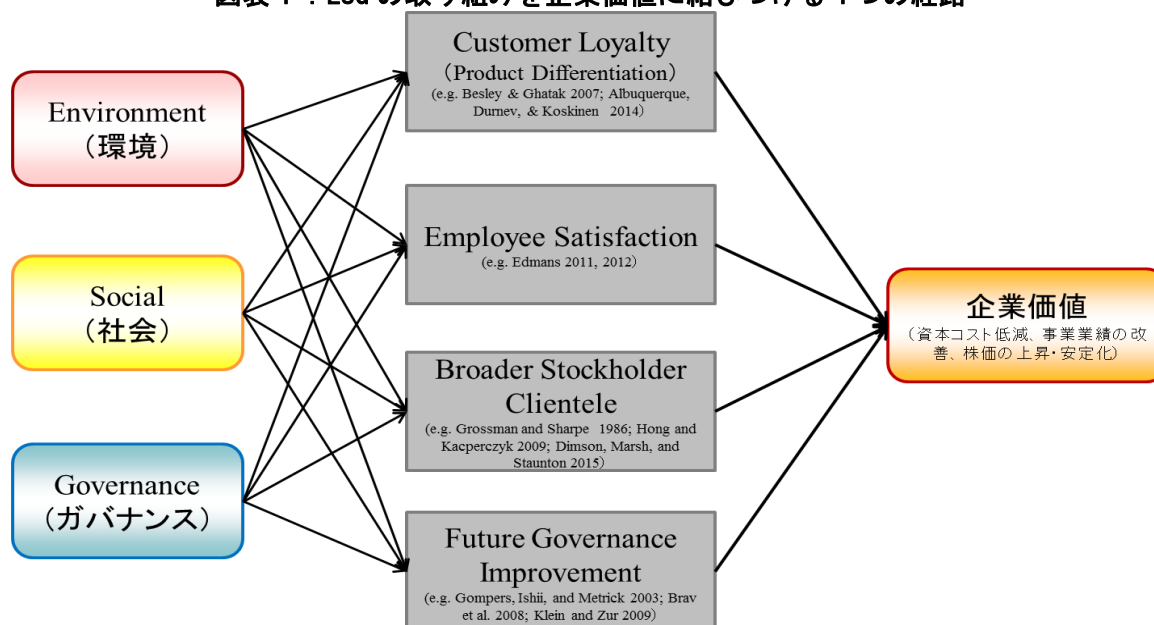


(資産運用)：ESG投資に日本企業はどのように対峙すべきか？

ESG に関わる関心が高まっている。その背景には、人口増加や都市化の進展に伴う資源限界の問題がある。日本企業は ESG 投資に関わる取り組みを機会とみて、それが企業価値の創造に結びつく経路を意識しつつ、企業の ESG に関わる取り組みの現状や長期的なビジョンに基づき、ESG に関わる取り組みを強化することが求められる。

ESG 投資に対する関心が飛躍的に高まっている。この背景には、社会的な問題に対して、企業や投資家などの経済セクターがより積極的に関与することなくして、地球に迫りくる資源面での限界を克服できないのではないかという問題意識がある。国連の調査によれば、2050 年には世界の人口は 90 億人（現在、70 億人）、都市化率は 70%（同 50%）にのぼり、これに伴い、エネルギー需要は現在の 1.6 倍、食料需要は 1.7 倍、水需要は 1.6 倍に増大するものとみられている。もはや地球上で活用しうる資源は限界に近づきつつあるのである。こうした迫りくる危機を解消するためには、経済のメインプレイヤーである企業やそれを支える投資家がより積極的な取り組みを実施することが求められつつあるのである。国連が 2015 年に公表した SDGs ではこうした問題意識のもと 17 の目標、169 のターゲットを掲げ、それに基づく行動を企業に求めている他、国連 PRI や米 ERISA 法なども、投資家に ESG に関わる取り組みを積極的に評価することを求めているのである。

