

CSR 費用と株式保有比率の関係分析

1200404 今枝佑介

高知工科大学 経済・マネジメント学群

第1章 目的

CSRとは、「Corporate Social Responsibility：企業の社会的責任」の略で、企業が顧客、株主、従業員、取引先、地域社会など、企業を取り巻くさまざまな利害関係者（ステークホルダー）からの信頼を得るための活動とされている（大和総研，2016）。これは高度経済成長期に労使間、あるいは公害問題が注目された際に多く用いられた言葉であるが、近年では、企業の本業である戦略との関係性に注目が集まっている（岡本，2014）。また、投資家においても CSR を考慮して投資を行う SRI が注目されている（小方，2018）。ここで SRI とは、「Socially Responsible Investment：社会的責任投資」の略であり、投資という行動を通じて社会の持続可能性（サステナビリティ）を高めることに貢献しようとする投資のことをいう（大和総研，2015）。詳細は次節で述べるが、経済のグローバル化の影響や国連が提唱した PRI（Principles for Responsible Investment：責任投資原則）の影響などによって、企業側と投資家側のそれぞれが CSR を重要視するようになった。

これらの状況を踏まえ、本研究では CSR 費用と株式保有比率の関係进行分析し、投資家が投資先である企業の CSR をどのように捉えているかについて検証する。

第2章 背景と研究仮説の提示

2-1 背景

CSR を求める機運が高まった背景には経済・市場・経営のグローバル化に伴い貧富の格差拡大、環境破壊、また人権・労働問題などが生じたことにより開発途上国や NGO などからの批判を招いたことなどがある（青木，2014）。日本においては、2000 年に入って以降 CSR が広範に問われるようになってきた。単に企業不祥事に対してコンプライアンス体制を整えるというレベルではなく、ローカルあるいはグローバルな市場社会において、社会的に責任ある企業としてどのような対応を行っていくのか、また財務面のみならず CSR を含めたトータル

な企業価値をいかに高めていくのか、ということが問われている。さらに、CSR が市場社会に広がるとともに、社会的に責任を果たしている企業を選別し投資するために SRI への関心が 90 年代後半以降高まっている（谷本，2004）。その後、SRI の歴史的進展過程において ESG 投資も注目されるようになった。ESG 投資とは、ESG（Environment Social Governance：環境，社会，企業統治）を考慮することが（一定のリスクの下での）企業価値の最大化に繋がり、従って企業への投資の長期的リターンを最大化に寄与するとの論理に基づいた投資手法である（須藤，2017）。この ESG 投資という言葉が特に使われるようになったのは、国際連合が 2006 年に PRI を発表してからである。PRI とは、加盟する機関投資家等が投資ポートフォリオの基本課題への取り組みについて署名した一連の投資原則である。以下は、国際連合が PRI の目的を述べたものである。

『PRI は、署名機関による国際的ネットワークと協力し、責任投資原則の 6 つの原則を実践に移すこと目的としており、環境・社会・ガバナンス（ESG）課題の投資への影響を理解し、署名機関が ESG 要因を投資及び所有者の意思決定に組み込むための支援を提供しています（PRI：責任投資原則，2019 より引用）。』

PRI や 2008 年リーマンショックの影響によって長期的な視点が重視されるようになり、ESG 投資が注目されるようになった（日経マネー，2020）。わが国において ESG 投資が注目されるようになった契機は、2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が PRI に署名を表明したことである（小方，2018）。

地域	2014 年	2016 年	2018 年
ヨーロッパ	107,750 億米ドル	120,400 億米ドル	140,750 億米ドル
アメリカ	65,720 億米ドル	87,230 億米ドル	119,950 億米ドル
日本	70 億米ドル	4,740 億米ドル	21,800 億米ドル

（表 1）※出典：GSIR（Global Sustainable Investment Alliance）「2016 GLOBAL SASTAINABLE INVESTMENT REVIEW，2018 GLOBAL SASTAINABLE INVESTMENT REVIEW」

