

ESG 投資の拡大と市場参加者に求められる ESG 評価の理解 — ESG 評価の特徴と評価間のばらつきの事例 —

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 世界で環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の拡大が続き、企業の ESG に係る取り組みを示す ESG 評価の活用が広がっている。ESG 投資を行う上で投資家が直面する問題として、従来から ESG 評価機関による評価間のばらつきが指摘されていたが、こうした状況は依然として継続している。
2. 代表的な ESG 評価機関であるブルームバーグ、S&P グローバル、サステイナリティクスによる ESG 評価手法を比較すると、①業種固有の評価項目の設定、②評価項目の内容、③ESG 分野別の評価項目、④評価の観点、⑤業種・個別企業に係る調整、等の観点から違いが見られる。こうした評価手法の多様性は ESG 評価間のばらつきにつながっている可能性がある。
3. ESG 評価間にばらつきが見られる状況に対して、投資家は、評価の利用者としての立場から ESG 評価機関の評価手法の改善に向けた取り組みを促す一方で、ESG 評価機関の多様な視点には価値があるとの見方も示している。
4. 市場参加者による ESG 評価に対する理解が深まることで、投資家が ESG 評価を活用し ESG に係る選好を投資判断に反映させやすくなることを見込まれる。ESG 評価の適切な活用が進むことで、ESG 要素を財務分析に体系的に組み込む ESG インテグレーション及び ESG 評価の水準に応じて銘柄選別を行うポジティブスクリーニング等の投資戦略の拡大を通じた ESG 投資の量的・質的な発展が期待されよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・富永健司「重要性が高まる ESG 評価の現状と課題」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号。
- ・富永健司「投資家と指数による ESG 評価の活用状況と論点整理」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年春号。

I はじめに

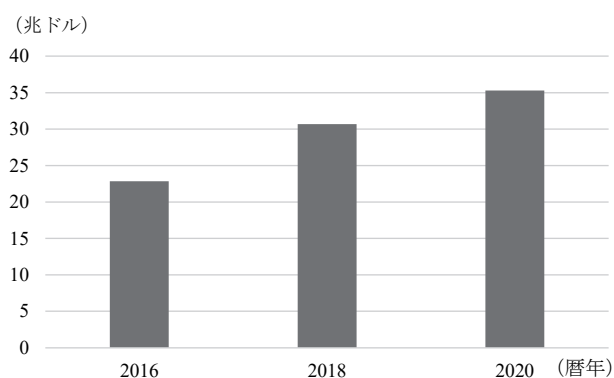
世界で環境・社会・ガバナンス（ESG）投資の拡大が続いている。2020年のサステナブル投資資産残高は2018年比15%増の約35.3兆ドルとなった（図表1）。ESG投資の進展に伴い、企業のESGに係る取り組みを評価するESG評価の活用が広がっている。他方、ESG評価には様々な課題が指摘されている。例えば証券監督者国際機構（IOSCO）は、ESG評価の定義、評価手法の透明性、評価のばらつきの状況及びカバレッジ、利益相反等に係る課題を踏まえて、ESG評価機関の在り方を検討している¹。

これらのESG評価機関の論点の中で、ESG投資を行う上で投資家が直面する問題として、ESG評価間のばらつきが広く知られている。例えば、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、ESG評価手法について、現時点で標準的なものは確立されていないと述べると共に、その背景として、①ESG評価手法が発展途上であること、②ESGに関する企業側の情報開示に改善の余地があること、等の見解を示している²。GPIFは2017年より、ESG評価間のばらつきの分析結果を定期的に公表しているが、ESG評価間にばらつきがある状況は依然として継続している。

こうした状況に鑑みると、投資プロセスにおけるESG評価の統合においては、投資対象や投資方針を踏まえた各ESG評価の特徴、ばらつきの要因の把握等が一層求められていると言える。

本稿では、ESG評価機関の事例としてブルームバーグ、S&Pグローバル、サステイナリティクスを取り上げ、評価の特徴、評価間のばらつきの状況を分析すると共に、ESG評価間のばらつきに対する投資家の見方を整理した上で、市場参加者によるESG評価に対する理解度の向上及びESG評価の適切な活用によるESG投資の量的・質的な発展に関して論考する。

図表1 世界のサステナブル投資資産残高



(出所) Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020,” July, 2021.

¹ International Organization of Securities Commissions, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Consultation Report,” July, 2021.

² 年金積立金管理運用独立行政法人「2019年度 ESG 活動報告」2020年8月19日、41-42頁。

II ESG 評価手法の比較

ESG 評価機関の中で、企業の開示情報等の公表情報を収集し、集計するタイプの評価機関は基礎評価機関、ESG 格付けに関する方法論を開発し、公表情報、インタビュー、調査票等を基にした情報を活用する評価機関は総合評価機関と分類される³。本稿では基礎評価機関の代表例としてブルームバーグを、総合評価機関の代表例として S&P グローバル及びサステナビリティクスを取り上げ、評価手法の比較を行う（図表 2）。

図表 2 ESG 評価手法の比較

評価の枠組み等

	ブルームバーグ	S&P グローバル	サステナビリティクス
ESG 評価名	ESG 開示スコア	SAM ESG スコア (S&P グローバル ESG スコア)	ESG Risk Rating
目的	ESG 情報の開示の程度を定量的に示す	財務的に重要な課題や長期的に財務パフォーマンスに影響を及ぼす課題に注目	財務的に重要な ESG リスクの特定及び理解を目的として設計。スコアは発行体の ESG リスクに関連するエクスポージャーのうち管理されていないリスクを示している
スコアの範囲	0～100	0～100	0～100
業種固有の評価項目の設定	無 (同社が別途算出している環境及び社会スコアは、業種固有の評価項目が設定されている)	有	有
評価項目に対する考え方	—	企業の財務面に影響を及ぼす要因	業種内で企業価値に重要な影響を与える課題
評価の観点	開示重視	<ul style="list-style-type: none"> 開示及び透明性 裏付けとなる書類 開示書類 エクスポージャー及びカバレッジ 指標の推移 パフォーマンス (期待水準と比較した主要指標の水準) 啓発 第三者による検証 	ESG リスクの管理状況 (ESG リスクに関連する経営施策についてのコミットメント、実施プログラム、目標の達成状況を示す定量的なパフォーマンス・データの入手可能性、ESG に係る不祥事への対応状況等)
業種・個別企業に係る調整	—	評価項目、分野毎の評価の加重平均で算出される絶対スコア (同社が別途算出している S&P DJI ESG スコアは、評価される業種内で正規化される形で業種間の調整を行った相対的なスコア)	イシュー・ベータ (Issue Beta) と呼ばれる業種内における個別企業の調整を実施

³ Li, F., & Polychronopoulos, A., “What a difference an ESG Ratings provider makes,” *Research Affiliates*, 2020.