図表 1：ESG の取り組みを企業価値に結びつける 4 つの経路



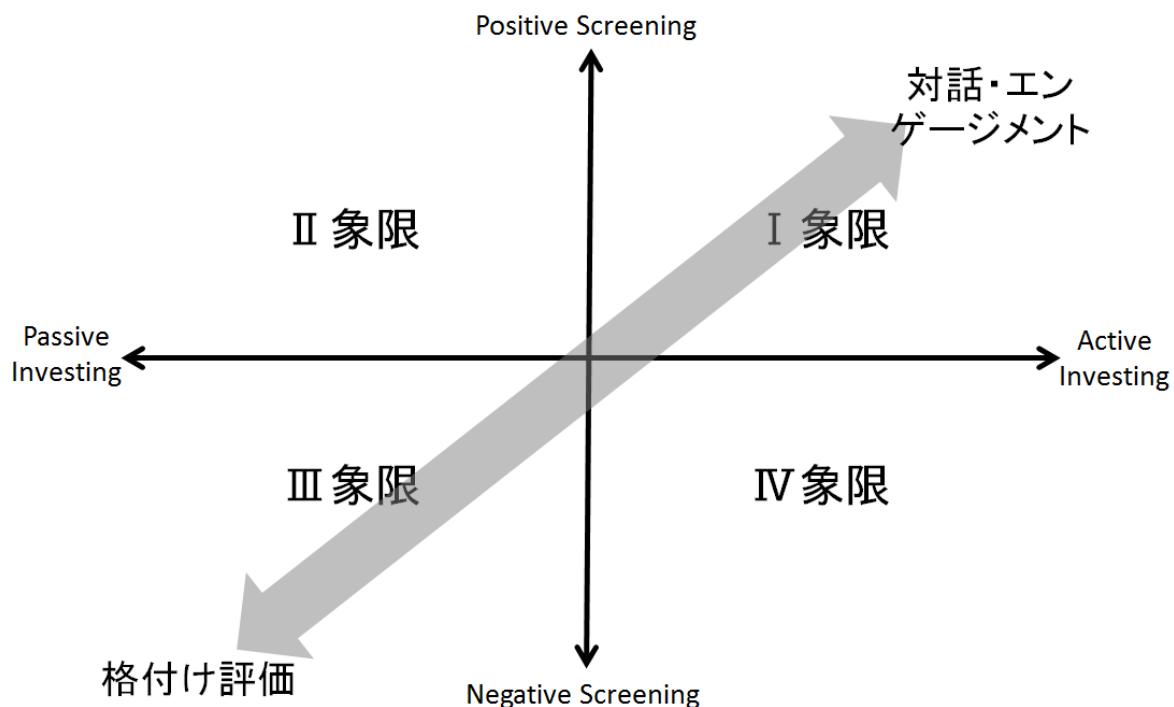
(出典) Dimson et al. (2015)を参照し、筆者作成

とはいえやみくもに ESG に関わる取り組みを実践すればよいというわけではない。企業は ESG に関わる取り組み以前に、投資家をはじめとする資金提供者から受託した資金を最大化することを求められるためである。オックスフォード大学のクラーク教授は 2015 年に ESG に関わる 200 を超えたアカデミック・ペーパーをまとめている。これによれば、資本コストに関する研究の約 90%は、優れた ESG 活動と資本コストは負の相関関係に、将来の事業業績に関する研究

の約 88%は、優れた ESG と将来の事業業績が正の相関関係に、さらに株価に関する研究の約 80%は、優れた ESG と株価水準が正の相関関係にあることを示している。一方で、これらの研究成果は ESG と企業価値との相関関係を示しているだけであり、すなわち優れた業績を上げている企業は、ESG 活動にも資源を割く余裕があり、結果として ESG 活動と企業価値の間に相関があるように見えているという可能性もある。こうしたことから、ESG 活動と企業価値との関係性を検討するためには、ESG がどのような経路で企業価値に結びつくかを検討する必要がある。ケンブリッジ大学のディムソン教授は、(1)顧客ロイヤリティの向上や製品・サービス差別性の増大、(2)従業員満足度の向上、(3)特定投資家の獲得、(4)企業の規律付けの改善の 4 つの経路を通じて、持続的な企業価値創造に結びつくと説明している (図表 1)。

ここでは特に投資家のタイプと ESG に関わる取り組みについて検討する。投資家が ESG に関わる取り組みを評価する場合、ESG に関わる取り組みを積極的に価値評価に取り込むポジティブ・スクリーニングと ESG に関わる取り組みに問題のある銘柄を投資対象から外すネガティブ・スクリーニングの 2 つのタイプがある。一方で、投資手法は多数の銘柄から構成されたポートフォリオを組み、安定した投資リターンを獲得することに重きをおくパッシブ投資と、より長期的に価値が増大する銘柄を厳選し、集中して投資をするアクティブ投資に区分できる。アクティブ投資は、対話・エンゲージメントと親和性が高く、パッシブ投資は ESG 格付け機関との親和性が高い (図表 2)。

図表 2 : ESG 評価アプローチと投資手法



(出典) 筆者作成

パッシブ投資においては格付け機関による評価をできる限り低くしないことが求められる。ESG 格付け機関からの評価が低い日本企業の場合、ESG に関わる取り組みを開示していないケースが多く、またグローバルスタンダードとのギャップが大きいことが、その評価を低めている

るケースが多い。開示への取り組み、グローバルスタンダードとのギャップ解消が ESG 格付けでネガティブな評価を受けないうえで求められる。一方、アクティブ投資で積極的に評価を得るためには、長期的な社会や環境のメガトレンドを前提に、自社において重大なリスクとなる事象や事業機会になる事象を棚卸し、自社の差別性を促し、競争力を高める取り組みをより強化し、投資家に理解してもらう必要がある。どちらの投資を取り込むことをより重視するかによって、ESG に関わる取り組みのベクトルが異なる可能性がある点に留意が必要である。いずれにせよ企業の ESG に関わる取り組みのフェーズや長期的なビジョン、訴求すべき投資家などに応じて ESG に関わる取り組みをより進化させる必要がある。投資コミュニティからの評価やそれとの対話・エンゲージメントを通じて、ESG に関わる取り組みを持続的な企業価値創造に結びつける企業が増大していくことを期待したい。

(一橋大学大学院 経営管理研究科 加賀谷 哲之)

【参考文献】

Clark, Gordon L., Andreas Feiner, and Michael Viehs. "From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance." (2015). Working Paper. Oxford University.
Dimson, Elroy, Oğuzhan Karakaş, and Xi Li. "Active ownership." *The Review of Financial Studies* 28, no. 12 (2015): 3225-3268.

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。