

中国の社会的責任投資 —中国初の社会的責任投資ファンド—¹

中国社会科学院世界経済政治研究所 陳虹
日本大学経済学部 曾根康雄

要約

中国経済の高度成長はすでに環境と資源の厳しい制約を受けており、経済の持続可能な成長のために投資モデルの転換を迫られている。こうした趨勢が、中国における社会的責任投資の理念の普及を促進する背景となっている。本論文では、中国初の社会的責任投資ファンドの紹介と分析を通じ、社会的責任投資の中国における誕生と現状、およびその特徴を考察する。社会的責任投資の更なる発展の条件として、長期的な情報データの累積と社会責任投資インデックスの開発、資本市場における大手機関投資家の育成が求められる。また、中国の産業構造の調整も、社会的責任投資の推進力になると考えられる。

キーワード

社会的責任投資, 企業の社会的責任, 興業社会責任株式型投資基金

目次

はじめに

I. 投資モデルが人類の生存環境に与える影響

1. 社会的責任投資の定義
2. 経済・社会・環境のバランス

II. 先進国の社会的責任投資

1. 欧米における社会的責任投資の始まり
2. 社会的責任投資インデックス

III. 中国の社会的責任投資—ケーススタディ: 「興業社会責任株式型投資基金」

1. 「興業社会責任株式型投資基金」の法的根拠
2. 「興業社会責任株式型投資基金」のスクリーニング基準
3. 「興業社会責任株式型投資基金」の運用成績と主な投資対象

IV. 中国の社会的責任投資ファンドの課題と今後の展望

1. 大手機関投資家の必要
2. 情報データのシステム化

結び

参考文献

¹ 本研究は、2010年4月に日本大学経済学部が招聘した中国社会科学院世界経済政治研究所の陳虹研究員との共同研究の成果に基づくものである。

はじめに

中国は長期にわたり年平均成長率 9.5%以上の高成長を続けているが、近年、中国の経済成長の質と持続可能性が問題となっている。2010年3月に開催された全国人民代表大会では、温家宝総理が経済発展方式の転換の必要を指摘したが、その背景には経済発展が既に二重の制約、すなわち環境の制約と資源の制約に直面しているという現実がある（易綱、2010）²。換言すれば、従来のように単純な投資拡大やエネルギーの大量消費に依存した経済発展方式は、その継続が難しくなっているということである。

経済発展方式の転換は、金融機関の投融资モデルの転換と切り離せない。資本市場を通じた資源の有効配置を誘導し、より多くの資源を持続可能な発展に寄与する社会的責任に優れた企業へと配分し、さらに、これらの企業が資本市場でより多くの支持を得られるようになることを目的に、中国の資本市場初の社会的責任投資ファンド——「興業・社会的責任投資株式型ファンド」³が誕生した。

I.投資モデルが人類の生存環境に与える影響

投資モデルの違いは、人類の将来に異なる結果をもたらす。我々の今日の生存環境は、親の世代が選択した投資モデルの結果であり、今日、我々が選択する投資モデルは次世代の世界のあり方を決定する（A.L.Domini,2001）。社会的責任投資という理念が強調しているのは、投資モデルの変革を通して社会を変えるという点である。金融業という業種の特殊性は、融資対象や投資対象に大きな影響を与え、投資家が二重の目的——経済上の利益を得ると同時に社会的責任を負うこと——を達成するのを助ける働きがあることである。それゆえ、社会的責任投資の歴史が比較的長い欧州では、とくに金融業の社会的責任投資が強調されている。資金流動の媒体としての金融機関には、社会的責任と投資モデルを選択する重要な機能が備わっている。金融業の投資活動には、社会的責任を履行し環境を重視するという投資理念が要求され、それによって投資モデルひいては経済成長モデルの劇的な転換が促されるのである。

1.社会的責任投資の定義

いわゆる「社会的責任投資」(SRI : Socially Responsible Investment)とは、投資対象企業の財務評価・審査に加え、社会・環境・倫理の側面から対象企業を社会的に評価する投資行為をいう⁴。近年、社会的責任が世界の関心を集め、企業の社会的責任CSR(Corporate Social Responsibility)に対する評価を投資基準に組み入れる投資が社会的責任投資と呼ば

² 易綱講話：中国為替管理局のオフィシャルサイト（2010年7月30日）(<http://w.safe.gov.cn/>)

³ 中国のファンドは信託投資系の金融商品である。

⁴ 類似した呼称にsocial investing; socially aware investing; ethical investing; mission-based investingがある

れている。専門機関によれば、社会的責任投資とは、①投資家の投資需要と投資家の社会的影響力の両面の考慮した投資であり⁵、②投資家の財務的目標と彼らの社会・環境・倫理・コーポレートガバナンス問題に対する関心をリンクさせたもの⁶、である。要するに、社会的責任投資とは、社会的問題と投資家の価値観および投資の意思決定をリンクさせ、環境保護を呼びかけ、社会に対し責任を負う投資行為であると言える。

社会的責任投資が実際に反映しているものは投資家の価値観であり、価値観の違いがさまざまな投資対象の審査とスクリーニング⁷を決定づけることになる。社会的責任という理念の下で行われる投資対象企業に対する審査は、企業から見ると、生物界の「自然淘汰」に似ている。つまり企業は進化の機会を得る投資決定に直面しているのである。この種の投資は社会のバランスのとれた発展と環境保全に利する企業と業界に対してのみ行われ、進化に値する基準を満たしていない企業は資金が確保できないために淘汰されていく。したがって、社会的責任投資は、本質的には株主の長期的な収益目標と一致する、と考えられる。その意味するところは、企業に対し収益力を犠牲にして社会と環境に貢献することを要求するというものではなく、企業が社会・経済・環境の三方面のバランスをとりながら投資活動を展開していくように誘導するという点にある。経済・社会・環境の間で相互補完・並存の関係を形成していくのである。

