

## 重要性が高まる ESG 評価の現状と課題

富永 健司

### ■ 要 約 ■

1. 近年、投資判断に環境・社会・ガバナンス（ESG）の課題を組み込む ESG 投資が注目を集めている。拡大を続ける ESG 投資において、機関投資家等によって投資先企業の ESG に関連する情報として一般的に用いられているのが、ESG 評価機関によって提供される ESG に係る評価である。
2. 環境・社会面の持続可能性が強く意識される中、多くの機関投資家等は、ESG に係る情報は投資パフォーマンスに財務的な側面から影響をもたらす、との認識を持っている。ESG 投資が拡大し、ESG に係る情報の活用が進む中、ESG 評価の重要性はますます高まることが予想される。
3. ESG 評価機関を巡っては、信用格付会社、指数の開発・算出会社、金融・経済情報及びその他評価提供会社等が ESG に係る事業強化を進めており、それに伴い ESG 評価機関の事業再編の事例が増加している。
4. 多数の評価機関から ESG 評価が提供される中、ESG 評価を含む非財務情報の評価に係る標準的な手法が確立されていないこと等を背景として、評価機関間で ESG 評価に比較的大きなばらつきがあることが知られている。
5. こうした ESG 評価の現状を踏まえると、ESG 評価の普及と健全な発展に向けた課題として、①ESG 評価手法の改善、②ESG 評価に必要な ESG 情報のさらなる充実化、が挙げられる。欧州では ESG 評価機関に対する規制・監督を求める声が出ており、今後の動向が注目される。より信頼性の高い ESG 評価手法が確立されていくことで、ESG 投資のさらなる普及・促進につながることを期待されよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

・富永健司、江夏あかね「世界銀行と GPIF による債券投資と ESG に関する共同報告書」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号。

## I ESG 投資の拡大と ESG 評価

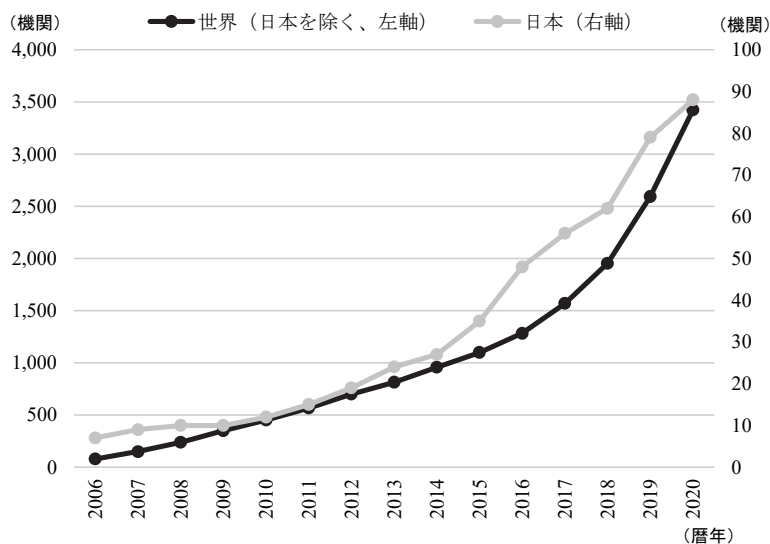
近年、投資判断に環境・社会・ガバナンス（ESG）の課題を組み込む ESG 投資が注目を集めている。ESG 投資は、従来の財務情報に加えて、ESG に関連する非財務情報を考慮することで、投資パフォーマンスを向上させようとするものである。国際連合が支持する責任投資原則（PRI）に署名する機関は、2020 年 11 月 25 日時点で、世界（日本を除く）で 3,424 機関、日本で 88 機関に達している（図表 1）。

拡大を続ける ESG 投資において、機関投資家等によって投資先企業の ESG に関連する情報として一般的に用いられているのが、ESG 評価機関によって提供されている ESG に係る評価である。世界最大規模の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は 2017 年 7 月、日本株に関する ESG 指数を選定し、同指数に基づくパッシブ運用の開始を発表した<sup>1</sup>。各指数は、ESG 評価が高い銘柄を選別するポジティブ・スクリーニングと呼ばれる手法によって、構築されている。

ESG 評価の活用が進む中、いくつかの課題が指摘されている。例えば、GPIF は、ESG 評価について、①評価手法が発展途上である、②ESG に関する企業側の情報開示に改善の余地がある、といった理由を挙げ、ESG 評価会社間で評価にばらつきがあることを指摘している<sup>2</sup>。

本稿では、ESG 評価の活用状況及び ESG 評価機関の動向について整理し、ESG 評価の概観を示す。そのうえで、ESG 評価の課題について述べ、今後の展開を考察する。

図表 1 世界及び日本の PRI 署名機関



(出所) Principle for Responsible Investment ウェブサイトより  
野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「ESG 指数を選定しました」2017 年 7 月 3 日。

<sup>2</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「2018 年度版 ESG 活動報告」2019 年 8 月 19 日。

## II 重要性が高まる ESG 評価

世界的な ESG 投資の拡大にあたり、ESG 課題を投資判断に組み込むことを提唱する PRI の策定が一つの契機となったと考えられる。機関投資家等の間で、PRI への署名を通じて、ESG 投資にコミットする動きは、2015 年 9 月の、2030 年までに持続可能な社会の実現を目指す国際社会の目標である「持続可能な開発目標 (SDGs)」の採択、同年 12 月の 2020 年以降の気候変動問題に関する国際的な枠組みであるパリ協定の採択等を経て、拡大を続けている。

