

2017年12月1日

## **アムンディ・ジャパン、東京理科大学とESG投資に関する共同研究成果を発表**

～ ESG要素の企業価値・株価変動への影響を学術的な観点から分析 ～

アムンディ・ジャパン株式会社

本日12月1日（金）、アムンディ・ジャパン株式会社(東京都千代田区 代表取締役社長：ジュリアン・フォンテーヌ)は、東京理科大学神楽坂キャンパスにおいて、学校法人東京理科大学（東京都新宿区 理事長：本山和夫）総合研究院ものこと双発研究部門とESG投資に関するシンポジウムを開催し、これまでの共同研究の成果を発表します。

ESG投資は環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)に対する企業の取り組み姿勢を判断材料とする責任投資ですが、アムンディは欧州で1989年に最初の責任投資ファンドを設定して以来、その運用資産残高は約22兆円（2017年10月末現在）、また国連責任投資原則（PRI）の設立時からの署名メンバーとして、PRIの年次評価調査では3期連続の最高位 A + 評価を獲得する等、同領域における世界的なリーダーです。

アムンディでは、2016年6月より日本での取り組みとして、産学連携での研究に多くの実績があり、またESG投資の研究に積極的に取り組んでいる東京理科大学と共同研究を進めて参りましたが、この度、以下の3項目の研究成果について発表をいたします。

- ガバナンスのスコアの水準ではなく、その変動が株価の動向と関連があることを示唆（研究1）
- 環境への負荷が大きい企業は資本コストが高くなる傾向が、特に震災後に見られる（研究2）
- 企業を評価する上で重要な税への対応と環境保全コストの間に一定の関連性が見出される（研究3）  
（各1～3の研究成果のサマリーは次頁をご参照ください）

尚、2018年の計画としては、「スチュワードシップ活動のPDCAサイクル、いかにエンゲージメントを行うか」を共通のテーマに、エンゲージメントの効率的な実施方法に関して様々な角度から研究を進めること検討しています。これらの共同研究成果についても、第2回シンポジウムで発表する予定です。

(ご参考) 2017年共同研究成果 サマリー

## 1. ESGスコアとパフォーマンスについての実証的研究

東京理科大学 総合研究院 客員准教授 山下 隆

ESG 投資とは、非財務情報である環境 (E)、社会 (S)、企業統治 (G) に配慮する投資手法であり、投資パフォーマンス向上をその目的とする点で投資家の注目を集めている。しかし、パフォーマンス向上の効果についての評価は定まっていない。その原因のひとつとして、ESG 投資及び他のファクター要因の混在がある。本研究では、動的モデリングや機械学習の手法を組み合わせ、これらの効果の分離・評価を目的とした。Fama-French 3ファクターモデルを動的に拡張し、分析モデルとした。証券毎の動的アルファと推定誤差の和を ESG 要因と仮定、自己組織化写像を用い、これらとMSCIのESGスコアの時系列変動とのトポロジー関係を調べた。その結果、高いSスコアは、パフォーマンスにマイナスの影響を及ぼすこと、Gスコアの水準はパフォーマンスと関係しないが、その変動はパフォーマンスと連動することがわかった。ただし、MSCIのESGレーティング付与銘柄にはTOPIXに対するバイアスがあることに注意を要する。」

## 2. 環境経営と株式資本コスト

東京理科大学 経営学部 教授 佐々木隆文

本研究では、企業の環境パフォーマンス (CEP) が株式の資本コストに及ぼす影響を分析する。CEPを高めることは将来の訴訟リスクや環境規制の強化に伴うリスクを低下させることや投資家層の広がりから投資家が要求するリスクプレミアムを低下させる可能性がある。分析の結果、環境への負荷が大きい企業では株式の資本コストが高くなる傾向が見られた。他方、総合的な CEP 指標と株式資本コストの間には関係が見られなかった。この結果は市場が環境への組織的な取り組みよりも実際の環境負荷への影響を評価していることを示唆している。また、環境負荷が株式資本コストを高める効果は東日本大震災以降にのみ見られ、震災を契機に投資家が環境をリスクファクターとして考慮し始めた可能性を示唆している。また、本研究ではサプライチェーンにおける環境負荷と株式資本コストとの関係についても分析し、一部の指標が株式資本コストに影響している可能性を確認した。

## 3. 環境保全活動が租税負担削減行動に与える影響

東京理科大学経営学部 准教授 大沼宏、講師 島田佳憲

本研究は ESG 投資の根底にある CSR(企業の社会的責任)活動と租税負担削減行動(tax avoidance)との関連性について調査することが目的である。CSR と一口に言ってもその内容は多岐にわたる。環境保全活動や社会貢献、人権保護、地域経済の活性化等も含まれる。本研究では、CSR 活動のうち環境の側面に注目し、環境に関する2つの指標と租税負担削減行動との関係を検証した。環境に関する指標は、東洋経済新報社の「CSR 企業総覧」に記載されている CSR(環境)格付けと環境保全コストの二つを利用した。租税負担削減行動の指標は ETR = 法人税等/税引前当期純利益(企業実効税率)を利用した。

