

*** レポート ***

国内株式を対象とした ESG ファンドの分析

資産運用研究所 松原 大樹

要 約

環境、社会、ガバナンス（以下 ESG）要因が、投資パフォーマンスに与える影響について、欧米諸国では様々な分析が行われている。ここでは、国内株式を対象に ESG 投資を行うファンドの分析を行う。

本分析においては、NFI 大分類¹で「国内株式」に分類される ESG ファンドの中から、2010年3月末時点で、設定から3年以上経過し、かつ純資産が5億円以上である20ファンドを分析対象とした。「ESG ファンド」が「一般的な国内株式ファンド」（設定から3年以上、かつ純資産5億円以上）と比べて、パフォーマンス面での違いが見られるのか、NFI 小分類別²、国内株式市場全体の上昇局面、下落局面別に分けて分析を行った。

しかしながら、その結果として、ESG ファンドと一般的な国内株式ファンド間には、パフォーマンスに大きな差異は見られなかった。

目 次

1. はじめに
2. ESG ファンドの分析
 - 2-1. 全体的な傾向の分析
 - 2-2. 分類別の分析
 - 2-3. 局面別の分析
3. 結び

¹ NFI では、投資対象、投資地域に着目して独自の分類を行っており、NFI 大分類は現在 9 分類存在する。

² NFI 小分類は現在 146 分類存在し、大分類より更に詳細な区分を行っている。

1. はじめに

環境、社会、ガバナンス要因（以下 ESG 要因）が、投資パフォーマンスに与える影響について、欧米諸国では様々な分析が行われている。ESG 要因を考慮した運用を行った場合、ESG 要因を考慮しない運用よりもパフォーマンスが優れているという研究結果が、多数報告されている（UNEP-FI(2007)）。

しかし、これらのほとんどは、欧米諸国の機関投資家における運用成果を対象に行われた調査結果である。欧米で報告されているように、我が国においても ESG 要因がパフォーマンスに影響を与えていると言えるのだろうか。

また、欧米の ESG 投資は、公的年金等が主体であるのに対し、我が国では個人向けの投資信託が中心である。この背景には、例えば欧州の一部の国では、公的年金の運用面で、環境問題、社会的問題の考慮や方針の開示が義務付けられているなどの事情がある（今本(2008)）。こうした我が国との違いは、パフォーマンスにどのように表れているのだろうか。

本分析においては、NFI 大分類で「国内株式」に分類されるファンドの中から、2010年3月末時点で設定から3年以上経過し、NFI が ESG として分類できる 25 ファンド（図表 1）のうち、残高が 5 億円以上であった 20 ファンドを分析対象とし、複数の切り口から、パフォーマンス分析を行うこととする。

2. ESG ファンドの分析

2.1 全体的な傾向の分析

本稿では、ESG ファンドの定義³を「投資先決定のためのプロセスに、環境、社会、ガバナンスといった非財務情報である ESG 要因を考慮したファンド」とする（杉浦・佐藤・呂(2009)）。ESG 要因を考慮しているか否かの判断に当たっては、目論見書における開示情報を用いる。

