

ESG投資の論点整理

— ESG投資と企業の社会的価値 —

2021年2月26日

京都大学大学院客員教授(京大ESG研究会座長)

東京都立大学大学院特任教授

加藤康之

(1) ESG投資の背景

コロナ禍の中、なぜ投資家はESG投資に注目するのか

コロナショックで企業の短期的
な業績見通しが不透明になった。

- 「国際的な機関投資家団体 (ICGN) は、企業に解雇を避けるよう求め、配当減を容認する姿勢を打ち出した。短期的な利益追求より、社会課題に向き合う方が長期的な成長につながると株主の考えが変わってきた。」

(出所: 2020年4月27日、日本経済新聞社)

企業評価において短期的な経済的価値よりも、社会的価値(サステナビリティ)という長期的要因に注目が集まっている。

そもそも、資本市場の持続可能性(サステナビリティ)に対する疑念は強くなっている

①自然環境問題、人権問題、貧困問題などのリスクの外部性が企業自身のリスクとして顕在化してきた。

②特にコロナ禍の中、企業にもサステナビリティが求められ、株主以外のステークホルダー(顧客、従業員、サプライヤー、地域社会、環境等)に対しても価値の創造が求められるようになった。(社会的価値の創造)

③巨大な超長期投資家の台頭により、資本市場全体のサステナビリティが投資のテーマになってきた。(長期に持続するリターン)

**ESG投資：
ポスト資本主義の資産運用手法**

ドラッカーは1993年に「ポスト資本主義」でマルチステークホルダーや年金資本主義について言及していた。

②企業はマルチステークホルダー重視へ

ステークホルダーに提供する価値を高め 継続的に企業価値を増大していきます

お客様	<ul style="list-style-type: none"> ・ リコーバリューに基づく製品・サービス提供によるお客様価値の増大 ・ 安心 / 安全な製品・サービスの提供
株主・投資家	<ul style="list-style-type: none"> ・ 持続的な成長を実現することによる企業価値の増大 ・ 適時 / 適切な情報開示とコミュニケーション
ビジネスパートナー	<ul style="list-style-type: none"> ・ 公正な取引と信頼に基づくパートナーシップ ・ バリューチェーンにおける社会的責任の共有
社会	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業活動および社会貢献活動をとお互に成長を遂げる ・ 国や地域の文化 / 習慣の尊重と継承
社員	<ul style="list-style-type: none"> ・ 安全 / 健康で働きやすい職場づくりと人材の育成 ・ ダイバーシティとワークライフバランスの尊重
地球環境	<ul style="list-style-type: none"> ・ 環境負荷を抑えた事業活動とお客様の環境負荷低減への貢献 ・ 地球環境の再生能力の維持および回復への貢献

“Statement on the Purpose of a Corporation”で示されたマルチステークホルダー (by Business Roundtable, August 19, 2019)

③ 巨大機関投資家がESG投資をする目的

- GPIF理事長コメント:

「年金積立金管理運用独立行政法人(以下、当法人)のようなユニバーサル・オーナー(広範なポートフォリオを持つ大規模な投資家)にとって、環境や社会の問題などネガティブな外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的である。」

出所: GPIF、2016年7月22日、国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス指数の公募

(2) ESG投資とは

ESG投資の定義

(1) ESG投資とは、

- 環境 (Environmental)
- 社会 (Social)
- ガバナンス (Governance)

などの非財務情報を考慮した投資の方法論の1つ。

(2) ESG投資リターンとしては、

- 経済的リターン
- 社会的リターン (社会的価値、社会的インパクト)

の双方を追求する。

(ただし、社会的リターンは長期的に経済的リターンに織り込まれると仮定する。つまり、ESG投資とはESG評価に関して長期的なアノーマリーが存在していると考える投資手法。)

社会的リターン(社会的価値)とは — 多様なステークホルダーにもたらされる価値 —

- 自社事業を通じた社会的リターン(インパクト)

(例)

- ソーラー発電事業による環境への貢献
- 子育て支援事業による女性活躍支援
- マイクロファイナンス事業による貧困層支援

SDGs的
視点



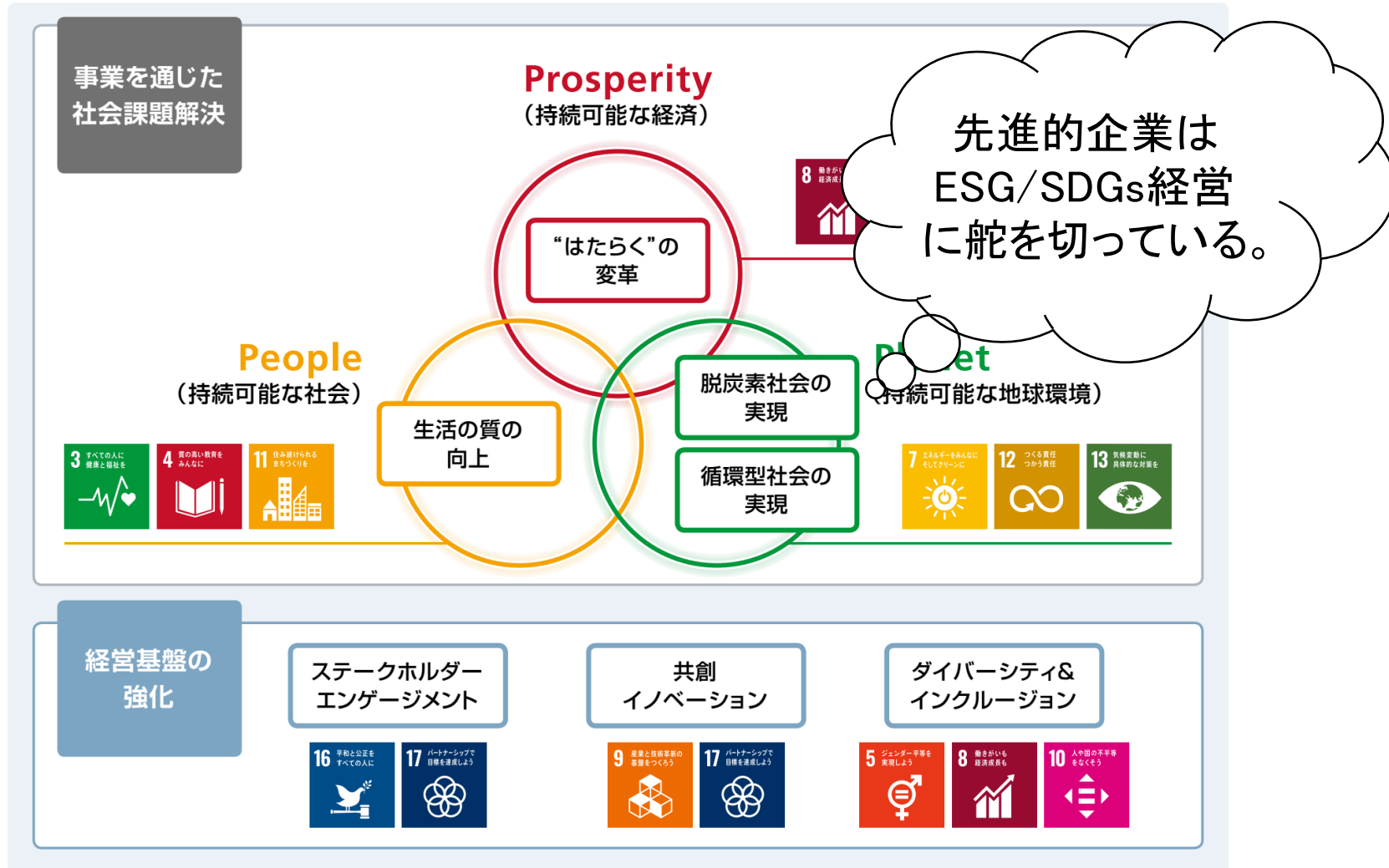
- 自社経営改善による社会的リターン(リスクの低減)

