

# 解説

## 本書の目的

本書は ESG 投資に関する研究をまとめたものである。とかく理念的な話になりがちな ESG 投資について、出来るだけ科学的に、そして、実証的な分析を行うことを本書の目的としている。理念的に賛成だからという理由だけでは、投資を行うのに必ずしも納得出来る話とは言えないだろう。特に ESG 投資では、そのリターンやリスク、投資手法、企業価値への影響、パフォーマンス評価などにおいて、まだ十分にコンセンサスがあるという状況ではないと思われる。より具体的な議論をするためには科学的で実証に基づいた分析が求められているのである。もちろん、ESG 投資にはまだ歴史的に十分なデータがあるとは言えない。しかし、それでも現時点で得られる範囲のデータで分析出来ることを知っておくことは重要であると考えている。また、その分析の方法論を学ぶことは意義のあることであろう。

## ESG 投資が意味するもの

日本にも ESG 投資の大潮流が押し寄せている。ESG 投資とは、環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)に対する企業の取組み状況に基づいて投資対象を選別する投資のことである。以前は社会的責任投資とも呼ばれていた。この社会的責任投資のルーツは 1920 年代まで遡ることが出来ると言われている。教会の資産運用において教義に則さない事業を行っている企業への投資は行わない、という投資方針がその源と言われている。つまり、宗教的な考え方がその根底にある。しかし、現在、ESG 投資は宗教的投資というよりは、長期的に優れたパフォーマンスを求めるための投資手法として認知されつつある。なぜだろうか。それには企業社会を取り巻く次のような社会的背景の変化が考えられる。

- 企業の外部性が高まっている。つまり、企業と自然環境や社会との相互依存関係が高まり、それらが企業価値に影響を与えるようになってきている。その相互依存関係を ESG 情報から知ることが出来る。
- 企業のパフォーマンスにおいてガバナンスの影響が大きくなってきている。

経済の変化の速度や不確実性が増している環境のもと、企業の意思決定の質に大きな影響を与えるガバナンス構造は企業価値に影響を与える重大な要因である。

以上のような変化の背景には資本主義そのものに内在する問題があるのではないだろうか。産業革命以降、企業を中心とした資本主義社会は未曾有の成長を遂げてきた。一方、貧富の格差や環境破壊は限界に達していると危惧されている。成長はさらに続くのだろうか。成長を続けるためには何が必要なのだろうか。もし、資本主義に何らかの改良が必要だとすれば、その答の一つがESG投資とすることが出来るのかもしれない。資本主義がもたらした高度経済成長から最大の果実を享受したのは資本家、つまり、投資家である。もし、資本主義が破綻すれば、最も大きな被害を受けるのは投資家である。投資家は、今、真剣に資本主義を持続させる方法を考えるようになったのである。ESG投資をサステナブル投資 (Sustainable Investment)、あるいは責任投資 (Responsible Investment) と呼ぶのは、これらの考えを反映しているためであろう。

## 本書の内容

本書はESG投資の研究成果を集めたものである。出来るだけ幅広い分野をカバーするため、全体で4部構成になっている。

- 第1部 ESG投資のリターンとリスク
- 第2部 ESG評価手法と評価の実際
- 第3部 ESG投資の方法論
- 第4部 エンゲージメントと企業価値向上

「第1部 ESG投資のリターンとリスク」では、ESG投資のリターンやリスクに関して検証する。ESG投資で必ず出て来る質問は「ESG投資でリターンは得られるのか？」であろう。機関投資家の中には、このESG投資とリターンの関係が不明であるという理由でESG投資に二の足を踏んでいるところもあるようだ。この問題は、歴史の浅いESG投資では難しい問題だが、ここでは、利用できるデータを使って様々な方法でその実証研究を行っている。データ期間の観点でまだ不十分な結果かもしれないが、その考え方や方法論についても学ぶことが出来る。

