

ESG 表彰への株価の反応*

石 川 雅 也

1. はじめに

本稿は、日本企業による ESG 表彰の獲得とその変動に対する株式市場の短期的な反応について、実証的に分析することを目的とする。近年、資産運用の世界において ESG 投資は一つの大きな潮流となっている。ESG 投資とは、環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）等の非財務ファクターへの考慮を投資判断に反映させた投資をさす。2006 年に国際連合の投資責任原則（PRI: Principles for Responsible Investment）の中で提唱されことで注目され始めた。

さらに 2015 年の SDGs とパリ協定の採択を大きな契機として、止まらぬ温暖化やコロナ禍の経験を背景に、社会的にもサステナビリティへの関心が高まり続けている中で、ESG 投資の運用資産額は世界的に成長を続けている。ESG 投資のそうした高まりを受け、企業の ESG 活動を評価する多くの ESG 評価機関による ESG 指数や ESG 格付け、ESG 表彰の提供も活発に行われている。

日本においては、SDGs、パリ協定の採択の同時期に、2014 年のスチュワードシップ・コードの策定、2015 年のコーポレートガバナンス・コードの策定など、コーポレートガバナンスの機運の高まりが見られる中、2015 年に世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が PRI に署名し、2017 年にはその運用において ESG 指数を採用したことで、ESG 投資への認識が大きく広まった。

企業の社会ファクターに考慮した投資手法としては、ESG 投資に注目が集まるよりも以前から、企業の社会的責任（CSR: Corporate Social Responsibility）を考慮した社会的責任投資（SRI: Social Responsibility Investment）があった。両者の違いは必ずしも明確ではないが、ESG 投資においては、企業の長期的な成長やリスクの軽減に資するような E, S, G への取り組み、すなわち、投資家にとっての投資の本来の目的であるリスク・リターン・バランスの改善への効果が SRI 以上に重要視される傾向があり、そのことも ESG 投資が成長している理由と考えられる。

ただし、ESG 投資は投資パフォーマンスを改善するのか、それとも企業のコストとなったり、投資家の投資手法を制限したりすることで、むしろ悪化させてしまうのかは、理論的には、様々な視点からの考え方が併存するため¹⁾、一致した見解はない。実務的にも、どの

ESG 表彰への株価の反応

ような ESG への取り組みが企業の長期的な収益の向上やリスクの軽減につながるのかは明確ではない。

実証分析においても、企業の ESG 活動が企業の財務パフォーマンスに与える影響や、企業の ESG 活動のニュースや ESG 格付けなどに対する株価の反応、ESG 重視ポートフォリオの投資ポートフォリオとしての長期パフォーマンスなど、様々な観点からの分析が多くなされていて、その結果も様々となっている。近年の研究に注目した展望論文では、企業レベルでの ESG 活動と財務・株式パフォーマンスの分析においては正の関係が比較的多く観察されている (Atz et al. (2023))。また、湯山 (2020, 5 章) は日本のデータを用いた ESG 投資の論文の展望を行っていて、最近の研究になるほど ESG 投資の正のパフォーマンスの結果が得られるようになってきていると指摘しているが、日本のデータでの分析はまだまだ少ない。

本稿では、ESG 格付け機関 RebecoSAM による ESG 表彰である “Sustainability Award” の日本企業の受賞の発表に対する株価の反応を、イベント・スタディの手法を用いて実証的に分析することで、ESG の取り組みに関して高い評価を受けた企業を日本の株式市場がどう評価するのかの考察を行う。

本研究の貢献点としては、以下のものが挙げられる。まず、日本企業への ESG 表彰に関し、その短期的な株価効果を検証している点である。日本のデータを用いたそうした分析は非常に少ない。次に、日本においても ESG に注目が集まりだしたところから比較的最近の時期までのデータを用いて分析を行っている点である。そして、その際、時期や受賞クラスの違い、前年からのクラスの変動などによって、市場の反応が変わっているかを分析している点である。

