

ESG 投資とパフォーマンス

～ESG 投資の拡大に向けて～

経済環境調査部

主任研究員 伊藤正晴

これまで、投資先の企業を評価する際には財務情報の分析が中心となっていました。ESG 投資は、投資先の企業を評価する際に財務情報だけでなく、財務情報には表れない企業の環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）の 3 つの分野に関する ESG 情報も考慮する投資です。

「ESG 投資を考える」シリーズ第 7 回では、ESG 投資とパフォーマンスについて、日本企業を対象とした分析結果を紹介し、ESG 投資の今後の課題などについて考えます。

ESG 情報の利用とパフォーマンス

ESG 投資は、投資対象となる企業を評価する際に、企業価値に影響を与える可能性のある ESG 情報も利用することで、投資パフォーマンスを向上させようとする投資であるとされています。したがって、ESG 投資では、企業評価に用いる ESG 情報が企業価値や企業への投資から得られるリターンと関連しているかを明らかにしておく必要があります。[第 5 回](#)で紹介しましたように、2007 年 10 月に UNEP Finance Initiative が公表した “Demystifying Responsible Investment Performance” では、ESG 要因と投資パフォーマンスに関する 20 本の論文を調査した結果、ESG 要因が投資パフォーマンスに影響を及ぼしているとしています。

このように、海外では ESG 要因と投資パフォーマンスに関する検証の蓄積が進んでいますが、日本における分析については、それほど多くはないようです。そこで、日本企業を対象とした分析の 1 つの例として、女性管理職の状況と企業のパフォーマンスの関係を分析した結果を紹介します。

女性管理職と財務的パフォーマンス

産官学のあらゆる分野における女性の登用が日本の政策的課題となっており、特に指導的地位に占める女性の登用については、2003 年に男女共同参画推進本部が「2020 年に指導的地位に占める女性の割合 30%」を達成するという目標を定めています。その背景には、多様な人材を登用することが組織の活性化に寄与し、イノベーションを促進することなどで、企業の成長に

つながるという考え方があります。

そこで、女性管理職の登用状況と財務的パフォーマンスとの間にどのような関係があるかを見るために、女性管理職の有無で企業をグループ分けし、収益性の代表的な指標である ROA（総資産利益率）と ROE（自己資本利益率）を算出しました（図表 1）。分析で用いている女性管理職に関するデータは、2013 年度の状況を示しているため、その前後の年を含めて 2012 年度、2013 年度、2014 年度のそれぞれの年度における ROA と ROE を算出しています。また、各グループの ROA と ROE は、グループに属する企業の単純平均値で、比較のために上場企業全体を対象とした ROA と ROE の単純平均値も算出しています。

女性管理職が存在する企業（「女性管理職あり」）と存在しない企業（「女性管理職なし」）の ROA は、女性管理職が存在する企業は 2012 年度が 2.5%、2013 年度が 3.4%、2014 年度が 3.3% となりました。上場企業全体の ROA はそれぞれ 2.1%、2.9%、2.9% となっており、いずれの年度においても女性管理職が存在する企業の平均的な ROA の水準は上場企業全体の水準を上回っています。一方、女性管理職が存在しない企業の ROA は 2012 年度が 1.5%、2013 年度が 1.9%、2014 年度が 2.3% となっており、すべての年度において、女性管理職が存在する企業や上場企業全体よりも ROA の水準が低いという結果を得ました。

次に、各グループの ROE を算出したところ、女性管理職が存在する企業は 2012 年度が 5.3%、2013 年度が 7.7%、2014 年度が 6.8% でした。上場企業全体では、それぞれ 4.3%、6.1%、5.6% であり、ROA と同様にいずれの年度でも女性管理職が存在する企業の方が ROE の水準が高いという結果になっています。一方、女性管理職が存在しない企業の ROE は、2012 年度が 1.4%、2013 年度が 5.0%、2014 年度が 5.8% となっており、いずれの年度でも女性管理職が存在する企業よりも ROE の平均的な水準が低いという結果を得ました。また、女性管理職が存在しない企業の ROE は、2012 年度と 2013 年度については、上場企業全体よりも低く、2014 年度は上場企業全体よりも少し高い水準となっています。

図表 1 女性管理職の登用と ROA、ROE

	社数 (社)	ROA(%)			ROE(%)		
		2012年度	2013年度	2014年度	2012年度	2013年度	2014年度
上場企業全体	3,149	2.1	2.9	2.9	4.3	6.1	5.6
女性管理職あり	758	2.5	3.4	3.3	5.3	7.7	6.8
女性管理職なし	145	1.5	1.9	2.3	1.4	5.0	5.8

(注)「女性管理職あり」、「女性管理職なし」は、女性管理職に関するデータを取得できた企業のみが対象
(出所) 東洋経済新報社「CSR データベース」等より大和総研作成

このように、女性管理職が存在している企業は、分析対象年度のすべてで ROA と ROE の水準が上場企業全体よりも高く、逆に女性管理職が存在していない企業の ROA と ROE は上場企業全体よりも低い傾向があるとの結果が得られました。もちろん、女性管理職と ROA や ROE との間

の因果関係を示すことは困難であることや、各グループで業種構成の違いが影響している可能性などに注意は必要ですが、女性管理職の有無が何らかの要因の代理変数として ROA や ROE と関係していることを示唆する可能性があるのではないのでしょうか。

