

2012年1月5日 全10頁

情報公開度スコアリング企業は 市場をアウトパフォーム

環境・CSR 調査部
伊藤 正晴

CDPの情報公開度スコアに関する分析と日本のSRI拡大が期待できる動きの紹介

[要約]

- 2010年10月に発表された日本企業を対象とするCDPの情報公開度スコアを用い、スコア上位と下位に二分して企業の株式リターンを分析したところ、次の結果を得た。
- スコア公表後の平均リターンは、スコア上位が-3.18%、下位が-0.20%で、いずれも配当込みTOPIXの-3.54%を超えた。
- スコア公表前を含む6年間の累積リターンも、スコア上位が-24.2%、下位が-22.1%となり、配当込みTOPIXの-41.3%を大きく上回った。
- これらの結果は、気候変動問題への対応と情報開示がSRIにおけるESG要因として有益であることを示唆しているのではないかと考えられる。
- 機関投資家が主流である欧米と比べると、日本のSRIは個人向けが中心で市場規模が非常に小さい。しかし、日本においても機関投資家によるSRIの拡大につながる環境が整ってきており、今後のSRI市場の拡大が期待される。

1. はじめに

CDPの情報公開度スコアと株式リターンの関係を分析

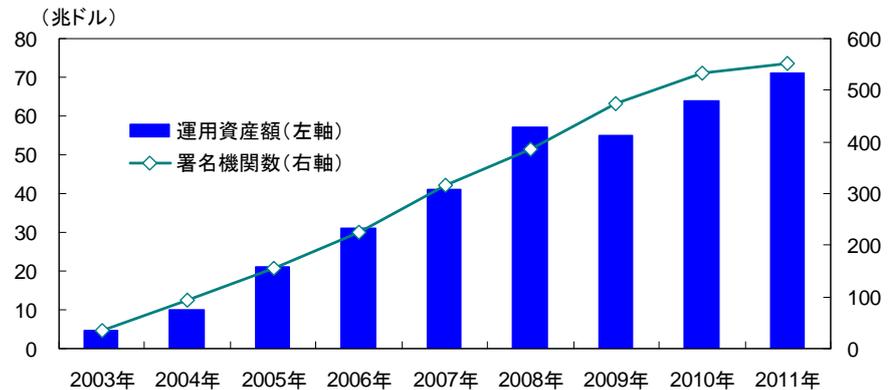
SRIはESG要因を投資プロセスに加えることで、運用パフォーマンスの向上や社会への貢献などを目指す投資とされている。実際に投資を行う際には、どのようなESG要因をどのように用いるのかという問題がある。そこで、本稿ではESG要因としてCDP(Carbon Disclosure Project)の情報公開度スコアを取り上げ、株式リターンとの関係を分析した。

CDPへの情報開示は、世界の機関投資家への情報開示として大きな意味を持つ

CDPは、気候変動に対して企業がどのように取り組んでいるか、温室効果ガスの排出量の測定や管理などがどうなっているかなどについて広範な調査を行い、その結果を公表している、世界各国の機関投資家によるイニシアチブである。図表1に示すように、CDPの署名機関は年々増加し、2003年の署名機関数は35であったのが、直近の2011年には551へ約16倍もの伸びを示している。また、署名機

関の運用資産総額も同様に、2003年の4.5兆ドルから2011年には71兆ドルへと、やはり16倍の規模に拡大しており、世界の主要な運用マネジャーや年金基金などが数多く署名している。CDPへの情報開示は、世界の機関投資家への情報開示として大きな意味を持つことがうかがえる。

図表1 CDPの署名機関の数と運用資産額の推移



(出所) CDP より大和総研作成

本稿では、日本企業を対象として調査され、2010年10月18日に公開された「カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト2010 ジャパン500 レポート」に掲載されている情報公開度スコアを用い、株式リターンの動向を分析した。スコアリングの対象となった企業は、企業経営に気候変動への対策などを取り入れ、積極的なCSR活動を行っていると考えられ、これがリターンに何らかの影響を与えている可能性があるだろう。

また、欧米のSRI市場では機関投資家による投資が主流となっているのに対し、日本ではエコファンドなどに代表される個人向けの投資が中心で、SRI市場の規模が欧米に比べて非常に小さい。しかし、日本においても年金などの機関投資家によるSRIの拡大につながる動きがある。本稿の最後にこの動きについて簡単に紹介する。

