



企業はESGに何を期待しているか？

佐々木 隆 文 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

ESG投資の広がりを背景に、ESGファクターが企業価値に及ぼす影響について関心が高まっている。G（ガバナンス）はともかく、E（環境）、S（社会）への積極的な取組みが企業価値に及ぼす影響に関しては、コストを上回るベネフィットがあるのかという懸念が根強い。しかし、より新しいデータ、分析手法を用いた近年の研究では、環境や社会への取組みが企業に幾つかのベネフィットをもたらすことが明らかになってきている。とりわけ、環境、社会への取組みが企業の経営リスクの低下や投資家層の広がりをもたらし、資本コストの低下を通じて企業価値を向上させる可能性は注目に値しよう（El Ghoul *et al.* [2011]、Lins *et al.* [2017] など）。その一方、企業が実際にどのような効果を期待してESGに取り組んでいるのかは必ずしも明らかではない。

この問題を明らかにするため、佐々木・花枝[2020]ではESGの効果に対する企業の事前的な期待を探る目的でサーベイ調査を行った。企業価値は将来のキャッシュフローを資本コストで現在価値に割り引いたものとして定義されるが、佐々

木・花枝[2020]では企業価値の二つの構成要素にESG対応が及ぼす影響を探るため、各ESG項目について、1）将来の利益水準に及ぼす影響、2）将来の利益の安定性に及ぼす影響、の双方について尋ねた（注1）。また、ESGへの取組みがステークホルダーの行動に及ぼす影響、評価機関によるESGレーティングなどに関する設問も取り入れた。以下では、同調査のポイントについて紹介する。本サーベイ調査は、2019年8月から9月にかけて実施された。対象企業は、全上場企業3,829社で、回答企業数は263社である。そのうち投資法人等を除く253社を対象とした分析結果を紹介する（注2）。回答企業の属性としては、企業規模が比較的大きいという特徴があった。

図表1は、ESGを構成する環境、従業員、社会（従業員以外）、ガバナンスそれぞれについて、将来の利益水準、将来の利益の安定性に及ぼす影響をまとめたものである。具体的にはそれぞれに関連する質問に関する平均得点の平均値をカテゴリーごとに求めている。将来の利益水準については、0：減少させる、1：ある程度減少させる、2：

（注1） 前者を将来のキャッシュフローの期待値、後者を資本コストに影響する経営リスクの代理変数と位置付けて議論を進める。なお、CSRが固有リスクやシステムティックリスクに及ぼす影響、これらのリスクが資本コストに及ぼす影響については様々な議論がある。

（注2） なお、全サンプルを用いた場合でも同様の傾向を確認している。