

## 企業のサステナビリティへの取り組みに 対する市場の評価

齋藤 巡 友

### 一、はじめに

二〇二四年四月の東京証券取引所および経済産業省による「SX銘柄二〇二四」の選定、二〇二三年三月期から一部サステナビリティ情報の開示が有価証券報告書において義務化されるなど、近年日本企業のサステナビリティへの取り組みに注目が集まっている。<sup>1)</sup> 企業のサステナビリティへの

題への取り組み（以下、ESG活動という）として捉えられることが多いが、このような取り組みは資本市場から適正に評価され企業価値に反映されているのであろうか。本稿では、企業のESG活動と企業リスクや資本コスト、企業価値などの株価関連指標との関係について検証している既存研究に言及しながら、企業のサステナビリティへの取り組みに係わる課題について考えていく。

取り組みは、主に環境 (Environment)・社会 (Society)・ガバナンス (Governance) に関連する課

## 二、ESG活動と企業リスク、 資本コスト

他の経営上の諸活動と同様、ESG活動に対する資本市場からの評価は企業リスクや資本コストに反映されると考えられる。企業に係るリスクには様々なタイプのリスクが存在するが、概ねどのようなリスクに関しても企業のESG活動との間には負の関係が見られることが報告されている<sup>2)</sup>。例えば、システマティック・リスクはESGパフォーマンスが高い企業ほど低下する傾向にあることが確認されている。この理由としては、ESG活動により企業のレジリエンス（回復力）が高まること、幅広い投資家層を獲得できることなどが挙げられている。また、ESGパフォーマンスが高い企業ほど債券格付けも高い傾向にあること

が指摘されており、企業のESG活動はクレジット・リスクも低下させる方向に機能している可能性がある。

企業のリスクだけでなく資本コストとESG活動との関係に着目した研究もいくつか存在する。例えば、株式の資本コストについてはそれぞれの研究で分析アプローチは様々であるものの、多くの研究で企業のESG活動が株式の資本コストを低下させる方向に働くという結果が得られている。ただし、ESGの中でも環境関連のパフォーマンスが資本コストを左右する重要な要因となっており、ESGの各分野のパフォーマンスが一律に資本コストを低下させるわけではないことが確認されている。また、支払利息などの負債の資本コストはESGパフォーマンスに懸念がある企業ほど高い傾向にあることが報告されている。このように、これまでの研究結果はESG活動が企業

リスクや資本コストの低下に結びつくことを示唆するものとなっている。

### 三、ESG活動と企業価値、 株式リターン

資本市場からの評価は最終的には企業価値や株式リターンなどの株価関連の指標に反映される。ただし、株価は他の多くの要因からも影響を受けるため、企業リスクや資本コストほどには明瞭な結果は得られていない。ESG活動が株価関連の指標にポジティブな影響を与えるという結果を報告する研究は、ネガティブな影響を与えるまたは影響を与えないとする研究よりも数としては多く存在するものの、どのような形でポジティブな影響が株価に反映されるのかについては見解が分かれている。いくつかの研究では、ESG活動のポ

ジティブな影響は現在の株価に早期に反映されるため長期的なリターンには表れないと結論付けているのに対し、他の研究ではポジティブな影響は早期には株価に反映されず長期的な高いリターンとして表れるとしている。前者の見解では企業のESGパフォーマンスは適正に株価に反映されていることが想定されているのに対し、後者ではしばらくの間ミスプライシング（特に過小評価）の状態となっていることが想定されている。また、株価への反映のタイミングだけでなく、ESG活動の中身次第では株価への影響が真逆となる可能性も指摘されている。Khan et al.(2016)は、自社のビジネスにとって影響度が大きいマテリアルなESG課題への取り組みが優れている企業では株式リターンが高いのに対し、マテリアルでないESG課題への取り組みに積極的な企業では株式リターンのパフォーマンスが低いことを報告して

いる。

#### 四、企業のESG活動の評価と

##### それに伴う課題

前節までに紹介した研究の多くはESG活動の代理変数としてESG格付などの指標を利用している。ESG格付などの指標は企業のESGパフォーマンスを定量的に評価することで企業間の比較を容易にしており、現在では投資判断の材料として多くの投資家に利用されている。しかしながら、これらの指標には設計面でいくつかの問題が存在するため、企業のESG活動の有効性を正確には捉えられていないとの指摘がある。Schoenmaker and Schramade (2019) では、ESG格付などの評価指標の問題点として①産業特性や企業特性によってマテリアルなESG課題が異

なりうることを考慮していない、②格付を算定する際に利用する企業側の開示情報が限定的である、③環境や社会的な負荷が大きいビジネスかどうかを考慮しない「産業中立的」な評価となっている、④アナリスト一人当たりの担当銘柄数が多いため、精度の高い評価が難しくなっていることなどが挙げられている。ESG格付を投資判断の材料として利用する場合はもちろんのこと、企業のESGパフォーマンスの代理変数としてESG格付を用いている研究の結果を解釈する場合もこのような問題が存在することを理解しておく必要がある。また、Khan et al. (2016) の結果から示唆されるように、単に全体的なESGパフォーマンスが高いかどうかではなく、各企業のビジネスモデルにおいて重大課題となりうる分野のESGパフォーマンスが高いかどうかを肝要となるかもしれない。

ESG活動に関する評価指標の設計上の問題点を踏まえると、ESG格付などの指標だけでは企業のサステナビリティへの取り組みが優れているかどうかの判断は難しい。今後は自社のマテリアルなサステナビリティ課題を特定し、その課題に対して的確にアプローチできている企業がより高く評価されるようになるであろう。もちろん、投資家から適正な評価を受けるためには、企業はどのような取り組みについての情報を積極的に開示していくことが必要不可欠となる。「SX銘柄二〇二四」の選定やサステナビリティ関連情報の開示義務化といった昨今のサステナビリティに関する一連の動きが、日本企業のサステナビリティへの取り組みを進展させる契機となることを期待したい。

(注)

(1) 二〇二四年四月二三日の経済産業省のニュースリリースによると、SX(サステナビリティ・トランスフォーメーション)を「社会のサステナビリティと企業のサステナビリティを同期化させ、そのために必要な経営・事業変革を行い、長期的かつ持続的な企業価値向上を図っていくための取組」と説明している。

(2) Gillan et al.(2021)は、企業のESG活動およびCSR活動と企業リスクや資本コスト、財務パフォーマンスとの関係を検証したこれまでの研究を幅広くレビューしている。

(参考文献)

- Gillan, Stuart L., Andrew Koch, and Laura T. Starks, 2021, Firms and social responsibility : a review of ESG and CSR research in corporate finance, *Journal of Corporate Finance* 66, 101889.
- Khan, Mozaffar, George Serafein, and Aaron Yoon, 2016, Corporate sustainability : first evidence on materiality, *Accounting Review* 91 (6), 1697-1724.
- Schoenmaker, Dirk and Willem Schramade, 2019, *Principles of sustainable finance*, Oxford University Press.

(やこつ・じゅんゆう・桃山学院大学経営学部准教授)  
当研究所客員研究員