

社会的責任投資ファンド及び環境配慮企業の  
株価動向調査報告書

平成 17 年 6 月

環境省

はじめに

「環境情報の提供の促進等による特定事業者等の環境に配慮した事業活動の促進に関する法律」(平成 16 年法律第 77 号)(以下、「環境配慮促進法」と略称する。)では、第五条(国民の責務)で「国民は、投資その他の行為をするに当たっては、環境情報を勘案してこれを行うように努めるものとする。」と定められた。

わが国では、企業評価に環境側面を加味した環境配慮型投資信託が、平成 17 年 3 月末現在、12 社から発売されている。また、この 1、2 年の世界における企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility : 以下、「CSR」と略称する。)への関心の高まりを受け、環境以外の企業の社会的責任に関する評価基準を有する投資信託が設定され、その残高は伸びつつある。

しかしながら、投資家に対して、そうした投資信託に関する情報が十分に提供されていないことが、普及を阻んでいると考えられる。「社会的責任投資に関する日米英 3 国比較調査報告書」(平成 15 年 6 月 環境省)には、日本における個人投資家の意識調査が行われているが、個人投資家の多くが環境配慮型金融商品や、社会的責任投資(Socially Responsible Investment : 以下、「SRI」と略称する。)に関心を有していることが明らかになる一方、「商品内容がよくわからない」とする意見も多いことが明らかになっている。

環境配慮型投資信託や社会的責任投資への関心が高まりつつある現在、環境に配慮し、社会的責任を果たしている企業の株価の特性を明らかにすることは、そうした金融商品を普及促進の方策を推進する上で重要である。

本調査では、環境に配慮した事業活動を行ってきた企業(環境配慮企業)の過去からの株価を平均的な株価と縦断的に比較する。また、環境のみならず、社会的責任を果たすことに取り組んでいる企業においても同様に比較、分析を行う。さらに、日本のこれまでの環境配慮型金融商品、および社会的責任投資商品について、設定時より現在に至るまでのデータ推移を分析し、財務パフォーマンスを中心に概況を把握する。

環境配慮促進法第十三条に基づき、環境省では、投資や購買における環境情報の利用の促進のために、事業者や国民が投資や購買に当たって環境情報を勘案することを促進するため、社会的責任投資や環境ラベル制度等に関しても情報提供、事業者や国民に対する普及啓発などを行うことを予定している。

環境保全への配慮が株価という市場の評価とどのような相関関係にあるかを明らかにすることにより、こうした環境情報の提供及び利用の促進に資することができ、その結果、環境配慮企業への投資を促進、定着させ、結果として、企業の環境に配慮した事業活動を一層進展させることができれば幸いである。

なお、本調査研究は(株)日本総合研究所創発戦略センターの協力を得て実施した。

## 目次

1	文献調査.....	3
(1)	はじめに.....	3
(2)	既存文献レビューを中心にした文献.....	3
(3)	実証分析を中心にした分析.....	5
(4)	メタアナリシスを用いた文献.....	7
(5)	文献調査のまとめとして.....	8
2	環境配慮企業株価調査.....	9
(1)	はじめに.....	9
(2)	比較の方法.....	11
(3)	比較の結果.....	11
(4)	期間収益率の平均値と標準偏差の比較.....	14
(5)	まとめ.....	16
3	社会的責任企業株価調査.....	17
(1)	はじめに.....	17
(2)	比較の方法.....	18
(3)	比較の結果.....	18
(4)	期間収益率の平均値と標準偏差の比較.....	19
(5)	まとめ.....	20
4	エコ・SRI ファンド概況.....	21
(1)	はじめに.....	21
(2)	設定投資信託数と資産残高の推移.....	22
(3)	個別の資産残高と基準価格の動き.....	22
(4)	まとめ.....	25
5	国際 SRI ファンド比較調査.....	26
(1)	米国の SRI 投資信託の状況.....	26
(2)	欧州の SRI 投資信託の状況.....	31
6	おわりに.....	35
(1)	本調査研究のまとめ.....	35
(2)	わが国における「金融と環境」のあり方への示唆.....	35

## 1 文献調査

### (1) はじめに

環境配慮型投資信託や社会的責任投資のパフォーマンス<sup>1</sup>が、過去、市場のパフォーマンスを一般的に上回ってきたか否かという論議は、いまだ確定的な結論を得たものとはなっていない。

ただ、「SRI ファンドが従来のファンドのパフォーマンスを下回るといった明確な根拠はない。事実、アナリストの多くが SRI ファンドは従来のファンドと比べて変わらないほどの実績をもち、さらにいくつかが従来ファンドを上回るパフォーマンスを示していると述べている」という通説が支持されている<sup>2</sup>。

以下においては、代表的な数量分析や学術論文<sup>3</sup>が示している結論を概観する。

### (2) 既存文献レビューを中心にした文献

**Moses L. Pava & Joshua Krausz(1995). “Corporate Responsibility and Financial Performance The Paradox of Social Cost”<sup>4</sup>**

過去に出版された 21 文献を検証したところ、12 文献では社会的責任パフォーマンスと財務上のパフォーマンスとのあいだに正の相関関係があるとしており、8 文献が相関関係は計測できない、1 文献が負の相関関係がある、としている。

**Kurtz, Lloyd (1998). “Mr. Markowitz, Meet Mr. Moskowitz: A Review of Studies of Socially Responsible Investing”<sup>5</sup>**

SRI が運用パフォーマンスを悪くするという理由はない。ただし、SRI が市場平均の運用パフォーマンスを上回ることについては理論的に証明されていない、としている。

**ABN-AMRO Asset Management (2001). “Does Socially Responsible Equity Portfolios Perform Differently from Conventional Portfolios? If So: How and Why?”**

SRI が長期的に悪い運用パフォーマンスになることはない。短期的には、通常の投資と比べ良い運用パフォーマンスになることもある。運用パフォーマンスの差異を作っているバイアスとしてはグローススタイル<sup>6</sup>、産業セクター、地域構成などの要因がある。

---

<sup>1</sup> 本報告書において、「パフォーマンス」とは、通常、財務上のパフォーマンスである「財務パフォーマンス」を指し、環境面、社会面のパフォーマンスを指す場合は、「環境パフォーマンス」、「社会パフォーマンス」と表記する。

<sup>2</sup> 例えば The Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia のホームページ上の解説 ([http://www.aSRIa.org/japanese/SRI/market/performance?expand\\_all=1](http://www.aSRIa.org/japanese/SRI/market/performance?expand_all=1))

<sup>3</sup> 欧米の社会的責任投資に関する過去の数量分析を網羅的に収集したものとしては、Nelson Capital Management 社のシニアポートフォリオマネジャーである Lloyd Kurtz 氏の運営するウェブサイト ([http://www.sristudies.org/bib\\_frameset.html](http://www.sristudies.org/bib_frameset.html)) が有益である。

<sup>4</sup><http://www.questia.com/PM.qst?a=o&d=16168275>

<sup>5</sup>[http://www.sristudies.org/Commentary/Markowitz\\_vs\\_\\_Moskowitz/body\\_markowitz\\_vs\\_\\_moskowitz.html](http://www.sristudies.org/Commentary/Markowitz_vs__Moskowitz/body_markowitz_vs__moskowitz.html)

<sup>6</sup> 「企業の成長性を重視する投資方針」を指す。一方、「株価の割安感を重視する投資方針」をバリュースタイルという。

**Camejo, P (2002). “The SRI Advantage Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially”**

総じて SRI ファンドは市場のパフォーマンスを上回って（アウトパフォーム）おり、少なくともパフォーマンスが悪くなるとする文献はない。投資対象企業のリスクが低いこと、SRI スクリーニングは堅強な財務と効果的な経営をする企業を見つけることに繋がることアウトパフォームの理由である。とくにある程度の期間を過ぎたものは、ファンドマネジャーの専門性が高まったことにより、よりよいパフォーマンスにつながっている。反対に、できて間もないファンドでは、通常のものよりパフォーマンスが悪くなる傾向にある、としている。

**Garz, H., Volk, C. & Gilles, M. (2002). “From Economics to Sustainomics”<sup>7</sup>**

社会的責任投資を行っている投資家が少なくとも通常の投資家と比較して、構造的な財政上の不利を恐れる必要はない。事実、投資対象に制限を加えることは、常に効率性の損失を引き起こす。したがって、SRI は、特定の産業セクター、投資スタイル、投資対象地域に特化する他の投資アプローチと特段の違いがあるものではない、としている。

**Philips, Hager & North Investment Management Ltd. (2003). “Does socially responsible investing hurt investment returns?”<sup>8</sup>**

SRI 株価指数と伝統的株価指数との比較、 伝統的投資信託や市場の株価指数に対する SRI 投資信託のパフォーマンスの評価、 企業の社会責任と財務パフォーマンス改善との関係性の検証を通じて、SRI 運用は低い投資収益に終わるものではない、としている。

**UK Environmental Agency, Innovest (2004). “Corporate Environmental Governance: A study into the influence of Environmental Governance and Financial Performance”<sup>9</sup>**

企業の環境対策の取組（環境ガバナンス）の充実度もしくは環境パフォーマンスと財務パフォーマンスとの関係性に関する過去の 60 編の研究事例を文献調査し、これを定性的に整理した。両者の関係性を分析するアプローチには、 財務パフォーマンスとの関係を統計的に実証分析するタイプ、 ケーススタディによるタイプ、 学術的な理論/考察によるタイプ、 評価機関・運用マネージャーからの調査によるタイプがあるが、両者が正の相関にあるとする研究事例が全体 60 編に対し 85%に上る、としている。

---

<sup>7</sup> [http://research.westlb.com/sri/pdf/sustain\\_e.pdf](http://research.westlb.com/sri/pdf/sustain_e.pdf)

<sup>8</sup> [http://www.phn.com/pdfs/SRI%20Articles/does\\_sri\\_hurt.pdf](http://www.phn.com/pdfs/SRI%20Articles/does_sri_hurt.pdf)

<sup>9</sup> [http://www.environment-agency.gov.uk/commondata/105385/sh\\_envgov\\_\\_finperf\\_896608.pdf](http://www.environment-agency.gov.uk/commondata/105385/sh_envgov__finperf_896608.pdf)

### (3) 実証分析を中心にした分析

**Feldman, S. J., Soyke, P. A. & Ameer, P. (1996). "Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price?"<sup>10</sup>**

企業の環境対策活動と財務パフォーマンスの間を結び付ける概念モデルを作成し、300社を超える米国の大手上場企業のデータを活用して重回帰分析<sup>11</sup>を行った結果、環境対策の改善は、実質的に企業のリスクを低減させることにつながり、株価を約5%上げる可能性がある、としている。

**Cohen, Fenn & Knar (1997). "Environmental and Financial Performance: Are They Related?"**

環境パフォーマンスの変数として、訴訟数、有害物質排出量など6つを設定し、総資産利益率、株主資本利益率、市場リスク調整後の株式投資収益率<sup>12</sup>などと相関分析を行った。「グリーン投資」が不利に働くことは少なくともないとの結論を得た、としている。

**Butz, C. & Plattner, A. (2000). "Socially Responsible Investment: A statistical analysis of returns"<sup>13</sup> Sarasin Basic Report January 2000.**

欧州の65社の企業の環境パフォーマンスと社会パフォーマンスを、自社の評価モデルを用い4段階に格付けし、回帰分析によって、各々の企業の株式の市場リスク調整後の超過収益率との相関分析を行った。この結果、環境パフォーマンスと超過収益率には有意な相関関係が明らかになったが、社会パフォーマンスに関しては有意な関連は明らかにできなかった、としている。

**Kurtz, Lloyd and Chris Luck (2002). "An Attribution Analysis of the 100 Best Companies to Work for in America." Presentation to Northfield Investment Conference, Fish Camp, California, May 5-7, 2002.**

米国フォーチュン誌のアメリカで最も働きたい会社100社(The 100 Best Companies to Work for in America)<sup>14</sup>にとりあげられた企業の1984年3月から2002年2月までの株価のパフォーマンスを、市場の株価指数のパフォーマンスと比較して分析している。

---

<sup>10</sup> [http://www.icfconsulting.com/Publications/doc\\_files/resp\\_pays.pdf](http://www.icfconsulting.com/Publications/doc_files/resp_pays.pdf)

<sup>11</sup> 多変量解析の一つで、目的変数と複数の説明変数との関係を調べ、関係式を作ることによって次の2つの事柄を明らかにする手法。

<sup>12</sup> 「総資産利益率」は「利益を総資本(総資産)で除したもので、分子の利益は、営業利益、経常利益、当期純利益などが使われる」、「株主資本利益率」は「当期純利益を、前期及び当期の株主資本の平均値で除したもの」、「株式投資収益率」は「株式投資から得られる収益の投資額に対する比率。収益には配当や値上がり益(値下がり損)のほか株主割当増資によって得られる利益などが含まれる」

<sup>13</sup> <http://www.c4c.ch/publications/Sri2000.pdf>

<sup>14</sup> フォーチュン誌が働く側からみて働きやすい企業を選んだランキング。84年に評論家がまとめた評価手法をもとにした企業評価の指標で、基準は採用の仕組み、給与、福利厚生、経営陣への信頼度、職場の雰囲気など、職場の「働きやすさ」と「働きがい」に焦点を当てている。

「Northfield and Barra fundamental factor performance attribution models」の2つのモデルを用い、ベスト100社に選ばれていることが、様々な要因(beta, price/earnings ratio, industry representation)を調整してもなお、市場の株価指数よりもポジティブなパフォーマンスをあげる要因であることがわかった、としている。

**Blank, Herbert D. and C. Michael Carty.(2002). "The Eco-Efficiency Anomaly."<sup>15</sup> Innovest Working Paper.**

1997年から2001年までの5年間で、Innovest<sup>16</sup>社のEco-Efficiency(環境効率性)格付けのトップグループを構成する企業の株式ポートフォリオは、それらを含むInnovest社の全ての推奨企業で構成する株式ポートフォリオよりも収益率が高かった。またS&P500インデックス<sup>17</sup>のうちInnovest社の推奨企業で構成するポートフォリオは、S&P500インデックス全体の企業で構成する株式ポートフォリオよりも1997年を除いて収益率が高かった。

