

KAFM-WJ 018

ESGPとCFP－日本企業の実証研究と事例研究－

経営管理研究部

砂川伸幸・日置孝一・山梨剛史

2021年10月5日

ESGP と CFP – 日本企業の実証研究と事例研究 –

砂川伸幸*, 日置孝一**, 山梨剛史***

1. はじめに

ESGP (ESG Performance) と CFP (Corporate Financial Performance) の関係は、新しい研究テーマである。Huang (2021) によると、過去 30 年間において、ESGP と CFP に関する研究成果の発表数は 7,485 にのぼる (Web of Science の検索)。一方、伝統的なファイナンスの研究成果 (CAPM 関連) は 2,636 である。とくに、2010 年以降は、ESGP-CFP に関する研究が大きく増加している傾向にある。

国連における SDGs (Sustainable Development Goals) の採択が 2015 年、CO2 削減目標を定めたパリ協定の発効が 2016 年、アメリカのビジネス・ラウンドテーブルがステークホルダー資本主義への転換を明記したのが 2020 年である。社会の潮流を見ても、ESG への取り組みが企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるかについての研究は、ファイナンスや経営の分野において、新しい大きなテーマになったといえる。学術的な研究というだけでなく、実践的な意義も大きいテーマであると考えられる。

しかしながら、欧米に比べて、日本企業に関する ESGP-CFP の実証研究は、遅れているのが現状である。また、個別企業にとっては、非財務といわれる ESGP が、どのように、どの程度、財務パフォーマンス (CFP) に影響を与えているかが分かりにくいという実践的な課題も残されている。

本稿では、第 2 節において、ファイナンスの分野における ESGP と CFP の先行研究を概観する。ESGP と CFP の関係については、両者の相性が悪いというエージェンシー仮説と相性が良いというステークホルダー仮説がある。どちらの仮説が現実妥当であるかは、実証的な問題である。近年の研究の多くは、ESGP が CFP にポジティブな影響を与えるという結果を報告している。

第 3 節では、日本企業を対象とした実証研究の一部を紹介する。社員と企業の関係に焦点を当てた社会性の指標と財務指標の関係を検証した結果、女性社員の比率が高い企業や社員離職率の低い企業、社員教育が充実している企業は、平均的に資本効率や売上高伸び率が高いことが分かった。

第 4 節では、実際の個別企業のデータを用いて、ESGP が CFP に与える影響を測定するアプローチについて紹介する。

* 京都大学経営管理大学院教授 isagawa.nobuyuki.3w@kyoto-u.ac.jp

** 京都大学経営管理大学院研究員 hioki.koichi.7f@kyoto-u.ac.jp

*** 株式会社 SHIFT

2. ESG-CFP に関する先行研究

(1) エージェンシー仮説とステークホルダー仮説

ESGP と CFP の関係を検証する際の仮説の構築において、拠り所となる考え方は、エージェンシー仮説とステークホルダー仮説に分類される。伝統的なエージェンシー仮説は、経営者の行動が、必ずしも株主価値や企業価値の最大化と一致することはないという考え方である (Jensen and Meckling (1976), Jensen (1984))。エージェンシー仮説によると、CSR 活動は、経営者の名声や自己実現欲によることが多いため、企業にとってはコスト負担が大きくなり、財務パフォーマンスに与える影響はネガティブになる。

ステークホルダー仮説では、組織の目標達成に影響を与えたり、そのために影響を受けたりするグループや個人をステークホルダーとみなす。主なステークホルダーである顧客、社員、地域社会、サプライヤー、規制当局や政府は、企業の利益や価値創造と密接に関係している。そのため、企業がステークホルダーと良好な関係を構築し、維持するための CSR 活動は、利益や企業価値の向上に結び付くと考える (Freeman (1984))。

ステークホルダー仮説は、伝統的な見解に対する修正 (Revisionist View) といわれることがある。ステークホルダー仮説によると、CSR や ESG への投資は、企業の長期的なパフォーマンスを改善する可能性がある (Porter and Kramer (2007))。以下では、ESG に焦点を当て、ESGP の改善が CFP の向上に結び付く要因について紹介する。

