

## 存在感を増す ESG 評価・データと規制当局の関与の検討 —信用格付けの歴史から得た教訓—

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. サステナブルファイナンス関連市場で ESG 評価・データの存在感が大きくなるにつれ、信用格付けの分野においても長らく議論されてきたように、質や透明性を確保すべく、規制当局による適切な関与の検討を求める声が国際的な組織や各国の当局から上がっている。
2. 本稿では、主な見解として、(1) 証券監督者国際機構 (IOSCO)、(2) 経済協力開発機構 (OECD)、(3) 欧州連合 (EU)、(4) フランス金融市場庁 (AMF) とオランダ金融市場庁 (AFM)、(5) 英国金融行為規制機構 (FCA)、(6) 日本の金融庁、(7) 中国、(8) 米国証券取引委員会 (SEC)、を取り上げた。多くの主体は、ESG 評価・データ及び提供機関を中心に検討を進めている一方、グリーンボンドの評価・認証に焦点を当てているケースもある。
3. 各主体が ESG 評価・データ及び提供機関に関して認識している主な課題では、(1) 共通定義の不存在、(2) 手法の透明性の欠如、(3) 情報提供の適時性・正確性・信頼性の不十分さ、(4) 利益相反への懸念、が共通している。
4. 今後も ESG 評価・データに対する当局による適切な関与に関する検討は続くと思われる。その際、(1) 信用格付けの歴史から得た教訓を検討に活かす、(2) 共通認識・定義の形成、(3) ESG 評価・データ関連の商品・サービスの特性を踏まえたきめ細かな対応、(4) 当局による関与手法の複数の選択肢、(5) ESG 評価の有効性の検証、(6) 利用者による ESG 評価・データの適切な利用の促進、といった論点を念頭に、検討が進められることが望まれる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・富永健司「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事例」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 3 号 (2021 年秋号)
- ・江夏あかね・富永健司「EU グリーンボンド基準 (EU GBS) の規則案の公表と今後の論点—EU タクソノミーとの整合性と外部評価の厳格化がカギに—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 3 号 (2021 年秋号)

## I ESG 評価・データへの当局の関与の必要性が論点に

持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）やその代表的な方法として環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を考慮する ESG 投資が近年、世界的に拡大している。一部の国・地域では、金融市場参加者による ESG の要素を考慮する投資に対する規制等を導入又は導入を検討する動きが見られている<sup>1</sup>。投資家は、しばしば企業等の ESG 関連のリスクや機会を環境・社会面での専門性を有する第三者が評価・算出する ESG 評価や様々なデータ（以下、ESG 評価・データ）を投資判断の材料として活用している。また、投資判断の材料以外でも、企業の役員報酬との紐づけ、投資信託そのものの評価、企業の脱炭素化を促す国際的な取り組みによる協働エンゲージメントの際にも参照される等、ESG 評価・データの利用ニーズが増大している<sup>2</sup>。

サステナブルファイナンス関連市場の広がりや ESG 評価・データの利用ニーズの拡大に伴い、調査会社、データ・ベンダー、指数会社、信用格付会社、議決権行使助言会社等が続々と ESG 評価・データ業界に参入し、提供機関の多様化が進んでいる<sup>3</sup>（図表 1 参照）。同時に、ESG 評価・データの対象や種類も多岐に渡っている（図表 2 参照）。

サステナブルファイナンス関連市場で ESG 評価・データの存在感が大きくなるにつれ、信用格付けの分野においても長らく議論されてきたように、質や透明性を確保すべく、当局による適切な関与の検討を求める声が国際的な組織や各国の当局から上がっている。

世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等で構成された国際的機関である証券監督者国際機構（IOSCO）は 2021 年 7 月、規制当局に対して ESG 評価・データ及びその提供機関についてより注意を払う等の検討を求める提言が盛り込まれた市中協議文書を公表した<sup>4</sup>。日本でも金融庁のサステナブルファイナンス有識者会議が同年 6 月に公表した報告書にて、ESG 評価・データ提供機関に期待される行動規範のあり方等について、金融庁で議論を進めることを期待する旨が記された<sup>5</sup>。

本稿では、ESG 評価・データに関する国際的な組織や各国・地域の当局等によるこれまでの主な見解を概観した上で、当局による関与のあり方を考える上での論点を考察する。

<sup>1</sup> 例えば、欧州委員会は 2021 年 4 月、保険会社、金融商品販売会社及びファンド運用会社に関する委任法の修正を採択し、受託者責任としてサステナビリティリスクを考慮することを規定した。（European Commission, “Sustainable Finance and EU Taxonomy: Commission Takes Further Steps to Channel Money towards Sustainable Activities,” April 21, 2021）

<sup>2</sup> 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」2021 年 6 月 18 日、15 頁。

<sup>3</sup> IOSCO が 2021 年 7 月に公表した市中協議文書では、ESG 格付け及びデータ商品提供者は世界で 160 に上るとの推計や、ESG データ商品に係る世界の市場規模の成長率は年率 20%で、2021 年に約 10 億ドルに達するとの分析を紹介している。（International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021; KPMG, “Sustainable Investing: Fast-Forwarding its Evolution,” February 2020; Opimas, “ESG Data Market: No Stopping Its Rise Now,” March 9, 2020）

<sup>4</sup> International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021.

<sup>5</sup> 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」2021 年 6 月 18 日。

図表 1 主な ESG 評価・データ提供機関の概要

提供者	項目	詳細
ブルームバーグ	本拠地	米国
	カバレッジ	102 カ国、1 万 1,700 社以上
CDP	本拠地	英国
	カバレッジ	約 8,400 社 (2019 年、世界の株式時価総額の 5 割以上)
ロンドン証券取引所グループ (LSEG)	本拠地	英国
	主要子会社	FTSE ラッセル (英国)、Beyond Ratings (フランス、2019 年 6 月に買収)、リフィニティブ (英国、2021 年 1 月に買収)
	カバレッジ	47 の先進・新興市場国の約 7,200 銘柄 (FTSE All-World Index、FTSE All-Share Index、Russell 1000 Index の構成銘柄)
ISS (注 2)	本拠地	ドイツ
	主要子会社	Oekom (ドイツ、2018 年 3 月買収)
	カバレッジ	ESG コーポレート格付け (前・Oekom リサーチ) は、国際・国内のインデックスを構成する 5,000 以上の企業。Quality Score は、アメリカ大陸、欧州、中東、アフリカ、オーストラリア及びニュージーランドの約 4,700 社 (上場企業)
MSCI	本拠地	米国
	主要子会社	Carbon Delta (スイス、2019 年 9 月買収)
	カバレッジ	世界の約 8,500 社 (子会社を含めると約 1 万 4,000 社) 及び 68 万銘柄以上の株式と債券
RepRisk	本拠地	スイス
	カバレッジ	世界各国 16 万社以上
S&P	本拠地	米国
	主要子会社	SAM (RobecoSAM の ESG 評価事業、スイス、2019 年 11 月買収)、Trucost (英国、2016 年 10 月買収)
	カバレッジ	世界の 7,300 社以上
モーニングスター	本拠地	米国
	主要子会社	サステイナリティクス (オランダ、2020 年 4 月買収)
	カバレッジ	世界の主要指数に含まれる、42 業界、約 1 万 1,000 社
ムーディーズ	本拠地	米国
	主要子会社	Vigeo Eiris (フランス、2019 年 4 月に株式を過半数以上取得)、Four Twenty Seven (米国、2019 年 10 月に株式を過半数以上取得)
	カバレッジ	欧州、北米、アジア太平洋及び新興市場地域の 5,000 社以上

