

ESG格付はアートかサイエンスか？

ガイド・ジャンマッティ
ポートフォリオマネジャー
RBC GAM 新興国株式運用チーム

様々な専門的なデータプロバイダーが、企業のESGを評価し、定量化した指標を提供しています。その結果得られた格付は、多くの機関投資家の投資の意思決定に影響を与えるようになりました。このような格付の利用が増加しつつあるにもかかわらず、どのようにESGを評価し、どのような格付を個々の企業に付与するかについては、評価機関の間でかなりの違いがあることが調査で明らかになっています。これは非常に大きな問題と考えます。優れたESGとは何かについての意見の一致が無ければ、市場参加者は誤解してしまう可能性があるからです。

そこで、次の4つの疑問について考察することになります。

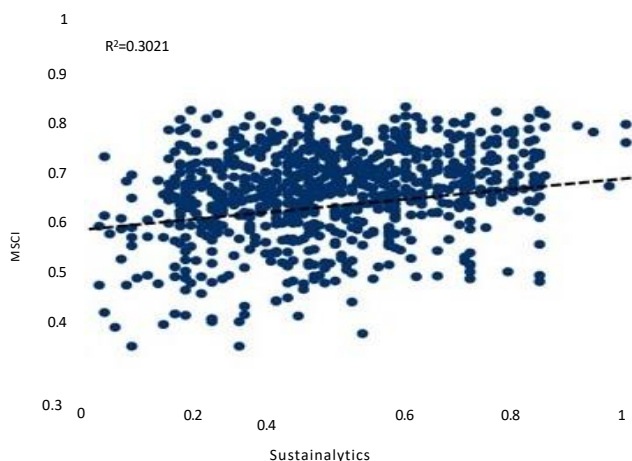
1. ESG評価機関によってESG格付に大きな違いはあるのか？
2. ESG格付に違いが生じる理由は何か？

3. ESG格付を分析することでパターンやバイアスが見つかるのではないのか？
4. こうした状況は長期的に何をもたらすのか、また改善するために何ができるのか？

ESG評価機関によってESG格付に大きな違いはあるのか？

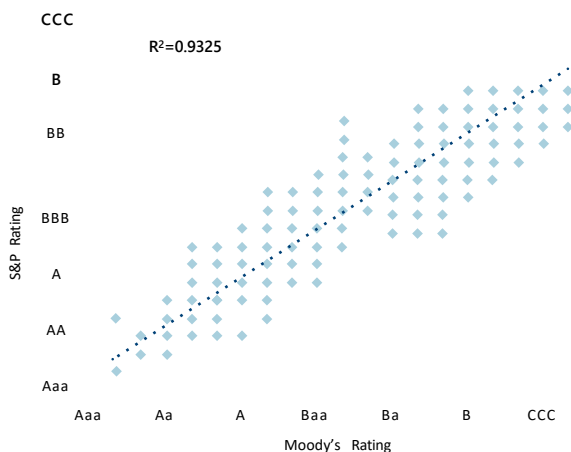
私たちの分析では、ESG評価機関によって、ESG格付にかなりの差があることが確認されています。MSCIとSustainalyticsの2大情報評価機関のESG格付の相関関係を分析し、さらに、私たちのESGスコアとも比較を行いました。評価対象は、MSCI新興国株式インデックスの構成銘柄としました。結果、2社のESG格付の相関は0.3と非常に弱い（無視できると言う人もいます）ことがわかりました（図表1）。これは、信用格付とは対照的です。S&PとMoody'sによる信用格付の相関係数は0.93と、ほぼ完璧な相関関係を示しています（図表2）。

図表1: ESG格付間の相関は小さい



出所：RBC Global Asset Management, Sustainalytics, MSCI.
2021年9月データ

図表2: 信用格付間の相関は高い



出所：Bloomberg、Barclays Index Services Limited、RBC Global Asset Management。2021年9月のデータ
注：Moody'sの格付は比較のために調整しています。軸は発行体に対する総合評価を用いて表示しています。

ESG格付に違いが生じる理由は何か？

ESG評価機関の格付の相違には、主に2つの要因があります。一つは、データや手法の違いによるもので、もう一つは、より定性的で哲学的なものです。

私たちは、複数の主要なESG評価機関を利用しています。ポートフォリオの保有銘柄において、そうした機関による格付の違いについて徹底的に検証しました。例えば、当社が保有する、あるフィリピンの企業について、評価機関1がESGの総合評価を上位4分の1としているのに対し、評価機関2は下位4分の1としていることが分かりました。さらに詳しく見てみると、評価機関2は、事業に関する環境指標を考慮していない（社会的な論争にのみ焦点を当てている）のに対し、評価機関1は、この企業が平均以上のスコアを獲得している環境指標に15%のウェイトを置いていることがわかりました。また、ガバナンスに対する2社のアプローチにも大きな違いが見られました。評価機関2は、ガバナンスのウェイトが著しく高く（評価機関1の30%に対し50%）、その結果、その企業の低評価につながっています（評価機関1が平均的評価としているのに対し下位5%）。

