

ESG投資の拡大と市場参加者に求められるESG評価の理解

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ます。本稿では代表的なESG評価の特徴及び評価間のばらつきの分析、ESG評価に対する投資家及び規制当局の見方についてご紹介します。

ESG評価間のばらつきについて

環境・社会・ガバナンス(ESG)投資が世界的に拡大を続けています。広い意味でのESG投資であるサステナブル投資残高は増加基調にあり、取得可能な最新のデータに基づく、2020年に約35兆ドルに達しています¹。また、同投資残高が世界の運用資産残高に占める割合は、同時点で約35%となっています。

機関投資家等によるESG投資においてしばしば活用されているのが、企業のESGに係る取り組みをスコアや格付で評価する「ESG評価」です。ESG評価については、標準的な手法が確立されていないことから、評価間にばらつきがあることが広く知られています。

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

います²。GPIFは2017年より、ESG評価間のばらつきの分析結果を公表していますが、ESG評価間にばらつきがある状況は現在まで依然として継続しています。

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ます。

本稿では、ESG評価の活用理由・選定方法・活用状況を概観した上で、ESG評価の特徴及び評価間のばらつきの状況を確認し、投資家及び規制当局の見方、今後の注目点を論考します。

ESG評価機関の事例及び活用状況

機関投資家は、信用格付会社、指数会社、金融情報ベンダー等が提供するESG評価を選定した上で、様々な方法でESG評価及びその基となるデータを活用しています。以下では、ESG関連のシンクタンクであるSustainAbilityによる、ESG評価に係る投資家向け調査である「Rate the

¹ Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020,” 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。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

Raters 2020³」の結果の概要について紹介します。

1. 投資家がESG評価を活用する理由

「Rate the Raters 2020」によれば、ESG評価を活用する理由として、「投資パフォーマンスに関連する重要情報を提供する」との回答割合が最も高く、「企業のESGパフォーマンス及びリスクに係るリサーチの補完」との回答割合が2番目に高い結果となりました。これらの結果から、多くの投資家がESG評価について投資パフォーマンスに影響をもたらす可能性があるとの認識を持っていることが見てとれます。

2. ESG評価機関の選定方法

投資家がESG評価の質を判断する項目としては、①評価手法の内容及び透明性、②ESGに係る重要課題との整合性、③セクター及び地域の対象範囲、等が挙げられています。また、投資家向けのインタビューでは、ESG評価の質を決定する要素として最も多く言及されたのは、セクター及び地域の対象範囲が広いことでした。これらのことから、ESG評価の選定においては、ESG評価の対象範囲や評価手法に係る質や特色等が重視されていることが窺えます。

3. ESG評価機関の活用方法

ESG評価の具体的な活用方法としては、①社内のESG調査の補完、②同業他社比較のベンチマーク、③投資分析を行う際の出発点としての利用、等の例が挙げられています。また、投資家によっては、ESG評価の基となるデータがより重要であり、ESG評価の結果についてはデータ項目の一つである、との認識も示されています。

ESG評価の特徴及びばらつきに係る比較分析

野村資本市場研究所では、ESG評価の活用が広がる中、投資家が直面する課題の一つであるESG評価間のばらつきについて、代表的なESG評価機関(ブルームバーグ、S&Pグローバル、サステナリティクス)による日本企業のESG評価を取り上げ、比較分析を実施しました。当該比較分析においては、日経500種平均株価の構成企業のうち数値が取得可能な企業を対象としています。

1. 業種別の評価状況

各評価機関の業種別⁴の評価状況について確認したところ、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、評価機関の間で違いが見られました。例えば、「電気・ガス業」については、ブルームバーグでは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、サステナリティクスで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ます。

他方、ブルームバーグ及びS&PグローバルのESG評価では、一部の業種について類似する傾向が見られました。例えば、ブルームバーグで低評価の企業が相対的に高い割合を占める業種の中に「その他金融業、情報・通信業等」がありますが、当該業種については、S&Pグローバルでも総じて低評価の企業の割合が高くなるなどの結果が見られました。

2. ESG評価間のばらつきの状況

個別企業に対するESG評価のばらつきについては、業種別の評価状況の分析結果と同様、ブルームバーグとS&PグローバルのESG評価の間に一定程度の正の相関(相関係数は約0.5でした)が見られる一方、サステナリティクスと他

³ SustainAbility, "Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results," March 2020.

⁴ 業種分類は東証33業種。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

の2社との間に関係性はほとんど確認できないとの結果となりました(相関係数はそれぞれ約0.1)。

S&PグローバルのESG評価の観点には、開示の有無が含まれます。ブルームバーグのESG評価は開示の情報量を反映したスコアです。これらの特徴により、両社の評価に一定の関係が見られたものと考えられます。

3. ESG評価に対する示唆

本分析からは、ESG評価結果、評価手法の多様性が改めて確認されました。同一企業においても評価機関によってESGの取り組みに係る見方が異なる可能性があることを踏まえると、複数の評価機関の評価を確認することが有用であると考えられます。さらに、総合評価が同程度の水準でもESG分野毎に見ると水準が異なる場合があることから、ESG分野毎の評価、データの内容等の多面的な分析が必要であることも示唆されました。

ESG評価間のばらつきに対する投資家の見方

こうしたESG評価間のばらつきに対して、前述の「Rate the Raters 2020」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がる一方、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ます。

また、同調査では投資家がESG評価に期待する設問について、「ESG評価手法の質の改善及び開示」の回答割合が最も高く、次いで「ESGに係る重要課題の重視」、「ESG評価の財務パフォーマンスとの関連性の向上」の回答割合が高くなりました。

証券監督者国際機構のESG評価・データ提供機関に係る推奨事項

規制当局によるESG評価に対する見方に関

連して参考になるのが、証券監督者国際機構(IOSCO)が2021年11月に公表したESG評価・データ提供機関に係る最終報告書⁵(IOSCO報告書)です。IOSCO報告書においては、①規制及び監督手法、②ESG評価・データ提供機関の内部プロセス、③ESG評価・データの活用、④ESG評価機関と企業との対話、についての10項目の推奨事項が提示されています。

ESG評価・データ提供機関の内部プロセスに関する具体的な内容としては、①評価手法の透明性の向上、②評価の独立性・客観性の確保、③利益相反への対処、④非開示情報の適切な処理、等が言及されています。

今後の注目点

IOSCO報告書には、ESG評価機関の内部プロセスに係る項目以外に、市場参加者に対して、ESG評価及びデータに関する情報のデューデリジェンス等を実行し、理解度を向上させることが言及されると共に、ESG評価機関と企業との対話に関する推奨事項が含まれています。こうした点に鑑みると、ESG評価機関のみならず、投資家及び企業を含む市場参加者に対しても、ESG評価の多様性を踏まえた行動の検討が求められていると考えることができます。今後、市場参加者とESG評価機関との円滑な対話に向けた取り組みの進展が注目されます。

日本においても、2022年2月3日に金融庁により設置が公表された「ESG評価・データ提供機関等に係る専門分科会」において、ESG評価・データ提供機関について期待される行動規範のあり方等の議論が始まったところです。国内におけるESG評価機関及びESG評価に係る議論についても進展が期待されます。

⁵ International Organization of Securities Commissions, "Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Final Report," November 2021

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

— 次号のお知らせ —

次号は

3月28日(月)

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 ^(※)	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
 - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
 - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
 - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
 - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
 - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
 - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
 - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F
TEL: 03 6703 3991 Email: nenkin@jp.nomura.com