2.経済・社会・環境のバランスの把握

こうした関係を形成するために、具体的には以下の取り組みが必要とされる。

- ①投資または融資基準を定める際に、相応の社会的責任を担うという項目を入れることを義務づける。
- ②企業に対しその活動が必ず社会に対し責任を負うことを保証するように要求する。
- ③社会的責任を担う能力のある経済主体を育成する

ここで、③の経済主体には金融仲介機関も含まれる。例えば、金融機関に投資意思決定を行うように要求する際に、投資対象の短期財務業績を考慮するだけでなく、投資対象の社会・環境及び企業倫理面の価値を考慮して総合判断を下し、その上で最終的な社会的責任に対する投資決定を行うことが求められる。

社会的責任投資の投資対象の多くは知名度が高く、業績に優れた大企業であるため、財務データ以外の情報を投資意思決定の際に用いて、よりアクティブな投資が可能となっている。実証的な研究成果は、社会的責任投資のパフォーマンスが従来型投資のパフォーマンスをより上回るようになっており、企業の環境実績または CSR 実績と財務実績とは正の相関関係にあることを示している。欧州 9 カ国の 388 名のファンドマネジャーを投資対象

⁵ Social Investment Forum(<http://w.socialinvest.org/resource/sriguide/srifacts.cfm>)による。

⁶ Eurosif(<http://eurosif.org/sri>)による。なお、Eurosifは、SRIをSustainable and Responsible Investmentの略としており、環境への関心が強調されている。

⁷ 投資対象企業の選択をいう。過去の投資対象の選択基準に注目するだけでなく、対象企業の財務状況と株価の動向を審査すると同時に、特定の環境評価インデックスを使ってインデックスの要件に合った企業を投資対象として選択する。

とした調査によれば、80%近くのファンドマネジャーが社会的責任投資はファンドのパフォーマンス向上に積極的な役割を果たしていると判断している。

II.先進国の社会的責任投資

投資が自然環境に与える影響に対する関心は、先進国の一般投資家の間でも、決して早くから自然に発生したものではなかった。

1.欧米での社会的責任投資の始まり

米国で最初に投資の倫理的意義が注目され始めたのは、ベトナム戦争と南アフリカの人種隔離問題と投資との関係を考えるという視点によるものだった。英国では、1984年から英国国教会が独立した機関投資家として投資の倫理性に注目し始めた。英国国教会は人類の平和と健康に有益でなければならないという独自の投資方針を打ち出し、軍需産業、タバコ産業、酒造業、賭博業等の業種への投資を大幅に排除するようになった。「社会的責任投資」を明確な目標とする英国初の投資信託商品が1984年に誕生し、「Friends Provident Stewardship Fund」と名付けられた。もともと、この時点では、「環境」は同ファンドの最も重要なテーマではなかった。1980年代末に、市場に環境技術に投資する投資信託商品が出回り始め、「The Merlin Ecology Fund」と称する環境を重視する企業への投資を専門とする投資信託が誕生した。1990年代に入ると、欧州諸国は社会的責任投資の商品開発とその上場で新しい時代を迎えた。すなわち、投資信託商品を設計するに当たり、環境効率⁸を重点に投資企業を選択するようになったのである。金融機関は特定の環境インデックスによって投資対象をスクリーニングし、それにより投資の収益性を高め、不必要な環境リスクの回避を図った。企業の経営業績に対する環境問題の影響が一層深まる中、近年では一般投資家も投資先企業の社会的責任と環境問題に関心を持ち始め、それが社会的責任投資信託商品の成長を推進している。今や社会的責任投資はすでに社会の潮流になっている。

上述したように、社会的責任投資は一定の社会価値及び環境価値に基づき企業を選択して投資することであり、一定の基準を用いて優良企業を選択し、選択に漏れた企業を淘汰するものである。先進国では社会的責任投資に関して2つの原則が堅持されている。一つは、戦略性の原則である。社会的責任投資を通じて資金流動に介入することによって、社会を良くするための社会運動の推進手段とすることである。もう一つは、長期性の原則である。これは、企業の長期利益と社会利益を一致させること、すなわち長期の投資活動を通じて社会の発展を阻害し、社会イメージを損なう非優良企業を淘汰することである。

目下、先進国が展開する社会的責任投資の主な方式には以下の3通りがある。

- ① 投資対象のスクリーニング (Screening)。
- ② 株主による関与 (Share holder advocacy)。

⁸ 経済活動の環境負荷に対する影響を指して「環境効率」という。一般の状況では、環境効率が高ければ、同時に生産効率と費用効率も相応に高くなる。

③地域開発投資（Community investing）。

投資対象のスクリーニングとは、従来の投資対象の選択基準、即ち対象企業の財務状況と株価の動向に注目するだけでなく、特定の社会・環境評価インデックスを使って受益者（投資家）の価値基準に合致した企業を選び投資対象とすることを言う。社会的責任投資ファンドの商品を設計するに当たっては、いかに投資対象を選び、それらを組み合わせて最終的な投資収益を上げるかが最も重要になる。

株主による関与（advocacy）とは、株主が自己の投資付帯権利（株主提案または株主議決権等）の行使を通じ、投資対象企業の経営者に社会的責任を負うことを要求することを行う。この方式は米国で広く運用されている。なぜなら、米国の機関投資家——年金ファンドやインデックス商品投資家——は投資対象企業の株式を長期に保有できるため、機関投資家が投資対象企業に圧力を加えることによって生じるコストとリスクが相対的に小さいためである。また、直接的な対話（Direct Dialogue）によって企業経営者に投資家の意図を伝え、社会的責任投資の実施を促すことができる。

地域開発投資とは、地域の金融機関を主体とするもので、通常融資が難しい住宅建設や中小企業投資に資金を供給し、同時に当該地域の専門技術者のために職業訓練を提供する。その目的は、当該地域の社会と経済の同時並行的な発展を推進することにある。なお、地域開発投資も営利投資であるため、当然ながら社会効果と経済効果のバランスをとる必要がある。