**Morgan Stanley & Oekom Research (2003). "Sustainability as a style of investment offering double dividends."<sup>18</sup>**

MSCIワールド指数<sup>19</sup>を構成する企業のうち、Oekom<sup>20</sup>社の格付け評価をもとに、社会責任レーティングの評価の高い企業のポートフォリオ(186社)と低い企業のポートフォリオ(416社)を作り、1999年12月から2003年10月のデータを用いて、パフォーマンスを比較している。高ポートフォリオは、低ポートフォリオを約23%上回り、さらに高ポートフォリオはMSCIワールド指数を約9%上回った、としている。

**Jeroen Derwall, Nadja Gunster, Rob Bauer & Kees Koedijk, (2004) "The Eco-Efficiency Premium Puzzle"<sup>21</sup>**

Innovest社のEco-Efficiency(環境効率性)格付け結果のデータベースを用いて、スコアの上位と下位の米国企業からなる株式ポートフォリオを擬似的に作り、1995年7月から2003年12月までの期間について、その期間収益率(リターン)の状況を回帰分析により比較している。格付けスコアの高低による超過収益率格差が存在しており、同スコアの高低を絞り込んでいくほど(例えば、上下位20%ずつの企業で構成したポートフォリオは上下位30%ずつの企業で構成したポートフォリオに比べて)超過収益率格差が大きくなって

---

<sup>15</sup> [http://www.innovestgroup.com/pdfs/Eco\\_Anomaly\\_7\\_02.pdf](http://www.innovestgroup.com/pdfs/Eco_Anomaly_7_02.pdf)

<sup>16</sup> イノベスト(Innovest)社は、社会・環境面に特化した米国の投資リサーチ機関。

<sup>17</sup> 米国株式を対象として、スタンダード・アンド・プアーズ社(S&P)が開発した株価指数。

<sup>18</sup> [http://www.oekom-research.de/ag/Performance\\_Study.pdf](http://www.oekom-research.de/ag/Performance_Study.pdf)

<sup>19</sup> MSCIとは、Morgan Stanley Capital International(モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル社)の社名の頭文字を指す。MSCIワールド指数は、22の国の株式市場に上場されている約1700銘柄の株価を基に計算された株価指数。

<sup>20</sup> イーコム(Oekom)社は、ドイツのSRI評価格付機関。

<sup>21</sup> <https://ep.eur.nl/bitstream/1765/1296/1/ERS+2004+043+F&A.pdf>

いくことから、Eco-Efficiency（環境効率性）の度合いの違いがこれに応じた期間収益率の差につながっている、としている。

**吉野貴晶他（2004）「CSR（企業の社会的責任）を評価する株式市場（その1）：SRI 指数動向」日本株クオンツマンズリー2004年3月号（その2）大和総研**

2001年から2004年までの3年間でSRI指数に選ばれている企業の株価を、ベンチマークとして大和株スタイルインデックスから算出した指数と比較した結果、SRI指数に選ばれている企業はパフォーマンス面でもある程度良好であるとの結論を得た、としている。ただし、SRI指数の採用銘柄はまだ少なく、業種の偏りが大きいことも指摘している。

**吉野貴晶他（2004）「CSR（企業の社会的責任）を評価する株式市場（その2）：環境会計と株式市場」日本株クオンツマンズリー2004年3月号（その2）大和総研**

環境報告書を作成している企業の平均投資収益（リターン）が東証株価指数（TOPIX）<sup>22</sup>を上回っている。なかでもより多くの項目を情報開示している企業のほうがより高いパフォーマンスであった、としている。

**（4）メタアナリシスを用いた文献**

これは、直接株価データだけを扱ったものではないが、2003年に、Marc Orlitzky、Frank L. Schmidt、Sara L. Rynes の3人によって発表された論文“Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis”<sup>23</sup>は、メタアナリシス<sup>24</sup>の手法を用いた既存文献のレビューとして注目された<sup>25</sup>。

この論文では、これまでの企業の社会・環境パフォーマンスと財務パフォーマンスのあいだの関係を理論付けることについて、両者の相関があるとする主張と相関がないとする主張の2つの異なった主張が存在してきたことに対応して、メタアナリシスの手法を用いて、データの統合を行って分析を試みたものである。この結果、社会的責任が経済的に引き合う（社会・環境パフォーマンスと財務パフォーマンスが有意に正の相関を有する）としている。

---

<sup>22</sup> 東京証券取引所が日々計算し発表している株価指数で、東証第1部の毎日の時価総額（全上場株のある日の終値で評価したものの合計額）を基準日の時価総額で割って算出される。1968(昭和43)年1月4日の時価総額を100として計算している。

<sup>23</sup> <http://www.socialinvest.org/areas/research/Moskowitz/2004MoskowitzSummary.pdf>

<sup>24</sup> メタアナリシスとは、「過去に行われた複数の研究結果を統合し分析すること」を指す。具体的には、同じテーマのデータを統計的に統合した上で、オッズ比、リスク比、平均値の差などの効果量を推定することにより、統計学的な有意差を検定する。

<sup>25</sup> 当該論文は、社会的責任投資の普及に積極的な役割を果たした業績に対して授与される Moskowitz Prize Competition の2004年度の賞を受賞している。具体的な手法は、研究論文データベース(ABI/Inform Global と PsycINFO)から企業の社会側面のパフォーマンスと財務的パフォーマンスのふたつのキーワードにより検索して抽出した研究文献の中で、企業の社会側面のパフォーマンスと財務的パフォーマンスの関係を数量的に分析したものについて、一定の定義に合致し、分析の対象として適当と判断された52編を特定して、33,878の総観察サンプル・サイズを統合して分析している。

そのうえで、以下の特徴を指摘している。

- 環境面での責任項目より、社会面での責任項目の方が財務パフォーマンスとの相関が大きいこと。
- 財務パフォーマンスとしては、株価等の市場ベースの指標より、総資産利益率等の会計ベースの指標の方が、社会・環境パフォーマンスとの相関がはっきりしていること。
- 社会・環境パフォーマンスのうち、「企業の評判」に関する指標は、他の指標よりも財務パフォーマンスとの相関がはっきりしていること。

#### (5) 文献調査のまとめとして

本稿では、企業の環境パフォーマンス、社会パフォーマンスと財務パフォーマンス、とりわけ株価との間の関係についての過去の研究成果の中から、明確な結論を導いているものの一部を紹介した。

以下に、こうした文献調査からの示唆とその留意点を示す。

- 企業の環境パフォーマンス、社会パフォーマンスの優劣がその企業の財務的なパフォーマンスの良否と概ね正の相関関係にある傾向は強い。
- ただし、企業の財務パフォーマンスを左右する要素は多様にあり、企業の経営における環境側面への配慮、社会側面への配慮はあくまでその一つの要素という位置づけである。
- 両者の関係性はどちらかが他方に一方的に影響を及ぼすというよりも、両者が影響を及ぼし合う関係である可能性が高い。
- 相関関係の分析は、計測時期によって結果が異なってくるが、最近では、過去の文献の蓄積を利用した研究が複数現われることで、計測期間の短さやばらつきの影響を緩和することが可能になっている。
- 環境側面への配慮や環境パフォーマンスと企業の財務的なパフォーマンスの相関が、社会側面でのそれに比べて明確であるような研究事例が多いが、逆の結果を指摘するものもある。

## 2 環境配慮企業株価調査

### (1) はじめに

本章では、環境に配慮した事業活動を行ってきた企業の過去からの株価の動きを平均的な株価の動きと比較することを試みる。

まず、平均的な株価としては、東証株価指数 (TOPIX)<sup>26</sup>を用いることとする<sup>27</sup>。一方、比較の客体とする「環境に配慮した事業活動を行ってきた企業」としては、以下の2群を設定するものとする。

#### 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業

環境省が毎年行っている「環境にやさしい企業行動調査」平成8年度～平成10年度(1996年度～1998年度)で、以下の設問について、一部の事業所についても ISO14001 の認証取得を行っているという回答した上場企業 227 社。

#### 【平成8・9年度調査の設問】

貴社では、1996年9月に発行した ISO (国際標準化機構) 14001 規格の認証について、どのようにされていますか (される予定ですか)。

- 全社(全事業所)において、認証を取得する予定であり、既に一部の事業所では認証を取得した。  
全社(全事業所)において認証を取得する予定であり、現在準備中である。
- モデル事業所等において、認証を取得する予定であり、既に一部の事業所では認証を取得した。  
モデル事業所等において認証を取得する予定であり、現在準備中である。  
ISO 規格に基づくシステムを構築したいが (構築する予定であるが)、現時点では認証を取得するつもりはない。  
ISO 規格とは関係なく、環境マネジメントシステムを構築した (構築する予定である)。  
ISO 規格に大いに関心があり、現在、情報を収集している。  
ISO 規格に関心はあるが、現時点では特別な対応はしていない。  
特に関心はない。  
ISO 規格についてよく知らないのでわからない。  
その他 (具体的に)

#### 【平成10年度調査の設問】

上記の設問と同様の設問のであるが、ただし回答選択肢に「全社(全事業所)において、既に認証を取得した。」という選択肢が追加されている。

<sup>26</sup> 脚注 22 参照。

<sup>27</sup> 分析では、日々の東証株価指数の終値の年平均値を求め用いた (個別企業の株価も同様)。

### 先行的に環境報告書の発行を行った企業

環境省が毎年行っている「環境にやさしい企業行動調査」平成8年度～平成10年度(1996年度～1998年度)で、以下の設問について、環境報告書の発行を行っているとは回答した上場企業212社。

#### 【平成8年度調査の設問】

環境に関する報告書等について

貴社では環境保全のための取組状況を記した報告書等を作成していますか。当てはまる番号全てに をつけて下さい。

環境に関する報告書等を作成している

環境に関するパンフレットや小冊子等を作成している

会社案内等のパンフレット等の一部に記載している

有価証券報告書、営業報告書に環境保全のための取組状況を記載している

作成していない

その他(具体的に)

#### 【平成9年度調査の設問】

環境に関する情報の公開について

貴社では、どのような方法で情報公開をしていますか。当てはまる番号全てに をつけて下さい。

環境に関する報告書により情報を提供している

環境に関するパンフレットや小冊子等により情報を提供している

会社案内等のパンフレット等の一部に記載している

有価証券報告書、営業報告書の一部に記載している

その他(具体的に)

#### 【平成10年度調査の設問】

環境に関する情報の公開について

貴社では、どのような方法で情報を公開していますか。当てはまる番号全てに をつけて下さい。

環境に関する報告書等により情報を提供している

環境に関するパンフレットや小冊子等により情報を提供している

会社案内等のパンフレット等一部に記載している

有価証券報告書、営業報告書の一部に記載している

会社のホームページに掲載する等インターネットにより情報を提供している

その他(具体的に)

## (2) 比較の方法

各々の企業群について、当該企業の1株ずつ保有したとして擬似的な投資ポートフォリオを想定し、そのポートフォリオの合成株価を算出する<sup>28</sup>。そのうえで、比較のための基準年を設定し、東証株価指数と擬似的な投資ポートフォリオの合成株価の年中平均値を各々1としたうえで、その基準年の前後の年中平均値を比較する。

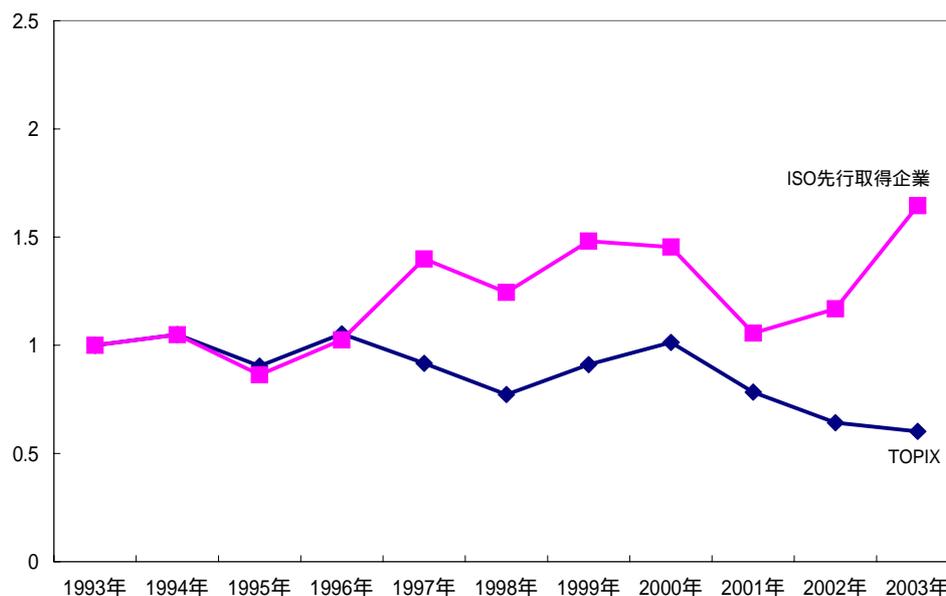
## (3) 比較の結果

### 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業

「先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業」を擬似的な投資ポートフォリオとした場合の合成株価指数は、基準年を1993年、1996年、1998年とした場合何れも、2003年において東証株価指数を上回っている<sup>29</sup>。

図表 1 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業の平均株価指数と TOPIX の比較

(1993年を基準として1とした場合)



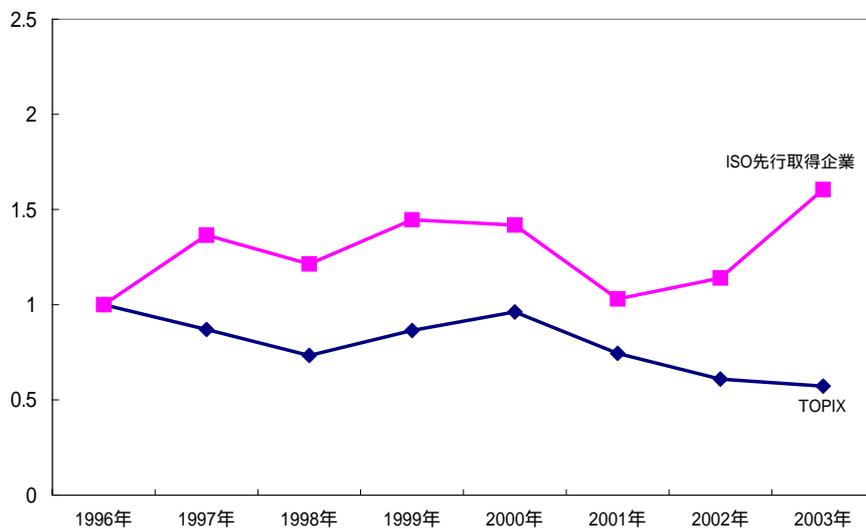
(出所) 日本総合研究所作成

<sup>28</sup> 権利落ち等外的要因による株価の変動は修正係数を用いて、影響を中立化している。

<sup>29</sup> 過去の株価に遡った分析においては、途中で上場廃止になった銘柄は、比較の客体からは除外され、一方で東証株価指数には途中で上場廃止になった銘柄の株価は反映されている。これをサバイバーシップバイアスという。本調査における株価の分析については、厳密にはこうしたサバイバーシップバイアスの影響を考慮する必要があるといえる。

