

# 社会貢献型ファンドの行動様式(運用スタイル)をめぐって

- 国内株式一般型ファンドとの比較検証 -

呂 潔<sup>1</sup>・宮井 博

日興フィナンシャル・インテリジェンス

## 要旨

多くの欧米の先行研究では、社会貢献型ファンドの投資機会には制約があっても、一般の株式ファンドとの比較では、パフォーマンス上、統計的に有意な差は確認できないことが示されている。一概に一般の株式ファンドと社会貢献型ファンドで、いずれのパフォーマンスが勝っていると決定づけるには難しいが、社会貢献型ファンドは、組成の際のCSRの評価を経て、一般の株式ファンドとの行動様式(運用スタイル)が異なっていると考えられる。本稿では、運用会社を同じくする社会貢献型ファンドと国内株式一般型ファンドの運用スタイルを比較するに当たって、Fama-French の3ファクターに対する各ファンドのエクスポージャーの推移の差異について検証した。分析の結果、運用会社によって、社会貢献型ファンドの運用スタイルが必ずしも株式一般型ファンドと異なるとは限らないことがわかった。

キーワード：社会貢献型ファンド、CSR 評価、運用スタイル

## 1. はじめに

近年、環境問題に限らず、社会的責任問題への関心はますます高まっている。投信業界でも、CSR に関連するファンドも増える傾向にある。しかし、CSR の評価基準について、国内においては、まだ統一した指標がない。実際、多数ある評価機関の中で、ファミリー、雇用、環境等さまざまな角度でSRI、CSR 評価が行われているようである。

投資のユニバースおよび銘柄選択の際、社会貢献型ファンドでは、財務的要素だけでなく、CSR への取り組み状況も銘柄選択基準として重要視されているため、運用スタイルも通常の株式一般型ファンドと異なることが考えられる。そこで、本稿では、以下の2つの仮説について検証を行った。

(仮説 1)運用会社を同じくする社会貢献型ファンドと株式一般型ファンドの行動様式(運用スタイル)は異なる。

(仮説 2)運用会社を同じくする社会貢献型ファンドのうち、環境ファンドとCSR ファンド

---

<sup>1</sup> 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町 8-1 E-mail : lujie@nrc.nikko.co.jp

の行動様式(運用スタイル)は異なる。

## 2. 分析対象ファンド

日興フィナンシャル・インテリジェンス(以下、NFI)では、目論見書本文に銘柄選択基準の一つに社会貢献と判断できるような記述がある場合に、当該ファンドを社会貢献型ファンドに分類している。2008年6月末時点において、42本の社会貢献型ファンドがあり、そのうち、国内株式にのみ投資する社会貢献型ファンドは26本ある。ファンドの目論見書により、同じマザーファンドあるいは同じポートフォリオを通じて組成されるファンドが複数存在しているため、実際に1年以上の分析対象可能となるファンド数は15本に絞られる。

一方、同じ運用会社が国内株式のファンドを運用する場合に、パシップ運用あるいは特定の業種などに限定するファンドも含まれている。そこで、まず社会貢献型ファンドを運用している運用会社から、株式一般型ファンドを選定するにあたって、以下の項目の一つでも抵触すれば排除した。

(1) 1年未満のファンド。

(2) 特定のスタイルのファンド：

業種限定、地域限定、小型株中心、インデックス運用等。

(3) 6月末時点で2ヶ月以内に償還する予定のあるファンド。

(4) 外国の金融資産も投資可能な対象として明記しているファンド。

さらに、異なるファンドであっても、マザーファンドが一致する場合、検証結果に偏りが生じる可能性があるため、複数ファンドから1本に絞る作業を行った。その際、資産規模が大きいファンドを選定した。これは運用の制約が少ないと考えられるからである。<sup>2</sup>

選定された社会貢献型ファンドと同じ会社の株式一般型ファンドのリターンベースでの差異を確認するため、ファンドの直近18ヶ月間の月次リターンの累積差およびその時系列の差分の標準偏差を図表1にまとめた。

図表1に示すように、各社会貢献型ファンドの比較可能なファンド数は異なるが、まず同じ会社の株式一般型ファンドとのリターン差分のブレ度合い(標準偏差)では、ファンドFの平均水準2.6%がやや高いほか、他の社会貢献型ファンドは1.5%前後の範囲内であるので、

