

「企業経営における ESG への取組みの国際比較研究」

高崎経済大学
経済学部 准教授
佐藤 敦子

【本研究の目的】 2006年に国際連合が「責任投資原則（PRI）」を提唱し、ESG投資のコンセプトが示された。2018年4月現在、PRIに署名した機関投資家数は世界中で1,961機関におよび、それらの機関が運用する資産合計額は約82兆ドルとなっている（注1）（図1）。これらの署名機関はPRIの6原則（注2）に則って、環境（Environment）、社会（Social）、コーポレートガバナンス（Governance）（以下、ESGと総称）に配慮した投資行動が求められる。PRI署名機関の投資行動はESG投資（注3）にあたり、その投資対象となる企業は、経営におけるESGへの取組みが求められるようになってきている。（図1）にあるように、近年、PRIの署名機関となった機関投資家の数および対象運用資産が大幅に増加している。更に、2015年には国連でSDGs（Sustainable Development Goals）が採択され、2030年までに貧困撲滅や気候変動対策などの17目標の達成を目指す流れとなっている。SDGsは民間企業が課題解決の主体として位置づけられ、企業経営においても取り組むことが求められている。このSDGsとESG投資概念は重複するところも多い。特にESG投資は欧米で先に発展した概念であり、日本と海外とでは温度差があるように思われる。本研究では、企業経営におけるESGへの取組み状況について、国際比較研究を行うことを試みたい。リサーチ・クエスチョンの設定にあたり、投資および企業経営におけるESGやCSR（企業の社会的責任）に関する先行研究・文献レビューを行う。

【先行研究レビュー】

企業経営におけるESGやCSRについては、その取組みが企業価値の増大に繋がるのか否かという点に関する研究が様々なされている。古くはミルトン・フリードマン（Friedman,1970年）が、CSRと企業利益の関係をトレードオフととらえて、CSRへの取組みは短期的には企業利益を毀損するとしていたが、近年ではCSRと企業利益を対立的には位置付けられない、と議論の方向性が変わってきている（向山（2017）p50）。

Brooks&Oikonomou（2017）は過去45年分の財務・会計領域における大量の論文レビューを行い、それらの総括として次の8点を述べている；①ESGに関する情報開示の良し悪しは、その企業のESGのパフォーマンスに依っている、②企業のCorporate Social Performance(CSP)と財務パフォーマンス（Financial Performance）には正の相関がある、③社会的責任投資（SRI）ファンドとSRIインデックスは、他領域の投資ファンドと対応するインデックスの相関関係と統計的な差異は見出されなかった、④ESGの観点から不適切な業界銘柄を排除するには財務的費用が発生する、⑤企業がネガティブなCSPを行った場

合には、様々なタイプの財務リスクと強い相関を示し、それは異なる市場や資産クラスでも観測されている、⑥企業の CSP のポジティブとネガティブなケースには非対称関係が存在しており、ネガティブな CSP によるインパクトの方が、ポジティブな CSP によるインパクトよりも大きい、⑦企業の CSP と財務パフォーマンスとの一般的な相関関係における線形性、非線形性は明らかではない、⑧ESG/CSP は、企業役員の報酬査定や M&A などの企業の重要な決定事項に影響を及ぼす。

Li et al(2017) は企業の ESG に関する情報開示の水準が、その企業の財務パフォーマンスに対してポジティブな影響を及ぼしていることを、FTSE350 (注 4) に含まれる銘柄企業のデータ分析から実証した。また、Fatemi et al(2017) も同様に企業経営における ESG への取組みとそれに関する情報開示の水準が、その企業価値経営にポジティブな影響を及ぼしていることを、63 か国に及ぶ計 11000 社のデータ分析を通じて実証した。

しかしながら、Aouadi & Marsat(2016) は、企業の ESG/CSR の取組みと企業価値形成の相関に関する先行研究において、ポジティブとネガティブな結果が混在しており、コンセンサスが成立するに至っていないと述べている (p1027)。ここに参照している論文においても、調査対象の期間の選択、分析方法論は統一されておらず、方法次第で結果が変わってくるのが予想される。

