

2012年6月26日 全9頁

ESG レーティングと株式リターン

環境調査部
伊藤 正晴

グローバルな視点から見た日本企業に対する ESG 評価と株式リターンの分析

[要約]

- FTSE の ESG レーティング情報を用いて、レーティングの平均スコアを算出すると、日本企業は環境 (E) に関しては非常に優れているが、社会 (S) や特にガバナンス (G) について世界全体に比べて劣っていることがわかった。
- スコアの上位と下位に分けてポートフォリオを作成したところ、直近の1年間では社会 (S) やガバナンス (G) ではスコア下位よりも上位のリターンが高く、時価総額加重による投資よりも等金額投資の方がその関係が強まった。
- 過去7年間のリターンを分析すると、時価総額加重による投資では環境 (E)、ガバナンス (G) のスコア上位企業に投資することで配当込み TOPIX に対する超過リターンが得られた年が多かった。また、等金額投資では環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) のスコア上位企業への投資で7年間の累積超過リターンがいずれも 15%程度となった。
- 1時点の ESG レーティング情報を用いて、過去にさかのぼってリターンを算出した結果であることや、業種構成の違いが影響していることなどには注意が必要であるが、これらの結果は ESG のレーティング情報を活用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だろうか。

1. はじめに

ESGレーティング情報を用いて分析を実施

SRI (社会的責任投資) は、投資プロセスに環境 (Environmental)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) から成る ESG 要因を考慮する投資とされ、ESG 投資などとも呼ばれている。実際に SRI を行うには、ESG に関する情報を入手し、その情報を評価することが必要となろう。そこで、ESG に関する投資判断ツールを提供する機関の一つである FTSE の ESG レーティング情報¹を用いて、グローバルな視点から見た日本企業に対する ESG 評価と、ESG レーティング情報と株式リターンとの関係について検討した。

FTSE の ESG レーティングは階層構造を持っており、ESG に関して総合的に評価した総合評価、総合評価を構成する環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) の3

¹ 本レポートは、FTSE のご厚意によりご提供いただいた 2012 年 1 月 24 日付「FTSE4Good ESG Ratings (Global)」を用い、大和総研が独自に評価・分析したものです。ご担当の FTSE ESG エグゼクティブ 岸上 有沙氏、FTSE 日本代表 Paul Hoff 氏に感謝いたしております。

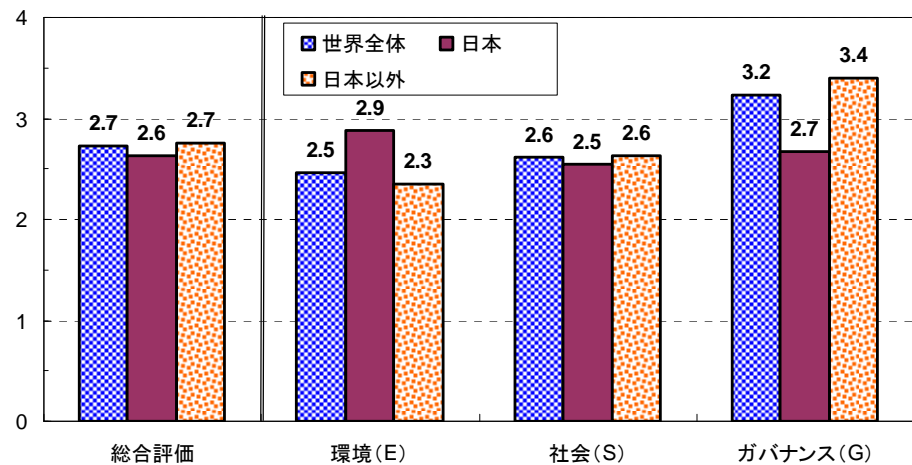
つのピラーがある。そして、各ピラーはそれぞれ2つのテーマから構成されている。各階層の項目は、企業が属するセクターのリスク特性や業務を行う地域のリスクなどを考慮し、5を最上位とする0～5の間の得点でスコアリングされており、5がベストプラクティス、3がグッドプラクティスとなっている。

