



社会的責任投資 (SRI) に対する個人投資家の動機 —文献レビュー—

川原尚子・入江賀子

要旨 本稿では、SRI 投資の概要、財務的パフォーマンス、投資家の選好や特徴に関連する先行研究を整理している。SRI の定義や実務は幅広く、SRI の投資家の選好は様々である。しかし、先行研究からは、以下のことが示唆された。すなわち、SRI の投資家は財務的側面を全く考慮せずに投資意思決定することはない。また、SRI の選好に影響を与える要因には、財務的側面以外に、投資家の環境、倫理、社会に対する価値、社会的アイデンティティ、愛他主義、革新や起業家精神の必要性の認識、社会的地位の向上の見通し、透明性の有用性の認識、自己高揚、社会価値の表現、SRI への態度を表明すること自体の効用、SRI への関与の程度などの非財務的な要因がある。加えて、SRI の投資家はリスク回避の傾向がある。典型的な SRI の投資家の特徴は、高学歴で、環境意識が高く、向社会的態度をもつ女性である。SRI やインパクト投資への選好の程度と決定要因については、わが国では、未だ研究が殆ど無く、今後の研究課題といえる。

Abstract This paper summarises the literature regarding the outline of Socially Responsible Investment (hereafter SRI), financial performance, and investors' preferences and characteristics. The definition of SRI is broad and its practice varies, as do the SRI investors' preferences. However, the existing literature suggested that SRI investors never make investment decisions without considering finances. Moreover, besides financial factors, non-financial factors that affect SRI preference include investors' environmental, ethical, and social values, social identity, altruism, recognition of the necessity of innovation and entrepreneurial spirit, prospect for improving social status, recognition of the usefulness of transparency, self-enhancement, expression of social value, utility of expression of attitudes towards SRI itself, and degree of involvement in SRI, and so on. Furthermore, SRI investors tend to be risk aversion. Typical SRI investor profiles consist of highly educated, environmentally conscious women with prosocial attitudes. Few studies have been yet conducted in Japan regarding the degree of preference and determinants of SRI and impact investment preference, and it should be a future research subject.

Key words 社会責任 (social responsibility), 社会的責任投資 (socially responsible investment: SRI), 投資家 (investors), 動機 (motives), 意思決定 (decision making)

原稿受理日 2019年1月10日

I はじめに

環境、社会、ガバナンス（Environment, Social, Governance: ESG）の規準を投資意思決定に積極的に組み込む社会的責任投資（Socially Responsible Investment: SRI）への関心が過去40年間に高まり、学術研究分野でも様々な議論の積み重ねがある。先行研究では、SRIの財務的パフォーマンスは通常の投資と比較して有利なのかという論点は比較的多く扱われてきた。一方、他の重要な論点としての、SRI投資の動機についての研究は、これまで多くはない。SRIの投資家はいくつかに分類できるが、中でも個人投資家の投資動機に関する学術研究は相対的に少ない。SRIの個人投資家についての先行研究では、個人投資家が財務パフォーマンスをどの程度重視し、何を動機として投資するのか、そのような個人投資家は、当該動機をもとにどのように分類されるのか、という2つの論点で検討されてきた。SRIの動機は伝統的な金融市場理論でなく、社会心理学の理論での説明が多い。本稿では、文献レビューの手法をもとに、SRIの投資家の動機に関連する議論を整理、検討する。このような研究は海外文献でもまだ限られており、知る限り、わが国の文献も含めてレビューしている文献はない。

本稿の構成は次の通りである。まず次章で先行研究をレビューし、第3章で考察し、第4章で結論を述べていきたい。

II 先行研究

1 SRIの概念整理

SRIの定義については、広く合意されたものがないといえる（Sparkes 2001）。SRIの定義は、例えば、証券を発行する企業の社会や環境への貢献を最も重視して証券を選定すること（Williams 2005）などとされる。また、他の定義として、ESGに関する考慮を投資プロセスに統合させること（Capelle-Blancard および Monjon 2012, pp. 239-240）、社会的な関心事を合理的な財務的リターンに結びつけること（Sparkes 2001）、個人の価値と社会的な関心事を金融投資に統合すること（Schueth 2003）などとされる。

SRIは、その実務の点においても、異なる種類のものが混在する（Sandbergら2009）。そもそもSRIは、宗教的信条や価値観と結びついた数百年前の倫理的投資に遡る（Vyvyanら2007）。現代においては、年金資産の受託責任のあり方（Janssonら2014）や、2008年

と2009年の金融危機を背景とした金融の社会責任（Puaschunder 2017）と関連付けて議論される場合がある。従来、受託責任とは、社会、環境、倫理的な関心事は個人の問題としてうまく対応できないものと考えられ、かつて米国の受託者責任法をもとに議論されてきたように、受益者の財務的利害のみに焦点をあてるべきとされてきた（Jansson ら 2014; Posner および Langbein 1980）。しかし、今日、投資意思決定に ESG の要素を組み入れることは受託責任と首尾一貫する（OECD 2017; PRI 2016）とされている。金融の社会責任は、企業活動や財務面の考慮を補完する機能をもつ（Puaschunder 2017）。なお、金融の社会責任は、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility: CSR）の議論との関連が深いが、CSR が企業の経済的、法的、社会的、社会貢献活動により具体的に現われる一方で、金融の社会責任は SRI の取組みに現われるといえる（Puaschunder 2017）。

