

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第三小委員会委員 首藤 恵

2015年9月、世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が責任投資原則（PRI）に署名し、わが国でもESG投資への関心が一挙に高まった。しかし、PRIとESG投資の基本理念について、機関投資家と運用業界の間でさえ理解が十分に共有されているとは言えないのではないだろうか。ESG投資とは、長期的視点に立って、環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）に関連する企業活動の非財務的要因を投資決定プロセスに組み込む投資である。PRIとは、06年に国連の提唱によって発足したESG投資の世界的なプラットフォームであり、PRIへの署名を通じて、機関投資家がESG要因を適切に配慮し報告することを支援し、長期投資を促している。国際的にはESG投資は機関投資家の間で既に完全にメインストリームとなっている。

ESGという言葉がわが国でも急速に居場所を得た背景には、経済再興戦略の3本の矢の一つに民間投資の喚起が挙げられ、企業の持続的成長を喚起し支える柱として機関投資家の役割が位置付けられて、スチュワードシップ・コードに投資先企業のガバナンスとともに環境・社会に関連するリスクへの配慮が組み込まれたことがある。それまでわが国では、投資先企業の社会的責任（CSR）行動やESG投資に対する年金基金などのアセット

オーナーの関心は一般に低く、運用専門家の間ではESG投資は投資リターンを上げるのか否かにもっぱら関心が向けられてきた。

この特集は、国際的には既に機関投資家の共通認識となっている責任投資原則やESG投資の基本的な考え方と動向を取りまとめ、CSRと企業価値、ESG投資に関連するわが国の最近の実証結果を紹介し、ESG投資に対する投資家と市場関係者の理解を深め視野を広げる一助となることを期待している。

ESGの基本的な考え方と国際的な動向を丁寧に解説する基調論文に加えて、ESG要因に関する二つの実証研究と一つの統計分析を収めている。実証研究はいずれも、2006-14年を観察期間としており、一つはCSR指標と企業価値との関係を、もう一つはESGレーティングと株価クラッシュリスクの関係を検証している。ようやくわが国においても多様な観点からのESG研究が始まったことを印象付ける。最後の論文は、運用サイドの視点からESGファクターとして独立取締役の選任及び役員・管理職への女性の登用を取り上げ、株式リターンとの関係を整理している。これらは大方の関心を集めているESGファクターである。以下、それぞれについてやや詳しく解説しよう。

森澤論文「国際的なESG投資の動向と日本での進展の考察」は、責任投資の基本的な考え方を明確に定義した後、PRIの発足の経緯とその後の進展について説明し、最近のESG投資の世界的な動向と日本の今後への期待について分析している。森澤氏は、日本のPRI事務局のヘッドであり、ESG投資について最も深く理解している専門家の一人である。内容は詳細にわたるが、いくつかの非常に興味深い指摘がなされている。

第一に、ESG投資と呼ばれる責任投資は、最新の投資手法のように思われているが、その根底にあるのは長期的視点での投資分析であり、特別な投資ではない。ESG情報は非財務情報と呼ばれることがあるが、むしろ、「将来財務情報」と定義される。つまり、長期的投資であれば企業の将来に関する情報が不可欠であり、長期投資家が投資先企業のESGの側面に配慮するのは当然である。このように誰にでも分かり易い考え方だからこそ、世界の機関投資家の間で急速に広まったと言える。

第二に、実際、ESG投資は、年金基金を中心とする「アセットオーナー主導」で広がってきた。ESGは投資予想の重要な要素であり、アセットオーナーにとっては財務パフォーマンスへの期待の一部と認識されているからである。

第三に、投資家にとって「ESGのマテリアリティ（重要性）」は、法律や政策の変化、社会の期待や規範の変化によって進化する。すなわち、動学的な視点が不可欠である。ESG投資とは将来の変化を合わせて投資判断することであるから、形式的に一定の投資基準をクリアすればよいというのではなく、企業環境の変化に対応して絶えず見直していくべきものなのである。

最後に、15年に国連が中心に策定された「21世紀の受託者責任」で明示されているように、世

界の流れは、「重要なESG課題を考慮しないことは、受託者責任違反になりうる」ところまで行っている。つまり、ESGは外から求められるから配慮するというのではなく、長期投資のパフォーマンスを追求する投資戦略の基盤と捉えられている。日本におけるESG投資の進展は、何よりもアセットオーナーと運用機関の正しい理解と、それをベースにした能動的な実践にかかっていることを、強く感じずにはいられない。