2. グローバルな視点で見た日本企業の ESG レーティング

日本企業は環境は優れているが、社会やガバナンスが劣っている

総合評価、環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) のスコアについて、評価対象となった世界全体 (1988 社)、日本 (441 社)、日本以外 (1547 社) の企業を対象にスコアの平均値をまとめたのが図表 1 である。総合評価は世界全体が 2.7 であったのに対し日本企業の平均スコアは 2.6 で若干低い、大きな差ではなかった。環境 (E) については、世界全体では 2.5 であったが、日本は 2.9、日本以外は 2.3 となっており、日本企業の平均スコアの高いことが目立つ。社会 (S) は、世界全体では 2.6、日本は 2.5 となっており、大きな差ではないが日本企業のスコアが少し低い。そして、ガバナンス (G) については、世界全体では 3.2 であるのに対し、日本は 2.7 となっており、日本企業のガバナンスに関するスコアが日本以外の企業に比べてかなり低いことがわかる。

図表 1. ESG レーティングの平均スコア



(出所) FTSE より大和総研作成

スコアを6つのゾーンに分け分布を算出

次に、ESG レーティングをより詳細にみるために各スコアの分布を描いたのが図表 2 である。スコアが「1未満」、「1以上、2未満」、……、「4以上、5未満」、スコアの最高点である「5」の6つのゾーンに分け、それぞれに属する企業の数の構成比を図示した。まず、総合評価についてみると、世界全体と日本以外はよく似た分布を示しているが、日本はスコアが2以上3未満や3以上4未満の比率が高く、スコアが1未満や4以上5未満のゾーンの比率が低いようである。平均スコアでは世界全体と日本は同程度の水準となっているが、個別にみると日本企業は中位のゾーンに属する企業が多く、スコアが非常に高い、または低い企業が少ないようである。