SRI は倫理的投資としても知られ、その用語は相互互換的に使われ（Capelle-Blancard および Monjon 2012, p. 243）てきた。ただし、倫理的投資という用語は1990年代の SRI の研究文献の 8 割で使われたが、2000年代になると約半分しか使われていない（Capelle-Blancard および Monjon 2012）。機関投資家の間では SRI の説明において倫理的投資よりも ESG 投資の用語を使っている（Sandberg ら 2009）。今日、最も一般的に、倫理的投資とは、「罪ある株式」を排除するネガティブ・スクリーニングをいう（Capelle-Blancard および Monjon 2012）。今日的な SRI の概念は、初期のネガティブ・スクリーニングを基礎とする倫理的投資とはかなり異なっている。今日の先端レベルにある SRI の実務を見ると、倫理的、道徳的、社会的な、金融に関係する戦略、例えば、ESG や社会責任規準によるスクリーニング、ESG リスクや機会を含めた投資分析、同じクラスの中で最高のものを選ぶ手法であるベスト・イン・クラス、ESG 関連テーマの投資、特定の産業分野の投資の除外、エンゲージメント・株主行動主義、地域社会投資、社会課題の解決に取り組む革新的事業への投資などの投資戦略を含む（Capelle-Blancard および Monjon 2012; OECD 2017; Puaschunder 2017; Steurer ら 2008）。

2 SRI ファンドおよびインパクト投資について

SRI ファンドとは、投資意思決定において、社会、環境、倫理の考慮事項を積極的に取り入れたファンドをいう（Nilsson 2009）。また、これらの考慮事項以外に、コーポレート・ガバナンスの規準にも基づいて投資ポートフォリオをスクリーニングするファンドである（Renneboog ら 2008）。SRI ファンドは、個人投資家向けに米国で1971年に導入されて以降（Williams 2005）、過去40年にわたり成長してきたが、この流れは個人向け投資分

野の主なものといえる (Nilsson 2009)。

インパクト投資とは、財務的リターンの最大化を図る他に、正の影響を生み出すことを意図した投資 (O'Donohoe ら 2010) であり、社会問題に取り組むことで、長期の社会的利益を求める投資であり、財務的リターンとは別の、測定可能な社会や環境の影響を生み出すことを意図して、企業、組織、ファンドに対してなされる投資 (Apostolakis ら 2018) である。インパクト投資は新しい投資文化であり (Apostolakis ら 2018; Martin 2013)、投資における社会的目標を達成するために、より革新的であると主張される (Apostolakis ら 2018)。

3 SRI の財務的パフォーマンスに関する議論

SRI ファンドが通常の投資ファンドに比較して財務的パフォーマンスがよいかどうかに関する分野は、これまで数多くの研究 (例えば, Bauer ら 2007; Cortez ら 2009; Goldreyer ら 1999; Gregory および Whittaker 2007; Hamilton ら 1993; Luther ら 1992; Mallin ら 1995) で扱われてきたが (Heimann ら 2011)、当該研究分野は、最も議論の分かれる分野でもある (Michelson ら 2004)。以下、主な文献の議論を見ていきたい。

証券市場での財務的パフォーマンスの実証研究では、SRI ファンドの財務的パフォーマンス、収益性、株主へのリターン、価格変動幅の比率の増減については、有意な差異、何らかの一般化できるパターンや厳密な回答は提供されていない (Abramson および Chung 2000; Berman ら 1999; Boutin-Dufresne および Savaria 2004; Capelle-Blancard および Monjon 2012; Hamilton ら 1993; Jones ら 2008; McWilliams および Siegel 2000; Nilsson 2009; Renneboog ら 2008)。

一方、限られた数の研究においては別の結果も示されている。例えば、SRI ファンドは市場指標よりも上回っている (Kempf および Osthoff 2007)、下回っている (Fowler および Hope 2007)、SRI ファンド市場が株主価値を時々増大させたり、SRI ファンドが株主利益を減少させる例もあったり、SRI ファンドは通常の財務的な選択に時々含まれたりする (Hamilton ら 1993)。Lewis および Mackenzie (2000) の研究では、調査対象者の4割で SRI の投資リターンが通常の投資よりも低いと思っていたとする。木原ら (2012) の経済実験の研究では、企業が環境コストを負担し、株主の配当が減少する場合、株価が下落することを明らかにしている。すなわち、環境に配慮した企業行動が必ずしも株主利益を高めるとは限らず、SRI が提唱するような環境配慮企業への投資が促進されない逆選択となるリスクがあるといえる (木原ら 2012)。