(例)

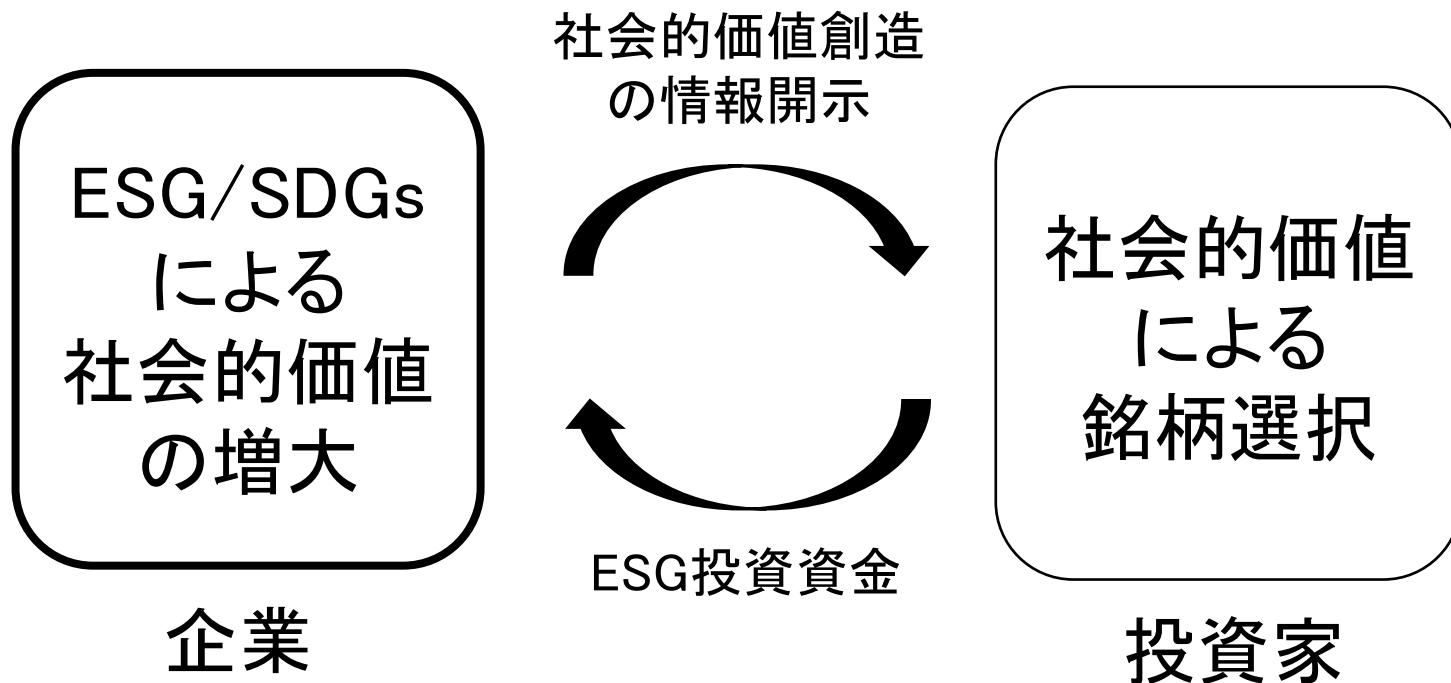
- ガバナンス構造の改革
- 製造工程におけるGHG排出量の低減
- テレワークによる従業員の健康の向上

オリジナルの
ESG的
視点

先進企業による社会的リターンの分類(例)



日本型ESG投資は企業の「ESG/SDGs経営」がリードすると思われる



(3) ESG投資とパフォーマンス評価

まずはESG運用手法を分類する

①市場平均に対する超過リターンを追求する運用手法(ESGアクティブ運用)

②社会的超過リターンを得ることにより長期的に経済的超過リターンを追求する運用手法(サステナブル運用)

③市場全体の底上げを目指す運用手法(ベータ向上運用)

注)エンゲージメント運用は上記3つの運用に同時並行的に用いることが出来るため、ここでは独立して分類しない。

パフォーマンス評価の対象

①ESGアクティブ運用

→ ベンチマークに対するファンドの超過リターン

②サステナブル運用

→ ファンドの社会的超過リターン

(短期的に経済的超過リターンが得られない場合)

