

2021年7月2日 全8頁

# ESG 格付に対する規制は進むのか

## 議論が先行している欧州の動向に留意

金融調査部 SDGs コンサルティング室 兼 政策調査部 研究員 田中大介

### [要約]

- 市場への影響力が増している ESG 格付には、ESG 格付会社が評価基準や手法の詳細を公表していないがゆえに、様々な問題が指摘されている。
- ゆえに、欧州の ESMA、米国の SEC、日本の金融庁は総じて ESG 格付の信頼性は不十分であるという認識を持っており、特に ESMA では信用格付と同様、公的機関への登録・監督など信頼性向上のための具体的な手段を提示するに至っている。
- 日本でもサステナブルファイナンス有識者会議にて議論が行われている。2021年6月18日に公表された報告書では、規制手段について明確な記載がないものの、「行動規範」という言葉からステュワードシップ・コードを想起させる表現を用いている。
- ESG 格付は信用格付とやや性質が異なることから、信用格付会社を対象とする規制が採用できるかも含めて、実効性のある制度の検討が進むことを期待したい。

## 1. ESG 格付とは

近年、ESG 投資の拡大に伴い、投資判断材料として ESG 格付（評価）の影響力が増している。ESG 格付とは、企業の E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）への取り組みやその成果から、企業を評価するものである。ESG 格付会社が企業を評価する上で必要な情報ソースは、企業に送付したアンケートの回答や、ウェブサイト等の公開情報など、格付を付与する ESG 格付会社によって異なる（図表 1）。主として財務情報から評価する信用格付と比べて、評価手法にばらつきがあるため、同一企業に対して付与される格付間に明確な相関関係があるとは言い難い現状にある<sup>1</sup>。そのため、投資判断材料としての有用性や評価手法の妥当性を判断することが難しく、投資家自らが ESG 格付を判断材料として用いる際には、その評価手法を熟知しておくことが重要である。

また、ESG 格付は ESG 指数の構成銘柄の選定や構成ウェイトの決定などに影響していることも少なくない。例えば、いくつかの ESG 格付会社は指数提供会社の傘下にある。その他、信用格付会社や議決権行使助言会社など、金融情報プロバイダーの傘下にあるケースは珍しくない（図表 2）。ゆえに、ESG 格付は直接・間接的に市場への影響力を有していると考えられる<sup>2</sup>。

図表 1 主要な ESG 格付会社

ESG格付会社	データソース	カバレッジ（企業数）	ESG指数への組み入れ
CDP	アンケート	約8,400	
S&P		約7,300	○
MSCI	公開情報	約8,500	○
REFINITIV		約9,400	○
FTSE Russell		約7,200 (Eは約14,700)	○
SUSTAINALYTICS		約12,000	○
ISS		約6,500	○
Vigeo Eiris		約5,000	○
Bloomberg		約11,700	○

（注）カバレッジは、本稿執筆時点の世界全体の数値。

（出所）各社資料より大和総研作成

<sup>1</sup> GPIF（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）や Berg, Florian and Kölbel, Julian and Rigobon, Roberto, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings (May 17, 2020). Available at SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=3438533> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533> などを参照。

<sup>2</sup> ESG 格付が持つ市場への影響力については、田中 大介 「ESG 格付の評価向上は株価に影響する？」（大和総研レポート、2020年2月18日）を参照。

図表 2 ESG 格付会社の資本関係

主要なESG格付会社	資本関係の情報
CDP	—
S&P Global	RobecoSAMのESG格付事業を買収
MSCI	—
Refinitiv	LSEG（証券取引所）の傘下
FTSE Russell	FTSE（指数提供会社）の傘下
SUSTAINALYTICS	Morningstar（投資信託評価会社）の傘下
ISS	Deutsche Börse AG（証券取引所）の傘下
Vigeo Eiris	Moody's（信用格付会社）の傘下
Bloomberg	—

