うところが多く、年金基金が株主行動を行うことが社会的責任投資への第一歩のように捉える向きもある。反対に、社会的責任投資は年金運用にそぐわないとする意見や受託者責任上の問題点を指摘する意見もあるが、そもそも社会的責任投資に対する認識のズレもあり、議論を深める以前の段階にあるような印象も受ける。その一方で、「企業の社会的責任」に関する考え方は、わが国においても実際に実業界でもまれながら進化し、各企業体に専門部署の設置や報告書作成など徐々に広がり始めてきている。

このようにわが国においては「年金基金による株主行動」と「社会的責任投資」と「企業の社会的責任」についての認識や理解の深さに隔たりがある一方で、実践に移す事例もあるなど複雑な様相を見せ始めてきている。このような状況ではあるが、これまでの「年金基金の社会的責任投資に関する株主行動」についての議論は、いわゆる「コーポレート・ガバナンス論」の中で社会的責任に関する項目を簡単に言及するにとどまるか、あるいは逆に「社会的責任投

資」の議論の中で株主行動を行う投資家として年金基金を取り上げるだけの例が多く、年金基金の社会的責任投資に焦点を絞って議論する例は非常に少なかったと思われる¹。筆者は先行論文で、年金基金による社会的責任について手段の面からコミュニティ投資と社会的スクリーン投資の二つを切り口に議論を行った²。本稿は、社会的責任投資における別の方法、すなわち「株主行動」に焦点をあて、「年金基金の社会的責任投資」について、アメリカでの歴史的推移を見ながら整理し、議論を行うことを目的とする。そして今も実務界で広がっている「企業の社会的責任」とその変容を踏まえ、わが国への適用問題についても検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。まず 節では社会的責任投資をその手法において分類・整理し、アメリカにおける確定給付型年金基金（以下、特に指示しない限り「年金基金」と言う場合はこの確定給付型年金を指すものとする）の社会的責任投資の歴史について概観する。

節では、アメリカにおける年金基金による社会的責任投資についての論点整理を試みる。年金基金の株主行動やその効果についても検討し、アメリカの年金基金の社会的責任投資活動から得られる示唆を明らかにする。最後に、わが国における「企業の社会的責任」の考え方について導入の経緯やその背景、考え方、アメリカの場合との相違など踏まえた上で、年金基金の社会的責任投資における株主行動の適用について考察する。 節は、以上の内容のまとめである。

社会的責任投資と株主行動の概観

1. 社会的責任投資の分類・株主行動の分類

(1). 社会的責任投資の区分

まず、社会的責任投資について、その分類から整理する。社会的責任投資はその投資目的を実現させる手法から次の三つに分類される。 コミュニティ投資(Community Development Investment)、 社会的スクリーン投資(Social Screen)、 株主行動(Shareholder Activism/Shareholder Engagement)の3つがある³。

「コミュニティ投資」はコミュニティ開発金融機関（Community Development Financial Institution; CDFI）と呼ばれる開発金融機関に投融资して、地域の活性化・社会貢献につなげようとする投資行動のことである。主に低所得者向け・地域に根ざした中小企業向け投融资をその内容としている。ただし、年金基金の行う「コミュニティ投資」としては、一部のアメリカの年金基金で見られる経済的目的投資（Economically Targeted Investments：ETI）があげられよ

¹ 年金基金のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資について論じた数少ない考察に、首藤[2003]がある。同論文は両者の相関についてだけでなく、企業の社会的責任と企業価値、コーポレート・ガバナンスについて緻密な論考を行っている。

² 拙稿[2003]参照。

³ 同分類については、河口[2002]を参考のこと。またここでは社会的責任投資の定義については間単に取り扱っているが、詳細は Dellagrotta [1990]、拙稿[2003]参照のこと。

う。これは、地域経済の振興や地域住民の生活水準向上のために、不動産投融資やベンチャー投資を行うというものである⁴。

「社会的スクリーン投資」は、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、「社会的スクリーン」を加味する投資手法のことであり、スクリーニングともいう。スクリーンによる銘柄の選び取り方によって、ポジティブ・スクリーン(Positive Screen)とネガティブ・スクリーン(Negative Screen)がある。ポジティブ・スクリーンとは、企業の事業内容や事業活動のプロセスにおいて行う、社会や環境に対する配慮を評価し、社会的責任を果たしていると認められる企業を積極的に投資対象に含めていくというもので、ネガティブ・スクリーンとは、社会的批判の多い産業に関連する事業を行っている企業を投資対象から除外するというものである⁵。

最後に、本稿で対象とする「株主行動」であるが、これは株主の立場から投資した企業に社会的問題への対処や環境対応などを、様々な手段を用いて経営陣に働きかけることを指す。この株主行動の分類には、目的、方法、内容によって様々な方法がある。次節では、その方法について見ることで株主行動を整理する。

(2). 株主行動の分類

株主行動の分類は次元によっていくつかの分類方法がある(図表1)。まず、その目的、あるいは「問題(issue)」から分類すると、「コーポレート・ガバナンス問題(corporate governance issues)」と「社会問題(social issues)」に分類できる⁶。「コーポレート・ガバナンス問題」とは、取締役の選任や利益処分などの企業の運営統治に関わる問題を指す。わが国で年金基金の株主行動について議論する場合は一般的にはこの問題について取り上げる場合がほとんどであったし、また実際に行動を起こす場合でも、この問題を対象にすることが大半を占めている。一方、「社会問題」は、企業のコンプライアンスや環境問題、人権問題などを取り上げ、その問題への対処を働きかけるものである。通常、先にあげた「コーポレート・ガバナンス問題」から区分して議論することが多い。株主による社会問題の提起は、企業統治に結局はつながるものであるから、広義の企業統治、あるいはコーポレート・ガバナンスといえば、この社会問題に関する内容を含めて議論する場合も散見される。株主による社会問題の提起は企業の社会的な統治に関わるものであるから、それらは表面的にはコーポレート・ガバナンス問題から分離されずとも、広義の企業統治に関係することは間違いなくであろう。特に、昨今の世界的に相次いだ企業不祥事を見るにつけても、「社会問題」と「コーポレート・ガバナンス

⁴ ETIについて紹介・議論したものとしては、拙稿[2003]を参照のこと。

⁵ 谷本寛治編著[2003]。

⁶ 水口他[1998]を参照。

問題」は密接不可分な関係にあり、分けて議論することにどれだけの意味があるのかという論者も存在するのである。

また、以上のような「問題」に関わらず、行動のタイプを経営陣との関係性から、「対決型株主行動」と「対話型株主行動」に分ける考え方もある⁷。従来、株主行動といえば、「対決型株主行動」のことを指し、株主総会で経営陣と対決的なものとなって株主権を行使するというものが主であった。しかし、それではそのような株主の提案は可決される可能性は少ないため、経営陣に当該問題の存在を認識させ、何らかの対策を促すことや社会的関心を引くことを目的とする場合に対決型行動を多く用いるように近年変化が見られたのである。一方、新しい株主行動として経営陣との対話を通して継続的な関係を構築し、企業経営の改善を働きかける「対話型株主行動」（Engagement：発展的関与とも呼ばれる）をとる機関投資家も出てきた。株主としての意向を経営に反映させることを目指すには、対決を避け、現経営陣への友好的な働きかけによって迅速な改善につなげる方が有効だと判断したからである。また、この方法は、機関投資家が株主として、中長期的に当該株式を保持し続けなければならなくなったこともその背景にあると言われている。

株主行動の手段の側面からは、「経営陣との対話」、「株主提案」、「議決権行使」、「株主代表訴訟」などが代表的な手段として挙げられよう^{8,9}。株主行動を、株主が株主権を背景に経営陣に対してそのメッセージを送ることと捉えるならば、その意見を働きかける各段階で様々な手段を使うことができるが、先にあげた4つの例はその代表的な手段である。ただし、株主代表訴訟は個人投資家が専ら多く使う手段で、機関投資家が代表訴訟に訴えるケースは、これまでのところ多くはないようである。年金基金が株主行動を行う場合、この3つの手段を使って、たとえば、以下のようなパターンが考えられる。コーポレート・ガバナンス問題であれ、社会問題であれ、その対象とする問題に関わらず、株主が会社の行動・対応に不満をもった場合、まず経営陣に電話や手紙、あるいは面談によって「経営者との対話」を求める。このとき、経営陣が満足のいくような対応をとる場合には、それ以上の段階には進展しないが、不十分な場合には、株主総会の議題として株主提案が提出される。もしくは、同様の意見を持つ他の株主から提出された議案に対し、議決権を行使するというものである¹⁰。

⁷ 谷本寛治編著[2003]参照。

⁸ そのほかにも、キャンペーン活動（メディア等の活用含む）、政府当局への働きかけ（ロビー活動）による規制の変更要求なども、挙げられるが、株主としての権利を背景にしたものでいえば、本文中の4つの手段が主要なものとなる。水口他[1998]参照。

⁹ コーポレート・ガバナンス活動の具体的手法の解説については、藤井[2003]も参照。藤井[2003]は、さらに、CalPERSの作成する「フォーカス・リスト」、すなわち、問題企業リストの作成もあげている。

¹⁰ 経営陣との対話については、公開か非公開か（public meeting/private meeting）によって「公開された株主総会における株主権利の行使、経営者と株主の間における事前のコミュニケーション」が分けられ、には議決権行使と株主提案があるとする分類もある。首藤[2003]参照。

(3). 年金基金による社会的責任投資

年金基金が社会的責任投資を行う場合は、社会的スクリーン投資ではなく、一般的には、株主行動による場合が多い。これには、年金基金のような分散投資を行う大規模機関投資家にとって、非金融的要因を配慮して株式を選択する場合、基準のチェックを厳密に行えば行うほど投資対象が限定され、投資ユニバースに大きな制約となること、また、第二にパッシブ運用を採用し大規模に運用する年金基金にとっては、スクリーニングによるポートフォリオの入れ替えは市場リスクを伴い、「マーケット・インパクト」など取引コストが高くつくことになるからだという¹¹。また、社会的スクリーン投資は、資産規模の制約から経営陣と直接交渉するのはなかなか難しい個人投資家の場合のための選択肢であり、年金基金のように企業の経営陣が無視できないほどの株式を保有している場合には、株主としての影響力を行使する方が効果的だという指摘もある¹²。以上のように、年金基金の社会的責任投資における投資行動は、株主行動がその中心だと言ってよい。ただし、その他の行動を否定しているわけではなく、そのときの状況に応じて、その他の行動をとる場合もある。年金基金が社会的スクリーン投資を行った事例としては、公務員年金を中心に広がった「排除(Divestiture)」と呼ばれる南アフリカ進出企業に対する投資規制や、タバコ銘柄投資規制などがあげられる。また、既に紹介した経済的目的投資 (Economically Targeted Investments : ETI) もその数やウェイトは小さいけれども、一部の公務員年金基金で見られた¹³。

