■論 文――■

ESG投資評価のための非財務情報活用の課題と展望

一橋大学大学院 商学研究科 准教授
加賀谷　哲之

1．なぜいまESG投資か

本稿の狙いは、ESG投資にあたって非財務情報がいかに活用されているかについて整理したうえで、それらを持続的な企業価値創造の促進に向けて活用するにあたっての課題を検討することにある。近年、ESG投資にあたって非財務情報をいかに活用するかが重要な検討テーマとなっている。背景には、以下の３つの潮流がある。

第１に、日本で進展しているコーポレートガバナンス改革の一環として実施されているスチュワードシップ・コードなどで投資コミュニティーにおける変革が求められている点である。投資運用機関は、スチュワードシップ・コードの公表を契機として、投資運用において、中長期的なリスクとリターンを改善するために、投資先企業の環境・社会・ガバナンス（ESG）要因を考慮することが求められており、これまでは必ずしも積極的に実施してこなかったESG投資をめぐる取り組みを本格化させることが求められつつある。こうした中で、国連における責任投資原則（PRI）に署名する企業の数は飛躍的に増大しつつあり、2017年３月末には、1,718社の運用会社が当該原則に署名している。運用総額は約60兆ドルにのぼるともいわれている。日本最大の機関投資家であるGPIFも、PRIに2015年４月に署名し、ESGを考慮した株価指数の公募さらにはそれを活用した運用に向けた取り組みを進展させている。こうした中でESG投資を評価するための情報基盤の構築が喫緊の

〈目　次〉

１．なぜいまESG投資か
２．ESG投資評価をめぐる現状
３．ESG情報による企業価値評価
４．ESGインテグレーションによる戦略的投資に向けて

課題となりつつあるのである。

第２に、資本市場の短期志向化が進展し、それが企業経営の短期志向化を招いているとの懸念が増大している点である。Haldane（2010）によれば、日米欧の資本市場においてかつては10年をこえていた投資家の平均株式保有期間が、近年では１年未満となっている。四半期決算や公正価値会計、業績ガイダンスなどでより短期の財務業績への関心が強化され、それを契機として企業のイノベーション活動や長期的なリスクテイクの取り組みが弱体化させ、企業経営の短期志向化が進展しているとの懸念が増大している。こうした財務業績に対する過度な関心やそれを背景とした短期志向の経営を回避するため、ESG要素を積極的に企業経営に取り込み、非財務情報を通じて発信する動きが強化されつつあるのである。

第３に、財務情報の有用性低下に対する懸念が増大しつつある点である。1990年代に入り、米国、欧州、日本それぞれの地域において、数多くの会計基準や開示規制が適用され、会計・開示情報のボリュームは飛躍的に拡大した。にもかかわらず、1990年代後半以降、実施された実証研究の多くは、財務情報の有用性が低下していることを示している。こうした中で、企業の説明責任の範囲を、株主を対象とした企業会計報告（corporate accounting reporting）からESG要素も含めたステークホルダーにまで拡張した企業説明責任報告（corporate accountability reporting）の公表を求める動きが強まりつつあるのである（Ramanna 2013）。

ESG投資評価に対する関心は飛躍的に高まっている一方で、非財務情報を活用し、戦略的にESG投資を行っていくうえでの課題は何か、そうした課題を克服するために何が求められるかなどについては十分に検討されているとは言い難い。本稿では、ESG投資にあたって非財務情報がどのように活用されているかを検討したうえで、持続的な価値創造を促すにあたって求められる非財務情報の開示の在り方を検討する。

２．ESG投資評価をめぐる現状

ここでESG投資評価についての現状を整理することにしよう。

これまでも運用機関によるネガティブ・スクリーニングは実施されてきている。その多くは、地域社会や環境などにネガティブな影響を与える可能性がある事業をてがける企業への投資を控えるというアプローチをとる。表１には、そうしたネガティブ・スクリーニングへの評価項目としてしばしば取り上げられるものを抽出している。たとえば2014年９月にはロックフェラー・ブラザーズ・ファンドが化石燃料からの投資撤退を表明している他、2015年５月にはBank of Americaが石炭への投資方針を変更するなど、近年では、金融機関による化石燃料産業に対する投資を控えるダイベストメントをめぐる取り組みが活

