

2026年5月20日 全8頁

GPIF「ESG指数投資効果検証結果」の読み方

報告書の結論には違和感、今後のGPIF側の説明に注目

調査本部 フェロー兼
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー 塩村 賢史

[要約]

- 年金積立金管理運用独立法人（GPIF）は、2026年3月に「ESG指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証」を公表した。この効果検証は、GPIFのESG指数投資が企業行動にどのような影響を及ぼしているのかを検証する重要な取り組みであるが、GPIFのウェブサイト等での情報開示が抑制的であることが影響しているからか、注目は高まっていない。
- この効果検証では、GPIFが継続して採用している3つの指数（MSCI日本株ESGセレクト・リーダーズ指数、MSCI日本株女性活躍指数、FTSE Blossom Japan Index）を対象に、指数への組入れ前後における企業のESG評価やPBRや株式時価総額などのKPIの推移を分析している。
- 指数への組入れの評価に直接使われるESGスコアについては、3つの指数ともに指数の組入れのタイミングに向けて有意に改善していることが明らかになった。一方、組入れ後の改善トレンドの継続性については、各指数で差がみられた。
- GPIFはこの効果検証結果の開示に先立って、既にESG投資の削減を表明している。GPIFの「サステナビリティ投資方針」では、『「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、GPIFのポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指します』としており、今でもその方針は変わっていないはずである。
- この効果検証結果を踏まえた上で、これからのESG指数投資を含むサステナビリティ投資をどう考えるのか、被保険者に対しても投資先企業に対しても、より丁寧な説明と積極的な情報発信をGPIFには期待したい。

はじめに

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、東京大学エコノミックコンサルティング社との協働により実施した「ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証」（以下、報告書）は、検証期間終了の約1年後の2026年3月に公表された。高度な計量経済学的手法を用いた難解な分析であることに加えて、GPIF のウェブサイト等での情報開示が抑制的であることが影響しているからか、マスコミ¹や市場関係者の注目はあまり高まっていない印象である。しかし、この効果検証は、GPIF の ESG 指数に基づく株式パッシブ運用（以下、ESG 指数投資）が、企業の行動変容につながったのかを分析する極めて重要な取組みである。この報告書は、日本政府が推進している EBPM（証拠に基づく政策立案）という観点でも注目すべき内容であろう。

なお、本稿では、報告書の内容について詳細な解説はしない。ESG 指数投資の関係者であった筆者²のフィルターを通した解説よりも、実際に報告書を読んだうえで読者に公平に判断いただきたい。ただし、報告書を読む上での助けとしていただくために、効果検証のアプローチと検証結果の概要について簡単に紹介した上で、最後に筆者の感想を述べたい。

効果検証のアプローチの概要

この GPIF の効果検証では、2017 年の ESG 指数導入以降、GPIF が継続して採用している 3 つの指数（MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数、FTSE Blossom Japan Index）を対象に、指数への組み入れ前後における企業の ESG 評価、PBR、株式時価総額などの KPI の推移を分析することで、GPIF の ESG 指数投資が企業行動にどのような影響を及ぼしているのかを分析している（図表 1）。

図表 1 分析対象の指数と評価対象の KPI

指数名	評価対象の KPI
MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数	MSCI 社が評価した ESG スコア、市場の評価（時価総額、PBR 等）
MSCI 日本株女性活躍指数	MSCI 社が評価した性別多様性スコア、性別多様性スコアを算出する上で参照する評価項目
FTSE Blossom Japan Index	FTSE 社が評価した ESG スコア、市場の評価（時価総額、PBR 等）

（出所）東京大学エコノミックコンサルティング「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」（2026 年 3 月）より大和総研作成

