

令和 5 年 6 月 18 日現在

機関番号：37503

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01772

研究課題名（和文）ESG投資における社会的評価モデルの研究

研究課題名（英文）Research on Social Valuation Models for ESG Investment

研究代表者

鈴木 勘一郎（SUZUKI, Kanichiro）

立命館アジア太平洋大学・国際経営学部・教授

研究者番号：10569784

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：現代の投資や経営では、従来の株主中心主義への反発と直面する気候変動等への危機感からESGが注目されている。その評価には「主体者」の明確性が必要なため、ステークホルダー理論に基づく社会的評価モデルの構築を行った。またESGを推進するBコープ認証企業のESG経営の社会的評価を試みた。ステークホルダーには株主、従業員、顧客、供給者、社会、環境の6つを選択し、データは東洋経済新報社CSR調査を利用した。その分析から、コロナ禍前後の株価への影響やセクター別の分析からステークホルダー視点が投資に影響を与えており、またESGは関係者のエンゲージメントを通じて経営成果に影響を与えていることを確認した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

既存の東洋経済新報社CSRデータを基にしながらも、研究者らの専門的なESGとSDGsの知見から独自データを整備したことに加えて、ステークホルダーアプローチを証券分析に活用した事例は希少性がある。またBコープ認証プロセスを企業経営の観点から分析することで探索的な仮説モデルを提示した研究は日本では非常に希少かつ独創的な知見を提供するものである。さらにアカデミックな研究に加えて、企業やスペシャリスト数十社からなる研究会を企画し、実践的なESGの取り組みの発表や議論を行うことで、ESG経営の応用という実践的価値を企業や産業に提供することができた点は大きな社会的意義があったと考える。

研究成果の概要（英文）：In contemporary investment and management, ESG is attracting attention due to a backlash against traditional shareholder-centeredness and a sense of crisis over climate change and other social issues that we face. Since clarity of "actors" is necessary for such evaluation, we constructed a social evaluation model based on stakeholder theory. At the same time, we planned a social evaluation of ESG management of "B Corp" certified companies that promote ESG. Six stakeholder categories were selected: shareholders, employees, customers, suppliers, society, and the environment, and the Toyo Keizai Inc. corporate social responsibility (CSR) survey was used for data. The analysis confirmed that stakeholder perspectives influence investment based on the impact on stock price before and after covid-19 pandemic and sector-specific analysis, and that ESG influences management performance through stakeholder engagement in B Corp companies.

研究分野：経営学

キーワード：ESG投資 ESG経営 社会的評価モデル 社会的リターン SDGs 社会的インパクト Bコープ

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

(1) ESG 投資の背景

現代の投資や経営において、環境や社会への影響を考慮したサステナビリティ(持続可能性)、SDGs、ESG などの概念が大きな注目を浴びている。ESG は環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G:企業統治)を重視するという考え方であるが、その観点から投資対象を選別する投資が「ESG 投資」であり、投資判断には財務的基準に加えて当該企業やセクターの ESG に関わる非財務的情報を投資決定基準とする投資方法である。歴史的には、宗教的・倫理的な動機によってなされた投資がその源流の一つであるが、財務パフォーマンスとは必ずしも厳密に結びついてはいなかった。しかし近年 ESG の観点から、投資家や経営者の双方が積極的にサステナブルな活動を支援・実践するようになってきている。その背景には、従来の株主中心主義に対する社会的な反発と共に、企業が直面する気候変動や社会的側面への危機感の高まりがある。しかし ESG 投資を評価する場合に、財務業績の情報だけでは企業の外部経済的活動やサステナビリティ活動を評価できないため、非財務業績を評価する方法が求められている。別な言い方をすれば、財務情報と非財務情報を用いて、経済的リターンと共に社会的リターンを適切に評価するということである。

(2) 研究アプローチの違い

企業の社会的活動やその評価に関して、従来からいくつかのアプローチが存在する。まず、中長期的な投資の観点から ESG 投資リターンをいかに評価するかという証券投資からのアプローチと、社会的な観点から(非営利組織の活動を含む)事業活動をいかに評価するかという社会的活動やプロジェクト評価に関するアプローチがある。さらに、最近では投資先企業がサステナブルな成長や ESG 基準を重視する経営(いわゆる ESG 経営)をどの程度実践しているかを評価することで社会的効果を評価するという経営改善からのアプローチ、などである。

