

「投資におけるESG 及びSDGs の考慮に係る俯瞰研究」 に関する報告書

2023年3月31日

みずほ第一フィナンシャルテクノロジー株式会社

はじめに

- ✓ 近年において、ESG及びSDGsを含むサステナビリティ分野に対する取組は、企業及び投資家の双方で顕著になっている。その背景には、環境・社会における負の影響を減らして経済社会の持続可能性を高めることにより、企業にとっては事業機会を生み、投資家にとっては投資機会を生むことにつながる事が挙げられる。実際、資産運用業界において様々な方法でESGが考慮され、ESG投資は大幅な拡大を見せている。
- ✓ また、このような近年の社会的関心の隆盛とあいまって、学術研究においても、サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスの関係について盛んに研究が行われている。
- ✓ 他方で、ESG投資やスチュワードシップ活動が最終的に投資パフォーマンスの向上に結びつくかどうかは未だに意見が分かれている。また、サステナビリティに関連する分野は広範にわたり、各分野と投資のパフォーマンスの関係については結論が異なる様々な研究結果が示されているため、学術研究から有効な示唆を引き出すことは容易ではない。
- ✓ そこで、本調査研究では、サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスの関係を扱った既存の研究について、その概要を幅広く調査することで、全体像を把握し、学術研究の成果を俯瞰的に理解することを目指す。その上で、いくつかの興味深いトピックに関する学術研究を詳細に調査することで、投資パフォーマンスに関する論点を明らかにするために役立つ情報の取得を目的とする。

目次

1. 調査研究の背景及び目的	3
2. サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査	5
2-1. 概要把握・トレンドの調査	7
2-2. 論文の極性に違いが生じる要因	17
2-3. 社会的なイベントによる影響	21
2-4. 各テーマにおける主要論文の概説	25
3. 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査	33
3-1. 超過リターンに関する学術研究論文の詳細な調査	37
3-2. リスク抑制に関する学術研究論文の詳細な調査	48
3-3. エンゲージメントに関する学術研究論文の詳細な調査	58
4. 特定の話題に関する追加調査	67
4-1. 市場の底上げ効果	69
4-2. エンゲージメントに関する因果分析	76
4-3. 投資行動への示唆	84
4-4. 債券スチュワードシップ評価の高度化に繋がる知見	89
5. まとめ	91
5-1. 概括的調査のまとめ	92
5-2. 特定のテーマに関する調査のまとめ	96
5-3. 追加調査に関するまとめと示唆	100
Appendix	103
a. 調査に関する補足資料	104
b. 調査対象論文一覧	110



1. 調査研究の背景及び目的

2. サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査

3. 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査

4. 特定の話題に関する追加調査

5. まとめ


1. 調査研究の背景及び目的

(1) 調査の背景

- ✓ GPIFは、年金積立金運用において投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要であるとの考え方を踏まえ、非財務情報であるESGを考慮した投資を推進している。
- ✓ またGPIFは、受託者としての責任を適切に果たすために、個別の企業や政府の活動による負の外部性を最小化し、市場全体、さらにはその背後にある社会が持続的かつ安定的（サステナブル）に成長することを促し、長期的な投資収益の拡大を図ることを目的に、スチュワードシップ活動を推進している。
- ✓ このためGPIFは、第4期中期計画において「サステナビリティを重視した投資活動の推進に資する調査研究に取り組む」ことを明記している。その一環として今般、俯瞰研究（文献調査）を実施した。

(2) 調査の目的

- ✓ ESG及びSDGsを含むサステナビリティに関連する分野は広範であり、各分野と投資のパフォーマンスの関係について結論が異なる様々な研究結果が示されている。そのため、**サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスの関係を扱った既存の研究について、その概要を広範に調査し、全体像を把握すること。**
- ✓ また、**ESGを考慮した投資やスチュワードシップ活動を推進する上で特に重要なテーマ（超過リターン、リスク抑制効果、エンゲージメントの効果）に関連する研究について、分析手法や研究結果等、文献の内容を詳細に把握すること。**
- ✓ その他、特に重要と考えられる話題について、必要に応じて個別に情報収集を行うこと。




サステナビリティ分野
と投資のパフォーマンス
に関する論文の概括
的調査



特定テーマに関する論
文の詳細な調査



特定の話題に関する追
加調査

- 
1. 調査研究の背景及び目的
 - 2. サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査**
 3. 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査
 4. 特定の話題に関する追加調査
 5. まとめ

2. 調査の構成

(i) 概要把握・トレンドの調査

- ✓ 複数の方法を通じて調査対象とする論文を選定し、研究の内容等の情報を抽出して整理する。また、論文を6つのテーマに分類する。
- ✓ サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスの関係を扱った既存の研究について、全体像を把握し、トレンドやその推移を明らかにする。
- ✓ ESGに対する肯定的・否定的な主張（論文の極性(ポジティブ・ネガティブ))を集計し、その割合や推移を明らかにする。

(ii) 論文の極性に違いが生じる要因

- ✓ 論文の極性に影響を及していると考えられる要因について、様々な切り口で検証する。

(iii) 社会的なイベントによる影響

- ✓ ESGに関する国際的なイベントや社会的な動向が学術研究のトレンドに影響を与えたかどうかを明らかにする。

(iv) 各テーマにおける主要論文の概説

- ✓ 6つのテーマについて、代表的な論文を取り上げて概説する。

2-1. 概要把握・トレンドの調査

2-1. 論文の収集方法

調査対象とする論文は、公平性と網羅性のバランスを考慮し、以下に示す複数の方法で選定する。

論文の収集方法

1. 被引用数の多さによる選定

主要な研究を公平に捉えることを目的として、被引用数が100を超えるものを収集する。被引用数100を境に論文数が急激に減少することが確認されており、それを越えるものは一定の質と認知度を持つと考えられる。

2. 定性的判断による選定

ルールベースでは捉えにくい、小規模であったり孤立していたりするものの重要性が認められるテーマについて捕捉することを目的に、専門性を有するメンバーの定性的判断によって論文を選定する。

3. 最新的话题を提供するかどうかによる選定

被引用数や認知度の観点では古い研究が該当しやすい傾向があるため、それを緩和するために、新しい論文に限定して、電子版の閲覧数が多いものや格式高いジャーナルに掲載された論文などを収集する。

4. 日本固有の話題を提供するかどうかによる選定

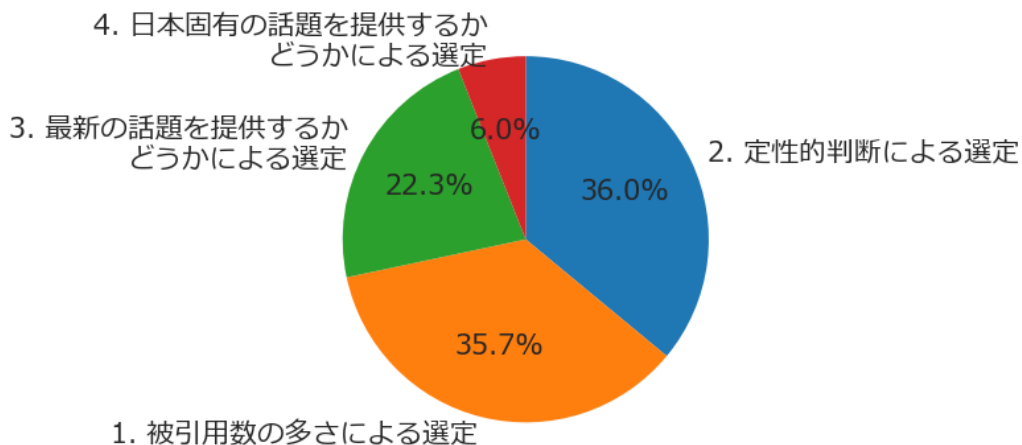
日本の市場や社会の環境に起因する日本固有の現象に関する情報を捕捉するため、証券アナリストジャーナル等において取り上げられた日本語の記事や論文を中心に収集する。

2-1. 収集した論文の概要・傾向

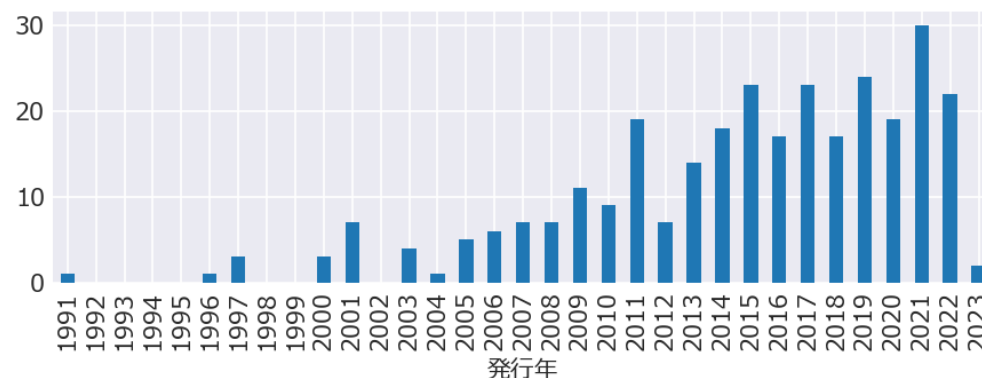
前ページの方法により収集された、調査対象となる論文は以下の性質を持つ：

- ✓ 本数：300本（1.被引用数の多さによる選定108本、2.定性的判断による選定107本、3.最新的话题を提供するかどうかによる選定67本、4.日本固有の話題を提供するかどうかによる選定18本）
- ✓ 刊行年：1991年～2023年の論文が存在
- ✓ 被引用数：約1万件までの論文が存在

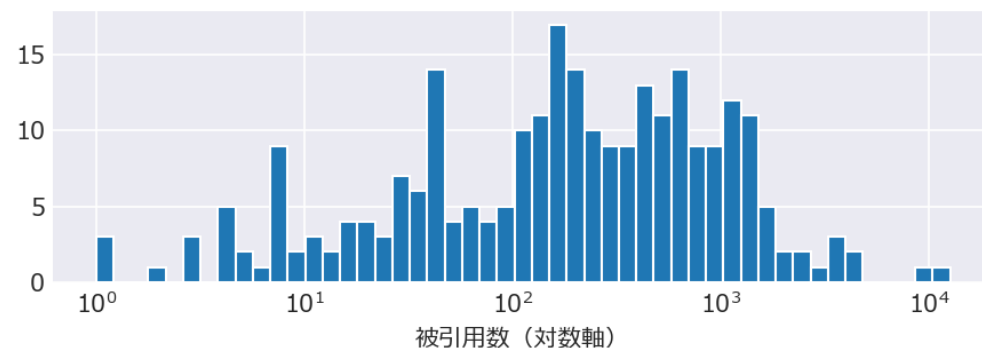
調査対象論文（全300本）



各年における論文数



被引用数の分布



2-1. テーマ分類

調査対象の論文は下記の6つのテーマ(A~F)に分類する。論文によっては同時に2つのテーマに分類されるものもあるため、その場合は比重の大きさによって主テーマ及び副テーマの区別をつける。

(2章における分析は主テーマに従い、3章の議論では副テーマも考慮する。)

A. レビュー論文やメタ研究

サステナビリティ分野と投資パフォーマンスに関する包括的レビュー論文やメタ研究

B. 超過リターン*

株式ESG投資の超過リターンを生み出す効果に関する論文

C. リスク抑制*

株式ESG投資のリスク抑制効果に関する論文

D. 企業価値

ESGパフォーマンスと企業価値との関係に関する論文

E. 債券ESG投資

債券ESG投資と投資パフォーマンスに関する論文（テーマEのみ債券に係る。）

F. エンゲージメント*

エンゲージメントと投資パフォーマンスに関する論文

*テーマB,C,Fは、後半の「特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査」の対象にもなっている。

2-1. 調査対象論文における各テーマ分類の割合（全期間）

論文を各テーマに分類し、論文全体におけるテーマ分類の割合について、期間合計及び時系列(次ページ)で確認した。

B：超過リターン、**D：企業価値**に関する論文の割合が多い。

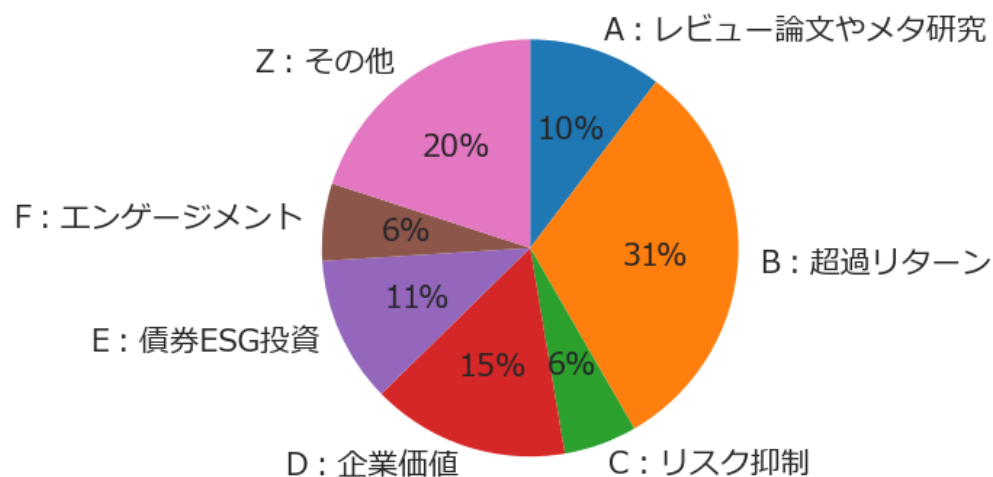
C：リスク抑制に関する論文の割合は少ない。

- ✓ 主に投資収益率のリスク抑制効果は、**B：超過リターン**に関する論文の副テーマとして論じられる割合が高いため、**C：リスク抑制**を主とした論文の割合は少ない。

Z：その他は6テーマに分類されなかった論文である。

- ✓ ESGが選好される・パフォーマンスが発揮される背景やESG投資における取引構造に関する論文が含まれる。

テーマ分類の割合（全期間）



Z:その他に含まれる論文（例）

- ・ 投資家の投資ホライズンとESGへの投資選好度の関係に関する論文
- ・ 女性CEOの存在によるCSRの向上に関する論文
- ・ 企業のESGスコアと社会的パフォーマンスの比較に関する論文
- ・ SRIファンドとその他ファンドに対する資金フローの違いに関する論文

2-1. 調査対象論文における各テーマ分類の割合（時系列）

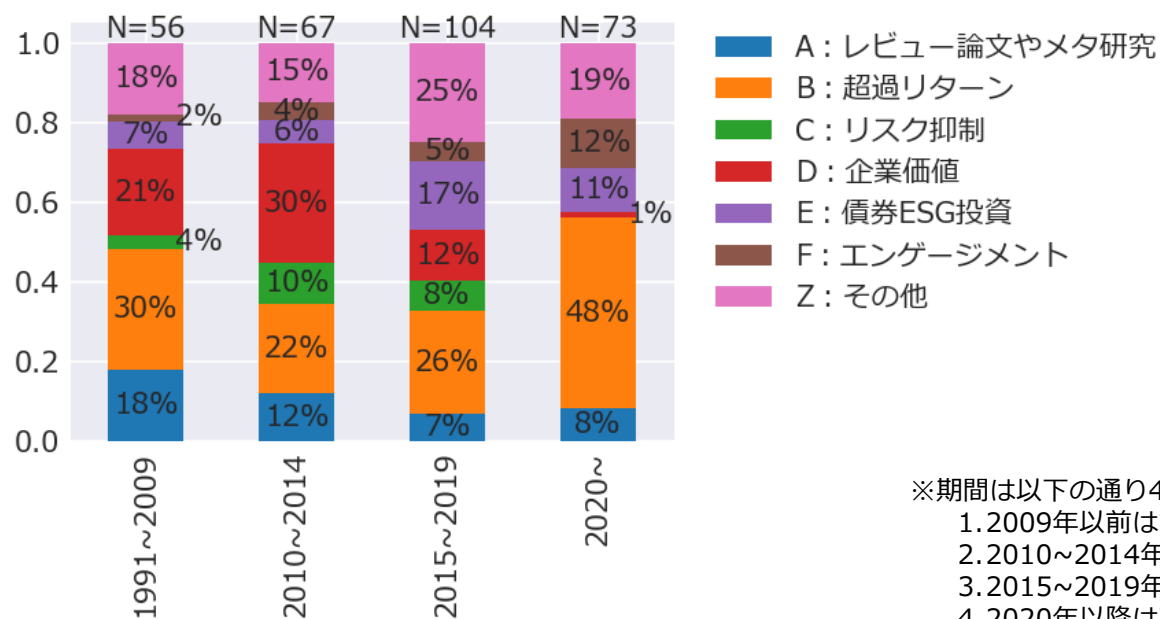
E：債券ESG投資に関する論文の割合は上昇傾向にある。

✓ 主にグリーンボンドは2014~2015年を境にその発行額が拡大しており、その他のSDGs債の発行額も近年増加傾向にあることが論文数上昇の要因である可能性がある。

F：エンゲージメントに関する論文の割合は上昇傾向にある。

✓ 2010年の英国におけるスチュワードシップコードの制定を発端に、2014年には日本で、2017年には米国においても機関投資家団体によるスチュワードシップコードが制定されたことなどが背景と考えられる。

テーマ分類の割合（時系列推移）



※期間は以下の通り4通りへのグルーピングを行った。
 1. 2009年以前は論文数が少ないため統合
 2. 2010~2014年の5年間
 3. 2015~2019年の5年間
 4. 2020年以降は直近の状況を見るために統合

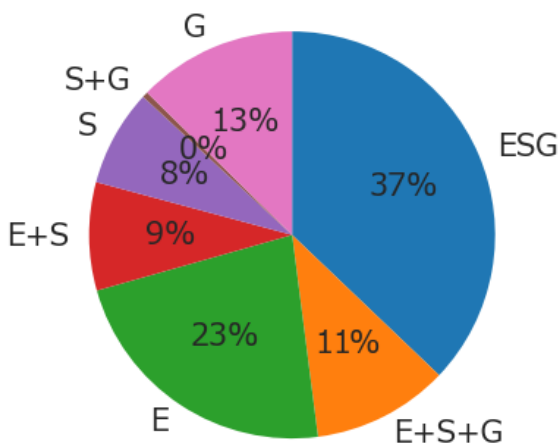
2-1. 調査対象論文におけるESG分類の割合（全期間）

論文をESGの切り口に基づいて分類し、それぞれのESG分類の割合について、期間合計及び時系列（次ページ）で確認した。

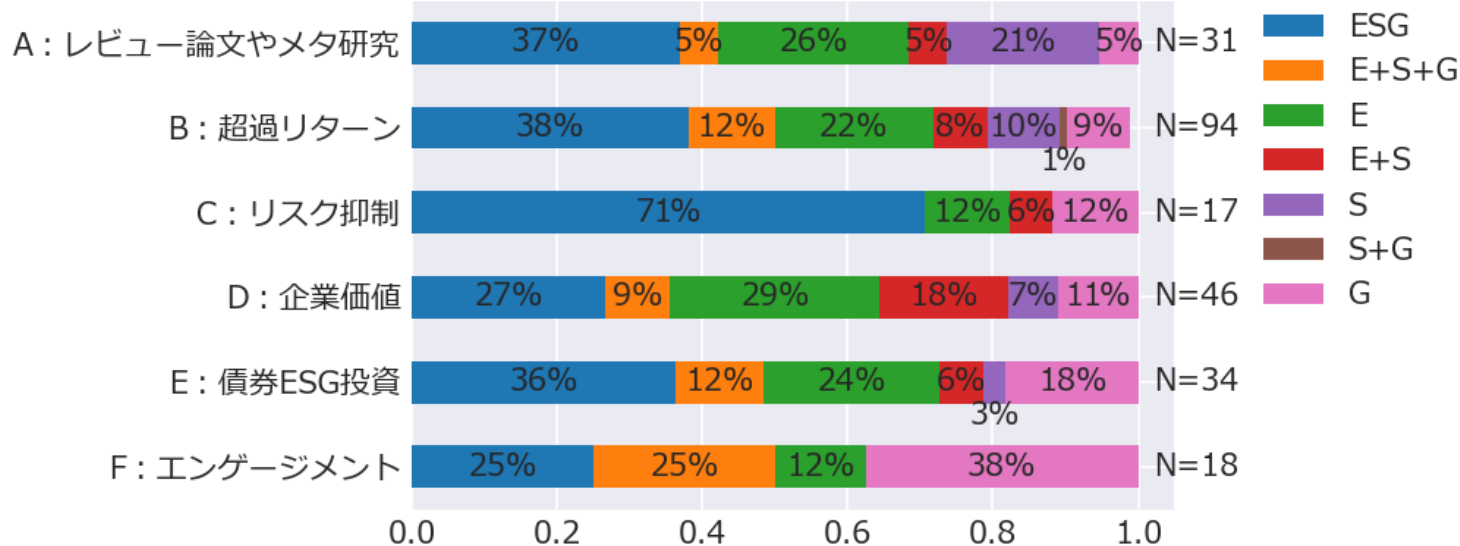
総合ESG（ESG）をテーマとした論文の割合が最も高くなっており、次に**環境（E）**、**ガバナンス（G）**、**社会（S）**の順に割合が高い。

F：エンゲージメントにおいては特に**ガバナンス（G）**の割合が高い。ここでは、株主提案などのアクティビズムの効果を推計した分析も含まれる。

ESG分類の割合（全期間）



各テーマにおけるESG分類の割合（全期間）

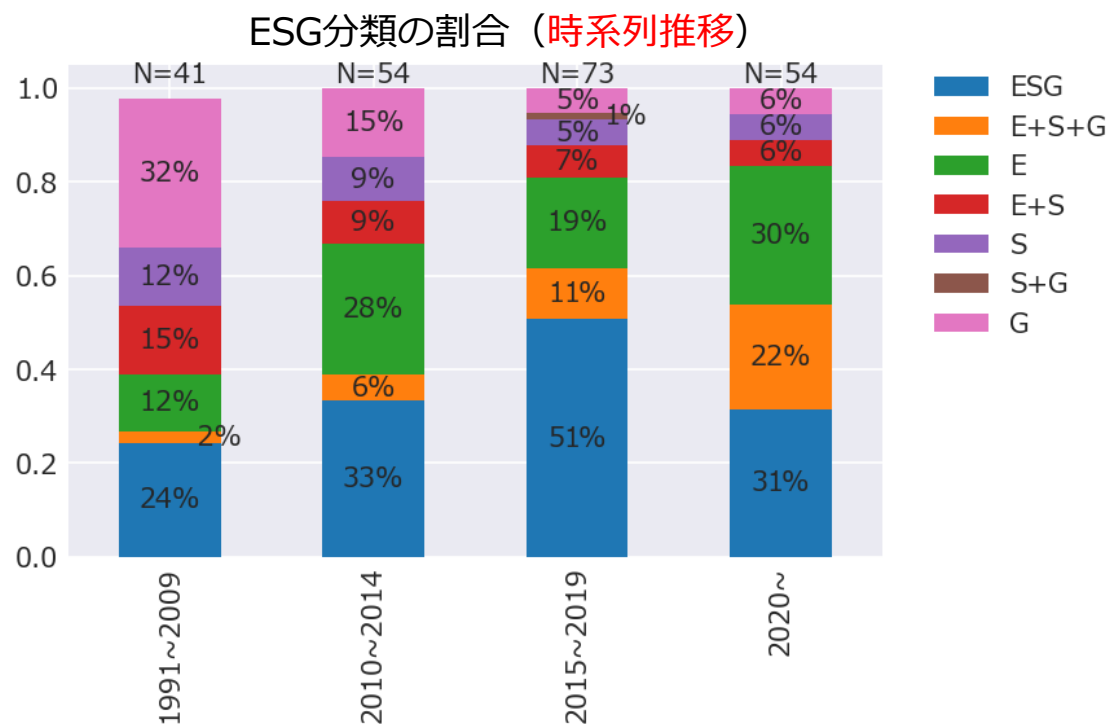


※ESGはESG総合スコアなどを対象とした論文、E+S+GはE,S,Gそれぞれを分析の対象とした論文。

2-1. 調査対象論文におけるESG分類の割合（時系列）

ガバナンス（G） 単体に関する論文の割合は低下傾向にあり、**環境（E）** に関する論文の割合は上昇傾向だった。
F：エンゲージメントに関して、この数年でエンゲージメントの内容として環境問題を扱う投資顧問会社が増加傾向にあることを示す国内のアンケートがあり、グローバルでも同様な状況である可能性がある。

参考：日本投資顧問業界「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第9回：2022年10月実施）」