評価項目

	ESG 開示スコア	SAM ESG スコア	ESG Risk Rating
環境分野の評価項目の例	<ul style="list-style-type: none"> ・大気の水質 ・気候変動 ・環境及び生物多様性への影響 ・エネルギー ・資源及び廃棄物 ・サプライチェーン ・水 	<p><u>共通項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・環境レポート ・業務上の環境効率 ・気候戦略 <p><u>業種固有の項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・環境政策及び管理 ・生物多様性 ・発電 ・送配電 ・水関連リスク 	<ul style="list-style-type: none"> ・製品及びサービスの環境・社会的インパクト ・排出・廃水・廃棄物 ・事業活動に係る二酸化炭素 ・製品及びサービスに係る二酸化炭素 ・土地利用及び生物多様性 ・サプライチェーンに係る土地利用及び生物多様性 ・資源利用 ・サプライチェーンに係る資源利用
社会分野の評価項目の例	<ul style="list-style-type: none"> ・コミュニティ及び顧客 ・多様性 ・倫理及びコンプライアンス ・健康及び安全 ・人的資本 ・サプライチェーン 	<p><u>共通項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・社会レポート ・労働慣行指標 ・人権 ・人材開発 ・人材確保及び保持 ・コーポレートシチズンシップ及びフィランソロピー ・職場の健康及び安全 <p><u>業種固有の項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融包摂 ・ステークホルダー・エンゲージメント ・費用負担への対処 ・健康上の効果に対する寄与 ・薬又は製品に対するアクセス改善の戦略 	<ul style="list-style-type: none"> ・人権 ・データの機密性及びデータ保護 ・基本的サービスへのアクセス ・地域社会との関係 ・サプライチェーンに係る人権 ・人的資本 ・職場の健康及び安全 ・金融機関の ESG インテグレーション ・プロダクトガバナンス ・レジリエンス
ガバナンス分野の評価項目の例	<ul style="list-style-type: none"> ・監査リスク及び監視 ・取締役の構成 ・報酬 ・多様性 ・独立性 ・指名及びガバナンスの監視 ・サステナビリティ・ガバナンス ・取締役会の任期 	<p><u>共通項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・業務行動規範 ・コーポレートガバナンス ・マテリアリティ ・政策の影響 <p><u>業種固有の項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・犯罪防止の施策・対策 ・顧客関係管理 ・金融安定及びシステミックリスク ・情報保護・サイバーセキュリティ・システム稼働率 ・イノベーション管理 ・市場機会 ・市場慣行 ・製品の質及びリコール管理 ・リスク及び危機管理 ・サプライチェーン管理 ・税務戦略 ・サステナブルファイナンス ・プライバシー保護 	<ul style="list-style-type: none"> ・コーポレートガバナンス (全ての発行体に適用) ・ビジネス倫理 ・贈収賄

(注) ESG 開示スコア、SAM ESG スコアの ESG 分野の分類については各評価機関の分類に、ESG Risk Rating は筆者による分類に基づく。

(出所) 各社ウェブサイト、S&P Global, “Measuring Intangibles The SAM Corporate Assessment Methodology,” p.8.等を基に野村資本市場研究所作成

1. ブルームバーグ

ブルームバーグは、ESG情報の開示の程度を示すESG開示スコアを算出している。ESG評価に用いる情報は、企業による公表情報である。具体的には、企業の年次報告書、CSR報告書、ウェブサイト、コーポレートガバナンス関連の報告書、有価証券報告書等である⁴。企業には0～100のスコアが付与される。

ESG開示スコアの評価項目は、環境分野で①大気の水質、②気候変動、③環境及び生物多様性への影響、④エネルギー、⑤資源及び廃棄物、⑥サプライチェーン、⑦水であり、社会分野で①コミュニティ及び顧客、②多様性、③倫理及びコンプライアンス、④健康及び安全、⑤人的資本、⑥サプライチェーン、ガバナンス分野で①監査リスク及び監視、②取締役の構成、③報酬、④多様性、⑤独立性、⑥指名及びガバナンスの監視、⑦サステナビリティ・ガバナンス、⑧取締役会の任期、である⁵。

全ての業種の企業に対して、上記の評価項目が適用され、開示の情報量が評価される。なお、同社が別途算出している環境及び社会分野に焦点を当てた評価である環境及び社会スコア（Environmental & Social Scores）は、業種固有の評価項目が設定された評価となっている⁶。また、同スコアの評価の観点も、ESG開示スコアとは異なり、環境及び社会分野のスコアの水準（パフォーマンス）を測るものとなっている。

2. S&P グローバル

S&PグローバルのESG評価であるSAM ESGスコアはコーポレート・サステナビリティ評価（Corporate Sustainability Assessment、CSA）と呼ばれる評価手法に基づいて算出される。CSAは、企業のESGに関連する調査に対する回答をもとにしたESG評価である。CSAでは、財務的に重要な課題や長期的に財務パフォーマンスに影響を及ぼす業界固有のサステナビリティ課題が注目される。

CSAで評価された企業は、0～100のSAM ESGスコアが付与される。評価に用いられる情報は、ウェブの質問票、開示書類である。CSAは企業を61業種に分類し、各業種に対する質問票によって実施される。質問は、共通項目と、業種固有の項目に大別される。SAM ESGスコアの評価の共通項目は、環境分野で①環境レポート、②環境政策及び管理、③業務上の環境効率、④気候戦略、社会分野で①社会レポート、②労働慣行指標、③人権、④人材開発、⑤人材確保及び保持、⑥コーポレートシチズンシップ及びフィランソロピー、⑦職場の健康及び安全、ガバナンス及び経済分野で①業務行動規範、②コーポレートガバナンス、③マテリアリティ、④政策の影響、等である。

これらの評価項目について、①開示及び透明性、②裏付けとなる書類、③開示書類、④

⁴ Bloomberg, “Environmental, Social & Governance (ESG) product.”

⁵ ブルームバーグ・データベース

⁶ Bloomberg, “Environmental & Social Score.”