2. CDPの情報公開度スコア

企業に質問書を送付し、その回答を基にスコアリング

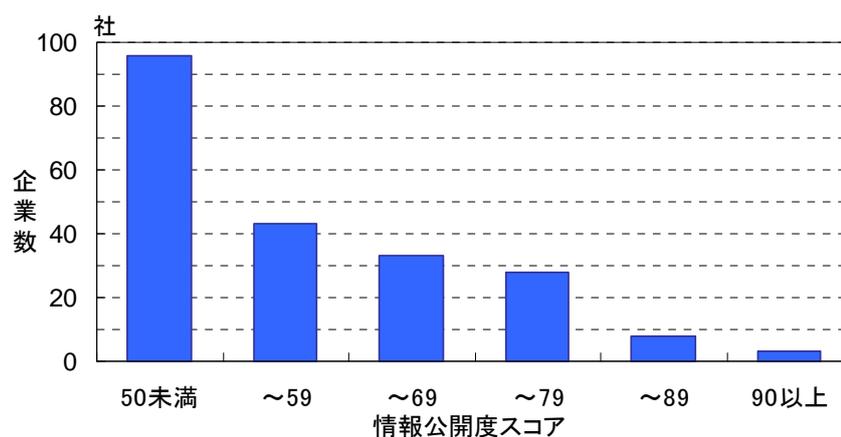
SRIを考える際には、ESG要因の選択や投資尺度としての利用方法が問題となろう。ESG要因に関する情報については、まず企業が開示するCSR情報を用いることが考えられるが、各企業が公表しているCSR情報にはその情報の評価、経年比較や他社比較などで投資尺度として用いるのが難しいことがあるのではないだろうか。CDPの情報公開度スコアは、気候変動等に関する取り組み、温室効果ガスの排出量や管理などに関する質問書を企業に送付し、その回答から企業による開示の品質や完全性について評価したものである。最大を100としてスコアリングされており、単一のスコアで企業の経年比較や、企業間での比較が可能な指標だと考えられる。

日本企業のCDPに対する情報開示はまだまだ不十分ではないか

まず、図表2が情報公開度スコアの度数分布である。CDPが調査対象としている日本企業は500社で、期限までに回答が得られた211社を対象としてスコアが付

けられている。また、スコアが50未満の企業についてはスコアの数値が開示されていない。CDPのレポートではスコアが70超を「高い」、50から70を「中程度」、50未満を「低い」としているが、日本の場合はスコアが50未満の企業が全体の45.5%と約半数を占めているのに対し、70を超えている企業は18.5%となっている。また、スコアが80を超える企業は非常に少なく、5.2%しかない。まだまだ、CDPに対する気候変動問題や温室効果ガスなどの情報開示が不十分な企業が多いのではないだろうか。

図表2 日本企業の情報公開度スコアの度数分布

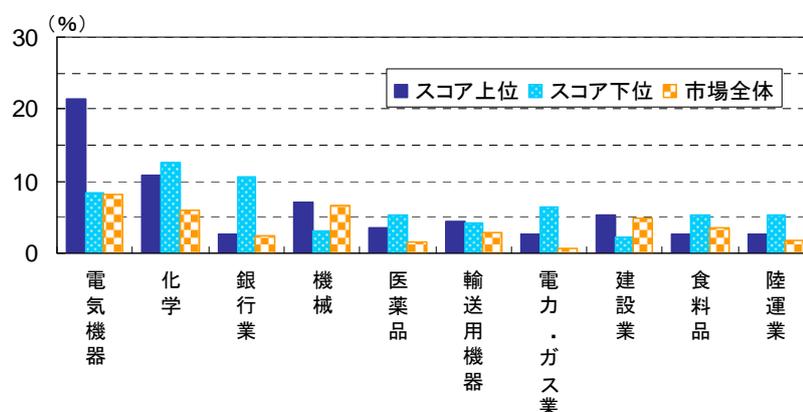


(出所) CDP より大和総研作成

スコア上位は電気機器に属する企業が多い

次に、図表3が2010年末時点での33業種別の企業数の構成比を示したものである。情報公開度スコアが50以上の企業を「スコア上位」、50未満の企業を「スコア下位」とし、これらを合わせたスコアリング対象企業数の上位10業種について市場全体での構成比とともに掲載した(33業種全体の構成比は参考図表を参照)。

