

2013年1月16日 全10頁

ESG 評価と事後リターン

ESG に関する評価の得点で作成したポートフォリオのリターン分析

環境調査部 主任研究員
伊藤正晴

[要約]

- 日本企業を対象とした2009年度と2010年度のESG要因に関する評価の得点でポートフォリオを組成し、評価がまとめられた後の1年間のリターンを分析したところ、次の結果が得られた。
- 2009年度と2010年度のそれぞれで評価の得点が平均値以上の企業によるポートフォリオを組成すると、等金額ポートフォリオのリターンは市場を上回ったが、時価総額加重ポートフォリオのリターンは市場と同程度か、市場を若干下回った。
- 2009年度と2010年度の評価得点の変化幅がプラスの企業とマイナスの企業でポートフォリオを作成すると、等金額ポートフォリオのリターンはいずれも市場全体のリターンを上回った。また、配当込みTOPIXのリターンが0.59%だったのに対し、時価総額加重ポートフォリオでは、変化幅がプラスの企業は2.18%、変化幅がマイナスの企業は-3.66%となった。
- 以上の結果は、企業評価の得点はESGを考慮した投資対象のユニバースの作成に利用できる可能性を示唆しているのではないかと思われる。また、得点の変化幅がプラスの企業で作成したリターンの動向は、投資に際して総合評価の経時的な変化を利用することが有効である可能性を示唆していよう。
- ただし、本稿は2時点の評価データしか分析の対象としていないことや、業種構成の違いがリターンに影響している可能性があることなどに注意が必要である。

1. はじめに

SRI（社会的責任投資）は、投資プロセスに財務的情報だけでなく、非財務的情報も考慮する投資とされている。非財務的情報は、環境（Environmental）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）から構成されるESG要因として整理されているが、実際にSRIを行うにはESG要因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る。また、特に受託者責任を負う機関投資家の場合は、投資プロセスにESG要因を加えることがリターンの増加やリスクの低

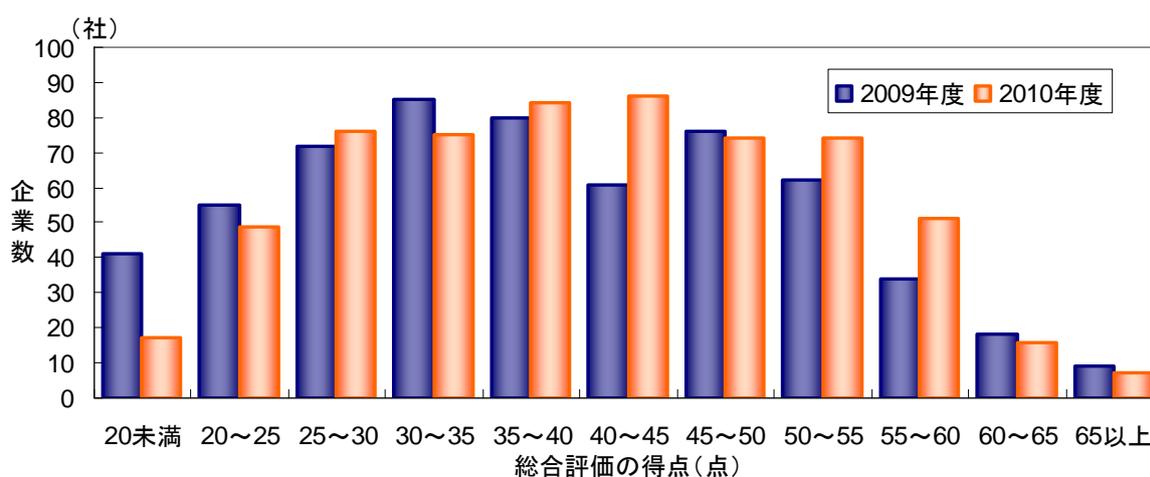
減などで投資パフォーマンスの向上に繋がることや、少なくともパフォーマンスの低下を招かないことが期待されよう。そこで、SRIのための調査会社としてESG情報の調査を実施しているインテグレックスの2009年度と2010年度の企業評価データを用いて、ESGに関する評価情報と株式リターンとの関係を分析した¹。