第一の要因は、評判 (reputation) とロイヤリティ (royalty) の向上である。ESG が優れている企業は、ステークホルダーにとって魅力的なパートナーといえる。働きやすいという評価が高い企業は、社員にとって魅力的であり、社員のロイヤリティが高まると考えられる。直接的には離職率が低くなるため、採用や退職にかかるコストが低くなる。間接的には、企業理念やパーパスが浸透しやすく、組織としての生産性が向上したり、目標達成の実現性が強くなったりする。また、環境スコアが高い企業の製品やサービスは、環境志向が強い顧客に受け入れられやすい。環境志向が強い顧客との関係強化を目的とする企業は、環境スコアが高いサプライヤーを選択する。社会の ESG 志向が強くなると、BtoC であれ BtoB であれ、ESGP が高い企業の製品やサービスは、そうでない企業に比べて、より高く、より多く販売することができると考えられる¹。ESG 投資を行う投資家にとっても、ESGP のレーティングが高い企業は、魅力的な投資対象である。

第二の要因は、リスクの低下である。ESG 活動としての公害防止 (産業廃棄物の軽減)、社員の安全衛生の向上、社会的に公正な取引 (強制労働との関係の回避) などに

¹ 著者の一人である砂川は、オムロン CFO 兼グローバル戦略本部長の日戸氏との対話 (日本 CFO 協会 CFOX !! 2021) において、この可能性について議論している。

注力することで、企業はリスク・エクスポージャーを低下させることができる。政府や規制当局、地域社会との良好な関係を維持することで、政治や法規制の変化や社会環境の変化をいち早く知ることができ、リスクの感知度が高くなることが期待できる。社会性の評価が高い企業は、社員のロイヤリティが高く組織力に優れているため、経営環境の悪化に対するレジリエンス（強靱性）も強いと考えられる。総じて、ESG活動に取り組む企業は、リスクに対する意識が強く、より効果的なリスク管理を行うことで、リスクを軽減することができる。後述するように、ESGPが高い企業は、リスクを反映する資本コストが低いという実証結果が報告されている。

第三の要因は、イノベーションによる持続的な成長である。ESG活動に積極的に取り組む企業が有する地域社会や顧客、環境団体などとの良好な関係は、イノベーションの源泉である新しい知識や社会ニーズを提供すると考えられる。ロイヤリティが高い社員が多い企業は、企業内での情報共有意欲が高いため、既存技術や既存ビジネスを活用した新製品や新事業が生まれやすい。イノベーションの阻害要因といわれる短期志向の克服についても、相対的に容易であると考えられる。

(2) ESGP-CFP の実証研究

エージェンシー仮説によると、ESG活動によるコストの増加によって、企業のパフォーマンスは悪化する。ステークホルダー仮説によると、戦略的なESG活動は、ESGPを高め、企業のパフォーマンスの向上に結びつく。どちらの仮説が現実妥当的であるかは、時代や経済環境や社会環境に依存するであろう。気候変動や労働問題がビジネスの機会やリスクになりつつある近年では、ESGPがCFPにポジティブな影響を与えるステークホルダー仮説と統合的な実証結果が多く報告されている。

先に述べたように、ステークホルダー仮説によると、ESGPが高い企業はリスクが小さく、資本コストが低い傾向があると考えられる。資本コストは、DCF法を用いて企業価値や株式価値を評価する際の割引率である。リスクが小さく割引率が低いほど、企業価値は高くなる。先行研究の多くは、この仮説を支持する結果、すなわちESGレーティングが高いほど資本コストが低くなること報告している(El Ghoul, et al. (2011), Chava (2014), Bolton and Kacperczyk (2020))。

いくつかの実証研究は、企業のESGPとCFPの間にポジティブな関係があることを示している(Gillan et al. (2010), Borghesi et al. (2014), Gao and Zhang (2015))。CFPの指標としては、ROA, ROE, トービンのQなどが用いられる。また, Servaes and Tamayo (2013) は、ESGPが価値を創出するのは、広告宣伝費の高いグループに限られるという結果を報告している。Albuquerque et al. (2019) は、製品差別化が