エクスポージャー及びカバレッジ、⑤指標の推移、⑥パフォーマンス（期待水準と比較した主要指標の水準）、⑦啓発、⑧第三者による検証、の観点から評価が実施される。

業種、個別企業に係る調整について、SAM ESG スコアは評価項目、分野毎の評価の加重平均で算出される絶対スコアであり業種間の調整等を行われていない⁷。ただし、同社が別途算出している ESG 評価である S&P DJI ESG スコアは、評価される業種内で正規化される形で業種間の調整を行った相対的なスコアである。S&P DJI ESG スコアは同社の S&P ESG 指数シリーズにおいて使用されている。

3. サステイナリティクス

サステイナリティクスの ESG 評価は、財務的に重要な ESG リスクの特定及び理解を目的として設計されている。スコアは発行体の ESG リスクに関連するエクスポージャーのうち管理されていないリスクを示している。評価においては S&P グローバル同様、業種毎に評価項目（ESGに係る重要課題と呼ばれる）が割り当てられ、当該項目に基づいて評価が行われる。

サステイナリティクスの評価項目である ESG に係る重要課題は、ある業種において企業価値に重大な影響を及ぼすもの、または投資家の投資判断に影響を与える財務報告上の項目、を指す。具体的には、①製品及びサービスの環境・社会的インパクト、②人権、③データの機密性及びデータ保護、④ビジネス倫理、⑤贈収賄、⑥基本的サービスへのアクセス、⑦地域社会との関係、⑧排出・廃水・廃棄物、⑨事業活動に係る二酸化炭素、⑩製品及びサービスに係る二酸化炭素、⑪サプライチェーンに係る人権、⑫人的資本、⑬土地利用及び生物多様性、⑭サプライチェーンに係る土地利用及び生物多様性、⑮職場の健康及び安全、⑯金融機関の ESG インテグレーション、⑰プロダクトガバナンス、⑱レジリエンス、⑲資源利用、⑳サプライチェーンに係る資源利用、である。

これに加えて、全ての発行体にコーポレートガバナンスの項目が評価に適用される。これらの評価項目について、業種毎に 10 種類程度の評価項目が割り当てられ、評価が行われる。

これらの項目について、発行体の ESG リスクに関連するエクスポージャーの管理状況が評価される。管理状況の評価においては、①ESG リスクに関連する経営施策についてのコミットメント、②実施プログラム、③目標の達成状況を示す定量的なパフォーマンス・データの入手可能性、④ESG に係る不祥事への対応状況、等によって行われる。

業種・個別企業に係る調整について、イシュー・ベータ（Issue Beta）と呼ばれる業種内における個別企業の調整が実施される⁸。イシュー・ベータは企業の個別性を考慮するための調整値であり、ESG に係る重要課題に対する企業のエクスポージャーが業種平均から乖離する程度が反映されている。

⁷ S&P Dow Jones Indices, “Frequently Asked Questions S&P DJI ESG Scores,” p.5.

⁸ Sustainalytics, “The ESG Risk Ratings Methodology-Abstract Version2.0,” November, 2019.

以上の3社を見ると、①業種固有の評価項目の設定、②評価項目の内容、③ESG分野別の評価項目、④評価の観点、⑤業種・個別企業に係る調整、等の観点から違いが見られる。

ブルームバーグの ESG 評価においては、全ての業種において同一の項目が適用され、スコア算出においては開示量が反映される形でスコアが算出される。

S&P グローバルにおいては、業種毎の評価項目が設定され、開示及びパフォーマンス等の観点でスコアが算出される。SAM ESG スコアは、評価項目、分野毎の評価の加重平均で算出される絶対スコアとなっている。

サステナビリティクスについては、S&P グローバルと同様、業種毎の評価項目が設定される。評価においては、発行体の ESG リスクに関連するエクスポージャーの管理状況が評価される。業種・個別企業に係る調整について、イシュー・ベータと呼ばれる業種内における個別企業の調整が実施される。

III ESG 評価の特徴に係る比較

本章では、ブルームバーグ、S&P グローバル、サステナビリティクスによる、日経平均 500 種構成銘柄⁹の中で数値が取得可能な日本企業を対象とした ESG 評価について、①業種別評価状況、②ESG 分野毎の業種内平均値、について比較分析を実施する。

1. ブルームバーグ

ブルームバーグの ESG 開示スコアの業種別評価状況について、高評価の企業が相対的に高い割合を占める業種として、電気・ガス業、非鉄金属、医薬品等が挙げられる¹⁰（図表 3）。最も割合が高かった電気・ガス業の業種においては、ESG 分野毎の業種内平均値について、環境及びガバナンスのスコアが相対的に高水準となっている（図表 4）。具体的な評価項目として、環境分野においては、①サプライチェーン、②エネルギー、③環境及び生物多様性への影響、ガバナンス分野においては、①独立性、②取締役の任期、③取締役会の構成、等の項目が総じて高い水準となっており、これらの項目に対する開示が総合評価に寄与していると見られる¹¹。

他方、低評価の企業が相対的に高い割合を占める業種として、その他金融業、倉庫・運輸関連業、情報・通信業等が挙げられる。最も割合が高かったその他金融業においては、ESG 分野毎の業種内平均値について、環境及び社会のスコアが相対的に低水準となっている。具体的な評価項目として、環境分野においては、①資源及び廃棄物、②エネルギー、

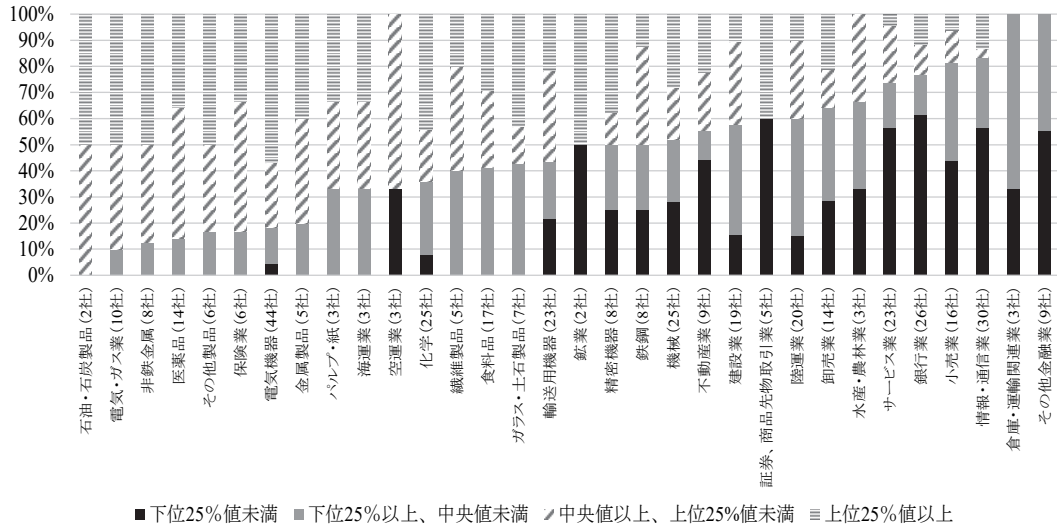
⁹ 分析対象企業を大型・中型株を中心とした企業に絞るため、便宜上、同指数の構成銘柄を活用した。各評価機関の ESG スコアが取得できた企業数は、ブルームバーグが 401 社、S&P グローバルが 219 社、サステナビリティクスが 370 社。