インテグレックスは、毎年、「リーダーシップ」、「コミュニケーション」、「マネジメントシステム」、「サステナビリティ」の4つの分野についての企業へのアンケート調査と、企業が公表している情報の調査を行い、その結果を評価している。本稿の分析では、各分野の評価を総合した総合評価の得点をESG要因として用いた。また、リターンについては、企業評価情報が毎年、3月にまとめられているため、翌月の4月から1年間のリターンを分析の対象とした。具体的には、2009年度の評価情報は2010年3月にまとめられているため、2010年4月から2011年3月までの1年間のリターンを分析の対象としている。また、2010年度の評価情報については2011年4月から2012年3月のリターンを分析の対象としている。

2. 総合評価と事後リターン

調査結果を総合的に評価した得点について、調査対象会社の2009年度と2010年度の度数分布を描いたのが図表1である。まず、2009年度(593社)の得点は平均値が38.5点であった。得点の分布は得点の低い方と高い方にかけて企業数が減る山型の形状となっているが、詳細にみると30点以上35点未満のゾーンと、45点以上50点未満のゾーンの2つのゾーンをピークとする2つの山が重なった形状となっている。

図表1. 総合評価の得点の度数分布



(出所) インテグレックスより大和総研作成

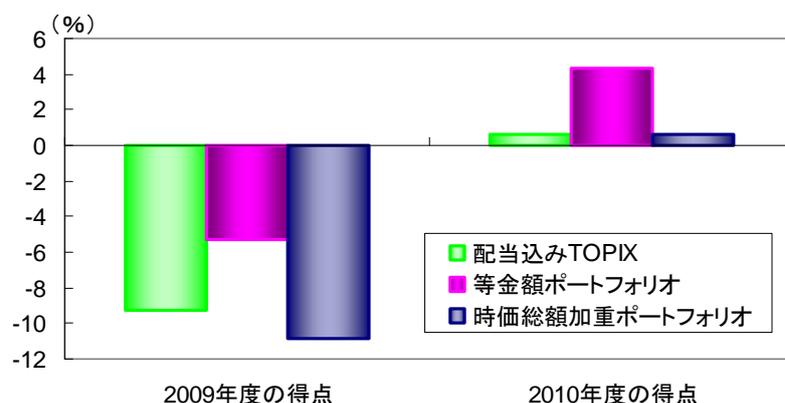
¹株式会社インテグレックスの企業評価データを用い、大和総研が独自に評価・分析しているものです。

2010年度（609社）の得点は平均値が40.3点で、2009年度よりも上昇しており、企業のESGに対する取り組みが進んだことが示唆される。また、得点の分布の形状は40点以上45点未満のゾーンをピークとする山型となっており、2009年度とは少し分布の形状が異なっている。2009年度と2010年度の分布の裾野をみると、得点が20点未満や20点以上25点未満のゾーンでは2010年度の企業数が少ない。また、得点が50点以上55点未満や55点以上60点未満のゾーンでは、2010年度の企業数が増えている。2009年度に比べ、2010年度は全体的に得点が高い方へ分布がシフトしているとみられ、調査対象企業のESGへの取り組みの進展がうかがえる。ただ、60点以上65点未満と65点以上の得点が高いゾーンについては、2010年度は企業数が若干ではあるが減っている。

次に、企業評価がまとめられた後の1年間リターンを示したのが図表2である。評価対象企業の総合スコアの平均値を算出し、総合評価の得点が平均値以上の企業で組成したポートフォリオのリターンを計測した。具体的には、図中の「2009年度の得点」は2009年度の総合評価の得点を用いて組成したポートフォリオの2010年4月から2011年3月までの1年間のリターンを示している。2種類のポートフォリオのリターンを表示しており、等金額ポートフォリオは総合スコアが平均値以上の企業に等金額投資したもの、時価総額加重ポートフォリオは2010年3月末時点の時価総額構成比で投資したものである。「2010年度の得点」も同様に、2011年4月から2012年3月までのポートフォリオのリターンを示している。

