

# 企業の持続的成長とESG

—アカデミックな分析視点からの整理—

早稲田大学

首藤 恵(すとう めぐみ)

# ESG投資の原点

## ◆PRIの責任投資

- 基本的な認識

直面する**社会的課題への解決**のカギは**金融**の資金配分機能

- pragmaticな考え方

長期投資の目的実現には、企業活動の**多面的評価**が不可欠  
長期企業活動を評価する情報を、E/S/Gとして単純化

## ◆ 企業と社会との関係

- 企業活動の**社会への影響**への対応
- **社会の変化**に対する企業としての対応

⇒**企業の長期的成功**(企業価値の向上、持続的成長)の要件は、  
社会の変化と直面する課題を的確に認識し、対応すること

⇒機関投資家は**受託者責任**を果たす上で、広範な社会の目的を達成可能

# CSRとESG

## ◆企業の社会的責任（CSR）

社会の変化と要請に対応して価値生産を追求する持続的努力

⇒ ESGは、CSR活動を評価する具体的な視点を提供

## ◆CSRの3つの側面

### ①**社会の一員**としての義務

・環境保全、法令遵守、社会的規範の遵守は、企業活動の**前提**

### ②**社会貢献**としてのCSR

・企業資源の社会的利用・利潤還元・所得移転（ボランティア、寄付 etc.）

・社会的に必要でも、直接に経済価値に結び付かない**支出**

### ③**企業戦略**としてのCSR

・生産プロセス、生産物特性（イノベーション力、差別化、信頼構築 etc.）

・企業価値の追求のための**長期投資**

⇒ 3つの側面の認識と取り組みは、**企業経営の基本課題**

# CSRと企業経営

## ◆CSRに対する経営判断－3つの課題

### ① CSRの解釈と混同

- ・社会貢献としてのCSRと、企業戦略としてのCSRの混同は、経営判断を誤らせる。規範的活動か、企業戦略か、個別企業の判断。

### ② 効果の評価基準

- ・社会的成果と経済効果をどのように把握するかは、個別企業の課題。
- ・経済効果の明確な認識は、社会成果の軽視を意味しない。

### ③ 効果の不確実性

- ・CSRはリスク投資－支出と効果の時間的なズレ、効果の不確実性  
投資決定は、企業の個別的意決定

⇒ CSR活動の取り組みには、**ガバナンスの視点**が不可欠  
基本方針・戦略・実行・情報発信・評価

# ESG/CSRをめぐる実証研究

## —社会的パフォーマンスと経済的パフォーマンス—

### ◆ 企業経営の評価指標

- ・社会的パフォーマンス (CSP: Corporate Social Performance)
- ・経済的パフォーマンス (CFP: Corporate Financial Performance)

### ◆ 実証的課題

- ① CSRの取り組みと**経営との両立**は可能か。
- ② CSRの取り組みは、**企業価値向上**にどのように結び付くか。
- ③ CSRの取り組みは、**持続的経営**の条件か。