（出所）Refinitivより大和総研作成

## 2. ESG 格付会社は詳細な評価手法を公開していない

主要な ESG 格付会社は、格付に係る詳細な評価手法を公開していない。評価手法の完全公開は他社が格付を再現できてしまう可能性があるため、評価手法の公開に制限を設けることはある程度許容されるべきなのかもしれない。しかし、評価手法の概要しか公開されていないゆえに、ESG 格付評価の妥当性を確認することの難しさが問題視されている。

例えば、投資家が ESG 格付をもとに、投資対象や投資金額を決めるとする。投資家からすれば、自ら企業の ESG 情報を収集する必要がないため、「お手軽に」ESG 投資を行うことができる。他方、ESG 格付をそのまま利用して投資対象等を判断する場合、ESG 要素のうちどの項目にウェイトを置くかなど、投資家独自の ESG 投資のスタンスを反映することは難しく、投資家は ESG 格付会社が決めた方針に沿った ESG 投資を行うこととなる。投資家が自身のスタンスを反映させたい場合には、そのスタンスと同様の ESG 格付を選択するために、投資判断に用いる ESG 格付の評価手法を理解しておくことが必須となる。

また、資金の運用者であるアセットマネージャー（以下、AM）が ESG 格付を用いた運用を行う場合に、受託者責任を果たせるのかという論点も重要である。

通常、AM は、資金の提供者であるアセットオーナー（以下、AO）に対して、AO の利益を優先する運用が求められる。そもそも AM が積極的に ESG 投資を行うことが受託者責任を果たすこと

であるかは議論の余地がある<sup>3</sup>。仮に AM が積極的に ESG 投資を行った結果として金銭的リターンが市場ベンチマークを下回った場合には、ESG 要素を重視することが金銭的リターンを向上させるという認識のもとで ESG 投資を行う AM の前提条件が保たれなくなる、あるいは A0 が金銭的リターンよりも ESG 要素を重視することによる社会的リターンが重視されるべきという認識を必ずしも持っていなかったといったことが確認されれば、AM は受託者責任に反したとして、責任を追及される可能性がある。

特に、ESG 格付は詳細な評価手法が公開されていないがゆえに、ESG 格付会社から AM、そして A0 へ ESG 格付の評価手法（どの ESG 要素をどのくらい重視しているのかなど）が伝達されていない可能性がある<sup>4</sup>。ESG 格付会社が一次利用者である AM へ評価手法を開示していたとしても、A0 が AM の投資判断に用いる ESG 格付への理解が十分でなく、自身にとって望ましい ESG 投資を行っているかを判断することができないといった構図も考えられる。すなわち、受託者責任を確認する上で重要な A0 と AM とのコミュニケーションにおいて、明らかな情報の非対称性が生じることとなる。AM が ESG 格付会社が提供している ESG 格付をそのまま用いるか、独自に開発した ESG 格付を用いるかにかかわらず、ESG 格付会社による AM への開示に加えて、A0・AM 間の情報の非対称性の改善・解消に向けた取り組みも必要だろう。

### 3. 欧州（ESMA）と米国（SEC）の動向

前述の問題点を受け、2021 年 1 月 28 日に欧州の ESMA（European Securities and Markets Authority：欧州証券市場監督局）が欧州委員会に向けた letter<sup>5</sup>を公表している。

ESG 格付における問題点として、前述のもの以外に利益相反やグリーンウォッシュなどについて言及している。前者については、ESG 格付会社が評価手法を公表していないにもかかわらず、企業に対する格付の付与とコンサルティングを同時に行っているケースを懸念しているようだ。後者は、企業の環境問題に対する取り組みにおいて実情と開示内容に乖離が生じている、いわば「見せかけ」の開示が行われていることである。例えば、ESG 格付のうち E（環境）の項目で高評価を得ている企業へ投資した場合でも、実際には環境問題への取り組みに消極的な企業へ投資することが起こり得る。