2.社会的責任投資インデックス

現在、先進国では、市場に対する社会的責任投資信託の提供や社会的責任投資指数商品の設計を主要な方式として、投資対象のスクリーニングが行われ、社会的責任投資が発展している。

社会的責任投資の効果を高めるために、先進国の社会的責任投資機関は社会的責任投資指数を設計して金融機関の社会的責任投資を指導している。一般的にインデックス・システムに組み込まれた企業は、その環境要素と社会要素の企業業績に対する影響が企業の財務実績と正の相関関係にある。これは、投資家に安定的かつ安全な投資リターンを保障し、社会の調和のとれた発展を積極的に促進する働きがある。以下にいくつかの著名な社会的責任投資指数を紹介する。

DJSI(Dow Jones Sustainability Index)⁹

ダウジョーンズ・サステナビリティ・インデックスとは 1999 年に米国の Dow Jones 社とスイスの社会的責任投資機関——SAM(Sustainability Asset Management)が共同で作成した社会的責任投資指数である。「Dow Jones Global Index SAM DJSI」は世界で初めて持続可能性を評価した指数である。この指数は主に持続可能性で卓越している大手企業

⁹ ダウジョーンズ・サステナビリティ・インデックス (http://www.sustainability_index.com/)

をフォローアップしている。構成銘柄はダウジョーンズグローバルインデックス（Dow Jones Global Index）2500社のグローバル企業の中から最も優れた10%を選別している。SAMは経済・環境・社会の3分野からそれぞれ企業調査を行い、各業界からスクリーニングされたランキングの上位企業をDJSIに採用している。DJSIはグローバルな社会的責任投資のベンチマークの一つと見なされ、全世界で50億米ドルを超えるポートフォリオ投資がDJSIを基礎に組成されている。

FTSE4goodインデックス¹⁰

「フィッツィ社会的責任グローバルインデックス」はイギリスの経済紙『ファイナンシャルタイムズ』とロンドン証券取引所の合弁会社である「FTSE インターナショナル」が、2001年7月に作成したものである。それは若干の異なる対象地域と母集団で構成される。タバコまたは武器製造等の社会に危害を及ぼす企業を除外し、企業の「利益相反」と「人権擁護」の処理といった方面に優れている上場企業の銘柄を指数に組み入れている。

ESI (Ethibel Sustainable Index)¹¹

1992年にベルギーにエティベル社という名のNGOが設立された。設立当初の活動は環境保護と平和、途上国問題の研究に限られていたが、2002年6月から持続可能性のポテンシャルのある優良銘柄リストの中から、株式市場の時価総額の大きい企業を選別して「Ethibel Sustainable Index」を作成した。

MS-SRI¹²

日本の上場企業を対象に、企業の財務評価以外に、社会及び環境評価を行う指数である。日本の投資情報サービス企業——モーニングスター株式会社と日本のNPO法人——日本パブリックリソースセンター（Center of Public Resource Development）が2003年7月に共同開発した。銘柄の選別基準は以下の通りである。これらは、企業の社会投資の意義に対する認識の深化に寄与している。

- ①企業が投資を促進し、その社会的責任を果たしているか、社会的価値の創造に参画しているか。
- ②投資によって市民が社会的価値の創造に参画する機会があるか、企業の社会性が強化されているか。
- ③社会的責任投資金融商品を開発することで、金融関係の企業の社会性を向上させる一助になっているか（例えば、投信信託委託会社や投資信託販売会社の社会性）。

¹⁰ フィッツィ社会的責任グローバルインデックス
(http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/index.jsp)

¹¹ ESI (http://www.ethibel.org/subs_e/4_index/main.html)

¹² 日本モーニングスター社の社会的責任投資株価インデックス (www.morningstar.co.jp/)

現在、中国には大手機関投資家が設計した整備されたシステムとしての社会的責任投資指数はないが、社会的責任投資は金融機関によって長期かつ有効的に行うように誘導されている。2005年12月に北京に「中国企業社会責任連盟」が発足し、その後、中国金融監督管理機関と中国国家環境保護部が数次にわたり文件を公布し、金融機関が融資の際に貸出対象企業の環境責任を審査し、すでに環境に重大な危害をもたらしている企業を対象に貸出の圧縮または停止を義務づけている。なお、中国建設銀行等の複数の銀行も、相次いで社会的責任報告書を対外的に発表している（陳虹，2009）。

Ⅲ.中国の社会的責任投資ファンド—ケーススタディ：「興業社会責任株式型投資基金」

2008年4月30日、中国初の社会的責任投資ファンドが誕生した。中国興業全球基金管理会社が発行した「興業社会責任株式型投資基金（ファンド）」（証券コード340007、以下「興業株式型ファンド」と略）である。株式投資比率はファンド総資産の65～95%で、株式型ファンドに属し、当面の運用総額は約70億元である。現在、興業全球基金管理会社は計10本のファンドを管理しており、資産規模は約348億元、「興業株式型ファンド」の金額は同社の運用資産の約5分の1の規模¹³を占める。同ファンドの投資目標は短期的な投資収益の実現及び長期的なキャピタル・ゲインの追求にあり、投資対象となる上場企業の持続可能性や法律・道徳・責任面での行動に注目している。

1. 「興業社会責任株式型投資基金」の法的根拠

中国政府は2005年に「中華人民共和國会社法」を公布し、その第5条で以下の条項を定めている。すなわち「企業は経営活動に従事し、法律・行政法規を遵守し、社会の公共道徳・商業道徳を遵守し、誠実で信用を守り、政府および社会大衆の監督を受け、社会的責任を担う」。

2006年9月25日、深圳証券取引所は「会社法」「証券法」等の法律に照らし「深圳証券取引所上場企業の社会的責任に関するガイドライン」¹⁴を公布し、上場企業が積極的に社会的責任を担うように提唱した。ここで指摘されている上場企業の社会的責任とは、上場企業が国家および社会の全面的な発展、自然環境と資源、株主・債権者・従業員・顧客・消費者・サプライヤー・コミュニティ等のステークホルダーに対して負うべき責任を指し、具体的な要求として以下が挙げられる。

