

価値を高めるもの、または単なるマーケティング・ツール？ 投資においてESGは何を意味するのか？ 第2部

2017年9月



ハンス-イェルク・ナウマー
キャピタル・マーケット & テーマ・リサーチ
グローバル・ヘッド

最も広い意味での「持続可能性」は、投資家が新しいコンセプトとして受け入れるには長い時間がかかりました。レポートの第1部では、その意味するところの変化と持続可能な投資の重要性の高まりを検討しましたが、この第2部ではこの問題に関する学術研究の概要を説明します。

理解し、行動する。

投資の分野において、検証(例えば、透明性の向上によるリスクの低減)が行われ、CSRとESGはポジティブに貢献していることが明確に示されました。この貢献は多くの学術研究によっても立証されています。

「ESG」は環境、社会、企業統治を意味します。「CSR」は「企業の社会的責任」を意味します。

CSRとESGは付加価値をもたらすのでしょうか？

1. 参照: M. Friedman: ビジネスの社会的責任利益を増やすこと, The New York Times Magazine (1970年9月13日) <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html> (2016年6月20日): 「マネージャーの責任はステークホルダーの富を増やすこと(以下略)」

個々の投資アプローチを論じる前に、企業にとってCSRは価値あるものなのか、という疑問が起こります。「持続可能性」はより良い利益を投資家にもたらすのでしょうか？

CSRを議論する際によく引用される(そしてまた、しばしば批判を受ける)Milton Friedmanの言葉があります。それはマネージャーの唯一の仕事はステークホルダーの富を増やすことである¹という趣旨の言葉ですが、CSRについての理解を助けるものではありません。実際、CSRはステークホルダーの富を増やすことと必ずしも矛盾しないからです。

確かに、企業のプロセスにCSRを導入することで、コストが高まりステークホルダーの富を取り崩すこととなります。しかし同時に、会社のコストを削減し、(コスト上昇の)リスクを抑え、そしておそらく資産と負債の両方の資本を増加させるのに役立ちます。被雇用者の健康管理プログラムは医療関連費用の低下につながるでしょう。この根拠によれば²、従業員満足度の

向上は、従業員の離職率を低下させ、従業員の雇用および訓練のコストを削減するでしょう。環境保護への支出は、環境問題に起因する環境犯罪や評判リスクに関する訴訟を防止します。エネルギー効率への投資は、エネルギー需要とCO₂取引権を取得するコストを削減します。製品の品質とセキュリティを強化することで、顧客のロイヤリティと価格設定力が向上し、苦情対応のコストは削減されます。賄賂やリベートを放棄することで、受注減の可能性もありますが、そのような慣行が広く知られるようになると、企業の評判に対するダメージも防ぐことが出来るでしょう。

2 広く認められている相関関係。参照: A. Edmans: 株式市場は無形資産を完全に評価しているか? 従業員の満足度と株価の関係について, Journal of Financial Economics, 101, Jg. (2011年), H. 3, p.621-640

持続可能でなく、枯渇してしまえば、価値がなくなるリスクのあるいわゆる「座礁資産」のリスクは見逃してはなりません³。

3. 以下参照:

<http://www.smithschool.ox.ac.uk/research-programmes/stranded-assets/>

検証によって、資本調達にCSRによって促進される可能性が高いことが示されました。例えば、

- リスクの低減と透明性の向上は、投資家のリスクを低減させます。それは、低いリスクプレミアムの根拠を示しています。
- ESG基準の開示と遵守は、経営陣と株主の利益を結びつけるものであり、特に報酬に関しては明らかです。これは、プリンシプル(すなわち所有者)とエージェント(マネージャー)との間で生じ得る、いわゆる「プリンシプル・エージェント問題」を低減するのに役立ちます。これはプリンシプルのコントロール機能を強化します。
- 企業は、競争の激しい環境下で限られた資金を追い求めるために、良いESG格付けを使用することを圧力団体は十分に認識しています。実際、よく知られているいくつかの圧力団体は、投資家の資金を通してその行使力を発揮するために組織化しています。セレス(CERES)、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト(CDP)、グローバル・レポーティング・イニシアチブ(GRI)、グローバル・サステナブル・インベストメント・アライアンス(GSIA)、国連責任投資原則(PRI)イニシアチブ、サステナビリティ・アカウンティング・スタンダード・ボード(SASB、米国サステナビリティ会計基準審議会)などが挙げられます。彼らは、直接的に資金を投入するのではなく、特定の方向に資金を誘導するために基準と自主的な合意を用いています。PRIイニシアチブだけで1,400社/機関近くの署名があり、運用資産は45兆米ドル以上にのぼります⁴。