Amir & Serafeim (2018) は米国の Bank of New York の取引先であるアセット・オーナーおよび資産運用会社 4,523 社に対するアンケート調査を行い (うち有効回答率 9%)、投資家が企業の ESG データを参照する目的と方法について検証した。証券の発行体である企業の財務パフォーマンスと ESG 情報との相関を分析した論文は数多くあるが、投資家の投資行動に関する実証分析論文は稀有である。調査対象となった投資家は、倫理上の観点からではなく、投資判断に至るための財務分析に必要であることから企業の ESG 情報を参照している。しかし、ESG 関連の非財務情報の開示方法は統一されていないため、企業間の比較が容易ではないことを現状の問題点として指摘されている。

ここで参照した論文以外にも、ESG 投資、企業の ESG/CSR 活動に関する研究論文は、近年、非常に増加している状況である。

【今後の研究の方向性】

上述の先行研究に鑑み、企業経営における ESG の取組みに関する国際比較研究の方向性を検討する。投資対象となる企業の国、業種、企業規模等、企業の属性の違いによって、ディスクロージャーや企業価値形成や財務パフォーマンスとの相関パターンの違いに関する研究は非常に少ない。特定国の企業 (米国、英国、オーストラリア等) を対象としたものは散見されたが、欧米の分析においても業種や企業規模の違いに関する議論はなされていないようである。

Del Bosco & Misani (2016) は、国の異なる複数の証券取引所に株式を上場させている企業のほうが、複数の文化圏における ESG の必要性に対応し、ESG のパフォーマンスが高い

という実証研究を行った。グローバル企業が本国以外の市場における資金調達活動が必要となる状況は少なくなく、その際の Liability of Foreignness に係る議論が非常に興味深い。具体的な国の違い、例えば日本企業を対象とする研究にて追試を行うことも検討したい。

ESG の環境、社会、ガバナンスの 3 要素それぞれのインパクトの差異について検証することも一案である。先行研究の多くは ESG または CSR というくくりで論じている。国や業種、企業規模が違えば、影響の現れ方が異なる可能性もある。企業実務に対するインプリケーションという意味では、より必要性の高い分析となるのではないだろうか。いずれにしても、調査対象の時期や変数の選び方などで、異なる結果となることが予想されるため、分析の枠組みの合理性の検討が重要となるであろう。また、先行研究の多くが大量の財務データ分析に基づいた定量分析が中心となっており、国や業種のセクター毎のインパクトを検討する場合には、定量分析結果に対するヒアリングを行うなど、定性分析との組み合わせを行って検証することが望ましいと考える。

【注】

(1)1,961 件の機関投資家のうち、年金基金などの所謂アセット・オーナーは 373 件、これらの投資家の運用資産は約 19 兆ドル (1 ドル=110 円換算で 2,090 兆円) となる (PRI ホームページ <https://www.unpri.org/about-the-pri/about-the-pri/> より)。

(2)PRI の 6 原則：①私たちは投資分析と意思決定のプロセスに ESG 課題を組み込む、②私たちは行動する資産保有者となり、資産所有方針と実践に ESG 課題を組み込む、③私たちは投資対象の企業に対して ESG 課題の適切な情報開示を求める、④私たちは資産運用業界が本原則を受け入れ、実践するように働きかける、⑤私たちは本原則実践の効果を高めるために協働する、⑥私たちは本原則実践に関する活動状況や進捗状況を報告する。(長谷川 (2018)p143)

(3)ESG 投資を水口(2017)は次のように定義している：①ESG の要素を考慮して投資先を選ぶポジティブ・スクリーニングやインテグレーション、②特定の企業や業種を投資先から除外除外やダイベストメント、③ESG に関連する株主エンゲージメント (p43-45)。