図表3 スコアリング対象企業数の上位10業種の構成比(2010年末時点)



(出所) CDP 等より大和総研作成

スコア上位とスコア下位を比較すると、電気機器の構成比がスコア上位では2割を超えているのに対し、スコア下位では市場全体と同程度の1割弱となっている。

る。逆に、銀行業の構成比はスコア下位では1割程度で市場全体を大きく上回っているが、スコア上位は2.5%程度で市場とほぼ同水準となっている。また、スコア上位と比べると、スコア下位は電力・ガス業、食料品、陸運業などの内需関連産業の構成比が高い。このように、スコア上位とスコア下位には業種構成に違いがあり、市場の動向によってスコア上位と下位との株式パフォーマンスに差が生じることが推測される。

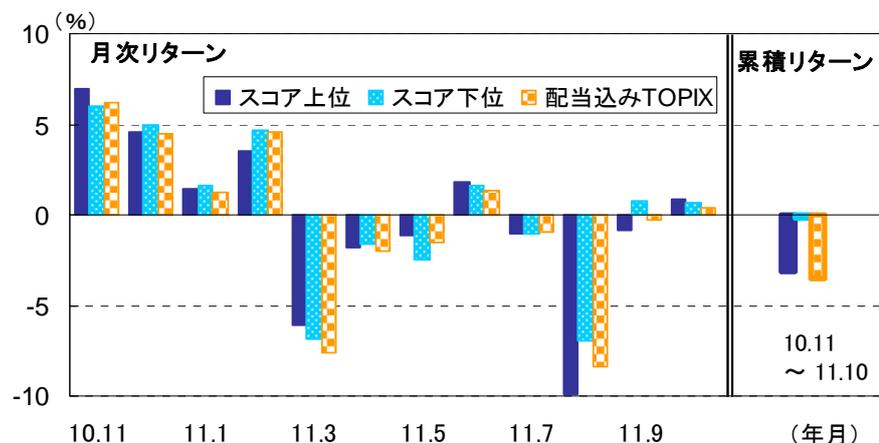
3. 情報公開度スコアとスコア公開後の株式リターン

スコア公表後のリターンは、スコア上位、下位ともに配当込みTOPIXより高い

本稿で用いている情報公開度スコアは、2010年10月に公表された。そこで、スコア公表後のリターン動向をみるために、2010年11月から情報公開度スコアの上位（111社）とスコア下位（94社）それぞれの企業群を対象に、月次リターンの平均値を示したのが図表4である。参考として、配当込みTOPIXの月次リターンも併記した。分析期間の12カ月でスコア上位のリターンが配当込みTOPIXを上回ったのは8回、スコア下位のリターンが配当込みTOPIXを上回ったのは9回であった。そして、図示はしていないがスコアリング対象となった企業全体の平均リターンが配当込みTOPIXを上回ったのは8回であった。情報公開度スコアの高低に関わらず、市場全体のリターンを上回った月が多い。また、各企業の1年間の累積リターンを算出し、スコア上位と下位のそれぞれで平均すると、配当込みTOPIXが-3.54%であったのに対し、スコア上位は-3.18%、下位は-0.20%であり、いずれも配当込みTOPIXのリターンを上回っている。

なお、スコア上位の累積リターンがスコア下位を下回ったのは、8月の大幅なマイナス・リターンの影響が大きい。8月は、スコア上位の2割強を占める電気機器などの株価が欧米財政問題や世界景気の減速懸念等から大幅に下落した月で、業種構成の違いの影響が大きかったようである。

図表4 情報公開度スコア公表後のリターン動向



(出所) CDP、東京証券取引所等より大和総研作成

大型株効果の影響を検討

このように、スコア公開後のリターン動向をみると、スコア上位、スコア下位のリターンはともに市場全体の動向を示す配当込みTOPIXのリターンを上回っていた。今回の分析に用いているCDPの調査対象は、時価総額上位500社を基本と

