

< 論 文 >

S R I ファンドのパフォーマンス

投資工学研究所 兼 社会システム研究所 中嶋 幹

要 約

企業の社会的責任が問われるようになって以降、CSR に対する企業の行動(コミットメント)が投資尺度の一つとなるような投資手法が広まっている。一般に、このような投資手法は社会的責任投資(以下、SRI)と呼ばれ、国内株式型の投資信託においても SRI を標榜するファンドが散見されている。近年の研究によれば、CSR は企業の利害関係者にかかわる外部不経済の是正から長期的な企業価値に繋がらうという見方があるが、この議論を踏まえると、SRI は付加価値を獲得可能とする投資手法である可能性がある。その一方、SRI は利用可能な投資機会が限定されることから、パフォーマンスが劣後しやすい投資手法であるとの見方も根強い。そこで本稿では、我が国の SRI ファンドのパフォーマンス評価を行い、この点について検討していくことにする。

分析の結果、SRI ファンド及び従来型のファンドのリスク調整後のリターン¹の有意性は確認できなかった。このことは、両者のパフォーマンスの格差は見受けられないことを示唆するものと考えられる。但し、分析期間を 2 つに区分したケースでは、統計的に有意でないものの、2000 年度以降の SRI ファンドのパフォーマンスは高い結果となっている。以上の分析結果は、SRI ファンドのパフォーマンスは必ずしも劣ったものではないことを示唆すると考えられる。

目 次

1. はじめに
2. SRI ファンドのパフォーマンスに関する先行研究
3. SRI ファンドのパフォーマンス分析
4. おわりに

1. はじめに

企業の社会的責任が問われるようになって以降、CSR に対する企業の行動(コミットメント)が投資の評価尺度として注目されている。このような投資手法は社会的責任投資(SRI; socially responsible investing、以下 SRI)と呼ばれ、株式投資信託においても SRI の視点から銘柄選択を行うファンドが散見されている。我が国においては、

¹ 厳密には、SRI は CSR だけでなく様々な視点から社会的責任投資を行うものである。従って、社会的責任企業に投資するケースは SRI の一つとして考えるべきである。但し、この点に関して本稿では議論の対象としないため、社会的責任企業への投資を SRI と呼ぶことにする。

環境問題の関心の高まりを背景に、企業の環境に対する姿勢が問われて久しいが、近年は環境のみならず企業を取り巻くステイクホルダーとの関係やコンプライアンスといった包括的な視点から CSR を捉える傾向が見受けられる。

このように CSR の認識が広がりを見せる中で、企業価値や株価に対して CSR が与える影響が重要な論点となる。企業価値と CSR の関係について、佐々木(2004)は CSR を企業の利害関係者にかかわる外部不経済の是正と定義づけするならば、長期的な株主価値を最大化するための手段となりうることを論じている。換言すれば、短期的視野による経営が社会とかかわる従業員や社会などのステイクホルダーに不釣り合いな負の効用をもたらすならば、CSR という規範はそのような外部不経済の問題を解決しうる。仮に、SRI がそのような観点から企業評価を行うことを可能にするならば、付加価値の獲得を可能とする投資手法である可能性がある。他方、SRI はスクリーニングによる投資制約から、利用可能な投資機会を狭めることによりパフォーマンスが劣化する可能性もある。一般に、SRI はポジティブスクリーンやネガティブスクリーンにより投資ユニバースを策定した上でポートフォリオ構築が行われるが、この場合、従来型の投資に比べて投資不適格となった銘柄の分だけ投資機会が減少する。例えば、Grinold and Kahn(2000)が明らかにしているように、投資機会の減少はパフォーマンスの低下に繋がる可能性がある。

では、社会的責任を果たしている企業(以下、社会的責任企業)の株式パフォーマンスは高いのだろうか。株式パフォーマンスが高いとすれば、その源泉は企業価値の増加によるものであろうか。このような疑問に対して、Hamilton, Jo and Statman(1993)は3つの仮説を提示しており、次のようにまとめられる。

(仮説1) SRI のリスク調整後の期待リターンは、従来型の投資のそれに比べて等しい。例えば、社会的責任投資家が売却する株式を従来型の投資家が購入するため、株価は影響を受けない。即ち、SRI ファクターは価格付けされないファクターである。