「第2部 ESG評価手法と評価の実際」では、ESG投資のベースとなるESG評価について検討する。ESG投資の実証分析は各企業のESG評価値(ESGスコア、

ESG レーティング)をもとに行われている。ESG 評価を行っている主体としては、ESG 評価そのものをビジネスとする ESG 評価機関と ESG 投資を行っている運用機関がある。これらの機関は企業の公表する ESG 関連情報(いわゆる非財務情報)や個別インタビュー等により評価を行っている。また、新しい試みでは AI やネット上の情報をテキストマイニングするなどして評価している。財務情報に比べれば非財務情報のディスクロージャや情報はまだ十分ではなく、結果的に ESG 評価もまだ未成熟と考えられる。ここでは、各機関の行っている ESG 評価の状況を検証する。

「第3部 ESG 投資の方法論」では、ESG 投資の具体的な方法論について検討する。ESG 投資はある意味で理念的であるが、投資家は実際に証券に投資をするという具体的な行動をとる必要がある。その方法論については、各機関投資家、運用機関もまだ試行錯誤の段階であり、未成熟であると言えるのではないだろうか。ここでは、ESG 投資の方法論について整理した上で、その具体的な方法について検討する。また、ESG インデックスや ESG 投資のベンチマークについても言及する。

「第4部 エンゲージメントと企業価値向上」では、ESG 投資において重要な要素であるエンゲージメントとその企業価値への影響について検討する。エンゲージメントは投資家が企業との対話を通して企業価値向上を実現させるプロセスだが、その具体論やパフォーマンスへの影響などはまだ試行錯誤の段階と言えるだろう。ここでは、エンゲージメントについて、投資家サイドおよび企業サイドからの対応について検討する。さらに、企業価値向上において重要な役割を果たしている企業のリスク管理(ERM: Enterprise Risk Management)の観点からも ESG 投資を評価する。

本書は、ESG 投資の研究について幅広く網羅したものである。各章はそれぞれの分野で活躍されている専門家によって執筆されている。ESG 投資に対して高い問題意識を持たれている方々である。本書が ESG 投資研究の進展の一助になれば望外の喜びである。

筆者を代表して  
2018年7月  
加藤康之

# 目次

解説	iii
筆者紹介	vi

## － 第 1 部 － ESG 投資のリターンとリスク

<b>第 1 章 ESG 投資のリターンとその源泉</b> [加藤 康之] .....	<b>3</b>
1. ESG 投資リターンの考え方	3
2. ESG は企業価値（市場価格）に織り込まれるファクターか	5
3. ESG はリスクファクターか	12
参考文献	18
<b>第 2 章 ESG 評価と株価</b> [伊藤 桂一] .....	<b>21</b>
1. はじめに	21
2. 市場が評価するガバナンスの質	23
3. 日興ガバナンススコアの定義とその特徴	30
4. 日興ガバナンススコアの活用	34
5. まとめ	39
参考文献	44
<b>第 3 章 CSV に基づく ESG 投資</b> [石川 康 / 長谷川 恭司] .....	<b>47</b>
1. はじめに	47
2. 定性的 CSV スコアに基づく運用の可能性	48
3. 雇用に関連した定量的 CSV スコアに基づく運用の可能性	54
4. 最後に	66
参考文献	67
<b>第 4 章 ESG によるリスクの評価</b> [ジェフ・ダン / ショーン・フィッツギボンズ / ルーカシ・ポモールスキ] .....	<b>71</b>
1. はじめに	71
2. ESG の特性および株式のリスクとリターン	73
3. データ	75