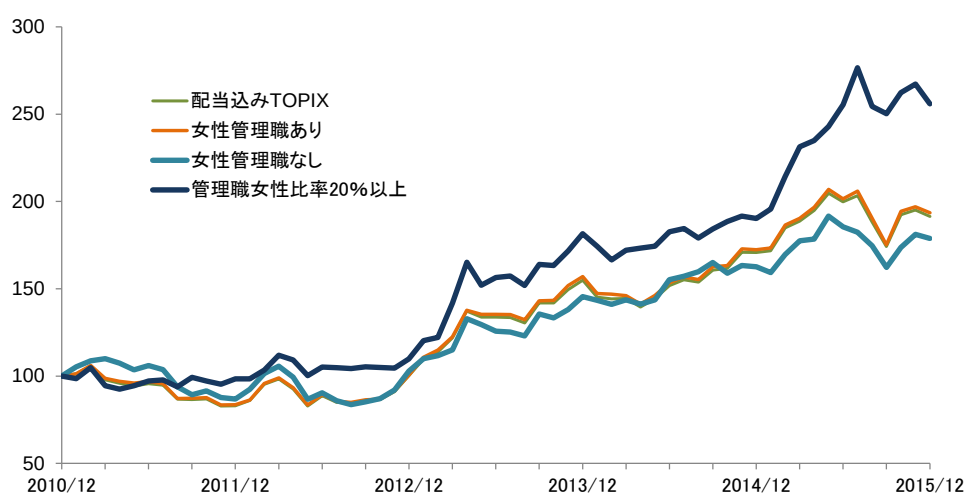
女性管理職と株式リターン

女性管理職と株式リターンにどのような関係があるかを見るために、2013 年度の管理職女性比率のデータを用いてポートフォリオを作成し、その株式リターンを観察しました。一般に、ESG 情報を利用した運用は中・長期的な運用において好パフォーマンスを示すといわれています。そこで、2011 年初から 2015 年までの 5 年間について、前月末の時点の時価総額加重による月次リバランスで作成したポートフォリオのリターン指数の動向を検討します（図表 2）。

まず、女性管理職が存在する企業で構成したポートフォリオのリターン指数は、市場全体の動向を表す配当込み TOPIX とほぼ同様の推移を示しています。女性管理職が存在するという情報だけでは、良好なリターンを得ることはできないことを示唆しているようです。一方、女性管理職が存在しない企業で構成したポートフォリオのリターン指数も、配当込み TOPIX とほぼ同様の推移を示していますが、その水準は配当込み TOPIX を下回っている傾向が見られます。5 年間の年率リターンは、配当込み TOPIX が 13.9%であったのに対し、女性管理職が存在しない企業は 12.3%で、リターンに少し差が生じています。

次に、管理職女性比率が 20%以上の企業でポートフォリオを構成すると、そのリターン指数は 2012 年以降に配当込み TOPIX よりも高い水準を推移しています。このポートフォリオの年率リターンは 20.7%で、配当込み TOPIX の 13.9%を大きく上回りました。

図表 2 各ポートフォリオのリターン指数の推移（2010 年 12 月末=100）



（出所）東洋経済新報社「CSR データベース」、東京証券取引所等より大和総研作成

このように、女性管理職の状況とリターンとの分析では、女性管理職が存在しない企業のリターンは市場全体のリターンを下回りました。一方、管理職女性比率が 20%以上と高く、女性の登用を積極的に進めている企業のリターンは市場全体のリターンを上回っています。このポートフォリオは 35 社で構成されていることから、業種の偏りなどがリターンに影響している可能性があります。また、この分析は管理職女性比率とリターンとの因果関係を示すものではありません。しかし、このリターン分析の結果は女性の登用の状況を示す指標の 1 つである管理職女性比率が、企業の成長性などに関連する何らかの要因の代理変数として機能している可能性を示唆するのではないのでしょうか。また、女性管理職と財務的パフォーマンスの分析で示したように、女性の積極的な登用が企業の ROA や ROE を高め、これが株式リターンにも影響している可能性もあるでしょう。

ESG 投資に関する今後の課題

[第 2 回](#)などで述べましたように、2015 年 9 月に日本最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国連の責任投資原則（PRI）に署名しました。そして、[第 6 回](#)で紹介したように、同月発表した「ESG の取組みに係る基本方針」において、「投資先企業における ESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは、この『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものとする」と述べています。ESG 要因を考慮することが投資パフォーマンスの向上に寄与することが期待されているのです。

GPIF の PRI への署名などから、国内の機関投資家の間でも ESG 投資が注目されていますが、機関投資家による ESG 投資では、ESG 要因を考慮することが投資リターンの向上に寄与するかを検証する必要があるでしょう。本稿で紹介した分析では、女性管理職という単一の情報のみを用いて財務パフォーマンスや株式リターンとの関係を見ました。実際の ESG 投資では、1 つの ESG 要因のみで企業を評価するのではなく、財務情報や環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）のさまざまな情報を用いて企業価値や企業の成長性などを評価し、ポートフォリオを構成します。しかし、そのためにはまず、ESG 要因のそれぞれについて企業価値やリターンとどのような関係にあるのかを詳細に検討し、ESG 要因を用いた企業評価の手法を確立することが必要と考えられます。そして、財務情報による企業評価と ESG 要因による企業評価をどのように統合することが投資パフォーマンスの向上に寄与するかを検証していくことが必要でしょう。

ESG 投資の拡大は、ESG 投資に向けたデータベースを拡充し、日本における ESG 投資のパフォーマンスについての実証研究を積み重ねることがカギとなるのではないのでしょうか。そして、実証研究を蓄積することで、ESG 投資の運用手法や投資パフォーマンスなどについての合理的な説明を可能とすることが ESG 投資の拡大につながると考えられます。

以上