

⇒ 研究ノート ⇐

社会的責任投資ファンド

「志のあるお金」は報われているのか

齋藤達弘

社会的責任投資 (Socially Responsible Investment: SRI) ファンドへの投資には「志」や「心」が必要になると言われる。この論文の目的は、SRI ファンドが「志」や「心」に報いているのかどうかを検証することにある。結論は「勝たないまでも負けていない、だから十分とは言えないけれども報いている」である。

モンキー・ポートフォリオ¹ アメリカで古くからよく言われる話に、猿にダーツを持たせて、ウォールストリートジャーナルの株価欄にこれを投げさせ、何十銘柄かでポートフォリオを作ったものの投資パフォーマンスは、人間のプロのファンドマネージャーが運用するミューチュアル・ファンド (米国の投資信託) に負けない (或いは「勝つ」) はずだ、という話がある。有名な話なので、運用業界では、「モンキー・ポートフォリオ」と言うと、無作為抽出で作ったポートフォリオのことだと、話が通じる。

1 はじめに

社会的責任投資 (Socially Responsible Investment: SRI) とは「企業への株式投資の際に、財務的分析に加えて、企業の環境対応や社会的活動などの評価、つまり企業の社会的責任の評価を加味して投資先企業を決定し、かつ責任ある株主として行動する投資手法」である。近年は「SRI が投資家の社会的 (Social) な価値を実現する手段としての SRI (Socially Responsible Investment) から、社会の持続可能性 (Sustainability) の追求と企業の包括的な価値を評価する SRI (Sustainable and Responsible Investment) に替わりつつある」とも言われている。²

SRI を「社会性に配慮したお金の流れとその流れをつくる投融資行動」と捉えると、アメリ

¹ <http://plaza.rakuten.co.jp/isyamazaki/diary/200704060000/>

² <http://www.sifjapan.org/sri/index.html>

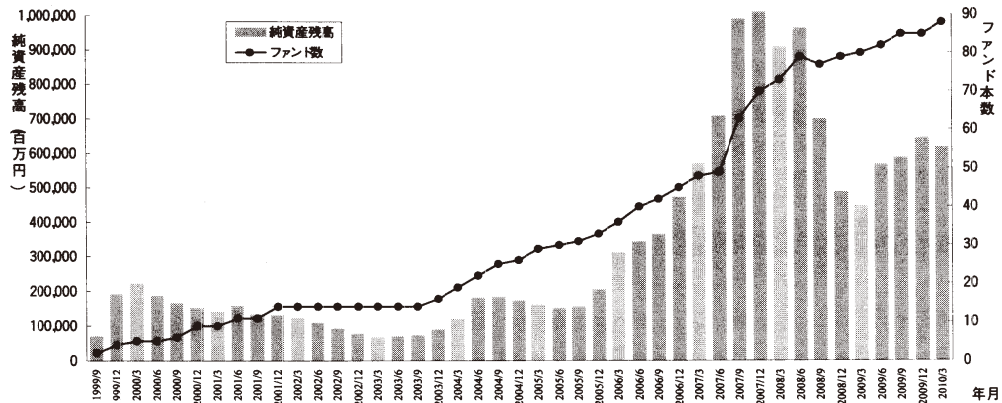


図1 公募SRI投信の純資産残高とファンド本数の推移

<http://www.sifjapan.org/document/asset.pdf>

カにおいてはつぎのような三つのタイプに分類できる（河口（2004））。

1. スクリーン運用：対象銘柄の環境・社会的側面を評価した（ソーシャル・スクリーンを経た）株・債券への投資。スクリーンには、倫理・社会的理由から特定の企業や業種を排除するネガティブ・スクリーンと、業種業態にかかわらず各業種のなかで社会的に優れた取り組みをしている企業を選択するポジティブ・スクリーンがある。
2. 株主行動：株主の立場から、経営陣との対話や議決権行使、株主議案の提出などを通じて企業に社会的な行動をとるよう働きかける。
3. コミュニティ投資：上記の二つが主に大企業を対象としているのに対して、主として地域の貧困層の経済的支援のための投融資。