4. 2015年3月時点。

5. 参照: I.J.A. Dyck他、機関投資家は企業の社会的責任を推進しているか?、International Evidence, 2015年。

- 実際に、2004年までさかのぼり41ヶ国で行った調査研究によると、機関の数はCSR遵守と正の相関があることを示しており、これは機関の規模が大きいほど、CSRの実施をより積極的に企業に課すことができたことを意味しています⁵。



ESGは投資にどのような影響を与えるでしょうか?

より透明性を高めて投資リスクを削減することで資金調達コストを削減する効果が認められる一方で、ESGは投資収益率の観点から悪影響を及ぼす可能性があるのでしょうか?ここでのリターンは、リスク調整後の基準で見てください。ESG基準が既存の投資アプローチに統合されている場合、標準的な銘柄選択プロセスで見過ごされる可能性のある投資リスクに関する追加情報を得ることができます。

こうした資本市場調査が言わんとしていることは何でしょうか?

CSR/ESGに関する豊富な研究は、企業の視点からのCSRの影響を検証するものと、投資家にとってパフォーマンスの潜在的影響を検証するものに大別することができます。

企業の成功に焦点を当てた研究は、財務業績の事例を分析します。CSRはより良い企業財務実績(CFP)につながり、企業利益を損なう高価な措置のみを伴うという前提に反するのでしょうか?ポートフォリオに関する分析は、ESGベースの投資のパフォーマンス、つまり投資家にとって直接的な結果を用います。

企業の観点から:CSRとCFP

1972年から2007年までの251例の実証研究のレビュー(Margolis氏らによる研究)で、最初はむしろ保守的な結論に達しました。CSRを規定した企業の結果は、「株主価値を損なうものではない」というものでした。むしろ、それはわずかながらもポジティブに影響しましたが、依然として統計的に有意な程度でした⁶。研究者達は、より最近の研究によって、好影響がより明確に識別されたことを発見しました。

より広範囲、かつ現在最もシンプルなESGと企業の財務実績との相関に関する調査が、Friede氏らによって行われました⁷。このメタ分析は、これらの研究の第1次および第2次データを含む、1970年代から現在までの2,200件の研究をレビューしたもので、圧倒的多数の事例(研究の約90%)において非負の相関が見出されました。研究の約60%は、CSRとCSP(Corporate Social Performance)との間に、企業の業績にプラスの影響を与える等の明確な正の関係があることを見出しました。負の相関を示したのは研究の10%未満にとどまりました⁸。

Friede氏らは(「ポジティブ」、「ネガティブ」および「中立」といった)主要研究の結果のみを数えたいわゆる「投票数調査」によるメタ・ラーニングと、主要調査の計量経済的予測を参照するメタ分析とに区別してから、これらを総合的な分析に集約しました。しかしながら、両方の分析アプローチは、個々の資産クラス間の偏差において同じ結論に達しました⁹。投票数調査では、株式よりもESG要因と債券や不動産の財務実績との間に明らかに強い正の相関が見られましたが、分析は株式における分析がほとんどを占めていました¹⁰。

6. 「企業の社会的責任は株主価値を損なわない」参照: J.D.Margolis, H.A. Elfenbein, J.P.Walsh, それは良好な結果をもたらすか、またそれは問題となるものなのか? 企業の社会的責任と財務実績との関係におけるメタ分析, Social Science Research Network 電子版(2009年)。

7. 参照: G. Friede, T. Busch, A. Bassen, ESGと財務実績, 2000件以上の実証研究から得られたエビデンス, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5. Jg. (2015年), H.4, p.210~233。

8. 投資に対するESGの重要性については、以下も参照ください: S.Hörter, 投資適格社債におけるESG, Allianz Global Investors, 2016年。S.Hörter, 株式におけるESG, Allianz Global Investors, 2016年。