ここで言う ESG 要因とは、例えば環境面では、環境に配慮した経営戦略を積極的に取り入れているか否か、社会面では、社会貢献、雇用、人権問題への取り組みはどうか、

³ これまで NFI が評価を行ってきた定義と同様とすることで、分析に持続性を持たせた。

などの観点が挙げられる。以降、こうした要因への配慮が、開示情報から読み取ることのできるファンドを「ESG ファンド」と呼ぶ。

本分析では、図表 1 の中から、純資産額が 5 億円以上の 20 ファンドを分析対象とする。

図表 1: NFI 大分類「国内株式」における ESG ファンド一覧

	ファンド名称	運用会社	純資産 (億円)	設定日	ベンチマーク ⁴
1	住信 SRI・ジャパン・オープン	住信	219.74	2003/12/26	TOPIX
2	損保ジャパン・グリーン・オープン	損保ジャパン	177.20	1999/9/30	TOPIX
3	日興エコファンド	日興	163.79	1999/8/20	TOPIX
4	ダイワ・エコ・ファンド	大和	141.72	2006/3/9	-
5	インベスコ 日本株式フォーカス・アルファ・ファンド	インベスコ	65.19	2006/2/6	-
6	りそなジャパンCSRファンド	パインブリッジ	55.19	2005/3/18	TOPIX
7	住信 日本株式SRIファンド	住信	53.69	2006/6/12	TOPIX
8	住信 次世代ファンド	住信	35.89	1999/11/30	-
9	ダイワSRIファンド	大和	33.83	2004/5/20	TOPIX
10	朝日ライフ SRI 社会貢献ファンド	朝日ライフ	32.40	2000/9/28	-
11	フコクSRI(社会的責任投資)ファンド(DC 専用ファンド)	しんきん投信	25.88	2004/4/27	TOPIX
12	三菱UFJ SRIファンド	三菱UFJ	23.30	2004/12/3	-
13	SAIKYO 日本株式CSRファンド	パインブリッジ	14.94	2005/3/18	-
14	モーニングスターSRIインデックス・オープン	野村	14.43	2004/7/30	MS-SRI 株価指数
15	エコ・パートナーズ	三菱UFJ	12.57	2000/1/28	-
16	日本SRIオープン	岡三	12.02	2005/8/12	TOPIX
17	損保ジャパンSRIオープン	損保ジャパン	11.18	2005/3/25	TOPIX
18	STAM SRI・ジャパン・オープン(SMA 専用)	住信	9.08	2007/2/16	TOPIX
19	中央三井社会的責任ファンド	CMAM	9.04	2006/11/30	TOPIX(配当込み)
20	りそな・SG ウーマンJファンド	SGAM	8.89	2006/6/30	-
21	しんきんSRIファンド	しんきん投信	4.19	2006/12/8	TOPIX
22	年金積立 エコファンド	日興	3.27	2001/10/31	TOPIX
23	パインブリッジ/ひろぎん 日本株式CSRファンド	パインブリッジ	2.94	2005/4/28	-
24	三井住友・げんきシニアライフ・オープン	三井住友	2.13	2000/5/26	-
25	DC・ダイワSRIファンド	大和	0.94	2004/7/20	TOPIX

(2010年3月末時点。投資信託協会等のデータより NFI 作成)

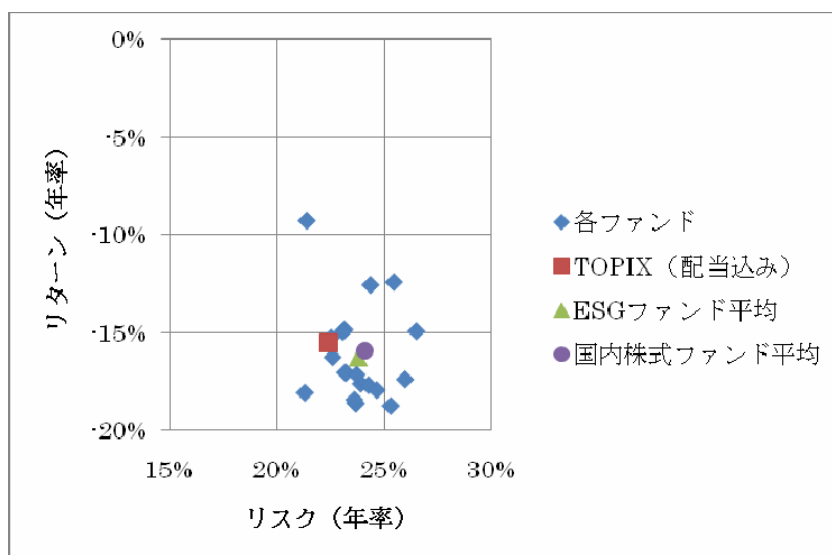
図表 1 の ESG ファンドの純資産額の合計は、2010年3月末時点で 1,134 億円であ