この論文ではスクリーン運用に注目する。

『日本SRI年報2007』（NPO法人・社会的責任投資フォーラム（SIF-Japan）編）によると、日本のSRIの特徴は「公募SRI投信に投資するのは基本的に個人投資家である。日本のSRI市場は公募SRI投信が大半ということは、日本のSRI市場を支えているのは個人投資家なのである」にある（図1に公募SRI投信の推移を示している）。そして、そのような状況になっている理由として

日本では、「運用機関のミッションは委託者のために運用リターンをあげることであり、運用のプロセスにおいて社会的な影響を考慮することではない」という考え方が主流である。また金融教育がきちんと行われていない日本では、社会全体としてそもそも金融資産の運用にそこまでの役割も求めていないから、

と解説している。

「志のあるお金」, 河口真理子氏 (大和総研・経営戦略研究所) は SRI ファンドをそのように表現している。³ 一方で, 島田知保氏 (イボットソン・アソシエイツ・ジャパン「投資信託事情」編集長) は SRI ファンドについて,

第一期エコファンドや、第二期総合的 SRI ファンドの考え方は、投資効率や投資成果についての議論はありますが、時代に左右されるものではなく、すでに投資哲学のひとつとして認知されています。⁴ 巨大なマーケットの中で自分の資金は何の影響も与えないと考えることもできます。しかし、小さな資金でも集まれば大きな力になることは、小口の資金を集めて運用する投信の考え方そのものではないでしょうか。投機マネーが世界を席捲 (せっけん) する時代にこそ、個人の心を反映する投資態度が意味あるものになる可能性があると思います。

と述べている。⁵ 「SRI ファンドの投資効率や投資成果については議論がある」、つまりパフォーマンスは決してよいとは言えないのだから、SRI ファンドへの投資には「志」や「心」が必要になるということだ。

SRI ファンドと非 SRI (conventional) ファンドのパフォーマンスを比較する実証分析が数多く報告されている。ほとんどが SRI ファンドと非 SRI ファンドには差がないという結果で、最近では, Bauer, Derwall, and Otten (2007), Bauer, Koedijk, and Otten (2005), Bauer, Otten and Rad (2006), Bello (2005), Benson, Brailsford, and Humphrey (2006), Geczy, Stambaugh, and Levin (2005), Jones, Laan, Frost, and Loftus (2008), Kreander, Gray, Power and Sinclair (2005), Mill (2006), Renneboog, Horst, and Zhang (2006b) などがある。一方で, SRI ファンドのパフォーマンスは、スクリーニングの方法 (Barnett and Salomon (2006)) や運用者の選択 (Gil-Bazo, Ruiz-Verdú, and Santos (2008)) に依存しているという報告もある。サーベイ論文としては Renneboog, Horst, and Zhang (2007) がある。

この論文の目的は、日本の SRI ファンドが「志」や「心」に報いているのかどうかを検証することにある。結論は「勝たないまでも負けていない、だから十分とは言えないけれども報いている」である。

この論文の視点は Jin, Mitchell, and Piggott (2006) と共有している。Jin et al. (2006) は SRI が年金ポートフォリオのリターンとリスクをどのように変化させるのかを検証し、ほとんど変化させないと結論づけている。この論文は、Jin et al. (2006) が 2005 年以前のデー

³ 2007 年 5 月 10 日に大和証券が主催した個人投資家向けセミナー資料「温暖化防止-あなたのお金で出来ること」から引用している。

⁴ Benson and Humphrey (2008), Bollen (2007), Gregory and Whittaker (2007), McLachlan and Gardner (2004), Renneboog, Horst, and Zhang (2006a) などは SRI ファンドの投資家と一般の投資家の違いを指摘している。

⁵ http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/toshin/ranking/to_ra_08071001.htm

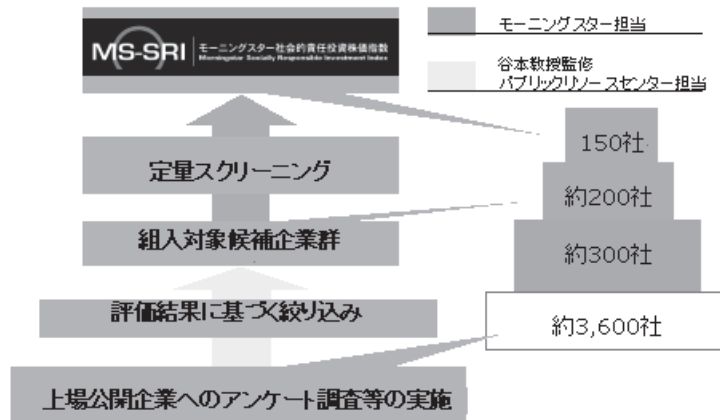


図2 モーニングスター社会的責任投資株価指数 (MS-SRI)