以上をまとめると、SRIの財務的パフォーマンスについては、通常の投資と比較して相違しないとする結果が概ね示されつつも、SRIの投資家はSRIの財務的パフォーマンスを通常の投資よりも低いと思っており、価格下落に対して非弾力的であることも示されていた。さらに、通常の投資ファンドほどには価格弾力性がないこと、企業が環境に配慮すると投資家利益を必ずしも高めることに結びつかないことから、SRIが促進されない逆選択となるリスクが示唆された。

4 SRIの投資家の選好

伝統的な金融市場および行動経済学の理論と課題

SRIの投資家の投資の動機をうまく説明するには、伝統的な金融市場の理論だけでは難しい。伝統的な金融市場の理論のもとでは投資意思決定は合理性に基づくものと説明され、また、古典的ポートフォリオ理論（Markowitz 1952）のもとでは投資を分散することによって期待リターンを減らすことなくリスクを減らせるものと説明される（Bealら2005; Goldreyerら1999; Michelsonら2004; Puaschunder 2017）。これらの理論によれば、投資家はリスクとリターンのトレード・オフだけを考慮して、合理的に投資意思決定するものと説明されるので、社会責任の規準に基づいて投資選択をすることをうまく説明できない（BauerおよびSmeets 2015）。またSRIファンドの場合、通常の投資に比較して、ポートフォリオの選択肢が限られるために、一般にリスクが高くなる可能性があり、ファンドの取引コストやファンドマネジャーのスクリーニング手続きや特殊な情報入手や分析に係る管理コストも、通常のファンドに比べて高くなる可能性があるため（Michelsonら2004; Renneboogら2008）、これが財務パフォーマンスに影響すると考える投資家はSRIファンドを慎重に選択する可能性がある。伝統的な金融市場の理論は道徳や倫理の観点から欠いており、金融の社会責任のための枠組みも未だに構築されていない（Dupréら2003）。以上の理由から、SRIの投資家の動機は、伝統的な金融市場の理論だけでは必ずしもうまく説明できないといえる。

SRIの投資家の意思決定は、行動経済学の分野のプロスペクト理論にも従わない可能性があることが経済実験の結果で示唆されている。プロスペクト理論は、KahnemanおよびTversky（1979）によるもので、意思決定者の受け止める利得と損失を主観的価値に対応させ、不確実な状況下での意思決定を説明する理論である。西野ら（2010）は、企業の環境パフォーマンス情報が示された状況下での株式投資の銘柄選択に関する意思決定がプロスペクト理論と正反対の傾向があることを示している。木原ら（2011）も、SRIにおけ

る投資家の意思決定が、環境パフォーマンスの不確実性のもとでは、プロスペクト理論には従わないことを明らかにしている。

一般投資家の意思決定の心理に関する理論

伝統的な金融市場および一部の行動経済学の理論だけではうまく説明がつかないとなると、なぜ個人投資家は SRI ファンドを選ぶのか。このような SRI の投資家の非合理的な投資行動の動機を解明することが、近年の SRI ブームや、2008年と2009年の金融危機後の金融の社会責任に対する関心の高まりを背景に求められている (Puaschunder 2017)。SRI の投資家の社会心理的な動機に焦点を当てた研究 (例えば、Beal および Goyen 1998; González および Martínez 2004) の数は、SRI の提供側の議論や SRI の財務的パフォーマンスの議論を扱う文献に比べて少なく (Nilsson 2009)、結果も明確ではない (Puaschunder 2017)。ただし、文献からは以下の示唆がある。すなわち、個人投資家の場合、投資は単なる投資商品ではなく、消費財として考えられており (Keloharju ら 2012)、一般に、投資家の意思決定に影響するのは、非財務的要因である可能性があるということである (Borgers および Pownall 2014)。これに関連して、Hirshleifer および Shumway (2003) は、投資家が気分に基づいて判断や取引を誤る可能性を指摘している。また Lucey および Dowling (2005) は、リスク感情仮説 (Loewenstein ら 2001) の理論に基づき、投資家の感情が株式価格の決定に影響することを明らかにしている。さらに Hung ら (2010) は投資情報の提示の順序が選好に影響することを明らかにしている。

SRI の投資家の財務的および非金銭的効用に関する選好

一般に、将来の投資リターンが減少すると認識されると、SRI ファンドに投資する人が少なくなるという関係があるが、投資リターンがより低くても SRI ファンドに進んで投資する投資家もいることから、通常のファンドほど SRI ファンドは価格弾力性がない可能性が考えられる (Nilsson 2009)。Lewis および Mackenzie (2000) の研究でも、SRI の投資家は価格下落に対して非弾力的であることが示されている。ただし、SRI の投資家は、投資リターンが緩やかに下落する場合には受け入れるが、著しく下落する場合には SRI への関心を即座に失うという分析もある (Sparkes 2001)。

SRI の投資家の投資意思決定における財務的動機とそれ以外の動機の優先順位は投資家によってばらつきがあるといえる。Beal および Goyen (1998) によるオーストリアの自然保護企業へ投資する739人を対象にしたアンケート調査では、財務的リターンよりも環