評価機関の間でその手法が大きく異なることがわかります。それが次の3つの差異をもたらしています（図表3）。

- **測定方法**：評価機関は、同じESG項目でも異なる指標に基づいて評価しています。例えば、人的資本の管理は、従業員の離職率、従業員教育への支出、第三者調査（グラスドアのスコア）への依存度、会社に対する労働訴訟の件数に基づいて評価することができます。同じように、女性の昇進は、男女間の賃金格差、取締役会の女性比率、従業員の女性比率性別で評価することができます。もちろん、一部の指標は「イエス／ノー」といった回答となりがちで、数値として測定することは困難です。

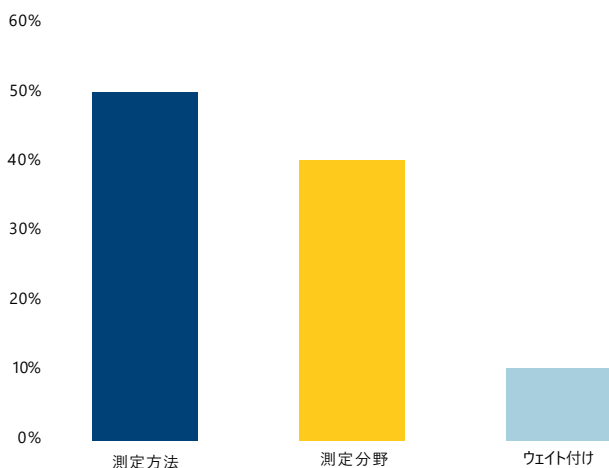
- **測定分野**：評価機関によって、特定の業界や企業のリスクエクスポージャーの視点から重要であると考えられる分野は異なります。ほとんどの評価機関は、環境項目を評価する際に、企業の温室効果ガス排出量と水の使用量を考慮しますが、電磁波や廃棄物を含めるのは一部に留まります。ロビー活動や贈収賄を含める評価機関もあれば、含めない機関もあります。

- **ウェイト付け**：評価機関は、それぞれの指標に異なる重要度を割り当てることがあります。例えば、ロビー活動よりも人権を重視する場合もあります。あるいは、温室効果ガスの排出量よりもコーポレートガバナンスを重視することもあります。さらに、各指標（1000もの指標を持つ評価機関もあります！）に対するウェイトも大きく異なります。

企業のESGを評価する上でデータよりもさらに重要だと思われる点があります。それは、ESG評価は最終的には判断の問題だということです。ESG格付はアートですが、ESG評価機関はそれをサイエンスに転換しようとしています。そのために、いくつかの混乱が生じているのです。ESG分野の指標は多くのことを教えてくれますが、一方で、注意深く使用しなければなりません。財務分析、特にESG投資においては、判断が重要となります。指標には価値があり、利用するに値しますが、独自の調査、分析、判断を行わずにESG評価のみに依存することは、必ずしも全体像を把握するものとはなりません。

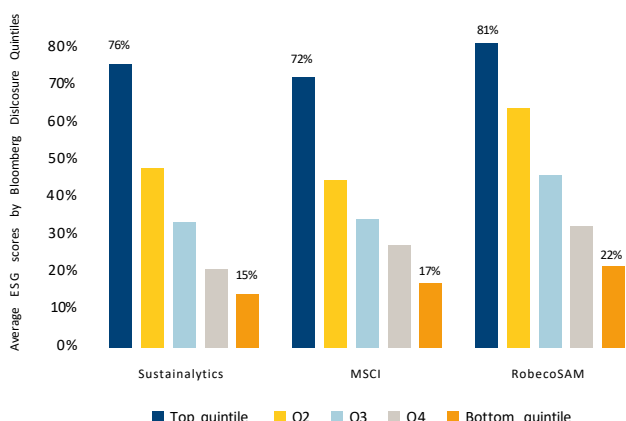
企業は（同じ業界内でも）、同じトピックに対して、それぞれ異なる報告をしています。そのため、評価機関は、何をどのように評価に反映させるかを選択する必要があります。これがESG格付の違いを生む主な要因であり、データをどのように利用し、解釈するかについての判断の違いを反映しているのです。どの指標を使うか、どの指標を重要視するか、相対的なウェイト付けなど、全ては個々の判断に委ねられています。さらに、ESGの分野によっては、指標で捉えることが困難なものもあります。企業文化がその例です。企業文化は、ESGの一分野として近年、機関投資家や格付機関から注目を浴びています。企業文化を理解するのに一番良い方法は、CEOや創業者へのインタビューであることが研究により証明されています。私たちには、対話に代わる適切な手段を見つけることは困難であるように思われます。