(仮説2) SRI のリスク調整後の期待リターンは、従来型の投資に比べて低い。この場合、社会的責任投資家は、資本コスト(期待リターン)を低下させることにより、従来型の企業に比べて社会的責任企業の企業価値を高めている。SRI ファクターは価格付けされる。

(仮説3) SRI のリスク調整後の期待リターンは、従来型の投資に比べて高い。即ち、多数の投資家は、社会的責任企業でない企業に関して、ネガティブな情報が流れるリスクを常に過小評価していると考えられる。

彼らの分析によれば、SRI 型ファンドのジェンセンのアルファ²及び、SRI 型と伝統的なファンドのジェンセンのアルファの格差がともに有意でないことから、一番目の仮

² 「ジェンセンのアルファ」については『今月の用語』(38ページ)を参照。

説が支持されると述べている。上記の仮説は、これまでの先行研究の分析の視点となってきた論点でもあり、本分析のもっとも関心のある部分であるが、CSR と社会的責任企業の株式パフォーマンスの背後にある因果関係には、これ以外にも様々な仮説が考えられることから、詳細な検討が必要である。CSR と企業価値の因果関係の考察なしに株式パフォーマンスとの関係を検討しても、得られた結果は意味を持たないであろう。この点に関しては、次回以降の課題としたい。本稿では、SRI ファンドのパフォーマンス評価を行うことにより、次章で述べるような先行研究で指摘される傾向が我が国においても確認されるかどうか、更には SRI が付加価値を獲得可能とする投資手法である可能性について検討していく。

2. SRI ファンドのパフォーマンスに関する先行研究

SRI のパフォーマンス評価を行う場合、主に 3 通りの分析方法が考えられる。一つは、個別企業の株式パフォーマンスに着目する方法である。例えば、Derwall et al.(2005)は、エコ効率スコア (eco-efficiency scores) を用いて分析を行っており、スコアの高い企業のポートフォリオは、低い企業のポートフォリオのリターンに比べて高いことを示している。このパフォーマンス格差は、ベータやスタイル、業種固有のファクターで説明されるものではなく、取引コストを考慮しても有意であることから、SRI が付加価値を生む投資手法であることを示唆すると述べている。このアプローチは、彼らのように外部ベンダーやコンサルティング会社が推計するスコアを用いるか、CSR レポートなどの企業が公表するデータから個々の企業の社会的責任について、評価付けを行う必要がある。これにより、多角的な CSR の取り組み度合いがスコアに反映されることで、クロスセクションの株式パフォーマンスの関係について、より明確な分析が可能であるメリットがあると考えられる。その一方、前者は入手困難な場合が多いことから、適用が難しい手法と考えられ、後者についても、現状では利用可能な公開データに限られることから、同様に難しいと言えよう。

いま一つの方法は、SRI インデックス若しくは SRI ファンドのパフォーマンスを分析する方法である。このアプローチは、社会的責任企業とそうでない企業という排他的な関係の下で分析を行わざるを得ないというデメリットがあるものの、パフォーマンスのデータにアクセスしやすいことから多くの実証研究が行われている。例えば、Statman(2000)は SRI インデックスと SRI ファンドの双方について分析を行っており、SRI インデックスは、有意でないもののベンチマークに対するリスク調整後のリターンが上回っていることを報告している。一方、SRI ファンドについては、ジェンセンのアルファはマイナスとなったものの、伝統的なファンドのそれに比べてマイナスの幅が小さいことから SRI ファンドのパフォーマンスは悪くないと述べている。但し、双方のファンドのパフォーマンス格差は、同様に有意でないとしている。

しかしながら、SRI のパフォーマンスを分析する上で、投資信託のデータを用いることは幾つかの問題があることが指摘されている。Schröder(2005)は、投資信託のパフォーマンスは、トランザクション・コスト、マネージャーのスキルやタイミングの効果

を考慮する必要があり、SRI インデックスを分析の対象とすることで、こうした問題への対処が可能となると述べている。その上で、SRI インデックスとベンチマークインデックスの比較を行い、殆どのSRI インデックスはベンチマークに比べてリスクが高く、これがパフォーマンスの違いの要因となることを指摘している。補完的な分析からも、SRI インデックスはベンチマークと同様のパフォーマンスであることが示唆されている。