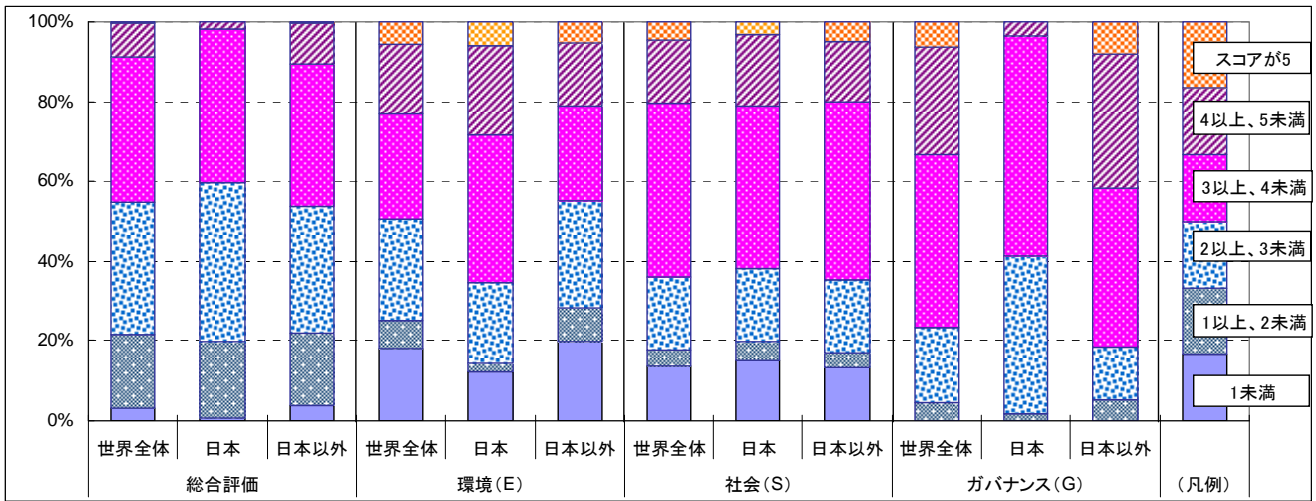
日本企業は、環境は全体的にスコアが高い

環境 (E) については、日本は世界全体と比べて低位のスコアに属する企業の比率が低いこと、3以上4未満や4以上5未満などのスコアが高い企業の比率が高

ガバナンスはスコアが極端に低い企業は少ないが、全体的にスコアが低い

いことがわかる。日本企業は全体的にスコアが高いことが平均スコアの高いことにつながっているようである。社会 (S) は、他の評価項目に比べると、日本企業のスコア分布は世界全体と似た構成となっている。ガバナンスについては、日本はスコアが5の企業が存在していない。また、スコアが4以上5未満の企業の比率も低く、日本企業全体としてスコアの水準が低いようである。ただ、スコアが1以上2未満の企業の比率も低いことから、極端にスコアが劣る企業も少ないこともわかる。

図表 2. ESG レーティングのスコア分布



(出所) FTSE より大和総研作成

3. ESG レーティングと直近のリターン

スコア上位と下位でポートフォリオを作成しリターンを分析

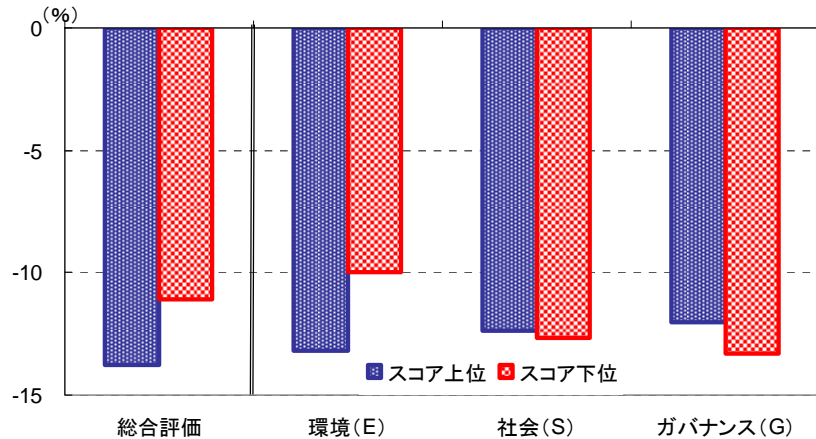
ESG レーティングと株式リターンの関係を見るために、日本のスコアリング対象企業をスコアが3以上のグループ (スコア上位) と3未満のグループ (スコア下位) に分け、直近1年間のリターンを比較した。具体的には、2011年5月末時点での時価総額構成比でスコア上位とスコア下位のポートフォリオを構成し、2011年6月から2012年5月までの1年間のリターンを図表3に図示した²。

社会とガバナンスはスコア下位より上位のリターンが高い

この1年間は、代表的な日本株ベンチマークの一つである配当込み TOPIX が -12.16%のマイナス・リターンとなった時期で、図表3に示したポートフォリオのリターンもすべてマイナスとなった。スコア上位とスコア下位のリターンを比較すると、総合評価と環境 (E) はスコア下位のリターンが上位のリターンを上回り、スコアが低い企業の方が相対的に高いリターンを実現している。そして、社会 (S) とガバナンス (G) はスコア上位のリターンが下位を上回り、スコアの高い企業の方が相対的に高いリターンを実現した。スコアが株式リターンと関係するのであれば、スコア下位よりも上位のリターンが高いことが期待されるが、社会 (S)、ガバナンス (G) の2種の評価スコアで、この関係が成立している。

² 各ポートフォリオの対象社数は、総合評価のスコア上位 (178社)、下位 (263社)、環境 (E) のスコア上位 (288社)、下位 (153社)、社会 (S) のスコア上位 (273社)、下位 (168社)、ガバナンス (G) のスコア上位 (258社)、下位 (183社) となっている。

図表 3. 時価総額加重ポートフォリオのリターン (2011年6月から2012年5月)