⁴ ベンチマークは、目論見書、若しくは運用報告書に記載のあるものを記した。

り、NFI 大分類「国内株式」全体の純資産額 7 兆 6,161 億円のうち、1.49%に過ぎない。

まずは、これらのファンド全体のリスク・リターンの傾向を把握するために、その分布を確認する。2007年4月から2010年3月までの、リスク・リターンの分布を図表2に示す。リスク・リターンの値は、月次リターンから計算し年率換算で示している。分析対象とした ESG ファンドの平均値は、TOPIX (配当込み) よりリスクがやや高い。また、個別のファンドにおいてもリスク値の高いものが比較的多く存在する。しかし、非 ESG ファンドを含めた「国内株式ファンド平均⁵」と比べると、さほど水準に違いはない。リターンについても同様に、平均ベースでは大きな差は認められない。

図表 2: ESG ファンドのリスク・リターン分布図



(分析期間 3 年 : 2007 年 4 月 ~ 2010 年 3 月まで。NFI 作成)

⁵ ESG ファンドの分析に合わせて、以後、国内株式ファンドも純資産額 5 億円以上のファンドを比較対象としている。同様に、後に示す「国内株式・一般・市場型」、「国内株式・一般・大型グロース」も、5 億円以上のファンドのみを比較対象としている。

2.2 分類別の分析

ファンドのパフォーマンスをより詳細に見るため、各ファンドが帰属する NFI 小分類ごとにリスク・リターンの分布を示す。図表 3 は、NFI 小分類「国内株式・一般・市場型」に属する ESG ファンドの、リスク・リターンの分布図である。リターン（年率）は-15%前後、リスク（年率）は 23%前後に集中している。

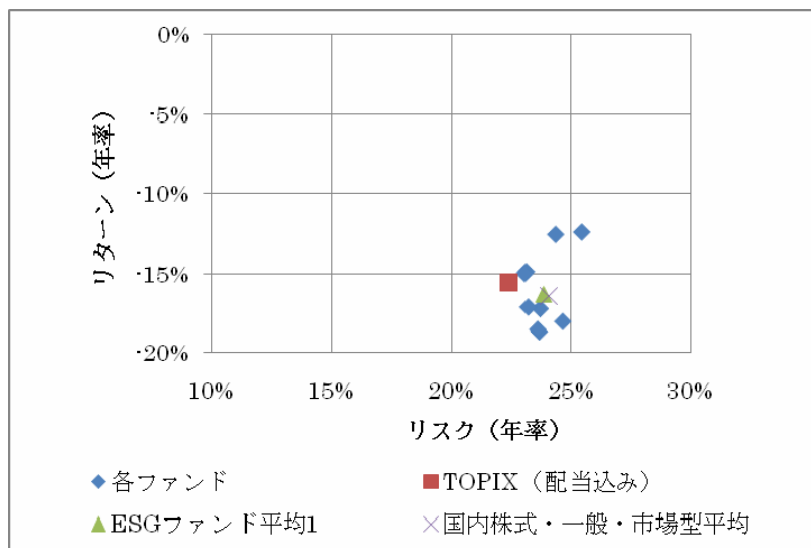
各ファンドのリスク、リターンの分布は、共に TOPIX（配当込み）より若干高い傾向にあるが、「ESG ファンド平均 1」と「国内株式・一般・市場型平均」との比較では、差異が認められないことから、これは ESG ファンド特有の現象とは見受けられない。

図表 4 は「国内株式・一般・大型グロース」に属する ESG ファンドの、リスク・リターンの分布図である。各ファンドのリスク・リターンの分布は、「国内株式・一般・市場型」の時とは異なり、TOPIX（配当込み）に対して一方向への偏りは見受けられない。また、各ファンドのリスク・リターンのばらつきは大きい。

したがって、「ESG ファンド平均 2」と「国内株式・一般・大型グロース」との差は若干あるものの、各ファンドのリスク・リターンのばらつきが大きいので、この結果を基に、「ESG ファンド平均 2」と「国内株式・一般・大型グロース平均」との間に差異があるとは認め難い。

