

研究レポート

社会的責任投資 (SRI) は 金融危機を乗り越えられるか¹

政策統括官(経済社会システム担当)付
参事官(総括担当)付参事官補佐

加藤 卓生

1. はじめに

社会的責任投資 (SRI) は、企業の社会的責任 (CSR) をよりよく果たす企業を評価して投資する手法²であり、経済成長と社会の持続可能性を両立させる仕組みとして、期待を集めている。実際、日本におけるSRIの純資産残高は、SRIファンド2,376億円、社会貢献型債券6,528億円、合計で8,903億円に達している³。90年代には市場自体がほとんど存在しなかったことを考えれば、10年余りで着実に広がってきているといえよう。もっとも、世界をみれば、欧州のSRIの市場規模は9.88兆ユーロ(約1,430兆円)、アメリカは6.57兆ドル(約692兆円)と、一大市場を形成しており⁴、日本での発展はまだ緒についたばかりである。

SRIは企業による環境・社会問題への対応や、ガバナンス確保の水準を一つの評価軸とするものであり、SRI市場が成長すれば、企業のこうした取組を促進する効果が期待できる。SRIにより、投資家は社会の持続可能性の向上を通じた長期的、安定的な投資収益の確保を、企業はコーポレートブランドの向上を通じた売上増や人材の確保、また資金調達の容易化を、社会は環境・社会問題など負の外部性の解決を、それぞれ期待できるだろう。足達・金井(2004)は、こうした観点に立ち、CSRは、①業績アップ等を通じて株価の上昇に寄与するとともに、②リスクマネジメントが株価の急落を生じさせない効果を持つ、と述べ、CSRを評価軸とするSRIは、株価のダウンサイドリスクを抑制しつつアップサイドメリットを追求する運用手法に

位置づけられると論じている。

このような可能性を秘めたSRIだが、2008年の世界金融危機以降、日本のSRI市場の拡大にブレーキがかかっていることは明らかだ。公募SRI投信市場の動向を見ると、設定本数は2010年6月をピークに縮小に転じ、純資産残高は2007年12月のピークから8割近く減少した(図表1)。

最近では、社会貢献型債券に対する投資の伸びが市場を支えているが、投信市場が停滞したままでは明るい展望を描きにくい。金融危機で損失を被った投資家の立場を考えれば、今後、SRI市場を一層発展させていく上で一番の課題は、SRIが投資先を限定していることで、ポートフォリオが有効フロンティアから乖離し、収益性が市場平均を下回るものになってしまうのではないかという懸念を克服することにある。

こうした問題意識の下に先行研究を眺めると、SRIの収益性が市場平均に劣らないことを示す研究は少なからず存在する。例えば、浅野・佐々木(2011)は、1999年から2008年までのSRIファンド19本について、その超過収益率(α)は0と有意に異ならず、同一運用機関の伝統的ファンドの α と比較しても遜色ないことを示した。更に、個別のSRIファンドでは、 α が有意にプラスになる場合も見られ、投資対象が限定されている中で、SRIが持つ何らかの正の効果がその制約を相殺していた可能性を示唆している。一方、白須(2011)は、2004年から2009年にかけての個別企業のSRIスコアデータを用いた分析を行い、中長期のパフォーマンスについて、SRI関連株のそれが非SRI株に劣らないことを示したが、分析を金融危機時に限定すると、SRI関連株のパフォーマンスが見劣りするケースもあることを報告している。

白須(2011)の指摘を踏まえると、SRI関連投資を評価する一つの鍵は、その金融危機時におけるパフォーマンスということになるだろう。もしSRIについて、金融危機の時期も含め、良好なパフォーマンスが確認できれば、SRIの投資手法としての魅力の裏書きになる。それは近年、拡大に停滞が見られる我が国のSRI市場の後押しにもつながるだろう。

