

報告書

企業価値分析における ESG 要因

平成 22 年 6 月

 (社)日本証券アナリスト協会

企業価値分析における ESG 要因研究会

目 次

序章 はじめに	2
1. イントロダクション	2
2. ESG 要因と投資パフォーマンス	7
3. 本報告書の構成	12
第 1 章 わが国アナリストの ESG 要因に関する意識調査	13
1. 調査の背景・調査概要	13
2. 調査結果サマリー	13
3. 8 つの KEY FINDING	14
第 2 章 ESG 要因と企業業績との関連性分析	28
1. 序文	28
2. CSP と CFP に関する分析	29
3. 温室効果ガス排出に関するイベント・スタディ	35
4. 分析に対するまとめ	37
第 3 章 分析の課題	38
1. 企業の ESG への対応課題	38
2. CSP 情報を用いる場合の課題、改善方法	40
3. 投資プロセスへの ESG 要因の組み込み	42
4. CSP と CFP の関連性に関するさらなる分析	43
5. 証券アナリスト向け ESG 情報の提供	44
参考資料 1：企業価値分析における ESG 要因の認識度アンケート 調査票	49
参考資料 2：ESG 要因の認識度アンケート 集計結果	55
報告書の作成者	67

序章 はじめに

1. イントロダクション

1-1 グローバルな課題（環境・社会）

グローバル化の進展により、経済活動は国境や地域の制約を越えて一体化が進んでいるが、同時に様々な課題も世界規模で認識されるようになった。地球温暖化、人口増加、資源の枯渇や淡水の不足などが指摘されているが、経済活動の土台となる地球そのものが相対的に小さくなり、その有限性が意識されるようになってきた。

こういった環境問題を始めとした地球全体の課題を考える時、先進国では現代社会の暮らし向きがサステナブルなのか訝る人々が増えている一方、発展途上国の人々（そして圧倒的多数であるが）は豊かな暮らしへのチケットを待ち続けている。世界で見た平均的な生活水準には、まだ向上の余地がある。生活水準の向上のためには、世界経済はまだ持続的な成長が必要であり、この点に関して国際社会のコンセンサスはあると見て良いであろう。

一方、大気や海水の温度、きれいな空気や水といったものは国境で仕切る訳にはいかないので、グローバルで共有される公共財である。公共財は基本的に対価を支払わなくても享受できるので、どこかの国の努力で温暖化が緩和されれば世界全体のメリットになるが、逆に隣国の大気汚染からも逃れられない。経済学の教科書によれば、市場原理だけに任せておけば公共財は全く供給されなくなってしまう。政府による介入が必要とされるが、政府主体が多数ある国際政治においては、割当てや税金を世界標準で導入することは容易ではない。（コラム 1～3 ご参照。）

1-2 コーポレートガバナンスの問題

一方、サブプライム問題に端を発した金融危機と世界同時不況は、金融のグローバル化すなわち世界が一つの市場として繋がっているということと、金融市場が実物経済にとって決定的に影響を及ぼすことを見せつけた。また、サブプライムローンの証券化に潜むモラルハザードに、銀行や証券会社のコーポレートガバナンスの問題を見た人も多かった。かつてはエンロンやワールドコムが、そして金融危機ではリーマンブラザーズなどが、企業経営において根本的にエージェンシー問題が解決しないことを教えている。しかし、企業はますますグローバル化しているため、今や一国の規制や監督では企業の行動を制御することは難しい。企業の暴走を防ぎ、しっかり社会のため人のために機能するように向けた仕組みがコーポレートガバナンスである。

そもそも企業は誰のためのものか？最近では企業の所有者である株主の利益だけでなく、従業員や仕入れ業者、地域など企業に関する全てのステークホルダーの利益を最大化すべきという考え方があり、このマルチステークホルダーから見た有効なコーポレートガバナンスの模索は続いている。そういった議論の中では、経営陣や一部投資家の短期的な利益志

向が、他のステークホルダーにとって望ましい長期的な企業の利益やサステナビリティを損なっているという指摘もある。

1-3 機関投資家への期待

世界の金融資産は先進国の経済発展と共に増大して 167 兆ドルに達し¹、巨大な資本市場を形成しているが、このような金融資産残高は世界経済が初めて体験する領域にある。この金融資産は、主として年金基金などの形で先進国の中間層の個人資産形成が進んだことによる。個人の金融資産は年金基金や投資信託の形で機関投資家となり、世界中の債券や株式を所有している。つまり、先進国のサラリーマンや公務員が、年金基金などを通じて企業の所有者となっているのである。個人は企業の従業員として労働を提供する一方で、同時に年金の受益者として企業の資本の所有者にもなっているのである。年金基金などの機関投資家は、その市民株主に対して受託者責任を負う投資家として、資本市場の資金の出し手となる。金融危機は奇しくも資本市場の実物経済への影響の大きさを明らかにしたが、この年金基金などの機関投資家の投資行動が世界の社会資本形成や資源配分にとって決定的に重要なのは間違いなく、最終的には将来の世界経済の経路に影響するであろう。また、企業の所有者として、コーポレートガバナンスにおける役割も大きいであろう。

2005 年に当時のアナン国連事務総長は、国連責任投資原則 (PRI) の策定のために集まった世界の主要な投資家を前に、「今、世界はあなた方の手の中にあることに気付いていらっしゃいますか」と問いかけたという。後に 2006 年に公表された PRI は、2010 年 4 月 16 日現在、年金基金など 203 の最終投資家と 387 の運用機関が署名しており、アナン氏の思いは世界の機関投資家の共感を得ている。

コラム 1 気候変動

地球温暖化は、最大の ESG 問題である。温暖化問題が国際的に正式に認知されたのは、1992 年にリオ・デジャネイロで開催された地球サミットで、気候変動に関する国際連合枠組条約が採択されたことによる。1997 年には、法的拘束力のある数値目標を定めた京都議定書が採択された。現在の課題は、2012 年で期限が切れる京都議定書の後続を決めることである。

毎年開催される締約国会議 (COP) の議論の前提となる科学的知見を出すのが、気候変動に関する政府間パネル (IPCC) である。IPCC によれば、現在、地球は温暖化しており、このまま何も対処しないで行くと、2100 年には最悪のケースでは 6°C 以上も気温や海水の温度が上昇し、かなり大変なことになりそうだという。そこで、温暖化防止、つまり温暖化ガスの排出を削減することにより、気温の上昇を 2°C 位に抑えるという目標が出てきた。そのためには、2020 年に世界での温暖化ガスの排出量の増加傾向をピークアウトさせ、2050 年には 1990 年比で 50%削減の実現が必要だという。温暖化ガス

¹ Mckinsey&Company (2008). Mapping Global Capital Markets. <http://www.mckinsey.com/>

の削減には、クリーンエネルギーの開発やエネルギー効率の向上など新技術が期待されているが、それには集中的な投資をそういった技術開発へ振り向けなければならない。

もちろん、一方で温暖化という現象に対する懐疑的な見方も残っているが、こればかりは実験する訳にもいかないし、ひどく温暖化してしまったら、人類としてはやはり困ることになりそうである。さらに、温暖化問題は国際条約となっており、政治的な課題でもある。しかし、コペンハーゲンで開かれた第15回締約国会議(COP15)では、条約とはほど遠い緩やかな政治合意がなんとか確認できただけであった。多国間協議の力学は数年前とは様変わりしている。もはや、先進国主導で物事がスムーズに決まるということはないであろう。発展途上国からすれば、温暖化の原因は先進国にあるし、ようやく見えてきた経済成長を遂げて貧困から脱出しようという矢先に、CO₂排出抑制の数値目標が足枷になるのは困るであろう。

こういう状況は、投資家にとって悩ましい。世界がどれ位のスピードでどの程度まで脱炭素社会に向かうのか、どういった政策が取られるのか、その時、GDP成長率の軌跡はどうなるのか、グラウンドルールが決まらなると、リスクにしる、投資機会にしる、動きようがないからである。コペンハーゲンでは途上国への温暖化対策への金融支援の方向性が出たことが数少ない成果であったが、途上国の温暖化対策は毎年1,000億ユーロに達するとの見方もある。この資金フローも市場の需給を左右するので投資家にとっては見過ごせないが、具体性が見えない現段階で投資に反映させていくのは難しい。

1-4 機関投資家の ESG に対する期待

人類が抱える環境や社会の課題やコーポレートガバナンスの問題について、投資業界全体としての役割の重さについては異論のないところであるが、各論として各々の投資家がどのように行動すれば良いのかを考える必要がある。総論に賛同していたとしても、一投資家としてどのように投資行動に関係付ければ良いのであろうか。また、その合理性は何なのであろうか。

2006年に公表された国連責任投資原則(PRI)は、この点を意識している。PRIの前文には、「機関投資家として我々は長期的な受益者の利益を護らなければならない。受託者責任を負う投資家として、環境、社会そしてコーポレートガバナンス(ESG)問題が、投資ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすと信ずる。(その程度は各銘柄、セクター、地域、資産クラスそして時間軸によって異なるが。)そして、この責任投資原則は広く社会の目的に沿い、我々の受託者責任も全うされる。」と書かれている。

前文はESG問題がパフォーマンスに影響があるとして、この問題が投資の問題であり、周辺的なものではないとしている。逆に、もっぱら受益者の利益を優先する機関投資家が扱う問題は、受益者からの要請でない限り投資パフォーマンスに関連していなければならないであろう。このように、PRIはESG問題を投資パフォーマンスの問題として捉えているため、ESG問題は個々の機関投資家が取り組むべき課題になるのである。

コラム2 グローバル市民社会

インターネットの発展によって、グローバル市民社会が出現しようとしている。フランスの政治学者であるトクヴィルは 19 世紀にアメリカを旅し、アメリカ人が様々な社会の課題を政府に頼らず自主的な組織を作り、そこで解決していることに驚いたというが、21 世紀は地球規模で様々な分野で NGO（非政府）かつ自主的なグループが結成され、影響力を発揮する時代になりそうである。NGO というと過激なシーシェパードもそうだが、世界の著名な経営者や政治家が年に一度ダボスに集まる世界経済フォーラムもスイスのビジネスマンが始めた NGO である。集まるのは自然人だけでない。企業や金融機関も集まる。国連グローバル・コンパクト²や赤道原則はグローバル企業の自主原則を定めているし、国連環境計画金融イニシアティブは各国の大手金融機関のグループで「環境と金融」を考えている機関投資家も集まっている。本文で紹介した PRI を初めとして、たくさんの機関投資家のグループが立ち上がっている。

こういった国際自主グループ量産の背景には、メディアの発達によって国際的な問題がリアルタイムで共有されること、インターネットの発展によって遠隔地のコミュニケーションが簡単になったことがある。また、交通の発達によって物理的に人、モノ、金がグローバルに動く時代では、国境が曖昧になりつつあることもあるであろう。今までは国際的な課題について国民は知らなくても、政府のしかるべき部署が情報を持っており国の代表として対処していたが、今や情報も手段も持つ市井の人々が国連機関に混じって続々と、震災のあったハイチへ駆けつけたり援助物資を送ったりしている。

また、グローバル展開する企業などはあちこちの国に所属しているので、一つの国の規制で縛れなくなってきた。逆にグローバル企業の行動で、多くの国の課題が同時に改善するかもしれない。注意すべき点は、国境の限界を超える可能性がある一方で、各国政府だけが参加者だった時代に比べて、様々な階層の当事者が居る時代では、何事についても合意が難しくなってきたということである。企業においても様々なステークホルダーを意識するべきとされるが、グローバルなステークホルダーの中には、こういった NGO の存在も無視できなくなってきた。

1-5 我々の問題意識

このように PRI によって、ESG 問題のパフォーマンスへの影響が指摘され、また PRI への署名機関数を見れば、多くの投資家や運用機関にとってそれは異論のないことが解る。次は ESG 問題をどうやって実際に考慮するのかという段階へ進まなければならないであ

² グローバル・コンパクトは、1999年1月31日に開かれた世界経済フォーラムの席上、コフィー・アナン国連事務総長が提唱した。企業のリーダーに国際的なイニシアティブである GC への参加を促し、国連機関、労働、市民社会と共に人権、労働、環境の分野における 10 原則を支持するというものである。GC 参加企業は毎年、GC10 原則実施についてのプロGRESS（進捗状況）を報告することが期待されており、年次財務報告書、サステナビリティ報告書、その他の重要な公開報告書やウェブサイト、コミュニケーション経路などを通じて行われる。2009 年 10 月 8 日時点で、134 カ国から 7,765 社、日本からは 95 社が参加している。詳細は、グローバル・コンパクト・ジャパン・ネットワークの HP を参照されたい。<http://www.unic.or.jp/globalcomp/index.htm>

ろう。PRIは第1原則と第2原則に、ESG問題を考慮する方法論を提示している。

PRI 第1原則

我々は投資分析や投資の意思決定プロセスに ESG 問題を組み入れます

PRI 第2原則

我々は積極的な株主となり、ESG問題を株主の行動方針や実践に組み込みます

それでは、投資プロセスへの ESG 問題の組み入れは、実際にはどうすればよいのであろうか。この第1原則が述べるどころの投資のプロセスへの ESG 問題の組み入れをどう実現していくか、ここからは、やはり投資プロフェッショナルであるファンドマネジャーやアナリストの実践なくしては不可能である。第2原則の株主行動にしても、投資家が株主として企業に何を求めていくべきかを知るには、ESG問題がどう企業価値に影響を及ぼすのか、その分析が欠かせない。投資の最前線において ESG 問題を踏まえた投資行動とは何か、最終的に長期的なパフォーマンスの向上を実現するベストプラクティスは何かを追求する必要がある。

以上の問題意識を背景に、本レポートは投資プロセスにおいて ESG 問題へ実際に取り組む最前線のファンドマネジャーやアナリストに有用な情報を提供することを目的としている。

コラム3 地球は既に混雑？

2010年現在、推定地球人口は約67億人で、2050年には92億人に達すると予想されている。BRICs諸国などエマージング国の成長により、新たなミドルクラスが大量に誕生し、先進国に暮らす人々と同じような食生活を送るようになると考えられている。一時期、農産物の価格上昇はこういった将来の食物の需給逼迫を織り込んでいるのではと噂されたこともある。これはちょっと乱暴だとしても、やはり漠然とした疑問が浮かんでくる。先進国並みの暮らしができる地球の定員はどれ位なのであろうか？

同様に、ピークオイルは世界の原油生産量がピークをつけて以降、産出量が減少していくことを指す。産業革命以来、一時の石油危機を除いて原油産出量はずっと右肩上がりで世界の経済成長を支えてきたが、その限界点が近々来るという予想である。例えば石炭、石油、天然ガスと、世界は基本的に化石燃料経済として発展してきた。化石燃料以外の代替エネルギーを見つけなければ、世界の持続的な経済成長はピークオイルと共に維持できなくなるかもしれない。

だが、実際にコンビニの豊富な品揃えを見れば、もはやこれ以上成長する必要はないような気もしてくる。しかし（インターネットなどで）日本の外に目を向ければ、まだまだ経済成長は必要である。混迷するアフリカについて取材した本の前書きに、「日曜日に家のリビングでこの本を開いている人は北米かヨーロッパかもしくは日本に住んでいる人だろう」とあった。その他の地域の人々は今日明日を生き抜くことに精一杯で、

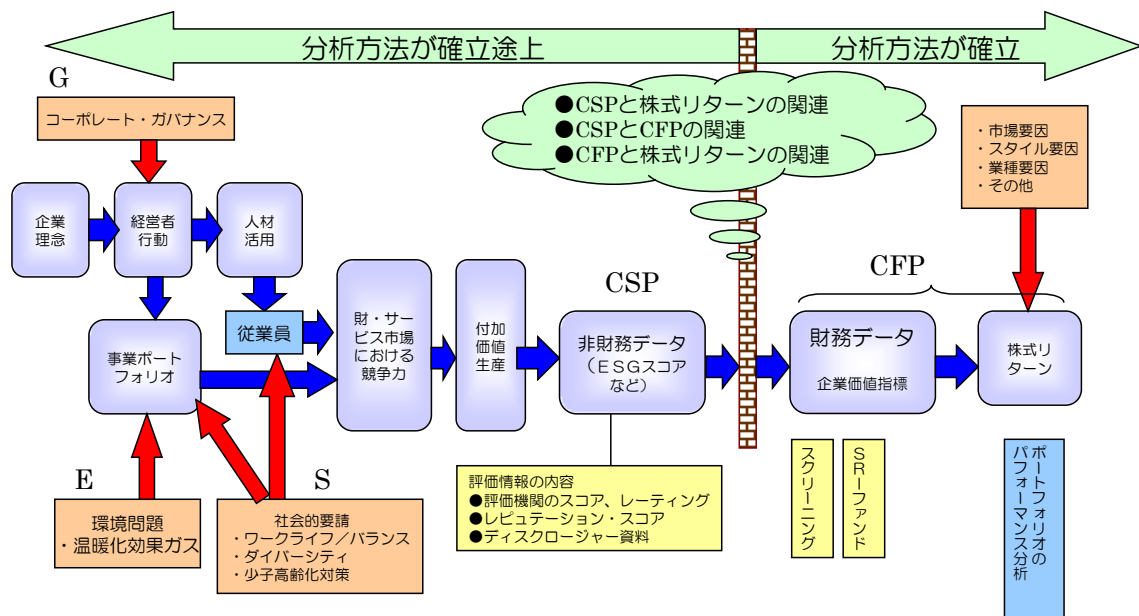
アフリカの困難についてじっくり考える余裕などないというのである。実際に世界人口の半分近くが、1日2ドル以下で暮らしているという。一部の余裕のある人々以外は、明日の生活水準の向上を願っており、そのためには世界経済は成長していく必要がある。貧困や極端な格差は経済的には非効率を生むので、人口増加を上回るペースで成長していくためには分配の問題も考えていく必要がある。もはや各国単位で最大産出を考えるのではなく、世界経済を一つの経済単位と見て、効率的な生産により地球の定員を増やすことが必要である。この人類の目標を理解しない企業は、適者生存の法則からいって最終的にはアウトパフォームしないであろう。

2. ESG 要因と投資パフォーマンス

2-1 企業の付加価値生産の過程と ESG の関係

図表1は、企業の付加価値生産の過程と ESG 要因の関連、そして企業パフォーマンスへの影響過程を示している。企業の付加価値生産は、図の左端の企業理念の下、経営者行動が規律付けられ、ひとつは人材活用に、もうひとつは事業ポートフォリオの選択に反映され、財・サービス市場における競争力によって実現すると考えられる。

図表1 企業の付加価値生産の過程と ESG 要因の関係、企業パフォーマンスへの影響



(出所) 各種資料より日興フィナンシャル・インテリジェンス作成

ここで、まず、経営理念が明確になっていることが重要で、「G」のコーポレートガバナンスは、経営者行動を監視するとともに、経営理念が従業員に共有されていることをチェックする。また、「E」の環境問題は、温暖化効果ガス排出量の削減が世界的な重要課題に

なりつつある現在、企業の事業ポートフォリオの選択に影響を及ぼす。環境問題は事業ポートフォリオにおけるリスク管理だけではなく、財・サービス市場における競争力を高めるための収益機会と捉えることができよう。そして、「S」の社会は、従業員に対してはモチベーションを高めるためのワークライフ／バランスや、ダイバーシティといった制度の導入に、事業ポートフォリオに対しては地域社会や広く少子高齢化対策の観点から影響を及ぼすと考えられる。

付加価値生産の結果は財務指標データに現れるので、財務指標データの推移を注意深く観察すれば、その企業が過去においてどのように付加価値を生産してきたかを理解することができよう。また、過去のトレンドを引き伸ばせば、ある程度その企業の将来を予測できるかも知れない。しかし、それはあくまで、財務指標データのベースになっている過去の前提条件が将来も継続することを仮定した場合の推計である。現在のように、経済環境がグローバル化し、経済社会システムが激変するような環境下では、過去の財務指標データに捉われ過ぎるのは危険であろう。つまり、経済社会システムの変化を「ESG」で捉え、それが企業活動にどのように影響を及ぼすのかの因果関係を帰納的に分析することが求められている。

財務指標データに現れる前の企業情報としては、例えば「ブランド力・ブランド価値・ブランドランキング」や「環境力・環境価値・環境ランキング」、「CSR力・CSR価値・CSRランキング」などがあるが、いずれも企業の一断面の評価であり、企業を総合的に評価するものではない。これらの非財務指標データは、コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス（CSP）と呼ばれるが、「ESG」要因で企業を総合的に捉える試みが ESG 評価専門機関によって行われつつある。

図の右側に位置する企業の財務指標データや株式リターンは、コーポレート・フィナンシャル・パフォーマンス（CFP）と呼ばれる。この財務指標データと株式リターンの関係は多くの理論的研究、実証的な分析研究によって、分析方法が確立されてきた。すなわち、財務指標データによるファンダメンタルな企業価値は、株式市場要因やスタイル要因、モーメンタム要因、業種要因などの影響は受けるものの、基本的には株式リターンに反映される。あるいは、一時的にファンダメンタルな価値から乖離したとしても、何れ平均値に回帰するものと考えられる。

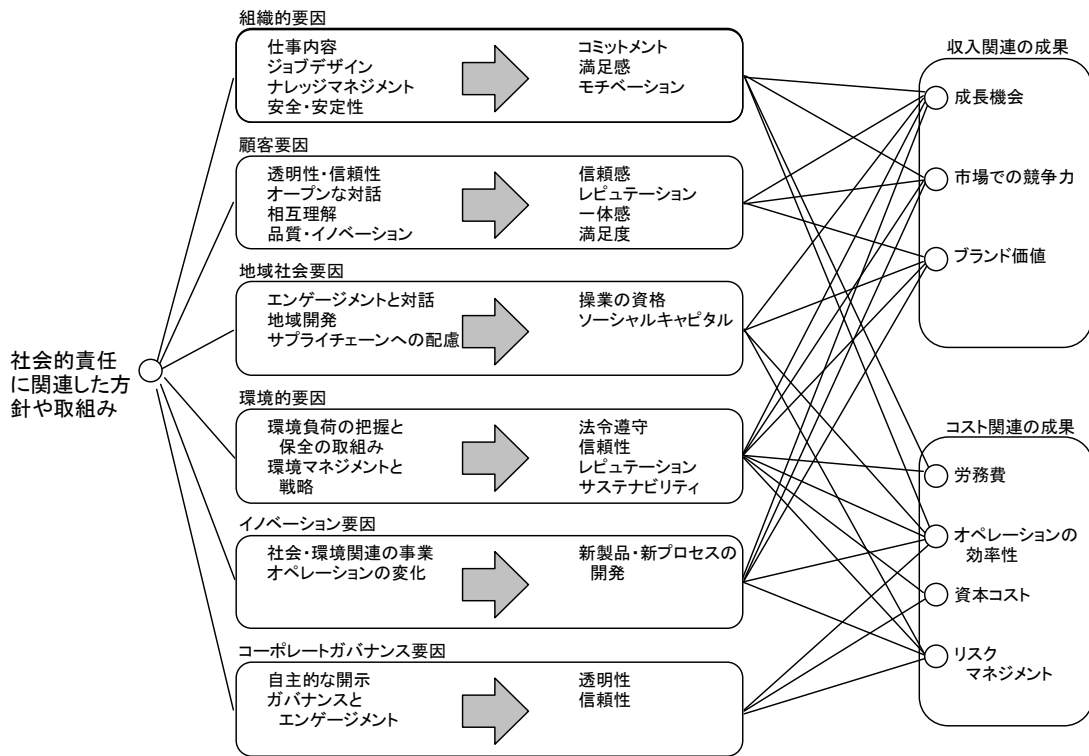
一方、CSP は先に述べたように、CSP の評価基準が専門評価機関によって作成されているものの開発途上であり、非財務データの分析方法はまだ確立されていない。しかし、先行研究によれば、CSP の高い企業はマネジメントがしっかりしているので CFP も高いという仮説や、CSP の高い企業は組織の効率性の向上やレピュテーションの向上をもたらすので、CFP が高くなるという仮説が検証されている。逆に CFP が高い企業は財務的に余裕があるので、CSP に力をいれることができるので、CSP が高くなるという仮説に基づく検証もある。