環境・社会面の持続可能性が強く意識される中、多くの機関投資家等は、ESG に係る情報は投資パフォーマンスに財務的な側面から影響をもたらす、との認識を持っている<sup>3</sup>。こうした認識の下、世界の投資家は、ESG に関するリスク軽減、機会追求、環境・社会的インパクト、といった目的意識の下で投資プロセスに ESG に係る課題を統合している。

日本においては、機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則である、「責任ある投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》(2014 年 2 月発表)<sup>4</sup>において、投資先企業の社会・環境問題に関連するリスクの考慮が指針の中に盛り込まれると共に、会社の実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則である、コーポレートガバナンス・コード (2015 年 6 月発表)<sup>5</sup>の中にも、社会・環境問題等の課題についての適切な対応を行うべきとの原則が含まれることとなった。

ESG 投資において、機関投資家等によって一般的に用いられているのが、ESG 評価機関によって提供される ESG 評価である。ESG 評価は、開示情報、企業のフィードバック等を基に、企業の ESG に係るパフォーマンスをスコアや格付けとして評価するものである。ESG 投資が拡大し、ESG に係る情報の活用が進む中、ESG 評価の重要性はますます高まることが予想される。

## III ESG 評価機関を巡る動向

近年、ESG 評価機関を巡り、事業再編が活発化している。信用格付会社、指数の開発・算出会社、金融・経済情報及びその他評価提供会社等が ESG に係る事業強化を進めており、それに伴い ESG 評価機関の事業再編の事例が増加している (図表 2)。

<sup>3</sup> 詳細は、Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G., "Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey," *Financial Analysts Journal*, 74(3), 2018. 等を参照。

<sup>4</sup> 2017 年 5 月に改訂版、2020 年 3 月に再改訂版が公表。

<sup>5</sup> 2018 年 6 月に改訂版が公表。

図表 2 ESG 評価機関を巡る合併・買収動向

時期	詳細
2006年12月	ロベコ (Robeco)、スイスを拠点とする、サステナブル投資に特化した資産運用会社である Sustainable Asset Management (SAM) の買収を発表
2009年11月	トムソン・ロイター、スイスの ESG 関連情報の提供機関である ASSET4 の買収を発表
2009年12月	ブルームバーグ、クリーン・エネルギー、炭素、ガス市場に関する分析及びニュースを提供する 英ニュー・エナジー・ファイナンスの買収を発表
2010年3月	MSCI、リスク管理及びコーポレートガバナンスに係る商品やサービスを提供する米 RiskMetrics 社の買収を発表
2015年10月	EIRIS、パリで設立された ESG 評価機関である Vigeo との合併を発表。Vigeo Eiris が誕生へ
2017年7月	モーニングスター、オランダを拠点とする ESG 評価機関であるサステナリティックスの株式 40% の取得に合意したと発表
2018年7月	トムソン・ロイター、自社のファイナンシャル・リスク部門を米ブラックストーンが主導する プライベート・エクイティ・ファンドとの戦略的提携に基づき、同部門の名称をリフィニティブ (Refinitiv) とすることを発表
2019年4月	ムーディーズ、Vigeo Eiris の買収を発表
2019年8月	リフィニティブ、ロンドン証券取引所グループによる買収提案を発表
2019年11月	S&P グローバル、RobecoSAM のコーポレート・サステナビリティ評価を含む ESG 格付事業の譲渡に合意したことを発表
2020年4月	モーニングスター、サステナリティックスの完全子会社化に合意したことを発表

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 1. 信用格付会社と ESG 評価機関に係る動向

ESG 評価は、1920 年代以降、社会的責任投資 (SRI) が広まる中、1980 年代に SRI に関する調査・評価機関が設立されたことに端を発すると言われている。最も初期の ESG 評価機関として、1983 年に英国で設立された Ethical Investment Research Services (EIRIS) が挙げられる<sup>6</sup>。EIRIS は 2015 年 10 月、2002 年にパリで設立された ESG 評価機関である Vigeo との合併を発表し、Vigeo Eiris が誕生した<sup>7</sup>。その後、投資家や発行体によって ESG の課題を考慮する動きが活発化する中、Vigeo Eiris は 2019 年 4 月、米大手格付会社であるムーディーズによる買収を発表した<sup>8</sup>。ムーディーズは、当該買収について、ESG 評価の発展に寄与し、投資判断における ESG のグローバル標準につながるものである、との見解を示した。Vigeo Eiris は、当該買収に伴い、社名を V.E へと変更することを発表した<sup>9</sup>。

スイスでは 1995 年、サステナブル投資に特化した資産運用会社として Sustainable Asset Management (SAM) が設立された。SAM は 1999 年、コーポレート・サステナビリティ評価 (詳細は後述) を開始する<sup>10</sup>と共に、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスと共同で、コーポレート・サステナビリティ評価によるデータに基づくダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・ワールド・インデックス (DJSI) の算出を開始した<sup>11</sup>。SAM は 2006 年 12 月、

<sup>6</sup> EIRIS, Ethical Investment Research Services, “The state of responsible business: Global corporate response to environmental, social and governance (ESG) challenges Executive summary version,” September, 2007, p.2.

<sup>7</sup> V.E, “Vigeo and EIRIS announce merge,” 13 October, 2015.