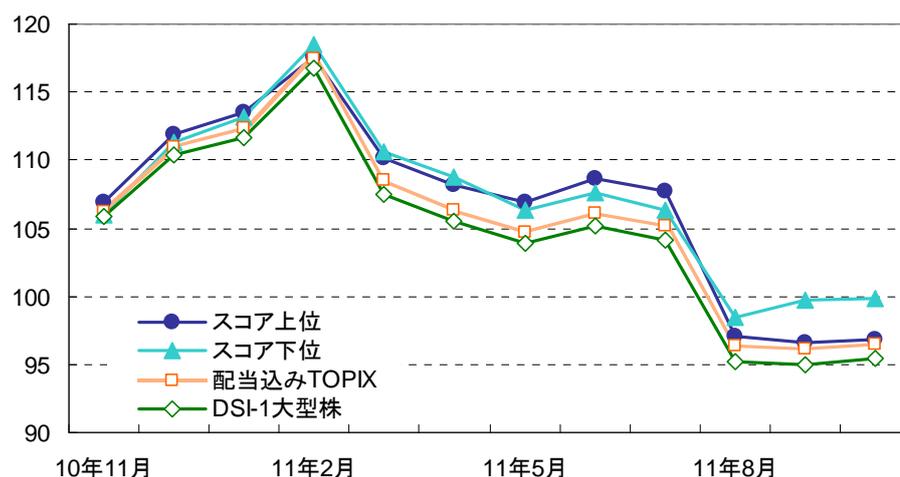
して選定されている。したがって、スコア上位、下位のリターン動向には、大型株効果が現れている可能性があるだろう。そこで、DSI（大和日本株インデックス）¹の大型株指数も含めて、スコア公開後のリターン指数の動向を示したのが図表5である。図表中のスコア上位は、2010年10月末にスコア上位企業に等金額投資を行い、そのまま1年間保有し続けたときのリターンを算出し、2010年10月末を100として指数化したものである。スコア下位のリターン指数についても同様に算出した。

スコア公表後のリターンは、大型株効果ではないと考えられる

配当込み TOPIX は時価総額加重で算出されているため大型株の影響が強く、大型株指数と同様の動きを示すと考えられるが、詳細にみると大型株指数は配当込み TOPIX を少し下回った水準で推移している。そして、スコア上位と下位の動向であるが、投資を開始した2010年11月はスコア下位のリターン指数が配当込み TOPIX をわずかに下回ったが、これを除くとスコア上位とスコア下位のリターン指数は常に大型株指数や配当込み TOPIX を上回った水準を推移している。この結果から、スコア上位と下位のリターンが配当込み TOPIX を上回ったのは、大型株効果によるものではないと推論できる。

情報公開度スコア公表後のリターンの動向は、気候変動問題への対策やその情報開示が市場での企業価値評価の向上に関連すること、すなわち ESG 要因として CDP 情報公開度スコアを考慮することが運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆しているのではないかと。ただし、スコアリング対象企業の業種構成は市場全体とは大きく異なっている。2011年8月のリターン動向などからわかるように、この業種構成の違いがリターンの悪化を招くこともある。情報公開度スコアだけでなく、業種構成などの投資ユニバースの特性にも注意が必要といえよう。

図表5 情報公開度スコア公表後のリターン指数の動向（2010年10月末=100）



（出所）CDP、東京証券取引所等より大和総研作成

¹ DSI（大和日本株インデックス）は、日本の株式市場全体を対象として算出している配当込みの時価総額加重型指数で、浮動株ベースで算出している指数（DSI-1）と、上場株ベースで算出している指数（DSI-2）がある。