図表3: ESG格付の差異の要因



出所：Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. MIT
2021年5月データ

図表4： ESGディスクロージャーとESG格付



RBC Global Asset Management, GS Sustain, MSCI, Sustainalytics, RobecoSAM. 2021年9月データ

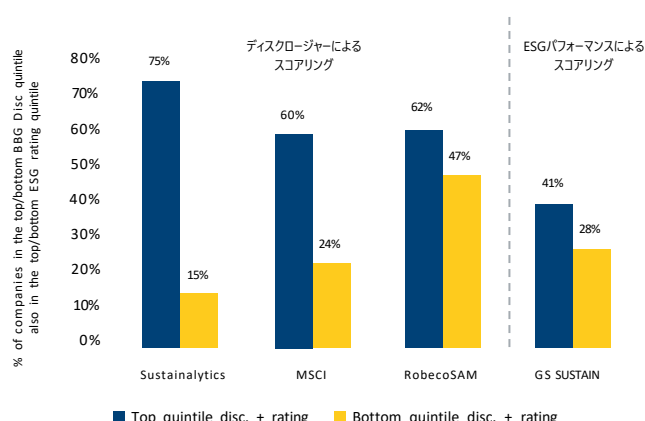
ESGとは、大きく言えば、トランジション（移行）と、その移行によってもたらされるリスクと機会の中で企業がどのようにポジショニングにあるかということなのです。優れたファンドマネジャーやアナリストは、世界が今後、どのようになっていくかについて見通しを持っています。そして、企業がそのような未来にどのように適合し、どのような財務的な影響があるのかを評価します。この観点から考えると、ESG評価機関は、本質的には主観的な内容となる問いに答えようとしていることになります。そのような役割は、「発行体には返済能力があるか」という問いに答えようとする信用格付とは大きく異なります。ESG格付は、信用格付とは異なり、様々なタイプのリスクや機会に対する標準化されていないデータに大きく依存しています。一方で、特定のタイプのリスクは、標準化されたデータによって評価することができます。

ESG格付を分析することでパターンやバイアスが見つかるのではないか？

分析の結果、さらに多くのことがわかりました：

1. ESG格付が高い企業ほど、より多くの報告を行っています。公表しているESGデータの量は、その企業のESG格付と正の相関があります（図表4）。これは、ほぼ全てのESG評価機関の評価手法に当てはまることで、情報をあまり開示しない企業に対しては懲罰的なアプローチが採られているということになります。ESGに関する情報開示が少ない場合、企業を懲罰的に扱うのではなく、中立的に扱うべきという主張もあります。特に中小企業では、ESGのパフォーマンスが良好にも関わらず、ESG評価が低い企業が多く存在します。
2. ESGに関する情報開示が多いほど、格付機関の間のESG評価の差異が大きくなります。直感とは異なりますが、我々の分析によると、ESG格付の差異はESGの開示レベルが高い企業で大きくなることを示唆し、それがESG格付の差異の大きな要因の一つになっていることがわかりました（図表4）。このことは、企業に対する独自の理解と判断を深めることの重要性を浮き彫りにしていると考えています。ESG格付は、開示が多いほど大きく異なる可能性があります。これは、格付機関が開示されたESG情報に対して異なる測定方法、ウェイト付けを用いているからです。

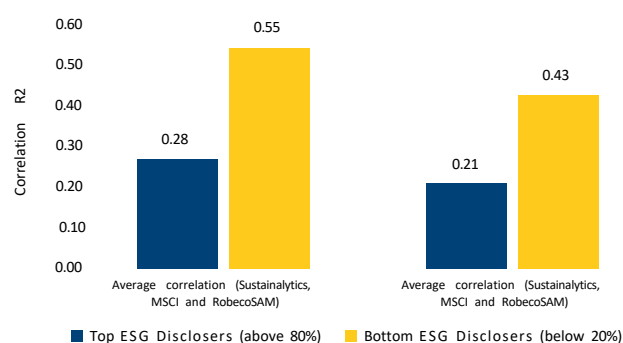
図表5： ESGディスクロージャーによる格付とESGパフォーマンスによる格付



Source: RBC Global Asset Management, GS Sustain, MSCI, Sustainalytics, RobecoSAM. 2021年9月データ

