



調査・研究

調査・研究の 取組み

三菱UFJ信託銀行は、
責任投資の普及や高度化に向けて、
調査・研究にも注力しています。



MTECとの協働によるESG効果分析

三菱UFJトラスト投資工学研究所(以下、MTEC)と協働し、データ分析の上、数値などに基づく状況把握を踏まえて、
責任投資やステュワードシップ活動への取組みの向上を図っています。調査・研究の結果の一部をご紹介します。

Point

- MTECとの協働により、「ESGと株価・企業価値の関係」
「三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント効果」などについて分析
- ネガティブイベント・ポジティブイベントが発生した場合、その後半年間にわたり、株価に影響を
与えることを確認。特に、マテリアリティに関するネガティブイベントの与える影響が顕著
- 当社が継続的にエンゲージメントを行った企業では、ガバナンスや企業価値が改善の傾向。
高ガバナンス企業では、財務状況も向上

実際の取組み①

「ESGと株価・企業価値の関係」の分析とESGデータベースの改善

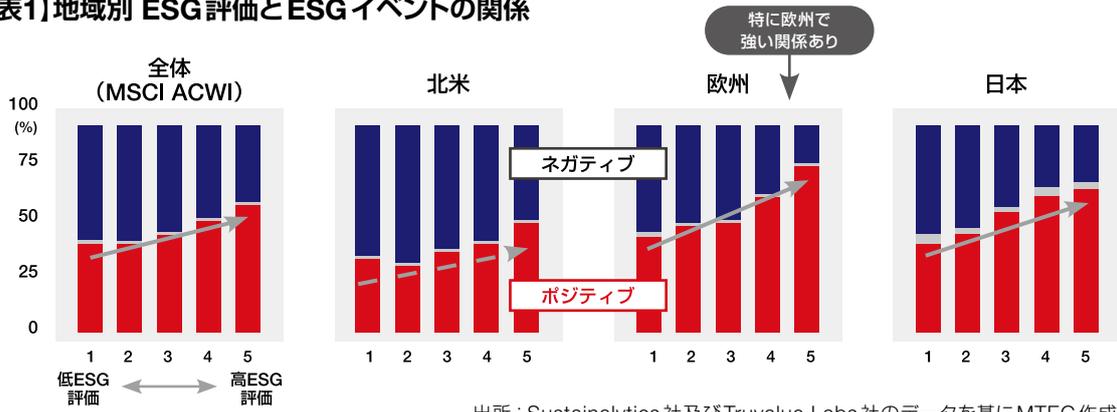
▶ 昨年度は、ESGスコア(=ESG評価)と 株価の関係を分析

三菱UFJ信託銀行は、独自にESGデータベースを構築し、
インテグレーションやスクリーニング、対話のテーマ設定に
活用しています(詳細はP60参照)。一方で、「ESGに取り
組むことにより、企業価値・株価にどのような影響があるの
か?」というご質問を頂くことがしばしばあります。そこで昨
年度は、Sustainalytics社の算出するESG評価と株価との
関係を分析しました。具体的な分析内容は以下の通りです。

① ESG評価はESGイベント(=ESGニュース)に影響を 与えるか

ESG評価は年1回などの更新頻度であり、株価との関係
をダイレクトに分析することが難しいため、まずは、ESG評
価がESGイベント(=ESGニュース)に影響を与えている
かを確認したところ(【図表1】参照)、Sustainalytics社の
ESG評価が高いほどポジティブイベントの発生割合が高い
傾向を確認しました。

