

# ESG 投資のパフォーマンス評価について どう考えるか



前東京大学公共政策大学院特任教授 湯山 智教

## ～要旨～

ESG 投資がポジティブなパフォーマンスであるという考え方には、スクリーニングによる優良企業の選別、ステークホルダーとの間のリスク軽減を通じたリスクプレミアム低下（資本コスト低下）による企業価値向上、などがある。他方で、ネガティブ（もしくは無相関）となる考え方には、スクリーニングコストがかかる点や現代ポートフォリ理論や効率的市場仮説に基づけば、十分なリスク軽減効果や継続的な  $\alpha$ （超過収益）が得られないとするものである。いずれの見方も十分に成立しうるものであるが、現状の実証研究の蓄積を見る限り、その見方に統一的な見解を見いだせていないように思われる。また、「ベータの向上」として市場全体のパフォーマンス向上を目指す試みは重要であろう。さらに、そもそも優れた ESG とは何なのか、ESG 投資に使う ESG スコアも区々であり統一感がみられないこと、統計的な手法の問題（因果関係の特定が困難）などから、ESG 投資パフォーマンスの評価自体にも多くの課題が残されているといえる。

## 1 ESG 投資のリターンの背景に対する考え方

近年、ESG 投資が潮流になってきているが、その投資パフォーマンスを気にする投資家も多いだろう。特に受託者責任を有する年金基金などの機関投資家にとって重要な論点である。では、ESG 投資のパフォーマンスはどう評価されるべきだろうか<sup>1)</sup>。

### (1) ESG 投資パフォーマンスがポジティブとする考え方

ESG 投資のパフォーマンスがポジティブとなるとする考え方には、以下のような理論的背景

があると考えられる（Renneboog *et al.* 2008a、Leite and Cortez 2014、2015 等）。すなわち、

- ① スクリーニングの過程で CSR に積極的に関与する企業が選別されるので、結果的に高いマネジメント能力をもつ会社がスクリーニングされ、高い投資パフォーマンスにつながる、
- ② ESG を考慮した企業への投資は、将来の収益向上をもたらし、長期的な企業価値を高めることにつながる、
- ③ ESG を考慮することを通じてステークホルダーとの関係向上などにより、リスク軽減効果が生じ、リスクプレミアムが低下し、

資本コストも低下する<sup>2)</sup>。これによって、一般的な株価理論価格算定に用いられる、将来キャッシュフローを割引率（資本コスト）で割り引いて企業価値を評価するDCF法で評価する際の割引率も低下することから、企業価値が向上し、もって投資リターンも向上する、

とするものがあげられる。

すなわち、企業価値を  $V$ 、来期キャッシュフローを  $C_1$ 、キャッシュフローの成長率を  $g$ 、資本コスト（割引率）を  $r$  として、一般的なDCF法の算出式を示すと、以下の式の通りとなるが、上記②は成長率  $g$  を高め、③は資本コスト（割引率） $r$  を低下させ、いずれも分母の低下となるため、企業価値  $V$  の向上につながる事となる。

$$V = \frac{c_1}{(1+r)} + \frac{c_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{c_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{c_1(1+g)^3}{(1+r)^4} + \dots + \frac{c_1(1+g)^{N-1}}{(1+r)^N} = \frac{c_1}{(r-g)}$$

つまり、資本コストの低下は、将来の収益（キャッシュフロー）を現在価値に割引く際の割引率の低下をもたらすので、企業価値向上につながるわけである。実際、ESGに積極的な企業の資本コストは低いという実証分析も比較的多くみられるところである（Cantino *et al.* 2017）。

ただ、リスクが低く、企業側の資本コストが低いということは、逆に投資家側から見た場合には、期待リターンが小さいことを意味することには留意が必要だろう。資本コストは、投資家が要求する期待リターンも意味するからである。しばしば指摘されるような、単純にESG投資が高い投資パフォーマンスを生むという見方には、直感的にはその通りだと感じなくもないが、理論的にはどう考えれば良いかやや疑問

が残る。すなわち、現にESGへの取り組みに積極的な企業に対する投資が、リスクが低い企業への投資としてローリスクであり、かつ高いパフォーマンスを生みハイリターンだとすれば、そのロジックは謎（パズル）なわけである。通常のファイナンス理論に従えば、ローリスクならローリターン、ハイリスクならハイリターンであって、フリーランチはあり得ないわけで（＝ノーフリーランチ）、少なくともこのような状況が長く続くことはないと考えるのが妥当かもしれない。