本稿の以下の構成は次の通り。2 節において先行研究の整理を行う。3 節で分析に用いたデータについて言及する。4 節で本稿の実証分析とその結果を述べ、5 節はまとめとなる。

2. 先行研究

ESG 投資のパフォーマンスに関する実証研究は、企業の CSR や SRI についてのものまで含めると、古くから行われており、その数は膨大である。Friede et al. (2015) は 1970 年から 2015 年の間に発表された SRI, ESG 投資と企業の業績との関係について分析した 2200 本の先行研究に関する展望論文であり、おおむね 9 割以上の研究において両者の関係は正または正でも負でもなく、このうち 5 割ほどは正の関係があったとしている。

Ats et al. (2023) は 2015 年から 2020 年までに発表された 1141 本の論文と 27 本の展望論文の検討を行っている展望論文である。Ats et al. (2023) は、個別企業のサステナビリティの強化とその企業の財務や株式パフォーマンスとの関係を見る企業レベルの分析におい

ては、60% で正の関係、6% で負の関係が見られる一方、投資家による ESG 投資のパフォーマンス分析においては、38% で正の関係、13% で負の関係が見られたとしている。ただし、それらの研究のうち、経済学やファイナンス分野の有名ジャーナルに掲載されるような学術論文は少なく、そうした論文においては必ずしもリターンが高いという結論は得られていないことも指摘している。

湯山（2020 5 章）は日本における ESG 投資のパフォーマンスについて分析した 9 本の論文の展望を行っている。日本の研究においては、ESG 投資の株式リターンについては正、もしくは正でも負でもないとする研究が多い一方、ESG 強化企業の財務パフォーマンスに関しては負とする研究が多いことが指摘されている。

ESG 投資とその実際の投資パフォーマンスや企業の財務パフォーマンスとの関連を分析するためには、長期データを用いた分析が求められるが、ESG への市場投資家の関心や評価を分析する上で有用なのが、イベント・スタディの手法を用いた ESG 関連イベントへの株式市場の短期的な反応の分析である。

Kruger（2015）は KLD が集約した企業の CSR 関連のニュース報道などのデータを用いて、そうしたイベントに対する市場の反応を分析し、CSR に関するネガティブなイベントへは市場は強く有意な負の反応を示し、ポジティブなイベントへも弱くではあるが負の反応を示すという結果を得ている。それに対し、Serafeim and Yoon（2020）は ESG のポジティブなニュースへは正、ネガティブなニュースへは負の反応が見られ、その反応の大きさは、様々な機関による ESG 格付けに散らばりがある企業の場合に小さくなることを示している。Naughton et al（2019）は、ESG への投資家心理（sentiment）は時間によって変化し、投資家心理がより高まっているときほど ESG イベントへの株価の反応が大きくなることを示している。

ESG 格付けの公表やその変動に対するイベント・スタディの分析も行われている。Guest and Nerino（2020）と Gluck et al（2022）は、ESG 格付けの変動についての株価の反応の分析を行っており、それぞれ降格に対して有意に負の反応を観察している。Chen et al（2024）は中国企業への ESG スコアの導入に対するイベント・スタディを行っており、上位 10% に位置付けられた企業においては正で有意、下位 10% に位置付けられた企業においては負で有意の反応を観察している。

他方、日本における ESG 格付けへの短期株価の反応の分析は少ない。Mitsuyama and Shimizutani（2015）が、東京証券取引所が 2012 年に行った「ESG 銘柄」12 社の発表に対するイベント・スタディを行っているが、有意な市場の反応は観察されていない。