※ESGはESG総合スコアなどを対象とした論文、E+S+GはE,S,Gそれぞれを分析の対象とした論文。

2-1. 調査対象論文における極性の割合（全期間）

論文を研究結果の極性に基づいて分類し、それぞれの極性の割合について、期間合計及び時系列(次ページ)で確認した。

極性の種類とその定義

Positive (Negative) : ESGと投資パフォーマンスについてポジティブ（ネガティブ）な関係が得られた論文

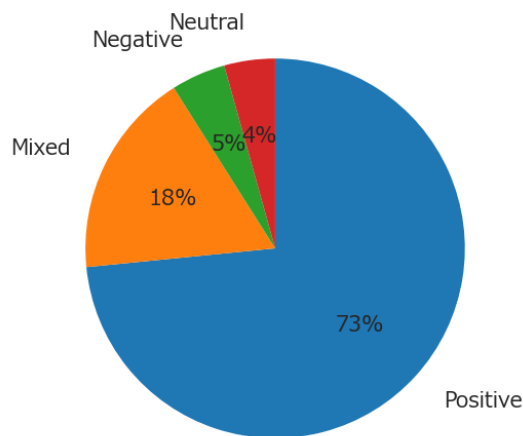
Mixed : ポジティブ・ネガティブ何れの結果も存在した論文

Neutral : 統計的に有意な結果が得られなかった論文

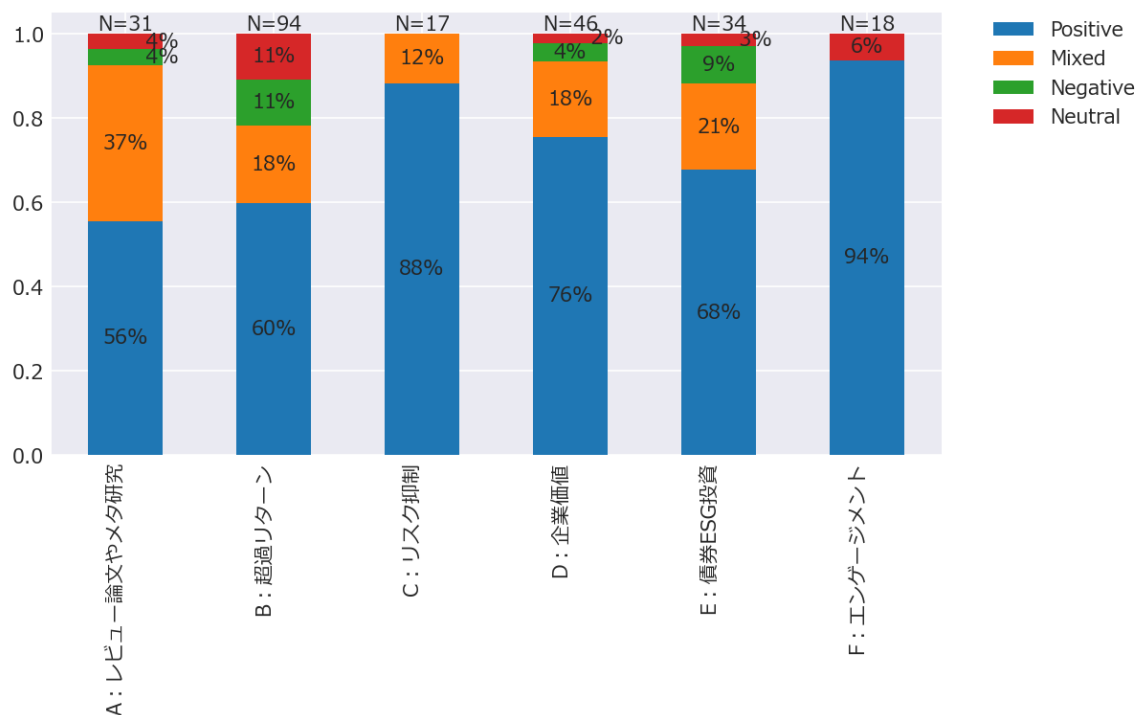
C : リスク抑制や**F : エンゲージメント**ではPositiveな結果の割合が高い。

✓ 当該テーマの論文は本数としては少ないものの、結果については統一的な見解が得られている。

極性の割合（全期間）



各テーマにおける極性の割合（全期間）



Negativeに分類された論文（例）

- ESG格付けと超過リターンの関係についての先行する実証研究を批判的にレビューし、ESG投資の有効性を詳細に調べた論文
- 自主的な環境プログラムへの参加と超過リターンの関係を調べた論文

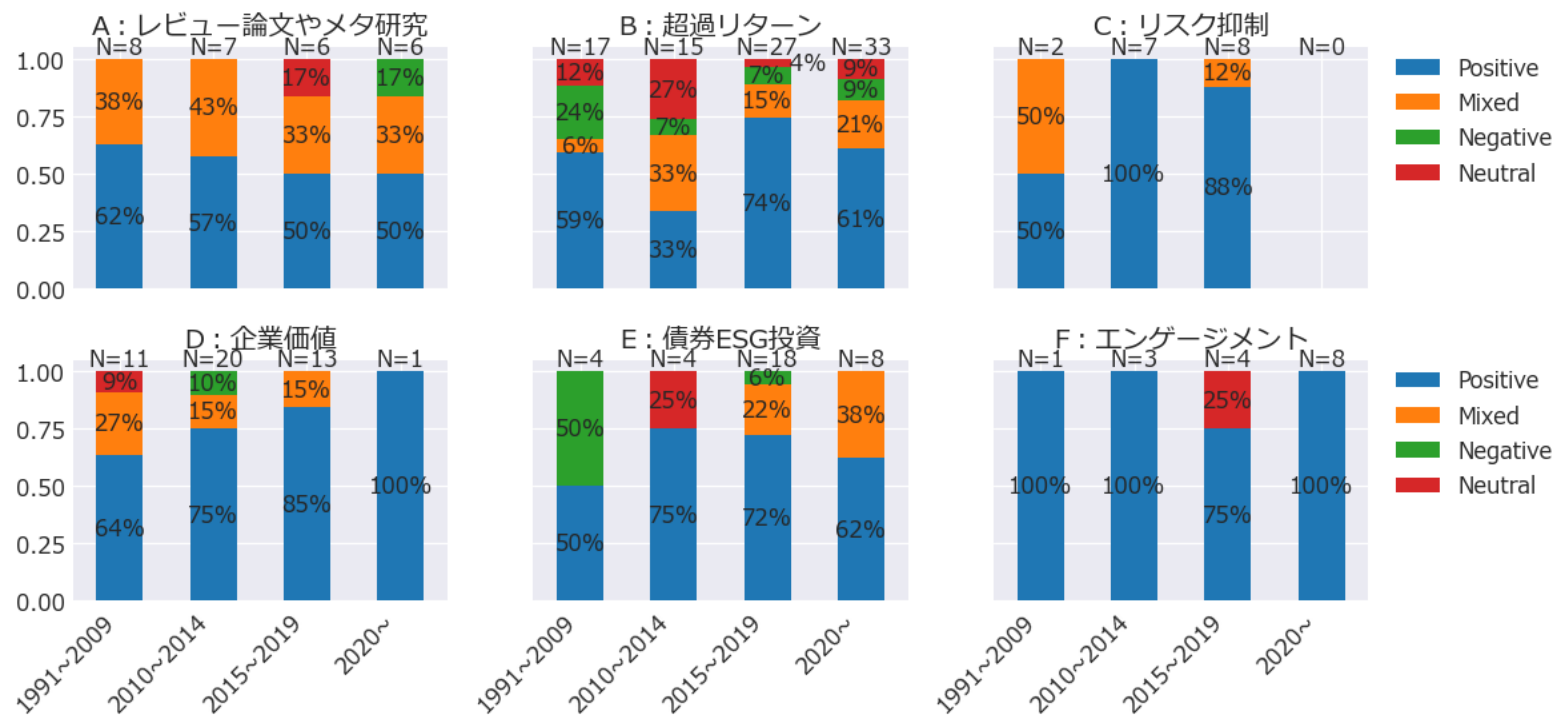
2-1. 調査対象論文における極性の割合（時系列）

B：超過リターンはPositive及びMixedの割合がやや増加し、Negativeの割合は比較的安定して減少する傾向にある。

E：債券ESG投資では、Mixedの割合が増加傾向にある。

- ✓ 当該テーマでは、当初はガバナンスとイールドスプレッドの関係を論じた論文が多かったが、近年ではグリーンボンドの利回りについて論じる論文が増えてきており、それによりMixedの割合が増えている。

各テーマにおける極性の割合（時系列推移）



2-2. 論文の極性に違いが生じる要因

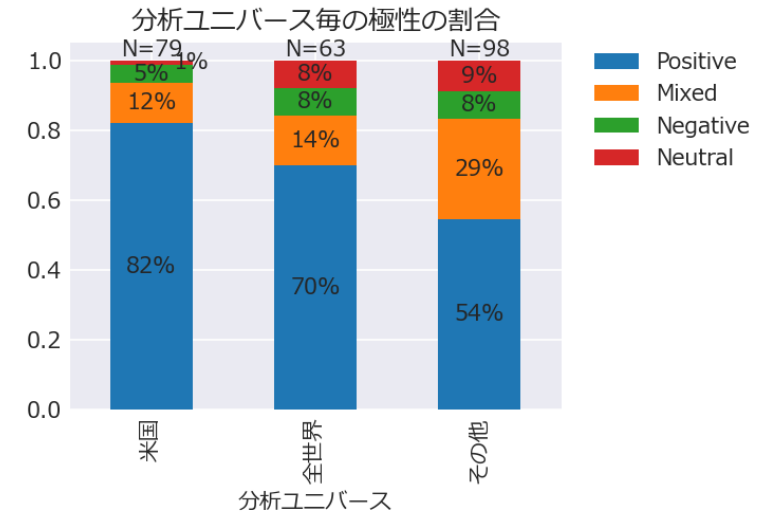
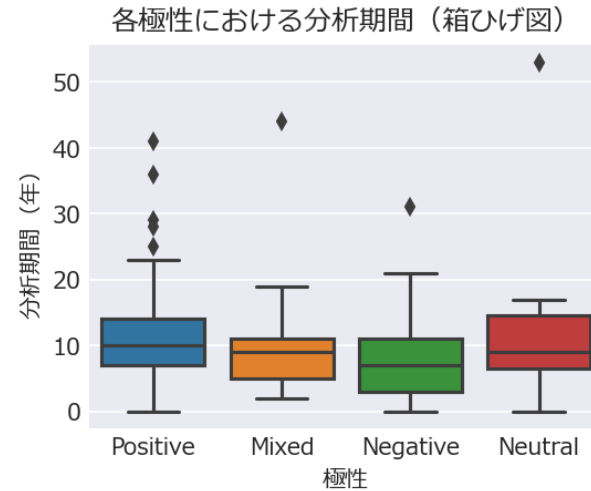
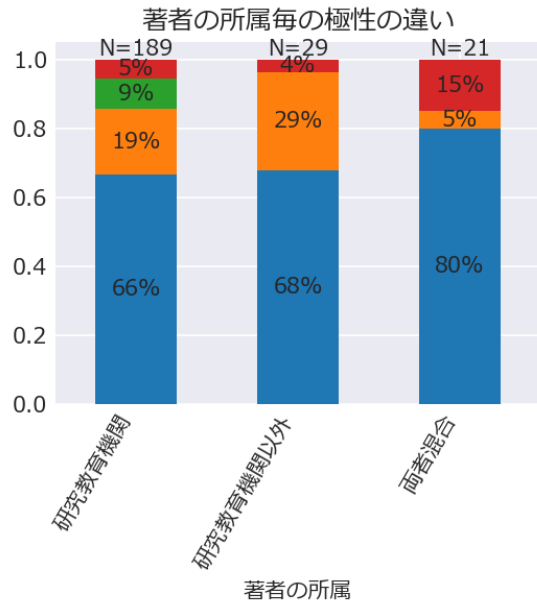
2-2. 論文の極性に違いが生じる要因（著者の所属・分析期間・ユニバーズ）

著者の所属：研究教育機関か、それ以外（運用機関、スコアベンダー等）か、あるいは両者混合なのかに分類したところ、研究教育機関が大半を占めていた。研究教育機関のみの場合に比べて、それ以外の場合ではNegativeやNeutralの論文は殆ど含まれなかった。

分析期間：Positive/Mixedの論文における分析期間の方が、Negativeの論文よりも分析期間が長い傾向にある。

- ✓ 「分析期間が充分でないためにネガティブな結果が導かれた」という可能性だけでなく、「分析期間が充分であればポジティブな分析の切口を見つけ、ポジティブな内容を論じることができる」という可能性もある。

分析ユニバーズ：大半の分析では米国をユニバーズとしており、全世界、その他（特定の地域など）をユニバーズとした分析と比較してPositiveの割合が多い。



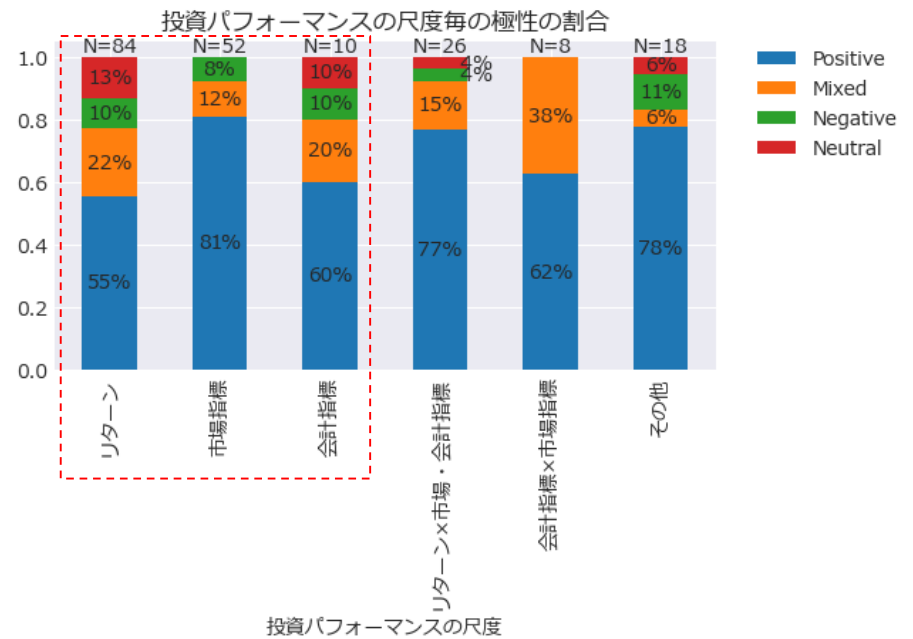
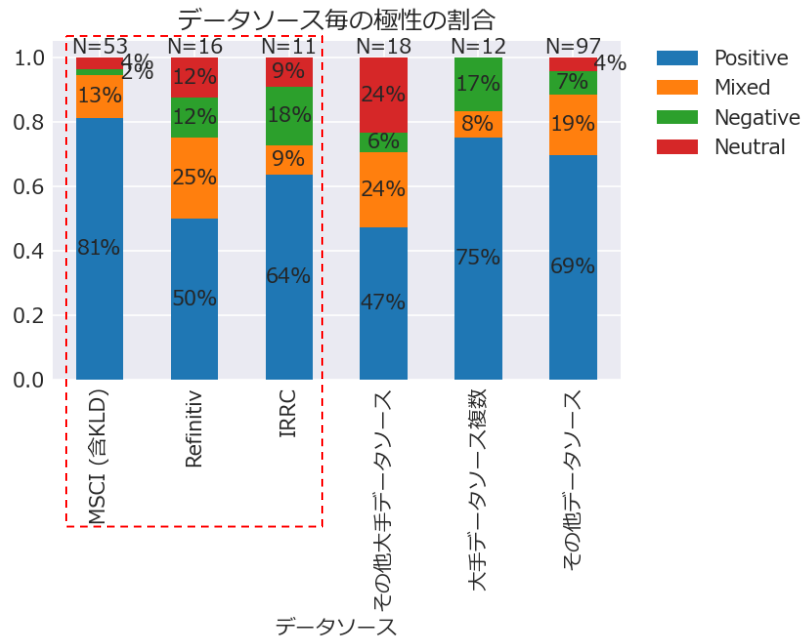
※その他には、特定の国や地域における分析が含まれる。

2-2. 論文の極性に違いが生じる要因（データソース・パフォーマンス尺度）

データソース：MSCI（含KLD）が最も多く、Refinitiv, IRRC（Investor Responsibility Research Center）が頻出として続く。MSCI（含KLD）を活用した論文はPositiveが8割程度である一方、RefinitivやIRRCではPositiveが5～6割程度に留まり、データソースによる違いは無視できない。

投資パフォーマンス尺度：リターンが頻出であり、次に市場指標や会計指標などが見られた。市場指標はPositiveが約8割と高く、リターンや会計指標は6割程度であった。市場指標はトービンのQや資本コスト等であり、バリュエーションやリスク抑制の観点でポジティブな結果が得られやすい可能性がある。

市場指標：トービンのQやPBRなどの市場価格や、資本コストやリスク系指標など
 会計指標：ROE, ROAなどの資本効率や利益率、売上高成長率やキャッシュフローなど



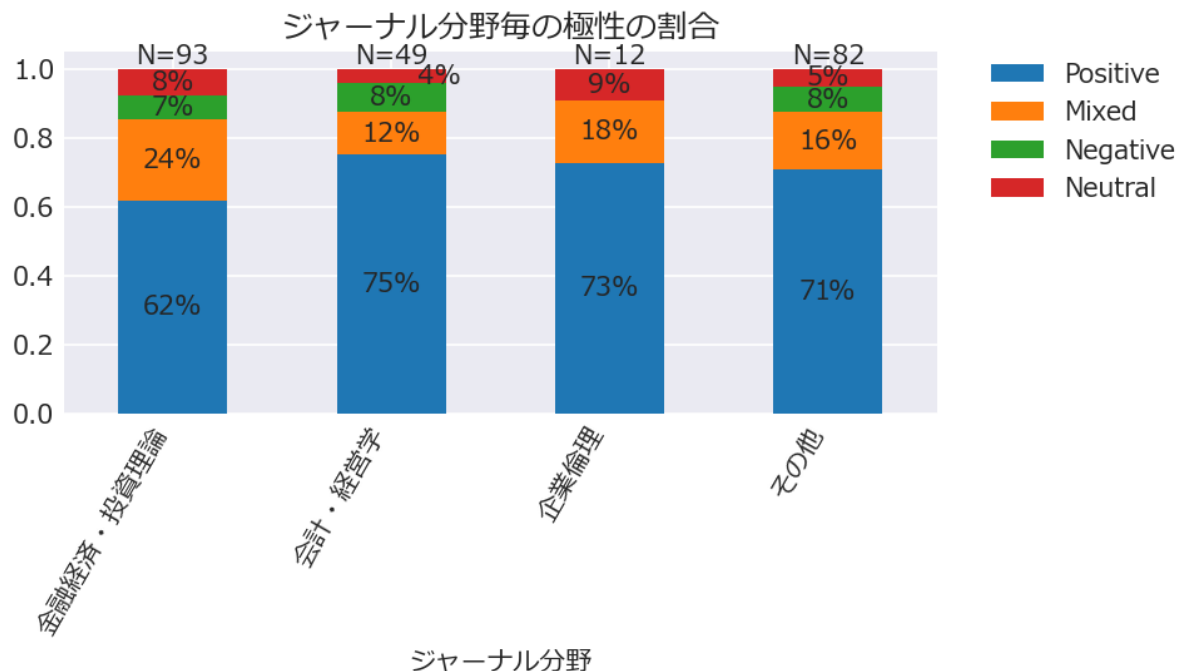
2-2. 論文の極性に違いが生じる要因（出版ジャーナルの分野）

調査対象の論文について**出版ジャーナルの分野**を以下の通り判別し、それぞれにおける極性の違いを確認した。

ジャーナルの分野と該当する主なジャーナル

- 金融経済・投資理論** : Journal of Financial Economics, The Journal of Portfolio Management等（23誌）
- 会計・経営学** : Journal of Accounting and Public Policy, Management Science等（29誌）
- 企業倫理** : Journal of Business Ethics（1誌のみ）
- その他** : 出現回数が1回以下の論文や、総合誌、プレプリント等

頻出かつ「投資パフォーマンス」を主眼にしている金融経済・投資理論では、他の分野に比べてPositiveの割合がわずかに低い（逆に企業倫理では高い）が、総じてジャーナル分野による分析結果の極性の違いは小さい。



2-3. 社会的なイベントによる影響

2-3. 社会的なイベントによる影響

■ 海外及び国内における主なESG動向

- ✓ 2006年に国連主導で発足したPRI（国連責任投資原則）を通じて、機関投資家が投資分析と意思決定プロセスにESG課題を組み込むことなどが提唱されたことにより、投資家の間でESG投資は拡大した。
- ✓ ESG投資への関心が高まるに伴い、見せかけだけのESG投資を防ぐルール整備や、ESG情報開示関連の規制が進み、EUではSFDRやEUタクソノミーが施行された。

年	海外	国内
2006	PRI公表	
2008	世界銀行がグリーンボンド発行、サステナビリティボンド発行（仏） ERISAの解釈においてESG投資に慎重な扱い（米労働省）	
2010	英国でコーポレートガバナンスコード策定	
2011	国連「ビジネスと人権に関する指導原則」採択	
2014		スチュワードシップ・コード公表、伊藤レポート公表
2015	SDGs採択、パリ協定合意（COP21）、TCFD立ち上げ ERISAの解釈改訂しESG要素の考慮を禁止しないと明確化（米労働省）	GPIFがPRIに署名、コーポレートガバナンス・コード導入
2017	TCFDの最終報告書公表（TCFD提言）、NGFS創設	グリーンボンドガイドライン作成
2018	ERISAの解釈改訂しESG要素の過度な考慮に慎重な扱いとした（米労働省）	
2020	NZAM設立、ICMAはクライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブックを公表、EUタクソノミー施行、TNFD設立	菅首相が2050年GHG排出量ネットゼロ宣言
2021	バイデン大統領はESG要因を考慮して投資先を選択できるとする規制案を発表（米労働省）	コーポレートガバナンス・コード改訂（東証プライム上場企業はTCFDと同等の枠組に基づく開示が求められることに）

その他、新型コロナウイルス感染症(2020-)やロシアによるウクライナ侵攻(2022-)は、ESGに限った話題ではないものの、ESG投資に強い影響を与えたと考えられる。

2-3. 社会的なイベントによる影響

■ 各イベントを受けた学術界の反応

- ✓ 社会的な動向に触発されて取り組まれた研究は下表の通り存在するが、その数は限定的で、特定の時期・地域における研究のトレンドが強く影響を受けたとは言えない。
- ✓ 新型コロナウイルス感染症に影響された論文はやや多く見られるが、それによって研究テーマなどの傾向が大きく変わることは無い。ウクライナ侵攻は、時間が経過していないことからそれを扱った論文は限られている。

年	イベント	影響された論文の例 *本調査の対象外の論文も含む
2006	PRI公表	Bauckloh, T., Schaltegger, S., Utz, S. et al. (2023). Active First Movers vs. Late Free-Riders? An Empirical Analysis of UN PRI Signatories' Commitment. <i>J Bus Ethics</i> , 182: 747-781.
2015	パリ協定合意 (COP21)	Bolton, P. & Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk?. <i>Journal of Financial Economics</i> , 142(2): 517-549.
2017	TCFD提言	Ameli, N., Drummond, P., Bisaro, A. et al. (2020). Climate finance and disclosure for institutional investors: why transparency is not enough. <i>Climatic Change</i> , 160: 565-589.
2020	EUタクソノミー施行	Paccès, A.M. (2021). Will the EU Taxonomy Regulation Foster Sustainable Corporate Governance?. <i>Sustainability</i> . 13(21):12316.
2021	バイデン政権のESG要因を考慮した規制案	Feuer, A. (2021). Ethics, Earnings, ERISA and the Biden Administration, 62 TAX MGMT. MEMO. No. 3, 23, Forthcoming
2020 - 現在	新型コロナウイルス感染症	Döttling, R. & Kim, S. (2022). Sustainability Preferences Under Stress: Evidence from COVID-19. <i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> , Forthcoming
2022 - 現在	ロシアによるウクライナ侵攻	Mattera, M. & Soto, F. (2022). Dodging the bullet: overcoming the financial impact of Ukraine armed conflict with sustainable business strategies and environmental approaches. <i>Journal of Risk Finance</i> , 1526-5943.

