

2020年5月25日

公益財団法人 トランスコスモス財団 御中

最終報告書

下記のとおり、学術・科学技術等の分野への助成について最終報告を行います。

記

研究テーマ: 日本における ESG 投資の金融的評価とリスク

氏名: 白須洋子

所属: 青山学院大学経済学部

研究の状況について:

2019年4月以降、分析及び論文の執筆を行い、関係論文等を含めて2019年夏・秋に国内外の学会等で研究発表を行った。多くのコメントをいただいた。それらのコメント等を反映させ、論文の修正を行い、2020年4月には、国内の学術雑誌に投稿をしたところである。投稿後は結果を待つ時間が長期に亘ることが予想され、現時点が一つ区切りとなったため、最終報告を行う。

投稿論文の概要は別紙のとおりである。なお、投稿論文自体を報告し、ネット等に挙げると、二重投稿を疑われる可能性があるため、本報告書では論文の要旨及び概要を報告する。

なお、資金使用明細は別添のとおりである。

(別紙)

ESG スコアに関する実証分析

湯山智教・白須洋子・森平爽一郎^{† 1}

要 旨

本稿では、4つの主要なESGスコア(FTSE, MSCI, Bloomberg, Thomson Reuters)を用いて、実証分析を行った。4スコアのうち、Bloombergスコアはディスクロージャー・スコアであり、FTSE, Thomson Reutersもディスクロージャー・スコアに近い傾向を示すが、MSCIスコアは独自の傾向を有する。ディスクロージャーを重視するスコアは、機械的に算出されるというメリットを有する一方で、ESGパフォーマンスを反映しにくいというデメリットも有する。また、一部のESGスコアは、ESGパフォーマンスの質的要因(CO2排出量等)などによって説明可能であった。他方で、特定のESGスコアと企業の収益性に相関が認められ、ESGパフォーマンス評価の中立性に影響を与えかねない懸念も生じうるため留意を要する。

JEL 分類番号:G0、G1、G4

キーワード: ESGスコア、ESG投資、ESG情報開示、ESGパフォーマンス、主成分分析

[†] 湯山智教: 東京大学公共政策大学院特任教授、yuyama[at]pp.u-tokyo.ac.jp
白須洋子: 青山学院大学経済学部教授、shirasu[at]cc.aoyama.ac.jp
森平爽一郎: 慶應義塾大学名誉教授、modiraira[at]waseda.jp

¹本研究にあたり、中嶋幹氏(武蔵大学)、井上光太郎氏(東京工業大学)、2019年秋金融学会及び2019年日本経営財務研究学会参加者から有益なコメントをいただいた。また、公益財団法人トランスコスモス財団から学術・科学技術等の分野への助成事業として支援を受けた。記して感謝する。

論文のまとめ

環境(Environment)・社会(Society)・ガバナンス(Governance)の 3 つの頭文字をとった ESG 要素を考慮した投資を「ESG 投資」といい、近年、潮流となっている。そして、機関投資家などが ESG 投資を行う際に、各投資先企業の ESG 活動に対する取り組み状況を示すスコアとして、しばしば参考にするのが ESG スコアである。本来的には、投資家は、投資先各社の ESG パフォーマンスとその株式投資リターン等の関係を直接検証するべきであるが、通常の株式投資においても、アナリスト評価やディスクロ情報が媒介しているように、投資家が、直接、投資対象を分析して評価するには様々なコストがかかることから難しいケースが多い。このため、ESG に対する取り組みを示す情報を提供する機関があり、具体的には、グローバルな指標である FTSE, MSCI, Bloomberg, Thomson Reuters などの ESG スコアを提供する評価機関があげられる(以下、「ESG 評価機関」という)。それぞれの ESG スコアには特色があり、ESG を評価する際の手法も異なるとされる。

Fatemi/Glaum/Kaiser[2017]は、KLD(現 MSCI)スコアを、ESG パフォーマンススコアとみなし、ディスクロ状況を示す Bloomberg スコアとあわせて分析している。企業は、ESG 情報開示にあたり、広告効果を狙って、都合のよい事実のみを開示するわけではない。情報開示の透明性が要求されている反面、場合によっては ESG 活動が不十分なためリスクを抱えていることが明らかになってしまい、ESG 活動と ESG 情報開示はトレード・オフの関係がある可能性を指摘する。確かに、ESG スコアに関しては、それが正しいのか否かについて、客観的に検証することが難しい。実際に、CSR スコア(旧 KLD スコア)をもちいて、それが企業の実際の CSR をどの程度反映しているかを検証した数少ない研究としては、Chatterji/Levine/Toffel[2009]があり、KLD スコアにおける「懸念(Concerns)」スコアは、過去の環境パフォーマンスをよく反映しているが、「強み(Strengths)」スコアは実際のレベルを反映できていない可能性がある」と指摘している。各 ESG 評価機関で異なる ESG スコアが提供された場合であっても、実際にはどれが真の ESG パフォーマンス(ESG 活動)を示しているスコアであるかについて検証することが難しい。