- ①上場企業（以下「企業」という）は経済効果と株主利益の保護を追求すると同時に、積極的に債権者と従業員の合法的な權益を保護し、サプライヤー・顧客・消費者に真摯に対応し、環境保護やコミュニティ建設等の公益事業に積極的に取り組まなければならない。
- ②企業の経営活動においては、自発性、公平性、等価有償、誠実信用の原則を遵守し、社会

¹³ 2008年4月中国証券監督管理委員会が発行承認、ファンド発行体は興業全球基金管理有限公司で、ファンドの信託管理人は中国建設銀行股份有限公司である（<http://www.xyfunds.com.cn/>）。

¹⁴ 深圳証券取引所（<http://www.szse.cn/main/rule/jvsywgz/200602959300.shtml>）。

の公共道徳・商業道徳を守り、政府及び社会大衆の監督を受けなければならない。

③賄賂・密輸等の違法活動によって不当な利益を貪ってはならず、他人の商標・特許・著作権等の知的財産権を侵害してはならず、不当な競争行為を行ってはならない。

④企業は本ガイドラインの要件に基づき、社会的責任を積極的に履行し、企業の社会的責任の履行状況を定期的に評価し、自発的に企業の社会的責任報告を開示する。

2. 「興業社会責任株式型投資基金」のスクリーニング基準

中国興業全球基金公司是海外の社会的責任投資の経験を参考に、中国の国情と道徳的価値観にも考慮し、社会的責任投資に関するスクリーニング基準を制定した。同ファンドの社会的責任投資の理念は、主に米国のエイミー・ドミニ（Amy Domoni）女史の考え方になったものである。エイミー・ドミニ女史は米国の社会的責任投資理念の著名な提唱者の一人であり、ドミニ・ソーシャル・インベスツメントの創設者でもある。ドミニ女史の著作『社会的責任投資—投資の仕方で社会を変える』は、2008年8月に興業全球基金公司によって中国語版が出版されている。ドミニ女史は中国語版の序文の中で、中国のような世界でも有数のポテンシャルを有する国が、かつて計画経済の下で経済発展を指導してきた経済体であったことを温かく肯定している。ドミニ女史は次のように述べている。「膨大な人口を考えると、中国が掲げる発展目標には重要性和緊急性が求められる。近年、この目標は非常に明確になっており、政府は企業に対し国民および環境への影響を公開するように要求し、銀行に対しては有害プロジェクトに融資してはならないことを要求している¹⁵。一定の社会基準または道徳基準を満たしている企業に投資する場合、個人の価値基準のみによって投資の意思決定を行うのではなく、人類の尊厳と環境の持続可能性を企業利益の最大化や株主リターンと同等の重要な目標だと見なすべきである。投資対象を選択する第一歩は候補企業を“社会スクリーニング”のフィルターに掛けることであり、このフィルタリングの過程で特定の商品や業務を初めから除外することができる。」¹⁶

中国興業全球基金公司是、ドミニ女史の社会的投資の理念に基づいて、自己の投資対象スクリーニング基準を設けている。まず経済的責任を社会的責任履行のための基礎とし、同時に投資対象銘柄の持続可能性責任・法律責任・道徳責任を考慮し、それらを銘柄選択の重要な指標としている。

ポジティブスクリーニングとは、公開されている情報に基づき社会的責任投資の対象企業を選別することをいう。例えば、ドミニ女史の会社ではドミニ 400 ソーシャル・インデックス研究センターが開発したシステムに依拠している。同システムは、主に①大衆が入手できる情報、②数値化できる情報、③企業を理解するうえで重要な情報、に基づいて構成されている。

ネガティブスクリーニングとは、社会に危害をもたらす業界または企業を避けることを

¹⁵ Amy Domini(2001)「Social Responsible Investing : Make a Difference and Making Money」, 興業全球基金公司訳(2008)『社会責任投資—改変世界 創造財富』, 上海人民出版社, 第1版, 5頁。

¹⁶ 同注釈5, 48ページ。

いう。例えば、アルコールやタバコ産業を回避する、賭博業経営者または賭博設備製造業者を回避する、などである。

興業全球基金公司是ポジティブスクリーニングの原則に基づき、公開情報を十分に活用して投資対象企業を選別している。特に重大な突発事件やマイナス情報の影響については、迅速かつ断固たる処理を行っている。例えば、2008年に中国の乳製品業界に起きた「メラミン事件」¹⁷は「毒粉ミルク」を飲んだ多くの乳児を病気または死に至らしめ、この事件を機に乳製品業界の多くの有名企業もスキャンダルに巻き込まれる事態になった。これらの企業の違法行為は消費者の心身の健康を甚だしく害し、社会に著しい悪影響をもたらしたわけだが、興業全球基金公司是これらの企業が同社の社会的責任インデックスの求める基準に甚だしく違反したことを受けて、事件が発覚するや「突発事件」対応プログラムを始動させ、直ちにこれらの上場企業をファンド組入れ銘柄から抹消した。

また、興業全球基金公司是ネガティブスクリーニングの原則に基づき「非投資対象企業リスト」を作成している。このリストにはタバコ、巻紙、フィルタチップのようなタバコやタバコ関連業種、白酒等のハードリカーとその関連業種が掲載されている。なお、賭博業等の多くの外国で禁止されている業種の企業は中国市場ではまだ上場されていないが、今後上場の可能性がある場合には、社会発展と上場企業が所属する業種属性の多様性の増大に照らして、必ず業種分類を調整し、ブラックリスト掲載企業に加えることもあり得る、と同社は表明している。

3. 「興業社会責任株式型投資基金」の業績と主な投資対象

2008年4月に「興業株式型ファンド」の公開販売が行われた。その後発生した米国発の世界金融危機の下で世界各国の株価は下落を続け、その影響を受けて中国株式市場でも株価は大きく下落した。