表 1 は、主要地域の ESG 投資額を示している。これを見ると日本も年々増加しているが、ヨーロッパやアメリカのような地域と比較するとまだまだ多いとは言えない。

以上から、日本はヨーロッパやアメリカに比べると CSR への理解が遅れていると言える。

次に日本の株式の持株比率の推移を見ていく。図 1 は日本の東京、名古屋、福岡、札幌の 4 証券取引所に上場している企業の投資部門別株式保有比率の推移である。ここでは、特に変化の大きな「都銀・地銀等、生・損保、その他金融（以下、金融機関という）」と「信託銀行」、「外国法人等」について取り上げる。金融機関では 1990 年代後半から 2000 年代前半に大きく低下している。この原因としては、銀行法改正などが影響していると考えられる。次に、信託銀行を見ると 1995 年から 2000 年代の初めまで上昇している。理由としては、公的年金の市場運用が拡大したことや証券取引法改正の影響によるものと考えられる（石本, 2015）。最後に外国法人等の変化をみる。1990 年代から増加し、現在では保有比率が 1 番高い投資主体となっている。比率の上昇している信託銀行と外国法人等のうち、多くは機関投資家であると考えられる。機関投資家は、定性面の基準として、投資対象の企業統治を重視する傾向がある（宮島・保田, 2015）ことや、外国人株主の所有比率の上昇は経営者に対する株主の監視が格段に強まることを示唆する（佐久間, 2006）。



(図 1) ※出典：日本取引所グループ (2019 年) 「2018 年度株式分布状況調査の調査結果について」

ここまでをまとめると、日本でも CSR への理解は進んでいるもののヨーロッパやアメリカといった ESG 投資の先進地域に比べると遅れている現状がある。しかし、日本の ESG

投資額も年々増加していることや GPIF が PRI に署名したことを踏まえると、今後 CSR 費用は増加すると考えられる。また、株式保有比率の変化によって経営者はガバナンスを意識した経営を行う必要がある。このことも企業の CSR への投資を促す要因となる可能性がある。

2-2 先行研究

前節では、CSR についてと日本の株式保有比率についてみてきたが、ここから、今後も日本企業の CSR 費用は増加すると予測される。これを踏まえて、本節では、CSR・持株比率と財務業績の関係性とそれらに関連する先行研究を考察する。

国内企業の CSR への取り組みと財務業績の関係についての先行研究では、例えば加賀田 (2008) においては、CSR への取り組みが、直接的に業績に結びつくことを示す結果は得られていない。この研究で CSR は業績向上の要因としてのプラスのレピュテーションとして考えるよりも、少なくともリスクを低減させる活動、すなわちマイナスのレピュテーションを出さないようにするための活動と考えるべきであると結論付けている。荒木 (2009) は、研究対象の 5 つの業種においては正の相関が明らかになったが、業種別で見ると正の相関が強く現れる業種と無相関の業種があることを示している。大菌 (2011) は、CSR の取り組みに対して「売上高」、「営業利益」、「株主資本利益率 (ROE)」ともに、CSR の取り組み全体には有意な影響を与えていないことを指摘している。また、深沢・後藤 (2017) は、製造業 191 社、非製造業 52 社を対象に分析を行った。この結果、製造業・非製造業共に、環境 CSR に配慮した企業経営は経営業績向上にプラスの影響がある一方で、マイナスの影響を与えるものも確認している。

これらのように、国内の先行研究においては、両者の関係については統一的な結論は得られていないが、正の関係もしくは無関係と結論付けているものが多く確認できた。

次に持株比率と財務業績の関係を分析した先行研究として、経営者の持株比率と株式パフォーマンス (鄭, 2015) がある。この研究では、経営者の持株比率の高い上位グループであるほど、下位グループより収益性、成長性ともに高く総資本に対する負債の割合は低い傾向があるとの主張がなされている。松本・後藤 (2015) は、鉄道事業において経営者持株比率と外国人持株比率のいずれも企業パフォーマンスに有意な正の影響があることを報告している。また、1997 年の銀行危機以降の変化した株式所有構造が日本の企業統治に与えた影響を

