

ESGに関するエンゲージメントの研究

日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社

社会システム研究所
寺山 恵

2013年3月5日

1. NFIについて
2. ESGに関するエンゲージメントの研究
3. ESG要因と企業価値の関係
4. 今後の課題: マテリアルなESG課題の特定

1. NFIについて

- SMBC日興証券グループの一員(SMBC日興証券の100%子会社)
- シンクタンクとして44年の歴史(1970年設立)
- 月刊調査レポート「NFIリサーチレビュー」をウェブ発行(<http://www.nikko-fi.co.jp/>)

社会システム研究所 SOCIAL SYSTEM RESEARCH

資産運用研究所 ASSET MANAGEMENT RESEARCH

投資工学研究所 INVESTMENT TECHNOLOGY

投資教育研究所 INVESTMENT EDUCATION

■ 女性カスコアの評価

- ダイバーシティ経営の視点から、企業における女性の活躍度をスコア化し、『女性力』スコアを投資助言情報として運用機関へ提供

■ 企業へのESG情報開示に関するサポート

- SMBC日興証券を通じて、投資家目線のESG情報開示に関する分析レポートを提供

■ 明治大学とのエンゲージメントに関する共同研究

- 明治大学の特定課題ユニット「ESG投資研究所」と、投資家による企業へのエンゲージメントの効果について共同研究を実施

2. ESGに関するエンゲージメントの研究

エンゲージメントとは？

- 議決権行使よりも前の段階において、ESG要因のなかでも経営に重要性があると思われる項目について、経営陣の考え方などを株主から問い合わせを話し合いを持ち、ときには懸念を表明し改善を促すというもの

(NFIリサーチレビューレポート「これからの責任投資」)

- 投資家の疑問符(?)を企業価値向上に転化していく共同作業

(ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン小口氏)

- 私たちは活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます

(国連責任投資原則(PRI) 第2原則)

エンゲージメントの種類

種類	内容	非公開/非公開
個別エンゲージメント	投資先企業との個別対話	非公開が多い
個別エンゲージメント (共同)	幾つかの投資家が集まって共同で投資先企業へ申し入れなど	非公開・公開
共同エンゲージメント	PRIやCDP*など国際的なイニシアチブに参加し、機関投資家が連名で要望を伝える。個別企業よりは企業グループや業界、市場全体が対象（取引所宛てやロビー活動も含まれる）	公開が多い (アナウンスメント効果を期待する場合もある)
株主提案	株主として議案を提出。議決の効力などは各国の制度によって異なる	-
議決権行使	企業が提案した議案に対して賛否を表示する。議決権行使代行サービスプロバイダーに依頼する場合もある。	-

*CDP(旧カーボンディスクロージャープロジェクト):企業に気候変動に関する開示を促すイニシアチブとしてスタート、最近ではウォーター、フォレスト、サプライチェーンにも展開している

ESGに関するエンゲージメントは長期的な企業価値を向上させるか？

■ Monitoring the Monitor: Evaluating CalPERS Activism (Brber (2006))

CalPERSの1992～2005年のエンゲージメント活動を調査

- 株主の権利を主張する”Shareholder Activism”は、エージェントコストを低減させることにより株主価値を向上させる
 - ✓ CalPERSのフォーカスリストの短期的な市場の反応は、わずか0.23%の上昇だが、14年間でみれば株主価値増加は31億ドルに達する
 - ✓ 4ファクターモデルでみた長期的な超過リターンは年間+2.4～4.8%(2005年までの累積で895億ドルにも達する)だが、統計的に有意ではない
- “Social Activism”については株主価値向上とのつながりが明らかでない

■ Returns to Shareholder Activism

Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund (Becht, Franks, Mayer and Rossi (2006))

