

サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価の不一致

浅野 敬志

要 旨

本稿では、2015年から2021年までの日本企業を対象に、サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価機関間でみられる ESG 評価の不一致との関係について実証分析する。サステナビリティ情報開示の拡充の程度は、Bloomberg が様々な企業情報開示をもとに独自算定している ESG 開示スコアを用いて確認し、ESG 評価機関間でみられる ESG 評価の不一致の程度は、ESG 評価機関 2 社 (MSCI, FTSE) の各 ESG スコアの差 (絶対値) を用いて確認する。

分析の結果、①時間とともに、日本企業のサステナビリティ情報開示が拡充し、ESG 評価機関による評価が上がり、ESG 評価機関間の評価の差も狭まっていること、②全体でも環境、社会、ガバナンスといった分野別でも、各情報開示の拡充により、ESG 評価機関間の各評価の差が狭まっていること、③環境分野と社会分野における各評価の差が ESG 評価の差を広げており、ESG 評価の差を狭めるためには環境分野と社会分野における情報開示の拡充が有効であること、が明らかになった。②は Christensen et al. (2022) の結果と異なるが、近年において、MSCI と FTSE が年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) を含めた ESG 評価の利用者と対話を重ね、ESG 評価手法の改善に向けた取り組みを進めていることなどが、結果に影響していると考えられる。

キーワード：サステナビリティ情報の拡充、ESG 評価機関、ESG 評価の不一致、
ESG 評価手法

目 次

- | | |
|--------------|----------------------------|
| 1. はじめに | 4.1 MSCI と FTSE の ESG 評価手法 |
| 2. ESG 評価機関 | 4.2 実証モデル |
| 3. 先行研究と仮説構築 | 4.3 サンプル |
| 4. リサーチ・デザイン | 4.4 記述統計 |

5. 分析結果

5.1 タイムトレンド分析の結果

1. はじめに

本稿では、日本企業のサステナビリティ情報開示に焦点を当て、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致との関係について実証分析する。

財務情報は世界各国において会計諸制度が確立しているのに対して、サステナビリティ情報はこれまで自主開示が一般的であり、その基準設定主体も民間で自然発生的に設立され、乱立状態にある。そのため、サステナビリティ情報の開示に積極的な企業は増加傾向にあるものの、十分な比較可能性が確保されていない、十分な信頼性がないなどの問題点が指摘されている（熊谷 2021, p.1）。

このような問題を緩和するため、世界的に統一されたサステナビリティ開示基準が作成されようとしている。サステナビリティ開示基準の作成は、企業による開示の取り組みレベルを一段引き上げるとともに、投資家等の利用者にとっても利用可能な情報の共通性、比較可能性を高め、ひいては資本市場の効率性を高める大きな意義がある。他方で、開示基準が過度に細則的なものになれば、企業の創意工夫の余地が狭まり、開示が保守化や定型化（ボイラープレート化）する懸念が生じる可能性も指摘されている（非財務情報の開示指針研究会2021, p.6）。企業は、開示情報の客観性や比較可能性の確保と、独自性の発揮とのバランスを取るための最適解を見出す努力が求められている。

ところで、どのようなサステナビリティ情報

5.2 重回帰分析の結果

6. おわりに

が企業価値や財務情報と高い関連性（価値関連性）を有するかについて、現状では作成者と読み手双方における共通理解が乏しく、また読み手の間においても共通理解が十分に醸成されていない状況にある。よく指摘される問題点として、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致が挙げられる。ESG 投資の資産残高が拡大し、ESG 評価機関の評価次第で多額の投資資金の行方が左右されるようになっており、こうした指摘への注目度が高まっている。ESG 評価機関は企業と投資家の情報仲介者であり、投資家が正しく ESG 投資の判断を行えるよう、資本市場に存在する情報の非対称性を緩和する役割を担っている。しかし、ESG 評価機関間で ESG 評価の不一致が続くようであれば、ESG 評価機関は期待される役割を果たしているとはいえない。

本稿では、ESG 評価機関の間で ESG 評価の不一致がみられるかどうかの真偽を確かめ、またサステナビリティ情報開示がその不一致を狭める効果があるのかどうかを確認するため、2015年から2021年までの日本企業を対象に実証分析を行う。

2. ESG 評価機関

サステナブルファイナンス（持続可能な社会を実現するための金融）の急速な拡大を受けて、企業のサステナビリティに関する取り組み状況やサステナビリティ関連の債券・融資の適格性等について情報を収集・集約し、評価を行

う ESG 評価機関の影響力が大きくなっている (金融庁 2022, p.1)。ESG 評価機関は企業と投資家の情報仲介者であり、投資家が正しく ESG 投資の判断を行えるよう、資本市場に存在する情報の非対称性を緩和する役割を担っている。

図表 1 は、主要な ESG 評価機関の概要をまとめたものである。ESG 評価機関は世界で600以上存在し、機関投資家が注目する代表的な ESG 評価機関だけでも10近く存在する (吉川

2020, p.5)。ESG 評価機関は、サステナビリティに対する取り組みやその効果、情報開示状況といった様々なパフォーマンスの評価 (以下、ESG 評価) を ESG スコアといった形で提供する。ESG スコアは概念的には非財務パフォーマンスの要約指標であり、財務パフォーマンスの要約指標である利益と類似している。

投資家は、ESG 投資の企業評価において、企業から開示される統合報告書やサステナビリティレポートと同様に、ESG スコアを重要な

図表 1 主要な ESG 評価機関の概要

ESG 評価機関	ソース	カバレッジ	尺度	特徴
FTSE	公表情報	約7,200社	0～5	<ul style="list-style-type: none"> ESG について14の評価項目ごとに評価。個々の評価項目について20～30の調査項目の開示状況で評価し、セクターごとに重要性で重み付けし評価している 5点満点中3.3点以上の評価でインデックスに組み込み (FTSE Blossom Japan 等の場合)
S&P Global	アンケート 公表情報	約4,700社	0～100	<ul style="list-style-type: none"> 財務上のマテリアリティに重点。企業のサステナビリティに係る機会の認識、活用能力を毎年評価 61の異なるセクター個別のメソッドロジーも整備
Sustainalytics	公表情報	約9,000社	0～100	<ul style="list-style-type: none"> 企業の重大な ESG 課題へのエクスポージャーを評価 ESG リスク管理能力に応じてスコアリング。なお、企業が直接管理できるリスクのみを考慮 (例: 石炭関連会社におけるスコープ3排出量は評価対象外)
MSCI	公表情報	約7,000社	AAA～CCC (7段階)	<ul style="list-style-type: none"> 企業の ESG リスクと機会を7段階で評価。高評価を受けた企業はインデックスへ組み込み 機関投資家向けにパフォーマンス調整済みに設計。毎年更新
CDP	アンケート	約7,000社	A～D- (8段階)	<ul style="list-style-type: none"> 企業より提出されるアンケートに基づき、環境対応に関する透明性とサステナビリティ指標のパフォーマンスを評価。毎年実施・更新 気候変動、森林、水の安全という3つの主要なカテゴリを評価。スコアリング方法はセクターごとに異なるが、共通カテゴリとしてガバナンス、リスクと機会、目標とパフォーマンス、開示、排出方法を設定
ISS ESG	公表情報	約6,300社	1～10 (10段階)	<ul style="list-style-type: none"> 企業の開示慣行を測定し、特に環境および社会指標に焦点 スコアは主に報告されるデータ量によって決定されるが、各種リスク軽減のための対策およびリスクに対する将来的な責任へのコミットメントに対して強い重み付け GRI, SASB, TCFD の開示拡充は、ISS のランキング向上へ寄与
Vigeo Eiris	公表情報	約4,500社	0～100	<ul style="list-style-type: none"> 国際枠組みに基づく38の基準を設定し、分析のためリスクファクターにより6つの領域に分類。さらに、各セクターと ESG 要素の関連性・重要性を鑑みて重み付けし、300超の指標を通じて評価 ユーロネクストと共同で ESG インデックスを組成
Bloomberg	公表情報	約11,500社	0～100	<ul style="list-style-type: none"> 企業の環境データの Bloomberg 端末フィールドのカバー量を評価 開示量のみフォーカスし、パフォーマンスはスコアリングに考慮されない

