

# ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析

～異質性の分析～

2026年3月

東京大学エコノミックコンサルティング株式会社

## 目次

異質性の分析 .....	3
1.1 ESG 指数への興味関心・態度 .....	3
1.2 アンケートの回答状況 .....	4
1.3 サブグループにおける結果 .....	5

## 異質性の分析

### 1.1 ESG 指数への興味関心・態度

本論では、ESG 指数組入に向けて努力する傾向や指数組入後における水準の維持・改善に向けた活動が同質であることを想定し、全ての銘柄におけるこれらの影響の「平均」的な傾向を計測していたものの、実際には銘柄の特性によって影響の大きさが異なること（＝効果の異質性）が想定される。異質性を考慮せずに平均的な処置効果を推定してしまうと、特性ごとに存在するはずの効果の差異を見逃す可能性があるため、以下では、銘柄間の異質性を取り上げた上で、指数組入に関する効果がどのように異なるのかを検討する。

具体的には、ESG 指数への興味関心・姿勢による効果の異質性を考慮する<sup>1</sup>。ESG 指数に対してポジティブな銘柄であるほど、ESG 指数に組み入れられるための改善や、組入後における改善に熱心であると考えられ、市場からの評価も高いものと考えられる。分析にあたっては、GPIF が 2016 年から毎年実施している上場企業向けアンケートの回答を活用した。当該アンケートでは、各企業に対して以下のような問いが設定されている。（下線を引いた選択肢を、ESG 指数に対してポジティブな姿勢であるものとして取り扱っている。）

- 指数組入への関心の有無：当法人が選定した ESG 指数への組み入れについてのお考えをお聞かせください。
  - ◇ 選択肢：「組み入れられたい」「組み入れられたくない」「関心がない」
- 指数の構築方法の確認有無：当法人が選定した ESG 指数については評価のメソドロジーを指数会社が開示していますがご覧になったことがありますか？
  - ◇ 選択肢：「はい」「いいえ」
- 指数運用による変化の有無：ESG 指数の運用開始により、社内での ESG に関する意識、議論、組織体制、活動に変化がありましたか？
  - ◇ 選択肢：「変化があった」「特に変化は見られない」
- 指数会社との対話の有無：ESG 指数の選定をきっかけに MSCI、FTSE との対話や問い合わせを行われましたか？<sup>2</sup>
  - ◇ 選択肢：「対話した」「対話していない」

これらの設問への回答をもとに、データを「全ての設問に対してポジティブに回答してい

---

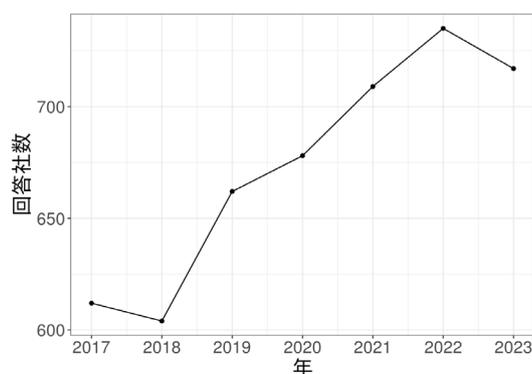
<sup>1</sup> なお、効果の異質性の文脈において、処置のタイミングによって処置効果が異なる際に通常の Two-way Fixed Effect モデルではバイアスが生じる点が指摘されている。この点への対処として、本論で扱う変数と指数の組合せについて、この問題に対処した手法である Staggered DID で推定した結果を補論の 9.6 節に掲載している。

<sup>2</sup> 実際のデータでは、指数会社別に設問が存在しており、「いずれとも対話していない」という設問に対する「○」の回答を「ESG 指数に対してネガティブ」な回答として、「×」の回答を「ESG 指数に対してポジティブ」な回答として取り扱った。