Hermes U.K. Focus Fundの1998～2004年のプライベート・エンゲージメント活動を調査

- *Focus Fund*の超過リターンは年率4.9%に達し、主にエンゲージメントの寄与によるものである
- エンゲージメントをテーマによって分類すると、*Hermes*は経営戦略の大きな変更を求めることが多く、リストラクチャリングに関するエンゲージメントが大きな成功を収めているケースがあった

■ Active Ownership (Dimaon, Karakas, and Li (2012))

ある運用機関の1999～2009年の米国上場企業へのESGに関するエンゲージメントのデータを分析

- ESGエンゲージメント開始から1年間の超過リターンは1.8%
- ESGエンゲージメントが成功した場合、開始から1年間の超過リターン4.4%だが、エンゲージメントが失敗した場合は超過リターンの上昇は見られなかった
- 特に、コーポレートガバナンスと気候変動テーマが超過リターンに影響していた
- エンゲージメントが成功した後、当該企業は売り上げ、利益率、効率性、ガバナンスといった点に向上がみられた

■ Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach (Flammer (2013))

1997~2012年の米国におけるCSRに関連した株主提案のうち、“closed-call”（賛否が分かれた）となった提案を分析（可決された提案を擬実験グループ、否決された提案をコントロールグループとする）

- ギリギリで承認されたCSR株主提案は、短期的に超過リターンを年率1.77%上昇させる
- いわゆるCSRに熱心な産業でより超過リターンが獲得できている
- 承認されたCSR株主提案は、労働生産性の向上と売上増加を通じて財務パフォーマンスを上昇させる

■ ROE+ESGによるスクリーニング・ポートフォリオのシミュレーション

- 安定的な高ROE → 長期保有目的の投資家に選ばれる企業
- 投資家を意識したESGの情報開示を行っている企業 → エンゲージメントを受けた後の企業の姿と考える