検証した宮島・保田（2015）では、銀行・保険会社の株式保有は企業価値や企業業績にマイナスの影響を与えるのに対して、国内外の機関投資家による株式保有は企業価値や企業業績に対してプラスの影響を与えることが示されている。

最後に投資家の投資行動についてみていく。投資家は、その投資目的が長期的関係の維持や私的便益の確保にあるインサイダー株主と、単に金融上のパフォーマンスの最大化にあるアウトサイダー株主に分類することができる（宮島，2013）。インサイダー株主は主に経営陣に友好的な株主であり、金融機関（信託銀行以外）や事業法人などが例として挙げられる。このような株主の目的は、取引関係にある企業の株式を引き受け、良好な関係の維持に努めることである。一方、アウトサイダー株主は主に国内外の機関投資家や投資信託、個人投資家、外国法人などが例として挙げられる（寺地ゼミ，2019）。また国内外の機関投資家は銘柄選択において、規模・流動性のみでなく、収益性、安定性、財務健全性などの点で質の高い企業の株式を選択するという共通の選好があることも示している（宮島・保田，2015）。さらに、澤田（2010）でも機関投資家や外国人投資家が ROE の高い企業に投資する傾向が強くと、ROE が株価を決定する要因であるということが指摘されている。このことから機関投資家や外国人投資家は、企業の収益性を重視し投資を行っていることが分かる。

以上をまとめると、CSR と財務業績との関係性については統一的な結論とはなっておらず、一方で経営者と機関投資家の持株比率は財務業績と有意な正の相関を有する。また、機関投資家や外国人投資家のようなアウトサイダー株主は収益性を見て投資先を決定している。しかし日本において、CSR 費用比率と株式所有構造の関係についての研究は未だ十分ではない。

2-3 研究仮説

上述の先行研究では、投資目的によってインサイダー株主とアウトサイダー株主に分類している（企業視点からの分類）が、CSR 活動を重視するか否かを基準に分類するならば、組織単位で投資を行う株主と個人単位で投資を行う株主に分けることもできる（株主視点からの分類）。投資先の CSR 活動は投資家側の社会性向上に貢献すると考えることもでき、そうであるならば組織単位で投資を行う金融機関や海外法人はこれを考慮する可能性が高い。また、組織単位の投資は規模が大きく企業に与える影響も大きい。これに対して、個人投資

家は投資規模が小さく、また投資に際して多額の費用を伴うような社会活動を求めている可能性はある。以上の議論から以下の仮説が導出される。

仮説

「金融機関と外国法人（組織単位の投資家）は個人投資家比べて、CSR への貢献を行う企業への投資を行う。」

以下では日本企業の株式所有構造が CSR 費用比率、収益性とどのような関係を有しているのかについて検証する。なお検証に際して東洋経済新報社のデータを用いる。

第3章 実証方法

本研究では、情報・通信業企業 124 社、卸売業、小売業からなる流通業企業計 275 社をサンプルとして取り上げる。このうち、社会貢献活動支出額（257 社）、株式所有比率（6 社）および財務データ（10 社）が取得できなかった企業、計 273 社を除外する。結果として本研究で分析の対象となるサンプルは 126 社（378 firm-year）で構成される。対象期間は 2015 年度から 2017 年度の 3 年間とする。社会貢献活動支出額（CSR 費用）に関するデータは CSR 企業総覧（東洋経済新報社）から取得した。また経営業績に関するデータは、会社四季報（東洋経済新報社）から取得した。対象業種のうち、CSR への支出を公表していたのは 305 企業/年であった。