コラム 4 ESG 要因と企業価値

本報告書でも実施するように、CSP が CFP に与える影響の分析は、これまでいくつも行われてきた。しかし、その背後にあるロジック、CSP を構成する ESG 要因はなぜ企業価値の向上につながるのかということに対する考え方は、実はまだ明確になっていない。

この分野にチャレンジしようと、欧州のCSRに関する企業間ネットワークであるCSRヨーロッパ³が、過去の文献のレビューを行った上で、ESG要因が企業価値向上につながるパスを整理した。こうしたフレームワークは、CSPとCFPの分析のみならず、アナリストがESG要因をどのように企業価値評価に用いるのかを検討する上でも参考になると考えられるので、以下にその内容を紹介する。

図表 2 ESG 要因と企業価値の関連についてのフレームワーク
(Value-Creation Framework)



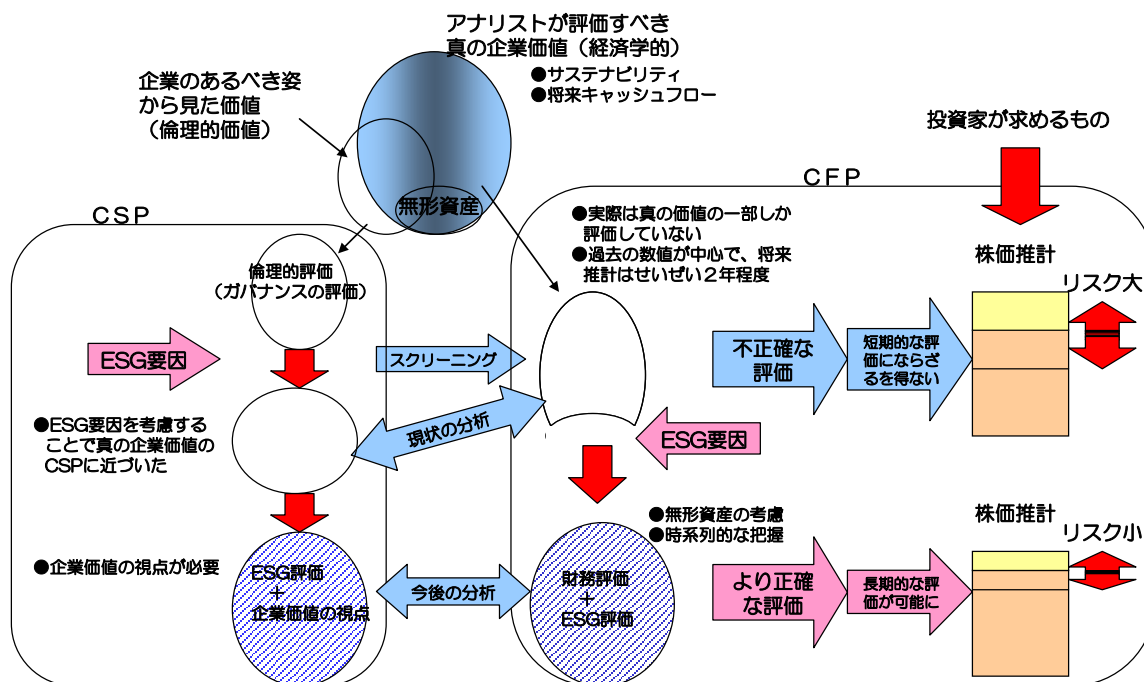
³ CSRヨーロッパはCSRを推進する企業間ネットワーク。CSRヨーロッパ傘下に、財務と非財務パフォーマンスの関連性を調査し、企業と投資家との対話を改善するためのフレームワークの作成を目的としたプロジェクトを設置。Value Creation Frameworkはその最終報告書「Sustainable Value EABIS Research Project」(2009年9月)で提唱された。

ただし、現実には、非財務データである CSP は計測が難しいばかりか、多くの企業について計測するには膨大な作業時間が必要になるため、専門的評価機関のデータに頼らざるを得ない。また、海外では FTSE4Good や Domini400 に代表されるように CSP スコアの高い銘柄を選んだ指数が作成され、SRI ファンドが隆盛しているため、CSP と財務指標データの関係は飛ばして、株式ポートフォリオのリターンを直接分析するケースが多いようだ。しかし、市場のさまざまな要因が介在する株式リターンとの関係を分析する前に、まずは、CSP と財務指標データの関係や、CSP そのものの計測方法について検討する必要があるように思われる。

2-2 企業の経済学的な価値と倫理的価値

証券アナリストは投資家から「真の企業価値」の評価を求められるが、そのためには前ページの図表 2 で示した CSP を CFP の評価に取り込む必要がある。図表 3 は、証券アナリストの観点で CSP と CFP の関係を整理したものである。ここで、企業の経済学的価値とは、当該企業のサステナビリティを考慮した上で、将来のキャッシュフローから推計される根源的価値を指している。投資家は、この経済学的価値と市場で評価されている価値（株価）を比較して割安に放置されている銘柄へ投資するか、経済学的価値の成長が期待される銘柄へ投資する。前者が「割安株投資」、後者が「成長株投資」である。いずれにしても、この経済学的価値を如何に正確に把握するかが投資において最重要課題である。

図表 3 企業の経済学的価値と倫理的価値の考え方



(出所) 各種資料より日興フィナンシャル・インテリジェンス作成

図表 3 右側の CFP の枠内に示すように、証券アナリストは企業の価値分析に際して、まず利益率や財務の健全性などの財務指標データを用いるのが一般的である。これは企業の財務指標データは企業のファンダメンタルな価値を表していると考えられるからに他ならないが、将来的な企業価値を把握するためには特許やブランドなどの無形資産の価値を如何に組み込むかも課題になっている。

投資は将来に向けて行う行為であるので、証券アナリストは過去の企業活動の成果である財務指標データと、財務指標データには反映されていない無形資産などの定性評価を基にして、当該企業の将来利益の推計から総合的に企業価値評価を行うことを本職としている。しかし、現状は財務指標データが中心で、しかも 2 期から 3 期先の推計が一般的である。また、単年度の期間収益を重視する投資家の台頭によって、むしろ数ヶ月先の予測というような短期推計に注力することが増えている。その結果、年金基金などの長期投資家がサステナブル投資を行う際のニーズに十分に対応できていないという指摘がある。

一方、**図表 3** 左側の CSP の枠内に示すように、キリスト教的な倫理的なスクリーニングから始まった SRI 投資は、ギャンブルや酒・タバコ産業、武器・兵器産業を排除し、企業を倫理的側面から評価する。そのため、本来の企業価値の一部分しか捉えていないと考えられる。従って、ポートフォリオのパフォーマンスに責任を負う機関投資家にとっては、ギャンブルや酒・タバコ産業などを排除する倫理的なスクリーニングの受け入れには抵抗感がある。

しかし、ESG 要因で企業の価値を評価するようになると、企業価値の根源的な価値評価に近づくものと考えられる。なぜなら、ESG 要因は企業のサステナブルな価値に関連しているからである。ただし、この場合も ESG 専門機関による評価は、必ずしも経済学的な企業価値を意識してこなかったと思われる。そこで、今後の企業の CSP 評価においては、経済学的な企業価値評価との関連を十分に吟味することが必要であろう。

このように、現状では ESG 要因による CSP は必ずしも十分ではなく、一方の CFP も企業の根源的価値として十分に把握できていない可能性がある。両者の関係を分析しても因果関係を明らかにすることは難しいかもしれない。その意味でも、今後は ESG 要因による CSP 評価の確立と、CSP と CFP の両者の関係分析を通じたサステナブルな企業価値評価がスタンダードになることが望まれる。

ファンドマネジャーには、CSP の情報を用いて、長期投資家のニーズに合うような投資アイデアを導き出す構想力が期待されている。それは、サステナブルな企業価値から見た長期のトレンドに対して割安に放置されている銘柄の選定になるのかもしれない。この長期的な企業の価値評価は、長期投資家の育成に欠かせない情報となる。

3. 本報告書の構成

本報告書ではまず、第 1 章で、日本証券アナリスト協会の検定会員を対象とした ESG 要因に関するアンケート結果について分析し、我が国アナリストの ESG 要因に関する現状の認識度を把握し、今後の企業価値評価のあり方を探る。第 2 章では、実際の ESG スコアと企業業績との関連性分析を通して、CSP と CFP の関連性の分析方法について検討する。そして、第 3 章では、CSP 情報を用いる場合の課題、改善方法について検討すると共に、第 1 章～第 2 章の結果を踏まえて、証券アナリストがサステナブルな企業価値を分析していくための課題と対策について議論する。

なお、本報告書では研究開発費も含む広い概念で ESG 要因を考えている。なぜなら、企業は ESG 要因を投資機会として捉えて、例えば、「環境」関連事業において研究開発費を投入して成長戦略に資する場合も考えられるからである。

第1章 わが国アナリストの ESG 要因に関する意識調査

1. 調査の背景・調査概要

PRI により ESG 要因を考慮する投資の重要性が明らかになり、ESG 要因を考慮する投資をどのように実践していくかという段階へ進むことへの必要性を序章で述べた。ESG 要因を踏まえた投資行動とは何かを検討する前に、国内のファンドマネジャーやアナリストなどの投資関係者による ESG 要因の認知度・意識を把握・整理し、企業価値評価において ESG 要因がどのように捉えられているのかを明らかにすることが重要である。

以上のような問題意識のもとで、企業価値分析における ESG 要因の認知度アンケート調査を 2009 年 10 月下旬に実施した。アンケート表および詳細な調査結果は資料編を参照されたい。

【企業価値分析における ESG 要因の認知度アンケート】

調査方法：WEB サイトを用いたオンライン調査

調査対象：日本証券アナリスト協会検定会員のうちメールアドレス登録済の検定会員

実施期間：2009 年 10 月 28 日～2009 年 11 月 9 日

有効回答者数：599 名（企業評価を業務とする人は 236 人/39.4%）⁴

2. 調査結果サマリー

全体として、ESG に関連する用語の認知度はあまり高くない。PRI や国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP-FI）の認知の低さがその背景にあると考えられる（KEY FINDING ①、以下 KF）。

ESG 関連の用語の認知は進んでいないものの、80%超の人が企業価値評価における ESG 要因の重要性を認識している。特に、企業を長期的に評価する人の方が、その傾向が強い（KF②）。

環境・社会・コーポレートガバナンス要因の中では、コーポレートガバナンスが最も重視される傾向にある（KF③）。

ESG 要因がリスクか収益かという点に関しては、環境はより長期的な収益要因、コーポレートガバナンスはより短期的なリスク要因、社会はその中間に位置すると認識されている（KF④）。さらに詳細な 12 の ESG 要因で見ると、最も重要視されているのは「顧客への対応」である。収益の観点からは、「環境配慮型製品・サービスの開発」と「気候変動への取組み」、リスクの観点からは、「海外サプライヤーの労働環境への取組み」と「安全衛

⁴ メールアドレス登録済みの検定会員 17,086 人に回答を依頼し、うち 599 名、3.5%の検定会員から回答を得た。本アンケートには、ESG に関心の高い人が回答した可能性があるため、アンケート結果にはそのバイアスが入っている可能性があることを指摘しておく。

生に関する取組み」が、重要度が高いと認識されている (KF⑤)。ESG 要因毎に関連する業種は異なるが、環境要因は主に環境負荷の高い業種、社会要因は要因によって異なるものの全業種に、コーポレートガバナンス要因は金融を中心とする全業種に関連すると認識されている (KF⑥)。

今後、ESG 要因を企業評価に用いるための課題は、「企業による情報開示が進むこと」と「企業価値との関連性を明確にすること」という意見が半数以上である (KF⑦)。企業による開示については、投資家の望むような内容を企業間比較ができる形で、さらに収益との関連性を明確にした開示が求められている (KF⑧)。

3.8 つの KEY FINDING

KEY FINDING ①:

CSR や SRI といった用語の認知度は高いものの、ESG に関連するその他の用語の認知度は 20%から 30%と低い。ESG に関連する用語の認知度は、PRI や国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP-FI) の認知度に関連していると推測される。

ESG関連の知識がどれだけ普及しているのかを明らかにするため、ESG要因に関連した用語の認知度を聞いた (設問iv)。各用語の認知度は次ページ**図表 4**の通りである。CSR やSRIといった用語は 90%前後の人に認知されているものの、COP15、CDP⁵、PRIなどのその他の用語は 20%から 30%の人にしか認知されておらず、ESGに関連した知識は一部にしか普及していないというのが現状である。

CSR・SRI以外の ESG 関連用語の認知・未認知の差を分ける要因の 1 つに、投資の意思決定プロセスに ESG 要因を考慮することを提唱している PRI や、PRI 策定の母体組織である国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP-FI) の認知が関連している可能性がある。PRI や UNEP-FI は ESG に関連した様々な報告書を発行し、数々のセミナーなどを開催しているため、これら組織の認知が ESG 関連の知識の取得にも貢献していると考えられる。

試しに、PRI、UNEP-FIの認知・未認知グループ別に、上記で認知度の低かった用語の認知・未認知の比率を算出したところ、次ページ**図表 5**の通り認知グループの方がESG関連の用語認知の比率が高くなっていた。例えば、人権、労働、環境の分野における企業が遵守すべき 10 原則を提唱している国連グローバル・コンパクトについては、PRI認知グループの約 40%が認知しているのに対して、PRI未認知グループでは 10%未満しか認知して

⁵ ロンドンに事務局がある非営利団体 (NGO) が運営するプロジェクトで、大企業に対して「気候変動によるリスクや機会にどう対応しているか」を問う質問状を送り、回答を求めている。今回の「CDP7」に署名する機関投資家の数は前回の 385 から 475、合計運用資産額は 55 兆ドルから 57 兆ドルに増加している。調査対象企業も FTSE Global Equity Index Series を構成する大手企業 500 社や各地域で選ばれた企業、電気事業セクター250 社、運輸セクター100 社など全世界で約 4,000 社に拡大している。
<https://www.cdproject.net/en-US/Pages/HomePage.aspx>

いない。また、貧困を中心とした国際社会が抱える問題解決のために、2015年までに達成すべき目標を定めたミレニアム開発目標⁶については、PRI認知グループの約25%が認知しているのに対して、PRI未認知グループでは10%未満しか認知していない。

図表4 ESG関連用語の認知度

用語	認知している人	
CSR(企業の社会的責任)	592	99%
SRI(社会的責任投資)	528	88%
COP15	201	34%
CDP(カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)	143	24%
PRI	142	24%
UNEP-FI(国連環境計画・金融イニシアチブ)	120	20%
グローバル・コンパクト	92	15%
マテリアリティ	85	14%
CSP(コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス)	75	13%
ミレニアム開発目標	65	11%
総数	599	100%

注：設問iv「以下の用語について、大体的内容を知っているものすべてにチェックしてください」という問に対する回答。

図表5 ESG関連用語の認知度 (PRI・UNEP-FI 認知/未認知グループ別)

用語	PRI 認知グループ		PRI 未認知グループ		用語	UNEP-FI 認知グループ		UNEP-FI 未認知グループ	
	人数	割合	人数	割合		人数	割合	人数	割合
COP15	85	60%	116	25%	COP15	79	66%	122	25%
CDP	63	44%	80	18%	CDP	72	60%	71	15%
UNEP-FI	90	63%	30	7%	PRI	90	75%	52	11%
グローバル・コンパクト	59	42%	33	7%	グローバル・コンパクト	61	51%	31	6%
マテリアリティ	50	35%	35	8%	マテリアリティ	48	40%	37	8%
CSP	32	23%	43	9%	CSP	38	32%	37	8%
ミレニアム開発目標	35	25%	30	7%	ミレニアム開発目標	35	29%	30	6%
総数	142	100%	457	100%	総数	120	100%	479	100%

また、ESG関連の知識が豊富であると想定されるPRIやUNEP-FI認知グループは、ESG要因と企業価値との関連性もより認識している可能性がある。ESGが企業価値評価において重要か(設問1-3)という問いに対しては、PRI認知グループの89%、未認知グループの85%が「はい」と回答しており、重要性の認識に大きな差はない。UNEP-FI認知グループ、未認知グループでも88%、85%とほぼ同様の結果となっている。しかし、その背景

⁶ 詳細は、国連開発計画(UNDP)事務局のHPを参照されたい。(http://www.undp.or.jp/aboutundp/mdg/)

にある考え方は若干異なっている。図表 6 で ESG を重視する理由を見ると、長期的な成長や隠れたリスクといった企業価値と関連する項目を挙げる割合が、PRI や UNEP-FI 認知グループの方が未認知グループよりも多くなっていることが解る。

図表 6 ESG を重要視する理由 (PRI・UNEP-FI 認知/未認知グループ別)

	PRI 認知グループ		PRI 未認知グループ			UNEP-FI 認知グループ		UNEP-FI 未認知グループ	
	人数	割合	人数	割合		人数	割合	人数	割合
長期的な成長	89	70%	218	56%	長期的な成長	80	75%	227	56%
隠れたリスク	90	71%	238	61%	隠れたリスク	75	71%	253	62%
顧客からの要請	25	20%	72	19%	顧客からの要請	22	21%	75	18%
総数	127	100%	387	100%	総数	106	100%	408	100%

注：ESG 要因を重要視する人だけ対象としているため、図表 5 の総数よりも少なくなっている。

以上より、PRI や UNEP-FI の認知の差が、ESG 関連の知識取得の差や企業価値評価における ESG 要因の理解の差につながっている可能性は十分にあると言える。逆に言えば、ESG に関連した知識の普及には、PRI や UNEP-FI の認知を広めることが、ESG 関連の知識の普及に貢献すると考えられる。

KEY FINDING ②：

企業価値評価における ESG 要因の重要性は 80%超の人が認識。短期的に企業を評価する人に比べて長期的に企業を評価する人の方がより ESG 要因を重要視している。短期的に企業を評価する人はリスクの観点から、長期的に企業を評価する人はリスクと収益の観点から ESG 要因を重要視している。

設問 1-1 から 1-4 を含む【1 企業価値分析と ESG】の項では、企業価値の分析における ESG 要因の重要性を聞いた。「企業価値の分析において、ESG 要因を考慮することは重要だとお考えですか」という問い（設問 1-3）に対しては、86%の人が「はい」と回答しており、ESG 要因は 80%超の人に重要視されていることが解る。

図表 7 評価期間別の ESG 要因の重要性認識

	割合	短期	中期	長期	総計
		1年未満	1~3年	3年超	
ESGは重要	86%	9%	51%	39%	100%
Aに対する比率		77%	87%	86%	86%
ESGは重要でない	14%	13%	39%	33%	85%
Aに対する比率		23%	13%	14%	14%
全体数(A)	100%	56	307	236	599

また、評価期間との関係性を明らかにするために、「あなたが企業評価をする場合、主にごどの位のタイムスパンで評価していますか。(短期：1年未満、中期：1~3年、長期：3

年超)」(設問 1-1) という問いを設置したが、短期が 9%、中期が 51%、長期が 39%と中長期のタイムスパンで企業を評価する人が 90%近い結果となった。

これらをクロスで示したのが、前ページの図表 7 である。短期(1年未満)で企業を評価する人の 77%が ESG 要因を重要だとしているのに対し、中期(1~3年)で企業を評価する人の 87%、長期(3年超)で企業を評価する人の 86%が ESG 要因を重要だとしている。つまり、短期の評価者に比べて中長期の評価者の方が ESG を重要視する傾向にあることが解る。

次に、評価期間別に ESG 要因を重要視する理由(設問 1-3-1)を見ると、短期・中期で企業を評価する人は「財務諸表に表れない隠れたリスクの発見には ESG 要因の分析が欠かせない」からと回答する比率がそれぞれ 60%・68%と最も多い(図表 8)。これに対して、長期で企業を評価する人は「長期的に成長する企業の発掘には ESG 要因の分析が欠かせないから」と回答する比率が 66%と最も多い。短期・中期の評価者にとって ESG はリスク要因であるのに対し、長期の評価者にとって ESG はリスク要因だけでなく収益要因とも認識されていることが解る。

図表 8 評価期間別の ESG を重要視する理由

	短期(1年未満)		中期(1~3年)		長期(3年超)		全体	
長期的な成長	23	53%	150	56%	134	66%	307	60%
隠れたリスク	26	60%	181	68%	121	60%	328	64%
顧客からの要請	10	23%	50	19%	37	18%	97	19%
全体	43	100%	268	100%	203	100%	514	100%

ESG要因を重要視する理由として上記以外の「その他」と回答した人の理由は、「ESG 要因を適切にマネージできる企業は優れた経営を行っているから」⁷「ESG要因はバリューチェーンと関係があるから」「企業がこうしたことに取り組むのは社会からの要請であるから」の大きく 3 つに分けられた。このうち、最初の 2 つの内容は、ESG 要因と投資パフォーマンスとの関係を明らかにする上で参考になると考えられるため、以下にその内容をいくつか紹介する。

「ESG 要因を適切にマネージできる企業は優れた経営を行っているから」の具体的内容

「真の経営の余裕度や計画性は、経営者がこうした間接的要素に目を配れる状態かどうかによっても、推測可能である。」

「社会的なテーマに対して機動的に対応しうる能力のある企業かを判断。そういう意味で、環境問題に焦点をあてたビジネス展開を行う企業には、成長ポテンシャルが大きいと考える。」

⁷ 実際、こうした仮説の下で ESG の情報を活用しているケースもある。例えば、ゴールドマンサックス社は、ESG 要因を投資判断に組み込んだポートフォリオ「GS-Sustain」を作成しているが、経営の質を測る尺度として ESG 要因を用いている。詳細は HP 参照
(<http://www2.goldmansachs.com/ideas/environment-and-energy/goldman-sachs/gs-sustain/index.html>)

「企業の経営が環境や社会的要請を無視して成り立たなくなりつつあり、こうした要請に応えつつ経営するにあたってはこれまで以上のガバナンスが求められる。すなわち、こうした要因を無視して企業経営は成り立たなくなっており、対応していない企業は長期的には淘汰される可能性がある。」

「ESG 要因へのマネジメントの考えが、利益の質・ポテンシャル判断の一因になるため。」

「ESG 要因はバリュエーションと関係があるから」の具体的内容

「キャッシュフローの安定性に影響があると思われるから。」

「現在の趨勢として ESG 要因を考慮することが脚光を浴びてきている。その結果、ESG 要因を考慮したプライシングが行われていくであろうことが相当の確度で予見されるため。」

KEY FINDING ③:

環境・社会・コーポレートガバナンス要因の中では、コーポレートガバナンスが最も重視されている。企業評価において環境・社会・コーポレートガバナンス要因を重要視するかどうかにおいて、企業評価の対象とする期間、企業評価を実務としているか否かはあまり関係がない。

環境・社会・コーポレートガバナンスの各要因の中で、どの要因が企業価値において重要と認識されているかを明らかにするため、各要因の重要度を5段階（非常に重要・重要・やや重要・あまり重要でない・全く重要でない）で聞いた（設問 1-4）。**図表 9** は、重要度の認識を「非常に重要/重要」「やや重要」「あまり重要でない/全く重要でない」の3段階で属性別にまとめた結果を示している。