2. 研究の目的

(1) 社会的評価の主体者

本研究の目的は、ESG 投資における社会的評価についての方法論と計測可能性を探ることによって社会的リターンの評価モデルを提案することである。その実現のためには、「ESG 投資の社会的リターンとは何か」を明らかにし、それを「いかに評価するか」が必要となる。上述したように、証券投資からのアプローチ以外にも社会的インパクトの評価手法の議論があるが、リターンの評価には、対象とする社会活動や投資活動の「主体者」の明確性が必要であり、先行研究から経営戦略論の分野で議論されて来たステークホルダー・アプローチが有用であるとの結論に至った。

(2) ステークホルダー・アプローチ

ステークホルダー・アプローチとは、「企業の社会的責任は株主利潤の最大化である」という倫理的利己主義の主張に対して、「企業には経済的利益を追求する以上の責任がある」という主張がベースになっている(Carroll, 1979; Donaldson & Preston, 1995; Freeman, 1984)。そして組織におけるステークホルダーとは、「組織の目的の達成に影響を与えることができる、または影響を受けるすべてのグループまたは個人」と定義されるが、既存研究によれば企業の経営陣がパワー、正統性、緊急性という三つの要素によってその主体をステークホルダーとして認知し、すべての要素を持つステークホルダーを企業にとって「顕著な」存在として認知できるとする。我々はこのステークホルダー・アプローチによって社会的評価の新しい視点を提示しようと考え、2つの研究テーマを探求した。第一はステークホルダー・アプローチに基づく社会的評価モデルの構築であり、第二は ESG を支援する B コープ認証企業の経営調査を通じた ESG 経営の社会的評価の研究である。

3. 研究の方法

(1) ステークホルダー・アプローチによる社会的評価モデル

ESG に基づく投資(ESG 投資)や経営(ESG 経営)に関する各種データベースを比較検討した上で、ステークホルダー・アプローチによる社会的価値のモデル化を行った。まず既存の文献研究から、企業のステークホルダーとして、株主、従業員、顧客、供給者、社会、環境の6つを選択し、次にデータ整備とモデル化を行った。具体的には、東洋経済新報社 CSR 調査に基づくデータベースを利用し、モデルの構築には、既存研究を参考に5つのステップにより作成した(篠原 2017)。ステップ1と2で、ESG と SDGs とステークホルダーに関係する項目を抽出(171項目)し、ステップ3は各項目の回答を1、0の変数に変換した。ステップ4では多変量解析を行った上で連関係数の高い項目をステークホルダー・カテゴリーとしてグループ化して信頼性分析を行った。最終的に6つのステークホルダー指標の下に14の構成概念(79項目)を選択した。本ステークホルダー・モデルの有効性を確認するためにいくつかの実証研究を行った。

(2) ESG 経営の質的研究による社会的評価

ESG による社会的リターンの具体的な内容を分析するために、B コープ認証を得た日本の企業経営者に直接インタビューを行い、認証取得の際の経験や認識に関するコメントに対して質的研究を行った。対象企業は2021年春までにB コープ認証を取得した6社である。インタビュー

は半構造的深層面接法で行われ、質問内容としては(1)B コープへの関心・出会い、(2)事前のメリット・デメリット、(3)B コープからの学び、(4)社内外からの反応、(5)審査の内容と課題、(6)今後の方針、などが含まれた。インタビューは基本的に対面もしくはインターネット(遠隔会議システム)で行われた。インタビュー内容は全て録音され原稿に落とされた。そのインタビュー内容をベースにして質的研究を行った。