4. 長期的なリターンの動向

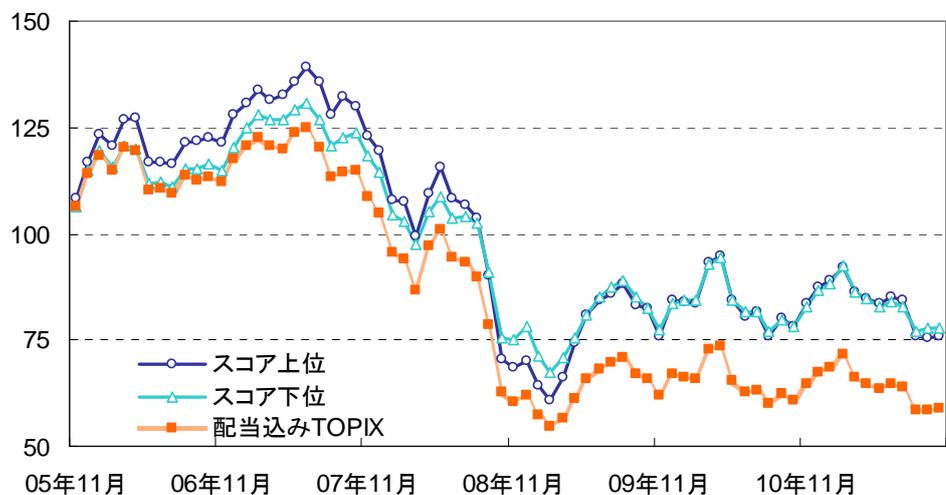
6年間のリターンを分析

図表6が、スコア公表以前の期間を含む6年間のスコア上位と下位のリターン指数の動向である。具体的には、スコアの開示が2010年10月であったことから、各年の10月末時点でスコア上位とスコア下位のそれぞれの等金額ポートフォリオを作成し、翌年の10月までの1年間そのポートフォリオを保有し続けることを2011年10月までの6年間繰り返した。そして、6年間の累積リターンの推移を2005年10月末を100とするリターン指数で図示した。

累積リターンは、スコア上位、下位ともに配当込みTOPIXを大きく上回る

リターン指数の動向をみると、スコア上位と下位はともに株式市場全体と同様な動きを示しているが、詳細にみると2008年半ばまではリターン指数の水準が上からスコア上位、スコア下位、配当込みTOPIXの順となっている。そして、2008年の金融危機による株式市場の大幅下落時にはスコア上位と下位の水準が入れ替わったが、いずれも配当込みTOPIXより上の水準で下げ止まった。その後の市場回復期では、スコア上位とスコア下位の指数はともに配当込みTOPIXよりも高い伸びを示し、その後は配当込みTOPIXより上の水準でスコア上位とスコア下位がほぼ重なった状態で推移している。また、6年間の累積リターンはスコア上位が-24.2%、スコア下位が-22.1%で配当込みTOPIXの-41.3%を大きく上回る結果となった。

図表6 リターン指数の動向（2005年10月末=100）

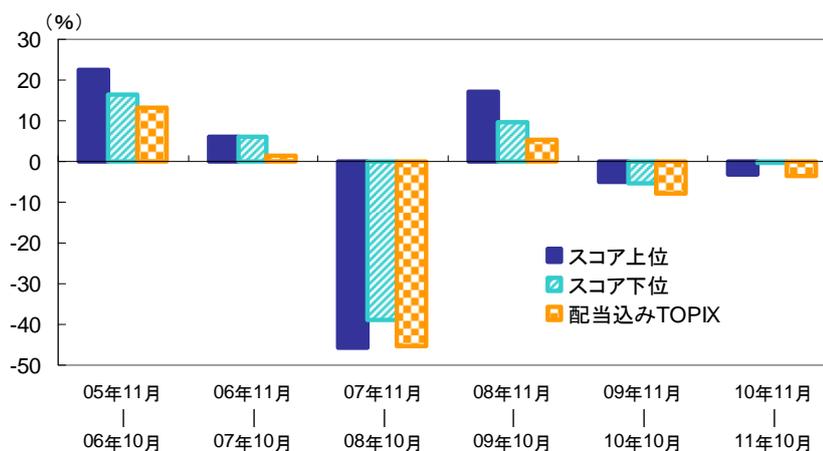


（出所）CDP、東京証券取引所等より大和総研作成

各1年間のリターンも、スコア上位と下位は市場を上回った

次に、図表7がリバランス直後から次のリバランスまでの各1年間のリターンである。2007年11月から2008年10月までのスコア上位は配当込みTOPIXのリターンをわずかに下回ったが、それを除くとスコア上位とスコア下位のリターンは常に配当込みTOPIXを上回った。スコアリング対象企業は、株式市場の上昇期には市場よりも高いリターンを実現している。また、市場の下落期は市場よりも下落リスクが小さいことで、スコアの高低にかかわらず安定的に市場全体を上回るリターンを実現したのである。