進んでいる企業は、ESG 活動からの利益が大きいという結果を報告している²。

ESGP と CFP の実証研究においては、複数の実証研究を用いたメタアナリシス (meta-analysis) も行われている。よく引用される Friede et al. (2015) のメタアナリシスは、1970 年以降の実証研究を分析し、ESGP と CFP の間にはネガティブな関係がないこと、多くの研究がポジティブな結果を見出していることを報告している。Vishwanathan et al. (2020) は、メタアナリシスを適用し、CSR が CFP に与える間接的な要因を確認している。それらの要因は、評判の向上、利害関係者間の良好な関係 (reciprocation)、リスクの低下、イノベーション能力の向上である。彼女たちの研究では、これらの要因を介して CSR が CFP にポジティブな影響を与えることが、数値として示されている。

Lu and Tayler (2016) は、198 件の研究を用いたメタアナリシスを行い、ESGP が CFP に与えるポジティブな影響は、短期的ではなく長期的に表れることを確認している。また、社会性の指標より環境指標の方が CFP に与える効果が大きいこと、市場ベースの CFP (トービンの Q や株価) より財務会計ベースの CFP (ROA, ROE, キャッシュフロー, 売上高など) の方が ESGP の影響を受けやすいこと、アメリカ以外の企業の方が ESGP と CFP の関係が強いことなどを報告している。

3. 日本企業の ESGP-CFP に関するデータ分析

(1) 社会性指標と資本効率の分析

このセクションでは、近年の日本企業の ESGP と CFP の関係について行った検証結果について報告する。分析の対象となる ESG データは東洋経済の CSR 企業総覧から収集した。企業の財務データは、Financial QUEST から収集した。

ESG 関連では、社会性 (Social) に属する指標を対象とした。女性従業員比率、女性管理職比率、社員平均年齢、社員勤続年数、離職率、女性離職率、月平均残業時間、メンタルヘルスに伴う求職者数、社員の教育研修費用 (人材育成投資)、管理職者数、給与水準などの指標をとりあげる。管理職の財務指標には、資本効率の指標である ROA (総資産利益率) と成長性の指標である売上高成長率 (社員一人当たり売上高の差分) をとりあげる。

前のセクションで説明したように、社会性の指標が高い企業は、重要なステークホルダーである社員にとって魅力的であり、財務パフォーマンスにポジティブな影響を与えることが予測される。先行研究で示されているように、ESG 投資や ESG 活動の効果が表れるまでにはある程度の時間が必要であるため、被説明変数 (従属変数) の ROA と売上高について

² Gillan et al. (2021) は、コーポレートファイナンスの分野における ESG/CSR と CFP の関係を包括的にサーベイしている。

は、1年から3年のラグをとる。いずれも、説明変数は2017年度の時点公表されているESGPである³。

ROAを用いた検証では、2017年のROAを起点として、2018年（1年後）、2019年（2年後）、2020年（3年後）のROAとの差分（difference）を被説明変数とする重回帰分析を行った。以下では、2018年のROAと2017年のROAとの差分をROAlag1、2019年と2017年の差分をROAlag2、2020年との差分をROAlag3とする。

重回帰分析では、ROAに影響を与えうる要因を探索するため、説明変数を採択しやすい変数減少法と説明力に応じて変数を選択するステップワイズ法を併用した。被説明変数に欠損値が含まれるデータは削除し、説明変数の欠損値は残りのデータの平均値で置換した。その結果、分析対象のデータ数は995となった。

図表1は、回帰分析の結果を示している。図表から分かるように、ROAlag1については、変数減少法とステップワイズ法のいずれにおいても、管理者職数による正の効果のみが確認された。ROAlag2については、変数減少法とステップワイズ法の双方において、勤続年数と管理者数による正の効果、離職者数による負の効果が確認された。変数減少法においては、女性従業員比率と月平均残業時間が有意な正の効果をもつことが確認された。女性管理職比率については、有意傾向であるが、負の効果が確認された。

