



## 卒業論文

ESG 経営の取り組みと企業価値の関係について  
ー役員報酬制度にもとづく ESG 経営の取り組みの推定ー

慶應義塾大学経済学部 4 年  
大沼あゆみ研究会 18 期  
学籍番号 22002461  
今井康太

盡人事聽天命

胡寅

## 〈要旨〉

本論は、企業の ESG 経営の取り組み(以下 ESG 経営)を役員報酬制度から推定し、企業価値との関係について論じる。

2006 年に国際連合が国連責任投資原則を公表したことをきっかけに、ESG 投資への注目が急速に増加した。日本では、ESG 投資への注目の増加に対して、2014 年に金融庁が英国のステewardシップ・コードを参考に日本版ステewardシップ・コードを制定した。同年には「伊藤レポート」も公表。翌年には、東京証券取引所が上場企業に対してコーポレートガバナンス・コードを制定し、株主の利益を重視する経営体制を構築するよう呼びかけた。以上のように、国連責任投資原則の公表をきっかけに、日本を含め世界中で ESG 投資に注目が集まった。その結果、投資家から出資を受けている企業はおのずと ESG 経営を行わざるを得ない状況となった。

ESG 経営と企業価値の関係を調べるときには、多くの場合 ESG スコアが用いられる。Guler ら(2022)は、Refinitiv Eikon ESG のデータを利用して ESG スコアと企業価値の関係を調べたが、有意な関係は見られなかったと述べている。一方で、阪(2022)は FTSE Russell ESG Rating のデータを利用して ESG スコアと企業価値の関係を調べたところ、対数株式時価総額と ESG スコアとの間に相関関係が存在することを確認できたと述べている。ESG スコアは企業の ESG 経営を総合的に評価するためには良い指標ではあるが、ESG スコア格付け機関によって評価方法が異なりかつ複雑である。また、ESG ウォッシュの懸念もある。そこで、より端的に、定量的に企業の方向性を示すだろう役員報酬制度から、ESG 経営を推定しようと試みた。Shira ら(2023)は役員報酬制度に ESG を組み込むことがただのパフォーマンスではないことをデータで示した。また、役員報酬制度に ESG を組み込んでいることが財務パフォーマンスの改善には貢献しないが、ESG の KPI 達成には貢献すると述べている。この先行研究から一歩踏み込んで、役員報酬制度に ESG を組み込んでいるか否かだけでなく、組み込んでいる場合には組み込み方までを調べた。

企業の ESG 経営と企業価値の関係を考察するために、被説明変数を PBR、説明変数を割合指標と定量指標、コントロール変数を総資産の自然対数、負債比率、ROA、売上高成長率、最後に業種ダミーを考慮して回帰分析を行った。説明変数の割合指標とは、役員報酬を決定するすべての評価項目のうち、ESG 関連の評価項目が占める割合である。定量指標とは、ESG 関連の評価項目のうち、定量的な評価項目の割合である。また、分析の対象は TOPIX100 の構成企業である。PBR、総資産、負債比率、ROA、そして売上高成長率のデータは日経 NEEDS から取得した。割合指標と定量指標は有価証券報告書のみの情報から作成した。

回帰分析の結果、定量指標は PBR との有意な関係が見られなかった。一方で、割合指標は 10%水準で有意に PBR に負の影響を与えていることが明らかになった。今後も世界的に ESG を推進していくのであれば、ESG 経営を行う企業が相応の利益を得られる社会をわたしたち市民が構築していかなければならない。

## 目次

<b>第1節</b>	<b>ESG の歴史と現状</b>	<b>4</b>
1.1	ESG 投資の起源	4
1.2	ESG 投資の発展	4
1.3	ESG への批判	5
1.4	企業の ESG 投資への対応	6
<b>第2節</b>	<b>ESG 経営と企業価値</b>	<b>6</b>
2.1	ESG スコアと企業価値の関係についての先行研究	6
2.2	ESG スコアの問題点	7
2.3	ESG スコアの代替案	9
<b>第3節</b>	<b>リサーチデザイン</b>	<b>12</b>
3.1	回帰式と変数の定義	12
3.2	サンプルとデータベース	13
3.3	割合指標の作成に関するルール	13
<b>第4節</b>	<b>分析結果</b>	<b>13</b>
4.1	回帰分析の結果	13
4.2	結果についての考察	14
<b>第5節</b>	<b>結論</b>	<b>15</b>
	参考文献	17
	あとがき	18

## 第1節 ESG の歴史と現状

### 1.1 ESG 投資の起源

ESG 経営について論じるために、まずは ESG 投資について説明する。ESG 投資の起源は、1908 年に米国のメソジスト教会が、教会の年金資金の管理・運用機関を設立し、聖書の倫理と社会的真情に基づく運用を開始したことでであるとされている。そして、それには「金銭の使い方」という考え方が大きな影響を及ぼしているという。(小方、2020)「金銭の使い方」とは、ジョン・ウェスレーが示した「大いに獲得し、大いに節約し、大いに捧げなさい」という三原則である。神は人間を財産の所有者ではなく、管理者として創られたという聖書の原理の一つがこの三原則を支えている。以上のように、ESG 投資は宗教的な思想から始まり、現代にもそれが受け継がれている。