る銘柄」と「1つでもネガティブな回答をした銘柄」にグループ分けし、それぞれの特性を持った銘柄が ESG 指数に組み入れられたときに、どのような傾向がみられるかを検証した。なお、アンケートは複数年実施されているものの、各銘柄が 4 つの設問全てに初めて回答したタイミングの回答に基づいてグループ分けを行っており、アンケートに回答していない指数組入銘柄はサンプルから除外している。

## 1.2 アンケートの回答状況

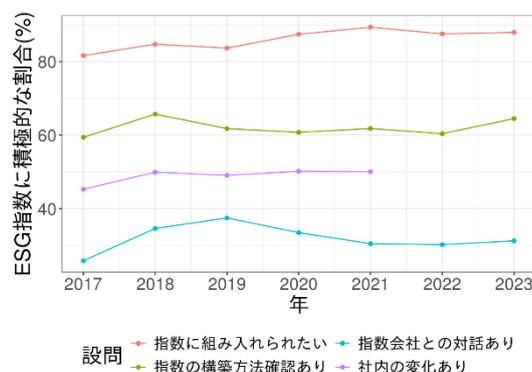
データを分割した分析に入る前に、アンケートへの回答状況を確認する。図 1 はアンケートに回答した会社数の推移を示している。ESG 指数を初めて選定した 2017 年度から上場企業向けアンケートにおいて、当該設問が設けられている。当初 600 社ほどから回答があり、その後回答社数が増加傾向にある。



(出所) GPIF 提供データより UTEcon 作成

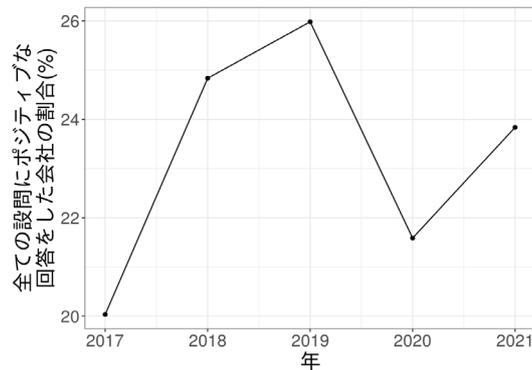
図 1 アンケート回答社数推移

また、各設問に対して、ポジティブな回答をした銘柄の割合の推移を図 2 に示している。指数に組み入れられたいと考えている会社の割合が最も高い水準で推移している一方で、実際に指数会社と対話したことがある会社の割合は低い。なお、各設問について ESG にポジティブな回答をした会社数の割合はさほど変化していない。



(出所) GPIF 提供データより UTEcon 作成

図 2 ESG 指数にポジティブな回答をした会社の割合推移<sup>3</sup>



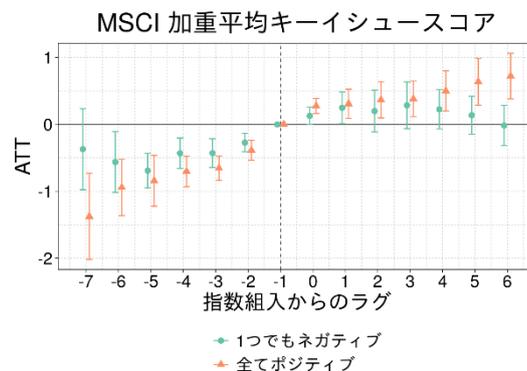
(出所) GPIF 提供データより UTEcon 作成

図 3 全ての設問にポジティブな回答をした会社の割合

### 1.3 サブグループにおける結果

前項で設定した基準に従って、指数組入銘柄を分割し、前節と同様のイベントスタディ分析を実施した。なお、この分析においては、上記設問に基づいて ESG 指数組入銘柄についてのみフィルタリング及びサブグループ化を実施しており、両グループの推定に際して使用した統制群（比較対象）のデータは共通である。

まず、MSCI SL 指数への組入について、加重平均キーイシュースコアで計測した結果を図 4 に掲載している。以降のグラフでは、橙色の系列が全ての設問に対してポジティブに回答した銘柄の推定結果であり、緑色の系列が 1 つでもネガティブな回答をした銘柄の推定結果である。結果として、全ての設問に対してポジティブに回答した銘柄の方が、事前トレンドが顕著であり組入に向けた改善度合いが大きく、組入後においてもネガティブな回答をした銘柄に比べて比較的水準の維持・改善を実現している様子がうかがえる。



