

## ESG投資の奨励における肯定的・否定的文章の影響\*

本田翔<sup>1</sup> 西山綾香<sup>2</sup> 田中葵<sup>3</sup> 中島一実<sup>4</sup>

### 要約

現在、日本では有価証券報告書においてサステナビリティ情報開示が要求されるなど、サステナビリティ情報の重要性、ひいてはESG投資の重要性が高まっている。ESG投資には、長期的な企業価値の増加による将来の収益向上、それに伴う投資パフォーマンスの向上など、様々な利点がある。そのため本研究ではESG投資を奨励するにはどうすべきかを検討する。我々はESG投資と寄付行動が、両者ともに社会貢献活動であること、また自身の利益を主たる目的としていないことから本質的に類似したものだと考え、寄付行動の先行研究をもとに仮説を立て、検証を行った。結果として仮説は支持されなかったが、結果を受けて、ESG投資の本質はリターンの追求ではなく社会貢献にあると結論付けた。本研究から得られた知見が、今後ESG投資の奨励に繋がることが期待される。

JEL分類番号：D90, D91

キーワード：ESG投資，社会貢献活動，寄付行動

---

<sup>1</sup> 本田翔 同志社大学商学部 [cgfg0121@mail3.doshisha.ac.jp](mailto:cgfg0121@mail3.doshisha.ac.jp)

<sup>2</sup> 西山綾香 同志社大学商学部 [cgfg0460@mail3.doshisha.ac.jp](mailto:cgfg0460@mail3.doshisha.ac.jp)

<sup>3</sup> 田中葵 同志社大学商学部 [cgfg2100@mail3.doshisha.ac.jp](mailto:cgfg2100@mail3.doshisha.ac.jp)

<sup>4</sup> 中島一実 同志社大学商学部 [cgfg0415@mail3.doshisha.ac.jp](mailto:cgfg0415@mail3.doshisha.ac.jp)

\*本論文に関して、開示すべき利益相反関連事項はない。

## 1. イントロダクション

### 1.1. 研究の背景

現在日本では2023年3月期決算から、有価証券報告書等において「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄が新設され、サステナビリティ情報の開示が求められることとなり（金融庁 2023）、ESG投資の重要性がますます高まっている。

ESG投資とは環境（Environment）・社会（Society）・ガバナンス（Governance）の3つの要素を考慮した投資のことであり、具体的にはEは地球温暖化対策、Sは働き易さ、女性従業員の活躍、Gは取締役構成などを示すものとされる（湯山 2019）。ESGを考慮した企業への投資は、長期的な企業価値の増加・将来の収益向上につながり、投資パフォーマンスも向上することから、ESG投資は今後ますます注目されると考えられる（湯山 2019）。そのため、これを奨励するにはどうすべきかを検討する。

### 1.2. ESG投資と寄付行動

ESG投資はESG課題への継続的な配慮を促す投資であることから、社会貢献活動の一種だと考えられ、吉内（2021）より寄付行動も同様に社会貢献活動の一部である。また、自身の利益を主たる目的としていないことから両者は類似しており、ESG投資の奨励に寄付行動の促進に対する先行研究を活用できるのではないかと考えた。（Arvid et al. 2017）では、寄付行動の促進にはネガティブな影響の提示のほうが、ポジティブな影響の提示よりも効果的であったと示している。ここで、ネガティブな影響の提示とは寄付行動を行わないことによる悪い結果を強調することであり、ポジティブな影響の提示とは寄付行動を行うことによる良い結果を強調することである。そのためESG投資を奨励する際も、ネガティブな影響（ESG投資を行わないことによる悪い結果）を提示することが効果的だと推測し、検証することとした。本研究は、寄付行動との共通性を前提としたESG投資の奨励において、寄付行動との関係性や、提示した文章の特徴が投資家の投資金額に与える影響に対して、示唆を与えると考える。

仮説：ネガティブな影響提示の方がESG投資を促進する

## 2. サーベイ実験

### 2.1. 目的

ESG投資に関するポジティブな説明条件、ネガティブな説明条件で2種類の投資信託への投資配分額を尋ね、それぞれの条件下での投資配分額を比較・検証した。

### 2.2. 実施期間・参加者数

実験実施日は、2024年7月24日であり、最終的な有効回答者数は10代から80代の660名（男性444名、女性210名、その他6名）となった。

### 2.3. 実験デザイン

実験はクラウドソーシングサイトのYahoo!クラウドソーシングを用いて行った。本実験では、参加者を、ESG投資に関するポジティブな説明をする条件、ネガティブな説明をする条件に割り当て、投資家役として2種類の投資信託への投資配分額を尋ねた。次に、参加者にポジティブな説明をする条件ではESG投資を行うことによる良い影響を、ネガティブな説明をする条件ではESG投資を行わないことによる悪影響を説明し、その後再度2種類の投資信託への投資配分額を尋ねた。最後に個人属性について尋ねた。

## 2.4. 測定

実験中の投資配分額は、2種類の投資信託に対して2,000円刻みで合計20,000円をどのように配分するかを尋ねた。また投資配分額決定後にポジティブ条件、ネガティブ条件を参加者に提示した上で再度投資配分額を尋ねる際も、同様に尋ねた。

## 3. 結果

シャピロウィルク検定を行ったところ、いずれの条件においても正規分布に従うことが分かった。

以下に記述統計(表1)、分散分析表(表2)、単純主効果(表3)を示す。

表1 記述統計

被験者間要因	被験者内要因	サンプルサイズ	平均値	標準偏差
ポジティブ条件	提示前	333	4.4114	2.4901
	提示後	333	5.1081	2.6298
ネガティブ条件	提示前	327	4.4985	2.433
	提示後	327	4.9511	2.4553