図表 9 評価期間別の ESG 各要因に対する評価

		全く重要でない/ あまり重要でない	やや重要	重要/ 非常に重要	総計
環境	短期(1年未満)	8 14%	15 27%	33 59%	56 100%
	中期(1~3年)	25 8%	69 22%	213 69%	307 100%
	長期(3年超)	18 8%	63 27%	155 66%	236 100%
	総計	51 9%	147 25%	401 67%	599 100%
社会	短期(1年未満)	3 5%	23 41%	30 54%	56 100%
	中期(1~3年)	25 8%	72 23%	210 68%	307 100%
	長期(3年超)	22 9%	66 28%	148 63%	236 100%
	総計	50 8%	161 27%	388 65%	599 100%
ガバナンス	短期(1年未満)	3 5%	14 25%	39 70%	56 100%
	中期(1~3年)	13 4%	64 21%	230 75%	307 100%
	長期(3年超)	18 8%	44 19%	174 74%	236 100%
	総計	34 6%	122 20%	443 74%	599 100%

各要因を「非常に重要／重要」とする回答者の比率は、コーポレートガバナンス（74％）・環境（67％）・社会（65％）の順となっており、コーポレートガバナンスが最も重要な要因と認識されている。

評価期間別に同じ比率を見ると、評価期間が短期の評価者はコーポレートガバナンス（70％）・環境（59％）・社会（54％）、中期の評価者はコーポレートガバナンス（75％）・環境（69％）・社会（68％）、長期の評価者はコーポレートガバナンス（74％）・環境（66％）・社会（63％）と、評価期間に関わらずコーポレートガバナンスが最も重要な要因だと認識されていることが解る（前ページ図表9）。

企業評価を業務としているかどうかという属性別に同じ比率を見ると、評価者（企業評価を業務としている人）はコーポレートガバナンス（75％）・社会（63％）・環境（62％）、非評価者（企業評価を業務としていない人）はコーポレートガバナンス（73％）・環境（70％）・社会（66％）と、評価者・非評価者に関わらず、コーポレートガバナンス要因が企業評価において最も重要視されていることが解る（図表10）。

図表 10 評価者・非評価者別の ESG 各要因に対する評価

		全く重要でない/ あまり重要でない		やや重要		重要/ 非常に重要		総計	
環境	非評価者	23	6%	85	23%	255	70%	363	100%
	評価者	28	12%	62	26%	146	62%	236	100%
	総計	51	9%	147	25%	401	67%	599	100%
社会	非評価者	26	7%	98	27%	239	66%	363	100%
	評価者	24	10%	63	27%	149	63%	236	100%
	総計	50	8%	161	27%	388	65%	599	100%
ガバナンス	非評価者	17	5%	81	22%	265	73%	363	100%
	評価者	17	7%	41	17%	178	75%	236	100%
	総計	34	6%	122	20%	443	74%	599	100%

KEY FINDING ④ :

リスクか収益か・短期か長期かは個別要因によって異なるが、「環境」はより長期的な収益要因、「コーポレートガバナンス」はより短期的なリスク要因、「社会」はその中間というのが全体像。

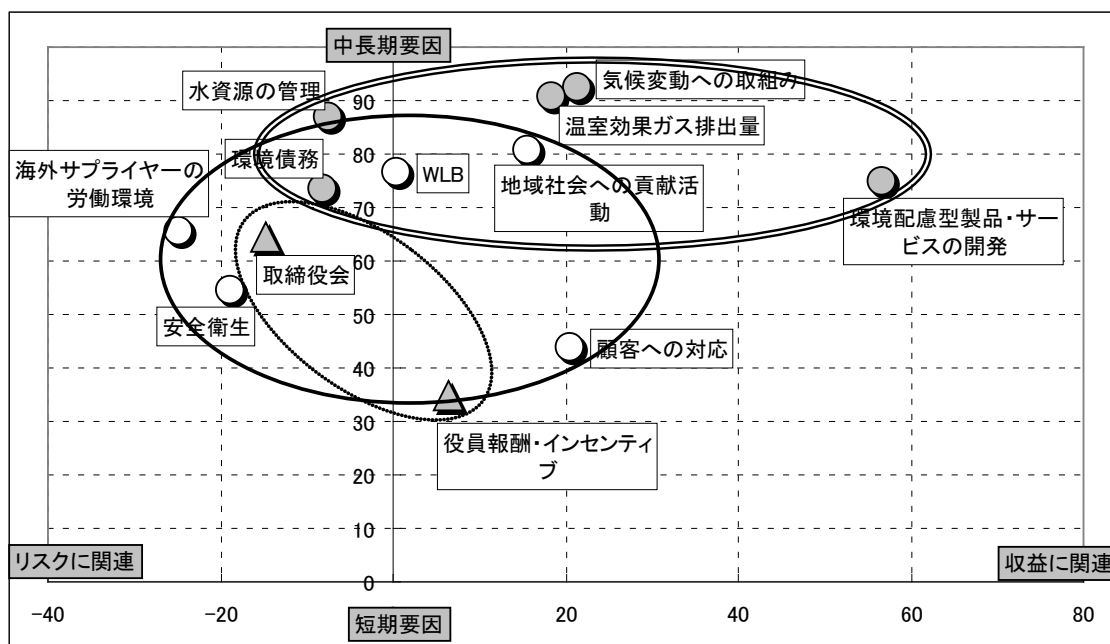
設問 2-1 から 2-13 を含む【2 企業価値に影響を及ぼすESG要因の特定】の項では、さらに詳細なESG要因の企業価値に及ぼす影響の経路を明らかにするため、12のESG要因⁸について、それぞれが収益に関連するのか・リスクに関連するのか、影響を与えるタイム

⁸ 12の要因は次の通り。【環境】①気候変動への取組み、②温室効果ガス排出量、③環境債務、④水資源の管理、⑤環境配慮型製品・サービスの開発、【社会】①顧客への対応、②安全衛生に関する取組み、③ワーク・ライフ・バランス、④海外サプライヤーの労働環境への取組み、⑤地域社会への貢献活動、【ガバナンス】①役員報酬・インセンティブ、②取締役会の構成。詳細は章末の調査票を参照。

スパンは短期なのか・長期なのかを聞いた。個別要因の個々の経路を分析する前に、12の要因から環境・社会・コーポレートガバナンスの3要因がどのような位置付けにあるのか分析を試みた。

図表 11 は 12 の要因の回答を加重平均した値で、縦軸は中長期的要因（上）か短期的要因（下）か、横軸は収益に関連するのか（右）リスクに関連するのか（左）を示している。

図表 11 リスク・収益／中長期・短期で見た 12 の ESG 要因



注：横軸は収益に強く影響する場合を 100・収益にやや影響する場合を 50・企業価値にあまり影響しない場合を 0・リスクにやや影響する場合を -50・リスクに強く影響する場合を -100 としてそれぞれの回答者の比率で掛け算した値、縦軸は中長期に影響する場合を 100・短期に影響する場合を -100 として同様の比率で掛け算した値をプロットした。

図表 11 によれば、環境配慮型製品・サービスの開発は収益に関連する要因であるのに対し、安全衛生への取組みはリスクに関連する要因と認識されており、気候変動への取組みはやや中長期的な要因であるのに対し、役員報酬・インセンティブはやや短期的な要因と認識されていることが解る。環境要因（灰色・丸）は二重線で、社会要因（白色・丸）は一重線で、コーポレートガバナンス要因（灰色・三角）は点線で、それぞれの要因が入るように3つの円を描いた。この円の位置を見ると、どの要因も中長期的な要因ではあるものの、環境は中長期的な収益に関連する要因、コーポレートガバナンスはリスクに関連するやや短期的な要因、社会はその中間という全体像が浮かび上がる。

コーポレートガバナンス要因がリスクに関連するやや短期的な要因と認識されているのは、コーポレートガバナンスは企業経営の根幹を支えるシステムであると理解されているからと推測される。企業経営の根幹を支えるシステムが機能しなければ、それは即座に企

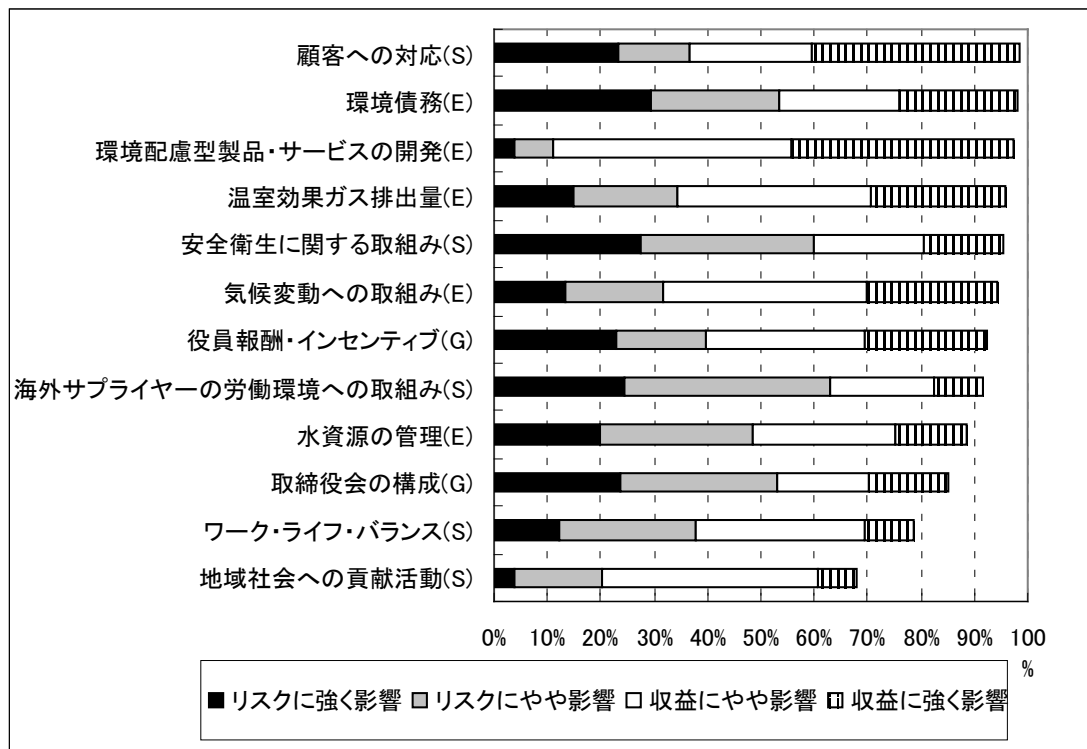
業経営に影響を及ぼすであろう。また、環境が中長期的な収益に関連する要因と認識されているのは、環境は中長期的な企業戦略と理解されていると推測される。環境に配慮した製品・サービスの開発、環境に配慮した事業プロセスの構築は、中長期的な業績に好影響を与えることが予想される。

一方、社会はその中間に位置し、あまり特徴が出ていない。社会は関連するステークホルダーとの間にどのような関係を築くかという戦略と捉えられるが、そこでのステークホルダーは顧客から海外サプライヤーまでかなり幅広い。顧客への対応は収益に関連する要因である一方、海外サプライヤーの労働環境への取組みはリスクに関連する要因である。関連するステークホルダーが幅広いために、「社会」要因としての特徴が出ない結果となっていると推測される。

KEY FINDING ⑤ :

12 の ESG 要因の中で最も重要視されているのは「顧客への対応」。収益の観点からは「環境配慮型製品・サービスの開発」・「気候変動への取組み」、リスクの観点からは「海外サプライヤーの労働環境への取組み」・「安全衛生に関する取組み」が、重要度が高いと認識されている要因である。

図表 12 12 の ESG 要因分析における企業価値への影響度

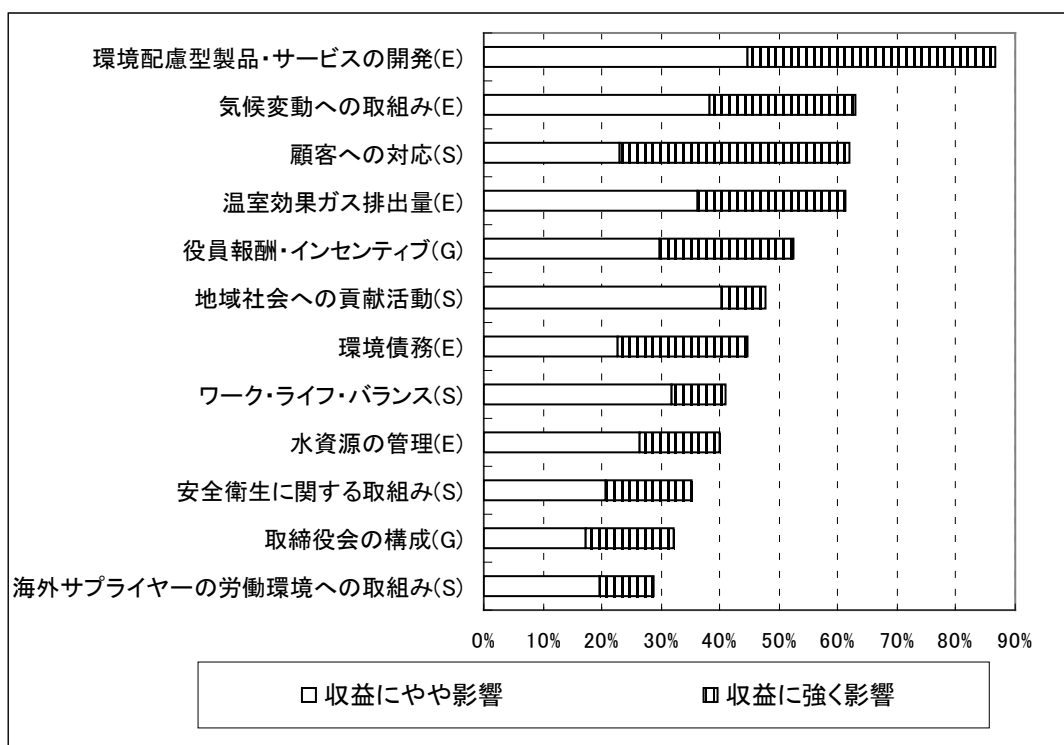


注：上記は、「収益に強く影響」「収益にやや影響」「リスクに強く影響」「リスクにやや影響」「企業価値にあまり影響しない」のうち、「企業価値にあまり影響しない」以外と回答した人の比率。

12のESG要因について、「それぞれが収益に関連するのか・リスクに関連するのか」という質問に対する回答は、前ページの図表12の通りである。リスク・収益に関わらず、企業価値に影響すると認識されているのは、「顧客への対応」と「環境債務」である。

収益への影響度が高いと認識されているのは、「環境配慮型製品・サービスの開発」と「気候変動への取組み」である。これらは、昨今の気候変動に関する規制の強化、環境配慮型製品への消費者の選好などが背景にあると考えられる(図表13)。

図表13 12のESG要因分析における収益への影響度



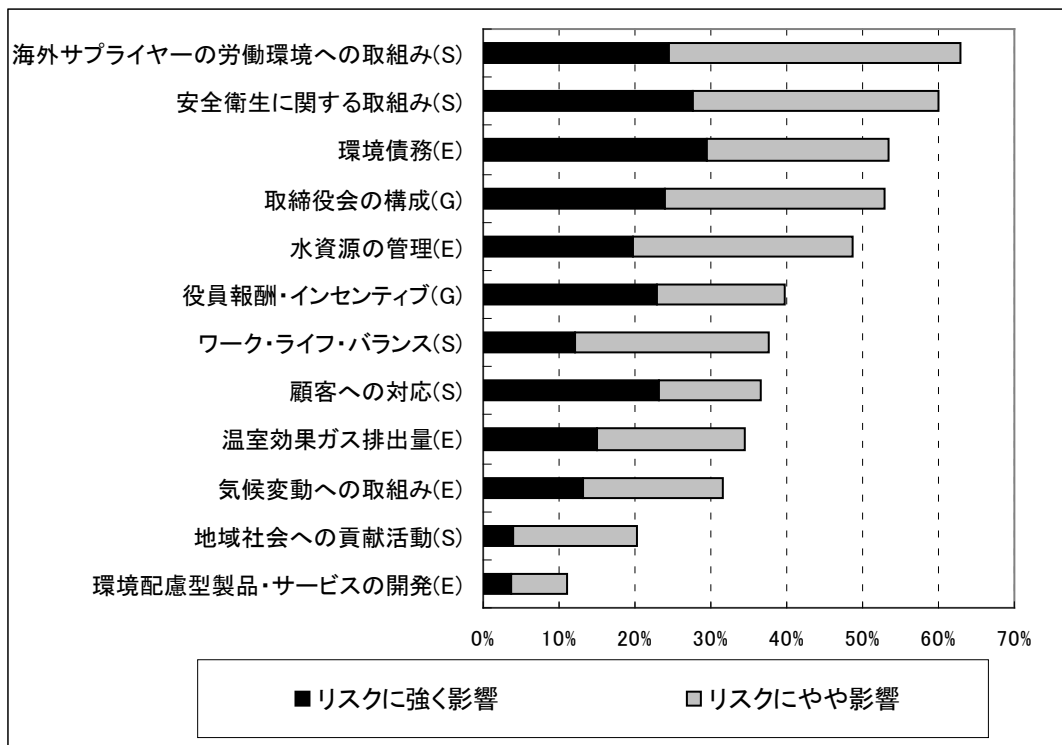
注：上記は、「収益に強く影響」「収益にやや影響」「リスクに強く影響」「リスクにやや影響」「企業価値にあまり影響しない」のうち、「収益に強く影響」「収益にやや影響」と回答した人の比率。

一方、次ページの図表14の通り、リスクへの影響度が高いと認識されているのは、「海外サプライヤーの労働環境への取組み」と「安全衛生に関する取組み」である。海外サプライヤーの労働環境の取組みはNGO⁹からの攻撃の対象となることが多く、日本企業もその例外ではないことがリスクに関連する要因のトップに挙げられる背景と推測される。安全衛生の取組みに関しては、事故発生による事業ラインの停止が近年も発生していることなどが背景と考えられる¹⁰。

⁹ 例えば、1997年にはアメリカのNGOが途上国におけるサプライチェーンの劣悪な労働条件を暴露したり、2004年にはイギリスのNGOが、2004年にエレクトロニクスメーカーの途上国のサプライチェーンにおける悲惨な労働環境を告発したりしている。日本企業については、組合否認・団体交渉拒否を続けた企業が、OECD多国籍企業ガイドライン違反として提訴された事例などがある。

¹⁰ 例えば、2007年の信越化学(直江津工場)の爆破事故や、同じく2007年の三菱化学(鹿島事業所)の火災などの事例がある。

図表 14 12 の ESG 要因分析におけるリスクへの影響度



注：上記は、「収益に強く影響」「収益にやや影響」「リスクに強く影響」「リスクにやや影響」「企業価値にあまり影響しない」のうち、「リスクに強く影響」「リスクにやや影響」と回答した人の比率。

また、ESG の 3 要因における重要度を問うと、重要度が相対的に低くなることが多いにも関わらず (KF③)、12 の要因で聞くとリスクに関連する要因のトップに、社会に関する要因が挙げられるのは興味深い。「社会」というと漠然とした概念で全体像が捉えにくいいため (KF④)、もう少し詳細な要因で見ていくことが企業価値との関連性を考える上では重要であろう。

KEY FINDING ⑥：

環境要因は主に環境負荷の高い業種、社会要因は要因によって異なるものの全業種に、コーポレートガバナンス要因は金融を中心とする全業種に関連すると認識されている。

次ページの図表 15 は、12 の ESG 要因それぞれに「関連する業種を挙げてください」という問に対する回答を、企業評価を業務とする人 (評価者) と業務としない人 (非評価者) 別の一覧にしたものである。評価者・非評価者の間で大きな差はなく、環境関連として挙げられるのは、製造プロセスにおける環境負荷の高い業種である鉄鋼・電力・エネルギー・石油/石油化学や、製品使用時における環境負荷の高い業種である自動車等の環境

負荷の高い業種が中心である。また、社会関連は、製造業から非製造業までの幅広い業種が挙げられている。

図表 15 12 の ESG 各要因に関連する業種

	ESG 要因	関連する業種(評価者)	関連する業種(非評価者)
環境	気候変動への取組み	鉄鋼(26)、自動車(23)、電力(23)、運輸・鉄道(11)、石油/石油化学(8)、エネルギー(8)	自動車(29)、鉄鋼(25)、電力(23)、製造業(19)、運輸(13)
	温室効果ガス排出量	鉄鋼(25)、電力(23)、自動車(15)、運輸(12)、化学(9)、ガス(8)	鉄鋼(29)、電力(26)、化学・重化学(20)、自動車・輸送機器(18)
	環境債務	化学・重化学・有機化学・石油化学(19)、建設・インフラ関連(14)、鉱業・資源・金属・非鉄(13)、製造業全般(8)、不動産業(8)	化学・重化学・有機化学・石油化学(37)、不動産業(18)、建設・インフラ関連(17)、製造業全般(15)、鉱業・資源・金属・非鉄(13)
	水資源の管理	飲料・食品(13)、化学(10)、製造業全般(8)、紙・パルプ(8)、電機・半導体・製造装置・精密機器(6)	飲料・食品(19)、化学(10)、製造業全般(10)、鉄鋼・製鉄(6)、農業・林業(6)
	環境配慮型製品・サービスの開発	自動車・輸送用機器(28)、電機(19)、電池(5)、住宅関連(5)、素材産業(5)	自動車・輸送用機器(35)、電機・家電(27)、住宅関連(10)、自動車・輸送用機器(35)、電機・家電(27)
社会	顧客への対応	小売・リテール(18)、食品(10)、全業種(8)、自動車(7)、電機・家電(7)	小売・リテール(22)、食品(21)、電機・家電(13)、自動車(12)、消費財メーカー(11)
	安全衛生に関する取組み	製造業(12)、全業種(9)、建設・土木(8)、サービス業(7)、食品・飲料(5)、運輸(5)	建設・土木(16)、全業種(15)、製造業(12)、電力・ガス(5)、食品・飲料(5)
	ワークライフバランス	サービス業(9)、全業種(9)、金融(7)、小売(5)、情報通信(3)、IT(3)、運輸(3)	金融(20)、全業種(13)、サービス業(10)、小売(3)、外食(2)
	海外サプライヤーの労働環境への取組み	製造業(9)、衣料・繊維(7)、電機・家電(6)、電子部品、自動車(5)	製造業(14)、衣料・繊維(8)、海外展開・グローバル企業(6)、電機・家電(4)、全業種(4)、消費財・日用品(4)
	地域社会への貢献活動	金融・地方銀行(6)、全業種(6)、食品・飲料(3)、小売(3)、海外進出企業(3)	小売(12)、金融(7)、全業種(5)、サービス業(4)、電力・ガス(4)
ガバナンス	役員報酬・インセンティブ	金融(37)、資産運用会社(5)、全業種(5)、不動産(3)、商社(2)、オーナー企業(2)、社歴の短い会社(2)	金融(45)、投資ファンド(8)、全業種(8)、外資系企業(3)、不動産(2)
	取締役会の構成	金融(10)、全業種(11)、オーナー企業(3)、小売(3)	全業種(20)、金融(6)、電力(2)

注：自由記述の内容を業種でグルーピングし、そのうちの上位 5 業種の内容を記載している。() 内は回答した人数を意味している。

コーポレートガバナンスに関しては、全業種にかかわる問題であるとする回答も多いが、金融という回答が最も多い。世界的な金融危機をもたらした米国のサブプライムローン問題では、金融機関のコーポレートガバナンスの問題を見た人も多かったと序章で指摘したが、今回のアンケート回答者の約 70%が金融機関に属していることから、こうした問題がより認識された結果なのかもしれない。