本研究で取り上げる各変数は、CSR 費用支出の有無、収益性（ROA）、株式保有比率（政府・地方公共団体、金融機関、金融商品取引業者、他法人、外国法人等、個人他）、企業規模（総資産）、安全性（有利子負債比率）、成長性（売上高成長率）である。なお、総資産に関しては自然対数を用いている。

本研究での被説明変数は CSR 費用支出の有無と、ROA の二つである。また説明変数は株式保有比率（政府・地方公共団体、金融機関、金融商品取引業者、法人、外国法人、個人）、総資産、有利子負債比率、売上高成長率とした。被説明変数を CSR 費用支出の有無とした場合には説明変数に ROA を加える。一方、被説明変数を ROA とした場合には説明変数に CSR 費用支出の有無を加える。

これらを全対象・業種別・年度別の 3 つのパターンに分けて回帰分析を行う。

各変数の定義は以下のとおりである。

CSR=CSR 費用支出の有無 有れば1、無ければ0

ROA=総資産利益率 当期純利益÷総資産

PO_Rat=政府・地方公共団体比率

Bank_Rat=金融機関比率

FIB_Rat=金融商品取引業者比率

Corp_Rat=法人比率

Fore_Rat=外国法人比率

Priv_Rat=個人投資家比率

Debt_Ratio=有利子負債比率 有利子負債÷自己資本

Growth=売上高成長率 (当期売上高-前期売上高)÷前期売上高

LNSize=LN 総資産

表 2 記述統計量 (筆者作成)

	ROA	PO_Rat	Bank_Rat	FIB_Rat	Corp_Rat	Fore_Rat	Priv_Rat	LNSize	Debt_Ratio	Growth
平均値	0.037	0.003	0.192	0.016	0.301	0.158	0.329	25.531	0.459	0.029
中央値	0.031	0	0.182	0.009	0.291	0.128	0.307	25.225	0.198	0.019
最小値	-0.205	0	0.001	0	0.005	0	0.035	20.467	0	-0.576
最大値	0.196	0.353	0.424	0.141	0.843	0.875	0.969	31.071	4.704	1.093

表 3 単回帰分析の結果 CSR 費用支出の有無と株式保有比率の関係 (筆者作成)

(説明変数・統制変数)	ROA		PO_Rat		Bank_Rat		FIB_Rat		Corp_Rat		Fore_Rat		Priv_Rat		LNSize		Debt_Ratio		Growth	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
全対象	0.828	1.630	0.582	0.849	1.141	6.149 ***	-5.354	-5.223 ***	-0.303	-2.809 ***	0.707	5.259 ***	-0.522	-4.547 ***	0.079	8.948 ***	0.073	2.546 **	0.023	0.148
業種別 情報・通信	2.227	2.593 **	0.826	1.059	2.812	6.271 ***	-9.841	-5.797 ***	-0.284	-1.275	0.934	3.972 ***	-0.834	-4.184 ***	0.098	7.052 ***	0.099	1.550	-0.310	-0.918
卸売	2.333	1.490	0	-	0.854	2.810 ***	-2.419	-1.479	-0.285	-1.579	0.911	3.643 ***	-0.557	-2.731 ***	0.082	5.010 ***	0.073	1.668 *	0.260	0.803
小売	0.129	0.256	0	-	0.571	2.836 ***	1.995	1.136	-0.464	-4.289 ***	0.210	1.411	0.189	1.403	0.024	2.079 **	-0.013	-0.359	0.030	0.226
年度別 2015	0.282	0.315	0.590	0.508	0.929	2.693 ***	-4.924	-2.466 **	-0.225	-1.159	0.716	2.983 ***	-0.540	-2.652 ***	0.077	4.806 ***	0.072	1.485	0.035	0.119
2016	2.418	2.803 ***	0.543	0.459	1.104	3.542 ***	-5.403	-3.325 ***	-0.303	-1.660 *	0.720	3.206 ***	-0.514	-2.668 ***	0.075	5.084 ***	0.067	1.274	0.120	0.494
2017	-0.004	-0.005	0.617	0.496	1.372	4.410 ***	-5.703	-3.246 ***	-0.378	-2.027 **	0.688	2.896 ***	-0.516	-2.537 **	0.084	5.560 ***	0.082	1.629	-0.089	-0.300

