

第4章 金融機関におけるSDGs開示の実態と課題

加賀谷 哲之

1. はじめに

本章の狙いは、日本の金融機関におけるSDGsに関わる情報開示の実態を分析したうえで、金融機関がSDGsに対峙していくにあたっての課題を整理・検討することにある。こうした点を整理・検討する背景には、以下の3つの潮流が存在する。

第1に、企業による社会的な課題に対するアプローチが近年、にわかに注目を集めている点である。かねてより経済活動が地球環境や地域社会に与える負の影響についての指摘はなされていたものの、その内容が近年ますます深刻化していると言及されている(e.x. Bank of England 2017)。たとえば、1890年～2017年にかけて世界の年平均気温の変化を分析するとおおよそ1度前後上昇している。とりわけ2000年以降これまででGDPの規模が2倍になるなど世界の経済の規模が拡大することに伴い、温暖化ガスの排出量は飛躍的に増大しており、これに伴い気温上昇も進展しているのである。さらに2050年にむけて世界人口は70億人から90億人に、都市人口は全人口の50%から70%に、世界の経済の規模は4倍に拡大することが予測されている。こうした変化に伴い、現在に比べてエネルギー需要1.8倍、温室効果ガス1.5倍、食料需要1.7倍、水需要1.6倍に拡大することが予測されており、こうした気候変動に対する影響がますます深刻になることが推測される。そうした環境負荷を低減させるための一つの有力なアプローチとして、経済活動を通じて地球環境に大きく負荷をかけている企業がより主体的に社会的課題を解決する必要があるという認識が広まりつつある。2000年に国連総会によって採択されたMDGs(ミレニアム開発目標)に比べて、2015年に採択されたSDGs(持続可能な開発目標)で、企業の取り組みに対する期待のプレゼンスが増大しているのは、こうした変化を象徴していると解釈することもできる。こうした中で、融資・投資活動などを通じて、環境や社会で発生している負の影響の緩和・解消を企業に促すことが可能な立場にある金融機関もその活動に積極的に関与すべきという期待が増大している。このため金融機関に対しても社会的な課題や問題に対する説明責任を果たすことが求められるようになってきているのである。

第2に、企業経営の短期志向化が進展しているという批判が高まっている点である。四半期決算や業績ガイダンスの達成を意識して、本来であれば実施すべき長期的な投資活動やイノベーション活動が十分に実施されていないという批判がなされることが多くなっている(Haldane 2010、Graham et al. 2005)。

こうした企業経営の短期志向化は、金融市場の短期志向化が牽引しているとの批判も少なく

ない。また企業の社会的な課題への取り組みに対する障害となる可能性もある。このため金融機関に対して、企業により社会的な課題への取り組みを促すことが求められるようになっていくのである。国連による責任投資原則に署名する動きが広まっている他、2018年11月には国連責任銀行原則についてのパブリック・コメントもスタートしている。こうした背景には、金融機関に対して社会的な課題への積極的な対応を求めることで、金融市場の短期志向化を抑制し、企業がより円滑に社会的な課題への取り組みを実践することを促す社会的な潮流が存在することが推測できる。

第3に、会計情報の有用性が低下しているという指摘が多くなっていることがあげられる。財務諸表に計上されるストック・フローの情報のみでは十分に企業価値を評価できないという指摘が多くなってきている(Lev and Gu 2016)。インタンジブルやESG(環境、社会、ガバナンス)など非財務情報をいかに取り込むかが、企業評価においては極めて重要となりつつある。投資活動や融資活動において企業を評価し、その将来キャッシュ・フロー創出能力や債務返済能力を検討する必要がある金融機関においては、SDGsをはじめとした非財務情報をいかに企業評価に取り込むかが重要な検討課題となりつつあるのである。

本章の第2節では、SDGsに関わる情報がいかに評価されるのかという点について整理をしたうえで、金融機関にとってどのような情報開示が重要となるのかを説明する。第3節では日本の金融機関は、他国の金融機関と比べてどれほどSDGsに関わる情報を開示しているのかを整理する。そのうえで、第4節でまとめとして、日本の金融機関がSDGsに対してどのように対峙するべきであるかという点について、特に情報開示の観点から示唆を獲得することにする。