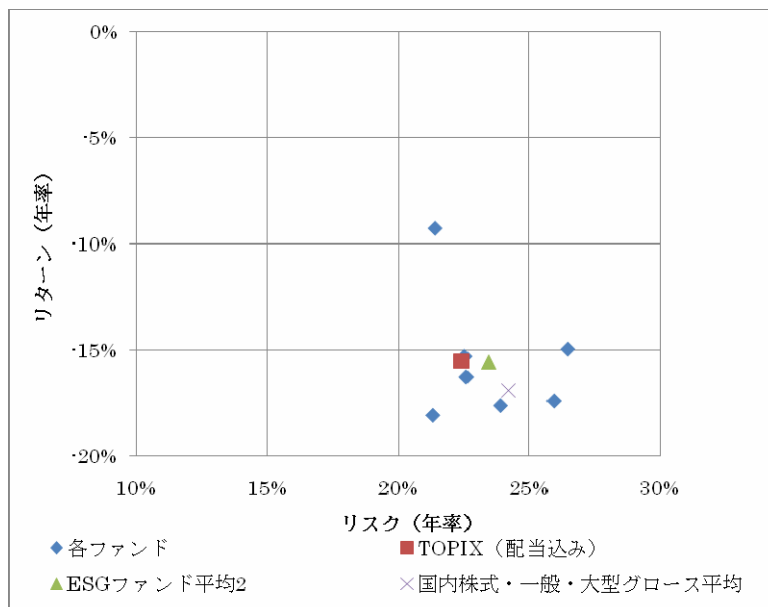
したがって、どちらの分類レベルにおいても、ESG ファンドと非 ESG ファンドを含めた「NFI 小分類全体」のリスク・リターンの平均には、然程差異があるとは言い難い。

図表 3: 国内株式・一般・市場型に属する ESG ファンドの
リスク・リターン分布図



(分析期間 3年 : 2007年4月~2010年3月まで。NFI 作成)

図表 4: 国内株式・一般・大型グロースに属する ESG ファンドの
リスク・リターン分布図



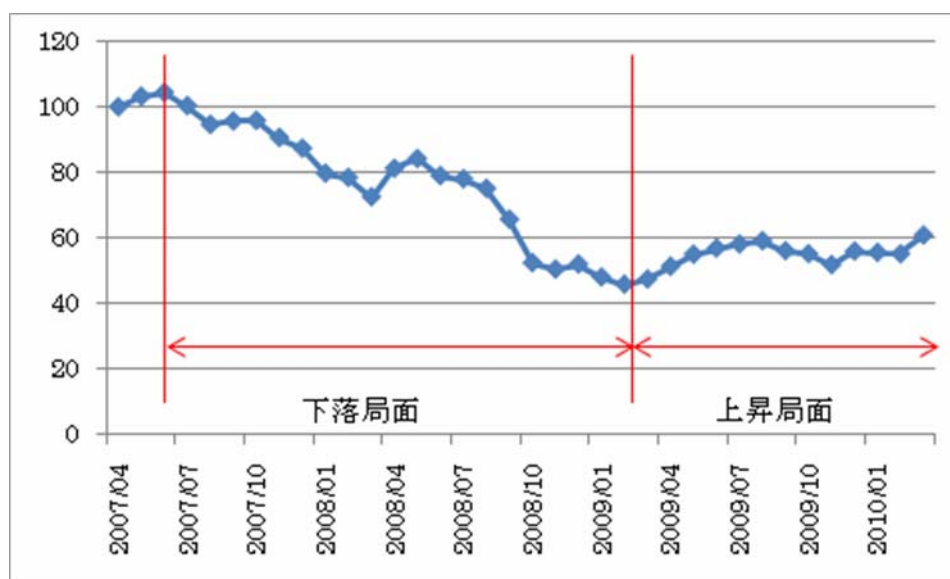
(分析期間 3年 : 2007年4月~2010年3月まで。NFI 作成)