---

<sup>2</sup>運用会社の規模によって、ファンド数が限られるケースがある。ただ、運用スタイルについての検証にあたって、ファンド数による影響はほとんどないと考えられる。

各運用会社における両者の違いは概ね同じ水準であろう。

18ヶ月の累積差の最大値を見ると、ファンドGを除けば、すべての社会貢献型ファンドがプラス値となっている。平均値からも14ファンド中9ファンドで同じ会社内の株式一般型ファンドの平均利回りを上回っていることから、パフォーマンスでは、社会貢献型ファンドが株式一般型ファンドに遜色ないと言える。

図表1 月次リターンベースでの比較（期間：2007年1月～2008月6月）

NO.	ファンド	比較ファンド数	累積差			標準偏差		
			High	Low	Ave	High	Low	Ave
1	ファンドA	10	8.1%	-3.7%	-0.1%	2.4%	0.7%	1.2%
2	ファンドB	23	10.3%	-9.4%	0.2%	3.6%	0.6%	1.4%
3	ファンドC	23	14.2%	-5.5%	4.1%	3.9%	0.6%	1.5%
4	ファンドD	24	5.4%	-11.6%	-0.2%	2.7%	0.9%	1.5%
5	ファンドE	24	6.9%	-10.2%	1.2%	2.6%	0.7%	1.5%
6	ファンドF	11	1.0%	-10.6%	-7.1%	5.2%	1.6%	2.6%
7	ファンドG	2	-3.9%	-7.8%	-5.9%	2.3%	1.4%	1.8%
8	ファンドH	3	20.9%	6.4%	13.6%	1.8%	1.1%	1.4%
9	ファンドI	3	9.2%	-5.3%	1.9%	1.4%	0.6%	1.1%
10	ファンドJ	8	8.4%	-1.6%	4.2%	1.6%	0.6%	1.1%
11	ファンドK	0	-	-	-	-	-	-
12	ファンドL	1	1.2%	1.2%	1.2%	1.9%	1.9%	1.9%
13	ファンドM	6	4.0%	-14.1%	-5.9%	5.6%	0.6%	1.8%
14	ファンドN	2	9.0%	2.2%	5.6%	2.2%	1.7%	1.9%
15	ファンドO	4	9.5%	-4.0%	2.7%	1.7%	0.9%	1.3%

### 3. 運用スタイルの比較検証

全ファンドの月次リターンを用いて、下記のローリング重回帰分析を行い、各グループの3ファクター要因に対するエクスポージャーを推測し、その推移を比較することでスタイルを検証した。ここで、ローリング期間は12ヶ月としている。<sup>3</sup>

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i^{BM} R_t^{BM} + \beta_i^{HML} R_t^{HML} + \beta_i^{SMB} R_t^{SMB} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ここで、 $R_{i,t}$ 、 $R_t^{BM}$ それぞれはファンドi、全市場のt期の超過リターンである。 $R_t^{SMB}$ 、

<sup>3</sup> ファクター指標（式1）は東証一部、二部、ジャスダック3市場の銘柄で構成された全市場での大型/小型、バリュー/グロースといった各分類グループのリターン指標である。[中嶋(2006)参照]

$R_i^{HML}$  は全市場小型ポートフォリオと大型ポートフォリオ、全市場高 B/P (PBR の逆数) ポートフォリオと低 B/P ポートフォリオの t 期のリターンの差である。  $\alpha_i$  はファンド i のアルファ、  $\varepsilon_{i,t}$  は残差項である。

以下は前述の 2 つの仮説についての分析結果である。

### 仮説 1) 社会貢献型ファンドと株式一般型ファンドの比較

両グループの運用スタイルが異なるかという点について、運用会社によってばらつきがあることがわかる。

ローリング回帰の結果により、市場ファクター (BM 係数)、規模ファクター (SMB 係数) B/P ファクター (HML 係数) 3 ファクターのエクスポージャーの推移をグラフにまとめた。図表 2 の各グラフで、社会貢献型ファンドを点線で、一般型ファンドを実線で描いた。