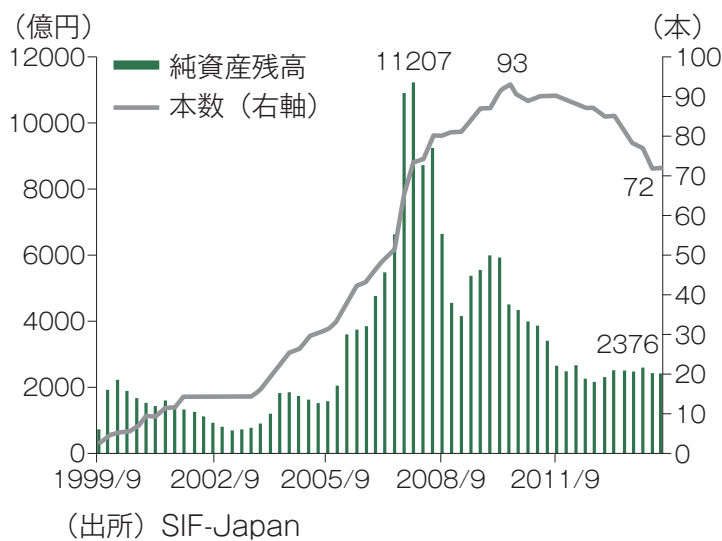
1 本稿作成に当たり、内閣府経済社会総合研究所の堀雅博氏から助言を頂いた。記して感謝申し上げます。

2 社会的責任投資(SRI)のイロハについては、例えば、水口(2005)を参照せよ。

3 社会的責任フォーラムのデータによる(2014年6月末時点)。

4 The European Sustainable Investment Forum (Eurosif)及びSocial Investment Forum (SIF)のデータによる(2013年末時点、為替換算は当時のレート)。

図表1 公募SRI投信の純資産残高とファンド本数



筆者の知る限り、SRIファンドと金融危機の関係に着目した分析は、これまでのところ、あまり行われていない。本稿では、我が国の投資家が実際にSRIを意識して投資するのはSRIファンド経由であるという実態を踏まえ、SRIファンドに焦点を当て、金融危機時を含めた収益性が市場平均に劣らないと言えるかを実証的に確かめた結果を紹介する。

2. 分析方法

以下の実証分析では、SRIファンドのデータとして、モーニングスター社のSRIインデックス (MS-SRI)、及び同社が選定した国内の主要SRIファンドのうち、2006年以降のデータが入手可能な13本の計14ファンドを採用する⁵。分配金のあるファンドについては、これが再投資されたものとみなして再計算し、データの連続性と比較可能性を確保してある。

分析期間の区分については、TOPIX推移のピークとボトムに着目し、(Ⅰ) 金融危機前：2006年1月～2007年6月、(Ⅱ) 金融危機時：2007年7月～2009年2月、(Ⅲ) 金融危機後：2009年3月～2011年12月、の三期間に対象期間を分割した。また、金融危機時と非金融危機時(平時)を比較する場合には、(Ⅰ) 金融危機前と(Ⅲ) 金融危機後を合わせて、(Ⅳ) 非金融危機の時期と見なすことにした。

上記の区分による各期間におけるSRIファンドのパフォーマンスを評価するため、各ファンドの月次データを用いて、SRIファンドの収益率が市場インデックスを上回るのか下回るのかをみるためのリスク調整済みの超過収益率を推計した。超過収益率(α)の推計には、資本資産評価モデル(CAPM)を用いた。

3. 分析結果

CAPMにより、それぞれの期間についてリスク調整済みの超過収益率(α)を推計⁶し、比較を行う。

$$\mathcal{R}_{it} - \mathcal{R}_{ft} = \alpha_i + \beta_i (\mathcal{R}_{mt} - \mathcal{R}_{ft}) + u_{it}$$