(注) 1. 各情報は、欧州委員会が 2020 年 2~11 月に行った調査に基づく。

2. ISS は、ドイツ取引所が 2020 年 11 月に買収した。

(出所) European Commission, “Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research,” January 2021, pp.34-36、より野村資本市場研究所作成

図表 2 ESG 評価・データ等の定義・種類

項目	詳細	
ESG 評価	用語の意味	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価とは、サステナブルファイナンスの分野で、組織、金融商品、企業の ESG プロファイル、ESG、気候又は環境リスクの特性やエクスポージャーの評価を提供すべく、マーケティングされているもので、ESG 評価と明示されているか否かは問わない</li> </ul>
	種類	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価は、組織、金融商品、発行体の ESG のリスクと機会を評価するもの</li> <li>ESG スコアは通常、定量的な分析から算出される。ESG 評価は、定量的なモデルと定性的な分析の両方で算出され、評価を説明するアナリストレポートが添付される</li> <li>ESG 評価、スコア、ランキングは一般的には、比較対象母集団に対する相対評価である</li> </ul>
ESG データ	用語の意味	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG データとは、明示的に表示されているか否かにかかわらず、組織、金融商品／製品、企業又は業界の ESG プロファイル、特性若しくは ESG、気候又は環境リスクへのエクスポージャーに関する情報を提供するものとして販売されている。場合によって、生データ及びサステナブルファイナンス分野の関連製品を含む広範なデータを指す</li> </ul>
	種類	<ul style="list-style-type: none"> <li>生データは、ESG データ提供者が企業やその他の公表情報や質問書を通じて収集したもの</li> <li>スクリーニングツールは、ESG 基準に基づきポートフォリオを定義するために、企業、法域、債券の ESG リスクに対するエクスポージャーを評価</li> <li>企業等の不祥事、法令違反等のアラートは、投資家が、風評リスクにつながり、また企業やより広範なステークホルダーに影響を及ぼす行動や慣行を追跡し、監視することが可能なツール</li> </ul>
その他の ESG 製品・サービス	用語の意味	—
	種類	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 指数（インデックス）</li> <li>ポートフォリオ分析等のコンサルティングサービス、ESG 戦略策定のための企業へのアドバイザーサービス</li> <li>認証・第三者意見の提供</li> <li>企業や金融市場参加者が新たなサステナビリティ関連規制を遵守するためのレポートの支援</li> <li>ESG 評価向上のテクニックに基づく企業へのアドバイザーサービス</li> </ul>

(注) 用語の意味は、IOSCO の用語集によるもの。

(出所) International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021, pp.15-16 & p.47、より  
野村資本市場研究所作成

## II 国際的な組織や各国の規制当局による主な見解

国際的な組織や各国・地域の当局等による、ESG 評価・データ、提供機関に対する調査や当局による関与の可能性も含めた見解は、2010 年代後半頃からサステナブルファイナンスが積極的に推進されている欧州を中心に活発な動きが見られている（図表 3 参照）。本稿では、主な見解について、国際的な組織、2 国以上での取り組み、1 国の規制当局の順に、(1) IOSCO、(2) 経済協力開発機構 (OECD)、(3) 欧州連合 (EU)、(4) フランス金融市場庁 (AMF) とオランダ金融市場庁 (AFM)、(5) 英国金融行為規制機構 (FCA)、(6) 日本の金融庁、(7) 中国、(8) 米国証券取引委員会 (SEC)、を取り上げる。

図表 3 国際的な組織や各国の規制当局による ESG 評価・データに関する主な動き

時期	詳細
2017年12月	中国人民銀行（PBOC）と中国証券監督管理委員会（CSRC）、グリーンボンド認証機関に求められる資格や認証方法を定めたグリーンボンドの認証機関に関するガイドライン（「グリーンボンド評価認証行為指針」）を発表
2020年7月	欧州監督当局（ESAs）、新たなサステナブルファイナンス戦略の策定に向けた公開協議に応える形で、ESG 評価機関に対して EU レベルで監督を実施することで対処すべきとの共同書簡を欧州委員会に送付
2020年9月	経済協力開発機構（OECD）、「OECD 企業・金融業アウトック」で ESG 評価に関する現状分析等を提示
2020年12月	フランス金融市場庁（AMF）及びオランダ金融市場庁（AMF）、ESG データ、評価及び関連サービスに対する欧州における規制に関する共同政策方針書を公表
2021年1月	欧州委員会、サステナビリティ関連評価、データ及びリサーチに関する研究結果を公表
2021年1月	欧州証券市場監督局（ESMA）、欧州委員会と ESG 評価及び評価ツールに関する課題を共有するとともに、適切な規制要件に対するニーズが高まっていると強調している旨を公表
2021年6月	金融庁、サステナブルファイナンス有識者会議の報告書を公表。ESG 評価・データ提供機関に期待される行動規範のあり方等について議論を進めることを期待する旨が示される
2021年6月	英国金融行為規制機構（FCA）、上場企業による気候関連の開示強化及び資本市場における ESG トピックに関する意見を求めるべく市中協議文書を公表。ESG 評価・データに関数性策定措置の選択肢を挙げ、意見を求める
2021年7月	欧州委員会、「持続可能な経済への移行を目指したファイナンス戦略」や EU のグリーンボンド基準（EU GBS）を創設するための規則案を採択。ESG 評価や外部評価機関に関する言及が含まれる
2021年7月	証券監督者国際機構（IOSCO）、ESG 評価・データ及びその提供機関に関する市中協議文書を公表
2021年9月	中国のグリーンボンド標準委員会、「グリーンボンド評価認証機関市場化評議操作細則（試行）」及び評価基準・関連材料リストを公布
2021年10月	OECD、ESG 投資及び脱炭素社会への移行をめぐる市場慣行、課題及び政策的論点に関するレポートを公表。ESG 評価の環境項目に関して政策対応が求められる3つの分野を提示

(注) 2021年10月末時点。

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

## 1. 証券監督者国際機構（IOSCO）

IOSCO では、サステナブルファイナンスや ESG 関連で様々な検討を行っている。以下、時系列で内容を概観する。

IOSCO は 2018 年 10 月、サステナビリティに関する課題、経験や知識をメンバー間で共有すべく、サステナブルファイナンスネットワーク（SFN）を設置し、見解等を公表してきた<sup>6</sup>。そして、2020 年 4 月に公表した「サステナブルファイナンスと証券監督者と IOSCO の役割<sup>7</sup>」と題したレポートで、企業のサステナビリティ関連開示の比較可能性の改善、グリーンウォッシュ<sup>8</sup>等からの投資家保護に関する課題が示され、これらの課題に対応すべく、2020 年 6 月にサステナビリティタスクフォース（STF）が設置され、ESG 評価を始めとした論点の検討が行われることとなった。ESG 評価・データ提供機関に関する作業については、ESMA 及び日本の金融庁が共同議長を務めている<sup>9</sup>。

<sup>6</sup> International Organization of Securities Commission, “Statement on Disclosures of ESG Matters by Issuer,” January 18, 2019; International Organization of Securities Commission, “Sustainable Finance in Emerging Markets and the Role of Securities Regulators: Final Report,” June 2019.

<sup>7</sup> International Organization of Securities Commission, “Sustainable Finance and the Role of Securities Regulators and IOSCO: Final Report,” April 2020.