3. データ

本稿では、ESG 格付け機関 RebecoSAM による ESG 表彰である “Sustainability Award” の日本企業の受賞の発表をイベントとして、それにする株価の反応をイベント・スタディの手法を用いて分析する。RebecoSAM はスイスが本拠の国際的なサステナビリティ投資の調査・評価会社で、ESG 指標の作成・提供などを行っており、SustainAbility 社による ESG 格付け機関調査においても高い評価を得ている（Sustain-Ability (2020)）。2019 年には RebecoSAM の ESG 評価事業は S&P によって買収され、S&P の事業となっている。RebecoSAM, S&P は、その調査内容をまとめた “Sustainability Yearbook” を毎年 1 月から 2 月ごろに発刊しており、その中で ESG の取り組みにおいて特に優れた企業を選出し、“Sustainability Award” として金・銀・銅の 3 クラスに分けて表彰を行ってきた²⁾。ESG 評価機関として評価の高い機関による年に一度の厳選 3 クラスの発表であり、市場投資家にとって注目しやすい ESG 情報に関するニュースであると言える。実際、受賞した企業の多くは自社のウェブサイトでも受賞を報告している。

本稿の分析においては、この “Sustainability Award” に関し、データが取得可能であった 2014 年から 2021 年までの 8 年間における日本の上場企業による受賞を分析対象とした。表 1 は各年の各クラスの受賞数をまとめたものである。8 年間で 52 社計 168 件の受賞があった。受賞数からわかる通り、この表彰はかなり上位の評価を獲得しないと受賞できないものであるため、分析においては、基本的にどのクラスであっても受賞を ESG に関するポジティブなイベントであると捉える。

表 1 Sustainability Award 受賞の分布

	銅	銀	金	合計
2014 年	10	4	5	19
2015 年	11	3	5	19
2016 年	7	9	7	23
2017 年	18	5	3	26
2018 年	12	6	5	23
2019 年	12	3	5	20
2020 年	8	7	2	17
2021 年	9	6	6	21
合計	87	43	38	168

※企業数：52

表 2 Sustainability Award 変動の分布

	脱落	下落	維持	上昇	合計
2014 年	2	1	6	12	21
2015 年	5	4	5	10	24
2016 年	3	3	7	13	26
2017 年	3	8	12	6	29
2018 年	12	1	9	13	35
2019 年	7	4	9	7	27
2020 年	6	4	8	5	23
2021 年	1	0	9	12	22
合計	39	25	65	78	207

※上昇には初受賞と再受賞も含む。

ただし、同じ受賞であっても前年とクラスが変動しているケースがあり、特に下方への変動の場合は、降格として ESG に関するネガティブなイベントと捉えられる可能性もある。表 2 は前年からの変動についてまとめたものである。2020 年までの受賞のうち、翌年受賞できずランク外となっているケースが 39 件ある。この 39 件の脱落も ESG についての情報を有するイベントとなっている可能性があるため、これらもサンプルに含んでの分析も行う。

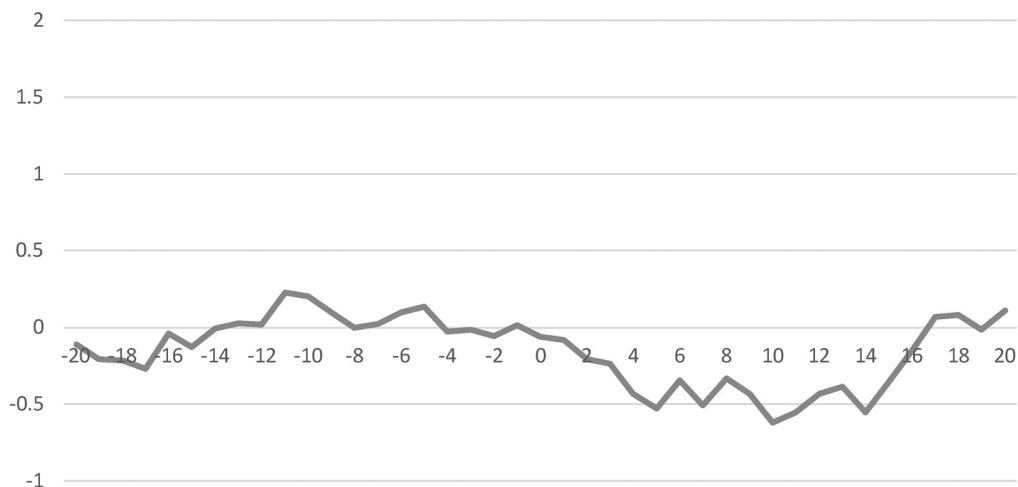
分析においては、“Sustainability Yearbook”の発刊日、すなわち“Sustainability Award”の発表日をイベント日とし、その前後における株価の反応を計測していく。その際、発表年による反応の違いにも注目する。これは、この期間において、日本では年々、SDGs や ESG に対する関心が高まり続けており、上述のように先行研究では、そうした投資家心理によって同じイベントへの反応が違ってくるのが指摘されているからである。また、受賞クラスの違いや変動についても異なる情報のイベントと捉えられる可能性があるため、それらの違いにも注目して株価の反応を見ていく。なお、株価データについては、「NEEDS-FinancialQUEST」から終値（権利落調整済：配当落含む）の日次データを取得し、そこから日次収益率を計測し、分析に用いた。