2. 社会的責任投資の経緯

(1). 社会的責任投資の発展

この節では社会的責任投資の歴史について、主にアメリカの年金基金とのかかわりを中心に概観する(図表2参照)。社会的責任投資は、宗教的な理由から出てきたことはよく指摘されることであるが、その起源については、18世紀のクエーカー教徒の思想にあたりだとか、あるいは、19世紀のメソジストとバプティストからだとか、諸説あるようである¹⁴。いずれにせよ、武器、アルコール、タバコ、奴隷への投資など宗教的価値観に相容れないものを排除するということから、社会的責任投資は始まっている。その後、1920年代までにアルコールとタバコ投資のスクリーニングは、アメリカ最初のミューチュアルファンドの一つ、The Pioneer Fundで示され、特別なものではなくなったという¹⁵。

一方、現在の社会的責任投資の動向につながるような社会的運動は第二次大戦後に始まる。

¹¹ 首藤[2003]。長期機関投資家にとっては、社会的・環境的・倫理的問題に関して敏感となるよう投資先企業の経営者を動機付けることは、長期パフォーマンスを実現する有効な方法であると述べている。

¹² 水口他[1998]。同書ではニューヨーク市年金基金の社会的責任投資による株主行動について紹介し、株主行動を選択する理由について説明している。

¹³ 年金基金のスクリーン投資や経済的目的投資については拙稿[2003]を参照。

¹⁴ 柴田[2002a]、ドミニ[2002]など。

¹⁵ Kinder and Domini[1997]

戦後になってアメリカ社会で民主化が進むにつれ、大衆の社会に対する認識や価値観に変化が見られ、また経済成長を遂げたがゆえに、経済成長一辺倒に対する疑問や、社会的価値を重視する考え方が広がっていくのである。そのような価値観はやがて市民権運動やベトナム戦争を背景とする社会運動へとつながり、社会的価値や目的を達成するための手段として投資行動を用いるところまで結実するのである。

さらに社会運動が投資活動までに展開する一つの契機となったのは「キャンペーン GM」である。これは世界最大級の自動車会社 GM に対する消費者運動から始まり、1970 年には、「社会問題」についての株主提案にまで発展した。一方、1960 年代から 1970 年代にかけてアメリカで大きな問題となってくるベトナム戦争についての議論は、枯葉剤を生産したダウ・ケミカル社への生産中止要請を内容とする「社会問題」として株主行動を起こすところまで発展することになる¹⁶。このダウ社と GM 社の経緯は、その後の「社会問題」における議決権行使の流れを作ったと言われている。このように始まった社会問題についての株主行動は、南アフリカ問題で更なる段階へと進展することになる。黒人を多く抱えるアメリカ社会の特質は、アパルトヘイト政策について、大衆の関心を高めた。南アフリカへ進出する企業を禁止するスクリーンは 1960 年代から現れ始めたといわれるが¹⁷、1980 年代にはさらに広がることになった。その結果、南アフリカ問題は社会運動がついに政治家を動かすのであるが、それはついに年金基金にまで波及する。連邦法で南アフリカへの投資禁止規制が成立するに至る中で、議会から公務員年金への圧力が強くなり¹⁸、その結果、南アフリカへの投資を禁止したり、南アフリカに進出する企業に株主提案を行ったりする公務員年金も現れてきたのである。最終的には、南アフリカへの政府レベルでの経済制裁なども実行され、1993 年にはついにアパルトヘイト制度は廃止に至るのであるが、この結果は、公務員年金にとっても、社会的責任投資にとっても大きなマイルストーンとなったのである。公務員年金にとっては政治圧力によって年金基金が動き、その成果を得られたという実績を残したし、社会的責任投資にとっては、市民レベルの活動のひとつとして重要な役割を果たし、かつその成果を示した典型として評価されるようになるのである¹⁹。その後、公務員年金を中心に、社会問題について株主行動を行う例は増加していったが、南アフリカに次いで多くなってきたのはタバコ問題や環境問題である。タバコ問題については、社会的批判の高まりを受けてタバコ産業の収益性が低迷していることを理由に、タバコ銘柄を売却する年金基金もあったが、社会問題として意識し、投資を排除する公務

¹⁶ 「人権のための医学委員会 (the Medical Committee for Human Rights)」はダウ社に枯葉剤を生産しないよう要請するため、株主総会での決議を提案した。しかし、アメリカ証券取引委員会は、ダウ社が委任状説明書の関連記述を削除することを認めたま、同医学委員会はアメリカ証券取引委員会を訴え、裁判となった。1970年に高等裁判所は1960年代からの世論の高まりを受けて、ダウ社は株主投票の対象とすべきであった、との判決を下した。柴田[2002b]参照。

¹⁷ *ibid.*

¹⁸ 公務員年金への政治的圧力については、南アフリカ問題以後も引き続き、様々な問題が出てきている。この点については拙稿[2003]でも紹介している。

¹⁹ 水口他 [1998]。

員年金基金も現れたのである。全米学校教員保険年金協会 / 大学退職年金基金 (TIAA-CREF) はアメリカ最大級の年金基金であるが、1978年には酒・タバコ生産を主要事業とする企業への投資を拒否するガイドラインを採択した²⁰。運用規模で全米第3位のカリフォルニア州教職員退職年金基金 (California State Teachers' Retirement Systems: CalSTRS) では、2000年6月、パッシブ運用のポートフォリオのうち、2億3,800万ドル相当に上っていた煙草製造会社の株式を売却することを機関決定、有力機関投資家によるネガティブ・スクリーニングの具体的な行動として注目された²¹。

環境問題についても地球環境や公害問題への関心の高まりとともに、社会運動から社会的責任投資へと進展していくことになる。実際に株主総会でも取り上げられることも増え、1993年には環境問題への株主決議案数が、南アフリカ問題についての決議案数を初めて上回るようになった²²。1990年代初期から始まる環境問題についての株主行動は、セリーズ原則 (Coalition for Environmentally Responsible Economies: CERES)²³ と呼ばれる環境原則の採択を求めるものであった。同原則を採用すれば、採択企業はセリーズ・レポートと呼ばれる環境報告書の作成が義務付けられる。ニューヨーク市公務員年金基金 (New York City Employees Retirement System: NYCERS) などはこのセリーズ原則の採択を求める株主行動を積極的に行った²⁴。その後、環境問題についての関心は世界的規模になり、現在にまで至っているのは周知のとおりである。

また南アフリカの反アパルトヘイト問題から続く人権問題も、北アイルランドのカトリック教徒への雇用差別を禁止するマックブライド原則 (McBride Principle) の採択を求める株主行動が展開された。1990年代に増加したその他の問題としては、女性の雇用機会の均等や職場環境の改善などの労働条件問題で、株主提案されることが増えてきている。さらに近年においては、発展途上国における労働条件・環境問題などがスクリーンのクライテリアとして取り上げられた²⁵。また、2001年9月11日のアメリカ同時多発テロ以降、テロリストと取引があるよう

²⁰ ローリー [1992] 参照。

²¹ 安達[2000]。また、2000年10月、全米最大規模の公務員年金基金の CalPERS (California Public Employees' Retirement System) も保有していた5億ドルあまりのタバコ関連企業株式を、パッシブ運用を行う場合であっても売却する決定を下した。ただし、訴訟が続き、法規制が強化されるなかで、タバコ産業への投資を続けることは株主価値を減じさせ、年金加入者の長期的利益に背反するというのが理由で、決して倫理的動機からタバコ産業を排除したとは言明していないという。足達[2003] 参照。

²² Read[1997]。

²³ この原則は、1989年にエクソンのタンカー・バルディーズ号がアラスカでの座礁・石油流出事故を契機に策定され (このため、当初はバルディーズ原則と呼ばれた)、1992年にセリーズ原則と改称された。

²⁴ 水口他 [1998]。

²⁵ 発展途上国の労働環境・条件については、中国の囚人労働の使用、フィリピンとインドネシアのような国における貧困水準での労働賃金、アメリカとメキシコ国境付近での環境悪などに関し、90年代前半からこれらの地域で活動する企業について社会的責任投資家の関心は高まっていたという (Kinger[1994])。また、最近、このような発展途上国の労働条件についてスクリーンを適用しようとした例としては CalPERS がある。拙稿[2003]を参照のこと。また、足達[2003]では CalPERS の社会的責任投資活動について、発展途上国への投資活動についても含めて、その活動全般について論評している。

な反社会的な企業に投資したくないという意見を取り入れてのスクリーンなどが公務員年金で見られた²⁶。

(2). 社会的責任投資の成長と「企業の社会的責任」

(1)では、社会的責任投資の歴史的経緯について見てきたが、この節では、社会的責任投資の近年における成長をいくつかの図表を中心に振り返る。また、その社会的責任投資の進展の延長線上に位置し、最近、世界中に広がってきている「企業の社会的責任」について簡単に述べる。

(a). 社会的責任投資の成長

1980年代初めには400億ドル程度であったが、その後徐々に資産が大きくなり、1990年に5,000億ドルまで積み上がっている。しかしながら、飛躍的に成長するのは、1990年代半ば以降のことで、1996年には1兆2000億ドル、1998年には2兆2000億ドル、2001年には2兆3200億ドルまで達することになる(図表3)。この増大には、1990年代後半からのアメリカ株式市場全体の膨張も大きな要因であると思われるが、後に見るように社会的責任投資に対する関心の高まりと実際の資金流入増大も大きく寄与したのである。このように拡大する社会的責任投資について、資産残高がピークに達する2001年にはアメリカでの機関投資家が運用する投資資産(professional management)のうち、8ドルに1ドルは社会的責任投資に関わる投資であるとも称されたのである²⁷。次にその内訳について、図表4で見ると、1997年までは株主行動のウェイトが高く、社会的責任投資の主要を構成していたが、その後、株主行動の資産残高の伸びが緩やかになると同時に、スクリーニング(株式スクリーン投資)の資産増大が著しく、2003年ではその大きな部分をスクリーニングが占めるようになっている。スクリーニングの資産増大には1990年代後半からの個別勘定での増加が大きく寄与した(図表5)。投信ファンドでもこの時期は増大し、ファンド数も大きく増加している。特に、2002年はアメリカの株式投信ファンド全体は低迷し、社会的責任投資ファンドもマイナス・リターンとなるなど振るわなかったが、株式投信全体で資金流出する中で、社会的責任投資ファンドのみ資金は純流入でプラスだったという。その理由は「企業不祥事の多発や国際情勢の悪化など目先の懸念材料が多いなか、長期的展望に基づく投資手法が見直された」からであったという²⁸。それとは