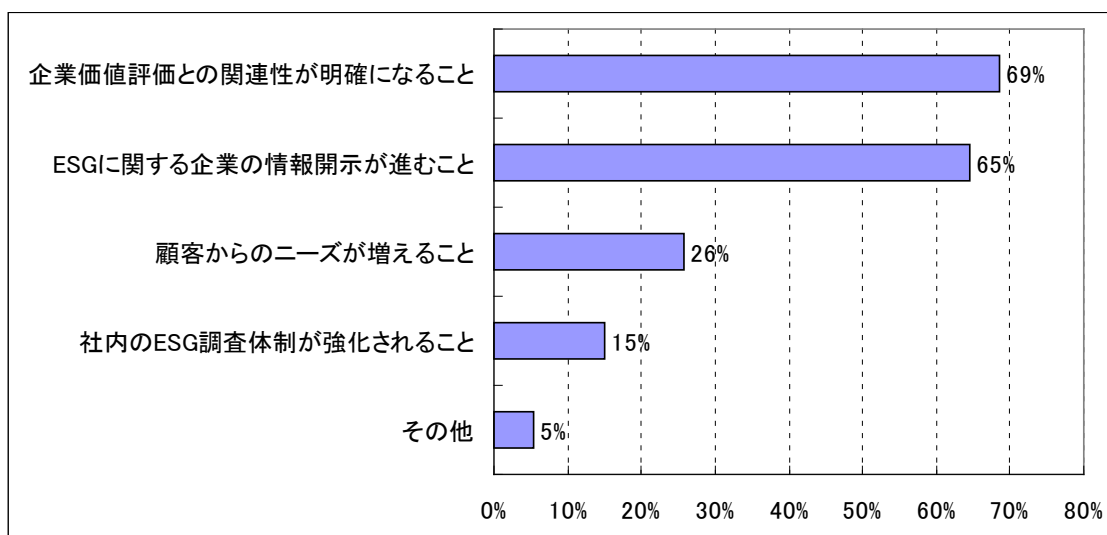
KEY FINDING ⑦:

ESG 要因を企業評価に用いるための課題は、「企業による情報開示が進むこと」と「企業価値との関連性を明確にすること」、という意見が半数以上である。

設問 3-1 から 3-2 を含む【3 ESG要因を企業価値評価に用いる場合の課題】では、ESG 要因を企業評価に用いるための課題を明らかにするための質問をした。次ページの図表 16 は、「あなたが企業評価に ESG 要因を今よりも多く用いるようになるには、何が必要だと

思いますか。」(設問 3-1) という問いに対する回答である¹¹。企業による情報開示が進むこと、企業価値との関連性が明確になることを挙げた回答者の比率は 60%以上であった。

図表 16 企業評価に ESG 要因を用いるための課題 (複数回答可)



企業価値との関連性については、ESG 要因を中心とする CSP と CFP の因果関係を明らかにすることが重要であるが、第 2 章で取り上げるような CSP と CFP の関係性を、データを用いて検証するというマクロな視点での分析の他にも、個別の ESG 要因がどのように企業の事業機会やリスクに関連しているのかというミクロな視点での分析も必要であろう。本アンケート調査においては、12 の ESG 要因がリスク・リターンの視点でどのように捉えられているのかを明らかにすることを試みたが、さらに詳細な ESG 要因がどのようなパスを経て企業価値向上につながるのかという分析や事例を積み上げることは、今後の課題であろう (9 ページの**コラム 4** 参照)。

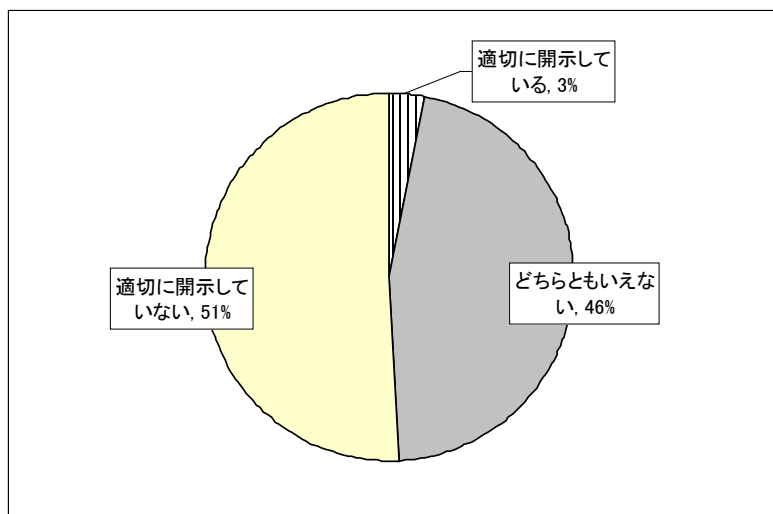
KEY FINDING ⑧ :

企業の ESG 要因の開示状況には多くの人が満足していない。企業評価者が望む ESG に関連した項目の開示、ESG 要因と収益との関連性の開示が今後の課題である。

ESG 要因の情報開示に関する課題を明らかにするため、開示に関する現状認識と、特に開示を望む項目に関する意見を聞いた。次ページ**図表 17**の通り、企業の ESG 要因に関する開示については、「適切に開示していない」「どちらともいえない」という意見が 90%以上を占め、「適切に開示している」の 3%を圧倒的に上回っていた。

¹¹ 今後の課題については、現場の人の意見を正確に捉えることが必要であると考え、企業評価を業務とする人 (236 人) の回答を元に集計した。次ページ以降も同様である。

図表 17 企業の ESG 要因に関する開示についての意見



図表 18 開示が望まれる ESG 要因の内容

環境	CO2排出量・削減の実績・今後の削減方針(経営へのインパクト含む) (4)
	企業活動における環境問題全般 (3)
	海外も含むサプライチェーン全体での環境負荷 (3)
	土壌汚染等の公害・環境債務の残高 (2)
	四半期毎の環境関連への実施計画およびコスト
社会	労働環境への取組み全般 (3)
	従業員満足度 (数値データ含む) (2)
	顧客満足度
	従業員のワークライフバランス
	人権問題に関する認識及び開示 (国内派遣労働者及び海外拠点での児童労働、強制労働も含めた方針・実績等)
	企業による寄付金の明細
	離職率の推移 (経営陣による分析含む)
ガバナンス	取締役会の構成についての考え方・独立取締役の割合 (2)
	持ち合い株式についての政策・方針
	買収防衛策導入の合理的理由
	ガバナンス関連の取組み全般
	役員報酬の個別開示
	役員と会社の利益相反
その他	ESGへの取組みの収益・リスクに与える影響度 (4)
	企業間比較が可能な形での開示 (2)
	CSR報告書の発行・CSR報告書への記載 (2)
	業種特性・事業構造に特有な観点からのESGに対する企業の見解

注：() 内は回答した人数を意味している。

多くの企業が CSR 報告書・環境報告書を発行しているものの、企業評価サイドが企業の ESG 情報の開示に満足していない理由の 1 つには、期待する項目が開示されていないことが挙げられよう。

ESG の各要因で特に開示を望む項目は、図表 18 に示す通りである。複数の人が開示を要請する項目としては、環境については CO₂ 排出量のデータや削減戦略、海外サプライチ

ーションも含む企業全体での環境負荷、土壌汚染を中心とするネガティブな情報、社会については離職率・満足度を中心とする従業員関連の情報、コーポレートガバナンスについては取締役会の構成についての考え方・独立取締役の割合などが挙げられる。

その他、ESG への取組みが収益・リスクに与える影響度の開示、企業間比較が可能な形での開示を望む声も複数ある。現在、コーポレートガバナンスの情報は有価証券報告書の他、東証などで開示されているコーポレートガバナンス報告書にも開示されており、項目が規定されているため企業間比較が可能である。一方、環境や社会の情報は企業の発行する CSR 報告書などで開示されることが多いが、開示項目は企業毎に異なっている。また、対象とする範囲も企業毎に異なっているため、単独の場合もあれば、一部連結子会社を含む場合もある。

企業評価者が企業評価にESG要因を用いるようにするためには、企業間比較が容易なようにESG要因の開示項目を統一する必要がある。その上で、ESGの取組みがどのように収益やリスクに与えるのかの考えを開示する必要がある¹²。

¹² 欧米では、ESG を中心とする非財務情報の開示の議論は盛んである。欧州では、2009年9月から2010年2月まで欧州委員会・企業総局が開催する6つのワークショップにおいて行われた。

http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/corporate-social-responsibility/reporting-disclosure/swedish-presidency/index_en.htm

また、米国では2010年1月に証券取引委員会が「気候変動に関連する情報開示についての委員会手引き」という解釈通達を採択。気候変動が経営に与えるリスクを分析し開示することが要請される。

<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-15.htm>

第2章 ESG要因と企業業績との関連性分析 13

1. 序文

2009年4月から(株)日本証券アナリスト協会において、ESG 要因を明示的に取り入れた企業価値分析手法の調査・研究を目的とした「企業価値分析における ESG 要因研究会」が設置された。同研究会では、証券アナリストが財務的要因だけでなく、環境 (E)、社会 (S)、ガバナンス (G) などの非財務要因にも目も向け、企業の真の価値を計ることによって、市場の効率性を高められると考えている(序章2節「ESG 要因と投資パフォーマンス」参照)。そこで、企業の財務指標や株価から見たパフォーマンス (CFP と呼ぶ) と、企業の ESG 要因から見たパフォーマンス (ESG、CSR ランキング等。CSP と呼ぶ) との関係性について統計的な分析を行った。

ここでは、上場企業を対象に、一般に有価証券報告書などに記載されている財務データを用いてROAや労働生産性、労働分配率などを算出し、それ以外にも株式リターンや、ボラティリティなども採用した。さらに、CSPについては、(株)日本総合研究所 (JRI) が算出する『日本総研ESGスコア¹⁴ (JRIスコアと呼ぶ)』から、総合、環境、社会、ガバナンス及び社会・ガバナンススコアを用いた。

これらのデータから、「(1)CSPの属性とサンプリングバイアスの検証」を行い、そのサンプルデータの状況を鑑みて、「(2)CSPとCFPの水準に関する分析」、「(3)CSPとCFPの変化率に関する分析」を行った。このうち上記(2)、(3)は、年次レベルのCSPとCFPの関係性について分析をしている。さらに、短期的な日次レベルの株式市場への影響を分析するため、「(4)温室効果ガス排出に関するイベント・スタディ」を行った。具体的には、2009年9月22日に国連気候変動首脳会合で行われた演説において、鳩山首相はわが国の温室効果ガス削減の中期目標について、主要国の参加による「意欲的な目標の合意」を前提に「1990年比で2020年までに25%削減を目指す」と表明した。このことは、わが国の産業に多大な影響を及ぼす可能性がある一方で、環境スコアの高い企業へのネガティブなインパクトは最小限に留まっていることも予想される。そこで、株式リターンと環境スコアの関係に

¹³ 本章は、(株)日本総合研究所の「わが国企業のCSR経営動向調査」の一環として行った研究・分析の内容を、同社の許可を得て報告するものである。(株)日本総合研究所では、アンケート結果に加えて、直接ヒアリング、アンケート非回答企業の分析などの情報を総合的に勘案して、CSRの取組みの進んだ企業群を選定しているが(選定群)、今回の分析の対象となっているのは、アンケートに回答のあった企業群であり、この選定群とは異なることには留意されたい。

¹⁴ スコアはアンケートの回答をベースに付与されている。アンケート票は「環境編」「社会・ガバナンス編」により構成されており、それぞれを構成する章立ては必要に応じて変更されている。例えば、2009年度は次のような章立てであった。【環境編】1章：環境コミュニケーション・2章：環境マネジメントシステム・3章：環境パフォーマンス、4章：サプライチェーン・マネジメントの観点からの環境対策、5章：生物多様性、6章：事業機会としての環境問題対応、【社会・ガバナンス編】1章：企業統治、2章：公正な経済取引、3章：顧客に対する誠実さ、4章：労働慣行、5章：仕事と生活の両立支援、6章：グローバル市場への的確な対応、7章：社会活動への積極関与、8章：社会的課題の解消に資するビジネス。

また、時事的な社会的課題を網羅するために、設問内容も毎年改定されている。アンケート結果の分析については、日本総合研究所のHPを参照のこと。[\(http://www.jri.co.jp/column/study/detail/4878/\)](http://www.jri.co.jp/column/study/detail/4878/)

ついて分析を行った。

特に上記(2)~(4)の分析について、序章における「ESG要因と投資パフォーマンス」の議論や近年のわが国における先行研究¹⁵から、以下が期待される。

分析(2)：CSPが高いと、CFPのうち、ROA、労働分配率、労働生産性、企業価値が高い。

分析(3)：CSPが高いと、CFPのうち、ROA、労働分配率、労働生産性、企業価値のそれぞれの変化率や、株式リターンも高く、逆にボラティリティは低い。

分析(4)：CSPのうち環境スコアの高い企業は、温室効果ガス排出に関するイベント後に、株式リターンが高い。

これらの仮説を元に、以下で各分析を行う。

2. CSPとCFPに関する分析

2-1 CSPの属性とサンプリングバイアスの検証

本節では、CSPとCFPの関係について実証分析を行うに当たり、データの歪みが分析結果に影響を及ぼす、いわゆる「サンプリングバイアス」の可能性を検証する。即ち、ESGに対する取組やその開示が強制的ではないことから、JRIスコアのアンケート回答企業の多くは、ESGへの人的資源や資本を投入し易い時価総額の大きい大企業であり、時価総額規模の小さい企業では、そのような開示が積極的ではない可能性がある。このことが本来のわが国における全ての上場企業が回答した時と異なる結果を示す恐れがある。

そこで、(株)日本総合研究所が毎年行っている『わが国企業のCSR経営の動向調査』のアンケート回答データ（環境編）を用いて、回答企業と非回答企業（送付した企業のうち返信しなかった企業）を比較することで、サンプリングバイアスの可能性を検討した。

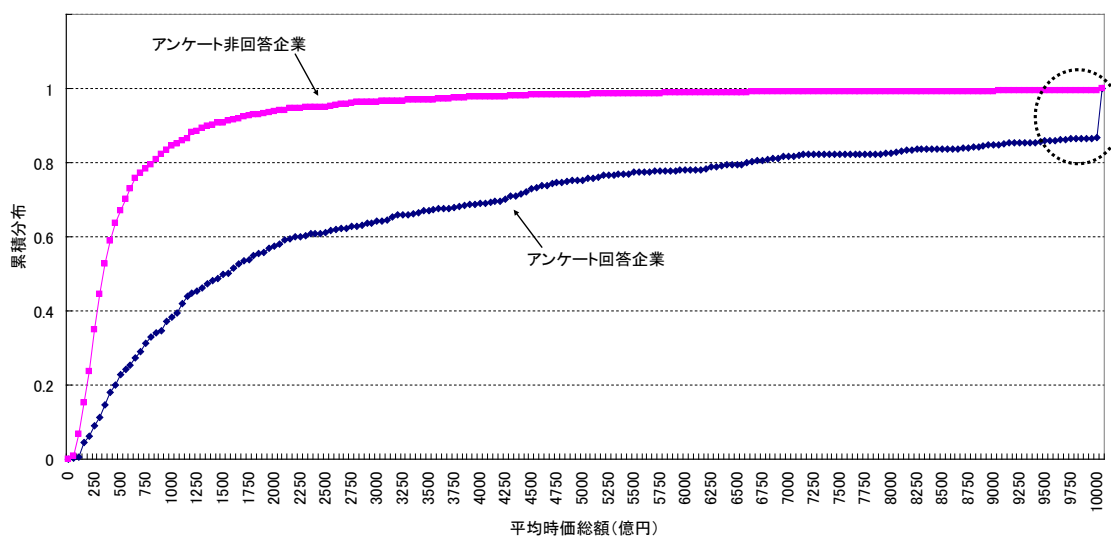
2-1-1 CSPと時価総額について

次ページの**図表19**は、2005年から2008年に実施された環境に関するアンケートのうち、回答企業と非回答企業の同期間の平均時価総額について50億円単位で企業数を集計し、その数を累積するような形（その範囲までで、全体の何%を占めているのかを表す）で示した。ただし、1兆円以上の超大型企業は1つの範囲として分類した。

図表19が示すように、アンケート回答企業は非回答企業と比較して、平均時価総額1兆円以上の企業が多く含まれていることが確認できる。企業数ベースで回答企業サンプルの約13%が1兆円以上の超大型企業であり、統計的分析をする場合のサンプリングバイアスが懸念される。

¹⁵ 首藤・増子・若園(2006)らは、CSRに関する方針が明確化している企業ほど、企業リスクが低く、また高い企業パフォーマンスであることを実証した。首藤・竹原(2007)らは、非財務情報の積極的な開示や消費者・地域とのコミュニケーションを重視している企業の市場評価は安定的であり、株式市場において、これらのステークホルダーによる評価が組入れられていることを示した。白須(2009)は、SRIファンドに組入れられる株が金融商品として株式市場の流動性が低い安定性の高い株式であることを示した。また、中期株式リターンとSRIの格付けにはプラスの直接的な関係ことを示した。

図表 19 時価総額の累積分布（環境編）



注：『わが国企業の CSR 経営の動向調査』は、「環境編」と「社会・ガバナンス編」の2つのアンケートを行っているが、回答企業はほぼ同じため、「環境編」のサンプルを利用。

2-1-2 アンケート回答企業と非回答企業の財務指標の比較

ここでは、上記のサンプルにおける財務指標の記述統計量を確認する。財務指標として、ROE、ROA、トービンのQ（簡易的企業価値）¹⁶、PBR、有利子負債比率、キャッシュフローマージン¹⁷、対数時価総額を採用した。また、データの都合上、東証33業種分類のうち金融機関（銀行、証券、保険、その他金融）と、決算期間が12カ月未満の企業を対象から外している¹⁸。

図表 20 環境アンケート回答企業・非回答企業における財務指標の有意差の検定

	非回答企業			回答企業			非回答- 回答	t値
	サンプル数	平均値	標準偏差	サンプル数	平均値	標準偏差		
ROE	5841	0.165	0.206	1285	0.150	0.132	0.015	3.237 ***
ROA	5841	0.074	0.070	1285	0.065	0.052	0.009	5.337 ***
トービンのQ	5712	1.448	1.330	1279	1.362	0.795	0.086	3.017 ***
PBR	5712	2.051	9.303	1279	1.798	1.315	0.252	1.962 **
有利子負債比率	5841	0.179	0.173	1285	0.189	0.164	-0.010	-2.020 **
キャッシュフローマージン	5841	0.105	0.197	1285	0.116	0.097	-0.011	-2.844 ***
対数時価総額	5854	24.534	1.174	1291	26.155	1.496	-1.621	-36.540 ***

***は、有意水準1%未満、**は有意水準5%未満、*は有意水準10%未満を満たしている

まず、「環境編」については、いずれの財務指標とも統計的に有意な差が検出されている（図表 20）。このうち、ROA や ROE、トービンの Q、PBR などの CFP 指標は、非回答企業の方が高い。有利子負債比率、キャッシュフローマージン、対数時価総額については、

¹⁶ トービンの Q（簡易的企業価値）=（時価総額+有利子負債）÷（資本+有利子負債）

¹⁷ キャッシュフローマージン=（営業利益+減価償却実施額）÷売上高

¹⁸ この処理は本章の全分析を通じて行っている。また、データの特性を考えながら必要に応じて異常値処理を行っている。

回答企業が有意に高い。このことから、回答企業は平均的に非回答企業に比べ、収益性や投資機会の面では劣るが、企業規模や収益の安定性の面では優位な企業と推察される。また、「社会・ガバナンス編」についても「環境編」と同様の傾向が見受けられる（図表 21）。

図表 21 社会・ガバナンスアンケート回答企業・非回答企業における財務指標の有意差の検定

	非回答企業			回答企業			非回答-回答	t値
	サンプル数	平均値	標準偏差	サンプル数	平均値	標準偏差		
ROE	5898	0.164	0.205	1228	0.151	0.133	0.013	2.900 ***
ROA	5898	0.074	0.070	1228	0.066	0.054	0.008	4.366 ***
トービンのQ	5769	1.443	1.321	1222	1.382	0.837	0.061	2.078 **
PBR	5769	2.041	9.257	1222	1.833	1.364	0.208	1.624
有利子負債比率	5898	0.179	0.173	1228	0.188	0.164	-0.009	-1.642
キャッシュフローマージン	5898	0.105	0.196	1228	0.117	0.098	-0.012	-3.205 ***
対数時価総額	5911	24.541	1.176	1234	26.196	1.500	-1.654	-36.481 ***

***は、有意水準1%未満、**は有意水準5%未満、*は有意水準10%未満を満たしている

2-2 CSP と CFP の水準に関する分析

本節では、上記の結果を受け、CSPとCFPとの関係について分析する。特に、CSPの水準がCFPの水準に影響を与えるものであるとして実証する。このうち、CFPの代理変数をROA、労働分配率、労働生産性、トービンのQとし、CSPの代理変数を、JRIスコア¹⁹とする。JRIスコアは、上記アンケート（「環境編」、「社会・ガバナンス編」）を用いて、ESGの評価をそれぞれ「環境スコア」、「社会スコア」、「ガバナンススコア」として算出している。また、「社会スコア」と「ガバナンススコア」を合算したものを「社会・ガバナンススコア」として評価し、「環境スコア」、「社会スコア」、「ガバナンススコア」の全てのスコアを総合的に得点化したものを「総合スコア」とする。

前述の分析に基づくと、利用する標本データについて、サンプリングバイアスの可能性が示唆されている。そこで、サンプリングバイアスを取り除くために、コントロール変数として追加的に、対数時価総額や有利子負債比率などの変数を採用した。また、それ以外にも年度ダミー変数と業種ダミー変数によって、産業固有の特性や対象時期による影響を取り除いた上で、OLS（最小二乗推定）により、CSPとCFPの関係について分析している。

本節で実証する各CFPとCSPの関係については、以下のようなモデルを考える。

①収益指標とESGスコア

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 \log S_{i,t} + \beta_3 (B/A)_{i,t} + \theta_1^t YD_{i,t} + \theta_2^t ID_{i,t}$$

ROA：総資産利益率

CSP：JRIスコア

S：時価総額

B/A：有利子負債比率

YD：年度ダミー変数(該当年度：1、非該当年度：0)

ID：東証33業種ダミー変数(該当業種企業：1、非該当業種企業：0)

¹⁹ 2-2、2-3で利用するJRIスコアは、年ごとに、その平均点や分散が異なることから、JRIスコアを標準化したものを採用している。

②労働分配率と ESG スコア

$$(WN/Y)_{i,t} = \alpha + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 \log S_{i,t} + \beta_3 (B/A)_{i,t} + \theta_1' YD_{i,t} + \theta_2' ID_{i,t}$$

WN/Y：労働分配率（給与÷付加価値）

③労働生産性と ESG スコア

$$\log(V/L)_{i,t} = \alpha + \beta_1 CSP_{i,t} + \beta_2 \log S_{i,t} + \beta_3 \log(K/L)_{i,t} + \theta_1' YD_{i,t} + \theta_2' ID_{i,t}$$

V/L：労働生産性
K/L：資本装備率

④企業価値と CSP について

$$q_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 CSP_{i,t} + \beta_3 \log S_{i,t} + \beta_4 (B/A)_{i,t} + \theta_1' YD_{i,t} + \theta_2' ID_{i,t}$$

q：トービンの Q

図表 22 財務指標に対するスコアの効果 (OLS)