5. 実証分析

イベント・スタディ

上述のサンプルに対し、通常のイベント・スタディの手法に基づいて、受賞のアナウンスメントに対する異常収益率（Abnormal Return: AR）を求める³⁾。受賞がアナウンスメントされた日をイベント日とし、イベント日から 220 営業日前から 21 営業日前の 200 日間を推

図 1 受賞発表の CAR (2014-2021) (n=168)



定期間としてマーケット・モデルを計測する⁴⁾。そして、求めた推定値を用いて、イベント日の 20 営業日前から 20 営業日後までの 41 日間をイベント期間として外装テストを行い、実績値と予測値の差によって各日の AR を求め、その累積値として CAR を求める。そして、AR, CAR のサンプル平均を求め、この平均値の有意性を Z 検定によって検証する⁵⁾。

図 1 は全受賞 168 件における発表前 20 日から発表後 20 日までの平均 CAR の推移を表したものである。図から明らかなように 8 年間の受賞すべてを平均した CAR としては、受賞の発表に対しその前後で株式市場は明らかな反応を見せていない。

では、年やクラスによって反応は違うのか。各年の CAR を見ていくとほとんどの年において株価の顕著な反応が見られなかったが、2021 年は他の年と違う反応が見られた。2021 年のサンプルに絞った平均 CAR の推移を表す図 2 を見ると、2021 年においては受賞発表の前後、特に 10 日前から 20 日後までの間において株価の上昇がみられる。またその傾向は金・銀の受賞においてより顕著である。

図 2 受賞発表の CAR (2021 年)