<http://www.morningstar.co.jp/sri/about.htm>

タで検証していることを、2005年以降に注目し、より簡略な方法を採用して検証している。

2 モーニングスター社会的責任投資株価指数

2.1 インデクスの特徴

現在、SRI インデクスとして、世界の企業を対象とした

- FTSE4Good Global Index⁶
- Dow Jones Sustainability World Index⁷

に加えて、日本の企業を対象とした「モーニングスター社会的責任投資株価指数 (Morningstar Socially Responsible Investment Index: MS-SRI)」がある。2003年7月から発表されている MS-SRI が掲げる社会的評価基準の項目は、

1. ガバナンス・アカウンタビリティ
2. マーケット（消費・顧客対応，調達先対応）
3. 雇用
4. 社会貢献
5. 環境

⁶ http://www.ftse.com/Indices/FTSE4Good_Index_Series/index.jsp

⁷ <http://www.sustainability-index.com/>

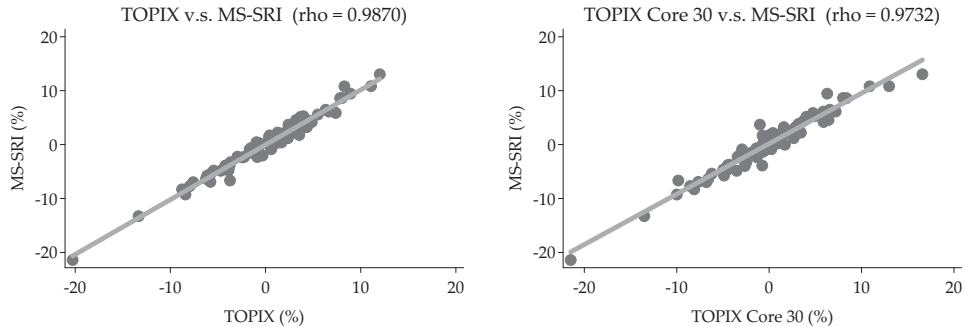


図3 TOPIX および TOPIX Core 30 とモーニングスター社会的責任投資株価指数 (MS-SRI) の月次投資収益率の相関関係

サンプルは 2003 年 6 月から 2009 年 12 月までの月次投資収益率，サンプル・サイズは 79 である。

である。⁸ 図 2 に示すようなプロセスを経て，東証 1 部を中心に 150 銘柄（銘柄数は固定）で構成される MS-SRI が作成される。NPO 法人・パブリックリソースセンターが SRI 対象企業を 3600 社（上場公開企業）から 200 社（組入対象候補企業群）まで絞り込み，モーニングスター社が組入対象候補企業群に対する定量スクリーニングにより，さらに 150 社に絞り込んでいる。MS-SRI の計算は標本時価総額加重方式（浮動株対応指数）を採用している。⁹

MS-SRI の構成銘柄リストを見ると，銘柄選定において時価総額を考慮していることはないようだが，流動性を加味していることが結果的に時価総額の大きい株式，いわゆる大型優良株を多く含んでいる。¹⁰

⁸ 河口（2004）によると，SRI が必要される動機や背景はつぎの 4 つに大別される。

1. 倫理：宗教的信条や個人の価値観などから，社会的に望ましくない投資家が考える特定の企業や業種を投資対象から排除する，あるいは，積極的に望ましいと思える企業に投資するという考え方。
2. 社会運動：企業に働きかける社会運動のひとつの形態として，株式の支配証券の側面に注目し，株主としてのガバナンスの観点から企業・経営層に影響力を行使する。
3. 企業価値評価：相次ぐ企業不祥事などから，CSR（Corporate Social Responsibility）の取り組みが企業価値に影響を与える事例が増加するとともに，CSR の評価が企業価値判断に不可欠という認識。
4. CSR 推進の手段：EU では，EU 域内の企業戦略として CSR を推進しているが，CSR を促進する手段として CSR を投資評価に組み入れた SRI を推進する立場。