II. SDGs 情報が企業価値に与える影響

SDGsは2015年に国連が公表した相対的に新しいコンセプトであるが、企業による社会的な責任についての活動を示すCSRや投資家のコンテキストからそれらを整理したESGは決して新しいコンセプトではない。ここでは、SDGsに関わる取り組みが企業価値にどのように結びつくかについて、CSRやESGについてこれまで実施されてきた先行研究を中心に整理していくことにしよう。

1. SDGsに関わる取り組みに投資コミュニティはどのように対峙してきたか

そもそもかねてより投資コミュニティでは、SDGsに関連するような社会や環境に関わる課題については、投資運用機関によるネガティブ・スクリーニングという形で対応してきた。すなわち、社会や環境に著しく負の影響を与える企業などを投資対象から外するというアプローチを採用してきた。たとえば2014年9月にはロックフェラー・ブラザーズ・ファンド

が化石燃料からの投資撤退を表明している他、2015年5月にはBank of Americaが石炭への投資方針を変更するなど、近年では、金融機関による化石燃料産業に対する投資を控えるダイベストメントをめぐる取り組みが活発化している。

こうしたネガティブ・スクリーニングに加えて、近年ではエンゲージメント・株主行動やESGインテグレーション、国際規範に基づくスクリーニングなど各社のESG要素を既存の投資意思決定に組み込む投資手法のプレゼンスが拡大しつつある。たとえば図表1には、国連の提唱する責任投資原則(Principles for Responsible Investment:PRI)の署名企業によるESG投資の内訳を記述している。PRIでは、2020年までに署名企業に対して、運用資産の50%超に対してESG投資方針を示すべきという立場を明確に打ち出している。PRIなどに牽引され、投資コミュニティではより主体的にSDGs情報などに代表される社会・環境に関わる取り組みを自らの投資方針に組み込むようになりつつある。

図表1 PRI 署名企業 ESG 投資の内訳 (単位：十億ドル)

		2014	2016	Growth	CAGR
インパクト投資	社会的課題の解決と金銭的リターンの両立を目指した投資	\$101	\$248	146%	56.8%
テーマ投資	特定の ESG テーマ（再生エネルギー・女性活躍等）に該当する銘柄を中心にポートフォリオを形成	\$137	\$331	140%	55.1%
Best in Class スクリーニング	ポジティブ・スクリーニングで ESG パフォーマンスが優れた企業に対する投資を実施	\$890	\$1,030	16%	7.6%
国際規範スクリーニング	国際機関（OECD・ILO・UNICEF 等）による国際規範に基づいた投資	\$4,385	\$6,210	42%	19.0%
エンゲージメント・株主行動	エンゲージメント方針に基づき、株主として企業と ESG をめぐる対話・エンゲージメントを実践することで価値創造を促す投資	\$5,919	\$8,365	41%	18.9%
ESG インテグレーション	通常の運用プロセスに ESG 要因を体系的に組み込んだ投資。	\$7,527	\$10,369	38%	17.4%
ネガティブ・除外スクリーニング	倫理的・社会的・環境的な理由に基づく特定の業種・企業を投資対象から外し、ポートフォリオを形成。	\$12,046	\$15,023	25%	11.7%

(注) CAGR (年平均成長率：compound annual growth rate)

(出所) Global Sustainable Investment Review 2016, p.9.