まず、2009年度の得点についてみると、市場全体の動向を表す配当込みTOPIXの1年間リターンは-9.23%であったのに対し、等金額ポートフォリオ（279社）のリターンは-5.26%となった。この1年間は、総合評価が平均値以上の企業の平均的なリターンは市場全体を上回ったといえよう。しかし、時価総額加重ポートフォリオ（279社）のリターンは、-10.87%となり、配当込みTOPIXを若干下回った。2010年度の得点については、配当込みTOPIXのリターンは0.59%であったのに対し、等金額ポートフォリオ（300社）のリターンは4.35%となり、2009年度と同様に市場全体を上回った。一方、時価総額加重ポートフォリオ（300社）のリターンは0.58%で、市場全体とほぼ同程度のリターンにとどまった。

図表2. 総合評価が平均以上の企業で組成したポートフォリオの事後リターン



(出所) インテグレックス、東京証券取引所などより大和総研作成

2年間の分析結果をみると、総合スコアが平均値以上の企業の平均的なリターンは市場全体を上回っており、これら企業を ESG を考慮した投資対象のユニバースとして利用できる可能性を示唆しているのではないかと考えられる。また、時価総額加重ポートフォリオのリターンが市場を下回ったことは、単純に時価総額加重でポートフォリオを組成するのではなく、例えば、総合評価が平均値以上の企業を投資ユニバースとし、財務情報などと組み合わせてポートフォリオを組成することが、この総合評価の利用方法として有効である可能性を示しているのではないか。

時価総額加重ポートフォリオのリターンは、配当込み TOPIX のリターンと同程度の水準となっている。そこで、これらポートフォリオに配当込み TOPIX を構成している東証 1 部上場企業がどの程度入っているかを調べてみた。まず、市場全体での東証 1 部上場企業の社数の比率は、2009 年度が 46.0%、2010 年度が 47.0%であったのに対し、ポートフォリオの東証 1 部上場企業の比率はそれぞれ、96.1%と 98.3%であった。市場全体では東証 1 部上場企業は半数弱であるが、ここで作成したポートフォリオではほとんどの企業が東証 1 部に上場しているのである。また、東証 1 部上場企業の時価総額合計に対して、ポートフォリオに含まれる東証 1 部上場企業の時価総額合計の比率は、2009 年度が 63.0%、2010 年度が 66.0%となっており、時価総額ベースで東証 1 部上場企業の 2 / 3 が投資対象となっていることがわかった。したがって、この分析で作成したポートフォリオのリターンは、TOPIX との連動性が高いことがうかがえる。しかし、東証 1 部上場企業の全てに投資しているわけではなく、2009 年度の得点によるポートフォリオのように TOPIX と乖離する可能性はある。

この乖離の要因としては、業種構成の偏りが挙げられよう。実際に 2010 年度のポートフォリオの社数ベースと時価総額ベースのそれぞれの業種構成比を調べてみると、化学、医薬品、電気機器、輸送用機器、電気・ガス業、銀行業などは社数ベースと時価総額ベースのどちらでも業種別の構成比が市場よりも高い。逆に、情報・通信業、小売業、サービス業などは、社数ベース、時価総額ベースとも市場よりも構成比が低い。また、卸売業の構成比は社数ベースでは市場よりも低いが、時価総額ベースでは市場よりも若干高い。(最終ページの参考図表を参照)。これらの業種構成の違いが、ポートフォリオと市場全体のリターンの差に影響していよう。