²⁶ 同時多発テロ以後、米当局はテロリストまたはテロリストに金融支援している210社のブラックリストを公表しているし、IRRC(Investor Responsibility Research Center)は主導して新たなスクリーン制度を設けたという。ペンシルベニア州、カリフォルニア州、ニューヨーク市等の公的年金を運用している公的機関は、イラン、イラク、スーダン、シリア、リビア、北朝鮮等6カ国でテロと何らかの関連した事業を行っている60社の行動をチェックする「グローバル・セキュリティ・リスク・モニター」という審査機構を創設した。さらに、カリフォルニア州の財務長官でCalPERSの理事をしているアンジェリデスは、2002年7月、州内の公的年金基金に対して投資対象先にテロが関与している企業があるか否かのチェックを行うよう要請したという。藤田[2002]参照。

²⁷ Social Investment Forum [2001]。

²⁸ 日経金融新聞[2003]。

対照的に、株主行動は、2003年は半減するまで資産が縮小している。その理由は、大きな資産をもち、株主行動でも大きな比重を占めていたカリフォルニア州職員退職年金基金 (California Public Employees' Retirement System: 以下 CalPERS) と TIAA-CREF の 2 つの基金が 2001 年からの 2 年間は、社会問題についての株主行動、正確には株主提案を行わなかったことで、その対象資産から外れて資産残高が大きく減少したことによる²⁹。この 2 つの投資家の要因を除けば、株主行動はほぼ横這いで推移することになるが、ニューヨーク州職員退職年金 (New York State Common)、ニューヨーク市公務員年金、コネチカット州公務員年金 (Connecticut Retirement and Trust Plans) などの公務員年金は、引き続き社会問題について株主提案を行っている。

次に、年金基金以外の機関投資家も含むが、近年の提出された株主提案の議案内容について見てみる (図表 6)。参考として掲げた 1995 年の状況と比較すると、1995 年では「タバコ」や「取締役会の多様性」での提案件数が高かったのに対し、2000 年以降ではその件数は減少し、替わって「環境」や「国際労働基準」についての提案件数が増加し、中心的な対象がシフトしているのがわかる。直近の 2003 年の項目別議案では、「国際労働基準」が 47 件で最多、以下「雇用の機会均等」(34 件)、「省資源・エネルギー等」(33 件)と続いている。全体の議案数は、1995 年も 278 件で、直近でも同様に 200 件台後半から 300 件台で推移しているが、2000 年 (251 件) から 2003 年 (310 件) では 4 年連続で増加し、また議案 1 件あたりの平均賛成得票率は、7.5% から 11.4% へと増加している。項目別の得票率では、「雇用の機会均等」が 28.9% で最高となり、次に「取締役会の多様性」が 26.8% で続いている。

以上、社会的責任投資の歴史について振り返ってみたが、その対象となる問題は、社会的背景や時代背景が色濃く反映されながら推移してきているように見える。もちろん、社会的責任投資がその社会的基準に基づいて決定される以上、その投資決断を行う人間を取り巻く社会的価値観から自由であるはずがない。社会的価値を投資活動の基準とするが故に、投資活動の内容にも反映されるのである。その是非はともかくとして、社会的責任投資はその社会の社会的・政治的背景や思想・時代などと、密接不可分な関係にあるということはアメリカの歴史からだけではあるが、事実であると思われる。

(b). 最近の社会的責任投資の進展：「企業の社会的責任」

社会的責任投資はさらに進展し、その考え方は、投資家の選択肢というレベルから、投資される企業サイドにへも広がりを見せてくるようになった。ここでは、昨今、世界的なレベルで伝播しているその考え方、すなわち「企業の社会的責任」について簡単に述べる。「企業の社会的責任」についての文献は今では非常に数多く存在するし、またここでそれについて詳しく

²⁹ Social Investment Forum [2003]。CalPERS と TIAA-CREF が社会問題についての株主行動を行わないのが、一時的なことなのか、今後も全く行わないのかは不明である。いずれにせよ、今後の 2 基金の動向には予断は許されない。

論じることは、本稿の主題でもないので、詳細は別の文献にゆずり、ここでは簡単に言及するにとどめたい³⁰。「企業の社会的責任」の定義自体も様々あると思われるが、洗練されて実際に日本の企業にも導入されるようになったものは、最大公約数的に「様々なステークホルダーを視野に入れながら、企業と社会の利益を高い次元で調和させ、企業と社会の相乗発展を図る経営のあり方」を指すと表現されるものだと言えよう³¹。「企業の社会的責任」は、先述した欧米における社会的責任投資の発展と経験からその考え方をさらに洗練させてきたものである。単なる宗教的価値観や社会運動的な色彩は薄れ、企業と社会との関わり合いについての考え方を深めて、企業そのものが長期的に存立する基盤として社会への責任を果たすことも重要だという考えをとるものである。さらに、敷衍すると、「本業を行う際に生じる社会的影響を的確にリスクとして認識し管理することが、本業で利益を上げる条件となる。これが企業の社会的責任であり、社会的責任を果たすために努力している企業を選別することが、投資家の社会的責任である。『社会的責任投資』とは、企業に対する社会的需要に応える投資であって、宗教理念や特殊な社会政治的理念に基づく投資のみを指すのではない。」³²ということになる。昨今世界的に広がる社会的責任投資の考え方は、このようなコンセプトを中心にいたものが増大してきているし、また、投資される側においても、世界的な企業不祥事が頻発する中で「企業の社会的責任」の理念を打ち立てる企業が拡大してきているのである。

具体的な動向としては、図表7で示すように、国際標準化機構（ISO）やOECD、国際連合などの国際機関やNGOによる「企業の社会的責任」についての提言や原則の公表などが相次ぎ、またEUや各国政府による関与も出てきている。日本においては、政府（環境省や経済産業省など）による調査研究、経済同友会や経団連など経済団体からの提言などが活発化し、また、社会的責任についての専門部署や担当者の設置、CSR報告書などの作成、取引先へも社会的責任を求める動きも見られることなど、個々の企業レベルでも近年急速な広がりを見せ始めている。

(3) アメリカ年金基金による社会問題についての投資行動

次に、年金基金の社会的責任投資について確認する。具体的には、アメリカの年金基金による社会問題についての投資行動について考察する。アメリカ年金基金による社会的責任投資は株主行動によるものが多いことは先述した通りである。その株主行動の手段としては、株主提

³⁰ 「企業の社会的責任」については、日本における関心の高まりの証でもあろうが、最近、調査・論文・著作物が急増している。たとえばその代表的なものに、川村[2002]、河口[2002]、経済同友会[2003]・[2004]、伊吹[2003]、高巖ほか[2003]、谷本寛治編著[2003]、秋山[2003]、日本総合研究所[2004]などが挙げられる。また、日本総研は日本で初めてのCSRについてのインターネット・ニュースレターの「CSR Archive」を2002年に創刊し、CSRやSRIについて情報発信をしている。

³¹ 経済同友会[2004]。

³² 首藤[2003]

案に比べると、議決権行使の方が多し。そもそも社会問題に限らず、コーポレート・ガバナンス問題について株主行動を起こす場合でも議決権行使の方が多しのである。

そのように株主行動を起こす年金基金の中では、公務員年金がその大半を占め、企業年金は実は非常に少ない。企業年金が行動を起こすのは非常に稀なのである。社会問題はおろか、コーポレート・ガバナンス問題を目的とする株主行動についても企業年金の株主行動、特に株主提案は非常に少ない。たとえば、1993年の株主総会シーズンの最盛期に、賛成しない議決権行使を行う株主は、217ある会社の委任状投票のうち、388のコーポレート・ガバナンスについての提案を行った。これらの提案のうち、42は一握りの公務員年金によるものだった。すなわち、そのうちの2つはカリフォルニア州の基金、4つはニューヨークの基金、1つはウィスコンシン州の基金であった。またいくつかはTIAA-CREFから出され、残りは小さな基金からのものだったという。それらはすべて公務員年金基金からのものであり、企業年金から出された提案は一つもなかったのだという³³。その後の状況においても、株主提案を年金基金から行う事例は非常に少なく、またその提案も公務員年金からのものがほとんどで、企業年金からのものはほとんどなく、あったとしても議決権行使に留まっているようである³⁴。

公務員年金の株主行動について、1990年代半ばからの株主提案状況についてみると（図表8）、公務員年金から提案されたのは最高でも19%程度で必ずしも高くはなく、1995年から2003年までの平均でみると約12%とおよそ1割程度でしかない。機関投資家の中でも公務員年金はあまり目立つほどではないのである。

一方、労働組合からの株主提案は、機関投資家の中では大きなウェイトを占め、特に最近になるほど高く、2003年には82.8%にまで達している^{35,36}。労働組合が提出する株主提案の多くは、経営者の報酬問題に焦点を合わせていると言われ、「コーポレート・ガバナンス問題」を内容とするものが多くを占めていると思われるが、労働組合が発言力を強めるのと符合するように、先に紹介した「社会問題」でも「国際労働基準」や「雇用の機会均等」など労働組合の関心の高い問題についてのウェイトが増加しているのは興味深い³⁷。

³³ Useem[1996]。

³⁴ 藤井・鈴木[2004]では、GEの年金基金の株主行動について紹介している。GEにおいては、株主提案は行わず、議決権行使に止まり、それでもなお改善しないような案件についてはその株式を売却する方針だという。

³⁵ ただし、個人株主を含めると、個人株主からの提案が多いためその比率は低下する。個人株主を含めた2003年の株主提案の行使状況は、労働組合48%、個人株主42%、公務員年金2%、宗教団体2%、その他6%となる。

³⁶ Munnell and Sunden[2001]では、1998年に提出された株主提案について紹介している。その年の437の株主提案のうち、機関投資家は42%を占めたが、その機関投資家の提案のうち、公務員年金からの提案は6%、労働組合からは15%で最大の株主提案者であったという。次いでマネー・マネジャー（12%）、ICCR（Interfaith Center on Corporate Responsibility 8%）の順になっている。公務員年金では、カリフォルニア、ニューヨーク、ウィスコンシンが最多であったという。

³⁷ 事実、アメリカの労働組合が投資活動においても強力な発言力を見せつける出来事が起きている。中国の国有石油企業ペトロチャイナ（Petro China）は2000年4月にニューヨーク・香港両市場で上場したが、この会社はアメリカにおいて人権保護団体、環境保護団体や労働組合から中国は国際社会基準を履行していないと批判されていた。特に人権問題とコーポレートガバナンスに強い関心を示すAFL-CIO（米労働総同盟産別会議）やTeamster（全米トラック運転手組合）はアメリカ内の有力機関投資家にロビー活動を行い、ペトロチャイナ株式の不買運動の先導役になった。ニューヨーク市年金基金やTIAA-CREF等もこの動きに合わせて相次いで株式購入を見合わせたため、結果的にペト