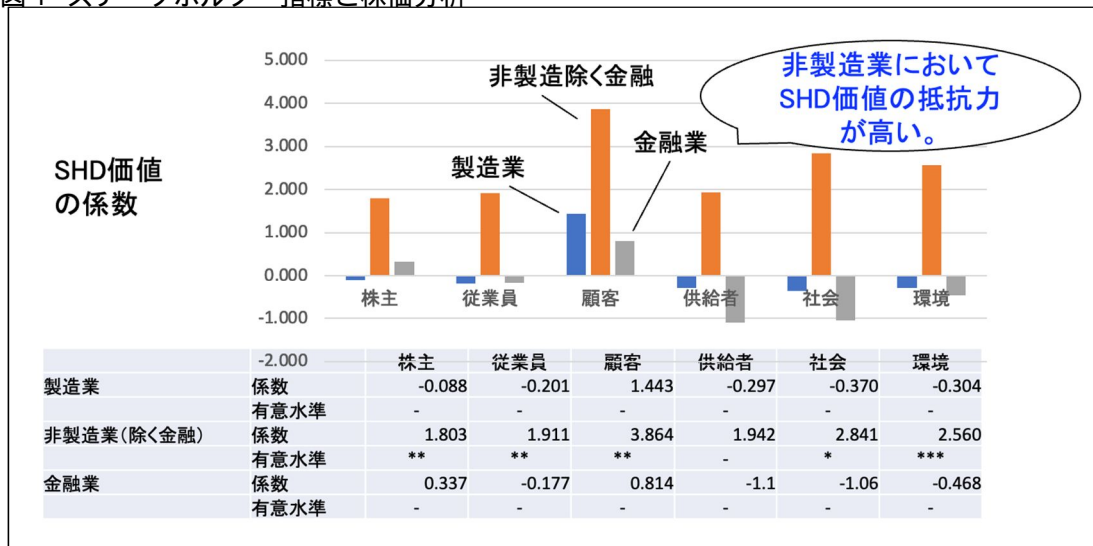
4. 研究成果

(1) ステークホルダー・モデルの構築と実証分析

ステークホルダー指標と株価への影響(加藤康之・篠原欣貴・鈴木勘一郎 2021)

まず、ステークホルダー指標が株価(PBR)に織り込まれているかどうか、つまり各ステークホルダー指標が高い銘柄はPBRも高いかどうかを検証するために、株価水準の代理変数としてPBRを被説明変数とし、各ステークホルダー指標を説明変数として回帰分析を行った。2016年と2020年の2時点で、2020年は2016年に比較するとステークホルダー指標が株価に織り込まれるようになってきていることが確認できた。2020年では、特に従業員、供給者、社会、環境などの指標が高かった。また製造業や金融業における織り込み度合いが非製造業(除く金融)に比べて高かった。次に、各ステークホルダー価値が株価下落抵抗力を持つかどうか、つまりコロナショックの株価下落期間(2020年1月~3月)に各ステークホルダー指標が高い銘柄は下落が少なかったかどうかを検証した。コロナショック株価変化率(コロナショックで株価が下落した2020年1~3月)を被説明変数とし、各ステークホルダー価値を説明変数として回帰分析を行ったところ、顧客価値の高い銘柄の下落抵抗力が高いことが示された。またステークホルダー価値が高い非製造業(除く金融)において株価の下落抵抗力が高かった。

図1 ステークホルダー指標と株価分析



(出所) 加藤康之・篠原欣貴・鈴木勘一郎(2021)より

製造業とサービス業のセクター分析(篠原欣貴・鈴木勘一郎・加藤康之 2022)