図表 2 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業の平均株価指数と TOPIX の比較

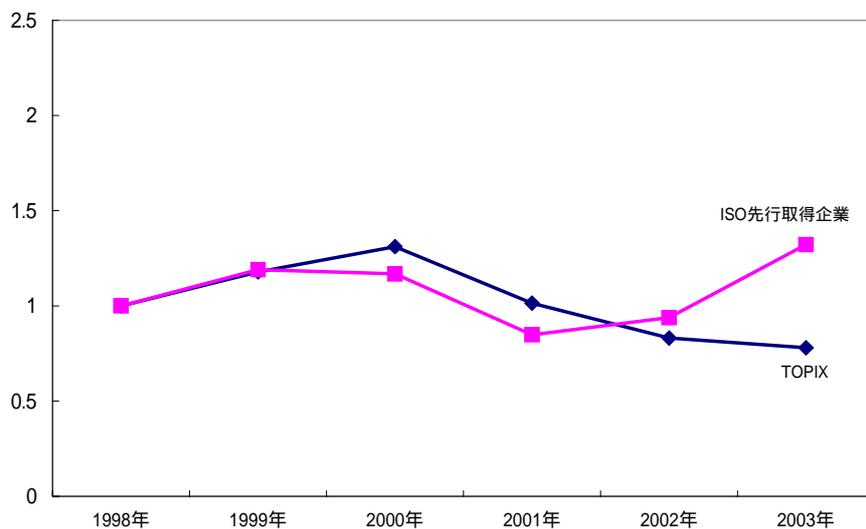
(1996 年を基準として 1 とした場合)



(出所) 日本総合研究所作成

図表 3 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業の平均株価指数と TOPIX の比較

(1998 年を基準として 1 とした場合)



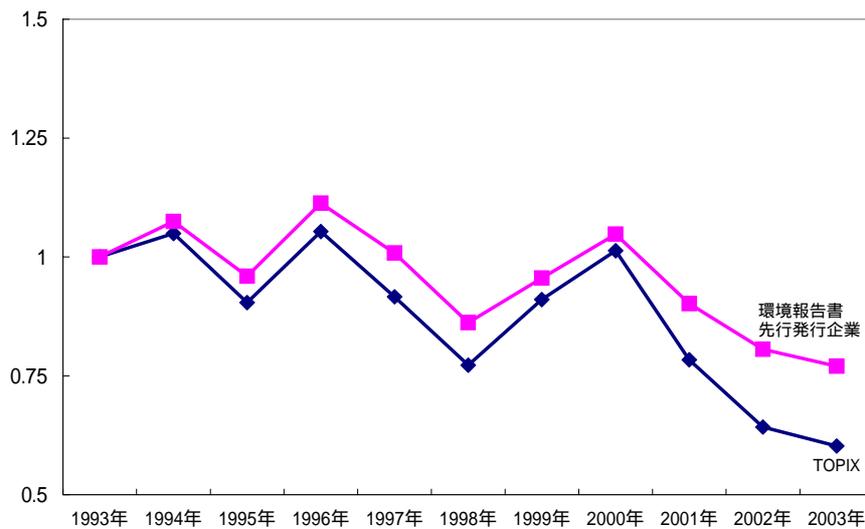
(出所) 日本総合研究所作成

先行的に環境報告書の発行を行った企業

「先行的に環境報告書の発行を行った企業」を擬似的な投資ポートフォリオとした場合の合成株価も、基準年を 1993 年、1996 年、1998 年とした場合何れも、2003 年において東証株価指数を上回っている。

図表 4 先行的に環境報告書の発行を行った企業の平均株価指数と TOPIX の比較

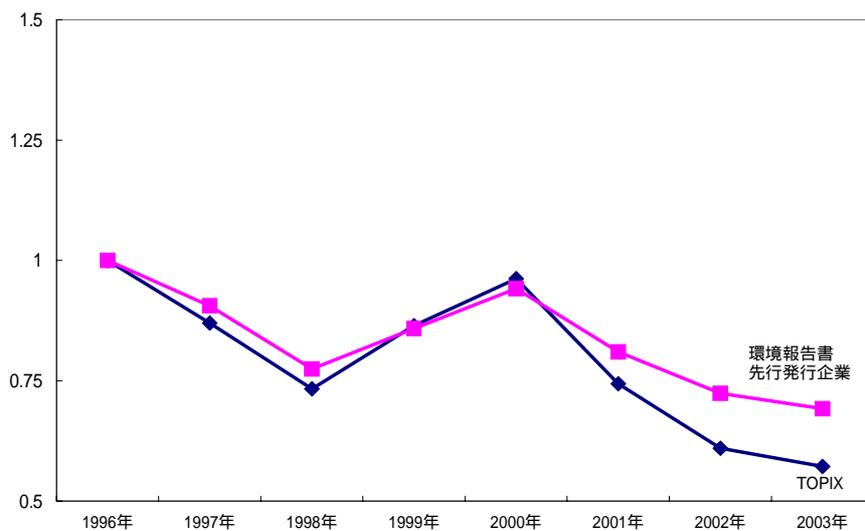
(1993 年を基準として 1 とした場合)



(出所) 日本総合研究所作成

図表 5 先行的に環境報告書の発行を行った企業の平均株価指数と TOPIX の比較

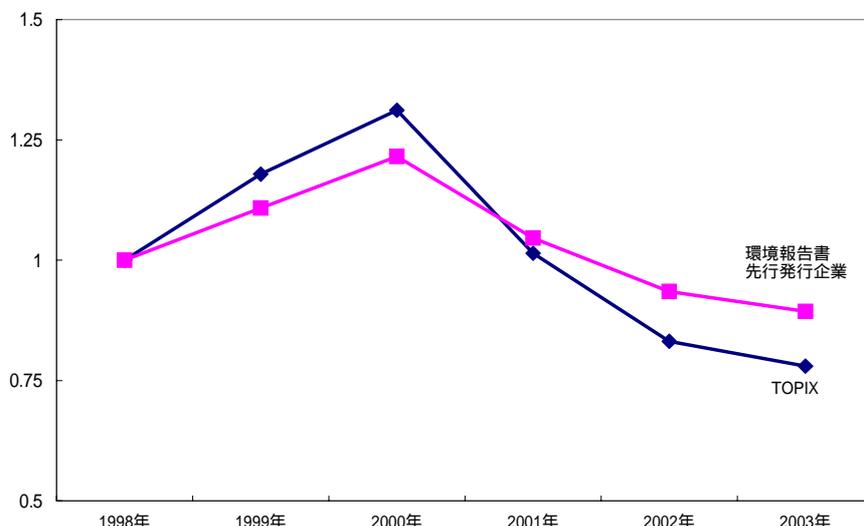
(1996 年を基準として 1 とした場合)



(出所) 日本総合研究所作成

図表 6 先行的に環境報告書の発行を行った企業の平均株価指数と TOPIX の比較

(1998 年を基準として 1 とした場合)



(出所) 日本総合研究所作成

#### (4) 期間収益率の平均値と標準偏差の比較

1993 年 1 月から 2003 年 12 月の月中平均値データを用いて、個別企業の株価、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価、東証株価指数の期間収益率<sup>30</sup> (1 年) を計算することができる。各々 120 サンプルとなる個別企業の株価、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価、東証株価指数の期間収益率の平均値と標準偏差<sup>31</sup> を比較する。

#### 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業

先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業については、期間収益率の平均値と標準偏差には概ね正の相関関係が認められ、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価の期間収益率の標準偏差は、東証株価指数のそれより大きくなっているものの、期間収益率の平均値も大きくなっている。これは擬似的なポートフォリオへの投資を合理的とする論拠となる<sup>32</sup>。

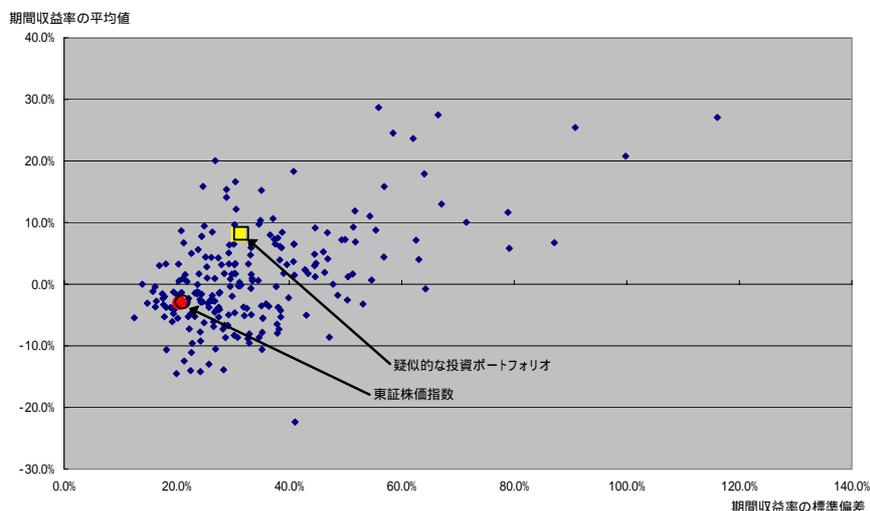
<sup>30</sup> 期間収益率 = 期末価格 ÷ 期初価格 なお、算出に当たって、配当は含まれていない。

<sup>31</sup> 過去のリターンレンジ(最低と最高の幅)を見ることによって導き出されたファンドのボラティリティ(変動率)の尺度をいう。標準偏差の値が大きいほど、潜在的な価格変動リスクが高いことになる。

<sup>32</sup> 資本資産評価モデル(あらゆる情報をもとに資産のリスクを正しく評価できるのであれば、価格はそのリスクによって決定されるとする考え方をもとにした株価モデル)によれば、ある株式ポートフォリオが合理的であるためには、少なくとも市場ポートフォリオに対して、より大きなリターンをより大きなリスクのもとに期待できるか、より小さなリターンをより小さなリスクのもとに期待できるかのいずれかであるとされる。

次図において、個別株式の期間収益率の平均値と標準偏差のプロットの位置が、傾向としては正の関係にあることが確認できよう。そのなかで、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価の期間収益率の標準偏差は、東証株価指数のそれより大きくなっているものの、期間収益率の平均値も大きくなっている。これは、擬似的な投資ポートフォリオが市場ポートフォリオより大きなリスクを負担しながら、市場ポートフォリオより大きなリターンを実現しているという意味での合理性を有していることを意味している。

図表 7 先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業の期間収益率の平均値と標準偏差

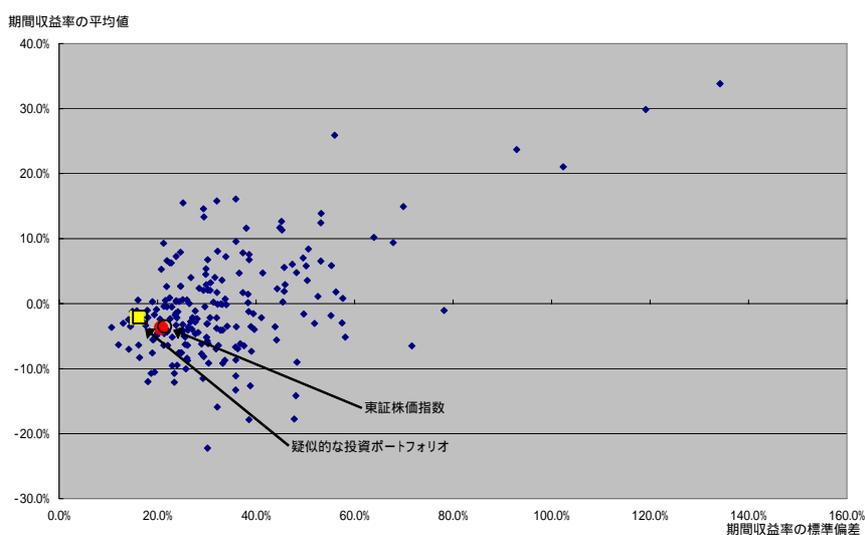


(出所) 日本総合研究所作成

先行的に環境報告書の発行を行った企業

先行的に環境報告書の発行を行った企業についても、期間収益率の平均値と標準偏差には概ね正の相関関係が認められ、疑似的な投資ポートフォリオの合成株価の期間収益率の標準偏差は、東証株価指数のそれより小さくなっているにもかかわらず、期間収益率の平均値は大きくなっている。これは疑似的なポートフォリオへの投資を合理的とする論拠となる。

図表 8 先行的に環境報告書の発行を行った企業の期間収益率の平均値と標準偏差



(出所) 日本総合研究所作成

#### (5) まとめ

環境配慮企業の株価については、わが国企業のデータを活用しても、総じて市場平均よりも高い水準にあることが確認できた。

個別に見れば、先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業でも、先行的に環境報告書の発行を行った企業でも同様の傾向が見られるが、先行的に ISO14001 の認証取得を行った企業の方が、より明確な傾向が見られる。

また、期間収益率の平均値と標準偏差の観点から見ても、環境配慮企業群の企業に投資する擬似的ポートフォリオは、市場インデックスよりも優れた投資成果を実現できることが、今回の調査結果からは示されている。