表 4 単回帰分析の結果 ROA と株式保有比率の関係 (筆者作成)

(説明変数・統制変数)	CSR費用支出の有無		PO_Rat		Bank_Rat		FIB_Rat		Corp_Rat		Fore_Rat		Priv_Rat		LNSize		Debt_Ratio		Growth	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
全対象	0.008	1.630	0.005	0.074	-0.036	-1.819 *	-0.424	-4.031 ***	0.013	1.139	0.069	5.073 ***	-0.046	-3.937 ***	0.001	0.794	-0.013	-4.563 ***	0.083	5.451 ***
業種別 情報・通信	0.027	2.593 **	-0.064	-0.747	0.012	0.212	-0.812	-4.092 ***	0.010	0.405	0.104	4.028 ***	-0.072	-3.197 ***	0.004	1.931 *	-0.006	-0.846	0.114	3.206 ***
卸売	0.005	1.490	0	-	-0.005	-0.352	-0.551	-8.154 ***	0.022	2.596 **	0.014	1.139	-0.027	-2.774 ***	0.001	1.367	-0.008	-3.983 ***	0.037	2.428 **
小売	0.005	0.256	0	-	0.031	0.719	0.087	0.240	-0.020	-0.811	0.056	1.853 *	-0.034	-1.213	1.7E-04	0.068	-0.018	-2.659 ***	0.067	2.505 **
年度別 2015	0.003	0.315	-0.002	-0.017	-0.065	-1.860 *	-0.369	-1.829 *	0.034	1.745 *	0.017	0.683	-0.024	-1.157	-0.002	-0.885	-0.013	-2.663 ***	0.087	3.072 ***
2016	0.025	2.803 ***	0.011	0.096	-0.008	-0.254	-0.654	-4.065 ***	0.009	0.457	0.081	3.588 ***	-0.056	-2.893 ***	0.003	1.856 *	-0.006	-1.161	0.046	1.889 *
2017	-4.6E-05	-0.005	0.007	0.059	-0.037	-1.074	-0.223	-1.202	-0.004	-0.213	0.109	4.746 ***	-0.057	-2.767 ***	0.001	0.446	-0.019	-3.949 ***	0.126	4.518 ***

※ (表 3・4) ***, **, *はそれぞれ有意水準 1%、5%、10%で有意であることを示す。

第4章 結果

表 3 の結果を見ると、金融機関と外国法人は CSR 費用支出の有無と有意な正の相関を有している。それに対して、金融商品取引業者、法人、個人投資家は有意な負の相関を有しており、この結果は仮説を支持している。次に、表 4 の結果を見ると、外国法人は ROA と有意な正の相関を有する。金融商品取引業者と個人投資家が 1%水準で有意な負の相関を有しており、金融機関も 10%水準で有意な負の相関を有している。

以上の結果を個別に検討していく。外国法人は、長期的な収益と短期的な収益の両方を重視している。また、金融機関は、長期的な収益につながる企業の投資を評価し、短期的な収益を重視した投資を行わない傾向がある。組織単位で社会

性を重視した投資を行う外国法人や金融機関に比べ、個人投資家は社会性を重視した投資を行うことが少ないため、CSR と負の相関を有している。さらに、個人投資家は ROA と負の相関を有しており、この結果には、デイトレーダーの投資行動が関係している可能性がある。デイトレーダーは短期間で多くの売買益を得るために、ROA がマイナスであっても、今後の株価上昇が見込める企業には投資を行い、十分な利益が得られた時点で株式を売却する。このようなデイトレーダーの行動に基づけば、個人投資家の保有比率は ROA と負の相関を有すると考えられる。金融商品取引業者は、CSR と ROA の両方で個人投資家よりも強い負の相関を有する。この一因は所有している企業の ROA が低く資金に余裕が無いために CSR 費用を捻出できないことであると考えられる。ただ、株式の所