（表１）ネガティブ・スクリーニングへの評価項目例

項目	評価概要	項目	評価概要
タバコ	タバコ製品メーカー（ー）	雇用多様性	少数民族、助成、同性愛者、身体障害者などの雇用に積極的な企業（＋）
アルコール	アルコール飲料のメーカー・販売者その他消費を促進する企業（ー）	人権	人権基準の策定・促進（＋）、人権侵害に関与する企業（ー）
ギャンブル	カジノやギャンブル装置メーカー（ー）	動物実験	動物に対する敬意をもった取扱（＋）、動物実験実施企業、動物を捕獲する罠や狩猟道具を生産する企業、最終製品に動物を利用する企業（ー）
防衛・武器	国内・海外軍隊向けの武器や個人向けの拳銃を製造している会社（ー）	再生エネルギー	再生エネルギー生産企業（＋）
原子力	原子炉や関連設備メーカーおよび原子力工場を運営する会社（ー）	バイオ	持続可能な農業、生物多様性、地域農家を支援し、バイオ技術の応用などを進める企業（＋）
無責任な海外での事業	ビルマや中国といった強圧的な地域に設立された国有・民間企業や現地人に対する不適切な扱いをしている会社（ー）	地域コミュニティへの関与	ドナー、従業員のボランティア、家庭・教育プログラムなどへの支援により地域コミュニティに積極的に関与する企業（＋）
アダルト	ポルノ雑誌の出版社、公序良俗に反するビデオ・オーディオの製造スタジオ、公序良俗に反するテレビのスポンサー（ー）	株主アクティビズム	経営者との直接対話や株主総会で経営者に直接働きかけるSRIファンドの所有（＋）
中絶	中絶薬や避妊薬メーカー、人工中絶へ保険を支払う会社、家族計画連盟をサポートする企業（ー）	未婚	未婚カップルを保険対象とする保険会社（ー）
労使	協力な労組、従業員の動機づけ、従業員の利益シェアに積極的な企業（＋）、労働搾取企業（ー）	医薬品	ヘルスケア産業（ー）
環境	リサイクル、ムダの削減、環境保全（＋）、有毒物質の生産、温暖化への寄与（ー）	金融商品	金利収入から大きな利益をあげる金融会社（ー）
企業統治	取締役の独立性、選出、監査人の独立性、役員報酬、ストック・オプション、他の統治制度に関連したベストプラクティスの実践（＋）、反トラスト法違反、不祥事（ー）	豚	豚製品の生産・販売から大きな利益をあげる会社（ー）
事業慣行	R&D投資、品質保証、製品安全などを通じた持続性へのこだわりを追求している企業（＋）		

（出典）Renneboog, et al（2008）より筆者が作成。

発化している。ネガティブ・スクリーニングはESG投資の一つの典型的な適用例として現在も実施されている。

一方で、近年ではESGに関わる取り組みに積極的な企業を抽出し、それらの企業に投資するアプローチを適用するケースが増大し始めている。たとえば、たとえば、Eccles, Serafeim, and Krzus（2011）は、2008年以降に各国・地域の18の機関（公的機関、基準設定機関、証券取引所等）が非財務情報の開示フレームワークを提示していることを明らかにしている。さらにこうしたフレームワークを活用して、Thomson Reuter、Bloomberg、MSCI、Assets4などが商用データベースを整備していることが確認できる。各社に対するサーベイ調査や開示情報を基礎に、これらの会社はESGスコアを指標化し、公表している。機関投資家の多くは、こうしたデータベースを活用して、評価を行う。結果として、企業もこうしたデータベースの評価軸にあわ

（表２）Bloomberg DatabaseのESGデータ　アクセス数（2010年11月ー2011年４月）

Global Market Interests	ESG	Frequency	US Interests	ESG	Frequency
ESG Disclosure Score	DIS	2,395,230	ESG Disclosure Score	DIS	265,677
GHG Scope1	ENV	1,520,488	Number of Independent Directors	GOV	257,750
Governance Disclosure Score	DIS	1,337,078	Size of the Board	GOV	249,250
Environmental Disclosure Score	DIS	1,238,417	Number of Board Meeting for the Year	GOV	117,420
GHG Scope2	ENV	1,067,085	% Independent Directors	GOV	112,059
Social Disclosure Score	DIS	978,541	Total CO_2 Emissions	ENV	109,883
Total GHG Emissions	ENV	920,170	Total Waste	ENV	109,028
% Independent Directors	GOV	899,148	Number of Employees CSR	SOC	97,862
GHG Scope3	ENV	890,932	Community Spending	SOC	97,300
Direct CO_2 Emissions	ENV	781,569	CEO Duality	GOV	96,230