4. ESG 評価の良い銘柄のリスクは低いか？	77
5. 結論	87
参考文献	89

## — 第 2 部 — ESG 評価手法と評価の実際

<b>第 5 章 ESG 評価機関による ESG 評価</b> [伊藤 桂一]	93
1. ESG 評価機関による ESG 評価	93
2. ESG 評価と資本コスト、バリュエーションの関係を考える	94
3. MSCI ESG レーティングおよび ESG 指数	96
4. ESG 評価の有効性の検証	102
5. まとめ：今後の ESG 評価と企業価値の関係	111
参考文献	113
<b>第 6 章 運用機関における ESG 評価</b> [林 寿和]	115
1. はじめに	115
2. 定式化された ESG スコアメーカーか、ジャッジメンタルな ESG 評価か	116
3. ESG 評価の情報ソース	121
4. 終わりに	128
参考文献	129
<b>第 7 章 非財務情報と ESG 評価</b> [安井 肇]	131
1. 高まる非財務情報の重要性	131
2. ESG 情報の重要性向上	136
参考文献	149
<b>第 8 章 ESG 評価の最前線：ビッグデータと人工知能の活用</b> [石井 正太]	151
1. ESG 評価のフレームワーク	151
2. ビッグデータと人工知能の応用	154
3. システムティック ESG スコアリングの事例	155
4. 機械学習を用いたシステムティック・サステナビリティ戦略	162
5. その他の例	164
6. まとめ	166

## — 第 3 部 — ESG 投資の方法論

<b>第 9 章 ESG 投資手法の分類とベンチマーク</b> [加藤 康之]	171
1. ESG 投資手法の分類	171
2. ESG が企業価値に織り込まれるファクターである場合の投資手法	173

- 3. ESG がシステマティックな超過リターン（リスクプレミアムや  
モーメンタム）をもたらすリスクファクターである場合の投資手法 182
- 4. 金銭的リターンを求めない ESG ティルト運用 184
- 5. 運用評価とベンチマーク 185
- 参考文献 189

## 第 10 章 ESG インデックス運用の実践 [塩村 賢史] …………… 191

- 1. GPIF の特徴と ESG 投資 191
- 2. ESG 指数選定からみた GPIF の考え方 193
- 3. ESG 投資拡大で期待される効果と課題 200
- 4. GPIF の ESG インデックス運用の位置づけ 204
- 5. 最後に 204
- 参考文献 205

## 第 11 章 ESG インテグレーション [林寿和] …………… 207

- 1. ESG インテグレーションとは？ 207
- 2. ESG インテグレーションの方法論 212
- 3. DCF 法における ESG インテグレーション～ニッセイアセットの事例～ 220
- 4. 終わりに 228
- 参考文献 228

## 第 12 章 ESG の最先端を行くインパクト投資 [マット・クリステンセン] …… 231

- 1. インパクト投資とは何か 231
- 2. インパクト投資の手法 234
- 3. インパクト投資市場は急成長中 240
- 4. インパクト投資の今後～急拡大する株式市場でのインパクト 242

### 一 第 4 部 一 エンゲージメントと企業価値向上

## 第 13 章 ESG 投資とエンゲージメント [光定 洋介] …………… 249

- 1. ESG 投資でのエンゲージメントの意義 249
- 2. 経営戦略と ESG の統合 253
- 3. エンゲージメント活動の実態 255
- 4. 今後の我が国の企業・機関投資家での ESG 投資とエンゲージメントへの示唆 266
- 参考文献 268

## 第 14 章 ESG から見たソーシャル・アントレプレナーシップと IPO [鈴木 勘一郎] …………… 271

- 1. はじめに 271
- 2. 世界と日本のベンチャー投資 271

3. 社会的問題とソーシャルベンチャー	276
4. 企業ガバナンスと IPO	281
5. 終わりに	289
参考文献	290

## 第 15 章 エンゲージメントと ERM の視点から見た ESG のあり方 [張替一彰] ..... 291

1. ERM と ESG	291
2. ERM とは何か	292
3. プライベートリスクと ESG	294
4. ERM のリスクマッピングとマテリアリティ原則	296
5. ESG 格付におけるリスクマネジメント評価とリスク IR	300
6. ROIC・WACC 経営と ESG	304
7. エンゲージメントと ERM の視点から見た ESG のあり方	310
参考文献	314

## 索引 ..... 315