有比率自体が低い(表2)ため、企業に与える影響は少ない。その他の変数では、CSR費用支出の有無とROAとの間で情報・通信業・2016年度において有意な正の相関を有している。すなわち、情報・通信業の企業ではROAがマイナスになっている場合にCSRへの支出を控える傾向がある。2016年度が熊本地震義援金への寄付金などの影響によって2015年度-2017年度の間で最も多くCSR費用への支出が行われている。2016年度にROAがプラスで資金に余裕のある企業が寄付を行ったことが正の相関をもたらしたのかもしれない。このことは、CSR費用と収益性の関係性は業種による違いや社会状況によって大きく異なることを示唆している。最後に、総資産とCSR費用支出の有無の間に係数は小さいが有意な正の相関を有している。この関係は、規模が大きい企業ほどCSRに支出を行う傾向があることを示唆している。

第5章 まとめ

5-1 結論

本研究では、情報・通信業36社、卸売、小売業からなる流通業の計90社の、2015年度から2017年度の3年間を対象としてCSR費用と株式保有比率の関係性分析を行った。

分析の結果、CSR費用支出の有無は金融機関、外国法人等と有意な正の相関を有しており、一方で個人他、他法人、金融商品取引業者とは有意な負の相関を有することが示された。今回の分析結果を整理すると、外国法人や金融機関は組織単位で投資を行い、社会性を重視するためCSR活動に積極的な企業に株式投資を行っている。このようなCSR活動に肯定的な株主いれば、肯定的でない株主もいる。そのため、単にCSR活動を行う際には、自社の株式所有環境や財務状況を理解した上で、経営戦略に合わせて実施すべきであるとの示唆が得られた。

5-2 今後の課題

本研究にはいくつか限界がある。第1にCSR活動支出額を公表している企業が少ないため、一部の企業を対象とした調査となることである。さらに、公表している企業においても、CSR活動への支出額の計算に統一的なルールがなく企業ごとに支出額の範囲が異なっている。第2に本研究では、投資信託の割合など機関投資家比率を含めていないことである。機関投資家は企業の株式保有比率に与える影響が大きいため、これを考慮した検証を行う必要がある。最後に、本研究では

CSR活動を社会貢献活動支出額に限定したが、本来CSRとは様々な定義がされており、企業統治や労働環境に関する取り組みなどを含めた検証も今後の課題である。

第6章 参考文献

- ・岡本大輔「CSP-CFP関係再考：トップ・企業全体のCSR取り組み状況」『三田商学研究会』第56巻第6号、慶応義塾大学出版会、2014年2月、65-79頁。
- ・小方信幸「わが国におけるESG投資の現状と展望」『リアルオプションと戦略』第10巻第3号、日本リアルオプション学会、2018年5月、8-18頁。
- ・青木 崇「新たな企業の社会的責任と経営者の課題」『研究紀要』第54・55号、高松大学・高松短期大学、2011年2月、29-45頁。
- ・須藤秀夫「日本におけるESG投資の進展 —公的年金資金が新しい流れを作るか—」『西南女学院大学紀要』第21巻、西南女学院大学、2017年3月、163-179頁。
- ・石本尚「日本企業の株式保有構造の変遷と制度的背景」『ファイナンス』財務省、2015年8月、74-83頁。
- ・佐久間信夫「外部監視と日本の企業統治」『創価経営論集』第30巻第2・3合併号、創価大学経営学会、2006年3月、1-16頁。
- ・宮島英昭・保田隆明「株式所有構造と企業統治 —機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか—」『ファンシヤル・レビュー』第121号、財務省財務総合政策研究所、2015年3月、3-36頁。
- ・加賀田和弘「CSRと企業戦略：CSRと経営業績に関する実証分析から」『総合政策研究』第30巻、関西学院大学総合政策学部研究会、2008年11月、37-58頁。
- ・荒木真貴子「CSR活動と財務業績の関係に関する実証分析 —業種別の特徴と個別のCSR活動に着目して—」『創価大学大学院紀要』第31号、創価大学大学院、2009年12月、13-31頁。