¹⁰ 業種分類は東証 33 業種。業種別評価状況及び ESG 分野別の業種内平均値のグラフにおいて企業数が 3 社以上の業種を示した。S&P グローバルでも同様の基準で業種を例示することとする。

¹¹ ブルームバーグ・データベースに基づく。

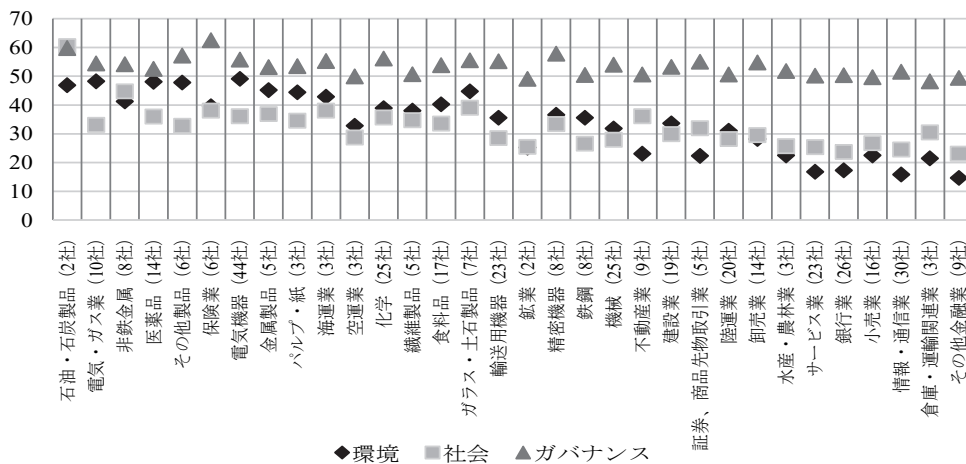
③気候変動、社会分野においては、①健康及び安全、②多様性、③コミュニティ及び顧客、等の項目が総じて低い水準となっており、これらの項目に対する開示が総合評価に寄与していると見られる。

図表 3 業種別評価状況（ブルームバーグ）



(注) 1. 2021年5月時点。対象企業は日経平均500種構成銘柄の中で数値が取得可能な企業。括弧内は企業数。業種は東証33業種。
 2. ESG開示スコアについて、①下位25%値未満、②下位25%以上、中央値未満、③中央値以上、上位25%値未満、④上位25%値以上、の水準における企業数の割合を示した。
 (出所)ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 4 ESG 分野毎の業種平均（ブルームバーグ）



(注) 1. 2021年5月時点。対象企業は日経平均500種構成銘柄の中で数値が取得可能な企業。括弧内は企業数。業種は東証33業種。
 2. 数値が取得可能な企業の平均値。グラフの縦軸はESG開示スコア。スコアの範囲は0~100。
 (出所)ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

ESG 評価が相対的に高い企業が多くを占める業種と ESG 評価が相対的に低い企業が多くを占める業種を比べると、環境及び社会のスコアで比較的大きな水準の差がみられており、これらの分野の評価が総合評価に相対的に大きな影響を与えていることが推察される。

これに加えて、ESG 分野毎の業種内平均値を見ると、ガバナンスのスコアが高く、環境及び社会のスコアは相対的に低水準となっている。このことから、ESG 分野の評価項目の設定等により、ガバナンスのスコアは、環境及び社会のスコアと比べて高い水準となりやすい構造となっていることが示唆される。

2. S&P グローバル

S&P グローバルの SAM ESG スコアの業種別評価状況について、高評価の企業が相対的に高い割合を占める業種として、保険業、ガラス・土石製品、金属製品等が挙げられる（図表 5）。最も割合が高かった保険業では、ESG 分野毎の業種内平均値について、いずれの分野においても他の業種と比べて高水準となっている（図表 6）。SAM ESG スコアにおける保険業の重要な評価項目としては、環境分野で気候戦略、社会分野で①金融包摂、②人材開発、③人材確保及び保持、④サステナブル保険の原則、⑤サステナブルファイナンス、ガバナンス及び経済分野で①業務行動規範、②コーポレートガバナンス、③リスク及び危機管理、等がある¹²。今回対象とした企業については、これらの項目の評価が総じて高い水準となったこと等が、相対的に高い ESG 評価につながっている可能性がある。

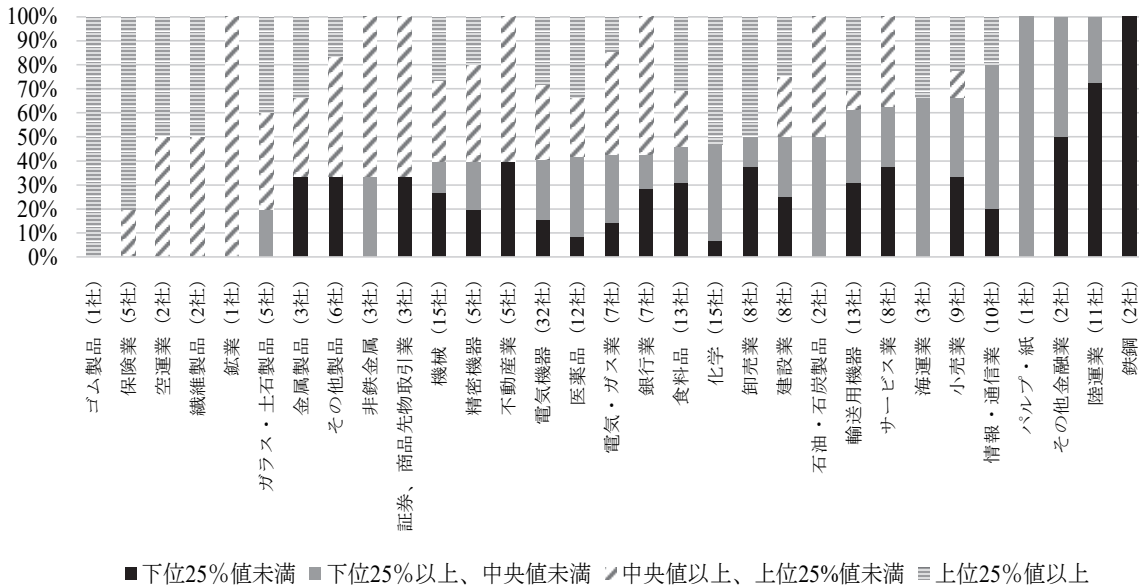
他方、低評価の企業が相対的に高い割合を占める業種として、陸運業、情報・通信業、小売業等が挙げられる。最も割合が高かった陸運業では、ESG 分野毎の業種内平均値について、ESG 各分野において他の業種と比べて総じて低水準となっている。SAM ESG スコアにおける陸運業の重要な評価項目としては、環境分野で①気候戦略、②燃料効率、③業務上の環境効率、社会分野で①職場の健康及び安全、②ステークホルダー・エンゲージメント、③人材確保及び保持、ガバナンス及び経済分野で①業務行動規範、②顧客関係管理、③リスク及び危機管理、等がある。今回対象とした企業については、これらの項目の評価が総じて低い水準となったこと等が、相対的に低い ESG 評価につながっている可能性がある。