### 3 社会的責任企業株価調査

#### (1) はじめに

本章では、企業の社会的責任を相対的に果たしていると評価されている企業の過去からの株価の動きを平均的な株価の動きと比較することを試みる。

まず、平均的な株価としては、同様に東証株価指数を用いる。一方、比較の客体とする「企業の社会的責任を相対的に果たしていると評価されている企業」として、以下の4つのSRIインデックスのうちいずれかの構成銘柄となっている企業を特定<sup>33</sup>するものとする。

#### 4つのSRIインデックス

##### ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス

DJSI (Dow Jones Sustainability Index) は、1999年から米国のダウ・ジョーンズ社とSRI運用機関であるスイスのSAM (Sustainability Asset Management) が共同で作成した指数である。「Dow Jones Global Index」に含まれる世界の企業2,500社を母集合として、経済、環境、社会の3つの観点からSAMが企業調査を行い、各業種で上位10%以内の評価企業がDJSIに採用されている。

##### FTSE4good

FTSE4Goodは、英国の金融紙フィナンシャル・タイムズとロンドン証券取引所の合併会社であるFTSEインターナショナルによって2001年7月に作成された指数である。対象となる地域や母集団によっていくつかのタイプがある。「タバコ、核兵器の主要な部品やサービスを提供する会社、武器製造会社、原子力発電を所有・操業する企業、ウラニウムの採掘製造企業」を排除するネガティブクライテリアを有し、そのうえで「環境的持続可能性」

---

<sup>33</sup> 2004年9月15日現在の構成銘柄のうち過去に株価の遡れる大林組、前田建設、大和ハウス工業、明治製菓、明治乳業、日本ハム、伊藤ハム、サッポロホールディングス、不二製油、キッコーマン、ニチレイ、川島織物、東レ、クラレ、旭化成、住友化学、トクヤマ、日本酸素、日本触媒、三菱瓦斯化学、日本ゼオン、宇部興産、日立化成工業、花王、三共、武田薬品、第一製薬、大日本製薬、塩野義製薬、三菱ウェルファーマ、藤沢薬品、ツムラ、テルモ、大日本インキ化学工業、ライオン、サンスター、新日本石油、日本板硝子、東芝セラミックス、日本特殊陶業、住友金属工業、神戸製鋼所、古河電気工業、住生活グループ、ディスコ、サトー、小松製作所、日立建機、サンデン、ブラザー工業、NTN、安川電機、マブチモーター、NECインフロンティア、三洋電機、アルプス電気、クラリオン、アルパイン、アドバンテスト、カシオ計算機、ファナック、村田製作所、三菱重工業、アイシン精機、本田技研工業、富士重工業、ヤマハ発動機、シマノ、ユニチャーム、セブン-イレブン・ジャパン、大丸、松坂屋、滋賀銀行、阿波銀行、日立キャピタル、日本興亜損害保険、あいおい損害保険、日立物流、全日本空輸、NTT、中部電力、関西電力、中国電力、四国電力、九州電力、沖縄電力、セコム、CSK、日本ビジネスコンピューター、鹿島建設、西松建設、江崎グリコ、麒麟ビール、宝ホールディングス、味の素、グンゼ、王子製紙、三菱化学、信越化学、協和発酵、JSR、ダイセル化学工業、三洋化成、田辺製薬、中外製薬、エーザイ、大正製薬、資生堂、コスモ石油、旭硝子、日立金属、豊田自動織機、ダイキン工業、栗田工業、日立製作所、東芝、オムロン、沖電気工業、松下電産、アンリツ、TDK、パイオニア、日立マクセル、デンソー、ローム、松下電工、日産自動車、トヨタ自動車、ニコン、凸版印刷、大日本印刷、ヤマハ、コクヨ、伊藤忠商事、丸紅、ファミリーマート、東京エレクトロン、日立ハイテクノロジー、住友商事、キヤノン販売、イオン、西友、大和証券グループ本社、東急電鉄、日本テレビ、大成建設、山之内製薬、コニカミノルタホールディングス、クボタ、荏原製作所、日本電気、富士通、シャープ、ソニー、京セラ、三菱商事、八十二銀行、三井住友海上、三菱地所、日本郵船、商船三井、川崎汽船、大阪ガス、日清製粉グループ本社、アサヒビール、帝人、富士写真、日本精工、キヤノン、リコー、イトーヨーカ堂、日興コーディアルグループ、損害保険ジャパン、東京ガスの175社を特定した。

「社会問題とステークホルダーの関係」「人権」についてポジティブ評価を実施して構成銘柄を選定している。

#### エティベル・サステナビリティ・インデックス

ベルギーのエティベル社は、環境問題や平和活動、発展途上国問題などの分野で活動してきた NGO を前身として 1992 年に設立された。エティベル社が選定した持続可能な優良株式銘柄「エティベル投資ユニバース (Ethibel Investment Register)」のなかで、時価総額の高い企業を業種と地域のバランスを考慮して構成銘柄を選出したのが「エティベル・サステナビリティ・インデックス (ESI)」である。2002 年 6 月から算出が始まった。

#### MS-SRI

日本株を対象とした指数として、投資情報サービス企業であるモーニングスター株式会社が NPO 法人パブリックリソースセンターと共同で開発したのが「モーニングスター社会的責任投資株価指数 (MS-SRI)」である。構成銘柄選定の基準として、「ガバナンス/アカウンタビリティ」、「マーケット(消費/顧客対応、調達先対応)」、「雇用」、「社会貢献」、「環境」という側面が設定されている。2003 年 7 月から算出が始まった。

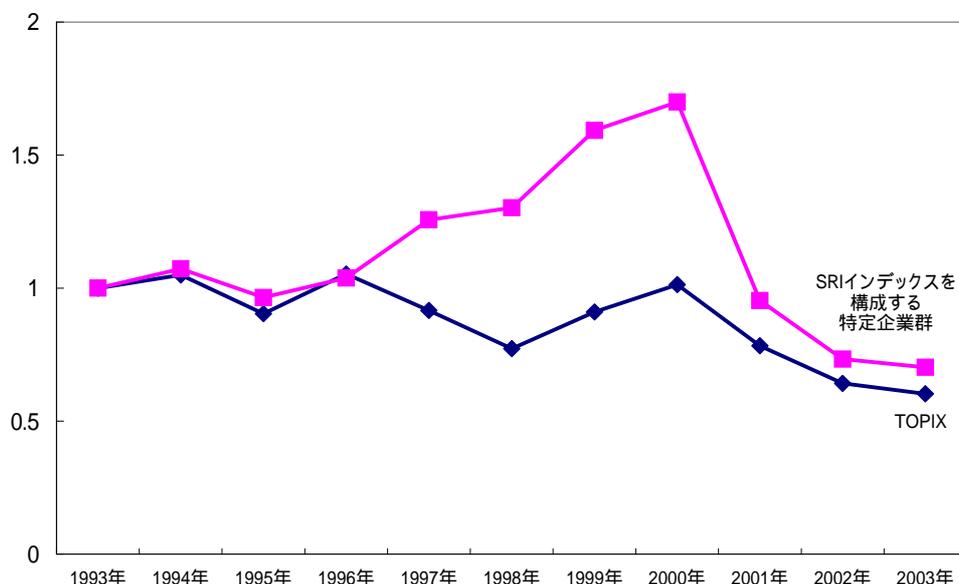
#### (2) 比較の方法

特定された企業群について、当該企業の 1 株ずつを保有したとする擬似的な投資ポートフォリオを想定し、そのポートフォリオの合成株価を算出する。そのうえで、比較のための基準年を設定し、東証株価指数と擬似的な投資ポートフォリオの合成株価の年中平均値を各々 1 としたうえで、その基準年の前後の年中平均値を比較する。

#### (3) 比較の結果

SRI インデックスによって「企業の社会的責任を相対的に果たしていると評価されている企業」を擬似的な投資ポートフォリオとした場合の合成株価指数は、基準年を 1993 年とした場合、2003 年において東証株価指数を上回っている。

図表 9 SRI インデックスを構成する特定企業群の株価と TOPIX の比較



(出所) 日本総合研究所作成

#### (4) 期間収益率の平均値と標準偏差の比較

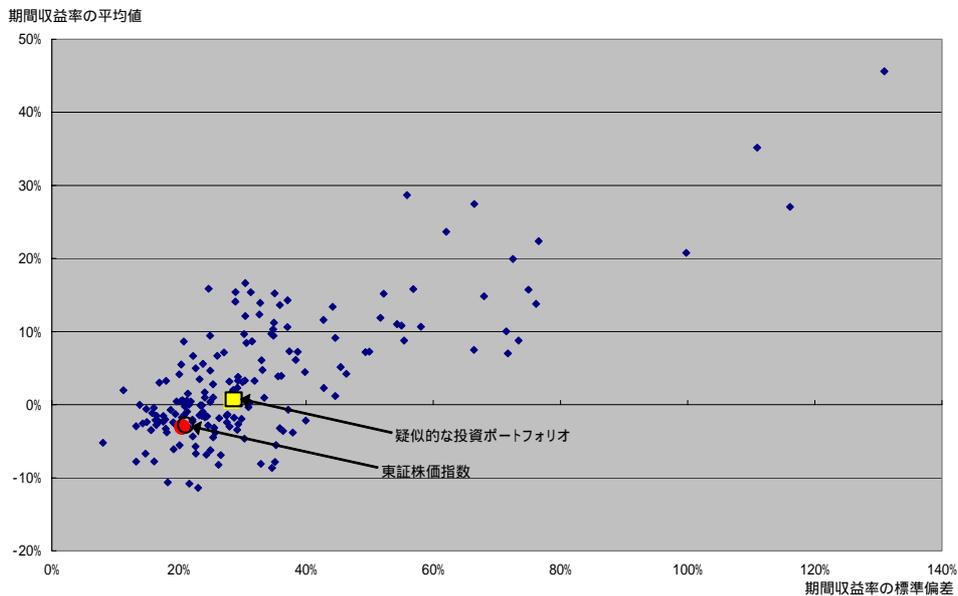
1993年1月から2003年12月の月中平均値データを用いて、個別企業の株価、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価、東証株価指数の期間収益率(1年)を計算することができる。各々120サンプルとなる個別企業の株価、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価、東証株価指数の期間収益率の平均値と標準偏差を比較する。

企業の社会的責任を相対的に果たしていると評価されている企業については、期間収益率の平均値と標準偏差には概ね正の相関関係が認められ、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価の期間収益率の標準偏差は、東証株価指数のそれより大きくなっているものの、期間収益率の平均値も大きくなっている。これは擬似的なポートフォリオへの投資を合理的とする論拠となる<sup>34</sup>。

<sup>34</sup> 資本資産評価モデル(あらゆる情報をもとに資産のリスクを正しく評価できるのであれば、価格はそのリスクによって決定されるとする考え方をもとにした株価モデル)によれば、ある株式ポートフォリオが合理的であるためには、少なくとも市場ポートフォリオに対して、より大きなリターンをより大きなリスクのもとに期待できるか、より小さなリターンをより小さなリスクのもとに期待できるかのいずれかであるとされる。

次図において、個別株式の期間収益率の平均値と標準偏差のプロットの位置が、傾向としては正の関係にあることが確認できよう。そのなかで、擬似的な投資ポートフォリオの合成株価の期間収益率の標準偏差は、東証株価指数のそれより大きくなっているものの、期間収益率の平均値も大きくなっている。これは、擬似的な投資ポートフォリオが市場ポートフォリオより大きなリスクを負担しながら、市場ポートフォリオより大きなリターンを実現しているという意味での合理性を有していることを意味している。

図表 10 SRI インデックスを構成する特定企業の期間収益率の平均値と標準偏差



(出所) 日本総合研究所作成

(5) まとめ

SRI インデックスを構成する特定企業の株価については、わが国企業のデータを活用しても、総じて市場平均よりも高い水準にあることが確認された。

また、期間収益率の平均値と標準偏差の観点から見て、SRI インデックスを構成する環境配慮企業群の企業に投資する疑似的ポートフォリオは、市場インデックスよりも優れた投資成果を実現できることが、今回の調査結果から示されている。

## 4 エコ・SRI ファンド概況

### (1) はじめに

わが国では、企業評価に環境側面を加味した環境配慮型投資信託ならびに環境以外の企業の社会的責任に関する評価基準を有する投資信託（以下では、「エコ・SRI ファンド」という）が2005年3月31日現在あわせて20設定されている<sup>35</sup>。

図表 11 わが国のエコ・SRI ファンドの概況

投信会社	ファンド名	愛称	投資対象	設定日	当初設定	純資産
朝日ライフ	朝日ライフSRI社会貢献ファンド	あすのはね	日本	2000年9月28日	66億円	40億円
興銀第一ライフ	エコ・ファンド	-	日本ECO	1999年10月22日	241億円	50億円
住信アセット	住信 SRI・ジャパン・オープン	グッドカンパニー	日本	2003年12月26日	15億円	217億円
損保ジャパン	損保ジャパン・グリーン・オープン	ぶなの森	日本ECO	1999年9月30日	187億円	123億円
	損保ジャパンSRIオープン	未来のちから	日本	2005年3月25日	13億円	13億円
大和	ダイワSRIファンド	-	日本	2004年5月20日	92億円	239億円
大和住銀	グローバル・エコ・グロース・ファンド	Mrs.Green	グローバルECO	2001年6月15日	124億円	40億円
	Aコース(為替ヘッジあり)/Bコース(為替ヘッジなし)					
日興	日興エコファンド	-	日本ECO	1999年8月20日	226億円	368億円
	日興グローバル・サステナビリティ・ファンド	globeグローブ地球	グローバル	2000年11月17日	90億円	18億円
	A(ヘッジなし)/B(ヘッジあり)					
野村	野村グローバルSRI100	-	グローバル	2004年5月28日	45億円	47億円
	モーニングスターSRIインデックス・オープン	つながり	日本	2004年7月30日	32億円	32億円
三井住友	エコ・バランス	海と空	バランスECO	2000年10月31日	13億円	11億円
三菱	三菱 SRIファンド	ファミリーフレンドリー	日本	2004年12月3日	6億円	15億円
UFJパートナーズ	エコ・パートナーズ	みどりの翼	日本ECO	2000年1月28日	138億円	26億円
AIG	AIG/りそな ジャパンCSRファンド	誠実の杜	日本	2005年3月18日	2億円	4億円
	AIG-SAIKYO日本株式CSRファンド	すいれん	日本	2005年3月18日	26億円	27億円
UBS	UBS日本株式エコ・ファンド	エコ博士	日本ECO	1999年10月29日	80億円	39億円
	UBSグローバル株式40	-	グローバル	2003年11月7日	109億円	55億円