(出所) 吉川 (2020), 5 頁より筆者作成。

情報源としている。世界の資産規模上位50の資産運用会社に関する調査報告 (Hirai et al., 2021) によると、50社のうち46社、割合にして92%の資産運用会社が、少なくとも1社以上のESG評価機関を活用しているという。複数社を活用することも珍しくなく、4社以上を活用している資産運用会社が50社中20社を占めている。資産運用会社によるESG評価機関の活用は相当程度広まっているのが実態といえる (林 2022, p.121)。

企業もESGスコアを活用しており、本来の目的である株主や投資家に対するパフォーマンスの提示だけでなく、最新のサステナビリティのテーマやトレンドの把握など、マネジメントツールとしても活用している。また、ESGスコアを役員報酬のKPI (評価指標) に採用する企業が日本にも現れ始めている。

ESGスコアの評価手法としては、i) 評価の対象とする環境・社会・ガバナンスなどの評価項目を更に詳細な調査項目にブレイクダウンし、ii) 項目ごとに評価の視点を決め、iii) それぞれの視点に沿って情報を集め、iv) 項目別に点数を付与したうえで、v) あらかじめ定めた項目ごとのウェイトに応じて合計し、vi) 最終的な評価を決める、といった手順に沿う場合が一般的と言われている (荒尾・清水・小川 2020, p.12)。

ただし、評価・調査項目、評価の視点、使用する情報、項目ごとのウェイトなどがESG評価機関間で異なっている。これは、「評価の質的向上を目指すべき部分」と「企業情報開示に起因する部分」による影響もあるが、各項目の評価においてリスクや機会への影響をどう考慮するのか、リスクや機会への影響が発現するまでの時間軸をどう想定するのかといった「ESG

評価機関が売りとする評価上の特色に起因する部分」による影響も大きい (松田・浅野 2023, p.46)。このような評価手法の違いにより、複数の評価機関が同一の企業に付したESGスコアに大きな差が生じるケースが散見されている (湯山・白須・森平 2020, p.7; 森・長谷部・石川 2021, p.4)。

ESG評価機関間のESG評価の不一致は、投資判断におけるESGスコアの有用性を低下させる不確実性を反映している (Kimbrough et al. 2022)。例えば、Gibson et al. (2021) は、ESG評価の不一致と株式リターンとの間でみられる正の相関を、環境評価の不一致を主因とするリスク・プレミアムで説明している。ESG評価機関の多様性を踏まえると、ESG評価の不一致は必ずしも問題とはいえないものの、不一致を放置しておくことは問題であり、少なくとも担当者によって特段のばらつきがなく、組織横断的に質の高いサービスが提供されるよう、評価の基準や方法、要点等について、的確な指針を定めて浸透させることが重要である (金融庁 2022, p.19)。

3. 先行研究と仮説構築

ESG評価機関間のESG評価の不一致は、ESG評価機関の評価手法の違いに起因する部分と、企業のサステナビリティ情報の質の低さに起因する部分の2つで説明される場合が多い (GPIF 2022, p.52)。

ESG評価機関間でESGスコアの評価手法が異なることは前述したとおりである。Berg et al. (2022) はその理由として、①評価・調査項目要因 (評価・調査項目が異なる)、②測定指標要因 (同じ項目でも指標が異なる)、③ウ

エイト要因（複数の項目の評価を統合する際の重み付け（ウエイト）が異なる）といった3つの要因を挙げている。そして、ESG 評価機関6社の合計709個の指標を64個の項目に分類した上で分析し、ESG 評価の不一致への影響度は、評価・調査項目要因が38%、測定指標要因が56%、ウエイト要因が6%であると示している。測定指標要因の影響が半数を超えるということは、企業によるサステナビリティ情報開示の拡充はESG 評価機関が使用する指標のバリエーションを増やし¹、むしろESG 評価の不一致を広げる可能性があることを示唆している。

また、企業のサステナビリティ情報開示には、国際財務報告基準（IFRS）のような高品質の一組のグローバルスタンダードが存在せず、多くの開示基準や開示枠組み（以下、開示基準等）が乱立状態にある。その結果、それぞれの開示基準等の中では一定の一貫性が確保されているものの、異なる開示基準等の間では一貫性と比較可能性が十分に確保されているとはいえない²。また、将来情報を含むサステナビリティ情報には企業の独自性（自由演技）が求められ、現時点では第三者による保証も強制されていないことから、開示項目、開示時期、情報の質（信頼性）などにおいて裁量余地が大きい。環境への取り組みを誇張してアピールするような情報開示（グリーンウォッシュ）もみられ、このような状況下でサステナビリティ情報

開示を拡充しても、ESG 評価機関の間で共通理解が高まるとは考えられず、むしろESG 評価の不一致を広げることになるかもしれない。

このように、ESG スコアの評価手法の違いと企業のサステナビリティ情報の質の低さを前提とすれば、企業のサステナビリティ情報開示の拡充はESG 評価機関間のESG 評価の不一致を広げると考えられる。例えばChristensen et al. (2022) は、日本企業を含む世界中の企業において、サステナビリティ情報開示の拡充によりESG 評価の不一致が広がることを観察している。ただし、Christensen et al. (2022) の分析対象期間は2004年から2016年までと古く、かつESG スコアの不一致に3社（MSCI, Thomson Reuters, Sustainalytics）のESG スコアを用いており、これらが結果に影響している可能性には注意が必要である。

他方、企業のサステナビリティ情報開示の拡充がESG 評価機関間のESG 評価の不一致を狭めるという見方もある。一般的には、企業による情報開示は情報利用者間の見解の相違を狭めると考えられる。企業の情報開示によってアナリストの間で予想利益のばらつき（分散）が小さくなること（Lang and Lundholm 1996, Hope 2003）、企業の不透明性（情報開示不足）によって格付機関間で格付のばらつきが大きくなること（Morgan 2002）、読みやすい開示情報によって格付機関間で格付のばらつきが小さくなるこ

1 例えば、職場の安全性について、企業が休業災害度数率のみ開示している場合、すべてのESG 評価機関がこの指標を用いて安全パフォーマンスを評価することになるが、企業が追加情報（例えば、全災害件数、傷病休業日数など）を開示している場合、ESG 評価機関によって使用する指標が異なることになると考えられる。

2 比較可能性（Comparability）とは、項目間の類似点と相違点を主な利用者（投資家等）が識別し理解することを可能にする質的特性である。企業が過去に提供した情報と比較できたり、他の企業（特に類似の活動を行う企業や同じ産業内で事業を行う企業）が提供した情報と比較できたりすると、情報はより有用になる。一貫性（Consistency）とは、同じサステナビリティ関連のリスクと機会について、報告企業とその他の企業の両方が、期間ごとに同じアプローチまたは方法を用いて開示することを指す。一貫性は比較可能性と関連するが、同じではなく、比較可能性が目標で、一貫性はその目標を達成するのに役立つものとされている。

と (Bonsall and Miller 2017) などが実証研究により明らかにされている。これらの結果は、情報開示が充実していたり、開示情報が読みやすかったりすると、アナリストや格付機関の間で見解の相違が狭まることを示唆している。このように、一般的な情報開示効果を前提とすれば、企業のサステナビリティ情報開示が拡充すると ESG 評価の不一致が狭まると考えられる。

