様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１、Ｚ－１９　（共通）

科学研究費助成事業　　研究成果報告書

令和　６ 年　６ 月 １３ 日現在

機関番号：３２６０１
研究種目：基盤研究(C)（一般）
研究期間：2020～2023
課題番号：２０Ｋ０１７５０

研究課題名（和文）拡大ガバナンスとESG投資に対する長期的評価について

研究課題名（英文）Long Term Evaluation of Extended Governance and ESG Investment

研究代表者
白須　洋子（Shirasu, Yoko）

青山学院大学・経済学部・教授

研究者番号：８０５０８２１８

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）：　ESG投資の長期的評価について、具体的には、投資パフォーマンスの視点、投資家の多様性の視点、投資家の関心の高い分野（炭素排出量、イノベーション等）の視点から分析した。
　ESGをより行う企業の短期異常リターンは低いが長期の同リターンは高いこと、ESGフレンドリーで長期投資を行うアセットオーナーのパワーが強い企業の方がESGにより取り組むこと、外国人投資家比率が高く且つ環境ESGに取組む企業ほど、長期のイノベーションを起こしていること、ガバナンスでは、長期のESGエンゲージメント進めている投資家とダイベストメントを行う投資家で違いがあることがあることがわかった。

研究成果の学術的意義や社会的意義
　ESG投資の経済的評価について、短期的な実証分析結果が多く、長期的評価については不明な点が多かった。一般的に、ESG投資は長期の影響があるとのことは暗黙の了解事項に見えるが、学術的には明確になっていなかった。そのような中で、ESG投資は短期的にはマイナスの結果となるが、長期的にはプラスの成果を生み、長期的視点に立つことの重要性を、厳格な実証分析から示した。
　本論文が厳格的な実証分析であることは、Velte（2022）でも示されていることであり、昨今のESG投資とLong-termの分析について、内生性まで検証した厳密な主要論文として 34本を挙げており、本論文はその1本に数えられている。

研究成果の概要（英文）：　Long-term evaluation of ESG investments was analyzed from the perspectives of investment performance, investor diversity, and areas of investor interest (carbon emissions, innovation, etc.).
　Companies that are more ESG-aware have lower short-term abnormal returns but higher long-term abnormal returns; companies with more ESG-friendly, long-term investing asset owners, rather than PRI-signatory investors, are more ESG-aware; companies with a higher percentage of foreign investors and more environmental ESG-aware companies are more likely to be long-term innovators; and companies with a higher percentage of foreign investors and more environmental ESG-aware companies are more likely to have a higher percentage of foreign investors and more environmental ESG-aware companies. In governance, there is a difference between investors who are engaged in long-term ESG engagement and those who are divesting.

研究分野：ファイナンス、ESG、コーポレートガバナンス

キーワード：ESG　機関投資家　イノベーション　外国人投資家　アセットオーナー　女性社外取締役

※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。

様　式　Ｃ－１９、Ｆ－１９－１（共通）

１．研究開始当初の背景

近年、我が国の資産運用では、企業の社会的活動を織り込んだ ESG 投資が潮流となっている。国際連合による責任原則投資の提唱、年金積立金運用独立行政法人による ESG 指数の採用、ESG 活動を重視するスチュワードシップ・コード改訂等あり、重要な課題となっている。

学術的には、企業の ESG 投資は、単純に株主価値最大化を目指している伝統的ファイナンス理論のみでは説明ができない。古くは Friedman(1970)の議論以来、ガバナンス要因は投資家が企業価値最大化の視点から行い、それ以外の社会・環境要因は政府規制や税制によりコントロールされると考えられてきた。炭素税等がその例である。しかし、Grossman and Hart(1986)以降、契約論の中で整理され、社会・環境要因についてはステークホルダーも参画し、市場の中でも解決できる拡大ガバナンスとして整理された。実際、幅広いステークホルダーに配慮した ESG 活動を行わない企業に対して、機関投資家が積極的に投資しない傾向がある。つまり、ESG を通して企業のあり方自体が市場（機関投資家）から問われており、まさにコーポレートガバナンスの問題そのものとなっている。