以上のようにアメリカ年金基金による株主行動は、限られた数の公務員年金が行っているだけで、特に社会的問題についての行動は多いものではない。またその行動の手段としては議決権行使がほとんどで、株主提案は限られたものになっている。この点だけから考えると、年金基金と社会的責任投資についての関連は非常に小さいと即断する人もいるかもしれない。しかしながら、年金基金が社会的責任投資において果たした役割は、小さくはないのではないかと筆者は考える。確かに件数だけで見れば、事例は多くはないかもしれない。しかし、積極的に活動する公務員年金の資産規模は大きく、無視しうどころか非常に大きな影響力を持っているため、一旦動いた場合には世界中の注目を集めることだってあったし³⁸、また、先に述べたように、「南アフリカ問題」などについての多くの公務員年金が一斉に動き、かつその成果も示したという事実から言っても、年金基金の社会問題についての株主行動に注目する合理性はないとはいえないと考えられるからだ。

さて、年金基金の社会問題についての株主行動をさらに展開するにあたり、以下の3つの疑問をキーポイントに考えることにしてみたい。第一に「なぜ企業年金では株主行動が少ないのか」ということ、第二に「なぜ公務員年金は株主行動を行うのか」、そして最後に「公務員年金が社会的責任投資行動を行うのはなぜか」である。次にこの点について考えてみる。

・アメリカの年金基金による社会的責任投資

1. 年金基金の株主行動・社会的責任投資

(1) 「なぜ企業年金では株主行動が少ないのか」

この節では、社会的責任投資に限らず企業年金が株主行動そのものをあまり起こさないのはなぜかについて考察する。

そもそもアメリカの年金基金が議決権行使を行う積極的な株主になった理由として通常三つの理由が挙げられて説明される。第一に1980年代後半を中心に敵対的な乗っ取りやポイズンピルやグリーンメールなどの出現があり、これが機関投資家に作用した。第二に、インデックス運用比率が上昇しリターン向上のために議決権行使を行うようになったこと、第三に労働省の Interpretative Bulletin 94-2 で議決権行使はプラン資産運用における受託者責任にかなうものだという表現をしてその位置付けが明確化されたことである³⁹。

ロチャイナは当初目標とした調達額を半分以下の28.9億ドルに縮小せざるをえなかったという。その後、AFL-CIOは中国銘柄の不買運動を環境保護団体や人権保護団体にまで呼びかけたという。藤田[2001]参照。

³⁸ 2002年2月、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ことを決めた。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。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、この措置は、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拡大を憂慮する声など海外のマスコミを中心に広がった。拙稿[2003]参照のこと。

³⁹ McCarthy [1996]。

しかし、そのいずれの理由も公務員年金と企業年金両方に当てはまる理由であるとは思われるが、実際に行動を起こしたのは、コーポレート・ガバナンス問題・社会問題の区別なく、ほとんど公務員年金だけだったのである。それではなぜ、企業年金は株主行動を起こさなかったのか。

アメリカの企業年金が株主行動を起こさない理由として、最も多くの論者から指摘されるのが、「企業間関係（商業的報復）」を恐れて、行動を起こさないというものである。

積極的な株主行動は、スポンサー企業の取引関係に影響を及ぼすことから、企業年金による経営への関与や投票権の行使は難しいと考えるのである⁴⁰。企業経営者にとって、自社の年金プランに他社の行動を公然と攻撃させ、内密に改善させようとするのが自分達の義務なのだと思えるのは困難であろう。攻撃された企業が報復する場合のビジネス機会喪失や逆介入の潜在的なコストはあまりに大きすぎるのである⁴¹。もちろん、このようなことは忠実義務があるので年金基金が発言するわけがない。あくまでも本音はそうではないかと推測されるのである。

第二に、証券取引における「インサイダー取引規制」である。社外取締役になった場合はインサイダーになるので、機関投資家はインサイダー取引規制を回避するために社外取締役となることを敬遠する傾向がある⁴²。このために年金基金は株主行動を回避するのだという。

さらに、企業年金の資産運用は、エリサ法の規定で分散投資義務があるために、幅広く銘柄を保有しているが、すべての投資先企業を管理し積極的な行動をとっていくにはコストがかかりすぎてしまうとも言われている⁴³。さらに、企業年金は規模が大きいと言っても TIAA-CREF や CalPERS ほどではないので、コストをかけずに、フリーライドしてしまおうというインセンティブも働くかもしれないという⁴⁴。またエリサ法の考え方に従うと、投資行動において他の受託者と同じ行動をとることになりがちであるが、この株主行動については、年金プランには歴史的にはコーポレート・ガバナンスについて消極的だったので、今後も消極的な態度を続けようとするという惰性が働くという指摘もある⁴⁵。

第三の理由については、公務員年金においても同様に当てはまるが、企業年金で株主行動が活発化していないのは以上の理由があったからである。

⁴⁰ 首藤[2002]。秋山[2002]も、大規模な公務員年金に見られる積極的な企業ガバナンス活動が、大規模な企業年金ではあまり見ることはできない理由として、企業年金の場合、企業年金それ自体がスポンサーである企業の一部だからであると述べている。

⁴¹ ローグ・ラダー[1998]。深尾[1999]も、アメリカでは、日本のような株式持合いはないが、それに似た現象もあるとして以下のように指摘している。すなわち、企業年金の株主行動が行われないのは、企業年金基金の運用を行う責任者は基金のスポンサー企業の CEO が決めるが、その CEO は自分で決めたその企業年金運用責任者が、投資先会社の経営について注文をつけることを好まない傾向が強いと指摘している、ということである。

⁴² 首藤[2002]。小佐野[2003]でも同様の指摘がなされている。

⁴³ ローグ・ラダー[1998]。議決権行使を通じて対象企業の経営改善を行おうとする場合には、その効率を上げるために投資先の企業数を限定して情報を集め、経営改善を提案する必要があるとして小佐野[2003]でも、同様の指摘がされている。

⁴⁴ 大和総研[1998]

⁴⁵ ローグ・ラダー[1998]。

それでは自己で株主行動を行わずに、ファンド・マネジャーに遂行させるというのはどうであろうか。議決権行使について、受託者責任を果たすにあたって最もプルーデントな方法だと考えられるのは、特定の企業の株式を組入れたそのファンド・マネジャーにやらせるという方法も考えられるからである⁴⁶。また、日本の場合においても、企業間関係への依存度が依然として強い日本の企業活動を考慮すれば、受託機関による投資先企業への間接的なモニタリングは、年金基金による直接的なモニタリングよりもはるかに有効だという指摘もあり、ファンド・マネジャーによる株主行動に期待がかかるところでもある。しかし、その場合でも、ファンド・マネジャーが顧客の年金基金によって主導される株主行動主義をサポートするのを躊躇するさまざまな理由が存在する。ファンド・マネジャーは、そもそも株主行動を支援したくない多くの会社経営者の支配下にある企業年金から集めた資金を運用・管理しているので、そのようなインセンティブはそもそも働きにくい⁴⁷。さらにインセンティブの問題を指摘すると、個々の受託者にとっては、その投資行動から個別的な何らかの利得を得られるわけではなく、また政治的問題として不成功に終わったときの非難を考えると、気の進まない投資選択肢になるのだという⁴⁸。

企業年金が株主行動に積極性を見せない理由は、以上のように数々挙げられるが、その中でも、やはり「企業間関係」の重視は最大の理由であると考えられる⁴⁹。一部の公務員年金で株主行動を起こしているのは、この「しがらみ」がないからだということと合わせてよく指摘される点でもある。

(2) 「なぜ公務員年金は株主行動を行うのか」

アメリカの企業年金とは対照的に公務員年金が（社会的責任投資を含む）株主行動を起こすのはなぜであろうか。「企業間関係」がないのは、上で指摘した通りではあるが、果たしてそれだけであろうか。それだけではただ単に障害がないというだけで、積極的に行動を起こす理由とはならないと思われる。ここでは、様々な論者が指摘する理由を挙げて、検討を試みる。

大方の論者が指摘する理由の第一として挙げるのは、ポートフォリオ運用のインデックス化が進み、ウォール・ストリート・ルールを適用しがたくなったために、企業ガバナンス活動を展開することによって、企業業績を向上させて投資価値を拡大することで経済的な利益をあげ

⁴⁶ 年金と経済[2002]。尚、最近の報道で、厚生年金基金連合会では、委託運用している株式についても議決権行使を行うと伝えられている（日本経済新聞[2004]）。

⁴⁷ Silvers, Patterson and Mason [2001]

⁴⁸ Monks [1997]。

⁴⁹ Heard[2003]は、「（アメリカの）企業年金は、2兆ドル以上の資産を保有しているが、コーポレート・ガバナンスのアクティビストと呼べる場所は1つも無い。その理由は、年金基金の受託者が実はしばしば企業のオフィサーであるためではないか。すなわち、受託者の独立性がないために独立の行動がとられていない。企業年金は加入者のために行動しなければならないのに、むしろ経営陣と全く一緒になっているというのが現実ではないかと思う」と述べている。

るということである。それであるが故に、大規模な公務員年金ほどその活動によるメリットが大きく、一部の公務員年金が積極的にいうことも説明できるという主張である⁵⁰。

この第一の理由は非常にもっともらしい理由のように見える。しかしながら、株主行動をとることによって、本当に経済的利益が生じているのかは、実のところ明確な証拠があるわけではなく、あくまでも株主行動が長期的利益につながるという観念的な理由でしかないのが現状だと思われる。そうすると、強い誘因にはならないのではないか。この点については後ほど触れる。

年金基金にあっては組入株式の議決権行使について、エリサ法の受任者の基本的な信任義務である旨を明確に示し、その積極的な行使を促しているという見解がある⁵¹。しかし、果たしてエリサ法に代表される受託者責任の考え方が、年金基金の株主行動の推進力になっているのだろうか。確かに、労働省の Interpretative Bulletin 94-2 で議決権行使はプラン資産運用における受託者責任に違反しないとしている。しかしそれは、コストを考慮した上で議決権行使した場合は受託者責任違反ではないということを述べているに過ぎない。これでは積極的に年金基金の議決権行使を推進しているとは言い難いのではないか。年金基金の議決権行使の要因ではなく、あくまでも行使するにあたっての条件を示しているにすぎないという程度に解釈するのが妥当ではなかろうか。事実、企業年金はそのような労働省の見解があっても、一向に議決権行使を活発化させる気配を見せていないし、株主行動を起こす公務員年金も一部の基金にとどまっているのである。また、本来的には州法に従う公務員年金でそのような労働省のエリサ法解釈が大きな意味をもち、エリサ法の管轄下にある企業年金であまり行動が起きないというのは、ちょっと説得力に欠ける議論だと思われるのである。