### 1.2 ESG 投資の発展

2006 年に国際連合が国連責任投資原則 (UN-PRI) を公表したことをきっかけに ESG 投

資は世界中に広がり始めた。2006年には約250機関だった署名機関数が、2021年には約4000機関となっている。また、運用資産総額も10兆米ドル未満から約120兆米ドルに増加している。UN-PRIは、長期的な価値の創出のために、経済的に効率の良い、持続可能な国際システムの構築を目的としている。また、責任投資は「環境、社会、ガバナンスの要因を投資決定やアクティブ・オーナーシップに組み込むための戦略および慣行」と定義している。環境、社会、ガバナンス（ESG）要因の例は無数にあり、絶えず変わっていく。環境要因では、気候変動、資源の枯渇、そして廃棄物。社会要因では、人権、現代奴隷制、そして児童労働。最後に、ガバナンス要因では、賄賂及び腐敗、役員報酬、そして取締役会/理事会の多様性および構成が挙げられる。2015年には、世界最大級の機関投資家でもある日本の GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が UN-PRI に署名したことで大きな注目を集めた。同年には、国連サミットで SDGs（持続可能な開発目標）や気候変動問題に関するパリ協定も採択されている。日本も、2014年に英国のステューワードシップ・コードを参考に日本版ステューワードシップ・コード（SSコード）を制定した。SSコードは、企業の中長期的な企業価値の創造および持続的成長を促すことを目的に、機関投資家が経営者と建設的な目的を持った対話を通じてステューワードシップ責任を果たすよう促すものである。（小方、2020）同年には、経済産業省が「伊藤レポート」を、翌2015年に東京証券取引所が上場企業に対するコーポレートガバナンス・コード（CGコード）を制定した。以上のように、2006年の UN-PRI をきっかけとして、2014年から2015年にかけて、世界そして日本でも ESG 投資の広がりが加速し、現代にいたる。

### 1.3 ESG への批判

一方で、こうした動きに対する批判（反 ESG）が主に米国で起きている。ESG の是非をめぐる争いは米国の政治的・社会的な分裂にまで及び、ESG 投資を推進するべきであるという意見は民主党支持者に多く、反 ESG は共和党支持者に多い。共和党支持者の多い米国の各州では反 ESG の州法が成立している。テキサス州では、2021年に ESG を理由にエネルギー会社への投資を控える金融機関に対して、州の公的年金が投資することを禁止する州法が成立した。また、フロリダ州では、2023年に州や自治体の公的資産の投資先を決定する際には、金銭的要素のみに基づき判断することを義務付ける州法が成立した。

デロイトの調査によると、反 ESG 政策の特徴は3つに大別される。1つ目は、公的年金や資産運用会社が ESG を考慮して投資や議決権行使を実施することを制限する。2つ目は、金融機関が保有資産の脱炭素化に向けて連携・情報交換する行為について競争法上の問題を提起する。3つ目は、金融機関が ESG の観点から温室効果ガス排出企業・産業（とくにエネルギー分野）への投資を抑制することを禁じる。これら政策を支える反 ESG の意見をここで3つ紹介する。まずは、そもそも ESG が推進されている背景である気候変動などへの懐疑的な意見である。つぎに、企業の ESG 経営の取り組み（以下 ESG 経営）を適切に評価できていないのではないかという意見である。これは後ほど詳しく取り上げるが、定性的

な情報の多い ESG 経営は評価がしづらい。実際に ESG 情報提供機関によって同じ企業の ESG 経営の評価が異なっている。2023 年にはダイハツ工業が自動車の認証試験で不正を行ったが、2023 年度版の東洋経済新報社による同社のガバナンスの評価は上から 2 番目の AA (ダブルエー) 評価であった。これは ESG 経営を外部から評価をすることの難しさを表す一例である。つぎに、ESG 投資の投資効果や効率への懐疑的な意見である。こちらも後ほど詳しく取り上げるが、ESG スコアと投資効率を表す代表的な経営指標の一つである ROE (Return on Equity) の間にはどういった関係があるのかはっきりとしていない。また、公言はされていないが、共和党が ESG 投資によって打撃を受けるエネルギー業界の支持を受けていること、そして対立する民主党が ESG を推進しているためにその反対の主張をせざるを得ないといった政治的な理由も多分にあるだろうと予想される。このように、主に米国で ESG に対する考え方が分裂しており、2024 年 11 月の大統領選に向けてより過熱していくだろう。

#### 1.4 企業の ESG 投資への対応

ESG 投資への批判はたしかに存在しているが、世界全体でそれが推進されてきたのは事実であり、企業もそれに伴って ESG 経営を推進せざるを得ない状況となった。以下では、日本企業に焦点を当てて ESG 経営の実態を紹介する。ESG 投資の広がりに合わせて、日本企業は ESG 経営を積極的に行い、対外的にアピールするための統合報告書やサステナビリティレポートなどを作成するようになった。

「就労移行 IT スクール」を運営する LOGZGROUP 株式会社が 2023 年に上場企業の IR・経営企画担当者 110 名を対象に行った調査によると、ESG に関連する活動を約 9 割の上場企業が行っている。「積極的に実施している」が 55.5%、「やや実施している」が 32.7%。取り組み内容としては、「産業廃棄物処理」と「CO<sub>2</sub>排出削減」が約 6 割、その他には「女性活躍推進」や「サステナビリティ/SDGs 推進室の設置」が挙げられる。また、商工中金が 2022 年に 5231 社の中小企業を対象に行った調査によると、ESG に関連する何かしらの取り組みを 97.1%の企業が行っている。取り組み内容としては、「残業時間の削減等」と「財務・会計管理体制の整備」が 8 割を超えている。