また、企業のサステナビリティ情報開示に課題があるとはいえ、サステナビリティ情報の自主開示が資本コストの低減、機関投資家の増加、企業をカバーするアナリスト数の増加、アナリストの予測精度の向上や予測分散の低下などにつながることを示す研究も多い (Dhaliwal et al. 2011など)。これらの結果は、企業のサステナビリティ情報は質・量の両面で課題が残されているとはいえ、投資家やアナリストにとって有用であることを示している。これらの結果と整合するように、Kimbrough et al. (2022) は2006年から2016年までの米国企業を対象に、サステナビリティレポートの自主開示が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めることを明らかにしている。

日本で ESG 評価の不一致を論じる際には、運用資産額が200兆円近い年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund: 以下、GPIF) の存在を無視できない。GPIF は2017年7月に国内株式の ESG 指数を選定した際のプレスリリースで ESG 評価の不一致について言及し、ESG 評価の精度向上のためには、企業によるサステナビリティ情報開示の促進と ESG 評価機関による ESG 評価手法の改善が必要であると指摘した。それ以降、大手企業を中心に統合報告書やサステナビリティレポートの開示が増え、気候変動リスク・機会

についても、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) のフレームワークに沿った開示が増えるなど、企業の情報開示に前向きな変化がみられる。ESG 評価機関も ESG 評価改善に向けた取り組みを進めており、ESG 評価手法の変更を検討する際には、資産運用会社や年金基金など機関投資家の意見聴取をする機会を設けている。例えば、世界的な ESG 評価機関である Morgan Stanley Capital International (以下、MSCI) と FTSE Russell (以下、FTSE) は GPIF と対話を重ね、評価手法の改善に向けた取り組みを進めている (GPIF 2022, p.29)。

財務情報に基づく企業評価でもアナリストの判断が分かれるなかで、非財務情報 (サステナビリティ情報) に基づく ESG 評価において ESG 評価機関間の不一致を狭めることは容易ではない。しかし、GPIF が指摘するように、日本において企業のサステナビリティ情報開示が拡充し、ESG 評価機関の ESG 評価手法についても改善に向けた取り組みが進められているのであれば、少なくとも近年の MSCI と FTSE の ESG 評価の不一致は狭まっていると考えられる。そこで本稿では、以下の仮説を立て、企業のサステナビリティ情報の拡充と ESG 評価の不一致の関係を観察する。

仮説：サステナビリティ情報開示の拡充は ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭める

4. リサーチ・デザイン

4.1 MSCI と FTSE の ESG 評価手法

世界には数多くの ESG 評価機関が存在する

が、本稿ではMSCIとFTSEの2社に注目する。理由は3つある。1つ目は、GPIFが毎年公表する「ESG活動報告」において、MSCIとFTSEのESGスコアを比較検討しているため、2つ目は、MSCI、FTSE、S&P GlobalといったESG評価機関の中で、日本企業はMSCIおよびFTSEと比較的頻繁に対話をしているため³、3つ目は、MSCIとFTSEはGPIFを含めたESG評価の利用者と対話を重ね、評価手法の改善に向けた取り組みを進めているためである。MSCIとFTSEの評価プロセスは概ね似ているものの（白須・湯山 2021, p.70）、評価・調査項目、評価の視点、使用する情報、項目ごとのウエイトの点で異なるため、これらの点を以下で確認する。

まず、評価・調査項目について、MSCIは10個の評価項目（環境が4個、社会が4個、ガバナンスが2個）とその下に2～6個の調査項目を設定し、FTSEは14個の評価項目（環境が5個、社会が5個、ガバナンスが4個）とその下に20～30個の調査項目を設定している。評価項目を環境、社会、ガバナンスに分けて設定する点は同じだが、評価・調査項目の数や内容に違いがみられる。

次に、評価の視点について、MSCIは環境と社会に属する項目を、ESGのリスクおよび機

会にさらされている程度とそれらを管理している程度の視点から評価しているのに対して、ガバナンスに属する項目については、ガバナンスの程度に応じて評価している。FTSEは環境、社会、ガバナンスに属する項目を、ESGのリスクにさらされている程度とそれに対する取り組みの視点から評価している。ESGの機会を考慮しない点と、ガバナンスに属する項目についてもリスクにさらされている程度と取り組みの視点から評価している点がMSCIと異なっている。

そして、使用する情報について、MSCIは企業の開示資料やマクロ経済データに加えて、ニュース、その他メディアからの情報、NGO発行のレポート、その他ステークホルダーから情報を収集している⁴。FTSEは、調査項目に関連する公開資料（統合報告書、サステナビリティレポート、CSR報告書、コーポレートガバナンス報告書、有価証券報告書、議決権行使結果、アニュアルレポート、ウェブサイト全般など）から情報を収集している。公表情報を用いる点は共通しているものの、公表情報の範囲は若干異なっている。

最後に、項目ごとのウエイトについて、MSCIは調査項目のウエイトをその重要度に応じて設定している。例えば、環境や社会に与える影響

3 GPIFが日本企業を対象に行ったアンケート調査「第6回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」（2021年5月公表）によると、ESG評価機関と対話や問い合わせを行った割合は、MSCIが24.0%、FTSEが24.6%、S&Pが6.3%であった。S&Pの対話企業数が限られている背景には、同社の環境指数の評価項目が炭素効率等に絞られているためと考えられる。また、GPIFの「2021年度ESG活動報告」によると、ESG評価の過程でESG評価会社にコンタクトを取る日本企業は年々増加しており、MSCIのデータによれば、世界の主要国・地域の中で、日本はESG評価の過程でMSCIとコンタクトを持った企業の割合が最も高い国・地域の一つとなっている。

4 S&P Globalのように、独自に作成した質問票（アンケート）調査による企業からの回答を用いる評価機関もある。しかし、足元ではESG評価のための質問票調査の有用性は低下傾向にあるという。なぜなら、企業によるサステナビリティ情報開示が拡大傾向にあるため、質問票調査でしか入手できない情報は相対的に低下しているためである。同時に、サステナビリティ情報は財務情報に関連し、投資判断に重要であるという認識の拡大とフェア・ディスクロージャーへの意識の高まりによって、質問票調査への回答という形で特定の評価者のみに対して重要なサステナビリティ情報を提供する行為は憚られるようになってきていると考えられている（林 2022, p.129）。

が大きく、そのリスクや機会が実現するまでの時間軸が短いと判断される項目は、影響が小さく時間軸が長いと判断される項目の3倍のウェイトを持つように設定している。FTSEは評価項目のウェイトを、リスクにさらされている程度に基づき設定している。例えば、ある評価項目においてリスクに対する取り組みがベストプラクティスだったとしても、リスクにさらされている程度が低い場合には、ウェイトを低く設定している。このように、どの項目にどのようなウェイトを設定するのかについて両社で異なっている。

4.2 実証モデル

サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価機関間でみられる ESG 評価の不一致との関係を確認するため、以下の OLS (Ordinary Least Squares) 回帰モデルを用いる。

$$ESG_Diff_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_D_Score_{it} + \sum \beta_k Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ESG_Diff_{it} は、企業 i が t 年の ESG パフォーマンスに対して ESG 評価機関から受けた ESG スコアの差である。本稿では、MSCI と FTSE の 2 社から ESG スコアを入手した。MSCI の ESG スコアは 0 から 10 であるのに対し、FTSE の ESG スコアは 0 から 5 である。両社の ESG スコアを比較可能にするため、Christensen et al. (2022) や白須・湯山 (2021) に倣い、FTSE のスコアを 2 倍にし、両スコアの差の絶対値を ESG 評価の不一致の程度とする。