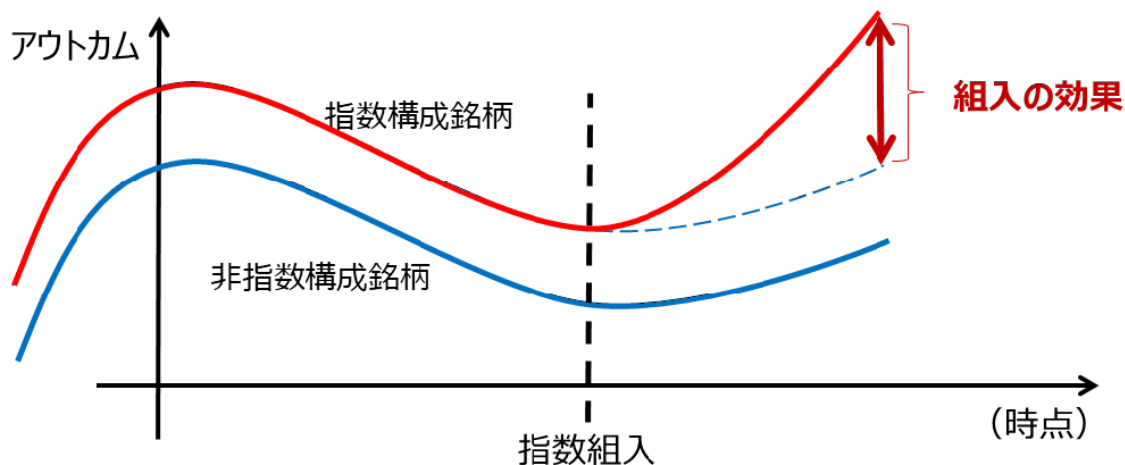
ESG 指数に組み入れられていない企業の ESG 評価や企業価値指標が、組入れに向けてどのように変化し、組入れられた後にどうなったのかを明らかにするために、計量経済学的手法であ

¹ Bloomberg 社は「GPIF、ESG 投資は企業行動に一定変化促す可能性－東大系企業と共同検証」（2026 年 3 月 23 日）と報道

² 筆者は GPIF に 2016 年 2 月から 2025 年 6 月まで在籍し、ESG 投資やスチュワードシップ活動を担当した。

るイベントスタディ（差分の差分分析（Difference in Differences : DID）の発展形）の枠組みが用いられている（図表 2）。

図表 2 イベントスタディのイメージ



（出所）東京大学エコノミックコンサルティング「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」（2026 年 3 月）

この分析手法により、ESG 指数に組み入れられた銘柄と組み入れられていない銘柄が元から持っている ESG 評価や企業価値の水準の違いや、市場全体のトレンド³などの要因を除去したかたちで、分析を行うことが可能となる。ESG 指数は組入れ対象のユニバースとなる親指数を徐々に拡大するなどのマイナーチェンジを重ねていることもあり、これらの大量で複雑なデータを分析可能なかたちにすることには、大変な苦労があったと想像されるが、そのようなことにも、丁寧に対応し、誠実に分析が行われていることが報告書からもよくわかる。

効果検証結果のポイント

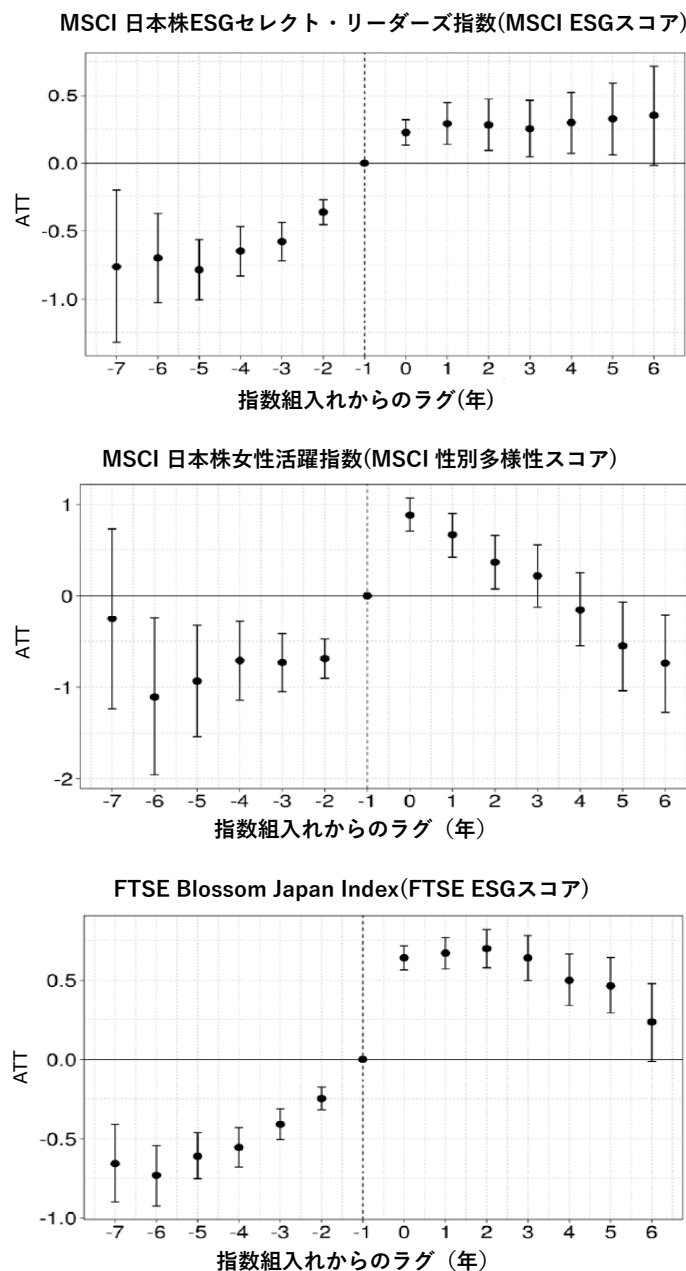
分析の主な結果は次の通りである。まず、MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数については MSCI の ESG スコア（MSCI 加重平均キーイシュースコア）、MSCI 日本株女性活躍指数については性別多様性スコア、FTSE Blossom Japan Index については FTSE の ESG スコアが、指数の組入れのタイミングに向けて有意に改善していることが明らかになった（図表 3）。これは、各指数の評価基準で採用されている ESG 評価が改善したからこそ、指数に組み入れられたということを考えれば、極めて当たり前のことがきちんと確認されたということである。