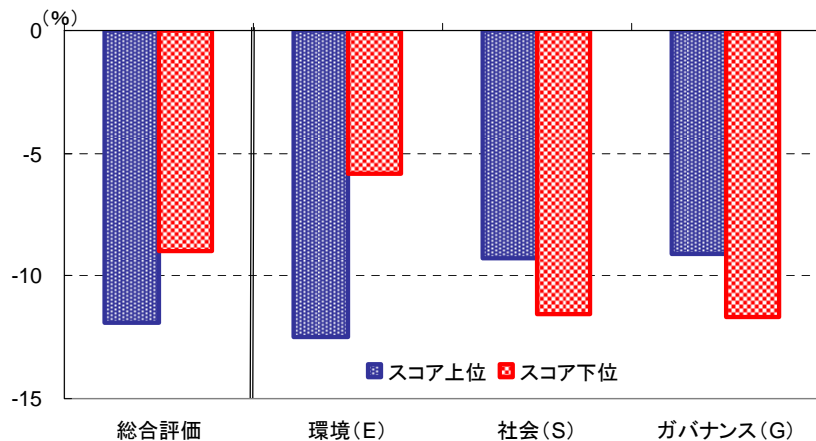


(出所) FTSE などより大和総研作成

等金額投資では、スコア上位と下位のリターンの差がさらに拡大

時価総額加重によるリターンは、時価総額の大きい企業の影響を受けていよう。そこで、スコア上位、下位の企業の平均的なリターンをみるために、等金額投資によるリターンを算出したのが図表4である。スコア上位と下位のリターンの関係は、時価総額加重によるリターンと同様であるが、社会 (S) とガバナンス (G) をみると、スコア下位よりもスコア上位のリターンが高いという関係が時価総額加重によるリターンよりも強く表れている。

図表 4. 等金額ポートフォリオのリターン (2011年6月から2012年5月)



(出所) FTSE などより大和総研作成

ESG レーティングは企業の ESG 要因について評価したものであり、リターンを説明しようとするものではなかろう。しかし、直近1年間のリターンをみると、社会 (S) やガバナンス (G) については、スコア上位の方がリターンが高いという関係がみられる。また、等金額投資の方がその関係が強まるようである。これらのことから、ESG 評価情報については、総合評価よりも環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) のそれぞれのスコアを活用することや、ポートフォリオへの組み入れは時価総額構成比ではなく、他の情報なども利用して組み入れ比率を決定することで、運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性があるのではないだろうか。

総合評価と環境のスコアの相関係数が高い

環境、社会、ガバナンスの各スコア間はほぼ無相関

次に、各ポートフォリオのリターンをみると、総合評価と環境 (E)、社会 (S) とガバナンス (G) は同じような傾向を示していることから、これらのスコア間の相関が高い可能性がある。そこで、各評価項目のスコア間の相関係数を算出し、図表 5 に示した。まず、総合評価によるスコアとの相関係数をみると、環境 (E) スコアとの相関係数は 0.766 と非常に高く、環境 (E) スコアの高い企業は総合評価も高いという関係がみられる。日本企業は ESG のうち環境 (E) の平均スコアが高いのであるが、これが総合評価にも影響しているようである。そして、この正の相関関係が総合評価と環境 (E) のそれぞれで作成したスコア上位と下位のリターンの関係にも影響していよう。次に、ESG の各項目のスコアであるが、いずれも相関係数が 0.1 以下の水準となっており、環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) の 3 つの評価項目に関しては、特に相関関係は存在していないようである。環境 (E) スコアが高いからといって、社会 (S) やガバナンス (G) のスコアが高いとは限らないのである。したがって、社会 (S) とガバナンス (G) では、スコア上位がスコア下位のリターンを上回ったのであるが、社会 (S) とガバナンス (G) はそれぞれ独立した情報であり、これら 2 つの情報を組み合わせることでさらにパフォーマンス向上に寄与する可能性があることを示唆するのではないか。ただし、ここではあくまでも直近の 1 年間のリターンのみしか分析していないことに注意されたい。