2-3. 社会的なイベントによる影響

■ 社会的なイベントによって研究結果の極性は影響を受けたか

大局的に見ると、とくにSDGsが採択された2015年以降、ESGの社会的な気運は加速的に高まり続けている。

✓ 検索トレンドやESGデータのマーケット規模の推移などからも機運の高まりが確認出来る。

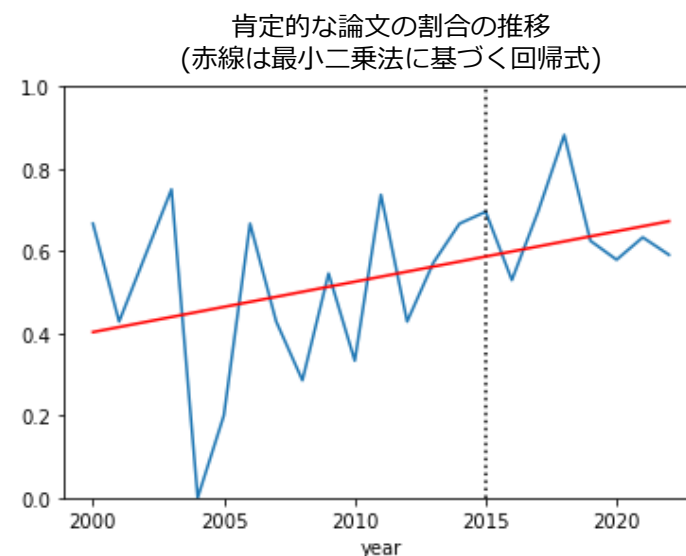
✓ Guillaume Coqueret (2021)などによって当該分野における近年の研究拡大が指摘されている。

このような社会的な機運の高まりによって研究結果が影響を受ける可能性があるため、以下の仮説を検証した。

仮説：国際機関や主要国政府がESG投資の重要性を唱えることは、ポジティブな研究結果を下支えする材料を与える可能性がある。

検証方法：肯定的な論文の割合を時系列で比較し、特に2015年以前と以後で変化が生じているかどうかを確認する。

結論：肯定的な論文の割合は概ね一定で推移しており、今回調査した論文の範囲においては、特徴的なイベントが学界での調査結果を歪めているという結果は確認されなかった。



2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

A : サステナビリティ分野と投資パフォーマンスに関する包括的レビュー論文やメタ研究

多くの研究において、ESGとCFP(Corporate Financial Performance)の関係はノンネガティブであり、ポジティブな効果があったと指摘されている。結果の違いに影響を与える要因については、内生性の問題のほか、計測手法の違い、地域差異、業種差異、研究期間の差異に関する指摘が見られる。

- ✓ **Friede et al. (2015)** : 2200以上の先行研究を調査し、概ね9割以上の研究においてESGとCFPの関係はノンネガティブであり、このうち5~6割程度はポジティブな効果があったと指摘している。
- ✓ **Gillan et al. (2020)** : リスクの低減については多くの研究で指摘されているのに対して、企業価値との関係についてはポジティブ、ネガティブの両方が見られたと報告している。
- ✓ **Vishwanathan et al. (2020)** : CSRとCFPの関係を分析する上で、CSRの明確な定義がないことが研究の発展を妨げているとの問題意識から、先行研究をもとにCSRがCFPに作用する4つの経験的なメカニズム（企業のレピュテーション、ステークホルダー還元、リスク削減、イノベーション能力）に基づくCSRを「戦略的CSR」と定義し一般的なCSRと区別している。

主要論文

タイトル	著者	出版年
ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies	G. Friede, T. Busch, A. Bassen	2015
Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance	Stuart L. Gillan, Andrew Koch, Laura T. Starks	2020
Strategic CSR: A Concept Building Meta-Analysis	Pushpika Vishwanathan, Hans (J.) van Oosterhout, Pursey P. M. A. R. Heugens, Patricio Duran, Marc van Essen	2020

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

B : 株式ESG投資の超過リターンを生み出す効果に関する論文

E（環境）については、環境への取組や環境関連のニュースと株価リターンとの関係を分析したものや、近年はCO2排出量と株価リターンの関係を分析したものが増えており、特に2015年のパリ協定以降の効果に着目した分析も見られる。S（社会）については、従業員の満足度や労働者に優しい労働慣行と株価リターンの関係を分析したものや、S（Eも含む）に関するスクリーニング基準を適用したSRIファンドのパフォーマンスに関する分析がある。G（ガバナンス）については、買収防衛策といった伝統的なガバナンスに関するテーマだけでなく、近年は、ガバナンスとCSR（Gを除く）の複合テーマを扱った論文も見られる。

- ✓ **Fisher-Vanden and Thorburn (2011)** : 環境プログラム（温室効果ガス排出削減を目的とするプログラム）への参加は株価リターンにマイナスに寄与したと指摘している。
- ✓ **Bolton and Kacperczyk (2021)** : CO2排出が多い企業ほど株価リターンが高いとして「カーボンプレミアム」の存在を示唆。
- ✓ **伊藤 (2023)** : 日本市場において2016年以降、CO2排出量が多い企業ほど株価リターンが低いことを確認した上でその背景について考察している。
- ✓ **Edmans (2011)** : 従業員の満足度が高い企業の株価リターンは高いと報告している。
- ✓ **Symitsi et al. (2018)** : 同じく従業員の満足度に着目したもので会社口コミサイトの評価情報を活用した分析している。
- ✓ **Renneboog et al. (2008)** : 多くの国のSRIファンドのアルファはマイナスであるものの、従来型ファンドのパフォーマンスと有意な差は見られないと指摘している。

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

B : 株式ESG投資の超過リターンを生み出す効果に関する論文 – 続き –

- ✓ **Gompers et al. (2003)** : 伝統的なガバナンスのうち買収防衛策といった企業支配に関するガバナンステーマと株価リターンの関係を分析した代表的な論文。株主の権利が強いほど株価リターンが高いことを示している。
- ✓ **Kruger (2015)** : ガバナンス（エージェンシー問題）が懸念される企業では、CSR（Gを除く）に関するポジティブなニュースに対して株価がネガティブに反応していると報告している。
- ✓ **Khan et al. (2019)** : ガバナンス評価に関するマテリアリティとして国による差異を明示的に考慮することでESGと株価リターンの関係が向上することを示し、ガバナンスを改良したESG指標を提案している。

主要論文

タイトル	著者	出版年
Voluntary Corporate Environmental Initiatives and Shareholder Wealth	K. Fisher-Vanden, K. Thorburn	2011
Do Investors Care About Carbon Risk?	Patrick Bolton, Marcin Kacperczyk	2021
Global Pricing of Carbon-Transition Risk	Patrick Bolton, Marcin Kacperczyk	2021
カーボンニュートラルと株式投資	伊藤 敬介	2023
Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	Alex Edmans	2011
Employees' online reviews and equity prices	Efthymia Symitsi, Panagiotis Stamolampros, George Daskalakis	2018
The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds	Luc Renneboog, Jenke Ter Horst, Chendi Zhang	2008
Corporate Governance and Equity Prices	Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick	2003
Corporate Goodness and Shareholder Wealth	Philipp Kruger	2015
Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World	Mozaffar Khan	2019

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

C : 株式ESG投資のリスク抑制効果に関する論文

ESGと株価の急落リスクの関係を分析したものや、金融危機等で株価が急落する等、市場へのショックが起こった際のリターンやリスク特性に関する研究がある。

- ✓ **Kim et al. (2014)** : 米国市場においてCSRの取組と株価急落リスクの間に負の関係が見られることを指摘している。
- ✓ **Lins et al. (2017)** : 2008-2009年の金融危機時において、CSRで計測される社会資本が高い企業が、低い企業よりもリターンが高かったと指摘している。
- ✓ **Broadstock et al. (2021)** : 新型コロナウイルスの感染拡大時において、高ESGポートフォリオのパフォーマンスが低ESGポートフォリオより優位であり、ESGによってリスクを低減できると指摘している。

主要論文

タイトル	著者	出版年
Corporate social responsibility and stock price crash risk	Yongtae Kim, Haidan Li, Siqi Li	2014
Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis	Karl V. Lins, Henri Servaes, Ane Tamayo	2017
The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China	David C Broadstock, Kalok Chan, Louis TW Cheng, Xiaowei Wang	2021

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

D : ESGパフォーマンスと企業価値（Corporate Financial Performance, CFP）との関係に関する論文

ESGと企業価値との関係については、企業価値との関係をトービンのQ等を代理変数として直接的に分析したものや、企業の収益力の向上等を仮定してROE、ROAとの関係を分析したもの、資本コスト（株主資本コストや負債コスト）の低減との関係を分析したもの等がみられる。

- ✓ **Servaes and Tamayo (2013)** : 広告宣伝費で示される顧客の認知度が高い企業ではCSRとトービンのQやROA等の間に正の関係があると指摘している。
- ✓ **El Ghoul et al. (2011)** : CSRが高い企業ほど株主資本コストが低くなることを示している。
- ✓ **Chava (2014)** : 環境問題が懸念される企業で借入金利が有意に高いと指摘している。

主要論文

タイトル	著者	出版年
The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness	H. Servaes, Ane Tamayo	2013
Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?	Sadok El Ghoul, Omrane Guedhami, Chuck C. Y. Kwok, Dev Mishra	2011
Environmental Externalities and Cost of Capital	S. Chava	2014

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説

E : 債券ESG投資と投資パフォーマンスに関する論文

債券に関するESG分析は、社債を対象としたものが大部分を占め、国債等に関するものは非常に少ない。そして社債の中でも信用リスクを対象にした分析が太宗を占める。近年では、グリーンボンドを対象とした分析も増えている。

- ✓ **Jiraporn et al. (2014)** : ベンダーによるESGスコアと信用格付の間には概ねポジティブな関係が存在すると指摘している。
- ✓ **Ge and Liu (2015)** : ESGパフォーマンスに優れた企業が新規に発行する債券のイールドスプレッドは有意に低いことを明らかにしている。
- ✓ **Capelle-Blancard et al. (2017)** : OECD加盟国の国債について包括的な分析を行い、良いESGパフォーマンスを示す国家は、デフォルトリスクが低く、そのため債券スプレッドが低いと結論づけている。
- ✓ **Zerbib (2019)** : グリーンボンドと普通社債の利回り差を比較し、グリーンボンドの方が平均的に2ベーシスポイント利回りが低い（グリーンアムムの存在）と指摘している。

主要論文

タイトル	著者	出版年
Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification	Pornsit Jiraporn, Napatsorn Jiraporn, Ardisak Boeprasert, Kiyong Chang	2014
Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds	Wenxia Ge, Mingzhi Liu	2015
Environmental, Social and Governance (ESG) performance and sovereign bond spreads: an empirical analysis of OECD countries	Gunther Capelle-Blancard, Patricia Crifo, Marc-Arthur Diaye, Rim Oueghlissi, Bert Scholtens	2017
The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds	Olivier David Zerbib	2019

2-4. 各テーマにおける主要論文の概説


F: エンゲージメントと投資パフォーマンスに関する論文

企業のESG活動に関するエンゲージメントと企業価値、株価リターンとの関係を分析した論文や、更にそのメカニズムを明らかにしようとする論文も見られる。また、エンゲージメント実施方法の1つである「協働エンゲージメント」の効果的な活用について分析したものも見られる。

- ✓ **Dimson et al. (2015)** : エンゲージメントの成功は正の株価パフォーマンスに繋がり、特にEとSに関するエンゲージメントが成功したとき、企業の会計パフォーマンスとガバナンスが改善し、機関投資家の保有が増えたことを報告している。
- ✓ **Hoepner et al. (2020)** : ESG活動に関するエンゲージメントが企業のダウンサイドリスク低減に繋がることを示している。
- ✓ **PRI (2018)** : 投資家へのインタビューに基づき、企業のESG活動に関するエンゲージメントが企業価値に結びつく3つの経路を提示している。
- ✓ **Dimson et al. (2021)** : ローカルなリード投資家とサポート投資家を組み合わせた2層構造の協働エンゲージメント戦略の有効性を示している。

主要論文

タイトル	著者	出版年
Active Ownership	Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş, Xi Li	2015
ESG Shareholder Engagement and Downside Risk	Andreas G. F. Hoepner, Ioannis Oikonomou, Zacharias Sautner, Laura T. Starks, Xiaoyan Zhou	2020
How ESG Engagement Creates Value for Investors and Companies	D.J.Gond, D.N.O'Sullivan, D.R.Sliger, M.Homanen, D.M.Viehs, S.Mosony	2018
Coordinated Engagements	Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş, Xi Li	2021

- 
1. 調査研究の背景及び目的
 2. サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査
 - 3. 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査**
 4. 特定の話題に関する追加調査
 5. まとめ

3. 調査の構成

(i) ツリー図を用いた研究動向の整理

- ✓ 各テーマに関する研究の主軸、相互関係、時系列の変化などを、ツリー図を用いて視覚的に整理する。

《調査対象とするテーマ》※①②にはサブテーマを設け、それぞれツリーを構築する。

- ① ESG投資が超過リターンを生み出すかどうか
 - a. 超過リターン獲得の傾向分析やその源泉の特定
 - b. SRIスクリーニングの有効性
- ② ESG投資によるリスク抑制効果
 - a. 企業リスク・株価ボラティリティ
 - b. 負債・株主資本コストとの関係
- ③ エンゲージメントの効果

(ii) ツリーに登場する論文について、詳細情報を抽出し、結果を集約

- ✓ ツリーで図示した研究動向について、概要を説明する。
- ✓ ツリーに登場する論文について詳細情報を抽出し、仮説設定・分析手法・結果などの情報を集約する。
- ✓ その上で、そこから導かれる示唆や課題についても言及する。

(iii) ツリーに登場する論文について、主な論文の概要を調査

- ✓ ツリーに登場する論文の中から、とくに興味深いものや、今後のESGに関する取り組みの参考になるようなものについて概要を調査する。

3. ツリー図とは

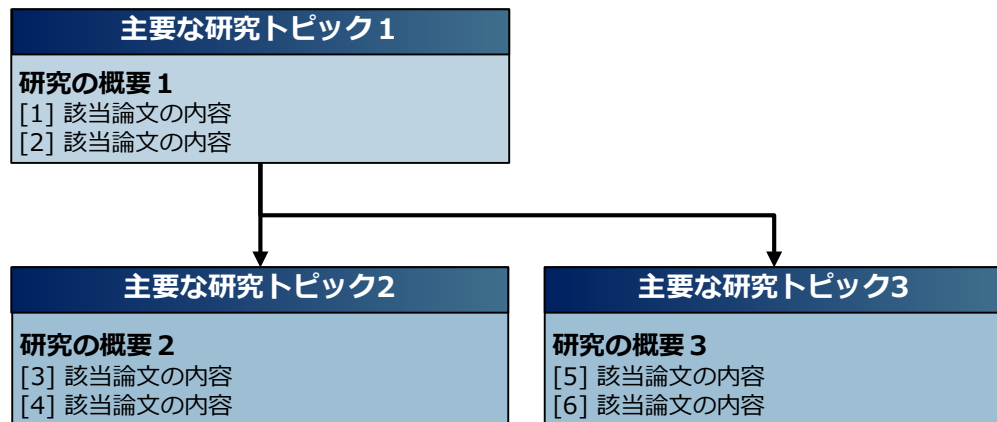
ツリー図は、研究をいくつかの主要なトピックに分類し、展開の順序を表す矢印でつなぐことで、研究の動向を表現したものである。

【ツリー図の作成の手順】

1. 概括的調査の結果を踏まえて、主要な研究トピックを抽出する。各研究トピックについて、タイトル・内容・代表的な論文について整理したものを、ツリーの構成要素とする(イメージ内の四角に対応)。
2. 構成要素をそれぞれの関係性*に基づき矢印で繋いでいくことでツリーを形作る。

*関係性：直接の引用関係が当てはまるケースは極めて限定的。導入・結論における言及、類似論文の引用、他の論文を経由した間接的な引用関係も考慮する。このため、登場する論文は必ずしも時系列順にならない。

ツリー図 (イメージ)



該当する論文のタイトル、著者、掲載ジャーナル等の情報を一覧表に集約

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	分類
1					
2					
3					

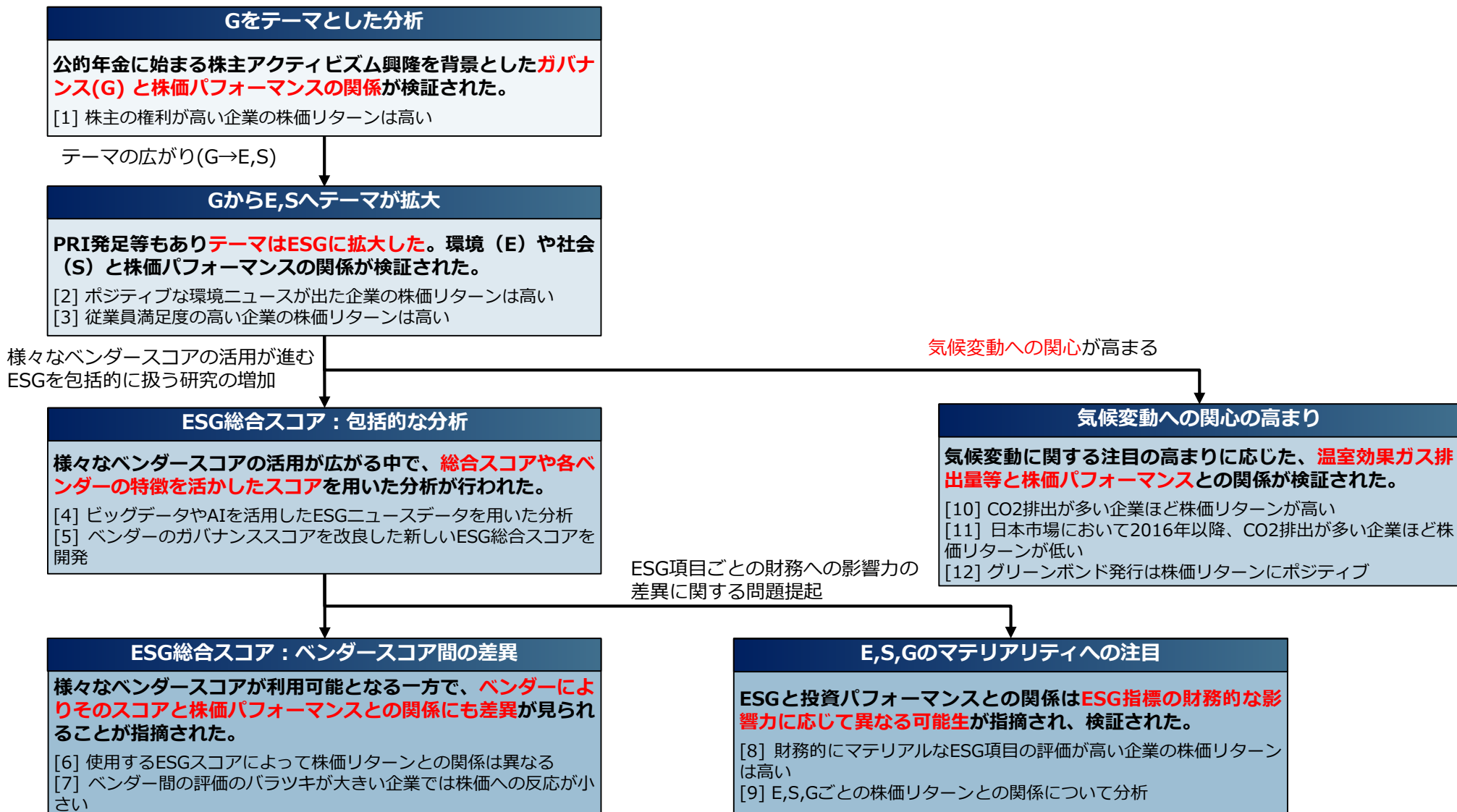
3. ツリー図とは

【ツリー図を見るポイント】

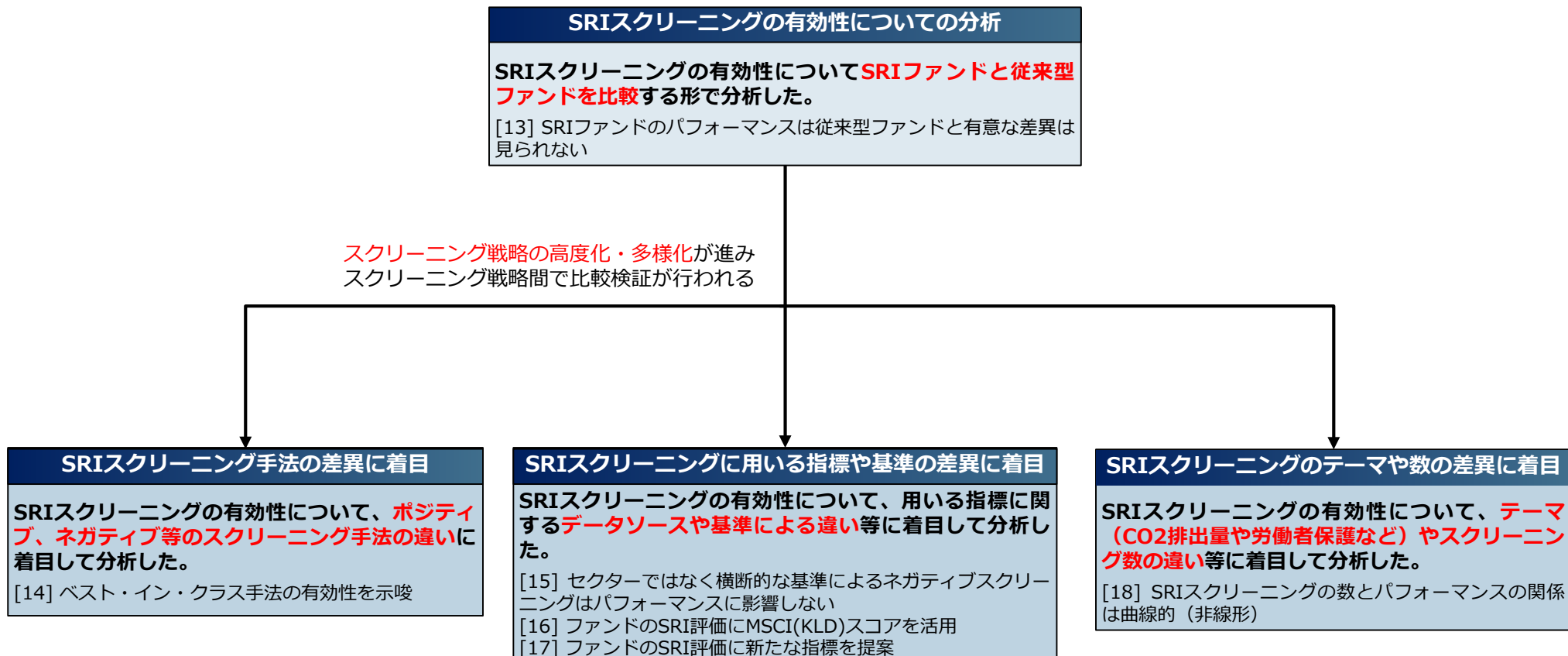
- ✓ 最上位に位置するトピックが、当該テーマにおいて、古くから存在し広く認知されている、根源的な研究に相当する。
- ✓ これを起点に、矢印の向きに進むことで、そこから派生してどのような研究が行われたのかを見つけることが出来る。矢印にはその派生におけるポイントが併記される場合がある。
- ✓ 下段に移るほどトピックが細分化され、最下段には、近年特に注目されるものが含まれる。
- ✓ 新たな発見によって過去のトピックに関する議論が再び活性化することがあるため、上流のトピックであっても現在でも盛んに研究が行われている場合がある。

3-1. 超過リターンに関する学術研究論文の詳細な調査

3-1. ツリー図① 超過リターン獲得の傾向分析やその源泉の特定



3-1. ツリー図② SRIスクリーニングの有効性



3-1. 主要論文リスト：超過リターン獲得の傾向分析やその源泉の特定

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	分類
1	Corporate Governance and Equity Prices.	Gompers, Paul, Joy Ishii, and Andrew Metrick	The Quarterly Journal of Economics	2003	Gをテーマとした分析
2	Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors	Flammer, Caroline	Academy of Management Journal	2013	GからE,Sへテーマが拡大
3	Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	Edmans, Alex	Journal of Financial Economics	2011	
4	Which Corporate ESG News Does the Market React To?	Serafeim, George and Aaron S. Yoon	Financial Analysts Journal	2021	ESG総合スコア：包括的な分析
5	Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World	Khan, Mozaffar Nayim	Financial Analysts Journal	2019	
6	The wages of social responsibility ? where are they? A critical review of ESG investing	Halbritter, Gerhard and Gregor Dorfleitner	Review of Financial Economics	2015	ESG総合スコア：ベンダースコア間の差異
7	Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement	Serafeim, George and Aaron S. Yoon	Review of Accounting Studies	2022	
8	Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality	Khan, Mozaffar Nayim, Georgios Serafeim and Aaron S. Yoon	The Accounting Review	2016	E,S,Gのマテリアリティへの注目
9	Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting	Giese, Guido, Zoltán Imre Nagy and Linda-Eling Lee	Journal of Portfolio Management	2021	
10	Do Investors Care About Carbon Risk?	Bolton, Patrick and Marcin T. Kacperczyk	NBER Working Paper Series	2020	気候変動への関心の高まり
11	カーボンニュートラルと株式投資	伊藤敬介	証券アナリストジャーナル	2023	
12	Corporate green bonds	Caroline Flammer	Journal of Financial Economics	2021	

3-1. 主要論文リスト：SRIスクリーニングの有効性

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	分類
13	The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds	Renneboog, Luc, Jenke R. ter Horst and Chendi Zhang	Journal of Corporate Finance	2008	SRIスクリーニングの有効性についての分析
14	The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance	Alexander Kempf, Peer Osthoff	European Financial Management	2007	SRIスクリーニング手法の差異に着目
15	The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter?	Gunther Capelle-Blancard, Stéphanie Monjon	European Financial Management	2014	SRIスクリーニングに用いる指標や基準の差異に着目
16	Does Corporate Social Responsibility Affect Mutual Fund Performance and Flows?	Sadok El Ghouli, Aymen Karoui	Journal of Banking & Finance	2017	
17	Fund Performance and Social Responsibility: New Evidence using Social Active Share and Social Tracking Error	Sadok El Ghouli, Aymen Karoui	Journal of Banking & Finance	2022	
18	Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance	Michael L. Barnett, Robert M. Salomon	Strategic Management Journal	2006	SRIスクリーニングのテーマや数の差異に着目

3-1. 超過リターンに関する研究のまとめ①

【ツリー図の概略】

- ✓ 公的年金を主体とした株主アクティビズムで**株主の権利（G）への関心**が高まり、株主の権利が高い企業の株価リターンが高い傾向が報告された。その後、**研究対象はESGに拡大**し、環境関連（E）のポジティブニュースや高い従業員満足度（S）が株価リターンにプラス寄与することが示された。近年は気候変動への問題意識が高まっていることもあり、**温室効果ガス排出量に関する指標（E）を用いた研究が注目**される。
- ✓ **ベンダースコア**の活用が広がり、**総合スコア**を活用したより包括的にESGを捉えた分析や、**ビッグデータやAIを活用した、従来とは異なる観点からESGを捉えたデータ**を活用した分析が見られる。一方で、**ベンダー間でスコアが異なること**や、投資パフォーマンスとの関係も異なるといった留意点も指摘される。また、E,S,Gまたはそれぞれの内訳のうち、どれが株価リターンに有効なのかといったメカニズムに関する分析や、**マテリアリティ考慮の重要性**を指摘する分析が見られる。
- ✓ **SRIファンドのパフォーマンスからESGと株価リターンの関係**を分析した研究では、**SRIファンドのリスク調整後リターンは従来型ファンドと有意な差は見られない**とする研究が多い。一方で、SRIスクリーニングの有効性の違いに影響する要因に着目する分析が増えており、**SRIスクリーニングの有効性は、スクリーニング手法や用いる指標・データ、スクリーニング数等によって変わる**との研究が見られる。

【分析手法】

- ✓ 個別銘柄ベースの分析では、シンプルな回帰分析やイベントスタディが多いが、一部に傾向スコアマッチング等の回帰分析のバイアスの問題に対処した分析手法も用いられている。SRIファンドについてはFama-Frenchの3ファクターモデル等で推計したリスク調整後リターンによるパフォーマンスの比較等が見られる。

3-1. 超過リターンに関する研究のまとめ②

【注目すべき研究結果とその示唆】

✓ 財務への影響（マテリアリティ）考慮の重要性

ESGの様々な側面が超過リターンに結びつくとの研究が多い(P40[1-3])が、一部ではESGと超過リターンの関係についてネガティブあるいはニュートラルと指摘する研究も見受けられる。その原因の1つとして、ESG要素が財務に与える影響がセクター等によって異なる点が指摘されており(P40[8])、財務への影響（マテリアリティ）を考慮することが超過リターンを獲得する上で重要であると考えられる。

✓ 気候変動リスクを考慮したESG投資の難しさ

近年は気候変動リスクと株価リターンの関係を分析した研究が増えている(P40[10,11])。同リスクと株価リターンの関係は一様ではなく、温室効果ガス排出量から期待リターンを予測する運用戦略の成否は、同リスクが株価に織り込まれるタイミングとその度合いに左右される(P40[11])。それが一因となり、現状は従来型ファンドと比較してリスク調整後リターンを損なわずに温室効果ガス排出等へのエクスポージャーの低減を目指すESG投資が進んでいる。

✓ 利用可能なESGデータの拡がり

ビッグデータやAIといったデータや分析技術の進展により利用可能なESGデータも増えており(P40[4])、これらのデータも活用した多面的な分析が超過リターンを獲得する上で重要であると考えられる。

✓ SRIファンド、スクリーニングの有効性

ベスト・イン・クラス等、先行研究で有効性が確認されたスクリーニング手法の活用(P41[14,15])や、包括的な観点からSRIファンドを評価(P41[17])することで、投資パフォーマンスを犠牲にしないSRIファンドの構築や採用が期待される。