これ以外にも、ファンドの特性が分析結果に影響を与えることが指摘されている。英国の単位型投資信託 (unit trust) について分析を行っている Gregory, Matatko and Luther(1997)によれば、SRI は小型企業に偏る傾向があることから、先ず始めにサイズエクスポージャーが有意であることを示した上で、サイズリスク調整後のジェンセンのアルファは中立であることが指摘されている。分析期間において、小型株が低調であったことから、サイズリスクを調整しない場合のジェンセンのアルファは下方バイアスがあることを注意している。さらに、彼らはファンドの経過年数と規模も考慮した分析を行っている。ファンドの経過年数については、設定後間もないファンドは初期の現金流入がトランザクションコストを増加させることが先見的に知られていることを考慮して、サイズに加えて設定来の経過年数をコントロールして分析を行ったが、SRI がパフォーマンスの違いを説明する結果は得られていない。それに対してファンドの規模については、サンプルが限定されることから結果の解釈には注意が必要であるとした上で、SRI ファンドのパフォーマンスがやや劣る傾向があることを示している。

このように、小型株バイアスに見られるようなベンチマークの問題に対して、より精緻に対処した分析として Bauer, Koedijk and Otten(2005)がある。彼らは、SRI ファンドの投資スタイルを考慮するために、サイズ、バリュウ、モメンタムファクターをコントロールした上でパフォーマンスの評価を試みている。彼らの方法は、米国、英国、ドイツの103のSRI ファンドに関して、各SRI ファンドについてファンドの経過年数と資産残高からみて適切に対応するSRI でないファンドを3つ選定し、SRI とそうでないファンドの等金額加重ポートフォリオを策定する。次に、ポートフォリオのリターンについて回帰分析を行うことにより、リスク調整後のジェンセンのアルファを推計している。分析の結果は、国毎によって異なり、ドイツと英国で著しい小型株エクスポージャーがみられる一方、米国では大型株へのエクスポージャーが高い傾向があることを指摘している。しかしながら、リスク調整後のアルファについてみると、何れの国においても統計的に有意な格差は見られないと述べている。但し、分析対象期間を3つに区分した場合でみると、最初の期間ではSRI ファンドのパフォーマンスは有意に劣後する一方、最近の期間では有意にアウトパフォームするケースも散見されている。

以上の先行研究から得られた示唆についてみると、分析対象によってバイアスが異なること、また、分析期間によってもバイアスは異なることが考えられる。また、SRI ファンドを対象として分析する場合には、マネージャーのタイミング能力や銘柄選択スキルによるパフォーマンスへの影響があるため、SRI インデックスを分析の対象とすべきだという議論もある。しかしながら、我が国においてはSRI インデックスが限定さ

れる³ことから、本分析では SRI ファンドを分析の対象として、幾つかの先行研究で指摘されるようなバイアスの問題に対処して分析を試みることにする。

3. SRI ファンドのパフォーマンス分析

それでは、SRI 型の投資信託（以下、SRI ファンド）に関するパフォーマンス分析を行ってこよう。分析に用いるファンドは、直近（2006 年 8 月末現在）存在する投資信託を対象とする⁴。また、投資信託は公募及び DC ファンドを対象とし⁵、弊社分類による国内株式アクティブ型のファンドについて分析を行う。国内株式アクティブ型は、大型グロース、大型バリュー、小型、市場型の 4 つに分類される。SRI ファンドの弊社分類の定義は、目論見書に銘柄選択基準の一つに社会貢献を考慮するという明確なメッセージを掲げていることを要件としている。各ファンドのリターンは、1997 年 3 月から 2006 年 8 月までの間に存在する全てのデータを用いて分析を行っている。

表 1 は、SRI ファンドと従来の国内株式アクティブファンド（以下、従来型のファンド）について、ファンド数、規模、経過年数の平均を示したものである。上段は全てのファンドを対象としており、下段はファンドの規模が 10 億円を下回るものを除いている。一般に、ファンドの規模が著しく小さい場合、運用が困難になると考えられることから、パフォーマンスへの影響が懸念される。以下では、後者のケースについても補完的に分析を行っている。また、10 億円未満のファンドを除くことにより、殆どの DC ファンドが分析対象から除かれることが予想される。