一方、ESG 評価の改善トレンド（非組入れ銘柄に対する相対的な ESG 評価の改善）の持続性という観点では多少の違いがある。MSCI 日本株女性活躍指数の性別多様性スコアについては、

³ 例えば、女性取締役や独立社外取締役の人数などは、GPIF の ESG 指数投資の如何に関わらず、政府の諸政策や機関投資家の働きかけなどにより、日本企業全体として増加傾向にあり、企業のガバナンス評価も改善傾向にある。

指数への組入れ後にはスコアの改善トレンドは比較的短期間で終わり、MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数の MSCI の ESG スコアや、FTSE Blossom Japan Index の FTSE の ESG スコアについては、組入れ後の数年間にわたり、非組入れ銘柄を上回るスコアの改善トレンドが続いていることが確認された。GPIF が 2024 年 5 月に公表した「エンゲージメントの効果検証プロジェクト報告書」でも示されているように、ESG スコアのように値に上限があるものについては、評価の高い企業群が評価の低い企業群に対して、より速いペースでスコアを改善し続けることは困難であることを考えれば、この分析結果はポジティブに評価できよう。

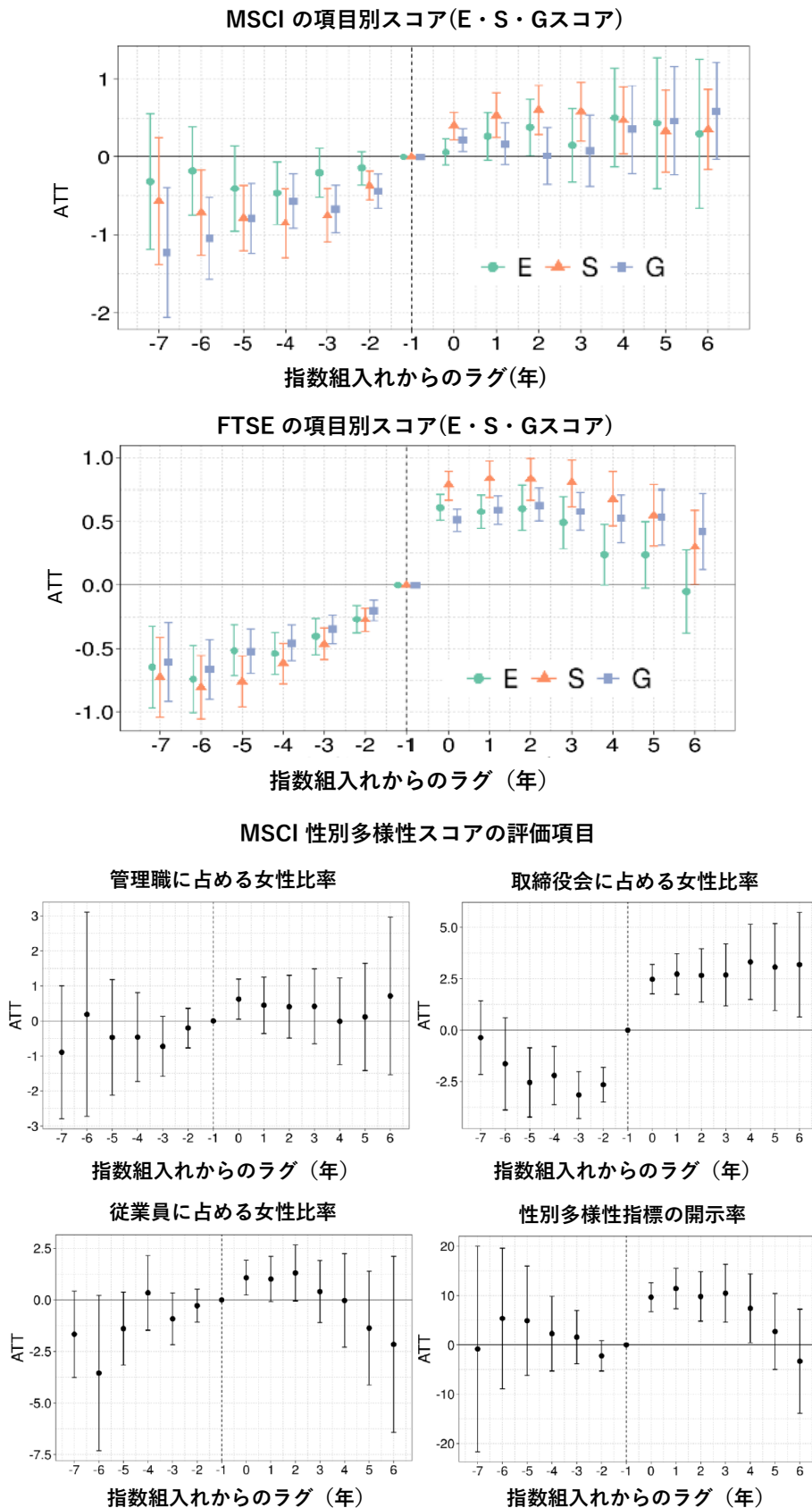