③ベータ向上運用

→ 運用による市場リターンの向上分(代替として市場全体の社会的リターンの大きさ)

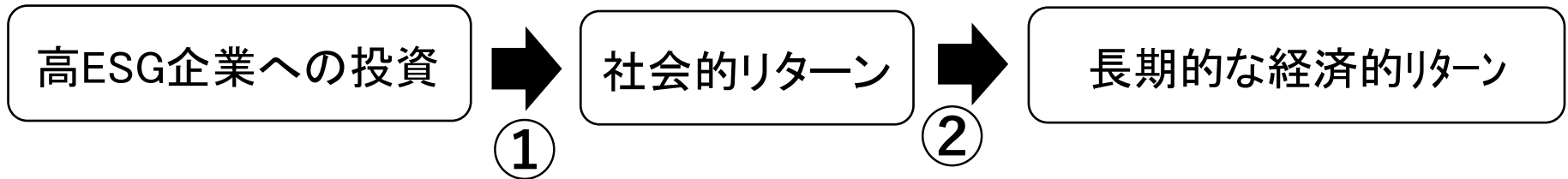


社会的リターンの評価が鍵になる

(4) ESG投資を支える仮説と社会的価値の評価

社会的リターンは経済的リターンを産み出せるか



<ESG投資を支える2つの仮説>



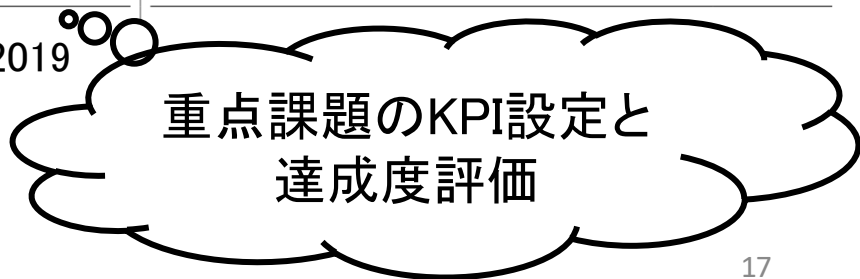
- 仮説①: 高ESG企業は社会的リターンを産み出す。(企業に求められる社会的リターンの見える化。企業の情報開示が重要。)
- 仮説②: 社会的リターンは長期的に経済的リターンを産み出す。(理念的に受け入れやすいが、実証、根拠、あるいは、ストーリーが必要。)

社会的リターン(社会的価値)の評価が鍵になる

仮説①: 高ESG企業は社会的リターンを産み出す。 — 企業による社会的価値創造の情報開示が進む(例) —

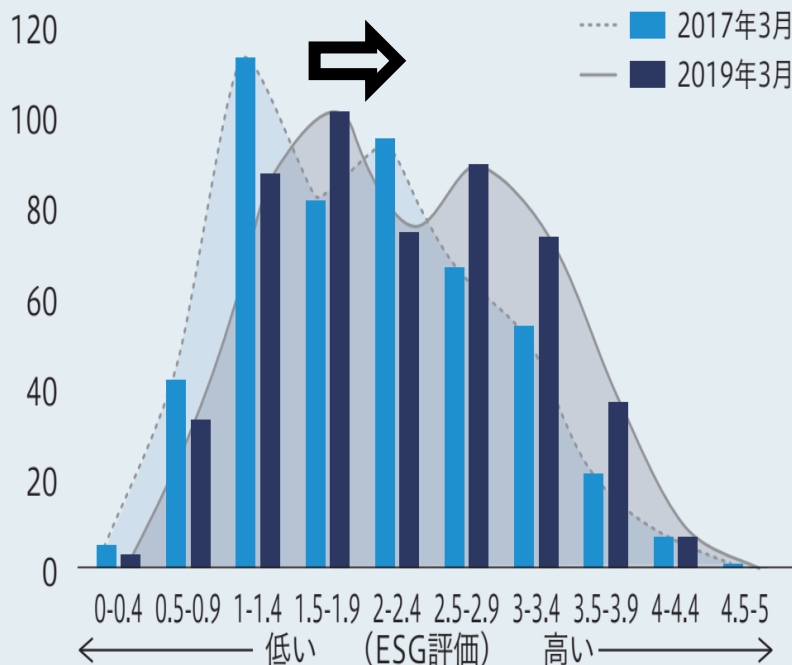
重点課題	中期目標	2020年度に向けたKPI	2018年度の主な実績	評価	
 ⑦ 人権と多様性の尊重	あらゆる事業活動において、全てのステークホルダーの人権を尊重する	(1) 女性管理職比率	7.5%	5.9%	★★
		(2) 障がい者雇用率	2.2%	2.38%*1	
		(3) 人権に関する違反件数管理	実績把握	15件	
		(4) 人権に関する研修受講率管理	実績把握	88.7%	
 ⑩ 気候変動への対応と資源の有効利用	Green Action Plan 2030を着実に実行し、環境経営の最先端をめざす	(1) CO ₂ 排出削減貢献量	3,900万t	3,840万t	★★
		(2) 通信事業の電力効率	7倍	7.9倍	
		(3) 廃棄物の最終処分率	1.4%以下	1.6%	
		(4) 使用済ケータイ回収台数	1,600万台 (2017~2020年度累計)	1,056万台(2017~2018年度累計)	