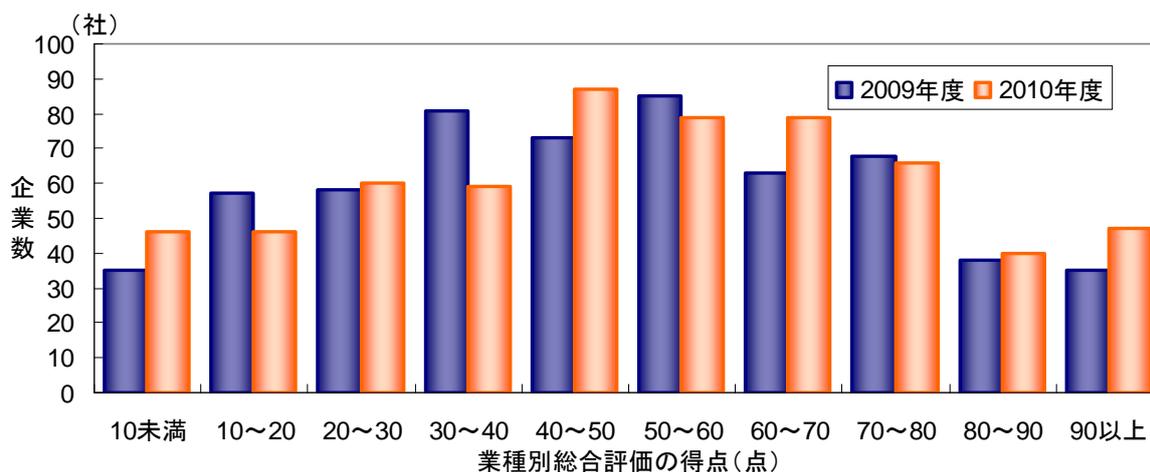
3. 業種別総合評価と事後リターン

総合評価の得点からポートフォリオを作成すると、市場全体に対する業種構成の偏りがポートフォリオのリターンに与える影響が大きくなる可能性があるだろう。そこで、業種の偏りによる影響を軽減するために、各業種内で総合評価の得点が平均 50 点、最大が 100 点となるように処理をしている業種別総合評価の得点を用いて、総合評価と同様の分析を行って見た。

図表 3 が、業種別総合評価の得点の度数分布である。いずれの年度（2009 年度：593 社、2010 年度：609 社）も山型の分布を描いているが、総合評価に比べると分布の山のピークと裾野の企業数の差が小さい、緩やかな山型の分布となっている。また、2009 年度と 2010 年度を比べると、

2010年度はスコアが10点未満と90点以上の両端のゾーンで2009年度よりも企業数が増えており、企業間での得点の差が広がっているようである。この得点は業種内で調整を行っていることから、同じ業種に属する企業間での ESG への取り組みの進展に差が生じていることの表れではないかと思われる。

図表3. 業種別総合評価の得点の度数分布

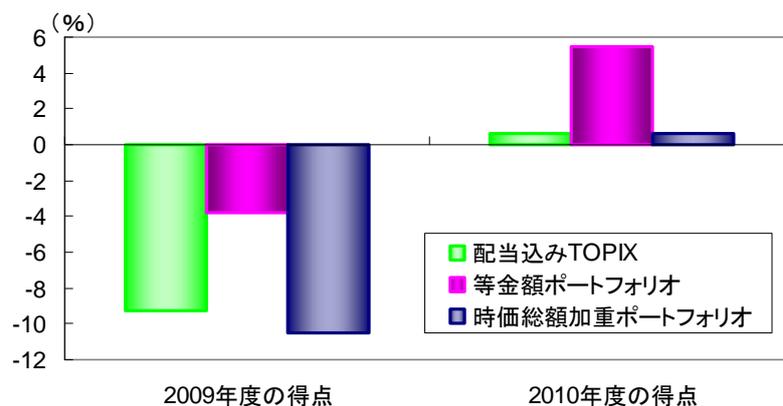


(出所) インテグレックスより大和総研作成

次に、企業評価がまとめられた後の1年間リターンを示したのが図表4である。総合評価を使った分析と同様に、各年度で業種別総合評価の得点の平均値を算出し、業種別総合評価の得点が平均値以上の企業で組成したポートフォリオのリターンを表示した。まず、2009年度得点についてみると、市場全体の動向を表す配当込みTOPIXの1年間リターンは-9.23%であったのに対し、等金額ポートフォリオ(299社)のリターンは-3.83%となった。この1年間は、業種総合評価が平均値以上の企業の平均的なリターンは市場全体を上回った。しかし、時価総額加重ポートフォリオ(299社)のリターンは-10.54%で配当込みTOPIXを若干下回った。