勤続年数の正の効果と離職者数の負の効果は、会社での働きやすさが社員のモチベーションやロイヤリティを通じて、財務パフォーマンス（ROA）にポジティブな影響を与えている可能性を示している。女性従業員比率の正の効果については、多様性という要因を追加した同様の解釈ができる。女性管理職比率については、負の効果を示しているが、女性管理職比率が著しく高い企業や業種が分析対象に含まれており、それらの影響を考慮する必要があると考えられる。例えば、業種や業態、女性管理職比率が高い企業と低い企業のグループなどに分類した検証が必要であろう。このような分析は、今後の課題である。

ROAlag3については、変数減少法とステップワイズ法の双方において、勤続年数がROAの変化に正の影響を与えることが確認された。変数減少法においては、管理職者数の正の効果、30歳未満従業員数とメンタルヘルスに伴う休職者数の負の効果が確認された。勤続年数の正の効果とメンタルヘルスに伴う休職者数の負の効果は、会社での働きやすさが財務パフォーマンスにポジティブな影響を与える可能性を示唆している。

以上の結果は、ESGの社会性の指標が優れている企業は、社員のロイヤリティや多様性を通じてROAが向上するというステークホルダー仮説と整合的であるといえよう。

(2) 社会性指標と成長性の分析

次に、社員一人当たりの売上高の成長率を財務指標とした検証結果を紹介する。ROAと

³ 図表1、図表2で…/前期とあるのは、前期（2016年度）の実績値を表している。

同様に、2017年の一人当たり売上高を起点として、2018年（1年後）、2019年（2年後）、2020年（3年後）の一人当たり売上高との差分を被説明変数（従属変数）とする重回帰分析を行った。売上高の差分は、成長率を表す財務指標である。以下、2018年と2017年の差分を saleslag1、2019年と2017年の差分を saleslag2、2020年と2017年の差分を saleslag3 とする。ROAの分析と同様に、変数減少法とステップワイズ法を適用した。欠損値についてROAの検証と同じ処理を行ったところ、分析対象のデータ数は929となった。また、変数減少法とステップワイズ法において、すべてで同じモデルが推定されたため、ステップワイズ法の結果のみを報告する。

分析結果は図表2に示されている。図表から分かるように、1年後の売上高成長率を示す saleslag1 については、社員の勤続年数と教育研修費用（人材育成投資）の正の効果が確認された。社員の勤続年数が高いほど、一人当たり売上高の伸び率は大きくなる可能性がある。また、社員に対する教育費用が多く、人材の育成と社員の学習機会を提供することで、売上高が成長する可能性が示唆されている。

2年間のラグをとった saleslag2 については、勤続年数と教育研修費用の正の効果、女性離職率と月平均残業時間の負の効果が確認できた。残業時間が少ないほど、女性の離職率が低いほど、売上高の成長率が高くなる可能性がある。働きやすさや社員の多様性は、企業の成長に寄与しているといえる。3年間のラグをとった saleslag3 については、勤続年数の正の効果と女性離職率の負の効果に加え、平均給与の負の効果が観察された。平均給与については、売上高だけではなく、利益等も関係してくると考えられるため、解釈が困難である。女性離職率の負の効果については、社員の多様性が売上高の持続的な成長に結び付くことを示唆している。

ここでも、社会性の指標が優れている企業は、社員のロイヤリティや多様性を通じて売上高の成長率が向上するというステークホルダー仮説と整合的な結果が得られたといえる。

4. 個別企業の ESGP-CFP 分析のフレームワークと適用事例

個別企業が関心をもつテーマとして、自社の ESG 活動（ESGP）と財務パフォーマンス（CFP）の関係がある。砂川研究室が学会会員として参加している ESG 情報研究会においても、参加企業の問題意識として、非財務指標（ESGP）と財務的なインパクト（財務指標）のつながりが示せないという声は少なくない⁴。ここでは、実在の企業（対象企業とする）のデータを用いて、ESGP と CFP の関係を分析するアプローチについて考察する。

個別企業の ESGP が CFP にどの程度寄与しているかを調べるためには、ESGP 以外の要因をコントロールする必要がある。ここでは、ファイナンスの実証研究で用いられるマッチングの手法を適用して、ESGP 以外の要因をコントロールする。具体的には、基準時点にお

