

ESG 評価と企業価値、企業ブランド

早稲田大学大学院 教授 根本直子

存在感を増すESG投資

環境 (E)、社会 (S)、企業統治 (G) といった財務数字には反映されない企業の取り組みに注目して投資先を選ぶESG投資は、世界の潮流となりつつあり、コロナショック後も拡大を続けている。

ESG投資の拡大に伴い、企業が環境保護や労働環境の改善に向けた取り組みを進めれば、企業価値が向上するとともに、社会全体の厚生が高まる、という思想だ。

コロナ危機で、失業や経済格差の拡大が懸念され、また企業の持続的な成長に関心が高まっている。従業員やコミュニティなど多様なステークホルダーへの配慮を促し、長期的な視点で企業を評価するESG投資は、社会課題を解決する上で大きな役割を期待されている。

日本では制度の変更も投資の後押しとなっている。2021年6月には上場企業の行動原則であるコーポレートガバナンス・コードが改定された。プライム市場に上場する企業については、「サステナビリティに関する基本方針と自社の取り組みの開示」が求められる。

また、日本銀行は同年同月、気候変動対応を支援する新たな資金供給の仕組みを導入することを決定した。同行による新たな方針は、金融機関の環境に配慮した融資やグリーンボンド投資をさらに促進すると予想される。

不確定な投資の効果

このようにESG投資の重要性は高まっているが、投資の社会的、経済的效果についてはなお、不確定な面がある。投資活動のリターンには、大別して自然環境が良くなるといった社会的なリターンと利回りなどの経済的なリターンがある。社会的なリターンについては、投資の効果モニタリングするインパクト投資の手法が最近注目されているが、定量的な把握にはまだ課題が多い。

また経済的なリターンについては、ESG要因と投資パフォーマンス、企業の業績、リスク指標との関係について多くの研究がある。1970年代からの2,000以上の既存研究をレビューしたFrieda et al. (2015)¹によれば、半数以上の研究がポジティブな関係があることを示している。また2015-2020年の論文をレビューしたWhelan et al. (2020)²も58%はポジティブな関係であったと述べている。その理由としては、①多様なステークホルダーの利害の調整は財務面にも好影響を与える、②規制対応など、将来の企業のリスクが軽減される、などがあげられている。一方で、ESG要因は企業業績や投資パフォーマンスにネガティブな影響を与える、という論文もある。その理由として、①ESG活動は短期的にはコスト増加要因となって企業業績を下げる、②特定の国や業種を除外することで、リスク・リターン上最適なポートフォリオの構築が困難となる、等が指摘されている。全体として分析手法、対象、期間などにより結果にはばらつきがある。またESGによりリターンが良くなるという研究についても、なぜ改善するのかそのメカニズムを解明したものは少ない。実務家の間でも意見は分かれている。マッキンゼー社がグローバルな機関投資家、企業経営者を対象に行った調査によれば³、ESG要因が企業価値を高めるか、という質問に対して、高めるという回答は57%、無関係、ないし低下させる、という回答は27%であった。

ESG評価と就職先としての企業ブランド

以上のように、ESGと企業価値の関係については、コンセンサスが確立しているとはいえない。またESG評価と企業の財務価値との関係を分析した研究は多いが、社会的価値やブランドへの影響を扱った研究は少ない。このため、日本企業を対象に、ESG評価と学生の人



気ランキングの関連性について分析を行って見たところ、プラスの関係があるという結果となった⁴。

分析手法としては、学生の人気ランキングを被説明変数としESG評価を説明変数として最小2乗法で推定を行った。調査対象は、株式時価総額上位300社、期間は2016年から2019年で、就職先ランキングは、東洋経済新報社と文化放送キャリアパートナーズが作成する就職ブランドランキングを使用している。調査は毎年2回実施されているが本稿では学生の理解が深まったと考えられる後半の調査を利用した。またESG評価は東洋経済新報社のCSR評価ランキングを用いている。同ランキングは公開情報および企業へのアンケートを基に作成されており、環境、人材活用、社会性、企業統治の4分野別の評価と、総合的な基本評価がある。同社のCSR評価を使用したのは、日本企業のカバレッジが多く、2001年から継続して詳細な調査をしているためである。その他説明変数として、企業の株式時価評価、株価収益率 (PER)、資産利益率 (ROA)、売上高伸び率、業種と年次をコントロール変数としている。

ESGの効果を見る場合、ESGへの取り組みが学生の人気を高めるのか、あるいは学生に人気の高い企業は、ESGに取り組むだけの財務力があるのか、判別ができないという問題が生じる。こうした問題を回避するために、ESG評価については1期前の計数を用いるとともに、企業に固有の要因を除去する固定効果モデルを採用した。

推定の結果、ESG評価（総合評価）が高い企業は、就職先としてのランキングが高く、また各評価項目の中では、人材活用(S)と環境(E)が明確にプラスの影響を持つことが示された。すなわち、ワークライフバランス、ダイバーシティ、研修などに優れている企業、気候変動への対応や、新技術や環境ビジネスへの取り組みなどについて、明確な政策を持つ企業は、優秀な人材を確保しやすく、それが企業価値の向上につながることを示唆された。

分析の結果は、以下のような既存研究によっても裏付けられる。第一にESGへの取り組みは多様なステークホルダーへの配慮を示し企業のサステナビリティを示すシグナルである、という説がある。相対的に転職が少ない日本において、学生はESG評価を手掛かりに長期的な事業の持続性を判断すると考えられる。第二に、従業員は企業の活動の成果を自己のアイデンティティーとみなす、という説がある。特にミレニアル世代やZ世代は社会貢献の意欲が高く、企業活動を通じたESGへの取り組みを重視する傾向が強い⁵。

因みに筆者が大学生（平均年齢20歳）、および大学院生（平均年齢35歳）を対象に、「就職先を選ぶ時にESG要因を重視するか」というアンケートを行ったところ、重視すると答えた割合は大学生が8割、大学院生は3割であった。限られたサンプルではあるが、若い世代ほど企業の社会貢献への関心が強いようにみえる。

企業はESGの効果測定と共有を

以上のようにESGへの取り組みは企業の競争力や成長に関わる重要な課題となっている。にもかかわらず、「ESG経営を標榜しているが理想と現実のギャップは大きい」「会社全体に浸透しているわけではない」、といった声を企業の方から聞くことが多い。ESGは特定の部門の役割であり、本業とは関係がない、利潤追求にも貢献しない、という考えが根強いのではないだろうか。

最近では、エーザイのようにESGへの取り組みが企業の財務価値やブランドにプラスの影響を与えていることを、定量的に分析して、統合報告書などで開示する企業も現れている。従業員がESGの意義を理解し、日々の業務に取り入れるためには、有効な手法ではないだろうか。今後、企業や投資家がESGの効果をさまざまな形で検証、共有し、よりよい制度を作っていくことが望まれる。

1 Friede, G., Busch, T., and Bassen, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregate Evidence from more than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
2 Whelan, T., Alz U., Van Holt T., and Clark C. (2020) "ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020"
3 McKinsey & Company. 2020. The ESG premium: New perspectives on value and performance.
4 Liu, L., and Nemoto N. (2021) "Environmental, Social and Governance (ESG) Evaluation and Organizational Attractiveness to Prospective Employees: Evidence from Japan" *Journal of Accounting and Finance* 21(4).
5 Deloitte, P. 2019. Mind the gaps: The 2019 Deloitte millennial survey.