		総合スコア		環境スコア		社会スコア		ガバナンススコア		社会・ガバナンススコア	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
①ROA	CSP	-0.017	-8.44 ***	-0.014	-7.54 ***	-0.015	-8.41 ***	-0.008	-4.68 ***	-0.015	-7.99 ***
	LogS	0.012	8.60 ***	0.010	8.36 ***	0.011	8.44 ***	0.008	6.38 ***	0.011	8.28 ***
	B/A	-0.101	-11.56 ***	-0.105	-12.35 ***	-0.102	-11.93 ***	-0.110	-12.69 ***	-0.104	-12.12 ***
	定数項	-0.223	-5.93 ***	-0.170	-5.19 ***	-0.199	-5.53 ***	-0.103	-3.12 ***	-0.198	-5.39 ***
②WN/Y	CSP	0.078	8.61 ***	0.054	7.11 ***	0.075	8.20 ***	0.049	6.92 ***	0.077	8.50 ***
	LogS	-0.081	-12.46 ***	-0.066	-12.49 ***	-0.080	-12.18 ***	-0.066	-11.98 ***	-0.082	-12.40 ***
	B/A	0.048	1.00	0.064	1.34	0.036	0.78	0.072	1.51	0.042	0.90
	定数項	2.787	15.75 ***	2.383	16.30 ***	2.740	15.49 ***	2.343	16.12 ***	2.773	15.81 ***
③Log(V/L)	CSP	-0.089	-4.19 ***	-0.080	-4.16 ***	-0.086	-4.46 ***	-0.030	-2.23 **	-0.078	-4.22 ***
	Log(K/L)	0.286	15.27 ***	0.285	15.85 ***	0.281	15.10 ***	0.287	15.69 ***	0.282	15.17 ***
	LogS	0.096	5.70 ***	0.088	6.25 ***	0.095	5.99 ***	0.067	5.01 ***	0.092	5.78 ***
	定数項	-0.654	-1.50 ***	-0.479	-1.33	-0.585	-1.41	0.141	0.42	-0.498	-1.21
④トービンのQ	ROA	4.581	6.50 ***	4.599	7.27 ***	4.542	6.56 ***	4.617	6.63 ***	4.540	6.40 ***
	CSP	-0.083	-2.17 **	-0.103	-3.29 ***	-0.033	-1.31	-0.016	-0.47	-0.033	-1.04
	LogS	0.083	4.60 ***	0.086	6.00 ***	0.064	3.31 ***	0.055	3.44 ***	0.064	3.46 ***
	B/A	0.013	0.11	-0.002	-0.02	-0.043	-0.37	-0.051	-0.43	-0.046	-0.40
	定数項	-0.143	-0.17	-0.301	-0.39	0.387	0.41	0.611	0.77	0.383	0.46

***は、有意水準1%未満、**は有意水準5%未満、*は有意水準10%未満を満たしている。東証33業種ダミー変数及び年度ダミー変数の係数は示していない

図表 22 が上記モデルを用いた分析の結果である。全ての JRI スコアとも、①ROA、③労働生産性に対して有意にマイナスとなっている。また、②労働分配率に対しては、有意にプラスとなっている。さらに、④トービンの Q については、総合スコアと環境スコアのみ、有意にマイナスの影響を与えている。この結果から、サンプリングバイアスによる影響を取り除いても、CSP の高い企業は、ROA・労働生産性・トービンの Q といった CFP が低いことが確認される。

2-3 CSP と CFP の変化率に関する分析

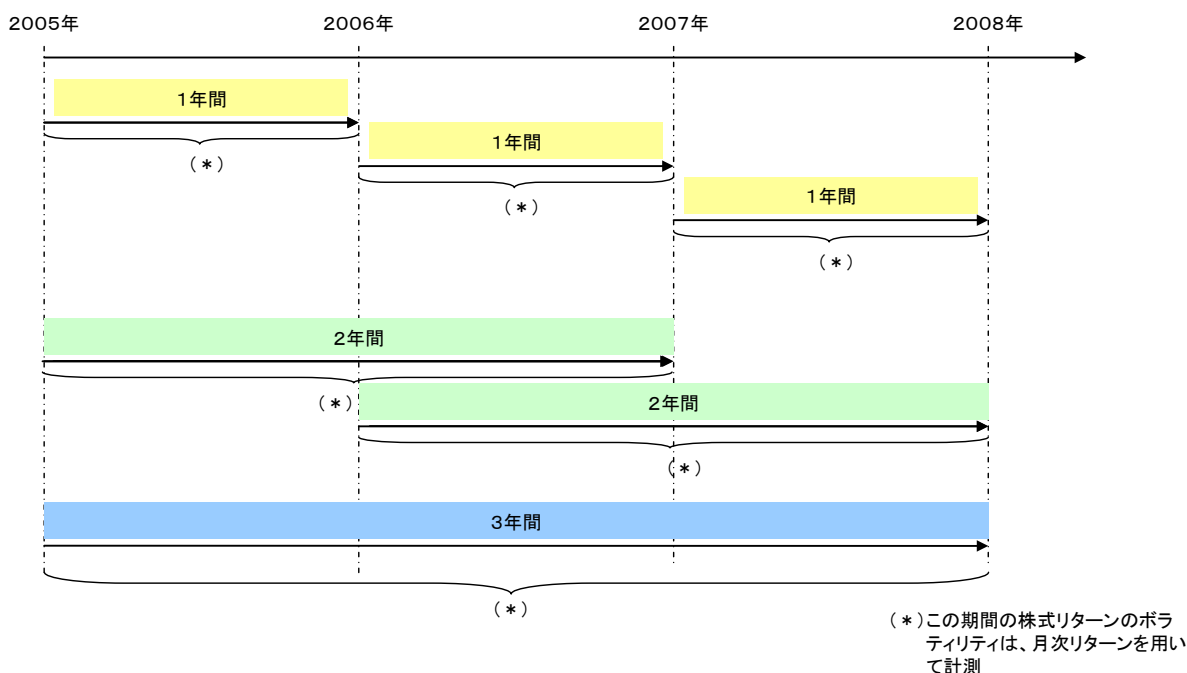
ここでは、CSP（の水準）の高い企業が、次年度以降のCFPの変化（率）にプラスの影響を与えると予想し、CSPの水準とCFPの変化（率）（株式リターン（1年間、2年間、3年間）、ROA変化率²⁰、株式リターンのボラティリティ）の関係について、上記と同様に回帰分析を用いて検証した。

各 CFP の指標は、次ページ図表 23 のように、株価や ROA の 1 年間、2 年間、3 年間の

²⁰ ROA の変化率は、ROA 変化率①=ROA(t)-ROA(t-1)、ROA 変化率②=(1+ROA(t)/100)/(1+ROA(t-1)/100)-1 とする。さらに回帰分析については、ROA 標準化後変化率①=ROA*(t)-ROA*(t-1)（※ROA*(t)は、時点 t において、ROA についてクロスセクションで標準化）を追加的に検証している。

変化（率）や各期間の月次ボラティリティを算出している。例えば、2005年から2年間に
ついて計測する場合、2005年度の決算期末日（2006年3月31日）から2年後の2007年
度の決算期末日（2008年3月31日）の株式リターンやROAの変化率、月次ボラティリ
ティ（観測期間は2年間=24カ月となる）を算出している。

図表 23 時系列比較表



なお、分析する際のサンプルを1年間のデータ（2005年、2006年、2007年）、2年間の
データ（2005年、2006年）、3年間（2005年）とした。各CFPの変化率を被説明変数、
JRIスコアを説明変数とした回帰分析を、対数時価総額と東証33業種ダミー変数、年度ダ
ミー変数をコントロール変数として追加で行っている。

図表 24 スコアの各財務指標への効果の結果(1年)

		総合スコア		環境スコア		社会スコア		ガバナンススコア		社会-ガバナンススコア	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
ボラティリティ(1年)	CSP	-0.297	-1.634	-0.248	-1.401	-0.299	-1.734 *	-0.009	-0.063	-0.228	-1.336
	LogS	-0.162	-1.427	-0.203	-1.978 **	-0.158	-1.406	-0.283	-2.886 ***	-0.187	-1.666 *
	定数項	16.033	5.180 ***	17.085	6.021 ***	16.009	5.298 ***	19.407	7.411 ***	16.830	5.587 ***
株式リターン(1年)	CSP	1.211	1.029	0.467	0.408	1.351	1.210	1.283	1.404	1.560	1.417
	LogS	-0.622	-0.848	-0.271	-0.407	-0.696	-0.960	-0.575	-0.907	-0.797	-1.098
	定数項	-8.735	-0.436	-18.290	-0.996	-7.111	-0.364	-10.875	-0.643	-4.587	-0.236
ROA変化率①(1年)	CSP	-0.001	-0.326	-0.001	-0.405	-0.000	-0.248	0.000	0.339	-0.000	-0.206
	LogS	0.000	0.134	0.000	0.141	0.000	0.078	-0.000	-0.274	0.000	0.051
	定数項	-0.025	-0.850	-0.025	-0.930	-0.023	-0.807	-0.014	-0.573	-0.022	-0.782
ROA変化率②(1年)	CSP	-0.060	-0.379	-0.069	-0.446	-0.051	-0.337	0.048	0.392	-0.038	-0.253
	LogS	0.021	0.210	0.019	0.206	0.017	0.173	-0.022	-0.255	0.012	0.123
	定数項	-2.494	-0.926	-2.462	-0.998	-2.384	-0.907	-1.347	-0.592	-2.234	-0.853
ROA標準化後変化率①(1年)	CSP	0.001	0.021	0.001	0.062	0.004	0.181	0.011	0.575	0.005	0.209
	LogS	-0.005	-0.327	-0.007	-0.545	-0.014	-0.884	-0.016	-1.176	-0.014	-0.902
	定数項	0.185	0.430	0.222	0.596	0.412	0.994	0.467	1.307	0.419	1.015

***は有意水準1%未満、**は5%未満、*は10%未満を満たしている。東証33業種ダミー変数及び年度ダミー変数の係数は示していない

まず、1年間のサンプル(2005年、2006年、2007年)のうち、ボラティリティとの関係に
ついては、全てのJRIスコアでマイナスの係数が得られ、そのうち社会スコアのみ、統計
的に有意な結果となった(図表24)。これは、社会スコアの高い企業ほど、ボラティリティ

が低いことを示唆している。また、株式リターンとの関係については、プラスとなっている。ROA の変化率を見ると、ROA 変化率①と ROA 変化率②の場合、ガバナンススコアのみがプラスで、その他の JRI スコアはマイナスの結果となっている。他方、ROA 標準化後変化率①では、プラスの結果となっている。

次に2年間のサンプル(2005年、2006年)について見ると、ボラティリティは、各 JRI スコアとも有意にマイナスの結果を示している(図表 25)。また、2年間のボラティリティの結果は、1年間の結果よりも統計的な有意性が強い。株式リターンについては、プラスの効果を示している。ROA の変化率についても、いずれの ROA 変化率指標とも JRI スコアがプラスの結果を示している。

図表 25 スコアの各財務指標への効果の結果(2年)

		総合スコア		環境スコア		社会スコア		ガバナンススコア		社会・ガバナンススコア	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
ボラティリティ(2年)	CSP	-0.541	-2.038 ***	-0.531	-2.090 ***	-0.367	-2.132 **	-0.274	-1.994 **	-0.390	-2.336 **
	LogS	-0.081	-0.717	-0.129	-1.255	-0.146	-1.275	-0.210	-2.132 **	-0.135	-1.192
	定数項	12.688	4.073 ***	13.834	4.840 ***	14.605	4.687 ***	16.529	6.259 ***	14.368	4.694 ***
株式リターン(2年)	CSP	1.592	1.008	0.915	0.600	1.275	0.840	1.979	1.633	1.871	1.269
	LogS	-1.072	-1.067	-0.714	-0.781	-0.967	-0.958	-1.105	-1.272	-1.234	-1.235
	定数項	-2.002	-0.072	-11.707	-0.462	-5.260	-0.191	-2.584	-0.111	1.712	0.063
ROA変化率①(2年)	CSP	0.003	1.159	0.001	0.215	0.004	1.500	0.002	1.272	0.004	1.561
	LogS	-0.003	-1.881 *	-0.002	-1.350	-0.003	-2.106 **	-0.003	-1.918 *	-0.003	-2.144 **
	定数項	0.063	1.439	0.034	0.846	0.072	1.666 *	0.051	1.390	0.072	1.695 *
ROA変化率②(2年)	CSP	0.249	1.097	0.035	0.158	0.312	1.428	0.225	1.287	0.321	1.516
	LogS	-0.274	-1.895 *	-0.181	-1.379	-0.307	-2.114 **	-0.249	-1.990 **	-0.312	-2.171 **
	定数項	5.714	1.438	3.130	0.858	6.559	1.660 *	4.845	1.447	6.638	1.708 *
ROA標準化後変化率①(2年)	CSP	0.048	1.322	0.019	0.560	0.050	1.438	0.032	1.140	0.050	1.470
	LogS	-0.048	-2.039 **	-0.036	-1.810 *	-0.049	-2.121 **	-0.039	-1.920 *	-0.050	-2.142 **
	定数項	1.364	2.128 **	1.019	1.846 *	1.404	2.211 **	1.092	2.022 **	1.398	2.233 **

***は有意水準1%未満、**は5%未満、*は10%未満を満たしている。東証33業種ダミー変数及び年度ダミー変数の係数は示していない

最後に3年間のサンプル(2005年)では、ボラティリティは、「総合スコア」「環境スコア」で有意にマイナスであり、それ以外の「社会スコア」「ガバナンススコア」についても、同様にマイナスの結果を示している(図表 26)。他方、株式リターンについては、プラスの関係である。また、ROA 変化率については、全ての ROA 変化率指標と「総合スコア」「環境スコア」が有意にプラスであり、ROA 標準化後変化率①については、「社会スコア」についても有意にプラスの結果となっている。それ以外についても、プラスの関係を示している。このことから、JRI スコアの高い企業はボラティリティが低いことが確認された。また、1~3年間の期間で見ると、株式リターンが高く ROA の変化も高い傾向が見られた。

図表 26 スコアの各財務指標への効果の結果(3年)

		総合スコア		環境スコア		社会スコア		ガバナンススコア		社会・ガバナンススコア	
		係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
ボラティリティ(3年)	CSP	-0.382	-1.653 *	-0.370	-1.674 *	-0.200	-0.885	-0.258	-1.414	-0.265	-1.214
	LogS	-0.225	-1.488	-0.262	-1.906 *	-0.296	-1.934 *	-0.284	-2.091 **	-0.264	-1.727 *
	定数項	14.351	3.438 ***	15.216	3.965 ***	16.436	3.922 ***	16.303	4.472 ***	15.615	3.768 ***
株式リターン(3年)	CSP	1.889	0.965	2.402	1.284	0.403	0.211	0.796	0.516	0.674	0.365
	LogS	-0.482	-0.377	-0.488	-0.420	0.129	0.099	-0.002	-0.001	0.000	0.000
	定数項	-25.376	-0.718	-24.033	-0.741	-42.750	-1.208	-39.757	-1.289	-39.395	-1.124
ROA変化率①(3年)	CSP	0.009	1.873 *	0.009	2.066 **	0.006	1.403	0.002	0.490	0.005	1.188
	LogS	-0.005	-1.530	-0.004	-1.469	-0.004	-1.239	-0.002	-0.624	-0.003	-1.098
	定数項	0.129	1.552	0.116	1.529	0.103	1.244	0.045	0.618	0.090	1.095
ROA変化率②(3年)	CSP	0.726	1.746 *	0.794	1.999 **	0.499	1.230	0.130	0.394	0.403	1.025
	LogS	-0.386	-1.423	-0.346	-1.404	-0.303	-1.101	-0.134	-0.544	-0.266	-0.967
	定数項	10.858	1.446	10.103	1.466	8.345	1.108	3.583	0.544	7.225	0.988
ROA標準化後変化率①(3年)	CSP	0.139	2.114 **	0.141	2.333 **	0.110	1.718 *	0.037	0.712	0.093	1.499
	LogS	-0.072	-1.677 *	-0.058	-1.570	-0.062	-1.439	-0.029	-0.735	-0.056	-1.297
	定数項	2.310	1.951 *	1.949	1.912 *	1.951	1.645	0.984	0.947	1.756	1.493

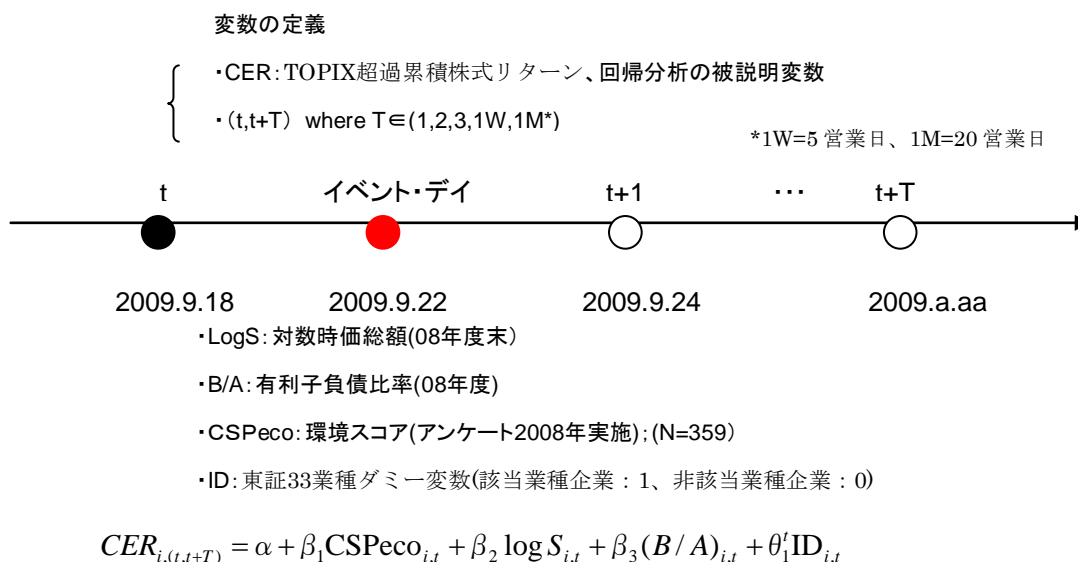
***は有意水準1%未満、**は5%未満、*は10%未満を満たしている。東証33業種ダミー変数の係数は示していない

3. 温室効果ガス排出に関するイベント・スタディ

3-1 温室効果ガス排出量の削減声明の株式リターンに及ぼす影響分析

2009年9月22日、国連気候変動首脳会合での演説において、鳩山首相は、わが国の2020年までの温室効果ガスの削減目標を1990年比で25%とする声明を出した。本節では、わが国の産業に大きな影響を及ぼす可能性のあるこの声明が、「環境スコア²¹」の高い企業の株価に、どのような影響を与えたのかを検証する。具体的には、この声明が出された直後（声明が出された日をイベント・デイと呼ぶ）におけるTOPIX超過累積株式リターン（CERと呼ぶ）と、環境スコアとの関係について分析する（図表27）。この分析においても、サンプリングバイアスの問題を排除するため、対数時価総額や有利子負債比率、東証33業種ダミー変数をコントロール変数として追加している。

図表 27 変数の定義



図表 28 イベント・デイ後の CER に対する環境スコアによる回帰分析

	t,t+1	t値	t,t+2	t値	t,t+3	t値	t,t+1W	t値	t,t+1M	t値
LogS	0.000	0.322	-0.000	-0.217	0.000	0.292	-0.000	-0.152	-0.001	-0.235
B/A	-0.014	-1.834 *	-0.029	-2.965 ***	-0.053	-4.360 ***	-0.066	-4.345 ***	-0.010	-0.400
環境スコア	-0.000	-0.768	-0.000	-1.291	-0.000	-2.917 ***	-0.001	-2.614 ***	0.000	0.424
定数項	-0.013	-0.499	0.031	0.970	0.039	0.926	0.047	0.894	0.028	0.371

標準誤差の算出では不均一分散を考慮したWhite (1980)の手法を用いている。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを表す。東証33業種ダミーベクトルの係数は表示していない

図表 28 の分析結果によれば、イベント・デイ後 3、5 営業日間に於いて、環境スコアは CER に対して、有意にマイナスとなっている。つまり、環境スコアの高い企業は、イベント・デイ後の株式リターンが平均に比べて低いことを示している。このような結果となっ

²¹ ただし、この環境スコアは、温暖化対策だけでなく、様々な環境関連情報の開示や水質汚染に対する環境マネジメントなど環境に関する総合的なスコアであるため、スコア自体には多様な環境に関する情報が含まれていることに注意する必要がある。

た要因として、環境スコアについて高く評価された企業は、環境対策へ積極的に経営資源を投入したことに対し、投資家がコストとしての認識を強く持ったことが考えられる。このことから環境スコアの高い企業ほど、温室効果ガス排出量が少ない可能性が示唆される。そこで、環境スコアと温室効果ガス排出量の関係について、以下で検証する。

3-2 固定資産当たり温室効果ガス排出量に関する分析

前述の示唆を受けて、企業の温室効果ガス排出量と環境スコアの関係について分析する。本節における分析では、温室効果ガスの排出が企業の固有資産（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、固定資産額によって標準化した、固定資産あたりの温室効果ガス排出量を被説明変数として用いている。さらに、環境情報の積極的な開示は、多様なステークホルダーとの間の情報の非対称性を緩和することから、真の企業価値を算出する意味で、排出削減の努力インセンティブとなる可能性がある。

そこで、環境スコア付与企業（企業向けアンケートへの回答などのディスクローズによってスコアを付与することができた企業）を1、そうでない企業を0とした環境スコアダミー変数も説明変数として利用する。さらに、コントロール変数として東証33業種ダミー変数を用いて、以下のMODEL1、MODEL2について回帰分析を行う。

$$\text{MODEL1: } GHG/K_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CSPeco}_{i,t} + \theta_1 \text{ID}_{i,t}$$

$$\text{MODEL2: } GHG/K_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CSPecodummy}_{i,t} + \theta_1 \text{ID}_{i,t}$$

(変数の定義)

GHG：温室効果ガス排出量（2007年度、CSR総覧2009）

K：固定資産（2007年度期中平均）

CSPeco：環境スコア（2008年アンケート実施）

CSPecodummy：環境スコアダミー変数（環境スコア算出企業：1、非算出企業：0）

ID：東証33業種ダミー変数（該当業種企業：1、非該当業種企業：0）

図表 29 固定資産当たり温室効果ガス排出量に対する回帰分析

	GHG/K			
	MODEL1	t値	MODEL2	t値
環境スコア	-0.021	-1.611		
環境スコアダミー			0.282	0.583
定数項	1.161	2.752 ***	0.386	2.219 **

標準誤差の算出では不均一分散を考慮したWhite (1980)の手法を用いている。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で統計的に有意であることを表す。東証33業種ダミーベクトルの係数は表示していない

図表 29 にあるように、MODEL1 の環境スコアは、企業の温室効果ガス排出量に対して t 値が -1.611 と、統計的には有意ではないが、ネガティブな傾向がある。即ち、環境スコアが高い企業は、固定資産当たり温室効果ガス排出量が少ない傾向があることが推定される。

MODEL2 において、環境スコアダミー変数はポジティブであるが、t 値は 0.583 と低く、

統計的に有意ではない。つまり、環境スコア算出企業と非算出企業には、固定資産当たりの温室効果ガス排出量の差が統計的にはないことを示唆している。

以上のことから、環境スコアが高い企業は、固定資産当たり温室効果ガス排出量は少ない傾向があり、環境アンケートに回答・非回答であることと、固定資産当たり温室効果ガス排出量の間には、特徴的な関係がないことが示された。