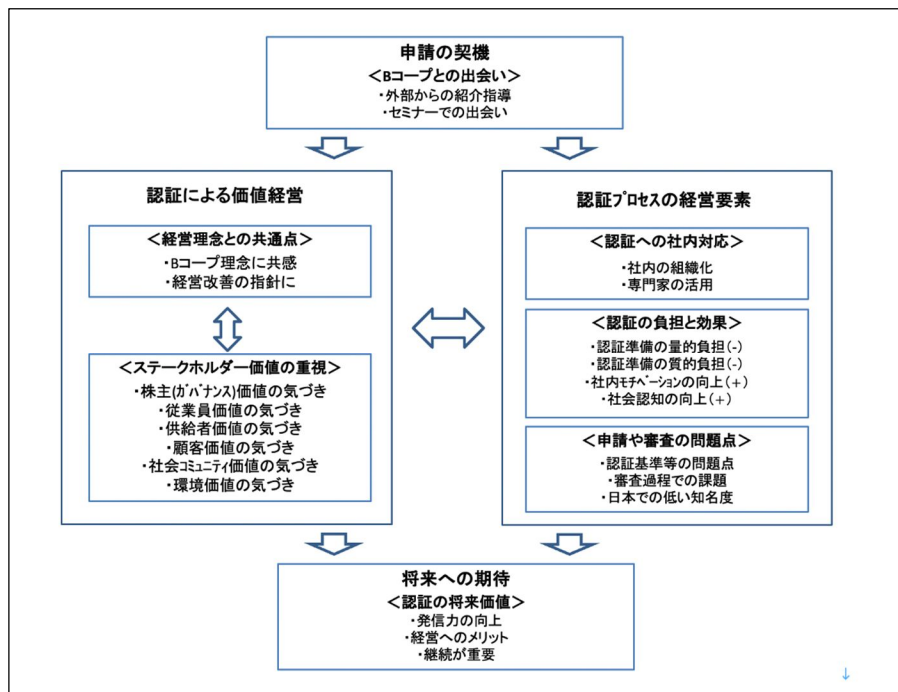
産業によってステークホルダーとの関係性から得られる恩恵は異なるが、これは産業ごとに企業に対するステークホルダー期待が異なるからであり、さらに企業が重要視するステークホルダーが異なるからであると考えられる。東洋経済CSRデータ(2020年と2018年)を使って製造業とサービス業のステークホルダー指標を分析した。その結果、2020年と2018年において製造業の方がサービス業に比べて、5指標(株主、従業員、顧客、供給者、社会)で高スコアを示した。一方、サービス業は環境の1指標のみ他業種よりも高スコアを示した。次にサービス業内での違いに注目して、中分類(電気・ガス業、運輸業、情報・通信業、卸売・小売業、金融業、その他サービス業)に分けて2年分(同上)のデータを用いて比較分析を行った結果として、指標が最も高かったのは電気・ガス業で、運輸業は環境が高スコアであった。逆にその他サービス業は株主、顧客、環境などが、卸売・小売業は従業員と社会が、金融業は供給者が、それぞれ他業種に比べて低スコアとなった。最後に製造業とサービス業の全体でステークホルダー指数の平均値の差の検定を行ったところ、両年とも製造業がサービス業よりも(環境を除く)5つの指標において、またサービス業は環境指標のみが1%水準で統計的に有意であった。これは製造企業の方がステークホルダーとの関係を良好に保つための制度や方針、活動に取り組んでいることを示唆している。

ESG経営の質的研究(鈴木勘一郎・小澤朋之・大和田誠太郎 2022)

ESGを推進するBコープ認証企業の経営者へのインタビューに基づく質的研究を行ない、その分析から4つのドメインが確認された。第一のドメイン「申請の契機」ではBコープとの出会いが外部からの紹介とセミナーへの参加とが契機であった。その後は2つのフローが確認され、それぞれが経営価値と経営行動に相当し、かつ相互に影響を及ぼしていた。第二のドメイン「認証

による価値経営」では、各社固有の経営理念とBコープ理念との間に共通点が見出され、またステークホルダー価値と経営理念との間にも影響が確認された。第三のドメイン「認証プロセスの経営要素」では、社内の申請準備活動やBコープのメリット・問題などが整理された。すなわち、社内ではチーム編成などの活動が行われる一方で、実際にやってみると経営的な負担と効果や申請や審査における問題点や課題を体験し、それが第四のドメイン「将来への期待」につながっていた。すなわち日本のBコープ企業は発信力や経営への将来的メリットへの期待を失わずに継続を重視し、ESGの活動が経営者や社員のエンゲージメントを通じて経営成果への期待と影響を与えていることを確認した。

図2 Bコープ認証プロセスの仮説モデル



(出所) 鈴木勲一郎・小澤朋之・大和田誠太郎 (2022) より

(2) その他の研究発表

上述以外のその他の研究成果の要旨をいくつか挙げる。

・内藤誠・加藤康之(2022)では、リーマン・ショック以降、バリュート投資のパフォーマンスが悪化した。製造業におけるバリュート投資の負のリターンの大部分が温室効果ガス排出量から構成されるE(環境)ファクターのエクスポージャーで説明できることが確認できた。

・渡辺林治・篠原欣貴・薩佐恭平(2022)では、「企業の目的である長期の維持発展を実現するため、すべてのステークホルダーとの関係を維持・強化させる責任ある取り組み」をSDGs経営と定義し、小売業においてSDGs経営をどのように実践すればよいのか、どうすればSDGs経営を通じて業績を高めるのか、という質問に対して独自のモデルを提示し、そのモデルを用いて複数のケーススタディによるSDGs経営の現状を分析した。