2. SDGs情報と企業価値との関連性をめぐる先行研究

SDGs情報に代表される社会・環境に関わる企業の取り組みが、企業価値にどのように結びつくかという点については、かねてよりCSR情報との関係で検証されてきた。これまで、数多くの研究者が商用データベースなどを活用し、CSR情報が企業価値にいかに関係するかの検証を実施している。ここでは、Oxford UniversityのClark教授らが実施しているレビュー論文を基礎にして、CSRと企業価値の関連性を検証した研究を整理していくことにしよう。

Clark et al(2015)では、CSRに関わる200超のアカデミック・ペーパーについて、①資本コスト、②将来の事業業績、③株価に対する影響に区分して、CSRが企業価値と結びついているかどうかを整理している。同研究によれば、資本コストに関する研究の約90%は、優れたCSR活動と資本コストは負の相関関係にあることを示している。また将来の事業業績に関する研究の約88%は、優れたCSR活動と将来の事業業績が正の相関関係にあることを示している。さらに株価に関する研究の約80%は、優れたCSR活動と株価水準が正の相関関係にあることを示している。こうしてみると、CSR活動の実践は持続的な企業価値創造に結びつく¹と解釈できるかもしれない¹。一方で、Clark et al(2015)は、CSR活動と企業価値の関連性が逆の因果関係を示している可能性があることを指摘している。すなわち、優れた業績を上げている企業は、CSR活動にも資源を割く余裕があり、結果としてCSR活動と企業価値の間に相関があるように見えているということである。

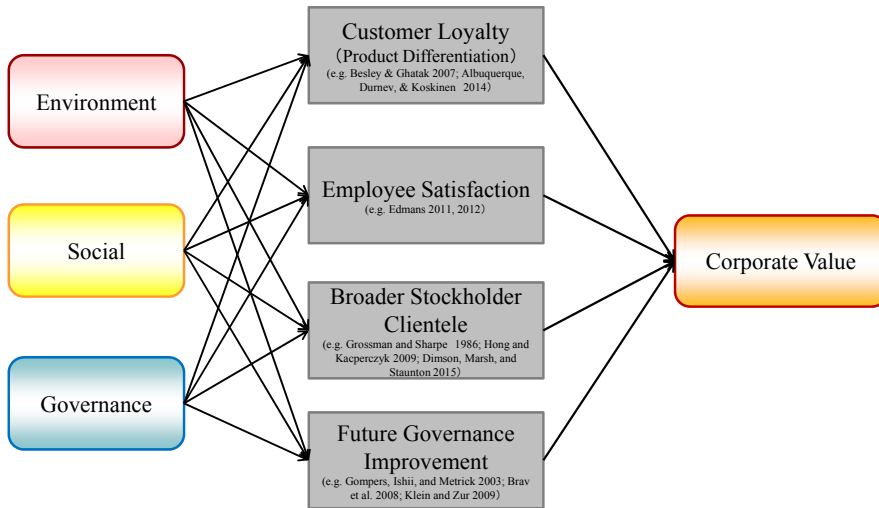
3. ESG情報が企業価値に結びつく経路

こうしたことから、近年、CSRやSDGsなどを包含したESG活動と企業価値とを結びつける経路に注目し、より緻密にESGに関わる取り組みが企業価値に結びつくメカニズムを明らかにしようとしている研究が実施され始めている。たとえば、Dimson et al(2015)では、先行研究を基礎にESGに関わる取り組みが、①顧客ロイヤリティの向上や製品・サービス差別性の増大、②従業員満足度の向上、③これまでとは異なるタイプの投資家の獲得、④企業の規律づけの改善の4つの経路を通じて、持続的な企業価値創造に結びつく²と説明している(図表2)。

ESGに関わる取り組みは、短期的な業績よりは中・長期的な価値に結びつく傾向がある。このため、実際にESG活動が企業価値に結びつく経路を特定化することは容易ではない。

¹ Christensen et al.(2018)では、学術誌データベースであるScopusに掲載されている研究論文から、CSRやsustainabilityなどのキーワードが含まれている26,652本の研究論文を抽出したうえで、CSRの開示実態や規制による影響、経済効果などを総合的にレビューしているが、本研究でも総合的にCSR開示が経済効果をもたらすことが示されている。ただし、CSR開示の多くは、強制ではなく自発的開示であり、その影響をコントロールすることが困難であることを同時に示している。