境的側面を重視して投資意思決定をすることが示されている。しかし、Bénabou および Tirole (2010) によれば、投資家は経済的動機によって、向社会的行動を取ることをためらう可能性が指摘されている。また、Vyvyan ら (2007) によるオーストラリアでの318人を対象とした調査では、SRI 規準よりも投資パフォーマンスが投資意思決定に影響することが明らかにされている。さらに、Jansson ら (2014) によるスウェーデンの年金資産の受益者1,119人を対象とした研究では、SRI の選好において、受益者にとって財務的動機と価値に基づく動機の両方が重要であることが示されている。

SRI の投資家は、SRI への投資によって、非金銭的な便益を得ていることが示唆されている (Bollen 2007; Nilsson 2009)。Borgers および Pownall (2014) の研究でも、年金投資者が、年金投資がSRI 規準でスクリーニングされることに積極的な態度を表明することで、正の効用を得ることが示されている。Puaschunder (2017) の研究でも、SRI を選択することで自己高揚や社会価値を表現でき、それが投資利益最大化の目標を補完する可能性があることが示唆されている。

投資家の SRI への態度は、様々な要因が影響している。Bénabou および Tirole (2010) によれば、投資家を向社会的行動に駆り立てるのは、本質的な愛他主義、法令や税金によって規定された物質的インセンティブ、社会的自尊心や自尊心への関心の、これら相互に独立した3要素が組み合わさった複雑な動機であると分析している。Vyvyan ら (2007) によれば、投資家の環境、倫理、社会的価値が、SRI ファンドに対する態度に影響することが示されている。Bauer および Smeets (2015) による、オランダのSRI に業務を特化している銀行の顧客3,187人を対象とした調査では、集団内での自己イメージや帰属意識という社会的アイデンティティが、投資意思決定に影響することを示唆している。Puaschunder (2017) によれば、財務的利益最大化の動機を別にして、投資家の財務的な社会的良心に影響するのは、社会の幸福を気遣う愛他主義、投資のイノベーションや起業家精神的投資の必要性、社会的地位向上を通じた戦略的リーダーシップの獲得、透明性や情報開示に由来する効用という動機であると分析している。Jansson ら (2014) によれば、退職までの期間と金融取引における自信がリスクへの態度と正に相関し、リスクへの態度がSRI の選好に負に影響することも明らかにしている。

以上をまとめると、SRI の投資家の選好は様々であることが伺えた。ただし、概ね全般的には、SRI の投資家は財務的側面を全く考慮せずに投資意思決定することはない可能性が伺えた。次に、投資家が向社会的行動をとる動機は複雑であり、SRI を選好する態度に影響する要因には投資家の環境、倫理、社会に対する価値、社会的アイデンティティ、愛

他主義、革新や起業家精神の必要性の認識、社会的地位の向上の見通し、透明性の有用性の認識など、主に社会的心理要因であることが先行研究より示された。SRIを選択することで自己高揚し、社会価値を表現できる、あるいはSRIへの態度を表明すること自体に効用を得るという研究結果も見られた。一方、リスクへの態度はSRIの選好に対して負に影響することを示す研究があり、SRIの投資家はリスク回避の傾向があることが伺えた。

5 SRIの投資家の特徴と分類

先行研究では、SRIの投資家には一定の特徴があると分析されてきた。SRIの投資家を分類することは、SRIの提供側が、特定の人々の集団にどのようにアプローチできるかを考える機会を提供する可能性があり (Nilsson 2009)、SRIの実務に対する洞察を提供できるとともにSRIのさらなる発展に寄与する可能性がある。BealおよびGoyen (1998)によるオーストリアの自然保護企業へ投資する739人を対象にしたアンケート調査では、財務的リターンよりも環境的側面を重視して投資意思決定をするような投資家は、女性で、高学歴で、年配で、資産残高が調査対象者の平均より多いという特徴があった。GetznerおよびGrabner-Kräuter (2004)によるオーストリアの400人の消費者を対象とした電話調査では、環境配慮企業の株式に進んで投資するか否かは、期待利益、環境意識、学歴、収入によると考えられていた。Nilsson (2008)による439人のSRIの投資家と89人の通常の投資家を対象としたアンケート調査では、向社会的態度と財務的パフォーマンスの認識の両方が、SRIの投資を選択する金額に影響することが明らかにされている。そして、ポートフォリオのうちのSRIの割合が大きい投資家の特徴は、女性で、高学歴であった。McLachlan および Gardner (2004)による55人の伝統的な投資家と54人のSRI投資家を対象としたアンケート調査では、SRIの投資家の方が伝統的な投資家より、倫理的問題により注意を払っていた。Bauer および Smeets (2015)の調査によれば、社会的アイデンティティの程度が強い投資家がSRIに積極的であることが示唆されている。そのような投資家の特徴は、高学歴で、若く、財産が少ないことであった。Gutsche および Ziegler (2016)によるドイツの個人投資家1,001人を対象とした研究では、SRIに関する社会環境の規律を強く考慮する人、とりわけSRIによって得られる「暖かい満足感」の高い人、環境意識の高い人、左派政党に共感を持つ人が、より責任投資への支払意思が高いことが明らかにされている。Apostolakisら (2016)によるオランダの医療や社会的業務分野のとある企業の年金資産の受益者985人を対象とした選択実験の手法を用いた研究では、心理的な距離が人々の思考や行為に影響するという解釈レベル理論 (Liebermanら2007; Todorov