<sup>8</sup> V.E, “Vigeo Eiris and Moody’s Investors Service join forces to celebrate the recognition and the value of non-credit evaluations,” 15 April, 2019.

<sup>9</sup> V.E, “Vigeo EIRIS Rebrands to V.E,” 22 October, 2020.

<sup>10</sup> Robeco, “SAM publishes Sustainability Yearbook 2020,” 3 February, 2020.

<sup>11</sup> S&P Dow Jones Indices, A Division of S&P Global, “Frequently Asked Questions S&P DJI ESG Scores.”

オランダのラボバンク傘下で、サステナビリティ投資に特化した資産運用会社であるロベコ (Robeco) による買収を発表した<sup>12</sup>。ロベコ傘下となった SAM は 2013 年 1 月、社名を RobecoSAM へと変更した<sup>13</sup>。2013 年 2 月には、日本の多角的金融サービスグループであるオリックスが、オランダの大手銀行であるラボバンクからロベコの株式 90.01% を取得した<sup>14</sup>。その後、ロベコは 2019 年 11 月、RobecoSAM のコーポレート・サステナビリティ評価を含む ESG 格付事業を S&P グローバルに譲渡することに合意したことを発表した<sup>15</sup>。S&P グローバルは、コーポレート・サステナビリティ評価のデータを通じて、透明性が高く、頑健で、包括的な ESG のソリューションを提供していく、との姿勢を示している。

## 2. 指数提供機関と ESG 評価機関に係る動向

ロンドン証券取引所傘下の指数提供機関である FTSE Russell は 2001 年より ESG 関連指数である FTSE4Good Index の提供を開始した<sup>16</sup>。その後、指数、データ、アナリティクス等の分野で ESG に係るサービスを拡大し、ESG 評価として FTSE ESG Rating を提供している。

米国では、1989 年に企業の社会的パフォーマンスの評価機関である Kinder, Lydenberg, Domini Research & Analytics (KLD) が設立された<sup>17</sup>。KLD は、1990 年 5 月、世界で最も初期の SRI 指数である Domini 400 Social Index (現 MSCI KLD 400 Social Index) の提供を開始した<sup>18</sup>。KLD は、同じく米国を本拠とし、リスク管理及びコーポレートガバナンスに係る商品やサービスを提供する RiskMetrics により買収された。その後、米国を拠点とする指数提供機関である MSCI は 2010 年 3 月、RiskMetrics の買収を発表した<sup>19</sup>。MSCI は現在、1,500 種類超の株式及び債券等に係る ESG 関連指数を提供している<sup>20</sup>。

## 3. 金融・経済情報及びその他評価会社と ESG 評価機関に係る動向

大手 ESG 評価機関の一社であるサステナビリティクスは、オランダのトリオドス銀行傘下のサステナビリティ評価機関である Triodos Research からスピノフにより 2002 年に設立された Dutch Sustainability Research (DSR)、欧州の格付会社等による合弁会社であるドイツの Scoris、スペインのサステナビリティ評価機関である Analistas Internacionales en Sostenibilidad (AIS) の合併によって 2009 年に設立された<sup>21</sup>。同年、1992 年にカナダで設

<sup>12</sup> Robeco, “Robeco and SAM Group create the leading sustainability platform,” 13 December, 2006.

<sup>13</sup> “Dutch firm rebrands Swiss AM arm,” *Citywire*, 15 January, 2013.

<sup>14</sup> Orix, Rabobank, Robeco, “ORIX acquires Robeco,” 19 February, 2013.

<sup>15</sup> Robeco, “RobecoSAM to transfer the SAM ESG Ratings and ESG benchmarking business to S&P Global,” 21 November, 2019.

<sup>16</sup> FTSE Russell, “FTSE4Good Index Series.”

<sup>17</sup> Amy Domini, “Biography.”

<sup>18</sup> MSCI, “MSCI KLD 400 Social Index.”

<sup>19</sup> MSCI, “MSCI Inc. to acquire RiskMetrics Group, Inc.,” 1 March, 2010.

<sup>20</sup> MSCI, “MSCI ESG Indexes.”

<sup>21</sup> Sustainalytics ウェブサイト。

立されたサステナビリティのパフォーマンス評価を行う Jantzi Research と合併した。サステイナリティクスは 2017 年 7 月、米モーニングスターによる株式の 40%の取得に合意したと発表した<sup>22</sup>。2020 年 4 月には、モーニングスターによる完全子会社化に合意したことが発表された<sup>23</sup>。モーニングスターとサステイナリティクスは、2016 年より、投資信託のサステナビリティ格付け、サステナビリティ関連指数、ポートフォリオ分析等の分野で協業してきた。モーニングスターは、当該買収により、サステイナリティクスの ESG データ及び分析に係る事業統合を推進することを明らかにした。

金融・経済情報を提供するブルームバーグは 2009 年 12 月、炭素に係る問題とクリーン・エネルギーへの投資の拡大を見込み、クリーン・エネルギー、炭素、ガス市場に関する分析及びニュースを提供する英ニュー・エナジー・ファイナンスを買収することを発表した<sup>24</sup>。法律、税務、会計、コンプライアンス等のビジネス関連情報を提供するトムソン・ロイターは 2009 年 11 月、スイスの ESG 関連情報の提供機関である ASSET4 の買収を発表し、ESG に係るデータベースの構築と関連サービスの強化を行った<sup>25</sup>。トムソン・ロイターは 2018 年 7 月、自社のファイナンシャル・リスク部門を米ブラックストーンが主導するプライベート・エクイティ・ファンドとの戦略的提携に基づき、同部門の名称をリフィニティブ (Refinitiv) とすることを発表した<sup>26</sup>。その後、リフィニティブは 2019 年 8 月、ロンドン証券取引所グループによる買収提案を発表した<sup>27</sup>。