MS-SRI が掲げる社会的評価基準がこれらと重なっていることがわかるだろう。

⁹ 発行済株式数から少数特定者の持株比率を控除した部分を浮動株比率とし，「修正発行済株式数 = 発行済株式数 × 浮動株比率」に基づいて時価総額を求めている。少数特定者とは，大株主上位 10 名及び特別利害関係者（役員など）の所有する株式数と自己株式数の合計。なお，大株主上位 10 名以内に固定的でない株主（証券投資信託，企業年金信託などに組み込まれた株式）が含まれる場合は，その株式を除く 10 名を固定的な株主として計算する。また，持株会に関しては少数特定者扱いとする。

¹⁰ <http://www.morningstar.co.jp/sri/list.htm>

2.2 インデクスのリターンとリスク

MS-SRI が大型優良株を多く含み、その計算方法が時価総額加重方式（浮動株対応指数）であることから、TOPX あるいは TOPIX Core 30 との間に正の相関関係があると予想される。それを確かめるために、図 3 に、TOPIX および TOPIX Core 30 と MS-SRI の月次投資収益率の散布図を示している。¹¹ サンプルは MS-SRI が発表され始めた 2003 年 6 月から 2009 年 12 月までの月次投資収益率、サンプル・サイズは 79 である。

TOPX と MS-SRI の相関係数（図 3 の左のグラフ）は 0.9870、TOPX Core 30 と MS-SRI の相関係数（図 3 の右のグラフ）は 0.9732 である。いずれもほぼ完全に正に相関していると言えるだろう。

3 SRI ファンドの事例

日本で本格的な SRI ファンドが始まったのは 1999 年に販売されたエコ・ファンドだと言われている。その後の推移は図 1 に示している。ここでは、SRI ファンド（国内株式型）から、「インデクス・ファンド」と、2009 年 5 月末時点でもっとも残高の大きい「住信 SRI・ジャパン・オープン」の 2 本のファンドを取り上げて、リターンとリスクをベンチマーク（資産運用において目標となるインデクス）と比較する。¹²

3.1 モーニングスター SRI インデックス・オープン（愛称：つながり）

表 1 に「つながり」の組み入れ上位 10 銘柄（2009 年 4 月 30 日時点）を示している（純資産総額は約 13 億円）。このファンドは名称が示すように、インデクス・ファンドであるから、ベンチマーク・インデクスとほぼ同じ構成になっている。

ベンチマークとの比較 「つながり」のベンチマークは MS-SRI である。インデクス・ファンドはベンチマークと同じ構成のポートフォリオであるから、そのリターンとリスクはベンチマークとほぼ同じになるはずだ。このことを図 4 の左のグラフで確認しよう。MS-SRI と

¹¹ TOPIX Core 30 とは、TOPIX ニュー・インデクス・シリーズ（TOPIX の動きを補完するために、時価総額ごとにより細やかな区分を設けた株価指数）の一つで、東京証券取引所の市場第一部全銘柄のうち、時価総額、流動性の特に高い 30 銘柄で構成された株価指数のことをいう。市場の実勢をより適切に反映させるために年に 1 回、毎年 9 月に構成銘柄の見直しが行われる。2008 年 10 月時点の TOPIX Core 30 の構成銘柄はつぎのようである：セブン&アイ・ホールディングス、信越化学工業、武田薬品工業、アステラス製薬、第一三共、新日本製鐵、ジェイ・エフ・イー・ホールディングス、小松製作所、日立製作所、パナソニック、ソニー、日産自動車、トヨタ自動車、本田技研工業、キャノン、任天堂、三井物産、三菱商事、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、野村ホールディングス、東京海上ホールディングス、三菱地所、東日本旅客鉄道、日本電信電話、KDDI、エヌ・ティ・ティ・ドコモ、東京電力。TOPIX と比べて、金融セクターのウェイトがやや高めになっている。30 銘柄と数は少ないが、時価総額の合計は東証 1 部全体の約 35% 前後を占めている。