ら2007)をもとに、SRIとインパクト投資への態度が支払意思額に有意に影響することを明らかにしている。そして、SRIの金融商品開発により関与する人ほど、より追加的費用を支払うことを明らかにしている。

Borgers および Pownall (2014) のオランダの1,843人を対象とした研究では、SRI に対する個人投資家の態度にはかなりのばらつきがあることが明らかにされている。Jansson ら (2014) による研究でも、年金受益者の SRI の選好は価値の優先順位と結びついて、かなりばらつきがあることが示されている。SRI の投資家を投資の動機をもとに分類を試みる研究も行われてきた。そのような分類は、投資家を一つの同質的な集団として捉えるよりも、より有益な示唆を得られる場合がある (Nilsson 2009)。例えば、Schueth (2003) によるアメリカの SRI に関心のある投資家を対象とした研究では、個人的価値や優先事項にそって投資したいグループと、生活の質の支援や改善を促進するように投資したいグループの2つに分類している。前者は「人を幸せにさせる」投資家と時々表現され、自らと自らの責任投資のポートフォリオをより満足させる人々であり、後者は、社会で正の変化をもたらすために自分の資金で何ができるかに焦点を当てて、社会責任投資の分野に統合された社会変化の部分に、より関心をもつ傾向がある人々である (Schueth 2003)。

Nilsson (2009) によるスウェーデンの563人の社会責任投資家を対象とした調査では、1) 主に利益に関心があり、社会責任よりも財務的リターンにより価値を置く投資家、2) 主に社会責任に関心があり、財務的リターンよりも社会責任に価値を置く投資家、3) 社会責任とリターン志向で、リターンと社会責任の両方に価値を置く投資家の3つのセグメントに分類している。Apostolakis ら (2018) の研究では、前述の解釈レベル理論 (Lieberman ら 2007; Todorov ら 2007) をもとに、334人を対象に SRI とインパクト投資の異なる要素を組み合わせた選択肢の選好を尋ねる選択実験を行い、SRI への心理的距離の異なるレベルによって年金受益者を、1) SRI の本当の成果に確信を持ってない若い人々、2) SRI には無関心で伝統的な投資方法を続ける収入の高い人々、3) SRI に喜んで貢献する人々の3つのセグメントに分けている。Apostolakis ら (2018) は、若い人々には戦略的コミュニケーションによって SRI の便益を認識してもらうこと、SRI に無関心な人々には財務的効率性を最大化する意図で選択してもらうこと、SRI に喜んで貢献する人々は SRI への態度と投資行動が不一致になるため、SRI ポートフォリオの属性を無形から有形に変換して考えを具体化して行動を導くことという、セグメントごとに異なる SRI の促進のための対応を提案している。西野ら (2010) は、環境配慮への態度とリスクに対する態度を基準として、投資行動のタイプを、1) 合理的利益追求型、2) ギャンブル利益追求型、3)

平均的環境配慮型、4) 安全志向環境配慮型の4つに分類している。このうち環境を優先するタイプにはリスクを追求する人が含まれないことから、西野ら(2010)はSRIファンドをリスクの少ない金融商品に構成することで資金が集まることを示唆している。木原ら(2011)も、投資の傾向別に投資家を、1) 確実性追求・ゼロ回避型、2) 確実性追求型、3) 合理的選択・ゼロ回避型、4) 合理的選択型の4つに分類している。木原ら(2011)は投資の利回りが利益から損失に変化することで、環境パフォーマンスのリスクに対する態度は影響を受けるが、その影響の程度が集団ごとに異なることを明らかにしている。

以上をまとめると、SRIの投資家は、女性、高学歴、環境意識が高い、向社会的態度をもつなど、複数の文献の結果には共通点があることが分かった。また、SRIへの関与の程度がSRIの投資に影響するとの議論があった。

III 考 察

SRIの財務的パフォーマンスについて投資家が適切に情報を入手でき、適切に判断できるような投資環境をどのように整備し提供できるかがSRI市場の発展の鍵であると考えられる。SRIの投資家は財務的リターンを重視し、リスクを回避しがちであるならば、SRIファンドの商品開発やポートフォリオにおいて、その点に配慮することも可能と考えられる。またSRIファンドが一般に通常のファンドよりもリターンが低いとの投資家の認識をどのように払拭するかや、環境配慮企業の環境コストの負担のように、持続可能な社会の発展に向けたCSRの取組みについて、投資家のよりよい理解をどのようにして得られるかも課題と考えられ、金融市場での透明性や信頼性の高い情報開示の問題を含めて、市場全体でのシステム的な発想が求められる余地がある。