<sup>8</sup> グリーンウォッシュとは、消費者等への訴求効果を狙い、企業やその商品・サービスなどがあたかも環境に配慮しているかのように見せかけることを指す。「ごまかし、粉飾」を意味する英語「whitewash」と、「環境に配慮した」という意味の英語「green」を合わせた造語である。

<sup>9</sup> Financial Services Agency, “The Main Issues Raised by the FSA at Opinion Exchange Meetings with Trade Associations,” February 16, 2021, p.4.

IOSCO が 2021 年 7 月に公表した市中協議文書は、ESG 評価・データに関連するリスクを軽減し、提供機関、利用者、そして ESG 評価・データの対象企業が直面している課題への対処等を目的としている。同文書は、ESG 評価・データ提供機関に関する調査結果と、規制当局等に対する提言で構成されており、提言に関して 2021 年 9 月 6 日までコメントを募集していた。

調査は、ESG 評価・データ提供機関、利用者、対象企業等（65 組織以上）を対象に 2020 年 12 月～2021 年 1 月に実施された。その結果、ESG 評価・データの定義の明確さや整合性の欠如を含めた複数の論点が浮かび上がった（図表 4 参照）。

図表 4 IOSCO の ESG 評価・データ提供機関に関する調査結果で明らかになった論点

論点	詳細
ESG 評価・データの定義の明確さや整合性の欠如	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価・データは、投資家のニーズに応じて、新たなトピック（グリーン活動の割合、持続可能な開発目標〔SDGs〕への貢献等）や分野（環境、ダイバーシティと包摂、生物多様性等）に対応すべく、ESG 格付け・データ商品のラインナップが常に進化・広がっており、ESG 評価・データの商品の名称も内容も異なる</li> <li>IOSCO は、ESG 評価・データが何を測定しようとしているか、定義の明確さや整合性がないと指摘</li> </ul>
ESG 評価・データの根拠となる手法に関する透明性の欠如	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価・データの手法や基準に関して透明性が欠如し、「ブラックボックス」となっており、企業が ESG 評価やスコアの向上を目指すためにビジネスモデルを修正することが難しい状況</li> <li>その他、(1) 手法の透明性が高い場合でも企業や市場参加者の事前の通知なく、手法が頻繁に変更されるケースがあり、長期的なパフォーマンスの比較が困難になりかねない、(2) 企業が特定のデータを提供しないことが ESG 評価にネガティブな影響を与え得るという前提条件を開示せず、特定のデータを提供しない企業にネガティブな評価を与えることがある、等の懸念点も</li> </ul>
地域等によって不均一な ESG 評価・データのカバレッジ	<ul style="list-style-type: none"> <li>調査では、(1) ESG 評価のカバレッジは、利用者の投資需要等を反映し、未上場企業よりも上場企業がより充実している、(2) ESG 評価の地理的カバレッジでは、提供機関の所在地が充実する傾向に加え、先進的な金融市場や洗練された開示要件を設けている地域が選好される傾向にある、(3) ESG データについては欧州や米国といった ESG 投資に対する顧客の関心が高い若しくは法規制がある地域における需要が多く、一部の国・地域は法的要件に基づいてより具体的な情報を求められている、等の実態が浮き彫りに</li> <li>IOSCO は、提供される ESG 評価・データのカバレッジが均一でなく、カバレッジの多寡で特定の地域等がメリットを享受していると指摘</li> </ul>
ビジネスモデルに関する利益相反の懸念	<ul style="list-style-type: none"> <li>IOSCO は、ESG 評価・データ提供機関によって、企業を対象とした ESG パフォーマンスに関するサービス等を提供しているケースがあることを指摘。例えば、ポートフォリオ分析、認証や第三者意見の提供等のコンサルティングサービス、企業の ESG 戦略に関するアドバイザーサービスなど</li> <li>企業や金融市場参加者が新しいサステナビリティ関連規制を遵守するのを支援するためのレポートの支援を提供している例もある</li> <li>IOSCO は、ESG 評価・データ提供機関のコンサルティング部門が企業に情報を提供し、その企業が ESG 評価・データに関する良好な結果を得るような場合、利益相反が生じる可能性があるとして指摘</li> <li>一部の ESG 評価・データ提供機関では、独立性と透明性を確保するため、ESG 評価・データと、インデックスの機能を分類している例も</li> </ul>
ESG 評価等の対象企業とのコミュニケーション改善の必要性	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価・データは、基本的に、発行体支払いモデル (issuer pays model) ではなく、購入者支払いモデル (subscriber pays model) であるため、ESG 格付け・データ提供機関が企業と有意義なコミュニケーションを行うインセンティブがないと指摘</li> <li>企業にとっては、ESG 評価・データの最終的な成果物を無料で取得することができないため、適時にコメントや修正を行うことが困難であることや、成果物の公表前に誤った情報を修正する機会がないため、風評リスクを負いかねない上、投資家が不正確な情報に基づき投資判断を行う可能性があるとの懸念が明らかに</li> </ul>

(出所) International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021、より野村資本市場研究所作成

市中協議文書の後半部分では、規制当局、ESG評価・データ提供機関、利用者、対象企業それぞれに対する合計 10 の提言が示された（図表 5 参照）。提言のうち、5 つは ESG 評価・データ提供機関のみ、3 つは提供機関・対象企業双方に焦点を当てた内容になっている。また、10 の提言には、対象主体が提言に示された目的を達成するために役立つ可能性のある論点がいくつか挙げられており、それに対してコメントを求める形で構成されている。

IOSCO は後述のとおり、信用格付会社を対象とした基本行動規範を公表しており、その中で示された論点も意識した内容になっていると解釈される。

図表 5 IOSCO による ESG 評価・データに対する提言

提言	提言の対象主体	詳細
1	規制当局	ESG 評価・データの利用と、その管轄区域における ESG 評価・データ提供機関について、より多くの注意を払う
2	ESG 評価・データ提供機関	透明かつ定義付けられた手法を用いて、可能な限り公表されたデータに基づき、必要な場合にはその他の情報に基づき、高品質の ESG 評価・データを提供する
3		ESG 評価・データに係る判断が最善の知識に基づき、提供機関の組織構造、事業又は財務活動、又は提供者の従業員の財務上の利益によって生じ得る政治的又は経済的な圧力や利益相反から、独立した立場であり、できる限り自由な判断ができることを確保する
4		提供機関の業務の独立性と客観性を損なう又は損なう可能性のある活動、手順又は関係を回避すること、あるいは、そのような妥協につながる可能性のある活動を特定、管理し、軽減することに対して最大限の努力を払う
5		手法とプロセスを含め、ESG 評価・データにおいて高い水準の情報開示と透明性を目指す
6		企業又はその代理人から提供された ESG 評価・データに関連するすべての非公開情報を、状況に応じた適切な方法で秘密保持する
7	利用者	内部プロセスで利用している ESG 評価・データについてデューデリジェンスを実施し、何がどのように評価されているのか、制限事項や商品が利用されている目的を理解する
8	ESG 評価・データ提供機関	ESG 評価・データ提供機関と対象企業双方にとって効果的かつ効率的になるよう、対象企業との情報収集プロセスを改善する
9	(対象企業との対応)	ESG 評価・データの客観性を維持しながら、対象企業に指摘された問題に迅速に対処する
10	ESG 評価・データ商品対象企業 (提供機関との対応)	各法域の規制に留意しつつ、サステナビリティ関連の情報開示プロセスを可能な限り合理化する

(出所) International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021, pp.39-46、より野村資本市場研究所作成

## 2. 経済協力開発機構 (OECD)

OECD は 2021 年 10 月、ESG 投資及び脱炭素社会への移行をめぐる市場慣行、課題及び政策的論点に関するレポートを公表した<sup>10</sup>。OECD では 2020 年 9 月に公表した「OECD 企業・金融業アウトック<sup>11</sup>」でも ESG 評価に関する現状分析等を示していたが、2021 年 10 月に公表されたレポートは環境項目 (E) に焦点を当てた内容になっている。具体的に、ESG 評価の環境項目は、投資を脱炭素社会への移行と連携させるためのツールとしてます

<sup>10</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, “ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations,” 2021.

