

# ESG 開示スコアとパフォーマンス

2018年10月7日(未定稿) Ver.4.6

湯山智教 (東京大学)  
白須洋子 (青山学院大学)  
森平爽一郎 (慶應義塾大学)

## 要 旨

ESG 評価と投資効果や企業業績などのパフォーマンスに関する内外の既存研究を見渡す限り、ポジティブな関係が存在するとの指摘が多いように見受けられるが、いまだ評価は定まっておらず、更なる研究の蓄積が望まれる。本稿は、こうした観点から、特に先行研究が少ない我が国の金融市場における ESG 投資に関する様々なパフォーマンスについて、そのディスクロージャーの評価指標である Bloomberg の ESG 開示スコアとの関連性の観点から検証したものである。

まず、Bloomberg による ESG 開示スコアに基づき 4 区分した銘柄群について、株式超過収益率の投資パフォーマンスを検証した。ESG 開示スコア自体は時価総額など企業規模と正の相関があり、一方で、スコアが低い傾向にある低時価総額銘柄は通常はボラティリティが大きいのでリスクも大きい。このため、株価上昇局面では、単純な株式超過収益率でみると、上位区分に属する銘柄の単純なパフォーマンスは劣後するが、リスク調整済みの株式超過収益率でみると、その傾向はあらわれず、どの区分でみてもパフォーマンスに大きな差はみられない。

次に、Fama-French の 3 ファクター・5 ファクターモデルによる  $\alpha$  の検証、株価超過収益率と ESG 開示スコアの関係についての Pooled OLS、その他にロバストネスとして、操作変数法や傾向スコアマッチングによる追加的な検証を行った。つまり、ESG 開示に積極的な企業への株式投資は、通常の株式投資と比べても不利ではないといえるのか、さらには、ESG 開示に積極的な企業に対する株式投資は超過収益率をあげると考えられるのか、という点について検証を行った。総じていえば、最近の、我が国金融市場における ESG 投資と投資パフォーマンスの関係を見る限り、必ずしもポジティブな関係があるとはいえないとみるのが妥当と思われる。もっとも、企業にとっての ESG 対応に伴うコストは、株価に対してマイナスの投資パフォーマンスをもたらしてもいいといえる。ただし、2017 年の 1 年間については、傾向スコアマッチングなど複数の手法で、ESG 開示スコアが高い方が、株価超過収益率が有意にプラスであることが示された。今後の更なる検証を有するものの、この背景としては、GPIF による ESG 指数の採用や、ESG 要因の重視するスチュワードシップ・コード改訂などが 2017 年になされたことから、ESG 開示スコアが高い企業銘柄に注目が集まり、こうした銘柄がより多く買われた可能性があることによる要因も考えられるかもしれない。

もっとも、各 ESG 評価会社の ESG スコアは、必ずしも相関が高くないことも指摘されていることから、本稿による分析も ESG に関する評価方法に大きく依存する。このため、他社の ESG スコアを用いた場合には別の結果となる可能性もある点には留意する必要がある。

JEL 分類番号: G0、G1、G4

キーワード: ESG 投資、ESG 開示、ディスクロージャー、Fama-French、傾向スコアマッチング