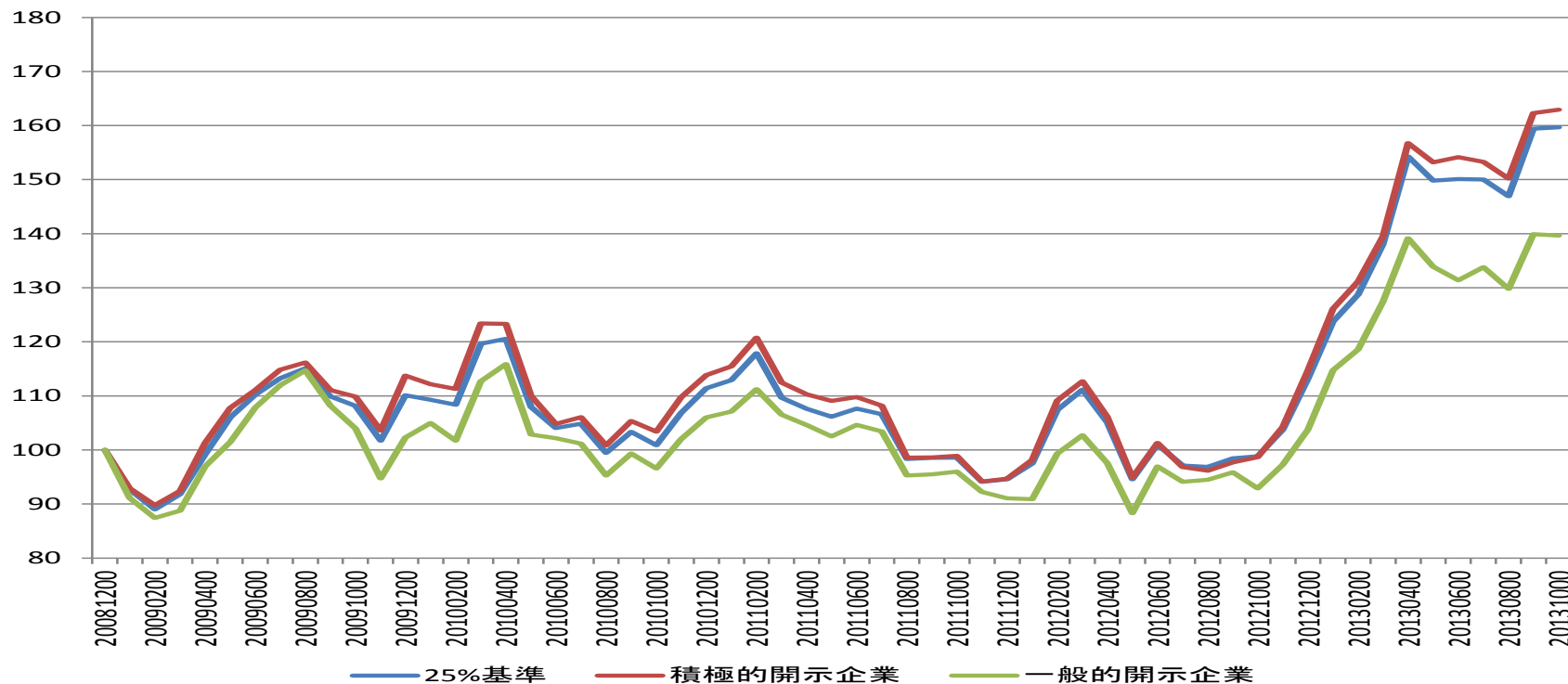
<ユニバースの決定方法>

- 東証1部、2部、マザーズから採用(約2,500銘柄)
- 平均ROEの定義: 過去5年間(最低: 過去3年間)の純利益の平均 ÷ 1期前株主資本
- 各年の1月時点において、各企業の平均ROEが基準(25%点 = ネガティブスクリーニング、50%点 = ポジティブスクリーニング)以上であるとき、当該期間のユニバースとする
- 月次リバランス時価総額加重平均(リバランスコストは考慮せず)
- 初期値: 2008年12月末を100として計算
- 東洋経済CSR総覧の質問項目: 「投資家を意識したESGの情報開示」※

行っている企業 = 積極的開示企業、行っていない企業 = 一般的開示企業

※同質問は2012年版、2013年版のみで行っているため、2011年1月リバランス以前については、CSR総覧に回答し、かつ2012年版で「(投資家を意識したESGの情報開示を)行っている」と回答した企業を積極的開示企業とする。