<sup>11</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, “Sustainable and Resilient Finance: OECD Business and Finance Outlook,” 2020.

ます利用されているものの、ESG 要因の評価手法が多岐に渡るほか、データの一貫性や ESG 評価手法の比較可能性の欠如等の課題があり、市場の一体性や投資家の信頼を損ね、ESG 評価を利用した投資判断が環境・気候関連のインパクトをどの程度与えるかを見通せない懸念があると指摘した。

その上で、ESG 評価の環境項目に関して政策対応が求められる3つの分野が挙げられた（図表 6 参照）。そして、現状で見られる市場の分断の問題を解消し、投資家の信頼と市場の一体性を強化すべく ESG と気候移行関連の市場慣行を前進させるためには、より多くの国際協力とステークホルダーの関与が必要と指摘している。

図表 6 OECD が挙げた ESG 評価の環境項目に関して政策対応が求められる分野

1. ESG 評価機関による環境項目の目的に関する透明性の向上を促し、その手法が長期的な価値、気候関連リスクと機会にどの程度整合しているかを市場参加者が理解できるようにする
2. 環境項目に関するスコアやインデックスの組成における算出方法やウェイトを含む手法の透明性の改善
3. 環境項目に係るスコアの情報価値の向上を目指すべく、気候変動や環境インパクトのサブスコアを作成するために用いることができる指標等を含めて、サブカテゴリーの透明性及び精度の向上

(出所) Organisation for Economic Co-operation and Development, “ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations,” 2021, p.5、より野村資本市場研究所作成

### 3. 欧州連合 (EU)

EU では、欧州委員会及び金融関係の監督局それぞれが、ESG 評価等に関する検討、意見表明を行う動きが観察されている。以下にて主な動きを時系列で概観する。

欧州銀行監督局 (EBA)、欧州保険・企業年金監督局 (EIOPA) 及び欧州証券市場監督局 (ESMA) から構成される欧州監督当局 (ESAs) は 2020 年 7 月、後述の新たなサステナブルファイナンス戦略の策定に向けた公開協議に応える形で、各監督局からの共通かつ主要なメッセージとして、ESG 評価の透明性、明確性、一貫性が欠如しており、ESG 評価の最低基準を導入し、ESG 評価機関に対して EU レベルで監督をすることで対処すべきとの共同書簡を欧州委員会に送った<sup>12</sup>。

一方、欧州委員会は 2021 年 1 月、サステナビリティ関連評価、データ及びリサーチに関する研究結果を公表した<sup>13</sup>。本研究は、2020 年 2 月～11 月に学術論文、市場データ、業界調査、市場参加者へのオンライン調査等を通じて進められた。そして、研究により 8 つの重点課題を特定し、サステナビリティ関連商品・サービス提供機関、企業、そしてすべてのステークホルダーを対象とした推奨事項を挙げた（図表 7、8 参照）。

<sup>12</sup> European Supervisory Authorities, “Subject: Public Consultation on a Renewed Sustainable Finance Strategy,” July 15, 2020; European Banking Authority, “EBA Response to European Commission’s Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy,” July 16, 2020; European Insurance and Occupational Pension Authority, “EIOPA Response to the European Commission’s Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy,” July 15, 2020; European Securities and Markets Authority, “Response to Public Consultation: EC Consultation on a Renewed Sustainable Finance Strategy,” July 15, 2020.

<sup>13</sup> European Commission, “Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research,” January 2021.

図表 7 欧州委員会の研究により明らかになった 8 つの重点課題

論点	詳細
1 透明性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・アセットマネージャーとアセットオーナーは、手法の透明性や、評価・データが何を表しているかに関する理解が欠如している旨を指摘</li> <li>・評価・データ利用者は、提供機関が測定する内容や、企業の評価手法について、透明性の向上を求めている</li> </ul>
2 適時性・正確性・信頼性・信頼性	<ul style="list-style-type: none"> <li>・企業は、サステナビリティ関連評価・データについて、情報更新タイミングの遅延や、情報の正確性や信頼性にも問題があることを指摘</li> <li>・アセットマネージャーとアセットオーナーは、サステナビリティ関連データの品質と一貫性を向上することの重要性を指摘</li> </ul>
3 バイアスと相関	<ul style="list-style-type: none"> <li>・企業規模、所在地、業界に関連した評価のバイアスが発生しているため、一部の評価・データ提供機関は手法でバイアスを軽減する措置を講じている</li> <li>・主要評価機関による評価水準の相関の低さ（測定対象、指標の選択とデータ処理の質に起因）</li> </ul>
4 利益相反	<ul style="list-style-type: none"> <li>・4つの潜在的利益相反のパターン                             <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 所有権：評価機関の所有権が、評価対象企業から独立していない場合</li> <li>➢ 提供商品とサービスの組み合わせ：同じ提供機関が、企業評価の付与と、評価向上のためのアドバイザーサービスを提供している場合</li> <li>➢ ビジネス部門と分析部門の分離：複数の商品・サービスを提供している場合や、分析部門がビジネス部門から商業的な影響を受ける場合</li> <li>➢ 手法のガバナンス：商品の方法論が適切に適用され、アナリストが外部からの影響を受けないことを保証するプロセスがない場合</li> </ul> </li> </ul>
5 重要課題（マテリアリティ）と背景に関する理解	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ESG 評価・データ提供機関によっては 1,000 以上の指標を用いて評価しているケースもあり、アセットマネージャーやアセットオーナーは、重要課題へのより明確な焦点を求めている</li> <li>・企業やアセットマネージャーは、ESG アナリストが対象とする業界の基本的なビジネスドライバーの背景に関する十分な理解が不十分なケースもあると指摘</li> </ul>
6 企業のサステナビリティに関する情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>・投資家やサステナビリティ関連商品・サービス提供者がより適切に評価するために、企業によるサステナビリティ関連データの標準化されたレポートの必要性が市場参加者全体で認識されている</li> </ul>
7 企業との関わり	<ul style="list-style-type: none"> <li>・企業はサステナビリティ関連課題について投資家と積極的に対話しているが、サステナビリティ関連商品やサービスの提供者やアナリストとの対話が継続的に行われていない等の不満を持っていることが明らかに</li> </ul>
8 明確で一貫性のある用語	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場参加者やその他のステークホルダーの間で使用されている主要用語に一貫性がなく、サステナビリティ関連商品やサービスの定義をより明確にする必要性が明らかに</li> </ul>

(出所) European Commission, “Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research,” January 2021, pp.171-176、より野村資本市場研究所作成