図表7 各1年間のリターン動向



(出所) CDP、東京証券取引所等より大和総研作成

これらの結果は、長期でみても情報公開度スコアが株式リターンの動向と関連していること、そしてその関係が安定的に持続していることを示している。したがって、経営に気候変動対策を取り入れ、その情報を開示することがリターンの向上に寄与している可能性を示唆していると解釈できよう。また、リターンを計測した6年のうち3年はスコア上位がスコア下位のリターンを上回っていること、各年の1年リターンを平均するとスコア上位は-1.39%、スコア下位は-2.08%であることなどから、スコアの高低もリターンと正の相関を持っている可能性がうかがえよう。

5. おわりに

気候変動問題に関する情報開示がESG要因として機能

以上の結果は、気候変動問題への対応とその情報開示が株式リターンと関係していること、そして業種リスクに注意が必要であることを示唆していると考えられる。もちろん、株価の形成にはさまざまな要因が影響しており、本稿の分析で用いた情報公開度スコアがリターンに影響するという直接的な因果関係を示すことは困難である。しかし、本稿の分析で示したように、情報公開度のスコアリング対象となっている企業の平均リターンは市場全体のリターンを上回っている。このことは、少なくとも情報公開度スコアが企業価値に影響する何らかのファクターの代理変数になっていることを意味している。そして、情報公開度スコアが表す、企業の気候変動問題への対応と情報開示がSRIにおけるESG要因として有益であることを示唆しているのではないかと。

日本でのCDP調査への回答企業の増加が望まれる

ただし、CDPによる気候変動問題に関する調査への日本企業の情報開示は、まだまだ積極的とは言えない状況にある。CDPの調査はさまざまなユニバースを対象としているが、2010年調査での回答率は世界全体の企業を対象としたグローバル500が82%、欧州企業を対象としたヨーロッパ300が84%であったのに対し、ジャパン500は41%と低い。また、直近の11月に公開された「CDPジャパン500レポート2011」でも、回答率は43%にとどまっている。日本企業を対象とした調査は2006年から2008年は150社で、500社に拡大されたのが2009年からであったことが、この回答率に影響しているのかもしれない。また、2011年は東日本大震災の影響で回答を辞退するという要因もあったようだが、2010年、2011年と連続し

て回答率が40%強であったことは、CDPへの情報開示はまだ積極的とは言えない。CDPの目的の中に、世界の投資家と連携し投資機会を推進することがあり、2011年のレポートによると551の機関投資家（合計運用資産額71兆ドル）の機関投資家が署名している。したがって、調査への回答は投資家への情報開示として大きな意味があろう。CDP調査への回答企業が増えることが望まれる。また、回答企業が増えることで、情報公開度スコアと株式リターンとの関係がより明らかになるのではないと思われる。

日本のSRI市場に関連する動きを紹介

欧米に比べると日本のSRI市場規模は非常に小さい。米国のSRI市場は2009年で約3兆ドル²、欧州は約5兆ユーロ³に達しているのに対し、日本のSRI市場の規模は2011年9月末時点で8,032億円⁴にとどまっている。欧米では機関投資家によるSRIが主流であるのに対し、日本ではエコファンドなど個人投資家向けの商品がほとんどを占めていることが、日本のSRI市場規模が欧米に比べて非常に小さいことの主因となっていると考えられる。しかし、日本のSRI市場が変貌する可能性のある動きとして「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」（日本労働組合総連合会）と「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）」（事務局：環境省）の公表が指摘できよう。

年金基金などのSRI拡大が期待されるワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン

2010年12月に公表されたワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインは、ワーカーズキャピタルの運用に関するガイドラインであり、財務的要素に加え、ESG要因も考慮することで公正で持続可能な社会形成に貢献すること目的としている。ワーカーズキャピタルは、労働者が拠出した、または労働者のために拠出された基金で、その代表が年金基金である。年金基金などによるSRIでは、「受託者責任」との関係が大きな問題となるが、「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方」では「わが国においても法律専門家が『SRIは必ずしも受託者の義務には反しない』という意見書を出している」として、SRIと受託者責任の関係について記述している。また、注釈で「他の運用方法と経済的に競合しうるSRIであれば、基金の理事などがSRIを指示することも、運用機関がSRIを行うことも、受託者責任には抵触しない」としている。ここで問題となるのは、「経済的に競合しうる」であるが、本稿の分析ではESG要因を考慮する投資が日本株の代表的なベンチマークである配当込みTOPIXを上回るという結果を得た。もちろん、SRIのパフォーマンスを論じるには精緻な分析や議論が必要であろうが、本分析はSRIが経済的に競合しうる可能性を示唆していよう。