表 1 をみると、SRI ファンドの総数は 18 本あり、内訳は大型グロースが 9 本、大型バリューが 1 本、市場型が 8 本である。一方、従来の従来型のファンドの総数は、384 本である。設定来の経過年数をみると、SRI ファンドが平均で 3.6 年程度であるのに対して、従来型のファンドは約 7.3 年であり、SRI ファンドは比較的若い様子が見てとれる。ファンドの規模についてみると、SRI ファンドが 102 億円、従来型のファンドが 162 億円となっており、SRI ファンドの規模は限定的なものに止まっている。一方、10 億円未満のファンドを除いたケースでは、サンプル数の減少にともないファンドの規模が大きくなっているものの、経過年数は殆ど同様である。

表 2 は、分析対象期間に於ける各ファンドの年率換算後のパフォーマンスを平均したものである。SRI ファンドについてみると、リターンは 15.2%、リスクは 15.7%、リターン/リスクは 0.98 である一方、従来型のファンドは、それぞれ 9.5%、19.4%、0.52 となっている。数値を比較すると、SRI ファンドのパフォーマンスが優れているように見えるが、この結果はファンド毎のサンプル数が異なるためであり、表 1 で述べた経過年数の違いが反映されたものであると考えられる。トータルベースのリターンは、相場変動の影響を受けるため、分析対象期間がファンド毎に異なる場合には単純な比較

³ Schröder(2005)は、29 種類もの SRI インデックスを対象に分析を行っている。

⁴ サバイバルバイアスの観点から、償還されたファンドも分析対象とすべきであるが、今回はデータベースの制約により現存するファンドを分析対象としている。

⁵ ファンド名称による DC ファンドやベビーファンドの区別が困難なため、分析対象としている。

表1 ファンドの属性比較

	ファンドの規模(億円)	経過年数(年)	ファンド数
全ファンド			
SRI型	102.0	3.6	18
大型グロース	82.0	4.3	9
大型バリュー	43.8	1.7	1
小型	-	-	-
市場型	131.9	3.1	8
従来型のファンド			
大型グロース	162.0	7.3	384
大型バリュー	163.3	7.8	122
大型バリュー	224.4	7.7	86
小型	109.8	7.3	68
市場型	143.9	6.6	108
10億円未満を除く			
SRI型	121.7	3.8	15
大型グロース	104.7	4.6	7
大型バリュー	43.8	1.7	1
小型	-	-	-
市場型	149.7	3.3	7
従来型のファンド			
大型グロース	200.9	7.1	308
大型グロース	198.0	7.6	100
大型バリュー	286.8	7.0	67
小型	137.0	7.1	54
市場型	177.7	6.7	87

注1:2006年8月末現在

注2:サンプル数が1年に満たない場合は分析対象から除外

表2 ファンドのパフォーマンス比較

	リターン	リスク	リターン/ リスク	ファンド数
全ファンド				
SRI型	15.2	15.7	0.98	18
大型グロース	10.8	15.8	0.71	9
大型バリュー	24.3	14.4	1.69	1
小型	-	-	-	-
市場型	19.1	15.7	1.20	8
従来型のファンド				
大型グロース	9.5	19.4	0.52	384
大型グロース	6.4	19.4	0.34	122
大型バリュー	12.0	16.2	0.80	86
小型	12.8	26.5	0.49	68
市場型	9.0	17.6	0.53	108
10億円未満を除く				
SRI型	14.1	15.5	0.92	15
大型グロース	9.4	15.8	0.62	7
大型バリュー	24.3	14.4	1.69	1
小型	-	-	-	-
市場型	17.4	15.5	1.12	7
従来型のファンド				
大型グロース	9.5	19.6	0.52	308
大型グロース	6.5	19.8	0.34	100
大型バリュー	12.2	15.9	0.83	67
小型	13.2	26.8	0.50	54
市場型	8.6	17.9	0.49	87