（出所）投資信託協会ホームページなどをもとに日本総合研究所作成

<sup>35</sup> 公募型投資信託のみ。三井住友アセットマネジメントの「エコ・バランス」は投資対象として国内株式50%、国内公社債50%を基本としている。三菱投信の「三菱SRIファンド」は、環境側面のスクリーニング基準を採用していない。

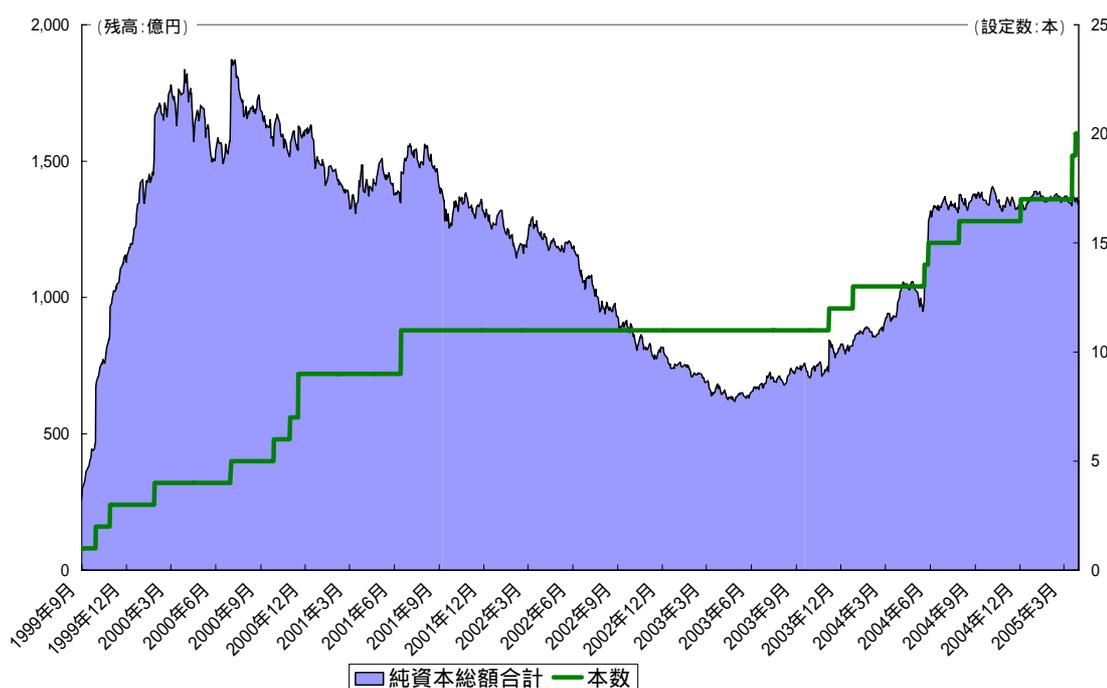
## (2) 設定投資信託数と資産残高の推移

設定投資信託数と資産残高の推移は、下図のとおりである。1999年8月に最初の投資信託が設定された後、企業評価に環境側面を加味した環境配慮型投資信託の新規設定も相次ぎ、2000年に向けて資産残高は急増した。

しかしながら、その後の株安の影響もあって、純資産残高は減少に転じた。また、2001年6月以降はしばらく新たな投資信託の設定も行われなかった。

それが2003年7月頃を転機として、再び純資産残高は増加に転じている。これは株価が上昇に転じたことが大きな理由であるが、企業の社会的責任(CSR)に対する社会的な関心が高まったことも一因と考えられる。2003年11月頃から、再び新たな投資信託が設定されるようになり、資産残高の増加を一層確実なものとするようになった。2005年3月31日現在では、20本のエコ・SRIファンドで、約1,400億円弱の資産残高となっている。

図表 12 わが国のエコ・SRIファンドの設定数と純資産残高の推移<sup>36</sup>



(出所) 投資信託協会ホームページをもとに日本総合研究所作成

## (3) 個別の資産残高と基準価格の動き

一般的にわが国の投資信託の資産残高の推移では、設定時もしくはその数ヶ月後に最も

<sup>36</sup>投資信託協会の投資信託基準価額データでは興銀第一ライフ「エコ・ファンド」について2000年7月2日以前のデータが欠落しているため、図表12では2000年7月3日よりデータを反映させている。このためグラフは2000年7月2日以前の実態を正確に反映していない点に注意いただきたい。

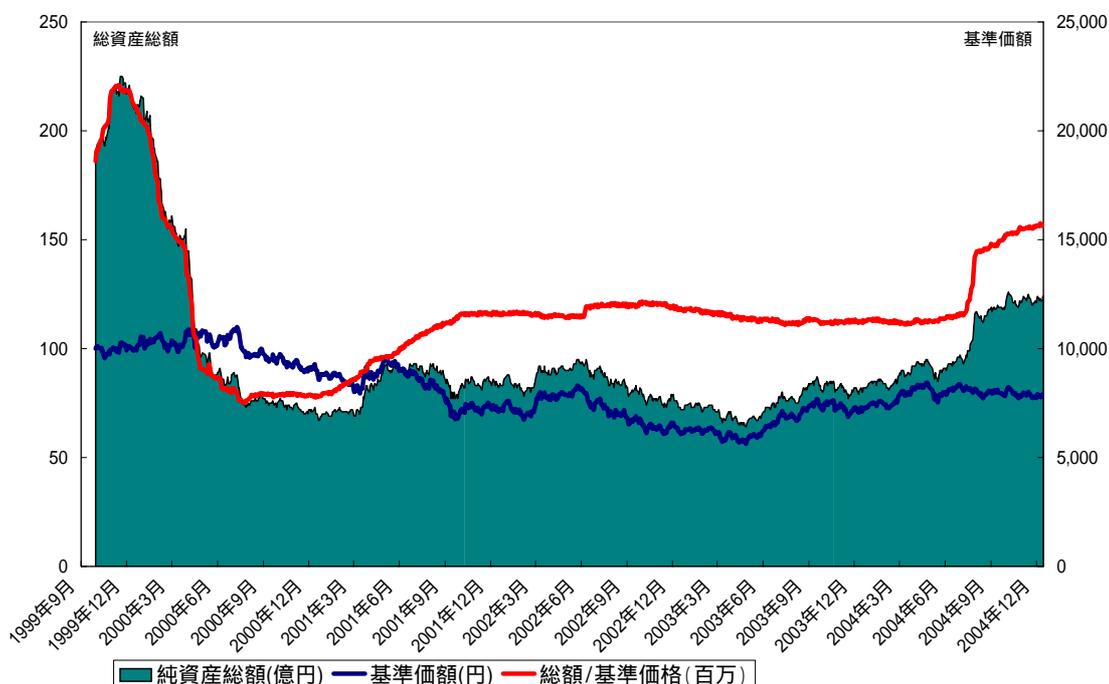
残高が大きくなり、その後資金の流出が生じて、資産残高が小さくなっていくという傾向がよく見られる。数年間、良好な運用パフォーマンスを達成しなければ、継続的に資金が流入してくることは必ずしも容易ではないという指摘もある。

わが国のエコ・SRI ファンドにおいても、こうした傾向は見られるが、なかには A 社のケースのように、一度、大きく資金流出に見舞われたものの、その後は安定的に推移し、最近 6 ヶ月で新たな資金流入を実現しているケース、B 社のケースのように、設定時に流入した資金がほぼ安定して一年以上運用されていると考えられるケース、C 社のケースのように設定時から一年近くにわたってほぼ一貫して資金流入が継続しているケースも存在している。

企業評価に環境側面を加味した環境配慮型投資信託ならびに環境以外の企業の社会的責任に関する評価基準を有する投資信託は、どちらかといえば長期投資に向くと考えられる。A～C 社のケースは、投資家の側でも社会的責任投資が長期投資向きの性向があるとの理解に立って、投資行動をとっていることを示唆するものとなっている。

なお、A～C 社に対しては、関係者に資金流入や資金が安定的に推移していることについての背景をどのように考えるか、ヒヤリングを行った。その回答コメントは付記のとおりである。

図表 13 A 社のケース



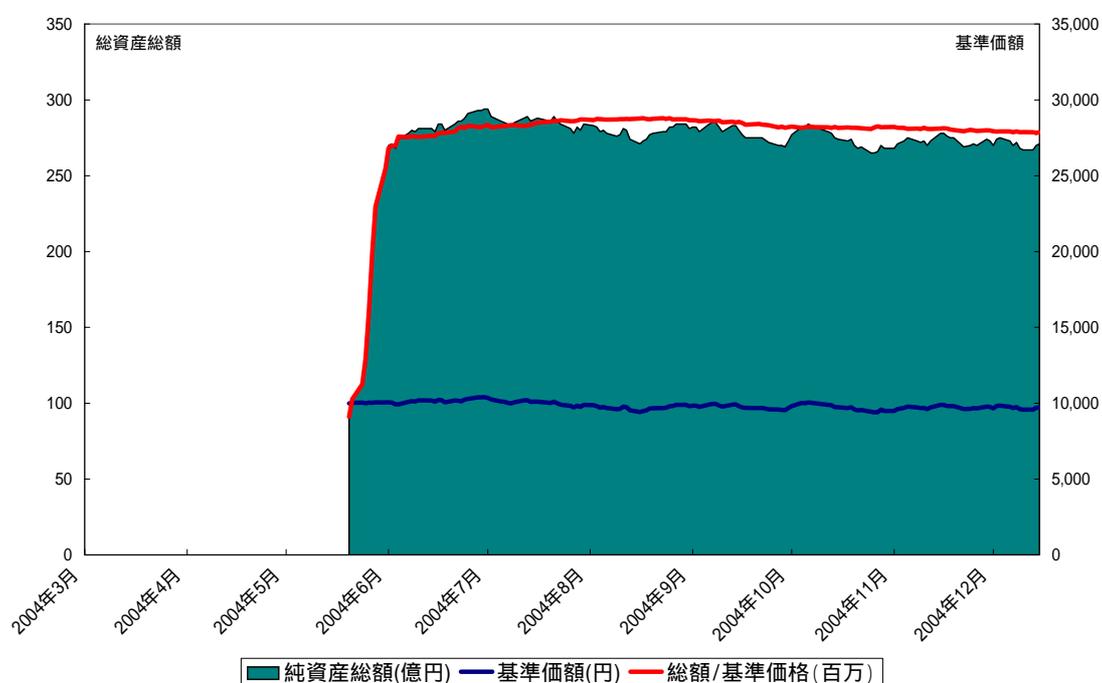
(出所) 投資信託協会ホームページをもとに日本総合研究所作成

【回答者コメント】

この1年の資金流入は顕著であり、他の国内株アクティブファンドと比較しても、トップクラスの実績であった。その背景は、確かな環境分析と優れたパフォーマンス、加えて積極的なディスクロージャーにある

と考えている。当ファンドは設定当初から一貫して、まず環境への取組みに対して評価を行い、環境評価の高い企業のみを投資対象とし、その投資対象銘柄群の中から当社独自の割安度分析により投資銘柄を選別するというプロセスを堅持してきた。当ファンドの環境分析は、グループが本業で培った高度なノウハウを活かしつつ、グループ全体で切磋琢磨し取り組んでいるものであり、環境に関する情報も様々な形で投資家に積極的にディスクロージャーしている。また、割安度分析については、多くの年金基金等で高い評価を頂いている手法を用い、パフォーマンスの向上に努めている。CSRの高まりとともに投資家のSRIファンド選別が進む中で、これら当社ファンドの特長が高く評価され、資金流入に結びついたものと考えている。

図表 14 B社のケース

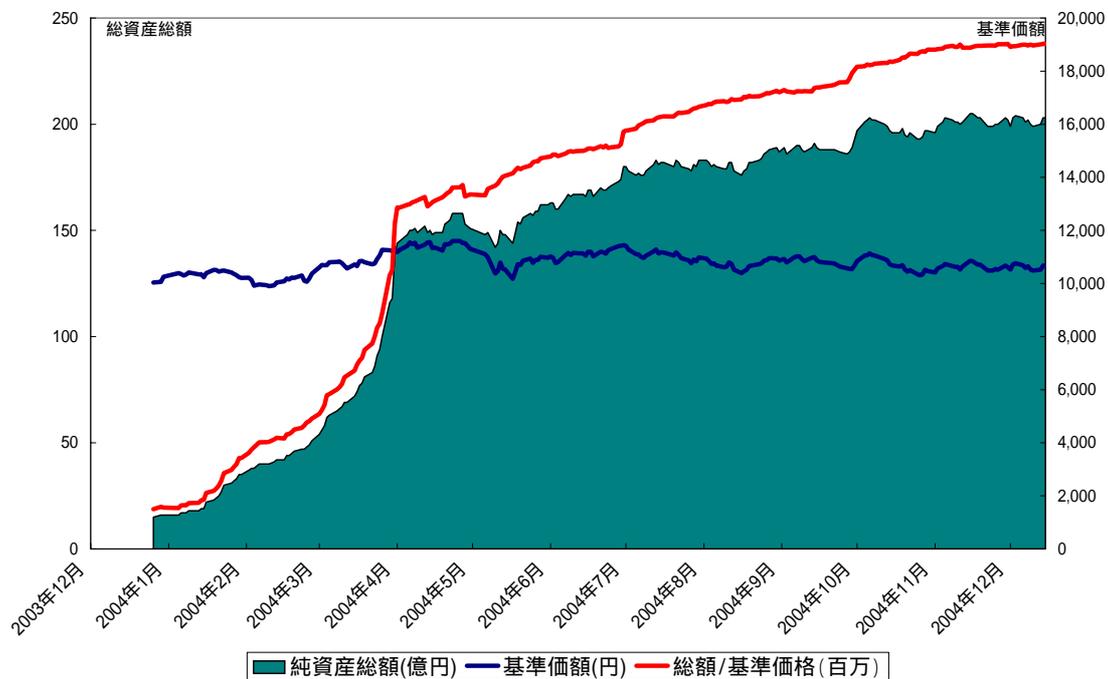


(出所) 投資信託協会ホームページをもとに日本総合研究所作成

【回答者コメント】

当ファンドの設定および設定後の残高推移に関しては順調に推移していると考えている。その主な理由としては、「経済の市場原理によってよりよい社会の実現を目指す」というSRIの根本理念と、「投資をするなら社会を良くしてくれる誠実な企業に投資したい」、また「それが自分の投資行動を通じて実現できる手段を欲していた」という投資家の潜在的欲求・ニーズが上手くマッチした結果であると考えている。また、投資対象銘柄の選定に関して、外部の調査機関の分析を用いるという「客観性の担保」を当ファンドのスキームに組み入れたことや、公的機関、学会、マスコミ等各位でも「CSR」や「SRI」が頻りに採り上げられ、投資家に広く認知されるといった社会や時代の後押しがあったこと、加えて、微力ではあるが、定期的なディスクロージャーにおいて、「CSR」や「SRI」の啓蒙活動を行ったことその一助になったと考えている。