⁴ 一般社団法人 ESG 情報開示研究会については、<https://edsg.org/> を参照。

いて、業種、企業規模、成長性、資本構成などの主要な財務項目は類似しており、ESGPのみが異なる企業を複数抽出する。これらの企業を類似企業（マッチング企業）とよぶ。ESG活動や ESG 投資は、タイムラグを経て財務指標にインパクトを与えられられるため、類似企業と対象企業の数年後の CFP の差を検証する。このような検証方法は、DID（difference in difference）と呼ばれ、特定の活動の効果を抽出する方法として標準的に用いられている。マッチングと DID の方法を用いることで、ESGP が CFP に与えるインパクトを定量的に測定することができる。

図表 3 は、実際の対象企業と類似マッチング企業の ROIC（投下資本営業利益率）の推移を比較したものである。基準時点は 2018 年、ESGP の効果は 3 年後（あるいは 3 年間）に表れると仮定する。ESGP としては、温室効果ガス排出量、水資源投入量、女性役員比率、外国人役員比率を採用した。これら 4 指標は、対象企業が注力している項目である。各指標について ESGP が異なるマッチング企業を選出したため、指標ごとに類似企業の ROIC の推移は異なっている。マッチングの仕方によっては、すべての指標で同じ類似企業を選出することも可能である。

図表 4 は、対象企業の ROIC と類似企業の ROIC（平均値）の推移である。ESGP の効果が 3 年後に表れると仮定した場合、温室効果ガスの削減に注力した対象企業の ROIC は 1.7%上昇した（表の 3 年間変化の行）。温室効果ガスの排出量が相対的に多い類似企業は、ROIC が 0.4%低下している⁵。両者の ROIC の差 2.0%（表の①差 [対象－類似]）は、ESGP が影響した結果であると考えられる。水資源についても同様である。

女性役員比率や外国人役員比率については、対象企業と比較して、各指標が小さい企業が類似企業になっている。女性役員比率が高い対象企業は、3 年間で ROIC を 1.7%改善している。対象企業と財務的に類似しているが女性役員比率が低い類似企業は、3 年間で ROIC が 0.8%低下した。両者の差 2.5%は、女性役員比率の影響を反映したものであると考えられる。

このようにして、対象企業が注力した ESG 指標ごとに、そのインパクトを算出することができる。インパクトを総計すると、8.0%の ROIC の改善という過大推定になるため、等分をするか、ウェイトをつける必要がある。表の②と③の行は、その結果を示している。実際のウェイトの配分（効果の配分）は、企業が注力している程度や ESG への投資金額を用いて算出することになるであろう。

ESGP 以外をコントロールするマッチングを行い、ESGP の相違と CFP の差の関係を検証することで、個別企業の ESGP の財務インパクトを抽出することができる。ただし、ROIC のように最終的に目標とする財務指標と ESG 活動の間には、いくつかの仲介的な要因が関係している。

例えば、温室効果ガスや水資源の利用を削減する過程では、製造工程が改善されたり、サ

⁵ 対象企業より ESGP が劣る企業をマッチングの基準にしている。

プライチェーンが見直されたりする。財務的には、売上原価率やロジスティックスのコストに影響するであろう。また、環境志向の強い顧客ロイヤリティが強くなり、販売単価の改善や販売数量の増加が見込める。売上高成長率や売上高利益率に好影響が出ると考えられる。女性役員の比率は、新製品や新サービスの増加、働きやすさの改善による労働生産性の向上などを介して、ROICに寄与するという因果関係が考えられる。外国人役員の増加は、海外売上高比率の向上に結び付くであろう。

ESGPとCFPの関係をより明確にするためには、先行研究や企業の経営論理を用いて、ESGPから最終的な財務指標へのロジックツリーを作成し、ここで紹介したデータ分析を適用するというアプローチが適していると思われる。

引用文献

Albuquerque, R., Koskinen, Y., and C. Zhang (2019) Corporate social responsibility and firm risk: theory and empirical evidence, *Management Science*, 65 (10), 4451–4469.

Bolton, P., and M. Kacperczyk (2020) Do investors care about carbon risk? Unpublished working paper.