$ESG_D_Score_{it}$ は、企業 i が t 年のサステナ

ビリティ情報開示に対して Bloomberg から受けた ESG 開示スコアである。このスコアは、サステナビリティレポート、アニュアルレポート、企業ウェブサイトなど、企業が開示する様々な情報開示をもとに Bloomberg が独自算定したスコアであり、0 から 100 までである⁵。より多くのサステナビリティ情報を開示する企業ほど ESG 開示スコアは高くなり、もし仮説が支持されると $ESG_D_Score_{it}$ の係数は負 ($\beta_1 < 0$) になる。

コントロール変数 ($Controls_{it}$) は、企業 i が t 年の ESG パフォーマンスに対して MSCI と FTSE の 2 社から受けた ESG スコアの平均値 (ESG_Avg_{it})、企業規模 ($Firm\ Size_{it}$)、企業業績 (ROA_{it})、成長機会 (BTM_{it})、資本構造 ($Leverage_{it}$) から構成されている。また、産業⁶ と年の固定効果もモデルに加えている。すべての変数において、年度ごとに第 1 および第 99 パーセンタイルでウィンザー化し、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

4.3 サンプル

本稿は、仮説の検証にあたり、以下の条件を満たす企業を分析対象とする。

- (1) 日本の証券取引所に上場している企業である。
- (2) 東証業種分類で、銀行業、証券・先物取引業、保険業、その他金融業以外の業種である。
- (3) 事業年の決算月数が 12 ヶ月である。
- (4) MSCI と FTSE の ESG スコア (環境、社会、ガバナンス分野の各スコアを含む) が入手可

5 集約したスコアは各項目の重要度に応じて加重される。例えば、温室効果ガス排出量は、他の項目よりも大きな比重 (ウェイト) がかけられる。各セクターや各地域で共通したテーマ、項目、比重が適用される。なお、ESG 開示スコアは企業が開示する ESG 情報量を評価したものであり、各項目におけるパフォーマンスを評価したものではない。

6 産業分類について、FTSE は ICB 分類、MSCI は GICS 分類、Bloomberg では Bloomberg 業種分類 (BICS) が用いられている。本稿では、白須・湯山 (2021) に倣い、産業分類として MSCI の業種分類 (GICS 分類) を用いる。

能である。

(5) Bloomberg の ESG 開示スコア (環境, 社会, ガバナンス分野の各開示スコアを含む) が入手可能である。

(6) 日経 Financial Quest から連結財務諸表データと株価データが入手可能である。

分析対象期間は、2015年から2021年までの7年間であり、最終サンプルは2,803企業・年度である⁷。ESG 評価機関の ESG スコアを企業の財務数値および Bloomberg の ESG 開示スコアとリンクさせ、企業・年のデータセットを構築する関係上、3月決算の企業を分析対象とする。例えば、2020年度の3月決算企業を例に説明すると、2021年3月期の財務データと2021年3月時点の Bloomberg の ESG 開示スコアを同じ期間でセットする。理由は、Bloomberg の ESG 開示スコアは年次更新であり、2021年3月期のサステナビリティ情報がすべて開示されるまで、担当のアナリストは ESG 開示スコアを更新しないからである。具体的には、4月に2020年度のサステナビリティレポートが開示されたとしても、毎年9月に2020年度の統合報告書が開示されている場合⁸、その年の後半まで ESG 開示スコアは公表されない。

他方、ESG 評価機関は企業のサステナビリティ情報などを用いて ESG 評価を行う。FTSE は t 期の ESG パフォーマンスに対する評価を年1回行い、ESG スコアを $t+1$ 期中の6月または12月に公表する。Christensen et al. (2022) は、ESG 評価機関が $t+1$ 期中に複数回の ESG

スコアを公表している場合、 $t+1$ 期中の最後に公表されたスコアを用いている。本稿では、白須・湯山 (2021) に倣い、 t 期の ESG パフォーマンスに対して $t+1$ 期の12月時点で観察される ESG スコアを用いる。例えば、2021年3月期の財務データと同じ期間でセットする ESG スコアは2021年12月のデータとする。このようにデータセットすることで、サステナビリティ情報開示がその後の ESG 評価の不一致にどう影響するのかを捉えることができる。

4.4 記述統計

図表2は、各変数の記述統計量を示したものである。MSCI と FTSE の ESG スコア (ESG_Score_{it}) の平均値は5点前後であり、MSCI よりも FTSE の方がやや低い。また、環境, 社会, ガバナンス分野別に各スコアを確認すると、環境スコア (E_Score_{it}) と社会スコア (S_Score_{it}) は同様の傾向がみられるものの、ガバナンススコア (G_Score_{it}) は FTSE の方が高い。ESG 評価に際して、FTSE は MSCI よりも情報開示を重視する傾向にあること (白須・須山 2021, p.74)、および Bloomberg のガバナンス開示スコア ($G_D_Score_{it}$) が他の開示スコアより高いことから、FTSE のガバナンス評価はガバナンス情報開示の影響を強く受けていると考えられる。また、ガバナンススコアの標準偏差は他のスコアのものよりも小さく、上場企業のガバナンスについて法令で法定されているものが多いことが影響していると考えられる (白須・湯山 2021,

7 2015年以降とした理由は、ESG 投資が特に注目され始めたのが、コーポレートガバナンス・コード策定や GPIF による取り組みを踏まえた後であること、FTSE については2014年以降のデータしか取得できないこと、MSCI は2013年以前になると対象企業がかなり絞られてくることや2015年に評価モデルの見直しをしていること、などによるものであり、白須・湯山 (2021) に倣っている。

8 3月決算の企業が統合報告書を開示する時期は7月末から8月末が多く、9月末までにはおおそ出揃う。英文版は和文版の1ヶ月遅れとなることも多い。9月末までにはおおそ出揃う理由は、第2四半期決算 (7月~9月) 後の海外 IR や日経の統合報告書アワード (締め切り時期は10月から11月) にタイミングを合わせたいといった理由による。

図表 2 各変数の記述統計量

変数	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
MSCI								
ESG_Score_{it}	2803	5.01	2.00	0	3.5	5	6.6	9.8
E_Score_{it}	2803	5.19	1.93	0.8	3.9	5.2	6.4	10
S_Score_{it}	2803	5.12	1.54	0.4	4.2	5.2	6.1	9.2
G_Score_{it}	2803	3.90	1.09	0.5	3.3	3.9	4.6	6.9
FTSE								
ESG_Score_{it}	2803	4.39	1.90	0.8	2.8	4.2	5.8	8.4
E_Score_{it}	2803	4.28	2.62	0	2	4.4	6.4	10
S_Score_{it}	2803	3.73	2.33	0	1.8	3.4	5.6	9
G_Score_{it}	2803	5.48	1.67	1.6	4	5.6	6.6	10
Bloomberg								
$ESG_D_Score_{it}$	2803	38.91	10.83	18.42	30.32	38.62	46.88	67.51
$E_D_Score_{it}$	2803	31.08	21.02	0	15.95	31.47	47.60	74.09
$S_D_Score_{it}$	2803	16.85	7.35	0	11.46	15.27	20.50	45.10
$G_D_Score_{it}$	2803	68.67	9.46	48.77	61.02	66.92	73.81	96.12
Bloomberg (対数変換後)								
$Ln_ESG_D_Score_{it}$	2803	3.62	0.29	2.91	3.41	3.65	3.85	4.21
$Ln_E_D_Score_{it}$	2637	3.05	1.28	-1.10	2.82	3.51	3.88	4.31
$Ln_S_D_Score_{it}$	2799	2.74	0.41	1.68	2.44	2.73	3.02	3.81
$Ln_G_D_Score_{it}$	2803	4.22	0.13	3.89	4.11	4.20	4.30	4.57
ESG_Diff_{it}	2803	1.77	1.32	0	0.7	1.5	2.6	6.1
E_Diff_{it}	2803	2.34	1.83	0	0.9	1.9	3.4	8.4
S_Diff_{it}	2803	2.47	1.65	0	1.1	2.3	3.7	7
G_Diff_{it}	2803	1.96	1.36	0	0.8	1.7	2.8	6.3
ESG_Avg_{it}	2803	4.70	1.63	1.325	3.4	4.7	5.95	8.7
E_Avg_{it}	2803	4.73	1.80	0.55	3.45	4.75	6	9.6
S_Avg_{it}	2803	4.43	1.47	1	3.3	4.35	5.5	7.95
G_Avg_{it}	2803	4.69	1.09	1.75	3.9	4.7	5.5	7.5
$Firm\ Size_{it}$	2803	5.76	0.55	4.31	5.38	5.70	6.13	7.32
ROA_{it}	2803	0.07	0.05	-0.10	0.04	0.06	0.09	0.35
BTM_{it}	2803	0.84	0.50	0.05	0.47	0.76	1.09	3.43
$Leverage_{it}$	2803	0.47	0.18	0.10	0.33	0.47	0.62	0.89