3-1. 超過リターンに関する研究のまとめ③

【課題】

✓ ESGと超過リターンの関係性が時系列で変化する可能性

近年は投資家・企業双方でESGに関する投資や取組が進んでおり、ESGの株価への織り込み具合やそのスピードは変化している。また、気候変動への関心の高まりなど、投資家のESGに対する選好も変化していることから、超過リターン獲得の傾向が変わる可能性がある。

✓ ベンダー間のESGスコアの乖離

ベンダーによってスコアリングのコンセプトや評価手法が異なる*との指摘や、実際にESGスコアと株価リターンとの関係はベンダーにより異なることを示す分析が見られる(P40[6])。その差異をどのように解釈すべきかについては全容は明らかにされていないため、どのESGスコアを使用するか慎重に検討する必要がある。

* Berg, Florian, Julian F. Kölbel and Roberto Rigobón. "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings." (2019)

3-1. 超過リターンに関する個別論文の紹介①

題名	カーボンニュートラルと株式投資
著者	伊藤敬介
所属	みずほ第一フィナンシャルテクノロジー
掲載誌	証券アナリストジャーナル 2023年1月号（第61巻第1号） 89-
キーワード	---
分析テーマ	日本企業のCO2排出量と株価リターンの関係
ESGデータ	CO2排出量等(2010-2021)
分析手法	回帰分析等
概要	<ul style="list-style-type: none">- 日本市場においてCO2排出量と株価リターンの関係を検証し、特に2016年以降にCO2排出量が多い企業ほど株価リターンが低いことを示した。- CO2排出量と株価リターンの関係は、いつ・どの程度CO2排出量の影響が株価に織り込まれるかどうかによって変わるため、その状況の特定は今後の課題である。- 日本市場において2016年以降CO2排出量が多い企業ほど株価リターンが低かった背景について分析し、それがリスクプレミアムの引き上げで説明される可能性を示唆した。

3-1. 超過リターンに関する個別論文の紹介②

題名	Which Corporate ESG News Does the Market React To?
著者	George Serafeim ^a & Aaron Yoon ^b
所属	^a Harvard Business School, ^b Northwestern University
掲載誌	Financial Analysts Journal, Volume 78, 2022 - Issue 1 59-78/ I.F. = 3.273
キーワード	ESG news; materiality; market reaction
分析テーマ	ESGニュースと株価の関係
ESGデータ	グローバル企業のESGニュースデータ等(2010-2018)
分析手法	イベントスタディ・回帰分析等
概要	<ul style="list-style-type: none">- 財務的に重要なESGニュースに対してのみ株価は反応すること示し、更に、ポジティブで、報道が多いニュースに対して株価はより大きく反応すること指摘した。- 社会資本（製品の質や安全等）に関連するニュースに株価はより大きく反応するとの結果は、同分野におけるESGデータが相対的に不足している中で重要な示唆を与える。- ビッグデータやAI等を活用した広範なデータセットを利用することでより包括的な分析を実施した。

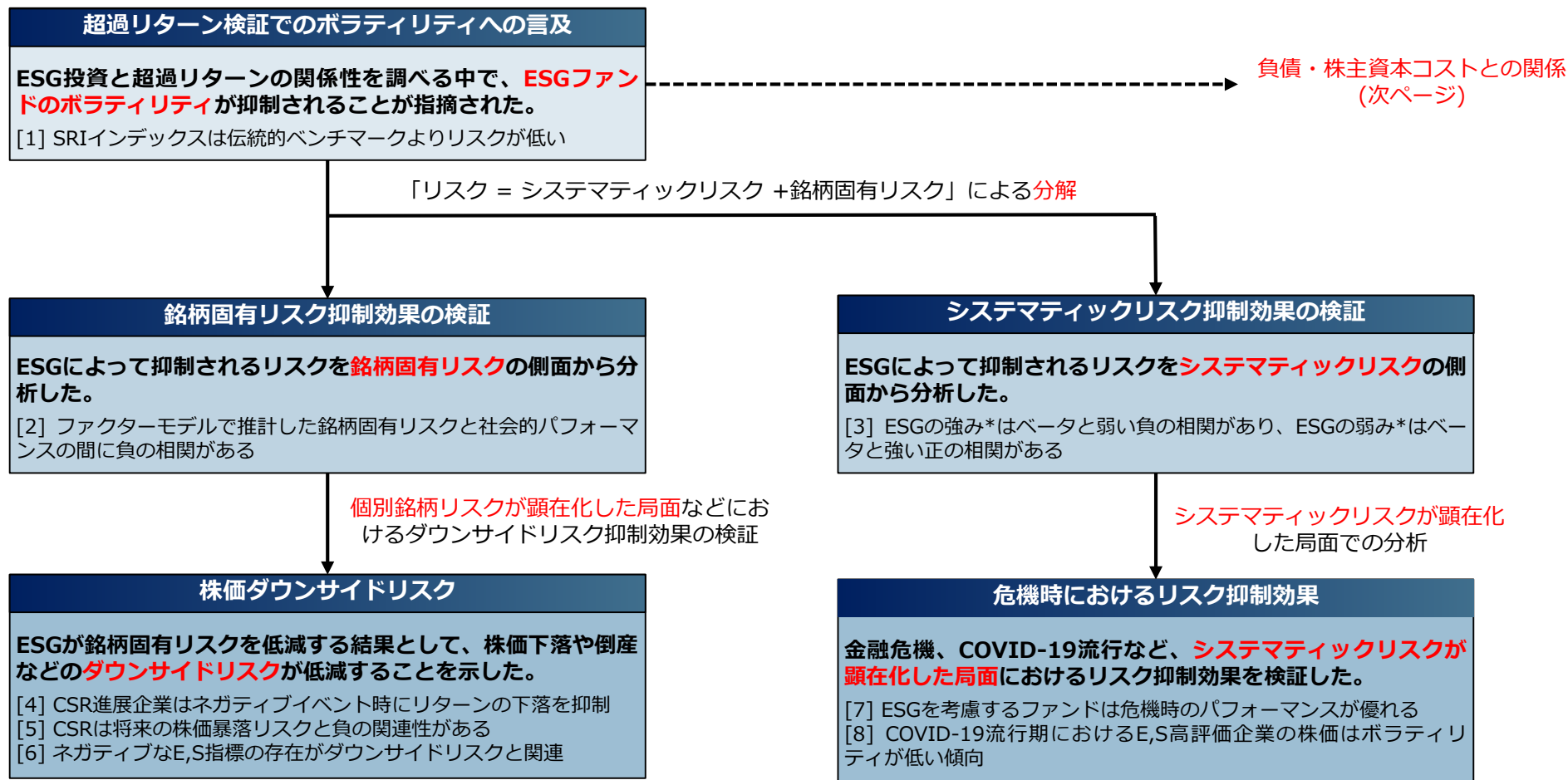
I.F.はインパクトファクターの略（以下同様）。I.F.は雑誌全体の被引用回数に基づく指標であり、大きいほど雑誌の被引用回数が多いことを示す。本調査において2度以上登場した雑誌についてI.F.を調査したところ、I.F.は0.7から11.0の範囲にあり、中央値は4.1であった。

3-1. 超過リターンに関する個別論文の紹介③

題名	Fund Performance and Social Responsibility: New Evidence using Social Active Share and Social Tracking Error
著者	Sadok El Ghouli ^a & Aymen Karoui ^b
所属	^a University of Alberta, ^b York University
掲載誌	Journal of Banking & Finance, Volume 143, October 2022, 106598 / I.F. = 3.539
キーワード	Mutual fund performance; Socially responsible investing; Active share
分析テーマ	新たなSRIファンド分類手法に基づくSRIファンドのパフォーマンス分析
ESGデータ	米国のSRIファンドのパフォーマンスやKLD400の構成銘柄に関する情報等(2010-2017)
分析手法	回帰分析等
概要	<ul style="list-style-type: none">- 新たなSRIスクリーニングの評価指標を提唱。同指標で評価したSRIの度合いが高いファンドは相対的にパフォーマンスが高く、リスクが低いことを示した。- 新指標はKLD400をSRIスクリーニング評価の基準とするが、SRIファンドは必ずしもKLD400を意識して運用されるわけではない点で課題が残る。- 新指標はCSR情報が不要であるだけでなく、SRIに関する銘柄選択とそのタイミングの両方を捉えている点において優位性があり、既存の評価基準を補完するものである。

3-2. リスク抑制に関する学術研究論文の詳細な調査

3-2. ツリー図① 企業リスク・株価ボラティリティ



*ESGの強み及び弱み（懸念）は、MSCI（KLD）のスコアにおける評価項目と対応する。

3-2. ツリー図② 負債・株主資本コストとの関係

ESGのリスク抑制効果と企業の資本コストの関係

負債コスト

株主資本コスト

ガバナンスと信用格付との関係

コーポレート・ガバナンスと信用格付及び負債コスト（債券利回り）に関連があることを示した。

[9] ガバナンス指標が信用格付けの説明要因になっている

ガバナンスと株主資本コストとの関係

コーポレート・ガバナンスと株主資本コストに関連があることを示した。

[10] 新興国においてガバナンスと資本コストに負の相関が見られ、同関係は投資家保護が不十分な国において特に顕著
[11] グローバルでCSR開示と資本コストに負の相関が見られる

ガバナンスからCSRへの広がり

ガバナンスからCSRへの広がり
他の観点の持続性との関連性

ESGと信用格付との関係

ガバナンス以外のESG要素として、環境や一般のCSRにおける評価と信用格付及び負債・債務コストとの関連性を示した。

[12] 環境問題の法的・風評・規制リスクが信用格付けへ負の影響を与える
[13] ESGに懸念を持つ企業は銀行融資の金利が相対的に高い
[14] ESG指標と信用格付の関係性を示した

ESGと株主資本コストとの関係

ガバナンス以外のESG要素と株式資本コストの関係や、ESG以外の観点（成長・研究）の持続性とESGの相乗効果を示した。

[15] ESGスコアの高い企業ほど資本コストが低い
[16] 成長・研究の持続性と資本コストの間の負の相関が、ESGによって強まることを示した

3-2. 主要論文リスト：企業リスク・株式ボラティリティ

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	分類
1	Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective	Darren D. Lee, Robert W. Faff	The Financial Review	2009	超過リターン検証でのボラティリティへの言及
2	The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk	Xueming Luo & C.B. Bhattacharya	Journal of Marketing	2009	銘柄固有リスク抑制効果の検証
3	The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis	Ioannis Oikonomou, Chris Brooks, Stephen Pavelin	Financial Management	2012	システムティックリスク抑制効果の検証
4	The Relationship Between Corporate Social Responsibility And Shareholder Value: An Empirical Test Of The Risk Management Hypothesis	PAUL C. GODFREY, CRAIG B. MERRILL, JARED M. HANSEN	Strategic Management Journal	2009	株価ダウンサイドリスク
5	Corporate social responsibility and stock price crash risk	Yongtae Kim, Haidan Li, Siqi Li	Journal of Banking & Finance	2014	
6	Institutional Investors and Corporate Social Responsibility	John R. Nofsinger, Johan Sulaeman, Abhishek Varma	Journal of Corporate Finance	2019	
7	Socially Responsible Funds and Market Crises	John Nofsinger, Abhishek Varma	Journal of banking & finance	2012	危機におけるリスク抑制効果
8	Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash	Rui Albuquerque, Yrjo Koskinen, Shuai Yang, Chendi Zhang	The Review of Corporate Finance Studies	2020	

3-2. 主要論文リスト：負債・株主資本コストとの関係

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	分類
9	Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors	Sanjeev Bhojraj, Partha Sengupta	The Journal of Business	2003	ガバナンスと信用格付・利回り
10	Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital	Kevin C. W. Chen, Zhihong Chen, K. Wei	Journal of corporate finance	2009	ガバナンスと株主資本コスト
11	Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency	Dan Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang, Yong George Yang	Journal of Accounting and Public Policy	2014	
12	Corporate Environmental Management and Credit Risk	Rob Bauer, Daniel Hann	SSRN	2010	CSRと信用格付との関係
13	The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans	Allen Goss, G. Roberts	Journal of Banking & Finance	2011	
14	Corporate Social Responsibility and Credit Ratings	Najah Attig, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Jungwon Suh	Journal of business ethics	2013	
15	Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?	Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C. Y. Kwok, Dev Mishra	Journal of Banking & Finance	2011	CSRと株主資本コストの関係
16	Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital	Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee	Journal of Corporate Finance	2015	

3-2. リスク抑制に関する研究のまとめ①

【ツリー図の概略】

リスク抑制をテーマとした研究は、**株価ボラティリティ抑制**と**負債・株主資本コスト低減**の2つに大別される。

<株価ボラティリティ抑制>

- ✓ ESGと株価ボラティリティの関係は、主に**銘柄固有リスク** (idiosyncratic risk) が抑制されるという観点から研究が進展した。当初は株価リターンのボラティリティ自体との関係が調査されていたが、その後、特に**ダウンサイドリスクとの関係が着目**されはじめ、研究が進展した。リスク抑制のメカニズムについては、ESGの取り組みが進展している企業は**広くステークホルダーと良好な関係を構築することで、訴訟や風評による株価低下リスクを抑えている**という仮説や、**財務報告においても高い透明性を発揮するためネガティブなサプライズが起きにくい**という仮説が提唱されている。
- ✓ 銘柄固有リスク以外の要素として、**システムティックリスク**による株価変動に着目した研究も存在する。システムティックリスクへの感応度としてベータを対象とした研究では、**ESGに関する懸念が強い企業はベータが高いことが確認**された。また**金融危機やCOVID-19流行など、市場全体の危機の際にダウンサイドリスクが低減**されることが着目され、研究が進展した。

<負債・株主資本コスト低減>

- ✓ 企業リスク抑制の結果として、**負債・株主資本コストが低減**するという研究も行われており、ESGの高評価が高い信用格付や低い債券利回り・借入金利（負債コスト低減）や低い株主資本コストに関連しているという結果が得られている。**株主資本コストについては国レベルの投資家保護の度合い、あるいは国レベルのステークホルダー志向性***との関連なども議論されている。

*論文では、労働者保護やCSR開示にまつわる法的整備状況や、民間・企業のCSR認知度などから推計。

3-2. リスク抑制に関する研究のまとめ②

【分析手法】

- ✓ リスク抑制そのものを対象とした分析においては、株価リターンの標準偏差や歪度といった統計的な指標や、下落期間における株価リターンの水準を用いてリスクの定量化がされている。
- ✓ 株主資本コストの分析では、株価やアナリストの業績予想等から推定したImplied Cost of Capital (ICC)や業種調整した株価収益率の逆数等を用いている。
- ✓ MSCI (KLD) のスコアにはESGの強みと弱み（懸念）をそれぞれ評価したスコアが存在しており、この2つの要素に基づきリスク抑制効果を検証した分析が幾つか見られた。

【注目すべき研究結果とその示唆】

✓ ESGの強み・弱みによるリスク抑制効果の非対称性

ESGとリスク抑制効果の関係は、ESGの強みと弱みで異なる特徴を有していることが指摘されている。ベータに着目した研究(P51[3])、銘柄固有リスクに着目した研究(P51[6])のいずれにおいても、ESGに強みを持つ銘柄のリスク抑制効果は確認されなかった一方、ESGに弱みを持つ銘柄のリスクは高いことが示された。すなわち、リスク抑制効果を発揮させるためにはネガティブな指標に注目し、ESGに弱みを持たない銘柄を選択すべきであることが分かった。

✓ ダウンサイドリスクとの関連性

近年では、ESGによるリスク抑制効果の中でもダウンサイドリスクに着目した研究が多くなっている。銘柄固有要因による株価下落・倒産・上場廃止などのリスク(P51[4-6])だけでなく、市場の危機における株価ダウンサイドリスクの抑制効果との関連性(P51[7,8])が指摘されており、ESG投資を推進する大きな理由になると考えられる。

3-2. リスク抑制に関する研究のまとめ③

【課題】

✓ リスク抑制のメカニズムの解明

ESG要素が企業の事業経営におけるリスクを下げるメカニズムについては様々な論文で議論されている。例えば、ESGの取り組みが進展している企業はステークホルダーと良好な関係を構築することによって訴訟・風評による被害を抑えているという仮説等が挙げられる。この仮説について、**ESG優良企業に対するネガティブイベントの発生時のダウンサイドリスクが抑えられていることを示す研究結果(P51[4])**は存在するものの、ステークホルダーとの関係自体を表すデータの取得は困難であり、そのメカニズムの真の解明はなされていない。

3-2. リスク抑制に関する個別論文の紹介①

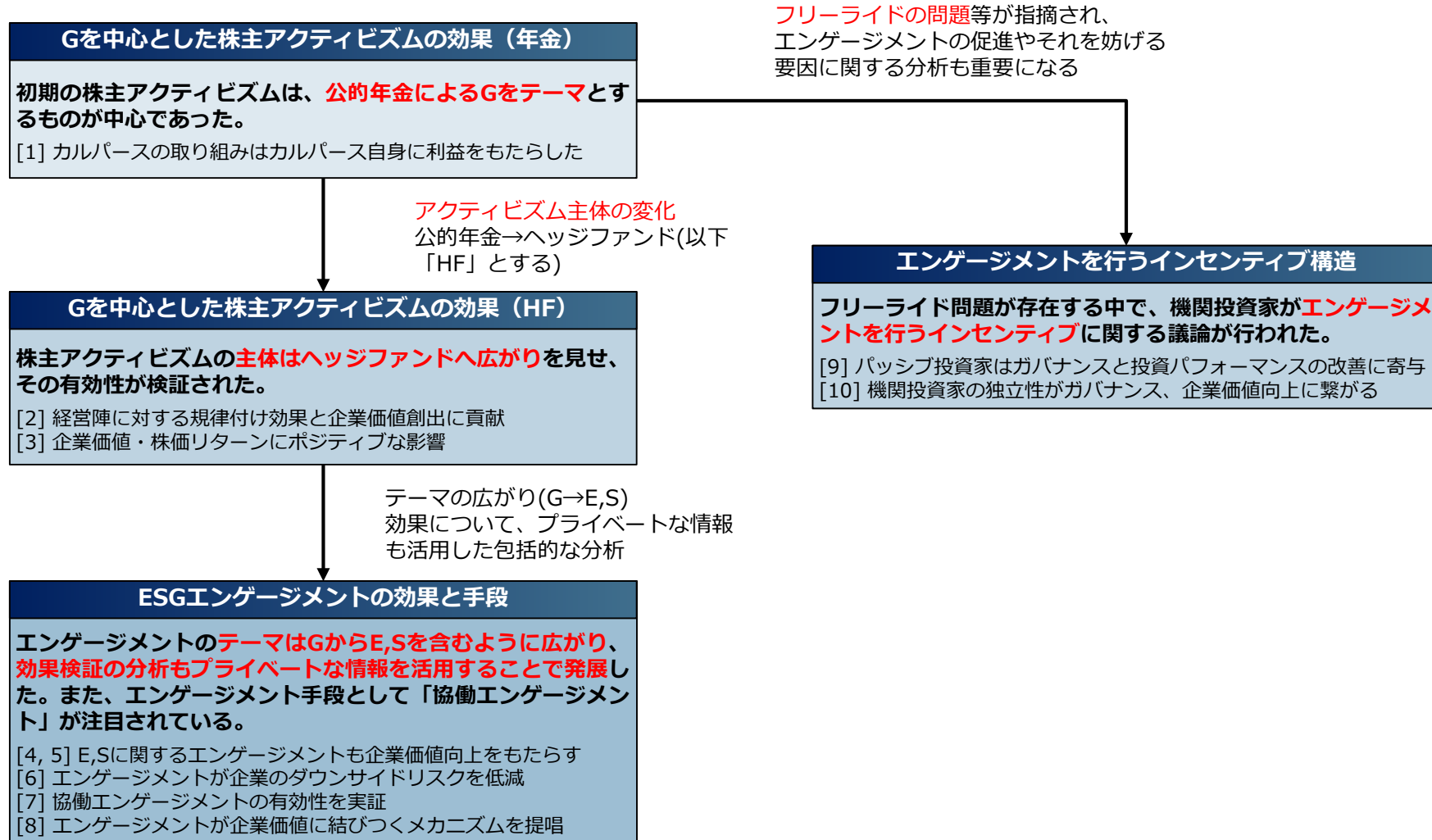
題名	The Relationship Between Corporate Social Responsibility And Shareholder Value: An Empirical Test Of The Risk Management Hypothesis
著者	PAUL C. GODFREY ^a , CRAIG B. MERRILL ^{a,b} , JARED M. HANSEN ^c
所属	^a Brigham Young University, ^b Wharton Financial Institutions Center, ^c University of North Carolina
掲載誌	Strategic Management Journal (2009) 30(4):425 - 445 / I.F. = 7.815
キーワード	Insurance; risk management; event study; corporate social responsibility
分析テーマ	CSR活動によるネガティブイベントへの“保険”効果
ESGデータ	MSCI(KLD)スコア
分析手法	イベントスタディ・回帰分析等
概要	<ul style="list-style-type: none">- 企業のCSR活動の中で、二次的ステークホルダー（間接的な利害関係者）を対象とした活動は、ネガティブイベント発生時の損失を軽減する効果がある。- その強度は、無形資産の水準、企業規模、企業の社会的影響力などに影響される。- CSR活動はネガティブイベントにおける保険の役割を果たしており、潜在的な株主価値を生み出す方法と捉えることも出来る。

3-2. リスク抑制に関する個別論文の紹介②

題名	Institutional Investors and Corporate Social Responsibility
著者	John R.Nofsinger ^a , Johan Sulaeman ^b , Abhishek Varma ^c
所属	^a University of Alaska Anchorage, ^b National University of Singapore, ^c Illinois State University
掲載誌	Journal of Corporate Finance Volume 58, October 2019, Pages 700-725 / I.F. = 5.107
キーワード	corporate social responsibility; institutional investors; socially responsible investments; environmental and social performance; risk management
分析テーマ	環境・社会についての強み/弱みの株価リターンへの影響の非対称性
ESGデータ	MSCI(KLD)スコア
分析手法	回帰分析等
概要	<ul style="list-style-type: none">- 環境・社会 (E,S) についての強み・弱みへの市場の評価は非対称的である。- 具体的には、E,Sに関する弱みを持つ企業は、市場リターンのダウンサイドリスクが高く、倒産及び上場廃止などの極端にネガティブな事象の発生確率が高くなる一方、強みの有無はその様な違いをもたらさない。- 環境・社会 (E,S) の評価においてはポジティブな要素とネガティブな要素を分離させる必要があることを主張している。

3-3. エンゲージメントに関する学術研究論文の詳細な調査

3-3. ツリー図 エンゲージメント



3-3. 主要論文リスト：エンゲージメント

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	分類
1	Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS	Michael P. Smith	The Journal of Finance	1996	Gを中心とした株主アクティビズムの効果（年金）
2	Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance	ALON BRAV, WEI JIANG, FRANK PARTNOY, RANDALL THOMAS	The journal of FINANCE	2008	Gを中心とした株主アクティビズムの効果（HF）
3	The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism	Lucian A. Bebchuk, Alon Brav and Wei Jiang	Columbia Law Review	2015	
4	Active Ownership	Elroy Dimson, Oguzhan Karakas, Xi Li	The Review of Financial Studies	2015	ESGエンゲージメントの効果と手段
5	機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果	日高 航, 池田 直史, 井上 光太郎	RIETI Discussion Paper Series	2021	
6	ESG Shareholder Engagement and Downside Risk	Hoepner, Andreas G. F. and Oikonomou, Ioannis and Sautner, Zacharias and Starks, Laura T. and Zhou, Xiaoyan	European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper	2020	
7	Coordinated Engagements	Dimson, Elroy and Karakas, Oğuzhan and Li, Xi	European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper	2021	
8	How ESG Engagement Creates Value for Investors and Companies	PRI		2018	
9	Passive investors, not passive owners	Ian Appel, Todd A. Gormley, Donald B. Keim,	Journal of Financial Economics	2016	エンゲージメントを行うインセンティブ構造
10	Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors	Reena Aggarwal, Isil Erel, Miguel Ferreira, Pedro Matos	Journal of Financial Economics	2011	

3-3. エンゲージメントに関する研究のまとめ①

【ツリー図の概略】

- ✓ **公的年金**を主体とした株主アクティビズム（G中心）の効果は、規制による行動制約等から限定的であったとの指摘が見られる。続く**ヘッジファンド**によるアクティビズムはポジティブな効果を指摘する分析があり、短期的な利益追求との懸念に対して、長期的な企業価値向上との繋がりを示す研究が見られた。
- ✓ **研究対象はGからESGに拡がり**を見せ、近年はESGエンゲージメントが投資パフォーマンスに与えるポジティブな効果を示した研究や、「**協働エンゲージメント**」の効果に関する研究が注目を集めている。
- ✓ エンゲージメントの効果を指摘する研究がある一方で、そのコストを負担することなく成果を得ようとするフリーライド問題は古くから指摘されており、機関投資家が**エンゲージメントを行う上での(ディス)インセンティブに関する研究**が見られる。近年のパッシブ投資の増加に伴い、パッシブ投資家の保有比率の増加がガバナンスの改善や投資パフォーマンスに寄与するとの研究や、機関投資家が投資先企業をモニタリングする上で、両者の独立性が重要であるといった指摘が見られる。

【分析手法】

- ✓ シンプルな回帰分析の他に、差分の差分法や固定効果モデル、操作変数法、回帰不連続デザイン、マッチングといった因果分析も見られる（4-2. 参照）。

3-3. エンゲージメントに関する研究のまとめ②

【注目すべき研究結果とその示唆】

✓ ESGエンゲージメントは投資パフォーマンスの向上に寄与する傾向

ESGエンゲージメントの成功はガバナンス改善や株価リターン・企業価値向上に寄与するとの研究(P60[4,5])や、ダウンサイドリスクの低減に繋がるとの研究(P60[6])が見られることから、ESGエンゲージメントの推進が重要であると考えられる。

✓ 「協働エンゲージメント」の有効性

ガバナンスを中心としたエンゲージメントと比較して、EやSをテーマとしたエンゲージメントでは投資家同士の連携が重要であることを指摘する研究(P60[4])が見られる。中でも、ローカルなリード投資家とサポート投資家を組み合わせた2層構造の協働エンゲージメント戦略は、フリーライド問題への対応としても有効であるとの指摘も見られる(P60[7])。