## IV ESG 評価の概観

ESG 評価機関は、①基礎評価機関、②総合評価機関、③専門評価機関、の 3 つに大別することが可能である<sup>28</sup>。基礎評価機関は、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である。総合評価機関は、公表情報の他、企業からのフィードバック、調査票等を基にした情報を活用している。専門評価機関は、ESG の課題の中で、環境やコーポレートガバナンス等に特化した情報を提供する。ESG 評価を提供する基礎評価機関として、ブルームバーグ、リフィニティブ、総合評価機関として、V.E (旧 Vigeo Eiris)、サステイナリティクス、S&P グローバル、FTSE Russell、MSCI 等が挙げられる (図表 3)。

<sup>22</sup> Morningstar, “Morningstar and Sustainalytics expand their sustainability collaboration,” 24 July, 2017.

<sup>23</sup> Morningstar, “Morningstar to acquire Sustainalytics and expand access to ESG research, data, and analytics for investors Worldwide,” 21 April, 2020.

<sup>24</sup> “Bloomberg buys New Energy Finance,” *Reuters*, 10 December, 2009.

<sup>25</sup> “Thomson Reuters buys Swiss data provider ASSET4,” *Reuters*, 30 November, 2009.

<sup>26</sup> Thomson Reuters, “Thomson Reuters Financial & Risk Business announces new company name: Refinitiv,” 27 July, 2018.

<sup>27</sup> Refinitiv, “Proposed all share acquisition of Refinitiv by London Stock Exchange Group (LSEG),” 1 August, 2019.

<sup>28</sup> Li, F., & Polychronopoulos, A., “What a difference an ESG ratings provider makes,” *Research Affiliates*, 2020.

図表 3 ESG 評価の概観

種別	基礎評価機関		総合評価機関				
	ブルームバーグ	リフィニティブ	V.E	サステイナリティクス	S&P グローバル	FTSE Russell	MSCI ESG Research
ESG 評価名	ESG 開示スコア	ESG スコア	ESG スコア	ESG Risk Rating	SAM ESG スコア (S&P グローバル ESG スコア)	ESG Ratings	MSCI ESG Rating
対象企業	約 11,700 社	約 10,000 社	約 5,000 社	約 12,000 社	約 7,300 社	約 7,200 銘柄	約 8,500 社
データ	公開情報等	公開情報等	公開情報及び企業とのコンタクト情報等	公開情報及び企業のフィードバック等	公開情報及び企業への質問票 (直接回答と間接回答) 等	公開情報及び企業のフィードバック等	公開情報及び企業のフィードバック等
スコア	0~100	0~1	0~100	0~100	0~100	0~5	0~10
格付け等	—	D-~A+ の 12 段階 (D~A の格付けに応じて定性評価)	Weak、Limited、Robust、Advanced の 4 段階	無視できるリスク、低リスク、中リスク、高リスク、深刻なリスク、の 5 段階	Gold Class、Silver Class、Bronze Class の 3 段階。スコアの改善率が高い先は Industry Mover に認定	—	CCC~AAA の 7 段階 (格付けに応じて、Leggard、Average、Leader と定性評価)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 1. 基礎評価機関

### 1) ブルームバーグ

ブルームバーグは、金融・経済情報を提供するグローバルな金融テクノロジー企業である。ブルームバーグは、2009 年に ESG 情報の提供を開始した。現在、ESG 関連のデータ・分析・ニュースの検索、スコア算出等のサービスにより、ESG 関連リスクや投資機会を見極めることを支援している。ブルームバーグが提供する ESG 関連スコアとして、①Board Composition Scores、②Environmental & Social (ES) Scores、③Environmental & Social News Sentiment Scores、④ESG 開示スコア (ESG Disclosure Scores)、⑤ブルームバーグ男女平等指数スコア (Bloomberg Gender-Equality index Scores)、等が挙げられる。

ブルームバーグは、ESG 評価に関連して、ESG 情報の開示の程度を示す ESG 開示スコアを算定している。ESG に係るデータの対象企業は、世界 102 か国の約 1 万 1,700 社であり、日本企業は、そのうち 2,239 社である<sup>29</sup>。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。ESG 開示スコアは日次で更新される。

ESG 開示スコアは、①大気の質、②気候変動、③水・エネルギー管理、④資源及び廃棄物、⑤人的資本、⑥監査リスク及び監視、⑦報酬、⑧多様性、⑨取締役の独立性・構成・任期、⑩株主権、の分野のデータを基に算出されている。これらの分野における 900 種類以上のデータ項目からデータが取得される。ESG スコアは、開示の情

<sup>29</sup> Bloomberg (参照日：2020 年 12 月 18 日)

報量により、0～100の範囲で示される<sup>30</sup>。

ブルームバーグの ESG スコアは、米サステナビリティ会計基準委員会（SASB）との提携により開発されたブルームバーグ SASB ESG インデックス、MSCI ESG Research との提携により開発されたブルームバーグ・バークレイズ MSCI ESG インデックス等に使用されている。

## 2) リフィニティブ

リフィニティブは、トムソン・ロイターのファイナンシャル・リスク部門を前身とする、世界有数の金融市場データのプロバイダーで、約 190 か国で 4 万社を超える企業・機関にサービスの提供を行っている。

