

2023 年 4 月 17 日 全 8 頁

ESG 格付けは今後選別されていくのか

ESG 評価・データ提供機関等を取り巻く環境の変化から考える

金融調査部 主任研究員 太田珠美

[要約]

- 機関投資家による ESG 投資が拡大するとともに、それを支える ESG 評価・データ提供機関等の重要性も高まっている。ESG 評価・データ提供機関等に対しては、世界的に①評価の透明性と公平性、②ガバナンスと中立性、③適した人材の登用等について課題が指摘されている。金融庁はこうした課題に対応するため、2022 年に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を公表、ESG 評価・データ提供機関等に賛同を呼び掛けている。
- ESG 評価・データ提供機関等が提供するサービスの中でも、ESG 格付け・スコア（企業の ESG の取り組みを評価し、数値や記号で表すもの）は ESG 評価・データ提供機関等によるばらつきがあり、疑問の声が挙がることが多い。ESG 格付け等のばらつきはそれ自体に問題があるわけではないが、機関投資家がその要因を理解することが難しい点には問題があると考えられる。ESG 評価・データ提供機関等による情報開示等の充実が求められる。
- 一方、機関投資家は内部で ESG を評価できる体制の構築を進めている。また、ESG を評価する上で大きな課題の 1 つであった企業側の情報開示も、国際的な基準作りの作業が行われている。機関投資家が ESG 格付け等を利用するニーズが低下していき、ESG 格付け等の一層の選別が進むかもしれない。

1. 資本市場において存在感が高まる ESG 評価・データ提供機関等

(1) ESG 投資の広がりとともに ESG 評価・データ提供機関等の重要性も高まる

機関投資家による ESG 投資が拡大するとともに、ESG 投資を行うインフラとして、企業の ESG の取り組みを評価する ESG 評価機関や、ESG に関するデータを提供するデータプロバイダの重要性が高まっている。代表的な ESG 評価機関やデータプロバイダとしては、ブルームバーグ・エル・ピー、CDP、FTSE Russell、MSCI、S&P グローバル、Sustainalytics などが挙げられる（図表 1）。ESG 評価機関の ESG 評価は機関投資家の投資判断に活用されるほか、ESG 指数の構築に活用されることもある。例えば、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が採用している ESG 指数である FTSE Blossom Japan Index は FTSE Russell の ESG スコアが 3.3 以上であること¹を、MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数は MSCI の ESG 格付けが BB 以上であること²をそれぞれ組み入れ要件の 1 つとしている。

SDGs 債³等の評価機関（ESG ファイナンス評価機関）としては、DNV ビジネス・アシュアランス・ジャパン、日本格付研究所（JCR）、格付投資情報センター（R&I）、Sustainalytics が挙げられる。SDGs 債は、環境省や国際資本市場協会（ICMA）などが作成しているガイドラインに則って発行することが一般的である。ESG ファイナンス評価機関は発行体からの依頼に基づき、そのガイドラインとの適合性などを評価する役割を主に担っている。なお、前述の ESG 評価機関による企業の ESG 評価は独自に行う（発行体の依頼に基づくものではない）、いわゆる勝手格付けであり、その点が ESG ファイナンス評価機関と異なる点である。

図表 1 ESG 評価・データ提供機関等一覧

ESG 評価機関・データプロバイダ	ESG ファイナンス評価機関
<ul style="list-style-type: none"> ● アラベスク・グループ ● ブルームバーグ・エル・ピー ● CDP ● Fitch Solutions ● FTSE Russell ● MSCI ● グッドバンカー ● 日本経済新聞社（日経 NEEDS） ● S&P グローバル ● Sustainalytics ● 東洋経済新報社 ● Truvalue Labs 	<ul style="list-style-type: none"> ● DNV ビジネス・アシュアランス・ジャパン ● 日本格付研究所（JCR） ● 格付投資情報センター（R&I） ● Sustainalytics

（出所）[日本取引所グループウェブサイト](#)より大和総研作成

¹ [FTSE Russell ウェブサイト](#)を参照。（2023 年 4 月 6 日アクセス）

² MSCI「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数 メソドロジー」（2022 年 5 月）を参照。

³ [日本証券業協会ウェブサイト](#)では SDGs 債を「発行体のサステナビリティ戦略における文脈に即し、調達資金が SDGs に貢献する事業に充当される債券や、SDGs の実現に貢献する KPI 設定／SPTs 達成型の性質を持つ債券」と定義している。SDGs 債という呼称は日本の国内市場で用いられているものである。なお、KPI：Key Performance Indicators（重要業績評価指標）、SPTs：Sustainability Performance Targets（サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット）である。