ESG 評価が相対的に高い企業が多くを占める業種と ESG 評価が相対的に低い企業が多くを占める業種を比べると、総じて ESG 各分野で同程度の水準の差が見られており、いずれの分野についても同様に総合評価に影響を与えていることが推察できる。

これに加えて、ESG 分野毎の業種内平均値を見ると、環境のスコアが高く、社会とガバナンス及び経済のスコアは相対的に低い水準となっている。このことから、ESG 分野の評価項目の設定等により、社会とガバナンス及び経済のスコアと比べて環境のスコアは高い水準となりやすい構造になっていることが示唆される。

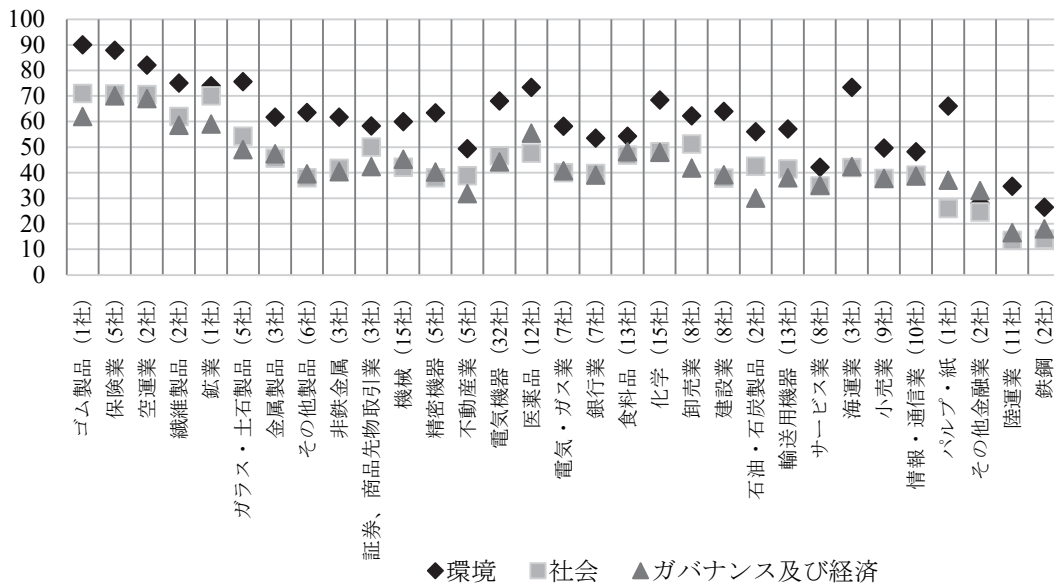
¹² S&P グローバルウェブサイト（最終閲覧日 2021 年 8 月 20 日）。

図表 5 業種別評価状況 (S&P グローバル)



(注) 1. 2021年7月時点。対象企業は日経平均500種構成銘柄の中で数値が取得可能な企業。括弧内は企業数。業種は東証33業種。
 2. ESGスコアについて、①下位25%値未満、②下位25%値以上、中央値未満、③中央値以上、上位25%値未満④上位25%値以上、の水準における企業数の割合を示した。
 (出所) ブルームバーグ、S&Pグローバルウェブサイトより野村資本市場研究所作成

図表 6 ESG分野毎の業種平均 (S&P グローバル)



(注) 1. 2021年7月時点。対象企業は日経平均500種構成銘柄の中で数値が取得可能な企業。括弧内は企業数。業種は東証33業種。
 2. 数値が取得可能な企業の平均値。グラフの縦軸はESGスコア。スコアの範囲は0~100。
 (出所) ブルームバーグ、S&Pグローバルウェブサイトより野村資本市場研究所作成

3. サステナビリティクス

サステナビリティクスの ESG Risk Rating の業種別評価状況を見ると、高評価の企業が相対的に高い割合を占める業種（企業数 10 社以上を対象）として、サービス業、情報・通信業、不動産業等が挙げられる（図表 7）。最も割合が高かったサービス業では、ESG 分野毎の業種内平均値について、環境の Risk Rating が相対的に低水準となっている（図表 8）。ESG Risk Rating におけるサービス業の重要な評価項目としては、①コーポレートガバナンス、②人的資本、③データの機密性及びデータ保護、④ビジネス倫理、⑤プロダクトガバナンス等がある¹³。今回対象とした企業については、これらの項目の ESG Risk Rating が総じて抑制されていたこと等が、相対的に低い ESG リスクの評価につながっている可能性がある。

他方、低評価の企業が相対的に高い割合を占める業種として、電気・ガス業、建設業、食料品等が挙げられる。最も割合が高かった電気・ガス業では、ESG 分野毎の業種内平均値について、環境及び社会の Risk Rating が相対的に高水準となっている。電気・ガス業における ESG Risk Rating の重要な評価項目としては、①コーポレートガバナンス、②地域社会との関係、③事業活動に係る二酸化炭素、④職場の健康及び安全、等がある。今回対象とした企業については、これらの項目の Risk Rating が総じて高い水準となったこと等が、相対的に高い ESG リスクの評価につながっている可能性がある。

ESG Risk Rating が相対的に高い企業が多くを占める業種と ESG Risk Rating が相対的に低い企業が多くを占める業種を比べると、総じて環境及び社会の Risk Rating に大きな差が見られており、これらの分野の評価が総合評価に相対的に大きな影響を与えていることが推察される。