Janssonら(2014)を含むいくつかの研究では、投資家の動機を説明できるモデルを提案しつつ実証的にその有効性を確認している。今後、このような研究の発展の余地があるといえる。さらに、伝統的金融市場理論や一部の行動経済学分野の理論だけでは説明しきれない、SRIの投資家の動機や意思決定に関して、学際的なアプローチで説明を試みる研究もあったことから、今後、新たな理論の構築など研究の発展の余地が考えられる。

本稿で扱ったSRIに関する研究は、SRIの歴史が長く、市場規模が大きい欧州や米国のものが多い。これらの地域では、一般に、SRIの認知度が高いことが推測され、よって社会的影響度も高い可能性があるため、研究対象として注目されているのかもしれない。わが国でも、1990年代より徐々に社会責任投資に関する学術論文が増えてきたし、最近では

経済実験などの実証的研究も見られるが、近年、年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund: GPIF）を含む大手の年金資産保有機関が、国際連合が支援する責任投資原則（Principle of Responsible Investment: PRI）に署名したことを原動力としてわが国の SRI 市場が拡大し（GSIA 2017; JSIF 2018）、機関投資家にスチュワードシップが求められている（日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 2014; スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 2017）中で、確定拠出型の企業年金や個人年金のガバナンスに改善の余地がある（西村 2018）などの指摘を見るように、今後、この分野の学術的議論が加速することが十分予想される。

わが国では、SRI の歴史は浅く、海外に比較すると文献の数も未だ限られている。とりわけ、わが国における年金資産受益者を含む個人投資家の SRI やインパクト投資への選好の程度と決定要因については、海外では相当数の先行研究があるものの、わが国では、川原および入江（2018）、西野ら（2010）、村上ら（2012）の研究以外に知る限りなく、今後の研究課題といえる。

IV 結 論

本稿では、SRI やインパクト投資の定義や概要、SRI の財務的パフォーマンス、SRI の投資家の選好や特徴に関連する先行研究を整理した。SRI の定義や実務は幅広い。SRI の財務的パフォーマンスについては、通常の投資と比較して相違ないとする結果が概ね示されてつつも、SRI の投資家は SRI の財務的パフォーマンスを通常の投資よりも低いと思っており、価格下落に対して非弾力的であるなどの結果もあった。また、企業が環境に配慮すると投資家利益を必ずしも高めることに結びつかないことなどが研究されてきた。

SRI の投資家の選好は様々だが、先行研究は、SRI の投資家は財務的側面を全く考慮せずに投資意思決定することはないという可能性を示していた。一方、SRI の選好に影響を与える要因には、財務的側面以外に、資家の環境、倫理、社会に対する価値、社会的アイデンティティ、愛他主義、革新や起業家精神の必要性の認識、社会的地位の向上の見通し、透明性の有用性の認識、自己高揚、社会価値の表現、SRI への態度を表明すること自体の効用、SRI への関与の程度など、非財務的な便益があげられた。このことは、一般の投資についての先行研究で、個人投資家の場合、投資は消費財として考えられており、投資家の意思決定に非財務的要因がある可能性も示唆されてきたことと整合的といえた。さらに、SRI の投資家はリスク回避の傾向があることが示唆された。SRI の投資家の特徴として、

女性、高学歴、環境意識が高い、向社会的態度をもつなどがあげられていた。

わが国では、SRIの歴史は浅く、海外に比較すると文献の数も未だ限られている。特に、SRIやインパクト投資への選好の程度と決定要因については、わが国では、未だ研究が殆ど無く、今後の研究課題といえる。

謝 辞

本研究は、独立行政法人日本学術振興会の科研費 15K03801 の助成を受けたものです。

参考文献および参照ウェブサイト

- Abramson L, D Chung (2000) Socially responsible investing: Viable for value investors? *Journal of Investing*, 9(3), 73-80.
- Apostolakis, G, F Kraanen, G van Dijk (2016) Examining pension beneficiaries' willingness to pay for a socially responsible and impact investment portfolio: A case study in the Dutch healthcare sector, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 11(C), 27-43.
- Apostolakis, G, G van Dijk, F Kraanen, RJ Blomme (2018) Examining socially responsible investment preferences: A discrete choice conjoint experiment, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 83-96.
- Bauer, R, J Derwall, R Otten (2007) The ethical mutual fund performance-debate: New evidence from Canada, *Journal of Business Ethics*, 70(2), 111-124.
- Bauer, R, P Smeets (2015) Social identification and investment decisions, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 117(C), 121-134.
- Beal, D, M Goyen (1998) 'Putting your money where your mouth is' a profile of ethical investors, *Financial Services Review*, 7(2), 129-143.
- Beal, D, M Goyen, PJ Phillips (2005) Why do we invest ethically? *The Journal of Investing*, 14(3), 66-77.
- Bénabou, R, J Tirole (2010) Individual and corporate social responsibility, *Economica*, 77 (305), 1-19.
- Berman, SL, AC Wicks, S Kotha, J Suresh, TM Jones (1999) Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance, *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506.
- Bollen, NPB (2007) Mutual fund attributes and investor behavior, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 42(3), 683-708.
- Borgers, ACT, RAJ Pownall (2014) Attitudes towards socially and environmentally responsible investment, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 27-44.
- Boutin-Dufresne, F, P Savaria (2004) Corporate social responsibility and financial risk, *The Journal of Investing*, 13(1), 57-66.
- Capelle-Blancard, G, S Monjon (2012) Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost, *Business Ethics: A European Review*, 21(3), 239-250.
- Cortez, M, F Silva, N Areal (2009) The performance of European socially responsible funds, *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573-588.