出所: NTTドコモグループ・サステナビリティレポート2019

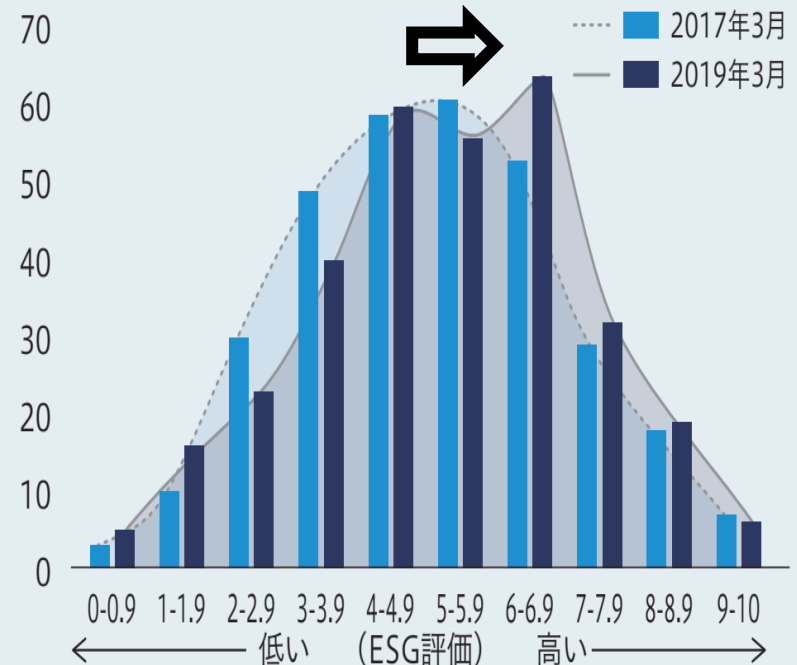


市場全体の総合的KPIとしてのESGレーティング

D FTSE社によるESG評価分布
(日本企業のみ) (社数)



E MSCI社によるESG評価分布
(日本企業のみ) (社数)



仮説②: 社会的リターンは長期的に経済的リターンを産み出す。

—社会的価値と経済的リターンに関する検証例—

エーザイのESGと企業価値の実証研究 感応度分析(信頼区間95%における平均値試算)

人件費投入を1割増やすと5年後のPBRが13.8%向上する

研究開発投資を1割増やすと10年超でPBRが8.2%拡大する

女性管理職比率が1割改善(例:8%から8.8%)すると7年後のPBRが2.4%上がる

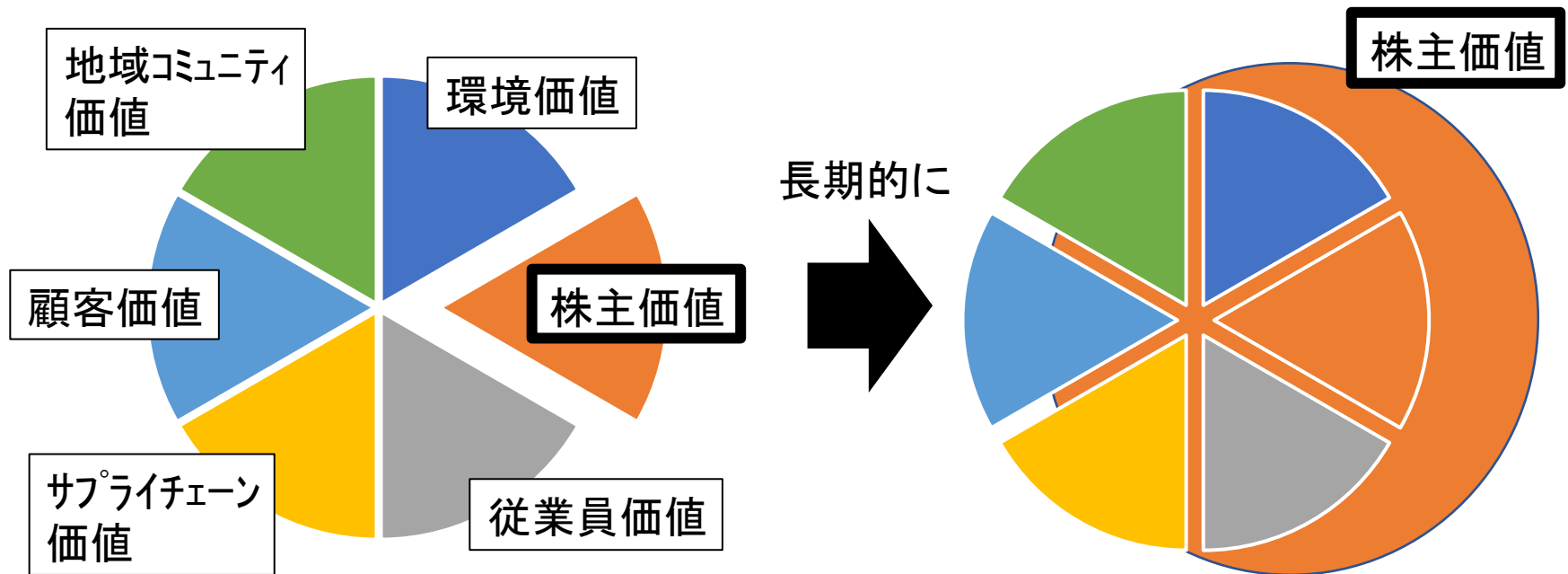
育児時短制度利用者を1割増やすと9年後のPBRが3.3%向上する



エーザイのESGのKPIが各々5-10年の遅延浸透効果で
企業価値500億円から3000億円レベルを創造することを示唆

社会的価値とステークホルダーモデル

- 社会的価値に対する仮定
 - 企業の社会的価値はステークホルダーに対して創造される。(社会的価値＝ステークホルダー価値)
 - 社会的価値は長期的に株主価値に織り込まれる。
 - ESG投資＝ステークホルダー価値への投資。



(4) ESG投資リターンの実際

ESG投資における経済的リターンの実際

- 投資理論の原則は「低リスクは低リターン、高リスクは高リターン」。
 - 高ESG企業は低リスクと考えるのが自然なので、高ESG投資は低リターンと考えるのが自然。
 - 最近の研究でも同様な検証がある
 - CSRリスクの高い(ESG評価が低い)企業のリターンはCSRリスクの低い(ESG評価が高い)企業より高い
- 出所: 泉山 直哉、池田 直史、井上 光太郎、2020、「CSRインデックスと株式リターン:クロスカントリー分析」、日本ファイナンス学会
- これまでの実情はどうか？