企業の社会的パフォーマンス（CSR指標、ESGレーティングなど）と企業の経済的パフォーマンスに関連する実証研究は、海外においては膨大な蓄積がある。CSRやESGに関連する国際学会では多様な観点から活発な議論が行われている。だが、投資決定やファイナンスの分野において、日本企業を対象とするCSR研究の積み上げは薄い。実務的には投資パフォーマンスにつながるか否かに関心が向けられ、企業価値とステークホルダー関係、市場のリスクプレミアムの決定への影響、CSRの資産価値など、明確な理論的な枠組みを持つ分析は少ない。ここで収められた二つの実証研究は、ガバナンスやファイナンスの分野での最近の海外におけるCSR / ESG研究の流れに沿ったものである。

川村・永田論文「CSRパフォーマンスと企業価値」は、外国人による株式保有が社会的パフォーマンスと企業価値の関係に与える影響を検証している。外国人投資家はCSRに関心が高くモニタリング・インセンティブが大きい一方、取引関係をベースとする事業法人の保有はエンブレメント効果が予想される。つまり、外国人保有が高いほどガバナンスが有効だが、事業法人保有ではエージェンシー問題が懸念される。海外の先行研究を参考に、企業価値の代理変数としてTobin's Q

特集

を使用し、規模効果を調整したCSR指標（環境・社会）を用いるなど一定の工夫を組み込み、丁寧な回帰分析がなされている。実証結果を要約すれば、外国人保有比率の高いグループではCSPの上昇に伴ってQは上昇するが、事業法人持株比率はCSPとQの関係に負の影響を及ぼしているという結果を得ている。

CSP指標の構築、QとCSPとの間の双方向の因果関係、CSPと外国人保有比率の間の相関、コントロール変数の選択など、今後の検討が必要と思われる点はあるが、日本企業にとってCSRへの取組みと情報開示の改善が重要であることを示唆する有用な結果であり、今後の研究の進展が期待される。

呂・中嶋論文「ESGと株価急落リスク」は、米国の先行研究に依拠して、わが国企業のESGスコアと株価急落リスクとの関連を検証している。依拠した先行研究は、CSRへの取組みとガバナンスの弱さとの補完関係に注目してESGスコア（MSCIランキング）と将来の株価急落リスクの関連を分析しているが、この研究ではわが国企業のガバナンスの特徴として外国人株式保有と持合いに注目し、ESGと株価急落リスクの関係に与える影響を分析する。

ESGスコアと株価急落ダミーとの間で有意な推計値は得られなかったものの、ESGスコアが下位25%の企業ではESGスコアが低いほど株価下落が大きいという結果が得られたこと、MSCI指数に採用されない企業の株価急落リスクは総じて高いことなどから、CSRへの取組みが低い企業では株価急落リスクが高いと解釈している。更に、ESGスコアが低いグループでは、外国人株式保有による規律付け効果が働くという結果も得てい

る。ESGへの取組みの低さが情報開示の不十分さと密接に関連しているとすれば、ESGの向上が株価急落リスクを弱めるのではないかとする、インプリケーションを導いている。非財務情報開示の改善とダウンサイドリスクの緩和との関係を示唆する、一つのファクト・ファインディングと言えるだろう。

伊藤論文「ESGファクターと株式リターンとの関係」は、2012-14年を観察期間としてESGファクターと企業の収益性との関連をスケッチしている。上場企業を独立取締役の選任の有無、女性管理職の選任の有無でグループ分けして、収益指標（ROEとROA）のグループ年平均を計算し、保有期間別（1年から5年）に各グループのポートフォリオを作成し株式投資リターンを比較している。独立取締役の選任状況に関しては、収益指標及び保有期間別株式リターンのいずれも、程度の差はあれ独立取締役を選任している企業の方が高く、複数名の独立取締役を有している企業は1名のみより高い。他方で、女性役員の登用に関しては収益性指標に一貫した傾向は観察されないが、女性管理職に関しては登用企業の方が収益性は高い。株式投資リターンは、おおまかに言えばどの保有期間とも女性役員・管理職を登用している企業の方がより高い。

筆者も記しているように、平均の比較であるから因果関係を意味していない。比較グループ間の企業特性の違いや業種構成の影響には配慮していないし、差の統計的検定も行っていないので、結果の解釈には注意が必要である。しかし、日本のESGの現状について、一つの興味深いスケッチであり、有用な情報を提供している。