図表 5. 各評価項目のスコア間の相関係数

	総合評価	環境(E)	社会(S)	ガバナンス(G)
総合評価	1.000			
環境(E)	0.766	1.000		
社会(S)	0.612	0.088	1.000	
ガバナンス(G)	0.383	0.096	0.053	1.000

(出所) FTSE より大和総研作成

4. 各スコアの業種分布

スコア上位と下位の業種構成を検討

スコアの上位と下位に分けて作成したポートフォリオのリターン特性の違いは、ポートフォリオの業種構成の違いが影響していることが考えられる。そこで、日本のスコアリング対象企業について 33 業種別の分布を調べた。図表 6 は、リターンの計測期間直前の 2011 年 5 月末時点での時価総額を用いた業種別の時価総額構成比で、株式市場全体の時価総額構成比の上位 15 業種について掲載した。

それぞれの評価項目で業種別時価総額の構成が異なっている

まず、ESG レーティングの評価対象企業についてみると、市場全体と時価総額構成比には大きな違いはないようである。市場全体と比べて、総合評価のスコア上位では、電気機器、情報・通信業、銀行業などの業種の構成比が高く、卸売業や小売業、鉄鋼、不動産業などの構成比が低いようである。これら構成比の違いがリターンの動向に影響していよう。環境 (E) のスコア上位、下位の構成比は総合評価と似ており、これが総合評価と環境 (E) のスコアで作成したポートフォリオのリターン動向が似ていることの要因となっていることが考えられる。社会 (S) は、スコア下位の電気機器や輸送用機器の構成比が高いこと、銀行業の構成比が非常に低いという特徴があるようである。ガバナンス (G) は、情報・通信業の構成比がスコア上位で低く、スコア下位で非常に高いこと、卸売業の構成比がスコア上位で高く、スコア下位で低いなど、他の評価項目とは異なった特徴を持って

いる。このような業種構成の違いが、それぞれのポートフォリオのリターン動向の違いに影響していると考えられる。

図表 6. ESG レーティング対象企業の業種別時価総額構成比 (%)

	市場 全体	評価 対象	総合評価		環境(E)		社会(S)		ガバナンス(G)	
			上位	下位	上位	下位	上位	下位	上位	下位
電気機器	13.0	14.0	18.2	9.1	17.1	2.3	10.8	18.5	15.8	11.1
輸送用機器	11.3	12.7	10.9	14.9	13.3	10.5	8.9	18.2	12.8	12.6
情報・通信業	8.7	9.0	14.4	2.7	10.1	4.9	13.7	2.3	4.9	15.7
銀行業	7.4	8.1	11.3	4.5	8.0	8.5	13.6	0.4	11.6	2.4
化学	5.9	5.7	5.8	5.6	6.7	1.8	6.7	4.3	4.1	8.3
医薬品	4.5	4.9	7.2	2.3	4.9	5.0	7.6	1.2	2.0	9.7
機械	5.3	4.9	4.0	5.9	5.2	3.7	1.5	9.5	6.0	3.0
卸売業	5.2	4.6	1.0	8.9	3.0	10.9	0.6	10.4	7.3	0.3
陸運業	3.1	3.4	3.3	3.6	2.8	5.7	3.9	2.8	4.7	1.4
小売業	4.7	3.4	1.2	6.0	2.3	7.5	2.1	5.2	4.7	1.3
食料品	3.1	3.0	3.0	2.9	3.1	2.4	3.6	2.1	3.8	1.7
電気・ガス業	2.5	2.9	4.8	0.7	3.4	1.0	5.0	0.0	3.0	2.8
保険業	2.2	2.6	3.4	1.6	3.2	0.0	3.1	1.8	2.9	2.0
鉄鋼	2.1	2.3	0.2	4.7	0.9	7.2	2.1	2.4	0.1	5.7
不動産業	2.3	2.2	0.4	4.2	2.0	2.7	2.9	1.1	1.0	4.0

(注) 所属業種と時価総額は 2011 年 5 月末時点、市場全体の 33 業種別時価総額上位 15 業種を掲載
(出所) FTSE などより大和総研作成

図表 7. ESG レーティング対象企業の業種別社数 (社)