✓ ESGエンゲージメントの効果を高める上で、機関投資家の動機考慮の重要性

ESGエンゲージメントはその有効性が確認されている(P60[4-6])ものの、コストがかかる一方でその便益は全ての株主が享受することになるためフリーライドの懸念も指摘される。パッシブ投資家は、投資先をモニタリングするインセンティブがないとの指摘もあるが、大きな議決権ブロックを通じて影響力を行使することでガバナンス改善や投資パフォーマンスに対して貢献するという研究(P60[9])がある。また、投資先企業をモニタリングする上で、機関投資家との独立性がその効果を高めるとの研究(P60[10])が見られる等、ESGエンゲージメントの効果を高める上で、機関投資家のインセンティブの設計は重要であると考えられる。

3-3. エンゲージメントに関する研究のまとめ③

【課題】

✓ 分析サンプルが限定的

機関投資家のエンゲージメント活動を直接観測したプライベートな情報を活用した分析も増えているが、サンプルが限られているため、結果がどこまで一般化できるかは慎重に扱う必要があるとの指摘が見られる。

✓ エンゲージメントが企業価値向上に繋がるメカニズムの解明

エンゲージメントが企業価値向上に繋がるメカニズムを明らかにすることは重要な取り組みであるが、データの入手可能性などの点で実行が困難である。インタビューの結果を定性的に分析した研究は見られるものの、データの入手可能性は引き続き課題となる。

3-3. エンゲージメントに関する個別論文の紹介①


題名	機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果
著者	日高 航 ^a 、池田 直史 ^b 、井上 光太郎 ^a
所属	^a 東京工業大学, ^b 日本大学
掲載誌	RIETI Discussion Paper Series 21-J-036
キーワード	Institutional Investors; Corporate Governance; Private Engagement
分析テーマ	日本におけるエンゲージメントとその効果に関する分析
ESGデータ	大手機関投資家3社によるエンゲージメント活動（投資先企業との対話と交渉）に関するデータ(2017-2020)
分析手法	差分の差分法等
概要	<ul style="list-style-type: none">- 機関投資家がモニタリングを行うインセンティブが高い企業にエンゲージメントが行われ、ガバナンス体制と企業価値が向上することを示した。- 日本企業を対象としたエンゲージメント活動の効果を確認したが、分析サンプルが限定的であるという課題が残る。- 複数の機関投資家が同一の企業にエンゲージメントを行った場合、単一の機関投資家が行うよりも大きなガバナンス改善の効果が生じることが確認された。

3-3. エンゲージメントに関する個別論文の紹介②

題名	Coordinated Engagements
著者	Dimson, E ^a ., Karakaş, O. ^b , & Li, X. ^c
所属	^a Cambridge University, ^b Cambridge Judge Business School, ^c London School of Economics and Political Science
掲載誌	ECGI Working Paper Series in Finance
キーワード	Engagement; dialogue; collaboration; coordination; corporate social responsibility (CSR); environmental, social, and governance (ESG); socially responsible investing (SRI)
分析テーマ	協働エンゲージメントとその効果に関する分析
ESGデータ	PRIのプラットフォームを活用した国際的な協働エンゲージメントに関するデータ(2007-2019)
分析手法	回帰分析（プロビット回帰）等
概要	<ul style="list-style-type: none">- ローカルなリード投資家とサポート投資家を組み合わせた 2層構造の協働エンゲージメント戦略の有効性を示した。- エンゲージメントの成功のためには、リーダーシップ、地域に関する専門知識、影響力のあるインパクトの全てが重要であることが示唆された。- EやSに関する協働エンゲージメントの性質や利点について初めて分析した。

3-3. エンゲージメントに関する個別論文の紹介③

題名	Passive investors, not passive owners
著者	Ian R. Appel ^a , Todd A. Gormley ^b , Donald B. Keim ^b
所属	^a Boston College, ^b University of Pennsylvania
掲載誌	Journal of Financial Economics Volume 121, Issue 1, July 2016, Pages 111-141 / I.F. = 8.238
キーワード	Corporate governance; Institutional ownership; Passive funds; Performance
分析テーマ	パッシブ運用と議決権行使、企業価値との関係
ESGデータ	米国企業のパッシブ投資比率、議決権行使データ等(1998-2006)
分析手法	操作変数法等
概要	<ul style="list-style-type: none">- パッシブ投資家はガバナンスの改善と企業価値が高まるように議決権を行使しており、長期のパフォーマンス向上に寄与していることを実証した。- パッシブ投資家が議決権行使を行いガバナンスに影響を与える上で、議案ごとに個別に判断しているのか、一律的なアプローチで判断しているのかは明らかではない。- パッシブ投資家がガバナンスに影響を与える経路として、大きな議決権ブロックを通じて影響力を行使していることを明らかにした。

- 
1. 調査研究の背景及び目的
 2. サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査
 3. 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査
 - 4. 特定の話題に関する追加調査**
 5. まとめ

4. 調査の構成

【特定の話題に関する追加調査】

前述の特定のテーマに関する文献調査の他に、特に重要と考えられる話題について必要に応じて個別に情報収集を行うものであり、以下の4点について文献調査を行う。具体的な研究事例についても合わせて報告する。

【市場の底上げ効果】

ESG投資やエンゲージメント活動の市場の底上げ効果に関する論文を調査する。

【エンゲージメントにおける因果分析に関する文献調査】

エンゲージメントを行った企業（また、ESG対応を行った企業）とそうでない企業で企業価値に違いがあるかについて、因果分析を行った論文を調査する。

【投資行動への示唆】

フォワードルックキングな観点で、将来検討すべき投資戦略やポートフォリオ構築手法を提案する論文を調査する。

【債券スチュワードシップの高度化】

債券投資に特化した、エンゲージメントやスチュワードシップ活動について扱った論文を調査する。

4-1. 市場の底上げ効果

4-1. 市場の底上げ効果

【背景・要旨】

- ✓ ESG投資やエンゲージメント活動の“市場の底上げ”効果について調査する。
- ✓ 市場の底上げ効果を直接分析した事例は(本調査の範囲においては)見られなかった、それに通じる研究トピックは複数存在しており、①企業全体のESG意識向上、②マーケットリスク抑制効果に大別される。

①企業全体のESG意識向上に関する研究

- ✓ ESG指数加入後の新たなインセンティブ効果：Responsible Investment指数に既に参加している企業は、その基準を企業内に内生化することにより、responsibleな意識・行動をより向上させる(P73[1])。
- ✓ スピルオーバー効果(ピア効果)：ある企業でCSR関連議案が採択されたことにより、それと近しい企業群が類似したCSRポリシーを続いて採用する現象を指摘(P73[2])。
- ✓ サプライチェーン効果:特に顧客の交渉力が強くサプライヤーがESG基準の低い国にいる場合、E,Sポリシーが顧客からサプライヤーに伝播し、それによって、サプライヤーの財務業績も改善することを示した(P73[3])。

4-1. 市場の底上げ効果

② マーケットリスク抑制効果(リスク要因への根本的な対処・措置)に関する研究

- ✓ ESG活動はマーケットリスクをもたらす根本的な要因を減少させることで、市場の底上げに貢献する。
- ✓ ESG投資によってシステミックリスク*が減少することで、それがマーケットリスクの根本的な抑制に繋がり、市場の底上げに寄与する。

*個別企業レベルの事象により産業・経済全体の不安定性・崩壊が引き起こされるリスク

【関連する研究】

- ✓ 銀行セクターにおけるESG総合スコアおよびガバナンススコアの向上がシステミックリスクの減少につながる(P73[4])。
- ✓ 株式投資信託において、高ESGスコアのファンドの方が、ストレスシナリオにおけるポートフォリオの清算による投げ売りから受ける影響が小さい(P73[5])。
- ✓ S&P Europe 350の構成銘柄についてCOVID-19を含む期間の分析を行い、ESG格付けの高い企業はシステミックリスクへの関与とエクスポージャーの両方が減少する(P73[6])。
- ✓ GDPや消費者支出の成長を妨げる社会的不平等の問題（収入格差・ジェンダー不平等など）への対処を通じて、マーケットリスクの根本的原因が緩和される(P73[7])。

4-1. 市場の底上げ効果

【考察】

- ✓ 波及効果によって、限定的な企業を対象としたエンゲージメントであっても、市場の底上げに繋がることが期待される。
- ✓ ESG活動はシステミックリスクを減少させ、それがマーケットリスクをもたらす根本的な要因を減少させるため、市場の底上げに繋がると考えられる。
- ✓ ESG投資やエンゲージメント活動による市場の底上げ効果を間接的に支持すると考えられる研究が見られた。一方で、同効果を直接的に分析する研究は（本調査の範囲においては）見当たらなかったため、その直接的な検証については、今後の研究の積み重ねが重要であると考えられる。

4-1. 論文リスト：市場の底上げ効果

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	切り口
1	What gets measured gets managed? Responsible Investment indices and responsible corporate behaviour.	Slager, Catharina	Academy of Management (Proceedings), Vol.2010, No.1	2010	ESG向上及び その波及効果
2	Peer Effects of Corporate Social Responsibility	Cao, Jie and Liang, Hao and Zhan, Xintong,	Management Science 2019, 65(12):5487-5503	2019	
3	Global Supply-Chain Networks and Corporate Social Responsibility	Schiller, Christoph	SSRN	2018	
4	ESG and Systemic Risk	Aevoae, George-Marian and Andries, Alin Marius and Ongena, Steven R. G. and Sprincean, Nicu	Swiss Finance Institute Research Paper No. 22-25	2022	システミック リスク
5	ESG investing: A chance to reduce systemic risk	Roy Cerqueti, Rocco Ciciretti, Ambrogio Dalò, Marco Nicolosi	Journal of Financial Stability, Volume 54, June 2021, 100887	2021	
6	The Impact of ESG Ratings on the Systemic Risk of European Blue-Chip Firms	Eratalay, Mustafa Hakan, and Ariana Paola Cortés Ángel	Journal of Risk and Financial Management, 15: 153	2022	
7	Systemic Stewardship: Investing to Address Income Inequality - Practical steps for investors redirecting financial strategies to address the systemic risk of income inequality*	TIIP(The Investment Integration Project)	---	2021	マーケット リスク

*文献内で用いられる“systemic”はシステム全体をさすものであり、本稿におけるシステミックリスクではない。

4-1. 論文紹介①：市場の底上げ効果

題名	Peer Effects of Corporate Social Responsibility
著者	Cao Jie ^a , Liang Hao ^b , Zhan Xintong ^c
所属	^a The Hong Kong Polytechnic University , ^b Singapore Management University , ^c Fudan University
掲載誌	Management Science 2019, 65(12):5487-5503. / I.F. = 4.219
キーワード	Corporate social responsibility; peer effects; product markets; shareholder proposal; regression discontinuity
分析テーマ	CSRポリシーのスピルオーバー（ピア）効果
ESGデータ	S&P1500 + 400-500社の追加的な上場企業を対象としRiskMetrics, FactsetのSharkRepellentより取得（1997-2011）
分析手法	回帰不連続デザイン
概要	<ul style="list-style-type: none">- 製品市場において、ある企業が先んじてCSRポリシーを採用することにより、同業他社が同様のポリシーを続けて採用することが分かった。- CSRポリシーを採用する企業へのキャッチアップが困難だと思われる同業他社においては、その採用可決前後で株価リターンが大きく低下する。- 従って、ある企業のCSRポリシーの採用を起点とするスピルオーバー効果は「競争的脅威に対する戦略的反応である」という考えを裏付けるものである。

4-1. 論文紹介②：市場の底上げ効果

題名	The Impact of ESG Ratings on the Systemic Risk of European Blue-Chip Firms
著者	Mustafa Hakan Eratalay , Ariana Paola Cortés Ángel
所属	University of Tartu
掲載誌	Journal of Risk and Financial Management 2022, 15, no. 4: 153.
キーワード	systemic risk; network centrality; sustainable; ESG; volatility; principal components; COVID-19
分析テーマ	欧州優良企業におけるESG格付けがシステミックリスクに与える影響
ESGデータ	S&P GlobalよりS&P Europe 350及びMSWI構成企業のESG ratings (2016-2020)
分析手法	固定効果モデル、最小二乗法
概要	<ul style="list-style-type: none">- 株価リターンのボラティリティとネットワーク中心性*の2つが、企業のシステミックリスクへの関与とそのリスクへのエクスポージャーを決定づける主要因である。- ESG評価の高い企業は低い企業に比べ、システミックリスクへの関与とエクスポージャーが最大7.3%少ない。- COVID-19の期間では、社会(S)とガバナンス(G)がシステミックリスクに統計的に有意な影響を与える。

*ネットワーク中心性：多数の企業から成るネットワークにおける当該企業の影響力。

4-2. エンゲージメントに関する因果分析

4-2. エンゲージメントに関する因果分析

【背景】

エンゲージメントと企業価値向上の関係について、相関関係を用いた分析は比較的多く見られるが、相関関係は両者が同時に増加(あるいは減少)する傾向があることを示すに留まり、エンゲージメントが企業価値向上に寄与したと主張するには不十分である。そこで、因果関係の有無を明らかにすることが重要であり、因果分析を実施した先行研究を調べることの意義が大きい。

【相関関係と因果関係の違い】

例えば、『ライターの所持率』と『肺がんになるリスク』は正に相関すると考えられるが、ライターの所持が肺がんを引き起こすとは考えにくい。つまり、この場合には相関関係はあるが、因果関係は無いと考えられる。『喫煙率』を介して、因果を伴わない正の相関関係が生じていると考えられる。

【要旨】

- ✓ エンゲージメントに関して収集した25本の論文の中で因果分析を行った論文は14本あった。
- ✓ それらの論文で行われた因果分析の手法は、差分の差分法や固定効果モデルが多く、それに次いで操作変数法、回帰不連続デザイン、マッチングが用いられている。
- ✓ 因果分析に基づき、多くのエンゲージメントは長期的なパフォーマンス・企業価値の向上を伴うことが確認されている。これらの研究はエンゲージメントの効果測定を行う際に先行事例として活用できる。

4-2. エンゲージメントに関する因果分析

【考察】

- ✓ エンゲージメントによる企業価値向上の効果は、因果分析によっても認められており、他テーマ比べて、強いコンセンサス形成が進んでいる。
- ✓ エンゲージメントに関する因果分析は、収集した論文の半分以上に見られており、比較的盛んに行われている。そこから考えうる可能性としては、エンゲージメントの効果の検証に対する関心が特に高いことや、超過リターンの獲得やリスク抑制効果の検証に比べて課題設定が因果分析に適していることが挙げられる。

4-2. エンゲージメントに関する因果分析を行っている論文①

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	因果分析手法
1	Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach	Flammer, Caroline	Management Science	2015	回帰不連続デザイン
2	Peer Effects of Corporate Social Responsibility	Cao, Jie and Liang, Hao and Zhan, Xintong	Management Science	2019	回帰不連続デザイン
3	Corporate social responsibility and access to finance	Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G.	Strategic Management Journal	2014	操作変数法
4	ESG Shareholder Engagement and Downside Risk	Hoepner, Andreas G. F. and Oikonomou, Ioannis and Sautner, Zacharias and Starks, Laura T. and Zhou, Xiaoyan	European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper	2020	差分の差分法
5	Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance	Barko, T., Cremers, M. & Renneboog, L.	Journal of Business Ethics	2022	差分の差分法、イベントスタディ
6	Coordinated Engagements	Dimson, Elroy and Karakaş, Oğuzhan and Li, Xi	European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper	2021	固定効果モデル
7	Long-term economic consequences of hedge fund activist interventions	deHaan, E., Larcker, D. & McClure, C.	Review of Accounting Studies	2019	イベントスタディ、差分の差分法、マッチング
8	The Real Effects of Environmental Activist Investing	Naaraayanan, S Lakshmi and Sachdeva, Kunal and Sharma, Varun	European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper	2021	固定効果モデル、傾向スコアマッチング

4-2. エンゲージメントに関する因果分析を行っている論文②

No.	論文タイトル	著者	ジャーナル	出版年	因果分析手法
9	Do Long-term Institutional Investors Promote Corporate Social Responsibility Activities?	Kim, Hyun-Dong and Taeyeon, Kim and kim, Yura and Park, Kwangwoo	Journal of Banking and Finance	2019	差分の差分法、傾向マッチング、操作変数法
10	Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence	Dyck, A., K. V. Lins, L. Roth, and H. F. Wagner	Journal of Financial Economics	2019	操作変数法、固定効果モデル、差分の差分法
11	Environmental, Social and Governance Proposals and Shareholder Activism	Wei, Jiaying	The Journal of Portfolio Management Ethical Investing	2020	差分の差分法
12	Private Shareholder Engagements on Material ESG Issues	Bauer, Rob and Derwall, Jeroen and Derwall, Jeroen and Tissen, Colin	SSRN	2022	差分の差分法、固定効果モデル
13	The FTSE4Good Effect: The Impact of Responsible Investment Indices on Environmental Management	Mackenzie, Craig and Rees, William and Rodionova, Tatiana	SSRN	2012	固定効果モデル
14	機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果	日高 航,池田 直史,井上 光太郎	RIETI Discussion Paper Series	2021	差分の差分法、固定効果モデル

4-2. 論文紹介①：エンゲージメントに関する因果分析

題名	ESG Shareholder Engagement and Downside Risk
著者	Andreas G.F. Hoepner ^a , Ioannis Oikonomou ^b , Zacharias Sautner ^c , Laura Starks ^d , Xiao Y. Zhou ^e
所属	^a University College Dublin, ^b University of Reading, ^c Frankfurt School of Finance & Management, ^d University of Texas, ^e University of Oxford
掲載誌	European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper, Series number : 671/2020
キーワード	ESG; Shareholder Activism; Downside Risk; Corporate Governance; Climate Change
分析テーマ	ESGにおける株主エンゲージメントとダウンサイドリスク
ESGデータ	英国の資産運用会社のグローバルなエンゲージメントデータ（2005-2018）
分析手法	差分の差分法
概要	<ul style="list-style-type: none">- エンゲージメントが企業のダウンサイドリスクを低減させ、株主に利益をもたらす。- エンゲージメントの成否や効果はテーマによって異なり、リスク抑制に最も効果が見られたのは、環境問題、特に気候変動に関するエンゲージメントであった。

4-2. 論文紹介②：エンゲージメントに関する因果分析

題名	Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach
著者	Caroline Flammer
所属	University of Western Ontario
掲載誌	Management Science 2015, 61(11):2549-2568. / I.F. = 4.219
キーワード	corporate social responsibility; financial performance; regression discontinuity; shareholder proposals
分析テーマ	CSRと企業業績
ESGデータ	RiskMetricsとFactsetのSharkRepellent (1997-2012)
分析手法	回帰不連続デザイン
概要	<ul style="list-style-type: none">- CSRに関連する株主提案が僅差で採択されると、それは肯定的に受け止められ、財務的パフォーマンス、ひいては企業価値の向上をもたらす。- 投票後に、労働生産性と売上高が伸長する。- CSRと財務的パフォーマンスの因果を初めて実証した(論文の著者の知る限り)。

4-2. (参考) 主な因果分析及び関係性分析手法の概要

因果・関係性	手法名	特徴	同手法を用いた論文の例
因果	操作変数法	最小二乗法線形回帰をする1つ前のステップとして、操作変数を用いて説明変数を調整することにより、因果関係の推定精度を高める。	Goss, A & G. Roberts. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. <i>Journal of Banking & Finance</i> , 35(7): 1794–1810.
	固定効果モデル	説明変数に加え、個人の民族性・性格のように観察することができず時間的に不変な変数（固定効果）をコントロールすることにより、因果関係の推定精度を高める。	Flammer, C. (2015). Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. <i>Management Science</i> , 61(11): 2549–2824.
	DID法（差分の差分法）	固定効果モデルの特殊なケース。2期間において、処置を受けた群（処置群）における時間を通じた平均的な変化と、処置を受けなかった群（対照群）における時間を通じた平均的な変化とを比較することにより、因果関係を推定する。	Flammer, C. (2015). Does product market competition foster corporate social responsibility? Evidence from trade liberalization. <i>Strategic Management Journal</i> , 36(10): 1469–1485.
関係性	相関分析	データの要素間の関係性（線形性、順位性など）を明らかにする。	Preston, Lee E. & Douglas P. O'Bannon. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship. <i>Business & Society</i> , 36(4): 419–429.
	統計量比較・検定	複数グループ間で代表的な値（平均値、中央値）やバラツキ度合い（標準偏差、分散）などの統計量を比較する。	Smith, Michael P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. <i>The Journal of Finance</i> , 51(1): 227–252.

4-3. 投資行動への示唆

4-3. 投資行動への示唆

【背景・要旨】

サステナビリティと投資パフォーマンスとの関係の調査結果から、検討すべき投資戦略やポートフォリオ構築、パフォーマンス分析手法について学術的見地から整理する。

ESGアルファの獲得

- ✓ **ESGアルファの獲得を狙う場合には、セクターではなく企業の属性によるマテリアリティを考慮することが有効 (P87)。**

脱炭素ポートフォリオの構築

- ✓ **最小分散に基づくポートフォリオ構築手法とCO2排出量の抑制のためのスクリーニング戦略は互いの長所を打ち消すことなく組み合わせることが可能(P88)。**
- ✓ アクティブ/パッシブ共に有効なCO2排出量ネットゼロシナリオに沿ったポート構築手法を提案*。

ESGレーティングのノイズ

- ✓ 各社のESGレーティングはノイズを含んでいるために株価リターンに対する説明力が弱まるとの仮説を実証した。また、そのノイズの強度を測定する方法を提案した**。

*Patrick Bolton, Marcin Kacperczyk & Frédéric Samama, “Net-Zero Carbon Portfolio Alignment”, Financial Analysts Journal, (2022) 78:2, 19-33

** Berg, Florian and Kölbel, Julian and Pavlova, Anna and Rigobon, Roberto, “ESG Confusion and Stock Returns: Tackling the Problem of Noise” (2021)

4-3. 投資行動への示唆

【考察】

- ✓ 超過リターンとの関係を中心に興味深い話題が見られた。これらはアクティブ運用戦略だけでなく、パッシブ運用戦略の高度化にも繋がると期待できる。
- ✓ 各社ESGスコアのノイズやそれらの差異に関する研究が行われている。それは、ESGを包括的かつ定量的に扱うための定義が存在しないことに起因していることから短期的な決着は考えにくい。
- ✓ ESG投資にとって有効なESGマテリアリティの特定に関する研究や、ESGスコアのノイズを除去してパフォーマンスに対する説明力を上げる研究などが見られる。今後もESGと投資パフォーマンスの関係については追究が行われ、ESGの定量化技術の発展が期待される。そのため、継続的に情報収集していくことが重要である。
- ✓ 最小分散ポートフォリオについては、ポートフォリオの性質を著しく変えることなく、CO2排出量を下げられること*が明らかになった。ポートフォリオの効率性を下げることなく、CO2排出量のより低いポートフォリオを構築する技術は、脱炭素に向けた世界的な潮流の中において、実務における幅広い活用が期待される。

*ここで「CO2排出量を下げる」とは、CO2排出量のより低い企業でポートフォリオを構築することを意味する。

4-3. 論文紹介①：投資行動への示唆

題名	An Integrated Approach to Quantitative ESG Investing
著者	Mike Chen and George Mussalli
所属	PanAgora Asset Management
掲載誌	The Journal of Portfolio Management Ethical Investing 2020, 46 (3) 65-74 / I.F. = 0.709
キーワード	---
分析テーマ	投資におけるマテリアリティの考慮
ESGデータ	該当なし
分析手法	該当なし
概要	<ul style="list-style-type: none">- アルファの源泉としてESGを活用する際のマテリアリティ考慮の方法を提案した。- マテリアリティを考慮する際に最適な切り口はセクターではなく、より高度な企業属性を活用することで有効性が高まる。このため、新しい指標の必要性を説き、その策定プロセスを整理した。- 伝統的なファクターに対する知見は、ESGファクターを扱う上でも重要な示唆を与えると期待される。

4-3. 論文紹介②：投資行動への示唆

題名	Reducing the Carbon Intensity of Low Volatility Portfolios
著者	Jennifer Bender, Chen He, Chee Ooi and Xiaole Sun
所属	State Street Global Advisors
掲載誌	The Journal of Portfolio Management Ethical Investing 2020, 46 (3) 108-122 / I.F. = 0.709
キーワード	ESG investing; portfolio theory; portfolio construction
分析テーマ	低ボラティリティを狙ったポートフォリオ最適化における排出量制約の影響
ESGデータ	企業のCO2排出量データ(S&P Trucost, 2009-2018)
分析手法	バックテスト
概要	<ul style="list-style-type: none">- 排出量抑制のためのスクリーニング戦略は、最小分散に基づくポート構築手法と組み合わせたとき、ポートフォリオの効率性を大きく損なうことなく排出量を抑制可能である。- 元の最小分散ポートフォリオと比較してCO2排出量を60%程度まで削減可能であることを検証した。また、最小分散とCO2排出量抑制は、どちらもリスクの削減の観点であることから、相性が高いことが示唆される。- その他の代表的なポートフォリオ構築手法の場合についても同様の分析を行い、結果を比較検証することが期待される。

4-4. 債券スチュワードシップ評価の高度化に繋がる知見


4-4. 債券スチュワードシップ評価の高度化に繋がる知見

【要旨】

- ✓ 関連する論文はほとんど見あたらなかった。
- ✓ 債券投資によるエンゲージメントは急拡大しているが、債券保有比率を鑑みると不十分である（PRI, 2018）。
- ✓ 債券保有者は議決権や年次株主総会に参加できない点で、エンゲージメントの機会が株式保有者より少ないが、マーケットの状況次第では債券保有者は優位なエンゲージメントができる。その際、再投資の拒否やより高い利回りの要求の手段が考えられる。

【関連する研究】

- ✓ Inderst, G. and Stewart, F., Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment. World Bank Group publication, April 2018
- ✓ PRI (2017). ESG engagement in private infrastructure debt
- ✓ PRI (2018). 債券投資家のためのESGエンゲージメントリスク - 管理からリターンの向上まで
- ✓ Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2015), "Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance", OECD Corporate Governance Working Papers, No. 16, OECD Publishing, Paris

- 
1. 調査研究の背景及び目的
 2. サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査
 3. 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査
 4. 特定の話題に関する追加調査
 - 5. まとめ**