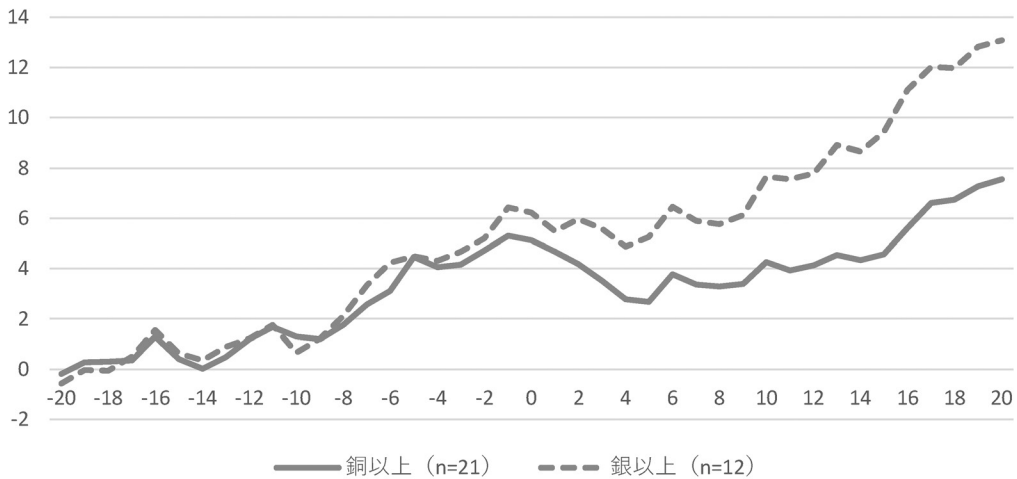


表 3 受賞時の CAR

	2014～2021 年		2021 年		2021 年 (金, 銀)	
	n=168		n=21		n=12	
	CAR	Z 値	CAR	Z 値	CAR	Z 値
CAR (−3,3)	−0.21%	−0.06	−0.53%	−0.18	1.29%	0.12
CAR (−5,5)	−0.62%	−0.15	−0.43%	−0.14	1.03%	0.05
CAR (−10,20)	−0.12%	−0.05	5.87%	0.55	11.32%	0.97

AR の測定においてはマーケット・モデル (推定期間: $t = -220 \sim -20$) を採用

表 3 はイベント・スタディの結果を、全事例、2021 年それぞれについてまとめたものである。まず、全事例の結果をみると、計測期間をどのようにとっても、CAR は負かつ小さく、有意でない。それに対し、2021 年の結果としては、金・銀・銅いずれの受賞も含めた場合には、短い期間では大きな反応が見られないものの、前後 31 日間の CAR は 5.78% となっている⁶⁾。金もしくは銀の受賞に絞ると CAR はさらに大きくなり、31 日間で 11.32% となっている。より短い期間でも小さくだが正の値となっている。ただし、いずれも Z 値は小さく、有意ではない。それでも、2021 年の受賞に対するそれまでの期間とは異なる株式市場の反応から、2021 年において Sustainability Award は投資家からそれまでの期間以上に注目されるようになってきている可能性が示唆される。

次に前年からの受賞クラスの変動に注目した分析を行う。その際、ここまでの分析結果を踏まえ、2014 年から 2020 年までのサンプルと 2021 年のサンプルで分けて CAR をまとめた。

図 3 変動別の CAR の推移

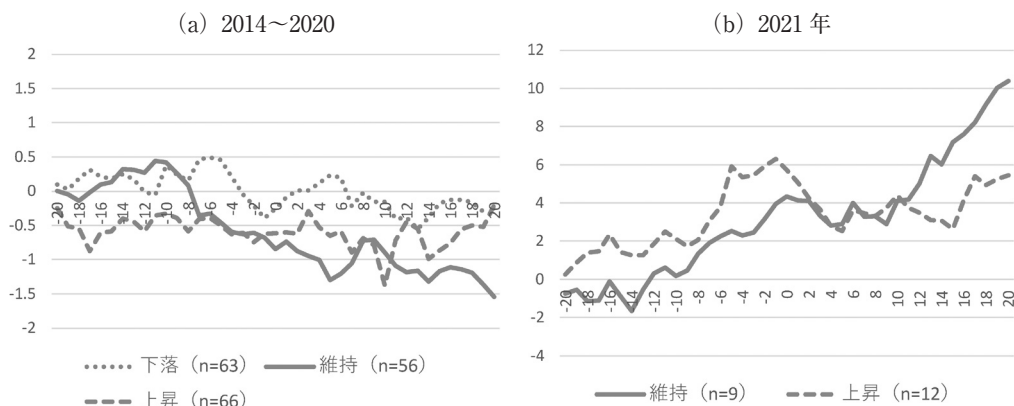


表 4 変動別の CAR

分析期間	下落 n=63		維持 n=56, 9		上昇 n=66, 12	
	CAR (-10,20)	Z 値	CAR (-10,20)	Z 値	CAR (-10,20)	Z 値
2014~2020	-0.30%	-0.06	-1.98%	-0.37	0.15%	0.09
2021			9.78%	1.01	2.94%	0.21