(2) ESG 評価・データ提供機関等に対する懸念と規制当局の対応

ESG 評価機関は企業の公開情報や個別の質問票の回答などを活用して ESG 評価を行っている。また、データプロバイダは企業の公開情報の集約を行うとともに、独自に ESG データを推計するなどしている。こうした状況から ESG 評価機関やデータプロバイダに対しては①評価の透明性と公平性、②ガバナンスと中立性、③適した人材の登用等について課題が指摘されている。証券監督当局の国際機関である IOSCO（証券監督者国際機構）はこうした課題認識から、2021年に規制当局や ESG 評価機関やデータプロバイダおよびその利用者に向けた提言として“Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Final Report”を公表した。

図表 2 IOSCO の ESG 評価・データプロバイダ等に対する提言の概要

誰向けの提言か	提言の概要
規制当局	<ul style="list-style-type: none"> ESG 格付けや ESG データの利用状況、ESG 格付け及び ESG データ提供者に対して、より注意を払うことを検討すること。
ESG 格付け及びデータプロバイダ	<ul style="list-style-type: none"> 透明かつ定義付けされたメソドロジーを用いて、可能な場合は公開されたデータ、必要に応じてその他の情報から、高品質な ESG 格付け及び ESG データを提供できるような手順を採用・実装すること。 意思決定が、政治的な干渉や、組織の構造や事業活動などに潜在する利益相反などに影響されないよう、方針とプロセスを採用・実装すること。業務の独立性と客観性を損なう可能性のある潜在的な利益相反を特定し開示すること、また特定した利益相反を回避、または適切に管理すること。 利用者が ESG 格付けや ESG データのメソドロジーなどを理解できるよう、十分な情報公開を行い、情報の透明性を高めること。 入手した非公開情報を適切に管理する方針・手順を採用・実装すること。 情報収集のプロセスを効率化すること。 ESG 格付けや ESG データの客観性を損なわない範囲で、発行体から指摘された問題への対応を検討すること。
市場参加者	<ul style="list-style-type: none"> ESG 格付けや ESG データの利用にあたり、デューディリジェンスを行ったり、内部で使用している ESG 格付けやデータに関する情報の収集・レビューを行うこと。
ESG 格付け及び ESG データの対象企業	<ul style="list-style-type: none"> 各法域の規制に留意しつつ、サステナビリティ関連情報の開示プロセスを可能な範囲で合理化すること。

(出所) IOSCO “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Final Report” (Nov 2021)より大和総研作成

国内では金融庁が 2022 年 2 月にサステナブルファイナンス有識者会議の下に ESG 評価・データ提供機関等に係る専門分科会を設置し、この問題について議論を行った。同専門分科会は同年 7 月に「ESG 評価・データ提供機関等に係る専門分科会報告書 ―ESG 評価・データの質の更なる向上を通じた市場の発展に向けて―」を取りまとめた。金融庁はこの報告書をベースに、同年 12 月に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を公表し、ESG 評価・データ提供機関等に対して 6 つの原則を提示している (図表 3)。行動規範は ESG 評価・データ提供機関等を対象としたものだが、ESG 評価・データが適切に利用されるためには、インベストメントチェーン全体を通じた環境整備を図っていくことが重要との観点から、投資家や企業への提言も巻末に付記されている。行動規範は 3 年後を目途に改訂の要否が検討され、必要に応じて見直される予

定である。

IOSCO の提言は ESG 評価や ESG データの利用者（主に機関投資家）から収益を得る ESG 評価機関およびデータプロバイダを念頭に置いたものであるが、日本の行動規範の ESG 評価・データ提供機関等には、ESG ファイナンス評価機関も含まれる。これは SDGs 債の評価の重要性が増していることや、SDGs 債で調達した資金が充てられる事業の評価にあたり、事業を行う企業全体の取り組み姿勢と合わせて評価する傾向が強まっていることなどが背景にある。

