

## ESG 開示スコアとパフォーマンス

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 開示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指標の一つである 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。

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、CAPM 及び Fama-French の 3 ファクター・5 ファクターモデルを推計し、その  $\alpha$  の値について、上記 ESG 開示スコアの 4 区分に応じた検証も行ったところ、ESG 投資とパフォーマンスとの関係性は異なっていた。いずれにせよ、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。逆に言えば、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もいえる。

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 スコアの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。