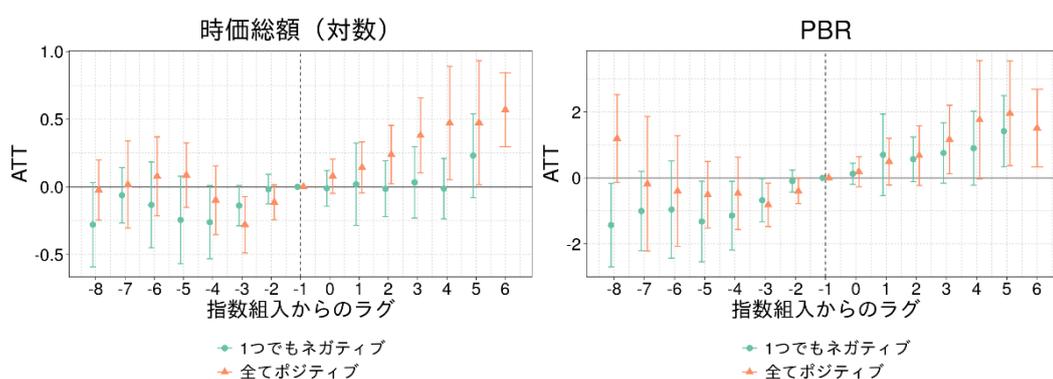
(出所) MSCI 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

図 4 ESG 指数への積極性に応じた、MSCI SL 指数への組入を処置としたイベントス

<sup>3</sup> 社内の変化に関する設問は、2022 年以降聴取されていない。

## タディ（加重平均キーイシュースコア）

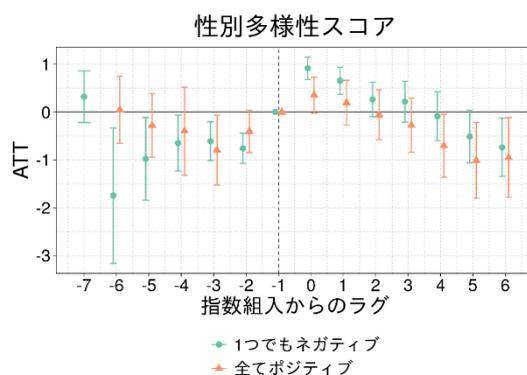
また、図 5 では、同様の分析を市場評価の観点から分析した。特に時価総額においては、事前トレンドが存在し、組入後に時価総額が上昇するのは、すべての設問にポジティブに回答した銘柄にのみである。加重平均キーイシュースコアでみられたような組入前後の両方における努力とその成果を市場が評価していると考えられる。