5-1. 概括的調査のまとめ

5-1-1. 概要把握・トレンドの調査のまとめ

ESGと投資パフォーマンスに関する論文を選定し、テーマ分類やESG分類に基づきトレンドを調査した。

【テーマ分類を切り口としたトレンド把握】

- ✓ B：超過リターンに関する論文が最も多く、特に時系列で増加傾向が見られる。
- ✓ D：企業価値に関する論文が次に多いが、時系列では減少傾向が見られる。

テーマ分類	全体に占める割合	時間的傾向
A：レビュー論文やメタ研究	10%	横ばい
B：超過リターン	31%	増加傾向
C：リスク抑制	6%	減少傾向
D：企業価値	15%	減少傾向
E：債券ESG投資	11%	増加傾向
F：エンゲージメント	6%	増加傾向

【ESG分類を切り口としたトレンド把握】

- ✓ ESG総合に関する論文が最も多く、時系列でも安定的に推移している。
- ✓ 個別項目では環境（E）に関する論文が多く、時系列でも増加傾向が見られる。一方で、ガバナンス（G）は従来多くの割合を占めており総数も多いが、時系列で見ると減少している。社会（S）は安定的に推移している。

ESG分類	全体に占める割合	時間的傾向
ESG総合	37%	横ばい
環境（E）	23%	増加傾向
社会（S）	8%	横ばい
ガバナンス（G）	13%	減少傾向
E+S+G	11%	増加傾向
その他	9%	横ばい

※「ESG総合」とは、ESG総合スコアを分析の対象とした論文を指す。
「E+S+G」とは、E, S, Gそれぞれ全てを分析の対象とした論文を指す。
「その他」は、E, SやS, Gをそれぞれ対象とした論文を指す。

5-1-2. 論文の極性に違いが生じる要因のまとめ

論文の極性(ポジティブ・ネガティブ)の割合を調査した。また、6つの切り口から極性に影響する要因を考察した。

【全体・テーマ別での論文の極性（ポジティブ・ネガティブ）の割合】

- ✓ 全体として、ESGと投資パフォーマンスの間にはポジティブな関係が見出されている論文が7割強を占める。
- ✓ 特にC:リスク抑制やF:エンゲージメントに関する論文は、9割程度の論文でポジティブな関係性が見出されており、コンセンサス形成が進んでいると考えられる。
- ✓ 一方でE:債券ESG投資に関する論文ではポジティブ・ネガティブの混合した結果の論文が増加傾向にある。

【論文の極性の違いを6つの切り口で調査】

※因果関係について言及されている論文は多くないことに留意。

切り口	示唆された傾向
著者の所属	著者が研究機関のみに所属する場合より、研究機関以外の所属が含まれる論文の方がポジティブな論文が多い。
分析に使用されたデータの期間	ポジティブな論文は、ネガティブな論文よりも分析期間が長い。
分析に使用されたデータの地域	大半の研究は米国が調査対象であり、米国の研究におけるポジティブな論文の割合はそれ以外の地域（全世界や各国）の研究に比べて高い。
分析に使用されたESGデータソース	頻出のデータソースであるMSCIを使用した分析では8割程度がポジティブであるが、次に頻出であるRefinitivやIRRCでは5,6割程度に留まる。
分析における投資パフォーマンスの尺度	株価リターンや会計項目を元にした指標を用いた論文ではポジティブな結果が6割程度だったが、市場価格を元にした指標を用いた論文では8割程度と高い。
出版ジャーナルの分野	金融経済・投資理論を扱うジャーナルのポジティブな割合がわずかに低い傾向が見られるが、総じてジャーナルによる差異は小さい。

5-1-3. 社会的なイベントによる影響のまとめ

ESGに関する国際的なイベントや社会的な動向が研究の進展やトレンドに与えた影響を調査した。

【特定のイベントの影響】

- ✓ 特定の社会的なイベントに触発されて取り組まれた研究は限定的であり、特定の社会的なイベント(SDGs採択やTCFD提言など)が研究のトレンドに強い影響を与えたとは言えない。
- ✓ 新型コロナウイルス感染症に関する論文はやや多く見られるが、近年の研究の傾向に大きな変化は無い。

【社会全体の中長期的な動向の影響】

- ✓ 2015年（SDGs採択）以降のESGの社会的な気運は加速的に高まっている(検索トレンドやESGデータのマーケット規模の推移などによって確認される。)。
- ✓ しかし、それによってポジティブな研究結果が支持されやすくなるといった、研究結果の歪みは確認されなかった。

5-2. 特定のテーマに関する調査のまとめ

5-2-1. 超過リターンに関するまとめ

【テーマの傾向】

超過リターンに関する研究は、サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する研究全体の多く（31%）を占めており、近年も増加傾向にある。使用データ・分析期間等によって研究結果の極性に多少の差異が認められるが、多くの研究（約70%）が超過リターンの存在を肯定しており、その割合は近年増加している。

- ✓ 超過リターンに関する肯定的な研究結果の蓄積が見られ、それがコンセンサスとなりつつある。一方で、使用データ等による極性の差異は、実務の成果に直結する可能性があり注意が必要である。

【研究の進展と注目すべき話題】

研究対象がガバナンス（G）から環境（E）や社会（S）へ広がり、総合スコア開発の活性化が進むと共に、分析の高度化やAIやビッグデータの活用も見られる。特に近年の特徴として、ベンダースコア間の差異に関する研究や、ESG項目ごとの財務への影響の差異に関する研究がみられた。

- ✓ **企業属性によるESGと財務の関係の差異**：セクター等の企業属性によって、ESG項目ごとの財務への影響は異なる。それを考慮することでESG投資戦略の高度化が可能になる。
- ✓ **気候変動リスクを考慮したESG投資**：気候変動リスクに関する話題が近年注目を集めているが、気候変動リスクが超過リターンを生み出すかどうかについては、分析対象地域や分析期間によって結果に差異が見られる。そのため、現状では気候変動リスクは超過リターンをもたらす投資情報というよりも、満たすべきリスク制約であるという見方が強い。
- ✓ **ベンダーごとのESGスコアの差異**：ESGスコアはベンダーごとに異なっており、スコアと超過リターンの関係はそれぞれ異なることが明らかにされている。ESGスコアを活用した投資においては、使用するスコアを慎重に吟味する必要がある。

5-2-2. リスク抑制に関するまとめ

【テーマの傾向】

リスク抑制に関する研究はサステナビリティ分野と投資パフォーマンスに関する研究全体の6%に留まり、近年では減少傾向にある。その中で、約90%が肯定的な結果を示している。

- ✓ 強い肯定的なコンセンサス形成が進んでいると考えられる。特にショック時のリスク抑制効果は資産運用の安定化に貢献すると考えられ、実務での活用が期待される。

【研究の進展と注目すべき話題】

リスク抑制効果はシステムティックリスクと銘柄固有リスクに分解して整理され、特に近年の研究ではどちらについてもダウンサイドリスクに関する効果検証が精力的に行われている。また、リスク抑制を通じた資本コスト低減への貢献についても研究が進んでいる。

- ✓ **ESGに関する“弱み”の有無に着目する重要性**：リスクと強く関連するのは、ESGに関する弱み（懸念）の有無であることが示唆されている。したがって投資判断や効果検証においては、総合的なESGの評価だけでなく、ESGに関する弱み（懸念）に着目することが重要である。
- ✓ **ネガティブイベント発生時の“保険”効果**：CSR活動の優れた企業はステークホルダーとの良好な関係が構築されることで、ネガティブイベント発生時に損失を軽減するという保険的效果が確認された。
- ✓ **ダウンサイドリスクの抑制**：ESG投資は銘柄固有要因による倒産・上場廃止リスクだけでなく、金融危機などの市場全体のダウンサイドリスクとの関連性が指摘されており、近年では新型コロナウイルス流行期の市場のショックも研究されていた。ESG投資を推進する投資家にとっては、当該期間におけるリスク抑制効果を検証することが、ESGの指数の評価・選定をする上で重要である。

5-2-3. エンゲージメントに関するまとめ

【テーマの傾向】

エンゲージメントに関する研究はサステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する研究全体の6%に留まるが、近年は増加傾向にある。エンゲージメントと投資パフォーマンスの関係について、否定的な結果は見られず、一部の中立的な結果を除いた残りの全て(約94%)が肯定的な結果を示しており、その中には因果分析を扱う研究が一定数含まれている。

- ✓ エンゲージメントの有効性に対する強いコンセンサス形成が進んでおり、さらに因果分析の観点からも有効性が支持されている。投資パフォーマンスの向上のためにもエンゲージメント活動を推進していくことが重要であると言える。

【研究の進展と注目すべき話題】

エンゲージメントに関する研究は、公的年金による株主アクティビズムの効果検証をきっかけに始まり、アクティビズム主体や分析対象(G→E,S,G)が広がっていった。近年ではプライベートな情報を活用した有効性の分析が見られるようになり、また、協働エンゲージメントなどの新しい手段も注目されている。

- ✓ **インセンティブの整理**：フリーライド問題に関する議論や、機関投資家がエンゲージメント活動を推進・抑制する要因に関する議論が行われており、エンゲージメント活動におけるインセンティブが整理されつつある。これはエンゲージメントの効果をより適切に評価するために役立つことが期待される。
- ✓ **協働エンゲージメントの推進**：協働エンゲージメントの有効性が確認されており、CA100+やICGNへの参加等により、引き続き、海外公的年金・各種団体との協働を推進することで、より有効なエンゲージメントの実現が期待される。
- ✓ **メカニズムの解明**：エンゲージメントが企業価値向上に繋がるメカニズムの解明について、一部では取り組みが見られるものの、引き続き検証が必要である。

5-3. 追加調査に関するまとめ

5-3-1. 追加調査に関するまとめ①

【市場の底上げ効果に関する調査】

ESG投資やエンゲージメントの市場の底上げ効果を肯定する材料が見つかった。それは、①企業全体のESG意識向上、②マーケットリスク抑制効果に分けられる。

①企業全体のESG意識向上：スピルオーバー効果(同業他社へ波及)やサプライチェーン効果(サプライヤー企業への波及)の存在が指摘されている。これにより、ESG投資やエンゲージメント活動によるCSR向上の効果は市場全体へ波及することが期待される。ESGやエンゲージメントに関する様々な活動が少なからず市場の底上げに貢献していると考えられる。

②マーケットリスク抑制効果：ESG投資は個別銘柄の株価ダウンサイドリスクを低減するだけでなく、システムリスクの低減効果も併せ持つことが指摘されている。このように、ESG投資は市場全体の安定性を向上させ、市場の底上げに貢献すると言える。

✓ **市場の底上げの効率化：**①②によって市場の底上げ効果が現れる経路の一部を理解することが出来た。これらの観点を踏まえて既存の取り組みを振り返ることで、“市場の底上げ”に特に寄与する取り組みを特定して拡充するなどの効率化が期待される。また、これらを要点としておさえることが、“市場の底上げ”を狙った取り組みを設計するための指針になると期待される。

5-3-2. 追加調査に関するまとめ②

【エンゲージメントに関する因果分析の調査】

エンゲージメントに関して収集した論文の半数以上において因果分析が行われており、エンゲージメントは長期的なパフォーマンスや企業価値の向上を伴うことが、因果関係を含めて確認されている。因果分析には、差分の差分法や固定効果モデルといった手法が用いられる。

- ✓ **効果検証の先行事例としての活用**：議決権行使に関する議論やプライベートな情報を活用した分析を含む数々の因果分析の事例が見られた。これらは、将来的にエンゲージメント活動について因果関係を含めた効果検証を行うにあたって、先行事例としての活用が見込まれる。

【投資行動に関する調査】

ESGアルファの追求、脱炭素ポートフォリオ構築、ESGスコアの差異、といった観点で注目すべき研究が見られた。

- ✓ **カーボン排出量の抑制と既存の投資戦略の関係**：最小分散ポートフォリオ戦略とカーボン排出量の抑制のためのスクリーニング戦略は互いの長所を損なうことなく併用可能であることが明らかになった。ポートフォリオ効率性を落とさずにCO2排出量を下げるポートフォリオ構築技術は、脱炭素に向けた世界的な潮流の中において、実務における幅広い活用が期待される。
- ✓ **ESGスコアリングの高度化**：ESGスコアはベンダー間で異なるだけでなく、同じベンダーでもメソドロジーのアップデートがあり、スコアリング手法が洗練されることによって投資戦略の高度化が期待される。一方で、ESG指数が別物に変容する可能性も存在する。投資家は定期的なメソドロジーの確認・他ベンダーとの比較・ESG評価機関や指数会社との対話を通して、ESG指数への投資が意図するものであるかを検証する必要がある。

Appendix

a. 調査に関する補足資料

a-1. 調査事項（概括的調査）

a-2. 調査事項（特定のテーマに関する詳細な調査）

a-3. 調査事項（特定の話題に関する追加調査）

a-4. 調査フローの概念図

a-5. 論文内容の集約

b. 調査対象論文一覧

a. 調査に関する補足資料

a-1. 調査事項

(1) サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する学術研究論文の概括的調査

【調査事項】

- a. 論文タイトル、著者の情報、重要性（掲載誌のレベル、引用数等）等
- b. 当該論文の概要（アブストラクト（要約）程度の簡易なもの）
- c. サステナビリティ分野のうちどの分野に関係するか、投資パフォーマンスのどのような側面を扱ったものか、分析手法の違い等によって分類
- d. 時間の経過によるサステナビリティ分野やパフォーマンス研究の側面における比重の変化、論文同士の関連性、分析手法等の変遷等を調べ、主要なものについての状況を把握



研究の概要・トレンドを整理 (a~d)

- ✓ サステナビリティ分野と投資のパフォーマンスに関する論文・重要文献を広範に調査し、分野別の状況を明らかにする。
- ✓ 研究テーマ等の時間的な遷移を明らかにする。過去を踏まえた将来の取り組みに対する示唆を得ることを目指す。

深掘り

研究結果に影響を及ぼす要因を分析 (d)

- ✓ 各研究のアプローチの違い(※)に着目し、どのような要素によって研究結果に違いが生じるかを分析する。アプローチの違いを踏まえた、より本質的な結果の理解を目指す。
 - ※ 分析対象地域、データ・期間、著者の所属など。
- ✓ 社会的イベントなどの外的要因を整理し、研究結果に与えた影響を調査する。
- ✓ この他、各研究で用いられる定量的な分析方法について整理し、将来、分析を実施する際に役立つ知見を得ることを目指す。

a-2. 調査事項

(2) 特定のテーマに関する学術研究論文の詳細な調査

【調査事項】

- a. 論文タイトル、著者の情報、重要性（掲載誌のレベル、引用数等）等
- b. 論文における以下のような詳細な内容について集約・整理
 - 仮説設定、使用データ、分析手法、研究結果等／課題として挙げられている事項
- c. 論文における研究の位置づけについて集約・整理
 - 研究が行われた背景、研究に対する評価、他の研究に与えた影響／文献相互の関係／当該テーマにおける分析手法の変遷



研究の詳細な情報収集 (a, b)

✓ **特定テーマ①～③に関する研究について、文献の内容を詳細に調査し、将来的に分析を実施する際に役立つ知見を得ることを目指す。**

- ① ESG投資が超過収益を生み出すかどうか
- ② ESG投資によるリスク抑制効果
- ③ エンゲージメントの効果

研究の位置づけを整理 (c)

✓ それぞれの特定テーマにおいて主要な研究トピック同士の関係を分析し、**特定テーマにおける研究の進展の状況（研究の主軸・相互関係の時系列変化）を明らかにする。**

✓ **とくに重要性の高い論文については詳細を整理し、特定テーマにおける研究状況を細部まで系統的に明らかにする。**

a-3. 調査事項

(3) 特定の話題に関する追加調査

- ✓ 前述の特定のテーマに関する文献調査の他、興味深いテーマや切り口での文献調査について、ニーズに応じて個別に対応する。
- ✓ 調査した文献のうち、とくに興味深く今後の参考になるものについて、概要を報告する。



市場の底上げ効果

- ✓ ユニバーサルオーナーとしての特性を踏まえ、**市場の底上げ効果に関する客観的な認識及び評価について学術的見地から整理**する。

エンゲージメントに関する因果分析

- ✓ エンゲージメントを行った企業（また、ESG対応を行った企業）とそうでない企業で企業価値に違いがあるかについて、**因果分析を行った論文がどの程度存在するか調査**する。
- ✓ 企業・投資家双方にとっての**効果的なエンゲージメントについて、学術的見地から整理**する。

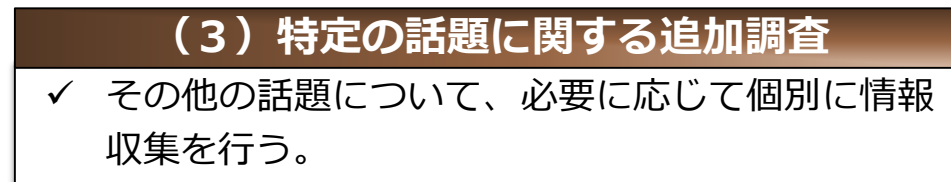
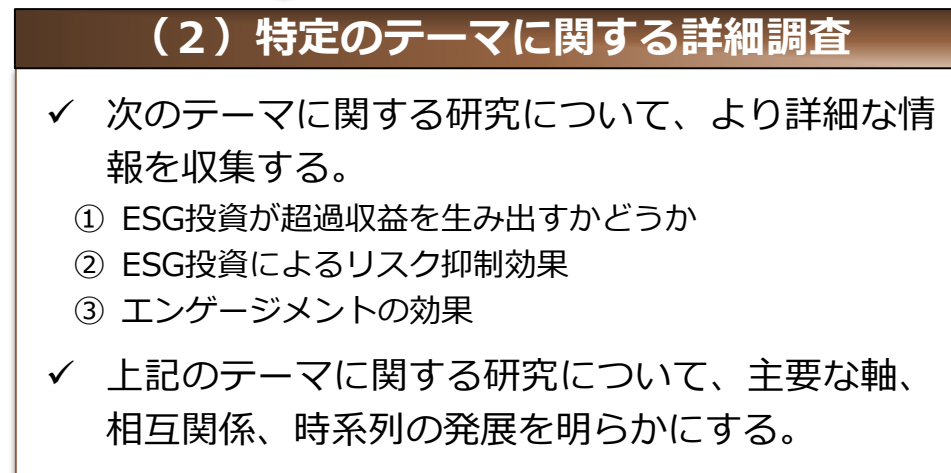
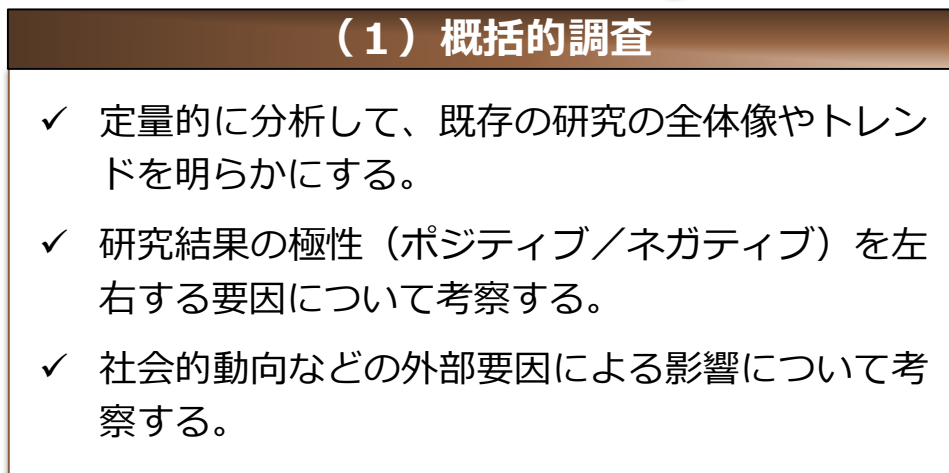
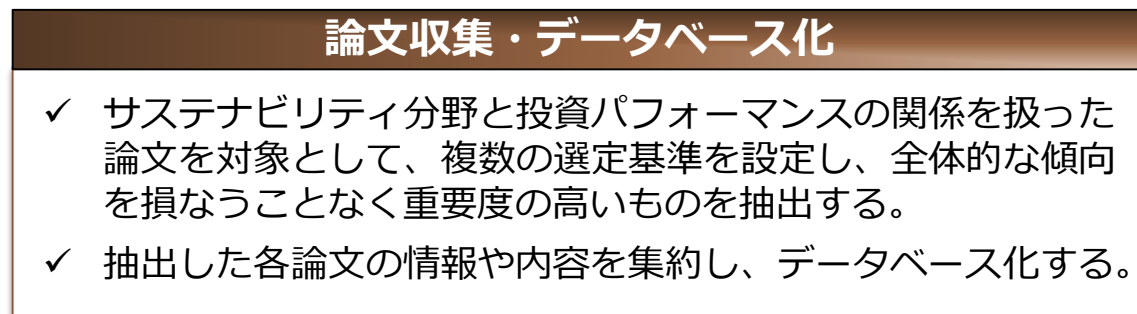
投資行動への示唆

- ✓ サステナビリティと投資パフォーマンスの関係の調査結果から、**検討すべき投資戦略やポートフォリオ構築、パフォーマンス分析手法について学術的見地から整理**する。

債券スチュワードシップ評価の高度化に繋がる知見

- ✓ **債券投資に特化した、エンゲージメントやスチュワードシップ活動について扱った論文を整理**して、その高度化に繋がる知見を得る。

a-4. 調査フローの概念図



a-5. 論文内容の集約

調査対象論文について必要な情報を抽出し、データベースを構築する。抽出する情報は以下である：

- ✓ **タイトル、出版年、著者名**
- ✓ **所属**……著者の所属機関名
- ✓ **掲載誌名、I.F.（インパクト・ファクター）**……掲載誌の重要性を表す指標
- ✓ **概要**……日本語による要旨
- ✓ **重要度**……総合的な観点から3段階に区分
- ✓ **被引用数**……他の論文から引用された回数
- ✓ **テーマ分類、ESG分類**
- ✓ **具体的な指標**……分析対象としているESG指標
- ✓ **ESGデータソース**……分析に使用したデータソース
- ✓ **投資パフォーマンスの尺度**
- ✓ **分析ユニバース**……分析データの範囲（国や地域）
- ✓ **分析期間**……分析データの期間
- ✓ **分析手法**
- ✓ **結果**……ESGとパフォーマンスの関係について肯定的か否定的か（結果の極性）
- ✓ **収集方法**……論文の選定方法1～4のいずれに該当するか
- ✓ **出版区分**……学術雑誌やプレプリントなどの区分

データベースのサンプル

タイトル	Corporate Governance and Equity Prices
出版年	2003
著者名	Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick
所属	Harvard University and NBER, Harvard University,
掲載誌名	The Quarterly Journal of Economics
掲載誌詳細	Volume 118, Issue 1, February 2003, Pages 107-156
インパクト・ファクター	
概要	株主の権利の高さを反映する「ガバナンスインデックス」を作成し、そのインデックスと株価の関係を研究した論文。下位十分位（株主が権利高い）の企業群をロングし、上位十分位（株主が権利低い）の企業群をショートする投資戦略は異常リターンを得られることが分かった。なお、株主の権利が高い企業は企業価値が高く、利益と売上成長率が高く、資本支出が少なく、企業買収が少ない傾向にあることも分かった。
被引用数	10603
重要度	3
メインテーマ	B：超過リターン
サブテーマ	D：企業価値
Z:その他の詳細	
E/S/G別	G
具体的な指標	企業ガバナンスに関する条項
ESGデータソース	Investor Responsibility Research Center (IRRC)
投資パフォーマンスの尺度	超過リターン、利益マージン、ROE、売上高成長率等
分析ユニバース	米国
分析期間	1990-1999
分析手法	FF3のα、回帰分析
結果	Positive
収集方法	1. 引用数に基づき機械的に収集した論文
出版区分	1. 学術雑誌・書籍

b. 調査対象論文一覧

b. 調査対象論文一覧 (A : レビュー論文やメタ研究①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
1	From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance	G. Clark, Andreas Feiner, Michael Viehs	2015	SSRN	
2	Strategic CSR: A Concept Building Meta-Analysis	Pushpika Vishwanathan, Hans (J.) van Oosterhout, Pursey P. M. A. R. Heugens, Patricio Duran, Marc van Essen	2020	Journal of Management Studies	Volume57, Issue2 March 2020 Pages 314-350
3	Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance	Stuart L. Gillan, Andrew Koch, Laura T. Starks	2021	Journal of Corporate Finance	Volume 66, February 2021, 101889
4	A Resource-Based Perspective On Corporate Environmental Performance And Profitability	M. Russo, P. Fouts	1997	Academy of Management Journal	40(3) 534-559
5	Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis	Eva Horváthová	2010	Ecological Economics	70 (2010) 52-59
6	A Meta-Analysis of Environmentally Sustainable Supply Chain Management Practices and Firm Performance	Susan L. Golicic, Carlo D. Smith	2013	Journal of Supply Chain Management	Volume49, Issue2, April 2013, Pages 78- 95
7	Does Environmental Management Improve Financial Performance? A Meta-Analytical Review	Elisabeth Albertini	2013	Organization & Environment	Volume 26, Issue 4
8	企業の環境パフォーマンスと財務パフォーマンス—先行研究のサーベイ—	浅野 礼美子	2019	証券アナリストジャーナル	2019年4月号 (第57巻第 4号) 16
9	Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis	Marc Orlitzky, Frank L. Schmidt, Sara L. Rynes	2003	Organization Studies	Volume 24, Issue 3
10	Divergent ESG Ratings	Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton	2020	The Journal of Portfolio Management	2020, 47 (1) 75-87
11	Corporate Social Responsibility: Strategic Implications	Abigail McWilliams, Donald S. Siegel, Patrick M. Wright	2006	Journal of Management Studies	Volume43, Issue1 January 2006 Pages 1-18
12	Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior	L. Renneboog, J.T.Horst, and C.Zhang.	2008	Journal of Banking & Finance	32(9) 1723-1742

b. 調査対象論文一覧 (A : レビュー論文やメタ研究②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
13	The Evolution of Shareholder Activism in the United States	Stuart L. Gillan, L. Starks	2009	US Corporate Governance. Columbia University Press	2009. 202-240.
14	ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies	G. Friede, T. Busch, A. Bassen	2015	Journal of Sustainable Finance & Investment	5.4 (2015): 210-233.
15	Financial Performance of Socially Responsible Investing (SRI): What Have We Learned? A Meta-Analysis	Christophe Revelli, Jean-Laurent Viviani	2015	Business Ethics: A European Review	43800
16	ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays	V. Cantino, A. Devalle, S. Fiandrino, Simona	2017	International Journal of Business and Social Science	Vol. 8, No. 5, May 2017
17	The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis	T. Busch, G. Friede	2018	Corporate Social Responsibility and Environmental Management	Volume25, Issue4 July/August 2018 Pages 583-608
18	Corporate governance and performance around the world : What we know and what we don't	Inessa Love	2011	World Bank Economic Review	Volume 26, Issue 1, February 2010, 26:42-70
19	Does Firm Size Comfound the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?	Marc Orlitzky	2001	Journal of Business Ethics	33.2 (2001): 167-180
20	Social Capital and Economic Performance: A Meta-analysis of 65 Studies	Hans Westlund, Frane Adam	2010	European Planning Studies	18.6 (2010): 893-919.
21	Does human capital matter? A meta-analysis of the relationship between human capital and firm performance	T. Russell Crook, James G. Combs, Sam Todd, David J. Woehr	2011	Journal of Applied Psychology	v96 n3 p443-456
22	ワーク・ライフ・バランスと生産性・企業業績—先進国の実証分析から分かっていること—	齋藤 隆志	2022	証券アナリストジャーナル	2022年11月号 (第60巻第11号) 13
23	Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review	Marc Orlitzky, John D. Benjamin	2001	Business & Society	Volume 40, Issue 4

b. 調査対象論文一覧 (A : レビュー論文やメタ研究③)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
24	The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings	Jonathan M. Karpoff	2001	SSRN	
25	The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance	Pieter van Beurden, Tobias Gössling	2008	Journal of Business Ethics	82, pages407–424 (2008)
26	The Challenge of Measuring Financial Impacts From Investments in Corporate Social Performance	John Pelozo	2009	Journal of Management	35(6):1518-1541
27	Institutional Logics in the Study of Organizations: The Social Construction of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance	Marc Orlitzky	2011	Business Ethics Quarterly	olume 21 , Issue 3 , July 2011 , pp. 409 - 444
28	Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance	Mark Fulton, Bruce M. Kahn, Camilla Sharples	2012	SSRN	
29	The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosures and Performance on Firm Value: A Review of the Literature in Accounting and Finance	Chris Brooks, Ioannis Oikonomou	2018	The British Accounting Review	Volume 50, Issue 1, January 2018, Pages 1-15
30	Strategies for Responsible Investing: Emerging Academic Evidence	Vaska Atta-Darkua, David Chambers, Elroy Dimson, Zhenkai Ran, Ting Yu	2020	The Journal of Portfolio Management	2020, 46 (3) 26-35;
31	サステナブルファイナンス時代の情報開示と企業価値 —企業価値向上をもたらす情報開示とは—	伊藤 晴祥	2021	証券アナリストジャーナル	2021年2月号（第59巻第2号）40