2.3 局面別の分析

さて、図表2～4ではESGファンドはTOPIX（配当込み）よりもリスクがやや高いファンドが存在するものの、ESGファンド平均とTOPIX（配当込み）、あるいはNFI小分類平均との比較では、然程水準に違いはないことが示された。

次に、国内株式市場全体の上昇、下落各局面別に、ESGファンドのリスク・リターン分析を行ってみよう。図表5は、TOPIX（配当込み）の推移を示したものである。2007年4月末のTOPIX（配当込み）を100とし、2010年3月末までを示した。

図表5: TOPIX(配当込み)の推移(2007年4月末=100)



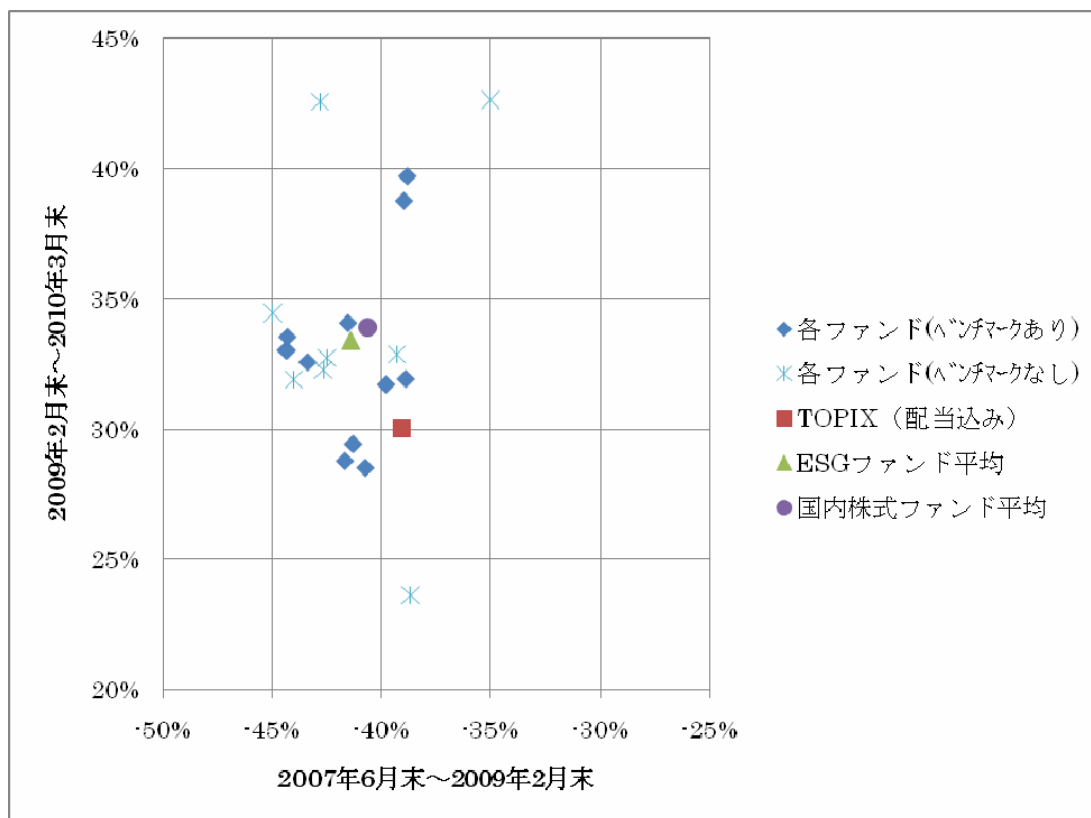
(トムソン・ロイターのデータより NFI 作成)

本図表から、TOPIX（配当込み）ベースにおいて、2007年7月初めから2009年2月末までの下落局面と、2009年3月初めから2010年3月末までの上昇局面に分けて分析することとした。