Borghesi, R., Houston, J., and A. Naranjo (2014) Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance* 26, 164–181.

Chava, S. (2014) Environmental externalities and cost of capital, *Management Science* 60 (9), 2223–2247.

El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., and D. Mishra (2011) Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance* 35 (9), 2388–2406.

Gao, L., and J. Zhang (2015), Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation, *Journal of Corporate Finance* 32, 108–127.

Gillan, S., Hartzell, C., Koch, A., and L. Starks (2010) Firms' environmental, social and governance ESG choices, performance and managerial motivation. Unpublished working paper.

- Gillan, S., Koch, A., and L. Starks (2021) Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance, *Journal of Corporate Finance* 66.
- Huang, D. (2021) Environmental, social, and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consideration, *Accounting and Finance* 61, 335-360.
- Jensen, M, and W. Meckling (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Jensen, M., (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Freeman, R. E (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, MA: Pitman/Ballinger (Harper Collins).
- Fried, G., Busch, T., and A. Bassen (2015) ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance and Investment* 5 (4), 210-233.
- Lu, W., and M. Tayler (2016) Which factors moderate the relationship between sustainability performance and financial performance? A meta-analysis study, *Journal of International Accounting Research* 15 (1), 1-15.
- Porter, M., and M. Kramer (2007) Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility, *Harvard Business Review* 84, 78–92.
- Servaes, H., and A. Tamayo (2013) The impact of corporate social responsibility on firm value: the role of customer awareness, *Management Science* 59 (5), 1045–1061.
- Vishwanathan, P., van Oosterhour, H., Heugens, P., Duran P., and M. van Essen (2020) Strategic CSR: A concept building meta-analysis, *Journal of Management Studies* 57 (2), 314-350.

図表 1 : ESGP (S のパフォーマンス) と ROA の重回帰分析の結果

従属変数	ROA _{lag1}			ステップワイズ法			
	変数減少法			ステップワイズ法			
説明変数	beta	t	p	説明変数	beta	t	p
管理職 計	0.078	2.48	.013	管理職 計	0.078	2.48	.013
調整済みR二乗値	.005			調整済みR二乗値	.005		
F(1, 995)	6.16			F(2, 993)	6.16		
p	.013			p	.013		

従属変数	ROA _{lag2}			ステップワイズ法			
	変数減少法			ステップワイズ法			
説明変数	beta	t	p	説明変数	beta	t	p
女性従業員比率/前期	0.09	2.19	.029	勤続年数合計/前期	0.072	2.21	0.027
勤続年数合計/前期	0.083	2.34	.020	離職者・合計	-0.086	-2.20	0.028
離職者・合計	-0.09	2.31	.021				
月平均残業時間	0.063	1.96	.051				
管理職・女性比率	-0.068	1.68	.093	管理職 計	0.125	3.14	0.002
管理職 計	0.128	3.20	.001				
調整済みR二乗値	.021			調整済みR二乗値	.016		
F(6, 989)	4.61			F(3, 992)	6.49		
p	<.001			p	<.001		

従属変数	ROA _{lag2}			ステップワイズ法			
	変数減少法			ステップワイズ法			
説明変数	beta	t	p	説明変数	beta	t	p
勤続年数合計/前期	0.138	4.301	<.001	勤続年数合計/前期	0.156	4.976	<.001
従業員・30歳未満・合計	-0.09	2.27	.023				
管理職 計	0.137	2.742	.006				
メンタルヘルスに伴う休職者数/前期	-0.077	1.89	.059				
調整済みR二乗値	.028			調整済みR二乗値	.023		
F(4, 991)	8.23			F(3, 992)	24.76		
p	<.001			p	<.001		