以上のように考えると、公務員年金が経済的理由や法的理由からのみ、株主行動を行って投資収益の向上を目指すというのは一面的な見方ではないかという疑問が生じる。ではどのような理由が考えられるのか。

州法下で管理される公務員年金に対して州政府や州議会から政治的圧力がかかりやすく、また実際に圧力がかかってきたことについては拙稿[2003]で触れたが、Monks [1997]も示唆的に公務員年金について述べている。すなわち、公務員年金は（企業年金とは異なり）商業上の報復を恐れる必要はないが、政治的圧力の標的となりやすい。また、公務員年金は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ということである⁵²。このことは、公務員年金のみで社会的責任投資が行われるということと同じ文脈でつながる。つまり、政治

⁵⁰ 秋山[2002]、川北[1998]など。

⁵¹ 田村[1998]。

⁵² Monks [1997]。年金と経済[2002]において、イーストマン・コダック社の年金運用の担当者で、『企業年金運用の成功条件』の筆者であるオルソンも、以下のように述べている。「公務員年金のようなパブリックの方のファンドですが、彼らは結局のところ、一つの政治団体であるということが出来ます。ですから、企業年金とはまた違う考え方の要件が入ってきてしまう。例えば、ニューヨークの年金基金はニューヨーク州により多くのビジネスをもたらすようなかたちでの議決権の行使をするであろうという考え方です。」

的な圧力を受けやすく、必ずしも基金の価値を最大にしない社会的責任投資を強いられる立場にあるのだということである。また、公務員年金の組織的要因もある。公務員年金や公務員の給与では、ボーナスが支給されることはなく、一般には、公務員年金の個人投資責任者は定められた平均以上に収益を増やそうという動機は持っていないという⁵³。公務員年金の管理者は、株主価値を最大にするような正しいインデンティブで動いておらず、結果として、公務員年金の管理者は、会社の価値を増加させるためというよりも、一般へのアピールと将来的な自己の雇用のために株主提案を使うというのである⁵⁴。さらに、組織における政治的野心を持つメンバーが理事会の主導的な立場にあると、より目立つ行動を選択する傾向があるため、株主行動が政治の道具になったという指摘もある⁵⁵。公務員年金は、理事会の有力な構成メンバーの影響⁵⁶を大きく受けることもあるし、またそのメンバーの入替えにより運用方針が大きく変更することだってありうるのである⁵⁷。

(3) 「なぜ公務員年金は社会的責任投資を行うのか」

以上で述べたような事実は、社会的責任投資の株主行動を起こす公務員年金は、必ずしも全ての公務員年金で起こしているわけではなく、限られた一部であるという指摘とも整合する。代表的な例は、前述の CalPERS やニューヨーク市公務員年金基金、TIAA-CREF などであるが、規模が大きいが故に、行動することのメリットがあるということのほか、政治的圧力がある場合や、理事会のメンバーの影響など複雑な要因が作用し、株主行動という帰結に結びついていると考えられるのである⁵⁸。もちろん、政治的圧力があるからと言って、全ての公務員年金が社会的責任投資を実行するわけではない。全く逆に、公務員年金の中でも、社会的責任投資を否定する基金も存在する。ワシントン州投資理事会では、社会、環境、倫理的観点からの（議決権行使を含む）投資に付随する権利行使にもその投資運用方針では言及していないという。株主代理権は企業の経済的価値を増進させる場合にのみ行使されるべきだということを理由としている⁵⁹。また、ミネソタ州投資理事会は、州政府の機関としてミネソタ州公務員の年金資産を運用しているが、社会的責任投資に関する方針は有していない。ミネソタ州投資理事会は、他の年金基金と同様に、基金への参加者の経済的利益のために投資をし、貧困の

⁵³ 井手・神田[2002]。

⁵⁴ Munnell and Sunden [2001]

⁵⁵ 斎藤[1997]。拙稿[2003]でも同じ内容を紹介している。

⁵⁶ 水口他 [1998]は、ニューヨーク市公務員年金基金について、その社会的責任投資の鍵を握るのは、コントロールーズ・オフィスの投資部門の責任者、パトリック・ドーティであるとし、彼のリーダーシップが同基金の方向をかなり左右しているようだと言及している。

⁵⁷ フロリダ州公務員年金は、「政治色の強い理事会がタバコ会社への投資禁止を決定した」が、「2001年に理事会メンバーが交替したのを契機に同基金の投資部門は先の規定（タバコ会社への投資禁止、引用者注）を撤廃するのに成功した」という（寺田[2003]）。

⁵⁸ Romano [1993]によれば、株主行動主義とファンドパフォーマンスの関係の有意でないという検証結果、パフォーマンスと独立した基金理事会構成の有意な検証結果、基金のパフォーマンスと社会的責任投資の政策の間での負の関係にある有意な検証結果、これらのいずれも公務員年金に対する政治圧力のエピソードと整合するという。

⁵⁹ 環境省[2003]。

解消といったその他の利益のために投資してはならないという「受託者責任」を有しているとして、社会的責任投資を行わないという⁶⁰。また、ウィスコンシン州投資理事会（SWIB：State of Wisconsin Investment Board）の Gary Bruebaker は、州公務員年金はしばしば州内投資を行うように圧力を受けるが、その場合の返答はいつも、「我々は受託者で我々は資金の最大化をしなければならない」と言って反対するのだという⁶¹。尚、社会的責任投資に関する受託者責任についての議論は拙稿[2003]で述べているため詳細はふれないが、経済的利益を犠牲にしない限り、社会的・環境的側面から優れた銘柄を選択することまで否定しているわけではないことは指摘しておく⁶²。

以上のように見てくると、公務員年金の株主行動には様々な要因が働いていると推察することができる。それが「社会問題」を対象とする場合には一層複雑な構図になるように思われる。このように考えると、公務員年金が投資収益の向上を目指すという経済的理由が株主行動を促す要因となっているということを否定するつもりはないが、「経済的要因だけが株主行動をする理由なのだ」という主張を鵜呑みにすることはできない。公務員年金が巨大な組織であり、かつ政治・行政機構の一部である以上、様々な要因が働いてもおかしくはない見る方がより妥当な見方ではないかと考えられるからである。特に、公務員年金が行う社会問題に関する議決権行使や株主提案には、経済的要因だけではない様々な要因が作用しているという事実や指摘が上で見たように非常に多いのである。

2. 株主行動の効果

年金基金による株主提案や議決権行使の効果はどのようなものであるのか。これまで「社会問題」だけに絞って株主行動の効果を研究したものは少ない。しかし、「社会問題」と「コーポレート・ガバナンス問題」の区別を考えずに株主行動の効果について分析した事例であっても、年金基金による「社会問題」について株主行動を考える上で重要なインフォメーションを与えられるのでここで紹介しておきたい。

実際に株主行動を起こす公務員年金は、その規模が巨大で、またインデックス運用の比率が大きいであるが故に、議決権行使など株主行動から得られる効果も、規模の小さな基金よりも大きく、コストに見合うのだという説明がなされる。実はこの効果が明確にあるかどうかは重要なポイントとなる。なぜならば、アメリカ労働省の議決権行使や株主行動に対する見解は、

⁶⁰ ibid. インスティテューショナル・インベスター誌 2000年10月号に掲載された同誌の調査結果では、回答があった年金基金のうち（調査対象は企業年金 800 および公務員年金 250）98.4%が「社会的問題を優先的に考慮して議決権を行使したことはない」と答え、そう答えたすべての年金基金がその理由として「それが株主の責任ではないから」と答えているという（藤井[2001]）。

⁶¹ Palmeri [2002]

⁶² 土浪[2003]ではアメリカとイギリスにおける社会的責任投資に関する受託者責任の判例について研究している。

コストが十分ベネフィットに見合うのであれば、議決権行使を行うことは妨げないといっているし、その点が議決権行使を行うか否かの分水嶺になるからである⁶³。

アメリカ企業を対象とした佐々木[2002]の実証分析のサーベイでは、「株主行動が企業行動に与える影響は認められる一方、過小評価の可能性はあるものの株価や企業利益への影響は確認されていない」という。また、赤石[2003]のサーベイによると、アメリカでも議論が分かれるが、一定の要件（連携行動、フォーカスリストの設定、公開活動など）のもとでなければ企業価値の上昇、パフォーマンスの向上といった成果はでないということを指摘している⁶⁴。一方、日本企業を対象とした最近の分析例としては、大村他[2001]で綿密な調査・分析が行われている。それによれば、受託者責任に対する態度やガバナンス行動に対する取組みが運用パフォーマンスに与える影響は認められないというものだった。機関投資家によるガバナンス行動がコーポレート・ガバナンスを機能させ、結果として、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いうのである。以上のサーベイから判断すると、株主行動による経済効果が明確にあがるという強力な証拠は得られてはいない。さて、このような結果をどのように考えるか。実は、論者により考え方は異なる。

赤石[2003]は、実際に機関投資家のガバナンス活動が対象企業の企業価値や企業収益を向上させたかどうかについて、きっちりと検証していく必要があると述べ、何のためにガバナンス活動をするのか、検証が必要だと述べている。これは、企業年金にしる、公務員年金にしる、実際にコストをかけて、すなわち加入員の資金を使って株主行動を行う以上は、その費用対効果について問われた場合には、十分コストに見合うのだという説得力のある説明がなされないといけないのではないかという至極当然な考え方によるからだと思う。あるいは、そもそも株主行動を行う理由として、経済的理由、すなわち投資収益の向上を目指すことだけで、それ以外のことはないのだと言明する以上は（忠実義務があるため、加入員・受給者以外の利益のためになるなどは、どの基金も間違っても言わないのであるが）、それを明確に支持する根拠がないか、あるいは薄弱なままで、株主行動をコストをかけながら推進していくというのは、いささか問題があるのではないかということまで敷衍されるのである。

その一方で、株主行動の効果の意義を信じて、あるいは別の意義を見出して、年金基金の株主行動を支持する意見もある。たとえば、藤井[2003]は、「確かにコーポレート・ガバナンス活動の効果を定量的に把握することには困難な面もあろう。しかしながら、少なくとも定性的にはそれが効果を生む蓋然性は否定できない。個別企業にとってリスク・マネジメントのしくみともいえるコーポレート・ガバナンス体制を整えることは、当該企業が破綻を回避しその価

⁶³ 井手・神田[2002]は、公的年金といえども受益者にとってのコスト・ベネフィットを最優先する受託者の立場にあることを考えると、積極的な議決権行使は必ずしも自明の理とはいえないだろうと述べている。