図表 3 「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」の 6 原則

原則 1 (品質の確保)	ESG 評価・データ提供機関は、提供する ESG 評価・データの品質確保を図るべきであり、このために必要な基本的手続き等を定めるべきである。
原則 2 (人材の育成)	ESG 評価・データ提供機関は、自らが提供する評価・データ提供サービスの品質を確保するために必要な専門人材等を確保し、また、自社において、専門的能力の育成等を図るべきである。
原則 3 (独立性の確保・利益相反の管理)	ESG 評価・データ提供機関は、独立して意思決定を行い、自らの組織・オーナーシップ、事業、投資や資金調達、その他役職員の報酬等から生じ得る利益相反に適切に対処できるよう、実効的な方針を定めるべきである。 利益相反については、自ら、業務の独立性・客観性・中立性を損なう可能性のある業務・場面を特定し、潜在的な利益相反を回避し、又はリスクを適切に管理・低減するべきである。
原則 4 (透明性の確保)	ESG 評価・データ提供機関は、透明性の確保を本質的かつ優先的な課題と認識して、評価等の目的・基本的方法論等、サービス提供に当たっての基本的考え方を一般に明らかにするべきである。 また、提供するサービスの策定方法・プロセス等について、十分な開示を行うべきである。
原則 5 (守秘義務)	ESG 評価・データ提供機関は、業務に際して非公開情報を取得する場合には、これを適切に保護するための方針・手続きを定めるべきである。
原則 6 (企業とのコミュニケーション)	ESG 評価・データ提供機関は、企業からの情報収集が評価機関・企業双方にとって効率的となり、また必要な情報が十分に得られるよう、工夫・改善すべきである。 評価等の対象企業から開示される評価等の情報源に重要又は合理的な問題提起があった場合には、ESG 評価・データ提供機関は、これに適切に対処すべきである。

(出所) 金融庁「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」(2022 年 12 月) より大和総研作成

行動規範は法令等ではないため、対象となる機関に一律に対応を求めるものではない。金融庁は ESG 評価・データ提供機関等に、行動規範の趣旨に賛同しこれを受け入れる旨の表明（公表）を呼び掛けている。行動規範を受け入れた機関は、規範の諸原則・指針を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明することが求められる（いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」）。賛同・受入れの状況については 2023 年 6 月を目途に（行動規範のうちデータ提供に係る賛同・受入れの状況については 2024 年 6 月を目途に）、金融庁ウェブサイトで公表される見込みである。筆者が確認したところ、FTSE Russell や Refinitiv、日本格付研究所（JCR）、格付投資情報センター（R&I）、アスエネ、RepRisk が既に自社ウェブサイトを通じて賛同表明を行っている（2023 年 4 月 6 日時点）。

2. ESG 評価機関の ESG 格付け等の課題

(1) ESG 格付け等の利用状況、質や使いやすさ～The SustainAbility Institute の調査～

ここからは、ESG 評価・データ提供機関等が提供するサービスのうち、特に企業の ESG の取り組みを評価し、数値や記号で表す ESG スコアや ESG 格付け（以下 ESG 格付け等）にフォーカスしていきたい。ESG 評価・データ提供機関等が提供するサービスのうち、ESG 格付け等に対しては、各機関の評価にばらつきがあり、機関投資家、企業の双方からその評価の適切性に疑問の聲が聞かれる。

財務情報に基づき企業の債務の利払いや元本の返済能力を評価する信用格付けは、一般的に評価機関による評価のばらつきが少ない。しかし、ESG 格付け等に関しては環境や社会、ガバナンスと考慮すべき範囲が広く、企業の情報開示も各社各様である。評価方法も ESG 評価・データ提供機関等が独自に構築しており、サステナビリティのリスクに重点を置く評価機関もあれば、リスクと機会の両方を評価する機関もある。開示情報のみで評価する機関もあれば、企業に質問票を送付し、その回答と開示情報から評価する機関もある。企業が発信する情報は用いず、インターネット上の書き込みや衛星画像などを活用して評価する機関もある。こうした評価方法の違いにより、ある同じ会社に対して評価機関 B は高い評価を付け、評価機関 C は低い評価をする、といったことが起こり得る。

英国の The SustainAbility Institute（英国のコンサルティング会社 ERM が運営している団体）は、機関投資家および企業がこうした様々な ESG 格付け等をどのように活用しているのか、また質や使いやすさをどう評価しているのか、調査を行っている。2023 年 3 月に公表された“Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads”では、同団体の調査に回答した機関投資家（33 件）、企業（104 件）の回答結果がまとめられている⁴。今回評価の対象となったのは The SustainAbility Institute が選定した 13 機関（CDP、Refinitiv、Moody’s ESG、Sustainable Fitch、FTSE4Good、RepRisk、EcoVadis、JUST Capital、S&P Global ESG、MSCI、Bloomberg、Sustainalytics、ISS-ESG）の ESG 格付け等である。