リフィニティブは、ESG 評価に関連して、ESG スコアを提供している。同スコアは、企業の相対 ESG パフォーマンスを測定するものである。リフィニティブの ESG スコアは、世界の企業約 10,000 社を対象としている。対象企業の地域別内訳は、北米 3,500 社超、中南米 350 社超、欧州 2,100 社超、アフリカ・中東約 300 社超、オセアニア 600 社超、アジア（日本を除く）1,250 社超、日本 450 社超である<sup>31</sup>。ESG スコアの算出に用いる情報は、年次報告書、非政府組織（NGO）ウェブサイト、CSR レポート、企業ウェブサイト、取引所開示書類、ニュースソース、等である。リフィニティブの ESG スコアは週次で更新される。

リフィニティブの ESG スコアは、ESG 分野における 10 種類のカテゴリー（①資源利用、②排出量、③イノベーション、④従業員、⑤人権、⑥地域社会、⑦製品責任、⑧経営陣、⑨株主、⑩CSR 戦略）、186 種類の基準（metrics）、450 種類超のデータ項目を基に測定される。スコアについては、業種等のベンチマークを使用しながら、①当該企業よりスコアの低い企業数、②当該企業と同スコアの企業数、③スコアのある企業の総数、という要素によりスコアが計算され、各カテゴリーの比重を勘案し、ESG スコアが算出される。

リフィニティブは、ESG スコアに加えて、同スコアに ESG 不祥事の情報を重ね合わせ、包括的な ESG Combined（ESGC）スコアについても提供している。不祥事の情報については、23 種類の不祥事に係るカテゴリーに基づいて不祥事スコアが算出されている。

ESG スコアは 0～1 で評価され、スコアが 0 から 0.25 以下で D-～D+（ESG パフォーマンスが相対的に低く、重要な ESG データの開示が不十分）、0.25 超 0.5 以下で C-～C+（ESG パフォーマンスが相対的に満足できる水準で、重要な ESG データの開示の程度が低水準）、0.5 超 0.75 以下で B-～B+（ESG パフォーマンスが相対的に良好で、重要な ESG データの開示の程度が平均を上回る水準）、0.75 超 1 以下で A

<sup>30</sup> Bloomberg, “Environmental, social, and governance (ESG) product.”

<sup>31</sup> Refinitiv, “Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from REFINITIV,” April, 2020.



ー～A+（ESG パフォーマンスが相対的に大変良好で、重要な ESG データの開示の程度が高水準）と 12 段階の定性評価が行われる。

## 2. 総合評価機関

### 1) V.E

ムーディーズ傘下の V.E は、投資家および企業向けに幅広い ESG 関連サービスを提供している。投資家に対しては、格付け、データベース、セクター分析、ポートフォリオ分析、仕組債、指数等に係るサステナブル投資の投資判断を支援するサービスを提供している。企業およびその他組織に対しては、サステナブル関連債券、企業格付け、CSR 評価等に係る事業や戦略への統合を支援するサービスを提供している。

V.E は、企業を対象とした ESG 関連サービスとして、ESG スコア等を提供している。V.E の ESG スコアは、企業が ESG に係る重要課題を考慮し、管理する程度を測るものである。同スコアは約 5,000 社の企業等を対象としている。対象企業の地域別内訳は、北米 1,256 社、欧州 1,588 社、アジア太平洋 1,108 社、その他 920 社である<sup>32</sup>。ESG 評価に用いる情報は、企業による公表情報、企業への直接の問い合わせによる情報、各種ステークホルダーの公表情報やデータベースの情報である。

V.E の ESG 評価は、Equitics と呼ばれる方法論に基づいており、スコアの算出には、①環境、②地域社会貢献、③企業行動、④人権、⑤コーポレートガバナンス、⑥人的資源、の 6 種類の分野における、38 種類の ESG に係る基準、250 種類超のデータ項目に基づく枠組みが用いられる。ESG に係る基準は、国際連合、国際労働機関等による国際基準に基づく 330 種類の行動原則が設定されている。スコアの算出においては、①業種分析、②企業分析、が実施される。

業種分析においては、41 種類の業種の枠組みにおいて、ESG に係る基準はウェイト付けされる。1 業種につき平均で 25 種類の ESG 基準が適用される。企業分析においては、①方針（可視性、網羅性、責任の所在）、②実施（手段、範囲、対象）、③結果（指標、ステークホルダーからのフィードバック、反応度）、という 3 つの柱及び 9 種類の分析の観点でスコアが算出される。以上の分析により、0～100 の ESG スコアが算定される。ESG スコアについて、スコアが 0～30 未満で Weak、30～50 未満で Limited、50～60 未満で Robust、60～100 で Advanced、と 4 段階の定性評価が行われる。

V.E の ESG 評価は、欧州で取引所を運営するユーロネクストと V.E が共同で設定する、ユーロネクスト・ヴィジオ・アイリス・インデックス等に活用されている。

### 2) サステイナリティクス

モーニングスター傘下のサステイナリティクスは、投資家および企業向けに ESG に関する各種サービスを提供している。サステイナリティクスの企業を対象とした

<sup>32</sup> Vigeo Eiris, “ESG Assessment Methodology -Executive Summary-,” April, 2020.