【図表1】地域別 ESG 評価と ESG イベントの関係

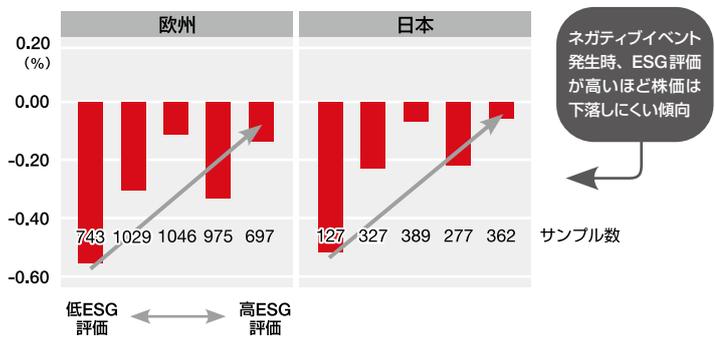


出所：Sustainalytics 社及び Truvalue Labs 社のデータを基に MTEC 作成

②ネガティブな ESG イベントがあった際、株価がどのように反応するか

①の分析にて ESG 評価と ESG イベントの関係が相対的に強くみられた欧州・日本を例に、ネガティブな ESG イベントがあった際の株価の反応(具体的には ESG ニュース発生の前営業日から翌営業日の業種・地域調整済超過リターンの ESG 評価(分位別)の反応)を確認しました(【図表2】参照)。その結果、ESG 評価が高いほど、ネガティブイベントに対する株価下落が小さい傾向がみられました。

【図表2】地域別 ESG イベントに対する株価反応



出所：Sustainalytics 社及び Truvalue Labs 社のデータを基に MTEC 作成

▶ 昨年度の結果を基に、今年度は半年間の影響及びより影響の強いイベントを分析

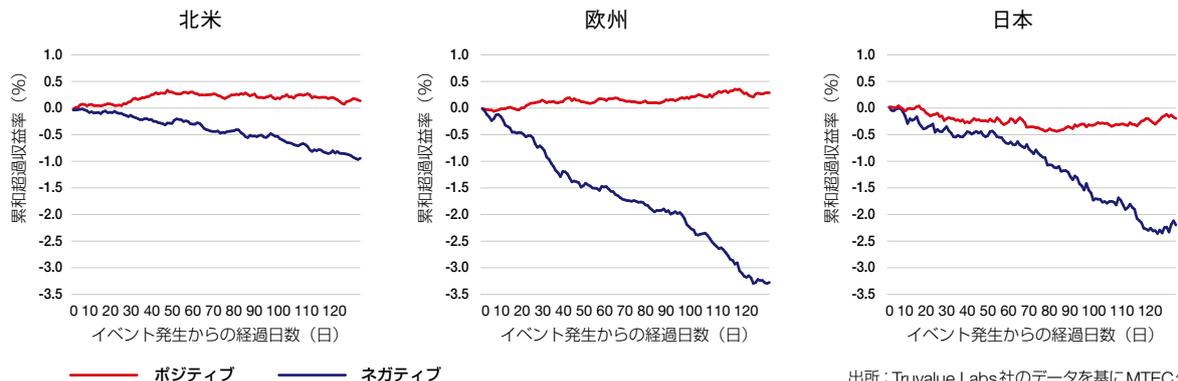
昨年度の分析では、ESG ニュース発生の前営業日から翌営業日の業種・地域調整済超過リターンという短期の反応を確認しましたが、本年度は、よりその後の影響を確認するため、以下2つの視点から分析を行いました。

① ESG イベント発生後、どれくらいの期間影響が続くのか

ESG イベント発生の翌営業日の終値を基準日としてその後の約半年(125営業日)の影響を確認しました(【図表3】

参照)。その結果、ネガティブイベント・ポジティブイベントが発生した場合、その後、125営業日にわたり、その影響が株価に残る可能性が示唆されました。この傾向は、欧州で特に強くみられました。日本においても、ネガティブイベントにおいて同様の傾向がみられ、ESG イベントが発生した場合、一定期間にわたり株価・企業価値に影響を与えていることが確認できました。

【図表3】地域別 ESG イベント発生から半年間の株価反応



出所：Truvalue Labs 社のデータを基に MTEC 作成



②どのようなESGイベントが影響を与えやすいのか

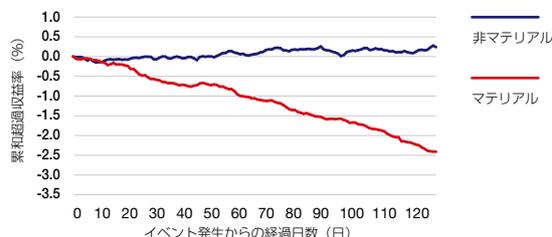
ESGイベントと一口で言っても、そのイベントは多岐に渡ります。どのようなイベントが株価に影響を与えているのかという点を確認するため、ネガティブなESGイベントを対象に「マテリアル」「非マテリアル」に分けて、分析しました。ここで言う、「マテリアル」「非マテリアル」とは、SASBの産業別のマテリアリティマップに従い、各イベントがマテリアリティに関連するかを分類したものです。