（出典）Eccles, Serafeim, and Krzus（2011）より筆者が作成。

せて活動・取り組みを決定する傾向が強まっている。

表２には、世界全体および米国におけるBloomberg DatabaseのESGデータに対するアクセス数を示している。これによれば、世界全体では、ESG開示スコアなどの開示データ、地球温暖化ガスのスコープ１、スコープ２などの環境データに対する関心が高いのに対して、米国では、独立取締役の数や取締役会の規模などガバナンスデータに関する関心が高いことが確認できる。さらに開示スコアなどの総合指標が引用されやすいことが確認できる。

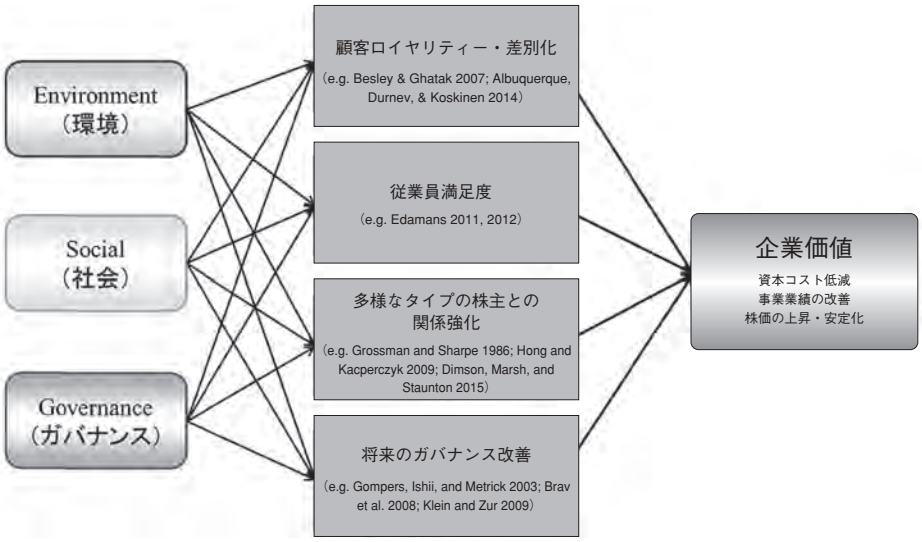
３．ESG情報による企業価値評価

(1)　ESGは企業価値に結びつくのか

こうした商用データベースなどを活用し、ESGが企業価値にいかに結びつくかについての検証を数多くの研究者が実施している。ここでは、オックスフォード大学のClark教授らが実施しているレビュー論文を基礎にして、これまで実施されてきたESGと企業価値の関連性を検証した研究を整理していくことにしよう。

Clark et al（2015）では、ESGに関わる200超のアカデミック・ペーパーについて、①資本コスト、②将来の事業業績、③株価に対する影響に区分して、ESGが企業価値と結びついているかどうかを整理している。同研究によれば、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あることを示している。また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あることを示している。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。こうしてみると、ESG活動の実践は持続的な企業価値創造に結

（図１）ESGを企業価値に結びつける４つの経路



びつくと解釈できるかもしれない。

Clark et al（2015）は、ESGと企業価値の関連性が相関関係を示している一方で、逆の因果関係を示している可能性があることを指摘している。すなわち優れた業績をあげている企業は、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ことである。

⑵　ESGを企業価値に結びつける４つの経路

こうしたことから、近年、ESG活動と企業価値とを結びつける経路に注目し、より緻密にESGに関わる取り組みが企業価値に結びつくメカニズムを明らかにしようとしている研究が現れ始めている。たとえばDimson et al（2015）では、先行研究を基礎にESGに関わる取り組みが、①顧客ロイヤリティーの向上や製品・サービス差別性の増大（Besley and Ghatak 2007; Albuquerque et al 2014）、②従業員満足度の向上（Edmans 2011）、③特定投資家の獲得（Grossman and Sharpe 1986）、④企業の規律付けの改善（Gompers et al 2003）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１）。Benabou and Tirole（2010）では、CSRに関わる取り組みが、経営者を長期志向にさせ、それぞれのステークホルダーにとっての価値を表現する有効なチャネルとなるという意味で、企業価値にポジティブな影響を与える可能性がある一方、社内起点のフィランソロフィーや経営者によるエージェンシー問題を招く可能性があることを指摘してい

る。このため、上述した4つの経路を通じて、CSRに関わる取り組みが確実に企業価値の創造へと結びつくことを示す必要がある。

ESGに関わる取り組みは、短期的な業績よりは中・長期的な価値に結びつく傾向がある。このため、この4つの経路をへてもなおESGに関わる取り組みと企業価値を結びつけることは容易ではない。