図表2 ESG情報が企業価値に結びつく4つの経路



(出所) Dimson et al.(2015) より作成

4. ESG情報が企業価値に結びつくプロセス

このため、近年、注目をされているのが、ESG情報を企業価値に結びつけるための手続き、プロセスをきちんと実践できているかどうかを評価するアプローチである。具体的には、①マテリアリティー、②対話・エンゲージメント、③組織プロセスに注目し、ESGに関わる取り組みと企業価値との関連性について検討するアプローチである。

たとえば、Kahn et al(2016)では、主要6産業セクター(ヘルスケア、金融、テクノロジー・通信、資源、輸送、サービス)を分析対象として、Sustainable Accounting Standard Board(SASB)が定義するESG指標のマテリアリティーに基づきスコアを作成したうえで、ESGスコアに基づく投資が株式超過リターンをもたらすかを検討している。SASBでは、企業担当者、投資家、規制当局が客観的な証拠とそれに基づく討議を基礎として、各産業セクターで重要となるESG指標を定義している。同研究では、それを活用し、ESGを基礎としたポートフォリオを組むことで、株式超過リターンを計上しうることを明らかにしている。

またDimson et al(2015)では、1999-2009年にかけて米国で実施されたESGに関わる投資家とのエンゲージメントを分析対象としたうえで、投資家からの提案がRaising Awareness(懸念の表明)にあたるのか、Request for Change(変化の要請)にあたるのか、それらが最終的に投資家と企業との間で合意(Milestone)に至ったのかなど、エンゲージメントの内容に応じて、企業の長期的な株式超過リターンが異なるかを検証している。同研究では、エンゲージメントに成功した場合はそうではない場合に比べて、株式超過リターンが高いことを示している。

さらに、Eccles et al(2014)では、ESGをきちんと組織プロセスに組み込むことができているかについて、サーベイ調査で明らかにしたうえで、それらが株式リターンや収益性の変化に与える影響を検討している。同研究によれば、Sustainable Boardを設定していたり、報酬をESG指標と連動させていたり、あるいはエンゲージメントプロセスが明確である場合には、そうではない企業と比べて高い株式リターン、収益性をあげることができることを明らかにしている。

こうしたESGに関わるマテリアリティー、対話・エンゲージメント、組織プロセスについて、日本では十分に検討されておらず、そのデータベースも構築されているとは言い難い。日本でのESG評価を進化させるためには、こうしたESGに関するマテリアリティー、対話・エンゲージメント、組織プロセスに関わるデータベースを構築するための情報収集ならびに分析手法を産官学で連携しながら開発し、それを蓄積していく必要があるだろう。

Ⅲ．日本の金融機関のSDGs 情報開示の実態

ここでどれほど日本の金融機関がSDGsに関わる取り組みをステークホルダーに情報開示しているのかを検討するため、まず金融機関において重視される開示項目について整理する。そのうえで、日本、米国、欧州、アジアの金融機関を比較し、SDGs開示における日本の金融機関の特徴を明らかにしたい。

1. 金融機関のSDGs情報開示の重要性

金融機関にとって社会・環境に関わる情報としてどのようなものがあげられるだろうか。金融機関の本質的な機能の一つは、現在の余剰資金を、将来に付加価値を創造しうる経済主体に移転し、プレミアム付きで元本を将来回収することで、経済の安定的な成長を支えることにあるといえよう。こうした観点でいえば、社会や環境をめぐる持続可能性への不安・不信は、金融機関の持続的成長に影響を与える可能性が高い。近年、金融機関に社会や環境に関わる取り組みを求めるようになってきている背景には、こうした問題意識があると推測することも可能である。

たとえば、2015年12月にはG20の財務大臣・中央銀行総裁から、気候関連課題について、金融セクターがどのように対応していくべきか、官民の関係者を招集することを要請されたことを受けて、気候関連財務情報の開示のタスクフォース(Task Force on Climate-related Financial Disclosures：TCFD)が設立された。金融安定理事会(FSB)のもとに設置されたタスクフォースは2017年6月に最終報告書を公表している。最終報告書では気候変動に関わるリスクおよび機会を前提として、それらを評価・管理するために利用する「指標・目標」、識別・評価・管理するためのプロセスとしての「リスク管理」、事業・戦略・財務計画に与える