⁶⁴ さらに、鈴木誠[2003]によれば、カンファレンス・ボードの同様の調査があり、ガバナンスを行ったことで株式投資の超過収益を得ることができたとする結果が示されているが、即断することはできないと慎重な判断を行っているという。

値を増大させていくうえで必要なインフラのひとつであると考えられるのであれば、加入者の利益に忠実に受託者責任を全うする立場にある年金基金は、それぞれの状況が許す限り、コーポレート・ガバナンス活動に積極的に取り組むべきだと考える」と述べている。一方、鈴木誠[2003]は、「コーポレート・ガバナンス活動は、コストとベネフィットを勘案して行うべきであるという主張がアメリカ年金の中でも根強い。一方で、自らのコストを払ってさえ、投資家として自らの利益の追求を怠らない先駆者がいわゆる CalPERS を代表とする公的年金基金である。彼らがこのコストに見合う投資成果を短期的にあげているかどうかは、彼らにとって最終的な目的ではないようだ。むしろ、投資家と株式を発行する企業の間で常に緊張関係を導くことが、コーポレート・ガバナンスとしての目標とされているように見受けられる」と述べている。

以上の議論をまとめると、年金基金による株主行動をその直接的な経済的效果は明確ではないが、その評価については意見が分かれ、実際の適用には検証が必要であるという意見と、

だからといって長期的・定性的な効果はあるので積極的に取り組むべきだという意見があり、全く分かれているのである。この点については、次節で議論する日本の年金基金の社会的投資についての評価に敷衍することができる。

3. アメリカの経験からの示唆

さて、以上のようなアメリカ年金基金による社会的責任投資の歴史から、わが国年金基金運用のために示唆されるのはどのようなものだろうか。もちろん、そのまま解釈すれば、社会的責任投資は受託者責任を考えると明確ではない点が多く、日本の年金基金で導入するのは考えにくいというものであろう。しかしながら、アメリカの社会的責任投資の歴史から浮かび上がってくるのは、アメリカという国の特殊性ではないだろうか。社会的責任投資がアメリカで導入され発展していった要因にはアメリカ特有の歴史的・社会的背景が色濃く反映され、社会運動や宗教的活動と密接なものがあり、それを抜きにしては語るできないという歴史である。そして、そのような社会運動は州政府・議会による政治的圧力まで結びつき、一部の公務員年金で現実に実行されたというのがアメリカの社会的責任投資の経験なのである。このような状況は、どの国にも普遍的に当てはまるようなものではなく、特に日本の年金基金の場合に当てはめるには、誰しも大きな違和感を覚えると思われる。このような内容を指すものが社会的責任投資であるならば、なかなか日本では受け入れがたいものではあるだろう。

しかしながら、このような、アメリカの社会的責任投資の特色でもって、社会的責任投資を捉えるということが正しい理解であろうか。社会的責任投資とアメリカの歴史という特殊性を分別せずに考えるのは早計ではないのか。なぜなら、先に指摘した昨今の世界的なレベルで進行している「企業の社会的責任」についての議論やその考え方からすれば、アメリカの社会的責任投資の歴史を彩るような政治的圧力や宗教的背景・社会運動に染まったものではないもの

があるからである。すなわち、現在日本でも進行する「企業の社会的責任」を追求することを、社会的責任投資の本来的意義だと再認識すれば、アメリカの年金基金が行ったような社会的責任投資を想定する必要はないということになる。

このように社会的責任投資を捉えなおすと、先述した株主行動がもたらす効果のように、その長期的・定性的な効果の蓋然性は否定できないのではないかということになる。ただし、その効果の証明についてはやはり一つのポイントになると考える。日本の年金基金の場合でも受託者責任を考えると、その活動で受益者の利益を犠牲にせず経済効果があがることが重要だからである。この点については、前節最後に検討した株主行動の効果についての解釈についての議論を下敷きに考えることができる。

前節では、年金基金による「株主行動」の直接的な経済的效果が明確でなく、それでも株主行動を支持できるか否かについての議論を紹介した。つまり、「経済的效果がないので検討を要する」という考え方と「年金基金による株主行動をその直接的な経済的效果以外の点を強調する意見」である。後者を支持するのであれば、それは年金基金の社会的責任投資活動についての是非にも展開できると筆者は考える。すなわち、長期的なあるいは定性的な効果を認め、年金基金の株主行動を支持するのであれば、その株主行動で「社会問題」もとりあげる、すなわち「社会的責任投資」を初めから拒否することはできなくなるのではないかと考えられるのである。ただし、ここでの「社会問題」の内容は、無論、かつてのアメリカの宗教団体や社会活動家が主導したような一部の考え方に立脚したネガティブ・スクリーンで銘柄を排除するようなものではなく、上で紹介した企業の長期的基盤となる「企業の社会的責任」を果たすことで長期的な企業価値の向上を求める取組みを指す。

このような「企業の社会的責任」を果たすことを求める社会的責任投資活動は、短期的には効果となって現れなくとも、企業の統治能力向上に『定性的には効果を生む蓋然性を否定することはできない』はずである。コーポレート・ガバナンス問題は「企業の社会的責任」を果たすことと密接不可分になってきているからである。また『個別企業にとってリスク・マネジメントのしくみともいえるコーポレート・ガバナンス体制を整えることは、当該企業が破綻を回避しその価値を増大させていくうえで必要なインフラのひとつであると考えられるのであれば』、広義のコーポレート・ガバナンス問題の範疇に入る「社会問題」をも考えて株主行動に取り組むことは、「企業の社会的責任」の遂行に寄与し、企業の長期的な存続に資するという主張に正しく合致すると考えられるのである。また、同時にそのような目的に立つ株主行動は、加入者の利益に忠実に受託者責任を全うする立場にある年金基金の考え方と整合するという主張も成り立つと思われる。『投資家と株式を発行する企業の間で常に緊張関係を導くこと』で短期的なベネフィットは明確ではなくとも、長期的なあるいは定性的な視点からのメリットを理由に、年金基金の株主行動を支持するのであれば、一昔前のアメリカにあった宗教的・社会的運動からくる「社会問題」についての株主行動ではなく、広義のコーポレート・ガバナンス

の一環として「企業の社会的責任」を求めて長期的な株主価値増大を図る「社会問題」を含む株主行動であれば排除はできないのではないかと考えられるのである。

ちなみに、財団法人年金総合研究センターが2003年に公表した「コーポレート・ガバナンス・ガイドライン」では、日本株式を対象にした年金スポンサー向けに議決権行使の方法論を提示している⁶⁵。その中では「企業の社会的責任」についても明確に位置付けられ、議決権行使に適用することが提唱されている。これは一つの案ではあるが、企業の社会的責任について年金基金の議決権行使活動において肯定的に捉えた一つの試みであると評価できると思われる。

むすび

日本の年金基金への示唆を求めて、アメリカ年金基金による社会的責任投資の歴史やそこで行われた議論について、検討を試みたのであるが、そこから浮かび上がったのは、日本の年金基金運営からはちょっと想像するのが難しいほどかけ離れた要因がアメリカの社会的責任投資に働いていることであった。もちろん、それだけを強調するつもりはないが、かといって無視できるほど瑣末なことでもないと思われる。このことは、アメリカの社会的責任投資をとりまく背景が日本の事情とは異なるということであって、社会的責任投資そのものは、そのような背景とは区別して考えるべきではないかということ気付かせた。その結果、アメリカの年金基金運用の社会的責任投資についての議論を、素朴に日本へ適用するのではなく、実際に日本で活発になってきている「企業の社会的責任」の議論から社会的責任投資を考えれば、日本の土壌にはなじみやすいのではないかと考えられるのである。宗教的理由や社会運動的な投資活動というのは日本ではあまり見られないし、また、企業の持続性を確保し長期的な利益に結びつけるということを目的とする「企業の社会的責任」が投資される日本企業の中で広まりはじめていることを考えれば、それを実現させる手段としての社会的責任投資は頭から否定せず、議論の俎上に乗せて考えてもよいのではないかと判断されるのである。

いずれにせよ、年金基金の「株主行動」や企業における「企業の社会的責任」を意識した経営が世界的に進行し始めてきている。わが国においては、いずれも実践的段階に入ってきてはいるが、まだ議論としては十分に尽くしたとは言いがたいと思われる。特に年金基金の株主行動・投資活動から社会的責任投資や「企業の社会的責任」まで含め、それぞれの関係性まで視野に入れたような議論は本当に少ない。まだまだ議論を深める余地はあるし、さらなる実践へと適用していくにはそれがまだ必要だと考えられるのである。

⁶⁵ 年金総合研究センター[2003]。

図表 1 株主行動の分類

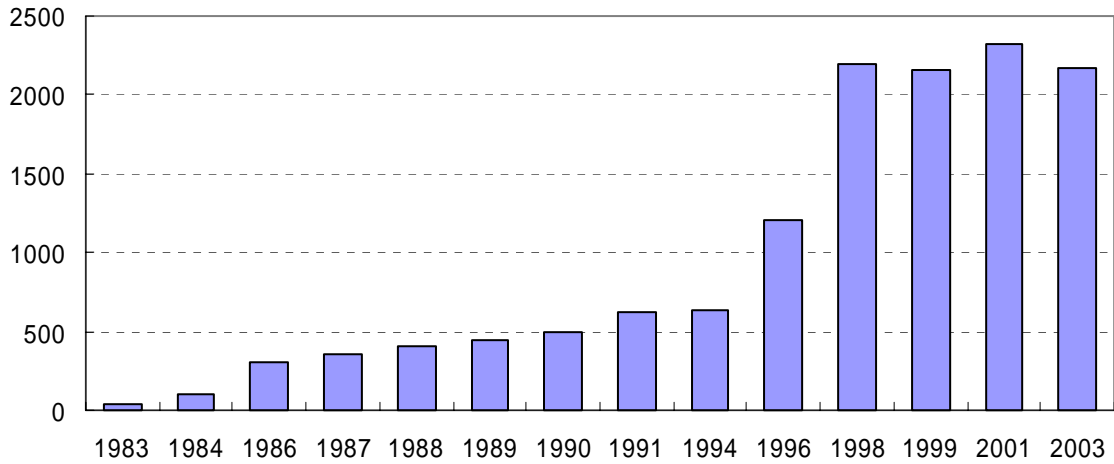
目的、問題（issue）から分類
● コーポレート・ガバナンス問題（corporate governance issue）
● 社会問題（social issue）
経営陣との関係性から分類
● 対決型株主行動
● 対話型株主行動
手段から分類
● 経営陣との対話
● 株主提案
● 議決権行使