図表6では、横軸に2007年6月末から2009年2月末までの、国内株式の下落局面時のリターン、縦軸に2009年2月末から2010年3月末までの上昇局面でのリターンをとって分布を見た。本図表においては、図表1に示したベンチマークの有無を区別

した。また、観察期間が異なるため、年率換算リターンで示している。

図表 6: 国内株式の上昇、下落局面別に見た年率換算リターンの分布

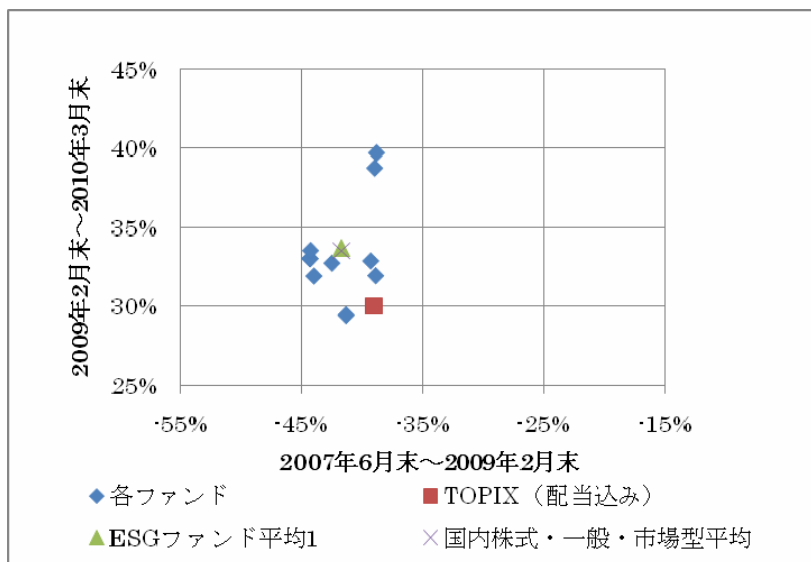


(トムソン・ロイター、投資信託協会のデータより NFI 作成)

本図表より、ESG ファンドは、下落局面では TOPIX (配当込み) と大きく変わらない下落率であるにも関わらず、上昇局面では高いリターンを得ているものもある。しかし ESG ファンド平均と国内株式ファンド平均は、同様の傾向を示しており、ESG 要因の影響によるものかの判断は、この段階ではできない。また、特にベンチマークのないファンドで、平均と大きな差が認められるが、そのファンド数は3つに過ぎないため、ベンチマークの有無による、パフォーマンス傾向に違いがあるか否かの判断はできない。

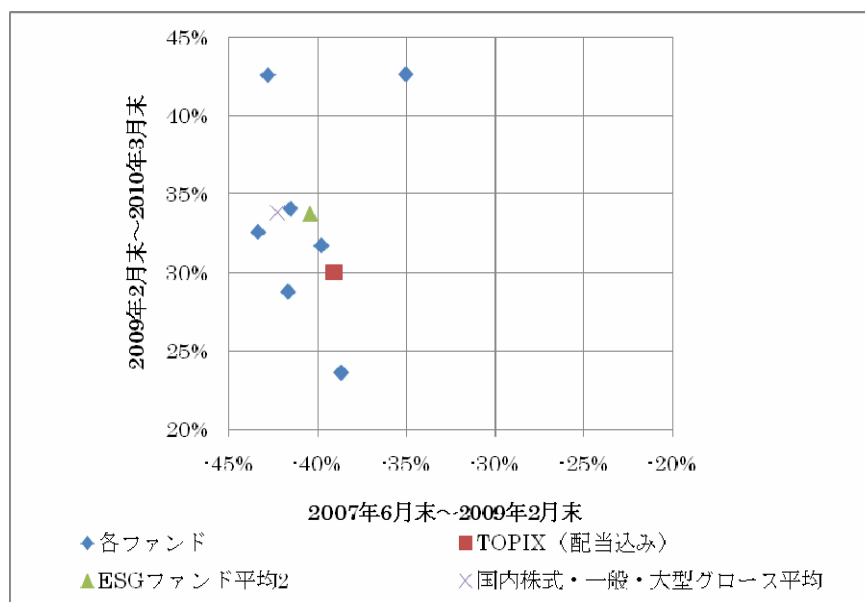
同様の分析を、NFI 小分類「国内株式・一般・市場型」に属する ESG ファンド、「国内株式・一般・大型グロース」に属する ESG ファンドと分けて行った結果を、それぞれ図表 7、図表 8 に示す。