ROE25%基準+ ESG情報開示の有無によるパフォーマンスの結果

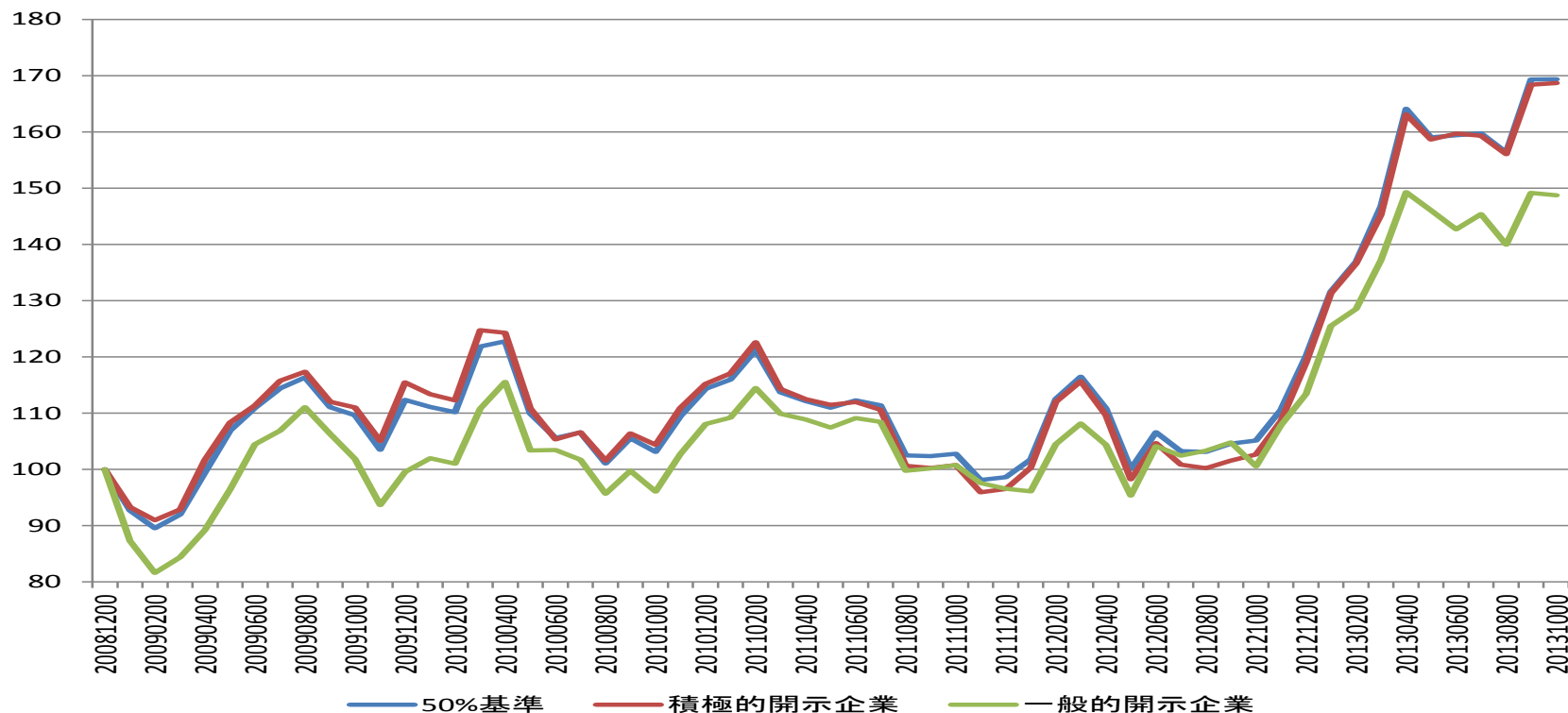


(出所)NFI作成

	CSR総覧回答企業		
	25%基準	積極的開示企業	一般的開示企業
リターン	9.55	9.97	6.82
リスク	18.14	18.97	18.62
シャープレシオ	0.53	0.53	0.37
銘柄数	1,870	378	311
時価総額	25%点	108	598
	50%点	299	2,076
	75%点	1,074	7,106

※リターンは幾何平均により推計、単位は年率(%)
 ※リスクは、月次リターンの標準偏差を年率化(%)
 ※シャープレシオは、リターン÷リスクにより推計
 ※銘柄数、時価総額はいずれも2013年10月末時点(単位:億円)

ROE50%基準+ ESG情報開示の有無によるパフォーマンスの結果



(出所)NFI作成

	CSR総覧回答企業		
	50%基準	積極的開示企業	一般的開示企業
リターン	10.76	10.68	8.10
リスク	18.07	18.89	18.62
シャープレシオ	0.60	0.57	0.44
銘柄数	1,264	261	201
時価総額	25%点	125	714
	50%点	339	2,503
	75%点	1,311	8,646

※リターンは幾何平均により推計、単位は年率(%)
 ※リスクは、月次リターンの標準偏差を年率化(%)
 ※シャープレシオは、リターン÷リスクにより推計
 ※銘柄数、時価総額はいずれも2013年10月末時点(単位:億円)

3. ESG要因と企業価値の関係

CSP(ESGスコア)とCFP(企業価値)の関係性

- 国内上場企業を対象に、CSP(コーポレート・ソーシャル・パフォーマンス)とCFP(コーポレート・フィナンシャル・パフォーマンス)との関係性について分析。
- ESGスコア
 - 2005～2011年の東洋経済CSR企業総覧のCSR格付け
 - 上場企業(除く金融)
 - 格付けの種類: 人材活用、環境、企業統治、社会性