ESG 評価として、ESG Risk Ratings が挙げられる。

ESG Risk Ratings は、投資家による商品及びポートフォリオに関する財務的に重要な ESG リスクの特定及び理解を目的として設計されている。サステナビリティクスは、ESG スコアの算出にあたり、①ESG リスクに対するエクスポージャー（Exposure to ESG Risk）、②ESG リスクの管理（Management of ESG Risk）、③管理できないリスク（Unmanageable Risk）、の概念を導入している。ESG Risk Ratings においては、発行体の財務的に重要で業種固有の ESG リスクと当該リスクの管理状況が考慮されており、スコアは発行体の ESG リスクへの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<sup>33</sup>。

ESG Risk Ratings の対象企業は 12,000 社超である<sup>34</sup>。ESG 評価に用いる情報は、企業による公表情報、ステークホルダーの公表情報、企業からのフィードバック、各種レビュー等である。ESG Risk Ratings は、週次で更新される。

ESG Risk Ratings は、①コーポレートガバナンス、②ESG に係る重要課題（Material ESG Issue）、③予測不能な個別課題、により構成されていることが特徴である。ESG リスクに対するエクスポージャーは、138 種類のサブ業種分類の下で評価される。各サブ業種には ESG に係る 20 種類の ESG に係る重要課題、300 種類超の基準、約 1,300 種類のデータ項目が設定されている。なお、1 業種につき 10 種類の重要課題が割り当てられる。ただし、コーポレートガバナンスは重要課題として全ての企業に適用される<sup>35</sup>。

ESG に係る重要課題とは、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データの機密性とデータ保護、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労働安全衛生、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。

ESG に係る重要課題の割り当て後、イシュー・ベータ（Issue Beta）と呼ばれるサブ業種内の相対評価、不祥事評価による個別課題に係るリスクが考慮され、個別企業の調整が行われる。

ESG リスクに対するエクスポージャーのうち、各種の取り組みによる管理状況によって、管理されたリスクに係るスコアが算出される。ESG リスクに対するエクスポージャーから管理されたリスクを差し引いたものが、管理できないリスクである。

<sup>33</sup> Sustainalytics, “The ESG Risk Ratings Methodology-Abstract,” November, 2019.

<sup>34</sup> Sustainalytics ウェブサイト（参照日：2020年12月9日）

<sup>35</sup> Sustainalytics, “Overview of Sustainalytics’ ESG Risk Ratings.”

ESG Risk Ratings のスコアは、管理できないリスクの合計として算出される。

ESG Risk Ratings 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。

サステナビリティの ESG 評価は、ESG に関する世界的な株価指数で、ドイツ証券取引所傘下のストックス (STOXX) が提供するストックス・グローバル・ESG・リーダーズ指数の企業の選定に活用されている。

### 3) S&P グローバル

S&P グローバルは 2019 年 11 月、RobecoSAM (現 Robeco) の ESG 格付事業の譲渡に合意した。当該買収となった事業の中で企業を対象とした ESG 評価の仕組みは、コーポレート・サステナビリティ評価 (Corporate Sustainability Assessment、以下 CSA) と呼ばれる。

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 の質問票に対して、企業が直接回答する場合と、アナリスト・チームが非参加企業に代わって、開示情報に基づいて評価する場合がある<sup>36</sup>。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 の対象となった企業数は、ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックスの対象となる企業について、2020 年において 3,429 社だった<sup>37</sup>。CSA への参加企業数 (質問票への回答社数) は 1,386 社であり、1999 年の調査開始時の参加企業数である 280 社から大幅に増加している。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。

SAM ESG スコアは、ESG の 3 分野における平均で 23 種類の基準により評価される。各基準には、平均で 100 問の質問が設定されている。各質問は、企業における、①ESG 要因が企業の財務的成功にとって重要であるかの認識、②ESG 要因に対する企業のエクスポージャーが財務的に影響を及ぼすことの把握、③ESG リスクを管理する戦略、または関連する機会を活用するための戦略の実行と当該戦略とビジネスモデルとの整合性の保持、④重要業績評価指標に関する結果の測定とサステナビリティ戦略の有効性の評価、⑤結果の確認と外部監査の実施、⑥コーポレート・サステナビリティ戦略と所定の目標の達成状況に関する透明性の高い情報開示、の側面を評価する。

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。各質問票には、80~100 問の質問が含まれており、平均で 600 項目、最大 1,000 項目のデータの提供が求められている。質問は、一般的な内容と、業界固有の内容に大別される。

<sup>36</sup> S&P Dow Jones Indices, A Division of S&P Global, “Frequently Asked Questions S&P DJI ESG Scores.”

<sup>37</sup> SAM, Now a Part of S&P Global, “2020 Corporate Sustainability Assessment (CSA)”

一般的な質問項目としては、コーポレートガバナンス、人的資本開発、リスク及び危機管理、等の管理及びパフォーマンスに係る質問が挙げられる。

一般的な質問項目は、全体の質問のうち、4~5割を占める。業界固有の質問は、経済、環境、社会面の課題や傾向に焦点を当てた業界固有のリスク及び機会に関するものである。

経済、環境、社会に関する質問の割合は、業界毎に異なっている。

各産業において、60点以上の合計スコアを獲得し、かつ所属産業での最高スコアを獲得した企業との得点差が1%以内の企業はSAM Gold Classに認定される。57点以上の合計スコアを獲得し、かつ所属産業において最高スコアを獲得した企業との得点差が1~5%の企業はSAM Silver Classに認定される。54点以上の合計スコアを獲得し、かつ所属産業において最高スコアを獲得した企業との得点差が5~10%の企業は、SAM Bronze Classに認定される。各産業の上位15%の企業のうち、前年比のスコア改善率が最も高かった企業はSAM Industry Moverに認定される<sup>38</sup>。