図表 15 C社のケース



(出所) 投資信託協会ホームページをもとに日本総合研究所作成

【回答者コメント】

当社の SRI ファンドは安定した残高増となっている。国内株式型（一般型）に分類される追加型株式投信で、運用期間が1年あるもの全体では、残高が減少していることと比べても、順調な資金流入といえる。最大の要因は CSR への理解の深まり。CSR を果たすことが企業を強くし、結果株主価値が上昇するという認識が進んだことが挙げられよう。この点がバリュウ、グロースといった観点よりも分りやすかったこともある。認識が徐々に浸透していったことが残高の漸増に現れたと考えている。今後の拡がりや残高の増加も見込まれる。数の多さに不祥事馴れしてしまった面があるかもしれないが、相変わらず続く企業不祥事は早晩、個人の CSR への関心の高まりとなって跳ね返って来ると予想している。

(4) まとめ

わが国のエコ・SRI ファンドは、市場全体の株価の回復とも相まって、このところ資産残高が再び増加基調に転じ、設定数も増加する傾向にある。ただし、既存のファンドには資金流出が続いているものもあり、運用実績にもバラツキが見られる。他方、資金が再び流入するようになったファンドや資金流入が継続しているファンドもあり、これらのファンドには運用成績の相対的高さや営業努力の継続性などの背景要因が見られる。

## 5 国際 SRI ファンド比較調査

### (1) 米国の SRI 投資信託の状況

米国の社会的責任投資推進団体である Social Investment Forum は、毎月末付けで主な社会的責任投資型の投資信託のパフォーマンスをデータベースとして公表している。ここで 2004 年 11 月末のデータを用いて、米国における社会的責任投資型の投資信託のパフォーマンスを概観する。

米国の社会的責任投資型の投資信託は、Bond/ Fixed Income Funds (確定利付型ファンド)、Balanced Funds (バランス型ファンド)、Equity Large Cap Funds (大型株式型ファンド)、Equity Mid- Small Cap Funds (中小株式型ファンド)、Equity Specialty Funds (特定株式型ファンド)、International, Global, Foreign Funds (グローバル株式型ファンド) の 6 つのタイプに類型化することができる。

### Bond/ Fixed Income Funds (確定利付型ファンド) の状況

確定利付き債券に投資するファンドである。この類型では、過去 1 年間の平均収益率 (%) で Pax World High Yield が最も優れた運用成績を上げている。Lehman Bros Aggregate (bond) というマーケット指数を上回るパフォーマンスを上げた投資信託も複数ある<sup>37</sup>。

名称	資産総額 (百万 \$)	年初からの 収益率 (%)	過去1年 間の平均 収益率 (%)	過去3年 間の平均 収益率 (%)	過去5年 間の平均 収益率 (%)	過去10年 間の平均 収益率 (%)	設定来の 年平均収 益率 (%)
Pax World High Yield	50.55	8.82	10.51	8.09	6.04	--	5.21
Calvert Social Investment Bond A	174.12	4.84	6.01	6.38	7.52	7.48	7.86
Access Capital Strategies Community Investment Fund	369	3.85	4.88	4.55	6.45	--	5.71
Domini Social Bond	62.63	1.44	4.67	4.53	--	--	6.88
xLehman Bros Aggregate (bond)	0	3.39	4.44	5.65	7.41	7.7	8.97
Aquinas Fixed Income	43.86	3.13	4.16	4.93	6.51	6.56	5.65
MMA Praxis Intermediate Income A	228.8	2.91	3.81	4.91	5.91	6.26	5.26
CRA Qualified Investment	514.87	2.96	3.62	4.99	6.55	--	6.19
MMA Praxis Intermediate Income B	39.34	2.48	3.34	4.31	5.48	6.07	5.09
Citizens Income	58.04	2.14	3.27	3.4	4.61	6	5.63
Parnassus Income-CA Tax Free	25.34	1.99	2.64	3.79	5.37	6.63	5.76
Parnassus Income-Fixed Income	36.56	1.59	1.77	5.52	6.63	7.31	6.44
xMerrill Lynch 91-Day Treasury	0	1.11	1.21	1.4	3	4.17	6.82

<sup>37</sup> 各ファンドの運用成績は、マーケット指数の上昇(下落)率を基準として、その巧拙が評価されることがよく行われる。

### Balanced Funds ( バランス型ファンド ) の状況

債券と株式の双方に投資するファンドである。この類型では、過去 1 年間の平均収益率 (%) で Pax World Balanced が最も優れた運用成績を上げている。ただし、S&P 500 を 60%、Lehman Bros Aggregate (bond) を 40% でウエイト付けした合成マーケット指数を上回るパフォーマンスを上げた投資信託はこれひとつだけで、他は合成マーケット指数を上回るパフォーマンスを上げられていない。

名称	資産総額 (百万 \$)	年初からの 収益率 (%)	過去1年 間の平均 収益率 (%)	過去3年 間の平均 収益率 (%)	過去5年 間の平均 収益率 (%)	過去10年 間の平均 収益率 (%)	設定来の 年平均収 益率 (%)
Pax World Balanced	1316.62	10.09	12.59	5.93	3.46	11.56	9.5
xBlend: 60% S&P 500, 40% LB Ag	0	5.75	9.5	4.25	2.17	10.53	11.61
Smith Barney Social Awareness Fund A	261.33	4.33	8.79	2.7	0.67	9.29	9.11
Walden Social Balanced Fund	26.53	6.36	8.63	5.08	3.76	--	3.49
Smith Barney Social Awareness Fund C	20.83	3.36	7.99	1.95	-0.07	8.5	7.74
Smith Barney Social Awareness Fund B	98.84	3.58	7.92	1.85	-0.13	8.44	8.64
Calvert Social Investment Balanced A	488.77	5.32	7.74	2.74	0.68	7.54	9.1
Sierra Club Balanced Fund	29.5	5.66	7.25	--	--	--	12.51
Calvert Social Investment Balanced C	22.45	4.41	6.7	1.7	-0.34	6.39	5.27
Green Century Balanced	52	-0.81	1.45	2.52	4.37	10.8	8.39

### Equity Large Cap Funds ( 大型株式型ファンド ) の状況

大型株式に投資するファンドである。この類型では、過去 1 年間の平均収益率 (%) で Aquinas Value が最も優れた運用成績を上げている。ただし、S & P 500 Composite や Russell 1000 といったマーケット指数を上回るパフォーマンスを上げた投資信託は相対的に少なく、過半数の投資信託はマーケット指数を上回るパフォーマンスを上げられていない。

名称	資産総額 (百万 \$)	年初からの 収益率 (%)	過去1年 間の平均 収益率 (%)	過去3年 間の平均 収益率 (%)	過去5年 間の平均 収益率 (%)	過去10年 間の平均 収益率 (%)	設定来の 年平均収 益率 (%)
Aquinas Value	40	11.84	18.44	4.48	1.03	8.88	7.71
MMA Praxis Value Index A	33.13	10.32	16.75	4.02	--	--	-0.56
Neuberger Berman Socially Resp Inv	225.77	11.39	16.44	9.22	5.03	12.28	10.88
Calvert Large Cap Growth I	10.11	14.54	16.25	9.37	0.13	12.99	12.86
MMA Praxis Value Index B	8.76	9.71	16.13	3.46	--	--	-1.08
Calvert Large Cap Growth A	109.69	13.64	15.31	8.64	--	--	-2.82
Calvert Large Cap Growth C	12.83	12.65	14.2	7.56	--	--	-3.66
Calvert Large Cap Growth B	13.65	12.65	14.16	7.56	--	--	-3.75
xS & P 500 Composite	0	7.23	12.85	2.73	-1.83	11.86	11.97
xRussell 1000	0	7.49	12.64	3.41	-1.31	11.92	13.56
Citizens Value	25.47	8.04	12.27	-5.1	0	--	7.63
xCitizens Index 300	0	7.9	12.15	1.41	-5.66	--	11.78
Sierra Club Stock Fund	18.5	10.39	12.01	3.82	-0.54	--	4.77
Women's Equity	25.34	7.72	11.66	5.33	2.87	10.31	9.47
Walden Social Equity Fund	44.71	7.61	11.45	6.06	3.06	--	2.86
Domini Social Equity I	217.16	6	10.51	2.66	-2.99	--	7.74
Domini Social Equity A	1332.06	5.49	9.96	2.14	-3.51	11.21	10.2
MMA Praxis Core Stock Fund A	196.89	4.44	9.47	0.86	-1.01	8.46	7.6
Green Century Equity	33.19	5.03	9.36	1.59	-4.04	--	8.78
American Trust Allegiance	22.2	6.89	9.28	4.01	-4.2	--	6.91
Parnassus Equity Income	719.97	6.08	9.11	6.28	7.8	12.56	11.5
MMA Praxis Core Stock Fund B	119.82	3.87	8.85	0.25	-1.62	8.07	7.24
Aquinas Growth	55.87	6.77	8.21	0.46	-1.42	10.45	8.68
Calvert Social Index I	1.25	4.28	8.09	0.95	--	--	-6.05
Calvert Social Investment Equity I	96.36	4.04	7.88	3.7	5.69	--	6.45
Calvert Social Index A	40.79	3.96	7.7	0.56	--	--	-6.42
Calvert Social Investment Equity A	719.08	3.5	7.29	3.14	5.2	10.88	8.5
xDomini Social Index 400	0	2.3	6.74	1.73	-3.41	12.16	11.09
Calvert Social Index C	4.95	2.92	6.61	-0.45	--	--	-7.34
Calvert Social Index B	4.18	2.91	6.6	-0.48	--	--	-7.33
Calvert Social Investment Equity C	89.08	2.78	6.5	2.31	4.33	9.72	7.79
Bridgeway Ultra Large 35 Index	34.13	0.57	6.06	1.45	-2.68	--	5.56
Dreyfus Premier Third Century Z	447.82	2.52	5.45	-3.19	-7.97	8.52	10.22
Dreyfus Premier Third Century R	12.59	2.51	5.41	-2.99	-7.83	--	-5.8
Noah Fund	9.24	3.7	5.13	-0.19	-9.61	--	5.03
Dreyfus Premier Third Century A	12.36	2.17	4.97	-3.41	-8.17	--	-6.16
Security Social Awareness A	9.8	0.31	4.85	-1.07	-4.89	--	3.92
Dreyfus Premier Third Century T	0.7	1.96	4.83	-3.75	-8.52	--	-6.59
Citizens Core Growth I	42.78	2.82	4.75	-1.69	-7.47	--	7.91
Dreyfus Premier Third Century C	3.33	1.45	4.33	-4.13	-8.9	--	-6.88
Dreyfus Premier Third Century B	17.12	1.45	4.19	-4.17	-8.9	--	-6.89
Security Social Awareness B	5.62	-0.39	4.11	-1.84	-5.74	--	2.9
Citizens Core Growth A	288.48	2.11	3.97	-2.37	-8.11	--	8.76
Parnassus Fund	337.55	1.56	2.49	-4.97	1.3	7.78	10.73

#### Equity Mid- Small Cap Funds ( 中小株式型ファンド ) の状況

中小型株式に投資するファンドである。この類型では、過去1年間の平均収益率(%)で Ariel Fund が最も優れた運用成績を上げている。ただし、Russell 2000、S & P 400 Midcap、Russell 3000 といったマーケット指数を上回るパフォーマンスを上げた投資信託は相対的に少なく、過半数の投資信託はマーケット指数を上回るパフォーマンスを上げられていない。

名称	資産総額 (百万 \$)	年初からの 収益率 (%)	過去1年 間の平均 収益率 (%)	過去3年 間の平均 収益率 (%)	過去5年 間の平均 収益率 (%)	過去10年 間の平均 収益率 (%)	設定来の 年平均収 益率 (%)
Ariel Fund	3380	19.03	22.34	15.03	17.67	16.41	14.37
Bridgeway Ultra Small Company Tax Advantage	699.22	14.32	18.13	31.76	23.14	--	18.4
xRussell 2000	0	14.92	17.25	12.63	8.29	11.5	13.42
Pax World Growth	53.12	19.59	16.27	7.86	-2.1	--	2.15
xS & P 400 Midcap	0	11.81	13.7	10.89	9.91	15.73	15.82
xRussell 3000	0	8.1	13.04	4.07	-0.63	11.79	13.52
Ariel Appreciation	2190	8.07	12.86	9.68	12.59	15.76	13.05
Bridgeway Aggressive Growth Portfolio	317.81	10.07	9.09	13.52	11.88	22.16	22.21
Calvert New Vision Small Cap A	215.8	4.94	6.91	7.38	8.81	--	5.32
Winslow Green Growth Fund	46.01	6.25	6.69	10.4	11.32	19.81	18.92
Citizens Emerging Growth I	3.3	5.48	6.61	0.76	-8.54	--	-8.53
Calvert New Vision Small Cap C	27.95	4.22	6.11	6.49	7.91	--	4.52
Calvert New Vision Small Cap B	26.14	4.08	5.98	6.34	7.74	--	3.98
Citizens Emerging Growth A	163.65	4.84	5.92	0.1	-5.58	11.65	11.27
Citizens Small Cap Core Growth	28.52	3.97	4.56	4.93	--	--	1.99
Calvert Capital Accumulation A	111.92	4.41	3.65	-0.08	-0.12	9.11	9.01
Calvert Capital Accumulation C	13.12	3.63	2.86	-0.92	-0.92	8.12	8.15
Calvert Capital Accumulation B	17.13	3.56	2.77	-1	-0.99	--	0.64
Aquinas Small Cap	6.59	1.27	0.18	-0.45	-2.86	5.13	4.27