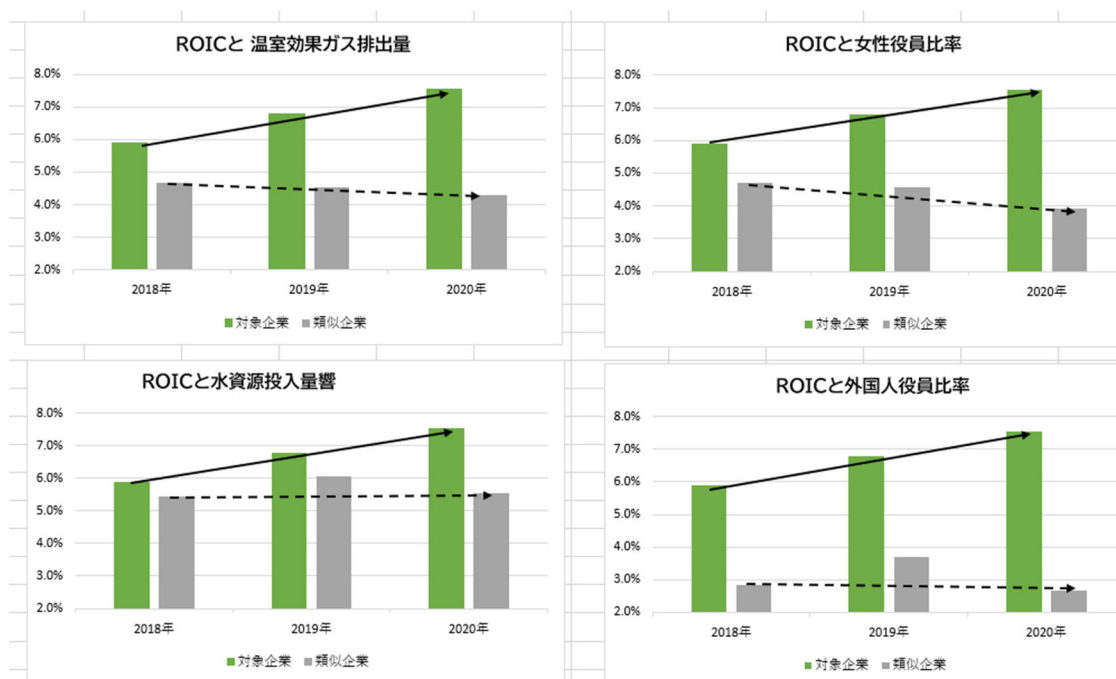
図表2：ESGP（Sのパフォーマンス）と売上高成長率の重回帰分析の結果

saleslag1					
従属変数	saleslag1				
説明変数	beta	t	p	調整済みR二乗値	
勤続年数合計/前期	0.112	3.42	.001	F(6, 989)	.015
従業員の教育研修費用	0.076	2.34	.020	p	8.07
					<.001

saleslag2					
従属変数	saleslag2				
説明変数	beta	t	p	調整済みR二乗値	
勤続年数合計/前期	0.079	2.38	.018	F(6, 989)	.022
女性離職率	-0.095	2.83	.005	p	6.31
月平均残業時間	-0.086	2.58	.010		<.001
従業員の教育研修費用	0.068	2.08	.037		

saleslag3					
従属変数	saleslag3				
説明変数	beta	t	p	調整済みR二乗値	
勤続年数合計/前期	0.164	4.68	0	F(6, 989)	.029
平均年間給与/前期	-0.097	2.79	0.005	p	10.21
女性離職率	-0.069	2.10	0.036		<.001

図表 3：対象企業と類似企業の ROIC と ESGP



図表 4：対象企業の ESG の財務インパクト

	対象企業	温室効果ガス 類似企業	水資源 類似企業	女性役員 類似企業	外国人役員 類似企業	平均/合計
2018年3月	5.9%	4.7%	5.5%	4.7%	2.9%	
2019年3月	6.8%	4.5%	6.1%	4.6%	3.7%	
2020年3月	7.5%	4.3%	5.5%	3.9%	2.7%	
3年間変化	1.7%	-0.4%	0.1%	-0.8%	-0.2%	
① 差 [対象 - 類似]		2.0%	1.6%	2.5%	1.8%	2.0%
② ウェイト(等)		0.25	0.25	0.25	0.25	1.00
①×② ウェイト差		0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	2.0%
③ ウェイト(重視)		0.4	0.3	0.2	0.1	1.00
① × ③		0.8%	0.5%	0.5%	0.2%	2.0%