図表 3 各 ESG 指数への組入れに関するイベントスタディの推定結果 ～ESG スコア～



(注) ATT は Average Treatment Effect on Treated (処置群における処置効果) の略

(出所) 東京大学エコノミックコンサルティング「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」(2026 年 3 月)

図表 4 各 ESG 指数への組入れに関するイベントスタディの推定結果 ～E・S・Gスコア等～



(注) ATTは Average Treatment Effect on Treated (処置群における処置効果) の略

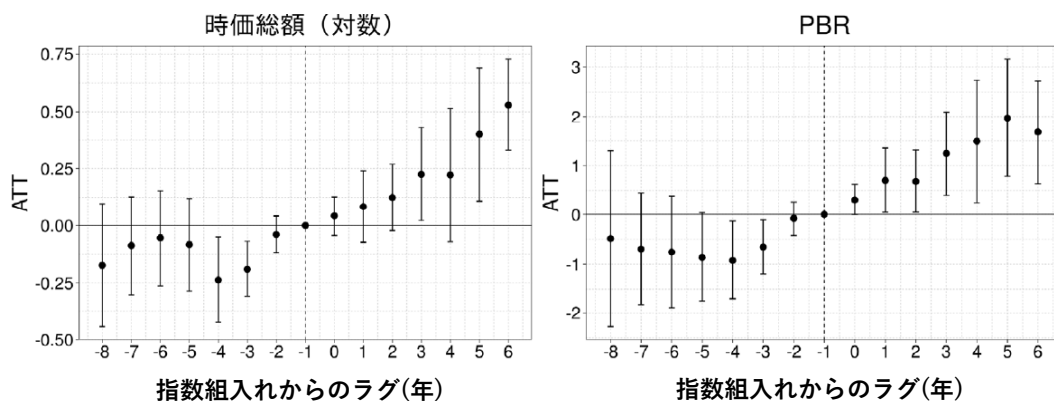
(出所) 東京大学エコノミックコンサルティング「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」(2026 年 3 月)

ESG スコアの構成要素（サブスコア）で E（環境）・S（社会）・G（ガバナンス）の各スコアと、MSCI 日本株女性活躍指数の性別多様性スコアの評価項目⁴について、各指数への組入れ前後の動きについても、報告書では確認をしている（図表 4）。