## 第2節 ESG 経営と企業価値

### 2.1 ESG スコアと企業価値の関係についての先行研究

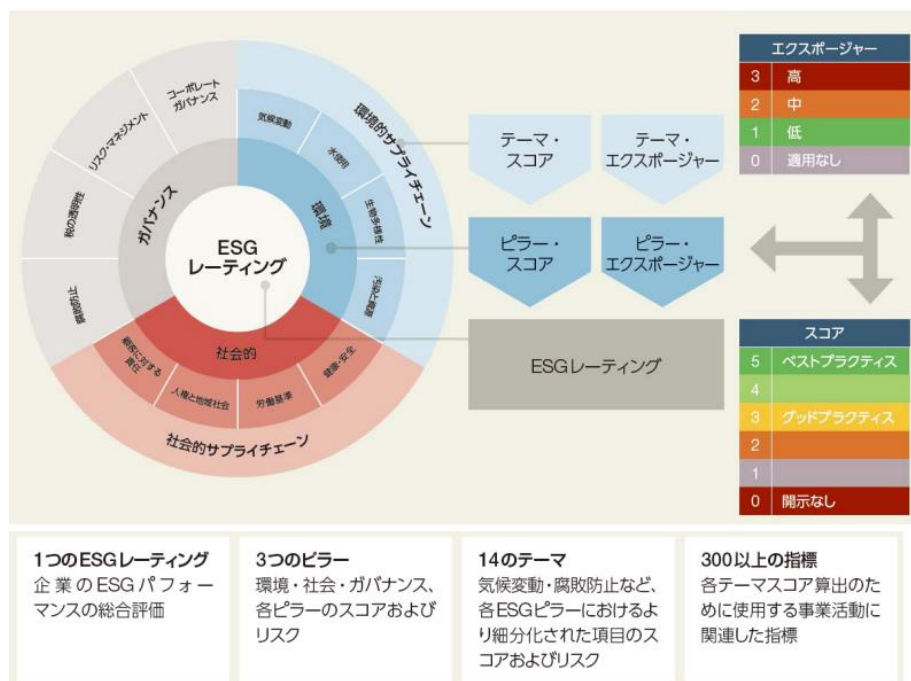
このように、企業の規模に関わらず、ESG の取り組みを行っている企業が大半となっているが、それが企業の最大の目的である企業価値の向上に繋がっているのかは明らかではない。ESG 経営が企業価値の向上に繋がらないのであれば、ESG ウォッシュが増加する恐れがある。そこで、ESG 経営と企業価値の関係についての先行研究をいくつか紹介する。Ulrich(2022)ら (Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-

analysis, and Propositions) は 2015 年から 2020 年までに書かれた、1141 の査読済みの論文と 27 のメタアナリシスを分析した。その結果、ESG 投資の投資効果は従来の投資効果と差がなかったことが明らかとなった。つまり、ESG 経営を行っていた企業と行っていなかった企業の企業価値に差はなかった。最近の研究では、阪 (2022) が企業の ESG 経営を表す情報として FTSE Russell ESG Rating のデータを用いて、企業価値との関係を可視化して論じた。その結果、対数株式時価総額と ESG スコアとの間に相関関係が存在することを確認することができたと述べている。その一方で、Guler ら(2022)は、Refinitiv Eikon ESG のデータを利用して ESG スコアと企業価値の関係を調べたが、有意な関係は見られなかったと述べている。ESG 経営に肯定的な結果を示す研究は多いものの、いまだはっきりと ESG 経営が企業価値の向上に繋がるかは明らかではない。その大きな原因の一つとして考えられるのが、ESG スコアの利用である。

## 2.2 ESG スコアの問題点

先行研究の多くでは、ESG 経営を測る指標として ESG スコアを利用している。しかし、ESG 経営と企業価値の関係を分析するときには、ESG スコアを利用することは適していない可能性がある。FTSE Russell 社、Sustainalytics 社、そして MSCI 社など様々な会社が ESG スコアをつけている。ESG スコアとはどのようなものをイメージしやすくするため、例として、FTSE Russell 社の ESG スコアの算出方法を紹介する。

図表 1



出典：内閣府男女共同参画局

はじめに、信頼性のある機関が認識する長期のグローバルリスクの情報などから項目を洗い出し、機関投資家や各分野の専門家との協議を経て、テーマを特定する。そうして選ばれた ESG の評価項目は以下の 14 のテーマで構成されている。

図表 2

ピラー(Pillar)	テーマ(Themes)
環境	気候変動 (Climate Change)
	水利用 (Water Use)
	生物多様性 (Biodiversity)
	汚染と資源 (Pollution & Resources)
	環境的サプライチェーン (Environmental Supply Chain)
社会	健康・安全 (Health & Safety)
	労働基準 (Labor Standard)
	人権と地域社会 (Human Rights & Community)
	顧客に対する責任 (Customer Responsibility)
	社会的サプライチェーン (Social Supply Chain)
ガバナンス	腐敗防止 (Anti-Corruption)
	税の透明性 (Tax Transparency)
	リスク・マネジメント (Risk Management)
	コーポレート・ガバナンス (Corporate Governance)