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
32	Does Pension Funds' Fiduciary Duty Prohibit the Integration of Environmental Responsibility Criteria in Investment Processes?: A Realistic Prudent Investment Test	Andreas G. F. Hoepner, Michael Rezec and Sebastian Siegl	2011	Sustainability Law & Policy eJournal	
33	Voluntary Corporate Environmental Initiatives and Shareholder Wealth	K. Fisher-Vanden, K. Thorburn	2011	Journal of Environmental Economics and Management	62.3 (2011): 430-445
34	Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors	Caroline Flammer	2013	Academy of Management Journal	Vol. 56, No. 3
35	Carbon Emissions and Stock Returns: Evidence from the EU Emissions Trading Scheme	A. Oestreich, I. Tsiakas	2015	Journal of Banking & Finance	Volume 58, September 2015, Pages 294-308
36	Is 'Being Green' Rewarded in the Market?: An Empirical Investigation of Decarbonization and Stock Returns	Soh Young In, Ashby H. B. Monk, Ki Young Park	2017	Meeting the Energy Demands of Emerging Economies	
37	Hedging Climate Risk	Mats Andersson, Patrick Bolton, Frédéric Samama	2018	Financial Analysts Journal	Volume 72, 2016 - Issue 3, Pages 13-32
38	Sustainable portfolio management under climate change	Mingyue Fang, K. S. Tan, T. Wirjanto	2018	Journal of Sustainable Finance & Investment	Volume 9, 2019 - Issue 1, Pages 45-67
39	Fossil Fuel Divestment Strategies: Financial and Carbon-Related Consequences	Chelsie Hunt, Olaf Weber	2019	Organization & Environment	2019, Vol. 32(1) 41-61
40	Corporate green bonds	Caroline Flammer	2021	Journal of Financial Economics	142 (2021) 499-516
41	Do Investors Care About Carbon Risk?	Patrick Bolton, Marcin Kacperczyk	2021	Journal of Financial Economics	Volume 142, Issue 2, November 2021, Pages 517-549
42	Foundations of Climate Investing: How Equity Markets Have Priced Climate-Transition Risks	G. Giese, Z. Nagy, Bruno Raus	2021	The Journal of Portfolio Management	2021, jpm.2021.1.283

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
43	Get Green or Die Trying? Carbon Risk Integration into Portfolio Management	Maximilian Görgen, Andrea Jacob, Martin Nerlinger	2021	The Journal of Portfolio Management	47.3 (2021): 77-93.
44	Global Pricing of Carbon-Transition Risk	Patrick Bolton, Marcin Kacperczyk	2021	NBER Working Paper	(2021), No. w28510.
45	Investor Rewards to Environmental Responsibility: Evidence from the COVID-19 Crisis	Alexandre Garel, Arthur Petit-Romec	2021	Journal of Corporate Finance	Volume 68, June 2021, 101948
46	Top-down Portfolio Implications of Climate Change	Yesim Tokat-Acikel, Marco Aiolfi, Lorne D Johnson, John Hall, Yiwen Jin	2021	The Journal of Portfolio Management	2021, jpm.2021.1.279
47	Allocating to Thematic Investments	Koye Somefun, Romain Perchet, Chenyang Yin, Raul Leote de Carvalho	2022	Financial Analysts Journal	Volume 79, 2023 - Issue 1, Pages 18-36
48	Carbon Risk Factor Framework	Alex Gurvich, Germán G. Creamer	2022	The Journal of Portfolio Management	2022, 48 (10) 148-164
49	The Interconnectedness between Green Finance Indexes and Other Important Financial Variables	Frank J. Fabozzi, Diana E. Tunaru, Radu S. Tunaru	2022	The Journal of Portfolio Management	48(10):60-77
50	東京株式市場におけるカーボンプレミアム	五島 圭一, 八木 厚樹	2022	証券アナリストジャーナル	2022年8月号 (第60巻第8号) 67
51	カーボンニュートラルと株式投資	伊藤 敬介	2023	証券アナリストジャーナル	2023年1月号 (第61巻第1号) 89
52	Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance	Michael L. Barnett, Robert M. Salomon	2006	Strategic Management Journal	Volume 27, Issue 11, November 2006, Pages 1101-1122
53	Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures	Stephen Brammer, Chris Brooks, Stephen Pavelin	2006	Financial Management	Volume 35, Issue 3, September 2006, Pages 97-116

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン③)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
54	Mutual Fund Attributes and Investor Behavior	Nicolas P.B. Bollen	2007	Journal of Financial and Quantitative Analysis	Volume 42 , Issue 3 , September 2007 , pp. 683 - 708
55	The Effect of Socially Responsible Investing on Portfolio Performance	Alexander Kempf,Peer Osthoff	2007	Organizations & Markets eJournal	Volume13, Issue5,November 2007,Pages 908-922
56	The Sustainability Footprint of Institutional Investors: ESG Driven Price Pressure and Performance	Rajna Gibson Brandon, Philipp Krüger	2018	European Corporate Governance Institute Finance Working Paper	No. 571/2018
57	Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash	Rui Albuquerque, Yrjo Koskinen, Shuai Yang, Chendi Zhang	2020	The Review of Corporate Finance Studies	9(3):593-621
58	Impact Investing	Brad M. Barber, Adair Morse, Ayako Yasuda	2021	Journal of Financial Economics	Volume 139, Issue 1, January 2021, Pages 162-185
59	The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds	Luc Renneboog, Jenke Ter Horst, Chendi Zhang	2008	Journal of Corporate Finance	14.3 (2008): 302-322.
60	SRI関連株の中長期パフォーマンスの特徴について	白須 洋子	2011	証券アナリストジャーナル	2011年5月号 (第49巻第5号) 19
61	Environmental, Social, and Governance (ESG) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence	Manapon Limkriangkrai, SzeKee Koh, Robert B. Durand	2016	International Review of Finance	Volume17, Issue3 September 2017 Pages 461-471
62	ESG開示スコアとパフォーマンス	湯山 智 教,白須 洋子,森平 爽 一郎	2019	証券アナリストジャーナル	2019年10月号 (第57巻第10号) 72
63	Mutual Fund Performance and Flows during the COVID-19 Crisis	Ľuboš Pástor, M. Vorsatz	2020	Review of Asset Pricing Studies	Volume 10, Issue 4, December 2020, Pages 791-833
64	CORPORATE IMMUNITY TO THE COVID-19 PANDEMIC	Wenzhi Ding,Ross Levine,Chen Lin,Wensi Xie	2021	Journal of Financial Economics	Volume 141, Issue 2, August 2021, Pages 802-830

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン④)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
65	Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting	Guido Giese, Zoltán Nagy, Linda-Eling Lee	2021	The Journal of Portfolio Management	2021, 47 (3) 94-111
66	Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier	L. Pedersen, S. Fitzgibbons, Lukasz Pomorski	2021	Journal of Financial Economics	Volume 142, Issue 2, November 2021, Pages 572-597
67	The Resilience of French Companies to the COVID-19 Crisis	Alexandre Garel, Arthur Petit-Romec	2021	Finance	vol. 42(3), pages 99-137
68	Toward ESG Alpha: Analyzing ESG Exposures through a Factor Lens	Ananth Madhavan, Aleksander Sobczyk, Andrew Ang	2021	Financial Analysts Journal	Volume 77, 2021 - Issue 1, Pages 69-88
69	Which Corporate ESG News Does the Market React To?	George Serafeim, Aaron Yoon	2022	Financial Analysts Journal	Volume 78, 2022 - Issue 1, Pages 59-78
70	Socially Responsible Fixed-Income Funds	Jeroen Derwall, K. Koedijk	2009	Monetary Economics eJournal	Volume 36, Issue 1-2, January/March 2009, Pages 210-229
71	Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices	Michael Schröder	2005	Journal of Business Finance & Accounting	Volume 34, Issue 1-2, January/March 2007, Pages 331-348
72	The Determinants of Sin Stock Returns : Evidence on the European Market	Julie Salaber	2007	SSRN	
73	Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective	Darren D. Lee, Robert W. Faff	2009	The Financial Review	Volume 44, Issue 2, May 2009, Pages 213-237
74	The Wages of Social Responsibility	Meir Statman, Denys Glushkov	2009	Financial Analysts Journal	Volume 65, 2009 - Issue 4, Pages 33-46
75	社会的責任投資（SRI）ファンドのパフォーマンスに関する実証研究	浅野 礼美子, 佐々木 隆文	2011	証券アナリストジャーナル	2011年5月号（第49巻第5号）29
76	Does it cost to be sustainable?	J. E. Humphrey, D. D. Lee, Y. Shen	2012	Journal of Corporate Finance	18, 626-639
77	Socially Responsible Funds and Market Crises	John Nofsinger, Abhishek Varma	2012	Journal of Banking & Finance	Volume 48, November 2014, Pages 180-193
78	社会的責任投資（SRI）ファンド採用銘柄のパフォーマンス —SRIスクリーニングの有効性—	小方 信幸	2013	証券アナリストジャーナル	2013年8月号（第51巻第8号）78

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン⑤)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
79	Style and performance of international socially responsible funds in Europe	Europe Paulo Leitea, Maria Céu Cortez	2014	Research in International Business and Finance	30:248-267
80	The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance	Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, George Serafeim	2014	Management Science	60, no. 11 (November 2014): 2835-2857
81	The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter?	G. Capelle-Blancard, S. Monjon	2014	European Financial Management	20.3 (2014): 494-520.
82	Corporate Goodness and Shareholder Wealth	Philipp Kruger	2015	Journal of Financial Economics	Volume 115, Issue 2, February 2015, Pages 304-329
83	The wages of social responsibility ? where are they? A critical review of ESG investing	Gerhard Halbritter, Gregor Dorfleitner	2015	Review of Financial Economics	Volume 26, September 2015, Pages 25-35
84	Corporate sustainability and asset pricing models: empirical evidence for the Brazilian stock market	Vitor Gonçalves de Azevedo, André Alves Portela Santos, Lucila Maria de Souza Campos	2016	Production	vol.26, n3, p.516-526, 2016
85	Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data	Benjamin R. Auer, Frank Schuhmacher	2016	The Quarterly Review of Economics and Finance	59:51-62
86	Performance Evaluation of Socially Responsible Stocks Portfolios across Sectors during Different Economic Conditions	Vanita Tripathi, Varun Bhandari	2016	Journal of Management Research	16.02 (2016): 87-105.
87	Does Corporate Social Responsibility Affect Mutual Fund Performance and Flows?	Sadok El Ghouli, Aymen Karoui	2017	Capital Markets: Market Efficiency eJournal	Volume 77, April 2017, Pages 53-63
88	Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly	David Blitz, Frank J. Fabozzi	2017	The Journal of Portfolio Management	Fall 2017, 44 (1) 105-111
89	Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis	Karl V. Lins, Henri Servaes, Ane Tamayo	2017	The Journal of Finance	Volume 72, Issue 4 August 2017 Pages 1785-1824

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン⑥)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
90	Financial performance of ESG integration in US investing	PRI	2018	PRI	43151
91	Corporate Ethical Behaviours and Firm Equity Value and Ownership: Evidence from the GPGF's Ethical Exclusions	Vaska Atta-Darkua	2019	SSRN	
92	Corporate Governance, ESG, and Stock Returns around the World	Mozaffar Khan	2019	Financial Analysts Journal	75:4, 103-123
93	Integrating ESG in Portfolio Construction	Roy Henriksson, Joshua Livnat, Patrick Pfeifer, Margaret Stum	2019	The Journal of Portfolio Management	45(4):67-81
94	The Alpha, Beta, and Sigma of ESG: Better Beta, Additional Alpha?	Brian Jacobsen, Wai Lee, Chao Ma	2019	The Journal of Portfolio Management	2019, 45 (6) 6-15
95	An Integrated Approach to Quantitative ESG Investing	Mike Chen, George Mussalli	2020	The Journal of Portfolio Management	Ethical Investing 2020, 46 (3) 65-74
96	ESG-screening and factor-risk-adjusted performance: the concentration level of screening does matter	Ick Jin	2020	Journal of Sustainable Finance & Investment	(2020): 1-21.
97	Public Sentiment and the Price of Corporate Sustainability	George Serafeim	2020	Financial Analysts Journal	Volume 76, 2020 - Issue 2, Pages 26-46
98	Sustainable investments in the Norwegian stock market	Sondre R. Fiskerstrand, Susanne Fjeldavli, Thomas Leirvik, Yevheniia Antoniuk, Oleg Nenadić	2020	Journal of Sustainable Finance & Investment	Volume 10, 2020 - Issue 3, Pages 294-310
99	ESG Didn't Immunize Stocks During the COVID-19 Crisis, But Investments in Intangible Assets Did	Elizabeth Demers, Jurian Hendrikse, Philip Joos, Baruch Lev	2021	Journal of Business Finance & Accounting	48:433-462
100	Socially Responsible Investing Strategies under Pressure: Evidence from COVID-19	G. Capelle-Blancard, Adrien Desroziers, O. Zerbib	2021	The Journal of Portfolio Management	2021, 47 (9) 178-197
101	Stock Price Reactions to ESG News: The Role of ESG Ratings and Disagreement	George Serafeim, Aaron Yoon	2021	Review of Accounting Studies	2022

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン⑦)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
102	The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China	David C Broadstock, Kalok Chan, Louis TW Cheng, Xiaowei Wang	2021	Finance Research Letters	Volume 38, January 2021, 101716
103	Do High Ability Managers Choose ESG Projects that Create Shareholder Value? Evidence from Employee Opinions	Kyle T. Welch, Aaron S. Yoon	2022	Review of Accounting Studies	(2022): 1-28.
104	Fund Performance and Social Responsibility: New Evidence using Social Active Share and Social Tracking Error	Sadok El Ghouli, Aymen Karoui	2022	Journal of Banking & Finance	Volume 143, October 2022, 106598
105	Sustainability Preferences Under Stress: Evidence from COVID-19	Robin Döttling, Sehoon Kim	2022	Journal of Financial and Quantitative Analysis	(2022)First View , pp. 1 - 39
106	Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors	Stuart L. Gillan, Laura T. Starks	2000	Journal of Financial Economics	Volume 57, Issue 2, August 2000, Pages 275-305
107	Corporate Governance and Equity Prices	Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick	2003	The Quarterly Journal of Economics	Volume 118, Issue 1, February 2003, Pages 107-156
108	Governance Mechanisms and Equity Prices	M. Cremers, Vinay B. Nair	2005	The Journal of Finance	Volume60, Issue6 December 2005 Pages 2859-2894
109	Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations	JOHN E. CORE, WAYNE R. GUAY, TJOMME O. RUSTICUS	2006	The Journal of Finance	Volume61, Issue2 April 2006 Pages 655-687
110	The price of sin: The effects of social norms on markets	Harrison Hong, Marcin Kacperczyk	2009	Journal of Financial Economics	93 (2009) 15-36
111	株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性—	光定 洋介、蜂谷 豊彦	2009	証券アナリストジャーナル	2009年1月号 (第47巻第1号) 51
112	A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices with Updated and Supplemental Results	Shane A. Johnson, Theodore C. Moorman, Sorin Sorescu	2011	The Review of Financial Studies	Volume 22, Issue 11, November 2009, Pages 4753-4786
113	Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns	Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, and Charles C. Y. Wang	2013	Journal of Financial Economics	Volume 108, Issue 2, May 2013, Pages 323-348

b. 調査対象論文一覧 (B : 超過リターン⑧)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
114	International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style	Rob Bauer, Kees Koedijk, Roge ´r Otten	2005	Journal of Banking & Finance	Volume 29, Issue 7, July 2005, Pages 1751-1767
115	Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices	Alex Edmans	2011	Journal of Financial Economics	Volume 101, Issue 3, September 2011, Pages 621-640
116	Employee Satisfaction, Labor Market Flexibility, and Stock Returns Around the World	Alex Edmans, Lucius Li, Chendi Zhang	2014	NBER Working Paper	No. w20300, 2014.
117	働きやすい会社のパフォーマンス	山田 徹, 臼井 健人, 後藤 晋吾	2017	証券アナリストジャーナル	2017年11月号 (第55巻第11号) 75
118	Employees' online reviews and equity prices	Efthymia Symitsi, Panagiotis Stamolampros, George Daskalakis	2018	Economics Letters	162 (2018): 53-55.
119	従業員口コミを用いた企業の組織文化と業績パフォーマンスとの関係	西家 宏典, 津田 博史	2018	証券アナリストジャーナル	2018年7月号 (第56巻第7号) 69
120	日本企業の人材投資効率と株主価値	石川 康, 長谷川 恭司	2019	証券アナリストジャーナル	2019年6月号 (第57巻第6号) 67
121	Employee Satisfaction and Long-Run Stock Returns, 1984-2020	Hamid Boustanifar, Young Dae Kang	2022	Financial Analysts Journal	Volume 78, 2022 - Issue 3
122	The Value of Employee Satisfaction in Disastrous Times: Evidence from COVID-19	Chenyu Shan, Dragon Yongjun Tang	2022	Review of Finance	2022, 1-50
123	ESGファクターと株式リターンとの関係	伊藤 正晴	2016	証券アナリストジャーナル	2016年7月号 (第54巻第7号) 39
124	Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality	Mozaffar Khan, George Serafeim, Aaron Yoon	2015	Harvard Business School Working Paper	No. 15-073, March 2015
125	Sustainable investing in equilibrium	Lubos Pastor, Robert F. Stambaugh, Lucian A. Taylor	2021	Journal of Financial Economics	Volume 142, Issue 2, November 2021, Pages 550-571

b. 調査対象論文一覧 (C : リスク抑制①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
126	Corporate Environmental Policy and Shareholder Value: Following the Smart Money	Chitru S. Fernando, Mark P. Sharfman, V. Uysal	2017	Journal of Financial and Quantitative Analysis	52.5 (2017): 2023-2051.
127	Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence	Sadok El Ghouli, O. Guedhami, Hakkon Kim, Kwangwoo Park	2018	Journal of Business Ethics	149, pages335-361 (2018)
128	Institutional Investors and Corporate Social Responsibility	John R.Nofsinger, Johan Sulaeman, Abhishek Varma	2019	Journal of Corporate Finance	Volume 58, Pages 700-725
129	THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND SHAREHOLDER VALUE: AN EMPIRICAL TEST OF THE RISK MANAGEMENT HYPOTHESIS	PAUL C. GODFREY, CRAIG B. MERRILL, JARED M. HANSEN	2009	Strategic Management Journal	30: 425-445 (2009)
130	The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans	Allen Goss, G. Roberts	2011	Journal of Banking & Finance	Volume 35, Issue 7, Pages 1794-1810
131	Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors	Hoje Jo, Haejung Na	2012	Journal of Business Ethics	volume 110, pages441-456 (2012)
132	The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis	Ioannis Oikonomou, Chris Brooks, Stephen. Pavelin	2012	Financial Management	41 (2). pp. 483-515
133	Corporate social responsibility and stock price crash risk	Yongtae Kim, Haidan Li, Siqi Li	2014	Journal of Banking & Finance	43 (2014): 1-13.
134	Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency	Dan Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang, Yong George Yang	2014	Journal of Accounting and Public Policy	Volume 33, Issue 4, July-August 2014, Pages 328-355
135	Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification	Pornsit Jiraporn, Napatsorn Jiraporn, Ardisak Boeprasert, Kiyoun Chang	2014	Financial Management	Volume43, Issue3, Fall 2014, ,Pages 505-531
136	ESGと株価急落リスク	呂 潔, 中嶋 幹	2016	証券アナリストジャーナル	2016年7月号 (第54巻第7号) 26
137	ASSESSING RISK THROUGH ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE EXPOSURES	Jeff Dunna, Shaun Fitzgibbonsa, Lukasz Pomorskia	2018	Journal of Investment Management	Vol. 16, No. 1, (2018), pp. 4-17

b. 調査対象論文一覧 (C : リスク抑制②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
138	Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Cost of Equity: A Cross-Country Comparison	Wolfgang Breuer, Torbjörn Müller, David Rosenbach, Astrid Salzmann	2018	Journal of Banking & Finance	Volume 96, November 2018, Pages 34-55
139	Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance	G. Giese, Linda-Eling Lee, D. Melas, Z. Nagy, Laura Nishikawa	2019	The Journal of Portfolio Management	45.5 (2019): 69-83.
140	Lowering Portfolio Risk with Corporate Social Responsibility	John M. Clark, Kevin Krieger, Nathan Mauck	2019	The Journal of Investing ESG Special Issue	2019, 28 (2) 43-52
141	Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital	Kevin C. W. Chen, Zhihong Chen, K. Wei	2009	Journal of Corporate Finance	15.3 (2009): 273-289.
142	Default Risk Estimation, Bank Credit Risk, and Corporate Governance	Lorne N. Switzer, Jun Wang	2013	Financial markets, Institutions & Instruments	Volume22, Issue2, May 2013, Pages 91-112

b. 調査対象論文一覧 (D : 企業価値①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
143	DO CORPORATE GLOBAL ENVIRONMENTAL STANDARDS CREATE OR DESTROY MARKET VALUE?	Glen Dowell, Stuart Hart, Bernard Yeung	2000	The Journal of Finance	Vol. 46, No. 8 (Aug., 2000), pp. 1059-1074 (16 pages)
144	Does It Really Pay to Be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance: An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance	Andrew A. King, M. Lenox	2001	Journal of Industrial Ecology	Volume5, Issue1, January 2001, Pages 105-116
145	Does the Market Value Environmental Performance?	Shameek Konar and Mark A. Cohen	2001	The Review of Economics and Statistics	(2001) 83 (2): 281-289.
146	Environmental risk management and the cost of capital	Mark P. Sharfman and Chitru S. Fernando	2008	Strategic Management Journal	Volume29, Issue6, June 2008, Pages 569-592
147	IS THE TAIL WAGGING THE DOG? AN EMPIRICAL ANALYSIS OF CORPORATE CARBON FOOTPRINTS AND FINANCIAL PERFORMANCE	Delmas Magali A, Nairn-Birch Nicholas S	2010	UCLA Working Paper Series	-
148	The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency	N. Guenster, Rob Bauer, Jeroen Derwall, K. Koedijk	2011	European Financial Management	17.4 (2011): 679-704.
149	The impact of carbon emissions on asset values and operating cash flows: evidence from Australian listed companies	Yongqing Li, I. Eddie, Jinghui Liu	2013	Journal of Modern Accounting and Auditing	9.1 (2013): 94.
150	The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative?	Peter M. Clarkson, Xiaohua Fang, Yue Li, Gordon Richardson	2013	Journal of Accounting and Public Policy	Volume 32, Issue 5, September-October 2013, Pages 410-431
151	Disclosure effects, carbon emissions and corporate value	Saka, Chika, and Tomoki Oshika	2014	Sustainability Accounting Management and Policy Journal	5.1 (2014): 22-45
152	Environmental Externalities and Cost of Capital	S. Chava	2014	Management Science	60.9 (2014): 2223-2247
153	Firm-Value Effects of Carbon Emissions and Carbon Disclosures	E. M. Matsumura, Rachna Prakash, Sandra C. Vera-Muñoz	2014	The Accounting Review	89.2 (2014): 695-724.