3. 高い水準のESG情報開示が必ずしも高い水準のESGパフォーマンスを意味するわけではありません。ESG格付と実際のESGパフォーマンスとの間に乖離がある可能性を示唆する証拠があります。多くの優良開示企業（ブルームバーグESG開示ランクに基づく）は、主要なESG格付において、上位5分の1にランクインしています（図表5）。平均すると、情報開示のレベルが高い企業の3分の2は、ESG格付の上位5分の1にランクインしています。しかし、ESGパフォーマンス（企業がESG目標を達成しているかどうかを評価する）ベースのアプローチでは、上位5位以内に入る企業は少なくなります（図表6）。投資家にとって重要なことは、ESGデータが実際に何を示しているかをよく調べることです。単に「チェックボックス」方式で確認するのではなく、企業が設定したESG関連の目標や方針に対して公表データがどのように変化しているかをモニターする必要があります。当面の間は、企業は、ESGデータを多く公表するだけで資本市場に好意的に受け止められる状況が続くでしょう。

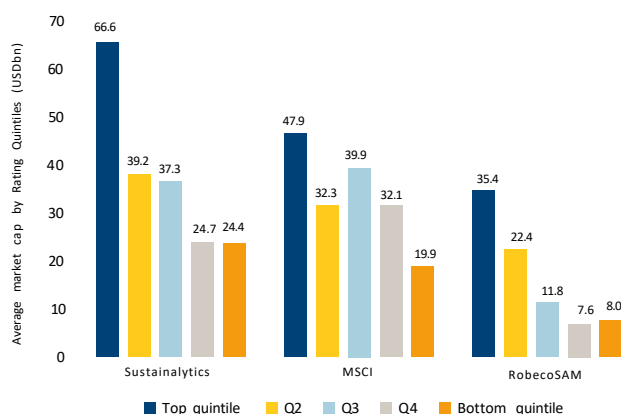
図表6: ESGディスクロージャーとESG格付の不一致



Source: RBC Global Asset Management, GS Sustain, MSCI, Sustainalytics, RobecoSAM. Data as at September, 2021.

¹ RBC, GS Sustain, MSCI Sustainalytics, RobecoSAM, 2021年9月

図表7: 企業のサイズと格付の関係



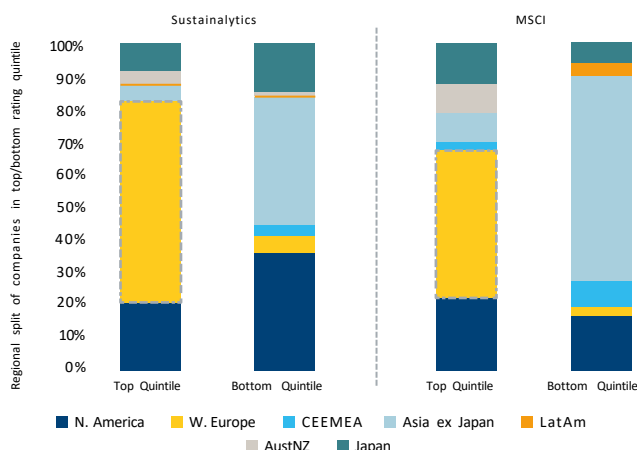
Source: RBC Global Asset Management, Sustainalytics, MSCI.
2021年9月データ

4. ESG評価には地域、業界、規模においてバイアスが存在します。
全てのESG評価機関には大企業に対する非常に大きなバイアスがあります。大企業は、中小企業よりもESG格付で高いスコアを獲得する傾向があります。例えば、ESG格付に関する私たちの分析によると、時価総額の高い企業は、時価総額の低い同業他社よりも高い格付を獲得しています(図表7)。また、欧州など報告規制が強い地域の企業は、規制圧力の低い地域の企業に比べて、より高いサステナビリティ関連の評価を得ています(図表8)。

こうした状況は長期的に何をもたらすのか、また改善するために何ができるのか？

これらは投資家にとってどのような意味を持つのでしょうか。ESGパフォーマンスを測定することは難しく、あるアナリストが企業を「買い」と評価し、別のアナリストが「売り」と評価するように、合理的な人々は異なる意見を口にすることが可能です。しかし、ESG格付を額面通りに受け取るだけではいけません。