AR の測定においてはマーケット・モデル（推定期間：t = -220 ~ -20）を採用

図 3(a) からわかるように、2020 年までのサンプルにおいてはクラスの下落も維持も上昇も、それぞれに対する明確な株価の反応も明確な反応の違いも見られない。2021 年のサンプルにおいては、維持と上昇ともに発表前後に正の CAR が観察され、維持の方が最終的な CAR は高い（図 3(b)）⁷⁾。この点に関しては、維持のサンプルには金や銀の維持が 2/3 と高い割合で含まれているのに対し、上昇のサンプルの 5 割は銅クラスの初受賞であることが影響していると考えられる。すなわち、Sustainability Award に対し、投資家は前年からの変化よりも当該年の受賞クラスの高さにより注目している可能性が示唆される。ただし、表 4 からわかるように、やはりいずれの反応も有意ではなかった。

回帰分析

前節で行ったイベント・スタディにおいては、2021 年の受賞、特に金、銀の受賞において大きな CAR が観察されたが、Z 検定では、いずれも 0 からの乖離は有意ではなかった。ただし、他の期間における反応とは明確な違いがあるように思われるため、ここでは CAR (-10, 20) を被説明変数とした回帰分析を行うことで、その違いが有意なものであるかを検証する。

表 5 回帰分析に用いた変数

CAR (−10,20)	Award 発表前後 31 日間の累積超過収益率
2021 ダミー	2021 年ある場合に 1 となるダミー変数
金銀ダミー	金もしくは銀である場合に 1 となるダミー変数
上昇ダミー	前年から評価が上がった場合に 1 となるダミー変数
下落ダミー	前年から評価が下がった場合に 1 となるダミー変数

表 5 は回帰分析で用いた被説明変数と説明変数をまとめたものである。ダミー変数として、2021 年の受賞、金銀の上位クラス受賞、前年からの上昇、下落を捉えたものを用いて、それぞれが CAR (−10, 20) に与える影響を検証する。また、2021 年のダミー変数と他のダミー変数との交差項を加えた分析も行う。

表 6 回帰分析

説明変数	モデル 1		モデル 2		モデル 3	
	推定値	t 値	推定値	t 値	推定値	t 値
定数項	−0.72	−0.76	−0.29	−0.25	−1.07	−0.68
2021 ダミー	2.67	1.34	−1.09	−0.30	2.92	0.60
金銀ダミー			−1.45	−0.84	−2.04	−1.20
上昇ダミー					2.37	1.26
下落ダミー					1.00	0.51
2021* 金銀			14.14	2.89 **	13.93	2.84 **
2021* 上昇					−7.22	−1.45
サンプル数	168		168		206	
自由度調整済み決定係数	0.0048		0.0739		0.0613	

**：1% 水準で有意

推計モデル：OLS（被説明変数：CAR (−10,20)）

回帰分析の結果は表 6 にまとめられる。まず、どのモデルにおいても、定数項は有意ではなく、分析対象とした全期間における“Sustainability Award”の受賞の発表に対して株式市場は基本的には反応していないことが確認された。また、2021 年ダミーに関しても、単体で説明変数に採用したモデル 1 においても、他のダミー変数を加えたそれ以外のモデルにおいても有意ではなく、2021 年というだけで受賞に対する市場の反応がそれ以前の期間と変わっているとは言えないことが確認された。

しかし、金銀受賞ダミーと 2021 年ダミーとの交差項とを加えたモデル 2 では、その交差

項の係数が正で強く有意となった。さらに、上昇、下落ダミーと2021年との交差項とを加えたモデル3においても、2021年ダミーと金銀受賞ダミーとの交差項の係数は正で強く有意であった。すなわち、2021年の金銀という上位クラスの受賞に対しては、他の受賞発表に比べて、株式市場は明確にポジティブな反応を見ていることが確認された。クラス変動の影響としては、有意な反応は確認されなかった。

6. まとめ

RebecoSAMによるESG表彰である“Sustainability Award”の日本企業の受賞の発表に対する株価の反応についての本稿の分析は、2014年以降のほとんどの期間で大きな反応は見られなかったが、2021年における金銀の受賞に対しては、他の発表と比較した場合に正で有意な反応が見られる、という結果となった。また、反応の大きさとしても他の発表に比べ、CARが14%ほど高くなるという推定結果であり、十分大きな反応であると言える。ただし、その反応の仕方としては、発表の直前直後に急激に大きな反応が見られるわけではなく、発表前後31日間の間で緩やかな上昇を続けるというものであり、その水準自体の有意性は確認されないという結果となった。