- ・大菌陽子「企業業績が CSR の取り組みに与える影響—日本企業の実証分析」『成蹊大学一般研究報告』第 45 巻第 4 分冊、成蹊大学、2011 年 8 月、1-14 頁。
- ・蟻生俊夫「日本企業における CSR 体制・活動の財務業績への影響に関する実証分析」『日本経営倫理学会誌』第 22 巻、日本経営倫理学会、2015 年 1 月、79-93 頁。
- ・深沢由斗・後藤美香「日本企業における環境 CSR と経営業績の関係分析」『2017 年秋季全国研究発表大会』経営情報学会、2017 年 9 月、1-20 頁。
- ・鄭義哲「経営者の持株比率と株式パフォーマンス」『西南学院大学商学論集』第 62 巻第 2 号、西南学院大学学術研究所、2015 年 11 月、73-94 頁。
- ・松本守・後藤孝夫「株式所有構造や取締役会構成が鉄道事業の経営パフォーマンスに与える影響」『交通学研究』第 58 巻、日本交通学会、2015 年、65-72 頁。
- ・宮島英昭「日本企業の株式保有構造」『旬刊商事法務』2013 年 8 月 25 日号 No. 2007。
- ・寺地ゼミナール 有田班「2019 年度証券ゼミナール大会 第 2 テーマ 機関投資家のあるべき姿と証券市場」関西学院大学、2019 年 12 月 20 日。
- ・澤田茂雄「機関投資家の投資先企業の ROE 分析」『常磐国際紀要』第 18 号、常磐大学国際学部、2014 年 3 月、21-32 頁。
- ・谷本寛治『CSR 経営 企業の社会的価値とステイクホルダー』中央経済社、2004 年。
- ・國部克彦・CSR 研究会『CSR の基礎 企業と社会の新しいあり方』中央経済社、2017 年。
- ・馬養雅子「世界の潮流に乗って資産を増やそう！ ESG 投資入門」『日経マネー』2020 年 1 号、日経 BP 社、2019 年 11 月 21 日、108-113 頁。
- ・大和総研グループ「ESG 投資を考える 第 4 回 ESG と CSR」2016 年 01 月 22 日 (https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/esg-investment/20160122_010555.pdf、2020 年 1 月 6 日情報取得)。
- ・大和総研グループ「ESG 投資を考える第 1 回 ESG 投資とは何か」2015 年 12 月 14 日 (https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/esg-investment/20151214_010432.pdf、2020 年 1 月 6 日情報取得)
- ・デロイトトーマツ「責任投資原則 (PRI)」2011 年 5 月 26 日 (<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/mergers-and-acquisitions/articles/term-pri-20110526.html>、2020 年 1 月 7 日情報取得)
- ・PRI「About the PRI 責任投資原則」2019 年 (https://www.unpri.org/pri#Download_our_brochure_in_the_following_languages、2020 年 1 月 9 日情報取得)
- ・GSIR (Global Sustainable Investment Alliance, 2017)「2016 GLOBAL SASTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE」2017 年 3 月 (http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf、2020 年 1 月 9 日情報取得)
- ・GSIR (Global Sustainable Investment Alliance, 2019)「2018 GLOBAL SASTAINABLE INVESTMENT REVIEW」2019 年 3 月 (http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf、2020 年 1 月 9 日情報取得)
- ・日本取引所グループ (2019 年)「2018 年度株式分布状況調査の調査結果について」2019 年 6 月 26 日 (<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000043n00-att/j-bunpu2018.pdf>、2020 年 1 月 10 日情報取得)