【図表4】は、縦軸に業種・地域調整超過リターン、横軸に営業日(イベント発生からの経過日数)を取り、関係性を見たものです。その結果、ネガティブイベントが発生し、そのイベントが非マテリアルな場合、大きな影響がみられない一方で、マテリアルな場合、一定期間にわたり株価・企業価値に影響を与えていることが確認できました。

なお、こちらの分析においても、ポジティブイベントについては、ネガティブイベントほどの傾向はみられませんでした。

以上のことから、特にマテリアルなネガティブESGイベントについては、一定期間株価・企業価値へ影響を与えるということが確認できました。なお、ポジティブイベントにつ

【図表4】ネガティブなESGイベント発生から半年間の株価変化



出所：Truvalue Labs社のデータを基にMTEC作成

いては、現段階ではビジネスチャンス(機会)と認識されにくい状況があると考えられるものの、今後ESGをリスクとして捉えるだけではなく、事業戦略の中でチャンスであるという認識が進めば、異なる分析になる可能性もあると考えています。

当社では、この結果を踏まえて、当社の「ESGデータベース」の改良を実施しました(詳細はP60参照)。業種ごとにESGイベントや株価との関連性が高いと考えられる評価指標や、マテリアルなESGニュースによる評価を導入することで、より実効性の高い対話やインテグレーションに活用していきます。

実際の取り組み②

三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント効果に関する検証

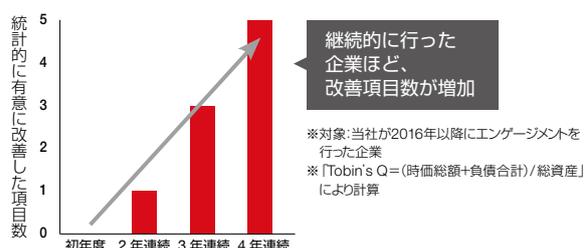
スチュワードシップ活動は実効性が問われるフェーズになっており、「エンゲージメントの報告は多くあるが効果は上がっているのか」という点について高い関心を頂いています。本年度は、エンゲージメント実績に基づき、当社エンゲージメントの効果検証をMTECと協働で行いました。

①エンゲージメントの実施によって、改善に違いがあるか

日高・池田・井上 [2021]^{*1}に従い、当社が過去エンゲージメントを行った企業と行わなかった企業を比較し、「ガバナンス(右記検証項目①～⑤の5項目)」「企業価値(同⑥～⑧の3項目)」の観点で、統計的に有意に改善が進んだか^{*2}を検証しました。【図表5】は、横軸はエンゲージメントの継続年数、縦軸は検証項目①～⑧の8項目のうち統計的に有意に企業の改善がみられた件数を表しています。その結果、1年のみでは改善が確認できない一方、複数年にわたりエ



【図表5】エンゲージメントの継続性と改善効果



出所：NPM、日経のデータを基にMTEC作成

ンゲージメントを実施した企業においては、企業価値やガバナンス項目の改善点が多い結果となっており、特に4年連続で対話を行うと5項目改善するという傾向がみられました。継続的なエンゲージメントの重要性を表していると考えます。