9. G.Friede, T.Busch, A.Basse, 企業投資のパフォーマンスに対するESG要因の影響, AbsolutImpact, 2016年1月。

10. 分析には、291件の株式、36件の債券、7件の不動産調査を含む334件の調査が含まれています。

図1: ESG白書が示唆すること: ESG要因が投資パフォーマンスに重大な影響を与える可能性がある

ESG-CFPの関係性の総合的概要

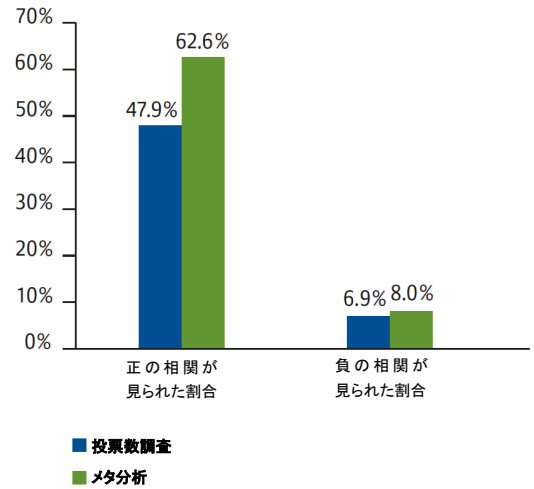
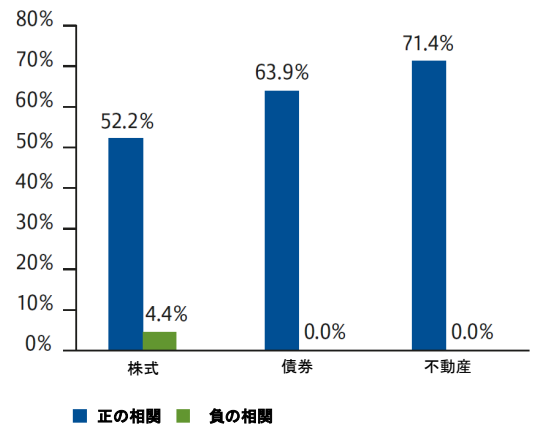


図2: 資産クラスによってESG-CFPの関係が異なる

主要資産クラスにおけるESG-CFPの相関関係 (投票数調査のケース)



出所: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015年) ESGと財務実績: 2000件以上の実証研究から得られたエビデンス, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5: 4,210-233. 2015年12月時点。



法的枠組みが弱いほど、ESGの重要性は高まる

11. 参照: R. LaPorta, F. Lopez-Silanes, A. Schleifer & R. Vishny, 外部金融の法的決定要因, The Journal of Finance, Vol.LII, No.3, 1997年7月。

12. 参照: K. Gugler, D. C. Mueller, B. B. Yurtoglu, コーポレート・ガバナンスとグローバルゼーション, オックスフォード経済政策レビュー, 20. Jg, 2004年, H. 1, p.129-156, コーポレート・ガバナンスが先進国および途上国における投資リターンに及ぼす影響*, The Economic Journal, 113. Jg, 2003年, H.491, F511-F539。

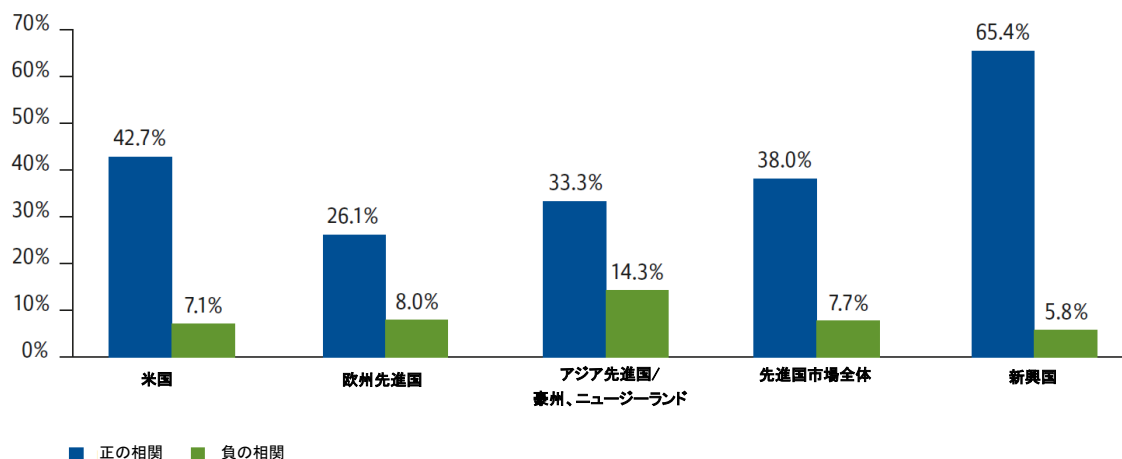
国別で見れば、ESGとCSPとの関係は、新興経済国において最も顕著な正の相関を見せています。これは容易に予想できることで、なぜなら、新興国では先進国より投資家の権利保護が弱いため、自主的なESG措置が投資家のリスクを下げるのに最大の貢献をするためであると考えられます。これは、ガバナンスはESGの中で最も重要な要素であるというFriede氏らの研究結果と整合的なものです。また、特筆すべきは、ほとんどの科学研究が新興国でポジティブな貢献をしたという事実を見出しているという点です^{11, 12}。