p.72)。

次に、MSCIとFTSEのスコア差については、ガバナンススコア差 (G_Diff_{it}) の平均値が環境スコア差 (E_Diff_{it}) と社会スコア差 (S_Diff_{it}) のものよりも小さく、標準偏差も小さい。ガバナンスは環境と社会に比べて議論されてきた期間が長く、何が優れたパフォーマンスを構成するかについての共通理解が多いため (Chris-

tensen et al. 2022, p.149), ESG評価機関間のガバナンス評価の差が小さく、企業間のばらつきも小さいと考えられる。

最後に、BloombergのESG開示スコア ($ESG_D_Score_{it}$) については、平均値が38.91であり、社会開示スコア ($S_D_Score_{it}$) ほど低くなく、ガバナンス開示スコア ($G_D_Score_{it}$) ほど高くなく、環境開示スコア ($E_D_Score_{it}$) と同程度

である。社会開示スコアが最も低く、ガバナンス開示スコアが最も高いのは、コーポレートガバナンス・コードの制定以降、ガバナンス情報の開示が進んでいる一方、人的資本など社会分野の情報開示はまだまだ少ない⁹という一般的な理解と整合する。また、環境開示スコアの標準偏差は他の開示スコアのものよりも大きく、企業間ではばらつきが大きいことがわかる。なお、Bloombergの開示スコアは標準偏差が比較的大きいため、対数変換後の数値も合わせて掲載している。

続いて、図表3のPanel AはMSCIとFTSEの各スコア差の推移を示したものである。ESGスコア差 (ESG_Diff_{it}) と社会スコア差 (S_Diff_{it}) は年々狭まっているものの、環境スコア差 (E_Diff_{it}) とガバナンススコア差 (G_Diff_{it}) は年々広まっている。また、Panel BはBloombergの各開示スコアの推移を示したものであり、ESG開示スコア、社会開示スコア、ガバナンス開示スコアは年々上がっているものの、環境開示スコアは年々下がっている。Panel AとPanel Bを見比べてみると、全体的に、各開示スコアと各スコア差の間には負の相関がありそうである。一方、これらはデータの特徴を視覚的に確認した記述統計にすぎず、以下では統計手法を用いて、サステナビリティ情報開示とESG評価機関間のESG評価の不一致の関係について確認する。

5. 分析結果

5.1 タイムトレンド分析の結果

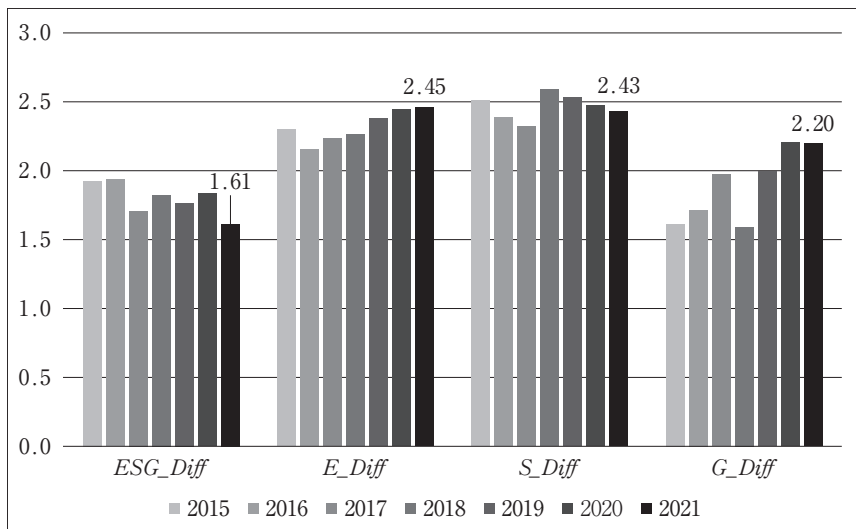
まず、主要仮説の検証に入る前に、前節で確認したMSCIとFTSEの各スコア差やBloombergの各開示スコアなどが時間とともにどう変化しているのかを、タイムトレンド分析により確認する。ESG評価機関はカバレッジ（評価対象企業）を年々増やしているため、時の経過に伴うサンプル構成の変化が推定を混乱させないように、企業固定効果をモデルに加えている。また、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表4は、各指標のタイムトレンド分析の結果である。Panel Aの左側はESGスコア差についての結果であり、 $Time$ ¹⁰の係数は負かつ有意である。この結果は、企業のESGパフォーマンスに対するMSCIとFTSEの評価の不一致が時間とともに狭まっていることを示唆する。次に、この傾向がサステナビリティ情報開示やESG評価とどう関係するのかを確認するため、従属変数を $ESG_D_Score_{it}$ と ESG_Avg_{it} にそれぞれ置き換えたところ、 $Time$ の係数はいずれも正かつ有意であり、時間とともに、サステナビリティ情報開示が拡充し、ESG評価機関による評価が上がっていると解釈できる。以上より、時間とともに、日本企業のサステナビリティ情報開示が拡充し、ESG評価機関による評価が上がり、ESG評価機関間の評価の

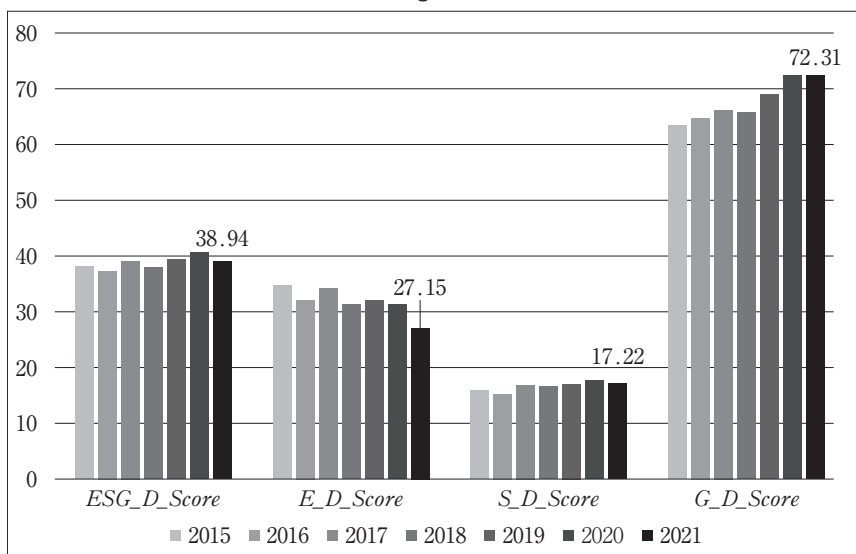
9 ディスクロージャー&IR総合研究所は「統合レポート分析レポート 人的資本に関する開示状況」(2021年11月10日)において、日経225に採用され、かつ統合報告書を開示している136社を対象に、人的資本に関する開示状況の調査結果を公表している。そこでは、女性管理職比率は8割以上の企業が開示している一方、研修体系、従業員満足度調査、人事担当役員メッセージ等の開示は3割程度、経営人材の育成の開示は1割強であり、人的資本に関する開示が少ない現状が示されている。