CSAの調査結果は、The Sustainability Yearbookとして公表されている。The Sustainability Yearbook 2020に掲載された458社のうち、SAM Gold Classは71社、SAM Silver Classは64社、SAM Bronze Classは85社だった。

S&Pグローバルは2020年5月、SAM ESGスコアをS&PグローバルESGスコアとして自社のプラットフォーム上で入手可能にすることを発表した<sup>39</sup>。S&PグローバルESGスコアは、世界の7,300社超の企業を対象としている。S&PはCSAに係る事業買収に伴い、スコアに対する関心が高まったことを受けて、提供を開始した。

S&Pグローバルは、CMEグループとの合弁会社で、世界有数の指数プロバイダーであるS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス(DJI)を通じて、ESG指数事業を行っている。同社のS&P ESG指数シリーズにおいて、CSAを基にして算出したスコアであるS&P DJI ESGスコアが使用されている。S&P DJI ESGスコアは、CSAを基にしているが、SAM ESGスコアとはスコアの算出プロセスが異なっている。S&P DJIによれば、SAM ESGスコアはESGトピックスに関する絶対パフォーマンスによる評価で同業他社の比較を行う際に有益である一方、S&P DJI ESGスコアは、広範なポートフォリオの構築や指数の構築に適している。

#### 4) FTSE Russell

ロンドン証券取引所グループの傘下であるFTSE Russellは、株や債券等の資産クラスの指数の開発・算出・管理、アナリティクス、データ提供等を行う。データの中で、ESG課題に対する企業のエクスポージャーと管理状況を測定する目的で提供されているのが、企業を対象としたESG評価にあたるESG Ratingsや収益総額のうちグリーン

<sup>38</sup> S&P Global and RobecoSAM AG, "The Sustainability Yearbook 2020," January, 2020.

<sup>39</sup> S&P Global, "S&P Global launches ESG scores based on 20 years of SAM Corporate Sustainability Assessment data," 18 May, 2020, S&P Global, "S&P Global ESG scores are accessible for the first time to the global investment community," 18 May, 2020.

関連製品から生み出される割合を測定する Green Revenue data、等である。

ESG Ratings は、企業の ESG に係る課題へのエクスポージャーと管理状況を示すものである。ESG Ratings の対象は、先進国及び新興国市場の 47 か国の 7,200 銘柄である<sup>40</sup>。同評価は、年に 1 度の調査、公開情報、企業からのフィードバック等を通じて算出・公表される。対象企業の ESG Ratings は、年 2 回（6 月末、12 月末）公表される<sup>41</sup>。

ESG Ratings は、環境、社会、ガバナンスの分野に基づき評価が行われる。より具体的には、環境分野における、①生物多様性、②気候変動、③汚染と資源、④水の安全保障、⑤サプライチェーン、社会分野における、①顧客に対する責任、②健康と安全、③人権と地域社会、④労働基準、⑤サプライチェーン、ガバナンス分野における、①腐敗防止、②コーポレートガバナンス、③リスクマネジメント、④税の透明性、の計 14 種類のテーマによって評価される。

各テーマには 10～35 種類、計 300 種類超のデータ項目が設定されている。同指標は各企業事業内容に応じて適用され、1 社平均で 125 種類のデータ項目が適用される。同社は、ESG Ratings の特徴として、①柔軟性とカスタマイズ、②マテリアリティの重視、③明確なルールとデータ重視、④客観的で強力なガバナンス、⑤持続可能な開発目標（SDGs）との整合性、を挙げている。

ESG Ratings の評価にあたり、ESG に関する企業の取り組みは 4 つのステップで評価される<sup>42</sup>。①企業の事業特性の把握、②業種と活動国により、適用される ESG のテーマ及びそのエクスポージャーのレベル（3 段階）の判断、③ESG テーマにおける企業の取組内容・対応の評価、④各テーマのエクスポージャーレベル及びスコアによる ESG Ratings の算出、である。ESG Ratings は、0～5 で評価される。

FTSE Russell は、ESG Ratings に基づいて、FTSE4Good 指数シリーズ、FTSE ESG 指数シリーズ、等の構成銘柄を選定している。

## 5) MSCI

MSCI は傘下の MSCI ESG Research を通じて、幅広い ESG 関連サービスを提供している。企業を対象とした ESG 評価として、企業の ESG 評価が含まれる ESG Ratings report、ESG に関する不祥事に対する企業の関与や国際的規範や原則への違反についての評価、コーポレートガバナンスに関する評価、兵器製造やたばこ製品または宗教上の教義に反する活動に関与する企業の特定、等を行っている。

MSCI ESG Research は、MSCI ESG Ratings を提供することで、投資家が ESG に係るリスク及び機会を理解し、それらをポートフォリオの構築と管理に統合することを支援する。MSCI ESG Ratings は、長期的視点で、財務的に重要な ESG リスクに対する

<sup>40</sup> FTSE Russell, “ESG Ratings and data model Integrating ESG into investments.”