- Dupré, D, I Girerd-Potin, R Kassoua (2003) Adding an ethical dimension to portfolio management, EFMA 2003 Helsinki Meetings, <https://ssrn.com/abstract=394101> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.394101> (accessed 30 December 2018)
- Fowler, SJ, C Hope (2007) A critical review of sustainable business indices and their impact, *Journal of Business Ethics*, 76(3), 243–252.
- Getzner, M, S Grabner - Kräuter (2004) Consumer preferences and marketing strategies for ‘green shares’: Specifics of the Austrian market, *International Journal of Bank Marketing*, 22(4), 260–278.
- Global Sustainable Investment Alliance: GSIA (2017) 2016 Global sustainable investment review, GSIA, http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf (accessed 30 December 2018)
- Goldreyer, EF, P Ahmed, JD Diltz (1999) The performance of socially responsible mutual funds: Incorporating sociopolitical information in portfolio selection, *Managerial Finance*, 25(1), 23–36.
- González, MDLC, CV Martínez (2004) Fostering corporate social responsibility through public initiative: From the EU to the Spanish case, *Journal of Business Ethics*, 55(3), 275–293.
- Gregory, A, J Whittaker (2007) Performance and performance persistence of ‘ethical’ unit trusts in the UK, *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(7–8), 1327–1344.
- Gutsche, G, A Ziegler (2016) Are private investors willing to pay for sustainable investments? A stated choice experiment, <http://www.uni-marburg.de/fb02/makro/forschung/magkspapers> (accessed 30 December 2018)
- Hamilton, S, H Jo, M Statman (1993) Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62–66.
- Heimann, M, S Pouget, É Mullet, JF Bonnefon (2011) The experimental approach to trust in socially responsible investment funds, in W Sun, C Louche, R Pérez (eds.), *Finance and sustainability: Towards a new paradigm? A post-crisis agenda (Critical Studies on Corporate Responsibility, Governance and Sustainability, 2)*, Emerald Group Publishing Limited, 169–183
- Hirshleifer, D, T Shumway (2003). Good day sunshine: Stock returns and the weather, *Journal of Finance*, 58(3), 1009–1032.
- Hung, A, A Heinberg, J Yoong (2010) Do risk disclosure affect investment choice? Rand Labor and Population Working Paper, WR-788, <https://ssrn.com/abstract=1688038>, (accessed 30 December 2018)
- Jansson, M, J Sandberg, A Biel, T Gärling (2014) Should pension funds’ fiduciary duty be extended to include social, ethical and environmental concerns? A study of beneficiaries’ preferences, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(3), 213–229.
- Jones, S, S van der Laan, G Frost, J Loftus (2008) The investment performance of socially responsible investment funds in Australia, *Journal of Business Ethics*, 80(2), 181–203.
- Kahneman, D, A Tversky (1979) Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Keloharju, M, S Knüpfer, J Linnainmaa (2012) Do investors buy what they know? Product market choices and investment decisions, *The Review of Financial Studies*, 25(10), 2921–2958.
- Kempf, A, P Osthoff (2007) The effect of socially responsible investing on portfolio performance, *European Financial Management*, 13(5), 908–922.
- Lewis, A, C Mackenzie (2000) Morals, money, ethical investing and economic psychology, *Human Relations*, 53(2), 179–191.