出典：内閣府男女共同参画局

つぎに、各企業にどの ESG のテーマが適用されるべきかを、業種や地域などを考慮して決定する。(エクスポージャーの特定) エクスポージャーの程度は FTSE 独自の基準に基づいて定められる。エクスポージャーが 1 以上のテーマに対しては、企業の WEB サイトや CSR 報告書、そしてアニュアルレポートなどから情報から、0 から 5 の評価をつける。最後に、テーマごとのスコアから総合的な評価である ESG スコアを算出する。比較をするために Sustainalytics 社の ESG スコアの算出方法も紹介する。はじめに、42 種類の業界ごとに ESG の項目を設定する。各 ESG の項目には共通項目と業種固有項目からなる合計 70 の指標がある。指標のタイプは 4 つに分けられる。マネジメントシステムや方針の評価、最も重要な ESG リスクに関する情報開示の透明性や国際的なベストプラクティスとの整合性、定量的なデータをもとにした ESG パフォーマンスの評価、そして該当企業が関係している可能性のある重大な事件や事故の分析評価である。こうした 4 つのタイプの指標が環境、社会、ガバナンスについてそれぞれ設けられている。こちらも FTSE Russell 社同様に、開示資料から情報を取得して最終的に ESG スコアを算出する。

このように各社が独自に ESG スコアを算出しているが、Chatterji(2016)らによれば、各社の ESG スコアは収斂していない。すでに FTSE Russell 社と Sustainalytics 社の 2 社だけでも特定しているテーマが大きく異なるため、収斂しないのは不思議なことではない。先行研究ではそれぞれが好みの ESG スコアのみを利用しているが、他の ESG スコアを利用した場合には、全く異なる分析結果になってしまう恐れがある。また、Samuel(2020)らは各社

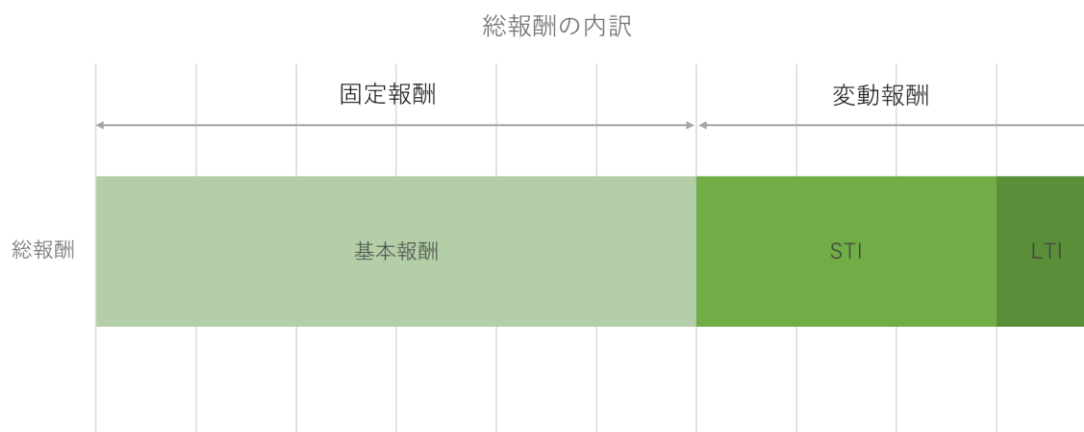


の ESG スコア間の相関が低い一方で、ESG スコアと企業規模との相関は強いと述べている。大企業は統合報告書やサステナビリティレポートなどの対外的に ESG 経営をアピールするための文書を作成するためのリソースがあり、高い評価を受けやすい。FTSE Russell 社と Sustainalytics 社の ESG スコアの算出方法を見ればその理由は明らかである。なぜなら、ESG 情報提供機関は基本的に開示情報をもとにしか ESG スコアを算出することができないからである。これではたとえ ESG 経営を行っていないとも、アピールする力のある企業ばかりが評価されてしまう恐れがある。以上のように、ESG 経営と企業価値の関係を分析するときには ESG スコアを利用することが適していない可能性がある。

### 2.3 ESG スコアの代替案

そこで、ESG 経営を表す指標を役員報酬制度から作成して、ESG 経営と企業価値の関係を分析することを試みた。指標の説明をする前に役員報酬制度の概要を説明する。役員報酬制度とは、会社法第 423 条で規定されている役員（取締役、会計参与、監査役、執行役または監査会計人）の報酬を決定するための人事制度である。役員報酬制度の目的は CG コードによると、経営陣に対して企業の持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能することである。その目的を達成できるように企業は取締役会で役員報酬制度を設計する。設計にあたって、まずは報酬に関するポリシーを定める。報酬に関するポリシーとは、報酬の種類とその支給目的を決定するときに拠り所となるポリシーのことである。報酬の種類は固定報酬と変動報酬に大別される。固定報酬は企業の業績などに関わらず一定額支給される報酬である。一方、変動報酬は主に企業の業績や役員個人の目標の達成度合いなどによって変動する報酬である。例えば、固定報酬は生活の安定を支給目的として定めたり、変動報酬は企業価値の向上を支給目的として定めたりする。つぎに、変動報酬を設ける場合はそれが適切なインセンティブとなるように設計する。変動報酬は短期インセンティブ型報酬（以下 STI）と中長期インセンティブ型報酬(以下 LTI)に大別される。