4. 分析に対するまとめ

本章では CSP と CFP との関係について、年次レベルの財務データを中心とした分析と、日次レベルの株式リターンを用いた短期的な分析を行った。

まず、年次レベルの分析結果からは、サンプリングバイアスを考慮しても、JRI スコアの高い企業は ROA、労働生産性、トービンの Q の値が低く、労働分配率が高いという結果が得られた。しかし、その変化率という視点では、JRI スコアの高い企業は、ボラティリティが有意に低い。さらに、ROA の変化率や株式リターンは、統計的に有意ではないが、プラスの傾向も確認されており、JRI スコアの水準が高いほど、企業の利益率が上昇し、それを投資家がポジティブに捉えており、結果、株式リターンが高くなると推察される。

さらに、日次レベルの短期的視点による分析では、「環境スコア」の高い企業は CER が有意に低くなっており、「環境スコア」の高い企業ほど、「25%削減目標」がネガティブな印象を与えていることが推察される。即ち、投資家の間で「環境スコアが高い（または環境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を示唆している。しかし、本サンプルの「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が多い訳ではなく、統計的に有意ではないが、固定資産当たり温室効果ガスの排出量はむしろ少ない傾向にあることが示唆された。

本分析では、対象期間が最長でも 3 年と短いことや、サンプリングバイアスによる問題、簡易的な分析による結論であるなど、課題も残されていることに注意が必要である。だが、その分析結果から、ESG に積極的な企業（CSP の高い企業）は、人的資源の投入など、様々な経営資源を ESG に対して支出すると考えられる。一方、ESG にそれほど積極的ではない企業は、ESG 以外へ経営資源を支出できると考えられる。従って、ESG に積極的な企業は、そうでない企業に比べて収益率や生産性が低いのだと推察される。

しかし、ESG に積極的な企業は、多様なステークホルダー、即ち株主だけでなく、従業員や消費者、地域住民に対しても配慮した結果、長期的に社会全体の効率性を高めている可能性がある。このように多様なステークホルダーに対する社会還元により、企業自身はリスクを軽減し、企業収益を改善するなどの効果を得る傾向にあると考えられる。よって、このことが（長期保有の）投資家のポジティブな反応により、株式リターンを高める傾向にあると推察される。

第3章 考察と今後の課題

1. 企業の ESG への対応課題

1-1 より効率的な ESG 貢献を

これまでの分析で解った点は、ESG に取り組んでいる企業において、それら活動には諸コストあるいは投資コストがかかる点である。投資コストに関して言えば、それが長期的には ESG 貢献によって企業利益に結びつくが、短期的には ROA が低下する。このことを株主が近視眼的であることによって見通せないとする、株主にとっては企業の ESG 投資はコストでしかなく、トービンの Q にも ESG が企業利益に結びつく投資であるように反映されないであろう。特に環境対策に関して、この投資コスト化が顕著である。この点は株主としては問題であろうが、ESG の視点からは評価が異なる。「株主だけではなく、ESG に関して様々なステークホルダーに貢献すべき」とする企業（経営者）にとって、ESG への貢献はコスト認識とはならず、有意義な投資となり、それらに対して広い視点（目標）から評価されるべきとなる。

広い視点とは ESG を含めた多目的であり、例えば環境で言えば「CO₂排出量が減少しているか」、社会で言えば「従業員の生産性が高まっているか」、ガバナンスで言えば「利害関係者の調整はうまくいっているか」などの目的である。

ところが、これらの目的に対する成果を測ること自体が容易ではなく、そもそも、その試みが余りなされてこなかった点が問題である。その中であって、今回の分析では 2 例の成果測定が試みられている点が貴重であり、この分析は前例がなく、貢献である。第 1 は環境スコアと温室効果ガス排出量の関係であり、第 2 は JRI スコアと労働生産性との関係であり、排出量がどの程度減ったか、労働生産性がどの程度高まったかによって成果の測定が試みられている。

前者に関しては**図表 29** でその結果を示しており、必ずしも明確な関係は見られないとしているが、有意水準は高くない (t 値は-1.611) もの、環境スコアが高い企業ほど固定資産当りの温室効果ガス排出量が低減しているとの一応の効果は見受けられる。それに対して、後者に関してはむしろ逆の関係、即ちスコアが高い企業ほど労働生産性が低い結果が得られている。後者の関係で言えば、スコアが高い企業は労働分配率が高くなっているが、労働生産性が高くもないのに賃金を高めている一種のモラルハザードが生じている可能性すら心配される。

第 2 章の 2 の結果を見ると、伝統的な日本の大企業は特段、規制がなくとも ESG を取り込んで経営していることが推察され、この点は賞賛に値するが、その努力、取り組みにも関わらず明確な成果が現れていないようである。株主に対するある程度の犠牲は避けられないので、その貴重な資源を使って ESG に取り組むからには、それなりの成果は必須と考えられるが、その資源は必ずしも効率的に用いられていない可能性がある。この ESG 貢献

の効率性に関しては、今後の重要な課題となるであろう。

ただし、ESG に関しては資源を有効使用しても、その効果、成果が技術的にまた計測の仕方によって極めて不確実なので、この不安定性が現れているのかも知れない。また、仮に効果測定に問題がなくても、例えば温室効果ガス排気量が若干減少した場合に、真に知りたい点である「全く環境対策を行っていない場合に比べてどの程度排気量が減少したか」の計測は一般に困難である。With and without 問題は別途工夫するとして、スコアに対応する成果計測の問題は今後、計測、研究を深めたいテーマである。

1-2 長期的な視野からの企業価値向上を

そもそも企業の ESG への投資コストは、短期的な利益追求から生じる外部効果の是正という、長期的なステークホルダーの要請から生まれた（ESG 行動は短期的に利益にならないので過少になっていた）と考えられる。よって、ESG への投資コストは短期的に利益を圧迫し、長期的に実を結ぶものである。

真の企業価値には、既に利益に現れている ESG への投資の効果と、将来利益（或いは利益の変動性）に影響する ESG への投資の効果の双方が反映されるが、実際の企業価値には前者しか反映されない。この両者のギャップ（ミスプライス）により、ESG への投資は高い超過リターンが得られる可能性がある。現時点の利益、株価などに ESG への投資の効果が現れていないことは、むしろ今後の ESG への投資が有望な可能性を示唆している。逆に言えば、既に利益や株価に効果が現れているのであれば、今後、超過リターンという観点から ESG への投資を行う誘因は発生しない。つまり、第 2 章の ESG スコアと財務指標データの分析は、短期的なデータに基づく分析結果であるので、短期的には利益を圧迫し、長期的に実を結ぶという仮説に適ったものと言うこともできる。

一方、「全てのステークホルダーの利害を考慮した経営」は、聞こえは良いが、経営者の責任が曖昧になる、企業の投資の意思決定が曖昧になるという問題点がある。この場合、企業の投資の意思決定基準が明確でないし、経営者の責任を測る客観的な指標も見出すことが難しい。このため、結果として経営者行動に対する規律づけが弱まり、無駄な ESG への投資に陥る可能性がある。これに対して、長期的な視野からの企業価値向上を目的とした上での ESG への投資は、外部効果の是正のための取り組み、あるいは社会問題や環境問題に関するビジネスチャンスの創出であり、ESG に関わる費用は基本的に NPV ルールによって評価され、経営者の責任も企業価値という明確な指標により評価される。従って、企業は ESG への取り組みの目的を長期的な視野からの企業価値向上とすべきであろう。

現状、企業による ESG への取り組みは、環境マネジメントなどコスト面が中心になっている。このような観点から企業の ESG への取り組みを評価する場合、高い評価を受ける企業は、将来のコスト増への懸念が強い企業が多い可能性がある。既存のステークホルダーを対象とした企業の ESG への投資は、従業員対応、環境対応など初期費用がかかりがちである。こうした外部効果の是正に向けた活動は長期的には見返りが期待できるが、投資時には財務パフォーマンスにマイナスの影響を与えがちである。これに対して、社会問題を

ビジネスチャンスと捉える企業の ESG への投資、つまり将来の顧客を対象とした ESG への投資は、比較的短期間で財務パフォーマンスにプラスの影響を及ぼす可能性がある。代表的な例としては、温室効果ガスや原材料を減らすような技術を持つ企業が行う環境ビジネスがある。

1-3 リスク低減効果の重視を

現在、企業の ESG への投資は株価に織り込まれていない非財務的情報として注目されている（超過リターンの源泉として注目されている）。非財務情報の中でも、経営戦略や技術力などの変数は時系列的な変動がそれなりにあるのに対し、ESG に関する情報は一度取り組みを行うと、総じて時系列的な変動が少ない。このため、ESG に関する情報を投資家が評価するようになると、新たなリターンの源泉とはなり難い。このため、高いリターンを求めて ESG に取り組む企業に投資する投資家が多ければ、その投資は一過性の現象となってしまう可能性がある。

他方、企業の ESG への取り組みは将来の経営リスクを低減させ、株式への需要を増やすことから、均衡状態において、長期保有の投資家が要求するリスクプレミアムを低減させる効果が考えられる。この効果は一過性の現象ではないであろう。そして、そのような資本コストの低下が、企業が ESG に取り組むインセンティブとなりうる。つまり、投資家による ESG 企業への投資が、企業行動の変化を通じて社会を改善する可能性がある。投資家による ESG 投資を根付かせ、社会問題の解決にも繋げるためには、超過リターンの獲得のみでなく、ESG 投資支出のリスクプレミアム低減効果にも焦点が当てられるべきであろう（佐々木(2010)）。

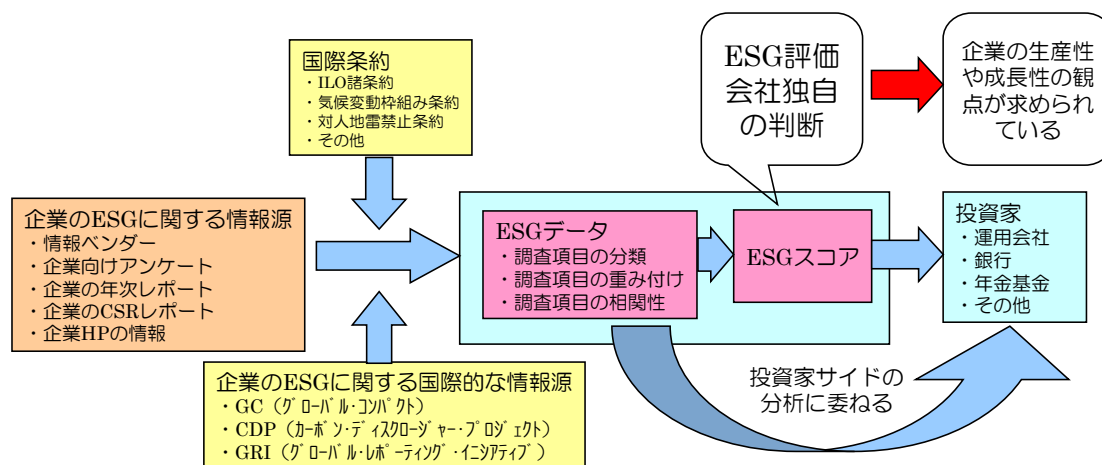
2. CSP 情報を用いる場合の課題、改善方法

次ページの**図表 30** は、一般的な ESG 評価専門機関の ESG スコア算出課程を示している。ESG 評価専門機関は、企業の ESG に関する情報を、情報ベンダー²²、企業向け独自アンケート、企業の年次レポート、企業の CSR レポート、企業のホームページなどから収集する。一方、企業の ESG に関する国際的な情報源として GC（グローバル・コンパクト）、CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）や GRI（グローバル・レポーティング・イニシアティブ）²³の情報が整備されつつあるので、これらを加えることもある。

²² ブルームバーグは PRI に署名しているが、端末を通して企業の温室効果ガス排出量の提供を始めた。わが国では、東洋経済新報社が 2007 年から企業の CSR 調査を開始し、毎年 CSR 総覧を発行しており、企業の ESG に関する様々な情報が記載されている。

²³ GRI はオランダに本部を置く NGO で、企業の ESG に関する情報開示や、経済的な発展に向けた方針策定、計画立案、具体的取組等を促進するための国際的なガイドラインのこと。GRI 指標の具体的な内容としては、経済分野では顧客、供給業者、従業員、投資家などの側面を捉えている。環境分野では原材料、エネルギー、水、生物多様性などの側面を、また、社会面の労働慣行分野では労使関係、安全衛生などの側面を、人権分野では差別対策、児童労働などの側面を、社会分野では地域社会、政治献金などの側面を捉えている。2009 年の参加企業は全世界で 1,298 社、日本からは 85 社が参加している。<http://www.globalreporting.org/Home>

図表 30 ESG スコアの算出過程



(出所) 各種資料より日興フィナンシャル・インテリジェンス作成

また、ESG 要因は気候変動や労働問題など国際的な問題とも関係するので、欧米の年金基金では国が批准している国際条約に準拠した投資を行う場合がある。そこで、これらの国際条約についても整理しておくことが必要になっている。

このようにして収集した ESG 関連のデータは、ESG 評価専門会社独自の項目分類や、項目の重み付け、項目間の相関性などが検討され、ESG スコアとして算出される。これが企業の CSP として、PRI に署名している運用会社や年金基金などの投資家に提供され、投資判断に用いられることになる。

このスコア算出過程から、以下の課題が指摘されよう。

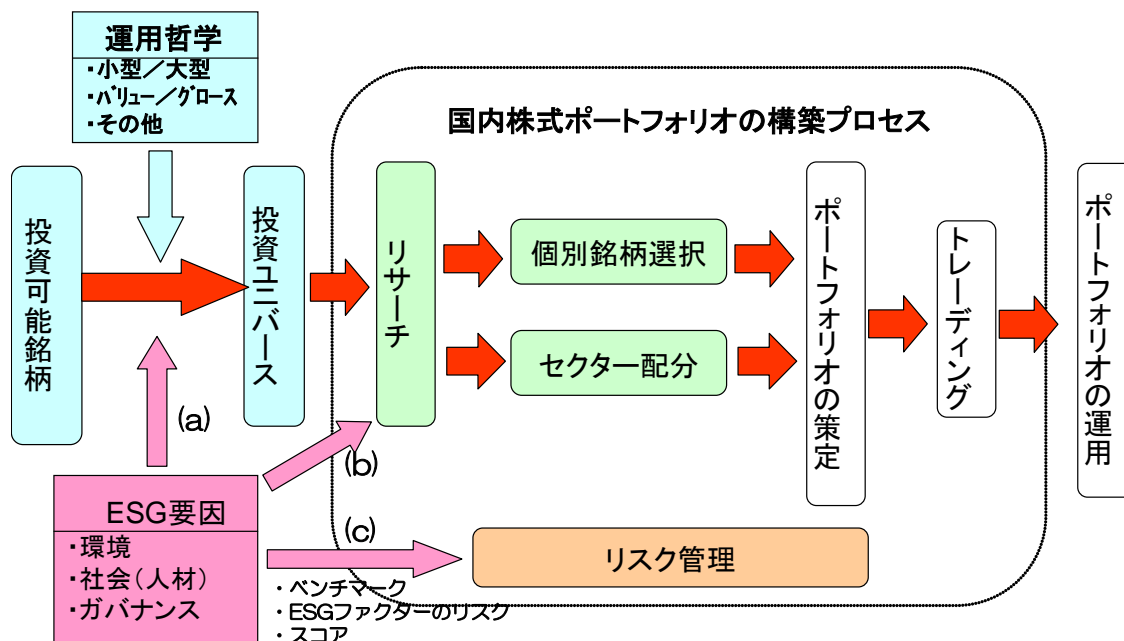
- ① ESG 関連の情報収集にかなりのコストがかかること
- ② 情報収集に基準がないので、恣意的にならないようにする必要があること
- ③ ESG スコアは評価専門機関の独自ノウハウにかなり依存すること
- ④ スコアを投資に利用する投資家サイドに専門家が不足していること

このうち、①のコストは、第 2 章 5-3 で述べたように、ESG 要因の考慮によってポートフォリオの効率性が向上する可能性が高いので、十分賄えるであろう。②の問題は、ESG 要因の情報の利用者が拡大すればチェック機能が働くので、改善すると考えられる。③のスコア算出のノウハウについては、スコアの利用者がスコア算出前の生データを開示するようにして、投資家自身も自前でスコアを計算できるようにすれば、改善するであろう。④はスコアの利用者の問題であるが、ESG 要因が新たな投資アイデアやリスク管理になることをファンドマネジャーや運用機関が理解すれば市場原理が働くので、専門家不足も解消されると考えられる。

3. 投資プロセスへの ESG 要因の組み込み

図表 31 は、運用機関の国内株式ポートフォリオの構築プロセスを例に、投資対象銘柄から銘柄をスクリーニングしてポートフォリオを構築し、運用するまでのプロセスを示している。

図表 31 株式ポートフォリオの構築プロセスにおける ESG 要因



(出所) 森本・高橋(2001)の図表 1 に日興フィナンシャル・インテリジェンス加筆

通常、運用機関は独自の運用哲学の下、それに則った銘柄選択を行う。この段階で PRI に署名している運用機関は、ESG を考慮して銘柄を絞り込むことになる。こうして絞り込んだ銘柄は、一般にはその運用機関独自の「投資ユニバース」と呼ばれ、他の運用機関とは異なる。この「投資ユニバース」について、運用機関のアナリストやファンドマネジャーは、財務データなどを用いたリサーチを行う。この時、ESG 専門家の情報が財務データと共に分析され、セクターへの配分比率と共に個別銘柄が選定される。

また、ポートフォリオの策定に当たっては、ベンチマークとの乖離や様々なリスクファクターが定量的に調べられ、目標とするベンチマークをどの程度上回るのかのアクティビターンと、それを達成するためのアクティブリスクのコントロールが行われる。こうしてポートフォリオの策定が終わると、トレーディングにより銘柄が購入され、ポートフォリオの運用がスタートする。

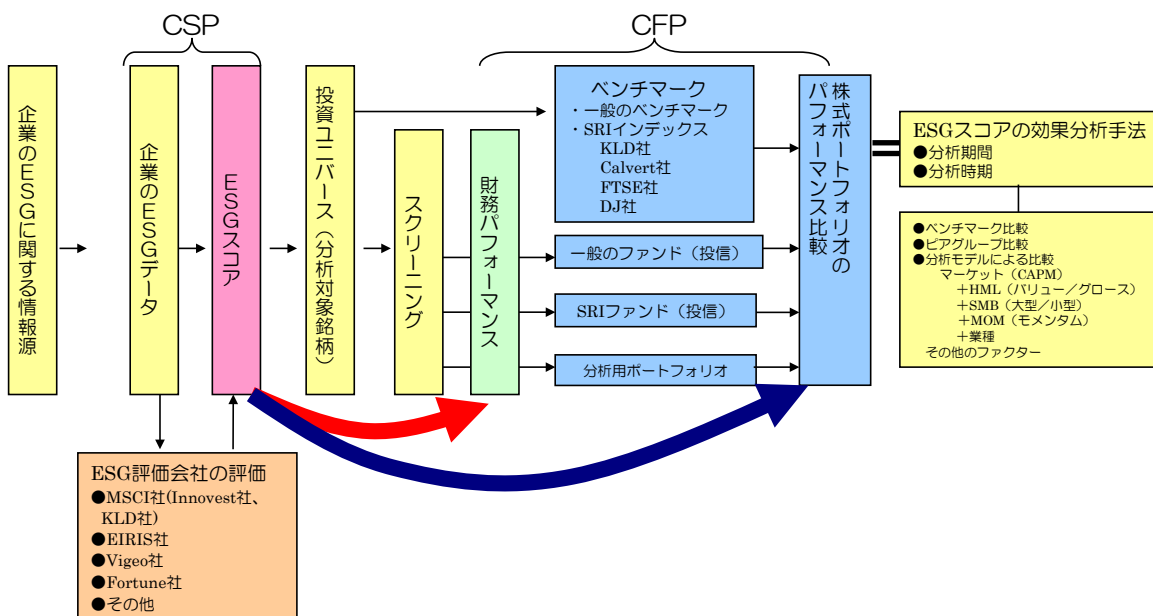
図表 31 では、ESG 要因は、(a)銘柄スクリーニング、(b)銘柄リサーチ、(c)リスク管理、に関連してポートフォリオ構築プロセスに組み込まれることを示しているが、現実には運用機関によって ESG 要因を組み込むレベルは様々であることが予想される。(a)のスクリー

ニングレベルでは、ESG スコアを用いることが多いが、その場合も、先に ESG スコアによるスクリーニングを行うのか、財務データでスクリーニングをした後、ESG スコアでさらにスクリーニングを行うのか運用機関によって異なる。しかし、本格的に ESG 要因をポートフォリオ構築にインテグレートするには、(b)と(c)の要素が重要と思われる。

4. CSP と CFP の関連性に関するさらなる分析

図表 32 は、CSP と CFP の関連性に関する先行研究で行われている分析のフローを示している。CSP のデータとしては ESG 評価会社のスコアを使い、CFP のデータとしては評価対象企業の財務指標データを用いて財務パフォーマンスとの関係を分析するケースと、財務パフォーマンスとの関係は分析せずに、株式ポートフォリオのパフォーマンスを分析するケースに分けられる。しかし、投資に直接関係するという意味に加えて、実際に運用されている SRI ファンドや ESG 関連のファンドのパフォーマンスへの関心が高いため、後者の分析ケースが圧倒的に多い。

図表 32 CSP と CFP の関連性に関する分析のフロー



(出所) 各種資料より日興フィナンシャル・インテリジェンス作成

第 2 章で、CSP と CFP の関係分析を試みたが、ここでの主要な目的は、CSP と財務パフォーマンスの関係である。ESG 要因がどのようなプロセスを経て企業の付加価値生産に影響を及ぼし、財務指標データに反映されるかは、アナリストに期待されている企業価値分析において、その検討項目の洗い出しや検討プロセスに根本的な影響を及ぼすものと思われる。ESG 要因は、地球温暖化や人権、企業のあり方など、様々な分野で企業を取り巻くステークホルダーに影響を及ぼし、しかもその影響度合いはグローバルである。第 1 章

のアンケート調査結果からも、今後、企業の価値や収益に多大な影響を及ぼす可能性のあることは、多くのアナリストが感じている。

また、25 ページ**図表 16**の「企業評価に ESG 要因を用いるための課題」に示されているように、アンケートに回答した 70%近い証券アナリストは、企業価値評価との関連性が明確になることを求めている。従って、非財務データである CSP の把握は極めて重要であり、CFP との因果関係の分析をマクロとミクロの両方の視点からさらに進めていくことが必要であろう。

5. 証券アナリスト向け ESG 情報の提供

最近、欧米を代表するアナリスト協会から、相次いで企業価値評価における ESG 要因の重要性と、ESG 要因を投資プロセスに統合することを提言した報告書が発表され、セミナーやカンファレンスを通じたアナリストへの啓蒙活動も活発に行われつつある。以下では、欧米アナリスト協会における ESG 要因の取り組み状況を概観しながら、わが国においても企業価値分析における ESG 要因のマニュアルや評価項目の抽出が必要なことを述べる。

5-1 欧州証券アナリスト協会連合会

5-1-1 ESG 問題に関する専門委員会の設置

欧州証券アナリスト協会連合会 (EFFAS)²⁴は 2007 年 10 月、ESGに関する企業の非伝統的なパフォーマンス要因を投資プロセスへ統合することを目的に、「ESG問題に関する委員会 (CESG)」を設置した。CESGは欧州を代表する世界的なセルサイド企業とバイサイド企業の投資専門家で組織されており、大多数はファンドマネジャー、証券アナリスト、株式セクターの専門家である。