分析に際し、本研究で注目したのが2011年から導入され2018年まで適用されている環境関連投資促進税

制である。これは省エネルギーに関係する設備を取得した企業はその資産の償却を促進するという制度である。こうした制度が実際に租税負担の削減に役立っているかに注目した。

分析結果からは CSR(環境)格付けと ETR との関連性は低く、その一方で環境保全コストは ETR を下げる働きがあることを示す。この結果は環境関連投資促進税制は租税負担の削減に有効な役割を果たしていることを示唆しており、機関投資家比率の高い企業においてより顕著となることも明らかにする。さらに、この知見はわが国の環境税制優遇制度の政策的評価を示すものであり、企業が行っている環境情報開示は明確な経済的効果を有することを示している。

以上



東京理科大学総合研究院ものごと双発研究部門/アムンディ・ジャパン スペシャルシンポジウム

## 日本における ESG 投資のこれから

～ インベストメント・チェーンの最適化に向けて変化する投資家と企業 ～

日時：2017年12月1日（金）14:00～18:00

場所：東京理科大学神楽坂キャンパス イノベーション研究科 PORTA 5F

〒162-0825 東京都新宿区神楽坂 2-6-1

### プログラム

- 13:30 開場
- 14:00-14:05 シンポジウム開催のご挨拶 東京理科大学 副学長 平川 保博
- 14:05-14:30 講演「日本経済と ESG 投資」 東京理科大学大学院客員教授 ロバート・フェルドマン
- 14:30-14:45 講演「ESG 投資への期待と課題」 東京工業大学教授 井上 光太郎
- 14:45-15:10 講演「オープン・イノベーションの観点から見た ESG」 東京理科大学大学院教授 田中 芳夫
- 15:10-15:55 東京理科大学・アムンディ・ジャパン ESG 投資共同研究結果発表  
「ESG ファクターリターンの推定と ESG パフォーマンスについての研究」  
東京理科大学総合研究院 客員准教授 山下 隆  
「環境経営と株式資本コスト」 東京理科大学経営学部 教授 佐々木隆文  
「環境保全活動が租税負担削減行動に与える影響」  
東京理科大学経営学部 准教授 大沼 宏、講師 島田佳憲
- 休憩
- 16:05-17:55 パネル・ディスカッション  
「投資家が変われば、企業も変わる。ESG 投資を通じたインベストメント・チェーンの最適化」  
モデレーター： アムンディ・ジャパン チーフ・インベストメント・オフィサー 岩永 泰典  
パネリスト： 上智大学特任教授 引間 雅史  
東京理科大学大学院教授 宮永 雅好  
アムンディ・ジャパン ESG リサーチ部長 近江 静子  
アムンディ・ジャパン アクティブ・ジャパン運用部長 藤田 泰介
- 17:55-18:00 閉会挨拶 アムンディ・ジャパン 代表取締役社長 ジュリアン・フォンテーヌ

## アムンディについて

アムンディは、運用資産額で欧州 No.1<sup>※1</sup>、世界トップ 10<sup>※1</sup>の資産運用会社の一つです。パイオニア・インベストメントの買収により、現在、世界 6 都市の主要な運用拠点<sup>※2</sup>を通じて 170 兆円<sup>※3</sup>を超える資産を運用しています。アムンディは欧州、アジア・太平洋地域、中東および米国のお客さまに、競争力のある専門的なマーケットの知見と、アクティブ、パッシブおよびリアルアセットなどの投資対象を幅広くカバーするソリューションを提供しています。アムンディはパリに本拠を置き、2015 年 11 月からユーロネクスト・パリ市場に株式上場。資産運用会社の株式時価総額では、欧州 No. 1<sup>※4</sup>、世界 No. 5<sup>※4</sup>を誇る資産運用会社です。また、最も重要な海外拠点である日本において、アムンディ・ジャパンは、40 年以上にわたり革新的な運用手法で日本のお客さまに最適な運用ソリューションを提供しています。

- 1 出所：インベストメント・ベンション・ヨーロッパによる資産運用会社トップ400社（2017年6月版、欧州に本拠地を置く運用会社の2016年12月末の運用資産額）に基づく。
- 2 主要運用拠点：ボストン ダブリン ロンドン ミラノ パリ 東京（アルファベット順）
- 3 運用資産額は、2017年6月30日時点でアムンディとパイオニア・インベストメントの会計基準整合前の合計額。約1兆3,420億ユーロ、1ユーロ=127.97円で換算。
- 4 2017年4月29日時点の発行済株式の時価総額に基づく。

**公式ウェブサイト：amundi.co.jp**

本書に関するお問合せ先：

アムンディ・ジャパン株式会社広報室

e-mail: pr@jp.amundi.com

直通：03-3593-5700

本資料は、一般・参考情報の提供を目的として、アムンディ・ジャパン株式会社（以下、「弊社」といいます。）が作成した資料であり、特定の金融商品の購入または売却の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。弊社は、本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。