また、ガイドラインの「はじめに」では、「世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）など公的年金制度の積立金の運用機関に対しても、責任投資を求めていく。」としており、私的年金、公的年金によるSRIが期待できよう。欧米のように、日本のSRIも機関投資家が主流となることでSRI市場が拡大していくことが期待される。

金融行動原則とPRIの動向

次に、2011年10月に公表された21世紀金融行動原則は、前文で「持続可能な社会の形成のために必要な責任と役割を果たしたいと考える金融機関の行動指針として作成された。」とし、図表8に示す7つの原則が示されている。加えて、金融業界全体から幅広い参加（署名）を促すため、「運用・証券・投資銀行」、「保険」、「預金・貸出・リース」の業態ごとのガイドラインを設け、その中で

² Social Investment Forum Foundation 「2010 Report on Socially responsible Investing Trends in the United States」

³ Eurosif 「European SRI Study 2010」

⁴ 社会的責任フォーラム（SIF-Japan）

それぞれのサステナブルファイナンスを推進する上で参照すべき諸基準、取り組み事例の主な切り口を示していることが特徴となっている。

図表 8 持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則

原則

1. 自らが果たすべき責任と役割を認識し、予防的アプローチの視点も踏まえ、それぞれの事業を通じ持続可能な社会の形成に向けた最善の取組みを推進する。
2. 環境産業に代表される「持続可能な社会の形成に寄与する産業」の発展と競争力の向上に資する金融商品・サービスの開発・提供を通じ、持続可能なグローバル社会の形成に貢献する。
3. 地域の振興と持続可能性の向上の視点に立ち、中小企業などの環境配慮や市民の環境意識の向上、災害への備えやコミュニティ活動をサポートする。
4. 持続可能な社会の形成には、多様なステークホルダーが連携することが重要と認識し、かかる取組みに自ら参画するだけでなく主体的な役割を担うよう努める。
5. 環境関連法規の遵守にとどまらず、省資源・省エネルギー等の環境負荷の軽減に積極的に取り組み、サプライヤーにも働き掛けるように努める。
6. 社会の持続可能性を高める活動が経営的な課題であると認識するとともに、取組みの情報開示に努める。
7. 上記の取組みを日常業務において積極的に実践するために、環境や社会の問題に対する自社の役職員の意識向上を図る。

(出所) 「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」(環境省)