	市場 全体	評価 対象	総合評価		環境(E)		社会(S)		ガバナンス(G)	
			上位	下位	上位	下位	上位	下位	上位	下位
電気機器	287	48	30	18	47	1	21	27	28	20
銀行業	88	40	12	28	16	24	38	2	29	11
化学	210	35	17	18	30	5	26	9	16	19
機械	239	27	8	19	18	9	11	16	14	13
小売業	348	25	4	21	11	14	10	15	19	6
情報・通信業	330	24	11	13	13	11	16	8	13	11
輸送用機器	104	22	3	19	11	11	4	18	15	7
食料品	131	21	12	9	16	5	17	4	13	8
陸運業	60	20	6	14	9	11	11	9	16	4
医薬品	54	18	10	8	10	8	17	1	6	12
建設業	172	16	9	7	10	6	14	2	6	10
卸売業	355	15	3	12	7	8	6	9	13	2
電気・ガス業	25	13	11	2	12	1	13	0	10	3
鉄鋼	54	11	1	10	3	8	7	4	1	10
非鉄金属	38	10	1	9	7	3	4	6	0	10

(注) 所属業種は 2011 年 5 月末時点、市場全体の 33 業種別社数の上位 15 業種を掲載
(出所) FTSE などより大和総研作成

スコア平均は業種によって大きく異なると思われる

次に、図表 7 に業種別の企業数をまとめた。スコア上位と下位の企業数を比較すると、総合評価では、電気機器、電気・ガス業などの企業がスコア上位に多い。一方、銀行業、小売業、輸送用機器など多くの業種はスコア下位の企業数が多い。環境 (E) については、電気機器や電気・ガス業は圧倒的にスコア上位の企業が多いなど、多くの業種でスコア上位の方の企業数が多くなっている。社会 (S) は、銀行業や医薬品、電気・ガス業などではほとんどの企業がスコア上位となっているなど、多くの業種ではスコア下位よりも上位の企業の方が多くなかで、輸送用

機器はスコア下位の企業数が多いことが目立つ。ガバナンス (G) は、銀行業、小売業、卸売業、電気・ガス業など特に内需型の業種でスコア上位が多い。一方、鉄鋼や非鉄金属はほとんどの企業がスコア下位となっている。このように、評価項目や業種によってスコア上位と下位の企業数が異なっている。スコアの平均では、日本企業は環境 (E) が優れ、ガバナンス (G) が劣っているなどの特徴を持つが、スコア平均は業種によって大きく異なっていることが推測できよう。