格付け	数値
AAA	5
AA	4
A	3
B	2
C	1
格付けなし	0

分析結果(1)収益性(ROA)とCSR格付けとの関係

roa	Coef.	Robust Std. Err.		Coef.	Robust Std. Err.		Coef.	Robust Std. Err.		Coef.	Robust Std. Err.	
人材	-0.0012	0.0005	***									
環境				-0.0011	0.0004	***						
企業統治							-0.0011	0.0004	***			
社会										-0.0013	0.0005	***
lg_mcap	0.0468	0.0020	***	0.0468	0.0020	***	0.0468	0.0020	***	0.0469	0.0020	***
liab1	-0.0378	0.0104	***	-0.0378	0.0104	***	-0.0378	0.0104	***	-0.0378	0.0104	***
_cons	-1.0301	0.0465	***	-1.0300	0.0465	***	-1.0297	0.0465	***	-1.0306	0.0465	***
N	19786			19786			19786			19786		
R-sq	0.085			0.0853			0.0851			0.0853		

***1%、**5%、*10%水準で有意であることを表す

(出所)NFI作成

ROAは、CSR格付けの種類全てにおいて、有意に負の関係。



CSR格付けの高い企業は、収益性(ROA)が低い。

分析結果(2)労働生産性とCSR格付けとの関係

lg_vj	Coef.	Robust Std. Err.	Coef.	Robust Std. Err.	Coef.	Robust Std. Err.	Coef.	Robust Std. Err.
人材	-0.0047	0.0028						
環境			-0.0058	0.0028 **				
企業統治					-0.0060	0.0028 **		
社会							-0.0038	0.0029
lg_kj	0.2059	0.0244 ***	0.2060	0.0244 ***	0.2057	0.0245 ***	0.2059	0.0244 ***
lg_mcap	0.2195	0.0143 ***	0.2196	0.0142 ***	0.2196	0.0143 ***	0.2195	0.0143 ***
liab1	-0.4105	0.0509 ***	-0.4099	0.0509 ***	-0.4097	0.0510 ***	-0.4107	0.0509 ***
_cons	-3.3207	0.3342 ***	-3.3222	0.3340 ***	-3.3204	0.3341 ***	-3.3208	0.3344 ***
N	19786		19786		19786		19786	
R-sq	0.2449		0.2457		0.2453		0.2448	

***1%、**5%、*10%水準で有意であることを表す

(出所)NFI作成

労働生産性は、CSR格付けのうち、環境、企業統治と有意に負の関係。



環境と企業統治の格付けの高い企業は、労働生産性が低い。

分析結果(3) 企業価値(トービンのq)とCSR格付けとの関係

q	Coef.	Robust Std. Err.	Coef.	Robust Std. Err.	Coef.	Robust Std. Err.	Coef.	Robust Std. Err.
人材	-0.0091	0.0078						
環境			0.0010	0.0058				
企業統治					0.0014	0.0082		
社会							-0.0058	0.0084
roa	-0.3324	0.3622	-0.3277	0.3615	-0.3274	0.3616	-0.3306	0.3613
lg_mcap	0.7918	0.0458 ***	0.7906	0.0456 ***	0.7906	0.0457 ***	0.7915	0.0456 ***
liab1	-0.1804	0.1324	-0.1822	0.1320	-0.1823	0.1322	-0.1811	0.1320
_cons	-17.4279	1.0610 ***	-17.4099	1.0581 ***	-17.4095	1.0597 ***	-17.4236	1.0575 ***
N	19786		19786		19786		19786	
R-sq	0.0532		0.0528		0.0528		0.0531	