¹² http://www.morningstar.co.jp/sri/rt_info/jpn_srifunds.htm

表 1 モーニングスター SRI インデックス・オープン（愛称：つながり）の組み入れ上位 10 銘柄（2009 年 4 月 30 日時点）

銘柄名	業種	市場	純資産比
トヨタ自動車	輸送用機器	東証1部	9.9%
三菱UFJフィナンシャル・グループ	銀行業	東証1部	5.3%
本田技研工業	輸送用機器	東証1部	3.9%
日本電信電話	情報・通信業	東証1部	3.5%
キヤノン	電気機器	東証1部	2.8%
東京電力	電気・ガス業	東証1部	2.6%
パナソニック	電気機器	東証1部	2.3%
三井住友フィナンシャルグループ	銀行業	東証1部	2.3%
みずほフィナンシャルグループ	銀行業	東証1部	2.0%
三菱商事	卸売業	東証1部	1.9%
合計			36.3%

<http://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=140318>

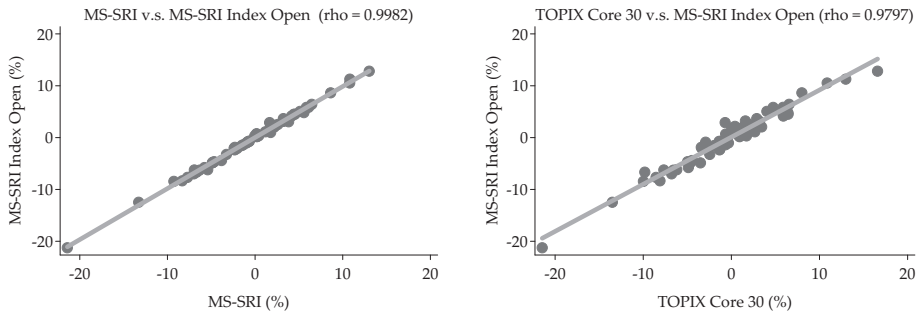


図 4 モーニングスター社会的責任投資株価指数（MS-SRI）および TOPIX Core 30 とモーニングスター SRI インデックス・オープン（愛称：つながり）の月次投資収益率の相関関係

<http://www.nomura-am.co.jp/fund/funddetail.php?fundcd=140318>

サンプルは 2004 年 8 月から 2009 年 12 月までの月次投資収益率，サンプル・サイズは 65 である。

「つながり」の相関係数は 0.9982 である。ほぼ完全に正に相関していると言えるだろう。リターンとリスクの両方とも、統計的有意水準 1% で同等性の帰無仮説を棄却できない。

TOPIX Core 30 との比較 組み入れ上位 10 銘柄と TOPIX Core 30 との重なりを見ると、上位 10 銘柄すべてが TOPIX Core 30 に含まれている。図 4 の右のグラフは、TOPIX Core 30 と「つながり」の相関係数は 0.9797 であることを示している。これもほぼ完全に正に相関していると言えるだろう。リターンとリスクの両方とも、統計的有意水準 1% で同等性の帰無仮説を棄却できない。

「つながり」の買い付け時に支払う申込み手数料が 3.15%（税込み）、毎年支払う信託報酬が純資産総額に対して 0.84%（税込み）かかる。これは、たとえば、100 万円を買い付けると、

表 2 住信 SRI・ジャパン・オープン（愛称：グッドカンパニー）の上位 10 銘柄（2009 年 4 月 30 日時点）

	銘柄名	業種	比率
1	トヨタ自動車	輸送用機器	4.64
2	ツムラ	医薬品	4.01
3	三菱UFJフィナンシャル・グループ	銀行業	4.00
4	ビジョン	その他製品	3.02
5	三菱商事	卸売業	2.50
6	三井住友フィナンシャルグループ	銀行業	2.33
7	三菱電機	電気機器	2.15
8	東日本旅客鉄道	陸運業	2.12
9	九州電力	電気・ガス業	2.08
10	信越化学工業	化学	2.07

31,500 円が手数料として引かれ、毎年、運用成果とは関係なく、純資産総額の 0.84%（100 万円に対して 8,400 円）が引かれることを意味している。さらに解約時にかかる信託財産留保額が基準価額の 0.3% である。これらの手数料を引いた後が投資家の投資収益率になる。

リターンとリスクだけに注目すると、「つながり」に投資することと、TOPIX Core 30 のインデックス・ファンドに投資することに、ほとんど違いはない。TOPIX に連動するファンドを購入したいのであれば、TOPIX 連動型上場投資信託がある。上場投資信託の売買取引手数料は、ネット証券であれば 0.1% 前後、信託報酬は 0.25%（税込み）前後である。「つながり」のパフォーマンスは TOPIX とほぼ同じだから、その手数料の犠牲になっていることはない。「つながり」に投資する「志」や「心」が報われていると言えるだろう。