(4) ロンドン証券取引所に上場する企業の時価総額の大きい 350 社による株式インデックス。

【参考文献】

Amir, A., & Serafeim, G. (2018) Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analysts Journal* Vol.74 Number3 pp.87-103

Aouadi, A. & Marsat, S. (2016) Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data, *Journal of Business Ethics* 151, pp.1027-1047

Brook, C., and Oikonomou, I. (2018) The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and

finance, *The British Accounting Review* 50, pp.1-15

Del Bosco, B. & Misani, N. (2016) The effect of cross-listing on the environmental, social, and governance performance of firms, *Journal of World Business* 51, pp.977-990

Fatemi, A., Glaum, M. & Kaiser, S. (2017) ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure, *Global Finance Journal*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>

長谷川直哉 (編著) (2018) 『統合思考と ESG 投資—長期的な企業価値創出メカニズムを求めて』 文真堂

Li, Y., Gong, M., Zhang X. & Koh, L. (2017) The impact of environmental, social and governance disclosure on firm value: The role of CEO power, *The British Accounting Review* 50 (2018) pp.60-75

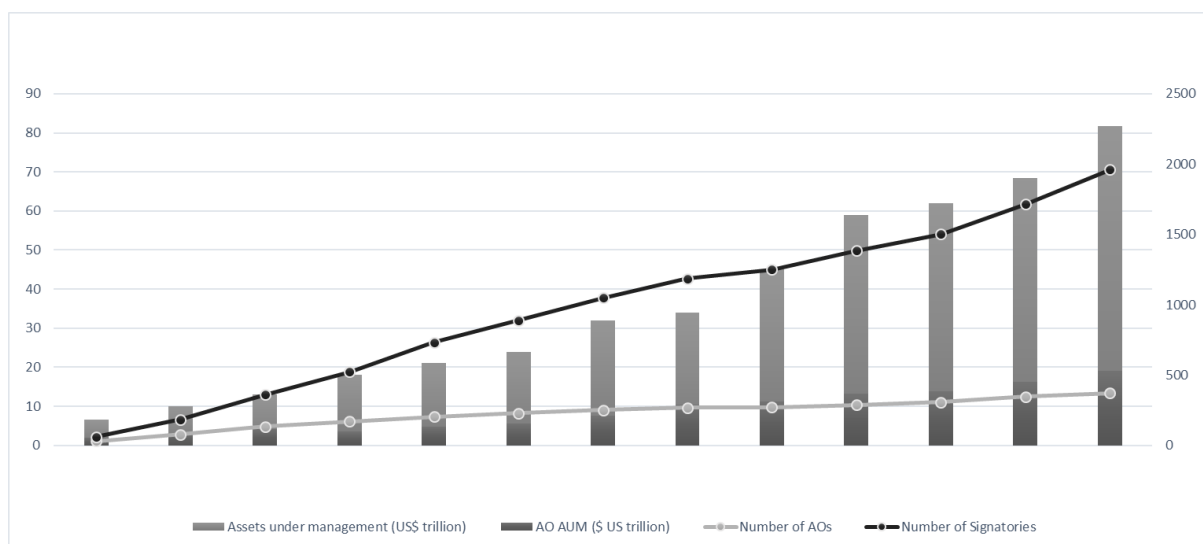
Loannou, L. & Serafeim, G. (2012) What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions, *Journal of International Business Studies* 43, pp.834-864

環境省 (2018) 「ESG 金融懇談会 参考資料」
<http://www.env.go.jp/policy/esg/kinyukondankai.html>

水口 剛 (2017) 『ESG 投資』 日本経済新聞社

向山 敦夫 (2017) 「C S R 再考」 『国際学研究』 6 卷 2 号 pp47~56, 関西学院大学

(図 1) 2006~2018 年 PRI の署名機関数 (右軸) および対象運用資産額 (左軸 US\$ trillion) の推移



出所： PRI ホームページ (2018 年 10 月 10 日アクセス)