図表2 アメリカ年金基金と社会的責任投資との関係についての歴史

19世紀	・メソジスト、バプティスト アルコールとタバコの禁止
1928年	・The Pioneer Fund アルコールとタバコ投資のスクリーニングを行うことを提示
1964年	・公民権法（Civil Rights Act）成立
1965年	・投票権法（Voting Rights Act）成立
1960年代	・南アフリカ進出企業へのスクリーンが出現
1970年	・「キャンペーンGM」：GMの年次株主総会では、重役に女性・黒人がいないこと、大気汚染対策への努力軽視が問題視される。 ・ダウ・ケミカル社、ベトナム戦争で使用された枯葉剤製造に関してSEC（証券取引委員会）を巻き込んだの裁判となる。
1971年	・最初のSRIファンドと言われるPax World Fundが運用開始 ・最初の教会主導による委任状決議。エピスコパル教会がGMの株主総会で南アフリカ関連の議案を提出
1972年	・IRRC（Investor Responsibility Research Center）設立。非営利のガバナンス調査団体。
1974年	・ERISA法成立。
1978年	・TIAA/CREF（全米学校教員保険年金協会／大学退職年金基金）酒・タバコ生産を主要事業とする企業への投資を拒否するガイドラインを採択
1985年	・CII(Council of Institutional Investors)設立。 ・ISS（Institutional Shareholder Services Inc.）創立。
1986年	・TIAA/CREF、南アフリカ進出企業に対してDivestiture(投資禁止)を開始
1987年	・南アフリカでの企業活動禁止（連邦法） ・CalPERSほか30基金でポイズンピル無効を求める株主提案。公務員年金によるガバナンス問題での株主提案はこの年が初めて。
1989年	・アラスカでタンカーValdez号座礁・原油流出事故。これをきっかけにValdez原則（環境行動コード、後のCERES原則）の提案。
1990年	・TIAA/CREF、CREF Social Choice Account Fund（投信ファンド）設定・運用開始。
1993年	・環境問題への株主決議案数が南アフリカ問題についての決議案数を初めて上回る。 ・ニューヨーク市公務員年金基金がSECを相手に訴訟。SECが、クラッカー・バレル・オールド・カントリー・ストア社に対して同性愛者の雇用を禁じる方針を撤回するように求めた同基金の提案を、議題から除外できると決定したため。
1994年	・1993年3月期決算の株主総会で、TIAA-CREF、CalPERSなど10社あまりの機関投資家が、日本企業30社に対し会社側議案に対して反対票。 ・アメリカ労働省 Interpretative Bulletin 94-2で議決権行使は年金資産運用における受託者責任にかなうと、議決権行使に対し肯定的な意見を表明。
1996年	・労働組合が株主活動を活発化。職場問題やガバナンス問題に関して議決権行使。
1998年	・アメリカ労働省「カルバート・レター」で社会的責任投資ファンドを選択すること自体は、ERISA法に規定された受託者責任に相反するとは言えないとの見解を示す。
1999年	・全米150を超える主要企業が、企業の社会的責任を問われ、株主から合計220の議案を提起される。
2000年	・CalPERS、保有していた5億ドルあまりのタバコ関連企業株式を売却すると決定。
2001年	・グローバル労働基準に関わる提案件数が社会・環境関連の提案件数全体の17.9%にあたる49件に達する。
2002年	・CalPERS、インドネシア、フィリピンなど4カ国は、民主化が進んでいないことなどを理由に投資抑制すると発表。後に世界的な反響を巻き起こし結局は撤回する。 ・2002年の社会・環境関連の株主提案に対する支持率は平均9.4%で過去10年間で最高を記録（IRRC調べ）

十億ドル

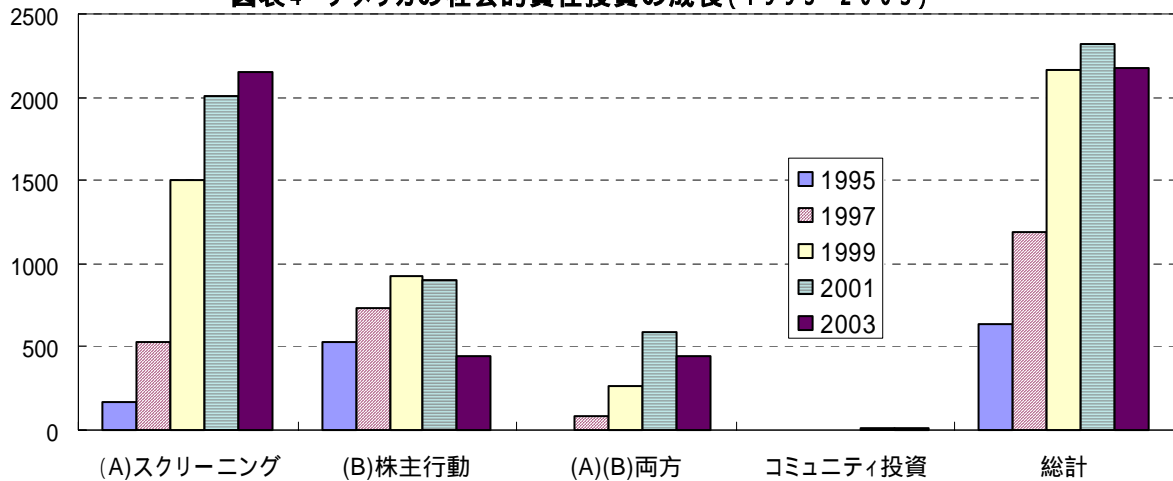
図表3 アメリカ社会的責任投資の成長(1985-2003年)



出所: Social Investment Forum [2003]

十億ドル

図表4 アメリカの社会的責任投資の成長(1995-2003)



(A)(B)両方は、(A)、(B)両方の手段で行ったものを対象にしている。このため、
総計 = (A)スクリーニング+(B)株主行動+コミュニティ投資 - {(A)(B)両方}である。

出所: Social Investment Forum [2001]、[2003]

図表5 SRIスクリーニング・ファンドの推移(1996-2003年)

(十億ドル)	1995	1997	1999	2001	2003
投信ファンド 残高	12	96	154	136	162
ファンド数	55	139	168	181	200
個別勘定 残高	150	433	1,343	1,870	1,992
残高合計	162	529	1,497	2,006	2,154

出所: Social Investment Forum [2001] [2003]

図表6 社会問題に関する株主提案(2000年~2003年)

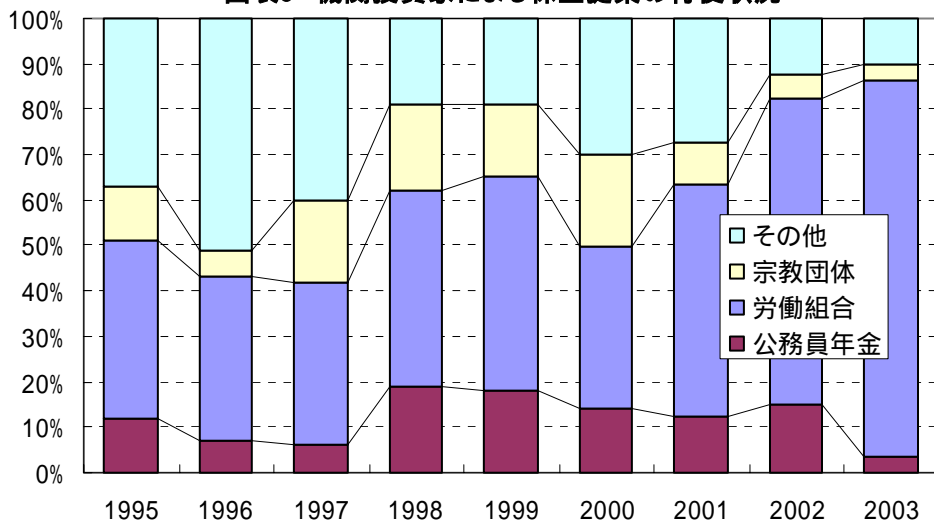
対象問題	提案件数					うち投票された件数					得票率(%)				
	1995	2000	2001	2002	2003	1995	2000	2001	2002	2003	1995	2000	2001	2002	2003
銀行/保険	5	16	10	10	6	5	5	3	2	1	4.3	5.3	4.6	4.7	8.0
寄付		9	6	9	21		5	2	3	1		4.6	3.6	3.2	2.6
環境	36					20					8.1				
省資源/エネルギー/有害科学物質		19	24	34	33		4	19	21	12		7.2	7.2	9.3	11.3
CERESレポート		12	9	8	13		19	5	3			6.7	9.2	7.8	
遺伝子組み替え作物		22	19	14	13		14	13	11	4		3.8	7.9	5.7	4.4
気候変動		11	6	21	21		5	4	6	9		7.5	9.5	18.8	16.3
雇用の機会均等	32	29	27	34	34	13	13	10	16	7	10.1	8.4	11.3	16.6	28.9
国際労働基準	14	27	48	48	47	5	17	28	27	8	11.9	8.2	8.5	8.8	10.3
人権問題	10	9	19	16	16	3	3	11	13	6	5.4	7.2	9.3	7.4	10.3
軍事	8	11	13	10	9	2	9	11	10	6	9.9	7.0	6.0	5.5	6.2
北アイルランド	17	8	11	13	10	7	6	5	7	4	11.8	16.5	17.5	12.8	8.3
薬品価格設定		10	9	20	5		7	7	5	1		4.7	6.9	3.7	13.3
政治献金	11	12	12	9	6	10	9	10	8	4	5.6	4.5	5.9	5.8	5.6
タバコ	37	14	13	13	21	17	12	9	9	11	6.7	5.9	7.2	5.9	9.1
取締役会の多様性	30	9	13	11	10	9	5	6	4	2	13.5	19.9	20.5	21.9	26.8
経営者の報酬と社会的業績	10	20	17	8	11	6	14	12	7	5	6.9	8.8	9.6	11.5	9.8
メキシコ	12					9					7.8				
地域再開発投資	8					2					4.4				
南アフリカ	5					5					9.3				
その他	43	13	13	14	34	16	3	5	7	14	6.2				
合計	278	251	269	292	310	129	150	160	159	95	8.1	7.5	8.7	9.0	11.4