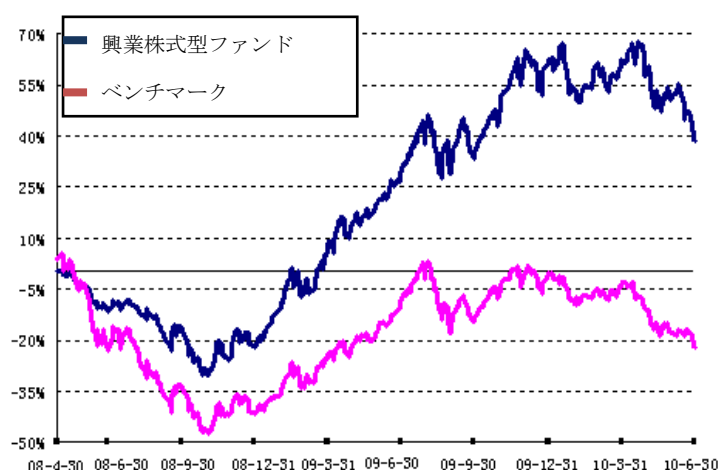
もともと、同ファンドの資産価値の騰落率は同時期のベンチマーク¹⁸を上回っている。同ファンドは2008年4月より公開上場し販売を開始しているが、その資産価値は上場時に比べマイナスを続け、2009年3月になってようやくプラスに転じた。ただし、上場後の資産価値の騰落率は2008年5月から常にベンチマークを上回っているほか、ベンチマークより1四半期早くプラスに転じている。2008年4月から2010年6月30日まで同ファンドの資

¹⁷ 2008年6月28日、蘭州市解放軍第一病院は初めて「腎結石」を患う乳幼児を収容した。2008年9月11日「東方早報」の記者が「甘肅の14人の乳児が“三鹿”粉ミルクで腎臓病の疑い」との記事を発表。初めて三鹿ブランドの粉ミルクという実名が公表され、世論の大きな反応を引き起こした。2008年9月3日、衛生部は、三鹿ブランドの粉ミルクに含まれたメラミンは、不法分子が原乳あるいは粉ミルクのタンパク質を増やすために添加したものであると実証した。2009年1月22日、石家庄市中级人民法院の一番は、三鹿集団の田文華董事長を無期懲役に処し、メラミン混合物を生産販売した張玉軍を死刑に処し、その他の事案に関わった人物全てに刑事判決を言い渡した。この事件によって多くの乳製品製造企業に同様の違法行為の疑いがあることが暴露された。

¹⁸ ベンチマーク=80%×中信S&P300指数+20%×中信S&P国債指数。「中信S&P300指数」の構成銘柄は、中国A株の各業種の上場企業の流通株時価総額が最大規模で、最も流動性がありかつ財務的に安定している300社であり、中国A株市場全体の収益率を代表するものとして用いられる。詳細については、中信S&P指数サービス (<http://www.spcitic.com/pdetail.asp?pid=A0100001750>) を参照。

産価値の変動状況は以下の通りである（グラフ 1）。

グラフ 1：「興業社会責任株式型投資基金」の資産価値とベンチマークとの比較（2008年4月30日—2010年6月30日）



（出所）『興業社会的責任株式型証券投資ファンド報告』2008年第4四半期—2010年第2四半期。詳細は興業全球基金管理有限公司ウェブサイト（<http://www.xyfunds.com.cn/>）。

「興業株式型ファンド」の各四半期の経営報告に基づき、主な投資企業¹⁹を選別してその社会的責任の現状について以下のような分析を行った。なお、これらの企業は金融業・医薬業・新エネルギー産業に属する。

金融業の投資ランキング上位10社には招商銀行、浦東發展銀行、中国平安保險公司等名を連ねている。2009年度のファンド報告書では、招商銀行は累計買い入れ金額で期首のファンド純資産額の2%超、上位20社の投資対象企業中第2位にランキングされた。当時、期首のファンド資産純額に占める割合が46.23%であった招商銀行を例に挙げた。2008年第4四半期から2010年第3四半期までの「興業株式型ファンド」の四半期経営報告書を見ると、同ファンドは7四半期中5四半期で招商銀行への投資を選択している。

招商銀行は中国初の事業会社が創業した商業銀行であり、中国政府による金融改革推進のためのテストケースである。1987年に中国の改革開放の最前線である深圳特区に設立された。2002年に上海証券取引所で上場、2006年には香港聯合証券取引所で上場を果たしている。2009年現在、同行は4万余人の従業員を擁し、支店は700余り、資産総額は19,760.28億元で、中国の6大商業銀行の1つになっている。

招商銀行は、企業と社会は一つの相互利益共同体であり、バランスのとれた安定した社会は企業の発展に役立ち、また企業には社会の安定とバランスを保つ責任がある、という

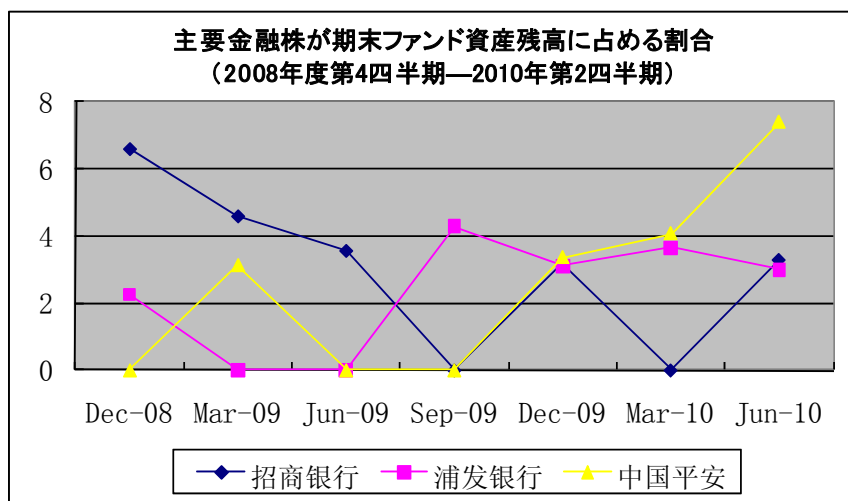
¹⁹ これらの企業は同ファンド経営報告書の中で、期末の同ファンド資産残高に占める割合の大きさに基づきランキングした上位10名の投資対象である。詳細は興業全球基金管理有限公司ウェブサイト（<http://www.xyfunds.com.cn/>）を参照。