10 $Time$ は、特定の会計年度(例:2021)からサンプル初年度(2015)を差し引いて求めている。

図表 3 MSCI と FTSE の各スコア差と Bloomberg の各開示スコアの推移
Panel A : MSCI と FTSE の各スコア差の推移



Panel B : Bloomberg の各開示スコアの推移



不一致も狭まっていることがわかる。

Panel B は、ESG スコア差を環境、社会、ガバナンス分野別に分割した場合の結果である。社会スコア差について、*Time* の係数は負かつ有意であるのに対して、ガバナンススコア差については、*Time* の係数は正かつ有意である。つまり、社会分野では ESG 評価機関間の評価

の不一致が時間とともに狭まっているのに対して、ガバナンス分野では逆に広がっており、図表 3 で視覚的に確認した結果と整合している。

Panel C は、ESG 開示スコアを環境、社会、ガバナンス分野別に分割した場合の結果であり、どの開示スコアについても *Time* の係数は正かつ有意である。つまり、環境、社会、ガバ

図表4 タイムトレンド分析

Panel A : ESGスコアの不一致, ESG開示スコア, ESGスコア

	<i>ESG_Diff_{it}</i>		<i>ESG_D_Score_{it}</i>		<i>ESG_Avg_{it}</i>	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
<i>Time</i>	-0.0391	-2.35**	1.8136	26.88***	0.2019	17.28***
<i>Intercept_{it}</i>	1.9215	33.02***	33.1304	140.14***	4.0900	99.92***
Firm F.E.	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.5215		0.9218		0.8689	
F-stat.	5.54***		722.45***		298.77***	
観測値数	2607		2607		2607	

Panel B : 環境スコア, 社会スコア, ガバナンススコアの各不一致

	<i>E_Diff_{it}</i>		<i>S_Diff_{it}</i>		<i>G_Diff_{it}</i>	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
<i>Time</i>	0.0128	0.59	-0.1006	-4.76***	0.1459	8.03***
<i>Intercept_{it}</i>	2.2863	30.27***	2.7894	37.70***	1.4353	22.53***
Firm F.E.	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.5981		0.5546		0.3648	
F-stat.	0.35		22.67***		64.43***	
観測値数	2607		2607		2607	

Panel C : 環境開示スコア, 社会開示スコア, ガバナンス開示スコア

	<i>E_D_Score_{it}</i>		<i>S_D_Score_{it}</i>		<i>G_D_Score_{it}</i>	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
<i>Time</i>	1.6113	11.96***	1.1471	16.63***	2.6870	31.95***
<i>Intercept_{it}</i>	26.6987	56.58***	13.1117	54.27***	59.4047	201.58***
Firm F.E.	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.9145		0.8282		0.8141	
F-stat.	143.14***		276.71***		1020.49***	
観測値数	2607		2607		2607	

Panel D : 環境スコア, 社会スコア, ガバナンススコア

	<i>E_Avg_{it}</i>		<i>S_Avg_{it}</i>		<i>G_Avg_{it}</i>	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
<i>Time</i>	0.0975	6.31***	0.2154	14.79***	0.1778	12.96***
<i>Intercept_{it}</i>	4.5219	83.48***	3.7455	73.38***	4.0696	84.64***
Firm F.E.	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.8117		0.7594		0.5627	
F-stat.	39.78***		218.65***		167.87***	
観測値数	2607		2607		2607	

*** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意 (両側検定)

ナンス分野のいずれにおいても、各情報開示が時間とともに順調に拡充していることがわか

る。環境開示スコア以外は、図表3で視覚的に確認した結果と整合している。

サステナビリティ情報開示の拡充と ESG 評価の不一致

Panel D は、ESG スコアを環境、社会、ガバナンス分野別に分割した場合の結果であり、どのスコアについても *Time* の係数は正かつ有意である。つまり、環境、社会、ガバナンス分野における ESG 評価機関の各評価は時間とともに上がっており、日本企業のサステナビリティに対する取り組みが順調に進んでいることがわかる。

5.2 重回帰分析の結果

5.2.1 サステナビリティ情報開示と ESG 評価の不一致

次に、サステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致にどう影響しているかといった主要仮説を検証する。分析にあたり、産業と年の固定効果をモデルに加え、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 5（左列）によると、ESG 開示スコア ($ESG_D_Score_{it}$) の係数は負かつ有意傾向 (10%水準) にある。ESG 開示スコアは標準偏

差が大きく、対数変換をしてデータ分布を正規分布に近似させたうえで分析したところ (右列)、ESG 開示スコア ($Ln_ESG_D_Score_{it}$) の係数は負かつ有意 (5%水準) になった。これらの結果は、サステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めることを示唆するものであり、仮説を支持する。

次に、ESG スコア (ESG_Avg_{it}) の係数は正かつ有意であることから、ESG 評価機関による ESG 評価が高いほど、ESG 評価機関の間で ESG 評価の不一致が広がると解釈できる。コントロール変数については、企業規模 ($FirmSize_{it}$) の係数が負かつ有意であり、収益性 (ROA_{it}) と成長性 (BTM_{it}) の係数は負かつ有意傾向 (10%水準) にあることから、企業の規模が小さく、収益性が低く、成長性が高いほど、ESG 評価機関の間で ESG 評価の不一致が広がると解釈できる。

得られた結果は、情報開示が情報仲介者間の見解の相違を狭めるという一般的な情報開示効

図表 5 サステナビリティ情報開示と ESG 評価の不一致

	ESG_Diff_{it}		ESG_Diff_{it}	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
$ESG_D_Score_{it}$	-0.0115	-1.92*		
$Ln_ESG_D_Score_{it}$			-0.4467	-2.04**
ESG_Avg_{it}	0.1478	4.49***	0.1500	4.63***
$Firm\ Size_{it}$	-0.2915	-3.24***	-0.2974	-3.32***
ROA_{it}	-1.4272	-1.63	-1.4691	-1.67*
BTM_{it}	-0.1650	-1.80*	-0.1649	-1.80*
$Leverage_{it}$	0.2595	1.13	0.2662	1.16
$Intercept_{it}$	3.3101	6.94***	4.5049	5.92***
Year F.E.	Yes		Yes	
Industry F.E.	Yes		Yes	
Adj.R ²	0.2071		0.2072	
F-stat.	4.97***		5.12***	
観測値数	2803		2803	

*** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, *10%水準で有意傾向 (両側検定)

果と整合するものの、サステナビリティ情報開示の拡充が ESG 評価の不一致を広げるとする Christensen et al. (2022) の結果とは異なる。その理由は 2 つ考えられる。1 つ目は、分析対象期間の違いである。Christensen et al. (2022) は 2004 年から 2016 年までを分析対象とし、本稿は 2016 年から 2021 年までを分析対象としている。例えば、GPIF は 2017 年 7 月に国内株式の ESG 指数を選定した際のプレスリリースで、ESG 評価機関間の ESG スコアに大きなばらつきがあると指摘し、それ以降、MSCI と FTSE の ESG スコアの相関を毎年モニタリングしている。また、欧州共同体 (EC) が 2018 年 8 月に「サステナブル・ファイナンスのためのアクションプラン」の一環として ESG レーティング市場を調査すると発表して以来、ESG 評価の質の向上に向けた議論が世界中で行われている (IOSCO 2021, p.15)¹¹。これらのことを前提とすれば、近年において ESG 評価機関の行動が変容している可能性は十分にある。本稿はこのような行動変容の可能性がある期間を分析対象に含み、Christensen et al. (2022) は含まないことから、異なる結果が得られたと考えられる。

