

## シュローダー・グローバル・インサイト

## “小さいことも気にしよう”：

## ESGの失敗が将来のリターンに与える影響

グローバル  
インサイト

キャサリン・デヴィッドソン  
グローバル株式 ファンドマネジャー

ステークホルダーを軽視する企業は投資家にとって大きなリスクとなるというシュローダーの考えが、新しい研究によって裏付けられています。

私たちはこれまで、「企業の因果応報」について広く書いてきました。ステークホルダーへの接し方が巡り巡って自分に返ってくるという考え方です。

新型コロナウイルスのパンデミック発生以降、私たちは、特に雇用主が従業員をどう扱うかについて新しい社会契約が現われつつあるという見解を示してきました。と同時に、どのようにすれば企業がすべてのステークホルダーの要求のバランスを取ることができるのかも示してきました。

また、企業の中で進むステークホルダー支援にも目を向けてきました。そして何よりも、「企業の因果応報」がなぜ投資リターンに大きく影響するのかを強調してきました。

ステークホルダーに配慮する企業は、顧客によるボイコット、ストライキや職場放棄、訴訟、規制、環境災害、労働災害などの論争に陥る可能性が低くなり、すなわち、ポートフォリオのリスクが低下します。

## 研究が示すこと

フォルクスワーゲンのディーゼル不正問題（いわゆる「ディーゼルゲート」）や2020年にファッション通販サイト、ブーフー（Boohoo）で起きた現代の奴隷問題など、大ニュースになるような出来事は幸いなことに非常にまれであるため、こうした論争は実証研究が容易ではありません。

ですが、バージニア大学が最近発表した論文<sup>[1]</sup>では、環境への悪影響、差別、就業環境における安全・衛生に関する問題、地域社会との対立的関係性、反競争的行為など、よりマイナーなESGインシデントを検証することによってデータセットを広げています。米国の上場企業では、2007～2017年の10年間に8万件ものこうしたインシデントが確認されています。

論文によると、過去のインシデントと将来の業績や株価の推移には明確な相関関係があります。

ESG（環境・社会・ガバナンス）インシデント発生率が高い株式ポートフォリオはリターンが低く、セクターエクスポージャーやその他のリスクファクターを加味した場合でも、幅広い市場と比較してリターンは年間でおよそ3.5%下回りました。

これは欧州市場でも成立し、同様のポートフォリオが年間2.5%、市場平均を下回る計算になります。

[1] ESG Incidents and Shareholder Value, Simon Glossner, University of Virginia – Darden School of Business, February 17, 2021

## 論争がリターンの低下につながる理由

比較的小さなインシデントであったとしても、それは内部統制の弱さや企業文化の問題の兆候かもしれず、従って、将来、同じ企業でこうした事象がさらに起きる可能性を否定できません。

論争の予測は誰にもできません。だからこそアナリストは「インシデントを起こしやすい」企業の持続的な収益力を過大評価しがちです。その結果、その後の業績の下方修正、リターンの低下に直面することになります。

また、アナリストは小さなインシデントを調査する傾向にあるため、大きなインシデントに不意を突かれやすくなります。

論文では、英国の石油・石油化学製品会社BP社の事例が挙げられています。2010年に同社の石油掘削施設、「ディープウォーター・ホライズン」で原油流出事故が起きた結果、4月から6月末の間に時価総額が半減しました。これに至る以前からBP社は環境や労働安全問題を長期間にわたって抱えてきましたが、原油流出事故まではこれらが株価に深刻な影響を与えることはありませんでした。

インシデントが小さい範囲に止まっているとしても、時間の経過とともに企業の評判、顧客や従業員、投資家からの信用が損なわれることもあります。

## 市場ではESG要素の価値評価がまだ非効率

サステナブル投資への関心が急速に高まる一方で、金融市場はいまだ、短期的収益に明確な影響がない場合は特に、ESG情報の価格設定が不十分です。論文ではこの原因を「注意力不足理論」としています。それによって、投資家は簡単に処理できる目立った情報を理解しやすいと考えます。

さらに、インシデントデータと業績との相関関係が、数百のデータポイントを1つのスコアまたはランクに集約する第三者機関によるESG評価よりもはるかに強いことが突き止められました。

単にアルゴリズムに数字を打ち込むのではなく、過去のデータやインシデントがその企業の文化や統制について何を物語っているのか、入念に紐解く必要があります。

短期的視点の投資家の割合が高い銘柄はインシデントが起きた場合の負の反応が最も大きくなります。原因として、おそらくこのような投資家は企業の長期的収益力に対するESG実績の影響を軽視する傾向にあるからであると考えられます。長期投資家は将来の論争を予測し、リスクの高い銘柄を適切に売却しているようです。

## 投資家がESG情報を活かすには

これは、論争を見定める時には近因ではなく根本的な原因に目を向けるべきであることを示しています。

例えば、リコール問題が起きた場合は、その細かな内容よりも、それがビジネスの拡大を優先し、品質管理を犠牲にした文化を示唆していないかの方が重要です。

論争の後には、インシデントの再発防止のために行った改善を実証するよう企業に求め、説明責任を果たすよう要求しなければなりません。

そして、ポートフォリオを構築する際、他のすべての条件が同じであれば、「改善中」に分類される企業は、リスクの高さと長期的収益力の不確実性を反映させ、保有ウェイトを下げる必要があります。

### 【本資料に関するご注意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schrodersとは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。