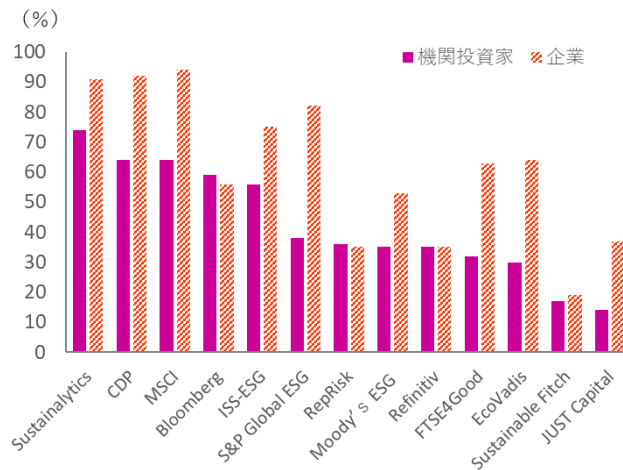
まず 13 機関の ESG 格付け等を機関投資家および企業がどの程度利用もしくは認知しているのかを確認したい。機関投資家は今回調査対象となっている全ての機関の ESG 格付け等を利用しているわけではなく、また企業側も全ての ESG 格付け等を認識しているわけではない。ESG 格付け等の質や使いやすさは、使っていない（認識していない）場合は評価することが難しいため、同調査では評価することが難しい ESG 格付け等は、回答をスキップすることが認められている。言い換えれば、機関投資家や企業が質や使いやすさを回答した割合が高い ESG 格付け等は、利用もしくは認知されている ESG 格付け等といえるだろう。

回答した割合を確認すると、13 機関の中で差がある状況が窺える（図表 4）。機関投資家、企

⁴ 質問票の送付先は 29 カ国の機関投資家 450 件、企業 1,400 件超で、回答の集計期間は 2022 年 9 月 21 日から 11 月 11 日である。

業ともに回答割合が高かったのは Sustainalytics、CDP、MSCI、Bloomberg、ISS-ESG であった。ESG 格付け等の質、使いやすさの評価にも差が見られた（図表 5）。機関投資家、企業の双方から相対的に高い評価を得ているのは、ISS-ESG、CDP、Sustainalytics、S&P Global ESG であった（図表 5、図表 6）。ただし、質も使いやすさも全体的に評価は高いとはいえず、質が高い、使いやすいと回答した比率が機関投資家・企業ともに 5 割を超えているのは CDP のみである。

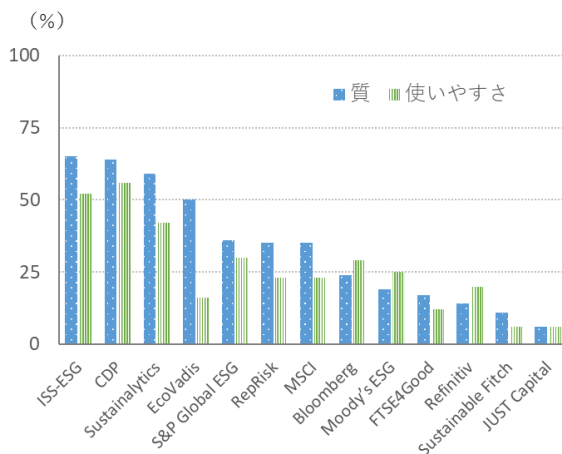
図表 4 機関投資家、企業の回答比率



(注) 質と使いやすさに対する回答率の平均値。

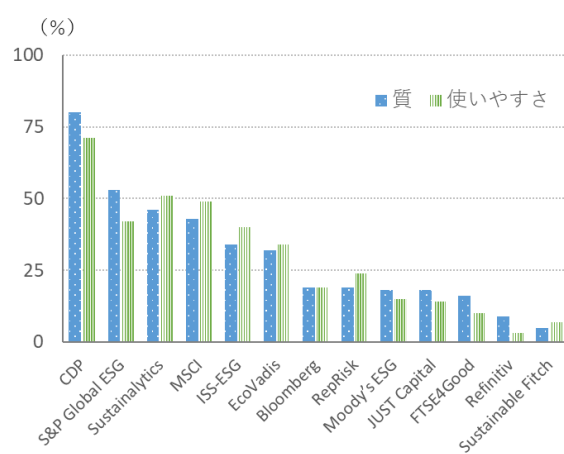
(出所) The SustainAbility Institute “Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads” (2023 年 3 月) より大和総研作成

図表 5 機関投資家が質が高い、使いやすい、と回答した比率



(注) 「質が高い」および「使いやすい」の回答比率はそれぞれ 1～5 の 5 段階評価（数字が大きいくほど評価が高い）のうち、4 もしくは 5 と回答した比率の合計。
(出所) The SustainAbility Institute “Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads” (2023 年 3 月) より大和総研作成