注1:年率換算

注2:分析対象期間は、97年3月～2006年8月末

注3:月次のサンプルが12に満たない場合は除く

はできない。そこで、本分析では、Bauer, Koedijk and Otten(2005)にならい、リスク調整後のリターンについて検討する。これにより、相場変動やファンドのスタイルの違いによる影響をある程度緩和できると考えられる。リスク調整後のリターンは、次式で定義される価格式の定数項 () として推計されるものとする。

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + b_i EXM_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + m_i UMD_t + \varepsilon_{i,t}$$

ここで、EXM は市場収益率と無リスク金利との差であり、係数 b は所謂ベータを表す。市場収益率は、東証一部、二部、ジャスダック銘柄の時価総額加重リターンである。HML、SMB は、3 市場の銘柄を規模により小型と大型に分類した上で、更に BP (PBR の逆数) により 3:4:3 になるように 3 分類する。このようにして構築した 6 分類グループのうち、各 BP 別ポートフォリオについて小型ポートフォリオと大型ポートフォリオのリターンの差 (Small Minus Big) の平均をとったものが SMB であり、規模別グループについて高 BP ポートフォリオと低 BP ポートフォリオのリターンの差 (High Minus Low) の平均をとったものが HML である。つまり、SMB は規模に関するファクターを表し、HML は簿価/時価比率に関するファクターを表す。UMD は規模と直近の騰落率について 6 分類ポートフォリオを構築した上で、各規模別グループについて直近で上昇したポートフォリオと下落したポートフォリオのリターンの差 (Up Minus Down) を算出し、その平均をとったものである。UMD はモメンタムに関するファクターを表す⁶。左辺第二項の R_f は、無リスク金利である。

表 3 は、個々のファンドについて得られた上式の推計結果の平均を示したものである。括弧内の数値は、個々のファンドの推計値に対する t 値の平均を示している。先ず始めにアルファについてみると、SRI ファンドが 0.027% (年率換算では 0.324%) であるのに対して、従来型のファンドは 0.124% (年率換算では 1.488%) となっており、従来型のファンドのアルファの方が高い様子が見てとれる。従来型のファンドの内訳をみると、小型株ファンドのアルファが 0.436% と高いことから、この分が嵩上げしている可能性が考えられるが、大型グロースや市場型と比較した場合でも、従来型ファンドのアルファは高いことがわかる。但し、 t 値の平均は何れも低い値に止まっており、アルファの有意性は確認されない。ベータについてみると、SRI ファンドの係数は概ね 1 を下回っているのに対して、従来型のファンドは 1 を上回るケースが多いことがわかる。SRI ファンドのベータは、低い傾向を示していると考えられる。SMB ファクターについてみると、SRI ファンドは -0.089 となっており大型株へのエクスポージャーが高い様子が見てとれる。 t 値も -2.37 となっており、殆どのケースで有意である。これに対して、従来型のファンドは小型株を除いて有意な傾向は示されていないものの、係

⁶ 3 ファクターモデルについては、Fama and French[1993]のアプローチによる。UMD ファクターの算出方法は、<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/> に詳しい。