⇒1970年代以降、CSPとCFPをめぐる実証研究の膨大な蓄積

# ESG/CSRをめぐる実証研究 －3つの流れ－

## (1)CSPとCFPの関連性

CSR活動の**コスト・ベネフィット**

SRIファンドは**超過リターン**を生み出すか

## (2)CSRのビジネス・モデル

CSPとCFPを結びつける**経路・メカニズム、因果関係**

**経営インセンティブ**にどのように結び付くか

## (3)CSPに対するmarket perception

CSP情報の発信と**市場評価**、リスク・プレミアムの決定

企業の**投資決定**に影響を与えるか

# CSPとCFPを結ぶ経路・メカニズム —ステークホルダー関係とESG要因—

## ◆ Instrumental stakeholder 理論

多様なステークホルダーとの関係構築—個々の企業の戦略的手段

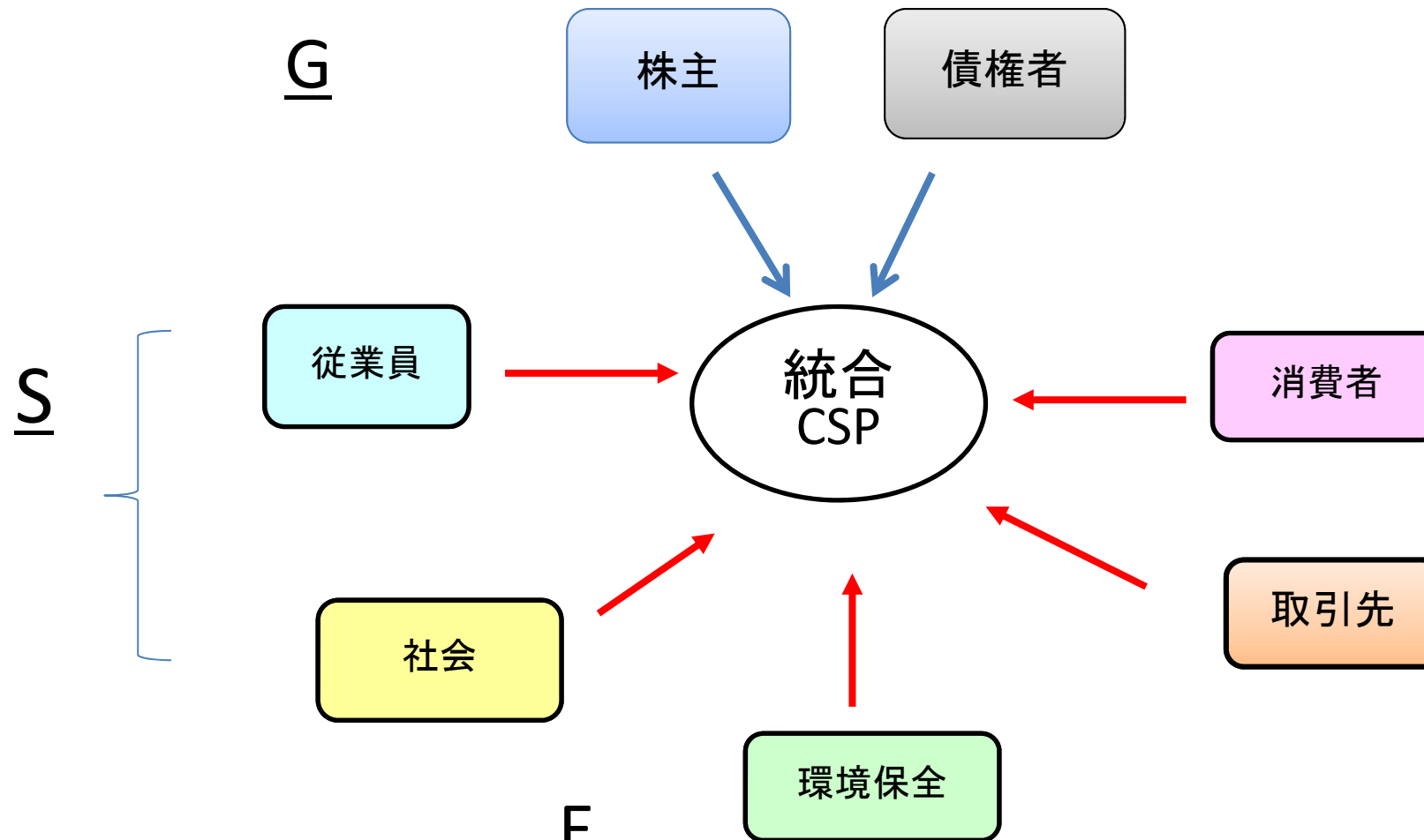
### (1) Resource based perspective

良好なステークホルダー関係＝その企業**固有の資源**(無形資産)、**競争力**  
(組織のイノベーション力、従業員のやる気、市場の差別化、信頼・・・)

### (2) Risk mitigation view

ダウンサイド・リスクの回避—企業経営の**sustainability**の条件  
長期的リスク管理の手段—**リスク・プレミアムの軽減**

# CSRとステークホルダー・マネジメント





# 実証結果と論点(1)

## —CSPと利潤・投資リターン—

- ◆1980-90年代を中心に、  
多くの研究で正の関係を検出、だが、中立的結果も多い。  
CSRの利潤性効果の過大評価の可能性が指摘
  - ◆2000年代に、多くの問題点が指摘
    - ①**分析方法**上の問題点  
CSP指標の選択、サンプル・バイアス、観察期間、因果関係・・・
    - ②CSP研究の**selection bias**
    - ③メインストリーム投資家の関心は、**Value-seeking** な投資家行動
- ⇒ 企業の安易なCSR活動と情報発信への懸念—**CSR活動のコストとリスク**  
**Value-enhancing**なESG投資へのパラダイム・シフトの必要