図表 8 欧州委員会によるサステナビリティ関連格付け等に関する推奨事項

提言	提言の対象主体	詳細	重点課題
1		サステナビリティ関連評価の手法の開示	透明性
2	サステナビリティ関連商品・サービス提供機関	サステナビリティ関連格付けとデータ関連商品の業界スタンダードの策定及び適用	透明性、適時性・正確性・信頼性、バイアスと相関、利益相反、マテリアリティと背景に関する理解、企業との関わり、明確で一貫性のある用語
3		対象企業とのサステナビリティに関する評価・データ商品・リサーチに関するコミュニケーションの改善	バイアスと相関、利益相反、企業との関わり
4		公表された評価、データ及びリサーチに関するサステナビリティの目的と限界についての表明	透明性、バイアスと相関、マテリアリティと背景に関する理解、明確で一貫性のある用語
5		利益相反の管理体制の公表	利益相反
6		アセットマネージャー	サステナビリティに関する表明（サステナビリティの要素の適用方法、統合報告書、エンゲージメント・レポート、研究費に関する情報開示）
7	企業	サステナビリティ関連情報開示の充実	企業のサステナビリティに関する情報開示
8	全てのステークホルダー	サステナブルファイナンスとサステナビリティ関連商品・サービスに関する用語集と能力構築（教育とトレーニング）の明確化	明確で一貫性のある用語

(出所) European Commission, “Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research,” January 2021, pp.177-183、より野村資本市場研究所作成

欧州委員会が研究結果を公表した同月、ESMAは、欧州委員会とESG評価及び評価ツールに関する4つの課題を共有しており、これらの商品に対するニーズが高まる中、品質と信頼性を確保するため、適切な規制要件に対するニーズが高まっていると強調している旨を明らかにした<sup>14</sup>（図表9参照）。

図表9 ESG評価及び評価ツールに関する課題

1. ESG評価やその他の評価ツールの市場は現在、規制・監督の対象となっていない。ESG情報に関する規制強化を求める動きも相まって、グリーンウォッシュ、誤った資本配分、製品の誤った販売のリスクが増大する可能性
2. 現在提供されている若しくは今後提供される可能性のある広範なESG評価を網羅するような共通定義を設けるべき。共通定義は、時代遅れにならず、陳腐化しない規制の枠組みの維持に寄与することが期待される
3. 監督・規制の仕組みは、現在の市場構造に適用され、既存の規制枠組みの対象となる可能性のある大規模な多国籍企業のみならず小規模企業も対象とすべき
4. ESG評価機関は、グリーンボンド認証や信用格付けなどのサービスを提供する大規模なグループの一員となることが可能である。一方、小規模なプレイヤーはEU全体の制度にアクセスすることからも恩恵を受ける。この重複と、監督における規模の経済の恩恵を考慮すると、ESMAはこの分野における将来の監督責任を支援する用意がある

(出所) European Securities and Markets Authority, “ESMA Calls for Legislative Action on ESG Ratings and Assessment Tools,” January 29, 2021、より野村資本市場研究所作成

その後、欧州委員会は2021年7月に採択された「持続可能な経済への移行を目指したファイナンス戦略（新たなサステナブルファイナンス戦略）」や、欧州連合（EU）のグリーンボンド基準（European Green Bond Standard、EU GBS）を創設するための規則案（EU GBS 規則案）でも、ESG評価や外部評価機関に関する言及が含まれた<sup>15</sup>。新たなサステナブルファイナンス戦略では、「公開協議及び影響評価を条件として、ESG評価の信頼性、比較可能性及び透明性を改善するための措置を講じる<sup>16</sup>」旨が記された。一方、EU GBS 規則案では、EU グリーンボンドについては、外部評価の取得が義務付けられるとともに、EU GBS の適合性評価を行う外部評価機関についてはESMAへの登録が求められた<sup>17</sup>。

<sup>14</sup> European Securities and Markets Authority, “ESMA Calls for Legislative Action on ESG Ratings and Assessment Tools,” January 29, 2021.

<sup>15</sup> 欧州委員会による新たなサステナブルファイナンス戦略及びEU GBS 規則案の詳細については、磯部昌吾「EUの新たなサステナブルファイナンス戦略」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年秋号）、江夏あかね・富永健司「EUグリーンボンド基準（EU GBS）の規則案の公表と今後の論点—EUタクソノミーとの整合性と外部評価の厳格化がカギに—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年秋号）、を参照されたい。

<sup>16</sup> European Commission, “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy,” July 6, 2021, p.16.

<sup>17</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021; European Commission, “Commission Puts Forward New Strategy to Make the EU’s Financial System More Sustainable and Proposes New European Green Bond Standard,” July 6, 2021.

## 4. フランス金融市場庁 (AMF) とオランダ金融市場庁 (AFM)

フランス及びオランダの金融市場庁は 2020 年 12 月、ESG データ、評価及び関連サービスに対する欧州における規制に関する共同政策方針書を公表した<sup>18</sup>。同方針書では、(1) 手法に関する透明性の欠如が利用者に困難をもたらし、誤った資金配分や機会の喪失といったリスクを伴う可能性、(2) 限られた数の欧州域外のデータ等提供機関への依存リスク及び潜在的な利益相反、といった問題点を挙げ、データ商品等提供機関に対する規制監督が必要と指摘している。そして、(1) データ商品等提供機関と利用者は一般的に国境を越えて活動を行っているため、国内当局より ESMA が欧州レベルで監督することが望ましい、(2) 信用格付会社の監督から得た経験を活用できるうえ、グリーンボンドの外部評価機関の登録も担うことも想定されている意味でも ESMA が監督組織としてふさわしい、との考えを示した。

## 5. 英国金融行為規制機構 (FCA)

FCA は 2021 年 6 月、上場企業による気候関連の開示強化及び資本市場における ESG トピックに関する意見を求めるべく市中協議文書を公表した<sup>19</sup>。同文書には、ESG 評価・データ提供機関の役割が大きくなる中、例えば ESG 評価機関と信用格付会社の政策課題の比較を通じても潜在的な問題点が明らかであると指摘した (図表 10 参照)。その上で、ESG 評価・データに関する政策的措置の選択肢として、(1) 企業が第三者の ESG 評価・データを使用する際のガイダンスの策定、(2) ESG 評価・データ提供機関向けの最良実施規範の策定、(3) ESG 評価・データ提供機関を対象とする規制、を挙げた。これらの潜在的な問題点や政策的措置の内容等については、2021 年 9 月 10 日まで意見募集が行われ、2022 年前半にフィードバックが示される予定となっている<sup>20</sup>。

<sup>18</sup> Autorité des Marchés Financiers (AMF) and De Autoriteit Financiële Markten (AFM), “Position Paper: Call for a European Regulation for the Provision of ESG Data, Ratings, and Related Services,” December 15, 2020.

<sup>19</sup> Financial Conduct Authority, “Enhancing Climate-Related Disclosures by Standard Listed Companies and Seeking Views on ESG Topics in Capital Markets,” June 2021.

<sup>20</sup> Financial Conduct Authority, “Climate Change and Sustainable Finance.”