影響を示す「戦略」(シナリオ分析も含む)、組織の「ガバナンス」それぞれについて開示することを求めている。この最終報告書を受けて、各国でもその実践に向けた取り組みが進展している。たとえば、日本でも経済産業省より2018年12月に「気候関連情報開示に関するガイダンス」が公表され、TCFDに署名する企業も増加し始めている。

一方で、金融機関にとって重要となる社会・環境に関わる取り組みは、気候変動に関するもののみであるとは限らない。たとえば、Eccles and Krzus (2018)では、現在の情報開示制度のもとで獲得できる情報を基礎にBank of Americaの統合報告を作成している。その中で取り上げているマテリアリティー・マップでは、同行のビジネスの成功においても、同行のステークホルダーにとっても優先度の高い環境・社会・ガバナンス項目として、①倫理行動(ガバナンス)、②データプライバシー・セキュリティ(ガバナンス)、③従業員の動機づけ・リスク文化(人材)、④金融リテラシー(社会)、⑤金融格差(社会)、⑥消費者金融保護(社会)、⑦コミュニティ投資(社会)、⑧システミック・リスク・マネジメント(ガバナンス)、⑨従業員の多様性(人材)、⑩低炭素経済への金融面での移行(環境)などが含まれている。

またSASBは、投資家、企業担当者、規制当局者などでの討議や実態調査に基づき79産業それぞれにおいて、非財務情報の開示についての項目の重要性(materiality)の基準や文書の定型度合い、指標の開示度合いなどに基づき整理を進めている。SASB (2017)は金融セクターを、①商業銀行、②投資銀行・証券会社、③資産運用、④消費者金融、⑤不動産金融、⑥証券・商品取引所、⑦保険の7つの業種に分けたうえで、環境、社会的資本、人的資本、ビジネスモデル・イノベーション、リーダーシップ・ガバナンスの5つのカテゴリーに基づき、各業種に応じて何が重要であるのかを示している(図表3)。

図表3 ESG 情報が企業価値に結びつく4つの経路

	Commercial bank	Investment bank & Brokerage	Asset Management & Custody Activities	Consumer Finance	Mortgage Finance	Security & Commodity Exchange	Insurance
Environment							
Social Capital							
Human Capital							
Business Model and Innovation							
Leadership and Governance							

(出所) SASB. 2017.SASB Industry Standards A Field Guide, pp.18-19 より作成

たとえば、商業銀行については、社会的資本として、①金融インクルージョン、②個人情報保護・データセキュリティ、ビジネスモデル・イノベーションとして、③融資分析においてESG要素を統合すること、リーダーシップ・ガバナンスとして、④法制・規制環境の管理(罰金や和解件数等)、⑤システミック・リスクへの管理(ストレステストに基づくTier1の資本の水準等)が抽出されている。また投資銀行・証券会社では、ESGインテグレーション、法制・規制環境の管理、システミック・リスクの管理という点では商業銀行と共通しているが、それと異なる要素として人的資本の要素が重視されており、①従業員の動機づけやリスクテイキング(業績連動報酬等)、②従業員インクルージョン(多様性等)が抽出されている。

SASBの分析・整理は、投資家、企業担当者、規制当局者などでの討議や実際の企業による開示行動などを基礎に重要性の高い非財務情報(Material Non-Financial Information)を抽出しているところに特徴がある。

こうしてみると、気候変動に関わるリスクや機会など規制当局が積極的に取り組みを進めている一方で、それが企業担当者や投資家などの観点から重要性が高いとされるトピックとなるとは限らないことが確認できる。すなわち、企業担当者や投資家などの立場からすれば、規制当局が取り上げるトピックとは別に、金融機関のビジネスモデルや経営環境を前提とした場合に重要性が高い社会・環境に関わる取り組みやトピックが存在することを示唆する。このことから、One size fits allで進展している規制での動向は意識しつつも、各企業のビジネスモデルや経営環境にあったESG活動を追求することが重要であると解釈することも可能である。