# 実証結果と論点(2)

## －CSPとリスクー

◆1970年代以降、CSPとリスクについて概ね負の関係

◆2000年代後半以降、CSR/ESGとリスクの関連について多様なアプローチ

①**保険**効果－ダウンサイド・リスクの回避

②企業経営の**安定**－統合的リスク管理に不可欠な側面

③資本コスト/負債コストの軽減－リスクの市場評価と**競争力**

資本コストを軽減するという実証結果が増える傾向

⇒ CSR/ESG要因の軽視と対処の誤りは、**経営リスク**

CSR/ESG要因の軽視と対処の誤りは、**投資の阻害要因**

# 日本企業に関する実証研究(例)

- (1) CSPとCFPの関連、**因果関係** Suto and Takehara (2016a)  
CSPの統合指標、個別指標－利潤と正、リスクと負
- (2) 株主構成とCSP Suto and Takehara (2014)  
**外国人株主比率**の上昇は、投資先企業のCSPを上昇。
- (3) 企業のCSR認知度とCSP Suto and Takehara (2016b)  
**CSP awareness**は、企業規模や利潤と強い正の関係をもつ。  
規模や利潤性が高い企業の中にCSPに鈍感な企業がかなり存在。
- (4) CSPとmarket perception (資本コスト) Suto and Takehara (2016C)  
CSPは、**Cost of equity**を引き下げる要因。最近の期間ほど強い負の関係。  
CSPは、Cost of debts と正の関係。銀行依存度はCSPと正の関係。
- ⇒ 最近にいたるほど、CSR/ESGへの取り組みは企業パフォーマンスとリンク  
海外投資家・外国人株主の関心が、CSR/ESG情報を促進。  
日本企業の構造的問題が、非財務情報への認識を鈍らせている可能性。

# 長期持続的成長を考えるうえで、 企業が注意すべき点

## ① ESG/CSRと企業理念

社会における同企業のビジネスの位置づけ  
社会の変化に対するビジネスの展開・方向

## ② ESG/CSRと企業戦略

重視すべきステークホルダー関係の資産価値  
ESG・無形資産投資のパフォーマンスとリスクの把握

## ③ ESG/CSRの情報開示・発信

投資判断にとって意味ある情報を発信  
企業戦略上の位置づけが明確にされて初めて、意味ある情報

- ⇒ 経営トップの意識－CSR/ESGに関する意識 (**awareness**)
- ⇒ 情報の発信－長期投資家を惹きつける情報  
将来の企業価値と結びつく**ストーリー**

# 企業のESG・無形資産投資のボトルネック

## ①企業経営の方向性

企業理念と**企業の社会的な位置づけ**

**明確な将来像**が経営戦略に組み込まれ、内部組織で共有されているか

## ②能動的情報開示・発信

戦略立案部門と情報発信部門の**連携**が十分な体制か

CSR報告、統合報告の**情報価値**の向上

## ③投資家や市場からの圧力

投資家のvalue-seeking行動や市場の短期的要請に対処できるか

投資家との**エンゲージメント**を能動的に活用できるか

⇒ 将来像の曖昧さ、情報価値や情報発信に対する理解と敏感さの不足から、日本企業は必要以上に過小評価されているのではないか。

# CSR/ESG情報

## —投資家が注意すべき点—

### (1)ESG格付け・ESGスコアリング

- 多様な情報特性 ⇒ 特性の理解と活用
- ダウンサイド・リスク指標 ⇒スクリーニング情報
- 統合指標 ⇒情報の集約・単純化(Black box)がもたらす問題に注意

### (2)無形資産の評価

- 知的資本・R&D ⇒ 将来財務リターンや企業価値に直結
- ESG資産 ⇒ 企業固有の資産、企業価値を支えるインフラ

⇒ **ESG指標の特性**に応じた利用、特定の総合指標に依存することは危険

⇒ 非財務情報とくにESG資産の評価には、**エンゲージメント**の有用性が高い