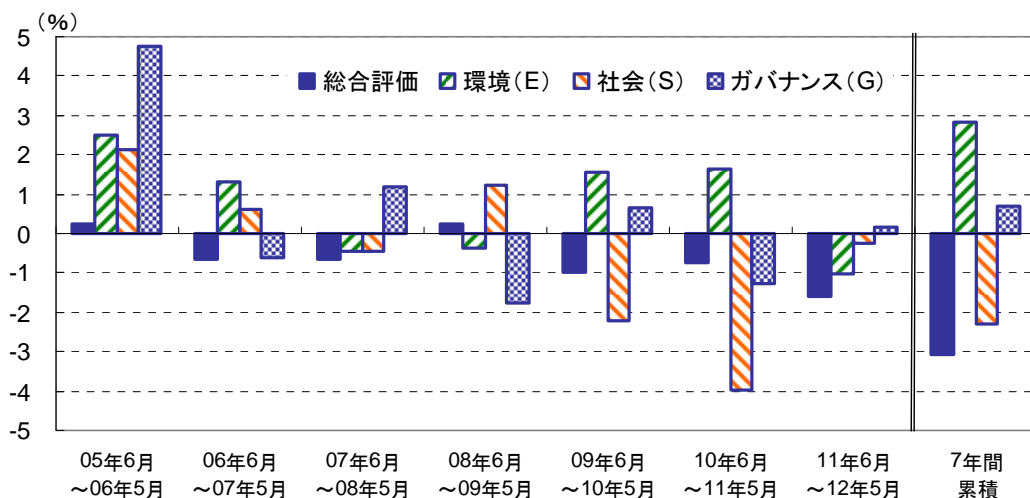
5. ESG レーティングと長期リターン

スコア上位企業による
ポートフォリオの
長期リターンを分析

もともと、ESG を考慮することは企業の持続可能性をみるということでもあり、短期的な分析のみではなく、長期的な視点による分析も必要であろう。また、各評価項目を活用した運用が長期的にどのようなパフォーマンスを実現するかを確認する必要もあろう。そこで、直近1年間のリターン分析と同様に、各評価項目のスコア上位企業でポートフォリオを作成し、過去7年間の対配当込み TOPIX の超過リターンについて検討した。具体的には、スコア上位企業を投資ユニバースとして、各年の5月末の時価総額構成比で6月から翌年の5月まで運用した場合の1年間のリターンを算出し、図表8にまとめた。また、この7年間の累積リターンも示している。各年の超過リターン (対配当込み TOPIX) をみると、環境 (E) とガバナンス (G) は7年間のうち4年間でプラスとなっているが、総合評価の超過リターンがプラスであったのは2年間、社会は3年間であり、評価項目によって超過リターンの動向が異なっている。また、累積リターンでは環境 (E) とガバナンス (G) はプラスの超過リターンを得ている。もちろん、ここで示しているのは1時点の ESG レーティング情報を用いて過去にさかのぼって算出したリターンであって、ESG 情報に対する事後リターンではないが、総合評価ではなく、ESG それぞれのスコアを活用することや、なかでも環境 (E) やガバナンス (G) のスコアが投資情報として有効である可能性が指摘できよう。

環境とガバナンスは
超過リターンを得た
年が多い

図表8. スコア上位企業による時価総額加重ポートフォリオの超過リターン (対配当込み TOPIX)