また、ESG 投資において、社会的課題を解決しつつ企業価値最大化に結びつけるには時間がかかるため(Eccles et al.2014)、長期投資としての視点が必要である。さらに、いかなる状況の時にも浮き沈みなく多様なステークホルダーの要求に応えていくためには、安定的な投資としての視点も必要となる。

２．研究の目的

本研究の目的は、ESG 投資に対する基本的な問いに対して、機関投資家の投資行動のうち、長期投資と短期投資の違い、社会的活動について、企業や投資家がどの項目にいつ対応するのか、ESG における日本の特殊要因や日本の制度的独自性の 3 つの切り口から分析することである。

つまり具体的には、ESG 投資の長期的評価について、投資パフォーマンスの視点、投資家の多様性の視点、投資家の関心の高い分野（炭素排出量、イノベーション等）の視点から分析した。

３．研究の方法

ESG の長期的評価に関する、投資パフォーマンスの視点、投資家の多様性の視点を中心に実証分析を行った。

まず、長期投資は ESG のパフォーマンスの向上になるのか、良い株式パフォーマンスを得られるのかについて分析した。次に、外国人機関投資家と ESG 活動や、投資家の投資カテゴリーの違いと ESG 活動との関係を分析した。また、世界最大の機関投資家（公的年金基金）である GPFI（年金積立金管理運用独立行政法人）が 2015 年に PRI（Principles for Responsible Investment）に署名した影響を、つまり GPIF 委託機関投資家に対する ESG 活動の影響を分析した。さらに、日本企業の有形・無形・人的長期投資に対して機関投資家の株式所有が与える影響を、ESG とコーポレートガバナンスの要素から分析した。

投資家の関心の高い分野（炭素排出量、イノベーション等）については、機関投資家の異質性と ESG 投資のサーベイ論文をまとめつつ、日本企業投資・炭素排出量と ESG の関係について実証分析を行った。当初予定はしていなかったが、投資家の関心の高い分野には、最近では、女性社外取締役の議論がある。そこで、助成の社外取締役について、所謂トークニズムの傾向があるかどうかについて、予備的な分析を行った。

４．研究成果

①長期投資と ESG パフォーマンス、株式はフォーマンス

日本では、ESG 投資に対する株式パフォーマンスは長期投資でプラスのアブノーマルリターンを獲得できるが、短期では逆にマイナスのリターンである。これは、特に年金や金融機関等の長期投資家で顕著である。また、消費者の嗜好も ESG パフォーマンスに影響しており、海外進出先が欧州の企業は ESG パフォーマンス、特に環境要因のパフォーマンスが高い。なお、米国に進出している企業では、そのような傾向は見られない。

②外国人機関投資家と CSR 活動

日本における外国人機関投資家と CSR 活動の関係について、リーマン後の期間を検証した。その結果、海外の長期投資家の株主比率と ESG 活動との間には明確な特徴が見らない。長期的な Passive 投資家の所有者比率が高いと、すべての CSR カテゴリーでプラスの影響が観察され、さらに Growth と Value 株投資家についても同様な傾向が見られる。さらに、海外のブロックホルダー投資家は、ガバナンスに強い関心を持っている。

③GPIF の PRI 署名

世界最大の公的年金基金である GPIF は、2015 年に PRI への署名を契機に ESG 活動の投資方針を変更し、ESG 活動を推進してきた。GPIF が委託機関投資家に対して CSR の投資を義務化することで、企業が CSR 活動を積極的に推進している。特に、GPIF の方針が変更された後、GPIF の

委託機関投資家の株式保有シェアが高いとより良い ESG 活動を推進している。これは、アセットオーナーの外部投資方針変更が企業の CSR 活動に与える影響の分析とも言える。具体的には、GPIF が行った投資方針の変更を外生ショックとして利用し、マッチング差分法を用い分析した。その結果、企業の ESG 活動は、PRI 署名の機関投資家比率のみでは単純に説明できなく、アセットオーナーのパワーの方が明らかに強い。アセットオーナーである GPIF の委託投資家は確かに ESG 活動を促進するが、PRI に署名しながらも GPIF とは関係のない投資家は、ESG 活動を積極的に増進しているわけではないからである。国が進めている資金運用立国の議論にも繋がる重要な指摘である。