そこで、ESG 格付における規制の検討は並大抵でないとした上で、ESMA が将来の法的枠組みとして提示しており、以下 5 つに大別できる。

<sup>3</sup> 各国・地域により A0 の投資姿勢は異なるが、A0 が望む利益に ESG が包含されているか、それが他の要素（金銭的リターンなど）に比べて優先されるかなどが論点となっている。

<sup>4</sup> 当然、ESG 格付会社が AM に評価手法を開示し、AM が A0 へその内容を明瞭に説明していれば問題とはならないが、Sustainability “Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results”（2020 年 3 月）で示された機関投資家向けインタビュー結果では、今後 5 年間で ESG 格付の質的向上と手法の開示を望むと回答した投資家が 74%（複数回答可）を占めており、必ずしも ESG 格付会社が AM 向けに評価手法を開示していない可能性が示唆されている。

<sup>5</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423\\_esma\\_letter\\_to\\_ec\\_on\\_esg\\_ratings.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-379-423_esma_letter_to_ec_on_esg_ratings.pdf)

- ① ESG 格付について共通の法的定義を作成すること
- ② ESG 格付会社は公的機関による登録および監督を受けること
- ③ ESG 格付に適用される製品要件の設定<sup>6</sup>
- ④ 大規模な ESG 格付会社を組織的要件（利益相反も含む）の対象とすること<sup>7</sup>
- ⑤ 既存の規制の枠組みの対象となる可能性のある大規模な多国籍プロバイダーと、小規模または新興 ESG 格付会社の両方に対応するような制度構築

内容としては、信用格付会社に対する規制に近いものとなっており、基本的には登録および監督を行うことが念頭にあるのだろう。実際、欧州の信用格付会社を監督しているのは ESMA であり、そのノウハウを適用できるとの考えのようだ。

また、この letter のもととなっているパブリックコメントでの回答にて、ESMA は現状の ESG 格付の比較可能性や品質、信頼性は乏しいとしている<sup>8</sup>。理由として、一貫性や透明性などの欠如を挙げており、このままでは投資家の保護と金融の安定性に影響を与えるだけでなく、長期的には持続可能な発展にも影響を及ぼすとしている。

他方、米国の SEC (U.S. Securities and Exchange Commission: 米国証券取引委員会) も現状の ESG 格付に対して問題が生じていると認識している。ただし、ESMA とは異なり、ESG 格付に焦点を当てた規制等は慎重に議論されている。例えば、2021 年 4 月 9 日に公表された Risk Alert<sup>9</sup>では、現状の ESG 関連の情報開示やコンプライアンスなどに関して問題点を指摘しているが、この文書は ESG 投資を行う資産運用会社を対象としたものであり、この Alert では ESMA のように ESG 格付会社を対象とした規制を議論しているわけではない<sup>10</sup>。

また、2020 年 5 月 27 日の資産運用諮問委員会にて、SEC のジェイ・クレイトン前委員長が ESG 格付の不正確さについて言及している。具体的には、環境、社会、ガバナンスを単一指標 (ESG 格付) として分析することへの懸念のようだ。

このように欧州の ESMA と米国の SEC で ESG 格付規制の検討に対するスタンス等は異なるが、ESG 格付の信頼性は乏しく、これを改善する必要があるという認識は共通していよう。

<sup>6</sup> Letter の原文では “These should not necessarily be of the same level of prescriptiveness as those applicable to credit ratings.” と続いており、信用格付の規制と対比されている。よって、この場合は EU の信用格付規制で定められている、信用格付の独立性、客観性、および品質を保証する要件に類する事項を指すものと考えられる。

<sup>7</sup> ガバナンス体制や内部管理体制、利益相反管理体制の構築を指すものと考えられる。

<sup>8</sup> European Securities and Markets Authority “Response to public consultation EC consultation on a Renewed Sustainable Finance Strategy” (2020 年 7 月 15 日)

<sup>9</sup> <https://www.sec.gov/files/esg-risk-alert.pdf> (2021 年 6 月 29 日閲覧)