2010年度得点については、配当込みTOPIXのリターンは0.59%であったのに対し、等金額ポートフォリオ(308社)のリターンは5.45%となり、2009年度と同様に市場全体を上回った。そして、時価総額加重ポートフォリオ(308社)のリターンは0.59%で、市場全体と同程度のリターンであった。総合評価による分析と同様に、業種別総合評価の利用方法としては、例えば、得点が平均値以上の企業を投資ユニバースとし、財務情報などと組み合わせてポートフォリオを組成することが考えられよう。

図表4. 業種別総合評価が平均以上の企業で組成したポートフォリオの事後リターン

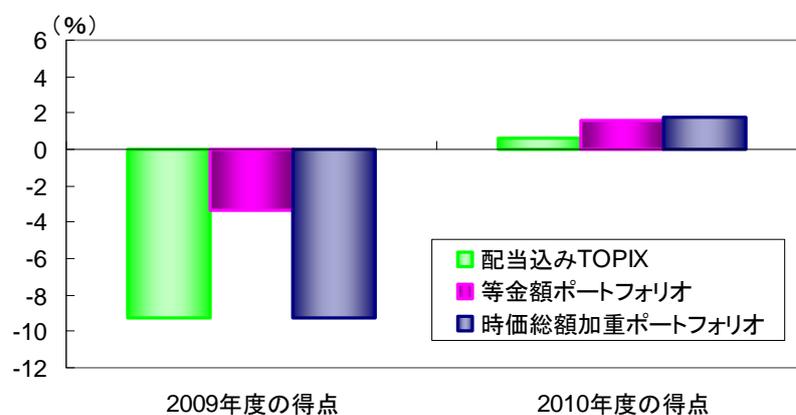


(出所) インテグレックス、東京証券取引所などより大和総研作成

業種別総合評価の上位企業のリターン動向を検討するために、評価対象企業の得点の平均値と標準偏差を算出し、得点が「平均値+得点の標準偏差」以上の企業を対象としてリターンを計測してみた。図表5が、2009年度と2010年度の評価を用いて作成したポートフォリオの1年間リターンである。

まず、2009年度の得点で作成した場合は、配当込み TOPIX のリターンは-9.23%であったのに対し、等金額ポートフォリオ (113 社) は-3.36%となったが、時価総額加重ポートフォリオ (113 社) は-9.29%で、得点が平均値以上で作成したポートフォリオの結果と大きな違いはなかった。2010年度の得点では、配当込み TOPIX のリターンは 0.59%であったのに対し、等金額ポートフォリオ (105 社) は 1.57%、時価総額加重ポートフォリオ (105 社) は 1.79%となった。得点が平均値以上の企業を対象とした場合よりも、等金額ポートフォリオのリターンは低下したが、時価総額加重ポートフォリオのリターンは上昇し、配当込み TOPIX のリターンを上回った。2009年度と2010年度の結果で様相が異なるため、より詳細な検討が必要であろう。