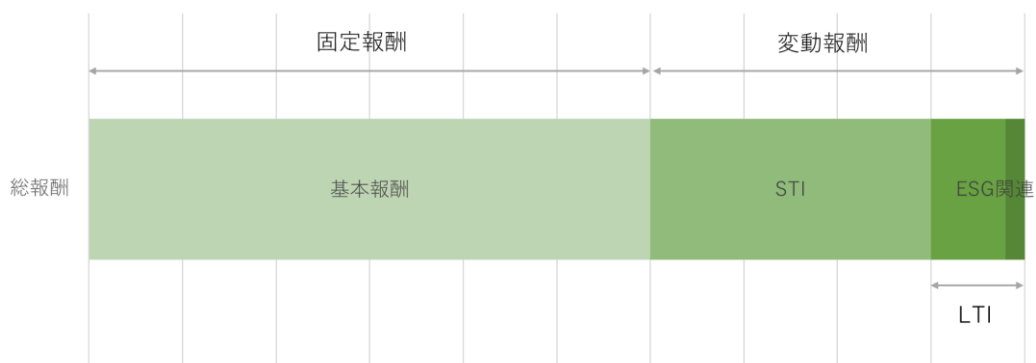
図表 3



STI は単年度の業績結果に基づいて支給される。評価項目としては、営業利益や売上高などの財務指標が用いられる。日本企業においてはあまり見られないが、ESG に関する取り組みなどの非財務指標が一部用いられている場合もある。LTI は、中長期の業績結果に基づいて支給される。評価項目としては、TSR (Total Shareholder Return) や ESG に関する取り組みなどが用いられている。とくに中長期インセンティブ型報酬は CG コードが示す役員報酬制度の目的を達成するためには非常に大切な要素となる。

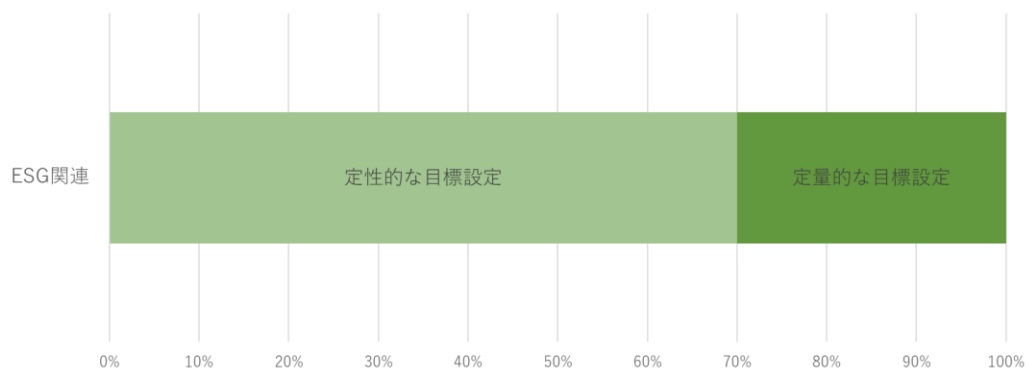
役員報酬制度の概要を踏まえたうえで、企業の ESG 経営を表す指標を 2 つ作成する。1 つ目は、ESG の取り組みに関連する評価項目が決定する報酬の総報酬に対する割合とする (以下割合指標)。

図表 4  
割合指標



2 つ目は、ESG の取り組みに関連する評価項目のうち、定量的な目標設定がされている評価項目の割合とする (以下定量指標)。

図表 5  
定量指標



これらの指標は ESG スコアと異なり、解釈が異なる可能性が低く、端的に会社の ESG 経営を表していると考えられる。なぜなら、役員報酬制度は企業の最高意思決定機関である取締役会によって、経営陣に対して企業の持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計されるからである。また、Shira ら(2023)は役員報酬制度に ESG の取り組みに関連する評価項目を組み込むことがただのパフォーマンスではないことをデータで明らかにした。これは ESG ウォッシュの可能性がないことを示している。さらに、同論文で役員報酬制度に ESG の取り組みに関連する評価項目を組み込むことは財務パフォーマンスの改善には貢献しないが、ESG の KPI 達成には貢献すると述べている。この先行研究から一歩踏み込んで、役員報酬制度に ESG の取り組みに関連する評価項目を組み込んでいるか否かだけでなく、組み込んでいる場合には組み込み方までを分析する。

例として、資生堂の役員報酬制度から ESG 経営を分析し、割合指標と定量指標を作成する。下図の通り、資生堂の ESG の取り組みに関連する評価項目は LTI に組み込まれている。その評価ウェイトは全体の 20%である。前役員報酬制度では、ESG の取り組みに関連する評価項目の評価ウェイトが 10%であったことから、ESG の取り組みを今後はより重視していこうとする姿勢が読み取れる。

図表 6

[長期インセンティブ型報酬の業績連動部分の評価指標および評価ウェイト]

評価項目	評価指標		評価ウェイト	
経済価値指標	評価対象期間の最終事業年度におけるコア営業利益率		50%	100%
	連結売上高年平均成長率 (CAGR)		30%	
社会価値指標	環境	CO <sub>2</sub> 排出量削減目標達成状況	20%	
	社会	当社の国内外女性管理職・リーダー比率、当社が定めるESG評価機関の女性活躍に関する指数銘柄への採用状況		
	ESG全般	当社が定めるESG評価機関での評価スコア		
経済価値指標	連結ROE		予め定めた一定水準を下回った場合、指名・報酬諮問委員会において、業績連動部分の支給率引き下げを検討する	

出典：資生堂

図表 7

エグゼクティブオフィサーとしての役位	役員報酬の構成比			合計
	基本報酬	業績連動報酬		
		年次賞与	長期インセンティブ型報酬	
会長 CEO	33.3%	33.3%	33.3%	100%
社長、副社長、常務、エグゼクティブオフィサー	36%~63%	18.5%~32%	18.5%~32%	

出典：資生堂

また、長期インセンティブ型報酬は総報酬に対して 29.275%の割合を占める。【計算式は  $\{33.33 + (18.5 + 32) \div 2\} \div 2$ 】 によって、割合指標は 5.855%となる。【計算式は  $29.275 \times 0.2$ 】 ESG に関連する評価項目には CO<sub>2</sub>排出量削減目標や管理職比率などの定量的な目標はあるが、その具体的な数値目標や現状の達成度などが少なくとも有価証券報告書からは読み取れないため、定量指標は 0%とする。割合指標と定量指標の詳しい求め方については後述する。