表3 リスク調整後のリターンの推計結果

	b	s	h	m	決定係数	ファンド数	
全ファンド							
SRI型	0.027 (0.04)	0.994 (30.47)	-0.089 (-2.37)	-0.015 (-0.27)	-0.056 (-0.30)	0.94	18
大型グロース	0.031 (-0.09)	1.010 (34.11)	-0.027 (-1.82)	-0.002 (-0.36)	-0.078 (-0.01)	0.94	9
大型バリュー	0.153 (1.63)	0.963 (42.40)	-0.129 (-5.31)	0.071 (1.69)	-0.081 (-1.62)	0.99	1
小型	-	-	-	-	-	-	-
市場型	0.005 (-0.02)	0.979 (24.88)	-0.152 (-2.62)	-0.040 (-0.41)	-0.027 (-0.46)	0.94	8
従来型のファンド							
大型グロース	0.124 (0.30)	1.028 (25.35)	0.244 (1.36)	-0.104 (-0.97)	0.085 (0.49)	0.87	384
大型バリュー	0.106 (0.38)	1.053 (25.70)	0.092 (0.21)	-0.247 (-3.04)	0.099 (1.05)	0.88	122
小型	0.018 (0.05)	0.954 (27.13)	0.114 (1.19)	0.214 (2.87)	-0.102 (-1.23)	0.90	86
市場型	0.436 (1.01)	1.069 (12.13)	1.038 (6.42)	-0.263 (-1.54)	0.360 (2.05)	0.76	68
市場型	0.032 (-0.05)	1.033 (31.87)	0.018 (-0.40)	-0.097 (-1.34)	0.043 (0.26)	0.91	108
10億円未満を除く							
SRI型	0.046 (0.15)	0.982 (29.37)	-0.077 (-2.34)	0.005 (-0.10)	-0.087 (-0.62)	0.94	15
大型グロース	0.039 (-0.08)	1.000 (33.35)	-0.003 (-1.63)	0.023 (-0.18)	-0.134 (-0.52)	0.94	7
大型バリュー	0.153 (1.63)	0.963 (42.40)	-0.129 (-5.31)	0.071 (1.69)	-0.081 (-1.62)	0.99	1
小型	-	-	-	-	-	-	-
市場型	0.038 (0.16)	0.967 (23.54)	-0.143 (-2.62)	-0.023 (-0.29)	-0.040 (-0.59)	0.93	7
従来型のファンド							
大型グロース	0.135 (0.34)	1.031 (24.74)	0.261 (1.49)	-0.108 (-0.98)	0.090 (0.47)	0.87	308
大型バリュー	0.108 (0.38)	1.063 (24.83)	0.119 (0.49)	-0.256 (-3.06)	0.100 (0.95)	0.88	100
小型	0.040 (0.17)	0.940 (26.98)	0.109 (1.16)	0.213 (2.87)	-0.096 (-1.13)	0.90	67
市場型	0.448 (1.03)	1.075 (11.81)	1.079 (6.42)	-0.254 (-1.62)	0.371 (1.96)	0.76	54
市場型	0.044 (-0.01)	1.038 (30.95)	0.033 (-0.14)	-0.096 (-1.17)	0.048 (0.23)	0.90	87

注1: は月次ベース、自由度修正後の決定係数

注2: 上段はファンドの推計値の平均、括弧内はファンドのt値の平均

注3: t値はWhite(1980)の修正後

数の符号はプラスであり小型エクスポージャーが高い様子が見てとれる。一方、HMLファクターについてみると、SRI ファンドは大型バリューを除き全てのケースで係数の符号はマイナスとなっているものの、係数の有意性が低いことから、明確な投資スタイルは見受けられない。これに対して、従来型のファンドは、大型グロースと大型バリューのケースで有意となっており、投資スタイルが確認されている。モメンタムファクターについてみると、両者何れもマイナス傾向（逆張り傾向）を示しているものの、有意性は得られていない。また、10億円未満のファンドを対象とした分析についても、概ね同様の傾向を示していることが見てとれる。

以上の推計結果は、我が国に於ける SRI ファンドのアルファは、従来型のファンドと比べて統計的に有意な格差は見受けられないことを示唆すると考えられる。この結果は、多くの先行研究で得られた示唆と一致する。また SRI ファンドのエクスポージャーのバイアスについてみると、大型株へのエクスポージャーが有意に高い傾向が得られる。この点に関しては、Bauer, Koedijk and Otten(2005)が指摘する米国のケースと同様である。

表 4 設定日別にみたリスク調整後のリターン

	b	s	h	m	決定係数	ファンド数	
全ファンド							
SRI型							
2000年度以前	-0.216 (-1.58)	0.996 (36.99)	-0.117 (-2.91)	0.032 (0.66)	-0.051 (-0.78)	0.93	5
2000年度以降	0.120 (0.66)	0.993 (27.96)	-0.077 (-2.16)	-0.033 (-0.63)	-0.058 (-0.11)	0.95	13
従来型のファンド							
2000年度以前	0.171 (0.33)	1.050 (24.69)	0.291 (2.01)	-0.105 (-0.96)	0.103 (0.55)	0.85	189
2000年度以降	0.078 (0.26)	1.007 (25.99)	0.198 (0.73)	-0.104 (-0.99)	0.067 (0.44)	0.90	195
10億円未満を除く							
SRI型							
2000年度以前	-0.216 (-1.58)	0.996 (36.99)	-0.117 (-2.91)	0.032 (0.66)	-0.051 (-0.78)	0.93	5
2000年度以降	0.177 (1.01)	0.975 (25.56)	-0.056 (-2.05)	-0.009 (-0.48)	-0.105 (-0.55)	0.95	10
従来型のファンド							
2000年度以前	0.190 (0.39)	1.059 (25.08)	0.288 (1.92)	-0.128 (-1.23)	0.109 (0.57)	0.85	158
2000年度以降	0.077 (0.28)	1.002 (24.38)	0.232 (1.04)	-0.087 (-0.72)	0.070 (0.37)	0.89	150