④日本企業の有形・無形・人的長期投資に対して機関投資家の株式所有が与える影響と ESG

日本企業の有形・無形・人的の長期投資に対して、機関投資家の株式所有が与える影響を、ESG とコーポレートガバナンスの要素から分析した。機関投資家の中でも、いわゆるモノ言う投資家である外国人投資家と長期機関投資家は、コーポレートガバナンスと ESG 活動のメカニズムを通じて、企業の長期投資を促進している。また、ガバナンスが強力、又は ESG 活動に積極的に取り組んでいる日本企業の方が、無形・人的資産についてその傾向が強い。

⑤投資家の関心の高い分野（炭素排出量、イノベーション等）

外国人投資家及び長期投資家は、環境活動を通じて、企業の長期投資を促進し、イノベーションの増加に繋がっている。また、CO2 インテンシティーは、北欧や欧州の投資家がダイベストメントの手法をとっている。なお、それ以外の多くのタイプの機関投資家は、CO2 のレベルではなくその削減量に注目し、エンゲージメントを進めている。ガバナンスの手法は 2 つあるが、エンゲージメントの手法をとるかダイベストメントの手法をとるかは、機関投資家の特性によって大きく異なる。

別のテーマ、女性活躍についても予備的な分析をした。社会取締役の女性登用については、CG コードの導入期、tokenism の傾向が見られた。企業は、最初に男性社外取締役を、2 人目の社外取締役を tokenism として女性を登用しているに過ぎない傾向がある。

⑥その他のテーマ

この他に、長期投資と ESG に関するサーベイ調査、いわゆるグリーンウォッシングに関するサーベイ調査、ESG スコア（主要 4 種）の特性に関する実証分析を行った。

５．主な発表論文等

〔雑誌論文〕　計6件（うち査読付論文　2件／うち国際共著　2件／うちオープンアクセス　6件）

１．著者名 Yoko Shirasu, Katsushi Suzuki, Sadok El Ghoul	４．巻 E-201
２．論文標題 Release from Restricted Environmental and Social Investing: Evidence from agreements between asset owners and asset managers	５．発行年 2024年
３．雑誌名 RIETI Discussion Paper	６．最初と最後の頁 1-37
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 該当する

１．著者名 白須洋子、Yang Baosheng	４．巻 J21
２．論文標題 機関投資家の異質性とESG －論文サーベイと日本の企業投資・炭素排出量の実証分析	５．発行年 2022年
３．雑誌名 TCER Working paper	６．最初と最後の頁 1-52
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 －

１．著者名 Yoko Shirasu, Hidetaka Kawakita	４．巻 50
２．論文標題 Long-term financial performance of corporate social responsibility	５．発行年 2021年
３．雑誌名 Global Finance Journal	６．最初と最後の頁 －
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.gfj.2020.100532	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 －

１．著者名 白須洋子、湯山 智教	４．巻 59－9
２．論文標題 評価機関のESGスコアの特性は何か？	５．発行年 2021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 68－80
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 －

1．著者名 白須洋子	4．巻 59－8
2．論文標題 ESG活動の動機と長期投資家	5．発行年 2021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 56－69
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 －

1．著者名 アリ・ファテミ、白須洋子	4．巻 59－9
2．論文標題 グリーンウォッシング：原因と結果	5．発行年 2021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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 該当する

〔学会発表〕　計22件（うち招待講演　7件／うち国際学会　6件）

1．発表者名 白須洋子
2．発表標題 機関投資家の異質的特性とESG
3．学会等名 令和5年度第2回一橋大学政策フォーラム（招待講演）
4．発表年 2024年

1．発表者名 中嶋　幹
2．発表標題 日本企業の取締役会におけるtokenism視点からのジェンダー多様性－コーポレートガバナンスコード導入黎明期の分析から
3．学会等名 日本金融学会秋季大会
4．発表年 2023年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 ESG投資の評価と課題 気候変動リスク
３．学会等名 日本保険・年金リスク学会(JARIP)（招待講演）
４．発表年 2023年