2. SDGs情報の国際比較

では、実際に日本の金融機関はどのようなSDGsに関わる情報を開示しており、どのように外部ステークホルダーから評価される状況にあるだろうか。ここでは、企業の開示情報をベースにESGデータを集計し、提供しているThomson Reutersの2017年度のデータをベースに整理をしていくことにする。なお、ここではBanking ServicesとInvestment Banking and Investment Services業界に所属し、かつ当該データベースの収集対象となっている794社を対象に国際比較を行っている。この結果として、日本37社、米国269社、欧州110社、アジア(日本を除く)88社を集計している。Thomson Reutersはグローバルで7,192社を対象とするAssets4というデータベースを展開している。当該データベースは研究コミュニティでESGに関わる実証研究を実施する際に活用される代表的なデータベースの一つである。

図表4 ESGスコアの国際比較（2017年度）

	Environmental（環境）	Social（社会）	Governance（ガバナンス）
日本	18.64	12.77	15.16
米国	12.01	15.83	14.48
欧州	22.92	21.53	16.21
アジア	23.22	21.04	16.68

図表4には、ESGスコアの平均値を各国・地域ごとに示している。これによれば、日本のESGスコアは、欧州やアジアの金融機関よりは低い水準にあり、米国よりは上回っている。しかしながら、上述したステークホルダーにとってより重要性の高い社会スコアでは、他地域よりも圧倒的に低い水準にとどまっていることが確認できる。

さらに日本と米国を比べると興味深い事実が確認できる。米国の金融機関は社会スコアでは日本より高水準にあり、特に社会スコアを構成するコミュニティスコアや製品・サービス責任スコアで日本の金融機関の平均より高い評価となっている。金融機関の場合、コミュニティスコアを構成する要素として、たとえば、「企業倫理をめぐる行動原則・方針を保有しているか」、「企業倫理を改善するための適切なコミュニケーションを保有しているか」などについて、開示情報でそれらが確認できるかがスコアを構成する重要な要素となっている。前者の質問にポジティブな回答をした金融機関が日本では46%であるのに対して、米国は97%（欧州は70%、アジアは63%）、後者の質問については日本が16%、米国が92%（欧州は45%、アジアは36%）である。また製品・サービス責任スコアを構成する要素として、「個人情報保護・データセキュリティーについての方針を保有しているか」などの質問があるが、これについては、日本が54%、米国が98%の金融機関がポジティブな回答をしている（欧州は80%、アジアは78%）。上述したBank of Americaの事例やSASBでの評価で取り上げたように、倫理的行動や個人情報保護・データセキュリティーは金融機関のビジネスの成功にとっても、ステークホルダーからの評価にとっても重要な構成要素となっている。米国の金融機関はこうした重要性の高い項目に積極的に対応している。

日本の金融機関はややもすると、こうした重要性の高い要素については、原則や方針に基づき適切に対応することが当たり前だと考え、必ずしも積極的に開示してこなかった経緯があるように推測する。しかし、海外のステークホルダーにとっては、こうした日本の常識を積極的に説明していかない限りは、正当な評価を得られないことは留意すべきポイントであると考ええる。

IV. 日本の金融機関はSDGsにどのように対峙すべきか

本章の狙いは、日本の金融機関におけるSDGsに関わる情報開示の実態を示したうえで、金

融機関がSDGsに対峙していくにあたっての課題を整理・検討することにある。このため、SDGsをはじめとする社会・環境への取り組みが企業価値にいかに関係するにつけて先行研究を整理し、特に金融機関という観点で見た場合に、重要である要素が何であるか、さらに日本の金融機関の開示の実態から、日本の金融機関のSDGsへの取り組みについていかに評価されているかを検討した。

