

ESG 指数への採用もしくは ESG 指数からの除外が企業の株価に与える影響  
—合成コントロール法での分析—

国際環境経済学研究室 城後大樹  
指導担当教員 川崎賢太郎 鈴木宣弘 佐藤昶

＜背景と目的＞ 人種やジェンダーの不平等、環境問題などを解決し、持続可能な社会を実現するために、世界中で様々な取り組みがなされている。その一つとして ESG 投資が注目されている。企業が ESG に優れていないことは、その企業の業績が悪化するリスクになり得るので、投資家はより高いリターンを求めて ESG に優れている企業に投資し、企業はその投資を呼び込むためにより一層 ESG を意識した経営を行う。ESG 投資は、投資家や企業が自らの利益を追求するのにも関わらず、持続可能な社会の実現に貢献するメカニズムである。しかし実際、ESG 指数への採用の発表や ESG 指数からの除外の発表が企業の株価に与える影響については、様々な結果が報告されており、意見が分かれている。そして、日本市場を対象にした先行研究は限られ、多くの先行研究が単純な回帰モデルで株式リターンをコントロールしたイベントスタディ法を用いている。そこで本研究は、日本市場を対象にして、合成コントロール法を用いて分析を行う。本研究は、ESG 投資の現状を知ることができ、ESG 投資の今後のあり方を検討することに繋がると考える。また、ESG 指数への採用の発表もしくは ESG 指数からの除外の発表が株価に影響があることを示すことができれば、企業が ESG 対応の努力をより一層行うインセンティブになると考える。

＜調査方法＞ 合成コントロール法により、ESG 指数への採用の発表もしくは ESG 指数からの除外の発表が株価にもたらす影響を分析した。使用した ESG 指数は、FTSE Blossom Japan Index であり、2018～2021 年の銘柄変更の発表を使用した。銘柄変更の発表は、採用の発表 3 回、除外の発表 3 回を使用した。同時に複数の企業の採用もしくは除外が発表された場合、処置前の期間において、実際の株価と反実仮定の株価を推測したものの適合度が高い企業ほど重要視することで、分析を可能にした。複数回のプラセボテストを実行し、発表日の前日から三日間において、銘柄変更の発表が株価に影響を及ぼしたのかどうかを確かめた。

＜結果と考察＞ 本研究では以下のことが明らかになった。まず、ESG 指数への採用の発表は株価に影響を与えないということが示された。そして、ESG 指数からの除外の発表も株価に有意な影響を及ぼさないという結論を慎重に受け入れることができると考える。分析過程において様々な課題があったものの、この結果は、投資家が利益を追求する上で ESG を考慮することが重要ではないことを示し、またそれは同時に、企業が ESG を意識することが重要でないことも示している。ESG 投資は、持続可能な社会を実現するために、勝手に動作してくれるメカニズムであるが、そのきっかけづくりは必要であり、何らかの規制を行う必要があると考える。