もし、ESG投資が高いパフォーマンスをもたらすとしたら、現状はともかく、ESGへの取り組みを通じて、将来の資本コスト（リスクプレミアム）が低下に向かうような企業への投資、つまり将来の企業価値向上が見込めるような企業への投資として、よりダイナミックに考えれば良いのかもしれない。投資リターンは、企業価値の変化を意味するからである。こう考えると、すでに高いESGパフォーマンスを発揮している企業よりも、改善ポテンシャルが多く、例えば、省エネや低炭素化に対する高度な技術開発や、疫病などの社会課題解決に資する技術開発などに取り組む企業などが、その取り組みに成功することで課題解決にも成功した場合などが、高いパフォーマンスをあげうる例となる。実際、ESGの改善モメンタムが投資パフォーマンスと関係が大きいとする研究も指摘されている（PRI 2018）。

## (2) ESG投資パフォーマンスがネガティブ・無相関とする見方

次に、ESG投資のパフォーマンスがネガティブであるとする結果に対する考え方は、

- ① スクリーニングの過程で投資対象に制約が加えられるため（いわゆるダイベストメ

ント(投資撤退)等のために現代ポートフォリオ理論の観点から十分に分散投資がなされずリスク軽減が不十分となる、

- ② 加えてスクリーニングの際の銘柄選択等のためのコスト負担も低いパフォーマンスにつながる、  
とするものである。

こうした観点から、ESG投資を推進している世界最大の年金基金でもある我が国の GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）も、ESG投資に当たってはダイベストメントの考え方はとらないとしている。ESG投資に用いる際の指数選定に際しても、石炭採掘企業や電力会社などの環境負荷の大きい企業について、形式的に銘柄除外を行う指数（ダイベストメント）は、「ユニバーサルオーナー」を志向する GPIF の方針と合致せず、ポジティブ・スクリーニングによる指数、業種内での相対評価を行う指数が望ましいとしている<sup>3)</sup>。さらに、「負の外部性が大きい ESG 課題については、課題を抱える企業に改善を促す取組みが重要。ダイベストメントはむしろ「責任ある投資家」から、ESG 課題に「無関心な投資家」に株主の権利を移転することになりかねない。」とも指摘している（GPIF 2019）。

また、最近では米国カリフォルニア州の年金

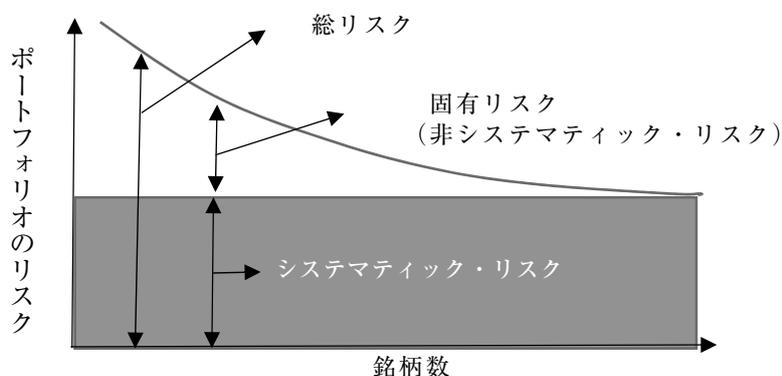
基金カルパスでも、それまでのダイベストメントの方針により運用パフォーマンスが悪化したとして、幹部が交代することとなったといわれている<sup>4)</sup>。米国の年金基金では、ERISA（従業員退職所得保障法）の下で分散投資を義務付けるブルーデント・インベスター・ルール（思慮ある投資家の準則）に従う運用が課されており、ダイベストメントは明確にこれに反すると考えられているようである<sup>5)</sup>。

### (3) 現代ポートフォリオ理論からの視点

図1は、①の現代ポートフォリオ理論の観点からスクリーニングを行うことによる十分な分散効果が得られない結果、リスク低減効果も十分に得られなくなることを示したものである。スクリーニングによってマーケットポートフォリオ全体よりも銘柄数が絞られることから、固有风险（非システムティック・リスク）が十分には低減しないことが示されている。ちなみに、この分散効果に基づく現代ポートフォリオ理論に関する功績等により、ハリー・マーコヴィッツ氏は1990年にノーベル経済学賞を受賞した。

この場合、分散効果が十分に発揮できる市場インデックスで運用するパッシブ運用が結果的

図1 分散効果によるリスク低減効果の考え方



(出所) 筆者作成

にはもっとも有効ということになる。そして、ESG投資によりポジティブな投資効果が得られるということは、現代ポートフォリオ理論における基本的な考え方である、市場が十分に効率的である場合には、マーケット（市場平均）に対して超過収益（ $\alpha$ ）を継続的に得ることはできないという効率的市場仮説（EMH：Efficient Market Hypothesis）にも反することになる<sup>6)</sup>。