3.2 住信 SRI・ジャパン・オープン（愛称：グッドカンパニー）

「住信 SRI・ジャパン・オープン」は 2009 年 5 月末時点でもっとも残高の大きい SRI ファンドである（純資産総額は約 230 億円）。

ベンチマークとの比較 住信 SRI・ジャパン・オープンのベンチマークは TOPIX である。¹³ MS-SRI ではない。TOPIX をベンチマークにすることは、神座（2008）が言うように、

TOPIX に劣後しないようにするには、TOPIX の収益率を上回る銘柄を、市場における構成比以上にポートフォリオに組み入れる、あるいは、割高になった銘柄を売却して割安な銘柄に入れ替えるといった操作を続ける必要がある。この場面では、素晴らしい社会貢献をしている企業であり、運用担当者としては保有を続けて是非とも支援の姿勢を示したくても、それが叶わない事情のある世界である。

¹³ http://www.sumishinam.co.jp/fund/lineup/detail/index.php?fund_id=12

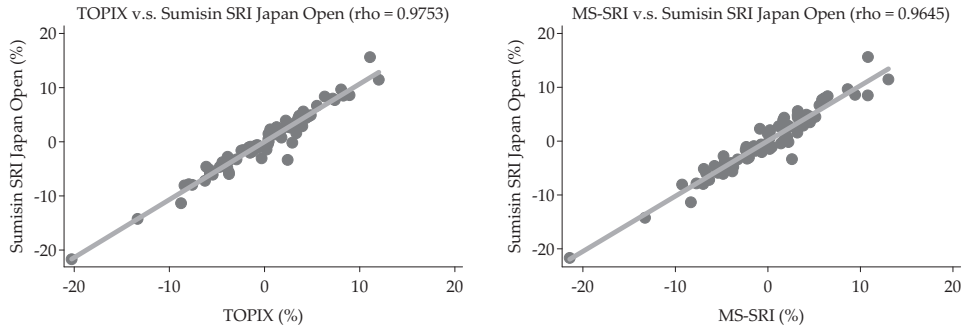


図5 TOPIX および モーニングスター社会的責任投資株価指数 (MS-SRI) と住信 SRI・ジャパン・オープン (愛称: グッドカンパニー) の月次投資収益率の相関関係

http://www.sumishinam.co.jp/fund/lineup/detail/index.php?fund_id=12

サンプルは 2004 年 1 月から 2009 年 12 月までの月次投資収益率, サンプル・サイズは 72 である。

という運用制約が課される。

表 2 に示している組み入れ上位 10 銘柄と TOPIX Core 30 との重なりを見ると, 上位 10 銘柄のうち 5 銘柄が TOPIX Core 30 に含まれている。含まれていない銘柄のなかには, ツムラやピジョンなど, 特色のある銘柄を高い比率で組み入れている。図 5 の左のグラフは, TOPIX と「グッドカンパニー」の相関係数が 0.9753 であることを示している。ほぼ完全に正に相関していると言えるだろう。リターンとリスクの両方とも, 統計的有意水準 1% で同等性の帰無仮説を棄却できない。

MS-SRI との比較 図 3 の左のグラフに示したように, TOPIX と MS-SRI はほぼ同じ動きをしている。言うことは, MS-SRI と「グッドカンパニー」もまた同じ動きをしていると考えられる。図 5 の右のグラフは, TOPIX と「グッドカンパニー」の相関係数が 0.9645 であることを示している。相関係数は若干, 低くなっているが, それでもほぼ完全に正に相関していると言えるだろう。リターンとリスクの両方とも, 統計的有意水準 1% で同等性の帰無仮説を棄却できない。

「グッドカンパニー」の買い付け時に支払う申込み手数料が 3.15% (税込み), 毎年支払う信託報酬が純資産総額に対して 1.68% (税込み) にかかる。これは, たとえば, 100 万円を買い付けると, 31,500 円が手数料として引かれ, 毎年, 運用成果とは関係なく, 純資産総額の 1.68% (100 万円に対して 16,800 円) が引かれることを意味している。さらに解約時にかかる信託財産留保額が基準価額の 0.3% である。これらの手数料を引いた後が投資家の投資収益率になる。信託報酬はインデックス・ファンド「つながり」の 2 倍であるが, 「グッドカンパニー」の手数料が異常に高いということはない。

