

ESG 債発行が株主価値に及ぼす影響

中京大学経営学部 准教授 加藤政仁

ESG 投資を背景として、ESG 債の発行が急増している（本研究では、環境課題や社会課題の解決に向けたプロジェクトへの支出を資金使途とした“グリーンボンドやソーシャルボンド、サステナビリティボンド”、低炭素社会への移行のためのプロジェクトへの支出を資金使途とする“トランジションボンド”、発行体が事前に設定した ESG 目標の達成によって金利などの条件が変化する“サステナビリティボンドリンクボンド”を総称して ESG 債と表記する）。

本研究は、2016 年から 2021 年 12 月の期間に日本の上場企業が発行した公募債（ESG 債と非 ESG 債に分類）を対象に、ESG 債の発行が日本の株式市場においてどのように評価されたかを検証した。主な検証結果は以下の通りである。まず、ESG 債の累積超過リターン（CAR[-1 to 10]）はマーケットモデルでの推定では 1.348%（5%有意）、3 ファクターモデルでの推定では 0.972%（10%有意）であった。一方、ESG 債以外の公募債（非 ESG 債）では、マーケットモデルにより算出した CAR[-1 to 10]は-0.618%（1%有意）、3 ファクターモデルにより算出した CAR[-1 to 10]は-0.557%（1%有意）であった。

次に、ESG 債と非 ESG 債の違いについて、債券の特性や発行体の特性、さらには年次効果や業種効果を考慮したうえで回帰分析を行った。ESG 債の CAR[-1 to 10]は、非 ESG 債よりも 2.426%（1%有意）高いことを示す結果を得た（3 ファクターモデルの場合：1.988%（1%有意））。こうした結果は、株式市場に参加する投資家は、ESG 債の発行による資金調達、ESG 課題の解決に向けた“単なるコスト：NPV<0”として消化されるのではなく、ESG 課題の解決の先にある新たな価値の創造に寄与する“投資：NPV>0”（その可能性が高い）とみなしていると解釈することができる。

本研究ではさらに、発行体の ESG 経営レベル（ESG レーティングで分類）に注目し、ESG 債発行時のアナウンスメント効果に及ぼす影響を検証した。その結果、ESG レーティングが低い企業（ESG 経営レベルが低い企業）と高い企業（ESG 経営レベルが高い企業）では、前者の方が ESG 債発行に対するアナウンスメント効果（正の累積超過リターン）がより大きくなることがわかった。こうした結果は、ESG 債発行を通じて発行体が直面する様々な ESG 課題の解決に取り組む意思を表明する際、現状の ESG 経営レベルが低い企業ほど、新たに創造される価値が大きい（あるいは、新たな価値が創造される可能性が高い）と株式市場はみなしていると解釈できる。