効率的市場仮説は、株式投資によって超過収益が得られるかどうかは、以下の3形態に分類して考えることができるとするものである。

- ① ウークフォーム：過去データからの将来の価格予測は不可能、いわゆるランダムウォークするというものであり、多くの専門家によって肯定されている。
- ② セミストロング・フォーム：すべての公開情報はすぐに織り込まれてしまうため、新たな情報からは超過収益を生むことはできないとするものであり、ファンダメンタル分析が否定される。専門家の中でもセミストロング・フォームが実際に当てはまるかは意見が分かれているようである。
- ③ ストロング・フォーム：非公開な情報も含めて全てが直ちに現在価格に反映されるとするものであり、これはインサイダー取引でも利益を上げられず、専門家の多くも否定的である。

ESG投資によって新たなESGファクターに注目した投資を行うのは、セミストロング・フォームの考え方に近いと考えられるが、効率的市場仮説が成立するのならば、その情報はすぐに反映されるため超過収益は生むことはできない。つまり、たとえ知識や技術をもつ専門家がESG要素で優れた銘柄を選別してアクティブ運用を行っても、市場平均を上回るリターンをあげるのは難しいということである。なお、効率的市

場仮説を唱えるユージン・ファーマ氏（米シカゴ大学教授）もまた、2013年にノーベル経済学賞を受賞した。

ESGへの取り組みには様々な費用がかかるため、単独では期待リターンがマイナスの投資ケースも考えられるが、現代ポートフォリオ理論の分散投資の観点からは許容されるのだろうかという疑問も生じる。議論もあるところだが、例えば他の商品が下落したときに上昇する、あるいは危機時に価格下落リスクに強い商品を組み込むことでリスク・リターン改善に資することがあり、統計的にいえば共分散がマイナスの場合にはあり得ると考えられるだろう。

#### (4) 現代ポートフォリオ理論に反対する立場からの視点

他方で、市場が効率的でない場合には超過収益を得られるのであり、多くの投資運用機関やファンドマネージャーが超過収益を得ることを目的として日々の資産運用を行っているのは、市場が必ずしも常に効率的ではないと信じているからに他ならない。ESG投資を含めたアクティブ運用がプラスの超過収益を生むと信じている人々も、この類に属すると考えられる。

行動経済学の観点からは、効率的市場仮説は成立せず、市場にはアノマリーがありうるわけで、ESG投資もこれに該当するかもしれない。この考え方で、やはりロバート・シラー氏もまたノーベル経済学賞（2013年）を受賞している。よく知られたアノマリーには小型株効果、低PER効果、バリュー株効果、1月効果などがあり、バフェット氏の投資哲学などもこれに該当するものと思われる。ESG投資によるアクティブ運用がプラスの超過収益を生むと信じている人々も、この類に属するのだろう。

この他にも、ESG投資を含めたサステナブル

ル・ファイナンスの重要性を主張するものの中には、新たに適応的市場仮説（AMH: Adoptive Market Hypothesis）に基づいて ESG 要素が長期的な価値創造には不可欠の要素であり、いまやサステナビリティ要素もアノマリーになったと主張するものもある（Schoenmaker and Schramade 2019）。2004 年にはじめて唱えられた適応的市場仮説（Lo 2004, Lo 2019）によれば、市場の効率性の度合いは、市場における競争者数、利益機会の大きさ、市場参加者の適応能力、リスク選好の多様さなどの環境要因にも大きく関連しているため、効率的市場仮説が仮定しているような市場の効率性はないとする。こうした要因のため、適応的市場仮説のもとでは、環境や社会などの ESG にかかる新しいリスクは、市場参加者によって十分に検証されて価格に織り込まれていないと指摘する。

また、分散投資の効用についても、Statman (2004) の論文を根拠として、ポートフォリオ分散効果は、50～100 くらいの銘柄数を含めれば足り、100 以上にした場合の分散効果はかなり小さくなり、さらに 300 を超えるような規模になった場合には分散メリットは保有コストを下回ると指摘する<sup>7)</sup>。このため、より集中したポートフォリオを持つことを主張する。

しかしながら、いずれにしても、ESG 投資の参加者が増え、その参加者が ESG 投資に伴う超過リターンを競いあえばあうほど、市場は次第に効率化することから、やはり超過収益を得ることは困難になる可能性も考えられる。