図表5. 業種別総合評価が上位の企業で組成したポートフォリオの事後リターン



(出所) インテグレックス、東京証券取引所などより大和総研作成

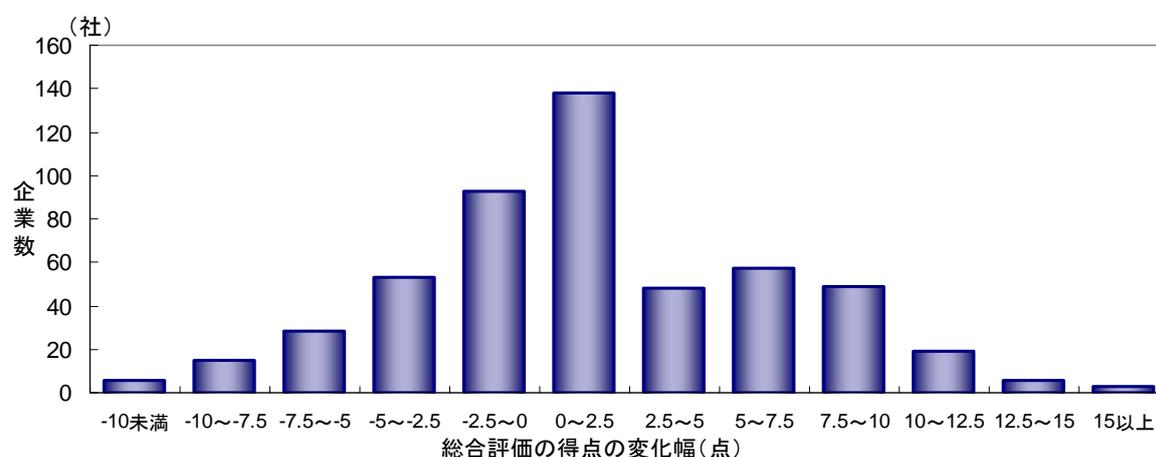
また、総合評価と同様に業種別総合評価を用いて作成したポートフォリオも、ほとんどの企業が東証1部上場企業であり、TOPIXとの連動性が高いと思われる。市場全体との業種構成の違いについては、やはり総合評価で作成したポートフォリオと同様に、社数ベース、時価総額ベースのいずれも電気機器、輸送用機器、電気・ガス業などの構成比が高く、情報・通信業、小売業、サービス業などの構成比が低い（最終ページの参考図表を参照）。ただし、市場との業種構成の差は小さくなっている。市場全体との業種別構成比の差の絶対値を平均すると、総合評価では、社数ベースでは1.81%、時価総額ベースでは0.70%の差があるのに対し、業種別総合評価では、それぞれ1.15%と0.64%であった。業種別総合評価の方が市場全体に対する業種の偏りが小さくなっている。

4. 総合評価の得点の変化幅と事後リターン

ここまでの分析では、単年度の評価結果を使ってポートフォリオを作成し、そのリターンを検討した。ここでは、評価の得点の変化を用いた分析の結果を紹介する。具体的には、2010年度と2009年度の総合評価の得点の差を用いてポートフォリオを作成し、そのリターンを計測した。

図表6が、総合評価の得点の変化幅（2010年度と2009年度の得点の差）の度数分布である。0点以上2.5点未満のゾーンをピークとした山型の分布となっているが、得点の変化幅のマイナス側とプラス側の形状は大きく異なっている。マイナス側は得点の減少幅が大きいほど、そのゾーンに属する企業数が少なくなっているが、プラス側は得点の増加幅が2.5点から10点までのゾーンの社数がほぼ同じで、10点以上のゾーンでは得点の増加幅が大きいほど社数が減っている。分析の対象は515社で、2009年度よりも2010年度の得点が上昇した企業（得点の変化幅がプラスの企業）が320社、得点が下がった企業（得点の変化幅がマイナスの企業）が195社であった。

図表6. 総合評価の得点の変化幅の度数分布

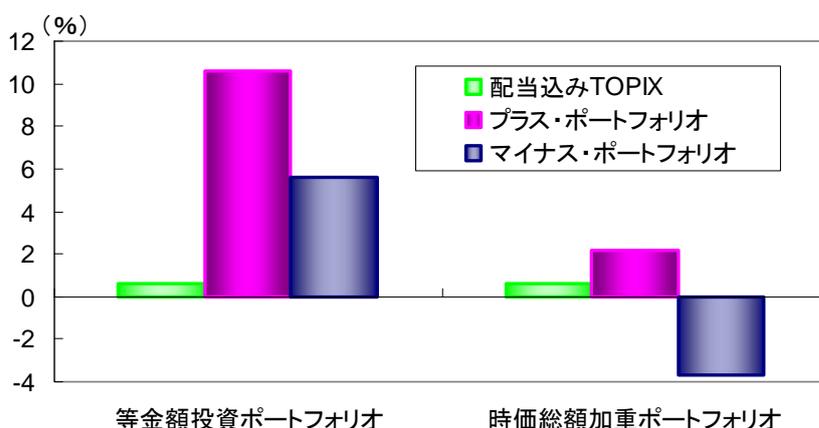


(出所) インテグレックスより大和総研作成

図表 7 が、得点の変化幅がプラスの企業で作成したポートフォリオと、マイナスの企業で作成したポートフォリオのリターンである。2010 年度と 2009 年度の得点の差を使っていることから、2010 年度の評価がまとめられた 2011 年 3 月の翌月である 4 月から 2012 年 3 月までの 1 年間のリターンを表示した。