図表 6 企業が質が高い、使いやすい、と回答した比率



(注) 「質が高い」および「使いやすい」の回答比率はそれぞれ 1～5 の 5 段階評価（数字が大きいくほど評価が高い）のうち、4 もしくは 5 と回答した比率の合計。
(出所) The SustainAbility Institute “Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads” (2023 年 3 月) より大和総研作成

(2) 機関投資家が ESG 格付け等を使う理由、企業が ESG 格付け等を意識する理由

“Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads”によれば、機関投資家が ESG 格付け等を利用する理由として多く挙げたのは、企業の ESG パフォーマンスおよびリスクに関して自らの組織の調査を補足するため、ESG 格付け等が投資パフォーマンスに重要な情報やデータとなるため、および ESG 格付け等から得られる ESG 情報の利用について顧客を含む主要なステークホルダーからの要請が高まっているためであった。一方、企業が ESG 格付けに対応する主な動機として多く挙げたのは、投資家からの要請、ESG の取り組みに関する評価のため、および企業戦略を発展させるため、といった回答であった。

多くの機関投資家が運用において何等か ESG 要素を考慮するようになっている一方で、ESG を考慮したことを謳って組成・販売される金融商品（投資信託など）に対しては世界的に規制強化が進む。自社だけではなく外部の ESG 評価機関の ESG 格付け等を活用することで、客観性を担保する必要性が高まっているものと考えられる。また、ESG 投資に取り組む機関投資家が急速に増えた一方で、それに対応できる ESG の専門人材が業界全体で不足していることは、しばしば指摘されている。自社のリソース不足を補うために、外部の ESG 評価機関の ESG 格付け等を利用するケースもあるのだろう。

(3) 機関投資家の ESG 格付け等のニーズは、将来的には低下していく可能性

ESG には様々な要素があること、それぞれリスクと機会の観点から評価することが可能であること等から、筆者は ESG 評価・データ提供機関等によって ESG 格付け等の評価が異なることは健全であると捉えている。同じ「格付け」であっても、主要な利用者が債券投資家に絞られる信用格付けと異なり、ESG 格付け等は特定のアセットクラスの投資家を想定したものではない。例えば、企業価値の向上に重きを置く株式投資家と、利払い・元本償還の確実性に重きを置く債券投資家では、企業の ESG の取り組みに関して評価すべきポイントは異なることが予想される。

様々な ESG 格付け等が存在したとしても、機関投資家が自らのアセットクラス、投資戦略に合ったものを利用することができればよい。問題なのは、現状複数の選択肢の中から適切な ESG 格付け等を選ぶために必要な情報（各機関の評価の差が何によって生じているのか）が不足していることだろう。先述の IOSCO の提言やそれに基づく金融庁の「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」が求める通り、ESG 評価・データ提供機関等は、機関投資家が各社の ESG 格付け等のばらつきがどういった要因から生じているのか理解できるよう、情報を適切に提供していくことが期待される。

なお、“Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads”では機関投資家が内部で ESG を評価できる体制を構築しつつあることを指摘している。日本においても、2023 年 3 月に金融商品取引業者向けの総合的な監督指針が改正され、「監督上の評価項目と諸手続（投資運用業）」に「ESG 考慮に関する留意事項」が新設された。これを受け、資産運用会社が ESG 投資を実施す

るための態勢を充実させていくことが予想される⁵。こうした傾向が続けば、外部の ESG 格付け等を利用するニーズは将来的に低下していく可能性がある。加えて、機関投資家の ESG 評価を難しくしている要素の 1 つといわれている企業の開示内容のばらつきも、ISSB（国際サステナビリティ基準審議会）で検討中の国際的なサステナビリティ情報開示基準ができれば、改善が期待される。これまでも ESG 評価・データ提供機関等が M&A を通じて集約に向かう動きはあったが、今後機関投資家の態勢整備と企業の情報開示が進むことで、質の高い、使いやすい ESG 格付け等への選別が一層進むかもしれない。

⁵ なお、改正後の監督指針には ESG 評価・データ提供機関等に関して「公募投資信託の運用プロセスにおいて第三者が提供する ESG 評価を利用する場合や自社の ESG 評価に第三者が提供するデータを利用する場合、ESG 評価・データ提供機関の組織体制や評価の対象、手法、制約及び目的を理解する等、デューディリジェンスを適切に実施しているか。」という内容が盛り込まれている。