### 第3節 リサーチデザイン

#### 3.1 回帰式と変数の定義

これより回帰式とそこに含まれる変数について詳しく説明する。回帰式は以下のとおりである。

$$\text{企業価値} = \alpha + \beta_1 \times \text{割合指標} + \beta_2 \times \text{定量指標} + \beta_3 \times \text{ROA} + \beta_4 \times \text{総資産の自然対数} + \beta_5 \times \text{負債比率} + \beta_6 \times \text{売上高成長率} + \text{業種ダミー} + \varepsilon$$

被説明変数である企業価値の代理変数として PBR を用いる。PBR とは、企業の時価総額が純資産の何倍であるかを表す指標であり、先行研究でも企業価値の代理変数として頻繁に用いられている。PBR が 1 倍を超えていれば企業は純資産以上の価値を生み出していると言える。

説明変数は割合指標と定量指標を用いる。割合指標は先ほど説明した通り、ESG の取り組みに関連する評価項目が決定する報酬の総報酬に対する割合である。一般的に、割合指標が大きいほど ESG 経営に積極的に取り組もうとしていると仮定している。そして、PBR にわずかながら正の影響を与えるまたは 5%水準で統計的に有意な結果を得られないと予想する。定量指標も先ほど説明した通り、ESG の取り組みに関連する評価項目のうち、定量的な目標設定がされている評価項目の割合である。一般的に、定量指標が大きいほど ESG 経営に積極的に取り組もうとしていると仮定している。そして、PBR にわずかながら正の影響を与えるまたは 5%水準で統計的に有意な結果を得られないと予想する。

コントロール変数は、ROA、総資産、負債比率、売上高成長率、そして業種を考慮する。これらは企業価値について論じる先行研究で頻繁に用いられている。まず、ROA は収益性を表す経営指標の 1 つである。ROA は当期純利益を総資産で割ることで求められる。つぎに、総資産の自然対数は企業規模を表している。負債比率は財務リスクを表している。負債比率は負債を純資産で割って 100 をかけることで求められる。負債比率は低いほうが財務リスクも低いといえる。しかし、負債比率が低いことが企業価値に良い影響を与えるとも限らない。売上高成長率は成長性を表している。最後に、業種ダミーは業種によって異なる戦

略の影響をコントロールする。

### 3.2 サンプルとデータベース

分析対象は TOPIX100 の構成企業である。一部データの欠損により除外したため、最終的な分析対象は 89 社である。説明変数の割合指標と定量指標はそれぞれ最新年度の有価証券報告書のみの情報から作成した。なお、割合指標を作成するにあたって必要な情報が記載されていないものについてはすべて同じ数字を仮定して当てはめている。それについては詳しく後述する。一方で、定量指標は正確に捉えられていない可能性が大いにある。なぜなら、ESG に関連する評価項目に定量的な目標設定がされていても、有価証券報告書には記載されていない場合があるからである。統合報告書やサステナビリティレポートまで分析することでより正確に定量指標を作成できるが、今回は有価証券報告書の情報のみから作成した。また、被説明変数やコントロール変数のデータは日経 NEEDS 社会科学情報検索システムから 2023/2/1 のものを取得した。

### 3.3 割合指標の作成に関するルール

割合指標を作成するにあたって必要な情報がなかったときに、仮の情報を入れるためのルールを説明する。ルールが適用される場合は 2 つのパターンがある。

パターン 1 は、ESG に関連する評価項目が決定する報酬の変動報酬に対する割合は明らかであるが、変動報酬の総報酬に対する割合は明らかでない場合である。その場合には、ESG に関連する評価項目が組み込まれている変動報酬は総報酬に対して 33%と仮定する。

パターン 2 は、逆に ESG に関連する評価項目が組み込まれている変動報酬の総報酬に対する割合は明らかであるが、ESG に関連する評価項目が決定する報酬の変動報酬に対する割合は明らかではない場合である。その場合には、ESG に関連する評価項目が決定する報酬は変動報酬に対して 10%であると仮定する。

## 第4節 分析結果

### 4.1 回帰分析の結果

図表 8

概要

回帰統計	
重相関 R	0.723523
重決定 R2	0.523485
補正 R2	0.48179
標準誤差	2.092553
観測数	88

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	7	384.8319	54.97599	12.55509838	9.43E-11
残差	80	350.3022	4.378778		
合計	87	735.1342			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	25.82552	3.905983	6.611785	3.91131E-09	18.05237	33.59868	18.05237	33.59868
割合指標	-12.7452	6.519853	-1.95483	0.054096457	-25.7201	0.229738	-25.7201	0.229738
定量指標	-0.5295	0.807923	-0.65539	0.514098933	-2.13732	1.078316	-2.13732	1.078316
ROA	0.098276	0.031375	3.132334	0.002423034	0.035839	0.160714	0.035839	0.160714
総資産	-1.78873	0.267688	-6.68216	2.87519E-09	-2.32145	-1.25602	-2.32145	-1.25602
負債比率	0.065933	0.018616	3.541659	0.000666532	0.028885	0.10298	0.028885	0.10298
売上高成長率	1.756782	1.749341	1.004253	0.318284518	-1.72452	5.238082	-1.72452	5.238082
製造業	-0.33184	0.543811	-0.61021	0.543449334	-1.41406	0.750377	-1.41406	0.750377