b. 調査対象論文一覧 (D : 企業価値②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
154	Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence	Marlene Plumlee, Darrell Brown, Rachel M. Hayes, R. Scott Marshall	2015	Journal of Accounting and Public Policy	Volume 34, Issue 4, July–August 2015, Pages 336-361
155	気候変動に関する定性的情報開示と企業価値	田中 優希	2019	証券アナリストジャーナル	2019年4月号 (第57巻第4号) 35
156	Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?	Abigail McWilliams, D. Siegel	2000	Strategic Management Journal	21.5 (2000): 603-609.
157	Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity	Roberto García-Castro, Miguel Angel Ariño, M. Canela	2010	Journal of Business Ethics	92.1 (2010): 107-126.
158	Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility	Hoje Jo, Maretno A. Harjoto	2011	Journal of Business Ethics	103, pages351–383 (2011)
159	Product and environmental social performance: Varying effect on firm performance	SATISH JAYACHANDRAN, KARTIK KALAIANAM, MEIKE EILERT	2013	Strategic Management Journal	Strat. Mgmt. J., 34: 1255–1264 (2013)
160	The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness	H. Servaes, Ane Tamayo	2013	Management Science	59(5) 1045-1061
161	Valuation effects of corporate social responsibility	Ali Fatemi, Iraj Fooladi, H. Tehranian	2015	Journal of Banking & Finance	59 (2015): 182-192.
162	Socially Responsible Firms	Allen Ferrell, Hao Liang, Luc Renneboog	2016	Journal of Financial Economics	Volume 122, Issue 3, December 2016, Pages 585-606
163	Corporate Sustainability and Financial Performance of Chinese Banks	Olaf Weber	2017	Sustainability Accounting Management and Policy Journal	8(3).
164	Firms' Environmental, Social and Governance (ESG) Choices, Performance, and Managerial Motivation	Stuart L. Gillan, Jay C. Hartzell, Andrew Koch, Laura T. Starks	2010	該当なし	
165	Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth	Alan Gregory, Rajesh Tharyan, Julie Whittaker	2014	Journal of Business Ethics	volume 124, pages633–657 (2014)

b. 調査対象論文一覧 (D : 企業価値③)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
166	Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital	Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee	2015	Journal of Corporate Finance	Volume 34, October 2015, Pages 128-14
167	Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea	Bohyun Yoon, Jeong Hwan Lee, Ryan Byun	2018	Sustainability	10.10 (2018): 3635
168	The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research	Jennifer J. Griffin, John F. Mahon	1997	Business & Society	Volume 36, Issue 1
169	Corporate Social Responsibility and Financial Performance	Dam Lammertjan	2008	該当なし	
170	Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?	Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C. Y. Kwok, Dev Mishra	2011	Journal of Banking & Finance	Volume 35, Issue 9, September 2011, Pages 2388-2406
171	Corporate Social Responsibility and Credit Ratings	Najah Attig, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Jungwon Suh	2013	Journal of Business Ethics	117:679-694
172	Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers	Xin Deng, Jun-koo Kang, Buen Sin Low	2013	Journal of Financial Economics	Volume 110, Issue 1, October 2013, Pages 87-109
173	Corporate Social Responsibility and its Impact on Financial Performance: Investigation of U.S. Commercial Banks	Marcia Millon Cornett, Ogtongsetseg Erhemjamts, H. Tehranian	2014	European Financial Management Association 2014 Annual Meeting	
174	CSRパフォーマンスと企業価値—株主によるモニタリングの影響—	川村 通, 永田 京子	2016	証券アナリストジャーナル	2016年7月号 (第54巻第7号) 15
175	The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power	Yiwei Li, Mengfeng Gong, Xiuye Zhang, Lenny Koh	2017	The British Accounting Review	Volume 50, Issue 1, January 2018, Pages 60-75
176	Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data	Amal Aouadi, Sylvain Marsat	2018	Journal of Business Ethics	volume 151, pages1027-1047 (2018)
177	Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence	R. Albuquerque, Y. Koskinen, Chendi Zhang	2019	Management Science	Vol. 65, No. 10, October 2019, pp. 4451-4469

b. 調査対象論文一覧 (D : 企業価値④)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
178	Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector	Amina Buallay	2019	Management of Environmental Quality: An International Journal	14 Jan 2019, Vol. 30, Issue 1, pages 98 - 115
179	Does Corporate Social Responsibility Create Shareholder Value? The Importance of Long-Term Investors	Phuong-Anh Nguyen, Ambrus Kecskés, Sattar Mansi	2020	Journal of Banking & Finance	Volume 112, March 2020, 105217
180	Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns	Lex Donaldson, James H. Davis	1991	Australian Journal of Management	Volume 16 Issue 1, June 1991, pp. 49-64
181	Corporate Governance and Firm Valuation	Lawrence D. Brown, Marcus L. Caylor	2006	Journal of Accounting and Public Policy	Volume 25, Issue 4, July-August 2006, Pages 409-434
182	Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices	Xavier Giroud, Holger M. Mueller	2011	The Journal of Finance	Volume 66, Issue 2, April 2011 Pages 563-600
183	Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting	Dan S. Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang, Yong George Yang	2011	The Accounting Review	86 (1): 59-100.
184	Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach	Caroline Flammer	2015	Management Science	Volume 61, Issue 11, November 2015, Pages iv-vi, 2549-2824
185	The Corporate Social-Financial Performance Relationship	Lee E. Preston, Douglas P. O'Bannon	1997	Business & Society	Volume 36, Issue 4
186	The impact of racial diversity on intermediate and long-term performance: The moderating role of environmental context	ORLANDO C. RICHARD, B. P. S MURTHI, KIRAN ISMAIL	2007	Strategic Management Journal	28: 1213-1233 (2007)
187	Labor-Friendly Corporate Practices: Is What is Good for Employees Good for Shareholders?	Olubunmi Faleye, Emery A. Trahan	2011	Journal of Business Ethics	101, pages 1-27 (2011)
188	Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies	Alison Mackey, Tyson B. Mackey and Jay B. Barney	2007	Academy of Management Review	2007, Vol. 32, No. 3, 817-835.

b. 調査対象論文一覧 (E : 債券ESG投資①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
189	Corporate Environmental Management and Credit Risk	Rob Bauer, Daniel Hann	2010	SSRN	
190	Climate Vulnerability and the Cost of Debt	Gerhard Kling, Yuen C Lo, Victor Murinde, Ulrich Volz	2018	SSRN	
191	Do Shareholders Benefit From Green Bonds?	Dragon Yongjun Tang, Yupu Zhang	2018	Journal of Corporate Finance	Volume 61, April 2020, 101427
192	The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds	Olivier David Zerbib	2019	Journal of Banking & Finance	Volume 98, January 2019, Pages 39-60
193	The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification	Maria Jua Bachelet, Leonardo Becchetti and Stefano Manfredonia	2019	Sustainability	2019, 11(4), 1098
194	Are green bonds priced differently from conventional bonds?	Yue Wu	2022	Emerging Markets Review	Volume 52, September 2022, 100909
195	Climate Regulatory Risks and Corporate Bonds	Lee Seltzer, Laura T. Starks, and Qifei Zhu	2022	Federal Reserve Bank of New York Staff Reports	Number 1014 April 2022
196	Corporate Bonds and Climate Change Risk	Afsaneh Mastouri, Rohit Mendiratta, Guido Giese	2022	The Journal of Portfolio Management	2022, 48 (10) 78-97
197	The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Ratings	Ioannis Oikonomou, Chris Brooks, Stephen Pavelin	2014	The Financial Review	Volume 49, Issue 1 p. 49-75
198	Trust, social capital, and the bond market benefits of ESG performance	Hami Amiraslani & Karl V. Lins & Henri Servaes & Ane Tamayo	2022	Review of Accounting Studies	2022
199	Environmental, Social and Governance (ESG) performance and sovereign bond spreads: an empirical analysis of OECD countries	Gunther Capelle-Blancard, Patricia Crifo, Marc-Arthur Diaye, Rim Oueghlissi, Bert Scholtens	2017	SSRN	2874262 (2016)
200	Firm-Value Effects of CSR Disclosure and CSR Performance	Robert Gutsche, Jan-Frederic Schulz, Michael Gratwohl	2017	EFMA-Conference proceedings	

b. 調査対象論文一覧 (E : 債券ESG投資②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
201	Understanding the Relationships between Environmental and Social Risk Factors and Financial Performance of Global Infrastructure Projects	Daniil Kiose, Steve Keen	2017	iBusiness	2017, 9, 80-100
202	Measuring and Managing ESG Risks in Sovereign Bond Portfolios and Implications for Sovereign Debt Investing	L. Martellini, Lou-Salomé Vallée	2021	The Journal of Portfolio Management	2021, 47 (9) 198-223
203	Corporate Social Responsibility: Is it Rewarded by the Corporate Bond Market? A Critical Note	Klaus Michael Menz	2010	Journal of Business Ethics	volume 96, pages117-134 (2010)
204	Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: The moderating role of country sustainability	Christoph Stellner, Christian Klein, and Bernhard Zwergel	2015	Journal of Banking & Finance	Pages 5449-5956
205	Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds	Wenxia Ge, Mingzhi Liu	2015	Journal of Accounting and Public Policy	Volume 34, Issue 6, November–December 2015, Pages 597-624
206	ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds	SIMON POLBENNIKOV, ALBERT DESCLÉE, LEV DYNKIN, AND ANANDO MAITRA	2016	The Journal of Fixed Income	Summer 2016, 26 (1) 21-41
207	The Effect of Social Screening on Bond Mutual Fund Performance	Hans-MartinHenke	2016	Journal of Banking & Finance	Volume 67, June 2016, Pages 69-84
208	The Performance of European Socially Responsible Fixed-Income Funds	Paulo Leite, Maria Céu Cortez	2016	SSRN	
209	The Performance of European Socially Responsible Fixed-Income Funds	Paulo Leite, Maria Céu Cortez	2016	SSRN	
210	Sustainable investing and bond returns	Albert Desclée, Lev Dynkin and Jay Hyman	2017	Barclays report	
211	The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis	Alain Devalle, Simona Fiandrino & Valter Cantino	2017	International Journal of Business and Management	Vol 12, No.9
212	Do environment, social and governance performance impact credit ratings: a study from India	Sonali Bhattacharya, Dipasha Sharma	2019	International Journal of Ethics and Systems	Vol. 35 No. 3, pp. 466-484

b. 調査対象論文一覧 (E : 債券ESG投資③)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
213	ESG in Global Corporate Bonds The Analysis Behind the Hype	Bhupinder Bahra, Lovjit Thukral	2020	The Journal of Portfolio Management	2020, 46 (8) 133-147
214	The Impact of Corporate Social and Environment Performance on Credit Rating Prediction: North America versus Europe	Gregor Dorfleitner, Johannes Grebler and Sebastian Utz	2020	Journal of Risk	Vol 22 No. 6 Pages: 1-33.
215	Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors	Sanjeev Bhojraj, Partha Sengupta	2003	The Journal of Business	Vol. 76, No. 3 (July 2003), pp. 455-475
216	Does Corporate Governance Matter to Bondholders?	Mark S. Klock, S. Mansi, W. Maxwell	2005	Journal of Financial and Quantitative Analysis	Volume 40, Issue 4, December 2005, pp. 693 - 719
217	Governance Mechanisms and Bond Prices	M. Cremers, Vinay B. Nair, Chenyang (Jason) Wei	2007	The Review of Financial Studies	20.5 (2007): 1359-1388
218	Do Non-Financial Stakeholders Affect the Pricing of Risky Debt? Evidence from Unionized Workers	Huafeng (JASON) Chen, Marcin Kacperczyk, Hernán Ortiz-Molina	2011	Review of Finance	Volume 16, Issue 2, April 2012, Pages 347-383
219	The Effects of Data Transparency Policy Reforms on Emerging Market Sovereign Bond Spreads	Sangyup Choi, Yuko Hashimoto	2017	IMF Working Paper	WP/17/74
220	Institutional Investment Horizons, Corporate Governance, and Credit Ratings: International Evidence	Hamdi Driss, Wolfgang Drobetz, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami	2021	Journal of Corporate Finance	Volume 67, April 2021, 101874
221	Employee Relations and Credit Risk	Rob Bauer, Jeroen Derwall, Daniel Hann	2009	SSRN	
222	Expertise among SRI fixed income funds and their management companies	Andreas G. F. Hoepner, Marcus Nilsson	2017	SSRN	

b. 調査対象論文一覧 (F: エンゲージメント①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
223	The FTSE4Good Effect: The Impact of Responsible Investment Indices on Environmental Management	C. Mackenzie, Bill Rees, T. Rodionova	2012	SSRN	
224	The Real Effects of Environmental Activist Investing	S. L. Naaraayanan, Kunal Sachdeva, Varun Sharma	2021	European Corporate Governance Institute Finance Working Paper	No.743/2021
225	Active Ownership	Elroy Dimson, Oğuzhan Karakaş, Xi Li	2015	The Review of Financial Studies	Volume 28, Issue 12, December 2015, Pages 3225–3268
226	機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果	日高 航,池田 直史,井上 光太郎	2021	RIETI Discussion Paper Series	Discussion Paper Series 21-J-036
227	Private Shareholder Engagements on Material ESG Issues	R. Bauer, Jeroen Derwall, Colin Tissen	2022	SSRN	
228	Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance	Tamas Barko, Martijn Cremers & Luc Renneboog	2022	Journal of Business Ethics	180 pages777–812
229	How ESG Engagement Creates Value for Investors and Companies	Dr Jean-Pascal Gond,Dr Niamh O’Sullivan,Dr Rieneke Slager,Mikael Homanen,Dr Michael Viehs and Szilvia Mosony	2018	PRI	43216
230	Environmental, Social, and Governance Proposals and Shareholder Activism	Jiaying Wei	2020	The Journal of Portfolio Management	Ethical Investing 2020, 46 (3) 49-64
231	ESG Shareholder Engagement and Downside Risk	Andreas G. F. Hoepner, Ioannis Oikonomou, Zacharias Sautner, Laura T. Starks, Xiao Y. Zhou	2020	European Corporate Governance Institute Finance Working Paper	No. 671/2020
232	Coordinated Engagements	E. Dimson, Oğuzhan Karakaş, Xi Li	2021	European Corporate Governance Institute Finance Working Paper	No.721/2021

b. 調査対象論文一覧 (F: エンゲージメント②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
233	Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS	Michael P. Smith	1996	The Journal of Finance	Vol. 51, No. 1 (Mar., 1996), pp. 227-252 (26 pages)
234	Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors	Reena Aggarwal, Isil Erel, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos	2011	Journal of Financial Economics	Volume 100, Issue 1, April 2011, Pages 154-181
235	THE LONG-TERM EFFECTS OF HEDGE FUND ACTIVISM	Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, and Wei Jiang	2015	NBER Working Paper	No. 21227
236	Family Control and Corporate Social Responsibility	Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, He Wang	2016	Journal of Banking & Finance	Volume 73, December 2016, Pages 131-146
237	Institutional investors and corporate governance: The incentive to be engaged	Jonathan Lewellen, Katharina Lewellen	2021	The Journal of Finance	77:213-264
238	Outsourcing Active Ownership in Japan	Marco Becht, Julian R. Franks, Hideaki Miyajima, Kazunori Suzuki	2021	European Corporate Governance Institute Finance Working Paper	No. 766/2021
239	The "Washing Machine": Investment Strategies and Corporate Behavior with Socially Responsible Investors	Christian Gollier, Sebastien Pouget	2014	TSE Working Papers	No 14-457
240	Long-term economic consequences of hedge fund activist interventions	Ed deHaan, David Larcker & Charles McClure	2019	Review of Accounting Studies	24, pages536-569 (2019)

b. 調査対象論文一覧 (Z : その他①)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
241	Assessing Climate Change Impact on Sovereign Bonds	Lera Bowman, Dapeng Hu, Mark Hu, Amit Madaan, Antonio Baldaque da Silva	2022	The Journal of Portfolio Management	2022, 48 (10) 98-118
242	Corporate social responsibility performance and information asymmetry	Seong Y. Cho, Cheol Lee, Ray J. Pfeiffer Jr.	2012	Journal of Accounting and Public Policy	Volume 32, Issue 1, January–February 2013, Pages 71-83
243	Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers	Aaron Chatterji, Rodolphe Durand, David Levine, Samuel Touboul	2015	Strategic Management Journal	Volume37, Issue8, August 2016, Pages 1597-1614
244	Socially responsible firms	Allen Ferrell, Liang Hao, Luc Renneboog	2016	Journal of Financial Economics	Volume 122, Issue 3, December 2016, Pages 585-606
245	ESG as Waving Banners and as Pulling Plows	M. Statman	2020	The Journal of Portfolio Management	46.3 (2020): 16-25.
246	Investor Horizons and Corporate Policies	Francois Derrien, Ambrus Kecskes and David Thesmar	2013	Journal of Financial and Quantitative Analysis	Vol. 48, No. 6 pp. 1755-1780
247	Do Long-Term Investors Improve Corporate Decision Making?	JARRAD HARFORD, AMBRUS KECSKÉS, and SATTAR MANSI	2017	Finance Down Under 2015 Building on the Best from the Cellars of Finance Paper	
248	Do Directors Drive Corporate Sustainability?	Peter Iliev & Lukas Roth	2020	SSRN	
249	Renewable Governance: Good for the Environment?	I. Dyck, Karl V. Lins, Lukáš Roth, Mitch Towner, Hannes F. Wagner	2023	Journal of Accounting Research	Volume61, Issue1 March 2023 Pages 279-327
250	Peer effects of corporate social responsibility	Jie Cao, Hao Liang, Xintong Zhan	2019	Management Science	Volume 65, Issue 12 December 2019Pages 5449-5956

b. 調査対象論文一覧 (Z : その他②)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
251	Investor Horizons, Long-Term Blockholders, and Corporate Social Responsibility	Simon Gloßner	2018	Journal of Banking & Finance	Volume 103, June 2019, Pages 78-97
252	Institutional Ownership Horizon, Corporate Social Responsibility and Shareholder Value	Otgontsetseg Erhemjamts, Kershen Huang	2019	Journal of Business Research	Volume 105, December 2019, Pages 61-79
253	Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function	Michael C. Jensen	2001	European Financial Management	Vol. 7, No. 3, 2001, 297-317
254	Stakeholder Theory and "The Corporate Objective Revisited"	R. Edward Freeman, Andrew C. Wicks, Bidhan Parmar	2004	Organization Science	Vol. 15, No. 3, May-June 2004, pp. 364-369
255	Corporate Social Responsibility and Social Entrepreneurship	DAVID P. BARON	2007	Journal of Economics & Management Strategy	Volume16, Issue3,Fall 2007,Pages 683-717
256	The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World	Miguel A. Ferreira, Pedro Matos	2008	Journal of Financial Economics	Volume 88, Issue 3, June 2008, Pages 499-533
257	INDIVIDUAL AND CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY	ROLAND BÉNABOU, JEAN TIROLE	2009	Economica	Volume 77, Issue 305 p. 1-19
258	ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented	Emiel van Duuren, Auke Plantinga, Bert Scholtens	2016	Journal of Business Ethics	138, pages525-533 (2016)
259	Corporate ESG Profiles and Investor Horizons	Laura Starks, Parth Venkat, Qifei Zhu	2017	SSRN	
260	Shaped by Their Daughters: Executives, Female Socialization, and Corporate Social Responsibility	Henrik Cronqvist, Frank Yu	2017	Journal of Financial Economics	Volume 126, Issue 3, December 2017, Pages 543-562
261	Do long-term institutional investors promote corporate social responsibility activities?	Hyun-Dong Kim, Taeyeon Kim, Yura Kim, Kwangwoo Park	2019	Journal of Banking & Finance	Volume 101, April 2019, Pages 256-269
262	Performance and Risk Analysis of Index-Based ESG Portfolios	GUIDO GIESE, LINDA-ELING LEE, DIMITRIS MELAS, ZOLTÁN NAGY, and LAURA NISHIKAWA	2019	The Journal of Beta Investment Strategies	Spring 2019, 9 (4) 46-57

b. 調査対象論文一覧 (Z: その他③)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
263	Institutional Shareholders and Corporate Social Responsibility	Chen Tao, Dong Hui, Lin Chen	2020	Journal of Financial Economics	Volume 135, Issue 2, February 2020, Pages 483-504
264	Is Exclusion Effective?	David Blitz, L. Swinkels	2020	The Journal of Portfolio Management	46.3 (2020): 42-48.
265	The Effect of Green Investment on Corporate Behavior	R. Heinkel, A. Kraus, J. Zechner	2001	Journal of Financial and Quantitative Analysis	VOL. 36, NO. 4 DECEMBER 2001
266	Creating sustainable value	S. Hart, M. Milstein	2003	Academy of Management Executive	Vol. 17, No. 2
267	What gets measured gets managed? Responsible Investment indices and responsible corporate behaviour	Rieneke Slager	2010	Academy of Management Proceedings	Vol. 2010, No. 1
268	Corporate Social Responsibility, Noise, and Stock Market Volatility	Marc Orlitzky	2013	Academy of Management Perspectives	27.3 (2013): 238-254.
269	Corporate Social Responsibility and Access to Finance	Beiting Cheng, I. Ioannou, George Serafeim	2014	Strategic Management Journal	Volume 35, Issue 1, January 2014, Pages 1-23
270	Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests	R. Borghesi, J. Houston, A. Naranjo	2014	Journal of Corporate Finance	Volume 26, June 2014, Pages 164-181
271	Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG rating approaches	G. Dorfleitner, G. Halbritter, Mai Nguyen	2015	Journal of Asset Management	16.7 (2015): 450-466.
272	Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value	Oliver Hart, Luigi Zingales	2017	Journal of Law, Finance, and Accounting	2(2):247-275
273	On the Foundations of Corporate Social Responsibility	Hao Liang, L. Renneboog	2017	The Journal of Finance	72.2 (2017): 853-910

b. 調査対象論文一覧 (Z: その他④)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
274	Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets	Alexandre Sanches Garcia, Wesley Mendes-da-Silva, Renato J. Orsato	2017	Journal of Cleaner Production	150 (2017) 135-147
275	The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms	P. McGuinness, J. Vieito, Mingzhu Wang	2017	Journal of Corporate Finance	42, 75-99
276	Corporate Environmental Responsibility and Firm Performance in the Financial Services Sector	H. Jo, Hakkon Kim, Kwangwoo Park	2015	Journal of Business Ethics	131, pages257-284 (2015)
277	Green Certification and Building Performance: Implications for Tangibles and Intangibles	Avis Devine, Nils Kok	2015	The Journal of Portfolio Management	Special Real Estate Issue 2015, 41 (6) 151-163
278	Carbon-Tax-Adjusted Value	David Blitz, Tobias Hoogteijling	2021	SSRN	
279	Climate Change, Corporate Valuation, and the Proposed Securities and Exchange Commission Disclosures Regulations	Bradford Cornell	2022	The Journal of Portfolio Management	2022, 48 (10) 40-45
280	Climate Output at Risk	Riccardo Rebonato, Dherminder Kainth, Lionel Melin	2022	The Journal of Portfolio Management	2022, 48 (10) 46-59
281	The pricing of carbon risk in syndicated loans: which risks are priced and why?	Torsten Ehlers, Frank Packer, Kathrin de Greiff	2022	Journal of Banking & Finance	vol.136, 106180
282	THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY ON INVESTMENT RECOMMENDATIONS	Ioannis Ioannou, George Serafeim	2010	Academy of Management Proceedings	Volume36, Issue7, July 2015, Pages 1053-1081
283	Retail Investors' Perceptions of the Decision-Usefulness of Economic Performance, Governance and Corporate Social Responsibility Disclosures	Jeffrey Cohen, Lori Holder-Webb, Leda Nath, David Wood	2011	Behavioral Research in Accounting	23 (1): 109-129
284	Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility	Alberta Di Giuli, Leonard Kostovetsky	2014	Journal of Financial Economics	111.1 (2014): 158-180.

b. 調査対象論文一覧 (Z: その他⑤)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
285	CEO compensation and corporate social responsibility	Ming Jian, Kin-Wai Lee	2015	Journal of Multinational Financial Management	Volume 29 Pages 46-65
286	SRI Funds: Investor Demand, Exogenous Shocks and ESG Profiles	Jędrzej Białkowski, Laura T. Starks	2016	American Finance Association Annual Meeting	
287	Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows	Samuel M. Hartzmark, Abigail B. Sussman	2019	The Journal of Finance	Volume74, Issue6 December 2019 Pages 2789-2837
288	Investing in Socially Responsible Mutual Funds	Christopher C. Geczy, Robert F. Stambaugh, David Levin	2021	Review of Asset Pricing Studies	Volume 11, Issue 2, June 2021, Pages 309-351
289	The Unreasonable Attractiveness of More ESG Data	Mike Chen, Rob von Behren, George Mussalli	2021	SSRN	
290	Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings	Florian Berg, Julian F. Koelbel, Roberto Rigobon	2022	Review of Finance	Volume 26, Issue 6, November 2022, Pages 1315-1344
291	The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings	H. A. Skaife, D. Collins, Ryan LaFond	2006	Journal of Accounting and Economics	42(2006)203-243
292	Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors	JOSEPH A. McCAHERY, ZACHARIAS SAUTNER and LAURA T. STARKS	2016	The Journal of Finance	Volume71, Issue6 December 2016 Pages 2905-2932
293	Corporate social responsibility and social capital	Anand Jha, James Cox	2015	Journal of Banking & Finance	60 (2015): 252-270.
294	Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt	Elizabeth W. Cooper, Hatice Uzun	2015	Journal of Accounting and Finance	Vol. 15(8) 2015 11
295	DOES PRODUCT MARKET COMPETITION FOSTER CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY? EVIDENCE FROM TRADE LIBERALIZATION	CAROLINE FLAMMER	2014	Strategic Management Journal	Volume36, Issue10, October 2015, Pages 1469-1485

b. 調査対象論文一覧 (Z : その他⑥)

No.	タイトル	著者名	出版年	掲載誌名	掲載誌詳細
296	Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence	Alexander Dyck, Karl V. Lins, Lukas Roth, Hannes F. Wagner	2019	Journal of Financial Economics	131:693-714
297	Risk Management, Real Options, Corporate Social Responsibility	Bryan W. Husted	2005	Journal of Business Ethics	60, pages 175-183 (2005)
298	Socially Responsible Investment Funds: Investor Reaction to Current and Past Returns	Karen L. Benson, Jacquelyn Humphrey	2008	Journal of Banking & Finance	Volume 32, Issue 9, September 2008, Pages 1850-1859
299	The Carbon Risk Factor (EMI - 'Efficient Minus Intensive')	Jonathan M. Harris	2015	SSRN	
300	Clearing the Air: Responsible Investment	Jeffrey Dunn, M. Hernández, C. Palazzolo	2020	The Journal of Portfolio Management	Ethical Investing 2020, 46 (3) 36-41