②企業の属性により、効果にどのような違いが出るか

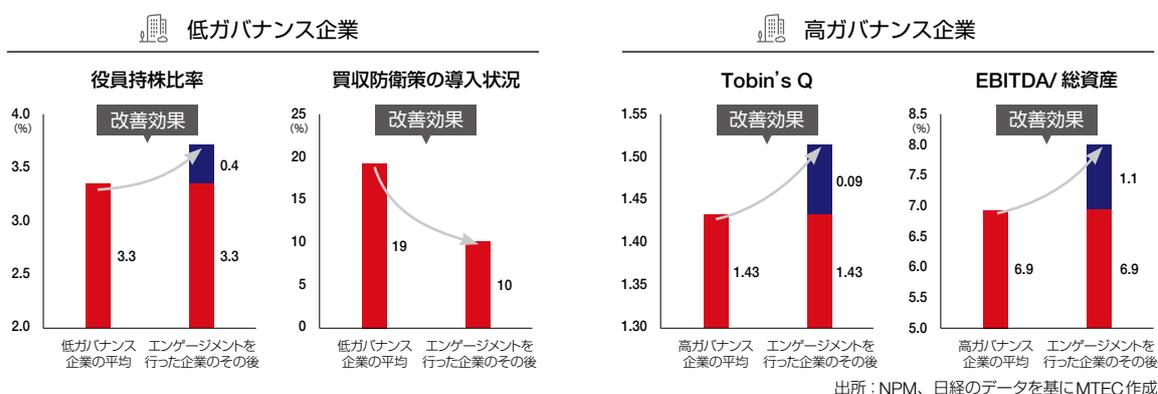
当社との対話について、企業の属性によりどのようなエンゲージメント効果の違いが出るのか分析しました。ここでは、企業の属性として、ガバナンスの高低で分けて分析を実施しました。具体的には、社外取締役の構成が1/3未満を低ガバナンス企業、1/3以上を高ガバナンス企業と定義し、それぞれの改善項目を抽出しました(【図表6】参照)。結果として低ガバナンスの企業では、例えば役員持株比率について、対話前は3.3%程度という状況であったものが、対話後は0.4%高まり3.7%という結果(持株比率が高まった)、あるいは買収防衛策について対話前は平均的に19%が導入し

ているという状況であったものが、対話後は9%減少し10%という結果(買収防衛策廃止が増加)になりました。これらのことから、低ガバナンス企業については、当社との対話はガバナンスを改善させる効果に寄与していることが確認できました。

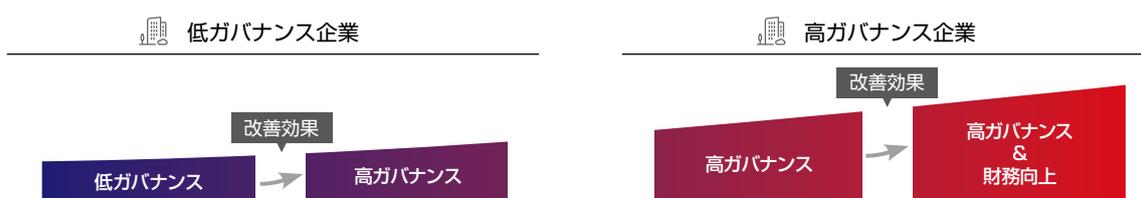
また高ガバナンス企業では、例えばTobin's Qについて、対話前は1.43という状況であったものが、対話後は0.09高まり1.52という結果、あるいは収益性(EBITDA/総資産)について対話前は6.9%という状況であったが、対話後は8.0%という結果が得られ、高ガバナンス企業に対して当社のエンゲージメントは企業価値・財務の改善に寄与していることが確認できました(【図表7】参照)。

※1 日高・池田・井上 [2021]「機関投資家によるエンゲージメントの動機および効果」RIETI Discussion Paper Series 21-J-036.
 ※2 当社のエンゲージメントが各項目の改善に関係しているかを有意水準10%で検定。日高・池田・井上 [2021]と同様に時期的要因や企業特性など様々な要因によるバイアスを極力排除した上で、エンゲージメントの有無が有意に影響を与えたか評価

【図表6】エンゲージメントの実施による各種指標の変化



【図表7】低ガバナンス・高ガバナンス企業へのエンゲージメント効果



以上のことから、当社との対話は、企業のガバナンスを低⇒高へ、そして企業価値向上へ働きかけている傾向を示しています。当社では、ESGにおけるガバナンスは、企業価値を安定的に維持向上させるための前提条件、また、適切

なガバナンス(G)で運営された企業は、環境(E)・社会(S)に対する課題を解決するなど企業価値・財務を改善させる可能性があると考えていますが、この分析結果はこの考えと整合的と考えます。