4.2 結果についての考察

説明変数はともに5%水準では有意な結果は得られなかった。よって、割合指標と定量指標ともに予想通りの結果になったと言える。しかし、割合指標のp値は0.054と10%水準では統計的に有意な結果が得られた。はじめに、割合指標の結果について考察する。割合指標の係数は-12.7とかなり大きい値となっている。これはPBRが高い企業の多くの割合指標が0であることに起因している。例えば、PBR上位3社はレーザーテック、エムスリー、そしてオリエンタルランドであり、すべて割合指標は0である。この3社だけPBRが二桁を超えており、レーザーテックの場合はPBRが他社と比較して最大76倍となっている。エムスリーは2000年に創業した比較的新しい企業であり、2000年以降に創業した企業で最初に日経225銘柄に選ばれている。こういった新しい企業の割合指標が0であるのは珍しいことではない。なぜなら、まずは規模の拡大などが優先され、ESG経営は後回しにされがちだからである。一方で、レーザーテックとオリエンタルランドは創業が1950年から1960年ごろで歴史のある企業である。割合指標が0である理由は不明だが、開示情報にはESG経営について詳しく書かれている。この3社を抜いて再び回帰分析を行った結果、割合指標のp値は0.71と跳ね上がり、係数は-1.5に落ち着いた。また、この上位3社に加え、

PBR が 1 倍を下回っている企業を抜いて回帰分析を行った結果、割合指標の p 値は 0.43、係数は-4.3 となった。どの分析でも統計的に有意な結果を得ることはできなかった。

割合指標が企業価値に影響を及ぼしていない理由の 1 つは、遅延浸透効果にあると考えられる。Yanagi(2021)は ESG 経営には遅延浸透効果がある、つまり ESG 経営の成果は遅れて企業価値を高めることを世界で初めて明らかにした。特定の ESG の KPI を達成した場合、何年後に PBR がどれだけ高まるかを分析している。例えば、エーザイの場合、人材投資を 1 割増やすと 5 年後に PBR が 13.8%上がって、約 3000 億円の企業価値が作れたり、研究開発費を 1 割増やすと 10 年超で PBR が 8.2%上がって、約 2000 億円の企業価値が作れたりすると述べている。Shira ら(2023)が明らかにした、役員報酬制度に ESG に関連する評価項目を組み込むことは ESG の KPI 達成に貢献するという結果と、Yanagi(2021)の遅延浸透効果を組み合わせると、役員報酬制度に ESG に関連する評価項目を組み込むことは長期的に企業価値を高めるだろという結論を得ることができる。今回分析した役員報酬制度は設計されてから数年も経っていないものばかりである。今の割合指標と 5 年後、10 年後の PBR の関係を分析した場合には、割合指標が PBR に正の影響を与えている可能性がある。

つぎに定量指標について考察する。これは定量指標を有価証券報告書の情報のみから作成したため、あまり参考にはならない可能性が高い。TOPIX100 に選ばれるような企業は統合報告書やサステナビリティレポートなどに定量的な目標設定を記載している場合が多い。有価証券報告書に定量的な目標設定を開示する義務はないためか、ESG に関連する評価項目を役員報酬制度に組み込んでいる 54 社のうち、42 社の定量指標が 0 であった。

## 第5節 結論

今回は数多くの先行研究とは異なる方法で ESG 経営と企業価値の関係を分析した。割合指標は 10%水準で有意な結果を得られ、定量指標は有意な結果を得られなかった。つまり、ESG 経営に積極的であればあるほど企業価値は下がる可能性がある。一方で、遅延浸透効果を考慮して数年後に再び分析をした場合には、異なる結果が出る可能性もある。同じく ESG 経営が企業価値に負の影響を与えるまたは影響を与えないとする研究がある一方で、正の影響を与えるとする研究も数多くある。ESG 経営が企業の最大の目的である企業価値を高めることに繋がるのかは明らかではない。しかし、そうであっても、企業は ESG 経営をどの程度まで行うのかを決断しなければならない。また、国際的な組織や政府も ESG の取り組みを今後も加速させていくのかを決断しなければならない。

ESG 投資への批判でも触れたように、米国では反 ESG 派の勢いを増している。S&P グローバル社は 2021 年以来 ESG スコアを開示していたが、2023 年 8 月に中止すると発表した。これは反 ESG 派の批判を受けてのことである。S&P グローバル社は時価総額 20 兆円にもものぼり、トヨタ自動車以外のすべての日本企業の時価総額よりも高い (2023/1/23)。そ

これまでの大企業が反 ESG 派の批判を受けて、ESG スコアリングを中止したことは衝撃的なニュースであった。また、Carl(2023)は ESG ウォッシュに代表されるようなウォークキャピタリズムが資本主義の生んだ格差をより拡大させるとともに、民主主義を減ぼす恐れがあると警鐘を鳴らしている。2024 年 11 月 5 日より始まる米大統領選の結果によって、ESG の取り組みは大きく変わる可能性がある。しかし、それでも ESG の取り組みは今後も推進されていくであろうと思われる。