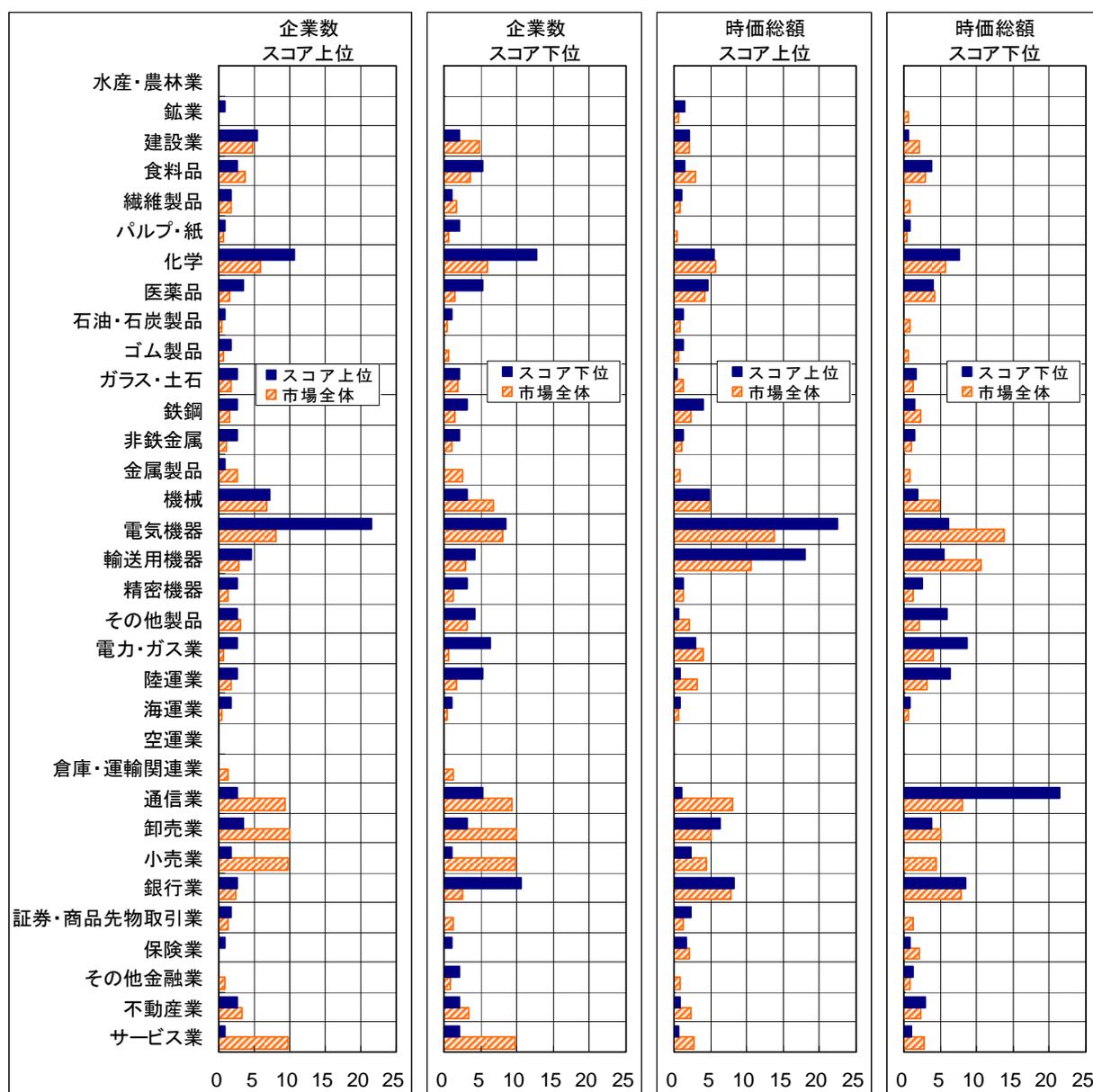
世界的には、機関投資家などの ESG 投資の原則を定めた先例として、2006 年 4 月に公表された国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) と国連グローバル・コンパクト (UN Global Compact) による Principles for Responsible Investment (PRI=責任投資原則) がある。これは、投資家による投資の意思決定プロセスに ESG の視点を反映させるための考え方を示した原則であり、機関投資家等が ESG 投資に取り組む際の一助となる枠組みを提供するものとなっている。PRI 署名機関の数は、欧米の主たる公的年金基金や運用マネジャーなど 920 (2011 年 7 月末時点) にまで増え、その運用資産総額は 30 兆ドルに達しているが、その署名機関のうち日本の機関は 19 と少ない。

金融行動原則はすべての金融行動に関する指針として策定

「金融行動原則」は環境省が事務局となって、日本の金融機関を対象に投資行動だけでなく預金、保険、リースなども含めたすべての金融行動に関する指針として策定されている。そして、「金融行動原則」への署名は 11 月 15 日より開始され、12 月 14 日時点で署名を終えた金融機関は 63 社で、銀行、信用金庫、保険、証券などさまざまな金融機関が署名している。ESG 投資への取り組みが遅れていた日本の金融界においても、「金融行動原則」が、ESG 投資実行に向けたガイダンスとして各社の創意工夫を促し、市場拡大の契機となることが期待される。

このように、日本においても機関投資家による SRI の拡大につながる環境が整ってきている。ESG 要因を考慮する SRI では、ESG 要因に関する情報開示の進展、そして ESG 要因に関するデータベースの整備も必要とされよう。SRI に有効な日本企業の ESG 情報の充実と、今後の SRI 市場の拡大が期待される。

参考図表 スコアリング対象企業の33業種別構成比（2010年末時点、％）



(出所) CDP、東京証券取引所等より大和総研作成