(出所) MSCI 社、QUICK 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

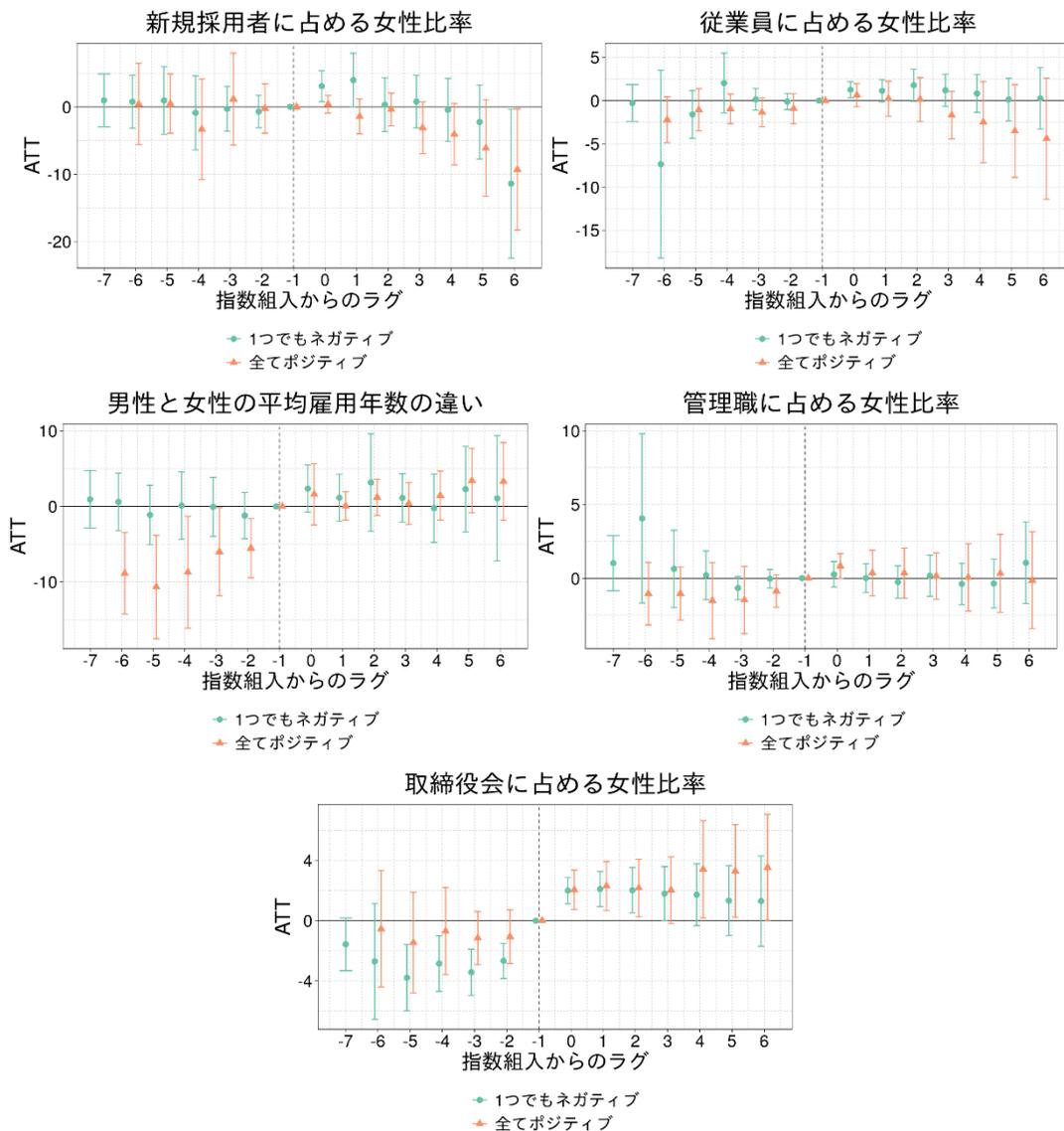
図 5 ESG 指数への積極性に応じた、MSCI SL 指数への組入を処置としたイベントスタディ（時価総額（左）、PBR（右））

次に、MSCI WIN 指数への組入の影響について、効果の異質性を検証した結果が図 6～図 8 である。ただし、MSCI SL 指数への組入のケースと比べ、いずれの場合においても処置群が少なく、エラーバンドが大きくなっている。結果として、1つでもネガティブな回答をした銘柄に関しては、本論で行ったイベントスタディの結果とほぼ類似した結果が得られた。一方、全ての設問に対してポジティブに回答した銘柄については、事前トレンドが存在しない期間が一定程度存在するものの、点推定値は前節のイベントスタディ結果とほぼ一致した。



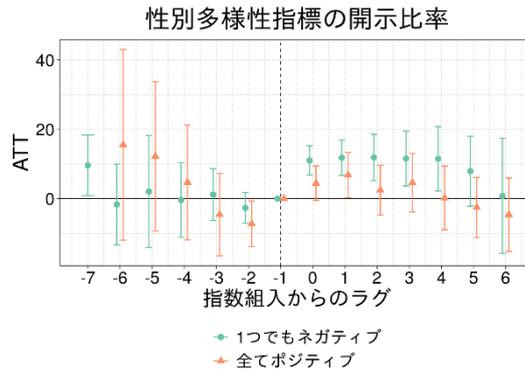
(出所) MSCI 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