ESGインデックスの超過リターン

- ESGインデックス:
 - ESG評価が高くなった銘柄を組入れるポートフォリオ。
- 結果: 有意な対市場超過リターンは認められない。

対市場超過リターン 月次、t-値	日本	米国	英国	期間(月次)
FTSE4Good	-0.170	-0.581	-0.387	2001.10 – 2017.10*1
MSCI ESG Leaders	-0.259	0.177	-0.773	2007.10 – 2017.10
DJ Sustainable	-0.823	0.102	-0.328	2008.2 – 2017.10

市場リターンは、日本(TOPIX)、米国(Russell3000)、英国(FTSE-UK)

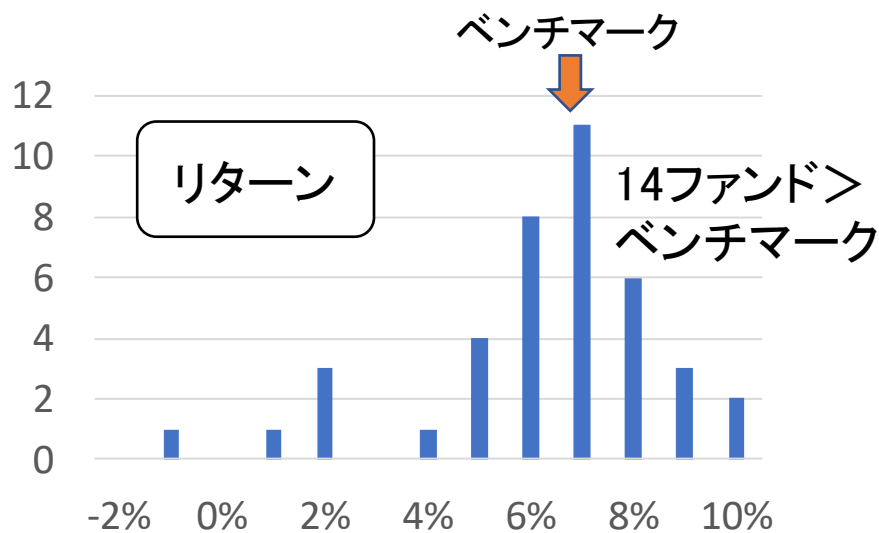
*1) 日本のみ2004.9 – 2017.10

ESGアクティブ運用のパフォーマンス

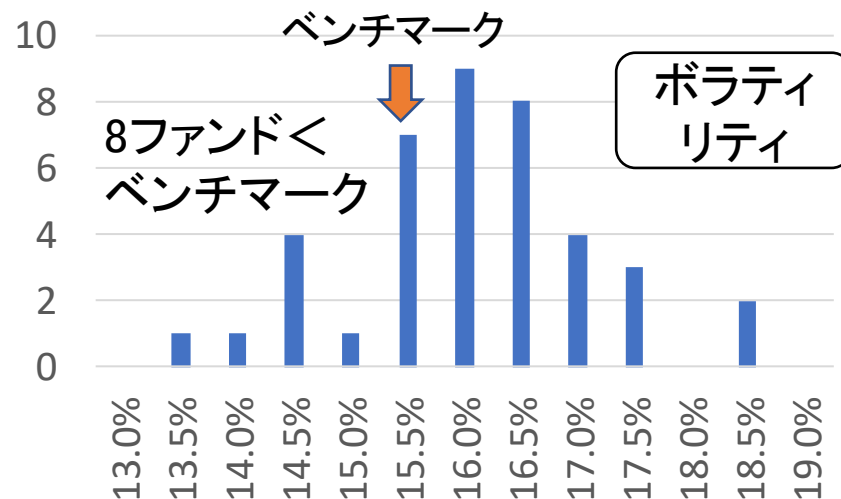
母集団: グローバルESGファンド(2014~2018.12にデータがあるもの)

ファンド数: 40

ベンチマーク: MSCI-ACWI



平均値:	5.735%
最大値:	9.726%
最小値:	-1.800%
ベンチマーク:	6.717%
アウトパフォーマンス数:	14



平均値:	15.812%
最大値:	18.229%
最小値:	13.301%
ベンチマーク:	15.111%
低ボラティリティ数:	8

ただし、最近のESGリターンは好調

S&P500とS&P500ESGの年初来騰落
(2019年末=100)