## (5) ベータの向上という考え方

このほかに、「ベータの向上」という考え方もある。加藤編（2018）によれば、「ベータの向上」は最近の造語とのことであるが、通常、投資理論におけるベータ（ $\beta$ ）とは CAPM でいうマー

ケットポートフォリオに対する係数、つまりマーケットポートフォリオ（例えば TOPIX）が 1% 変化したときに、個別株式のリターンが何% 変化するかを表す係数を示し、個別株式の相対的なリスクを表すものである。他方で、「ベータの向上」でいうベータはやや意味が異なり、市場全体のリターンを意味する。つまり「ベータの向上」とは、市場全体（あるいは市場平均）のリターンの底上げを意味し、TOPIX というマーケットポートフォリオのリターンを向上させることにある。市場全体に対する ESG に対するエンゲージメント（対話、働きかけ）を通じて、TOPIX 自体のリターンの向上を目指すものとされる。現代ポートフォリオ理論の考え方で示せば、システムティックリスク・リターンの改善自体を目指すことをいうと考えられる。

我が国の例でいけば、アベノミクスによってコーポレートガバナンスに対する注目が高まり、日本全体での企業のガバナンスが向上し、結果として日本企業の価値の向上に伴いマーケットポートフォリオである TOPIX も大幅に上昇したが、これが上記の趣旨でいう「ベータの向上」といえる。これは、GPIF のように、日本の上場企業すべてが投資対象となるようなユニバーサル・オーナー投資家にとっては理にかなった方法であるといえる。このような考え方は、資産規模が大きく、幅広い銘柄に分散投資を行わざるを得ない年金基金などのユニバーサル・オーナーである投資家は、市場全体の底上げを図ることが合理的であるとするユニバーサル・オーナーシップ理論からも導かれるものである（水口 2019、林 2017）。

いずれにせよ、ESG 投資パフォーマンスがポジティブもしくはネガティブ（もしくは無相関）のどちらの見方も十分に成立しうるものであり、どちらがより説得力を持つかについては、実証

研究の更なる蓄積を経る必要があるといえる。

## 2 ESG活動と企業価値を巡る議論

ESG活動と企業価値を巡る関係について、理論的には様々な考え方が示されたが、過去1970年代にはマネタリストの大御所であった経済学者ミルトン・フリードマンに代表されるような否定的な見方もあった(Friedman 1970)<sup>8)</sup>。すなわち、経営者は株主価値の最大化が唯一の目的であり、社会的活動は政府や自治体などが行えばよい、そもそも環境投資や社会的活動などのCSR活動は、追加的なコストを要することから企業価値にはマイナスに働き、利益を第一に追求する会社に太刀打ちできなくなり淘汰されるとする見方であった。

しかしながら、近年はESG要素が企業価値にプラスの影響を与えるとの考え方が多くみられる。比較的有名なものとしては、Freeman(2010)に代表的にみられるようなステークホルダーとの関係を重視したアプローチである。すなわち、企業にとって、株主、負債提供者(銀行等)、従業員、地域社会、顧客などのステークホルダーの満足度がCSR活動等を通じて向上し、より効果的な契約関係の成立などを通じて、企業の更なる成長やリスク低減効果に資し、これにより企業価値向上に繋がるとする見方である。

また、ESGの一要素であるガバナンスの観点からも、従来からのコーポレートガバナンスの理論に、Jensen and Meckling(1976)等による「エージェンシー理論」に代表されるように、エージェンシー・コストを最小化するという観点からのガバナンスの向上は企業価値に影響を与えたとの見方がある。すなわち、株式・債券などの外部資本を導入すると必ず、経営者を監視するためやステークホルダーとの関係を強化するためのエージェンシー・コストが発生し、企業

価値が減少する。このため、これを最小化するためのインセンティブを有するようなガバナンスの仕組みを構築し、良いガバナンスを構築していくことが企業価値向上に繋がると考えるわけである<sup>9)</sup>。さらに、契約論の立場から、企業とステークホルダーの関係を定義し、長期的な投資家は株主価値を最大化する契約の度合いを選択し、企業はこうした社会的な契約により適切なコーポレートガバナンスを確保するように監視されることなどを通じて、結果的にはCSR(ESG)活動は企業価値向上にもつながるとする指摘もみられる(Grossman and Hart 1986、Sacconi 2006、Bénabou and Tirole 2010等)<sup>10)</sup>。

このように、最近では、ESG要素と企業価値の関係について、企業のESG活動は、①ステークホルダーとの関係向上、②周囲との関係改善による情報の非対称性の低下、③反社会的活動を招きかねないリスク減少、などを通じた企業活動リスク軽減やサステナビリティ向上により、むしろ結果的に企業価値向上や資金調達コスト低下などに資するとの指摘が多くみられる。

