



1. アカデミアの知見に学ぶ～実務に役立つESGに関する海外研究論文～

今月号のESGレターでは、以下二つのテーマに関して、実務に役立つESGに関する海外の最新研究論文をレビューして紹介します。研究内容の詳細を知りたい方や、実務への活用にあたっては必ず原文をご参照ください。

企業の環境(E)・社会(S)への取組み：業界共通プラクティスと戦略的プラクティス

企業経営にとって重要な環境(E)・社会(S)への取組みは、

- 事実上、取組みが業界標準となり競争優位を生み出すものではないが、取り組まないことが経営上のリスクになるもの（**業界共通プラクティス**）
- 他社による模倣が難しく、戦略的に取組むことが競争優位に繋がるもの（**戦略的プラクティス**）

の大きく二つに分けられる——このことを示唆する実証結果が、ロンドン大のイオアナ准教授とハーバード大のセラフェイム教授により発表されています^[1]。

企業経営においては両者とも重要ですが、前者は「**他社に**

劣後しないことが重要」なのに対し、後者は「**他社を上回る経営成果を出すために重要**」という点が大きく異なります。

投資家にとってもこの区別は重要です。前者は**運用上のリスク管理の観点**から、後者は**超過リターン（いわゆるアルファ）を目指す観点**から注目すべき、ということになるでしょう。

企業・投資家の双方においてESGを重視する動きが広がっていますが、「業界共通プラクティス」と「戦略的プラクティス」を区別する捉え方は、取組みの強化を図る上で重要なヒントになりそうです。

[1] Ioannou, I., and Serafeim, G. (2019) "Corporate Sustainability: A Strategy?" Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 19-065.

ESG評価機関間の評価の「バラつき」は何故起こるのか

二つ目は、ESG評価機関の評価のバラつきに関する研究です。同一企業に対するESG評価が評価機関によって大きく異なることは関係者の間でよく知られた事実となっています。

非財務情報の開示が進むとバラつきが増す

企業の非財務情報の開示が充実化するとバラつきは緩和されるのでしょうか。この点に関して、ハーバード大の研究者らによる論文^[2]では、**企業による情報開示の量が増えるほど、評価の不一致が強まる傾向**が指摘されています。評価に必要な情報が不足している状況の方が、結果として「低評価で一致」しやすいことが背景にあるものと考えられます。

ESG評価のバラつきの要因

では、評価のバラつきは何に由来するのでしょうか。マサチューセッツ工科大の研究者らの研究^[3]では、

- i. 評価対象となるESG要素の「**範囲**」の違い
- ii. ESG要素毎の「**測定指標**」の違い
- iii. ESG要素毎の評価結果を合算する際の「**重みづけ**」（**ウェイト**）の違い

による評価のバラつきへの寄与について分析が行われていま

す。その結果、(ii)「測定指標の違い」による寄与が53%と最も大きく、(i)「範囲の違い」による寄与が44%、(iii)「ウェイトの違い」による寄与は3%と推定されました。評価機関によって、そもそも**着目するESG要素や評価指標が様々に異なる**ことが示唆されます。

そもそも評価は一致すべきなのか

一口に“企業のESG取組みを評価する”といっても、その意味するところは曖昧で様々な解釈が可能です。もし、信用リスクを示す信用格付けのように、同じものを数値化しようとしているのであれば、不一致は問題視されるべきかもしれません。しかし、そもそも評価（測定）しようとするものが違うのであれば、結果がバラつくこと自体、当然とも言えます。

ESG評価の利活用にあたっては、「**何を測定しようとしているのか**」について、一段掘り下げて確認する必要があると言えるでしょう。

[2] Christensen, D., Serafeim, G., & Sikochi, A. (2019) "Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings," Harvard Business School Working Paper 20-084.

[3] Berg, F., Kölbel, J., & Rigobon, R. (2019) "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings," MIT Sloan Research Paper No. 5822-19.

2. 「スチュワードシップレポート2020」を発行しました

2020年8月、当社のスチュワードシップ活動の取り組みを紹介した、「スチュワードシップレポート2020」を発行しました。スチュワードシップレポートとして、活動報告を取りまとめるのは今回が初めてです。

当レポートは2部構成となっています。

- 第1部では、ESG・スチュワードシップ活動の取り組み状況や、今後の方向性などを記載しています。
- 第2部では、「日本版スチュワードシップ・コード」への当社の取り組み方針に対する原則ごとの実施状況について、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」を記載しています。

レポートの中では、当社のアナリストによる対談コーナーなど様々なコンテンツを掲載しています。是非ご一読ください。

※「スチュワードシップレポート2020」は下記URLからご覧いただけます。

<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/pdf/shreport2008.pdf>

<スチュワードシップレポート2020>



3. PRIの年次評価で、当社のESG運用の取り組みが、昨年度に引き続き「A+」の評価を獲得しました

当社は、PRIによる2020年の年次評価において、昨年度に引き続き最高評価「A+」を獲得しました。

ESG運用に関する方針や体制を評価する「戦略とガバナンス」部門で「A+」を2015年から6年連続で獲得しています。加えて、スチュワードシップ責任が重要となる株式運用においては、上場株式（直接運用）の「ESG統合」部門にて5年連続で「A+」を、さらに「アクティブオーナーシップ」部門でも3年連続で「A+」を獲得し、外部運用会社（運用の委託先等）の選定・モニタリングにおけるESGに係る取り組みを評価する外部運用領域の「上場株式」部門においても、2年連続で「A+」を獲得しました。

当社は、引き続きESG運用の更なる高度化に取り組むことを通じて、長期的な投資収益の改善を図るとともに、資本市場の健全な発展と持続可能な社会の実現にも貢献していきたいと考えています。

<最高評価の獲得項目>

評価領域		結果
「戦略とガバナンス」部門		A+ 6年連続
直接運用	上場株式-「ESG統合」部門	A+ 5年連続
	上場株式-「アクティブオーナーシップ」部門	A+ 3年連続
外部運用	「上場株式」部門	A+ 2年連続

*「PRIの年次評価」とは、PRIに署名する機関投資家を対象に、PRI事務局が責任投資の実施状況等について評価したものであり、評価結果は6段階（「A+」「A」「B」「C」「D」「E」）で付与され、「A+」がグローバルの最高評価となっています。

- ✓当資料は内外の債券、株式、為替市場等に関する情報提供を行うためのものです。予め特定の方角や対応を推奨する目的のものではありません。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、投資対象国・地域等の経済状況や金融資本市場の動向、また有価証券等の発行者の経済活動等の変化を背景に、投資対象資産の価格が変動し、その下落により損失を被るおそれがあるほか、投資元本を割り込むリスクがあります。詳しくは各商品の商品説明資料をご確認ください。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等は、お客様に手数料等をご負担いただきますが、手数料等の種類ごとの金額及びその合計額については具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。
- ✓これらの市場を投資対象とする商品、手法等の商品説明資料に記載されたシミュレーションやバックテスト等は、参考データをご提供する目的で作成したものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
- ✓市場見通し等は、お客様の運用方針や投資判断等の参考となる情報の提供を目的としたものです。実際の投資等に係る最終的な決定は、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- ✓当資料に記載された市場を投資対象とする運用商品、手法等は、リスクを含みます。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）は全て投資家の皆様のものとなります。元本が保証された商品、手法ではありません。
- ✓当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- ✓当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- ✓当資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。