図表 2- の 2 社の推移の例を見ると、ファンド N の運用会社では、実線の一般型ファンド 2 本と比べて、点線で表した社会貢献型ファンドは、3 ファクターともエクスポージャーの推移が異なる動きをしていることがはっきりわかる。一方、ファンド H の運用会社では、3 ファクターに対して、社会貢献型ファンドは、3 本の一般型ファンドのうち、ある 1 本のファンドとはほぼ同じ水準で推移していることがわかる。実際、ファンドのリターン系列を用いて計算すると、この 2 つファンドの相関係数は 0.97 という結果が得られた。もし社会貢献型ファンドが株式一般型ファンドと変わらないスタイルで運用されているなら、実際 CSR 的なスクリーニングを行う意義が薄れてしまう。

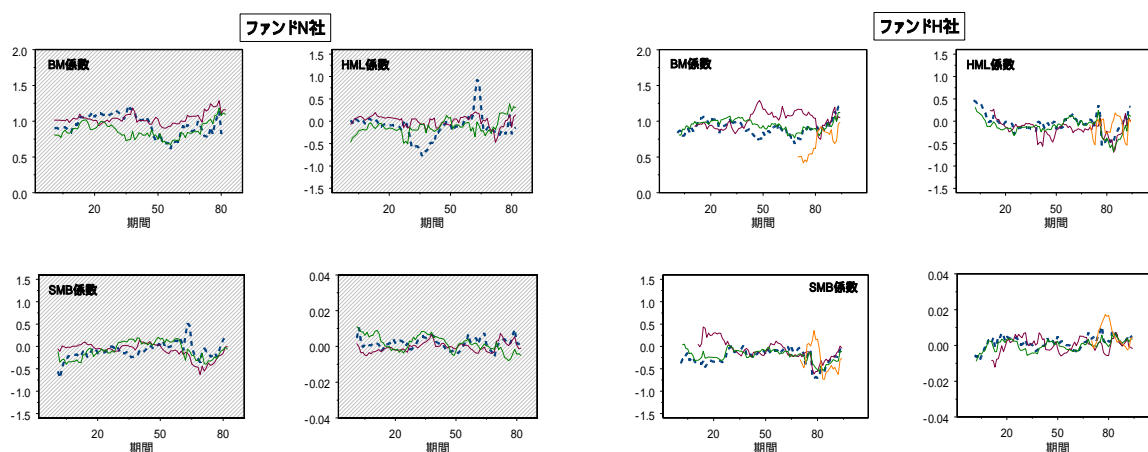
ファンド H の運用会社で見られたようなスタイルの類似性が起こる原因の一つに、ベンチマークの問題があるのではないかと考えられる。そこで、同じ会社のファンドでも、TOPIX を意識して運用するタイプとそうではないタイプを比較する。ここで、ベンチマークを TOPIX に設定したファンド M とその会社の TOPIX ベンチマーク群と非 TOPIX ベンチマーク群について、運用スタイルを見たものが図表 2- である。社会貢献型のファンド M は明らかに TOPIX ベンチマーク群の一般型ファンドと似たような動きをしている。すなわち、SRI、CSR によるスクリーニング指標を重視することより、TOPIX を意識した運用が行われていると言えるだろう。

社会貢献型ファンドが TOPIX をベンチマークにして評価すべきかどうかについては疑問がある。現状、国内で利用可能な社会的責任指数はモーニングスター社の MS-SRI 指数と、FTSE 社の日本株のみで構成された FTSE4 Good Japan Index のほか、東証のカスタマイズ指