<sup>10</sup> 2019 年 6 月 18 日、ヘスター・M・パース委員のスピーチにて、一部の ESG スコアは不正確な情報に基づいているなど、ESG 格付が抱える問題点について言及しているが、スピーチの冒頭でも述べている通り、必ずしも SEC 全体の意見を示すものではないため、このような問題提起を超えた具体的な規制手段の検討が、SEC として積極的あるいは慎重な立場であるかは定かでない。

## 4. 日本はどのようなのか

日本でも、ESG 格付における規制の必要性は認識されている。2021 年 6 月 18 日のサステナブルファイナンス有識者会議で「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」（以下、報告書）が公表されており、その中に ESG 格付に対する考え方が示されている。

概要は図表 3 に示す通りだが、主に問題提起とその改善方法などを例示している。前述の ESMA や SEC との大きな違いは、問題点として「企業の負担」が挙げられていることだろう。ESMA や SEC は ESG 格付を利用する側（資産運用会社など）からの視点が主である一方、日本の報告書では評価対象側（事業法人など）に焦点が当たっている印象を受ける。

図表 3 サステナブルファイナンス有識者会議報告書の ESG 格付に関する記述概要

問題点	概要
① 評価の透明性と公平性	評価やデータ補完（欠損データの推計など）の基準・手法が異なるため、その詳細や設定の意図等が開示されていないければ、各々の評価結果が異なる理由がわからない
② ガバナンスと中立性	ESG 格付評価・データ提供会社が企業評価やグリーンボンド等の外部評価を行う一方で、同企業に有償でコンサルティングを行うなど、利益相反が懸念される
③ 適した人材の登用	ESG 格付評価・データ提供会社において要求されるべき評価能力、適正な人員、ガバナンス体制等が客観的に担保されていない
④ 企業の負担	多くの格付（評価）会社から評価内容等の確認を求められることへの事務負担が大きい



改善方法
ESG 格付評価・データ提供会社による評価基準・手法の公開
評価の対象（企業）および利用者（機関投資家や金融機関）双方が期待する体制を ESG 格付評価・データ提供会社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

（注）表の改善方法で示される事項は、報告書にて例示された方法を記載。

（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」（2021 年 6 月 18 日）より大和総研作成

また、この報告書に改善方法が記載されているとはいえ、具体的な規制等の手段が明確に示されていない点は ESMA の letter などとの大きな違いである。例示されている改善方法も評価基

準・手法の公開と適切な人材登用という内容であり、これらをハード・ロー（法令）とソフト・ロー（自主規制規則や行動規範など）のどちらで対応するかは不明瞭である。

ここで、報告書において「行動規範」という言葉が使われている点は留意すべきだろう。具体的には、「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」（報告書 pp. 16-17）とされており、ESMA のように登録（Registration）や監督（Supervision）といった表記が見られない。当然、登録・監督についてもサステナブルファイナンス有識者会議で議論されている<sup>11</sup>が、報告書には「行動規範」とあり、スチュワードシップ・コードを想起させる書きぶりとなっている。

現在の日本版スチュワードシップ・コード<sup>12</sup>では、原則 8 で「適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努める」と記されており、これに日米欧が懸念する ESG 格付の問題点が包摂されると考えることもできる。

他方、機関投資家向けサービス提供者について「ある機関（機関投資家を含む）が、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する機能を有する場合は広くこれに該当する」<sup>13</sup>としているが、念頭に置かれているのは主に議決権行使助言会社や年金コンサルタントである。そのため、現在のスチュワードシップ・コードも ESG 格付会社を対象としているが、具体的なプラティクスが示されているのは指針 8-1 にとどまる。

仮に、スチュワードシップ・コードで対応する場合には、具体的に ESG 格付会社と明記した上で指針が示されることも考えられる。もちろん、スチュワードシップ・コードはプリンシパルベースアプローチを採用しているため、必ずしもコードが履行されるわけではなく、各国が懸念する問題点を改善するには、より具体的なプラクティスが示されることが望まれよう。