認識に立っている。したがって、招商銀行は一貫して「社会に根ざし、社会に還元する」を創業の理念として掲げ、環境・教育・災害救助等の分野で一連の積極的な行動をとり、社会への還元を図っている。また 2007 年から『CSRレポート』の公開を始めている。報告書が依拠するものとしてはグローバル・レポーティング・イニシアティブ (Global Reporting Initiative ,GRI) のサステナビリティ・レポーティング・ガイドライン (G3) 及び金融サービス業界報告補充ガイドライン (FSSS) が挙げられる。同時に中国銀行業監督管理委員会の「銀行業金融機関の社会的責任の強化に関する意見」²⁰、中国銀行業協会の「中国銀行業金融機構企業の社会的責任に関するガイドライン」²¹を遵守している。招商銀行が自己評価する情報公開レベルはGRIが規定するBクラスに達している。なお、情報公開面で招商銀行が採用しているインデックスは以下の点に十分な注意が払われている。すなわち、①社会的責任の主なテーマと深く関連している、②相応するテーマにおいて招商銀行のパフォーマンスを効果的に反映できる、③招商銀行の既存の管理システムによって正確にこれらの情報が収集できる。

招商銀行は 2009 年度までに 4 回『CSRレポート』を公開発表した。2007 年、2008 年、2009 年の各年度のレポートと、1987-2007 年度の合併版である²²。

図表 2・3 主要金融株が期末ファンド資産残高に占める割合

	Dec-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jun-10
招商銀行	6.61	4.60	3.57	0.00	3.18	0.00	3.30
浦发銀行	2.26	0.00	0.00	4.29	3.11	3.66	3.00
中国平安	0.00	3.13	0.00	0.00	3.37	4.08	7.39



(出所)「興業社会的責任株式型証券投資ファンド報告」2008 年第 4 四半期—2010 年第 2 四半期の各期。詳細は興業全球基金管理有限公司サイト (<http://www.xyfunds.com.cn/>)。

²⁰ 中国銀行監督管理委員会弁公庁発[2007]252 号，2007 年 12 月 5 日。中国銀行監督管理委員会ホームページ (<http://www.cbrc.gov.cn/>)。

²¹ 中国銀行業協会公布，2009 年 1 月 12 日。中国銀行業協会ホームページ (<http://www.china-cba.net/>)。

²² 中国招商銀行ホームページ (<http://www.cmbchina.com/cmbir/productInfo.aspx?type=info&id=CSR>)。

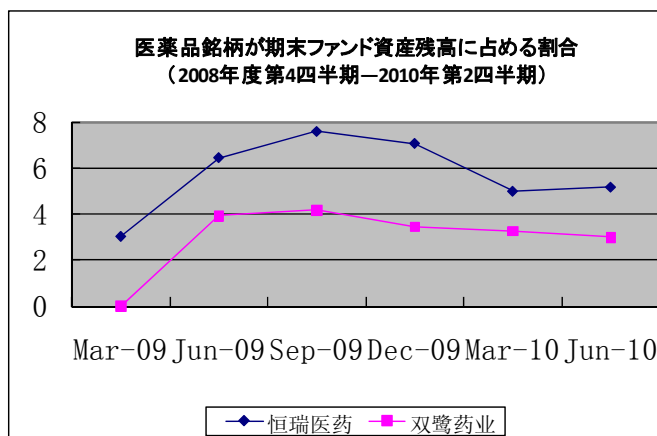
2009年の第1四半期から2010年第2四半期までの報告書から、「興業株式型ファンド」が医薬品企業への投資のうち恒瑞医薬公司を6回選択していることがわかる。また、2009年度のファンド報告を見ると、恒瑞医薬は累計買い入れ金額が期首のファンド資産残高の2%超、あるいは上位20社の投資対象企業中第3位にランキングされ、期首ファンド資産残高に占める割合は36.75%であった。

江蘇恒瑞医薬股份有限公司は科学研究・生産・販売が一体となった大手医薬品の上場企業であり、国内最大の抗腫瘍薬の研究および生産拠点であると同時に、中国の国家定点麻醉薬品メーカーでもある。これまで全国医薬システム先進集団や国家重点ハイテク技術企業に選出されている。また、長年連続して中国国家统计局の全国化学製薬業界の収益優良10社に選ばれている。連続5年、納税額で全国化学製薬業界第2位にランキングされている。2008年の売上高は25億元、利益は5.6億元、納税額は5.2億元を実現し、各経済指標はいずれも前年同期比30%以上の伸び率になっている。²³

ところが、江蘇恒瑞医薬股份有限公司のホームページ上には同社の社会的責任に関する説明や関連の文章が見られない。一方、北京双鹭薬業股份有限公司の企業経営目標の中には企業の社会的責任に近い説明が見られる。すなわち、「人々のために良質で安価な医薬品を製造し、株主のために持続的に投資リターンを創出し、従業員には自己実現のための業務環境を構築する」。²⁴

図表4・5 医薬品銘柄が期末ファンド資産残高に占める割合

	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dec-09	Mar-10	Jun-10
恒瑞医薬	3.00	6.44	7.58	7.06	4.97	5.15
双鹭薬業	0.00	3.91	4.17	3.44	3.26	2.98



(出所)「興業社会的責任株式型証券投資ファンド報告」2008年第4四半期—2010年第2四半期の各期。詳細は興業全球基金管理有限公司サイト (<http://www.xyfunds.com.cn/>) を参照。