## 3 ESG投資のパフォーマンス

ではESG投資のパフォーマンスは既存研究ではどのように評価されているのだろうか。いくつかの既存研究成果を紹介したい(表1)<sup>11)</sup>。

ESG投資のパフォーマンスに関する研究は世界中でも非常に多いが、中でも多く引用される総括的サーベイ論文が、Friede *et al.* (2015)である。これは、1970年以降のESG基準とCFP(Corporate Financial Performance)、つまり企業の財務効果・投資効果(この定義は、財務的なもの、株式投資効果、成長指標、リスク指標を含め様々なもの)の関係に関する既存研究2,200以上をレビューして集計した結果、概ね9割以上の研究においてESGとCFPの関係はノンネ

表1 ESG投資パフォーマンスを巡る主な既存研究

| 主な結論  | 主な研究例   |
|---|---|
| ① ESG投資とその様々な投資パフォーマンスの関係に関する既存研究のサーベイであり、その結果は区々                             | Friede <i>et al.</i> (2015)<br>Renneboog <i>et al.</i> (2008b)            |
| ② ESGに積極的に取り組む企業は、ガバナンスや環境などの面でのリスクにも強いのではないかという観点から、金融危機時におけるリスク耐性に強いと指摘するもの | Lins <i>et al.</i> (2017)<br>呂・中嶋 (2016)                                  |
| ③ ESG銘柄は資本コストが低く、結果的に企業価値も高いと指摘するもの   | Cantino <i>et al.</i> (2017)、加藤編 (2018)<br>El Ghouli <i>et al.</i> (2011) |
| ④ CSRへの取り組みが高い企業は、銀行借入れコストが低いこと   | Goss and Roberts (2011)   |
| ⑤ ESG銘柄は総じて信用格付けが高い、すなわち資金調達コストが低いこと  | Attig <i>et al.</i> (2013)、PRI (2017)<br>湯山・伊藤・森平 (2019)                  |
| ⑥ ESG銘柄の債券コスト（スプレッド）については、区々で統一的な見解はみられない                                     | Amiraslani <i>et al.</i> (2018)   |
| ⑦ ESG情報開示との企業価値の関係についても区々   | Fatemi <i>et al.</i> (2018)<br>湯山・白須・森平 (2019)                            |
| ⑧ MSCIスコアのモメンタム戦略（ESGスコア改善による投資効果を目的）が有効                                      | PRI (2018) : MSCI ESG Research  |

（出所）湯山（2019）をもとに作成。

ガティブ（つまり、マイナス効果ではなく、無相関かプラス効果）であり、このうち5～6割程度はポジティブな効果があったと指摘する。

他方で、Renneboog *et al.* (2008) は、全世界のSRIファンドベースで分析を行い、そのうち日本は、リスク調整後の株式超過収益率が通常のファンドと比べて有意にマイナスであるとし、他の多くの国でも通常のファンドのリターンと有意な差が生じていないと指摘している。また、Hong and Kacperczyk (2009)は、*Journal of Financial Economics* という著名誌に掲載されたこともあり、非常に有名な研究であるが、逆の視点から、ESG銘柄ではない罪（Sin）銘柄、すなわちたばこ・アルコール・ギャンブルなどの銘柄への投資は、むしろパフォーマンスが高く、リスクが高い分だけ高い期待リターンを有し、これらの銘柄への投資を回避（ダイベストメント）している投資家は、財務的なコストを支払っていると指摘する（ちなみに、同論文では、トランプ・ホテルもギャンブル銘柄としてsin銘柄

に分類されている）。さらに、これらのSin銘柄は、規範の制約がある年金基金よりも、普通のアービトラージャーであるヘッジファンドや投資信託によって保有されているという。

最近の我が国の事例においても、湯山・白須・森平（2019）は、ESG情報開示と株式リターンとの関係は、必ずしも有意にポジティブとも言えないが、マイナスとも言えないことを示している。

個別研究をみると、ESG投資は、資本コスト低下（つまり企業価値向上）を示すものが多い（Cantino *et al.* 2017）、株価急落などの危機時に耐久性を有するといった有名な研究（Lins *et al.* 2017）もある。ただ、既述の通り、企業側の資本コストが低いということは、逆に投資家側から見た場合には、期待リターンが小さい、すなわち投資リターンが小さくなる可能性があることを意味することには留意が必要である。