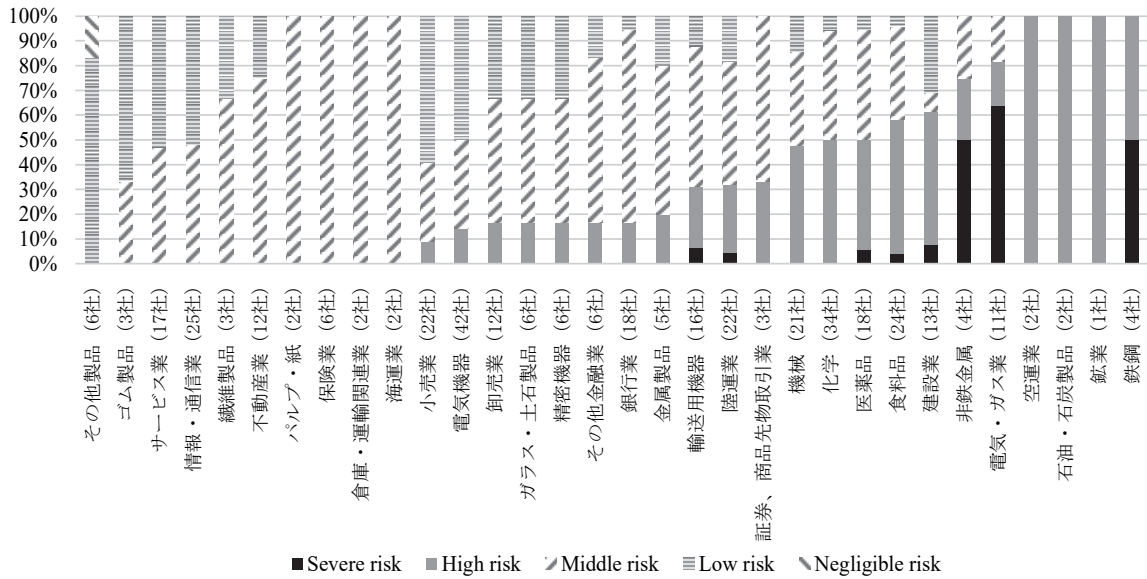
これに加えて、ESG 分野毎の業種内平均値を見ると、環境及び社会の Risk Rating と比べてガバナンスの Risk Rating は中位程度の水準となっている。このことから、ESG 分野の評価項目の設定等により、ガバナンスにおいては、総じて環境及び社会の Risk Rating のように大幅に低い又は高いスコアになりにくい構造になっていることが示唆される。

以上の比較分析では、業種別の評価状況について、高評価及び低評価の企業が相対的に高い割合を占める業種について、ブルームバーグ及び S&P グローバルの ESG 評価状況において一部の業種について類似する傾向が見られる。例えば、ブルームバーグの ESG 開示スコアが低評価の企業が相対的に高い割合を占める業種の中で、その他金融業、情報・通信業等については、S&P グローバルの ESG 評価においても総じて低評価の企業の割合が多くなっている。これは、両機関の評価の観点に共通して開示の項目が含まれていること等が理由であると見られる。

他方、サステナビリティクスについては、ブルームバーグ及び S&P グローバルと異なる傾向が見られる。例えば、電気・ガス業については、ブルームバーグの ESG 開示スコアが高評価の企業が相対的に高い割合を占めているのに対し、サステナビリティクスの

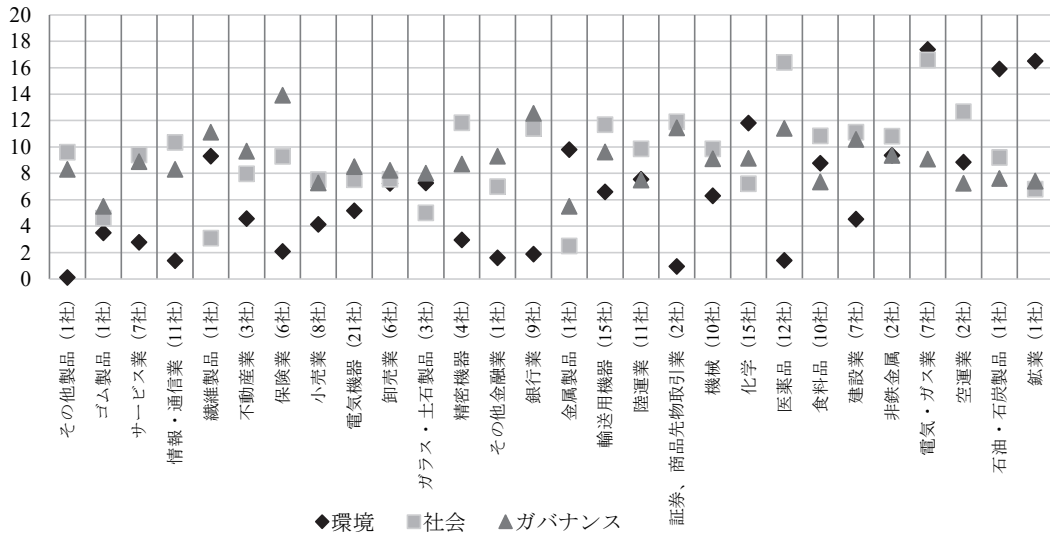
¹³ サステナビリティクスウェブサイト（最終閲覧日 2021 年 8 月 20 日）。

図表 7 業種別評価状況 (サステナビリティクス)



(注) 1. 2021年7月時点。対象企業は日経平均500種構成銘柄の中で数値が取得可能な企業。括弧内は企業数。業種は東証33業種。
 2. サステナビリティクスの ESG Risk Rating は、スコアが 0-9.99 で無視できるリスク (Negligible Risk)、10-19.99 で低リスク (Low Risk)、20-29.99 で中リスク (Medium Risk)、30-39.99 で高リスク (High Risk)、40 以上で深刻なリスク (Severe Risk)、と 5 段階の定性評価が行われる。当該評価の各水準における企業数の割合を示した。
 (出所) ブルームバーグ、サステナビリティクスウェブサイト、各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 8 ESG 分野毎の業種平均 (サステナビリティクス)



(注) 1. 2021年5月時点。対象企業は日経平均500種構成銘柄の中で数値が取得可能な企業。括弧内は企業数。業種は東証33業種。
 2. 数値が取得可能な企業の平均値。グラフの縦軸は ESG Risk Rating。スコアの範囲は 0~100。
 (出所) ブルームバーグ、サステナビリティクスウェブサイト、各種資料より野村資本市場研究所作成

ESG 評価においては低評価の企業が相対的に高い割合を占めている等、対照的な結果となっている。これは、サステナビリティクスが、①業種毎の評価項目を設定すると共に業種の環境及び社会に係るリスクを積極的に評価に取り入れていること、②評価の際には ESG リスクの対応状況等が考慮されていること、等が要因であると見られる。

ESG 分野毎の業種内平均値については、各評価機関で異なる特徴が見られた。ブルームバーグは、ガバナンスのスコアが相対的に高く、環境及び社会のスコアが低い水準となっている。S&P グローバルは、環境のスコアが高く、社会とガバナンス及び経済のスコアは相対的に低い水準となっている。サステナビリティクスは、ガバナンスの Risk Rating は相対的に中位程度の水準となっており、環境及び社会の Risk Rating は業種によって水準が異なっている。これらの違いは、ESG 分野の評価項目の設定等による評価構造の違いが影響しているものと見られる。