図表 7: 国内株式・一般・市場型に属する ESG ファンドの局面別に見た
年率換算リターンの分布



(トムソン・ロイター、投資信託協会のデータより NFI 作成)

図表 8: 国内株式・一般・大型グロースに属する ESG ファンドの局面別に見た
年率換算リターンの分布

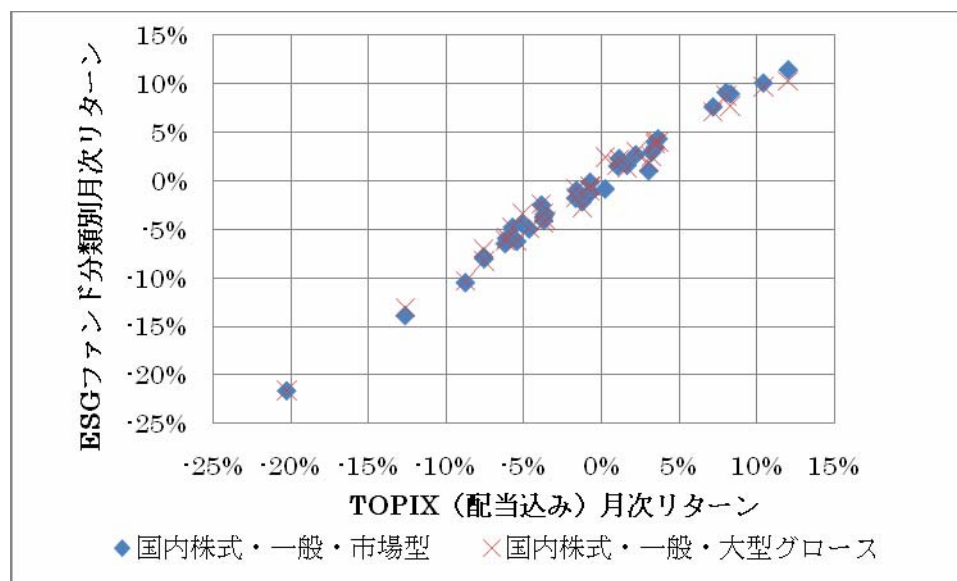


(トムソン・ロイター、投資信託協会のデータより NFI 作成)

図表7、8に示すように、各ファンドの属するNFI小分類平均と、各ESGファンドの平均値は極めて近く、ESG要因がパフォーマンスに影響を与えているとは言い難い。図表8においては、図表6に示したベンチマークのない3ファンドが、NFI小分類「国内株式・一般・大型グロス平均」やTOPIX（配当込み）から大きく乖離し、残りの4ファンドはそれらに近い値を取った。しかしながら、サンプル数が7ファンドしか存在せず、差異を認める根拠には乏しい。

そこで、マーケットタイミングにより、どのような差異が出ているかを見るため、図表9に、横軸にTOPIX（配当込み）の月次リターン、縦軸に同時期のESGファンド（NFI小分類別）の月次リターンの平均をプロットした。

図表9: TOPIX(配当込み)の月次リターンに対する
ESGファンドのNFI小分類別月次リターン



(分析期間3年: 2007年4月~2010年3月まで)

(トムソン・ロイター、投資信託協会のデータよりNFI作成)

本図表より、NFI小分類別の平均で見れば、ESGファンドとTOPIX（配当込み）の月次リターンは同様のトレンドであることが分かる。この期間のTOPIX（配当込み）