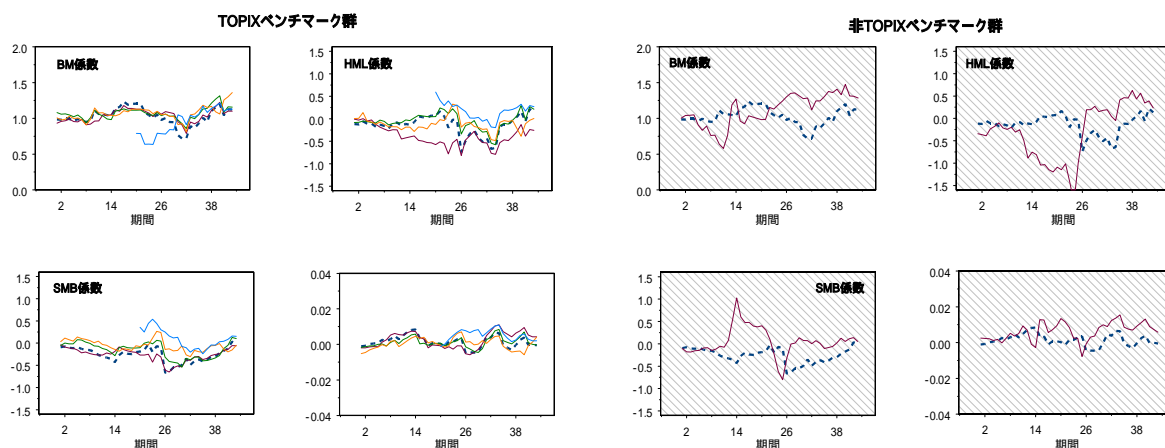
数 TOPIX 1000 CSR がある。TOPIX 1000 CSR については詳細な情報が開示されていないが、前 2 者の両指数はいずれも TOPIX と 0.95 以上の相関性を持つ。この要因として、TOPIX の時価総額上位の大型企業のほうが、評価会社や運用会社から CSR 評価を受ける際、中小企業よりアンケートやインタビュー等への対応体制が整備されていることが考えられる。

図表 2 運用スタイルの分析結果

2 - ) 社会貢献型ファンドと株式一般型ファンドの比較



2 - ) TOPIX をベンチマークとするファンド間の比較\_ファンド M 社



仮説 2) 環境ファンドと CSR ファンドの比較

環境の視点あるいは会社の雇用等 CSR 問題の視点から社会貢献型ファンドを組成する際、これらの問題に取り組む企業を評価する基準がそもそも違うはずである。今回分析対象の社会貢献型ファンドの中、環境ファンドと CSR ファンド 1 本ずつを運用している会社が 3 社ある。同じ会社内の環境ファンドと CSR ファンドの運用スタイルに違いがあるか検証し

てみた。

3社の両ファンドの市場ファクター、規模ファクター、B/Pファクター3ファクターのエクスポージャーの相関を計算したところ、ファンドのB、Cの運用会社とファンドH、Iの運用会社に比べて、ファンドD、E社のHMLファクター、SMBファクターに対するエクスポージャーに高い相関を持つことがわかった(図表3)。これはファンドD、E社の環境とCSR問題に対する評価基準に大きな違いがない可能性が示唆される。

図表3 同じ会社の環境ファンドとCSRファンドのエクスポージャーの相関

NO.	運用会社	期間	$\beta^{BM}$	$\beta^{HML}$	$\beta^{SMB}$	$\alpha$
1	ファンドB、C	31	0.443	0.489	0.572	-0.201
2	ファンドD、E	16	0.826	0.948	0.940	0.822
3	ファンドH、I	28	0.931	0.443	0.511	0.462

#### 4. おわりに

同じ運用会社が運用する国内株式の社会貢献型ファンドと、株式一般型ファンドそれぞれの行動様式(運用スタイル)に関する定量分析による比較を行った結果、いわゆる社会貢献型ファンドは、運用会社によって、株式一般型ファンドと必ずしも運用スタイルが異なるとは言えないことが示唆された。さらに、同じ会社での環境ファンドとCSRファンドも同じような結果が見られる。

現状では、社会貢献ファンドの多数がTOPIXをベンチマークないし参考指数としており、本当のCSR評価が十分に反映されているとは言い難い。SRI、CSRに関する明確で且つ統一的な基準が必要ではないかと考える。

#### 参考文献

Fama,E.and French,K.[1993],”Common risk factors in the returns on stocks and bonds,” Journal of Financial Economics 33(1),3-56

Michael Schroder[2005],”Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indexes,” Centre for European Economic Research,Discussion Paper No.05-50

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(2004/08)

五月女季孝(2007)、「日本の公募SRIファンドの現況」、野村FUND MANAGEMENT 2007夏季号

中嶋幹(2006)、「SRIファンドのパフォーマンス」、年金レビュー(2006/12)