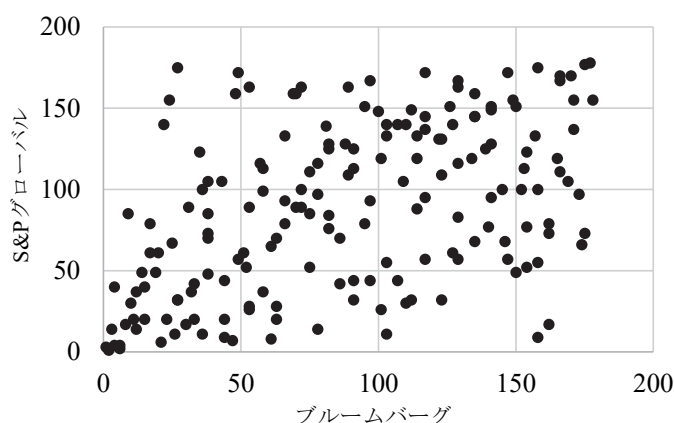
IV ESG 評価間のばらつきの状況

ESG 評価については、評価会社の間で評価手法に多様性が見られると共に、実際の業種別の評価状況等にも各評価機関独自の特徴が見られている。本章では、ブルームバーグ、S&P グローバル、サステナビリティクスによる日本企業を対象とした ESG 評価について、各社の評価間のばらつきの状況を示す。

1. ブルームバーグ及び S&P グローバル

ブルームバーグ及び S&P グローバルの ESG 評価間のばらつきを確認すると、一定程度の正の相関が見てとれる（相関係数は約 0.5）（図表 9）。この点について、S&P グロー

図表 9 ブルームバーグ及び S&P グローバルによる ESG 評価間のばらつき



(注) 日経平均 500 種構成銘柄の中で、S&P グローバル及びブルームバーグの ESG スコアが取得可能だった 178 社について、両評価のスコアの水準毎のちらばりが異なること等を考慮して、ESG 評価が最も高かった企業を 178、最も低かった企業を 1 として作成。S&P グローバルの ESG スコアは 2021 年 7 月時点。ブルームバーグは 2021 年 5 月時点。

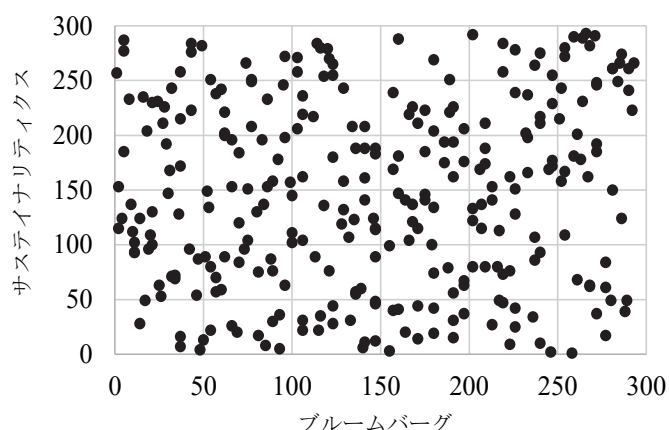
(出所) ブルームバーグ、S&P グローバルウェブサイトより野村資本市場研究所作成

バルの ESG 評価の観点には開示が含まれていることから、開示の情報量を反映したスコアであるブルームバーグとの一定の関係があると考えられる。

2. ブルームバーグ及びサステイナリティクス

ブルームバーグ及びサステイナリティクスの ESG 評価間のばらつきを確認すると、比較的大きなばらつきが見られており、両者の ESG 評価の間にほとんど関係性は確認できない（相関係数は約 0.1）（図表 10）。両評価機関の ESG 評価においては、評価項目が異なっていることに加え、サステイナリティクスが、①業種毎の評価項目を設定すると共に、業種の環境及び社会に係るリスクを積極的に評価に取り入れていること、②評価の際には ESG リスクの対応状況等が考慮されていることがブルームバーグとの関係性が低いことにつながっている可能性がある。

図表 10 ブルームバーグ及びサステイナリティクスによる ESG 評価間のばらつき



(注) 日経平均 500 種構成銘柄の中で、サステイナリティクス及びブルームバーグの ESG 評価が取得可能だった 293 社について、両評価のスコアの水準毎のちらばりが異なること等を考慮して、ESG 評価が最も高かった企業を 293、最も低かった企業を 1 として作成。サステイナリティクスの ESG Risk Rating は 2021 年 7 月時点。ブルームバーグは 2021 年 5 月時点。

(出所) ブルームバーグ、サステイナリティクスウェブサイトより野村資本市場研究所作成

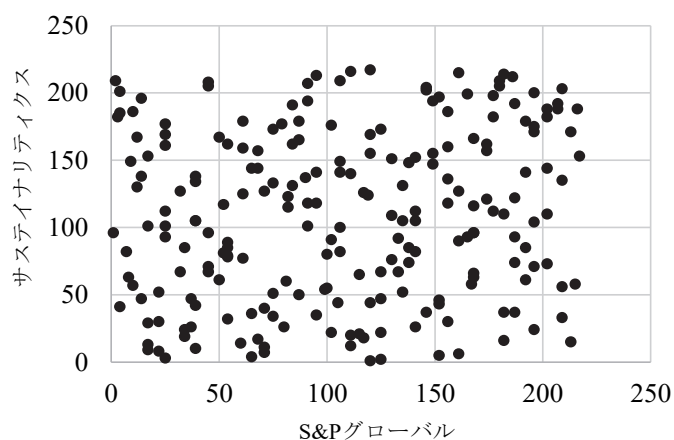
3. S&P グローバルとサステナビリティクス

S&P グローバルとサステナビリティクスの ESG 評価間のばらつきを確認すると、比較的大きなばらつきが見られており、両者の ESG 評価の間にほとんど関係性は確認ができない（相関係数は約 0.1）（図表 11）。両評価機関による ESG 評価のばらつきについて、①評価項目の内容、②ESG 分野別の評価項目、③評価の観点、等の違いが ESG 評価のばらつきを生んでいる可能性がある。

ESG 評価のばらつきについては、ブルームバーグ及び S&P グローバルの ESG 評価の間には一定程度の正の相関がみられる一方、サステナビリティクスと他の 2 社の ESG 評価の間にはほとんど関係性は確認ができない結果となった。ブルームバーグ及び S&P グローバルの関係については、S&P グローバルの ESG 評価は評価の観点に開示が含まれていることから、開示の情報量を反映したスコアであるブルームバーグとの一定の関係が見られたものと考えられる。