１．発表者名 Katsushi Suzuki
２．発表標題 Release from restricted environmental and social investing: Evidence from agreements between asset owners and asset managers
３．学会等名 RIETI　DP検討会
４．発表年 2023年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Does the difference in awareness between asset owners and asset managers have an impact on firms’ ESG activities?
３．学会等名 Multinational Financial Society 2023 Annual conference（国際学会）
４．発表年 2023年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Does the difference in awareness between asset owners and asset managers have an impact on firms’ ESG activities?
３．学会等名 European Financial Management Association 2023 Annual conference（国際学会）
４．発表年 2023年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Does the difference in awareness between asset owners and asset managers have an impact on firms’ ESG activities?
３．学会等名 Joint seminar KFA-NFA（国際学会）
４．発表年 2023年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 日本企業の取締役会におけるtokenism視点からのジェンダー多様性－コーポレートガバナンスコード導入黎明期の分析から
３．学会等名 みずほ証券×一橋大学 ワークモチベーション・健康経営・ESGの学際領域に関するカンファレンス（招待講演）
４．発表年 2023年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Does the difference in awareness between asset owners and asset managers have an impact on firms’ ESG activities?
３．学会等名 Hitotsubashi University The Sixth International Conference on Corporate Finance（招待講演）
４．発表年 2023年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 企業の長期投資や炭素排出量とESG：機関投資家の株式保有から
３．学会等名 TCERコンファレンス
４．発表年 2022年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 ESGと企業価値、機関投資家の非同質的特性
３．学会等名 日本証券経済研究所株式市場研究会（招待講演）
４．発表年 2022年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 Does the asset owner owner’s investment policies affect asset managers’ ESG activities?
３．学会等名 DBJ 設備投資研究所（招待講演）
４．発表年 2022年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 Does the difference in awareness between asset owners and asset managers have an impact on firms’ ESG activities?
３．学会等名 RIETI研究会（招待講演）
４．発表年 2022年

１．発表者名 中嶋　幹
２．発表標題 日本企業の取締役会におけるtokenism視点からのジェンダー多様性－コーポレートガバナンスコード導入黎明期の分析から
３．学会等名 日本ファイナンス学会
４．発表年 2022年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Does the sovereign asset owner improve CSR? Do the asset owner’s investment policies affect institutional investors’ behavior?
３．学会等名 JFA-PBFJ Conference2022（国際学会）
４．発表年 2022年

１．発表者名 Baosheng Yang
２．発表標題 Institutional investors' impacts on long-term corporate investments -From the ESG and governance perspectives
３．学会等名 JFA-PBFJ Conference2022（国際学会）
４．発表年 2022年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Long‐Term Shareholders and Corporate Social Responsibility: View from Exogenous Policy Change of Japanese Pension Fund
３．学会等名 Vietnam Symposium in Banking and Finance　2021（国際学会）
４．発表年 2021年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 What foreign investors lead ESG in a rapidly growing market for social investment?
３．学会等名 日本ファイナンス学会
４．発表年 2021年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 Long‐Term Shareholders and Corporate Social Responsibility: View from Exogenous Policy Change of Japanese Pension Fund
３．学会等名 日本ファイナンス学会
４．発表年 2020年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 Long-Term Shareholders and Corporate Social Responsibility: View from Exogenous Policy Change of Japanese Pension Fund
３．学会等名 日本経営財務研究会
４．発表年 2020年

１．発表者名 白須洋子
２．発表標題 Long-Term Shareholders and Corporate Social Responsibility: View from Exogenous Policy Change of Japanese Pension Fund
３．学会等名 日本経営財務研究会東日本部会
４．発表年 2020年

１．発表者名 Yoko Shirasu
２．発表標題 Long‐Term Shareholders and Corporate Social Responsibility: View from Exogenous Policy Change of Japanese Pension Fund
３．学会等名 日本ファイナンス学会
４．発表年 2020年

〔図書〕　計1件

１．著者名 白須洋子、ヨウ・ホウショウ 祝迫得夫編	４．発行年 2023年
２．出版社 東京大学出版会	５．総ページ数 468
３．書名 「第7章　機関投資家の非同質的特性とESGー日本企業の長期投資とCO2排出量から」、『日本の金融システムーポスト世界金融危機の新しい挑戦とリスク』	

〔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

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