2 つ目は、分析対象とした ESG 評価機関の違いである。Christensen et al. (2022) は MSCI, Thomson Reuters, Sustainalytics といった 3 社の ESG スコアを用いており、本稿は MSCI と FTSE の ESG スコアを用いている。前述のように、GPIF は MSCI と FTSE の ESG スコアの相関を毎年モニタリングしているし、MSCI

と FTSE は GPIF を含めた ESG 評価の利用者と対話を重ね、ESG 評価手法の改善に向けた取り組みを進めている。本稿はこのような行動変容の可能性のある ESG 評価機関を分析対象とし、Christensen et al. (2022) は分析対象としていないことから、異なる結果が得られたと考えられる。

5.2.2 分野別における各情報開示と各評価の不一致

次に、環境、社会、ガバナンス分野別における評価の不一致のうち、ESG 評価の不一致に影響するものについて確認する。分析にあたり、5.2.1 と同様、産業と年の固定効果をモデルに加え、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 6 によると、環境スコア差 (E_Diff_{it}) と社会スコア差 (S_Diff_{it}) の係数は正かつ有意であり、ガバナンススコア差 (G_Diff_{it}) の係数は負かつ有意でない。これらの結果は、環境分野と社会分野における ESG 評価機関間の各評価の差が ESG 評価の差を広げる一方、ガバナンス分野の評価差は ESG 評価の差に影響しないことを示唆するものであり、これらの結果を前提とすれば、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めるには、環境分野と社会分野の各評価の不一致を狭めることがまず求められるといえる。

続いて、環境、社会、ガバナンス分野別に、各情報開示が各評価の不一致にどう影響するかを確認する。これまでと同様に、産業と年の

11 証券監督者国際機構 (IOSCO) は報告書「ESG 格付け及びデータ提供者」を 2021 年 11 月に公表し、ESG 評価・データ提供機関、これを利用する投資家、ESG 評価・データの対象となる企業に対して期待される行動を提言としてまとめている。また、英国、欧州、インドなどにおいても、ESG 評価・データ提供機関に係る規制の導入の可能性も含め、評価の質の向上に向けた議論が行われている。日本においても、金融庁が 2022 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・データ提供機関に期待される具体的な行動を行動規範としてまとめている。具体的には、金融庁 (2022) を参照のこと。

図表 6 分野別評価の不一致と ESG 評価の不一致

	<i>ESG_Diff_{it}</i>	
	Coef.	t-stat.
<i>E_Diff_{it}</i>	0.1368	6.09***
<i>S_Diff_{it}</i>	0.2240	9.85***
<i>G_Diff_{it}</i>	-0.0342	-1.28
<i>ESG_Avg_{it}</i>	0.1805	6.07***
<i>Firm Size_{it}</i>	-0.2865	-2.82***
<i>ROA_{it}</i>	-1.1172	-1.28
<i>BTM_{it}</i>	-0.1188	-1.16
<i>Leverage_{it}</i>	0.2807	1.14
<i>Intercept_{it}</i>	1.8068	3.19***
Year F.E.	Yes	
Industry F.E.	Yes	
Adj.R ²	0.2975	
F-stat.	18.98***	
観測値数	2803	

*** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意 (両側検定)

固定効果をモデルに加え、標準誤差は企業ごとにクラスタリングしている。

図表 7 の Panel A は開示スコアを、Panel B は対数変換後の開示スコアを用いた結果である。いずれの場合も、環境開示スコア ($E_D_Score_{it}$, $Ln_E_D_Score_{it}$), 社会開示スコア ($S_D_Score_{it}$, $Ln_S_D_Score_{it}$), ガバナンス開示スコア ($G_D_Score_{it}$, $Ln_G_D_Score_{it}$) の係数は負かつ有意である。これらの結果は、環境、社会、ガバナンス分野の各情報開示の拡充が各評価の不一致を狭めることを示唆するものであり、仮説を支持する。

以上より、ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致を狭めるには環境分野と社会分野における各評価の不一致を狭める必要があり、そのためには、環境分野と社会分野における各情報開示の拡充が有効であることが明らかになった。日本企業の環境開示スコアと社会開示スコアは共に低く、特に社会開示スコアは、本サンプルにおいて100点満点中16.85点 (平均点) と極端に

低い (図表 2 を参照)。日本企業は2023年 3 月期から、女性管理職比率、男性の育児休業取得率、男女間賃金格差を有価証券報告書に記載することが求められているが、このような比較可能な情報の強制開示に加え、例えば人的資本などに関する独自性ある情報の自主開示が期待される。また、環境開示スコアの標準偏差は他の開示スコアのものよりも大きく、環境分野の情報開示は企業間でばらつきが大きい (図表 2 を参照)。2022年 4 月以降、プライム市場の上場企業はTCFD 提言に沿った気候変動関連の情報開示が義務付けられているが、それ以外の企業についても、例えば環境負荷低減の取り組みなどに関する情報の自主開示が期待される。

6. おわりに

本稿では、ESG 評価機関間で ESG 評価の不一致がみられるかどうかの真偽を確かめ、またサステナビリティ情報開示がその不一致を狭め

図表7 分野別における各情報開示と各評価の不一致

Panel A : 開示スコア (対数変換前) を用いた場合

	E_Diff_{it}		S_Diff_{it}		G_Diff_{it}	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
$E_D_Score_{it}$	-0.0116	-3.34***				
$S_D_Score_{it}$			-0.0186	-2.41**		
$G_D_Score_{it}$					-0.0096	-2.09**
E_Avg_{it}	-0.0651	-1.25				
S_Avg_{it}			-0.2175	-5.42***		
G_Avg_{it}					0.4730	12.25***
$Firm\ Size_{it}$	0.0753	0.56	-0.2426	-1.86*	0.1939	2.01**
ROA_{it}	-1.0092	-0.89	-1.1987	-1.09	-2.0860	-2.65***
BTM_{it}	-0.1008	-0.94	-0.1059	-0.94	0.1874	1.99**
$Leverage_{it}$	-0.3320	-1.02	-0.0317	-0.09	-0.2961	-1.1
$Intercept_{it}$	2.8844	4.43***	5.3218	7.53***	-0.6023	-1.2
Year F.E.	Yes		Yes		Yes	
Industry F.E.	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.3818		0.2284		0.2072	
F-stat.	6.19***		13.28***		35.17***	
観測値数	2803		2803		2803	

Panel B : 開示スコア (対数変換後) を用いた場合

	E_Diff_{it}		S_Diff_{it}		G_Diff_{it}	
	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.	Coef.	t-stat.
$Ln_E_D_Score_{it}$	-0.2326	-5.17***				
$Ln_S_D_Score_{it}$			-0.5577	-4.46***		
$Ln_G_D_Score_{it}$					-0.7012	-2.34**
E_Avg_{it}	-0.0523	-1.13				
S_Avg_{it}			-0.1908	-5.35***		
G_Avg_{it}					0.4740	13.59***
$Firm\ Size_{it}$	0.0726	0.60	-0.1902	-1.64	0.1938	2.25**
ROA_{it}	-0.6321	-0.53	-1.2504	-1.19	-2.0961	-2.80***
BTM_{it}	-0.0792	-0.78	-0.1196	-1.16	0.1875	2.18**
$Leverage_{it}$	-0.2924	-1.00	-0.1196	-1.16	-0.2935	-1.25
$Intercept_{it}$	3.0373	5.27***	6.1191	9.93***	1.6933	1.53
Year F.E.	Yes		Yes		Yes	
Industry F.E.	Yes		Yes		Yes	
Adj.R ²	0.3453		0.2340		0.2074	
F-stat.	10.13***		20.57***		41.30***	
観測値数	2637		2799		2803	

*** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, *10%水準で有意傾向 (両側検定)

る効果があるのかどうかを確認するため、2015年から2021年までの日本企業を対象に実証分析を行った。分析にあたり、Bloombergが様々

な企業情報開示をもとに独自算定しているESG開示スコアを用いて、サステナビリティ情報開示の拡充の程度を確認した。また、ESG

評価機関 2 社 (MSCI, FTSE) の各 ESG スコアの差 (絶対値) を用いて, ESG 評価機関間の ESG 評価の不一致の程度を確認した。

まず, タイムトレンド分析では, 時間とともに, 日本企業のサステナビリティ情報開示が拡充し, ESG 評価機関による評価が上がり, ESG 評価機関間の評価の不一致が狭まっていることが確認された。また, 全体および環境, 社会, ガバナンスといった分野別に, 各情報開示が各評価の不一致に及ぼす影響を重回帰分析により確認したところ, いずれの場合においても, 各情報開示の拡充が各評価の不一致を狭めていることが確認された。さらに, 環境分野と社会分野における各評価の不一致が ESG 評価の不一致を広げることも確認され, ESG 評価の不一致を狭めるためには, 環境分野と社会分野における情報開示の拡充が有効であることも判明した。2 つ目の結果は Christensen et al. (2022) の結果と異なるが, 近年において, MSCI と FTSE が GPIF を含めた ESG 評価の利用者と対話を重ね, ESG 評価手法の改善に向けた取り組みを進めていることなどが, 結果に影響していると考えられる。

どのようなサステナビリティ情報が価値関連性を有するかについて, 現状では作成者と読み手双方における共通理解が乏しく, また読み手の間においても共通理解が十分に醸成されていない状況にある。ESG 評価機関は企業と投資家をつなぐ情報仲介者であり, 投資家が正しく ESG 投資の判断を行えるよう, 資本市場で存在する情報の非対称性を緩和する役割を担っている。ESG 評価機関が期待される役割を果たせるかどうかは, ESG 評価機関の努力とともに, GPIF による ESG 評価機関へのモニタリングや, IOSCO などの国際機関, 金融庁や経

済産業省などの国内行政機関によるサポートが欠かせないと考えている。

本研究は, 東京都および TMU サステナブル研究推進機構の助成を受けたものである。論文執筆に当たり, 北川哲雄・青山学院大学名誉教授・東京都立大学特任教授と松田千恵子・東京都立大学教授から有益な示唆を得た。また, 日本経済会計学会第 3 回秋季大会 (2022 年 12 月) では阪智香・関西学院大学教授から有益なコメントを頂戴した。心よりお礼申し上げる。

参 考 文 献

- 浅野敬志 (2018) 『会計情報と資本市場：変容の分析と影響』中央経済社。
- 荒尾拓人・清水亮介・小川佳也 (2020) 「ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」『BOJ Report & Research Papers』日本銀行, 1-25 頁。
- 金融庁 (2022) 『ESG 評価・データ提供機関等に係る行動規範』, 1-38 頁。
- 川端稔 (2022) 「経済産業省「非財務情報の開示指針研究会」中間報告の解説」『企業会計』第 74 巻第 4 号, 103-111 頁。
- 北川哲雄編 (2022) 『ESG カオスを超えて：新たな資本市場構築への道標』中央経済社。
- 熊谷五郎 (2021) 「サステナビリティ報告基準に係る国際動向」『金融・資本市場リサーチ』第 2 号, 1-14 頁。
- 阪智香 (2021) 「ESG と企業価値, 将来に向けての視点」『会計』第 199 巻第 4 号, 12-24 頁。
- 白須洋子・湯山智教 (2021) 「評価機関の ESG スコアの特性は何か?」『証券アナリストジャーナル』第 59 巻第 9 号, 68-80 頁。

- 林寿和 (2022) 「ESG インテグレーションとは何か」
北川哲雄編著『ESG カオスを超えて：新たな資本市場構築への道標』中央経済社, 115-138頁。
- 地道正行・阪智香 (2021) 「財務データと ESG レーティング：データによる株式時価総額の統計モデリング」『商学論究』第69巻第2号, 1-64頁。
- 非財務情報の開示指針研究会 (2021) 「サステナビリティ関連情報開示と企業価値創造の好循環に向けて—「非財務情報の開示指針研究会」中間報告—」経済産業省, 1-107頁。
- 松田千恵子・浅野敬志 (2023) 「ESG 投資の隆盛に伴う資本市場の課題— ESG 情報開示の進展と ESG 評価機関の不一致—」『証券アナリストジャーナル』第61巻第2号, 39-49頁。
- 森駿介・長谷部光・石川篤史 (2021) 「ESG 投資の発展に向けた実務的な課題とその克服に向けた取り組み」『日銀レビュー2021-J-13』日本銀行, 1-8頁。
- 湯山智教・白須洋子・森平爽一郎 (2020) 「ESU スコアに関する実証分析」日本経営財務研究学会・日本金融学会 (2019年6月・11月) 報告論文改訂版。
- 吉川英徳 (2020) 「ESG スコアの概要と開示対応の実務」『大和総研コンサルティングレポート』, 1-12頁。
- Berg, Florian, Julian Kölbel, and Roberto Rigobon. (2022), “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings,” *Review of Finance* 26 (6), pp.1315-1344.
- Bonsall, S. and B. Miller. (2017), “The Impact of Narrative Disclosure Readability on Bond Ratings and the Cost of Debt.” *Review of Accounting Studies* 22 (2), pp.608-643.
- Christensen, Dane, George Serafeim, and Anywhere Sikochi. (2022), “Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings,” *The Accounting Review* 97 (1), pp.147-175.
- Dhaliwal, D.S., O.Z. Li, A. Tsang, and Y.G. Yang. (2011), “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting,” *The Accounting Review* 86 (1), pp.59-100.
- Gibson, R., P. Krueger, and P.S. Schmidt. (2021), “ESG Rating Disagreement and Stock Returns,” *Financial Analysts Journal* 77 (4), pp.104-127.
- GPIF (2018) 『2017年度 ESG 活動報告』, 1-34頁。
- GPIF (2019) 『2018年度 ESG 活動報告』, 1-59頁。
- GPIF (2020) 『2019年度 ESG 活動報告』, 1-67頁。
- GPIF (2021) 『2020年度 ESG 活動報告』, 1-75頁。
- GPIF (2021) 『第6回 機関投資家のステューワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果の公表について』, 1-41頁。
- GPIF (2022) 『2021年度 ESG 活動報告』, 1-85頁。
- Hirai, A., Brady, A., and SquareWell Partners. (2021), “Managing ESG Data and Rating Risk,” <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/07/28/managing-esg-data-and-rating-risk/>
- Hope, O.K. (2003), “Accounting Policy Disclosures and Analysts’ Forecasts,” *Contemporary Accounting Research* 20 (2), pp.295-321.
- IOSCO. (2021), *Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers Final Report*, pp.1-53.
- Kimbrough, M.D., X.F. Wang, S. Wei, and J.I. Zhang. (2022), “Does Voluntary ESG Reporting Disagreement among ESG Rating Agencies?,” *European Accounting Review*, forthcoming.
- Lang, M. and R. Lundholm. (1996), “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior,” *The Accounting Review* 71 (4), pp.467-492.
- Morgan, D.P. (2002), “Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry,” *American Economic Review* 92 (4), pp.874-888.
- SustainAbility. (2020), *Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results*: 1-54.

(慶応義塾大学商学部教授)