に対するベータ値(実績)は、「国内株式・一般・市場型」の ESG ファンド平均で 1.02、「国内株式・一般・大型グロース」の ESG ファンド平均で 0.98 であった。双方ともに、国内株式のマーケットトレンドに連動しやすいと考えられる。

一方、TOPIX(配当込み)の月次リターンがプラスとなった月、マイナスとなった月にそれぞれ分けて、各ファンドの TOPIX(配当込み)に対するベータ値を算出すると、「国内株式・一般・市場型」の ESG ファンドでは、上昇月で 0.86~1.03、下落月で 0.97~1.10 のレンジであった。「国内株式・一般・大型グロース」の ESG ファンドについても、上昇月で 0.26~1.12、下落月で 0.91~1.14 のレンジにあった。どちらの NFI 小分類においても、特に上昇月でベータが低いファンドが存在し、マーケットとの決定係数も低いことから、ESG ファンドの特性を論じることは難しい。

さて、図表 2~9 に見られるように、ESG ファンドのリスク・リターンの分布には、各ファンドで大きな差があると言えよう。しかし、「国内株式ファンド全体」、「NFI 小分類の平均」、「ESG ファンドの平均」との対比においては、差異は見られない。

図表 1 にあるように、ESG ファンドの多くは、ベンチマークとして TOPIX を用いている。そうでないファンドであったとしても、国内株式を対象としている以上、TOPIX(配当込み)をある程度意識した運用となるだろう。また、ESG 要因を用いて投資先企業を選別する「ESG スクリーニング」の時点で、時価総額の大きい企業に投資バイアスがかかってしまう可能性もある。NFI 小分類別の TOPIX(配当込み)に対する ESG ファンド平均のベータは、1 に近い値を取った。このことから、我が国における ESG ファンドは、マーケット全体に極めて近い動きをしていると考えられる。

結論として、ESG 要因を鮮明に取り入れた国内株式ファンドと、他の国内株式ファンドとの比較の上では、平均的なパフォーマンスにはあまり違いが認められないと言えよう。

3. 結び

本分析では、複数の切り口から、我が国における ESG ファンドのリスク・リターン分析を試み、国内株式ファンド全体とのパフォーマンス比較を行った。結論として、国内株式ファンド全体との比較や、NFI 小分類別、局面別の比較を行っても、その差異を認めることはできなかった。

欧米の ESG 投資が、公的年金などの機関投資家が主体であるのに対し、我が国では機関投資家の意識はまだ低い。我が国の ESG 投資は、個人投資家向けの「SRI」、「環境」をテーマとする投資信託が中心であり、そもそも ESG 投資という言葉自体が、専門家の間ですら、まだ認知度が低い現状である⁶。個人投資家も、「環境問題」などのキーワードを通じて、ESG ファンドに投資を行ってはいるものの、「ESG」という切り口での、投資の考え方の浸透は、まだ先となるだろう。

本分析では、国内株式を対象とした ESG ファンドのパフォーマンスと相関が強い有用な指数が存在すれば、他の切り口による分析も可能であろう。しかし、そうした指数は存在しなかったため、主としてリスク・リターンに着目した分析手法を取った。

ESG は本来、長期投資に適した概念である。こうした資金の呼び水となるためには、研究者による継続した啓蒙活動と、投資家が ESG 要因を投資判断材料とするための、企業側による積極的な情報開示が欠かせないであろう。

⁶ 日本証券アナリスト協会(2010)

参考文献

UNEP-FI(2007)「Demystifying Responsible Investment Performance」
http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf

今本麻子(2008)「社会的責任投資における機関投資家の動き」『Sohatsu Eyes』
日本総合研究所
<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=6885>

杉浦・佐藤・呂(2009)「2009年SRIファンドの状況とその分析」『NFI リサーチ・
レビュー』2009年10月号 NFI
<http://www.nikko-fi.co.jp/uploads/photos1/794.pdf>

日本証券アナリスト協会(2010)「企業価値分析における ESG 要因」報告書
https://www.saa.or.jp/account/account/pdf/report_esg_201006.pdf