注1: は月次ベース、自由度修正後の決定係数

注2: 上段はファンドの推計値の平均、括弧内はファンドのt値の平均

注3: t値はWhite(1980)の修正後

最後に、設定日毎にアルファの違いが見られるか検討する。Bauer, Koedijk and Otten(2005)が指摘するように、分析対象期間を幾つかの区間に分けた場合、パフォーマンスが異なる可能性がある。我が国において、企業の環境に対する姿勢が問われて以降、近年は CSR の認識が進展してきていることは既に述べた。ここでは、2000 年度以前を SRI の萌芽期とする一方、2000 年度以降を SRI の拡大期と仮定して、従来型ファンドのパフォーマンスとの比較を試みる。

表 4 は、設定日別にみた推計結果を示したものである。アルファについてみると、2000 年度以前の SRI ファンドのアルファは、-0.216%であるのに対して 2000 年度以降では 0.120%とプラスになっている。また、従来型のファンドと比べても、2000 年度以前のケースでは劣後するものの、2000 年度以降でみると SRI ファンドのアルファが上回っている様子が見てとれる。アルファの統計的な有意性が低いことから一概には言えないものの、社会的責任企業の株式パフォーマンスが高いことを示唆する可能性と考えられよう。この点については、更なる分析が望まれるところである。

4. おわりに

本稿では、我が国の SRI ファンドのパフォーマンスについて分析を行ってきた。分析の結果、SRI ファンド及び従来型のファンドのリスク調整後のリターンの有意性は確認できなかった。このことは、両者のパフォーマンスの格差は見受けられないことを示唆するものと考えられる。但し、分析期間を 2 つに区分したケースでは、統計的に有意でないものの、2000 年度以降の SRI ファンドのパフォーマンスは高い結果となっている。以上の分析結果は、SRI ファンドのパフォーマンスは必ずしも劣ったものではないことを示唆していると考えられる。

一方、本稿の分析結果は SRI ファンドを対象としたものであるため、多くの検討課題を残している。例えば、上述の結果はマネージャーのスキルによるパフォーマンスへの影響を考慮していないし、社会的責任企業と株式パフォーマンスの関係についても分析が必要である。とりわけ後者については、CSR が企業価値を高める手段と考えれば、企業価値との因果関係を分析することが重要であろう。以上の点については、次回以降の検討課題としたい。

参考文献

- Bauer, R., Koedijk, K. and Otten, R. [2005], "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style," *Journal of Banking and Finance* 29, 1751-1767
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. and Koedijk, K. [2005], "The Eco-Efficiency Premium Puzzle," *Financial Analysts Journal* 61(2), 51-63
- Fama, E. and French, K. [1993], "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of Financial Economics* 33(1), 3-56
- Gregory, A., Matatko, J. and Luther, R. [1997], "Ethical Unit Trust Financial Performance : Small Company Effects and Fund Size Effects," *Journal of Business Finance and Accounting* 24(5), 705-725
- Grinold, R., and Kahn, R. [2000], "Active Portfolio Management," 2nd ed. New York: McGraw-Hill
- Hamilton, S., Jo, H. and Statman, M. [1993], "Doing Well While Doing Good ? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analysts Journal* 49(6), 62-66
- Schröder, M. [2005], "Is there a Difference ? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes," <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0550.pdf>
- Statman, M. [2000], "Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analysts Journal* 56(3), 30-39
- 佐々木隆文 (2004) 「企業の社会的責任と企業パフォーマンス」, 年金レビュー夏季特別号