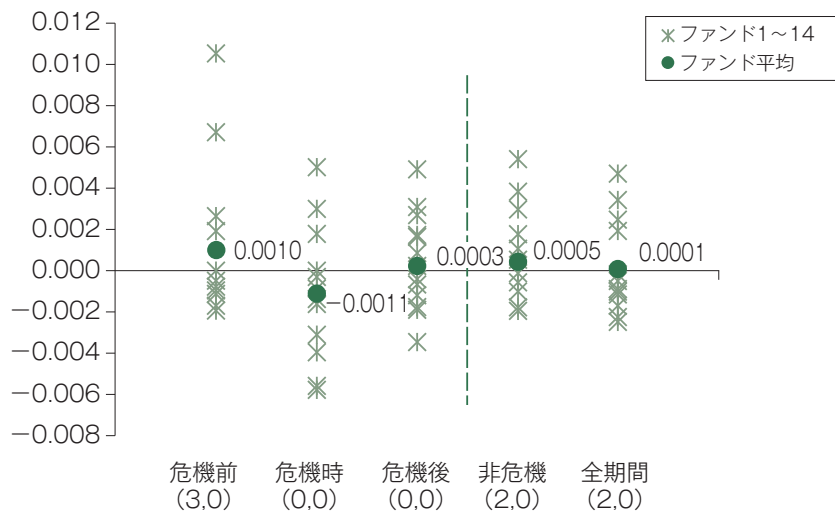
ここで、 \mathcal{R}_{it} はSRIファンド*i*の収益率、 \mathcal{R}_{mt} は市場インデックス(配当込みTOPIX)の収益率、 \mathcal{R}_{ft} はリスクフリーレート(無担保オーバーナイト・コールレート)、 α_i はファンド*i*の超過収益率、 β_i はファンド*i*のベータリスク、 t は推計期間における各時点である。実際の推計結果は図表2にまとめてある。

全体的にみると、 α はほぼ0に等しい。その中で、①金融危機時について、14ファンドの α の単純平均がマイナスになっているものの、 α が有意にマイナスとなったファンドはない点、②非金融危機時や全期間について、 α が有意にプラスになっているファンドが複数あった点、は注目される。

5 モーニングスター社ウェブサイト及び同ウェブサイト中の「日本のSRIファンドパフォーマンス」に掲載された各社ウェブサイト <http://www.morningstar.co.jp/>参照。

6 Jensen (1968) 参照。

図表2 SRI ファンドの超過収益率 (α)



(注) 横軸ラベルの括弧内の数字は、順に、 α が5%有意水準で有意にプラスになった数、同様に有意にマイナスになった数。

分析結果をまとめれば、リスク調整済みの収益率をみた場合、金融危機の前後も最中も、SRIファンドが市場平均を有意に上回るケースは見られたが、有意に下回るケースはなかったことが確認できた。これは、SRIファンドが、投資先を限定しているにもかかわらず、金融危機時を含めた収益性で市場平均に劣ってはいなかったことを示している。したがって、社会の持続可能性の向上など正の外部性が期待できる分、SRIファンドは望ましい投資になっていたことを示唆している。

4. おわりに

我が国のSRIファンド市場は、2008年の世界金融危機以降、停滞状況が続いているが、金融危機時を含めた収益性への懸念を和らげることができれば、投資家にとって魅力的な投資手法として復活させることも可能だろう。本稿の分析によれば、我が国のSRIファンドの収益性は、金融危機時を含め、市場平均に劣っていないことが確認できた。すなわち、分析した14のファンドのうち、金融危機前、危機時、危機後の3期間で、リスク調整済みの超過収益率が有意にマイナスとなったものはなかった。こうした結果が、SRIの普及、ひいては経済成長と社会の持続可能性の両立に役立つことを期待したい。

なお、SRIの収益率が良好な水準を確保できている

理由としては、①CSRへの配慮が企業収益を押し上げている可能性のほか、②CSRに積極的に取り組む経営体力のある企業の情報が市場で十分に消化されていないこと、③ファンドマネージャーの運用の巧拙等、様々な要因が考えられる。こうした点は、金融危機の視点からSRIを分析する際に細心の注意を持って検討されるべき重要なテーマであり、更なる議論・分析の深化が望まれるところである。

参考文献

- 浅野礼美子・佐々木隆文「社会的責任投資 (SRI) ファンドのパフォーマンスに関する実証研究」『証券アナリストジャーナル』, 2011年5月, vol.49-5, pp.29-38.
- 足達英一郎・金井司「CSR経営とSRI」2004年, 金融財政事情研究会.
- 白須洋子「SRI関連株の中長期パフォーマンスの特徴について」『証券アナリストジャーナル』2011年5月, vol.49-5, pp.19-28.
- 水口剛『社会的責任投資 (SRI) の基礎知識』2005年, 日本規格協会.
- Jensen, Michael C. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," *Journal of Finance*, 1968, vol.23-2, pp.389-416.

加藤 卓生 (かとう たくお)