図 6 ESG 指数への積極性に応じた、MSCI WIN 指数への組入を処置としたイベントスタディ（性別多様性スコア）



(出所) MSCI 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

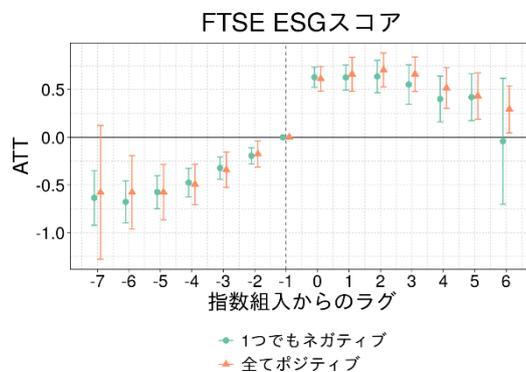
図 7 ESG 指数への積極性に応じた、MSCI WIN 指数への組入を処置としたイベントスタディ（新規採用者に占める女性比率（左上）、従業員に占める女性比率（右上）、男性と女性の平均雇用年数の違い（中央左）、管理職に占める女性比率（中央右）、取締役会に占める女性比率（下））



(出所) MSCI 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

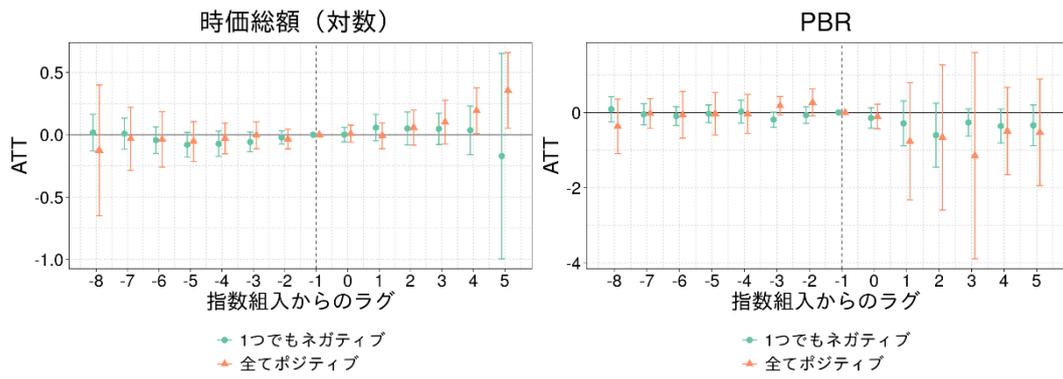
**図 8 ESG 指数への積極性に応じた、MSCI WIN 指数への組入を処置としたイベントスタディ (性別多様性パフォーマンス指標の開示比率)**

最後に、FTSE BL 指数への組入について、効果の異質性を考慮したイベントスタディ結果を図 9 と図 10 に掲載した。ESG スコアについては多くの期間において明確な効果の異質性はみられないが、組入から 6 年後には、1 つでもネガティブな回答をした銘柄については点推定値がほぼ 0 になっている。また、時価総額については、全ての設問に対してポジティブに回答した銘柄においてのみ増加傾向がみられており、ESG 指数への組入が市場の評価につながっているのは、ESG 指数に対し積極的な態度を取っている銘柄に限られていることが示唆される。



(出所) FTSE 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

**図 9 ESG 指数への積極性に応じた、FTSE BL 指数への組入を処置としたイベントスタディ (ESG スコア)**



(出所) FTSE 社、QUICK 社、GPIF 提供データより UTEcon 作成

図 10 ESG 指数への積極性に応じた、FTSE BL 指数への組入を処置としたイベント  
スタディ (時価総額 (左)、PBR (右))