



# リサーチ・クリップ

2010/7/29 No.24

リサーチ・クリップでは、最近関心の高まっている環境問題や、企業の従業員・地域社会といった様々な社会との関わりなどに関する記事や情報を紹介します。

ESG

日本証券アナリスト協会 ESG要因を明示的に取り入れた企業価値分析手法に関する研究会の報告書を公表（6月16日）

日本証券アナリスト協会は ESG 要因を明示的に取り入れた企業価値分析手法の調査・研究を目的として、2009年4月に「企業価値分析における ESG 要因研究会」を設置し、2010年6月にその研究成果を取りまとめた報告書を公表した。

同報告書は、序章「はじめに」、第1章「わが国アナリストの ESG 要因に関する意識調査」、第2章「ESG 要因と企業業績との関連性分析」、第3章「分析の課題」から構成される。以下ではその概要を紹介する。

序章では、ESG 要因が投資パフォーマンスに影響を与えることを明言している国連責任投資原則（PRI）に世界の多くの機関投資家が署名し、これを支持していることが述べられている。ESG 要因が、投資パフォーマンスに影響を与えると仮定すれば、顧客の利益を優先する義務を負っている機関投資家は、投資において ESG 要因を考慮する必要がある。したがって、現在、ESG 要因が投資パフォーマンスにもたらす影響の因果関係を分析することが求められている。そのため、企業の ESG 要因から見たパフォーマンスである ESG スコアや CSR ランキング等と、企業の財務指標や株価から見たパフォーマンスとの関係や、ESG スコアや CSR ランキング等そのものの算出方法について検討する必要があるとしている。

第1章では、国内のファンドマネージャーやアナリストなどの投資関係者における ESG 要因の認知度・意識を把握・整理することを目的として、日本証券アナリスト協会の検定会員を対象に行った、ESG 要因に関するアンケートの結果を分析している。このアンケートから、80%超の回答者が企業価値の分析における ESG 要因の重要性を認識しているという結果が得られている。また、ESG 要因がより多く企業価値評価に用いられるために必要なこととして、約70%の回答者が「企業価値との関連性が明確になること」を挙げている。

第2章では、ESG スコアの一種である、日本総合研究所（JRI）が算出する「日本総研 ESG スコア（以下 JRI スコア）」<sup>(注)</sup>を用いて、ESG 要因から見たパフォーマンスと企業の財務指標や株価から見たパフォーマンスとの関係性について統計的な分析を行っている。その結果、JRI スコアが高い企業は、財務指標の面で劣っていることが示された。一方で、企業の財務指標や株価の年次変化率という視点で見れば、JRI スコアが高い企業において、一部のケースで財務指標や株価の上昇傾向も見られた。JRI スコアが高いほど、企業の利益率が上昇し、それが投資家にポジティブに受け止められ、株式リターンが高まったと推察される。

加えて、JRI スコアの短期的な株価への影響を分析するために、JRI スコアのうちの環境スコアと、鳩山元首相の「国内温室効果ガス排出量 25%削減発言」（以下 25%削減発言）後の株価変化（日次ベース）を用いた分析を行った。環境スコアが高い企業の株価は、25%削減発言後に TOPIX と比較して下落しており、環境スコアの高い企業ほど、25%削減発言が株価にネガティブな影響を与えていることが推察されている。即ち、投資家の間で「環境スコアが高い（環境問題に対して積極的に行動している）企業は、より一層のコストがかかるのではないか」という認識が持たれている可能性が示唆された。

続けて、温室効果ガスが企業の固有資産（工場や設備、ビルなど）から排出されるものであると仮定し、固定資産当たり温室効果ガス排出量と環境スコアの関係性を分析した。その結果、環境スコアの高い企業は、固定資産当たり温室効果ガスの排出量は少ない傾向にあることが示唆された。

第3章では、第2章で行った分析に関する考察や、投資家が、ESG スコアや CSR ランキング等の情報を用いる際の課題、改善方法について説明されている。その他にも、企業の ESG 要因から見たパフォーマンスと財務指標や株価から見たパフォーマンスの関連性に関する一般的な分析の方法、ESG 要因を用いた株式ポートフォリオの構築プロセスについて、図表を交えて解説されている。また、ESG 要因を企業価値分析手法に取り入れることを推進する欧米アナリスト協会の動きについても触れている。

なお、本報告書の詳細については下記 URL にて参照できる。

[https://www.saa.or.jp/account/account/pdf/report\\_esg\\_201006.pdf](https://www.saa.or.jp/account/account/pdf/report_esg_201006.pdf)

（社会システム研究所 CSR 調査室 曾我 昂平）

<sup>(注)</sup>総合、環境、社会、ガバナンス、社会・ガバナンススコアなどの各スコアが存在する。本文中では、JRI スコア全体を指す言葉として「JRI スコア」を用いている。各スコア単独を指す場合には、「環境スコア」など、各スコアそれぞれの名称を用いている。