本稿の最後にこうした分析結果について考察する。2021年の上位受賞にだけ市場が反応していることから、2021年にそれまでの期間と比べて、この賞への市場の関心が高まっていることが示唆される。上述のようにNaughton et al (2019)は、ESGへの投資家心理の強弱によって、市場の反応が異なることを示している。日本においても、湯山(2020 6章)がESG情報の開示に積極的な企業群とそうでない企業群で株式パフォーマンスを比較した際、多くの年では有意な差は観察されなかったが、2017年では開示に積極的な企業群に正で有意なパフォーマンスを観察しており、その結果に関し、GPIFによるESG指標の採用などを背景に当時、ESG情報の開示への投資家心理が高まっていた可能性を指摘している。

本稿の分析においては、2017年においては他の年と違う市場反応の傾向はみられなかった。その意味では、2017年にはまだ“Sustainability Award”への注目は集まっていなかったと思われる。では、2021年やその直前の期間に“Sustainability Award”への関心が高まるような状況はあっただろうか。

まず、2020年3月のスチュワードシップ・コードの再改定において、冒頭及び原則1の指針内でESG要素が強調された。また、2020年10月には政府が、2050年までに温室効果ガスの排出を全体としてゼロにする「カーボンニュートラル」を目指すことを宣言した。こうした出来事は、ESGに対する機運を高めるものであったと考えられる。

さらにコロナ禍も大きな影響を与えたと考えられる。コロナによって2020年冒頭に株式市場は大暴落を経験し、改めて社会的リスクへの考慮の重要性が市場によって認識された可

能性がある。

また、別な視点からは、上述したように 2019 年に RebecoSAM の ESG 評価事業が S&P に買収されたことによる影響も考えられる。2021 年は S&P の事業としての “Sustainability Yearbook” の発刊が本格的に行われた最初の年であり、より広く知られている S&P としての “Sustainability Award” の表彰にこれまで以上の注目が集まっていた可能性がある。

いずれにしてもより詳細な検証のためには、2022 年以降の期間も含めた更なる分析の拡張が必要であると思われる。

また、株式市場の反応が、発表前後のごく短期間に集中的に観察されない理由についても様々考えられる。発表前の時期から反応が見られるのは、“Sustainability Award” は RebecoSAM が作成・提供している ESG 指標をベースとした表彰であるため、それに注目している投資家はある程度事前に予測できるかもしれない。また、反対にまだまだ市場全体としての “Sustainability Yearbook” の発刊への注目が十分でない場合、発刊後の各受賞企業による自社ウェブサイトでの報告、アピール等を通じて、徐々に評価が株価に反映されている可能性もある。これらに関しても、ESG 指標からの受賞予測や企業報告日をイベント日とした分析などの更なる拡張分析による考察が必要だと考えられる。

ESG 投資はその目的や定義、手法など様々な点において、人によってその解釈も実務も異なり、またそれは時代とともに変化し続けている。そのため、それに対する人々の評価の仕方も多様、かつ変化し続けていると考えられる。実際のパフォーマンスの分析と共に、市場からの評価の変化についても更なる分析に蓄積が求められる。