まずSDGsをはじめとした社会・環境への取り組みは、将来業績や株価、資本コストなどにポジティブな影響を与えることを示す先行研究が多数蓄積されていることを説明した。一方で、社会・環境への取り組みについては、必ずしも短期的な成果が現れるとは限らない課題であることから、その経済効果について、因果関係をクリアにしながら抽出することが難しいという認識を共有した。企業が自らのSDGsに関わる取り組みを企業価値に結びつけるためには、どのような狙いで、どのようなステークホルダーからの評価を高めるのか、その対象や経路をきちんと確認することが重要であることを説明した。さらにそうした対象や経路を確認する一方で、当該ステークホルダーにとっての重要性を意識し、それらの活動を組織に根づかせるためのプロセスを確立すること、さらにそうした活動について、対象となるステークホルダーとの対話・エンゲージメントを通じて、その質をあげていくことが求められることも合わせて説明した。

そうした観点で日本の金融機関を分析した場合、総合的なESGスコアでは米国を上回っているものの、金融機関にとって重要性の高い項目については必ずしも十分にステークホルダーに訴求できていない可能性があることが確認できた。

日本の金融機関はこれまでややもすると社会や環境に関わる取り組みなどについては必ずしも積極的に外部ステークホルダーに公表してこなかった経緯がある。しかしながら、資本市場はますますグローバル化が進展している他、日本も多様な人材を受け入れており、海外の人材も増加しつつある。また金融機関によっては積極的にグローバルな製品・サービス市場でのプレゼンスをあげるための活動にシフトしつつあるところも存在する。こうしたグローバル化が進展する中で、社会や環境に関わる取り組みについて、積極的に外部ステークホルダーに説明し、対話・エンゲージメントを通じて、その質を高める活動に取り組んでいかなければ、グローバル市場で相対的に低い評価に甘んじることとなり、それが今後の金融機関の競争力に大きな影響を及ぼす可能性もある。SDGsやTCFDに関わる取り組みはそうしたこれまでの日本の金融機関の姿勢を大きく変貌させ、グローバルな競争力を確立していくための機会ととらえるべきである。日本の金融機関がSDGsなどへの積極的な対応を通じて、グローバルに評価される金融機関への変貌を遂げることを期待したい。

参考文献

- Bank of England(2017). “The Bank of England’s response to climate change”. Quarterly Bulletin.
(<https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2017/q2/the-banks-response-to-climate-change>)
- Christensen, Hans Bonde, Luzi Hail, and Christian Leuz(2018). “Economic Analysis of Widespread Adoption of CSR and Sustainability Reporting Standards.” Available at SSRN 3315673.1-117.
- Clark, Gordon L., Andreas Feiner, and Michael Viehs(2015). “From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance.” .Working Paper. Oxford University.
- Dimson, Elroy, Oğuzhan Karakaş, and Xi Li(2015). “Active ownership.” *The Review of Financial Studies* 28, no. 12 : 3225-3268.
- Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim(2014). “The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance.” *Management Science* 60, no. 11 : 2835-2857.
- Eccles, Robert G., and Michael P. Krzus(2018). “Constructing Bank of America’s 2017 Mock Integrated Report : Experiment No.3” Available at SSRN 3226953.1-66.
- Graham, John R., Campbell R. Harvey, and Shiva Rajgopal (2005). “The economic implications of corporate financial reporting.” *Journal of accounting and economics* 40, no. 1-3: 3-73.
- Haldane, Andrew(2010). “Patience and finance.” In Remarks at the Oxford China Business Forum, Beijing. (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2010/patience-and-finance-speech-by-andrew-haldane>)
- Khan, Mozaffar, George Serafeim, and Aaron Yoon(2016). “Corporate sustainability: First evidence on materiality.” *The accounting review* 91, no. 6 : 1697-1724.
- Lev, Baruch, and Feng Gu(2016). *The end of accounting and the path forward for investors and managers*. John Wiley & Sons.
- SASB(2017).SASB Industry Standards A Field Guide.