(3) 研究会の企画運営

ESGを実践/支援する事業会社やスペシャリストとの学習と情報交換の場としてESG研究会を立ち上げて啓蒙と調査を実施した。具体的には、本プロジェクトの共同研究者である加藤が座長、研究代表者である鈴木が顧問として「京大ESG研究会」を企画運営し、京都大学の外郭企業(京大オリジナル)が主催した。2019年末から21年半ばまでの足掛け1.5年間活動を継続した。具体的には、ESGやSDGsに関係する機関(格付け機関や投資運用会社、大学など)や先進企業の専門家などから講演してもらい、会員企業(上場企業約20社)が参加して、ステークホルダー・アプローチの観点からワークショップを開催した。ワークショップでは、各社の経営課題や目標、KPIなどを整理してもらい、議論や意見交換を実施した。この研究会においては、経団連や年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)等の協力を得て、ESG経営について上場企業を対象としたアンケート調査を実施し150社から回答を得た。また同時に「お金のデザイン」社の協力を得て、個人のESG投資に関するアンケート調査を実施し、約2000人から回答を得て、それぞれ分析を行い発表した。

本研究では、投資と経営の分析からESG投資における社会的評価の試みを行った。今後はさらに企業の人的資本に着目して、社会的評価モデルの精緻化を図っていく計画である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計9件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 2件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 鈴木勘一郎	4. 巻 61巻4号
2. 論文標題 ESG経営を目指すBコープの社会的意義と動向	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 54-63
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 篠原欣貴・鈴木勘一郎・加藤康之	4. 巻 23
2. 論文標題 ステークホルダー・アプローチに基づく企業の非財務業績評価と業種別分析	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 ディスクロージャー & IR	6. 最初と最後の頁 79-89
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 鈴木勘一郎・小澤朋之・大和田誠太郎	4. 巻 40
2. 論文標題 日本におけるBコープ認証の意義と課題	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Venture Review	6. 最初と最後の頁 97-111
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 加藤康之、内藤誠	4. 巻 60巻2号
2. 論文標題 社会的リターンは経済的リターンにつながるか？ 因果連関モデルによるESG投資の未来シミュレーション分析	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 67-79
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Shinohara Yoshiki & Kim, Rebecca Chunghee	4. 巻 46:4
2. 論文標題 Sanpo-Yoshi and Corporate Social Responsibility in Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Strategic Analysis	6. 最初と最後の頁 403-415
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1080/09700161.2022.2111763	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 加藤康之	4. 巻 58巻4号
2. 論文標題 ESG投資とパフォーマンス評価	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 47-51
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 加藤康之	4. 巻 15
2. 論文標題 ESG投資の新潮流と企業経営	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 ディスクロージャー & IR	6. 最初と最後の頁 108-116
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Ndione J. S. & 鈴木勘一郎	4. 巻 7巻4号
2. 論文標題 Beyond the One Village One Product (OVOP) Concept through Design Thinking Approach	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 International Journal of Education and Research	6. 最初と最後の頁 143-156
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 加藤康之	4. 巻 4号 (通巻139)
2. 論文標題 AI/フィンテックが変える資産運用	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」	6. 最初と最後の頁 77-101
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計2件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 内藤誠、加藤康之
2. 発表標題 ESG 投資によるバリュー投資への影響
3. 学会等名 日本ファイナンス学会秋季大会
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 加藤康之・篠原欣貴・鈴木勘一郎
2. 発表標題 社会的価値モデルの研究
3. 学会等名 京都大学ESG研究会 (招待講演)
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 鈴木勘一郎 (松田修一・長谷川博和編著)	4. 発行年 2023年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 204
3. 書名 日本のスタートアップ創出 (うち第10章「ESG経営」)	

1. 著者名 篠原欣貴、薩佐恭平（渡辺林治編著）	4. 発行年 2022年
2. 出版社 慶應義塾大学出版会	5. 総ページ数 352
3. 書名 小売業の実践SDGs経営	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究分担者	加藤 康之 (KATO Yasuyuki) (30612428)	東京都立大学・経営学研究科・特任教授 (22604)	
研究分担者	篠原 欣貴 (SHINOHARA Yoshiki) (50781457)	立命館アジア太平洋大学・国際経営学部・准教授 (37503)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------