EFFAS は、CESG に以下の課題と目標を委託した。即ち、①ESG 要因の報告、計測、評価に関するあらゆる課題について、EFFAS 内で整合性のあるものを作成すること、②欧州の投資専門家集団の中で ESG に関する専門知識を集約すること、③EFFAS の各メンバー協会が欧州の投資専門家の様々なニーズに対応して行ってきた ESG 要因に関する研究成果の拡大を図ること、④ESG に関する政界のプロジェクトと、学界・資本市場参加者によって設置されたプロジェクトの両方のイニシアティブをネットワーク化し、広く参照されるように支援すること、⑤欧州優良企業からの企業発表を含む欧州レベルの ESG トピックスについてカンファレンスを企画実行することなどである。

5-1-2 「ESG 要因の重要なパフォーマンス指標(KPIs)」の概要

ドイツ投資専門家協会 (DVFA) は、運用機関、証券アナリスト、企業、会計監査/保険の専門家、環境・社会・ガバナンス問題の専門家を集めて、非財務情報委員会 (Commission

²⁴ 欧州証券アナリスト協会連合会 (EFFAS) は、欧州各国のアナリスト協会の連合組織として 1962 年に設立され、傘下には 25 カ国のアナリスト協会があり、会員数は 14,000 人以上。

on Non-Financials, CNF)を組織し、企業パフォーマンスの証券分析の利用において、「ESG 要因の重要なパフォーマンス指標 (Key Performance Indicators, KPIs)」を策定し、2008 年に ESG 問題の報告方法を明確にした報告書を作成した。EFFAS は、DVFA の委員会が作成した KPIs を全面的に採用し、2009 年に DVFA/ EFFAS はその改訂版を発行した。

図表 33 ESG 要因に係わる定量情報

	E (環境)	S (社会)	G (ガバナンス)	V (長期継続性)
業種共通 (全ての産 業グループ に適用)	ESG1: エネルギー効 率 ESG2: 温室効果ガス 排出量	ESG3: 従業員の回転率 ESG4: 従業員研修と資格 ESG5: 従業員の年齢構成 ESG6: 欠勤率	ESG7: 訴訟リスク ESG8: 汚職	ESG9: 新商品からの 収入
業種特有 (特定の産 業に適用)	ESG10: 再生可能エネ ルギーの開発 ESG11: NO _x , SO _x 排出量 ESG12: 廃棄物	ESG19: ESG基準による投 資 ESG20: ESG基準による供 給契約 ESG21: 商品の安全衛生性 ESG22: リストラ関連の配 置転換	ESG24: 政治団体へ の献金	ESG25: R&D費用 ESG28: 顧客維持 ESG29: 顧客満足度

(出所) DVFA/EFFAS "KPIs for ESG" Version 1.2 (2009)

KPIs として報告されるべき ESG 項目には、全てのセクターと産業に適用できる 9 の「業種共通」原則が定義され、この部分は基準化された総合的なフレームワークである (図表 33)。一方で、固有セクターに適用できる 11 の「業種特有」原則も定義されている。対象セクターについては ESG 要因が一覧表にされているので、企業と投資専門家は報告された内容を簡単に相互参照することができる。この KPIs の策定に際しては、ファンドマネジャーと証券アナリストに対して、ESG 要因における KPIs の関連性と妥当性の調査が、全世界的なオンライン・リサーチを通して実施された。

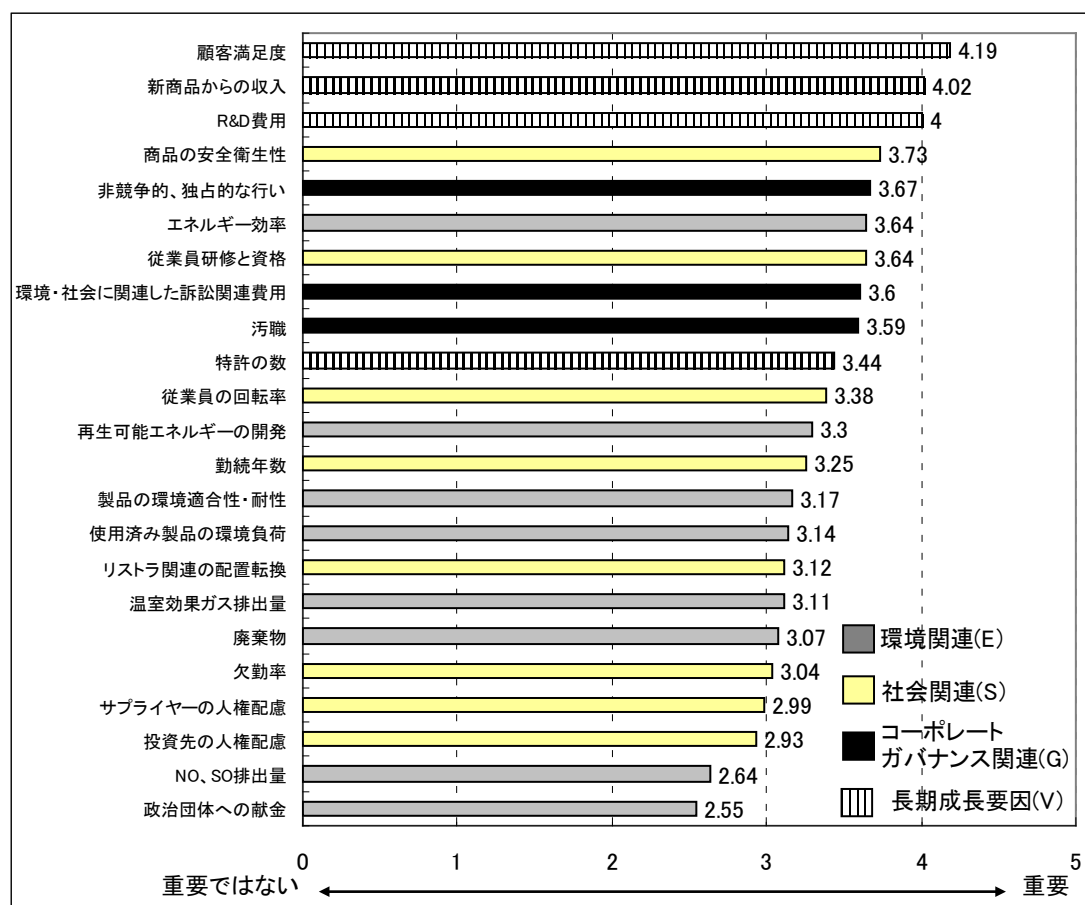
現時点では報告書に、①ESG 要因の報告のための基本原則、②比較可能性とベンチマーク化に焦点を当てた定量的なパフォーマンス・データの基本原則、③世界的な投資専門家からの KPIs に関する詳細な調査結果、④KPIs の詳細な分類、比率、および解説が含まれている。この報告書は、企業と投資専門家への推奨という形を取っている。この目的は、企業に追加的な報告のフレームワークを提示することではなく、既存の情報提供手段 (財務報告や、経営者による財務、経営成績の分析、CSR レポート、GRI など) の中で企業に KPIs の利用を推奨することであるとしている。

5-1-3 DVFA/EFFAS の KPIs アンケート調査結果の紹介

今後の課題として、CSP の計測方法を検討する必要があると序章で述べたが、CSP の計測にはどのような ESG 要因をピックアップするかも 1 つの課題である。海外においてはどのような ESG 要因が挙げられていて、どれが重要視されているのかを概観することは、この課題を検討する上で参考になると考えられる。そのため、ここでは海外の類似調査、DVFA/EFFAS が実施した調査を紹介する。

図表 34 は、DVFA/EFFASが実施したアナリストやファンドマネジャーに対するESG要因に関するアンケート調査（企業分析における重要度を6段階で評価）の結果である²⁵。環境（E）、社会(S)、コーポレートガバナンス(G)要因に加えて、Long-term Viability（V、長期継続性）という非財務要因も入っているのが特色である。

図表 34 DVFA/EFFAS による ESG 要因調査の結果



(出所) DVFA/EFFAS "KPIs for ESG" Version 1.1 (2008)

5-2 CFA 協会

5-2-1 ESG 要因マニュアルの発表

CFA 協会（本部：米国ヴァージニア州シャーロットビル）は、2008年6月25日にニューヨークで、企業がどのような ESG 要因を抱えているのかを投資家が理解し易くすることを目的に作成した「Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors」（以下 ESG 要因マニュアル）をプレス・リリースし

²⁵ EFFAS は業種毎の KPIs(Key Performance Indicators)の策定に取り組んでおり、元々選定した KPIs がアナリストやファンドマネジャーにとっても重要かどうかを確認するため、このアンケートを実施した。欧州のセルサイド・バイサイドを中心に全世界 122 名のメインストリーム金融機関のアナリスト、ファンドマネジャーが回答している。EFFAS の取組みの詳細は、EFFAS Commission on ESG(<http://www.effas-esg.com/>)を参照されたい。

た。既に CFA 協会は 2005 年に、投資家が保有している企業のコーポレート・ガバナンス・リスクを、より良く評価できるように解説した「The Corporate Governance of Listed Companies : A manual for Investors」を公表している。今回の ESG 要因マニュアルは、企業価値に潜在的に影響を及ぼす「環境」と「社会」に焦点を当て、投資家がより良く理解し、評価できるよう追加的に作成したものである。

5-2-2 ESG 要因マニュアルの内容

ESG 要因マニュアルには、イントロダクションの他、①投資家にとっての ESG 要因、② ESG 要因の検討項目、③法律と規制要因、④訴訟要因、⑤レピュテーション要因、⑥オペレーティング要因が取り上げられている。上記②には、資産保有者が検討すべき ESG 要因の重要課題が示されており、**図表 35** はそれらの内容を要約してまとめたものである。

図表 35 ESG 要因に係わる定性情報

環境要因	社会要因	ガバナンス要因
<ul style="list-style-type: none"> ・ 炭素排出量、温室効果ガス： ディスクロージャー／測定と報告 ・ 気候変動： 企業への影響／リスク・エクスポージャー／オポチュニティ ・ 生態系変化 ・ 環境リスクが言及されている施設 ・ その他 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 児童労働 ・ 地域の利害調整 ・ 人種差別 ・ ダイバーシティ： 雇用者／経営者 ・ 社会的なリスクが言及されている施設 ・ その他 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営者報酬： 成功報酬／平等報酬 ・ ポイズンピル(毒薬条項) ・ 「Say on Pay」(役員報酬に関する方針決定に株主が加わることを認めること) ・ 議長とCEOの地位の分離 ・ その他

(出所) CFA 協会(2008)の ESG 要因マニュアルより要約して日興フィナンシャル・インテリジェンス作成

5-3 欧米アナリスト協会との連携

上記のように、欧米のアナリスト協会では ESG 要因が企業価値評価分析において重要だという認識が広がっており、マニュアルや KPIs が作成されている。第 1 章のアンケート結果で見られたように、わが国のアナリストにも ESG 要因の重要性は認識され始めている。また、第 2 章の CSP と CFP の関係分析の結果も、CSP の評価は CFP の変化率に影響していることが示されている。さらに、企業はグローバルな生産活動やサプライチェーンを展開しており、企業価値評価分析にはグローバルに計測する必要性が高まっている。そこで、欧米のアナリスト協会と連携して投資家に非財務データによる企業価値分析のプラットフォームを提供することが必要であろう。

【参考文献】

- 北岡孝義・高橋青天・矢野順治(2008)「Eviews で学ぶ実証分析入門 応用編」、日本評論社
- 佐々木隆文(2010)「企業の社会的責任と ESG 投資」『証券アナリストジャーナル』、
2010年5月号、日本証券アナリスト協会
- 白須洋子(2009)「企業の社会的責任投資 (SRI) ファンドの収益性について」、
金融庁金融研修センター
Financial Research and Training Center Discussion Paper Series
- 首藤恵・竹原均 (2007)「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス - 非財務情報開示
とステークホルダー・コミュニケーション -」、
Waseda university Institute of Finance working paper series
- 首藤恵・増子信・若園智明(2006)「企業の社会的責任とパフォーマンス:企業収益とリスク」、
Waseda university Institute of Finance working paper series
- ㈱日本総合研究所(2010)「CSR 経営動向調査／2009年度」
- 森本剛・高橋知宏(2001)「運用商品評価の考え方 (2)、国内株式ジャジメンタルアクティブ
運用」『年金レビュー』(2001年5月号)、日興リサーチセンター
- DVFA/EFFAS (2008) 「KPIs for ESG Key Performance Indicators for Environmental,
Social and Governance Issues」(Version 1.1.)
- DVFA/EFFAS (2009) 「KPIs for ESG – A Guideline for the Integration of ESG into
Financial Analysis and Coporate Valuation」(Version 1.2.)
- CFA 協会(2008)「Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies :
A Manual for Investors」<http://www.cfapubs.org/toc/ccb/2008/2008/2>

参考資料1：企業価値分析における ESG 要因の認識度アンケート 調査票

最近、投資や企業価値分析において ESG（環境、社会、ガバナンス）要因が注目を集めています。当協会会員の ESG 要因についての認識度を調査するため、下記アンケートに回答をお願いします。

- i. あなたの属する業種は何ですか。（いずれか1つを選択）【必須】
- | | | | | |
|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|
| <input type="checkbox"/> 証券会社 | <input type="checkbox"/> 投信委託 | <input type="checkbox"/> 信託銀行 | <input type="checkbox"/> 銀行 | <input type="checkbox"/> 生命保険 |
| <input type="checkbox"/> 損害保険 | <input type="checkbox"/> 調査研究所 | <input type="checkbox"/> 投資顧問 | <input type="checkbox"/> コンサルティング業 | |
| <input type="checkbox"/> 大学 | <input type="checkbox"/> 事業会社 | <input type="checkbox"/> その他 | | |

その他と答えた方は、以下に具体的お書きください。自由記入欄（20字以内）

- ii. あなたは業務の中で企業評価を行いますか。【必須】
- はい 【iiiへお進み下さい】 いいえ 【ivへお進み下さい】

- iii. 企業評価を行っている場合は、具体的な職種をお答え下さい。（いずれか1つを選択）
【iiで「はい」と回答した方のみ必須】
- | | |
|---|---|
| <input type="checkbox"/> 証券アナリスト（セルサイド） | <input type="checkbox"/> 証券アナリスト（バイサイド） |
| <input type="checkbox"/> ファンドマネージャー | <input type="checkbox"/> その他 |

その他と答えた方は、以下に具体的お書きください。自由記入欄（20字以内）

- iv. 以下の用語について、大体的内容を知っているものすべてにチェックしてください。（複数回答可）【必須】
- | | | |
|---|--|--|
| <input type="checkbox"/> CSR（企業の社会的責任） | <input type="checkbox"/> SRI（社会的責任投資） | <input type="checkbox"/> PRI（国連責任投資原則） |
| <input type="checkbox"/> COP15 | <input type="checkbox"/> ミレニアム開発目標 | <input type="checkbox"/> グローバル・コンパクト |
| <input type="checkbox"/> マテリアリティ | <input type="checkbox"/> CSP（コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス） | |
| <input type="checkbox"/> CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト） | | |
| <input type="checkbox"/> UNEP-FI（国連環境計画・金融イニシアチブ） | | |

【1 企業価値分析と ESG】

個別の ESG 要因に関する質問の前に、一般的な企業評価に関してのお考えを聞かせてください。日常業務として企業評価をしていない場合は、あなたご自身のお考えで回答してください。

- 1-1 あなたが企業評価をする場合、主にどのくらいのタイムスパンで評価していますか。（いずれか1つを選択）【必須】
- | | | |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| <input type="checkbox"/> 短期（1年未満） | <input type="checkbox"/> 中期（1～3年） | <input type="checkbox"/> 長期（3年超） |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|

- 1-2 あなたが企業価値の分析において重視する項目は何ですか。以下に具体的にお書きください。また、今後有望視している業種、銘柄があれば、以下に具体的にお書きください。

重視している項目 自由記入欄（300字以内）

今後有望視している業種・銘柄 自由記入欄（300字以内）

1-3 2006年に国連が年金基金、資産運用会社等に対して、投資意思決定の際に環境(Environmental)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)要因(以下、ESG要因)を重視することを求めた責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment^{注1})への署名を呼びかけました。その背景には、企業のESG要因が運用パフォーマンスに影響を与えるようになってきており、受託者責任を全うするために運用機関は投資の意思決定にESG要因を考慮すべきだという考えがあります。注1: 署名機関は538、署名機関の総運用資産は約18兆ドル(2009年5月)

企業価値の分析において、ESG要因を考慮することは重要だとお考えですか。【必須】

- はい 【1-3-1へお進み下さい】
 いいえ 【1-3-2へお進み下さい】

1-3-1 企業価値の分析において、ESG要因を考慮することはなぜ重要だとお考えですか。(複数回答可)

【1-3で「はい」と回答した人のみ必須】

- 長期的に成長する企業の発掘にはESG要因の分析が欠かせないから
 財務諸表に表れない隠れたリスクを発見にはESG要因の分析が欠かせないから
 顧客からの要請が高まっているから
 その他

その他と答えた方は、以下に具体的お書きください。自由記入欄(300字以内)

1-3-2 企業価値の分析において、ESG要因を考慮することはなぜ重要ではないとお考えですか。(複数回答可)

【1-3で「いいえ」と回答した人のみ必須】

- ESG要因は企業のリスク要因にはならないから
 ESG要因は運用パフォーマンスに影響しないから
 ESG要因は(株式や債券)市場に反映されていないから
 これまでESG要因の存在を知らなかった
 その他

その他と答えた方は、以下に具体的お書きください。自由記入欄(300字以内)

1-4 企業のESG要因は、企業価値評価においてどの程度重要だと考えますか。5段階のいずれかで評価してください。【必須】

i) 環境的要因(Environment)

- 非常に重要 重要 やや重要 あまり重要でない 全く重要でない

ii) 社会的要因(Social)

- 非常に重要 重要 やや重要 あまり重要でない 全く重要でない

iii) ガバナンス的要因(Governance)

- 非常に重要 重要 やや重要 あまり重要でない 全く重要でない

【2 企業価値に影響を及ぼすESG要因の特定】

ESG要因には様々なものがありますが、ここでは重要と思われる12のESG要因を挙げています。それぞれに対して、企業価値にどの程度の影響を与えるかに関してのお考えをお聞かせ下さい。日常業務として企業評価をしていない場合は、あなたご自身のお考えで回答してください。

2-1 【環境①: 気候変動への取組み】

鳩山首相は、国連気候変動首脳会合(気候変動サミット)において、温室効果ガスを2020年までに1990年比で25%削減という従来よりも高い中期目標を表明しました。今後、企業には気候変動への取組みがますます求められると考えられます。気候変動への取組みが企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-2 【環境②：温室効果ガス排出量】

温室効果ガス排出量のデータを重視する投資家は欧米を中心に増えており、年次報告書等への掲載を義務付けようとする動きもあります。温室効果ガス排出量のデータは個々の企業の取組みの結果であると同時に、どのような業種に属するのか、サプライチェーンのどこに位置するのかという点にも影響されます。一般的に、素材系の業種やサプライチェーンの上流に位置する企業は、温室効果ガス排出量が多くなる傾向にあります。

温室効果ガス排出量が企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-3 【環境③：環境債務】

環境債務とは、企業の過去及び現在の活動により発生させた環境汚染を浄化するための将来的なコストのことです。環境債務の1つである土壌汚染は、企業にとってのリスク要因です。建築物の建設途中で土壌汚染が発覚した場合、多大な除去費用を支払う必要が生じ、場合によっては建築計画自体がストップします。

環境債務が最終的な企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-4 【環境④：水資源の管理】

エネルギーとは異なり、水資源には代替できるものではありません。国連によれば、2025年までに世界人口の約3分の1が安全な飲料水にアクセスできなくなると言われています。水不足が特に大きな問題となる地域でビジネスを行う際には、周辺住民に与える負の影響を考慮する必要があります。

水資源の管理が企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-5 【環境⑤：環境配慮型製品・サービスの開発】

顧客の環境意識が高まる中、環境配慮型の製品・サービスの開発は企業にとって大きなビジネスチャンスです。市場でも注目度の高い電気自動車や太陽光発電には、素材系を中心に異業種からの参入が相次いでいます。

環境配慮型製品・サービスの開発が企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-6 【社会①：顧客への対応】

顧客満足度向上の取組みは、売上高の拡大に直結すると考えられます。実際、8割以上の企業が、顧客から収集した情報を分析して製品開発に活用しています^{注2}。しかし、顧客からの長期的な信頼を得るには、顧客が満足する製品・サービスの開発だけでなく、販売後の対応も重要です。万が一事故を発生させた場合には、迅速な情報提供や回収等の対応が求められます。注2：日本総合研究所「わが国企業のCSR 経営の動向2008」（<http://www.jri.co.jp/thinktank/sohatsu/csr/research/trend/>）。顧客への対応が企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-7 【社会②：安全衛生に関する取組み】

安全・安心な職場環境の提供は、優秀な従業員を採用する上で、また日々の業務を円滑に遂行する上で重要です。労働災害による休業4日以上死傷者数は、全労働者では減少向にありますが、派遣労働者では増加傾向にあり、派遣労働者の安全管理は喫緊の課題です。

安全衛生に関する取組みが企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-8 【社会③：ワーク・ライフ・バランス】

日本では長時間労働による過労死が問題になっており、過労死等による労災請求件数は増加傾向にあります。また、長時間労働は男性が家事や育児の時間を十分に確保できないという問題も生じさせ、それが女性の社会進出をより困難にしています。家族やプライベートな時間も大切にしたいと希望する人は多いにもかかわらず、実際は仕事を優先せざるを得ないことが多いのが現状です。

ワーク・ライフ・バランスへの取組みが企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン (いずれか1つを選択) :

短期 (1年未満) 中長期 (1年超)

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄 (300字以内)

2-9 【社会④: 海外サプライヤーの労働環境への取組み】

海外におけるサプライヤーの労働環境に配慮し、児童労働を使わないような環境の整備は、海外ビジネスでは重要なことです。児童労働や劣悪な労働環境が発覚すると、NGOの攻撃の対象となり不買運動などに発展することがあります。実際、児童労働を暴かれたスポーツ用品メーカー、劣悪な労働環境を暴かれた電子機器メーカー等、1990年代以降、NGOの監視の目は厳しくなっています。

海外サプライヤーの労働環境への取組みが企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合 (いずれか1つを選択) :

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン (いずれか1つを選択) :

短期 (1年未満) 中長期 (1年超)

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄 (300字以内)

2-10 【社会⑤: 地域社会への貢献活動】

上手く設計された社会貢献活動は、従業員同士のコミュニケーションを促進し、ビジネス上では出会えない企業の相手と知り合う機会となり、地域住民とのコミュニケーションを深める場ともなります。そして、これらは新たな顧客発掘のきっかけや、新たな製品サービス開発のアイデアの源泉となる可能性もあります。

地域社会への貢献活動が企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合 (いずれか1つを選択) :

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン (いずれか1つを選択) :

短期 (1年未満) 中長期 (1年超)

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄 (300字以内)

2-11 【ガバナンス①: 役員報酬・インセンティブ】

過度に短期的な利益捻出を誘発するような役員報酬・インセンティブは、短期的には株価を押し上げるかもしれませんが、長期的には企業価値の毀損につながる可能性があります。米国発の一連の金融危機から、短期的かつ巨額の報酬・インセンティブを疑問視する声も高まっています。

役員報酬・インセンティブが企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合 (いずれか1つを選択) :

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン (いずれか1つを選択) :

短期 (1年未満) 中長期 (1年超)

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄 (300字以内)

2-12 【ガバナンス②: 取締役会の構成】

経営者の暴走を防ぎ、適切な経営をするには、バランスの良い取締役の構成が必要です。そのためには、独立した社外取締役による外部の視点や、女性や外国人の取締役など事業内容に応じた多様な視点も必要といわれています。