出所: Social Investment Forum [2001]・[2003]、水口他 [1998]から筆者作成

図表7 「企業の社会的責任（CSR）」についての動向

国際機関・政府・経済団体におけるCSRについての動向		
OECD	OECD多国籍企業ガイドライン	1976年～
コー円卓会議	コー円卓会議の企業行動指針	1994年～
国際連合	国連グローバルコンパクト	2007年～
GRI（グローバル・レポート・イニシアティブ）	持続可能性報告のガイドライン	2000年
国際標準化機構（ISO）	CSR規格に関する報告書（「実現可能性報告書」）	2002年6月
経済優先度評議会（CEP）＜アメリカ＞	Social Accountability 8000(SA8000)	1997年10月
欧州委員会 ＜EU＞	「グリーンペーパー：CSRに関する欧州枠組みの促進」	2001年7月
欧州委員会 ＜EU＞	「ホワイトペーパー：企業の社会的責任に関する通達」	2002年7月
欧州委員会 ＜EU＞	「CSRに関するマルチ・ステークホルダー・フォーラムの設立」	2002年10月
欧州議長国会議 ＜EU＞	CSRに関する議長国会議	2002年11月
経済団体連合会 ＜日本＞	「福祉社会を支える経済とわらわれの責任」	1973年5月
経済団体連合会 ＜日本＞	「経団連企業行動憲章」	1991年～
関西経済連合会 ＜日本＞	「企業と倫理の実践に向けて - 『倫理法令遵守マネジメントシステム』構築の提案 - 」	1999年5月
経済同友会 ＜日本＞	第15回『企業白書』 「市場の進化」と社会的責任経営	2003年
最近の日本企業のCSRについての最近の動向		
電機大手、取引先に「企業の社会的責任」対応要求		2002/5/1 日本経済新聞
法令・環境など「社会的責任」活動 東芝、専門組織設け強化		2003/7/1 日本経済新聞
「社会的責任」で調達先選び 全取引先対象に アサヒビール		2003/10/17 日本経済新聞
「企業の社会的責任」規格化 大手8社・経産省 ISO 反映狙う		2003/10/27 日本経済新聞
CSR 松下、「社員行動規範」に反映		2003/11/5 日本経済新聞
イトヨーカ堂 CSR 会計導入 利益配分を公開		2003/11/28 日経産業新聞
欧州有力CSR団体 トヨタ、日本から初加盟 世界標準に姿勢学ぶ		2003/12/6 日本経済新聞
企業の社会的責任 社内委で具体策協議 アサヒビール 倫理規定も改定		2003/12/23 日本経済新聞
監査法人、CSR 支援拡充		2004/2/12 日本経済新聞
「企業の社会的責任」リコー「憲章」で明確化 グループ経営・グローバル化対応 行動規範わかりやすく 従業員に徹底へ		2004/2/23 日刊工業新聞
「企業の社会的責任」松下が行動基準改定へ グローバル性付加 推進委で方向性明確化		2004/3/17 日刊工業新聞

図表8 機関投資家による株主提案の行使状況



出所：Georgeson Shareholders

参考文献

- 足達英一郎 [2003]、「社会的責任投資家としてのカルパースの素顔」、日本総研、CSR Archive Vol.006、2003年5月。
- 安達精司 [2000]、「米国にみる『社会的責任投資（SRI）』の実状とわが国への示唆」、『月刊資本市場』、資本市場研究会、2000年11月。
- 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」『企業福祉の制度改革』、東洋経済新報社、2003年9月。
- 秋山をね [2003]、『社会責任投資とは何か』、生産性出版、2003年11月。
- 秋山義則 [2002]、「アメリカ州・地方公務員年金の資産運用と企業ガバナンス」『アメリカ型企業ガバナンス』、東京大学出版会、2002年5月。
- 大和総研 [1998]、「年金基金のコーポレート・ガバナンスに関する研究会報告書」、大和総研、1998年6月。
- Dellagrotta, S.Q. [1990], "Social Investing Calls For Answers on Money Ownership", *Pension World*, Vol.26, Issue 4, April.
- 土浪修 [2003]、「社会的責任投資と企業年金の受託者責任 - 米国の法制、判例、行政解釈を中心に - 」『ニッセイ基礎研究所報』、Vol.28、ニッセイ基礎研究所、2003年7月。
- エイミー・ドミニ [2002]、『社会的責任投資』、山本利明訳、木鐸社、2002年9月。
- 藤井康弘 [2001]、「ウィスコンシン州退職者年金基金とコーポレート・ガバナンス活動(2)」、『企業年金』、厚生年金基金連合会、2001年2月。
- 藤井康弘 [2003]、「米国年金基金によるコーポレート・ガバナンス活動 その手法と効果」、『企業年金』、厚生年金基金連合会、2003年1月。
- 藤井康弘・鈴木誠 [2004]、『米国年金基金の投資戦略 コーポレート・ガバナンスへの取組み』、東洋経済新報社、2004年2月。
- 藤田利之 [2001]、『外国人株主の議決権行使 - 議決権行使の時代を迎えて - 』、商事法務研究会、2001年9月。
- 藤田利之 [2002]、「認識されはじめた SRI（社会的責任投資）」、『月刊／取締役の法務』、商事法務研究会、2002年10月。
- 深尾光洋 [1999]、『コーポレート・ガバナンス入門』、筑摩書房、1999年4月。
- Georgeson Shareholders [1996]-[2003], "ANNUAL CORPORATE GOVERNANCE REVIEW Shareholder Proposals and Proxy Contests Social Investing", <http://www.georgesonshareholder.com>
- Heard, Jamie [2003]、「米国における議決権行使の実態」『第9回 SAAJ セミナー コーポレート・ガバナンスと企業評価』、日本証券アナリスト協会、2003年5月。
- 伊吹英子 [2003]、「経営戦略としての『企業の社会的責任』」『知的資産創造』、野村総合研究所、2003年9月。

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、2002年5月。

河口真理子[2002]、「企業の社会的責任」『年金ニュースレター』、大和総研、2002年11月。

川村雅彦[2002]、「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、2002年11月。

環境省[2003]、「社会的責任投資に関する日米英3カ国比較調査報告書 - 我が国における社会的責任投資の発展に向けて」、環境省、2003年6月。

経済同友会[2003]、『「市場の進化」と社会的責任経営 - 企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて -』、経済同友会、<http://www.doyukai.or.jp/>、2003年3月。

経済同友会[2004]、『日本企業の CSR：現状と課題 自己評価レポート 2003』、経済同友会、
<http://www.doyukai.or.jp/>、2004年1月。

Kinder, Peter D. and Amy L. Domini[1997], "Social Screening: Paradigms old and new", *Journal of Investing*, Vol.6, Issue 4, Winter

Kinger, S.W. [1994], "Social Investing in a changing world", *Best's Review/Life-Health Insurance Edition*, Feb94, Vol.94, Issue 10.

高嶺、辻義信、Scott T. Davis、瀬尾隆史、久保田政一共著[2003]、『企業の社会的責任』、日本規格協会、2003年6月。

リッチー・ローリー [1992]、『グッド・マネー 資本主義は倫理的でありうるか』、平野秀秋訳、晶文社、1992年6月。

デニス・E・ローグ、ジャック S・ラダー [2000]、『年金学入門 戦略的年金プランマネジメント』、刈屋武昭監訳、年金工学研究会訳、金融財政事情研究会、2000年4月。

水口剛、國部克彦、柴田武男、後藤敏彦共著 [1998]、『ソーシャル・インベストメントとは何か』、日本経済評論社、1998年6月。

森祐司 [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』、第42号、日本証券経済研究所、2003年6月。

McCarthy, Ed. [1996], "Pension funds flex shareholder muscle", *Pension Management*, January 1996.

Monks, Robert A. G. [1997], "Corporate Governance and Pension Plans", ed. by Michael S. Gordon, Olivia S. Mitchell and Marc M. Twinney, *Positioning Pensions for the Twenty-First Century*, University of Pennsylvania Press

Munnell, Alicia H. and Sunden, Annika [2001], "Investment Practices of State and Local Pension Funds: Implications for Social Security Reform", ed. by Olivia S. Mitchell and Edwin C. Husted, *Pensions in the Public Sector*, University of Pennsylvania Press

年金総合研究センター[2003]、「『年金基金と企業との対話によるコーポレート・ガバナンス』に関するセミナー」、年金総合研究センター、<http://www.nensoken.or.jp/>、2002年5月。

- 年金と経済[2002]、「ラッセル・L・オルソン氏との意見交換会」『年金と経済』、Vol.21 No.3、年金総合研究センター、2002年10月。
- 日本経済新聞[2004]、「厚年基金連合会 企業監視強める 痛く運用株も議決権行使」、日本経済新聞社、2004年2月26日。
- 日本総合研究所[2004]、「わが国企業のCSR経営の動向 2003 2003年度『わが国企業のCSR経営の動向』アンケート調査結果」、日本総合研究所、2004年1月。
- 日経金融新聞[2003]、「米社会的責任投資ファンド 昨年 資金流入 6割増」、日本経済新聞社、2003年2月13日。
- 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」『フィナンシャル・レビュー』、財務省財務総合政策研究所、2001年12月。
- 小佐野広[2003]、「コーポレート・ガバナンスと証券市場」『証券レビュー』、第43巻第7号、日本証券経済研究所、2003年7月。
- 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.
- Romano, Roberta [1993], "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered", *Columbia Law Review*, Vol.93, No.4, May.
- Palmeri, Christopher [2002], "Can CALPERS afford to throw stones?", *Business Week*, Issue 3788, June.
- 斎藤達弘[1997]、「アメリカ公的年金基金のアクティビズム」、『証券経済研究』、第5号、日本証券経済研究所、1997年1月。
- 柴田協子[2002a]、「SRI 事始め1：宗教的良心の系譜」、『CSR Archive』、Vol.002、日本総合研究所、2002年9月9日。
- 柴田協子[2002b]、「社会的責任投資 事始め2：現代 SRI の礎 - ベトナム戦争と市民運動の拡がり」、『CSR Archive』、Vol.003、日本総合研究所、2002年11月11日。
- Silvers, Damon, Patterson, William and Mason, J.W. [2001], "Challenging Wall Street's Conventional Wisdom", ed. by Archon Fung, Tessa Hebb and Joel Rogers, *Working Capital: The Power of Labor's Pensions*, Cornell University Press.
- Social Investment Forum [2001], "2001 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States", November.
- Social Investment Forum [2003], "2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States", October.
- 首藤恵[2002]、「アングロアメリカン型企業ガバナンスと機関投資家の役割」『アメリカ型企業ガバナンス』、東京大学出版会、2002年5月。
- 首藤恵[2003]、「機関投資家のコーポレート・ガバナンスと社会的責任投資」『経済学論纂』、第43巻第3・4号、中央大学、2003年3月。
- 鈴木誠[2003]、「コーポレート・ガバナンスを考える(その2)」『大和総研海外情報』、2003年10月。
- 谷本寛治編著[2003]、『SRI 社会的責任投資入門』、日本経済新聞社、2003年6月。

田村威 [1998]、「米国の年金と投資信託のコーポレート・ガバナンス活動」『FUND MANAGEMENT』、
1998年春季号、野村アセットマネジメント投信、1998年。

寺田徳[2003]、「受託者責任に反する社会的責任投資」『年金情報』、No.325、2003年6月2日号。

Useem, Michael[1996], *Investor Capitalism*, BasicBooks, 1996