このように、総じていえば、ESG（又はSRI）投資のパフォーマンスは、株式投資リターンに

については、ポジティブとネガティブ（もしくは無相関）の2つの相反する結果が示されており、その見方に統一的な見解を見いだせていないように思われる。その理由としては、対象地域・期間の違い、パフォーマンスの定義、分析手法の違い、内生性の問題の考慮の有無など統計技術的な要因、使用する ESG スコアに関する問題（評価会社によって区々であること、何が優れた ESG なのか、事後的な検証困難性、利益相反の懸念等（湯山・白須・森平 2020）<sup>12)</sup>、などが考えられる。また、ESG 投資の良好なパフォーマンスを指摘する研究成果についても、ESG 投資によりポジティブな投資効果が得られるということは、現代ポートフォリオ理論でいう、継続的に  $\alpha$ （超過収益）を得ることはできないという考え方とは相容れないものであるが、なぜパフォーマンスが良いのか、そのパフォーマンスの要因追求までは示せていない例が多く、そのパフォーマンスの要因追求は理論的にも実証的にも謎（パズル）のままであり、更なる研究の余地は大きい。

最後に、本誌が個人金融を対象としていることもあり、個人による ESG 投資という観点から付言したい。やや異なる視点であるが、個人が ESG 投資を行う際のパフォーマンス評価に関しては、信託報酬や購入時手数料も大きな要素である。しかし、個人投資家向けの ESG 関連の投資信託商品を見ると、信託報酬 1.5% 超、購入時手数料 3% 程度などの手数料等が高めの投資商品も多く見られる。仮に信託報酬が 2% 近い場合には、10 年間では複利で元本の 2 割程度が顧客資産から差し引かれることになる。こうなると、市場平均並みのリターンを得るハードルすらも最初から高くなる。もっとも、ESG 関連の上場株式投資信託 (ETF) をみると、TOPIX 等の市場インデックス並みの信託報酬 (0.25% 未満)

に低く抑えられているものも多い。こうした手数料等も、「つみたて NISA」導入の際にも議論されたように、ESG 投資などの長期投資に際して重要な要素だろう。

#### 4 おわりに

ESG 投資は、本来的には長期的な効果を目指したものであり、より長期的な観点から、経済的価値と両立する投資となっているかを検証していくことが課題であろう。ESG 投資のパフォーマンスについては、単純に、ESG 投資だからといって、必然的に高いパフォーマンスを生む、あるいはリスク耐性を有することは考えにくい。むしろ、だからといって、ESG 投資が重要でないわけではない。特に、「ベータの向上」として、エンゲージメント（対話、働きかけ）を通じて、長期的な視野で市場全体のリターンを向上させることは、上場企業すべてが投資対象となるユニバーサルオーナーにとって有効な方法であり、社会的にも意義があるとえる。さらに、SDGs に代表されるような持続的な社会への方向性を考えれば、むしろ、さらに進化を遂げていくべきものだろう。ESG 投資がさらに進化し、長期的な観点から、地球が抱える様々な課題や Society5.0 を担う課題解決イノベーションにも貢献し、長期的な観点から ESG 課題の解決と経済的価値が両立するものとなっていくことで、金融面から SDGs にも貢献していくことが期待される<sup>13)</sup>。

#### 【注】

- 1) ESG 投資と受託者責任を巡る議論については、神作他 (2020)、東京大学公共政策大学院 (2020)、湯山 (2020)、Schanzenbach and Sitkoff (2020) に詳しいので参照されたい。
- 2) 資本コストとは、株式に関していえば「投資家

が要求していると想定される収益率」であるが、資本コストとリスクの関係については、一般にはリスクが高いと考えられる企業における資本コスト、すなわち投資家の要求収益率は高くなり、リスクが低いと考えられる企業の資本コスト（投資家の要求収益率）は低くなる。ただし資本コストは直接的な手段で観察することはできないものである。岩村（2013）などを参照。

- 3) GPIF プレスリリース「グローバル環境株式指数を選定しました」(2018年9月25日)より抜粋。
- 4) 日本経済新聞記事「ESG 投資、変調の兆し。旗振り役の米年金幹部交代」(2018年12月3日)を参照。
- 5) 東京大学公共政策大学院（2020）における小出篤氏報告を参照。
- 6) 効率的市場仮説については日本証券アナリスト協会編（2009年）にも詳しい。
- 7) 同論文は、分散効果の謎（The Diversification Puzzle）というタイトルが示すように、300以上の分散効果に関する疑問を示している。
- 8) Friedman（1970）が、"The business of business is business."と述べたのが有名である。
- 9) コーポレートガバナンスにおけるエージェンシー理論の考え方については、江川（2018）を参照。
- 10) CSR の契約論等を理論的な考え方については、Shirasu and Kawakita（2020）も参照。
- 11) この議論の考え方や詳細は、湯山（2019）を参照されたい。
- 12) ESG スコアに関する課題については、湯山・白須・森平（2020）も参照されたい。
- 13) ESG 投資の進化という観点から、東京大学は、経団連・GPIF と共同研究を行い、「ESG 投資の進化、Society 5.0 の実現、そしてSDGs の達成へ」とする報告書を公表し、アクションプランに合意した（経団連・東京大学・GPIF 2020）。