取締役会の構成が企業価値に及ぼす影響・期間はどの程度だとお考えですか。

影響度合（いずれか1つを選択）：

収益に強く影響 収益にやや影響 リスクに強く影響 リスクにやや影響 企業価値にあまり影響しない

タイムスパン（いずれか1つを選択）：

短期（1年未満） 中長期（1年超）

特に重要度が高いとお考えの業種等をお書きください。自由記入欄（300字以内）

2-13 【その他】

上記以外に、重要だと思う ESG 要因はありますか。500 字以内でご自由にお書きください。

【3 ESG 要因を企業価値評価に用いる場合の課題】

ESG 要因を企業価値評価に用いる場合の課題についてのお考えをお聞かせください。日常業務として企業評価をしている方は、必ず回答してください。

3-1 あなたが企業評価に ESG 要因を今よりも多く用いるようになるには、何が必要だと思いますか。（複数回答可）

- ESG に関する企業の情報開示が進むこと
- 企業価値評価との関連性が明確になること
- 社内の ESG 調査体制が強化されること 【(3-1-2 へお進み下さい)】
- 顧客からのニーズが増えること
- その他

その他と答えた方は、以下に具体的お書きください。自由記入欄（300字以内）

3-1-2 あなたの会社で社内の ESG 調査体制を強化するためには、具体的に何が必要だと思いますか。3-1 で「社内の ESG 調査体制が強化されること」にチェックした方のみご回答ください。（複数回答可）

- 社内の ESG 調査スキルを向上すること
- ESG の専門担当者を配置すること
- 企業の ESG 情報を購入すること
- その他

その他と答えた方は、以下に具体的お書きください。自由記入欄（300字以内）

3-2 我が国の企業は、あなたが重視する ESG 要因を適切に開示していると思いますか。（いずれか1つを選択）

- 適切に開示している
- 適切に開示していない
- どちらともいえない

3-2-2 特に開示して欲しい ESG 要因に関する項目があれば、ご自由にお書きください。自由記入欄（300字以内）

3-2-3 今後、ESG 要因に関する開示が進むためには、何が問題だと思いますか。ご自由にお書きください。

自由記入欄（300字以内）

参考資料 2 : ESG 要因の認識度アンケート 集計結果

【回答者の属性】

i. あなたの属する業種は何ですか。(いずれか1つを選択)

企業評価を業務としている人

証券会社	48人	20.3%	投信委託	11人	4.7%	信託銀行	14人	5.9%	
銀行	26人	11.0%	生命保険	10人	4.2%	損害保険	4人	1.7%	
調査研究所	13人	5.5%	投資顧問	34人	14.4%	コンサルティング業	26人	11.0%	
大学	1人	0.4%	事業会社	30人	12.7%	その他	19人	8.1%	
							合計	236人	100.0%

業務としていない人

証券会社	91人	25.1%	投信委託	28人	7.7%	信託銀行	32人	8.8%	
銀行	41人	11.3%	生命保険	25人	6.9%	損害保険	9人	2.5%	
調査研究所	4人	1.1%	投資顧問	40人	11.0%	コンサルティング業	24人	6.6%	
大学	2人	0.6%	事業会社	31人	8.5%	その他	36人	9.9%	
							合計	363人	100.0%

総合計

証券会社	139人	23.2%	投信委託	39人	6.5%	信託銀行	46人	7.7%	
銀行	67人	11.2%	生命保険	35人	5.8%	損害保険	13人	2.2%	
調査研究所	17人	2.8%	投資顧問	74人	12.4%	コンサルティング業	50人	8.3%	
大学	3人	0.5%	事業会社	61人	10.2%	その他	55人	9.2%	
							合計	599人	100.0%

ii. あなたは業務の中で企業評価を行いますか。

はい【iiiへ】	236人	39.4%	いいえ【ivへ】	363人	60.9%	合計	599人	100.0%
----------	------	-------	----------	------	-------	----	------	--------

iii. 企業評価を行っている場合は、具体的な職種をお答え下さい。(いずれか1つを選択)

企業評価を業務としている人

証券アナリスト(セルサイド)	33人	14.0%	証券アナリスト(バイサイド)	54人	22.9%	
ファンドマネージャー	34人	14.4%	その他	115人	48.7%	
				合計	236人	100.0%

iv. 以下の用語について、大体的内容を知っているものすべてにチェックしてください。(複数回答可)

企業評価を業務としている人

CSR (企業の社会的責任)	235 人	99.6%	SRI (社会的責任投資)	208 人	88.1%
PRI (国連責任投資原則)	49 人	20.8%	COP15	89 人	37.3%
ミレニアム開発目標	34 人	14.4%	グローバル・コンパクト	39 人	16.5%
マテリアリティ	37 人	15.7%			
CSP (コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス)				35 人	14.8%
CDP (カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)				76 人	32.2%
UNEP-FI (国連環境計画・金融イニシアチブ)				43 人	18.2%
			合計	236 人	100.0%

業務としていない人

CSR (企業の社会的責任)	357 人	98.3%	SRI (社会的責任投資)	320 人	88.2%
PRI (国連責任投資原則)	93 人	25.6%	COP15	112 人	30.9%
ミレニアム開発目標	31 人	8.5%	グローバル・コンパクト	53 人	14.6%
マテリアリティ	48 人	13.2%			
CSP (コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス)				40 人	11.0%
CDP (カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)				67 人	18.5%
UNEP-FI (国連環境計画・金融イニシアチブ)				77 人	21.2%
			合計	363 人	100.0%

総合計

CSR (企業の社会的責任)	529 人	98.8%	SRI (社会的責任投資)	528 人	88.1%
PRI (国連責任投資原則)	142 人	23.7%	COP15	201 人	33.6%
ミレニアム開発目標	65 人	10.9%	グローバル・コンパクト	92 人	15.4%
マテリアリティ	85 人	14.2%			
CSP (コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス)				75 人	12.5%
CDP (カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)				143 人	23.9%
UNEP-FI (国連環境計画・金融イニシアチブ)				120 人	20.0%
			合計	599 人	100.0%

【1 企業価値分析と ESG】

1-1 あなたが企業評価をする場合、主にどのくらいのタイムスパンで評価していますか。(いずれか1つを選択)

企業評価を業務としている人

短期 (1年未満)	30 人	12.7%	中期 (1~3年)	111 人	47.0%
長期 (3年超)	95 人	40.3%	合計	236 人	100.0%

業務としていない人

短期 (1年未満)	26 人	7.2%	中期 (1~3年)	196 人	54.0%
長期 (3年超)	141 人	38.8%	合計	363 人	100.0%

総合計

短期 (1年未満)	56 人	9.3%	中期 (1~3年)	307 人	51.3%
長期 (3年超)	236 人	39.4%	合計	599 人	100.0%

1-3 企業価値の分析において、ESG 要因を考慮することは重要だとお考えですか。

企業評価を業務としている人

はい【1～】	198人	83.9%	いいえ【2～】	38人	16.1%	合計	236人	100.0%
--------	------	-------	---------	-----	-------	----	------	--------

業務としていない人

はい【1～】	316人	87.1%	いいえ【2～】	47人	12.9%	合計	363人	100.0%
--------	------	-------	---------	-----	-------	----	------	--------

総合計

はい【1～】	514人	85.8%	いいえ【2～】	85人	14.2%	合計	599人	100.0%
--------	------	-------	---------	-----	-------	----	------	--------

1-3-1 企業価値の分析において、ESG 要因を考慮することはなぜ重要だとお考えですか。（複数回答可）

企業評価を業務としている人

長期的に成長する企業の発掘には ESG 要因の分析が欠かせないから	111人	56.1%
財務諸表に表れない隠れたリスクを発見には ESG 要因の分析が欠かせないから	143人	72.2%
顧客からの要請が高まっているから	30人	15.2%
その他	15人	7.6%
合計	198人	100.0%

業務としていない人

長期的に成長する企業の発掘には ESG 要因の分析が欠かせないから	196人	62.0%
財務諸表に表れない隠れたリスクを発見には ESG 要因の分析が欠かせないから	185人	58.5%
顧客からの要請が高まっているから	67人	21.2%
その他	19人	6.0%
合計	316人	100.0%

総合計

長期的に成長する企業の発掘には ESG 要因の分析が欠かせないから	307人	59.7%
財務諸表に表れない隠れたリスクを発見には ESG 要因の分析が欠かせないから	328人	63.8%
顧客からの要請が高まっているから	97人	18.9%
その他	34人	6.6%
合計	514人	100.0%

1-3-2 企業価値の分析において、ESG 要因を考慮することはなぜ重要ではないとお考えですか。（複数回答可）

企業評価を業務としている人

ESG 要因は企業のリスク要因にはならないから	3人	7.9%
ESG 要因は運用パフォーマンスに影響しないから	12人	31.6%
ESG 要因は（株式や債券）市場に反映されていないから	9人	23.7%
これまで ESG 要因の存在を知らなかった	11人	28.9%
その他	11人	28.9%
合計	38人	100.0%

業務としていない人

ESG 要因は企業のリスク要因にはならないから	3人	6.4%
ESG 要因は運用パフォーマンスに影響しないから	15人	31.9%
ESG 要因は（株式や債券）市場に反映されていないから	16人	34.0%
これまで ESG 要因の存在を知らなかった	6人	12.8%
その他	20人	42.6%
合計	47人	100.0%

総合計

ESG 要因は企業のリスク要因にはならないから				6人	7.1%
ESG 要因は運用パフォーマンスに影響しないから				27人	31.8%
ESG 要因は (株式や債券) 市場に反映されていないから				25人	29.4%
これまで ESG 要因の存在を知らなかった				17人	20.0%
その他	31人	36.5%	合計	85人	100.0%

1-4 企業の ESG 要因は、企業価値評価においてどの程度重要だと考えますか。5段階のいずれかで評価してください。

i) 環境的要因 (Environmental)

企業評価を業務としている人

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
51人	95人	62人	23人	5人	236人
21.6%	40.3%	26.3%	9.7%	2.1%	100.0%

業務としていない人

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
84人	171人	85人	17人	6人	363人
23.1%	47.1%	23.4%	4.7%	1.7%	100.0%

総合計

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
135人	266人	147人	40人	11人	599人
22.5%	44.4%	24.5%	6.7%	1.8%	100.0%

ii) 社会的要因 (Social)

企業評価を業務としている人

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
48人	101人	63人	20人	4人	236人
20.3%	42.8%	26.7%	8.5%	1.7%	100.0%

業務としていない人

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
73人	166人	98人	21人	5人	363人
20.1%	45.7%	27.0%	5.8%	1.4%	100.0%

総合計

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
121人	267人	161人	41人	9人	599人
20.2%	44.6%	26.9%	6.8%	1.5%	100.0%

iii) ガバナンス的要因 (Governance)

企業評価を業務としている人

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
84人	94人	41人	14人	3人	236人
35.6%	39.8%	17.4%	5.9%	1.3%	100.0%

業務としていない人

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
120人	145人	81人	14人	3人	363人
33.1%	39.9%	22.3%	3.9%	0.8%	100.0%

総合計

非常に重要	重要	やや重要	あまり重要でない	全く重要でない	合計
204人	239人	122人	28人	6人	599人
34.1%	39.9%	20.4%	4.7%	1.0%	100.0%

【2 企業価値に影響を及ぼす ESG 要因の特定】企業価値に及ぼす影響・期間

2-1 【環境(1)：気候変動への取組み】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
57人	86人	33人	40人	15人	231人			
24.7%	37.2%	14.3%	17.3%	6.5%	100.0%			
短期(1年未満)	12人	5.2%	中長期(1年超)	220人	94.8%	合計	232人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
88人	141人	45人	69人	18人	361人			
24.4%	39.1%	12.5%	19.1%	5.0%	100.0%			
短期(1年未満)	9人	2.5%	中長期(1年超)	351人	97.5%	合計	360人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
145人	227人	78人	109人	33人	592人			
24.5%	38.3%	13.2%	18.4%	5.6%	100.0%			
短期(1年未満)	29人	3.5%	中長期(1年超)	571人	96.5%	合計	592人	100.0%

2-2 【環境(2)：温室効果ガス排出量】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計	
56人	92人	28人	47人	8人	231人	
24.2%	39.8%	12.1%	20.3%	3.5%	100.0%	
短期(1年未満)	12人	5.2%	中長期(1年超)	220人	94.8%	
合計					232人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計	
91人	121人	60人	68人	17人	357人	
25.5%	33.9%	16.8%	19.0%	4.8%	100.0%	
短期(1年未満)	13人	3.7%	中長期(1年超)	339人	96.3%	
合計					352人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計	
147人	213人	88人	115人	25人	588人	
25.0%	36.2%	15.0%	19.6%	4.3%	100.0%	
短期(1年未満)	25人	4.3%	中長期(1年超)	559人	95.7%	
合計					584人	100.0%

2-3 【環境(3)：環境債務】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計	
52人	54人	59人	58人	5人	228人	
22.8%	23.7%	25.9%	25.4%	2.2%	100.0%	
短期(1年未満)	34人	15.3%	中長期(1年超)	188人	84.7%	
合計					222人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計	
77人	78人	113人	83人	7人	358人	
21.5%	21.8%	31.6%	23.2%	2.0%	100.0%	
短期(1年未満)	38人	10.6%	中長期(1年超)	319人	89.4%	
合計					357人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計	
129人	132人	172人	141人	12人	586人	
22.0%	22.5%	29.4%	24.1%	2.0%	100.0%	
短期(1年未満)	72人	12.4%	中長期(1年超)	507人	87.6%	
合計					579人	100.0%

2-4 【環境(4)：水資源の管理】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
29人	63人	36人	72人	28人	228人			
12.7%	27.6%	15.8%	31.6%	12.3%	100.0%			
短期(1年未満)	15人	6.6%	中長期(1年超)	212人	93.4%	合計	227人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
50人	92人	80人	97人	39人	358人			
14.0%	25.7%	22.3%	27.1%	10.9%	100.0%			
短期(1年未満)	16人	4.6%	中長期(1年超)	332人	95.4%	合計	348人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
79人	155人	116人	169人	67人	586人			
13.5%	26.5%	19.8%	28.8%	11.4%	100.0%			
短期(1年未満)	31人	5.4%	中長期(1年超)	544人	94.6%	合計	575人	100.0%

2-5 【環境(5)：環境配慮型製品・サービスの開発】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
89人	97人	10人	25人	8人	229人			
38.9%	42.4%	4.4%	10.9%	3.5%	100.0%			
短期(1年未満)	21人	9.3%	中長期(1年超)	204人	90.7%	合計	225人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
155人	165人	12人	17人	7人	356人			
43.5%	46.3%	3.4%	4.8%	2.0%	100.0%			
短期(1年未満)	50人	14.1%	中長期(1年超)	305人	85.9%	合計	355人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
244人	262人	22人	42人	15人	585人			
41.7%	44.8%	3.8%	7.2%	2.6%	100.0%			
短期(1年未満)	71人	12.2%	中長期(1年超)	509人	87.8%	合計	580人	100.0%

2-6 【社会(1)：顧客への対応】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
81人	59人	53人	32人	4人	229人			
35.4%	25.8%	23.1%	14.0%	1.7%	100.0%			
短期(1年未満)	51人	22.5%	中長期(1年超)	176人	77.5%	合計	227人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
147人	75人	83人	46人	6人	357人			
41.2%	21.0%	23.2%	12.9%	1.5%	100.0%			
短期(1年未満)	111人	31.3%	中長期(1年超)	244人	68.7%	合計	355人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
228人	134人	136人	78人	10人	586人			
38.9%	22.9%	23.2%	13.3%	1.7%	100.0%			
短期(1年未満)	162人	27.8%	中長期(1年超)	420人	72.2%	合計	582人	100.0%

2-7 【社会(2)：安全衛生に関する取組み】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
36人	50人	60人	72人	13人	231人			
15.6%	21.6%	26.0%	31.2%	5.6%	100.0%			
短期(1年未満)	49人	21.8%	中長期(1年超)	176人	78.2%	合計	225人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
50人	71人	102人	120人	15人	358人			
14.0%	19.8%	28.5%	33.5%	4.2%	100.0%			
短期(1年未満)	77人	22.2%	中長期(1年超)	270人	77.8%	合計	347人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
86人	121人	162人	192人	28人	589人			
14.6%	20.5%	27.5%	32.6%	4.8%	100.0%			
短期(1年未満)	126人	22.0%	中長期(1年超)	446人	78.0%	合計	572人	100.0%

2-8 【社会(3)：ワーク・ライフ・バランス】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
22人	73人	24人	61人	52人	232人			
9.5%	31.5%	10.3%	26.3%	22.4%	100.0%			
短期(1年未満)	21人	9.4%	中長期(1年超)	202人	90.6%	合計	223人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
33人	114人	47人	90人	74人	358人			
9.2%	31.8%	13.1%	25.1%	20.7%	100.0%			
短期(1年未満)	36人	10.5%	中長期(1年超)	307人	89.5%	合計	343人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
55人	187人	71人	151人	126人	590人			
9.3%	31.7%	12.0%	25.6%	21.4%	100.0%			
短期(1年未満)	57人	10.1%	中長期(1年超)	509人	89.9%	合計	566人	100.0%

2-9 【社会(4)：海外サプライヤーの労働環境への取組み】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
19人	46人	47人	94人	23人	229人			
8.3%	20.1%	20.5%	41.0%	10.0%	100.0%			
短期(1年未満)	31人	13.6%	中長期(1年超)	197人	86.4%	合計	228人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
34人	68人	96人	131人	26人	355人			
9.6%	19.2%	27.0%	36.9%	7.3%	100.0%			
短期(1年未満)	64人	18.4%	中長期(1年超)	283人	81.6%	合計	347人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
53人	114人	143人	225人	49人	584人			
9.1%	19.5%	24.5%	38.5%	8.4%	100.0%			
短期(1年未満)	95人	16.5%	中長期(1年超)	480人	83.5%	合計	575人	100.0%

2-10 【社会(5)：地域社会への貢献活動】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
21人	86人	10人	37人	74人	228人			
9.2%	37.7%	4.4%	16.2%	32.4%	100.0%			
短期(1年未満)	14人	6.4%	中長期(1年超)	204人	93.6%	合計	218人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
23人	149人	13人	58人	112人	355人			
6.5%	42.0%	3.7%	16.3%	31.5%	100.0%			
短期(1年未満)	28人	8.2%	中長期(1年超)	312人	91.8%	合計	340人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
44人	235人	23人	95人	186人	583人			
7.5%	40.3%	3.9%	16.3%	31.9%	100.0%			
短期(1年未満)	42人	7.5%	中長期(1年超)	516人	92.5%	合計	558人	100.0%

2-11 【ガバナンス(1)：役員報酬・インセンティブ】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
51人	72人	52人	39人	16人	230人			
22.2%	31.3%	22.6%	17.0%	7.0%	100.0%			
短期(1年未満)	78人	34.2%	中長期(1年超)	150人	65.8%	合計	228人	100.0%

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
82人	102人	82人	59人	29人	354人			
23.2%	28.8%	23.2%	16.7%	8.2%	100.0%			
短期(1年未満)	106人	30.7%	中長期(1年超)	239人	69.3%	合計	345人	100.0%

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計			
133人	174人	134人	98人	45人	584人			
22.8%	29.8%	22.9%	16.8%	7.7%	100.0%			
短期(1年未満)	184人	32.1%	中長期(1年超)	389人	67.9%	合計	573人	100.0%

2-12 【ガバナンス(2)：取締役会の構成】

企業評価を業務としている人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計
32人	39人	58人	67人	34人	230人
13.9%	17.0%	25.2%	29.1%	14.8%	100.0%
短期(1年未満)	37人	16.5%	中長期(1年超)	187人	83.5%
合計		224人		100.0%	

業務としていない人

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計
56人	61人	81人	103人	52人	353人
15.9%	17.3%	22.9%	29.2%	14.7%	100.0%
短期(1年未満)	57人	16.7%	中長期(1年超)	285人	83.3%
合計		342人		100.0%	

総合計

収益に強く影響	収益にやや影響	リスクに強く影響	リスクにやや影響	あまり影響しない	合計
88人	100人	139人	170人	86人	583人
15.1%	17.2%	23.8%	29.2%	14.8%	100.0%
短期(1年未満)	94人	16.6%	中長期(1年超)	472人	83.4%
合計		566人		100.0%	

【3 ESG 要因を企業価値評価に用いる場合の課題】

3-1 あなたが企業評価に ESG 要因を今よりも多く用いるようになるには、何が必要だと思いますか。(複数回答可)

企業評価を業務としている人

ESG に関する企業の情報開示が進むこと	146人	64.6%
企業価値評価との関連性が明確になること	155人	68.6%
社内の ESG 調査体制が強化されること 【3-1-2 へお進み下さい】	34人	15.0%
顧客からのニーズが増えること	58人	25.7%
その他	12人	5.3%
合計	226人	100.0%

業務としていない人

ESG に関する企業の情報開示が進むこと	225人	66.6%
企業価値評価との関連性が明確になること	218人	64.5%
社内の ESG 調査体制が強化されること 【3-1-2 へお進み下さい】	50人	14.8%
顧客からのニーズが増えること	114人	33.7%
その他	12人	3.6%
合計	338人	100.0%

総合計

ESG に関する企業の情報開示が進むこと	371人	65.8%
企業価値評価との関連性が明確になること	373人	66.1%
社内の ESG 調査体制が強化されること 【3-1-2 へお進み下さい】	84人	14.9%
顧客からのニーズが増えること	172人	30.6%
その他	24人	4.3%
合計	564人	100.0%

3-1-2 あなたの会社で社内の ESG 調査体制を強化するためには、具体的に何が必要だと思いますか。

企業評価を業務としている人

社内の ESG 調査スキルを向上すること				29 人	85.3%
ESG の専門担当者を配置すること				22 人	64.7%
企業の ESG 情報を購入すること				11 人	32.4%
その他	1 人	2.9%	合計	34 人	100.0%

業務としていない人

社内の ESG 調査スキルを向上すること				35 人	70.0%
ESG の専門担当者を配置すること				31 人	62.0%
企業の ESG 情報を購入すること				7 人	14.0%
その他	3 人	6.0%	合計	50 人	100.0%

総合計

社内の ESG 調査スキルを向上すること				64 人	76.2%
ESG の専門担当者を配置すること				53 人	63.1%
企業の ESG 情報を購入すること				18 人	21.4%
その他	4 人	4.8%	合計	84 人	100.0%

3-2 我が国の企業は、あなたが重視する ESG 要因を適切に開示していると思いますか。(いずれか1つを選択)

企業評価を業務としている人

適切に開示している	7 人	3.2%	適切に開示していない	113 人	50.9%
どちらともいえない	102 人	45.9%	合計	222 人	100.0%

業務としていない人

適切に開示している	17 人	5.0%	適切に開示していない	167 人	49.0%
どちらともいえない	157 人	46.0%	合計	341 人	100.0%

総合計

適切に開示している	24 人	4.3%	適切に開示していない	280 人	49.7%
どちらともいえない	259 人	46.0%	合計	563 人	100.0%

報告書の作成者

企業価値分析における ESG 要因研究会

座長 宮井 博 日興フィナンシャル・インテリジェンス(株) 常務取締役 (検定会員)

委員 小崎 亜依子 (株)日本総合研究所 副主任研究員 (検定会員)

同 佐々木 隆文 東京理科大学 准教授 (商学博士・検定会員)

同 寺山 恵 マーサー ジャパン(株) シニア・コンサルタント (検定会員)

同 米澤 康博 早稲田大学 教授 (経済学博士)

作成協力者

杉浦 康之 日興フィナンシャル・インテリジェンス(株) 課長 (検定会員)

本報告書に関するお問い合わせは下記まで

(社)日本証券アナリスト協会

電話：03-3666-1577

担当：教育第一企画部長 かいます 貝増 眞