図表 10 FCAによる信用格付会社と ESG 評価機関との政策課題の比較

論点	信用格付会社	ESG 評価機関
信頼できない格付け (手法の問題とモデル リスク)	<ul style="list-style-type: none"> <li>2008～2009年の金融危機後、信用格付会社、特にストラクチャードファイナンス部門の手法の失敗の疑いで批判が見られた</li> <li>信用格付会社が熟練したアナリストを採用して維持する能力、新しい情報への迅速な対応、低品質のデータ入力への依存についても懸念が生じた</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>評価手法の透明性が十分でなければ、評価機関の手法の妥当性を検証することは困難。具体的に、どの ESG 属性を考慮すべきか、これらの属性についてパフォーマンスをどのように測定するか、評価を形成する際に異なる属性をどのように比較検討するか、不完全で信頼できないデータ入力をどのように扱うか、といった論点が含まれる</li> </ul>
格付けバイアス (利益相反と格付け ショッピング)	<ul style="list-style-type: none"> <li>信用格付会社は、一般的に発行体支払いモデルを採用しており、主に格付けを付与された借り手（発行体）からの手数料が収益となる。このビジネスモデルでは、既存のビジネスを獲得または維持するために、信用格付会社がより高い格付けを付与するよう仕向けられるといった、利益相反が発生する可能性がある</li> <li>同様に、発行体が「格付けショッピング」（最も水準の高い格付けを付与する信用格付会社を選択する）という懸念もある</li> <li>信用格付会社がシステミックな影響が及ぶ可能性を踏まえて格下げに慎重になり、格付けに上向きのバイアスが生じる懸念もある</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価機関は通常、購入者支払いモデルを採用している。このモデルは利益相反の可能性が減少するが、関係者に評価を付与する場合、利益相反が発生する可能性が生じる</li> <li>「評価ショッピング」は、購入者が支払う ESG 評価に直接関係しないとも考えられる。しかし、評価機関の手法と評価は、発行体がどの提供者のアンケートに回答するかに影響を与える可能性がある。評価機関の評価プロフィールは、アセットマネージャーが投資プロセス、金融契約、インデックス等においてどの提供者を参照するかについてもバイアスを生じさせる可能性がある</li> <li>投資プロセスや金融契約において ESG 評価への依存度が高まっている中、ESG 評価機関がシステミックな影響を回避すべく、評価手法をより厳正な内容にするインセンティブがあるといった論点も指摘される</li> </ul>
限界点を越えた時の 影響、過度の依存及び 不利なインセンティブ a. システミックリスク b. 多様性の欠如 c. 格付けが何を示して いるのかの誤解	<ol style="list-style-type: none"> <li>信用格付けは、企業の投資プロセスや幅広い金融契約で参照されるほか、銀行や保険会社の規制上の自己資本要件の計算等、多くの法域で規制目的にも使用されている。そのため、格付け変更、特に投機的等級への格下げは、システミックな影響を及ぼす可能性がある</li> <li>3つの主要信用格付会社は EU で約 95%の市場シェアを有している。3つの会社による格付けの相関は約 0.98 と推定される</li> <li>規制導入前の信用格付会社の手法の透明性が不十分だったため、多くの利用者は格付けが何を表しているかを十分に理解していなかった可能性がある</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>ESG 評価は、企業の投資プロセスや、投資商品・サービスを支える契約や指数で、ますます参照されるようになってきている。これは、例えば特定の発行体がインデックスから除外される等、評価の変更から生じる市場全体への影響につながる可能性がある。評価機関間の評価のばらつきを考慮すると、投資プロセス、金融契約、インデックスで参照する評価機関の選択もまた、資本配分に重要な影響を与える可能性がある</li> <li>評価機関間の評価の相関は低い。多様性は有益だが、利用者が適切に観察できなかったり、ばらつきの理由を理解できないといった悪影響を及ぼす可能性がある</li> <li>共通の ESG フレームワークがないと、ESG 評価の解釈が困難になる可能性がある。さらに、ESG 評価の多次元性に鑑みると、評価機関の手法の透明性の欠如により、評価が何を表しているのかを理解し、評価の変更や評価機関間の評価の違いを解釈することは困難である</li> </ol>

(出所) Financial Conduct Authority, “Enhancing Climate-Related Disclosures by Standard Listed Companies and Seeking Views on ESG Topics in Capital Markets,” June 2021, pp.37-39、より野村資本市場研究所作成

## 6. 日本の金融庁

金融庁では、サステナブルファイナンスの推進に向けた諸施策について検討を行うべくサステナブルファイナンス有識者会議が2020年12月に設置された。同有識者会議が2021年6月に公表した報告書においては、ESG評価・データ評価機関に関する言及も含まれた(図表11参照)。具体的には、ESG評価・データ評価機関に関する課題及び対応し得る方法が示されており、金融庁において、ESG評価・データ提供機関に期待される行動規範について議論を進めることが期待されるとともに、議論に当たりIOSCO等で進められているESG評価機関に係る議論に積極的に貢献していくことが重要との意見が明記された。

図表 11 金融庁の報告書における ESG 評価・データ提供機関に関する言及

課題	
論点	詳細
評価の透明性と公平性	ESG 評価・データ提供機関によって、評価やデータ補完の基準・手法が異なっている中、その詳細や設定の意図等が開示されていなければ、それぞれの評価結果が異なる理由が分からない。また、英語で開示していない場合に情報が正しく取得されていない可能性がある
ガバナンスと中立性	評価基準について客観的な基準が非公開な中、企業評価やグリーンボンド等の外部評価を行う一方で、同じ企業に対して有償でコンサルティングサービスを提供するなど、利益相反が懸念されるケースが存在
適した人材の登用	要求されるべき評価能力、適正な人員、ガバナンス態勢等が客観的に担保されていないとの指摘
企業の負担	多くの評価機関から評価内容等の確認を求められることの事務負担の大きさが企業視点での課題に
対応し得る方法	
論点	詳細
ESG 評価・データ提供機関の信頼性向上	ESG 評価・データ提供機関による評価基準・手法の公開、評価対象(企業)及び利用者(機関投資家や金融機関)双方が期待する体制を ESG 評価・データ提供機関が整える上で必要となる人材が登用される仕組みづくり等
ESG 評価情報の質向上	ESG 評価・データ提供機関単体でなし得るものではなく、日本企業が国際金融市場で適切に評価されるためには、英語で、また利用されやすい形式で情報開示を行うことも重要。評価や情報収集を行う過程で、ビッグデータや人工知能(AI)の活用が急速に進む中で、評価手法や対話のあり方も変化し得ることにも留意が必要
行動規範のあり方等について議論	ESG 評価は、まだ発展途上の分野であり、金融庁において、企業や投資家からの意見を踏まえつつ、持続可能な経済社会システムの実現に向けて、企業と投資家をつなぐ ESG 評価・データ提供機関に期待される行動規範のあり方等について議論を進めることが期待される。その議論に当たっては、将来的な国内対応を見据え、IOSCO 等で進められている ESG 評価機関に係る議論に積極的に貢献していくことが重要

(出所) 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」2021年6月18日、16-17頁、より野村資本市場研究所作成

## 7. 中国

中国では、欧州で見られてきたような ESG 評価・データ及び提供機関に対する直接的な動きは見られていないようだ。ただし、グリーンボンドの評価・認証に関する取り組みは続けられている<sup>21</sup>。中国人民銀行（PBOC）と中国証券監督管理委員会（CSRC）は2017年12月、グリーンボンド認証機関に求められる資格や認証方法を定めたグリーンボンドの認証機関に関するガイドライン「グリーンボンド評価認証行為指針」を発表した<sup>22</sup>。同ガイドラインの管理運用機関としてグリーンボンド標準委員会が設置され、中国で発行されるグリーンボンドの評価機関は、同委員会への登録が義務付けられた<sup>23</sup>。登録に際しては、認定機関としての専門性、環境プロジェクト評価の専門性、賠償責任への加入、内部手続きや品質管理の質等への説明が求められるようになった<sup>24</sup>。