また、関連して、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は、ESG 評価機関の付与する ESG スコアについて、2017 年に ESG インデックスとして採用した 2 つの指数(FTSE と MSCI)の構成銘柄の ESG スコアをプロットしたところ、ほとんど無相関であり、一方で高い ESG スコアを得た銘柄が、もう一方の指数では必ずしも高評価ではなかったと非常に興味深い点を指摘している。この問題については、Chatterji et al.[2016]等も指摘している。翌 2018 年には若干相関度合いが高まっているもの、GPIF は、相関度合いが低い要因として、(1)ESG 評価手法が発展途上であること、(2)ESG に関する企業側の情報開示に改善の余地があること、などの可能性を指摘している(GPIF[2018])。環境面の管理方針や情報開示には優れていると評価される企業が、他方で、実際に環境面の有害物質を多く排出していることがあり、この面を重視した評価機関からは低い評価を受けるなど、同一企業でもその評価機関の評価軸によってまったく異なる評価を受けることもあることも指摘されている(Delmas/Blass [2010])。このことは、ESG スコアを用いた ESG 投資の評価を行う際に重要な問題をもたらす得る。すなわち、ESG 投資のパフォーマンスに関する研究では、

ESG に対する取り組みのスコアとして、ESG 評価機関の提供するスコア等を用いるケースが多いことから、結果として、その分析結果も ESG スコアの評価方法に大きく依存する。ある評価機関の ESG スコアを用いた分析と、他社の ESG スコアを用いた場合には、同じ期間で同じ企業を対象としても、結果として別の結果となる可能性があるわけである。この点で、多くの ESG 投資パフォーマンスに関する既存研究の間において、結果が区々であるのは(Friede/Busch/Bassen[2015], 湯山[2019]), ESG スコアの選択自体に起因する可能性も考えられ、この点については Dorfleitner/Halbritter/Nguyen[2015]も指摘する。各社の ESG スコアの基準についてより透明性を高めていくことは必要であろう。

上記の問題意識を踏まえ、本稿では、グローバルに利用されている 4 つの ESG スコア(FTSE, MSCI, Bloomberg, Thomson Reuters)に対して、各スコアの有する特徴や相関関係、共通要素の抽出についての分析を行い、ESG 活動の質的内容の評価と情報公開活動の評価を総合的に関連付けた上で、それぞれの ESG スコアの差異要因に関する分析を行う。我が国の企業を対象とした主要な ESG スコアの特徴についての実証分析を行った先行研究は筆者らの知る限り見当たらず、本研究の重要な意義のひとつとして考えられる。本稿の主なインプリケーションは次の通りである。

- (1) 分析対象とした 4 スコアのうち、MSCI スコアは独自の傾向を有しており、残りの 3 スコアは概ね同様の傾向を示す。ただし、ガバナンス・スコアについては、MSCI スコアのみならず、残りの 3 社間でも他のスコアとの相関が低く、ガバナンスの評価が難しいことが示唆する。ディスクロージャー軸とするスコアは、個別性を排除しやすいというメリットを有する一方で、ESG パフォーマンスを反映しにくいというデメリットを有すると考えられる。上記の結果は、ディスクロージャーを重視した分類として Bloomberg スコア、FTSE スコアと Thomson Reuters があり、MSCI スコアはそれ以外の何かを軸としたものとみなすことができる。
- (2) 他方で、ESG スコアには、ESG 評価機関としてのレピュテーションの悪化を回避したいというインセンティブを有する可能性があると考えられ、実際、ESG スコアは、ESG パフォーマンス自体(CO2 排出量等)の要因などによって説明可能である。特に、資産当り二酸化炭素排出量・廃棄物排出量などの環境パフォーマンス指標や女性取締役比率、独立取締役比率の上昇、CSR 報告書の作成、取締役会の平均在任期間の短さなどが説明要因として有意であるケースが多い。
- (3) 各 ESG 評価機関による ESG スコアの差(具体的には、MSCI スコアと Bloomberg スコアの差で検証)を説明する要因として、資産当り二酸化炭素排出量・廃棄物排出量などの環境パフォーマンス指標の一部が有意であった。環境スコアの差は、MSCI スコアの方に、実際の ESG の環境パフォーマンスが反映された結果であることが示唆される。また、スコアの差を説明する要因として、各スコアの業種分類の方法の違いも影響も受けている。また、ガバナンス・パフォーマンス指標のうち、不祥事に関する要因や取締役の平均在任期間は、両スコアの差を説明する要因であった。
- (4) 他方で、MSCI スコアと Bloomberg スコアの差を説明する要因として、ROA が高い、すな

わち収益性が高い企業の方が、ガバナンス・スコア差拡大に寄与しており、Bloomberg スコアには収益性との関係性が見られないことから、収益性が MSCI スコアのガバナンス・スコアに影響を与えている可能性が示唆される。ESG パフォーマンス評価の中立性に影響を与える可能性も考えられることから、留意すべき点である。

引用文献

- GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人)[2018], 『2018 年度 ESG 活動報告』
- 湯山智教[2019], 「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」『資本市場リサーチ』50, みずほ証券株式会社・日本投資環境研究所.
- Chatterji, A., D. Levine, and M. Toffel [2009], "How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility," *Journal of Economics and Management Strategy* 18(1), 125–169.
- Chatterji, A., R. Durand, D. Levine, and S. Touboul [2016], "Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers," *Strategic Management Journal* 37(8), 1597-1614.
- Delmas, M., and V. Blass [2010], "Measuring Corporate Environmental Performance: the Trade-offs of Sustainability Ratings," *Business Strategy and the Environment* 19(4), 245-260.
- Dorfleitner, G., G. Halbritter, and M. Nguyen [2015], "Measuring the Level and Risk of Corporate Responsibility – An Empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches," *Journal of Asset Management* 16(7), 450-466.
- Fatemi, A., M. Glaum, and S. Kaiser [2017], "ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure," *Global Finance Journal* 38, 45-64.
- Friede, G., T. Busch, and A. Bassen [2015], "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies," *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5(4), 210-233.