表2 分散分析表

Source	SS	df	MS	F-ratio	p-value
被験者間要因	0.4040	1	0.4040	0.0361	0.8494ns
s × 被験者間要因	7368.0203	658	11.1976		
被験者内要因	108.9637	1	108.9637	81.3189	0***
被験者間要因 × 被験者内要因	4.9152	1	4.9152	3.6682	0.0559+
s × 被験者間要因 × 被験者内要因	881.6908	658	1.3400		
合計	8364.4242	1319	6.3415		

+p < .10, \*p < .05, \*\*p < .01, \*\*\*p < .01

表3 単純主効果

Source	SS	df	MS	F-ratio	p-value
A at b1	1.2505	1	1.2505	0.2063	0.6498ns
Er at b1	3988.3859	658	6.0614		
A at b2	4.0687	1	4.0687	0.6283	0.4283ns
Er at b2	4261.3252	658	6.4762		
B at a1	80.8168	1	80.8168	61.2328	0***
s × B at a1	438.1832	332	1.3198		
B at a2	33.4924	1	33.4924	24.6185	0***
s × B at a2	443.5076	326	1.3605		

+p < .10, \*p < .05, \*\*p < .01, \*\*\*p < .001

仮説を検証するため、ANOVAkun version 4.8.9を用いて、ESG投資に関する2種類の投資信託への投資配分額について、2要因混合計画分散分析を行った。その結果、分散分析表の交互作用（被験者間要因×被験者内要因）において、10%水準で有意差がみられた（ $p=0.055$ ）。ただし、符号は仮説とは逆転しており、仮説とは逆の帰結となった。このことから、仮説に反して、ポジティブ条件において10%有意に情報提供の効果が見られた。

#### 4. 考察

実験の結果、分散分析表の交互作用において10%水準で有意差がみられた。また単純主効果において、被験者間要因では有意差がなく、被験者内要因では有意差がみられた。つまり、ポジティブかネガティブかという内容よりも、ESG投資に対する説明の提示自体に効果があった。さらに、被験者間要因においてはネガティブ条件よりもポジティブ条件のほうが投資金額が多い結果となった。そのため、符号が仮説とは逆転しており仮説は支持されなかった。

我々は本研究の前提として、ESG投資と寄付行動を、本質的に同様の行為として検証を行った（吉内 2021）。しかしArvid et al.（2017）の研究結果と異なり被験者間要因の符号が逆転したことから、ESG投資と寄付行動は本質的に異なる行為だと分かった。この結果を受けて、投資家役の参加者は、ESG投資を行う際に、社会貢献の側面よりも、自らのリターン最大化を図る投資としての側面を重視していたと考えられる。

ここで、自らのリターンの最大化が目的であるならESG投資である必要はない。我々の見解として、ESG投資の本質は自らのリターンではなく社会貢献の側面にあり、今後は、社会貢献の側面が重視されていくのが望ましいと考える。本研究と類似した論文として、例えばEnny（2008）がある。Ennyでは、メッセージの特徴（フレーミング、エビデンス、目標達成の可能性）が、寄付行動に対する態度や意図に与える影響を検証しているが、これらの特徴における、メッセージのより効果的な組み合わせについて言及している。ESG投資の奨励において、このような、社会貢献の側面に焦点をあてた研究が重要になるのではないだろうか。

#### 5. 研究の限界と今後の展望

研究の限界は2点あげられる。1点目は参加者に被験者間要因を意識させられなかった点である。本研究では参加者のESG投資に関する事前知識が乏しかったことから、我々の提示した説明条件が単なるESG投資の説明として捉えられてしまったと考える。それに伴いポジティブ・ネガティブの印象が強く出なかったことで被験者間で有意差が出なかったのではないか。

2点目は本研究の実験における設定である。本研究は単発の実験であったため、実際の長期の投資を表現しきれず、参加者にとって場面の想定が困難だった可能性がある。

今後の展望として事前知識を考慮した参加者の限定、実験内容の再設計が必要である。本研究では、以前からESG投資を知っていた人が4割を下回っており、参加者のESG投資に関する事前知識が乏しかった。そのため、事前にESG投資認知者に絞ることで、より有用なデータの取得が可能だと考える。また、継続的な実験の実施や詳細な説明の追加によって、より現実に即した投資環境を再現することが必要である。加えて、参加者のシナリオの理解度を測ることでより有効な実験結果が期待できると考える。今後このような要素に注目して検証することで、ESG投資の推奨に繋がることが期待される。

## 6. 引用文献

Arvid Erlandsson, Artur Nilsson and Daniel Västfjäll, 2017. Attitudes and Donation Behavior When Reading Positive and Negative Charity Appeals. *Journal of Nonprofit & Public Sector Marketing* 30, 444-474

Enny Das, Peter Kerkhof and Joyce Kuiper, 2008. Improving the Effectiveness of Fundraising Messages: The Impact of Charity Goal Attainment, Message Framing, and Evidence on Persuasion. *Journal of Applied Communication Research* 36, 161-175

金融庁, 2023. サステナビリティ情報の開示に関する特集ページ <https://www.fsa.go.jp/policy/kaiji/sustainability-kaiji.html>

吉内裕行, 2021. 社会貢献は富裕層の株式投資を促進するか

湯山智教, 2019. ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題