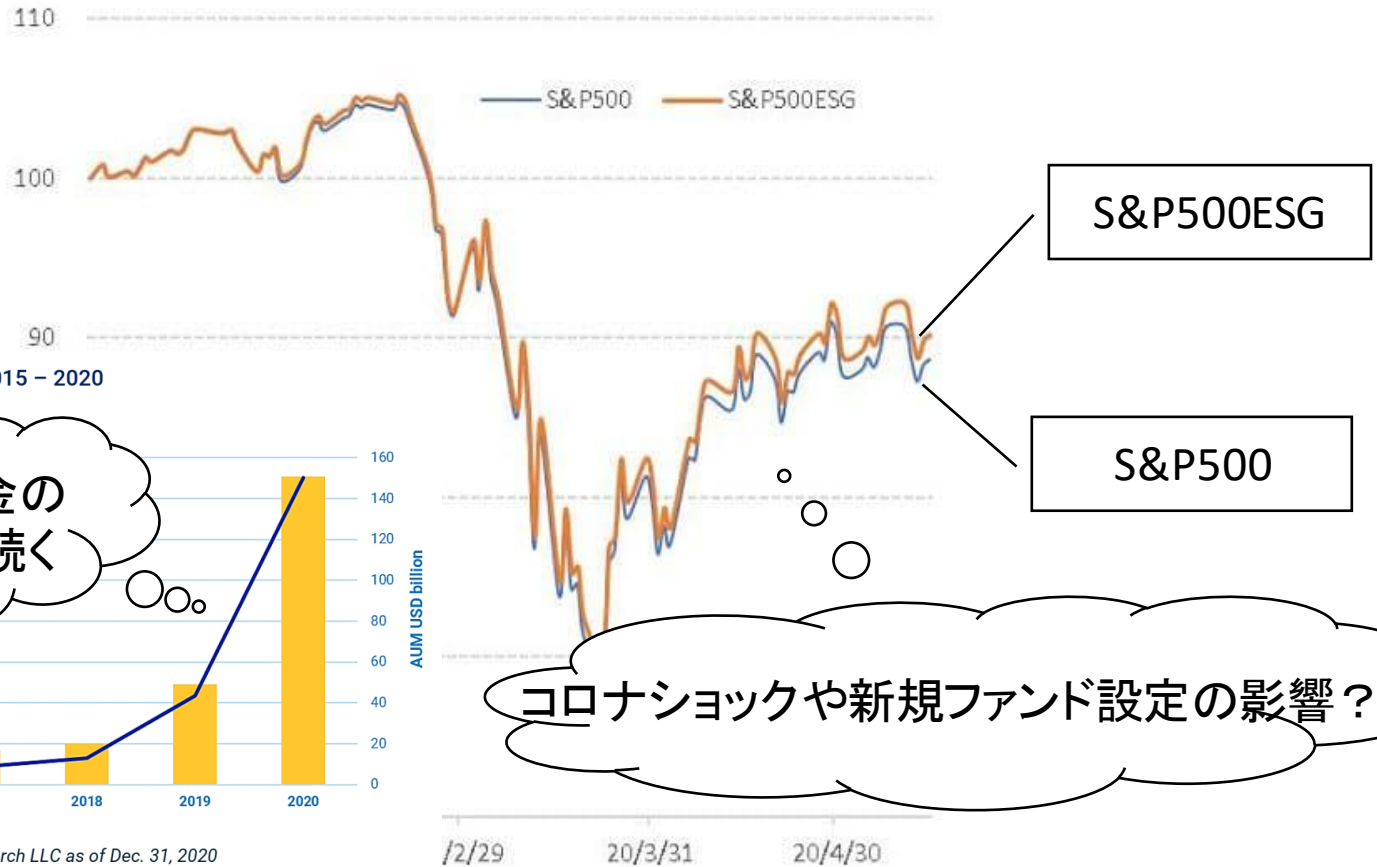


Exhibit 2: Global ESG ETF Growth 2015 - 2020

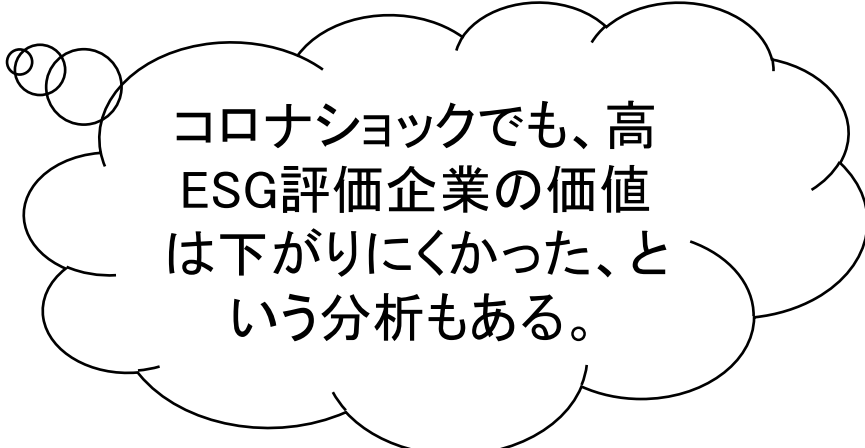


Source: Refinitiv/Lipper and MSCI ESG Research LLC as of Dec. 31, 2020

出所：MSCI ESG Research, 2021, “Fund ESG Transparency”

経済ショックに強い高ESG企業という研究も

- ESG評価の高い企業は経済ショック時でも企業価値が下がりにくい、という研究もある。
- 高ESG企業は長期投資家(ESG投資家)に保有されるため、ショック時でも売られにくいと考えられる。
 - Nofsinger, J., Varma, A., 2014, "Socially responsible funds and market crises", Journal of Banking & Finance 48 (2014) 180-193



コロナショックでも、高ESG評価企業の価値は下がりにくかった、という分析もある。

(5) ESG投資の潮流

ESG投資の潮流①ESGインデックス運用

- ESGインデックス運用の方法と目的
 - ESG評価の高い企業を組み入れるポートフォリオ。(勝ち組企業が明示される)
 - 企業のESG向上インセンティブを高める狙い。
 - 市場全体のリターンを向上させる目的。(巨大投資家に馴染みやすい投資手法)
- 企業はインセンティブを持つのか？
 - ESGインデックスに採用されていることを誇らしくHPで公開している企業は多く、さらに、ESGインデックスに採用されることをKPIにしている企業もある。

②
恥の文化？
「菊と刀」R.ベネディクト著

巨大投資家によるESGインデックス運用の狙い

- GPIF高橋理事長コメント:

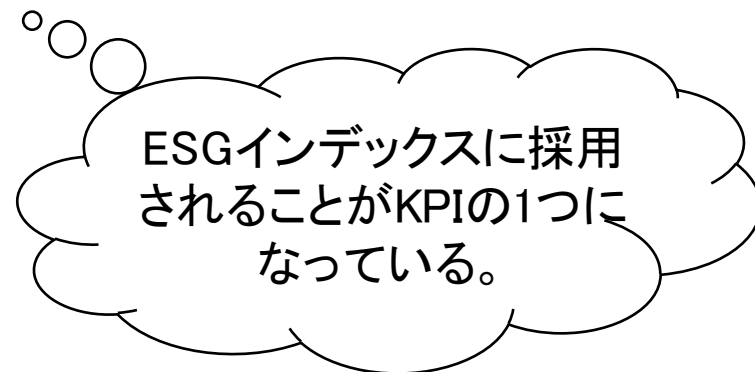
「今回選定したESG指数の活用が日本企業のESG評価が高まるインセンティブとなり、長期的な企業価値の向上につながるよう期待しています。」(出所: GPIF、平成29年7月3日、「ESG指数選定結果について」)