## 【参考文献】

- 岩村充（2013）『コーポレートファイナンス — CFO を志す人のために』中央経済社
- 江川雅子（2018）『現代コーポレートガバナンス 戦略・制度・市場』日本経済新聞出版社
- 加藤康之編（2018）『ESG 投資の研究 理論と実践の最前線』一灯舎
- 神作裕之・大崎貞和・小野傑・湯山智教（2020）「フィデューシャリー・デューティーと ESG 投資」『月刊資本市場』2020年5月号、資本市場研究会
- 経団連・東京大学・GPIF 共同研究報告書「ESG 投資の進化、Society 5.0 の実現、そしてSDGs の達成へ」2020年3月
- GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）「2018年度 ESG 活動報告」2019年
- 東京大学公共政策大学院「第6回金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム（2020年2月28日）」（テーマ:ESG 投資とフィデューシャリー・デューティー）における報告資料・議事概要（東京大学公共政策大学院「資本市場と公共政策（みずほ証券寄付講座）」ウェブサイト内所収（<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/> 2020-02-28/）（最終閲覧日2020年6月5日）
- 日本証券アナリスト協会編（2009）『新・証券投資論 理論篇』日本経済新聞社
- 林寿和（2017）「ユニバーサル・オーナーシップ理論の展開と課題」（北川哲雄編著『ガバナンス革命の新たなロードマップ』東洋経済新報社、内第8章所収）
- 水口剛（2019）「気候変動と ESG 投資」『証券アナリストジャーナル』57（4）, pp.6-15、日本証券アナリスト協会
- 湯山智教（2019）「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」『資本市場リサーチ』2019年冬季 vol.50、みずほ証券株式会社・日本投資環境研究所（東京大学公共政策大学院ワーキングペー

パーシリーズ GraSPP-DP-J-19-001 としても所収)  
 湯山智教・伊藤晴祥・森平爽一郎 (2019) 「ESG 投資と信用格付」日本ファイナンス学会・日本保険年金リスク学会 (2019年6月・11月) 報告論文  
 湯山智教・白須洋子・森平爽一郎 (2019) 「ESG 開示スコアと投資パフォーマンス」『証券アナリストジャーナル』57 (10)、pp.72-83、日本証券アナリスト協会  
 湯山智教・白須洋子・森平爽一郎 (2020) 「ESG スコアに関する実証分析」青山学院大学経済学部経済研究所ワーキングペーパー第13号2020-4  
 湯山智教 (2020) 「ESG 投資と受託者責任を巡る議論と論点」『ディスクロージャー & IR』2020年2月号、vol.12、pp.78-89、株式会社ディスクロージャー & IR 総合研究所  
 呂潔・中嶋幹 (2016) 「ESG と株価急落リスク」『証券アナリストジャーナル』54.7、pp.26-38、日本証券アナリスト協会  
 Amiraslani, Hami, Karl V. Lins, Henri Servaes, and Ane Tamayo. (2018) "The Bond Market Benefits of Corporate Social Capital." ECGI Finance Working Paper Series in Finance N535/2017.  
 Attig, Najah, Sadok El Ghouli, and Omrane Guedhami. (2013) "Corporate Social Responsibility and Credit Ratings." *Journal of Business Ethics* 117.4, pp.679-694.  
 Bénabou, Roland, and Jean Tirole. (2010) "Individual and Corporate Social Responsibility." *Economica* 77.305, pp.1-19.  
 Cantino, Valter, Alain Devalle, and Simona Fiandrino. (2017) "ESG Sustainability and Financial Capital Structure : Where They Stand Nowadays." *International Journal of Business and Social Science* 8.5, pp.116-126.  
 El Ghouli, Sadok, Omrane Guedhami, Chuck C.Y.Kwok, and Dev R.Mishra. (2011) "Does

Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?" *Journal of Banking & Finance* 35.9, pp.2388-2406.  
 Fatemi, Ali, Martin Glaum, and Stefanie Kaiser. (2018) "ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure." *Global Finance Journal* 38, pp.45-64.  
 Freeman, R. Edward. (2010) "Strategic Management: A Stakeholder Approach." Cambridge university press. (This was first published in 1984 as a part of the Pitman series in Business and Public Policy)  
 Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. (2015) "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from more than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5.4, pp.210-233.  
 Friedman, Milton. (1970) "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits." *The New York Times Magazine*, September 13, pp.122-126.  
 Goss, Allen, and Gordon S. Roberts. (2011) "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans." *Journal of Banking & Finance* 35.7, pp.1794-1810.  
 Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. (1986) "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration." *Journal of Political Economy* 94.4, pp. 691-719.  
 Hong, Harrison, and Marcin Kacperczyk. (2009) "The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets." *Journal of Financial Economics* 93.1, pp.15-36.  
 Jensen, Michael C. and Meckling, William H., (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership

- Structure.” *Journal of Financial Economics* 3.4, pp.305-360.
- Leite, Paulo, and Maria Céu Cortez. (2014) “Style and Performance of International Socially Responsible Funds in Europe.” *Research in International Business and Finance* 30, pp.248-267.
- Leite, Paulo, and Maria Céu Cortez. (2015) “Performance of European Socially Responsible Funds during Market Crises: Evidence from France.” *International Review of Financial Analysis* 40, pp.132-141.
- Lins, Karl V., Henri Servaes, and Ane Tamayo. (2017) “Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis.” *The Journal of Finance* 72.4, pp. 1785-1824.
- Lo, Andrew W. “The Adaptive Markets Hypothesis. (2004) ” *The Journal of Portfolio Management* 30.5, pp.15-29.
- Lo, Andrew W. (2017) “Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought.” Princeton University Press, (アンドリュー・W. ロー、望月衛・千葉敏生訳『Adaptive Markets 適応的市場仮説：危機の時代の金融常識』東洋経済新報社、2020年)
- PRI. (2017) “Shifting Perceptions: ESG, Credit Risk and Ratings (Part 1: The state of play).” (邦訳：国連責任投資原則「変化する展望：ESG、信用リスク、格付け（第1部：現状）」)
- PRI. (2018) “Financial Performance of ESG Integration in US Investing.”
- Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang. (2008a) “The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds.” *Journal of Corporate Finance* 14.3, pp.302-322.
- Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang. (2008b) “Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior.” *Journal of Banking & Finance* 32.9, pp.1723-1742.
- Sacconi, Lorenzo. (2006) “A Social Contract Account for CSR as an Extended Model of Corporate Governance (I) : Rational Bargaining and Justification.” *Journal of Business Ethics* 68.3, pp.259-281.
- Schanzenbach, Max M., and Robert H. Sitkoff. (2020) “Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee.” *Stan. L. Rev.* 72, 381.
- Schoemaker, Dirk, and Willem Schramade. (2019) “Principles of Sustainable Finance.” Oxford University Press,
- Shirasu, Yoko and Hidetaka Kawakita (2020) “Long-term Financial Performance of Corporate Social Responsibility,” *Global Finance Journal*, forthcoming.
- Statman, Meir. (2004) “The Diversification Puzzle.” *Financial Analysts Journal* 60.4, pp.44-53.

---

ゆやま ともりの  
 東京大学公共政策大学院特任教授（執筆時、2020年7月まで）。  
 博士（商学）、早稲田大学。慶應義塾大学大学院修了（修士 政策・メディア）。1997年株式会社三菱総合研究所、2001年金融庁入庁（監督局、証券取引等監視委員会事務局、日本銀行金融市場局、財務省理財局、米国通貨監督局等）。2017年東京大学。2020年7月金融庁帰任。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。  
 【主な著書等】  
 『金融資本市場と公共政策—進化するテクノロジーとガバナンス』（共編著）株式会社きんざい、2020年  
 「金商法166条1項5号における「職務に関し知った」の意義」商事判例研究No.3380『ジュリスト』2020年5月号No.1545、有斐閣  
 『金融資本市場のフロンティア—東京大学で学ぶFinTech、金融規制、資本市場』（共編著）中央経済社、2019年  
 「リスクプレミアムを勘案した市場における期待インフレ率の抽出に関する実証分析」（共著）『現代ファイナンス』No.39、1-30、2017年  
 Using Survey Data to Correct the Bias in Policy Expectations Extracted from Fed Funds Futures, *Journal of Money, Credit and Banking* 41 (8) (2009), pp.1631-1647 (共著) ほか

---