²³江蘇恒瑞医薬股份有限公司ホームページ (<http://www.hrs.com.cn/>)。

²⁴北京双鹭薬業股份有限公司ホームページ (http://www.slpharm.co.cn/web/ABOUTUS/ABOUTUS_linian.jsp)。

「興業株式型ファンド」の新エネルギー産業向けのものについては、保定天威保変電気股份有限公司²⁵を見てみることにしよう。同社は2009年度の報告で、同ファンドの累計買入れ金額が期首ファンド資産残高の2%超、または上位20社の投資対象企業の一つであり、期首ファンド資産残高の割合の11.44%を占める。天威公司是太陽光発電産業で株式支配企業および資本参加する子会社6社を擁し、シリコン原料・インゴット・チップ・セル・モジュールから太陽光応用システムまで完全な産業チェーンを形成し、その製品は国家の認証を数多く得ている²⁶。風力発電分野で同社傘下の天威風電科技有限公司の風力発電機生産プロジェクトは、グループ内の新エネルギーの重要な構成部分になっている。発電機のインテグレーション技術はイギリスGH社と共同開発したもので、中国北方風の条件に合った1.5MW風力発電ユニット技術は、現在500台以上の完成機生産能力を備えている。

保定天威保変電気股份有限公司もCSRレポートを公表していないが、企業の道德原則についての説明を行っており、その内容は職業道德・社会道德・従業員の家庭の美德に及んでいる。

IV.中国の社会的責任投資ファンドの課題と未来

1.大手機関投資家の必要

中国の資本市場における社会的責任投資は、最近出現した新しい趨勢に過ぎず、まだ萌芽段階にある。中国のファンドは1990年代後半になってようやく成長し始めたこともあり、創設まもない時期の投機的雰囲気濃厚で、違法行為が発生したこともある。その後、ファンド業界の整頓・処罰が進み、中国証券監督管理委員会（CSRC）は、2000年以降、機関投資家を積極的に発展させることでファンドの違法行為を根絶する方針を打ち出した。そのためファンド会社は大きく成長し、今や資本市場の投資家構造改善のための重要な勢力になっている。

2002年、CSRCはファンドの審査・許可手続きの簡素化に着手し、専門家による審査制度を導入し、ファンド製品の審査・許可プロセスがますます制度化・透明化・専門化・規範化されている。2003年以降、審査・許可制度がさらに簡素化され、国際的なルールに準じた登録制度に近付ける努力も始まっている。これまでに、ファンド業界で商品化されたファンド投資商品の発展過程は下表の通りである。

²⁵保定天威保変電気股份有限公司ホームページ (<http://www.twbb.com/index.asp>)。

²⁶株式支配企業及び株式参加する子会社6社とは、天威薄膜、天威四川珪業、天威英利、四川新光珪業、西藏華冠、樂電天威珪業、である。現在薄膜の1期投資はすでに建設を終了して稼働し、かつISO9001、TUV、中国CQC、UL等の多くに認証に合格している。現在薄膜2期投資プロジェクトが積極的に計画中で、2015年までに年産500MWに達する予定である。

図表 6 中国のファンド業界の発展過程

2000年	『財経』雑誌が「ファンド黒幕」を公表
2001年	第1回オープンファンド
2002年	第1回債権ファンド、インデックスファンド
2003年	第1回アンブレラファンド、保障型ファンド、貨幣市場ファンド
2004年	第1回転換債ファンド、LOFファンド、ETFファンド
2005年	第1回中短期債権ファンド
2006年	第1回QDIIファンド
2008年	第1回社会的責任ファンド

(出所)『中国資本市場発展報告』2010年度、69-73頁に加筆修正。

2010年8月現在、中国の資本市場には61社のファンド管理会社（運用会社）があり、公開販売しているファンドは計637本²⁷を数える。2009年のCSRCの年報によると、2009年末時点の証券投資ファンドが保有する株式の時価総額は1.92兆人民元で、上海および深圳株式市場の時価総額（流通株ベース）の12.71%²⁸を占めている。もっとも、社会的責任投資については、1社のファンド会社が発行する社会的責任投資ファンドが1本があるのみで、その総額も70億人民元に過ぎず、中国の資本市場に占める割合は微々たるものである。このことから、それが単なるシンボリック的存在に過ぎず、中国の資本市場における社会的責任投資はスタートしたばかりであることが分かる。

現在の中国の資本市場には、依然として短期的な取引行為に偏重し、売買回転率が高く、投機性が強いといった問題が存在しているが、中国の資本市場およびファンド業界の改革が進展するに伴い、年金ファンドまたはその他の退職金ファンドがファンド業界におけるコアの機関投資家となることが予想される。大手のコア機関投資家が育成されてはじめて、投資の長期的な収益が保障され、投資行為の経済収益・環境影響・社会効果への関心を払い、各ステークホルダーの需要に配慮することができるようになるのである。また、それによって、社会的責任投資の成長のためのより広い空間が提供されることになる。

2. 情報データのシステム化

上記のように、先進国では歴史のある大手機関投資家が金融メディアと共同で社会的責任投資インデックスを設計し、各金融機関に対し社会的責任投資を行うよう指導している。先進国のこれらのインデックス・システムの情報公開は比較的完全かつ透明性があり、過

²⁷ 『中国ファンド企業リスト』と『発行ファンドリスト』。中国証券監督管理委員会ホームページ (http://www.csrc.gov.cn/pub/zihpublic/G0030208/201009/t20100907_184467.html)。

²⁸ 『中国証券監督管理委員会年報 2009年』、中国証券監督管理委員会ホームページ (<http://www.csrc.gov.cn/pub/>)。

トラックレコード（過去のデータ）の追跡をすることもできる。これらのデータを基に、投資家は、投資対象企業の環境要素と社会要素が企業業績に与える影響やこれらの影響と企業の財務実績との関係を分析し、安定的かつ安全な投資リターンが得られるか、社会との調和のとれた発展にとってプラスの促進作用があるか、といった判断が可能になる。