出所: GPIF、2017年7月3日、「ESG指数を選定しました」、下線は講師

ESGインデックス採用をKPIにしている例

重点課題	中期目標	2020年度に向けたKPI	2018年度の主な実績	評価
①~⑧ 全重点課題共通 (株主・投資家 に向けて)	ESG投資の拡大に対応し、国内外 の投資家等から高い評価を得る	(1)主要なESG投資インデックス*2 採用	<ul style="list-style-type: none"> ・Dow Jones Sustainability World Index(DJSI World) ・FTSE4Good Index Series ・MSCI ESG Leaders Indexes ・FTSE Blossom Japan Index ・MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数 ・MSCI日本株女性活躍指数 ・S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数 	★★★

出所：NTTドコモグループ・サステナビリティレポート2019



ESG投資の潮流②ダイベストメント

• ダイベストメントの増加

- 投資先企業から資金を引き上げること。
- GHG排出量、武器製造、人権などで問題ある企業が対象。
- 欧州では最もポピュラーなESG投資手法。(EU Taxonomy 導入でさらに加速する可能性がある)

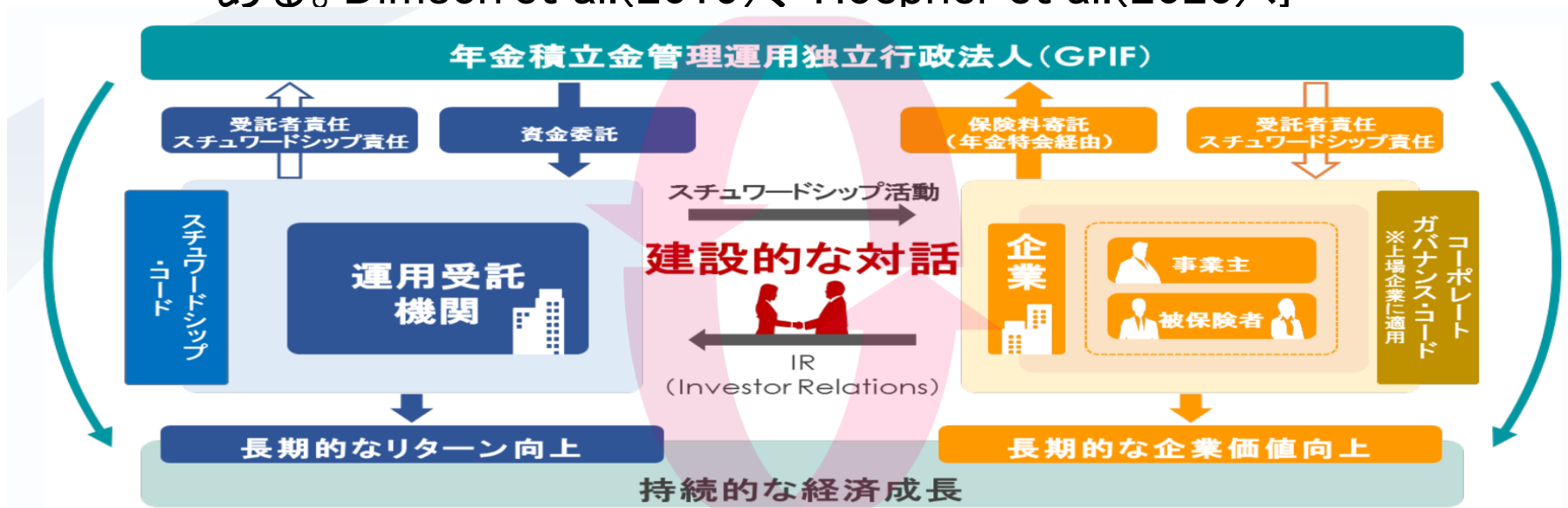
• ダイベストメントの事例

- 米ブラックロック(世界最大の運用機関): 火力発電に使われる石炭(燃料炭)生産が売上高の25%以上を占める企業の株や債券を外すことを表明した。
- 仏BNPパリバ: 世界の燃料炭生産で1%超のシェアをもつか、売上高に占める燃料炭の割合が1割を超える企業を投資対象から外している。

ESG投資の潮流③エンゲージメント

・エンゲージメントの重要性が高まる

- ・ 機関投資家が投資先企業の持続的な成長と企業価値向上を促すために行う「建設的な目的をもった対話」のこと。
- ・ 日本版スチュワードシップコードの導入（金融庁、2014年）によって機関投資家に浸透しつつある。
- ・ 有効性の検証は困難だが、ポジティブな貢献を示す研究もある。Dimson et al.(2015)、Hoepner et al.(2020)等



スチュワードシップ活動における重大なESG課題 —運用機関へのアンケート—

<国内株式パッシブ>

気候変動	100%
情報開示	100%
不祥事	100%
取締役会構成・評価	86%
少数株主保護（政策保有等）	86%
資本効率	86%
サプライチェーン	86%
コーポレートガバナンス	86%
ダイバーシティ	86%
人権と地域社会	86%
環境市場機会	71%
その他（社会）	71%
腐敗防止	71%
廃棄物管理	57%
その他（ESG）	57%
その他（ガバナンス）	57%
健康と安全	57%
水資源・水使用	57%
生物多様性	57%
森林伐採	57%

<国内株式アクティブ>

取締役会構成・評価	100%
少数株主保護（政策保有等）	100%
資本効率	89%
情報開示	78%
不祥事	78%
サプライチェーン	78%
環境市場機会	78%
労働基準	67%
気候変動	56%
コーポレートガバナンス	56%
ダイバーシティ	56%
人権と地域社会	56%
廃棄物管理	56%
汚染と資源	56%
社会市場機会	56%
製品サービスの安全	56%