中国でグリーンボンドの評価業務を行ってきた機関は20社近くに上るが、グリーンボンド標準委員会は、認証機関の質にばらつきがあるほか、（評価機関に対する規則の具体的な細則が公表されていなかったこともあり）認証機関は自らの責任と何をすべきかを理解していない可能性があるとの懸念を抱いていた<sup>25</sup>。これを受けて、同委員会は2021年9月、「グリーンボンド評価認証機関市場化評議操作細則（試行）」及び評価基準・関連材料リストを公布した<sup>26</sup>。同細則等は、中国国内初のグリーンボンド評価機関向けの自律規範文書となり、組織力、部門の設置及び人員配置、専門能力、認証評価基準、ビジネスパフォーマンス、関連規則の遵守状況等の指標を点数化するとともに、定性的な要素も加味して、定量的・定性的に評価することが規定された。さらに、グリーンボンド標準委員会による審議や、同委員会による評価機関向けの現場検査等について、具体的な内容が記されている。

<sup>21</sup> 中国のグリーンボンド市場の詳細については、関根栄一「急成長する中国のグリーンボンド発行市場の政策・法的枠組み」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第4号（2019年春号）、19-34頁、江夏あかね・関根栄一・宋良也「中国のグリーンボンド市場」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第4号（2019年春号）、35-47頁、を参照されたい。

<sup>22</sup> 中国人民銀行・中国証券監督管理委員会「完善绿色债券认证制度 推动绿色债券市场持续健康发展」2017年12月27日、中国人民銀行・中国証券監督管理委員会「《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》中国人民银行、证监会公告〔2017〕第20号」。

<sup>23</sup> 同委員会は、中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）、上海・深圳証券取引所等のメンバーで構成されている。（中国銀行間市場交易商協会「扬帆远航，携手共进，共筑绿色发展之路—绿色债券标准委员会成立会议暨第一次委员会会议顺利召开」）

<sup>24</sup> 「【中国】中国人民銀行と中国証券監督管理委員会、世界初の政府制定グリーンボンド評価機関向けガイドライン発表」『Sustainable Japan』2018年1月21日。

<sup>25</sup> HIS Markit, “China Embarks on Regulatory Reforms for International Green Bond Investors,” October 5, 2021.

<sup>26</sup> 绿色债券标准委员会「关于发布《绿色债券评估认证机构市场化评议操作细则（试行）》及配套文件的公告」2021年9月24日、绿色债券标准委员会「关于开展绿色债券评估认证机构市场化评议有关事项的通知」2021年9月24日。

## 8. 米国証券取引委員会（SEC）

SEC では、欧州で見られてきたような ESG 評価・データ及び提供機関に対する直接的な見解は示されていないとみられる。ただし、例えば SEC の資産運用諮問委員会（AMAC）における ESG 投資商品に関する検討過程では ESG 評価の論点も挙げられたようだ。

AMAC は 2021 年 7 月、発行体による重要な ESG 関連事項及び ESG 投資商品の開示に関する推奨事項を公表した<sup>27</sup>。ESG 投資商品の開示に関する推奨事項は、環境インパクトや宗教的要件への準拠等の非財務的な目的も含んだ各商品の戦略及び投資の優先順位の明確な説明に関するベストプラクティスを SEC が提示することを推奨している。また、検討過程では特定の評価機関又はベンチマークを、投資商品の名称に ESG を含めるための要件として用いる必要があるか、といった論点も挙げられたことが明らかにされているが、同推奨事項には特に ESG 評価機関に関する言及は示されていない。

### III 今後の論点

サステナブルファイナンスや ESG 投資が世界的に浸透・拡大する中、ESG 評価・データの質や透明性の向上に向けて、国際的組織や国・地域等で当局による適切な関与の検討を求める声が上がっている。本稿で取り上げた通り、国際的組織や多くの国では ESG 評価・データ及び提供機関を中心に検討を進めている一方、中国ではグリーンボンドの評価・認証に焦点を当てている。また、EU では、ESG 評価・データ及び提供機関と、グリーンボンドの評価・認証双方について検討を行っている。他方、米国では ESG 投資商品に関する検討過程で ESG 評価の論点が取り上げられる等、多様なアプローチが観察されている。

本稿で取り上げた各主体が ESG 評価・データ及び提供機関に関して認識している主な課題では、（1）共通定義の不存在、（2）手法の透明性の欠如、（3）情報提供の適時性・正確性・信頼性の不十分さ、（4）利益相反への懸念、が共通している。また、当局の関与については、ESMA、AMF 及び AFM は、ESMA による監督が望まれるとの考えを示した一方、IOSCO は規制当局が ESG 評価・データ及び提供機関についてより多くの注意を払う必要性を提言、FCA は政策的措置の選択肢（ガイダンスや最良実施規範の策定、規制）を提示、日本の金融庁の有識者会議は ESG 評価・データ提供機関に期待される行動規範について議論を進めることを期待する等、多様な考えが示されている。

今後も ESG 評価・データ及び提供機関に対する当局による適切な関与のあり方について、国際的組織や国・地域等において多様な視点で議論が行われるとみられるが、少なくとも下記の 6 つの論点を念頭に、検討が進められることが望まれる。

<sup>27</sup> U.S. Securities and Exchange Commission Asset Management Advisory Committee, “Recommendation for ESG,” July 7, 2021.

1 点目は、信用格付けの歴史から得た教訓を検討に活かすことである。信用格付けは、20 世紀初めに誕生した金融市場における重要インフラの 1 つだが、2001 年 12 月の米国のエネルギー会社のエンロンによる連邦破産法第 11 章の適用申請や 2007 年春頃からのサブプライムローン問題に端を発する世界的な金融危機を背景に、IOSCO が自主規制の枠組みとして信用格付会社の基本行動規範を公表し、各信用格付会社に行動規範の策定を求めたほか、日米欧で信用格付会社に対する規制が導入若しくは強化された経緯がある<sup>28</sup>。

例えば、SEC が 2008 年 7 月に公表した S&P、ムーディーズ、フィッチの 3 社を対象に実施した調査結果に関するレポートでは、サブプライムローン問題で起きた急激な格下げ、すなわち信用格付けの質の低下に関する要因について、(1) 業務量の増加に見合う要員の不足、(2) 格付プロセスについて首尾一貫した文書化された手続きがなかった、(3) クライテリア遵守の不徹底、(4) モデル外修正の頻繁な利用、(5) 情報の正確性の検証不足、(6) モニタリングプロセスの厳格性の不足、(7) 利益相反の顕在化、を挙げた<sup>29</sup>。

信用格付けと ESG 評価データの特性、ビジネスモデル、潜在的なリスク等は同じではない。しかしながら、SEC が挙げた信用格付けの質の低下に関する要因は、前述の各主体が ESG 評価・データ及び提供機関に関して認識している共通課題と近いものも存在する。その意味では、100 年以上の歴史を有する信用格付けの歴史から得た教訓を ESG 評価・データに関する検討に活かすことが、より意味のある答えに近づくカギになるとも考えられる。

2 点目は、共通認識・定義の形成である。例えば、信用格付けについては、一般的に「発行体が金融債務の元本・利息を償還までに予定通り支払う能力及び意思についての意見<sup>30</sup>」と定義される。しかし、ESG 評価・データをめぐっては、ESG 要因や ESG リスクという用語に関する金融市場参加者による共通認識がない可能性を IOSCO が指摘したように<sup>31</sup>、そもそも何を対象として評価・算出しようとしているかを、世界レベルでの共通認識・定義として形成することが、関与のあり方の検討範囲を特定する上でも出発点になると考えられる。

3 点目は、ESG 評価・データ関連の商品・サービスの特性を踏まえたきめ細かな対応である。ESG は 21 世紀に入って本格的に発展しており、商品・サービスの多様化も進んでいる。もちろん、商品・サービスの種類が異なっても、上記の各主体が共通認識している