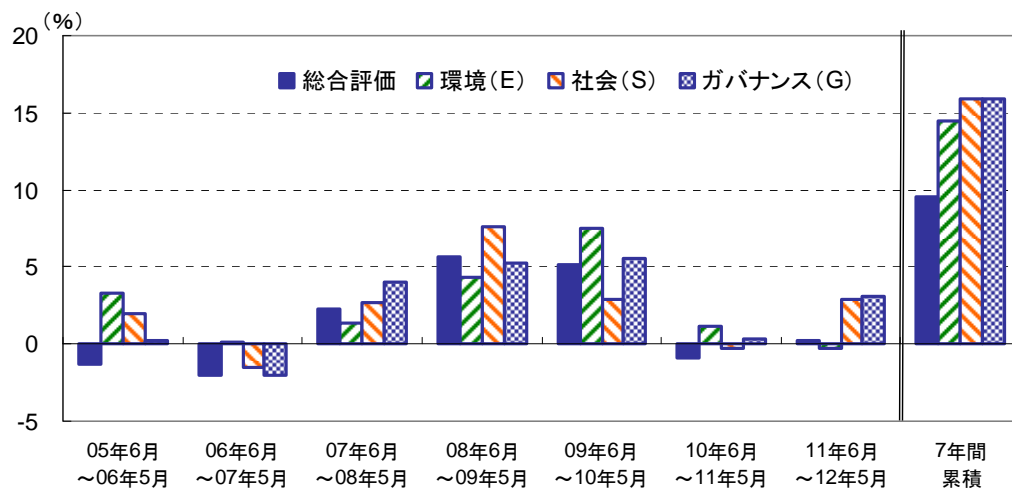


(出所) FTSE、東京証券取引所などより大和総研作成

等金額投資では、環境、社会、ガバナンスは15%前後の超過リターンを獲得

次に、時価総額の大きさによる影響を除いて各企業の平均的なリターンをみるために、スコア上位企業を対象に等金額投資による超過リターン（対配当込み TOPIX）を示したのが図表9である。分析対象の7年間のうち超過リターンがプラスであったのは、総合評価では4年間、環境（E）は6年間、社会（S）は5年間、ガバナンス（G）は6年間であり、プラスの超過リターンを得ている年が多い。特に、2008年6月から2009年5月までの1年間については、金融危機などの影響で配当込み TOPIX が-34.79%の大幅なマイナス・リターンとなったが、市場全体に比べて各ポートフォリオは下落が小さく、いずれも5%前後の超過リターンを得ている。そして、2009年6月からの1年間は配当込み TOPIX が-0.43%とわずかなマイナスであったのに対し、各ポートフォリオはリターンがプラスとなることでやはり5%程度の超過リターンを得ている。また、7年間の累積リターンでは、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）は15%前後の超過リターンを得ており、これら評価スコアを活用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していよう。もちろん、これらリターンは1時点の ESG 情報を用いて過去にさかのぼって計算したものであり、ESG 情報をもとに投資した事後リターンを計測したものではない。しかし、ESG 要因の改善などにはある程度の期間が必要であり、ESG レーティングは過去の状況を評価していることなどを考えると、ESG 情報や投資ウェイトを考慮することで、市場全体を上回るリターンが実現できる可能性を示唆しているのではないかと。

図表9. スコア上位企業による等金額ポートフォリオの超過リターン（対配当込み TOPIX）



(出所) FTSE、東京証券取引所などより大和総研作成

6. おわりに

日本企業は、社会やガバナンスへの取り組みと情報公開が課題

ESG 評価における日本企業の平均スコアは、総合評価では 2.6 であり、世界全体の 2.7 に比べるとわずかに低い。そして、総合評価を構成する各ピラーのスコアをみると、環境（E）に関しては世界全体では 2.5 であるのに対し日本は 2.9 となっており、非常に優れている。しかし、社会（S）は 2.5 で世界全体の 2.6 よりも少し低く、ガバナンス（G）に関しては 2.7 で世界全体の 3.2 に比べると低いことがわかった。日本の社会（S）やガバナンス（G）に関するスコアが低いことの要因として、これら社会やガバナンスに関して公表された方針がないケースの多い

ことが指摘されているようである。日本では、役職員は同じ文化で育ち、わざわざ方針として文書化する必要はないという考えがあるのではないかと思われる。また、児童労働のように日本では禁止が当然で、特に方針を明文化していない企業もあるのではないか。しかし、日本企業における外国人労働者の存在や企業の海外展開等を考えると、このように日本の感覚では当然とすることも、グローバルな視点ではきちんと文書化し、それを公表することが必要であり、FTSE の ESG レーティングもそれを反映しているのではないだろうか。今後は、社会やガバナンスに関する取り組みや、その情報の公開が課題といえよう。

ESGレーティング情報が運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示唆

次に、日本の ESG レーティング対象企業をスコアの上位と下位に分け、直近1年間のリターンを算出したところ、社会 (S) とガバナンス (G) を用いるとスコア下位よりもスコア上位のリターンが上回ること、時価総額加重による投資よりも等金額投資の方が、そのリターンの差が広がることがわかった。さらに、それぞれの評価項目のスコア上位企業でポートフォリオを作成し、過去7年間のリターンを調べたところ、時価総額加重による投資では環境 (E) とガバナンス (G) によるポートフォリオについては4年間で配当込み TOPIX に対する超過リターンが得られ、7年間の累積超過リターンもプラスとなった。また、等金額投資では環境 (E) とガバナンス (G) については7年間のうち6年間で超過リターンがプラスとなった。そして、環境 (E) 、社会 (S) 、ガバナンス (G) のスコア上位によるポートフォリオはいずれも7年間の累積超過リターンが 15%前後となっている。もちろん、これらの結果は1時点の ESG 評価情報を用いて過去にさかのぼってリターンを算出したものであることや、業種構成の違いがリターンに影響していることなどには注意が必要だが、ESG レーティング情報が運用パフォーマンスの向上に寄与する可能性を示しているのではないだろうか。