⑶ ESG評価を進化させる3要素

このため、近年注目をされているのが、①マテリアリティー（重要性）、②対話・エンゲージメント、③組織プロセスに注目し、ESGに関わる取り組みと企業価値との関連性について検討するアプローチである。

たとえば、Kahn et al（2015）では、主要6産業セクター（ヘルスケア、金融、テクノロジー・通信、資源、輸送、サービス）を分析対象として、Sustainable Accounting Standard Board（SASB）が定義するESG指標のマテリアリティーに基づきスコアを作成したうえで、ESGスコアに基づく投資が株式超過リターンをもたらすかを検討している。SASBでは、企業担当者、投資家、規制当局が客観的な証拠とそれに基づく討議を基礎として、各産業セクターで重要となるESG指標を定義している。それを活用することで、同研究では、ESGを基礎としたポートフォリオを組むことで、株式超過リターンを計上しうることを明らかにしているのである。

またDimson et al（2015）では、1999-2009年にかけて米国で実施されたESGに関わる投資家とのエンゲージメントを分析対象としたうえで、投資家からの提案がRaising Awareness（懸念の表明）にあたるのか、Request for Change（変化の要請）にあたるのか、それらが最終的に投資家と企業との間で合意（Milestone）に至ったのかなど、エンゲージメントの内容に応じて、企業の長期的な株式超過リターンが異なるかを検証している。同研究では、エンゲージメントに成功した場合はそうではない場合に比べて、株式超過リターンが高いことを示している。

さらに、Eccles et al（2014）では、ESGをきちんと組織プロセスに組み込むことができているかについて、サーベイ調査で明らかにしたうえで、それらが株式リターンや収益性の変化に与える影響を検討している。同研究によれば、Sustainable Boardを設定していたり、あるいは報酬をESG指標と連動させたり、あるいはエンゲージメントプロセスが明確である場合には、そうではない企業と比べて高い株式リターン、収益性をあげることができることを明らかにしている。

こうしたESGに関わるマテリアリティー、対話・エンゲージメント、組織プロセスについて、日本では十分に検討されておらず、そのデータベースも構築されているとは言い難い。日本でのESG評価を進化させるためには、こうしたESGに関するマテリアリティー、対話・エンゲージメント、組織プロセスに関わるデータベースを構築するための情報収集並

びに分析手法を産官学で連携しながら開発し、それを蓄積していく必要があるだろう。

4．ESGインテグレーションによる戦略的投資に向けて

近年、ESG投資に対する関心が高まっている。こうした中で、ESG投資のために非財務情報を活用する動きも加速している。一方で、ESG投資が、メインストリームの投資家になぜ、どのように活用されるかについては十分に解明されてこなかった。Amel-Zadeh and Serafeim（2017）では、グローバルに活動するメインストリーム投資家432件にサーベイ調査を行い、①メインストリーム投資家は財務的に重要であるためにESG情報を投資意思決定に活用している、②メインストリーム投資家にとって、ESG情報は経営の質の代理変数となり、評判・法的・規制リスクを評価するうえで適切であると考えている、③ESG情報はセクターごとに重要なものが異なる（エネルギー業界における気候変動、素材産業における地域社会への影響、消費財・小売りセクターにおけるESG方針・実務の重要性、金融業界におけるガバナンス方針等）、④ESG投資にあたって障害になっていることの一つは、比較可能性・適時性・信頼性である、⑤メインストリーム投資家はネガティブ・スクリーニングでESG情報を活用している、⑥メインストリーム投資家は将来、ポジティブ・スクリーニングでESG情報を活用しようとしている、などの意識を明らかにしている。

では現時点では、ESG投資がネガティブ・スクリーニングでの活用が多く、ポジティブ・スクリーニングで活用が少ないのはなぜだろうか。主たる理由の一つは、各社におけるCSRやESGの取り組みが、経営のメインストリームと必ずしも統合されておらず、結果として、企業が直近で直面する可能性が高い評判・法的・規制リスクを回避するためのリスク管理の取り組みとして位置付けられていることが影響している可能性がある。ESGをめぐる取り組みはリスク回避のための活動であるがゆえに、当該リスクのある株式を保有することを回避したい投資家にとってESG情報は有効な情報源となっている。一方で、中・長期的な社会的な課題を解決することで、自社の強みやDNAを磨き高め、将来成長が期待できる製品・サービス市場における顧客ロイヤリティーを向上させる、あるいは製品・サービスを差別化させる、あるいは社会的課題の克服を通じて従業員満足度を向上させる、特定の投資家への価値訴求を通じて、投資の長期化を促すなど、「大きな算盤」をはじくことができている企業の数は限られている。このため、ESGがもたらすベネフィットがなかなか浮かび上がりにくく、結果としてポジティブ・スクリーニングとしてESGに関わる情報を活用することは容易ではなくなっている。