#### Equity Specialty Funds (特定株式型ファンド) の状況

特定の種類の株式に投資するファンドである。この類型では、過去 1 年間の平均収益率 (%) で The Flex Fund's Total Return Utility が最も優れた運用成績を上げている。

名称	資産総額 (百万 \$)	年初からの 収益率 (%)	過去1年 間の平均 収益率 (%)	過去3年 間の平均 収益率 (%)	過去5年 間の平均 収益率 (%)	過去10年 間の平均 収益率 (%)	設定来の 年平均収 益率 (%)
The Flex Fund's Total Return Utility	29.19	17.22	23.05	-1.3	-0.67	--	8.25
New Alternatives	47.69	10.17	12.32	0.01	5.65	6.82	8.75
Calvert Social Investment Enhanced Equity A	56.14	6.19	10.68	3.19	-0.13	--	2.82
Calvert Social Investment Enhanced Equity C	6.23	5.37	9.73	2.11	-1.17	--	2.29
Calvert Social Investment Enhanced Equity B	8.51	5.32	9.7	2.1	-1.2	--	1.69

#### International, Global, Foreign Funds (グローバル株式型ファンド) の状況

海外株式もしくは自国株式を含むグローバルな株式に投資するファンドである。この類型では、過去 1 年間の平均収益率 (%) で Calvert World Values International A が最も優れた運用成績を上げている。ただし、それでも MSCI World Equity (non-US)、MSCI EAFE Equity といったマーケット指数を上回るパフォーマンスとはなっておらず、大多数の投資信託はマーケット指数を上回るパフォーマンスを上げられていない。

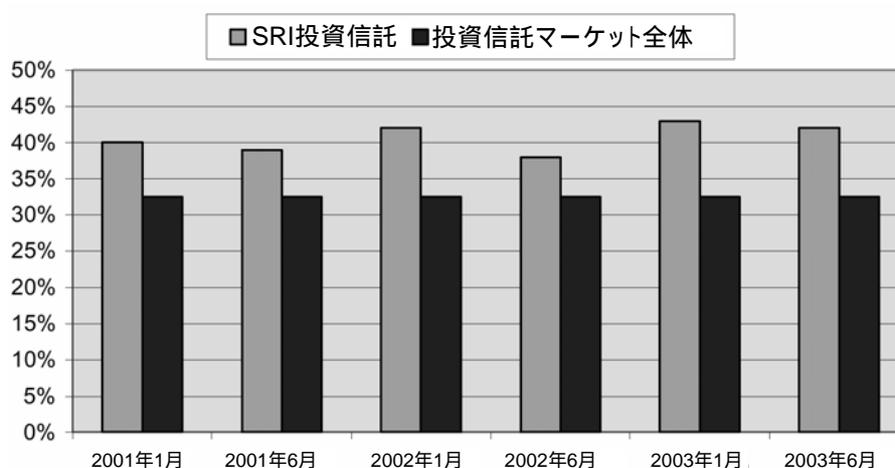
名称	資産総額 (百万 \$)	年初からの 収益率 (%)	過去1年 間の平均 収益率 (%)	過去3年 間の平均 収益率 (%)	過去5年 間の平均 収益率 (%)	過去10年 間の平均 収益率 (%)	設定来の 年平均収 益率 (%)
Citizens International Growth	0	0	--	--	--	--	0
xMSCI World Equity (non-US)	0	15.93	24.83	11.34	0.51	5.91	10.98
xMSCI EAFE Equity	0	15.62	24.66	10.93	0.06	5.56	10.98
Calvert World Values International A	222.49	11.78	18.95	8.23	-2.72	4.52	5.13
Calvert World Values International C	15.19	11.07	18.11	7.16	-3.67	3.46	2.62
xMSCI World Equity	0	10.98	17.97	6.32	-1.26	8.23	10.47
MMA Praxis International A	111.09	10.35	16.68	4.62	-5.1	--	3.1
MMA Praxis International B	23.29	9.69	15.93	3.98	-5.98	--	2.47
Portfolio 21	56.85	11.15	15.43	6.76	3.13	--	3.34
Enterprise Global Socially Responsive Y	1.88	8.79	13.92	4.43	--	--	-0.2
Enterprise Global Socially Responsive A	5.55	8.37	13.43	3.91	--	--	-0.66
Enterprise Global Socially Responsive C	2.2	7.85	12.86	3.33	--	--	-1.23
Enterprise Global Socially Responsive B	2.52	7.84	12.84	3.28	--	--	-1.2
Citizens Global Equity I	3.27	0.5	5.63	-0.54	-8.46	--	-8.45
Citizens Global Equity A	90.07	-0.13	4.95	-1.18	-8.38	6.91	6.05

### まとめ

2004年の米国の社会的責任投資型の投資信託の運用成績は、必ずしもマーケット指数のパフォーマンスを上回る状況ばかりとはなっていない。長期的なパフォーマンスを見ても、投資信託ごとに差異があり、むしろ投資信託個別の運用実績が問われる結果となっていることが見て取れよう。

ただし、米国の Social Investment Forum が隔年で発行している”Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States” 2003 によれば、投資信託を運用成績、リスク、コストの観点から総合して、格付けを行う米国モーニングスター社の格付け結果（1～5）を分析すると、上位の4もしくは5を獲得した投資信託が全体に占める割合は、2003年7月時点で投資信託全体でみたとき、32.5%であるが、社会的責任投資型の投資信託だけでみれば上位の4もしくは5を獲得した投資信託の割合は、これより高くなっており、さらにこの傾向は2001年6月から継続していることが報告されている。

図表 16 SRI 投信の格付分布と投信全体の格付分布との比較



(出所) ” Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States” 2003

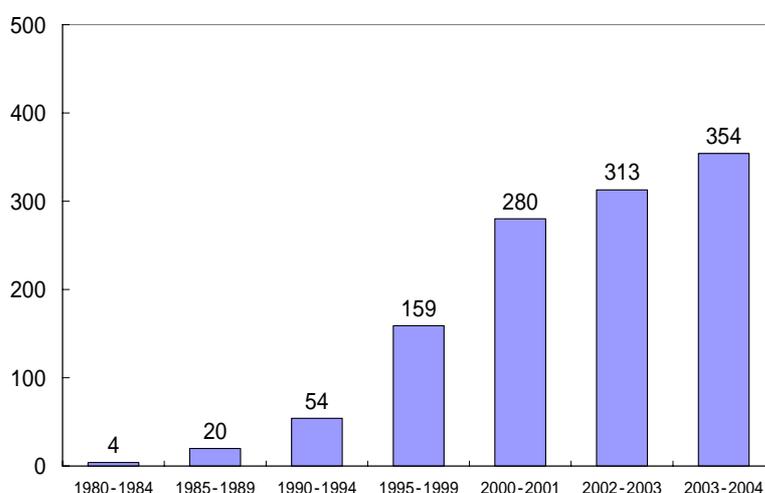
## (2) 欧州の SRI 投資信託の状況

イタリアの社会的責任投資のための調査機関 Avanzi 社は、2004 年 12 月に、2004 年 6 月末現在の英国、イタリアなど欧州 10 カ国の SRI 投資信託の状況をまとめた” Green, social and ethical funds in Europe 2004”を公表した(以下、グラフの出所は同レポートによる)。

### 設定投資信託数と資産残高

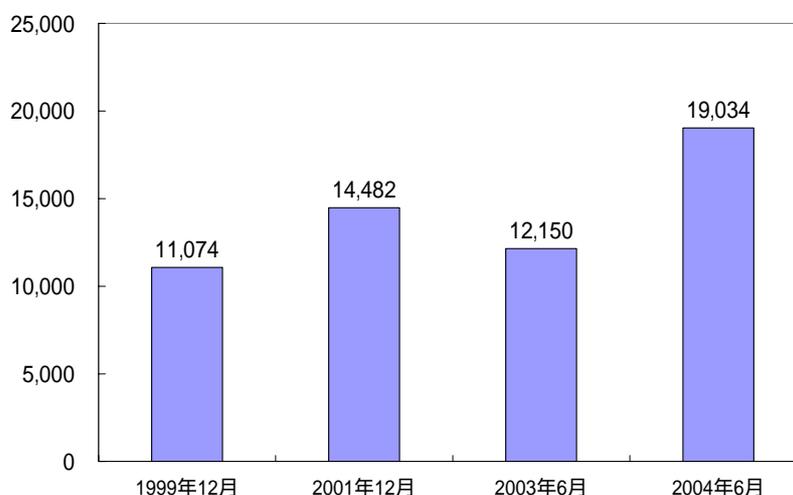
当該レポートによると、2004 年 6 月末現在で欧州全体では 354 の社会的責任投資型の投資信託が設定されており、その数は、この 1 年間で 13% 増大したとされている。

#### 1980 年から 2004 年の SRI 投信の累積設定数 (2004 年 6 月 30 日現在)

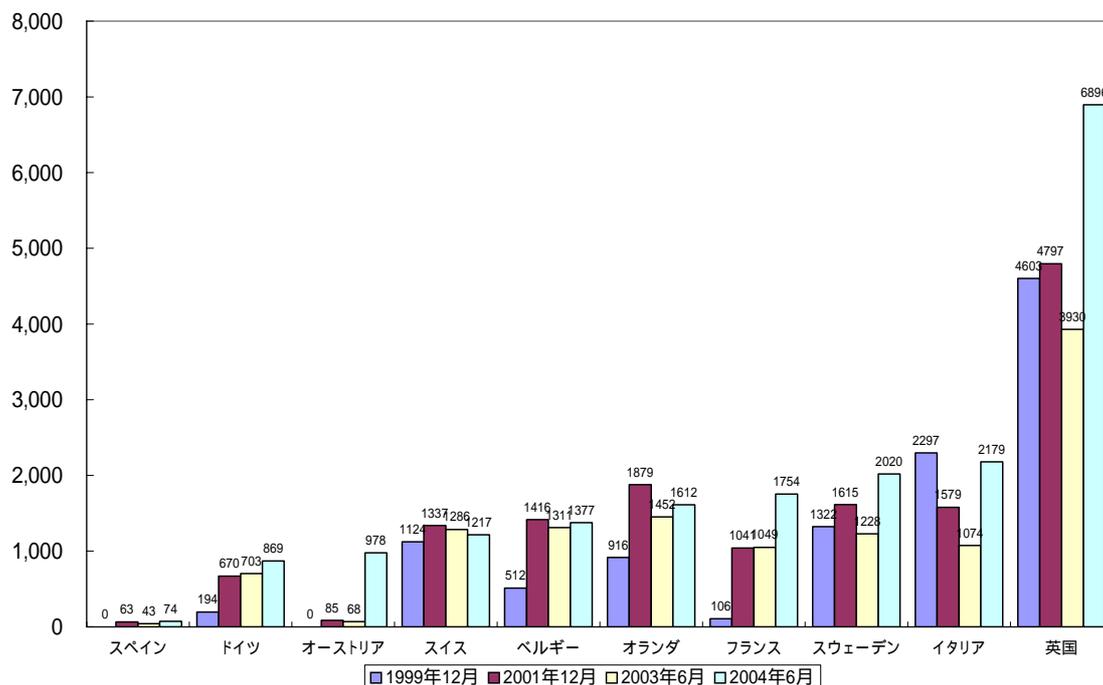


資産残高としては、全体で前年の 122 億ユーロから 2004 年 6 月末には 190 億ユーロに拡大しており、その伸び率は 57% である。資産残高を国別に見ると、証券市場全体の規模もとりわけ大きい英国が圧倒的に大きな資産残高を有する。ただし、フランス、オーストリアなどの伸びが近年著しいという特徴も指摘できる。

#### SRI 投信の資産残高の推移 (2004 年 6 月 30 日現在 単位：百万ユーロ)



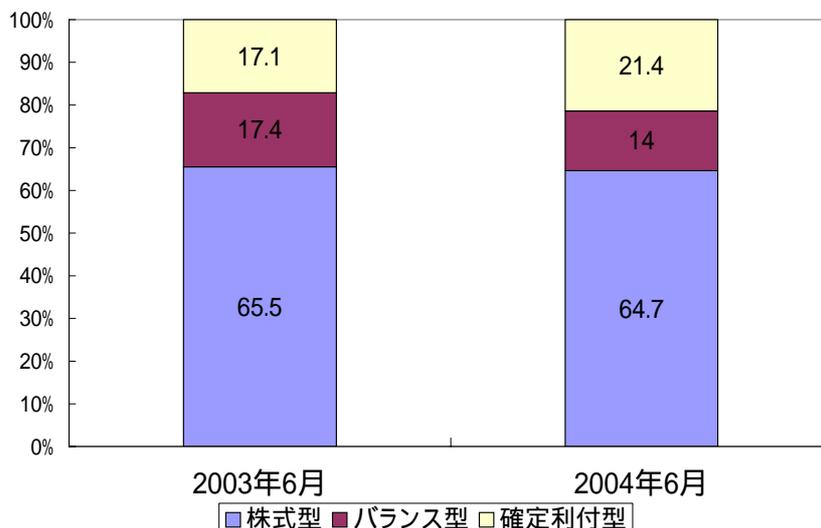
国別 SRI 投信の資産残高の変化（2004年6月30日現在 単位：百万ユーロ）



投資信託の種類とパフォーマンスの特徴

投資信託の種類としては、株式型、バランス型、確定利付型の3分類<sup>38</sup>でいうと、株式型が最も多く、資産残高の内訳で見ると、およそ3分の2を占める。