<sup>41</sup> FTSE Russell 「FTSE Russell ESG Rating のご紹介 JPX&LSEG」 2019 年 11 月 14 日。

<sup>42</sup> 前掲脚注 41 参照。

企業の頑健性を測るものである<sup>43</sup>。ESG リスクとは、①企業が発生させる負の外部性のうち、中長期的に予測できない費用を発生させるもの、②中長期的に企業の機会につながる可能性があるもの、を指す。

より具体的には、①企業とその業界が直面する最も重要な ESG リスク及び機会は何か、②企業はそれらのリスク及び機会にどの程度関係しているか、③企業は主なリスク及び機会にどの程度対応しているか、④競合他社と比較した位置づけはどうか、といった点を明らかにする。MSCI ESG Ratings の対象は、8,500 社である<sup>44</sup>。MSCI ESG Ratings は、週次で情報が更新される。企業に対しては、年1回以上の詳細な調査が実施される。評価は、公開情報・企業からのフィードバック等を通じて算出・公表される。

MSCI ESG Ratings は、企業の事業と業界課題に関する 10 種類のテーマ（①気候変動、②自然資源、③廃棄物管理、④環境市場機会、⑤人的資本、⑥製造物責任、⑦ステークホルダーとの対立、⑧社会的機会、⑨コーポレートガバナンス、⑩企業行動）、35 種類の重要課題（key issue）、数千のデータ項目を基に評価される。

重要課題毎のスコアの算出、業種に係る調整等が行われた後、ESG Ratings が算出される。MSCI ESG Ratings は、各企業を CCC～AAA（CCC、B、BB、BBB、A、AA、AAA）の 7 段階で評価を行う。MSCI ESG Ratings が CCC・B で Laggard、BB・BBB・A で Average、AA・AAA で Leader と 3 段階の定性評価が行われる。

MSCI ESG Ratings は、MSCI ESG インデックスにおける銘柄選定等において幅広く活用されている。

## V ESG 評価の課題と今後の展開

多数の評価機関から ESG 評価が提供される中、ESG 評価を含む非財務情報の評価に係る標準的な手法が確立されていないこと等を背景として、評価機関間で ESG 評価に比較的大きなばらつきがあることが知られている。

GPIF は、ESG 評価のばらつきについて、ESG 評価の評価機関間での相関に係る分析を行っている<sup>45</sup>。具体的には、2020 年 3 月末時点で FTSE Russell と MSCI の ESG 評価が付与されている日本企業を対象に、同一企業に対する ESG 評価を、ESG スコア、E スコア、S スコア、G スコアの 4 つに分けて相関関係を分析した。その結果、ESG スコア及び E スコアには、ある程度の正の相関関係が確認されるものの、S スコア及び G スコアに関しては明確な相関関係が確認されなかった。

同様に、経済協力開発機構（Organisation for Economic Co-operation and Development、

<sup>43</sup> MSCI, “MSCI ESG Ratings Methodology –Executive Summary-,” November, 2020.

<sup>44</sup> MSCI, “MSCI ESG Ratings.”

<sup>45</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「2019 年度 ESG 報告書」2020 年 8 月 19 日、41-42 頁。

OECD) は、持続可能で強靱なファイナンスをテーマとしたレポート<sup>46</sup>の中で、ESG 評価が評価機関毎にばらつきがあることを指摘すると共に、その要因として、ESG 評価の方法論の違い等を挙げている。同レポートでは、S&P500 種株価指数等の構成銘柄について、ブルームバーグ、MSCI、リフィニティブによる 2019 年時点の ESG 評価の相関関係を分析し、明確な相関関係が確認されなかったことを示した。これに加えて、複数の企業について、ESG 評価のばらつきが、信用格付けのばらつきと比較して相対的に大きいことを示した上で、こうしたばらつきは ESG 評価の信頼性に疑問を呈するものである、との見方を示している。

こうした ESG 評価の現状を踏まえると、ESG 評価の普及と健全な発展に向けた課題として、①ESG 評価手法の改善、②ESG 評価に必要な ESG 情報開示の充実化、が挙げられる。これらの課題に関連して、GPIF は 2017 年 7 月、ESG 評価手法については、現時点でスタンダードとなるものは確立されていないと述べると共に、評価する上で必要な情報の開示についても十分とはいえない状況である、との見方を示した。その上で、ESG 評価の精度向上のためには、「企業側の ESG 情報開示の促進」と「ESG 評価手法の改善」が不可欠である、との見解を示した<sup>47</sup>。

ESG 評価手法の改善に関連して、欧州のグリーンボンド基準 (EU GBS) における、外部評価機関に係る提案が参考になると思われる<sup>48</sup>。EU GBS では、グリーンボンドの外部評価機関を公式に認定し、監督する体制を構築することを推奨している。欧州では、こうした動きと同様に、金融規制当局より ESG 評価機関に対する規制・監督を求める声が出ており<sup>49</sup>、今後の動向が注目される。

より信頼性の高い ESG 評価手法が確立されていくことで、ESG 投資のさらなる普及・促進につながることを期待されよう。

<sup>46</sup> OECD, “OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance”, OECD Publishing, 29 September, 2020, pp.26-27.

<sup>47</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人「ESG 指数選定結果について」2017 年 7 月 3 日、11 頁。

<sup>48</sup> EU GBS の詳細は、江夏あかね、富永健司「EU におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた動き—タクソノミー、グリーンボンド基準、ベンチマーク、開示をめぐる進展—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号、を参照。

<sup>49</sup> Steven Maijoor, “Sustainable financial markets: translating changing risks and investor preferences into regulatory action—Speech by Steven Maijoor, European Financial Forum, Dublin,” 12 February, 2020, p6.