

(資産運用) : ESG 投資における S (社会) の論点としての企業・従業員関係

ESG 投資には、中長期的観点から企業価値を高め株主を含むステークホルダーに利益を還元することが求められており、従業員対応の充実が企業価値増大に貢献するメカニズムを解明することは、S の具体的論点として着手すべき重要な課題である。本稿では、企業・従業員関係と企業行動・成果に関する近年の研究動向を概観する。

2015 年に年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が、国連責任投資原則 (PRI) に署名したことを受け、日本においても、公的年金や生命保険会社等の国内の機関投資家を中心に ESG 投資への対応が進んでいる。ESG 投資への社会的関心が高まる中、G (ガバナンス) や E (環境) が先行する形で具体的な議論が展開する一方、S (社会) の対象は多岐にわたる。例えば、国連責任投資原則 (PRI) は、労働条件 (例：児童労働) や地域コミュニティ、健康および安全、従業員関係およびダイバーシティ等を S の要因として例示しており、MSCI の基準では、人的資本、製造物責任、ステークホルダーの異議 (Stakeholder Opposition)、社会的機会の 4 つの要因から S は構成されている (図表 1)。

図表 1 : S (社会) の例示

国連責任投資原則 (PRI)	MSCI ESG Ratings Methodology
・労働条件 (例：児童労働) ・地域コミュニティ ・健康および安全 ・従業員関係およびダイバーシティ等	・人的資本 ・製造物責任 ・ステークホルダーの異議 (Stakeholder Opposition) ・社会的機会

(出所) 筆者作成

このように、E や G と比べて、S の対象は幅広く、抽象的であるため、十分な議論や研究の蓄積が進んでいるとは言い難いものの、ダイバーシティや労務管理、人的資本開発、健康と安全など、企業による従業員対応の充実が S を構成する重要な要因であることには疑いの余地はない。ESG 投資には、中長期的観点から企業価値を高め株主を含むステークホルダーに利益を還元することが求められており、従業員対応の充実が企業価値増大に貢献するメカニズムを解明することは、S の具体的論点として着手すべき重要な課題である。

近年では、2019 年 8 月、米国の経営者団体 (ビジネスラウンドテーブル) が、株主だけを重視するのではなく従業員等の広範なステークホルダーとの対話と合意を尊重すべきと提言、また、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (ICGN) も、コロナ禍で雇用不安が高まる 2020 年 4 月、企業に対して、株主への配当減を容認してでも従業員の雇用を守るように求める書簡を提出している。こうしたショートターミズム (短期志向) に対する実務界からの懸念の背景には、能力のある従業員を喪失することで長期的に企業の競争力が低下することへの危惧が、企業や投資家の間に広がりつつあることがあるのかもしれない。

他方で、このような実務界の動向と整合的な研究も盛んになりつつある (図表 2)。例えば、Cao and Rees (2020) は、従業員対応の充実が、特に熟練従業員や知識資本を有する人的資本集約的な企業や、製品市場で高い競争にさらされている企業で労働投資効率を高める可能性を

論じているⁱ。特に、2008 年から 2009 年にかけての金融危機の際、従業員対応が充実している企業では、危機時に大規模な人員整理を行わず一時的に過剰雇用状態に陥るが、危機後の人材獲得競争には巻き込まれないため、最適雇用水準を維持し、高い労働投資効率を達成することが示されている。

熟練従業員を喪失するリスクをヘッジするために、企業が保守的な資本構造や積極的なリスクマネジメントを志向することを指摘する研究もある。例えば、Bae et al. (2011) は、米国フォーチュン誌の「働きがいのある会社 100 選」のデータを用いて、従業員対応が充実している企業は負債比率が低いことを明らかにしているⁱⁱ。また、Ghaly et al. (2015) は、人材重視の企業は予備的な現金保有を選好する傾向にあることを報告しているⁱⁱⁱ。最近の研究では、Huang et al. (2019) が、海外売上がある米国企業の大規模サンプルを用いて、従業員対応の充実が、通貨デリバティブでヘッジされた海外売上高の割合の重要な決定要因であることを実証的に明らかにしている^{iv}。

従業員対応が充実している企業、つまり働きやすい企業が投資家にとってもよい企業なのかどうかを検証する研究も蓄積されつつある。例えば、Edmans (2011) は、従業員満足度と長期的な株式リターンとの関係进行分析し、「働きがいのある会社 100 選」で時価総額加重したポートフォリオが、1980 年代から 2000 年代までの間、業界ベンチマークを上回っていることを報告している。その上で、従業員満足度は企業価値にとって有益であり、株式市場は無形資産を十分に評価していないため、長期的な成長を促すためには、経営者をショートターミズムから守ることの重要性を主張している^v。また、Chen et. al (2019) は、従業員対応の良さが、企業の生産性を高め、製品の故障、労働争議、および従業員の離職の可能性を減らすことにより、債券スプレッドの低下につながることを実証的に明らかにしている^{vi}。

図表 2：従業員対応と企業行動・成果に関する近年の研究

テーマ	研究
従業員対応の充実と労働投資効率	Cao and Rees (2020) 等
熟練従業員と企業の財務政策	Bae et al. (2011) ; Ghaly et al. (2015); Huang et al. (2019) 等
従業員対応の充実と株式リターン	Edmans (2011) 等
従業員対応の充実と債券スプレッド	Chen et. al (2019) 等

(出所) 筆者作成

(慶應義塾大学 商学部 柳瀬 典由)

ⁱ Cao, Z. and W. Rees [2020] “Do employee-friendly firms invest more efficiently? Evidence from labor investment efficiency,” *Journal of Corporate Finance* 65, Forthcoming.

ⁱⁱ Bae, K. H., J. K. Kang and J. Wang [2011] “Employee treatment and firm leverage: A test of the stakeholder theory of capital structure,” *Journal of Financial Economics* 100 (1), pp.130-153.

ⁱⁱⁱ Ghaly, M., V. A. Dang, and K. Stathopoulos [2015] “Cash holdings and employee welfare,” *Journal of Corporate Finance* 33, pp.53-70.

^{iv} Huang P., H. Huang and Y. Zhang [2019] “Do firms hedge with foreign currency derivatives for employees?” *Journal of Financial Economics* 133 (2), pp.418-440.

^v Edmans, A. [2011] “Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices,” *Journal of Financial Economics* 101 (3), pp.621-640.

^{vi} Chen, T. K., Y. S. Chen and H. L. Yang [2019] “Employee treatment and its implications for bondholders,” *European Financial Management* 25 (4), pp.1047-1079.