***1%、**5%、*10%水準で有意であることを表す

(出所)NFI作成

トービンのqは、CSR格付けの何れについても有意な関係はみられない。



格付けの高い企業は、企業価値が高いか明らかではない。

- 海外の文献によると、投資家によるエンゲージメントは、短期的な株価パフォーマンスや長期的な企業価値を向上させている
- 日本の株式市場でも「投資家を意識したESG情報開示」を考慮したシミュレーションでは、エンゲージメントを受けた後の企業を想定した「積極的開示企業」が「行わない企業」をアウトパフォーム
- しかし、CSR格付けと財務パフォーマンス（長期的な企業価値）には正の関係がみられず、CSR活動が生産性や収益の面でコスト要因となっている可能性がある
- CSR格付けは、企業価値に関係しないCSR活動も評価している可能性がある。企業価値に関係するマテリアルなESG情報を十分反映していない可能性

4. 今後の課題：マテリアルなESG課題の特定

■ 問題意識

- ESGに関するエンゲージメントが長期的な企業価値に影響するためには、マテリアルなESG課題についてエンゲージメントを行う必要がある



■ 研究課題

- 日本企業や各業種セクターにとって、マテリアルなESG課題の特定
 - ✓ ESG 이슈の収集
 - ✓ マテリアリティの評価モデルの構築
- エンゲージメント効果が期待できる投資先企業ユニバースの特定
 - ✓ 海外投資家のエンゲージメントの成功ケースの収集

- 商 号 日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社
- 設 立 1970年12月1日
- 資 本 金 10億5,021万円
- 株 主 SMBC日興証券株式会社 100%
- 所 在 地 〒103-0026
東京都中央区日本橋兜町8番1号
Tel: 03-5644-1600(代表)
Fax: 03-5644-1698
<http://www.nikko-fi.co.jp/>
- 役 社 員 40名
- 公 的 認 定 金融商品取引業者 投資助言・代理業
登録番号 関東財務局長(金商)第915号
- 加 入 団 体 一般社団法人 日本投資顧問業協会

【免責事項】

本資料は証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社(以下「弊社」といいます)が情報の提供を目的に作成したものです。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本資料に記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願いいたします。本資料は将来の結果をお約束するものでもありませんし、本資料にある情報を用いかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料にある情報の使用による結果について、弊社が責任を負うものではありません。本資料は、本資料を受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料はお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

弊社が本資料で推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客に対して行う場合があります。

弊社の役職員は、本資料で言及されている証券、その派生商品又は本資料の対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

本資料は、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本資料に含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。

本資料は弊社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本資料に関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。

追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本資料に記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)にかかる留意事項】

【手数料等について】

日興フィナンシャル・インテリジェンス(以下、当社といいます)と有価証券投資等にかかる助言、コンサルティングのお取引をされる場合、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。手数料の額は当社の助言内容により異なり、定額の場合、投資助言対象資産額に一定の年率(0.25%~1.00%)を乗じた金額の場合、運用成果に応じた報酬をいただく場合がありますが、お客様との契約により決定いたします。

【リスク等について】

当社は、お客様との契約に基づいて投資助言を行う場合、当社が信頼できると判断した情報源から入手した市場等の情報と、当社が有効と信ずる分析手法等に基づいて投資助言を行います。その正確性や運用の成果を保証するものではありません。金融商品等への投資のご判断はお客様ご自身が行ってください。当社が投資助言を行う金融商品等には、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生じるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、市場デリバティブ取引には、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額が、お客様が金融商品取引業者等に差し入れた委託証拠金または証拠金の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。

投資助言、コンサルティングの内容により手数料等およびリスクは異なりますので、当該サービスの契約締結前交付書面やお客様向け資料、契約書等をよくお読みください。

【商号等】

日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社

金融商品取引業者 投資助言・代理業 登録番号 関東財務局長(金商)第915号

【加入協会名】

一般社団法人日本投資顧問業協会

(平成25年3月31日現在)