出所：GPIF、2020、スチュワードシップ活動報告

企業の重要課題

—企業へのアンケート—

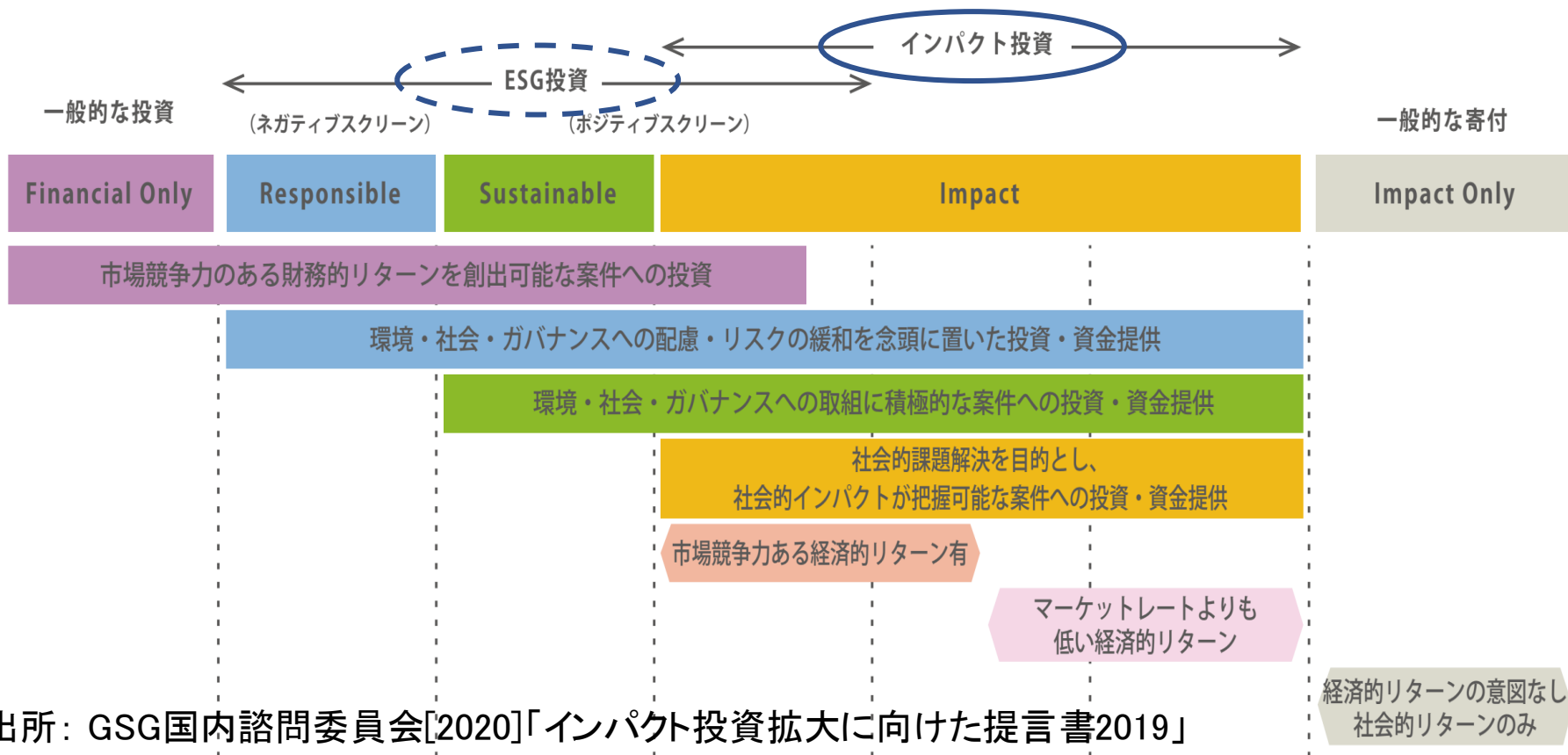
順位	前回	テーマ	今回	前回	増減
1	1	コーポレートガバナンス	70.8%	71.2%	-0.4
2	2	気候変動	53.9%	45.5%	+8.4
3	3	ダイバーシティ	44.0%	41.6%	+2.4
4	4	人権と地域社会	34.7%	34.4%	+0.3
5	5	健康と安全	32.6%	33.3%	-0.7
6	6	製品サービスの安全	30.8%	32.0%	-1.2
7	7	リスクマネジメント	29.8%	27.5%	+2.3
8	8	情報開示	23.3%	21.2%	+2.1
9	9	サプライチェーン	20.2%	16.9%	+3.3
10	10	取締役会構成・評価	16.2%	15.4%	+0.8

出所：GPIF、2020、「第5回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」

ESG投資の潮流④社会的インパクト投資

社会的インパクト投資が成長している

- ESG投資の一種だが、社会的価値によりウェイトを置いている。
- ESG投資でも社会的インパクト評価が重要課題になる方向。



ESG投資の潮流⑤ ESG債券投資

- ESG債券発行が増加している
 - 何のために行うのか？
 - 社会に貢献する事業に資金を供給する。
 - パフォーマンスが優れている。
 - パフォーマンスが優れているとすればなぜか？
 - より高いリスク→直観に反する(高ESGは低リスクのはず)
 - アノーマリーが存在すると考えるのが自然(ESG評価に関するミスプライシング、モーメンタム)
- 実証分析結果から
 - 高ESG債券(社債)はスプレッドが低い(利回りが低い)
 - Polbennikov,S.,Desclée,A.,Dynkin,L.,Maitra,A,2016,“ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds,”The Journal of Fixed Income Summer 2016, 26 (1) 21-41など
 - 高ESG債券(社債)はリターンが高い(ダウングレードのリスクが低い)
 - Barclays (2015), ESG Ratings and Performance of Corporate Bonds. Quantitative Portfolio Strategy.など

全体まとめ

- コロナショックはESG投資への注目度を高めている。
- 資本主義の限界が指摘される中で、資本市場のサステナビリティを高めるため、ESG投資が拡大している。
- ESGは企業のリスクに着目し、SDGsはインパクトに着目する。
- ESG投資手法は経済的価値（財務）と社会的価値（非財務）の双方の評価を元に投資先企業を選定し、長期的・持続的な経済的リターンを狙う。
- 社会的価値は長期的に経済的リターンをもたらすと考える。
- ESG投資の潮流として、ESGインデックス運用、ダイベストメント、エンゲージメント、インパクトファンド、ESG債券運用等がある。

ご注意

本資料および講演での意見は、講師の個人的な見解であり、講師が所属する組織のものではありません。内容についてのすべての責任は講師にあります。