図表8: 地域別の格付分布



Source: RBC Global Asset Management, Sustainalytics, MSCI.
2021年9月データ

評価機関によってESG格付の定義が異なるため、それぞれのESG格付が実際にはどういう意味を持つのかを理解する必要があります。もし明確で正しいESG格付があるとすれば、それは市場に織り込まれていることでしょう。以上を踏まえ、私たちはESG格付について4つの結論に至りました。

1. ESG格付の一致は起きそうもありません。長期的には、現在の信用格付のように、各機関がESG格付を一致させる可能性は非常に低いでしょう。その理由は2つあります。1つ目は、ESGは判断の問題であり、今後もそうあり続けるということ、2つ目は、仮にそうなった場合、ESG評価機関のビジネスモデルやその付加価値が損なわれるからです。ESG評価機関は数十社あり、その数は増え続けています。もし、全てが同じことを言うのであれば、なぜこれほど多くの会社が必要なのでしょう。異なる評価を提供することが、自分たちの利益になるからです。



2. ESG格付の重要性は低下すると思われます。投資家がこの分野の知識を増やすにつれて、投資判断に格付を使うことは少なくなっていくと考えています。指標には価値があり、利用すべきものですが、独自の判断、経験、分析を伴わずに指標に依存することは、全体像の把握につながりません。ESGに関する議論は、ESG格付から「どのようにすれば、利用可能な企業情報を使って、最良のリスク／リターンを持つ企業を判別できるか」に移行する可能性があると考えています。言い換えれば、私たちは（業界として）、「良い」投資とは何かという議論に戻りつつあるということです。

3. ESGはトップダウンとボトムアップの両面で行われる必要があります。ESGは、セクターや企業レベルではボトムアップで、テーマや政策レベルではトップダウンで行う必要があると考えています。ボトムアップでは、業績や財務への影響を勘案して、ESGや銘柄選択について考えるのが最良の方法だと思います。その企業にとって業績の観点から最も重要なESG課題は何なのかということです。そして、トップダウンでは、いくつかのテーマを評価し、深く掘り下げていくことが重要だと考えています。さらに、ESGファイナンスのあらゆる側面に関する規制に従うこと、そしておそらくより重要なのは、実体経済における気候、人的資本などへの規制に従うことです。

4. 規制強化は、情報開示と比較可能性を高めます。ESGの全ての分野と参加者にとって、規制の果たす役割はますます大きくなっています。これは「もしも」の話ではなく、「どのように」、「いつ」という問題です。より厳格な規制は、長期的にはグリーンウォッシュによるリスクを軽減します。また、社内リサーチの強化やファンドマネジャーの知識向上にも貢献します。2021年3月、欧州連合（EU）が「持続可能な金融情報開示規則」を導入し、その端緒が見え始めました。これは、ファンドの持続可能性に関する特徴を比較しやすくし、最終投資家の理解を深めることを目的としたEUの規則です。同様に、2020年12月には、フランスの金融当局が「持続可能性関連サービス提供者」に対する欧州規制のフレームワークを提案しました。この提案では、ESG評価機関に対して、手法の透明性、利益相反の管理、内部統制プロセス、対象企業とのESG対話の強化など、様々な要件を定めています。さらに、企業レベルでは、サステナビリティ会計基準審議会のような組織によって、指標の標準化が進む可能性があります。もし、特定の課題に対して、皆が重要性に対する認識を一致させ、それに関して標準化されたデータを得ることができれば、格付の差異はいくらか収束するかもしれません。しかし、依然として異なるウェイト付けがなされる可能性はあります。さらに、ビジネスモデルには多くの違いがあるため、比較可能性には引き続き課題が残るものと考えます。

筆者について

ガイド・ジャンマッティ ポートフォリオマネジャー

RBC Global Asset Management Limited

MBA (2005), Carroll Graduate School of Management, Boston College, U.S.; BSc (Economics) (1998), Università Cattolica Del Sacro Cuore, Italy.

RBC GAMの新興国株式運用チームで、RBC新興国株式小型株戦略のリード・ポートフォリオ・マネジャーを務めています。2010年にRBC GAMに入社する以前は、英国の資産運用会社で新興市場ポートフォリオ・マネジャーを務め、グローバル新興国市場戦略を専門に扱っていました。それまでは、同社にて株式アナリストとして勤務し、新興国市場戦略を専門としていました。1998年にイタリアで株式およびデリバティブのトレーダーとして投資業界でのキャリアをスタートさせています。その後、グローバルな資産運用会社に証券アナリストとして入社し、後にジュニア・ポートフォリオ・マネジャーに昇進しました。



ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Management (UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



Global Asset Management
BlueBay Asset Management