<sup>28</sup> エンロンについては、2001 年 12 月の連邦破産法第 9 章適用申請直前まで、ムーディーズ、S&P 及びフィッチが投資適格級の格付けを付与していた。サブプライムローン問題は、2006 年半ば以降、全米規模で発生した住宅価格の下落を機に、信用リスクの高い個人を対象としたサブプライムローンの債務不履行（デフォルト）が急増し、証券化商品の格付けが広範に格下げされ、金融危機につながる事態となった。（森田隆大『格付けの深層—知られざる経営とオペレーション—』日本経済新聞出版社、2010 年 7 月、田中英隆・石渡明『格付け—価値の再認識と広がる投資戦略—』日本経済新聞出版社、2016 年 10 月、日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場 2019 年版』2019 年 5 月）

<sup>29</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, “Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Selected Credit Rating Agencies,” July 2008; 田中英隆・石渡明『格付け—価値の再認識と広がる投資戦略—』日本経済新聞出版社、2016 年 10 月、29-32 頁。

<sup>30</sup> 森田隆大『格付けの深層—知られざる経営とオペレーション—』日本経済新聞出版社、2010 年 7 月、1 頁。

<sup>31</sup> International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021, p.47.

4つの課題への対応は重要と考えられる。

ただし、当局による適切な関与のあり方を検討するに当たっては、商品やサービスによって問題の所在が異なることを留意することが望まれる。例えば、企業等の ESG 情報を元に調査分析し、アルファベット、数値等で評価結果を示す ESG 評価では、基本的には購読者支払いモデル（subscriber pays model）、グリーンボンドを始めとした ESG 関連債券等に対するセカンドパーティオピニオン等の外部評価では、基本的に発行体支払いモデル（issuer pays model）が採用されている。その他、企業によっては、評価機関による ESG 戦略に関するアドバイザーサービス等を契約していることもあり、この場合も企業（発行体等）が支払うモデルとなっている。

FCA による信用格付会社と ESG 評価機関との政策課題の比較でも明らかにされているように、信用格付会社が 1970 年代頃から採用している発行体支払いモデルの場合、評価機関がビジネスを獲得または維持するためにより高い評価を付与するといった利益相反が発生する可能性がある（図表 10 参照）。一方、購読者支払いモデルの場合、発行体支払いモデルのような利益相反が発生する可能性は限定的とも考えられるが、例えば小規模の投資家は複数の商品・サービスを購読することが難しいといったデメリットも指摘される<sup>32</sup>。すなわち、ESG 評価・データ関連商品・サービスの特性、ビジネスモデル、潜在的なリスク等も踏まえて類型化し、類型毎に当局の適切な関与のあり方を検討することが効果的な対応策につながる可能性があると考えられる。

4 点目は、当局による関与手法の複数の選択肢である。前述のとおり、信用格付けの場合、2001 年 12 月の米国のエネルギー会社のエンロンの破綻、2007 年春以降のサブプライムローンの問題に端を発する金融危機等を背景に、当局による規制と IOSCO による基本行動規範を通じた自主規制が共存している。

評価・データに関する質や透明性の担保に当たっては、当局が規制監督という形で関わるのみならず、ガイダンスや行動規範・最良実施規範の策定といった自主規制の仕組みを提供すること、若しくは信用格付けのように両者を共存させることも選択肢としてあり得る。当局による規制監督は、ESG 評価・データがサステナブルファイナンス関連市場の信認を得て、基礎的なインフラとして機能する一助になり得るとも考えられる。その一方で、仮に、厳格な規制が導入された場合、評価会社による規制対応コストや人的負担の増大、場合によっては購読者や発行体への負担の転嫁を通じて、結果として、サステナブルファイナンス関連市場を冷え込ませる可能性もある。その意味では、前述の商品・サービスの特性も踏まえた上で、当局による適切な関与のあり方を慎重に検討することが望まれる。

5 点目は、ESG 評価の有効性の検証である。例えば、信用格付けの場合、その情報がどの程度正しいものかを事後的に検証する手段として、（1）デフォルト率と格付けの関係（格付け記号の間にデフォルト率の水準に明らかな差があるか、それぞれの格付け記号のデフォルト率が時系列的に安定しているか）、（2）格付けの変更（格付け変更の時間

<sup>32</sup> International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021, p.23.

的推移と、ある一定期間に格付けが変更されず同じ格付けに留まった比率)、等が挙げられ<sup>33</sup>、主要信用格付会社は、デフォルト率や格付遷移に関するレポートを定期的に公表している。もちろん、デフォルト率や格付遷移に関する測定は、結果がしっかりと検証され、今後の評価体制に効果的に活かされることが意義を持つ大前提だが、ESG評価でも何らかのパフォーマンス測定を行うことが質の向上に寄与する可能性がある。

ただし、仮に ESG の有効性の検証を行うことになった場合にも、何を対象とするのかといった論点が浮かび上がる。仮に環境的・社会的インパクトを対象とした場合、現状では世界的に定着し、比較可能性が担保された評価手法はないとみられる。今後の非財務情報開示や、評価も含めたインパクトファイナンスの進展が注目されるところである<sup>34</sup>。

6点目は、利用者による ESG 評価・データの適切な利用の促進である。IOSCOによる市中協議文書では、利用者に対して ESG 評価・データについて、何がどのように評価されているのか、制限事項や商品が利用されている目的を理解することが求められるとの提言が示された(図表 5 参照)。サステナブルファイナンスや ESG 投資は 21 世紀に入って本格的に進展し始めたこともあり、評価・分析ができる金融資本市場関係者は、例えば金融市場に伝統的に根付いてきた信用力等の分野に比して多くないとみられる。とはいえ、サステナブルファイナンスや ESG 投資が急速に発展する中、金融資本市場関係者が、ESG 評価・データに過度に依存せず、適切に利用しながら、金融市場全体で ESG 関連のリテラシーを向上し、より精度の高い評価、分析、判断に結び付ける能力を身に付け、磨き続けることが、金融市場全体の健全な発展に寄与すると解釈される。ちなみに、信用格付けに関しても、サブプライムローン問題に端を発する世界的な金融危機以降、投資家による過度な依存を是正するための動きが見られた経緯があり<sup>35</sup>、金融市場のインフラの適切な活用の重要性は歴史的にも認識されている。

今後もサステナブルファイナンス関連市場や ESG 投資において、ESG 評価・データの利用ニーズはますます高まると想定される。ESG 評価・データ及び提供機関に対する規制当局による関与は、質や透明性の確保に向けた 1 つの有効な方策となり得る。また、国際的組織、各国・地域の当局、投資家、発行体、金融機関等の金融資本市場関係者全体が ESG 関連のリテラシーを向上させ、ESG 評価・データを適切に活用することも、サステナブルファイナンス関連市場の健全な発展の一助になると考えられる。

<sup>33</sup> 黒沢義孝『格付け情報のパフォーマンス評価』梓出版社、2009年3月、3頁。

<sup>34</sup> インパクトファイナンスの詳細については、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号(2021年春号)、を参照されたい。

<sup>35</sup> 例えば、金融安定理事会(FSB)は2010年10月、「格付会社による格付への依存抑制のための原則」を公表したほか、日本でも、金融危機後の国際的な議論を踏まえ、金融商品取引法や関係内閣府令等の改正が行われた。(Financial Stability Board, "Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings," October 27, 2010; 小立敬「格付け依存の是正を求める金融安定理事会」『野村資本市場クォーターリー』2011年冬号、1-8頁)