これらの ESG 評価間のばらつきの状況については、①業種固有の評価項目の設定、②評価項目の内容、③ESG 分野別の評価項目、④評価の観点、等の違いが影響しているものと見られる。

図表 11 S&P グローバルとサステナビリティクスによる ESG 評価間のばらつき



(注) 日経平均 500 種構成銘柄の中で、サステナビリティクス及び S&P グローバルの ESG 評価が取得可能だった 217 社について、両評価のスコアの水準毎のちらばりが異なること等を考慮して、ESG 評価が最も高かった企業を 217、最も低かった企業を 1 として作成。2021 年 7 月時点。

(出所) ブルームバーグ、各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

V ESG 評価間のばらつきに対する投資家の見方

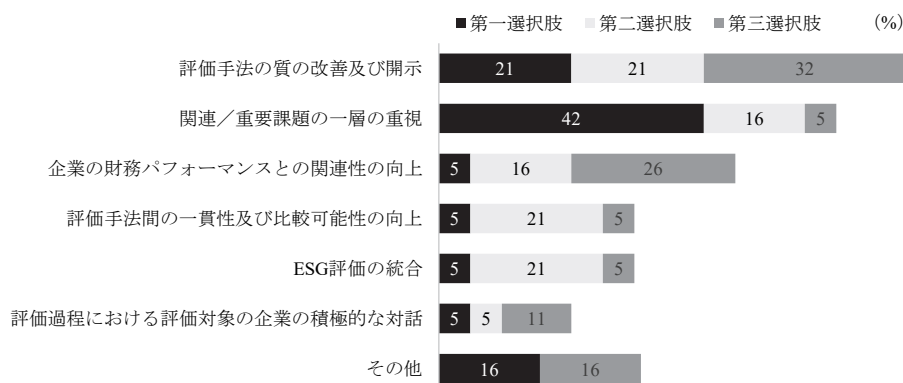
本稿でも示した ESG 評価間のばらつきの状況に対して、投資家は多様な取り組みを進めている。例えば GPIF は、ESG 評価機関との日常的な対話に加えて、評価機関の評価手法の変更時の意見聴取の場で積極的に意見交換を行う等、評価の利用者としての立場から、ESG 評価機関の評価手法の改善に向けた取組を促している¹⁴。

GPIF は、ESG 評価会社間の評価の隔たりは依然として大きいとし、非財務情報である ESG 情報に基づく企業評価がアナリストの間で完全に一致する世界が訪れることはないとの見方を示している。その上で、評価手法の改善、情報開示の充実、開示基準の統一等により、ESG 情報がより適正に企業評価に反映される必要があるとしている。

ESG 評価に係る代表的な調査である SustainAbility の Rate the Raters 2020¹⁵によれば、投資家からは ESG 評価の比較可能性の向上及び評価手法の標準化を求める声がある一方、各評価機関の多様な視点に価値があるとの見方も示されている¹⁶。ESG 評価の多様性を受容する見方として、例えば、ブラックロックのサステナブル投資のファンダメンタル・リサーチヘッドである Carole Crozat 氏は、「ESG 評価のばらつきはデータ等の事実に対して意見を示す際に発生するものである」と述べている¹⁷。

上記の SustainAbility による調査では、投資家からは、今後の ESG 評価の見通し及び課題として、①評価手法の質の改善及び開示、②ESG に係る重要課題の一層の重視、③企業の財務パフォーマンスとの関連性の向上、④評価手法間の一貫性及び比較可能性の向上、等が挙げられている（図表 12）。すなわち、本調査において、ESG 評価については、評価手

図表 12 今後 5 年間の ESG 評価の見通し及び課題に関する設問への回答



(出所) SustainAbility, an ERM Group company, “Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results,” March 2020, p.42、より野村資本市場研究所訳

¹⁴ 年金積立金管理運用独立行政法人「2020年度 ESG 活動報告」2021年8月20日、31-33頁

¹⁵ 本調査は大手機関投資家及び専門家を対象とした評価で、投資家向け調査については2018年12月～2019年5月に実施された。投資家向け調査の対象は、米国、欧州、その他地域における投資家であり、調査の回答件数は25件となっている。

¹⁶ SustainAbility, an ERM Group company, “Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results,” March 2020, p.44.

¹⁷ “SquareWell Partners – Additional Views on Managing ESG Data and Rating Risk,” practicalESG.com, July 9, 2021.

法の質及び透明性の向上に対する投資家の期待が最も高く、ESGに係る重要課題の精査及びESG評価の財務パフォーマンスとの関連性の向上についても相対的に高い期待が示されている。ESG評価の優先されるべき課題が示される中で、評価手法の多様性は当面一定程度維持されていく可能性がある。なお、これらの優先的な課題への対応が進むことは、ESG評価間のばらつきに対しても影響を与え得る。

VI ESG評価の理解度向上とESG投資の量的・質的発展への期待

本稿では、ブルームバーグ、S&Pグローバル、サステナリティクスによるESG評価を取り上げ、評価手法とその特徴を比較し、評価間のばらつきの状況を示した。

各ESG評価の評価手法を比較すると、①業種固有の評価項目の設定、②評価項目の内容、③ESG分野別の評価項目、④評価の観点、⑤業種・個別企業に係る調整、等の観点から違いが見られる。また、業種別の評価状況及びESG分野毎の業種内平均値について、各ESG評価の独自の特徴が見られた。

ESG評価のばらつきについては、ブルームバーグ及びS&PグローバルのESG評価の間に一定程度の正の相関がみられる一方、サステナリティクスと他の2社のESG評価の間にはほとんど関係性は確認ができない結果となった。

このようにESG評価間にばらつきが見られる状況に対して、投資家は、ESG評価機関の評価手法の改善に向けた取り組みを進める一方で、ESG評価機関の多様な視点には価値があるとの見方も示している。

IOSCOは2021年7月に公表したコンサルテーション・レポート¹⁸で、市場参加者に対してESG格付及びESGデータ商品に対する理解度向上の取り組みを促すことを推奨事項として挙げ、意見徴収を実施した。これに関連して、ESG評価間にばらつきが見られる状況においては特に、市場参加者がESG評価の特徴及び評価間のばらつきの状況等を把握することは重要であると考えられる。

市場参加者によるESG評価に対する理解が深まることで、投資家がESG評価を活用しESGに係る選好を投資判断に適切に反映させやすくなることが見込まれる。ESG評価の適切な活用が進むことで、ESG要素を財務分析に体系的に組み込むESGインテグレーション及びESG評価の水準に応じて銘柄選別を行うポジティブスクリーニング等の投資戦略の拡大を通じたESG投資の量的・質的な発展が期待されよう。

¹⁸ International Organization of Securities Commissions, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Consultation Report,” July, 2021, p44.