まず、等金額ポートフォリオであるが、この期間の配当込み TOPIX のリターンは 0.59% であったのに対し、得点の変化幅がプラスのポートフォリオのリターンは 10.57%、マイナスのポートフォリオのリターンは 5.59% であった。いずれも市場全体のリターンを上回っているが、プラスのポートフォリオの方のリターンが高い。また、時価総額加重ポートフォリオでは、得点の変化幅がプラスのポートフォリオのリターンは 2.18%、マイナスのポートフォリオのリターンは -3.66% であった。前年度に比べて評価が上がった企業によるポートフォリオは、市場全体を上回るリターンとなり、評価が下がった企業によるポートフォリオは市場全体を下回るリターンとなっている。これは、投資に際して総合評価の経時的な変化を利用することが有効である可能性を示唆している。

図表 7. 総合評価の得点の変化幅で組成したポートフォリオの事後リターン



(出所) インテグレックス、東京証券取引所などより大和総研作成

ポートフォリオの特徴をみるために、市場全体とこれらポートフォリオの社数ベースと時価総額ベースの業種別構成比を比較したところ、得点の変化幅がプラスの企業で組成したポートフォリオは化学、医薬品、電気機器、輸送用機器、銀行業などの構成比が高い。これらの業種に、前年度に比べて評価の上昇した企業が多いのであろう。そして、情報・通信業、卸売業、小売業、サービス業などの構成比が低い。変化幅がマイナスのポートフォリオは、建設業、電気機器、輸送用機器、電気・ガス業などの構成比が高い。また、卸売業は時価総額ベースの構成比のみが高い。構成比が低いのは、情報・通信業、小売業、不動産業、サービス業などで、銀行業も時価総額ベースでは構成比が低い（最終ページの参考図表を参照）。このように、市場全体と比べると、それぞれのポートフォリオで業種構成に偏りがあり、これがポートフォリオのリターンに影響している可能性がある。