注

* 本稿は、2023 年度個人研究助成費 23-01 による研究成果の一部である。

- 1) ESG 投資にパフォーマンスが期待できるとする理論としては、企業による ESG 活動が企業のステークホルダーとのよりよい関係につながることで、個別企業の長期的なリターンやリスクの改善や外部不経済の問題が解決するという考えがある (Benabou and Tirole (2010), Freeman (2010), Fatemi and Fooladi (2013), Fatemi et al. (2015))。また、エージェンシー・コストの軽減につながるという考えもある (Jensen and Meckling (1976))。他方、ESG 投資のパフォーマンスが期待できないとする理論としては、追加的なコストを要する ESG 活動は企業価値や競争力を毀損してしまうため、企業は株主の最大化に専念すべきだとする考えがある (Friedman (1970))。また、ポートフォリオ運用の視点からも、特にダイベストメント戦略は利用可能な効率的フロンティアを悪化させてしまうという考えもある (Pedersen et al. (2021))。
- 2) 2023 年以降は金・銀・銅との表現での表彰はやめ、ESG 指標上位の会社を発表している。
- 3) イベント・スタディの手法については、Campbell et al. (1997 Chapter 4), 金子・渡邊 (2005) 参照。
- 4) マーケット・モデルにおける市場ポートフォリオ収益率としては、TOPIX の日次収益率を採

用した。

- 5) イベント・スタディにおける Z 検定については Patell (1976) 参照。
- 6) 2021 年のサンプルを除いて 2014 年から 2020 年のサンプルで CAR を計測した結果は全サンプルの結果と大きく変わらなかった。
- 7) 2021 年においては、下落のサンプルは 1 件しかなく、他のグループと同列に表記するにはサンプル数が少ないと判断し、ここでの分析対象からは除外している。

参 考 文 献

- Ats U., T. V. Holt, Z. Z. Liu and C. C. Bruno (2023), “Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions,” *Journal of Sustainable Finance & Investment* 13 (1), 802-825.
- Benabou, R. and J. Tirole (2010), “Individual and Corporate Social Responsibility,” *Economica* 77, 1-19.
- Campbell, J. Y., A. W. Lo and A. C. MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. (日本語版：祝迫得夫他訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版, 2003 年)
- Fatemi, A. M., and I. J. Fooladi (2013), “Sustainable finance: A new paradigm,” *Global Finance Journal* 24 (2), 101-113.
- Fatemi, A. M., I. J. Fooladi, and H. Tehranian (2015), “Valuation effects of corporate social responsibility,” *Journal of Banking and Finance* 59, 182-192.
- Freeman, R. E. (2010), “Strategic Management: A Stakeholder Approach,” *Cambridge university press*.
- Friede, G., T. Busch and A. Bassen (2015), “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies,” *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4), 210-233.
- Friedman, M. (1970) “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits,” *The New York Times Magazine*, September 13, 122-126.
- Gluck, M., B. Hubel and H. Scholz (2022) “ESG Rating Events and Stock Market Reactions,” Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3803254>
- Guest, P. M. and M. Nerino (2020) “Do Corporate Governance Ratings Change Investor Expectations? Evidence from Announcements by Institutional Shareholder Services,” *Review of Finance* 24 (4), 891-928.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.
- Krueger, P. (2015) “Corporate Goodness and Shareholder Wealth,” *Journal of Financial Economics* 115, 304-329.
- Mitsuyama, N., and S. Shimizutani (2015) “Stock market reaction to ESG-oriented management: An event study analysis on a disclosing policy in Japan,” *Economics Bulletin* 35 (2), 1098-1108.

- Naughton, J.P., C. Wang and I. Yeung (2019) “Investor sentiment for corporate social performance,” *Accounting Review* 94, 401-420.
- Patell J. (1976), “Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests,” *Journal of Accounting Research* 14 (2), 246-274.
- Pedersen L. H., S. Fitsgibbons and L. Pomorski (2021), “Responsible investing: The ESG-efficient frontier,” *Journal of Financial Economics* 142, 572-597.
- Serafeim, G., A. Yoon (2023) “Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement,” *Review of Accounting Studies* 28, 1500-1530.
- SustainAbility (2020), “Rate the Raters 2019: Investor Survey and Interview Results”.
- 金子隆・渡邊智彦 (2005), 「銀行借入 VS. 市場性負債：アナウンスメント効果の比較と要因分析」, 『現代ファイナンス』 第 18 号, 69-95
- 湯山智教 (2020), 『ESG 投資とパフォーマンス』, 一般財団法人金融財政事情研究会