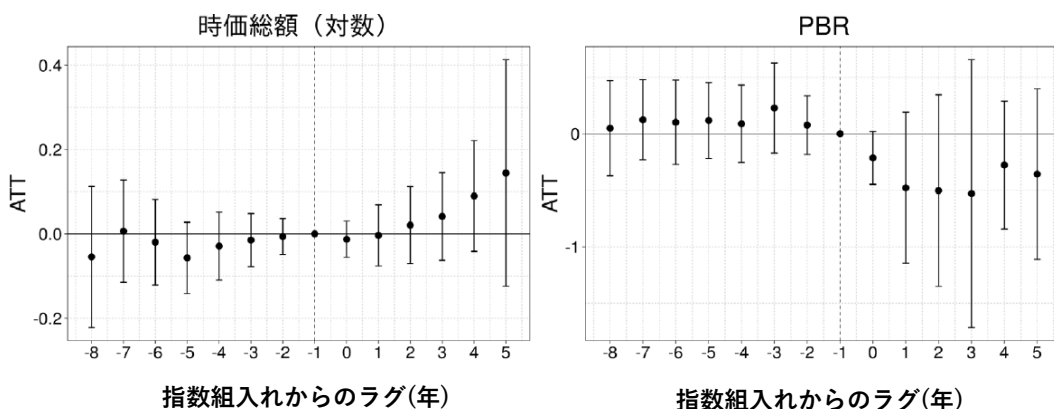
MSCI、FTSE 両スコアともに、他のスコアに比べて、S スコアの指数組入れ前後のスコア改善傾向がやや明確なように思われる。MSCI の性別多様性スコアの評価項目に関しては、取締役会に占める女性比率は、指数組入れ後のスコア改善傾向が比較的長く続いている。しかし、管理職・従業員に占める女性比率などは、指数組入れ前後でトレンドが明確に変化しているとは言えない。管理職・従業員に占める女性比率の算出は、分母が全従業員数と大きいのに対し、取締役会に占める女性比率の分母は、取締役会の人数ということで小さく、比較的变化が出やすいということが影響している可能性もあろう。

図表 5 各 ESG 指数への組入れに関するイベントスタディの推定結果 ～時価総額、PBR～

MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ 指数(時価総額、PBR)



FTSE Blossom Japan Index(時価総額、PBR)



(注) ATT は Average Treatment Effect on Treated (処置群における処置効果) の略

(出所) 東京大学エコノミックコンサルティング「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」(2026 年 3 月)

⁴ 報告書では、他に「新規採用者に占める女性比率」と「男性と女性の平均雇用年数の違い」についても分析結果を紹介している。

また、市場の評価指標（時価総額、PBR）の変化に関しては、MSCI 日本株 ESG セレクト・リーダーズ指数については、統計的に有意に組入れ後にポジティブな変化が確認されたものの、FTSE Blossom Japan Index については、明確なトレンドの変化は確認されていない（図表 5）。

報告書の結論や GPIF ウェブサイトの紹介文から受ける違和感

謙虚であることは日本人の美德、慎重な表現に留めることはアカデミアのお作法だとしても、報告書の結論や GPIF のウェブサイトの書きぶりには、やや違和感がある。報告書では「6.3 分析結果とその解釈」という節において、図表を交えて分析結果の詳細な解説がなされているが、そこには「非整合」という単語は全く出てこない。報告書の最後の「7. 結論」で唐突に「非整合」という言葉が出てきているが、「非整合」がどの分析結果を指しているのか、直ちには理解できない（図表 6）。