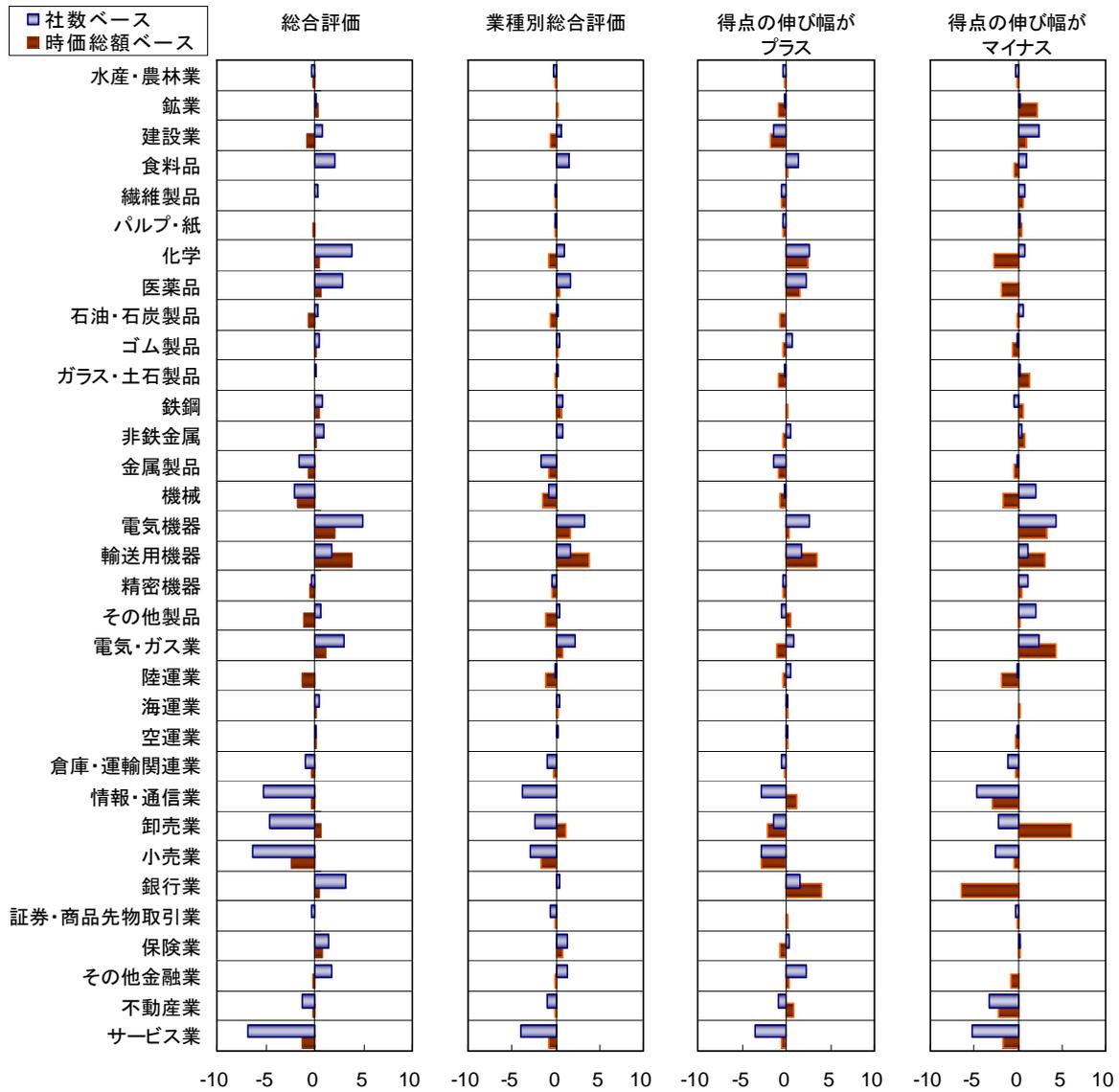
5. おわりに

2009 年度と 2010 年度のそれぞれの評価の得点で作成したポートフォリオの年間リターンは、等金額投資では市場全体のリターンを上回った。得点が付与されている企業は、ESG 要因に関する調査への回答を行った企業である。したがって、情報開示に積極的であり、ESG 要因の観点で優れていると評価された企業には、平均的なリターンが高い企業がある可能性を示唆しよう。ただし、時価総額加重ポートフォリオのリターンの結果は、単純に ESG 要因に関する評価の得点だけでポートフォリオを組成するのではなく、財務データなど他の情報と組み合わせることが必要であることを示唆すると考えられる。

2010 年度と 2009 年度の得点の差を使って、得点の変化幅がプラスの企業でポートフォリオを作成すると、そのリターンは等金額ポートフォリオ、時価総額加重ポートフォリオともに市場全体のリターンを上回った。ESG 要因に関する評価の経時的な変化という情報が、投資に用いるファクターとして有効である可能性を示唆するのではないかとと思われる。

もちろん、本稿での分析は 2009 年度と 2010 年度の評価データしか対象としていない。また、市場全体と組成したポートフォリオの業種別構成比の違いがリターンに影響している可能性があることなどに注意が必要である。加えて、本稿では ESG に関する評価とリターンの関係をみたが、実際に評価結果がリターンに影響していることを示したのではなく、ESG 評価の得点が株価動向に影響する他の要因の代替指標となっている可能性もある。しかし、ここで得られた結果は、投資を行う際に ESG 要因を考慮することが、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。

参考図表 各ポートフォリオの市場全体との業種別構成比の差 (%)



(出所) インテグレックスなどより大和総研作成