SRI 投信の種類別資産残高の内訳

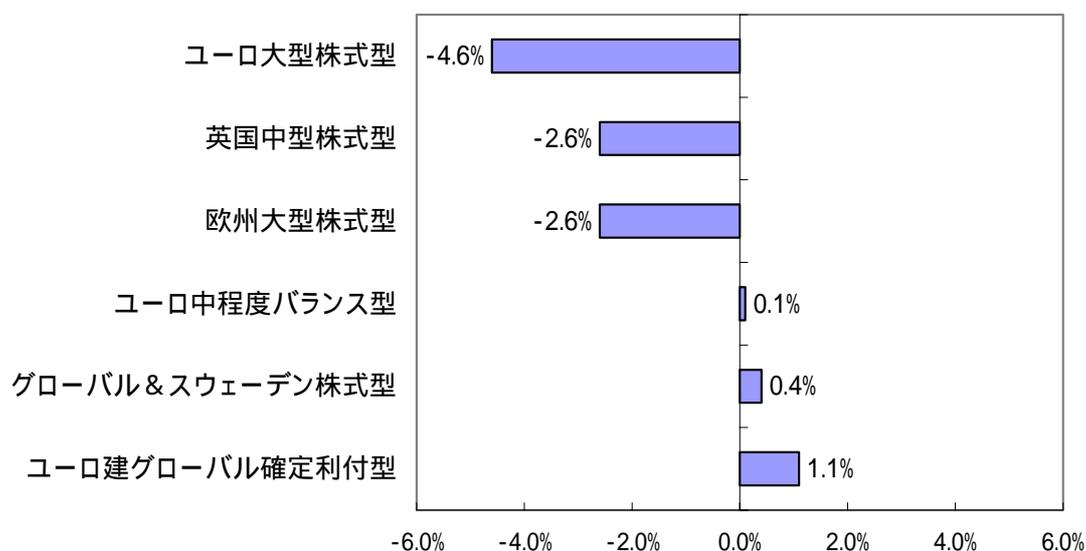


<sup>38</sup> 株式型は株式に投資するもの、確定利付型は確定利付き債券に投資するもの、バランス型はその双方に投資するものを指す。

そのうえで、投資信託の運用実績としては、2004年8月末まで1年間、主に欧州株式を中心とした投資信託では、市場全体の運用成績を下回る結果に終わったのに対して、債券を中心とした投資信託では、比較的良好な運用成績になったことが報告されている<sup>39</sup>。

#### 2004年8月末までの1年間の種類別 SRI ファンドのパフォーマンス

(マーケット全体の平均と乖離)



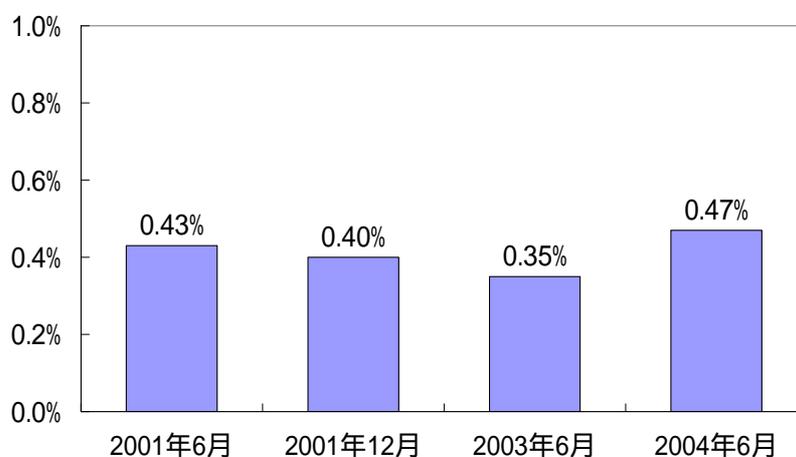
#### SRI 投信の割合

なお、オープンエンド型公募投信の残高に対する社会的責任投資型投資信託の残高の割合は、2004年6月末現在で、0.47%まで増加したことが報告されている。ただし、マーケット全体に占める社会的責任投資型投資信託の残高は欧州でもごく僅かであることが理解されよう<sup>40</sup>。

<sup>39</sup> 投資信託の分類は、英国モーニングスター社の分類にしたがっている。ユーロ大型株式型 (Euro-Zone Large Cap Equity) は、ユーロ圏 (12ヶ国) の大型株を中心に投資するタイプを指す。英国中型株式型 (UK Equity Mid Cap) は、英国の中型株を中心に投資するタイプを指す。欧州大型株式型 (Europe Large Cap Equity) は、特定の株式市場に特化するのではなく、欧州の全株式市場に上場されている大型株に広範に投資するタイプを指す。ユーロ中程度バランス型 (Euro Moderate Balanced) は、ユーロ建の運用を愛好する投資家向けに株式と債券の両方 (ただし株式の割合が60%を超えない) に投資するタイプを指す。グローバル&スウェーデン株式型 (Global & Sweden Equity) は、スウェーデンを中心とする西ヨーロッパの非ユーロ圏の株式を過半に、加えてそれ以外の全世界の株式を投資対象にするタイプを指す。ユーロ建グローバル確定利付型 (Euro Global Bond) は、ユーロ建確定利付証券を中心に、加えてユーロ圏主要通貨を投資対象にするタイプを指す。

<sup>40</sup> 欧州の社会的責任投資の資産残高の大部分は、年金基金、保険会社、慈善団体などの機関投資家が占めている。

## オープンエンド型公募投信の残高に対する SRI 投信の残高の割合



### まとめ

最近の欧州の SRI 投資信託の状況をまとめると、必ずしも平均的に市場インデックスよりも優れた運用成績を上げているというわけではないが、SRI 投資信託の設定数、資産残高はともに増加する傾向が継続している。こうした背景には、例えば英国における慈善団体の資金運用における SRI 関連情報開示の制度化の議論<sup>41</sup>、企業責任法案（Corporate Responsibility Bill<sup>42</sup>）や企業活動財務報告書（OFR<sup>43</sup>）の義務化のような企業の環境、雇用、社会の各側面に関する情報開示の制度化議論の存在などで、投資信託の顧客となる一般の個人投資家にも社会的責任投資の存在がより広く知られるようになったことがあるのではないかと推察される。

<sup>41</sup> 英国においては、2001年2月から施行された Trustee Act 2000 において、慈善団体の財産受託者に、資産の運用にあたって、その団体の目的に適合するよう適切に運用に努めるよう定めた。また、2003年7月に政府は Charities and Not-for-Profits: A Modern Legal Framework'を公表し、年金基金と同様に慈善団体にも SRI の観点からの情報開示を制度化する旨の予定を公表した。

<sup>42</sup> 2002年10月に開催された議会で提出された法案。経済面・環境面・社会面での取り組みの報告書への記載、広範なステークホルダーとの協議、経営陣の責任の明確化などの義務を盛り込んだ。ただし法案の成立には至らなかった。

<sup>43</sup> Operating and Financial Review。長期的な価値創造を企業が達成しているかどうかを評価するための仕組みとして、従来の財務関連報告書に加えて英国の上場企業に発行が義務付けられた制度。社会的責任に関する事項も明確に盛り込んだ包括的なものとなっている。

## 6 おわりに

### (1) 本調査研究のまとめ

本調査研究では、「SRI ファンドが従来のファンドのパフォーマンスを下回るといった明確な根拠はない。事実、アナリストの多くが SRI ファンドは従来のファンドと比べて変わらないほどの実績をもち、さらにいくつかが従来ファンドを上回るパフォーマンスを示していると述べている」という通説に関して、文献調査によって裏づけを行った。

続いてわが国の状況として、企業の株価に関して、環境配慮企業もしくは SRI インデックスを構成する企業の株価が、直近の数年または 10 年程度の期間において、市場全体の株価の動きに対して相対的に高い水準にある傾向を明らかにした。そのうえで、わが国のエコ・SRI ファンドが、緩やかではあるものの再び拡大基調に転じていることを明らかにした。

また、海外の状況として、米国、欧州の SRI 投資信託の直近の運用成績は、必ずしも市場インデックスのパフォーマンスを上回ってはいないが、欧州では依然として、SRI 投資信託の拡大が続いていることを示した。

### (2) わが国における「金融と環境」のあり方への示唆

以上の調査研究結果は、社会的責任投資が、資金運用の手法として、決して非合理的とは言いきれないことを含意している。また、わが国の公募投資信託の純資産残高は、2005 年 3 月末で約 42.4 兆円である（投資信託協会調べ）が、この数字を分母にすると、わが国のエコ・SRI ファンドの割合は 0.33%程度となり、投資信託全体に占める割合としては、まだごく小さい。これらのことから、わが国における社会的責任投資には、さらに拡大余地があると考えられる。

社会的責任投資に関する欧米の発展経緯を踏まえれば、その鍵は、「投資意思決定に際して、個人的価値と社会的関心を統合して行う行動。金銭的欲求と投資の社会に対する影響の双方を考慮に入れるもの」<sup>44</sup>や「投資家の金銭的目的と社会、環境、倫理問題に対する関心とを結合する行動」<sup>45</sup>として定義される「社会的責任投資」のコンセプトが、幅広く世の中に普及し、より多くの投資家の支持を獲得できる状況を生み出していくことにあると考えられる。

これまでわが国の「社会的責任投資」は、もっぱら「個人投資家が環境問題などへの取組の進んだ上場企業の株式に投資する投資信託」というイメージで捉えられてきた。

しかし、欧米では資金の出し手としては個人投資家だけではなく、年金基金などの機関投資家も大きな存在を占めている。投資対象については、上場株式に投資するだけでなく、未公開企業やプロジェクトに投資するという形態もあり、社債などの債券も一定割合が含まれている。また行動類型については、単に株式や債券を売買することだけではなく、

---

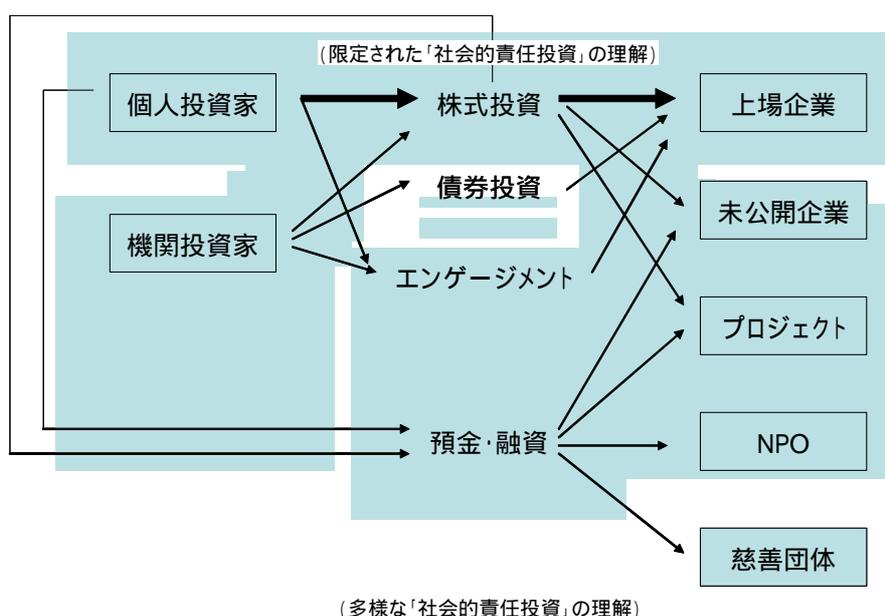
<sup>44</sup> 米国の Social Investment Forum の定義

<sup>45</sup> 英国の UK Social Investment Forum の定義

企業に対する株主行動などの形態を通じてエンゲージメント（働きかけ）を行うことも「社会的責任投資」の範疇で捉えられているのである。

さらには、環境などの公益市場を事業領域に活動する社会的起業家（ソーシャル・アントレプレナー）と呼ばれる未公開企業、風力発電のような環境プロジェクト、非営利であっても事業活動を展開するNPO・慈善団体などに対する融資やそうした金融行動に特化した金融機関の存在も、「社会的責任投資」にごく近い存在として理解されている。

図表 17 欧米における「社会的責任投資」やその周辺活動への理解



(出所) 日本総合研究所作成

こうした欧米における「社会的責任投資」やその周辺活動への理解は、例えば環境問題に対する金融行動や金融機関として、どのように積極的な貢献を果たしていけるのかという問題意識に基づいている。こうした本質的な問題意識を背景に、多様な形態で活動していくための社会的な土壌が醸成されており、その結果、「社会的責任投資」のコンセプトが、世の中に浸透し、その支持を広げているという状況が生み出されている。

例えば、オランダでは、1995年からグリーン・ファンド・スキーム<sup>46</sup>が創出され、自然・森林・景観、有機農業、環境基準を満たした温室での園芸栽培、再生可能なエネルギー、持続可能な住宅建設、自転車専用道路の整備、その他の環境保護プロジェクト等に、銀行預金もしくは投資信託の資金が流れるよう誘導策が講じられている。こうした、グリーン・ファンド・スキームのもとでの資金の流れは、近年、大きく拡大しており、その他にも、「プ

<sup>46</sup>金融機関がプロジェクトから投融資の申し込みを受けると、金融機関は、一般の投融資と同様の審査を行い、投融資可能な案件について、住宅・国土計画・環境省にグリーン・サーティフィケート（証明書）を申請する。証明書を有得て、グリーン・プロジェクトとして認可されたものへの投融資に税制優遇措置が適用される仕組みである。

プライベート・エクイティ投資」や「融資」という形態の拡大も、オランダにおける「社会的責任投資」の裾野を広げるのに重要な役割を果たしている。

図表 18 グリーン・ファンド・スキームのもとでの預金・投資信託の推移

	預金		投資信託	
	資金流入額	前年比	資金流入額	前年比
	百万ユーロ	%	百万ユーロ	%
1996	259	-	248	-
1997	328	26.8	326	31.3
1998	605	84.2	410	25.9
1999	658	8.8	601	46.6
2000	1,571	138.7	676	12.4
2001	1,856	18.2	754	11.6
2002	2,279	22.8	805	6.7
2003	2,793	22.6	898	11.6

(出所)VBDO(2003), Socially-Responsible Saving and Investments in the Netherlands

したがって、わが国においても、環境問題に対して金融活動や金融機関は果たしてどのような積極的な貢献を果たせるかという「環境と金融」に関わる議論を深耕していくとともに、「社会的責任投資」やその周辺の領域で、より多様な金融行動を創出、振興していくための検討が必要である。

(発行)

平成 17 年 6 月

環境省総合環境政策局環境経済課

〒100-8975 東京都千代田区霞が関 1-2-2

TEL : 03-5521-8240 FAX : 03-3580-9568

ホームページ <http://www.env.go.jp/>

(禁無断転載)