例えば、ESI インデックス（Ethibel Sustainable Index）は、経済発展の持続可能性という視点から、一流企業の株価の総合的な動向を機関投資家・資金管理会社・銀行・その他の投資家に提供している。持続可能性の潜在力を有する一流企業を選別し、その株価でインデックスを作成し、安定した金融収益と社会に対する積極的な影響の両方を兼ね備えるように設計されている。現在、いわゆる ESI インデックス（Ethibel Sustainable Index）は、以下の4つの部分で構成されている。つまり、総合性 ESI インデックスは、ESI グローバルと地域 ESI インデックス（ESI アメリカ、ESI ヨーロッパ、ESI アジアパシフィック）で構成されている。このインデックスの計算と更新は、世界的に著名な金融情報分析および格付け会社である米国のスタンダード&プアーズ社が行っているが、インデックス組み入れ銘柄については完全にエティベル社自身によって審査基準が設計され、独立した管理が行われている。インデックス・システム全体は公開された株式時価総額をベースに、ヨーロッパ・アメリカ・アジアの全ての産業の中から持続可能性を有する企業を選別している。エティベル社は、インデックスの構成比率を独占的に決定し、「人・地球・収益」と企業の各種の「利害関係（stake）」のバランスを統一的に考慮し、それを基に優良企業を選別しているのが特徴である。

中国初の社会的責任投資の実績は2年余りしかなく、まだ完全なインデック・システムを設計できるような能力を備えていない。情報不足やデータ不足がもたらすリスクを減らすために、中国の社会的責任投資ファンドが選別する投資対象企業は、中国の各級政府が選出した先進典型企業または政府による改革のテストケース企業である場合が多い。したがって、同ファンドが選別する投資対象企業は、政府の行政的信用によってその情報及びデータ不足を補っていると理解することができよう。

結び

中国の改革開放政策は30年余り実行され、この間、中国経済は高成長を維持してきた。こうした状況の中で、中国の一般消費者または各級の政府官僚は、高度成長をもって経済成長の証とすることに慣れきってしまったような感がある。成長率の重視から成長の質の重視に転換し、投資と資源に過度に依存する成長を抑制することは、実は苦痛を伴う改革のプロセスであり、学習と適応のプロセスでもある。

2005年以降、中国の不動産市場が急成長をとげ、土地売却益が地方政府の主な財源になっている。その結果、中国経済の成長が不動産開発と投資に過度に依存する形になっているが、中国経済の産業構造調整の歩みが速まるにつれて、社会的責任投資が中国の新しいタイプの投資モデルになっていくものと思われる。

ここ数年、国務院は相次いで不動産市場の抑制政策を発表している。2010年は土地およ

び建設中物件の担保に関する政策を調整し、銀行に不動産与信リストの管理を促し、不動産向け融資および不動産関連の鉄鋼・セメント・建材等の業界向け融資のストレステストを行っている。不動産以外にも、ここ数年、国務院は様々な産業構造調整のための政策を相次いで発表し、「高エネルギー消費・高排出」産業の成長を厳しく規制し、立ち後れた生産設備を淘汰し、生産能力の過剰を防止している。産業構造の最適化は中国経済の持続可能性の根本であり、社会的責任投資の発展を促す推進力でもある。

参考文献

1. 中国人民銀行易綱副頭取スピーチ, 中国外貨管理局オフィシャルサイト(2010年7月30日) <http://www.safe.gov.cn/>
2. 米国社会的責任投資 : <http://www.socialinvest.org/resource/sriguide/srifacts.cfm>
3. 欧州社会的責任投資フォーラム :
<http://www.eurossif.org/sri>
4. ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス
<http://www.sustainability-index.com/>
5. フツィ-社会的責任投資グローバルインデックス
[http://www.ftse.com/Indices/FTSE\\$Good_Index_Series/index.jsp](http://www.ftse.com/Indices/FTSE$Good_Index_Series/index.jsp)
6. エティベル社の持続可能な発展株式インデックス
http://www.ethebel.org/subs_e/4_index/main.html
7. 日本モーニングスター社社会的責任投資株価指数
www.morningstar.co.jp
8. 陳虹『中国金融機関の社会的責任投資と排出権取引』2009, 日本野村資本市場研究所
9. 中国興業全球基金管理公司 :
<http://www.xyfunds.com.cn/>
10. 中国『深圳証券取引所上場企業の社会的責任手引』
<http://www.szse.cn/main/rule/jysywgz/200609259300.shtml>
11. Amy Domini(2001)「Socially Responsible Investing: Make a Difference and Making Money」、興業全球基金公司訳 (2008)『社会的責任投資—改變世界 創造財富』、上海人民出版社, 第1版, 5頁, 48頁
12. 中国銀行監督管理委員会「銀行業金融機関の社会的責任の強化に関する意見」(中国銀行監督管理国委員会弁公庁発[2007] 252号、2007年12月5日)中国銀行監督管理委員会:
<http://www.cbrc.gov.cn>
13. 中国銀行協会『中国銀行業金融機関企業の社会的責任手引』(中国銀行業協会公布、2009年1月12日)中国銀行業協会 : <http://www.china-cba-net/>
14. 中国招商銀行 : <http://www.cmbchina.com/cmbir/Productinfo.aspx?type=info&id=CSR>

15. 江蘇恒瑞医薬股份有限公司:
<http://www.hrs.com.cn/>
16. 北京双鹭薬業股份有限公司 :
http://www.slpharm.com.cn/web/ABOUTUS/ABOUTUS_linian.jsp
17. 保定天威保变電気股份有限公司 :
<http://www.twbb.com/index.asp>
18. 『中国資本市場発展報告』 2010 年度, 63-73 頁
中国証券監督管理委員会 : <http://www.csrc.gov.cn>
19. 『中国ファンド企業リスト』 と 『発行ファンドリスト』 :
http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306208/201009/t20100907_184467.htm
20. 『中国証券監督管理委員会年報』 2009 年, 中国証券監督管理委員会 :
<http://www.csrc.gov.cn/pub>