図表 6 報告書の結論と GPIF のウェブサイトの紹介文

<p>■ 「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」の「7. 結論」</p>
<p>本報告書では、ESG 指数の存在が企業行動にどのような影響を与えているかを考える上で、GPIF が採用している指数を対象に計量経済学的手法を用いた実証分析に基づいて検証した。<u>分析の結果、指数への組入に向けて、企業の ESG 関連活動が活発化しているケースがあることが確認された。この結果は、ESG 指数の存在が ESG 関連活動を促進する役割を果たしていたことをサポートする材料とも言えるが、一方で非整合的な結果も出ている。また、指数への組入れ後において、高いステータスを維持するなど、企業の ESG 活動の促進を維持する影響を与える効果についても、その傾向を示唆するもの、非整合なもの双方が確認された。</u></p>
<p>このように、ESG 指数と指数構築に用いられる ESG 評価が与える影響については、結果の一部において企業の ESG 関連活動を促進する可能性があることを示唆するものもあったが、同時に効果がみられないものもあり、引き続き検証を続けていく必要があろう。（後略）</p>
<p>■ 『「ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証」報告書を公表しました』 (GPIF ウェブサイト)</p>
<p>(前略) 分析では、2017 年の ESG 指数導入以降、GPIF が採用している 3 つの指数を対象に、指数への組み入れ前後における企業の ESG 評価などの主要指標 (KPI) の推移を分析しました。<u>その結果、指数へ組み入れられるタイミングに向かって、企業が ESG 関連活動を活発化させる傾向は特定の ESG 評価指標について見られたものの、一部の指標においては変化があまり見られないという結果が示されました。また、各指数への組み入れ後の効果についても同様で、一部では獲得した高い ESG 評価を維持、または改善が持続する結果が示唆されましたが、その一方で、逆のケースも確認されました。</u></p>
<p>これらの結果は、<u>ESG 指数に基づく株式パッシブ運用が、企業の ESG 関連活動に一定の正の影響を与えるという仮説に対して、整合・非整合の双方が示されており、今後の ESG 投資を検討する上で、引き続き継続的な観察と検証が必要であると考えられます。</u></p>

(注) 下線、太字は大和総研

(出所) 東京大学エコノミックコンサルティング「ESG 投資が企業行動に与えた影響の分析」(2026 年 3 月)、GPIF のウェブサイト (https://www.gpif.go.jp/esg-stw/project_report/esg_index.html) より抜粋

実証分析においては、事前に期待される効果や事象（仮説）と逆のかたちで、統計的に有意な水準で確認された場合に「非（不）整合」という言葉が使われることが一般的であろう。統計的に有意ではない場合には、分析結果では明確なことは言えないとすることが統計分析のお作法である。報告書の分析結果を紹介する箇所では「非整合」という言葉が全く出てこないなかで、報告書の最後の結論で唐突に「非整合」と出てくる。

さらに、報告書を紹介する GPIF のウェブサイトでは、「各指数への組み入れ後の効果についても同様に、一部では獲得した高い ESG 評価を維持、または改善が持続する結果が示唆されましたが、その一方で、逆のケースも確認されました。」と記されている。前述の通り、ESG 指数に組み入れられている相対的に ESG 評価が高い企業が、ESG 評価が低い企業よりも高い改善モメンタムを何年間も維持し続けることは普通ではない。この高い改善モメンタムが維持されていないことなどをもって、「これらの結果は、ESG 指数に基づく株式パッシブ運用が、企業の ESG 関連活動に一定の正の影響を与えるという仮説に対して、整合・非整合の双方が示されており、今後の ESG 投資を検討する上で、引き続き継続的な観察と検証が必要であると考えられます。」と締めくくることには、やや違和感がある。

GPIF は「ESG 指数に基づく株式パッシブ運用の効果検証」の開示に先立って、既に ESG 投資の削減⁵を表明している。

GPIF の ESG 指数投資は、ESG 指数への組入れを意識した企業の行動変容を通じて、市場全体（ポートフォリオ全体）の持続可能性を高めるということを目的に始めた超長期的な視野に立った投資である。もちろん、当該 ESG 指数投資で大きな超過収益が獲得できれば、それに越したことはないが、当初からそれは狙っていない。GPIF の「サステナビリティ投資方針」（2025 年 3 月 31 日制定）でも、『「サステナビリティに関するリスクの低減や市場の持続可能性の向上」と「市場平均収益率の確保」の両立を図ることで、GPIF のポートフォリオ全体の長期的なパフォーマンス向上に貢献することを目指します。』とされており、今でもその方針は変わっていないはずである。

効果検証を適切に実施し、その結果を虚心坦懐に受け止め、それを取組みの改善につなげるというのが、PDCA や EBPM の本来あるべき姿である。効果検証を踏まえた上で、これからの ESG 指数投資を含むサステナビリティ投資をどう考えるのか、被保険者に対しても投資先企業に対しても、より丁寧な説明と積極的な情報発信を期待したい。

⁵ 塩村賢史「GPIF の ESG 指数投資削減に求められる説明責任」（大和総研レポート、2025 年 10 月 16 日）