表3 主なSRIファンドの上位組み入れ銘柄

	日興エコファンド シンド(4月末)	ダイワSRIファンド シンド(4月末)	住信SRI-ジャパン オープン(5月6日)	※東証時価総額 上位銘柄(4月末)
1	トヨタ自動車	トヨタ自動車	トヨタ自動車	トヨタ自動車
2	みずほFG	三井住友FG	住友金属工業	NTTドコモ
3	損保ジャパン	三菱東京FG	みずほFG	NTT
4	アサヒビール	三菱商事	オリックス	みずほFG
5	三井住友FG	みずほFG	三菱商事	三菱東京FG

『日本経済新聞』(2005年5月15日付)。

3.3 共通する問題点

『日本経済新聞』(2005年5月15日付)は、SRIファンドについて「銘柄選択に関する構造的な問題」として「大型優良株に偏りがち」と指摘している。表3はいくつかのSRIファンドの上位銘柄と時価総額の大きい銘柄を一覧している。ベンチマークをTOPIXやMS-SRIに設定することは、これらの時価総額の大きい銘柄を組み入れざるを得ない運用になる。¹⁴「つながり」と「グッドカンパニー」の相関係数は0.9685である。どちらに投資しても、さしたる違いはなく、パフォーマンスだけを考えるならば、TOPIXのインデクス・ファンドと同じである。¹⁵

4 さいごに

SRIファンドへの投資には「志」や「心」が必要になると言われる。この論文は、SRIファンドが「志」や「心」に報いているのかどうかを検証した。SRIファンドは、高い手数料を支払ってもなお、TOPIXとほぼ同じパフォーマンスが得られるのであれば、勝たないまでも負けていない、敢えて言う、パフォーマンスを犠牲にしなくて済んでいるのだから、その「志」や「心」は報われていると言えるだろう。

伊豆(2006)は、表4により、個人投資家に対して興味深い三つのレッスンを教えている。

¹⁴ 首藤・増子・若園(2004)は4つの代表的なSRIインデクスに含まれる日本企業の特徴(会計情報)を検証し、低リスク・低収益の安定志向企業であることを見いだしている。CSR活動はリスクを低減するには有効ではあるものの、それにはコストがかかり、それが収益を圧迫しているのではないかと解釈している。

¹⁵ 神座(2008)は「公表されている各SRI投信の運用報告を見たときに、いずれも、株式市場と似通った基準価格の動きとなっている」と指摘している。神座(2008)は、その背景には

機関投資家をSRIと呼び込む過程で、SRIが旧来より標榜していた社会貢献の色彩は薄れ、企業価値を精緻に評価するためのシステムの一部としての機能への変化が目立つようになってきている。これには、機関投資家が顧客の資金の運用に際しての受託者責任を果たす際に、運用担当者の特定の価値観や倫理観に左右されるような運用を避けたいという思いも影響している。結果的に、機関投資家の展開するSRIは金融技術化した。という事情があると推測している。

表 4 〈面白い〉投資と〈退屈な〉投資

		〈面白い〉投資	〈退屈な〉投資
投資家層		株式投資が好きな個人	退職後の資産形成を考える個人
投資資金	性格	余裕資金	退職後のための貯蓄資金
	額	100万円程度まで	1千万円程度から
投資期間		1日以内～数ヶ月	10年以上
投資目的	経済的利益	小遣い稼ぎ	年金の上乗せ
	心理的利益	相場変動に伴う興奮	なし
投資対象		値動きの大きい中小型株中心	インデックス型投信中心
対面型リテール証券のビジネス	提供サービス	注文の執行・決済 「板」・手口情報の提供	ポートフォリオ理論に基づく投資教育 ファイナンシャル・プランニング (投信) ポートフォリオの入れ替え
	手数料	売買ベース	預かり資産ベース

伊豆 (2006, 表 1) を再掲している。

- ・ 〈面白さ〉の追求は経済的な利益と矛盾する。
- ・ 資産運用としての株式投資は〈面白さ〉をあきらめることから始まる。
- ・ 「趣味と実益を兼ねた」株式投資はない。