ESGを企業経営に統合していくうえで重要となるのは、経営理念・ビジョン、経営計画、

年度計画など経営の時間軸ごとに財務業績とESG業績をいかに両立して達成していくのかをきちんと企業内の目標として位置付け、それを全社レベルのみではなく、事業レベル、個人レベルにまでブレークダウンして実践していくESGインテグレーションを実現することである。経営の時間軸でいえば、短期的には財務業績の達成が優先される可能性が高いが、一方でESG軸を軽視しては、将来の成長機会を逃してしまうことにもなりかねない。他方で、稼ぐ力が低い場合には、中・長期的にESGに関わる取り組みを持続させていくことが難しくなる。直近の稼ぐ力を向上、維持するとともに、５－10年の時間軸で企業が直面するであろう社会的な課題に対して十分に対応できているか、現在の業績と将来のあるべき姿をどのように両立させようとしているか、現在、利益をあげている事業の製品・サービス分野、地域においてのリスクは何かなどを考え抜き、そのための仕組みを作り上げていくことで、稼ぐ力とESGを高い次元で両立する企業経営が可能となる。こうした取り組みを実践することができる企業のプレゼンスが高まっていけば、必然的に投資コミュニティーにおいてもポジティブ・スクリーニングとしてESG情報を活用しようとする投資家の数も増え始めるだろう。

こうしたポジティブ・スクリーニングとしてのESG投資を増大させるためには、中・長期的に各産業セクターや地域で直面するであろう社会的課題についての認識の共有を各ステークホルダーで共有していくことが不可欠となる。たとえば、Grewal, Serafeim, and Yoon（2016）では、株主総会における株主提案をSASBの提案する重要性（マテリアリティー）のフレームワークに基づき、棚卸し、それが企業評価に与える影響について検討している。日本でも、このような社会的課題の認識共有のための実証的な証拠の蓄積が不可欠である。会計・開示研究の領域でこうした研究蓄積が進むことで、広く社会的課題の解決を促すESG投資のポジティブ・スクリーニングが進展していくことに期待したい。

〔引用文献〕

・Albuquerque, Rui A., Art Durnev, and Yrjo Koskinen. “Corporate social responsibility and firm risk：Theory and empirical evidence.”（2014）. Discussion Paper No.9533, Center for Economic Policy Recearch.

・Amel-Zadeh, Amir, and George Serafeim. “Why and How Investors Use ESG Information：Evidence from a Global Survey.”（2017）. Working Paper. Harvard Business School.

・Besley, Timothy, and Maitreesh Ghatak. “Retailing public goods：The economics of corporate social responsibility.” *Journal of Public Economics* 91, no. 9（2007）：1645-1663.

・Bénabou, R. and Tirole, J., 2010. Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77（305）, pp.1-19.

・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.
・Eccles, Robert G., George Serafeim, and Michael P. Krzus. “Market interest in nonfinancial information.” *Journal of Applied Corporate Finance* 23, no. 4 (2011)：113-127.
・Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim. “The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance.” *Management Science* 60, no. 11 (2014)：2835-2857.
・Grewal, Jyothika, George Serafeim, and Aaron S. Yoon. “Shareholder Activism on Sustainability Issues.” (2016). Working Paper. Harvard Business School.
・Edmans, Alex. “Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices.” *Journal of Financial Economics* 101, no. 3 (2011)：621-640.
・Grossman, Blake R., and William F. Sharpe. “Financial implications of South African divestment.” *Financial Analysts Journal* 42, no. 4 (1986)：15-29.
・Haldane, Andrew. “Patience and finance.” In Remarks at the Oxford China Business Forum, Beijing, available at http://www. bankofengland. co. uk/publications/speeches/2010/speech445. pdf. 2010.
・Ramanna, Karthik. “A framework for research on corporate accountability reporting.” *Accounting Horizons* 27, no. 2 (2013)：409-432.
・Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang. “Socially responsible investments：Institutional aspects, performance, and investor behavior.” *Journal of Banking & Finance* 32, no. 9 (2008)：1723-1742.