仮に ESG の取り組みを推進していく場合には、ESG 経営をしっかりと行っている企業が相応の利益を得られるような社会を構築しなければならない。そのためには、ESG 経営にしっかりと取り組んでいる企業とはどういった企業であるかを明確にする必要がある。ESG 経営が具体的にどういった経営方法を指すのかは、ESG 情報提供機関などによっても異なるように、いまだ定まっていない。ただし、多くの企業が ESG 経営の一環であると合意している取り組み（気候変動対策やダイバーシティ推進など）も複数ある。また、企業それぞれが各々の ESG 経営を推進することは、ESG を多面的に捉えることを可能とするため、より良い ESG の取り組みを模索するためには重要である。問題となるのは、ESG 経営を「しっかりと」行っているのかをどのように判断するのかである。昨今多国籍企業はイメージ向上のために ESG 経営や ESG にまつわるテーマに関心があることをアピールしている。しかし、アピールするだけで実際には行動しない、または真逆の行動を取る企業が存在する。例えば、多国籍企業の代表であるアマゾンには ESG 経営に積極的であることをアピールしているにも関わらず、他の企業と比較して税金を納めていない。アメリカの標準的な法人税が 35%であるのに対して、アマゾンの実効税率は 12.7%である。2018 年には、110 億ドルの利益をあげたにもかかわらず、アメリカで法人税を一切納めていない。脱税を行っているわけではなく、法律の隙やタックスヘイブンなどを利用して租税回避を行っている。しっかりと納税することは ESG 経営のひとつであると言える。公的な資金となる税金を納めないことは ESG の G にあたるガバナンスを真っ向から否定することとなる。また、他にも劣悪な労働環境を筆頭として、ESG 経営が不十分であると外部や従業員から抗議が行われている。

こういった ESG ウォッシュを防ぎ、ESG 経営をしっかりと行っている企業が相応の利益を得られるような社会を作るためには政府、(民主主義国家においては)わたしたち市民の役割が大切である。アマゾンの租税回避を防ぐためには、それが極力できないような、または租税回避を行うほうが好ましくないような環境を構築する必要がある。そして、国家においてそういった環境を作り上げるのは法律である。つまり、わたしたち市民が、市民の代表機関である国会などを通じて、法律によって ESG ウォッシュができないような環境を構築する必要がある。そのためにも、ESG に関する教育の拡充や日頃からそういったテーマに関心を持って政治に参加することが重要である。

## 参考文献



- ・ Carl Rhodes(2023) ”Woke Capitalism: How Corporate Morality Is Sabotaging Democracy”, Bristol University Press (庭田よう子翻訳「WOKE CAPITALISM 意識高い系資本主義が民主主義を滅ぼす」東洋経済新報社, 2023 年).
- ・ Irawan Denny, Okimoto Tatsuyoshi (2021) ”How Do ESG Performance and Awareness Affect Firm Value and Corporate Overinvestment” , The Research Institute of Economy, Trade and Industry Discussion Paper Series, 21-E-033.
- ・ Guler Aras, Evrim Hacioglu Kazak (2022) ”Enhancing Firm Value through the Lens of ESG Materiality: Evidence from the Banking Sector in OECD Countries” , Sustainability 2022, 14, 15302.
- ・ Samuel Drempetic ~et al (2020). "The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review," Journal of Business Ethics, Springer, vol. 167(2), pages 333-360, November.
- ・ Shira Cohen ~et al. (2023) ”Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence” , Journal of Accounting Research, Volume 61, Issue 3, 805-853.
- ・ Ulrich Atz ~et al.(2022) ” Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions” , Journal of Sustainable Finance & Investment, 13:1, 802-825, DOI: 10.1080/20430795.2022.2106934.
- ・ Yanagi Ryohei(2021) ”Eisai’s ESG Investments”, Montvale, Volume 102, Issue 11, 46-53.
- ・ 小方信幸 (2020) 「ESG 投資の社会的意義と今後の課題」 『季刊個人金融 2020 秋』 .
- ・ 阪智香(2021) 「ESG 情報と企業価値」 『関西学院商学論究』 第 68 巻第 4 号, 149-170.
- ・ 棚橋慶太 (2022) 「ESG 投資と企業の非財務情報に関する研究の現状と課題—文献レビューによる考察—」 『広島大学経済研究論集』 第 45 巻第 2 号.
- ・ 吉野直行, 湯山智教(2023) 「米国における ESG 議論の混迷と資産選択の歪み」 『月刊 資本市場 2023 年 7 月号』 No.455.
- ・ 東洋経済新聞 「CSR 企業総覧」 東洋経済新報社, 2023 年.
- ・ 資生堂 (2022) 「有価証券報告書」 , [https://corp.shiseido.com/jp/ir/pdf/ir20230324\\_940.pdf](https://corp.shiseido.com/jp/ir/pdf/ir20230324_940.pdf), (2023/02/01).
- ・ 就労移行 IT スクール(2023) 「大企業の ESG 投資に関する実態調査」 , <https://b2b-ch.infomart.co.jp/news/detail.page?IMNEWS4=3960817>, (2023/02/01)
- ・ 商工中金 (2022) 「中小企業の ESG への取組状況に関する調査」 , <https://www.shokochukin.co.jp/report/research/pdf/other221028.pdf>, (2023/02/01)
- ・ デロイト トーマツ(2023) 「大統領選に向けて注視すべき米国の反 ESG—ESG の新潮流」 , <https://faportal.deloitte.jp/institute/report/articles/000895.html>, (2023/02/01)
- ・ 内閣府男女共同参画局 (2016) 『「平成 27 年度資本市場における女性活躍状況の見える化と女性活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査」報告書』, [https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/160331\\_02.pdf](https://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/160331_02.pdf), (2024/02/01)

・ UNPRI (2024) 「責任投資原則」, <https://www.unpri.org/download?ac=14736>,  
(2023/02/01)

#### あとがき

本論文の執筆を含むゼミの活動を通して様々なことを学ばせていただきました。また、多くの方々にご支援いただきました。ゼミの皆様、そして大沼あゆみ先生に心から感謝申し上げます。ありがとうございました。