投資家の視点から

投資家の視点から、Friede氏らによる研究レビューは印象的という点では幾分劣りますが、依然として肯定的な結論になります。ESGの要因が投資家の投資リターンを高めるかどうかの問題について、彼らは研究の僅か約10%にしかCSRと投資パフォーマンスとの間に負の相関を見出せなかったと報告しています。しかし、中立的あるいは複合的な結果が見られる研究の数は、企業の観点から行われた研究よりも多いことが分かりました。正の相関があると明確に結論づける研究の数は、ポートフォリオベースの研究の約16%となり、相対的に低くなりました。しかし、ポートフォリオが幅広く異なる投資アプローチに基づいて配分されているという事実によって、調査結果が歪曲されていることに留意されるべきです。全体として、Friede氏らはESG関連の総合的な評価から、長期的責任投資はすべての「合理的な投資家」が信任義務を果たす上で重要であると結論づけています。

図3: ESGの高い新興市場株式への投資は、より良い業績につながる

様々な地域におけるESG-CFPの関係(投票数研究における相関のケース)

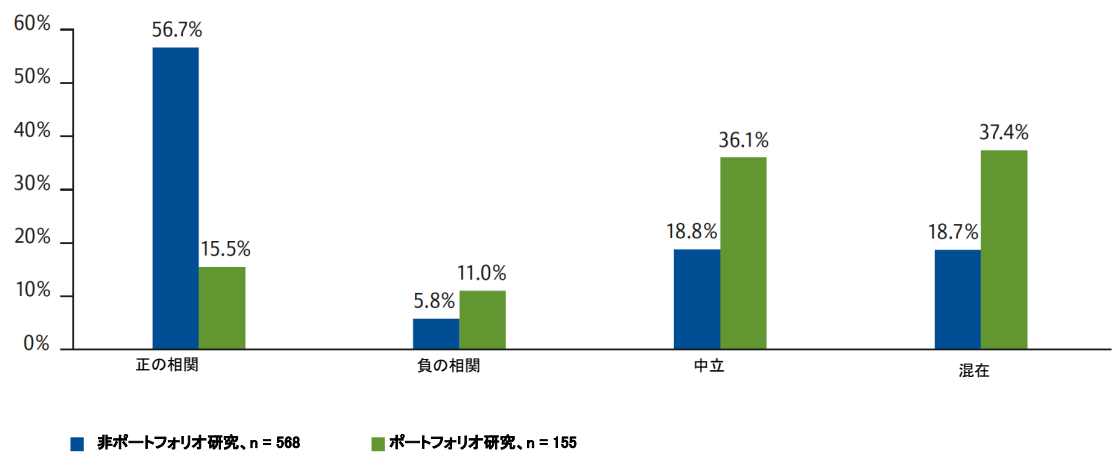


出所: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015年) ESGと財務実績: 2000件以上の実証研究から得られたエビデンス, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5: 4, 210-233, 2015年12月時点。



図4: ESGのポートフォリオは、著しいアウト・パフォーマンスを示すか？

ポートフォリオと非ポートフォリオのサンプル(投票数調査における相関のケース)



出所: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015年) ESGと財務実績: 2000件以上の実証研究から得られたエビデンス, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5: 4, 210-233, 2015年12月時点。

行動する

CSRとESGは投資家に付加価値をもたらし、この付加価値は持続可能性にプラス効果をもたらすだけでなく、業績にもつながっていることを示しています。サステイナブル投資の顕著な増加はマーケティングツールとして見なされるべきではなく、そのような投資が資本投資に大きく貢献するという事実によって立証されているといえるでしょう。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社(以下、当社)の所属するAllianz Global Investors グループ(以下、AllianzGI Group)が作成したESGの資料を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品(デリバティブ取引等)は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会 加入

一般社団法人 投資信託協会 加入