

ESG（環境問題）における 機関投資家特性の違い

白 須 洋 子

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

世界中の機関投資家にとってESGは重要なテーマとなっている。学術的には主として二つのテーマに焦点が当たっている。①ESGの企業価値評価の結果と、②ESG活動の決定要因である。前者については、企業価値とESGとの関係は様々な研究結果としつつも、最近の研究では、主にESGは企業価値を高めることを示唆している (Flammer [2015]、El Ghoual *et al.* [2017]、Griffin *et al.* [2021])。後者について、企業 (株主構造、CEOや取締役会の特性など)、産業/国レベルの要因について考察されている。このうち、企業の株式を所有する機関投資家の役割は多くの研究論文で肯定的に評価されている。しかし、機関投資家は一様ではなく投資家特性により違いがある。本稿では、機関投資家とESGの関係について近年の論文を概観した上で、環境問題における機関投資家特性の違いについて述べる。

2. ESGと機関投資家に関する議論の概観

機関投資家のモニタリングの役割は既存研究で広く認知されている (Driss *et al.* [2021])。機関投資家は、二つの方法を通じて企業に影響を与える。①経営陣と積極的に関わる「voice」と、②株式売却「exit threat (退出脅威)」を通じた経

営者への圧力である。前者のvoiceについて、機関投資家はE/S活動をエンゲージメントし (Dimson *et al.* [2015]、Krüger *et al.* [2020]、Azar *et al.* [2021])、それが成功すると投資パフォーマンスが良くなる (Dimson *et al.* [2015]) ことが明らかになっている。また、後者のexit threatについては、機関投資家はbest ESGポートフォリオに資金を割り当て、worst ESGポートフォリオから資金を引き揚げ (Hartzmark and Sussman [2019])、大量保有する機関投資家が退出脅威を通じて企業を統治、企業価値を向上させることができる (Bharath *et al.* [2013]) ことが示されている。

しかし、機関投資家はその特性は異なり、利害関係者間のエージェンシー問題も異なるはずである。例えば、長期投資家と短期投資家、外国人投資家と国内投資家や責任投資原則 (PRI) 署名の有無 (Dyck *et al.* [2019])、アセットオーナーなどである。また、ESGモニタリングはかなり異質であり、すべての機関投資家が一律に同質なモニタリングを実施できるわけではない。

ESG投資は、影響力のある機関投資家 (top 5、長期投資家、保有比率が5%以上の投資家)、外国人投資家、サステナブル嗜好の投資家の株式所有に依存する (Buchanan *et al.* [2018]) とされ