SRI ファンドへの投資は、〈面白い〉投資であってはいけなし、心理的利益のない〈退屈な〉投資でもないだろう。金融資産運用の役割について、金融教育が担っている課題は大きい。

参考文献

- 伊豆久, 2006, 「最近のネット取引ブームについて」『証研レポート』(日本証券経済研究所) 1634号, 11-23.
- 河口真理子, 2004, 「関心高まる社会的責任投資」(大和総研・経営戦略研究所).
- 首藤恵・増子信・若園智明, 2006, 「企業の社会的責任 (CSR) への取り組みとパフォーマンス: 企業収益とリスク」『証券経済研究』(日本証券経済研究所) 第 66 号, 31-51.
- 神座保彦, 2008, 「SRI の金融技術化と投資家の「思い」 - 個人投資家の「草の根 SRI」の勧め -」『ニッセイ基礎研 REPORT』(ニッセイ基礎研究所) 2008 年 2 月号, 2-7.
- Barnett, Michael L., and Robert M. Salomon, 2006, Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal* 27, 1101-1122.

- Bauer, Rob, Jeroen Derwall, and Rog er Otten, 2007, The ethical mutual funds performance debate: new evidence for Canada, *Journal of Business Ethics* 70, 111–124.
- Bauer, Rob, Kees Koedijk, and Rog er Otten, 2005, International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, *Journal of Banking and Finance* 29, 1751–1767.
- Bauer, Rob, R. Otten and Alireza Tourani Rad, 2006, Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty? *Pacific-Basin Finance Journal* 14, 33–48.
- Bello, Zakri Y., 2005. Socially responsible investing and portfolio diversification, *Journal of Financial Research* 28, 41–57.
- Benson, Karen L., Timothy J. Brailsford, and Jacquelyn E. Humphrey, 2006. Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics* 65, 337–357.
- Benson, Karen L., and Jacquelyn E. Humphrey, 2008. Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns, *Journal of Banking and Finance* 32, 1850–1859.
- Bollen, Nicolas P.B., 2007, Mutual fund attributes and investor behavior, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 683–708.
- Geczy, Christopher C., Robert F. Stambaugh, and David Levin, 2005, Investing in socially responsible mutual funds, Working Paper, University of Pennsylvania.
- Gil-Bazo, Javier, Pablo Ruiz-Verd u, and Andr e A. P. Santos, 2008, The performance of socially responsible mutual funds: The role of fees and management companies, Working Paper, Universidad Carlos III de Madrid.
- Gregory, Alan, and Julie Whittaker, 2007, Performance and Performance Persistence of ‘ethical’ unit trusts in the UK, *Journal of Business, Finance and Accounting* 34, 1327–1344.
- Jin, Henry Hongbo, Olivia S. Mitchell, and John Piggott, 2006, Socially responsible investment in Japanese pensions, *Pacific-Basin Finance Journal* 14, 427–438.
- Jones, Stewart, Sandra van der Laan, Geoff Frost, and Janice Loftus, 2008, The investment performance of socially responsible investment fund in Australia, *Journal of Business Ethics* 80, 181–203.
- Kreander, Niklas, Robert H. Gray, David M. Power and C. Donald Sinclair, 2005, Evaluating the performance of ethical and non-SRI funds: a matched pair analysis, *Journal of Business, Finance and Accounting* 32, 1465–1493.
- McLachlan, Jonathan, and John Gardner, 2004, A comparison of socially responsible and conventional investors, *Journal of Business Ethics* 52, 11–25.
- Mill, Greig A., 2006, The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility, *Journal of Business Ethics* 63, 131–148.
- Renneboog, Luc, Jenke ter Horst, and Chendi Zhang, 2006a, Is ethical money financially smart? TILEC Discussion Paper DP 2006–005, Tilburg University.

Renneboog, Luc, Jenke ter Horst, and Chendi Zhang, 2006b, The price of ethics: Evidence from socially responsible mutual funds, Working Paper No. 2007-29, Tilburg University.

Renneboog, Luc, Jenke ter Horst, and Chendi Zhang, 2007, Socially responsible investment: Methodology, risk exposure and performance, Working Paper No. 2007-31, Tilburg University.