- Liberman, N, Y Trope, C Wakslak (2007) Construal level theory and consumer behavior, *Journal of Consumer Psychology*, 17(2), 113–117.
- Loewenstein, G, EU Weber, CK Hsee, N Welch (2001) Risk as feelings, *Psychological Bulletin*, 127(2), 267–286.
- Lucey, BM, M Dowling (2005) The role of feelings in investor decision-making, *Journal of Economic Surveys*, 19(2), 211–237.
- Luther, RG, J Matatko, D Corner (1992) The investment performance of UK ethical unit trusts, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 5(4), 57–70.
- Mackenzie, C, A Lewis (1999) Morals and markets: the case of ethical investing, *Business Ethics Quarterly*, 9(3), 439–452.
- Mallin, CA, B Saadouni, RJ Briston (1995) The financial performance of ethical investment funds, *Journal of Business Finance & Accounting*, 22(4), 483–496.
- Markowitz, HM (1952) Portfolio selection, *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Martin, M (2013) Making impact investible, *Impact Economy Working Papers*, 4, *Impact economy*, <https://www.impacteconomy.com/download/Impact%20Economy%20-%202013%20-%20Making%20Impact%20Investible.pdf>making_impact_investible (accessed 30 December 2018)
- McLachlan, J, J Gardner (2004) A comparison of socially responsible and conventional investors, *Journal of Business Ethics*, 52(1), 11–25.
- McWilliams, A, D Siegel (2000) Corporate social responsibility and financial performance: Correlations or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- Michelson, G, N Wailes, S van der Laan, G Frost (2004) Ethical investment processes and outcomes, *Journal of Business Ethics*, 52(1), 1–10.
- Nilsson, J (2008) Investment with a conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior, *Journal of Business Ethics*, 83(2), 307–325.
- Nilsson, J (2009) Segmenting socially responsible mutual fund investors: The influence of financial return and social responsibility, *International Journal of Bank Marketing*, 27(1), 5–31.
- O'Donohoe, N, C Leijonhufvud, Y Saltuk, A Bugg-Levine, M Brandenburg (2010) Impact investments: An emerging asset class, JP Morgan, Rockefeller Foundation, and the Global Impact Investing Network, <https://thegiin.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf> (accessed 30 December 2018)
- Organisation for Economic Co-operation and Development: OECD (2017) Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors, OECD.
- Posner, RS, JH Langbein (1980) Social investing and the law of trusts, *Michigan Law Review*, 79(1), 72–112.
- Principles for Responsible Investment: PRI (2016) Addressing ESG factors under ERISA, Principles for Responsible Investment, <https://www.unpri.org/download?ac=1425>(accessed 30 December 2018)
- Puaschunder, JM (2017) Socio-psychological motives of socially responsible investors, in K John, AK Makhija, SP Ferris (eds.) *Global Corporate Governance (Advances in Financial Economics)*, 19) Emerald Group Publishing Limited, 209–247.
- Renneboog, L, JT Horst, C Zhang (2008) The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 302–322.
- Sandberg, J, C Juravle, TD Hedesstrom, I Hamilton (2009) The heterogeneity of socially re-

- sponsible investment, *Journal of Business Ethics*, 87(4), 519-533.
- Schueh, S (2003) Socially responsible investing in the United States, *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189-194.
- Sparkes, R (2001) Ethical investment: whose ethics, which investment? *Business Ethics: A European Review*, 10(3), 194-205.
- Steurer, R, S Margula, A Martinuzzi (2008) Socially responsible investment in EU member states: Overview of government initiatives and SRI experts' expectations towards governments, Final report to the EU high-level group on CSR provided by Research Institute for Managing Sustainability at Vienna University of Economics and Business.
- Todorov, A, A Goren, Y Trope (2007) Probability as a psychological distance: Construal and preferences, *Journal of Experimental Social Psychology*, 43(3), 473-482.
- UNEP Finance Initiative: UNEP FI (2005) A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment, produced for the Asset Management Working Group of the UNEP Finance Initiative by Freshfields Bruckhaus Deringer.
- United Nations Global Compact: UNGC, UNEP Finance Initiative: UNEP FI, PRI, et al. (2015) Fiduciary duty in the 21st century, UNGC, UNEP FI, PRI.
- Vyvyan, V, C Ng, M Brimble (2007) Socially responsible investing: The green attitudes and grey choices of Australian investors, *Corporate Governance*, 15(2), 370-381.
- Williams, G (2005) Some determinants of the socially responsible investment decision: A cross country study, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.905189> (accessed 30 December 2018)
- 川原尚子, 入江賀子 (2018) 新興国上場企業の環境, 社会, 統治情報の開示に対する日本の潜在的投資家の選好: 予備的調査, *商経学叢*, 64(3), 687-703.
- 木原郁, 西野成昭, 本田智則, 稲葉敦 (2011) 社会的責任投資における投資家の意思決定分析: アンケート調査による企業の環境パフォーマンスに対する投資態度の分類, 第6回日本 LCA 学会研究発表会講演要旨集, 128-130.
- 木原郁, 西野成昭, 本田智則, 稲葉敦 (2012) 経済実験による企業の環境コスト負担を考慮した株式市場での投資意思決定分析, 第7回日本 LCA 学会研究発表会講演要旨集, 324-326.
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2017) 「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～ (改訂版), 金融庁。
- 西野成昭, 本田智則, 稲葉敦 (2010) 企業の環境パフォーマンス情報と株式投資の銘柄選択に関する意思決定, 第5回日本 LCA 学会研究発表会講演要旨集, 308-310.
- 西村佳子 (2018) 「企業型確定拠出年金のガバナンスに関する研究」研究成果報告書, 京都産業大学総合学術研究所所報, 13, 67-72.
- 日本サステナブル投資フォーラム: JSIF (2018) 日本サステナブル投資白書2017, <http://japansif.com/2017free.pdf> (accessed 30 December 2018)
- 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2014) 「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～, 金融庁。
- 村上佳世, 高橋和枝, 國岡達也, 染村庸, 伊坪徳弘 (2012) 企業の CSR 活動に対する投資家および消費者の選好分析—生物多様性を事例に—, 第7回日本 LCA 学会研究発表会講演要旨集, 326-327.