## 5. 最後に

ESG 格付会社を対象とする規制について、欧州、米国、日本の動向を概説したが、これらも含めた世界中の監督機関が加盟する IOSCO（International Organization of Securities Commissions：証券監督者国際機構）でも ESG 格付に関する議論が行われている。2021 年末までに ESG 格付会社等に関するレポートが公表される見込みであり<sup>14</sup>、その内容に注目したい。

<sup>11</sup> 金融庁『「サステナブルファイナンス有識者会議」（第 7 回）：議事録』（2021 年 5 月 28 日）などを参照。

<sup>12</sup> 機関投資家向けの行動規範であり、2020 年に改訂が行われた。

<sup>13</sup> 金融庁『「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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』（2020 年 3 月 24 日）、p. 21 脚注 27

<sup>14</sup> International Organization of Securities Commissions “IOSCO Board Priorities - Work Program

議論が先行する欧州で ESMA が提示した信用格付会社に対する規制の援用については、ESG 格付と信用格付では、格付に依存した投資が横行するなどした際に起こるリスクが全く異なる<sup>15</sup>点に留意すべきである。現行の信用格付会社への規制は、2007 年に顕在化したサブプライムローン問題を背景に、短期間で証券化商品（特に CDO (Collateralized Debt Obligation : 債務担保証券)）の格付引き下げが大量に生じたことが契機となった。信用格付に依存した投資を行っていた機関投資家等が大幅な損失を抱えたことで、信用格付の在り方が見直されることとなった。すなわち、信頼性が担保されていない信用格付に依存することは、直接的に投資家の経済的リターンに負の影響を与え得るということである。

他方、ESG 格付は発行体が開示または回答する ESG 情報に応じて評価されるため、ESG 格付の引き下げが短期間かつ大量に生じたとしても、発行体の経営状況が深刻化する、あるいはデフォルトが生じることには直結しない。近年 ESG 投資が拡大していることに鑑みれば、ESG 格付の大幅な引き下げが発行体の資金調達コストを上昇させる可能性はあろう。しかし、ESG 格付の信頼性が担保されなかったとしても、多くの場合、ESG 格付の大幅な引き下げは信用格付のそれに比べて、投資家の経済的リターンに対する影響は軽微と考えられる<sup>16</sup>。規制手段として登録・監督を行う場合には、信用格付と同等の開示等を要求するかなど、この違いを考慮した制度設計が求められるのではないだろうか。

ESG 格付や ESG 情報は投資判断材料として成熟しているとは言い難く、現状は多くの問題を抱えている。これの規制の在り方を検討することは並大抵でないが、金融資本市場の健全な発展に資するものとして ESG 投資が一層拡大していくためには、各国または国際的な議論で ESG 格付に対する実効性のある制度検討が進むことが必要だろう。

---

2021-2022” (2021 年 2 月 26 日)

<sup>15</sup> 信用格付と ESG 格付で考慮しているリスクが異なる点は、田中大介「信用格付と ESG 格付における ESG 要素の違い」(大和総研レポート、2019 年 10 月 3 日)を参照。

<sup>16</sup> 当然、ESG 情報が財務情報へ与える影響が大きくなればこの限りではないが、既存研究では肯定意見と否定意見が混在しており、ESG 情報を反映した ESG 格付が信用格付ほどの影響を持ち得るかは定かでない。また、ESG 格付が関連金融商品の価格形成に大きな影響を与えている場合も、その商品を保有している投資家のリターンを大きく損なう可能性があるが、ESG 格付が反映されるのは主に株価指数であり、その構成ウェイトの決定には ESG 格付に比して企業の時価総額が大きく寄与していることが多い。今後、ESG 格付を反映した金融商品が拡大すれば、投資家の経済的リターンに大きな影響を与え得ると考えられる。